

2024年12月9日

总体供需宽松，品类分化明显

——聚酯2025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

投资要点：

- **概要：**2024年下游投产不及23年，但增量尚可，25年投产增量由于瓶片饱和将进一步下降，由此PTA25年投产后或面临宽松供需，价格中枢难以长时间上行；乙二醇进入出清阶段尾端，长期仍偏多配。
- **PTA及乙二醇：**PTA加工费得到上游让渡之后，在24年后半段长期保持偏高位置，这使得PTA开工持续上行，但由于终端以及下游开工渐有下行，后期PTA仍有过剩风险，且长期PTA投产总体高于下游需求，后期价格或仍以逢高空为主；乙二醇投产有限，且出清持续，虽然短期仍有24年底的存量装置开工回升情况，但后期供需将继续平衡，长期维持多配。
- **下游：**下游产能投放低于24年水平，为近3年来最低。终端产销力度旺季仍能维持偏高位置，对下游游供应承接较高。但下游利润在非旺季时段利润收缩明显，叠加后期开工或低于24年水平，库存或有累积风险。
- **结论：**PTA供需25年将逐步走向宽松，价格中枢将难以长时间上行，长期继续逢高空思路，但需注意调油以及能化板块整体性共振风险。乙二醇出清尾段，已经具备流动性风险的条件，后期库存持续去化后，如果进口或海外天然气装置有变，极可能推高价格中枢，长期维持多配。
- **操作建议：**25年整体思路分化，总体维持高空PTA，低多乙二醇，或继续持有PTA-EG价差。
- **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	3
2. 基本面分析	4
2.1. 成本端	4
2.2. PTA&乙二醇	6
2.2.1. PTA	6
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 亚洲甲苯调油价差	6
图 7 PTA 加工差	8
图 8 PTA 出口情况	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 2025 年后年 PX 计划投产情况	6
表 2 2024 年 PTA 投产情况	7
表 3 2025 年 PTA 计划投产情况	7
表 4 2024 年乙二醇投产情况	9
表 5 2025 年乙二醇计划投产情况	9

1. 行情回顾

2024 年初，市场刚刚经历了长时间低迷后的开工修复，市场情绪有所回暖，并且对 2024 年需求恢复有着较大期望。春节过后，下游再度出现令市场较为振奋的恢复强度，聚酯开工恢复至 90% 以上，但之后总体有所回落，盘面持续保持 400 点以内波动运行。而在年中之后，原油弱势开始大幅计价，油价从超 90 美金下行至最低不到 70 美金，汽油需求不及预期也导致芳烃价格大幅回落，PX 也出现了大幅回调，叠加下游淡季需求大幅下行，库存累积，聚酯产业遭遇上下游双杀，各品类价格跌破前期支撑位，PX 价格跌至今年来新低水平，PTA 一度下破 4700。之后由于国内 926 政策发布叠加油价受到地缘影响抬升的影响，以及下游需求旺季恢复，PTA 一度大幅回升，但随着原油尤其是汽油价格的回落，成本支撑再度走低，以及终端需求年末季节性下行，PTA 累库预期再度大幅走高，主力也再度陷入低价低波动的局面。截至本报告发稿，PTA 主力运行区间为【4600, 5000】。

乙二醇则在 24 年继续进行产能出清，价格中枢已经明显太高，库存也出现了明显的过剩去化，总体已经处于价格恢复状态。短期部分存量产能的开工调高后仍然对乙二醇存在一定供应压制，但 25 年随着更多下游产能的投产，乙二醇的过剩产能出清将基本进入尾端，价格中枢的上升将持续进行。另外天然气价格也触底反弹，海外装置成本也开始抬升，进口货在后期的稳定性可能也会有一定变化。截至本报告发稿，乙二醇主力运行区间为【4500, 4700】。

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

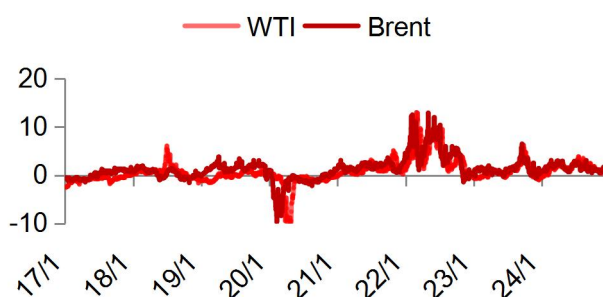
2025 年，聚酯产业或将面临比 2024 年更加困难的情况，下游新增产能速度可能继续放缓，而上游成本支撑或仍有下降空间，聚酯品类最差将持续面临低价低波动的情况，其中 PTA 可能面临比以前过剩的供需压力，而乙二醇则有着更多的产能出清后的机会。本报告将从成本、供需各方面，解析 2024 年聚酯产业面临的发展与挑战。

2. 基本面分析

2.1. 成本端

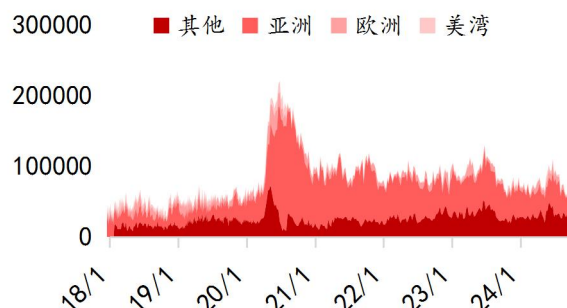
在油气方面，25 年面临的压力仍然较大。虽然 OPEC+ 将增产推迟 3 个月，但是较深的过剩预期仍然难以改变，当下结构仍然偏弱势，市场对 2025 年新增产在美国、加拿大、圭亚那及巴西等地的新增产能预期较强，所以目前对 2025 年市场仍然有极深的过剩预期，且加上 OPEC+ 内部减产履约率不及预期，伊朗供应持续回升，利比亚产量在回归后也升至接近历史最高产量水平，OPEC+ 后期本身可共产量回归的空间已经极少。所以 4 月消费淡季如果 OPEC+ 如约开始释放供应，油价将在 25 年释放整个价格周期的过剩情绪，价格或跌穿此前 2 年间的 20 美金区间。但从制裁以及地缘政治等产能方面来说，油价在 25 年或面临相比 24 年更大的不确定性，特朗普政府上台后伊朗，委内瑞拉等受制裁供应可能面临打击，届时上游原料价格可能会出现更大波动性。

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

而 24 年下半年由原油引发的价格大幅下跌，其驱动中有旺季汽油需求不及预期的成分，而汽油在旺季价格的疲软，叠加原料降息交易共振驱动的回落，也带动了芳烃价格的大幅下降，导致 PX 价格在季度末大幅回吐，这引发了 PX 等化工上游回吐了此前接近 2 年的超高利润，PXN 从最高接近 400 美金，回落至最低 170 美金，这样的结构性变化使得聚酯端出现了产业性结构的改变，下游获得了此前长久被占据的利润，这导致产业下游在 3 季度末后开始了明显的足额释放。

24 年 PX 没有任何新增产能投产，裕龙岛投产后，大概率在 24 年底前不会完整运行重整装置，这也使得 PX 从产能上看并未出现过多变化，而 24 年 PTA 则是有新投产，所以仅从聚酯端产能上来说，PX 供需是更加偏紧的，但并不能完全解释上游利润的让渡，更好的解读视野应该关系到整体炼化利润在 24 年 3 季度开始的回吐，而这更多是由于亚太成品油需求回落，以及海外成品油需求增速有限导致的上游需求回落。所以在上游需求明显恢复之前，PX 端利润将较难有重新占据利润比例的驱动。

从后期产能投放上来看，25 年较为确定的为裕龙岛项目，华锦或在 25 年下半年投产，整体投产量并不高。而 PTA 在 25 年仍有部分投产，所以即便 PX 端利润已经大幅度回吐，但从产能上看，PX 总体仍然处在较为平衡的供需阶段。

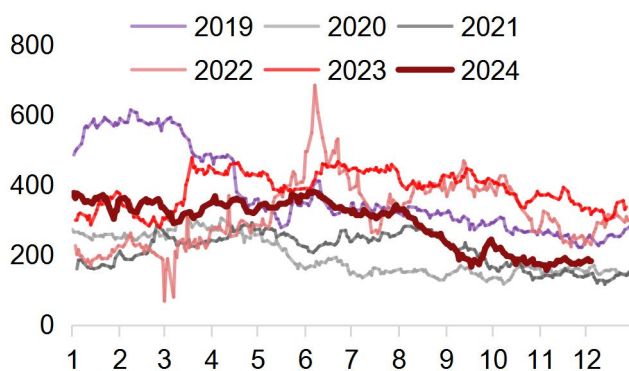
表 1 2025 年后国内 PX 计划投产情况

投产时间	装置	产能	状态
2025 H1	裕龙岛	300	待投产
2025	华锦阿美	260	待投产
2025 或以后	古雷石化	320	待投产
	总产能	880	

资料来源：东海期货研究所，CCF

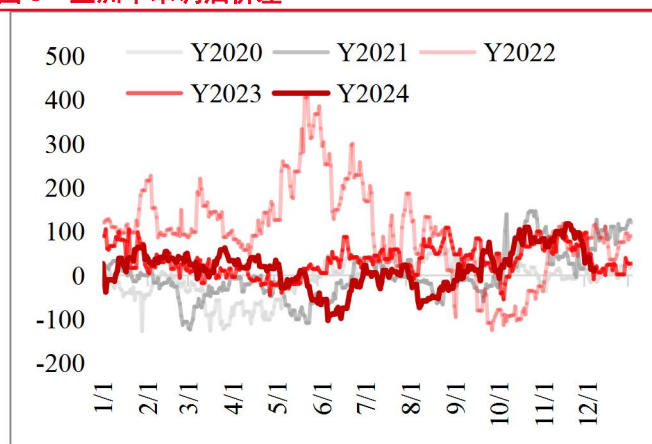
从 PX-石脑油价差来看，市场在从此前已经有较多误判，PX 的紧平衡程度实质被能化行业从 22 年以来整体过多占据利润的上游端所放大，PX 的紧缺更多仅是装置导致的时段性现象，而非产业结构端的错配，这一点在 24 年下半年已经得到了验证，当价差利润回吐后，PX 偏紧的声音就已经彻底消失。当下 PX 已经回吐了大量的利润，目前保持在 175 美金水平，明年需要考量的点除了聚酯产业自身，还在于原油是否会带动继续下行，带动目前相对较为厚实下游利润再度被挤压，能化产业利润全面回吐，以及汽油是否会在降息影响下再度出现需求的超预期回升，如果甲苯和二甲苯对美出口再度出现套利窗口，PX 价格回升导致成本支撑的情况可能再度出现。

图 5 PX-石脑油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 6 亚洲甲苯调油价差



资料来源：东海期货研究所，Wind

整体来看，PX 今年来的价格与成品油利润维系较紧，而这部分价差在短期预计将继续保持偏低水平，PX 部分或继续保持当下中性产业利润比例水平，对后期 PTA 的价格支撑作用有限，尤其在 OPEC+增产前后，需要警惕上游价格再度下行带来的上游原料价格中枢整体下移，但在 5 月后仍然需要关注调油可能带来的增量需求。

2.2.PTA&乙二醇

2.2.1.PTA

PTA 方面，首先从产能来看，2024 年由于得到了上游利润的让渡，产能投放，回归情况也较为明显，对应的仍然是当下 PTA 利润得到让渡后，整体仍然能够支持行业供应维持在偏高位置。2024 年 PTA 新增产能 450 万吨，另外汉邦再度长期回归，目前国内产能在 8511 万吨，虽然产能增量大幅低于 23 年，但需要看到的是，在得到了上游利润让渡的情况下，PTA 产业短期已经可以容纳更高的供应，这一点通过 4 季度后开工的高企，以及老旧装置相比以往更长时间的回归可以看出。

从 PX 以及 PTA 的投产来看，25 年 PTA 大概率投产在 870 万吨水平，PX 原料基本仍然能维持在紧平衡局面，这也是 PTA 价格长期不至于大幅下跌的基础之一。

表 2 2024 年 PTA 投产情况

投产时间	装置	产能	状态
2024/3	台化	150	已投产
2024/4	仪征	300	已投产
	总产能	450	已投产

而目前的聚酯下游产能在 8525 万吨，相比去年同期增加 640 万吨，截至 24 年年底，预计下游产能增长量在 700 万吨，年内聚酯下游产能增长量与 PTA 产能增长基本匹配，但也要看到，无论是下游产能增速，还是 PTA 产能增速，相比于 19-20 年开始的高产量增长期，已经明显有所放缓，所以相比于 23 年及之前下游开工旺季特征明显，24 年开始 PTA 全年产销策略下，旺季时段已经有所模糊，下游采购明显平均至全年，且低价促销效果更加明显。另外 PTA 出口端已经明显有所增量，1-10 月出口同比增加 13%，但出口放量时段明显集中在 3 季度价格跌位之后。所以对于下游来说，PTA 采销已经愈加倾向于低价囤货，后期除非 PTA 价格协同能化板块大幅度上行，否则单一 PTA 供需逻辑驱动下，下游继续跟涨 PTA 的驱动已经越来越弱。

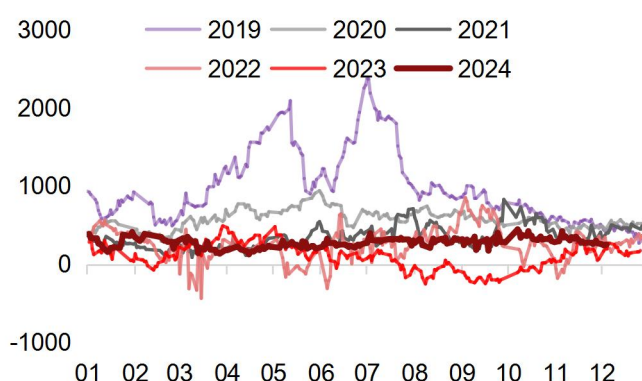
表 3 2025 年后 PTA 计划投产情况

投产时间	装置	产能	状态
2025 H1	独山能源 3#	300	待投产
2025 H1	虹港石化	250	待投产
2025	三房巷	320	待投产
2026	独山能源 4#	300	待投产
2026	桐昆	500	待投产
2026	福海创	300	待投产
	25 年总产能	870	

利润水平目前已经是 PTA 产业开工高企的最主要支撑，当下总开工率超过 90%，是 3 年多以来的最高水平，供应已经长期维持高位，并刺激停产装置回归，并支撑老旧装置以及外采原料装置开工上行。上游原料利润让渡之后，中游以及下游利润已经明显出现了扩张，并且一定程度再度造就了下游向上传导的累库。PTA 在目前长期加工费保持接近 300 的水平，或许在 2025 年是相对困难的事情。

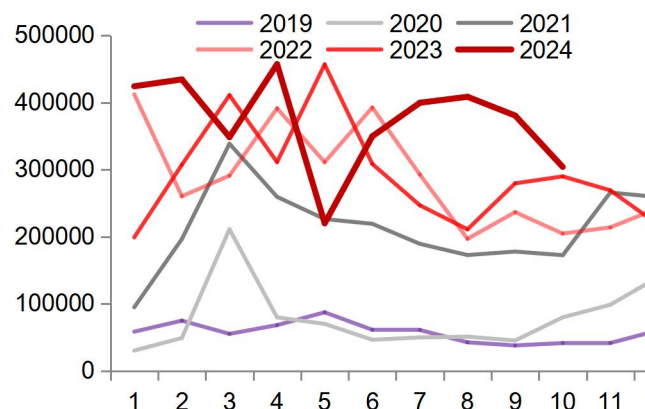
但需要注意的是，PTA 在 24 年库存未出现超量累积的最大支撑，仍然是 23 年以来的下游产能新增潮。24 年聚酯下游投产虽不及 23 年水平，但仍然保持在 8% 以上的高增速。后期需要看到的是这样的高增速在 25 年将难以维系，其中以瓶片为主的投产潮接近结束，将使得聚酯下游投产量大幅下降，此前瓶片投产一度在 23 年及之后的投产潮中占据接近一半水平，25 年下游投产或在 450 万吨水平，大幅低于 23-24 年投产量。而相对于 PTA 在 25 年的投产水平，PTA 或逐渐迈向小幅过剩局面。

图 7 PTA 加工差



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 8 PTA 出口情况



资料来源：东海期货研究所，Wind

而当下 PTA 加工费仍然偏高，一定程度上是由于上游让渡利润后的惯性，实际的 PTA 厂家库存已经渐有上行，下游开工目前保持在全年开工中枢上方，一旦下游开工季节性下行，以及 PTA 高开工导致的供应也将对库存造成压力，从而使得价格再度承压，这在近期的基差以及产销中已经可以看出。25 年从 PTA 以及下游的投产来看，或在上半年面临较多压力，全年预计仍将维持逢高空为主，但要谨防夏季调油带来的价格支撑。

2.2.3. 乙二醇

乙二醇方面，24 年总体供需略有改善，24 年初由于下游投产集中，并且后期开工回升，加上乙二醇开工短暂上升，乙二醇显性库存出现了明显的去化，这导致乙二醇价格中枢从近年来的低位上升至 4500 以上，此后的大半年时间内，乙二醇价格虽然仍然有部分波动，但价格中枢未再出现大幅上移，但需要看到的是，24 年仍然是乙二醇供需向好发展的一年，后期如果库存继续出现去化，乙二醇价格中枢将有进一步上探的可能。

2024 年乙二醇产能为 2882 万吨，相比 23 年的低增量更下一截，产能增速仅不到 4%。目前产能中 1834 万吨为乙烯制装置，煤制产能则占据 36%。2025 年乙二醇新投产数量将继续保持低位，新投产量最多仅有裕龙岛投产。另外三宁，镇海，远东联等装置技改后不定期转产 EO，以及部分煤制装置开工仍有不稳定性问题等，总体来看，投产低位以及产能效益化转产可以看出，产业基本已经到了出清后半段。

24 年在显性库存大幅度去化的时点，乙二醇曾出现流动性紧缺问题，原因主要在两点，24 年 7 月因为到主港船货曾出现小幅阶段性短缺，更多货仓留存空间为苯乙烯，导致乙二醇进口减量有发酵空间；其次有船货出现污染情况，也导致主港货源小幅走低；最后，头部贸易商在此期间大量囤货，导致流动性一度出现大幅紧张，乙二醇近月被动大幅走强。

所以需要看到的是，乙二醇已经具备初步流动性计价的条件，一旦再出现类似船货短缺，囤货意愿增加，或是天然气原料受影响等事故，乙二醇价格在后期是具备上涨驱动的。

表 4 2024 年乙二醇投产情况

投产时间	装置	产能	工艺	状态
2024/10	中化学	30	煤制	已投产

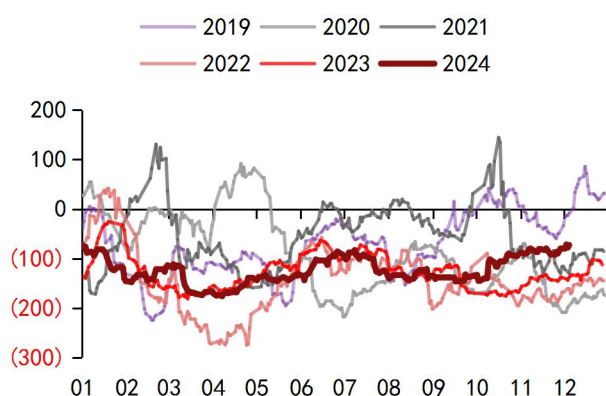
在 24 年由于油制利润长期保持低位区间，有较多装置已经开始了切换。多套可以生产环氧乙烷的装置已经开始了转产，这也导致乙二醇已经开启了过剩周期的过渡。整体盘面价格对油化的反应已经不大，更多是跟随煤价进行波动。

表 5 2025 年乙二醇计划投产情况

投产时间	装置	产能	工艺	状态
2025	裕龙岛炼化 1#	100	油制	待投产
2026	宁夏宝利新能源 1#	20	煤制	待投产
总产能		120		

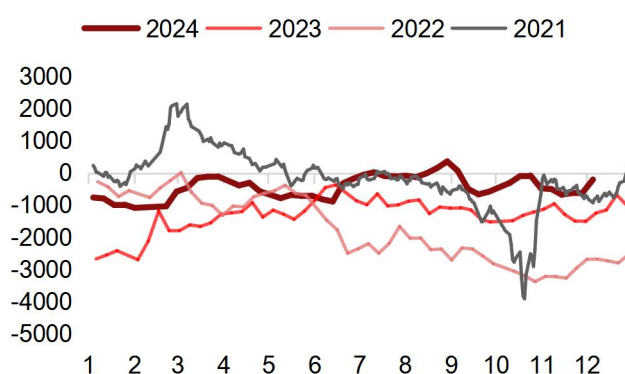
后期需要观察利润回升后，存量装置是否有回归/提升开工问题。此前出清过程中的转产装置或许较难出现回转产的情况，但煤制装置开工确有提升空间，这在 24 年年末已经出现明显迹象。但从盘面来说，目前国内整体缺乏多配选择，乙二醇是少有的处在出清后段，库存正在去化向好发展，且估值也在中性偏下的品种，所以一旦出现类似 21 年的天然气装置原料危机等驱动，资金推涨反应一定是快于装置变化的，从这点上可以对明年的远月合约保持乐观态度。

图 9 乙二醇油制加工利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

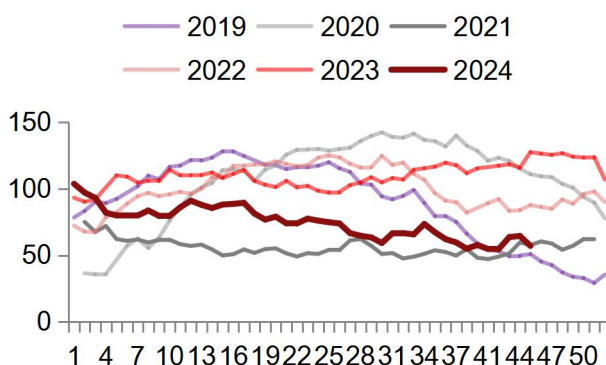
图 10 乙二醇煤制加工利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

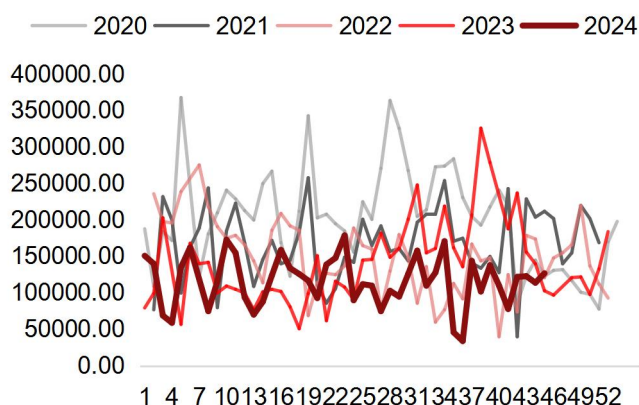
所以乙二醇的低波动可能将会在 25 年持续一阶段时间，但从长远角度来看，乙二醇基本已经接近出清完毕，后期下游投产仍有新量，除非再度出现聚酯整体板块的共振下行，乙二醇价格中枢下行空间已经不大，25 年逢低多配仍然是较推荐策略。

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

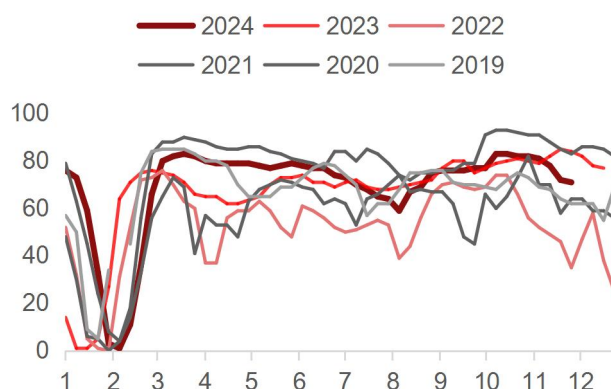


资料来源：东海期货研究所，CCF

3. 下游

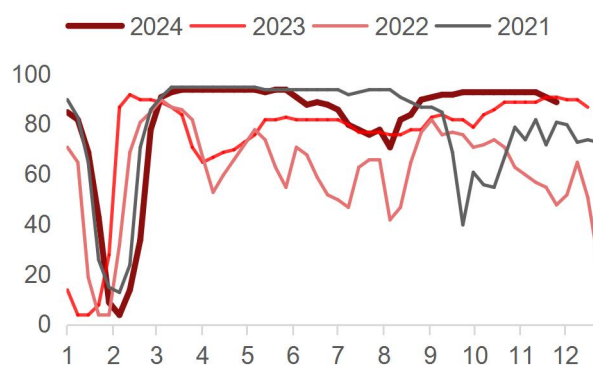
下游在 24 年全年开工水平总体低于 25 年，其中瓶片等品类的产能投放过快过猛是最主要原因。25 年瓶片预计投产约 230 万吨，仍然占据了约 450 万吨聚酯下游投产的一半以上。但从瓶片利润来看，目前行业整体利润已经再度处于接近盈亏平衡状态，后期开工水平将受到压制。24 年下游多通过降价促销形式来进行库存去化，这在终端开工较高时点可以运转，24 年全年终端开工水平仍能保持偏高位置。但后期终端订单增速或放缓，25 年下游高开工时段或有被压缩的可能。

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

24 年下游投产除去瓶片，基本以长丝投产为主。24 年聚酯下游开工不及 23 年水平，且在下游消费之外，聚酯出口比例已经愈加提升，目前聚酯整体出口已经占据产能的 17% 左右。但聚酯产品出口同样在 25 年面临着更多的政策性风险，一旦出口受到更多压力，下游库存将给明年上游产业端带来更多的不确定性。

图 15 聚酯开工

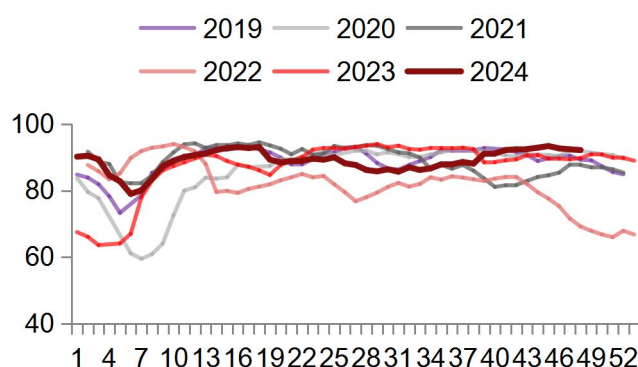
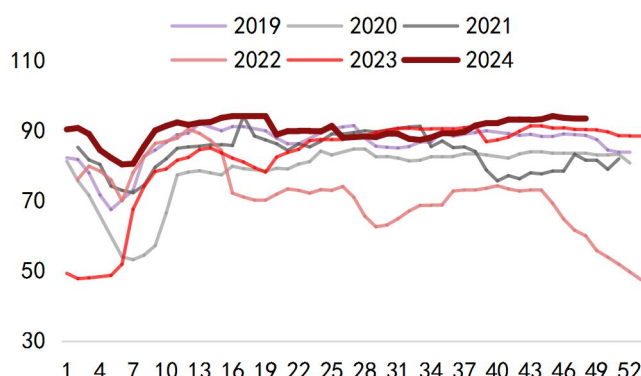
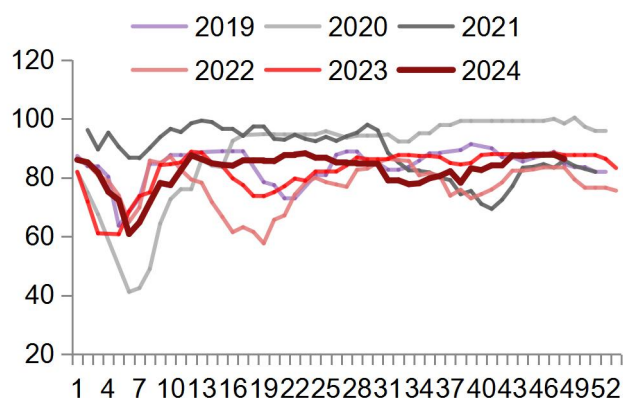


图 16 长丝开工



资料来源：东海期货研究所，CCF

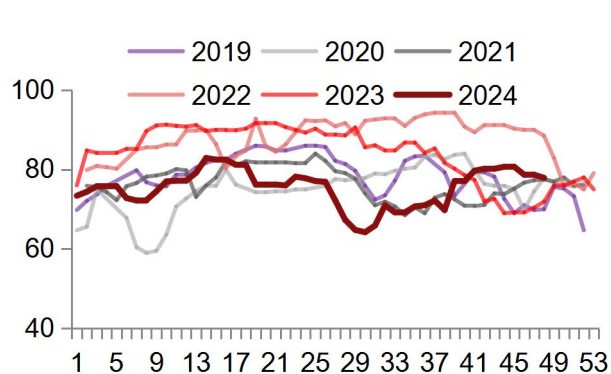
图 17 短纤开工



资料来源：东海期货研究所，CCF

资料来源：东海期货研究所，CCF

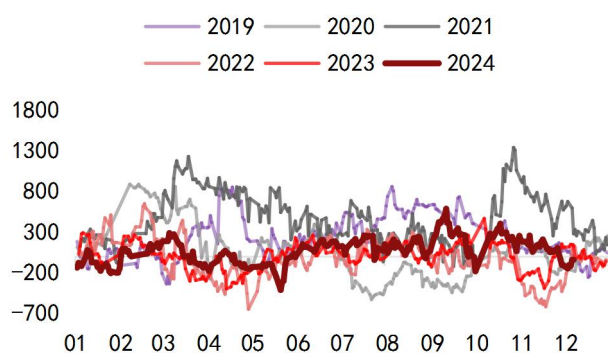
图 18 瓶片开工



资料来源：东海期货研究所，CCF

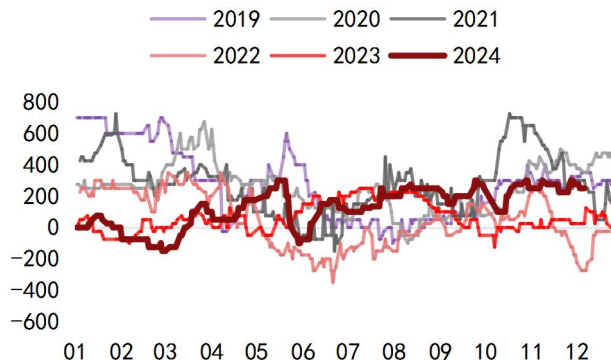
24 年 4 季度，虽然上游利润回吐后，下游重新占据到了部分产业利润，开工也因此再度回升到了 92% 以上的高位，但是由于终端订单和开工均走低，下游利润已经再度出现明显下行，预计这会在后期逐渐影响下游开工，并且在 25 年初一段时间对上游原料造成压力。25 年聚酯开工相比于 24 年，保持高位水准的时间可能会更少，对于 PTA 以及乙二醇来说，其采购需求水平将会受到更多考验。

图 19 POY 加工利润



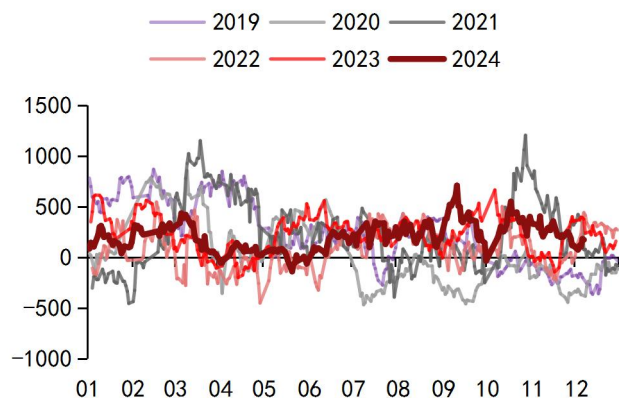
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 20 DTY 加工利润



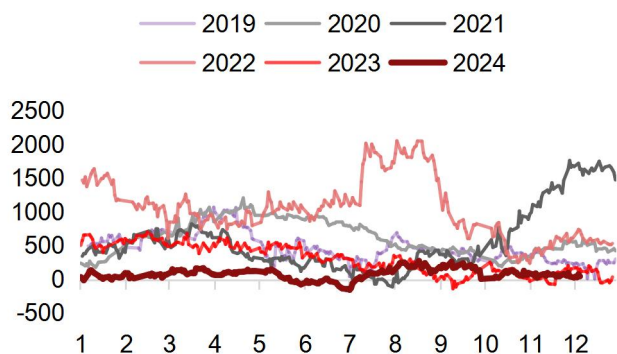
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 21 FDY 加工利润



资料来源：东海期货研究所，CCF

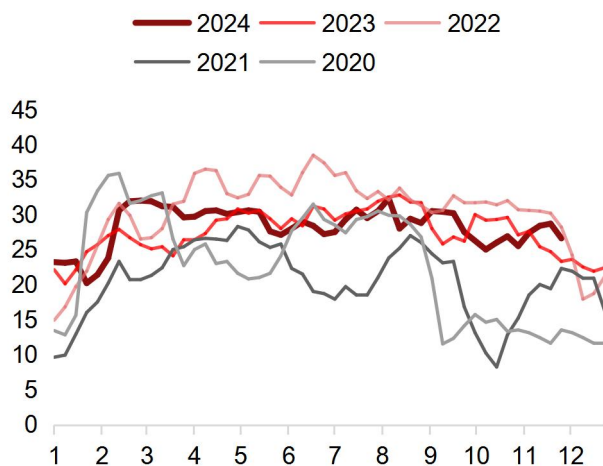
图 22 瓶片加工利润



资料来源：东海期货研究所，CCF

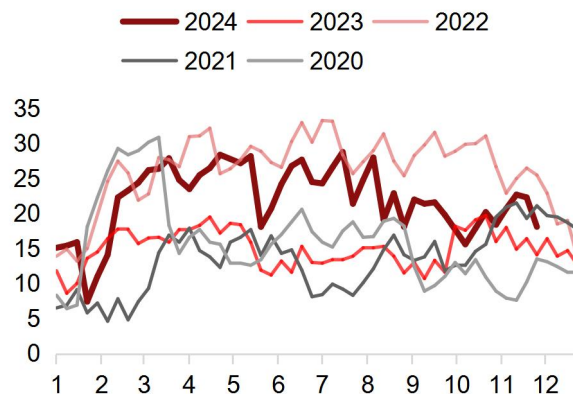
目前下游库存，短纤仍然处在高位外，长丝库存虽然在 3 季度末有一定去化，但 4 季度总体仍有回升迹象，且总体库存水平相比往年也处在偏高位置，后期将对下游产销形成一定压力。

图 23 DTY 库存



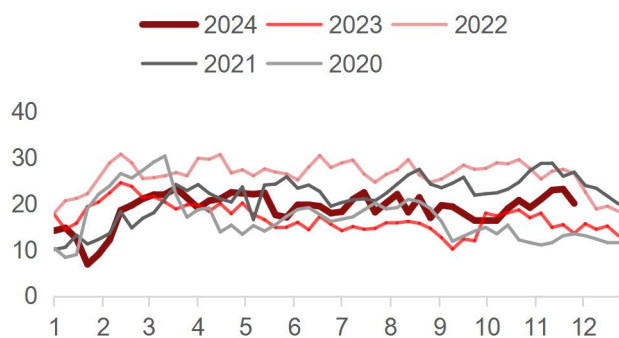
资料来源：东海期货研究所，CCF

图 24 POY 库存



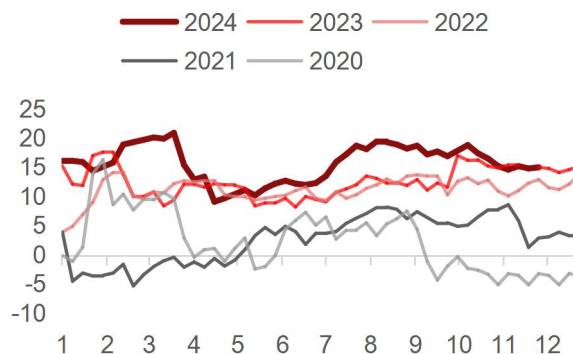
资料来源：东海期货研究所，CCF

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 2025 年不管是投产还是利润，下游需求均不及 24 年水平，而从供应来看，PX 将继续紧平衡，PTA 投产将有所减量但仍高于下游新增产能水平，乙二醇产能将继续出清。结合原油等原料价格趋势，我们预计上半年 PTA 将继续保持逢高空为主，而乙二醇则继续保持低位多配，下半年具体运行区间将由装置届时具体的投产情况，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，宏观情绪大幅转弱，国内消费水平增速大幅放缓，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