



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

原油反弹空间受限，一季度PTA逢高做空

分析师： 潘增恩

从业资格编号： F0283005

投资咨询从业编号： Z0010542

E_mail: panze@ciftures.com.cn

Tel： 13586889424 021-38296185

2015.02

- ✓ 短期原油价格低位反弹，PTA成本端现新增利多
- ✓ 2月PX亚洲ACP为710美元/吨CFR，短期制约现货价格
- ✓ 期价升水带来大量无风险套利盘，上部空间受制约现货价格
- ✓ 1季度下游需求平淡，社会库存将积累
- ✓ 综合来看，原油低位反弹给PTA产业链带来额外新增利多因素，但从供需格局来看，PTA仍处偏空状态，PTA维持逢高做空思路。

- ✓ **一、原油价格低位反弹，但高度受限**
- ✓ **二、一季度供需面偏空，期现套利制约期价涨幅**
- ✓ **三、纺织需求平淡为主，对上端推动有限**
- ✓ **四、一季度PTA操作策略说明**

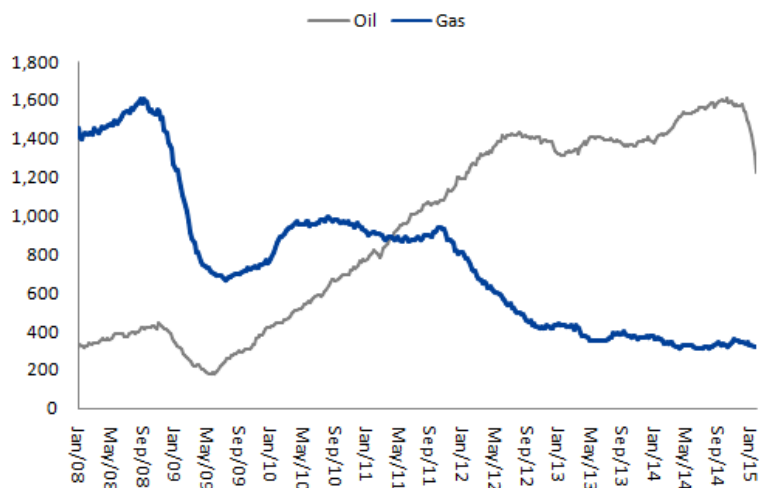


原油价格低位反弹，但高度受限

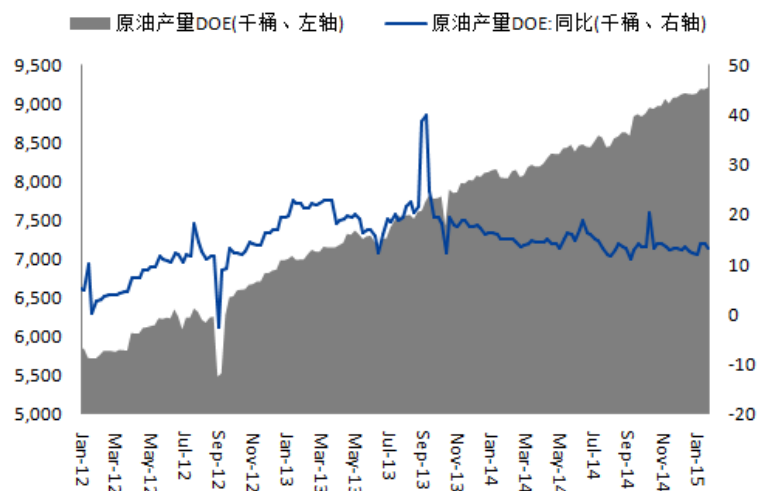
- ✓ 原油价格低位反弹，市场预计美国原油产量增速将提前回落。
- ✓ OPEC原油产量不减反增，油价反弹空间受限，2015年1季度仍以底部震荡为主，布伦特原油预计上部反弹阻力位在60-65美元/桶附近。
- ✓ 原油阶段性反弹带动PX现货价格反弹，但2月PX亚洲ACP价格达成至710美元/吨则显示上游对下游需求的不乐观。

1.1、美国钻井平台运行数量大减，但对原油产量增速回落不宜期望过高

美国油气钻井平台数量图



美国原油周度产量图

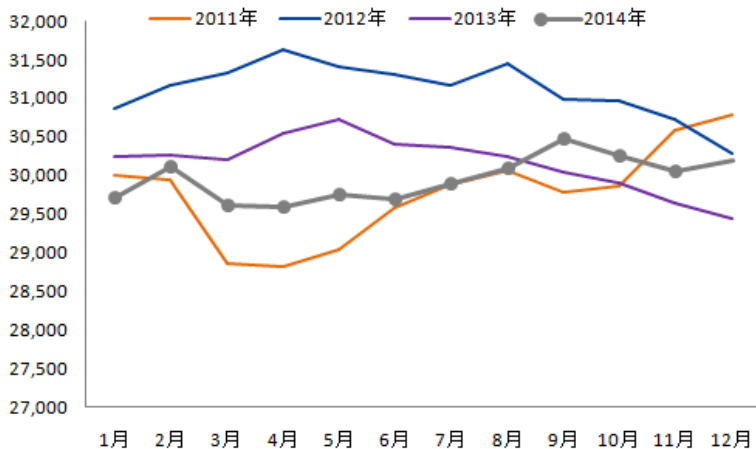


截止2015年1月30日，据美国贝克休斯公司公布的数据显示，美国原油钻井平台运行数量相比2014年6月减少20.4%。

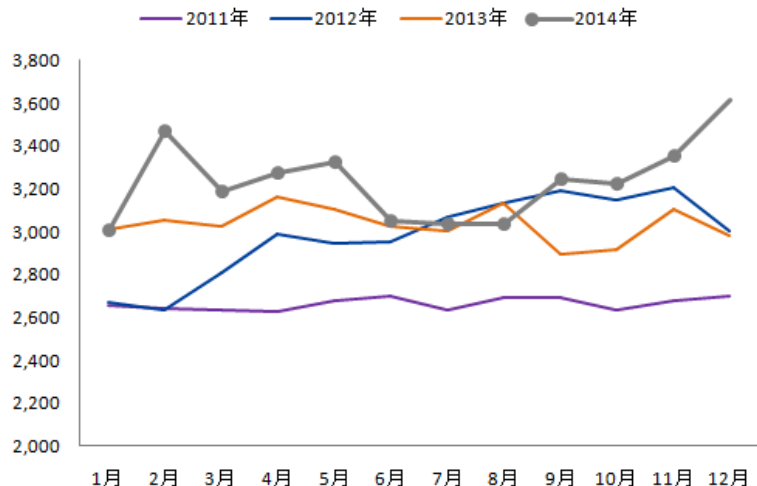
截止2015年1月23日，美国原油产量为921.3万桶/日，同比增加13.29%。产量增速仍处相对高位。钻井运行数量减少并未及时反应至原油产量方面，对北美页岩油减产不易过度乐观。

1.2、OPEC产量持稳，伊拉克产量创新高

OPEC原油月度产量图



伊拉克原油月度产量图

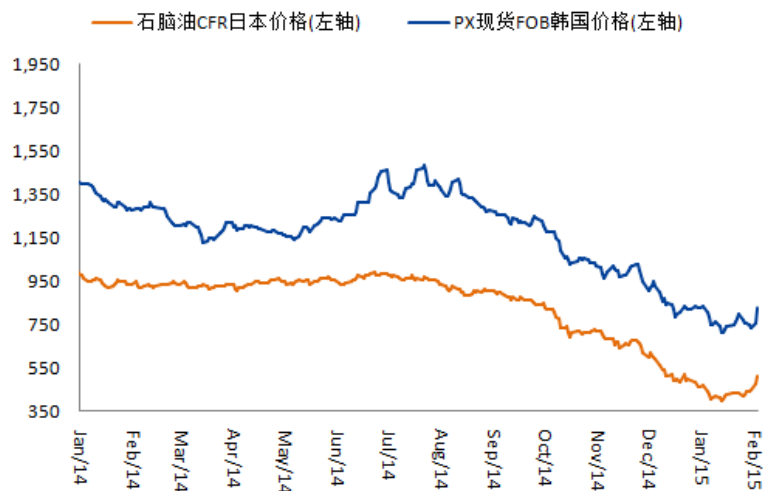


2014年12月，OPEC原油产量为3024万桶/日，环比增长0.5%，显示油价下跌并未使得OPEC产油国减产挺价。

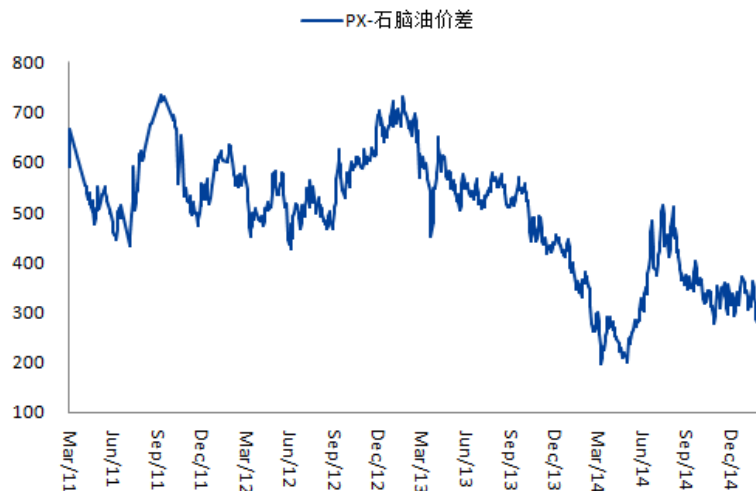
2014年12月伊拉克原油产量为361.6万桶/日，产量创新高。

1.3、原油带动PX价格价格反弹，对PTA成本形成一定利多

PX及石脑油价格走势



PX-石脑油价差图



原油价格低位大幅反弹带动下游石脑油及PX价格上涨，但目前PX-石脑油价差仍维持在300美元/吨附近，显示产业链自身驱动力不强，价格上涨主要来自原油端驱动。若油价反弹趋势转缓则价格仍将面临回调风险。

1.4、PTA成本端价格预测

2015年PTA成本端涨跌幅统计表				
	布伦特原油指数	石脑油价格	PX价格	PX-石脑油价差
1月2日	59.46	466	836	369
2月3日	61.43	514	826	311
2月份涨跌幅	3.31	10.30	-1.20	-15.72

2015年1月30日至2月3日，布伦特原油大幅反弹17.87%，带动石脑油及PX价格反弹。而从月度周期来看（见上表），PX价格反弹力度相对偏弱，PX利润继续收窄，但仍处于盈亏平衡点附近。

若按前述原油反弹空间预测分析（布伦特原油60-65），则FOB韩国PX价格上部空间在850美元左右。



一季度供需面偏空，期现套利制约期价涨幅

- ✓ PTA供需仍失衡，产业链利润维持在盈亏平衡附近
- ✓ 一季度聚酯开工率阶段性回落，PTA开工率偏高，供给相对过剩
- ✓ 一季度PTA现货价格相对弱势，无风险套利行为制约期价上部空间
- ✓ 从供需面来看，PTA在一季度整体评估为偏空



2.1.1、PTA产业链供需分析

中国PTA产业链上下游产能增速对比				
年份	产能	PX	PTA	聚酯
2014年	产能	1232	4325	4459
	增长率	12.2%	29.5%	8.6%
2015 (预估)	产能	1472	4895	4914
	增长率	19.5%	13.2%	10.2%

2014年以来PX产能增速大幅提升，而相应PTA产能增速在经历2014年高峰后2015年开始回落；聚酯增速相对稳定。产业链上下游增速的差异将导致上下游利润的重新分配。

2.1.2、产业链利润格局演变

2011-2013

- PX利润丰厚
- PTA生产利润开始下滑，甚至亏损
- 聚酯生产利润微薄

2013-2014上半年

- PX利润大幅下滑
- PTA利润呈现亏损
- 聚酯生产小幅亏损

2014下半年—至今

- PX生产微利
- PTA盈亏平衡附近
- 聚酯生产阶段性获利

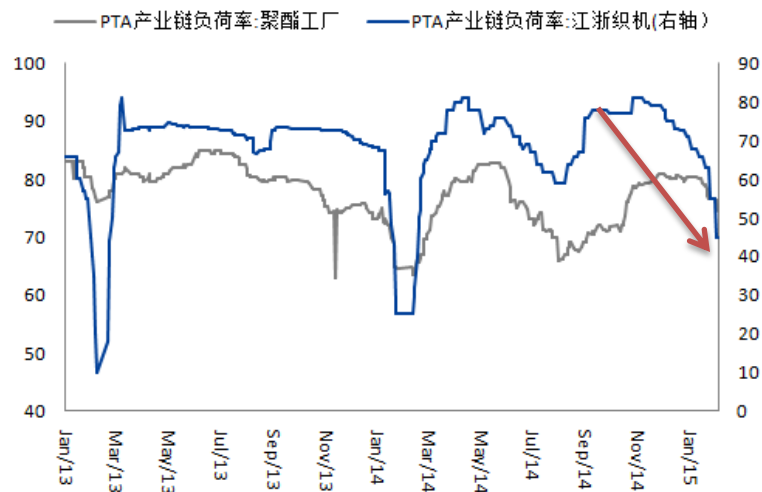
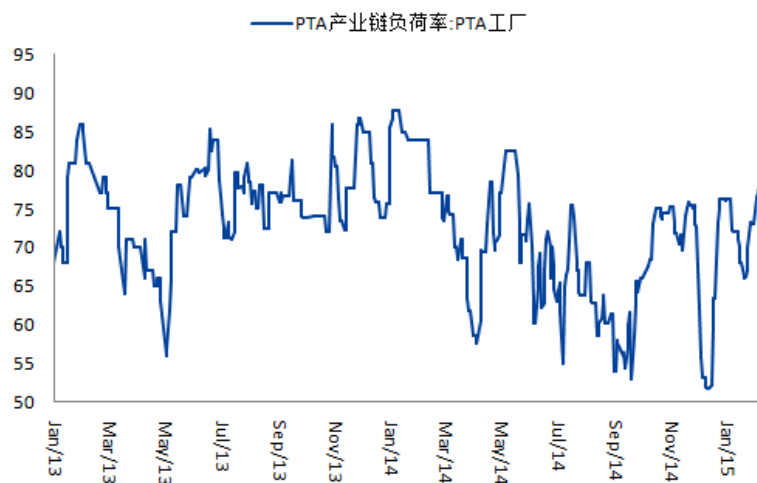


2.1.3、PTA供需平衡分析

中国PTA供需平衡表							
年份	产能	产量	开工率(%)	进口量	出口量	表观消费量	进口依存度
2008	1376	1100	80	620	0	1720	36.0%
2009	1455	1164	80	508	0	1672	30.4%
2010	1515	1212	80	454.8	0	1667	27.3%
2011	1990	1560	78	489.4	2.71	2047	23.9%
2012	3110	1878	60	419.5	0.9	2297	18.3%
2013	3310	2590	78	213.65	12.6	2791	7.7%
2014	4325	2900	67	100	43	2850	3.5%
2015(预测)	4895	3170	65	70	50	3150	2.2%

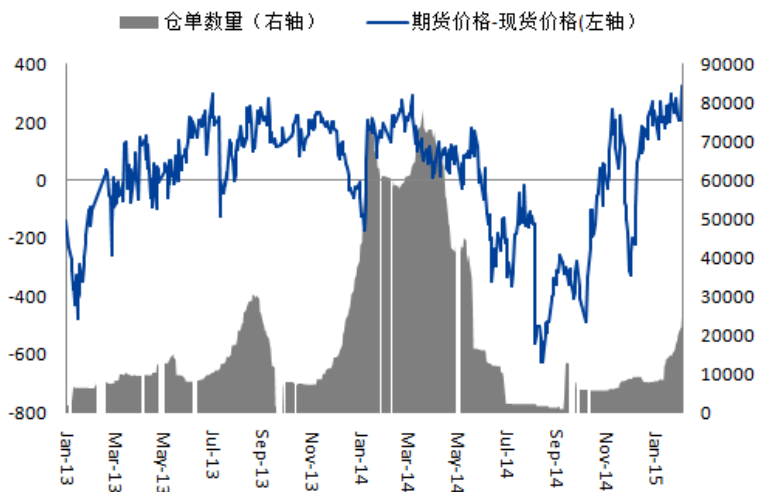
结合前文PTA产业链新增装置数据，若聚酯开工率在2015年继续维持在75%左右，则PTA供需平衡下开工率仅能维持在65%，即PTA企业开工率超过该数字则将导致供给大于需求。因此在2015年改PTA开工率成为衡量PTA供需的关键指标。

2.2、PTA开工率短期偏高，库存将逐步积累



一季度受春节因素影响聚酯开工率逐步回落，而相对来看PTA开工率处于高位。结合前文测算，PTA开工率偏高约1%左右，可估算月度库存增长量为35万吨。因此一季度库存将逐步积累。

2.3、期现套利机会频现，仓单提前大量流入制约期价上部空间



PTA期现套利参数表													
套利品种	仓储费(/吨*天)	资金成本(年贷款利率)	资金成本(年存款利率)	交易费用(元/吨)	交割费用(元/吨,含打包费)	增值税	仓单质押手续费	保证金率平均值	水利基金率	时间参数	入库出库费用(元/吨)	入库检验费(元/吨)	交易手续费率
PTA	0.5	6.00%	10.00%	1	2	17%	1.80%	15%	0.01%	2015/2/3	24	8	0.02%
品种	现货价格	各合约明细			期现套利分析		调整参数		现货卖出保本价(元/吨)				
		合约	价格(调整后)	最后交易日	套利成本	机会	原始价格	基差报价					
PTA	4500	TA502.CZC	0	2015-02-13	-652	no	0	0	4558				
		TA503.CZC	4584	2015-03-13	100	no	4584	0	4603				
		TA504.CZC	4680	2015-04-15	160	yes	4680	0	4656				
		TA505.CZC	4724	2015-05-15	207	yes	4724	0	4704				
		TA506.CZC	4748	2015-06-12	249	no	4748	0	4749				
		TA507.CZC	4756	2015-07-14	294	no	4756	0	4801				
		TA508.CZC	4754	2015-08-14	336	no	4754	0	4851				
		TA509.CZC	4852	2015-09-14	394	no	4852	0	4902				
		TA510.CZC	4804	2015-10-21	436	no	4804	0	4962				
		TA511.CZC	0	2015-11-13	-314	no	0	0	4999				
		TA512.CZC	4888	2015-12-14	523	no	4888	0	5050				
	TA601.CZC	4956	2016-01-14	576	no	4956	0	5100					

1月份TA505期现价差持续大于200元/吨以上。根据测算，若价差大于200元/吨以上，则可获得年化约5%-7%的无风险套利收益。

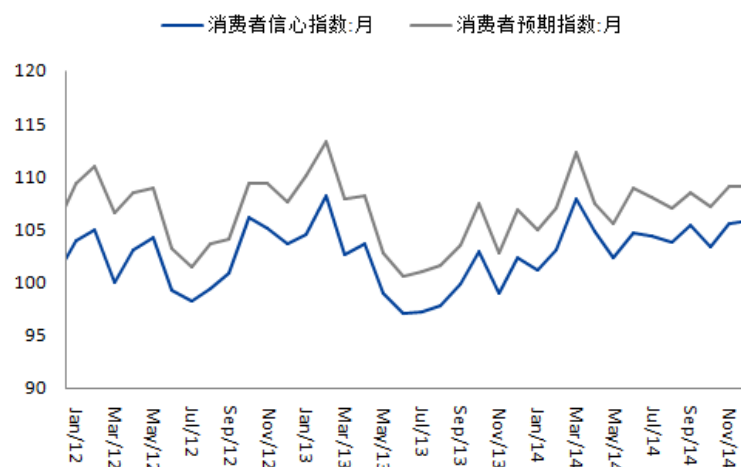
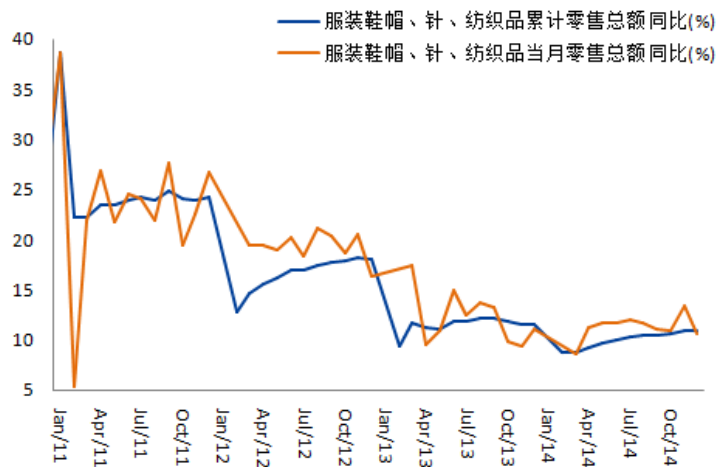
大量套利盘及仓单提前入场，若现货价格延续弱势则期价上涨亦将受限。



纺织需求平淡为主，对上端推动有限

- ✓ 2015年1季度国内纺织内需预计平淡。
- ✓ 1季度纺织出口整体难有起色，化纤制服装出口和棉质服装出口增速继续分化。
- ✓ 综合看，在整体纺织品出口难有起色的背景下，预计化纤制品出口维持稳定增长，但对上端推动力有限。

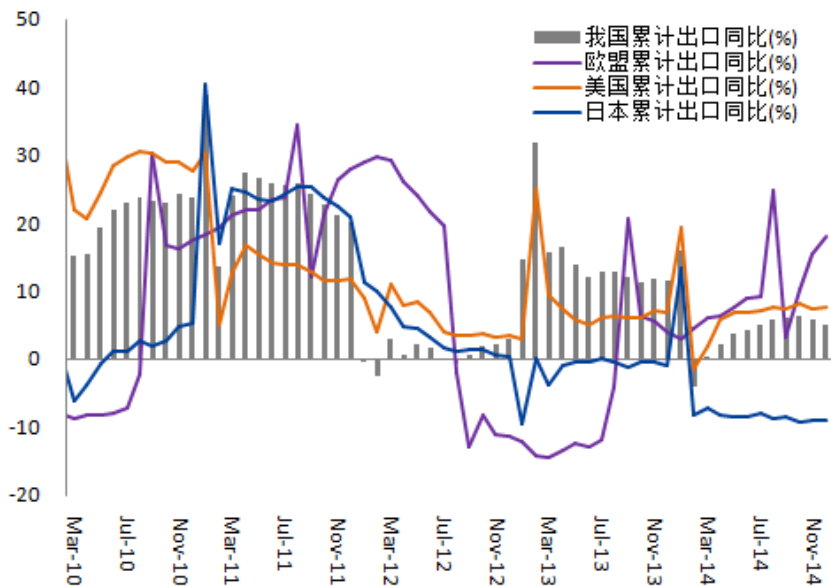
3.1、纺织需求—内需预期平淡



截止2014年12月，服装鞋帽、针、纺织品累计零售额累计同比+10.9%，当月同比+10.6%，增速未有明显改观。

从消费者信心指数及消费者预期指数来看，二者均无明显走强迹象。综合看，预计后市纺织品服装内需表现平淡。

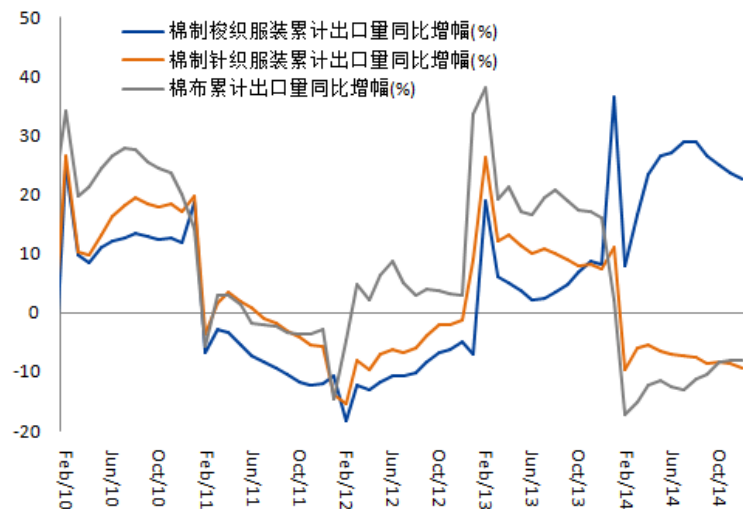
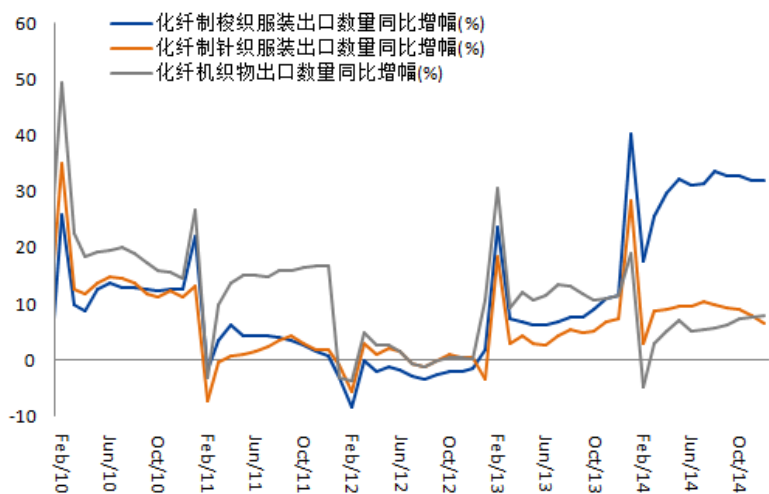
3.2.1、纺织需求—出口需求分化，整体增速难有增长



从主要出口国看，截止2014年12月，对欧盟累计出口同比+17.93%，与同期基数相对较低有关；对美国累计出口比+7.5%，保持稳定增长态势；对日本累计出口同比-9.12%，持续疲软。

截止2014年12月我国纺织品累计出口同比增长5.08%，增速有所放缓。

3.2.2、化纤与棉质服装出口呈现差异化，化纤制品增速稳定增长



截止2014年12月，化纤梭织服装出口数量累计同比增31.81%；针织服装累计同比增6.61%；机织物累计同比增7.82%。

棉制品方面，棉制梭织服装出口数量累计同比增22.59%；针织服装累计同比减少9.44%；棉布累计同比减少8.1%。

综合看，在整体纺织品出口难有起色的背景下，预计化纤制品出口维持稳定增长，但对上端推动力有限。



一季度PTA操作策略说明

1、单边策略

1) 2015.2-2015.4：逢高做空TA505合约，上部空间在4900附近

核心理由：原油低位区间震荡，难以反转

PTA开工率偏高，PTA社会库存将积累，现货价格持续承压

TA505期价升水带来大量期现套利仓单，未来期价走弱，升水收窄

入场价位：4800-4900

目标区间：4300-4400

止损区间：5000

资金管理：20%比例

潜在风险：原油价格反弹幅度超预期，PTA企业集中检修

本报告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，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

Thank you!



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址:宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编:315040

邮箱 : prefix@cifutures.com.cn 网址:www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo , 315040 , China

Tel:0574-87717539 Fax:0574-87717386