

## 主要结论

国内供应：万华化学 25 万吨 LDPE/EVA 装置 1 月中旬顺利投产，内蒙古宝丰 50 万吨 PP 及 55 万吨 PE 装置 2 月稳定达产，后续还有金城石化、埃克森美孚、内蒙宝丰、镇海炼化、裕龙石化等预计开车。上半年投产计划仍较集中，随着产能基数增加，国内产量同比增幅较大，供应端压制了市场预期，但要注意装置投产延迟可能引发近月合约重新定价，另关注计划外检修情况。

进出口：1 月份国内期现价格大幅回落，而海外美金价格走强，内外价差快速收窄至倒挂，PE 进口窗口部分关闭，叠加年初需求偏淡，预计 1 季度实际到港量环比下滑，进口端压力不大。今年国内 PP 投产仍然较多，通用料供应过剩矛盾加重，PP 内外价差长期倒挂，进口窗口持续关闭，进口量预计同比压缩，而随着海外需求恢复，节后 PP 出口成交好转，3-5 月出口有望迎来放量增长。

下游需求：目前线性下游农膜、包装膜开工率分别为 38%、45%，低压下游开工在 33%-42%。元宵后，下游企业多数已经复产，行业开工快速提升，原料库存消化加快，但开年新订单跟进较慢，且成品生产毛利不高，原料备货气氛谨慎。目前来看，3 月市场将步入生产旺季，下游开工提升至高位，需求预计环比明显改善，关注实际订单跟进情况。

成本方面：2 月份，布拉特原油近月合约价格在 74-77 美元区间整理，但国内动力煤价格持续走弱，聚烯烃企业生产成本环比下移。当前国内成本区间在 6550-8000 元/吨，聚烯烃油制工艺处于亏损状态，而煤化工盈利维持较好水平。

综上所述：假期社会库存大幅累积，节后下游陆续复工，市场供需矛盾逐步修复，生产商开启去库进程，而油价企稳给予成本支撑，3 月份价格重心上移概率较大。但中长期看，聚烯烃仍处投产周期，供应端压制市场预期，行业利润被动压缩，维持逢高偏空思路。

风险提示：原油价格大涨、国内投产延迟。

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、行情回顾

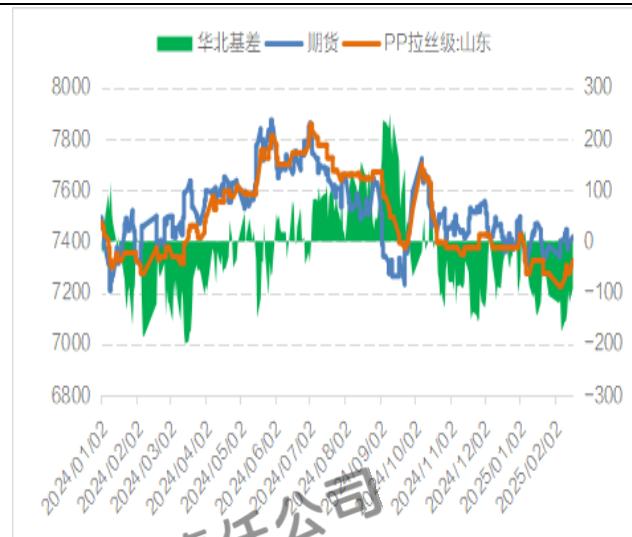
2月聚烯烃低位偏强整理，塑料略微强于PP。上旬是春节假期，现货市场交投平淡，节后首周塑料05合约甚至创下阶段新低。不过，随着装置检修增加，国内产量高位略有下滑，叠加石化库存压力可控，期现价格逐步企稳，第二周震荡重心窄幅上移，L/P价差小幅走扩。

图 1：塑料主力基差



数据来源：wind, 国信期货

图 2：PP 主力基差



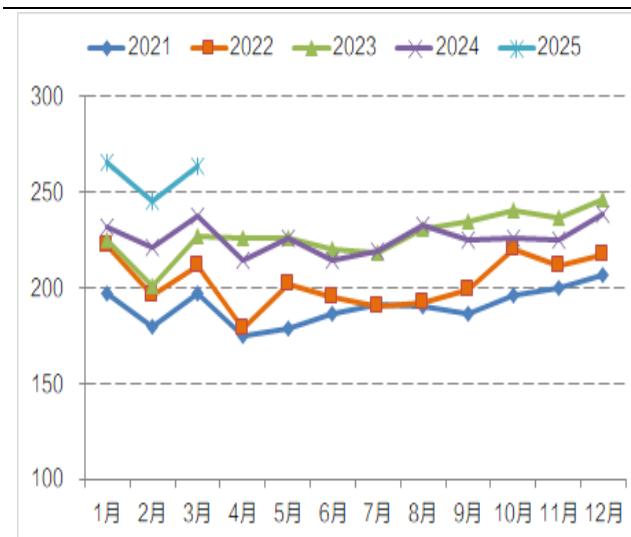
数据来源：wind, 国信期货

## 二、基本面分析

### 1. 国内增产压力释放，关注近月合约重定价

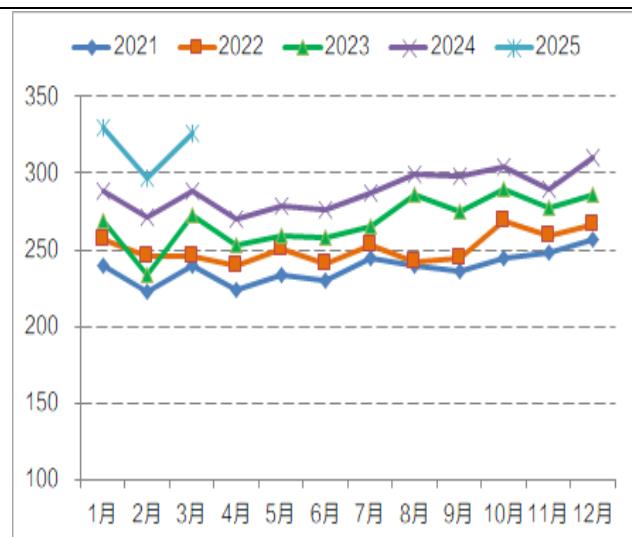
去年底，国内新产能集中投放，聚烯烃产能基数增幅较大，叠加行业装置负荷提升，1月国内聚烯烃产量创下历史新高。据卓创资讯统计，1月国内PE、PP产量分别为265.5万吨、329.3万吨，同比分别增长14.4%、14.1%。

图 3：PE 月度产量 (万吨)



数据来源：卓创, wind, 国信期货

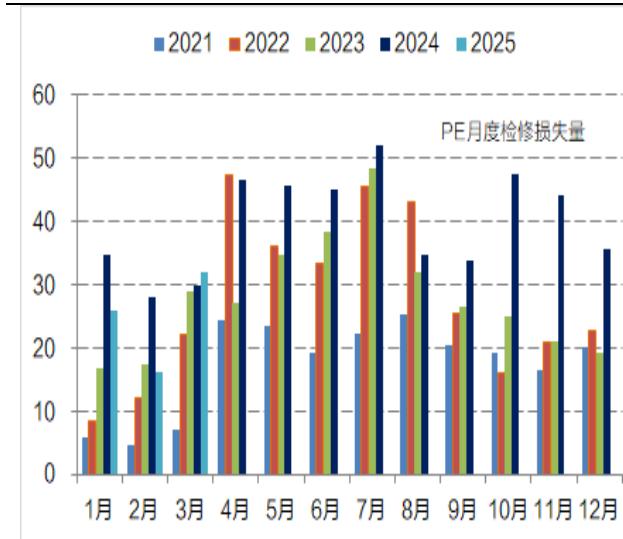
图 4：PP 月度产量 (万吨)



数据来源：卓创, wind, 国信期货

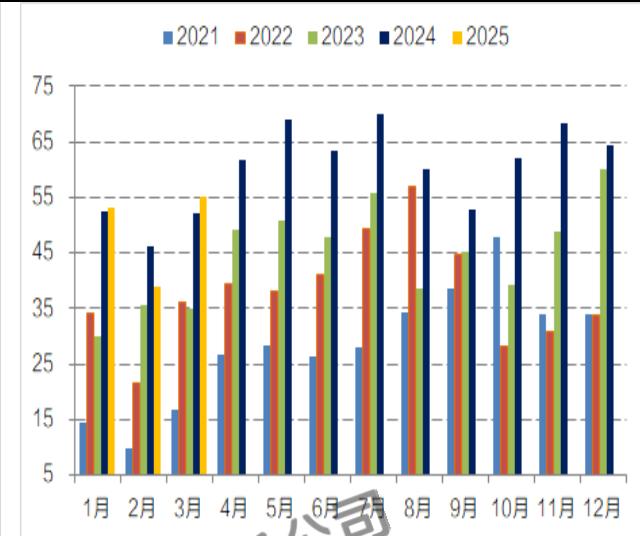
新装置方面，万华化学 25 万吨 LDPE/EVA 装置 1 月中旬顺利投产，内蒙古宝丰 50 万吨 PP 及 55 万吨 PE 装置 2 月稳定达产，后续还有金城石化、埃克森美孚、内蒙宝丰、镇海炼化、裕龙石化等预计开车。上半年投产计划仍较集中，随着产能基数增加，国内产量同比增幅较大，供应端压制了市场预期，但要注意装置投产延迟可能引发近月合约重新定价，另关注计划外检修情况。

图 5: PE 月度检修损失 (万吨)



数据来源：卓创，wind，国信期货

图 6: PP 月度检修损失 (万吨)

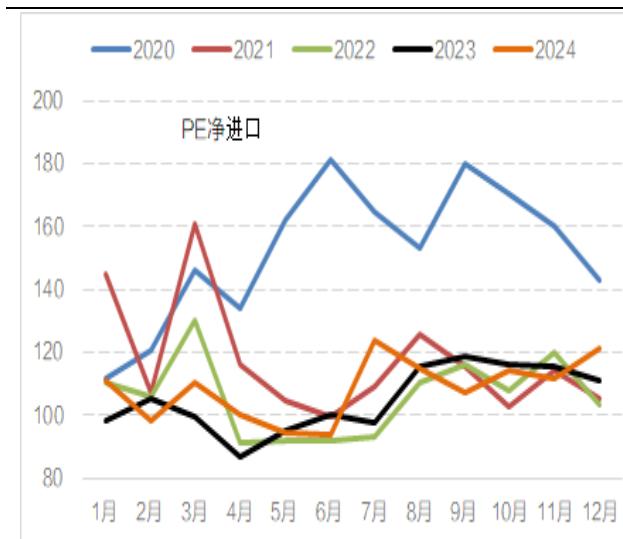


数据来源：卓创，wind，国信期货

## 2. 进口压力不大，PP 出口进入窗口期

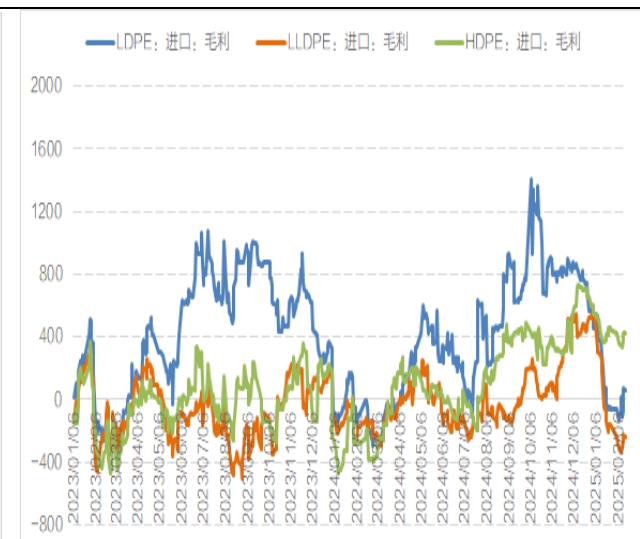
海关数据，12 月 PE 进口 127.1 万吨，同比增长 8.9%，出口 5.8 万吨，同比增长 1.0%，2024 年累计进口 1385.0 万吨，同比增长 3.1%、累计出口 82.0 万吨，同比下降 1.7%，累计净进口 1303.0 万吨，同比增长 3.4%。目前来看，1 月份国内现价大幅回落，而海外美金价格走强，内外价差快速收缩至倒挂，PE 进口窗口部分关闭，叠加年初需求偏淡，预计 1 季度实际到港量环比下滑，进口端压力不大。

图 7: PE 月度净进口 (万吨)



数据来源：卓创，wind，国信期货

图 8: PE 进口盈亏 (元/吨)

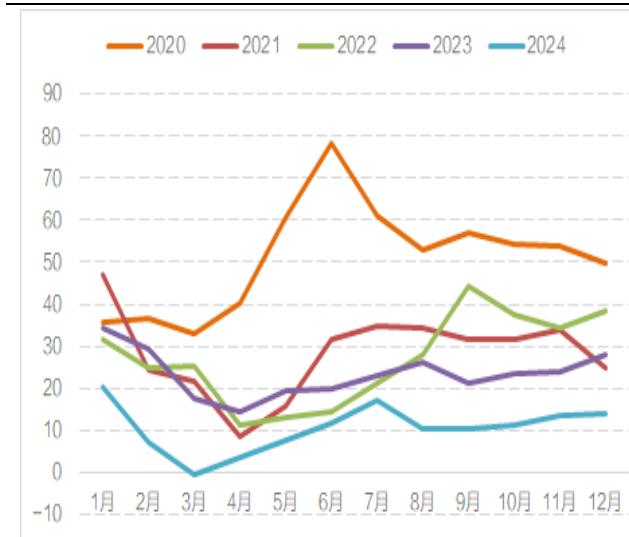


数据来源：卓创，wind，国信期货

海关数据，12 月 PP 进口 33.7 万吨，同比减少 10.0%，出口 19.7 万吨，同比增长 113.6%，2024 年累

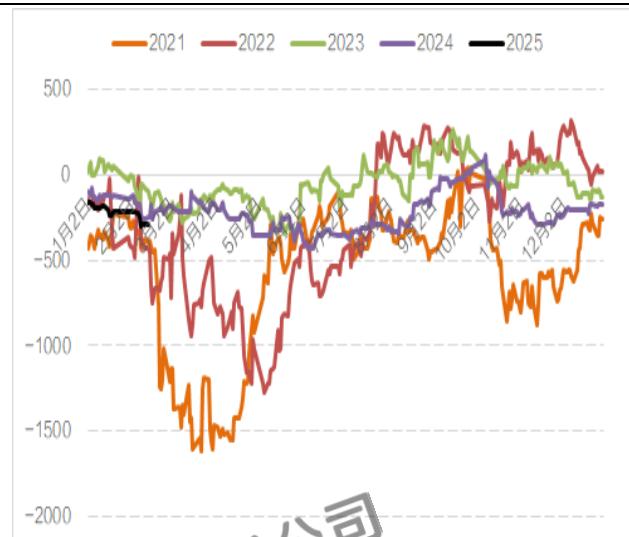
计进口 367.1 万吨，同比减少 10.8%，累计出口 240.6 万吨，同比增长 83.7%，累计净进口 126.5 万吨，同比减少 54.9%。今年国内 PP 投产仍然较多，通用料供应过剩矛盾加重，PP 内外价差长期倒挂，进口窗口持续关闭，进口量预计同比压缩，而随着海外需求恢复，节后 PP 出口成交好转，3-5 月出口有望迎来放量增长。

图 9: PP 月度净进口 (万吨)



数据来源：卓创，wind，国信期货

图 10: PP 进口盈亏 (元/吨)

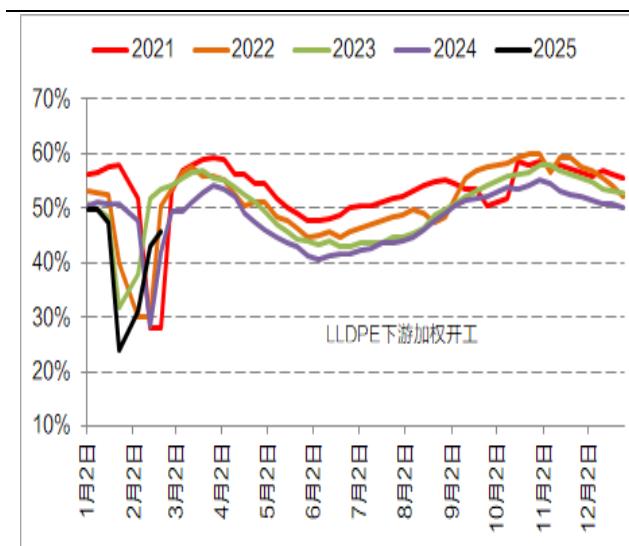


数据来源：卓创，wind，国信期货

### 3. 下游需求步入旺季

截止 2 月 21 日，线性下游农膜、包装膜开工率分别为 40%、48%，低压下游开工在 35%-44%。元宵后，下游企业多数已经复产，行业开工快速提升，原料库存消化加快，但开年新订单跟进较慢，且成品生产毛利不高，原料备货气氛谨慎。目前来看，3 月市场将步入生产旺季，下游开工提升至高位，需求预计环比明显改善，关注实际订单跟进情况。

图 11: 线性下游加权开工



数据来源：卓创，wind，国信期货

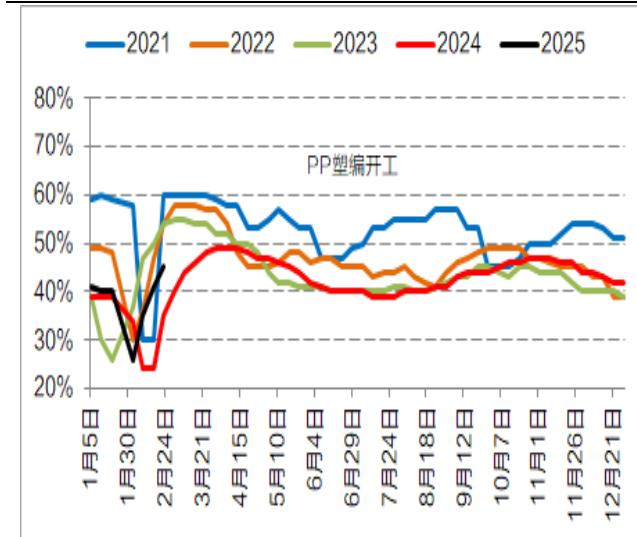
图 12: PB 膜未交付订单天数



数据来源：卓创，wind，国信期货

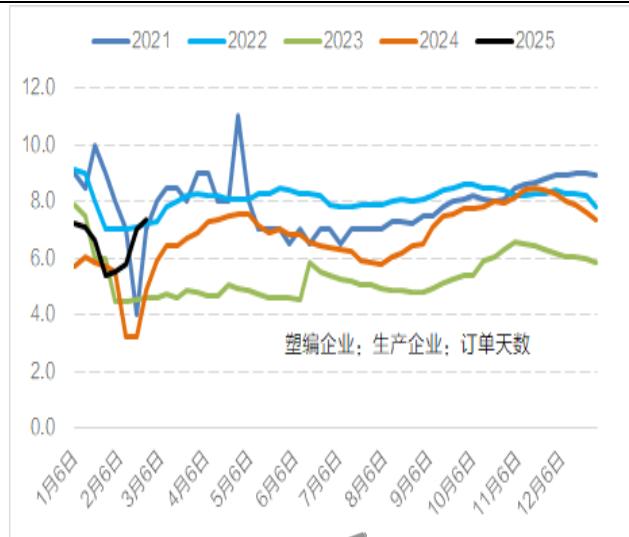
截止 2 月 21 日，PP 下游塑编、BOPP、注塑开工率分别为 45%、57%、46%。节后下游陆续复工，企业开工率逐步提升，原料库存被动消化，但由于新接订单不足，工厂备货意愿不高，实际支撑力度有限。2 月底预计全面复产，下游开工将显著提升，需求预计恢复正常，关注旺季需求落地情况。

图 13: PP 下游塑编开工



数据来源：卓创，wind，国信期货

图 14: PP 塑编企业订单

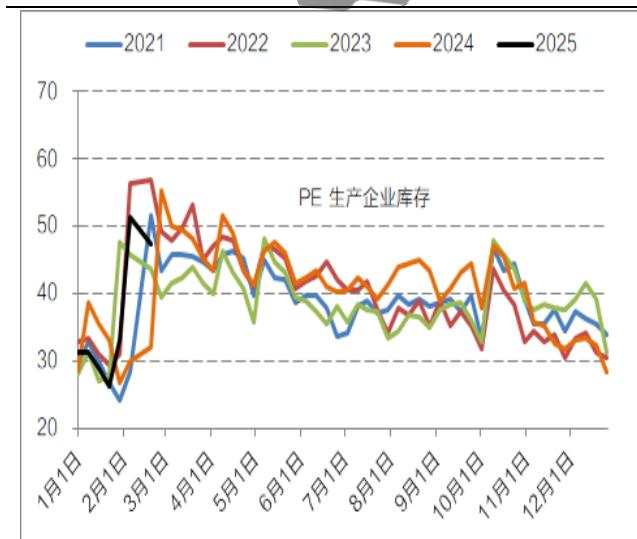


数据来源：卓创，wind，国信期货

#### 4. 库存压力不大，关注市场去化进度

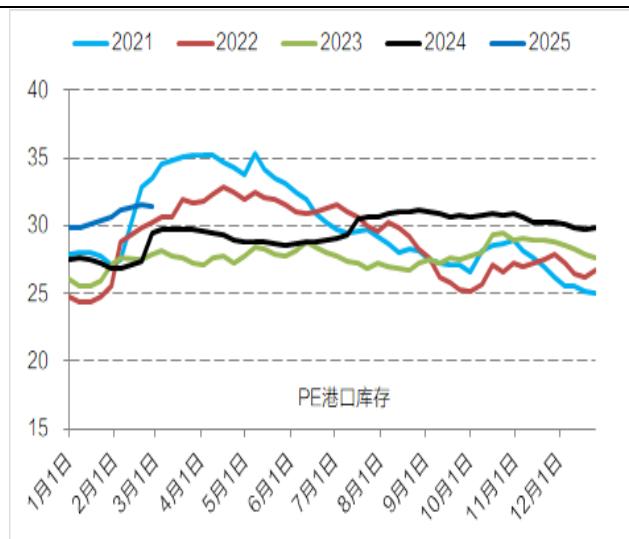
据卓创统计，2 月 21 日 PE 生产商（油企+煤化工）库存约 36.0 万吨，PE 港口库存约 31.5 万吨，贸易商库存约 19.1 万吨，社会总库存约 86.6 万吨。春节上游企业正常累库，节后石化积极去库，库存整体压力不大，但港口库存仍在累积，2 季度市场坚持去库策略思路。

图 15: PE 生产商库存



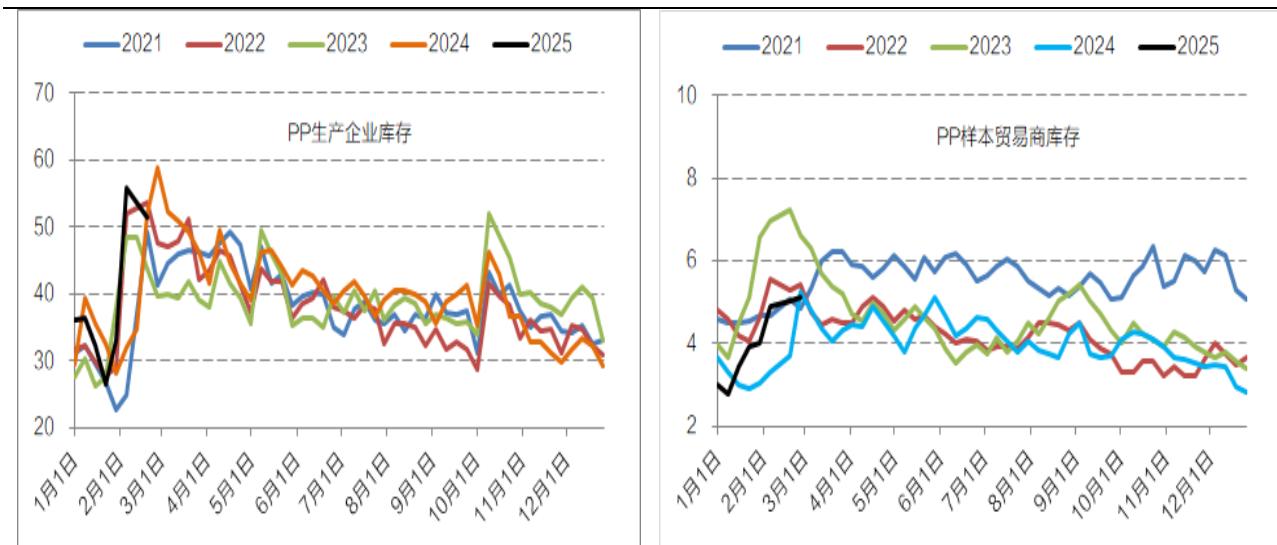
数据来源：卓创，wind，国信期货

图 16: PE 港口库存

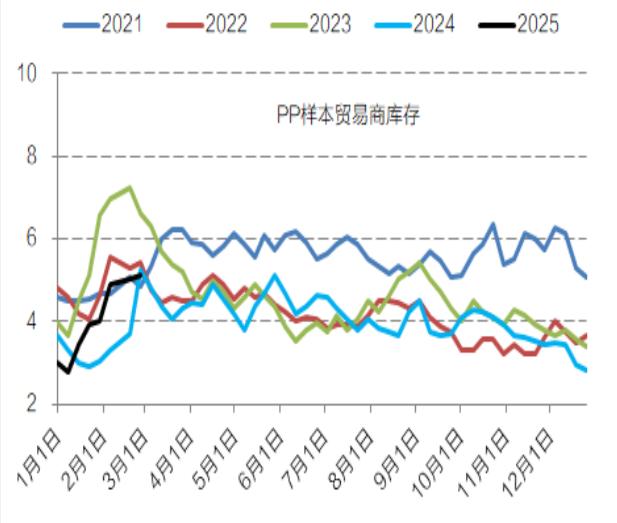


数据来源：卓创，wind，国信期货

据卓创统计，2 月 21 日 PP 生产商（油企+煤化工）库存约 51.5 万吨，PP 港口库存约 1.5 万吨，贸易商库存约 5.1 万吨，社会总库存约 58.1 万吨。春节假期供需错配，上游石化企业大幅累库，节后生产商去化节奏稍慢，但整体压力不大，2 季度产业链去库思路为主。

**图 17: PP 生产商库存**


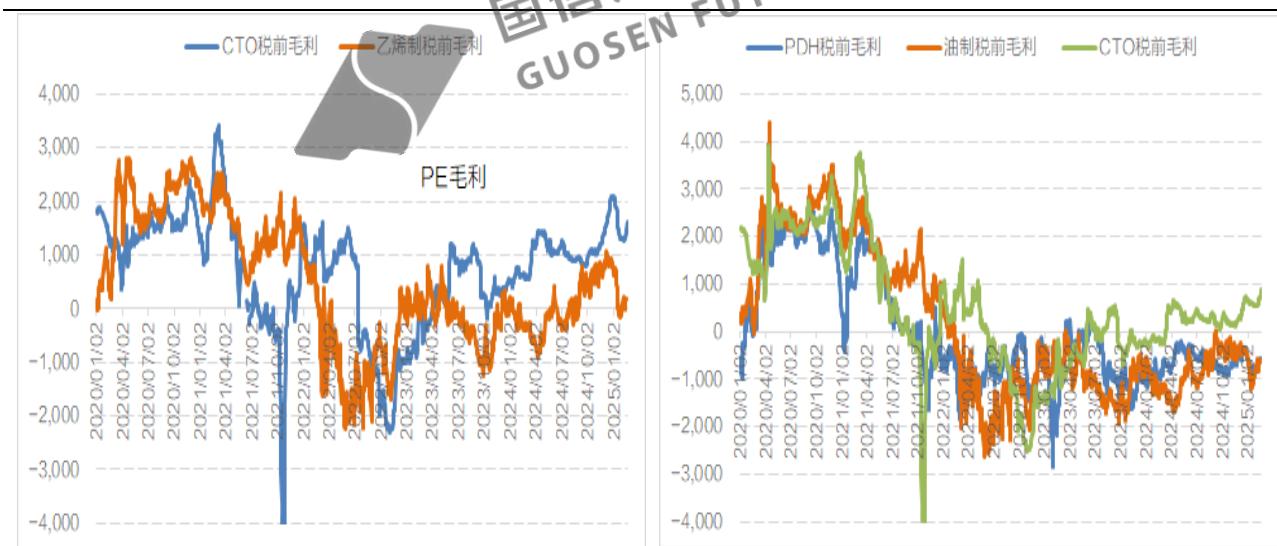
数据来源: 卓创, wind, 国信期货

**图 18: PP 贸易商库存**


数据来源: 卓创, wind, 国信期货

## 5. 成本估值重心下移

2月份，布拉特原油近月合约价格在74-77美元区间整理，但国内动力煤价格持续走弱，聚烯烃企业生产成本环比下移。当前国内成本区间在6550-8000元/吨，聚烯烃油制工艺处于亏损状态，而煤化工盈利维持较好水平。

**图 19: PE 生产毛利**


数据来源: 卓创, wind, 国信期货

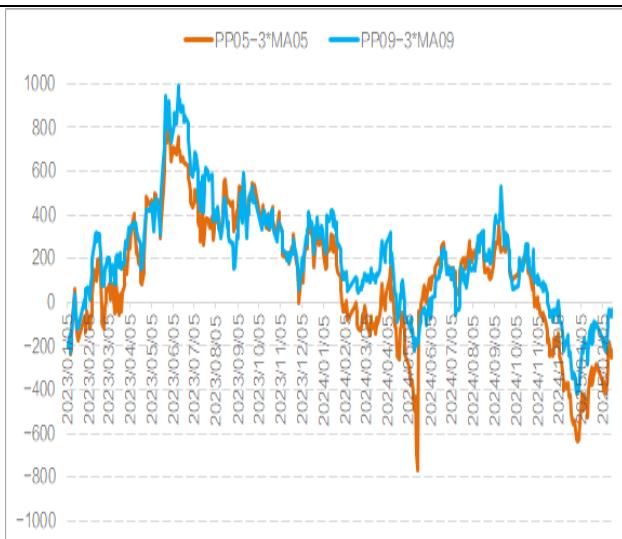
**图 20: PP 生产毛利**


数据来源: 卓创, wind, 国信期货

## 6. L/P 价差或阶段性走扩

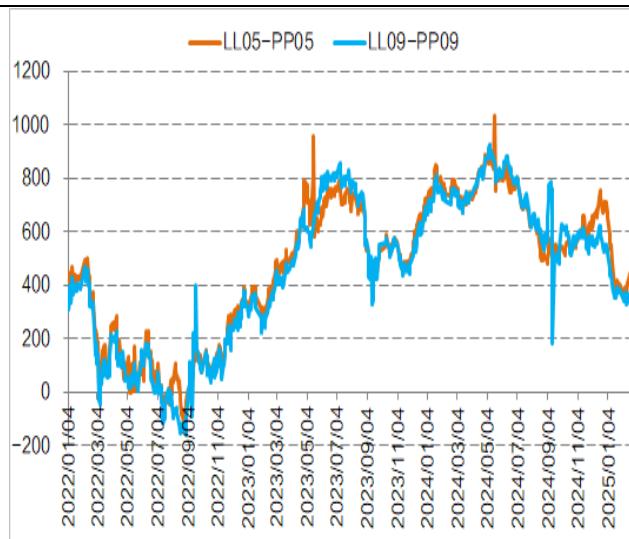
去年底PE产能集中投放，线性现货偏紧预期扭转，1月PE价格高位大幅下跌，L/P价差随之显著回落，但随着PE进口窗口关闭，节后L/P价差略有回升。另外，PP-3MA价差在1月下探至低位后因部分装置停车快速修复，但国内春检及进口预期下降，甲醇下方空间有限，且PP仍处于行业投产周期，中长期看PP-3MA价差仍以逢高做缩为主。

图 21: PP-3\*MA 价差



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

图 22: L/P 期货价差



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

### 三、结论及建议

**国内供应:** 万华化学 25 万吨 LDPE/EVA 装置 1 月中旬顺利投产, 内蒙古宝丰 50 万吨 PP 及 55 万吨 PE 装置 2 月稳定达产, 后续还有金城石化、埃克森美孚、内蒙宝丰、镇海炼化、裕龙石化等预计开车。上半年投产计划仍较集中, 随着产能基数增加, 国内产量同比增幅较大, 供应端压制了市场预期, 但要注意装置投产延迟可能引发近月合约重新定价, 另关注计划外检修情况。

**进出口:** 1 月份国内期现价格大幅回落, 而海外美金价格走强, 内外价差快速收缩至倒挂, PE 进口窗口部分关闭, 叠加年初需求偏淡, 预计 1 季度实际到港量环比下滑, 进口端压力不大。今年国内 PP 投产仍然较多, 通用料供应过剩矛盾加重, PP 内外价差长期倒挂, 进口窗口持续关闭, 进口量预计同比压缩, 而随着海外需求恢复, 节后 PP 出口成交好转, 3-5 月出口有望迎来放量增长。

**下游需求:** 目前线性下游农膜、包装膜开工率分别为 40%、48%, 低压下游开工在 35%-44%。元宵后, 下游企业多数已经复产, 行业开工快速提升, 原料库存消化加快, 但开年新订单跟进较慢, 且成品生产毛利不高, 原料备货气氛谨慎。目前来看, 3 月市场将步入生产旺季, 下游开工提升至高位, 需求预计环比明显改善, 关注实际订单跟进情况。

**成本方面:** 2 月份, 布拉特原油近月合约价格在 74-77 美元区间整理, 但国内动力煤价格持续走弱, 聚烯烃企业生产成本环比下移。当前国内成本区间在 6550-8000 元/吨, 聚烯烃油制工艺处于亏损状态, 而煤化工盈利维持较好水平。

**综上所述:** 假期社会库存大幅累积, 节后下游陆续复工, 市场供需矛盾逐步修复, 生产商开启去库进程, 而油价企稳给予成本支撑, 3 月份价格重心上移概率较大。但中长期看, 聚烯烃仍处投产周期, 供应端压制市场预期, 行业利润被动压缩, 维持逢高偏空思路。

**风险提示:** 原油价格大涨、国内投产延迟。

### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。