

2025商品年度报告 化工

PTA仍长期低估值

宁证期货投资咨询中心
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1775号

师秀明
投资咨询证号：
Z0001784
从业资格号：
F0255552

摘 要：

原油：欧佩克+推迟增产时间，并延长了自愿减产部分回归的时间计划表，或可延缓供应过剩时点、增强油价韧性，但较难改变整体基本面偏宽格局。2025欧美经济增长趋缓，叠加电动汽车渗透率的不断提升对汽油和柴油需求的不可逆挤占，而非OPEC+高供应增加以及特朗普主张加大本土传统能源开发，以美国为首的美洲国家原油产量增幅可能扩大，2025全球原油基本面过剩格局仍难改变。我们预期2025年油价中枢或有所下移，但降幅收窄。风险点：美国对伊朗制裁。

PX：PX产能、产量增速较往年均已明显放缓，而需求领域PTA仍处于扩张阶段。通过对供需格局推演来看，2025年多数时间中国PX市场将处于供需紧平衡格局。故2025年PX的紧平衡格局或将持续，聚酯链上游部分利润倾向于向PX转移。

PTA供需：

PTA:展望2025年，PTA仍处于产能大释放，新增产能向龙头企业集中的趋势演化中。1、产能严重过剩，长停装置仍会出现；2、开工率维持70-80%或为常态，低加工费仍为常态；3、明年海外PTA装置的投产预计会对我国的PTA出口造成一定冲击，但国内PTA装置一体化和规模化优势明显，海外一些老装置也面临PTA外溢的压力，PTA出口仍可启动，但增速或放缓。

聚酯：2025年，聚酯新增产能增速略有放缓，但供应压力不容小觑，将导致部分旧产能逐步出清，对盘面存在压制。短纤2025年暂无新装置投产计划，因此对比涤纶长丝和瓶片压力相对较小，而且该行业集中度相对较高，工厂减产挺价的效果或将好于聚酯的其它品种，加工费或好于瓶片和长丝。

结论和策略：由于PTA产业链整体过剩而且较为确定，故2025年PTA仍长期低估值。成本端，PXN价差或能小幅反弹，空间不大；原油油价震荡偏弱，下半年压力或更大。策略上，PTA把握俩点，其一，原油下跌期间，沽空PTA保值；其二、把握买PX卖PTA套利，或者买短纤卖PTA套利。

宁证期货投资咨询中心

目录

第1章 行情回顾 4
第2章 PTA供需情况 5
2.1. PTA供应情况 5
2.1.1 PTA产能仍在释放 5
2.1.2 PTA开工率偏高，产量增速尚可 7
2.2. PTA 需求分析 10
2.2.1 外需或趋势线走弱；内需内生动力仍不足 10
2.2.2 聚酯产能扩张 12
2.2.2 开工任性较强、出口增速高，利润压缩是2024年聚酯行业的主要特征 . . 13
第三章 上游分析 16
3.1. 原油情况 16
3.1.1 原油供应情况 16
3.1.2 原油消费情况 19
3.1.3 原油供需结论 21
3.2. PX 情况 21
3.2.1 PX产能投放进入尾声 21
3.2.2 PX供应增加，对外依存度下降，供需平衡 22
3.2.3 PX效应有望改善 23
第4章 行情展望与投资策略 25
免责声明 26

宁证期货投资咨询中心

图表目录

图 1 2024年度郑商所PTA主力合约价格走势图 4
图 2 PTA产能及增速（单位：万吨） 5
图 3 PTA有效产能及增速（单位：万吨） 7
图 4 PTA开工率（单位：%） 7
图 5 PTA月度产量情况（单位：万吨） 8
图 6 PTA月度产量情况（单位：万吨） 8
图 7 PTA出口主要国家占比（单位：%） 9
图 8 PTA加工费（单位：元） 9
图 9 PTA社会库存（单位：万吨） 10
图 10 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售值：单月值（单位：%） 11
图 11 纺织纱线、织物及制品:出口金额:累计值（单位：万美元） 11
图 12 服装及衣着附件:出口金额:累计值（单位：万美元） 11
图 13 聚酯历年产能及增速情况：（单位：万吨） 13
图 14 聚酯月度产量及增速（单位：万吨 %） 14
图 15 涤纶长丝利润（单位：元/吨） 14
图 16 涤纶短纤利润（单位：元/吨） 15
图 17 瓶片利润（单位：元/吨） 15
图 18 OPEC产量情况（单位：万吨/日） 17
图 19 美国原油产量（单位：万吨/日） 18
图 20 美国新钻井（单位：口） 18
图 21 美国在钻未完工井（单位：口） 19
图 22 不用区域原油需求情况 20
图 23 不同用途原油需求情况 20
图 24 中国不同用途原油需求情况 21
图 25 我国PX供应情况：（单位：万吨） 22
图 26 我国P进口情况：（单位：万吨） 23
图 27 石脑油、PX及PXN价格走势图（单位：美元/吨） 24

表 1 2024年度PTA新增产能情况 5
表 2 PTA长停装置情况 6
表 3 2024年度聚酯新增产能情况 12
表 4 2025年度聚酯计划新增产能情况 13
表 5 OPEC+减产明显表（单位：万吨/日） 16
表 6 中东主要国家财政平衡油价（单位：美元/桶） 17
表 7 2023-2025年度PX新增产能及计划新增产能情况 22

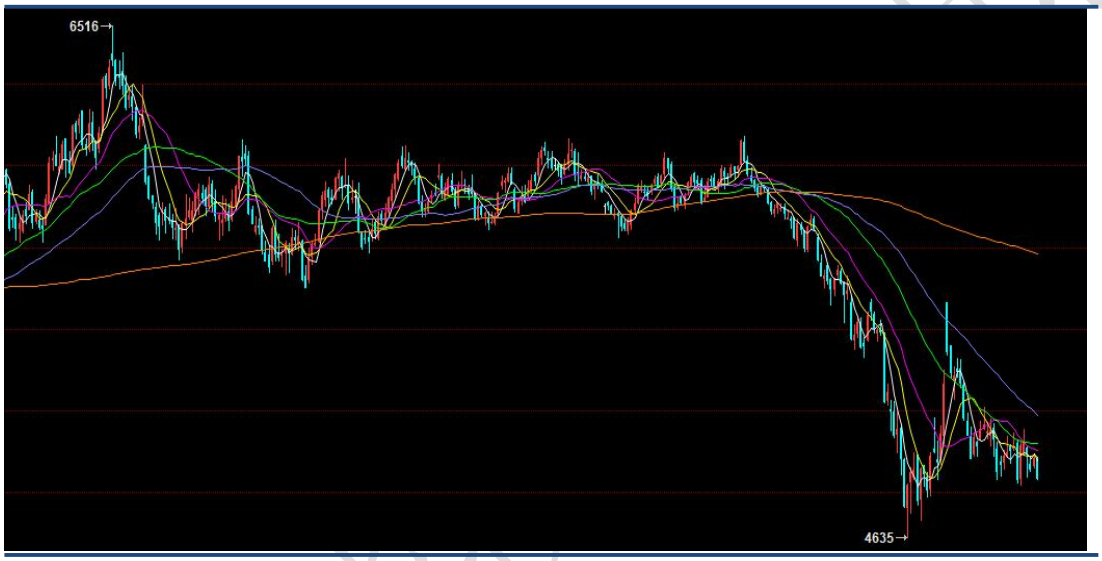
宁证期货投资咨询中心

第1章　行情回顾

2024年PTA整体走势大概可以分为二个阶段。2024年1-6月PTA偏震荡走势。7月份开始走弱。价格最高出现在7月初，最高在6105元/吨，最低出现在9月中旬为4640元/吨，震动幅度在1465元/吨附近。现货市场均价在5664元/吨。

1-6月份PTA市场震荡的原因有二：一是国际原油市场坚挺，成本端对PTA市场形成一定支撑，二是PTA自身货源充足，新装置投产，库存压力较大，对市场形成拖累，因此PTA市场维持箱体震荡行情。三季度，宏观经济运行转弱、三大机构连续下修原油需求，PX检修高峰结束，原油和PX加工费走弱，在成本失去支撑背景下，PTA价格持续回落，一直跌至9月份。9月下旬及10初，受伊朗和以色列冲突影响，PTA市场掀起一波涨势，但力度较弱，四季度市场再次走弱。

图 1 2024年度郑商所PTA主力合约价格走势图



数据来源：博易大师，宁证研究

第2章 PTA供需情况

2.1. PTA供应情况

2.1.1 PTA产能仍在释放

我国的PTA产能增长迅猛，从2005年至今，经历了两次高速增长时期，2006和2012年产能增速分别为41.04%和61.39%，由年产百万吨增加至几千万吨。由于产能增长过快，随后几年里，产能增速放缓。

自2019年底开始，新一轮PTA大投产周期开启，五年以来PTA产能年均增长率维持在10%以上，且新投产的均为200万吨以上的装置，行业平均加工成本明显降低，加工费长期处于偏低水平，过剩产能淘汰明显加速，2023年，国内PTA进入第二轮快速扩能周期，产能增加约1000万吨，同比增加近11.80%。

2024年国内PTA产能继续增加。据数据监测显示：截至2024年11月，2024年我国PTA总产能大约8512.5万吨。今年共新增两套新装置，分别是台化宁波2#150万吨PTA新装置3月下旬投产，4月上旬仪征化纤300万吨PTA新产能投产。此外，12月独山能源300万吨预计投产，若如此，2024年新增产能共计750万吨，增速为7.91%。

2025年Q2/Q3仍有两套装置投产，投产压力仍大。

表 1 2024年度PTA新增产能情况

生产企业	产能	计划投产时间
仪征石化3期	300	2024年4月初投产，已出料
宁波台化	150	2024年3月底投产，已出料
独山能源	300	计划12月份投产或2025年1季度
合计	750	
三房巷	320	2025年Q2/Q3
盛虹虹岗	250	2025年Q2/Q3

数据来源：宁证整理，宁证研究

图 2 PTA产能及增速（单位：万吨）



数据来源：隆众石化，宁证研究

从历年产能变化来看，一方面新产能大幅增加。另一方面，PTA长期停车装置也在逐年增加，2019、2020、2021年分别新增长停产能60万吨、219万吨、544万吨，虽然小装置基本完成出清，但产能过剩压力仍在加剧，2022年PTA工厂在检修频率及时长方面继续加码，部分中大型装置也开始出现长停现象，例如虹港石化150万吨装置自3月份停车至今，逸盛宁波200万吨装置停车时间也在5个月以上。2024年，洛阳石化也长停。另外6月还有长停装置江阴汉邦220万吨重启，但同时有254万吨装置从去年四季度到今年上半年开始一直长停，旧装置也在不断淘汰中。

表 2 PTA长停装置情况

生产企业	产能	停车时间
佳龙石化	60	2019年8月2日起停车，长期停车
蓬威石化	90	2020年3月9日停车，长期停车；2024年6月重启；8月底再次停车
天津石化	34	2020年4月17日停车，长期停车
汉邦石化1#	60	2020年5月9日停车，长期停车
扬子石化	35	2020年11月3日停车，长期停车
乌石化	9	2021年4月14日停车，长期停车
汉邦石化2#	220	2021年1月6日停车，长期停车；**2024年6月重启**
上海石化	40	2021年2月20日停车，长期停车
华彬石化	140	2021年3月6日停车，长期停车
利万聚酯	70	2021年5月13日停车，长期停车
逸盛宁波	65	2021年6月29日开始永久关停
盛虹	150	2022年3月
逸盛宁波	200	2024年2月停车，2024年11月恢复。
扬子石化	65	2022年12月2日停车
洛阳石化	33	2024年3月3日停车
仪征化纤2#	64	2024年3月停车，预计长停，
亚东石化	70	2023年11月停车，预计长停
三房巷	120	2023年10月停车，预计长停
合计	823+215+190+（97-220）	

由于长停装置存在，故有效产能增速低于新产能增速的。截止2023年底，PTA有效产能为7499万吨/年，增速为11.73%。2020-2022年有效产能增速分别为8.68%，6.39%和10.30%。2024有效产能7216万吨，增速11.31%。

图 3 PTA有效产能及增速（单位：万吨）



数据来源：隆众石化，宁证研究

2.1.2 PTA开工率偏高，产量增速尚可

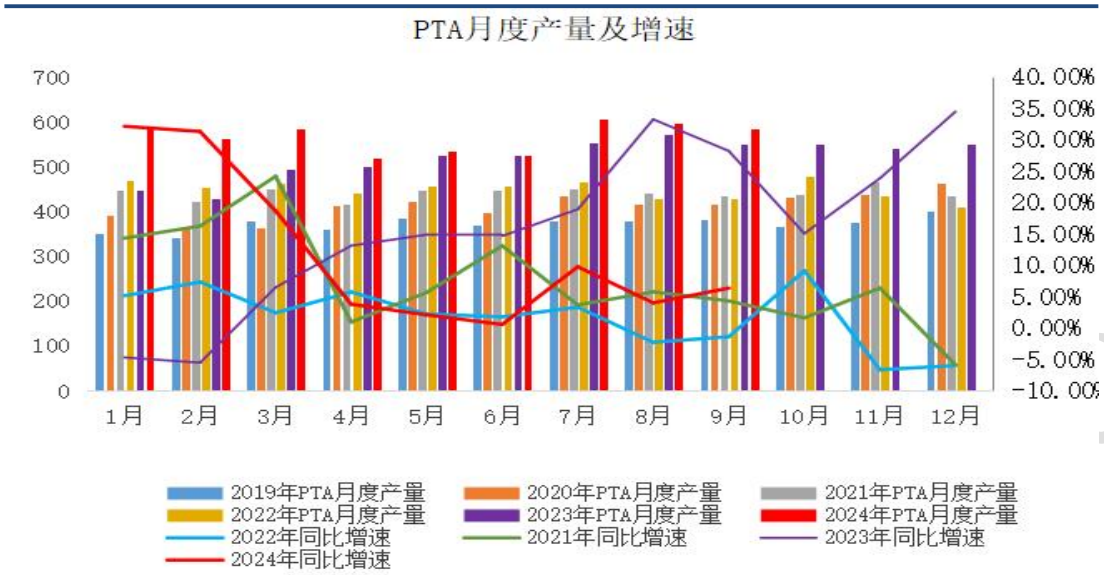
1-11月国内PTA装置平均开工率79%，比去年同期高2个百分点，并超过2021年同期水平。3-4月份PTA企业装置检修增多，行业整体开工下降。上半年PTA企业开工维持在7-8成附近。7月后，随着检修装置复工，PTA开工恢复到8成及以上。2024年1-10月，中国PTA产量为5881万吨，同比增加12.02%，月均产量在588万吨左右。上半年尽管PTA新增产能投产，但PTA企业装置检修增多，因此PTA产量增加有限。7月后PTA产量增加，累库提速度。

图 4 PTA开工率（单位：%）



数据来源：隆众石化，宁证研究

图 5 PTA月度产量情况（单位：万吨）

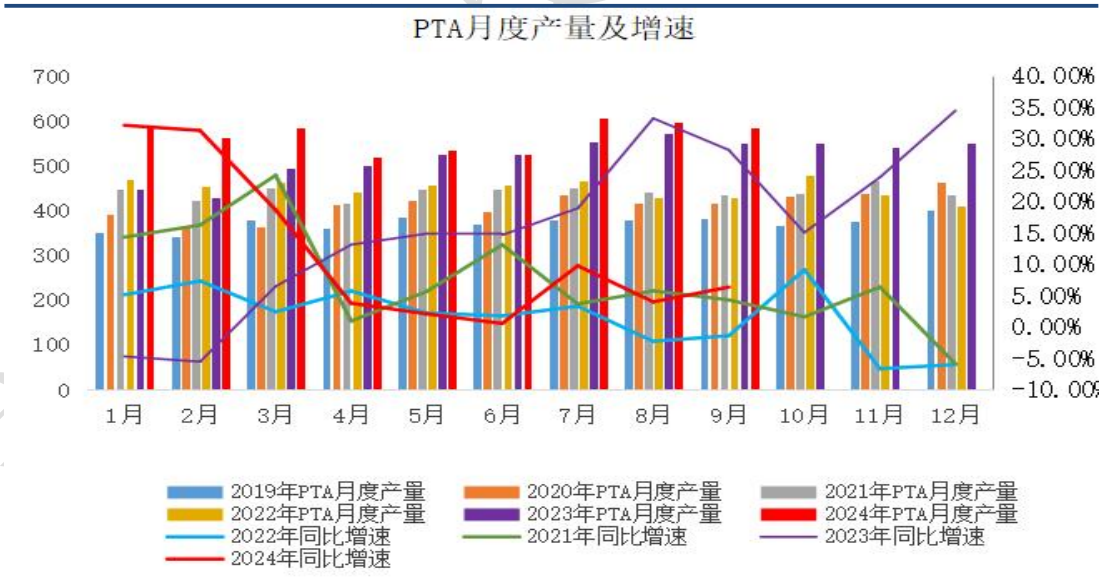


数据来源：隆众石化，宁证研究

2.1.3 PTA出口增速或趋缓

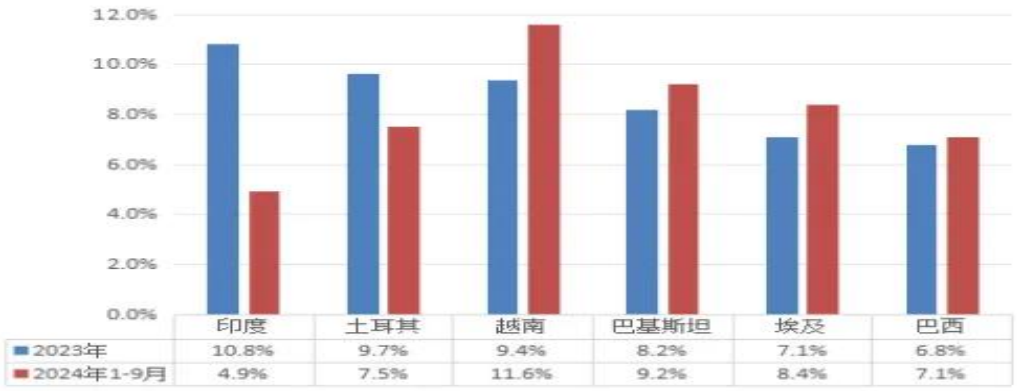
2024年1~9 月，中国PTA累计净出口341.6万吨，累计同比增长26.1%，其中出口增量主要在越南、埃及、阿曼、土耳其等地，同比分别增长22、18、17、9 万吨。 2024年底土耳其SASA将投产一套175万吨的PTA装置，该装置月产预计在12万吨上下，土耳其PTA理论缺口将大幅下降，可能会使其PTA进口量减少，从而影响中国PTA出口到土耳其的量。另外印度也有1~2 套PTA装置的投产计划，但印度BIS政策的实施已经使得2024年中国出口到印度的量大幅减少，预计印度装置投产对我国PTA 出口的影响低于土耳其。

图 6 PTA月度产量情况（单位：万吨）



数据来源：隆众石化，宁证研究

图 7 PTA出口主要国家占比（单位：%）



数据来源：隆众石化，宁证研究

整体来看，明年海外PTA装置的投产预计会对我国的PTA出口造成一定冲击，但国内PTA 装置一体化和规模化优势明显，海外一些老装置也面临PTA外溢的压力，不排除后续部分竞争力弱的装置长停，其他出口市场预计还将继续增长，综合来看2025年中国PTA出口量预计较2024年将小幅减少。

2.1.4 PTA低加工费成为常态

截至2024年11月15日，2024年均PTA加工费为112元/吨，2023年均PTA加工费为226元/吨，降至近15年低点，处于全行业理论生产亏损的阶段。

图 8 PTA加工费（单位：元）



数据来源：隆众石化，宁证研究

2.1.5 PTA社会库存高位

截止到11月底，PTA社会库存461万吨，处于高位。分时间段来看，PTA累库、去库节奏不断切换，一季度PTA持续累库，但二季度PTA检修量较大，库存压力得以去化；三季度在需求季节性转弱下再次累库，10~11月基本平衡。

图 9 PTA社会库存（单位：万吨）



数据来源：隆众石化，宁证研究

展望2025年，PTA仍处于产能大释放，新增产能向龙头企业集中的趋势演化中。1、产能严重过剩，长停装置仍会出现；2、开工率维持70-80%或为常态，低加工费仍为常态；3、明年海外PTA装置的投产预计会对我国的PTA出口造成一定冲击，但国内PTA 装置一体化和规模化优势明显，海外一些老装置也面临PTA外溢的压力，PTA出口仍可启动，但增速或放缓。

2.2. PTA需求分析

2.2.1 外需或趋势线走弱；内需内生动力仍不足

今年以来，在国家促消费政策逐步显效等因素支撑下，纺织品服装内销市场保持了增长态势，但增速有所大幅放缓。根据国家统计局数据，2024年1-11月服装鞋帽、针、纺织品类商品零售总额累计达13073.10亿元，同比增长0.4%。增速较去年同期分别放缓11.1个百分点。直播带货、即时零售等电商新模式继续激发线上消费潜力，前三季度网上穿类商品零售额同比增长4.1%，增速较去年同期放缓5.5个百分。点而在9月底开始颁布的一系列消费补贴政策利好刺激下，10月零售额增幅则高达8%，然11月份增速再次变为-4.5%。

内需的收缩源自于以下几个因素：一是经济总体在收缩：三个季度GDP增速分别为5.30,4.70%和4.60%。二是经济减速降低收入并带来支出的减少：1~9月城镇居民人均可支配收入41183元，同比增长4.5%，低于去年5.2%增长水平；同期城镇居民人均消费性支出25530元，同比增长5%，低于去年的8.6%增速。三是二、三季度服装鞋帽、针、纺织品类商品零售总额多数月份均为负增长。

图 10 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售值：单月值（单位：%）

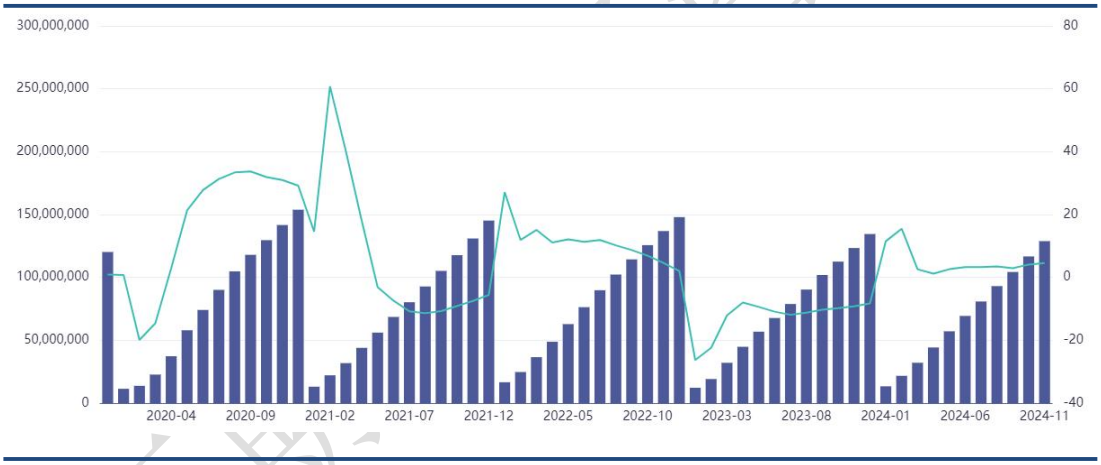


数据来源：国家统计局，宁证研究

外需方面则略有下滑。2024年1-10月我国纺织品服装出口总额累计达2483.8亿美元，同比下降0.4%，其中纺织纱线、织物及制品1168.1亿美元，同比增长2.8%，服装及衣着附件1315.7亿美元，同比下降3.1%。

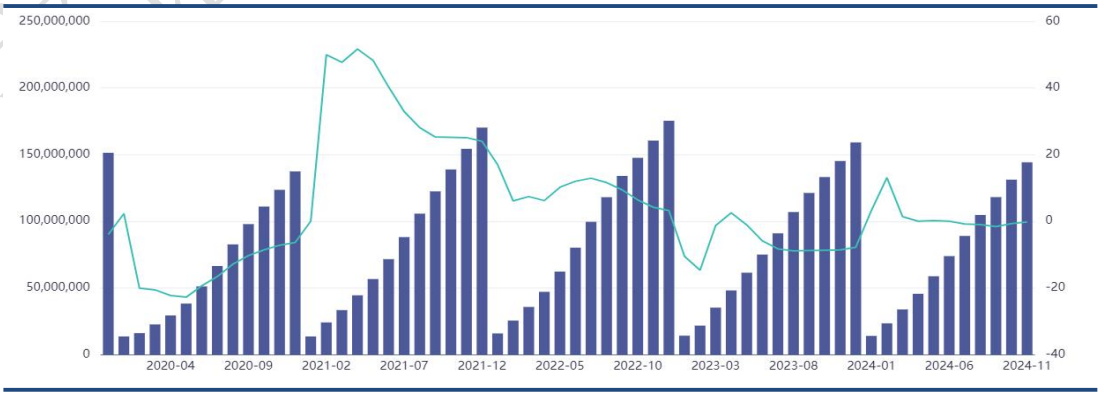
2025年出口方面最需注意的，是特朗普上台以后实施的关税政策对我国出口的影响。而加征关税虽然会对我国纺织品出口造成一定限制，但经过上一轮贸易战，我国在欧美日的市场份额明显下降，并逐步转向东盟、孟加拉等地区，因此长期来看影响有限，而短期则可能出现抢出口情况，2025年一季度外需或有提振。整体看，2025年纺服外需压力仍大，需要持续关注政策扰动。

图 11 纺织纱线、织物及制品:出口金额:累计值（单位：万美元）



数据来源：iFinD，宁证研究

图 12 服装及衣着附件:出口金额:累计值（单位：万美元）



数据来源：iFinD，宁证研究

对于2025年， 外需走弱可能是趋势性变化，预计2023年纺服出口增速将进一步回落。内需方面，由于我国GDP增速下滑，居民边际消费倾向趋于紧缩，预计2025年纺服内需扩张的内生性动能仍然是不足的。在消费补贴政策利好刺激下，或维持低增速。

2.2.2 聚酯产能扩张

近几年来，国内聚酯产能进入新的发展期，新增产能集中投产，2016-2024年产能年均增长率高达7.09%。2023年国内聚酯产能进入一个新的发展周期，国内聚酯产能增加1105万吨，同比增长16%。其中涤纶长丝和聚酯瓶片是产能扩张的主力。

2024年，国内聚酯产能继续增加，相比去年年底增加约564万吨，年内仍有三房巷75万吨/年瓶片装置计划投产，2024年国内聚酯行业新增产能有望来到649万吨/年。产能投放高于除2023年外的其余年份，或为截至目前年度新产能投放量第二高的年份。据数据监测显示：截至2024年11月，2024年我国聚酯总产能为8548万吨。其中聚酯切片新增产能60万吨，聚酯瓶片新增产能360万吨，涤纶长丝新增产能66万吨，涤纶短纤新增产能30万吨，聚酯薄膜新增产能55万吨。今年聚酯投产以瓶片为主，瓶片新增产能达到342万吨占比达到59%，切片占比15%，短纤10%，薄膜5%，长丝11%。三房巷一套75万吨瓶片装置存在投产可能性。

表 3 2024年度聚酯新增产能情况

类别	地址	厂名	投产时间	产能（万吨/年）
非织造布	已投	潍坊驼王	2024年1月7日	8
瓶片	已投	安徽吴源	2024年1月20日	60
切片	已投	恒力大连	2024年1月27日	10
瓶片	已投	逸盛大化	2024年2月12	35
瓶片	已投	蓝山屯河	2024年3月11	10
切片	已投	恒力大连	2024年3月15	30
瓶片	已投	逸盛大化	2024年3月26	35
短纤	已投	新疆中泰	2024年4月10	25
BOPET	已投	远东新材料	2024年4月10	30
瓶片	已投	逸盛大化	2024年5月26	35
瓶片	已投	逸盛大化	2024年6月28	35
瓶片	已投	逸盛海南	2024年7月29	60
切片	已投	恒力大连	2024年8月12	30
长丝	已投	新凤鸣新拓	2024年8月16	36
切片	已投	扬州优聚	2024年8月16	5
瓶片	已投	逸盛海南	2024年8月29	60
切片	已投	四川科瑞宝	2024年10月1	20
长丝	已投	荣盛盛元	2024年11月10	50
2024年聚酯待投产产能				**564**

聚酯2025年计划投产的新装置仍较多，预计500万吨附近，增速5.8%， 较2024年有所放缓，但绝对量依然不算少。新增聚酯产能主要有长丝145万吨、瓶片280万吨，其中含2024年推迟的三房巷的150万吨瓶片、仪征化纤50万吨瓶片。短纤方面预计明年新投产装置较少，仪征、桐昆、恒逸逸达计划暂未明确。

后期来看，纤用领域的涤纶长丝和涤纶短纤投产速度将较往年逐步放缓，在新增产能减少，老旧装置逐步退出的局面下，行业景气度或将较前期呈现逐步回升的态势。而聚酯瓶片方面，后期产能规划依旧较为可观，市场供需或仍有一定压力

表 4 2025年度聚酯计划新增产能情况

类别	地址	厂名	投产时间	产能（万吨/年）
长丝	未投	桐昆佑顺	2025年上半年	30
长丝	未投	桐昆佑顺	2025年下半年	30
长丝	未投	新凤鸣新拓中鸿	2025年Q1	20
长丝	未投	桐昆恒海	2025年Q2	30
长丝	未投	桐昆恒海	2025年或以后	30
瓶片	未投	仪征化纤	2025年	50
瓶片	未投	三房巷	2025年Q1	75
瓶片	未投	三房巷	2025年Q1	75
瓶片	未投	富海	2025年	60
瓶片	未投	天圣	2025年	20
薄膜	未投	裕兴	2025年	25
薄膜	未投	三房巷	2025年	50

数据来源：宁证整理，宁证研究

图 13 聚酯历年产能及增速情况：（单位：万吨）



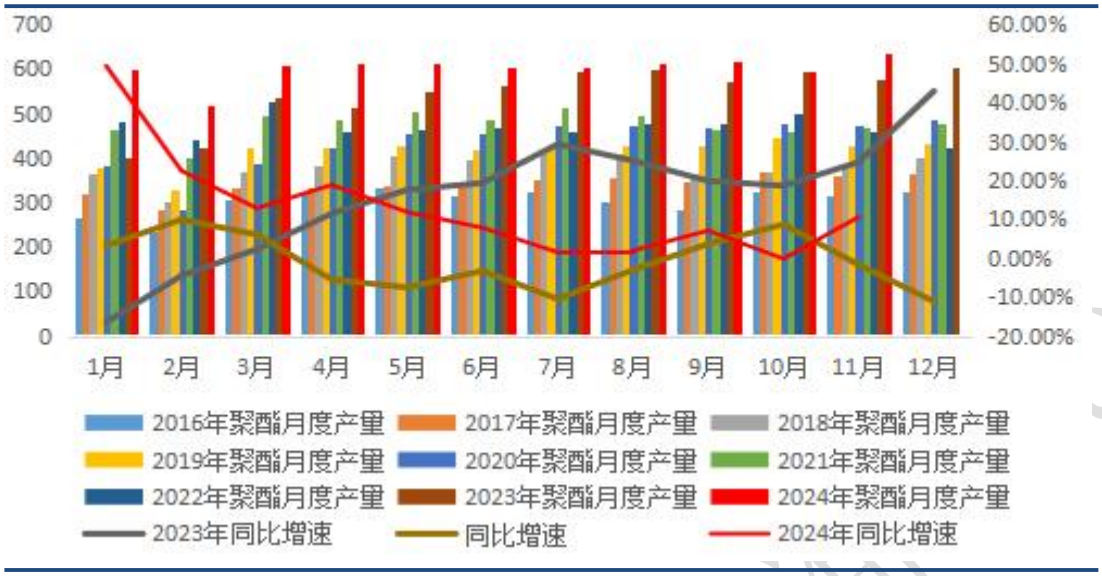
数据来源：隆众石化，宁证研究

2.2.2 开工任性较强、出口增速高，利润压缩是2024年聚酯行业的主要特征

2022-2024年以来，国内聚酯行业整体开工负荷稳步提升，其中，2022年国内聚酯企业平均开工在82.5%，2023年国内聚酯企业平均开工在85.86%。

今年聚酯开工整体韧性较强，总平均负荷高达88.6%，呈现”旺季不旺，淡季不淡“的氛围。5~8 月瓶片在新增产能冲击集中减产，聚酯负荷高位下降，长丝/短纤则在工 厂挺价保利润策略下维持较好的利润和开工韧性。据数据监测显示：2024年，中国聚酯企业整体开工在86.63%，较2023年同期增长0.90%。其中，四季度之后负荷提升明显，在92%附近徘徊。2024年1-10月中国聚酯总产量为6149万吨，较去年同期增长12.47%。预计全年产量将达到7443万吨附近，较去年同期增加10.8%

图 14 聚酯月度产量及增速（单位：万吨 %）



数据来源：隆众石化，宁证研究

2024年1-10月，聚酯累计出口1041.1万吨，同比增加13.4% 1-10月的出口量约占聚酯总产量的17%，缓解了部分供应压力。其中聚酯瓶片的出口数据最为亮眼。1-10月瓶片出口在聚酯出口量中占比达到45%，较2021年39%的占比大幅提升。

2024年聚酯产业链利润向下游的转移，截至11月末，全年的利润均值已从2023年的32元/吨回升至78.08元/吨。其中，受制于近两年的高投产，瓶片行业利润持续压缩。据统计，2023年瓶片的利润在176.21元/吨，而2024年压缩至-75.67元/吨。2022年聚酯瓶片的现货平均加工费有1475元/吨，2023年降至745元/吨，2024年再度收窄至529元/吨。瓶片的利润相比较聚酯环节其他产品而言，表现都最差。近几年短纤的产能投产速度低于原料端，同时也逊于聚酯整体市场。上半年短纤加工费较弱，致使部分工厂减产降负运行，开工率降至8成以内。而随着短纤库存逐步回落，以及原料端价格的不断下降，厂家现货加工费明显走高，尤其是9月以来，平均现货加工费提升至1400元/吨上方，较上半年明显改善。

图 15 涤纶长丝利润（单位：元/吨）



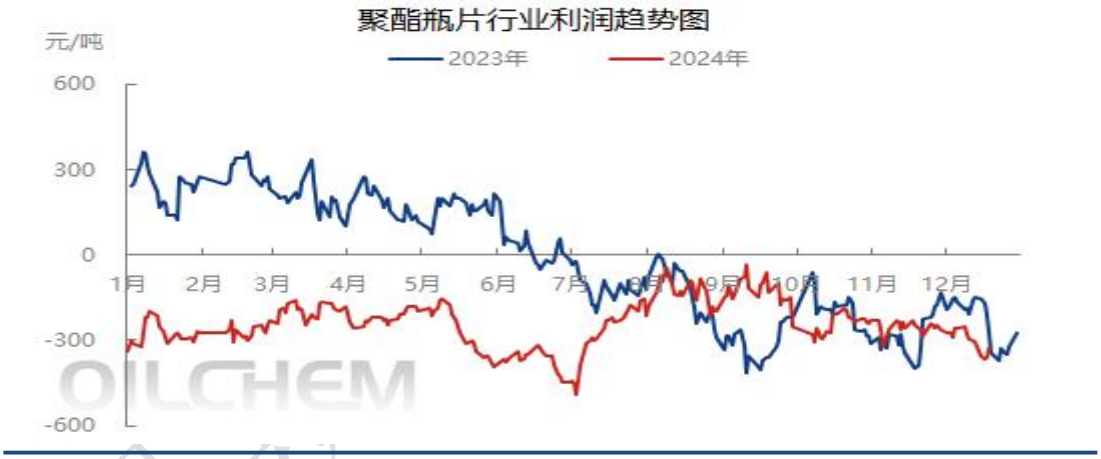
数据来源：隆众石化，宁证研究

图 16 涤纶短纤利润（单位：元/吨）



数据来源：隆众石化，宁证研究

图 17 瓶片利润（单位：元/吨）



数据来源：隆众石化，宁证研究

步入2025年，从聚酯新增产能投放计划来看，预计产能在500万吨左右，瓶片占比高达5成以上，虽然增速略有放缓，但是在近几年持续增产的背景下，后期供应压力不容小觑，将导致部分旧产能逐步出清，对盘面存在压制。短纤步入2025年暂无新装置投产计划，因此对比涤纶长丝和瓶片压力相对较小，而且该行业集中度相对较高，工厂减产挺价的效果或将好于聚酯的其它品种，所以加工费弹性较大，加工费或好于瓶片和长丝。不过考虑到该品种当前的库存位于近4年同期高位，整体需求有限背景下，因盘面仍存较强的压制。

第三章 上游分析

3.1. 原油情况

我们认为从中长期来看原油价格主要还是由商品属性层面的供需基本面所决定，同时也会受地缘政治、金融等因素。

3.1.1 原油供应情况

供给端主要由OPEC联盟、美国页岩油和俄罗斯所影响，互相掣肘控制原油价格。对于2015年的原油工业，需要思考以下三个方面的问题。其一、OPEC+何时真正开始增产？OPEC+2020年联合减产以来，到2024年已经长达五年时间，2024年6月联盟计划将逐步复产，但一旦看到油价有较大的波动时，OPEC+就开始推迟增产。此为第一不确定性。第二是美国页岩油是否会大幅增产？特朗普上台后会创造对油气行业友好的政治环境，但最终决定是否提升产量的仍是石油公司。第三个不确定是非OPEC+国家中的巴西、圭亚那、加拿大会有多少增产潜力。

OPEC+:维护价格OK市场份额，OPEC+再次选择了维护价格

OPEC +的成立源于2016年。为了重新平衡市场，降低库存水平以提升油价，2016年12月，欧佩克成员国和以俄罗斯为首的10个非欧佩克产油国在奥地利首都维也纳达成限产协议，“OPEC+”自此形成。

2022年是新一轮减产的开始，欧佩克+此次深化减产是由200+160+220三部分构成，欧佩克+通过不断深化及延长减产的努力基本实现了让石油市场稳健运行的目的，也让油价在欧佩克+“减产底”的支撑下维持在了相对高位。这背后的代价是欧佩克+这个合作组织原油市场份额从峰值的55%下降到了48%，失去市场份额的同时，较高的油价让其他非欧佩克+产油国产量持续增长，欧佩克+内部部分成员国也有较强的增产意愿。

表 5 OPEC+减产明显表（单位：万吨/日）

	2023年4月会议新增减产（延长至2024年年底）	2023年6会议新增减产	2023年11月会议新增减产	2024年3月
沙特	50	100	100	100
俄罗斯	50	50	50	47.1
阿联酋	14	-	16	16
伊拉克	21	-	22	22
科威特	13	-	14	13.5
哈萨克斯坦	8	-	8	8.2
阿尔及利亚	5	-	5	5.1
阿曼	4	-	4	4.2
总计	165	150	69（219）	220

数据来源：隆众石化，宁证研究

2024年是减产弱化的开始吗？2024年6月2日的会议上，OPEC+决定将额外自愿减产220万桶/日用一年的时间逐步增回来。因为油价的调整，2024年9月5日和11月3日OPEC+两度推迟了复产计划。12月5日的第38届OPEC和非OPEC部长级会议：220万桶额外自愿调整延长至2025年3月底。随后将逐步每月取消220万桶/日的减产调整，直至2026年9月底。除最新决定外，上述国家还决定将2023年4月宣布的每日165万桶额外自愿调整延长至2026年12月

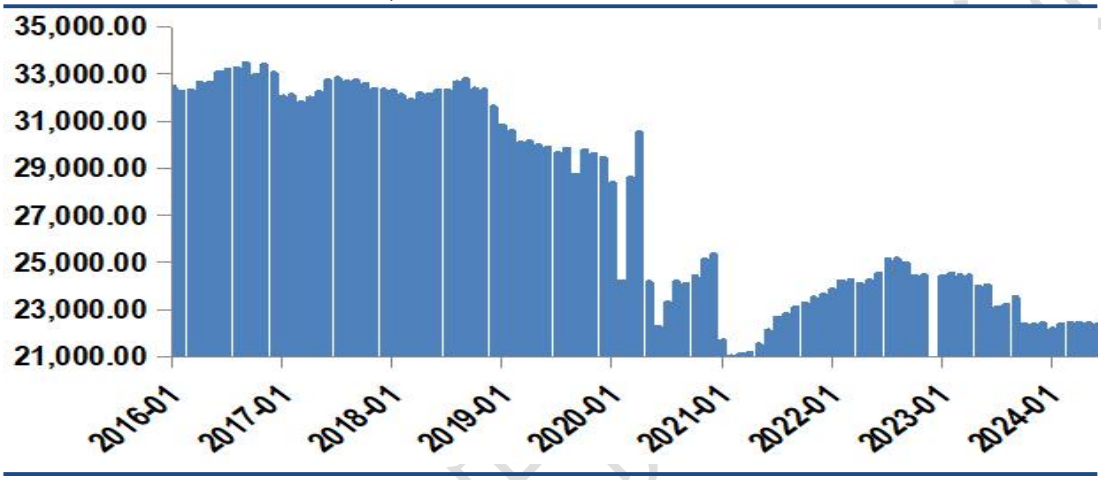
底。需求预期疲软，非OPEC+市场份额上升，给OPEC+带来不小压力。

OPEC+：更加团结，高油价仍是成员国核心诉求

欧佩克月报：11月份欧佩克原油日产量平均为2666万桶，比10月份增加10.4万桶，利比亚产量增幅贡献最大。二手资料显示，沙特11月原油产量下降1万桶/日，至896万桶/日。哈萨克斯坦11月原油产量增加20.2万桶/日，至150万桶/日。利比亚11月原油产量增加14.1万桶/日，至123.8万桶/日。伊拉克11月原油产量减少4.5万桶/日，至404万桶/日。伊朗11月原油产量增加3.7万桶/日，至332万桶/日。阿联酋11月原油产量增加0.4万桶/日，至295.8万桶/日。

2022年开启减产后，OPEC+中的超产国变化也较小。阿联酋、伊拉克、俄罗斯和哈萨克斯坦在大部分时间都出现了超产。俄罗斯2024年下半年的超产幅度逐步下滑，伊拉克在9-11月的产量也出现连续三个月下降，对配额的遵守程度提升。只有阿联酋则是长期持续超产。

图 18 OPEC产量情况（单位：万吨/日）



数据来源：隆众石化，宁证研究

对配额的遵守程度提升的原因是高油价仍是OPEC+国家的诉求。受制于长期减产和国家经济转型造成的开支增加，中东产油国的财政平衡油价压力较大。根据IMF的预测，2024年中东主要产油国沙特的财政平衡油价已高达96.2美元/桶，2025年预计为84.7美元/桶。为避免油价长期位于财政平衡油价以下，保障国家财政盈余，中东国家有较强的维持高油价意愿。

表 6 中东主要国家财政平衡油价（单位：美元/桶）

					预估	
	2000-20 年平均	2021	2022	2023	2024	2025
阿尔及利亚	101.1	111.4	112.5	101.7	131.9	119
阿塞拜疆	52.6	57.5	67.3	55.2	79.6	73.2
巴林	85	131.6	131.8	152.9	135.7	124.9
伊朗	92.4	118.8	126.3	106.9	121.8	124.1
伊拉克	71.2	54.2	68.5	80.4	94.6	92.4
哈萨克斯坦	——	183.5	95.3	109.3	127.7	115.9
科威特	59.5	87	81.6	79.6	88.9	81.8
利比亚	75	52.2	64.4	66.4	81.4	70.1
阿曼	69.7	76.7	55.4	54	55.4	57.3
卡塔尔	45.3	47.9	48.3	49.8	46.9	44.7
沙特	80	83.6	88	94.9	98.4	90.9
土库曼斯坦	37.9	28.9	31.5	35.8	36.9	38.3
阿联酋	50	53	46.6	52.8	53.9	50

数据来源：隆众石化，宁证研究

俄罗斯：逐步兑现减产

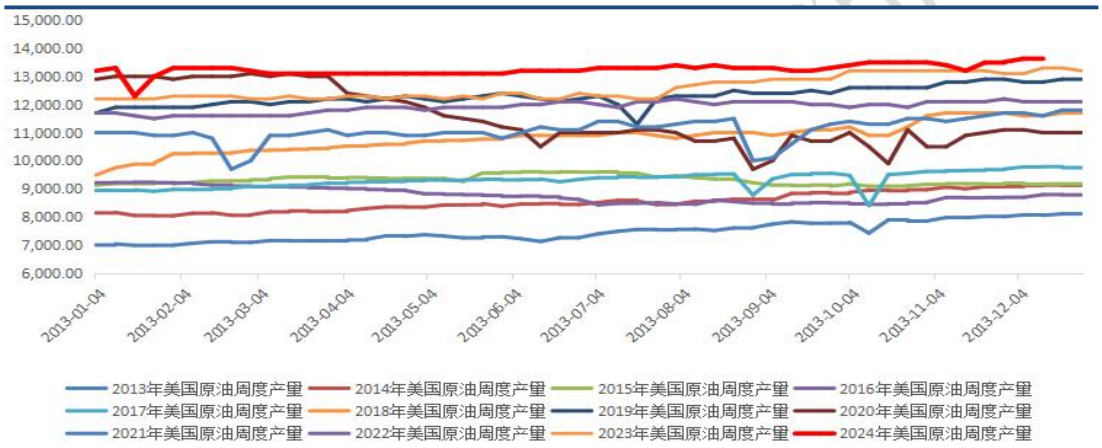
作为OPEC+中第二大产油国，俄罗斯的经济增长较为依赖战时经济。俄罗斯总统普京预估，2024年俄国内生产总值(GDP)增长3.9%。俄罗斯副总理诺瓦克：所有欧佩克+协议参与方均完全遵守协议，目前没有关于欧佩克+协议条款的新提议或讨论。根据石油输出国组织（OPEC）的数据，俄罗斯11月原油产量小幅下降0.7万桶/日，至约899万桶/日。原油剩余产能为60万桶/日。

俄罗斯海运原油运输量自10月以来下滑11%，截至12月15日的四周平均日运输量为306万桶，低于两个月前的近期峰值346万桶

美国：增量或有限

EIA报告：截止12月06日当周美国国内原油产量增加11.8万桶至1363.1万桶/日。11月份美国石油产量将平均为1344万桶/日；12月份预计将平均为1352万桶/日。2024年12月10日美国能源部公布了最新石油月度展望。在月报上，EIA预估美国2024年原油产量增长30万桶/日，2025年增长28万桶/日，相较于当前1350万桶/日的产量现状，2024年和2025年的产量增速分别为2.2%和2%。

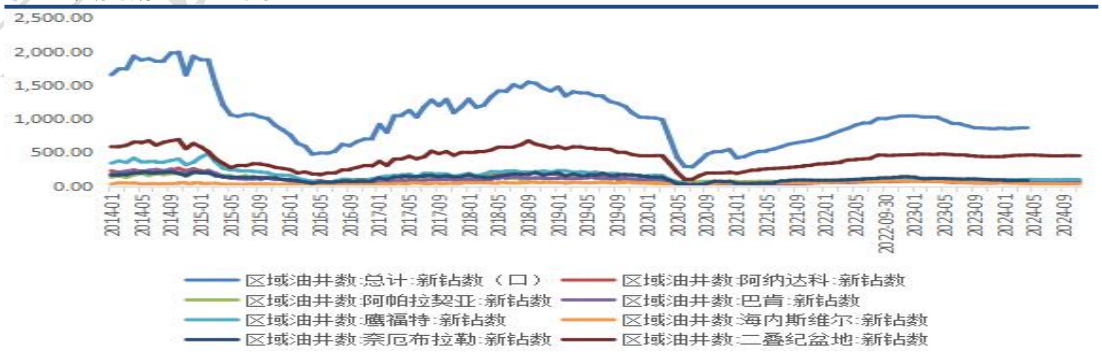
图 19 美国原油产量（单位：万吨/日）



数据来源：隆众石化，宁证研究

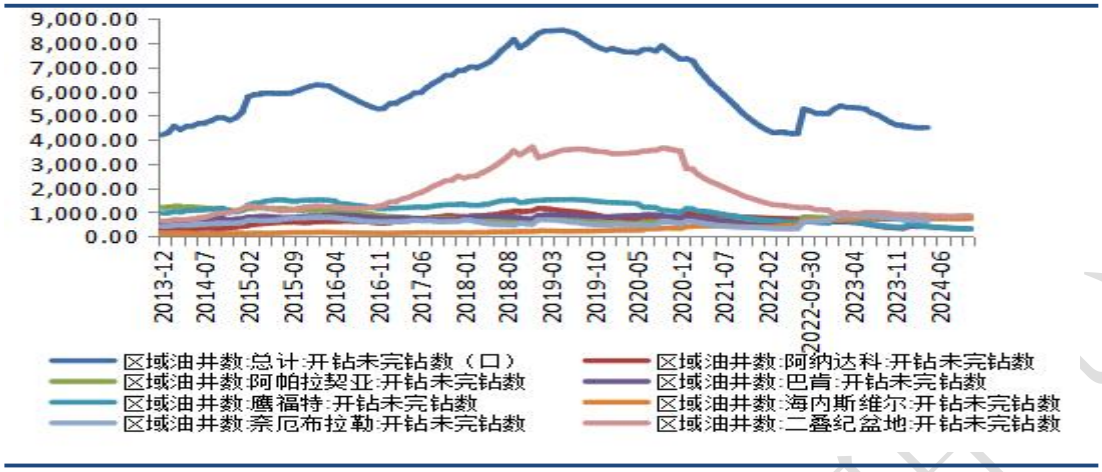
据IFIND，2024年11月美国新钻井数920口、环增8口，新增完井数937口、环增2口，库存井5221口、环减17口，美国主要页岩油田新钻井数和新增完井数环比有所增加，库存井数持续下行。

图 20 美国新钻井（单位：口）



数据来源：隆众石化，宁证研究

图 21 美国在钻未完工井（单位：口）



数据来源：隆众石化，宁证研究

作为非OPEC国家的领头羊，美国自页岩油革命以来，产量持续增长，在2018年再次成为全球最大的产油国。结合目前美国原油产量现状来看，有两个特点：一是页岩油企业资本开支增速CAPEX普遍放缓；二是拜登政府因对绿能的重视，对石油钻探许可审批的放缓；两者叠加导致了美国活跃钻机数的减少。不过目前美油产量年内再创历史新高—1350万桶/日，这主要是基于技术的革新对冲了低CAPEX的影响：1）由于多井垫技术的进步，使每钻机钻井数量增加；2）横向平均钻井长度结构性上升至 10,000 英尺；3）产量较低的私人钻井平台大幅减少，提高了每台钻井平台的产量。

美洲增产或主导未来供应增量

据IEA（国际能源署）2024年12月预计，2024年全球石油总供应平均为102.9百万桶/日，同增约63万桶/日；2025年全球石油 总供应预计为104.8百万桶/日，同增约190万桶/日。在美国、巴西、圭亚那、加拿大和阿根廷的带领下，IEA预测非欧佩克+国家的石油供应量在这两年增加了约150万桶/天，此外，今年受计划外停电和运营表现不佳困扰的巴西预计将成为明年原油供应增长的主要来源，随着超过80万桶/天的新产能的启动，预计到2025年巴西供应量将增加14万桶/天，达到363万桶/天

根据IEA统计显示，2025年的油气田新投产项目主要来自巴西、圭亚那等国家的海上油气田的项目的增加，新投产油田峰值产能达到126万桶/日。巴西的IPB、Buzios 6/7、Mero 4等项目以及圭亚那的Yellowtail项目是市场上比较期待的。根据EIA预测，2025年加拿大、圭亚那、巴西、挪威、哈萨克斯坦同比增量为+38/+17/+14/+13/+7，

欧佩克月报：将2024年未参与《合作宣言》的产油国的石油供应增长预测从120万桶/日上调至130万桶/日。IEA预测今年的石油日均总供应量也有望增加63万桶，2025年日产量将增加190万桶。EIA预计全球石油日产量将到2025年增加160万桶，其中90%增产来自欧佩克及其减产同盟国以外的国家。

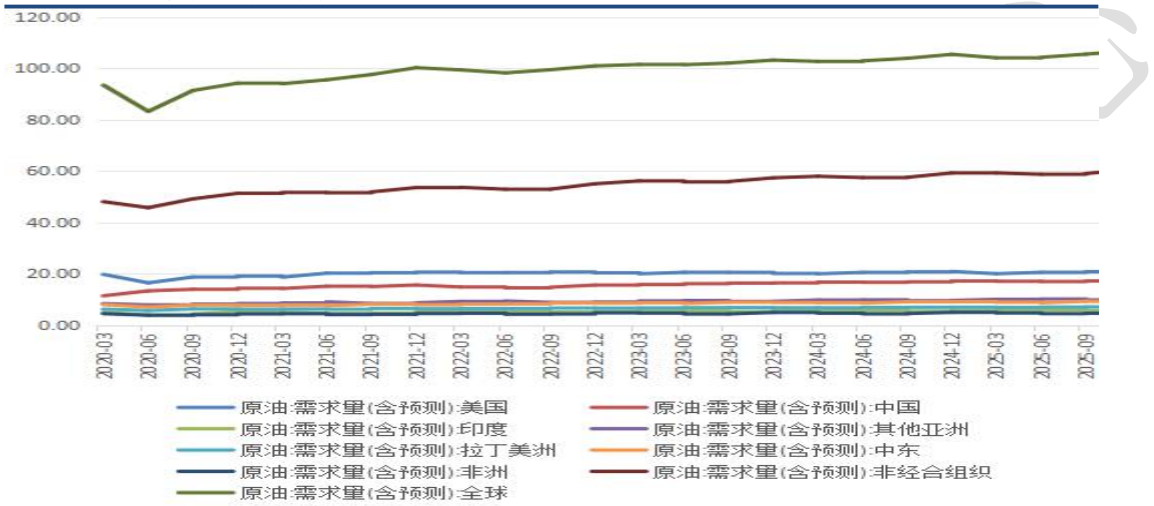
3.1.2 原油消费情况

11月月报：OPEC将2024年全球原油需求增速预期从182万桶/日下调至161万桶/日；将2025年全球原油需求增速预期从154万桶/日下调至145万桶/日； IEA月报：国际能源署(IEA)将2024年全球石油需求增长预测下调至84万桶/日，此前预测为92万桶/日；将2025年全球石油需求增长预测从99万桶/日上调至110万桶/日，预计2025年

全球石油日均需求1.039亿桶。EIA预计2024年全球原油需求增速预期为100万桶/日，此前预计为100万桶/日。2025年全球原油需求增速预期为130万桶/日，此前预计为120万桶/日；

据IEA 2024年12月报预测，2024年全球石油需求将同比增长84万桶/日(较上月报下调8万桶/日），到2025年将增长110万桶/ 日至103.9百万桶/日（较上月报预测值上调11万桶/日），较2022-2023年疫后时期约200万桶/日的需求增量明显放缓。IEA测算今年中国石油需求基本停止增长，尼日利亚、巴基斯坦、印尼、南非和阿根廷等其它重要新兴经济体需求增长大幅放缓，2024Q3非经合组织国家石油需求同比仅增长32万桶/日，这是自疫情最严重以来最低季度增长率，市场普遍认为2025年石油需求前景仍较疲软。

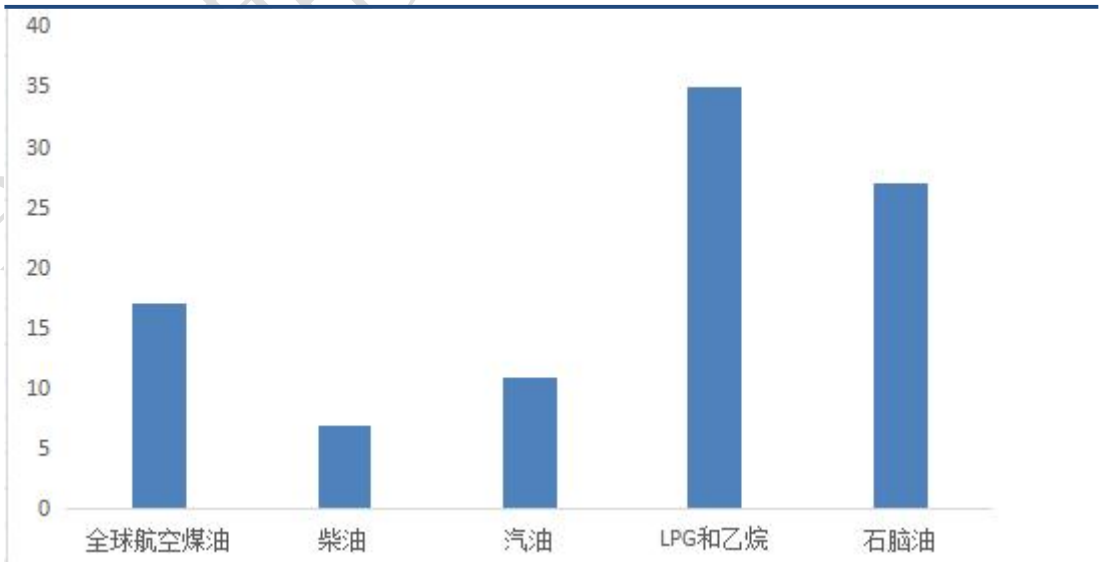
图 22 不用区域原油需求情况



数据来源：iFinD，宁证研究

IEA在2024年11月报中预计2025年全球航空煤油、柴油、汽油需求较2024年分别+17、+7、+11万桶/日至765、2832、2741万桶/日；化工品板块，2025年全球LPG和乙烷、石脑油需求将分别较2024年增加35、27万桶/日至1534、769万桶/日。

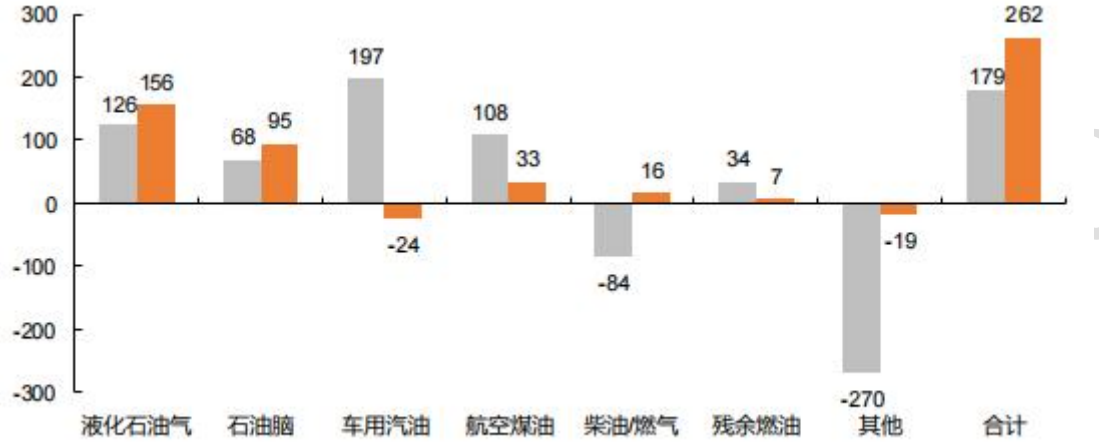
图 23 不同用途原油需求情况



数据来源：iFinD，宁证研究

中国来看，IEA预计2025年中国化工用油需求或将出现明显回升。IEA在2024年11月报中预计2025年 中国航空煤油、柴油、汽油需求将较2024年分别+4、+1、-10万桶/日至95、359、359万桶/日；化工 品板块，2025年LPG和乙烷、石脑油需求分别将较2024年增加12、14万桶/日至275 、255万桶/日。

图 24 中国不同用途原油需求情况



数据来源：iFinD，宁证研究

3.1.3 原油供需结论

欧佩克+推迟增产时间，并延长了自愿减产部分回归的时间计划表，OPEC+延长减产或可延缓供应过剩时点、增强油价韧性，但较难改变整体基本面偏宽格局。2025欧美经济增长趋缓，中国经济未见明显修复迹象，叠加LNG重卡和电动汽车渗透率的不断提升对汽油和柴油需求的不可逆挤占，而非OPEC+高供应增加以及特朗普主张加大本土传统能源开发，以美国为首的美洲国家原油产量增幅可能扩大，2025全球原油基本面过剩格局仍难改变。我们预期2025年油价中枢或有所下移，但降幅收窄。风险点：美国对伊朗制裁。

3.2. PX情况

3.2.1 PX产能投放进入尾声

2016-2018年，中国PX产能增速暂时停滞。

2019年恒力及海南炼化等装置投产，国内产能一跃突破2000万吨/年，年产能增速超过40%，而且保持高增速，2022年末总产能超过3500万吨。2023年有三套PX装置投产，分别为中委广东石化260万吨/年PX装置、中海油大榭石化160万吨/年PX装置及中海油惠州150万吨/年PX装置，2023年PX产能为4373万吨，从投产来看，2023年PX产能增速为22%附近。

2024年PX产能投放进入尾声，产能增速为0%，2025年计划投产300万吨，名义产能增速 6.9%，主要为裕龙石化装置，但该PX装置当前暂未取得批复，明年的投产仍存在不确定性，按实际投产时间加权的新增产能实际也可能为 0，新增产能压力较小。海外预计有一套印度石油公司 80 万吨的PX投产，该装置主要供其自身下游PTA使用。从产能分布来看，PX主要分布在华东地区，其中浙江占比29.8%，江苏占比12.8%和福建占比7.8%。

表 7 2023-2025年度PX新增产能及计划新增产能情况

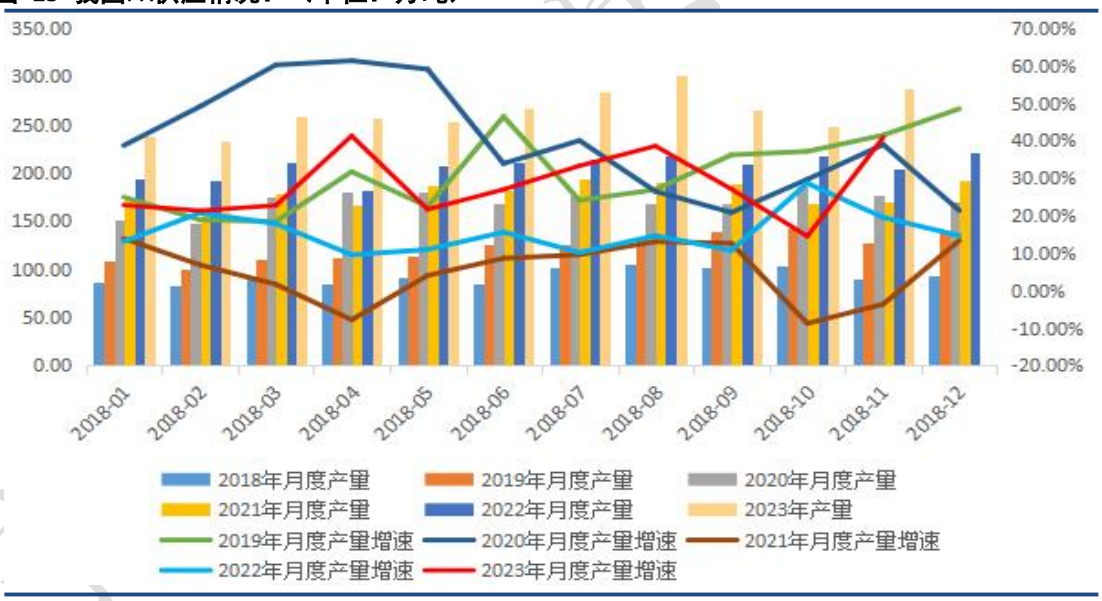
状态	现投产时间	装置	产能（万吨/年）
已投	2023年2月	中委广东石化	260
已投	2023年2月	盛虹炼化	200
已投	2023年一季度	大榭石化馏分油四期	160
已投	2023年二季度	中海油惠州二期芳烃	150
未投	2025 年下半年或 2026 年	中国裕龙石化	300
未投	2025 年	印度石油公司 IOC	80
2025年			300或0

数据来源：宁证整理，宁证研究

3.2.2 PX供应增加，对外依存度下降，供需平衡

2024年1-10月国内PX产量3104万吨，同比增加14.1%。2024年1-10月，国内PX产量约3102万吨，同比上升约14.1%，预计全年产量将达到3700万吨附近。尽管国内没有新项目投放带动增量，但存量装置生产能力出现明显提升。截至11月底负荷均值维持在84%高位。预估年度产能运行率为84.96%，同比提升了8.94百分点，处于历史高位水平。

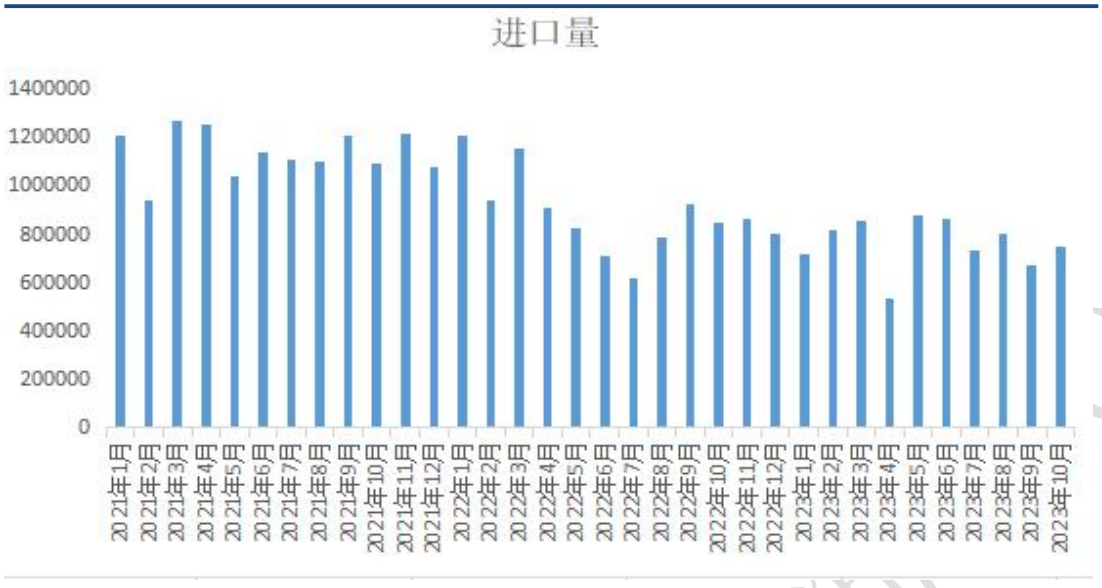
图 25 我国PX供应情况：（单位：万吨）



数据来源：iFinD，宁证研究

截至2024年10月，PX累计进口量为756.6万吨，同比减少0.8%，进口依存度为19.9%。下半年较上半年有所回升，8 月以来中国进口量明显回升。预计2024年进口货源占比下降至19.16%，月均进口量在74万吨水平

图 26 我国PX进口情况：（单位：万吨）



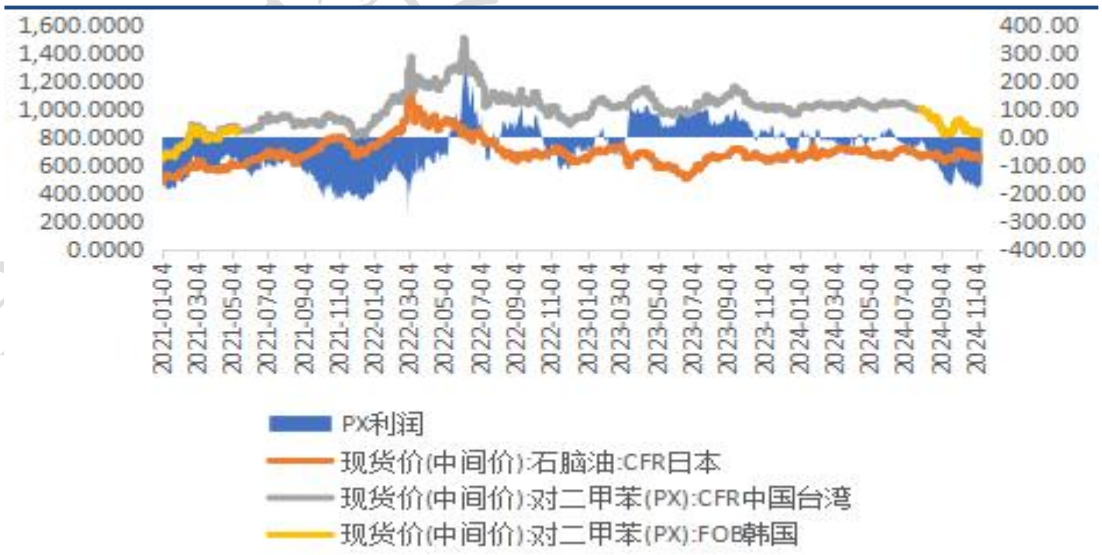
数据来源：iFinD，宁证研究

2024年我国PX供需基本平衡。按照生产1吨PTA需要消耗0.655吨PX计算，1-10月需消耗3915万吨PX。同期，PX供应量为3104万吨+670/9*10=3874。供需基本平衡。截止9月PX社会库存393.42万吨。

3.2.3 PX效应有望改善

二季度装置集中检修。PXN利润维持在350美元/吨区域。然下半年随着PX供应增加，同时进口量环比回升，PX供应维持宽松，基本面支撑转弱。同时，今年调油需求总体不佳，旺季汽油表现不及预期，下半年美亚套利窗口关闭更加剧了供应压力，MX与甲苯估值偏低，因而短流程利润PX-MX与甲苯歧化利润表现相对坚挺，油转化导致供应增加。PXN从上半年350美元/吨逐步压缩至200美元/吨以下。

图 27 石脑油、PX及PXN价格走势图（单位：美元/吨）



数据来源：iFinD，宁证研究

展望2025年，新增产能来自延后至2025年的裕龙石化300万吨PX装置，产能、产量增速较往年均已明显放缓，而需求领域PTA仍处于扩张阶段，进而对原料PX将形成新增需求点，但是新装置多为产业升级，不排除开新停旧

的可能性，所以实际边际需求或将不及预期，预计2025年PTA月均产量将在590万吨水平以上。因此，通过对供需格局推演来看，2025年多数时间中国PX市场将处于供需紧平衡格局。同时调油期待不大，但调油预期仍将影响部分芳烃货源去往美国，预计月均进口量将在80-90万吨水平。故2025年PX的紧平衡格局或将持续，聚酯链上游部分利润倾向于向PX转移。

宁证期货投资咨询中心

第4章　行情展望与投资策略

原油：欧佩克+推迟增产时间，并延长了自愿减产部分回归的时间计划表，或可延缓供应过剩时点、增强油价韧性，但较难改变整体基本面偏宽格局。2025欧美经济增长趋缓，叠加LNG重卡和电动汽车渗透率的不断提升对汽油和柴油需求的不可逆挤占，而非OPEC+高供应增加以及特朗普主张加大本土传统能源开发，以美国为首的美洲国家原油产量增幅可能扩大，2025全球原油基本面过剩格局仍难改变。我们预期2025年油价中枢或有所下移，但降幅收窄。风险点：美国对伊朗制裁。

PX：新增产能来自延后至2025年的裕龙石化300万吨PX装置，产能、产量增速较往年均已明显放缓，而需求领域PTA仍处于扩张阶段，进而对原料PX将形成新增需求点，但是新装置多为产业升级，不排除开新停旧的可能性，所以实际边际需求或将不及预期，预计2025年PTA月均产量将在590万吨水平以上。因此，通过对供需格局推演来看，2025年多数时间中国PX市场将处于供需紧平衡格局。同时调油期待不大，但调油预期仍将影响部分芳烃货源去往美国，预计月均进口量将在80-90万吨水平。故2025年PX的紧平衡格局或将持续，聚酯链上游部分利润倾向于向PX转移。

PTA：展望2025年，PTA仍处于产能大释放，新增产能向龙头企业集中的趋势演化中。1、产能严重过剩，长停装置仍会出现；2、开工率维持70-80%或为常态，低加工费仍为常态；3、明年海外PTA装置的投产预计会对我国的PTA出口造成一定冲击，但国内PTA装置一体化和规模化优势明显，海外一些老装置也面临PTA外溢的压力，PTA出口仍可启动，但增速或放缓。

聚酯：2025年，从聚酯新增产能投放计划来看，预计产能在500万吨左右，瓶片占比高达5成以上，虽然增速略有放缓，但是在近几年持续增产的背景下，后期供应压力不容小觑，将导致部分旧产能逐步出清，对盘面存在压制。短纤步入2025年暂无新装置投产计划，因此对比涤纶长丝和瓶片压力相对较小，而且该行业集中度相对较高，工厂减产挺价的效果或将好于聚酯的其它品种，所以加工费弹性较大，加工费或好于瓶片和长丝。不过考虑到该品种当前的库存位于近4年同期高位，整体需求有限背景下，因盘面仍存较强的压制。

结论：由于PTA产业链整体过剩而且较为确定，故2025年PTA各环节加工费预计均处于低位区域。成本端，PXN价差或能小幅反弹，空间不大；原油油价震荡偏弱，下半年压力或更大。策略上，PTA把握俩点，其一，原油下跌期间，沽空PTA保值；其二、把握买PX卖PTA套利，或者买短纤卖PTA套利。

宁证期货投资咨询中心

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与宁证期货有限责任公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了宁证期货有限责任公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映宁证期货有限责任公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经宁证期货有限责任公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“宁证期货有限责任公司”，并保留我公司的一切权利。

宁证期货投资咨询中心

宁证期货 NFC NINGZHENG FUTURES | 真诚·专业·合作·共赢

公司总部地址：南京市建邺区白龙江东街9号2幢二单元1901室

全国统一客服热线：025-52865008

网址：www.nzfco.com