

纯苯苯乙烯产业链 2025 年度展望

2024 年 12 月 3 日

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:

《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》

《原油专题报告: 特朗普
当选+鹰派降息, 2025 油价
影响几何?》

《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》

《苯乙烯专题报告: 装置
事故虚惊一场, 欧洲供应
风险仍存》

纯苯驱动看外需, 苯乙烯平衡看内需

➤ 摘要

油价下行预期: 如果 OPEC+达成协议, 那么明年 OPEC 的供应增量预期将从 110 万桶/日 (年产量 220 万桶/日按月恢复、加权求和得出) 下修至 68.74 万桶/日。保守估计 OPEC+供应回归后, 2025 年原油累库或在 100 万桶/日左右。若特朗普政府与沙特达成合作, 或海湾国家与页岩油企业竞争市场份额, 可能引发市场对大累库预期的交易。

美国芳烃供需异象: 今年美国芳烃供需双增, 芳烃的进口增量主要用于化工。芳烃供应回升, 挤压了部分调油料进口需求。美国炼厂调油料库存水平去化至近五年同期最低水平。明年美国炼厂及贸易商或仍存补库调油料的需求, 预期 2025 年上半年美国或维持 4-8 万吨/月的韩国纯苯进口量。

平衡表展望: 2025 年纯苯和五大下游的产量增速或为同比+5.9%、+7.8%。明年二季度由于国内春检叠加海外补库, 纯苯存在较大的供需缺口预期, 若北美调油备货前置, 纯苯的供需缺口或提前出现。2025 年苯乙烯、三大 S 的产量增速或为同比+7.6%、+6.4%。2025 年一季度大装置投产和检修回归的影响之下, 苯乙烯存大幅累库预期。

➤ 策略建议

预期明年布油区间或下移至 60-80 美元/桶 (乐观), 悲观假设下布油区间或下移至 45-75 美元/桶; 苯乙烯的估值区间在 7300-9500 元 (乐观), 或 6500-9200 元 (悲观)。

若明年一季度苯乙烯下跌至 7300-7800 元附近, 则建议逢低做多; 若苯乙烯仍处于 8000-8500 元, 则建议投资者采取做缩波动率的期权策略。在油价处于上边际 (70-75 美元/桶), 苯乙烯或纯苯估值偏高的阶段, 可建立中长期的单边空头头寸。

建议关注做缩 EB-PX 价差的机会, 驱动触发的节点或在明年一、二季度之交, 多头头寸选择 PX505 合约。该价差套利头寸的目标区间在 900-1600 元。

➤ 风险关注点

海外制裁升级、美国芳烃供应激增、地缘冲突升温、装置推迟投产

目录

一、2024 年行情回顾：	- 5 -
二、油价预期下行，美国芳烃产能回升	- 6 -
2.1 中东原油供应的变化决定明年过剩的深浅	- 6 -
2.2 海外芳烃供需展望	- 8 -
三、明年二季度或存季节性缺口	- 11 -
3.1 海外调油备货节奏影响纯苯的供需边际	- 11 -
3.2 苯乙烯大装置投产或在一季度反映	- 13 -
四、EB-PX 价差有望回归	- 15 -
4.1 纯苯、PX 强弱回归	- 15 -
4.2 EB-PX 价差的套利机会	- 17 -
五、产业链数据	- 18 -
5.1 纯苯产业链	- 18 -
5.2 苯乙烯产业链	- 20 -
5.3 终端行业—白色家电	- 23 -
5.4 终端行业—汽车	- 25 -
六、估值与策略	- 27 -
6.1 估值逻辑	- 27 -
6.2 策略综述	- 27 -

图表目录

图 1: 苯乙烯期货主力合约 2024 年 1-12 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: 美国四大主要产区的单井产量 (桶/日)	- 7 -
图 5: 美国原油新钻井数&完井数&DUC 井数 (座)	- 7 -
图 6: 2024 年全球原油供需预测(右) & 库存变化调整值(左) 单位: 百万桶/日	- 7 -
图 7: 国内原油月度进口量 (万吨)	- 8 -
图 8: 印度原油月度净进口量 (千桶/日)	- 8 -
图 9: 美国炼厂芳烃产能&运行家数 (千桶/日, 家)	- 9 -
图 10: 美国甲苯歧化价差 (美元/吨)	- 9 -
图 11: 美国成品汽油供应量与馏分油供应量之比	- 9 -
图 12: 美国调油组分进口量与成品汽油供应量之比	- 9 -
图 13: 美国纯苯月度进口量 (万升)	- 10 -
图 14: 美国混二甲苯 (MX) 月度进口量 (万升)	- 10 -
图 15: 美国甲苯月度进口量 (万升)	- 10 -
图 16: 美国对二甲苯 (PX) 月度进口量 (万升)	- 10 -
图 17: 美国炼厂调油料库存 (千桶)	- 11 -
图 18: 韩国纯苯出口至美国的月度量 (吨)	- 11 -
图 19: 纯苯五大下游加权开工率 (%)	- 16 -
图 20: BZN (纯苯-石脑油) 价差 (美元/吨)	- 16 -
图 21: PX-MX 价差 (美元/吨)	- 16 -
图 22: PXN (对二甲苯-石脑油) 价差 (美元/吨)	- 16 -
图 23: 亚洲重整装置综合利润 (美元/吨)	- 17 -
图 24: 国内甲苯歧化利润 (美元/吨)	- 17 -
图 25: MX 美韩价差 (美元/吨)	- 18 -
图 26: 纯苯美韩价差 (美元/吨)	- 18 -
图 27: 纯苯月度表观需求量 (万吨)	- 18 -
图 28: 纯苯华东港口库存 (万吨)	- 18 -
图 29: 己内酰胺副产硫酸铵综合毛利 (元/吨)	- 19 -
图 30: 己内酰胺表观需求量季节性分析 (万吨)	- 19 -
图 31: 己内酰胺库存季节性分析 (万吨)	- 19 -
图 32: 己内酰胺产能利用率季节性分析 (%)	- 19 -
图 33: 苯酚生产毛利 (元/吨)	- 19 -
图 34: 苯酚表观需求量季节性分析 (万吨)	- 19 -
图 35: 苯酚港口库存 (万吨)	- 20 -
图 36: 己二酸产能利用率 (%)	- 20 -
图 37: 己二酸生产毛利 (元/吨)	- 20 -
图 38: 己二酸样本企业工厂库存 (万吨)	- 20 -
图 39: 苯乙烯表观需求量季节性分析 (万吨)	- 20 -
图 40: 苯乙烯全国总库存季节性分析 (万吨)	- 20 -
图 41: 苯乙烯一体化毛利 (元/吨)	- 21 -

图 42: 苯乙烯 PO/SM 联产综合毛利 (元/吨)	- 21 -
图 43: 苯乙烯非一体化改良装置毛利 (元/吨)	- 21 -
图 44: 苯乙烯日度开工率 (%)	- 21 -
图 45: EPS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 22 -
图 46: EPS 库存季节性分析 (吨)	- 22 -
图 47: EPS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 22 -
图 48: PS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 22 -
图 49: PS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 22 -
图 50: PS 库存季节性分析 (万吨)	- 22 -
图 51: PS 产能利用率季节性分析 (%)	- 23 -
图 52: ABS 产能利用率季节性分析 (%)	- 23 -
图 53: ABS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 23 -
图 54: ABS 库存可用天数 (周产量/库存)	- 23 -
图 55: 空调主要厂商库存季节性分析 (万台)	- 23 -
图 56: 空调渠道商库存季节性分析 (万台)	- 23 -
图 57: 空调渠道商库销比季节性分析 (%)	- 24 -
图 58: 家用空调均价季节性分析 (元/台)	- 24 -
图 59: 冰箱行业库存季节性分析 (万台)	- 24 -
图 60: 冰箱均价季节性分析 (元/台)	- 24 -
图 61: 冰箱库销比季节性分析 (%)	- 24 -
图 62: 洗衣机厂家库存季节性分析 (万台)	- 24 -
图 63: 洗衣机渠道商库存季节性分析 (万台)	- 25 -
图 64: 美国家电批发商库存金额 (百万美元)	- 25 -
图 65: 美国家电零售商库存金额 (百万美元)	- 25 -
图 66: 美国家用电器消费者支出水平 (%)	- 25 -
图 67: 汽车厂商库存&库销比 (右轴) (万台, %)	- 26 -
图 68: 汽车渠道商库存&库销比 (右轴) (万台, %)	- 26 -
图 69: 美国 BEA 汽车库存水平 (千辆)	- 26 -
图 70: 美国 BEA 汽车行业库销比 (%)	- 26 -
图 71: 美国汽车行业批发商库存金额 (百万美元)	- 26 -
图 72: 美国汽车新车价格指数 (点)	- 26 -
表 1 : 2025 年纯苯及下游投产计划一览 (产能单位: 万吨/年)	- 11 -
表 2 : 2024 年纯苯月度供需平衡表	- 13 -
表 3 : 2025 年苯乙烯及下游投产计划一览 (产能单位: 万吨/年)	- 14 -
表 4 : 2025 年苯乙烯月度供需平衡表	- 15 -

一、2024 年行情回顾：

2024 年苯乙烯的价格波动呈现“上半年趋势上行、下半年震荡走弱”的走势。

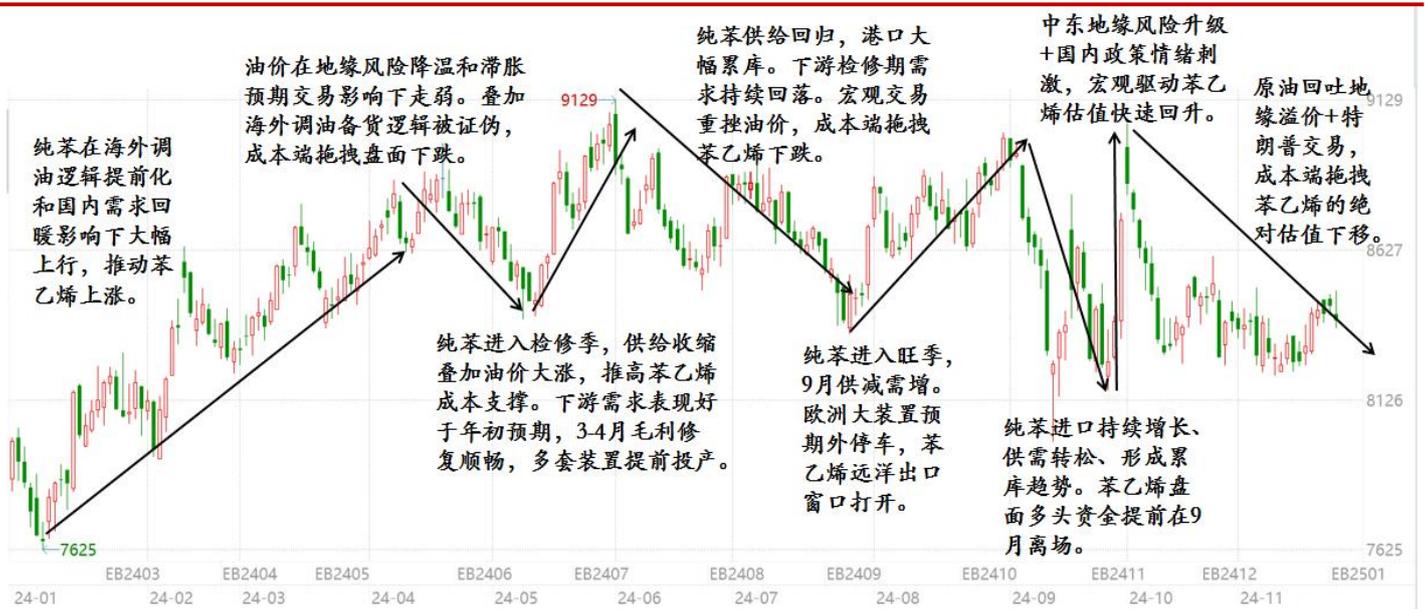
上半年苯乙烯紧跟纯苯持续上行。受美国提前备货芳烃调油料，及国内己内酰胺等下游需求强劲的影响，纯苯供需矛盾突出，BZN 价差在近五年最高水平运行。苯乙烯下游需求整体偏弱，三 S 毛利挺价难度较大。强成本、弱需求导致苯乙烯陷入“低利润、低开工、低库存”的状态。纯苯与苯乙烯价差罕见倒挂。

此外，原油交易中中东地缘风险溢价、石脑油交易亚洲的供应问题，二者共同推高了芳烃的成本定价。

进入三季度，美国芳烃库存高企，停止从韩国进口纯苯。亚洲炼厂春检结束后，韩国及东南亚的纯苯集中回流中国，导致国内纯苯供需逐月转松。此外，原油在美国就业持续下滑、市场交易降息预期的影响下持续走弱，油价及纯苯估值的坍塌，导致盘面提前在 9 月走弱。

四季度，纯苯下游除己内酰胺外，需求均走弱。相对纯苯，苯乙烯下游需求受国内家电库存周期及政策利好影响走强。苯乙烯数套大装置于 10 月起集中检修，纯苯和苯乙烯的供需强弱切换，产业链利润向苯乙烯集中分配。但苯乙烯的绝对估值仍被原油和纯苯向下拖拽。

图 1：苯乙烯期货主力合约 2024 年 1-12 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）

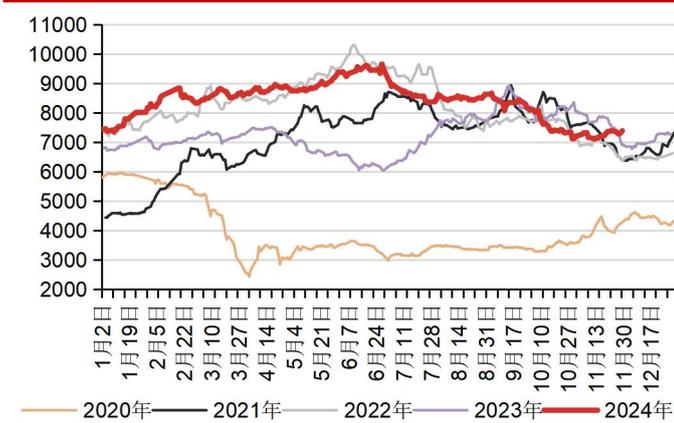
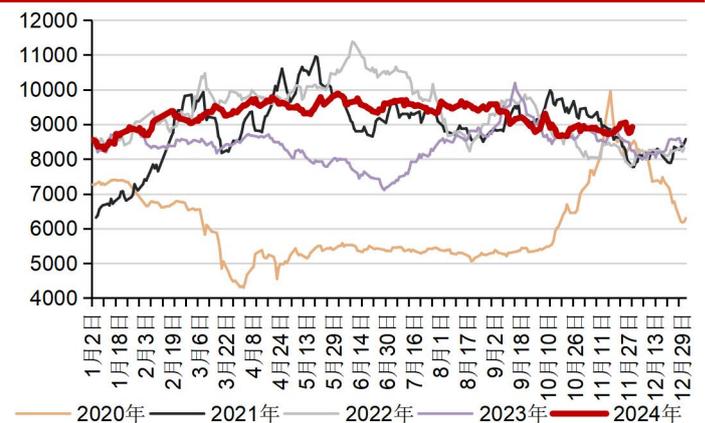


图 3：苯乙烯华东现货主流价季节性分析（元/吨）



来源：国联期货研究所 钢联 隆众资讯

二、油价预期下行，美国芳烃产能回升

2.1 中东原油供应的变化决定明年过剩的深浅

我们在专题报告《特朗普当选+鹰派降息，2025 年油价运行逻辑推演》中详细论述了，由于“移民政策转向，核心服务通胀的强劲增长，及特朗普的关税政策”，或导致明年美国再通胀的可能性增加。

特朗普政府选择压低油价，以压制整体通胀或是最省力的选项。当前地缘格局和政策工具的条件下，白宫通过外交打压油价是可行的策略。若美国的外交顺利实施，中东地缘风险或降温。

当前美国库存井数处于历史低位，页岩油生产商需要积极开采新钻井以提振总产量。由于高利率和单井产量较高，即使特朗普推动能源政策落地，油企增产的意愿也可能不高。机构预期明年美国供应增长或在 40-50 万桶/日左右。相较 OPEC+ 的总闲置产能（超 500 万桶/日），美国增产的影响较小。

图 4: 美国四大主要产区的单井产量 (桶/日)

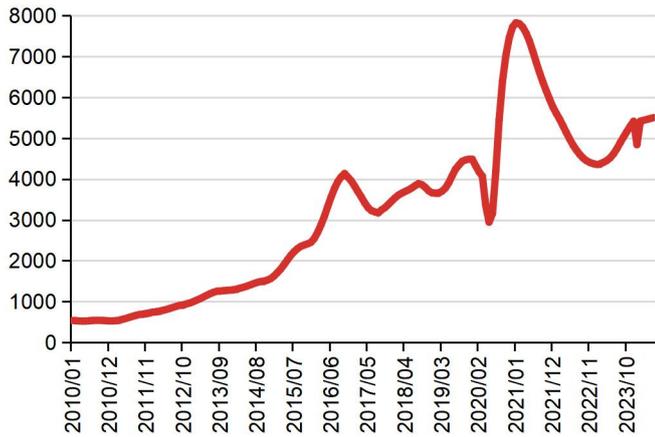
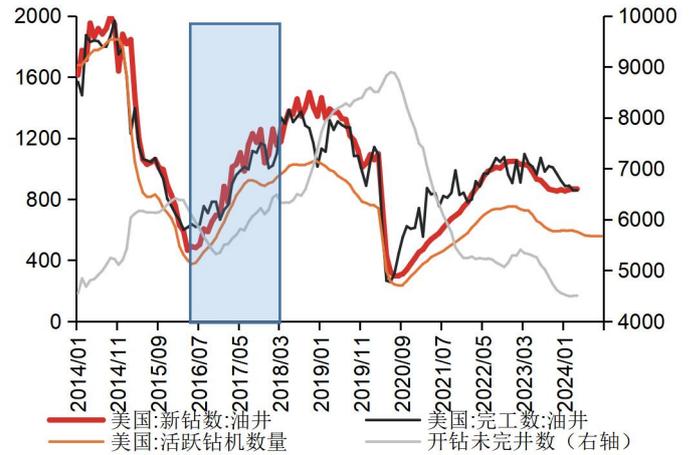


图 5: 美国原油新钻井数&完井数&DUC 井数 (座)

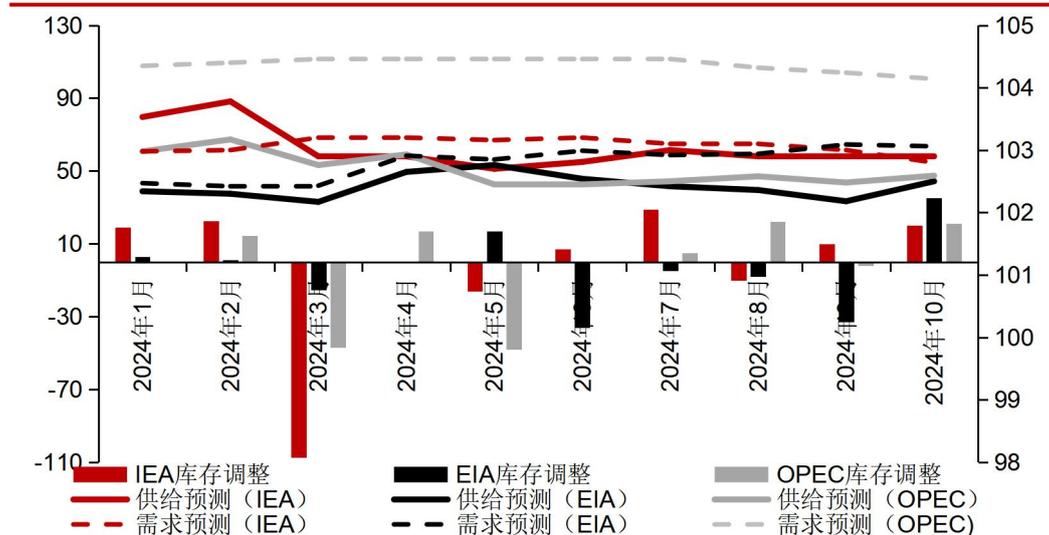


来源: 国联期货研究所 WIND EIA

三大机构从 2024 年 7 月起逐月下调全年及 2025 年的需求预期, 源于美国经济数据走弱、中国和印度的原油进口需求不及预期等因素。IEA 认为中国电动车和新能源重卡渗透率的增长, 或加速原油需求达峰。此外, 印度将从 2025 年 4 月正式推广 E20 (掺混 20%乙醇的汽油), 其国内机构预测能减少印度 10%的原油进口需求。

2024 年 1-10 月, 中国原油进口累计同比约-3.46%; 1-9 月, 印度原油进口累计同比约+2.21% (其 2024 年 GDP 增速预计约 7%)。IEA 对 2025 年亚洲需求增速预期做了保守估计 (中国增速预期+22 万桶/日, 印度增速预期+23 万桶/日)。作为对比, 此前 IEA 对中国 2023 年增速预期为+150 万桶/日, 2024 年增速预期为+30 万桶/日。

图 6: 2024 年全球原油供需预测(右) &库存变化调整值(左) 单位: 百万桶/日



来源: 国联期货研究所 IEA EIA OPEC

图 7：国内原油月度进口量（万吨）

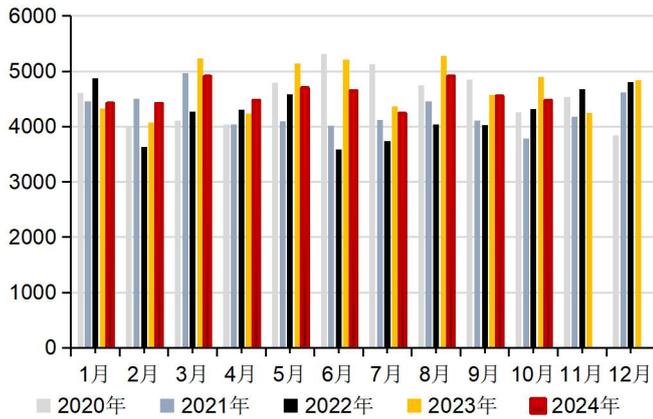
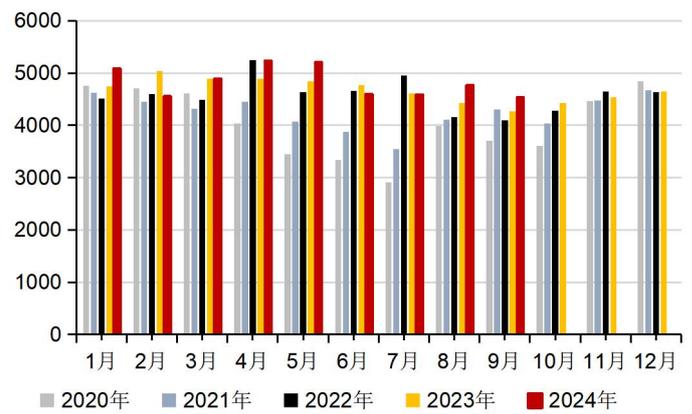


图 8：印度原油月度净进口量（千桶/日）



来源：国联期货研究所 海关总署 OPEC WIND

IEA、OPEC 和 EIA 对 2025 年全球需求增速预测分别为，+99、+154、+122 万桶/日，三大机构对 2025 年非 OPEC+ 的供应增速预测分别为，+150、+111、+148 万桶/日。抛开 OPEC（最乐观）的观点来看，IEA 和 EIA 均认为即使 OPEC+ 维持减产，全球供应增量也能覆盖需求增量。在 IEA 口径下，仅凭非 OPEC 国家的增产，明年全球原油也将出现过剩。

根据 11 月底 OPEC+ 对外释放的信号来看，尽管 OPEC 内部对生产配额分歧加剧、推动减产阻力重重，但成员国仍可就维持减产措施至 2025 年一季度末达成共识。如果 OPEC+ 达成协议，那么明年 OPEC 的供应增量预期将从 110 万桶/日（年产量 220 万桶/日按月恢复、加权求和得出）下修至 68.74 万桶/日。

综上所述，保守估计 OPEC+ 供应回归后，2025 年原油累库或在 100 万桶/日左右。若特朗普政府与沙特达成合作，或海湾国家与页岩油企业竞争市场份额，那么可能引发市场对大累库预期的交易。此外，美国的贸易保护主义，或冲击非美地区的出口需求，导致全球贸易量衰减，不利于原油需求。

油价乐观假设：美联储维持高利率，限制页岩油企业的资本开支意愿，美国增产规模有限。同时，美国维持经济增速和通胀的韧性，支撑原油的需求。特朗普政府通过外交谋求与中东合作压制油价。在此场景下，我们认为明年原油的过剩量约 100 万桶/日左右，布油价格区间或下移至 60-80 美元/桶之间。

油价悲观假设：OPEC 国家与美国页岩油企业争夺市场份额，除恢复前期的减产量外，沙特等国重新开采闲置产能。美国的关税政策和内部改革导致全球经济不稳。在此场景下，明年原油过剩量或扩大至 100-200 万桶/日，布油价格区间或下移至 45-75 美元/桶。

看空油价的风险在于：全球地缘冲突升级的风险仍存，地缘溢价或在短期提振 5-10 美元/桶左右；低价原油或使美国延长战略原油的补库周期。

2.2 海外芳烃供需展望

根据 EIA 数据，2024 年美国芳烃产能提升至 34.86 万桶/日，同比增长 19.8%。美国芳烃

产能不仅结束了连续三年的下行，且提升至历史较高水平。该数据一反业界认为美国芳烃产能将逐年流失的观点。

我们认为，美国芳烃产能今年出现激增的原因如下：

(1) 美国今年炼厂运行家数恢复至 132 家，回到 2019 年的水平。老装置顺利重启，提高了美国炼能的基线。

(2) 今年美国甲苯歧化价差在近五年高位运行。根据历史数据，歧化占美国芳烃总产能约 10%以上。歧化装置集体重启，或贡献今年芳烃产能增量的主要部分。

(3) 今年美国炼厂汽柴比提升至近五年较高水平，装置更多地切换至催化重整，而重整产能占美国芳烃来源约六成。结果便导致美国今年汽油供应量提升、汽油裂解利润被压缩、芳烃产能基线提升。

图 9：美国炼厂芳烃产能&运行家数（千桶/日，家）

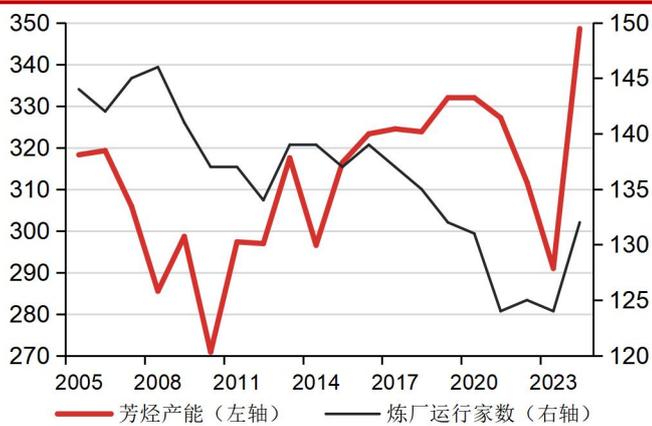
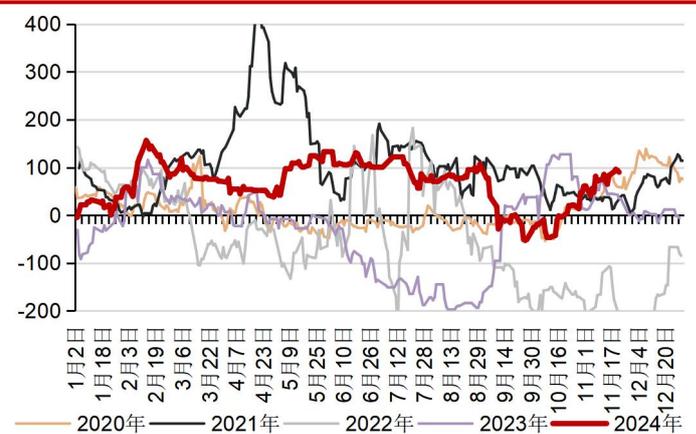


图 10：美国甲苯歧化价差（美元/吨）



来源：国联期货研究所 EIA 同花顺 ifind

图 11：美国成品汽油供应量与馏分油供应量之比

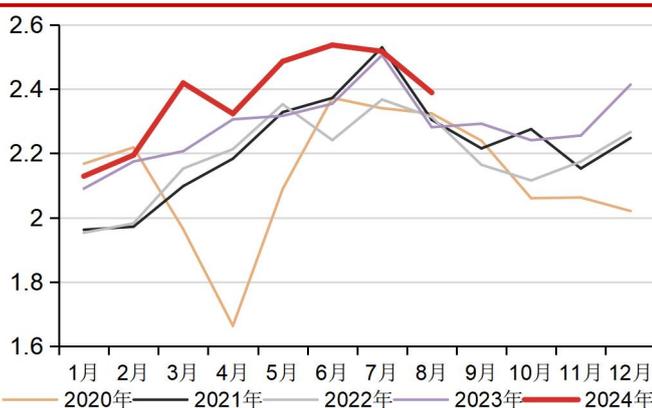
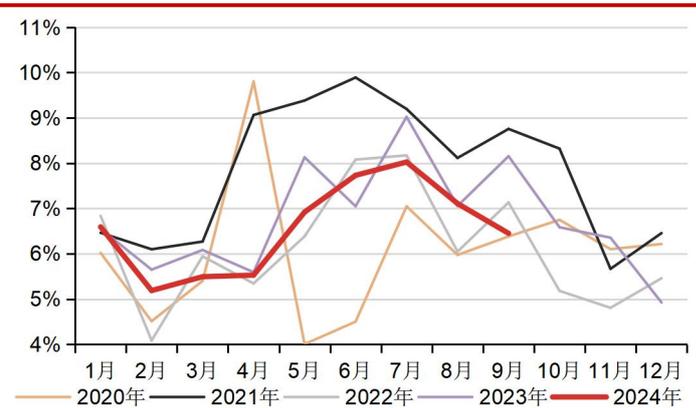


图 12：美国调油组分进口量与成品汽油供应量之比



来源：国联期货研究所 EIA 同花顺 ifind

但 USITC 数据显示，美国并未出现国内供应大幅替代进口的情况。今年 1-9 月，美国芳烃（纯苯、甲苯、混二甲苯、对二甲苯）进口量累计同比增约 7.27%，增量主要由 PX 贡献（累计同比+23.15%）；三苯（纯苯、甲苯、二甲苯）进口累计同比则下降约 1.31%，减量主要来自 MX（累计同比-58.23%）。

我们认为，该现象是由于美国 MX 直接投入调油池，短流程制 PX 的供应减少所致。同时，美国今年芳烃下游化工的开工率高于 2023 年的水平，故美国贸易商从海外大量进口 PX 填补缺口。美国芳烃调油料自给量增长，减少了对亚洲 MX 的进口量。

纯苯也体现了这一逻辑。国产调油料供应回升，乙苯调油性价比不及去年。但美国苯乙烯开工较去年整体提升，支撑纯苯的化工需求。今年 1-9 月，美国纯苯进口累计同比增约 1.67%，源自韩国的进口份额被印度、中东等国所替代。

此外，1-9 月美国进口调油组分占汽油供应的比例，均值较去年降约 0.5 个点。或可佐证“美国芳烃供应回升、挤压了部分调油料进口需求”的观点。综合来看，今年美国芳烃供需双增，芳烃的进口增量主要用于化工。

图 13: 美国纯苯月度进口量 (万升)

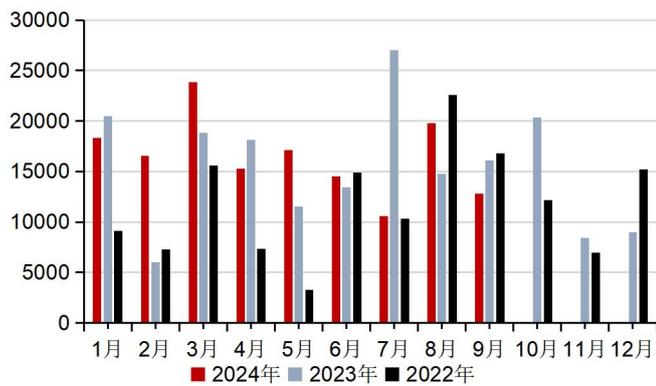
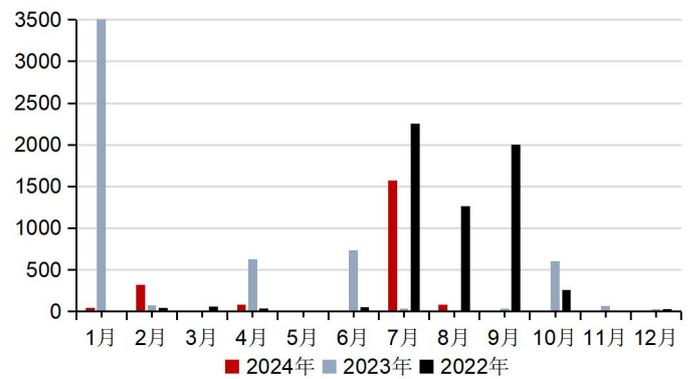


图 14: 美国混二甲苯 (MX) 月度进口量 (万升)



来源: 国联期货研究所 USITC

图 15: 美国甲苯月度进口量 (万升)

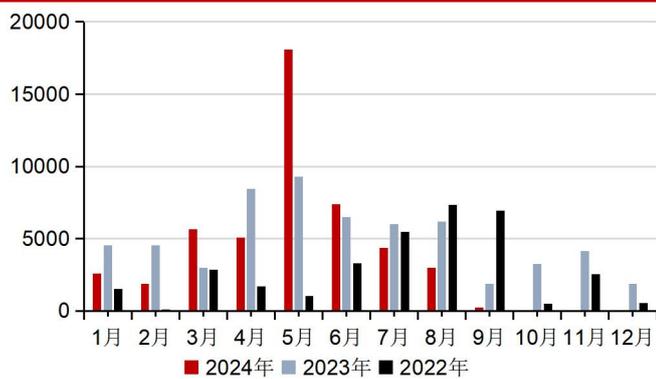
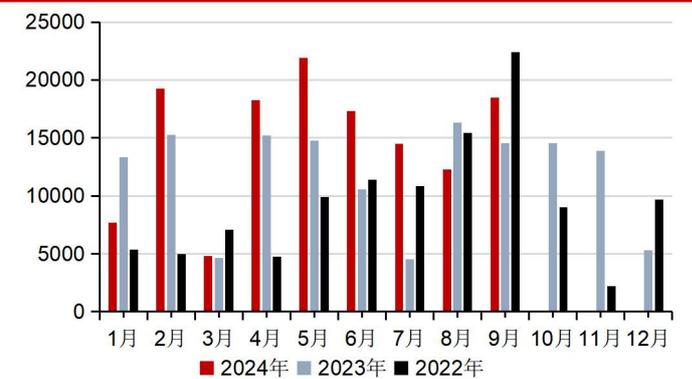


图 16: 美国对二甲苯 (PX) 月度进口量 (万升)



来源: 国联期货研究所 USITC

图 17: 美国炼厂调油料库存 (千桶)

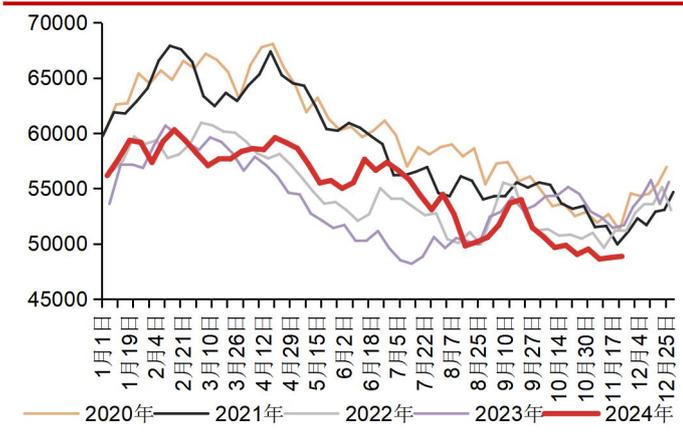
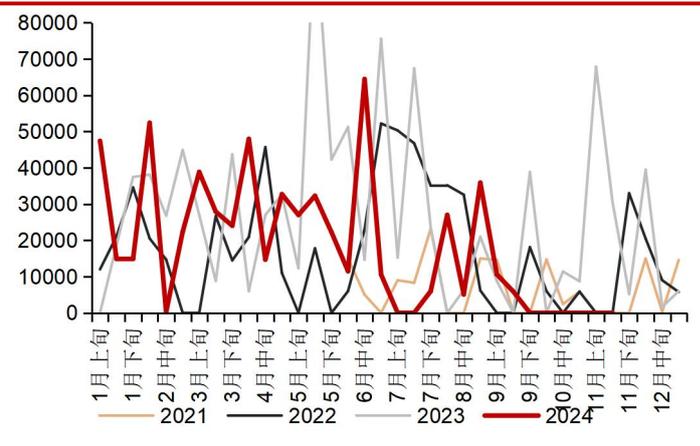


图 18: 韩国纯苯出口至美国的月度量 (吨)



来源: 国联期货研究所 EIA 隆众资讯 WIND

截至 11 月末, 美国炼厂调油料 (芳烃、丁烷、重整油、烷基化物等) 库存水平去化至近五年同期最低水平。我们认为明年美国炼厂及贸易商仍存补库调油料的需求。参考炼厂库存的消耗速度, 及往年向韩国进口量, 预期 2025 年上半年美国或维持 4-8 万吨/月的韩国纯苯进口需求。

三、明年二季度或存季节性缺口

3.1 海外调油备货节奏影响纯苯的供需边际

2025 年国内纯苯新投产产能约 146 万吨/年, 投产重心在上半年。投产影响较大的裕龙炼化, 其重整装置 (约 16 万吨/年纯苯) 于 2024 年 11 月投产, 其乙烯装置 (约 24 万吨/年纯苯) 或于 2024 年 12 月投产, 其歧化装置 (约 41 万吨/年纯苯) 明年二季度能否投产仍有不确定性。其余新投石油苯产能均为乙烯裂解装置。加氢苯投产增速下滑, 共约 29 万吨/年的计划。

如下表 1 所示, 2025 年, 纯苯实际产能增速预期约 3.59% (2024 年约 3.85%), 加氢苯实际产能增速预期约 2.46%; 苯乙烯实际产能增速预期约 5.64%, 苯酚实际产能增速预期约 6.06%, 己内酰胺实际产能增速预期约 7.5%, 己二酸实际产能增速预期约 6.4%, 苯胺无新投装置。

下游新投产产能中贡献最大的是苯乙烯 (占 44%) 和己内酰胺 (占 25%)。下游新投产产能折纯苯消耗当量, 与纯苯新投产产能或存在约 60 万吨/年的缺口。

表 1: 2025 年纯苯及下游投产计划一览 (产能单位: 万吨/年)

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
裕龙歧化装置	甲苯歧化+抽提	2025/3/31	41	山东省		30.75		
万华化学	纯苯 (乙烯)	2025/3/31	15	山东省		11.25		

	裂解)								
吉林石化	纯苯(乙烯裂解)	2025/3/31	15	吉林省		11.25			
宁波大树	纯苯(乙烯裂解)	2025/3/31	10	浙江省		7.50			
埃克森美孚惠州	纯苯(乙烯裂解)	2025/3/31	20	广东省		15.00			
京博石化	纯苯(乙烯裂解)	2025/1/31	10	山东省	9.17				
宏坤新材料	加氢苯	2025/3/31	14	广西		10.50			
首途新能源	加氢苯	2025/3/31	10	山东省		7.50			
宁夏同德爱心	加氢苯	2025/1/31	5	宁夏省	4.58				
纯苯投产总和						13.75	93.75	0.00	0.00
下游投产总和(折纯苯当量)						77.50	73.58	16.00	0.00
吉林石化	苯酚	2025/5/31	13	吉林省		6.83			
镇海炼化	苯酚	2025/1/31	40	浙江省	33.00				
福建永荣	己内酰胺	2025/1/1	10	福建省	9.50				
广西恒逸	己内酰胺	2025/3/31	60	广西		42.75			
华鲁恒升	己二酸	2025/3/31	20	山东省		12.00			
平煤神马	己二酸	2025/3/31	20	河南省		12.00			
京博(山东中泰)	苯乙烯	2025/2/28	60	山东省	35.00				
吉林石化	苯乙烯	2025/8/31	60	吉林省			16.00		
裕龙炼化	苯乙烯	2024 年底	50	吉林省	40.00				

来源：国联期货研究所 公开信息 华瑞资讯 隆众资讯 卓创资讯

下表 2 平衡表中计入了表 1 的投产计划，各品种的产能利用率预期考虑了该品种的利润状况、往年的检修季节性、新投装置对供应的冲击。下游消费量的测算方法为“苯乙烯、苯酚、己内酰胺、己二酸、苯胺的产量折纯苯消耗当量之和”除以五者的权重（假设 2025 年为 97%）。

2025 年纯苯进口预期同比增约 13.5%（2024 年增速为 20%）。参考本文第二章之 2.2 的论述，美国调油料自给量增长，减少了芳烃进口，但化工需求支撑其总进口需求。美国调油料库存偏低，或使明年上半年亚洲苯被美国再度分流，国内月均进口量或较 2024 年四季度回落 4 到 8 万吨。

根据平衡表的推算，2025 年纯苯、苯乙烯、苯酚、己内酰胺、苯胺、己二酸的产量增速或分别同比+5.9%、+7.6%、+4.4%、+13.5%、+0.2%、-5.8%。己内酰胺受锦纶纺丝产业链供需两旺影响，仍是纯苯需求的增长极；己二酸行业受到新投产能冲击，厂家深度亏损且库存偏高，明年开工率均值预期下移至五成左右。2025 年下游需求综合增速约 +7.8%。

平衡表显示，2025 年二季度由于国内春检叠加海外补库，纯苯存在较大的供需缺口

预期：一季度纯苯偏紧平衡，若北美调油备货前置，则纯苯的供需缺口或提前出现；三季度后，海外纯苯回流中国，单月进口预期或重返40万吨以上，国内纯苯或转为累库趋势。

表 2：2024 年纯苯月度供需平衡表

单位(万吨, %)	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	211.42	212.25	212.25	220.67	220.67	220.67	220.67	220.67	220.67	220.67	220.67	220.67
纯苯开工率	79.00	78.00	78.00	73.00	73.00	76.00	78.00	79.00	80.00	77.00	77.00	78.00
石油苯产量	186.39	166.88	184.76	173.97	179.77	181.12	192.09	194.55	190.66	189.62	183.51	192.09
加氢苯产能	76.25	76.67	76.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67
加氢苯产量	34.59	28.32	34.78	33.98	35.68	32.85	33.30	32.11	31.15	34.49	33.98	33.30
纯苯净进口	37.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	40.00	42.00	45.00	45.00	43.00	43.00
纯苯总供给	257.98	230.20	254.54	242.96	250.46	248.97	265.39	268.66	266.81	269.12	260.49	268.39
己内酰胺产能	58.33	58.33	58.33	63.33	63.33	63.33	63.33	63.33	63.33	63.33	63.33	63.33
己内酰胺开工率	93.00	93.00	90.00	88.00	89.00	90.00	90.00	90.00	92.00	92.00	90.00	90.00
己内酰胺产量	60.54	54.68	58.59	60.19	62.91	61.56	63.61	63.61	62.93	65.03	61.56	63.61
苯乙烯产量	141.80	120.76	137.38	134.96	137.38	134.96	141.54	143.63	144.16	146.83	142.10	148.96
苯酚产能	54.75	58.08	58.08	58.08	58.08	59.17	59.17	59.17	59.17	59.17	59.17	59.17
苯酚开工率	76.00	72.00	76.00	72.00	70.00	70.00	72.00	74.00	76.00	76.00	74.00	72.00
苯酚产量	46.44	42.15	49.26	45.17	45.37	44.73	47.54	48.86	48.56	50.18	47.29	47.54
己二酸产量	17.39	15.71	17.39	18.63	19.25	18.63	21.18	21.18	20.49	21.18	19.38	20.02
苯胺产量	33.44	32.09	34.28	35.60	35.95	35.60	35.53	31.35	33.98	35.11	32.36	31.77
下游消费需求	256.32	227.50	254.26	252.28	257.75	253.15	264.94	264.10	265.39	272.53	258.95	266.62
供需差测算	1.66	2.70	0.27	-9.32	-7.30	-4.18	0.45	4.56	1.41	-3.41	1.54	1.77

来源：国联期货研究所 公开信息 华瑞资讯 隆众资讯 卓创资讯

3.2 苯乙烯大装置投产或在一季度反映

2025 年国内苯乙烯新投产能约 170 万吨/年，其中裕龙炼化的苯乙烯装置或于 2024 年 12 月跟随上游乙烯装置同步投产。京博的装置投产时间易受到市场价格变化影响。

如下表 3 所示，2025 年，苯乙烯实际产能增速预期约 5.64%（2024 年仅投产盛虹 40 万吨/年的装置）；EPS 实际产能增速预期约 0.95%，ABS 实际产能增速预期约 10.2%，PS 实际产能增速预期约 11.54%。EPS 结束产能高速投放期，ABS、PS 仍处于高速投产期中。

下游新投产能中 ABS 贡献了 51%，PS 贡献了 45%。浙石化的 ABS 装置将以每季度 30 万吨/年的进度继续在 2025 年投产。裕龙炼化的 ABS 装置投产节点或滞后其苯乙烯投产 1-2 个季度，这意味着上半年裕龙的苯乙烯存在全部外卖的可能性。PS 明年有数套大装置投产，行业维持利润的难度或增加。

下游新投产能折苯乙烯的消耗当量，与苯乙烯新投产能或存在约 59 万吨/年的缺口。

表 3：2025 年苯乙烯及下游投产计划一览（产能单位：万吨/年）

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
京博石化	苯乙烯	2025/2/28	60	山东省	50.00			
吉林石化	苯乙烯	2025/8/31	60	吉林省			20.00	
裕龙炼化	苯乙烯	2024 年底	50	吉林省	50.00			
苯乙烯投产总和					100.00	0.00	20.00	0.00
下游投产总和(折苯乙烯当量)					18.70	117.86	27.29	15.10
河南网塑	PS	2025/4/30	60	河南省		39.60		
赛宝龙	PS	2025/8/31	36	江苏省			11.88	
惠州仁信	PS	2025 年 H1	30	广东省		11.14	7.43	
弘达新材	PS	2024/9/30	31	江苏省				7.67
独山子	PS	2024/6/30	4	新疆			1.98	
浙石化	ABS	分批投产	60	浙江省	18.70	12.00		
广西长科	ABS	2025/3/31	40	广西省		18.00		
亿科化学	ABS 本体法	2025/3/31	22.5	山东省		10.13		
大庆石化	ABS	2025/6/30	20	黑龙江			6.00	
裕龙炼化	ABS	2025/3/31	60	山东省		27.00		
漳州台达	EPS	2025/9/30	30	福建省				7.43

来源：国联期货研究所 公开信息 隆众资讯 卓创资讯

下表 4 平衡表中计入了表 3 的投产计划，各品种的产能利用率预期考虑了该品种的利润状况、往年的检修季节性、新投装置对供应的冲击。下游消费量的测算方法为“ABS、EPS、PS 的产量折苯乙烯消耗当量之和”除以三者的权重（假设 2025 年为 75%）。

近年来我国由苯乙烯净进口国，转向成为平衡全球供需中的一员。我们认为未来苯乙烯的进出口变化，或与海外供需变化的相关性更高。以 N+1 月的 CFR 或 FOB 价格计算的国内进、出口利润的波动率或较大。因此，我们将平衡表的进出口预期设置为 0，即观察进出口平衡状态下，明年苯乙烯的月度供需边际变化。

根据平衡表的推算，2025 年苯乙烯、ABS、EPS、PS 的产量增速或分别同比+7.6%、+10%、+4%、+4%。2025 年下游需求综合增速约+6.4%。

在盛虹、裕龙、京博等装置投产，及浙石化装置故障修复后，苯乙烯行业或重返一体化大装置清退非一体、老旧小装置的局面。明年行业利润若受供应冲击影响、再度走缩，则开工率或维持在六至七成运行。

ABS 受到新产能投放影响，国内大厂或延续控制开工率、保利润的策略，ABS 年度开工率或下移至六成附近运行。PS 受到新产能投放影响，行业利润承压或导致非一体化装置出现负反馈，行业开工率或压缩在五至六成内运行。

平衡表显示，2025 年一季度在大装置投产和检修回归的影响，苯乙烯存大幅累库预期；二季度苯乙烯检修小高峰，叠加下游计划集中在二季度投产，苯乙烯或形成连月去库；下半年苯乙烯的供需矛盾不大，基本面或跟随季节性变化。

值得注意的是，近两年海外因环保政策、成本原因，逐渐清退苯乙烯装置。2024 年各有加拿大 43 万吨和韩国 30 万吨的苯乙烯装置退出，欧洲装置老化且运行不稳的问题频出。国内供需宽平衡的预期下，我国苯乙烯或倾向于出口量增长。

表 4：2025 年苯乙烯月度供需平衡表

单位(万吨, %)	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	74.88	75.71	76.54	87.58	88.42	89.25	90.92	90.92	90.92	90.92	90.92	90.92
ABS 开工率	64.00	60.00	56.00	54.00	54.00	52.00	50.00	52.00	56.00	56.00	54.00	52.00
ABS 产量	50.03	44.15	46.29	49.38	51.56	48.45	49.10	51.06	53.15	54.99	51.26	51.06
EPS 产能	65.17	65.17	65.17	65.17	65.17	65.17	65.17	65.17	65.17	67.67	67.67	67.67
EPS 开工率	52.00	25.00	54.00	58.00	55.00	54.00	53.00	54.00	56.00	54.00	52.00	52.00
EPS 产量	37.82	16.42	39.27	40.82	40.00	38.01	38.54	39.27	39.41	36.83	39.27	39.27
PS 产能	57.75	57.75	57.75	59.00	64.00	64.00	65.58	65.58	68.58	71.17	71.17	71.17
PS 开工率	55.00	42.00	56.00	55.00	51.00	52.00	52.00	53.00	53.00	53.00	50.00	52.00
PS 产量	35.45	24.45	36.09	35.05	36.43	35.94	38.06	38.79	39.26	42.09	38.43	41.30
苯乙烯产能	181.52	181.52	186.52	186.52	186.52	186.52	186.52	186.52	190.68	190.68	190.68	190.68
苯乙烯开工率	70.00	66.00	66.00	67.00	66.00	67.00	68.00	69.00	70.00	69.00	69.00	70.00
苯乙烯产量	141.80	120.76	137.38	134.96	137.38	134.96	141.54	143.63	144.16	146.83	142.10	148.96
进出口	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总供给	141.80	120.76	137.38	134.96	137.38	134.96	141.54	143.63	144.16	146.83	142.10	148.96
下游需求量	136.73	107.13	136.51	139.64	142.13	136.37	140.39	143.89	146.37	148.17	143.57	147.20
供需差	5.07	13.63	0.87	-4.68	-4.75	-1.41	1.15	-0.27	-2.21	-1.34	-1.47	1.77
苯乙烯全国库存预测	25.78	39.41	40.28	35.60	30.84	29.43	30.58	30.32	28.11	26.77	25.30	27.07

来源：国联期货研究所 隆众资讯 卓创资讯 公开信息整理

四、EB-PX 价差有望回归

4.1 纯苯、PX 强弱回归

2024 年，纯苯与石脑油的价差（以下简称 BZN）最高走扩至 400 美元上方，整体位于近五年最高水平；PX 与石脑油的价差（以下简称 PXN）则持续走缩至最低 150 美元，整体位于近五年较低水平。

今年芳烃内部品种的强弱分化的原因如下：

(1) 今年中国的化工需求支撑了纯苯价格。终端智能家电、智能汽车及户外装备等新质消费赛道的景气度较高，纯苯的下游加权开工率在今年二季度出现逆季节性走高。而聚酯产业链上半年则表现平平，瓶片等 PX 下游品种受到供应冲击，开工率大幅下降，直到三季度才有所好转。

(2) 根据本文“第二章之 2.2”中的论述，美国芳烃自给量回升减少了对东北亚的

芳烃进口，其中减量最多的就是MX。亚洲炼厂春检结束后，二甲苯供应充足、加工费走弱，带动PXN大幅走缩。亚洲MX损失了海外调油需求，驱动PXN走缩。

(3) 今年甲苯歧化利润高位运行，东北亚歧化装置开工饱和。作为副产品的PX，伴随纯苯一起产出。在二者需求景气度存在差异的背景下，纯苯、PX供应同步增加，二者强弱分化由此加剧。

(4) 在四季度淡季，亚洲重整装置及PX短流程工艺均有利润空间，芳烃供应较难出现大规模负反馈。裕龙装置投产后，MX先于PX投放至市场，国内MX价格承压，支撑PX短流程利润，PX供应稳定。

图 19: 纯苯五大下游加权开工率 (%)

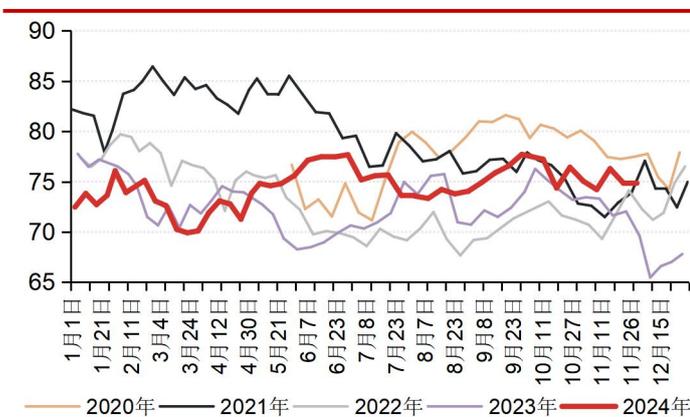
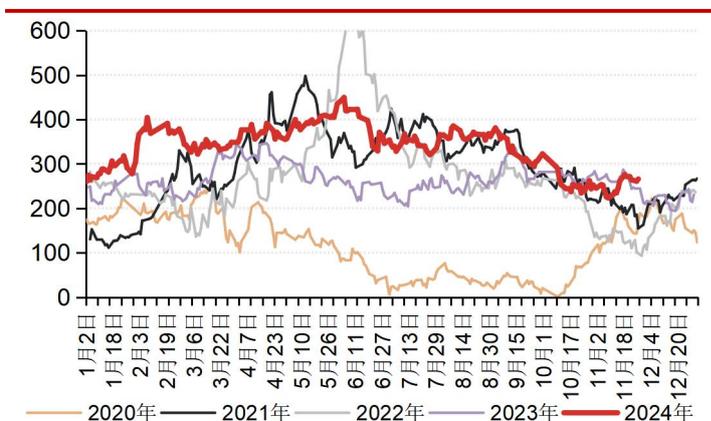


图 20: BZN (纯苯-石脑油) 价差 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联 卓创资讯 红桃 3

图 21: PX-MX 价差 (美元/吨)

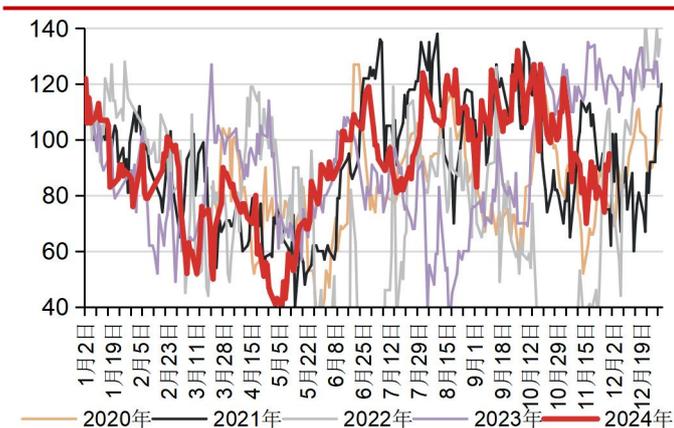
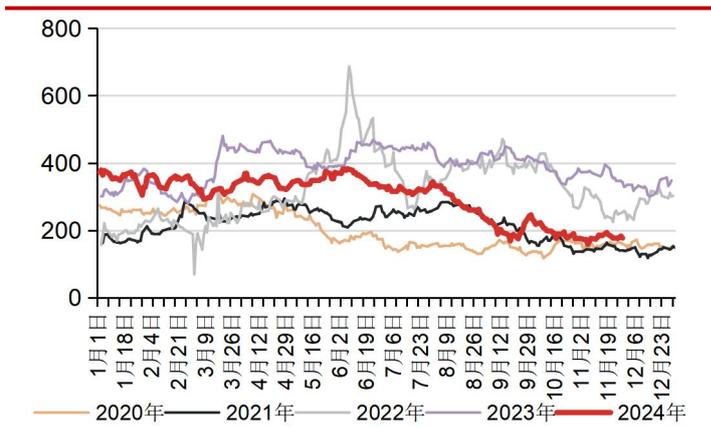


图 22: PXN (对二甲苯-石脑油) 价差 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联 卓创资讯 红桃 3

图 23: 亚洲重整装置综合利润 (美元/吨)

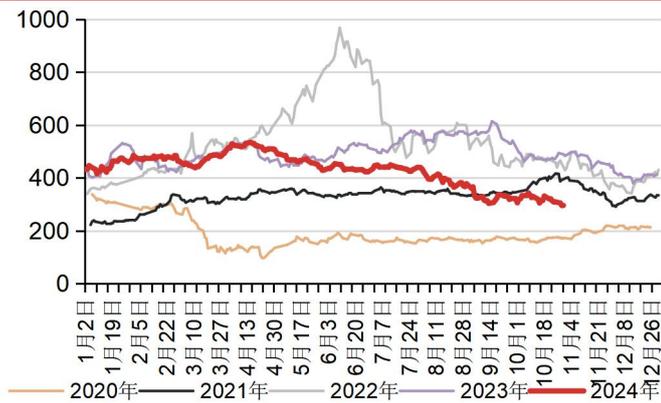
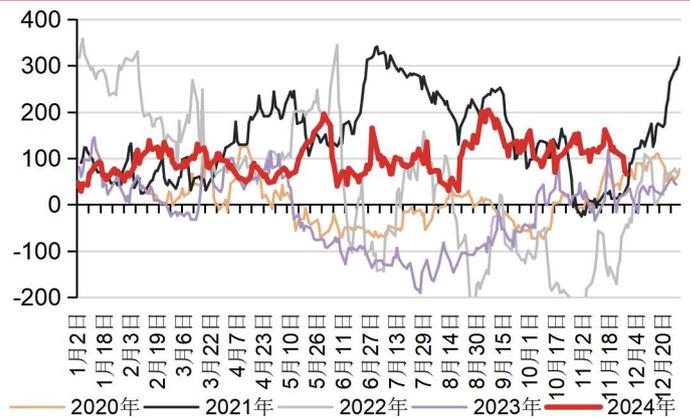


图 24: 国内甲苯歧化利润 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联 卓创资讯 红桃3

明年纯苯和PX二者强弱回归的逻辑如下:

(1) 从估值性价比来看, 若明年美国再向亚洲进口芳烃, 对其调油料补库, MX及PX或较纯苯更易于反弹。截至11月末, MXN价差回落至近五年同期较低水平, 2022年交易俄乌冲突产生的芳烃调油溢价, 已回吐完毕。而BZN价差仍处于近五年同期最高水平。

(2) 从供需来看, 明年PX有望改善基本面、加大缺口, 纯苯的矛盾或减轻。PX明年投产仅有裕龙的歧化装置(约300万吨/年, 产能增速约6.8%)。若该装置投产继续推迟, 则明年PX产能没有增量。下游PTA明年仍有570至820万吨/年的投产计划, 国内PX的理论供需差或进一步扩大。

而纯苯除了裕龙的歧化装置以外, 尚有近百万吨/年的乙烯裂解及加氢苯装置投产。纯苯下游产能增速明年将放缓。

4.2 EB-PX 价差的套利机会

2023年9月PX上市起, EB-PX价差持续走扩, 最高达2000元之上。除了上述产业逻辑驱动价差走扩外, 在期货盘面上, 资金将苯乙烯当纯苯作为多头配置, 也助推了价差走扩。

假设盘面EB-PX价差维持到明年年初, 那么相对去年基数提高约1600-1800元左右。我们认为明年在“MX估值低且无调油溢价, 纯苯估值高, PX基本面有改善预期”的逻辑下, 该价差进一步走扩的空间不大。

做缩EB-PX价差的驱动逻辑如下:

(1) 从苯乙烯的估值来看, 由于目前近月供应紧张, 远月EB-BZ纸货价差仍给予苯乙烯全工艺装置利润。未来随着大装置重启、新投装置出产, 到春节附近, 苯乙烯转为季节性累库的概率较高。做缩EB-PX价差的头寸, 或受益于未来苯乙烯的利润被压缩。

(2) 假设美国明年一季度对芳烃调油料补库, 低估值的MXN反弹的幅度或高于BZN反弹的幅度。

(3) 当美国或亚洲甲苯歧化价差回落, PX 和纯苯的供应同时收紧, 产业链利润或向上游分配。

我们认为, 明年一、二季度之交或是上述驱动逻辑触发的节点。

图 25: MX 美韩价差 (美元/吨)

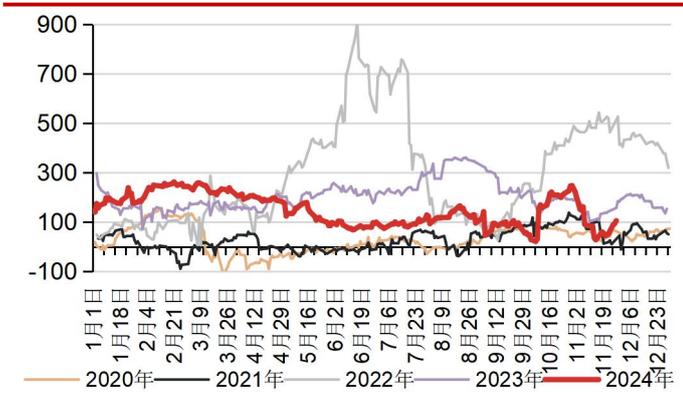
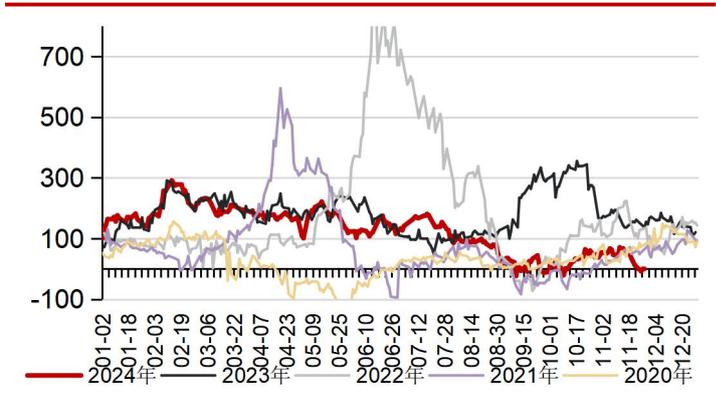


图 26: 纯苯美韩价差 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联

五、产业链数据

5.1 纯苯产业链

2024 年 1-10 月, 纯苯表需累计同比增约 12.12%, 进口累计同比增约 21.5%。因今年放开汽运卸货及下游外采需求增加, 纯苯港口库存显性化。

下游己内酰胺表需累计同比增约 26.43%, PA6 表需累计同比增约 26.64%。终端锦纶纺织需求景气, 产业利润目前分配在供不应求的 PA6; 待己内酰胺库存向下转移后, 其或重新分配到利润。明年该产业保持高速投产, 己内酰胺开工率仍有望维持九成以上。

苯酚表需累计同比增约 21.55%, 库存中枢较 2023 年下移。近年来双酚 A 一体化装置大规模投产, 且未来 PC 和环氧树脂投产放缓, 外采的酚酮装置或难有利润空间。

己二酸产业消化近两年投产的供应冲击, 或维持低开工、低利润的结构, 处于主动去库周期。

图 27: 纯苯月度表观需求量 (万吨)

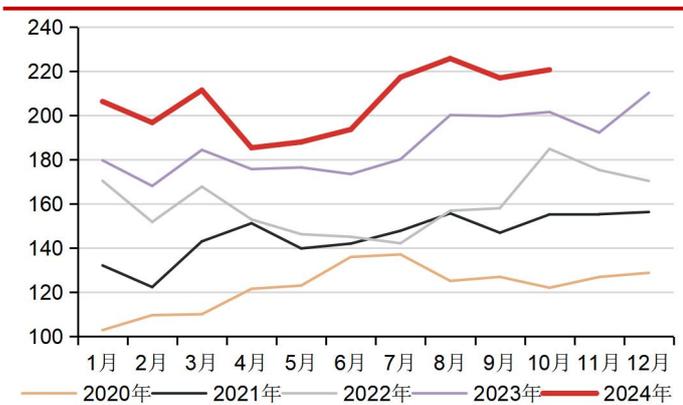
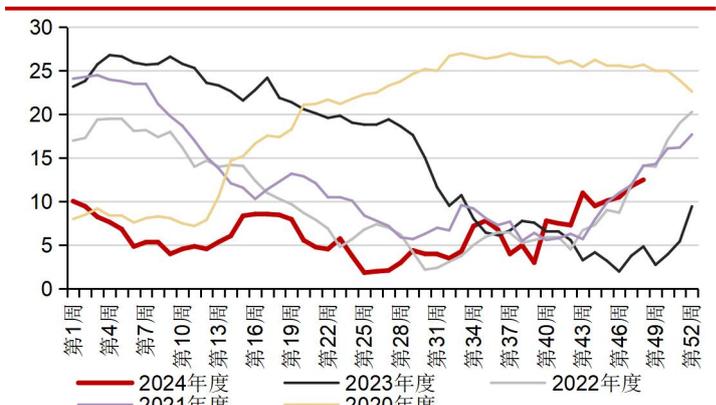


图 28: 纯苯华东港口库存 (万吨)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 29: 己内酰胺副产硫酸铵综合毛利 (元/吨)

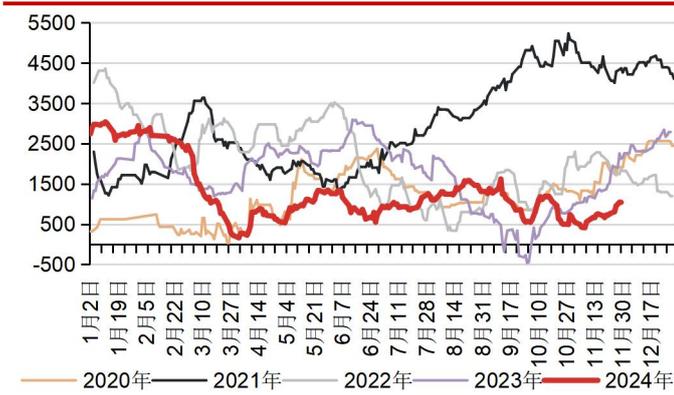
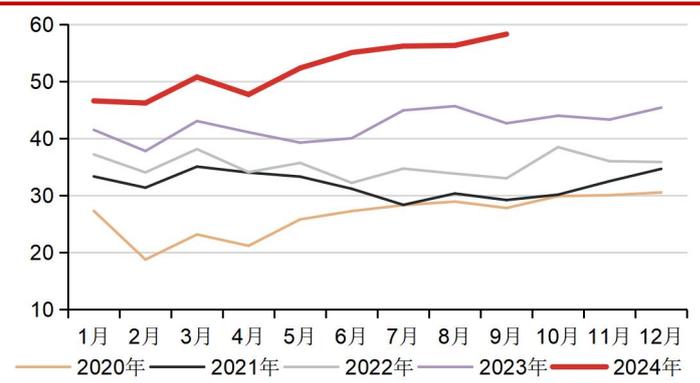


图 30: 己内酰胺表观需求量季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 卓创资讯 红桃3 隆众资讯 钢联

图 31: 己内酰胺库存季节性分析 (万吨)

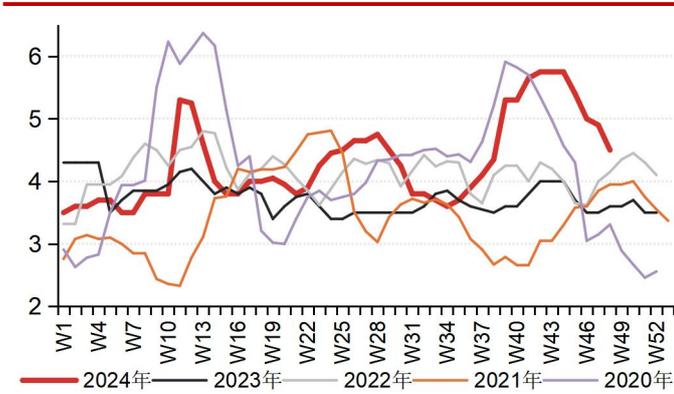
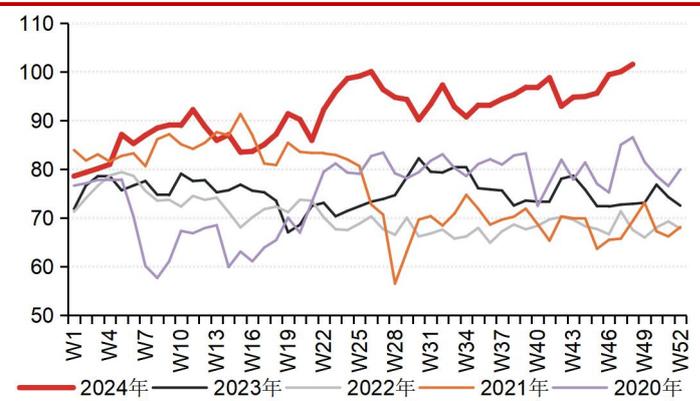


图 32: 己内酰胺产能利用率季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 33: 苯酚生产毛利 (元/吨)

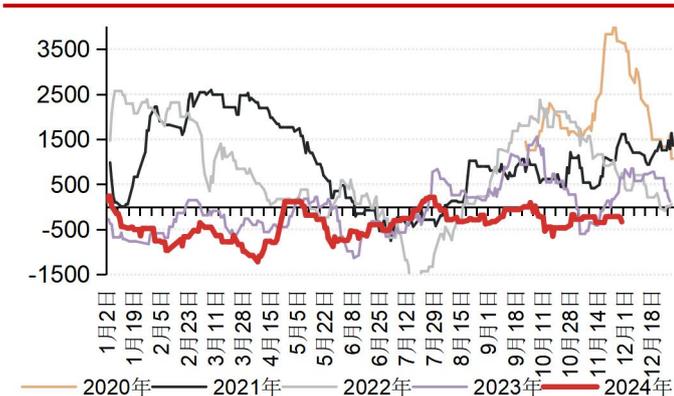
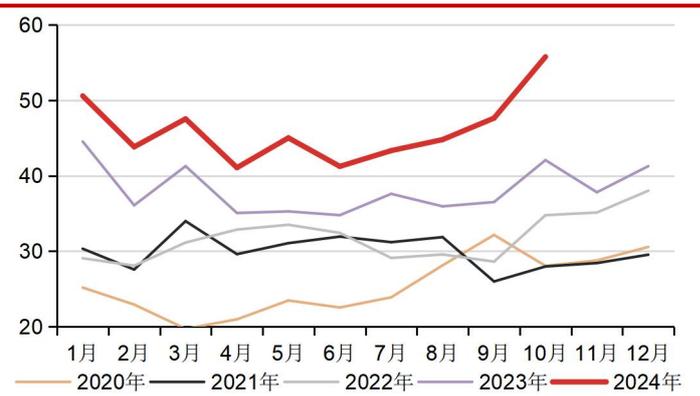


图 34: 苯酚表观需求量季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 35: 苯酚港口库存 (万吨)

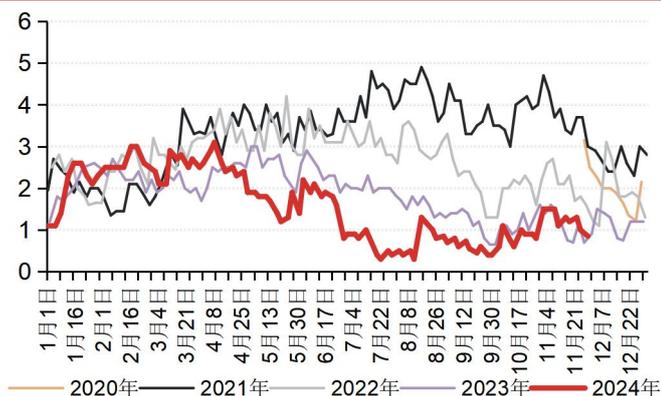
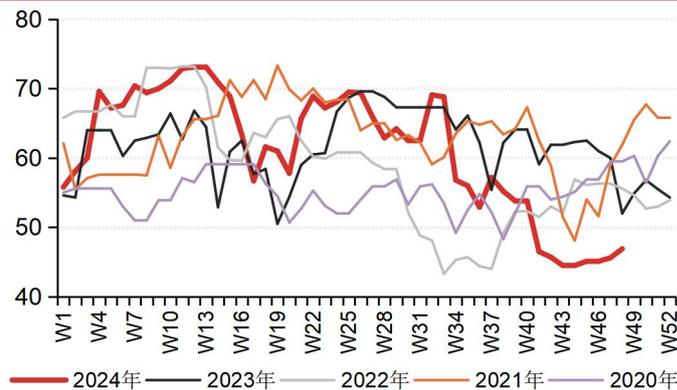


图 36: 己二酸产能利用率 (%)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 37: 己二酸生产毛利 (元/吨)

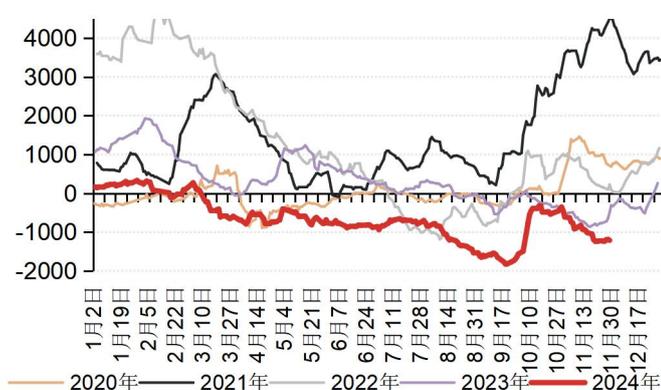
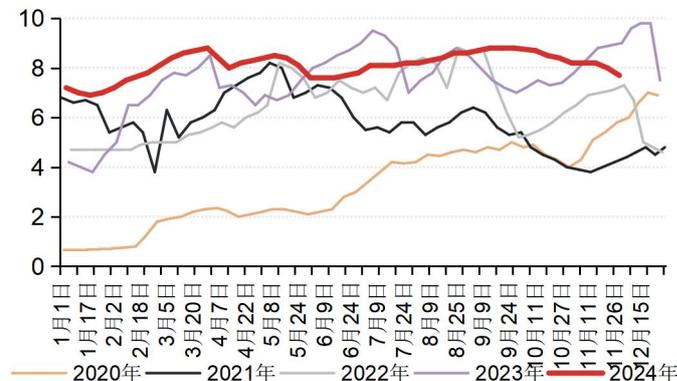


图 38: 己二酸样本企业工厂库存 (万吨)



来源: 国联期货研究所 卓创资讯 红桃3 隆众资讯 钢联

5.2 苯乙烯产业链

2024年1-10月, 苯乙烯表需累计同比减少2.12%, 主要系净进口量累计同比减少79%所致。11月末, 苯乙烯全国库存去至近五年同期最低水平, 全工艺均分配到利润。但出于对明年前景的不确定, 长时间停车的边际装置并无重启意愿。

图 39: 苯乙烯表观需求量季节性分析 (万吨)

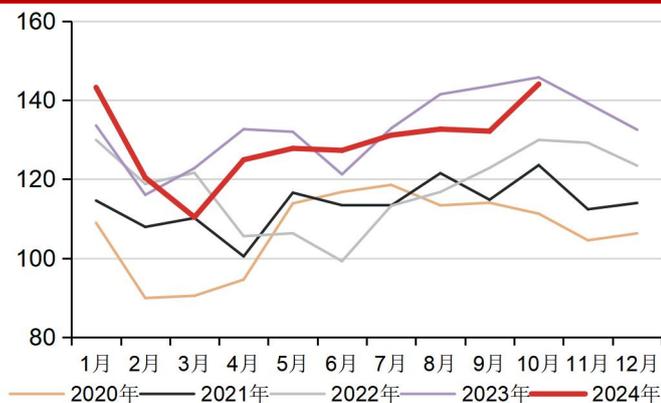
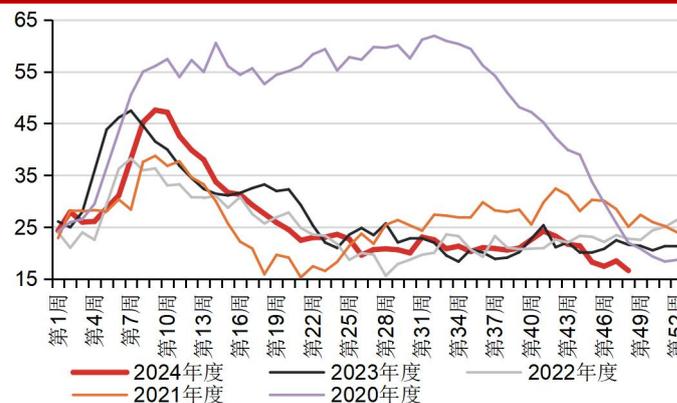


图 40: 苯乙烯全国总库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 41: 苯乙烯一体化毛利 (元/吨)

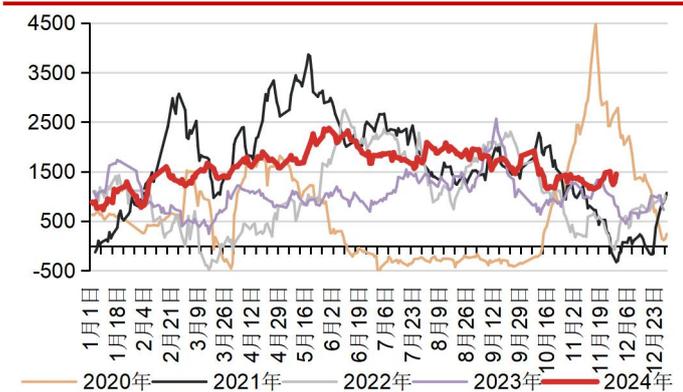
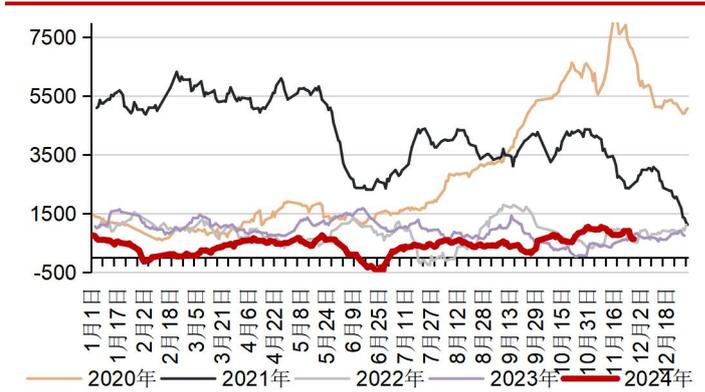


图 42: 苯乙烯 PO/SM 联产综合毛利 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众 红桃 3

图 43: 苯乙烯非一体化改良装置毛利 (元/吨)

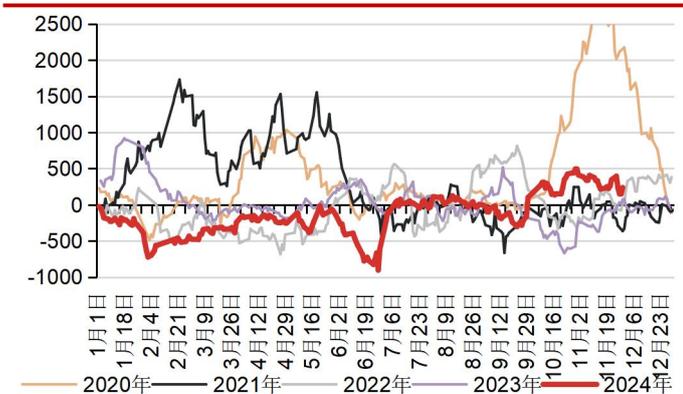
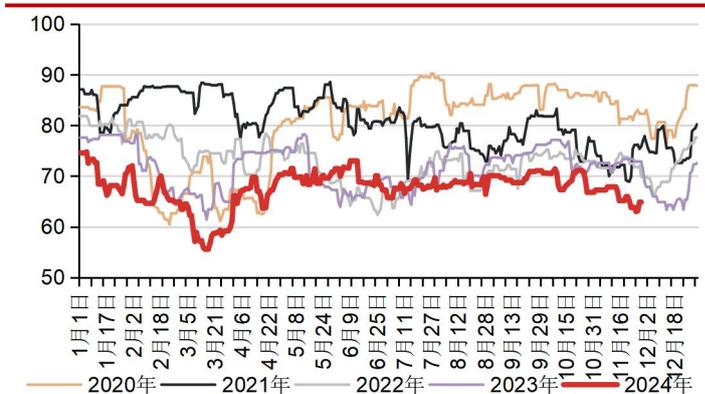


图 44: 苯乙烯日度开工率 (%)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众 资讯

2024 年 1-10 月, EPS 表需累计同比增约 6.54%, 出口累计同比降约 1.25%。受益于家电消费刺激政策, 物流包装需求成为 EPS 的增长极, 逐渐替代传统房屋保温层需求。

PS 表需累计同比增约 3.16%, 出口累计同比增约 13.52%。截至 11 月末, PS 库存处于近五年同期较高水平运行。

ABS 表需累计同比降约 10.82%, 主要系今年大厂联合控制供应、保护行业利润, 产量累计同比降约 10.07% 所致。ABS 出口累计同比增约 55.91%, 主要系东南亚国家进口需求较好。从可用天数的角度来看, ABS 库存经过今年的主动去库, 表现较为健康。

图 45: EPS 表观需求量季节性分析 (万吨)

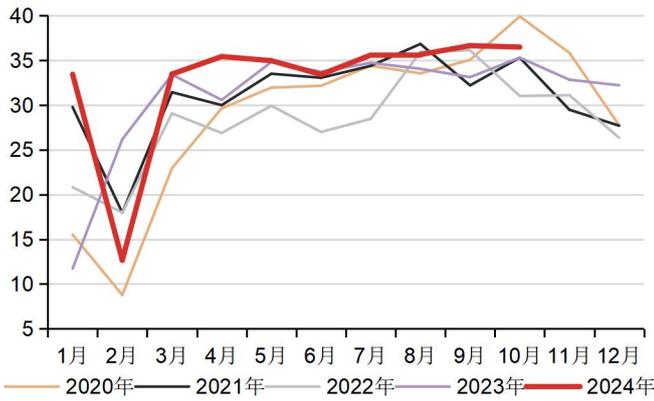
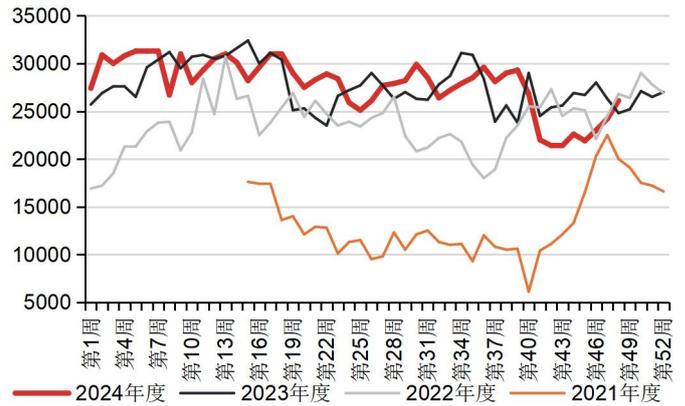


图 46: EPS 库存季节性分析 (吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

图 47: EPS 生产毛利季节性分析 (元/吨)

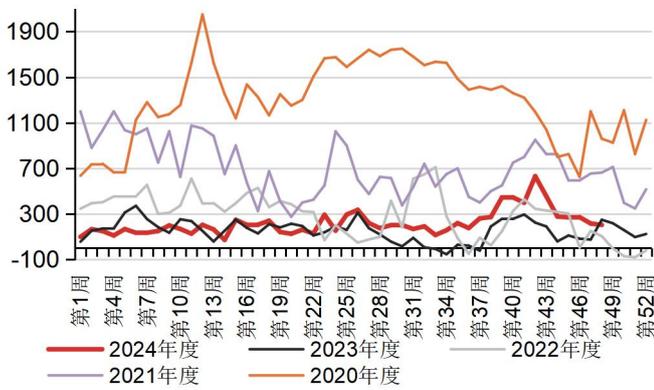
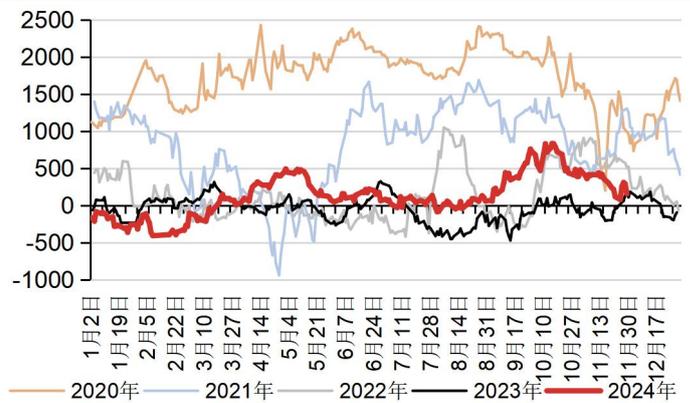


图 48: PS 生产毛利季节性分析 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

图 49: PS 表观需求量季节性分析 (万吨)

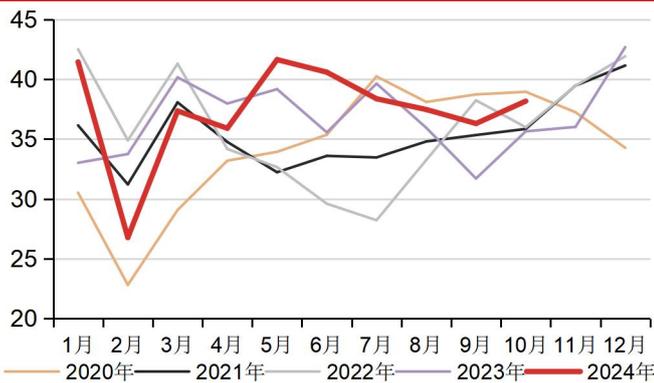
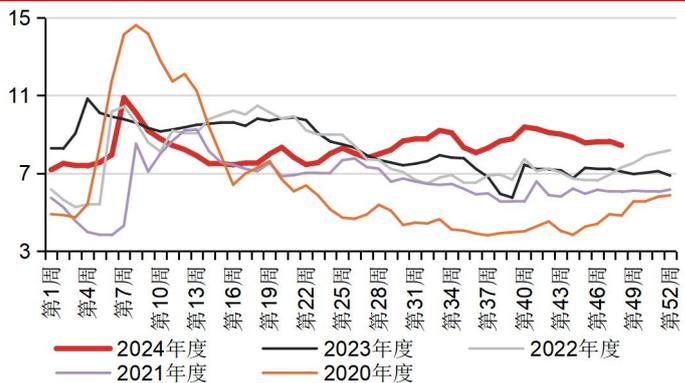


图 50: PS 库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

图 51: PS 产能利用率季节性分析 (%)

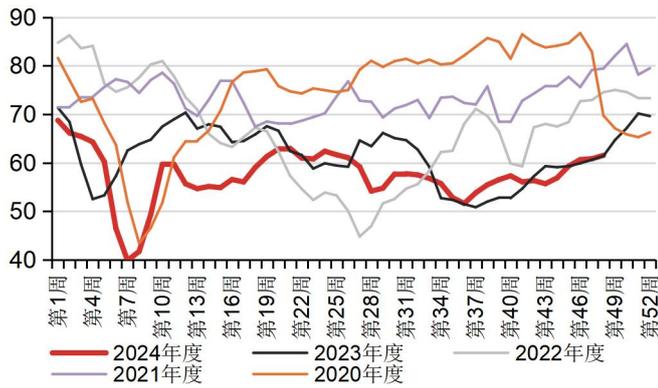
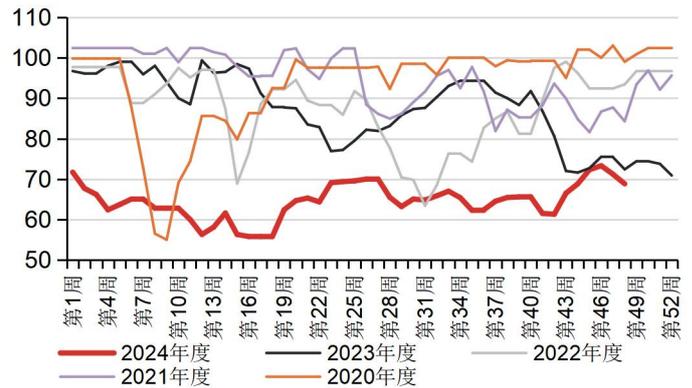


图 52: ABS 产能利用率季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

图 53: ABS 表观需求量季节性分析 (万吨)

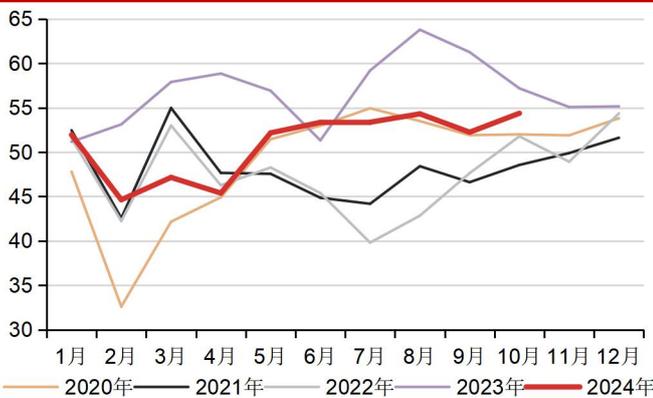
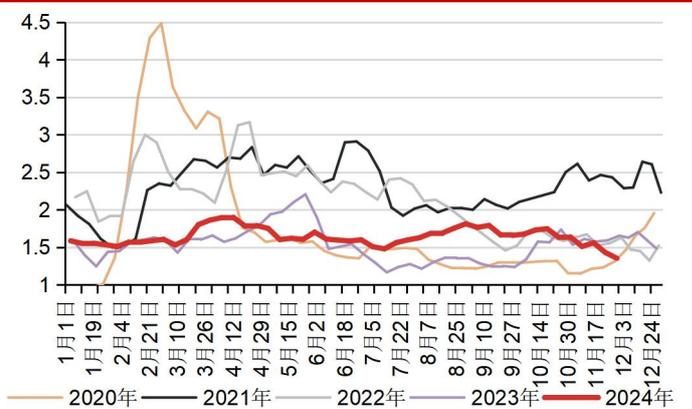


图 54: ABS 库存可用天数 (周产量/库存)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

5.3 终端行业—白色家电

受以新换旧、消费补贴政策刺激, 2024 年 9-10 月国内空调销量同比增长 29.4%, 厂家结束了去年四季度以来的主动去库, 于 10 月主动补库。贸易商库存及库销比仍处近五年高位水平。空调均价整体较 2023 年下降。

图 55: 空调主要厂商库存季节性分析 (万台)

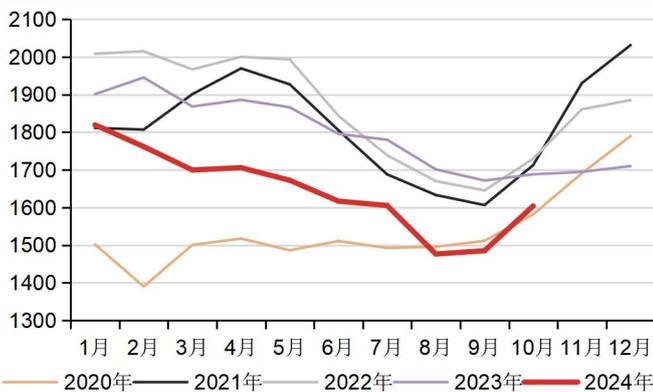
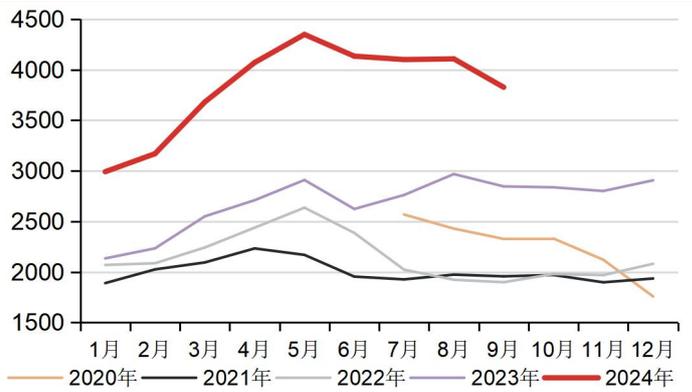


图 56: 空调渠道商库存季节性分析 (万台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

图 57: 空调渠道商库销比季节性分析 (%)

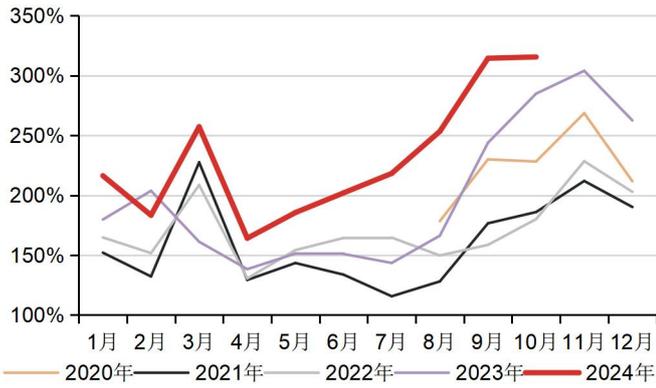
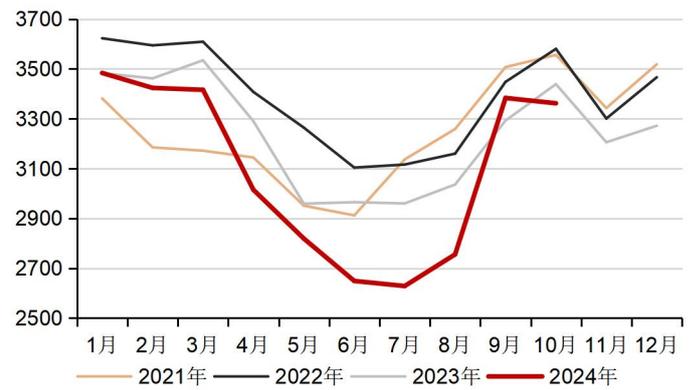


图 58: 家用空调均价季节性分析 (元/台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

冰箱行业于 9-10 月主动补库, 库销比降至近五年同期最低水平, 企业受益于消费补贴政策。洗衣机厂商及渠道商仍处于被库周期中。

图 59: 冰箱行业库存季节性分析 (万台)

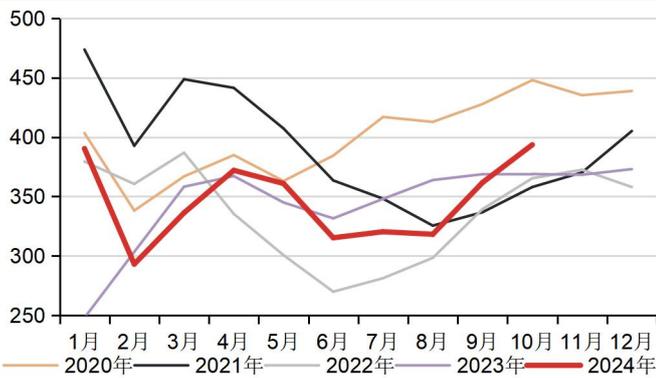
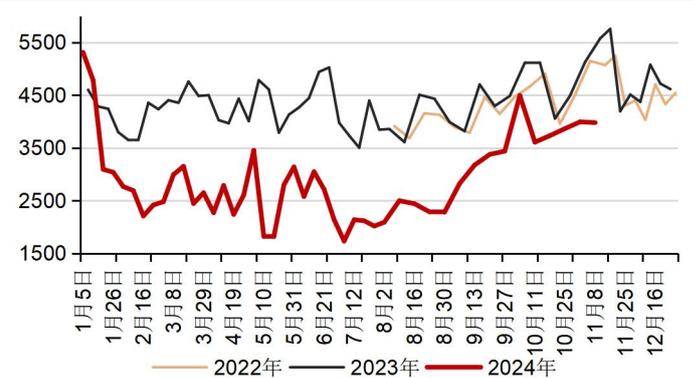


图 60: 冰箱均价季节性分析 (元/台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

图 61: 冰箱库销比季节性分析 (%)

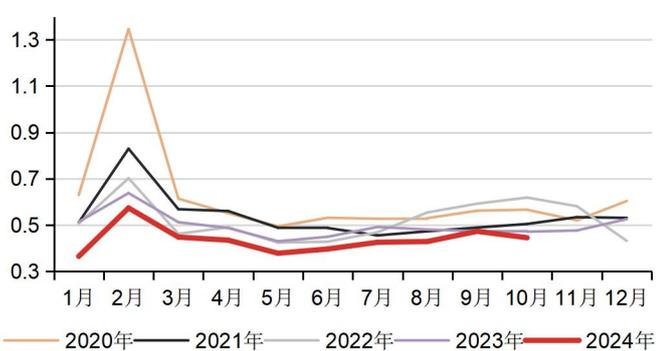
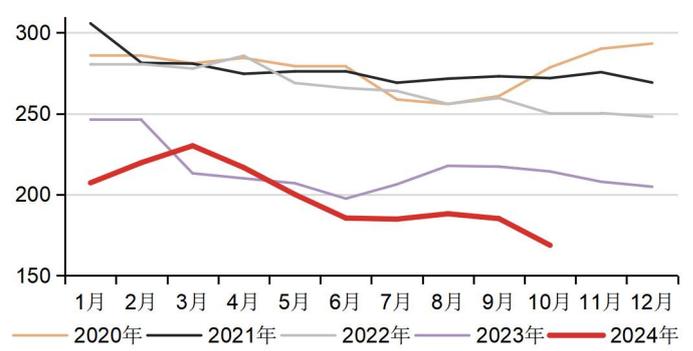


图 62: 洗衣机厂家库存季节性分析 (万台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

图 63: 洗衣机渠道商库存季节性分析 (万台)

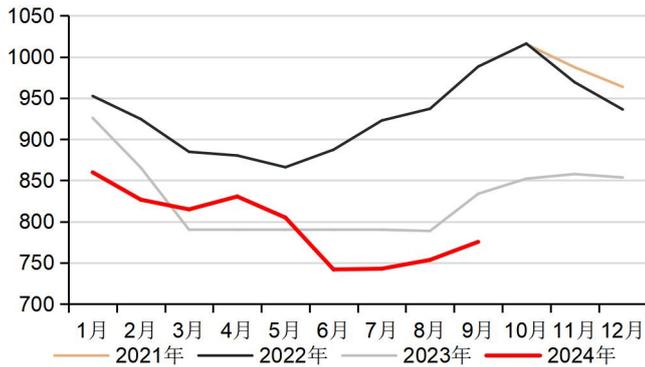
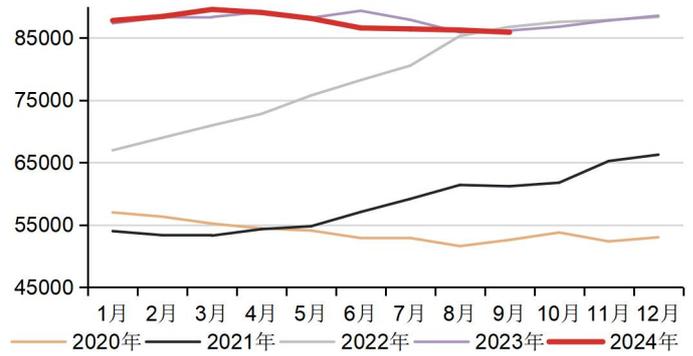


图 64: 美国家电批发商库存金额 (百万美元)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联 美国商务部 WIND

图 65: 美国家电零售商库存金额 (百万美元)

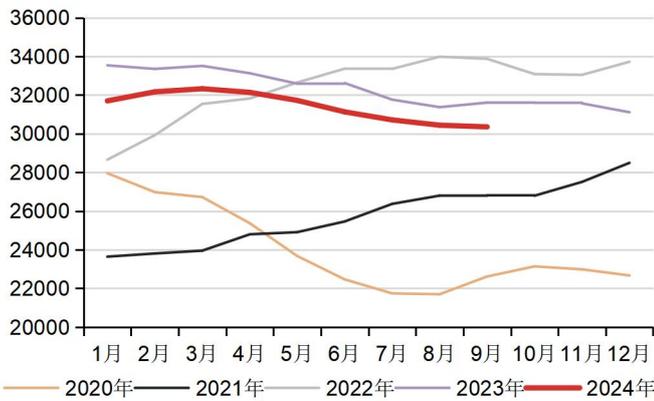
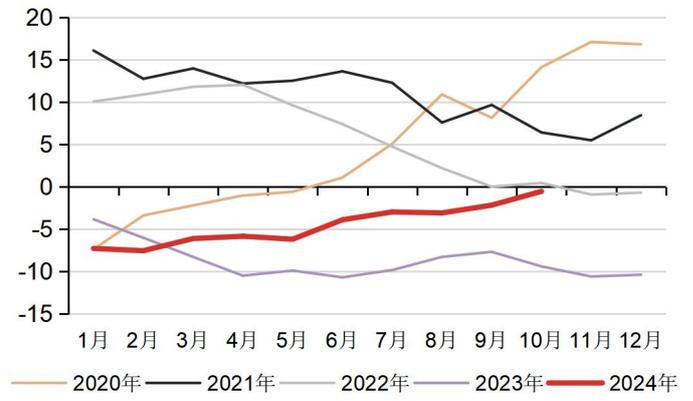


图 66: 美国家用电器消费者支出水平 (%)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联 美国商务部 WIND

美国家电库存周期显示, 批发商与零售商仍处被动去库周期。随着 9 月美联储降息后, 美国耐用品消费水平快速修复, 年底有望重返正增长。

综上所述, 受国内及海外政策刺激影响, 中美家电终端销售均有转好, 但均未反映在渠道商补库意愿之上。国内空调厂商于四季度补库后 (假设保持 10 月补库的增速), 或再度累库至 2023 年同期水平之上。来年美国施加关税的影响较为悲观, 国内家电行业能否保持高出口增速、延续补库周期存在较大的变数。

5.4 终端行业—汽车

国内新能源车遭遇欧洲关税制裁后, 四季度厂商及渠道商进一步主动去库。今年 1-10 月, 国内乘用车销量累计同比增约 3.73%, 增速放缓; 乘用车出口累计同比转负。

图 67: 汽车厂商库存&库销比 (右轴) (万台, %)

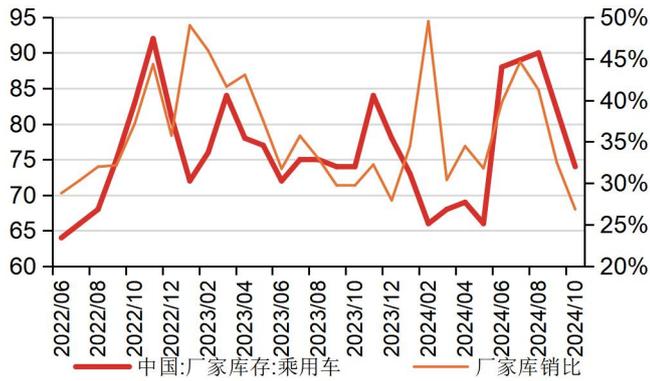
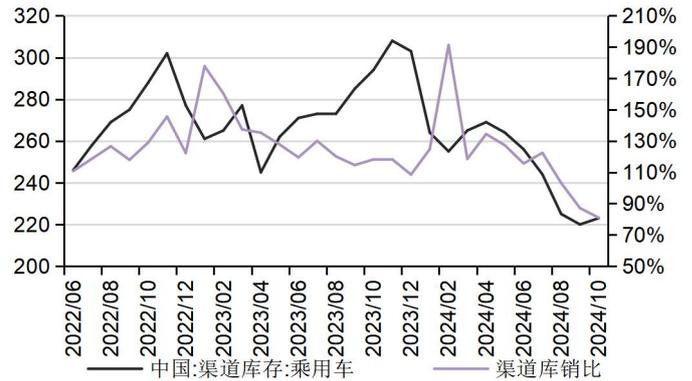


图 68: 汽车渠道商库存&库销比 (右轴) (万台, %)



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

图 69: 美国 BEA 汽车库存水平 (千辆)

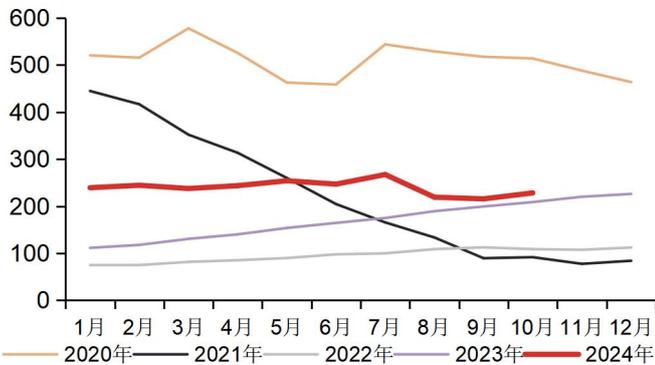
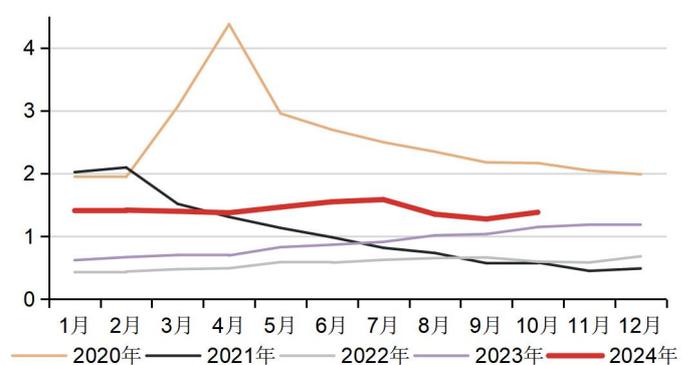


图 70: 美国 BEA 汽车行业库销比 (%)



来源: 国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

图 71: 美国汽车行业批发商库存金额 (百万美元)

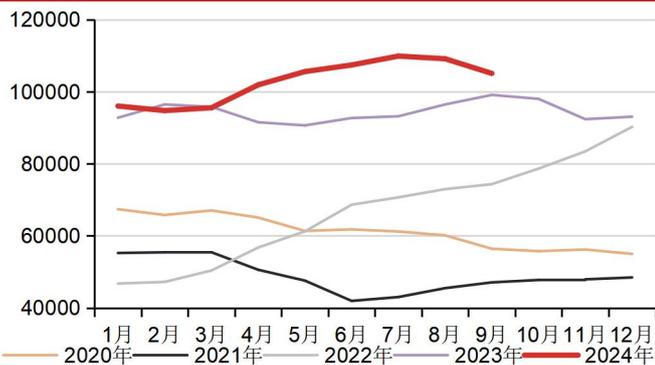
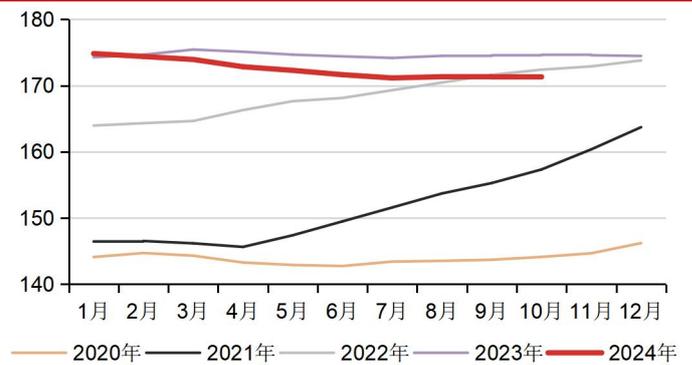


图 72: 美国汽车新车价格指数 (点)



来源: 国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

美国三季度汽车行业的厂家及批发商均转为去库, 新车及二手车价格同、环比小幅下降。综上所述, 中美汽车行业周期均有下行压力, 降息后的两个月并未提振美国汽车销售。明后两年汽车制造业的新驱动, 或来自无人驾驶出租车的落地, 中国在该赛道兑现或领先于美国 (特斯拉无人驾驶出租车产能释放或推迟至 2027 年)。

六、估值与策略

6.1 估值逻辑

结合第二章对 2025 年油价下行预期的分析，以及“海外需求决定国内纯苯供应是否紧张”的逻辑，我们将纯苯估值归类为四象限：

(1) 油价乐观假设+亚洲供应紧张：布油 60-80 美元/桶+石脑油加工费（假设年均值 100 美元/吨，下同）+BZN 价差均值 350 美元/吨。

(2) 油价乐观假设+亚洲供应宽松：布油 60-80 美元/桶+石脑油加工费+BZN 价差均值 220 美元/吨。

(3) 油价悲观假设+亚洲供应紧张：布油 45-75 美元/桶+石脑油加工费+BZN 价差均值 350 美元/吨。

(4) 油价悲观假设+亚洲供应宽松：布油 45-75 美元/桶+石脑油加工费+BZN 价差均值 220 美元/吨。

EB-BZ 价差，明年在下游淡季叠加纯苯存在供需缺口时，或回归 900 元下方；在下游旺季叠加纯苯过剩时，或达到 1300-1500 元的高位。若油价下行预期兑现，则苯乙烯明年与纯苯发生倒挂的可能性较低。

我们在四季度报告¹中，对油价下跌周期中的产业链利润分配，作了逻辑推演。明年上半年，苯乙烯新装置投产叠加美国芳烃补库的预期，或使得产业链利润再度向纯苯分配。

综上所述，预期明年国内纯苯估值区间在 6200-8700 元（乐观），或 5400-8400 元（悲观）。预期明年苯乙烯的估值区间在 7300-9500 元（乐观），或 6500-9200 元（悲观）。

6.2 策略综述

单边策略方面，如果明年一季度苯乙烯跟随油价或纯苯，下跌至 7300-7800 元附近，则建议投资者逢低做多。做多的逻辑是交易海外芳烃补库需求，亚洲纯苯供需收紧，国内纯苯估值回升。

如果一季度苯乙烯仍处于 8000-8500 元（成本端未先下跌），那么我们认为明年上半年苯乙烯期货或保持低波动率的状态。建议投资者采取做缩波动率的期权策略，并根据季节性矛盾选择看涨/看跌（累购/累沽）期权头寸。

在油价处于上边际（70-75 美元/桶），苯乙烯或纯苯估值偏高的阶段，可建立中长期的单边空头头寸。

¹ 《国联期货纯苯苯乙烯 2024 年四季度展望：油价下跌周期中的产业链利润分配展望》
请阅读正文之后的免责声明部分

月差套利方面，建议投资者在一季度持有 02-03 合约的反套头寸。二季度纯苯及苯乙烯均转为去库后，转为月间正套策略。

跨品种套利方面，明年油价下行的节奏有较大的不确定性，苯乙烯的绝对估值易受油价波动影响。估值处于高位的苯乙烯可作为空配头寸。我们建议在明年一、二季度之交，建议关注做缩 **EB-PX 价差头寸的机会**。空头头寸按月展期 EB 的主力合约，多头头寸建议选择 PX505 合约。**该价差套利头寸的目标区间在 900-1600 元。**

根据上文平衡表的逻辑推演，建议产业投资者在 1100 元上方做缩明年一季度的 **EB-BZ 纸货价差**，交易苯乙烯新装置投产及供应回归的逻辑。

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