



光期研究 见微知著

PX&PTA&MEG：内忧外侮 逐本溯源

——2025年年度策略展望

能源化工分析师：邸艺琳

2024年12月25日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

目录

- 一、PX&PTA&MEG期货价格走势回顾
- 二、纺织服装需求情况
- 三、聚酯和织造需求情况
- 四、PX供需推演
- 五、PTA供需推演
- 六、MEG供需推演
- 七、总结与风险提示

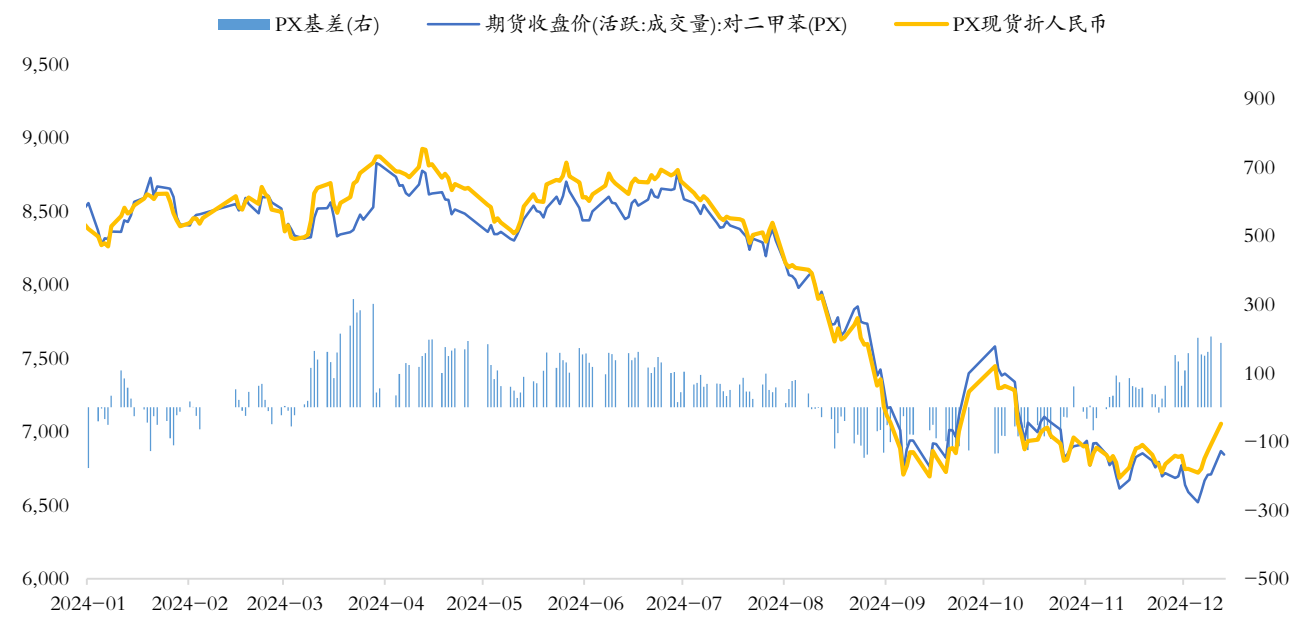


一、PX&PTA&MEG期货价格走势回顾



2024年PX行情回顾

图表: PX主力期货收盘价、现货价与基差 (元/吨)

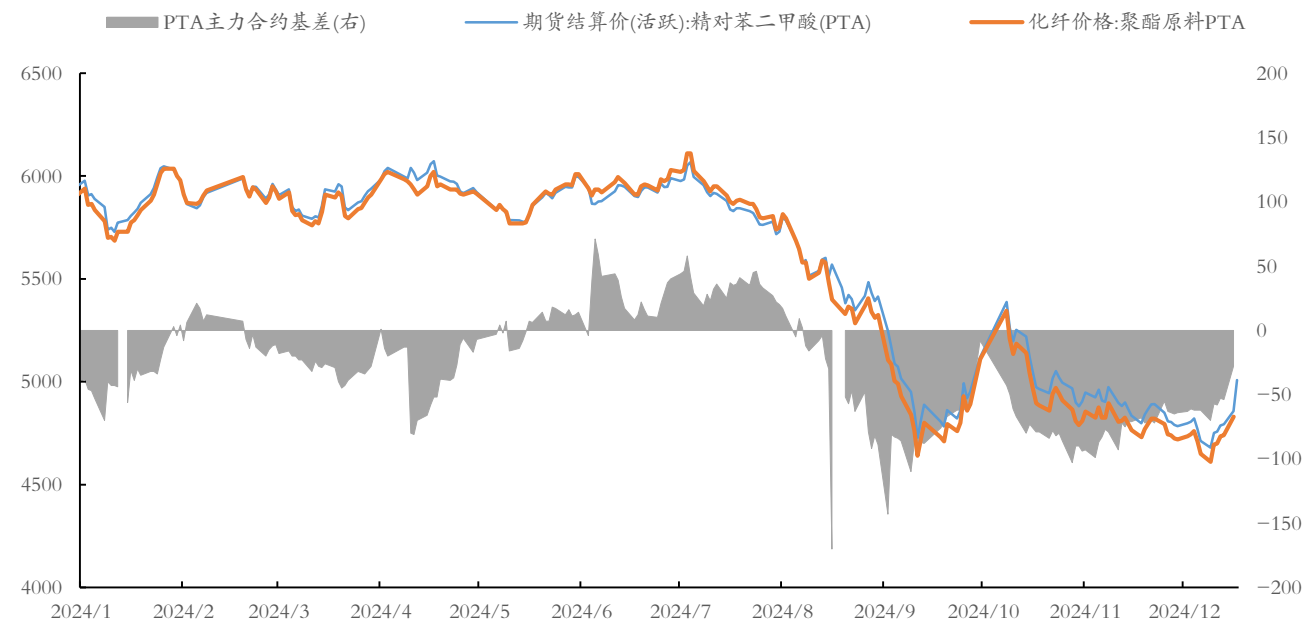


资料来源: iFind 光大期货研究所

PX上半年在供需双强格局下, 价格窄幅震荡僵持运行, 市场对于年内调油需求仍有预期, 平均价格在1033美元/吨, 下半年价格大幅下跌, 进入到四季度价格偏弱震荡, 均价环比下跌12.5%至904美元/吨。一季度PX市场供应充裕, PX持续累库, PX在检修以及调油的预期和供应过剩的现实矛盾下, 价格僵持运行。二季度PX进入检修季, 包括恒力、浙石化等多套大型装置计划外检修, 市场在反复印证调油需求中震荡运行, 二季度末检修装置增多, 部分缓解PX供应过剩压力, PX价格反弹。三季度, PX价格进入下行通道, 在夏季汽油消费旺季时, 汽油利润不增反降, 调油需求证伪。集中检修季结束, 海外装置重启, PX现货流通量增加, 价格承压下行。四季度, 随着原油价格反弹PX企稳反弹, 十一之后商品信心走弱, 叠加原料端地缘冲突缓和大幅下跌, PX在成本与宏观信心双重施压下, 快速回吐9月底以来的涨幅。PXN持续压缩, PTA和PX同样高开工下, PX的流动性宽裕, PX价格承压震荡。

2024年PTA行情回顾

图表: PTA主力期货收盘价、现货价与基差（元/吨）



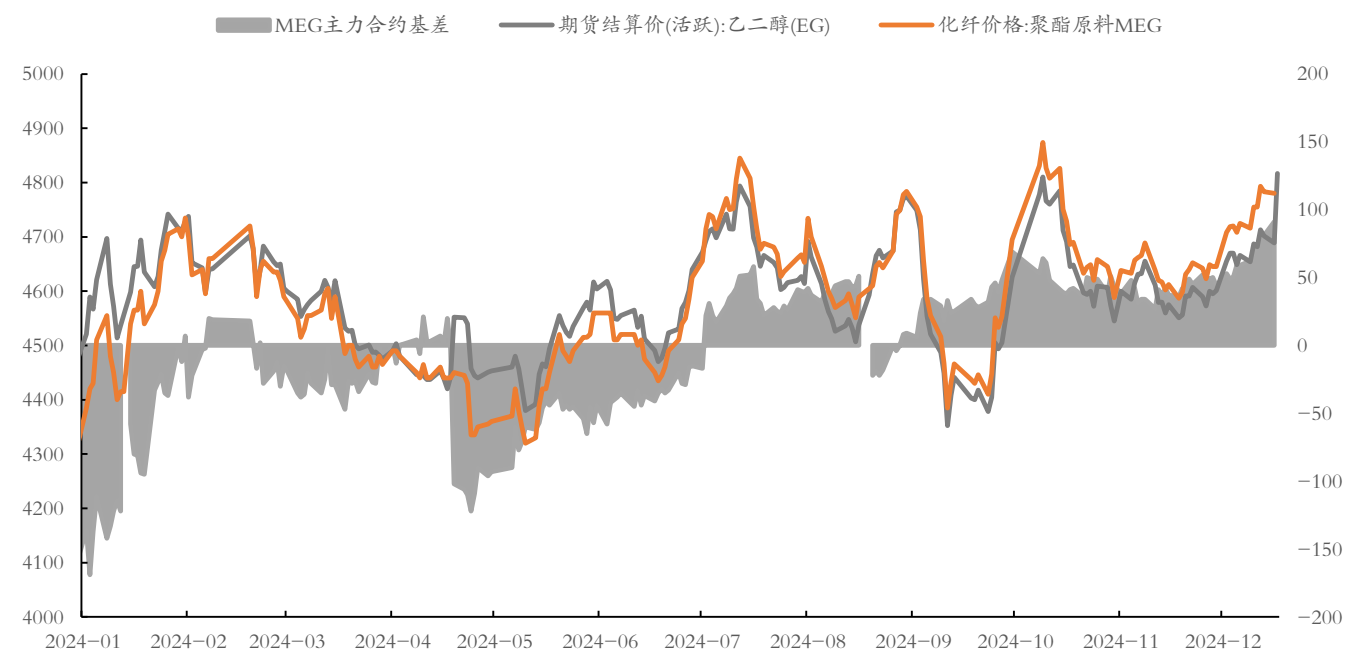
资料来源: iFind 光大期货研究所

2024年，PTA价格震荡后探底。上半年PTA现货价格在5750-6000元/吨区间震荡，下半年原油重心下探，PTA累库兑现下，PTA价格跌幅扩大，9月底商品信心提振以及油价反弹，PTA价格阶段性反弹，但随着商品氛围转弱以及油价回落，PTA价格再次走弱。

一季度，PTA价格区间震荡，聚酯恢复进度不及预期，PTA供需季节性累库。二季度，PTA价格跌后反弹，价格维持在5750-6000元/吨附近波动。PTA进入检修季，成本端油价震荡走低，PTA跟随下跌。三季度，PTA价格大幅下挫，原油震荡走低，调油逻辑弱化，海外PX出货压力增加，价格表现承压，PTA价格屡刷年内新低，最低跌至4640元/吨。四季度，PTA价格高开低走，PTA现货市场流通性充裕，基本面缺乏支撑下价格跟随成本端震荡下跌。

2024年MEG行情回顾

图表：MEG主力期货收盘价、现货价与基差（单位：元/吨）



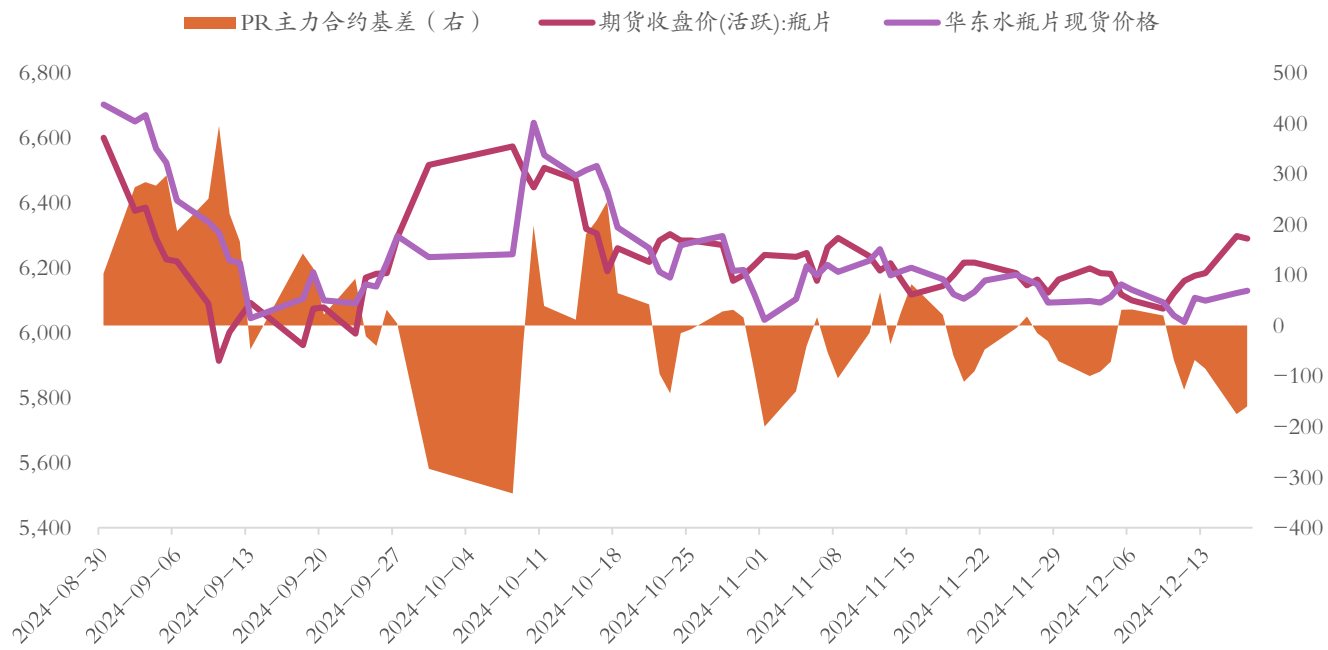
资料来源：iFind、光大期货研究所

2024年内乙二醇价格宽幅整理，均价重心上移。截至2024年11月，CCF MEG内外盘平均价分别在4580.38元/吨、537.62美元吨，较2023年同期分别上涨505.02元/吨、49.68美元/吨。

一季度，乙二醇冲高回落，港口库存持续去化提振市场情绪，国内煤化工的集中检修使得供应收缩，乙二醇价格震荡。二季度，乙二醇震荡抬升，乙二醇基本面去库可观叠加装置消息影响，乙二醇市场信心维持，聚酯工厂低位补货积极，乙二醇价格重心坚挺上行。三季度，乙二醇宽幅调整，乙二醇整体供需维持去库，整体价格波动区间在4390-4885元/吨水平。四季度，乙二醇短暂冲高后回落，原油价格连续走高成本端抬升明显，而后部分生产装置提负叠加聚酯产销跟进偏弱，乙二醇价格重心震荡调整为主。

2024年PR行情回顾

图表：PR主力期货收盘价、现货价与基差（单位：元/吨）



资料来源：iFind、光大期货研究所

2024年聚酯瓶片市场价格整体呈现震荡下跌。瓶片期货于2024年8月30日在郑商所上市，9月底跟随宏观以及商品氛围价格有大幅提升，而后瓶片期货价格震荡下跌。据CCF测算，2024年1-11月华东水瓶片均价在6808.73元/吨。

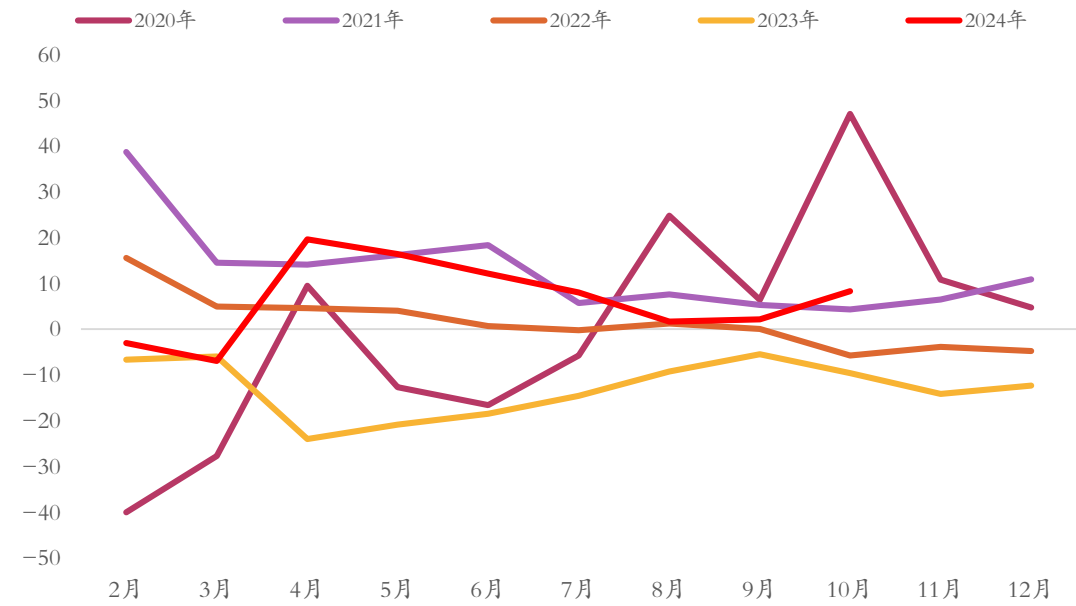
上市以来，聚酯瓶片工厂装置检修逐步增多，气温逐渐下降，聚酯瓶片市场逐步由需求旺季转为淡季，由于上游原料价格出现持续下跌，聚酯瓶片市场价格也跌至年内低点附近。四季度，受到瓶片效益回升的影响，聚酯瓶片前期减停产装置逐步恢复，国内下游需求疲软，市场整体价格重心偏低运行。

二、纺织服装需求情况

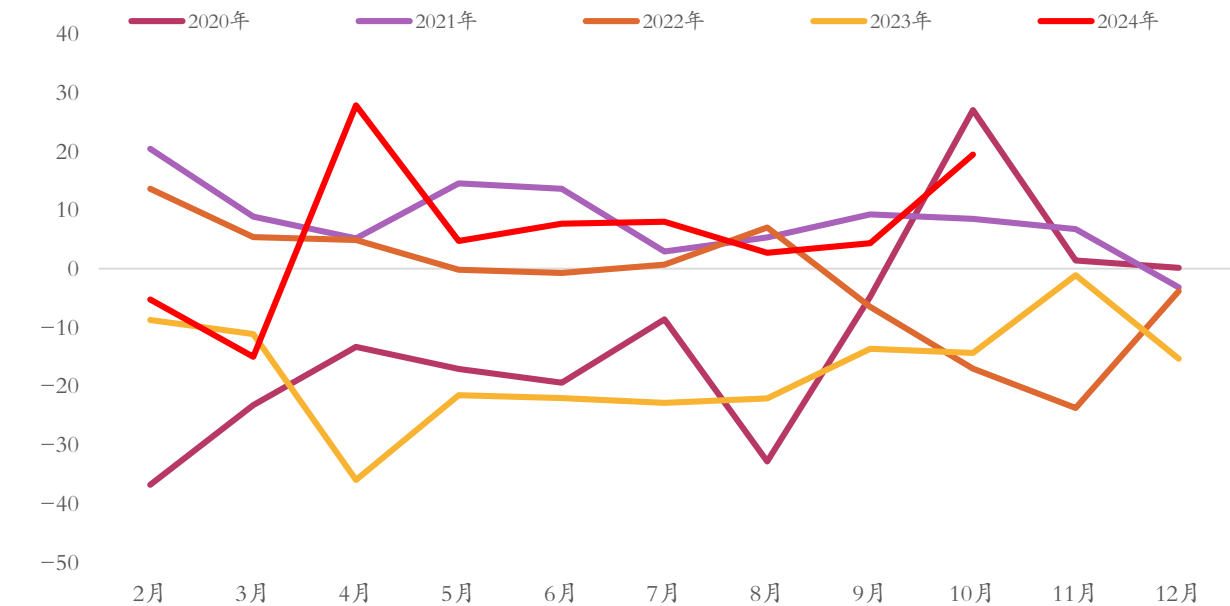


纺织服装内需弱复苏

图表:纺织业营业收入当月同比(%)



图表:服装业营业收入当月同比(%)



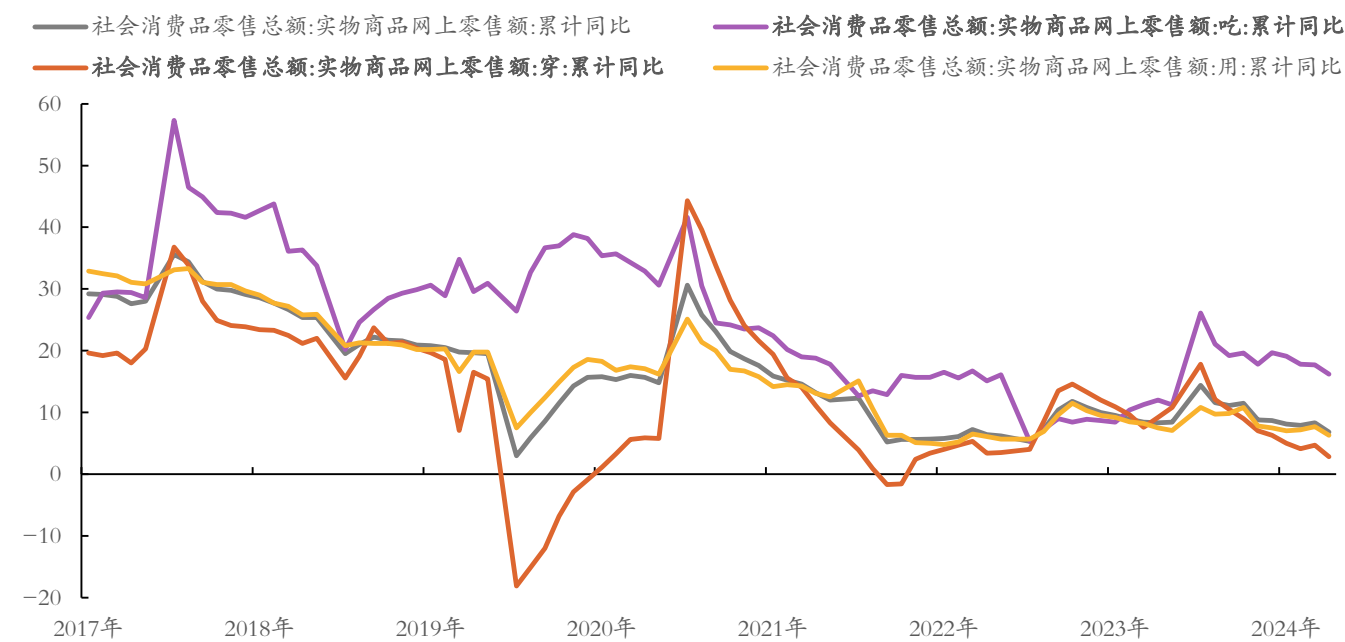
资料来源: Wind 光大期货研究所

2024年1-10月,我国纺织业实现营业收入19445.9亿元,同比增长4%;纺织业实现利润总额580.6亿元,同比增长5.3%;纺织服装、服饰业实现营业收入10161.9亿元,同比增长2.1%;纺织服装、服饰业实现利润总额460.8亿元,同比增长3.2%。

2024年,我国产业用纺织品行业经济运行稳中有进,行业工业增加值保持同比增长。主要经济指标表现良好,国内纺织业和服装业利润总额、营业收入双增长情况下,市场需求回暖,我国服装行业内销市场实现由降转升的积极变化,企业效益明显改善。

纺织服装内需弱复苏

图表:实物商品网上零售额增速（单位：%）

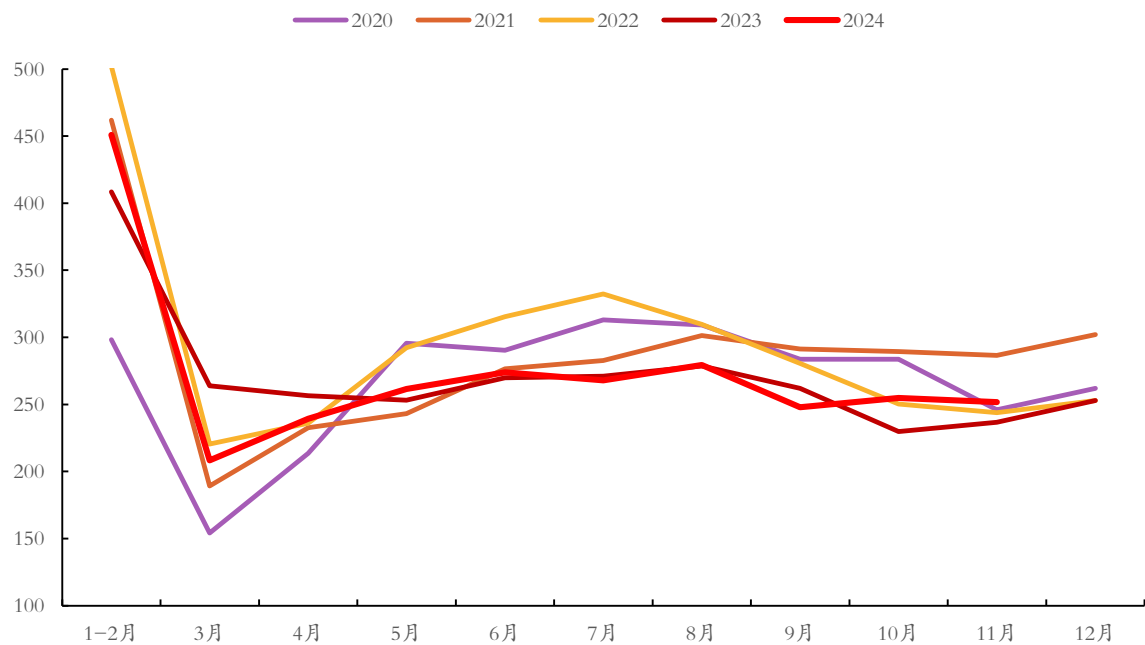


资料来源: Wind 光大期货研究所

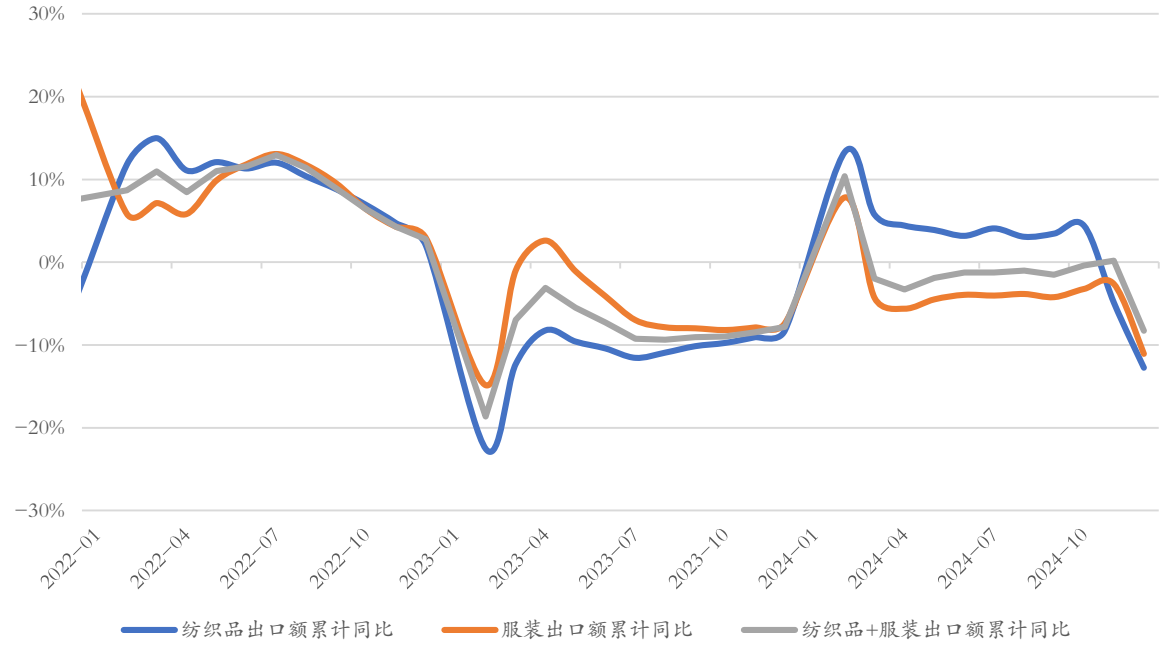
内需来看，消费市场持续升温，商品零售增势良好。2024年1-10月，我国社会消费品零售总额398960.3亿元，同比增长3.5%。其中，限额以上单位服装类商品零售额累计8377.3亿元，同比增长0.6%。2024年1—11月份，全国网上零售额140308亿元，同比增长7.4%。其中，实物商品网上零售额118059亿元，增长6.8%，占社会消费品零售总额的比重为26.7%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长16.2%、2.8%、6.3%。显示出作为可选消费的服装类需求相比于必选消费来说偏低迷。

纺织品服装出口多元化布局

图表:纺织品+服装出口金额 (单位: 亿美元)



图表: 纺织品、服装出口增速 (单位: %)



资料来源: Wind 光大期货研究所

目前外部环境形势依然严峻,世界经济增速放缓,全球纺织供应链深度调整。从纺织品服装出口看,2024年1-11月,纺织服装累计出口2730.6亿美元,较去年同期增长2.0%,其中纺织品出口1288.4亿美元,较去年同期增长4.6%,服装出口1442.2亿美元,较去年同期微降0.2%。以人民币计,1~11月我国纺织品服装出口额为1.94万亿元,同比增长3.2%。其中,纺织品出口9159.6亿元,同比增长6.0%;服装出口1.03万亿元,同比增长0.9%。

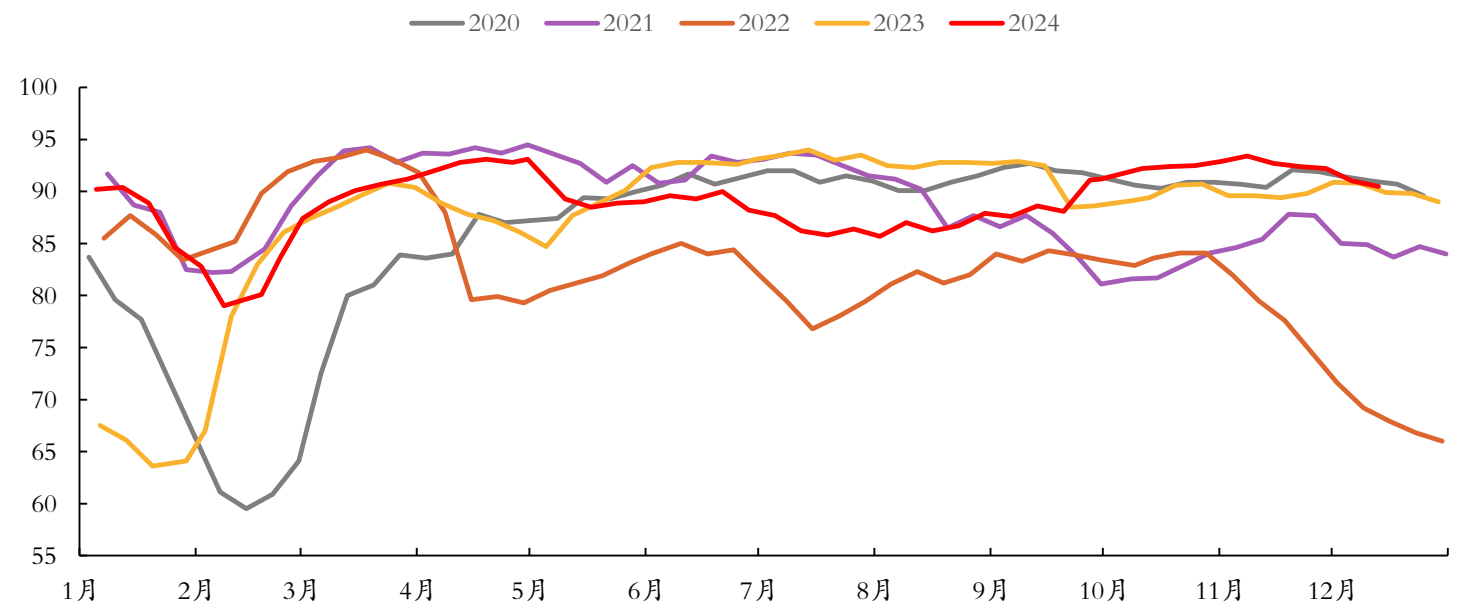
需要注意的是,国际贸易环境日趋复杂,给全球产业链供应链带来较大不稳定性;同时,外需不足、竞争加剧等给外贸企业出口带来诸多挑战。我国纺织企业积极开拓东盟、中亚、阿拉伯国家等新兴市场,进一步推动多元化国际布局。纺织业多元化的国际市场布局正逐步形成。

三、聚酯和织造需求情况



2025年聚酯产能投产增速约为5.86%

图表：聚酯综合负荷（单位：%）



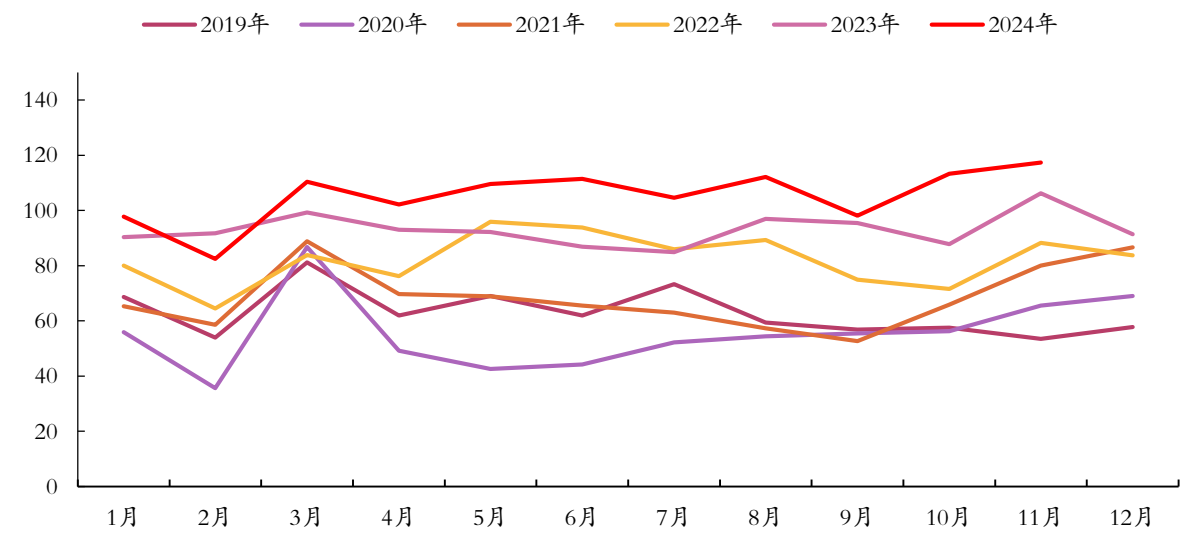
资料来源：CCF、光大期货研究所

2024年，国内聚酯新装置投产614万吨，年底聚酯产能基数增加为8598万吨，同比增长7.7%，2023年同比增长速度为12.3%。剔除掉部分退出产能59万吨，2024年底聚酯产能在8539万吨，同比增速在7%。聚酯全年产量预计在7443万吨，同比增长10.8%，较去年的15.37%有所回落。

聚酯2025年投产产能依旧很高，目前规划投产的产能数量在500万吨左右，2025年年底聚酯产能预计在9039万吨，同比增速为5.86%。从近年来的产能规划也可以看出，聚酯行业也呈现出集中度不断提高、规模化优势明显的特征，头部企业承担了近年来绝大多数聚酯产能的投放，市场占有率不断提升。此外受碳达峰、碳中和政策影响，后期聚酯新产能增长可能受限。

2025年聚酯产量将增长382万吨至7825万吨，同比增速在5.1%附近

图表：聚酯产品合计出口量（万吨）



资料来源：CCF、光大期货研究所

整体来看，2025年仍然为聚酯产能投放的大年，瓶片为聚酯投产的主力军，但整体投产增速较之前放缓。瓶片新增产能包括三房巷、仪化等装置约260万吨/年，长丝仍有部分装置待投产，相对应短纤新装置较少。

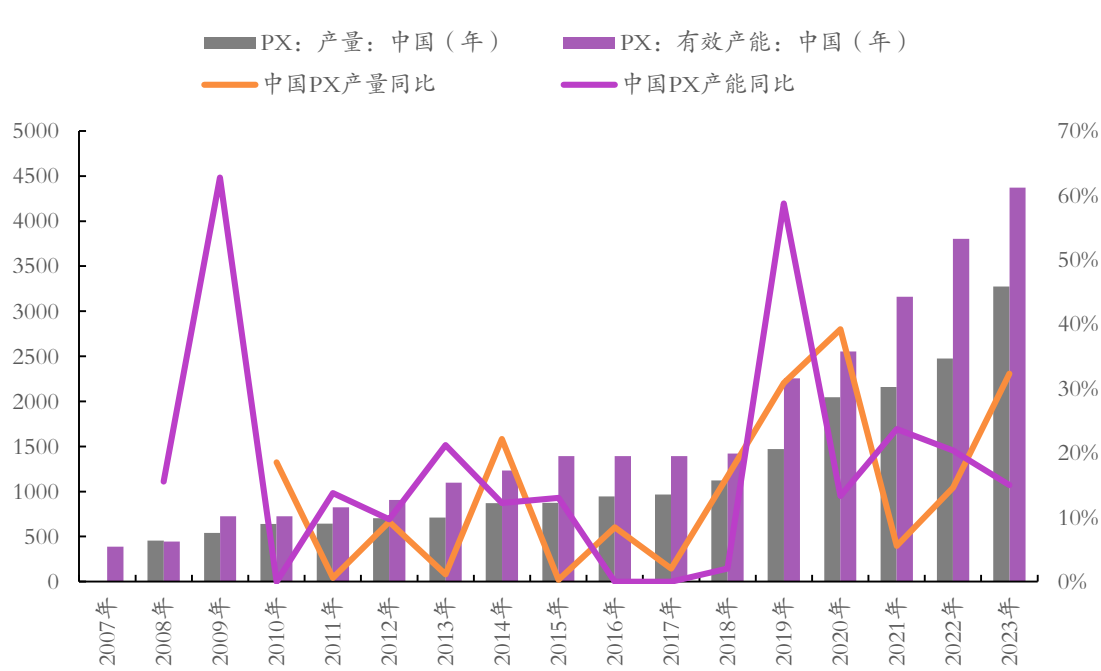
海外市场复杂程度更大，美国对中的贸易政策转向，以及“双反”政策都将在2025年及以后给我国无论是聚酯产品直接出口，还是纺织服装出口体量带来新的竞争与机会。

在国内托底政策稳中求进支撑，外需面临诸多不确定因素下，2025年需求预计稳定恢复，聚酯产量或将小幅提升，初步预估2025年聚酯产量将增长382万吨至7825万吨，同比增速在5.1%附近。需要关注的是海外税收导向转变所带来的“抢出口”，以及贸易流向的转移，由此对2025年上半年需求保持更加乐观的态度。

四、PX供需推演

2024年PX产能投产增速下降

图表:中国PX产能产量及同比 (单位: 万吨/年, 万吨, %)



资料来源: CCF 光大期货研究所

图表: 2023-2024年PX计划投产产能

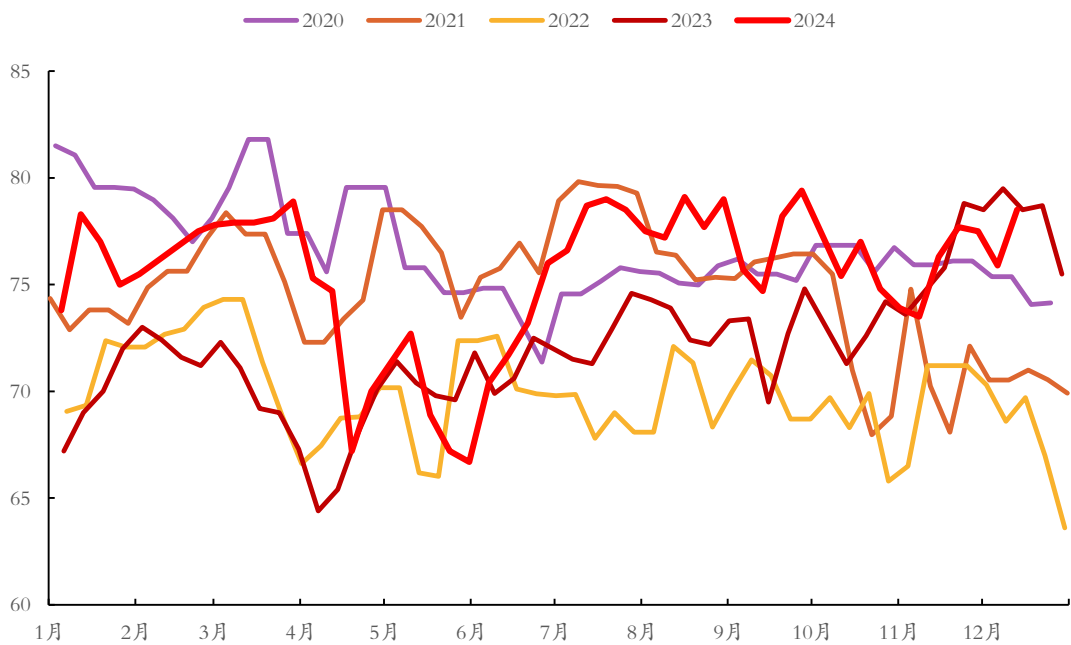
2023-2024年PX装置计划投产产能			
地区	企业	产能 (万吨/年)	投产时间
连云港	盛虹炼化	200	2023年1月
广东	中委广东石化	260	2023年2月
浙江宁波	中海油大榭石化	160	2023年3月
广东惠州	中海油惠州二期	150	2023年6月底
2023年合计		770	
山东烟台	裕龙石化	300	2024年未投, 投产延后
印尼	TPPI	23	2024扩能
2024合计		23	

2024年全球PX新增产能总计23万吨, 仅有印尼TPPI原55万吨PX装置完成扩能至78万吨。中国国内无新增PX产能, 裕龙石化300万吨装置未能投产。

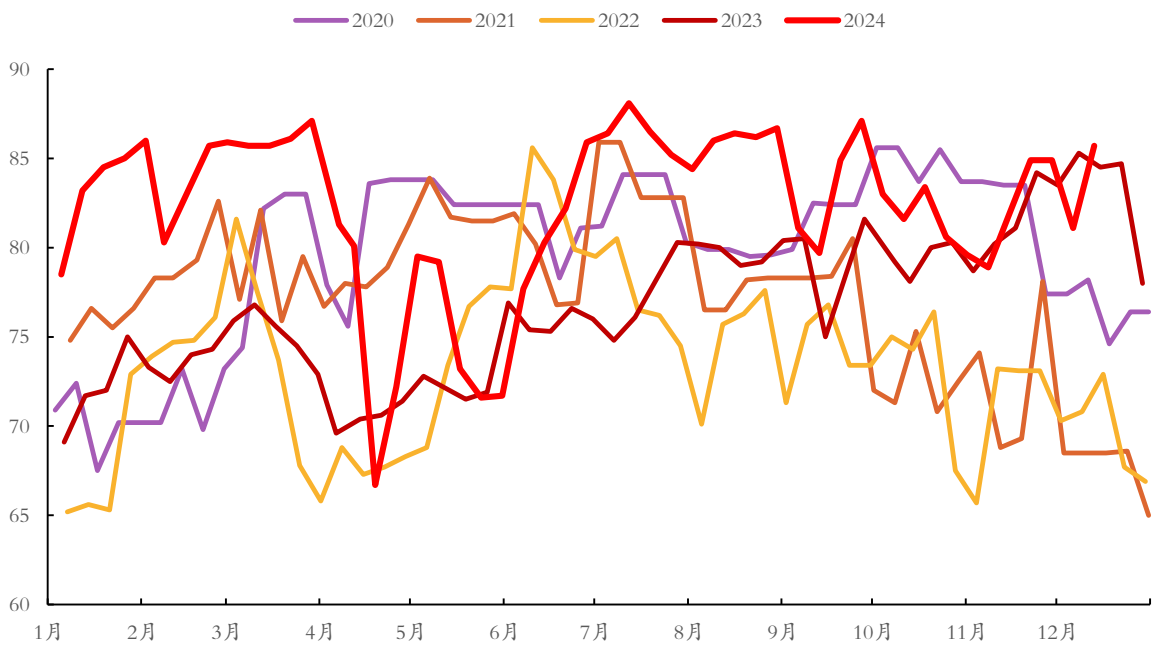
截至2024年底, 中国大陆PX的产能在4367万吨, 无新增产能。预计2024年国内PX产量将在3770万吨左右, 较2023年增加404万吨, 增速在12%, 较2023年的35.2%大幅放缓。

PX装置开工率存在季节性

图表：亚洲PX开工率（%）



图表：中国PX开工率（%）



资料来源：CCF 光大期货研究所

从PX的开工负荷来看，2024年1-11月亚洲PX开工率平均75.3%，同比小幅上升3.8%；中国大陆PX负荷平均82.24%左右，相较2023年同期的76.71%，上升约5.5%。2024年PX效益下半年回落明显。2024年1-11月，PXN年均值为297美元/吨，同比下跌24.7%。从绝对值看，1-11月PXN最低在11月初的167美元/吨，最高在6月初，达到382美元/吨，较2023年最高下降21%。

2024年年初市场预期调油需求存在，景气度低于2023年，一季度开始PX装置开工负荷高于往年。每年二季度为传统检修季，整体开工负荷会有一个阶段性的下降，在步入夏季之后PX的开工率逐渐抬升。但夏季调油需求饱和，未带动甲苯以及MX调油效益大幅抬升，相应短流程MX-PX经济性修复，国内以及亚洲PX开工抬升明显。

2025年PX关注装置产能与下游投产的匹配度

图表：2018–2024年PX供需平衡表（单位：万吨/年）

年份	PX年底产能	产能增长率	PX产量	PX进口量	PX出口量	PX表观消费量	表观消费增长率	进口依存度
2018年	1463	0.00%	1109	1590	0	2699	10.00%	58.90%
2019年	2103	43.70%	1495	1493.8	0	2988.8	10.70%	50.00%
2020年	2603	23.80%	2060	1386.1	0	3446.1	15.30%	40.20%
2021年	3208	23.20%	2173	1365	0	3538	2.70%	38.60%
2022年	3597	12.10%	2474	1058	7.9	3524.1	−0.40%	30.00%
2023年	4367	21.40%	3366	910	1	4269	21.10%	21.70%
2024年E	4367	0.00%	3770	925	0	4710	10.33%	19.70%
2025年E	4367	0.00%	3799	900	0	4934	4.74%	19.15%

图表：PX估值区间预测

Brent (美元/桶)	NAP–Brent价差 (美元/吨)	石脑油	PXN低位	PXN高位	PX价格下边际 (美元/吨)	PX价格上边际 (美元/吨)	人民币 汇率	PX折人民币下边际 (元/吨)	PX折人民币上边际 (元/吨)
65	89	567	170	380	737	947	7.2	6114	7857
70	89	604	170	380	774	984	7.2	6419	8162
75	89	640	170	380	810	1020	7.2	6724	8467
80	89	677	170	380	847	1057	7.2	7029	8772
85	89	714	170	380	884	1094	7.2	7334	9077
90	89	751	170	380	921	1131	7.2	7639	9382

资料来源：CCF、光大期货研究所

2024年PX原预计新投放的产能并未落地，市场对于PX需求不减，一直以来下滑的PX进口量出现由负转正，中国PX进口量小幅回升，预计2024年全年进口量在925万吨左右，同比回升1.65%。后续国内新装置投产暂无音讯，而下游PTA投产进度未受影响，在国内需求还在新增的状态下，从海外PX进口量预计可达到900万吨左右，中国的PX进口依存度预计不低于19%附近。

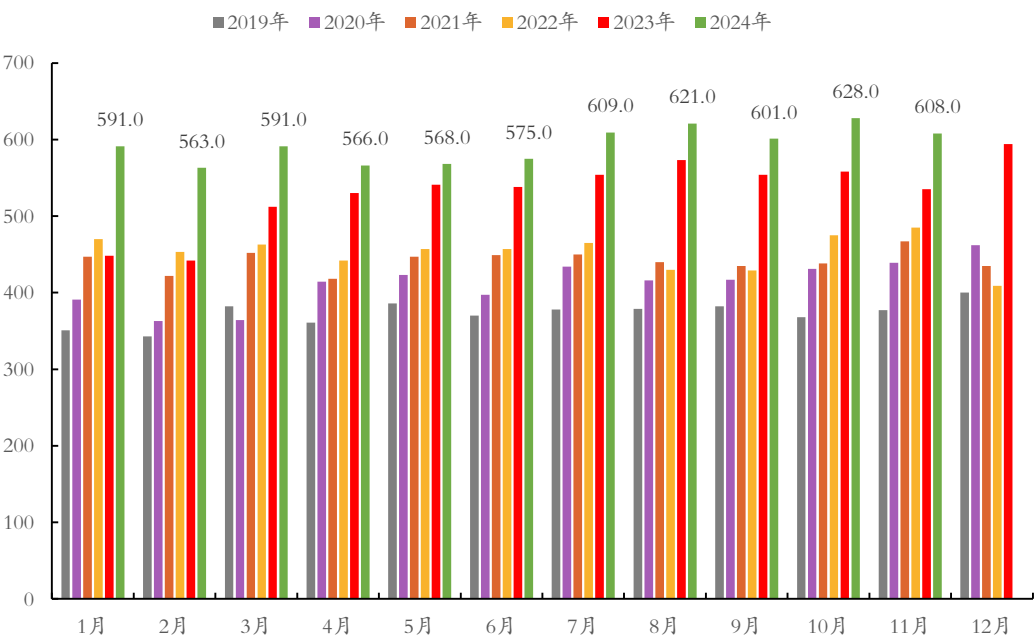
因此，我们基于PX与原料价格的强相关性，以及对上游原料供需强弱的判断，2025年在布油价格区间65–80美元/桶的情况下，PX价格波动区间为6100–8800元/吨，大部分时间的运行中枢或在6500–8500元/吨。

五、PTA供需推演



PTA产能产量同比增速高，计划投产产能仍较多

图表：PTA产量（万吨）



资料来源：iFind 光大期货研究所

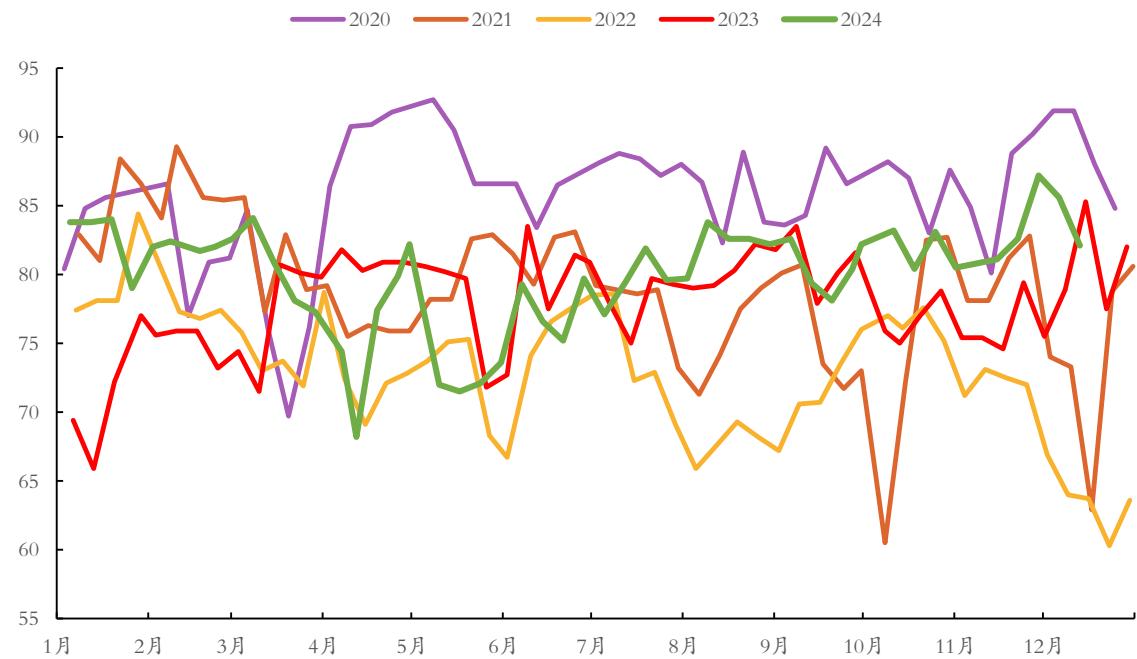
图表：2024年PTA计划投产产能

2024-2025年PTA装置产能计划			
地区	企业	产能（万吨/年）	备注（投产/重启时间）
浙江宁波	台化兴业2#	150	2024年3月
江苏扬州	仪征化纤3#	300	2024年4月
浙江平湖	独山能源三期	300	2024年12月
2024合计		750	
重庆	蓬威石化	90	2023.9.10附近停车检修，2024年6月上升温中，6月底投料。
江苏江阴	汉邦石化	220	2021.1.7起停车，5月底投料，目前正常运行
2024重启装置		310	
	虹港石化3#	150	停车超过两年
	扬子石化	60	停车超过两年
2024剔除装置		210	
江苏江阴	海伦石化 3#	320	2025年
浙江嘉兴	独山能源四期	540	2025 年
江苏连云港	虹港石化3#	250	2025年Q1
钦州	桐昆广西	500	2026 年
文莱	恒逸文莱	250	-
2025合计		1110	

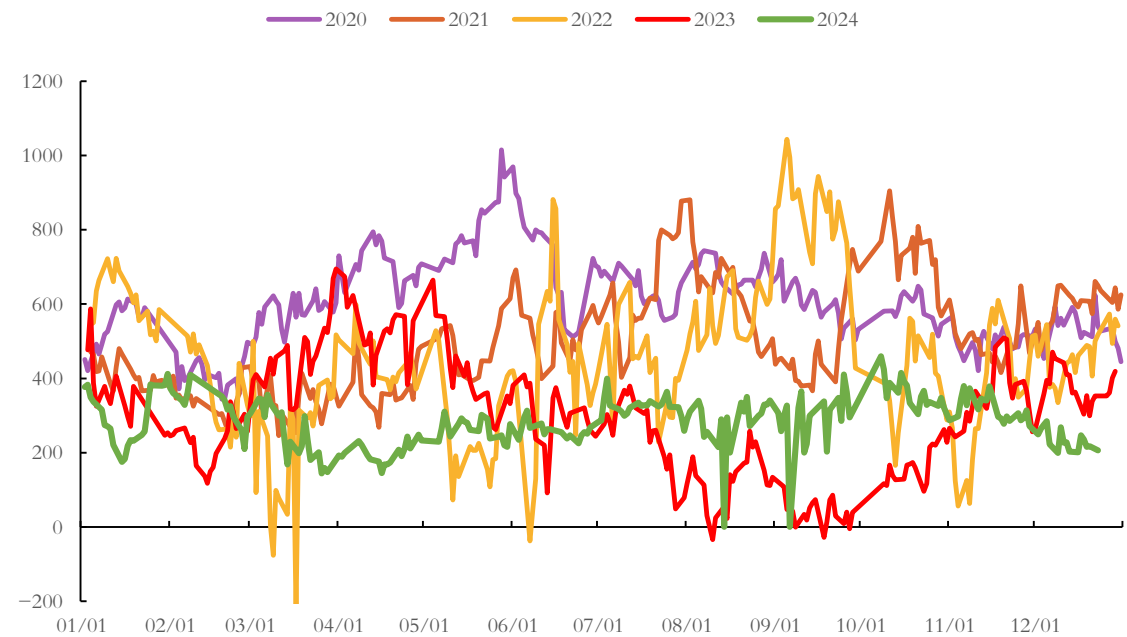
2024年国内PTA产能延续快速增长，台化兴业150万吨装置、仪征化纤300万吨装置分别于3月、4月投产；独山能源三期300万吨装置在12月投产。剔除停车时间超过两年装置产能210万吨装置。2024年年底，中国大陆PTA产能基数调整至8601.5万吨，较2023年年底增加6.7%。产量方面，PTA装置开工率提升，PTA产量超过产能增速，预估2024年国内PTA产量7180万吨，同比增加12%。2024年1-11月，国内PTA产量在6521万吨，同比增长759万吨，涨幅12%。

PTA加工费波动性降低，一体化装置使得PTA成本进一步压缩

图表：PTA负荷季节性（%）



图表：PTA加工费季节性（元/吨）



资料来源：iFind、CCF、光大期货研究所

从近5年的内盘PTA加工费走势来看，2024年PTA加工差相对稳定。原料端原油价格坍塌，上游PX和下游聚酯的效益均被压缩，针对配套的一体化装置，全产业链的利润相对稳定，从而保障各个环节的开工。

2025年PTA供需整体偏累库

图表：PTA供需平衡表（单位：万吨/年）

年份	PTA 产量	PTA 进口量	PTA 出口量	PTA 供应量	PTA 需求量	PTA 供应增速	PTA 需求增速	PTA 平衡
2015	3102.5	68.7	62.3	3108.9	3137.7	10.0%	8.4%	-28.8
2016	3275.0	51.2	74.2	3252.0	3258.8	4.6%	3.9%	-6.8
2017	3578.0	42.9	45.0	3575.9	3660.5	10.0%	12.3%	-84.6
2018	4065.0	75.4	84.0	4056.4	4070.1	13.4%	11.2%	-13.7
2019	4477.0	103.7	69.2	4511.5	4425.2	11.2%	8.7%	86.3
2020	4951.2	65.9	85.0	4932.1	4633.7	9.3%	4.7%	298.4
2021	5286.0	7.9	258.0	5035.9	5112.3	2.1%	10.3%	-76.4
2022	5410.0	7.2	345.0	5072.2	5130.0	0.7%	0.3%	-57.8
2023	6422.0	2.7	350.9	6073.8	6028.2	19.7%	17.5%	45.6
2024E	7180.0	2.0	430.0	6752.0	6643.8	11.2%	10.2%	108.2
2025E	7520.6	2.0	420.0	7102.6	6916.6	5.2%	4.1%	186.1

资料来源：CCF 光大期货研究所

2025年PTA产能投产仍然较为集中，而上游PX裕龙石化300万吨投产进度有待考证，下游聚酯方面包括瓶片和长丝等装置待投产仍然较多，但产能增速放缓。对于PTA来讲，下游新投产增多，对于PTA的需求有所提振，但不足以消耗掉新投产的PTA产能，供需格局上PTA维持产能过剩格局。随着海外土耳其PTA150万吨装置新增，海外出口需求收窄，加之海外关税政策转向，预计2025年国内PTA出口量小幅收窄。供应过剩格局也使得企业采取相应措施，若企业维持现有的窄幅效益波动性的话，预计2025年PTA企业会采取控制开工负荷以支撑加工差稳定。

2025年PTA供需整体偏累库

图表：PTA估值区间预测（悲观）

Brent (美元/ 桶)	NAP-Brent价 差(美元/吨)	石脑油	PXN低 位	PXN高 位	人民币 汇率	PTA原 料成本	PTA加 工费 (低位)	PTA加 工费 (高位)	PTA价 格下边 际	PTA价 格上边 际
60	89	530	170	380	7.2	3811	140	400	3951	4211
65	89	567	170	380	7.2	4011	140	400	4151	4411
70	89	604	170	380	7.2	4211	140	400	4351	4611
75	89	640	170	380	7.2	4411	140	400	4551	4811
80	89	677	170	380	7.2	4611	140	400	4751	5011
85	89	714	170	380	7.2	4811	140	400	4951	5211
90	89	751	170	380	7.2	5011	140	400	5151	5411

资料来源：CCF 光大期货研究所

图表：PTA估值区间预测（乐观）

Brent (美元/ 桶)	NAP-Brent价 差(美元/吨)	石脑油	PX-NAP	PX	人民币 汇率	PTA原 料成本	PTA加 工费 (低位)	PTA加 工费 (高位)	PTA价 格下边 际	PTA价 格上边 际
60	89	530	170	380	7.2	4954	140	400	4351	5354
65	89	567	170	380	7.2	5154	140	400	4551	5554
70	89	604	170	380	7.2	5354	140	400	4751	5754
75	89	640	170	380	7.2	5554	140	400	4951	5954
80	89	677	170	380	7.2	5754	140	400	5151	6154
85	89	714	170	380	7.2	5954	140	400	5351	6354
90	89	751	170	380	7.2	6154	140	400	5551	6554

因此，我们基于PTA与原料价格的强相关性，以及对上游原料供需强弱的判断，绘制了PTA悲观和乐观的估值区间表。那么在油价低迷，成本端支撑弱的环境下，PTA价格波动区间为4000-5400元/吨，大部分时间的运行中枢或在4300-5100元/吨。但当油价支撑强势，上游环节加工差回归，PTA价格波动区间为4500-6500元/吨，大部分时间的运行中枢或在5000-6000元/吨。

六、MEG供需推演

乙二醇扩能将有所放缓

图表：MEG供需平衡表（单位：万吨/年）

年份	MEG 产量	MEG 进口量	MEG 出口量	MEG 供应量	MEG 需求量	MEG 供应增速	MEG 需求增速	MEG 平衡
2015	444.8	872.8	2.0	1315.6	1242.3	8.5%	8.4%	73.3
2016	511.4	752.6	1.9	1262.1	1290.3	-4.1%	3.9%	-28.2
2017	611.0	871.6	1.8	1480.8	1449.3	17.3%	12.3%	31.5
2018	693.1	980.0	0.4	1672.7	1611.5	13.0%	11.2%	61.2
2019	780.1	994.8	1.2	1773.7	1765.3	6.0%	9.5%	8.4
2020	905.5	1054.8	6.1	1954.2	1853.9	10.2%	5.0%	100.3
2021	1237.0	842.6	12.4	2067.2	2076.0	5.8%	12.0%	-8.8
2022	1368.7	751.1	4.0	2115.8	2200.8	2.4%	6.0%	-85.0
2023	1653.0	714.0	10.0	2357.0	2360.0	11.4%	7.2%	-3.0
2024E	1950.0	655.0	16.0	2589.0	2626.0	9.8%	11.3%	-37.0
2025E	2089.2	670.0	13.0	2746.2	2709.5	6.1%	3.2%	36.6

资料来源：CCF、光大期货研究所

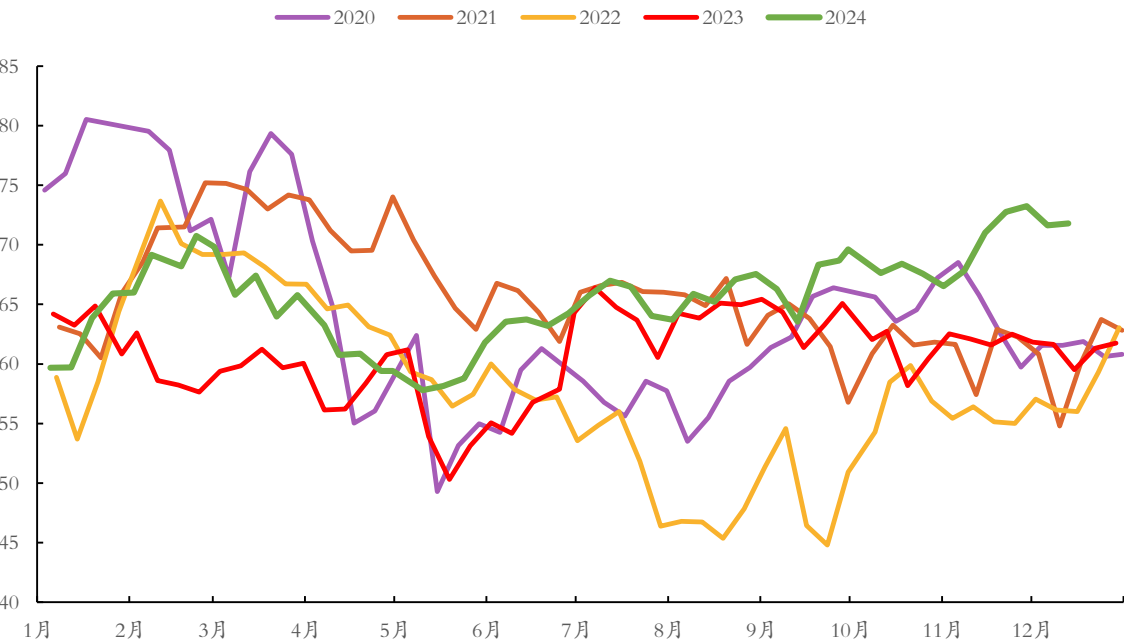
图表：2024-2025年MEG装置计划投产产能

2024-2025年MEG装置计划投产产能				
地区	企业	产能（万吨/年）	工艺	投产时间
内蒙古	中化学	30	煤制	2024年11月
新疆	桐昆股份中昆新材料	60	煤制	2024年1月
2024合计		90		
宁夏	宁夏鲲鹏	20	煤制	2025年
山东	裕龙石化	80	油制一体化	2025年H2
四川	正达凯（一期）	60	天然气	2025年H1
2025合计		160		
山东	裕龙石化2#	80	油制一体化	-
四川	万凯（二期）	60	天然气	-
辽宁	华锦阿美	40	油制一体化	-
文莱	恒逸文莱	70	油制一体化	-
合计		250		

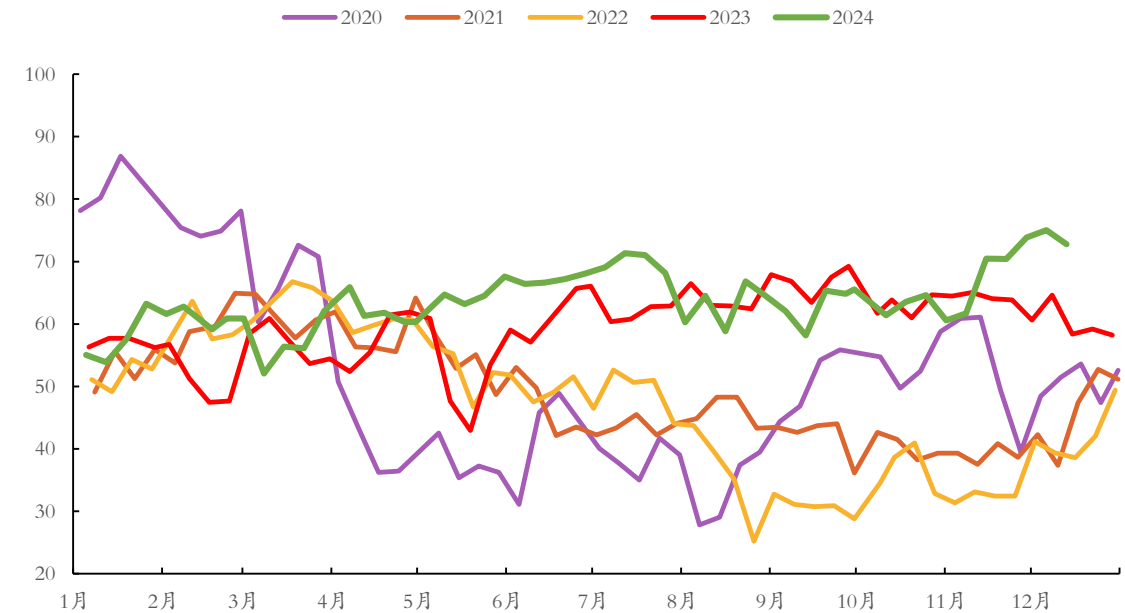
2024年全球乙二醇实际投产90万吨/年，全部为国内新增产能，外盘无新增产能。另外国内易高煤化工12万吨/年及北京燕山石化8万吨/年装置因长期停车时间超过两年而剔除产能。2024年我国乙二醇产能基数上升至2862.5万吨，较2023年增长2.45%；乙二醇产量预计在1950万吨，较2023年增长16.21%。2025年国内有160万吨的乙二醇计划投产，考虑到可能出现延迟投产的情况，预计2025年的乙二醇产能基数将上升至2942.5万吨，增速为2.79%，国内乙二醇产量仍将维持高速增长，使得MEG供需整体偏向累库。但长期来看，受到双碳政策影响，高耗能的煤化工项目再度获批的可能性不大，加上当前煤制乙二醇利润状况不佳，投资积极性已经大幅下降，因此未来乙二醇扩能脚步将有所放缓。

非煤与煤制的开机率走势相近

图表：MEG总负荷（%）



图表：煤制MEG负荷（%）

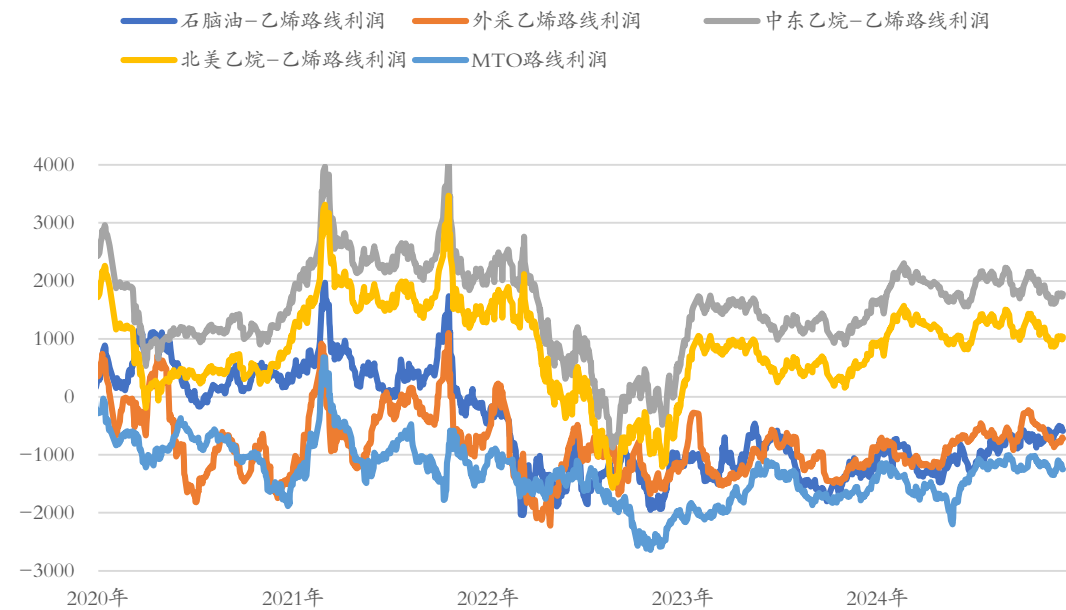


资料来源：CCF 光大期货研究所

2024年1-11月份国内乙二醇装置平均负荷为67.4%，其中煤制乙二醇装置平均负荷为65.8%。年内非煤与煤制的开机率走势相近，总开工率小幅回升，传统装置中，三江石化以及盛虹炼化装置运行较为稳定，下半年中浙江石化、中化石化等装置也同存提负动作。合成气制乙二醇板块来看，2023年底投产的榆能化学以及中昆装置运行良好，对煤化工整体的开机率起到了贡献。另外，年内煤价较为稳定，乙二醇均价重心上移过程合成气制现金流好转明显。

2024年煤制乙二醇比于油制乙二醇利润好

图表：MEG各工艺生产利润（元/吨）



图表：煤制乙二醇成本与利润（元/吨）

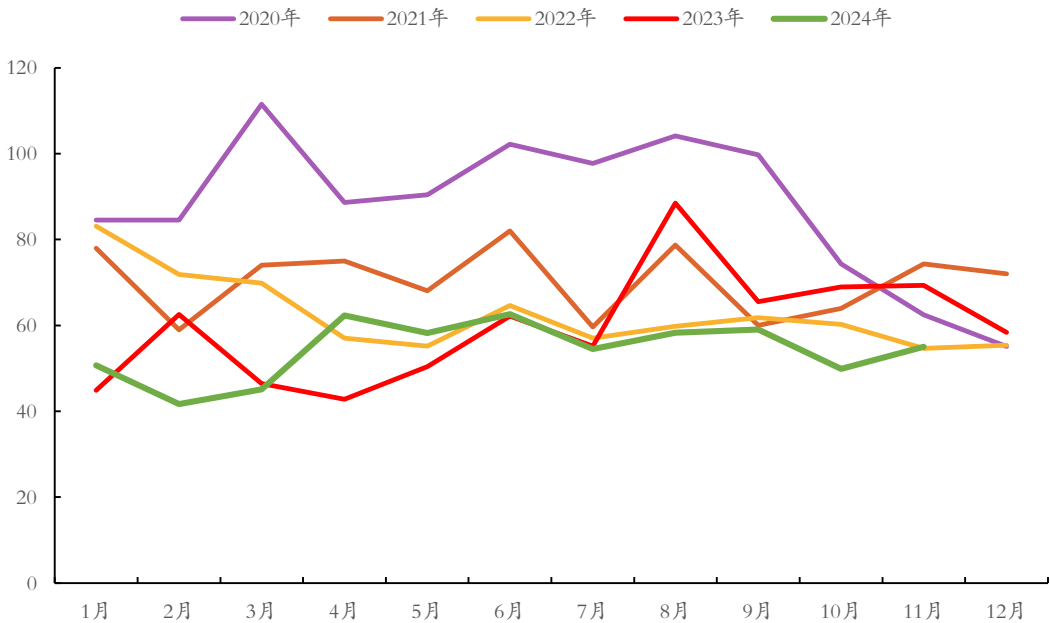


资料来源：CCF 光大期货研究所

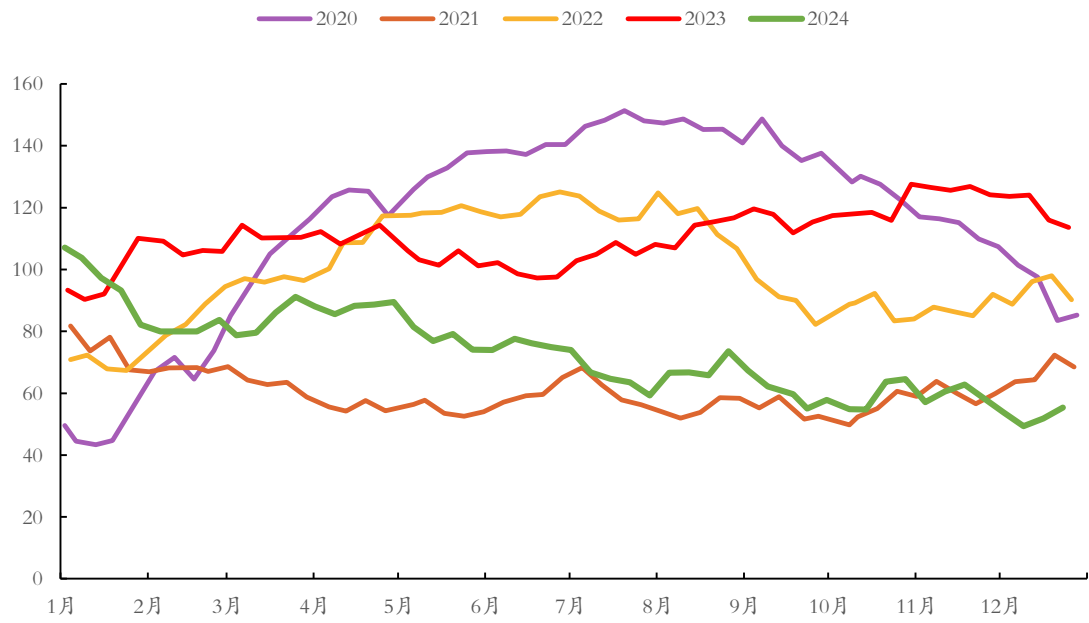
从国产MEG供应结构来看，煤制乙二醇的产能有所回升，2024年年初和年底陆续投产煤制乙二醇产能。从利润相对水平来看，2024年煤制乙二醇比于油制乙二醇利润好。石脑油制乙二醇现金流整体有所修复。至12月13日，石脑油制乙二醇平均现金流在-159美元/吨，较2023年同期上升28美元/吨附近。至12月13日，煤制乙二醇平均现金流在-292元/吨，较2023年同期上升770元/吨附近。

乙二醇进口量呈现下滑态势

图表：MEG进口量季节性（万吨）



图表：MEG港口库存（万吨）



资料来源：CCF 光大期货研究所

2024年乙二醇进口量呈现下滑态势，主要因为海外装置产出偏低，以及新增产能有限。2024年1-10月乙二醇进口量为542.5万吨，比2023年同期减少44.9万吨，跌幅为7.6%附近。从进口来源地区来看，沙特进口量依旧维持在首位，累计同比下降5%附近，年初红海运力下降船期推迟，年中装置存减停产情况。加拿大及美国总进口量较2023年减少15%附近，月度供应量在15万吨，在寒潮和飓风等天气影响下装置出现多次短停，影响实际产量。近洋地区乙二醇供应低位，油制乙二醇装置亏损下，停车装置无重启计划。在进口量下滑明显、国内聚酯新增投产较多、开工高位的情况下，2024年乙二醇港口库存持续去库。

MEG估值

图表：MEG估值区间预测（锚定油制成本）

布伦特原油 (美元/桶)	NAP-Brent 价差 (美元/吨)	石脑油 (美元/吨)	人民币 汇率	石脑油- 乙烯路 线成本 (元/吨)	油制MEG 生产利润 下边际 (美元/吨)	油制MEG 生产利润 上边际 (美元/吨)	MEG绝对价格 下边际 (元/吨)	MEG绝对价格 上边际 (元/吨)
60	89	530	7.2	4573	-220	-100	2989	3853
65	89	567	7.2	4815	-220	-100	3231	4095
70	89	604	7.2	5057	-220	-100	3473	4337
75	89	640	7.2	5299	-220	-100	3715	4579
80	89	677	7.2	5542	-220	-100	3958	4822
85	89	714	7.2	5784	-220	-100	4200	5064
90	89	751	7.2	6026	-220	-100	4442	5306

图表：MEG估值区间预测（锚定煤制成本）

秦皇岛 Q5500动力 煤 (元/吨)	其他成本（电、水、 氧、催化剂、折旧、 三费、运费） (元/吨)	煤制乙二 醇成本 (元/吨)	煤制MEG 生产利润下 边际 (元/吨)	煤制MEG 生产利润上 边际 (元/吨)	MEG绝对价 格下边际 (元/吨)	MEG绝对价 格上边际 (元/吨)
500	2500	4100	-750	120	3350	4220
600	2500	4420	-750	120	3670	4540
700	2500	4740	-750	120	3990	4860
800	2500	5060	-750	120	4310	5180
900	2500	5380	-750	120	4630	5500
1000	2500	5700	-750	120	4950	5820

资料来源：CCF 光大期货研究所

整体来看，2025年的乙二醇供需面相对宽松，2025年乙二醇供应投产速度放缓，下游投产进度也慢于2024年，海外装置一季度检修高位，后续装置供应重启，全年预估进口量小幅回升，预计2025年乙二醇累库，价格预计区间震荡调整。可能的预期差在于供应端配置优化，对供给压力有所缓解，以及下游需求季节性逐步释放，使得价格出现阶段向上修复。

最后，我们尝试对乙二醇可能的估值区间进行预测。故，当布油价格区间在70-80美元/桶、动力煤价格波动区间在700-800元/吨的情况下，乙二醇可能的波动区间在4000元/吨至5200元/吨之间。

总结与风险提示

1、总体观点：

PX来看，2025年供应装置投产速度不及下游PTA投产速度，年内考验PX装置开工负荷能否与下游相匹配，2025年调油需求或预期下降，在二季度检修季与需求预期释放阶段，PX供应偏紧，上半年价格有冲高的可能性。检修季结束后，PX供应逐渐充裕，供需偏紧格局改善，中国的PX进口端或小幅增长，弥补国内PX偏紧状况，价格偏弱震荡。2025年在布油价格区间65-80美元/桶的情况下，PX的价格运行中枢或在6500-8500元/吨。另外，关注PXN与PTA加工价差的强弱关系；PX装置超预期投产。

PTA来看，2025年PTA供需整体偏累库，供给端PTA产能投放量大于聚酯新增产能，明年新增产量较为可观，下游对于PTA的需求有所提振，但不足以消耗掉新投产的PTA产能，PTA过剩压力延续。需求端，国内经济形势趋于稳定，海外出口需求收窄，加之海外关税政策转向，预计国内PTA出口量小幅收窄，2025年需求预计维持阶段性恢复，聚酯产量将小幅提升。2025年油价支撑弱时，PTA价格运行中枢或在4300-5100元/吨，成本支撑偏强时，PTA价格运行中枢或在5000-6000元/吨。需要关注的是海外市场税收政策转向；海外新增装置运行情况。

MEG来看，2025年的乙二醇供需面相对宽松，2025年乙二醇供应投产速度放缓，下游投产进度也慢于2024年，海外装置一季度检修高位，后续装置供应重启，全年预估进口量小幅回升，预计2025年乙二醇累库，价格预计区间震荡调整。可能的预期差在于供应端配置优化，对供给压力有所缓解，以及下游需求季节性逐步释放，使得价格出现阶段向上修复。当布油价格区间在70-80美元/桶、动力煤价格波动区间在700-800元/吨的情况下，乙二醇可能的波动区间在4000元/吨至5200元/吨之间。需要关注的是2025年海外乙二醇装置检修情况，港口库存水平，国内供应超预期重启。

2、风险提示：

产业链装置扩能进度不及预期；原油价格大幅波动；聚酯出口政策超预期；宏观经济运行风险；

研究团队简介

- 钟美燕，现任光大期货研究所所长助理兼能化总监，上海财经大学硕士，荣获2019年度、2021年度、2022年度、2023年上期能源“优秀分析师”，带领能源研究团队获得上期能源2021年、2022年优秀产业服务团队奖，2024、2023年度期货日报最佳工业品分析师。十余年期货衍生品市场研究经验，服务于多家上市公司及国内知名企业，为其量身定制风险管理方案及投资策略。曾获郑商所高级分析师，并长期担任《第一财经》、《期货日报》等媒体特约评论员。2020年能化团队主讲的“原油衍生品精品系列直播‘油’刃有余”入选中期协2020年期货投资者教育优秀案例。期货从业资格号：F3045334；期货交易咨询资格号：Z0002410。
- 杜冰沁，现任光大期货研究所原油、天然气、燃料油、沥青和航运分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获2023、2022年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2024、2023、2022年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源2021年、2022年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21世纪经济报道》等媒体采访。期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。
- 邱艺琳，现任光大期货研究所橡胶、聚酯分析师，金融学硕士，荣获2023年度上海期货交易所“新锐分析师”、2023年度《中国模具信息》杂志优秀作者，2024年度期货日报“最佳工业品期货分析师”称号，所在团队获得期货日报2024年度最佳能源化工产业期货研究团队奖。主要从事天然橡胶、20号胶、对二甲苯、PTA、MEG、瓶片等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。多次在《期货日报》、《文华财经》、《华夏时报》等国内主流财经媒体发表观点。期货从业资格号：F03107645；期货交易咨询资格号：Z0021445
- 彭海波，现任光大期货研究所甲醇/PE/PP/PVC分析师，中国石油大学（华东）工学硕士，中级经济师，多年能化期现贸易工作，通过CFA三级考试，具备将金融理论与产业操作相结合的经验。期货从业资格号：F03125423。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号6楼、703单元

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200 客服热线：400-700-7979 邮编：200127



免责声明

本报告的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作任何保证，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品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。