

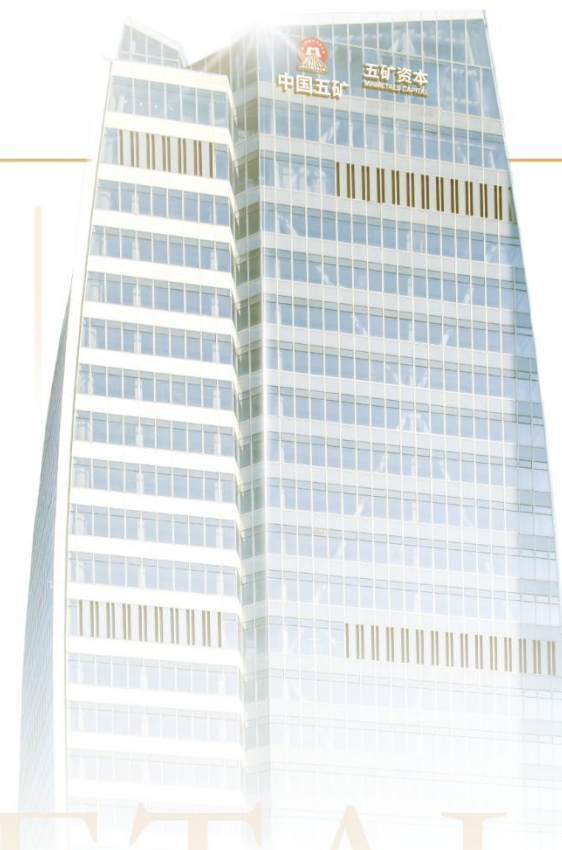


五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

供需格局改善， 估值缓慢修复

聚酯半年报

2025/06/06



马桂炎（联系人）

☎ 13923915659

✉ magy@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03136381

刘洁文（能源化工组）

👤 从业资格号：F03097315

👤 交易咨询号：Z0020397

MINMETALS
FUTURES

目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

02 期现市场

03 PX基本面

04 PTA基本面

05 乙二醇基本面

06 聚酯基本面

01

半年度评估及策略推荐

- ◆ **PX供需格局改善估值修复：**PX经过2024年芳烃调油溢价回吐后，估值PXN回到2022年前的低位水平。但相对于之前的供需格局，随着近两年装置投产停步，今年PX的供需格局有明显改善，尤其是裕龙石化装置投产前，其估值有较强的支撑基础，合理的估值中枢应当高于2021年。虽然供给端今年检修季即将结束，产量回升，但需求端PTA一方面下半年有装置投产预期，另一方面聚酯上半年较强的表现也为PTA的基本面奠定了较好的基础，预计到下半年社会库存位于低位水平，对上游难有负反馈的威胁，因此三季度起PX有较强的去库预期，即使估值已经上升到了偏高的水平，且芳烃调油的估值溢价不再，PXN仍可能维持高位水平。成本端石脑油裂差在亚洲乙烯装置大投产的背景下，预期持续偏强。
- ◆ **PTA投产临近，下半年加工费承压：**不同于PX，PTA仍处于投产阶段，供需格局在今年将进一步恶化，估值中枢预期进一步下降，因此加工费目前大概率处于年内高点，而下方由于装置成本线的托底，预期PTA加工费在窄幅区间震荡，单边行情难以脱离PX独立进行。具体而言，下半年PTA新装置即将投产，6月虹港石化投产的确定性较高，且供给侧检修季即将结束，需求侧在经过抢出口和旺季后负荷将逐渐下行，去库格局或将在6-7月结束，后重新进入累库周期，届时加工费将承压下行。
- ◆ **估值改善逻辑下，以逢低做多为主：**整体而言，PTA加工费在投产落地和检修季结束后预期震荡下行，但其产量的提升将为上游PX带来供需格局的改善，并且短期由于化纤端库存压力较小，没有较大的负反馈压力。因此下半年仍然以PX的供需格局改善逻辑为主，在原油不大幅下跌的环境中逢低做多PX及PTA，需要注意的风险是裕龙石化的投产进度以及瓶片是否因基本面压力而大幅减产。

- ◆ **利润高位下负荷将低位回升：**虽然乙二醇负荷五月后下降至低位水平，但主要原因是装置的意外，实际上今年利润持续偏高，导致前期检修计划不断后移，工厂检修意愿偏弱。在成本端煤炭和乙烯基本面承压不断下行的背景下，乙二醇偏高的估值仍将支撑着检修季后负荷的大幅提升，因此预期在6-7月检修季逐渐结束后回到前期负荷高点，海外在高利润刺激下预期也将维持较高的开工水平，进口端持续存在压力。
- ◆ **抢出口临近结束叠加淡季，聚酯负荷或将回落：**根据中美关税90天窗口期推算，最后的发货期在6月底前，同时由于美国抢进口将推高其库存，即使后续关税进一步延期，抢出口的需求也将难以重现，届时终端的表现将回到正常的淡季，从而对聚酯的负荷造成压力，目前短纤和瓶片库存和利润压力较大，有较高的下调负荷可能性。
- ◆ **去库周期临近结束：**随着上游的检修不断延后和进口超预期，前期预计的去库也不断后延至5月开始，然而供弱需强持续的时间并不长，6-7月或将成为近期最后的去库阶段，后续供应的回归和下游转淡季，港口库存预期重新进入累库阶段。
- ◆ **下半年策略：**前期预期的去库逐渐落地，但交易的核心更偏之后的累库，目前乙二醇各项工艺的利润都位于近五年季节性的高位，整体估值偏高，偏低的产能利用率将带来供应回归的隐患，而需求端在经过抢出口后将面临淡季挑战，预期累库周期下以逢高做空为主。需要关注的风险点主要为国内外供应提升不及预期，以及成本端的大幅波动。

半年度评估及策略推荐——PX平衡表推演

表1：PX平衡表（万吨）

日期	PX产能	PX产能增量	PX负荷	PX产量	PX进口量	PX总供给	供应同比	PTA产能	PTA产能增量	PTA负荷	PTA产量	PX总需求	需求同比	PX期末社会库存	库存变化	PX库消比	PX供需差
2024年1月	4367	0	85.16%	315	87	402	31.8%	8062	(82)	86.30%	591	387	31.9%	451	16	116.6%	15
2024年2月	4367	0	88.15%	305	80	385	24.6%	8062	0	87.90%	563	369	27.4%	478	27	129.6%	16
2024年3月	4367	0	88.95%	329	69	398	12.0%	8062	0	86.30%	591	387	15.4%	496	18	128.1%	11
2024年4月	4367	0	77.66%	278	72	350	14.0%	8512	450	81.60%	566	371	6.8%	484	(12)	130.5%	(21)
2024年5月	4367	0	77.59%	287	75	362	2.1%	8512	0	78.60%	568	372	5.0%	475	(9)	127.7%	(10)
2024年1-5月	4367	0	83.48%	1514	383	1897	16.3%	8512	368	83.66%	2879	1886	16.4%	475	40		11
2024年6月	4367	0	82.41%	295	57	358	-0.7%	8512	0	82.20%	575	377	6.9%	449	(27)	119.1%	(19)
2024年7月	4367	0	88.41%	327	63	390	6.5%	8512	0	84.47%	609	399	9.9%	451	3	113.2%	(9)
2024年8月	4367	0	89.49%	331	76	407	6.2%	8512	0	86.13%	621	407	8.4%	454	3	111.6%	(0)
2024年9月	4367	0	88.84%	318	92	410	13.1%	8512	0	86.14%	601	394	8.5%	465	11	118.1%	16
2024年6-9月	4367	0	87.31%	1271	288	1559	5.9%	8512	0	84.80%	2406	1576	8.4%	465	(10)		(17)
2024年10月	4367	0	85.70%	317	86	403	6.9%	8512	0	87.11%	628	411	12.5%	462	(3)	112.4%	(8)
2024年11月	4367	0	87.44%	313	98	411	7.8%	8512	0	87.14%	608	398	13.6%	477	15	119.8%	12
2024年12月	4367	0	89.22%	330	84	414	5.8%	8812	300	85.35%	637	417	7.2%	475	(2)	113.9%	(3)
2024年10-12月	4367	0	87.45%	960	268	1228	6.8%	8812	0	84.56%	1873	1227	11.0%	475	40	38.7%	1
2024E	4367	0		3745	938	4683	10.2%	8812	368		7158	4689	12.2%	475	40		(5)
2025年1月	4367	0	88.97%	330	71	401	-0.2%	8602	(210)	85.00%	621	407	5.1%	477	1	117.2%	(6)
2025年2月	4367	0	89.55%	300	69	369	-4.3%	8602	0	85.32%	563	369	0.0%	468	(9)	126.9%	(0)
2025年3月	4367	0	85.74%	318	85	403	1.1%	8602	0	82.54%	603	395	2.0%	476	8	120.4%	8
2025年4月	4367	0	77.17%	277	72	349	-0.2%	8602	0	83.59%	591	387	4.4%	459	(17)	118.5%	(38)
2025年5月	4367	0	82.23%	305	70	375	3.6%	8602	0	80.76%	590	386	3.9%	447	(11)	115.8%	(11)
2025年1-5月	4367	0	84.69%	1530	366	1896	0.0%	8602	(210)	83.40%	2968	1944	3.1%	447	(28)		(48)
2025年6月	4367	0	87.98%	316	75	391	11.0%	8602	0	83.10%	588	385	2.2%	453	6	117.8%	6
2025年7月	4367	0	82.83%	307	80	387	-0.8%	8852	250	80.72%	607	398	-0.3%	443	(10)	111.5%	(10)
2025年8月	4367	0	85.27%	316	80	396	-2.5%	8852	0	86.00%	647	423	4.1%	416	(27)	98.2%	(27)
2025年9月	4367	0	88.31%	317	85	402	-1.9%	8852	0	86.00%	626	410	4.1%	408	(8)	99.5%	(8)
2025年6-9月	4367	0	86.07%	1256	320	1576	1.1%	8852	0	84.56%	2467	1616	2.5%	408	(39)		(39)
2025年10月	4667	300	90.19%	357	90	447	11.0%	8852	0	83.00%	624	409	-0.6%	447	39	109.3%	39
2025年11月	4667	0	85.77%	329	90	419	2.1%	8852	0	82.00%	597	391	-1.9%	475	28	121.6%	28
2025年12月	4667	0	83.84%	332	85	417	0.8%	8852	0	85.00%	639	419	0.3%	474	(1)	113.2%	(1)
2025年10-12月	4667	300	86.61%	1019	265	1284	4.6%	8852	300	83.35%	1860	1218	-0.7%	474	66		66
2025E	4667	300		3805	951	4756	1.6%	8852	870		7294	4778	1.9%	474	(2)		(21)

资料来源：五矿期货研究中心

半年度评估及策略推荐——PTA平衡表推演

表2：PTA平衡表（万吨）

日期	PTA产能	PTA产能 增量	PTA负荷	PTA产量	PTA进口 量	PTA总供 给	供应同 比	聚酯产 能	聚酯新 增产能	聚酯负 荷	聚酯产 量	聚酯对 PTA消费	其他对 PTA需求	PTA出口 量	PTA总需 求	需求同 比	PTA期末社会 库存	库存变 化	PTA库消 比	PTA供需 缺口
2024年1月	8062	(82)	86.30%	591	0	591	31.7%	7984	(100)	88.60%	602	515	22	35	572	52.3%	238	20	41.6%	19.2
2024年2月	8062	0	87.90%	563	0	563	27.3%	7984	0	82.00%	524	448	20	22	490	16.3%	284	46	57.9%	73.3
2024年3月	8062	0	86.30%	591	0	591	15.4%	8049	65	89.68%	617	528	23	46	596	10.9%	289	5	48.4%	(5.2)
2024年4月	8512	450	81.60%	566	0	566	6.7%	8167	118	93.00%	628	537	21	35	593	17.5%	267	(22)	45.0%	(27.2)
2024年5月	8512	0	78.60%	568	0	568	5.0%	8237	70	89.60%	627	536	23	43	603	9.9%	231	(36)	38.3%	(34.4)
2024年1-5月	8512	368	83.66%	2879	1	2880	16.3%	8237	153	89.01%	2998	2563	110	181	2854	19.5%	231	12		26
2024年6月	8512	0	82.20%	575	0	575	6.9%	8272	35	89.40%	608	520	23	42	588	8.2%	221	(10)	37.5%	(12.6)
2024年7月	8512	0	84.47%	609	0	609	9.9%	8317	45	86.70%	614	525	23	40	588	4.8%	231	10	39.2%	21.1
2024年8月	8512	0	86.13%	621	0	621	8.4%	8377	60	86.80%	619	529	24	41	594	5.6%	260	30	43.8%	27.2
2024年9月	8512	0	86.14%	601	0	601	8.5%	8508	131	88.90%	620	530	23	38	591	7.2%	260	(0)	44.0%	10.0
2024年6-9月	8512	0	84.80%	2406	1	2407	8.5%	8508	271	88.00%	2461	2104	93	161	2359	6.3%	260	29		48
2024年10月	8512	0	87.11%	628	0	628	12.5%	8508	0	92.00%	666	569	25	30	625	10.0%	272	12	43.5%	3.4
2024年11月	8512	0	87.14%	608	0	608	13.7%	8528	20	92.70%	650	556	23	43	622	13.2%	272	1	43.7%	(13.7)
2024年12月	8812	300	85.35%	637	0	637	7.2%	8528	0	90.50%	657	562	24	26	612	6.9%	292	20	47.8%	25.5
2024年6-9月	8812	0	84.56%	1873	0	1873	11.0%	8528	20	92.15%	1973	1687	72	99	1858	10.0%	292	32		15
2024E	8812	368		7158	2	7160	12.2%	8528	444		7432	6354	275	442	7071	12.3%	292	74		89
2025年1月	8602	(210)	85.00%	621	0	621	5.1%	8634	106	84.00%	618	528	23	27	579	1.2%	323	30	55.8%	42.7
2025年2月	8602	0	85.32%	563	0	563	0.0%	8684	50	85.00%	569	486	21	38	546	11.4%	342	19	62.7%	17.4
2025年3月	8602	0	82.54%	603	0	603	2.1%	8734	50	91.70%	680	582	25	29	636	6.6%	310	(32)	48.8%	(32.3)
2025年4月	8602	0	83.59%	591	1	592	4.5%	8734	0	93.80%	674	576	24	39	639	7.8%	269	(41)	42.1%	(47.9)
2025年5月	8602	0	80.76%	590	0	590	3.9%	8739	5	94.20%	704	602	23	30	655	8.7%	221	(48)	33.7%	(64.9)
2025年1-5月	8602	(210)	83.40%	2968	1	2969	3.1%	8739	211	90.31%	3245	2775	116	164	3054	7.0%	221	(72)		(85)
2025年6月	8602	0	83.10%	588	0	588	2.2%	8779	40	91.00%	657	561	23	37	621	6.2%	187	(34)	30.1%	(33.7)
2025年7月	8852	250	80.72%	607	0	607	-0.3%	8779	0	90.00%	671	574	25	35	634	7.8%	160	(27)	25.3%	(26.7)
2025年8月	8852	0	86.00%	647	0	647	4.1%	8779	0	87.00%	649	555	25	35	615	3.5%	193	32	31.3%	32.3
2025年9月	8852	0	86.00%	626	0	626	4.1%	8779	0	89.00%	642	549	23	33	605	2.4%	213	21	35.3%	20.8
2025年6-9月	8852	0	84.56%	2467	1	2468	2.5%	8779	40	89.24%	2619	2239	96	140	2475	4.9%	213	(7)		(7)
2025年10月	8852	0	83.00%	624	0	624	-0.6%	8779	0	92.00%	686	586	25	32	643	3.0%	194	(19)	30.2%	(19.3)
2025年11月	8852	0	82.00%	597	0	597	-1.9%	8779	0	93.00%	671	574	23	32	629	1.1%	162	(32)	25.8%	(32.1)
2025年12月	8852	0	85.00%	639	0	639	0.4%	8779	0	90.00%	671	574	25	35	634	3.6%	168	6	26.4%	5.5
2025年10-12月	8852	300	83.35%	1860	0	1860	-0.7%	9278	0	91.90%	2028	1734	73	99	1906	2.6%	168	(46)		(46)
2025E	8852	870		7294	3	7297	1.9%	9278	251		7892	6748	285	403	7435	5.2%	168	(125)		(138)

资料来源：五矿期货研究中心

半年度评估及策略推荐——乙二醇平衡表推演

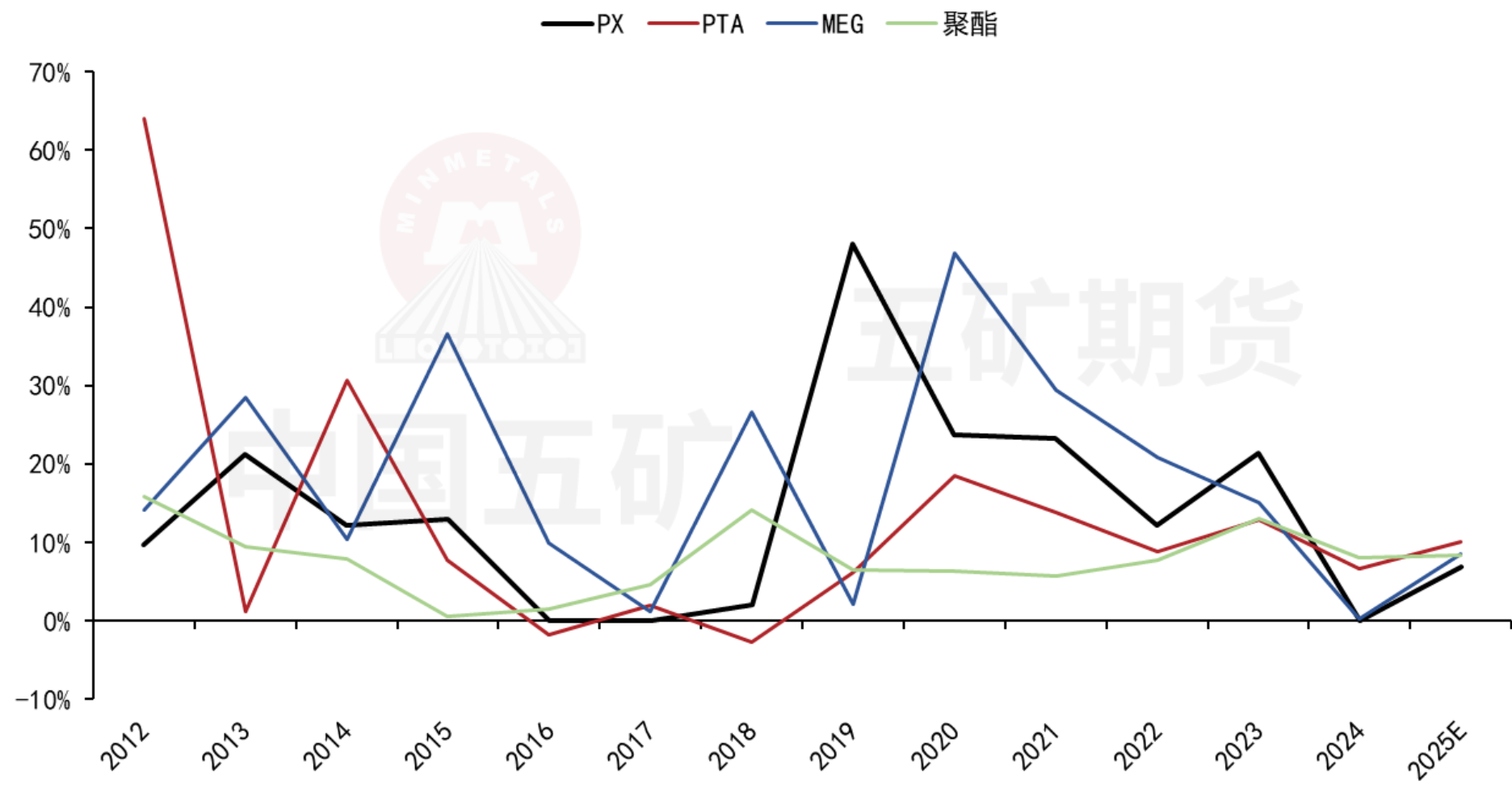
表3：乙二醇平衡表（万吨）

日期	EG总开工率	EG总产能	EG新增产能	EG产量	EG进口量	EG总供给	供给同比	聚酯产能	新增产能	聚酯开工率	聚酯产量	聚酯对EG消费	其他消费	EG出口量	EG总消费	需求同比	EG港口库存	EG港口库存变化	EG港口库存消比	EG供需差
2024年1月	65.20%	2853	-25	158	51	209	17.9%	7984	(100)	88.60%	602	200	10	1	211	49.8%	82	(32)	39%	(3)
2024年2月	69.90%	2853	0	158	42	200	10.2%	7984	0	82.00%	524	174	9	2	184	19.9%	84	2	45%	16
2024年3月	67.20%	2853	0	163	45	208	13.5%	8049	65	89.68%	617	205	10	3	218	10.8%	88	4	40%	(10)
2024年4月	61.40%	2853	0	144	62	206	22.3%	8167	118	93.00%	628	208	10	1	220	17.2%	90	2	41%	(14)
2024年5月	60.80%	2853	0	147	58	205	15.8%	8237	70	89.78%	627	208	10	1	220	10.9%	74	(15)	34%	(14)
2024年1-5月	64.85%	2853	-25	770	258	1028	15.9%	8237	153	89.01%	2998	995	50	8	1053	20.1%	74	(40)		(25)
2024年6月	64.80%	2853	0	152	63	213	12.7%	8272	35	89.40%	608	202	10	1	213	4.5%	75	1	35%	0
2024年7月	64.30%	2853	0	156	55	210	2.6%	8317	45	86.67%	614	204	10	1	215	1.4%	59	(16)	28%	(5)
2024年8月	68.00%	2853	0	165	58	223	-6.7%	8377	60	86.80%	619	206	10	1	217	2.0%	67	8	31%	6
2024年9月	68.00%	2853	0	159	59	218	3.4%	8508	131	88.90%	620	206	12	1	219	6.4%	58	(10)	26%	(0)
2024年6-9月	66.25%	2853	0	632	235	866	2.6%	8508	271	88.00%	2461	817	43	5	864	3.5%	58	(16)		2
2024年10月	67.90%	2853	0	165	50	215	0.4%	8508	0	92.00%	666	221	11	1	233	9.6%	65	7	28%	(19)
2024年11月	72.90%	2883	30	173	55	228	7.0%	8528	20	92.70%	650	216	11	1	228	10.8%	54	(11)	24%	(0)
2024年12月	73.00%	2883	0	179	58	237	12.7%	8528	0	90.50%	657	218	11	1	230	6.4%	46	(8)	20%	7
2024年10-12月	71.38%	2883	30	516	163	679	6.7%	8528	20	92.15%	1973	655	33	4	691	8.9%	46	(12)		(12)
2024年		2883	65.5	1918	655	2574	8.7%	8528	544		7432	2467	125	16	2609	11.2%	46	(68)		(35)
2025年1月	71.60%	2858	-25	174	68	242	15.7%	8634	106	84.00%	618	205	10	1	216	2.4%	55	9	26%	25
2025年2月	76.29%	2858	0	167	59	227	13.2%	8684	50	85.20%	569	189	11	2	202	9.4%	80	24	40%	25
2025年3月	73.18%	2858	0	178	69	247	18.7%	8734	50	91.70%	680	226	11	1	239	9.4%	77	(3)	32%	8
2025年4月	69.47%	2858	0	163	66	229	11.1%	8734	0	93.80%	674	224	11	1	236	7.3%	80	3	34%	(7)
2025年5月	64.67%	2858	0	157	55	212	3.1%	8739	5	94.20%	704	234	12	1	246	12.2%	69	(11)	28%	(35)
2025年1-5月	70.93%	2858	-25	839	317	1156	12.4%	8739	105	90.31%	3245	1077	55	6	1139	8.2%				17
2025年6月	63.20%	2918	60	152	60	212	-1.4%	8779	40	91.00%	657	218	11	1	230	8.0%				(18)
2025年7月	70.77%	2918	0	175	60	235	12.0%	8779	0	90.00%	671	223	11	1	235	9.0%				0
2025年8月	72.00%	2918	0	178	60	238	6.9%	8779	0	87.00%	649	215	11	1	227	4.6%				11
2025年9月	73.00%	2918	0	175	58	233	6.7%	8779	0	89.00%	642	213	11	1	225	2.8%				8
2025年6-9月	69.77%	2918	60	680	238	918	6.0%	8779	40	89.24%	2619	869	43	4	917	6.1%				2
2025年10月	75.00%	2918	0	186	60	246	14.6%	8779	0	92.00%	686	228	11	1	240	2.9%				6
2025年11月	75.00%	2918	0	180	58	238	4.5%	8779	0	93.00%	671	223	11	1	235	3.0%				3
2025年12月	75.00%	2918	0	186	60	246	3.9%	8779	0	90.00%	671	223	11	1	235	2.1%				11
2025年10-12月	75.00%	2918	0	552	178	730	7.5%	8779	0	91.90%	2028	673	34	3	710	2.7%				20
2025E		2918	35	2071	733	2804	9.0%	8779	145		7892	2620	133	13	2766	6.0%				38

资料来源：五矿期货研究中心

半年度评估及策略推荐——聚酯产业链各环节产能增速

图1：聚酯产业链产能增速（%）



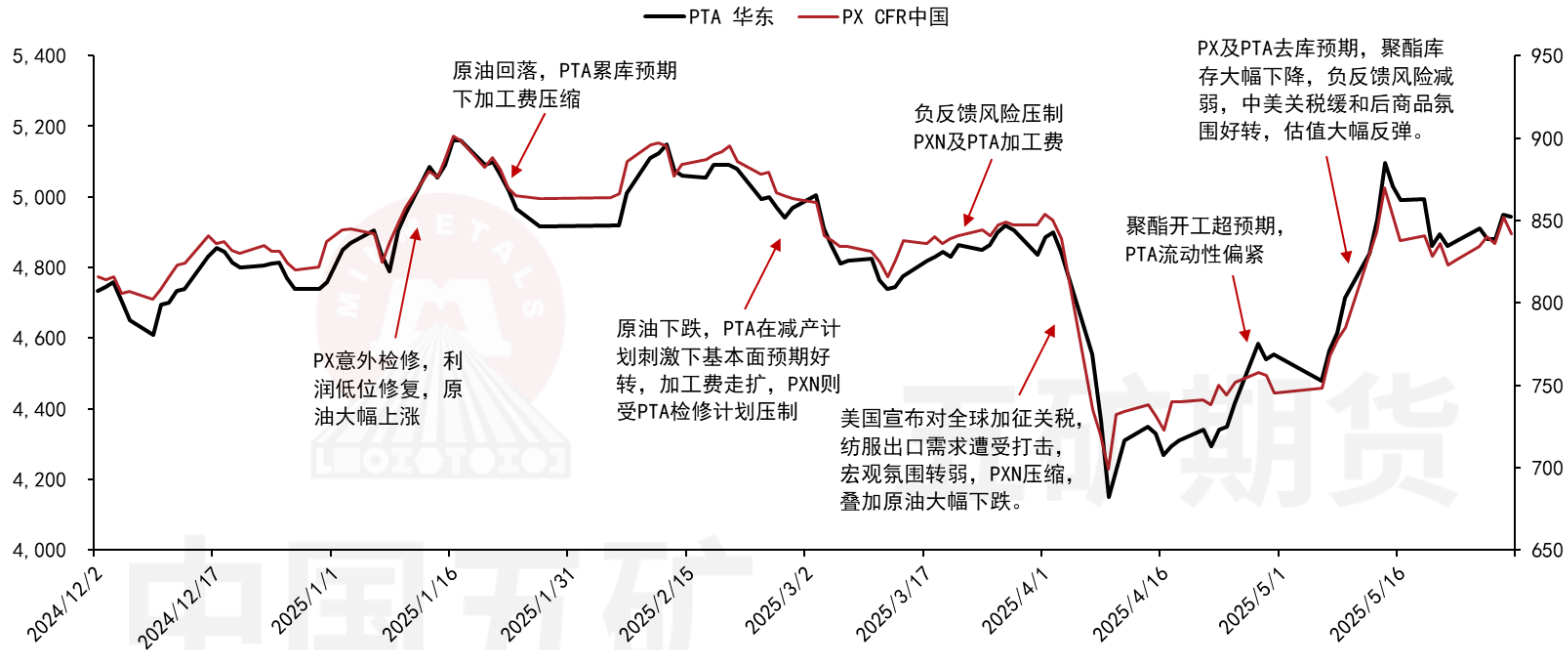
资料来源：五矿期货研究中心

02

期现市场

期现市场——PX、PTA价格回顾

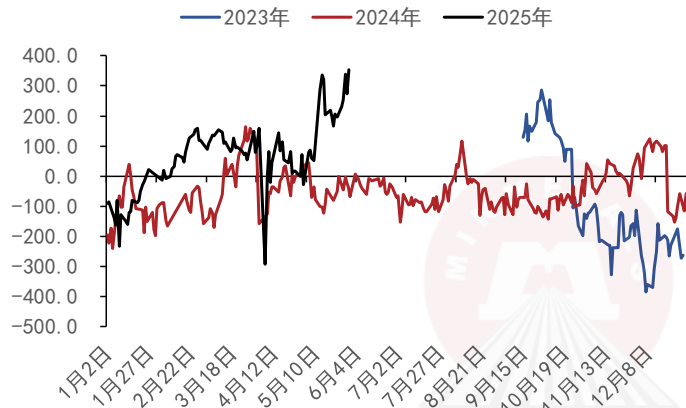
图2：PX-PTA现货价格回顾（元/吨，美元/吨）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

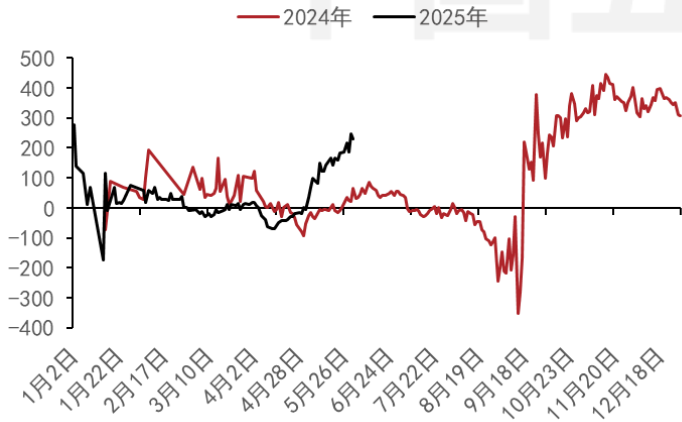
- ◆ **一季度：**一月初原油大幅上涨，叠加PX意外检修，利润低位修复，PX及TA大幅反弹。一月中旬后原油回落，PX跟随下跌，PTA在累库预期下估值压缩，下跌幅度大于PX。二月至三月上旬原油下跌，PXN受PTA检修计划压制，PTA加工费受预期好转修复，但整体节奏主要跟随原油。三月中旬至三月底终端表现较差，市场担心负反馈发生，即使PTA及PX后续基本面预期较好，仍受到负反馈预期压制，表现弱于原油。
- ◆ **二季度：**四月初美国宣布对全球加征关税，我国纺织服装行业直接出口及通过东南亚的转口贸易均受到较大的打击，原油大幅下跌，PTA及PX面临估值和成本双杀。四月下旬因聚酯开工超预期，PTA在连续去库后流动性偏紧，基差大幅上涨带动PTA盘面和PX反弹。五月起聚酯库存大幅下降，前期负反馈的担心消散，回归原料去库逻辑，估值大幅反弹，最后在中美关税缓和后加速上涨。

图3：PX折算基差（元/吨）



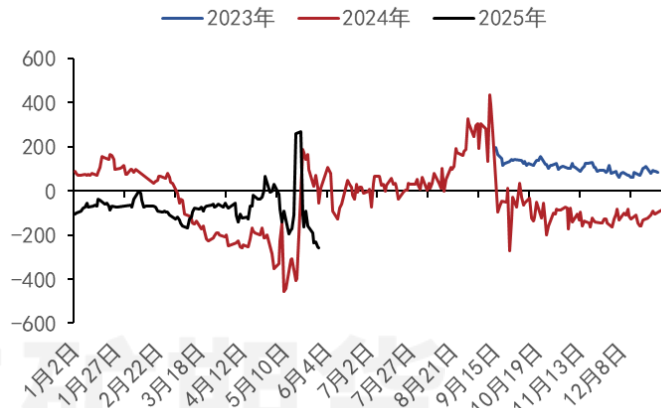
资料来源：WIND、CCF、五矿期货研究中心

图5：PX 9-1价差（元/吨）



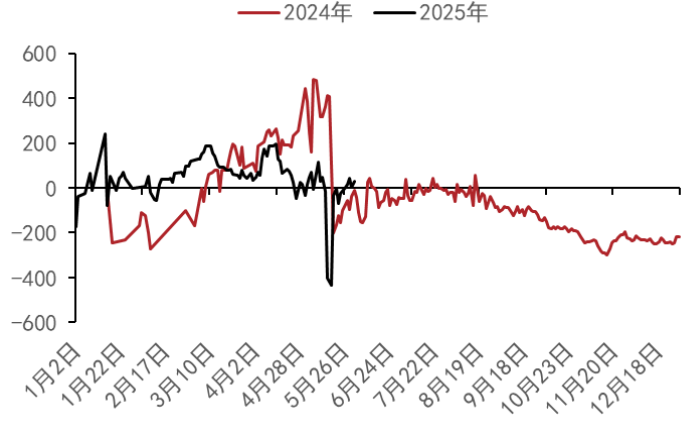
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：PX 5-9价差（元/吨）



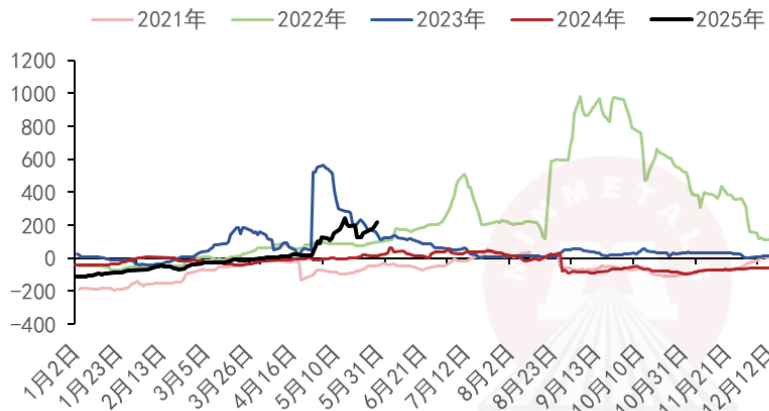
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：PX 1-5价差（元/吨）



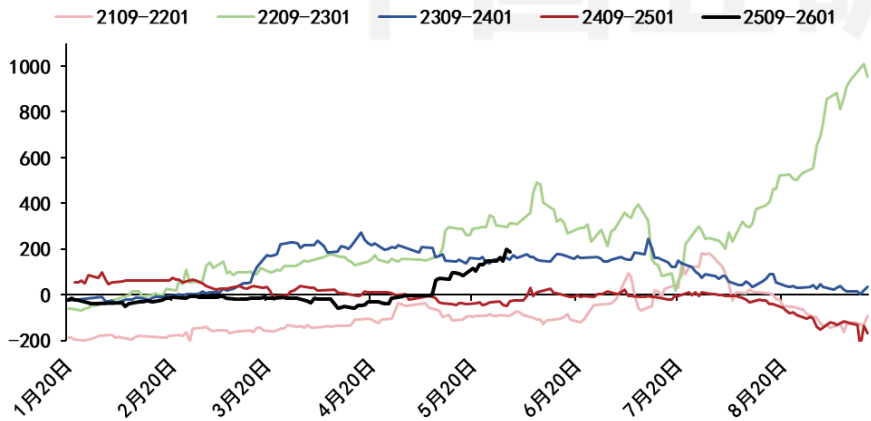
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：PTA现货基差（元/吨）



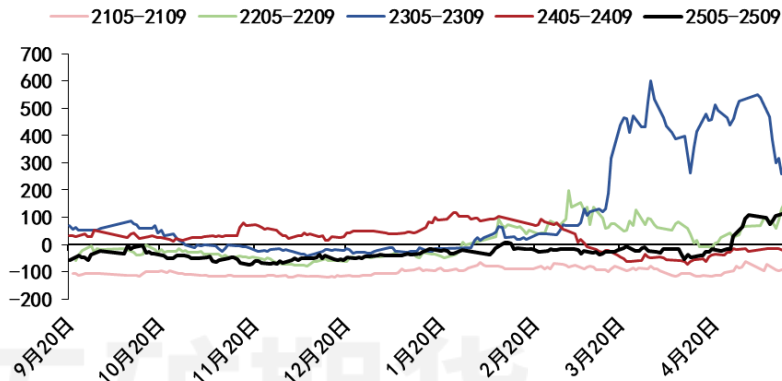
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图9：PTA 9-1价差（元/吨）



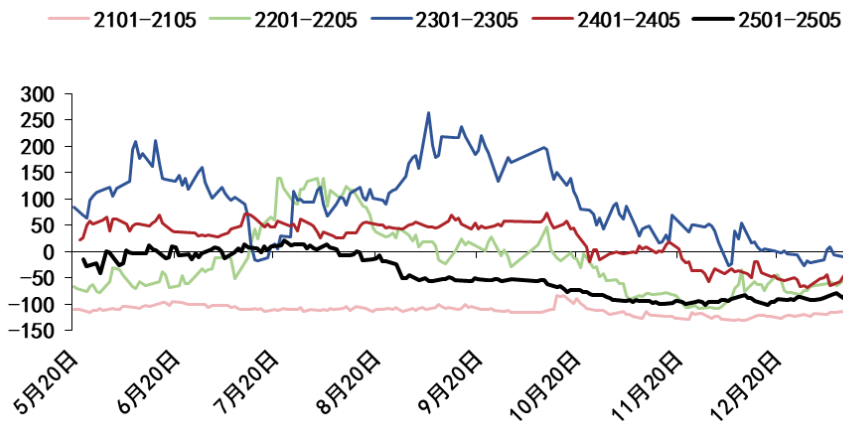
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：PTA 5-9价差（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

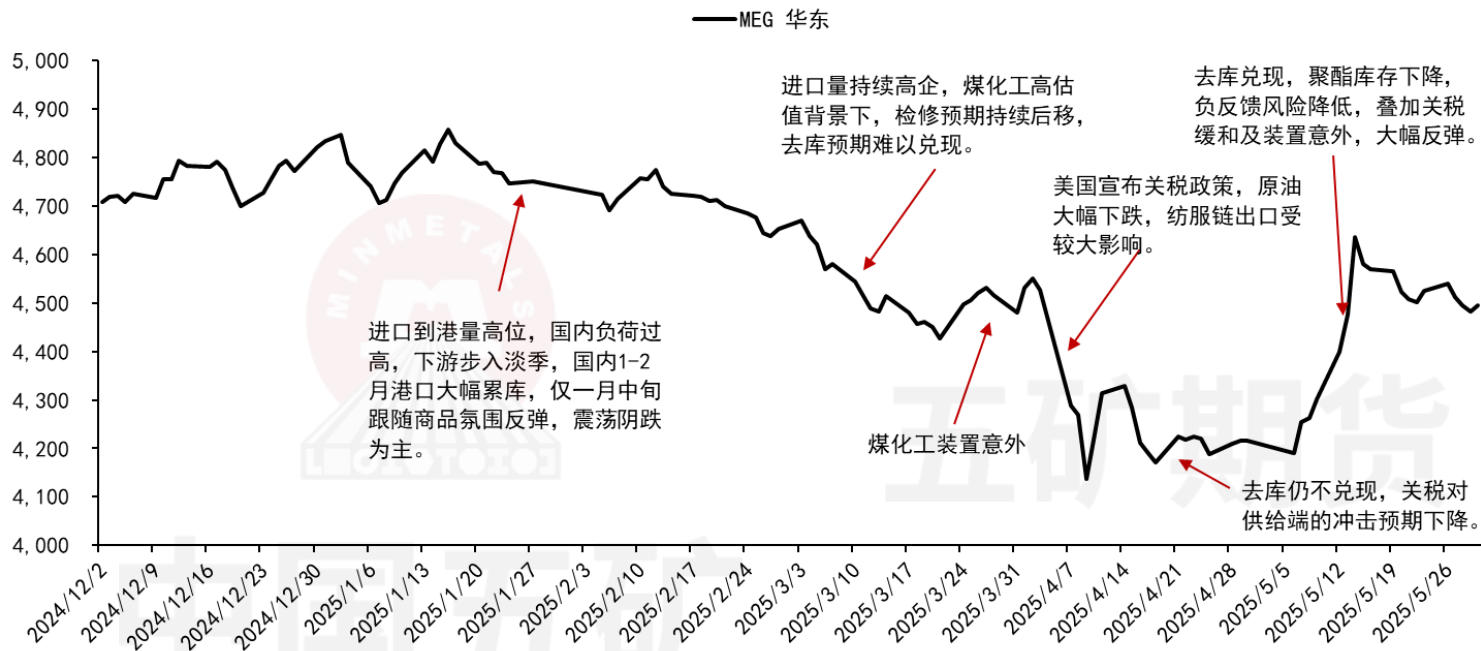
图10：PTA 1-5价差（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

期现市场——乙二醇价格回顾

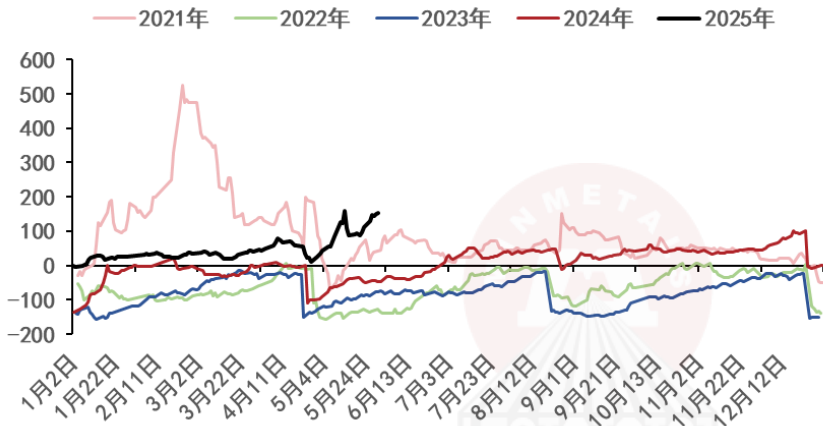
图11：乙二醇现货价格回顾（元/吨）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

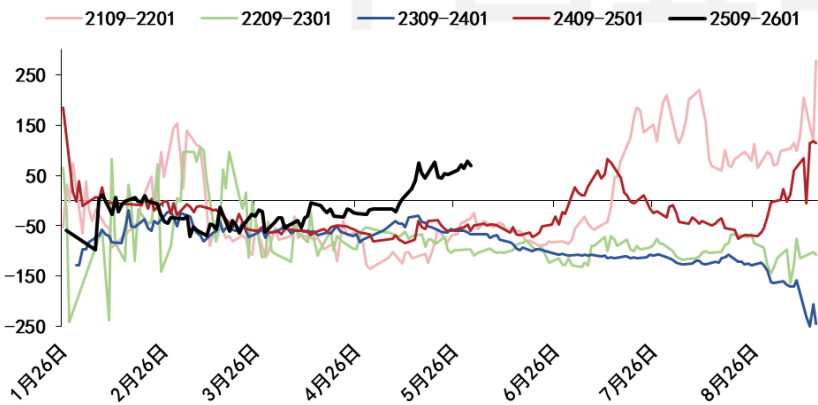
- ◆ **一季度：**1-2月国内进口量维持高位，且国内装置经历2024年估值修复后负荷较高，港口大幅累库，除一月中旬跟随原油及商品反弹外，以震荡阴跌走势为主。三月后随着进口量居高不下，检修规划不断后移，预期的去库难以兑现，盘面加速下跌，后续在煤化工出现意外的情况下盘面反弹。
- ◆ **二季度：**随着美国对全球加征关税，原油大幅下跌，纺织服装出口美国及转口贸易受较大的影响，乙二醇跟随商品氛围大幅下跌，随后因为去库不兑现，关税对原料乙烷的冲击预期逐渐下降，反弹后盘面震荡下跌。五月去库开始兑现，并且聚酯库存去化使得产业负反馈的风险下降，叠加中美关税缓和，以及大型装置发生意外，使得盘面大幅反弹。

图12: 乙二醇现货基差 (元/吨)



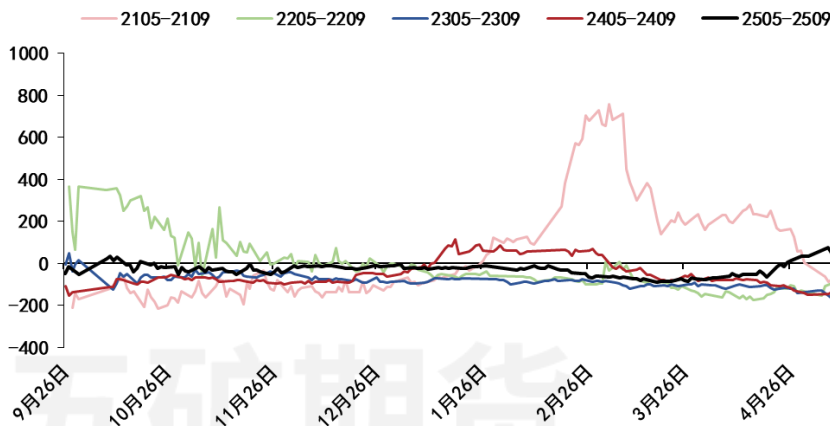
资料来源: CCF、五矿期货研究中心

图14: 乙二醇 9-1价差 (元/吨)



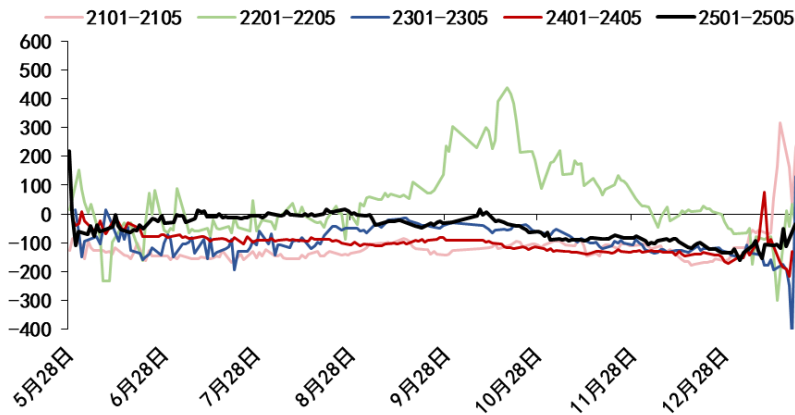
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图13: 乙二醇 5-9价差 (元/吨)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图15: 乙二醇 1-5价差 (元/吨)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

03

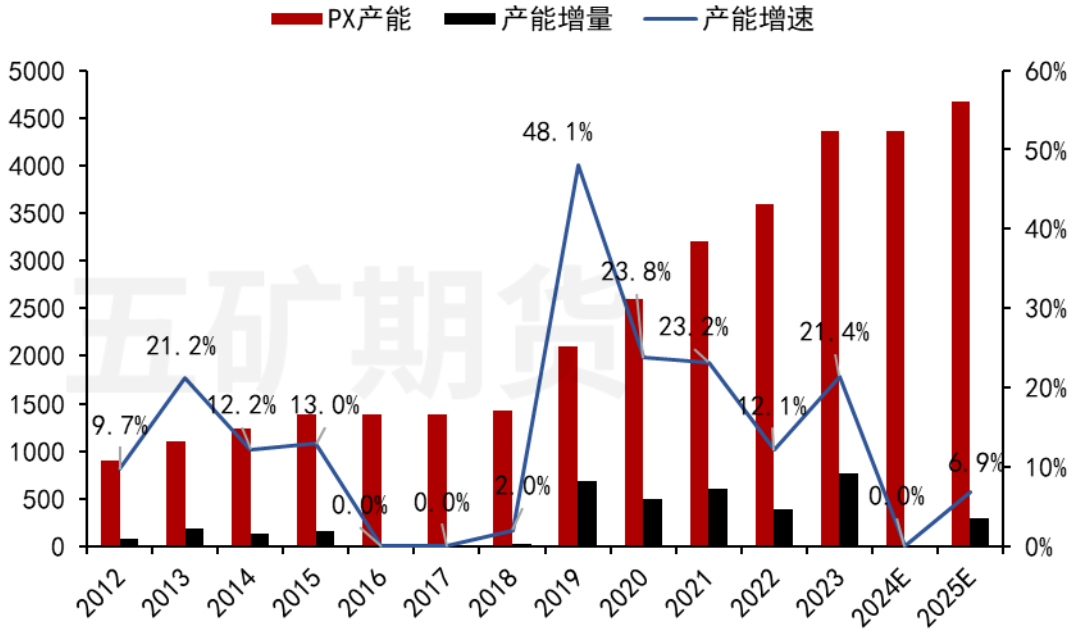
PX基本面

图16：PX国内外新增产能（万吨）

	企业名称	地区	新增产能（万吨）	投产时间
中国	烟台裕龙岛	山东烟台	300	2025年H2
海外	IOC	印度	80	2025年

资料来源：CCF、五矿期货研究中心

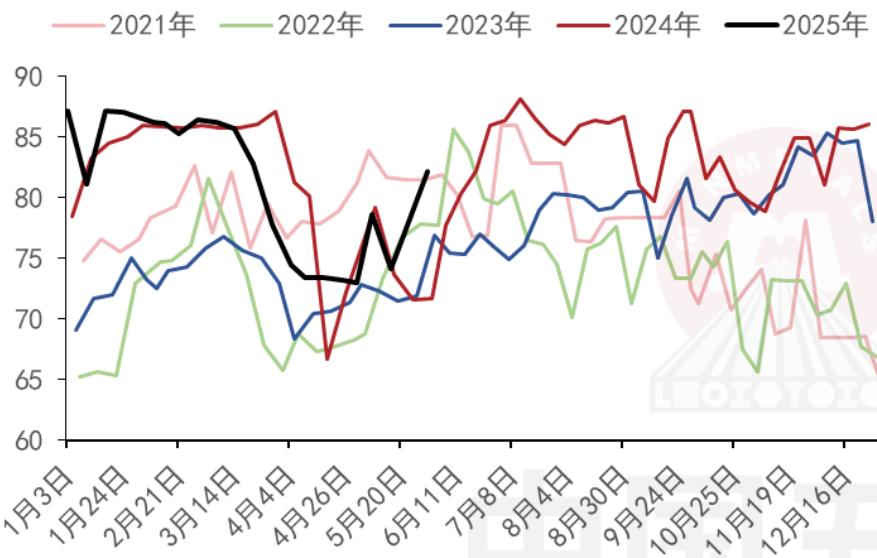
图17：PX产能及增速（万吨，%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

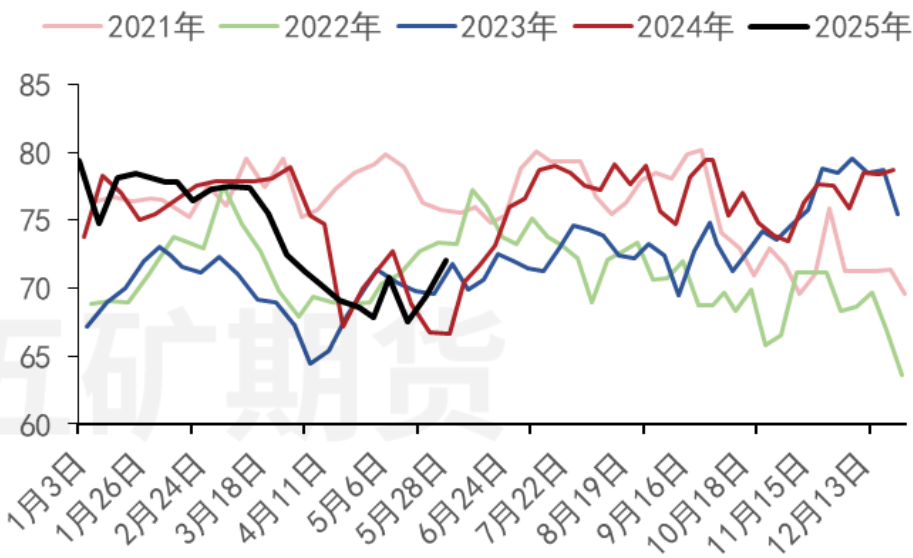
2025年PX产能增速仍然偏低，国内仅有山东裕龙岛一套装置，共300万吨产能，投产后国内总产能将达到4667万吨/年，产能增速6.9%，但由于该套装置目前未获批复，投产时间仍存在较大的不确定性，PTA多套装置存在投产预期，上下游投产错配，PXN在底部支撑力度较强。

图18：PX中国开工率（%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

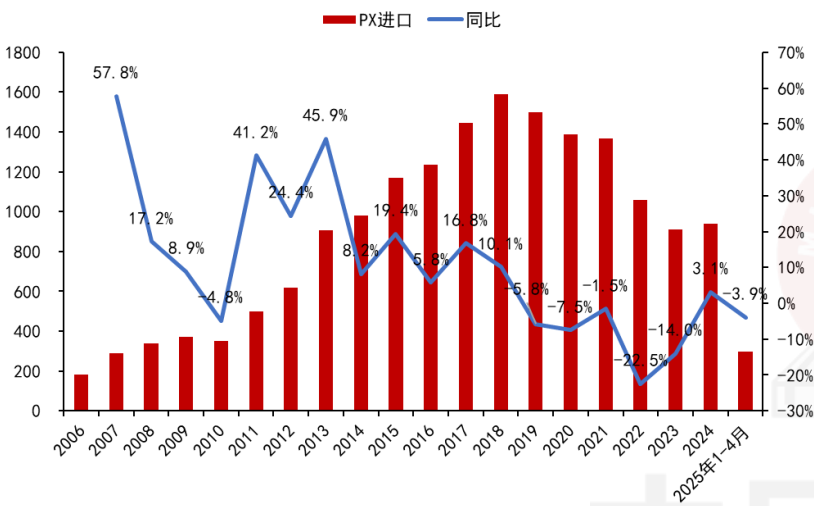
图19：PX亚洲开工率（%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

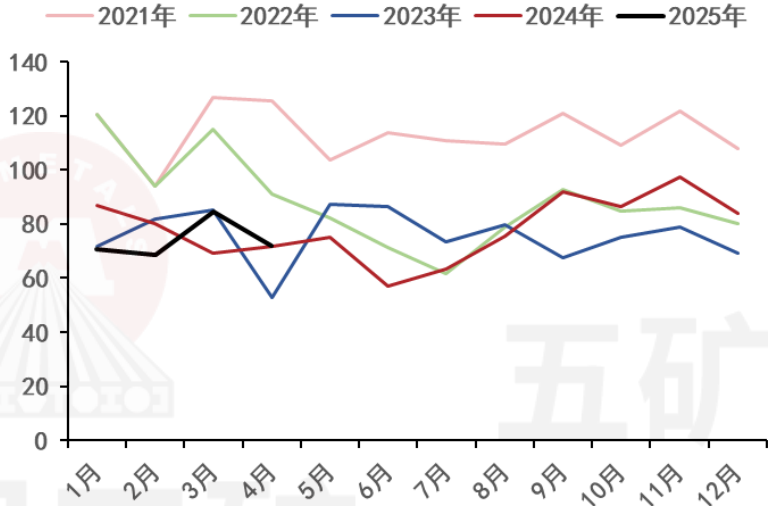
◆ 上半年整体产能利用率进一步上升，今年上半年检修期快于2024年，但截至目前负荷逐渐提升到偏高水平，后期检修装置数量偏低。预计1-5月产量1526万吨，同比提高12万吨，产量增幅较小，产能利用率变化不大。下半年随着PXN修复至高位水平，预计整体产能利用率在检修季后维持偏高水平。

图20：PX年度进口量（万吨，%）



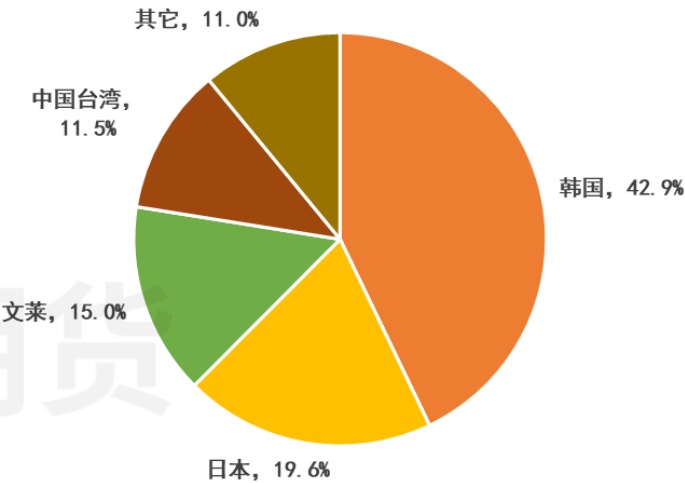
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图21：PX进口季节图（万吨）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

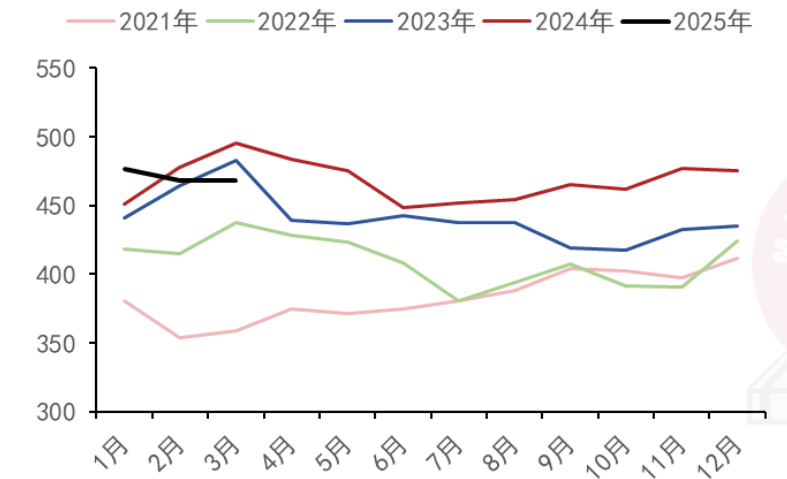
图22：我国1-4月进口来源国占比（%）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

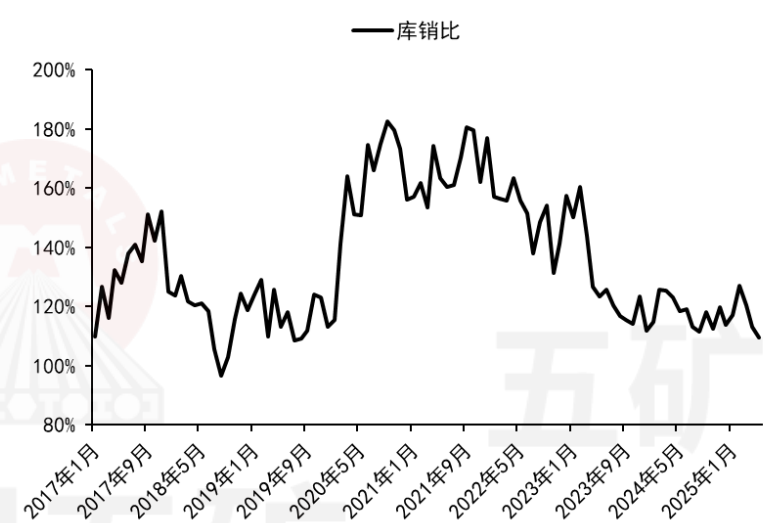
◆ 1-4月我国整体进口量296万吨，同比减少12万吨，主因亚洲整体开工偏低。分国别来看，我国进口来源国仍然主要是四个国家地区，韩国、日本、文莱和中国台湾，其中韩国占比43%，为我国主要进口国。随着我国PTA装置投产，但PX国内产能增长较少的背景下，叠加目前整体利润较好，预计下半年进口量回升，全年进口量或将高于去年。

图23: PX社会总库存 (万吨)



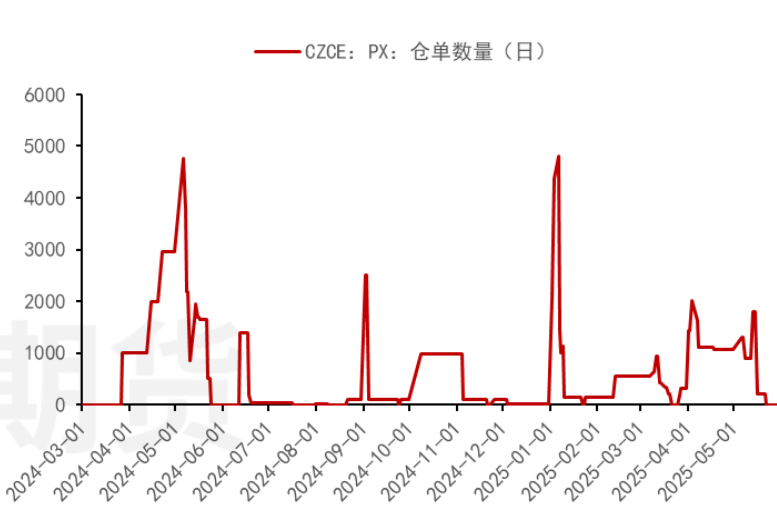
资料来源: 钢联、五矿期货研究中心

图24: PX库销比 (%)



资料来源: 钢联、五矿期货研究中心

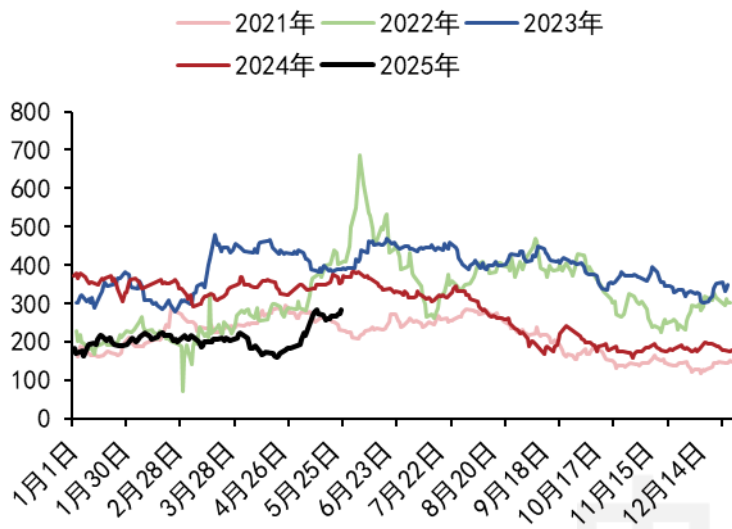
图25: PX仓单 (手)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

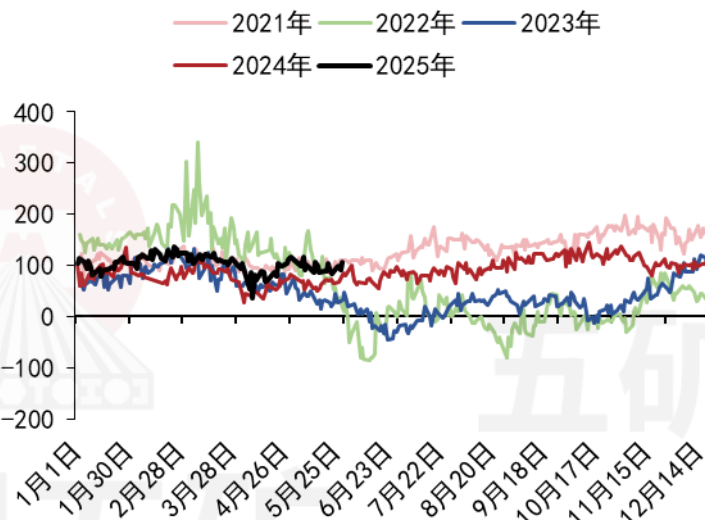
◆ 上半年PX维持较好的供需格局，下游PTA产量高于去年同期，在PX产量及进口缺乏增长的情况下，库存持续去化，库销比下降至低位水平。下半年在PTA新装置投产的情况下，PX供需格局进一步改善，预计三季度将持续去库。

图26: PXN:PX中国CFR-石脑油日本CFR (美元/吨)



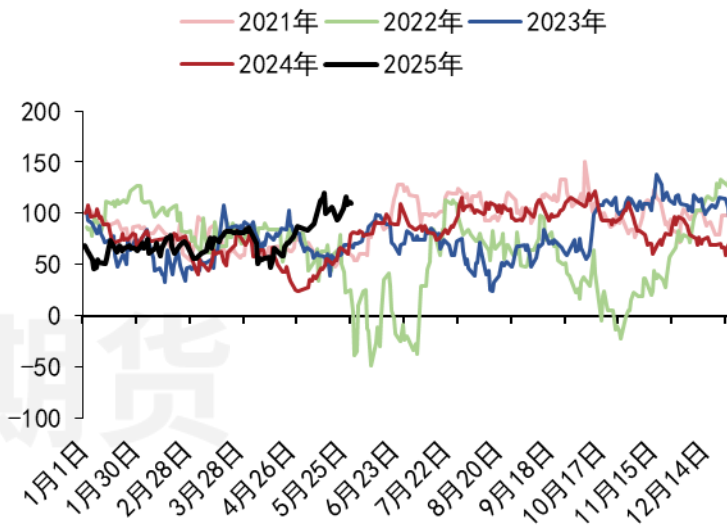
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图27: 石脑油裂差 (美元/吨)



资料来源: 钢联、五矿期货研究中心

图28: FOB韩国: PX-MX (美元/吨)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

◆ 在经历2024年下半年的芳烃调油估值回吐后, PX估值下降到历史低位水平, 今年年初因减产小幅修复至200美元/吨左右并维持窄幅震荡, 四月在美国关税事件后因纺服行业负反馈预期而压缩估值至低点, 后因关税缓和、聚酯库存下降等原因负反馈风险降低, 估值受去库逻辑驱动上升至280美元/吨左右, 短流程利润也同样位于高位水平。石脑油裂差维持偏强水平, 仅4月因季节性因素及关税而下降。预计下半年因PX供需格局维持良好而保持高估值水平, 石脑油裂差在今年亚洲乙烯装置大投产的背景下有支撑。

04

PTA基本面

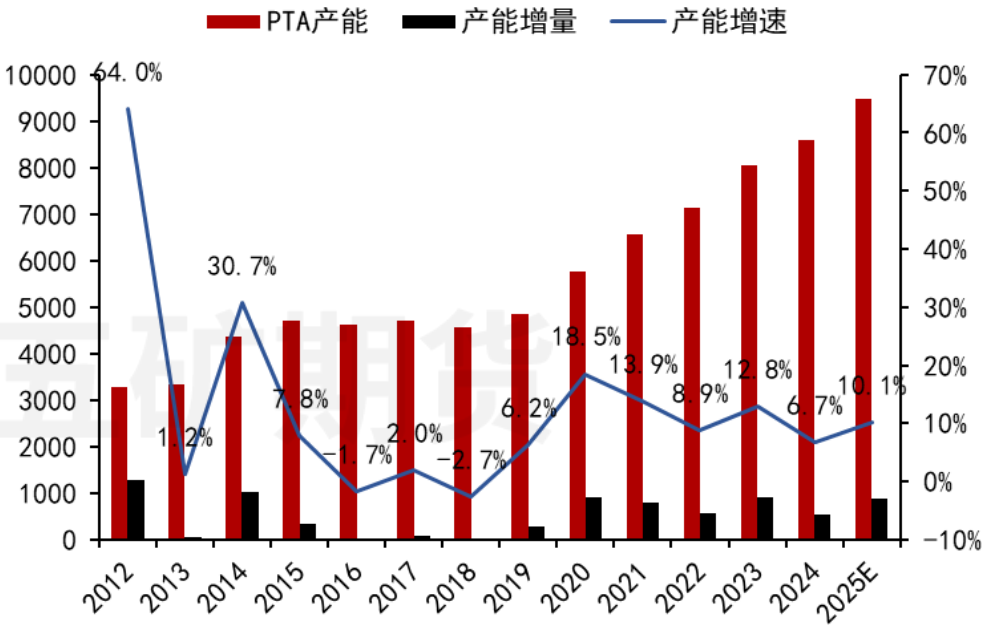
图29：PTA新增产能（万吨）

	企业名称	地区	新增产能（万吨）	投产时间
2024	台化2#	浙江宁波	150	2024年3月
	仪征化纤3#	扬州	300	2024年3月底
	独山能源3#	浙江嘉兴	300	2024年12月
2025	虹港石化（三期）	江苏连云港	250	2025年6月
	独山能源4#	浙江嘉兴	300	2025年10月
	海伦石化3#	江苏江阴	320	2025年H1

资料来源：CCF、五矿期货研究中心

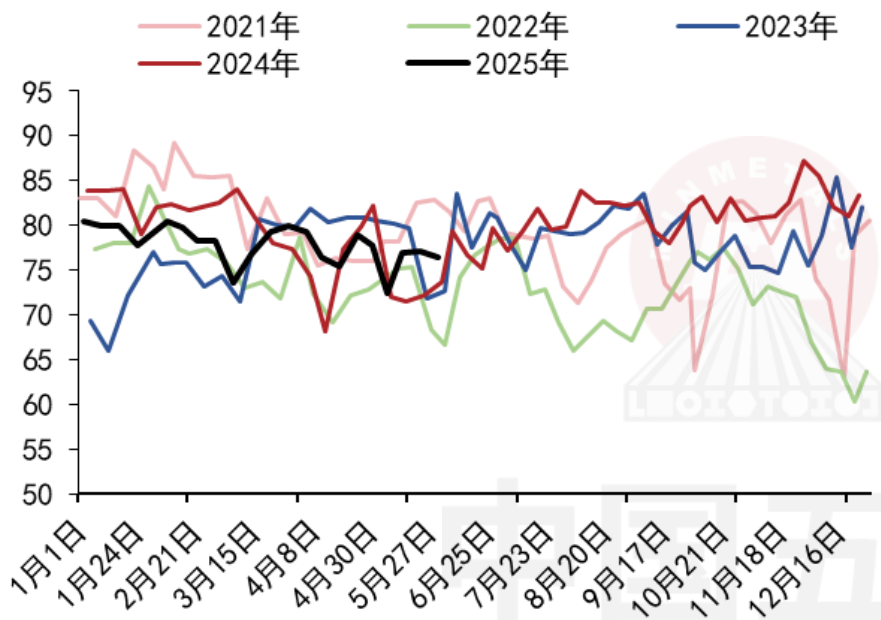
2025年产能增长的压力较大，全年预期有三套装置将投产，共870万吨，产能增速10.1%，其中虹港石化在6月即将投产，供需格局或进一步恶化，压制PTA加工费中枢。

图30：PTA产能及增速（万吨，%）



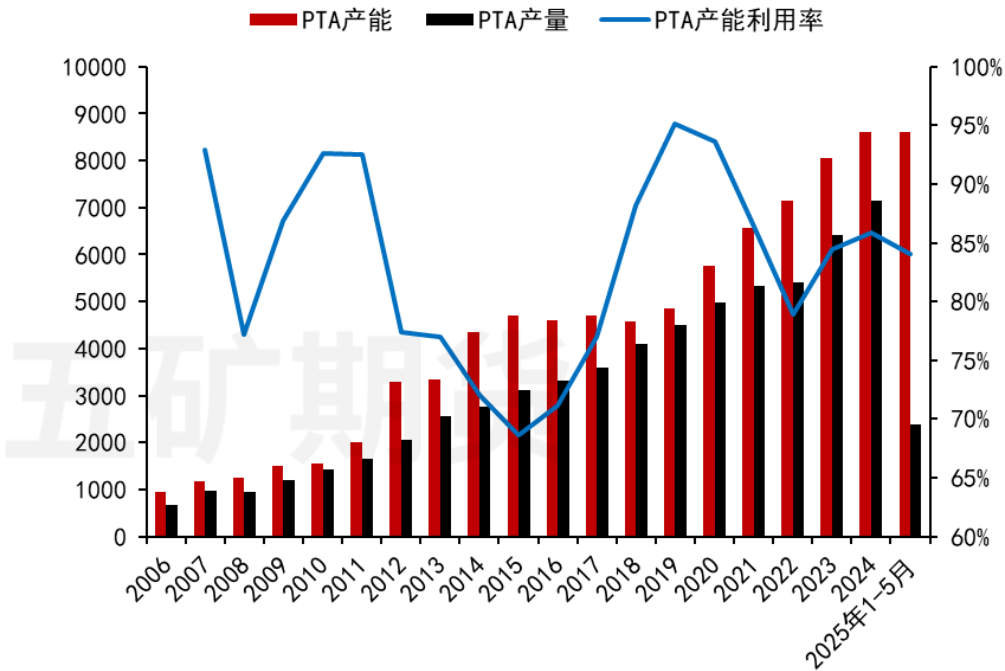
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图31：PTA负荷（%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

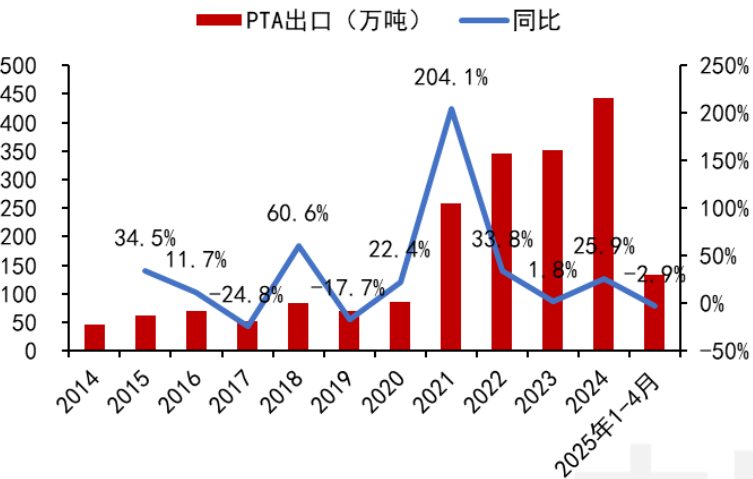
图32：PTA历史产能及产能利用率（万吨，%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

2025年上半年PTA整体开工率同比偏高，产能利用率84.1%，1-5月预计PTA产量2967万吨，同比增加88万吨。下半年随着新装置投产以及加工费修复至中性，预计产量维持高位水平。

图33：PTA年度出口趋势（万吨，%）



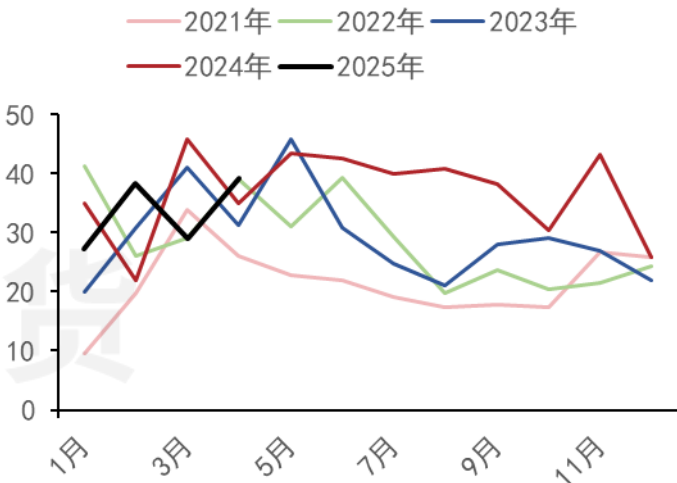
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图34：2025年1-4月主要出口国家出口量变化（万吨）

	2025年1-4月	2024年1-4月	出口变化
越南	21.2	26.2	(5.0)
土耳其	19.5	29.5	(10.0)
埃及	15.9	18.1	(2.2)
阿曼	14.5	14.4	0.1
俄罗斯	13.1	9.9	3.2
巴基斯坦	12.0	7.8	4.2
沙特阿拉伯	7.1	5.9	1.2
印度	7.1	6.5	0.6
孟加拉国	4.6	5.1	(0.5)

资料来源：钢联、五矿期货研究中心

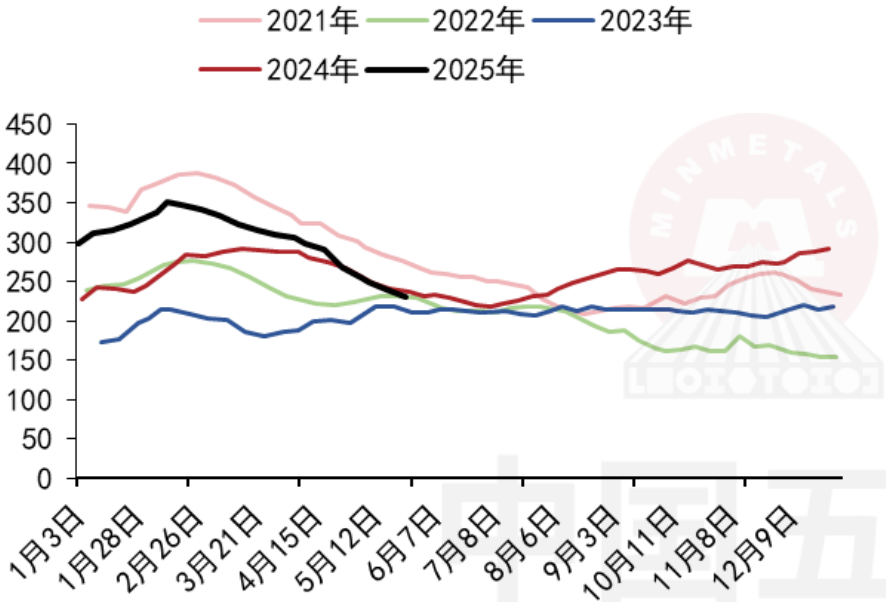
图35：PTA出口季节图（万吨）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

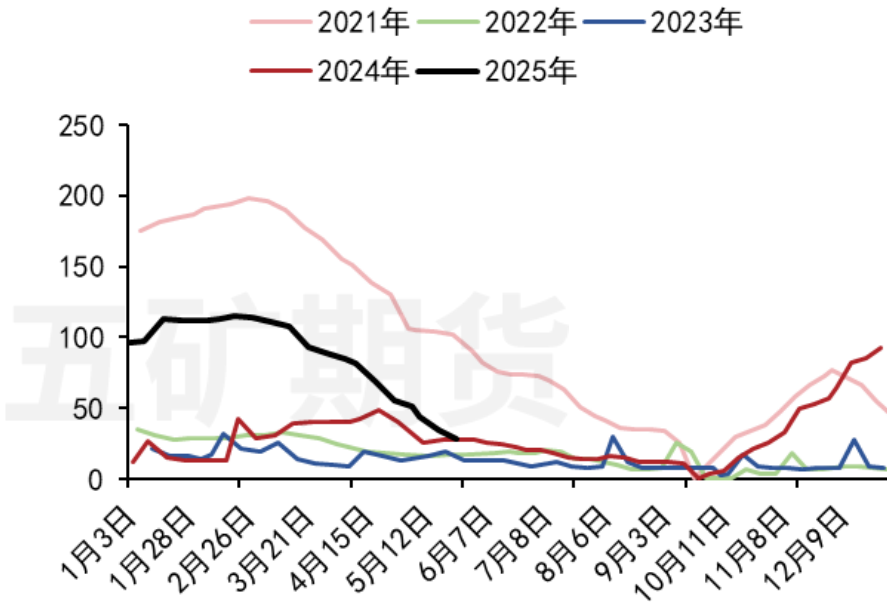
今年1-4月PTA出口表现较为一般，总计出口134万吨，同比减少4万吨（-2.9%），主要原因是前几大出口国出口数量降低，尤其是随着土耳其新PTA装置投产后，对进口PTA需求显著降低，1-3月进口中国PTA数量下降幅度较大，这也将成为拖累全年PTA出口的主要原因。

图36：PTA社会总库存（万吨）



资料来源：忠朴、五矿期货研究中心

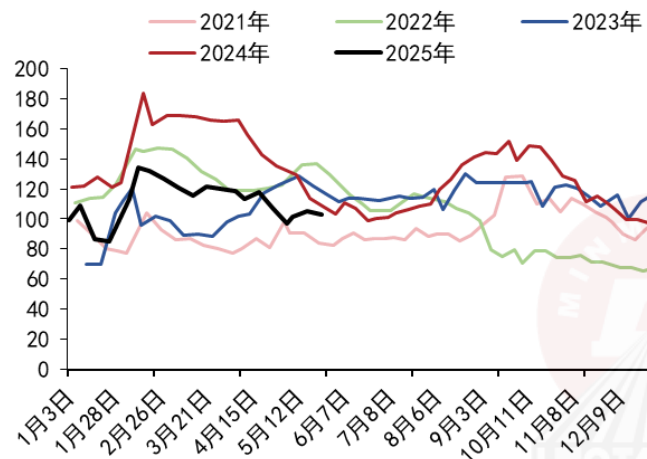
图37：PTA总仓单（手）



资料来源：忠朴、五矿期货研究中心

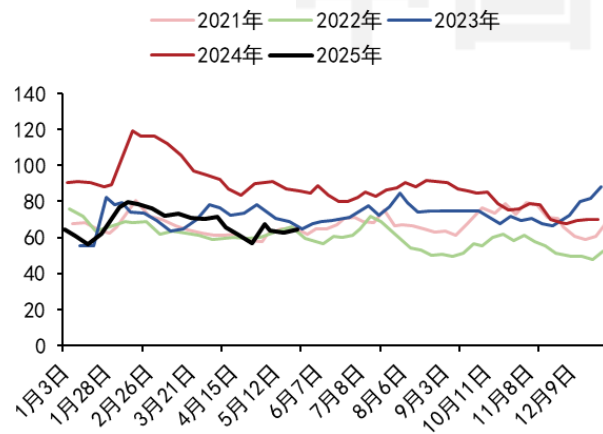
2月中旬后PTA去库力度较大，至5月底从高点350万吨左右去化至230万吨左右，整体社会库存下降120万吨，其中仓单库存下降幅度较大。库存下降一方面是PTA检修的正常进行，另一方面聚酯产量增长较为迅猛，上半年聚酯新装置不断投产，并且在负反馈压力之下开工持续超预期，并一度上升至历史高位，使得PTA库存能够顺利去化。下半年来看，6-7月因为检修季延续去库，7月后随着新装置投产、检修季结束，PTA或将结束去库周期重新开始累库。

图38：PTA流动性库存（万吨）



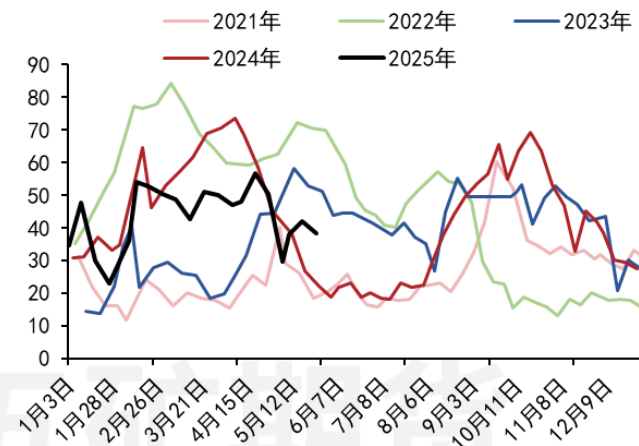
资料来源：忠朴、五矿期货研究中心

图40：PTA工厂库存（万吨）



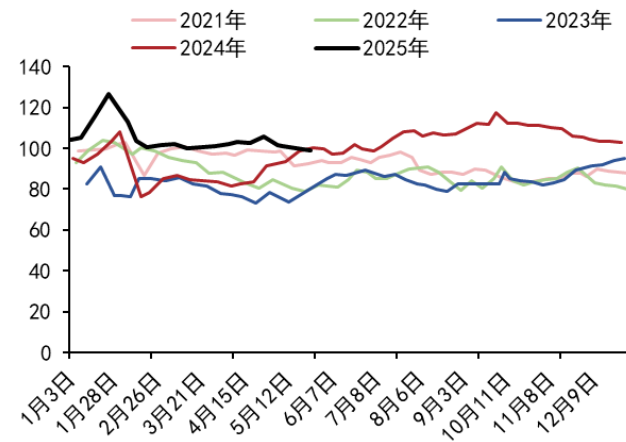
资料来源：忠朴、五矿期货研究中心

图39：PTA在库在港（万吨）



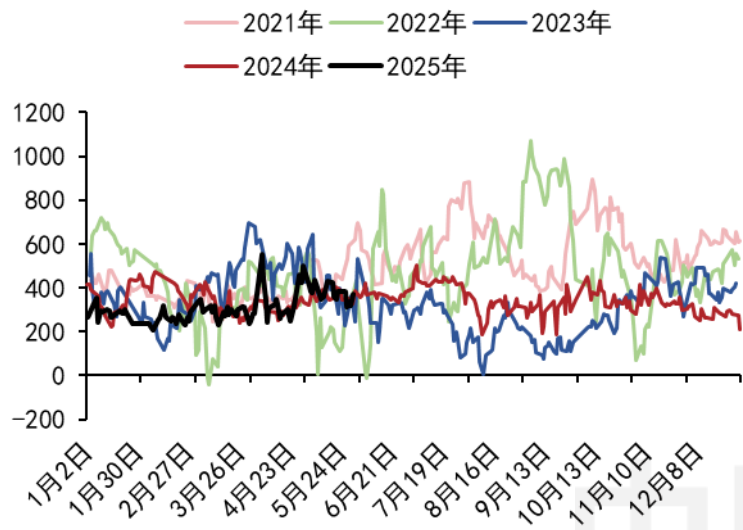
资料来源：忠朴、五矿期货研究中心

图41：聚酯工厂PTA库存（万吨）



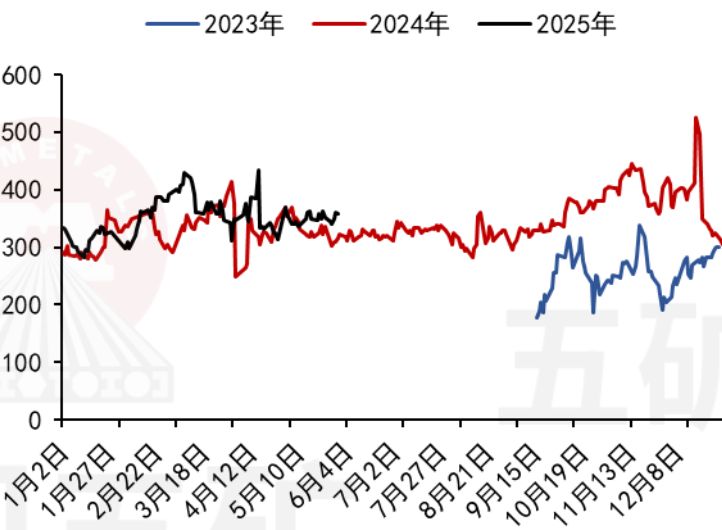
资料来源：忠朴、五矿期货研究中心

图42：PTA现货加工费（元/吨）



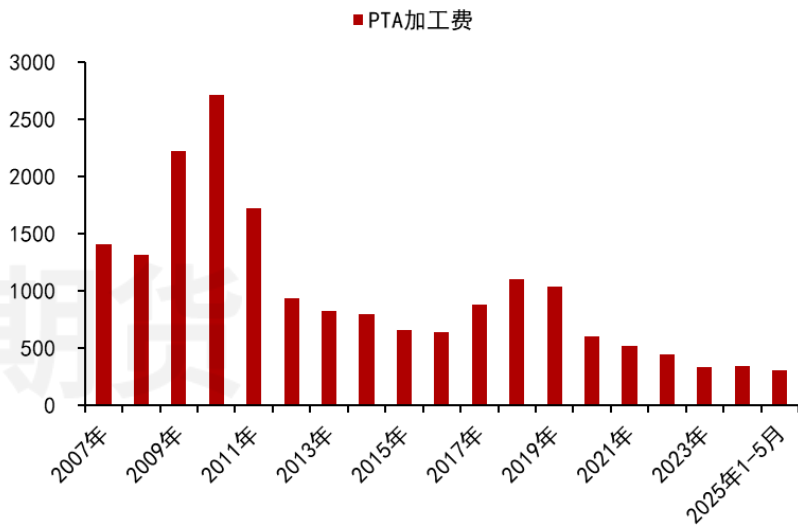
资料来源：CCF、WIND、五矿期货研究中心

图43：PTA盘面加工费（元/吨）



资料来源：WIND、CCF、五矿期货研究中心

图44：PTA年度平均加工费（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2025年1-5月平均加工费较2024年进一步下移，平均310元/吨，为历年以来最低水平，主因PTA供应逐渐走向过剩的同时，仍然维持产能扩张，供需格局持续恶化。从季节性来看，年初加工费持续受累库压制，随着库存大幅去化，加工费中枢有所抬升，目前维持在350元/吨左右的中枢。下半年随着检修季结束、新装置投产，预计去库周期结束，加工费承压，预计中枢下降至300元/吨左右。

05

乙二醇基本面

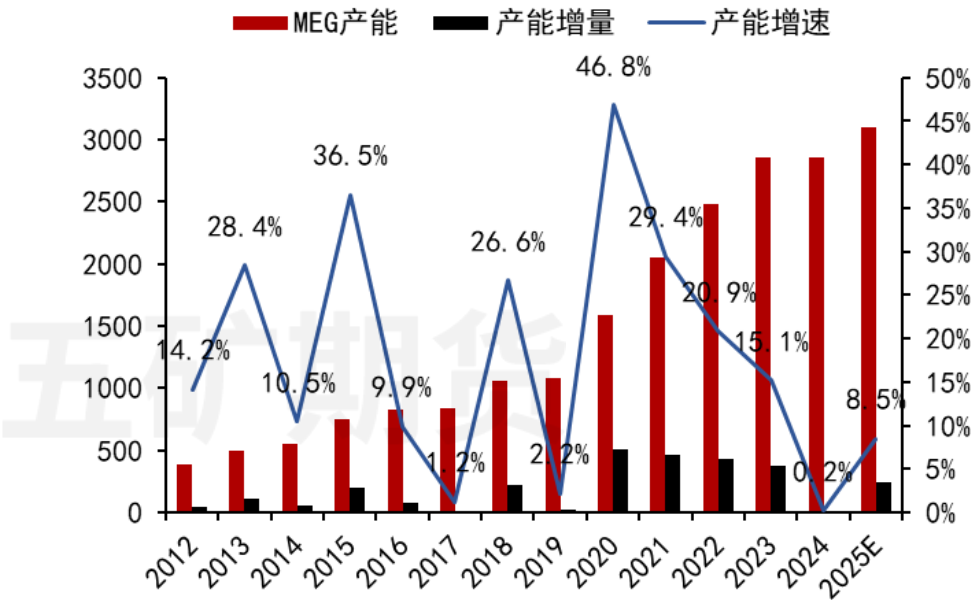
图45：MEG新增产能（万吨）

	企业名称	生产工艺	地区	新增产能（万吨）	投产时间
2024	中化学（康乃尔）	煤制	内蒙古	30	2024年10月
2025	正达凯一期	合成气制（天然气原料）	四川	60	2025年5月
	宁夏鲲鹏一期	煤制	宁夏	20	2025Q3
	裕龙石化1#	油制一体化	山东	80	2025年H2
	巴斯夫	油制	广东	83	2025年底

资料来源：CCF、五矿期货研究中心

2025年MEG有三套装置计划投产，共180万吨产能，产能增速8.5%，产能扩张速度仍然偏低。其中正达凯装置已于5月投产并顺利出料，另外两套装置投产存在不确定性，宁夏鲲鹏装置投产时间一直推迟，本计划2024年投产，具体落地时间待定，裕龙石化即使投产，预估投产时间也相对较晚。

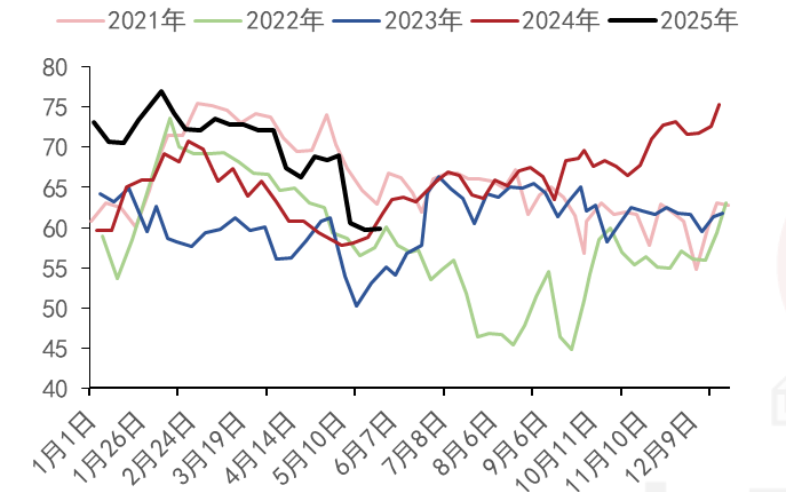
图46：MEG产能及增速（万吨，%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

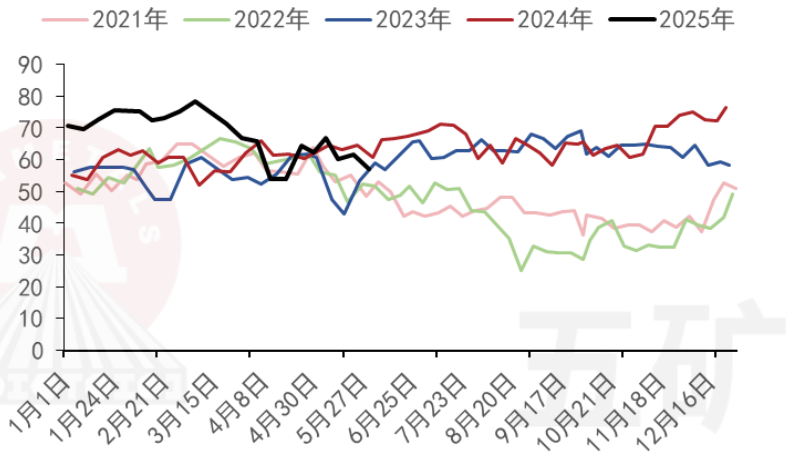
MEG——供给：产能利用率

图47：MEG开工负荷（%）



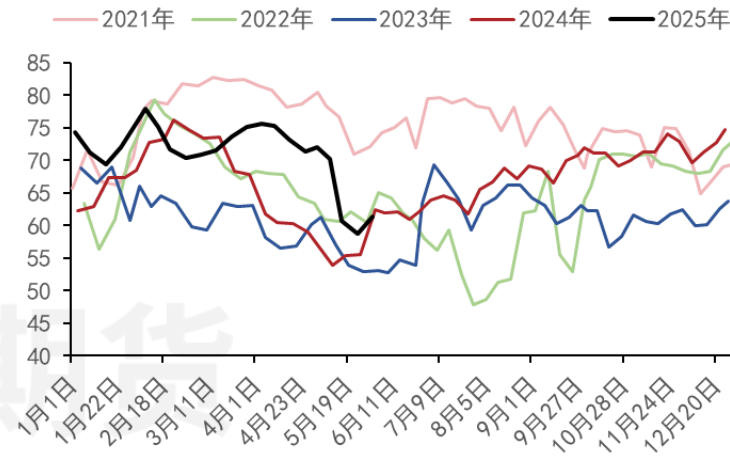
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图48：合成气制开工（%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

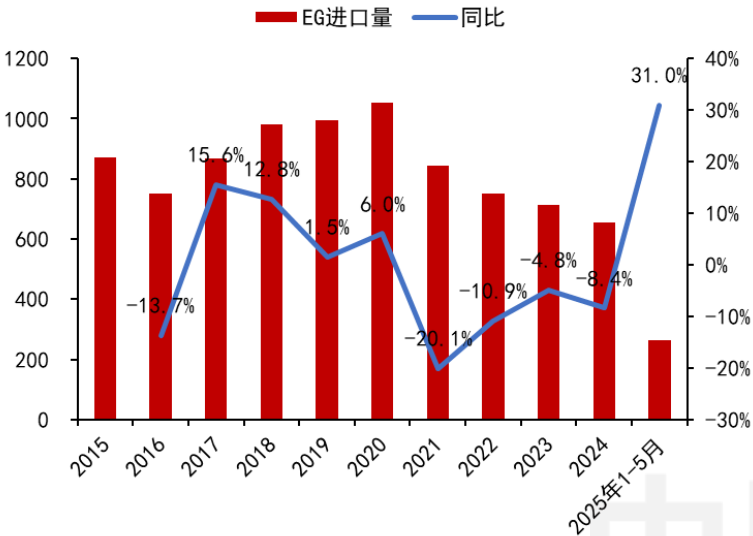
图49：乙烯制开工（%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

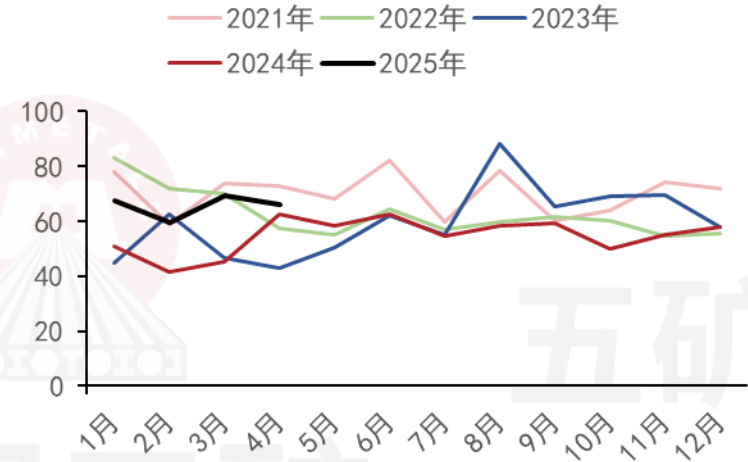
◆ 上半年5月前乙二醇开工始终维持高位，检修计划一再推迟，主因整体利润估值过高导致检修延期。5月随着乙烯装置出现意外导致整体负荷大幅下降。上半年1-5月预估产量836万吨，同比增加66万吨，高负荷下乙二醇产量增长明显。目前整体负荷已经接近年内底部，随着检修季结束，在利润创五年期季节性高点驱动下，预计负荷重新回到年初较高水平。

图50: MEG年度进口趋势 (万吨, %)



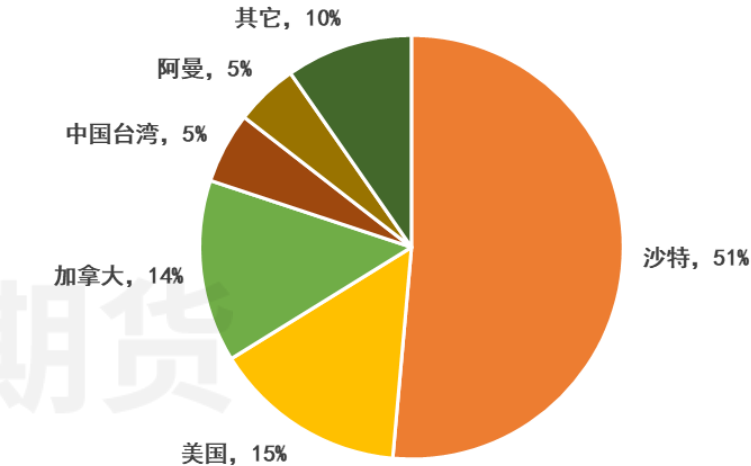
资料来源: 钢联、五矿期货研究中心

图51: MEG进口季节性 (万吨)



资料来源: 钢联、五矿期货研究中心

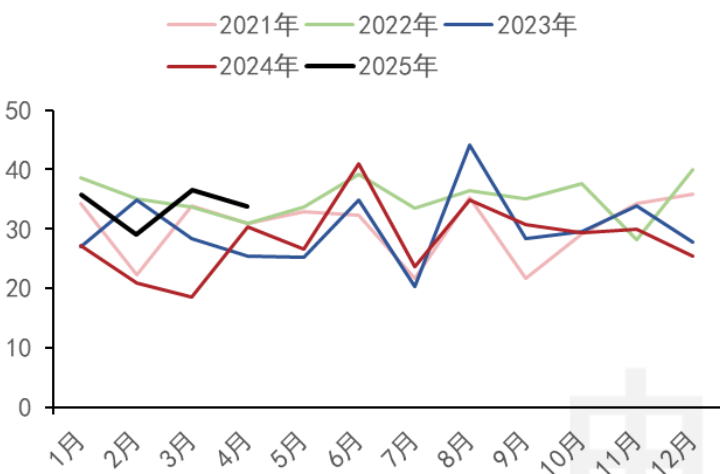
图52: 各进口国占比 (%)



资料来源: CCF、五矿期货研究中心

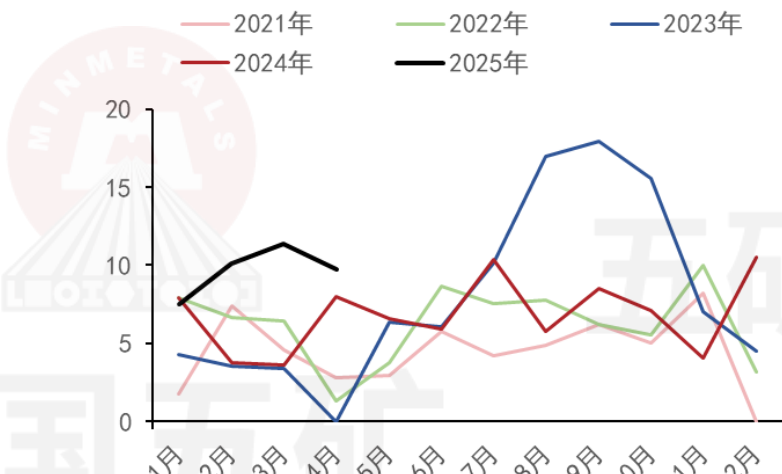
◆ 今年上半年1-4月进口量增长迅猛，过去几年随着我国产能投放速度较快，国产乙二醇迅速替代部分进口量，进口数量逐年递减。今年1-4月进口数量262万吨，同比增长62万吨（+31%），其中美国和沙特进口量位于五年期高位水平，进口占比中依旧是沙特、美国、加拿大占大部分。1-4月进口量偏高一方面是高利润下海外开工较为积极，叠加北美寒潮影响较小，整体负荷较高，另一方面国内产能增长停滞下，下游需求仍不断增长，因此需要提高进口以满足国内需求，预计全年进口量较去年增幅较大。

图53：MEG沙特进口量（万吨）



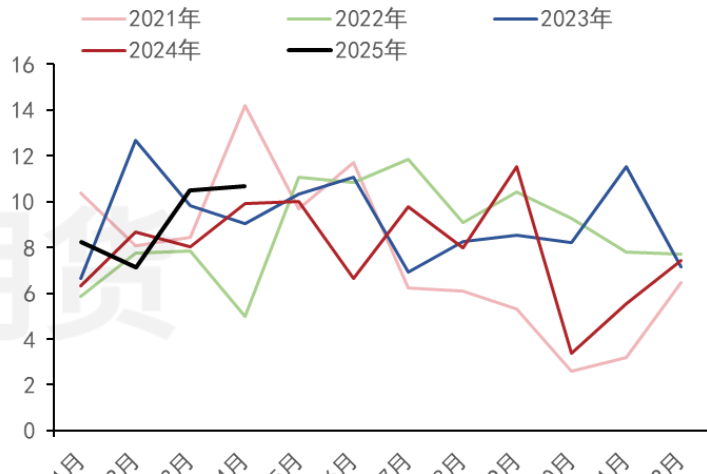
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图54：MEG美国进口量（万吨）



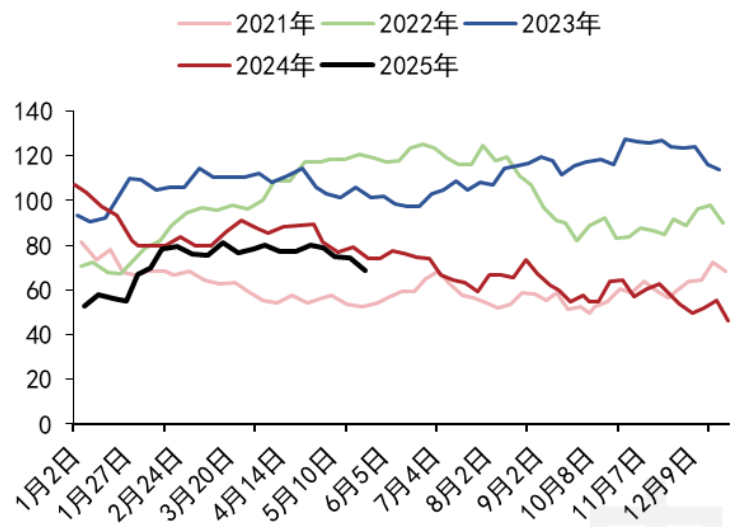
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图55：MEG加拿大进口量（万吨）



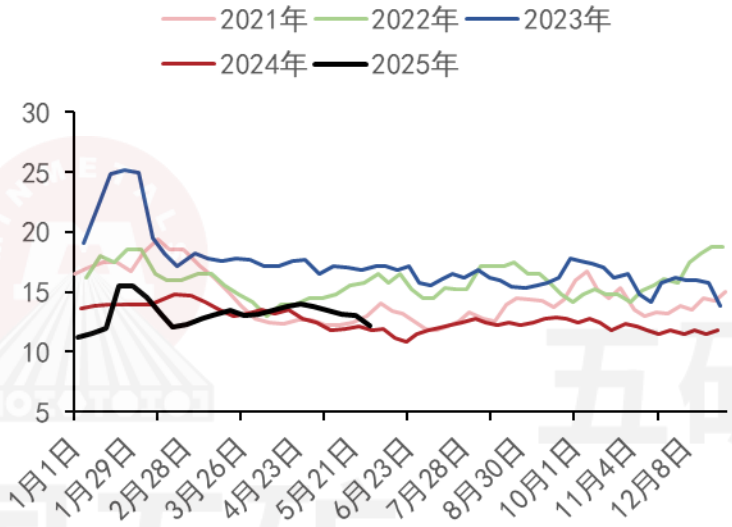
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图56：MEG港口库存（万吨）



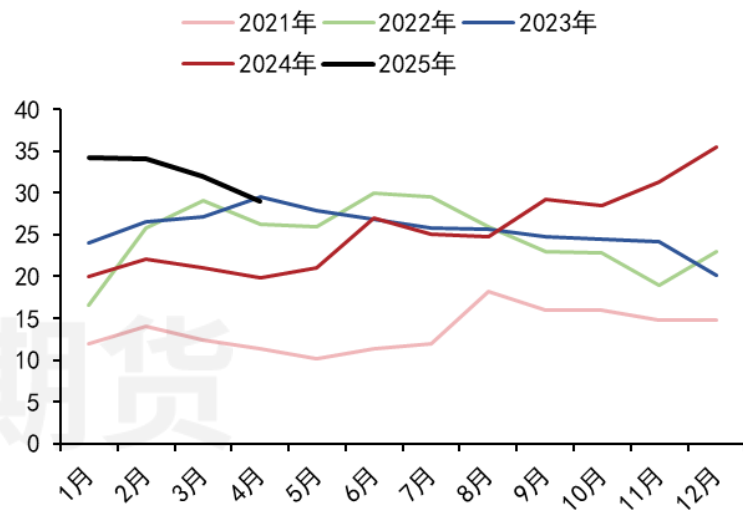
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图57：聚酯工厂EG库存（天）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

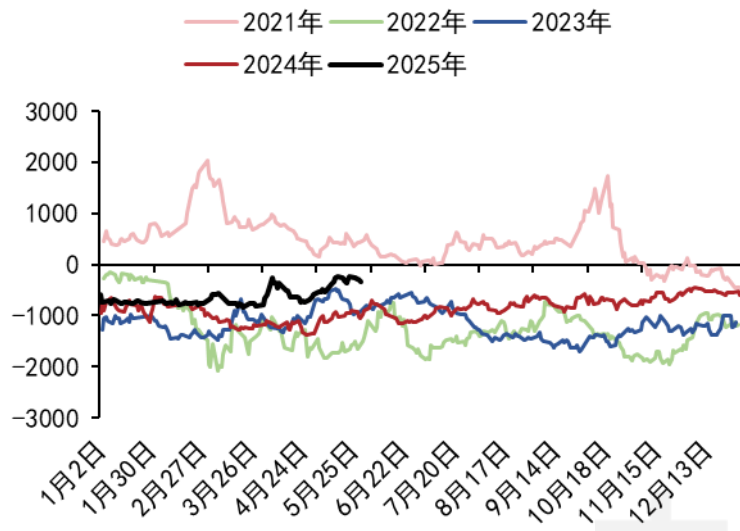
图58：MEG工厂库存（万吨）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

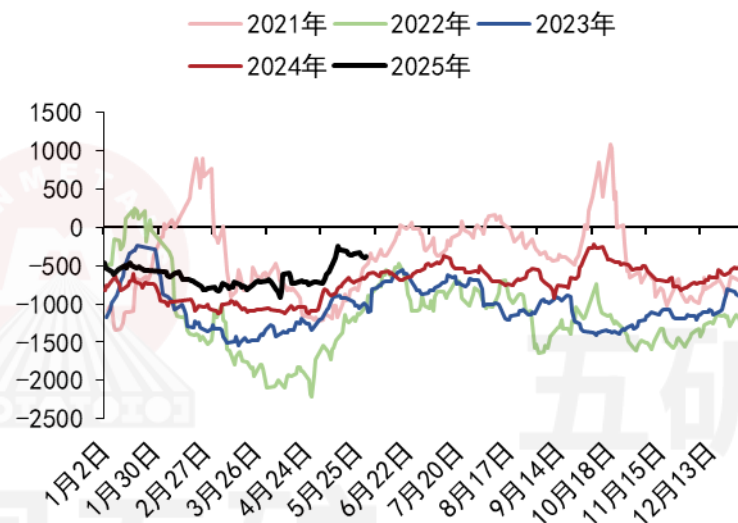
◆ 上半年乙二醇库存压力较大，1-4月累库，直到5月港口才出现明显去库，上半年整体隐库压力较大，下游工厂从年初累库至五月底，近期库存压力才有所缓解。主要原因是国内负荷在高利润的支撑下难以下降，另一方面持续高进口量导致港口压力较大。5-6月随着港口到港量下降，叠加国内乙二醇装置负荷偏低，下游仍然维持较高负荷，港口有望持续去库。7月后随着乙二醇检修季结束，负荷重回高点，下游在抢出口结束叠加淡季的预期下，预计负荷高点回落，乙二醇存在累库预期。

图59：石脑油制MEG利润（元/吨）



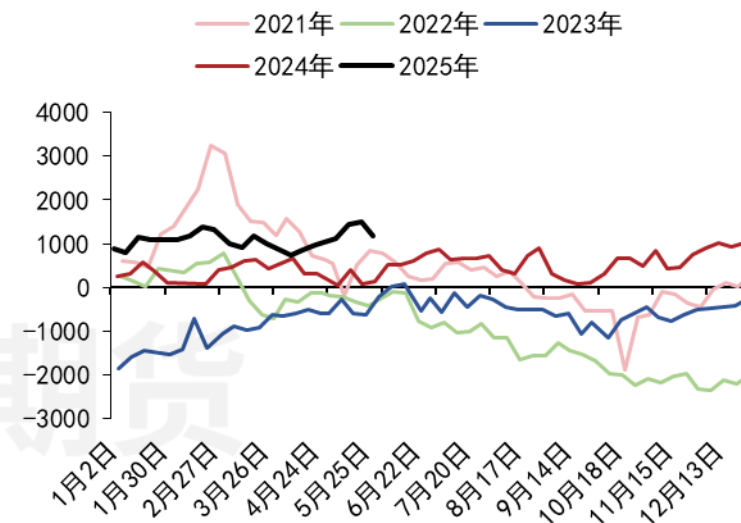
资料来源：CCF、WIND、五矿期货研究中心

图60：乙烯制MEG利润（元/吨）



资料来源：CCF、WIND、五矿期货研究中心

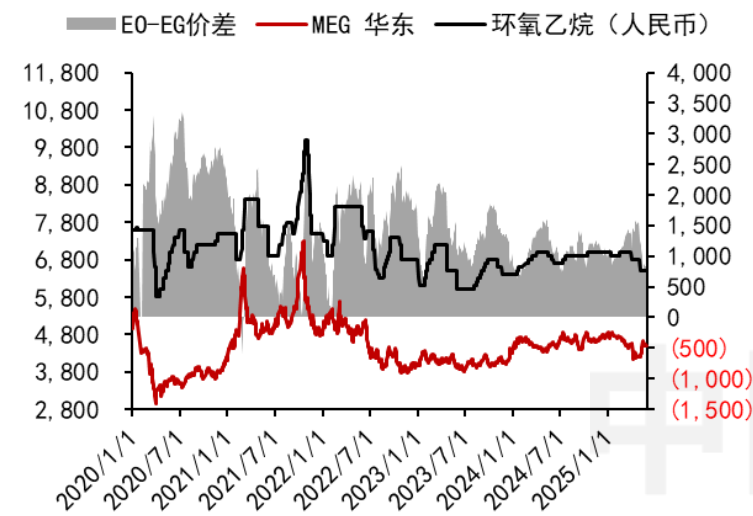
图61：煤制MEG利润（元/吨）



资料来源：CCF、WIND、五矿期货研究中心

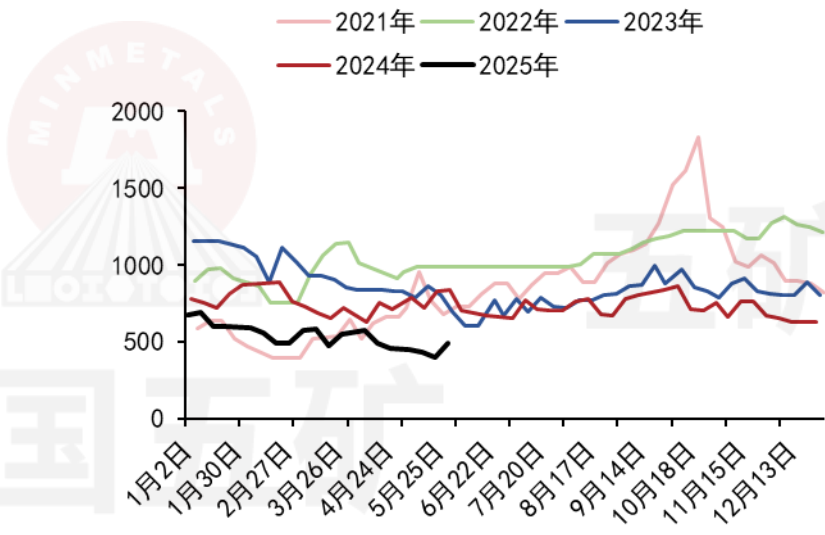
◆ 今年1-4月乙二醇利润震荡下行，供应过于充足，国内库存不断累积，导致基本面承压下行，利润压缩，但整体利润仍然处于近五年偏高水平，因此难以提高乙二醇装置检修意愿。5月份随着装置意外、进口减少、下游负反馈风险降低等因素，乙二醇大幅反弹，利润大幅改善。下半年随着乙二醇基本面承压，预计利润难以进一步上行，但整体中枢随着供需格局改善仍将持续上升。成本方面，煤炭及乙烯在较弱的格局下估值持续偏低，难以形成成本支撑。

图62：E0-1.25EG(元/吨)



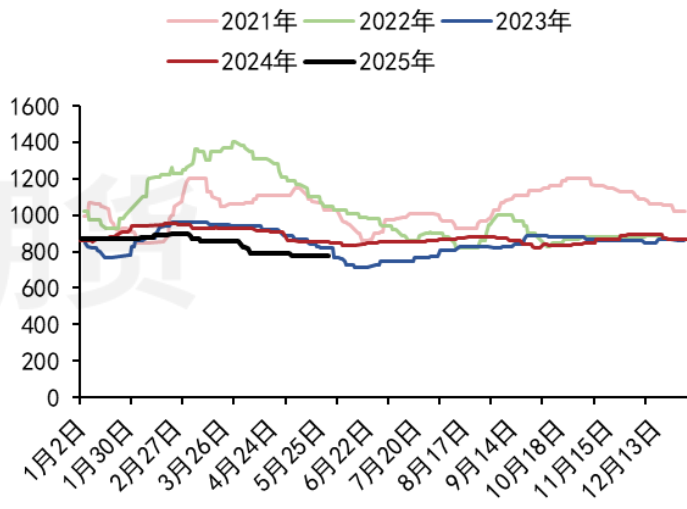
资料来源：CCF、WIND、五矿期货研究中心

图63：陕西榆林动力煤坑口价（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图64：乙烯CFR东北亚（美元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

06

聚酯基本



聚酯——供给：产能投放

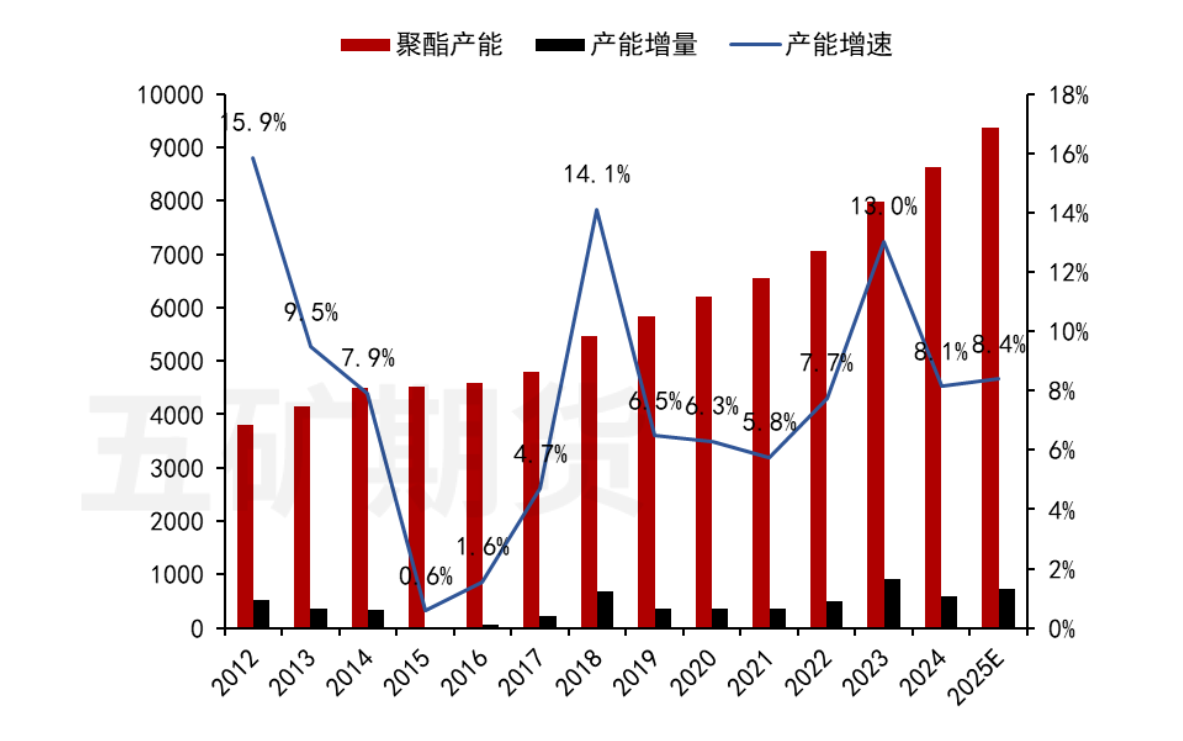
图65：聚酯新增产能（万吨）

企业名称	地区	新增产能（万吨）	投产时间	类型
恒超	浙江嘉兴	20	2024年12月	聚酯长丝
三房巷	江苏无锡	150	2024年12月（75万吨）、 2025年Q1	聚酯瓶片
仪征化纤	江苏扬州	50	2025年1月	聚酯瓶片
中鸿（新凤鸣）	江苏桐乡	25	2025年2月	聚酯长丝
宇越新材料	浙江绍兴	25	2025年2月	聚酯薄膜
浙江致祥	浙江湖州	5	2025年4月	聚酯切片
中鸿（新凤鸣）	江苏桐乡	40	2025年5月	聚酯长丝
常州裕兴	江苏常州	30	2025年Q3	聚酯薄膜
三房巷	江苏无锡	50	2025年	聚酯薄膜
翔宇	浙江绍兴	60	2025年H1	聚酯薄膜
浙江致祥	浙江湖州	25	2025年H1	聚酯薄膜
烟台富利	安徽	4.6	2025年H1	聚酯薄膜
富海集团	山东东营	60	2025年H2	聚酯瓶片
逸普新材料	克拉玛依	30	2025年	聚酯瓶片
桐昆恒海	福建漳州	60	2025年H2	聚酯长丝
桐昆安徽佑顺	安徽庐江	30	2025年H2	聚酯长丝
新凤鸣徐州	江苏徐州	30	2025年	涤纶短纤
恒逸逸达	江苏宿迁	30	2025年	涤纶短纤

资料来源：CCF、五矿期货研究中心

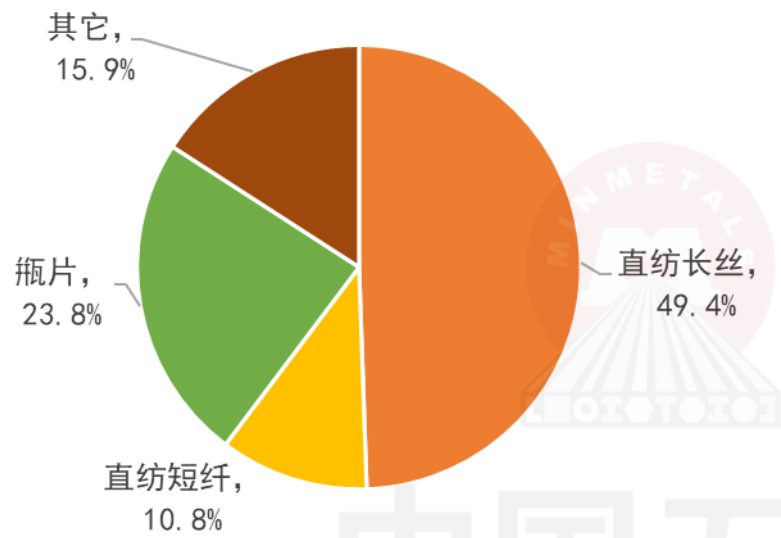
2025年聚酯存在投产计划的产能总量近700万吨，最高产能增速8.4%，其中瓶片290万吨，长丝175万吨，短纤60万吨，薄膜200万吨，整体产能维持较高增速。1-5月已投产315万吨，产能投产落地情况较好。

图66：聚酯产能及增速（万吨，%）



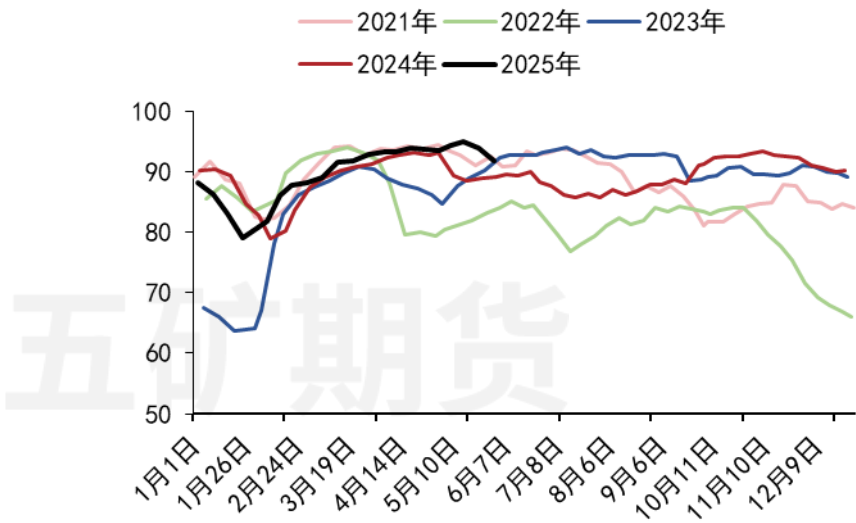
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图67：聚酯下游占比（%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

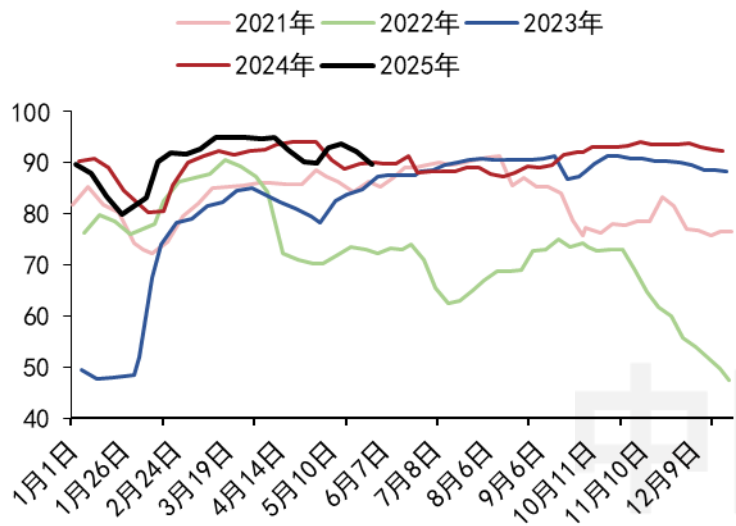
图68：聚酯开工率（%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

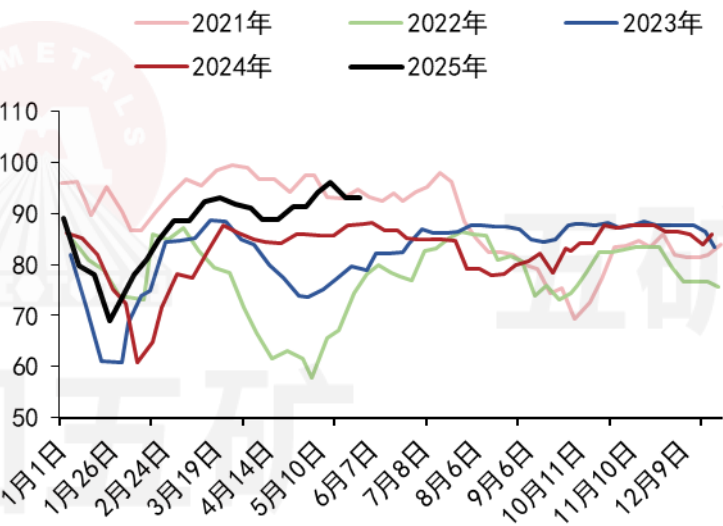
上半年聚酯开工较强，一度上升至近五年高点，在今年终端订单表现较差、库存较高的背景下，化纤工厂库存上升至历史高位，但负荷始终维持偏高水平，后续随着劳动节补库以及关税缓和后抢出口，化纤大幅减产风险降低。瓶片方面出口增长明显，缓解瓶片库存压力下，瓶片负荷有明显提高。但后续来看，一方面抢出口时间窗口较短，另一方面即将转入淡季，预计化纤负荷将从高点回落，并且随着下游订单和库存表现不佳，负荷难以上升至上半年高点。瓶片因低利润高库存现状，后续同样存在较大的减产压力。

图69：涤纶长丝开工负荷（%）



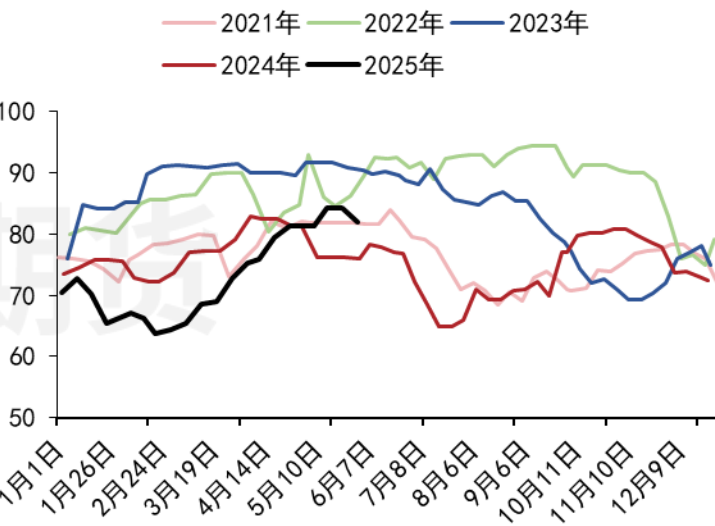
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图70：涤纶短纤开工负荷（%）



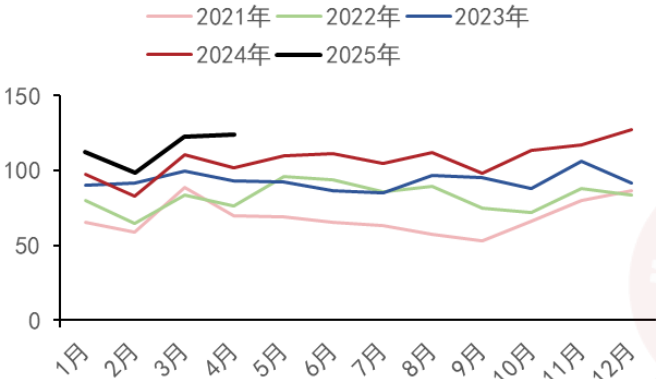
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图71：聚酯瓶片开工负荷（%）



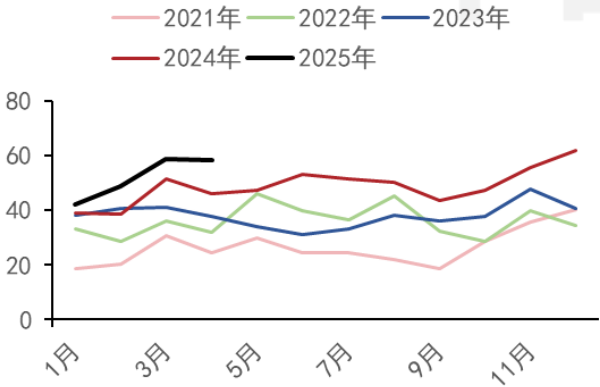
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图72：聚酯出口合计（万吨）



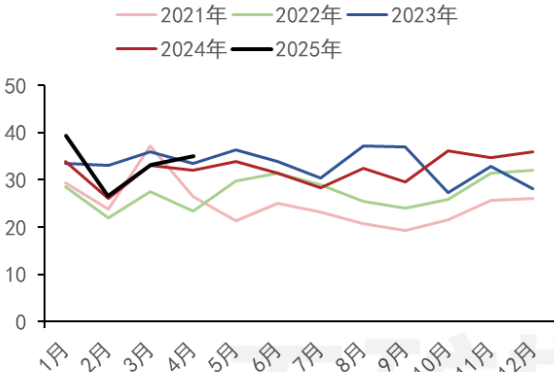
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图74：瓶片出口（万吨）



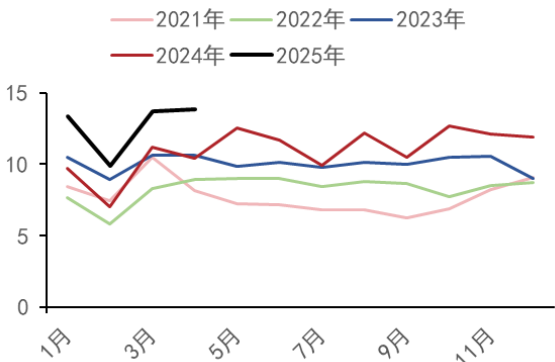
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图73：长丝出口（万吨）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

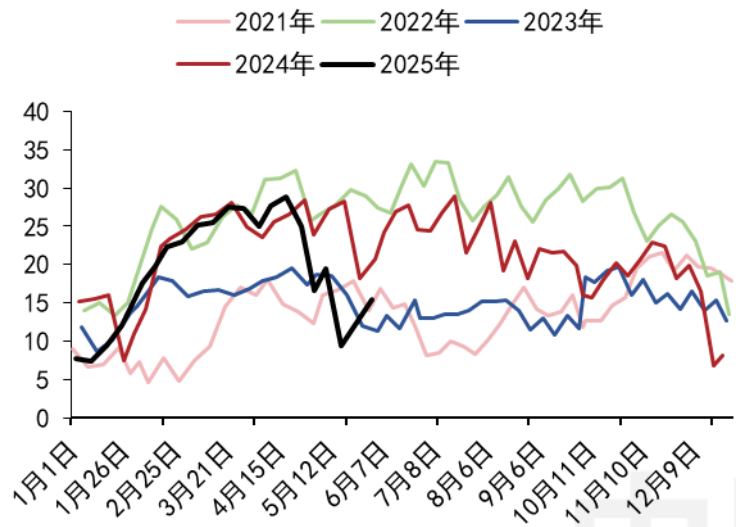
图75：短纤出口（万吨）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

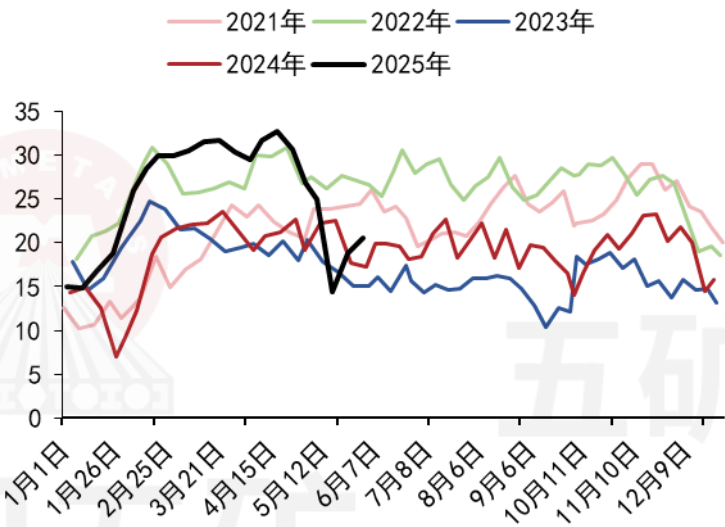
2025年1-4月聚酯总出口457万吨，同比增长16.6%；其中长丝出口134万吨，同比增长7.2%；短纤出口50.8万吨，同比增长32.6%；瓶片出口207.7万吨，同比增长18.9%，瓶片贡献出口增量最高。在我国生产原料具有成本优势，纺服终端持续转移的背景下，出口量将持续增长。

图76: POY库存（天）



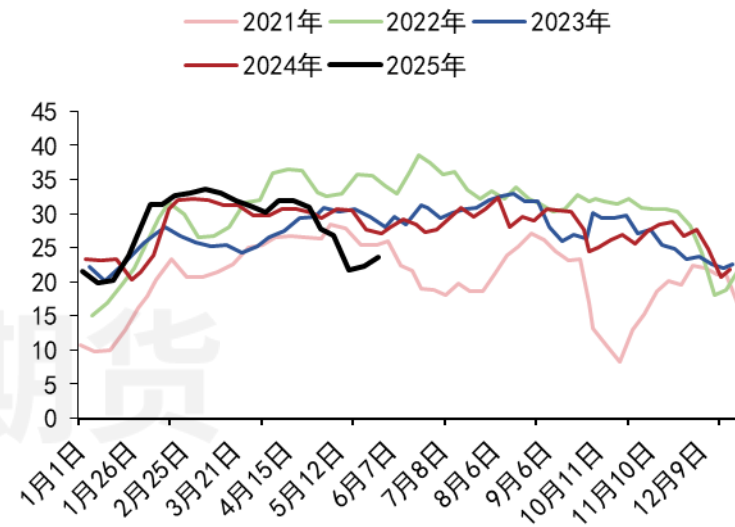
资料来源: CCF、五矿期货研究中心

图77: FDY库存（天）



资料来源: CCF、五矿期货研究中心

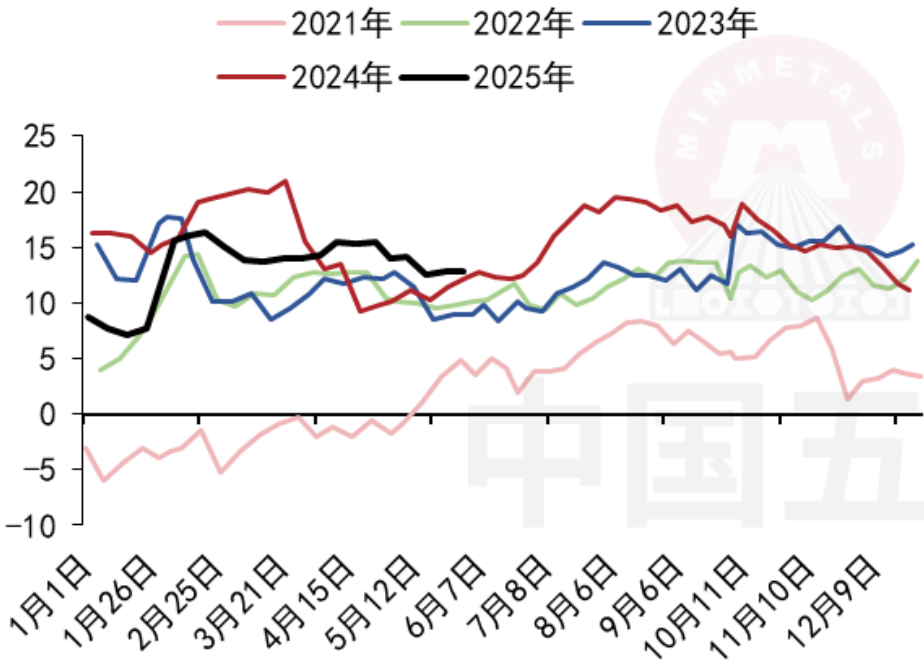
图78: DTY库存（天）



资料来源: CCF、五矿期货研究中心

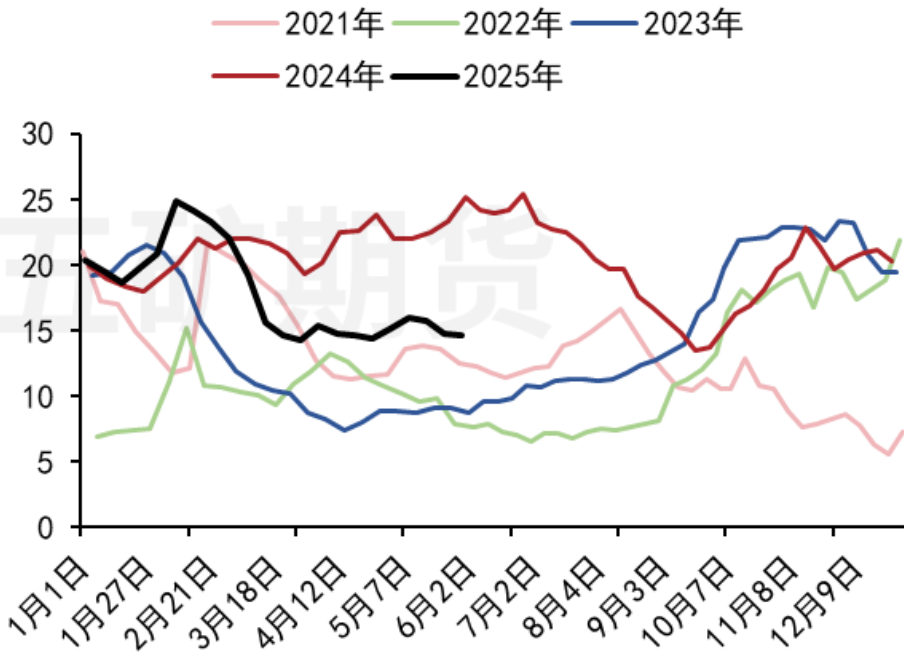
上半年整体库存天数从高位回落，长丝库存前期压力较大，劳动节前后下游大幅补库释放库存压力，目前纺服处于抢出口阶段，整体库存压力偏小。相对而言短纤库存则面临较大的压力，瓶片库存虽然天数较去年同期低，但绝对库存仍然处于高位。后期在抢出口结束以及步入淡季后，预计化纤及瓶片库存均有上升压力。

图79：短纤库存（天）



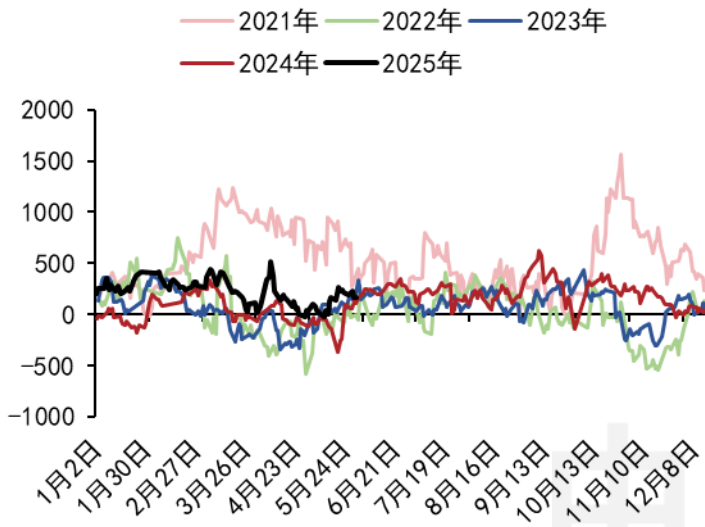
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图80：瓶片库存（天）



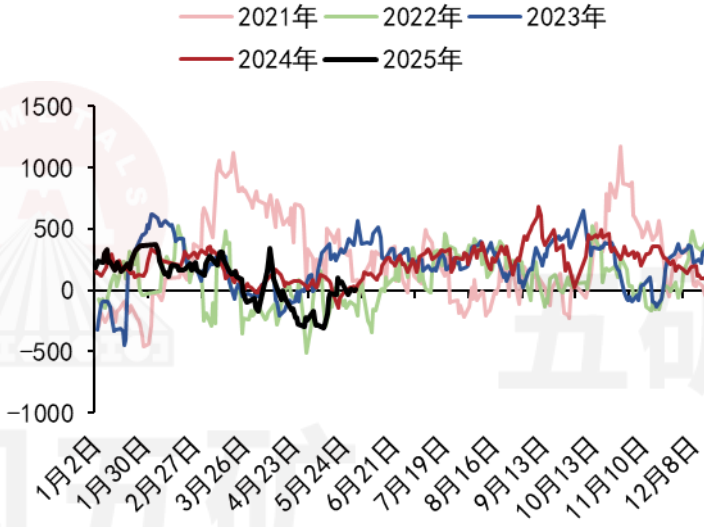
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图81：POY利润（元/吨）



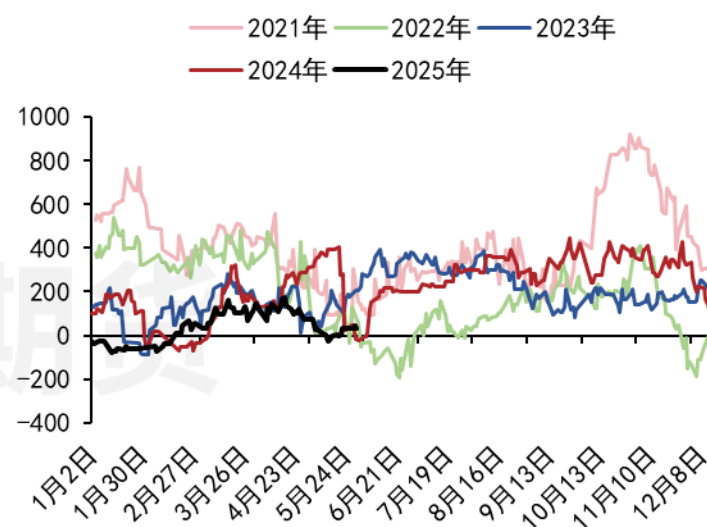
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图82：FDY利润（元/吨）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

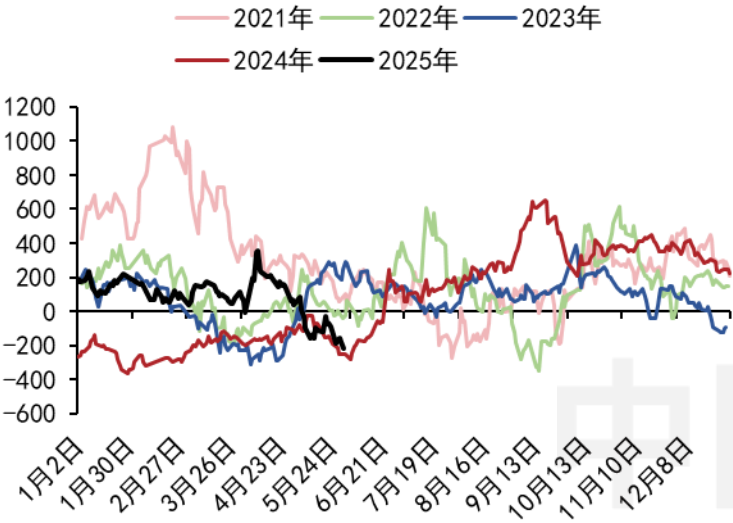
图83：DTY利润（元/吨）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

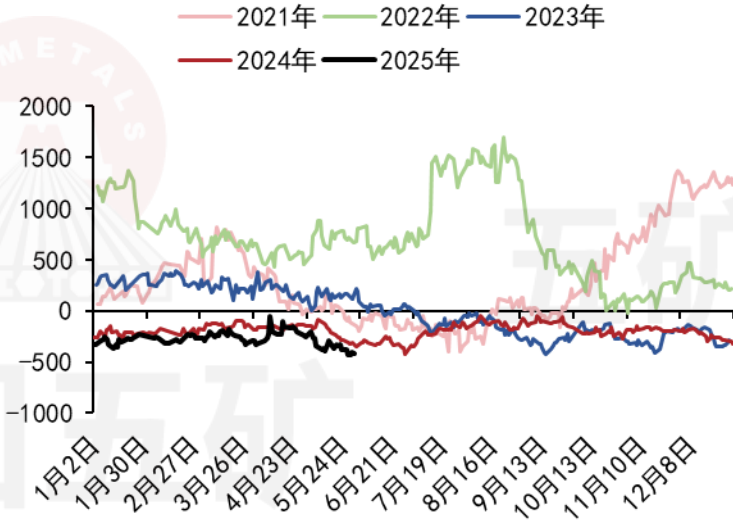
上半年聚酯利润逐渐下行，主因整体开工偏高，累库压力较大。清明节后因聚酯原料端下跌幅度较大从而利润短暂上升，后续短纤和瓶片库存压力较大利润逐渐下行，长丝端库存在5月后处于低点，叠加行业减产，利润有所改善。后续来看，随着终端转淡季以及抢出口临近结束，库存压力逐渐上升，预计利润将承压。

图84：短纤利润（元/吨）



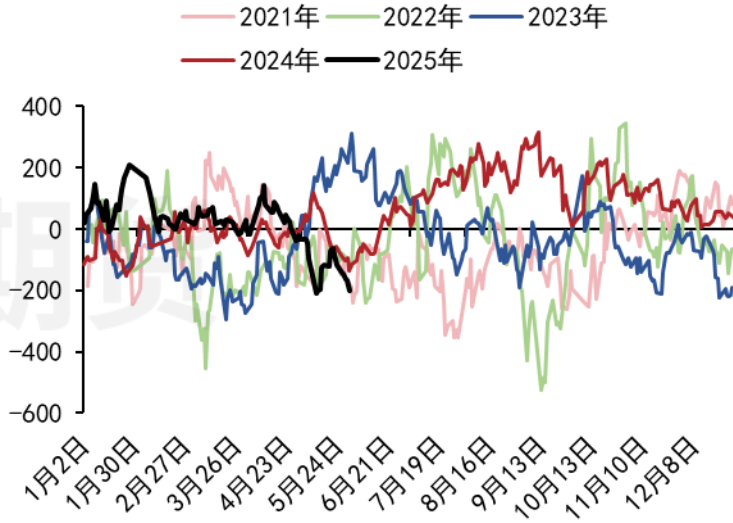
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图85：瓶片利润（元/吨）



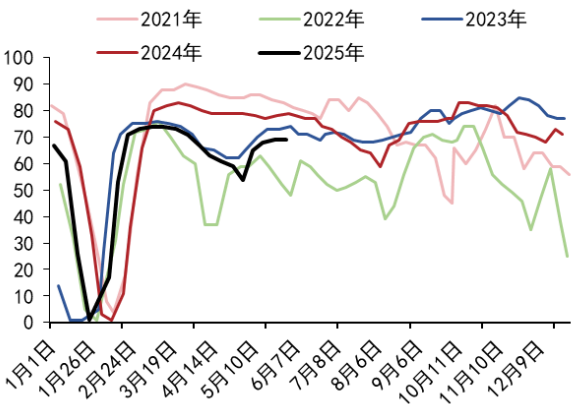
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图86：切片利润（元/吨）



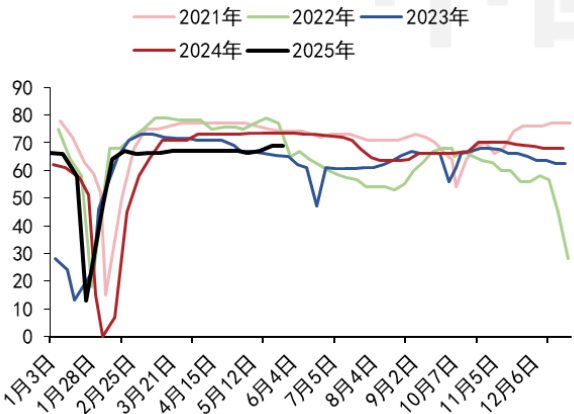
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图87：织机开工负荷（%）



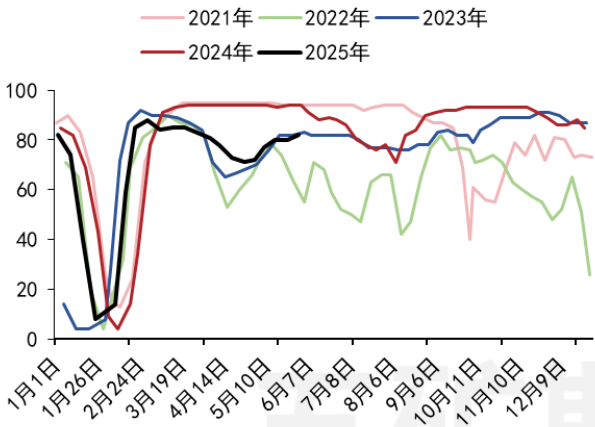
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图89：涤纱开工负荷（%）



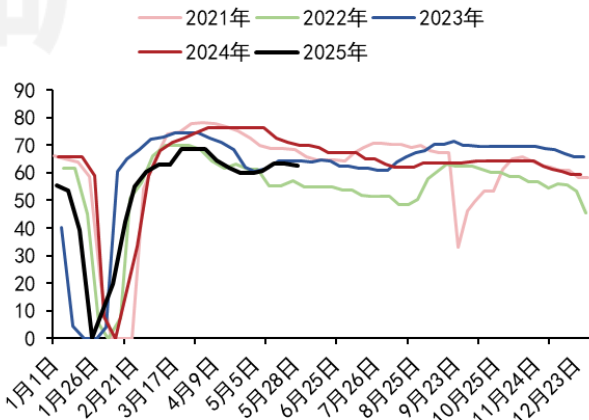
资料来源：CCF、五矿期货研究中心

图88：加弹开工负荷（%）



资料来源：CCF、五矿期货研究中心

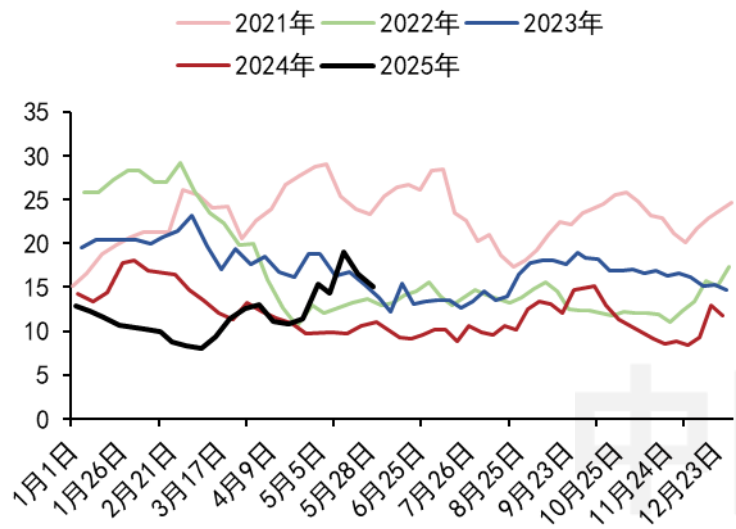
图90：印染开工负荷（%）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

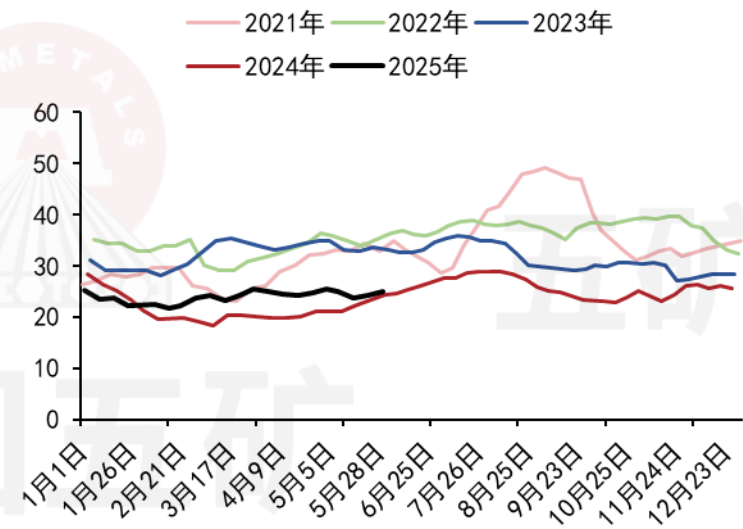
上半年整体纺服终端表现较差，即使处于抢出口阶段，表现仍然弱于去年同期。订单数量偏低的背景下，产成品库存偏高，下游开工负荷难以提升，因此对于上游原料始终存在着负反馈的压力，但五月左右对原料进行补库，释放了上游化纤的压力，从而减轻了负反馈风险。6月后随着出口将转弱的预期叠加进入淡季，预期终端表现将进一步承压。

图91：纺织企业原料库存（天）



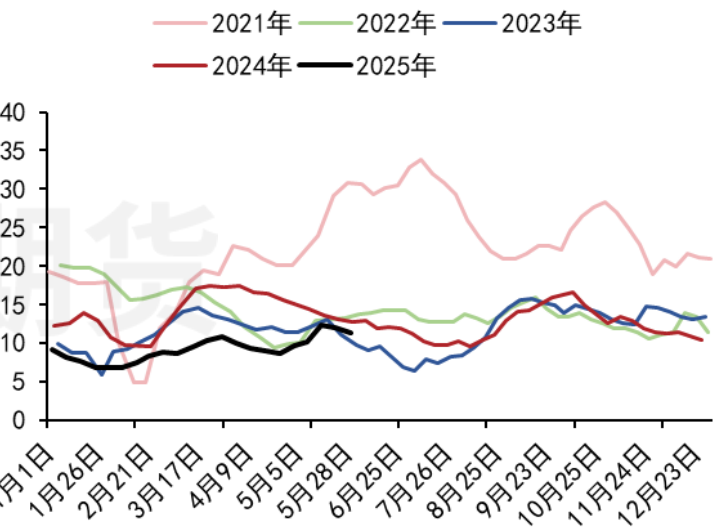
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图92：纺织企业产成品库存（天）



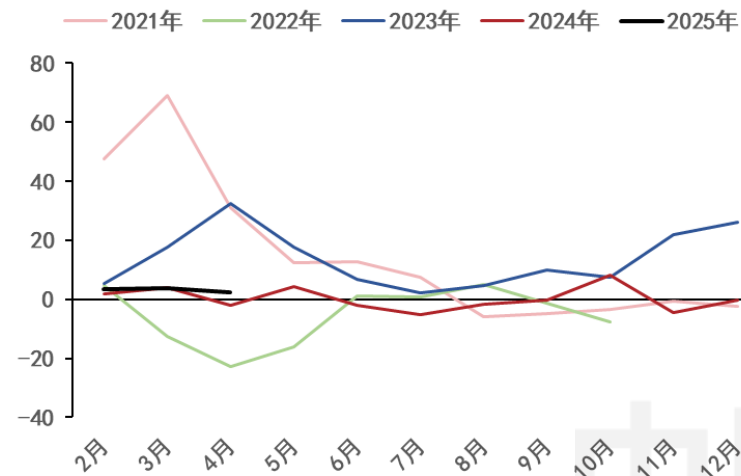
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图93：纺织企业订单天数（天）



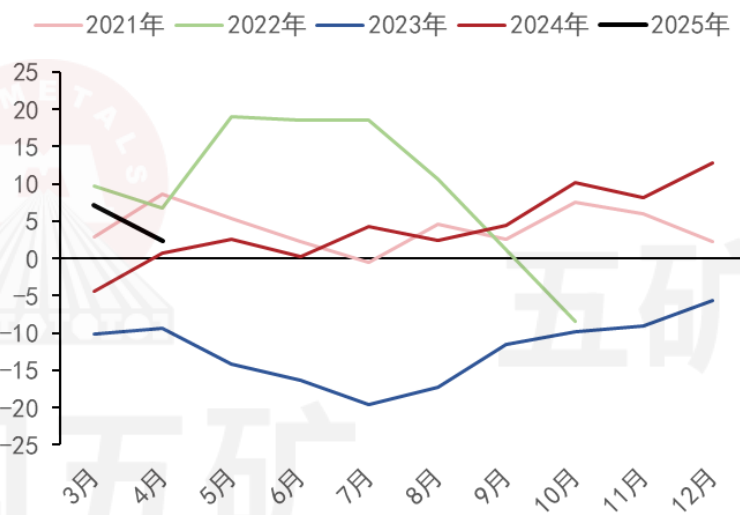
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图94： 零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)



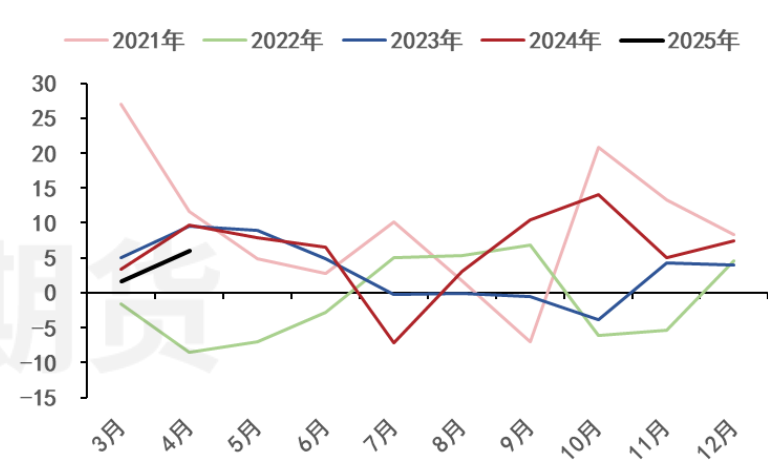
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图95： 出口交货值:纺织服装、服饰业:当月同比 (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图96： 中国:产量:软饮料:当月同比 (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

今年纺服内外需整体表现较为一般，内需相较于去年有所走强，截至4月累计同比3.1%；出口较去年下半年增速有下降趋势，截至4月累计同比4.6%，出口略强于内需，软饮料产量截至4月同比增长3.9%，整体消费增速低于经济产值增速。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博