

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:

《纯苯苯乙烯四季度展望: 油价下跌周期中的产业链利润分配展望》

《芳烃与调油系列一——从调油逻辑看芳烃紧缺》

《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》

《芳烃产业链专题报告: 探索算力对芳烃下游材料的需求》

《苯乙烯专题报告: 装置事故虚惊一场, 欧洲供应风险仍存》

波动率升高的一个月

➤ 摘要

11月, 美国原油或季节性累库。加油站逆季节性补库告一段落, 炼厂在淡季继续提负的空间较小。如果现实转弱得以兑现, 那么明年OPEC及美国供应回归的预期交易或重占上风。后期油价或以交易美国大选进程、10月美国非农数据、美联储议息等一系列宏观重大事件为主。

纯苯在“港口趋势性累库、进口处于历史高位、下游检修规模扩大、炼厂芳烃综合利润不低”的逻辑组合下, BZN价差仍有向下的空间。

苯乙烯11月平衡表存在缺口, 尤其是华东的供应问题。后期, 通过提高进口利润和华东区域价差解决问题的可能性最大, 边际装置提负的空间有限。但如果时间拖长了, 进口到港及跨区流动货量仍然偏低, 那么下游三大S存在毛利被压缩而产生负反馈的风险。

时间节点: 11月1日, 美国10月非农数据及失业率披露。11月5日, 美国总统及众议院选举结束。11月7日, 美联储议息。11月8日, 第十四届全国人大常委会第十二次会议结束。11月13日, 美国10月CPI数据披露。11月下旬, 浙石化二期PO/SM装置计划检修。12月1日, OPEC召开年内最后一次定期会议。

➤ 策略

假设布油11月于65-75美元/桶向下波动, BZN价差在200-240美元/吨波动, EB-BZ价差保守估计在1100-1800元区间波动。对应苯乙烯主力合约估值区间在7800-8900元/吨附近。

单边建议维持逢高布空的思路。考虑到12月乃至明年一季度, 苯乙烯有两套大装置投产, 下游需求增长有限, 建议远月(O2-O3)月差的反套头寸继续持有。

跨品种套利策略, 建议待苯乙烯华东到港量预期增长后, 于近年高位水平做缩EB-BZ近月价差。

➤ 风险关注点

装置提前回归、地缘冲突再起、国内财政政策变化、美国大选

目录

一、十月行情回顾:	- 5 -
二、原油: 大选后弱预期或重占上风	- 6 -
三、纯苯: 进口冲击是过剩主因	- 9 -
2.1 国产供应基本回归	- 9 -
2.2 下游仍在检修期中	- 10 -
2.3 贸易流仍以流入我国为主	- 12 -
三、苯乙烯: 如何解决华东的供应问题	- 14 -
3.1 高利润、高检修预期	- 14 -
3.2 关注空调补库对 ABS 和 PS 需求的传导	- 15 -
3.3 11 月苯乙烯的“预期差”	- 17 -
四、相对估值强, 绝对估值弱	- 18 -
4.1 影响 11 月苯乙烯估值的主要变量	- 18 -
4.2 月度策略	- 19 -

图表目录

图 1: 苯乙烯期货主力合约 2024 年 4 月-2024 年 10 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: 2024 年全球原油供需预测(右) & 库存变化调整值(左) (百万桶/日)	- 6 -
图 5: 美国成品汽油表观需求 (万桶/日)	- 7 -
图 6: 美国成品汽油库存 (千桶)	- 7 -
图 7: 美国炼厂周度开工率 (%)	- 8 -
图 8: 美国 321 裂解价差 (美元/桶)	- 8 -
图 9: 美国库欣原油库存 (百万桶)	- 8 -
图 10: WTI 原油多头投机头寸总持仓 (张)	- 8 -
图 11: 亚洲石脑油重整汽油的利润 (美元/吨)	- 10 -
图 12: 国内 BZN 价差 (美元/吨)	- 10 -
图 13: 国内甲苯歧化价差 (美元/吨)	- 10 -
图 14: 韩国甲苯歧化价差 (美元/吨)	- 10 -
图 15: 己内酰胺副产硫酸铵毛利 (元/吨)	- 11 -
图 16: 己内酰胺厂内库存 (万吨)	- 11 -
图 17: PA6 企业库存可用天数 (日)	- 11 -
图 18: 己内酰胺产能利用率 (%)	- 11 -
图 19: 苯酚港口库存 (万吨)	- 12 -
图 20: 苯酚生产毛利 (元/吨)	- 12 -
图 21: 纯苯五大下游加权开工率 (%)	- 12 -
图 22: 纯苯下游除苯乙烯外的加权毛利 (元/吨)	- 12 -
图 23: 纯苯华东港口库存季节性分析 (万吨)	- 13 -
图 24: 纯苯进口利润季节性分析 (元/吨)	- 13 -
图 25: 纯苯美韩价差季节性分析 (美元/吨)	- 13 -
图 26: 韩国纯苯出口流向分析 (万吨)	- 13 -
图 27: 苯乙烯一体化装置毛利 (元/吨)	- 14 -
图 28: 苯乙烯 PO/SM 装置毛利 (元/吨)	- 14 -
图 29: 苯乙烯非一体改良装置毛利 (元/吨)	- 14 -
图 30: 苯乙烯产能利用率 (%)	- 14 -
图 31: 苯乙烯华东港口库存 (万吨)	- 15 -
图 32: 苯乙烯样本企业工厂库存 (万吨)	- 15 -
图 33: 三大白色家电产量 & 排产量 (万台)	- 16 -
图 34: 空调行业厂家库存 (万台)	- 16 -
图 35: ABS 生产毛利 (元/吨)	- 16 -
图 36: ABS 样本企业库存可用周数 (库存/周产量)	- 16 -
图 37: ABS 产能利用率 (%)	- 17 -
图 38: PS 产能利用率 (%)	- 17 -
图 39: PS 样本企业库存 (万吨)	- 17 -
图 40: PS 生产毛利 (元/吨)	- 17 -

图 41: EPS 产能利用率 (%)	- 17 -
图 42: EPS 企业库存 (吨)	- 17 -
图 43: 苯乙烯浙江-山东价差 (元/吨)	- 18 -
图 44: 国内苯乙烯进口利润 (元/吨)	- 18 -
图 51: 苯乙烯合约 02-03 价差 (元/吨)	- 19 -
图 52: EB-BZ 纸货当月下价差 (元/吨)	- 19 -
表 1: OPEC 国家产量变化 (千桶/日)	- 7 -
表 2: 纯苯检修装置计划表 (11-12 月)	- 9 -
表 3: 纯苯下游装置中除苯乙烯外的近期新增检修表 (11-12 月)	- 11 -
表 4: 纯苯供需平衡表	- 13 -
表 5: 苯乙烯检修装置计划表 (11-12 月)	- 15 -
表 6: 苯乙烯供需平衡表	- 18 -

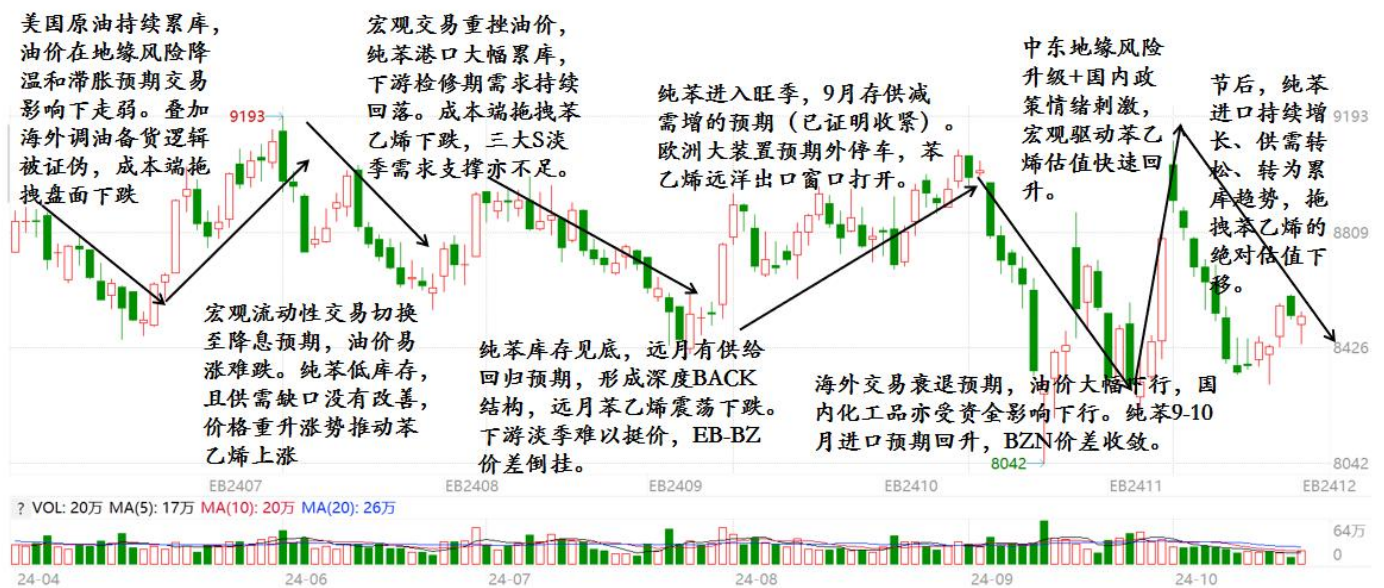
一、十月行情回顾：

十一假期中，以色列和伊朗的地缘冲突升级，以方声称要攻击伊朗的原油设施以报复伊朗的导弹攻击，原油在节中大幅上涨。节后因美国介入，地缘风险逐渐淡化，油价回吐溢价。

油价波动使得苯乙烯在节前国内宏观情绪给予的溢价之上，进一步高开后低走。低走的原因主要系下游节后供需表现一般、整体库存偏高、提负意愿不振，难以支持市场情绪给予苯乙烯的高相对估值。此外，新加坡苯乙烯装置重启，国内进口预期回升亦压低了苯乙烯的做多情绪。

进入下半月，苯乙烯华东大装置计划在下旬启动大规模检修，提振了市场的做多情绪。同时，下游EPS毛利和开工率持续同向回升，且库存持续去化，供需转强，提振了对苯乙烯的需求。而纯苯在进口量逐周增长、下游检修损失预期扩大、国内装置重启且加氢苯供应回升的供需双弱背景下，BZN估值持续被压缩，也拖累了苯乙烯的绝对估值。在供需存在缺口的预期下，产业链利润集中向苯乙烯分配，苯乙烯的毛利达到年内高点。

图 1：苯乙烯期货主力合约 2024 年 4 月-2024 年 10 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）

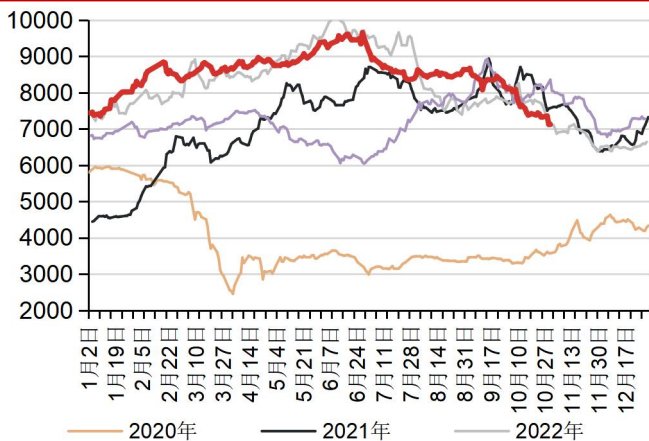
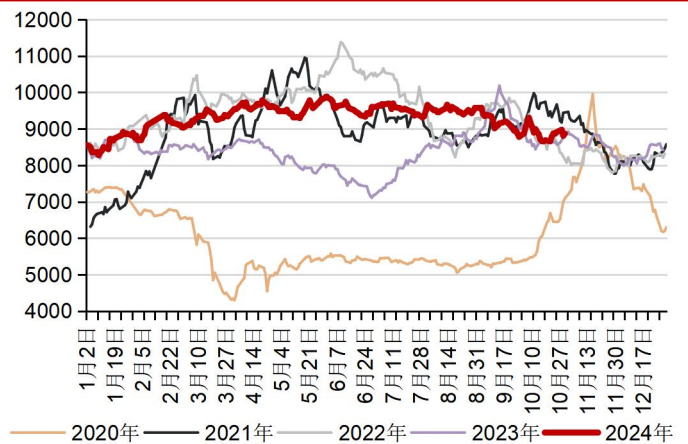


图 3：苯乙烯华东现货主流价季节性分析（元/吨）



来源：国联期货研究所 钢联 隆众

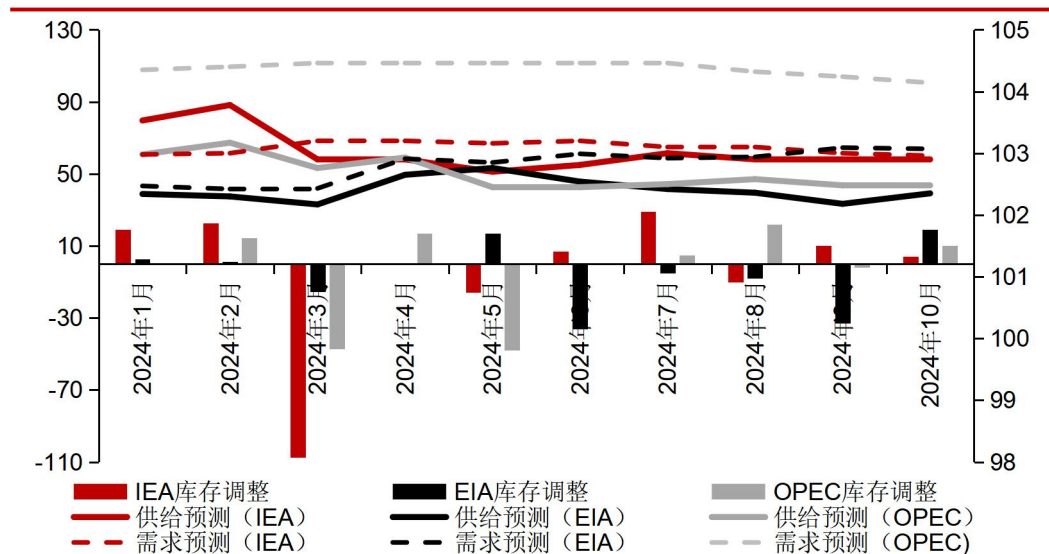
二、原油：大选后弱预期或重占上风

IEA、EIA 和 OPEC 三大机构在 10 月报中，对全球原油库存变化的预期，较 9 月分别+4、+19 和+10 百万桶/日，削弱了全年去库程度的预期（分别预期去库-6、-72 和-166 万桶/日）。

供应方面，EIA 小幅上调了供应预期。9 月，OPEC 国家产量环比降约 -60.4 万桶/日，减量主要来源于利比亚国内两党冲突造成的停产（当月损失约 41 万桶/日）。考虑到 10 月利比亚两党和解后，产量已快速恢复至前期水平（约 120 万桶/日），或抵消 10 月哈萨克斯坦检修卡沙甘油田的损失量（约 40 万桶/日）。因此，10 月 OPEC 产量或环比回升，关注伊拉克的补偿性减产的兑现情况。

需求方面，考虑了中国或在四季度出台刺激政策后，三大机构仍下调了年内需求增速预期。IEA 和 OPEC 连续三个月下调需求预期，较为悲观。

图 4：2024 年全球原油供需预测(右) & 库存变化调整值(左)（百万桶/日）



来源：国联期货研究所 IEA EIA OPEC

表 1: OPEC 国家产量变化 (千桶/日)

千桶/日	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	近两个月变化量
阿尔及利亚	907	901	906	908	910	909	-1
刚果	268	259	260	252	264	254	-10
赤道几内亚	50	63	53	57	57	60	3
加蓬	203	214	211	210	217	211	-6
伊朗	3,223	3,240	3,250	3,289	3,295	3,316	21
伊拉克	4,203	4,222	4,186	4,324	4,267	4,112	-155
科威特	2,433	2,430	2,423	2,415	2,418	2,430	12
利比亚	1,194	1,177	1,194	1,180	950	540	-410
尼日利亚	1345	1,359	1,369	1,401	1,438	1,405	-33
沙特阿拉伯	9,031	9,000	8,897	8,987	8,994	8,971	-23
阿联酋	2,929	2,936	2,936	2,953	2,964	2,958	-6
委内瑞拉	825	838	848	863	875	877	2
合计	26609	26638	26,535	26,838	26,648	26,044	-604

来源: 国联期货研究所 OPEC

从基本面来看, 10月美国原油需求出现逆季节性增长, 源于美湾多轮飓风(其中米尔顿的灾害程度创美国历史纪录, 引发佛罗里达州居民大规模迁徙逃难), 导致加油站集中备货。炼厂成品油库存向下转移。

需求驱动去库、美国汽油裂解价差走扩, 激发了炼厂提负、补库的意愿。截至10月18日当周, 美国炼厂开工率回升至89.5%, 为近五年同期较高水平。10月美国汽油表需亦实现同、环比增长, 综合来看供需转强。

图 5: 美国成品汽油表观需求 (万桶/日)

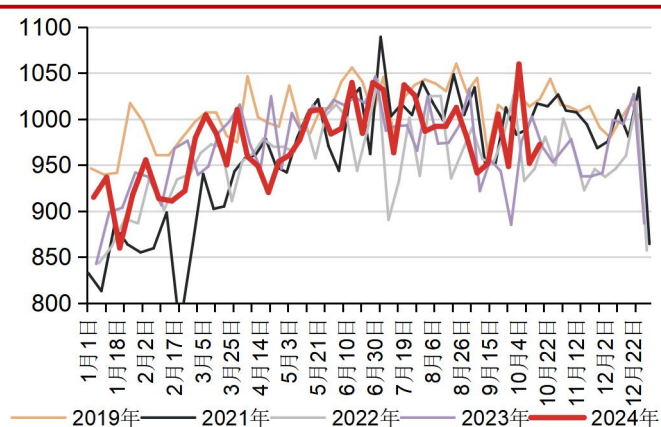
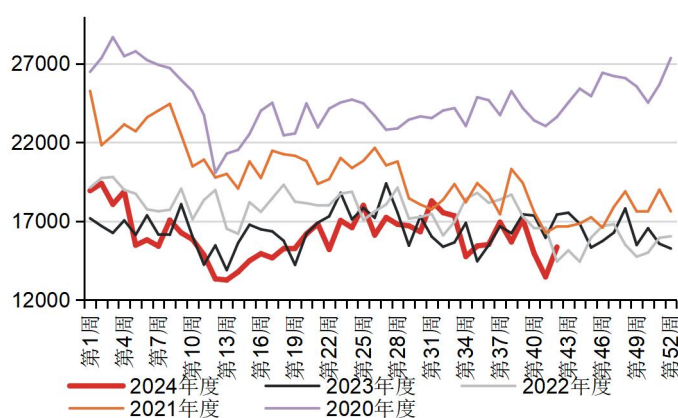


图 6: 美国成品汽油库存 (千桶)



来源: 国联期货研究所 EIA WIND

图 7：美国炼厂周度开工率 (%)

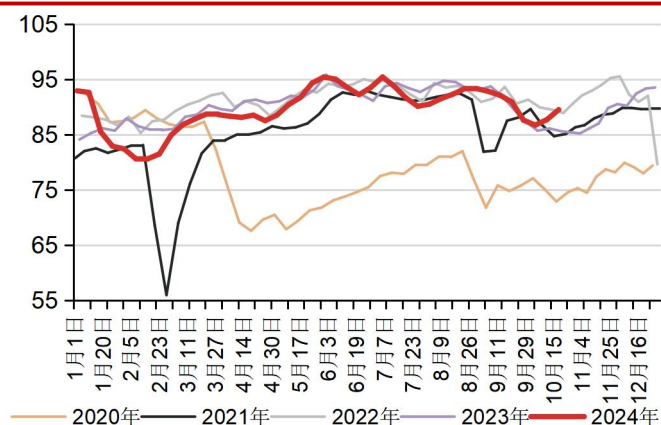
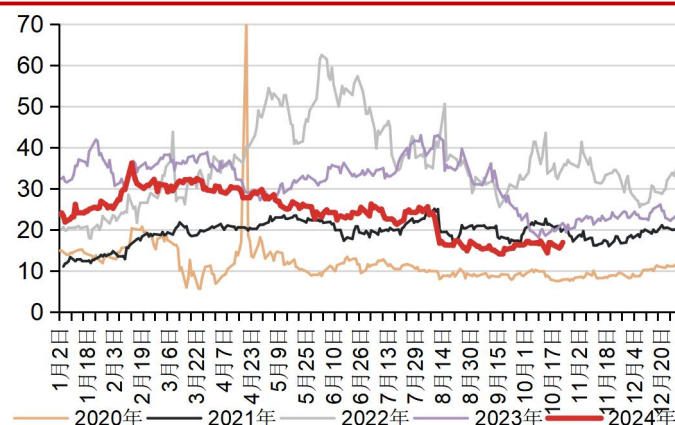


图 8：美国 321 裂解价差 (美元/桶)



来源：国联期货研究所 EIA 钢联 WIND

展望 11 月，从供需来看，美国或进入原油季节性累库节点。加油站逆季节性补库告一段落，炼厂在淡季继续提负的空间较小。如果现实转弱得以兑现，那么明年 OPEC 及美国供应回归的预期交易或重占上风。

从宏观预期来看，中东地缘悬念逐渐淡化，原油回吐前期的风险溢价。后期或以交易美国大选进程、10 月美国非农数据、美联储议息等一系列宏观重大事件为主。高频数据显示，10 月就业数据预期较为悲观、特朗普胜选的概率逐渐增大、美元内部流动性紧张，这些因素或压制油价。

我们维持四季度布油估值区间在 63-78 美元/桶的观点（不含地缘溢价），11 月倾向于震荡走弱。需要注意的上行风险有：（1）中国颁布超预期的财政刺激政策；（2）产油国卷入新的地缘冲突；（3）美国经济表现强于预期等。

图 9：美国库欣原油库存 (百万桶)

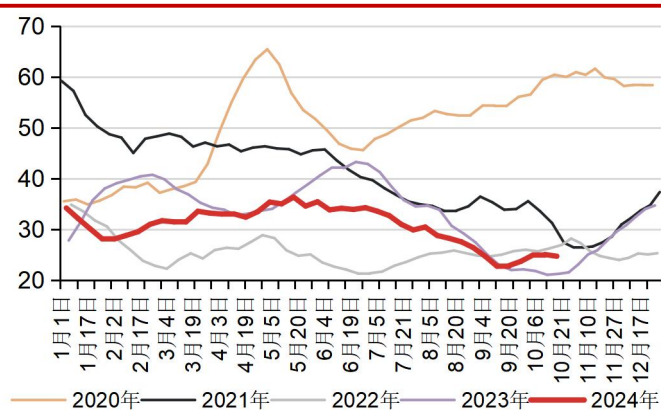
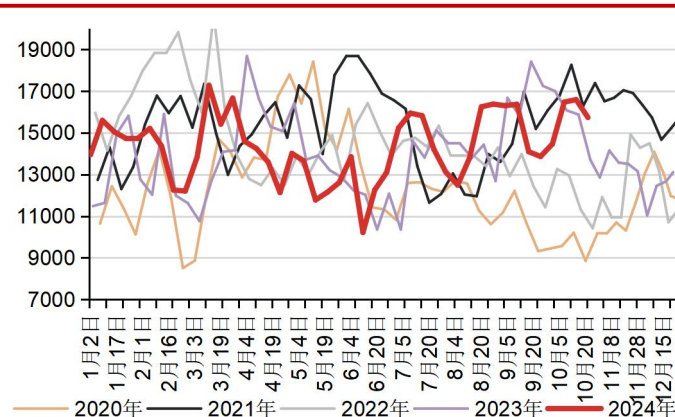


图 10：WTI 原油多头投机头寸总持仓 (张)



来源：国联期货研究所 钢联 WIND CFTC

三、纯苯：进口冲击是过剩主因

2.1 国产供应基本回归

纯苯四季度计划内的检修基本落地，11月检修损失量预期在17.87万吨，环比-2.03万吨。如果不出现新的预期外检修，那么11月下旬至12月上旬是国内纯苯装置的集中回归期。

新投产能方面，裕龙炼化的重整装置于10月启动，11-12月其投放到市场上的纯苯量或在1.2万吨/月。

加氢苯的供应亦存在继续回升的可能性。受国内宏观情绪刺激，9月末以来黑色产业链价格上涨，焦企受益于焦炭利润回升、提负生产。粗苯的供应随焦企的开工率回升，加氢苯企业也因此扭亏为盈。如果11月加氢苯开工率能维持在六成附近，那么其供应较9月份的增量或在4万吨左右，满足山东和华北地区的纯苯需求。

预期11月石油苯和加氢苯总产量约200-210万吨左右，或环比微幅增长。

表 2：纯苯检修装置计划表（11-12月）

企业名称	产能（万吨）	检修天数	停车时间	开车时间	11月	12月
齐鲁石化乙烯裂解	14	未定	2023/12/23	未定	1.17	1.17
正和石化	5	204	2024/5/10	2024/11/30	0.42	
金诚石化裂解装置	10	226	2024/5/24	2025/1/5	0.83	0.83
昌邑石化重整装置	6	158	2024/6/25	2024/11/30	0.50	
宁波大榭	42	61	2024/10/10	2024/12/10	3.50	1.15
舟山石化	5	46	2024/10/10	2024/11/25	0.34	
济南炼化	2	46	2024/10/10	2024/12/10	0.17	0.05
中韩乙烯裂解	15.6	61	2024/10/10	2024/12/10	1.30	0.43
钦州石化	12	51	2024/10/10	2024/11/30	1.00	
福建联合	50	73	2024/10/8	2024/12/20	4.17	2.74
浙石化重整	60	9	2024/11/1	2024/11/10	1.48	
富海威联	60	14	2024/10/22	2024/11/5	0.49	
广西石化	12	49	2024/10/22	2024/12/10	1.00	0.33
长岭石化	4	45	2024/12/1	2025/1/15		0.33
检修损失量合计（万吨）					17.87	8.53

来源：国联期货研究所 隆众 卓创

从利润角度来看，BZN价差仍处于近5年同期较高水平，芳烃中供需相对较弱的PX短流程工艺亦有利润，重整装置尚有利润空间。因此，亚洲芳烃产能或难以大幅降负。

此外，亚洲甲苯歧化价差在近5年偏高水平运行，提供了纯苯和PX的供应增量。

图 11: 亚洲石脑油重整汽油的利润 (美元/吨)

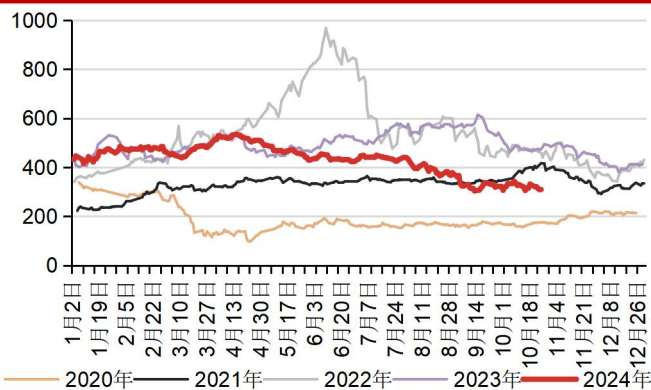
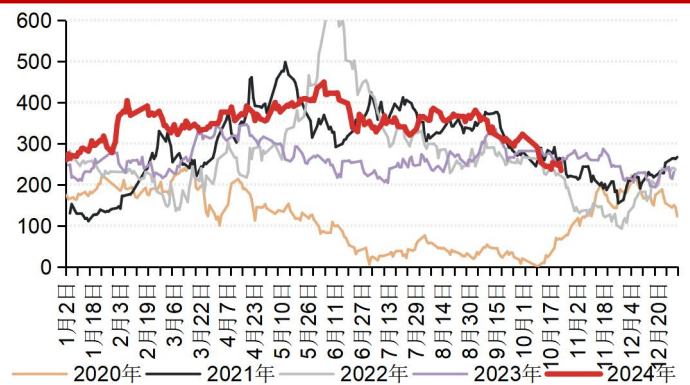


图 12: 国内 BZN 价差 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 WIND

图 13: 国内甲苯歧化价差 (美元/吨)

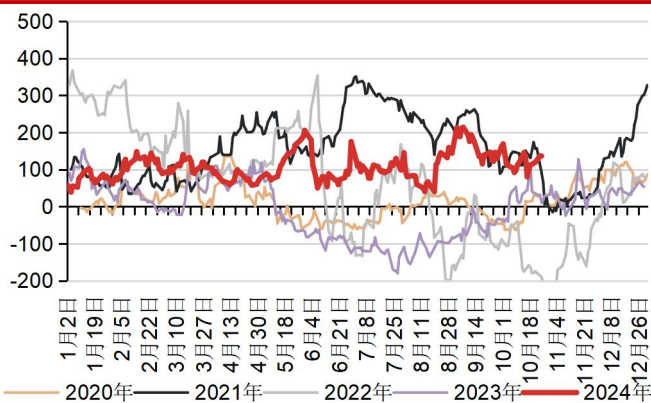
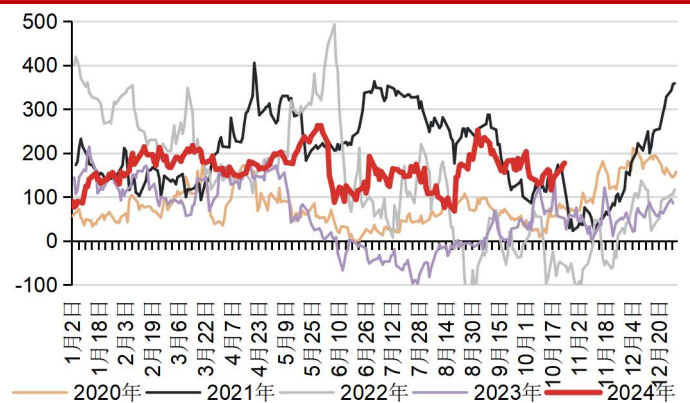


图 14: 韩国甲苯歧化价差 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 WIND

2.2 下游仍在检修期中

进入四季度后, 纯苯下游除苯乙烯外的加权毛利, 处于 5 年同期最低水平运行。例如苯酚、己二酸等下游品种, 受去年高速投产及终端需求不振的影响, 陷入供大于求的结构。

低利润的背景下, 11-12 月, 苯酚、己二酸、苯胺等品种检修增加的概率逐渐提升。纯苯五大下游加权开工率预期在 11 月回落至七成附近。

我们认为, 11 月纯苯 (除苯乙烯外) 下游需求变化的主要逻辑, 如下:

(1) 己内酰胺企业或维持高负荷生产。当前己内酰胺综合毛利处于近 5 年低位, 主要受到其高库存的影响。但从锦纶行业整体来看, 由于 PA6 库存较低、供不应求, 产业链的利润目前较多地分配在 PA6 的环节。

临近年末, PA6 厂家存在季节性补库、备货的规律, 当前供不应求的结构, 或导致 PA6 长时间处于满负荷运行。因此, 己内酰胺企业短暂降负、主动去库后, 毛利有望快速回升, 再度提负生产。

(2) 苯酚毛利回升压力较大: 根据卓创资讯信息, 富宇化工 22 万吨/年新产能将于 10

月末投产，其配套的双酚A装置或递延至12月份投产。此外，11月苯酚进口船货在2-4万吨左右，这将导致低水位的港口苯酚快速累库。以上两个因素或导致苯酚外采毛利陷入亏损（苯酚非一体装置占比约六成），压低开工率。

表 3：纯苯下游装置中除苯乙烯外的近期新增检修表（11-12月）

品种	企业	年产能	检修开始时间	预计重启时间	11月	12月
己内酰胺	浙江巨化	10	2024/11/1	2024/11/15	0.41	
苯酚	中石化三井	25	2024/11/20	2024/12/2	0.68	0.14
	长春化工	30	2024/10/8	2024/11/20	1.64	
苯胺	南京化工	26	2024/10/28	2024/11/7	0.50	
	山东金岭	20	2024/10/20	2024/11/30	1.67	
	山西天脊	26	2024/10/9	2024/11/20	1.42	
己二酸	唐山中浩	15	2024/10/15	未定	1.25	1.25
	辽阳石化	15	2024/10/8	未定	1.25	1.25
检修损失量折纯苯当量合计（万吨）					7.63	2.13

来源：国联期货研究所 隆众 卓创

图 15：己内酰胺副产硫酸铵毛利（元/吨）

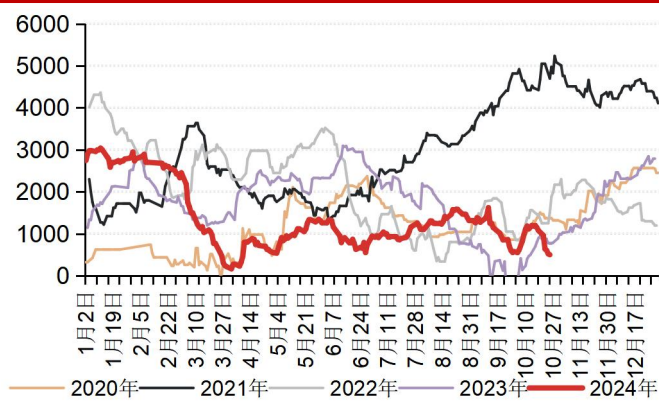
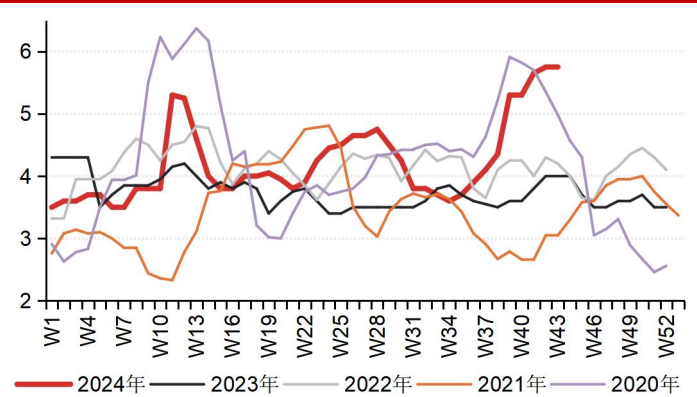


图 16：己内酰胺厂内库存（万吨）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联 卓创 红桃3

图 17：PA6 企业库存可用天数（日）

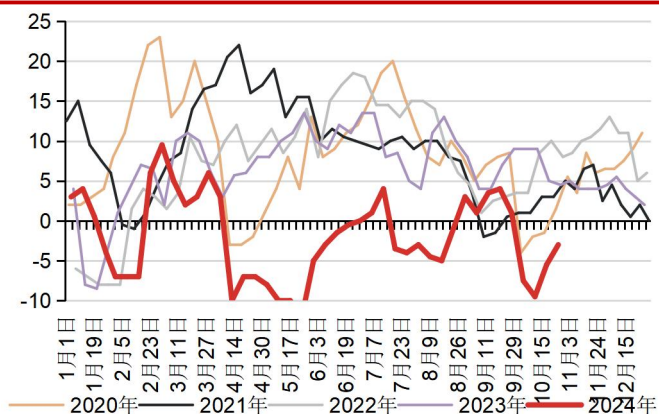
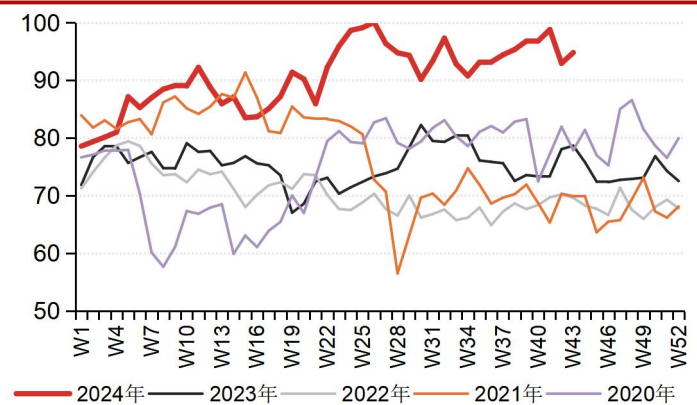


图 18：己内酰胺产能利用率（%）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联 卓创 红桃3

图 19: 苯酚港口库存 (万吨)

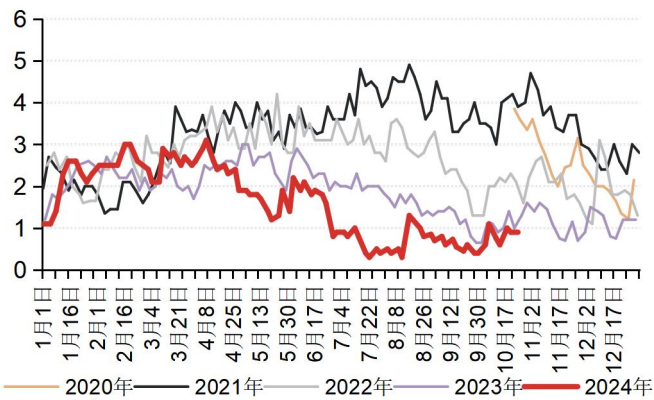
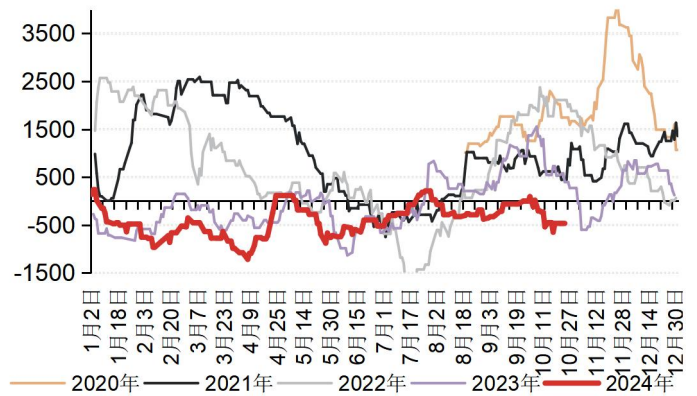


图 20: 苯酚生产毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 21: 纯苯五大下游加权开工率 (%)

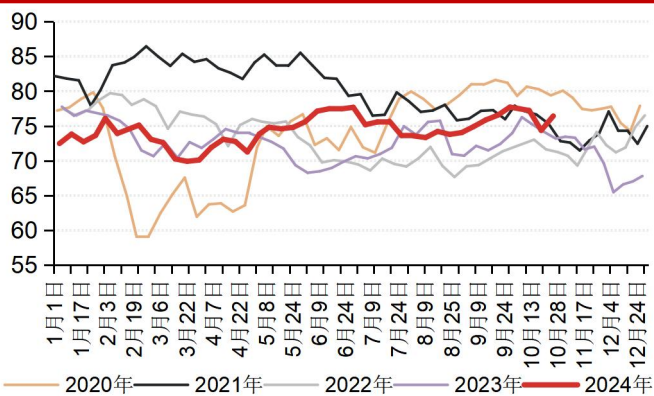
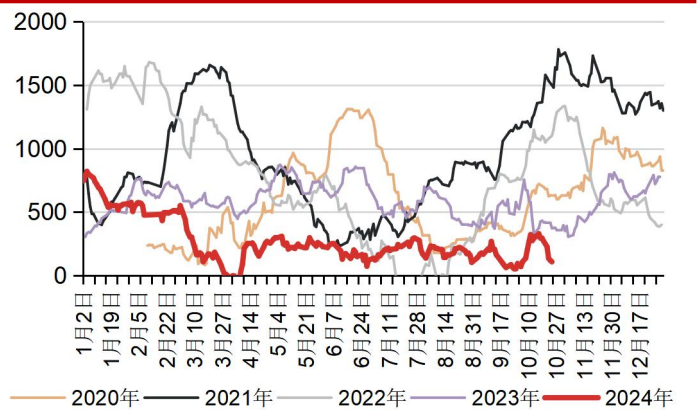


图 22: 纯苯下游除苯乙烯外的加权毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

2.3 贸易流仍以流入我国为主

海外观点指出, 美国海岸的纯苯库存 10 月以来仍居高位, 而美-亚二甲苯价差走扩至近 5 年同期较高水平。这说明由于加油站补货导致的调油需求, 或增加了二甲苯的消耗, 对乙苯影响较小。

展望 11 月, 考虑到美国石化企业年底需要清库, 且市场对明年的汽油供需较为悲观。由于美国纯苯库存偏高, 且美国向欧洲进口的性价比高于向亚洲进口, 因此 11 月亚洲苯仍将主要流向我国。

量级方面, 鉴于国内纯苯进口窗口关闭, 且前期贸易商商谈中韩价差时存在分歧, 11 月的进口量或较 10 月的高峰 (40-45 万吨) 小幅回落。

根据上文分析, 我们保守估计 11 月纯苯进口回落至 38 万吨, 并在供应预期中计入了裕龙石化的纯苯增量。平衡表显示, 纯苯 11 月存在过剩预期, 主要系下游检修规模扩大所致。

图 23: 纯苯华东港口库存季节性分析 (万吨)

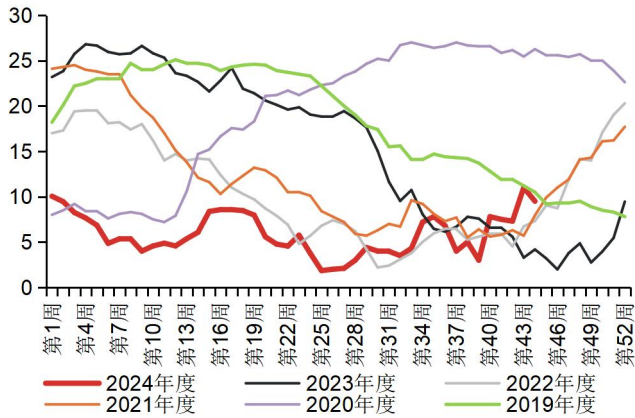
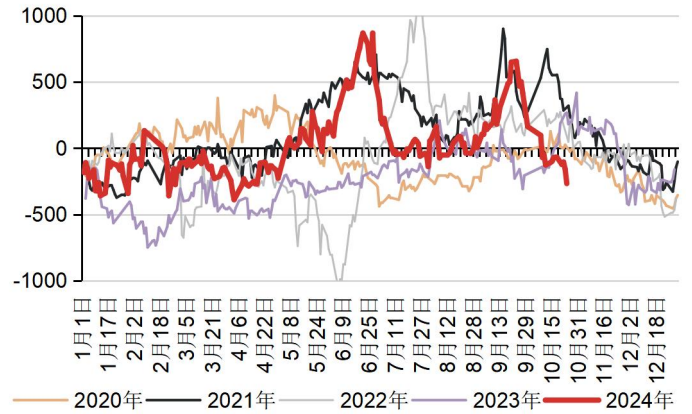


图 24: 纯苯进口利润季节性分析 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 25: 纯苯美韩价差季节性分析 (美元/吨)

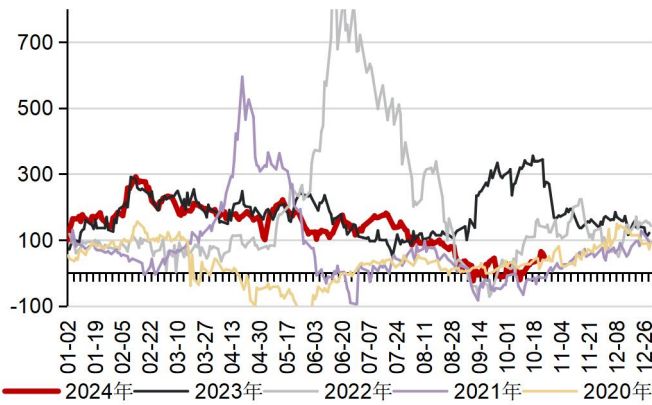
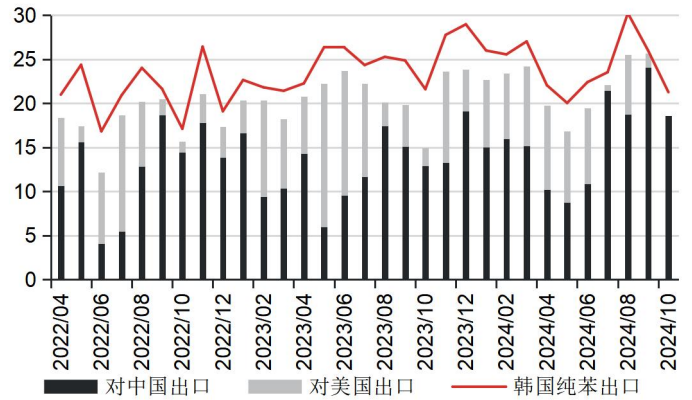


图 26: 韩国纯苯出口流向分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

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。

表 4: 纯苯供需平衡表

纯苯月度供需平衡表	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12
纯苯产能 (万吨)	194.39	194.87	192.88	176.24	176.18	181.43	191.43	191.70	189.27	186.24	188.26	197.60
纯苯开工率 (%)	79.97	79.24	78.53	73.09	71.42	74.65	79.32	80.48	78.25	79.00	77.00	76.00
石油苯产量 (万吨)	178.98	165.87	176.64	159.09	161.64	166.38	182.83	185.51	174.91	173.20	172.52	175.09
加氢苯产能	43.73	43.73	43.73	43.73	45.39	48.48	50.31	50.31	50.31	50.31	52.81	52.81
加氢苯产量 (万吨)	31.00	31.32	34.53	31.34	29.72	33.28	31.28	30.49	26.56	30.19	30.63	29.04
纯苯净进口 (万吨)	27.40	30.90	34.96	26.43	26.43	28.69	34.96	40.70	42.29	44.00	38.00	42.00
总供给	237.38	228.09	246.13	216.86	217.79	228.35	249.07	256.70	243.76	247.38	241.15	246.13
己内酰胺产能	52.83	52.83	52.83	55.33	55.33	55.33	57.83	61.17	61.17	61.17	61.17	61.17
己内酰胺开工率	86.00	92.35	89.90	85.22	90.94	98.79	93.40	93.57	95.86	94.50	90.00	90.00
己内酰胺产量	46.43	46.60	49.95	46.78	51.59	54.24	55.59	55.69	58.61	57.80	55.05	55.05
苯乙烯产量	135.65	119.31	114.46	125.19	134.74	130.63	130.52	132.24	130.07	132.62	129.17	132.11
苯酚产能	52.92	52.92	52.92	52.92	52.92	52.92	52.92	52.92	52.92	52.92	54.75	54.75
苯酚开工率	78.12	78.76	79.10	69.90	71.55	73.00	73.69	72.79	81.46	80.00	75.00	72.00
苯酚产量	46.27	43.74	46.96	40.16	42.48	41.94	43.75	43.69	47.32	46.04	44.90	43.25
己二酸产量	22.91	21.58	24.87	21.50	18.92	22.59	21.67	21.66	18.00	16.69	18.46	18.58
苯胺产量	33.16	34.01	33.97	35.48	36.20	35.90	35.34	31.34	34.07	33.71	31.84	30.72
纯苯下游消费需求 (万吨)	235.16	227.87	226.96	222.80	235.18	236.56	245.43	243.29	246.96	245.69	239.13	239.11
供需差测算	2.22	0.22	19.17	-5.94	-17.39	-8.21	3.64	13.41	-3.20	1.70	2.02	7.03
纯苯港口库存	7.65	4.00	5.37	8.57	4.55	2.00	4.00	8.82	7.80	9.50	11.52	18.55

来源: 国联期货研究所 隆众 钢联 卓创

三、苯乙烯：如何解决华东的供应问题

3.1 高利润、高检修预期

受浙石化等华东大装置检修影响，11月国内苯乙烯检修损失量预期约20.64万吨，环比+8万吨，同比+7万吨。浙江省近七成产能将处于检修状态，华东港口库存位于近5年同期最低水平，理论上将从山东地区调货。

从历史经验来看，触发华东地区非一体装置重启或提负来增加供应，需要长时间（三个月或以上）维持苯乙烯的高利润。考虑到老装置重启成本较高，且今年底及明年初将有110万吨/年的新一体化装置投产，而下游需求11-12月又将转淡。我们认为，非一体装置大幅提负的可能性较小，华东供应问题最终需要增加异地或进口货源来解决。

因此，11月苯乙烯的高利润或在到港预期增长，或区域间流动量增加后回落。

图 27：苯乙烯一体化装置毛利（元/吨）

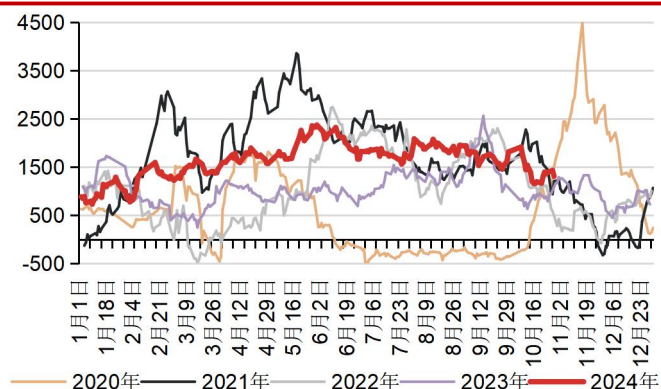
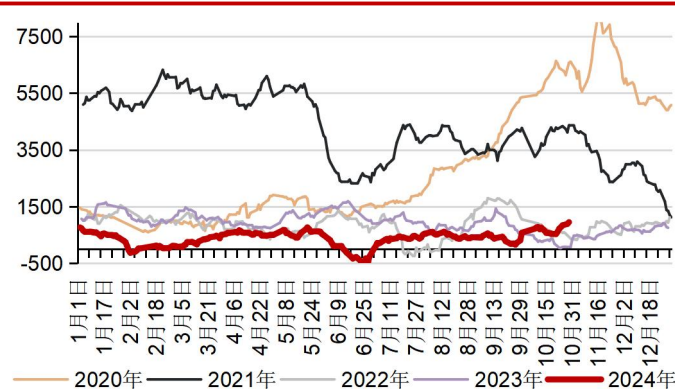


图 28：苯乙烯 PO/SM 装置毛利（元/吨）



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）

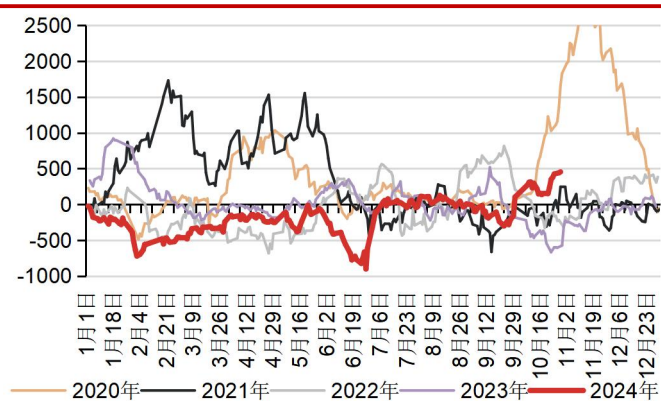
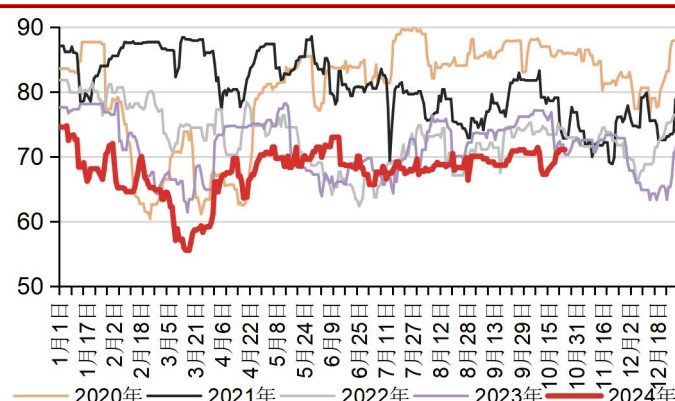
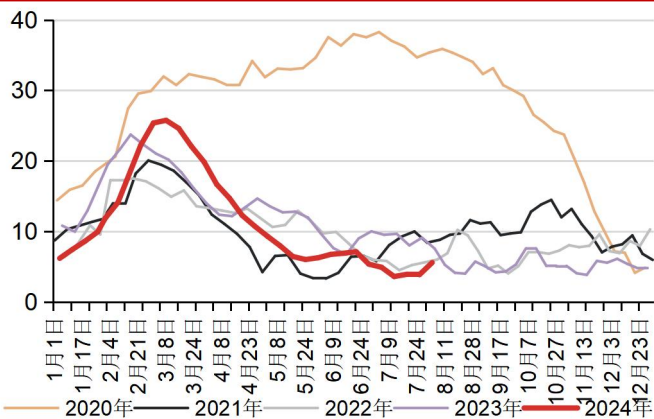
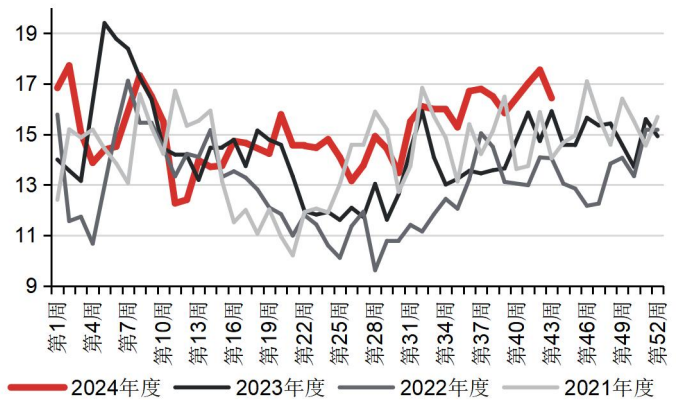


图 30：苯乙烯产能利用率（%）



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: 苯乙烯样本企业工厂库存 (万吨)


来源: 国联期货研究所 隆众 钢联 WIND

表 5: 苯乙烯检修装置计划表 (11-12月)

企业名称	生产工艺	产能 (万吨)	起始日	结束日(预计)	备注	11月	12月
齐鲁石化	乙苯脱氢法 (一体)	20	2023/12/23	2024/12/31	意外事故	1.67	1.67
河北盛腾	乙苯脱氢法 (一体)	8	2024/10/10	2024/11/10	计划内检修	0.22	
华泰盛富	PO/SM 联产法	45	2024/10/10	2024/12/10	计划内检修	3.75	1.23
宁波大榭	乙苯脱氢法 (一体)	28	2024/10/10	2024/12/10	计划内检修	2.33	0.77
浙石化 1 期	乙苯脱氢法 (一体)	180	2024/10/25	2024/11/30	检修前负荷 6 成	9.00	
浙石化 2 期	PO/SM 联产法	60	2024/11/25	2024/12/15	计划外检修	0.82	2.47
唐山旭阳	乙苯脱氢法 (一体)	35	2024/11/1	2024/11/10	计划外检修	0.86	
广州石化	乙苯脱氢法 (一体)	8	2024/11/5	2024/11/30	计划内检修	0.55	
安徽嘉玺	乙苯脱氢法 (非一体)	35	2024/11/10	2024/11/25	计划外检修	1.44	
新浦	乙苯脱氢法 (非一体)	32	2024/11/30	2024/12/31	计划内检修		2.67
检修损失量合计 (万吨)						20.64	8.80

来源: 国联期货研究所 隆众 卓创

3.2 关注空调补库对 ABS 和 PS 需求的传导

终端白色家电中, 空调厂家于 9 月份大幅去库至近 5 年同期最低水平, 年底转为阶段性补库的概率提升, 空调补库或对 ABS 和 PS 改苯的需求形成支撑。

产业在线上修 11 月份空调排产预期至 1519.65 万台, 同比+41.6%(较上月预期+188.88 万台); 上修 11 月份冰箱排产预期至 855.82 万台, 同比+9.3%(较上月预期+29.75 万台); 11 月份洗衣机排产预期不变, 为 759.78 万台, 同比+2.4%。11-12 月三大家电排产量分别同比增长约+20.67%和+21.6%, 预期上修主要系在 9 月大幅去库后, 空调厂家或计划补库所致。正如我们前期对汇率升值及美国、东南亚诸国对华加征税的分析; 产业在线亦指出, 家电企业对四

季度冲刺出口的态度较为谨慎。三大白电明年1月排产同比或转为负增长。

图 33: 三大白色家电产量&排产量 (万台)

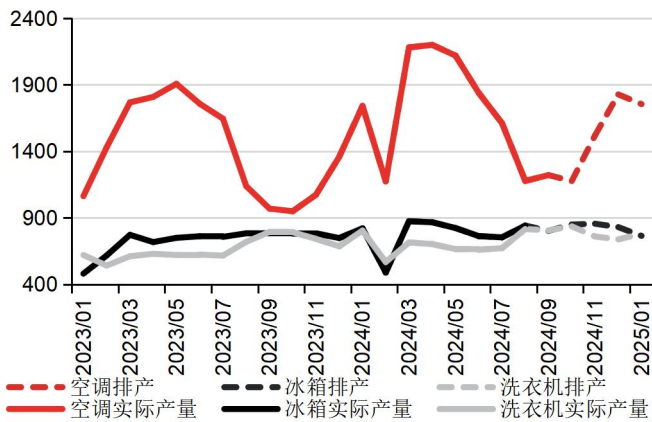
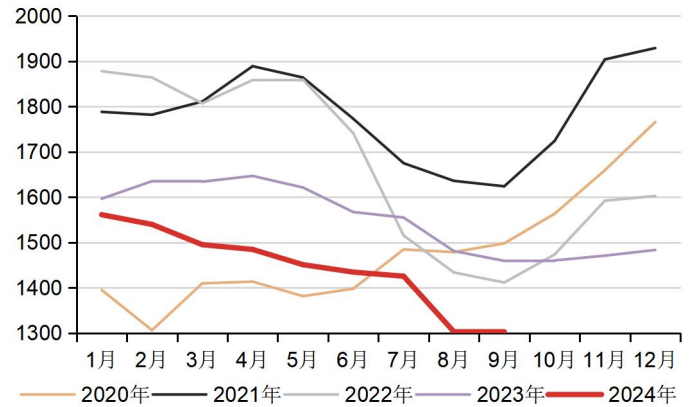


图 34: 空调行业厂家库存 (万台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

正如我们四季度展望所提及: “在油价加速下跌的时候, 产业链利润的分配存在较大的不确定性。若处于家电的旺季, 则有利于三S 受上游让利而持续走扩。” 10月以来, 三大S 均维持着年内较高的毛利空间。

三大S 中, 目前快递占比较高的EPS 快速料直接受益于近两个月家电销量的高速增长; 而ABS、PS 则需要等待, 终端销售传导至渠道经销, 再传导至生产端的反馈, 需求难以较快兑现。此外, EPS 得益于非一体化程度较高, 苯乙烯偏紧的基本面也依赖于EPS 维持高开工。

我们认为, 11月EPS 毛利仍将维持盈利状态, 开工率或跟随电商节高开低走, 略高于去年的水平(55.35%)。ABS 则在多套大装置提负的状况下维持供应稳定增长, PS 厂家负荷变化与工厂库存能否有效去化相关。

图 35: ABS 生产毛利 (元/吨)

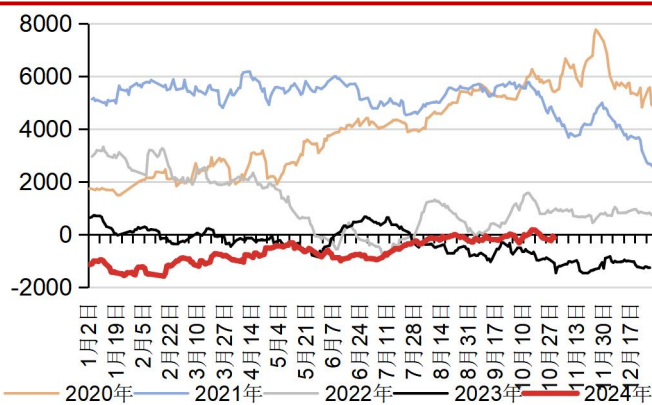
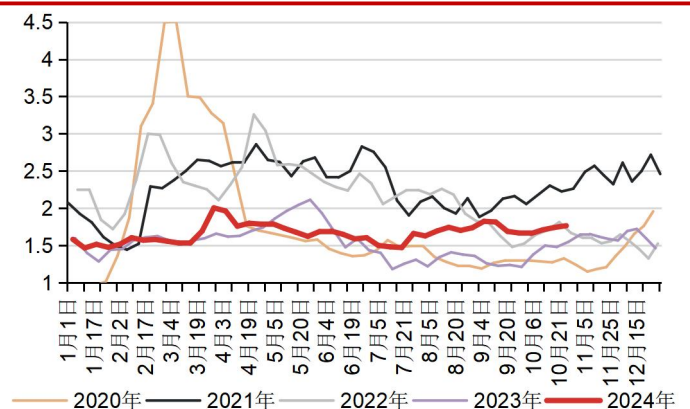


图 36: ABS 样本企业库存可用周数 (库存/周产量)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 37: ABS 产能利用率 (%)

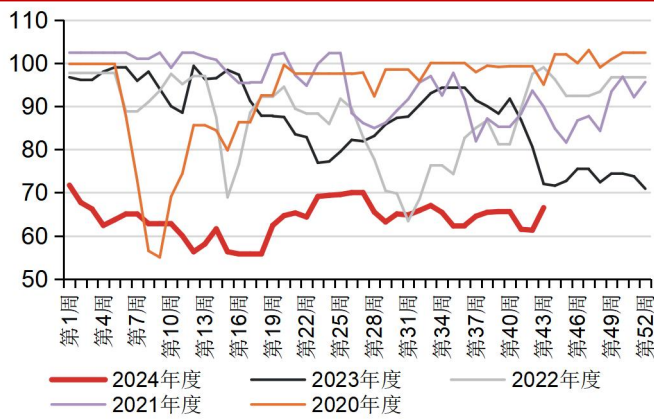
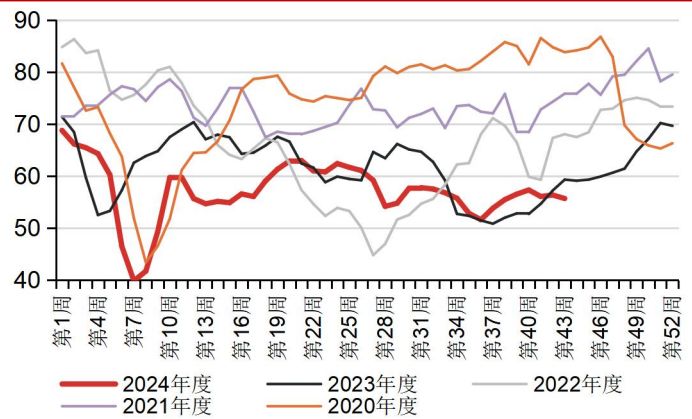


图 38: PS 产能利用率 (%)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 39: PS 样本企业库存 (万吨)

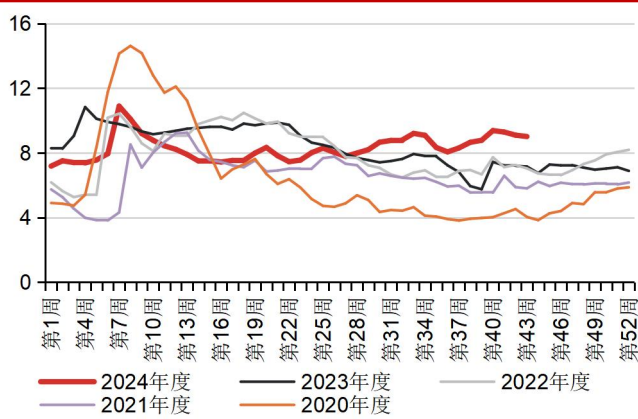
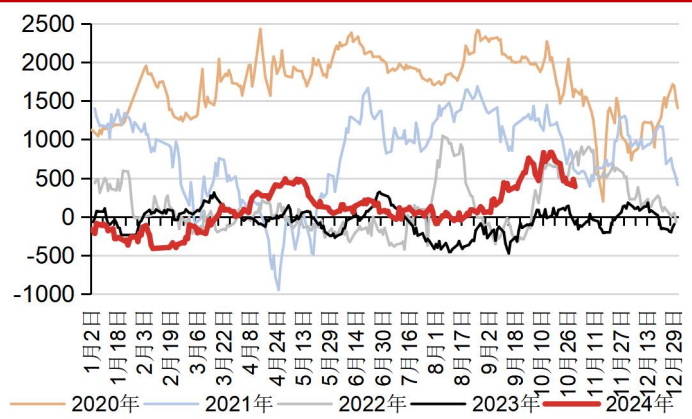


图 40: PS 生产毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

图 41: EPS 产能利用率 (%)

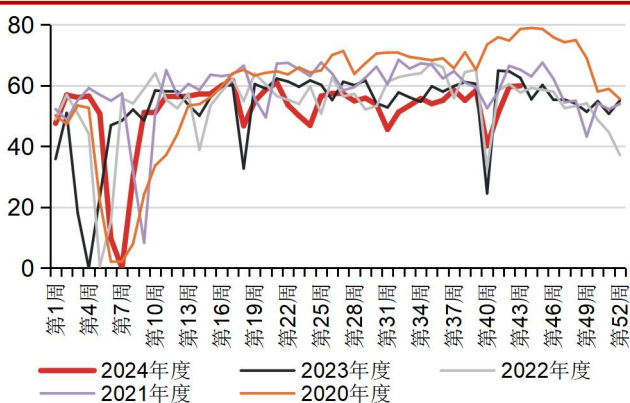
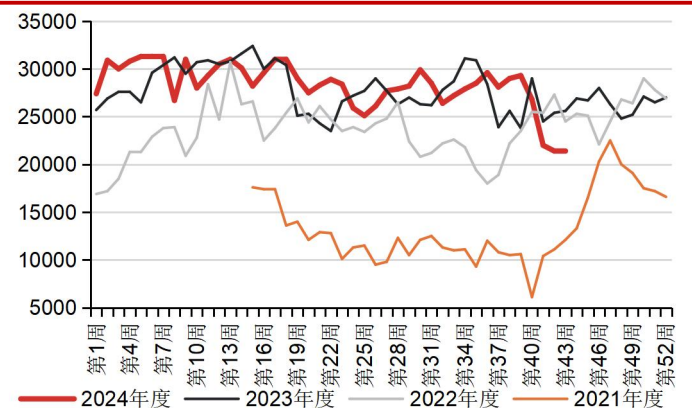


图 42: EPS 企业库存 (吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

3.3 11月苯乙烯的“预期差”

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。

根据市场信息整理，苯乙烯 11 月进口商谈在 5-7 万吨左右，当月净进口有望接近 5 万吨。假设 11 月苯乙烯装置因利润回升，整体开工率回升到七成附近，平衡表显示供需缺口仍存。供需矛盾较大，需要注意的预期差有：

- (1) 华东大装置检修时长的不确定性，可能为满足自己的下游生产物料平衡提前回归。
- (2) 高利润刺激京博苯乙烯装置提前投产，山东货源加速流向华东。
- (3) 下游 11 月实际需求不及预期并累库，三大 S 毛利压缩后重新出现负反馈。

图 43：苯乙烯浙江-山东价差（元/吨）

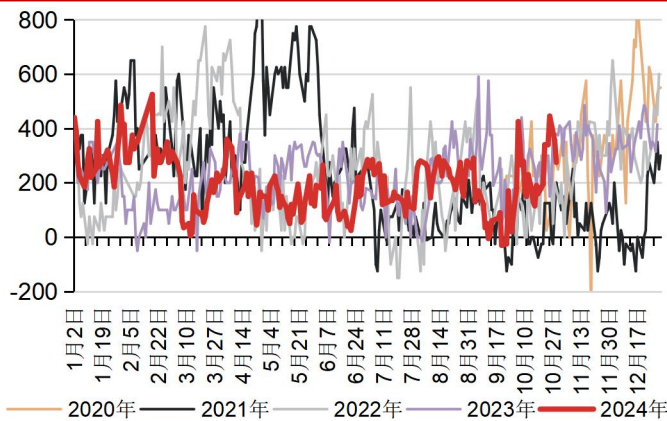
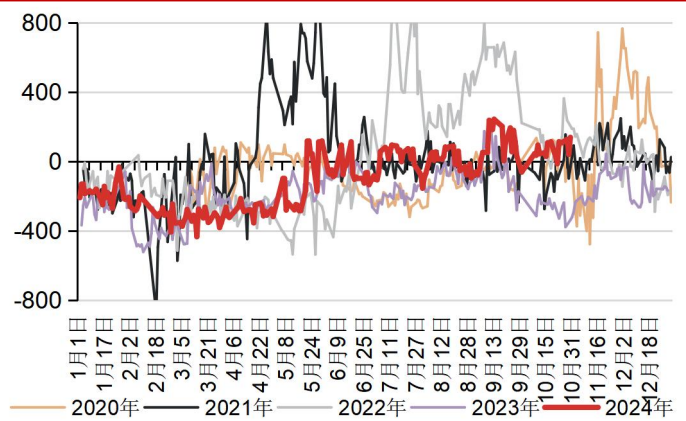


图 44：国内苯乙烯进口利润（元/吨）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

表 6：苯乙烯供需平衡表

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	66.71	66.71	66.71	69.21	69.21	69.21	64.03	68.98	67.04	70.06	73.20	78.82
ABS 开工率	66.42	63.90	57.76	56.50	64.00	69.80	65.10	64.90	64.60	65.00	64.00	60.00
ABS 产量	44.20	39.90	40.35	38.20	44.70	47.00	47.00	47.25	45.50	47.29	48.68	49.26
EPS 产能	59.83	59.83	59.83	62.50	62.50	62.50	62.50	62.50	62.50	62.50	62.50	62.50
EPS 开工率	54.74	23.52	55.47	57.83	54.65	53.34	53.37	53.71	56.29	58.00	56.00	52.00
EPS 产量	36.80	14.97	37.30	38.93	38.12	36.06	37.72	38.06	38.61	39.38	38.13	35.63
PS 产能	52.08	52.71	45.00	52.10	54.17	54.17	55.00	55.00	55.00	55.00	55.83	55.83
PS 开工率	65.00	44.26	57.20	55.67	60.82	61.52	56.14	55.41	55.07	55.00	55.00	53.00
PS 产量	38.12	25.07	34.63	33.12	38.80	37.98	36.18	35.71	34.35	34.65	35.18	34.06
苯乙烯产能	158.63	154.20	143.23	148.63	152.88	163.78	158.75	162.40	165.18	165.77	157.53	169.37
苯乙烯开工率	70.33	66.13	59.35	67.07	69.86	69.98	67.67	68.57	69.79	68.00	70.00	68.00
苯乙烯产量	135.65	119.31	114.46	125.19	134.74	130.63	130.52	132.24	130.27	132.62	129.17	132.11
苯乙烯净进口	7.61	1.14	-4.09	-0.75	-6.93	-3.33	0.63	0.44	1.89	3.50	4.50	2.50
苯乙烯总供给	143.26	120.45	110.37	124.44	127.81	127.30	131.15	132.68	132.16	136.12	133.67	134.61
苯乙烯下游需求量	133.19	101.03	123.92	128.39	135.55	132.03	131.18	132.14	132.32	137.38	135.70	133.17
苯乙烯供需差	10.07	19.42	-13.55	-3.95	-7.74	-4.73	-0.03	0.54	-0.16	-1.26	-2.02	1.44
实际库存变动量	6.84	19.44	-9.58	-8.73	-6.28	-3.83	0.86	0.28	0.86	-0.73		
苯乙烯全国库存预测	28.14	47.58	38.00	29.27	22.99	19.16	20.02	20.30	21.16	20.43	18.41	19.84

来源：国联期货研究所 钢联 隆众 卓创

四、相对估值强，绝对估值弱

4.1 影响 11 月苯乙烯估值的主要变量

11 月的苯乙烯矛盾明显——如何解决华东的供应问题？

上文中，我们分析了吸引进口套利、吸引跨区域套利、苯乙烯边际装置重启/提负、下游装置负反馈四种路径。简而言之，通过提高进口利润和华东区域价差解决问题的可能性最大，

边际装置提负的空间有限。但如果时间拖长，进口到港及跨区流动货量仍然偏低，那么下游三大 S 存在毛利被压缩而产生负反馈的风险。

上述路径将影响到产业链的利润分配。10 月底市场的交易结果正如我们在四季度展望中预测的，EB-BZ 价差或在成本端下行后回升至 1500 元附近的水平，给予全装置毛利。往后看，EB-BZ 价差能不能达到 2000 元的极端水平，取决于进口到港及跨区流动货量兑现的时间。这也意味着，11 月 EB-BZ 价差的波动幅度可能达到 500 元/吨或以上，是苯乙烯绝对估值的主要变量。

原油在 11 月受宏观波动率放大及季节性转淡的影响下，存在 10 美元/桶波幅的可能性，也是苯乙烯绝对估值的主要变量。

纯苯在“港口趋势性累库、进口处于历史高位、下游检修规模扩大、炼厂芳烃综合利润不低”的逻辑组合下，BZN 价差仍有向下的空间，波动幅度约 30 美元/吨左右，相对显得次要。亚洲石脑油供需偏紧的结构难以改变，其季节性高加工费或保持稳定。

4.2 月度策略

假设布油 11 月于 65-75 美元/桶向下波动，石脑油加工费中枢在 120 美元/吨，BZN 价差在 200-240 美元/吨波动，则对应纯苯价格区间在 6500-7400 元/吨。

EB-BZ 价差保守估计在 1100-1800 元区间波动。对应苯乙烯主力合约估值区间在 7800-8900 元/吨附近。

11 月建议维持空头逻辑，单边中长线逢高布空。考虑到 12 月乃至明年一季度，苯乙烯有两套大装置投产，下游需求增长有限，建议远月（02-03）月差的反套头寸继续持有。

跨品种套利策略，建议待苯乙烯华东到港量预期增长后，于近年高位水平做缩 EB-BZ 近月价差。

期权策略方面，建议在主力合约 8400 元附近同时买入平值看涨期权及平值看跌期权。

图 51：苯乙烯合约 02-03 价差（元/吨）

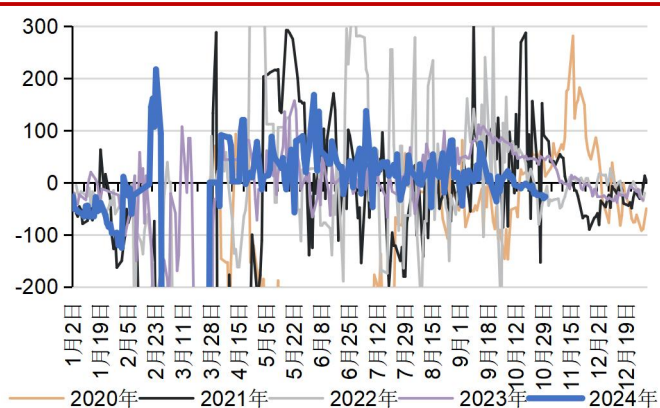
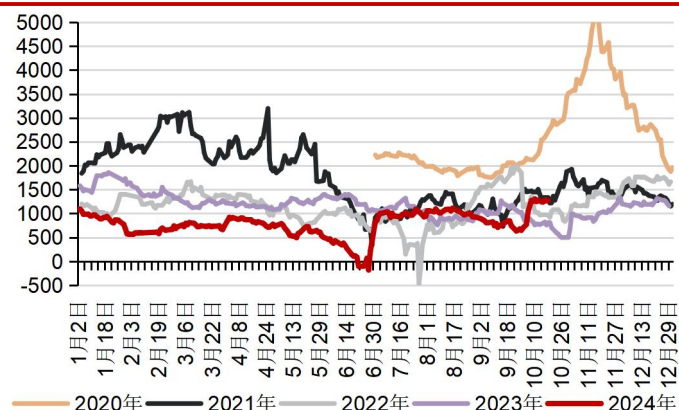


图 52：EB-BZ 纸货当月下价差（元/吨）



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