



悲观延续

摘要

橡胶：面对年内不断被刷新的胶价低点，我们无法断言底在何方；在当前国内经济下滑，橡胶下游需求萎靡不振，而产量供应却依然源源不断地上市之际，我们对于后市实在难言乐观。根据历年来的产量数据统计，第四季度是全球天胶产量的高峰期，届时若消费端依然无起色，则预计胶价将依然运行于底部区域中；夜未央，也许黎明尚远。

合成树脂：合成树脂：目前聚烯烃基本面矛盾并没有很突出，在需求疲软状况下新增产能亦大幅打折，社会库存水平也在低位，预计随着四季度产能的投产，聚烯烃将再次下挫，单边建议以空头思路对待，套利方面建议多 PE 空 PP。

PTA：上游原料对PTA价格提振有限，自身产能过剩仅以限产只能是短期维持，下游旺季需求的落空可能导致市场情绪更悲观，四季度PTA价格仍将延续今年低迷的表现。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马根美 0571-87839272

Magenmei@nawaa.com

助理研究员：

袁铭 0571-87830532

ym@nawaa.com

周梓房 0571-87839284

zhouzifang@nawaa.com

冯晓 0571-87839265

fengxiao@nawaa.com

目录

第 1 章	天胶篇——夜未央	3
1.1	2015 年第三季度胶情走势回顾	3
1.2	影响胶价走势的几个焦点	3
1.2.1	橡胶现货价格持续低迷	3
1.2.2	复合胶新政引起的进口变化	4
1.2.3	保税区库存触底反弹	6
1.2.4	下游市场需求依然平淡	7
1.3	沪胶跨期月差	8
1.4	后市展望及操作建议	9
第 2 章	合成树脂篇——颓势难改	10
2.1	我们的观点是：	10
2.2	上游原油成本坍塌	10
2.3	现货疲软	11
2.4	供应	13
2.5	下游需求	14
2.6	结论	16
第三章	PTA 篇——弱势依旧	16
3.1	国际油价创新低后反弹乏力	16
3.2	PX 价格重心下移	17
3.3	PTA 开工率回升	18
3.4	下游需求疲弱	20
	南华期货分支机构	23
	免责声明	25

第1章 天胶篇——夜未央

1.1 2015年第三季度胶情走势回顾

图 1.1.1: 沪胶指数周线走势图



资料来源：南华研究

图 1.1.2: 沪胶指数日线走势图



资料来源：南华研究

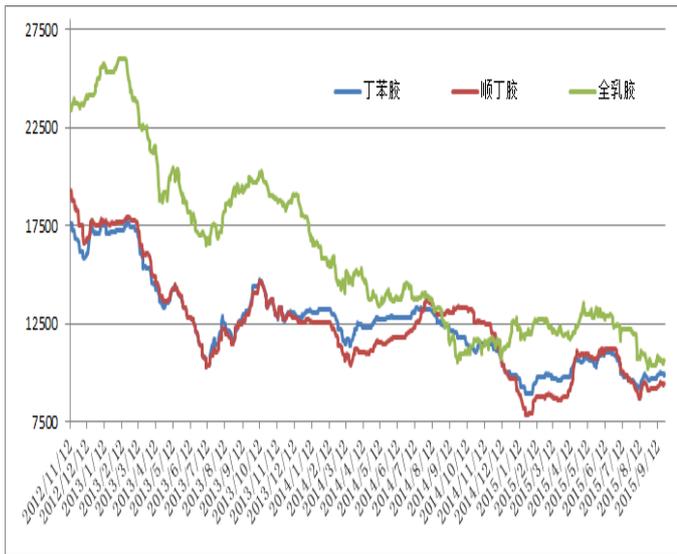
自今年6月以后，沪胶再次开启了明显的单边下行走势。沪胶指数自6月初冲高15525点后便开始一路狂泻而下。7月上旬，全球金融市场动荡不安，国内股市再逢断崖式下跌，商品市场亦受到波及；覆巢之下无完卵，沪胶1509合约当时甚至跌破万点大关，探底9890点，迎来了许久未见的四位数胶价时代，市场哗然一片。8月以后，沪胶指数渐行渐低，创下近年来的历史新低10940点；9月后虽然在资金面充裕的影响下，盘面回暖，但反弹阻力重重，胶价艰难负重而行。时值9月底，目前沪胶价格在11500点附近徘徊。总体来看，沪胶下半年一直走在下行轨道中，积弱之势难改。

1.2 影响胶价走势的几个焦点

1.2.1 橡胶现货价格持续低迷

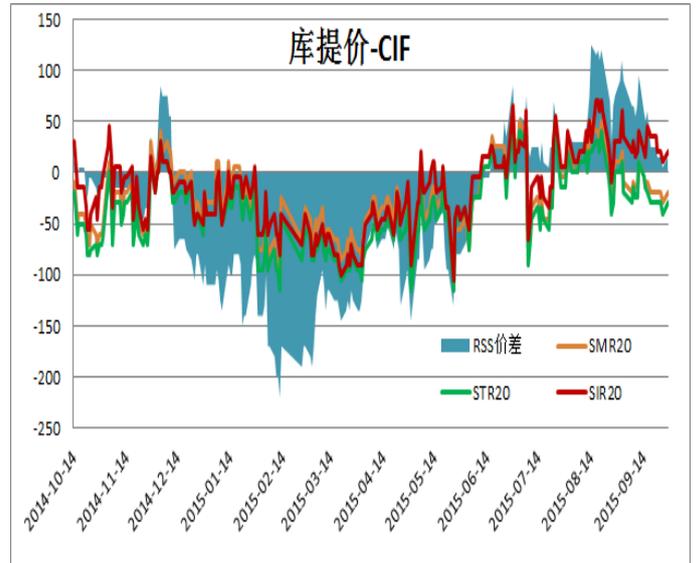
ANRPC最新报告显示，今年前8个月，天胶产量同比下降0.9%至686万吨。其中，泰国、印尼、中国、印度天胶产量同期均出现不同程度下滑。这主要是由于胶价依然在下降，并未出现见底迹象，打击割胶积极性所致。今年迄今为止，天胶出口至发达国家主要消费国的数量有所增加，这抵消了成员国之间尤其是中国贸易量的下降，进而实现了成员国天然橡胶出口量首次转正并增长1%。今年1-8月，越南、马来西亚出口分别增长8.6%、15.2%，而泰国、印尼却分别下降2.8%和3%。

图 1.2.1.1: 全乳胶价格 VS 合成胶价格



资料来源：南华研究

图 1.2.1.2: 保税区库提价与 CIF 价差



资料来源：南华研究

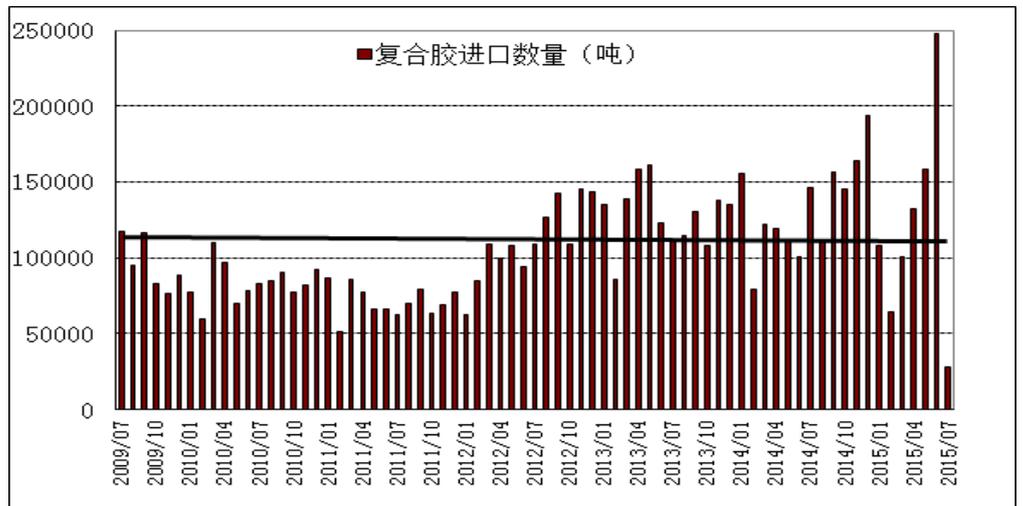
国内现货天胶的走势与期货价格走势对应，总体来看，前三季度亦是冲高回落。从价差来看，今年三季度后，全乳胶与合成胶价格走势有收敛迹象。截止9月下旬，全乳胶报价在10500元/吨左右，而丁苯胶价格9900元/吨左右，顺丁胶报价则在9400元/吨附近。

从保税区内现货价格来看，上半年保税区内库提价格持续倒挂于CIF价格，这说明国内市场消费的疲软，以致于贸易商不得不低价出货；下半年这种情况有改善，目前来看，RSS与SIR20的库提价已经升水于CIF价格，贸易商可以赚取部分利润，不过SMR20与STR20库提价依然处于倒挂状态。

年内橡胶价格的持续低迷，使得橡胶种植企业亏损严重。8月份海南橡胶发布半年报，上半年公司实现营业收入33.83亿元，同比减少27.63%；实现净利润-3.10亿元，同比下滑8161.45%。海南橡胶表示，受国内经济增速放缓和全球天然橡胶需求萎缩影响，天然橡胶价格在海南橡胶生产成本之下持续徘徊，并且窄幅波动的价格也使期货套现效果受到制约，加之干旱造成的减产，公司上半年整体业绩严重下滑。

1.2.2 复合胶新政引起的进口变化

图 1.2.2.1: 国内复合胶进口量

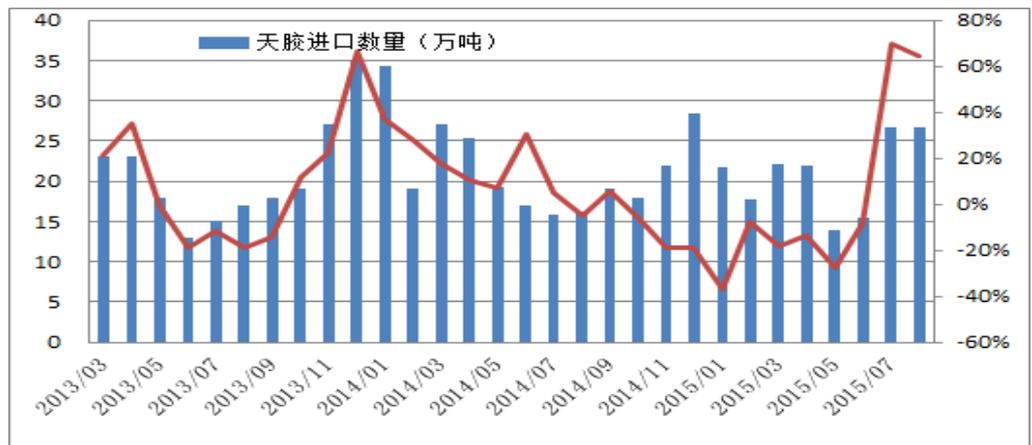


资料来源：南华研究

从年内复合胶进口数量来看，今年第一季度复合胶进口数量同比大幅减少，但第二季度进口量却暴增。4月份进口复合胶13多万吨，同比增长10.77%，5月份则大幅进口15.87万吨，同比增长43%，6月份进口量突然爆发至24.8万多吨，同比增长146%左右；这一方面可以看成是对一季度进口减少的弥补，另一方面也可能是国内企业想在复合胶新政出台前加紧进口囤货。

7月份，我国进口复合橡胶2.82万吨，同比大幅下跌81%，环比也暴跌89%。分具体品种来看，其中与碳黑混合复合胶进口量环比下降59.6%，同比下滑47.9%；板片带形状复合胶进口量环比下降91.5%，同比下滑88.3%；其他未硫化复合胶环比暴跌94%，同比降80%。7月份复合胶新政的施行是导致本月复合胶进口量剧跌的主要原因。截至目前，相关部门对复合胶新标的实施情况仍没有最终说明，贸易商也观望为主，不过我们预计复合胶的盛世将会一去不返。

图 1.2.2.2：国内天然橡胶进口量



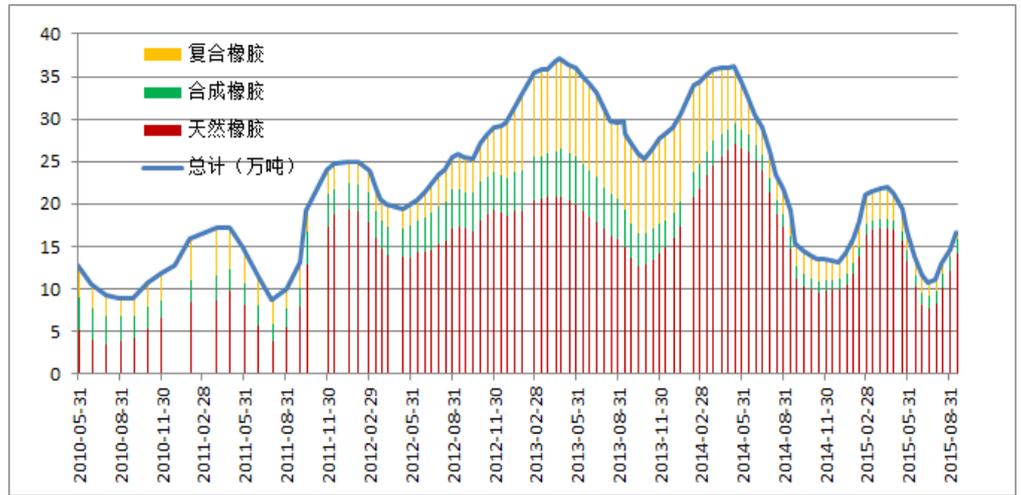
资料来源：南华研究

今年上半年，我国天胶进口量同比呈现负增长，但进入下半年后，进口量环比，同

比均出现明显增长。7, 8月份进口量均在26万吨以上, 同比增长幅度分别为70%和65%。对比今年复合胶的月度进口情况, 我们发现7月份复合胶进口巨幅萎缩, 但天胶进口量却大幅增长, 以此来弥补国内复合胶供应的缺口。

1.2.3 保税区库存触底反弹

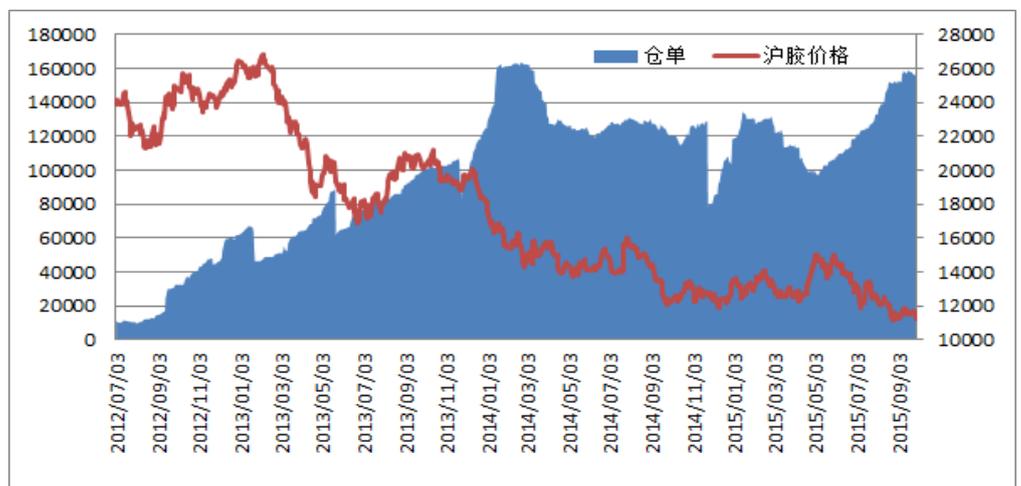
图 1.2.3.1: 青岛保税区橡胶库存走势



资料来源：南华研究

自今年3月后, 库存自22万吨的阶段性高位开始回落, 至7月中旬降至低谷的10.67万吨, 这一方面是缘于橡胶进口量的减少导致保税区入库量减少, 而另一方面则是库内橡胶陆续出库流入消费市场。7月中旬后, 随着进口量的回升, 入库量逐渐增加, 保税区内库存亦止跌回升。截止9月中旬, 保税区库存为16.63万吨。

图 1.2.3.1: 交易所仓单库存走势



资料来源：南华研究

一方面是保税区内库存反弹，另一方面，交易所内橡胶仓单库存亦持续增长。截止9月底，仓单库存已经将近15.6万吨，处于历史高位水平。据悉，尽管今年国内产胶区产量同比有所减少，但可交割的天胶数量却有增加；在今年11月中旬之前，老胶会全部出库，这也可近月合约价格造成重压。

1.2.4 下游市场需求依然平淡

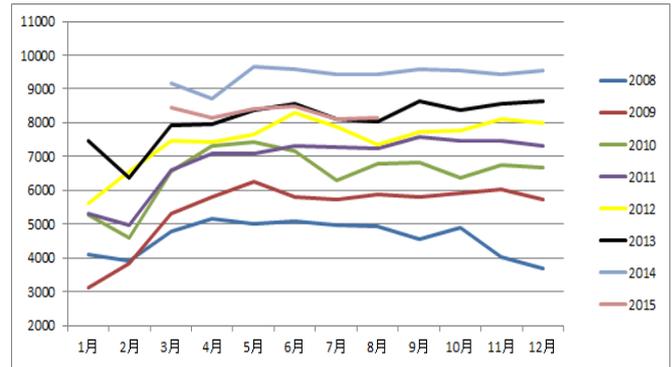
● 轮胎消费疲软 外销亦受阻

图 1.2.4.1：国内轮胎厂开工率（万条）



资料来源：南华研究

图 1.2.4.2：国内轮胎月产量



资料来源：南华研究

从国内轮胎厂开工率来看，目前山东地区轮胎企业全钢胎开工率65.26%。国内轮胎企业半钢胎开工率为62.03%。工厂整体开工平稳，变化不大。部分工厂库存承压，市场走货不佳，整体气氛清淡。

据中橡协轮胎分会统计，上半年，44家轮胎企业销售收入791.2亿元，同比下降13.61%；轮胎总产量1.773亿条，下降6.17%，其中子午线轮胎1.598亿条；子午化率90.13%，增加0.33个百分点。内、外资企业的轮胎产量及销售收入均有所下降，内资企业降幅更大。从轮胎产量来看，内资企业下降7.7%，外资企业下降3.4%；从销售收入来看，内资企业下降15.6%，外资企业下降8.4%。

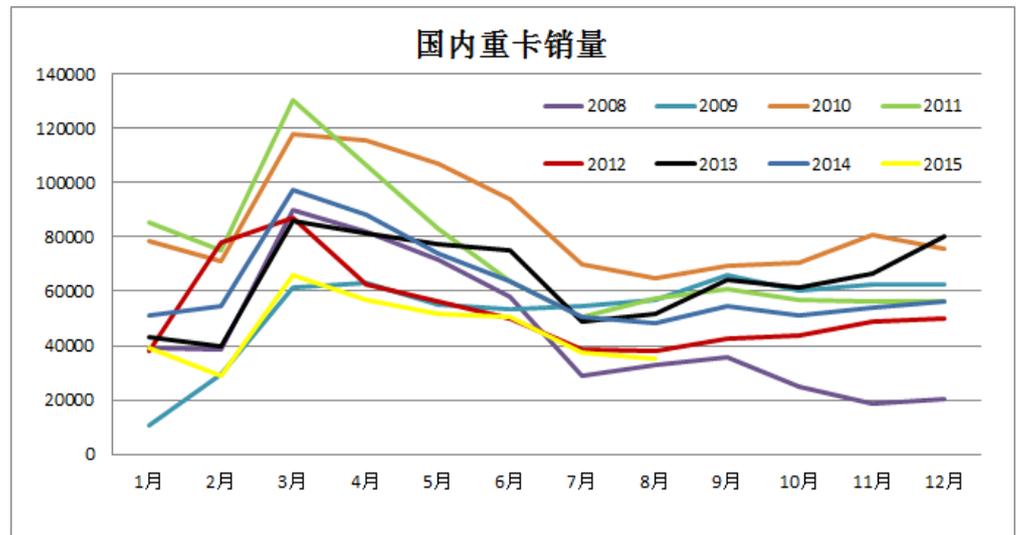
从以上统计数据可以看出，轮胎行业销售收入、总产量、出口量（值）、实现利润同比大幅度下降，库存额相对提高，轮胎投资降至历史最低。

中国轮胎产能过剩严重，出口占其产量的大部分，大约40%的比重用于出口，其中美国是中国的第一大出口国，美国市场在出口中占据超过四分之一的份额。但在此次美国的“双反”案后却将国内众多轮胎企业拒之门外。基于7月14日美国国际贸易委员会投票平局裁决中国轮胎对美造成实质性损害，美国时间8月5日，美国商务部发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销及反补贴税令，以及修改后的倾销及补贴税率。此次发布的最终税率，除强制应诉企业赛轮公司和获得全国税率的企业没有变化外，其他类型企业由于

税率修正，实际执行合并税率都有所提高。税率修正情况分别是：佳通公司倾销税率由终裁时的29.97%被提高到30.74%，由此获得分别税率的企业加权平均税率由终裁时的25.30%被提高至25.84%，退出本次调查的山东永盛公司反补贴保证金率由100.37%提高到116.33%。

● 国内重卡市场销售惨淡

图 1.2.4.3: 国内重卡销量走势



资料来源：南华研究

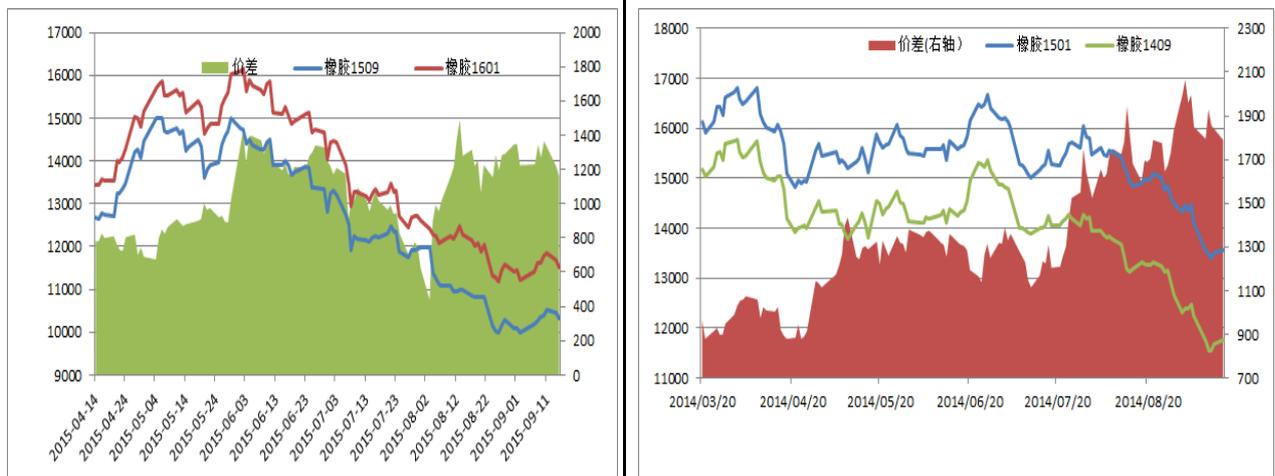
从国内今年的重卡市场来看，重卡销售业绩竟然已经惨淡到了令人唏嘘的程度。今年8月，国内汽车产销量虽环比略有增长，但已连续4个月低于去年同期水平，且前8个月月度累计产销量已低于去年同期水平。另外，自今年7月将年初制定的7%产销增速预期砍去一半调整至3%后，中汽协再一次调低了对增速的判断。销量的下滑给汽车生产企业的业绩带来直接影响。8月底发布完的2015年中报显示，在22家汽车整车制造类上市公司中，约有一半公司的营业收入和净利润增速下滑或陷入停滞状态。

在业绩低迷的情形下，资产负债率的高企可能令企业的经营状况进一步恶化，截至6月30日，已有13家汽车制造类上市公司的资产负债率超过60%的警戒线。

1.3 沪胶跨期月差

图 1.3.1: 沪胶 1601 与 1509 的价差走势

图 1.3.2: 沪胶 1501 与 1409 的价差走势



资料来源：南华研究

尽管近几年来，沪胶 9 月与 1 月合约间均有一波反向套利的机会。我们也曾经一度强调，9-1 反套应该是每年橡胶合约间套利中规模最大且逻辑性最为明确的一轮跨期套利。如上图所示，去年沪胶 1501 合约与 1409 合约的价差曾经飙升至 2000 点以上。

而回顾今年这轮 9-1 间价差，我们却发现今年该价差的走势却是峰回路转，惊心动魄。8 月初，缘于国内金融市场的动荡，在股市暴跌的影响下，大宗商品在浓厚的悲观氛围下亦遭受到沉重打击，短期内沪胶各合约价格走势出现较大偏差，而 9-1 间价差竟然罕见地跌至了 400 元左右，不过最终价差还是再度扩大至 1400 点以上。总体而言，尽管此轮套利幅度也有 1000 点左右，但价差运行中枢却与前两年完全不同，因而即便能预料到价差的最终走势，但在点位上行差踏错以致于最终空手而归的恐怕也大有人在。

1.4 后市展望及操作建议

在今年的半年报中，我们曾经指出，尽管 5 月份时胶价曾经奋而上跃，但终归只是昙花一现，最后归于沉寂，价格在第三季度依然会是负重而行，继续走在筑底之路中。时值 9 月底，我们回顾三季度的走势，惊觉沪胶指数已经探底 10940 点，距离年内高点 15525 点已经再度跌去了 30% 左右。面对年内不断被刷新的胶价低点，我们无法断言底在何方；在当前国内经济下滑，橡胶下游需求萎靡不振，而产量供应却依然源源不断地上市之际，我们对于后市实在难言乐观。根据历年来的产量数据统计，第四季度是全球天胶产量的高峰期，届时若消费端依然无起色，则预计胶价将依然运行于底部区域中；夜未央，也许黎明尚远。

第2章 合成树脂篇——颓势难改

2.1 我们的观点是：

三季度聚烯烃两大品种 LLDPE 和 PP 走势比较接近，整体呈现倒“N型”走势，平台逐步下移，7月初受到希腊危机以及中国股市暴跌等宏观风险影响，聚烯烃两大品种连续跌停。受困于下游需求冷淡以及原油从6月下旬开始连续两个月的持续下跌，聚烯烃整个三季度大幅下挫，尽管8月初有一波基差修复行情反弹，但也只是“昙花一现”。整体而言，三季度聚烯烃走势明显偏弱。

我们认为，四季度两大品种的关注焦点在于煤制烯烃投产情况，从目前来看，前期计划投产的装置很多将推迟到明年。而需求端方面，今年“旺季不旺”现象非常明显，PE 往年的备货行情今年并没有启动，PP 受制造业疲软影响需求亦难有起色，聚烯烃四季度需求将趋弱。因此，在上游原油没有趋势性上涨的情况下，聚烯烃四季度走势震荡下行为主。

2.2 上游原油成本坍塌

图 2.2.1 聚烯烃和原油走势



资料来源：Wind 南华研究

我国传统的烯烃工艺主要是油制烯烃，原油作为能化品种的上游，与聚烯烃息息相关。三季度由于伊朗核谈达成协议以及 OPEC 产量屡创新高，7、8 月份原油经历了近两个月的持续下跌，目前油价在 7 年低位徘徊，聚烯烃受成本端坍塌影响，走势也随着原油下跌。

表 2.2.1 近一年布伦特与聚烯烃相关性系数统计

	DCE 塑料	DCE 聚丙烯
IPE 布油	0.713	0.938

资料来源：Wind 南华研究

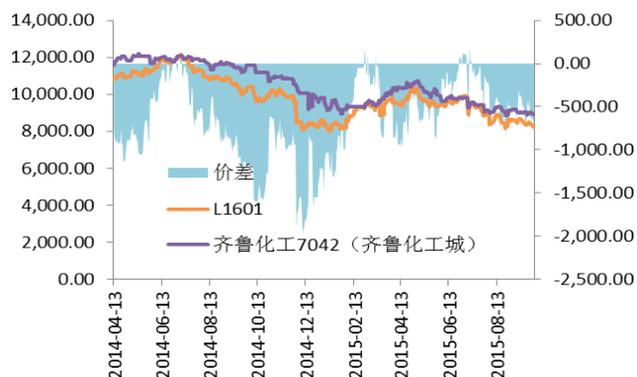
通过分析 PE 和 PP 和布伦特原油的近一年的相关性可知，聚烯烃和原油为强相关，PP 相关性甚至强于 PE，事实上仅当国际油价波动性非常大时，聚烯烃价格跟随油价变动才密切，而当国际油价波动较平稳时，聚烯烃走势取决于自身基本面因素为主。

四季度美联储加息是大概率事件，美元预计将再次走强，美国炼油厂进入维修季对原油的需求减弱，核制裁解除后的伊朗原油供应始终是原油市场的“达摩克利斯之剑”，市场预计明年 1 季度伊朗原油供应将大幅增加，油价目前供应大幅过剩的格局四季度将很难改变。虽然油价目前绝对价格已经较低，继续大幅下跌的动能已经在减弱，但反转的条件目前并不具备，四季度预计原油将继续低迷，仍然在寻底过程。

2.3 现货疲软

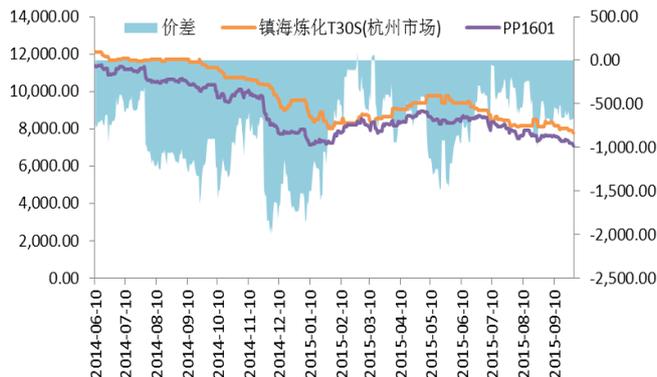
三季度聚烯烃现货市场走势偏弱，由于原油持续下挫成本端坍塌，贸易商买涨不买跌心态严重，市场交投清淡。目前线性主流价格在 8800-9150 元/吨，相比 6 月底 9800-10100 元/吨的价格下跌了接近 1000 元/吨，拉丝主流价格在 7600-7700 元/吨相比 6 月底 8500-8800 元/吨亦下跌了 1000 元/吨左右。目前期现价差大概在 600 元左右，处在一个较合理水平。

图 2.3.1 LLDPE 期现走势及价差



资料来源：Wind 南华研究

图 2.3.2 PP 期现走势及价差

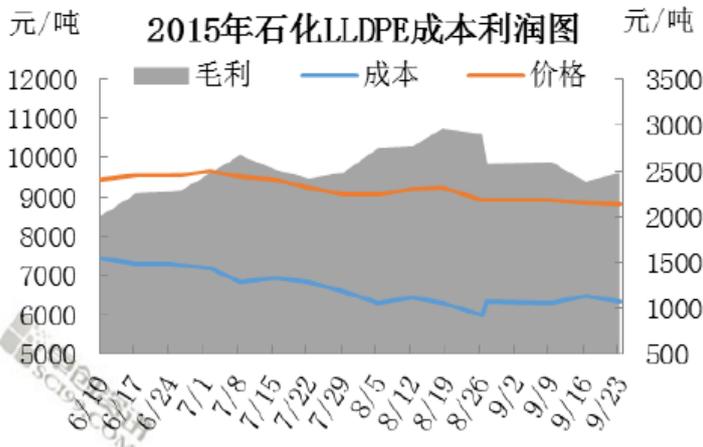


资料来源：Wind 南华研究

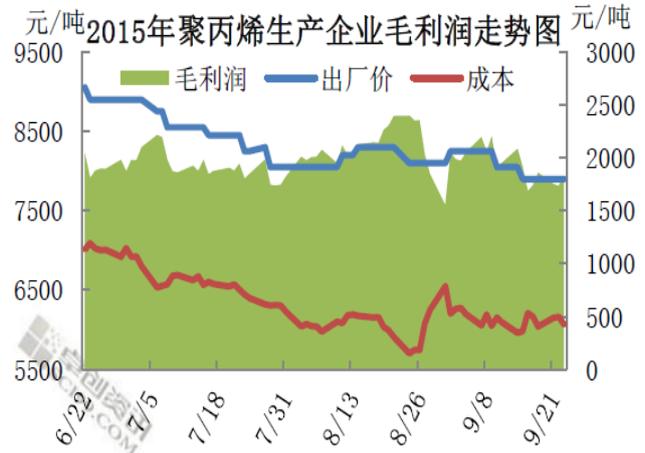
对于聚烯烃来说，由于中石油和中石化占据大部分产量，两大集团拥有定价权。由于今年原油价格持续下跌，石化企业成本走低，利用自身库存的调节和控制销售策略，今年利润明显好于往年。目前 LLDPE 石化利润大概在 2400 元/吨左右，PP 石化利润大概在 1700 元/吨左右，受下游需求疲软影响，石化企业目前多让利出货，聚烯烃现货价格有继续走弱趋势，由于成本端原油下行较大，石化企业目前即使降价促销依然利润丰厚。

图 2.3.3 LLDPE 石化利润

图 2.3.4 PP 石化利润



资料来源：卓创资讯 南华研究



资料来源：卓创资讯 南华研究

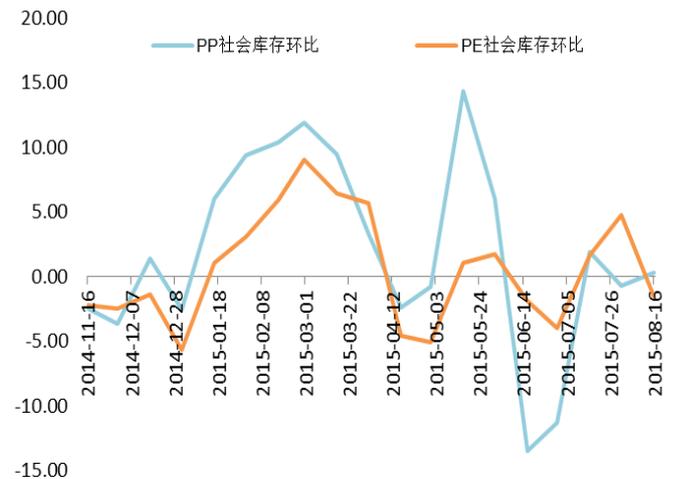
今年聚烯烃库存主要集中在上游石化企业，石化企业开工率维持高位，由于上半年检修较多，目前石化库存压力完全可控。而下游企业和贸易商今年多不敢囤货，社会库存维持在偏低水平。

图 2.3.5 2015 年国内某石化 PE 当期库存变化



资料来源：卓创资讯 南华研究

图 2.3.6 社会库存



资料来源：Wind 南华研究

2.4 供应

1 煤化工投产预期出现较大偏差

煤制烯烃路线的生产成本通常低于传统石脑油制烯烃路线的生产成本，然而当油价低于 65 美元时煤制烯烃优势就不再。由于今年油价大多数时间都低于 65 美元，很多计划投产的煤制烯烃装置都推迟，若表格中所列煤制烯烃项目均得到投产，2015 年新增 PE180 万吨，PP336 万吨。然就像我们半年报里说的那样，聚烯烃预期只是说说而已，目前来看，PE 国内新增产能还没有一套投产，其中久泰能源今年投产已不可能，四季度预计将投产的有中煤蒙大（30 万吨）、神华神木（30 万吨）。聚丙烯上半年如期投产的装置只有 40 万吨的东华能源。下半年的久泰能源、中景石化等已无缘 2015 年。下半年有望投产的只有中煤蒙大（30 万吨/年）、神华陕西项目（30 万吨/年）。保守估计，2015 年聚丙烯新投产装置产能合计在 100 万吨/年，远小于 2014 年的 420 万吨/年，亦大幅小于计划投产的产能。2015 年聚烯烃新增产能是近几年来最少的一年，且主要集中在第四季度释放，届时如果煤制烯烃投产将对供应产生较大压力。

表 2.4.1 2015 预计投产聚烯烃装置

企业名称	产能(万吨)	投放时间	乙烯原料
青海大美煤炭	30PE	暂无消息	CTO
兴兴能源	30 乙烯, 40 丙烯	2015.4	MTO
东华能源	40PP	2015.5	PDH
中煤蒙大	30PE, 30PP	四季度	CTO
久泰能源二期	25PE, 35PP	年底 (推迟到 2016)	CTO
陕西神华神木	30PE	四季度	CTO
中安联合煤化	35PE	四季度	CTO
江苏斯尔邦	20LDPE	2015.12	MTO
青海盐湖	16PP	暂无消息	MTO
张家港 扬子江石化	40PP	2015.7	PDH
大唐府谷	20PP	暂无消息	MTO
福建中景石化	35PP	年底 (推迟到 2016)	PDH
福建中江石化	35PP	暂无消息	PDH
富德能源 (常州)	30PP	2015.7 (推迟到 2016)	MTO
云南石化	20PP	2015.9	油制

资料来源：南华研究

2 检修情况

据卓创资讯统计，2015 年四季度国内 PE 装置检修涉及产能达 223.8 万吨。届时四季度因装置检修损失的产量达 22.6 万吨左右。四季度国内 PP 装置检修涉及产能 84 万

吨，四季度检修相对不多，市场供应充足，L 检修明显高于 PP，同时不排除部分装置有转产可能。

表 2.4.2 2015 年四季度 PP 检修计划

企业名称	生产装置	产能（万吨）	停车或计划检修	复产计划
中原乙烯	老线	6	2015. 10. 10	2015. 11. 14
	新线	10		2015. 11. 5
洛阳石化	新线	14	2015. 09. 28	45 天左右
广州石化	一线	14	2015. 12. 1	47 天左右
	二线	6		
湛江东兴		14	2015. 10. 8	50 天左右
北海炼厂		20	2015. 11-2015. 12	60 天左右

资料来源：卓创资讯 南华研究

表 2.4.3 国内 PE 装置四季度检修情况统计

企业名称	生产装置	产能（万吨）	停车或计划检修	复产计划
兰州石化	老全密度装置	6	2013. 5. 18	待定
大庆石化	LLDPE 装置	7. 8	2014. 8	待定
中原石化	,	12	2015. 10. 10	2015. 11. 15
		6		
		8		
镇海石化	LLDPE 装置	45	2015. 10. 15	2015. 10. 20
广州石化	LLDPE 装置	20	2015. 12. 1	2016. 1. 16
中海油壳牌	LDPE 装置	26	2015. 10. 15	2015. 12. 10
	HDPE 装置	25		
茂名石化	1#LDPE 装置	11	2015. 12. 10	2016. 1. 14
	HDPE	35	2015. 10. 10	2015. 10. 16
	LLDPE 装置	22	2015. 12. 10	2016. 1. 9

资料来源：卓创资讯 南华研究

2.5 下游需求

对于 PE，往年夏天就开始需求备货行情，今年以来的整体行情是“淡季不淡，旺季不旺”现象明显，到目前为止开工率仍没有有效提升。“金九银十”行情今年并没有启动。由于原油去年下半年持续暴跌，去年 9 月份备货的商家多半亏损，结合目前聚烯烃近几个月走势偏弱，贸易商今年都非常谨慎，市场整体交投清淡。而聚丙烯的下游主要为塑编、BOPP、注塑，和制造业关系密切，今年以来宏观层面经济下行压力显著，近期公布的制造业数据差强人意，预计后市聚烯烃终端需求将很难有所改善。

表 2.5.1 下游开工率

	下游制品	本周开工率 (%)	上周开工率 (%)
LLDPE/LDPE	农膜	48	47
	包装膜	60	60
PP	编织	67	65
	BOPP	58	58
	注塑	56	55

资料来源：卓创资讯 南华研究

目前农膜开工率依然只有 48%，今年下游工厂非常谨慎，对原料采购多以按需采购为主对行情支撑乏力，四季度需求将逐渐回落，届时供需矛盾将更加突出。

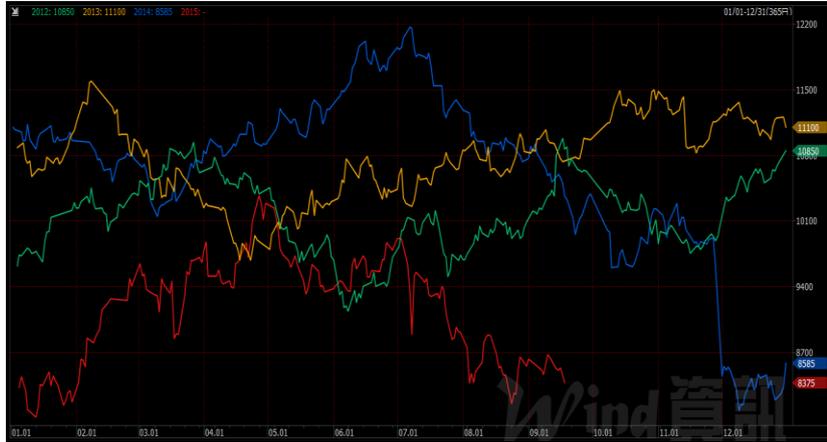
图 2.5.1 2014-2015 年国内聚丙烯主要下游企业开工率走势



资料来源：卓创资讯 南华研究

从 PP 下游主要企业开工率来看，今年开工率明显低于去年，塑编、BOPP、注塑开工率相比去年同期大概低了平均 10 个百分点，由于工厂长期订单缺乏，备货积极性不高今年。

图 2.5.2 PE 季节性走势



资料来源：Wind 南华研究

通过最近四年的季节性图表我们也可以发现，四季度随着棚膜生产旺季接近尾声，塑料加工开始出现回落，通常在 11 月中下旬迎来低点，12 月份随着冬季地膜需求的启动或有一波上涨行情。

2.6 结论

综上所述，目前聚烯烃基本面矛盾并没有很突出，在需求疲软状况下新增产能亦大幅打折，社会库存水平也在低位，预计随着四季度产能的投产，聚烯烃将再次下挫，单边建议以空头思路对待，套利方面建议多 PE 空 PP。

二、风险提示

- 1、油价强势上扬，成本支撑增强
- 2、宏观风险事件再次聚集

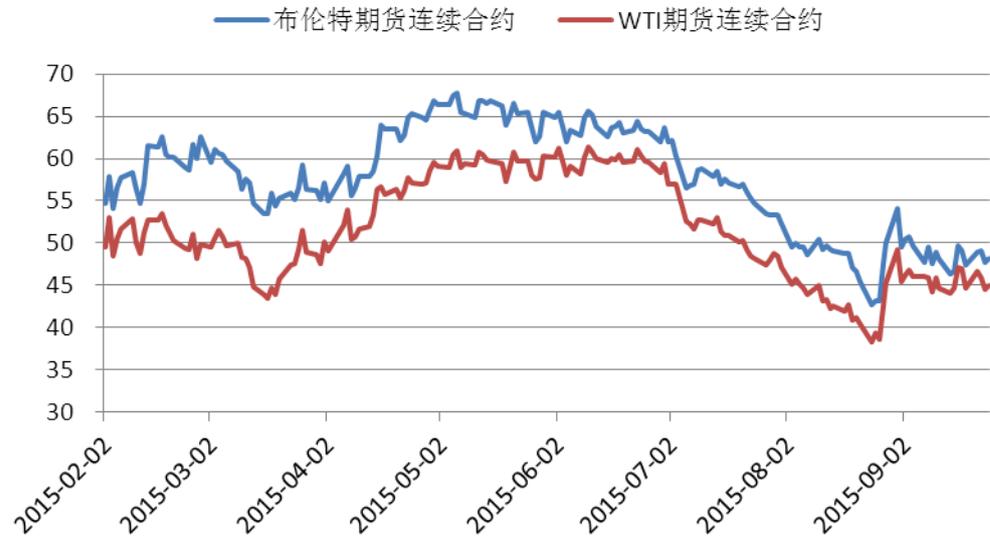
第三章 PTA 篇——弱势依旧

3.1 国际油价创新低后反弹乏力

今年国际油价在年初受美国原油产量减产预期小幅反弹后再次大幅下跌并创今年油价新低，主要源于伊朗核谈成功后，伊朗原油潜在出口供应的增加将使得原油市场的平衡会向供应更加倾斜，这也表明美国原油产量的下滑并不能弥补伊朗潜在产量的增长。尽管随后国际油价随着美国原油产量下滑既成事实而再次弱势反弹，但目前油价又一次进入盘整区间，笔者认为未来油价走势不会再次触底，但是大幅反弹的可能也不存在，因此，对下游产品的成本支撑较为有限。

图：3.1.1 国际油价走势变化

单位：美元/桶



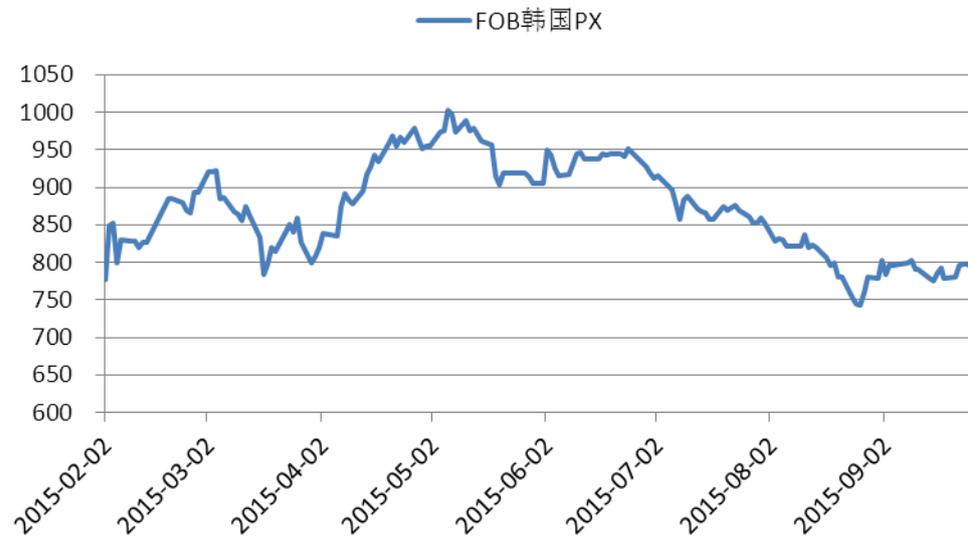
资料来源：Wind 南华研究

3.2 PX 价格重心下移

从PTA的成本端来看，PX价格自今年6月份以来持续下跌，近期PX价格运行区间都在800美元/吨之下。PX-石脑油价差从5月初的390美元/吨缩减至目前的330美元/吨。

图：3.2.1PX 进口价格

单位：美元/吨

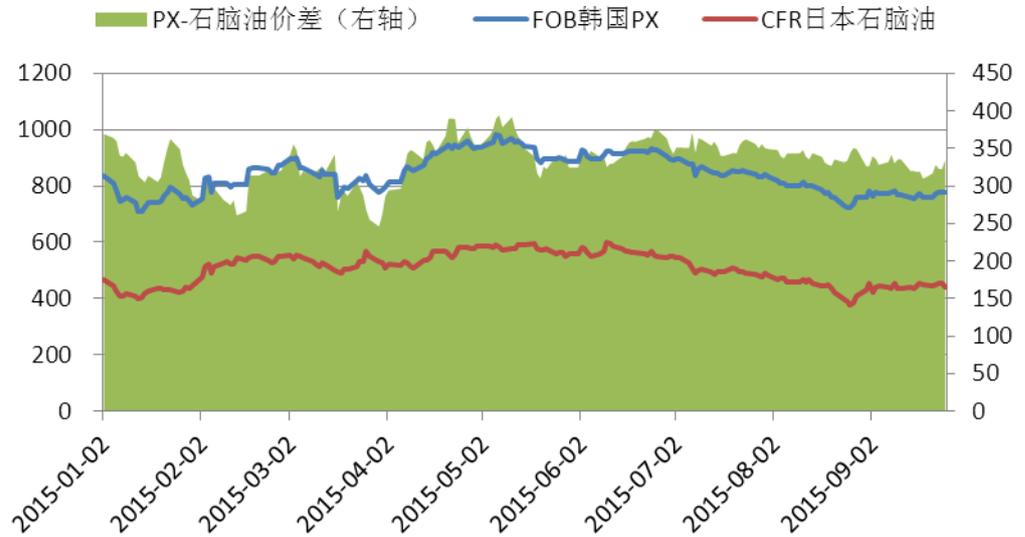


资料来源：CCF 南华研究

8月中石化新建的160万吨PX装置开车，下游PTA开工不足导致需求下滑，PX供应压力逐渐显现，加之国际油价维持在低位区间震荡，PX利润空间料会继续压缩，意味着PX价格后期仍将维持弱势走势。

图：3.2. 2PX-石脑油价差

单位：美元/吨



资料来源：Wind 南华研究

3.3 PTA 开工率回升

今年截止目前，PTA 价格整体走势先低位反弹，后步入下跌通道。年初受上游原油价格反弹以及 PTA 产业一些装置事故的推动，期价反弹至 5400 元附近，随后随着油价下跌并创数年新低以及行业开工率回升，PTA 价格也跟随开启了下跌之路，并在 8 月 26 日创历史新低 4110 元，此后，随着下游需求有所恢复，期价弱势反弹后进入 4400-4600 元的盘整区。由于 PTA 基本面仍然利空，上游成本支撑力度不大以及终端需求疲弱，预计四季度 PTA 价格仍有下行压力。

图：3.3. 1PTA 期货价格走势

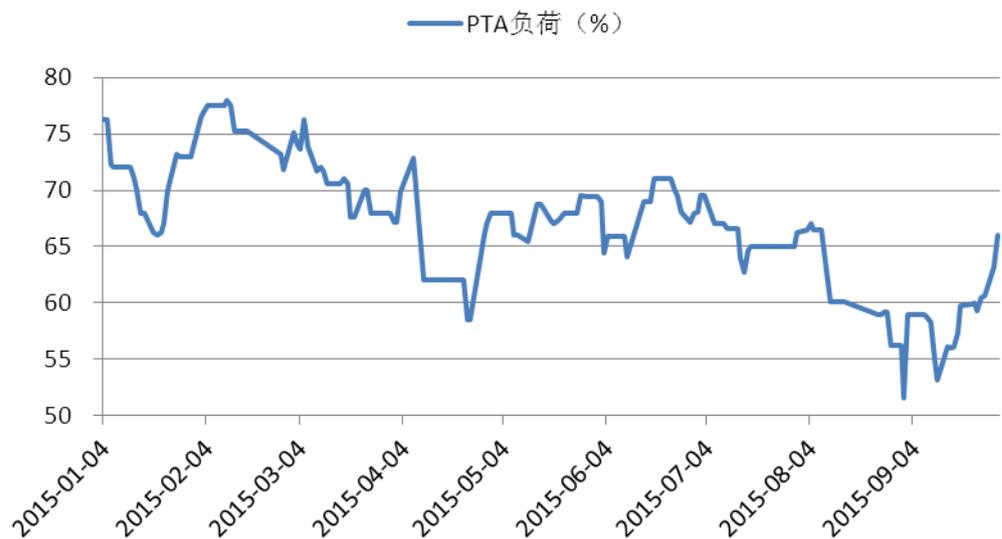
单位：元/吨



资料来源: Wind 南华研究

受到部分装置停车检修的影响, 9 月国内 PTA 工厂平均开工率维持在 58%附近, 不过目前开工率已经大幅上升至 66%, 预计 10 月份开工率会回升至七成。随着四季度部分装置将陆续重启, 在目前整个 PTA 行业产能严重过剩局面没有根本改观之下, PTA 料将重新进入增库存周期, 给 PTA 价格带来下行压力。

图: 3.3.2 PTA 企业开工率

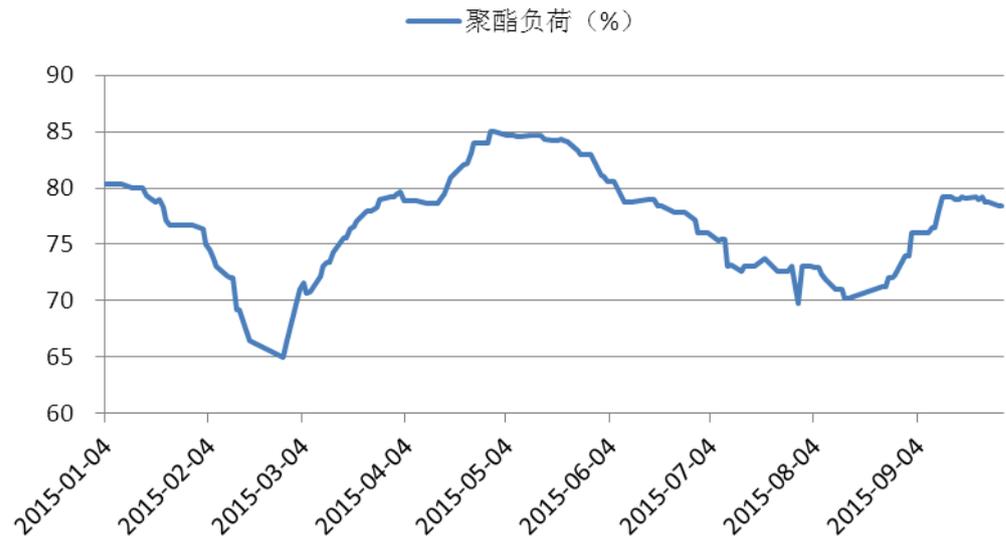


资料来源: Wind 南华研究

3.4 下游需求疲弱

消费旺季到来的预期，使得聚酯开工率在 9 月初升至 8 成，下游终端加弹机和织机负荷也开始回升，基本上到了 7-8 成的水平。随着需求旺季金九银十的落空，市场心态开始转变，聚酯企业负荷也有拐头向下的趋势，目前部分聚酯工厂表达了减产降负意愿，也有个别工厂已经开始适度减产，预计四季度聚酯负荷或会高位回落，上下游预期开工率的逆行将给 PTA 价格造成下行压力。

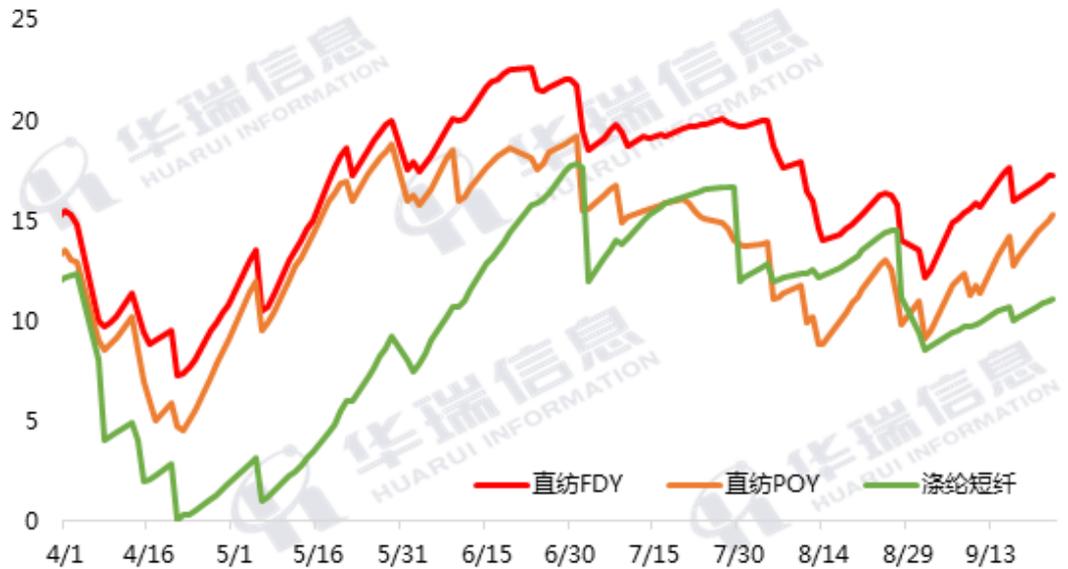
图：3.4.1 聚酯工厂开工率



资料来源：Wind 南华研究

目前聚酯产品库存有上升继续，FDY 和 POY 工厂库存均在 15-17 天之上，下游纺织行业需求不及预期导致聚酯产品库存从低位回升，四季度聚酯行业将会面临去库存压力。

图：3.4.2 聚酯直纺长丝和短库存变动（天）



资料来源：CCF 南华研究

预期中的旺季需求未能较好兑现，江浙织机开机和订单指数均有下滑的走势。即将迎来国庆假期，因此，短期去库存预期不强。

图：3.4.3 江浙织机负荷和订单



资料来源：CCF 南华研究

整体来看，上游原油价格受供应过剩的打压仍将以低位盘整走势为主，尽管美国产量下滑，但整体供应仍较充足，因此，即使油价不再探底，反弹的力度也不强，而对四季度下游PX、PTA的价格支撑力度不会太大。同时，下游需求旺季的落空可能会导致市

场悲观情绪蔓延，聚酯降负荷去库存的预期较强，而PTA在产能过剩的背景下，仅以限产保价的被动做法无法力挺其价格，四季度负荷提升后，PTA价格仍将延续今年以来的弱势表现，预计PTA期货价格四季度运行区间4200-4700元/吨。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-83869588

台州营业部

台州市经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话: 0577-89971820

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87273868

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 751 号粮食大厦五楼
电话: 0573-82158136

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房
电话: 028-86532693

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-84378378

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、
B803、B805、B608、B609 室
电话: 010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话: 0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601
电话: 0574-62509001

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话: 0451-82345618

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 B 座 2501 室
电话: 0532-85803555

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层
电话: 022-88371080

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52585211

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38806542

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层
电话: 0513-89011168

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663882

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233 、 3234、3235 室
电话：0580-8125381

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话：0592-2120370

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net