

本轮化工驱动 PTA 为何表现不抢眼

2024 年 5 月 24 日 星期五

内容提要

兴证期货·研究咨询部

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

吴森宇

从业资格编号: F03121615

俞秉甫

从业资格编号: F03123867

联系人

王其强

邮箱: wangqq@xzfutures.com

● 我们的观点

这一轮化工补涨，PTA 驱动不强，首先，前期受原油回落压制，PTA 阶段性深蹲，PTA 多头氛围不强；其次，原油低位盘整，PX 供需偏弱，PX 让利，PTA 加工差尚可，PTA 估值不低；再次，PTA 需求端主要在聚酯，地产等相关政策，给予 PTA 需求修复想象空间不足，反而近期聚酯因效益问题加码减产，需求驱动不足；最后，虽然当下供应低位，但装置重启预期较强，后期随着装置重启，PTA 将逐步从去库存转累库。

展望后市，从成本端来看，近期美国商业原油库存增加，市场对需求走弱忧虑攀升，原油有所承压，不多当前价位下，OPEC+6 月会议进一步延长减产可能性攀升，原油下方存在一定支撑，此外需要关注美国出行旺季来临，成品油需求回升，芳烃调油需求亦有可能对 PX 带来一定支撑。从供需面来看，近期装置检修较多，但 6 月装置重启预期较强，供应回升预期明显，需求端聚酯亦有进一步降负可能，终端负反馈将攀升，PTA 将逐步从去库转累库，供需面对 PTA 存在一定压力。因此，宏观环境偏暖，成本存支撑，供需承压，多方博弈下，PTA 偏向震荡。

- **风险提示**

OPEC+会议引发原油大幅波动及宏观政策超预期。

报告目录

一. PTA 近期走势特征.....	4
二. PTA 表现不抢眼的核心因素	5
1. 成本驱动不强 估值中等偏高	5
2. 需求想象空间不足.....	6
3. 当下 PTA 装置检修较多 后期重启预期较强	7
4. 当下 PTA 去库格局 后期逐步转累库.....	8
三. 总结与展望	9

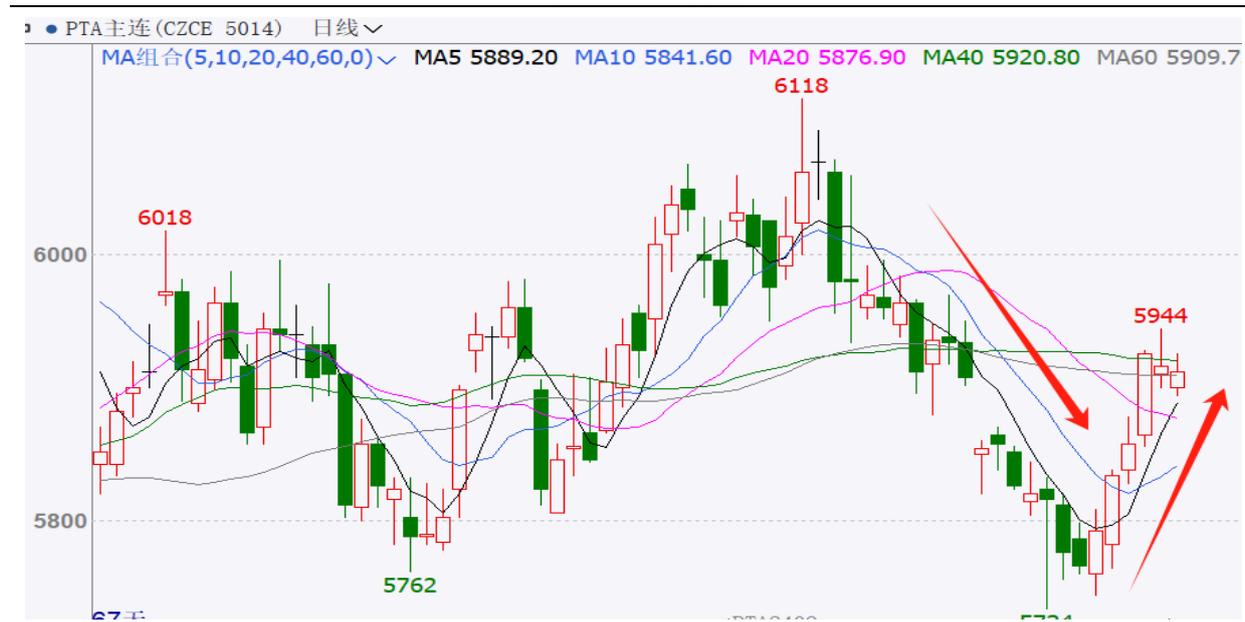
图表目录

图表 1: PTA 走势	4
图表 2: PTA 加工差.....	4
图表 3: 美国原油商业库存.....	5
图表 4: PX 负荷.....	6
图表 5: PTA 加工差.....	6
图表 6: 聚酯现金流.....	7
图表 7: 聚酯负荷及江浙织机开工.....	7
图表 8: PTA 装置负荷.....	8
图表 9: PTA 社会库存.....	8

一. PTA 近期走势特征

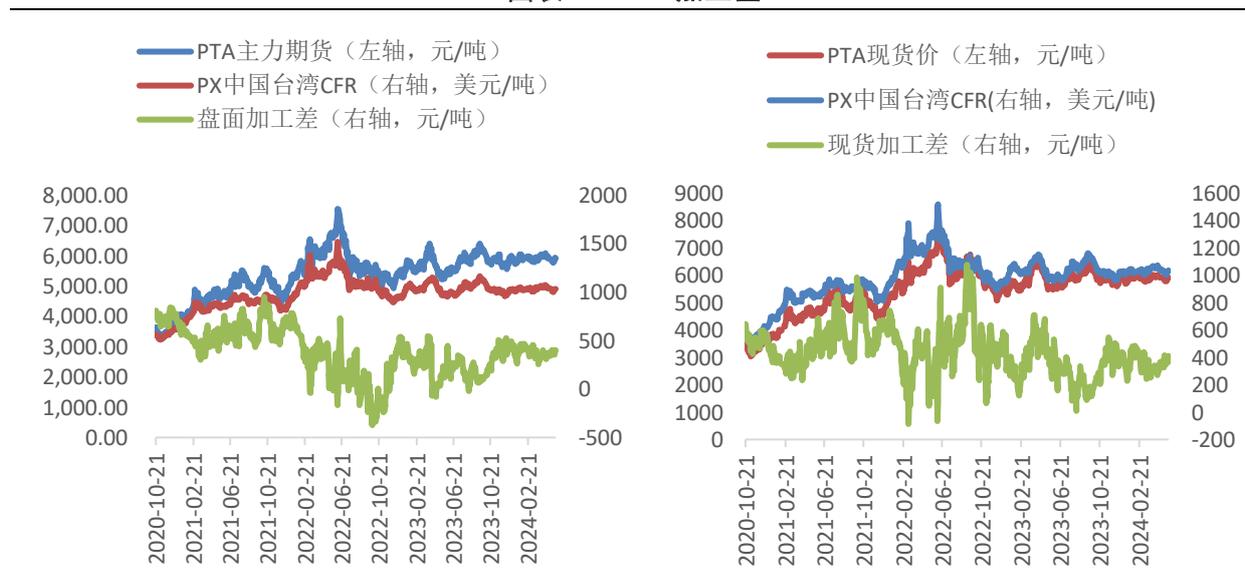
本轮化工驱动，PTA 表现不抢眼。PTA 4 月中旬跟随原油从高位回调最低至 5734 元/吨，跌幅近 7%，从本身供需其实存在支撑，PTA 装置负荷低位，聚酯负荷高位，PTA 处于去库状态。绝对价格下跌，主要缘于成本压制，一方面原油高位承压回调，另一方面 PX 供需偏弱。虽然绝对价格下跌，但 PTA 供需面尚可，以及 PX 让利，PTA 加工差处于相对偏强。近期国内地产多重利好政策释放下，PVC、聚丙烯等化工品大幅上涨，虽然 PTA 受宏观氛围带动亦从底部有所反弹，但力度较其它化工品较为有限。

图表 1: PTA 走势



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

图表 2: PTA 加工差



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

二. PTA 表现不抢眼的核心因素

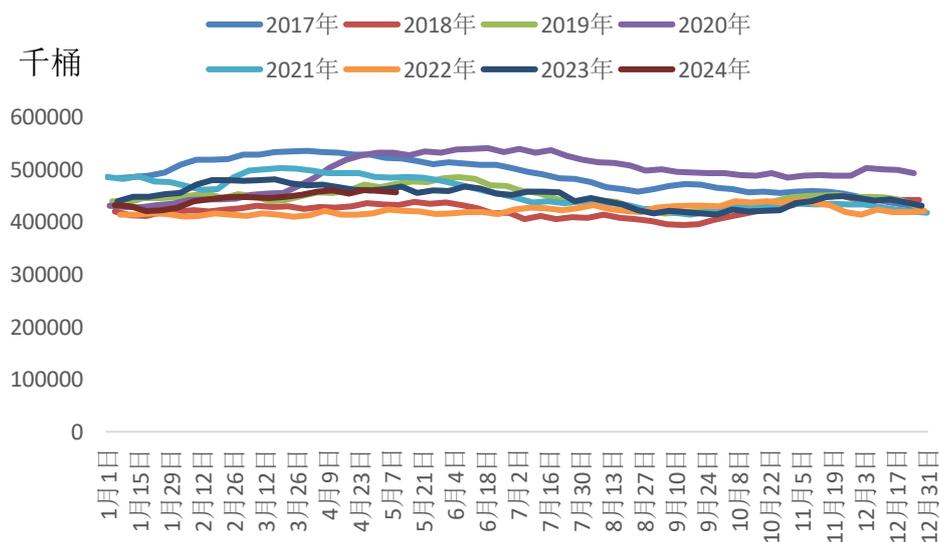
这一波化工品走强，PTA 表现不抢眼，我们认为核心因素主要在以下几方面：1、原油低位震荡，叠加 PX 表现偏弱，成本驱动不强，PX 让利下，PTA 加工差尚可，PTA 估值中等偏高水平；2、本轮核心驱动在于地产重磅政策释放，带来化工品需求修复预期，PTA 主要需求在聚酯，属于纺织服装，与地产关联度不及 PVC 等化工品，且近期聚酯企业现金流忧虑，加码减产；3、虽然供应端装置检修较多，但 6 月重启预期较强，驱动不强。

1. 成本驱动不强 估值中等偏高

成本驱动不强。这一轮化工品向上驱动核心因素不在成本端，PTA 的成本驱动亦不强，一方面美国原油库存 5 月初累库明显，引发市场对需求走弱忧虑，叠加中东局势及俄乌局势未进一步发酵，地缘溢价下降，原油高位承压回调；另一方面，直接成本 PX 供需面亦较为疲软，供应端前期检修装置重启，装置负荷一度回升至 8 成附近，而 PTA 装置负荷一直处于低位，叠加今年芳烃调油逻辑带来的支撑有限，PX 去库不顺畅，直接成本对 PTA 的驱动有限。

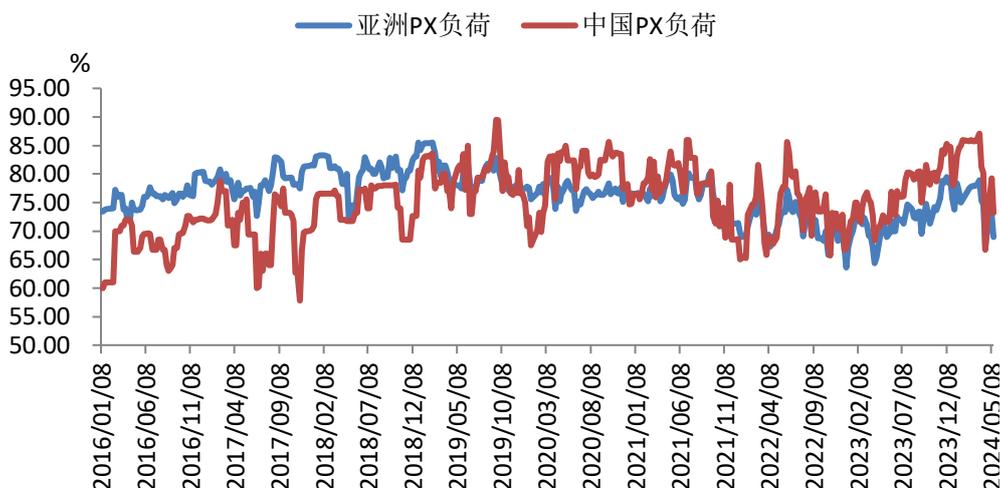
PX 让利下，PTA 加工费尚可，目前 PTA 加工费 400 元/吨附近，今年至今平均加工费 352 元/吨，2023 年平均加工费 337 元/吨。因此，从 PTA 加工费来看，当前加工费处于中等偏高水平，PTA 估值不低。

图表 3：美国原油商业库存



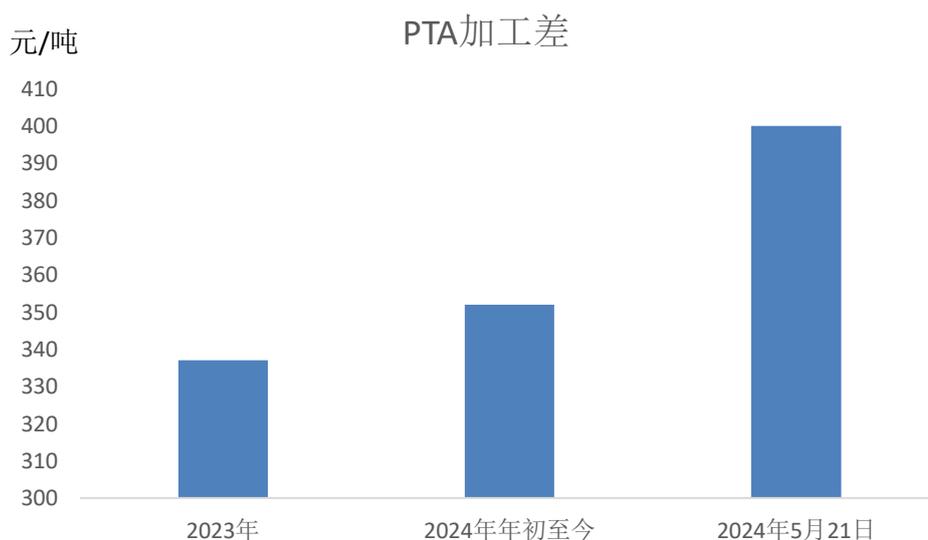
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 4: PX 负荷



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 5: PTA 加工差



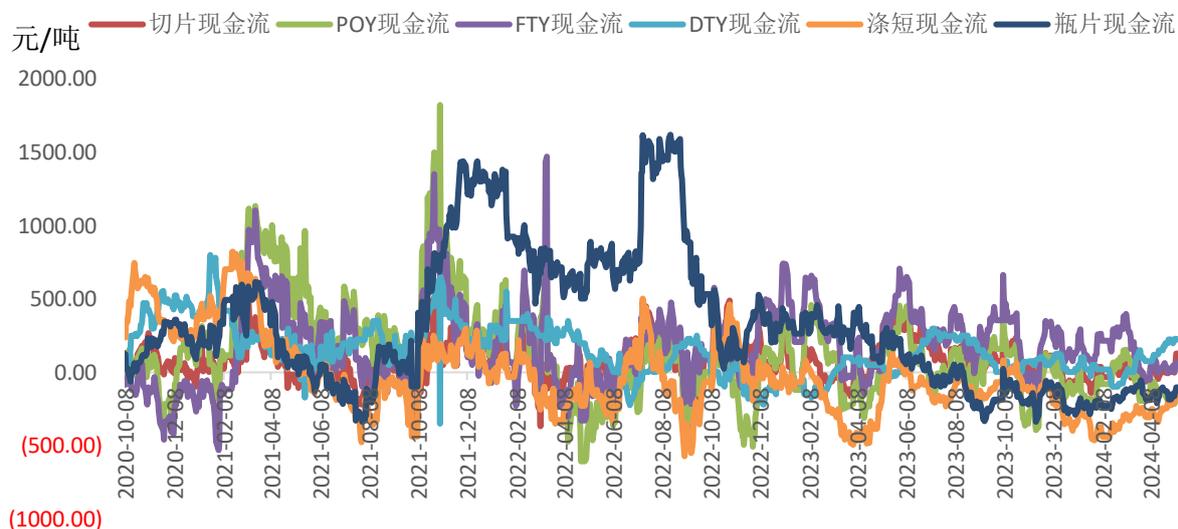
数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

2. 需求想象空间不足

PTA 需求端在聚酯，政策给予需求想象空间不足。PTA 需求主要在聚酯上，终端为纺织服装行业，与地产关联度不高，市场对政策带来的 PTA 需求修复预期不高。3 月份以来长丝库存一直处于高位，库存去化一直不理想，企业只能以价换量，通过促销降价的形式，以期完成去库，长丝中 POY 亏损逐步放大至 400 元/吨，聚酯企业通过减产修复聚酯现金流的呼声攀升。先有 4 月底 5 月初杭州萧山长丝大厂 60 万吨装置计划停车及 160 万吨装置技改停车，聚酯负荷跌破 9 成，在此基础上，5 月中旬桐乡及江苏主流聚酯企业追加 10% 减产幅度，聚酯负荷跌至 88%。截

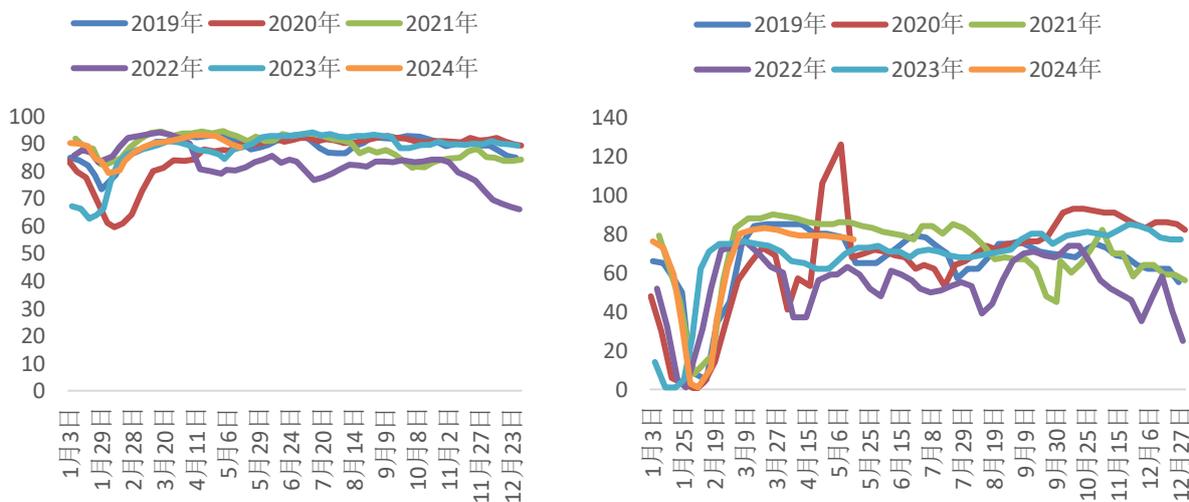
截止目前聚酯负荷 88.7%，江浙织机开工亦有所下滑，终端负反馈攀升，后期终端又将步入淡季，需求驱动不足。因此，PTA 面临弱现实及弱预期的窘境，政策给予需求修复空间不足。

图表 6：聚酯现金流



数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

图表 7：聚酯负荷及江浙织机开工



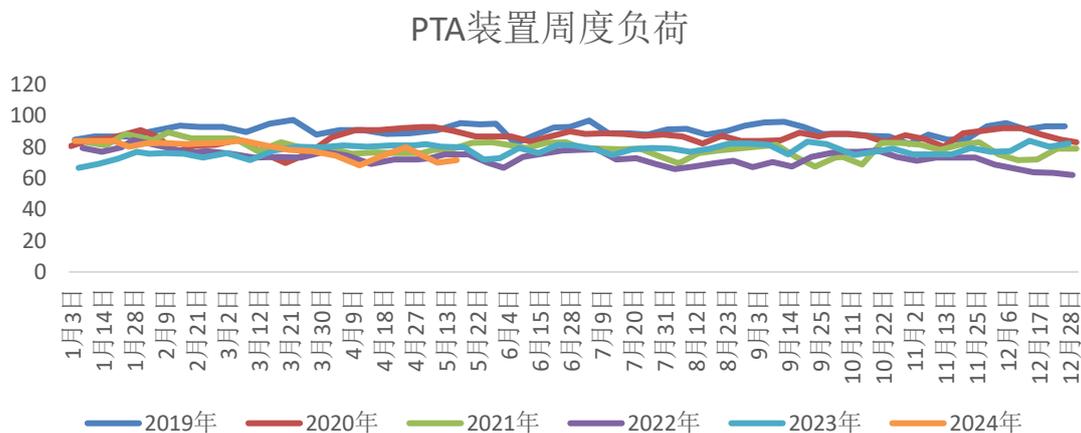
数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

3. 当下 PTA 装置检修较多 后期重启预期较强

PTA 装置检修较多，装置负荷低位，不过后期重启预期较强。4 月以来 PTA 装置进入年度传统季节性检修季，装置负荷一度跌破 7 成，4 月装置平均开工率 74%，较 3 月下降 6 个百分点，装置负荷处于较低水平。截止 5 月 23 日国内装置负荷 72.1%，仍处于较低水平，检修装置仍较多，主要包括逸盛新材料 360 万吨、逸盛宁波 200 万吨、恒力大连 1#220 万吨、四川能投 100 万吨、山东威廉 250 万吨装置。逸盛新材料 360 万吨及山东威廉 250 万吨装置较为明确 6 月将

重启，四川能投 100 万吨及恒力大连 220 万吨装置 6 月亦有重启预期，除了长停装置，前置检修装置 6 月重启预期较高，当然恒力惠州恒力 1 线 250 万吨计划 6 月中旬检修，总体装置重启较多，6 月国内装置负荷将明显回升。

图表 8: PTA 装置负荷

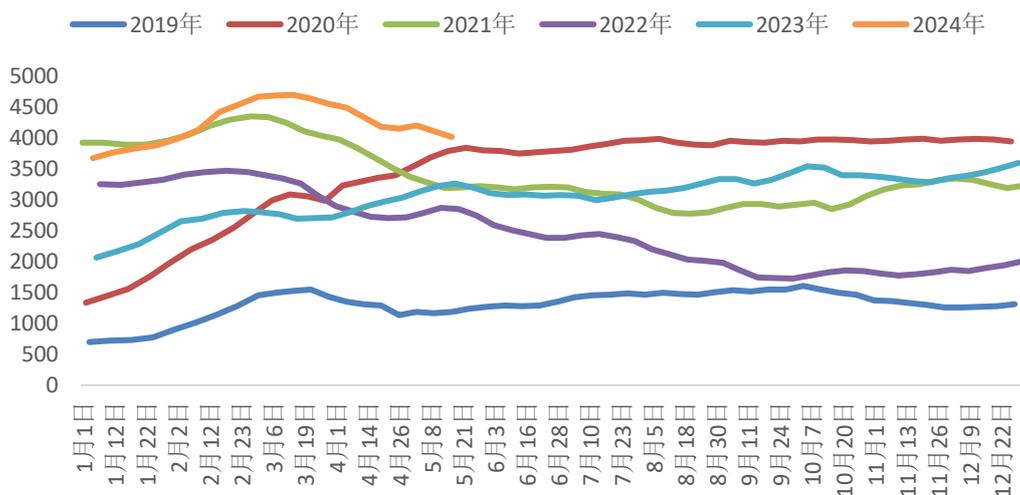


数据来源: CCF, 兴证期货研究咨询部

4. 当下 PTA 去库格局 后期逐步转累库

当下 PTA 仍处于去库格局，6 月预计转累库。当下 PTA 装置负荷低位，供应收缩，聚酯降负较为温和，PTA 仍处于去库。截止 5 月 17 日，PTA 社会库存 401.9 万吨，较年初高点下降 60 万吨左右，6 月随着 PTA 装置重启，供应回升，以及聚酯降负进一步攀升，PTA 预计逐步进入累库。

图表 9: PTA 社会库存



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

三. 总结与展望

综上，这一轮化工补涨，PTA 驱动不强，首先，前期受原油回落压制，PTA 阶段性深蹲，PTA 多头氛围不强；其次，原油低位盘整，PX 供需偏弱，PX 让利，PTA 加工差尚可，PTA 估值不低；再次，PTA 需求端主要在聚酯，地产等相关政策，给予 PTA 需求修复想象空间不足，反而近期聚酯因效益问题加码减产，需求驱动不足；最后，虽然当下供应低位，但装置重启预期较强，后期随着装置重启，PTA 将逐步从去库存转累库。

展望后市，从成本端来看，近期美国商业原油库存增加，市场对需求走弱忧虑攀升，原油有所承压，不多当前价位下，OPEC+6 月会议进一步延长减产可能性攀升，原油下方存在一定支撑，此外需要关注美国出行旺季来临，成品油需求回升，芳烃调油需求亦有可能对 PX 带来一定支撑。从供需面来看，近期装置检修较多，但 6 月装置重启预期较强，供应回升预期明显，需求端聚酯亦有进一步降负可能，终端负反馈将攀升，PTA 将逐步从去库转累库，供需面对 PTA 存在一定压力。因此，宏观环境偏暖，成本存支撑，供需承压，多方博弈下，PTA 偏向震荡。

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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。