

遵养待时，厚积薄发

摘要

上半年终端市场仍是靠内需拉动为主，纺织品服装出口保持温和增长，内需方面同比增长9.1%，较上年同期加快了1.9%。聚酯方面，在高利润的支撑下整体维持较高负荷。虽然节后聚酯工厂一度面临库存压力，但在下游进入销售旺季且集中性补货时点到来后，顺利完成了去库存，目前整体库存仍保持偏低水平。短期在消费淡季影响下，纺织订单下滑，且聚酯还面临产能增量，未来销售压力会增加，聚酯库存会有所上升。PX方面，一季度维持高库存，二季度检修计划较多，库存总体小幅下降。而PX-石脑油价差在年初一路走强，随后石脑油强势而PTA弱势，石脑油加工差大幅扩大，而PX-石脑油价差被大幅压缩。目前价差保持在330美元/吨附近，回升动力不足，但进一步压缩空间也不大。原油方面，预计下半年欧佩克和俄罗斯增加产量，但其他参与减产的产油国产量可能下降，部分抵消增产的影响，整体原油市场仍然不会过剩，短时间内原油或维持高位震荡。

整体来看，下半年PTA可能呈现先抑后扬的走势，核心波动区间预计在5400-6200。短期PTA现货流动性依然偏紧，还处于去库存通道，本月随着几套检修的大装置完全重启并正常出料，7月可能迎来供需拐点，届时将大概率重新累库。而下游来看，尽管当前较高的加工利润支撑着聚酯维持高负荷，但终端需求已经出现了季节性走弱，预计7月份会进一步下滑。而聚酯工厂也将面临销售压力，产品库存将出现上升，压制PTA反弹。预计6-8月PTA震荡偏弱，等待金九银十传统旺季到来后受需求提振或重新走强。对于中美贸易战来说，是一个中长期影响因素，一旦全面打响，纺织服装的出口势必受到很大影响，后续关注中美贸易战的进展。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

袁铭 研究员

ym@nawaa.com

0571-89727505

投资咨询从业资格号

Z0012648

王清清 助理研究员

wangqingqing@nawaa.com

0571-87839284

目录

第 1 章	上半年 PTA 行情回顾	4
第 2 章	PTA 产业链供需分析	5
2.1.	PET 及终端市场分析	5
2.1.1.	内需保持较快增长，纺织服装出口温和增长	5
2.1.2.	中美贸易战对终端的影响	6
2.1.3.	织造开工季节性走弱	7
2.1.4.	聚酯负荷较高，新增产能稳健	8
2.1.5.	聚酯利润升至高位，产品库存出清	9
2.2.	PTA 供需分析	11
2.2.1.	现货升水成常态，供应商回购影响较大	11
2.2.2.	装置集中检修结束，阶段性去库即将终结	13
2.2.3.	开工负荷较高，加工费高位回落维持合理	15
2.3.	上游 PX 及原油分析	16
2.3.1.	PX 供需分析	16
2.3.1.	原油分析	17
第 3 章	总结及策略	18
	南华期货分支机构	19
	免责声明	21

图表目录

图 1.1.1: PTA 期货主力合约走势	4
图 2.1.1: 2013–2018 年纺织服装、服饰业出口情况	5
图 2.1.2: 2013–2018 年服装鞋帽, 针、纺织品销售情况	6
图 2.1.3: 2001–2018 年美国纺服从中国进口情况	7
图 2.1.4: 2000–2018 年美国纺服从全球和中国进口对比	7
图 2.1.5: 2015–2018 年江浙织布开工负荷	8
图 2.1.6: 中国轻纺城日成交量	8
表 2.1.1: 聚酯 2018 年上半年新装置投产及老装置复产情况	9
图 2.1.7: 2015–2018 年聚酯负荷变化情况	9
图 2.1.8: 2013–2018 年涤纶价格走势	10
图 2.1.9: 聚酯现金流情况	11
图 2.1.10: 2017 年聚酯产品库存天数情况	11
图 2.2.1: 2014–2018 年 PTA 基差走势	12
表 2.2.1: PTA 检修情况	12
表 2.2.2: PTA 供需平衡表	14
图 2.2.2: PTA 供需平衡图	14
图 2.2.3: PTA 库存走势	14
图 2.2.4: 2015–2018 年 PTA 开工负荷	15
图 2.2.5: PTA 加工利润	16
图 2.3.1: 2017–2018 年 PX 库存情况	17
图 2.3.2: 2013–2018 年 PX–石脑油及 PX–布伦特价差	17
图 2.3.3: 2017–2018 年 PTA 上游原料走势	17

第1章 上半年 PTA 行情回顾

1 月初在现货流动性紧张的背景下，基差逐步走强持续高升水，PTA 价格震荡上涨。春节前，伴随着原油的走低以及下游聚酯面临的大规模停车检修，PTA 在基本面偏弱的情况缓慢下跌。而春节后，由于节日期间原油的大幅攀升，推动上游 PX 价格上涨，叠加主流供应商回购现货力度不断增强，期价步步攀升，现货价格一度冲过 6000 元/吨的高位。

进入 3 月份下旬后，市场风云突变，受到供应商回购力度大减以及下游需求恢复不及预期，再加上商品市场暴跌影响，PTA 市场出现了连续下跌，一直到 4 月初在去年 12 月的低点附近才有所企稳。之后随着 PTA 装置的集中检修，供应面压力减少，下游需求迎来旺季，整个供需结构在逐步转暖，社会库存也在 4 月迎来一个阶段性高点。再叠加原油价格的上涨推动成本端上行，也助长了场内的成交气氛，PTA 价格出现了一波较为明显的上涨，但整体上涨幅度还是超出了我们的预期。

经过一波上涨后，在面临去年高点的压制下，多头显着力不从心，且在基本面利好消息兑现和原油跳水的背景下，出现了一波回调。而后在供应商入市收紧现货流动性，支撑现货价格的情况下，基差逐步走强，期价步入区间盘整。但近期中美贸易战在短暂平静下快速升级，宏观系统性风险来袭，商品市场大幅走弱，PTA 在自身基本面不强的情况下追随向下破位大跌。

图 1.1.1：PTA 期货主力合约走势



数据来源：Wind 南华研究

第2章 PTA 产业链供需分析

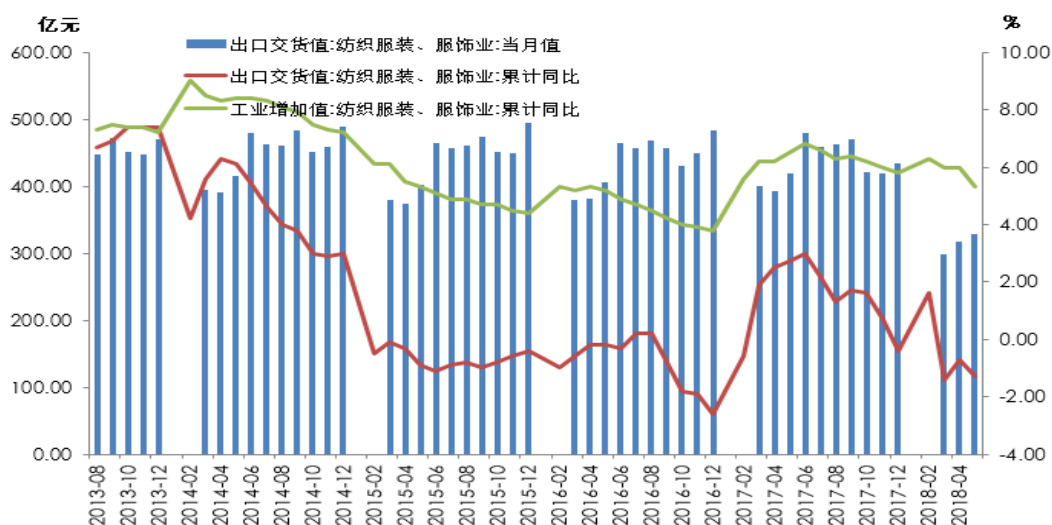
2.1. PET 及终端市场分析

2.1.1. 内需保持较快增长，纺织服装出口温和增长

内需方面，国家统计局发布数据显示，2018 年 5 月份，社会消费品零售总额 30359 亿元，同比名义增长 8.5%；其中，限额以上单位消费品零售额 11477 亿元，增长 5.5%。2018 年 1-5 月份，社会消费品零售总额 149176 亿元，同比增长 9.5%；其中，限额以上单位消费品零售额 57518 亿元，增长 7.8%。在商品零售中，5 月份，限额以上单位商品零售 10736 亿元，同比增长 5.6%，其中服装鞋帽、针纺织品类零售 1053 亿元，同比增长 6.6%；1-5 月份，限额以上单位商品零售 53888 亿元，同比增长 7.8%；其中服装鞋帽、针纺织品类零售 5564 亿元，同比增长 9.1%，较上年同期加快了 1.9 个百分点。网络销售加速明显，1-5 月份，全国实物商品网上零售额 24819 亿元，增长 30.0%，占社会消费品零售总额的比重为 16.6%；其中，吃、穿和用类商品分别增长 42.4%、24.9%和 30.7%。

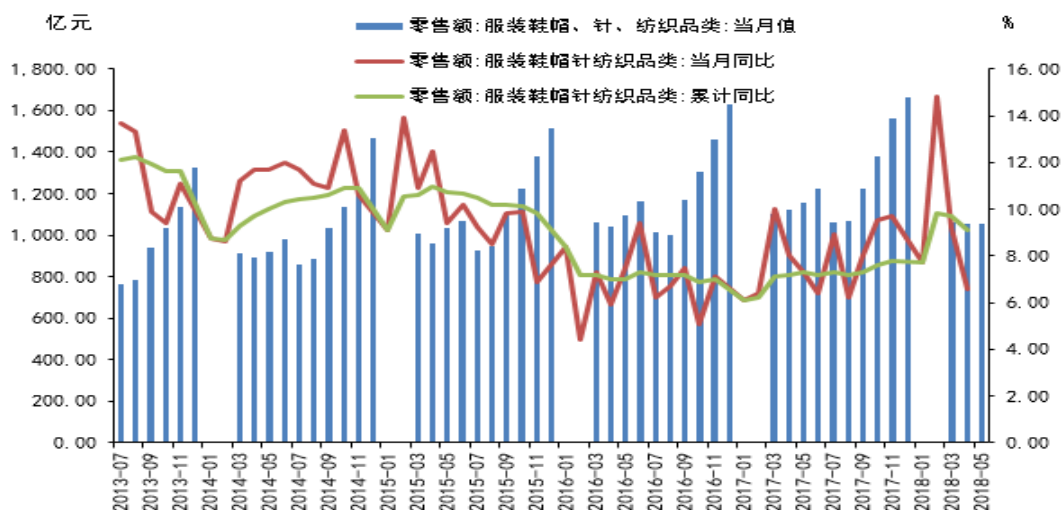
出口方面，据中国海关总署最新统计数据显示，2018 年 5 月我国纺织品服装出口额为 234.45 亿美元，环比增长 9.12%，同比增长 0.17%。其中，纺织品(包括纺织纱线、织物及制品)出口额为 112.44 亿美元，同比增长 8.06%；服装(包括服装及衣着附件)出口额为 122.01 亿美元，同比下降 6.15%。2018 年 1-5 月，我国纺织品服装累计出口额为 1025.44 亿美元，同比增长 3.66%，其中纺织品累计出口额为 475.77 亿美元，同比增长 10.75%；服装累计出口额为 549.67 亿美元，同比下降 2.34%。服装出口额承压较为明显，且波动率高于纺织品出口。主要原因是东南亚和南亚国家纺织产业发展迅猛，在大批量、中低附加值服装订单方面增长显著，我国出口企业国际市场份额受到挤压。

图 2.1.1：2013-2018 年纺织服装、服饰业出口情况



数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.2: 2013–2018 年服装鞋帽，针、纺织品销售情况



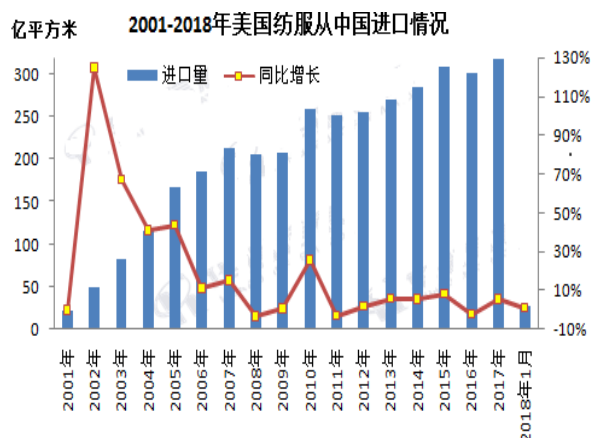
数据来源: Wind 南华研究

2.1.2. 中美贸易战对终端的影响

近期中美贸易战在短暂平静下快速升级，从目前情况来看，这可能是一场中长期的持久战，影响力不容忽视。而中美贸易战对 PTA 来说，除了带来宏观系统性风险以外，也将对产业链的终端纺织服装的出口产生不利影响。

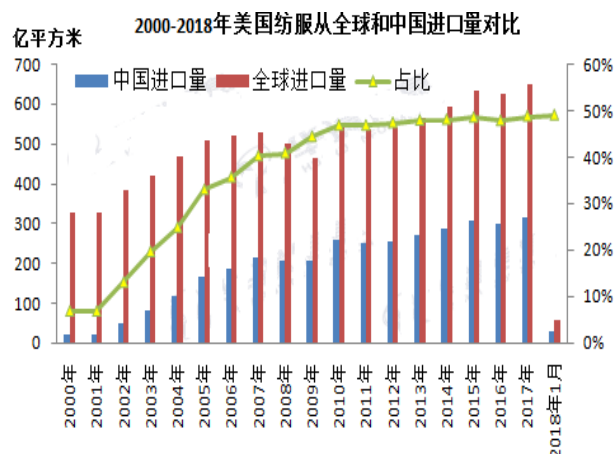
3 月 22 日美国总统特朗普签署总统备忘录，依据“301 调查”结果，将对从中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购。虽然目前美国针对还只是高科技商品，但一旦贸易战升级至全面开打，预计我国纺织品服装出口将受到很大影响。根据美国商务部统计，2017 年美国纺织品服装从全球进口量约为 649.72 亿平方米，同比增长 3.3%。2018 年 1 月份美国纺织品服装从全球进口量约为 56.15 亿平方米，同比增长 2.5%。其中，2017 年美国纺织品服装从中国进口量约为 317.53 亿平方米，同比增长 5.4%，2018 年 1 月份美国纺织品服装从中国进口量约为 27.57 亿平方米，同比增长 0.98%。美国纺织品服装进口量的近 49% 左右来自中国，由此可见，一旦美国对我国纺织品服装加征税，纺织品服装出口在失去成本优势后将出现较大下滑，后市要持续关注中美贸易战的动态。

图 2.1.3: 2001–2018 年美国纺服从中国进口情况



资料来源：CCF 南华研究

图 2.1.4: 2000–2018 年美国纺服从全球和中国进口对比

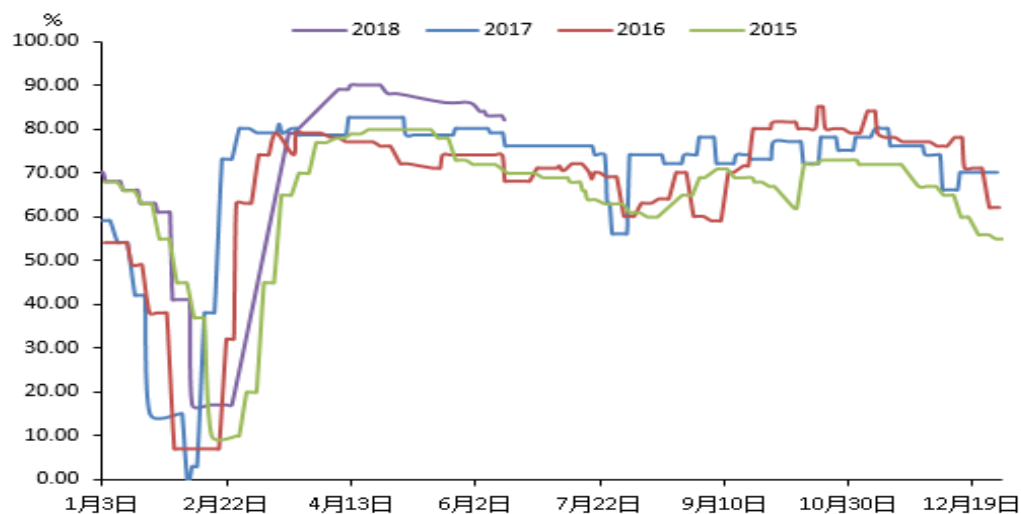


资料来源：CCF 南华研究

2.1.3. 织造开工季节性走弱

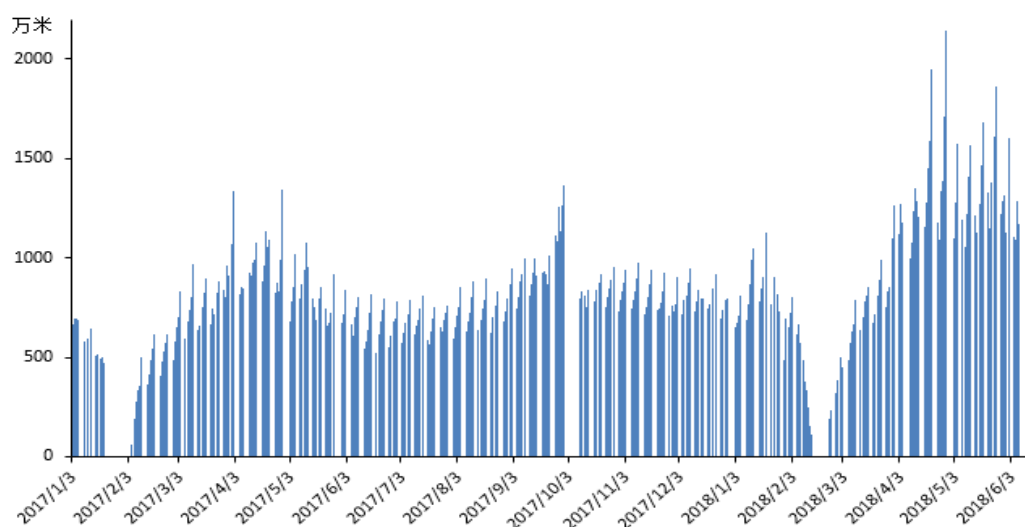
从江浙织机开机负荷来看，今年春节延后，使得织机提负、降负周期都有所延后。节后各地区下游陆续开工，但整体恢复相比往年出现了推延，主要原因还是今年工人返厂时间较迟。到了 4 月初的时候才恢复正常江浙织机负荷重新回升至 90% 的高位，其后在传统旺季的刺激下，终端的出货和订单支撑着其维持高开工率，虽然在 4 月中下旬出现了高位小幅调整，但整个 4 月平均负荷也在 89% 左右。进入 5 月以后织机负荷进一步小幅下滑，终端织造订单处于高位中局部有所回落，主要集中在 5 月中下旬；而下旬，常熟地区“三合一”整治不断发酵，对梅里、古里地区的经编、加弹开工影响更为明显。截至目前，江浙织机开工率降至 82%，具体到各专业生产基地来看，盛泽喷水织机开工率在 70%–80%，长兴喷水织机开工率 90% 偏上水平，萧绍圆机开工率 70%–80%，海宁地区整体开工率 90% 附近，常熟地区整体开工率 70%–80%。纺织整体订单呈现下降趋势，坯布走货情况放缓。未来 7 月份下游生意情况仍有可能进一步下滑，但开机率暂时看还是存在支撑的，因为下游局部旺季订单需求存在前移，织造厂即便订单走弱，也在为后期旺季做库存。

图 2.1.5: 2015–2018 年江浙织布开工负荷



数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.6: 中国轻纺城日成交量



数据来源: CCFEI 南华研究

2.1.4. 聚酯负荷较高，新增产能稳健

节前聚酯装置迎来密集检修季，聚酯负荷快速下滑。年后工人的陆续到位，聚酯终端市场逐步恢复，3月下旬加弹织机基本正常。而随着检修装置逐步开启，聚酯负荷也开始恢复正常。二季度聚酯负荷都基本维持在88–90%的高位，目前聚酯负荷为90.1%（产能基数目前升至5061万吨，计入恒腾60万吨、新凤鸣30万吨；澄高60万吨等待优等品产出后计入总产能），整个上半年聚酯运行的平均负荷相比往年还是高出不少，这也为4–5月份PTA的反弹提供有力的支撑。

聚酯新增产能方面，总体保持稳健增长。一季度聚酯新装置投放较少只有3套30万吨的长丝，而二季度聚酯新增产能较多，从投放时间来看，出现了延后主要集中在5月底后。截止目前，上半年

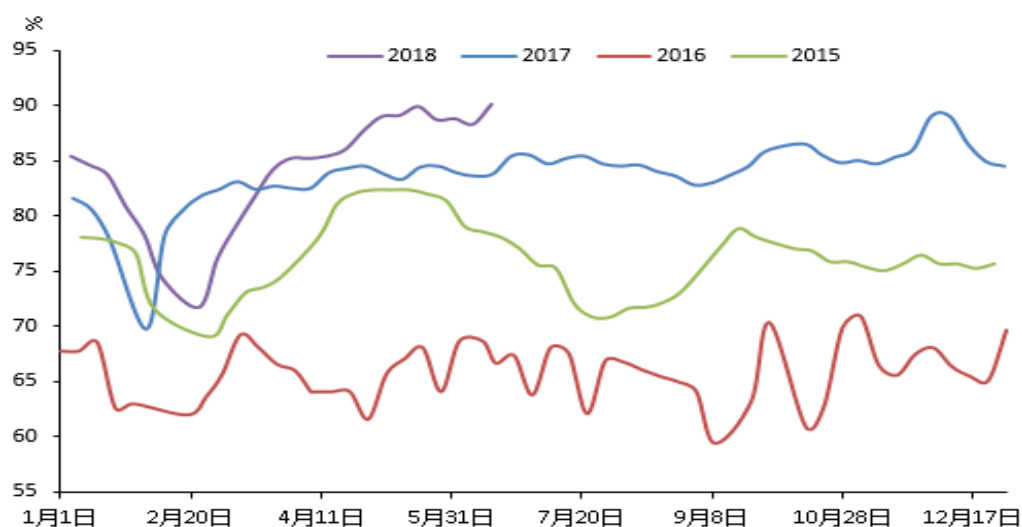
聚酯新增产能总计 318.5 万吨，老装置重启产能为 121 万吨。短期来看，本月还有 2 套合计 35 万吨的长丝新装置等待投产，6-7 月份还有 2 套合计 61 万吨的长丝老装置准备重启。

表 2.1.1: 聚酯 2018 年上半年新装置投产及老装置复产情况

	名企业称	地区	涉及产能	主打产品	时间
新装置	嘉兴石化	乍浦	30 万吨	长丝	2 月 23 日
	恒邦	桐乡	30 万吨	长丝	3 月上旬
	中石	湖州	30 万吨	长丝	3 月上旬
	绿宇	绍兴	10 万吨	切片	5 月初
	澄星一期	江阴	60 万吨	瓶片	5 月中旬
	恒腾三期	湖州	60 万吨	长丝	5 月底
	中石二期	湖州	30 万吨	长丝	5 月底
	华宏	江阴	8.5 万吨	短纤	5 月底
	仪化	仪征	10 万吨	短纤	5 月底
	三房巷	江阴	50 万吨	瓶片	6 月中旬
	鑫东华	福建	16 万吨	长丝	1 月 16 日
老装置	金桥	江阴	20 万吨	切片	2 月 22 日
	逸晨（红剑）	萧山	25 万吨	长丝	3 月中旬
	逸达（翔盛）	宿迁	40 万吨	短纤	4 月上旬
	万杰	山东	20 万吨	切片	5 月 15 日

数据来源: CCFEI 南华研究

图 2.1.7: 2015-2018 年聚酯负荷变化情况



数据来源: CCFEI 南华研究

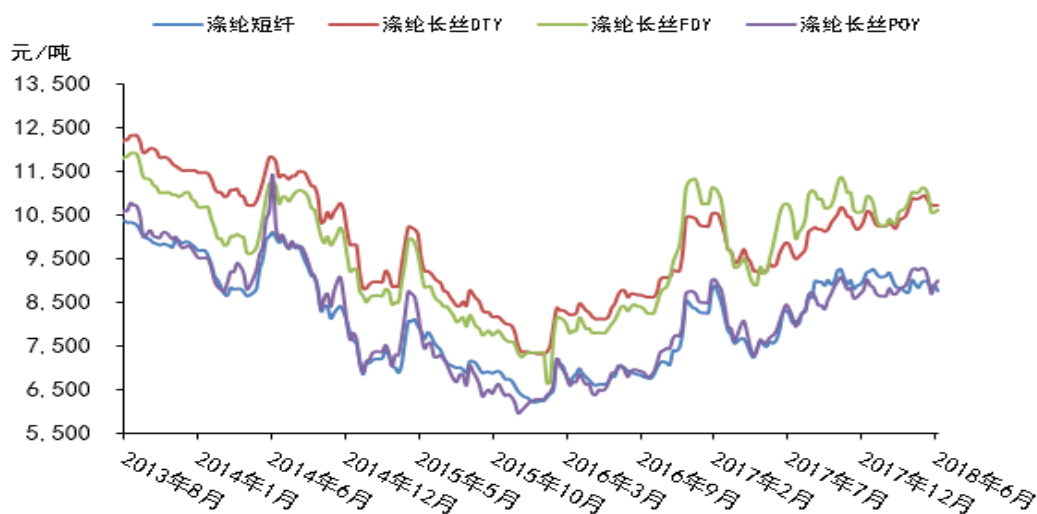
2.1.5. 聚酯利润升至高位，产品库存出清

对聚酯利润来说，节前最后一周至 3 月初，聚酯原料端 PTA、MEG 处于上涨状态，聚酯投料成本上抬明显。春节过后，虽然涤纶价格如期迎来上涨，但上涨的力度跟不上聚酯成本端抬升，因此涤

纶现金流反而出现了大幅萎缩，部分产品已经出现了亏损。后来随着原料 PTA 价格的大幅下跌，聚酯利润有所恢复。到了 4-5 月份市场需求逐渐回暖，库存消化可行的前景支撑涤纶价格坚挺向上的坚实基础。而到了 6 月淡季，原料端疲弱不堪，下游需求在下滑，但涤纶价格仍然维持高位盘整，未见明显走弱。主要原因可能是随着近几年大厂的整合兼并，优胜劣汰，产能越来越集中，大厂的话语权越来越强，中小工厂多会选择跟随策略，顺势操作。目前聚酯产品的利润总体维持高位，特别是瓶片和切片由于短期供需的扰动，利润已升到历史上的高位。聚酯的高利润也是支撑其维持高负荷的一个重要因素。

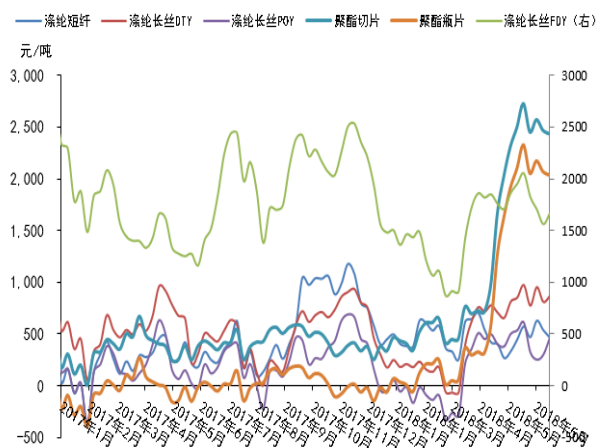
而聚酯工厂的产品库存方面，因节前有原料备货，节后恢复稍晚，加之原料 PTA 下跌，所以节后聚酯销售一直清淡，直到 3 月中下旬才陆续有所起色。与往年同期相比，当时的聚酯库存面临的压力还是比较大的。当到了 3 月底、4 月初的时候，纺企备货消耗殆尽，陆续加入补货大军，集中性补货时点到来，聚酯的产销持续良好，当初市场担忧的库存压力已经不复存在，聚酯工厂顺利完成了去库存，目前涤纶库存还是保持在一个偏低水平。而聚酯产销方面，进入 5 月以后还涨价乏力，下游采购逐步谨慎，涤丝火热的成交气氛开始回落，平均产销多在 70-90% 水平，少有 100% 以上。近期在涤丝整体提价的情况下，产销阶段性有所好转，但可持续性并不强。主要因为主要织造基地本月整体生意状况比 4-5 月份有所走淡，江浙织机开工率也更一步小幅回落至 82%，未来 7 月份织造生意在淡季下还将大概率进一步走弱。且还有几套聚酯新产能计划投放，在供应逐步增加下，聚酯后续将面临一定的销售压力，未来重点关注聚酯工厂的库存上升情况。

图 2.1.8：2013-2018 年涤纶价格走势



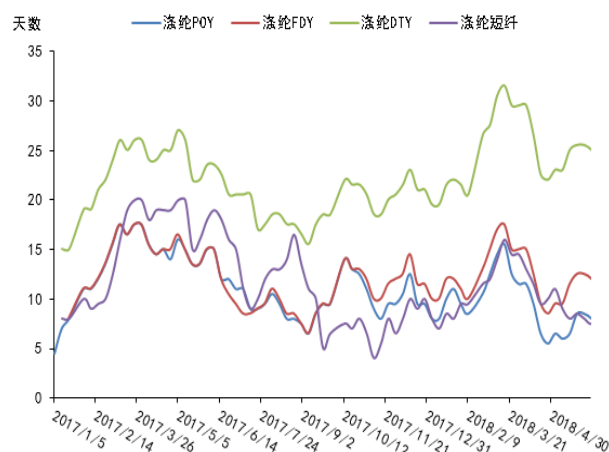
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.9： 聚酯现金流情况



资料来源：CCF 南华研究

图 2.1.10： 2017 年聚酯产品库存天数情况



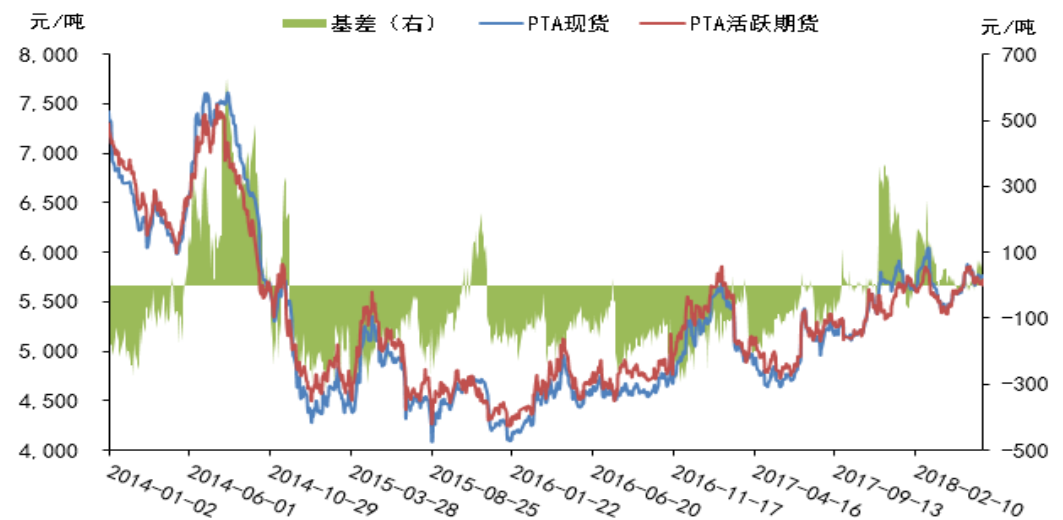
资料来源：CCFEI 南华研究

2.2. PTA 供需分析

2.2.1. 现货升水成常态，供应商回购影响较大

一季度主流供应商的回购行为对 PTA 的现货价格影响较大。节前部分主流供应商在现货市场回购现货，这使得虽然 PTA 基本面较弱但跌幅有限。节后主流供应商回购力度不减反而增强，供应商回购比例一度达到了 75%，这也使得当时 PTA 现货价格冲破 6000 元/吨的高位。当然其中并非全为逸盛的回购，另外供应商回购主要来自于中石化的回购，主要是因为其扬子石化、金山石化装置停车，而回购的主要目的还是通过采购现货来填补合约缺口。随着汉邦石化小装置的重启，供应商回购力度减弱，基差也在逐渐回归。现货支撑的减弱，直接造成了 3 月的 PTA 期货的弱势下跌。而二季度在 PTA 上涨过程中供应商的采购行为不多，基差逐步走弱，部分时间现货开始出现小幅贴水。到了 5 月底，受到原油高位回调影响 PTA 出现大幅回调并在其后弱势震荡整理，基差并未走强。但供应商开始入市挺现货价格，而 PTA 也处于一个加速去库存阶段，之后个别装置出现意外，基差开始走强，彼时 TA79 正套表现亮眼，6 月至今现货基本维持升水 09 合约 50-70 元/吨的水平。未来现货升水可能变成常态，但我们认为维持长时间的高升水不太现实，特别是 7 月初 PTA 面临重新累库的压力下，基差将大概率走弱。

图 2.2.1: 2014–2018 年 PTA 基差走势



数据来源: Wind 南华研究

表 2.2.1: PTA 检修情况

企业名称	产能设计 (万吨/年)	停车时间	备注
蓬威石化	90	2018 年 5 月 5 日	停车检修, 计划维持 60 天
宁波利万 (宁波三菱)	70	2018 年 7 月 3 日	检修推迟至 7 月 3 日, 计划 17 天
恒力石化	220	2017 年 8 月 22 日	故临时降产半成运行, 9 月初已提升负荷, 并逐渐升至满负荷运行
	220	2017 年 8 月 10 日	按计划停车检修, 8 月 21 日升温重启
	220	2018 年 4 月 16 日	计划检修 2 周, 但 4 月 26 日提前结束检修重启
亚东石化	80	2018 年 2 月 6 日	2 月 6 日晚间短停碱洗, 2 月 8 日重启, 目前已出料
天津石化	35	2018 年 4 月 16 日	停车检修, 4 月 26 日重启
海伦石化	120	2018 年 1 月 1 日	停车检修, 1 月 14 日重启
珠海 BP	110	2017 年 8 月 21 日	因故停车, 8 月 25 日午间重启
	125	2017 年 12 月 17 日	故障停车, 12 月 29 日重启
逸盛大化	375	2018 年 5 月 21 日	停车检修两周, 6 月 5 日开始重启
	225	2018 年 5 月 22 日	停车检修两周, 6 月 6 日开始重启
海南逸盛	200	2018 年 1 月 15 日	1 月 31 日重启
逸盛宁波	65	2018 年 2 月 21 日	停车检修, 3 月 2 日重启
	220	2018 年 3 月 14 日	故障短停, 1 天后重启, 但尚未满负荷运作,

			目前开在 6 成附近
	200	2018 年 3 月 14 日	停车检修，3 月 26 日晚间重启
嘉兴石化	140	2018 年 2 月 22 日	其中 70 万吨单线短停，2 月 27 日重启，6-7 月有检修意向
	220	2018 年 6 月 12 日	单线停车检修一周左右；另一条单线后续也将检修一周左右
华彬石化（远东石化）	140		重启后 11 月 22 日消缺停车，2018 年 1 月 10 日重启 70 万吨，11 日重启另 70 万吨生产线。2018 年 6 月 6 日附近因故障降产 70 万吨生产线，6 月 12 日重启。
福化（原翔鹭石化）	450	2018 年 1 月 18 日	因故停车，隔日重启（之前开两条生产线 300 万吨，负荷在 7 成附近）；6 月 5 日重启，重启后仍然开两条生产线。
扬子石化	60	2017 年 11 月 25 日	空压机故障停车，原定 2 月 19 日重启，后延期至 2 月 23 日投料失败，3 月 18 日的重启仍然失败，目前重启时间未定
汉邦石化	220	2018 年 6 月 25 日	意向检修两周
	60	2018 年 6 月 4 日	因故停车，计划维持至月底
恒力石化	220	2017 年 8 月 10 日	按计划停车检修，8 月 21 日已升温重启
仪征化纤	35	2018 年 5 月 26 日	因故停车，原计划 6 月 10 日重启，现推迟到 6 月 16 日附近，目前已重启
	65	2017 年 10 月 11 日	计划内停车检修，23 日重启
福建佳龙	60	2018 年 6 月 12 日	停车检修，持续 15-20 天
上海石化	40	2017 年 12 月 29 日	停车检修，4 月 2 日重启
宁波台化	120	2018 年 5 月 30 日	停车检修，6 月 4 日重启
河南洛化	32.5	2018 年 3 月底	停车检修，4 月 18 日开车重启，目前正常运行
虹港石化	140	2017 年 9 月 4 日	停车检修，9 月 21 日重启

数据来源：CCFEI 南华研究

2.2.2 装置集中检修结束，阶段性去库即将终结

从 PTA 库存来看，从 2017 年 12 月开始 PTA 供需拐点到来，开始持续积累库存。1 月份积累库存 12.1 万吨，2 月份由于春节假期下游聚酯大面积停工检修，PTA 累库幅度较大在 45.6 万吨附近。3 月份是传统旺季，终端不缺订单，PTA 增库压力明显下降，累库下降至 16.9 万吨左右。而进入 4 月份之后，下游聚酯需求的释放，社会库存达到阶段性的高点，但由于 PTA 厂家在较好的加工利润下超负荷运行，使得整个 4 月份去库存不及预期仅为 2.3 万吨，这也是 5 月初 PTA 在上涨中徘徊不前的一个原因。5 月份随着几套大装置完全进入集中检修状态，PTA 也进入一个加速去库存阶段，整个 5 月应该是全年供需缺口最大的一个月，全月去库 26.1 万吨力度较大。目前 PTA 的社会库存下降至 110 万吨左右的一个偏低水平，去库速度已经明显放缓。本月随着几套大装置的陆续重启并正常出料，我

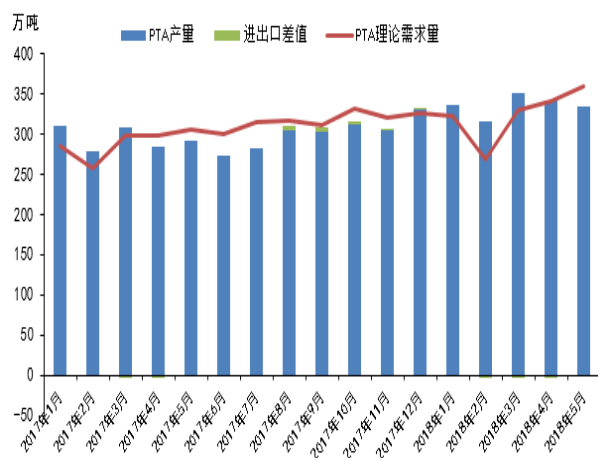
们认为 PTA 重新积累库存的时点或出现在 7 月份。虽然比之前预计的 6 月中旬有所延后，但终究会到来，届时基差大概率将走弱。

表 2.2.2: PTA 供需平衡表

	PTA 产量	PTA 进口	PTA 出口	PTA 表观消费量	聚酯产量	其他领域	PTA 理论消耗量	积累库存
2018 年 5 月	334	5	6	333.0	406	12	359.1	-26.1
2018 年 4 月	342	4	8	338.0	384	12	340.3	-2.3
2018 年 3 月	350	5	8	347.0	372	12	330.1	16.9
2018 年 2 月	316	5	8	313.0	301	10	267.4	45.6
2018 年 1 月	335.3	3	3	335.3	363	11	321.4	13.9
2017 年 12 月	330	3.0	3.0	330.0	367	12	325.8	4.2
2017 年 11 月	304.3	3.0	2.0	305.3	360.3	11	319.1	-13.8
2017 年 10 月	311.6	5.4	1.7	315.3	372.3	13	331.3	-16.0
2017 年 9 月	302.3	8.5	3.7	307.1	350	12	311.3	-4.1
2017 年 8 月	304.7	6.9	2.5	309.1	355.3	12	315.8	-6.6
2017 年 7 月	281.3	2.5	4.4	279.3	354.2	11	313.8	-34.5
2017 年 6 月	272.1	2.3	4.4	270.0	336	12	299.3	-29.3
2017 年 5 月	290.4	2.7	4.8	288.3	342	13	305.4	-17.1
2017 年 4 月	283.7	2.7	5.8	280.6	333.5	12	297.1	-16.5
2017 年 3 月	307.7	2.8	6.1	304.4	335	12	298.4	5.9
2017 年 2 月	277.9	3.0	4.8	276.2	285.7	12	256.3	19.9
2017 年 1 月	309.4	3.4	4.5	308.3	319	12	284.7	23.5

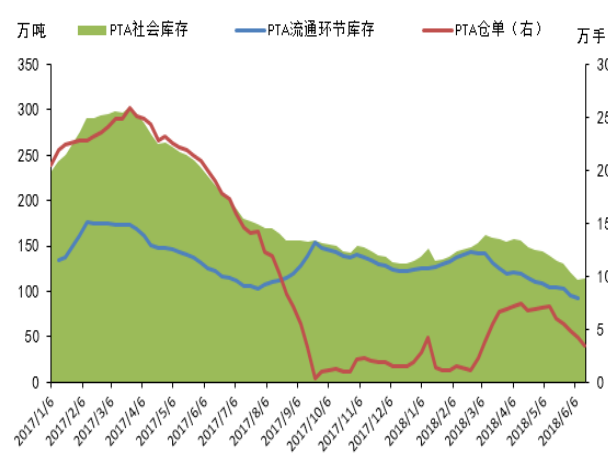
数据来源: CCFEI 南华研究

图 2.2.2: PTA 供需平衡图



资料来源: CCFEI 南华研究

图 2.2.3: PTA 库存走势



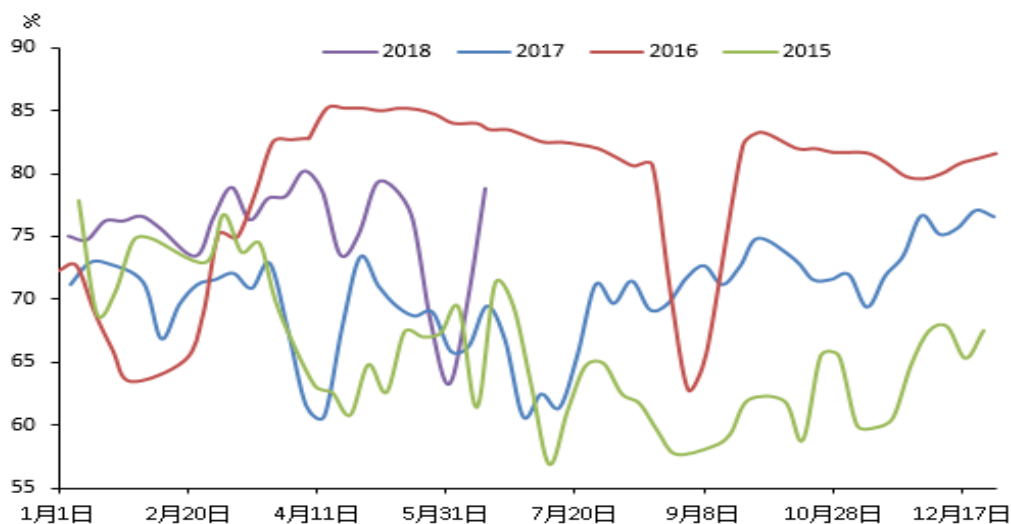
资料来源: CCFEI 南华研究

2.2.3 开工负荷较高，加工费高位回落维持合理

一季度 PTA 开工负荷基本维持高位，二季度由于 4、5 月份装置的集中检修，期间开工率出现较大下滑。本月随着装置的陆续重启并正常出料，PTA 的负荷基本恢复正常。根据 CCFEI 的数据统计，截止上周 PTA 平均开工率在 78.8%，实时开工率 82%（随着桐昆 2 线的正式运行，PTA 产能基数正式调整为 5104 万吨），如果去掉长期停产产能（目前为 590 万吨，去除华彬 140 万吨、福化 450 万吨）的话，目前实时开工率在 92.7%。上周佳龙、嘉兴石化装置停车，此前重启的几套 PTA 装置陆续提产，整体负荷仍在提升，但聚酯开工仍偏高，整体依然处于紧平衡状态。

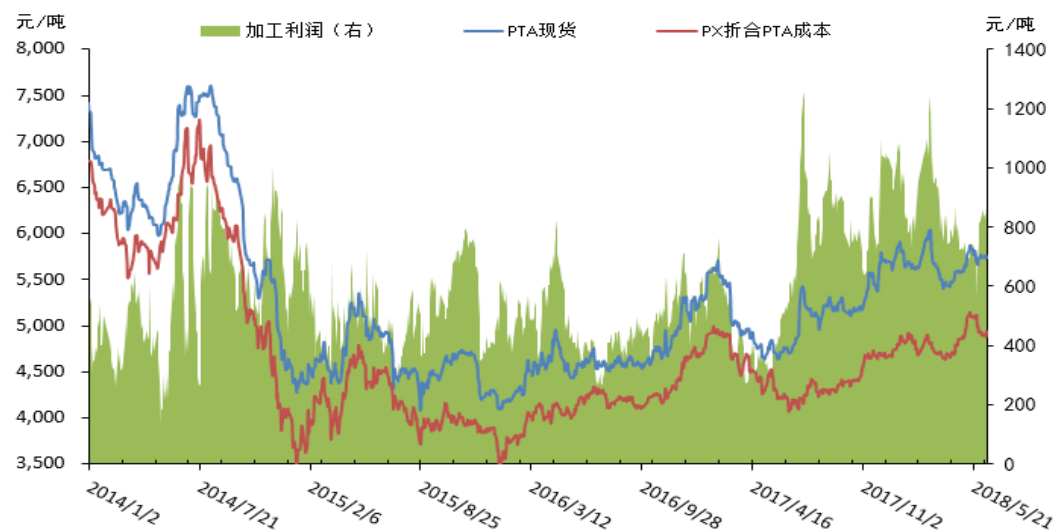
从加工费来看，2017 年 PTA 平均加工费为 630 元/吨，而一季度 PTA 平均加工费为 943 元/吨，最高更是接近 1300 元/吨的水平，明显高于去年平均水平；二季度 PTA 的加工费有所下滑但维持一个合理水平。整个上半年 PTA 平均加工费为 845 元/吨，比之前年报预计的 2018 年 PTA 平均加工费 780 元/吨还是高出一些。正是因为高利润的刺激，特别是当加工费超过 1000 元/吨的时候各生产厂家开足马力拼命生产，不少厂家负荷甚至达到了 120%，所以上半年 PTA 负荷保持较高水平。PTA 加工成本在 600 多元/吨，而上半年的加工费少有 600 元/吨以下的，所以 PTA 生产厂家上半年的盈利水平还是不错的。我们认为 PTA 较为合理的加工费区间是 700–800 元/吨附近，当前加工费在 820 元/吨还是比较合理的。

图 2.2.4：2015–2018 年 PTA 开工负荷



数据来源：CCFEI 南华研究

图 2.2.5: PTA 加工利润



数据来源: CCFEI 南华研究

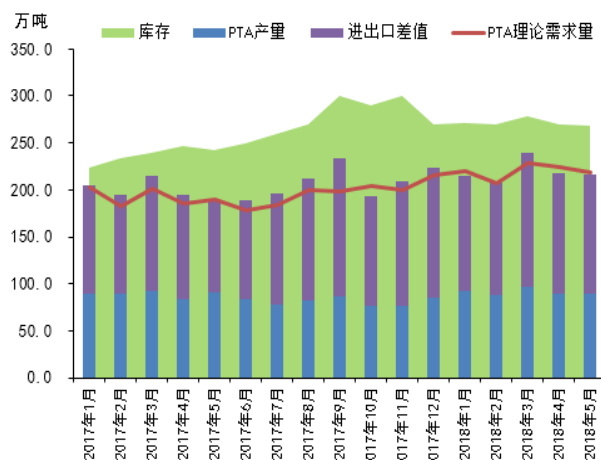
2.3. 上游 PX 及原油分析

2.3.1. PX 供需分析

2018 年 1 月份, 国内 PX 产量在 92 万吨附近, 2 月 PX 国产量在 87 万吨附近, 3 月在 96 万吨附近。3 月底 PX 库存存在 270 万吨附近, 整个一季度总体维持高库存。二季度 PX 检修计划较多, 检修产能达到 612 万吨, 主要集中在 5-6 月, 到 7 月份基本结束, 库存总体小幅下降。4 月 PX 国产量在 89 万吨附近, 5 月在 90 万吨附近, 6 月进口量可能降至 110-120 万吨附近, 而社会库存可能降至 250-260 万吨附近。三季度和四季度 PX 检修产能预计为 285 和 494.9 万吨。因中国 PX 进口依存度总体在 58% 附近, 社会库存的意义也不如 PTA 那么明显, 仅作为趋势性的参考。

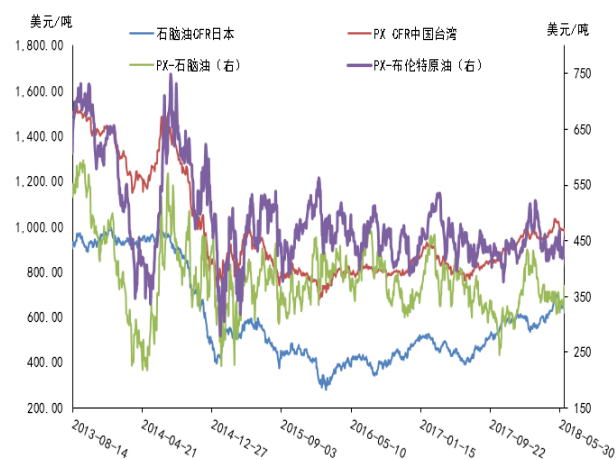
从 PX-石脑油的价差来看, 石脑油年初表现较弱, 而 1、2 月份 PX 在日韩装置检修使得 3、4 月货供应趋紧预期下出现一波抢购潮, 价格较为强势, PX-石脑油价差一路上行最高在 3 月 9 日达到 401 美元/吨, 相比去年底 320 美元/吨附近, 价差得到了一个修复。随后石脑油强势而 PTA 弱势, 石脑油加工差大幅扩大, 而 PX-石脑油价差被大幅压缩。进入 5 月份以后, 虽然市场仍有炒作 PX 装置的检修预期, 且新 PX 装置开车不稳定基本没出料, 但 PTA 装置检修较多, 石脑油价差扩大, PX-石脑油价差保持在 330 美元/吨附近, 回升动力不足, 但进一步压缩空间也不大。

图 2.3.1: 2017–2018 年 PX 库存情况



资料来源: CCF 南华研究

图 2.3.2: 2013–2018 年 PX–石脑油及 PX–布伦特价差



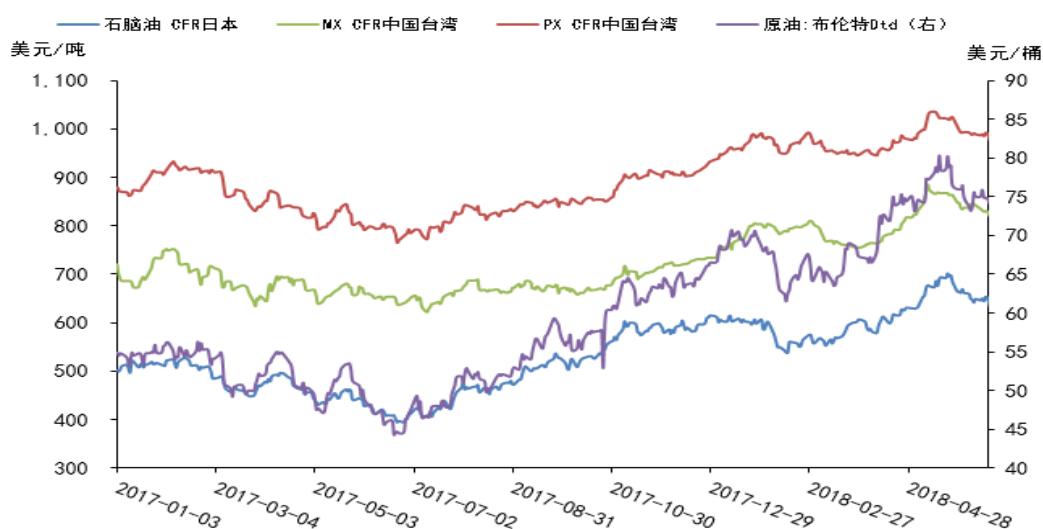
资料来源: Wind 南华研究

2.3.1. 原油分析

一季度油价整体维持高位震荡。由于地区局势相对较为温和，一方面由于供需方面上一季度存在一定供需缺口，整体供需面尚可，但另外一方面由于美国原油产量增加，市场对于后市供应面存在一定的担忧，油价整体震荡为主。二季度油价整体冲高回落。4 月份在地缘政治的影响下，包括美国重新制裁伊朗在内的中东局势紧张可能导致供应受阻，以及处在危机中的委内瑞拉产量可能进一步下降支撑着油价上行。而 5 月底 OPEC 和非 OPEC 产油国正讨论将产油限额上调至 100 万桶/天左右，并在 6 月的会议上决定。受到增产消息影响，油价随即高位回调。

尽管目前 OPEC 内部尚未统一，但在 6 月 22 日的会议上大概率将会增加产量上限。下半年欧佩克和俄罗斯预计增加产量，但其他参与减产的产油国产量可能下降，部分抵消增产的影响，整体原油市场仍然不会过剩，短时间内原油或维持高位震荡。

图 2.3.3: 2017–2018 年 PTA 上游原料走势



数据来源: Wind 南华研究

第3章 总结及策略

终端纺织：终端市场仍是靠内需拉动为主。出口方面，年初受人民币持续升值影响，纺织品服装出口出现较大幅度下降，其后出现明显回升，整个 1-5 月保持温和增长。内需方面，1-5 月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长 9.1%，较上年同期加快了 1.9 个百分点，且网络销售加速明显。而对于近期快速升温的中美贸易战，全面开打的话将影响终端出口，目前来看这是一个中长期的影响因素，需重点关注。

聚酯：上半年在高利润的支撑下聚酯整体维持较高负荷，新增产能稳健，新装置产能 318.5 万吨，老装置重启产能 121 万吨。虽然节后聚酯工厂一度面临库存压力，但在下游进入销售旺季且集中性补货时点到来后，聚酯工厂顺利完成了去库存，目前整体库存仍保持偏低水平。短期在消费淡季影响下，纺织订单下滑，且聚酯还面临产能增量，未来聚酯销售压力会增加，库存会有所上升。

PTA：一季度主流供应商的回购行为对 PTA 的现货价格影响较大，上半年现货升水保持常态，但高升水不会长久。而 PTA 库存年初持续积累，进入 4 月份之后，由于下游聚酯需求的释放，社会库存达到阶段性高点，5 月在装置集中检修下进入一个加速去库存阶段，但 7 月份面临一个重新累库的风险。整个上半年 PTA 平均负荷相比往年较高，加工费高位回落目前维持合理。

PX：一季度维持高库存，二季度检修计划较多，检修产能达到 612 万吨，库存总体小幅下降。而 PX-石脑油价差在年初一路走强，最高在 3 月 9 日达到 401 美元/吨。随后石脑油强势而 PTA 弱势，石脑油加工差大幅扩大，而 PX-石脑油价差被大幅压缩。目前价差保持在 330 美元/吨附近，回升动力不足，但进一步压缩空间也不大。

原油：一季度油价高位震荡，二季度整体冲高回落。6 月 22 日 OPEC 会议大概率会增产，预计下半年欧佩克和俄罗斯增加产量，但其他参与减产的产油国产量可能下降，部分抵消增产的影响，整体原油市场仍然不会过剩，短时间内原油或维持高位震荡。

整体来看，下半年 PTA 可能呈现先抑后扬的走势，核心波动区间预计在 5400-6200。短期 PTA 现货流动性依然偏紧，还处于去库存通道，本月随着几套检修的大装置完全重启并正常出料，7 月可能迎来供需拐点，届时将大概率重新累库。而下游来看，尽管当前较高的加工利润支撑着聚酯维持高负荷，但织造淡季转换来临，终端需求已经出现了季节性走弱，预计 7 月份会进一步下滑。而聚酯工厂也将面临销售压力，产品库存将出现上升，压制 PTA 反弹。预计 6-8 月 PTA 震荡偏弱，等待金九银十传统旺季到来后受需求提振或重新走强。对于中美贸易战来说，是一个中长期影响因素，一旦全面打响，纺织服装的出口势必受到很大影响，后续关注中美贸易战的进展。

风险因素：1、宏观系统性风险；2、原油的超预期下跌；3、中美贸易战升级。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
 客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
 电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
 电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
 电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
 电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
 电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
 电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
 电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
 电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
 电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
 电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
 电话：0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
 电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
 电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
 电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
 电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
 电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
 电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
 电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
 电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
 电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
 电话：0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省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：0411-39048000

郑州营业部

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

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

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