

## 主要结论

供应方面：目前中东局势仍然胶着，霍尔木兹海峡持续关闭，原油及化工原料紧缺问题日益加重，炼厂主动降负及检修范围扩大，短期供应收缩矛盾难以缓解，即使双方在数周内达成停火协议，从原料供应恢复到海运物流畅通再到化工品最终产出，整个石化供应链仍需要时间修复。在极端情况下，伊朗战事及海峡停航时间继续延长，现有供应缺口不断扩大，且新装置也可能因原料问题推迟投产，聚烯烃年度供需都要做适当调整，战争的影响将逐步向远月合约蔓延，关注地缘局势变化。

需求方面：截至3月27日，卓创统计PP下游塑编、BOPP、注塑及改性负荷分别为48%、58%、49%、73%。近期企业反映部分出口订单较好，成本传导较为顺畅，塑编、注塑及改性开工率均有提升，而BOPP行业维持稳定运行。据悉，目前下游原料多数维持到3月底至4月中旬，短期工厂仍以消化库存为主，辅以刚需小单采购，后续新订单跟进较为关键，同时关注高价原料的承接能力。

成本方面：2月底美以联合突袭伊朗，中东局势骤然突变，霍尔木兹海峡持续关闭至今，全球原油供应缺口难以弥补，布伦特原油05合约价格从73美元/桶快速上涨至114美元/桶附近。国际油价大幅上涨直接推动化工品成本重心显著抬升，塑料与PP价格跟随原油快速上行，但油制及PDH装置生产利润被大幅压缩，而煤化工毛利因煤炭价格相对平稳显著扩张，聚烯烃估值在不同生产工艺间分化严重。目前中东局势未见缓和，原油及其他化工原料价格仍有上行动力，聚烯烃成本端支撑仍然强劲，关注后续地缘局势变化。

综上所述：地缘冲突引发的供应矛盾是当前市场的核心变量，原油及化工原料价格强势给予成本支撑，短期聚烯烃市场易涨难跌，但高价原料对需求的影响也在累积，市场在多重因素博弈下呈现高波动性特征，操作难度明显加大。中长期看中东战局最终走向平缓，石化产业链将进入修复周期，但需要注意供需匹配情况对行情节奏的影响，关注后续地缘局势变化。

风险提示：地缘冲突结束、原油价格大跌、需求负反馈加大。

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

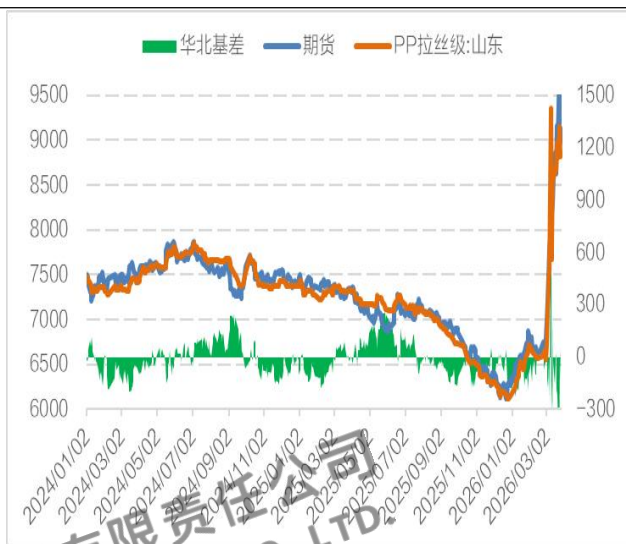
2月底美以联合对伊朗发动军事打击，伊朗方面予以坚决回击并宣布关闭霍尔木兹海峡，中东局势骤然升级，国际原油价格大幅上涨，其通过成本快速向下游化工品传导，包括在聚烯烃在内的化工品大幅跟涨。另外，海峡持续关闭导致亚洲原料供应短缺，炼厂开始主动或预防性降负，化工品供应预期显著收紧，这也进一步刺激全球化工品价格的上涨。

图 1：塑料主力基差



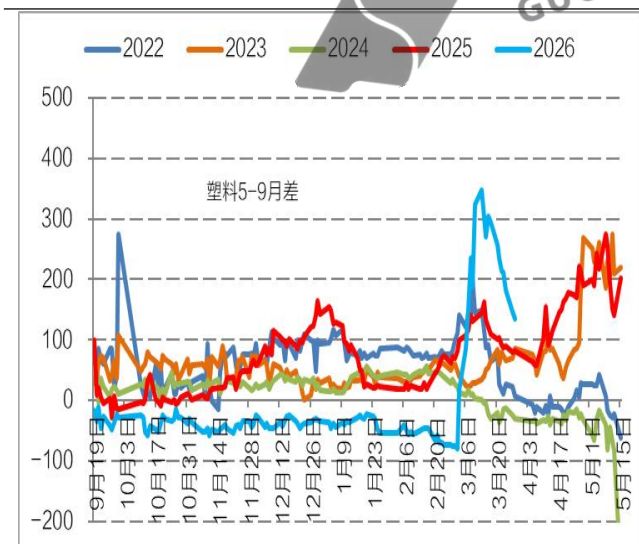
数据来源：wind，国信期货

图 2：PP 主力基差



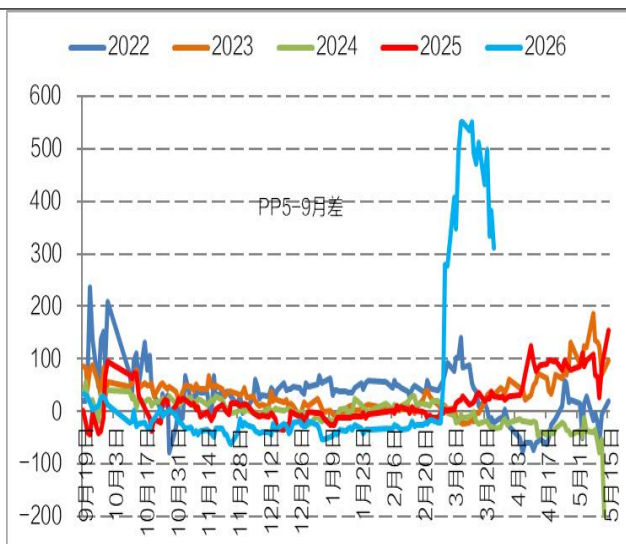
数据来源：wind，国信期货

图 3：塑料月间价差



数据来源：wind，国信期货

图 4：PP 月间价差



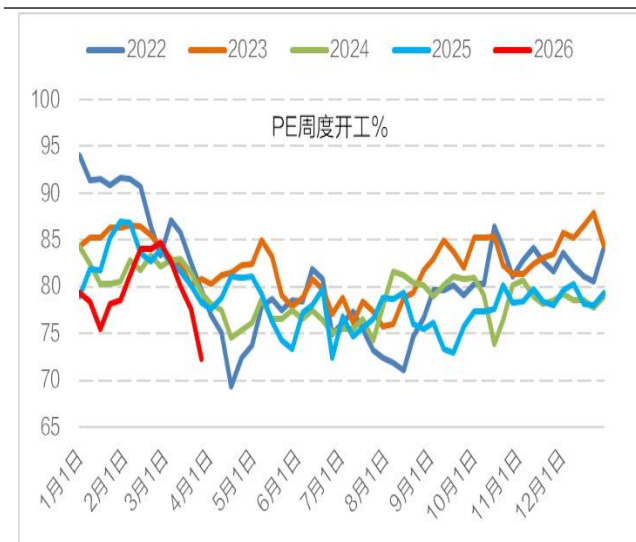
数据来源：wind，国信期货

## 二、基本面分析

### 1. 供应矛盾核心来自地缘冲突

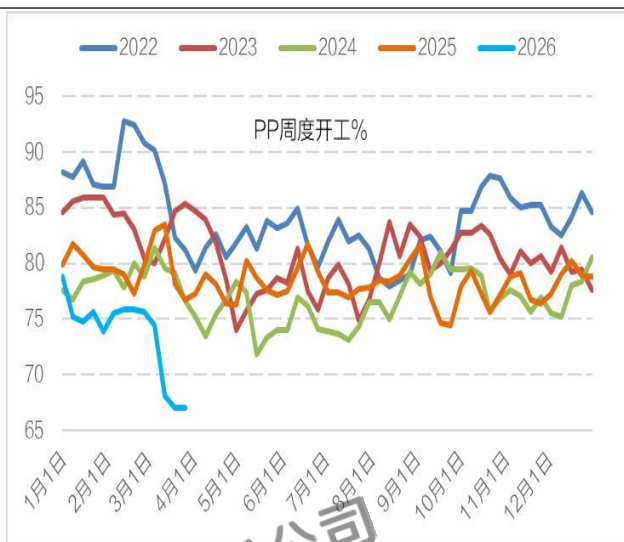
3月国内聚烯烃市场减产力度加大。由于中东局势持续升级，霍尔木兹海峡持续关闭，原油及化工原料供应紧缺，亚洲炼厂主动或预防性降负，3月国内聚烯烃装置负荷显著下滑，尤其PP行业开工率降至历史新低。据卓创统计，截至3月27日PE、PP周度开工率分别为72.4%、67.0%，环比2月底分别下降12.4个、8.6个百分点。

图 5: PE 周度开工率 (%)



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

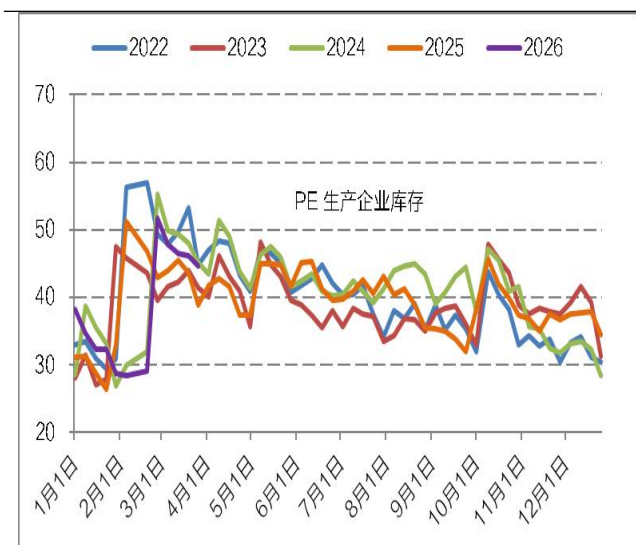
图 6: PP 周度开工率 (%)



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

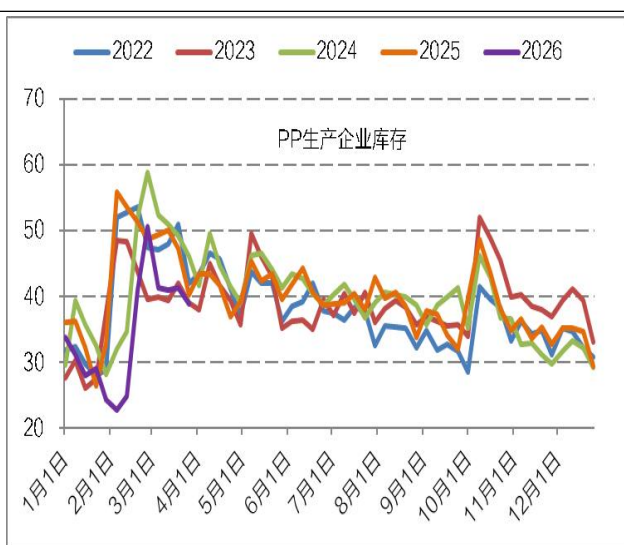
中东战事爆发初期，业者多表露出谨慎观望态度，但随着矛盾不断升级，市场重新评估战争持续性及其破坏性，涨价预期刺激贸易商及下游恐慌性补库，3月上旬生产商库存显著去化。同时，由于霍尔木兹海峡持续关闭，化工原料紧缺矛盾日益凸显，炼厂主动降负或提前安排检修，国内供应收缩力度较大，这也加快了产业链上游库存消化。据卓创统计，截至3月27日PE、PP生产企业库存分别为44.7万吨、38.9万吨，较2月底分别减少7.0万吨、11.7万吨。

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

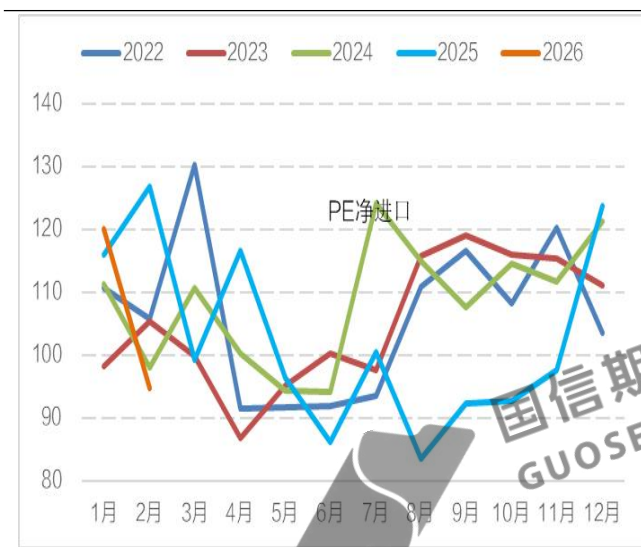
目前中东局势仍然胶着，霍尔木兹海峡持续关闭，原油及化工原料紧缺问题日益加重，炼厂主动降负及检修范围扩大，短期供应收缩矛盾难以缓解，即使双方在数周内达成停火协议，从原料供应恢复到海运

物流畅通再到化工品最终产出，整个石化供应链仍需要时间修复。在极端情况下，伊朗战事及海峡停航时间继续延长，现有供应缺口不断扩大，且新装置也可能因原料问题推迟投产，聚烯烃年度供需都要做适当调整，战争的影响将逐步向远月合约蔓延，关注地缘局势变化。

## 2. 内外价差显著倒挂，出口窗口打开

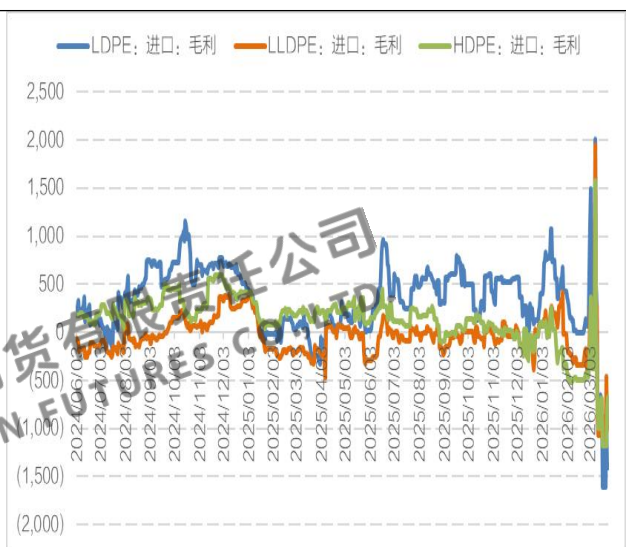
海关数据，1-2月PE进口232.3万吨，同比减少8.4%，出口17.5万吨，同比增长61.5%，累计净进口214.7万吨，同比减少11.5%。前2月PE进口量延续季节性回落趋势，而出口市场维持高速增长。3月中东局势持续升级，波斯湾地区海上运输航线停摆，日韩及新加坡等炼厂因原料短缺降负或停车，海外PE供应骤然收紧，外商PE报盘价格大幅飙升，内外盘价差大幅波动且显著倒挂，进口窗口瞬时关闭，出口窗口随即打开。目前中东战局仍然胶着，亚洲炼厂原料短缺问题未有改观，PE降负或停车装置仍在增加，市场供应格局预期收紧，二季度国内PE进口市场将受到较大冲击，关注后续伊朗局势变化。

图9: PE月度净进口(万吨)



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

图10: PE进口盈亏(元/吨)

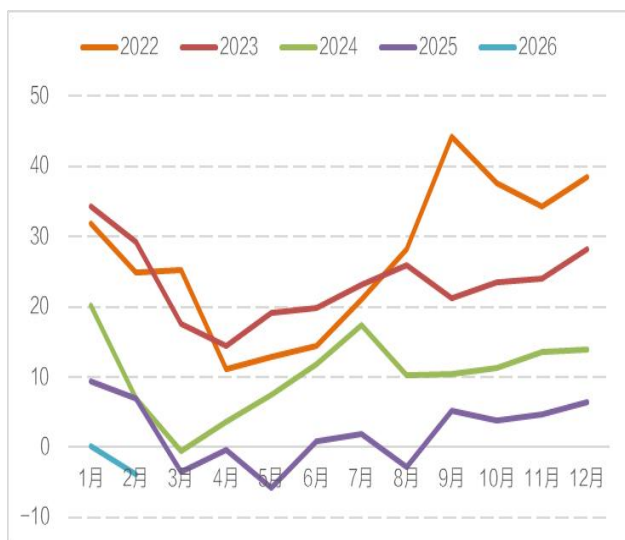


数据来源: 卓创, wind, 国信期货

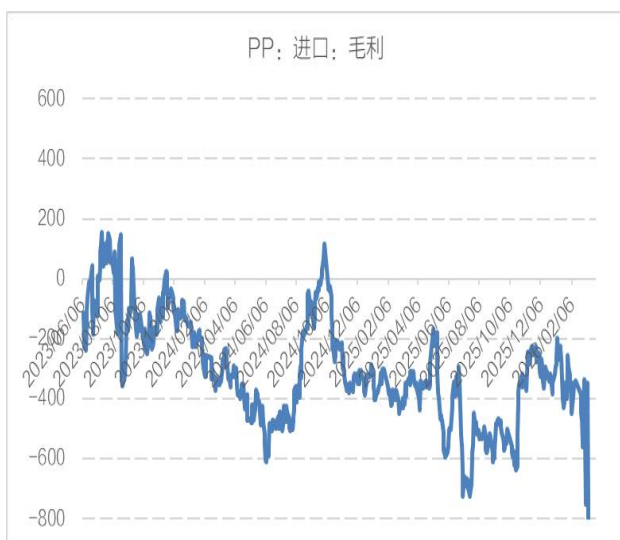
海关数据，1-2月广义PP进口49.7万吨，同比下降13.4%，广义出口53.4万吨，同比增长30.3%，累计净出口3.7万吨，同比减少122.9%。从数据来看，1-2月PP市场延续进口压缩、出口放量的特征，且首次实现前2月净出口的历史性转变，这也标志着国内PP行业进入新的发展阶段。3月中东战事突起且愈演愈烈，霍尔木兹海峡持续关闭，原油及基础化工原料供应紧张，进而刺激原油及下游化工品价格大幅上涨。近期中东局势未见缓和，原料断供问题仍在发酵，炼厂降负及减产范围不断扩大，全球化工品供应愈发收紧，PP内外盘价差大幅倒挂。当前出口市场利润虽然丰厚，但因国内PP减产力度较大，供应商可外售货源环比减少，且原料价格持续高位，海外需求承接能力有限，PP出口市场可能受到影响，传统的出口旺季窗口期可能延长，关注中东局势变化。

图11: PP月度净进口(万吨)

图12: PP进口盈亏(元/吨)



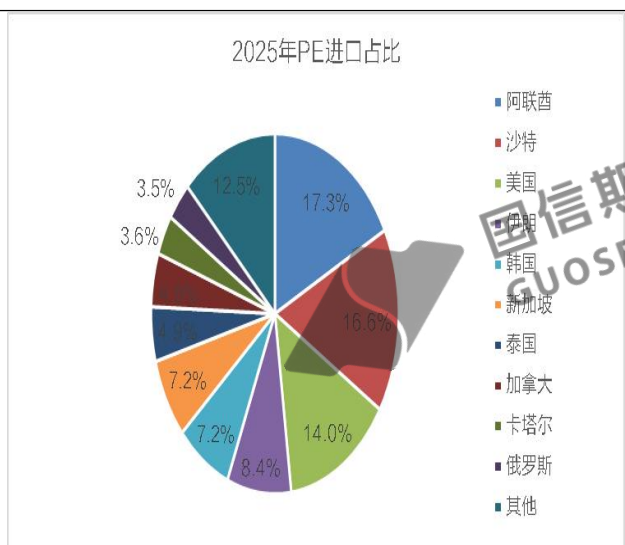
数据来源：卓创，wind，国信期货



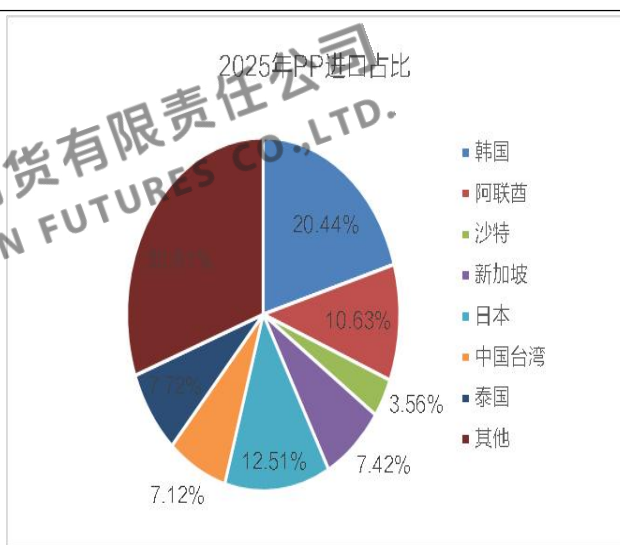
数据来源：卓创，wind，国信期货

图 13: PE 进口分布

图 14: PP 进口分布



数据来源：卓创，wind，国信期货



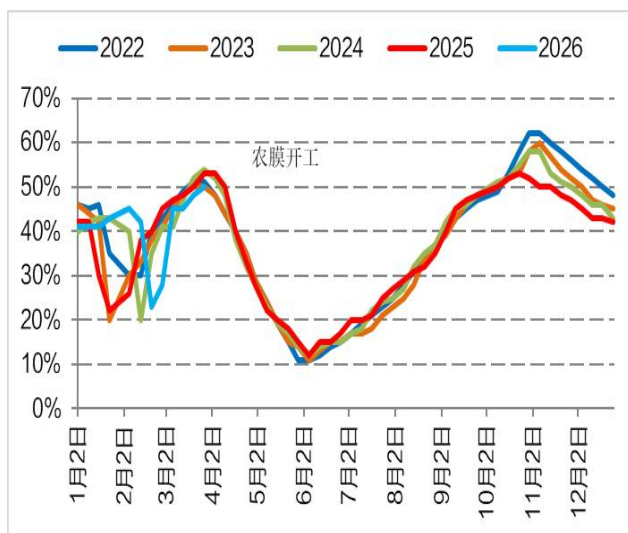
数据来源：卓创，wind，国信期货

### 3. 关注地缘因素对需求的影响

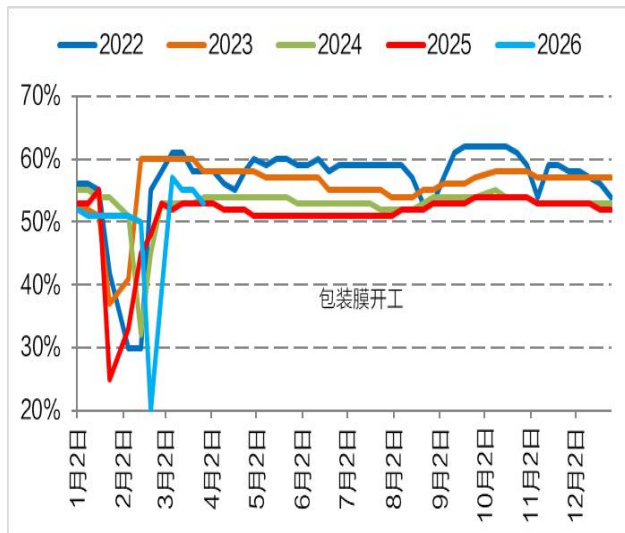
截至 3 月 27 日，卓创统计 PE 农膜、包装膜开工率分别为 50%、53%，低压下游开工率在 41%-49%之间。目前下游农膜需求处于旺季，行业负荷预计 4 月初达峰，之后将逐步季节性回落，而管材企业开工率显著提升，存量订单交付速度加快，但包装膜行业新单跟进不足，工厂负荷呈现连续下滑。随着低价原料库存陆续消化，下游库存红利即将结束，而当前原料价格高涨及农膜需求预期回落，工厂补库意愿较为谨慎。

图 15: PE 下游农膜开工率

图 16: PE 下游包装膜开工率



数据来源：卓创，wind，国信期货

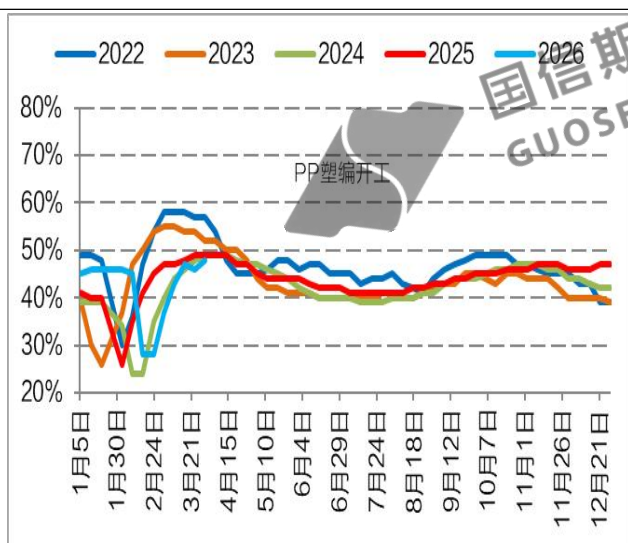


数据来源：卓创，wind，国信期货

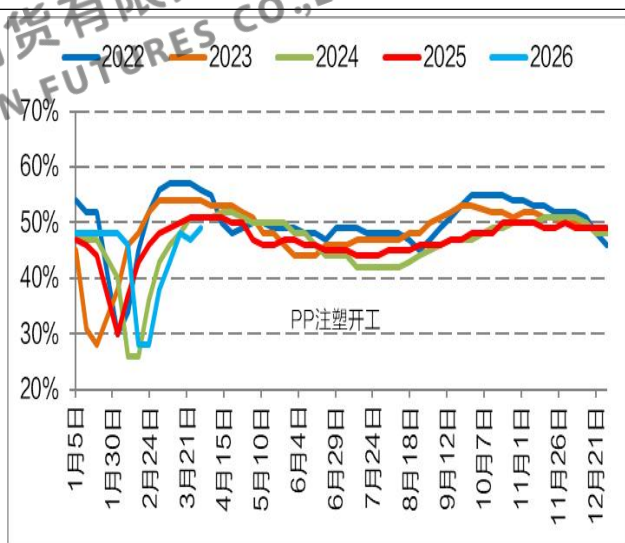
截至3月27日，卓创统计PP下游塑编、BOPP、注塑及改性负荷分别为48%、58%、49%、73%。近期企业反映部分出口订单较好，成本传导较为顺畅，塑编、注塑及改性开工率均有提升，而BOPP行业维持稳定运行。据悉，目前下游原料多数维持到3月底至4月中旬，短期工厂仍以消化库存为主，辅以刚需小单采购，后续新订单跟进较为关键，同时关注高价原料的承接能力。

图 17: PP 下游塑编开工率

图 18: 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. 成本支撑强劲，估值分化严重

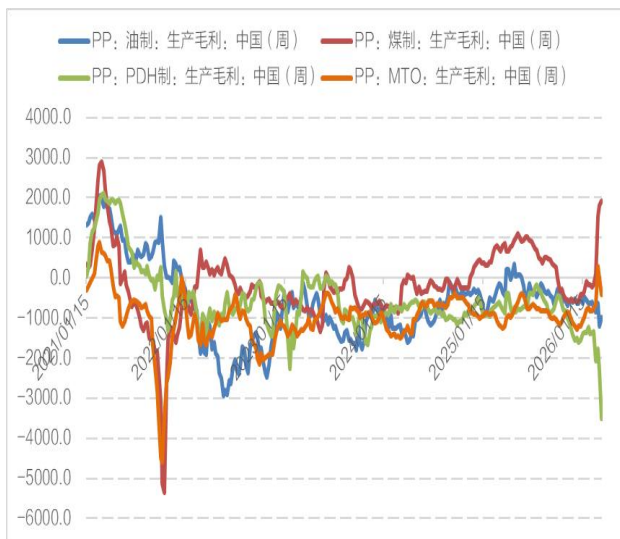
2月底美以联合突袭伊朗，中东局势骤然突变，霍尔木兹海峡持续关闭至今，全球原油供应缺口难以弥补，布伦特原油05合约价格从73美元/桶快速上涨至114美元/桶附近。国际油价大幅上涨直接推动化工品成本重心显著抬升，塑料与PP价格跟随原油快速上行，但油制及PDH装置生产利润被大幅压缩，而煤化工毛利因煤炭价格相对平稳显著扩张，聚烯烃估值在不同生产工艺间分化严重。目前中东局势未见缓和，原油及其他化工原料价格仍有上行动力，聚烯烃成本端支撑仍然强劲，关注后续地缘局势变化。

图 19: 聚烯烃与原油价格 (元/吨)

图 20: PP 生产毛利 (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. 供给矛盾导致 LP 价差走弱

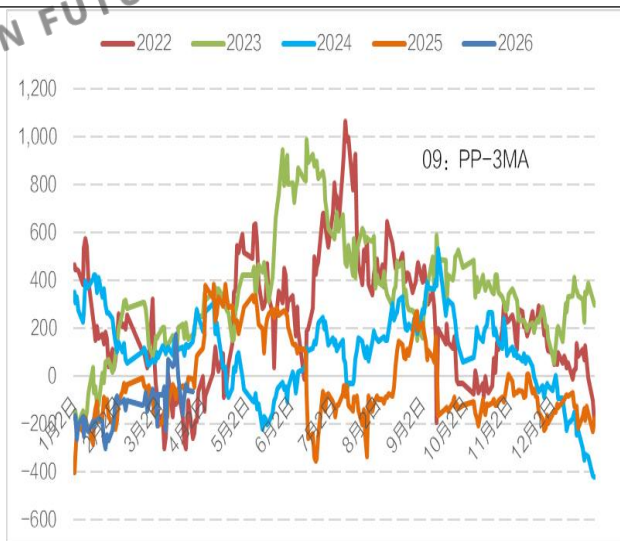
受新线投产及检修差异的影响，今年以来塑料市场整体弱于 PP，尤其是中东战争爆发后，国内 PP 减产力度加大，叠加出口行情的提振，PP 期现价格涨势更加强劲，导致 3 月份 LP 价差进一步走弱。同时，作为受伊朗局势影响最直接的品种之一，3 月份甲醇价格大幅上涨，但 PP-3MA 价差却呈现宽幅的往返波动。目前中东战争未见缓和，供给端矛盾仍然存在，而 LP 价差有可能继续走低。

图 21: L/P 价差

图 22: PP-3\*MA 价差



数据来源：卓创，wind，国信期货



数据来源：卓创，wind，国信期货

## 三、结论及建议

供应方面：目前中东局势仍然胶着，霍尔木兹海峡持续关闭，原油及化工原料紧缺问题日益加重，炼厂主动降负及检修范围扩大，短期供应收缩矛盾难以缓解，即使双方在数周内达成停火协议，从原料供应恢复到海运物流畅通再到化工品最终产出，整个石化供应链仍需要时间修复。在极端情况下，伊朗战事及海峡停航时间继续延长，现有供应缺口不断扩大，且新装置也可能因原料问题推迟投产，聚烯烃年度供需都要做适当调整，战争的影响将逐步向远月合约蔓延，关注地缘局势变化。

需求方面：截至 3 月 27 日，卓创统计 PP 下游塑编、BOPP、注塑及改性负荷分别为 48%、58%、49%、73%。近期企业反映部分出口订单较好，成本传导较为顺畅，塑编、注塑及改性开工率均有提升，而 BOPP 行业维持稳定运行。据悉，目前下游原料多数维持到 3 月底至 4 月中旬，短期工厂仍以消化库存为主，辅以刚需小单采购，后续新订单跟进较为关键，同时关注高价原料的承接能力。

成本方面：2 月底美以联合突袭伊朗，中东局势骤然突变，霍尔木兹海峡持续关闭至今，全球原油供应缺口难以弥补，布伦特原油 05 合约价格从 73 美元/桶快速上涨至 114 美元/桶附近。国际油价大幅上涨直接推动化工品成本重心显著抬升，塑料与 PP 价格跟随原油快速上行，但油制及 PDH 装置生产利润被大幅压缩，而煤化工毛利因煤炭价格相对平稳显著扩张，聚烯烃估值在不同生产工艺间分化严重。目前中东局势未见缓和，原油及其他化工原料价格仍有上行动力，聚烯烃成本端支撑仍然强劲，关注后续地缘局势变化。

综上所述：地缘冲突引发的供应矛盾是当前市场的核心变量，原油及化工原料价格强势给予成本支撑，短期聚烯烃市场易涨难跌，但高价原料对需求的影响也在累积，市场在多重因素博弈下呈现高波动性特征，操作难度明显加大。中长期看中东战局最终走向平缓，石化产业链将进入修复周期，但需要注意供需匹配情况对行情节奏的影响，关注后续地缘局势变化。

风险提示：地缘冲突结束、原油价格大跌、需求负反馈加大。



### 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。