

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

下游减产抵制加剧  
短期供需仍是累库

一德期货 郑邮飞  
投资咨询号： Z0010566

## 1、核心逻辑：

- (1) PTA 短期核心逻辑：供需面边际弱化，累库存进行中，供应逸盛宁波检修有所缩减，但聚酯减产抵制导致需求减量更大。供应商一家挺价，但部分聚酯工厂减产低价卖原料，市场总体基差走弱。终端织造订单由于高价原料影响导致短期接单比较尴尬，目前订单同比情况不佳。导致聚酯产销下滑，库存升高，聚酯工厂近期降价促销走量。
- (2) PTA 内盘价格顺挂缩小，但仍处于顺挂状态，预计 9 月进口量将增加 5-6 万吨左右。需要继续关注。
- (3) 利润方面，PTA 近期随着价格回落利润有所压缩，当前毛利率 20%左右，2010-2011 年最高有 30%左右的水平。聚酯利润近期随着原料大跌有所恢复，前期除 POY 外均处于亏损状态，近期这些品种利润都得到了较好的恢复，除瓶片外均处于略盈利状态。终端织造利润亦有所恢复，但仍比较难受。
- (4) 库存方面，目前产业链各环节绝对库存仍不高，但 PTA 环节，聚酯环节环比在增库存。织造端库存低位，短期基本稳定。
- (5) 高位价格的原料需要下游逐步消化，路径出料原料价格回调让利下游外，还需要时间让终端逐步适应高原料价格。目前随着原料价格下跌，下游情况亦有一点好转（至少利润方面），但跌价惯性（买涨不买跌）仍将使原料面临一定时间的调整压力。等待终端迟到的旺季来临（原料大涨推迟了旺季的节奏）。
- (6) ACP9 月达成 1340 美元，折合 PTA 原料成本 7100 元左右。对于 PTA 绝对价格有支撑。从平衡表看 11 月之前库存累不了多少，高加工费仍然可期。
- (7) 中期看目前年内均处于累库存状态。今年 PTA 边际供给看福海创 225 万吨装置能否在 11 月顺利开启。需求方面需要关注聚酯开工情况，个人预计在原料调整到位，聚酯利润修复后后期旺季依然可期。
- (8) 后期需要继续关注聚酯产销、库存情况。
- (9) 操作上多 PTA 空原油头寸逐步止盈。单边方面，PTA 短期调整，在下游产销/利润恢复前不宜做多，做多等待。合约选择上 11 月相对 1 月确定，不过 11 月面临的问题是时间相对较短。  
跨期方面，PTA 目前总体是正套思路（在 2019Q3 大规模产能投产前）。1-5 正套需要持续关注，逢回调入多，参考 300 以下（短期入场需要控制好仓位）。
- (10) PTA 产业链各环节利润一览

日期	NAP-BRENT	周平均	周涨跌	PX-NAP	周平均	周涨跌	PX-MX	周平均	周涨跌	PTA 现货加工费	周平均	周涨跌	PTA 主力加工费	周平均	周涨跌	PTA 美金加工费	周平均	周涨跌	PET 加权利润	周平均	周涨跌	产业链利润	周平均	周涨跌
2018-09-13	98			666			437			1886			1906			151			174			4242		
2018-09-12	86			632			414			2156			2106			174			161			4194		
2018-09-11	83	91	-7	617	637	-16	400	417	-8	2319	2183	60	2169	2088	34	195	184	8	150	119	124	4232	4284	-90
2018-09-10	87			629			419			2270			2098			200			71			4362		
2018-09-07	88			641			416			2283			2163			201			37			4392		
2018-09-06	96			641			408			2251			2146			198			-12			4411		
2018-09-05	97			638			407			2220			2108			195			-16			4370		
2018-09-04	105	98	8	642	653	27	426	425	74	2133	2123	-83	2075	2055	37	183	176	16	4	-5	-7	4356	4374	158
2018-09-03	93			669			442			2037			1997			158			-22			4372		
2018-08-31	98			673			441			1971			1947			146			20			4361		
2018-08-30	94			675			423			1989			1899			140			84			4363		
2018-08-29	86			652			387			2185			1977			154			39			4343		
2018-08-28	95	90	-1	638	625	65	358	351	87	2257	2206	94	2251	2018	106	153	160	-14	-57	2	-67	4385	4216	518
2018-08-27	86			592			305			2246			2134			179			29			4010		
2018-08-24	88			569			281			2354			1830			174			-87			3980		
2018-08-23	93			566			271			2234			1907			178			32			3866		
2018-08-22	80			564			267			2179			1989			189			111			3702		
2018-08-21	96	91	-7	564	561	68	267	264	33	2221	2112	543	1959	1912	529	179	174	-4	28	68	-107	3856	3698	952
2018-08-20	93			563			261			2039			1954			163			28			3660		
2018-08-17	94			547			255			1887			1753			161			143			3405		
2018-08-16	96			532			242			1811			1635			165			129			3249		
2018-08-15	111			493			238			1579			1336			180			226			2850		
2018-08-14	102	99	-9	486	493	47	238	231	19	1552	1569	328	1389	1383	389	182	178	1	171	176	-2	2707	2746	590
2018-08-13	96			476			222			1493			1351			182			162			2535		
2018-08-10	87			476			216			1411			1205			181			190			2389		
2018-08-09	118			446			212			1355			1011			185			168			2335		
2018-08-08	116			440			212			1305			985			185			205			2274		
2018-08-07	93	108	-3	448	446	53	208	212	18	1281	1242	352	956	995	306	187	177	23	221	177	-43	2103	2156	695
2018-08-06	106			449			211			1252			1070			183			163			2170		
2018-08-03	108			442			218			1016			952			144			129			1897		

## 2、基本面综述:

近期装置变动: 扬子石化 60 万吨 8 月 31 试车, 目前正常。恒力 220 万吨计划 8.1-8.13 检修, 已重启。逸盛宁波 220 万吨 8.5 停车, 8.8 重启, 9.9 检修 15 天。蓬威石化 90 万吨 5.5 开始检修 60 天, 7.31 重启。

未来装置变动: 桐昆 150 万吨计划 7 月检修 15 天, 预计推迟至三季度。恒力 2#220 万吨装置计划 9 月检修 15 天左右, 可能推迟。福海创另一半 225 万吨计划 11 月初开启。三房巷 120 万吨 9 月份有检修计划。珠海 BP 装置后期有检修计划。佳龙石化 60 万吨计划 9 月下旬重启。亚东石化 75 万吨计划 11 月检修。虹港石化计划 10、11 月检修。仪征 65 万吨计划 10 月中检修 45 天。

需求方面, 聚酯开工高位, 短期有所回落 (87.1%, 上周 90.7%), 本周产销较差, 聚酯库存增加明显。本周聚酯价格下跌, 但原料下跌较快, 聚酯利润总体回升。本周聚酯加权利润 119, +124。下游织造开工持稳。坯布库存持稳, 关注后期旺季订单情况。

**我们认为:** 目前部分聚酯出现大面积停产, 织造订单方面新单比较尴尬, 关注聚酯产销, 利润和库存, 关注后边织造订单情况。

**另:** 下游坯布异地转移产能逐步释放, 其景气度有望受到冲击。但是利好聚酯景气度。预计聚酯景气度将恢复。不过前期聚酯净瓶片进口逐步放开, 对于聚酯景气度边际利空。

成本方面, PTA-原油利润开始走弱, 目前 PX-NAP 价差高位持稳 (637, 周环比-16; NAP-原油近期持稳, (91 美金, 周环比-7; PTA 加工费 2183, 周环比+60。

总体上 3-4 季度仍然看原油高位震荡, 重心上移, 核心在于伊朗问题。对于 PTA 绝对价格上存在一定的成本支撑。但是 PX 目前供需偏紧, 价差亦处于特别高的位置, 后期民营大炼化投产后价差必定压缩 (预计 4 季度投产, 明年量产), 这也是后期 PTA 绝对价格需要关注的。

总体看: 供需短期累库, 中期目前预期亦是累库, 成本面 PX 强势, 价差较大, 原油震

荡偏强，当前成本因素次要（需要关注四季度到明年一季度大炼化投产后导致 PTA 成本支撑塌陷），主要看后期需求的启动情况，个人预计旺季延后（当然旺季同比要打折扣）。

### 3、利多利空关注点

PTA	指标	备注	研判
供应	装置情况及开工	目前开工率 78.52%。9-11 月有检修	利多，边际利空
	新产能/存量产能	新产能已经全部投产。年内边际新产能为零。（当然 2019 年后仍有新产能规划）	利多
需求	聚酯开工	处于高位，环比回落	边际利空
	织造开工	稳定	中性
库存	PX 库存	高位，环比降低	中性偏多
	PTA 库存	较低	利多
	仓单	本周仓单减少	中性
	聚酯库存	本周产销一般，库存升高	边际利空
	坯布库存	库存持稳	利多
利润	原油	震荡偏强	中性偏多
	石脑油价差	短期震荡	中性
	PX 利润	短期扩大至近年高位	中性偏多
	PTA 利润	加工费短期走弱	中性
	聚酯利润	短期迅速回落，本周有修复	利空
总结	供需情况	9-12 月累库	
	成本情况	总体上 3-4 季度仍然看原油高位震荡，重心上移，核心在于伊朗问题。对于 PTA 绝对价格上存在一定的成本支撑。但是 PX 目前供需偏紧，价差亦处于特别高的位置，后期民营大炼化投产后价差必定压缩（预计 4 季度投产，明年量产），这也是后期 PTA 绝对价格需要关注的。	
	策略	操作上多 PTA 空原油头寸逐步止盈。单边方面，PTA 短期调整，在下游产销/利润恢复前不宜做多，做多等待。合约选择上 11 月相对 1 月确定，不过 11 月面临的问题是时间相对较短。 跨期方面，PTA 目前总体是正套思路（在 2019Q3 大规模产能投产前）。1-5 正套需要持续关注，逢回调入多，参考 300 以下（短期入场需要控制好仓位）。	

#### 4、操作建议

(1) 技术上看，文华商品指数创近几年新高，近期回落震荡。化工指数亦创阶段性新高。近期亦高位震荡。

(2) 操作上多 PTA 空原油头寸逐步止盈。单边方面，PTA 短期调整，在下游产销/利润恢复前不宜做多，做多等待。合约选择上 11 月相对 1 月确定，不过 11 月面临的问题是时间相对较短。

跨期方面，PTA 目前总体是正套思路（在 2019Q3 大规模产能投产前）。1-5 正套需要持续关注，逢回调入多，参考 300 以下（短期入场需要控制好仓位）。

#### 一、供需面

图 1：PTA 供需预测：

PTA 表观需求（供给）预测

	2015	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
产量	268.0	268.0	247.0	278.0	248.0	271.0	266.0	258.0	252.0	239.0	254.0	250.5	271.0	3102.5
进口	8.4	8.4	5.1	6.4	3.9	6.5	5.0	5.6	5.3	5.5	4.5	5.3	7.4	68.7
出口	2.0	2.0	2.3	3.8	5.6	9.6	9.6	8.5	4.7	3.7	4.7	3.7	4.0	62.3
表观需求	274.4	274.4	249.8	280.6	246.3	267.8	261.3	255.1	252.6	240.8	253.8	252.1	274.3	3109.0
表观需求增速	13.62%	13.62%	19.52%	42.37%	20.14%	7.05%	17.64%	3.67%	8.75%	6.67%	-7.54%	-1.24%	7.98%	10.53%
2016														
产量	255.0	255.0	226.0	279.0	273.0	291.6	283.0	276.0	273.0	254.0	277.0	292.0	295.4	3275.0
进口	5.9	5.9	3.9	5.3	3.7	3.7	3.4	3.5	4.0	3.9	2.1	3.6	3.8	46.6
出口	5.1	5.1	2.7	10.3	8.5	6.8	6.2	9.7	7.0	3.2	3.1	5.2	5.0	72.8
表观需求	255.8	255.8	227.1	274.0	268.2	288.5	280.3	273.0	270.0	254.6	275.9	290.4	294.2	3252.1
表观需求增速	-6.78%	-6.78%	-9.08%	-2.33%	8.87%	7.72%	7.25%	7.00%	6.89%	5.75%	8.72%	15.20%	7.24%	4.60%
2017														
产量	310.0	310.0	277.0	308.0	284.0	290.0	277.0	282.0	305.0	303.0	311.0	301.0	330.0	3578.0
进口	3.4	3.4	3.0	2.8	2.7	2.7	2.3	2.5	6.9	8.5	5.2	3.0	5.0	48.1
出口	4.5	4.5	4.8	6.1	5.8	4.8	4.4	4.4	2.5	3.7	1.7	2.0	4.0	48.7
表观需求	308.9	308.9	275.3	304.7	280.9	287.9	274.9	280.1	309.4	307.8	314.5	302.0	331.0	3577.4
表观需求增速	20.77%	20.77%	21.19%	11.19%	4.77%	-0.21%	0.0	2.59%	14.60%	20.88%	13.99%	3.98%	0.1	10.00%
2018														
产量	334.00	334.00	316.00	350.00	342.00	334.00	326.00	356.00	363.00	360.36	360.51	368.86	384.78	4195.51
进口	7.5798117	7.5798117	6.1218913	5	5.6	4.8	4.3	4	4	4	4	4	4	57.40
出口	7.122918	7.122918	4.652233	8	6	6.3	9.5	8	8	8	8	8	8	89.58
表观需求	334.46	334.46	317.47	347.00	341.60	332.50	320.80	352.00	359.00	356.36	356.51	364.86	380.78	4163.34
表观需求增速	8.3%	8.3%	15.3%	13.9%	21.6%	15.8%	16.7%	25.7%	16.0%	15.8%	13.3%	20.8%	15.0%	16.4%

聚酯产量预测

聚酯	2012	2013	2014	2015	2016	2016同比	2017	2017同比	2018	2018同比	2018累计
1月	235.00	262.00	245.00	294.00	266.00	-9.52%	320.00	20.30%	365.00	14.06%	14.06%
2月	232.00	227.00	215.00	236.00	234.00	-0.85%	285.00	21.79%	301.00	5.61%	10.08%
3月	224.00	265.00	272.00	288.00	309.00	7.29%	336.00	8.74%	372.00	10.71%	10.31%
4月	226.50	258.00	283.00	313.00	320.00	2.24%	334.00	4.38%	384.00	14.97%	11.53%
5月	230.00	283.00	305.00	325.00	333.00	2.46%	341.00	2.40%	406.00	19.06%	13.12%
6月	235.00	277.00	272.00	295.00	316.00	7.12%	337	6.65%	399.00	18.40%	14.03%
7月	244.00	283.00	266.00	291.00	325.00	11.68%	354	8.92%	411.00	16.10%	14.35%
8月	253.00	272.00	255.00	288.00	303.00	5.21%	355	17.16%	410.00	15.49%	14.50%
9月	260.00	264.00	260.00	301.00	284.00	-5.65%	349	22.89%	385	10.26%	14.01%
10月	256.00	264.00	286.00	303.00	325.00	7.26%	372	14.46%	399	7.18%	13.26%
11月	252.00	253.00	292.00	291.00	318.00	9.28%	360	13.21%	399	10.83%	13.02%
12月	260.00	262.00	300.00	298.00	326.00	9.40%	367	12.58%	405	10.30%	12.78%
聚酯	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年				
产量	2907.50	3170.00	3251.00	3523.00	3659.00	4110.00	4635				
产量增速		9.03%	2.56%	8.37%	3.86%	12.33%	12.78%				
产能增速	15.63%	10.95%	7.62%	2.20%	1.55%	4.97%	10.39%				

聚酯 2018 年有 600 万吨左右的新增产能，目前已投产 422 万吨。

2018 年预计聚酯产量增长 13%左右（按照季节性和线性外推貌似有点意外）。

图 2：PTA 供需平衡表

时间	PTA产量	进口量	PTA聚酯需求	其他需求	出口	PTA总供给	PTA总需求	库存变化	聚酯产量	表观需求	表观需求同
2017-09	303.00	8.47	301.89	12.00	3.67	307.80	313.89	-6.08	349.00	307.80	20.88%
2017-10	311.00	5.23	321.78	13.00	1.70	314.53	334.78	-20.25	372.00	314.53	13.99%
2017-11	301.00	5.46	311.40	11.00	4.92	301.54	322.40	-20.86	360.00	301.54	3.83%
2017-12	330.00	7.04	317.46	12.00	4.67	332.37	329.46	2.91	367.00	332.37	12.44%
2018-01	334.00	7.58	315.73	11.00	7.12	334.46	326.73	7.73	365.00	334.46	8.28%
2018-02	316.00	6.12	260.37	10.00	4.65	317.47	270.37	47.10	301.00	317.47	15.33%
2018-03	350.00	5.00	321.78	12.00	8.00	347.00	333.78	13.22	372.00	347.00	13.90%
2018-04	342.00	5.60	332.16	12.00	6.00	341.60	344.16	-2.56	384.00	341.60	21.59%
2018-05	334.00	4.80	351.19	12.00	6.30	332.50	363.19	-30.69	406.00	332.50	15.49%
2018-06	326.00	4.30	345.14	12.00	9.50	320.80	357.14	-36.34	399.00	320.80	16.69%
2018-07	356.00	4.00	355.52	13.00	8.00	352.00	368.52	-16.52	411.00	352.00	25.68%
2018-08	363.00	7.00	354.65	12.00	4.00	366.00	366.65	-0.65	410.00	366.00	18.28%
2018-09	360.36	5.00	332.86	12.00	7.00	358.36	344.86	13.50	384.80	358.36	16.43%
2018-10	360.51	5.00	344.89	12.00	7.00	358.51	356.89	1.62	398.71	358.51	13.98%
2018-11	368.86	5.00	345.12	12.00	7.00	366.86	357.12	9.74	398.99	366.86	21.66%
2018-12	384.78	5.00	350.16	12.00	7.00	382.78	362.16	20.62	404.81	382.78	15.17%

### 1、供给面（PTA 下半年计划或可能检修情况）

企业名称	生产线	产能(万吨)	地点	负荷	计划重启	计划检修
逸盛宁波	4#	220		0%	2017.5月24日停车检修15天,6月6日重启。2018.3.14故障短停,不久重启。2018.8.5日停车,检修3天	计划2018.9月检修2周。
恒力大连	1#	220	大连	0%	2017.6月23日停车检修,8月5日开。2017.8月22日故障负荷五成,9.3日恢复。2018.8.1-8.15检修	
	2#	220		100%	2017.8月10日停车检修,20日左右重启。	计划2018.9月检修,可能推迟。
福海创		150		50%	预计11月开满负荷。	
		150		0%		
扬子石化	3#	60		0%	2017.5.28-7.12检修,11月26日故障停车,2.2日重启失败,3.17重启未成功,预计9月初重启	
仪征石化	2#	65		100%	2017.10.11起检修35天,11.21重启	计划10月中检修45天
中石油乌鲁木齐石化	1#	7.5	乌鲁木齐	100%	2017年6月4日停车检修,7月8日重启	
虹港石化	1#	75	江苏连云港	100%	2017年9月4日停车检修,9月21日恢复。	计划10月检修
	2#	75		100%		计划10月检修
蓬威石化	1#	90	重庆	100%	2017.11.4-11.16检修,16日重启。2018.5.5检修60天,现因四川石化故障,推迟重启,7.31日重启。	
佳龙石化	1#	60	福建石狮	0%	7月10日检修,7月22日重启。12.27-1.2检修。2018.4.26故障停车,五一假期重启。6.10技改,预计2018.9月中下旬重启。	
三房巷(海伦)	1#	120	江苏江阴	100%	2017.10.10检修,10月30日重启。9月份前后有检修计划	9月前后有检修计划
亚东石化	1#	75	上海	100%	2017.11.4-11.16检修,16日重启。2018.2.6-2.8日期计划检修3天。2018.5.15-18短停两天。	计划11月检修
桐昆石化	1#	150	浙江嘉兴	100%	2017.4月8日因故障起临时降负荷,已恢复正常。2018年2.22停工一半产能,2.27日恢复。	预计7月检修15天,预计推迟至三季度。
珠海BP	2#	110		100%	2017.8月7日停车,8月14日恢复,8月21日故障短停,8月24日重启。	计划9月检修。
	3#	125		100%	2017.7月31日故障停车,8月4日重启。8月23日临时停车,	计划10月检修。

8月25日重启。2017.12.15-12.29 检修。

下半年可能  
检修

1242.5

后期产量增加潜力

345

近期装置变动：扬子石化 60 万吨 8 月 31 试车，目前正常。恒力 220 万吨计划 8.1-8.13 检修，已重启。逸盛宁波 220 万吨 8.5 停车，8.8 重启，9.9 检修 15 天。蓬威石化 90 万吨 5.5 开始检修 60 天，7.31 重启。

未来装置变动：桐昆 150 万吨计划 7 月检修 15 天，预计推迟至三季度。恒力 2#220 万吨装置计划 9 月检修 15 天左右，可能推迟。福海创另一半 225 万吨计划 11 月初开启。三房巷 120 万吨 9 月份有检修计划。珠海 BP 装置后期有检修计划。佳龙石化 60 万吨计划 9 月下旬重启。亚东石化 75 万吨计划 11 月检修。虹港石化计划 10、11 月检修。仪征 65 万吨计划 10 月中检修 45 天。

## 2、需求面

图 3：聚酯开工季节走势

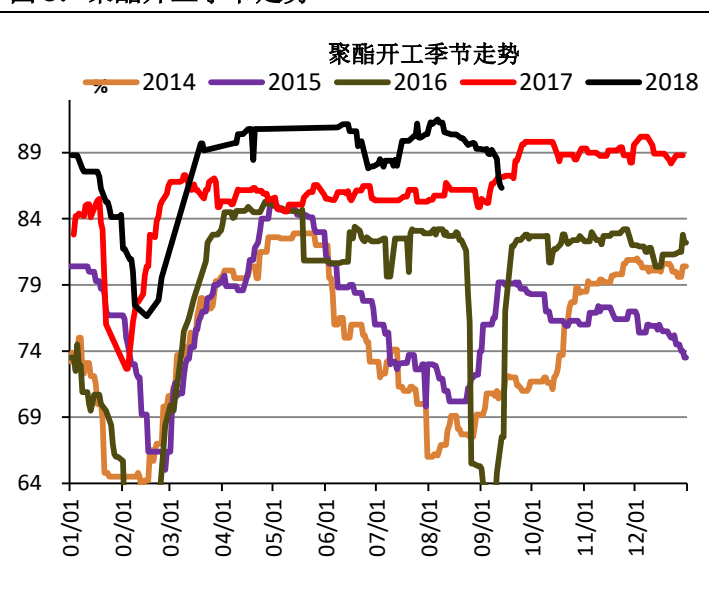


图 4：织造开工季节走势

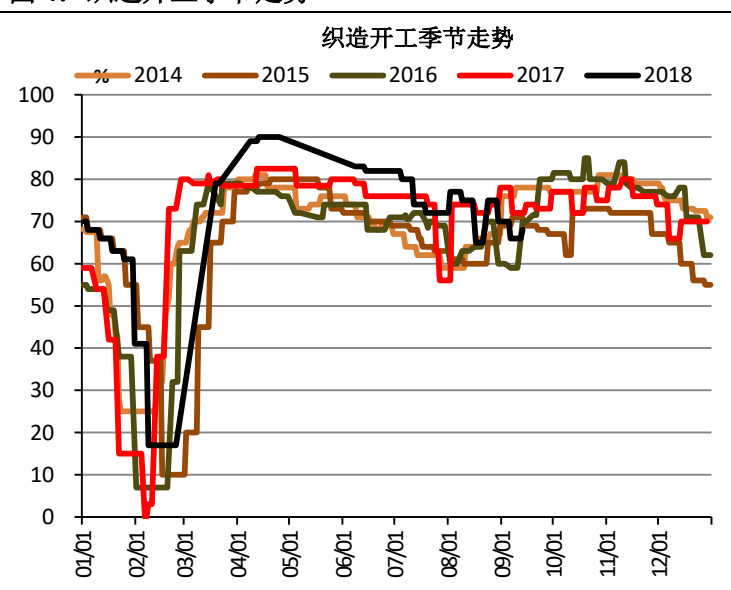


图 5：聚酯库存 (POY)

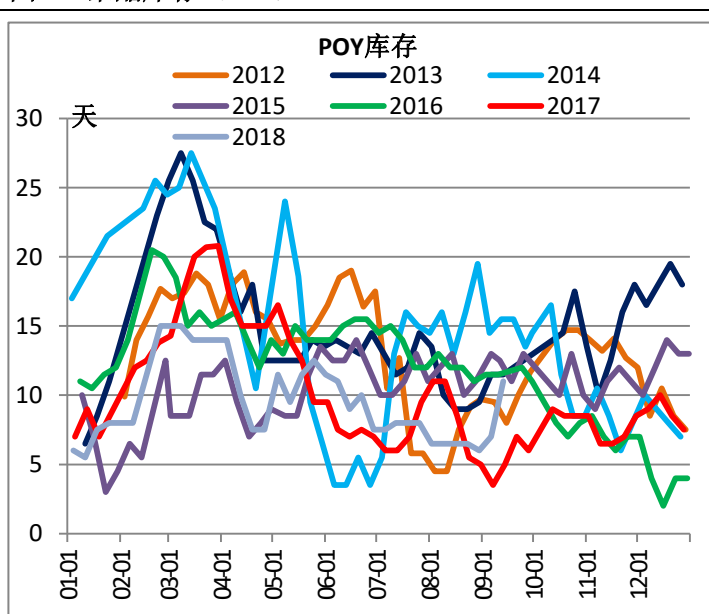


图 6：聚酯库存 (DTY)

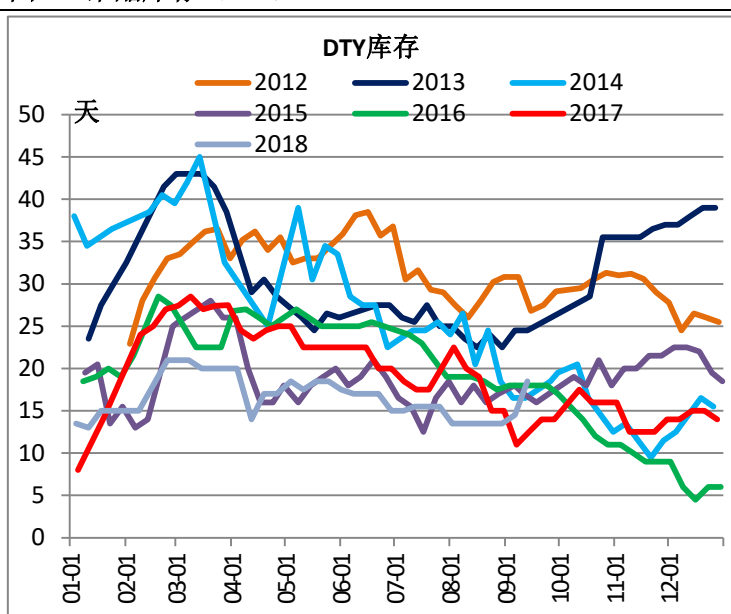


图 7：聚酯库存 (FDY)

图 8：聚酯库存 (涤纶短纤)

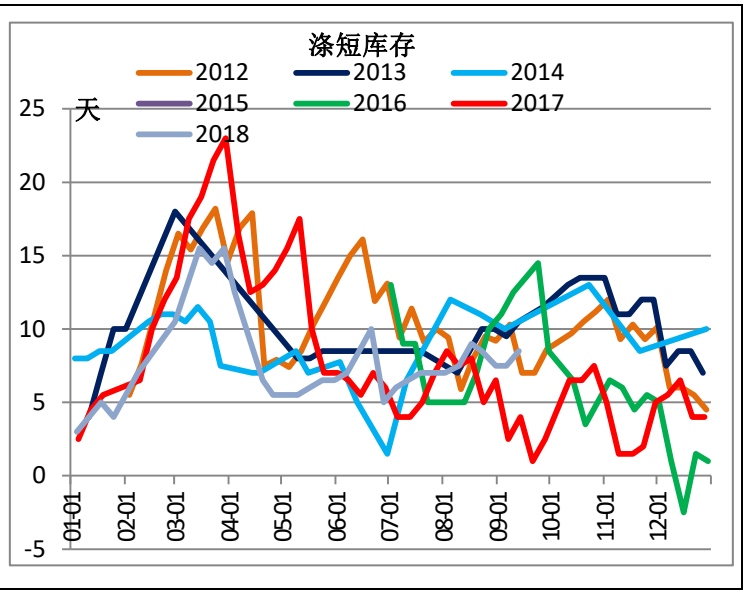
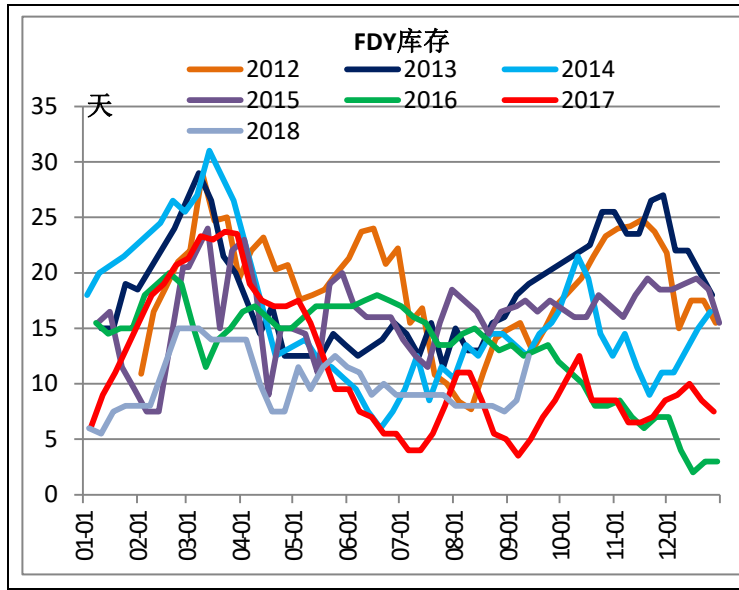


图 9: 坯布库存

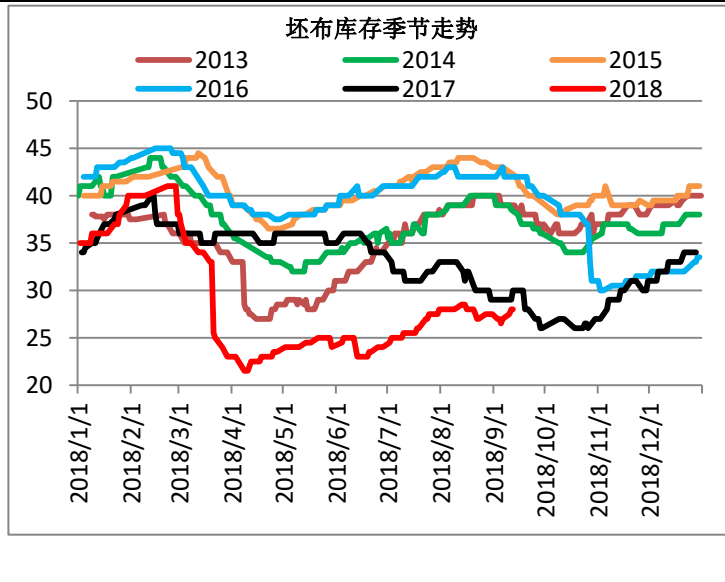
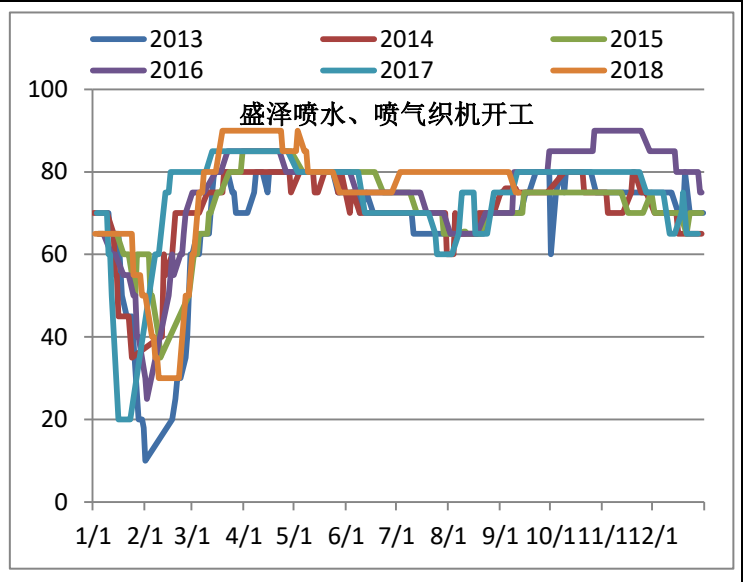


图 10: 盛泽喷水、喷气织机开机率



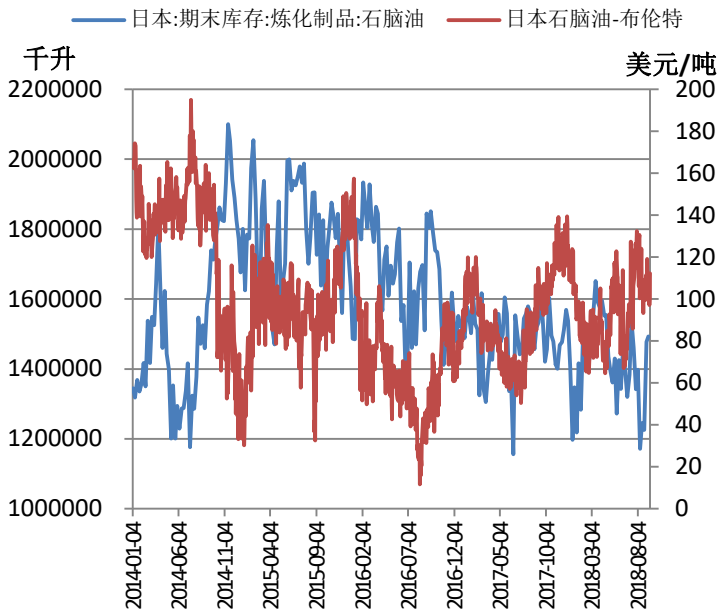
二、成本面

图 11: 石脑油库存与价差

图 12: PX 价格与裂解价差走势



石脑油库存与价差



PX价格与裂解价差走势

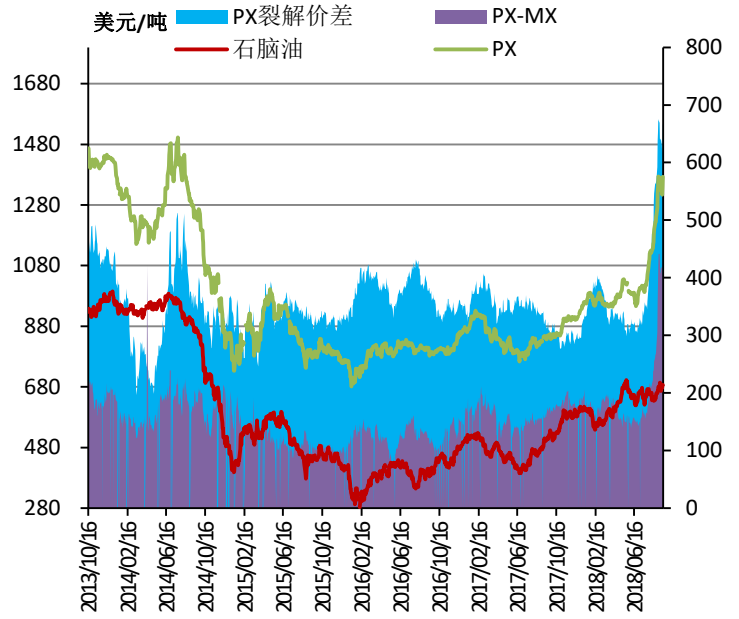


图 13: PTA 加工费

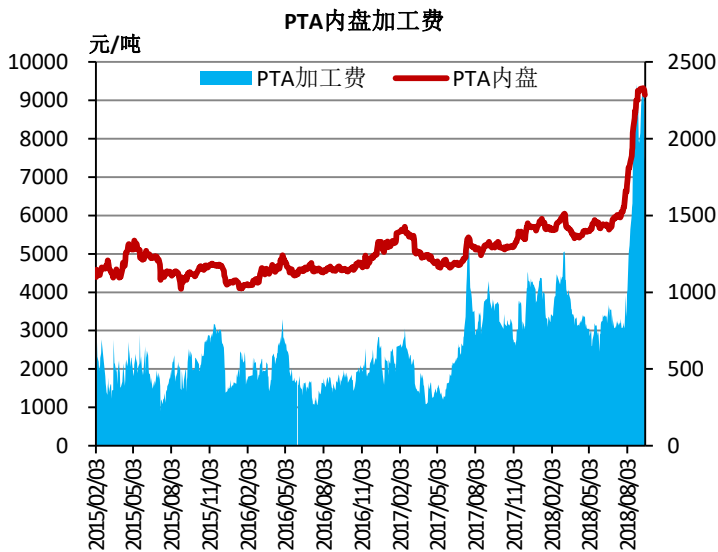


图 14: 聚酯利润加权走势

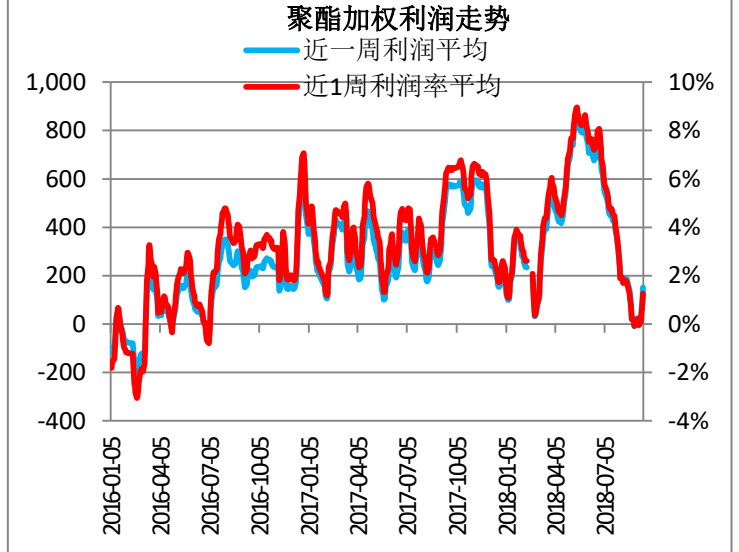
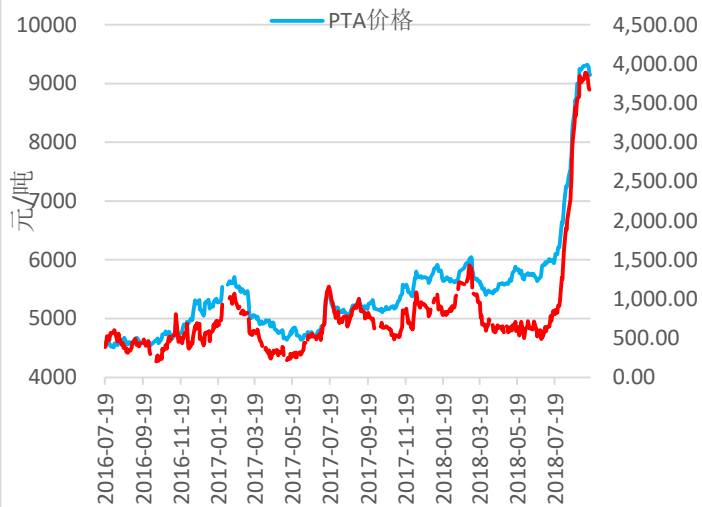


图 15: PTA-原油产业链总利润

PTA-原油产业链总利润



三、PTA 库存

图 16: PTA 库存消费比

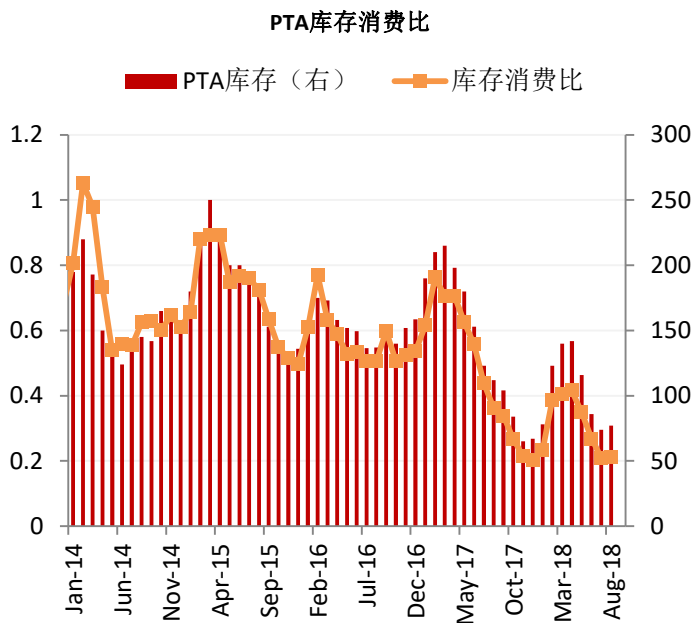


图 17: PTA 库存季节性

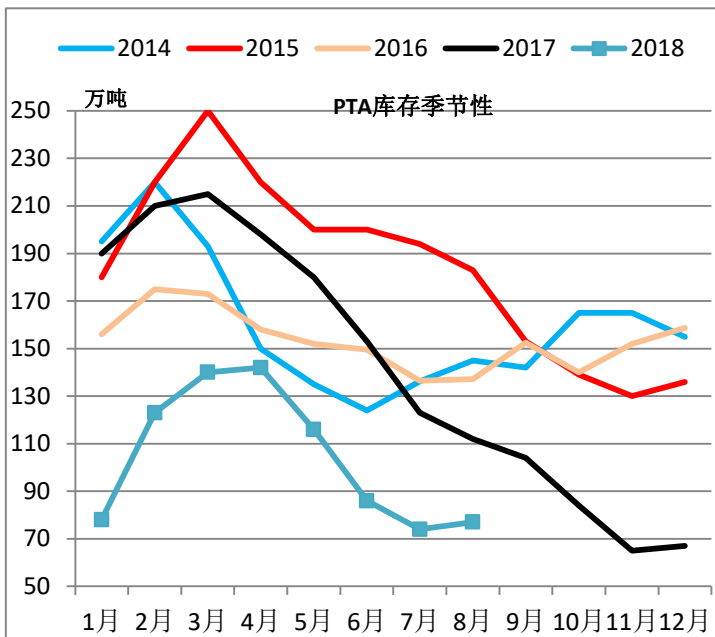
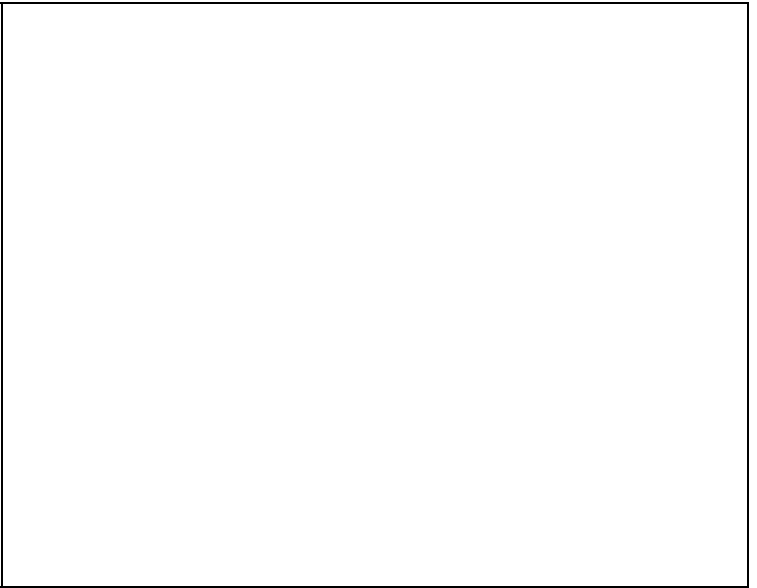
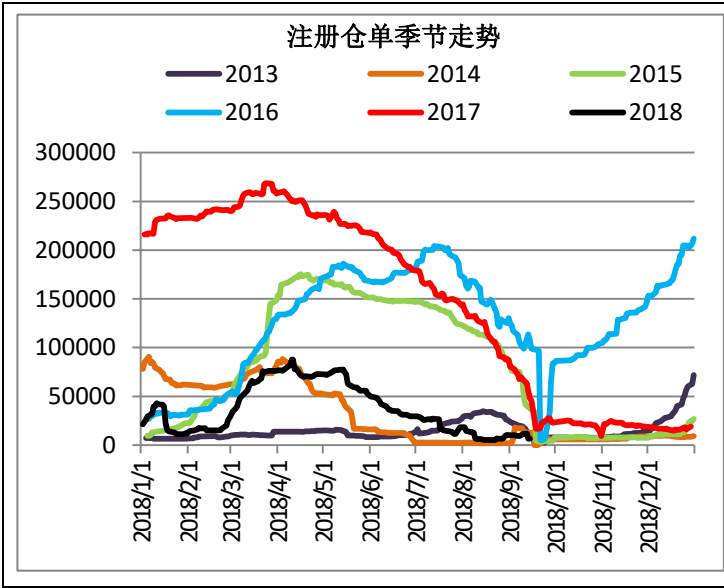


图 18: PTA 注册仓单量



#### 四、期限结构

图 19: PTA1 月基差

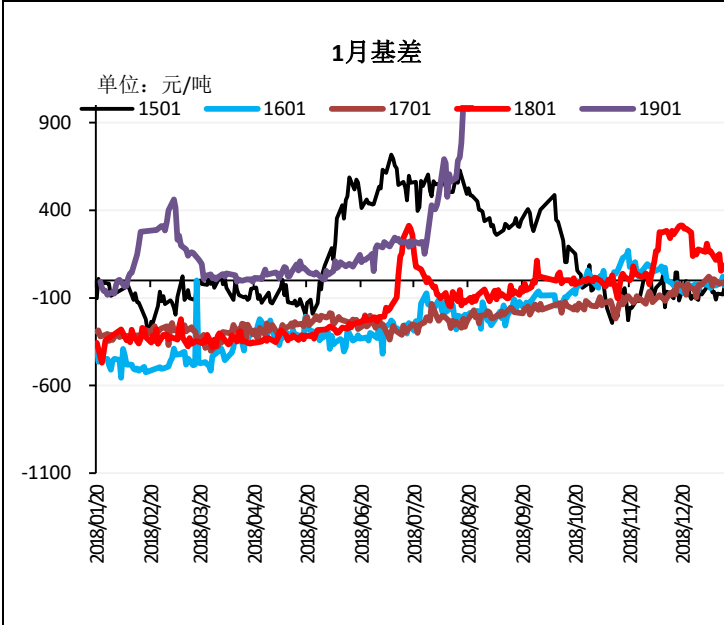
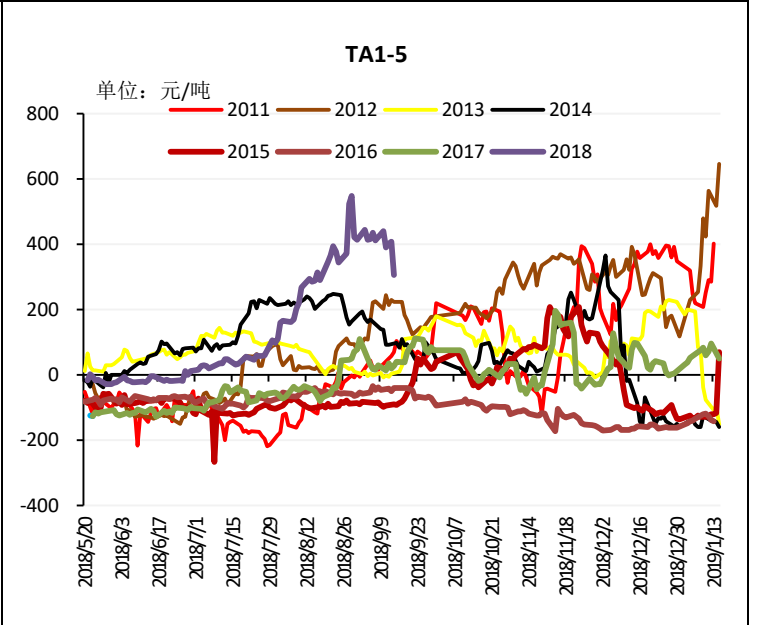


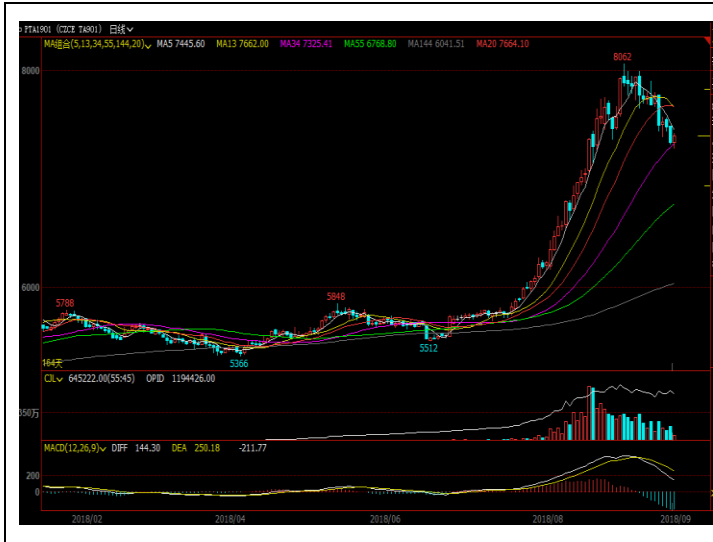
图 20: PTA1-5 价差



#### 五、技术图表

图 21: PTA 技术图表





一德期货 郑邮飞 156209641010