

## 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

贾万敬

从业资格证号: F03086791

投资咨询号: Z0016549

## 联系人:

丁家吉

从业资格证号: F03117223

## 相关研究报告:

《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》

## 供需转紧改善估值，下游过剩压抑上限

## ➤ 摘要

**年度回顾:** 2023年，原油带动芳烃价格偏强运行。苯乙烯产业链高速增长投产，出现阶段性供给过剩。中下游品种的毛利中枢下移，对上游造成负反馈。苯乙烯上半年因下游复苏不及预期，高开低走；二季度末触及年内低点后，受调油逻辑和家电需求回暖影响，苯乙烯走出多头趋势；四季度淡季，纯苯累库且加工费收敛，苯乙烯受成本端拖累，震荡下跌。

**纯苯展望:** OPEC减产的不确定性、宏观流动性的预期差和低库存或影响明年原油波动加大。供需平衡分析显示油价中枢或下移。国内芳烃供给逐年收紧，纯苯下游需求增长强劲，产业链利润或延续向上分配。明年纯苯有效产能增速5.1%，下游苯乙烯有效产能增速3.77%，己内酰胺有效产能增速8.75%，苯酚有效产能增速12.24%，己二酸有效产能增速13.12%。

**苯乙烯展望:** 明年下游ABS有效产能增速13.73%，PS有效产能增速10.91%，EPS 2024年有效产能增速5.11%。苯乙烯供需有望改善，并存在去库预期。明年纯苯对苯乙烯需求的依赖度有增无减，苯乙烯得到的利润分配或较今年增加。但下游大规模投产导致过剩、毛利亏损，也限制了苯乙烯向上的空间。

## ➤ 策略建议

我们以布油70美元为中枢进行成本利润定价，对应明年苯乙烯绝对估值区间6400-10000元；相对估值或向上修复，EB-BZ价差看800-1600元区间波动。关注二季度“油价下跌+需求淡季+苯乙烯累库”的做空机会；关注三季度“调油旺季+远月下游集中投产”的低多机会。

## ➤ 风险关注点

美联储超预期加息、产油国超预期减产、油价大幅偏离中枢、调油需求超预期增长、ABS大装置集中在一季度投产

# 目录

一、2023 年行情回顾： .....	- 5 -
二、宏观展望：围绕海外经济和通胀的预期差交易 .....	- 6 -
2.1 信贷周期下行，正收支带来消费韧性 .....	- 6 -
2.2 就业市场降温但涨薪难度低 .....	- 8 -
三、原油展望：减产难兑现，供需或转弱 .....	- 9 -
3.1 平衡表分析 .....	- 9 -
3.2 需求分析 .....	- 10 -
四、纯苯：供紧需旺，向下让利空间有限 .....	- 12 -
4.1 纯苯供给紧张局面难以改善 .....	- 12 -
4.2 部分下游毛利有韧性 .....	- 15 -
4.3 调油演绎常态化，明年旺季表现存疑 .....	- 17 -
五、苯乙烯：供需改善的新一年 .....	- 18 -
5.1 供需转紧有预期 .....	- 18 -
5.2 产业链难以解决利润问题 .....	- 20 -
六、下游行业展望 .....	- 24 -
6.1 竣工端与物流行业增长的余晖 .....	- 24 -
6.2 白色家电库存周期见顶 .....	- 25 -
6.3 汽车行业库存周期正兴 .....	- 27 -
七、供需平衡与估值 .....	- 29 -
7.1 2024 年月度供需平衡展望 .....	- 29 -
7.2 估值逻辑 .....	- 31 -

# 图表目录

图 1: 苯乙烯期货主力合约 1-11 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: 2021-2023 年美国通胀率和薪资增长率走势一览 (%) .....	- 7 -
图 5: 美国信贷周期:贷款增速趋势 (%) .....	- 7 -
图 6: 美国消费者支出水平 (零售总额) 增长率 (%) .....	- 7 -
图 7: 美国中小企业加薪计划指数 (领先 6 个月) & 美国职工薪资报酬增速 (%) .....	- 8 -
图 8: 美国制造投资规模&增速 (万美元, %) .....	- 8 -
图 9: 美国职位空缺指数&就业人数增速 (%) .....	- 9 -
图 10: 美国单位失业人口对应的空缺职位 (个) .....	- 9 -
图 11: 美国汽油表观需求量 (千桶/日) .....	- 11 -
图 12: 美国柴油表观需求量 (千桶/日) .....	- 11 -
图 13: 美国炼厂周度开工率 (%) .....	- 11 -
图 14: 中国主营炼厂开工率 (%) .....	- 11 -
图 15: 中国汽油表观需求量 (万吨) .....	- 11 -
图 16: 中国柴油表观需求量 (万吨) .....	- 11 -
图 17: 纯苯产能、产量、开工率趋势 (万吨, %) .....	- 12 -
图 18: 纯苯产能利用率季节性分析 (%) .....	- 12 -
图 19: 纯苯表观需求量季节性分析 (万吨) .....	- 13 -
图 20: 纯苯港口库存季节性分析 (万吨) .....	- 13 -
图 21: 国内纯苯生产毛利 (元/吨) .....	- 15 -
图 22: 亚洲 BZN (纯苯-石脑油) 价差 (美元/吨) .....	- 15 -
图 23: 己内酰胺副产硫酸铵综合毛利 (元/吨) .....	- 16 -
图 24: 己内酰胺表观需求量季节性分析 (万吨) .....	- 16 -
图 25: 己内酰胺库存季节性分析 (万吨) .....	- 16 -
图 26: 己内酰胺产能利用率季节性分析 (%) .....	- 16 -
图 27: 苯酚生产毛利 (元/吨) .....	- 17 -
图 28: 苯酚表观需求量季节性分析 (万吨) .....	- 17 -
图 29: 国内 MX 调油辛烷值价差 (元/吨) .....	- 18 -
图 30: 国内乙苯调油辛烷值价差 (元/吨) .....	- 18 -
图 31: 苯乙烯产能、产量和开工率趋势 (万吨, %) .....	- 18 -
图 32: 苯乙烯产能利用率季节性分析 (%) .....	- 18 -
图 33: 苯乙烯表观需求量季节性分析 (万吨) .....	- 20 -
图 34: 苯乙烯全国总库存季节性分析 (万吨) .....	- 20 -
图 35: 苯乙烯一体化毛利 (元/吨) .....	- 21 -
图 36: 苯乙烯 PO/SM 联产综合毛利 (元/吨) .....	- 21 -
图 37: 苯乙烯非一体化改良装置毛利 (元/吨) .....	- 21 -
图 38: 苯乙烯非一体化老旧装置毛利 (元/吨) .....	- 21 -
图 39: EPS 表观需求量季节性分析 (万吨) .....	- 21 -
图 40: EPS 库存季节性分析 (万吨) .....	- 21 -

图 41: EPS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 22 -
图 42: EPS 产能利用率季节性分析 (%)	- 22 -
图 43: PS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 22 -
图 44: PS 库存季节性分析 (万吨)	- 22 -
图 45: PS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 23 -
图 46: PS 产能利用率季节性分析 (%)	- 23 -
图 47: ABS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 23 -
图 48: ABS 库存季节性分析 (万吨)	- 23 -
图 49: ABS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 24 -
图 50: ABS 产能利用率季节性分析 (%)	- 24 -
图 51: 中国快递发展规模指数同比增速 (%)	- 25 -
图 52: 竣工当月同比&新开工同比领先 30 个月 (%)	- 25 -
图 53: 空调主要厂商库存季节性分析 (万台)	- 25 -
图 54: 空调渠道商库存季节性分析 (万台)	- 25 -
图 55: 空调行业库销比季节性分析 (%)	- 26 -
图 56: 36 城家用空调均价季节性分析 (元/台)	- 26 -
图 57: 冰箱行业库存季节性分析 (万台)	- 26 -
图 58: 洗衣机渠道商库存季节性分析 (万台)	- 26 -
图 59: 洗衣机厂商库存季节性分析 (万台)	- 27 -
图 60: 美国家电批发商库存金额 (百万美元)	- 27 -
图 61: 美国家电零售商库存金额 (百万美元)	- 27 -
图 62: 美国家用电器店零售消费者支出水平 (%)	- 27 -
图 63: 汽车厂商库存&库销比 (右轴) (万台, %)	- 28 -
图 64: 汽车渠道商库存&库销比 (右轴) (万台, %)	- 28 -
图 65: 美国 BEA 汽车库存水平 (千辆)	- 28 -
图 66: 美国 BEA 汽车行业库销比 (%)	- 28 -
图 67: 美国汽车行业批发商库存金额 (百万美元)	- 29 -
图 68: 美国汽车价格消费指数 (点)	- 29 -
表 1: IEA11 月月报供需平衡表 (万桶/日)	- 10 -
表 2: 2024 年纯苯及下游投产计划一览	- 14 -
表 3: 2024 年苯乙烯及下游投产计划一览	- 19 -
表 4: 2024 年苯乙烯月度供需平衡表	- 30 -
表 5: 2024 年苯乙烯月度供需平衡表 (假设场景)	- 31 -

## 一、2023 年行情回顾：

2023 年仍是苯乙烯产业链的高速投产期，全年苯乙烯新投约 280-300 万吨装置，增速约 16.7%。投产较快导致阶段性供需错配，苯乙烯及三大 S 的开工率与毛利中枢均显著下移。在过剩的背景下，苯乙烯产业链陷入“亏损→检修→扭亏为盈→提负→亏损”的“内卷”环境。

一季度苯乙烯高开低走，厂家在年初主动补库后，因市场需求不及预期，以集中检修的方式主动去库。此外，因 SVB 暴雷和 OPEC 减产的影响，油价大幅波动并引导苯乙烯的震荡方向。

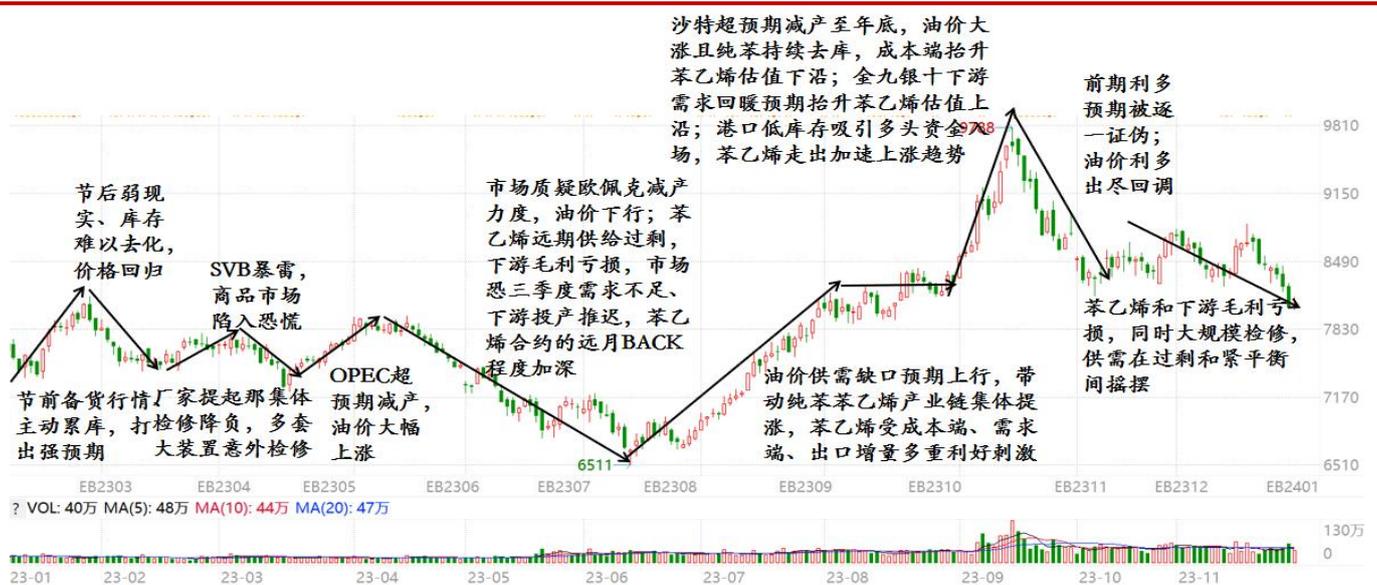
二季度传统淡季，下游三大 S 毛利亏损，对苯乙烯形成负反馈。苯乙烯随上游芳烃装置同步检修，市场对下半年预期转为悲观。

三季度调油旺季，因供需缺口加大、汽油裂解价差强劲，油价趋势上行。苯乙烯在“高成本、低库存、低利润、下游家电需求旺盛”的逻辑组合下开启上升趋势，乙苯调油也带来了纯苯的消耗增量。此外，欧洲苯乙烯产能退出加剧当地供应短缺，出口增量预期亦利多国内价格。

四季度，苯乙烯利多预期被证伪，价格冲高回落。但纯苯因下游集中投产供需偏紧，支撑苯乙烯在高位运行。11 月后进入传统需求淡季，纯苯下游亏损并大规模检修，供需转弱。

BZN（纯苯-石脑油）价差收敛，纯苯价格坍塌拖拽苯乙烯价格下跌。

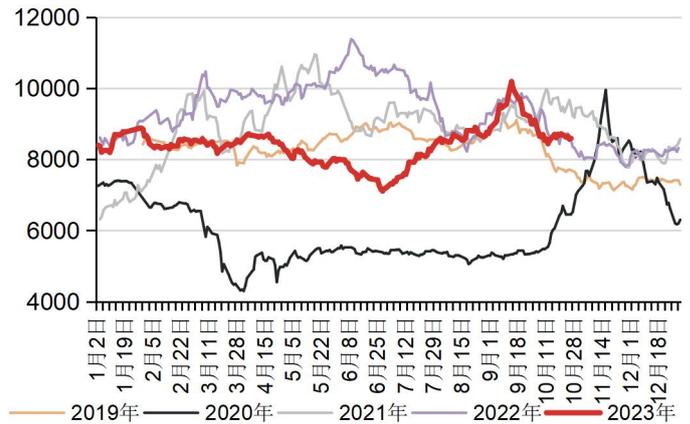
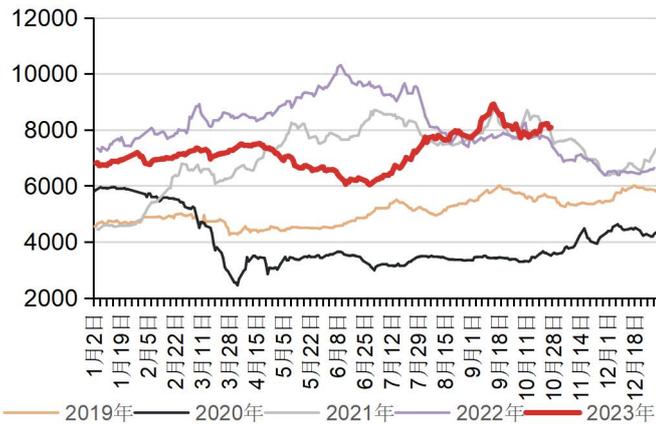
图 1：苯乙烯期货主力合约 1-11 月走势图



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、宏观展望：围绕海外经济和通胀的预期差交易

### 2.1 信贷周期下行，正收支带来消费韧性

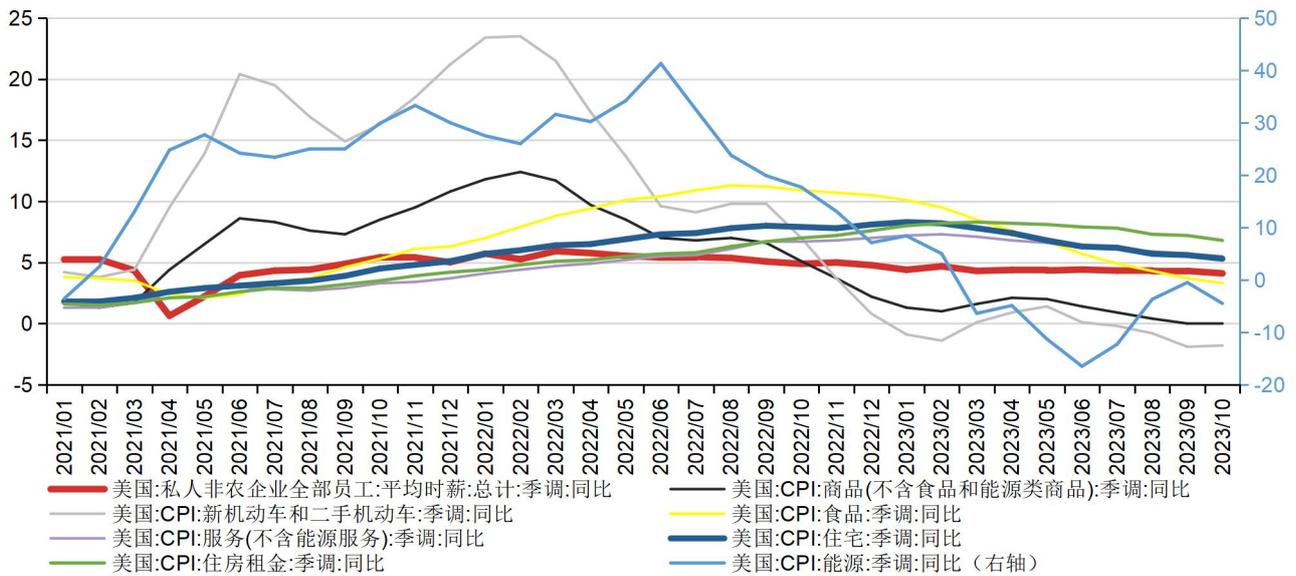
本节聚焦于“宏观流动性”和“美国经济韧性”分析。前者决定商品价格运行的节奏，后者决定全球总需求的变化，同时也是前者的影响变量。

宏观流动性明年是宽松的一年吗？我们认为，从加息结束到降息、扩表，还有很长的路要走，明年市场仍或围绕美联储的预期差进行交易。美国中、低阶级的居民收入增长及储蓄回升，将支撑社会消费的韧性。

从本轮美国通胀的演变来看，能源分项随着油价下跌已经消退；与必选消费相关的商品和食品通胀均低于工薪增长率；租金和住宅分项通胀顽固，下降缓慢；服务分项通胀相较商品通胀仍然高居不下；耐用品（家电、二手车等）出现负增长。

总览上述因素，美国社会消费的矛盾点在于：随着居民收入稳定增长且必选消费开支降低，美国家庭的储蓄开始累积。但消费倾向于人与人之间密切接触的服务业（体育、娱乐、医疗、餐饮等），或用来定期储蓄获取利息，以应对不断上涨的房租。对于传统制造业耐用品的需求明显下滑。

图 4：2021-2023 年美国通胀率和薪资增长率走势一览 (%)



来源：国联期货研究所 WIND

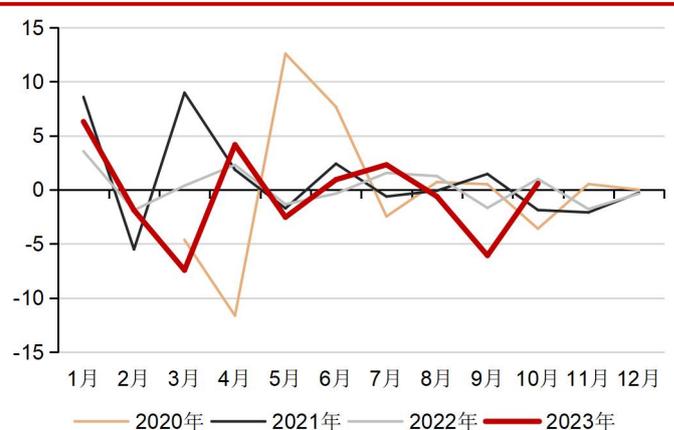
我们认为，上述矛盾的主因是信贷周期的影响。市场盛传的“超额储蓄耗尽”，目前来看只是短期影响，不能作为长周期因素考量。因为美国家庭的消费理念是透支型，而非储蓄型。高利率环境下，信贷流失对总消费的抑制影响，比“消耗低基数储蓄而抑制的消费量”更大。

从图 5 中可以发现，截至 2023 年 11 月初，美国除了车贷负增长外，信用卡消费增速仍保持两位数的增长，房地产贷款的绝对增速亦不低。若预期联储长期高利息政策，则美国信贷衰退周期远未见底，决定明年美国消费能否在低基数下实现强劲增长的关键在于“收入”。

图 5：美国信贷周期:贷款增速趋势 (%)



图 6：美国消费者支出水平（零售总额）增长率 (%)



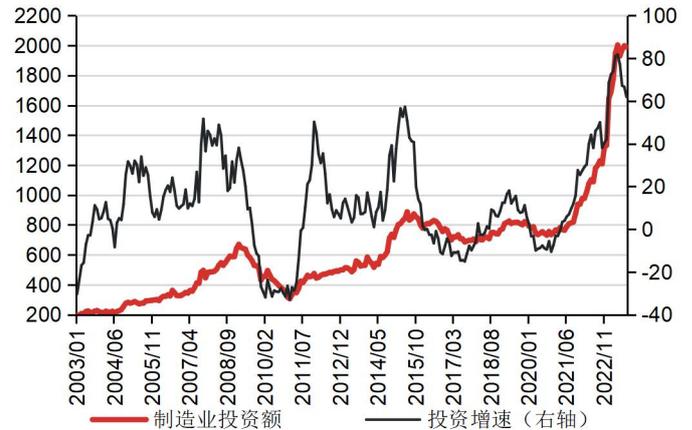
来源：国联期货研究所 WIND

## 2.2 就业市场降温但涨薪难度低

居民收入与就业市场兴衰休戚与共，图7展示了衡量企业在未来一个季度计划加薪的指数，该指数一般领先美国薪资增速约6个月。数据的领先性显示明年上半年美国职工薪资增速仍有提升的空间。今年全美汽车行业罢工的圆满解决也显示，政府、社会舆论在劳资谈判中偏向于劳方，而资方在制造业高景气的预期下，对员工涨薪的忍耐度较高。

图7：美国中小企业加薪计划指数（领先6个月）& 美国职工薪资报酬增速（%）

图8：美国制造投资规模&增速（亿美元，%）



来源：国联期货研究所 NFIB 亚特兰大联储 FRED WIND 同花顺 ifind

全球主要经济体近年来在人工智能、半导体、新能源汽车等的新领域，投入大量财政支出。美国2022年8月发布芯片支持法案后，制造业投资增速大幅升至约82%，为近20年最高水平。高增速的投资有望在1-2年内带来新的就业需求。

现实的矛盾在于，美国的职位空缺数和就业人数增长率自2022年6月以来持续下行，单位失业人口对应的空缺职位数同比明显下滑。在“高利率加大企业破产压力”导致的摩擦性失业和“人工智能技术革命”导致的结构性失业影响下，明年美国就业市场或延续降温。但失业率处于历史低位水平，劳动力供需未出现过剩，均意味着就业市场还不具备衰退的基础。

图9：美国职位空缺指数&就业人数增速（%）

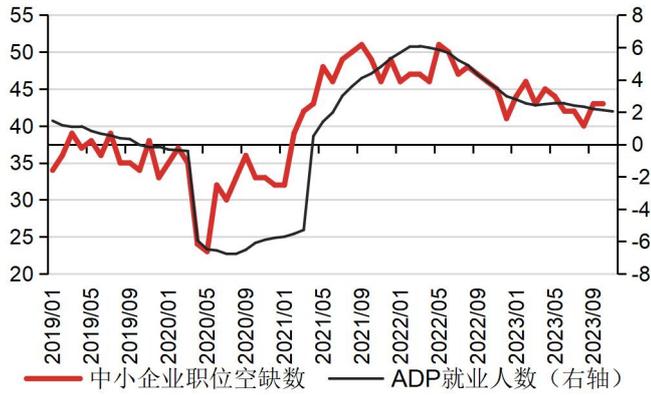
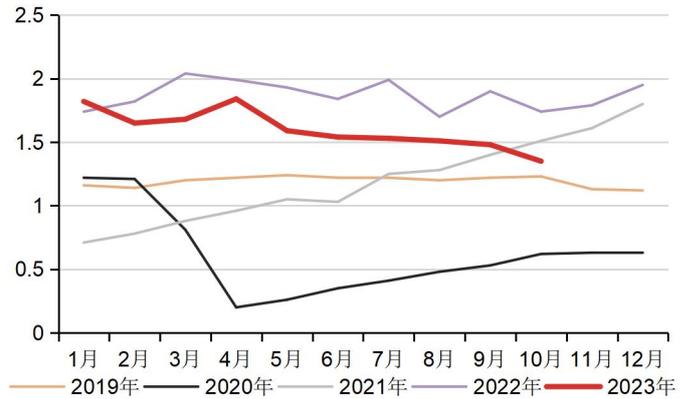


图10：美国单位失业人口对应的空缺职位（个）



来源：国联期货研究所 美国劳工局 NFIB WIND 同花顺 ifind

综上所述，投资高增速带来的新就业预期，和存量薪资增长的领先指标，均支持美国家庭收入增长。现实就业市场的降温尚不至于转向衰退。“正收支”将带来消费韧性，并阻滞核心通胀下滑。我们预期明年美联储落实降息的可能性较低，市场仍将围绕联储的预期差进行交易。

此外，明年日央行退出宽松政策，以及巨额美债发行，或阶段性抽紧宏观流动性，并加大利率交易的波动，抑制大宗商品的估值。

### 三、原油展望：减产难兑现，供需或转弱

#### 3.1 平衡表分析

回顾2023年行情，油价对苯乙烯的传导逻辑在于：1、苯乙烯供需矛盾不突出时，与原油的正相关性加强；2、调油旺季期间辛烷值走高，但由于下游价格重心下移，导致苯乙烯毛利亏损，此时定价锚在成本利润端；3、油价处于低波动率的阶段，苯乙烯与原油的正相关性走弱，则定价锚在相对纯苯的基本面变化。

从供需平衡角度来看，2024年的油价中枢下移的可能性较大。

IEA、EIA、OPEC对2024年全球非OPEC供应预期分别上调10万桶/日、31万桶/日、9万桶/日，美国、巴西为增产主力。OPEC认为明年去库250万桶/日，EIA预测明年累库27万桶/日，IEA预测明年累库50万桶/日。

OPEC+在11月30日的会议宣布明年延续减产约220万桶/日。其中130万桶/日为当前沙特和俄罗斯保持的减产量；俄罗斯另增的20万桶/日额度是通过燃料油的形式减产，或不影响其原油出口量；剩余约70万桶/日定性为其他成员国自愿的减产量。

从阿联酋、非洲国家与沙特就减产配额产生较大分歧的表现来看，明年欧佩克内部一致自愿减产的可能性较低。

此外，美国解除对委内瑞拉的石油制裁后，委国计划明年将产能提升至100万桶/日以上，在中国、印度进口需求增加，和俄罗斯的技术支持下，最终委国产能或增超20万桶/日。

综上所述，明年OPEC减产兑现的不确定性较高，来自美洲的增量或抵消OPEC的减量。我们参考11月IEA的预测（最悲观的累库预期），明年原油或存小幅过剩量，供需较今年偏松。

**表 1: IEA11 月月报供需平衡表 (万桶/日)**

百万桶/日	2020	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024
总需求	91.8	97.5	99.6	100.3	101.7	103	102.8	102	101.5	102.4	103.5	104.1	102.9
OECD 需求	42.1	44.9	45.8	45.4	45.7	46.1	46.2	45.8	45.2	45.3	45.6	45.9	45.5
非 OECD 需求	49.7	52.6	53.8	54.9	56	56.9	56.6	56.2	56.3	57.1	57.9	58.2	57.4
总供给	94.1	95.5	100.1	101.9	101.8	101.7	101.9	101.8	102.8	103.5	103.8	103.6	103.4
非 OPEC 供给	45.9	46.3	47.9	49	49.7	50.6	50.6	50	50.6	51.3	51.7	51.4	51.2
OPEC 供给	48.2	49.2	52.2	52.9	52.1	51.1	51.3	51.8	52.2	52.2	52.1	52.2	52.2
供需差	2.3	-2	0.5	1.6	0.1	-1.3	-0.9	-0.2	1.3	1.1	0.3	-0.5	0.5

来源：国联期货研究所 IEA

### 3.2 需求分析

今年主要经济地区的油品生产需求均实现增长，其中新兴市场需求实现高增长。

2023年1-11月，美国汽油和柴油表观需求量在去年的低基数上，分别累计同比增长约1.84%和1.2%。美国炼厂开工率中枢整体下移，且今年淡季开工率同比下降。

2023年1-10月，我国进口原油累计同比增长14.4%，汽油表需在去年的低基数上累计同比增约14.87%，柴油表需在去年的高基数上增约19.78%。2023年中国主营炼厂开工率中枢整体上移，并在三季度成品油出口高峰期间达到创纪录水平。

图 11: 美国汽油表观需求量 (千桶/日)

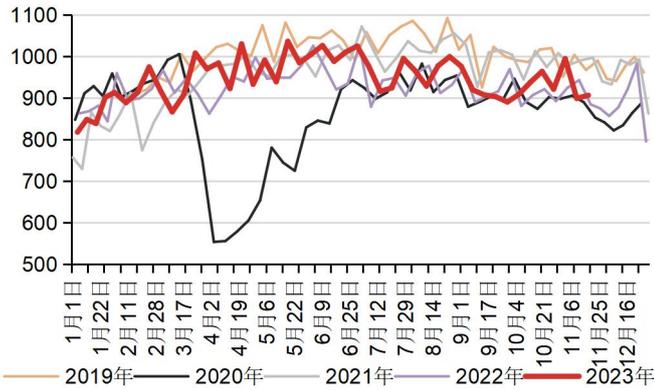
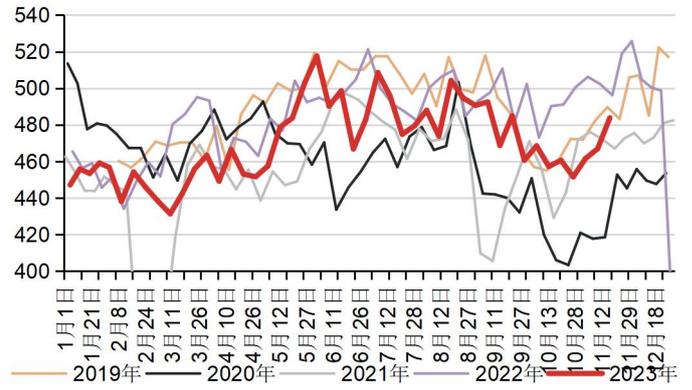


图 12: 美国柴油表观需求量 (千桶/日)



来源: 国联期货研究所 EIA WIND

图 13: 美国炼厂周度开工率 (%)

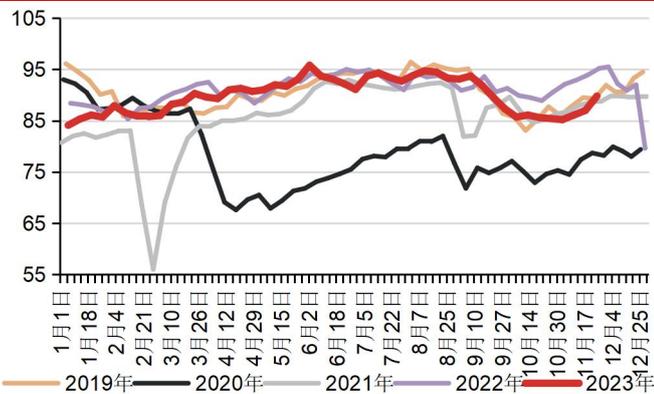
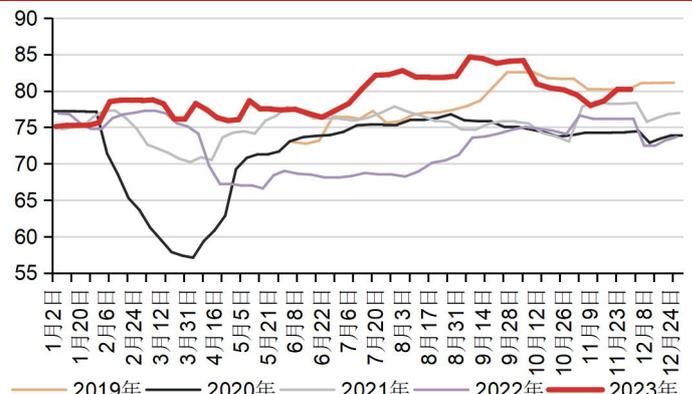


图 14: 中国主营炼厂开工率 (%)



来源: 国联期货研究所 EIA WIND 红桃3

图 15: 中国汽油表观需求量 (万吨)

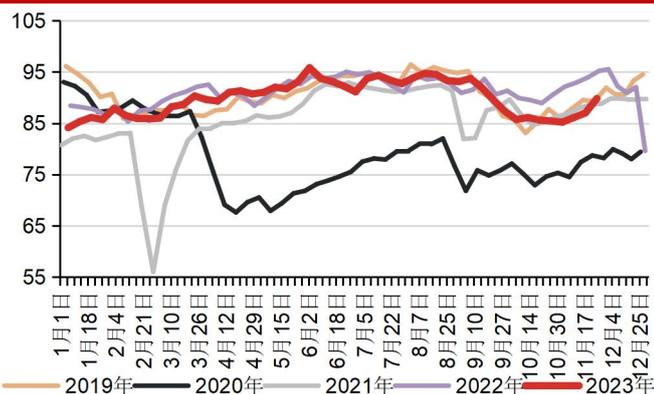
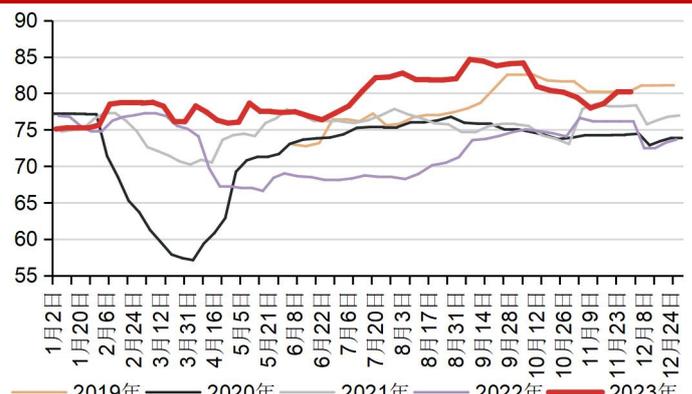


图 16: 中国柴油表观需求量 (万吨)



来源: 国联期货研究所 国家统计局 钢联

IEA、EIA、OPEC 在 11 月月报中, 对明年全球石油需求增速的预期分别为 90 万桶/日、140 万桶/日、225 万桶/日, 均较今年需求增速放缓。影响原油需求波动的关键变量是制造业活动复苏与否, 出行对总需求影响较小。截至 2023 年 11 月, 中、美 PMI 在荣枯

线上，而欧元区和日本PMI仍在荣枯线下，且整年呈下降趋势。全球PMI未能同步转好，对油价的驱动不足。

综上所述，在宏观流动性预期不过于乐观的前提下，原油走势或仍季节性波动。若在原油供需淡季，宏观流动性阶段性抽紧，则油价或加大下行的波动率。

我们认为，2024年布油价格中枢或下降至70美元/桶，在“低库存、宏观预期差大和OPEC减产的不确定性大”的逻辑组合下，波动率或较今年放大。

## 四、纯苯：供紧需旺，向下让利空间有限

### 4.1 纯苯供给紧张局面难以改善

截至2023年11月末，我国纯苯产能约2295万吨/年，若年末龙江化工产20万吨/年纯苯的甲苯歧化装置投产，则年产能增约11.73%，增速环比回落约3%。

2023年纯苯产能利用率预计约76.41%，位于近五年的中枢水平，维持在70%-80%区间波动。

受益于下游高速投产，2023年1-10月我国纯苯表需累计同比增约16.71%，增速接近2021年的高点（19%）。结合库存水平来看，纯苯表需累计同比增速逐月上行，而库存在四季度同比大幅转负，主要系苯乙烯、苯酚、己内酰胺在9-10月集中投产大装置，造成供需错配。

综合来看，纯苯供需较往年偏紧的原因是其产业链的投产顺序，有别于聚酯产业链——是由上往下投的。国内大炼化投产将尽，纯苯下游材料仍处高速投产期中。

图 17：纯苯产能、产量、开工率趋势（万吨，%）

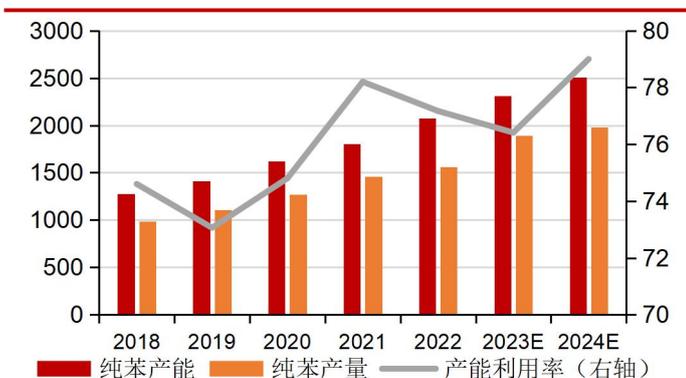
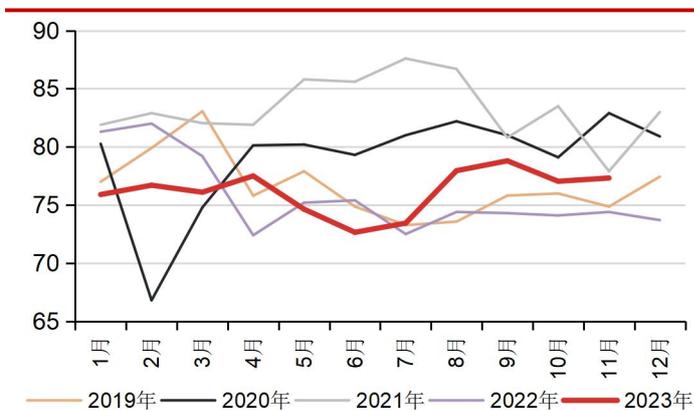


图 18：纯苯产能利用率季节性分析 (%)



来源：国联期货研究所 卓创 隆众 钢联

图 19: 纯苯表观需求量季节性分析 (万吨)

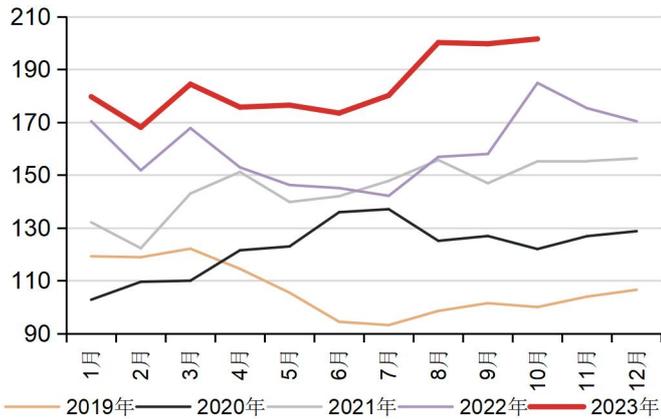
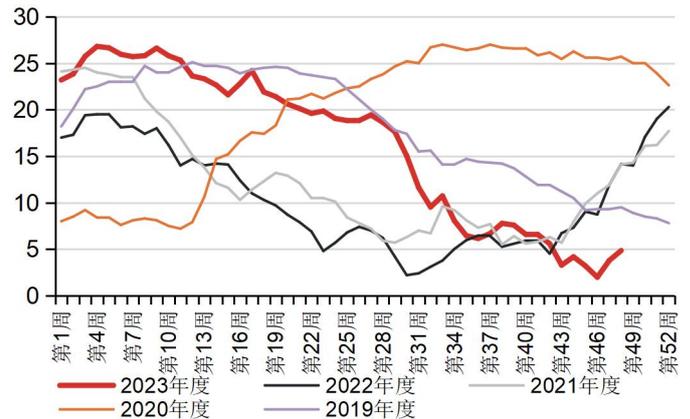


图 20: 纯苯港口库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

展望未来 5-10 年, 芳烃 (纯苯、MX、甲苯等) 供给扩张将放缓。我国芳烃生产对炼油的重整和乙烯裂解装置的依赖度较高, 甲苯歧化仅占 16%-20%。近年来环保监管加严, 发改委等四部门明确提出, 2025 年国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内。截至 2022 年末, 我国常减压产能约 9.82 亿吨, 加上今年投产和在建的产能, 全国炼能已超出 10 亿吨/年。

在炼能受限的未来, 国内新投炼厂只能通过清退地方的中小私营炼厂, 置换出存量的炼能额度。而解决缺芳烃的途径, 其一是通过甲苯歧化增产纯苯和 PX, 但甲苯受调油需求挤占, 且歧化产能占比较低, 可补充的芳烃量有限; 其二是在国外投建新炼厂, 向国内输送芳烃。

2024 年国内纯苯新投产产能约 194 万吨/年, 投产重心在下半年。对供给冲击最大的是裕龙岛大炼化项目。该项目于 2020 年 10 月开工, 建设周期约 24 个月。其芳烃产能包括约 130 万吨/年的纯苯和 300 万吨/年的 PX。目前, 裕龙的芳烃项目能否如期投产, 存较大不确定性, 但其可以直接出售包含组分的重整油。

明年加氢苯约有 40 万吨/年的产能在上半年投产, 对纯苯整体供给的影响不大。

如下表 2 所示, 纯苯下游苯乙烯 2024 年有效产能增约 66.67 万吨/年, 加上 2023 年末洛阳石化投产 12 万吨/年的装置, 增速约 3.77%; 己内酰胺 2024 年有效产能增约 56.35 万吨/年, 增速约 8.75%; 苯酚 2024 年有效产能增约 16.87 万/年, 加上 2023 年末龙江和海湾共 42 万吨/年的投产计划, 增速约 12.24%; 己二酸 2024 年有效产能增约 45.67 万吨/年, 增速约 13.12%。

纯苯 2024 年有效产能增约 97.25 万吨/年, 加上龙江新投的歧化, 增速约 5.1%。下游

新投产能折纯苯消耗当量，与纯苯新投产能或存在约75万吨/年的缺口。

**表 2：2024 年纯苯及下游投产计划一览**

企业	品种/工艺	投产时间	设计产能	所在省份	一季度实际产能	二季度实际产能	三季度实际产能	四季度实际产能
金诚石化	纯苯（乙烯裂解）	2024/3/31	10	山东省	7.5			
锦西石化	纯苯（催化重整）	2024/3/31	10	辽宁省	7.5			
锦州石化	纯苯（催化重整）	2024/3/31	10	辽宁省	7.5			
裕龙石化	纯苯（芳烃联合）	2024Q4	130	山东省				32.5
独山子石化	纯苯（催化重整）	2024/12/31	18	新疆				1.5
英力士天津南港	纯苯（乙烯裂解）	2024Q3	10	天津市			5	
荆门石化	纯苯（乙烯裂解）	2024Q1	6	湖南省	4.5			
宏坤新材料	加氢苯	2024/3/31	20	广西	15			
京博	加氢苯	2024/3/31	10	山东省	7.5			
甘肃首途新能源	加氢苯	2023/6/30	10	甘肃省		5		
内蒙古黑猫煤化工有限公司	加氢苯	2024/12/31	10	内蒙古				0.83
<b>纯苯投产总和</b>					<b>49.5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>35.67</b>
<b>下游投产总和(折纯苯当量)</b>					<b>141.98</b>	<b>0</b>	<b>32</b>	<b>6.57</b>
富宇化工	苯酚	2024/2/29	22	山东省	16.87			
三宁化工	己内酰胺	2024/3/31	40	福建省	29.4			
鲁西化工	己内酰胺	2024/3/31	30	山东省	22.05			
广西恒逸	己内酰胺	2024/12/31	60	广西				4.90
华鲁恒升	己二酸	2024/1/15	10	山东省	7.67			
河南峡光	己二酸	2024/1/15	30	河南省	23			
裕龙石化	苯乙烯	2024/9/30	50	山东省			20	
山东京博	苯乙烯	2024/3/31	68	山东省	40.8			
盛虹炼化	苯乙烯 PO/SM	2024/8/31	45	江苏省			12	
北海炼厂	苯乙烯	2024/12/31	25	广西				1.67
万华化学	苯乙烯抽提	2024/1/31	3	浙江省	2.2			

来源：国联期货研究所 公开信息 隆众 卓创

综合来看，明年纯苯供给或进一步收紧，体现在一季度和第三季度的下游集中投产期。

值得注意的是，纯苯下游品种的投产意愿受各自利润影响的弹性较大。下节将分析产业链的成本利润。

## 4.2 部分下游毛利有韧性

因纯苯生产的壁垒和稀缺性，产业链利润向头部集中。三大主要下游苯乙烯、己内酰胺和苯酚近年来盈利情况不佳。

因海外调油备货常态化，调油逻辑交易提前，2023年BZN价差的季节波动被熨平。国内纯苯偏紧的基本面支撑BZN在200-300美元/吨窄幅震荡。今年11月末下游大规模检修及进口量高速增长等因素，推动BZN跌破了200美元的支撑。

纯苯让利助推下游品种扭亏为盈，利于明年初下游投产落地。基于长期供需偏紧的判断，我们对纯苯的估值较为乐观，明年BZN估值或维持200-300美元震荡。

图 21: 国内纯苯生产毛利 (元/吨)

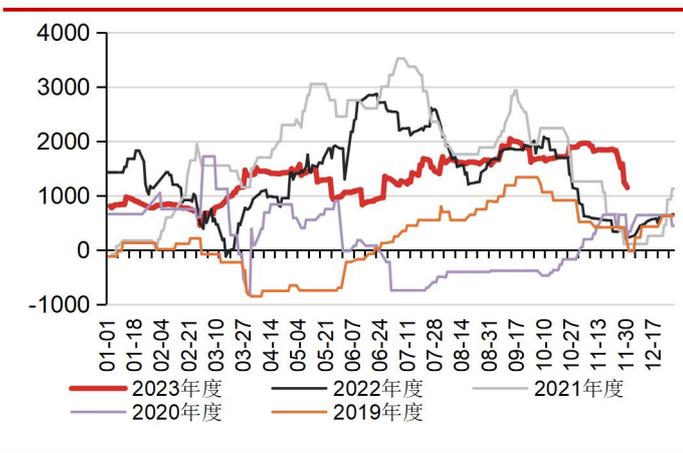
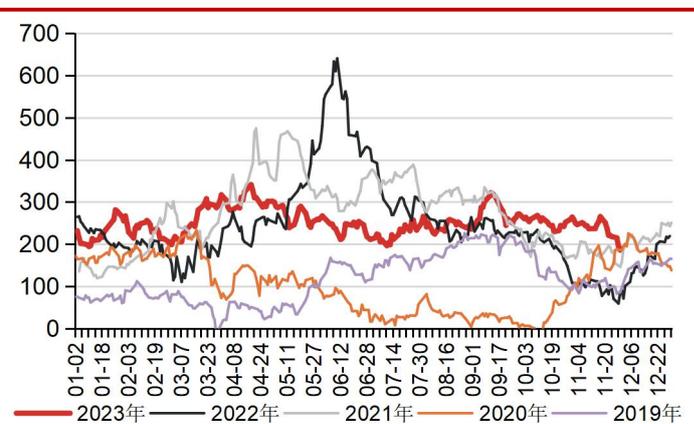


图 22: 亚洲 BZN (纯苯-石脑油) 价差 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

2023年，己内酰胺毛利表现较好，其受益于副产硫酸铵的经济效益。近年来国内尿素出口政策收严，国际尿素价格持续走高，硫酸铵作为化肥尿素的廉价替代品，出口需求高速增长。2019年-2023年10月末，我国硫酸铵累计出口增速为3.09%、23.22%、22.99%、16.86%和10.94%。随着一带一路、金砖国家的农贸合作深化，预计明年硫酸铵出口仍将高速增长，支撑己内酰胺的生产毛利。

己内酰胺2023年1-10月表需累计同比增15.25%，库存中枢较2022年下移。2023年1-10月PA6表需累计同比增11.43%。展望明年，PA6计划投产160万吨/年，产能增速约24.73%，下游聚合锦纶亦处于高速投产期。

综上所述，己内酰胺在利润较优、供需双增、库存偏低的结构下，明年厂家或有较高的投产积极性和开工意愿。

图 23: 己内酰胺副产硫酸铵综合毛利 (元/吨)

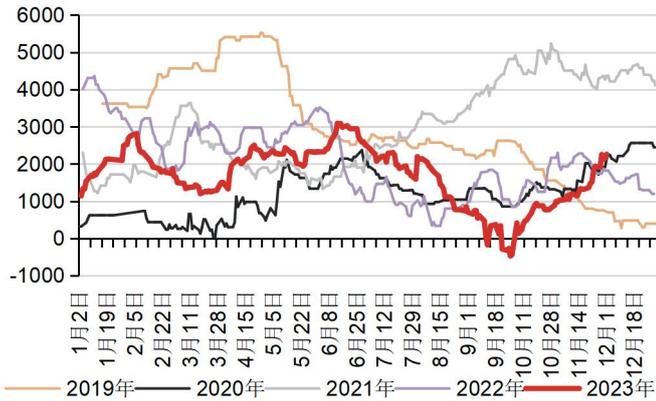
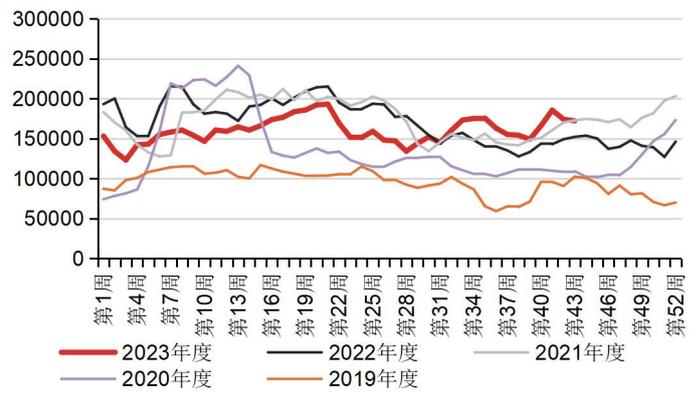


图 24: 己内酰胺表观需求量季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 卓创 红桃3 隆众 钢联

图 25: 己内酰胺库存季节性分析 (万吨)

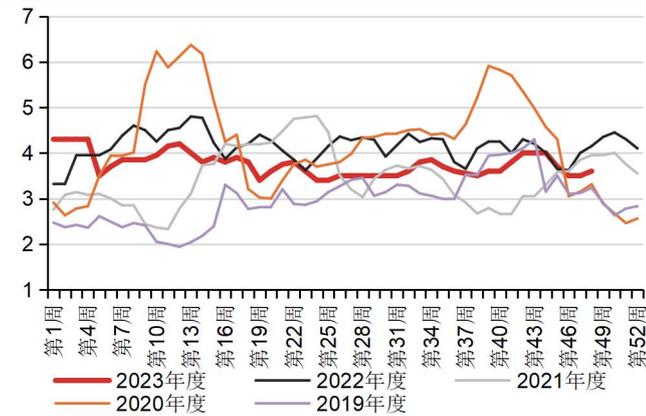
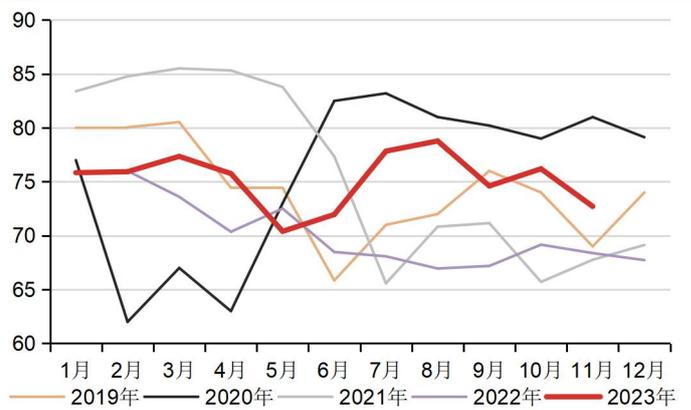


图 26: 己内酰胺产能利用率季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

2023年1-10月, 苯酚表需累计同比增长约22.64%, 港口库存中枢水平较2022年整体下移。若年末龙江化工和海湾化学共44万吨/年的装置投产, 则年产能增速达约41%。

大装置集中投产也导致今年苯酚供需错配, 一投产即过剩。上游成本持续偏高下, 苯酚的盈利韧性不足, 厂家只能以集中检修的方式平衡市场供需。

展望明年, 苯酚投产告一段落, 下游双酚A投产共约59万吨/年, 苯酚市场供需有望重归平衡, 开工率或趋于稳定。

图 27: 苯酚生产毛利 (元/吨)

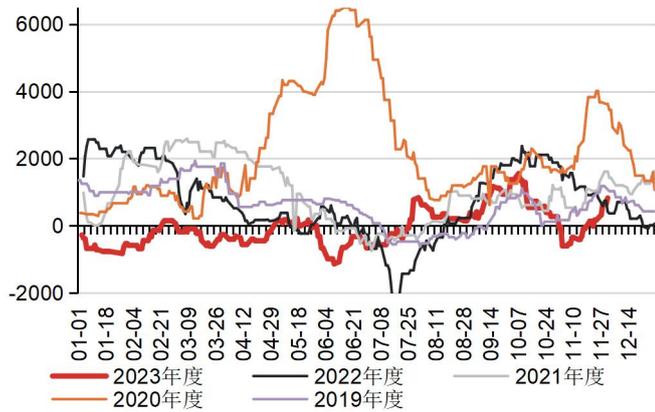
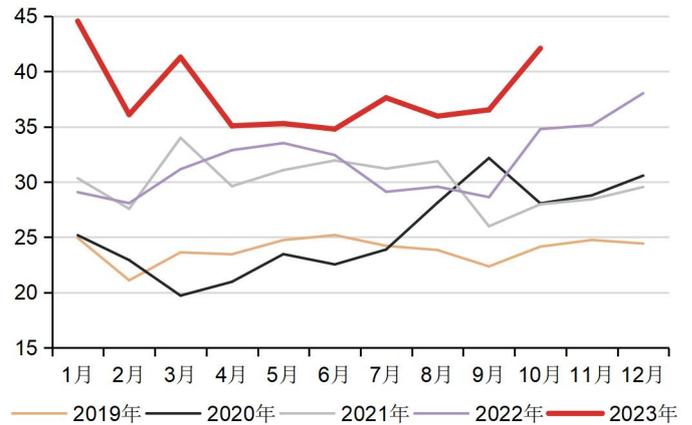


图 28: 苯酚表观需求量季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

明年苯乙烯投产基本为炼化项目的一体化装置, 投产的可能性较高。2024 年苯乙烯新投的有效产能占纯苯下游总新投产产能近 40%。综合来看, 明年纯苯需求端预期表现强劲。

#### 4.3 调油演绎常态化, 明年旺季表现存疑

在全球炼油产能东移、美国产油轻质化和欧美炼能清退的大趋势下, 海外重整重质油的产能不足, 在旺季调油组分或长期紧缺。

美国炼厂为抹平芳烃价格的季节性波动展开了提前备货的计划。明年调油逻辑或仍将在 1-2 月开始演绎, 季节性波动或被熨平。

受 2023 年成品油消费税改革影响, 乙苯调油需求提供了纯苯的消耗增量, 同时挤占了部分苯乙烯产量。从调油性价比来看, 今夏国内 MX 调油辛烷值价差处于近五年同期较低水平, 而乙苯的调油辛烷值价差则处于近五年同期均值之上。

经我们计算, 2023 年旺季我国乙苯调油量约为 8-11 万吨/月, 对应的纯苯消耗当量约 3.24-4.39 万吨/月。

值得注意的是, 明年裕龙投产后无论是生产芳烃, 还是外售含组分的重整油, 都将对调油市场供给产生冲击。参考今年调油高峰期 MX 月产量约 350 万吨, 假设调油占 MX 需求约 1/3, 那么裕龙新投 300 万吨/年的 MX 流入调油市场后, 或新增约 20% 的供给量。

综上所述, 调油逻辑仍将支撑芳烃与石脑油的价差, 但在旺季芳烃能否复制今年的上涨行情, 存在较大的不确定性。

图 29：国内 MX 调油辛烷值价差（元/吨）

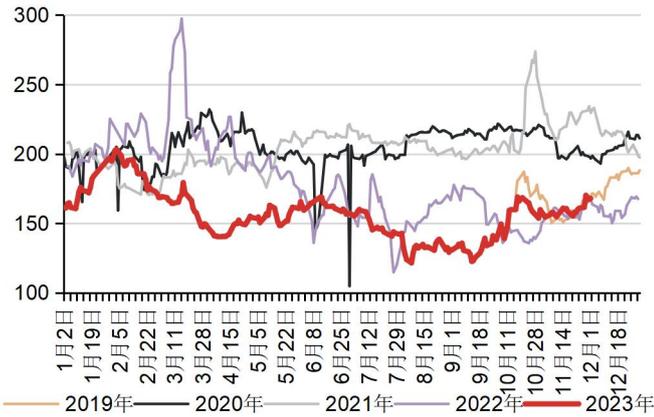
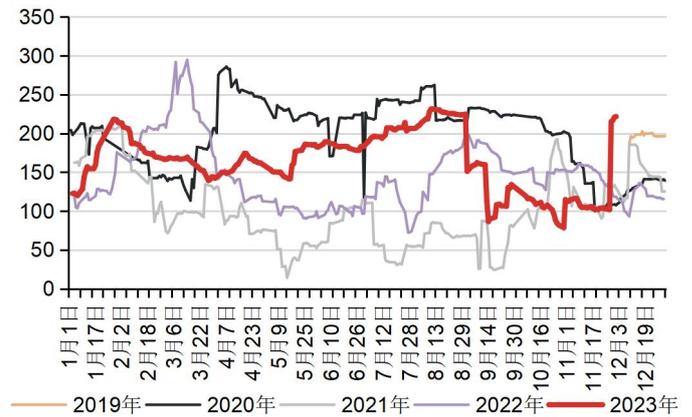


图 30：国内乙苯调油辛烷值价差（元/吨）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

## 五、苯乙烯：供需改善的新一年

### 5.1 供需转紧有预期

截至 2023 年 11 月末，我国苯乙烯产能约 2043 万吨/年（剔除关停的阿贝尔、常州东昊等），若年末洛阳石化 12 万吨/年装置投产，则年产能环比增约 18.01%，增速近四年首度回落至 20% 下方，仍在高速扩产。

2023 年苯乙烯产能利用率预计约 72.39%，近五年随着苯乙烯大规模投产，导致供需过剩，开工率中枢逐年下移。

图 31：苯乙烯产能、产量和开工率趋势（万吨，%）

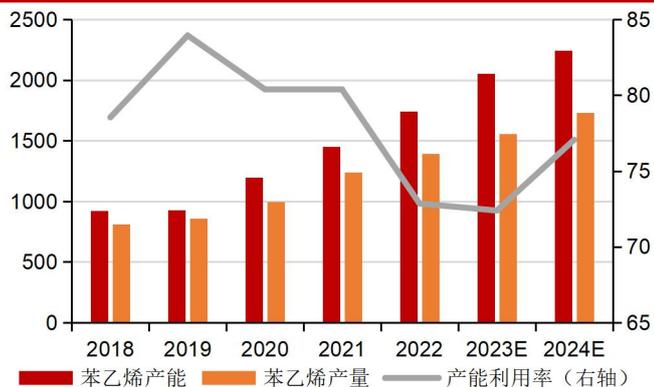
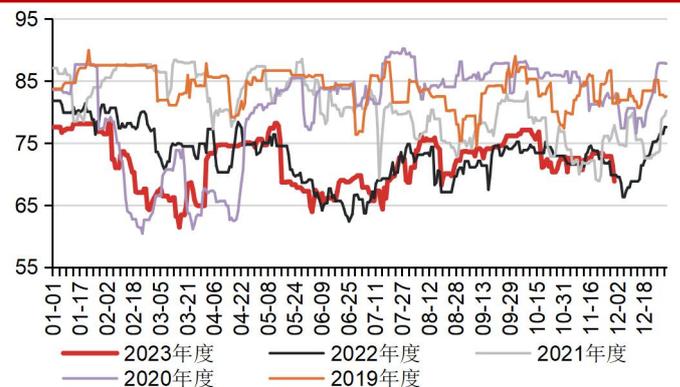


图 32：苯乙烯产能利用率季节性分析（%）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

展望明年，国内新投苯乙烯装置设计产能共约 191 万吨/年，明年苯乙烯的投产重心在三、四季度之交。如下表 3 所示，下游 ABS 2024 年有效产能增约 103.12 万吨/年，增速 13.73%，

占下游总投产比近70%；PS 2024年有效产能增约25.25万吨/年，加上2023年末宏达和浙江一塑共40万吨/年的投产计划，增速10.91%；EPS 2024年有效产能增约19.14万吨/年，加上2023年末珠海壬庚的20万吨/年新产能，增速5.11%。

苯乙烯2024年有效产能增约66.67万吨/年，加上洛阳石化12万吨/年的新产能，增速3.77%。下游增量折苯乙烯消耗当量，与苯乙烯的增量或存在约65万吨/年的缺口。

**表3：2024年苯乙烯及下游投产计划一览**

企业	品种/工艺	投产时间	设计产能	所在省份	一季度实际产能	二季度实际产能	三季度实际产能	四季度实际产能
裕龙石化	苯乙烯	2024/9/30	50	山东省				12.5
京博	苯乙烯	2024/3/31	68	山东省	51			
盛虹炼化	苯乙烯 PO/SM	2024/8/31	45	江苏省			11.25	
北海炼厂	苯乙烯	2024/12/31	25	广西省				2.08
万华化学	苯乙烯 C8 抽提	2024/1/31	3		2.25			
<b>苯乙烯投产总和</b>					<b>53.25</b>	<b>0.00</b>	<b>11.25</b>	<b>14.58</b>
<b>下游投产总和(折苯乙烯当量)</b>					<b>41.54</b>	<b>24.8</b>	<b>55.36</b>	<b>25.79</b>
河南网塑	PS	2024/9/30	60	河南省			14.85	
江苏赛宝龙	PS	2024/12/31	36	江苏省				2.97
卫星化学(连云港石化)	PS	2024/6/30	10	江苏省			4.95	
山东道尔	PS	2024/10/31	10	山东省				2.475
荣盛(浙石化)	ABS	2024年分批	120	浙江省	24.8	18.6	12.4	6.2
裕龙石化	ABS	2024/12/31	60	山东省				3.1
广西长科	ABS	2024Q4	40	广西省				6.2
泰兴新浦	ABS	2024/3/31	21	江苏省	9.765			
漳州奇美	ABS	2024/2/29	15	福建省	6.975			
大庆石化	ABS	2024/4/30	20	黑龙江		6.20		
上海高桥	ABS	2024/6/30	7.5	上海市			2.325	
恒力大连	ABS	2024/12/31	30	辽宁				1.55
山东海科	ABS	2023/9/30	20	山东省			5	
辽宁盛业	EPS	2024/6/30	32	辽宁			15.84	
天津见龙	EPS	2024/12/31	40	天津市				3.30

来源：国联期货研究所 公开信息 隆众 卓创

2023年1-10月，苯乙烯表需累计同比增约13.57%，达近五年最高水平。截至2023年11月末，苯乙烯全国库存（港口+工厂）同比降约-5.07%，在近五年同期较低水平运行，港库水位达历史最低。

图 33: 苯乙烯表观需求量季节性分析 (万吨)

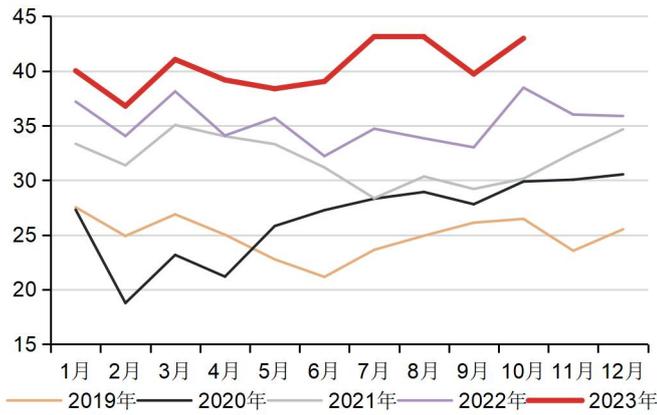
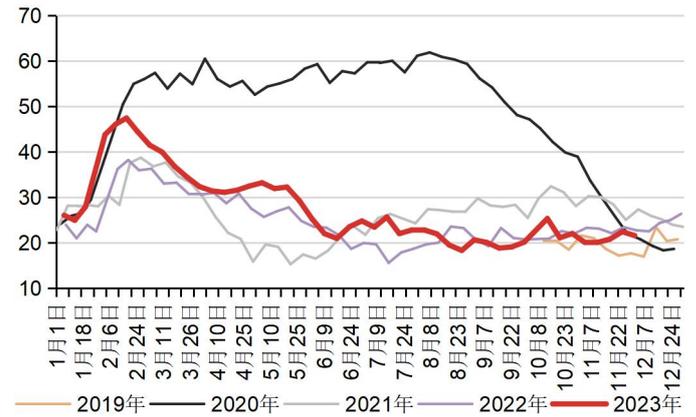


图 34: 苯乙烯全国总库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

数据显示苯乙烯在需求支撑下未出现过剩, 上下游厂商达成紧平衡后, 外售市场的供给量明显减少。

明年在自身投产增速放缓, 下游投产维持高增速的结构下, 苯乙烯供需或将收紧。值得注意的是, 下游除卫星、荣盛等上市企业和大炼化的投产外, 其余小装置的投产意愿易受当期毛利情况影响。

## 5.2 产业链难以解决利润问题

2023 年受成本端上移影响, 苯乙烯产业链相对得到的利润分配较少。

分工艺来看, 苯乙烯呈现一体化装置清退非一体化装置, 大装置清退老旧小装置的投产趋势。2024 年一体化装置占比或升至约 60%, PO/SM 装置占比或升至约 22%。

随着纯苯得到的利润分配增加, 苯乙烯一体化毛利也相对表现更佳。

PO/SM 装置毛利因环氧丙烷高速投产、供给过剩, 利润空间明显收窄。

苯乙烯的非一体化老旧产能 (占总产能比约 8%) 已有接近两年的时间处于亏损状态, 未来两年将面临被淘汰清退。

图 35: 苯乙烯一体化毛利 (元/吨)

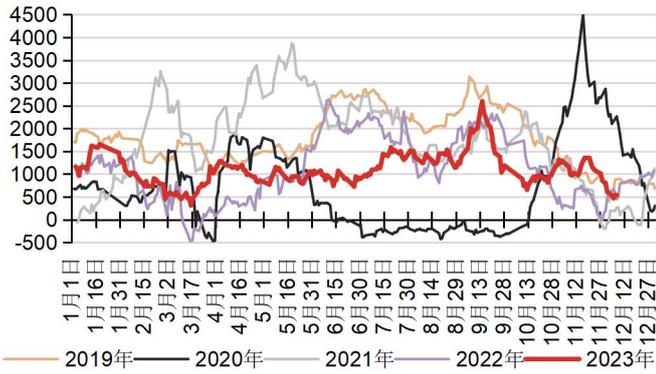
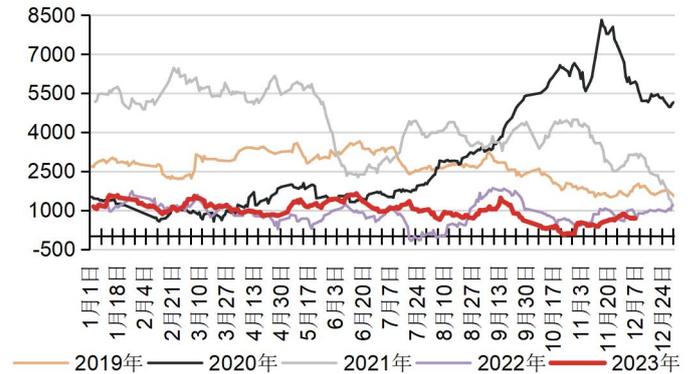


图 36: 苯乙烯 PO/SM 联产综合毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众 红桃3

图 37: 苯乙烯非一体化改良装置毛利 (元/吨)

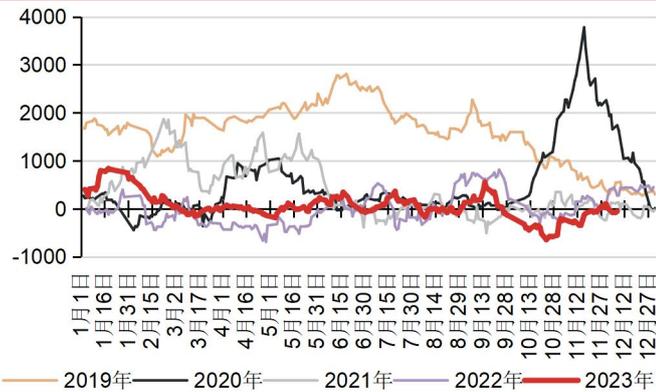
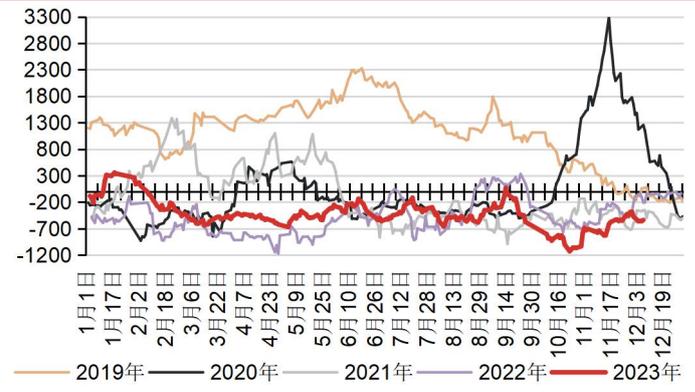


图 38: 苯乙烯非一体化老旧装置毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众 红桃3

2023 年 1-10 月, EPS 表需累计同比增约 8.62%, 前三季度处于累库状态, 四季度进入淡季后厂商主动降负去库, 以应对毛利下滑。展望明年, EPS 投产速度明显放缓, 其终端需求受国家财政政策刺激影响, 总需求的增长率或高于产能增长率。EPS 市场有望改善今年的过剩情况, 预期明年 EPS 行业开工率中枢水平持稳, 毛利或小幅改善。

图 39: EPS 表观需求量季节性分析 (万吨)

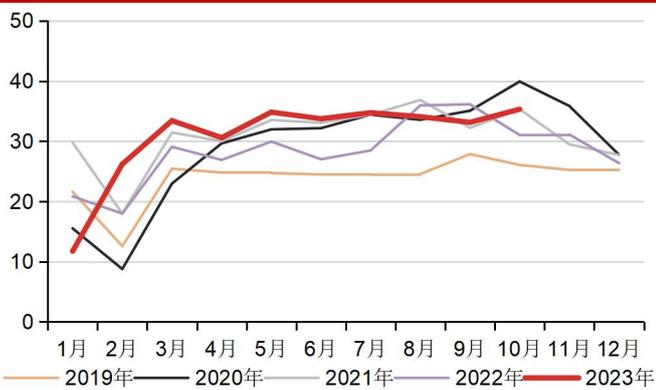
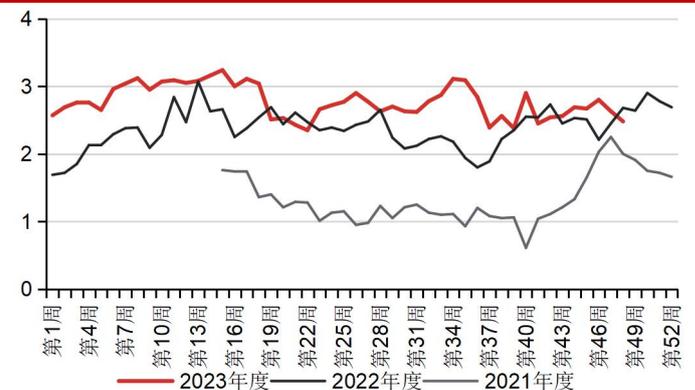


图 40: EPS 库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

图 41: EPS 生产毛利季节性分析 (元/吨)

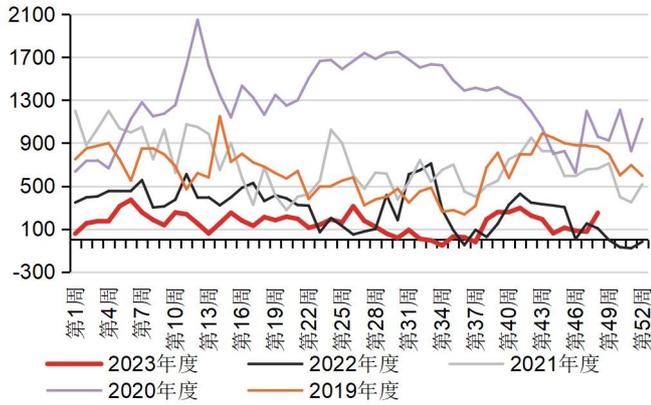
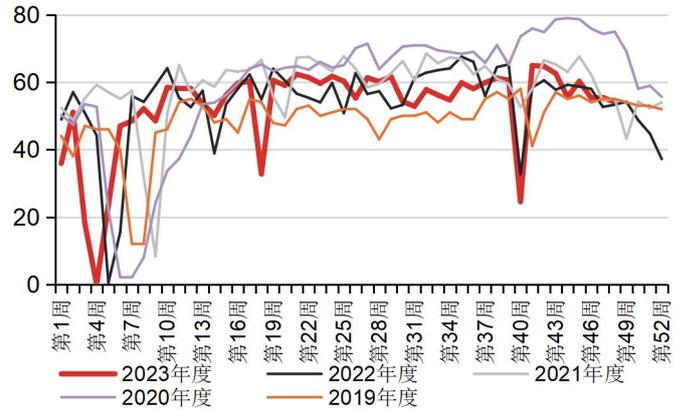


图 42: EPS 产能利用率季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

2023年1-10月, PS表需累计同比增约3.35%, 周期内PS共投产约137万吨/年装置, 产能增速约26.21%。表需增速较低的原因一是我国由PS净进口量持续下滑(2020-2023年1-10月, 我国PS净进口量分别为128.5万吨、110.1万吨、77万吨和37.6万吨); 二是PS行业开工率中枢下移, 产量增速放缓。

PS行业库存较2022年小幅累库, 处近五年同期最高水平。国内供给过剩, 价格中枢下移, 产业进入被动累库阶段。

近两年部分PS厂商将透苯线改为改苯线, 因改苯的抗冲击性与ABS差异不大, 且价格更低, 产生一定的替代效应。

但考虑到国内ABS大规模投产后也转为过剩, ABS价格趋势下跌或抑制硬胶塑料替代品的价格。明年PS过剩及盈利不佳的问题较难化解, 关注汽车零部件轻量化的需求对PS的影响。

图 43: PS 表观需求量季节性分析 (万吨)

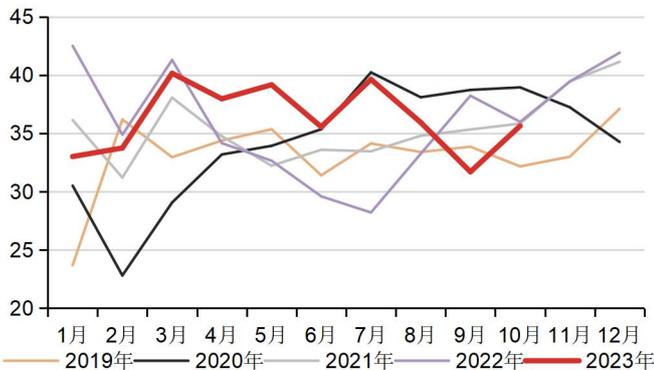
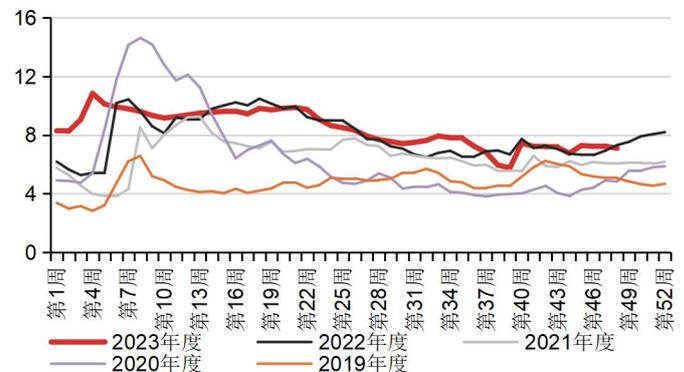


图 44: PS 库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

图 45: PS 生产毛利季节性分析 (元/吨)

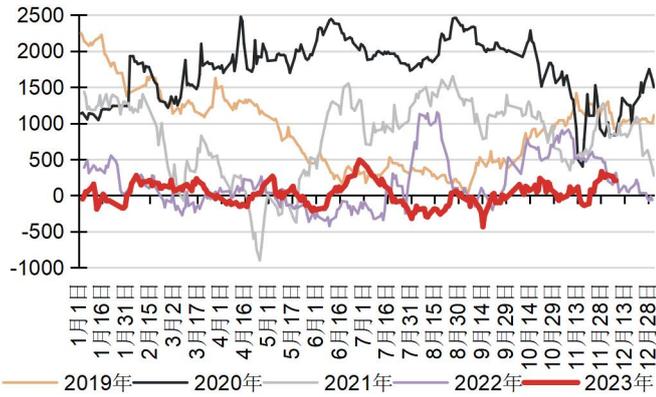
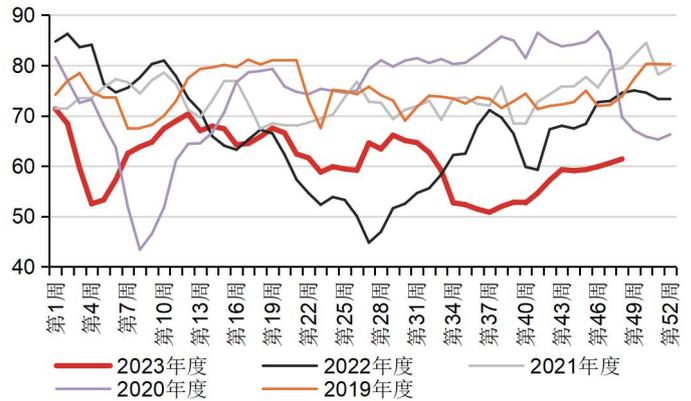


图 46: PS 产能利用率季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

2023年1-10月, ABS表需累计同比增约21.64%, 周期内ABS共投产约230万吨/年装置, 产能增速约41.7%。ABS库存上行至历年最高水平, 货源充裕导致商家大幅降价以主动去库。

行业利润一落千丈, 今年四季度ABS外采毛利回落至-1000元/吨下方。但部分厂家为争夺市场份额仍高负荷生产, 且四季度英力士60万吨/年装置也在亏损下投产, 竞争者的涌入加剧了产业过剩。

假设浙石化于明年一季度将120万吨/年装置全部投产, 或恶化行业的亏损程度, 迫使其他装置尽早或推迟投产。预计明年ABS行业开工率中枢或下移, 扭亏为盈的难度较大。

图 47: ABS 表观需求量季节性分析 (万吨)

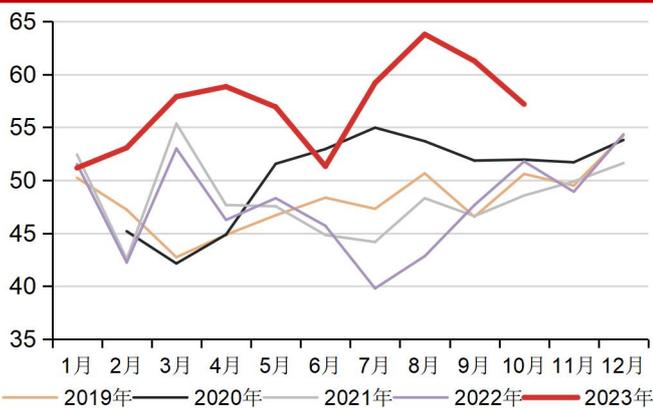
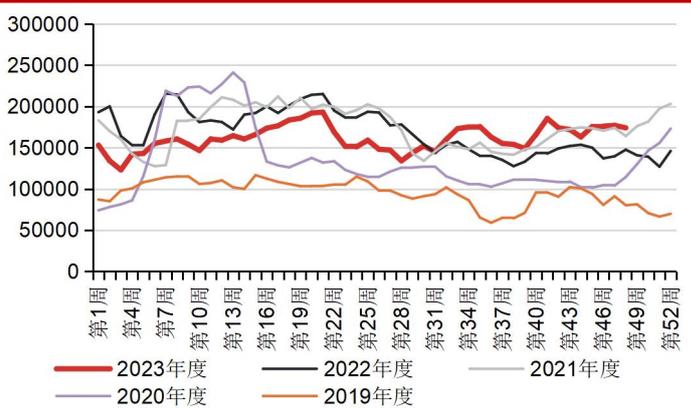


图 48: ABS 库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

图 49: ABS 生产毛利季节性分析 (元/吨)

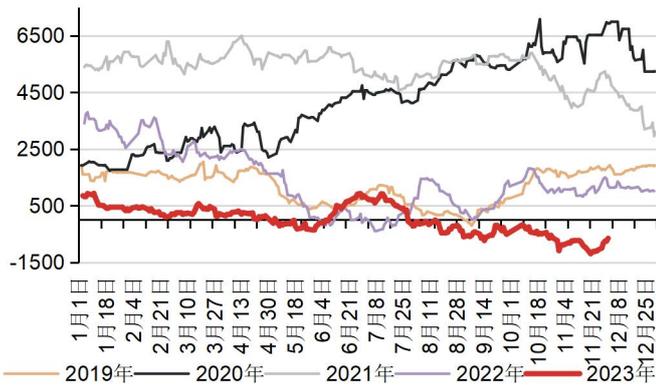
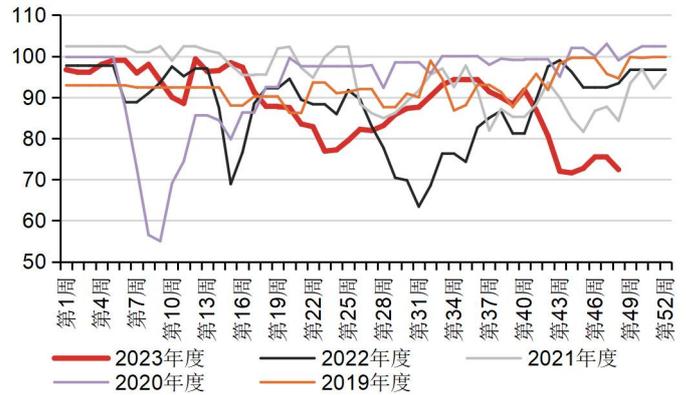


图 50: ABS 产能利用率季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

## 六、下游行业展望

### 6.1 竣工端与物流行业增长的余晖

EPS 广泛应用于快递包装, 回测 2018 年-2023 年 10 月数据可见, EPS 月产量与我国快递发展指数显著正相关, 相关性高达 61.77%。

今年物流业景气度较高: 快递业规模指数增速升至 10% 以上; 物流业景气指数维持在荣枯线上方; 高频数据显示, 今年电商旺季, 全国邮政投递量同比增约 12.27%。

然而电商渗透率高增长的周期已过。2019-2022 年, 我国商品零售线上渗透率分别为 20.7%、24.9%、24.5%、27.2%。2023 年 1-10 月为 26.7%, 同比增 0.5 个百分点。未来物流需求或向经济总量的低增速靠拢。

除物流包装外, EPS 还应用于房屋外墙保温材料, 受竣工端影响更大。城中村改造, 保交楼, 及拟向房企提供无抵押贷款等政策, 或支撑明年房屋竣工需求。市场一致预期, 房屋新开工领先竣工 24-30 个月, 2024 年的竣工量受到 2021 年下半年到 2022 年的新开工项目影响。领先指标显示, 2024 年上半年竣工端增速仍有望实现高速增长, 但到下半年或加速回落。

综上所述, 物流行业及地产竣工端求增速将面临放缓压力, 明年 EPS 受财政政策发力的影响较大。

图 51: 中国快递发展规模指数同比增速 (%)

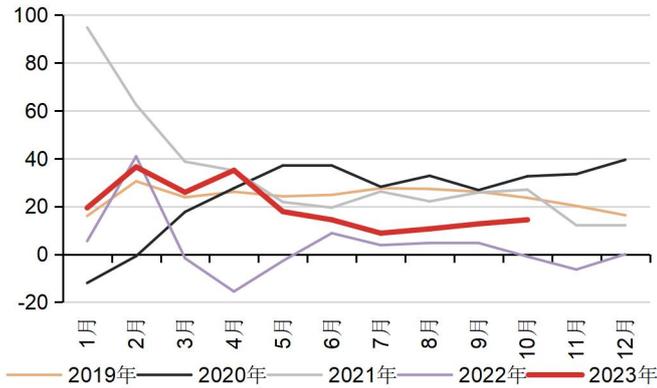
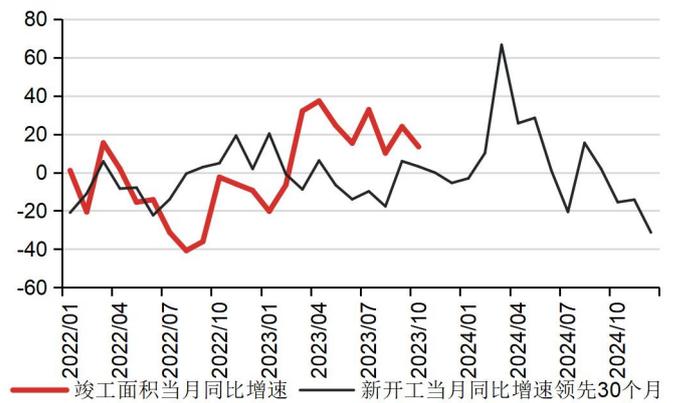


图 52: 竣工当月同比&新开工同比领先 30 个月 (%)



来源: 国联期货研究所 WIND 国家统计局 国家邮政局

## 6.2 白色家电库存周期见顶

2022 年末, 家用电器行业占 ABS 和 PS 材料的需求比重约 50-60%。

我们在 2023 年 9 月的专题报告《芳烃下游行业库存周期的演绎与展望》中提及, 随着上一轮政策推动的存量家电完成迭代, 及 2022 年因封控导致的装修累积量在今年集中释放, 政策周期对家电需求的影响进入尾声。

国内空调行业主动补库阶段或已见顶, 空调的内需高峰已过, 后期库存压力较大。冰箱和洗衣机的行业库存经过一轮去库后, 库存压力较小; 处于历史低位库存的洗衣机, 后期仍存主动补库的可能性。

跟踪观察库存变化, 进入四季度后, 空调行业厂家同环比均去库, 渠道商库存仍在高位, 库销比同比下滑, 但均价同比下跌, 行业在淡季转向主动去库。

图 53: 空调主要厂商库存季节性分析 (万台)

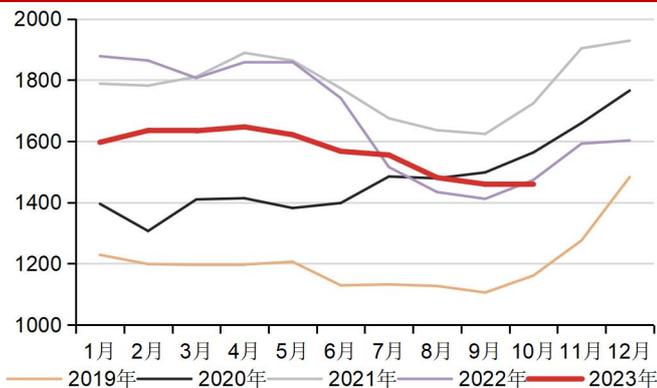
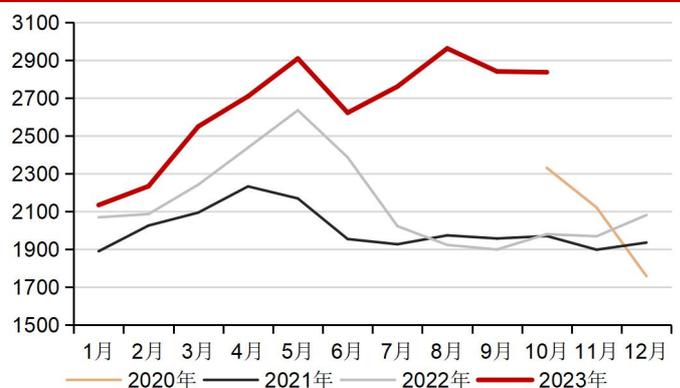


图 54: 空调渠道商库存季节性分析 (万台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

图 55: 空调行业库销比季节性分析 (%)

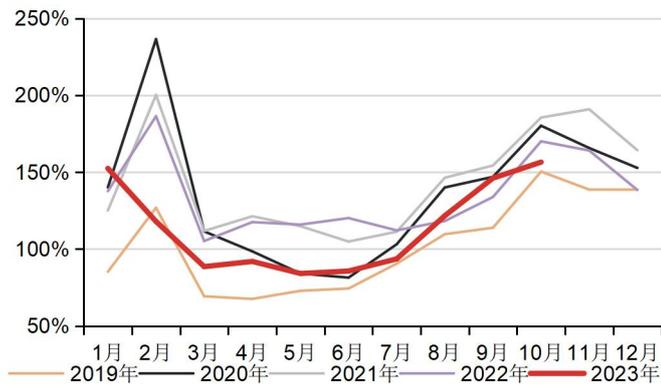
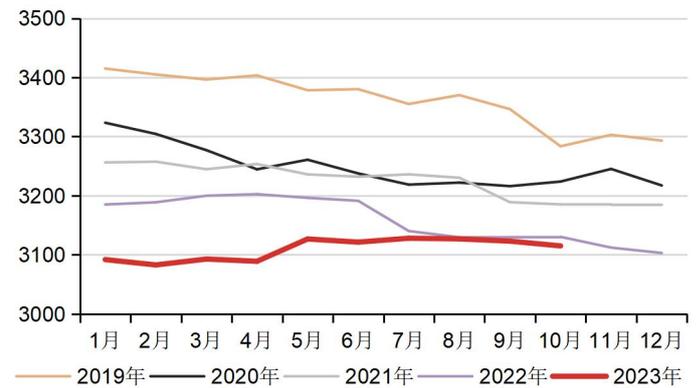


图 56: 36 城家用空调均价季节性分析 (元/台)



来源: 国联期货研究所产业在线 钢联 国家发改委 WIND

冰箱和洗衣机库存和库销比的变动较小, 10 月冰箱行业同比累库幅度明显缩减。9-10 月, 洗衣机厂家同比去库幅度降低, 渠道商环比累库。全国冰箱均价同比下行, 洗衣机均价同比持稳。

综上所述, 冰箱和洗衣机行业库存压力均不大, 明年主动去库的可能性较小。洗衣机库存较低、挺价能力较强, 贸易商主动拿货补库, 明年在需求端或有较好表现。

图 57: 冰箱行业库存季节性分析 (万台)

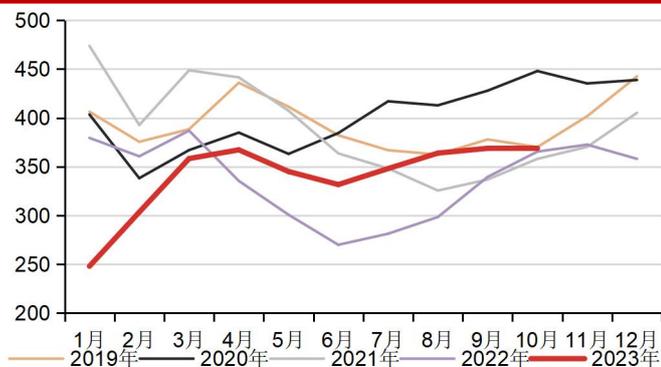
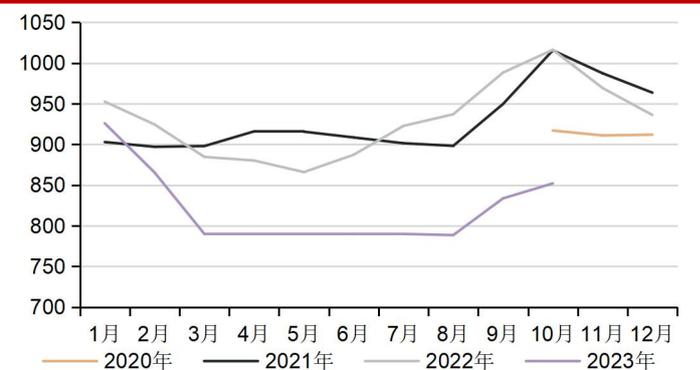


图 58: 洗衣机渠道商库存季节性分析 (万台)



来源: 国联期货研究所产业在线 钢联

图 59: 洗衣机厂商库存季节性分析 (万台)

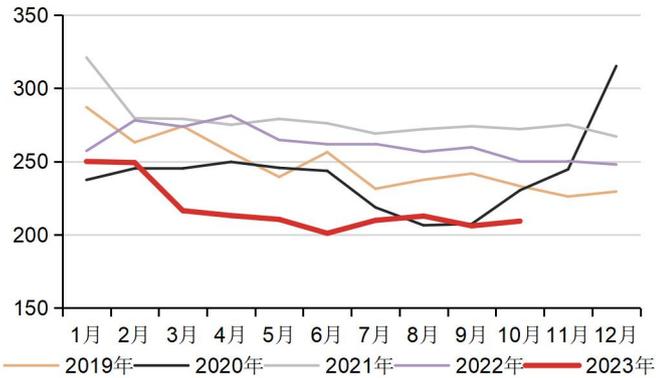
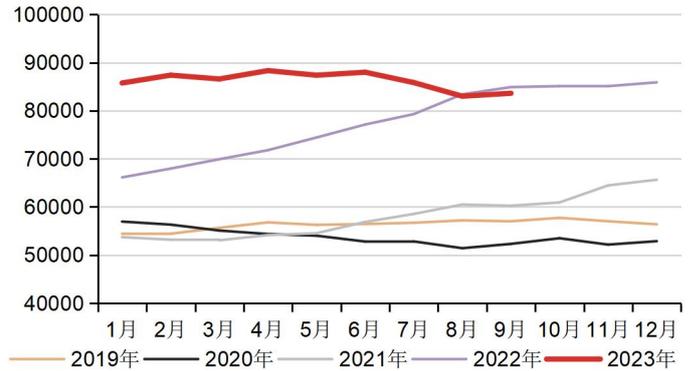


图 60: 美国家电批发商库存金额 (百万美元)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联 美国商务部 WIND

图 61: 美国家电零售商库存金额 (百万美元)

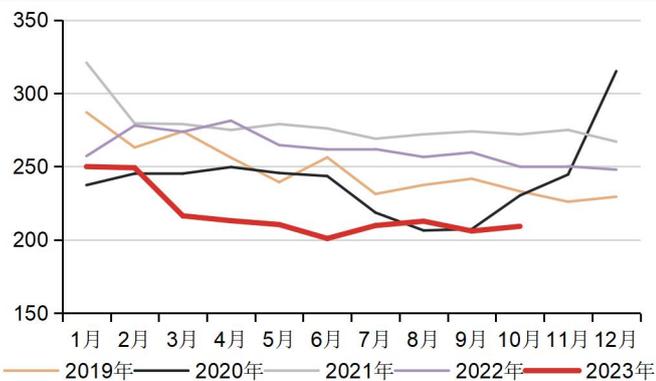
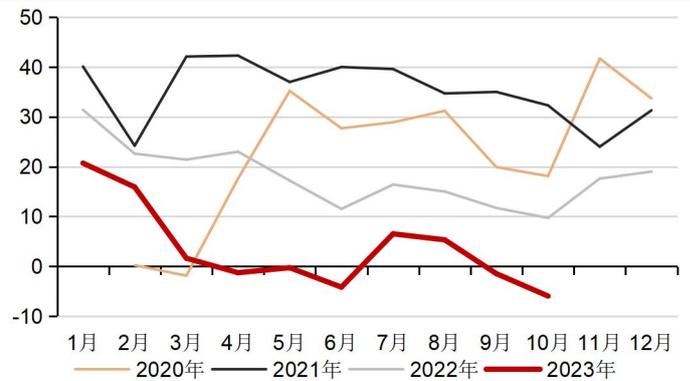


图 62: 美国家用电器店零售消费者支出水平 (%)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联 美国商务部 WIND

跟踪美国家电库存周期发现, 批发商库存存在三季度末转为同比去库, 批发商库销比同环比均下行, 零售商库存维持下降趋势。由于9-10月美国家电通胀负增长, 且家电消费支出水平走弱, 我们认为美国家电仍处被动去库周期。

综上所述, 明年白色家电行业内外需鲜有亮点, 增速预期不高。洗衣机后期存主动补库的可能性, 但其占白色家电比例较小(约10%), 对苯乙烯下游的驱动有限。

### 6.3 汽车行业库存周期正兴

2022年末, 汽车零部件行业占ABS和PS材料的需求比重约10-20%。电动车时代对车身及零部件的轻量化要求较高, 工程塑料替代合金材料是大势所趋。预计2023年起, 汽车行业占苯乙烯下游需求的比重将加速上升。

我们在相关专题报告中提及, 汽车行业或现国内外主动补库周期的共振。跟踪国内库存周期可以发现, 2023年三季度以来制造商库存同环比保持去库, 库销比同环比加速

下行；渠道商延续累库，库销比亦加速下行。数据显示，今年汽车内销和出口均保持高速增长，渠道商积极从厂商处拿货补库，而厂商受产能限制在被动去库。

图 63：汽车厂商库存&库销比（右轴）（万台，%）

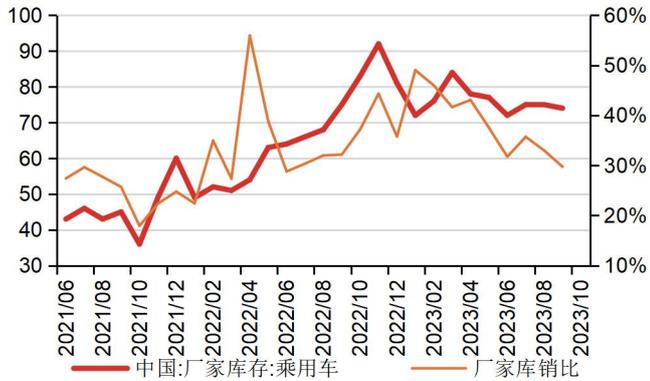
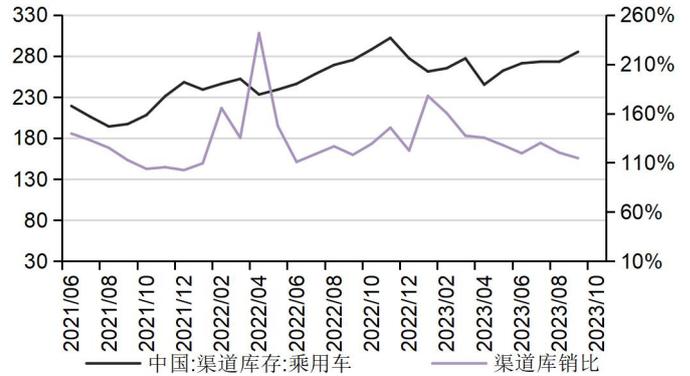


图 64：汽车渠道商库存&库销比（右轴）（万台，%）



来源：国联期货研究所 中国汽车工业协会 中国汽车流通协会 WIND

美国三季度汽车行业批发商和厂商延续累库的同时，库销比回升，且汽车价格消费指数处于近五年最高水平。数据支撑美国汽车行业从被动去库转向主动补库的周期。

综上所述，若 2024 年国内新能源车财政补贴政策不退出，则明年厂商主动去库的可能性较小。我们认为未来汽车需求对苯乙烯下游的驱动力将逐年递增，利好我国 ABS 和 PS 的出口预期。

图 65：美国 BEA 汽车库存水平（千辆）

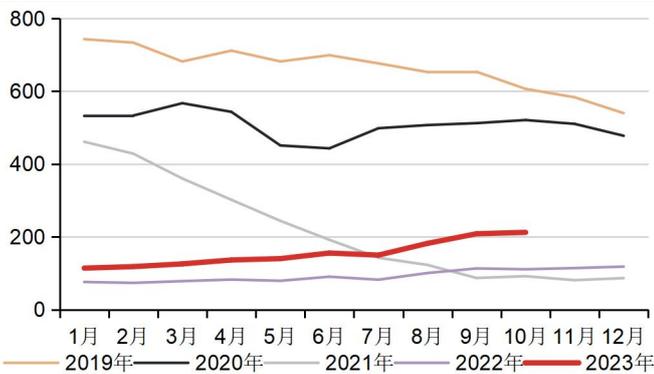
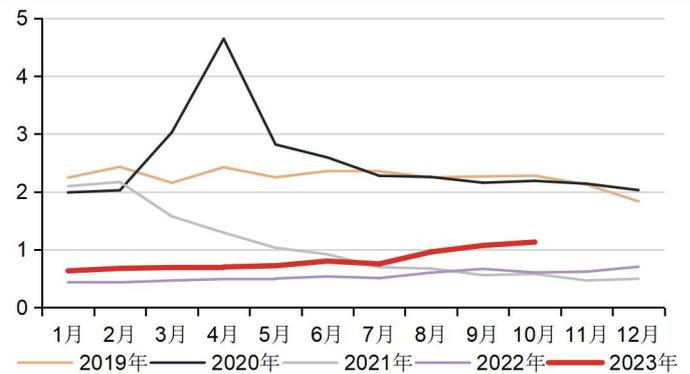


图 66：美国 BEA 汽车行业库销比（%）



来源：国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

图 67: 美国汽车行业批发商库存金额 (百万美元)

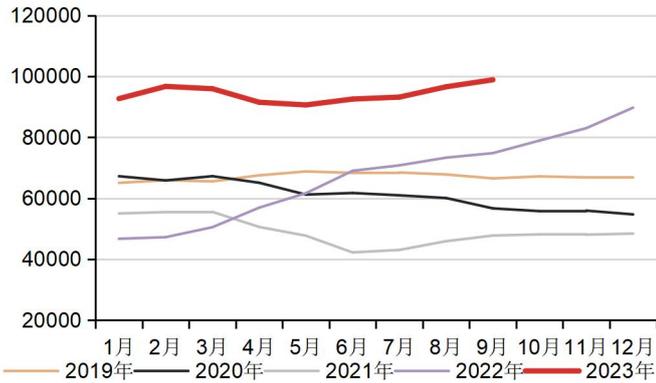
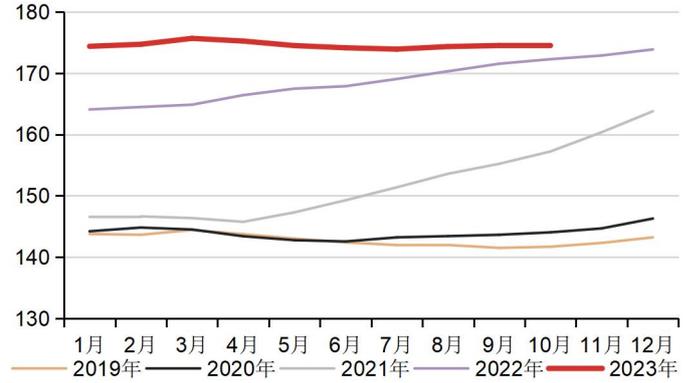


图 68: 美国汽车价格消费指数 (点)



来源: 国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

## 七、供需平衡与估值

### 7.1 2024 年月度供需平衡展望

表 4 展示的苯乙烯供需平衡表中, 产能预测基于明年的投产计划, 产能利用率基于往年的季节性变化, 和投产节奏进行预测。明年苯乙烯基本面最紧的时间, 或在三季度末至四季度 (下游投产集中期); 基本面最宽松的时间, 或在一季度末至二季度 (京博苯乙烯大装置投产, 下游需求淡季)。全年苯乙烯仍将呈现去库的趋势, 供需缺口大约在 6.23 万吨左右, 年度产能利用率约为 76.83%。

假设明年苯乙烯和下游达成完全的供需平衡, 那么根据平衡表反推可得, 苯乙烯行业产能利用率中枢需提升至 82.06%, 相较表 4 的预测需提升超 5 个百分点。

**表 4: 2024 年苯乙烯月度供需平衡表**

2024 年苯乙烯月度供需平衡表	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	65.13	72.63	76.88	78.54	78.54	81.67	81.67	81.67	89.17	89.17	89.17	99.17
ABS 开工率	80.00	72.00	74.00	74.00	73.00	75.00	76.00	78.00	74.00	70.00	68.00	68.00
ABS 产量	50.80	50.84	55.35	56.55	55.76	59.62	60.43	62.07	64.20	60.63	58.85	65.45
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	35.00	20.00	55.00	55.00	54.00	55.00	58.00	58.00	60.00	56.00	55.00	55.00
EPS 产量	22.38	13.06	34.81	34.81	34.19	36.31	38.25	38.25	39.55	36.96	36.31	38.17
PS 产能	55.42	55.42	55.42	55.42	55.42	56.25	56.25	56.25	61.25	62.08	62.08	62.08
PS 开工率	64.00	56.00	60.00	60.00	60.00	62.00	64.00	66.00	64.00	60.00	56.00	55.00
PS 产量	37.68	33.25	35.47	35.47	35.47	37.13	38.25	39.38	41.65	39.73	37.25	36.63
苯乙烯产能	170.50	170.50	176.17	176.17	176.17	176.17	176.17	179.92	184.08	184.08	184.08	186.17
苯乙烯开工率	80.00	72.00	76.00	75.00	75.00	77.00	79.00	80.00	79.00	77.00	75.00	77.00
苯乙烯产量	144.93	131.29	142.70	140.93	140.93	144.46	147.98	152.93	154.63	150.95	147.27	152.66
苯乙烯净进口	6.00	6.00	3.00	3.00	3.00	6.00	6.00	6.00	5.00	4.00	3.00	3.00
苯乙烯总供给	150.93	137.29	145.70	143.93	143.93	150.46	153.98	158.93	159.63	154.95	150.27	155.66
苯乙烯下游需求量	149.90	138.81	142.76	143.76	142.25	150.65	155.55	158.46	165.15	155.97	150.18	157.40
苯乙烯供需差	1.02	-1.52	2.94	0.17	1.68	-0.19	-1.57	0.47	-5.52	-1.03	0.08	-1.74
苯乙烯全国库存预测	20.42	18.89	21.83	22.00	23.69	23.49	21.92	22.39	16.87	15.85	15.93	14.19

来源: 国联期货研究所 隆众 卓创 公开信息整理

表 5 展示的苯乙烯供需平衡表中, 我们假设了以下场景: 浙石化 120 万吨/年的 ABS 装置全部在一季度投产, 或导致 ABS 行业毛利恶化, 后续的装置投产计划被推迟至年底。在此场景下, 苯乙烯明年的基本面或翻转为上半年紧张、四季度淡季过剩的结构。全年的供需缺口将扩大到 10 万吨以上。

**表 5: 2024 年苯乙烯月度供需平衡表 (假设场景)**

2024 年苯乙烯月度供需平衡表	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	65.13	72.63	84.38	84.38	84.38	84.38	84.38	84.38	84.38	84.38	84.38	91.88
ABS 开工率	80.00	72.00	74.00	74.00	73.00	75.00	76.00	78.00	74.00	70.00	68.00	68.00
ABS 产量	50.80	50.84	60.75	60.75	59.91	61.59	62.44	64.13	60.75	57.38	55.69	60.64
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	35.00	20.00	55.00	55.00	54.00	55.00	58.00	58.00	60.00	56.00	55.00	55.00
EPS 产量	22.38	13.06	34.81	34.81	34.19	36.31	38.25	38.25	39.55	36.96	36.31	38.17
PS 产能	55.42	55.42	55.42	55.42	55.42	56.25	56.25	56.25	61.25	62.08	62.08	62.08
PS 开工率	64.00	56.00	60.00	60.00	60.00	62.00	64.00	66.00	64.00	60.00	56.00	55.00
PS 产量	37.68	33.25	35.47	35.47	35.47	37.13	38.25	39.38	41.65	39.73	37.25	36.63
苯乙烯产能	170.50	170.50	176.17	176.17	176.17	176.17	176.17	179.92	184.08	184.08	184.08	186.17
苯乙烯开工率	80.00	72.00	76.00	75.00	75.00	77.00	79.00	80.00	79.00	77.00	75.00	77.00
苯乙烯产量	144.93	131.29	142.70	140.93	140.93	144.46	147.98	152.93	154.63	150.95	147.27	152.66
苯乙烯净进口	6.00	6.00	3.00	3.00	3.00	6.00	6.00	6.00	5.00	4.00	3.00	3.00
苯乙烯总供给	150.93	137.29	145.70	143.93	143.93	150.46	153.98	158.93	159.63	154.95	150.27	155.66
苯乙烯下游需求量	149.90	138.81	147.26	147.26	145.70	152.30	157.22	160.17	162.27	153.26	147.55	153.38
苯乙烯供需差	1.02	-1.52	-1.57	-3.33	-1.77	-1.84	-3.24	-1.25	-2.64	1.69	2.72	2.27
苯乙烯全国库存预测	20.42	18.89	17.33	14.00	12.23	10.39	7.15	5.91	3.27	4.95	7.67	9.95

来源: 国联期货研究所 隆众 卓创 公开信息整理

## 7.2 估值逻辑

绝对估值方面, 假设明年布油的震荡区间在 55-85 美元/桶, 石脑油-原油价差中枢为 70 美元/吨, BZN 价差在 200-300 美元/吨区间波动, 汇率中枢为 7.3 人民币/美元, 那么对应的国内纯苯估值区间在 5600-8400 元/吨。

相对估值方面, 明年 EB-BZ 价差中枢水平或小幅上移, 价差振幅或减小。原因如下:

(1) 明年上游供给偏紧的基调下, 产业链毛利向上分配为主。(2) 苯乙烯供需有望改善, 且是纯苯下游投产占比最大的品种, 纯苯对苯乙烯需求的依赖度有增无减。(3) 明年宏观因子的不确定性较大, 预期差的存在将放大油价的波动。为对冲油价波动, 产业资金积极参与期现联动, 对纯苯-苯乙烯进行套利交易, 完善市场定价。极端价差的套利机会或减少。

我们认为明年 EB-BZ 价差区间或在 800-1600 元/吨波动。苯乙烯绝对估值区间在 6400-10000 元/吨, 跟随成本端油价波动。

## 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：0510-8275831

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**