

需求如日方升 原料重在节奏

国投安信期货 2024 年聚酯年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1 全面复苏，差异犹存	3
1.1 调油支撑 PX，PTA 薄利稳产	3
1.2 新型路线恢复，乙二醇油制承压	5
1.3 聚酯快速复苏，需求显现韧性	6
1.4 纺服需求内增外减，中间原料出口增长	6
2 分化减弱，节奏为主	9
2.1 聚酯：基数效应减弱，产量增速放缓	9
2.2 基于聚酯需求的产业供需分析	9
2.3 基于不同环节的影响因素分析	11
2.3.1 PX：调油需求减弱，化工矛盾凸显	12
2.3.2 PTA：供应与需求同增，行业维持低利润	13
2.3.3 乙二醇亏损修复，盈利有限	14
3 聚酯展望：逢低偏多，把握节奏	14

庞春艳

首席分析师

从业资格证号：F3011557

投资咨询证号：Z0011355

个人简介：

理学硕士。化工组长兼首席分析师，期货从业 14 年，深耕聚酯产业链。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，长期接受媒体采访。郑州商品交易所“PTA 资深高级分析师”、“短纤高级分析师”。期货日报和证券时报“最佳工业品分析师”；2020 年大商所“十大期货投研团队”第四名。

近期相关报告：

- 1、地缘冲突 物流重构 化工品市场的逻辑变化（一）
- 2、俄乌冲突 物流重构 化工品市场的逻辑变化（二）
- 3、芳烃与油品联动的前因与后果探索
- 4、从韩国产品流向看中国芳烃市场格局变化

摘要

聚酯行业生产全面复苏，利润差异较大

2023 年聚酯产业链上下游产量都实现高速增长，下游纺织服装需求及纺织原料等出口增长是行业快速复苏的基础。

PX 在芳烃调油需求支撑下呈现明显的季节性波动，全年估值处于偏高水平。PTA 年内加工差偏低运行，供需驱动不强。乙二醇在高投产及轻烃、煤制供应恢复冲击下，维持深度亏损状态，价格区间窄幅波动。短纤供需驱动相对不足，全年价格被动跟随原料运行为主，行业利润受原料涨跌影响较为被动。

需求延续复苏势头，供给增速放缓有助利润修复

2024 年纺织服装内需延续复苏势头，出口存在不确定性，其中纺织原料有望维持高出口量，终端纺织服装出口需要关注欧美补库需求。

聚酯原料新产能投放全面放缓，行业产能利用率有望全面提升。从利润分配来看，PX 有汽油需求托底将继续维持强势，PTA 上半年有新投施压，将维持低加工差状态，下半年能否向好需关注终端纺织服装需求表现，尤其海外是否会出现补库。乙二醇供应恢复主要依赖乙烯法负荷提升，预期行业加工差有望修复。整体看，聚酯产品上半年多有逢低买入价值，PX 依旧具有季节性，乙二醇逢低买入，但产能充裕，利润空间不宜过度乐观，关注波段机会。

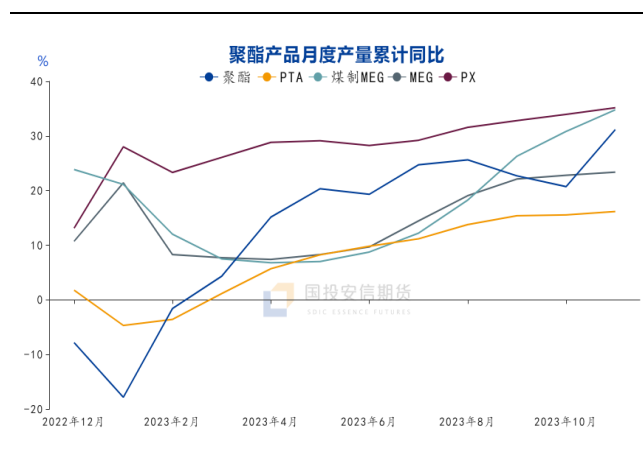
把握交易节奏

PX 季节性配置为主；PTA 上半年逢高空加工差，下半年或有做多加工差机会；乙二醇绝对价格低位买入，空间受产能制约。

1 全面复苏，差异犹存

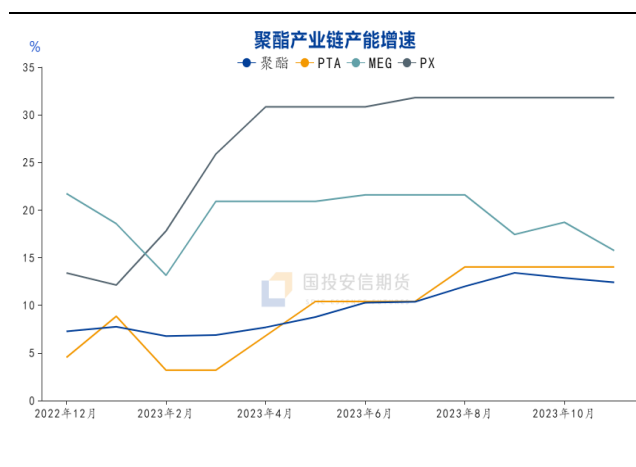
2023 年聚酯产业链维持高产能增速，产量大幅增长，出行恢复带动国内聚酯产品需求复苏，行业展现出较强的韧性。但不同环节的基本面差异导致产品利润差异较大，其中芳烃链代表的 PX 走势偏强，下游 PTA 及聚酯产品被动跟随原料波动为主，一体化产业链利润集中在上游能源及 PX 环节；烯烃属性的乙二醇维持深度亏损状态。

图 1：聚酯产品产量增速



资料来源：CCF，国投安信期货

图 2：聚酯产品产能增速



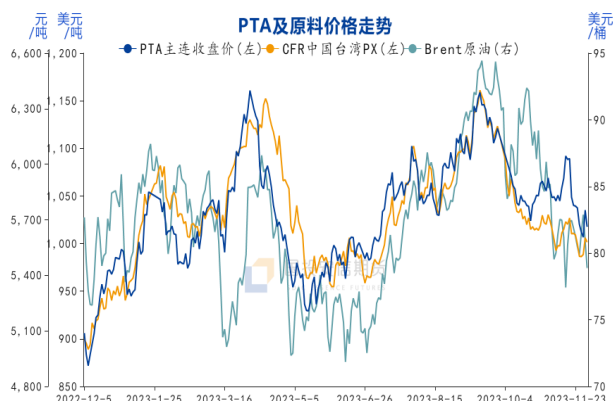
资料来源：CCF，国投安信期货

1.1 调油支撑 PX，PTA 薄利稳产

从 Brent-PX-PTA 三者的价格走势看，年内大部分时间表现一致。从绝对价格走势看，去年底至春节前主要交易对新年度需求的宏观向好预期；二季度集中在现实兑现不及预期；三季度政策密集发力叠加下半年消费旺季；四季度油品走弱叠加淡季预期。整体看，PX 和 PTA 价格走势呈现“M”型。

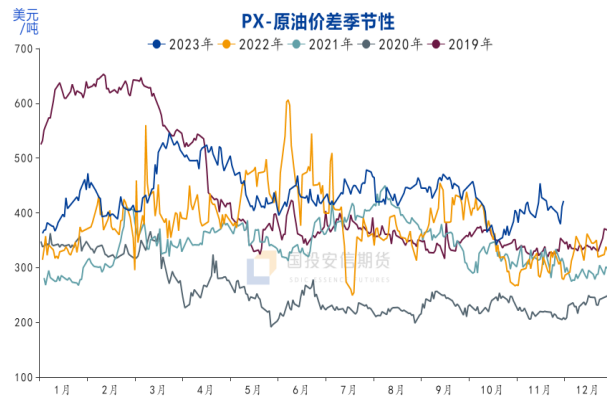
1-11 月国内 PX 产能增加 770 万吨，增速超 30%；同期产量累计增长 35%，远远高于下游 PTA15% 的产量增速，进口持续萎缩。PX-Brent 原油价差全年处于近 5 年高位运行，长流程 PX 盈利丰厚，主要是调油逻辑支撑。四季度，汽油裂解价差回落，PX-原油价差一度快速回落；但随着原油价格持续回落，汽油裂解价差及 PX-Brent 价差被动修复。

图 3: PX、PTA 和原油走势



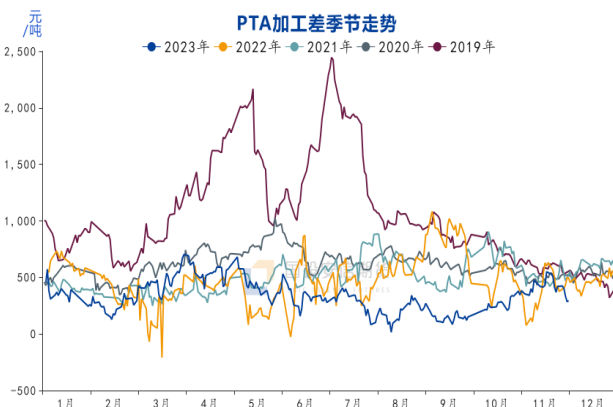
资料来源：路透，Wind，iFind，国投安信期货

图 4: PX-原油价差



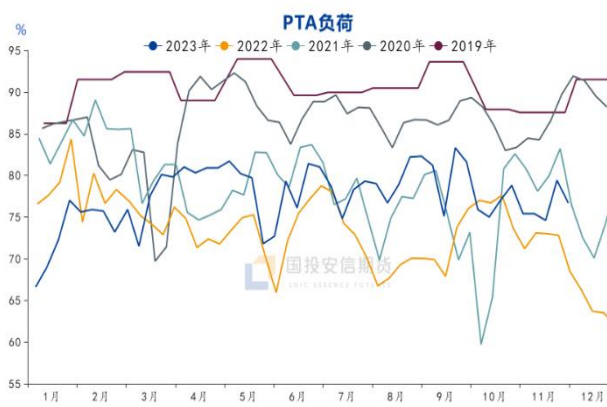
资料来源：路透，iFind，国投安信期货

图 5: PTA 加工差



资料来源：iFind，Wind，国投安信期货

图 6: PTA 负荷



资料来源：CCF，国投安信期货

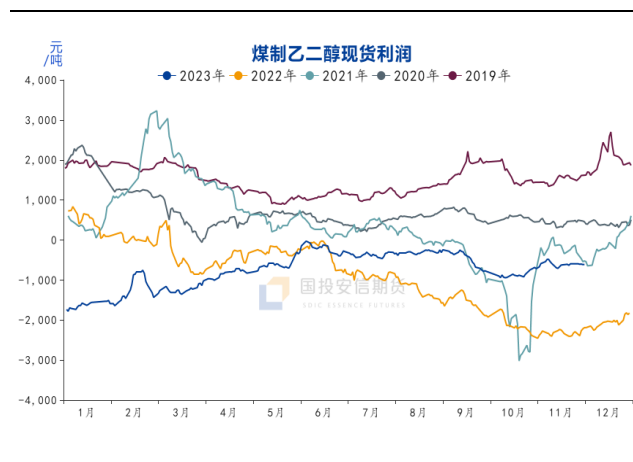
由于成品油及 PX 的盈利丰厚，炼化一体化企业对 PTA 低加工差的容忍度上升，因此出现了 PTA 二季度的低加工差与装置相对稳定运行并存的局面，和往年低利润下企业积极检修的表现不同。1-11 月国内 PTA 装置负荷均值在 77% 以上，高于去年约 4 个百分点；期间新产能增加 1000 万吨，实现产量 16% 的增长。

调油需求支撑下，PX 利润丰厚，PTA 却在强成本与高投产挤压下长时间维持低加工差状态。行业一体化背景下，企业利润综合考量使部分化工品的估值表现与以往经验有明显差异。

1.2 新型路线恢复，乙二醇油制承压

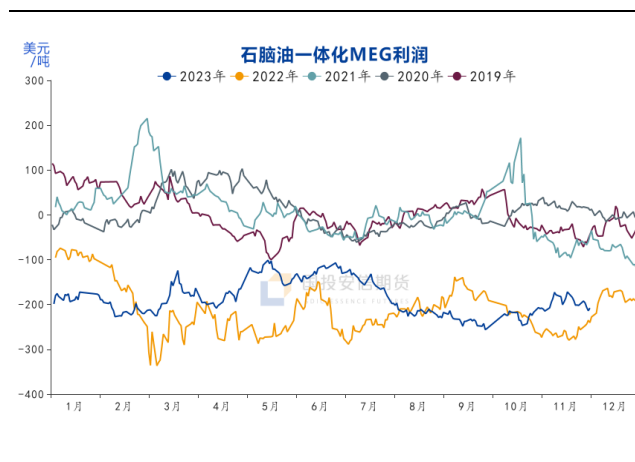
年内聚酯产量大幅增长，对乙二醇的需求恢复较好，但主流的石脑油一体化制乙二醇生产利润并未因此获得修复。除了持续高产能投放压力外，年内煤价回落令煤制产量恢复明显，北美乙烷裂解装置运行正常，对我国的乙二醇出口回到历史高位。

图 7：煤制乙二醇现货利润



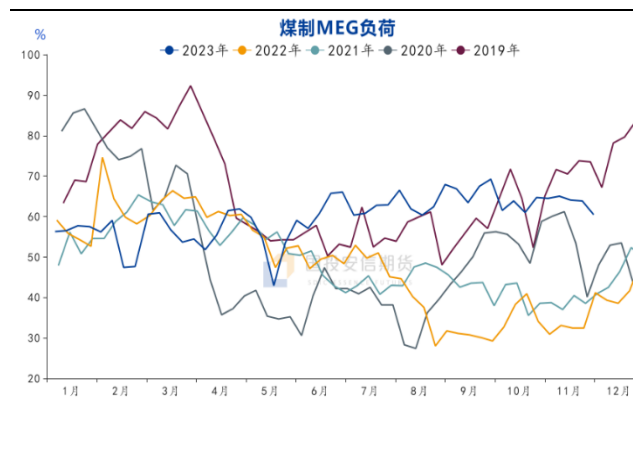
资料来源：iFind，国投安信期货

图 8：石脑油一体化 MEG 利润



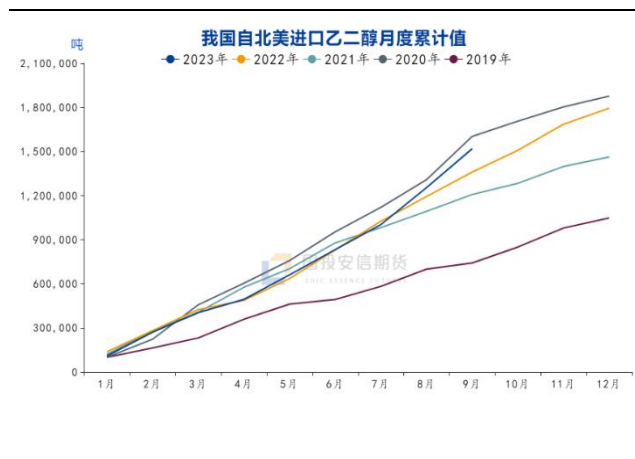
资料来源：iFind，国投安信期货

图 9：煤制 MEG 负荷



资料来源：CCF，国投安信期货

图 10：我国自北美进口乙二醇量



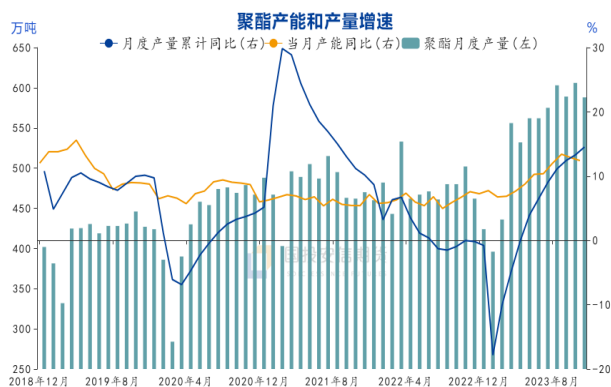
资料来源：隆众，中国海关，国投安信期货

2023 年 1-11 月乙二醇产量累计同比增长 23%，其中煤制产量同比增长近 35%；1-10 月进口累计同比下降 8%，但自北美进口量增长 16%。国内炼化一体化对海外短流程装置的挤出

明显，但国内煤制装置持续投产，北美和中东低成本的货源冲击也将长期存在。

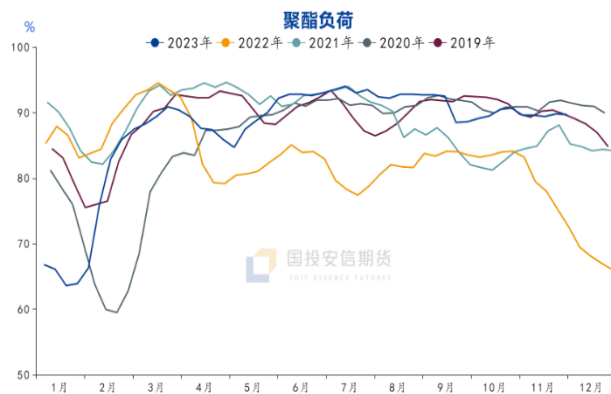
1.3 聚酯快速复苏，需求显现韧性

图 11：聚酯产能和产量增速



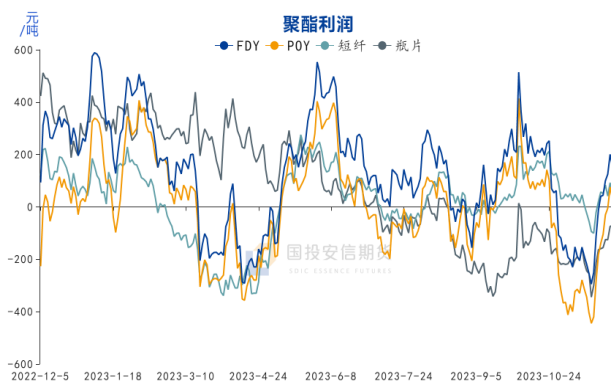
资料来源：CCF，国投安信期货

图 12：聚酯负荷



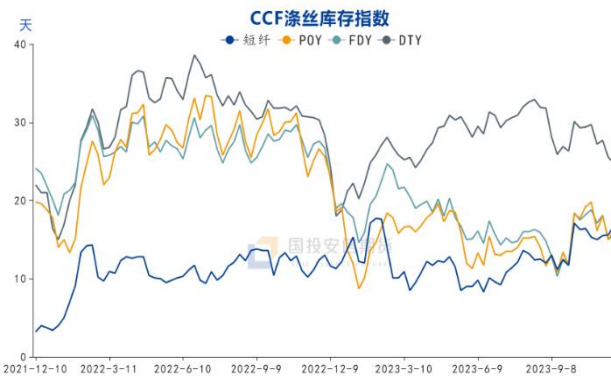
资料来源：CCF，国投安信期货

图 13：聚酯利润



资料来源：iFind，CCF，国投安信期货

图 14：涤丝库存



资料来源：CCF，国投安信期货

1-11 月聚酯产量实现 14.5% 的增长，产能增速达到 12.6%。年内产能增长 900 万吨，有 2020 年至今积压的部分产能集中释放，产量高速增长除了产能增长贡献外，聚酯行业装置运行较为稳定，只有二季度出现阶段性的累库降负。1-11 月聚酯平均负荷 87.3%，高出 2022 年 4 个百分点。

从行业利润年内表现看，二季度的旺季表现较好，对应的是需求季节性转好及上游PTA等原料在油价的带动下阶段性走弱。从年度均值表现看，受益于出行恢复带来的纺织服装市场的需求增长，FDY年内利润修复最好，POY小幅转好，加弹利润略有下滑；短纤受到棉价偏弱的拖累，年均利润延续下行态势；瓶片一改高利润的状态，随着国内产能的大幅增长及出口增长的下滑，行业利润大幅萎缩。

1.4 纺服需求内增外减，中间原料出口增长

图 15：国内服装零售总额



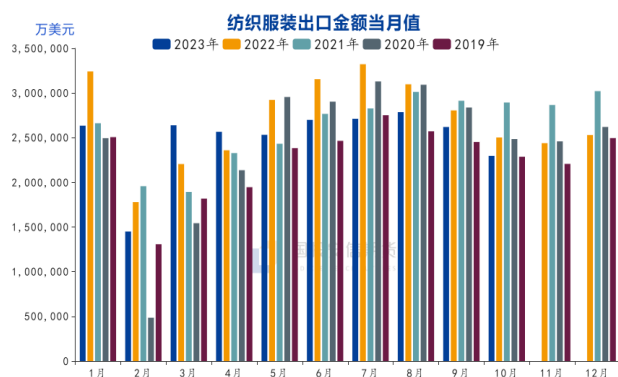
资料来源：iFind，国投安信期货

图 16：国内纺织品类零售总额



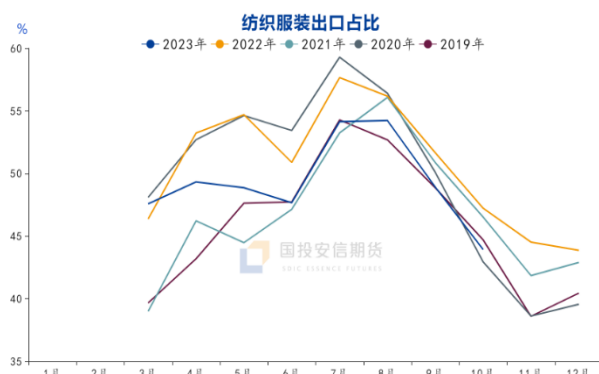
资料来源：iFind，国投安信期货

图 17 纺织服装出口金额当月值



资料来源：iFind，国投安信期货

图 18：纺织服装出口占比

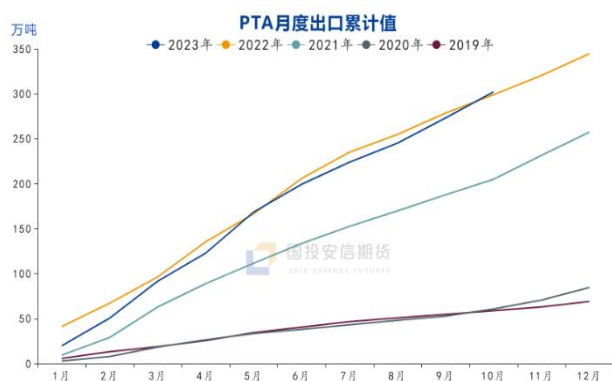


资料来源：iFind，wind，国投安信期货

从终端纺织服装市场的国内零售及对外出口额度看，内需上半年恢复较好，对应的是国内出行恢复后的外出服装及餐饮酒店等纺织品需求的回升，但下半年有所转弱。纺织服装出口总额只有 3-4 月份同比增长，之后回落明显，全年呈现萎缩态势。

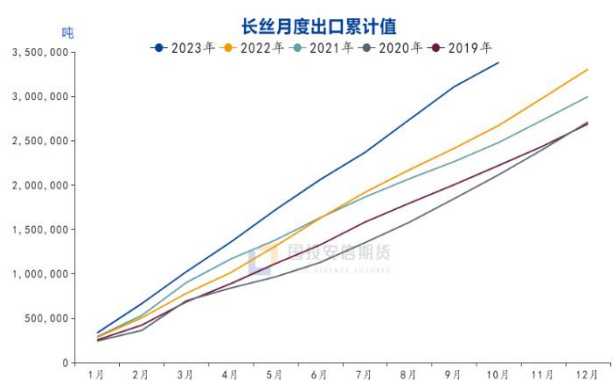
欧美进口需求萎缩及东南亚国家的替代导致我国终端纺织服装制成品的出口萎缩，但中间原料的出口保持升势。可见在纺织服装制造业转移的过程中，东南亚国家对中间原料的自给能力不足，这也是 2023 年在经济弱复苏的背景下，我国聚酯行业可以展现较强韧性的原因之一。

图 19: PTA 月度出口累计值



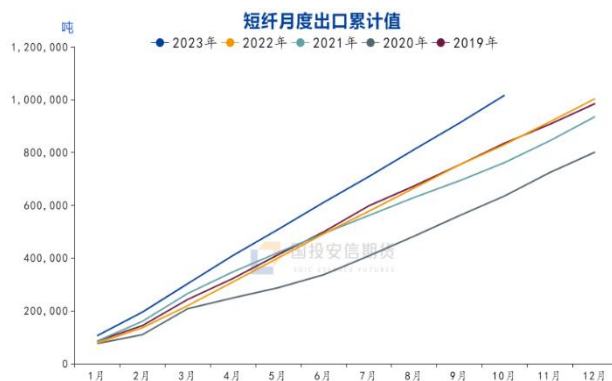
资料来源: iFind, 国投安信期货

图 20: 长丝月度出口累计值



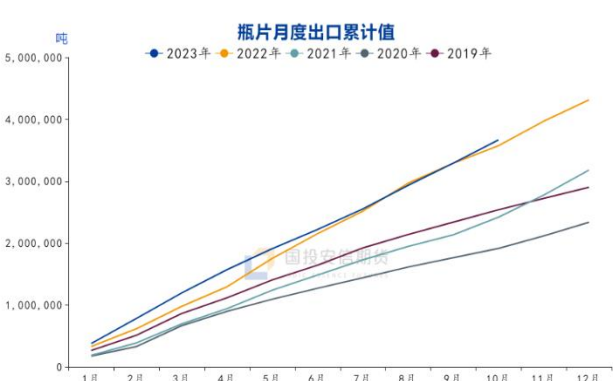
资料来源: iFind, 国投安信期货

图 21: 短纤月度出口累计值



资料来源: iFind, 国投安信期货

图 22: 瓶片月度出口累计值



资料来源: iFind, 国投安信期货

2 分化减弱，节奏为主

2024 年，预期消费继续缓慢复苏，但对聚酯行业来说，产量增速将明显放缓，主要是支撑聚酯高速增长的因素有所改变。在此基础上，结合各环节的产能增长预期进行分析，新年度产能增速明显下降的 PX 和乙二醇偏多头配置，芳烃和烯烃的分化相比前两年将有所减弱，PX 高估值状态维持，乙二醇深度亏损将适度修复。PTA 及聚酯新投装置依旧比较多，预期行业保持低利润、低开工状态。

2.1 聚酯：基数效应减弱，产量增速放缓

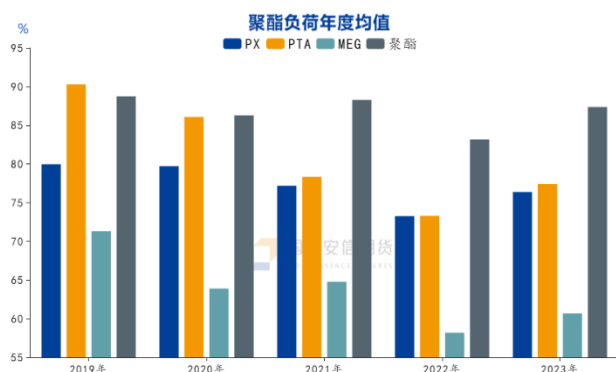
2022 年聚酯产量 5730 万吨，同比负增长，上次行业产量负增长出现在 2008 年。2023 年国内聚酯行业全面恢复，产量预期达到 6600 万吨以上，增速达到 16% 以上，积压产能集中释放、低基数效应和终端各环节的适当补库是全年聚酯实现高增长的主要原因，但以上因素在 2024 年都会减弱。预期 2024 年聚酯新增产能在 600 万吨左右，以瓶片为主。但考虑到瓶片行业快速下行的生产利润，部分装置投产可能推迟兑现，因此预期聚酯行业的新产能增速将降至 7% 以下；而聚酯的产量增速除了新产能之外，更多需要考虑终端需求，包括纺织品服装、饮料瓶片行业的内需及出口表现。

基于目前国内政策及国际贸易和经济形势，对新年度的需求保持继续稳步恢复的预期，意味着聚酯产量增速将回到正常增长水平，对上游原料的影响偏中性。如果终端需求表现较差，聚酯产量增速放缓，上游各原料将承受高库存、低利润及低开工的压力；如果终端超预期好转，产业链成本传递顺畅，各环节开工和利润都有较大的修复空间将是产业链向好的重要利多。

2.2 基于聚酯需求的产业供需分析

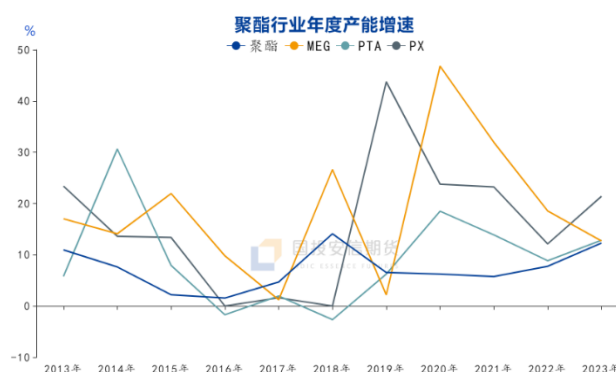
近 5 年国内聚酯产业链上游产能高速投产，产能利用率下降，而聚酯产能增长相对平稳，除了 2022 年之外，聚酯行业产能利用率多在 87% 上下运行。历史上看，在 2014-2015 年行业最差时聚酯开工只有 75%，2018 年最好达到 90%。

图 23：聚酯负荷年均值



资料来源：CCF，国投安信期货

图 24：聚酯行业年度产能增速



资料来源：CCF，国投安信期货

2024 年预期聚酯行业表现平稳，对其存量装置负荷进行阶梯假设，其中 85%和 87%为中性，83%和 90%意味着行业表现超预期。除此之外，考虑到新产能陆续投产的贡献量，按照全部新产能 40%的年均负荷进行估算，最终得到聚酯行业年度产量增速在 2.5%–7.6%之间（具体见下表）。

表 1：基于聚酯需求的产业供需分析（%）

聚酯存量装置负荷	83	85	87	90	2024 年计划产能增速	2023 年装置负荷均值
PX 存量装置负荷	73.76	75.79	78.19	80.88		76.38
PX 产量增速	-0.72	1.94	4.59	8.58	6.87	
PTA 存量装置负荷	76.84	78.52	80.50	82.72		77.40
PTA 产量增速	0.69	2.81	4.93	8.11	11.04	
MEG 存量装置负荷	64.72	66.74	69.12	71.78		60.67
MEG 产量增速	13.27	16.68	20.08	25.20	11.10	
聚酯产量增速	2.49	4.87	7.25	10.83	7.56	

资料来源：国投安信期货；*数据说明：对 PTA 和 MEG 的聚酯外需求采用 2023 年数据，PX 进口量假设 900 万吨，PTA 的出口量假设 360 万吨，MEG 进口量假设 700 万吨；PTA 新装置贡献量假设 250 万吨，PX 假设 100 万吨，MEG 按照 65 万吨估算。

从聚酯的产量增速分别推算对应的上游原料的国内产量增速和 2023 年底在产装置年均负

荷，并与 2024 年的产能增速和 2023 年的装置负荷进行对比，可以得到以下简单推论。

如果裕龙石化 300 万吨装置能够投产，国内 PX 的装置预期在 77% 上下运行，与 2023 年相当，如果年内无 PX 新装置投出，则 PX 的行业的负荷将在以上基础上提升 2 个百分点，至 76%–83% 之间运行，则意味着存量装置负荷提升明显。

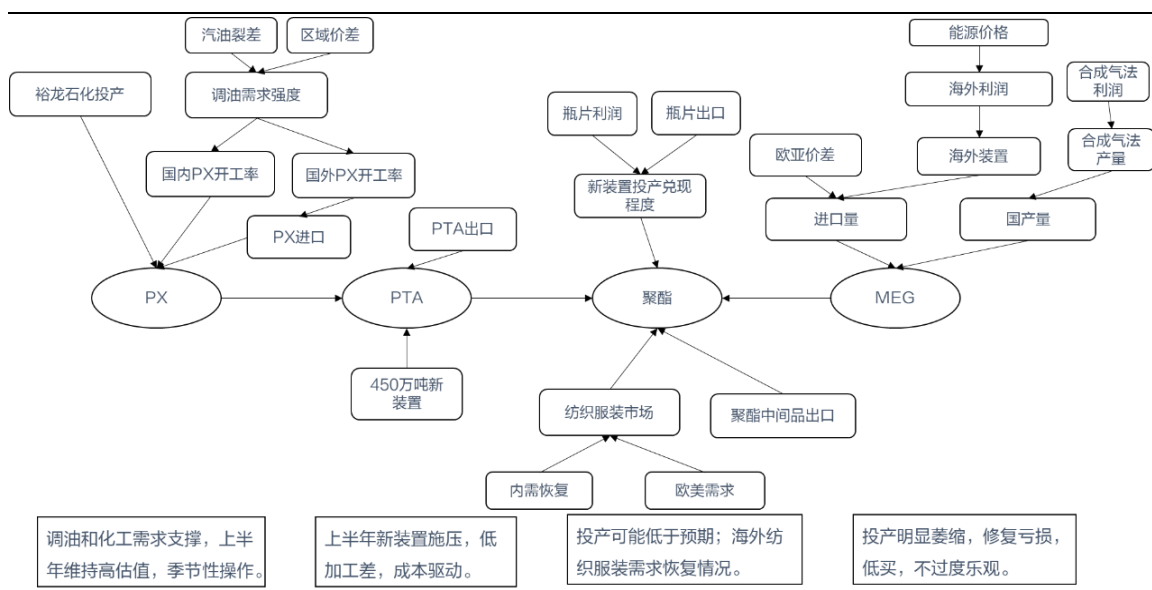
PTA 年内计划新产能 890 万吨，其中上半年有两套共计 450 万吨，另外两套投产计划在年底。根据聚酯及其他需求结合出口数据进行估算，PTA 行业年均负荷有望继续提升。

乙二醇新年度装置投产增速明显放缓之后，产量增速远远高于产能增速，行业存量装置的负荷预期大幅提升；考虑到煤制恢复空间有限，预期乙烯法装置将有明显改善，对应的是行业利润的修复。

2.3 不同品种的影响因素分析

结合近两年的行业运行情况，对新年度的聚酯产业链不同环节的变量因素进行总结，汇总产业链影响因子结构图。

图 25：2024 年聚酯产业链价格影响因子结构图



资料来源：国投安信期货

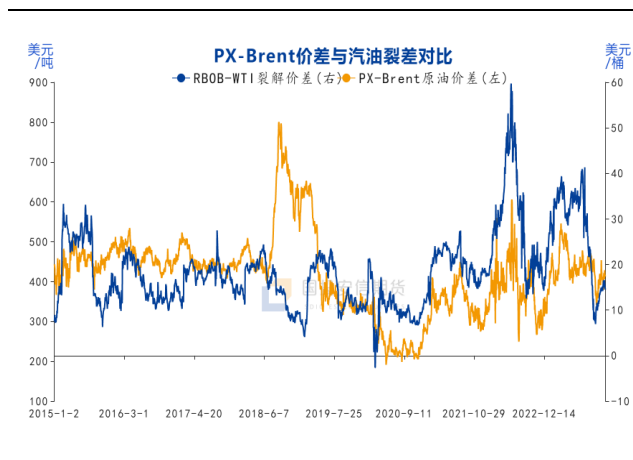
2.3.1 PX：调油托底，化工向好

从长远看，PX 的投产周期接近尾声，未来还有少量规划产能将陆续投出，未来 PX 的供应依赖存量装置的负荷提升，预期 PX 行业整体将保持较好的盈利局面。2024 年 PX 市场有三个焦点问题，一是调油的季节性需求，二是 PX 的产能投放减速，三是下游 PTA 有新产能投产。

调油需求依旧是市场焦点，芳烃原料流向调油市场本质上是化工效益不及调油所致，与汽油供需转好及化工需求低迷的背景有关。新年度美国重质组分供应的增长，全球其他地区对美调油组分的供应恢复及美国汽油需求增速放缓都将令亚洲市场芳烃调油的矛盾趋缓。PTA 上半年有 450 万吨新产能投产，化工需求维持增长，新年度可能面临化工和汽油争夺原料的局面，效益将是最直接的导向。

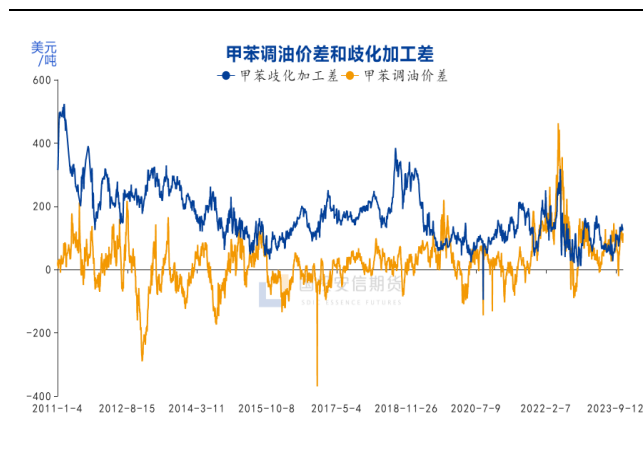
从历史上看，2019 年之后因国内民营大炼化下游配套 PX 产能释放，PX-原油价差重心下移，最低在 2020 年接近 200 美元/吨，是供应集中释放和成本降低共同作用的结果。2021 年 PX 相对原油价差回到 300 美元/吨以上运行，且与汽油裂解价差波动一致性较强。在化工需求预期走强的背景下，汽油为芳烃托底，PX 有望维持偏高估值状态。

图 26：PX-Brent 价差与汽油裂差对比



资料来源：路透，iFind，国投安信期货

图 27：甲苯调油和歧化加工差



资料来源：iFind，国投安信期货

调油有明显的季节性特点，与炼厂检修及化工消费旺季等共振会引发季节性波动加大。因此，PX 在 2023 年四季度跟随油价走低后，随着油价的企稳，可能在旺季到来之前因需求预期共振走强，四季度依旧会面临供应回归的压力，但同时会有 PTA 新投产的提前备货支撑，预期 PX 整体维持偏高估值，但加工差季节性波动。

PX 国内供应中比较大的变数是进口量，我们在以上计算分析中给出 900 万吨的进口假设，主要是基于国内需求增长预期，且一旦调油需求减弱，亚洲 PX 供应有增长空间。但实际最终的进口量与预期可能有差异，导致以上计算中的国内装置负荷数据出现偏差。但从亚洲区域考虑，以甲苯和二甲苯为原料的短流程装置相对夏季汽油调和有效益优势才会带来 PX 负荷提升，因此对 PX 维持较高估值的预期没有明显影响。

2.3.2 PTA：供需同增，驱动有限

相比 PX 市场清晰的供需预期，PTA 市场确定性较强的是新装置的投产与下游需求的增长持续，但需求的增速存在很大的不确定性，导致 PTA 供需结构难以有明确的预期。但考虑到 2022 年低基数带来的 2023 年高增速，预期 2024 年的聚酯产量增速将明显放缓。

PTA 另外一个重要的需求因素是出口，近两年的年度出口量达到 350 万吨左右，成为疏解国内过剩压力的重要渠道。2023 年印度 BIS 认证问题，国内对其 PTA 的出口受到一定的扰动，但整体来看通过泰国、印尼等区域物流的整体调配，最终影响有限。海外聚酯产能增长有限将限制 PTA 的海外需求增长空间，当然最终出口能否增长还取决于利润。亚洲除了中国大陆之外，还有 1000 多万吨的存量产能，其中中国台湾地区的产能负荷在 60%以下，韩国装置负荷在 75%以下运行。在海外需求缺乏增长空间的前提下，国内 PTA 出口的进一步增长需要更强的成本优势。

综合以上分析，强成本与弱供需是 PTA2024 年的两条主线，因此 PTA 将维持偏低利润状态，价格波动的驱动更多来自成本端。

2.3.3 乙二醇：亏损修复，盈利有限

经历了长达两年的深度亏损，乙二醇行业在 2024 年的产能增速将明显放缓。海外乙烷和国内煤化工装置在 2023 年多恢复至正常状态，新年度继续增长空间有限，韩国传统乙烯裂解装置转停产增加，需求的增长依赖国内乙烯裂解装置负荷的提升来满足，另外考虑到转产依旧有空间，乙二醇市场供需格局将趋于好转。巴拿马运河和红海危机导致乙二醇进口货源有下降预期，对亚洲石脑油也有直接利好，乙二醇行业亏损或有修复，价格波动区间也将拓展。

考虑到国内存量产能依旧充裕，负荷提升空间较大，乙二醇亏损修复，但盈利空间有限。因此新年度乙二醇可以逢低买入；一旦出现较好的利润空间，应该提防供应回升的冲击。

3 如日方升，重在节奏

基于需求稳步恢复的预期，新年度聚酯行业的装置投产多有降速，供需格局和盈利能力多有好转；绝对价格依旧受油价主导。

PX 的投产存在较大不确定性，且有芳烃调油需求托底，在化工需求保持增长的预期下，PX 将依旧保持较好的盈利状态，绝对价格受到油价主导较为直接。在原油市场利空充分释放之后，PX 在新年度有逢低买入的价值，尤其在二三季度调油和化工需求共振可能对行业估值有明显提振。

PTA 依旧有新装置投产，但整体增量主要在上半年，年底装置压力将在新年度体现。因此，上半年 PTA 新装置的投产将利多 PX 同时利空其自身，PTA 加工差承压，价格跟随原料波动。三季度投产真空期，叠加下半年旺季，如果与欧美市场补库共振，需求的提振或显现，可能带来 PTA 行业加工差的修复机会。四季度，需求预期走弱，原料 PX 供应季节性回升及 PTA 新产能投放预期，市场逻辑模糊。

2024 年乙二醇投产明显放缓，海外乙烷裂解装置在 2023 年也已经恢复到较好的供应状态，进口增长空间有限，国内合成气法装置也多已经恢复。整体看，乙二醇市场新年度需求的

增长需要存量乙烯法装置的开工提升来满足，行业深度亏损的局面也有望改善。因此，乙二醇价格具备长线逢低买入的价值，波动区间有望放大，但在产能依旧充裕的现状下，行业盈利难以乐观。

短纤的主要原料是 PTA，也间接受到油品市场的影响，因此价格驱动很多时候来自原料端。产业供需上主要的变化是直接出口的增加，与产业转移过程中东南亚国家承接了中国的终端制造业，但对中国纺织原料的依赖上升。作为聚酯涤纶生产大国，我国的长丝和短纤在近两年的出口都有明显增长，成为重要的需求之一。2024 年，成本驱动依旧是短纤市场的重要逻辑之一，另外还有 80 万吨新产能投产计划，是主要的供应面利空；需求在内需稳步增长的同时，重点关注除了直接出口之外，欧美补库预期下，终端纺织服装的出口是否会为市场提供上行动力。

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

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 12 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

