

## 行业贸易格局风起云涌

# 聚酯企业借助期货市场乘风破浪

说起聚酯产品,大家可能会觉得比较陌生,但在我们的生活中,处处都有它的影子,比如饮料瓶、纺织服装、快餐盒等都是其终端产物。

简单来说,从原油变成化学纤维的过程,即实现“从一滴油到一根丝”,就是由聚酯产品产业链来完成的。目前郑州商品交易所已经上市产业链中三个重要品种,即对二甲苯(PX)期货、精对二甲苯(PTA)期货、短纤(PF)期货。近日,瓶片期货已获得证监会同意注册,将于8月30日上市交易。

作为聚酯产业链首个上市的期货品种,PTA期货经过近18年的发展,在期现价格联动、产业链企业应用、定价影响力等方面表现突出,同时作为承上启下的品种,其上市后显著改变了产业链的市场竞争格局、贸易定价模式以及风险管理理念等,成为产业避险和定价的“指南针”,助力企业平稳渡过难关。

● 本报记者 马爽

有幸见证了国内聚酯产业从小变大,从大变强的过程。”

章四夕总结称:“过去20年,聚酯产业链经历了产能从扩张到调整,企业也实现从生产单品到一体化发展的转变,通过持续的技术创新和拓展,实现了自身成长和行业优化升级。”

在调研中记者了解到,恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等行业领军企业,均已实现从“一滴油”到“一根丝”的全产业链产品一体化生产布局。

经过多年发展,PTA行业供需格局也发生逆转,由此前的紧缺转为过剩。隆众资讯数据显示,截至2023年底,我国聚酯行业产能为8137万吨/年。浙江逸盛石化有限公司PTA销售中心副总经理徐际恩介绍,2010年以前,国内PTA采购主要依赖进口,近年来发展成为净出口品种。在此过程中,逸盛石化作为行业最大的供应商,也在市场变化中不断寻找出路。“PTA期货上市为我们提供了一个很好的经营风险管理工具。”徐际恩说。

不仅如此,近年来聚酯产业链产品的贸易模式也发生了显著变化。传统的贸易模式主要依赖信息不透明或产品数量不对等形式,通过低买高卖方式获取价差,以博弈价格为主,市场风险较大。杭州忠朴商务咨询有限公司总经理卜红枫表示:“近年来,随着聚酯产业链相关产品期现结合度的提升,贸易商的定价模式也顺势出现了调整,在买入现货的同时在期货市场上卖出相应头寸,贸易的风险就变成品种价格的相对变化,而非传统的绝对价格,同时也降低了自身的贸易风险。”

“可以说,目前聚酯是期货运用最深入、期货品种覆盖最全的产业,期现结合模式得到了广泛应用。”浙江明日控股集团股份有限公司副董事长邵世萍表示,期现结合解决了传统贸易商靠天吃饭问题,化被动为主动。在此过程中,贸易商也实现了从传统贸易商向产业链服务商、从价格接受者向风险管理者的角色转变。

以明日控股为例,邵世萍介绍,金融衍生品的运用不仅让明日控股实现了做大做强,更平滑了企业的利润曲线,让产业链参与者从对立价格博弈关系,变成共赢协作关系,这种转变不仅增强了企业市场竞争力,也促进了整个产业链健康稳定发展。“在这一过程中,期现结合不仅仅是贸易模式创新,更是企业转型升级、实现可持续发展的重要途径。”邵世萍说。

### “中间产品”期货承上启下 打通产业链“任督二脉”

PTA上承石油,下启聚酯,处于聚酯产业链从“一滴油”到“一根丝”转变过程的关键一环。PTA期货上市后,也增加了上下游企业之间的黏性。

国内PTA行业主要以民营企业为主,基本上是从下游纺织逐步向上游发展而来。目前,我国已成为全球PX-PTA-聚酯产业链最大的生产国和消费市场,PTA期货作为产业链中间期货品种,承担着产



浙江恒逸聚合物有限公司生产车间

本报记者 马爽 摄

业链上下游原料和产成品的套期保值和价格发现功能。

浙江恒逸国际贸易有限公司研究总监王广前表示:“因为上下游价格相关性较高,产业链企业经常把PTA期货作为风险管理对冲工具,在多数时间,PTA期货都可以为企业规避价格风险和管理库存贬值风险发挥重要作用。”

这一点在2020年体现得格外明显。2020年受疫情等因素影响,原油价格暴跌,市场需求低迷,PTA现货库存大量积压。借助PTA期货市场,生产企业普遍维持较高开工率,通过注册期货仓单、仓单质押获取流动资金。2021年,PTA现货市场出现供不应求,此时留存期货交割库中的PTA仓单被注销,重新流入现货市场,缓解了市场供应紧张压力。

王广前表示:“PTA生产企业可以在库存累积时,通过注册期货仓单缓解库存压力,在需求向好时释放仓单,充分运用期货仓单蓄水功能,有效缓解了上游原材料价格波动对下游聚酯和纺织产业的冲击。”

作为聚酯产业链另一个重要的中间产品期货,PX期货自2023年9月15日上市以来,助力缓解了国内贸易活跃度低的问题。PX期货上市前,国内现货市场参与主体有限,流通量较少。期货上市后,在为产业提供套保工具的同时,也提供了一个便捷的现货购销渠道。王广前介绍,一些之前未参与过PX现货贸易的贸易商,借助期货开展期现业务或参与交割,得以进入现货贸易领域。随着现货市场参与主体的不断增多,贸易活跃度提升,对上下游企业来说,也增加了一个新的现货购销渠道,价格竞争也更加充分。

同时,PX库存主要集中在PX生产企业和下游PTA工厂的局面逐步得以改变。“目前,PX期货已

成为现货市场的蓄水池,帮助下游企业优化库存,降低经营成本,在助力调节供需错配、优化资源配置方面发挥了积极作用。”浙江逸盛石化有限公司研究中心副总经理吴均表示,我国是全球最大的PX生产国与消费地,上下游企业均存在大量的保值需求,市场潜力巨大。随着越来越多的市场参与者加入到PX期货中,期货市场的影响力继续提升,基于PX期货的现货贸易、衍生品策略等占比将会不断上升。

### 期货价格成现货贸易重要参考 助力产业提升国际贸易话语权

经过近18年的发展,PTA期货在期现价格联动方面表现突出,并得到各方的高度认可。郑商所提供的数据显示,目前占全国总产能近95%的PTA生产企业均已参加PTA期货交易;下游产能前20名的聚酯企业中,参加PTA期货交易的有18家,产能占全国总产能的72.66%。

卜红枫表示,目前,PTA是期现结合度最高的品种之一,但PTA市场定价模式的转变也不是一蹴而就的。“PTA期货上市以来,上下游企业对PTA期货工具的运用,经历了从不接受、了解、学习、尝试、运用的过程。PTA期货上市之初,企业现货采购规模普遍较小,对期货市场功能的认知也不足,期现结合程度偏低。经过多年市场培育,PTA现货贸易中,企业采用期现结合模式定价的占比显著提升,2018年达到95%以上,目前PTA基差贸易则已进入上下游企业的年度合约体系。”

目前,PTA现货市场价格主要是由两部分组成。一部分是现货市场自由贸易时的价格。杭州忠朴统计数据显示,目前99%的PTA现货逐步得以按照“期货价格+升贴水”

的方式定价。相比于传统定价方式,期货价格更加权威、公开和透明,点价交易双方只需协商确定升贴水,降低了沟通成本,提高了定价效率。

另一部分是PTA生产企业每月月底公布的月结价,用于大型生产集团与下游客户签订年度合约货结算。据PTA龙头企业逸盛石化等介绍,月结价通常参考月度的现货市场均价,而现货市场均价又是根据“期货价格+升贴水”交易而来,因此月结价仍主要受期货价格影响。总体而言,PTA现货市场定价机制是以期货价格为核心的定价模式。

不仅如此,PTA期货也成为国际贸易中的重要定价参考。PTA产业上下游品种作为舶来品,我国的定价影响力一直较弱,以往时常面临“国外炼化工厂利润爆棚,国内下游苦苦挣扎”的困局。PTA期货上市后,尤其是2016年后,PTA期货价格逐渐成为聚酯相关产品的定价基准。章四夕表示,随着我国聚酯企业的国际竞争力和贸易谈判话语权逐渐增强,我国PTA产能在全球的比重也大幅攀升,PTA期货已成为国际贸易定价的重要参考。

作为生产PTA的主要原材料,长期以来,PX并没有人民币日度价格,现货贸易定价依赖普氏等美元价格,内贸长约仅在结算时按照当期汇率折算成人民币。“PX期货上市后,填补了国内人民币日度价格的空白,价格发现功能逐步发挥,公开、透明、连续的期货价格得到了产业链企业的认可,PX市场的定价基准也从传统的内盘美元定价,转变为目前的外盘美元定价与内盘人民币定价并行的模式,且彼此相互影响。”吴均表示。

徐际恩认为,未来随着聚酯产业链期货品种不断完善,以及国际化程度进一步提高,将推动更多国内企业走向全球,进一步提升国际贸易话语权,拓展海外市场。

## 东吴证券朱国广:下半年看好部分超跌医药板块

● 本报记者 林倩

7月以来,持续回调的医药板块再次受到市场关注,出现结构性反弹。东吴证券研究所联席所长、大消费组组长、医药行业首席分析师朱国广在接受中国证券报记者专访时表示,下半年看好部分超跌医药板块机会,结合中报业绩表现,重点关注创新药、原料药、中药板块。同时,他建议,医药板块中报需关注集采边际影响、产品院外销售、常规业务恢复、产品迭代升级、公司上下游产业链整合等情况。

### 重视医药产业研究

作为一名拥有13年从业经验的分析师,朱国广已历经医药行业多轮周期。2011年,朱国广入职西南证券,后于2020年7月加入东吴证券,多年的行业和市场浸润,让朱国广积累了一定的研究心得。

“医药产业研究壁垒比较高,跨专业研究医药产业可能不太容易,所以我们招聘的分析师基本都是科班出身,确保研究的深度和广度。”朱国广表示,医药分析师工作强度大,更要更加勤奋和专注。因为研究本身就需要付出大量时间和精力,周末和节假日加班是常事,只有保持这样的专注研究状态,才能紧跟医药行业发展趋势,在研究领域保持一定竞争力。

具体到研究医药行业本身,朱国广认为,不仅要研究公司、研究股票,还要重视产业研究。而产业研究,不仅需要覆盖二级市场,还要把握一级市场产业的发展趋势。

过去几年,医药生物板块经历了一个较长的下行周期。2024年上半年,医药板块整体也呈现震荡下跌态势。从宏观角度看,朱国广认为,上半年主要有三方面因素影响医药板块:一是医疗行业反腐;二是2024年前5个月的医保收入增速相对医保支出较慢;三是医保比价政策影响到院外药店市场和OTC类中药。

板块越是震荡,越是需要更加专业的研究。东吴证券已经连续召开了四届创新药大会,吸引了大批头部医药公司的高管和专业人才参加,在创新药研究市场中形成了一定的行业影响力。

### 看好创新药板块

近年来,包括《全链条支持创新药发展实施方案》在内的一系列针对创新药产业及高质量发展的利好政策密集出台,为整个创新药生态系统注入强劲动力。朱国广表示,目前重点看好创新药板块,尤其是已有商业品种的标的。

在他看来,《全链条支持创新药发展实施方案》通过研发端、审评端、进院端、支付端、投融资全方位、多角度支持创新药发展,解决行业核心痛点。未来可能有多项措施相继落地:进院端,制定创新药鼓励应用目录,推进多元支付;进院端,首次价格省域间协同快速挂网,各地参考首发受理结果直接挂网,实现一次申报等。支付端,允许创新药首发价格参照国际同类药品定价;鼓励重点地区设立创新药补充支付专项基金等。

与此同时,一大批创新药、创新医疗器械获批上市,国产创新药出海持续提速。朱国广表示,国产创新药出海包括授权合作、自建海外团队、兼并收购等方式,目前以授权合作为主。

“近年来,我国医药公司海外授权数量和金额屡创新高,2023年共计106项海外授权交易,首付款总计35亿美元,潜在总付款金额达421亿美元。其中,以ADC药物出海为主。”朱国广表示,ADC药物出海仍将会是下一个阶段的重点,此外,小分子药物、双抗、小核酸药物等海外授权也值得关注。

### 板块估值具有吸引力

展望2024年下半年,朱国广认为,医药板块有望走强,获得显著超额收益。在他看来,筹码结构利于医药板块走强,二季度末非医药基金对医药配置比例约6%,相对于2023年年底下降约4个百分点,其中配置比例较低的为中药、生物制品及CXO等。

从估值看,朱国广表示,医药板块经历连续4年下跌,当前PE约为22倍,相对历史均值已比较具有吸引力。从行业来看,化药、生物制品、医疗器械等估值相对更高;医疗服务、中药及医药商业等估值相对更低。

“看好优质的国内资产标的,尤其是仿制药、创新药处方药等。”朱国广表示,自2018年“4+7”带量采购试点以来,国家带量采购已进行6年9个批次,已纳入374个品种,大品种多数纳入集采,存量品种数量有限,集采影响基本出清。中国生物制药、科伦药业、信达生物、百济神州、人福医药、恩华药业等半年报显示,院内放量超过市场预期。

朱国广表示,8月、9月医疗机构手术及商业公司发货数据同比有望显著提高,环比也将有所增长,预示医药板块三季报值得期待。另外,目前国内部分省市县域医共体设备更新项目总金额已达到5755亿元。根据第三方预测,第一轮县域医共体设备更新规模有望达到182.73亿元。

“目前,中药板块性价比比较高。”朱国广认为,医药板块中具备低估值、高红利等确定性高的资产主要聚集在中药板块,估值约20倍,优质标的股息率为3%至4%。

# 风险管理工具逐渐配齐 助力聚酯行业高质量发展

● 本报记者 马爽

近日,聚酯产业链又传来好消息,新成员——瓶片期货将于8月30日挂牌交易。业内人士表示,瓶片期货上市将进一步完善聚酯板块期货品种体系,为产业链企业提供风险管理工具及远期价格参考,帮助提升定价效率,助力聚酯行业实现高质量发展。

### 企业热盼瓶片期货上市

日前,瓶片期货已获得中国证监会同意注册,郑州商品交易所定于8月30日挂牌上市。

近年来,随着国内经济持续发展和消费需求不断增长,瓶片市场规模不断扩大。郑商所提供的数据显示,2023年,我国瓶片产能1661万吨,同比增长34.9%,占全球总产能的42.2%;产量1310万吨,同比增

长13.7%;消费量756万吨,占全球总消费量的23.8%。

在市场规模不断扩大的同时,瓶片市场竞争也日益激烈,相关企业对新的风险管理工具和远期价格参考的需求增加。“瓶片期货上市将有助于促进行业高质量发展。”浙江逸盛石化有限公司瓶片销售中心总经理马骋认为,健全聚酯板块风险管理体系,将有助于提高市场定价效率。特别是在宏观因素不确定增加、产业竞争加剧、出口遭遇诸多反倾销打压的情势下,这种风险管理工具显得更为重要。

瓶片期货上市对产业而言意义重大。马骋表示,这主要体现在四方面:其一,瓶片期货有望深刻改变上下游贸易定价方式,期货价格将会逐渐成为现货市场定价基准,从而提高行业定价效率。其二,瓶片期货有望成为现货市场的蓄水池,

利于稳定生产与流通,帮助下游生产企业优化库存,降低经营成本。其三,瓶片期货将进一步丰富产业链风险管理工具,有助于提升上下游企业的经营水平。其四,有助于增强我国聚酯产业在国际价格形成中的主导权。

作为国内最大的瓶片生产商,逸盛石化一直期待瓶片期货上市。马骋表示,当前公司正在积极申请免检品牌、设立交割仓库和厂库资格。此外,公司相关部门在了解合约规则、交割制度等的基础上,通过评估销售管理、库存管理、价格波动以及未来加工费管理等方面面临的,在对风险进行量化分析之后,初步拟定了套期保值策略和计划。

### 风险管理工具体系初步形成

目前,郑商所持续打造的聚酯

产业链风险管理工具体系初步形成,包括已上市的PTA期货及期权、短纤期货及期权、PX期货及期权,以及即将上市的瓶片期货。业内人士表示,聚酯板块衍生品工具合力逐步显现,未来服务产业能力有望进一步增强。

浙江明日控股集团股份有限公司聚酯部商品经理朱建威表示,目前国内聚酯产业链已经非常完善,瓶片期货上市可以说是锦上添花。在巨大的投产压力下,企业迫切需要一个直接的、靠谱的金融工具来规避价格大幅波动。

放眼大环境来看,近年来,市场环境复杂多变,包括聚酯产业在内的石化产品价格波动明显。“在此背景下,我国实体经济在全球石化产业链、供应链重构过程中面临挑战与机遇,市场迫切需要更多风险管理工具,为企业平稳发展

保驾护航。”马骋表示,随着聚酯产业链风险管理工具体系不断完善,对仍在高速发展的中国聚酯产业而言,相当于是为产业链企业提供了高效的价格发现、风险管理、资源配置工具,有助于提升产业链供应链韧性,具有重大意义。

在朱建威看来,随着聚酯产业链更多品种期货、期权工具的上市,整个产业链的运行逻辑将会更加顺畅,管理风险的工具也更为丰富。产业可以更精确地通过期货市场找到合适的品种标的,来锁定产品利润、稳定生产经营,避免了传统贸易形式下通过现货操作带来的资金压力与经营风险。

马骋表示:“聚酯品种期货工具的上市,是以产业需求为基础,在规则设计中充分体现了企业的诉求,有助于企业从容应对市场内外部环境挑战,从而助力产业高质量发展。”