



目 录

第一部分 前言概要	2
【综合分析】	2
【策略推荐】	2
第二部分 基本面情况	3
一、上半年聚烯烃行情回顾	3
二、新产能投放压力仍大，存量开工存回升预期	5
三、进口延续低位，出口仍是趋势	12
四、需求表现预计仍弱	13
第三部分 后市展望及策略推荐	15
免责声明	17

需求无起色，关注投产节奏

第一部分 前言概要

【综合分析】

去年四季度至今年上半年投产 543 万吨 PE 装置, 全密度和线性新增装置 418 万吨, 塑料标品投产压力兑现, PP 去年四季度至今年上半年投产 406 万吨装置, 新产能投放叠加终端需求弱势, 塑料 PP 价格一路下行。三季度 PP、PE 仍有较大产能投放压力, 四季度投产节奏放缓, 尤其是塑料下半年标品投产预期仅 50 万吨, 标品投产压力较上半年明显减轻。但并非供应收紧, 上半年检修高位, 下半年存量开工存回升预期, 终端需求同比弱势, 目前看不到能扭转需求弱势的强有力因素, 因此也缺乏上涨动力。下半年行情预计不会太顺畅, 策略上仍以逢高沽空为主。关注原油价格、装置投产以及丙烷、乙烷等原料稳定性。

【策略推荐】

- 1.单边: 下半年行情预计不会太顺畅, 策略上仍以逢高沽空为主。关注原油价格、装置投产以及丙烷、乙烷等原料稳定性。
 - 2.套利: 暂时观望。
 - 3.期权: 暂时观望。
- 风险提示: 油价趋势上涨、投产大幅延后、宏观出台强刺激政策

交易咨询业务资格:

证监许可[2011]1428 号

研究员: 周琴

邮箱:

zhouqin_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号: F3076447

投资咨询资格证号: Z0015943

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书, 本人承诺以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑均基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议。



银河期货

第二部分 基本面情况

一、上半年聚烯烃行情回顾

自去年 12 月至今年上半年，聚烯烃呈现震荡下行趋势。塑料主力从 8500 元/吨附近最低跌至 6900 左右，下跌近 1600 元/吨，PP 主力从 7500 元/吨附近最低跌至 6800 元/吨左右，下跌近 700 元/吨。产能投放压力以及需求弱势是下跌的主要原因，成本端油价中枢下移给出了下跌空间。去年 11-12 月份至今年上半年，塑料面临巨大的产能投放压力，PP 新增产能也不少，但由于 PP 近几年持续处于产能扩张，利润压缩明显，估值较塑料更低，今年价格跌幅远小于塑料，L-PP 价差显著下行。4 月受中美对等关税影响，油价及聚烯烃价格显著下跌，5 月受中美发布日内瓦联合声明，贸易战缓和影响价格有一定反弹，6 月在中东地缘影响原油价格大涨成本推升，以及塑料进口担忧、PP 原料进口担忧下，聚烯烃价格反弹。

图 1：2025 年上半年聚烯烃呈震荡下行态势

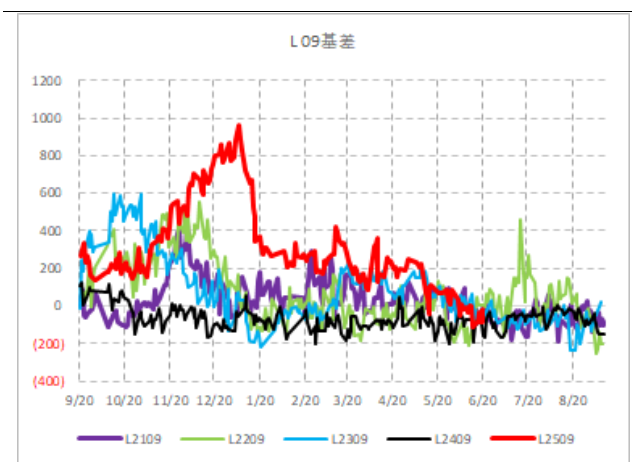
单位：元/吨



数据来源：银河期货，文华财经

图 2：塑料基差走势

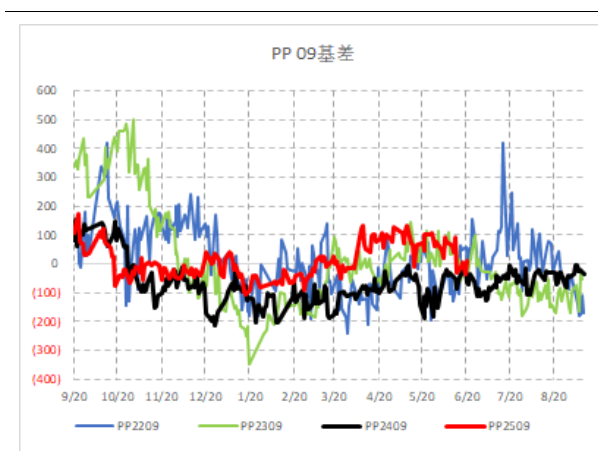
单位：元/吨



数据来源：银河期货，卓创，wind

图 3：PP 基差走势

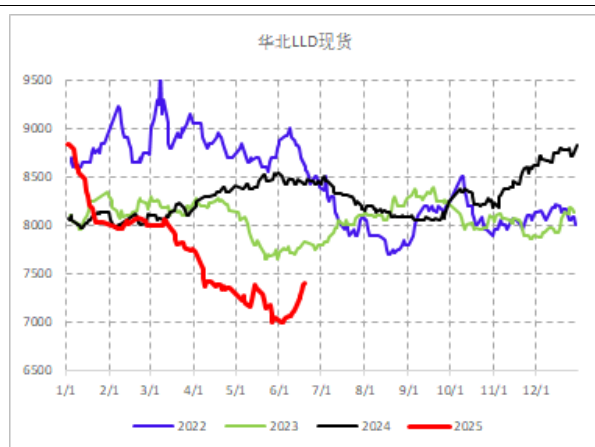
单位：元/吨



数据来源：银河期货，wind，卓创

图 4：华北 LLD 现货价格

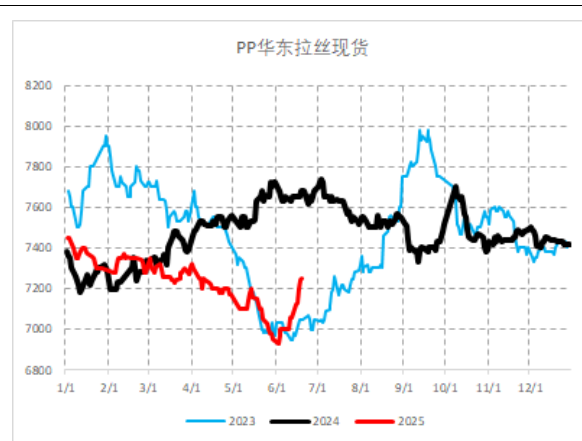
单位：元/吨



数据来源：银河期货，卓创

图 5：华东 PP 拉丝现货价格

单位：元/吨



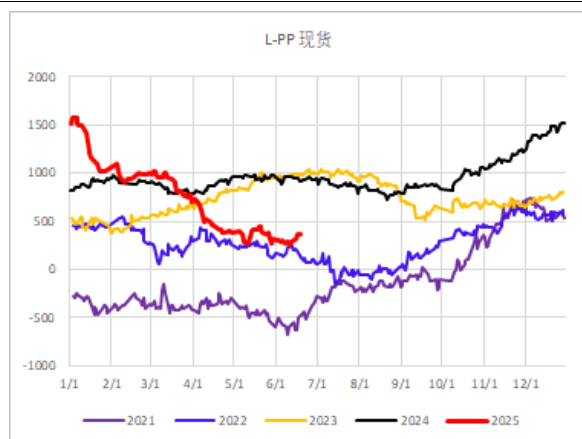
数据来源：银河期货，卓创

图 6：L-PP 现货价差走势

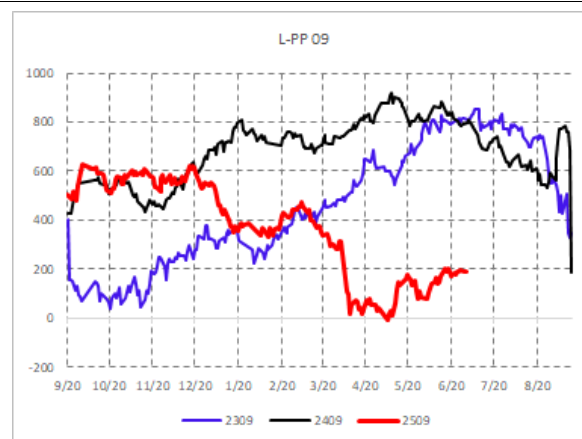
单位：元/吨

图 7：L-PP 盘面价差走势

单位：元/吨



数据来源：银河期货，wind



数据来源：银河期货，wind

二、新产能投放压力仍大，存量开工存回升预期

上半年新产能集中投放，三季度产能投放压力仍大，四季度投产阶段性放缓，LL 下半年投产压力较上半年显著下降。

2024 年 PE 新增投产放缓，有效产能增速仅 4.1%，2025 年再次迎来投产高峰，全年有效产能增速预计显著上升至 17.4%。今年上半年 PE 新增投产 258 万吨新装置，去年四季度新投产 285 万吨新装置，也就是从去年四季度到今年上半年总共新增产能 543 万吨，1-6 月 PE 有效产能增速 13.9%，其中全密度和 LL 共计 418 万吨，占比 77%，标品集中投产是上半年塑料价格如此弱的主要原因。塑料 2509 合约预估新增产能预期 205 万吨，2601 合约预估 80 万吨。下半年 LL 投产显著放缓，仅巴斯夫广东 50 万吨全密度投产计划，01 合约上产能投放预期有阶段性放缓，但要看装置的投产进度。

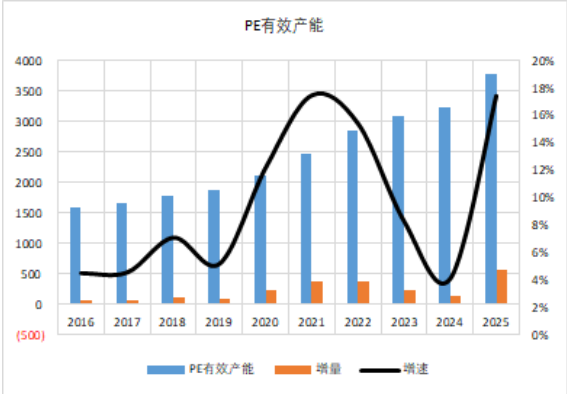
2025 年 PP 延续自 2020 年开启的扩能周期，2024 年有效产能增速 10.4%，2025 年预估增速 13.7%。今年年初至今 PP 投产 211 万吨装置，包括宝丰内蒙、埃克森美孚（惠州）装置，去年年底投产的 195 万吨装置供应影响也集中于今年上半年，因此上半年新增产能影响 406 万吨装置，1-6 月 PP 有效产能增速 12.2%。下半年预估新增 PP 装置产能 315 万吨，其中 09 合约预估 220 万吨，01 合约预估 95 万吨。

图 8：PE 年度有效产能增速

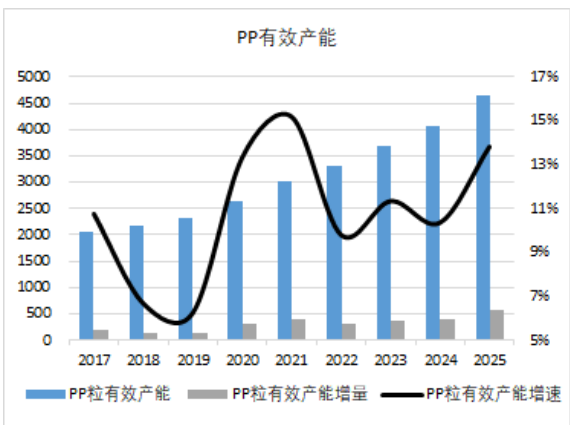
单位：万吨

图 9：PP 年度有效产能增速

单位：万吨



数据来源：银河期货，隆众，卓创



数据来源：银河期货，隆众，卓创

表 1：2024-2025 年 PE 新增产能列表

单位：万吨

合约	产能	新装置	地点	原料	PE	LD	HD	LL	全密度	投产时间
L2405	45	宝丰三期	宁夏，宁东	CTO	25	25				2024年2月
		新疆天利高新石化	新疆，克拉玛依	CTO	20	20				2024年1月
L2501	285	江苏虹景新材料	江苏，连云港	外采乙烯	20	20				2024年10月
		中石化英力士(天津)石化	天津	石脑油+乙烷+LPG	30				30	2024年11月
		中石化英力士(天津)石化	天津	石脑油+乙烷+LPG	50		50			2024年11月
		宝丰内蒙古	内蒙古	CTO	55				55	2024年12月
		山东裕龙石化1#HDPE	山东	地方油企	30		30			2024年12月
		山东裕龙石化1#FDPE	山东	地方油企	50				50	2024年12月
		山东裕龙石化2#FDPE	山东	地方油企	50				50	2024年12月
		2024年合计			330	65	80	0	185	
L2505	258	万华集团二期	山东，烟台	轻烃裂解	25	25				2025年1月
		宝丰内蒙古2#FDPE	内蒙古	CTO	55				55	2025年1月
		宝丰内蒙古3#FDPE	内蒙古	CTO	55				55	2025年3月
		埃克森美孚(惠州)	广东，惠州	外购石脑	73			73		2025年3月
		埃克森美孚(惠州)	广东，惠州	外购石脑	50			50		2025年4月
L2509	205	山东新时代高分子	山东，淄博	油制	45		45			2025年8月
		山东新时代高分子	山东，淄博	油制	25			25		2025年8月
		中石油吉林石化	吉林	油制	40		40			2025年7月
		埃克森美孚(惠州)	广东，惠州	外购石脑	50	50				2025年7月
		山东裕龙石化2#HDPE	山东	油制	45		45			2025年7月
L2601	80	浙江石化三期	浙江，舟山	油制	30	30				2025年12月
		巴斯夫一体化基地(广东)有限公司FDPE	广东	油制	50				50	2025年12月
		2025年合计			543	105	130	148	160	

数据来源：银河期货，隆众，卓创

表 2：2024-2025 年 PP 新增产能列表

单位：万吨

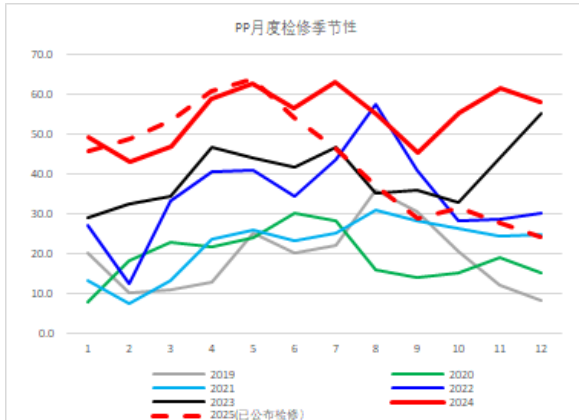
合约		新装置	PP	原料工艺	地址	投产时间
2405	35	CNFC揭阳二线	20	中石油	广东，揭阳	2024年1月
		惠州立拓	15	丙烯	广东，惠州	2024年2月
2409	210	泉州国亨化工	45	PDH	泉州，福建	2024年4月
		青岛金能二期1线	45	PDH	山东省	2024年5月
		安徽天大石化	15	丙烯	安徽，天长	2024年5月
		中景石化二期二线	60	PDH	福建	2024年6月
		青岛金能二期2线	45	PDH	山东省	2024年7月
2501	195	中石化英力士（天津）石化	35	中石化	天津	2024年11月
		宝丰内蒙古1#	50	CTO	内蒙古	2024年11月
		山东裕龙岛石化5#	30	油制	山东	2024年12月
		山东裕龙岛石化1期1#	40	油制	山东	2024年12月
		山东裕龙岛石化1期3#	40	油制	山东	2024年12月
2024年合计			440			
合约	产能	新装置	PP	原料工艺	地址	投产时间
2505	211	宝丰内蒙古2#	50	CTO	内蒙古	2025年1月
		宝丰内蒙古3#	50	CTO	内蒙古	2025年3月
		山东金诚石化	15	油制	山东	2025年4月
		埃克森美孚（惠州）化工1期#1	48	油制	广东	2025年4月
		埃克森美孚（惠州）化工1期#2	48	油制	广东	2025年4月
2509	220	山东裕龙岛石化2#	40	地方油企	山东	2025年6月
		山东裕龙岛石化4#	40	地方油企	山东	2025年7月
		中石化镇海炼化二期1#	50	CTO	内蒙	2025年6月
		大榭石化2#	45	油制	宁波	2025年7月
		大榭石化3#	45	油制	宁波	2025年8月
2601	95	利华益维远化学#1	20	PDH	山东	2025年9月
		山东金诚石化	15	油制	山东	2025年10月
		浙江圆锦	60	PDH	浙江	2025年11月
2025年合计			526			

数据来源：银河期货，隆众，卓创

上半年存量装置高检修，下半年开工存回升预期。近几年在国内产能投放压力下，装置利润压缩明显，存量装置高检修成为常态。今年 1-6 月 PE 月均检修损失量 33.5 万吨，累计同比下降 7.4%，1-6 月 PP 月均检修损失量 54.4 万吨，累计同比增加 3.3%。从目前的检修计划看，PP 下半年检修明显下降，3 季度月均检修损失量 37 万吨，4 季度月均检修损失量预估 28 万吨，PE3 季度月均检修损失 35 万吨，四季度月均检修损失 20 万吨。

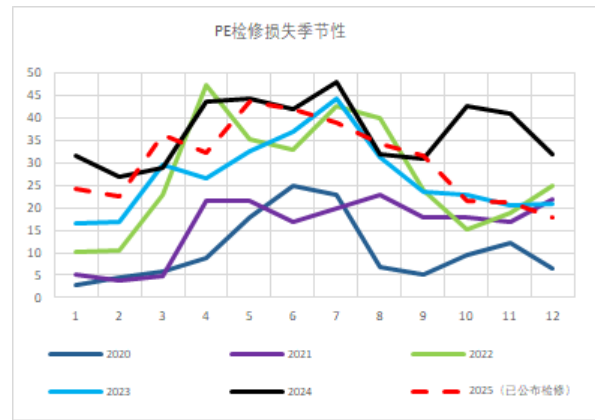
图 10：PP 月度检修损失 单位：万吨

图 11：PE 月度检修损失 单位：万吨



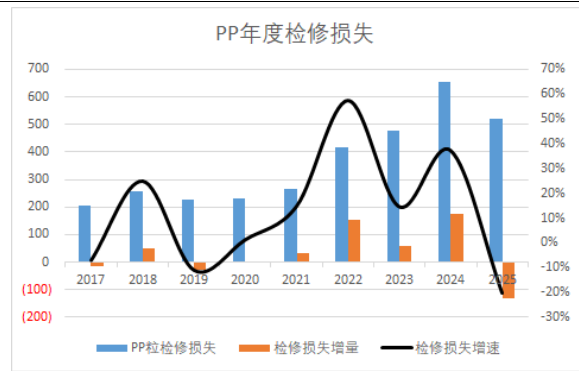
数据来源：银河期货，隆众，卓创

图 12：PP 年度检修损失 单位：万吨

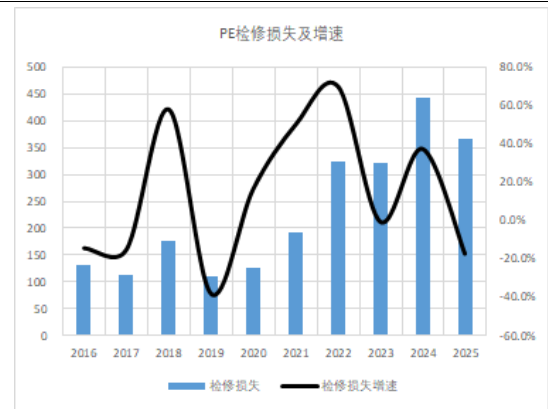


数据来源：银河期货，隆众，卓创

图 13：PE 年度检修损失 单位：万吨



数据来源：银河期货，隆众，卓创



数据来源：银河期货，隆众，卓创

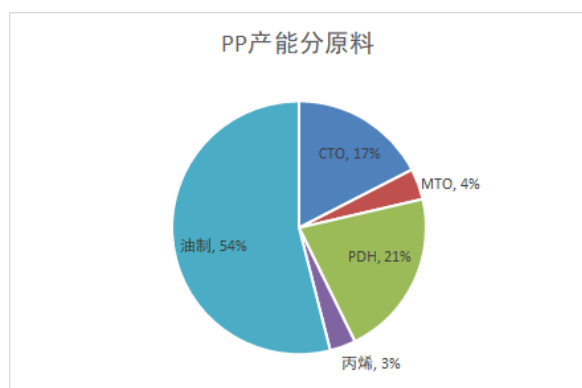
从原料来源看，目前 PP 产能 4559 万吨，油制占比 54%，PDH 占比 21%，煤制占比 17%，MTO 占比 4%，外采丙烯占比 3%。PE 产能 3747 万吨，油制占比 68%，煤制占比 18%，乙烷裂解占比 13%，MTO 占比 1%。其中煤制利润一直表现较好，煤制装置主要关注大修计划，PP 主要关注油制开工、PDH 开工情况，PE 主要关注油制开工以及今年受乙烷进口影响，也关注乙烷裂解开工及乙烷原料稳定性。

油制方面，目前无论是 PP 还是 PE 油制占比都是最大的，油价对聚烯烃的影响，一方面是成本端的推升或者坍塌，另一方面是作用于油制利润进而影响油制开工。2022 年以来油制利润持续处于亏损状态，油制开工显著下降，2021-2024 年油制 PP 月均开工分别为 96%、90%、89%和 87%，呈逐年下降趋势，2021-2024 年油制 PE 开工分别为 93%、93%、89%

和 86%，也呈下降趋势。但今年年初至今，油制 PE 开工 90%，较去年同期提升 4 个百分点，油制 PE 利润好于去年同期，今年 1-6 月油制 PP 月均负荷 87.2%，较去年提升 0.2 个百分点，今年上半年受油价中枢下移影响，油制 PP 利润高于去年，开工小幅提升。

图 14：PP 产能原料分布情况

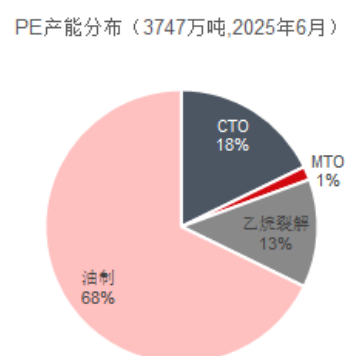
单位：



数据来源：银河期货，卓创，隆众

图 15：PE 产能原料分布

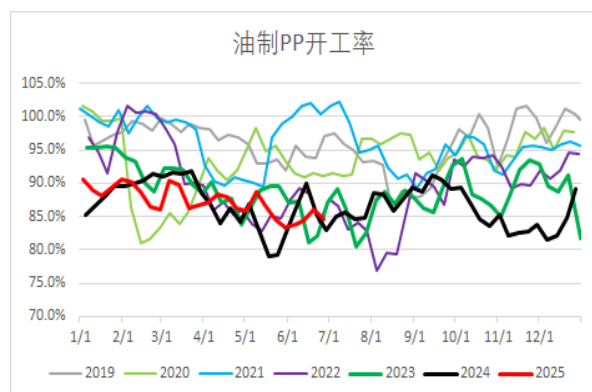
单位：



数据来源：银河期货、隆众、卓创

图 16：油制 PP 开工

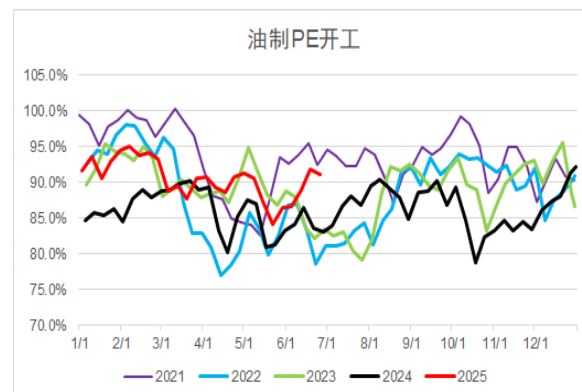
单位：%



数据来源：银河期货，隆众，卓创

图 17：油制 PE 开工

单位：%



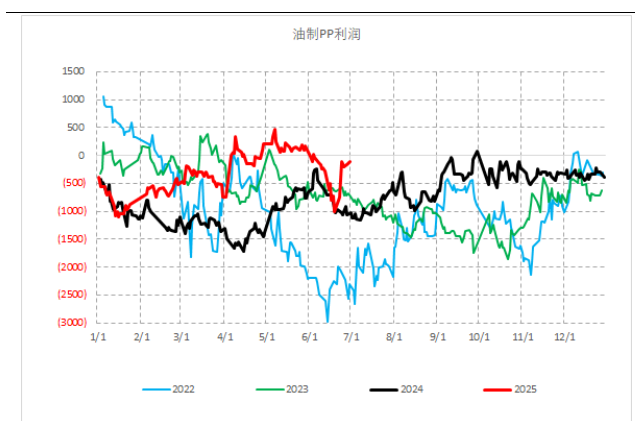
数据来源：银河期货，隆众，卓创

图 18：油制 PP 利润

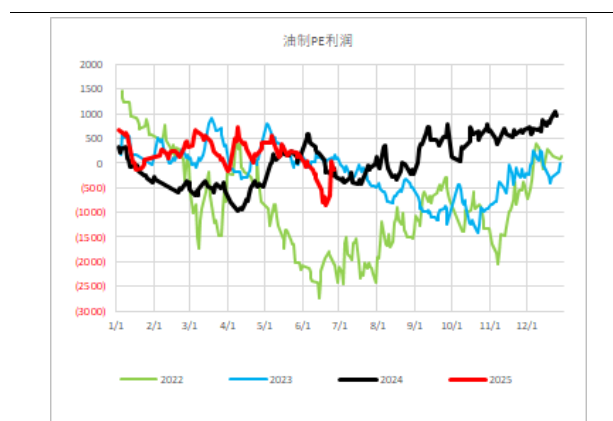
单位：元/吨

图 19：油制 PE 利润

单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众，卓创



数据来源：银河期货，隆众，卓创

目前 PDH 制 PP 产能 975 万吨，占 PP 产能 21%。2022 年以来 PDH 制 PP 利润也长时间处于亏损状态，PDH 开工也呈下降态势。2021-2024 年 PDH 制 PP 开工分别为 92%、83%、85%和 77%，2024 年相较 2021 年已经下降 15 个百分点。今年 1-6 月 PDH 制 PP 月均开工 75.7%，较去年开工下降 0.6 个百分点，主要关注丙烷原料稳定性及 PDH 利润。

2024 年中国丙烷表观消费量 3340 万吨，产量 466 万吨，进口量 2924 万吨，出口量 50 万吨，进口依赖度高达 87.5%，2024 年进口美国丙烷 2924 万吨，占中国丙烷总进口量 59.2%，占中国丙烷表需 51.8%，因此中国对美国丙烷依赖度比较高。此前中美加征关税下，PDH 生产企业主要有两种方式应对：一是采取换货操作，与国外商社换中东货，但成本也比较高。二是申请丙烷海关手册，做来料加工，但副产品氢气加多少关税海关没有明确的答复，在走着流程，目前没有紧迫性。来料加工的主要问题在于成品出口，一是海外出口渠道，二是海外需求能否承接大量的出口。

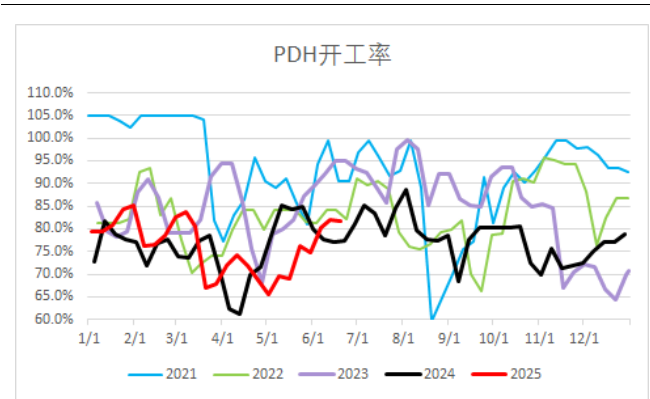
PE 方面，目前乙烷裂解产能 480 万吨，占 PE 产能 13%。中国的乙烷裂解制乙烯装置主要集中于华东地区，西北地区有长庆石化以及塔里木石化乙烷制乙烯装置，这两套装置依靠附近油田天然气提供原料，中国其他乙烷装置均需要依赖进口，因此当前国内乙烷原料除了少量自产以外，其他均需要依赖进口。中国的乙烷进口主要依赖美国，2024 年进口美国乙烷 551 万吨，占中国乙烷进口量的 99%。由于美国乙烷出口量占全球 70%-80%，而其他产区多以自用为主，可出口资源有限，美国基本成为中国乙烷制乙烯的唯一外采原料来源。但涉及到的 PE 产能 120 万吨左右，占比较小。

表 3：中国丙烷年度供需情况 单位：万吨

年份	中国丙烷产量	丙烷进口	丙烷出口	丙烷表需	进口依赖度	进口美国丙烷	进口美国丙烷占比
2020	201	1508	39	1670	90.3%	421	28%
2021	357	1913	40	2230	85.8%	774	40%
2022	400	2078	34	2444	85.0%	851	41%
2023	414	2569	36	2946	87.2%	1264	49%
2024	466	2924	50	3340	87.5%	1732	59%

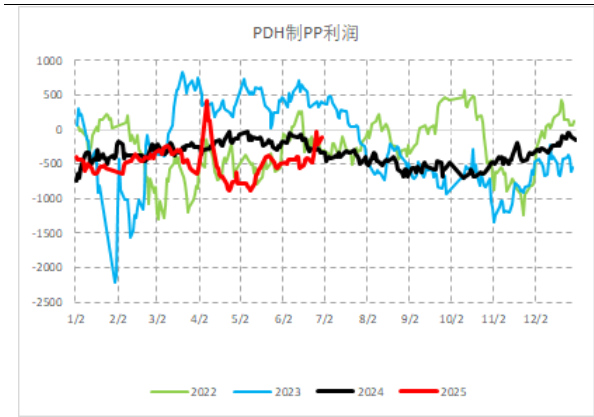
数据来源：银河期货，海关，卓创

图 20：PDH 制 PP 开工 单位：%



数据来源：银河期货，卓创，隆众

图 21：PDH 利润 单位：元/吨



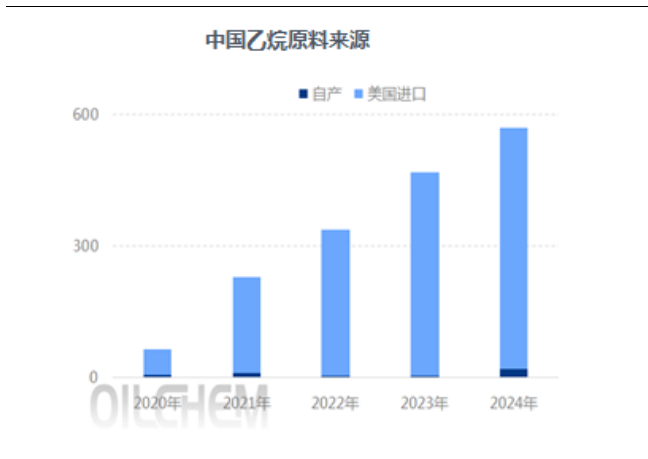
数据来源：银河期货，卓创，wind

图 22：中国乙烷原料来源 单位：万吨

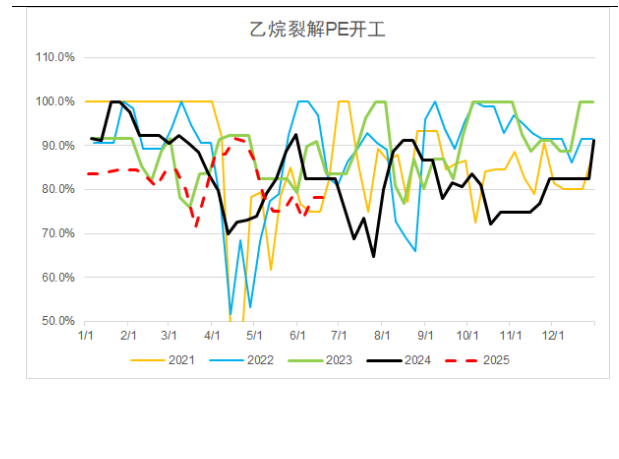


图 23：乙烷裂解 PE 开工 单位：%





数据来源：银河期货，隆众



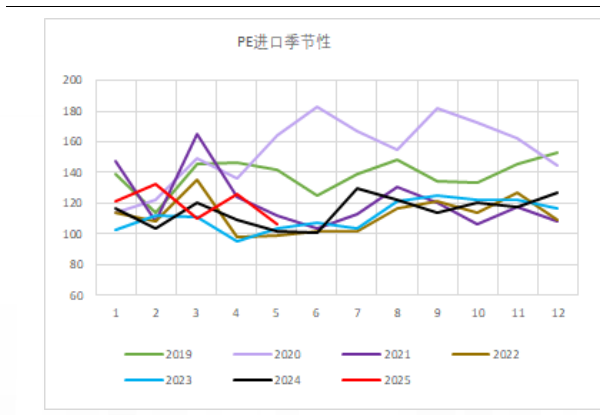
数据来源：银河期货，隆众，卓创

三、进口延续低位，出口仍是趋势

今年以来 PP 进口延续下降态势，1-5 月 PP 进口量累计同比下降 5.2%，PP 进口利润则持续处于倒挂状态，进口预计维持低位。1-5 月 PE 进口量累计同比增长 7.9%，1-5 月进口中东累计同比增长 15.2%，占比 48%，进口美国累计同比下降 3%，占比 18%。

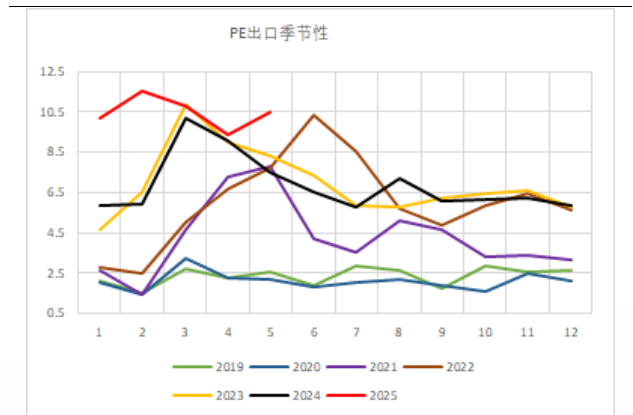
随着国内产能集中投产，我国聚烯烃向供需过剩转变，国内企业积极寻求出口，出口成为缓解国内供需矛盾的重要渠道，也为企业带来新的利润渠道。近几年出口持续在高位水平波动。2025 年 1-5 月 PP 出口量累计同比增长 21.6%，PP 已经连续 3 个月处于净出口状态。2025 年 1-5 月 PE 出口量累计同比增长 36%。

图 24：PE 月度进口量 单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署

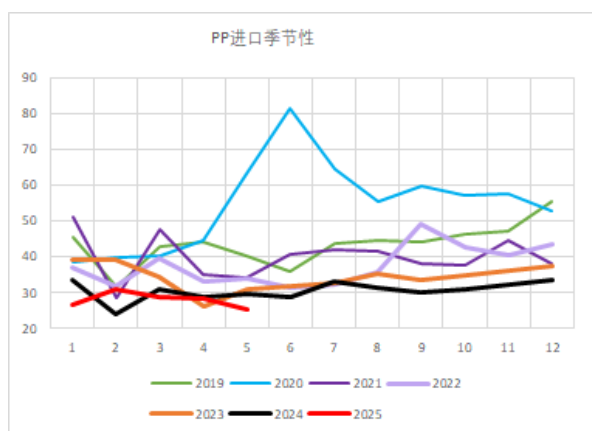
图 25：PE 月度出口量 单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署

图 26：PP 月度进口量

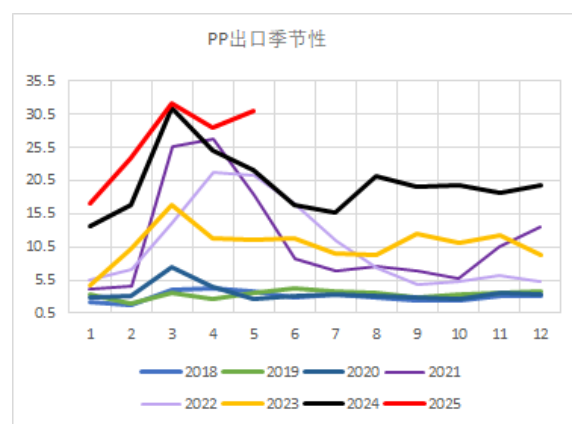
单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署

图 27：PP 月度出口量

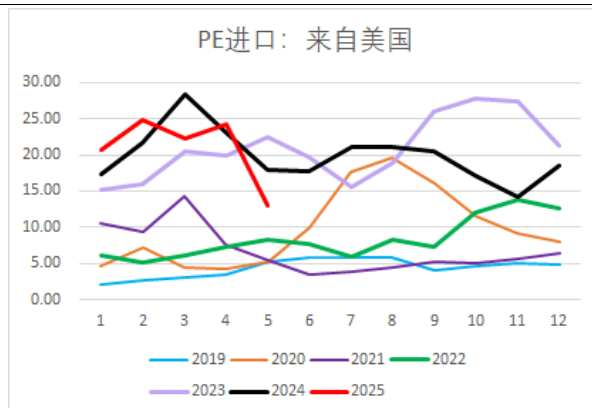
单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署

图 28：PE 进口来自美国

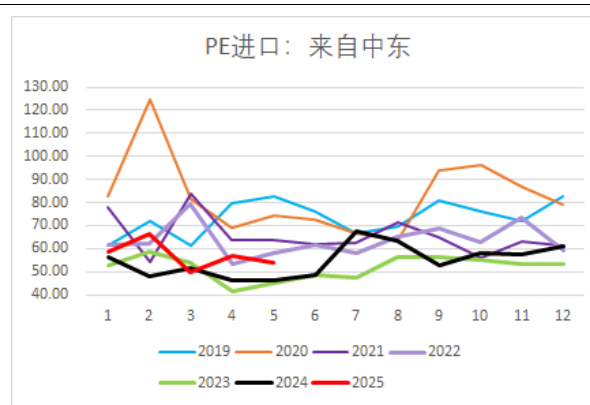
单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署

图 29：PE 进口来自中东

单位：万吨



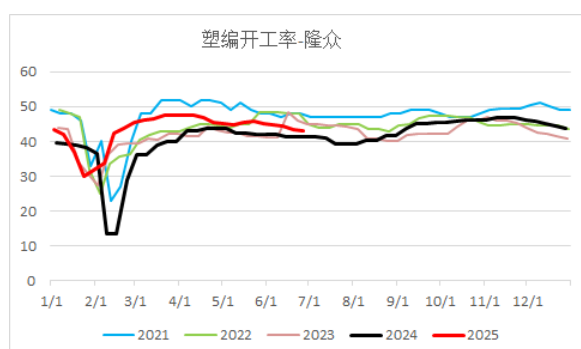
数据来源：银河期货，海关总署

四、需求表现预计仍弱

上半年需求表现弱势，目前看没有大的改善驱动，下半年需求以及表现仍弱。年初至今 PE 下游制品开工均值 34.6%，同比下降 5.4 个百分点，其中农膜行业开工均值 26.8%，同比下降 1.1 个百分点，包装膜开工均值 41.2%，同比下降 5.7 个百分点，管材行业开工均值 24.7%，同比下降 4.6 个百分点，中空行业开工均值 31.6%，同比下降 7.2 个百分点。PP 下游加权平均开工率 48%，同比下降 0.23 个百分点。终端需求同比弱势，目前看没有大的改善驱动，下半年预计表现仍弱。

图 36：塑编行业开工

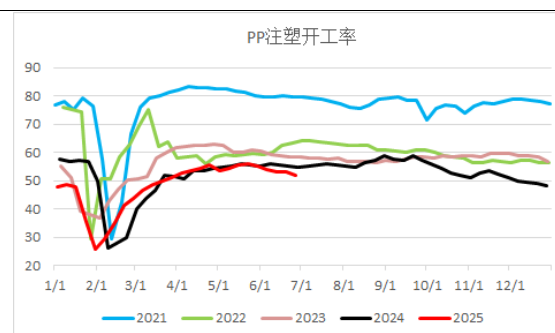
单位：%



数据来源：银河期货，隆众

图 37：注塑行业开工

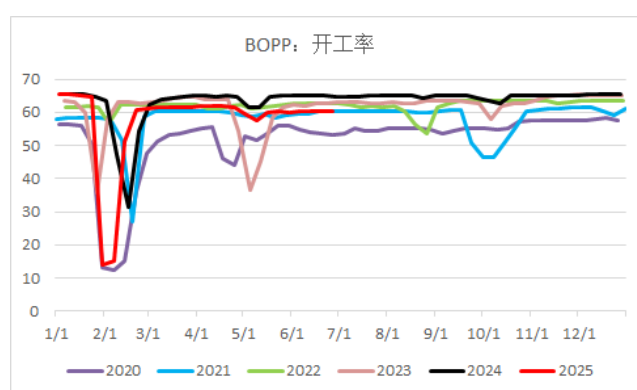
单位：%



数据来源：银河期货，隆众

图 38：BOPP 行业开工

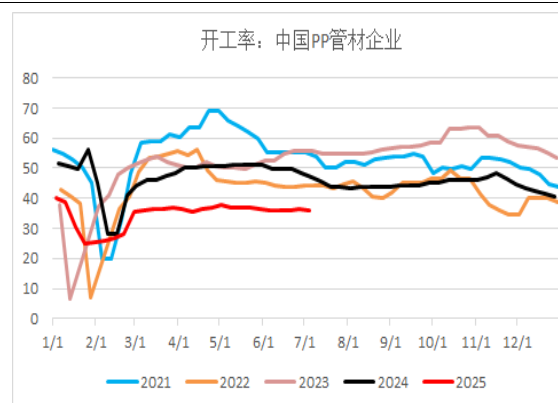
单位：%



数据来源：银河期货，隆众

图 39：PP 管材行业开工

单位：%



数据来源：银河期货，隆众

第三部分 后市展望及策略推荐

【综合分析】

去年四季度至今年上半年投产 543 万吨 PE 装置，全密度和线性新增装置 418 万吨，塑料标品投产压力兑现，PP 去年四季度至今年上半年投产 406 万吨装置，新产能投放叠加终端需求弱势，塑料 PP 价格一路下行。三季度 PP、PE 仍有较大产能投放压力，四季度投产节奏放缓，尤其是塑料下半年标品投产预期仅 50 万吨，标品投产压力较上半年明显减轻。但并非供应收紧，上半年检修高位，下半年存量开工存回升预期，终端需求同比弱势，目前看不

到能扭转需求弱势的强有力因素，因此也缺乏上涨动力。下半年行情预计不会太顺畅，策略上仍以逢高沽空为主。关注原油价格、装置投产以及丙烷、乙烷等原料稳定性。

【策略推荐】

1.单边：下半年行情预计不会太顺畅，策略上仍以逢高沽空为主。关注原油价格、装置投产以及丙烷、乙烷等原料稳定性。

2.套利：暂时观望。

3.期权：暂时观望。

风险提示：油价趋势上涨、投产大幅延后、宏观出台强刺激政策

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799