

低估值与弱供需博弈 聚酯原料偏弱震荡

2021年12月10日 星期五

兴证期货·研发中心

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

王其强

电话：0591-38117680

邮箱：

wangqq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

从终端来看，2021年国内纺织服装消费偏弱，而海外需求提振国内出口。在经济增速放缓下，国内终端纺织服装消费压力凸显，随着海外产能复苏，纺织服装出口增速也将有所放缓，终端消费压力将有所凸显。

聚酯上下游均处于产能扩张周期，聚酯产能释放相对温和，而PTA、乙二醇产能扩投放计划较多，供应过剩忧虑攀升。具体来看，PTA计划新增产能1110万吨，乙二醇计划新增产能800万吨左右，聚酯新增产能600万吨左右，产能若如期投放，PTA、乙二醇供应过剩压力加剧。

成本端，宏观面、供需面及政策面不利油价和煤价；总体成本端预期偏弱，但扰动因素较多，节奏存在较大不确定性。

因此，成本端及供需面偏弱，压制聚酯原料价格偏弱运行，亦需关注阶段性修复可能。一方面，能耗双控政策下，装置投产存在较大的不确定性，一旦装置投放延迟，供需将被修正。另一方面，PTA、乙二醇生产企业利润都处于低位，估值相对较低，企业抵抗低利润将有所增加。特别是PTA装置进一步集中，话语权攀升，在低加工费下，企业通过检修降低合约货供应比例以抵抗低加工费的状况将频繁出现。

● 风险提示

原油大幅上涨；新增产能投放受阻；进出口大幅变动。

报告目录

一. 2021 年行情回顾.....	3
二. 成本：油价及煤价重心下移.....	3
1. 原油震荡走弱重心下移.....	3
2. 动力煤供应释放压制重心下移.....	4
3. PX 产能释放及一体化下 PXN 低位运行.....	5
三. 供应：PTA 产能扩张伴随集中度攀升.....	6
1. PTA 产能延续释放 头部企业产能占比上升.....	6
2. 低加工费下头部企业检修抵抗频繁.....	7
四. 供应：乙二醇新增产能投放 供应延续回升.....	8
1. 乙二醇新增产能投放 煤制开工预期回升.....	8
2. 乙二醇进口量相对低位.....	9
五. 需求：聚酯产能延续扩张 终端消费存压力.....	10
1. 聚酯产能延续扩张 但投放节奏存在较大变数.....	10
2. PTA 出口仍是化解产能过剩关注的重要指标.....	11
3. 经济下行 终端消费压力凸显.....	12
六. 库存：聚酯原料供过于求 存累库压力.....	12
1. PTA 存累库预期.....	12
2. 乙二醇供应仍过剩.....	13

图表目录

图表 1：PTA 期货及乙二醇期货价格走势.....	3
图表 2：原油及美指.....	4
图表 3：动力煤供应及需求.....	4
图表 4：PX 产能及开工率.....	5
图表 5：2022 年 PX 投产计划.....	6
图表 6：PTA 产能情况.....	6
图表 7：PTA 产能结构.....	7
图表 8：2022 年 PTA 投产计划.....	7
图表 9：PTA 产量及开工率.....	7
图表 10：PTA 加工差.....	8
图表 11：乙二醇产能、产量及开工率.....	9
图表 12：2022 年乙二醇重点装置投产计划.....	9
图表 13：乙二醇进口量.....	9
图表 14：聚酯产能、产量及开工率.....	10
图表 15：聚酯库存及现金流.....	11
图表 16：PTA 出口量.....	11
图表 17：纺织、服装国内消费及出口总额.....	12
图表 18：PTA 供需平衡表.....	13
图表 19：PTA 社会库存.....	13
图表 20：乙二醇供需平衡表.....	13
图表 21：乙二醇港口库存.....	14

一. 2021 年行情回顾

2021 年 PTA 整体呈现重心上移，震荡反弹，跟随成本端原油波动为主，波动幅度较大。**第一阶段**，年初，原油走势偏强，成本带动下，PTA 反弹，2021 年 2 月，国内春节期间，美国出现破纪录的极寒天气，北美炼化装置关停，受影响严重，以及欧美疫情有所缓和，需求攀升，海外石化产品大幅上涨，PTA 紧随持续上涨，突破 5000 元/吨一线。**第二阶段**，3 月后，市场预期减弱，供应端压力压制 PTA 延续上涨，但成本端原油偏强对 PTA 仍有支撑，3-6 月 PTA 整体处于 4000-5000 元/吨区间震荡。6 月底市场对后期装置检修以及成本端支撑较为强势，再创新高，进入 8 月聚酯联合减产，PTA 高位回调。**第三阶段**，动力煤持续上涨，能耗双控及限电政策，引发供应收缩忧虑，PTA 再度上行，但幅度远不及乙二醇。**第四阶段**，随着动力煤单边下跌，能耗双控及限电缓和，重新累库，以及美国联合多国释放原油储备，新冠新变种奥密克戎引发需求忧虑，原油大幅回调，PTA 高位回调。

2021 年乙二醇整体呈现重心上移，围绕成本端动力煤及原油波动为主。**第一阶段**，年初，原油走势偏强，以及海外出现极端天气，装置关停，乙二醇紧随其它化工品春节后单边快速上涨。**第二阶段**，随着海外极端天气缓和，相关能化品种装置恢复，市场消化前期涨幅，成本端及供应端存在一定支撑，4-8 月维持震荡。**第三阶段**，海外天然气供应紧张，国内动力煤价格持续上涨，煤制装置开工受影响预期攀升，乙二醇单边大幅快速上涨创年内新高。**第四阶段**，政策干预，动力煤价格单边快速回落，以及 11 月底，美国联合多国抛储，新冠新变种奥密克戎引发需求忧虑，原油大幅回落，乙二醇紧随动力煤及原油等成本端回落。

图表 1: PTA 期货及乙二醇期货价格走势



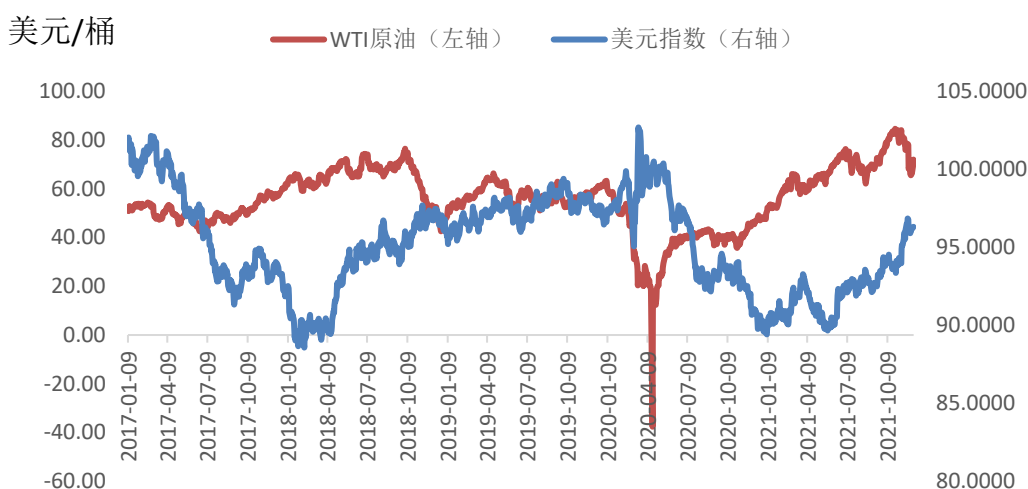
数据来源：文华，兴证期货研发部

二. 成本：油价及煤价重心下移

1. 原油震荡走弱重心下移

美联储紧缩忧虑及供需转弱，油价重心或下移。目前美联储已逐步开始缩减购债规模，缩表已在路上，同时美国美联储主席鲍威尔表态对通胀担忧并提及加速 Taper，紧缩可能在 2022 年 3 月份完成，美联储 2022 年加息的预期仍较高，美指预期强势，中长期不利原油。从供需来看，全球经济增速放缓，原油需求增速将放缓，疫情反弹忧虑，亦使得需求端蒙上阴影，而供应端 OPEC+或维持稳步增产，供需存转弱预期。因此，宏观面及基本面偏利空下，原油中长期走势偏弱，地缘政治对供应扰动预期仍在，OPEC+对供应端扰动忧虑亦存在，重心下移过程或也难顺畅。

图表 2：原油及美指

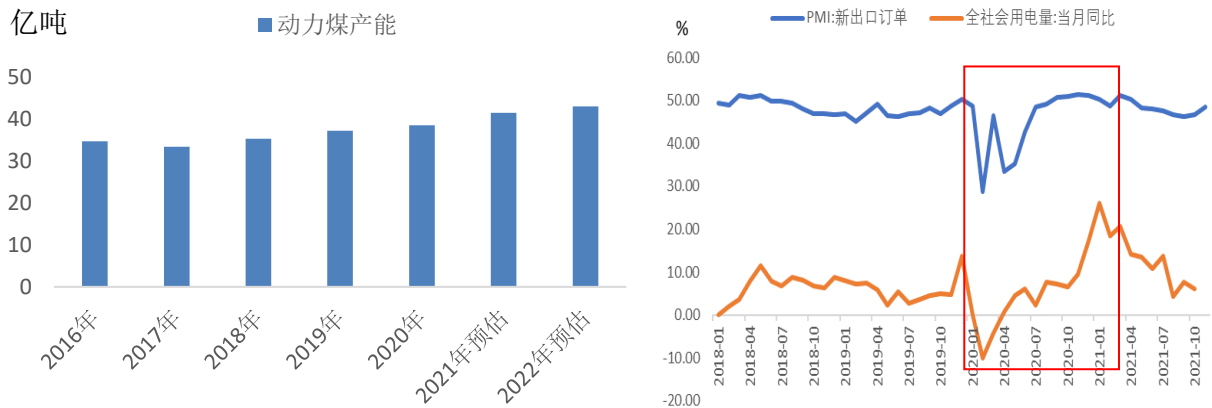


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 动力煤供应释放压制重心下移

供应释放确定性较高，需求预期转弱，动力煤重心下移。从国内产量看，2021 年前 10 个月，全国原煤累计产量 33 亿吨，同比增加 1.7 亿吨，同比增长 4%，产量稳定增长。国内煤炭产能存在较大空间，随着保供政策推进，核增产能不断审批，总产能超 40 亿吨。核增新增产能也将逐步在 2022 年达产，供应释放已成为市场的一致预期。需求端，国内 2021 年经济增长，出口放量，以致动力煤需求阶段性爆发，展望 2022 年，经济下行压力加大，随着海外供应端逐步恢复，国内出口增速将逐步放缓，制造业景气度下降，将带动动力煤需求增速下滑。因此，2021 年动力煤供需错配状态将不在，供应回升，需求转弱，动力煤重心将下移。

图表 3：动力煤供应及需求



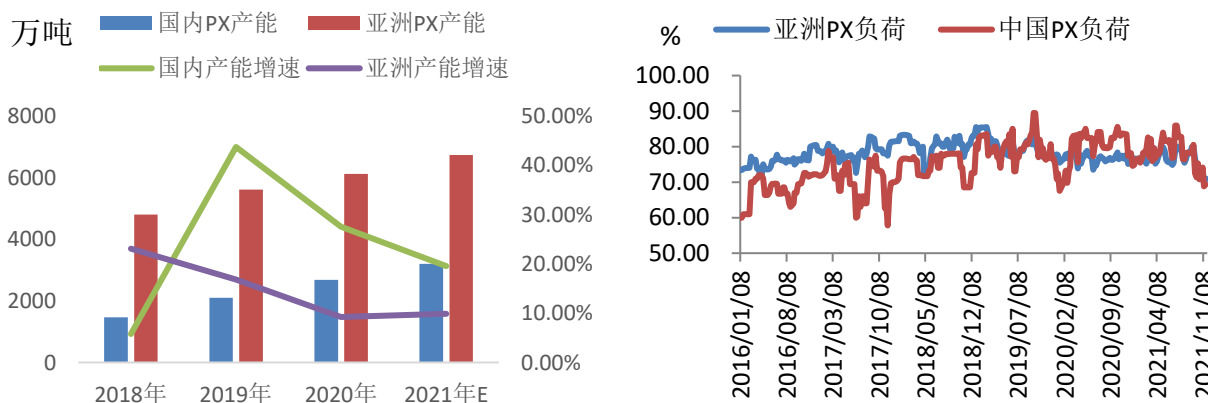
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. PX 产能释放及一体化下 PXN 低位运行

产能投放, PX 加工差低位运行。国内 PX 新装置延续投放, 进口依存度持续下降, 截止 2021 年 12 月, 国内预期新增产能浙石化 1#及 2#总计 500 万吨新增产能均投产, 以及恒力石化技改扩产 25 万吨产能。年中受原油配额影响, 浙石化 PX 新装置投产进度有所放缓, 以及 1 号线开工率有所下降, 但整体产能如预期释放。在产能释放下, PX 加工差处于低位运行, 长时间在 150 美元 /吨低位运行。虽然处于亏损状态, 但开工率维持 8 成左右的较高开工水平, 仅因浙石化受原油配额影响, 阶段性开工受影响, 主要国内 PX 产能多数为一体化项目, 炼厂更多需要考虑物料平衡和综合效益, 难因 PXN 低迷而停车。

目前 PX 仍处于产能投放周期, 2022 年包括中委中石化 260 万吨、盛虹炼化等共计 800 多万吨产能将投放, PTA 新增产能需求仍不及 PX 投产。在此背景下, 难言低 PXN 而带来 PX 企业检修, 从而成本端对 PTA 带来提振, 仍倾向维持较低的 PXN 运行。

图表 4: PX 产能及开工率



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图表 5: 2022 年 PX 投产计划

企业	产能（万吨）	投产计划
中委广石化	260	2022 年二季度
九江石化	89	2022 年二季度
盛虹炼化	280	2022 年三季度
惠州炼化 2 期	180	2022 年三季度

数据来源：公开资料，兴证期货研发部

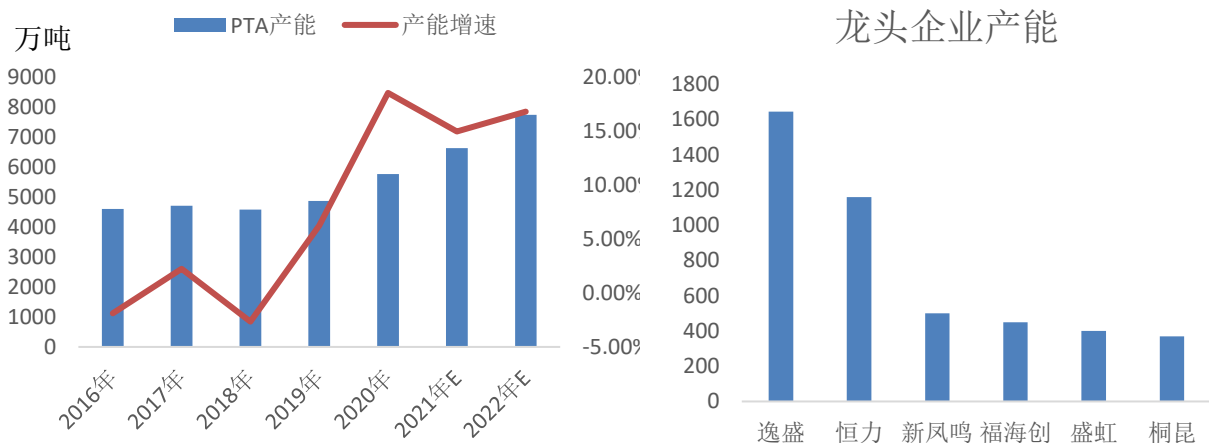
三. 供应：PTA 产能扩张伴随集中度攀升

1. PTA 产能延续释放 头部企业产能占比上升

新增产能延续释放，龙头企业占比攀升。2019 年以来 PTA 重新进入产能扩张周期，2021 年 PTA 产能延续释放，包括百宏、虹港石化、逸盛新材料 1#等共计 860 万吨产能，预计总产能达 6623 万吨，产能增速 15%，略低于 2020 年。新投产能一方面都是 200 万吨以上的大型装置，另一方面是要么配套上下游、要么一体化装置，新产能的龙头集聚和一体化程度越来越大。逸盛、恒力、新凤鸣、福海创、盛虹、桐昆等龙头企业产能高达 4525 万吨，占比总产能的 68.3%。此外，从装置本身看，200 万吨以上的单体装置占比 57%，新投产能大都都是 200 万吨以上的装置。

2022 年 PTA 产能投放周期延续，当然能耗双控影响下，投产节奏存在不确定性。2022 年计划投产 PTA 产能包括逸盛新材料 2#360 万吨产能、恒力石化惠州 500 万吨产能及东营威廉 250 万吨产能，共计 1110 万吨产能，届时产能将达到 7733 万吨。2022 年上半年仅逸盛新材料 2#存在投产预期，大部分产能投放集中在 2022 年第四季度。

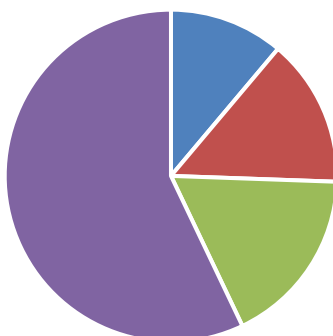
图表 6: PTA 产能情况



数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图表 7: PTA 产能结构

■ 100万吨以下 ■ 100-150万吨 ■ 150-200万吨 ■ 200万以上



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图表 8: 2022 年 PTA 投产计划

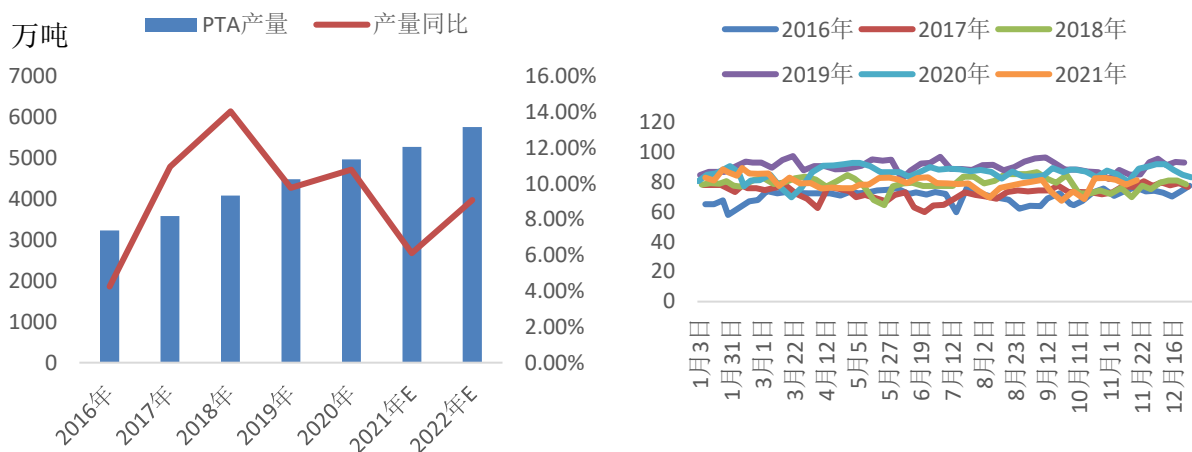
装置	产能 (万吨)	投产计划
逸盛新材料 2#	360	2022 年二季度
恒力石化 (惠州)	500	2022 年四季度
东营威廉	250	2022 年四季度

数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

2. 低加工费下头部企业检修抵抗频繁

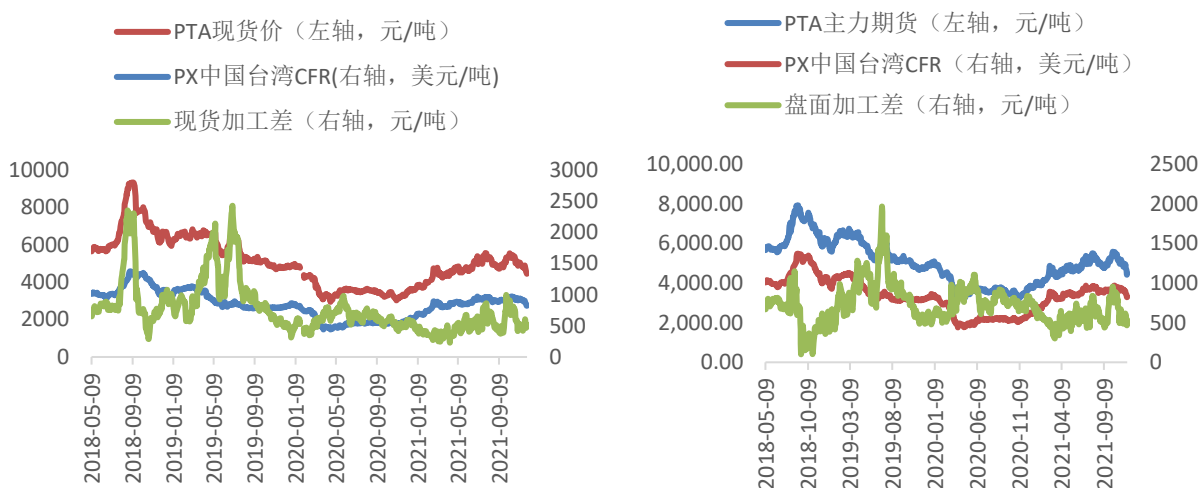
2021 年 PTA 产量预计 5300 万吨左右, 同比增加 6%左右, 产量增速不及产能增速, 主要 PTA 装置开工率偏低, 平均开工率不及 8 成。低加工费下, 装置检修抵抗频繁, 以及能耗双控影响下, 开工一度跌破 7 成。从上述分析来看, PTA 新增产能投产周期延续, 这将继续施压 PTA 加工差, 2021 年初加工费一度跌破 300 元/吨。PTA 产能的集中度将越来越大, 大厂检修缩减合约货抵抗低加工费将越来越频繁, 恒力、逸盛 2021 年合约货供应比例较低, 一度跌至 50%。因此, 虽然产能延续释放, 但 PTA 产能进一步集中, 给予大厂检修挺加工费的底气, 未来大厂挺加工费的情况依然会时常出现。

图表 9: PTA 产量及开工率



数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图表 10: PTA 加工差



数据来源：Wind，CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

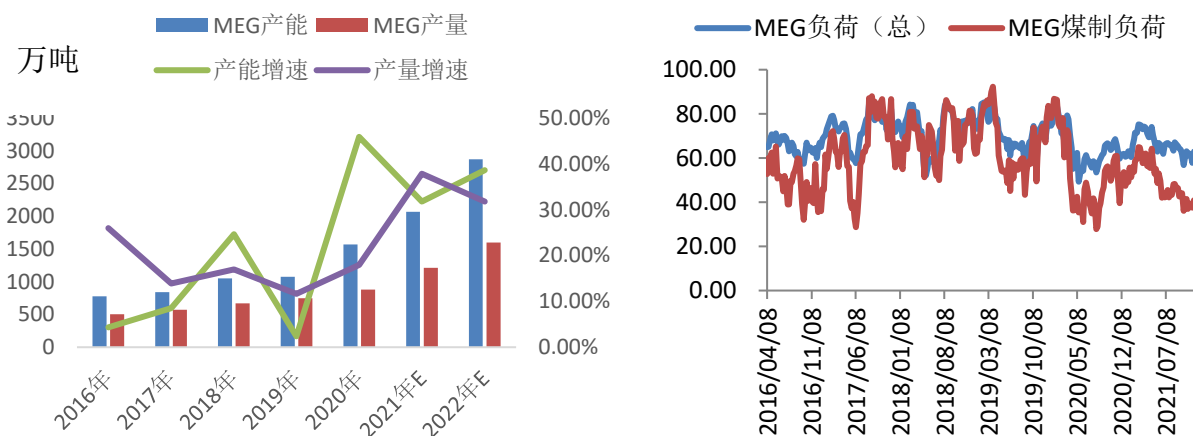
四. 供应：乙二醇新增产能投放 供应延续回升

1. 乙二醇新增产能投放 煤制开工预期回升

乙二醇仍处于新增产能投放周期。截止 2021 年 12 月初，乙二醇产能 2070 万吨，产能新增 500 万吨左右，同比增加 30%，依然保持产能高速增长。2021 年新增产能主要来源于卫星石化、浙石化二期、湖北三宁、古雷石化等大型新装置陆续投放，当然受能耗双控及煤供应紧张影响，部分装置投放延期。2022 年仍处于乙二醇产能投放周期，加之 2021 年产能延后投放，包括浙石化 80 万吨产能等，以及计划投产产能，包括三江石化 100 万吨、镇海炼化 80 万吨、神华榆林 180 万吨、久泰 100 万吨装置等，预计新增产能超 800 万吨，预计 2022 年产能达 2900 万吨。

煤价回落煤制开工或小幅回升。2021 年受煤碳供应紧张，煤价上涨，煤制装置亏损严重，煤制开工率一直处于低位，平均开工率不及 5 成，一度跌破 4 成。2021 年乙二醇产量预估 1210 万吨左右，产量主要贡献来自新增产能投放。目前煤价回落，随着保供措施发力，煤炭供应回升，煤制装置现金流或有望改善，进而提振煤制装置开工回升。考虑油制利润被压缩，整体开工率预计维持 6 成左右判断。

图表 11: 乙二醇产能、产量及开工率



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图表 12: 2022 年乙二醇重点装置投产计划

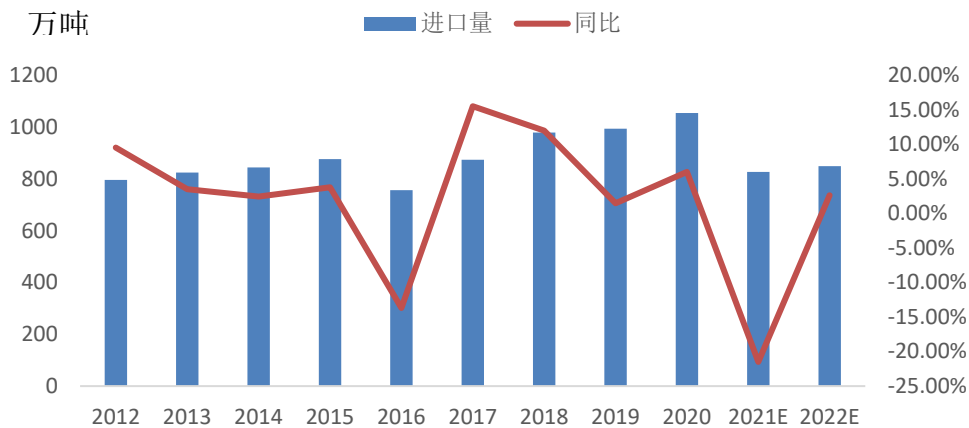
装置	产能 (万吨)	投产计划	工艺
浙江石化	80	2022 年一季度	油制
镇海炼化	80	2022 年一季度	油制
盛虹炼化	200	2022 年二季度	油制
内蒙古久泰	100	2022 年二季度	煤制
神华榆林	180	2022 年二季度	煤制
三江化工	100	2022 年三季度	油制

数据来源: 公开资料, 卓创资讯, 兴证期货研发部

2. 乙二醇进口量相对低位

2021 年 1-10 月份, 国内乙二醇进口 696.3 万吨, 同比下降 25.7%, 预估 2021 年全年进口量 830 万吨, 预计下降 22%。主要因能源危机忧虑, 原料端天然气及原油强势, 中东等装置供应受限, 出口量收缩明显。当下乙二醇进口量仍没有明显的增量, 2022 年在原油等价格重心下移预判下, 海外供应量或有所恢复, 进口量有回升预期, 但随着国内产能不断释放, 国内供应替代进口推进, 进口量也可能将被压缩, 整体进口量维持相对低位。

图表 13: 乙二醇进口量



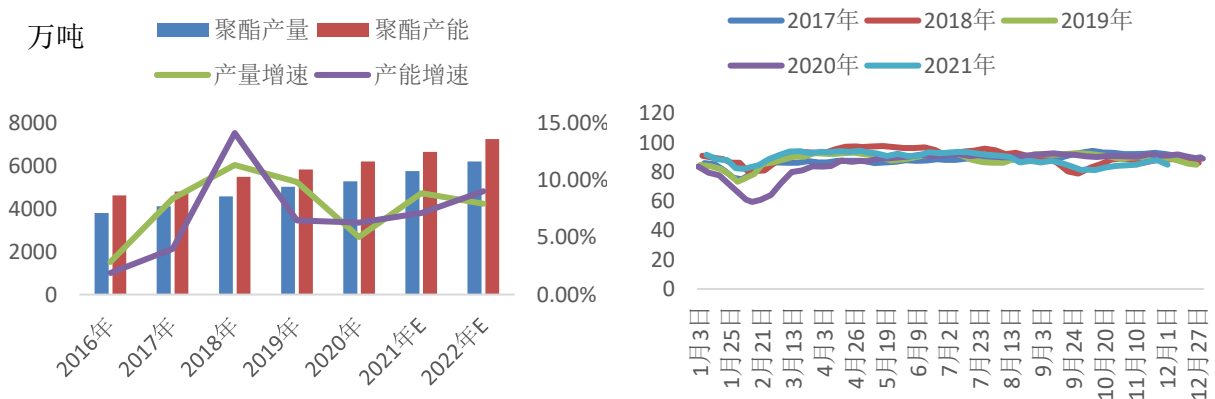
数据来源：Wind，卓创资讯，兴证期货研发部

五. 需求：聚酯产能延续扩张 终端消费存压力

1. 聚酯产能延续扩张 但投放节奏存在较大变数

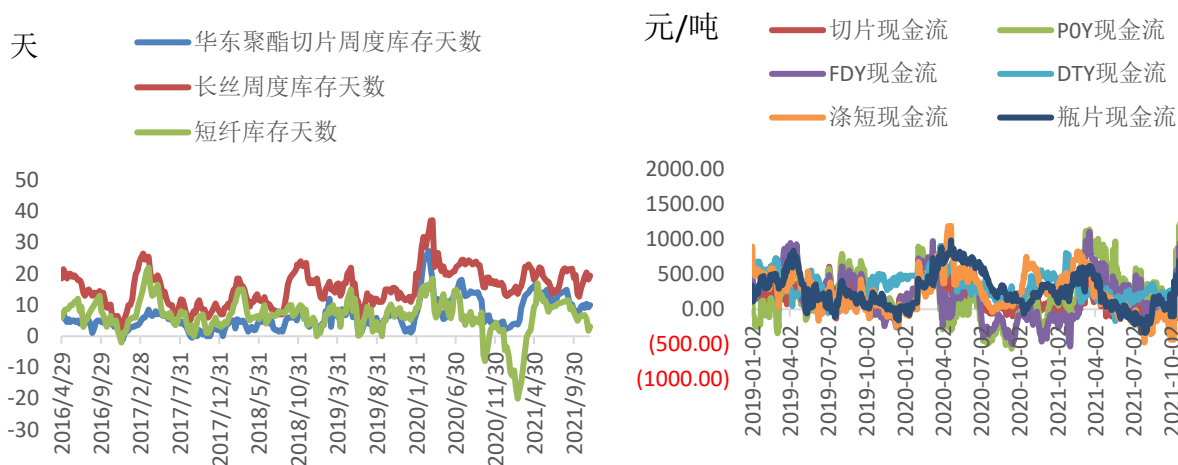
截止 2021 年 12 月初，聚酯产能 6641 万吨，较 2020 年增加 442 万吨，同比增速 7%，聚酯产能增速维持近两年水平。2021 年聚酯负荷整体维持较高水平，接近 9 成，平均负荷较 2020 年及 2019 年均有所提高，但也受能耗双控以及行业累库压力主流聚酯企业联合减产影响，预计年内聚酯产量 5750 万吨左右，同比增加 9%。展望 2022 年，聚酯产能投放延续，前期项目延期以及计划投放产能，共计划投放产能约 600 多万吨，计划产能较这两年投放产能要多，但一方面能耗双控政策影响仍在，产能投放节奏仍有较大不确定性；另一方面，终端存压力，PTA 企业抵抗低现金流频繁，聚酯现金流存压缩可能，从而引发聚酯降负去库，聚酯负荷或有所回落。预计 2022 年聚酯产量 6200 万吨，增速较往年略有放缓。

图表 14：聚酯产能、产量及开工率



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图表 15：聚酯库存及现金流

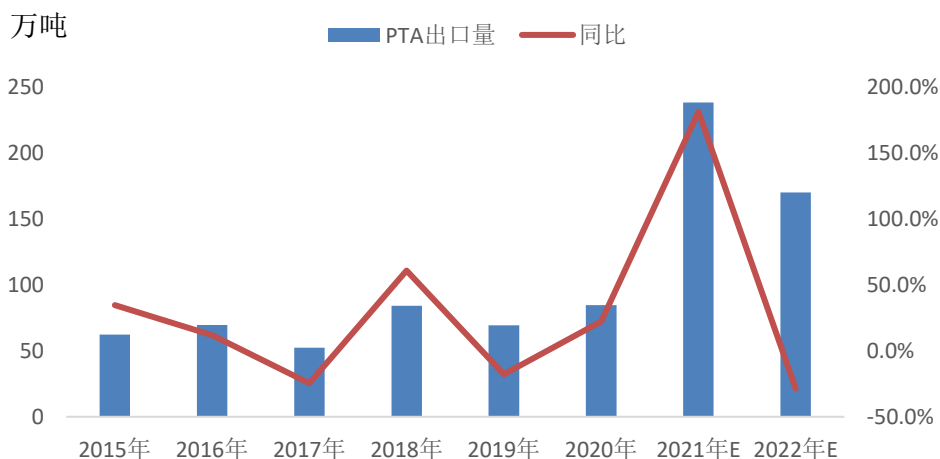


数据来源：Wind，卓创资讯，兴证期货研发部

2. PTA 出口仍是化解产能过剩关注的重要指标

2021 年 1-10 月 PTA 出口量 203.29 万吨，同比增加 233%，预计 2021 年进口量 238 万吨，同比增加 181.1%。受寒潮影响，海外石化装置受影响，二季度 PTA 出口量增加明显，此后多次出口窗口打开，全年出口量攀升。展望 2022 年，随着海外装置恢复，较 2021 年高出口量增速或有所放缓，但出口窗口预期仍存，仍将保持较高的出口绝对量。PTA 出口量仍是化解国内产能过剩需要关注的重要指标。

图表 16：PTA 出口量

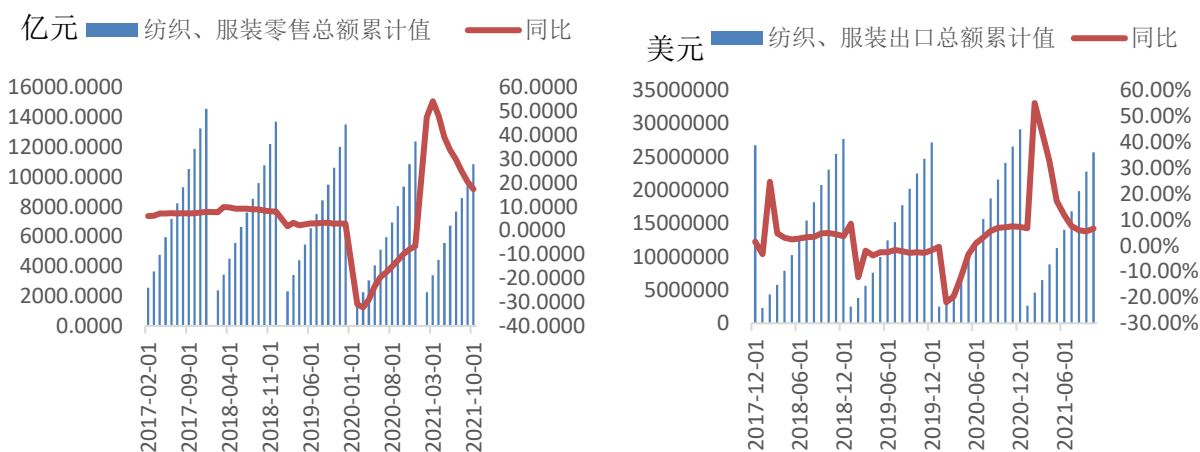


数据来源：Wind，卓创资讯，兴证期货研发部

3. 经济下行 终端消费压力凸显

从终端的纺织服装零售总额来看，2021年1-10月份纺织、服装零售总额10861.3亿元，同比增加17.4%，主要是受疫情影响，2020年低基数，同比增加，较2019年仅增加2%左右，内需恢复相对较弱。2021年1-10月份纺织、服装出口总额2565.3亿美元，同比增加6.6%，较2019年同期增加14%，主要是一方面，国内疫情防控较好，生产有序恢复，部分替代海外的生产产能；另一方面，去年5月以来人民币持续升值，也使得出口总额有所增加。展望2022年，国内经济增速下行压力不断加大，终端纺织服装消费增速或受限制。随着海外产能复苏，国内出口增速也将放缓。总体国内终端消费压力将有所凸显。

图表 17：纺织、服装国内消费及出口总额



数据来源：Wind，兴证期货研发部

六. 库存：聚酯原料供过于求 存累库压力

1. PTA 存累库预期

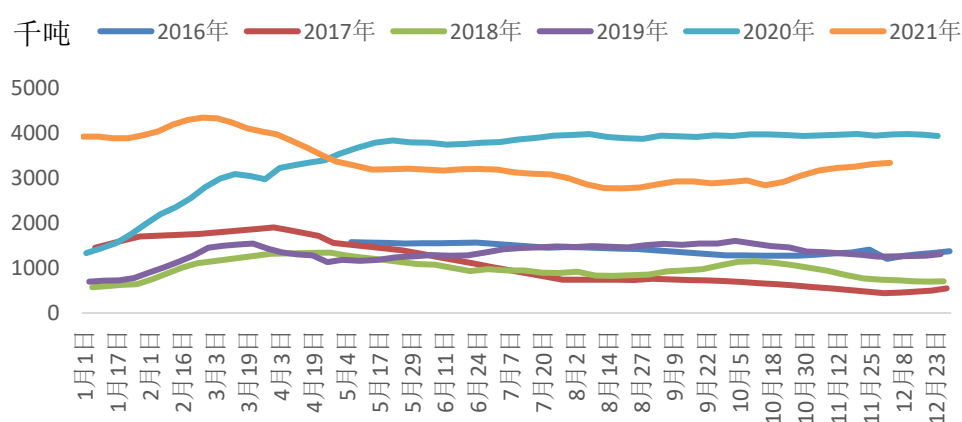
截止2021年12月初，PTA社会库存334.4万吨，较去年末减少59.7万吨。从我们预估的平衡表来看，预计2021年供应缺口56万吨左右，与资讯统计社会库存去库相呼应。聚酯产能延续释放，PTA装置抵抗低加工费增多，装置负荷受影响，2021年呈现小幅去库。展望2022年，PTA供需两端产能扩张延续，但投产计划可能受能耗双控影响，从我们估算的平衡表，预计重新步入小幅过剩，存累库压力。

图表 18: PTA 供需平衡表

	PTA 产量	出口量	进口量	消费量	供需平衡
2016 年	3232	70	50	3345	-132
2017 年	3586	52	54	3654	-66
2018 年	4090	84	77	4058	25
2019 年	4490	69	102	4441	82
2020 年	4975	85	62	4653	299
2021 年 E	5280	238	26	5124	-56
2022 年 E	5760	170	10	5501	99

数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图表 19: PTA 社会库存



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

2. 乙二醇供应仍过剩

2021 年乙二醇延续投产, 但能耗双控以及煤炭供应紧张, 煤制装置开工受影响, 乙二醇供应过剩收窄至 70 万吨左右。截止 2021 年 12 月初, 华东港口库存 60.56 万吨, 较去年年末下降 9.83 万吨, 主要是今年乙二醇进口缩量明显。展望 2022 年, 考虑延后投产的产能, 2022 年乙二醇计划产能较大, 若按投产推进, 国内乙二醇产量将进一步释放, 乙二醇过剩或进一步放大, 当然装置投产存在较大不确定性, 以及国内产能投放也可能压缩进口量, 从而缓解供应过剩的压力。

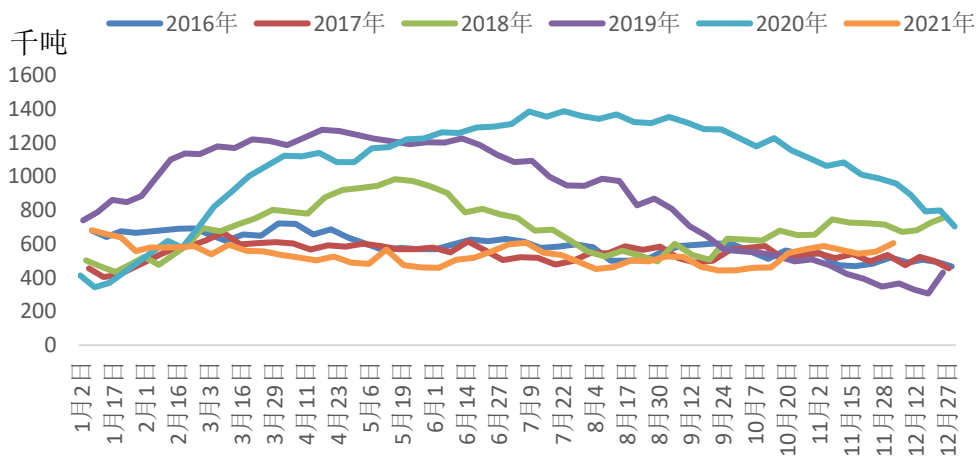
图表 20: 乙二醇供需平衡表

	乙二醇产量	进口量	出口量	需求量	供给过剩
2016 年	502	757	2	1289	-32
2017 年	572	875	2	1397	48
2018 年	669	980	0	1556	93
2019 年	747	995	1	1709	32
2020 年	881	1055	6	1795	135

2021 年 E	1214	828	16	1953	73
2022 年 E	1600	850	10	2108	332

数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图表 21：乙二醇港口库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

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。本报告清晰准确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。