

2023年12月01日

留将根蒂在，岁岁有东风

——聚酯2024年年度投资策略

分析师

王亦路

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

分析师

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

分析师

刘晨业

从业资格证号：F3064051

投资咨询证号：Z0018826

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

投资要点：

- **概要：**2023年聚酯品类总体下游投产充盈，上游偏紧，导致上下游利润错配下品种波动加剧。24年上游偏紧格局预计不会改变，需求情况大概率仍能维持偏高水平。从目前来看，2024年价格中枢将较难有太大下行空间，聚酯品类价格将视产能投放和需求情况进行波动。
- **PTA及乙二醇：**PTA库存仍然处于中性位置，且明年上下游投产基本仍然能够维持今年的适配情况。短期利润过高可能会在24年初一段时间造成供应高位问题，但全年来看，供需至多小幅过剩，预计价格中枢不会有太大深跌空间，而上行仍需视需求变化情况而定。乙二醇处在过剩周期消化的尾端行情，煤制装置比例增加，煤制成本也将会更多影响价格。24年投产计划极少，前期低位多次测试，可低位多配看待。
- **下游：**下游产能投放情况将仍然良好，终端产销力度与仍能维持偏高位置，对上游供应承接较高。尤其利润大概率仍能维持中高水平，开工持续保持偏高位置，承托上游品类价格。
- **结论：**PTA投产总体偏后，但上半年仍然会面临利润过高导致供应偏高问题，后期随下游逐步投产预计讲解决。乙二醇继续消化过剩供应，波动仍然偏低，但过剩周期尾端，宜逢低多配。聚酯品类价格在2023年或将总体呈现先低位震荡再缓慢上升的趋势。盘面上主力PTA的5200-5500左右，乙二醇的3700-4000左右将可能是明年价格的低位支撑，具体转机时点需要视需求而定。
- **操作建议：**24年整体思路仍然保持在逢低多配，PTA或在前期有小幅过剩风险，乙二醇波动仍然偏低，适合低位多配和下方继续做空波动。
- **风险因素：**原油出现预期外大幅波动，宏观环境大幅转弱，国内消费水平意外降低，工业生产强度持续性超预期，进口煤及国内煤供应超预期等。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 基本面分析	4
2.1. 成本端	4
2.2. PTA&乙二醇	7
2.2.1. PTA	7
2.2.3. 乙二醇	8
3. 下游	10
4. 结论及风险提示	13

图表目录

图 1 PTA 期现运行情况	错误! 未定义书签。
图 2 乙二醇期现运行情况	4
图 3 原油月差情况	错误! 未定义书签。
图 4 原油海上浮仓情况	错误! 未定义书签。
图 5 PX-石脑油价差	6
图 6 PX-MX 价差	6
图 7 PTA 加工差	8
图 8 PTA 基差情况	8
图 9 乙二醇油制加工利润	9
图 10 乙二醇煤制加工利润	9
图 11 乙二醇华东主港库存	10
图 12 乙二醇华东到港量	10
图 13 织造开工	10
图 14 加弹开工	10
图 15 聚酯开工	11
图 16 长丝开工	11
图 17 短纤开工	11
图 18 瓶片开工	11
图 19 POY 加工利润	12
图 20 DTY 加工利润	12
图 21 FDY 加工利润	12
图 22 瓶片加工利润	12
图 23 DTY 库存	12
图 24 POY 库存	12
图 25 FDY 库存	13
图 26 短纤库存	13
表 1 2023 年 PX 投产情况	5
表 2 2024 年 PX 计划投产情况	错误! 未定义书签。
表 3 2023 年 PTA 投产情况	7
表 4 2024 年 PTA 计划投产情况	7
表 5 2023 年乙二醇投产情况	9
表 6 2024 年乙二醇计划投产情况	9

1. 行情回顾

2023 年伊始，市场对后期都有着比较好的展望，但是一年来聚酯行业经历了与设想完全不同的行情。年初聚酯行业对春季需求充满期待，盘面也较多计价预期。但在年后市场并未出现预期中的补库行情，盘面也因此出现弱化。但自 3 月末开始，由 PX 紧缺引发的行情复刻了 2018 年的极端行情，PX 外盘极度强势，并且带动 PTA 大幅上涨，现货也出现了极端高位。之后成本支撑虽然下降，但是行情也再度出现了复刻 22 年的调油支撑。虽然市场早有准备，但是 PX 出口仍然带动成本支撑，导致聚酯在 3 月成本行情回落后，底部支撑明显并再度上扬。与此同时，聚酯利润也出现了大幅的下行，PTA 利润出现了长期的惨淡水平，厂家更多依靠上游利润生产经营，整体产业链调配极度严重的利润分配不均情况。最终该局面由原油的下跌划上句号，10 月开始上游原料成本走弱，上游利润由此让渡，PTA 利润从而回归正常区间低位，价格也在年底时被再度下行，在 5800 左右弱势震荡。但利润的回归带来了新的问题，供应得到保证后装置纷纷推迟检修或复工，下游开工却有了小幅走弱态势。截至本报告发稿，PTA 主力运行区间为【5500, 5700】。

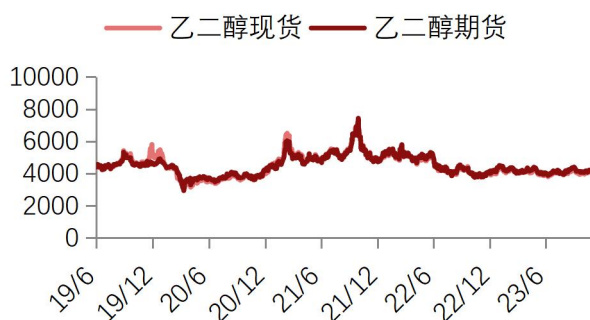
乙二醇则在 23 年度保持了过剩周期内的标志性窄幅震荡行情，年内下游未能提供太多波动来源，更多的波动来自于煤化工的共振。煤价在年内也经历了放开进口出现过剩担忧到国内产量不足导致供应紧缺的转变，乙二醇价格因此和聚酯其他品类出现了较为背离的行情，更多跟随煤价震荡，截至本报告发稿，乙二醇主力运行区间为【3900, 4200】。

图 1 PTA 期现运行情况



资料来源：东海期货研究所, Wind

图 2 乙二醇期现运行情况



资料来源：东海期货研究所, Wind

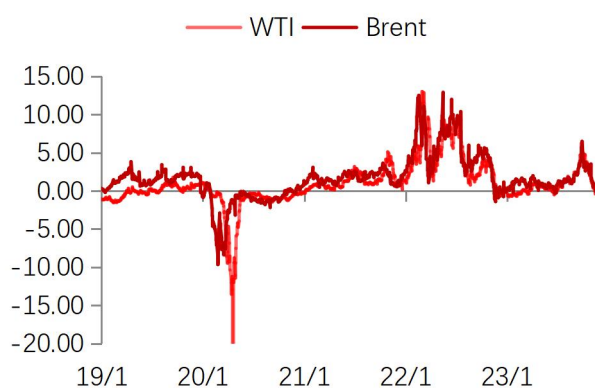
2024 年，聚酯产业或将面临比 2023 年更加困难的情况，下游需求增速放缓，上游产能过剩状态急需解决，原料紧缺局面难以改变。各类因素集中作用下，聚酯品类价格将面临更多的波动，本报告也将从成本、供需各方面，解析 2024 年聚酯产业面临的发展与挑战。

2. 基本面分析

2.1. 成本端

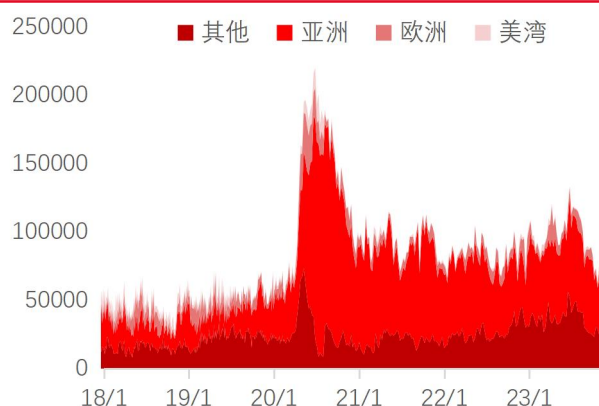
在油气方面，短期价格弱势的局面可能会持续一段时间。由于海外高利率环境带来的就业和消费走弱，以及工业活动的持续低迷，原油需求可能会在一段时间内都保持低位，而在OPEC+内部，除沙特外各国也都有复产意愿，俄罗斯即便有减产约定，其履约率也时时出现较低的情况。此外委内瑞拉和伊朗的制裁有一定放松情况，供应回归将缓慢出现，伊拉克的北部出口恢复也在谈判中。另外美国页岩油在行业并购后将资源将更加集中，上游开支情况将有所好转，供应稳定回升，且圭亚那的新兴产能也在迅速兑现，整体供应层面大幅回归，使得市场出现了过剩担忧情绪，无论是在岸还是离岸库存都开始出现累库迹象。24年原油在初期如果没有太大的减产执行，便可能仍然保持过剩情况。但后期仍然需要关注需求在宏观环境变化下的转折，如果需求节奏转变出现走强，则油价仍可能配合减产将中枢保持偏高位置。

图3 原油月差情况



资料来源：东海期货研究所，Wind

图4 原油海上浮仓情况



资料来源：东海期货研究所，Wind

但23年出现的较新的情况，是上下游前所未有的背离。极高的上游利润继续保持，原油价格持续走高，供应紧缺。而下游利润季度被挤压，唯有一体化装置才能在如困难的情况下持续保持开工，且在后期仍然需要头部装置降负检修来进行挺价，多数老旧装置反而无法在低利润甚至无利润情况下关停，源头仍然是后期更加激烈的行业产能投放竞争。

作为23年大部分时间聚酯行业尤其是PTA端最重要的变量，PX成本在贯穿一整年的时间里几乎主宰了行情的最主要驱动。从一季度从海外盘引起的紧缺，到二季度开始的调油再度演绎，到3季度调油驱动的落幕，直至4季度的再度撑底，PX的供需在不光在23年，在今后也仍将继续扮演聚酯产业链的重要支撑。

表1 2023年国内PX投产情况

投产时间	装置	产能	状态
2023/1	盛虹炼化	200	已投产
2023/2	广东石化	260	已投产
2023/3	大榭石化	160	已投产
2023/6	中海油惠州	150	已投产
总产能		870	

资料来源：东海期货研究所，CCF

从产能投放上来看，2023 年国内已经投放了多套装置，且装置都有下游对接。但也正因为新上马 PX 装置都对接新的 PTA 装置，如盛虹 PX 装置对二期 PTA 装置自用，中海油惠州装置对接恒力 PTA 新线等等，整体的 PX 紧缺局面并没有因为新装置的投产而得到缓解。这也是为什么新装置投产后，3 月下旬仍然能出现日韩外盘购买直接撬动国内 PX 紧缺局面，导致 PTA 价格再度出现 2018 年和 2022 年的类似行情。而从 2024 年及之后的投产了爱看，仅有裕龙岛一套有近期投产的可能，而 PTA 投产仍然较多，所以从供需上来看，PX 的长期紧缺局面是无法改变的。这也从 PX 上市后的价格可以窥见一二，对 05 合约来说，PX 的估值在 8200 元左右的底部已经经过了检验，市场对过低的 PX 价格并不认可。所以一方面 PX05 合约自此也在前低位置有较为安全的多配价值，另一方面也说明 PX 的长期紧缺依然会带给产业链较为坚实的成本支撑。

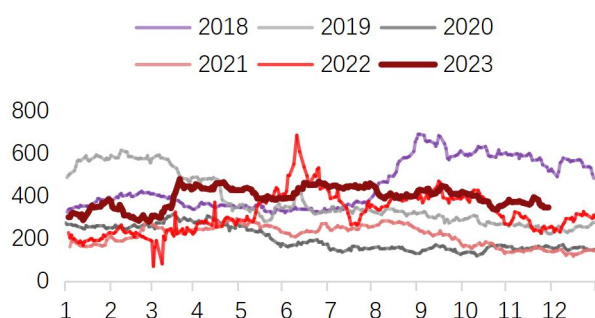
表 2 2024 年后国内 PX 计划投产情况

投产时间	装置	产能	状态
2024 H2	裕龙岛	300	待投产
2025	华锦阿美	260	待投产
2025	古雷石化	320	待投产
总产能		880	

资料来源：东海期货研究所，CCF

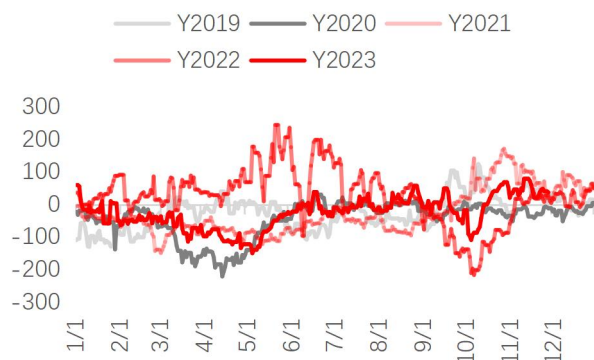
从 PX-石脑油价差来看，即便在原油大幅下跌，拉低上游原料的情况下，仍然能有 350 美金以上的高位。虽然炼厂开工下降减少了化工料供应一定程度上承托了 PX 价格，但是根本原因仍然是 PX 的长期偏紧格局，24 年 PX 的供需将只紧不松。

图 5 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 6 亚洲二甲苯调油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

另外，鉴于调油可能在今后 PX 持续数年的偏紧格局中持续出现，24 年 PX 在夏季前仍然可能会有小行情出现，24 年的 PX 整体不宜偏空对待，整体思路为低位多配。

2.2. PTA&乙二醇

2.2.1.PTA

PTA 方面，首先从产能来看，2023 年新增产能 1000 万吨，目前国内产能在 8144 万吨。当然其中有部分无效产能，但是也需要看到 23 年出现了诸如蓬威，汉邦等老装置的回归情况，这更加说明了后期供应的宽松程度，目前 PTA 装置折算下，PX 的紧缺量大概在 80 万吨上下，而中国对外依存度也讲继续保持在 25%以上，外盘平衡梁将继续成为边际变化驱动。目前下游投产计划仍然大幅高于 PX 产能投放，2024 年国内计划投产 PTA 产能在 1200 万吨，折合对 PX 的需求在 800 万吨，远高于 PX 的产能投放计划量。所以从长期来看，PX 仍将处于偏紧局面，对 PTA 的成本支撑也将持续存在。

表 3 2023 年 PTA 投产情况

投产时间	装置	产能	状态
2023/3	恒力石化 6#	250	已投产
2023/4	嘉通能源二期	250	已投产
2023/6	恒力石化 7#	250	已投产
2023/11	逸盛海南二期	250	已投产
	总产能	1000	

而目前的聚酯下游产能则在 7890 万吨，截至 23 年年底，预计下游产能增长量在 840 万吨，年内聚酯下游产能增长量与 PTA 产能增长基本匹配，这也是 PTA 能够在年内多个时段能够冲高的保证。下游接货基本可以容纳 PTA 新增产能，从 5 月开始下游开工便持续保持高位，除了需求确实有一定恢复，且下游今年出口表现良好，投产量较高也是核心原因。23 年下游投产较多，也是因为前几年消费整体受到抑制，从而集中在 23 年释放，往年投放增速都在 5%至 8%左右，23 年增速明显较高。该现象在 24 年或仍有延续，叠加东南亚终端生产较快，国内下游出口景气程度提高，所以 24 年长丝产能投放 600 万吨的计划水平大概率可以实现，聚酯下游整体的产能投放也将继续保持在 800 万吨以上。

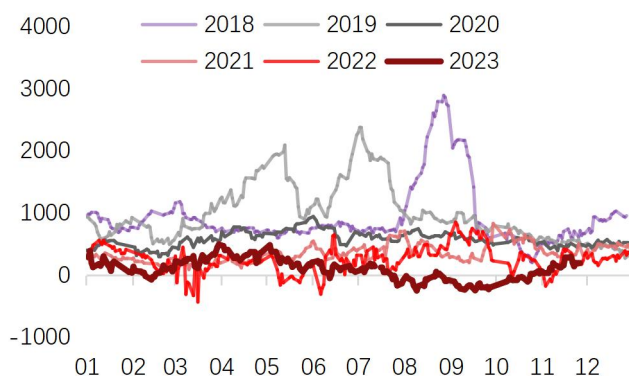
表 4 2024 年后 PTA 计划投产情况

投产时间	装置	产能	状态
2024	宁波台化	150	待投产
2024	仪征化纤	300	待投产
2024	盛虹三期	250	待投产
2024	独山能源二期 1#	250	待投产
2025	独山能源二期 2#	250	待投产
	总产能	1200	

利润水平仍然是掣肘 24 年供应的最大因素。在 23 年的长期时间段中，PTA 加工费都保持在盈亏平衡附近，多数一体化装置依靠上游成本的高利润才能继续运行，不过老旧的外

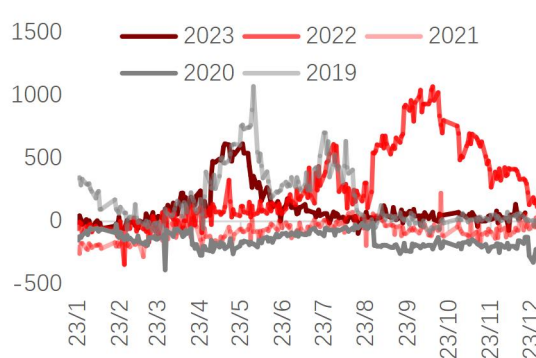
采装置开工虽然有受到影响，但是仍然能够保持稳定的开工，一定程度上也是行业周期在小幅过剩状态下的需要。头部装置持续的高开工一来是上游成本优势支持，二来是也有在过剩状态下挤压老旧装置空间的意愿，叠加上文所述，24 年仍然有较多套装置投产，如果此时一旦停止开工，被彻底挤出市场的可能性就极高，所以市场竞争往往会使得厂家更长久地进行开工经营，只要现金流满足开工需求，因为一旦停工或长久因为加工利润检修，就基本意味着彻底地离开行业。。

图 7 PTA 加工差



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 8 PTA 基差情况



资料来源：东海期货研究所，Wind

22 年 3 季度末开始的下游减产，也对 PTA 行业造成了较大程度的影响。所以综合来看，PTA 的利润将会在 2023 年的至少上半年保持偏低位置，而后在下半年可能会逐渐出现恢复。

2.2.3. 乙二醇

乙二醇方面，23 年总体缺乏变化，仍然处于极度过剩的周期中。23 年更多的波动仍然来自煤价。24 年从投产上来看，仍旧会处于偏过剩状态，波动将继续来自于原料价格，但是结构在 24 年可能会有一定的好转，进口格局可能也会受到一定影响。

2023 年乙二醇产能为 2777 万吨，其中 943 万吨为煤制装置。2024 年乙二醇新投产数量将大幅减少，新投产量为 130 万吨产能，均为煤制装置，且投产计划时点可能会处在 24 年较晚阶段。若所有装置均如期投产，届时煤制产仍将占乙二醇总体产能的 37%。明年的煤价波动将会更加剧烈地影响乙二醇价格。

。

表 5 2023 年乙二醇投产情况

投产时间	装置	产能	工艺	状态
2023/2	盛虹炼化	200	油制	已投产
2023/3	海南炼化	80	油制	已投产
2023/5	三江石化 E0/EG	100	石脑油	已投产
2023/10	榆能化学	40	煤制	已投产
2023/11	新疆中昆	60	煤制	已投产
总产能		480		

在 23 年由于油制利润长期保持低位区间，有较多装置已经开始了切换。多套可以生产环氧乙烷的装置已经开始了转产，这也导致乙二醇已经开启了过剩周期的过渡。整体盘面价格对油化的反应已经不大，更多是跟随煤价进行波动。

表 6 2024 年乙二醇计划投产情况

投产时间	装置	产能	工艺	状态
2024	裕龙岛炼化 1#	80	煤制	待投产
2024	中化学有限公司	30	煤制	待投产
2024	宁夏宝利新能源 1#	20	煤制	待投产
总产能		130		

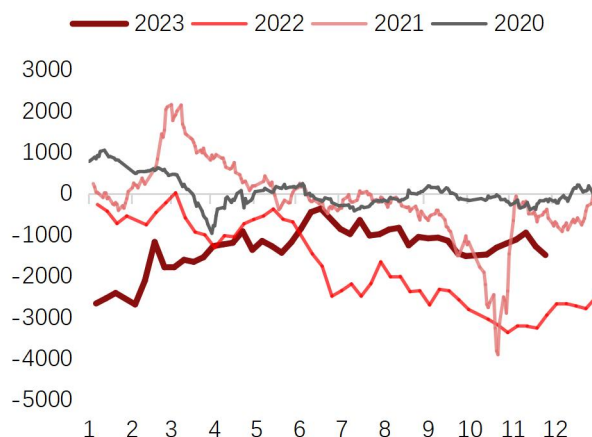
而由于短期内国内煤供应仍然偏紧，即便新的煤制装置能够在 24 年投产，其投产时点也可能会受到一定影响，来因为从目前来看整体的煤制利润仍然处在极低区间。在煤价冬季需求峰季结束之前，利润极低位置可能会导致装置更晚投产，相对聚酯下游投产时间有错峰。所以除去成本波动的影响，乙二醇在 24 年的多数时候仍然适合低位的有限空间多配。而油制方面，虽然有转产的支持，但明年至多 800 万吨左右的下游投产仍然无法满足行业结束过剩状态的需求，所以后期仍然需要降负或者等待更长的过剩周期转化时间。

图 9 乙二醇油制加工利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

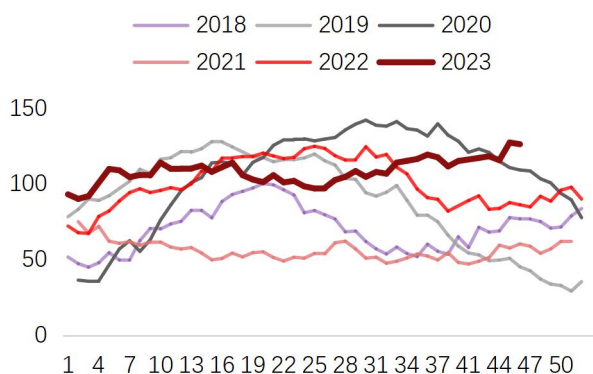
图 10 乙二醇煤制加工利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

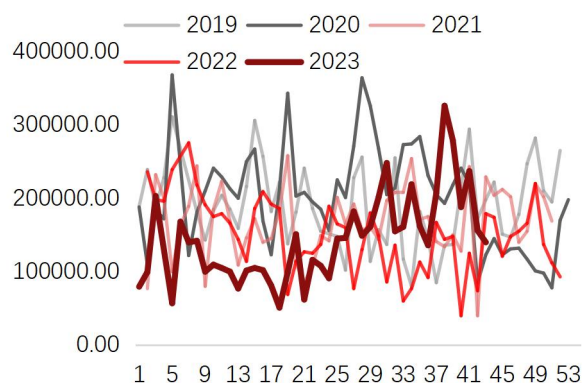
所以乙二醇的低波动可能将会在 24 年持续，但这并不意味着乙二醇仍然值得长久的空配，从往年的周期来看，过剩周期通常都需要 3-4 年的时间进行消化和转换，一旦明年下游投产顺利而乙二醇新装置投产延后，其正常化的时点将会提早来临，所以 24 年乙二醇将更多转变为逢低多配思路，并且由于底部价格已经经过多次测试，所以可以合理运用衍生品进行下方对冲。

图 11 乙二醇华东主港库存



资料来源：东海期货研究所，CCF

图 12 乙二醇华东到港量

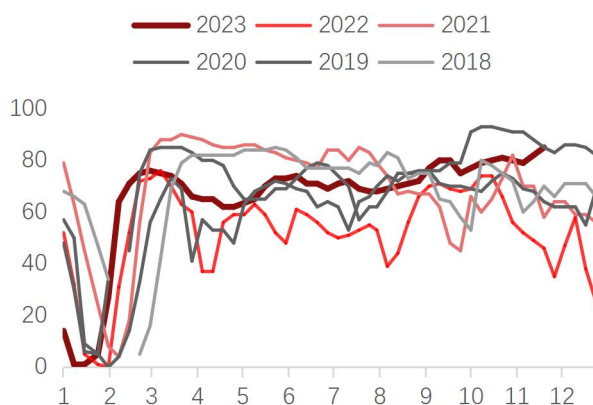


资料来源：东海期货研究所，CCF

3. 下游

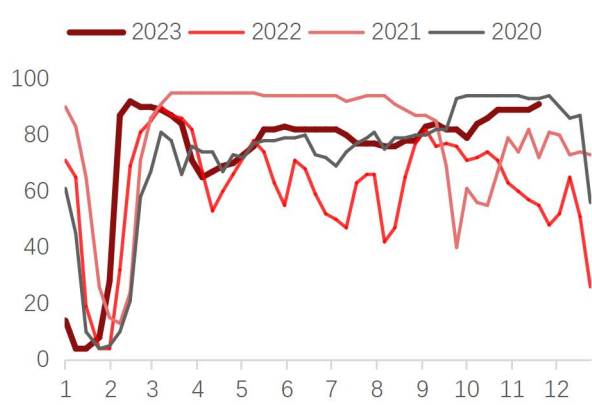
下游和终端情况是 23 年聚酯品类价格能够持续保持高位的最主要原因，资金多配时中低库存是必要条件，而下游从 5 月开始的投产和高开工则保证了 PTA 高供应持续能够受到承接。23 年内需求基本维持正常水平，下游在新投产较多的情况下，开工长期保持在 88% 以上。直至 11 月才开始有缓慢走弱迹象。24 年下游投产继续维持高位，但终端开工是否能够持续保持高位仍然存疑，但若对需求进行线性外推，开工维持正常水平仍可期待。

图 13 织造开工



资料来源：东海期货研究所，CCF

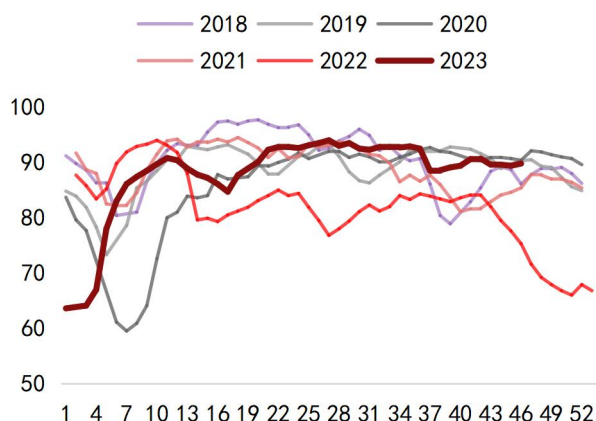
图 14 加弹开工



资料来源：东海期货研究所，CCF

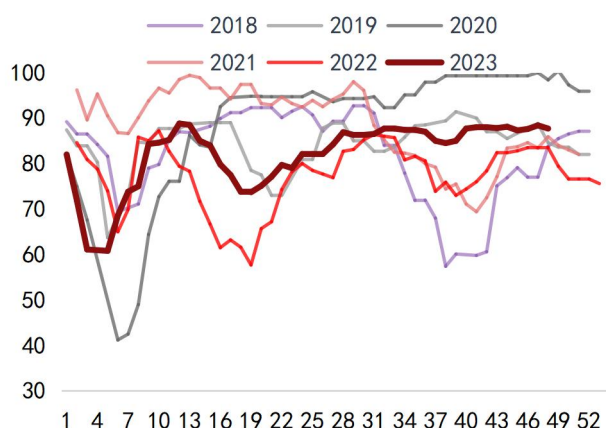
23 年投产中瓶片投产较多，投产量几乎占据了全年聚酯下游投产的一半，所以出现了开工和利润的较大波动，而长丝和短纤开工基本都能维持在偏高水平。24 年长丝投产将 600 万吨以上的保持高位水平，预计开工可能会受到一定影响，但终端保和 23 年一样正常产销的节奏较大的概率下，下游开工仍有较大可能可以维持在 85% 以上的偏高位置。

图 15 聚酯开工



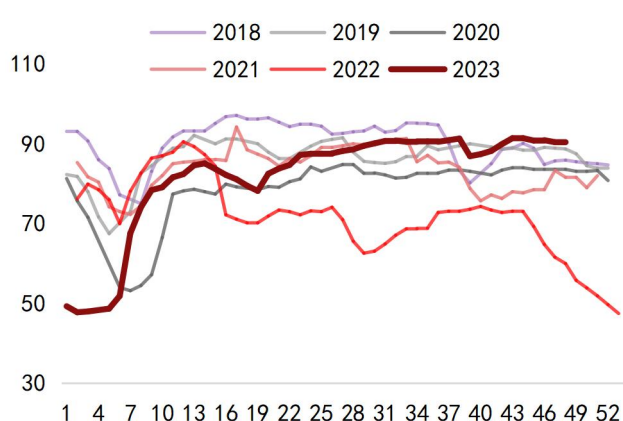
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 17 短纤开工



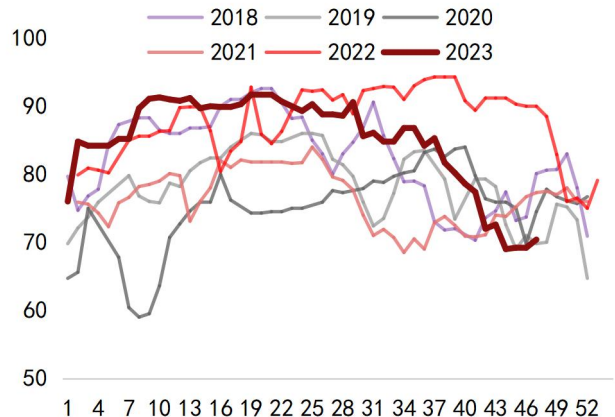
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 16 长丝开工



资料来源：东海期货研究所，CCF

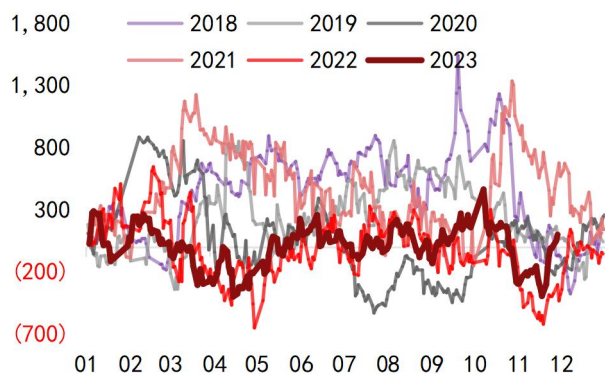
图 18 瓶片开工



资料来源：东海期货研究所，CCF

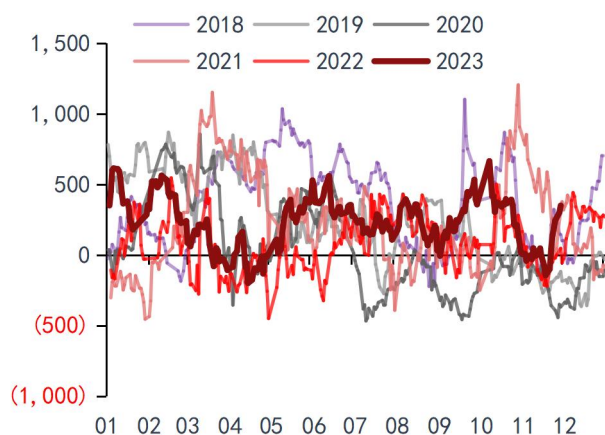
如此推断的最大支持就是利润情况，23 年的利润虽然同样有较大波动，但是年内下游利润基本维持在盈亏以上，全年原料的高企和上游利润的挤压并未传导到下游，在下游利润的支持下，厂家的进货节奏相比往年出现了较大的改变，对于低价货承接意愿相比往年更高。也一定程度为整个聚酯品类的价格地板进行了承托。

图 19 POY 加工利润



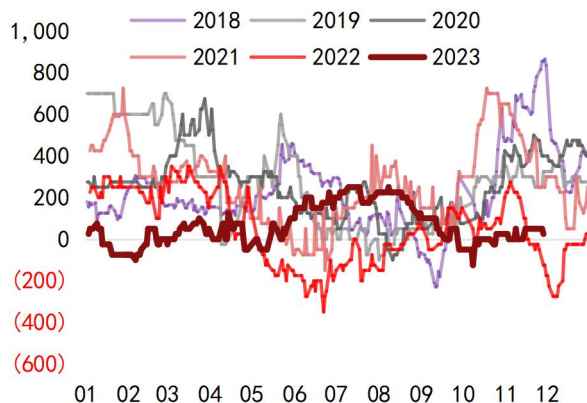
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 21 FDY 加工利润



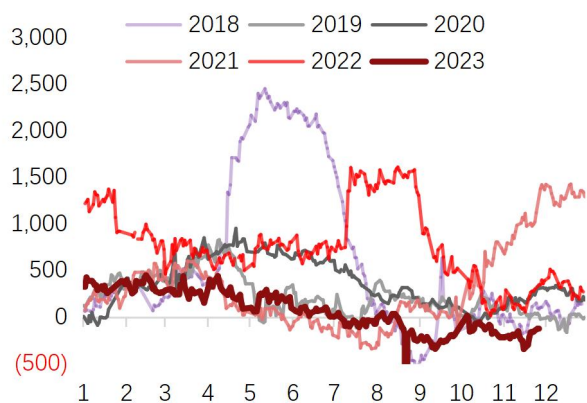
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 20 DTY 加工利润



资料来源：东海期货研究所，CCF

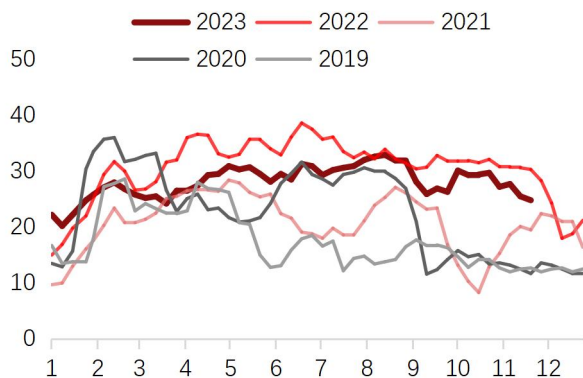
图 22 瓶片加工利润



资料来源：东海期货研究所，CCF

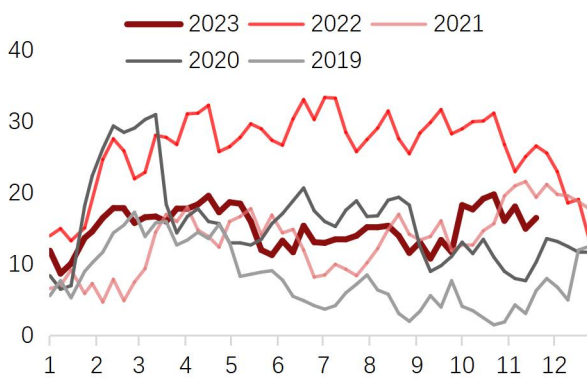
目前下游库存，除去短纤仍然处在高位外，其余品类库存基本都处在中性水平，后续利润只要持续保持在正常水平，即便 24 年初有一定累库，后期仍然可以在正常开工支持下将库存控制在中性位置，从而支持对上游的进货意愿。

图 23 DTY 库存



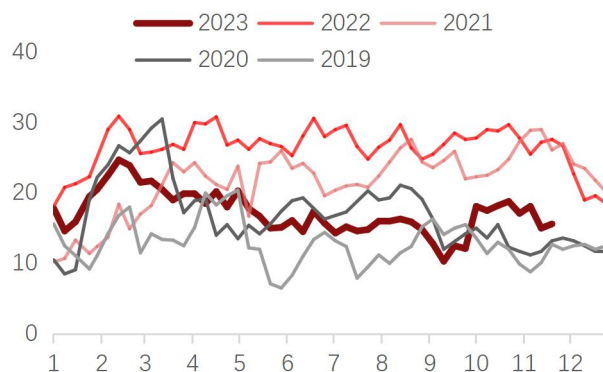
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 24 POY 库存



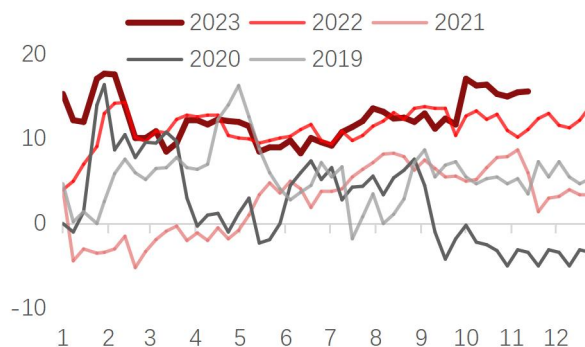
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 25 FDY 库存



资料来源：东海期货研究所，CCF

图 26 短纤库存



资料来源：东海期货研究所，CCF

4. 结论及风险提示

综合来看，我们认为 2024 年不管是投产还是利润，下游需求有较大概率仍能保持在偏高位置，而从供应来看，PX 将继续供不应求，PTA 投产讲维持 23 年水平，乙二醇将继续缩量。且从投产时点上看，装置或多于中下半时段投放，下游需求对价格的承托将有望在上半年产生较大影响。结合原油等原料价格趋势，我们预计上半年 PTA 运行中枢区间在【5500,6800】，上半年乙二醇运行区间【3900,4800】，下半年运行区间将由装置届时具体的投产情况以及需求情况和宏观情绪决定。

风险因素：原油出现地缘政治等突发性扰动事件，宏观环境大幅转弱，国内消费水平意外降低，工业生产强度持续性超预期，进口煤及国内煤供应超预期等。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn