



金融投资专业理财

近忧远虑结构调整 加工空间抑制涨幅

摘要

纵观2020年，大宗商品节奏围绕着“疫情”展开，“疫情”所引导的弱现实及强预期主导全年复苏走势。在“后疫情时代”，各国在经济复苏需求下持续释放流动性，带动资本配置大宗商品的避险情绪，预计明年大宗商品整体牛市还将继续延续。

在能化板块中，以原油作为生产原料的品种在今年3-4月份呈现探底“V”形反弹，随后震荡上行。但PTA因其产能扩张以及终端需求疲软，导致供需失衡，遂走势相较于原油偏弱，中间生产环节利润不断压缩。得益于新增产能的技术提升，在目前加工费的历史低位下，新晋PTA装置仍保持较好利润水平，老旧装置不愿放弃市场份额只能维持生产。全年来看，自4月份起PTA开工率始终保持在较高水平，而且伴随着四季度产能投放，日产量不断增加。这样就间接导致PTA期价在11月上旬二次探底，11月9日PTA指数记3246点，接近4月份的两次低点。临近年末，在原油突破震荡区间持续冲高的环境下，叠加疫苗利好带来终端需求恢复预期，PTA涨势凌厉。展望明年，PTA仍具有较高产能预期，且下游聚酯投放增量不大，400万吨天量库存仍是悬在PTA头上的一把剑。供需不平衡状态是由供应减少还是需求扩张来解决仍有待商榷，不过从目前来看，PX-PTA加工费继续压缩来促使旧产能停止供应或将成为明年盘面运行的主基调。

相比之下，乙二醇本年的走势相对于PTA是偏强的，主要有以下两个逻辑，一是油制乙二醇成本坍塌致使现货价格深跌，这就导致国内煤制乙二醇处在亏损状态下；二是三季度外围乙二醇装置集中检修，主港来货量减少港口库存下降；三是在一季度乙二醇降价之后，有部分乙二醇装置选择降负或转产EO，对国内乙二醇产出有一定缓解。但就目前情况来看，我们仍不看好后续乙二醇走势，为什么？时至年底，乙二醇“近忧”逐步显现，据相关报道，乙二醇外围装置逐步检修完成，进口端即将恢复供应，另一方面来看，油价上行带动油制乙二醇成本上移，煤制成本优势逐步显现，未来煤制装置重启预期逐步增强，国内供应也即将开启上升趋势。

总的来说，“近忧”指的是对二者目前供应量扩张的担忧，“远虑”指的是对未来需求恢复的思虑，“结构调整”指的是PTA新旧产能的代换以及乙二醇煤制产能的扩张，这三个关键词很好的概括了我们对明年行情的理解。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
林静宜
投资咨询证号：
Z0013465

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



目录

| | |
|---------------------------|----|
| 一、2020年PTA/乙二醇市场行情回顾..... | 2 |
| 二、PTA、乙二醇供应情况..... | 3 |
| 1、PTA供应情况..... | 3 |
| 2、乙二醇供应情况..... | 4 |
| 三、聚酯及服装需求..... | 6 |
| 1、聚酯需求..... | 6 |
| 3、服装需求..... | 7 |
| 三、聚酯链条加工差..... | 8 |
| 1、石脑油-PX..... | 8 |
| 4、乙二醇加工..... | 9 |
| 四、总结与展望..... | 10 |
| 免责声明..... | 11 |

一、2020 年 PTA/乙二醇市场行情回顾

第一阶段：快速下跌，“V”字反弹（2020 年 1-5 月）

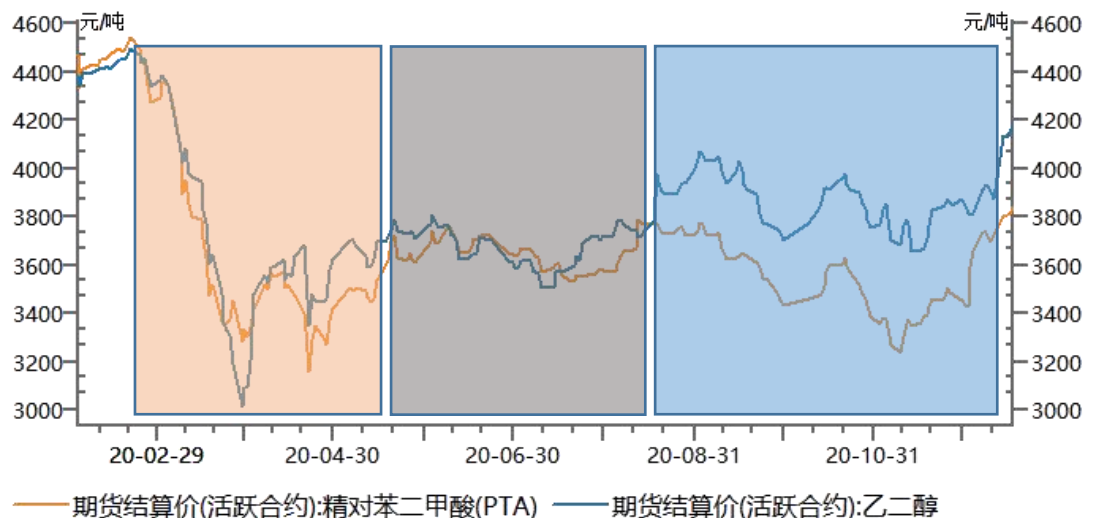
受疫情影响，原油供需出现极度供需不平衡，WTI 原油五月合约更是在四月创下负价交割的罕见奇观。化工品成本坍塌叠加市场对未来的悲观预期，PTA 指数在 4.22 创下历史最低值 3138 点，乙二醇指数在 3.30 创下年内最低 3014 点。五月伊始，在 OPEC+联合减产框架下，原油价格逐步回升，PTA、乙二醇随之上行。

第二阶段：区间箱式震荡（2020 年 6-9 月）

上有疫情压顶，下有减产协议兜底，油价在 37-44 美元/桶区间震荡，整体运行较为平稳。单从 PTA、乙二醇来看，疫情对于终端的不利影响逐渐被市场所接受，但是期间对于疫情的不确定叠加对未来供应增加预期也致使盘面上行乏力，盘面呈现区间箱式震荡。

第三阶段：波动加剧，触底后反弹（2020 年 9 月至今）

9 月以后，飓风引起美国海湾石油停产、中东地区小规模冲突以及疫苗研发进展等多重因素作用下，原油波动加剧。从供应端来看，PTA、乙二醇在下半年均有装置投产，在本身需求不畅的环境下，盘面自九月自十一月上旬呈现震荡下行走势。从需求端来看，在“出口转内销”政策以及“金九银十”预期下，二者在十月出现一波小幅反弹。年末，原油在疫苗投入使用以及美元持续宽松的条件下，一举突破震荡区间屡创新高，绝对历史低位的 PTA 受到市场广泛关注，一路增仓上行。



图表来源：wind 瑞达期货研究院

二、PTA、乙二醇供应情况

1、PTA 供应情况

截止 2020 年 12 月，我国境内 PTA 有效产能 5709 万吨（剔除长停两年以上产能），2020 年投放产能共计 1080 万吨，产能增速约 22%。18 年以后，我国 PTA 产能投放增速明显，从新产能的特点来看，这些产能多采用最新的英伟达 P8 技术工艺，且多配套有上下游多流程装置，中间环节成本更加低廉。目前，福建百宏处于升温试车的最后阶段，预计在明年一月前可以实现批量产出合格品，届时国内 PTA 产能将上升至近 6000 万吨。据统计数据显示，明年还将有两个生产企业的三条生产线上马，结合企业资金情况以及生产规模推断，三条生产线大概率能够按计划投产，预计 2021 年产能增速约 17%。

PTA 供需平衡表

| 年份 | PTA年度 | PTA进口 | PTA出口 | PTA年度总供 | PTA其他需 | PTA总需求量 | PTA供需平衡 |
|--------|-------|-------|-------|---------|--------|---------|---------|
| 2014年 | 2820 | 98 | 46 | 3268 | 70 | 2815 | 57 |
| 2015年 | 3104 | 69 | 62 | 3530 | 80 | 3045 | 65 |
| 2016年 | 3310 | 47 | 70 | 3680 | 98 | 3189 | 98 |
| 2017年 | 3578 | 53 | 52 | 4110 | 139 | 3591 | 13 |
| 2018年 | 4063 | 75 | 84 | 4640 | 146 | 4044 | 11 |
| 2019年 | 4475 | 95 | 69 | 5005 | 145 | 4349 | 152 |
| 2020年 | 4940 | 77 | 70 | 5267 | 141 | 4565 | 381 |
| 2021年E | 6065 | 80 | 90 | 6025 | 150 | 5211 | 844 |

图表来源：根据新闻整理 瑞达期货研究院

| | 企业 | 地区 | 产能 | 投产时间 |
|--------|------------|------|------|---------------|
| 2020 年 | 新疆中泰 | 新疆 | 120 | 2020 年 1 月 |
| | 恒力石化 4# | 大连 | 250 | 2020 年 3 月量产 |
| | 恒力石化 5# | 大连 | 250 | 2020 年投产 |
| | 新凤鸣独山能源 2# | 浙江嘉兴 | 220 | 2020 年 11 月投产 |
| | 福建百宏 | 福建泉州 | 240 | 2020 年 12 月 |
| | 总计 | | 1080 | 5949 |
| 2121 年 | 虹港石化 | 江苏 | 240 | 2021 年 1 季度 |
| | 逸盛新材料 1# | 浙江宁波 | 350 | 2021 年 1 季度 |
| | 逸盛新材料 2# | 浙江宁波 | 350 | 2021 年 3 季度 |
| | 总计 | | 940 | 6889 |

图表来源：根据新闻整理 瑞达期货研究院

2、乙二醇供应情况

2.1 乙二醇国内供应情况

年内乙二醇新增产能共计 475 万吨，较去年增幅 42.15%，是聚酯产业链当中产能增幅最高的品种，随着新增产能的陆续投放，截止目前全年平均开工 58%，当前开工低至 54.9%，产能闲置情况日益加剧。2021 年据隆众统计，国内乙二醇新增产能共计 654 万吨，如新增产能尽数投放，中国乙二醇产能将突破 2000 万吨，达到 2222.1 万吨，产能增速 41.71%。从今年需求不足的现状来看，国内乙二醇装置负荷在五成附近，装置闲置严重。假设明年聚酯需求全面恢复的话，乙二醇产能仍是处在全面溢出的状态中。对比近两年装置的投放进度，可以推断如果在政策上没有对国内乙二醇生产补贴或者是对进口端作出一些限制，那么明年乙二醇装置的投放在利润端是充满阻碍的。

近年以来国家鼓励煤制化工品生产线建设以缓解对于石油的依赖，煤制乙二醇生产线的投放在响应政策方面具有代表性。从下表中我们可以看出，2020 年我国一共投放 475 万吨乙二醇产能，其中煤制产能 130 万吨，占比 27.3%。煤制产能一般位于我国西部及东北煤炭产区（内蒙古、新疆、山西等），一般距离聚酯消费区域较远，运输成本较沿海较高，通常运费较沿海油制装置高出 150-300 元/吨。从发展的角度来看，煤制产能的投放势在必行，但短期来看，国内煤制产能在今年原油价格低位环境下倍感压力，全年处于亏损状态，年内最大亏损甚至触及 2000 元/吨。年末，由于进口煤源受阻以及部分地区的环保限产等因素涨势偏强，后续煤制装置生产环境或将变得更加困窘。

2020 年新增产能统计表：

| 生产企业 | 产能 | 投产时间 | 生产工艺 | 区域 |
|-------|-----|-------|------|-------|
| 内蒙古荣信 | 40 | 43831 | 合成气 | 内蒙古 |
| 恒力石化 | 180 | 43862 | 一体化 | 大连 |
| 浙石化一期 | 75 | 43862 | 一体化 | 浙江舟山 |
| 中化泉州 | 50 | 44105 | 一体化 | 广东泉州 |
| 山西沃能 | 30 | 44105 | 合成气 | 山西临汾 |
| 中科炼化 | 40 | 44136 | 一体化 | 广东湛江 |
| 新疆天业 | 40 | 44136 | 合成气 | 新疆十户滩 |
| 永城二期 | 20 | 44136 | 合成气 | 河南永城 |
| 合计 | 475 | | | |

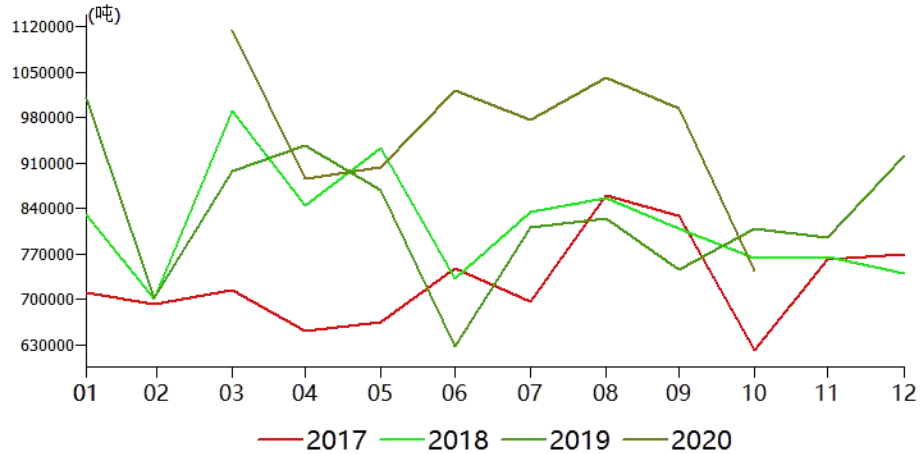
图表来源：隆众资讯 瑞达期货研究院

2.2 乙二醇进口供应情况

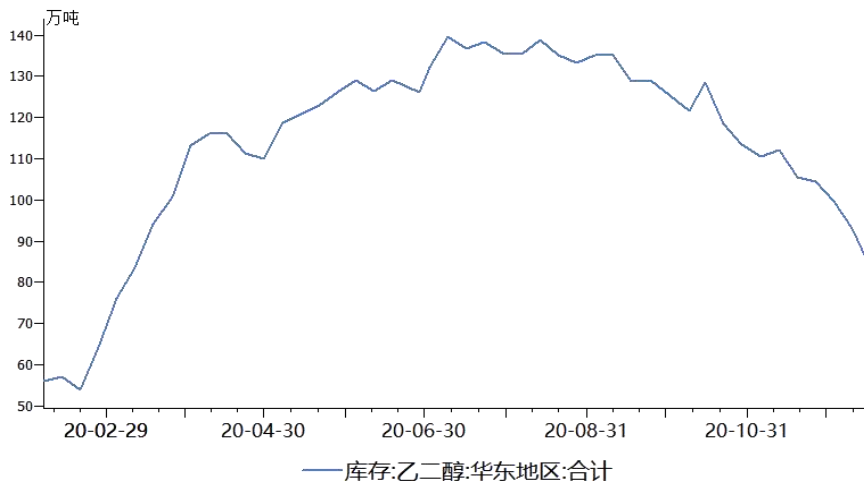
受到疫情影响，今年海外乙二醇需求不佳，导致国际贸易商倾向于将货物发往中国市场获利。从下表中我们可以看到，今年年中 6-9 月进口量大幅超过往年，单月进口量在 10 万附近，较去年同期约增长 20% 左右。进口量的上升带动港口库存累计，七月中旬达到历史新高 142.28 万吨。大量船货出现滞留现象，长江口一度出现拥堵，最长滞港周期达 15-20 天。港口罐容占用超八成，一些储存企业为避免胀库临时采取上调仓储费措施。

下半年，由于美国飓风造成美乙二醇产量损失，以及欧洲乙二醇紧缺导致的亚欧跨区套利行为，乙二醇进口暂时缓和，于此同时港口库存开始下降，目前处在 80 万吨左右，较年内峰值下降近 42%。后续来看，美乙二醇恢复生产，且欧洲方向的套利空间压缩，乙二醇进口量将存在恢复预期，预计港口库存拐点将在 12 月至明年 1 月之间出现。

进口数量:乙二醇(MEG):当月值



图表来源: Wind 瑞达期货研究院



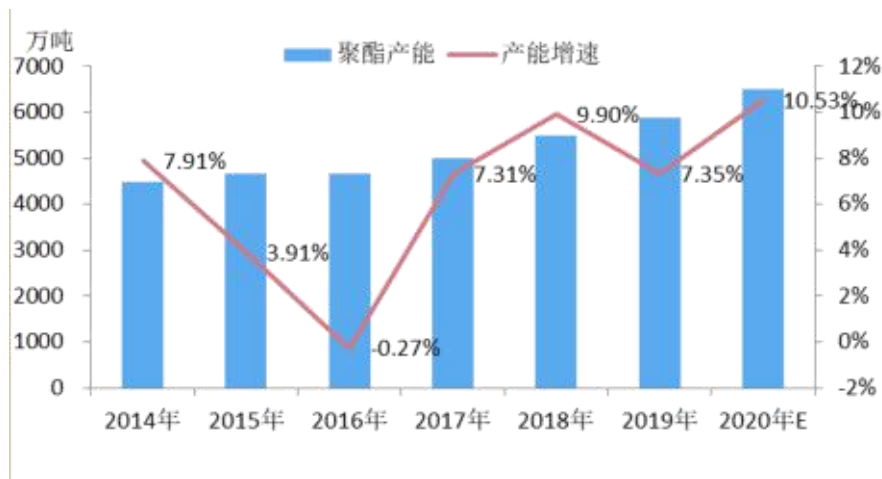
图表来源: Wind 瑞达期货研究院

三、聚酯及服装需求

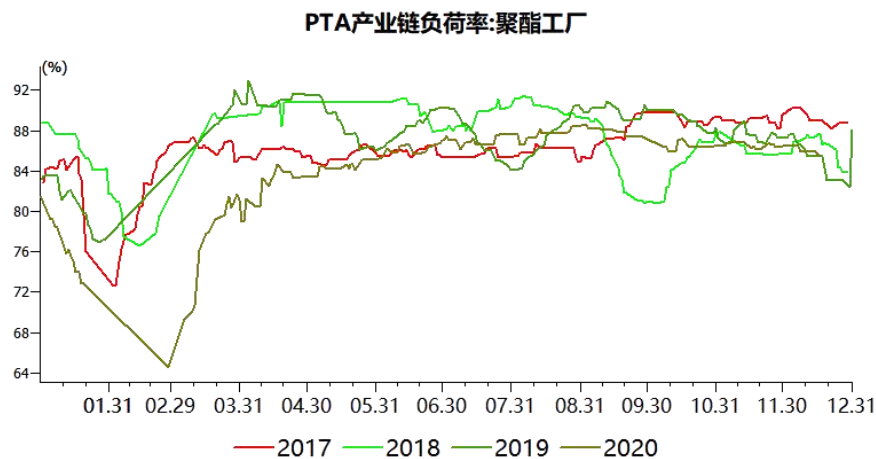
1、聚酯需求

截至目前聚酯国内产能大约为 6320 万吨，2021 年新投产的产能预计有 450 万吨，产能增速略有放缓。从聚酯开工率走势图来看，全年保持较高开工，维持在九成左右，叠加 19 年的产能投放，实际今年产出较去年有所提升。今年受到疫情影响，上半年服装市场受到打击较大。短纤长丝等纺织原料在防疫方面应用致使消耗量上略有提升，瓶片市场供应较往年基本持平。

展望明年，在上游环节利润不足的环境下，炼化企业向下延伸势在必行。从投产计划来看，逸盛、三房巷、恒力均有向下游扩张的计划。未来聚酯生产利润将会压缩，产能增速或将放缓。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

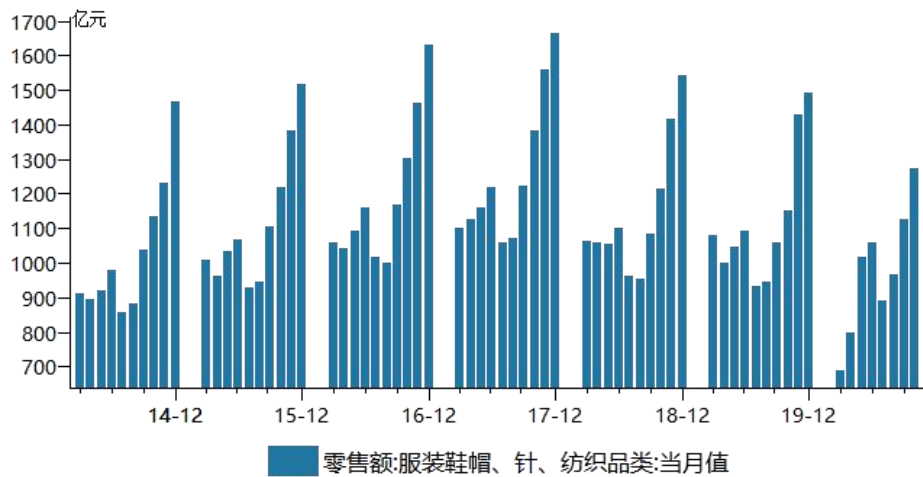


图表来源：Wind 瑞达期货研究院

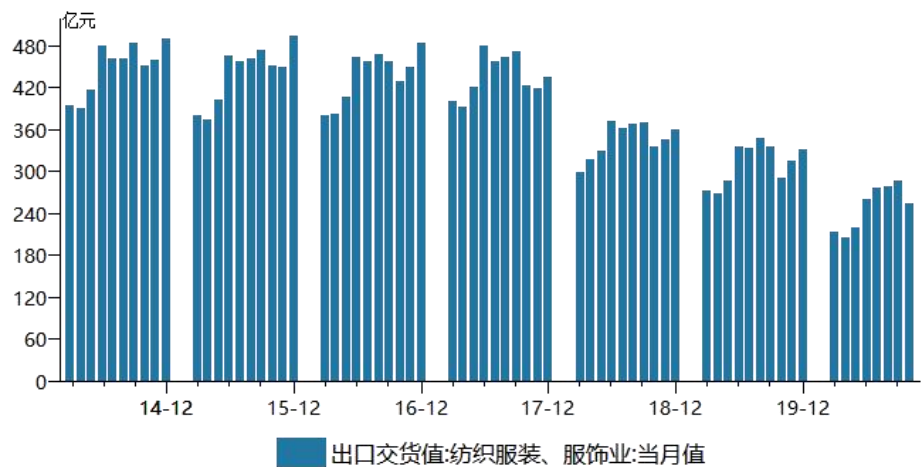
3、服装需求

据中国海关总署统计数据显示，2020 1-10 月，我国纺织品服装累计出口额为 2652.2 亿美元，同比增速为 7.43%，其中纺织纱线、织物及制品累计出口额为 1416.5 亿美元，同比增长 29.64%；服装及衣着附件累计出口额为 1235.7 亿美元，同比增长-10.21%。与此同时，我国单位服装鞋帽、针纺织品 2020 年 1-10 月零售额累计值 4067.2 亿元，同比增加-23.5%。从以上数据可以看出，我国在服装出口结构逐渐由成衣向纱线转移，由于人工成本上升，服装成衣环节逐渐向东南亚转移。但是在一些特殊混纺纱以及高端化面料上我国依旧具有生产优势。

国内消费来看，在二季度我国疫情全面好转，服装内销全面恢复。由于电商带货以及政策上补贴消费，十月内销数据同比去年出现较大提升。“内循环”引导下，国内消费量提升对于未来出口端损失有一定补充。



图表来源: Wind 瑞达期货研究院

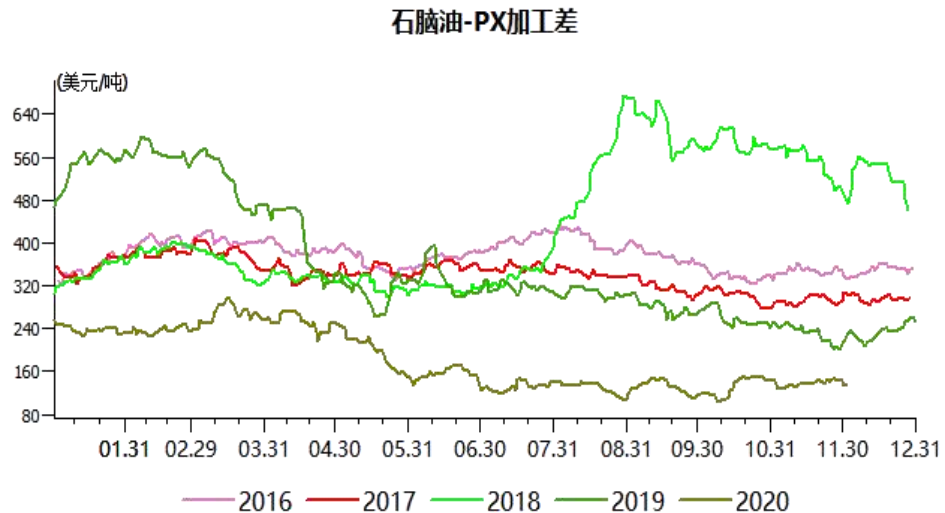


图表来源: Wind 瑞达期货研究院

三、聚酯链条加工差

1、石脑油-PX

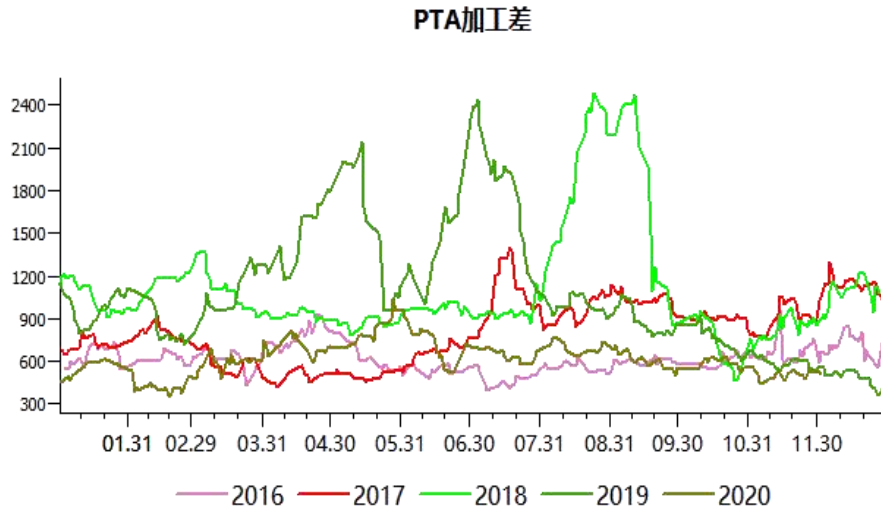
据相关估算，2020年国际PX产能在6487万吨，需求4848万吨，产能闲置比25.35%，其中以亚洲首当其冲。产能过量投放造成加工差急速压缩，石脑油-PX加工差由年初二季度的240元/吨下降至目前的130元/吨。从目前来看，深度亏损的PX生产线仍保持在较高开工率，12月中国PX平均开工率80%，亚洲平均开工率75%。短流程或者单线生产企业步履维艰，到明年仍有多套装置计划投产，部分现金流较差的企业面临淘汰。从企业角度来看，当前水平加工差在继续压缩的可能性不大，但是不排除极端环境下（如原油暴涨或者PX产能集中投放），PX加工差出现短暂大幅波动。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

3、PTA 加工差

得益于PX-石脑油环节加工差压缩释放了部分利空全年PX-PTA环节保持较好的加工利润，全年年均加工差601.16元，最高977.84，最低311.78。其中，最低点出现在今年3月，彼时国内疫情严重，国内PTA持续走弱，但外围疫情仍未显现，原油暂稳，PTA加工差压缩；最高点出现在今年五月末，此时疫情节奏倒置，国内好转而国外疫情堪忧，原油暴跌，加工差一度放大至接近1000元。目前加工差在500-600区间震荡，结合近年来技术改进以及部分旧装置折旧期结束，整体PTA装置利润较好。后续来看，PTA供应加码且原油持续偏强走势，后续加工差将有所压缩，绝对低点可以参考目前最先进装置生产边际成本350元，但不排除极端环境下突破这一区间的可能。



图表来源: Wind 瑞达期货研究院

4、乙二醇加工

从各工艺乙二醇的市场毛利可以看出，除石脑油今年有微幅盈利之外，甲醇制、煤制、乙烯制乙二醇全年都处于亏损状态，煤制亏损曾一度达到 2000 元/吨以上。目前，原油及煤炭均处在震荡上升趋势中，各个路线毛利再度走弱。从上文可以得知，后续国内乙二醇面临严峻的投产压力，生产利润恐将继续压缩。综合来看，那些运输成本高，无配套下游的单流程生产企业将面临淘汰，而后生产利润将会有所改观。但是目前，该产业链仍将在亏损竞争中匍匐向前。



图表来源: 隆众资讯 瑞达期货研究院

四、总结与展望

回顾全文，我们可以看出聚酯双原料在“后疫情”时代具有一定潜力，但目前来看 PTA、乙二醇近期上行尚有较大风险。PTA 高库存、高利润、高开工率的“三高”格局改观不大，乙二醇产能加速投放的政策导向仍将持续。从需求角度来看，我国对于印度转单的有效解决，显示我国强大的纺织品生产能力以及相关配套行业的快速运转，在一定周期内外贸订单量会有所反弹。但在如此大量的产能投放压力下，需求增量的拉动稍显乏力。

综合来看，明年二者仍将处在底部宽幅震荡的，PTA 主连震荡区间在 3000-4500，震荡中枢 3200-4300，建议关注期价运行超过区间中枢后的回归趋势；乙二醇主连震荡区间 3200-4800，震荡中枢 3500-4500，建议关注期价运行超过区间中枢后的回归趋势；节奏上，由于一季度由于江浙织造停工，终端库存累计，预计二者将有一波回调趋势，建议关注回调后的做多机会。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

