

主要结论

供应方面：2025 年 PE、PP 分别新增产能 453 万吨、470.5 万吨，美孚惠州及广西石化在 10 月-11 月集中投产，巴斯夫广东于 12 月底成功开车，市场供应压力持续释放，进而导致四季度聚烯烃加速下探。展望后市，2026 年 1 季度仅有浙石化及惠州力拓计划开车，短期投产压力有所减轻，但当前国内产量持续高位，市场供应环境仍然偏宽松，且春节前石化去库意愿较强，现货基差预期表现偏弱，盘面定价可能受宏观及情绪扰动较大，关注装置计划外检修情况。

需求方面：今年 PE 农膜需求旺季不旺，行业开工率提前见顶，峰值也明显低于往年同期，目前农膜生产逐步转淡，行业开工率持续下滑，塑料下游需求整体边际转弱，且 1 月下旬后市场将加速下滑。12 月 PP 下游塑编开工率逐步提升，BOPP 负荷亦处于近年高位，需求呈现逆季节性改善特征，但随着在手订单陆续交付，元旦后部分工厂可能选择降负，PP 需求亦将随之转弱，关注下游节前备货情况。

成本方面：四季度原油价格震荡走弱，期间布伦特原油数次跌破 60 美元关口，油化工受到持续利空冲击，而 12 月国内煤价亦出现快速回落，导致煤化工成本显著下移。在成本及供应利空共振下，四季度聚烯烃市场呈现加速下探走势，企业动态生产毛利急剧恶化，尤其是外采甲醇及 PDH 装置亏损较为严重，估值已经降至历史偏低水平。不过，当前的盈利环境尚未构成正向反馈，国内产量仍然维持高位运行，现阶段市场估值修复驱动不强，或许需要更好的时机窗口，关注后续企业生产政策调整。

综上所述：中长期看市场仍在投产周期，国内增产压力仍然较大，供需增速失衡矛盾较为明显，基本面整体偏承压运行。短期来看，市场价格及估值处于低位，利空阶段性有所缓和，贵金属及有色板块持续强势，商品市场情绪有所好转，聚烯烃快速下探后或有阶段性反弹，但高度预计有限。建议：短期谨慎看待反弹空间，中长期维持偏空配置思路，关注价差交易机会。

风险提示：原油价格大涨、市场预期扭转、检修力度加大。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116 号

分析师：贺维

从业资格号：F3071451

投资咨询号：Z0011679

电话：0755-23510000-301706

邮箱：15098@guosen.com.cn

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

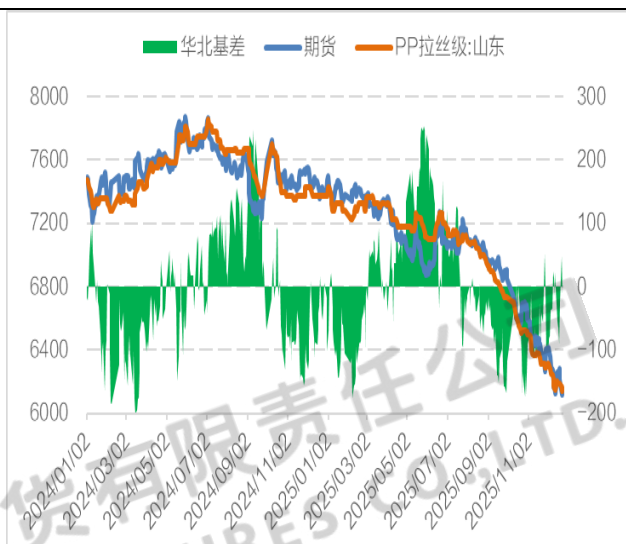
12月聚烯烃市场快速下探。年内新装置基本落地，产能基数同比大幅提升，12月国内产量持续高位，而下游需求表现平淡，工厂备货意愿不高，年底石化降价积极去库，现货价格持续下行，期货盘面呈现加速探底走势。临近月底，受贵金属连续大涨提振，商品市场情绪好转，聚烯烃盘面低位触底反弹，基差走弱刺激期现商及下游补库，石化库存压力有所减轻。从结构来看，当前仓单库存较高，近月交割压力较大，1-5月差持续弱势震荡，而5-9月差受明年新装置投产节奏的困扰亦偏弱整理。

图 1：塑料主力基差



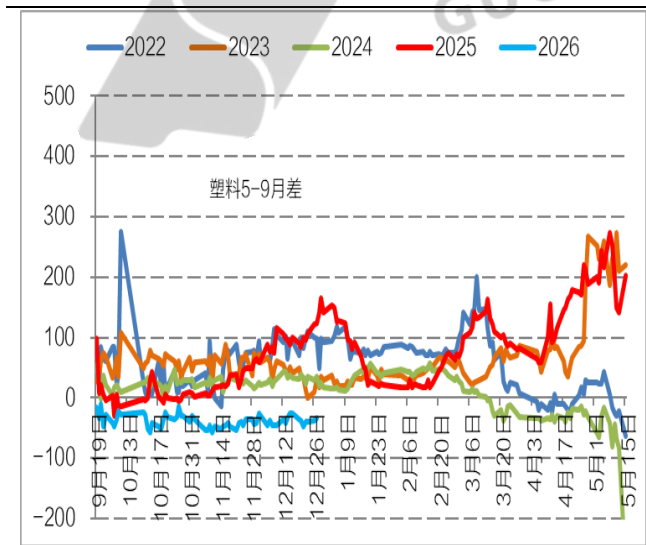
数据来源：wind，国信期货

图 2：PP 主力基差



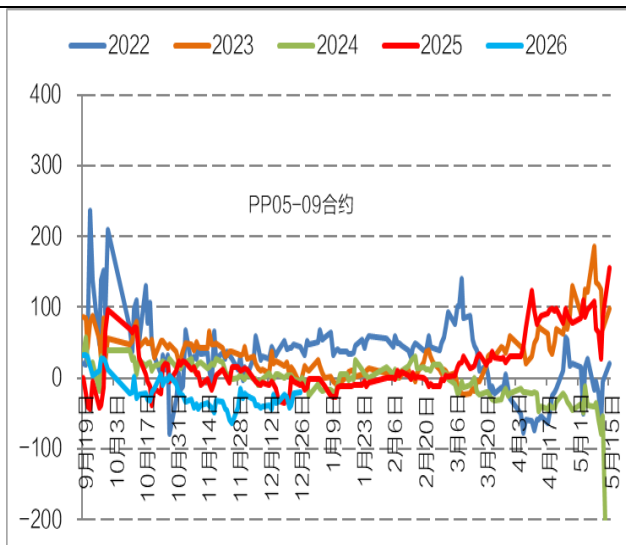
数据来源：wind，国信期货

图 3：塑料月间价差



数据来源：wind，国信期货

图 4：PP 月间价差



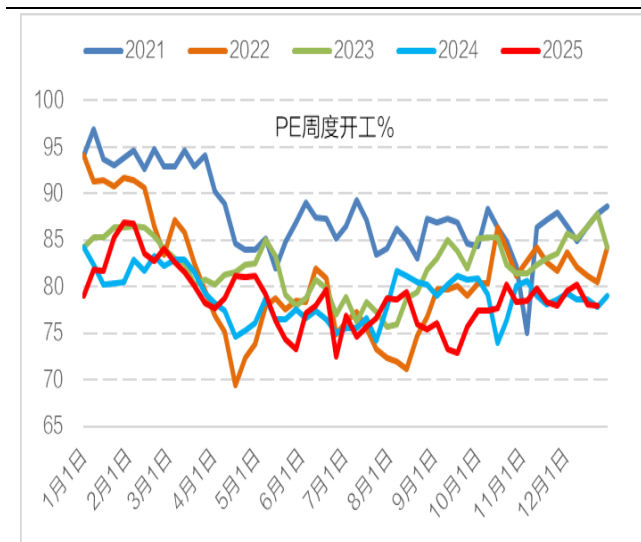
数据来源：wind，国信期货

二、基本面分析

1. 生产商去库但不改宽松预期

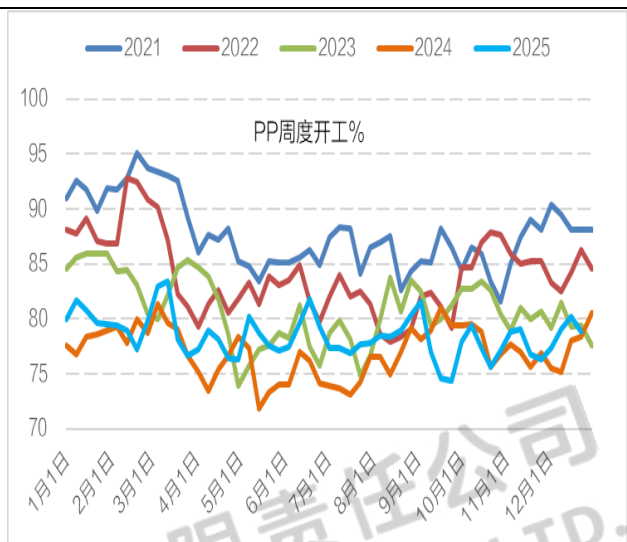
12月装置计划检修减少，PE、PP开工率预估小幅提升至79.0%、78.9%，叠加美孚惠州、广西石化顺利投产，产能基数继续提升，国内聚烯烃产量持续高位。据卓创统计，11月PE、PP产量分别为273.5万吨、335.0万吨，同比增长21.6%、15.5%，而1-11月PE、PP累计产量分别为2868.6万吨、3608.4万吨，同比增长15.9%、14.5%。

图5：PE周度开工率（%）



数据来源：卓创，wind，国信期货

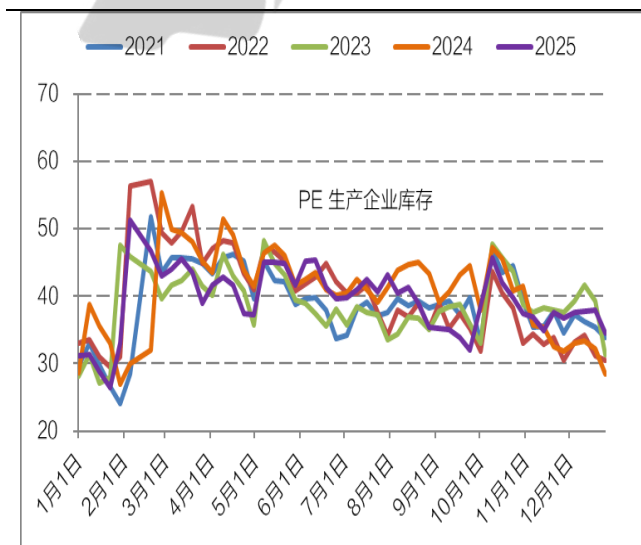
图6：PP周度开工率（%）



数据来源：卓创，wind，国信期货

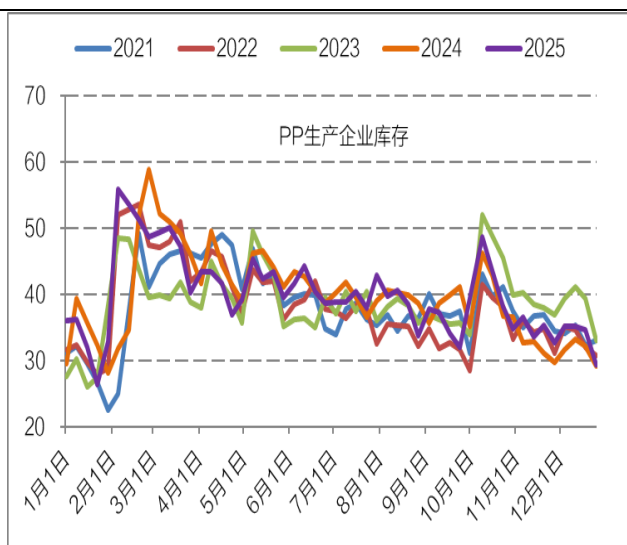
12月上旬期现价格持续阴跌，市场悲观情绪蔓延，下游工厂随用随采，原料备货意愿较低，国内产量高位运行，现货销售压力不断累积，石化被迫加大让利幅度，而生产商的行为加剧负反馈效应，盘面呈现加速下探走势。临近月底，受贵金属及有色行情提振，商品市场情绪逐步好转，聚烯烃盘面领先现货反弹，基差结构快速走弱，带动期现商及下游补仓，上游石化出货节奏加快。据卓创统计，12月26日PE、PP生产企业库存分别降至34.5万吨、29.5万吨。

图7：PE生产企业库存（万吨）



数据来源：卓创，wind，国信期货

图8：PP生产企业库存（万吨）



数据来源：卓创，wind，国信期货

2025年PE、PP分别新增产能453万吨、470.5万吨，美孚惠州及广西石化在10月-11月集中投产，巴斯夫广东于12月底成功开车，市场供应压力持续释放，进而导致四季度聚烯烃加速下探。展望后市，

2026 年 1 季度仅有浙石化及惠州力拓计划开车，短期投产压力有所减轻，但当前国内产量持续高位，市场供应环境仍然偏宽松，且春节前石化去库意愿较强，现货基差预期表现偏弱，盘面定价可能受宏观及情绪扰动较大，关注装置计划外检修情况。

表 1：国内投产计划（万吨）

企业	LLDPE	HDPE	LDPE	PP	原料	投产时间
美孚惠州			50		油	10 月
广西石化	40	30		40	油	11 月
巴斯夫广东		50			油	12 月底开车
浙石化			30		油	2026 年初
惠州力拓				15	丙烯	2026 年 1 季度

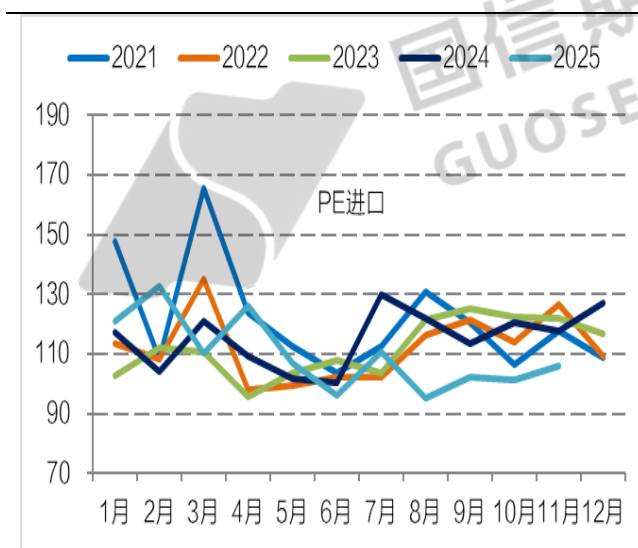
数据来源：卓创，国信期货

2. 进口压缩、出口高增

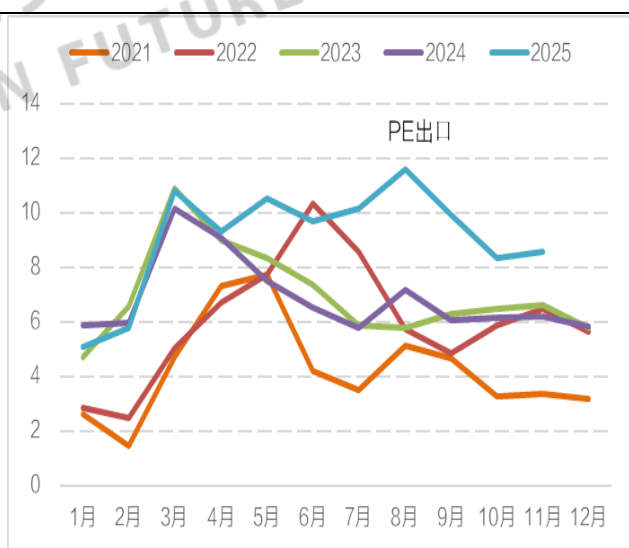
海关总署数据，11 月 PE 进口 106.2 万吨，同比下降 10.0%，出口 8.6 万吨，同比增长 38.8%，1-11 月累计进口 1207.7 万吨，同比减少 4.0%，累计出口 99.8 万吨，同比增长 30.9%，累计净进口 1107.9 万吨，同比减少 6.2%。今年国内 PE 新增产能较多，产量同比保持较快增长，为应对国内的快速增产压力，下半年 PE 进口货源被明显压缩，同时生产商加大出口力度，出口量在低基数效应下高速增长。目前来看，国内供应压力仍然较大，PE 进口依存度逐年降低，进口替代步伐有望加快，1 季度到港量预计维持 100-110 万吨的偏低水平。

图 9：PE 月度进口（万吨）

图 10：PE 月度出口（万吨）



数据来源：卓创，wind，国信期货

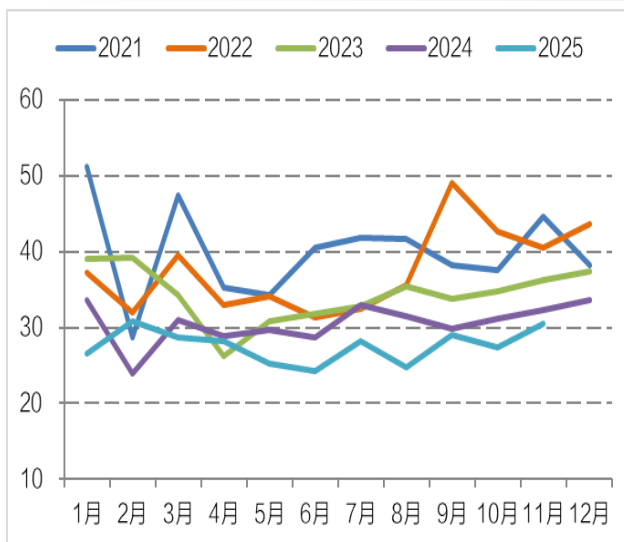


数据来源：卓创，wind，国信期货

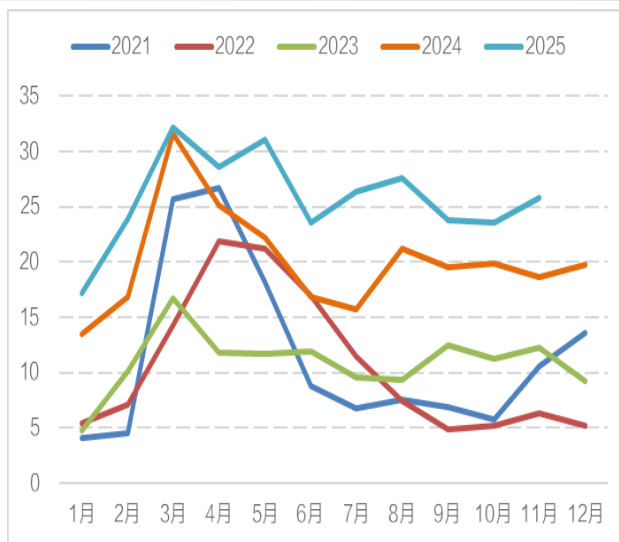
海关总署数据，11 月广义 PP 进口 30.5 万吨，同比下降 5.5%，广义出口 25.7 万吨，同比增长 38.3%，1-11 月 PP 广义进口 303.6 万吨，同比下降 9.0%，广义出口 283.4 万吨，同比增长 28.3%，累计净进口 20.2 万吨，同比减少 82.0%。近年来，国内 PP 呈现过剩态势，价格处于全球洼地，内外价差长期大幅倒挂，进口窗口持续关闭，生产商积极拓展海外销售，出口量保持高速增长，2025 年 PP 通用料首次成为净出口国。从数据来看，今年 PP 月度出口持续高位，而进口量被继续压缩，净进口同比大幅下滑，出口在调节国内平衡的作用进一步凸显，1 季度进出口可能因春节因素有所波动，但市场趋势有望持续。

图 11：PP 月度进口（万吨）

图 12：PP 月度出口（万吨）



数据来源：卓创，wind，国信期货



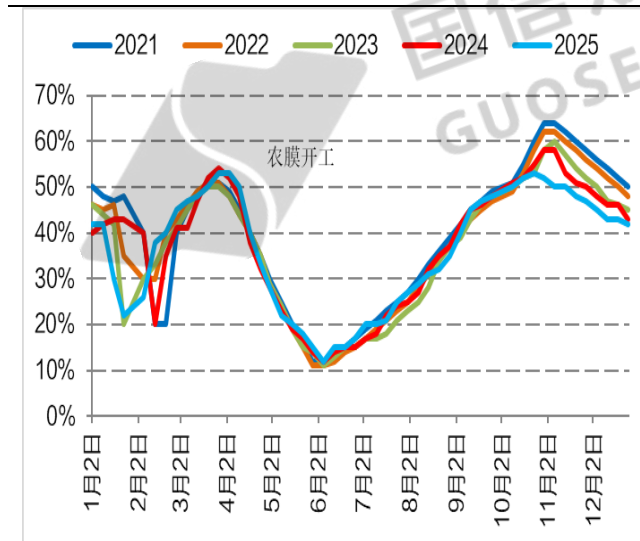
数据来源：卓创，wind，国信期货

3. 下游需求预期逐步回落

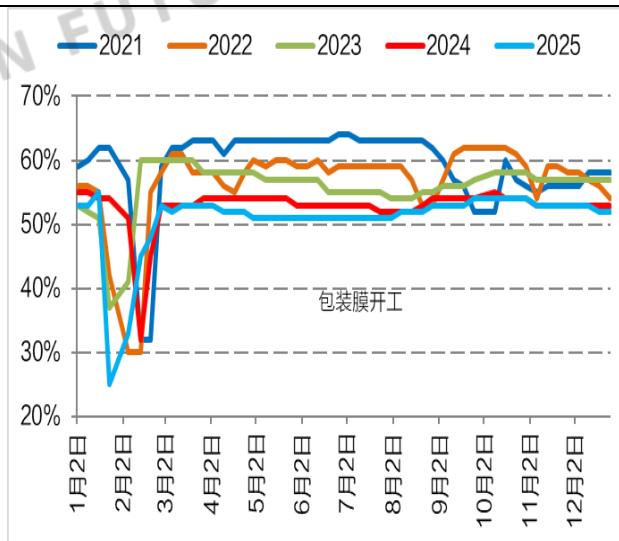
截止12月26日，卓创统计PE农膜、包装膜开工率分别为42%、52%，低压下游开工率在31%-47%之间。今年农膜需求旺季不旺，行业开工率提前见顶，峰值也明显低于往年同期，且11-12月开工率回落幅度也更快。目前农膜生产逐步转淡，行业开工率持续下滑，包装膜开工虽然持稳但整体偏低，塑料下游需求整体边际转弱，且1月下旬后市场将加速下滑。

图 13：PE 下游农膜开工率

图 14：PE 下游包装膜开工率



数据来源：卓创，wind，国信期货

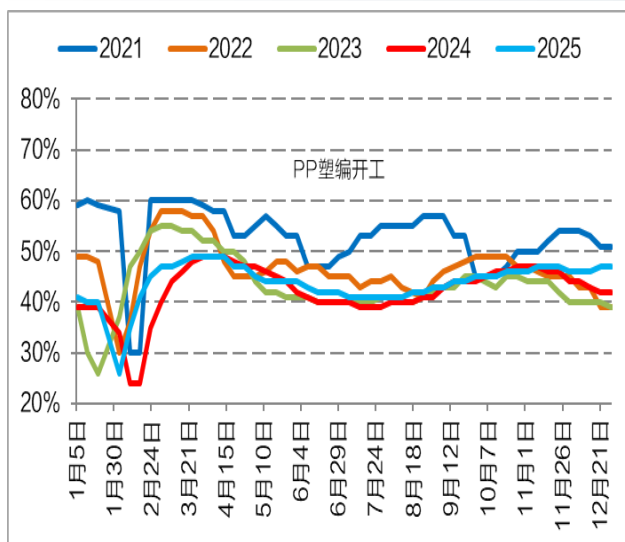


数据来源：卓创，wind，国信期货

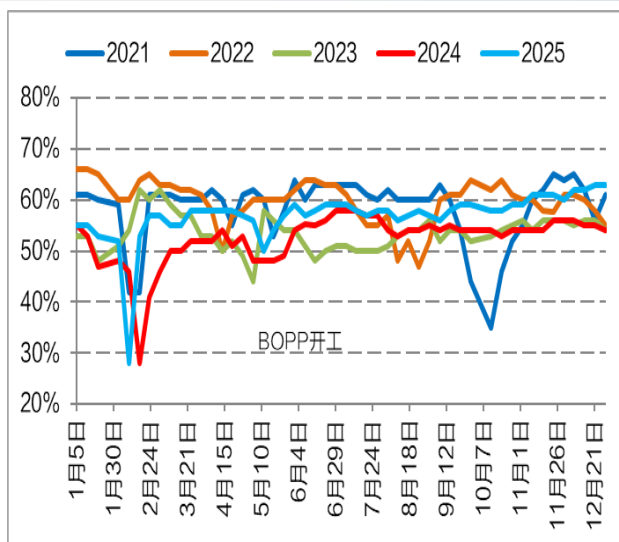
当前PP下游塑编、BOPP、注塑负荷分别为47%、63%、49%。12月以来，下游塑编开工率逐步提升，且高于去年同期水平，而BOPP负荷受假期需求释放提振亦处于近年高位，PP需求呈现逆季节性改善特征。不过，随着在手订单陆续交付，企业反馈1月新单预期减少，且成品库存开始攀升，元旦后部分工厂可能选择降负，PP需求亦将随之转弱，关注下游节前备货情况。

图 15：PP 下游塑编开工率

图 16：PP 下游注塑开工率



数据来源：卓创，wind，国信期货



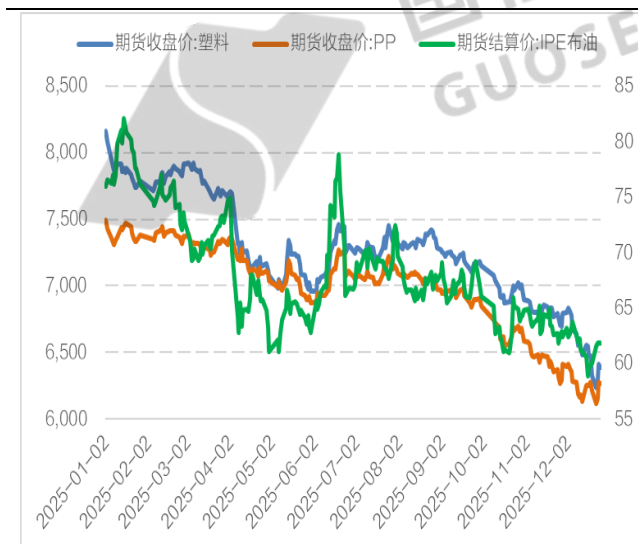
数据来源：卓创，wind，国信期货

4. 行业估值偏低但驱动不强

四季度原油价格震荡走弱，期间布伦特原油数次跌破 60 美元关口，油化工受到持续利空冲击，而 12 月国内煤价亦出现快速回落，导致煤化工成本显著下移。在成本及供应利空共振下，四季度聚烯烃市场呈现加速下探走势，企业动态生产毛利急剧恶化，尤其是外采甲醇及 PDH 装置亏损较为严重，估值已经降至历史偏低水平。不过，当前的盈利环境尚未构成正向反馈，国内产量仍然维持高位运行，现阶段市场估值修复驱动不强，或许需要更好的时机窗口，关注后续企业生产政策调整。

图 17：聚烯烃与原油价格（元/吨）

图 18：聚烯烃与动力煤价格（元/吨）



数据来源：卓创，wind，国信期货

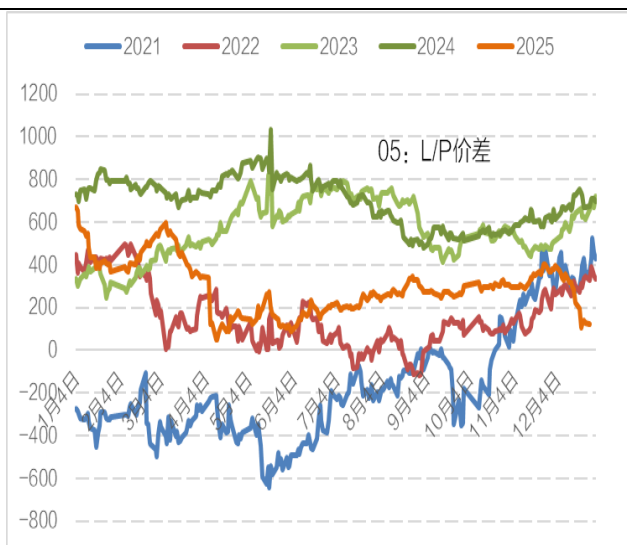


数据来源：卓创，wind，国信期货

5. 价差或有阶段性修复可能

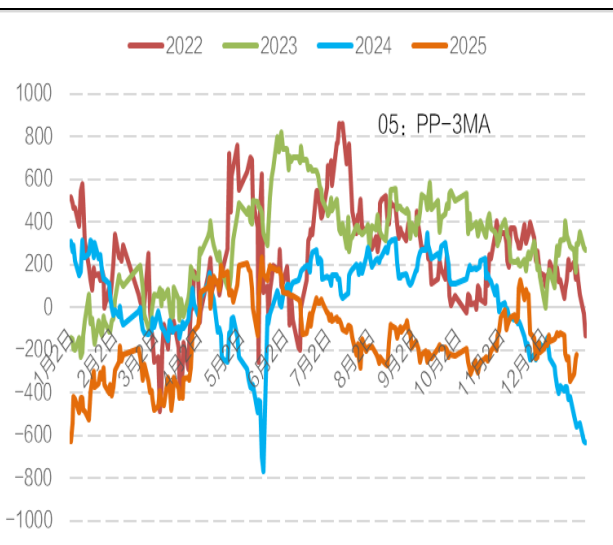
12 月下旬以来，受 PE 供应端投产压力增加及 PP 需求端边际改善影响，L/P 期现价差快速收窄，同期 PP-3MA 价差则因甲醇市场企稳大幅走弱。目前来看，上述两者价差均处于同期偏低水平，鉴于 PE 进口窗口关闭及盈利环境恶化后可能触发减产行为，聚烯烃供应端或有收缩预期，L/P 与 PP-3MA 价差存在阶段性修复的可能。

图 19: L/P 价差



数据来源：卓创，wind，国信期货

图 20: PP-3*MA 价差



数据来源：卓创，wind，国信期货

三、结论及建议

供应方面：2025 年 PE、PP 分别新增产能 453 万吨、470.5 万吨，美孚惠州及广西石化在 10 月-11 月集中投产，巴斯夫广东于 12 月底成功开车，市场供应压力持续释放，进而导致四季度聚烯烃加速下探。展望后市，2026 年 1 季度仅有浙石化及惠州力拓计划开车，短期投产压力有所减轻，但当前国内产量持续高位，市场供应环境仍然偏宽松，且春节前石化去库意愿较强，现货基差预期表现偏弱，盘面定价可能受宏观及情绪扰动较大，关注装置计划外检修情况。

需求方面：今年 PE 农膜需求旺季不旺，行业开工率提前见顶，峰值也明显低于往年同期，目前农膜生产逐步转淡，行业开工率持续下滑，塑料下游需求整体边际转弱，且 1 月下旬后市场将加速下滑。12 月 PP 下游塑编开工率逐步提升，BOPP 负荷亦处于近年高位，需求呈现逆季节性改善特征，但随着在手订单陆续交付，元旦后部分工厂可能选择降负，PP 需求亦将随之转弱，关注下游节前备货情况。

成本方面：四季度原油价格震荡走弱，期间布伦特原油数次跌破 60 美元关口，油化工受到持续利空冲击，而 12 月国内煤价亦出现快速回落，导致煤化工成本显著下移。在成本及供应利空共振下，四季度聚烯烃市场呈现加速下探走势，企业动态生产毛利急剧恶化，尤其是外采甲醇及 PDH 装置亏损较为严重，估值已经降至历史偏低水平。不过，当前的盈利环境尚未构成正向反馈，国内产量仍然维持高位运行，现阶段市场估值修复驱动不强，或许需要更好的时机窗口，关注后续企业生产政策调整。

综上所述：中长期看市场仍在投产周期，国内增产压力仍然较大，供需增速失衡矛盾较为明显，基本面整体偏承压运行。短期来看，市场价格及估值处于低位，利空阶段性有所缓和，贵金属及有色板块持续强势，商品市场情绪有所好转，聚烯烃快速下探后或有阶段性反弹，但高度预计有限。建议：短期谨慎看待反弹空间，中长期维持偏空配置思路，关注价差交易机会。

风险提示：原油价格大涨、市场预期扭转、检修力度加大。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，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它人士。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和引用资料和数据的主观与公正，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。