



雾里看花，不破不立

走势评级：

PTA/PX:看涨

报告日期：

2024 年 12 月 30 日

★聚酯：各品类供需进一步分化，高基数下产量增速或有回落

2025 年聚酯计划投放产能 587 万吨/年，产能增速 6.73%。由于新增产能增速边际放缓，另外考虑到瓶片新产能释放会挤出部分老旧产能、纺服出口可能面临关税压力等因素。聚酯整体的实际产量增速会有所放缓，预计 2025 年聚酯产量合计 7814 万吨，增速在 5.43%。产能周期的差异也将使得聚酯各品类利润进一步分化。

★PTA：扩能周期下累库格局延续，加工费低位低波动

2025 年 PTA 计划新投放产能合计 1140 万吨/年，产能增速 13.73%。由于目前大部分 PTA 装置都有上下游配套，明年行业整体可能仍然保持高产能利用率的状态。预计明年 PTA 产量合计 7507 万吨，同比增长 5.11%。PTA 年度累库格局难以扭转，加工费的弹性想象空间有限，整体可能还是处于 200-500 元/吨区间震荡。

★PX：存量产能提负空间有限，供需边际或迎来改善

在没有新增产能和存量产能提负空间有限的两大限制因素下，明年 PX 国内供给提升空间受限。明年海外 PX 检修计划量也不低。目前市场对汽油需求仍是雾里看花、尚难定论，但季节性出行旺季里北美市场对亚洲芳烃的分流仍是大概率事件。预计 2025 年 PX 国内产量合计 3809 万吨，进口量合计 1020 万吨，PX 供应端有效增速合计约 2.94%。全年去库幅度约 162 万吨。即便调油逻辑不再过多抬升估值，PX 自身供需格局或有明显边际好转，利润仍有修复机会。

★投资建议

假设明年布伦特原油 65-80 美元/桶区间震荡、PX-原油价差 270-420 美元/吨、PTA 加工费 300-400 元/吨，对应 PX 估值范围在 6300-8450 元/吨、PTA 估值范围在 4450-5950 元/吨。

策略角度，PX、PTA 单边建议关注逢低布局的机会，节奏上可以考虑在春节季节性累库压力过后布局。对于上下游利润强弱表达的头寸，建议关注 PX-原油价差头寸逢低布局的机会。对于 PTA 加工费头寸，整体仍以逢高布局的思路为主，但空间可能不大。如果 PTA 仓单持续增长，月间价差以偏反套思路对待，如果仓单开始去化可以考虑反向布局正套头寸。

★风险提示

原油大幅波动、PTA/聚酯装置投产不及预期。

吴思怡

化工高级分析师

从业资格号：F03107623

投资咨询号：Z0021467

Tel: 8621-63325888-1591

Email: siyi.wu@orientfutures.com

主力合约行情走势图



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、2024 年 PTA、PX 走势回顾.....	3
2、纺织服装：价减量增，消费韧性仍存.....	6
3、聚酯：各品类供需进一步分化，高基数下产量增速或有回落.....	8
4、PTA：扩能周期下累库格局延续，加工费低位低波动.....	11
5、PX：存量产能提负空间有限，供需边际或迎来改善.....	15
6、投资建议.....	22
7、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：原油-石脑油-PX-PTA 价格指数.....	5
图表 2：PTA 期现价格与基差.....	5
图表 3：PTA 仓单及有效预报.....	6
图表 4：SGX PX 掉期结构.....	6
图表 5：中国纺织服装出口额.....	7
图表 6：中国纺织服装零售额.....	7
图表 7：海关纺服类税则号 50-63 章出口量.....	7
图表 8：美国纺服批发商库存.....	7
图表 9：织造企业生产效益.....	8
图表 10：织造企业订单指数.....	8
图表 11：中国聚酯产能变化.....	8
图表 12：中国聚酯产能结构.....	8
图表 13：聚酯综合负荷.....	9
图表 14：POY 库存.....	9
图表 15：聚酯月度产量-出口量.....	10
图表 16：聚酯月度出口量.....	10
图表 17：2025 年中国聚酯计划投放产能.....	10
图表 18：短纤利润.....	11
图表 19：瓶片利润.....	11
图表 20：2025 年中国 PTA 新增产能投产计划.....	12
图表 21：PTA 产能及增速变化.....	12
图表 22：预计 2025 年底 PTA 产能分布.....	12
图表 23：PTA 负荷.....	13
图表 24：PTA 装置运行状态.....	13
图表 25：PTA 月度出口量.....	13
图表 26：2024 年 1-11 月 PTA 出口量各国占比.....	13
图表 27：PTA 社会总库存.....	14
图表 28：PTA 加工费.....	14
图表 29：2025 年 PTA 月度平衡表预测（单位：万吨）.....	14
图表 30：PX 产能及增速变化.....	15
图表 31：PX 产量及增速变化.....	15
图表 32：2025-2026 年全球 PX 产能投放计划.....	15
图表 33：亚洲 PX 负荷.....	16

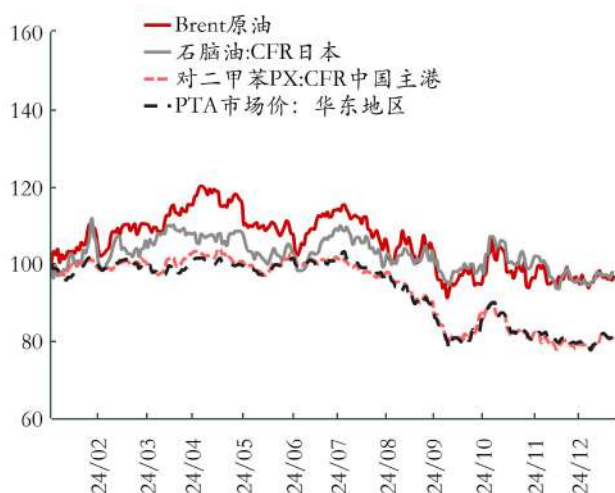
图表 34 : 中国 PX 负荷.....	16
图表 35 : 2025 年中国 PX 装置检修计划.....	16
图表 36 : PX 月度进口量变化.....	17
图表 37 : 2024 年 1-11 月 PX 进口量各国占比.....	17
图表 38 : 2025 年亚洲 PX 装置检修计划.....	17
图表 39 : 2025 年 PX 检修计划对应的各国损失量.....	18
图表 40 : 美国 MX 进口量.....	19
图表 41 : 美国 2024 年 1-10 月 MX 进口来源占比.....	19
图表 42 : 美国甲苯进口量.....	19
图表 43 : 美国 2024 年 1-9 月甲苯进口来源占比.....	19
图表 44 : PXN.....	20
图表 45 : 北美汽油裂解价差.....	20
图表 46 : 韩国 PX 库存.....	20
图表 47 : 韩国 MX 库存.....	20
图表 48 : 韩国甲苯库存.....	21
图表 49 : 韩国纯苯库存.....	21
图表 50 : PX 月度平衡表预测 (单位: 万吨)	22

1、2024 年 PTA、PX 走势回顾

2024 年 PTA 整体呈现先震荡后下跌的格局，主力价格区间在 4680-6096 元/吨。由于 PTA 加工费一直围绕低位中枢波动，PX 绝对价格的涨跌趋势和 PTA 保持同步，两者年内价格明显弱于原油。其中，上半年调油逻辑和装置检修带来的供应缩减支撑 PTA 价格维持高位，期现在二季度也保持正基差结构。而下半年亚洲芳烃现货的宽裕和 PTA 累库压力使得 PTA 及 PX 价格一路下跌，基差也维系弱势，曲线结构转为 Contango。尽管九月底宏观政策利好一度短暂提振盘面价格，PTA 现实端累库的压力仍使价格反弹压力重重，月间价差一度走向无风险套利水平，仓单量激增。

站在当下节点，调油逻辑的弱化和累库压力对产业信心的打压仍在持续，PTA 及 PX 估值处于低位震荡状态。但梳理产业链上下游格局，我们认为明年 PTA 及 PX 仍存在逆袭的机会。

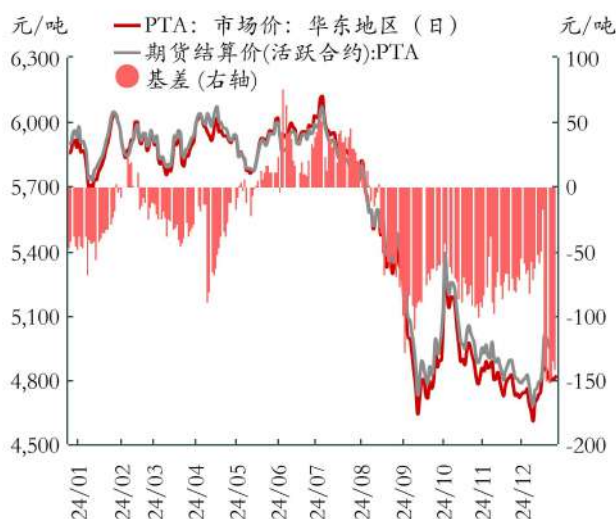
图表 1：原油-石脑油-PX-PTA 价格指数



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

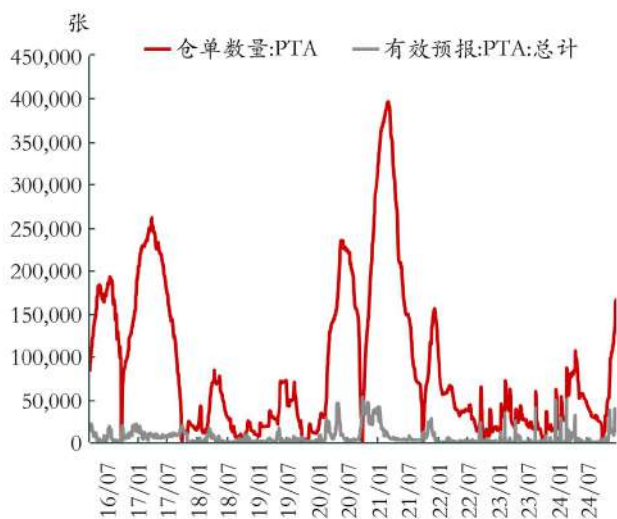
*指数，2024/01/02=100

图表 2：PTA 期现价格与基差



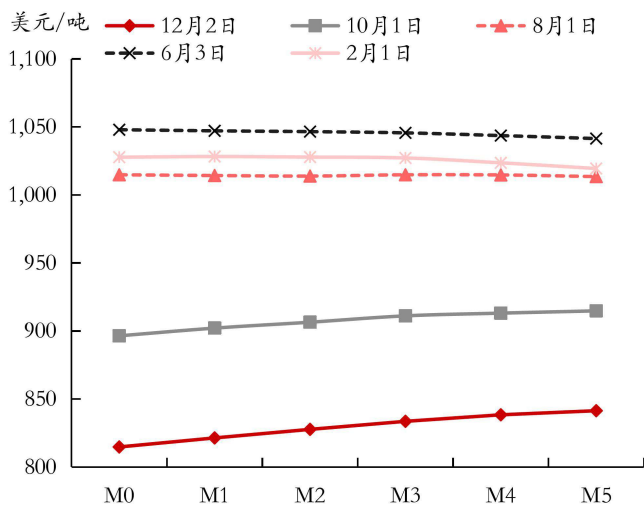
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：PTA 仓单及有效预报



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：SGX PX 掉期结构



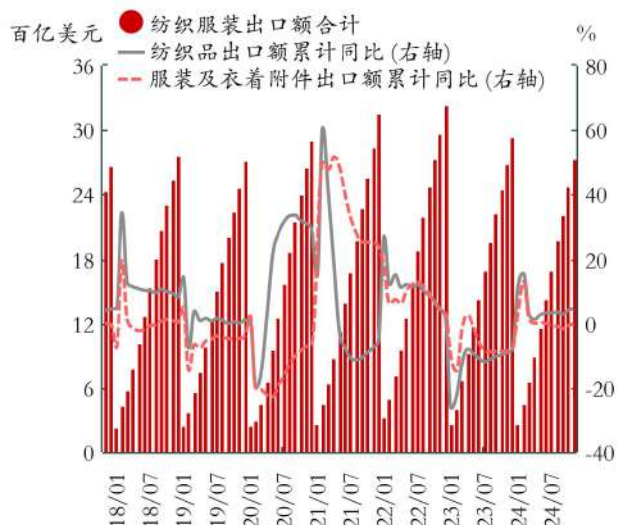
资料来源：SGX，东证衍生品研究院

2、纺织服装：价减量增，消费韧性仍存

2024 年终端纺织服装消费总体呈现价减量增的状态。1-11 月中国纺织品、服装累计出口额分别为 12.88 百亿美元、14.42 百亿美元，累计同比分别为 4.6%、-0.2%。1-11 月中国纺织品、服装累计零售额分别为 130.73 百亿元、94.93 百亿元，累计同比分别为 0.4%、0%。从总额来看，年内终端纺服出口和内需均保持高开低走的态势。但消费总额很大程度上受到了化纤和棉等原料价格下跌的拖累。剔除价格因素，单看今年 1-10 月纺服 50-63 章出口量同比仍有明显增长，例如化纤服装、无纺布物等多数品类出口量均有 10% 以上的增长。

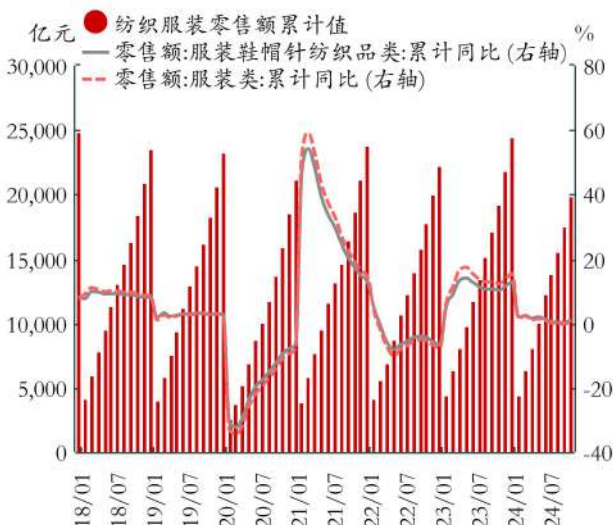
展望明年，终端纺服需求面临多方面不确定性。首先，美国关税对纺服出口有长期利空压力，但关税实施前的抢出口行情可能会一定程度抵消明年年内的减量。其次，如果外需压力较大，国内对消费端的政策可能进一步加码。所以整体而言，我们倾向于明年纺服消费能维持一定韧性，但消费量的增速可能会边际放缓。

图表 5: 中国纺织服装出口额



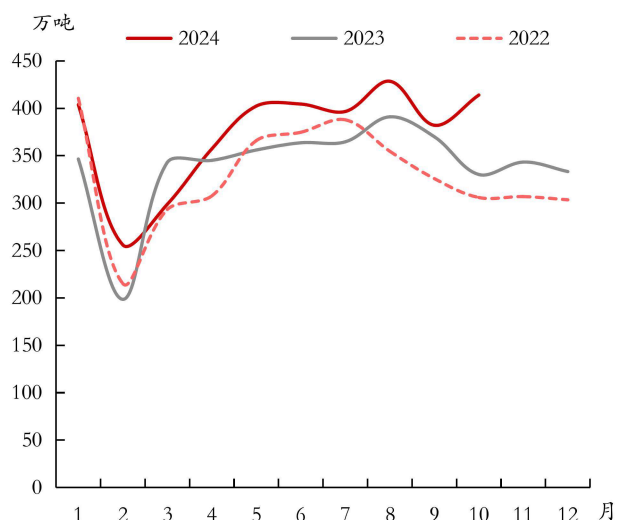
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 中国纺织服装零售额



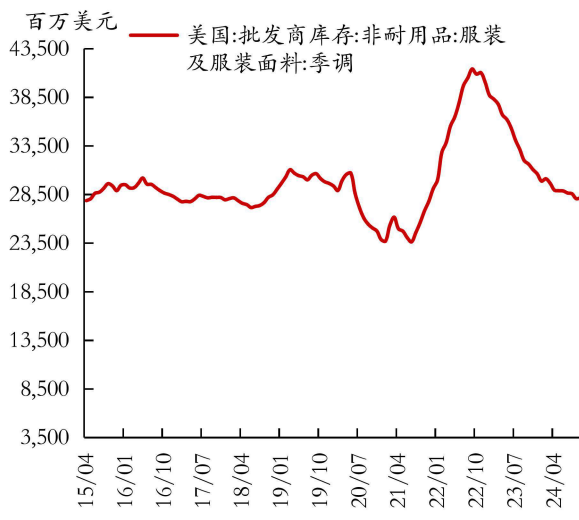
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 海关纺服类税则号 50-63 章出口量



资料来源: CCF, 东证衍生品研究院

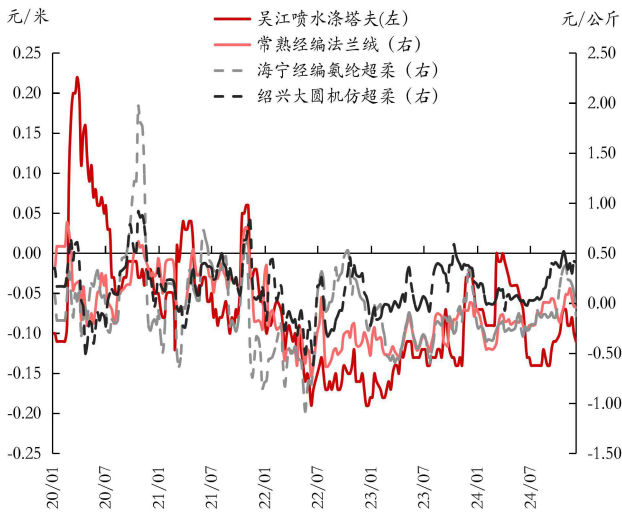
图表 8: 美国纺服批发商库存



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

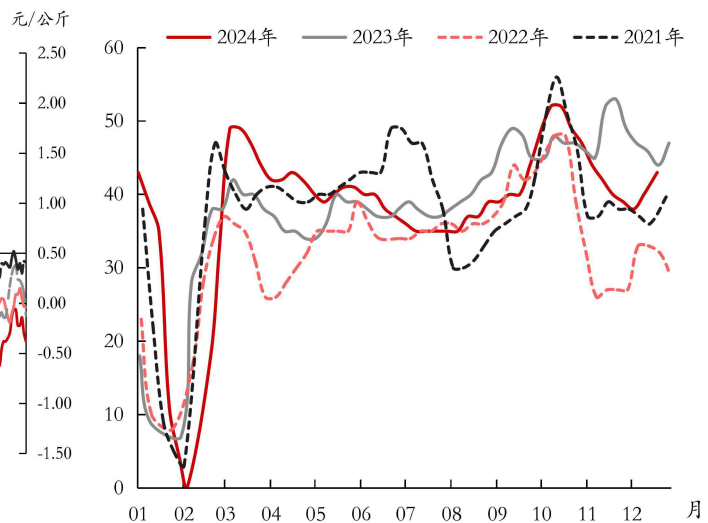
织造环节订单量维持高开工,但效益改善幅度小。年内织造环节整体负荷保持偏高水平,但多年的产能扩张导致织造厂利润依然较低,行业持续价格战模式。今年织造企业心态普遍较为谨慎,不愿意做过多的行情博弈。因此在原料采购的成本端,织造厂刚需补货的心态进一步加强,投机意愿下滑。这也是今年聚酯工厂促销手段有效性骤降的主要原因。总之,织造环节自身利润的修复路程可能仍有阻力,但只要订单量没有大幅下滑,该环节对聚酯原料的消化依然较为顺畅。

图表 9：织造企业生产效益



资料来源：CCF，东证衍生品研究院

图表 10：织造企业订单指数

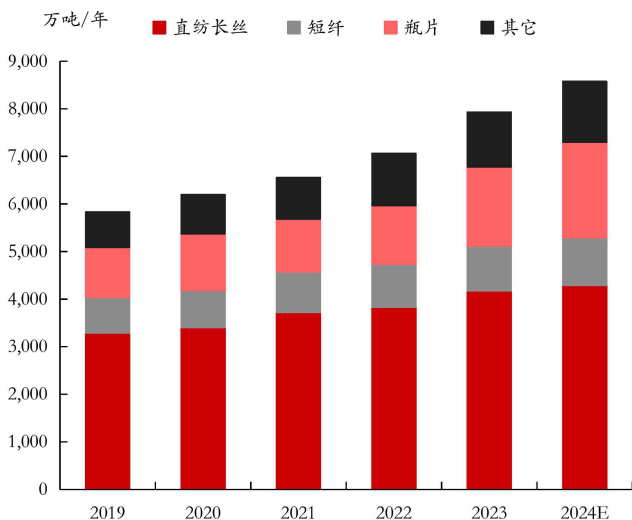


资料来源：CCF，东证衍生品研究院

3、聚酯：各品类供需进一步分化，高基数下产量增速或有回落

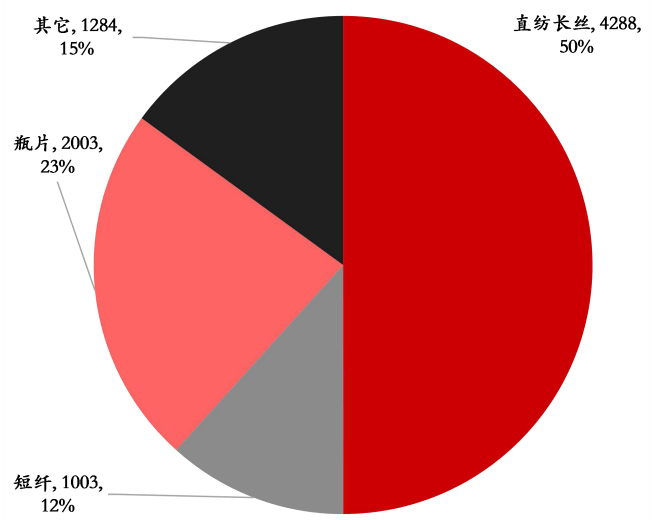
2024 年聚酯需求表现再度超出市场预期。据 CCF 口径，2024 年聚酯新增产能 614 万吨/年。预计 2024 年底聚酯产能合计 8578 万吨/年，同比增加 7.4%，少量老旧产能待剔除。从结构来看，直纺长丝、短纤、瓶片以及其它品类产能分别为 4288 万吨/年、1003 万吨/年、2003 万吨/年、1284 万吨/年，占比分别为 50%、12%、23%、15%。从产量上看，1-11 月聚酯产量合计 6775 万吨，同比增长 11.9%。聚酯产量增速比市场年初预计更高，需求端韧性较强。

图表 11：中国聚酯产能变化



资料来源：CCF，东证衍生品研究院

图表 12：中国聚酯产能结构

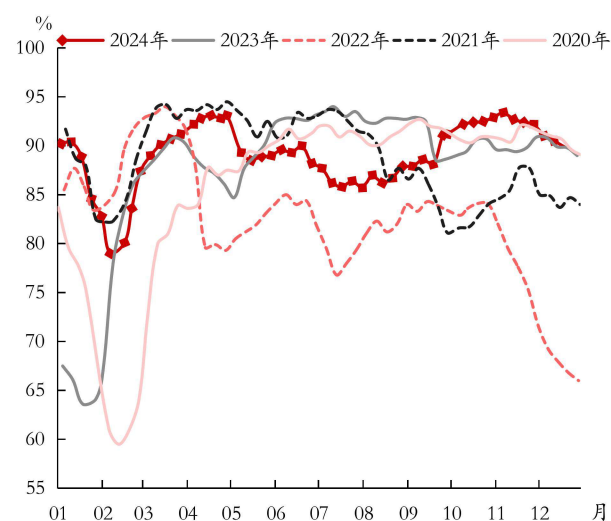


资料来源：CCF，东证衍生品研究院

从近两年下游聚酯和织造的库存情况来看，聚酯较高的新增产量基本都由真实需求消化而非留存在产成品库存中。从消化途径来看，聚酯内需和出口分别占比约 83%、17%。

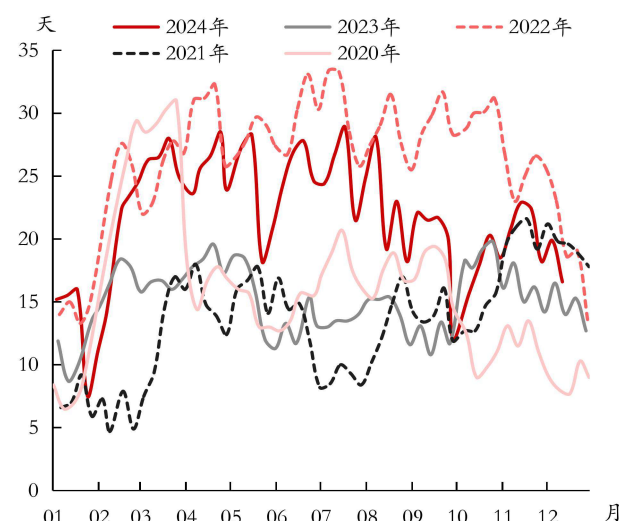
其中，聚酯产量减聚酯出口量代表内需消化掉的部分。2024 年 1-11 月国内聚酯消耗量合计 5616 万吨，累计同比增加 11.7%。由于年初聚酯工厂一直保持偏高负荷运行，上半年聚酯产成品一度有中性偏高的库存压力。但下半年金九银十仍带动了聚酯库存去化，年底化纤产成品再次处于偏低库存水平。

图表 13：聚酯综合负荷



资料来源：CCF，东证衍生品研究院

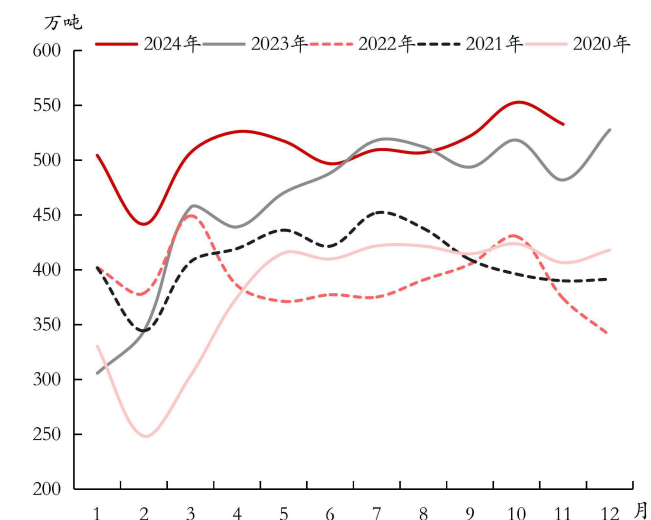
图表 14：POY 库存



资料来源：CCF，东证衍生品研究院

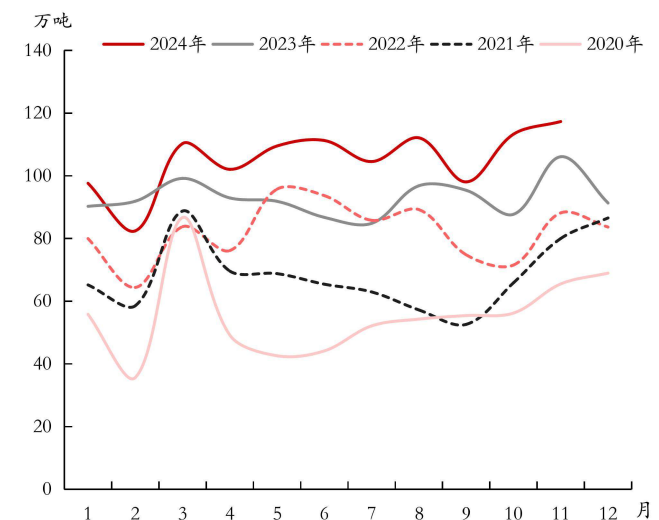
聚酯出口延续高增长态势。2024 年 1-11 月，聚酯累计出口 1158.6 万吨，累计同比增长 13.2%。其中，长丝、短纤、瓶片、切片、薄膜分别出口 352.1 万吨、119.9 万吨、522.9 万吨、99.4 万吨、64.3 万吨，累计同比分别为-5%、7.5%、26.1%、29.7%、27.5%。其中长丝出口量下降主要受印度/土耳其/孟加拉长丝新产能投放以及印度 BIS 证影响，出口至其他国家的长丝总量仍有 10% 以上的增长。即便 2025 年美国关税政策制约中国纺织出口，聚酯出口预计仍将受益于海外原料缺口而延续增长。

图表 15: 聚酯月度产量-出口量



资料来源：CCF，中国海关总署，东证衍生品研究院

图表 16: 聚酯月度出口量



资料来源：中国海关总署，东证衍生品研究院

2025 年聚酯新增产能增速放缓，新产能投放主要集中在瓶片。初步统计，2025 年聚酯计划投放产能合计 587 万吨/年，产能增速约 6.73%。其中，长丝、短纤、瓶片、其他品类分别计划投产 147 万吨/年、10 万吨/年、290 万吨/年、140 万吨/年。长丝、短纤、瓶片的产能增速分别为 3.4%、1%、14.5%。长丝和短纤计划新增产能较前几年进一步缩减，瓶片仍处于高速投产阶段。2024 年长丝和短纤的利润已经受益于产能增速下降而同比改善，瓶片加工费则维持低位波动。预计明年产能周期的差异也将使得聚酯各品类利润进一步分化。

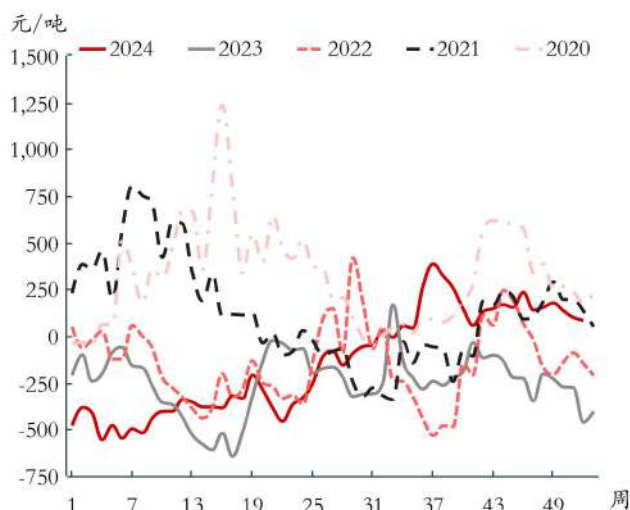
图表 17: 2025 年中国聚酯计划投放产能

装置	产能 (万吨/年)	投产时间	配套产品	地点
恒超 3 期 (桐昆)	20	2025 年 1 季度	长丝	嘉兴
安徽佑顺 (桐昆)	30	2025 年上半年	长丝	安徽
福建恒海 (桐昆)	30	2025 年	长丝	福建
中鸿 CP1 (新凤鸣)	25	2025 年 1 季度	长丝	嘉兴
中鸿 CP2 (新凤鸣)	40	2025 年年底	长丝	嘉兴
汇隆	2	2025 年	长丝	湖州
华西村	10	2025 年	短纤	江苏
仪征化纤	50	2025 年 (2024 年推迟)	瓶片	江苏
三房巷	150	2025 年 (2024 年推迟)	瓶片	江苏
逸普	30	2025 年	瓶片	新疆
富海集团	60	2025 年	瓶片	东营
浙江致祥	30	2025 年	切片	湖州
江苏裕兴	30	2025 年	聚酯薄膜	江苏

绍兴翔宇	60	2025 年	聚酯薄膜	绍兴
天龙新材	20	2025 年	土工布	锦州
合计	587			

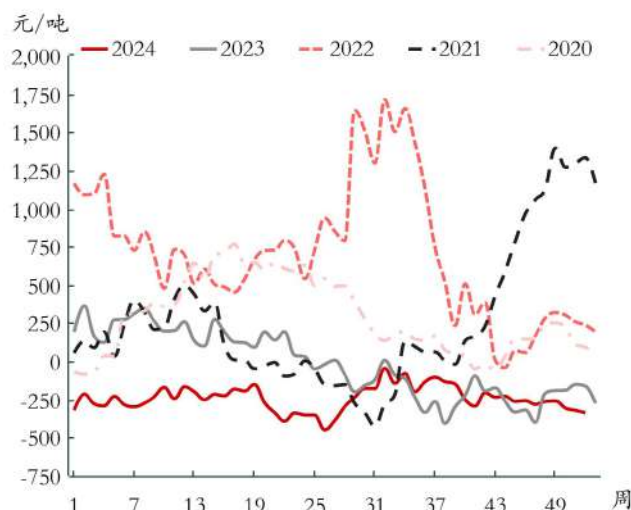
资料来源：CCF，隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 18：短纤利润



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 19：瓶片利润



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

总之，下游从终端需求总量、中间环节库存以及各环节利润情况来看是投机不足、刚需有余的状态。明年需求韧性大概率能支持聚酯产量进一步增长，但增速边际或放缓。疫情后聚酯需求已连续两年维持两位数以上的高增长率。由于新增产能增速边际放缓，另外考虑到瓶片新产能释放会挤出部分老旧产能、纺服出口可能面临关税压力等因素。假设明年聚酯新增产能全部投放，参考聚酯各品类的实际供需格局和季节性变化规律，我们对各品类逐月作产量预估。聚酯整体的实际产量增速会有所放缓，预计 2025 年聚酯产量合计 7814 万吨，增速在 5.43%。

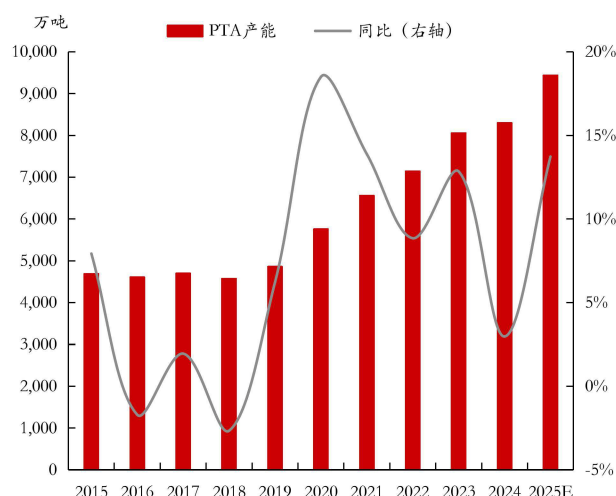
4、PTA：扩能周期下累库格局延续，加工费低位低波动

PTA 新增产能仍在持续投放。2024 年年内 PTA 合计投放 450 万吨/年新增产能（新凤鸣 300 万吨/年计入 2025 年），年底剔除虹港石化 150 万吨/年装置和扬子石化 60 万吨/年装置，行业产能合计 8301.5 万吨/年。2025 年 PTA 计划新投放产能合计 1140 万吨/年，产能增速 13.73%。预计 2025 年底国内 PTA 产能将达到 9441.5 万吨/年。从具体装置来看，PTA 生产企业主动扩产能的阶段已经过去，后续产能投放主要是聚酯企业向上配套原料产能。PTA 行业集中度将进一步提升，2025 年底 CR8 预计达到 82%。

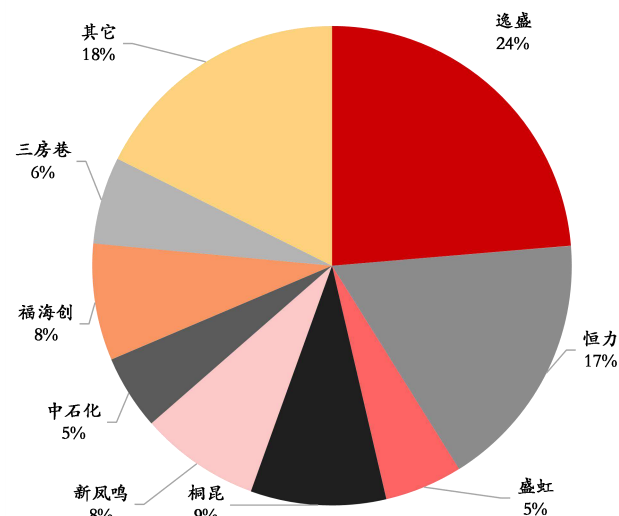
图表 20：2025 年中国 PTA 新增产能投产计划

生产企业	产能（万吨/年）	地址	投产/计划投产时间
独山能源	270	浙江	2024 年底至 2025 年初
虹港石化三期	250	江苏	2025H1
海伦石化三期	320	江苏	2025H2
福海创	300	福建	2025H2
2025 年合计	1140		

资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 21：PTA 产能及增速变化


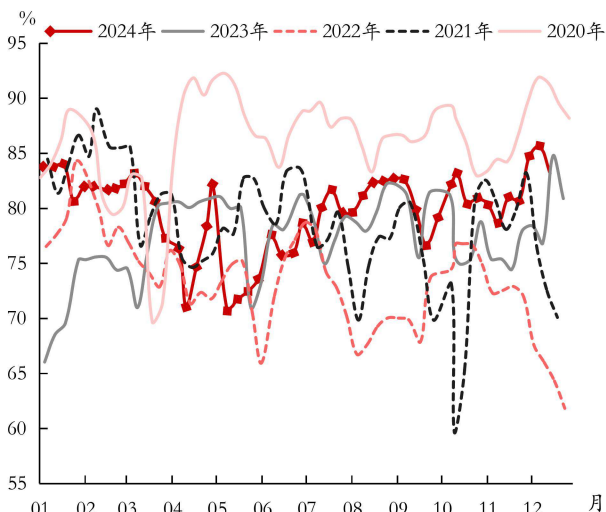
资料来源：CCF，东证衍生品研究院

图表 22：预计 2025 年底 PTA 产能分布


资料来源：CCF，东证衍生品研究院

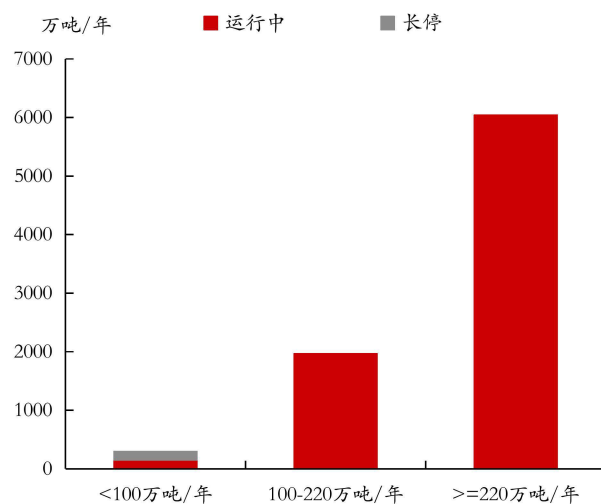
近几年 PTA 新产能投放仍伴随着老旧产能的退出，因此现在长停一年以上的 PTA 装置的比例仅占总产能 1.7%。**这意味着现有 PTA 产能基本都是有效产能，后续装置继续出清的难度较大。**除检修集中期以外，年内 PTA 行业整体维持 80% 以上的高负荷状态运行。由于目前大部分 PTA 装置都有上下游配套，明年行业整体可能仍然保持高产能利用率的状态。行业继续出清老旧产能的空间很小，未来大概率需要靠下游需求自然增长和部分新老装置替换来逐步消化近几年的产能增长。

图表 23: PTA 负荷



资料来源: CCF, 东证衍生品研究院

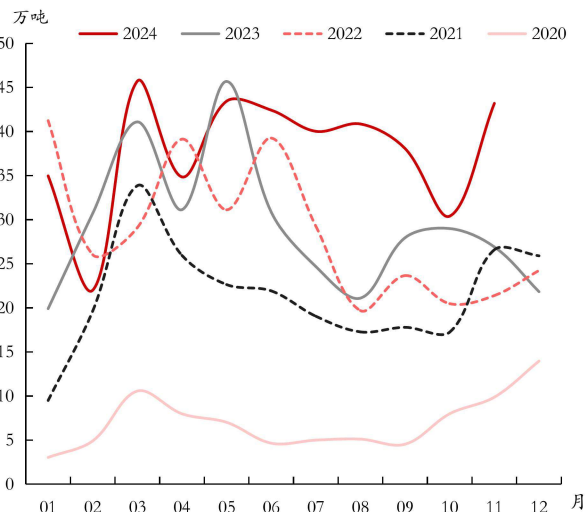
图表 24: PTA 装置运行状态



资料来源: CCF, 东证衍生品研究院

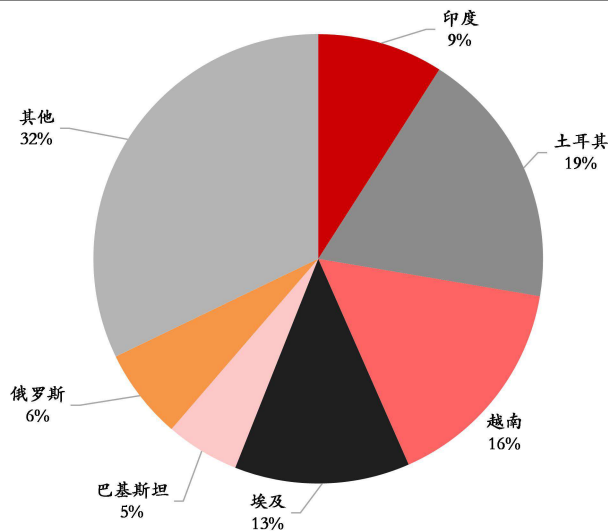
PTA 出口高增长，但消化新增产量的能力尚有限。2024 年 1-11 月，PTA 出口合计 416 万吨，同比增长 26.4%，增速远超市场预期。从贸易国来看，尽管去印度的 PTA 受 BIS 证影响有大幅缩减，出口土耳其、越南、埃及、俄罗斯、阿曼等国的量都有 20% 以上的增长。这些新增市场份额不仅消化掉印度的减量，甚至带来 PTA 出口总量进一步增长。底层逻辑和聚酯出口增长类似，还是终端纺服订单横向迁移以后，海外对上游原料有较大缺口。因此，明年 PTA 出口的增长也仍有望延续。但目前 PTA 出口占总产量比重仅 6.4%，远低于聚酯出口占聚酯产量的比重，尚难消化国内过剩产能。

图表 25: PTA 月度出口量



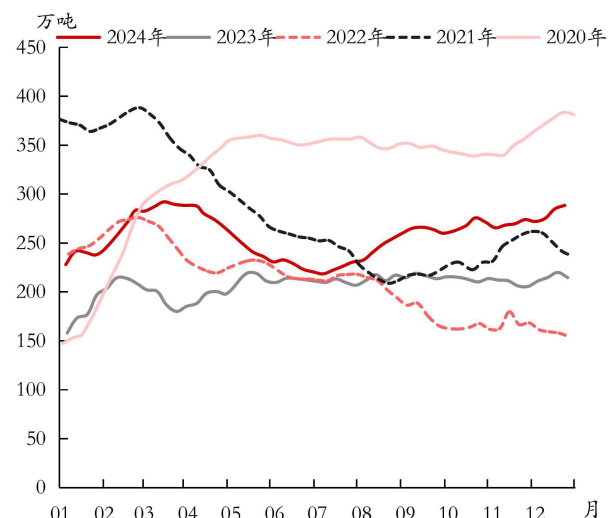
资料来源: 中国海关总署, 东证衍生品研究院

图表 26: 2024 年 1-11 月 PTA 出口量各国占比

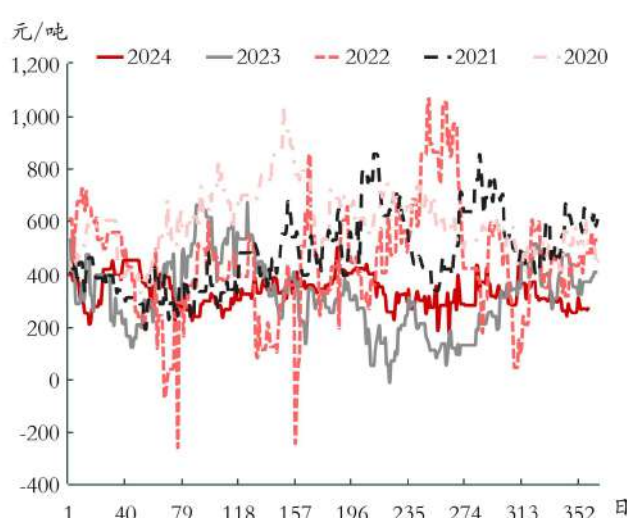


资料来源: 中国海关总署, 东证衍生品研究院

综合考虑 PTA 新装置投放和各装置年度检修的损失量, 预计明年 PTA 产量合计 7507 万吨, 同比增长 5.11%。就 PTA 自身供需而言, 需求端增速放缓, 而供应端仍大幅扩能的背景下, PTA 年度累库格局难以扭转。阶段性可能有装置检修带来的短期去库。但如果龙头企业没有出现大幅度集中检修, PTA 供应整体偏宽松, 加工费的弹性想象空间就比较有限, 整体可能还是处于 200-500 元/吨区间震荡。

图表 27: PTA 社会总库存


资料来源: 杭州忠朴, 东证衍生品研究院

图表 28: PTA 加工费


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 29: 2025 年 PTA 月度平衡表预测 (单位: 万吨)

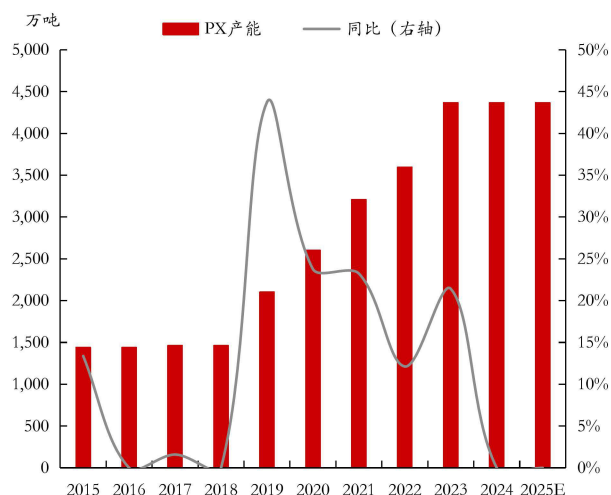
单位: 万吨	PTA 产量	进口量	出口量	需求量	表观需求	产量累计同比	需求量累计同比	表观需求累计同比	库存变化	聚酯产量	聚酯端 PTA 需求量
2024年1月	591	0.10	34.97	536	556	31.92%	49.40%	29.62%	20.42	602	515
2024年2月	563	0.29	22.01	466	541	29.66%	33.37%	30.52%	74.88	524	445
2024年3月	591	0.07	45.72	547	545	24.47%	24.29%	25.24%	(2.00)	617	524
2024年4月	566	0.06	34.85	555	531	19.62%	22.23%	20.07%	(23.59)	628	534
2024年5月	568	0.01	43.36	554	525	16.42%	19.63%	17.03%	(29.30)	627	533
2024年6月	575	0.02	42.43	538	533	14.72%	16.91%	14.86%	(5.21)	608	517
2024年7月	609	0.00	40.03	543	569	13.97%	14.37%	13.69%	26.07	614	522
2024年8月	621	0.00	40.90	547	580	13.19%	12.50%	12.47%	32.95	619	526
2024年9月	601	0.00	38.00	548	563	12.64%	11.55%	11.82%	15.00	620	527
2024年10月	628	0.00	30.40	587	598	12.63%	11.28%	11.94%	10.50	666	566
2024年11月	608	0.28	43.20	574	565	12.72%	11.13%	11.87%	(8.42)	650	553
2024年12月	621	0.00	35.00	576	586	11.96%	10.55%	10.97%	10.26	653	555
2025年1月	636	0.00	35.00	532	601	7.54%	-0.68%	7.99%	68	598	511
2025年2月	574	0.00	35.00	520	539	4.82%	5.02%	3.85%	19	584	499
2025年3月	614	0.00	35.00	579	579	4.48%	5.30%	4.59%	-1	653	558
2025年4月	594	0.00	40.00	574	554	4.59%	4.82%	4.51%	-20	647	553
2025年5月	624	0.00	45.00	611	579	5.63%	5.97%	5.65%	-32	690	590
2025年6月	604	0.00	40.00	573	564	5.53%	6.06%	5.68%	-9	645	552
2025年7月	631	0.00	40.00	579	591	5.25%	6.14%	5.42%	13	652	558
2025年8月	609	0.00	35.00	583	574	4.30%	6.18%	4.57%	-9	657	562
2025年9月	632	0.00	35.00	575	597	4.39%	6.03%	4.73%	22	648	554
2025年10月	653	0.00	35.00	613	618	4.35%	5.86%	4.59%	5	693	592
2025年11月	654	0.00	35.00	593	619	4.65%	5.62%	5.05%	27	669	572
2025年12月	682	0.00	35.00	605	647	5.11%	5.58%	5.53%	42	683	584

资料来源: CCF, 隆众资讯, 东证衍生品研究院

5、PX：存量产能提负空间有限，供需边际或迎来改善

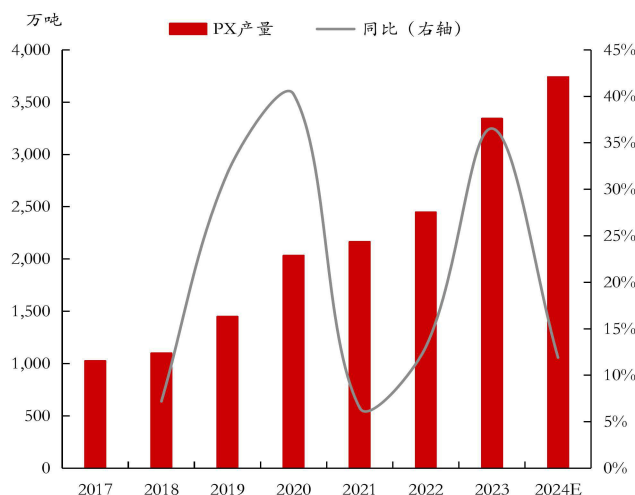
2024 年是国内 PX 产能投放真空期，全球仅印尼 TPPI 扩能 23 万吨/年。截止年底，中国 PX 产能维持在 4367 万吨/年，占亚洲总产能 55.2%。明年中国 PX 仍未有明确的新增产能计划，裕龙 300 万吨/年的新装置暂时计入 2025 年底投放，但具体进度仍需等待批文进展。海外方面，印度有一套 80 万吨/年的新装置计划下半年投放，沙特 85 万吨/年的装置也有投产可能，但不确定性较大。所以，从新增产能的角度来看，当前似乎又来到和去年年底相似的节点：即来年国内 PX 新产能投放可能为零，而 PTA 有千万吨级别新增产能，上下游产能投放节奏存在错配。

图表 30：PX 产能及增速变化



资料来源：CCF，东证衍生品研究院

图表 31：PX 产量及增速变化



资料来源：CCF，东证衍生品研究院

图表 32：2025-2026 年全球 PX 产能投放计划

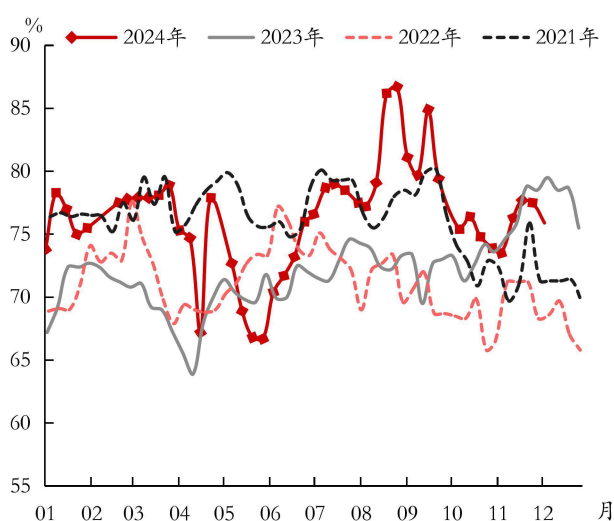
生产企业	地址	产能（万吨/年）	投产时间
印度石油	印度	80	2025 年下半年
裕龙石化	中国	300	预计 2025 年年底或 2026 年
Aramco Jazan	沙特	85	2025 年有投产可能
2025 年合计	465		
华锦石化	中国	200	预计 2026 年投产
九江石化	中国	150	预计 2026 年投产
2026 年合计	350		

资料来源：CCF，东证衍生品研究院

但从产量增长的角度而言，我们认为此刻同去年底的展望是有所差异的。根据 CCF 口径统计，2024 年 1-11 月国内 PX 产量合计 3415 万吨，累计同比增长 13%。国内 PX 年度平均负荷较去年从 76.6% 提升至 82.3%。分具体装置来看，2023 年投放的新装置负荷爬坡空间较大，部分国营炼厂 PX 产出也明显增加。也就是说，在没有新增产能的情况下，2024 年国内 PX 装置仍通过存量产能负荷提升实现了产量的高增长。而根据目前初步检修计划来看，明年国内 PX 装置检修量不低，约有 1179 万吨/年的产能会有年度检修，主要集中在 4-8 月和年底。2025 年国内 PX 存量产能继续提负的空间可能很有限。

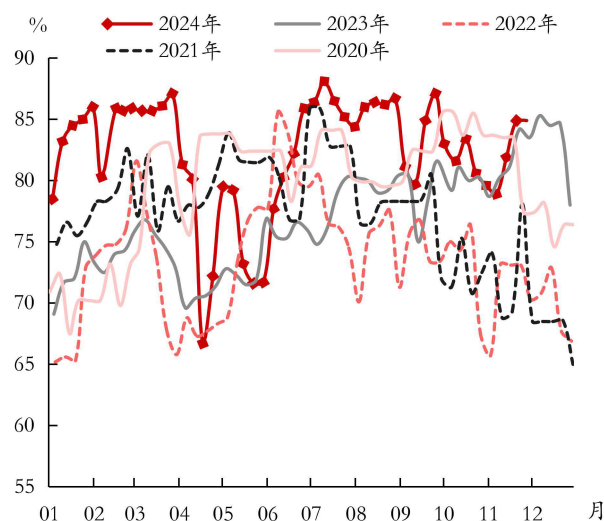
因此，在没有新增产能和存量产能提负空间有限的两大限制因素下，明年 PX 国内供给提升空间受限。

图表 33：亚洲 PX 负荷



资料来源：CCF，东证衍生品研究院

图表 34：中国 PX 负荷



资料来源：CCF，东证衍生品研究院

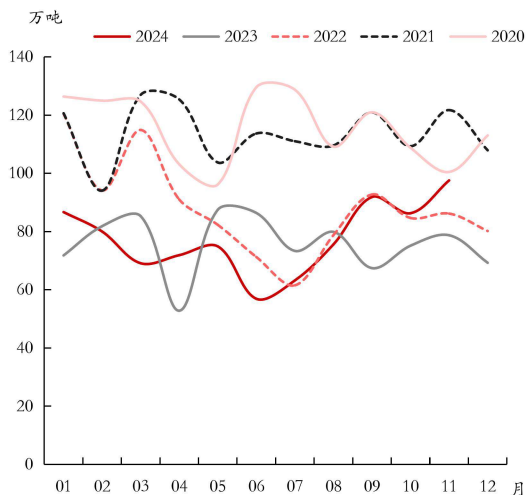
图表 35：2025 年中国 PX 装置检修计划

地区	企业名称	产能 (万吨/年)	检修时间
江苏	扬子石化	89	3 月 20 日开始检修 45 天
广东	中海惠州	150	3-4 月检修 50-60 天
江西	九江石化	90	4-5 月检修 2 个月
海南	海南炼化	100	4 月开始检修 1 个月
福建	福海创	160	6-7 月检修 2 个月
大连	福佳大化	140	7-8 月检修两个月
上海	上海石化	60	10-12 月检修 55 天
南京	金陵石化	60	11-12 月检修 60 天
福建	中化泉州	80	12 月初检修 45 天
浙江	浙石化	250	有检修计划，具体细节未定
合计		1179	

资料来源：卓创资讯，隆众资讯，东证衍生品研究院

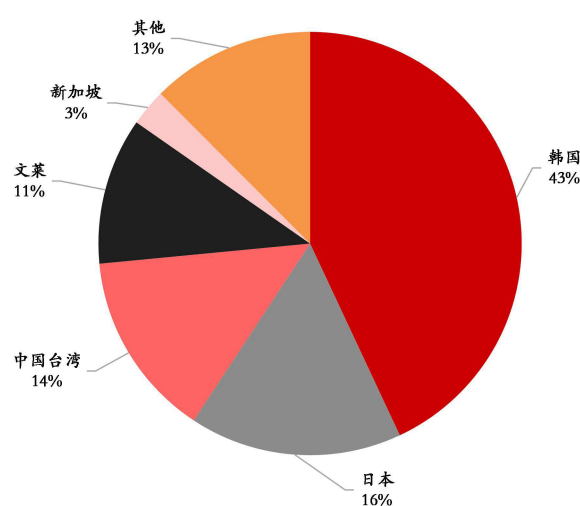
除国内供应以外，进口供应边际变化也至关重要，进口货源仍是PX现货主要来源。2024年1-11月PX进口量合计854.2万吨，累计同比增长1.6%，进口依赖度进一步降低至20%。进口货源结构整体稳定，韩国、日本和中国台湾依然是主要进口来源地，占进口总量的73%。文莱、印度、越南、阿曼和印尼进口量有同比增长，但科威特、新加坡、伊朗进口量同比降低。

图表 36: PX 月度进口量变化



资料来源：中国海关总署，东证衍生品研究院

图表 37: 2024 年 1-11 月 PX 进口量各国占比



资料来源：中国海关总署，东证衍生品研究院

今年年内调油逻辑弱化后，PX进口量自7月起开始环比回升，带来宽裕的现货流动性，PX价格随之持续承压。目前市场普遍对明年汽油需求预期偏悲观，进而担忧调油料回流亚洲带来供应压力。但我们认为此预期有修正的可能性。

首先，目前已公布的2025年海外PX检修计划较去年底明显偏多。按照2024年海外装置计划内和计划外的所有检修核算，损失量约181万吨。2025年海外PX装置约1085.5万吨/年的产能已公布将涉及年度检修，我们粗略核算明年检修计划带来的损失量已达134万吨。如果考虑部分尚未公布检修计划的产能以及意外减停，明年海外PX总体损失量预计不会低于2024年，也就意味着海外供应扩张空间也是受限的。即便印度80万吨/年的新装置在明年下半年顺利投产，带来的增量也相对有限。

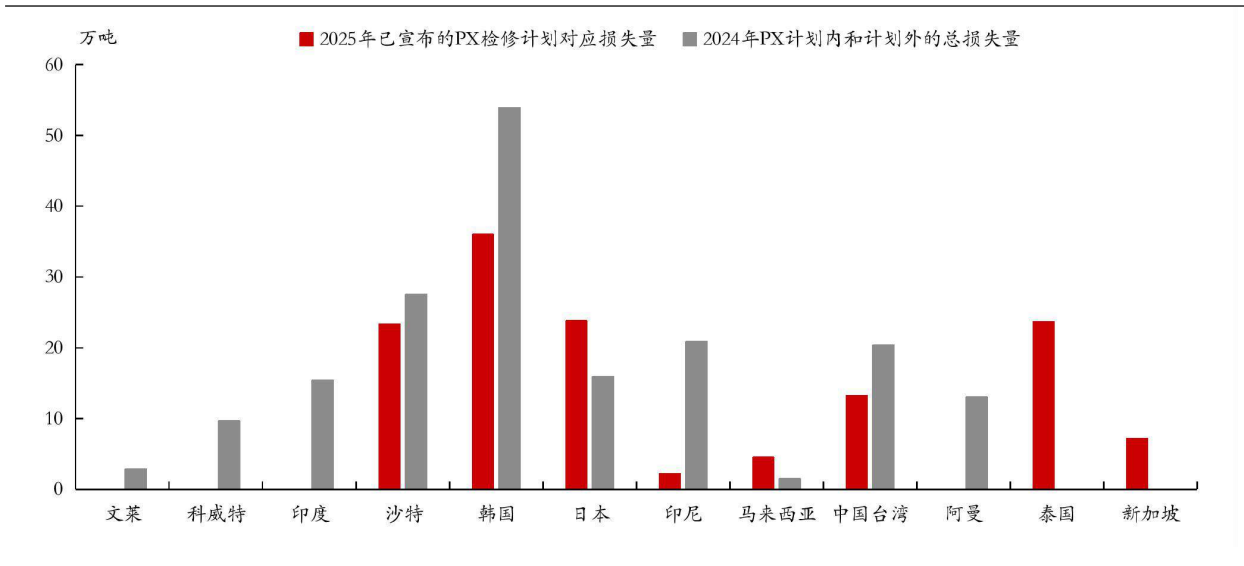
图表 38: 2025 年亚洲 PX 装置检修计划

地区/国家	企业名称	产能 (万吨/年)	检修时间
印尼	印尼石油	27	3-4 月检修 30 天
韩国	SK	40	3 月检修 1 个月
韩国	SOIL	100	3 月检修两周

韩国	韩华	124	8 月底两个月
韩国	LOTTE	50	4 月中旬计划检修 2 个月
中国台湾	FCFC	40	4 月检修 30-40 天
中国台湾	FCFC	72	9 月检修 30-45 天
日本	ENEOS	19	5 月检修 2 个月
日本	ENEOS	38	2 月检修 2 个月
日本	ENEOS	24	9 月检修 1.5-2 个月
日本	ENEOS	24	9 月检修 1.5-2 个月
日本	出光	26.5	6-8 月检修 3 个月
马来西亚	马油	55	4 月底检修 30 天左右
泰国	THAI OIL	53	8 月检修 35 天
泰国	PTT1#	54	Q2 计划检修 40 天
泰国	PTT2#	77	Q4 检修 40-60 天
新加坡	EXXON SG	58	8-9 月检修 45 天
沙特	SATORP	70	10-11 月检修 30-45 天
沙特	PetroRabigh	134	4-5 月检修 40 天
合计	1085.5		

资料来源：卓创资讯，隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 39：2025 年 PX 检修计划对应的各国损失量

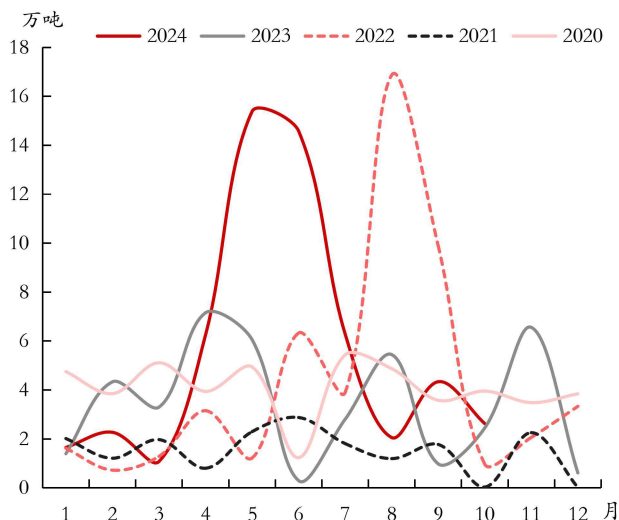


资料来源：CCF，卓创资讯，隆众资讯，东证衍生品研究院

其次，美国的芳烃进口结构趋于稳定，对亚洲货源的进口依赖度偏高。2024 年 1-10 月美国 PX、二甲苯、甲苯的进口量累计同比分别为 18.8%、65.1%、-12.1%，美国芳烃进口总量仍维持明显增长，且亚洲货源占到一半以上供应比例。因此，今年调油逻辑的弱

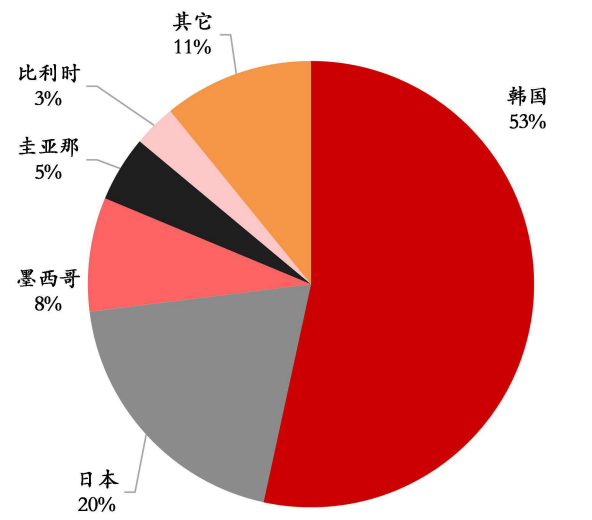
化并非是北美跳过亚洲芳烃货源找到其它替代渠道，而是亚洲区域内供应宽松的影响和芳烃贸易流经过三年重置后溢价消退。且调油料估值季节性走强的幅度确实会受到汽油估值波动幅度的影响。由于明年汽油估值强弱又涉及到美国消费、美联储货币政策以及特朗普政策等因素综合影响，目前市场对汽油需求仍是雾里看花、尚难定论。如果汽油利润弹性低于往年，确实会限制 MX、PX 估值反弹空间。但季节性出行旺季里北美市场对亚洲芳烃的分流仍是大概率事件。

图表 40：美国 MX 进口量



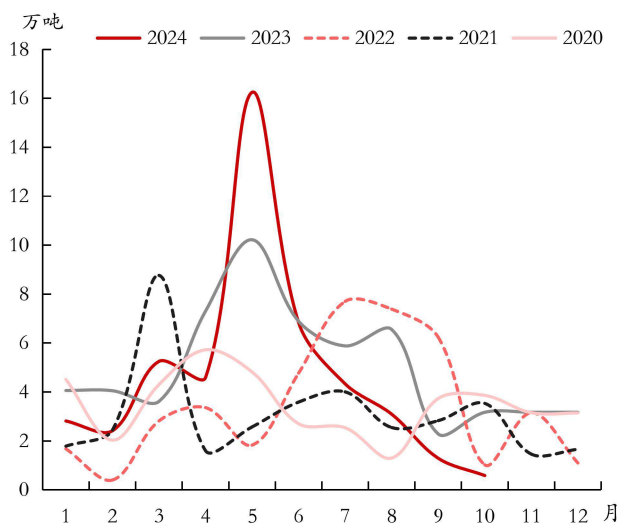
资料来源：美国海关总署，东证衍生品研究院

图表 41：美国 2024 年 1-10 月 MX 进口来源占比



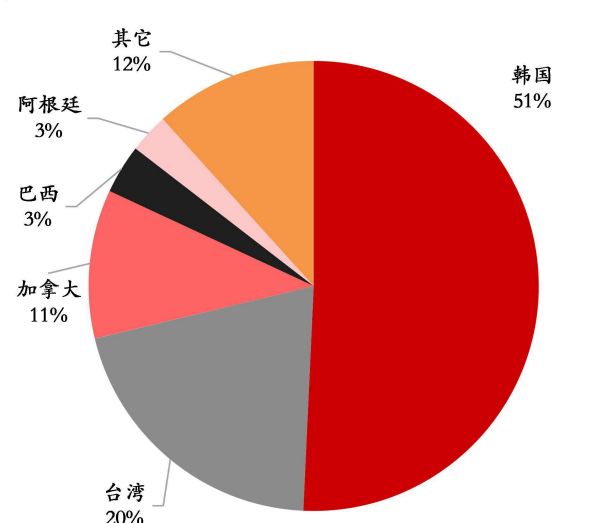
资料来源：美国海关总署，东证衍生品研究院

图表 42：美国甲苯进口量



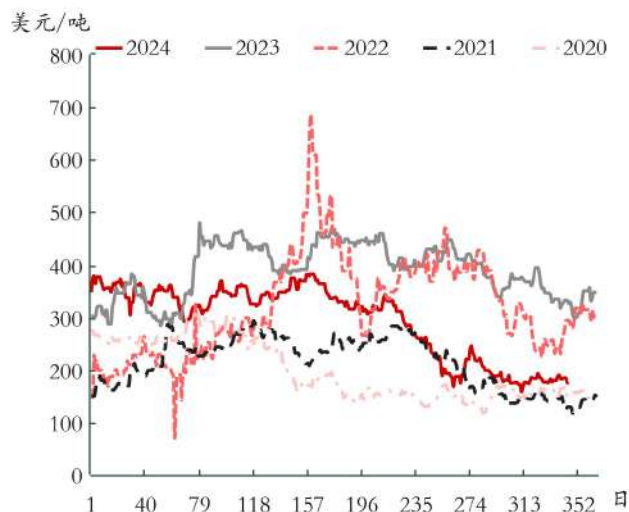
资料来源：美国海关总署，东证衍生品研究院

图表 43：美国 2024 年 1-9 月甲苯进口来源占比



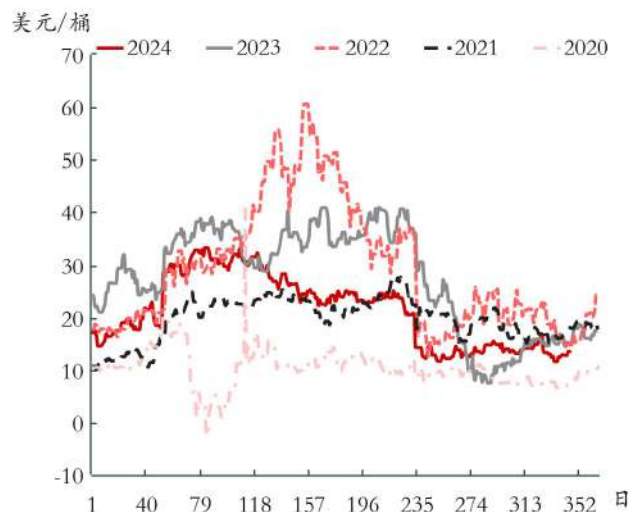
资料来源：美国海关总署，东证衍生品研究院

图表 44: PXN



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

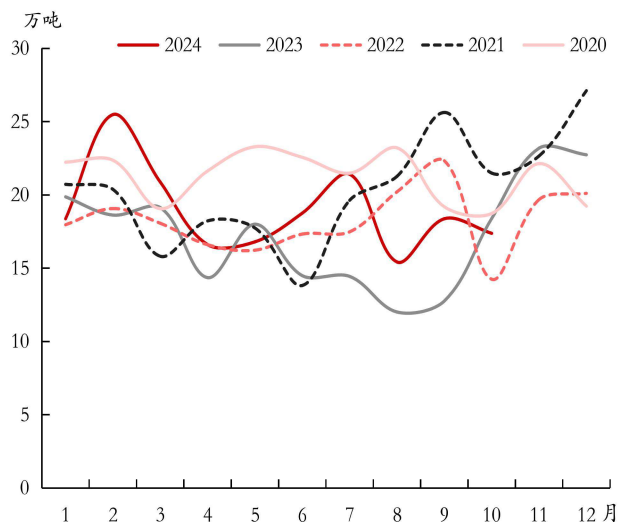
图表 45: 北美汽油裂解价差



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

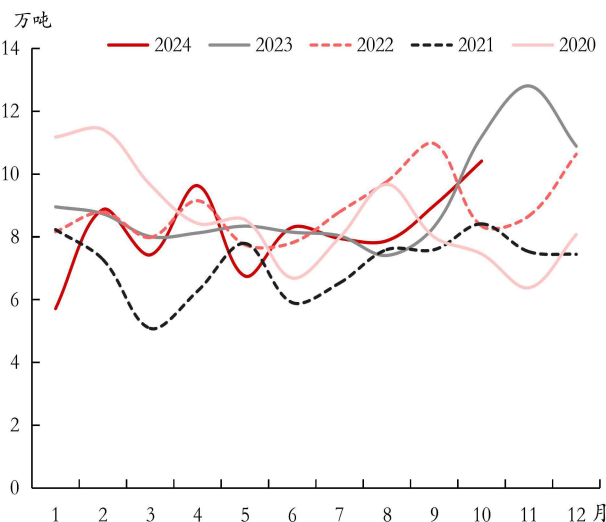
因此, 从PX 整体供应情况来看, 明年全球供应和今年相似点在于新增产能有限, 不同点在于明年存量产能提负空间较今年可能明显降低。这无疑是供需边际上偏利好的点。但对于PX 这种几乎没有流通库存的液体化工品而言, 仅看供需差可能也不能直接定性基本面的强弱。例如今年全年国内PX 供需平衡处于去库格局, 但估值反而承压, 主要因为去年底到今年一季度亚洲日韩库存较高, 且去年底长约签订比例偏低, 导致今年现货流动性冲击较大。目前来看, 韩国芳烃库存水平优于去年同期。低库存基数的情况下关注明年长约商谈比例, 如果长约比例提升叠加供需优化可能会提升PX 厂商窗口话语权。

图表 46: 韩国 PX 库存



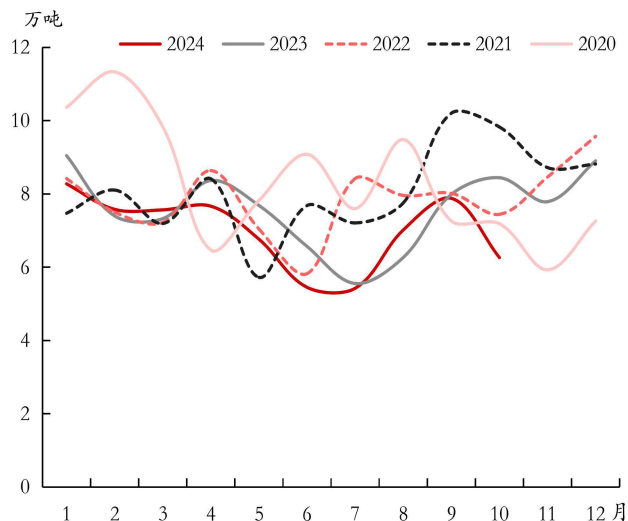
资料来源: KOSIS, 东证衍生品研究院

图表 47: 韩国 MX 库存



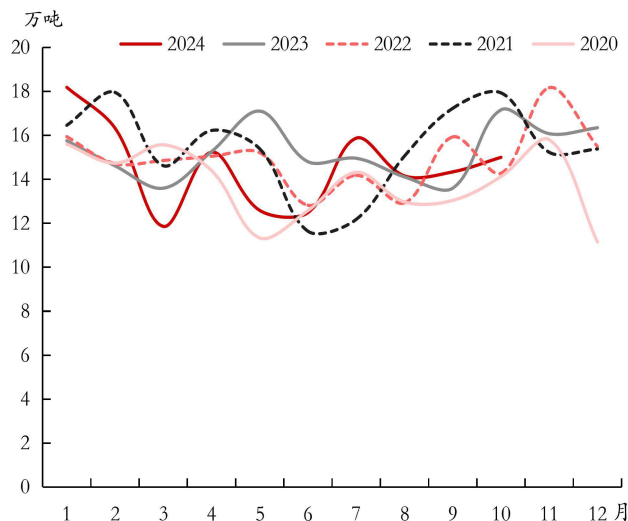
资料来源: KOSIS, 东证衍生品研究院

图表 48: 韩国甲苯库存



资料来源: KOSIS, 东证衍生品研究院

图表 49: 韩国纯苯库存



资料来源: KOSIS, 东证衍生品研究院

综合考虑 PX 海内外装置检修计划、调油贸易流季节性影响, 预计 2025 年 PX 国内产量合计 3809 万吨, 累计同比增长 1.58%; 2025 年进口量合计 1020 万吨, 累计同比增长约 8.3%。PX 供应端有效增速合计约 2.94%。假设 PTA 产量增速 5.11%, 2025 年国内 PX 全年以去库格局为主, 去库幅度约 162 万吨, 幅度远大于今年。即便调油逻辑不再过多抬升估值, PX 自身供需格局或有明显边际好转, 利润仍有修复机会。且对于 PX 这种几乎没有社会库存的品种而言, 如果去库完全兑现, 利润修复的斜率可能会偏陡。

图表 50: PX 月度平衡表预测 (单位: 万吨)

单位: 万吨	PX产量	进口量	出口量	需求量	表观需求	产量累计同比	需求量累计同比	表观需求累计同比	库存变化	PTA产量	PTA对PX需求量
2024年1月	315	87	0.00	391	402	35.19%	31.92%	31.79%	10.68	591	387
2024年2月	305	80	0.00	372	385	34.78%	29.66%	28.20%	12.54	563	369
2024年3月	329	69	0.00	391	398	30.00%	24.47%	22.28%	7.04	591	387
2024年4月	278	72	0.00	374	350	24.82%	19.62%	20.30%	(.57)	566	371
2024年5月	287	75	0.00	376	362	20.93%	16.42%	16.19%	(.89)	568	372
2024年6月	295	57	0.00	380	352	18.47%	14.72%	12.84%	(.52)	575	377
2024年7月	327	63	0.00	403	390	17.36%	13.97%	11.86%	(.69)	609	399
2024年8月	331	75	0.00	411	406	16.20%	13.19%	11.04%	(.86)	621	407
2024年9月	318	92	0.00	398	410	15.18%	12.64%	11.28%	12.27	601	394
2024年10月	317	86	0.00	415	403	14.04%	12.63%	10.81%	(.19)	628	411
2024年11月	313	98	0.00	402	411	13.00%	12.59%	10.52%	8.32	608	398
2024年12月	335	88	0.00	411	423	12.14%	11.94%	10.30%	12.14	621	407
2025年1月	334	90	0.00	421	424	5.97%	7.54%	5.50%	3	636	416
2025年2月	302	85	0.00	380	387	2.47%	4.82%	3.00%	7	574	376
2025年3月	326	82	0.00	406	408	1.34%	4.48%	2.86%	2	614	402
2025年4月	298	80	0.00	393	378	2.66%	4.59%	4.03%	5	594	389
2025年5月	323	75	0.00	413	398	4.51%	5.63%	5.15%	5	624	409
2025年6月	309	78	0.00	400	387	4.53%	5.53%	5.89%	3	604	396
2025年7月	308	80	0.00	418	388	2.94%	5.25%	4.93%	0	631	414
2025年8月	319	85	0.00	403	404	2.06%	4.30%	4.20%	1	609	399
2025年9月	323	85	0.00	418	408	2.00%	4.39%	3.65%	0	632	414
2025年10月	326	90	0.00	432	416	2.10%	4.35%	3.61%	6	653	428
2025年11月	319	95	0.00	433	414	2.10%	4.65%	3.35%	9	654	429
2025年12月	323	95	0.00	451	418	1.58%	5.11%	2.94%	4	682	447

资料来源: CCF, 东证衍生品研究院

6、投资建议

基本面角度, 由于聚酯新增产能增速边际放缓, 另外考虑到瓶片新产能释放会挤出部分老旧产能、纺服出口可能面临关税压力等因素, 2025 年聚酯整体的实际产量增速会有所放缓, 预计 5.43%。产能周期的差异也将使得聚酯各品类利润进一步分化, 化纤品类利润有进一步修复的机会。PTA 供给端保持扩能节奏和高产能利用率水平, 预计明年 PTA 产量增速 5.11%。PTA 年度累库格局难以扭转, 加工费的弹性想象空间有限, 整体可能还是处于 200-500 元/吨区间震荡。总之, 对于 PTA 供需格局而言, 目前市场分歧不大。明年产业价格波动率可能主要在 PX 环节, 目前对汽油需求仍是雾里看花、尚难定论, 但北美对亚洲芳烃的分流已经常态化。在没有新增产能和存量产能提负空间有限的两大限制因素下, 明年 PX 国内供给提升空间受限, 而海外检修量也不低。PX 供应端有效增速合计约 2.94%, 全年预计是去库格局。即便调油逻辑不再过多抬升估值, PX 自身供需格局或有明显边际好转, 利润仍有修复机会。

估值角度, 假设明年布伦特原油 65-80 美元/桶区间震荡、PX-原油价差 270-420 美元/吨、PTA 加工费 300-400 元/吨, 对应 PX 估值范围在 6300-8450 元/吨、PTA 估值范围在 4450-5950 元/吨。

策略角度, PX、PTA 单边建议关注逢低布多的机会, 节奏上可以考虑在春节季节性累库压力过后布局。对于上下游利润强弱表达的头寸, 建议关注 PX-原油价差头寸逢低布多的机会。对于 PTA 加工费头寸, 整体仍以逢高布空的思路为主, 但空间可能不大。如果 PTA 仓单持续增长, 月间价差以偏反套思路对待, 如果仓单开始去化可以考虑反

向布局正套头寸。

7、风险提示

原油大幅波动、PTA/聚酯装置投产不及预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com