



让衍生品

成为新的生产力

Make derivatives
the new productivity

中辉期货研究院
投资咨询业务资格：
证监许可[2015]75号

作者：李倩

能源及化工团队
郭建锋 F03126846
何 慧 Z0011420
郭艳鹏 Z0021323
李 倩 F03134406

时间：2024年12月30日

存增博弈，危机并存

摘要

2025年依旧是聚烯烃装置投产大年，PP已经逐步从供需平衡转向供给过剩，出口成为缓解供给压力的减压阀。而PE由于前期新增产能投放速度偏慢，2024年进口依赖度依然高达34%。随着2025年多套新产能陆续兑现，PE供需基本面亦将逐步转为宽松格局。

供给端，2025年PE、PP产量同比增速预计分别为8.3%、6.9%。增量装置看，2025年PE、PP分别计划新增产能543、672万吨，同比分别+15.2%、+15.1%。但考虑到新增产能的投产节奏不一致，实际有效新增产能或分别为305、317万吨，PE投产力度略高于PP。存量装置看，需要关注春秋检修及亏损加剧导致的计划外检修。进出口方面，2024年1-11月我国自美国进口PE、液体丙烷总量分别约占我国进口总量的17.5%、59%，贸易冲突叠加新增产能释放，预计PE进口依赖度小幅下滑。**需求端**，2025年PE及PP表需同比增速预计分别为4.8%、4.1%。结构上看，标品需求整体弱于非标需求。农膜产能总体保持稳定，开工率重心持续下滑，2024年产量增速预计为-6.7%，原料保持低库存策略。PP标品拉丝主要用于做塑编袋（终端用于水泥、化肥、粮食等），目前房地产新开工面积尚未止跌，导致水泥袋需求持续偏弱，进一步带动塑编开工率持续偏低。非标方面，2025年扩内能需求为九大任务之首，“两新”政策支撑下，中高融共聚PP需求仍然可期。

综合来看，2025年聚烯烃基本面供需偏宽松，预计价格宽幅震荡，中枢小幅下移。节奏上：1) 上半年PE装置投产相对集中，预计价格震荡偏弱运行，建议根据累库拐点或现货转跌拐点，择机做空L05合约，或者在800以上做空L-PP05价差。2) 关注春秋检修带来的阶段性低多机会。5-7月是聚烯烃企业传统检修旺季，从已经公布的检修计划来看，5月PP装置大修计划力度最高，PE大修计划则集中在6月，关注存量检修对供给端的改善力度。10月PP大修装置偏多，叠加年底新装置投产或存在一定的预期差，关注PP01合约是否有阶段性反弹的机会。3) 关注贸易冲突对进口成本的影响，如果国内对自美国进口的丙烷、PE加征关税，则进口成本抬升或能带来阶段性低多机会。4. 关注非标需求变动及旺季补库力度对基本面的支撑力度。

操作建议：单边：逢高偏空为主。L主连关注【7600-8600】，PP主连关注【7100-7900】。跨品种：择机做空L-PP05价差，关注区间【400-900】。

风险提示：上行风险：新装置投产不及预期，油价大幅上行。下跌风险：需求恢复超预期，装置检修不及预期，海内外经济数据及宏观政策。

目录

第一章 2024年行情回顾	3
第二章 供应端：存增博弈	4
2.1. 新增装置投产压力偏高	4
2.2. 存量检修缓解供给压力	6
2.3. 贸易冲突或抬升进口成本	8
第三章 需求端：危机并存	10
3.1. 消费：扩内需成为2025年9大任务之首	10
3.2. 农业：农膜原料低库存，关注旺季补库力度	12
3.3. 地产：终端数据仍显疲弱，拉丝供需双弱	13
3.4. 库存：供强需弱，上中游存累库压力	14
第四章 行情展望	17

第一章 2024年行情回顾

2024年聚烯烃在存量检修与增量投产之间反复博弈，整体走势偏宽幅震荡，价格重心小幅上移。L主力全年波动区间为【7823，8754】，PP主力波动区间为【7199，7928】，全年振幅仅10%左右，波动区间继续缩窄。全年来看，大致可分为四个阶段：

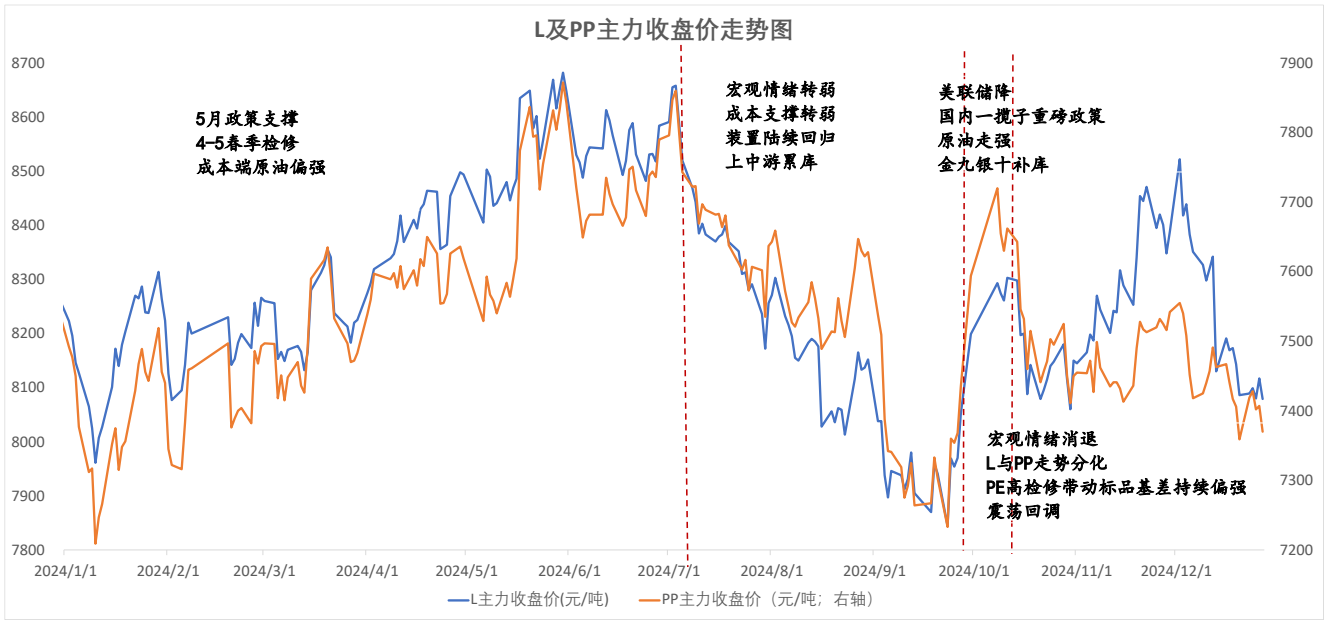
第一阶段（1月1日-7月3日）：成本支撑叠加装置检修，震荡上行。1-3月原油价格重心上移，成本支撑坚挺。4月是聚烯烃传统的检修旺季，PE装置检修损失量处历年同期偏高位置。此外，原油价格因中东局势不稳定加剧震荡上移，成本与供给共振下，聚乙烯月涨幅达3.3%。5月装置检修力度超市场预期，叠加517房地产政策及节能降碳重磅政策出台，助推市场做多情绪，终端房地产占比更高的PP5月月度涨幅达2.8%。

第二阶段（7月4日-9月11日）：宏观情绪悲观，基本面累库，震荡下行。三季度宏观数据爆冷，萨姆规则触发美国衰退论，聚烯烃上中游库存同比高位，随着前期装置逐步回归，基本面边际转弱，L及PP均跌至年底低点。

第三阶段（9月12日-10月8日）：宏观情绪乐观，震荡上行。9月中下旬，美联储降息、国内9.24、9.26政策大礼包超预期，商品、股市普遍上涨，聚烯烃下游原料低库存，金九银十补库行情带来快速反弹。

第四阶段（10月9日至今）：基本面主导行情走势，L-PP走势分化加剧。国庆以来，随着华泰、福联、中韩等多套标品装置大修，叠加新装置投产迟迟未兑现，PE现货持续维持高位，基差走势偏强，01合约突破国庆高点。而PP装置投产力度明显强于PE，现货涨势乏力，拉丝排产低位，上中游去库力度不及PE，盘面走势震荡偏弱，L-PP01价格突破1000元/吨，创7年新高。

图1：2024年聚烯烃走势回顾



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

第二章 供应端：存增博弈

2.1. 新增装置投产压力偏高

2024年PE新增产能330万吨，同比增速为10.2%，略高于过去两年增速。从投产时间看，新装置主要集中在4季度投产，且标品装置裕龙石化和宝丰能源集中在12月中旬投产，由于弱预期兑现时间偏晚，阶段性检修导致LLDPE现货供给略微偏紧，强基差带动四季度L01合约价格走势偏强。2025年PE计划新增产能543万吨，同比增速为15.2%。其中上半年计划新增产能418万吨，占全年新增产能的77%。所以L05合约面临较高的新增产能投产压力。

2024年PP新增产能490万吨，同比+12.3%，略低于去年投产增速。从工艺来源看，以油制和PDH制为主。产能投产时间主要集中在上半年及11-12月。2025年PP计划新增产能676万吨，同比增速为15.1%，工艺上依旧是以PDH和油制为主。PDH作为专门生产丙烯的装置对PP单一利润的敏感度远高于油制等一体化装置。2022年以来PDH制PP长期处于亏损区间，如果PP利润不能进一步修复，PDH装置投产进度或不及预期。

图 2：2024-2025年PE装置投产情况及计划

2024年国内PE装置投产计划统计									
区域	企业全称	装置类型					合计	投产时间	备注
		FDPE	LLDPE	HDPE	LDPE/EVA	UHMWPE			
西北	新疆天利				20		20	2024年8月	已投产
西北	宁夏宝丰				25		25	2024年11月	已投产
华东	江苏虹景				20		20	2024年11月	已投产
华北	英力士(天津)石化	30		50			80	2024年11月	已投产
华东	裕龙石化	100		30			130	2024年12月	1#FD50万吨+1#HDPE已投产
华北	宝丰煤基	55					55	2024年12月	已投产
计划投产产能总计(万吨)		185	0	80	65	0	330		
2025年国内PE装置投产计划统计									
区域	企业全称	装置类型					合计	投产时间	备注
		FDPE	LLDPE	HDPE	LDPE/EVA	UHMWPE			
华东	万华化学二期				25		25	2025年1月	
华北	宝丰煤基	55*2					110	2025Q1	2#FDPE+3#FDPE
华南	埃克森美孚		73+50				123	2025Q1	
华北	山东新时代		25	45			70	2025Q1	
华北	吉林石化			40			40	2025Q2	
华南	埃克森美孚				50		50	2025Q2	
华东	裕龙石化			45			45	2025年7月	2#HDPE
华东	浙石化				30		30	2025Q4	
华南	巴斯夫	50					50	2025年12月	
计划投产产能总计(万吨)		160	148	130	80	0	543		

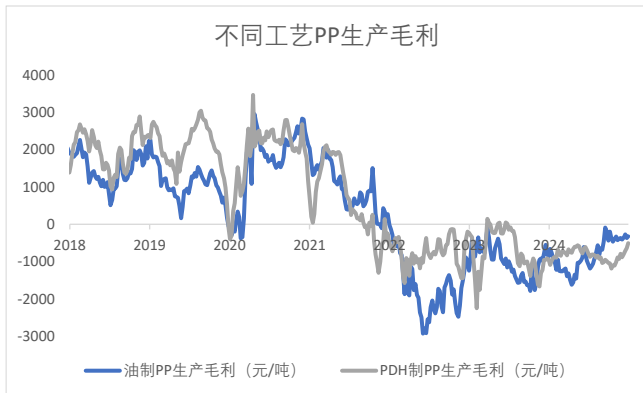
资料来源：网络公开资料整理，钢联数据，隆众资讯，中辉期货研究院

图 3：2024-2025年PP装置投产情况及计划

2024年国内PP装置投产情况				2025年国内PP装置投产计划统计			
企业全称	装置工艺	产能	投产时间	企业全称	装置工艺	产能	投产时间
广东石化	油制	20	2024-01	埃克森美孚(惠州)	油制	95.5	2025-01
惠州立拓	丙烯制	15	2024-03	镇海炼化二期	油制	50	2025-03
中景石化	PDH制	30	2024-03	裕龙石化	油制	80	2025-04
泉州国亨	PDH制	45	2024-05	新海石化	PDH制	40	2025-05
安徽天大	丙烯制	15	2024-05	宁夏宝丰	煤制	50*2	2025-06
金能化学	PDH制	45*2	2024年5-6月	广西石化	油制	40	2025-12
中景石化	PDH制	60	2024-06	新浦烯烃	PDH制	60	2025-12
中石化天津南港	油制	35	2024-11	利华益维远	PDH制	20	2025-12
金诚石化	油制	30	2024-11	大榭石化	油制	90	2025-12
宁夏宝丰四期	煤制	50	2024-12	东华茂名	PDH制	40	2025-12
裕龙石化#3	油制	40	2024-12	浙江圆锦	PDH制	60	2025-12
裕龙石化	油制	70	2024-12	总计(万吨)		676	
总计(万吨)		490					

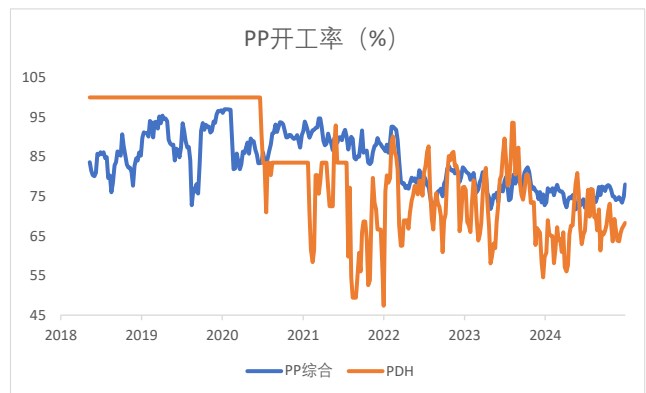
资料来源：网络公开资料整理，钢联数据，隆众资讯，中辉期货研究院

图 4：2022年以来PDH制PP毛利长期处于亏损区间



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 5：PDH制PP装置开工调节更灵敏



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

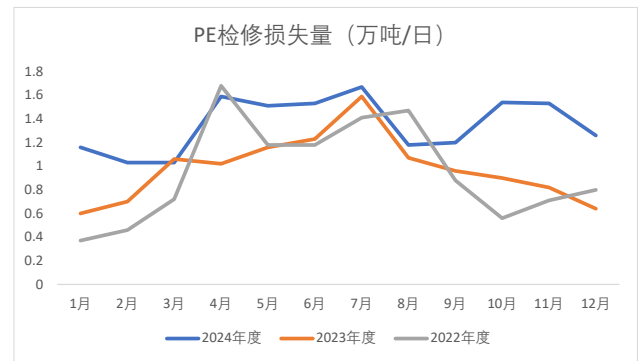
2.2. 存量检修缓解供给压力

2024年PE产量约为2790万吨，同比-0.6%，主要系全年装置检修力度显著高于往年同期水平，全年产能利用率均值环比-3.3pct降至81%。根据季节性检修规律，4-7月是PE装置检修高峰期，产量通常处于全年低谷。9-12月是装置检修淡季，叠加新增产能陆续释放，产量通常处于全年高峰。以2024年为例，9-10月装置检修力度反季节性上涨叠加新增产能释放节奏偏慢，塑料走势明显偏强。根据2025年装置检修计划，检修时间超过1个月的大修装置集中在3、4、6月，其中6月计划检修量最高，关注春检及秋检对供给端的支撑力度。

图 6：PE日均产量

PE日均产量 (万吨/日)							
	2024	2023	2022	2021	2020	2019	19-23年 均值
1月	7.8	7.5	7.5	6.4	5.3	4.7	6.3
2月	7.9	7.5	7.4	6.4	5.2	5.0	6.3
3月	7.9	7.6	7.1	6.3	5.5	4.9	6.3
4月	7.3	7.8	6.1	5.8	5.3	4.7	6.0
5月	7.3	7.6	6.7	6.1	5.1	4.7	6.0
6月	7.4	7.5	6.7	6.3	4.9	4.7	6.0
7月	7.3	7.2	6.5	6.2	4.9	4.8	5.9
8月	7.8	7.7	6.5	6.2	5.6	4.6	6.1
9月	7.6	7.8	7.0	6.4	5.8	4.7	6.3
10月	7.5	7.9	7.3	6.6	5.9	4.9	6.5
11月	7.8	8.0	7.3	6.9	5.9	5.1	6.6
12月	8.0	8.1	7.2	6.9	6.2	5.2	6.7

图 7：PE装置检修损失量 (万吨/日)



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 8：2025年PE大修装置计划检修情况

2025年PE大修装置计划检修情况						
生产企业	装置名称	产线	装置产能	停车日期	开车日期	检修时间 (天)
天津石化	LLDPE装置		12	2025年3月8日	2025年6月5日	89
茂名石化	LDPE装置	2线	25	2025年3月15日	2025年5月4日	50
茂名石化	HDPE装置		35	2025年3月14日	2025年5月5日	52
扬子巴斯夫	LDPE装置	1线	20	2025年4月7日	2025年5月11日	34
中沙天津	HDPE装置		30	2025年4月20日	2025年6月5日	46
中沙天津	LLDPE装置		30	2025年4月20日	2025年6月5日	46
浙江石化	全密度装置	二期	45	2025年6月	2025年7月	30
浙江石化	HDPE装置	二期	35	2025年6月	2025年7月	30
上海石化	LDPE装置	3线	10	2025年6月1日	2025年7月11日	40
延长中煤	HDPE装置		30	2025年6月	2025年8月	61
延长中煤	全密度装置		30	2025年6月	2025年8月	61
抚顺石化	全密度装置		8	2025年8月	2025年10月	61
抚顺石化	LLDPE装置		45	2025年8月	2025年10月	61
抚顺石化	HDPE装置	新低压	35	2025年8月	2025年10月	61
镇海炼化	HDPE装置	3线	30	2025年9月5日	2025年10月31日	56
镇海炼化	全密度装置	2线	30	2025年9月4日	2025年11月2日	59
广州石化	全密度装置	1线	10	2025年10月10日	2025年12月1日	52
广州石化	全密度装置	2线	10	2025年10月10日	2025年12月1日	52
合计			470			

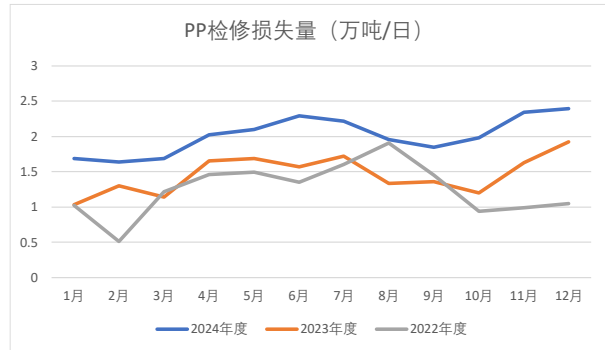
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院（注：表格中统计的大修装置指计划检修时间超过30天的装置）

2024年PP产量约为3444万吨，同比+7.8%，全年装置维持高检修，产能利用率均环比-2.6pct降至75%。根据季节性检修规律，4-5月是PP装置检修高峰期，产量通常处于全年低谷，而四季度则是检修淡季，产量通常创年内新高。根据2025年PP装置检修计划来看，装置大修集中在3、5、10月，其中5月PP装置检修力度最高。建议关注反季节性检修对供给端的支撑力度。

图 9：PP日均产量

PP日均产量 (万吨/日)							
	2024	2023	2022	2021	2020	2019	19-23年 均值
1月	9.2	8.4	8.2	8.2	7.1	6.0	7.6
2月	9.3	8.3	8.8	8.2	6.3	6.1	7.5
3月	9.1	8.7	7.9	8.2	6.7	6.2	7.5
4月	9.0	8.3	7.8	7.7	6.9	6.1	7.3
5月	9.1	8.3	7.9	7.9	6.8	5.7	7.3
6月	9.3	8.7	8.1	8.0	6.7	6.0	7.5
7月	9.4	8.7	7.9	8.0	6.7	6.1	7.5
8月	9.6	9.1	7.5	7.9	7.3	5.6	7.5
9月	9.8	9.2	7.9	8.0	7.4	5.9	7.7
10月	9.8	9.5	8.6	8.0	7.6	6.4	8.0
11月	9.6	9.0	8.5	8.2	7.6	6.7	8.0
12月	9.7	8.9	8.4	8.2	7.6	6.9	8.0

图 10：PP装置检修损失量



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 11：2025年PP大修装置计划检修情况

2025年PP大修装置计划检修情况					
企业名称	生产线	产能	停车时间	开车时间/检修天数	检修天数
北海炼厂	单线	20	2025年2月	60天	60
上海石化	一线	10	2025年2月末	45天	45
上海石化	二线	10	2025年2月末	45天	45
镇海炼化	一线	20	2025年3月3日	2025年4月22日	50
天津石化	二线	20	2025年3月8日	2025年6月5日	89
茂名石化	二线	30	2025年3月13日	2025年4月30日	48
蒲城清洁能源	单线	40	2025年3月	45天	45
济南炼厂	单线	12	2025年3月	2025年4月	31
九江石化	单线	10	2025年4月	55天	55
浙江石化	一线	45	2025年4月	30天	30
中沙天津	单线	45	2025年4月20日	2025年6月5日	46
浙江石化	三线	45	2025年5月	30天	30
燕山石化	一线	12	2025年5月28日	45-50天	45-50
燕山石化	三线	25	2025年5月28日	45-50天	45-50
中煤榆林	单线	30	2025年5月	40天	40
神华宁煤	一线	20	2025年5月	2025年6月	31
神华宁煤	二线	30	2025年5月	2025年6月	31
神华宁煤	三线	20	2025年5月	2025年6月	31
神华宁煤	四线	30	2025年5月	2025年6月	31
浙江石化	四线	45	2025年6月1日	30天	30
大连有机	一线	20	2025年6月1日	待定	待定
抚顺石化	新线	30	2025年8月1日	60天	60
镇海炼化	三线	30	2025年9月3日	2025年10月30日	57
中原石化	一线	6	2025年10月8日	2025年11月22日	45
中原石化	二线	10	2025年10月8日	2025年11月22日	45
广州石化	一线	14	2025年10月8日	2025年12月8日	61
广州石化	三线	20	2025年10月8日	2025年12月8日	61
云天化	单线	15	2025年10月11日	2025年11月30日	50
合计		664			

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院（注：表格中统计的大修装置指计划检修时间超过30天的装置）

2.3. 贸易冲突或抬升进口成本

2024年美国是我国PE第一大进口来源国，关注贸易冲突对PE进口量价的影响。据海关数据，2024年1-11月我国PE累计进口量为1258万吨，累计同比+2.5%，累计进口依存度为34%，进口成为PE供给端的主要增量贡献项。分区域来看，2024年1-11月我国自美国进口PE总量为220万吨，累计同比-4.0%，约占我国进口总量17.5%（2017年同期占比为5.1%），美国成为我国PE第一大进口国。

PP出口存向好预期，关注丙烷关税对PDH工艺成本的影响。随着烯烃原料轻烃化趋势不断加深，PDH（原料丙烷主要来自进口）工艺在我国PP产能供给中的占比已经由2020年的12%提升至2024年的21%，所以我国丙烷进口量也开始显著攀升。据海关数据，2024年1-11月我国进口丙烷为2670万吨，其中美国占比59%。而2017年1-11月我国进口丙烷为1219万吨，其中美国占比仅24%。如果中美贸易冲突升级，进口丙烷加征关税将会明显提升PDH装置生产成本。出口方面，据海关数据，2024年1-11月我国PP累计出口量为221万吨，累计同比+81.1%。随着PP产能持续扩张，国内竞争加剧，出口作为缓解供需矛盾的主要窗口，有望持续扩大市场份额。

图 12：我国PE月度进口量（万吨）

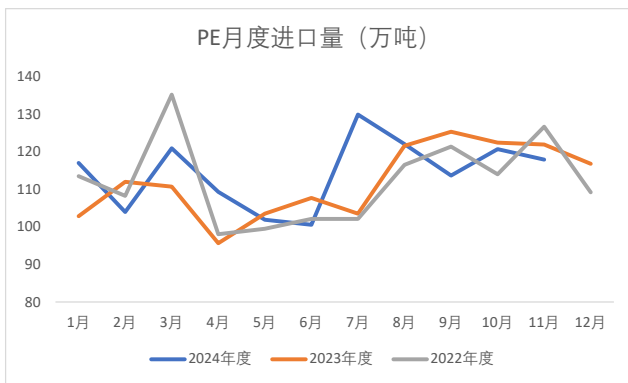
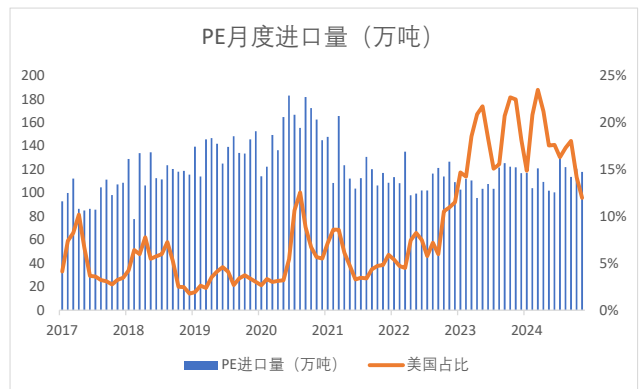


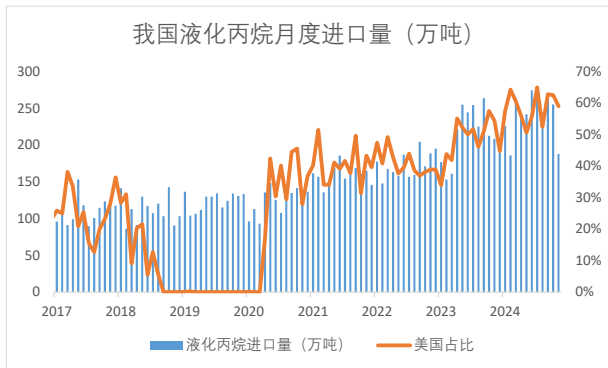
图 13：自美国进口PE占比情况



资料来源：iFinD，钢联数据，中辉期货研究院

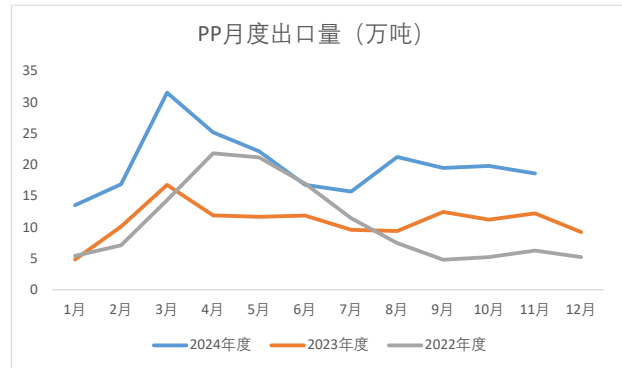
资料来源：iFinD，钢联数据，中辉期货研究院

图 14：我国液化丙烷月度进口量（万吨）



资料来源：iFinD，钢联数据，中辉期货研究院

图 15：我国PP月度出口量（万吨）



资料来源：iFinD，钢联数据，中辉期货研究院

总体来看，2025年聚烯烃供给压力偏高，检修和出口成为缓解供给压力的主要渠道。节奏上看，PE产能集中在上半年投产，L05合约需要关注新增装置投产节奏。PP新增产能投放速度略低于PE，主要集中在下半年投产，且有部分是对利润高敏感的PDH装置，实际投放不确定性偏高。全年来看，预计2025年PE、PP实际有效新增产能分别为305、317万吨，产能增速分别为8.5%、7.1%。09合约则需要关注春秋季节性检修力度以及贸易冲突对成本端影响。

第三章 需求端：危机并存

聚烯烃下游涉及消费、农业、地产等诸多方面，整体刚需仍有支撑，但不同板块表现略有分化。

3.1.消费：扩内需成为2025年9大任务之首

2024年1-11月社会消费品零售总额累计值为44.3万亿元，累计同比+3.5%（去年同期为7.2%），社零同比走势明显偏弱。聚烯烃下游主要涉及终端产品的包装缓解，与消费息息相关，2024年PE及PP表观消费量分别为0.7%、2.9%（去年同期为6.9%、5.6%），与社零变动趋势整体保持一致。从年内走势来看，随着9.24、9.26一揽子政策陆续出台，9月及10月社零增速出现明显的边际改善。2024年年底中央经济工作会议再次将扩内需放到次年任务之首。预计社会消费零售总额有望继续向上修复。复盘历史可以发现，政策对经济的改善效果是立竿见影的。中央经济工作会议自1994年召开至今，已经发展31年，是判断当下经济形势和定调第二年宏观经济政策最权威的风向标。在历次会议表述中，共有9年将扩大国内需求放到重要任务之中。1998年在四大重要任务第二位，此后4年更是将扩大内需放到年度重要工作会议之首，1998年开始社会消费品零售总额名义同比增速自低点6.6%稳步提升至2008年的高点22.4%。

展望2025年，在“两新”政策支撑下，汽车和家电增速仍然可期。聚烯烃下游与汽车和家电紧密相关的主要有中熔共聚、高熔共聚、共聚注塑聚丙烯，三者PP排产比例中约占18%。2024年1-11月空调/冰箱/洗衣机/汽车产量分别累计同比+9.4%/8.1%/6.3%/4.2%，上半年三大家电及汽车产销延续了去年旺盛的增长势头，但是下半年在加征关税的影响下，增速明显放缓，不过整体依然略高于PP表观消费量增速。在此影响之下，我们也可以明显的发现虽然PP停车比例不断上升，但中熔共聚、高熔共聚PP排产比例在不断提升，非标需求的好转会明显挤压标品拉丝的排产。

图 16：社消数据

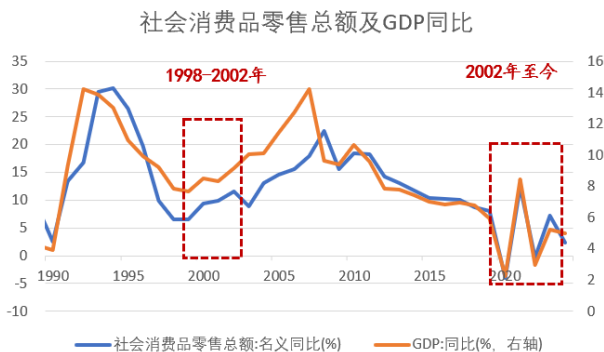
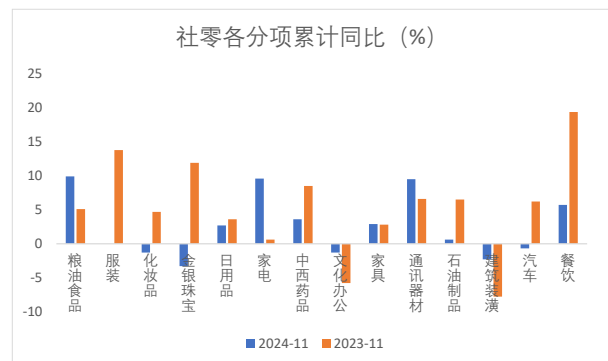


图 17：家电、通讯器材社销显著改善



资料来源：网络公开资源，iFinD，钢联数据，中辉期货研究院

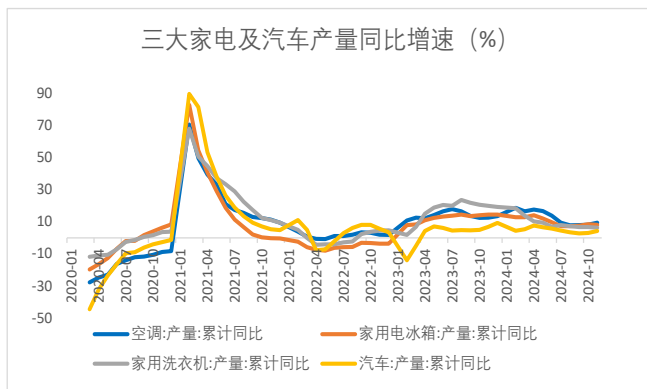
资料来源：iFinD，钢联数据，中辉期货研究院

图 18：1994-2024年中央经济工作会议首要工作任务及扩内需表述

历年中央经济工作会议重点任务梳理			
时间	首要任务	内需表述	内需地位
1994	必须坚决抑制通货膨胀		/
1995	继续加强农业基础地位，力争农业和农村经济有新的发展		/
1996	继续加强农业基础地位，促进农业持续稳定增长		/
1997	加强农业基础地位，全面发展农村经济		/
1998	稳定和加强农业	扩大国内需求、开拓国内市场，是我国经济发展的基本立足点和长期战略方针	问题2
1999	继续实施促进经济发展的一系列政策措施，扩大国内需求	同首要任务	首位
2000	坚持扩大内需的战略方针，加强和改善宏观调控	同首要任务	首位
2001	坚持扩大内需的方针，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策	同首要任务	首位
2002	坚持扩大内需的方针，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策	同首要任务	首位
2003	保持宏观经济政策的连续性和稳定性		/
2004	继续加强和改善宏观调控，确保经济平稳较快发展		/
2005	稳定宏观经济政策，保持经济平稳较快增长的良好势头		/
2006	继续加强和改善宏观调控，保持和扩大经济发展的良好势头		/
2007	完善和落实宏观调控政策，保持经济平稳较快发展的良好势头		/
2008	加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策		/
2009	提高宏观调控水平，保持经济平稳较快发展		/
2010	加强和改善宏观调控，保持经济平稳健康运行		/
2011	继续加强和改善宏观调控，促进经济平稳较快发展		/
2012	加强和改善宏观调控，促进经济持续健康发展		/
2013	切实保障国家粮食安全		/
2014	努力保持经济稳定增长		/
2015	积极稳妥化解产能过剩		/
2016	深入推进“三去一降一补”		/
2017	深化供给侧结构性改革		/
2018	推动制造业高质量发展		/
2019	坚定不移贯彻新发展理念		/
2020	强化国家战略科技力量	坚持扩大内需这个战略基点	任务3
2021	宏观政策要稳健有效		/
2022	着力扩大国内需求	同首要任务	首位
2023	以科技创新引领现代化产业体系	着力扩大国内需求	任务2
2024	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求	同首要任务	首位

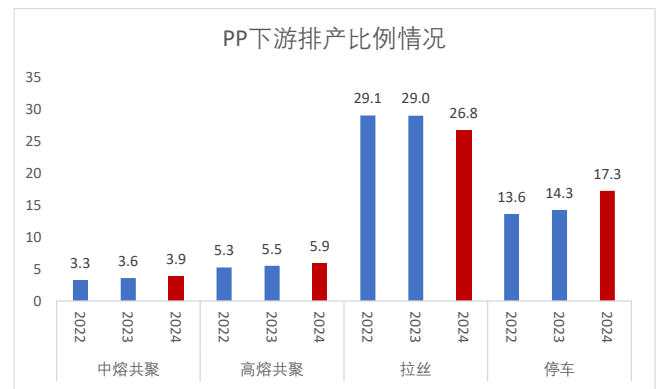
资料来源：网络公开资料整理，中辉期货研究院

图 19：三大家电及汽车产量维持高增速



资料来源：iFinD，钢联数据，中辉期货研究院

图 20：中高融共聚PP排产比例不断上升



资料来源：iFinD，钢联数据，中辉期货研究院

3.2.农业：农膜原料低库存，关注旺季补库力度

薄膜是PE下游消费占比最大的领域，以农膜、工业用薄膜、产品包装膜为主。农膜具备明显的淡旺季特点，通常2-3月份是春季地膜的生产旺季，下半年棚膜旺季需求则会陆续开启。2009-2018年，农膜产能自300万吨提升至750万吨，CAGR为11%。2019-2024年农膜产能基本维持着800万吨附近，开工率重心不断下移使得产量明显下滑。2024年农膜开工率为28%，同比-1.6pct，连续两年下滑，产量为250万吨，同比-6.7%。受成本抬升叠加需求萎缩影响，农膜产业链利润不断被压缩，下游倾向于采取低库存策略，原料库存可用天数自2023年开始明显低于订单可用天数。建议关注下游农膜在“金三银四”、“金九银十”季节性旺季来临时，对PE原料的刚需补库力度。

图 21：农膜开工率（%）

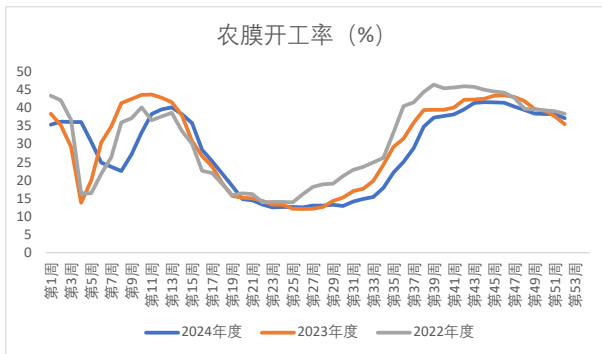
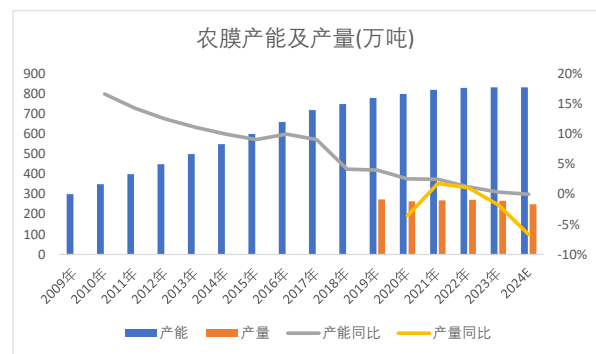


图 22：农膜产能及产量（万吨）



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 23：农膜利润下滑

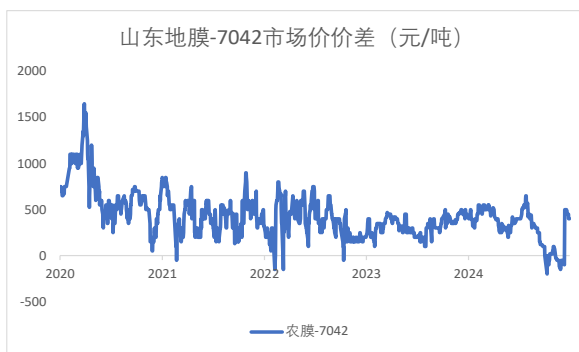
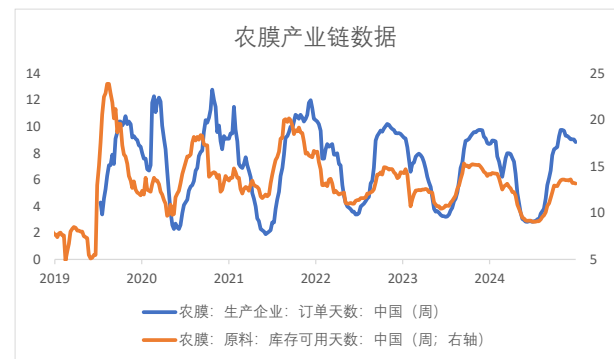


图 24：2023年以来农膜原料库存可用天数明显低于订单天数



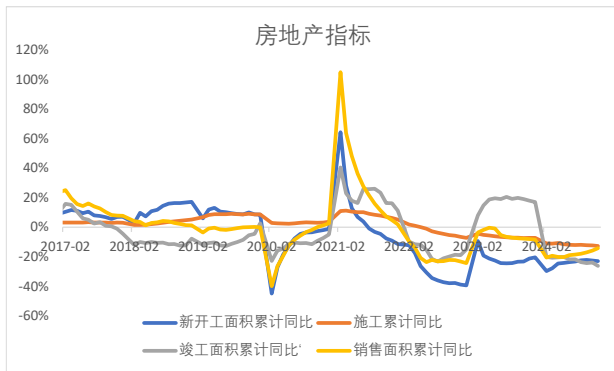
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

3.3.地产：终端数据仍显疲弱，拉丝供需双弱

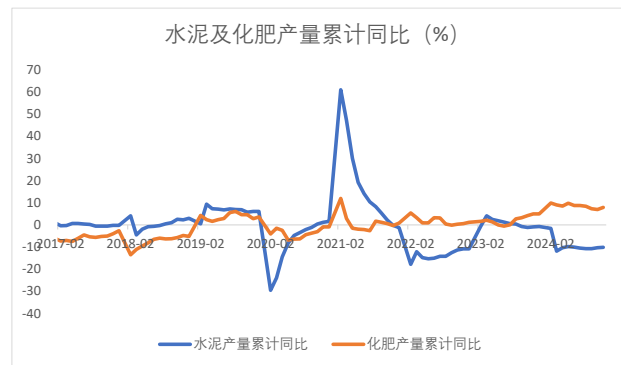
拉丝是PP下游最大细分品种，主要用于制造水泥袋、粮食袋及化肥袋等塑编袋。2024年以来，全国新房市场整体延续调整态势，二手房市场在“以价换量”带动下，成交保持一定规模，但房地产整体下行压力仍较大。1-11月房地产新开工/施工/竣工/商品房销售面积累计同比-23.0%/-12.7%/-26.2%/-14.3%。受水泥袋需求走低影响，塑编开工率持续低位运行，2024年塑编平均开工率为41%，同比-1.3pct。标品拉丝基本面整体呈现供需双弱的格局，2024年拉丝排产比例均值较去年下降2.3pct至27%。全年拉丝生产企业库存基本维持着近三年同期最低位，基本面供需矛盾不大。展望2025年，房地产新开工面积同比仍难见到止跌迹象，塑编开工率或进一步走弱，拉丝仍需求通过低排产来缓解供需矛盾。

图 25：房地产指标



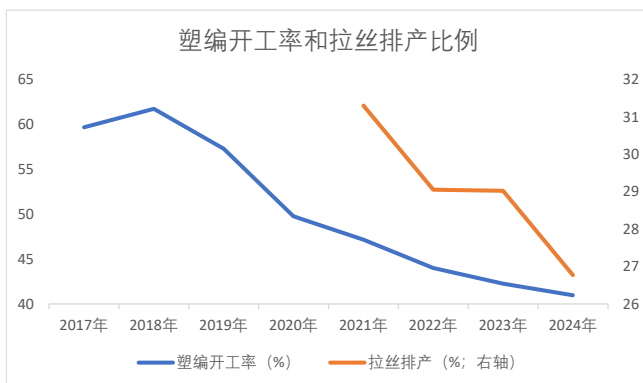
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 26：水泥产量同比下滑，化肥产量保持高增速



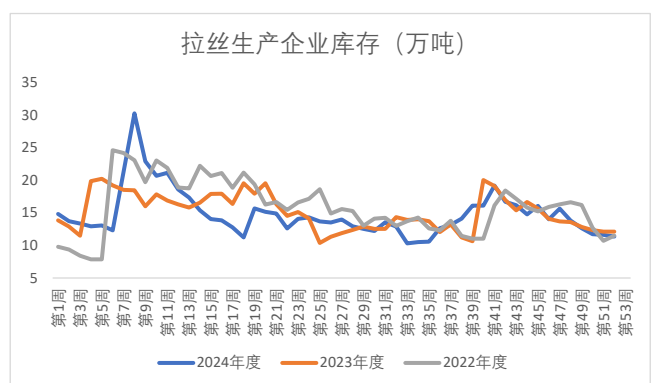
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 27：拉丝基本面供需双弱



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 28：拉丝生产企业库存基本维持着近三年同期最低位



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

3.4.库存：供强需弱，上中游存累库压力

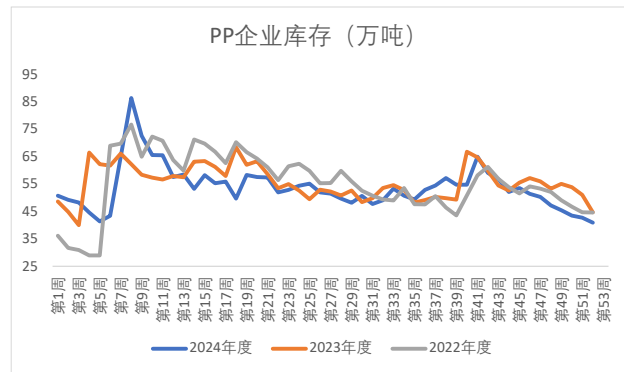
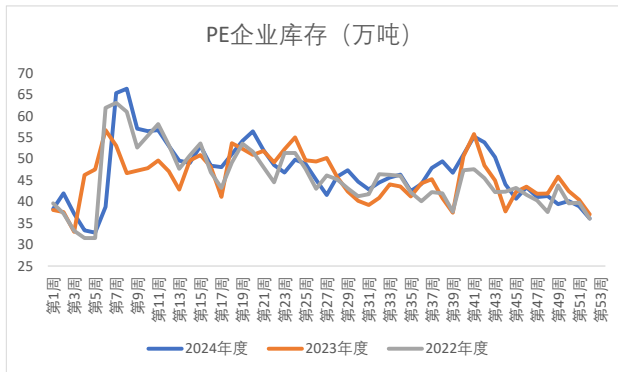
上游库存短期无压力。10月以来，聚烯烃企业迎来检修高峰期，叠加月底新增产能投放预期偏高，PE及PP企业库存均开始逐步向下游传导，以降低明年库存压力。截至12月27日，PE企业库存为36万吨（同比-1万吨）；PP企业库存为41万吨，处于近三年同期最低位，暂无明显压力。

下游订单偏弱的背景下，聚烯烃维持着低原料库存和低产成品库存的策略。5-6月，在宏观政策刺激的背景下，聚烯烃订单天数处于同期偏高水平，PP受大规模设备更新及出口好转影响，贸易商库存压力低于去年同期水平。但是6月以来终端需求跟进略显不足，PE综合订单天数降至同期最低水平。8月中下旬至10月上中旬，PP订单天数边际好转，贸易商库存跟随订单略有去化，位于近三年同期最低水平，中游库存压力显著低于PE。

展望2025年，春节假期较往年提前，叠加24年12月有新产能集中释放，预计一季度聚烯烃上中游将逐步由低库存转向高库存格局。

图 29：10月下旬以来PE企业库存自高点降至近三年同期次低位置

图 30：11月以来PP企业库存维持近三年同期最低位

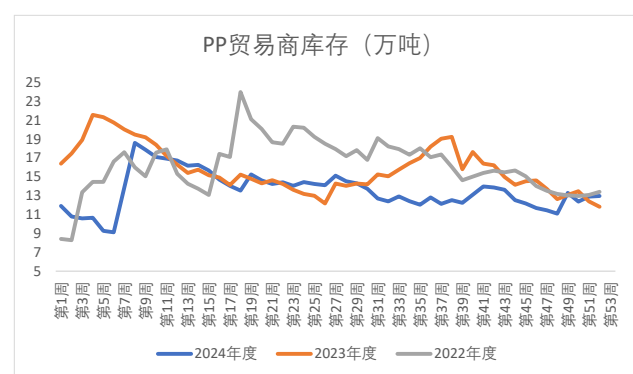
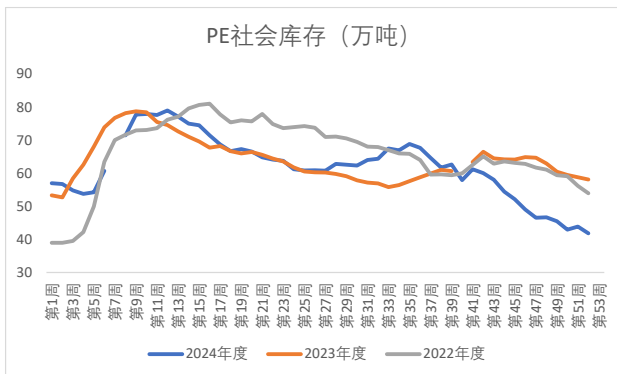


资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 31：PE社会库存持续去化至近三年同期最低位

图 32：PP贸易商库存处于近三年次低水平

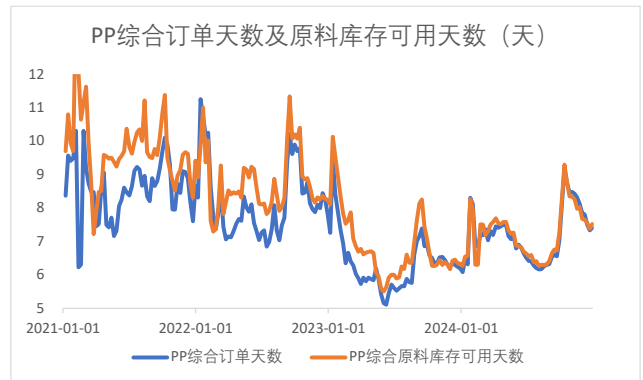
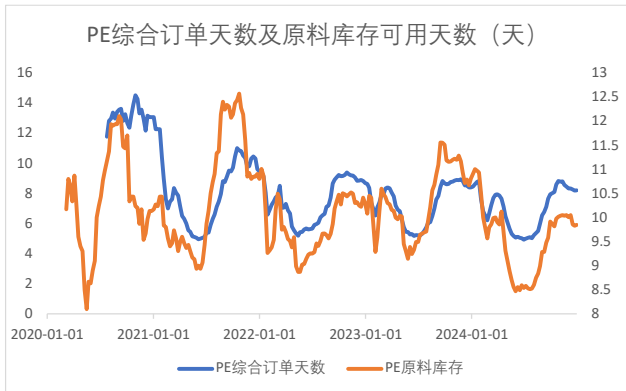


资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 33: PE综合订单天数及原料库存可用天数

图 34: PP综合订单天数及原料库存可用天数



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

2025年PE、PP分别计划新增产能543、672万吨，同比分别为+15.2%、15.1%。考虑到新增产能的投产节奏不一致，假设开工率重心继续下移，预计2025年PE及PP产量累计同比分别为8.3%、6.9%，表观消费量同比分别为4.8%、4.1%，基本面整体供需偏宽松。

图 35: PE供需平衡表

PE供需平衡表								
	产能 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	出口量 (万吨)	表观消费量 (万吨)	产量同比	表需同比	产能利用率
2014年	1532	1337	911	25	2222	13.9%	9.2%	88.4%
2015年	1562	1386	987	27	2345	3.7%	5.6%	89.9%
2016年	1649	1436	994	30	2400	3.6%	2.3%	88.1%
2017年	1761	1472	1179	24	2627	2.6%	9.5%	86.1%
2018年	1873	1600	1402	23	2980	8.7%	13.4%	82.8%
2019年	1966	1764	1666	28	3402	10.2%	14.2%	86.3%
2020年	2346	2002	1853	25	3830	13.5%	12.6%	87.7%
2021年	2836	2329	1459	51	3736	16.3%	-2.4%	87.3%
2022年	2981	2532	1347	72	3806	8.7%	1.9%	82.0%
2023年	3241	2807	1344	83	4068	10.9%	6.9%	84.2%
2024E	3571	2790	1387	82	4095	-0.6%	0.7%	80.9%
2025E	4114	3022	1365	97	4290	8.3%	4.8%	78.8%

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院估算

图 36: PP供需平衡表

PP供需平衡表								
	产能 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	出口量 (万吨)	表观消费量 (万吨)	产量同比	表需同比	产能利用率
2014年	1669	1362	509	20	1851	10.6%	8.0%	81.6%
2015年	1779	1689	488	20	2158	24.0%	16.6%	94.9%
2016年	2019	1791	457	28	2220	6.0%	2.9%	88.7%
2017年	2200	1928	475	34	2368	7.7%	6.7%	87.6%
2018年	2300	1957	480	36	2400	1.5%	1.4%	83.2%
2019年	2502	2243	522	40	2725	14.6%	13.5%	89.8%
2020年	2882	2584	656	43	3197	15.2%	17.3%	88.7%
2021年	3216	2933	480	139	3274	13.5%	2.4%	88.9%
2022年	3496	2965	451	127	3289	1.1%	0.5%	80.6%
2023年	3976	3194	412	131	3474	7.7%	5.6%	77.6%
2024E	4466	3444	367	238	3573	7.8%	2.9%	75.0%
2025E	5142	3680	335	298	3718	6.9%	4.1%	72.4%

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院估算

第四章 行情展望

2025年依旧是聚烯烃装置投产大年，PP已经逐步从供需平衡转向供给过剩，出口成为缓解供给压力的减压阀。而PE由于前期新装置投放速度偏慢，2024年1-11月累计进口依赖度依然高达34%。随着明年多套新装置陆续兑现，PE基本面亦将逐步转为宽松格局。

供给端，2025年PE、PP产量同比增速预计分别为8.3%、6.9%。增量装置看，2025年PE、PP分别计划新增产能543、672万吨，同比分别+15.1%、+15.2%。但考虑到新增产能的投产节奏不一致，实际有效新增产能或分别为305、317万吨，PE投产力度略高于PP。存量装置看，需要关注春秋检修及亏损加剧导致的计划外检修。进出口方面，2024年1-11月我国自美国进口PE、液体丙烷总量分别约占我国进口总量的17.5%、59%，贸易冲突叠加新增产能释放，预计PE进口依赖度小幅下滑。

需求端，2025年PE及PP表需同比增速预计分别为4.8%、4.1%。结构上看，标品需求整体弱于非标需求。农膜产能总体保持稳定，开工率重心持续下滑，2024年产量增速预计为-6.7%，原料保持低库存策略。PP标品拉丝主要用于做塑编袋（终端用于水泥、化肥、粮食等），目前房地产新开工面积尚未止跌，导致水泥袋需求持续偏弱，进一步带动塑编开工率持续偏低。非标方面，2025年扩内能需求为九大任务之首，“两新”政策支撑下，中高融共聚PP需求仍然可期。

综合来看，2025年聚烯烃基本面供需偏宽松，预计价格宽幅震荡，中枢小幅下移。节奏上：1) 上半年PE装置投产相对集中，叠加进口边际回归，预计价格震荡偏弱运行，建议根据累库拐点或现货转跌拐点，择机做空L05合约，或者在800以上做空L-PP05价差。2) 关注春秋检修带来的阶段性低多机会。5-7月是聚烯烃企业传统检修旺季，从已经公布的检修计划来看，5月PP装置大修计划力度最高，PE大修计划则集中在6月，关注存量检修对供给端的改善力度。10月PP大修装置偏多，叠加年底新装置投产或存在一定的预期差，关注PP01合约是否有阶段性反弹的机会。3) 关注贸易冲突对进口成本的影响，如果国内对自美国进口的丙烷、PE加征关税，则进口成本抬升或能带来阶段性低多机会。4. 关注非标需求变动及旺季补库力度对基本面的支撑力度。

操作建议：单边：逢高偏空。L主连关注区间【7600-8600】，PP主连关注区间【7100-7900】。跨品种：择机做空L-PP05价差，关注区间【400-900】。

风险提示：上行风险：新装置投产不及预期，油价大幅上行，宏观情绪超预期。下跌风险：油价大幅下跌，需求不及预期，宏观情绪偏悲观。

免责声明



本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉能源及化工团队

郭建锋	F03126846
何 慧	Z0011420
郭艳鹏	F03104066
李 倩	实习生



中辉期货全国客服热线：400-006-6688