

国联期货研究所

研究所

交易咨询业务资格编号

证监许可[2011]1773号

分析师:

林菁

从业资格证号: F03109650

投资咨询号: Z0018461

联系人:

丁家吉

从业资格证号: F03117223

相关研究报告:

《国联期货纯苯苯乙烯产业链2024年度展望》

《芳烃与调油系列一》

《芳烃与调油系列二——风口上的乙苯调油》

《芳烃产业链专题报告:

下游行业库存周期的演绎与展望》

关注苯乙烯毛利修复的交易机会

➤ 摘要

节后苯乙烯价格高开低走,国内下游复工时间较晚,需求恢复进度慢,苯乙烯港口维持累库趋势。

成本端原油供需双弱,价格方向偏空;“油弱、油品/芳烃强”的结构或需等到三月下欧美炼厂回归后发生变化。

纯苯供需或从存在缺口转为紧平衡,因下游毛利不佳的品种或产量下滑,这一点我们在平衡表中进行了预估。此外,“韩国苯被美国分流及亚洲炼厂春检,导致国内纯苯进口下滑”的预期若被证伪,则纯苯或转为累库。

春节后PO/SM和非一体化装置持续亏损,将使苯乙烯行业失去至多约四成的产能。如果产业链仅分配到苯乙烯历史低位的毛利水平,那么三月苯乙烯或由累库翻转为去库,供求关系出现变化。

时间节点: 3月12日,美国2月通胀数据披露。3月19日,日央行公布议息决议。3月20日,美联储公布议息决议。3月下旬,浙石化一期常减压装置进入检修(涉及68万吨/年纯苯),中金石化有意同期检修。3月12日,中石化揭阳60万吨/年ABS装置计划检修13天。3月20日,江苏瑞恒40万吨/年苯酚装置检修。

➤ 策略

假设布油未来一个月于76-83美元/桶范围内波动,苯乙烯主力合约月度区间看8600-9400元/吨。中长线多单建议在区间上沿附近减仓。未入场者建议在苯乙烯边际装置检修落地且苯乙烯毛利偏低的前提下,尝试做多。月差策略建议维持4-5月差正套。跨品种套利策略建议逢低做扩EB-BZ当月价差。

➤ 风险关注点

地缘冲突加剧、外盘价格大涨、预期外装置检修、纯苯进口超预期增长

目录

一、二月行情回顾:	- 5 -
二、纯苯: 油价偏空但芳烃供需偏紧	- 6 -
2.1 炼厂进入春检期, 芳烃供给偏紧	- 6 -
2.2 “原油弱、油品强”或持续至三月下	- 7 -
2.3 下游整体负荷提升空间变窄	- 10 -
2.4 纯苯供需或双减	- 12 -
三、苯乙烯: 行业亏损效应显现	- 14 -
3.1 装置预期外检修频增	- 14 -
3.2 下游开工和毛利恢复进度缓慢	- 16 -
3.3 三月或转为去库	- 19 -
四、基本面或支持苯乙烯毛利修复	- 20 -
4.1 苯乙烯的供需平衡较为“脆弱”	- 20 -
4.2 月度策略	- 20 -

图表目录

图 1: 苯乙烯期货主力合约 2023 年 8 月-2024 年 2 月走势图	- 5 -
图 2: 纯苯华东现货主流价季节性分析 (元/吨)	- 6 -
图 3: 苯乙烯华东现货主流价季节性分析 (元/吨)	- 6 -
图 4: 纯苯检修装置计划表 (2-3 月)	- 7 -
图 5: OPEC 国家减产 (23 年 12 月-24 年 1 月)	- 7 -
图 6: 美国成品汽油表观需求 (万桶/日)	- 8 -
图 7: 美国炼厂周度开工率 (%)	- 8 -
图 8: 美国成品车用汽油库存 (千桶)	- 8 -
图 9: 美国柴油产量 (千桶/日)	- 8 -
图 10: 美国纯苯-原油价差 (元/吨)	- 9 -
图 11: 美国炼厂毛利 (3:2:1 裂解价差) (美元/桶)	- 9 -
图 12: VLCC 油船一年期租金 (万美元/日)	- 10 -
图 13: 巴拿马运河加通湖水位监测 (英尺)	- 10 -
图 14: 美国库欣地区原油库存 (百万桶)	- 10 -
图 15: 美国战略储备石油 SPR 库存 (百万桶)	- 10 -
图 16: 己内酰胺副产硫酸铵毛利 (元/吨)	- 11 -
图 17: PA6 工厂库存可用天数 (日)	- 11 -
图 18: 己内酰胺产能利用率季节性分析 (%)	- 11 -
图 19: PA6 产能利用率季节性分析 (%)	- 11 -
图 20: 苯酚周度产能利用率 (%)	- 12 -
图 21: 苯酚生产毛利 (元/吨)	- 12 -
图 22: 纯苯华东港口库存季节性分析 (万吨)	- 13 -
图 23: 纯苯进口利润季节性分析 (元/吨)	- 13 -
图 24: 纯苯美韩价差季节性分析 (美元/吨)	- 13 -
图 25: 韩国纯苯出口流向分析 (万吨)	- 13 -
图 26: 纯苯供需平衡表	- 14 -
图 27: 苯乙烯一体化装置毛利 (元/吨)	- 15 -
图 28: 苯乙烯 PO/SM 装置毛利 (元/吨)	- 15 -
图 29: 苯乙烯非一体改良装置毛利 (元/吨)	- 15 -
图 30: 苯乙烯产能利用率 (%)	- 15 -
图 31: 苯乙烯华东港口库存 (万吨)	- 15 -
图 32: 苯乙烯期货合约仓单量 (手)	- 15 -
图 33: 苯乙烯检修装置计划表 (2-3 月)	- 16 -
图 34: ABS 生产毛利 (元/吨)	- 17 -
图 35: ABS 样本企业库存 (万吨)	- 17 -
图 36: ABS 产能利用率 (%)	- 17 -
图 37: PS 产能利用率 (%)	- 17 -
图 38: PS 样本企业库存 (万吨)	- 18 -
图 39: PS 生产毛利 (元/吨)	- 18 -
图 40: EPS 产能利用率 (%)	- 18 -

图 41: EPS 生产毛利 (元/吨)	- 18 -
图 42: 三大白色家电产量&排产量 (万台)	- 19 -
图 43: EPS 日产量&全国快递投递量 (吨, 亿件)	- 19 -
图 44: 苯乙烯出口至欧洲利润 (美元/吨)	- 19 -
图 45: 国内苯乙烯进口利润 (元/吨)	- 19 -
图 46: 苯乙烯供需平衡表	- 20 -
图 47: 苯乙烯合约 04-05 价差 (元/吨)	- 21 -
图 48: EB-BZ 纸货当月下价差 (元/吨)	- 21 -

一、二月行情回顾：

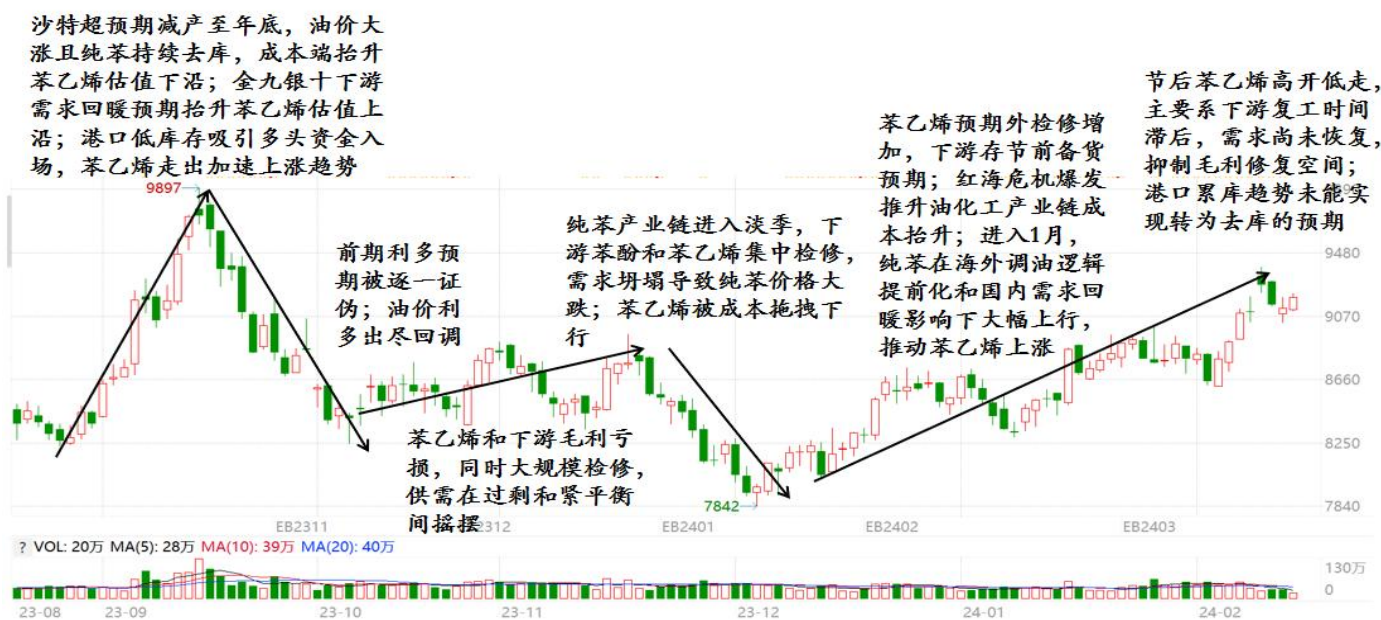
春节前夕，苯乙烯受成本端油价和纯苯推涨，震荡上行。下游节前备货积极性不高，苯乙烯毛利难以修复，其与纯苯的价差保持在历年同期最低水平运行。

节中，美国纯苯价格在原油和汽油裂解价差走高的推动下延续1月的上涨势头，验证了我们在上期月报中提出的观点——“汽油裂解价差短期收敛后或在二月保持高位运行，进而推动美国高辛烷值芳烃价格维持强势”。美国多数炼厂在寒潮结束后进入春检，炼厂负荷连续三周下降的幅度超出预期，重整供应的减少，加剧了美国本土芳烃的稀缺。

节中，欧美数套苯乙烯大装置发生预期外检修，欧美苯乙烯价格因此大幅上涨，其中2月8日-2月22日，欧洲苯乙烯上涨约24%，美国苯乙烯上涨约17%。海外出现阶段性苯和苯乙烯均紧张的局面。

节后，内盘苯乙烯价格受外盘提振高开低走，主要系国内下游复工时间较晚，需求恢复进度慢、港口维持累库趋势所致。纯苯主动向下让利，但苯乙烯毛利回升空间较窄，非一体化和PO/SM装置的亏损程度仅小幅缓解。

图1：苯乙烯期货主力合约2023年8月-2024年2月走势图



来源：国联期货研究所 WIND

图2：纯苯华东现货主流价季节性分析（元/吨）

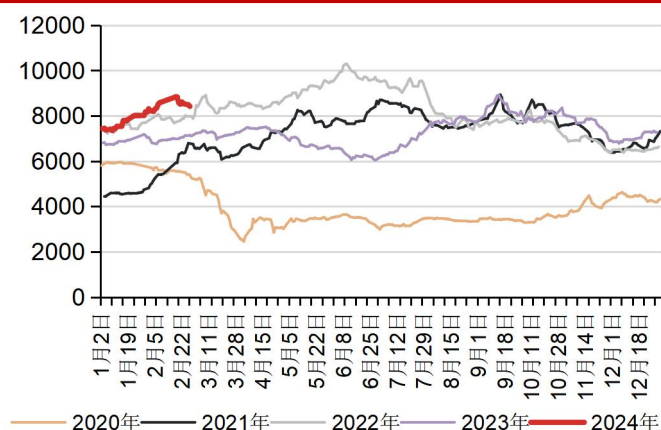
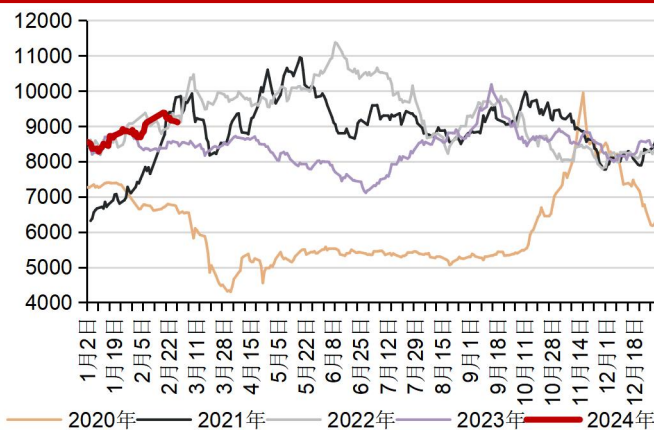


图3：苯乙烯华东现货主流价季节性分析（元/吨）



来源：国联期货研究所 钢联隆众

二、纯苯：油价偏空但芳烃供需偏紧

2.1 炼厂进入春检期，芳烃供给偏紧

齐鲁石化乙烯裂解装置的恢复时间仍不明确，其22万吨/年的纯苯装置在一季度重启的概率较低；上海石化小乙烯（约6万吨/年纯苯）继续推迟重启时间。二月，洛阳宏兴、亚通石化共11万吨/年的纯苯产能新增检修，月度检修损失量约为5.23万吨，环比约减-1.42万吨，无检修装置重启；加氢苯企业从前到年后，开工率持续上升至历年同期最高水平，主要系纯苯大涨、粗苯压价导致加氢苯企业利润大幅回升所致。二月，约有55万吨/年的加氢苯装置重启。

自三月起全国炼厂进入春检期，按计划将持续至五月。现有检修计划中，中科炼化、浙石化、恒力石化、古雷等共约164.8万吨/年的纯苯产能在三月停车，无装置计划回归。三月检修损失量预期约12.11万吨，环比增长约6.87万吨。

海外装置方面，韩国韩华道达尔50万吨/年纯苯装置计划从4月底起对其位于釜山的1号纯苯装置进行检修，预计6月底开车。2月23日，韩国双龙双龙炼油的2号常减压装置起火，其配套30万吨/年的纯苯装置虽证实未起火，但或受到原料短缺的影响而减产。GS1号线的42万吨纯苯装置预计于2月底检修，检修40天左右。

预计二月纯苯产量环比减少约10万吨。由于二月日期减少了产能的基数，预计纯苯产能利用率环比小幅提升，维持在80%附近。预计三月在春检的影响下，纯苯产能利用率或降约4个百分点。

图 4：纯苯检修装置计划表（2-3 月）

企业名称	产能（万吨）	检修天数	停车时间	开车时间	2 月	3 月
盘锦浩业	6	未定	2023/1/15	未定	0.5	0.5
九江石化歧化	18	未定	2023/1/1	未定	1.50	1.50
齐鲁石化	22	99	2023/12/23	2024/3/31	1.83	1.83
上海石化（乙烯装置）	6	188	2023/9/25	2024/3/31	0.5	0.5
珠海长炼	5	73	2024/1/23	2024/4/5	0.42	0.42
洛阳宏兴	5	30	2024/2/2	2024/3/3	0.37	0.04
湖北金澳	5	61	2024/3/1	2024/5/1		0.42
石家庄炼化	6.8	14	2024/3/1	2024/3/15		0.26
大连石化重整	18	61	2024/3/15	2024/5/15		0.74
中科炼化	15	61	2024/3/20	2024/5/20		0.45
浙石化重整	68	41	2024/3/20	2024/4/30		2.05
浙石化乙烯裂解 1 号	20	31	2024/3/1	2024/4/1		1.67
恒力石化一套重整	18	61	2024/3/1	2024/5/1		1.50
古雷炼化	14	30	2024/3/25	2024/4/24		0.23
检修损失量合计（万吨）					5.23	12.11

来源：国联期货研究所 隆众 卓创

2.2 “原油弱、油品强”或持续至三月下

在二月月报中，EIA、IEA 和 OPEC 三大机构均较 1 月份上调了 2024 年的全球原油库存变化（分别+1.26、+22.5、+14.4 万桶/日），各机构认为主要系非 OPEC 国家（美洲为主）的供给增量影响，其中在 IEA 口径下全球今年累库量将达到 77.5 万桶/日。三大机构均上修了一季度全球原油库存变化，一致保持累库的观点。

图 5：OPEC 国家减产量（23 年 12 月-24 年 1 月）

单位（千桶/日）	2023 年 12 月	2024 年 1 月	产量变动
阿尔及利亚	958	911	-47
刚果	241	247	6
赤道几内亚	54	61	7
加蓬	220	211	-9
伊朗	3,168	3,163	-5
伊拉克	4,292	4,194	-98
科威特	2,543	2,434	-109
利比亚	1,177	1,015	-162
尼日利亚	1,422	1,419	-3
沙特阿拉伯	8,940	8,965	25
阿联酋	2,896	2,927	31
委内瑞拉	782	796	14
OPEC	26693	26343	-350

来源：国联期货研究所 OPEC

此外，IEA 和 EIA 在 OPEC 减产问题上存在分歧，前者认为 OPEC 全年会出现供给增量。OPEC 在月报中披露了该组织在一月份的新增产产量达约 35 万桶/日，低于此前市场预期 50 万桶/日的自愿减产产量。

整体来看，三大机构月报的观点，从供需两端均对油价产生偏空的预期。虽然 OPEC 有意延长减产，但其内部对产量配额的矛盾日渐加剧，减产兑现的可能性降低。

从高频数据来看，欧美炼厂在寒潮后衔接进入春检，美国炼厂开工率连续四周低于预期，在近五年同期最低水平运行（2021 年的异常值为严寒气候影响），这成为原油需求端的消极因素。成品汽油表需回落、美国成品汽油去库至近五年同期最低水平，柴油产量亦下降至近五年同期最低水平。

图 6：美国成品汽油表观需求（万桶/日）

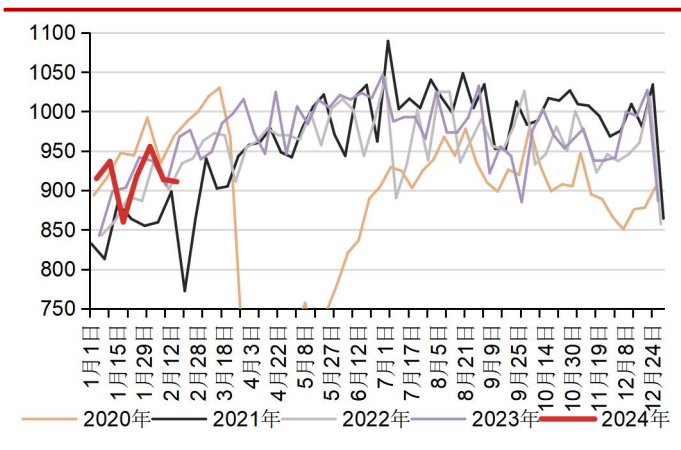
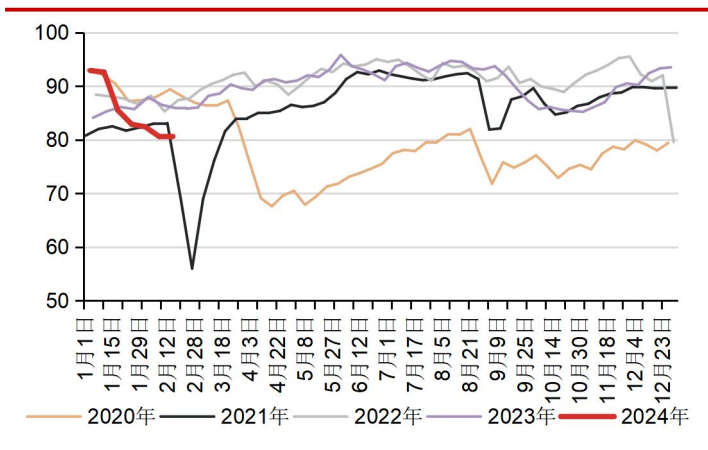


图 7：美国炼厂周度开工率（%）



来源：国联期货研究所 EIA WIND

季节性因素推动美国炼厂裂解毛利上升至近五年同期偏高水平，同样受到炼厂减产和韩国纯苯进口时间延误的影响，美国芳烃供给紧缺的持续时间也变得 longer，使得纯苯和原油的价格差出现显著超季节性，该状况或持续到三月中下旬欧美炼厂结束检修后。

图 8：美国成品车用汽油库存（千桶）

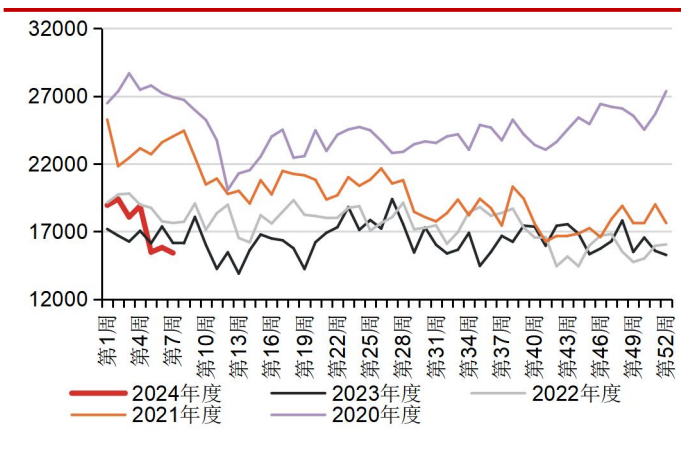
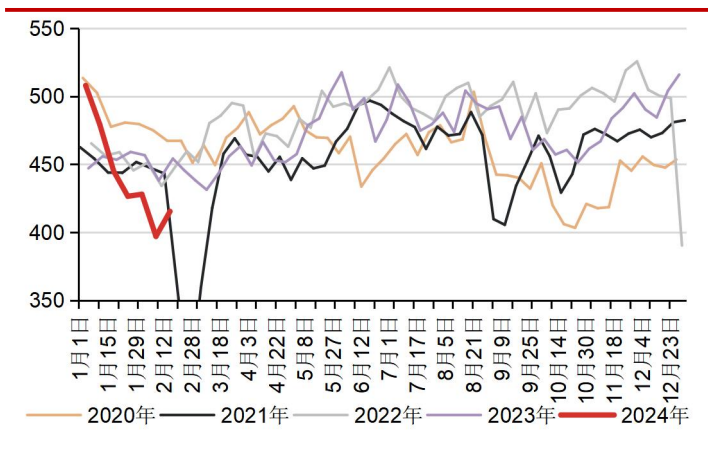
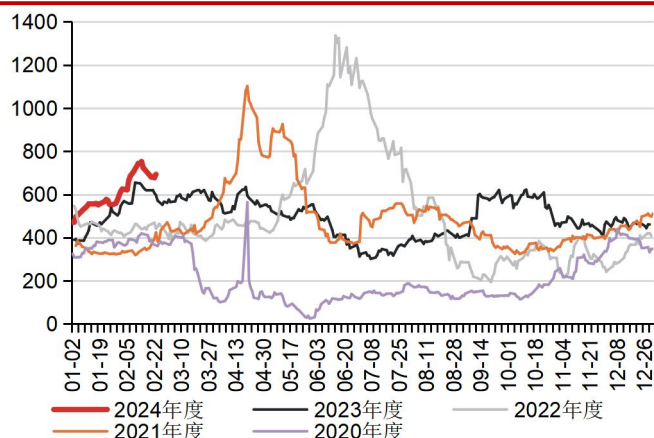
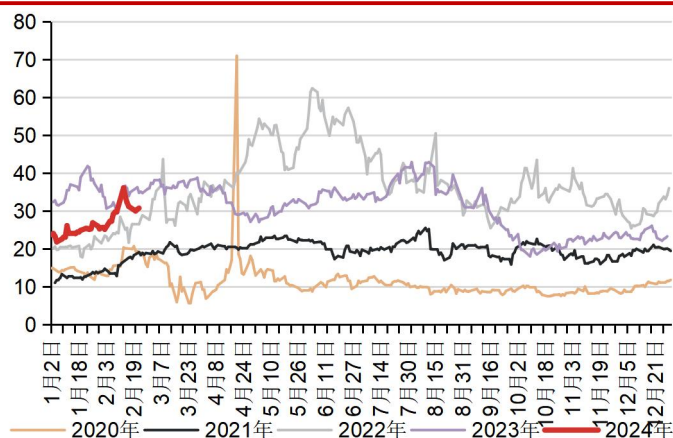


图 9：美国柴油产量（千桶/日）



来源：国联期货研究所 EIA 钢联 WIND

图 10: 美国纯苯-原油价差 (美元/吨)

图 11: 美国炼厂毛利 (3:2:1 裂解价差) (美元/桶)


来源: 国联期货研究所 钢联隆众

在一季度全球累库的预期下，支撑油价和化工品的因素主要来自运费的增长和地缘风险萦绕。

根据阿格斯资讯，由于2月末及3月初装期运力紧张，2月中旬超大型油轮(VLCC)自中东湾至亚太地区的运费较2月初上涨了8.46美元/吨，至22.09美元/吨，达去年6月以来新高。春节后及二季度需求回暖前，正是亚洲炼厂增加3-4月原料采购的节点。

VLCC油轮的平均运价亦显示，当前运价处于上一个周期2020年高峰后的同期最高水平。运费的上涨不仅来源于红海地区绕行、欧洲加征航运碳税，也受到了美亚航线-巴拿马运河堵航的影响。

巴拿马运河管理局于1月将通行船只数量上调至24艘/日，相比正常运行水平仍下降了1/3。不过，短暂上调通行量的因素系管理局的管理效率提升，而非自然水位的上升。NOAA最新数据显示，本轮厄尔尼诺现象将持续至今年4-6月后减弱，预计6-8月期间有概率转化为拉尼娜现象，这意味着至少在上半年，运河或维持干枯的现象。

同时，巴拿马运河管理局局长巴斯克斯的声明也显示，今年内难以解除限行措施。

根据联合国贸发会议的估算，今年以来苏伊士运河的商船吞吐量与高峰时期相比减少了42%，巴拿马运河的商船吞吐量与高峰时期相比下降了49%。基于上述情况，目前美亚液化品的运输船费已上升至约150美元/吨上方；欧亚液化品的运输船费或上升至200美元/吨上方（不同化工品略有差异）；根据海外市场信息的测算，今年以来从伊拉克到地中海的原油运费涨幅约为3.5-4.5美元/桶。

图 12: VLCC 油船一年期租金 (万美元/日)

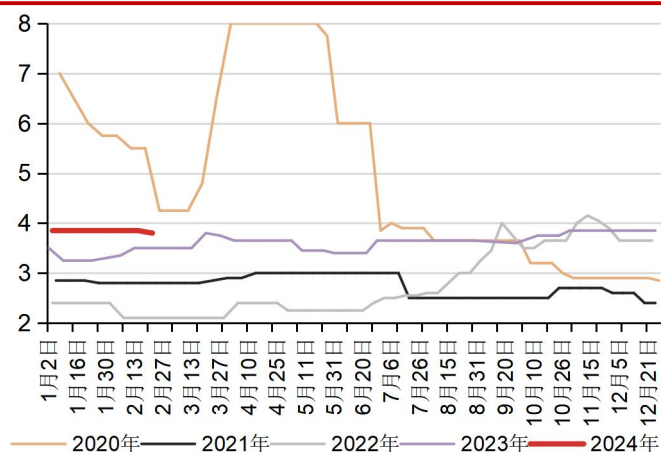
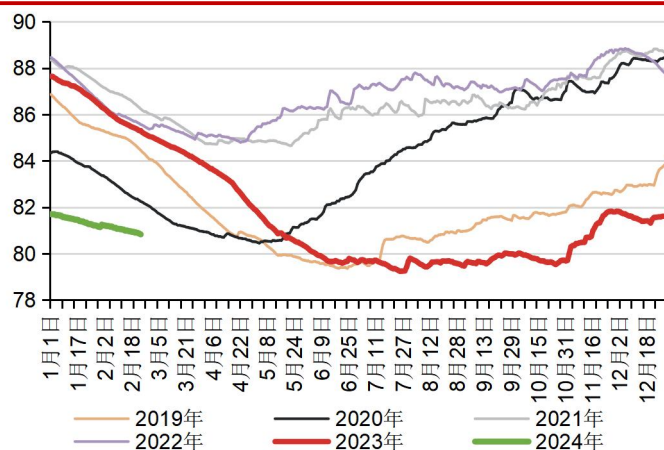


图 13: 巴拿马运河加通湖水位监测 (英尺)



来源: 国联期货研究所 钢联 同花顺 ifind

综上所述, 考虑到红海及巴拿马运河绕行的长期化趋势, 地缘风险加剧之下, 全球运价仍处于上行趋势中, 我们将布油价格中枢的年度观点由 70 美元上修至 75 美元。但在“炼厂春检、原油累库、OPEC 减产兑现证伪、需求端无预期炒作”的逻辑组合下, 我们认为三月份布油将维持在 76-83 美元/桶的区间内窄幅震荡, 油品和原油有望在三月中下旬炼厂回归后出现强弱切换。

图 14: 美国库欣地区原油库存 (百万桶)

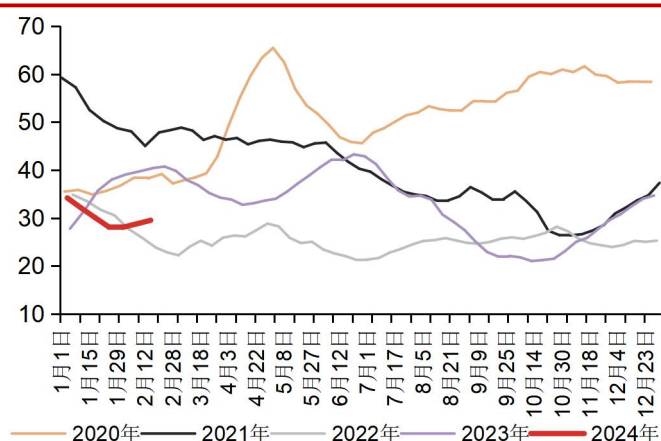
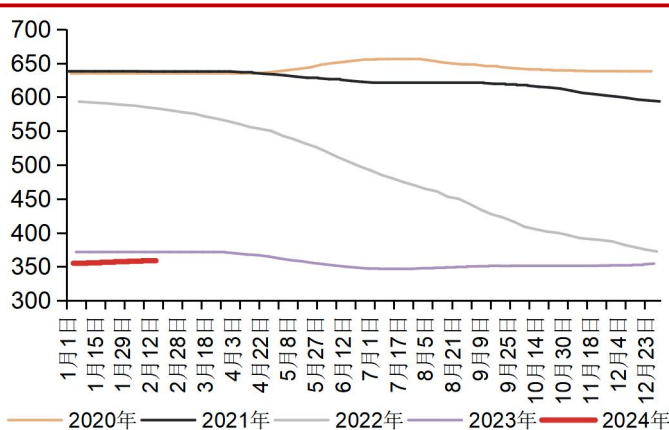


图 15: 美国战略储备石油 SPR 库存 (百万桶)



来源: 国联期货研究所 EIA WIND

2.3 下游整体负荷提升空间变窄

己内酰胺 (占纯苯下游约 17%-20%) : 今年以来, 己内酰胺下游 PA6 开工率随着毛利修复呈上行趋势。春节期间, PA6 装置负荷持续提升至八成上方, 处于近五年同期最高水平; 同时 PA6 库存天数水平处于同期偏低水平, 显示聚合纺丝的需求较强。

在终端需求的支撑下, 己内酰胺的开工率节后上行至九成以上, 副产硫酸铵的综合毛利

仍处于偏高水平运行。

二月，己内酰胺开工率约90%，环比增约4个点，产量约47.55万吨，环比增约1.12万吨。展望三月，东北亚播种期将在三月开始，副产品硫酸铵的内需和外需均有望环比增长；预计三月己内酰胺厂家负荷将保持高位运行。

图 16: 己内酰胺副产硫酸铵毛利 (元/吨)

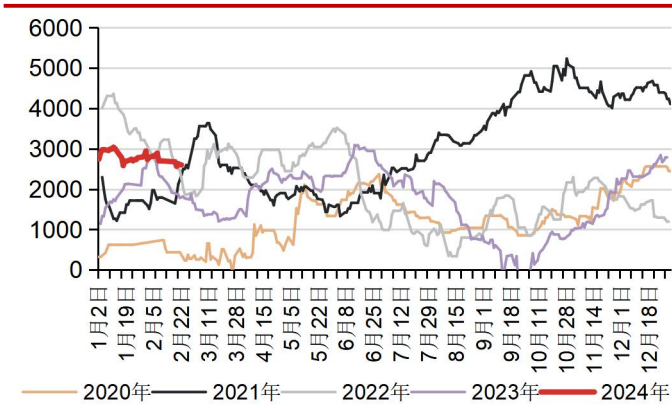
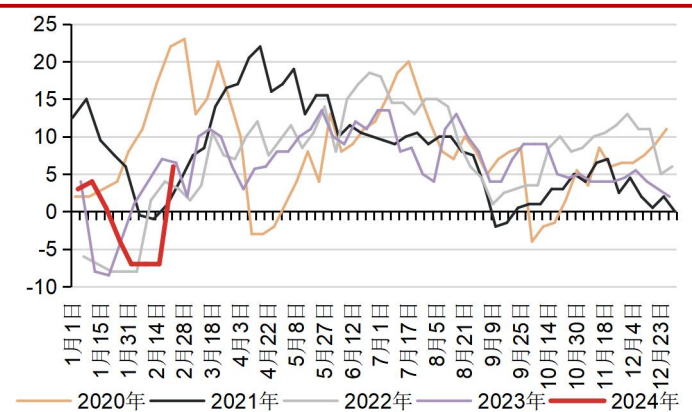


图 17: PA6 工厂库存可用天数 (日)



来源：国联期货研究所 隆众 钢联 卓创 红桃3

图 18: 己内酰胺产能利用率季节性分析 (%)

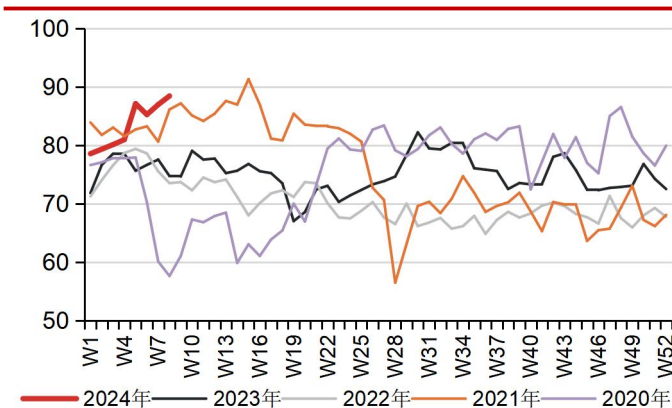
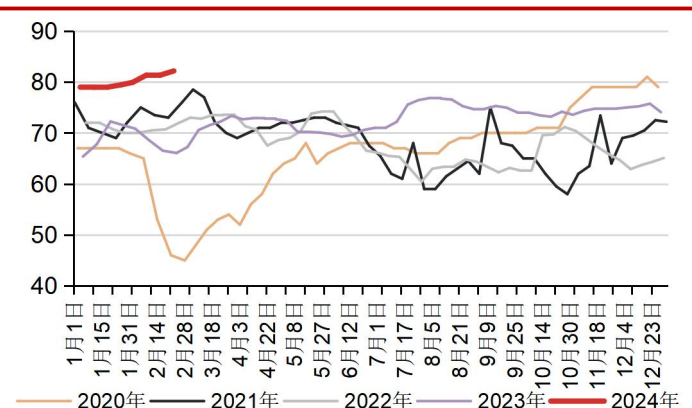


图 19: PA6 产能利用率季节性分析 (%)



来源：国联期货研究所 隆众 卓创 钢联

新投装置方面，鲁西化工 30 万吨/年和三宁化工 40 万吨/年己内酰胺装置或推迟至二季度末投产。

苯酚（占纯苯下游约 14%）：二月，惠州忠信二期 28 万吨/年装置检修 15 天后重启，浙石化 40 万吨/年装置短停 10 天，虽然自一月中旬以来苯酚的毛利持续处于亏损中，但春节前后未出现集中降负或停车的现象。

不利的状况是，苯酚及下游双酚 A 的毛利均处于近五年同期最低水平；下游仅酚醛树脂尚有利润，处于近五年同期偏高水平。

二月苯酚产能利用率约 76%，环比减少约 2 个点，产量或达 42.86 万吨，环比减约 3.1 万吨。

展望三月，江苏瑞恒40万吨/年装置计划自3月中旬开始检修一个月，吉林石化9.5万吨/年装置计划3月1日起停车一年，另盛虹炼化40万吨/年装置亦有检修意愿。苯酚毛利节后未能扭亏为盈，陷入亏损，预计三月装置预期外检修的规模将环比增加。苯酚开工率预期或回落10个百分点左右。

新投产产能方面，年内仅富宇化工22万吨/年苯酚及18万吨/年双酚A的配套装置计划于一季度投产。惠州忠信及恒力石化共48万吨/年双酚A装置计划于3-4月投产。

图 20：苯酚周度产能利用率 (%)

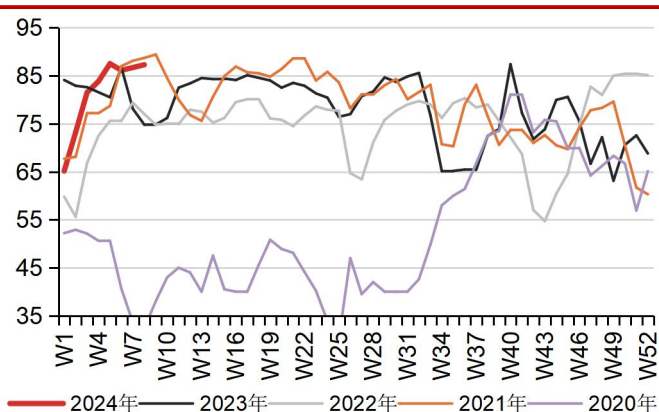
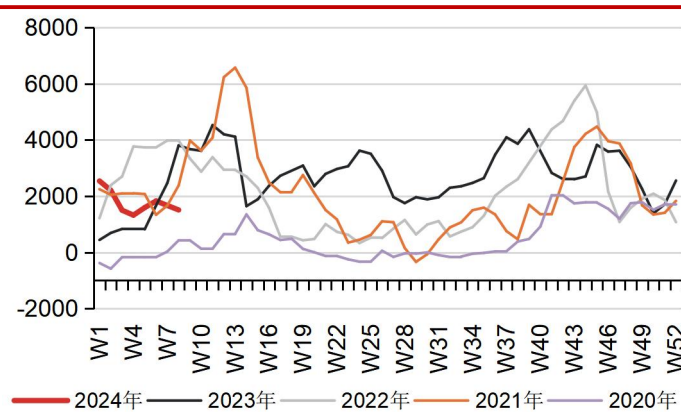


图 21：苯酚生产毛利 (元/吨)



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

除己内酰胺和苯酚外，苯胺的高毛利支持企业将产能利用率维持在近五年同期最高水平，产生对纯苯的消耗增量。己二酸生产商华鲁恒升计划于三月中旬投产一套20万吨/年的新装置。

2.4 纯苯供需或双减

二月纯苯价格高位运行的逻辑仍然源于“欧美供给紧张导致韩国苯被美国分流，亚洲纯苯价格因此被动跟涨”和“国内除苯乙烯外的下游需求旺盛程度优于节前的预期”。三月，上述两大逻辑的支撑或出现松动。

首先，美国芳烃生产受到前期寒潮和炼厂春检的连环影响，这一状况在3月中下旬炼厂回归后得到缓解。此外，美国芳烃亦需要从韩国进口补充，但由于巴拿马堵航的影响，过去需要30-40天即可到港的韩国苯，现在需要接近两个月的运输时间。一月和二月上旬合计出口约13万吨的韩国苯有望在三月集中到港补充美国的芳烃原料。

其次，国内苯酚企业持续亏损的时间已接近一个半月，三月大装置检修预期较强。己内酰胺和苯胺可提升的负荷空间较小。而苯乙烯若维持二月下旬低利润的开工率，在下游复工后三月或出现小幅紧缺，苯乙烯也需要由纯苯向下让渡毛利。

图 22: 纯苯华东港口库存季节性分析 (万吨)

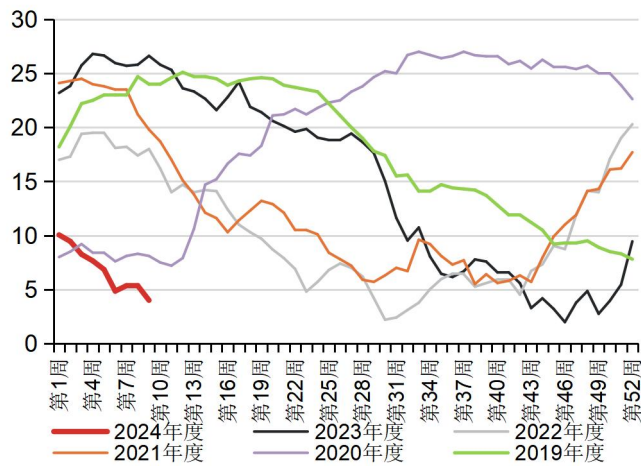
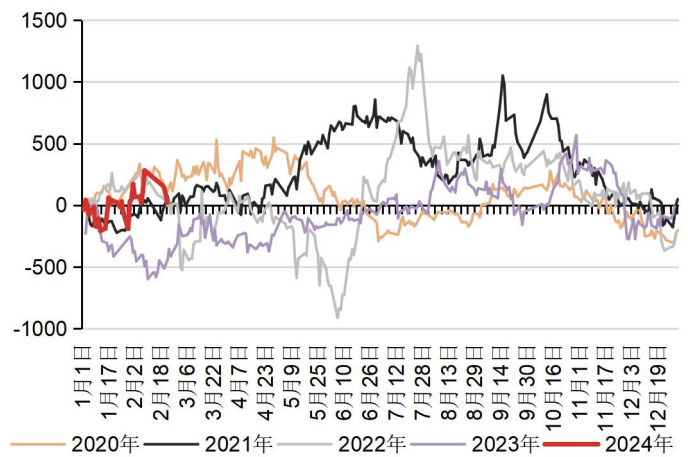


图 23: 纯苯进口利润季节性分析 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 24: 纯苯美韩价差季节性分析 (美元/吨)

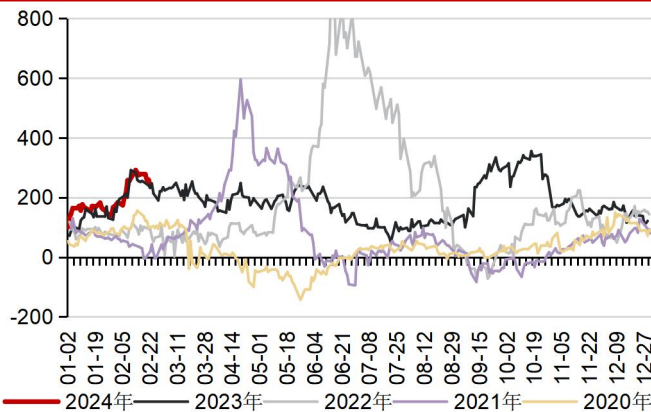


图 25: 韩国纯苯出口流向分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

根据上文的分析, 三月纯苯因国内炼厂春检及下游毛利不佳, 或出现供需双减的状况。根据前期海外贸易的商谈, 三月韩国苯或向美国出口 10 万吨左右。考虑到三月韩国芳烃装置亦进入检修期, 当月国内纯苯进口或环比下降。平衡表显示二月纯苯存在供需缺口, 而三月国内纯苯则处于紧平衡状态。

本小节展示的纯苯供需平衡表中, 蓝底色的格为实际值, 黄底色的格为考量新投产、检修情况后, 测算得出的测算值或对未来的预测值。其中黄底色格的开工率, 剔除了检修停车因素, 蓝底色格的开工率则包含了检修损失。

图 26：纯苯供需平衡表

2024年纯苯月度供需平衡	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12
纯苯产能（万吨）	193.90	195.32	189.78	178.62	191.89	196.38	199.99	201.95	196.22	208.45	206.92	211.67
纯苯开工率（%）	79.97	80.00	80.00	79.00	79.00	79.00	80.00	80.00	82.00	79.00	78.00	78.00
石油苯产量（万吨）	178.98	168.00	174.59	162.54	174.62	178.71	183.99	185.79	184.44	189.69	186.23	190.50
加氢苯产能	43.73	43.73	46.23	46.23	46.23	47.06	47.06	47.06	47.06	47.06	47.06	48.73
加氢苯产量（万吨）	31.00	29.73	29.12	28.66	28.94	30.78	29.55	28.71	28.61	29.03	27.53	29.14
纯苯净进口（万吨）	29.00	28.00	25.00	29.00	29.00	29.00	30.00	32.00	34.00	32.00	32.00	32.00
总供给	238.98	225.73	228.72	220.20	232.56	238.48	243.54	246.50	247.06	250.73	245.75	251.64
己内酰胺产能	52.83	52.83	52.83	52.83	58.67	58.67	58.67	58.67	58.67	58.67	58.67	63.67
己内酰胺开工率	86.00	90.00	85.00	85.00	75.00	77.00	77.00	80.00	80.00	82.00	80.00	78.00
己内酰胺产量	46.43	47.55	45.44	44.91	44.00	45.17	45.17	46.93	46.93	48.11	46.93	49.66
苯乙烯产量	135.65	120.43	128.24	134.28	136.56	143.24	148.03	150.55	152.37	145.49	143.08	153.77
苯酚产能	52.92	52.92	54.75	54.75	54.75	54.75	54.75	54.75	54.75	54.75	54.75	54.75
苯酚开工率	78.12	76.00	66.00	62.00	74.00	74.00	76.00	76.00	78.00	80.00	78.00	71.00
苯酚产量	46.27	42.86	38.87	36.68	43.25	43.25	44.35	44.35	45.44	46.54	45.44	41.61
己二酸产量	22.91	24.75	23.06	21.86	22.26	21.47	21.07	21.21	22.91	23.33	23.33	22.04
苯胺产量	33.16	33.99	30.34	27.51	26.70	25.89	24.28	26.30	28.32	28.32	27.11	26.30
纯苯下游消费需求（万吨）	243.44	231.41	227.42	226.33	232.93	240.09	244.23	249.82	254.38	249.37	244.24	250.21
供需差测算	-4.46	-5.68	1.29	-6.13	-0.38	-1.61	-0.68	-3.32	-7.33	1.36	1.51	1.43

来源：国联期货研究所 隆众 钢联 卓创

三、苯乙烯：行业亏损效应显现

3.1 装置预期外检修频增

二月，苯乙烯非一体化和 PO/SM 利润不佳的状况难以得到改善，PO/SM 毛利收敛至盈亏平衡线附近，处于近五年同期最低水平。下游节后复工进度缓慢，和家电、汽车等终端行业关系密切的工程塑料率先复工，而传统塑料制品企业复工时间集中在正月十五之后。

苯乙烯在节中经历累库后，库存超出了去年同期的水平，可交易的社会库存累库速度远高于下游在港口的原料库存增速。苯乙烯期货合约的仓单量在二月末也大幅增加，达到历史同期最高水平，累库趋势使得盘面承压。

毛利不佳导致预期外装置检修规模扩大，浙石化 120 万吨/年乙苯脱氢装置于节中检修，大连恒力、安徽昊源、宝丰等共约 121 万吨/年的装置于节后进入检修。全年年底进入检修的卫星化学 60 万吨/年和安徽嘉玺 35 万吨/年等装置再度推迟重启。

图 27: 苯乙烯一体化装置毛利 (元/吨)

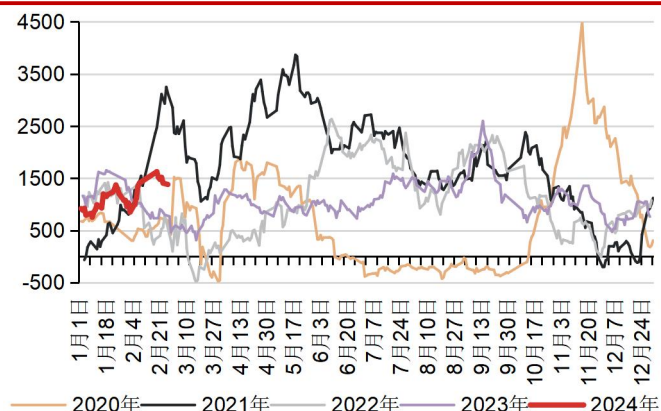
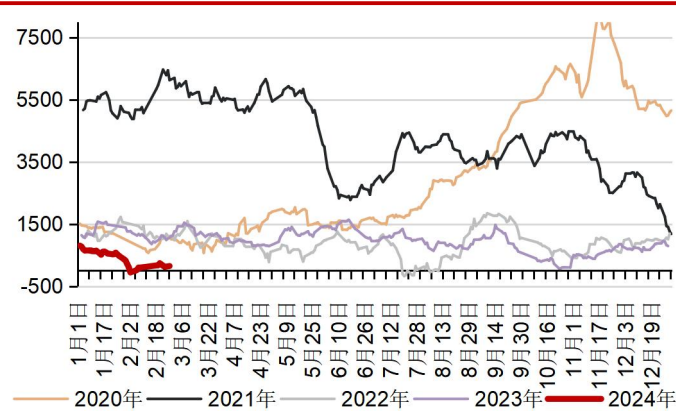


图 28: 苯乙烯 PO/SM 装置毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 29: 苯乙烯非一体改良装置毛利 (元/吨)

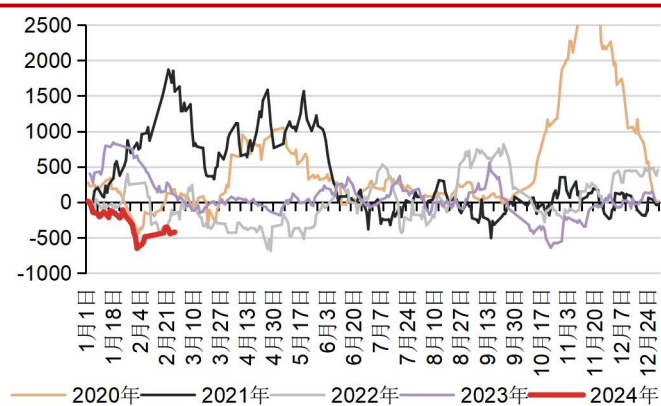
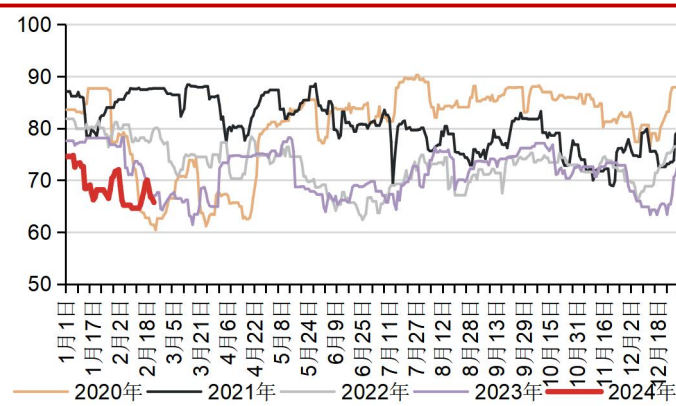


图 30: 苯乙烯产能利用率 (%)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 31: 苯乙烯华东港口库存 (万吨)

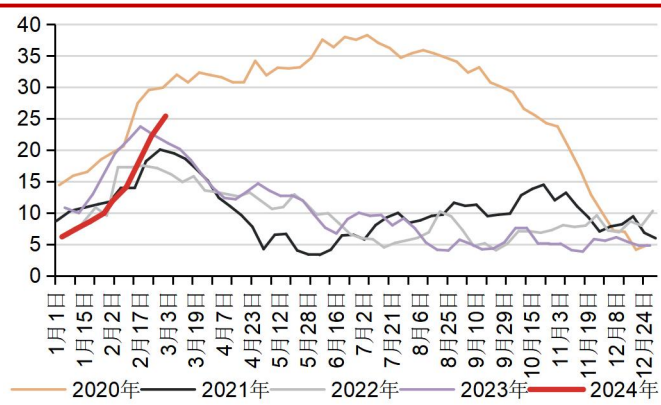
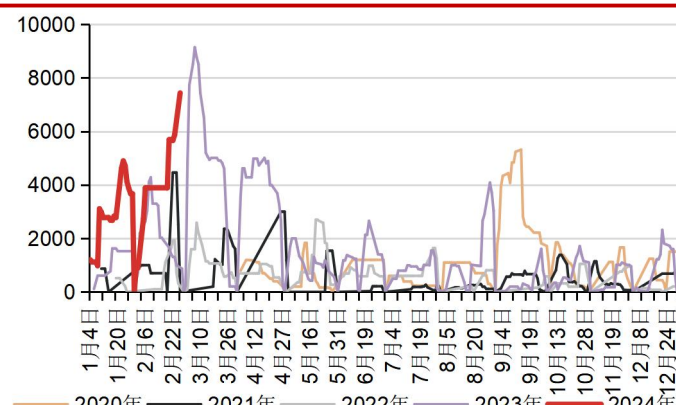


图 32: 苯乙烯期货合约仓单量 (手)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联 WIND

二月苯乙烯月度检修损失量约为 19.18 万吨, 环比减少约 4.23 万吨。预期三月苯乙烯检修损失量在 17.44 万吨左右, 环比减少约 1.74 万吨。但如果非一体和 PO/SM 毛利仍然维持低位, 三月仍有大装置检修的增量预期。

图 33: 苯乙烯检修装置计划表 (2-3月)

企业名称	生产工艺	产能 (万吨)	起始日	结束日(预计)	备注	2月	3月
卫星化学	乙苯脱氢法 (一体)	60	2023/12/1	2024/3/31	重启时间未定	4.77	5.00
齐鲁石化	乙苯脱氢法 (一体)	20	2023/12/23	2024/3/31	意外事故	1.67	1.67
安徽嘉玺	乙苯脱氢法 (非一体)	35	2023/12/18	2024/3/31	计划内检修	2.78	2.92
新阳科技	乙苯脱氢法 (非一体)	30	2024/1/24	2024/3/31	故障性检修	2.38	2.50
利华益	乙苯脱氢法 (一体)	72	2024/3/1	2024/3/7	计划内检修		1.18
安徽昊源	乙苯脱氢法 (非一体)	26	2024/2/21	2024/3/12	更换催化剂	0.57	0.85
宝丰能源	乙苯脱氢法 (非一体)	20	2024/2/21	2024/3/31	亏损	0.44	1.67
海南炼化	乙苯脱氢法 (一体)	8	2024/2/26	2024/4/5	计划内检修	0.07	0.67
古雷石化	乙苯脱氢法 (一体)	60	2024/3/25	2024/4/24	换催化剂		0.99
检修损失量合计 (万吨)						19.18	17.44

来源: 国联期货研究所 隆众 卓创

二月苯乙烯产能利用率或达 65%，环比减约 5 个百分点，月产量或达 120 万吨，环比减少约 15 万吨左右。展望三月，我们根据往年的季节性表现，并将检修损失量纳入测算后，预计苯乙烯开工率或小幅回 3-5 个百分点。

新投产能方面，洛阳石化 12 万吨/年的乙苯脱氢装置于 12 月投产了乙苯单元，或于二季度末出合格品。京博 60 万吨/年乙苯脱氢装置推迟到二季度末投产。

3.2 下游开工和毛利恢复进度缓慢

EPS 和 PS 春节期间季节性降负，EPS 行业基本停工；PS 行业开工下行至四成附近，处于往年同期最低水平；ABS 开工则保持节前的低位水平，平稳运行。

节后三大下游的走势出现分化。从毛利来看，ABS 行业在厂家合作挺价的支撑下利润持续回升；PS 受小厂家数量多且南北分布较广的影响，华南装置集中复工，但华东和华北的装置仍因效益不佳而维持低负荷运行，行业整体开工处于历史低位水平。

市场出现 ABS 强、PS 弱的原因主要系，近年来二者在工程塑料应用领域的替代效应。ABS 和 HIPS（高抗冲性聚苯乙烯）均可用作白色家电的外壳材料，ABS 扩产后市场价下降推动其与 HIPS 的价差逐年收敛，符合家电企业降本增效的需求。

此外，ABS 行业的一体化程度较高，未来新投产能也是以民营大炼化为主，其成本优势

随时间递增。

二月，ABS产能利用率或达63%，环比减约3个百分点；产量或达42万吨，环比减约2.2万吨。PS产能利用率或达46%，环比减约19个百分点；月产量或达24.5万吨，环比减约13.6万吨。展望三月，目前新投装置计划中，ABS产能有恒力大连30万吨/年、新浦21万吨/年和广西长科40万吨/年，PS产能仅有新浦的10万吨/年。不排除市场的不利因素导致ABS和PS投产向后推迟的可能性。

图 34: ABS 生产毛利 (元/吨)

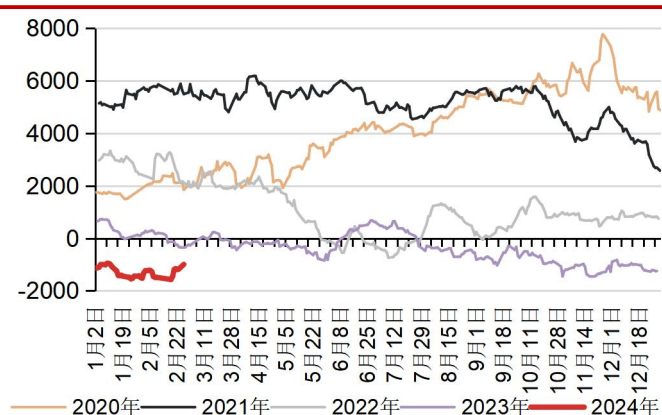
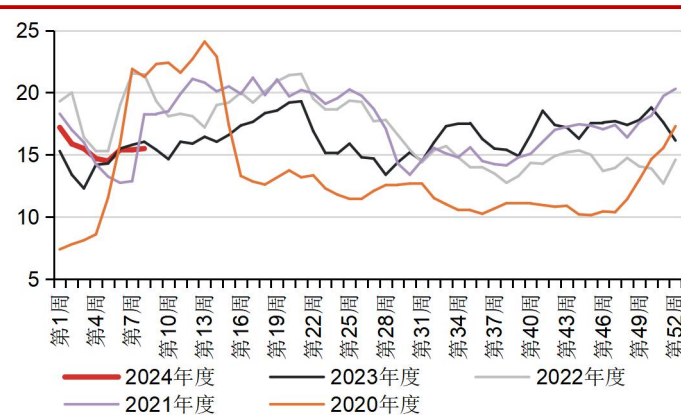


图 35: ABS 样本企业库存 (万吨)



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

图 36: ABS 产能利用率 (%)

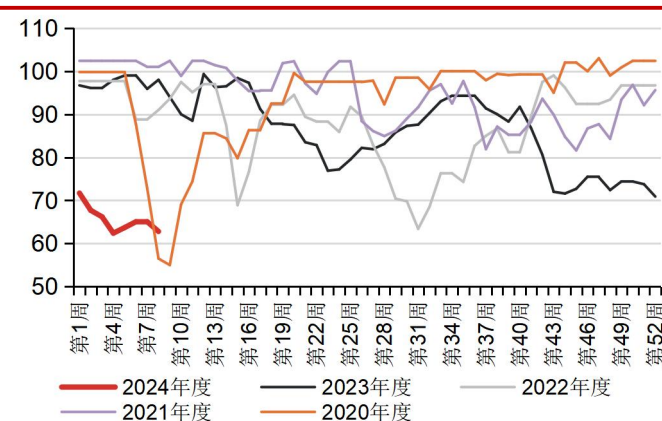
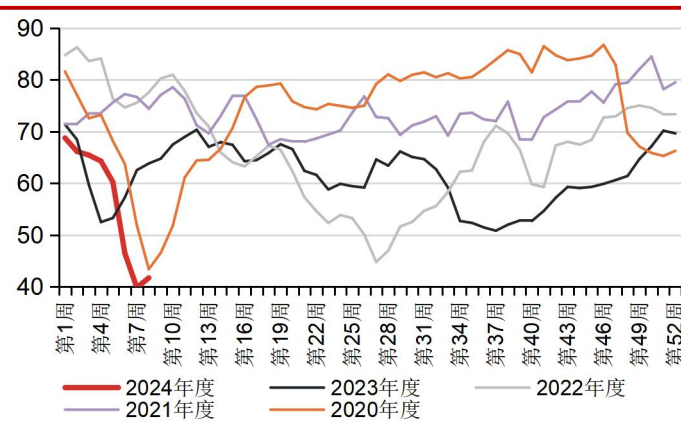


图 37: PS 产能利用率 (%)



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

图 38: PS 样本企业库存 (万吨)

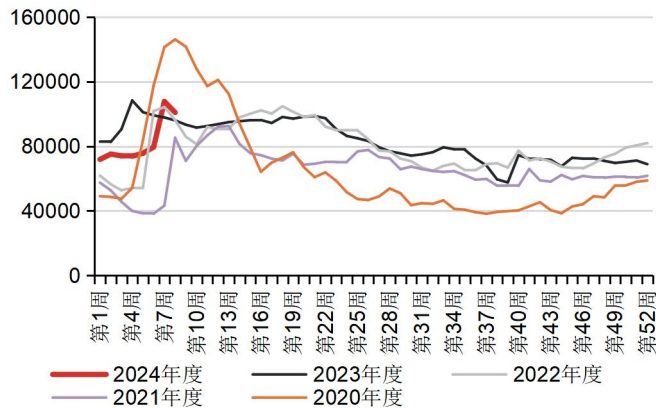
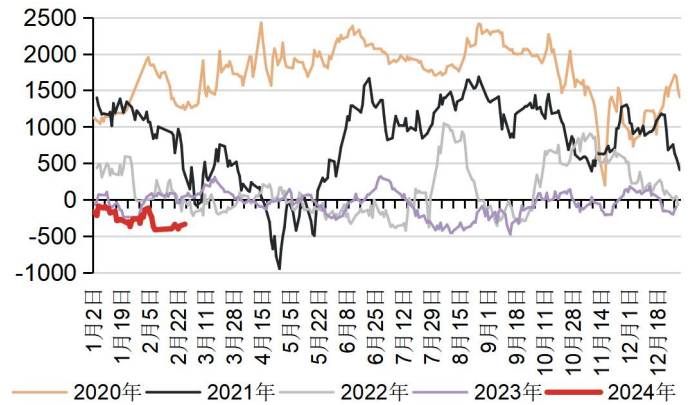


图 39: PS 生产毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

二月 EPS 开工率或达 25%，环比减约 30 个点，产量或达 15.5 万吨，环比减约 21.3 万吨。EPS 毛利目前在三 S 中状况最好，但也处于近五年同期最低水平。节后全国 EPS 工厂如期开工，开工率处于近五年同期中位水平。终端行业在三月非传统旺季，对 EPS 的需求提振作用不大。预计 EPS 开工率将缓慢爬升。

图 40: EPS 产能利用率 (%)

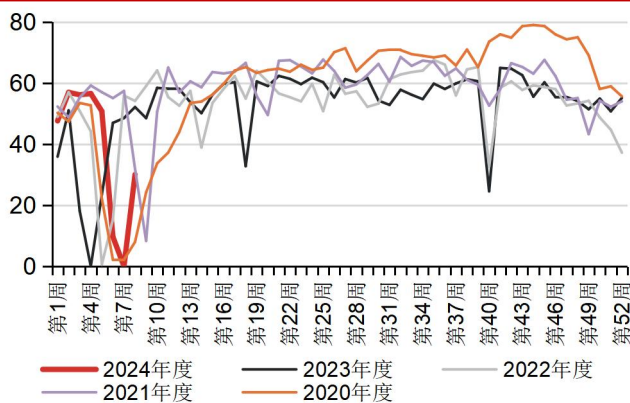
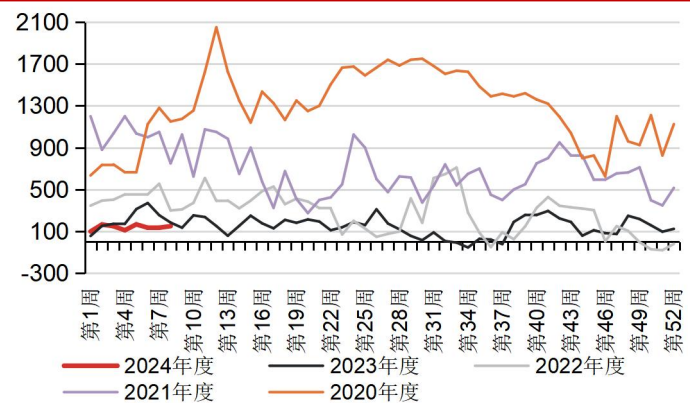


图 41: EPS 生产毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

从终端行业来看，产业在线上修 3 月份空调排产预期至 2212.66 万台，同比+25.2%(较上月预期+316.35 万台)；上修 3 月份冰箱排产预期至 779.92 万台，同比+8.4%(较上月预期+57.14 万台)。预期 3-5 月份，空冰洗合计排产量分别同比增长约 17.24%、12.86%和 9.86%。

一季度末将进入白色家电的生产备货旺季，家电排产增速仍然较高。不过，由于国内两轮家电下乡的迭代周期高峰已过，以及出口至欧美的航运成本和时间增加，实际需求增速能否覆盖排产计划的增速，存在较大的不确定性。

EPS 下游快递行业仍保持较好的景气度，交通部数据显示，因去年高基数影响，二月全国周度快递投递量同比减少约-15.98%，同比去年春节所在的一月增长约 37.98%。

图 42: 三大白色家电产量&排产量 (万台)

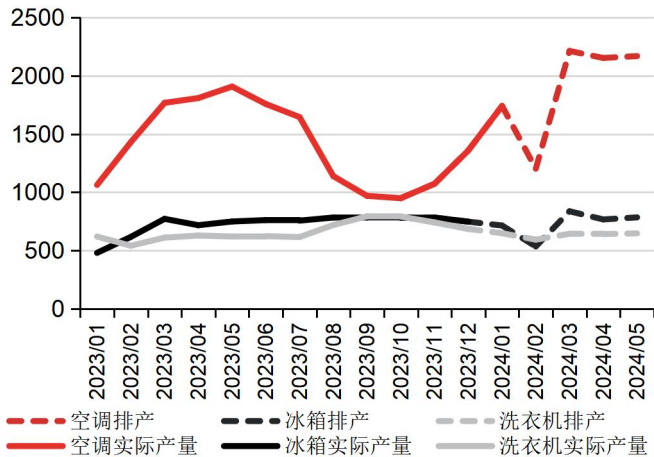
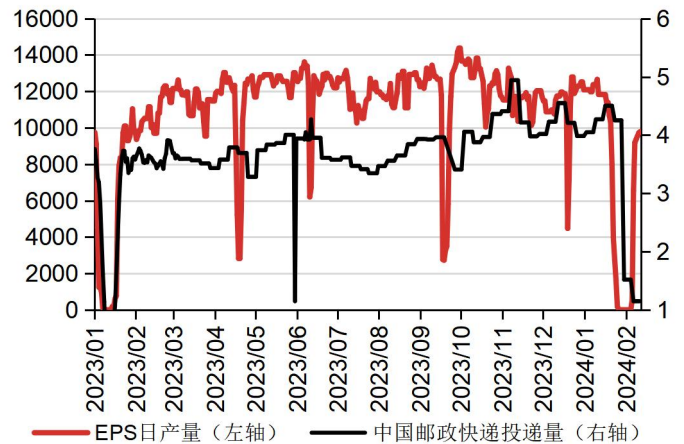


图 43: EPS 日产量&全国快递投递量 (吨, 亿件)



来源: 国联期货研究所 产业在线 WIND 隆众 钢联

3.3 三月或转为去库

本小节展示的苯乙烯供需平衡表中，蓝底色的格为实际值，黄底色的格为考量新投产、检修情况后，测算得出的测算值或对未来的预测值。其中黄底色格的开工率，剔除了检修停车因素，蓝底色格的开工率则包含了检修损失。

三月，亚洲苯乙烯装置新增检修规模约 98 万吨/年，将抵消沙特朱拜尔 77 万吨/年装置重启的规模，国内进口窗口关闭。此外，亚洲苯乙烯出口至欧洲的利润打开，市场预期三月出口增量约 1-2 万吨。因此，我们预期三月进口量回升的可能性不大，进出口或达平衡。

平衡表显示，假设三月国内下游开工率修复至接近节前的水平，且苯乙烯维持二月末低利润状态下的开工率，则苯乙烯或出现小幅的供需缺口。

图 44: 苯乙烯出口至欧洲利润 (美元/吨)

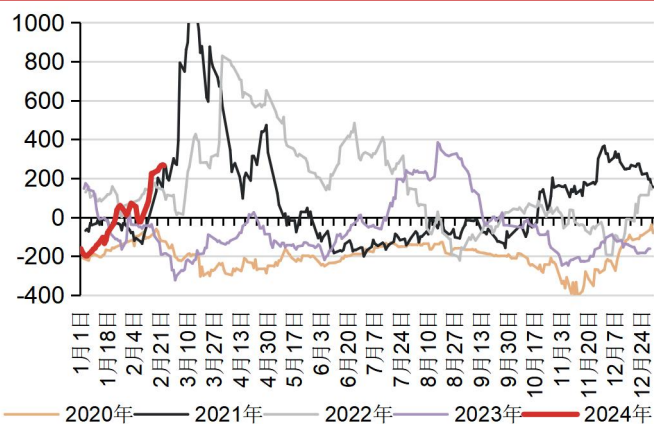
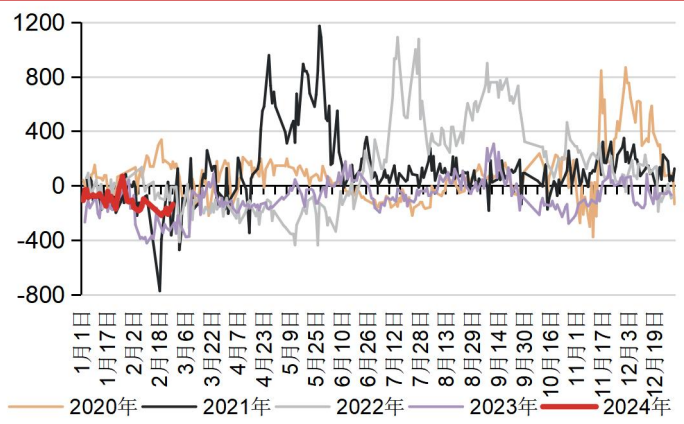


图 45: 国内苯乙烯进口利润 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 46: 苯乙烯供需平衡表

2024年苯乙烯月度供需	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12
ABS产能	66.71	66.71	70.96	72.63	72.63	75.75	75.75	75.75	83.25	83.25	83.25	93.25
ABS开工率	66.42	63.00	66.00	70.00	70.00	75.00	76.00	78.00	74.00	70.00	68.00	68.00
ABS产量	44.20	42.03	46.83	50.84	50.84	56.81	57.57	59.09	61.61	58.28	56.61	63.41
EPS产能	62.17	62.17	62.17	62.17	62.17	64.83	64.83	64.83	64.83	64.83	64.83	68.17
EPS开工率	54.74	25.00	50.00	52.00	54.00	56.00	58.00	59.00	60.00	56.00	55.00	55.00
EPS产量	36.80	15.54	31.71	32.95	34.19	36.96	38.25	38.90	39.55	36.96	36.31	38.17
PS产能	52.08	32.33	52.08	52.08	52.08	52.92	52.92	52.92	57.92	58.75	58.75	58.75
PS开工率	65.00	46.00	55.00	60.00	60.00	62.00	64.00	66.00	64.00	60.00	56.00	55.00
PS产量	38.12	24.57	32.81	35.42	35.42	37.04	38.10	39.16	41.70	39.95	37.60	37.01
苯乙烯产能	158.63	154.40	156.39	163.75	177.35	176.83	178.35	181.39	183.58	179.61	181.12	189.83
苯乙烯开工率	70.33	65.00	69.00	72.00	73.00	77.00	79.00	79.00	79.00	77.00	75.00	77.00
苯乙烯产量	135.65	120.43	128.24	134.28	136.56	143.24	148.03	150.55	152.37	145.49	143.08	153.77
苯乙烯净进口	4.00	1.50	0.00	3.00	3.00	6.00	6.00	6.00	6.00	4.00	3.00	3.00
苯乙烯总供给	139.65	121.93	128.24	137.28	139.56	149.24	154.03	156.55	158.37	149.49	146.08	156.77
苯乙烯下游需求量	133.19	104.60	129.54	136.37	138.08	149.09	152.96	156.57	163.05	154.31	148.80	156.22
苯乙烯供需差	6.46	17.33	-1.30	0.91	1.49	0.15	1.08	-0.01	-4.68	-4.82	-2.71	0.54
实际库存变动量	6.84											
苯乙烯全国库存预测	28.14	45.47	44.18	45.09	46.57	46.72	47.79	47.78	43.10	38.28	35.57	36.11

来源: 国联期货研究所 钢联隆众 卓创

四、基本面或支持苯乙烯毛利修复

4.1 苯乙烯的供需平衡较为“脆弱”

三月，苯乙烯的估值逻辑或由“成本端定价”，转向“基本面达成平衡需要分配苯乙烯多少毛利”的问题。

逻辑发生转变的原因一是，春节后 PO/SM 和非一体化装置持续亏损，将使苯乙烯行业失去至多约四成的产能。如果产业链仅分配到苯乙烯历史低位的毛利水平，那么三月苯乙烯或由累库翻转为去库，供求关系出现变化。

原因二是，纯苯继续上涨或导致下游苯乙烯、苯酚和己二酸等品种的亏损程度加大，国内需求或出现回落。油价月度逻辑偏空但全球芳烃供给偏紧的矛盾，以及海外炼厂产能回归时间的不确定性，使得成本端的走势不太明朗。

参考往年苯乙烯装置毛利走势来看，假设其他副产品和原料价格持稳，后市 EB-BZ 价差需要回升到 900-1000 元/吨，才能促成 PO/SM 和部分乙苯脱氢装置提负或重启。

但值得注意的是，苯乙烯三月的平衡表较为“脆弱”。若利华益、浙石化等成本较低的大装置没有如预期般新增停车损失量，或卫星化学的大装置选择重启，则有可能导致库存偏高的状况下苯乙烯达成供需平衡的状态。终端行业非旺季，下游需求的增量亦存在不确定性。

此外，关注高频韩国苯出口数据，以判断纯苯进口量下降的预期是否证伪。

4.2 月度策略

假设布油未来一个月于 76-83 美元/桶范围内波动，石脑油加工费中枢为 90 美元/吨，

BZN 价差支撑回落至 300 美元/吨附近，那么对应国内纯苯价格或在 7700-8500 元/吨范围内波动。苯乙烯主力合约估值区间在 8600-9400 元/吨附近。

中长线多单建议在区间上沿附近减仓。未入场者建议关注利华益、浙石化、卫星化学等边际装置的动力，若上述装置的检修落地，则可以在苯乙烯毛利偏低的前提下尝试做多。若纯苯下游己内酰胺、苯胺等品种亦出现负反馈，或韩国苯高频出口至中国的量未出现明显下降，则国内纯苯溢价或快速向下收敛，提供苯乙烯单边空的短线机会。

跨品种套利策略方面，我们建议投资者逢低做扩 EB-BZ 价差，在下游开工恢复负荷预期的前提下，EB-BZ 纸货三月下价差或修复至 900-1000 元/吨的水平。

月差策略方面，建议持有 4-5 月差正套策略，待月差走扩至 100 元/吨上方后离场。

图 47: 苯乙烯合约 04-05 价差 (元/吨)

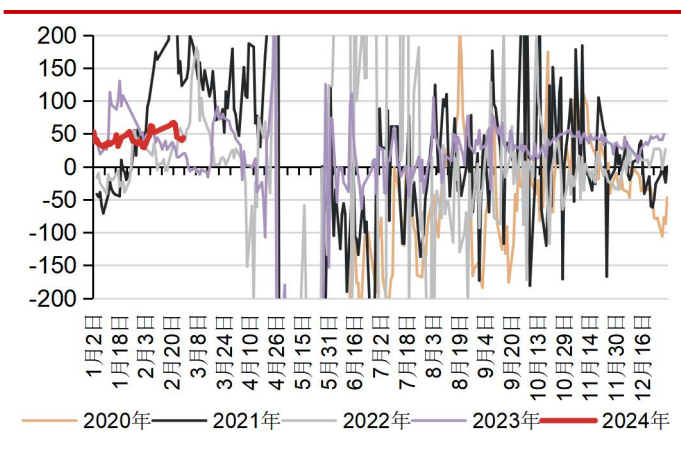
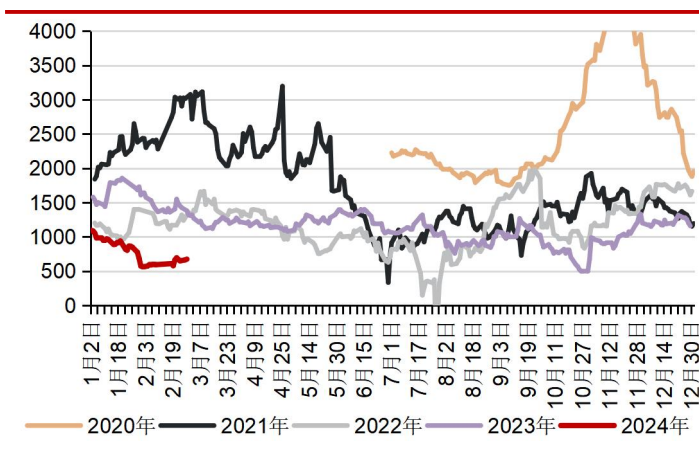


图 48: EB-BZ 纸货当月下价差 (元/吨)



来源：国联期货研究所 钢联 隆众 红桃3

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼(214121)

电话：0510-82758631

传真：0510-82757630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎