

PTA 成本端会获得较强支撑

<http://www.qhdb.com.cn/Newspaper/Show.aspx?id=185692>

东吴期货 王广前

国庆节后,在原油以及煤炭市场联袂大涨的带动下,国内多数化工品价格创出年内新高,PTA 期货市场中的产业资金与投机资金博弈明显。近期,受原油大跌拖累,PTA 期货价格大幅回撤,市场悲观预期升温,但我们认为不宜过度看空。

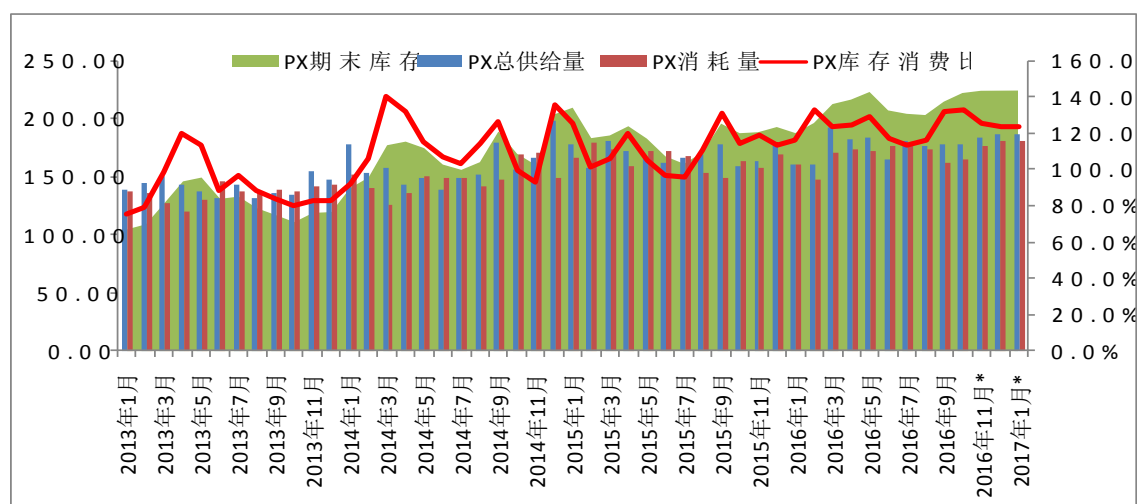
产油国增产促油价下跌,关注月底 OPEC 冻产协议

9 月 30 日, OPEC 达成了 8 年来首个冻产协议, 协议中规定 OPEC 产油国将把原油产量冻结在 3250 万—3300 万桶/日水平, 较该组织 9 月 3339.4 万桶/日的产量水平减少 39 万—89 万桶/日。但最新数据显示, 10 月 OPEC 原油产量仍在继续增加, 且俄罗斯 10 月原油产量也连续第二月创出记录新高, OPEC 与俄罗斯达成的冻产协议有瓦解嫌疑, 这促使国际油价自 10 月下旬以来连续下跌。我们认为本轮油价下跌正好可以促使 OPEC 产油国在 11 月 30 日召开的维也纳大会上达成可操作性的冻减产协议, 而一旦达成具体协议, 国际原油价格可能会见底回升。退一步讲, 即便达不成协议, 国际油价回落至 40 美元/桶下方的可能性也较小, 因为油价过低, 美国会减少原油产量。而经过 9—10 月的增产后, OPEC 产油国继续增产的空间亦不大。今年拉尼娜出现的概率较大, 届时北半球出现极寒天气会带动以原油为代表的能源需求增加, 随着原油市场供需再平衡步伐的推进, 国际油价中期有望呈现探底回升走势。

PX 生产利润挤压至 50 美元/吨一线,后期有望探底回升

今年三季度, 亚洲 PX 装置检修力度不及上半年, 外加长期停车的新加坡裕廊芳烃 80 万吨装置于 7 月 4 日重启, 以及 PTA 工厂自 9 月开始停产检修力度加大进而减少了 PX 的当季消耗量, PX 供需面逐步宽松, 这使得石脑油生产 PX 利润从接近 150 美元/吨下滑至 11 月初的 50 美元/吨附近, 可以说三季度在大宗商品整体强势的环境下, 唯独 PTA 偏弱, 其主要原因便是直接原料 PX 的供大于求对 PTA 产生了向下成本拖累。截至 10 月底, 预计国内 PX 社会库存量增加至 210 万吨, 库存消费比回升至 129%。

图 1: PX 社会库存 (万吨) 及库存消费比 (%)



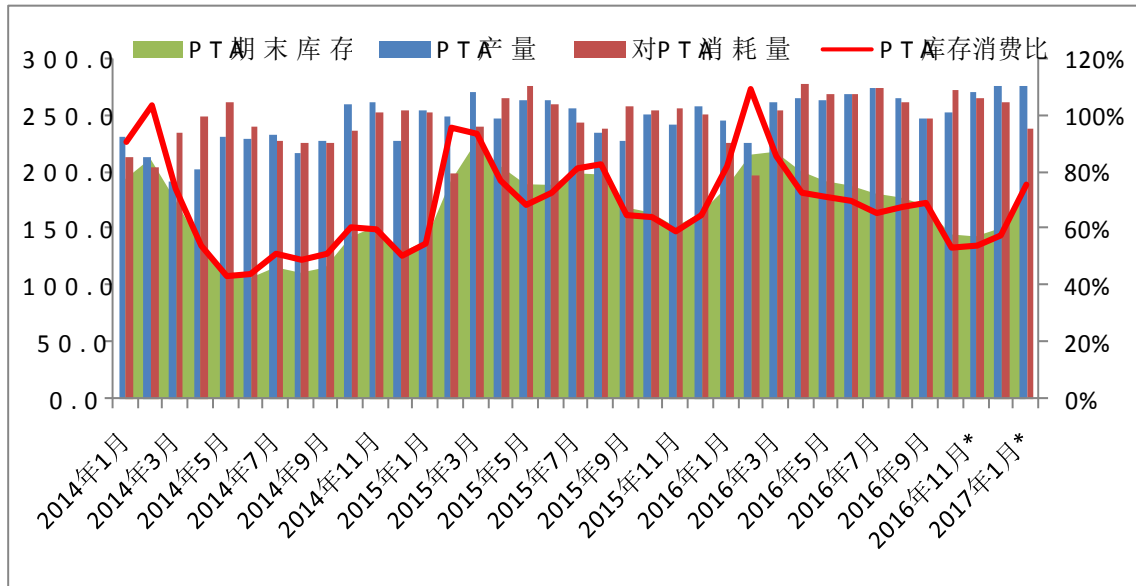
目前来看, 亚洲仍有韩国仁川 SK 化学、韩国 SK-JX 蔚山、日本吉恩日矿、科威特 KPPC 累计 360 万吨 PX 产能相继停车检修, 而随着 PX 检修装置重启, 供应量会缓慢增加, 不过 11—12 月 PTA 工厂开工回升力度更大, 届时 PX 库存消费比会环比下滑。目前 PX 端的生产利润挤压至 50 美元/吨一线, 已经接近去年下半年的均值水平, 预计年内 PX 生产利润继续挤压空间有限, 后期有望跟随原油端探底回升。

PTA 装置开工率提升，翔鹭年内开车可能性较小

PTA 工厂经过上半年的持续高负荷生产后，9—10 月迎来了年度最大力度的停车检修操作，其中恒力两套 220 万吨 PTA 装置相继检修，逸盛大连 220 万吨装置亦于国庆节后停车检修，其大连另一套 375 万吨装置原计划 10 月底检修，但因 PTA 加工费出现了一定程度的回升，其选择推迟检修继续生产，PTA 工厂开工率回升至 73% 附近。不过，由于该装置长时间未检修，未来其能否一直稳定运行未知。

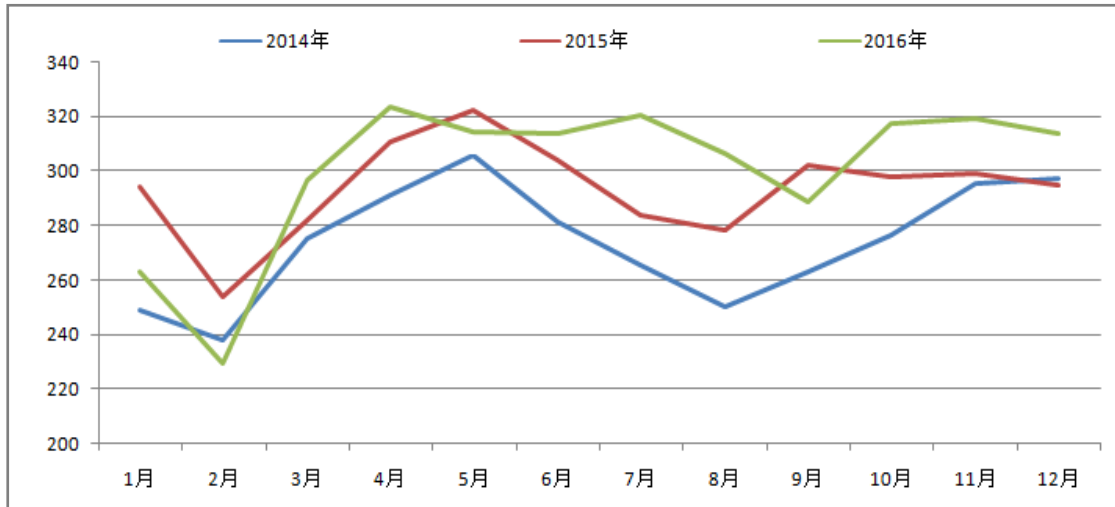
目前，PTA 工厂即时生产现金流在 500 元/吨，处在年内中等略偏上水平，但这尚不足以刺激 60 万吨左右的 PTA 闲置产能复产，预计国内 PTA 工厂开工率最高提升至 75% 已是极限。至于市场一直炒作的翔鹭 450 万吨 PTA 产能重启，我们分析年内重启的可能性较小。一是 9—10 月逸盛和恒力 PTA 工厂接连大规模停车检修，应该是吃准了竞争对手翔鹭年内开车的可能性较小。二是翔鹭上游腾龙芳烃 160 万吨 PX 装置至少要到明年开车，因此翔鹭 450 万吨 PTA 装置年内开车需要提前从市场上备原料 PX，而翔鹭基本没有备料，这意味着该装置年内开车重启的概率较小。

图 2：PTA 社会库存（万吨）及库存消费比（%）



下游聚酯生产指标良好，PTA 需求较为乐观

图 3：聚酯月度产量走势图（万吨）



截至 11 月 4 日，江浙织机开工率小幅下滑至 79%，但仍明显高于去年同期 73% 水平。终端纺织服装需求虽然算不上特别强劲，但上半年房地产复苏带动的家纺以及 G20 峰会影

响到的滞后需求在四季度会有所释放。外加上人民币贬值背景下的欧美圣诞订单需求等因素，四季度聚酯需求将明显好于去年同期。

从聚酯生产利润和库存水平来看，截至 10 月 28 日，聚酯环节平均生产利润在 100 元/吨，产成品库存水平为 10 天，聚酯生产经营指标均好于去年同期，预计聚酯工厂产量将维持在高位，对应 PTA 的刚性消耗量也会好于预期。而目前 PTA 上下游生产经营依然处于前期通缩阴影下的谨慎操作状态，考虑到宏观经济企稳预期较强，四季度 PPI 数据大概率会好于预期，而若 PPI 数据持续转正带来中下游环节的集中补库存需求释放，PTA 四季度后半段需求会比较乐观。

四季度后半段库存增加压力并不大，PTA 期货不宜过度看空

10 月下旬，PTA 期货大幅增仓，产业套保资金与投机资金博弈迹象明显，我们认为分析当前的 PTA 期货市场不能单纯从产业链解读，一定要放到整个大的商品市场运行背景下进行全局性的分析与探讨。一是人民币贬值以及中国经济阶段性企稳背景下的产业外资金对大宗商品的配置行情，且场外资金实力非同小觑，对大宗商品行情有一定的溢价作用。今年以来，大宗商品普遍强势上涨，有的商品基本面相当强势，供应存在较大缺口，投机资金和部分产业链资金一起做多，出现大涨行情，如动力煤、焦煤、焦炭。有的商品基本面供需相对平衡或者紧平衡，价格也出现了巨幅拉升，如塑料和 PP，铁矿石和螺纹钢。也有的商品基本面供应相对宽松，甚至严重过剩，此时投机资金做多就会遇到强势的产业资金对垒，最终价格大幅下跌，如沥青。

二是就 PTA 基本面来看，原油价格回调空间有限叠加 PX 挤压利润近尾声，后期 PTA 成本端会获得较强支撑。从供应端来看，在经过了长达半年的去库存后，PTA 社会绝对库存量偏低，从需求端来看，在聚酯生产经营指标均良好以及房地产和 G20 峰会带动的滞后需求释放下，后期需求将比较乐观，因此，四季度后半段 PTA 库存增加的压力并不大。

总之，从当前大宗商品的强势氛围以及 PTA 后期基本面情况来看，PTA 成本端回落空间不大，而社会库存偏低，一旦现金流被挤压至一定水平，逸盛大连长期未检修的 375 万吨产能可能顺势检修，后期 PTA 库存增加幅度有限，对应 PTA 期货不宜过度看空。