

聚酯品种供需分化 成本仍是主要因素

郑邮飞

期货从业资格号：

F0284348

投资咨询从业证书号：

Z0010566

报告制作时间：

2023 年 12 月 7 日

审核人：赵洪虎

期货从业资格号：

F0303315

投资咨询从业证书号：

Z0012132

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38 号

■ 内容摘要

聚酯供需出现分化，PX 仍处于景气周期，PTA 过剩，MEG 曙光初现。

■ 核心观点

- 需求端内外依然分化，总体预期一般但亦不宜太悲观。预计内需仍将温和增长，外需难看到较大的增长，但聚酯直接出口仍具有一定的韧性，一定程度上支撑原料价格。
- 聚酯端，明年产能正常投放，但考虑今年的高基数效应以及明年新产能主要以瓶片为主，瓶片将进入偏过剩格局，会牵制整个聚酯的开工，因此我们预计明年聚酯产量增速在 10% 左右。
- PX 方面，总体仍处于景气周期。短期看汽油需求季节性淡季，叠加亚洲供应大幅回升，PX 短阶段偏弱。但长周期看由于 PX 明年产能投放与下游 PTA 劈叉，同时调油需求预计仍将扰动芳烃，时间节点关注春节后。
- PTA 从存量和增量角度看都是过剩的，且明年新增产能仍较多，加工差预计窄幅波动（200-600），PTA 更大的波动来自于 PX 和原油。特别是当原油低位时，PTA 具有较好的多配价值。同时低价工差背景下需要关注供给端的扰动以及寡头对现货市场的干预。
- MEG 存量产能处于过剩阶段，但是明年产能新增压力大幅减轻，同时进口端由于效益以及原油减产，预计仍将维持偏低的位置。MEG 低估值背景下预计重心有提升的预期，时间点可能在二季度后，对应 9 月合约上。

目 录

1. 行情回顾	2
1.1 PX-调油逻辑提前启动	2
1.2 PTA 成本支撑下的大起大落.....	2
1.3 MEG 低位震荡.....	3
2.内需政策托底，外需难有较大改善	4
2.1 内需表现相对较好，仍将温和增长	4
2.2 外需不佳，预期仍难有较大改善	5
2.3 聚酯产能产量增速回归正常	7
3. PX 仍处于景气周期	8
3.1 上下游产能投放错配	8
3.2 调油逻辑仍可讲但逐年减弱	9
4. PTA 过剩背景下再平衡.....	10
4.1 存量过剩且仍有新增	10
4.2 继续关注寡头.....	11
5. MEG 产能投放压力减轻，重心或上移.....	12
5.1 产能增速降低，进口总体低位	12

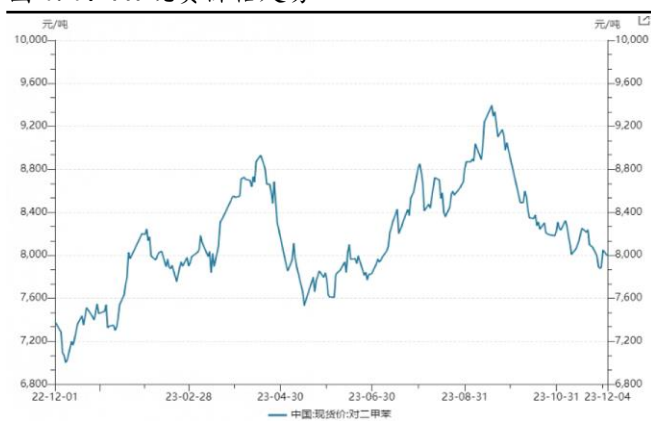
5.2 MEG 重心有抬升预期.....	13
6. 总结	14
7. 风险提示	15
免责声明	16

1. 行情回顾

1.1 PX-调油逻辑提前启动

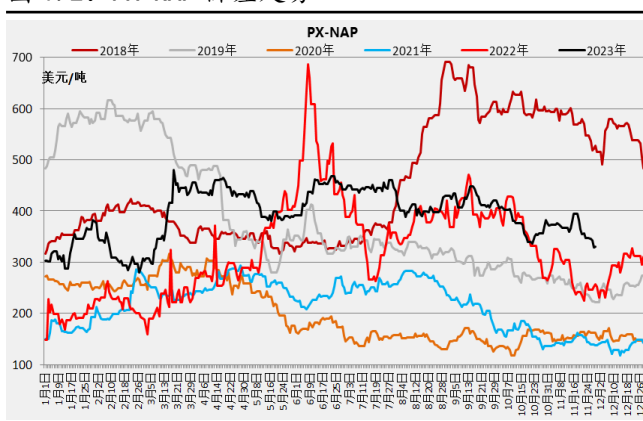
PX 今年整体仍受调油需求和成本原油的扰动，价格波动 2000 多点。期间调油逻辑提前交易导致 3 月份 PX 出现大幅上涨，PXN 亦大幅走扩，随后 4 月份跟随大宗商品回落（交易国内经济/政策不如预期）。6 月份跟随原油出现一波不小的涨幅，9 月下旬受原油回落以及调油需求季节回落影响，PX 单边以及 PXN 均出现回调。总体上看，今年 PX 仍处于景气周期，PXN 仍处于较高的位置。

图 1.1：PX 现货价格走势



资料来源：WIND，一德能化事业部

图 1.2：PX-NAP 价差走势



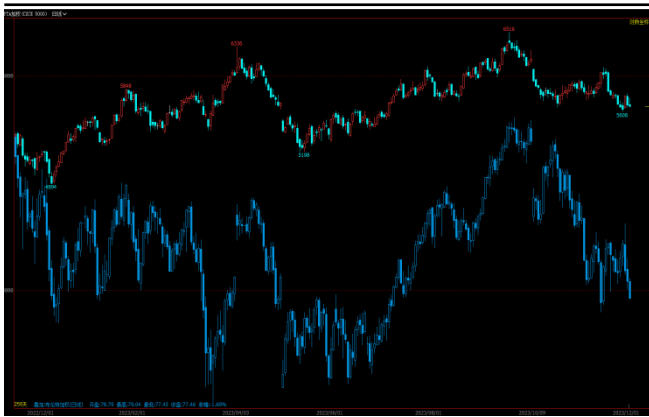
资料来源：WIND，一德能化事业部

1.2 PTA 成本支撑下的大起大落

PTA 受成本支撑较为明显，2023 年 PTA 跟随原油亦出现了大起大落，全年波动幅度在 1300 元/吨左右。具体来看，上半年原油有供应端的扰动，价格相对于煤炭以及天然气强势，整体维持震荡走势，对于 PTA 支撑偏强；特别是三月份芳烃调油逻辑扰动，市场提前炒作，芳烃偏强推动 PTA 相较于原油明显偏强。4 月份国内乐观预期证伪，经济数据不佳导致大宗出现大幅下跌，PTA 亦跟随回落。6 月份在利空释放后商品低位反弹，加上原油中东减产，原油亦助推化工出现一波像样的反弹。10 月后需求预期回落，原油回落，成本端芳烃调油结束，PTA 自身新增产能的释放等使得 PTA 出现回调。整体从 5 月份以来，PTA 加工差期间还被压缩至 0 附近，而绝对价格的涨幅基

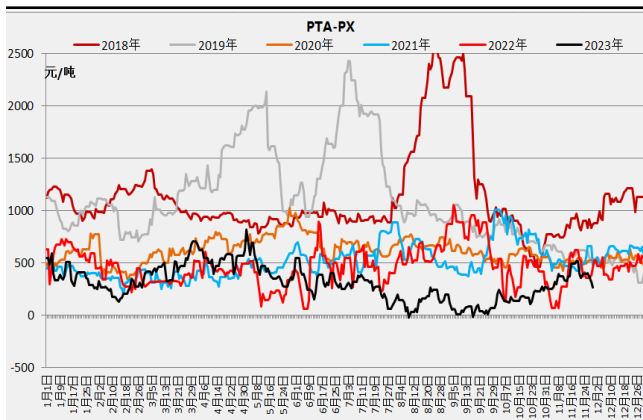
本由成本端贡献。

图 1.3: PTA 加权与布伦特加权走势



资料来源：文华财经，一德能化事业部

图 1.4: PTA 加工差走势



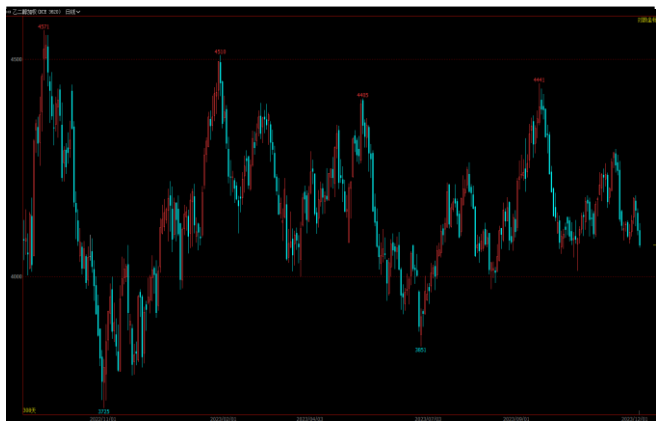
资料来源：WIND，一德能化事业部

1.3 MEG 低位震荡

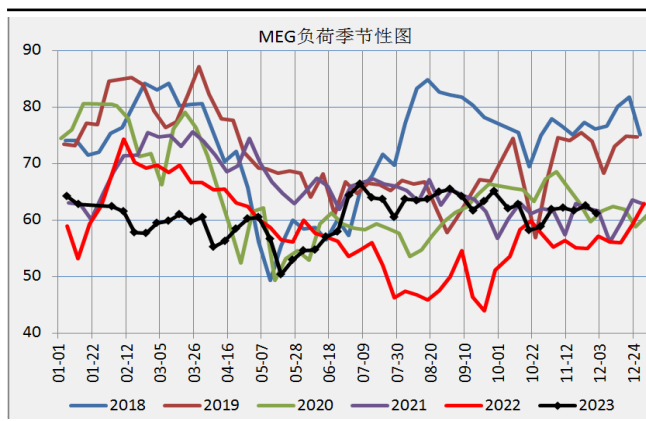
上半年烯烃端整体弱势，一方面原料端乙烷/丙烷价格弱势（轻石脑油弱于重石脑油），一方面终端需求确实没有太大的亮点。乙烯端产品整体偏弱。同时 MEG 产能投放巨大，过剩明显，压制 MEG 价格。三季度整体商品低位反弹，MEG 跟随反弹，但空间有限，9 月下旬再次下跌，整体依旧处于震荡走势中。结构上 5 月份之前，市场对于几套油化工转产的预期还是非常强的，导致 4 月下旬商品大跌中 EG 表现相对亮眼，但随着 EO 价格下跌，转产预期推后或者落空，同时煤炭价格下跌，EG 煤化工估值修复，EG 开始补跌。6 月份 EG 开工大幅恢复，价格杀跌，利空出尽。但聚酯开工非常好，同时商品价格整体上涨，7 月份开始 EG 反弹。但总归处于供需过剩阶段，9 月下旬反弹至区间上沿后再次回落。10 月份弱反弹后再次下跌。

图 1.5: MEG 期价走势

图 1.6: MEG 总开工走势



资料来源：文华财经，一德能化事业部



资料来源：CCF，一德能化事业部

2. 内需政策托底，外需难有较大改善

2.1 内需表现相对较好，仍将温和增长

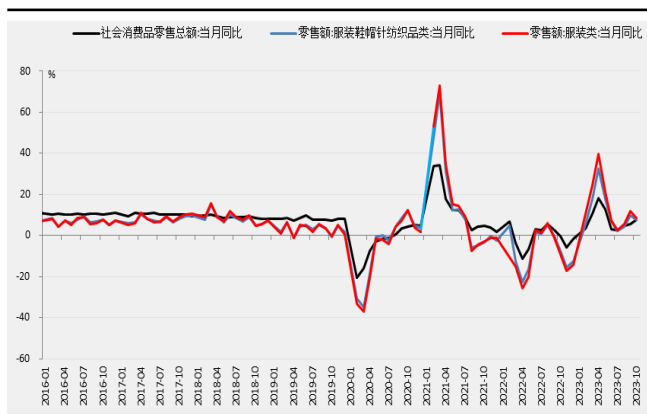
2023 年是疫后恢复的第一年，国内消费有一定的复苏，特别是纺织服装作为可选消费品在疫情中的消费收到压制，但疫后获得释放。2023 年 1-10 月服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长 10.2%，其中服装类零售额同比增长更是达到了 12.3%，而社会零售额 1-10 月同比累计增长 6.9%，国内纺服零售消费总体高于社会零售消费。这得益于疫情后收入的增长，前三季度我国人均可支配收入实现了 6.3% 的增长，当然这里边有基数效应，但亦反应了国内经济的环比复苏。

另一个角度，从聚酯产业下游的聚酯开工和织造开工来看，今年均处于较高的开工水平，而终端库存并没有出现较大的累积，产业需求端整体相对健康。

展望 2024，在国内稳增长不断发力，经济仍具有一定的韧性，同时纺服作为可选非耐用品，其消费亦将具有一定的韧性。总体预计明年国内纺服消费仍将温和增长。

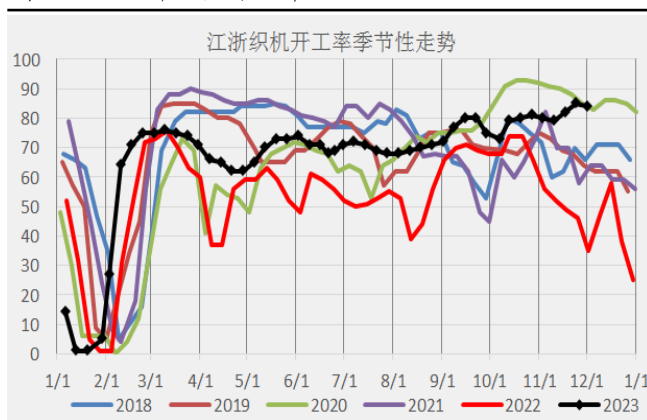
图 2.1：社零与纺织服装零售额

图 2.2：全国人均可支配收入累计同比



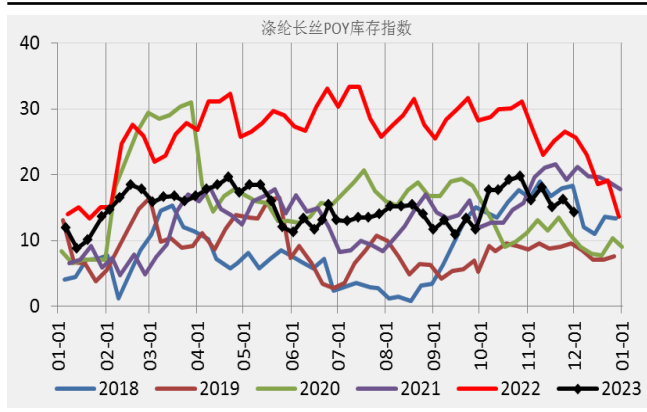
资料来源：WIND，一德能化事业部

图 2.3: 江浙织机开工率

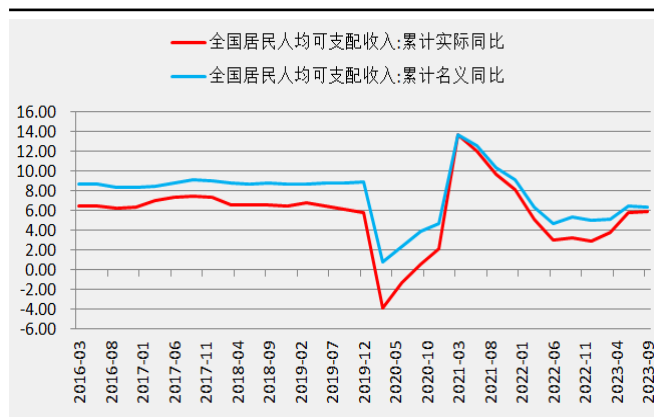


资料来源：CCF，一德能化事业部

图 2.5: 聚酯 POY 库存

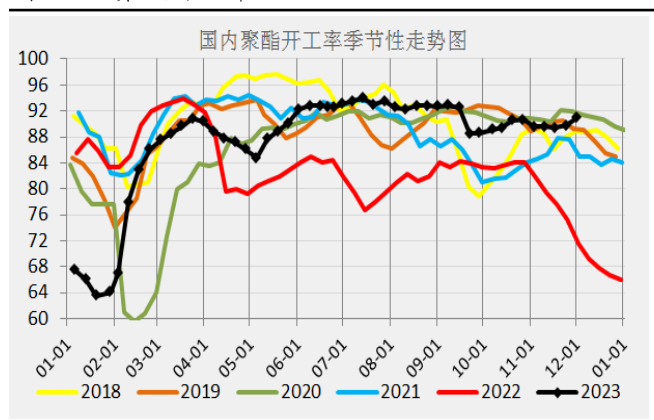


资料来源：CCF，一德能化事业部



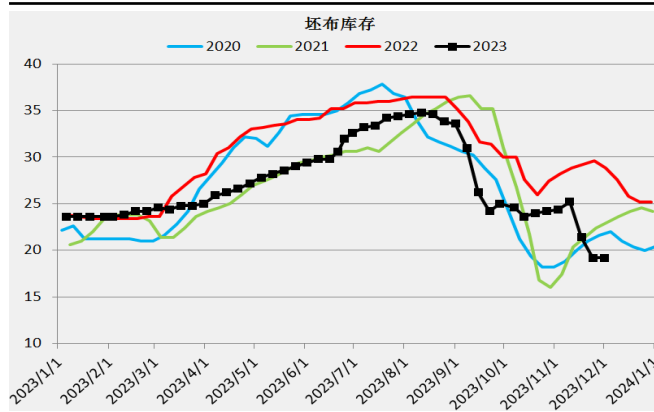
资料来源：WIND，一德能化事业部

图 2.4: 聚酯开工率



资料来源：CCF，一德能化事业部

图 2.6: 终端坯布库存



资料来源：CCF，一德能化事业部

2.2 外需不佳，预期仍难有较大改善

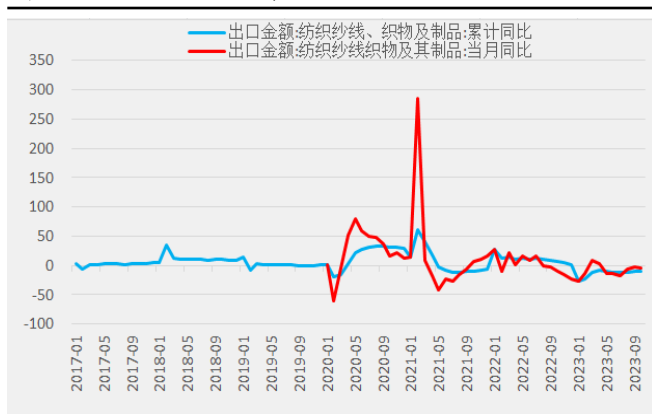
从前三季度我国纺织品出口数据来看，今年出口不佳，纺织纱线、服装出口均是负增长（1-10 月份纺织纱线、织物及制品累计同比-9.8%；服装及衣着附件累计同比

-8.7%)。主要的原因一方面在于出口价格的下滑，更重要的在于外围经济衰退，购买力下降，特别是欧洲，其 PMI 已经长时间处于 50 以下的收缩区间。而美国的表面韧性主要得益于服务业，其制造业 PMI 从去年 11 月份开始一直处于 50 下方，同时美国今年以来国内一直处于去库存进程，对于大宗的需求较弱。这个从韩国越南等外向型国家的出口数据下滑中亦能得到印证（越南 1-11 月出口累计同比下滑 5.87%；韩国 1-9 月份出口累计同比下滑 6.22, 10-11 月出现回升）。

不过值得注意的是虽然我国纺服直接出口出现一定的下滑，但是聚酯直接出口较好（1-10 月份我国聚酯直接出口累计同比增长 12.5%），主要由于终端织造产能外溢，东南亚等国仍需要进口半成品的聚酯原料。

对于明年外需的看法如何？我们认为，欧洲仍处于衰退阶段，美国就业数据短期不佳，其国内经济亦存在衰退的风险，库存仍处于去化阶段，短期内难看到大幅补库。总体对于外需我们维持不太乐观的看法，定性为一般略偏弱。

图 2.7：纺织品出口同比



资料来源：WIND，一德能化事业部

图 2.9：越南/韩国出口累计同比

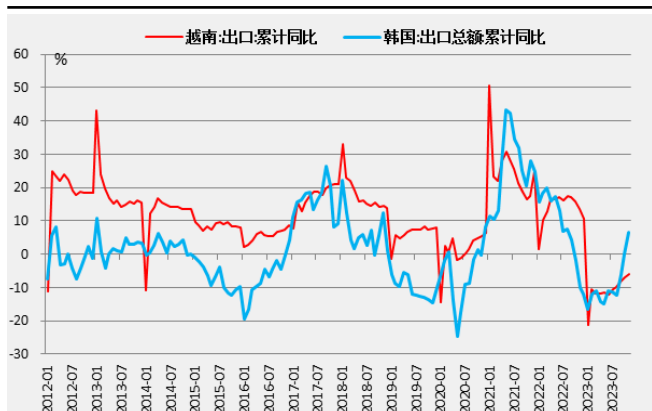
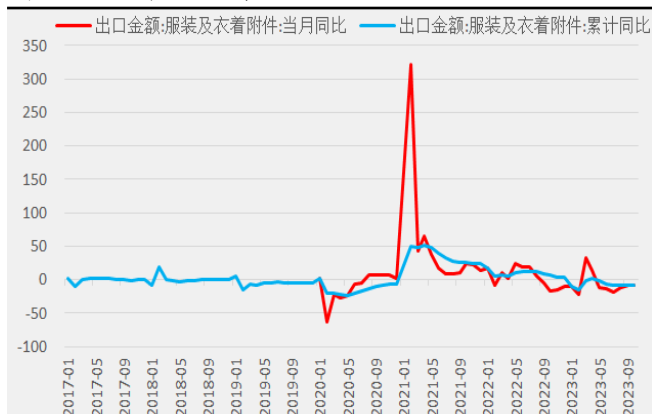
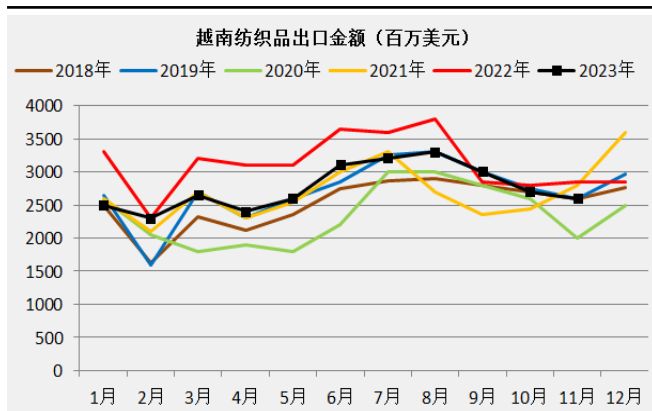


图 2.8：服装出口同比



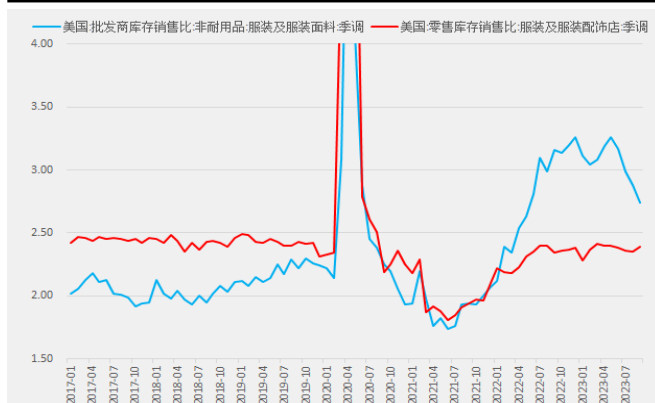
资料来源：WIND，一德能化事业部

图 2.10：越南纺织品出口金额



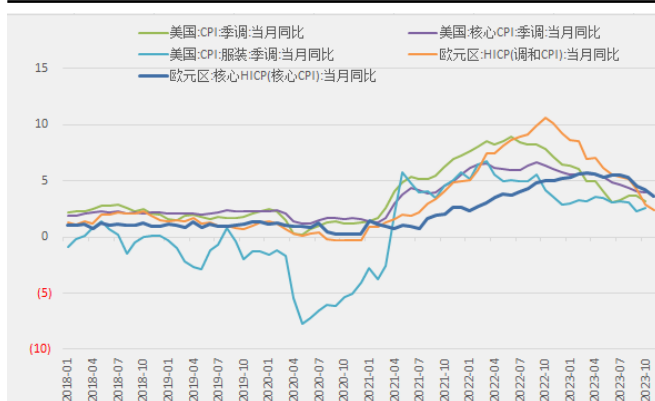
资料来源：WIND，一德能化事业部

图 2.11：美国服装批发商和零售商库存销售比



资料来源：WIND，一德能化事业部

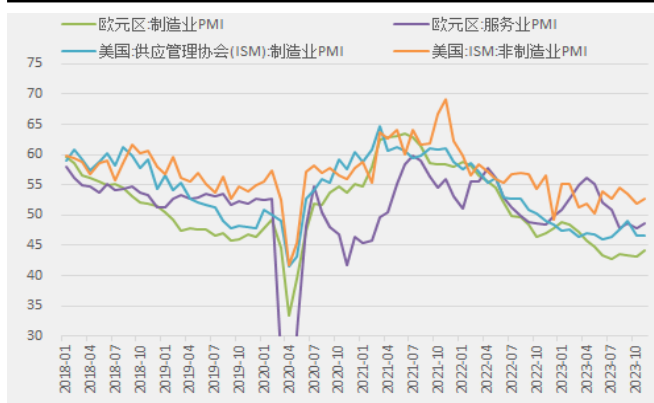
图 2.13：欧美 CPI 走势



资料来源：WIND，一德能化事业部

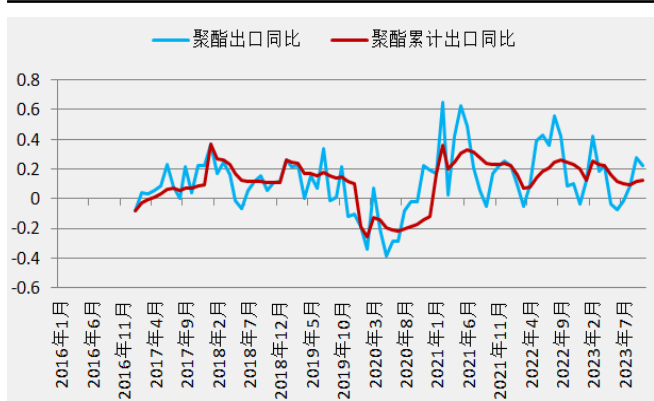
资料来源：WIND，一德能化事业部

图 2.12：欧美 PMI



资料来源：WIND，一德能化事业部

图 2.14：聚酯直接出口



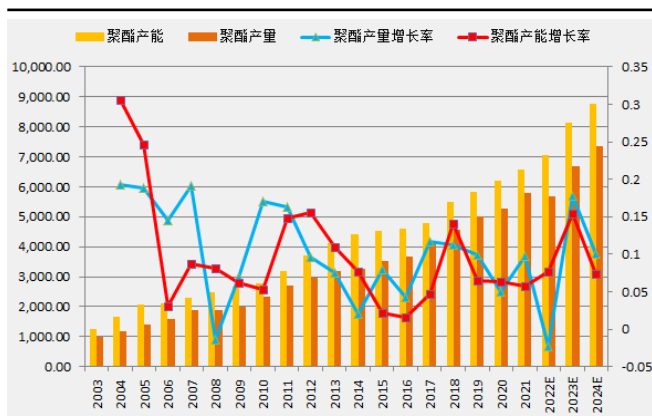
资料来源：WIND，一德能化事业部

2.3 聚酯产能产量增速回归正常

从聚酯近几年的产能增长情况来看，年度产能增速均在 10%偏下的水平，而今年疫后新增产能加速，全年预计新增产能 1087 万吨，产能增速 15.39%。根据公开资料统计，明年预计有 600 多万吨的聚酯新增产能，增速 7.36%，其中 60%是瓶片。因此瓶片的供应压力不小，其实今年瓶片新增产能亦不少（今年瓶片新增占聚酯新增的 40%），从今年下半年开始瓶片利润大幅下滑，倒逼开工出现一定的走低。明年这种情况或仍将存在，倒逼瓶片利润与开工处于相对偏低的水平，因此会拉低整个聚酯的开工，同时考虑今年的高基数效应，因此我们预计明年聚酯产量增速在 10%左右。

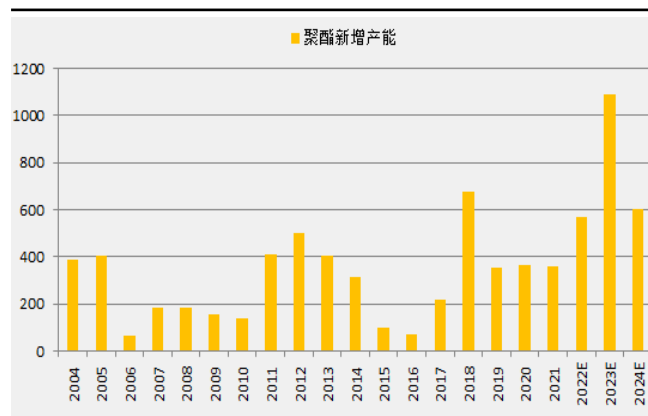
图 2.15：聚酯产能产量增速

图 2.16：聚酯年度新增产能（万吨）

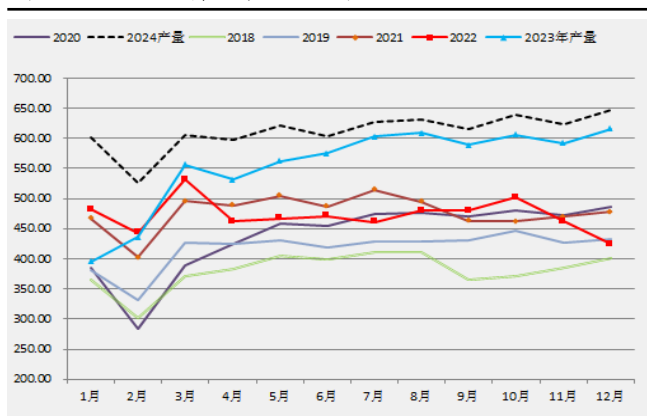


资料来源：CCF，一德能化事业部

图 2.17: 2024 聚酯产量预计



资料来源：公开资料，CCF，一德能化事业部



资料来源：CCF，一德能化事业部

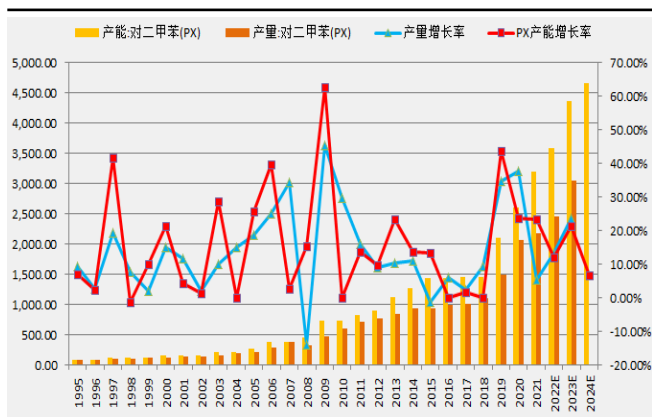
3. PX 仍处于景气周期

3.1 上下游产能投放错配

今年 PX 新增产能不少，但明年 PX 新投产能将阶段性告一段落，只有裕龙岛 300 万吨有可能在四季度投放，但是存在较大的不确定性，至少在明年三季度前 PX 处于产能投放的真空期。而下游 PTA 仍处于产能投放的集中期，今年 11 月底左右逸盛海南 250 万吨产能陆续投放，汉邦 220 万吨老产线亦有重新开启的预期。明年 PTA 预计有 1000 多万吨新产能，当然由于 PTA 过剩加工费低位，预计实际投放可能不如预期。但总体看 PX 自身与下游产能投放错配，对于 PX 是一个重要的利好。

图 3.1: PX 产能产量增速

图 3.2: PX 新增产能（万吨）



资料来源：CCF，一德能化事业部

图 3.3: PTA 新增产能 (万吨)

桐昆嘉通 (南通如东) 1#	250	2023.1
恒力石化6# (惠州)	250	2023.3
桐昆嘉通 (南通如东) 2#	250	2023.4
恒力石化7# (惠州)	250	2023.7.10
逸盛海南2期	250	2023年末
2023合计	1400	
仪征化纤3#	300	2024.Q1
台化宁波2#	150	2024.Q1
三房巷3#	320	2024
独山能源3期	250	2024
远东石化	200	2024年末
虹港石化3#	240	2024年末
2024合计	1460	

资料来源：一德能化事业部

中国	盛虹炼化	400	2022.11月1#投200,2023.1月份投200
中国	中委广东石化	260	2023.2.15出合格产品
中国	大榭石化分油四期/利万	160	2023.4
中国	中海油惠州二期	150	2022年7-15装置完成90%, 2023.6.20出合格品
2023合计		970	
中国	裕龙石化	300	2024Q4
	华锦阿美	200	2024-2025
	恒逸文莱	200	2024-2025
2024合计		700	

资料来源：一德能化事业部

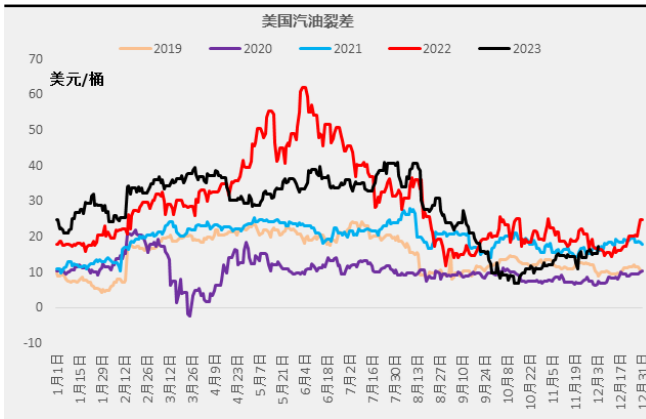
3.2 调油逻辑仍可讲但逐年减弱

2023 年是讲调油逻辑的第二年，由于有过 2022 年的前车之鉴，2023 年调油逻辑在 3 月份提前启动，同时其上冲爆发力度亦不如 2022 年。我们知道之所以有调油逻辑，主要因为一方面疫情以来全球炼油产能总体在下滑（特别是欧洲和美国下滑明显，尽管中国和中东是增加的），一方面俄乌冲突重新规划了原来的成品油运输格局，导致成品油运输成本增加，直接表现就是成品油裂差这两年维持较高的位置。夏季汽油强势带动芳烃调油需求，导致这两年 PX 处于景气周期。

展望 2024 年，在成品油物流重新平衡，运力逐步缓解的背景下，汽柴油裂差重心将环比往年下移，对于芳烃调油的支撑亦将有所走弱，但预计仍有一定的支撑，时间节点关注春节后。

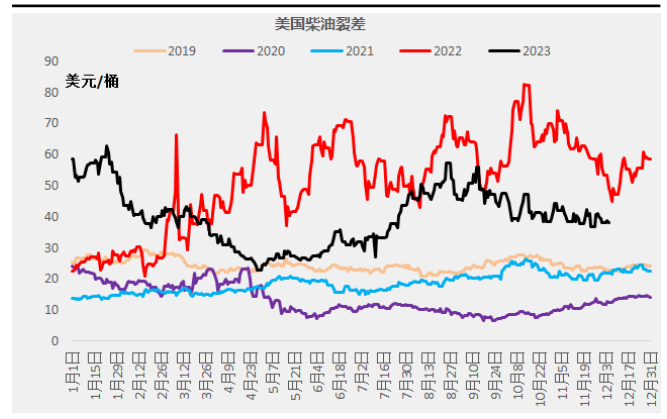
图 3.4: 美国汽油裂差

图 3.5: 美国柴油裂差



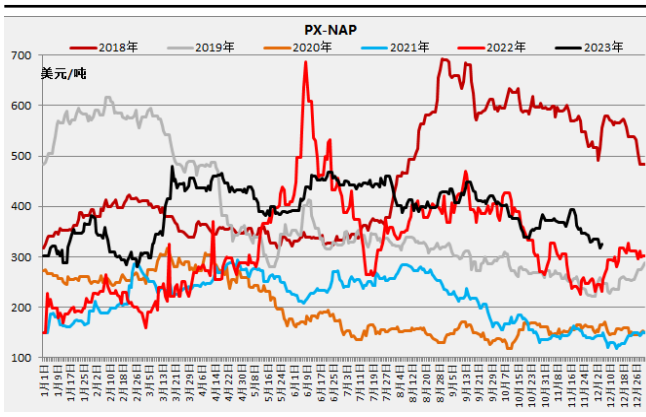
资料来源：WIND，一德能化事业部

图 3.6: PXN 走势

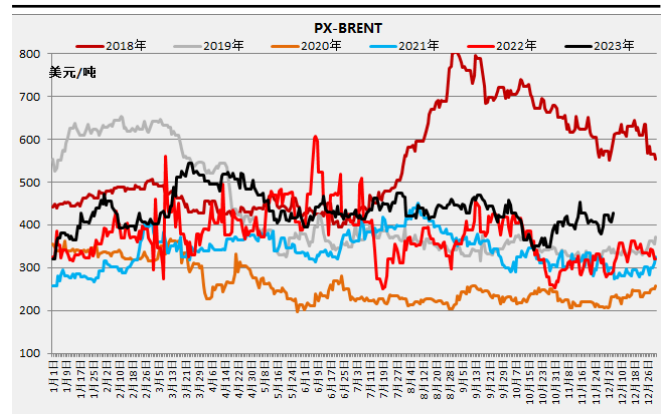


资料来源：WIND，一德能化事业部

图 3.7: PX-BRENT 走势



资料来源：WIND，一德能化事业部



资料来源：WIND，一德能化事业部

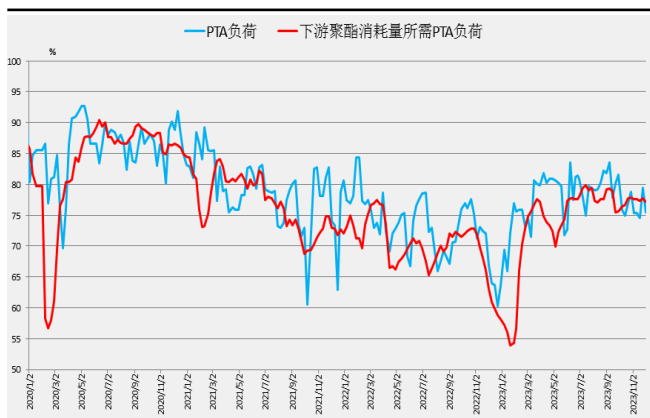
4. PTA 过剩背景下再平衡

4.1 存量过剩且仍有新增

站在当前的时间节点，PTA 存量产能过剩，同时明年新增预期亦大幅高于下游聚酯（PTA1000 多万吨，聚酯 600 多万吨），静态看存量过剩，且新增亦是过剩。

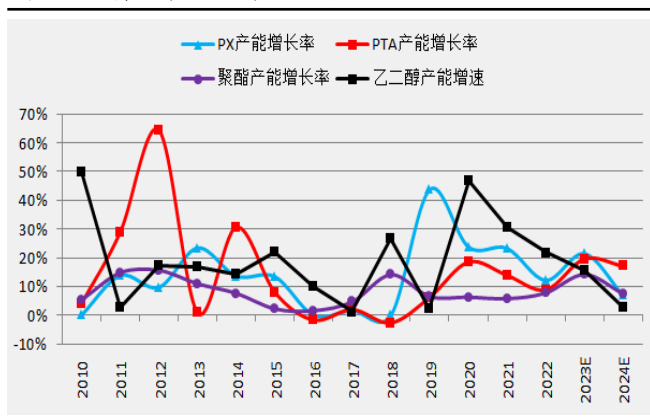
图 4.1: 当前聚酯开工所需 PTA 负荷

图 4.2: PTA 年度新增产能（万吨）

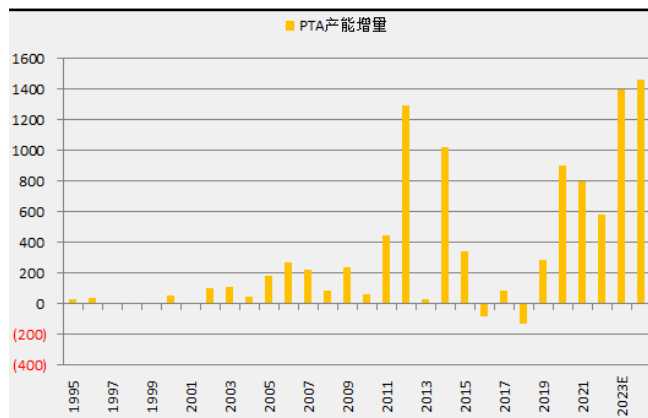


资料来源：CCF，一德能化事业部

图 4.3：聚酯产业链产能增速对比



资料来源：CCF，一德能化事业部



资料来源：CCF，一德能化事业部

图 4.4：PTA 新增产能

桐昆嘉通（南通如东）1#	250	2023.1
恒力石化6#（惠州）	250	2023.3
桐昆嘉通（南通如东）2#	250	2023.4
恒力石化7#（惠州）	250	2023.7.10
逸盛海南2期	250	2023年末
2023合计	1400	
仪征化纤3#	300	2024.Q1
台化宁波2#	150	2024.Q1
三房巷3#	320	2024
独山能源3期	250	2024
远东仪化	200	2024年末
虹港石化3#	240	2024年末
2024合计	1460	

资料来源：公开资料，一德能化事业部

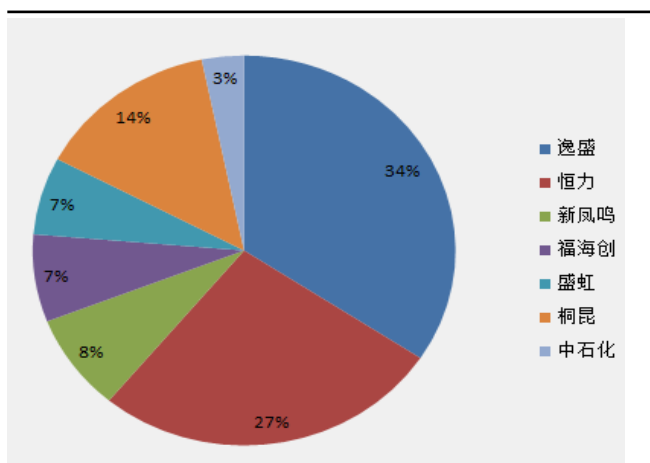
4.2 继续关注寡头

产能不等于产量，今年特别是下半年在 PTA 产能大幅增长后 PTA 加工差整体压在比较低的位置，如果明年加工差仍持续维持低位，要谨防供应端的减量。

经过多年的发展，PTA 已经从早期国字背景占比高的年代进入到民营主导的时代。随着技术的迭代和发展，单套产能规模与行业的集中度亦有了较大的提升。CR5 占有率已经达到 70%，明年新产能投放后集中度会更高。主流供应商对于现货的控制能力增强，对于战略战术上的供需调配能力更大，以达到经营最优的目的。

因此，尽管 PTA 处于过剩的背景下，我们仍需要重点关注主流供应商的装置情况以及对于现货流通的把控力度。

图 4.5：PTA 产能占比



资料来源：公开资料，一德能化事业部

5. MEG 产能投放压力减轻，重心或上移

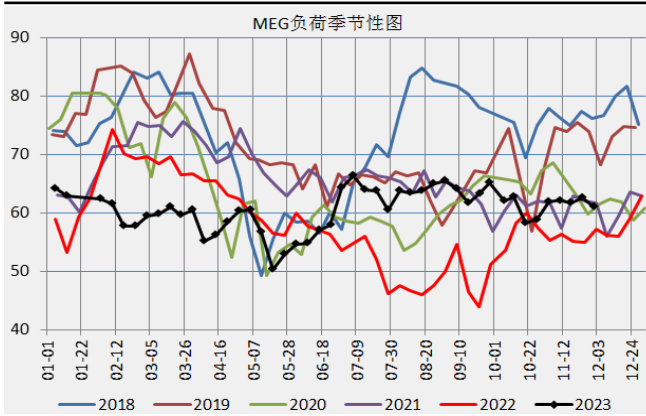
5.1 产能增速降低，进口总体低位

今年 MEG 仍然作为资金空配的品种，逻辑非常简单，供给存量过剩加上仍有增量产能，虽然需求今年总体不错，但不敌 MEG 存量产能巨大，依然需要靠低估值去削减开工来实现动态平衡，今年整体 MEG 估值不高，特别是油化工估值偏低，压制油化工开工全年维持偏低的水平。不过从明年看，MEG 产能增速会大幅放缓，除去四季度预计产能，预计增速仅有 2.75%，将大大减缓 MEG 的供给压力。

同时，MEG 的低估值状态抑制国外生产装置的积极性，同时沙特等一直实现原油减产，对于本国以伴生气为原料的乙二醇产量有一定的制约，总体预估明年 MEG 进口维持偏低的位置。

图 5.1：MEG 总负荷

图 5.2：MEG 煤制负荷



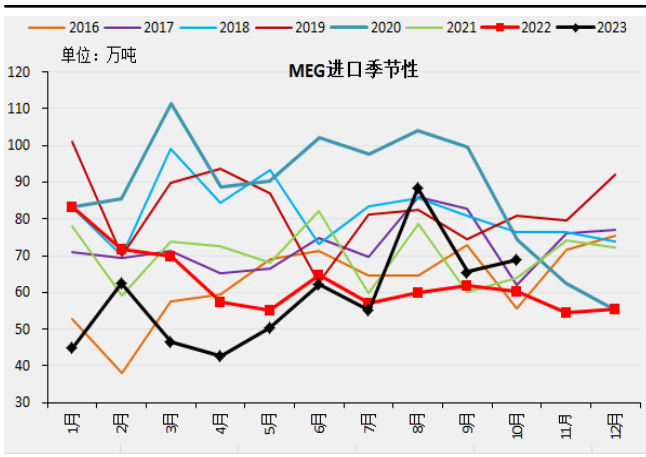
资料来源：CCF，一德能化事业部

图 5.3: MEG 产能投放明细

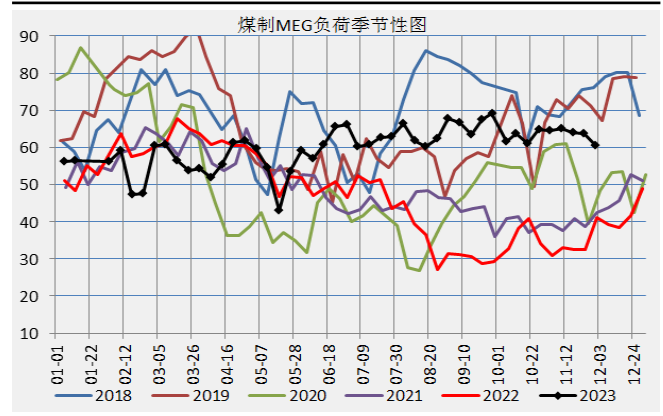
盛虹	连云港	90	一体化	2022.12月先投100, 另外100在2023.2底3初投料, 之后并行几天后开一条线
中石化海南炼化	海南	80	一体化	2023.2中已投产
三江石化	嘉兴	100	MTO	2023.5.17轻烃裂解投产, 产能125万吨, 乙二醇2023.5下
陕西榆林集团	榆林	40	煤制	2023.5月中下旬多个单元开始试车, 预计年底投产
新疆中昆		60	天然气	2023.Q4一条线
2023合计		370		
宁夏宝利能源(鲲鹏)	宁夏	20	煤制	2024年内
新疆中昆	新疆	60	天然气	2024年另一条线
中化学	内蒙	30		2024年Q4
裕龙石化	烟台	160	一体化	2024年底先投一条线80万吨
2024合计		270		

资料来源：公开资料，一德能化事业部

图 5.5: MEG 进口

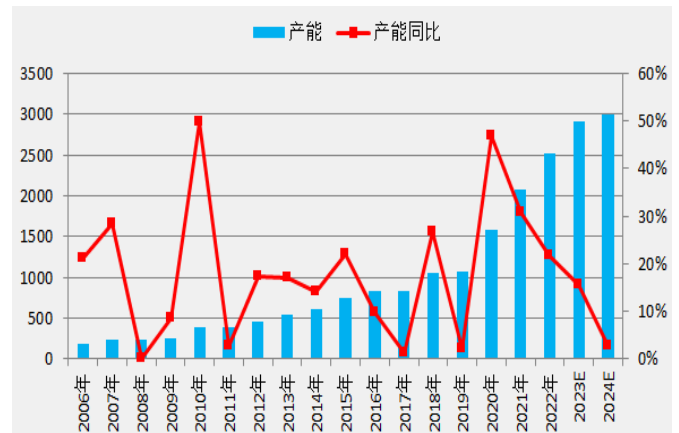


资料来源：海关，一德能化事业部



资料来源：CCF，一德能化事业部

图 5.4: MEG 产能增长情况



资料来源：CCF，一德能化事业部

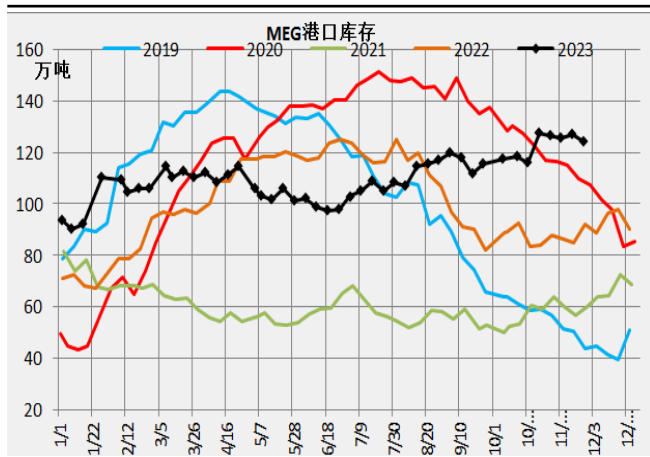
5.2 MEG 重心有抬升预期

从当前的情况看, 聚酯高开工对应当前中性的 MEG 开工, MEG 大致维持平衡左右。

请参阅最后一页的免责声明

尽管供应端国内外压力明年偏小，但 MEG 仍处于高库存的状态，短期需要看到港口库存有去化的迹象时 MEG 才有向上的驱动，时间节点预计在明年二季度以后。

图 5.6: MEG 港口库存



资料来源: CCF, 一德能化事业部

图 5.7: MEG 平衡表情况

时间	国产量	进口量	出口量	聚酯消耗量	其他消耗量	库存变化	表观消费	表需增长	聚酯产量
Jan-23	132.1	44.87	1.77	132.66	14	28.54	175.20	-8.31%	396
Feb-23	119	62.54	0.29	146.06	14	21.20	181.26	-7.04%	436
Mar-23	136.6	46.49	1.17	186.26	14	-18.34	181.92	-7.80%	556
Apr-23	125.9	42.80	0.54	178.22	14	-24.06	168.16	-4.30%	532
May-23	127	50.39	0.36	188.27	14	-25.24	177.03	5.30%	562
Jun-23	126.8	62.15	1.47	192.63	14	-19.15	187.48	8.58%	575
Jul-23	149.8	55.17	0.40	202.01	14	-11.43	204.58	29.55%	603
Aug-23	150.5	88.49	0.62	204.02	14	20.35	238.37	54.09%	609
Sep-23	145.7	65.54	0.41	197.32	14	-0.49	210.82	32.92%	589
Oct-23	144.6	68.99	1.67	203.01	14	-5.09	211.92	22.96%	606
Nov-23	143.5	65.00	1.00	196.98	14	-3.48	207.50	25.46%	588
Dec-23	156.58	63	0	206.42	14	-0.83	219.58	19.53%	616
Jan-24	158.07	60	1	203.08	15	-1.01	217.07	23.90%	606
Feb-24	145.35	60	2	178.27	15	10.08	203.35	12.19%	532
Mar-24	158.65	65	3	205.59	15	0.06	220.65	21.29%	614
Apr-24	153.53	63	4	202.44	15	-4.91	212.53	26.39%	604
May-24	158.65	63	5	212.82	15	-11.17	216.65	22.38%	635

资料来源: 一德能化事业部

6. 总结

需求端内外依然分化，总体预期一般但亦不宜太悲观。内需方面，尽管国内经济面临较大的困难，但在稳增长政策不断托底的情况下，特别是作为非耐用品可选消费的纺织服装要相对好于耐用品，预计内需仍将温和增长。外需方面，欧洲衰退，美国有衰退预期且仍没有进入主动补库阶段，外需难看到较大的增长，但聚酯直接出口仍具有一定的韧性，一定程度上支撑原料价格。

聚酯端，明年产能正常投放，但考虑今年的高基数效应以及明年新产能主要以瓶片为主，瓶片将进入偏过剩格局，会牵制整个聚酯的开工，因此我们预计明年聚酯产量增速在 10% 左右。

PX 方面，总体仍处于景气周期。短期看汽油需求季节性淡季，叠加亚洲供应大幅回升，PX 短阶段偏弱。但长周期看由于 PX 明年产能投放与下游 PTA 劈叉，同时调油需求预计仍将扰动芳烃，时间节点关注春节后。

PTA 从存量和增量角度看都是过剩的，且明年新增产能仍较多，加工差预计窄幅波动（200-600），PTA 更大的波动来自于 PX 和原油。特别是当原油低位时，PTA 具有

较好的多配价值。同时低价工差背景下需要关注供给端的扰动以及寡头对现货市场的干预。

MEG 存量产能处于过剩阶段，但是明年产能新增压力大幅减轻，同时进口端由于效益以及原油减产，预计仍将维持偏低的位置。MEG 低估值背景下预计重心有提升的预期，时间点可能在二季度后，对应 9 月合约上。

7. 风险提示

原油大幅走弱


美国大幅衰退


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn