

聚酯：道阻且长

国投安信期货 2021 年度策略报告

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1. 大炼化与大投产 3

1.1.PX 风光不再 3

1.1.1. 大投产导致大产出 4

1.1.2. PX 大投产的未来预期 4

1.2 PTA 又见过剩 5

1.2.1 库存与加工费的背离 5

1.2.2 大投产还将继续 6

1.2.3 竞争与淘汰不可避免 7

1.3 MEG 难见起色 8

1.3.1 低油价冲击煤化工 9

1.3.2 疫情打乱进口节奏 12

1.3.3 高库存成常态 13

2. 聚酯产品表现差异 13

2.1 短纤春风依旧 13

2.1.1 低价增强替代性 14

2.1.2 供需格局良好 15

2.2 长丝消费萎缩 16

2.2.1 投机性库存是不确定因素之一 17

2.2.2 终端消费是不确定因素之二 18

3.总结及策略推荐 18

庞春艳

高级分析师

从业资格证号：F3011557

投资咨询号：Z0011355

个人简介：

庞春艳 硕士，商品期货研究员。2009 年至今从事商品期货研究，主要负责聚酯产业链板块的研究，善于从基本面角度把握行情趋势行情，曾在期货日报、中国证券报、文华财经及和讯网等专业媒体发表大量商品研究报告，长期接受期货日报、中证报等专业财经媒体记者的采访。郑州商品交易所“PTA 资深高级分析师”，期货日报“最佳工业品分析师”。

摘要

聚酯上游原料处于产能投放高峰期, PX、PTA 及 MEG 均面临大量新产能投产的压力。PX 和 MEG 国产量持续提升, 进口依存度将下降, 但进口量还将维持在比较高的水平, 行业库存压力依旧较大, 利润维持低位; PTA 过剩加剧, 落后产能的淘汰在所难免。短纤期货供需维持较为健康的格局, 但 2021 年底压力将逐渐上升。

PTA:

2021 年高库存压力恐难缓解, 投机性库存也将随着价格的反弹流向市场, 新装置加工成本大幅下降, PTA 压力继续上升。价格重心可能跟随原油走高, 但涨幅相对落后, 加工费有压缩空间, 行业落后产能淘汰在所难免, 继续作为空头配置。二季度之前有 840 万吨新产能计划投产, 因此 5 月合约将承压; PTA 巨大的现货库存转为期货仓单, 9 月仓单集中注销将再度冲击市场, 月间推荐 TA 正套策略。

MEG:

进口和国产双双保持增长的可能性较大, 2020 年上半年有消费严重萎缩的因素, 但 2021 年消费表现会好于上年同期, 因此 2021 年库存可能会缓慢回升; 国内几套煤化工装置年初试车, 一季度末甚至二季度量产的可能性大, 而两套大型炼厂配套装置在 3 月试车后, 二季度出产品将对市场有明显冲击。下半年国内消费旺季叠加国外检修集中, 库存压力或缓解。因此 MEG 长线偏空思路, 月间可考虑卖 5 买 9。9 月份 PTA 和 MEG 市场的供应分歧, 因此或有买 EG 空 TA 的阶段性机会。

短纤:

短纤在明年年底之前无新增产能压力, 供需维持偏紧格局, 价格弹性较大, 主要与消费端有关, 因此行业淡季加工差可能会压缩, 但订单转好时可逢低做多短纤加工差。

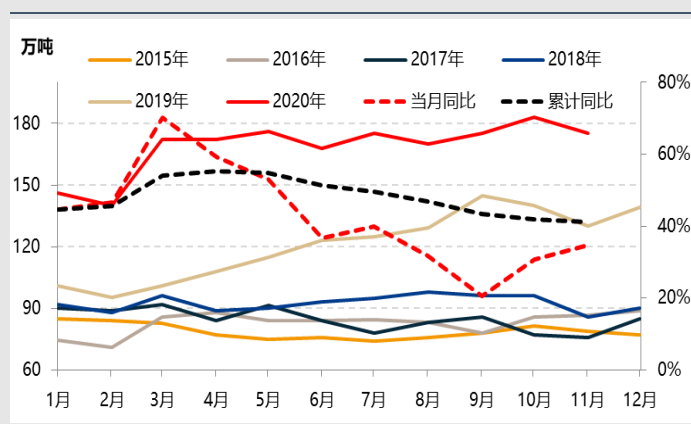
1. 大炼化与大投产

近几年民营大炼化集中规划，国内形成了大连长兴岛、山东裕龙岛、河北曹妃甸、江苏连云港、浙江宁波、上海漕泾、广东惠州和福建漳州古雷八大石化产业基地；新型炼厂产品偏向化工，以芳烃为主，实现了炼厂至纺织印染的一体化路线；新型炼厂配套的芳烃装置规模较大，400万吨以上的PX装置出现。整体看，此轮大炼化发展具有基地化、一体化、规模化和降油增化的明显特点。对聚酯市场来说，最主要的影响是大幅增加了原料PX的供应，降低了成本，进口依存度也将逐年下降。

1.1. PX 风光不再

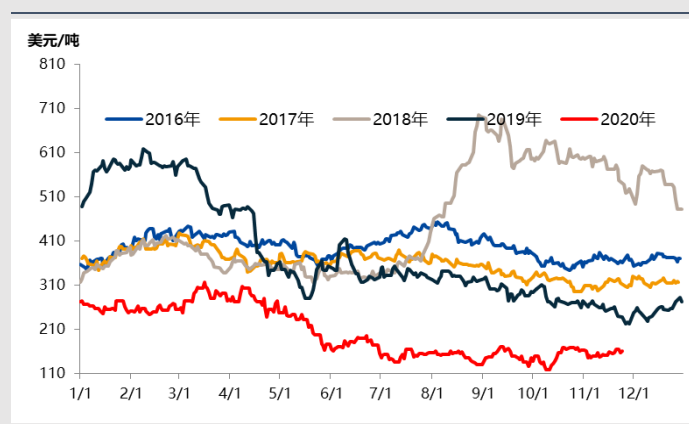
2018年下半年至2019年初，下游聚酯市场景气度回升，但国内PX新产能尚未投产，供需阶段性错配，PX-石脑油价差徘徊在600美元/吨一线，PX成为产业链的利润“高地”。随着恒力石化PX装置的投产，PX-石脑油价差回落至300美元/吨的附近合理区间内。2019年中石化、浙石化及恒逸文莱等几套PX装置的陆续投产，PX行业的利润继续走低，四季度PX-石脑油价差维持在300美元/吨以下。2020年5月份开始，PX-石脑油价差进一步压缩至200美元/吨以内，10月份最低跌破120美元/吨，远远低于传统装置的加工成本。

图 1：PX 月度产量



资料来源：CCF，国投安信期货

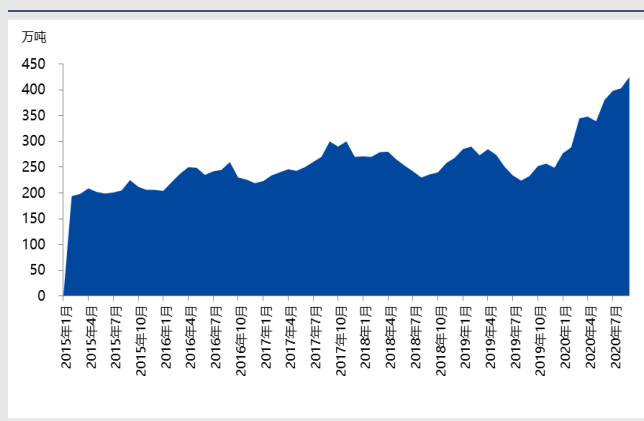
图 2：PX-石脑油价差



资料来源：iFinD，国投安信期货

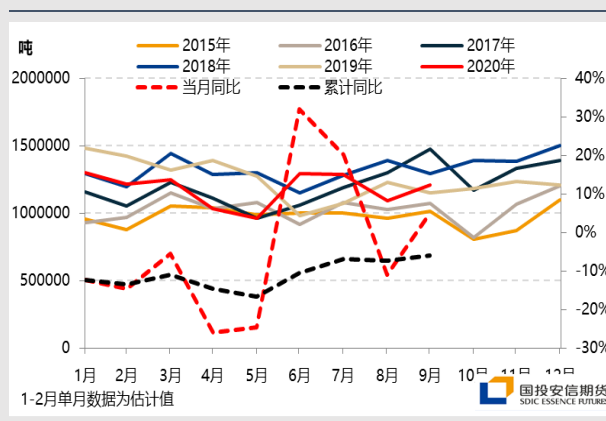
1.1.1. 大投产导致大产出

图 3: PX 社会库存



资料来源: CCF, 国投安信期货

图 4: PX 月度进口量



资料来源: iFinD, 海关总署, 国投安信期货

2019 年 PX 的大投产的结果是 2020 年的大产出。从 CCF 月度统计的 PX 产量数据看, 3 月份以来, 国内 PX 当月产量维持在 170 万吨以上, 10 月突破 180 万吨, 远远高于往年同期水平。国内的大产出一方面导致进口货受到挤压, 2020 年 PX 的月度进口量同比呈现下滑态势。另一方面, 造成了国内 PX 库存的持续上升, 根据 CCF 的月度供需估算, PX 社会库存在三季度已经突破 400 万吨。

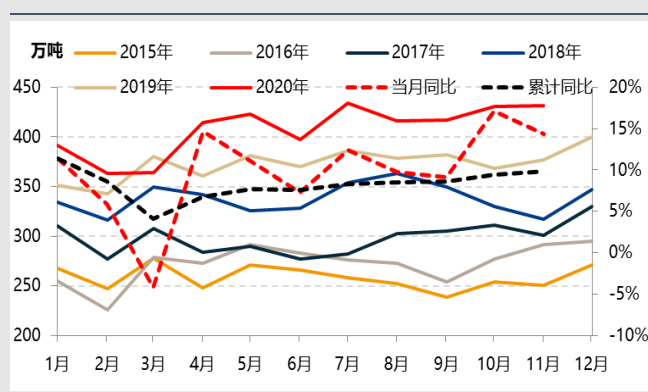
1.1.2. PX 大投产的未来预期

PX 装置的大规模投产导致了产品库存持续上升, 行业利润下滑, 进口量压缩。参考 PTA 行业的大投产过程, 3 年国内产能翻番, 供应从不足走向过剩, 超额利润被快速压缩, 进口依存度持续下降, 行业落后产能逐渐淘汰。2020 年利润大幅压缩, PX-石脑油价差长期维持在 200 美元/吨以下, 但日韩以外购石脑油为代表的短流程装置的加工费成本在 300 美元/吨左右, 预期短流程装置会率先承压, 后市高成本 PX 将逐渐退出中国市场。国内新投产的装置, 炼厂型为主, 一体化和规模化优势凸显, 因此在 PX-石脑油价差远远低于传统的价差水平的情况下, PX 装置依旧可以维持较高的开工率, 国内供应替代进口的趋势将延续。

1.2 PTA 又见过剩

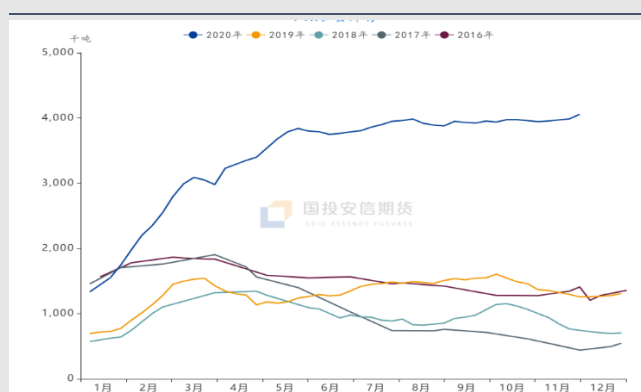
2019 年四季度，新凤鸣 220 万吨 PTA 新产能投产，2020 年初恒力 2 套共 500 万吨、中泰化学 120 万吨顺利投产，以上共计 840 万吨装置投产后，PTA 市场的供应明显增加。根据 CCF 的数据显示，4 月份开始，PTA 月度产量突破 400 万吨，最高达到 430 万吨以上。PTA 社会库存持续上升，年中达到近 400 万吨水平的高位，并持续居高难下。库存的居高不下，一方面是 PTA 产量大增的结果，另外也与需求端萎缩有关，需求面在后面将专门分析。

图 5：PTA 月度产量



资料来源：CCF，国投安信期货

图 6：PTA 社会库存



资料来源：卓创，国投安信期货

1.2.1 库存与加工费的背离

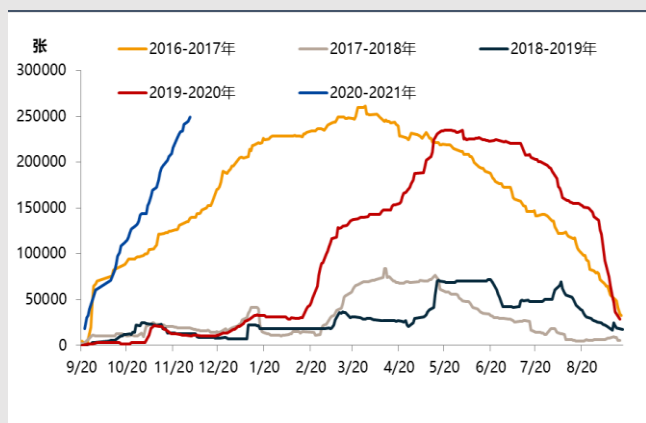
2020 年初，疫情冲击下，消费端持续低迷，但上游炼化及 PTA 等化工装置正常运行，叠加新产能投放的因素，PX 和 PTA 库存快速积压，2 月单月 PTA 累库近 120 万吨。3 月份之后，随着疫情控制局面好转，国内各地开始鼓励复工复产，下游聚酯开工率回升，PTA 累库放缓，但全年未见有效去库。根据卓创资讯统计的数据，PTA 社会库存在 400 万吨附近徘徊，但反观 PTA 加工费却没有因库存居高不下而被大幅压缩，全年处于 500 元/吨上下波动，除了福建佳龙（2019.8.2 停车）、蓬威石化 90 万吨（2020.3.10 停车）、天津石化 34 万吨（2020 年 4 月下停车）、汉邦石化 70 万吨（2020.5.10 停车）这几套装置外，其他装置能保持正常运行。总结原因有以下几点：

第一，上游原料 PX 同样面临库存高位的压力，但 PX 作为液体化工，其仓储压力比 PTA 更大，因此在成本大幅走低时，PTA 绝对价格降至低位，抄底资金介入导致 PTA 价格能相对原料坚挺，从而保持较理想的加工费。

第二，年内资金相对充裕，因此倾向于投资标准化程度比较高、耐储存的商品，PTA 在社会资金的参与下，企业库存压力明显缓解；

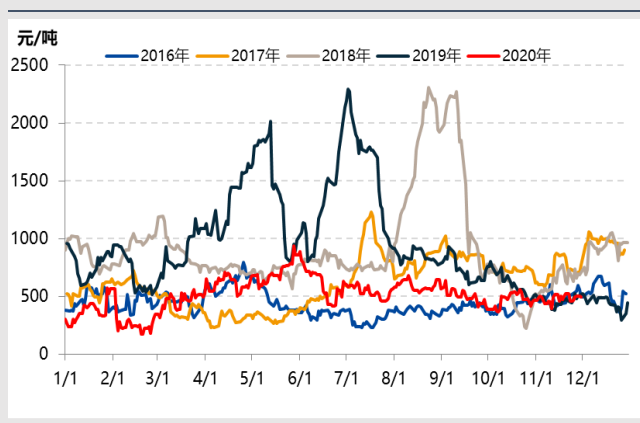
第三，企业借助 PTA 期货平台进行卖出套保，同时可以通过仓单抵押等方式释放资金，实现销售目标的同时缓解了资金压力。

图 7：PTA 期货仓单



资料来源：iFinD，国投安信期货

图 8：PTA 加工费



资料来源：iFinD，国投安信期货

1.2.2 大投产还将继续

2020 年在大投产期内，多种因素共同作用，PTA 实现了高产出，理想的加工费下，竞争压力并未体现。2021 年，PTA 依旧有新装置投产的计划，其中福建百宏 240 万吨及虹港石化 250 万吨装置在今年年底至明年年初投产的可能性较大，另外逸盛新材料 350 万吨一期也将在 2021 年一季度投产，逸盛二期 350 万吨计划在年中投产，以上几套装置共计超千万吨的产能在将在 2021 年初开始陆续形成供应压力，产能增速超 20%。另外，恒力石化计划在惠州建设 2 套 250 万吨新的 PTA 装置，2021 年底前后建成投产，届时国内 PTA 产能将突破 7000

万吨，年内产能增速将近 30%，远远超过下游需求的增速水平。2022 年后国内还将有超过千万吨的 PTA 新装置计划投产，还有近 1500 万吨的产能处于规划期，将在 2023 年后陆续建成投产。

表 1 2021-2023 年国内 PTA 计划产能

企业	产能（万吨）	所在地	投产计划
福建百宏	250	福建	2020 Q4
虹港石化（二期）	240	连云港	2021 Q1
逸盛新材料（一期）	350	宁波	2021 Q1
逸盛新材料（二期）	350	宁波	2021 Q3
恒力石化（惠州）	500	惠州	2022
山东威联化学	250	东营	2022
仪征	300	仪征	2023
台化	300	宁波	2023
嘉通能源	500	南通	2023-2025
合计	3040		

资料来源：CCF

综合来看，此轮新产能的投产特点鲜明，一是单套规模全部是 200 万吨以上，甚至出现 300 万吨以上的装置；二是单套装置从规划到投产的周期大大缩短；三是投产企业以 PTA 老牌企业扩大规模、下游聚酯企业向上延伸产业链及炼厂向下配套为主，即规模化和一体化程度进一步加深；四是产能投放高峰自 2019 年底开始将延续至 2025 年前后，产能投放量超 5600 万吨，相比 2018 年增幅超 120%。

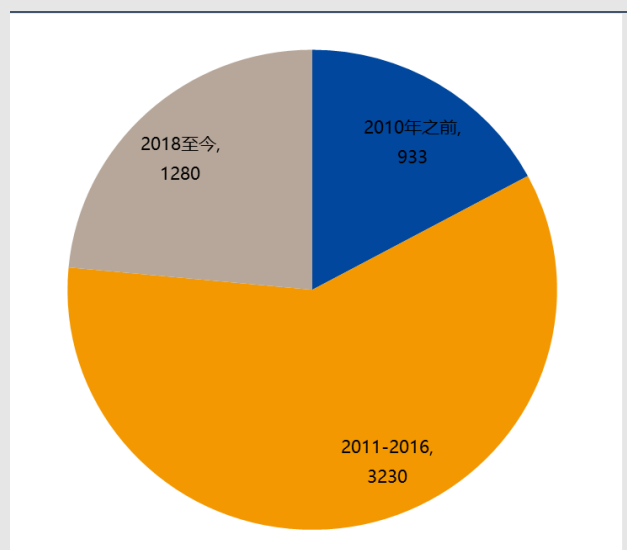
1.2.3 竞争与淘汰不可避免

2019 年底开始的这一轮 PTA 产能扩张，共计 5000 多万吨的新产能，新装置代表的生产工艺将成为市场的新主流。新装置的加工成本将进一步下降，主要体现在原料及辅料的单耗下降、能量的回收、人工及装置维护费用的下降等方面。一般市场认为在 2011 年之前投产的装

置平均成本在 700 元/吨以上，2011 年至 2014 年间投产的装置为目前市场的主流装置，加工成本在 460-500 元/吨，而最新一轮集中投产后，以嘉兴石化二期、恒力石化 4#、恒力石化 5#为代表的英威达 P8 技术、独山石化为代表的 BP-5 技术及逸盛自有技术将成为新的主流技术，加工成本将进一步下降至 300 元/吨以下。

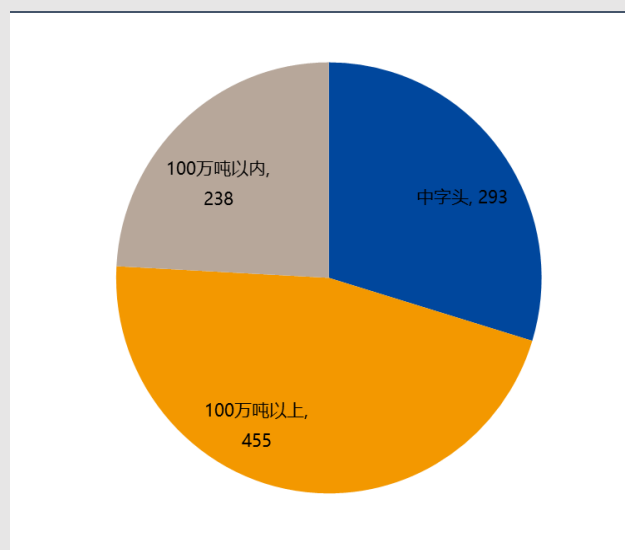
回顾上一轮投产高峰，PTA 的加工费最低跌至 200 元/吨以下，并有较长时间维持在 400 元/吨之下，意味着大部分新投的主流装置也没有利润。虽然 2020 年在多种因素作用下，PTA 高库存状态下还能维持较好的加工费，但从长远看，供应过剩不可避免，未来加工费将进一步下降，早期投产的老装置及规模较小的、缺乏上下游配套的装置势必率先面临淘汰的压力。

图 9：PTA 在产装置按照投产时间分



资料来源：CCF，国投安信期货

图 10：PTA2010 年前投产装置



资料来源：CCF，国投安信期货

对目前国内装置进行分类统计，可以认为 2010 年之前投产的、规模在 100 万吨以下的、非中字头体系的共 238 万吨的产能将率先面临考验，其次是 2010 年前投产的其他老装置共计 748 万吨及 2016 年前投产的规模在 200 万吨以下的老装置共计 1500 多万吨。

节奏上看，由于 PX 装置的投产多集中在下半年甚至年底，但 PTA 的新产能在上半年会有集中投放，因此 PX 的供需格局会有阶段性好转，PX 行业的利润或因此回升，与此同时下游

PTA 的利润可能会被挤压，PTA 较好的加工费局面难以维持。但到年底，PX 集中投产后，或再度带来成本下滑的利空。

1.3 MEG 难见起色

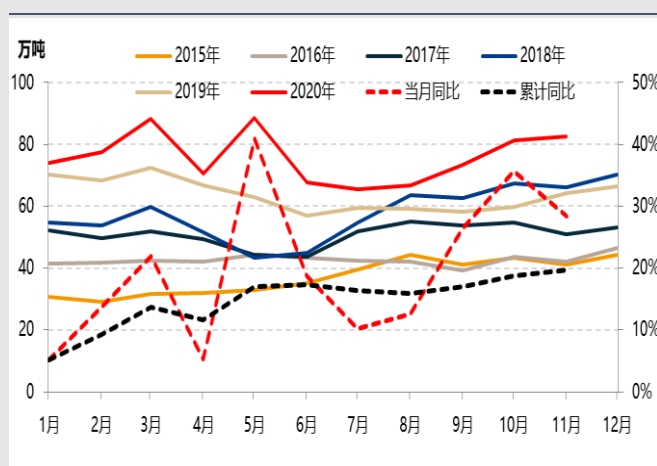
2018 年开始，国内 MEG 产能投产加速，主要得益于煤化工工艺的进步，煤制 MEG 装置的运行稳定性及产品质量均有明显提升。2019 年民营大炼化陆续投产，下游配套的 MEG 在 2020 年后投产较多，且单套装置规模多在 50 万吨以上。

表 2：2020 年投产的 MEG 装置

投产装置	配套产能	生产工艺
恒力石化	180	乙烯氧化法
浙石化	75	乙烯氧化法
中化泉州	50	乙烯氧化法
中科炼化	50	乙烯氧化法
内蒙古兖矿	40	合成气法
山西沃能	30	合成气法
新疆天业	60	合成气法
河南永宇	20	合成气法

资料来源：CCF，国投安信期货

图 11：国内 MEG 月度产量



资料来源：CCF，国投安信期货

2020 年国内 MEG 新增产能 505 万吨，产能增速达 33.6%，其中炼化配套产能 355 万吨。另外还有陕西渭化 30 万吨、延长石油 10 万吨、湖北三宁 60 万吨、建元煤焦化 24 万吨装置共计 124 万吨处于试车或者即将试车状态。

1.3.1 低油价冲击煤化工

新产能持续投产，2019 年乙二醇超额利润已经不复存在，2019 年四季度开始石脑油一体化制乙二醇装置进入亏损状态。2020 年，石脑油一体化制 MEG 装置处于盈亏平衡附近，煤化工装置只在年初出现过短暂的利润，春节后部分装置转为亏损，亏损局面随着油价的暴跌而加速扩大。整体看，年内油价低位，但煤价坚挺，全年煤化工装置盈利较差，在现金流持续

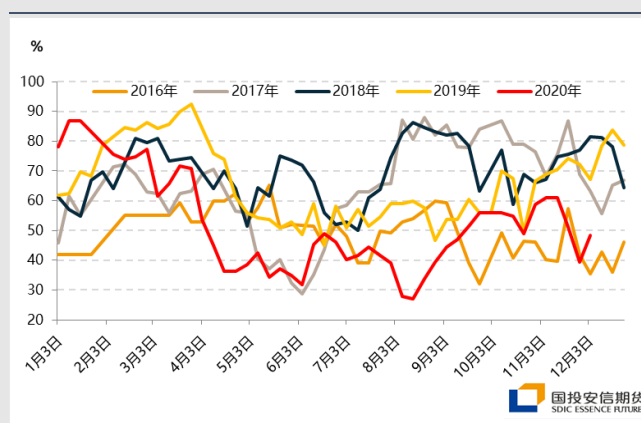
严重亏损时，部分装置不得不选择停车。从国内煤化工装置负荷统计数据看，4月中至9月中，煤化工装置负荷在50%以下运行，最低在8月中降至30%以下。

图 12：石脑油一体化 MEG 利润



资料来源：iFinD，国投安信期货

图 13：国内煤制 MEG 开工率



资料来源：CCF，国投安信期货

煤化工装置成本一直是行业的焦点，但因各企业的技术、原料、辅料、副产品、财务成本等差异，不同装置的成本差异较大，因此行业内没有统一的成本计算公式。传统认为，4200 元/吨的价格是煤化工的底部，但 2020 年 MEG 价格持续下行，一度跌破 3000 元/吨，煤制 MEG 价格更是惨不忍睹，行业对于煤化工的成本认知进一步刷新。但通过年内价格波动与装置开停车状态，大致可以判断。3-8 月份期间长期停车的装置，现金流成本大部分应该在 3600 元/吨以上；而全年保持正常运行的几套煤化工装置，理论上应该有较大的成本优势，可以忍受 3200 元/吨甚至更低的现货价格水平；部分长期停车，甚至 MEG 价格反弹后依旧未能重启的装置，可以认为是目前市场上高成本的落后产能，在低油价冲击下，难以维持现金流成本而被迫停车。这部分装置中，有的可能将继续停车直至行业形势好转，部分会主动进行技改，降低成本。

表 2 国内煤化工装置年内开停车状态

长期停车装置			
河南煤业（安阳）	20	河南	3.3 停车中，技改

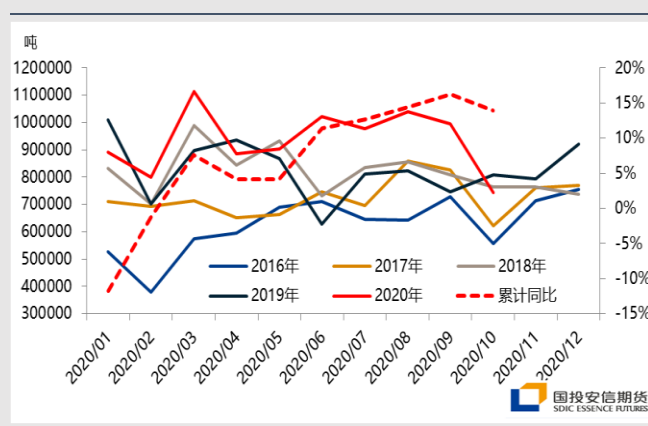
河南煤业（新乡）	20	河南	2019 年 12 月底，停车中
河南煤业（洛阳）	20	河南	3.9 停车中，搬迁
阳煤深州	22	河北	5.1 停车检修中
阳煤平定	20	山西	3.28 停车中
湖北化肥	20	湖北	2 月底，停车，技改
新疆天业（二期）	30	新疆	4 月初停车中，重启延后
年内低价停车装置			
河南煤业（濮阳）	20	河南	正常运行（3 月底-7 月底）
河南煤业（永城）	20	河南	11 月中停车中
新疆天业（一期）	5	新疆	4.5-4 月中停车，满负荷运行中
易高煤化工	12	内蒙古	4 月初-8.16，正常运行
黔西煤化工	30	贵州	4 月初-6 月，重启中，产品尚未出料
天盈	15	新疆	3 月下-8 月 21 正常运行
全年正常运行			
通辽金煤	30	内蒙古	
华鲁恒升	5	山东	
新杭能源	40	内蒙古	
利华益	20	山东	
华鲁恒升	50	山东	
红四方	30	安徽	
阳煤寿阳	20	山西	
新产能			
山西沃能	30	山西	
内蒙古兗矿	40	内蒙古	
天业三期	60	新疆	
河南永宇	20	河南	
合计	599 (万吨)		

资料来源：CCF，卓创，国投安信期货

1.3.2 疫情打乱进口节奏

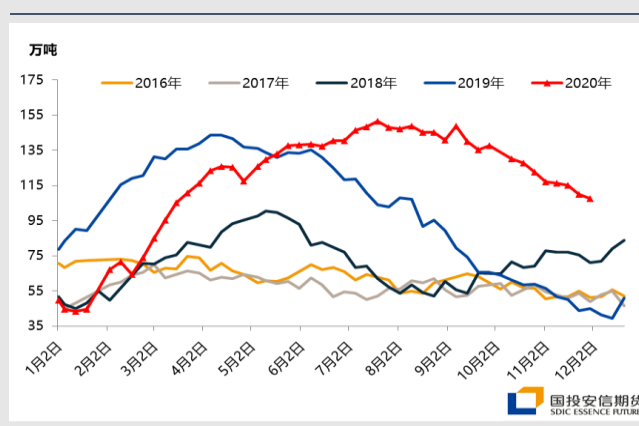
2020 年初，新冠疫情席卷全球，对消费市场造成了严重冲击，原油为代表的大宗商品价格大幅下跌，供应过剩导致恐慌性抛售。乙二醇在原料跌价和消费萎靡的双重利空打压下，价格持续下跌，国外供应商低价抛售，大量货物涌向中国，导致量进口在前三个季度大幅增长。据海关数据显示，1-9 月国内乙二醇进口量同比增加 16.28%，其中 6-9 月份当月进口同比增长均超 20%。

图 14: MEG 月度进口量数据 (1-2 月估计值)



资料来源: iFinD, 海关总署, 国投安信期货

图 15: CCF MEG 华东港口库存



资料来源: CCF, 国投安信期货

国内新产能持续投产，进口量有增无减，但国内下游消费萎缩，导致 MEG 港口库存持续攀升，CCF 华东港口库存在 7 月下旬一度突破 150 万吨，创历史新高。8 月份开始，国外疫情控制局面获得阶段性好转，欧美消费复苏，但供应商库存普遍偏低，同时乙烯、乙烷等原料供应紧张，国外装置检修量超预期，多重利多因素叠加，全球供需格局陡然转为紧张，欧洲乙二醇价格持续飙升，货物流向欧洲市场增加。10 月份国内乙二醇进口只有 74.4 万吨，环比大幅下降 25 万吨，从到港预报数据看，截至 12 月中，依旧处于偏低水平，去库还将继续。但 10 月份以来，欧美市场乙二醇价格持续回落，秋冬季疫情反复，欧洲多国实行封闭措施，国外乙二醇集中检修结束等多重因素作用，预期流向中国市场的乙二醇将增加，2021 年初将再

度迎来乙二醇的累库周期。

1.3.3 高库存成常态

2020 年底，国内还有 124 万吨新产能待投产，另外还有 200 多万吨原计划 2019 年或 2020 年投产的装置推迟至 2021 年，以煤制为主。据 CCF 统计 2021 年计划投产的煤化工装置 504 万吨。目前，低油价冲击下，煤化工装置的投产存在不确定性，但国内还有卫星石化 160 万吨、古雷石化 50 万吨、浙石化二期 160 万吨、镇海炼化 80 万吨四套共计 450 万吨炼厂配套装置计划在 2021 年投产，其中有 240 万吨计划 3 月试车。炼厂配套装置具有一体化和规模化特点，投产的确定性高，一旦投产后对市场的供应冲击较大。同时，南亚位于美国的 82.8 万吨乙烷脱氢制 MEG 装置 12 月 10 日开始试车，SABIC 位于沙特的 70 万吨装置也计划在今年年底投产。但国外消费增长有限，大套新增装置投产后，新增产量依旧是流向中国市场为主。2021 年春节前后，下游消费将季节性下滑，但国内外新增产能陆续投产，港口库存将再度回升，高库存成常态。

2. 聚酯产品表现差异

2020 年初新冠疫情防控形势严峻，聚酯行业开工率持续下滑，2 月中降至 60% 以下，为近 6 年来的最低水平，直至 3 月份之后才开始逐渐恢复至正常水平。整体看，今年聚酯行业的生产呈现前低后高的局面，上半年产量同比下降；下半年国内居民生活全面恢复正常，消费明显好转，聚酯开工维持高位，月度产量同比大幅上升，累计同比由负转正，预期全年产量同比增长 5% 左右。其中，短纤市场利润和产销表现较好；瓶片上半年较好，下半年走弱；长丝产品受需求萎缩影响表现稍差。

2.1 短纤春风依旧

2017 年底开始，受益于禁废令，原生短纤需求上升，该利多延续至 2019 年；2020 年疫情爆发，对口罩、防护服、消毒湿巾等防疫物资的需求上升，继续利好短纤；原料价格偏低，

原生短纤价格低廉，对再生短纤的替代明显。但从供应看，近几年新增产能集中在无纺及填充类上，纺纱用涤短新产能增长缓慢。整体看，短纤市场供需格局较好，价格弹性较大。

2.1.1 低价增强替代性

2010 年棉花价格大涨时，短纤对棉花的替代一度引起市场关注，但近几年棉花价格回落，棉涤之间的替代矛盾不突出。但聚酯原料价格下跌，原生短纤价格低廉，再生短纤因受到禁废令等环保相关政策的影响，原料供应紧张，价格优势不再。

图 16：直纺涤短与高强仿大化价差



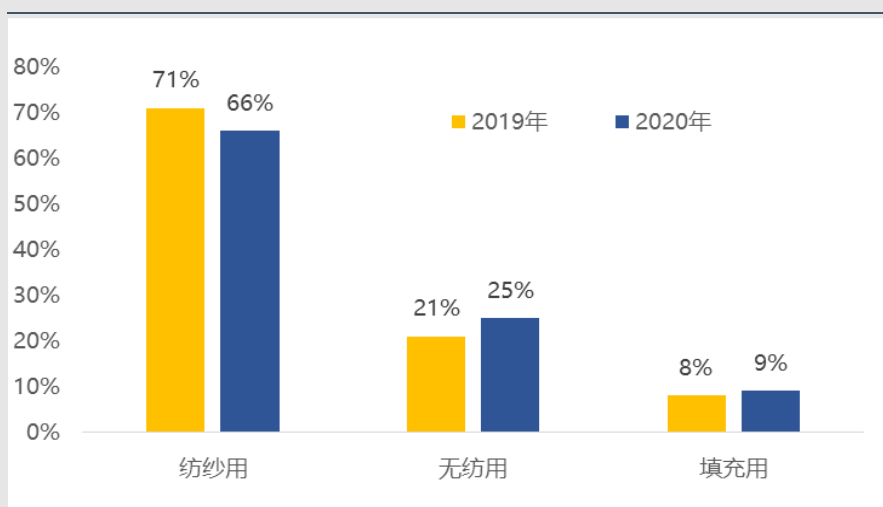
资料来源：iFinD，国投安信期货

一般认为直纺涤短与再生短纤的价差达到 1000 元/吨以上时，再生短纤的替代性才会显现。2019 年中，直纺涤短与高强仿大化价差从 900 元/吨以上回落至 0 元/吨附近，2019 年底至 2020 年初直纺涤短价格升水最高达 400 元/吨，但 2020 年春节后由于原料价格暴跌，直纺涤短价格跟跌，因此二者价差快速回落，最低到-400 元/吨以上，虽然之后有所反弹，但整体看年内二者价差保持在低位。因此，低价的直纺涤短抢占再生短纤的市场份额，也是 2020 年原生短纤表现较好的原因之一。

2.1.2 供需格局良好

短纤产品根据应用分类较多，其中近几年无纺布和填充类的需求增加，棉型短纤的消费保持平稳，因此水刺类和中空的利润好于棉型短纤，新投产的装置也倾向于此类需求增长较快的产品。

图 17：不同功能类涤短用量占比



资料来源：CCF，国投安信期货

2020 年国内直纺短纤计划新增产能 70 多万吨，截至 12 月上完成投产 48.5 万吨，剔除山东万杰 15 万吨长期闲置产能，实际新增 33.5 万吨，以中空为主。2020 年底至 2021 年计划投产的短纤产能高达 200 多万吨，但年内 1-3 季度投产装置以中空、低熔点和水刺类短纤为主，棉型短纤在四季度投产的量会增加。因此 2021 短纤期货价格将继续保持偏强走势，新增产能压力在年底会有所体现。

表 3 2020 年及未来及直纺涤短投产计划

企业	产能（万吨）	投产时间	产品
2020 年 12 月中之前已经完成投产装置			
金寨	12	2020 年 1 月	短纤
福建逸锦	10	2020 年 6 月	短纤 7+切片 3
浙江泉迪	8	改线，2020 年中	原生中空

仪征化纤	20	2020 年三季度	涤纶短纤/中空
绿宇	6	2020 年 10 月	切片下游配套短纤
未来计划投产装置			
宿迁逸达	25	计划 2020 年 12 月	中空+有光短纤
绿宇环保	7	计划 2020 年 12 月	原生中空
扬州富威尔	5	计划 2020 年底	中空化纤+低熔点
华西化纤	10	2021 年 1 季度	涤纶短纤
恒逸高新	5	2021 年 4 月	中空
金寨	3	2021 年 5 月	中空
逸达	30	2021 年四季度	涤纶短纤
新凤鸣	60	2021 年四季度	涤纶短纤
华星	15	2021 年 6 月	中空/低熔（改）
时代	3	2021 年	中空（改）
优彩	15	2021 年	10 中空+5 低熔点
绿宇	6	2021 年	中空
卓成	3	2021 年	中空（改）
中泰	25	2021 年底	涤纶短纤

资料来源：CCF，隆众资讯，国投安信期货

2021 年之后，短纤行业产能在 50 万吨以上的大装置将出现，目前看部分巨头企业有 200 万吨产能的规划，过剩压力在远期会有表现。

2.2 长丝消费萎缩

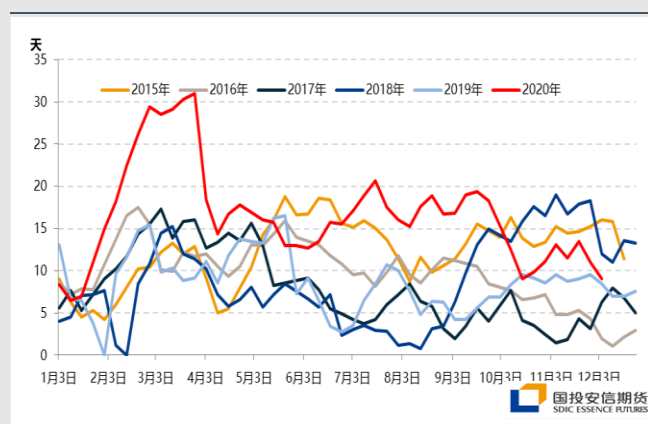
聚酯长丝年内新增产能 274 万吨，增速 6.7%，与上一年持平，其中切片纺增速高于直纺长丝，以工业丝及差别化纤维为主。新投产产能依旧向龙头企业集中，主要是直纺长丝，因此直纺长丝的产能集中度进一步提升。据 CCF 统计，2020 年桐昆、恒逸、新凤鸣、盛虹、恒力、荣盛六大上市企业的直纺长丝产能占比从 2019 年的 60%提升至 2020 年的 65%。长丝的下流集中在纺织服装行业，2020 年疫情对纺织服装市场的消费冲击影响了长丝的消费，年内长

丝的利润整体偏差，开工低于往年水平，库存呈现前高后低的走势。2021 年，国内长丝新产能维持稳定增长态势，下游需求与纺织服装市场密切挂钩，其中新冠疫苗的进展值得关注，一旦疫情控制取得明显效果，国外经济的复苏，消费的回升都将直接利好我国长丝市场。

2.2.1 投机性库存是不确定因素之一

在消费端确定向好之前，一些不确定的因素还将继续扰动市场，其中 2020 年的投机性库存将是一个重要的不确定性因素。2020 年初，国内长丝库存积压，POY 在 3 月底最高达到 1 个月以上，是往年同期的 2 倍水平。4 月初，随着聚酯产品的快速跌价，下游企业及抄底资金逢低买入。当时 POY 现货价格跌破 5000 元/吨，不断刷新历史低位，最低至 4650 元/吨，较年初 7200 元/吨以上的价格下跌超 50%，POY 的库存一周内从 31 天降至 18 天，大幅去库近半个月，其他长丝产品同样出现跌价去库的情况。可见在价格跌至历史底部附近，下游消费企业及市场抄底资金大量买入。之后，涤丝价格多次探底，库存水平也多次在底价附近短暂下降，直至 9 月底 10 月初才回到历史同期正常水平区间内，并维持至今。年内涤丝产品，除了下游正常消费外，低价买入的投机性库存在价格回升时会逐渐向市场释放，将成为未来市场上行的阻力之一。

图 18: CCF POY 库存指数



资料来源: CCF, 国投安信期货

图 19: POY 现货价格

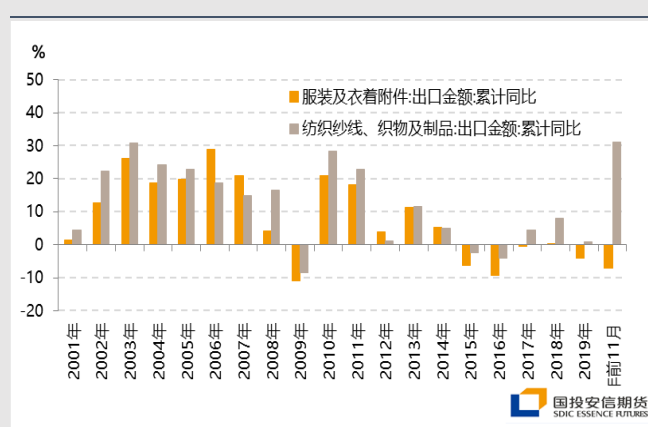


资料来源: wind, 国投安信期货

2.2.2 终端消费是不确定因素之二

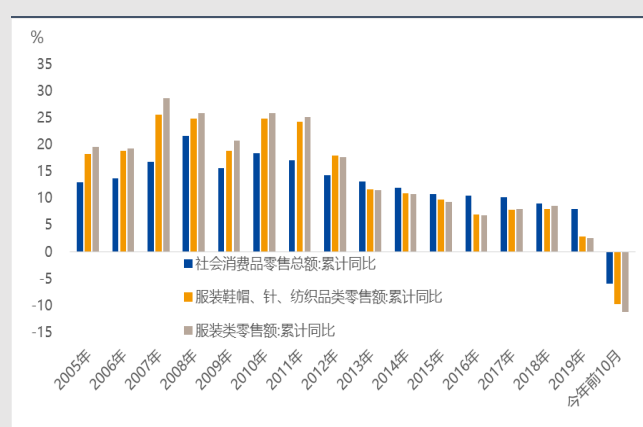
疫情影响下，纺织服装的内销和出口均受到明显冲击，直到下半年才逐渐恢复。尤其是国庆节前后，下游订单集中爆发，市场传言印度订单转向中国，但更主要的是国内双十一的订单，还有国外万圣节、圣诞节的订单集中体现。2021 年，疫情将继续牵动市场神经，疫苗的研究进展及应用普及势必会从实质上提振市场，但时间节奏上有很大的不确定性。

图 20：纺织服装出口金额累计同比



资料来源：iFinD，海关总署，国投安信期货

图 21：纺织服装零售额累计同比



资料来源：iFinD，国家统计局，国投安信期货

目前市场对明年的宏观预期普遍乐观，全球经济的复苏带来消费的回升，对因疫情压制的纺织服装市场来说，也将有直接的利好，内需及出口将延续下半年的向好格局。但 2020 年的春夏装库存待消化，可能会对原料的消费有拖累，上半年织造企业或有库存上升的压力。根据 CCF 的统计，2020 年下半年国内坯布库存持续下降，9 月份开始低于往年同期水平，至 11 月初达到年内低点，年底下游订单走弱，坯布库存回升，但压力不大。

3.总结及策略推荐

2020 年疫情贯穿全年，牵动市场神经，在上半年大幅冲击消费市场，原油为首的大宗商品价格俯冲，在成本和消费的双重利空打压下，聚酯行业上下游产品均创出历史新低；下半年疫情控制局面好转，疫苗研发利好传出，国内生产和消费基本恢复正常。2021 年疫情将继续

牵动市场神经，但经济全面复苏的预期下，原油为首的大宗商品价格或整体反弹。PTA 和 MEG 处于产能投放高峰期内，新产能持续投产，供应压力难以缓解。

为了对 2021 年的 PTA 和 MEG 供需格局进行分析，下表按照原料 PTA 和 MEG 不同的产量增速对全年的供应量进行估算，消费量则用聚酯的产量估算，另外 PTA 行业在聚酯外的消费每月大约 10-15 万吨，因此每年消费在 150 万吨左右，MEG 在聚酯行业外的消费量有 100 多万吨。回顾 PTA 历史产量数据，在上一轮投产高峰期内，每年产量增速保持在 20%以上，2014 年至今产量增速在 6.6%-14%之间，2020 年产量增速为 12%。MEG 产量增速波动较大，主要受产能规模限制，2011 年至今在 2%-22%之间，2020 年 MEG 产量增速 16%，因此对 2021 年 PTA 和 MEG 的产量增速假设在 8%-20%之间进行阶梯计算；2020 年聚酯产量增速 5%，主要受疫情冲击上半年产出低位拖累年内聚酯产出数据，2021 年对聚酯的悲观预期 5%，乐观预期 12%，15%为超预期的表现，据此计算其对原料的可能消耗量。

表 4 假设不同产量增速下 PTA 和 MEG 供需格局

TA/EG 产量增速	8%	10%	12%	15%	18%	20%
TA 产量 (万吨)	5346	5445	5544	5693	5841	5940
EG 产量 (万吨)	977	996	1014	1041	1068	1086

聚酯产量增速	5%	7%	9%	10%	12%	15%
TA 需求量 (万吨)	4729	4819	4910	4955	5045	5180
EG 需求量 (万吨)	1853	1888	1924	1941	1977	2029

数据来源：CCF，国投安信期货

由以上表格数据可以看出，在聚酯的产量最乐观的情况下，PTA 即便保持 8%的低速增长，聚酯超预期表现，PTA 的年度供需可能达到平衡，但实际 2021 年新装置在上半年投产产量较大，全年的投产量将超过 2020 年，因此预期 2021 年 PTA 的产量增速较 2020 年不会有明显下降。但聚酯产量超过前几年的可能性很小，预期在 7%左右增长，因此 PTA 供应过剩，继续累库的

可能性较大。2021 年高库存压力恐难缓解，投机性库存也将随着价格的反弹流向市场，新装置加工成本大幅下降，因此 PTA 压力继续上升。价格重心可能跟随原油走高，但涨幅相对落后，加工费有压缩空间，继续作为空头配置。二季度之前有 840 万吨新产能计划投产，因此 5 月合约将承压；PTA 巨大的现货库存转为期货仓单，9 月仓单集中注销将再度令现货市场明显承压，因此推荐 TA 正套策略。

从以上表格数据来看，MEG 国内供应保持增长，但依旧难以实现自给自足。如果聚酯产量增速在 7%，年度 MEG 需求 2000 万吨左右，进口在 900 万吨以内，可实现平衡。但 MEG 进口量自 2018 年至今均在 1000 万吨附近，2020 年上升至近 1100 万吨，且近几年国外新装置陆续投产，但下游消费增长有限，新增产量还是以流向中国市场为主，预期 MEG 进口量将保持在高位。2021 年上半年有 300 多万吨新装置形成供应，另外，2020 年低油价严重冲击煤化工装置，导致年内合成气制 MEG 开工率长期处于偏低水平，但 2021 年油价重心逐渐抬升，MEG 价格重心随之抬升后，煤化工装置的压力将有所缓解，因此预期国内的产量增长除了新产能的增加外，还会有老装置负荷的提升。进口和国产双双保持增长的可能性较大，消费虽然不会再现 2020 年上半年的窘境，但大幅回升的可能性也不大，因此 MEG 将再度累库。下半年国内消费旺季叠加国外检修集中，库存压力或缓解。因此 MEG 长线偏空思路，月间可考虑卖 5 买 9。9 月份 PTA 和 MEG 市场的供应分歧较大，因此或有买 EG 空 TA 的阶段性机会。

短纤在明年年底之前无新增产能压力，供需维持偏紧格局，价格弹性较大，主要受消费端提振明显，因此行业淡季加工差可能会压缩，但行业旺季可逢低做多行业加工差。

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，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。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 9 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

