

成本走弱叠加产能投放 烯烃系价格重心下移

——2025烯烃系策略报告

国海良时期货研究所

章正泽

从业资格证号：F3085804
投资咨询证号：Z0016442

2024年12月27日



✓ 核心观点：

2024年烯烃系以聚烯烃为代表的化工品走势偏震荡，节奏大于趋势。进入2025年，在成本端原油平衡表累库叠加石脑油裂解价差震荡承压指引下，三烯及其下游化工品难有强势表现，其中聚烯烃在产能扩张背景下供需平衡表偏累库，价格重心或出现下移，适合单边做空或空配，尤其塑料2505合约期内现货估值高位+供需面临转弱节点+季节性累库，更适合利用远期曲线结构的变化去捕捉单边卖点，跨期方面也可以把握聚烯烃远期曲线远端未来转contango结构时5-9反套的机会。

✓ 策略推荐：

1、单边做空或空配聚烯烃2505合约。

对于2505合约尤其是塑料2505合约，在现货估值偏高+明年大投产预期面临强弱转换节点+成本驱动大方向偏向下的组合下，长线一致性偏空看待。但考虑到成本端原油2025年3月前抵抗式下跌仍存反弹动能+目前05贴水太多，倾向等back结构逐步平坦化后右侧入场空单，当然符合条件左侧也可提前建仓。

back陡峭结构下左侧单边拐点进场条件：back主要通过远端合约不跟涨来加深+估值偏高+供需面临转弱节点+成本端原油可能出现走弱；

价格曲线右侧好的单边进场机会发生在可能转结构阶段：back结构平坦+通过绝对库存水平判断有转结构可能+远期曲线近端出现异动。

2、跨期方面把握聚烯烃远期曲线远端未来转contango结构时5-9反套机会

2505合约期内，远期曲线远端可能从back转为contango，在转结构阶段跨期上操作05期现正套或5-9反套，时间点可能在春节前后，考虑到PP远期曲线更为平坦化，大概率会先看到PP的跨期策略机会。

✓ 风险关注：成本端油价上行以及石脑油裂解走强、新增产能投产不及预期。

一

聚烯烃盘面运行逻辑回顾

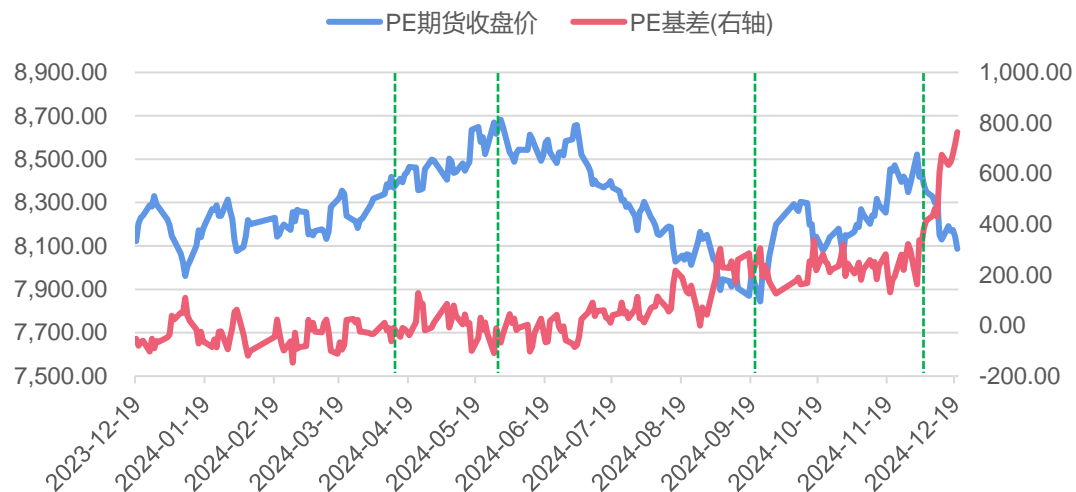
成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

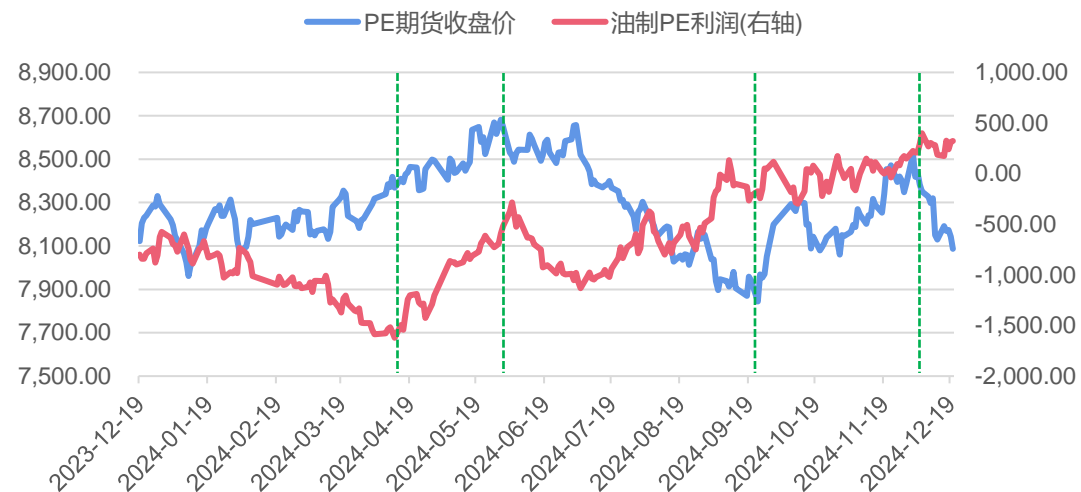
估值端塑料、丙烯估值偏高

一、聚烯烃盘面运行逻辑回顾

(一) 盘面主要围绕成本驱动、供应（现实/预期）驱动展开交易



数据来源：国海良时期货研究所、ifind



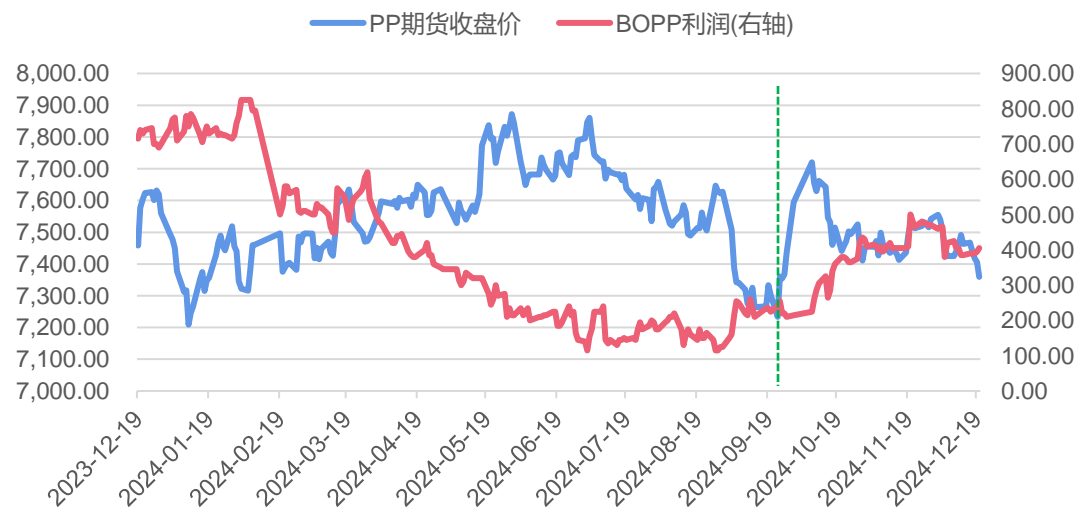
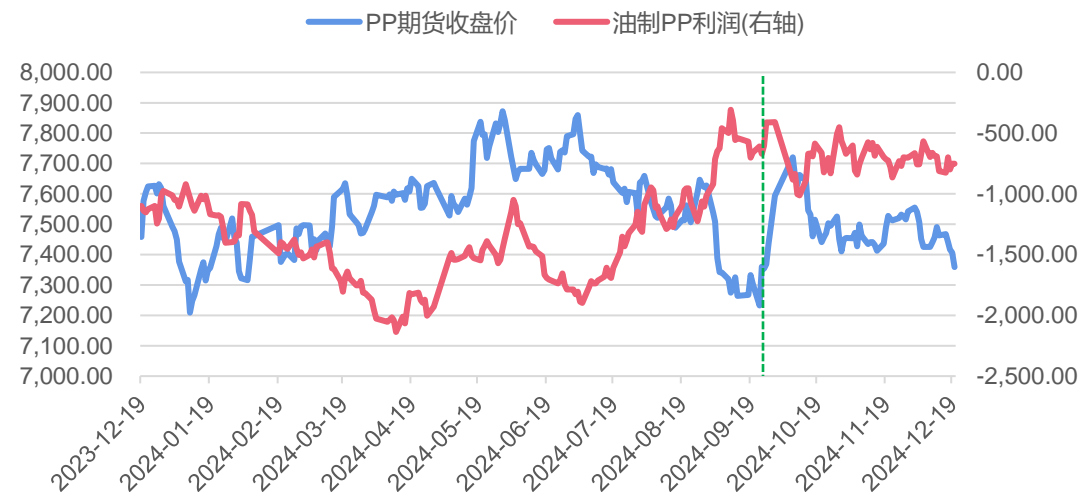
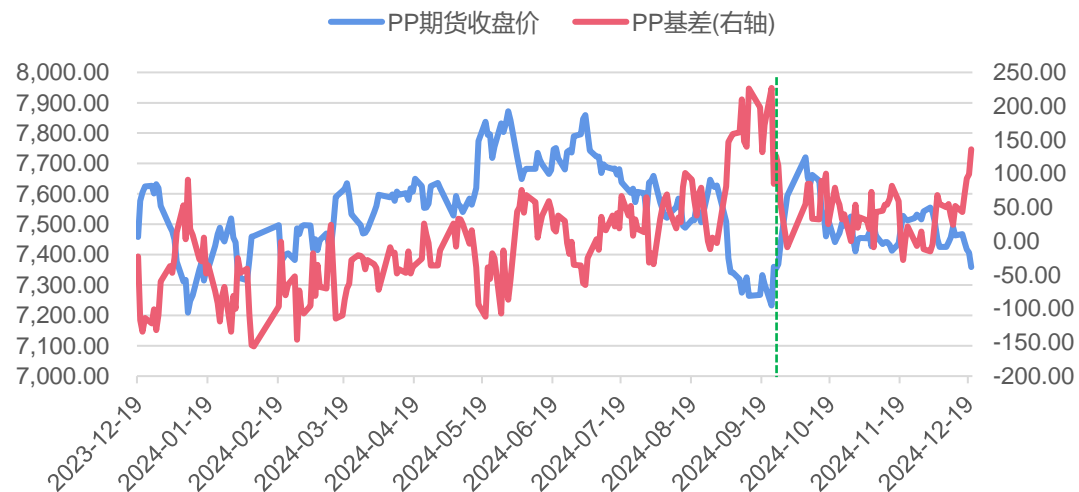
数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

一、聚烯烃盘面运行逻辑回顾

(二) PP由于自身需求受宏观影响较大，阶段性会交易需求端预期逻辑



目录

聚烯烃盘面运行逻辑回顾

二

成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

估值端塑料、丙烯估值偏高

二、成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

(一) 原油明年平衡表累库，长线偏一致性看空，但4月前矛盾不大，即使走弱也是偏震荡抵抗式下跌

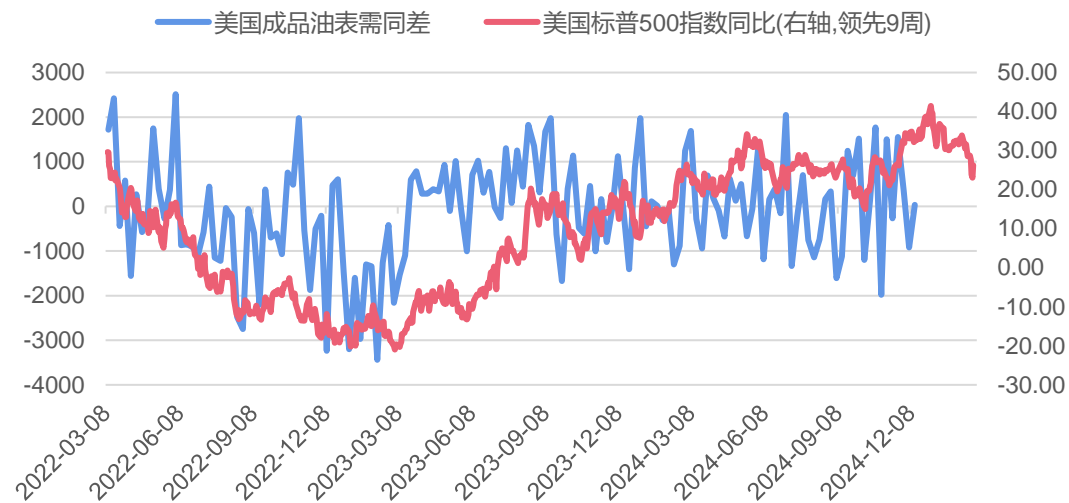


二、成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

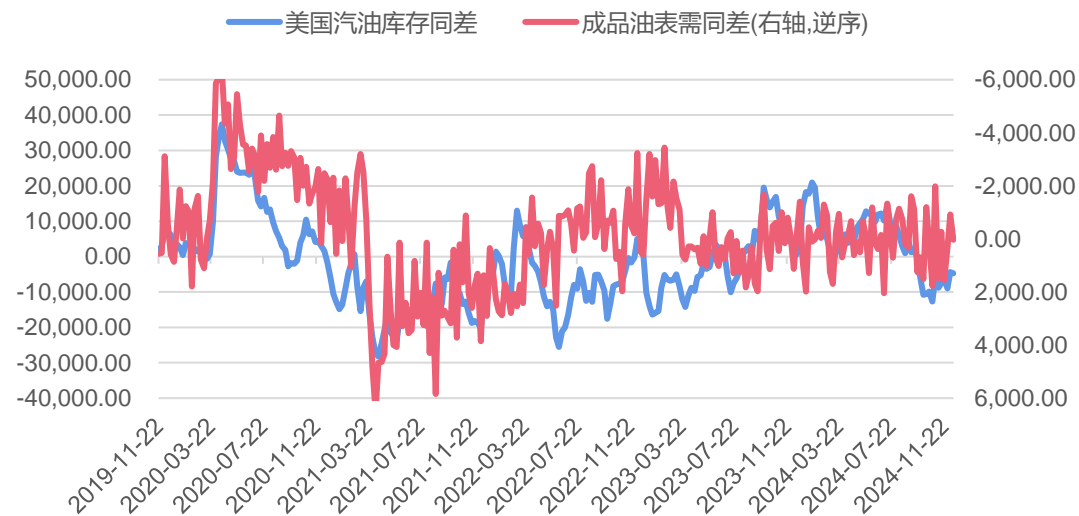
(二) 4月前OPEC+尚未退出额外自愿减产，供应扰动有限，油价可能更多跟随需求端成品油裂解变动



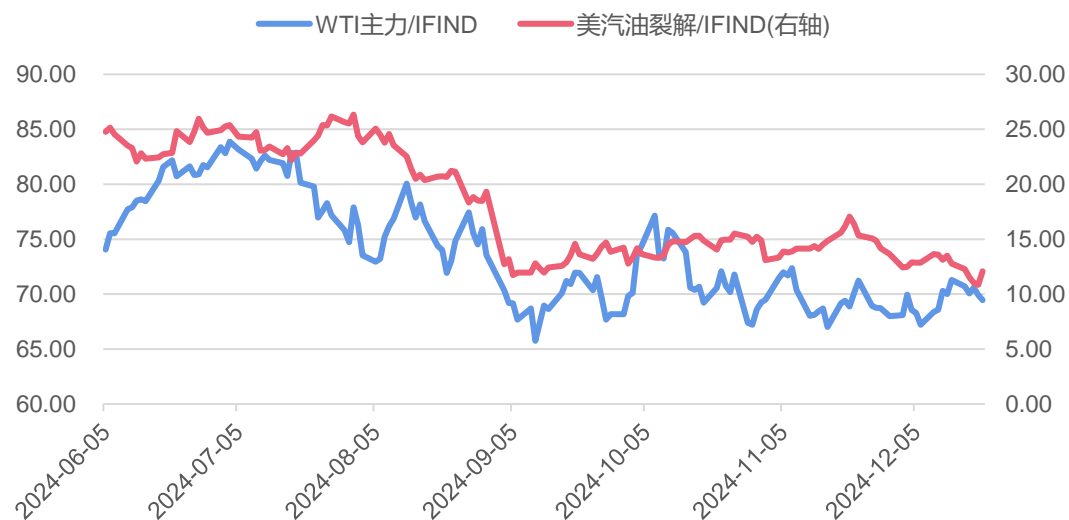
国海良时期货
GUOHAI LIANGSHI FUTURES



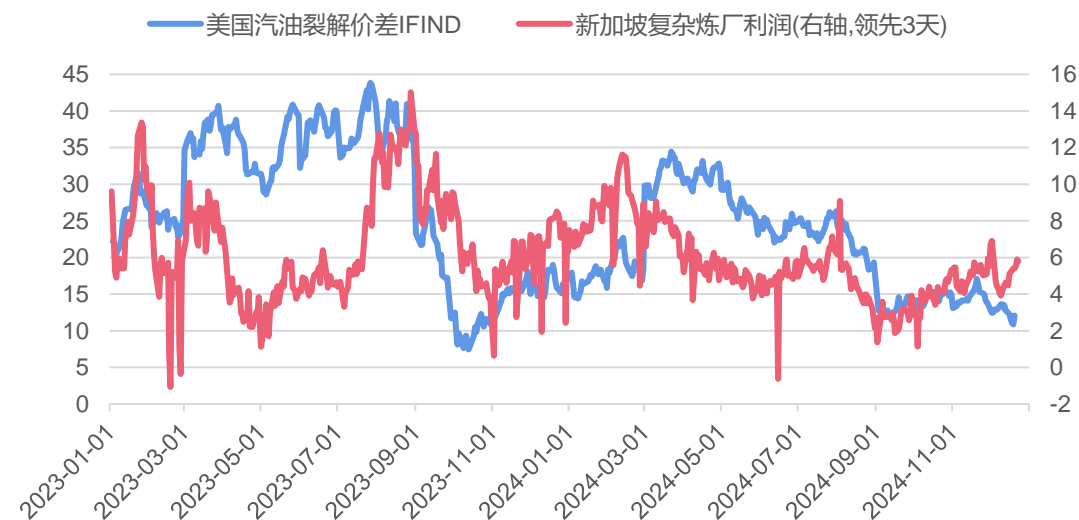
数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

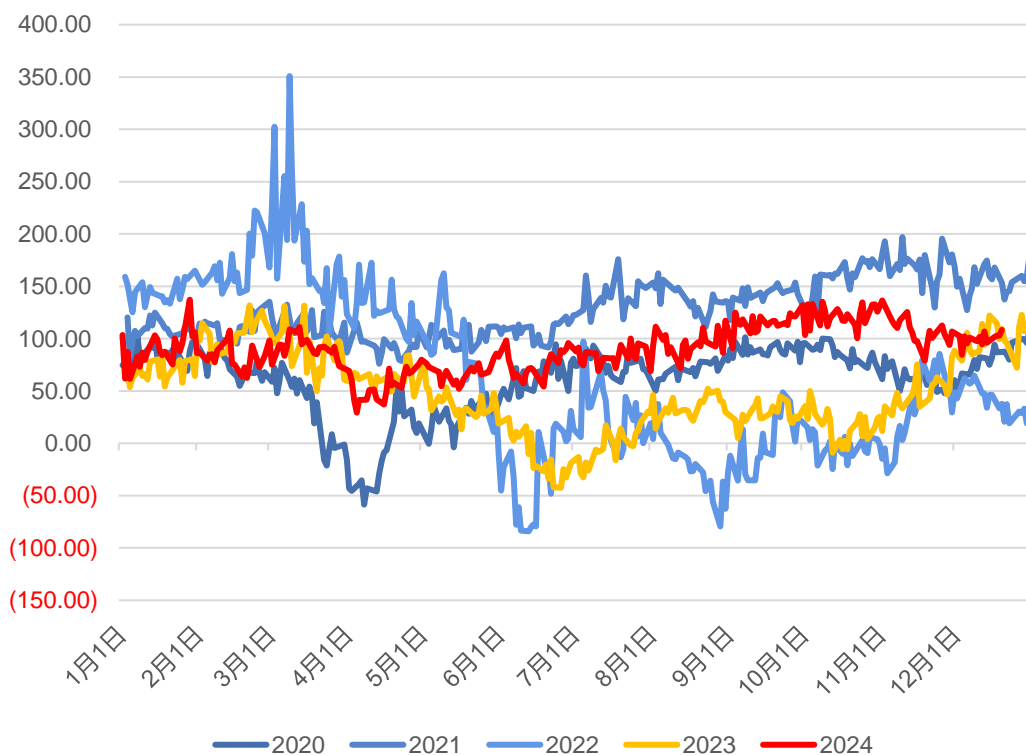


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

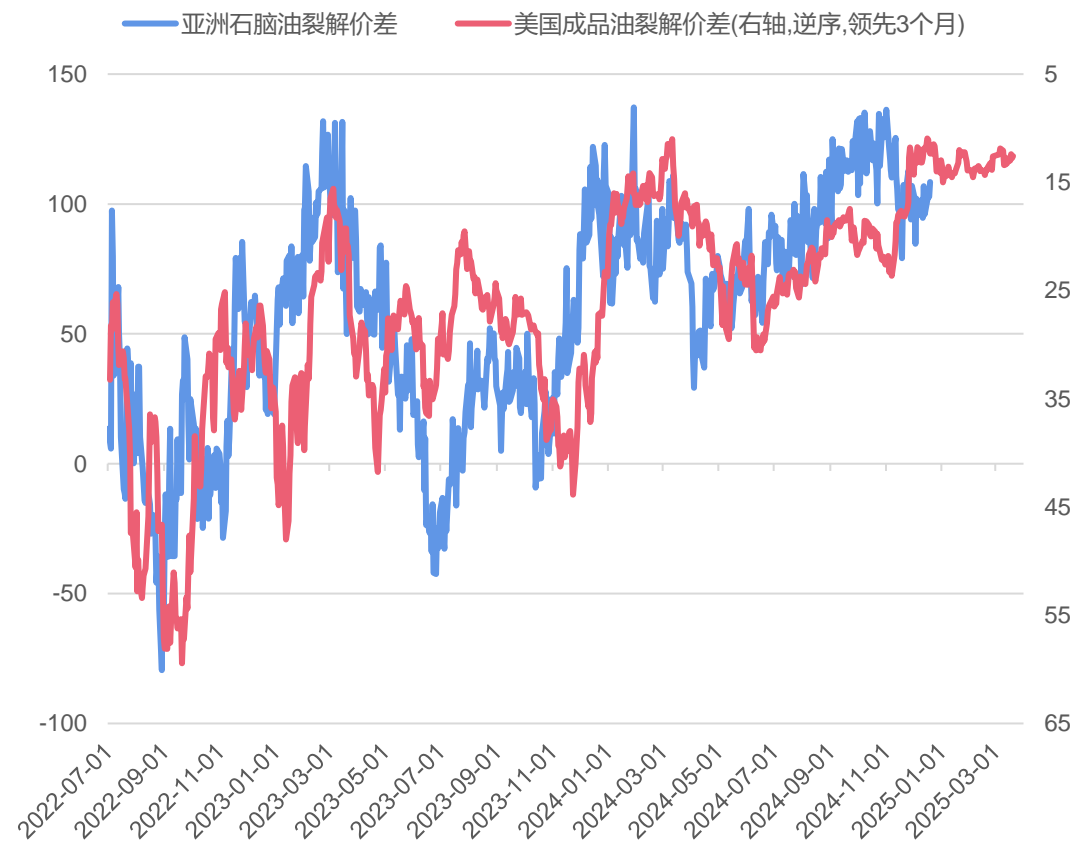
二、成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

(三) 石脑油承接了原油波动向化工传导的作用，作为炼厂副产品，其裂解走势一定程度取决于成品油

亚洲石脑油裂解价差



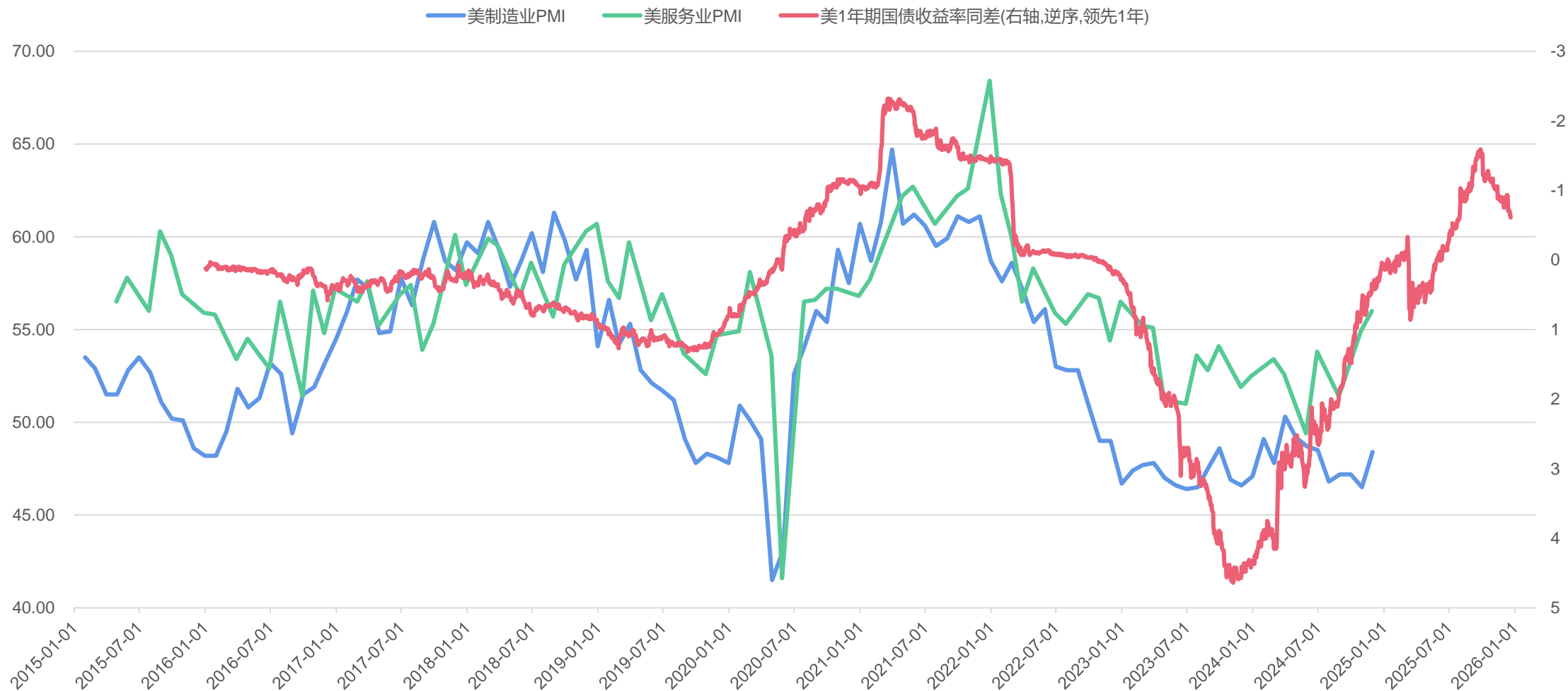
数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

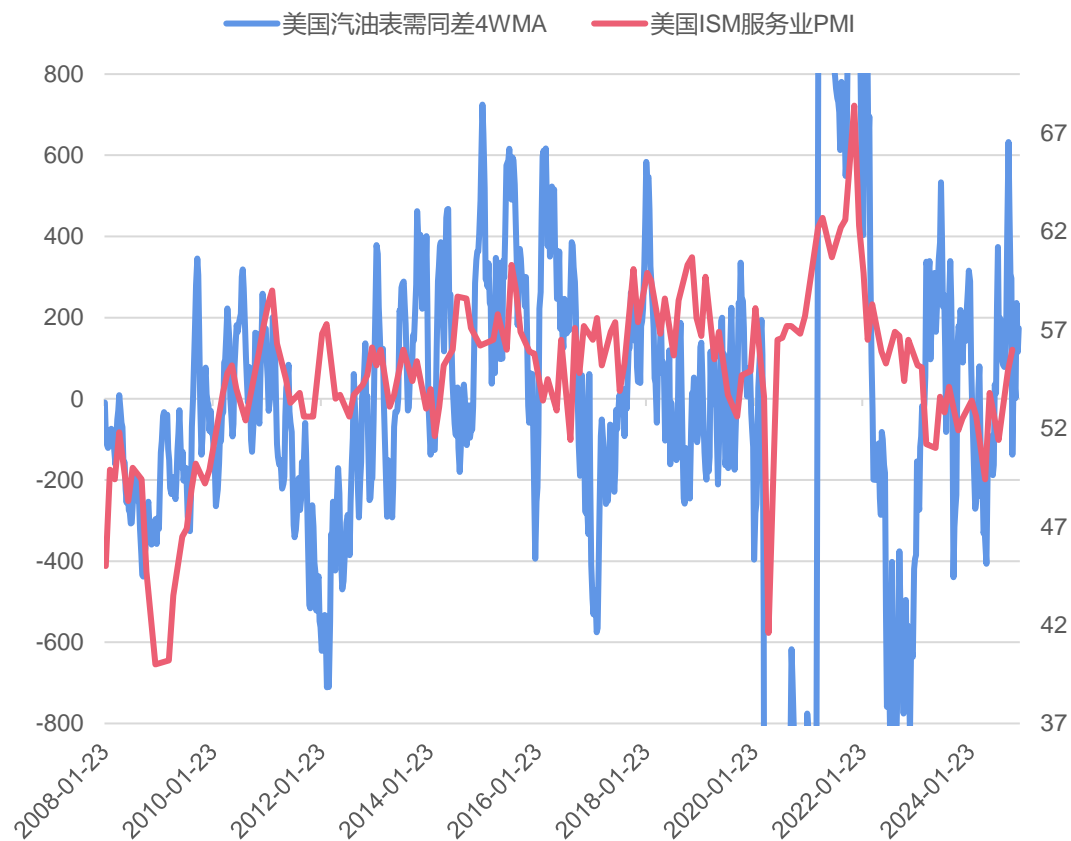
二、成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

(四) 成品油需求端，美国仍处于降息周期，利率的下行对于制造业与服务业仍将产生滞后利好

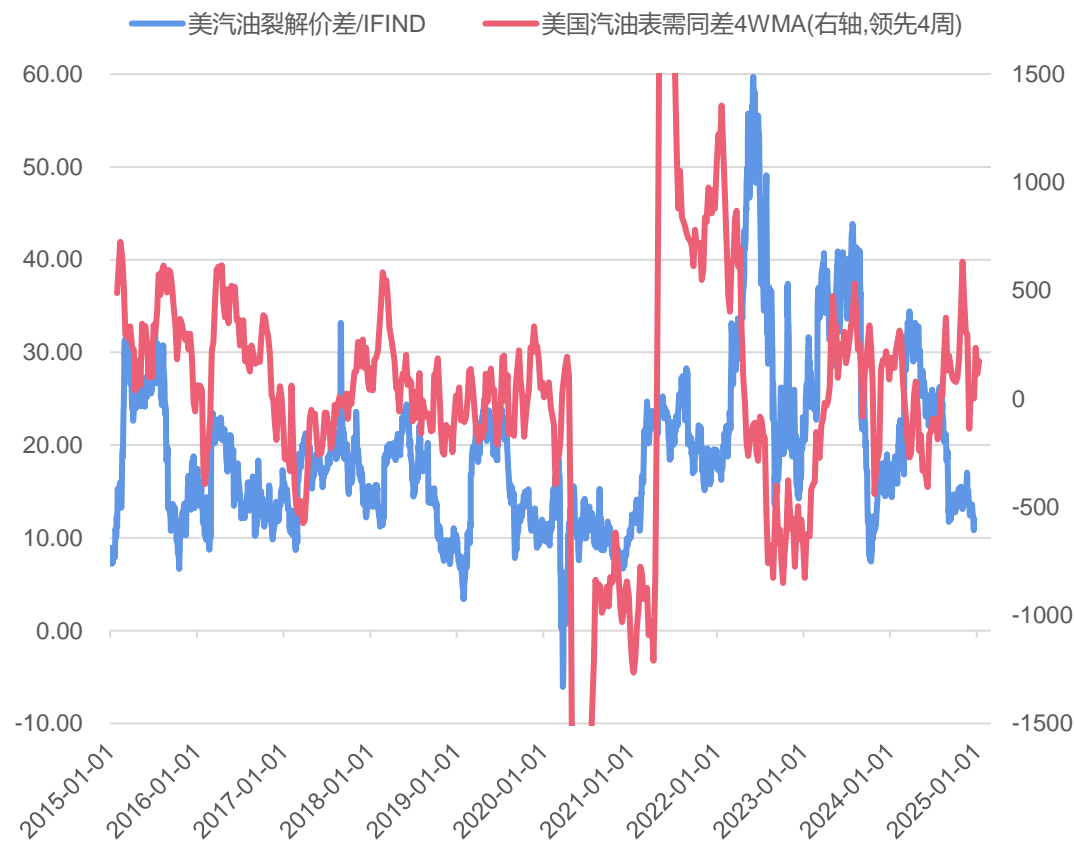


二、成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

(五) 降息周期内对成品油裂解价差有托底作用，只是考虑到美国炼能过剩，炼能淘汰周期内成品油裂解价差也没有大的修复动能，相应的2025年亚洲石脑油裂解价差可能从持续走强转为偏震荡承压



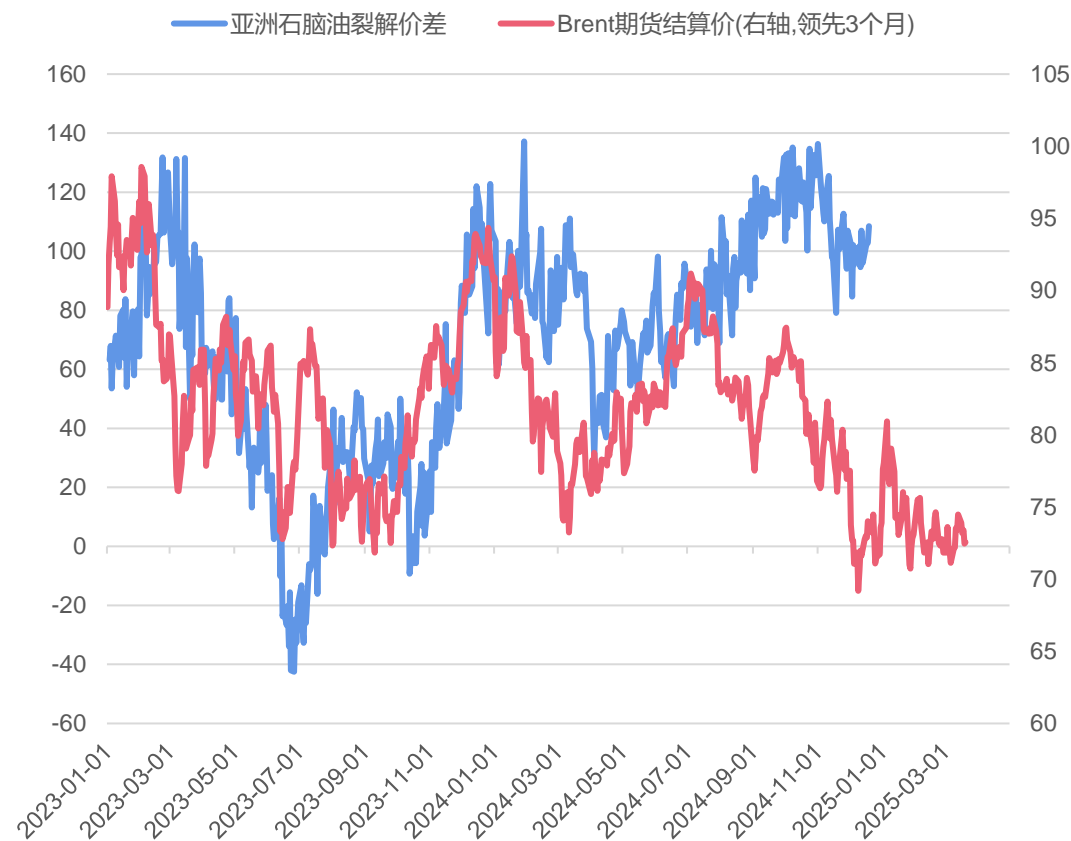
数据来源：国海良时期货研究所、ifind



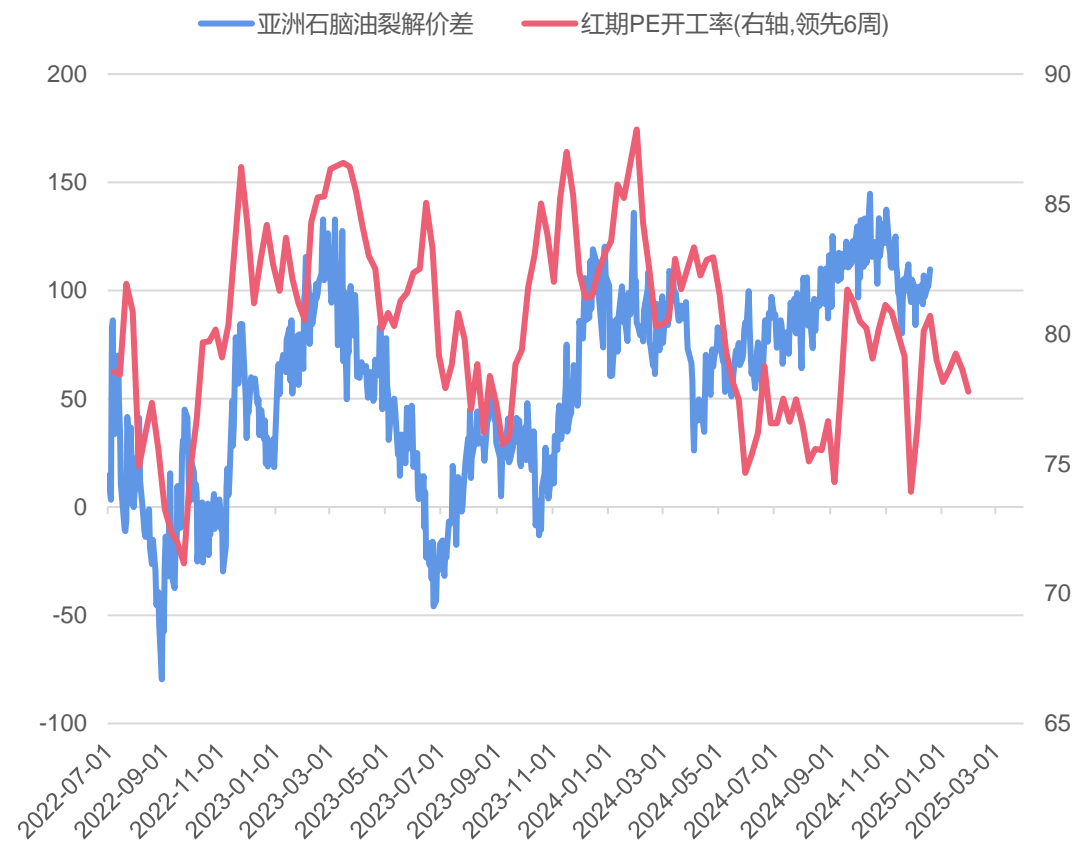
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

二、成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

(六) 2025年石脑油成本端与需求端对石脑油裂解价差的指引可能与供应端形成共振



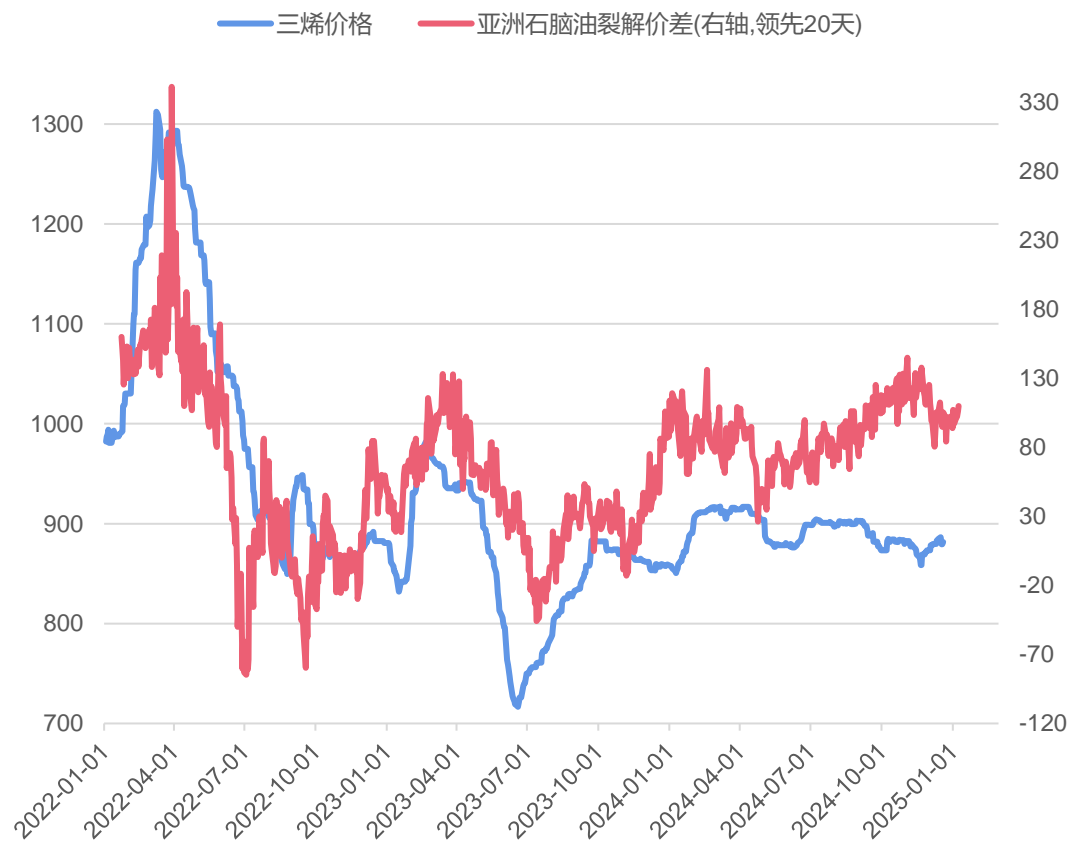
数据来源：国海良时期货研究所、ifind



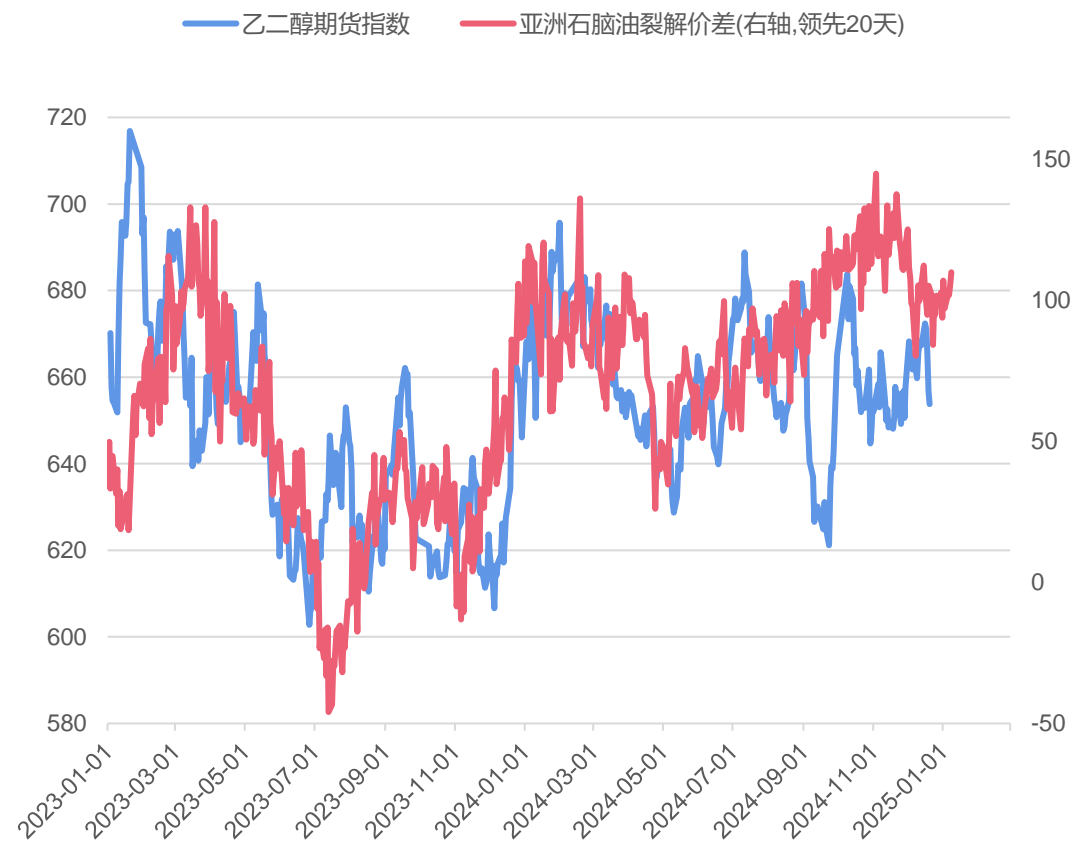
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

二、成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

(七) 随着石脑油裂解的震荡承压，将从直接成本端拖累下游三烯价格，即使明年供需相对更好的乙二醇也要规避在石脑油弱势阶段去做多



数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

目录

聚烯烃盘面运行逻辑回顾

成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

三

供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

估值端塑料、丙烯估值偏高

三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

(一) PP仍处产能投放周期 PE迎来产能投放大年



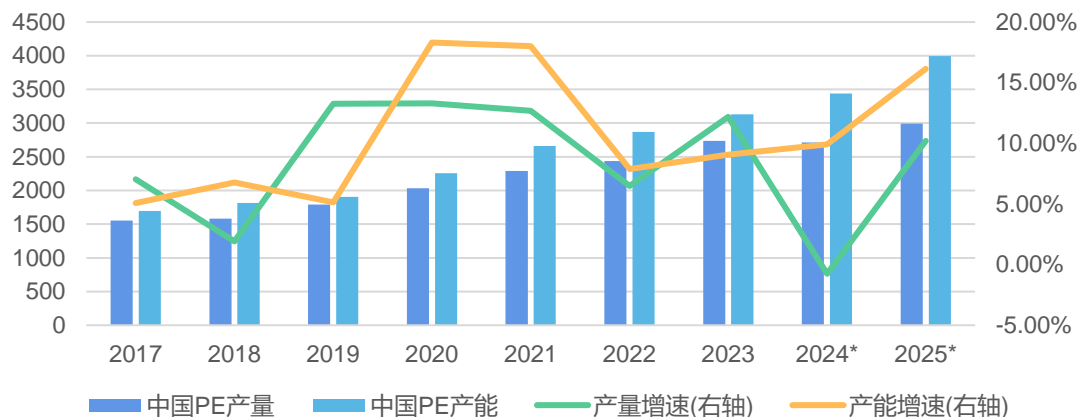
PP2024年新增产能					
石化名称	地点	产能	投产时间	工艺	装置动态
广东石化一期二线	广东揭阳	20	2024年1月	油制	12.30日产出合格品
惠州立拓新材料	广东惠州	30	2024年3月	外采丙烯	特种聚丙烯15+15
国乔石化	福建泉州	45	2024年4月	PDH	4月低负荷生产副牌，5月正式产拉丝后停车
安徽天大	安徽滁州	15	2024年5月	外采丙烯	15粉+15粒，5月13日产粒料拉丝，7月停车
山东金能二期1线	山东青岛	45	2024年5月	PDH	
山东金能二期2线	山东青岛	45	2024年5月	PDH	
中景福建二期2线	福建福清	60	2024年6月	PDH	PDH装置24年3月开车;PP6月
天津南港	天津	35	2024年11月	油制	
内蒙宝丰	内蒙	50	2024年11月	CTO	
金诚石化	山东	30	2024年12月	油制	11月底开15万
山东裕龙	山东	100	2024年12月	油制	预计12月
合计		475			
PP2025年新增产能					
利华益维远	山东	20	2025年3月	PDH	20粒+20粉
内蒙宝丰2线	内蒙	50	2025年4月	CTO	
镇海炼化2期2线	浙江	50	2025年4月	油制	
2505合约		120			
内蒙宝丰3线	内蒙	50	2025年6月	CTO	
埃克森惠州1线	广东	47	2025年6月	油制	
埃克森惠州2线	广东	48	2025年6月	油制	
中海油大树2线	浙江	45	2025年8月	油制	
中海油大树3线	浙江	45	2025年8月	油制	
2509合约		235			
山东裕龙	山东	80	2025年10月	油制	
浙江圆锦	浙江	60	2025年12月	PDH	
广西石化	广西	40	2025年12月	油制	
2601合约		180			
合计		535			

PE2024年新增产能										
石化名称	类型	全密度	LLDPE	HDPE	LDPE	EVA	总产能	投产时间	工艺	装置动态
宝丰三期二线	EVA					25	25	2024年3月	CTO	
江苏虹景1	EVA/LD				20		20	2024年10月	CTO	10月底开车后转产LD
天津南港	LL/HD		30	50			80	2024年11月	油制	双11出料
宝丰内蒙1线	全密度	55					55	2024年11月	CTO	已出单体,11月底开车
山东裕龙一期	全密度/HD	100		30			130	2024年12月	油制	12月先开全密度
万华二期	LD				25		25	2024年12月	轻烃	12月开车
合计		155	30	80	25	25	335			
剔除EVA总产能							310			
PE2025年新增产能										
金诚石化	LL/HD		25	45			70	2025年1月	油制	元旦后
江苏虹景2	EVA					20	20	2025年3月	CTO	
宝丰内蒙2线	全密度	55					55	2025年4月	CTO	
2505合约		55	25	45	0	20	145			
宝丰内蒙3线	全密度	55					55	2025年6月	CTO	
埃克森美孚惠州一期	LL		120				120	2025年6月	油制	裂解开车推迟至2季度
江苏虹景3	EVA					20	20	2025年6月	CTO	
吉林石化	HD/EVA			40			40	2025年6月	油制	
埃克森美孚惠州一期	LD				50		50	2025年7月	油制	
2509合约		55	120	40	50	20	285			
山东裕龙二期	HD			45			45	2025年10月		
浙石化2#	LD				40		40	2025年12月		
广西石化	全密度/HD	40		30			70	2025年12月		
2601合约		40	0	75	40	0	155			
合计		150	145	160	90	40	585			
剔除EVA总产能							545			

三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

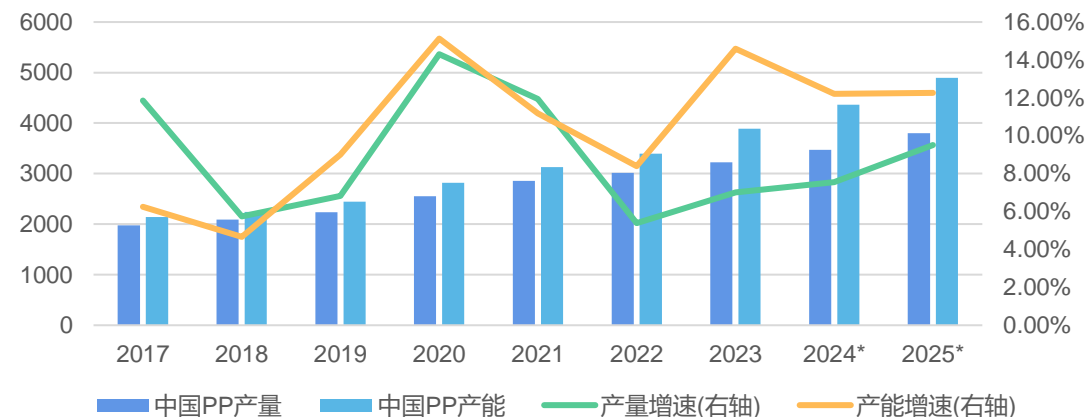
(二) 长周期上PE与PP供应差无趋势机会，且L05贴水较多，所以下调05合约上多PP空L策略推荐评级

中国PE年度产能产量



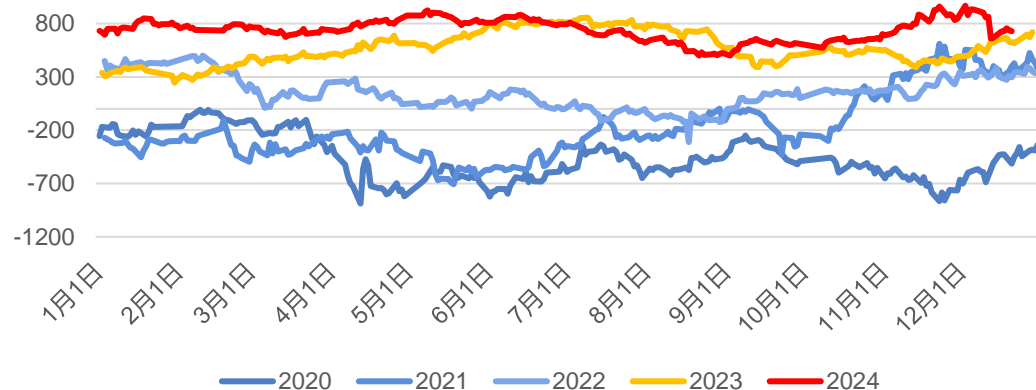
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

中国PP年度产能产量



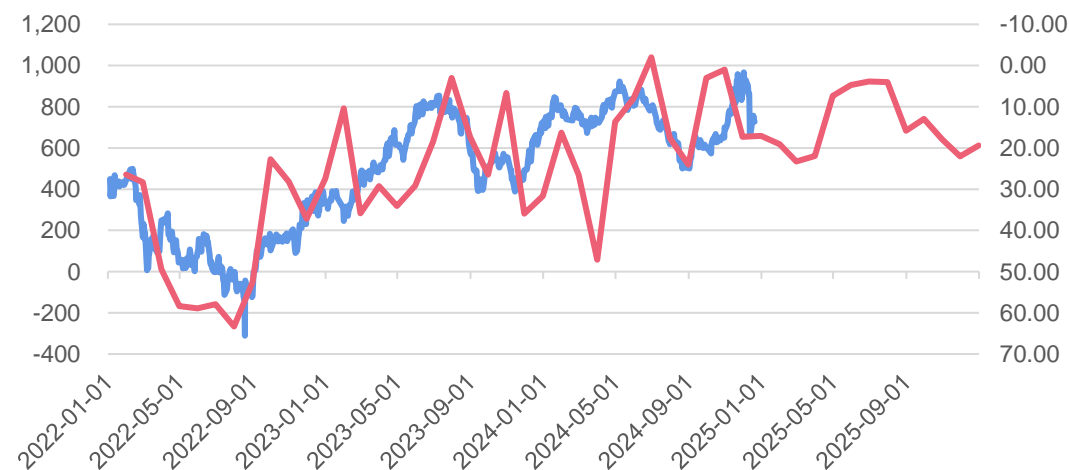
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

L-PP价差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

L-PP价差 PE-PP月度供应差(右轴,逆序)

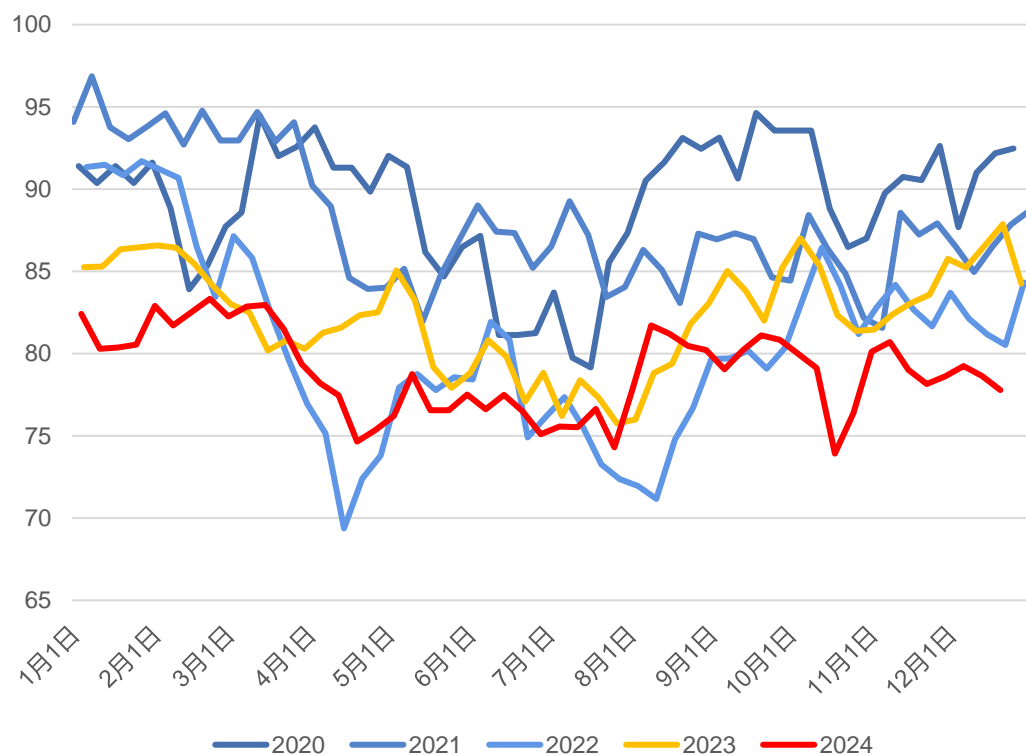


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

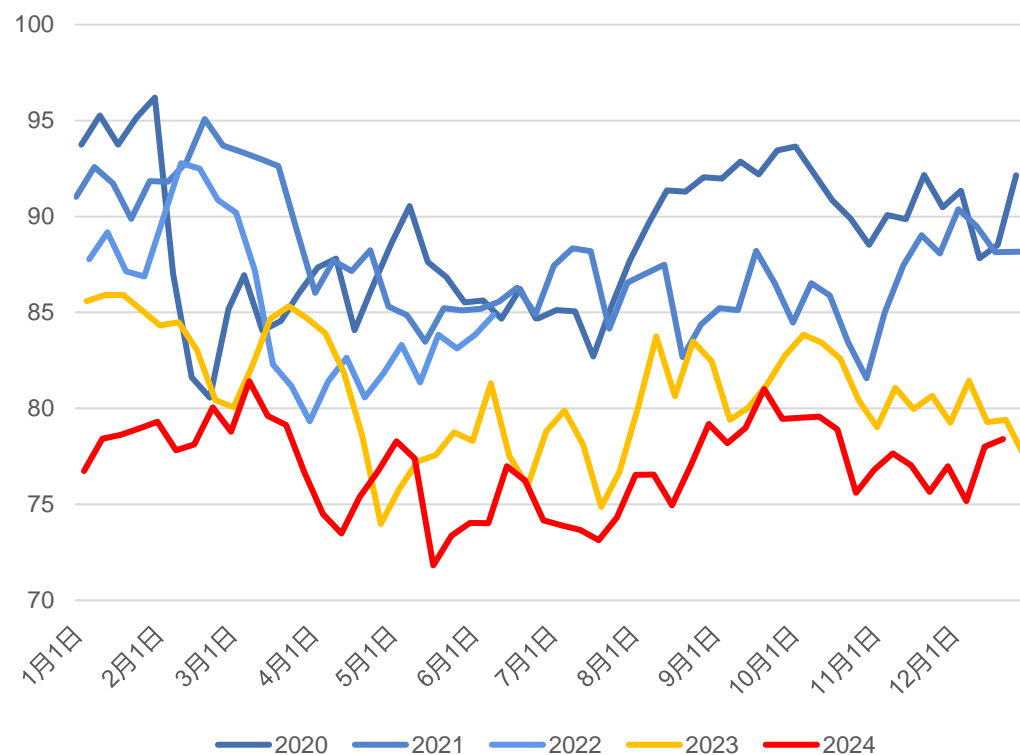
(三) 产能扩张格局下，需要通过挤压利润来让存量装置维持低开工完成行业优化

PE周度开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

PP周度开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

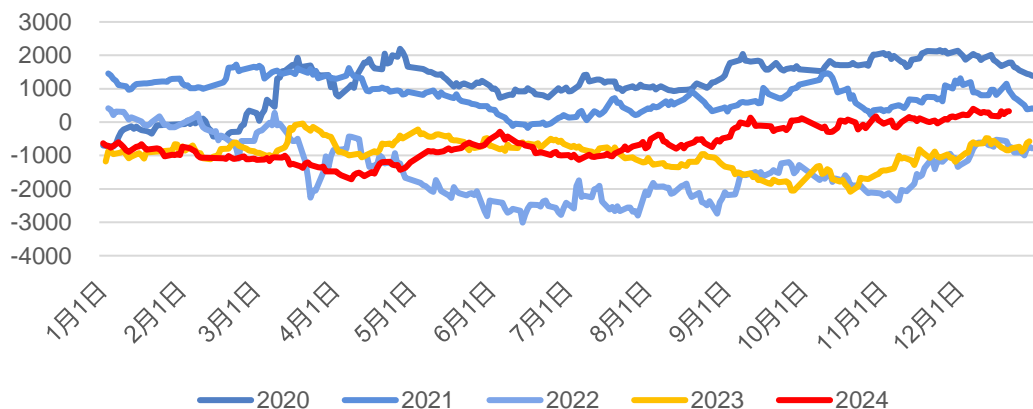
三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

(四) 24年年中开始油头利润迎来持续修复，在其领先指引下25年偏油头的存量装置开工可能迎来抬升



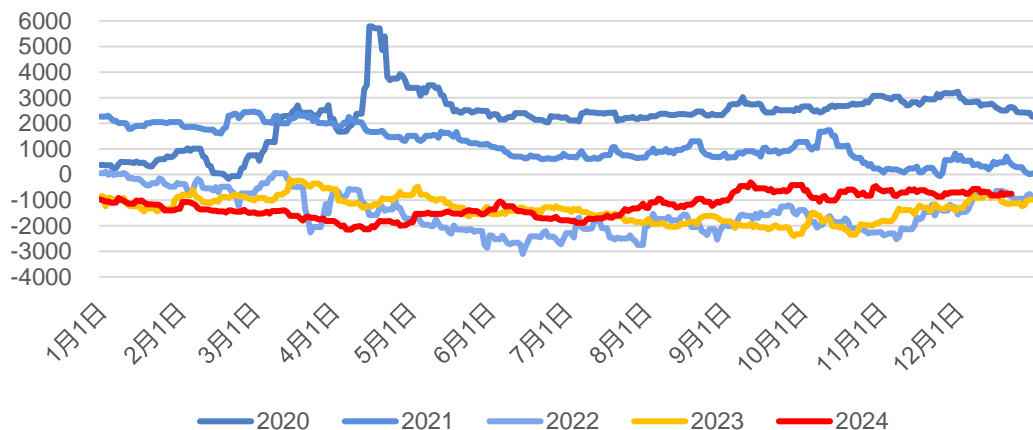
国海良时期货
GUOHAI LIANGSHI FUTURES

油制PE利润（华东）



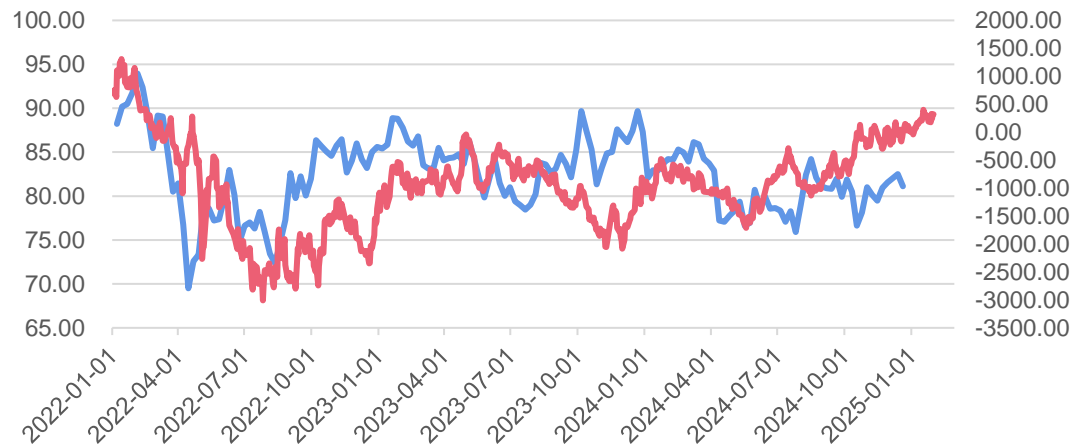
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

油制PP利润（华东）



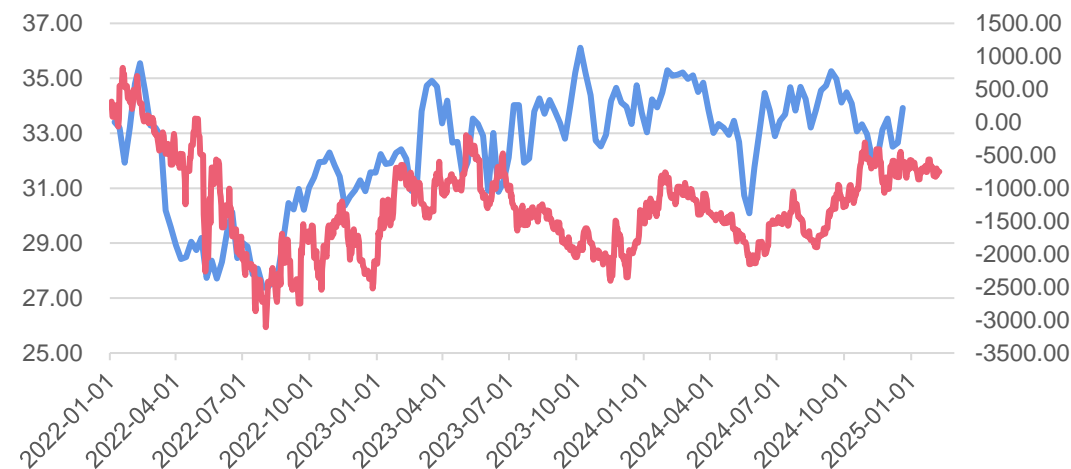
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

PE开工率 油制PE利润(右轴,领先6周)



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

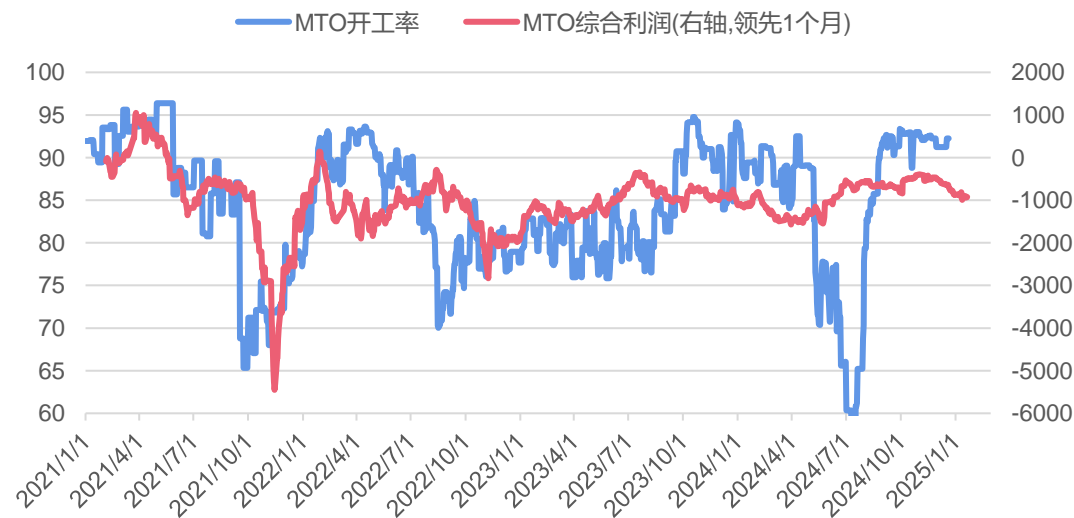
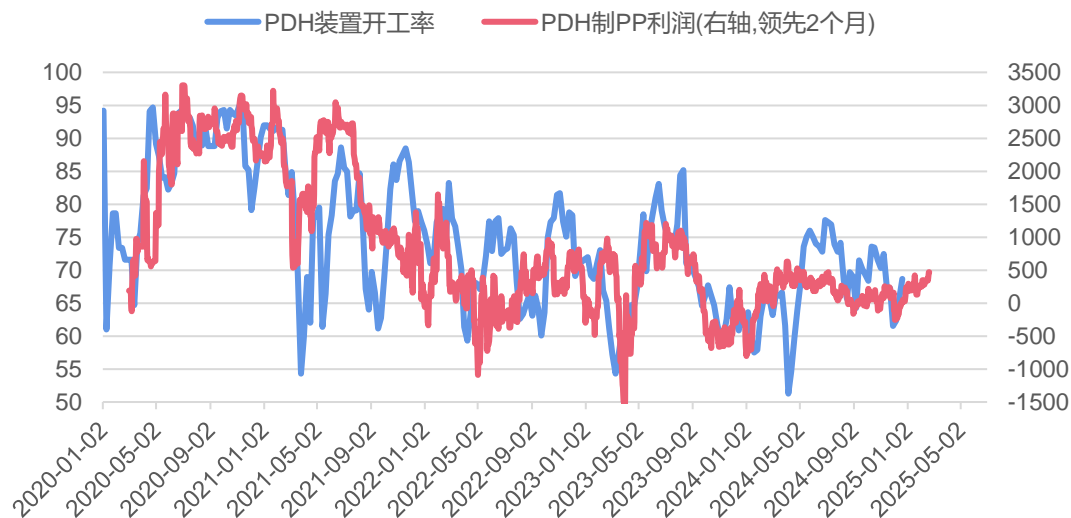
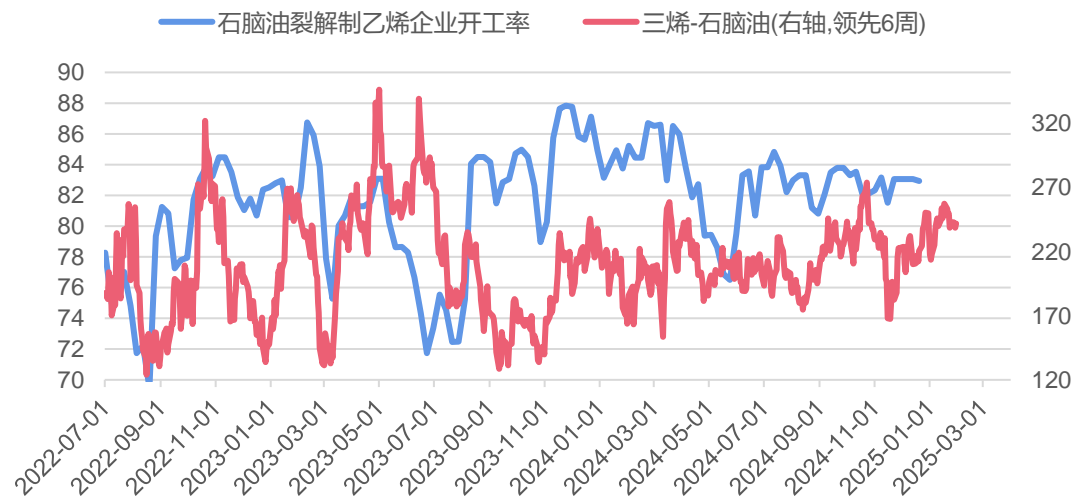
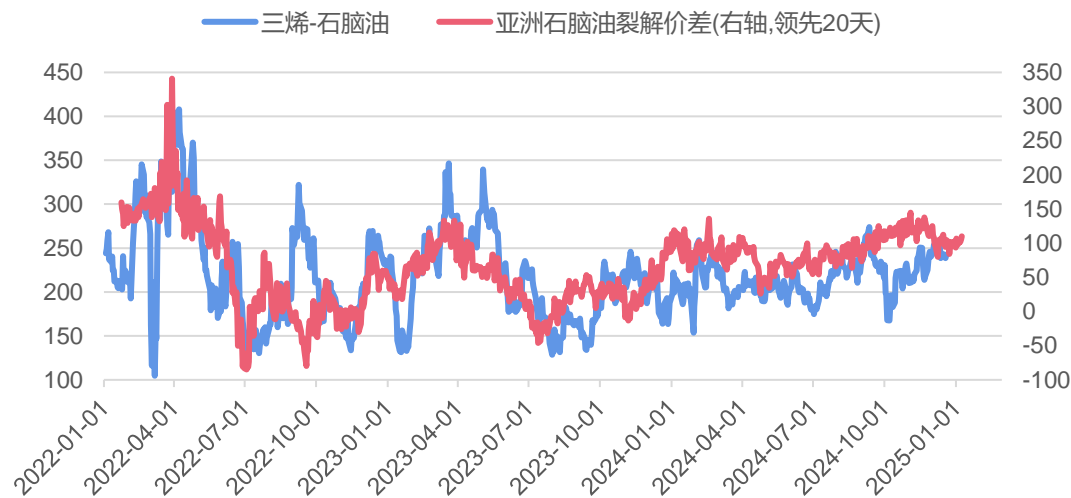
油制PP产量 油制PP利润(右轴,领先7周)



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

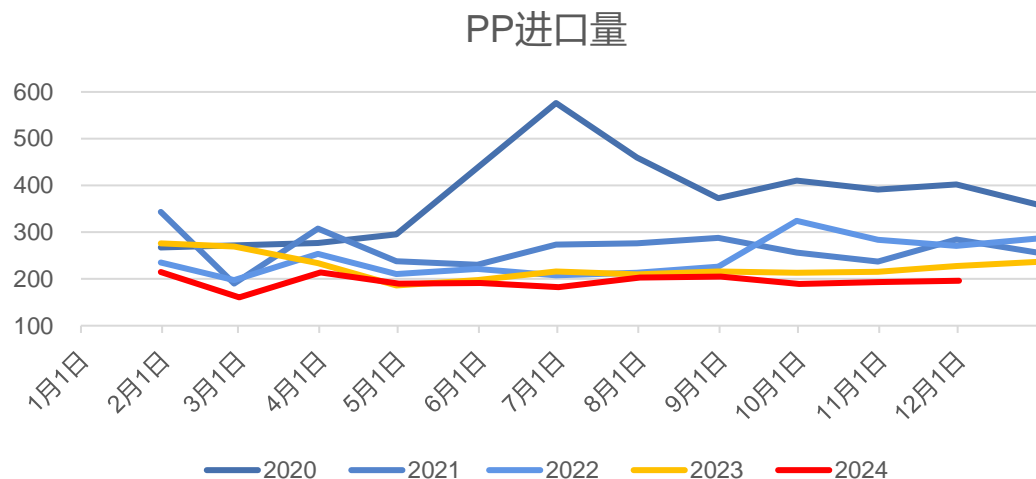
三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

(五) 过剩产能优化大概率需要外采石脑油装置以及成本利润端的边际调节装置PDH、MTO来承担

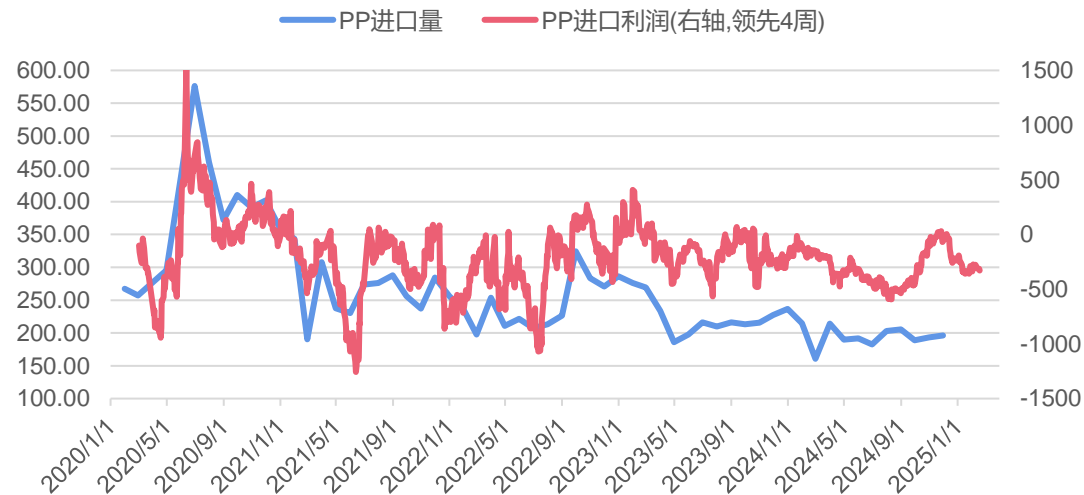


三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

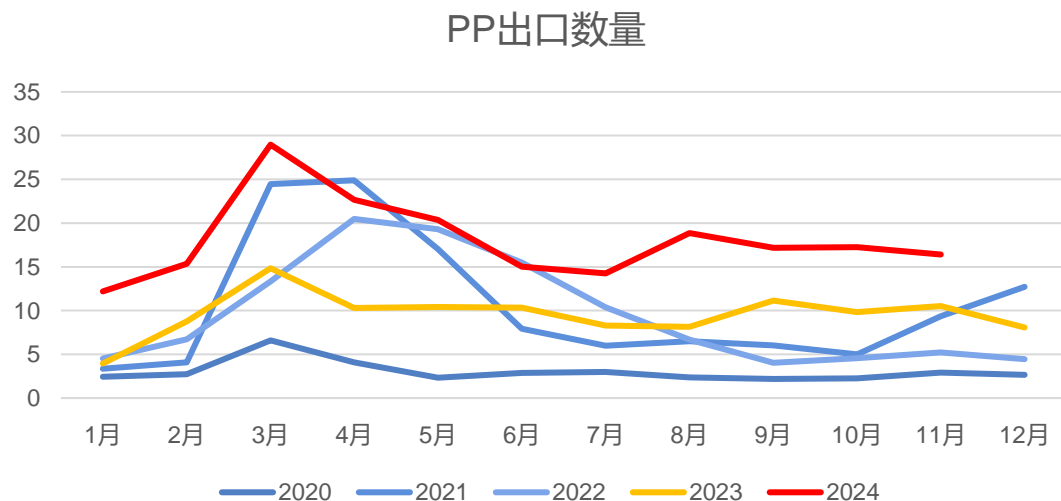
(六) 国内产能投放格局下，需要减少进口增加出口平衡，进口成本作为估值上边际效果较好



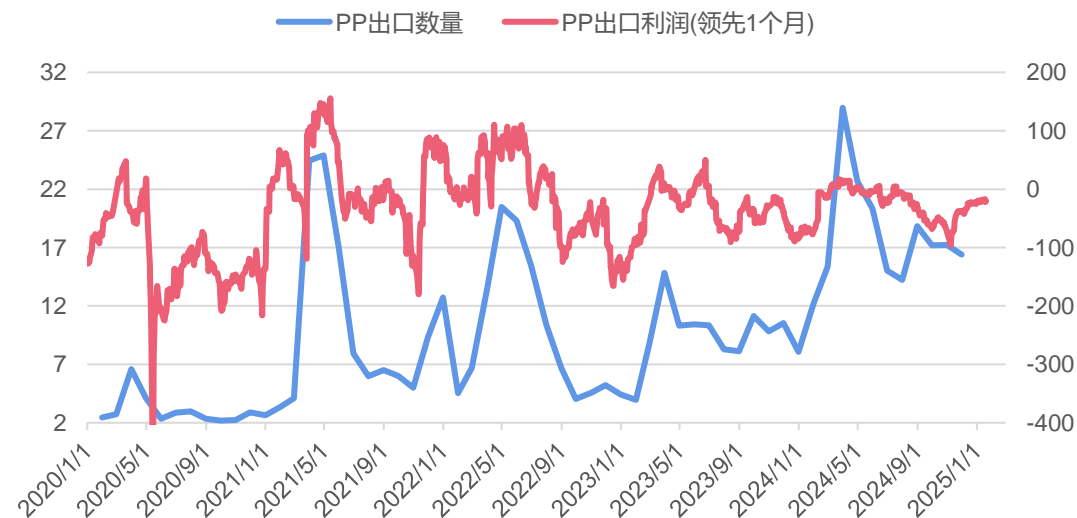
数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind



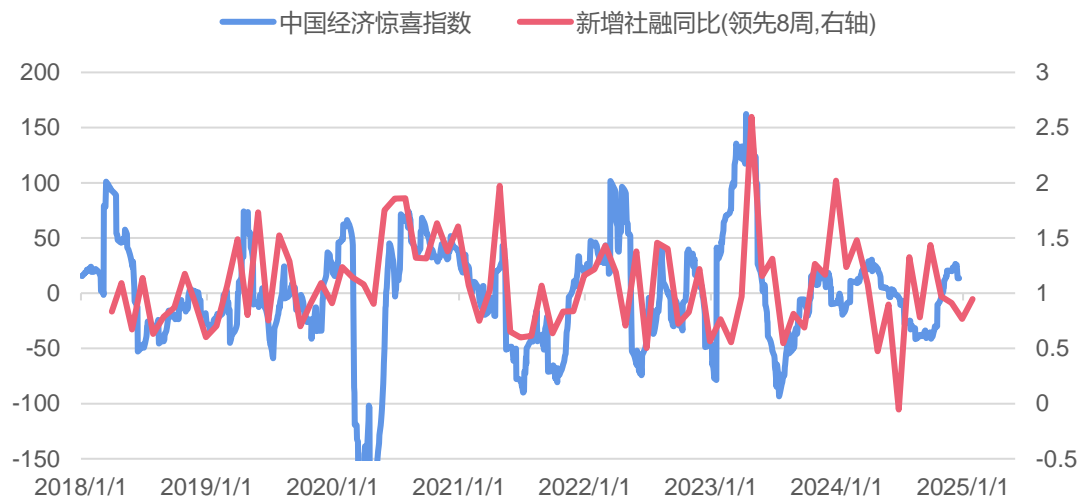
数据来源：国海良时期货研究所、ifind



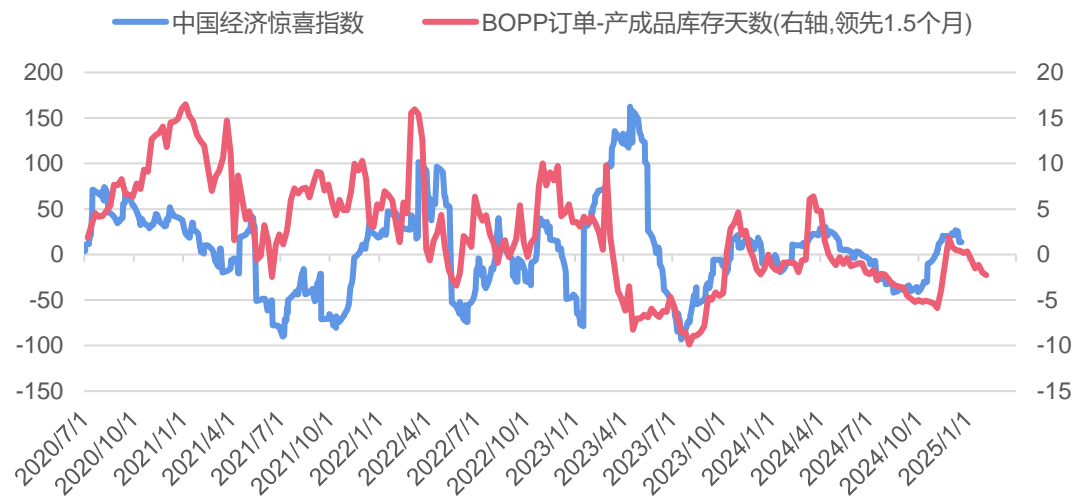
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

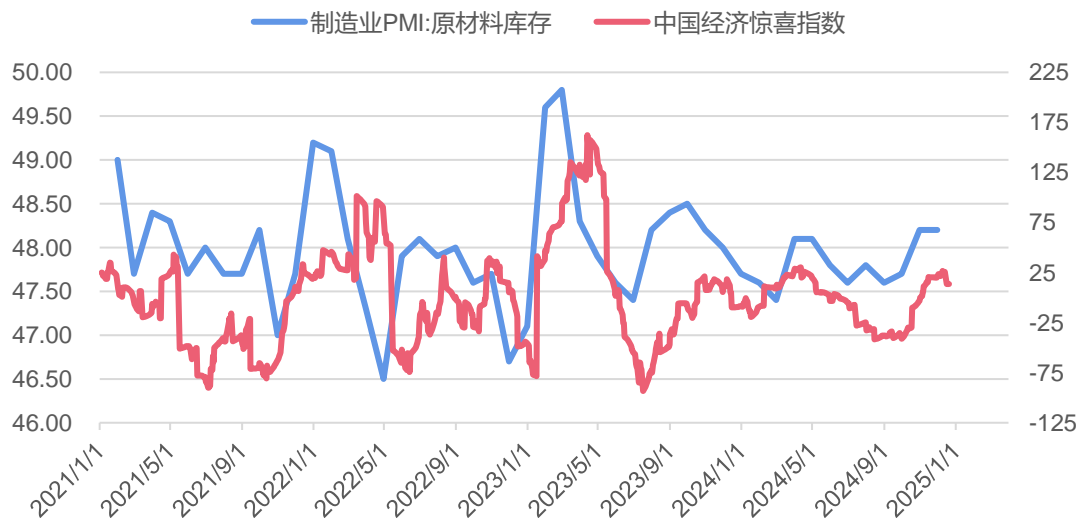
(七) 中国经济惊喜指数反应中国经济状况、产业补库节奏、下游终端盈利能力，存政策发力改善预期



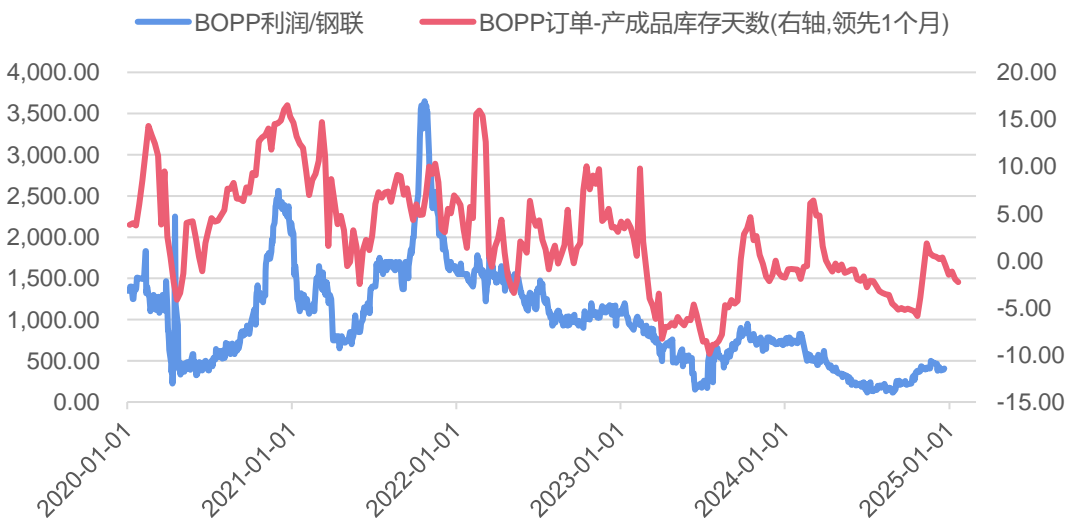
数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

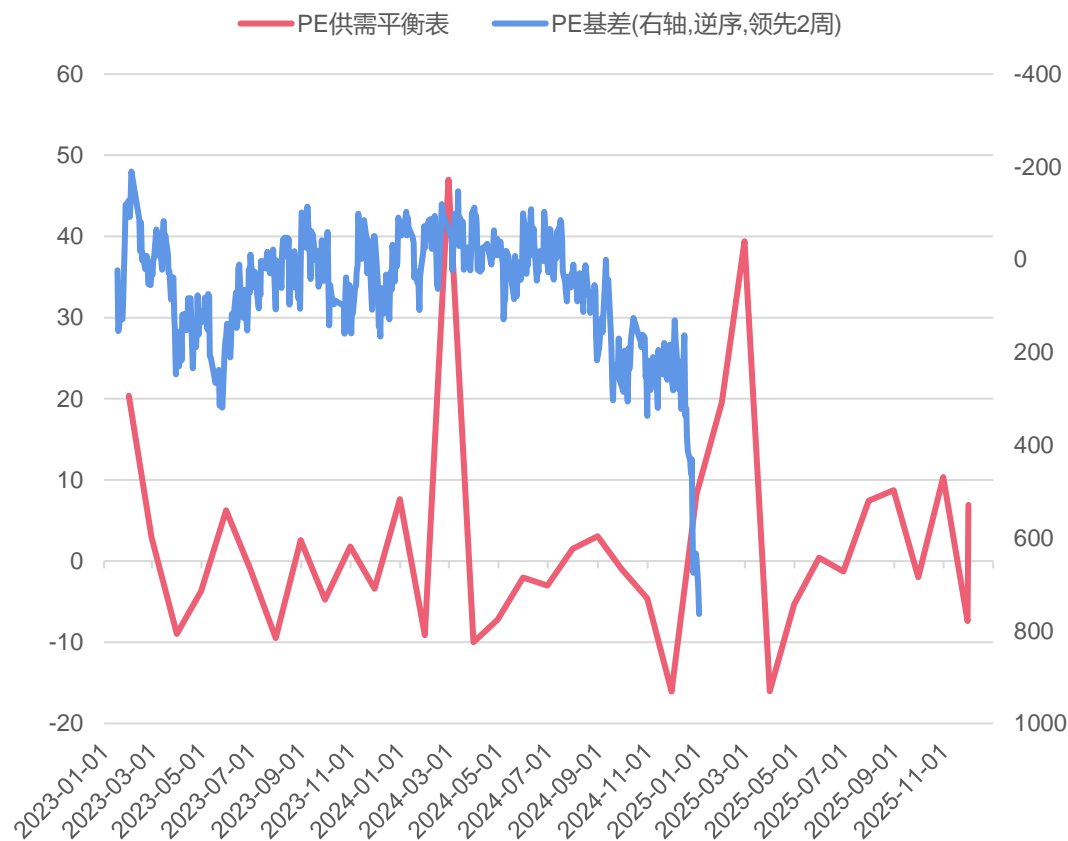
三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

(八) 信贷脉冲增速对PP期货价格的大方向指引

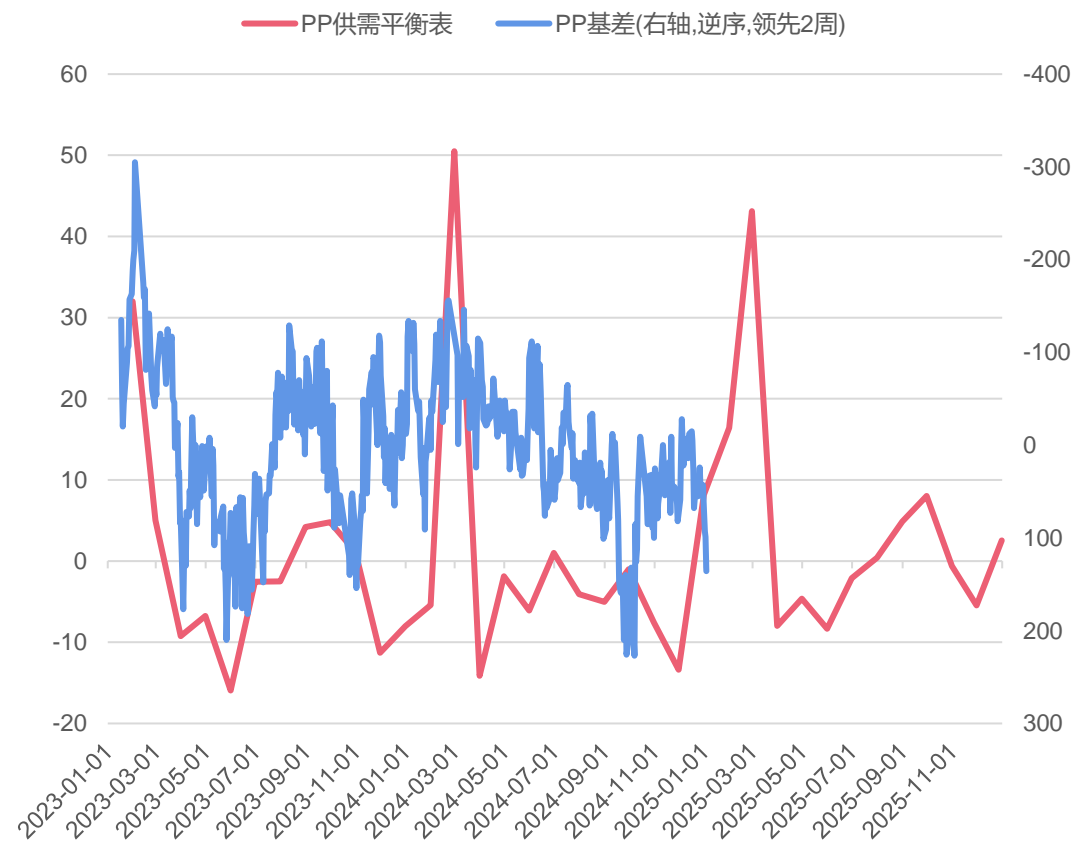


三、供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

(九) 综合看25年PE与PP供应端均进入产能扩张周期，需求端尚未确认趋势转好，全年平衡表大概率偏累库。细分合约上，05合约期内新增产能供给压力较大，近端需求改善力度有限，叠加季节性累库背景，供需驱动层面05合约偏空配。



数据来源：国海良时期货研究所、ifind



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

目录

聚烯烃盘面运行逻辑回顾

成本驱动端原油平衡表累库 石脑油裂解价差震荡承压

供需驱动端产能扩张背景下平衡表偏累库

四

估值端塑料、丙烯估值偏高

四、估值端塑料、丙烯估值偏高

(一) 强现实下现货价格估值水平处于高位合理，一旦现实转弱将会迎来修复，也是市场空头动能之一



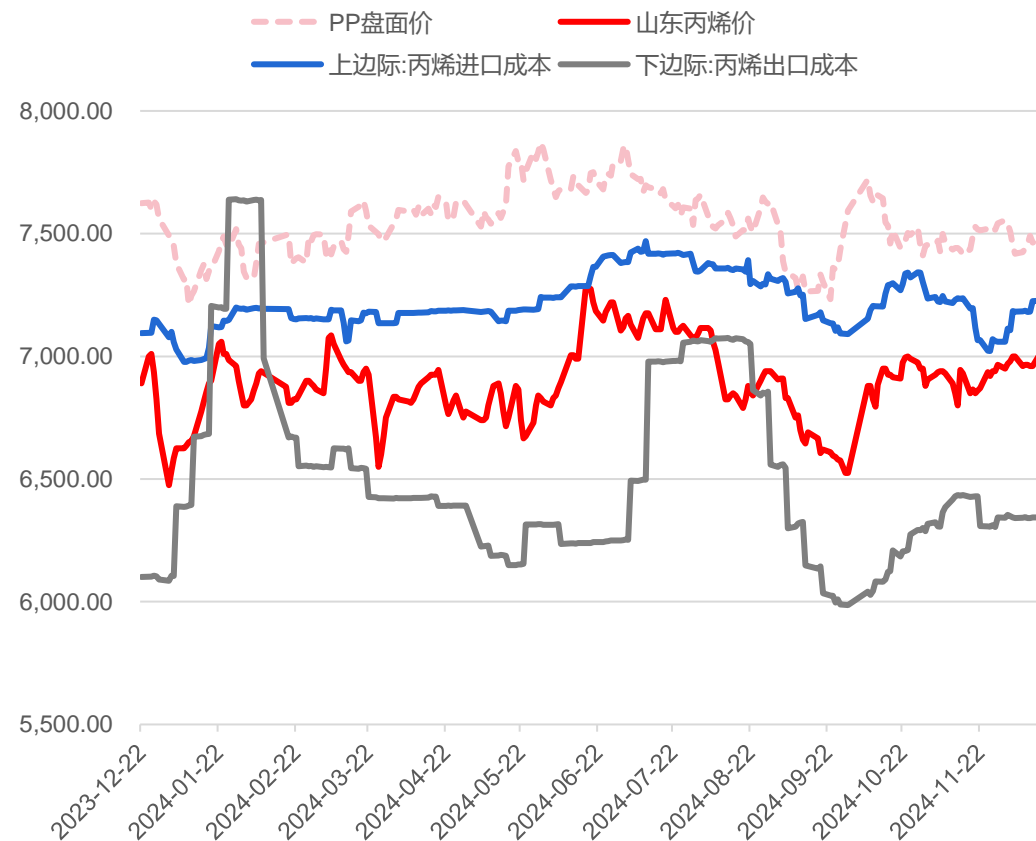
四、估值端塑料、丙烯估值偏高

(二) PP估值偏中性，但从PP的直接上游丙烯来看，丙烯估值中性偏高

PP估值1:粉料与再生料



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

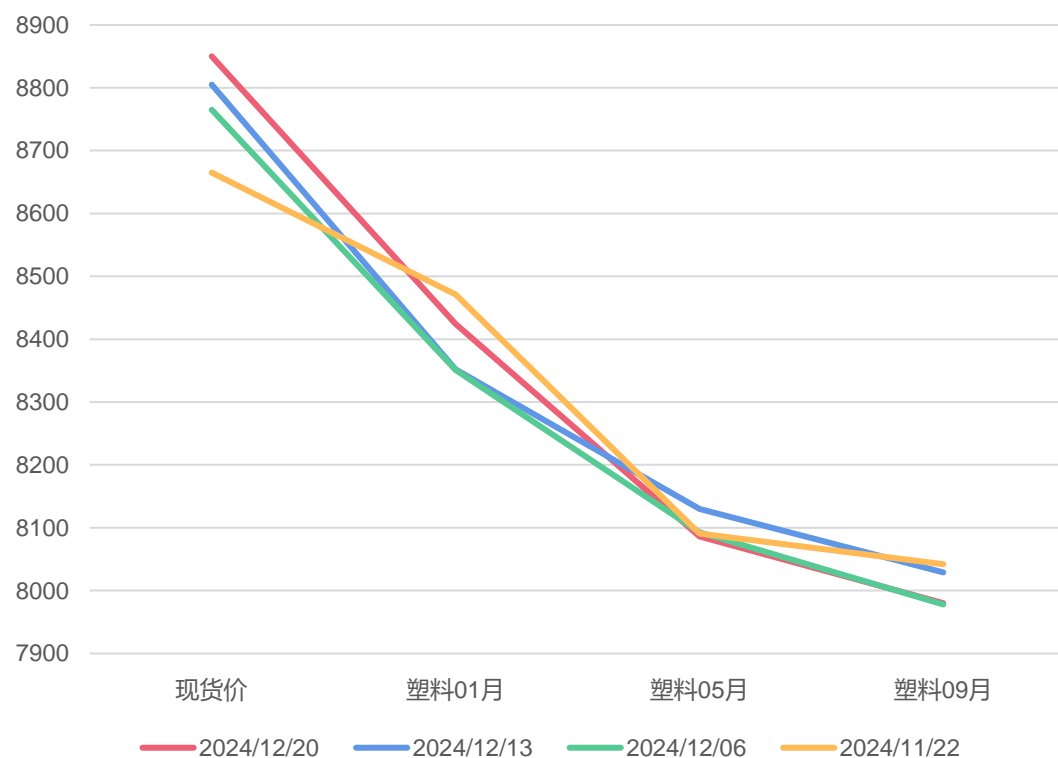


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

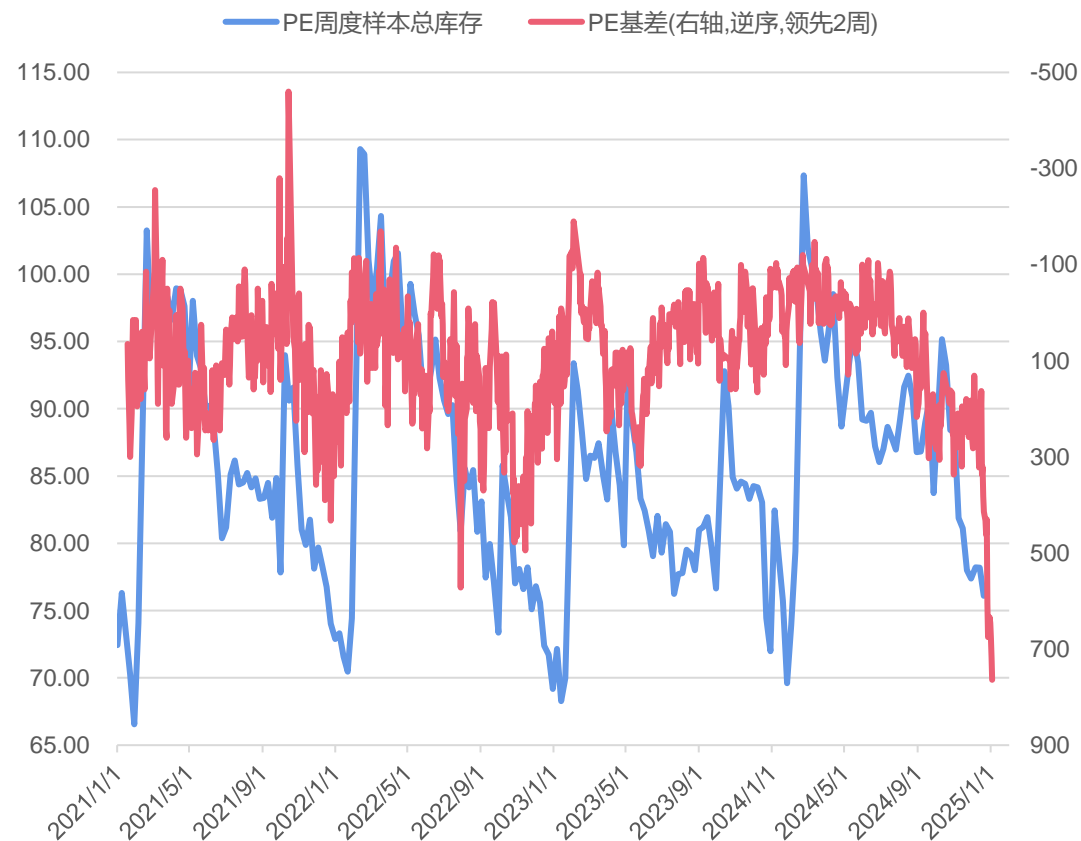
四、估值端塑料、丙烯估值偏高

(三) back陡峭结构下空单左侧单边拐点进场条件：back主要通过远端合约不跟涨来加深+估值偏高+供需面临转弱节点+成本端原油可能出现走弱

塑料价格曲线



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

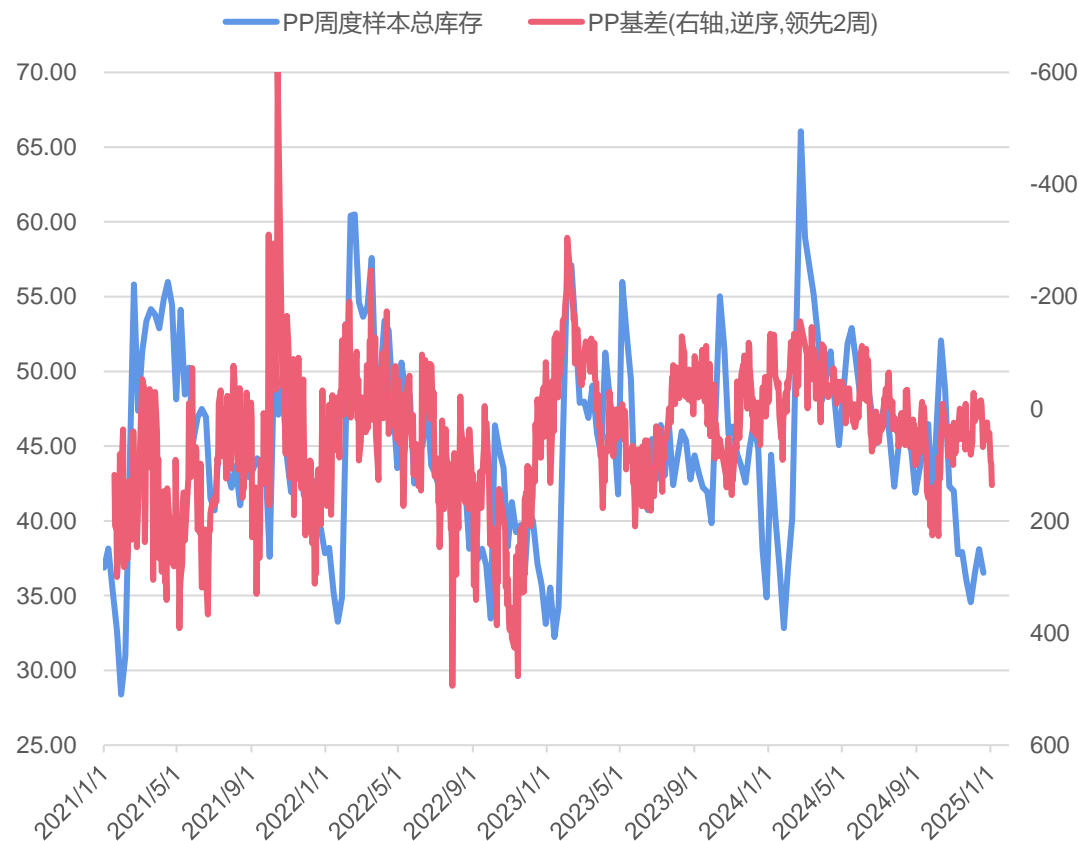
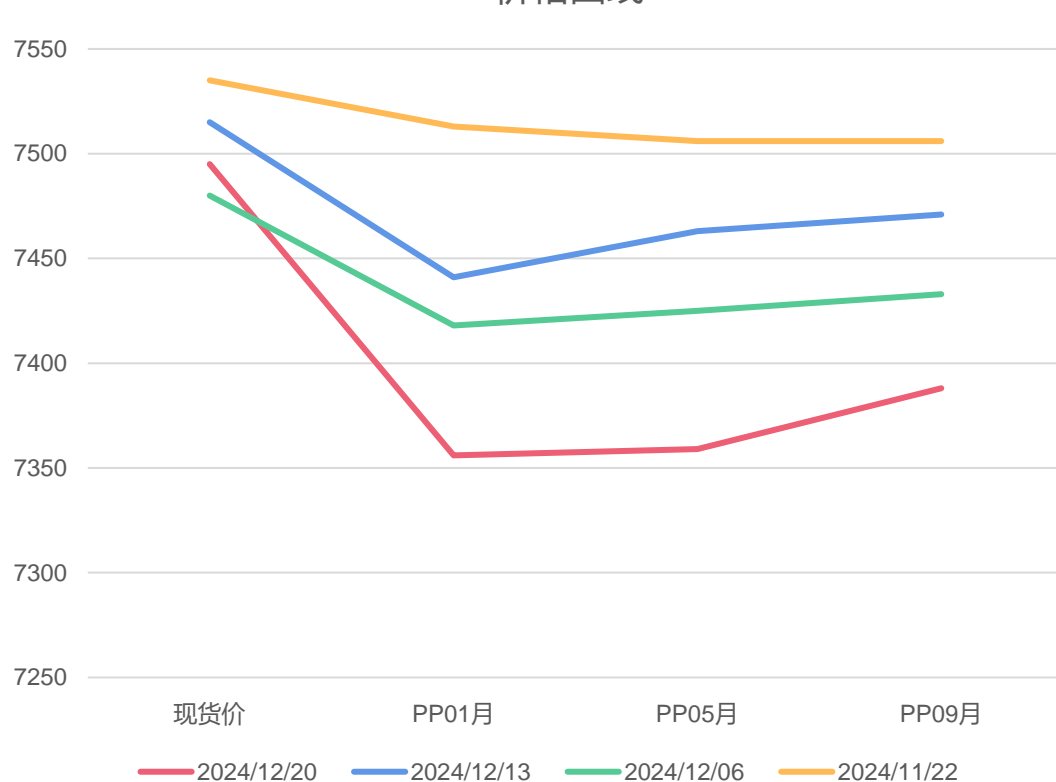


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

四、估值端塑料、丙烯估值偏高

(四) 价格曲线右侧好的单边空进场机会发生在可能转结构阶段：back结构平坦+通过绝对库存水平判断有转结构可能+远期曲线近端出现异动。届时远期曲线远端可能从back转为contango，在转结构阶段跨期上操作05期现正套或5-9反套，时间点可能在春节前后，考虑到PP远期曲线更为平坦化，大概率会先看到PP的跨期策略机会。

PP价格曲线



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

数据来源：国海良时期货研究所、ifind

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，为免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货交易咨询资格。



谢谢！