

2018 年 7 月 2 日 星期一

兴证期货·研发中心
能化研究团队

施海

从业资格编号：F0273014

投资咨询编号：Z0011937

刘倡

从业资格编号：F3024149

联系人

刘倡

电话：021-20370975

邮箱：

liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 行情展望

2018 年终端需求持续向好，同时产业链产能增长不多，带动 PX-PTA-聚酯-织造-纺服等多环节持续去库，各环节库存均呈现同比偏低的状态。从内需外等数据看，未来需求维持高增速可能性较大，PTA 产业链景气周期仍将延续，价格处于易涨难跌状态，加之今年以来 PTA 滞后原油较多，后期随 PX 库存重回健康水平，在直接成本推涨下，PTA 价格有补涨原油可能。

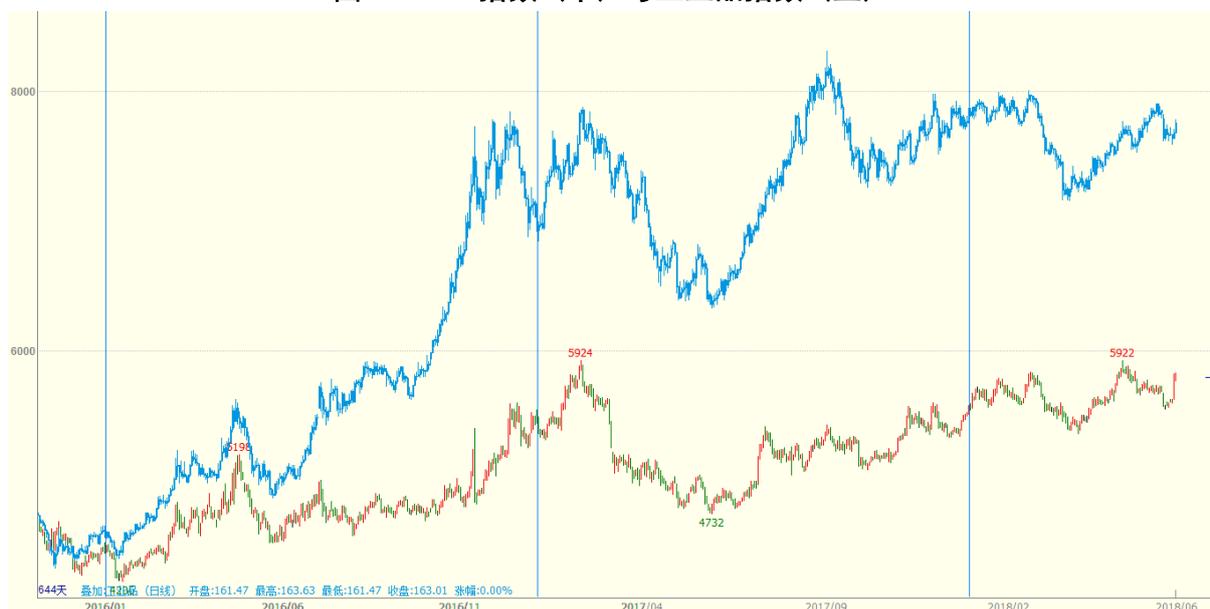
● 策略建议与风险提示

下半年 PTA 仍适合逢低入多，或做多头配置。此外，近远月正套仍可在区间低位积极参与。

风险点上，1.中美贸易摩擦仍是需求的一大隐忧，若中美贸易对抗，对全球经济增长及贸易量均会产生巨大负面影响，PTA 产业链需求有显著收缩可能。2.尽管 OPEC 已谈成协议，将增产以弥补委内瑞拉产量损失，使 OPEC 减产执行率重回 100%，令油价重回平稳，但伊朗出口问题是一大不确定性，有显著增加油价波动率可能。

1.行情回顾

图 1: PTA 指数 (下) 与工业品指数 (上)



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

2018年上半年，在油价连创新高下，PTA重心震荡上移，季节性行情特征明显。

年初，终端需求延续高景气，价格高位运行。2月因油价回调而跟随走弱。春节后，因今年春节偏晚，终端纺织普遍开机时间延后，导致下游PTA-聚酯库存均有所积累，恰逢黑色系因库存高企需求滞后而出现深度回调，PTA跟随走弱。在产业链降价过程中，伴随着大装置轮番年检，PTA-聚酯库存得到一定去化。且终端纺服需求在滞后后出现集中放量，叠加环保等因素造成的纺织环节供不应求，坯布库存可用天数同比显著下降，PTA在低库存强需求基础上走出一波顺畅的季节性强势行情。而后则在油价回落和需求季节性走淡下，偏弱回调，但在OPEC会议尘埃落定后，凭借油价大涨及产业链库存不高等因素，再度拉涨。

回顾上半年，PTA运行走势与我们年初预期相符，在全球经济复苏以及原油去库上涨的大背景下，PTA产业链延续高景气度。产业链库存，特别是终端坯布纺服库存，均显著低于往年同期，使PTA上涨有着坚实的基本面基础。而盘面上，在郑商所加强对信用仓单的管理后，今年PTA的仓单数量较往年有显著下降，盘面套保压力显著减轻，也使投机资金有动力推涨PTA。

下半年来看，目前PTA仍是具备上涨潜力的品种，三季度尽管是需求季节性淡季，但因油价强势及PTA-聚酯-织造-纺服库存偏低，回调空间预计有限，四季度则是传统旺季。以年度周期来看，PTA暂时无产能投放，仅有四川晟达一套装置投产不确定性极高，而低库存的纺服环节未来将有补库需求，届时TA需求增速超过供给增速可能。中美贸易摩擦是下半年最主要的不确定性之一，对终端纺服出口负面影响不可估量，但考虑到目前产业链库存水平，PTA预计将表现出较强韧性。

2.PTA

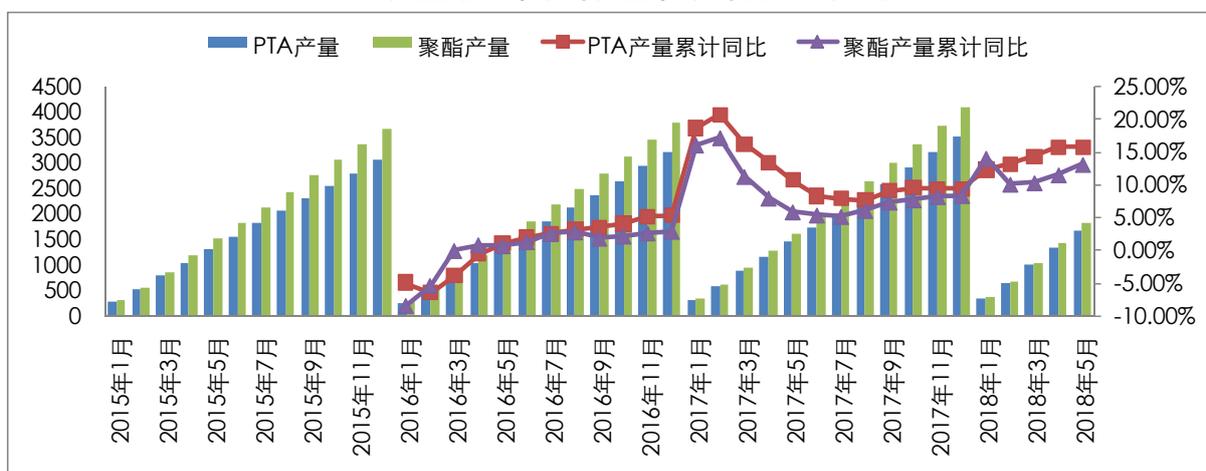
上半年 PTA 产销两旺，库存水平不高，加工差水平良好。大装置检修方面，上半年逸盛（宁波）65、200、220 万吨、逸盛（大连）600 万吨、逸盛（海南）200 万吨、福海创 300 万吨、恒力（大连）一条 220 万吨等装置均已检修，下半年主要关注汉邦 220 万吨、恒力 660 万吨的另外两条的装置检修安排，汉邦目前看将在 7 月年检，恒力检修按往年安排，或落在 8 月和 11 月。今年聚酯库存不高，极有可能出现淡季负荷下降不多的情况，预计 7-8 月供求平衡或去库，9-10 月 PTA 有小幅累库，11 月后供求平横或去库。社会库存较难累到往年高位，PTA 的 Backwardation 结构仍将延续，重心仍将上抬。

2.1 PTA 供需平衡表

上半年，我国 PTA 名义产能没有变动，产量则有高速增长，一方面源自去年名义产能的增加和实际产能的提升，包括桐昆嘉兴二期、福海创（翔鹭）、华彬等装置投入生产，另一方面因上半年 PTA 加工差较好，工厂检修均有所缩短或延后，且意外故障事件较去年同期明显减少。据 CCF 统计，2018 年 1-5 月，PTA 累计产量 1679 万吨，累计同比 15.71%，去年同期在 10.74%。

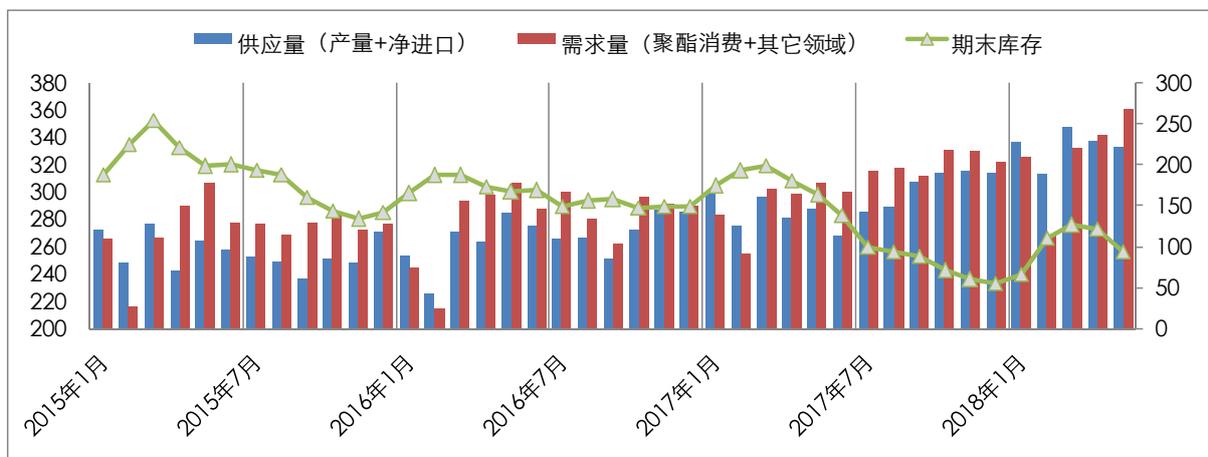
尽管 PTA 产量增速较快，但聚酯产量同样保持着较高增速，使今年 PTA 社会库存并没有显著积累。2018 年 1-5 月聚酯产量在 1828 万吨，对应 PTA 需求 1572 万吨，累计同比在 13.12%，去年同期在 5.84%。聚酯产量高速增长的主因与我们的年报预期一致，一则因终端纺服内外需双双向好，延续去年四季度的景气表现，二则在终端需求向好下，聚酯新产能迅速投放，三则因再生聚酯进口萎缩，原生聚酯替代性需求增长。截止 5 月，PTA 社会库存在 100 万吨附近。

图 2：PTA 产量与聚酯累计产量和累计同比（万吨，%）



数据来源：CCF，兴证期货研发部

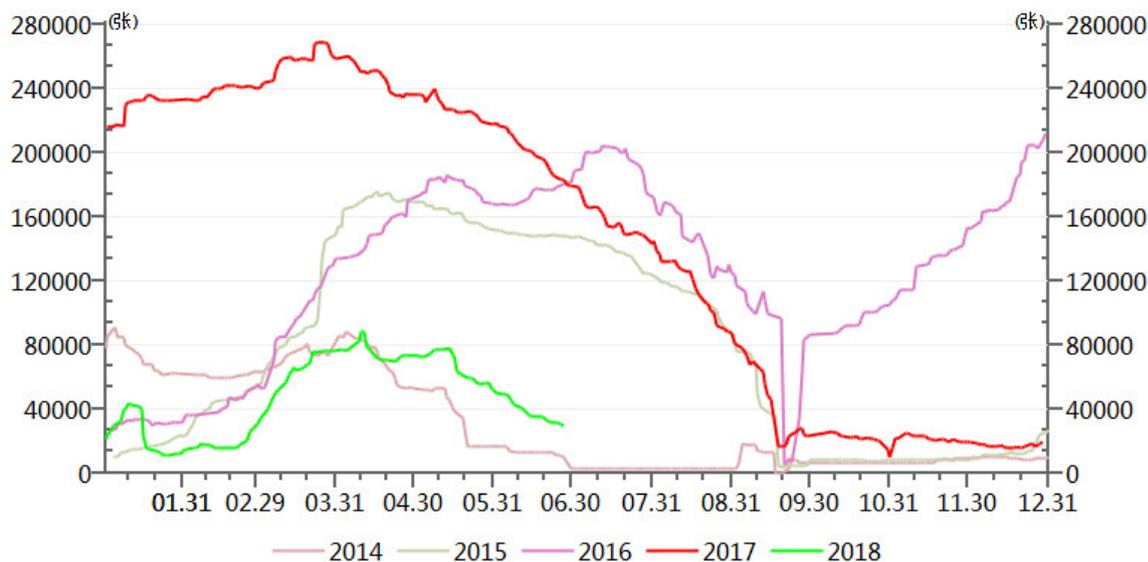
图 3：PTA 月度供需平衡表（万吨）



数据来源：CCF，兴证期货研发部

今年郑商所加强了对信用仓单的管理，要求注册信用仓单必须在规定时间内出库，否则将缴纳 2000 元/吨/天的滞纳金。加之今年 PTA 期初库存较低，以及聚酯对 PTA 的需求显著提升，今年 PTA 仓单水平显著下降，与仅有去年同期 1/3 左右水平。盘面套保压力极大减轻，从交易所公布的套保持仓来看，今年出现净买套保持仓结构的情况大大增多。

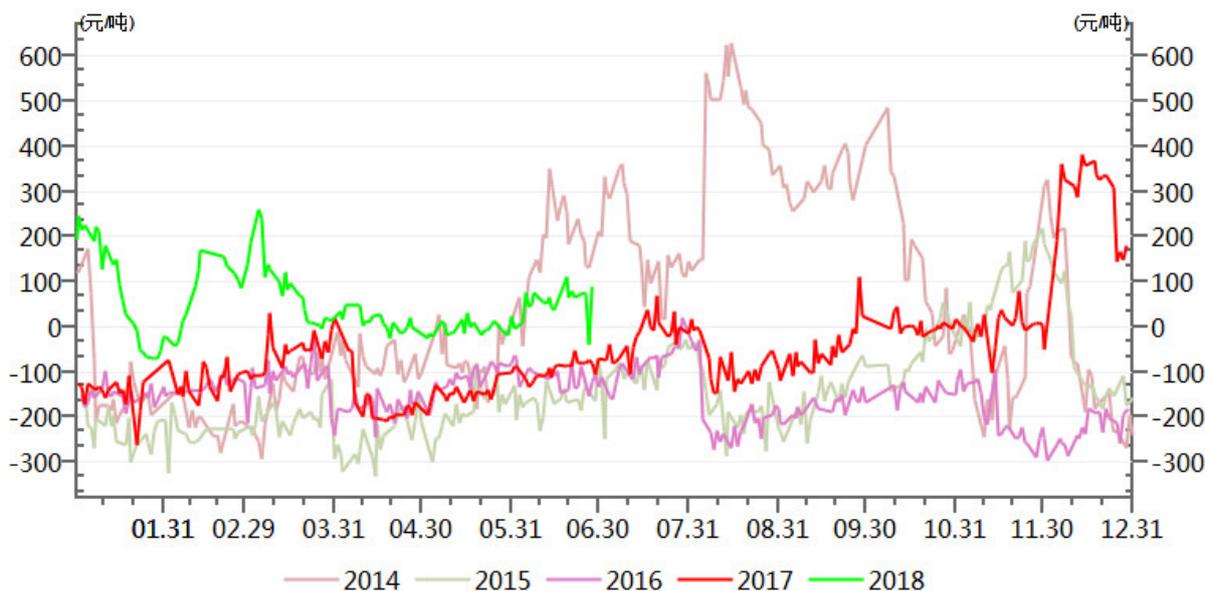
图 4：仓单数量与有效预报之和的季节图（张）



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

PTA 低社会库存导致今年 PTA 基差显著走强，大部分时间现货价格升水期货 20-50 元/吨之间，部分装置集中检修的时段，基差则会冲至 100 元/吨。期货盘面来看，PTA 远期曲线维持 Backwardation 结构。

图 5: PTA 基差季节图 (元/吨)

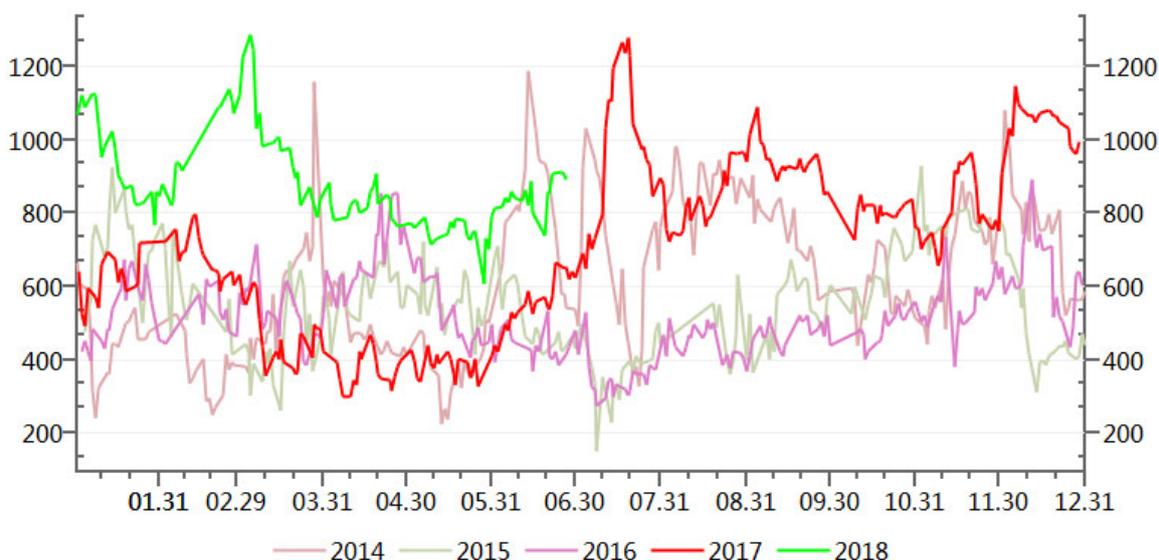


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 PTA 的加工差及原油的比价

上半年 PTA 行业延续高景气,PTA 加工差较去年同期显著提升。春节前后因炒作需求预期,加工差高点触及 1200 元/吨,而后因需求滞后,PTA 春节累库而受到压缩。二季度纺织旺季来临,后置的需求集中显现,PTA 价格上升,但因二季度 PX 大量检修价格坚挺,PTA 加工差反弹乏力,保持在 800 元/吨上下波动。尽管如此,行业景气度的提升,以及去年醋酸等辅料价格的上涨,也使得加工差较往年同期显著提升,企业经营情况明显好转,正现金流时段增多。

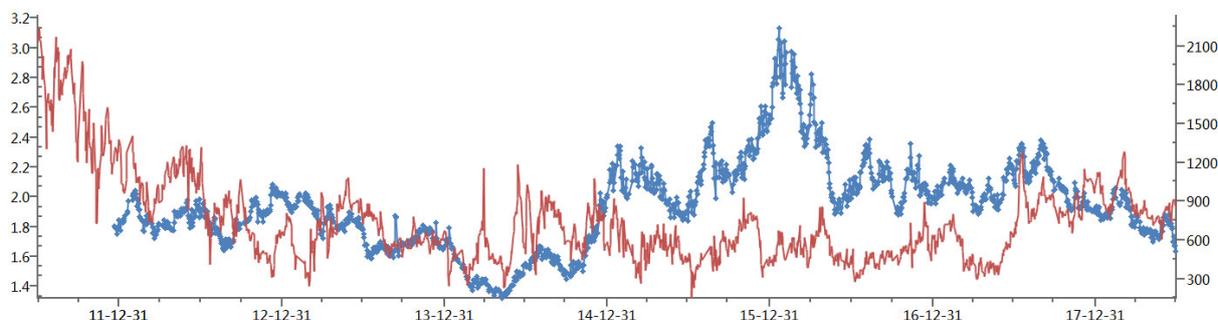
图 6: PTA 加工差季节图 (元/吨)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

尽管今年 PTA 加工差表现较好,但 PTA/原油却不断创近四年新低,在原油大幅上涨下,PTA 跟涨力度不及,一方面 PX 由于期初库存较高、进口量较多等原因,PX-石脑油加工差被大幅压缩,直接推动 PTA 动力有限,另一方面,市场对 PTA 认识存在惯性,对 PTA 套保压力存在高估可能,同时中美贸易摩擦下宏观经济转弱预期增强,也使资金对推升 PTA 有所犹豫。

图 7: PTA 加工差与 PTA/原油 (点)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

3. 聚酯

受益于织造-纺服等环节需求向好,聚酯上半年产销两旺,是产业链中盈利能力最好的一环,产能也受此影响有快速增长。下半年看,目前聚酯库存同比偏低,7-9 月极有可能出现淡季不淡负荷下降不多的情况,但织造订单进入 6 月以来表现不佳,影响聚酯产销,7-9 月聚酯环节有一定累库压力,但今年聚酯工厂多采取让利稳库存的策略,7-9 月库存水平或不会显著提升,而需求增速稳定下,四季度销量或同去年一样高火爆。产能方面,按年初估计,下半年仍有约 140 万吨左右产能投产,利好 PTA 需求。

3.1 产能产量及库存

2018 年上半年,聚酯产量保持着高速增长。2018 年 1-5 月聚酯产量在 1828 万吨,对应 PTA 需求 1572 万吨,累计同比在 13.12%,去年同期在 5.84%。聚酯产量高速增长的主因与我们的年报预期一致,一则因终端纺服内外需双双向好,延续 2017 年年底的良好表现,二则在终端需求向好下,聚酯新产能迅速投放,三则因限制再生聚酯进口而增多原生聚酯的需求。

库存水平上,尽管今年因春节滞后,终端纺织开工较晚,但进入二季度后,纺服内外需持续走强,加之聚酯工厂对后期需求偏谨慎,以控制库存为主,使聚酯库存快速下降,POY、FDY 去化最快,DTY、涤短稍慢。截止最新数据,POY 仅在 1.9 天,FDY 在 11.2 天,DTY 在 20 天,涤短在 6.5 天,均低于去年同期水平,聚酯环节季节性去库良好。

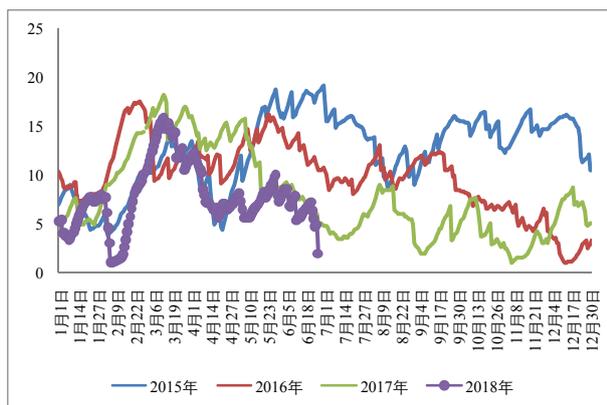
表 1: 2018 年上半年新增聚酯产能

日期	聚酯产能变动 (万吨)	明细
2018 年 4 月	+133	嘉兴石化 30 万吨 (增)
		恒邦三期 30 万吨 (增)
		中石二期 30 万吨长丝 (增)
		翔鹭 3 万吨小聚合 (增)
		宿迁逸达 40 万吨聚酯装置 (增)

2018年5月	+90	华西 10 万吨 (增)
		仪征 10 万吨 (增)
		绿宇 10 万吨 (增)
		恒腾 60 万吨 (增)
2018年6月	+86	三房巷 50 万吨瓶片 (增)
		中石二期 30 万吨长丝 (增)
		盛虹 6 万吨小聚合 (增)

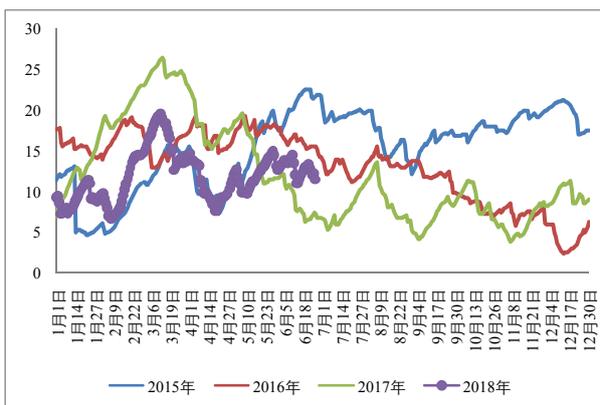
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 8: POY 库存可用天数 (天)



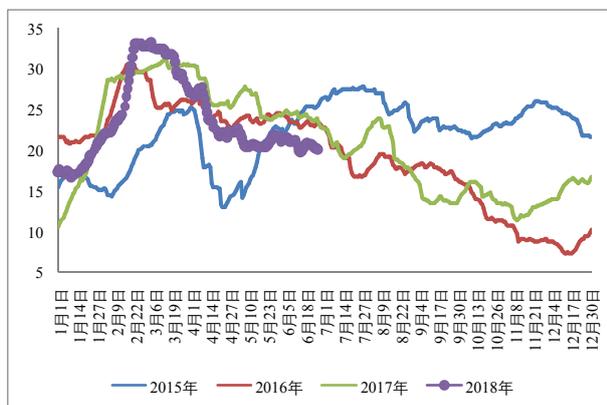
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 9: FDY 库存可用天数 (天)



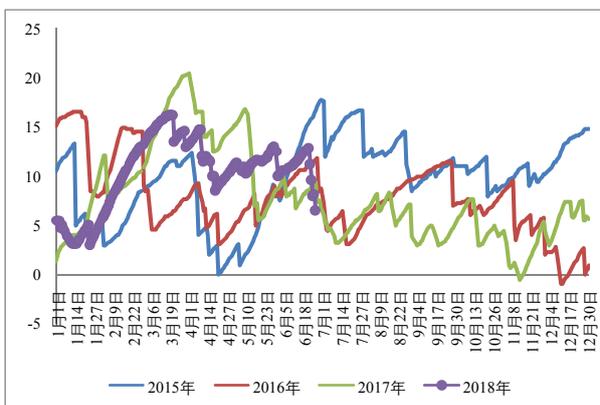
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 10: DTY 库存可用天数 (天)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 11: 涤短库存可用天数 (天)

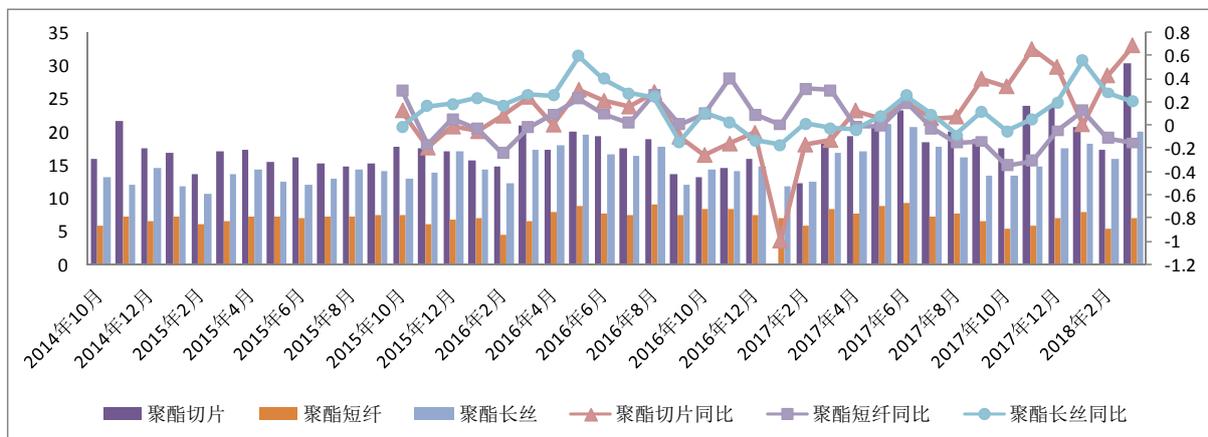


数据来源: CCF, 兴证期货研发部

3.2 进出口

净出口方面, 我国聚酯行业净出口稳定增长, 2017 年 1-3 月, 聚酯切片 (含瓶片和切片)、长丝、短纤累计净出口在 68.04、53.79 和 19.84 万吨, 累计同比分别在 57.91%、32.16%和-5.11%, 聚酯净出口总量增长迅速。另一方面, 环保政策执行强力, 聚酯回收料在 2018 年基本无进口, 2018 年 1-3 月累计净进口 0.33 万吨。

图 12: 聚酯出口量及同比 (万吨)

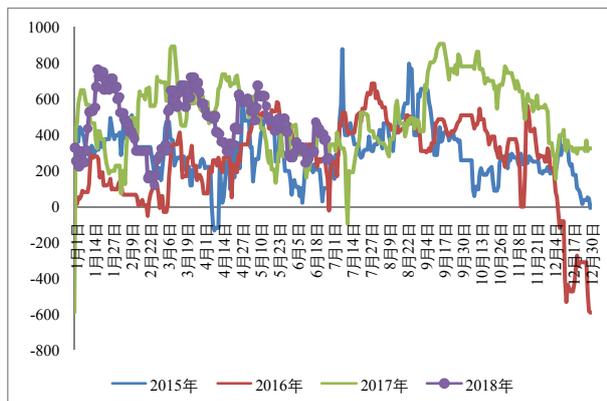


数据来源: CCF, 兴证期货研发部

3.3 盈利水平

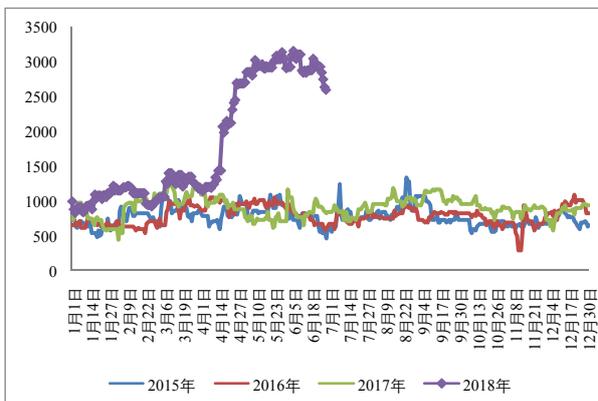
盈利水平来看,上半年聚酯环节各产品效益水平均表现良好。切片与去年相当。长丝中 POY、FDY 表现强势,DTY 涨幅不及 POY,效益水平一般。瓶片表现一枝独秀,效益水平创历史新高,出口量迎来爆发。瓶片出口爆发主要因海外需求增长,且部分海外装置上半年因催化剂不足而造成瓶片出现供应缺口。涤短表现,上半年走势处于近四年高点。

图 13: 半光切片加工差 (元/吨)



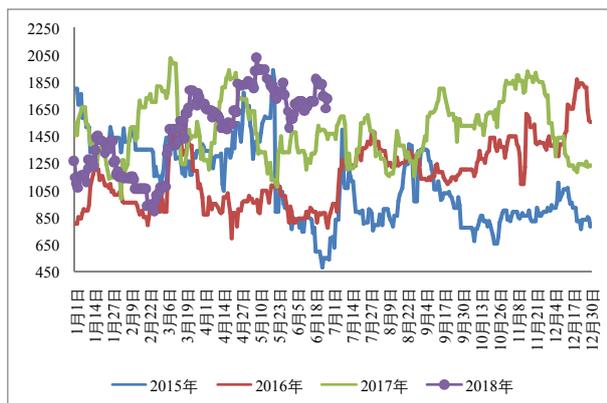
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 瓶片切片加工差 (元/吨)



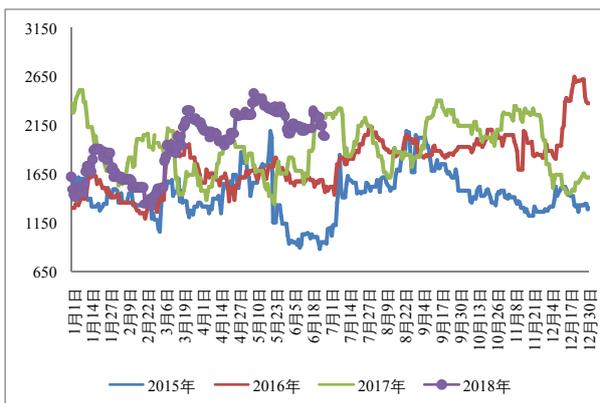
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: POY 加工差 (元/吨)



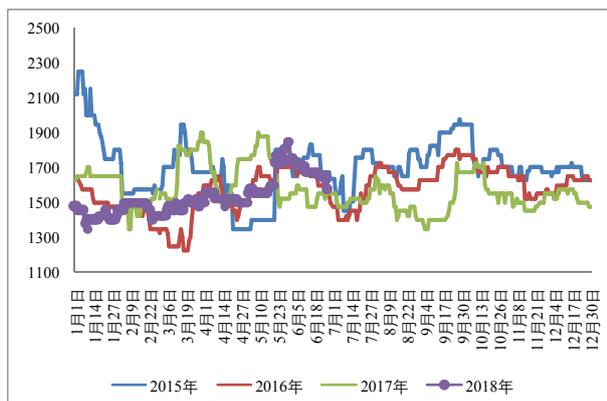
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: FDY 加工差 (元/吨)



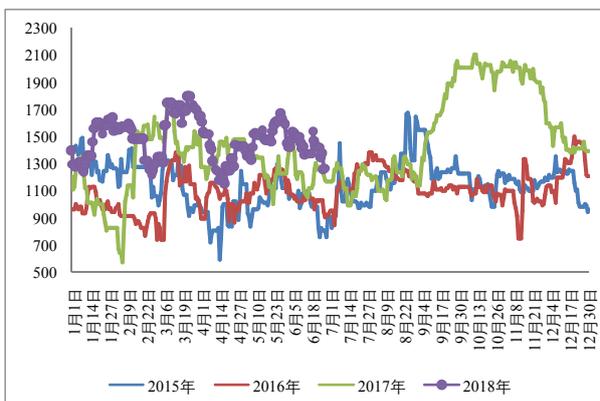
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: DTY 加工差 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 涤短加工差 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

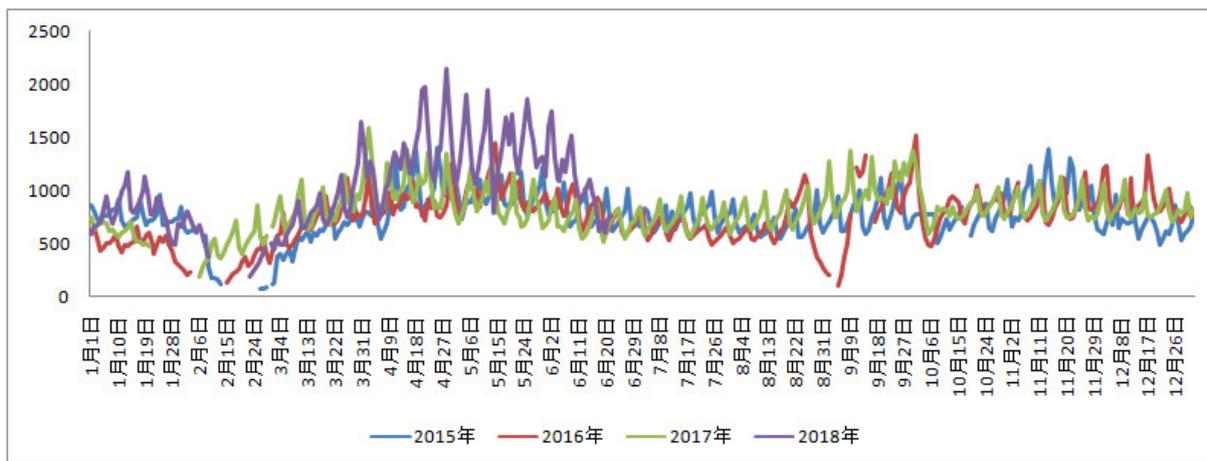
4. 纺织业及纺织服装、服饰业运行情况

2018 年织造及纺服内外需双双向好, 增速重新抬头。同时, 利润率、环保政策、货币政策等因素下, 产能和产量增长有限, 供给增速弱于需求增速, 织造-纺服环节普遍去库, 库存降至明显低位。按全球经济增长趋势看, 下半年需求增速有望维持, 织造-纺服未来将迎来一波补库存周期, 支撑聚酯及 PTA 的需求, 但中美贸易摩擦是一大隐忧, 或影响全球经济增长及贸易量, 利空织造-纺服需求, 但低库存是一大支撑因素, 有利织造-纺服表现出较强韧性。

4.1 绍兴柯桥轻纺城成交量

上半年纺服景气度显著, 柯桥轻纺城成交量较往年显著增加, 截止 6 月 22 日, 轻纺城累计成交坯布 164180 万米, 累计同比在 33.15%, 去年同期仅在 6.18%, 去年全年仅在 8.82%。其中长纤布累计成交 109475 万米, 累计同比在 23.57%, 短线布累计成交在 54705 万米, 累计同比在 57.6%。

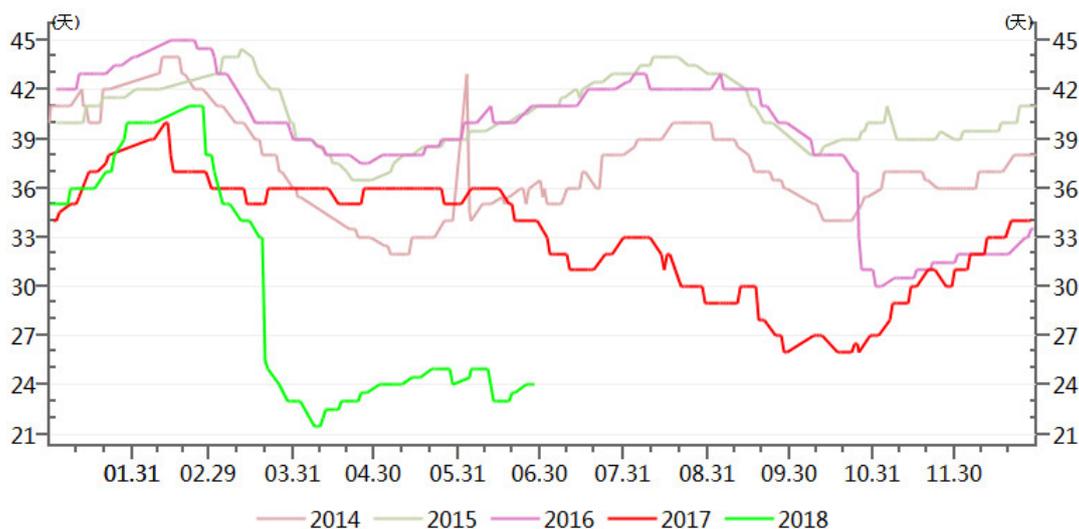
图 19：绍兴柯桥轻纺城成交量季节图（万米）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

坯布高成交量带来的是织造企业坯布库存快速下降，今年盛泽地区样本织造企业坯布库存天数同比显著下降，最新数据仅在 24 天，去年同期在 33 天，是过去 5 年来最低水平。

图 20：盛泽样本织造企业坯布库存天数

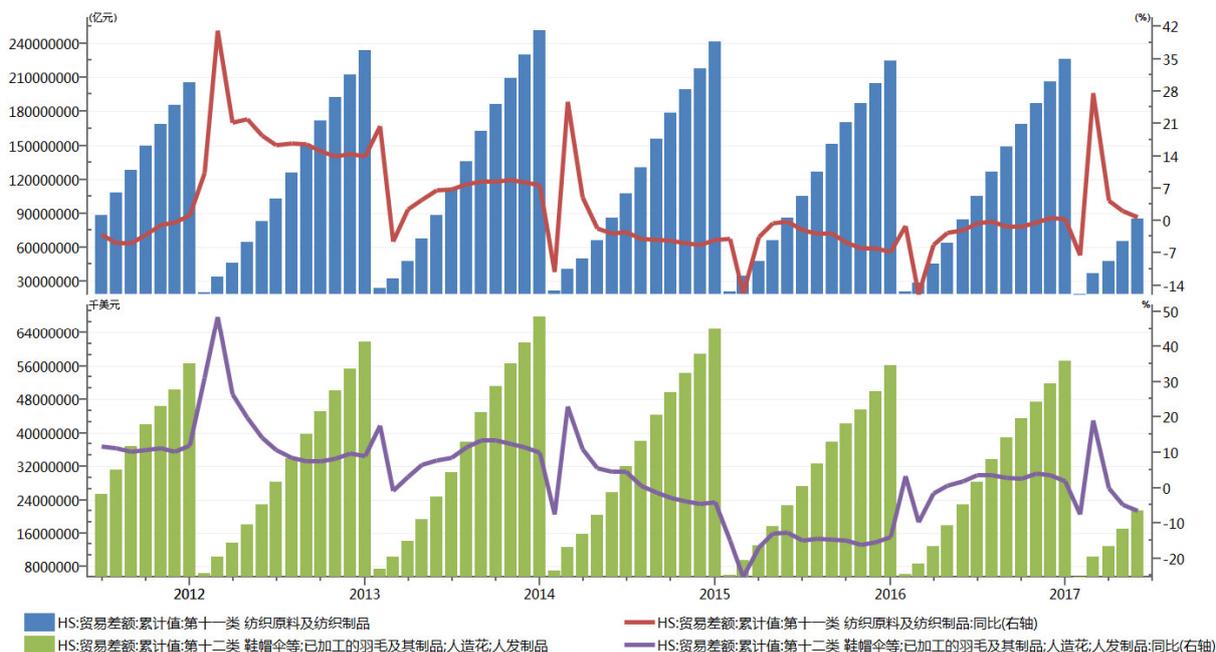


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 纺织服装进出口

上半年国内纺服的外需表现突出，HS 口径下的纺织原料及纺织制品净出口强劲，1-5 月累计净出口 850 亿美元，累计同比 0.8%，虽然累计同比逐月走弱，但仍好于前几年同期。对美欧日等传统市场净出口，均呈现稳定增长的格局。

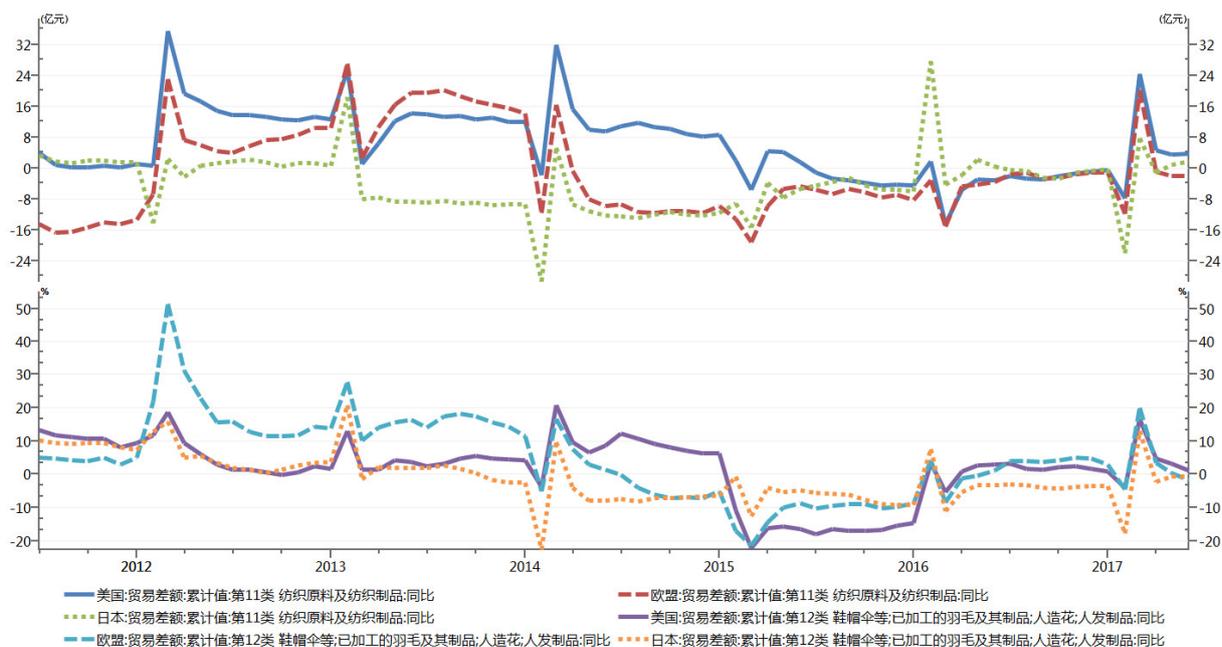
图 21: HS 口径下第十一类和第十二类产品净出口累计值和累计同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

对美国净出口增加显著, 1-5 月纺织原料及纺织制品累计净出口 145.5 亿美元, 累计同比 3.76%, 远强于 2017 年同期-3.19%和 2016 年同期 1.56%, 美国 GDP 增速加快, 带动强劲消费需求。对日韩印等十一个亚洲国家净出口增长同样突出, 1-5 月纺织原料及纺织制品累计净出口 223 亿美元, 累计同比 4.54%, 远强于 2017 年同期-5.07%和 2016 年同期的 0.3%。对欧盟净出口稳定恢复, 1-5 月纺织原料及纺织制品累计净出口 144.5 亿美元, 累计同比-2.01%, 强于 2017 年同期-3.5%和 2016 年同期-4.59%。

图 22: HS 口径下的第十一类和第十二类产品净出口累计同比 (分国别)

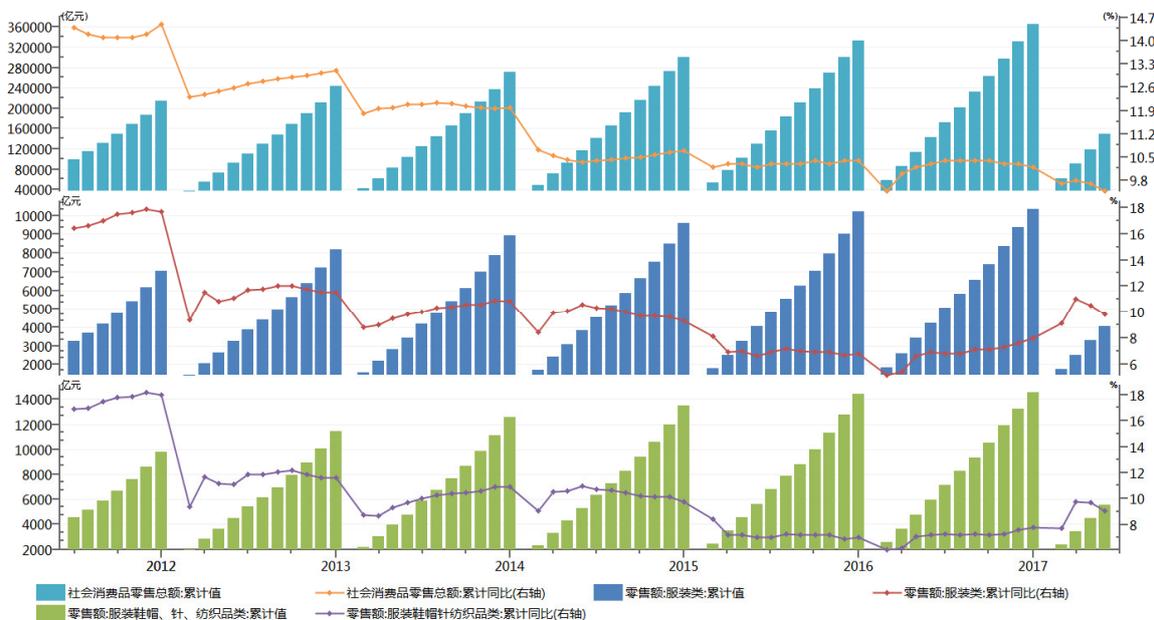


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.3 纺服国内消费

内需增长不逊于外需，尽管社消数据走弱，社会消费品零售总额 1-5 月累计 14.9 万亿元，累计同比 9.5%，但子项服装类和服装鞋帽、针、纺织品类零售额却有显著增长，1-5 月分别在 4 千亿元和 5 千亿元，累计同比增长在 9.8%和 9.1%，增速重新加快。

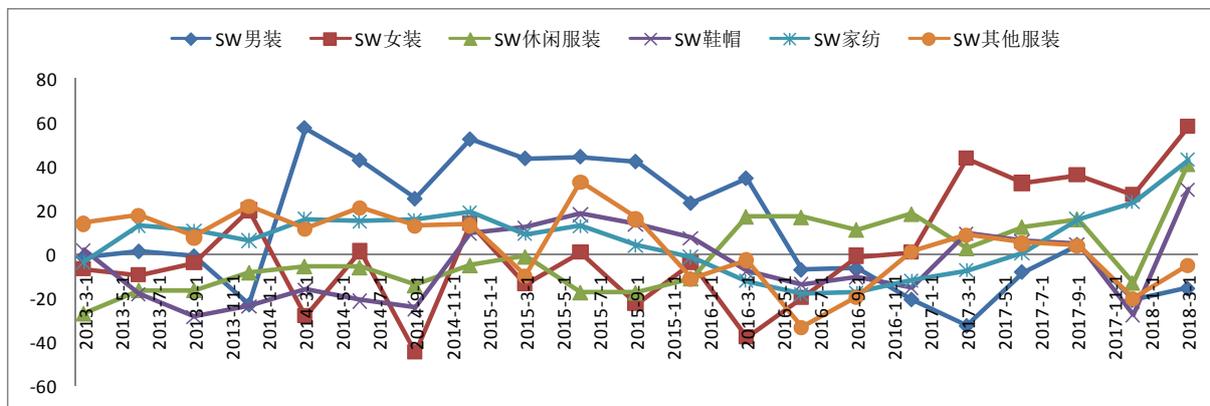
图 23：社会消费品、服装类、服装鞋帽针纺织品零售额累计值和累计同比



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

分子行业看，上半年 A 股纺服板块营收均显著增长，SW 女装、休闲服装、家纺、鞋帽仍是最为突出的行业，2018 年一季报显示，这些行业归母净利润合计同比增长在 58.12%、41.52%、43.12%和 29.73%，人均可支配收入稳步上升，带动女装、休闲服装和鞋帽的消费增长。而全国稳步推进的棚户区改造，使得大量旧房换新，带来了新的家纺消费需求。男装消费表现滞后，归母净利润合计同比在-15.25%，但仍好于 2017 年同期-32.77%。

图 24：SW 板块归母公司净利润总计同比

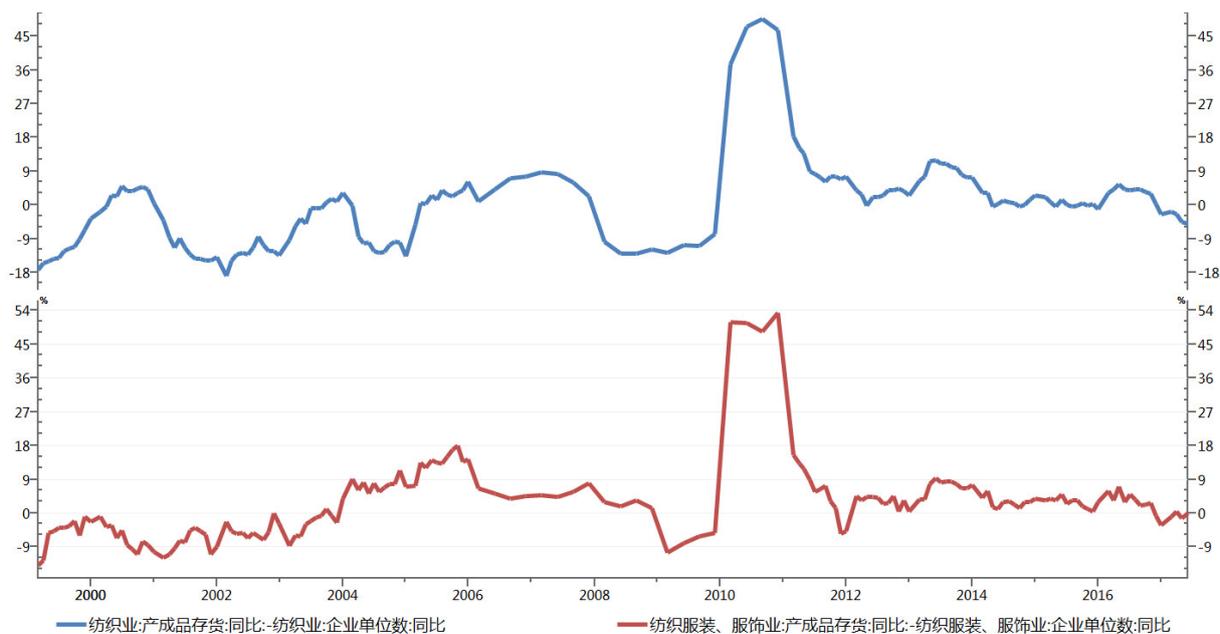


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.4 纺服行业库存

内外需增长，加上“三去一降一补”、“严抓环保”等控制供应行为，纺织业及纺织服装服饰业进入了快速的去库周期。限额以上企业产成品库存出现明显降低，在扣除掉今年限额以上企业单位数变动后，截止5月纺织品产成品存货同比下降-5.02%，低于去年同期4.07%，纺织服装服饰业同比在0.04%，低于去年同期2.9%。

图 25：纺织业和纺织服装服饰业产成品存货同比（扣除企业单位数量变动影响）



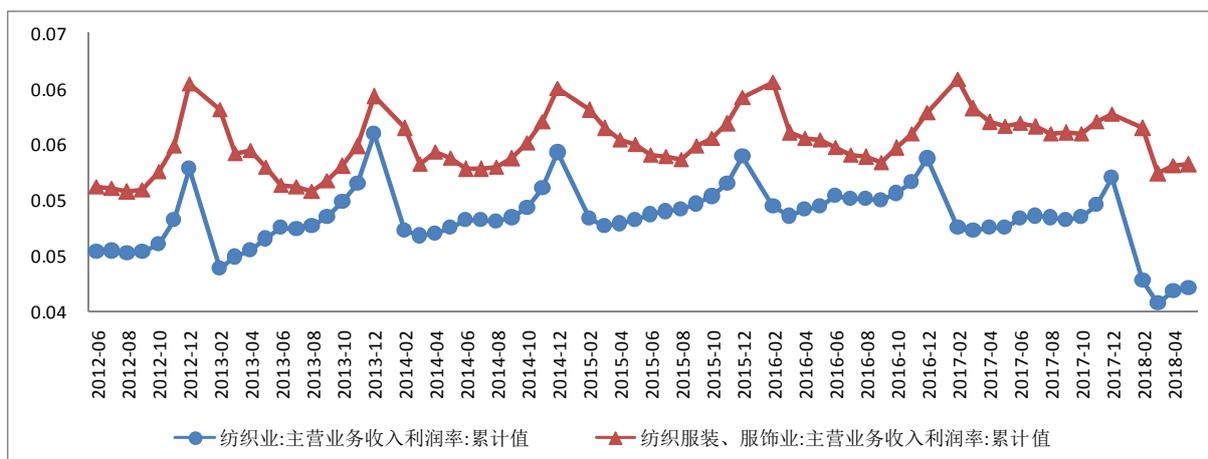
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.5 纺服行业利润率与投资

虽然需求在增长，但原材料涨价迅猛而产成品价格涨幅偏弱也使得纺织业和纺织服装服饰业利润率有所萎缩，尽管制造业销售利润率仍能保持近6%的增长，但更靠近终端的纺织业和纺织服装服饰业销售利润率则有显著萎缩，4月最新的数据仅在4.18%和5.31%。

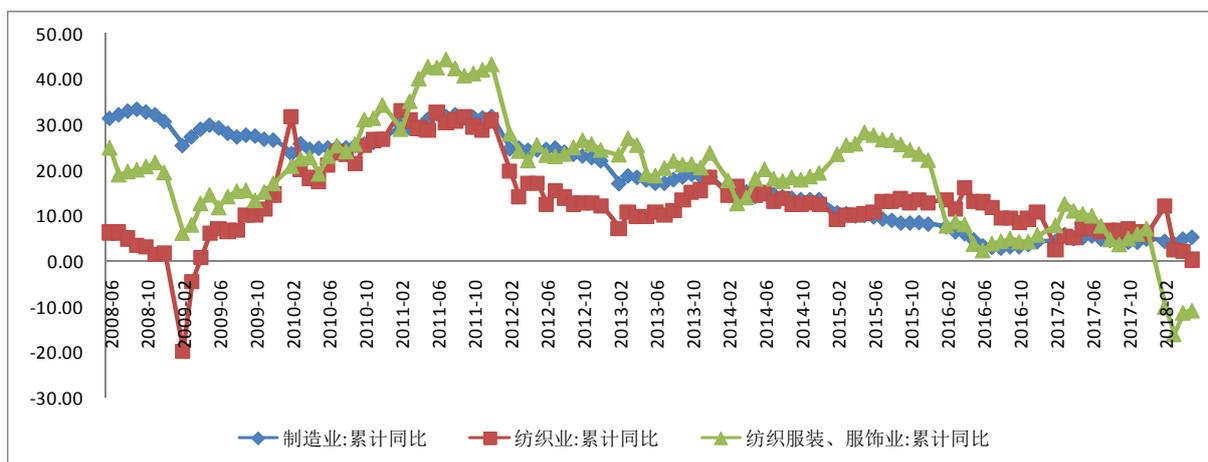
偏低的利润率，加之供给侧改革、环保、紧信用等宏观政策环境下，整个制造业都面临洗牌整合的过程。作为典型的传统制造业，纺织业和纺织服装服饰业固定资产投资完成额增速逐年下滑，而产能更分散，环保压力更重的纺织服装、服饰业出现了首次出现了负增长，2018年1-5月累计同比-11%，纺织业则基本持平，1-5月累计同比在0.3%。

图 26: 制造业、纺织业、纺织服装服饰业主营业务收入利润率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 制造业、纺织业、纺织服装服饰业固定资产投资完成额同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

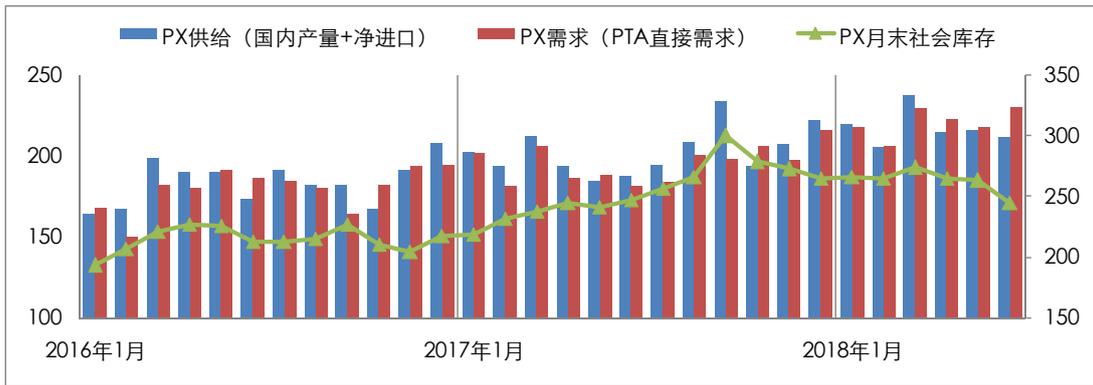
5. PX

PTA 原料方面,上半年 PX 运行偏弱,加工差较去年有明显下降。价格偏弱原因主要因 2018 年期初库存水平较高,尽管在春节前后,因二季度装置大量检修预期,加工差季节性上抬,但后期该因素消退后,PX 加工差在库存压力与石脑油价格强势下震荡走低

供需平衡表来看,2018 年上半年国内 PX 产量在 550 万吨左右,累计同比在 4%,净进口量在 760 万吨左右,累计同比在 16%,需求量在 1320 万吨,累计同比在 15%。供给略小于需求,国内社会库存不断去化,截止 6 月 PX 社会库存约在 244 万吨,与去年同期持平。

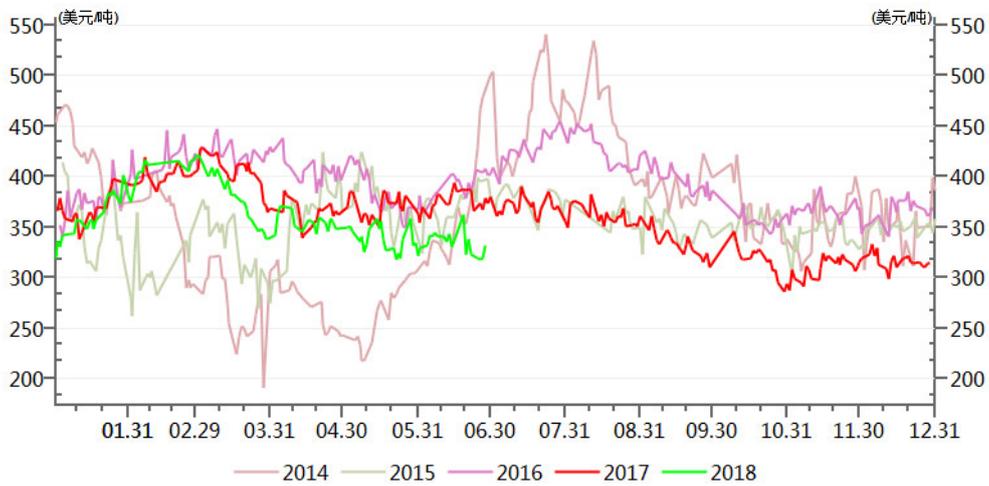
下半年来看,6 月检修高峰过后,腾龙芳烃、沙特 Petro Rabigh 等装置均有开车预期,未来供应恢复,但今年 PTA 产量高速增长,按之前目前增速估计,下半年 PX 需求仍将维持强势,社会库存不断去化下,PX 及 PX 加工差均有较高季节性反弹可能,支撑 PTA 成本。后期主要关注恒力 434 万吨/年装置开车情况,按计划在 2018 年年底开车,若提早开车,有打压 PX 价格可能。

图 28: PX 月度供需平衡表 (万吨)



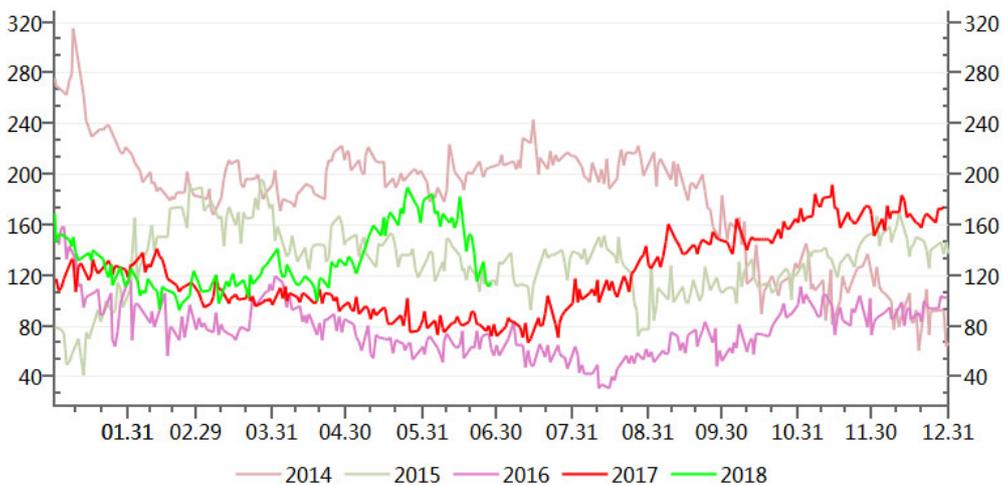
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 29: PX-石脑油 (美元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 30: 石脑油-美原油 (美元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

6.策略建议及风险提示

策略上，2018 年终端需求持续向好，同时产业链产能增长不多，带动 PX-PTA-聚酯-织造-纺服等多环节持续去库，各环节库存均呈现同比偏低的状态。若需求增速保持稳定，PTA 产业链景气周期仍将延续，价格处于易涨难跌状态，加之今年以来 PTA 滞后原油较多，后期随 PX 库存重回健康水平，在直接成本推涨下，PTA 价格有补涨原油可能。总结来看，下半年 PTA 仍适合逢低入多，或做多头配置。此外，PTA 环节库存不高，近远月正套仍可在区间低位积极参与。

风险点上，1.中美贸易摩擦仍是需求的一大隐忧，若中美贸易对抗，对全球经济增长及贸易量均会产生巨大负面影响，PTA 产业链需求有显著收缩可能。2.尽管 OPEC 已谈成协议，将增产以弥补委内瑞拉产量损失，使 OPEC 减产执行率重回 100%，令油价重回平稳，但伊朗出口问题是一大不确定性，有显著增加油价波动率可能。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。