



能源化工 | 半年度报告

纯苯苯乙烯产业链

2024年7月11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：

《从调油逻辑看芳烃紧缺》

《风口上的乙苯调油》

《芳烃下游行业库存周期的演绎与展望》

《探索算力对芳烃下游材料的需求》

《纯苯苯乙烯产业链季报：强成本、弱需求，低利润、低开工》

《纯苯苯乙烯产业链五月策略：解析海外调油备货被证伪的可能性》

纯苯全年偏紧，苯乙烯把握利润窗口期

➤ 摘要

半年度回顾：上半年纯苯供需矛盾突出，国内价格成为全球高点，产业链走出长牛。但苯乙烯下游需求整体偏弱，三S毛利在新投产能的影响下难有起色，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。

纯苯展望：不排除原油在三季度因旺季去库及新的地缘风险再建年内高点的可能性，但在宏观需求预期走弱、美国专注压制通胀、供应预期转松的长期逻辑下，油价下半年或呈下跌三角形走势。三、四季度之交，预计是纯苯下游的集中投产期，9-10月纯苯有望再度出现供需缺口。纯苯全年去库的确定性较高，国内供需紧、库存低、投产少，对亚洲进口的依赖较高。

苯乙烯展望：苯乙烯下游仍处于高速投产期，产业达成“低利润、低开工”下的平衡，供需矛盾并不突出。旺季终端消费将决定苯乙烯能否实现供需双增。7-8月，在“计划外检修量增多；低库存下有去库预期；三大S集中投产；纯苯回吐高进口溢价及高加工费”的逻辑组合下，我们认为EB-BZ价差有望走扩至年内最高水平。

➤ 策略建议

布油下半年价格区间假设为72-93美元/桶，对应纯苯价格区间在7700-9300元/吨，对应苯乙烯主力合约估值区间在8300-9900元/吨附近。建议有套期保值需求的企业，在EB-BZ价差1000-1200元/吨的相对高位做缩价差，锁住远期苯乙烯的生产利润。

➤ 风险关注点

地缘风险加剧、成品油需求回暖、美联储超预期降息、预期外检修增加、苯乙烯出口增长

目录

一、2024 年上半年行情回顾：	- 5 -
二、宏观展望：聚焦人口流动和制造业投资	- 6 -
2.1 移民中断，就业市场下行	- 6 -
2.2 制造业景气度放缓	- 7 -
三、原油展望：重建高点需要新的地缘和供需驱动	- 8 -
3.1 平衡表分析	- 8 -
3.2 成品油需求平平	- 10 -
3.3 气象、航运的新变化&调油前置	- 11 -
四、纯苯：已是兵家必争之物	- 14 -
4.1 供给紧张问题难以解决	- 14 -
4.2 部分下游需求强劲	- 16 -
4.3 纯苯成为“兵家必争”之物	- 18 -
五、苯乙烯：非一体、老旧小或进入清退期	- 20 -
5.1 低开工、低利润、低库存	- 20 -
5.2 下游有提负瓶颈	- 22 -
3.3 供需结果仍对进出口敏感	- 25 -
六、下游行业展望	- 27 -
6.1 白色家电有需求前置风险	- 27 -
6.2 汽车补库周期告一段落	- 30 -
七、把握三季度锁苯乙烯利润的机会	- 31 -

图表目录

图 1: 苯乙烯期货主力合约 2023 年 12 月 - 2024 年 6 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: 美国移民就业水平 VS 本土出生人口就业水平 (千万人)	- 7 -
图 5: 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 (%)	- 7 -
图 6: 美国制造业结构分化 (点)	- 8 -
图 7: 美国制造投资规模 & 增速 (百亿美元, %)	- 8 -
图 8: 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	- 9 -
图 9: 美国汽油表观需求量 (千桶/日)	- 10 -
图 10: 美国柴油表观需求量 (千桶/日)	- 10 -
图 11: 美国炼厂 321 裂解价差 (美元/桶)	- 11 -
图 12: 美国成品柴油库存 (百万桶)	- 11 -
图 13: 美国大类汽油库存 (百万桶)	- 11 -
图 14: 中国原油进口量季节性分析 (万吨)	- 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: 巴拿马加通湖水位季节性分析 单位: 英尺	- 12 -
图 18: 2022 年美国放松乙醇燃料限制, 对炼厂的调油组分投入产生较大影响	- 13 -
图 19: 美国甲苯歧化价差 (美元/吨)	- 13 -
图 20: 纯苯下游加权开工率季节性分析 (%)	- 14 -
图 21: 纯苯产能利用率季节性分析 (%)	- 14 -
图 22: 纯苯表观需求量季节性分析 (万吨)	- 14 -
图 23: 纯苯港口库存季节性分析 (万吨)	- 14 -
图 24: 国内纯苯生产毛利 (元/吨)	- 15 -
图 25: 国内 BZN (纯苯-石脑油) 价差 (美元/吨)	- 15 -
图 26: 己内酰胺库存季节性分析 (万吨)	- 17 -
图 27: 己内酰胺表观需求量季节性分析 (万吨)	- 17 -
图 28: PA6 可用库存天数 (日)	- 17 -
图 29: PA6 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 17 -
图 30: 己内酰胺副产硫酸铵综合毛利 (元/吨)	- 17 -
图 31: 硫酸铵出口量季节性分析 (万吨)	- 17 -
图 32: 苯酚生产毛利 (元/吨)	- 18 -
图 33: 苯酚周度产能利用率 (%)	- 18 -
图 34: 纯苯美韩价差 (美元/吨)	- 19 -
图 35: 纯苯进口利润季节性分析 (元/吨)	- 19 -
图 36: 纯苯供需平衡表	- 19 -
图 37: 苯乙烯表需季节性分析 (万吨)	- 20 -
图 38: 苯乙烯样本企业工厂库存 (万吨)	- 20 -
图 39: 苯乙烯产能利用率季节性分析 (%)	- 21 -
图 40: 苯乙烯非一体化改良装置毛利 (元/吨)	- 21 -

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: 山东地区纯苯产业链各品种产能对照 (万吨/年)	- 22 -
图 44: EPS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 22 -
图 45: EPS 库存季节性分析 (吨)	- 22 -
图 46: EPS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 23 -
图 47: EPS 出口量季节性分析 (吨)	- 23 -
图 48: PS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 23 -
图 49: PS 库存季节性分析 (万吨)	- 23 -
图 50: PS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 24 -
图 51: PS 产能利用率季节性分析 (%)	- 24 -
图 52: ABS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 25 -
图 53: ABS 库存季节性分析 (万吨)	- 25 -
图 54: ABS 库存可用天数 (日)	- 25 -
图 55: ABS 产能利用率季节性分析 (%)	- 25 -
图 56: 苯乙烯出口至欧洲利润 (美元/吨)	- 26 -
图 57: 国内苯乙烯进口利润 (元/吨)	- 26 -
图 58: 苯乙烯供需平衡表 (乐观假设)	- 26 -
图 59: 苯乙烯供需平衡表 (悲观假设)	- 27 -
图 60: 空调主要厂商库存季节性分析 (万台)	- 27 -
图 61: 空调渠道商库存季节性分析 (万台)	- 27 -
图 62: 空调渠道库销比季节性分析 (%)	- 28 -
图 63: 36 城家用空调均价季节性分析 (元/台)	- 28 -
图 64: 冰箱行业库存季节性分析 (万台)	- 28 -
图 65: 洗衣机渠道商库存季节性分析 (万台)	- 28 -
图 66: 洗衣机厂商库存季节性分析 (万台)	- 29 -
图 67: 三大白色家电排产 (万台)	- 29 -
图 68: 美国家电零售商库存金额 (百万美元)	- 29 -
图 69: 美国家用电器店零售消费者支出水平 (%)	- 29 -
图 70: 美国家电批发商库销比季节性分析 (点)	- 29 -
图 71: 美国家电批发商库存金额 (百万美元)	- 29 -
图 72: 汽车厂商库存&库销比 (右轴) (万台, %)	- 30 -
图 73: 汽车渠道商库存&库销比 (右轴) (万台, %)	- 30 -
图 74: 美国 BEA 汽车库存水平 (千辆)	- 31 -
图 75: 美国 BEA 汽车行业库销比 (%)	- 31 -
图 76: 美国汽车行业批发商库存金额 (百万美元)	- 31 -
图 77: 美国新车价格消费指数 (点)	- 31 -
表 1: OPEC 国家月度产量变动	- 9 -
表 2: 2024 年纯苯及下游投产计划一览 (万吨/年) 黄色条目代表投产计划较前期有变化	- 15 -
表 3: 2024 年苯乙烯及下游投产计划一览 (万吨/年) 黄色条目代表投产计划较前期有变化	- 20 -

一、2024 年上半年行情回顾：

纯苯供需紧缺是产业链上半年的主旋律，苯乙烯跟随上游纯苯，走出长达半年的牛市。

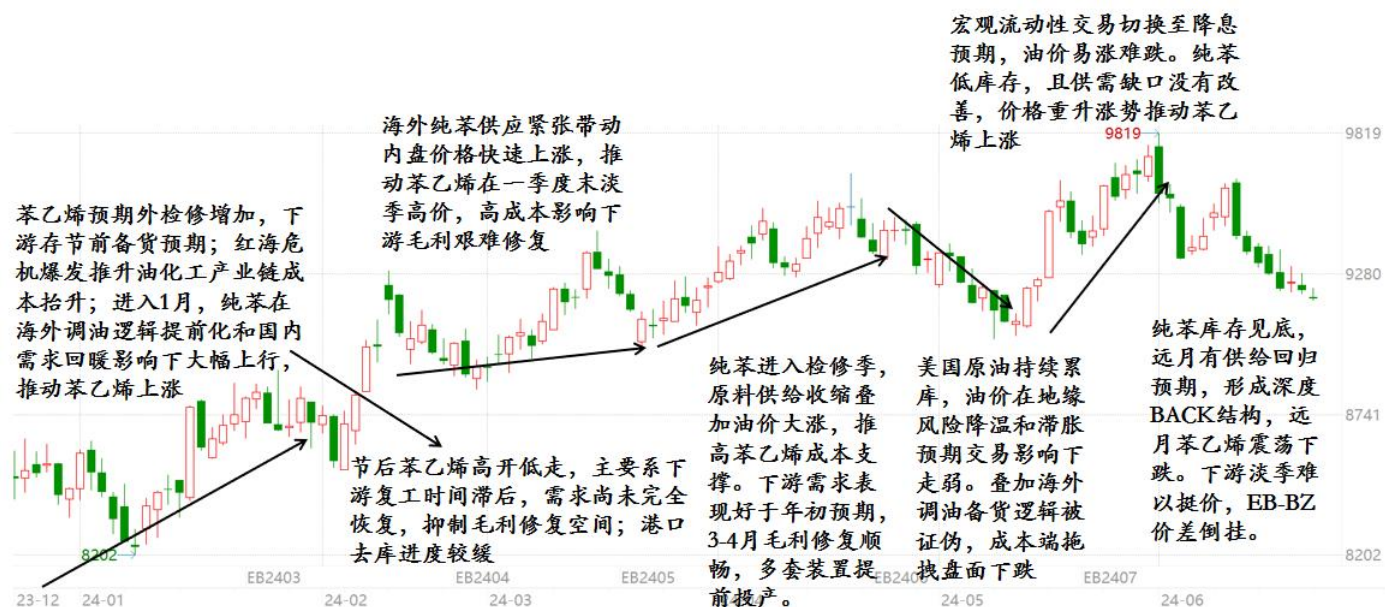
一季度，中东地缘风险衍生的红海危机、美国寒潮及基本面偏紧推动油价上行。在日韩跟随欧美对俄油制裁，且俄罗斯境内炼厂不断受袭的影响下，亚洲石脑油发生供需错配，东亚价格大幅上涨，推升芳烃的生产成本。

此外，今年海外调油备货较去年进一步前置，美国芳烃较汽油、原油的价差亦不断走扩，亚洲纯苯流向转向美国。国内纯苯在“进口量走低、成本端推涨、供需偏紧”的逻辑下，持续上行。

二季度，纯苯价格逐步由海外需求和成本端推动，转向交易国内供需的紧缺。4月末、5月初，随着海外调油商春季备货结束，及美国汽油需求走弱，纯苯、苯乙烯跟随油价回调。5月，亚洲炼厂进入集中春检期，虽然国内纯苯给出了高进口利润，但仍难寻进口货源。下游己内酰胺、苯胺等需求旺盛，纯苯港口库存接近清零。纯苯与苯乙烯价差罕见倒挂。

此外，上半年苯乙烯下游需求整体偏弱，三S毛利在新投产能的影响下难有起色，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。

图 1：苯乙烯期货主力合约 2023 年 12 月 - 2024 年 6 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）

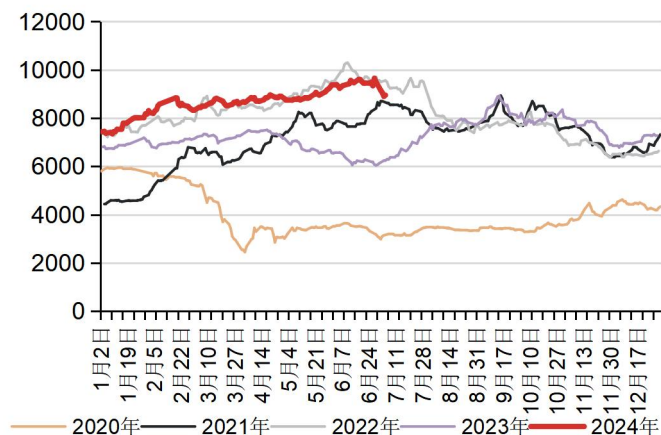
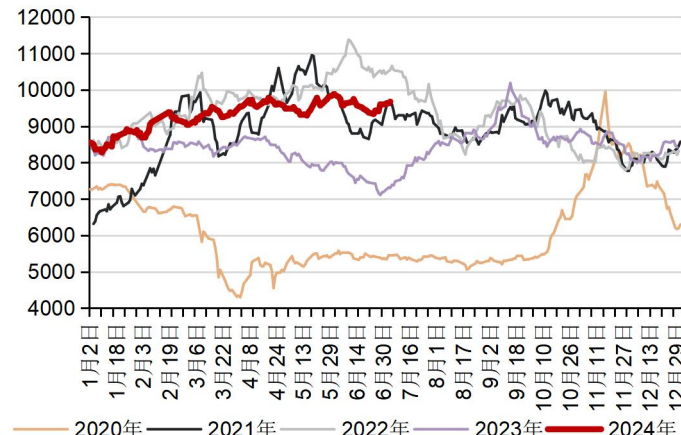


图3：苯乙烯华东现货主流价季节性分析（元/吨）



来源：国联期货研究所 钢联 隆众

二、宏观展望：聚焦人口流动和制造业投资

2.1 移民中断，就业市场下行

纵览上半年，二季度出现短暂的再通胀，联储不断推迟降息的时间点。期间就业市场走弱，激发市场交易滞胀的预期，宏观交易的波动率放大。不过，美国家庭的正收支增长仍在延续，服务消费具有韧性。

上半年宏观的关注点是美国就业数据发生劈叉。失业率由年初 3.7% 提升至 4%，ADP 新增就业回落至 15 万人的水平（去年二季度在 30 万人左右），而非农就业仍然保持近 30 万人的强劲增长。

由于非农就业来源于机构调查（Current Employment Statistics），并不区分企业员工的身份，其中或包含大量的非法移民。而失业率来源于住户调查（Current Population Survey），由美国普查局进行，对住户身份进行审查，不包含非法移民。因此非农与失业率走势的背离，可以从非法移民增加的角度去解释。

我们发现，美国当前移民就业人口占总就业人口约 19.18%，而 2020 年初为 17.07%，2016 年初为 16.81%，2012 年初为 16.1%。2008 年初为 15.4%。移民在共和党执政开始大规模流入美国，民主党执政后移民流入速度进一步加快，冲击了本地人口就业、岗位变少，造成美国房地产供需紧张。

非法移民要求的工资更低、美国本土人口工作难找，近年美国就业市场强弱出现结构分歧。本地人的诉求或推动民主党在大选前，尽快实施限制移民进入的政策。“移民中断”或

导致非农就业变化向失业率变化回归，耐用品消费和房租或进一步下滑。市场或交易宏观需求预期衰退的可能性。

此外，薪资变化可以视为就业市场供需的博弈结果。从NFIB就业领先指标来看，下半年美国中小企业薪资增速或进一步下滑，就业市场下行压力较大。

图4：美国移民就业水平 VS 本土出生人口就业水平
(千万人)

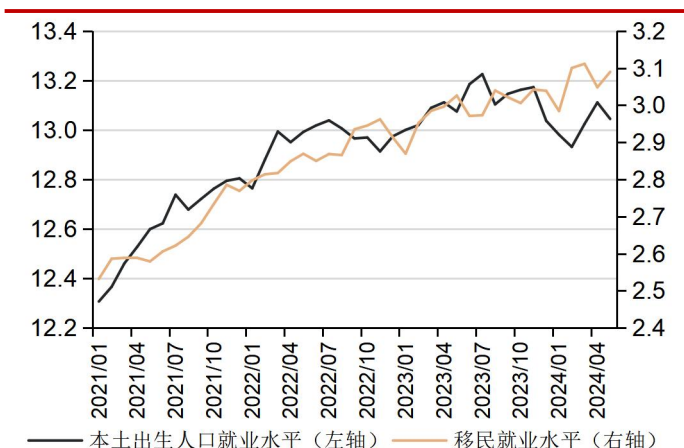
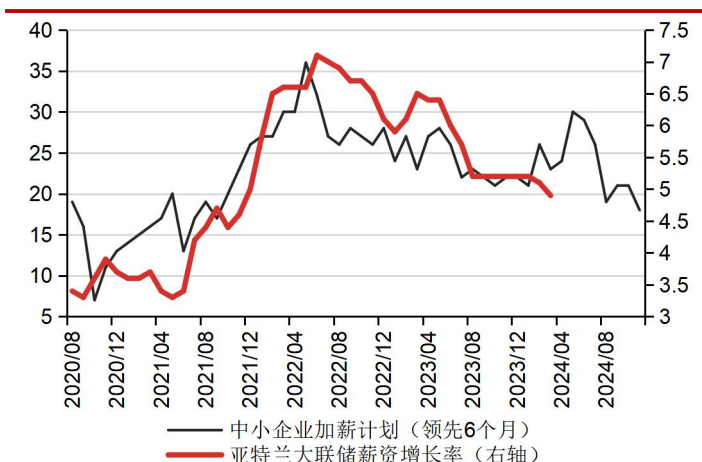


图5：美国中小企业加薪计划指数（领先6个月）& 美国职工薪资报酬增速(%)



来源：国联期货研究所 WIND NFIB 亚特兰大联储 FRED

2.2 制造业景气度放缓

从制造业的景气程度来看，随着半导体、清洁能源、电动车占制造业的份额扩大，美国传统钢铁加工业、燃油车生产地区（芝加哥）的PMI进入加息周期后大幅衰退，而美国整体的制造业PMI在新兴领域投资支持下稳步增长。

上半年美国制造业投资增速从2023年均值60%下滑至20%左右，考虑到去年高基数投资规模，今年投资增长仍较可观。但投资增速的下行趋势能否止住，更依赖联邦财政对高精尖及新能源产业链提供更多的支持，以及对技术移民的鼓励。

短期来看，民主党政府因财政赤字压力和大选形势，年内新一轮高精尖制造业投资法案或难以落地。但共和党执政后，下一个总统周期，美国生产企业或享受到降税红利，泛美制造业回流的进度或加快，长期来看高景气度和投资有望延续。

综上所述，下半年海外或面临“移民中断，制造业领域缺乏财政输血”的经济风险，市场或进一步交易宏观需求走弱。但为了防止再通胀的风险，美联储对宏观流动性的控制或难以放松，除非就业市场出现足以触发降息门槛（月度就业增长连续低于15万人以下，或失业率连续走高）。从FICC角度来看，下半年大类资产的定价是——稳定的单位利率所对应的总

需求下降的逻辑。

图 6：美国制造业结构分化（点）

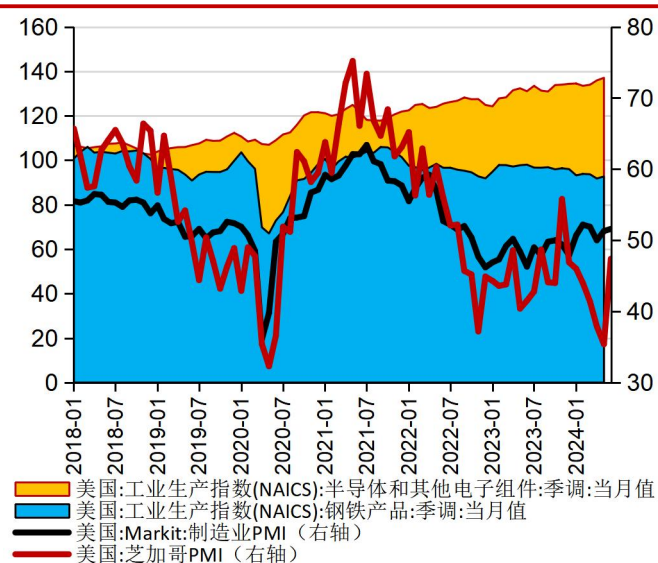
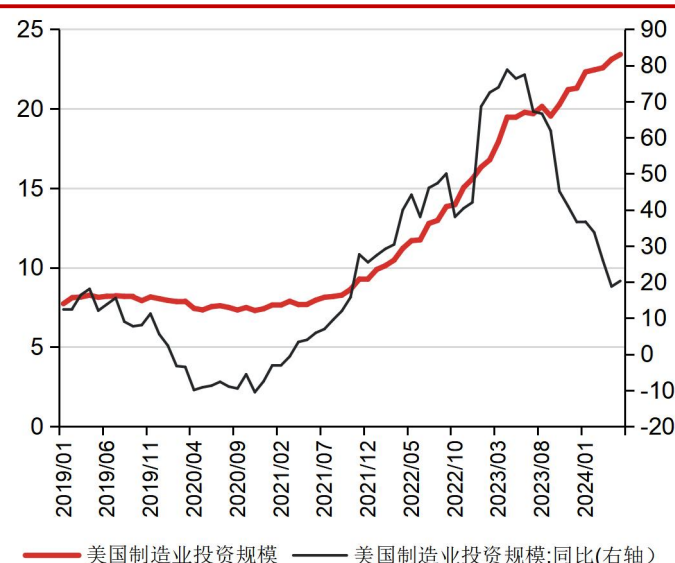


图 7：美国制造投资规模&增速（百亿美元，%）



来源：国联期货研究所 Markit 美国供应链管理协会 FRED WIND 同花顺 ifind

三、原油展望：再建高点需要新的地缘和供需驱动

3.1 平衡表分析

回顾三大机构原油平衡表的变化，IEA、EIA 和 OPEC 在一月报中预测 2024 年原油库存变化分别为+55.00、-13.01、-137.74 万桶/日。

三月份开始，EIA 将 OPEC 全年减产的预期计入平衡表，三大机构对全年去库达成共识。IEA、EIA 和 OPEC 在六月报中预测 2024 年原油库存变化分别为-25、-42、-201 万桶/日，该预期计入了 OPEC 提前在四季度退出自愿性减产（220 万桶/日）的措施。三大机构对 2025 年过剩的观点逐渐趋于一致。

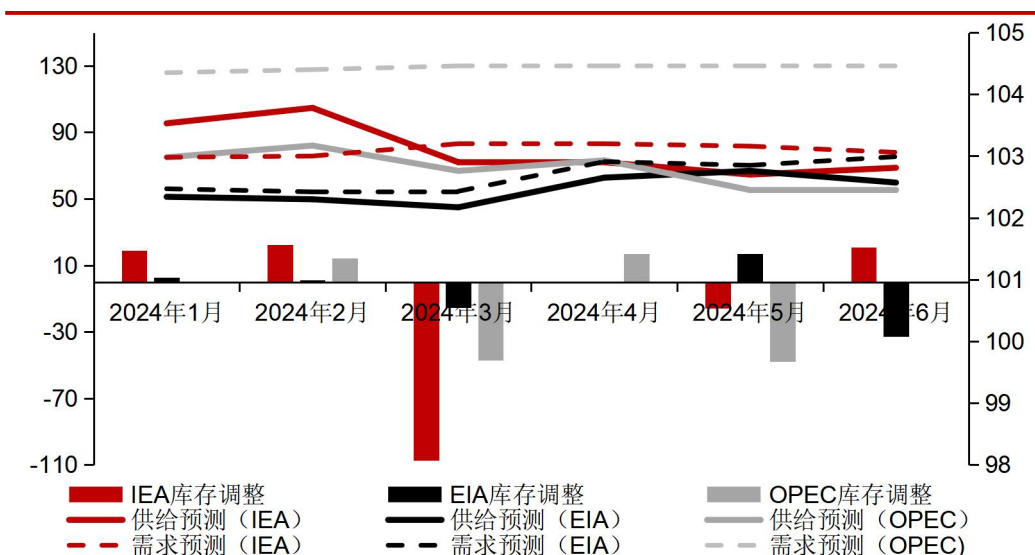
从需求端来看，欧盟降息后，EIA 上调了全年需求预期，但 IEA 反而下调了需求预期。IEA 认为全球石油需求将在 2030 年见顶滑落。IEA 对需求预期越来越悲观，EIA 对需求预期越来越乐观。

表 1: OPEC 国家月度产量变动

单位 (千桶/日)	2023 年	2024 年 4 月	2024 年 5 月	近 2 个月产量变动
阿尔及利亚	976	909	903	-6
刚果	260	267	256	-11
赤道几内亚	56	50	63	13
加蓬	203	203	220	17
伊朗	2859	3219	3,226	7
伊拉克	4275	4202	4,195	-7
科威特	2595	2433	2,418	-15
利比亚	1164	1,187	1,173	-14
尼日利亚	1314	1345	1,419	74
沙特阿拉伯	9609	9,032	9,000	-32
阿联酋	2950	2,928	2,935	7
委内瑞拉	749	825	822	-3
OPEC	27010	26600	26629	29

来源: 国联期货研究所 OPEC

图 8: 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

从供给端来看, 非 OPEC 地区 (美国、巴西等) 增产抵消了 OPEC 减产的部分影响。EIA 在六月报中预期美国今年产量增长 31 万桶/日, 而经历寒潮后, 美国上半年实际产量均值仅较 2023 年增长 16.66 万桶/日。

OPEC 豁免国方面, 伊朗于二季度宣布增产至 400 万桶/日, 其距离历史产能峰值约 50-60 万桶/日, 委内瑞拉距离年内增产目标约 18 万桶/日。此外, 伊拉克、哈萨克斯坦、阿联酋和俄罗斯均出现超配额生产现象; 阿联酋 2025 年配额基线上调至 351.9 万桶/日 (现产量 293.5 万桶/日); 安哥拉退出 OPEC 后产量由 110 万桶/日提升至 123 万桶/日。

上述是上半年供给端超预期的因素。

近几年伊朗月产能增速难以超过2-3万桶/日的瓶颈，下半年增量或在10万桶/日左右；委内瑞拉产能恢复进度缓慢，自2023年10月以来月均增速约0.9万桶/日，加之美国重新对委施加制裁，其达成100万桶/日的目标存在难度。

一言以蔽之，原油在一季度提前计价全年减产的预期，该预期被OPEC超产和提前退出减产等事件证伪后，下半年供应端矛盾并不突出。豁免国的增产量，对三季度去库预期的影响有限，但需关注伊拉克等国减产不力及非OPEC国家增产的利空影响。

3.2 成品油需求平平

上半年，美国汽、柴油表需均同比下滑。大类汽油同比累库，成品汽油在出行假日期间意外累库；成品柴油同比亦累库。数据反映了汽、柴的实际需求偏弱；航煤需求随出行恢复，但其对成品油整体影响的弹性较小。美国炼厂上半年原油投入量同比增约35.8万桶/日，投料需求回暖。在经历两年大检修后，今年欧美秋检规模或较小。但考虑到下半年新投炼能释放（尼日利亚 Dangote、中国裕龙炼化和墨西哥 Dos Bocas 等）约130-150万桶/日，炼厂利润或延续弱势，美国炼厂负荷或难有起色。

1-5月，我国原油进口量累计同比下降-0.51%，汽、柴油出口量累计同比下降-31.85%。原料进口及成品出口双双下降，汽、柴油利润同比大幅回落，均反映国内用油需求走弱。国内汽油表需累计同比增约5.62%，柴油表需在累计同比降约-5.06%。基建动工受限，柴油需求不佳对成品油整体需求影响较大。

图9：美国汽油表观需求量（千桶/日）

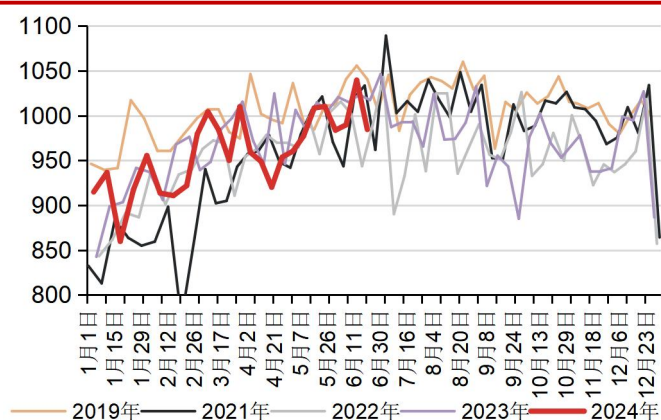
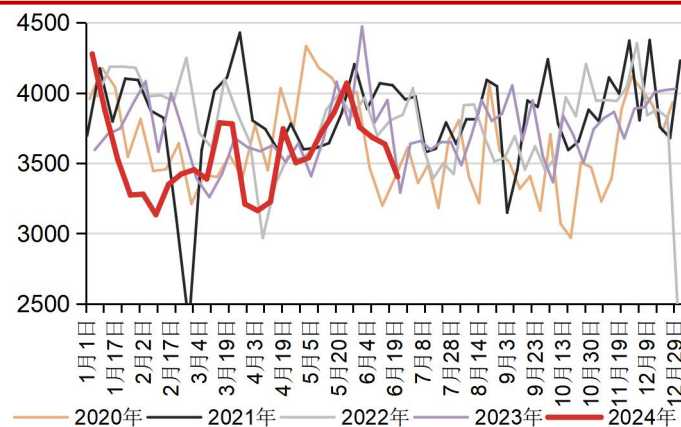


图10：美国柴油表观需求量（千桶/日）



来源：国联期货研究所 EIA WIND

图 11: 美国炼厂 321 裂解价差 (美元/桶)

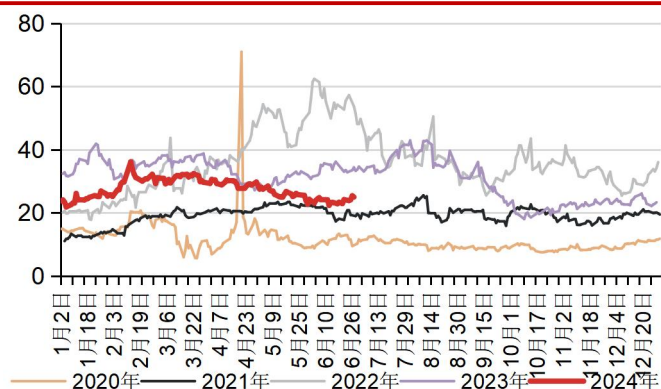
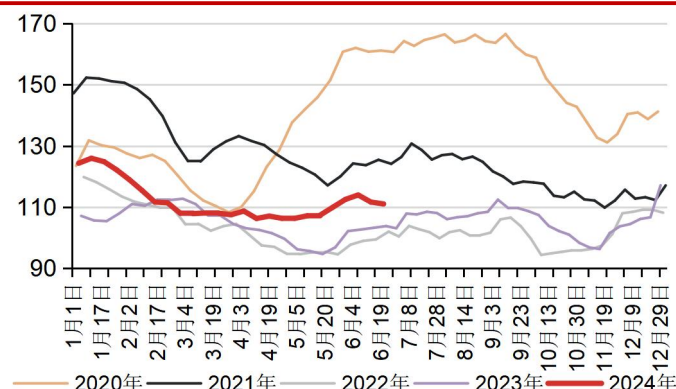


图 12: 美国成品柴油库存 (百万桶)



来源: 国联期货研究所 EIA WIND 钢联

图 13: 美国大类汽油库存 (百万桶)

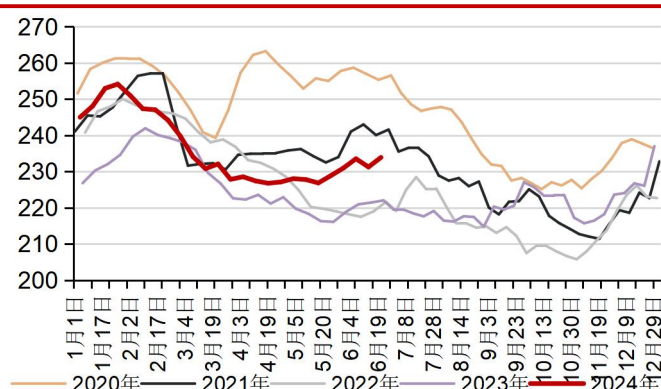
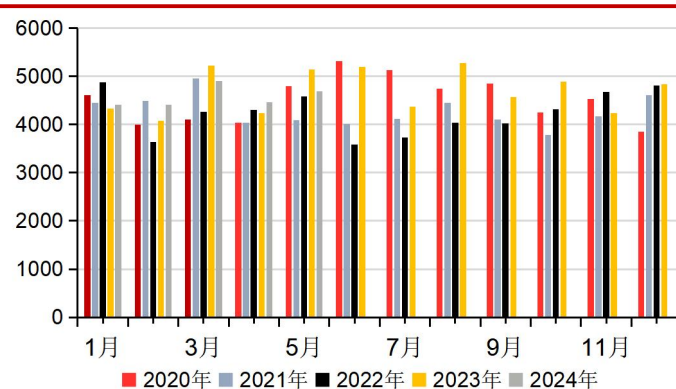


图 14: 中国原油进口量季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 EIA 海关总署 WIND 钢联

图 15: 中国汽油表观需求量 (万吨)

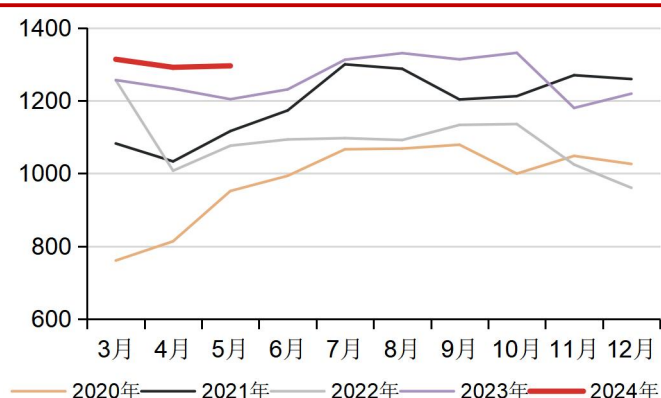
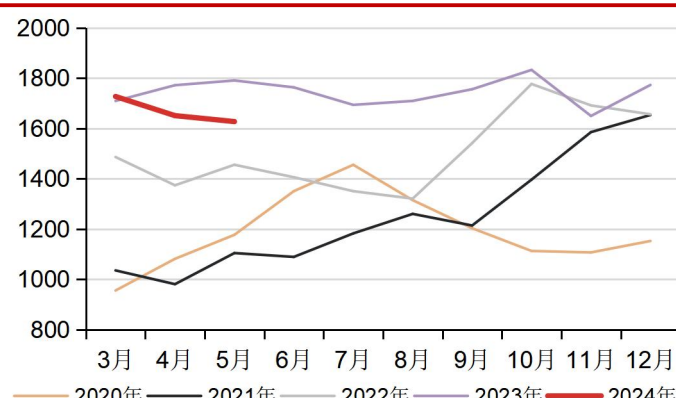


图 16: 中国柴油表观需求量 (万吨)



来源: 国联期货研究所 国家统计局 钢联

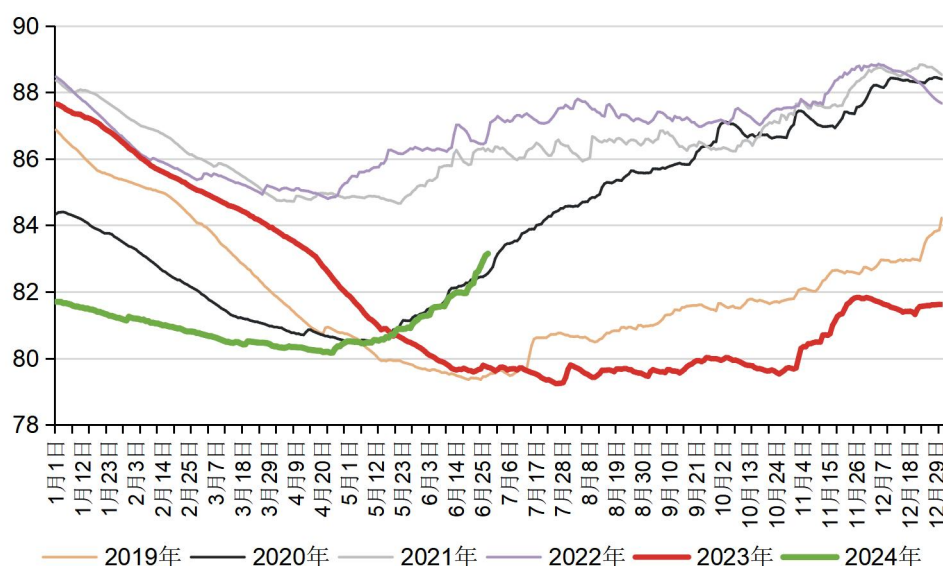
3.3 气象、航运的新变化&调油前置

根据世界气象组织的预测, 今年拉尼娜现象在 7-9 月期间出现的概率达 65%。巴拿马运河降水量及水位的历史变化, 也契合于厄尔尼诺-拉尼娜的切换。运河管理局于 6 月末

宣布，从8月起每日通行船只上限从32艘增至35艘（理想水平）。这意味着东亚-美西航线的拥堵问题有望解决，通行时间或回到20天左右的航程。

若三季度亚-美油品和芳烃贸易的运费及时间下降，则北美采购高辛烷值或重归常态化（避免集中备货）。

图 17：巴拿马加通湖水位季节性分析 单位：英尺



来源：国联期货研究所 钢联 巴拿马运河委员会

除拉尼娜现象外，飓风频次增加或冲击美湾地区的原油开采及炼厂运行，对供、需同时带来减产的不确定性。美国 NOAA 预警今年或有 17-25 场热带风暴，其中 8-13 场或发展为飓风。气旋的频次高于 2021-2023 年的水平，低于 2020 年极端水平（30 个风暴），高于 1990 年以来的平均水平（14 个风暴）。

我们在五月策略中论述了“今夏美国放松乙醇燃料对芳烃的挤占，东亚重整油不经芳烃抽提直接进入调油池，以及在一季度备货后美国组分库存偏高”等海外调油预期被证伪的可能性。五月至今，韩国芳烃出口量同环比均下降，汽油裂解利润低迷、库存表现不佳等诸多现象，均显示“调油备货前置”产生预期差。

展望旺季（7-9 月），除非汽油利润回升至前两年的水平且库存同比去化，否则调油补货缺乏供需的驱动。巴拿马堵航问题解除后，后市美国芳烃溢价的持续时间，或较上半年缩短。此外，美国甲苯歧化利润回升至近五年较高水平，且在旺季中有歧化装置重启的现象，上述是调油不旺的表现。

图 18: 2022 年美国放松乙醇燃料限制, 对炼厂的调油组分投入产生较大影响

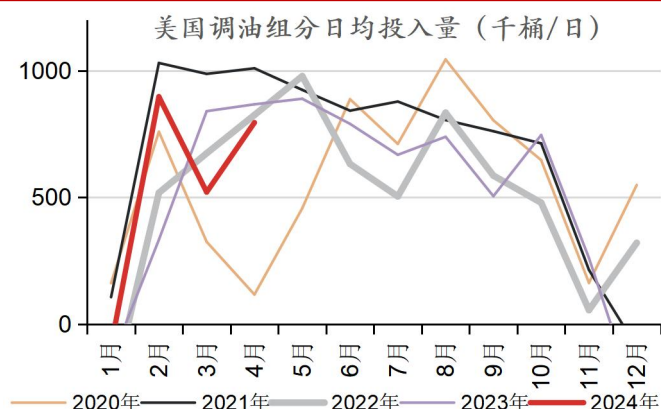
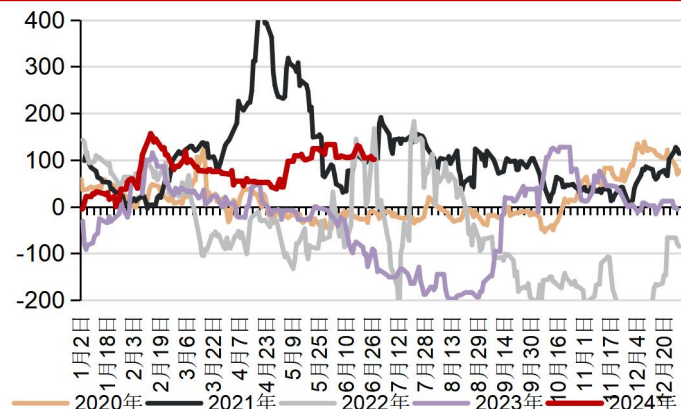


图 19: 美国甲苯歧化价差 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 EIA 同花顺 ifind 钢联

我们不排除三季度油价再触及年内高点的可能性, 但下半年整体或呈现“下跌三角形”的走势。核心逻辑如下:

(1) 领先指标显示美国三季度就业市场仍有较大的下行压力, 制造业投资增速放缓, 不利于 PMI 延续增势。移民中断是总需求预期走弱的驱动。

(2) 欧洲降息落地, 美联储降息预期在 1-2 次之间摆动。下半年宏观流动性交易的空间或收窄, 偏向于抑制油价上限。

(3) 虽然非 OPEC 及豁免国增产 (约 42 万桶/日) 不足以翻转平衡表 (平均去库预期约 89 万桶/日), 但部分 OPEC 国家减产不力及 2025 年退出减产后的增产预期, 使得供应转松的弹性较大。

(4) 旺季美国调油需求疲弱、辛烷值价值不高、歧化利润走高。若成品油库存及除 SPR 外的原油库存, 均高于去年旺季水平, 则油价难以迈过去年高点。

(5) 民调倾向于共和党胜选, 市场或提前在下半年交易美国放松原油开采的预期。

(6) 若旺季油价快速上涨, 在美国政府的干预下, SPR 补库周期或转向抛售。

需要监控的上涨风险是:

(1) 以巴及伊朗的地缘风险消退, 若下半年出现新的冲突, 则油价可能重新计入 5 美元/桶左右的地缘溢价。

(2) 飓风、欧线绕行、港口拥堵、高温等天气地理的扰动因素。

估值方面, 下半年我们下调布油价格支撑至 70-72 美元/桶, 区间上沿下调至 93-95 美元/桶。支撑在于大平衡未在年内翻转, 全球原油库存仍偏低, 及美国 SPR 补库尚有 600

万桶未实现的计划。若在旺季发生新的地缘冲突，则年内高点存在被打破的可能性。

四、纯苯：已是兵家必争之物

4.1 供给紧张问题难以解决

今年纯苯春检规模高于2021-2023年的水平，开工率较低。而纯苯下游加权开工率则反季节性上行，达到近五年较高水平。供需矛盾加剧，推动纯苯涨价，进口利润及相对石脑油的溢价也达到近五年同期最高水平。

图 20：纯苯下游加权开工率季节性分析 (%)

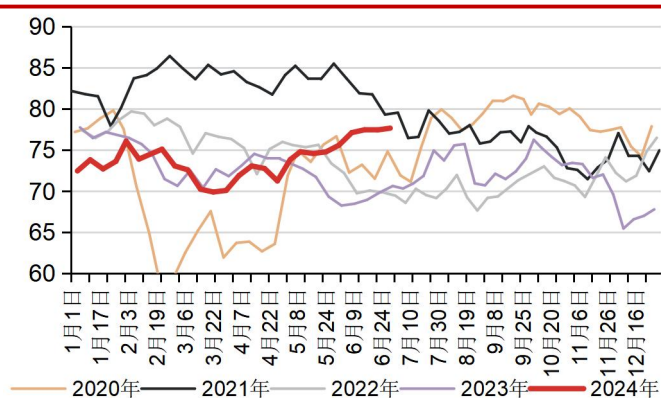
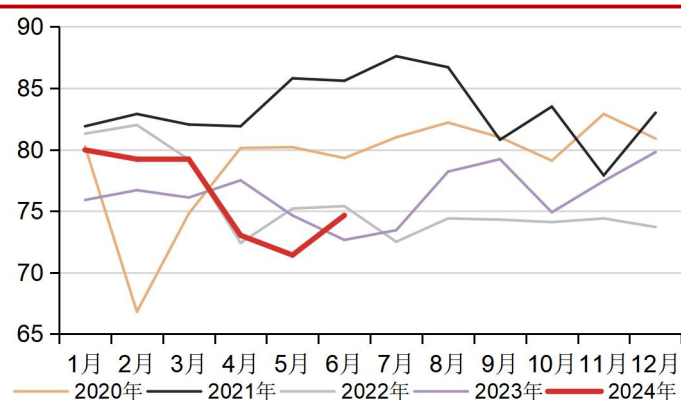


图 21：纯苯产能利用率季节性分析 (%)



来源：国联期货研究所 卓创 隆众 钢联

图 22：纯苯表观需求量季节性分析 (万吨)

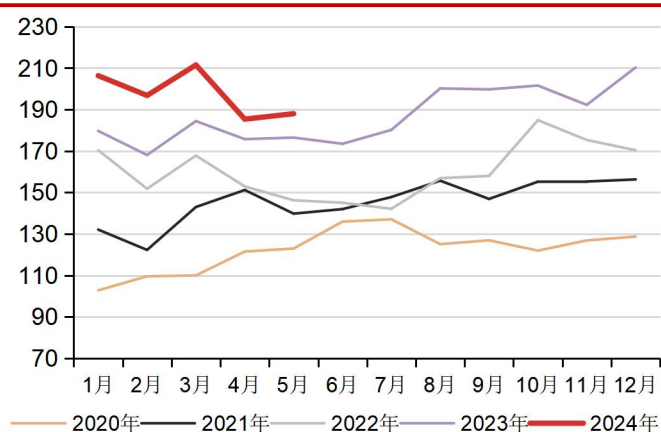
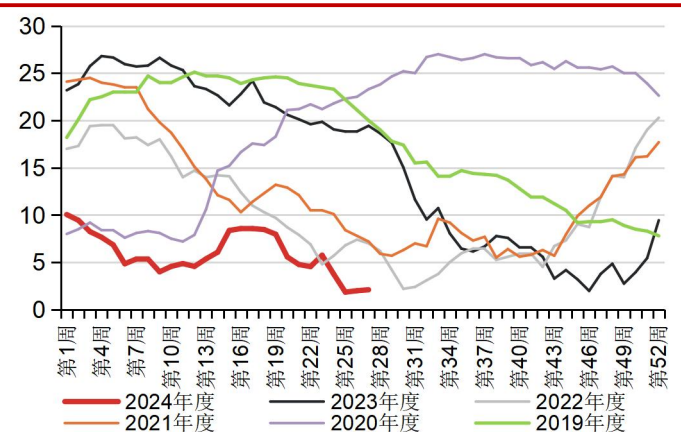


图 23：纯苯港口库存季节性分析 (万吨)



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

图 24：国内纯苯生产毛利（元/吨）

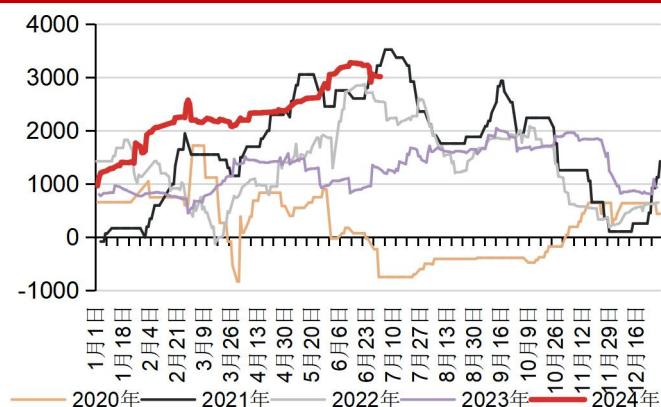
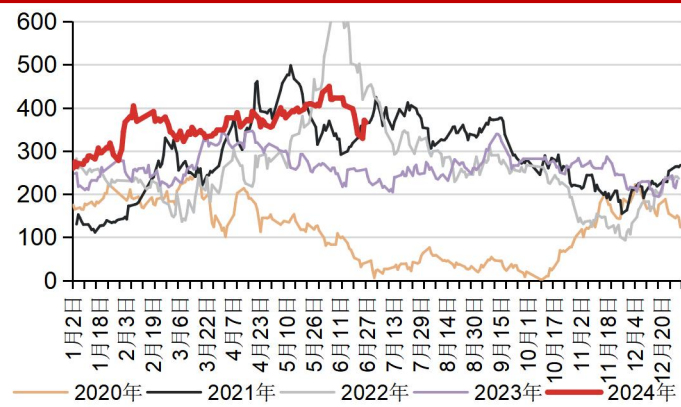


图 25：国内 BZN（纯苯-石脑油）价差（美元/吨）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

加氢苯开工对毛利的敏感性较高，在基建钢材行业下行压力下，炼焦产粗苯的供应偏紧。原料成本提高，或长时间抑制加氢苯毛利。

截至六月末，纯苯表需位于历年最高水平，港口库存降至历年同期最低水平。今年华东港口开放汽运卸货后，跨区套利推动山东外售纯苯流向华东，隐性库存逐渐在港口显性化。我们认为港口库存具有国内供需趋紧的表征意义。

上半年石油苯新投产产能约 32 万吨/年，加氢苯新投产产能约 20 万吨/年；下游湖南石化新投 30 万吨/年的己内酰胺。三季度是纯苯下游的集中投产期，包含 70 万吨己内酰胺，22 万吨苯酚，20-50 万吨己二酸和 60 万吨苯乙烯等投产计划。而三季度，石油苯及加氢苯投产计划仅 50-60 万吨左右。裕龙石化芳烃装置由于环保资质问题，年内投产的概率降低。

表 2：2024 年纯苯及下游投产计划一览（万吨/年）黄色条目代表投产计划较前期有变化

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
濮阳中汇	甲苯歧化	2024/3/1	12	山东省	9.00			
金诚石化	乙烯裂解	2024/5/15	10	山东省		5.83		
锦西石化	催化重整	2024/5/10	10	辽宁省		5.83		
锦州石化	催化重整	2024/8/30	10	辽宁省			3.33	
裕龙石化	芳烃联合	2024Q4	130	山东省				10.83
京博石化	催化重整	2024/9/1	10	山东省			3.33	
宏坤新材	加氢苯	2024/10/31	14	广西				2.33
潍焦集团 薛城能源	加氢苯	2024/5/1	20	山东省		11.67		
甘肃首途 新能源	加氢苯	2023/12/31	10	甘肃省				0.83
宁夏同德 爱心	加氢苯	2024/8/30	5	宁夏省			1.67	
濮阳盛源 能源科技	加氢苯	2024/7/15	22	河南省			10.08	

宁夏宝廷	加氢苯	2024/10/31	22	宁夏省				3.67
纯苯投产总和					9.00	23.33	18.42	14.00
下游投产总和(折纯苯当量)					0.00	22.05	76.84	8.67
富宇化工	苯酚	2024/7/31	22	山东省			8.43	
三宁化工	己内酰胺	2024/8/31	40	福建省			13.07	
鲁西化工	己内酰胺	2024/7/10	30	山东省			13.48	
湖南石化	己内酰胺	2024/3/30	30	湖南省		22.05		
华鲁恒升	己二酸	2024/8/31	20	山东省			5.33	
平煤神马	己二酸	2024/12/16	20	河南省				1.33
安徽昊源	己二酸	2024/8/31	32	安徽省			8.53	
裕龙石化	苯乙烯	2024/12/31	50	山东省				3.33
山东中泰	苯乙烯	2024/7/1	60	山东省			20.00	
盛虹炼化	苯乙烯	2024/9/30	40	江苏省			8.00	
吉林石化	苯乙烯	2024/12/31	60	吉林省				4.00

来源：国联期货研究所 公开信息 隆众 卓创

相较我们在二季报中的统计信息，下游新投产能折纯苯消耗当量与纯苯新投产能的缺口由 60-70 万吨缩窄至 42.8 万吨。如果剔除裕龙的纯苯和苯乙烯新投产能，那么产能缺口接近 53.6 万吨，仍偏高。缺口缩窄的主要原因系下游装置因利润不佳而推迟投产。

4.2 部分下游需求强劲

纯苯下游中，己内酰胺表现亮眼。其终端锦纶纤维受益于户外装备和运动面料等需求，二季度订单增速提高，纺丝开工率提升至历年同期最高水平。需求强的同时，锦纶的中间品聚酰胺（PA6）库存天数在二季度处于历年同期最低水平，供需矛盾突出。

PA6 价涨量升，企业于二季度主动补库，表需大幅增加。产业链“正反馈”向上传导，己内酰胺满负荷运行，出现超季节性。表需增长导致己内酰胺企业库存达到近五年较高水平。但观察己内酰胺的“库存可用天数”¹及“库消比”²可以发现，二者均同比下降，较为健康。

该现象表明，己内酰胺虽然在高速投产期（24 年或同比增长 15.63%），但 PA6 的产能（24 年或达 780 万吨）仍高于己内酰胺（24 年或达 710 万吨）。明年 PA6 有约 150 万吨的投产计划，增量与己内酰胺相近。从产能周期角度来看，己内酰胺有望持续供需双增。

1-5 月，我国硫酸铵累计出口增速为 13.76%。国内尿素出口政策收严叠加出口利润长时间亏损，硫酸铵作为尿素的廉价替代品。展望下半年，三季度硫酸铵有望在南美播种期保持高出口增速。硫酸铵需求季节性走强或提振己内酰胺综合毛利于三季度回升。

参考近两年旺季硫酸铵单月出口量约 140-150 万吨，对应己内酰胺的产量约 50 万吨以上。

¹ 己内酰胺库存可用天数=己内酰胺工厂库存/己内酰胺日产量。

² 己内酰胺库存消费比=己内酰胺工厂库存/（PA6 日产量*消耗系数）

我们认为下半年己内酰胺有望保持高负荷运行，支撑纯苯需求。

图 26：己内酰胺库存季节性分析（万吨）

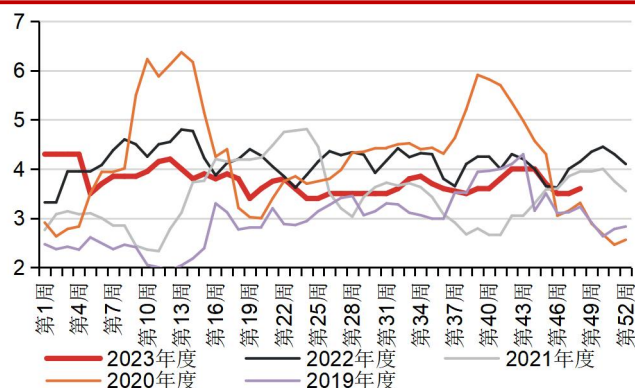
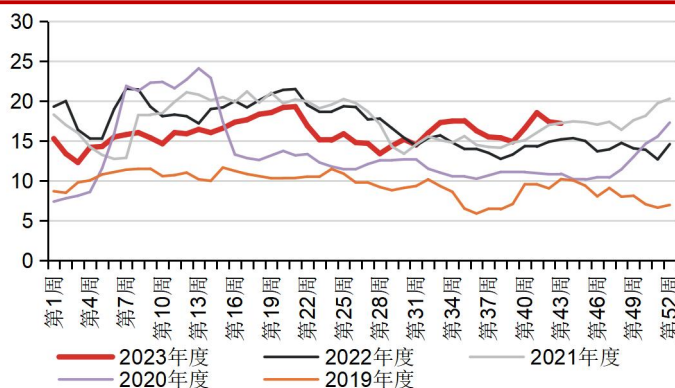


图 27：己内酰胺表观需求量季节性分析（万吨）



来源：国联期货研究所 卓创 红桃3 隆众 钢联

图 28：PA6 可用库存天数（日）

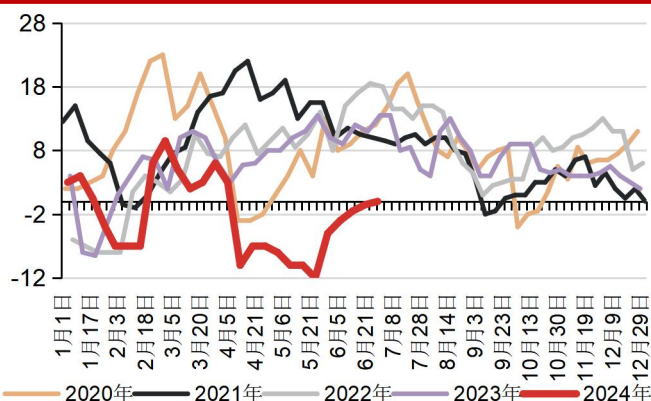
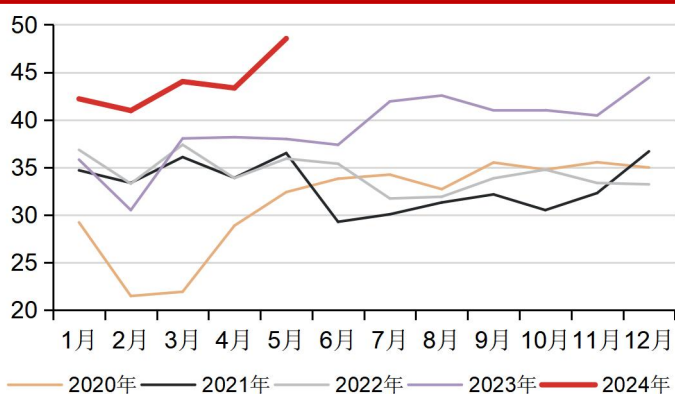


图 29：PA6 表观需求量季节性分析（万吨）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

图 30：己内酰胺副产硫酸铵综合毛利（元/吨）

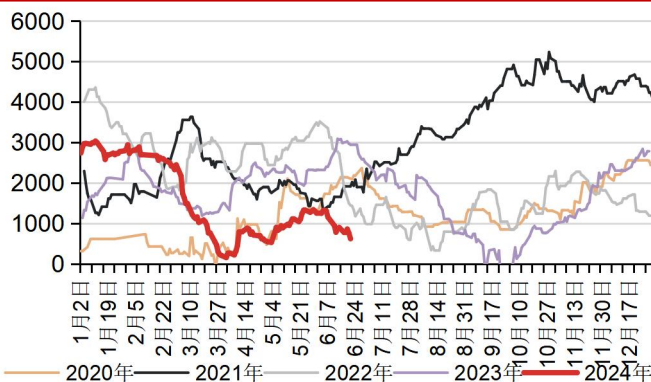
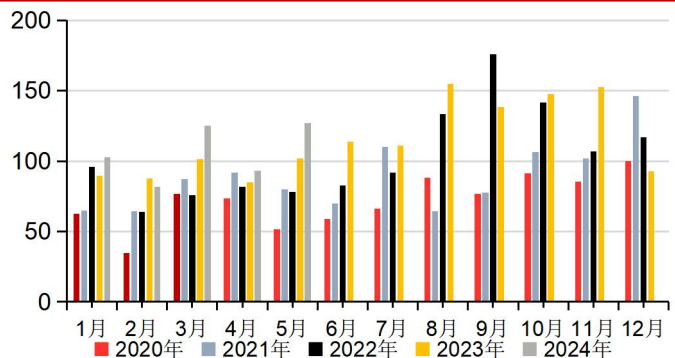


图 31：硫酸铵出口量季节性分析（万吨）



来源：国联期货研究所 卓创 红桃3 海关总署 钢联

苯酚由于去年集中投产导致今年1-5月表需同比增长18.6%，但受地产行业下行影响，苯酚开工率被毛利亏损所抑制。细分来看，酚醛树脂、环氧树脂均处于低利润、低开工的状态，对苯酚供需边际的影响较小；聚碳酸酯（PC）由于去年大规模投产，行业利润被压缩至盈亏

平衡附近，开工率回升空间有限。

预期下半年苯酚或难以翻转供过于求的状态，开工率或以七成为中枢波动。

图 32：苯酚生产毛利（元/吨）

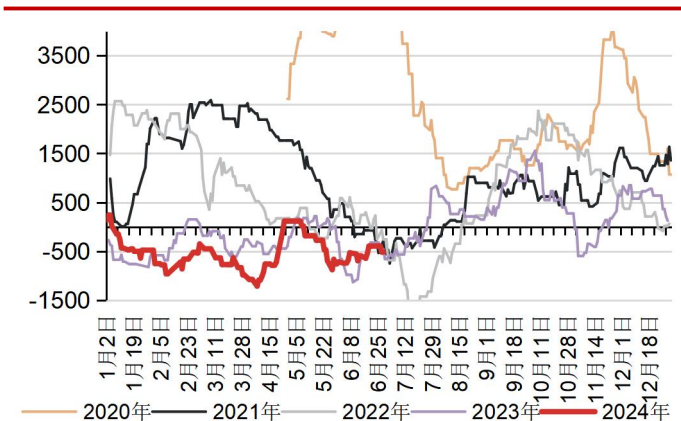
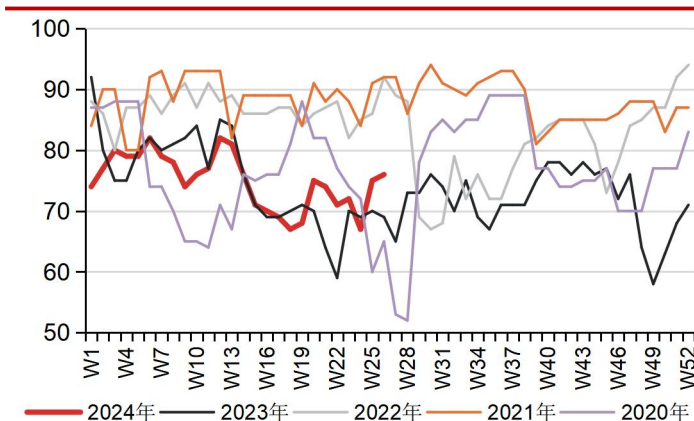


图 33：苯酚周度产能利用率（%）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

苯胺和聚合 MDI 毛利及开工均处于高位，1-5 月二者表需累计同比分别增长 21.58% 和 51.92%，且 MDI 库存同比去库，反映终端需求强劲。今年苯胺和聚合 MDI 无新投产能，供需偏紧的状态或长时间维持，下半年苯胺开工有望保持高位运行。

4.3 纯苯成为“兵家必争”之物

1-4 月，韩国纯苯出口同比增加 14.17%；5-6 月，韩苯出口同比减少-19.51%。同一时期，美国进口韩国苯分别同比增长 15.73%，同比减少-55.18%。而 3-5 月，我国单月纯苯进口同比增速均在 20% 以上。

上述数据显示，上半年在“亚洲芳烃争夺战”中，美国提前储备原料，避开了亚洲炼厂春检的供应紧张期。而国内则在春检期发生了缺苯危机，最后从东南亚的炼厂调货补充供应。随着全球乙苯调油使用量扩大，及化工生产需求增长，供应增长停滞的纯苯在海内外均成为紧俏品。

7-8 月，日、韩芳烃供应回归，美国调油需求不旺，亚洲纯苯或流向中国为主。那么，国内的纯苯价格中隐含的进口利润及 BZN 的溢价，或回落至 6 月以前的水平。我们不排除“美国旺季汽油需求回暖，或炼厂因高温、飓风而预期外检修”等因素，导致亚洲纯苯再度被分流的可能性。

图 34：纯苯美韩价差（美元/吨）

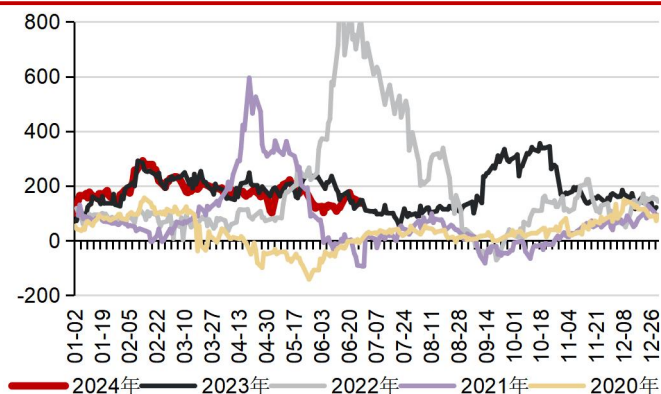
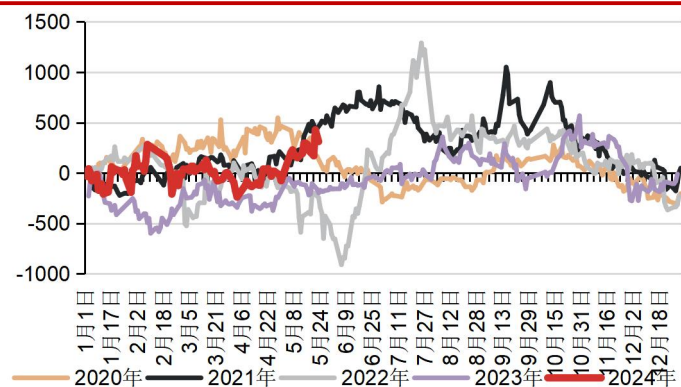


图 35：纯苯进口利润季节性分析（元/吨）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

根据上文分析，我们假设三季度纯苯进口量回升至 33 万吨/月以上。平衡表显示，7-8 月纯苯供应回归且下游需求处于淡季，供需或小幅过剩。值得注意的是，我们将国内乙苯调油的预期计入了 7-8 月的平衡表中。

三、四季度之交，预计是纯苯下游的集中投产期，9-10 月纯苯有望再度出现供需缺口。总而言之，纯苯全年去库的确定性较高，国内供需紧、库存低、投产少，对亚洲进口的依赖较高。

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

图 36：纯苯供需平衡表

2024年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	176.07	182.55	192.00	196.95	195.72	197.95	196.42	209.50
纯苯开工率（%）	79.97	79.24	78.53	73.09	71.42	74.65	79.00	79.00	79.00	76.00	76.00	76.00
石油苯产量（万吨）	178.98	165.87	176.64	159.09	161.64	166.38	170.88	175.28	174.19	170.24	168.92	180.17
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	50.31	50.31
加氢苯产量（万吨）	31.00	31.32	34.53	31.34	29.72	33.28	30.19	30.69	30.59	31.04	29.43	27.67
纯苯净进口（万吨）	27.40	30.90	34.96	26.43	26.43	30.00	33.00	33.00	32.00	32.00	32.00	32.00
总供给	237.38	228.09	246.13	216.86	217.79	229.66	234.06	238.97	236.78	233.28	230.35	239.84
己内酰胺产能	52.83	52.83	52.83	55.33	55.33	57.83	61.17	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	95.00	88.00	86.00	85.00	82.00	82.00
己内酰胺产量	46.43	46.60	49.95	46.78	51.59	54.24	58.11	53.83	52.60	51.99	50.16	50.16
苯乙烯产量	135.65	119.31	114.46	125.19	134.74	130.63	127.04	131.42	136.27	132.56	131.74	140.17
苯酚产能	52.92	52.92	52.92	52.92	52.92	52.92	54.75	54.75	54.75	54.75	54.75	54.75
苯酚开工率	78.12	78.76	79.10	69.90	71.55	73.00	60.00	70.00	76.00	78.00	75.00	70.00
苯酚产量	46.27	43.74	46.96	40.16	42.48	41.94	35.59	41.06	44.35	45.44	43.80	41.06
己二酸产量	22.91	21.58	24.87	21.50	18.92	22.59	21.34	23.08	23.08	23.08	23.08	24.16
苯胺产量	33.16	34.01	33.97	35.48	36.20	35.90	32.59	32.96	32.96	32.59	32.59	32.59
纯苯下游消费需求（万吨）	235.16	227.87	226.96	222.80	235.18	236.56	230.80	236.90	239.47	236.66	232.93	237.96
供需差测算	2.22	0.22	19.17	-5.94	-17.39	-6.90	3.26	2.07	-2.69	-3.38	-2.58	1.88

来源：国联期货研究所 隆众 钢联 卓创

五、苯乙烯：非一体、老旧小或进入清退期

5.1 低开工、低利润、低库存

上半年，苯乙烯开工率在六至七成区间波动，提负的瓶颈在于“原料纯苯紧缺；下游通用塑料挺价困难；非一体化及PO/SM装置的毛利多处于亏损状态”。

1-5月，苯乙烯表需累计同比减少约-3%，其回落的主因系我国由净进口转为了净出口。同期苯乙烯产量累计同比仍增约3.16%。出口需求替代国内需求的同时，苯乙烯港口库存在二季度末去化至历年同期最低水平，而工厂库存处于近五年较高的水平。该现象说明，苯乙烯港口库存由表征国内供需边际，转为表征出口强弱变化。

图 37：苯乙烯表需季节性分析（万吨）

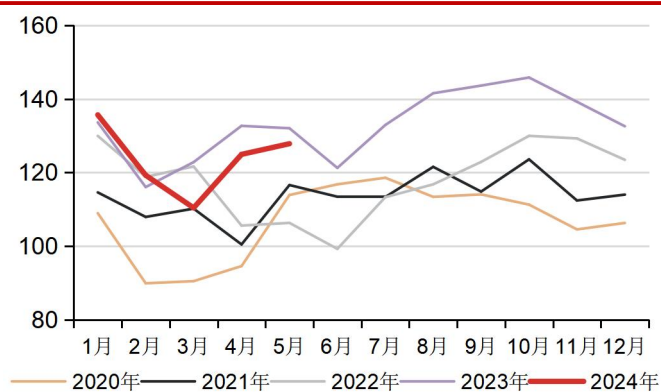
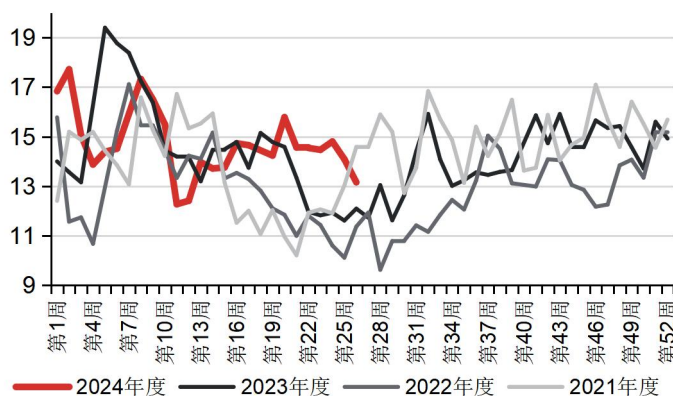


图 38：苯乙烯样本企业工厂库存（万吨）



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

上半年苯乙烯无新投产能，洛阳石化12万吨装置未有投产苯乙烯的计划。中泰60万吨新装置计划于7月投产，由于山东本身缺纯苯且苯乙烯过剩，该装置投产后，山东苯乙烯过剩的状况或加剧，加大山东非一体化产能的成本压力。图43显示，中泰投产后，山东地区苯乙烯相对三大S过剩约200万吨/年，纯苯与三大下游的产能缺口约110万吨/年。

相较二季度报告时的统计信息，下游新投产能折苯乙烯消耗当量与苯乙烯新投产能缺口由51万吨增至约65.78万吨。增长的原因主要系三大S共有72万吨/年的新投产能提前在上半年投产所致。浙石化ABS新产能计划从7月开始，每月均匀投放10万吨。

表 3：2024 年苯乙烯及下游投产计划一览（万吨/年） 黄色条目代表投产计划较前期有变化

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	2024/12/31	50	山东省				4.17
中泰	苯乙烯	2024/7/1	60	山东省			25.00	
盛虹炼化	苯乙烯	2024/9/30	40	江苏省			10.00	

吉林石化	苯乙烯	2024/12/31	60	广西省				5.00
苯乙烯投产总和					0.00	0.00	35.00	9.17
下游投产总和(折苯乙烯当量)					14.63	39.10	23.53	20.82
泰兴新浦	PS	2024/4/25	10	江苏省		6.67		
赛宝龙	PS	2024/12/31	36	江苏省				2.97
山东道尔	PS	2024/10/31	10	山东省				2.48
恒力大连	PS	2024Q1	15	大连市	6.88		3.75	
浙石化	ABS	7月开始	120	浙江省			4.65	3.10
裕龙石化	ABS	2024/12/31	60	山东省				3.10
广西长科	ABS	2024Q4	40	广西省				6.20
泰兴新浦	ABS	2024/7/30	21	江苏省			5.43	
潭州奇美	ABS	2024/2/29	15	福建省	7.75			
大庆石化	ABS	2024/9/30	20	黑龙江			3.10	
恒力大连	ABS	2024/3/31	30	辽宁		13.95		
辽宁盛业	EPS	2024/4/20	32	辽宁		18.48		
天津见龙	EPS	2024/8/31	20	天津市			6.60	
常州诚达	EPS	2024/7/31	36	常州市			14.85	

来源：国联期货研究所 公开信息 隆众 卓创

图 39：苯乙烯产能利用率季节性分析 (%)

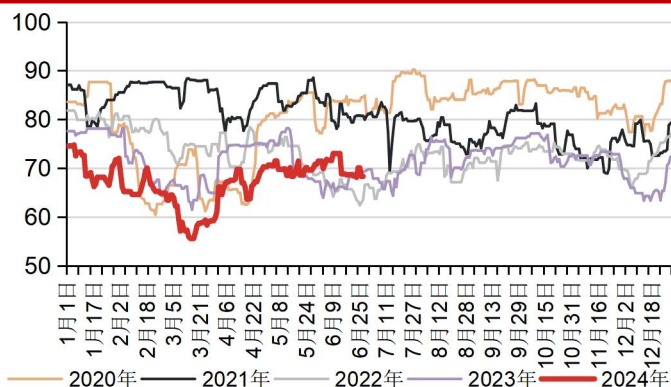
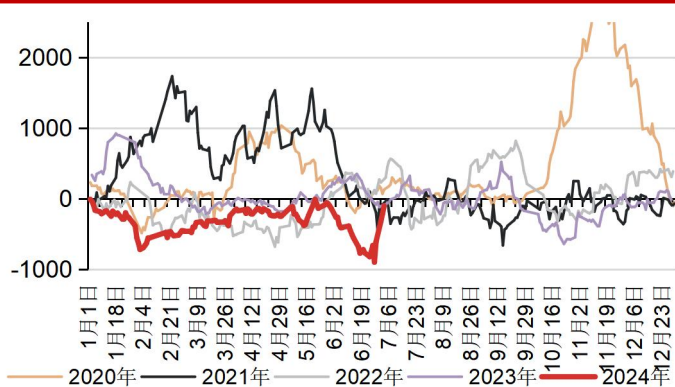


图 40：苯乙烯非一体化改良装置毛利 (元/吨)



来源：国联期货研究所 隆众 钢联

图 41：苯乙烯一体化毛利 (元/吨)

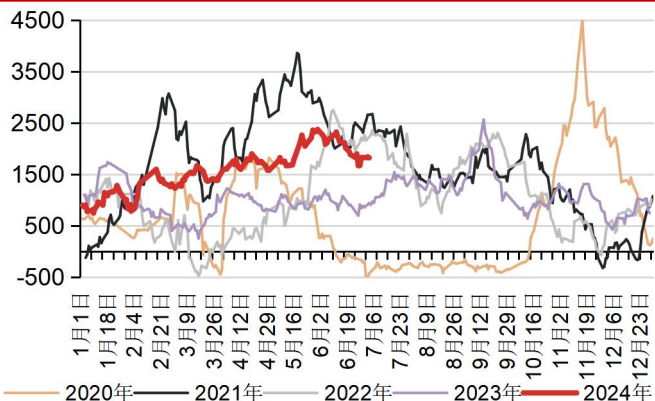
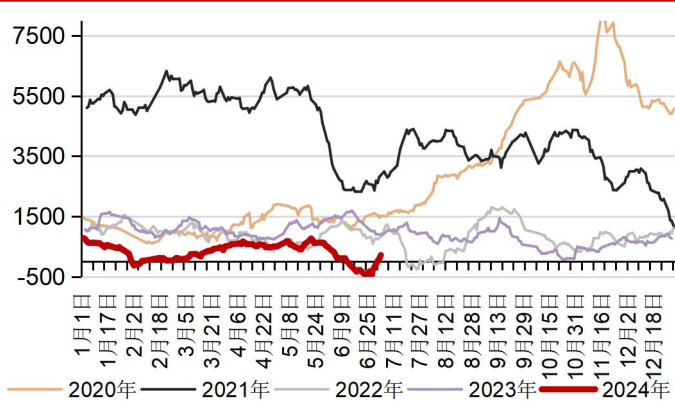
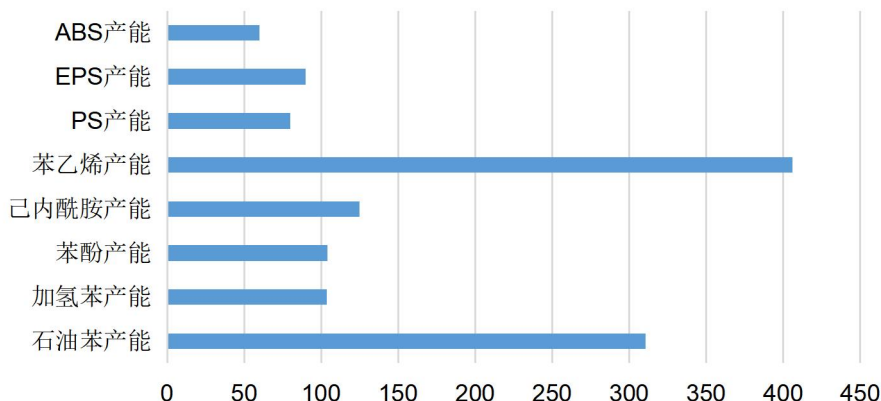


图 42：苯乙烯 PO/SM 联产综合毛利 (元/吨)



来源：国联期货研究所 钢联 隆众 红桃3

图 43：山东地区纯苯产业链各品种产能对照（万吨/年）



来源：国联期货研究所 隆众 卓创

5.2 下游有提负瓶颈

1-5月，EPS表需累计同比增约9.69%，同期出口量累计同比增长15.61%，反映了供应扩张仍在延续。出口占产量比重达10%以上，替代了国内需求。EPS表需保持增长的同时，开工率中枢与去年相近，毛利处于近五年同期较低水平，利润空间较窄。EPS工厂库存中枢同持平，较为健康。

展望下半年，三季度常州诚达36万吨和天津见龙20万吨两套大装置投产，或进一步压制行业利润。欧线运费上涨或持续压抑欧洲的进口需求。终端物流发货量维持两位数的增速，但保温材料需求下行压力较大，国内供需或在金九银十后边际转松。

图 44：EPS表观需求量季节性分析（万吨）

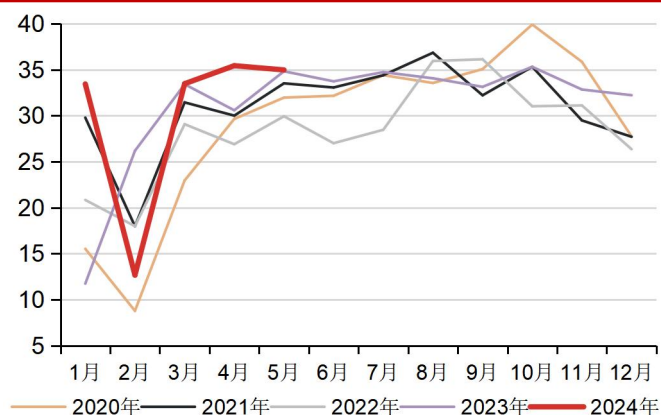
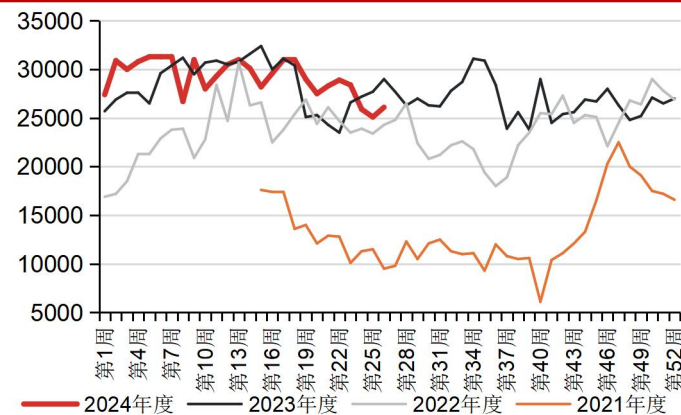


图 45：EPS库存季节性分析（吨）



来源：国联期货研究所 钢联 隆众

图 46: EPS 生产毛利季节性分析 (元/吨)

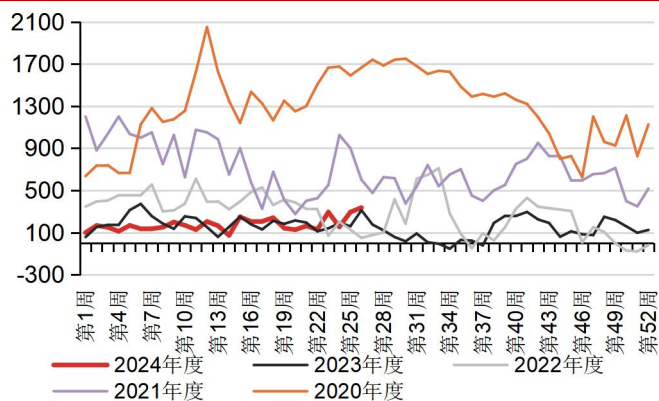
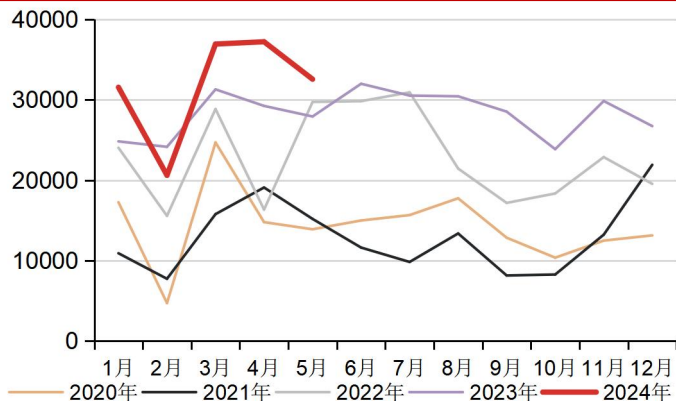


图 47: EPS 出口量季节性分析 (吨)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

1-5月, PS表需累计同比降约-0.52%, 主要系开工率中枢大幅回落所致。恒力和新浦各新投15万吨和10万吨的透苯, 近年国内以投产透苯为主, 华东透苯市场供应增长压力较大, 普通料的进口需求基本被国产化。PS开工率在五至六成间波动, 毛利对开工变化较敏感, 位于盈亏平衡线附近震荡。工厂库存因表需下降而实现同比去库, 但存在厂库转移至贸易商环节的风险

同期, 我国PS出口累计同比降约-4.83%, 出口瓶颈仍未见改善(国内PS企业集中度低, 与国外厂商构建贸易关系的难度大、成本高; 出口至欧美国家申请资质的难度大; 出口到东南亚的窗口难以打开)。出口量缩的同时, 改苯占PS的出口比例由2023年平均水平(38%)提升至52%。改苯出口占比提升, 或侧面反映其在国内下游生产中, 被ABS反替代的可能性。综合来看, PS结构性供需过剩问题难以解决。终端日用品、小商品、电器行业存在海外需求前置(担忧运费上涨, 提前下订单)的风险。

图 48: PS 表观需求量季节性分析 (万吨)

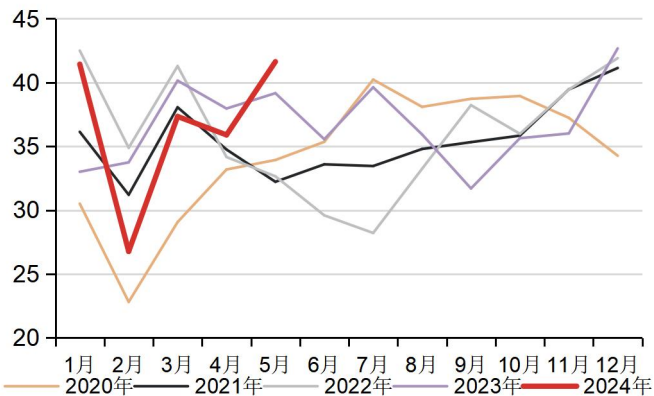
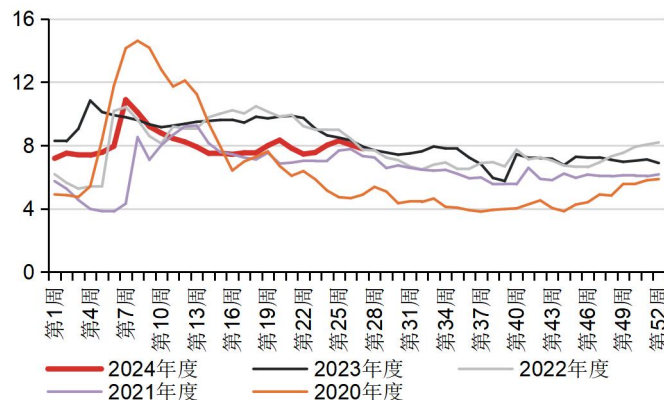


图 49: PS 库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

图 50: PS 生产毛利季节性分析 (元/吨)

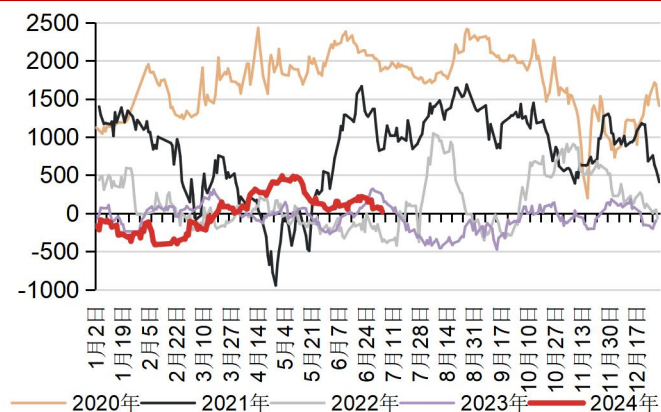
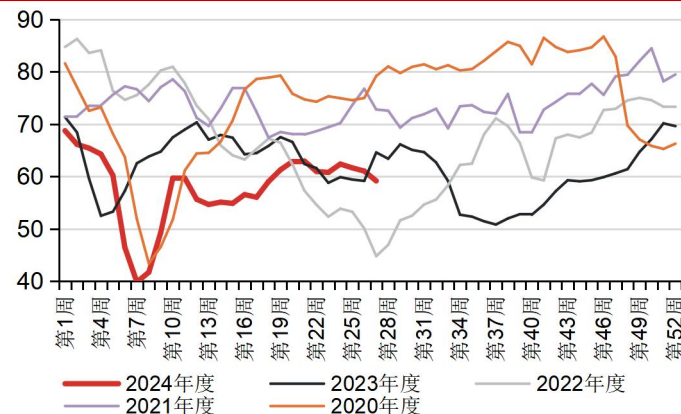


图 51: PS 产能利用率季节性分析 (%)



来源：国联期货研究所 钢联隆众

1-5 月，ABS 表需累计同比降约-13.19%，主要系产量累计同比下降-9.85%所致。厂家一致性降负，开工率大幅回落至七成以下。同期，ABS 出口累计同比增长 65.78%，不过，目前我国 ABS 出口依赖度仅约 3.2%，达到出口需求消化国内供给的状态，需待以时日。

上半年，大连恒力、漳州奇美共投产约 45 万吨的新装置。浙石化将于七月开始每月投产 10 万吨的新装置，另新浦和大庆石化计划三季度共投产 40 万吨的新装置，广西长科计划四季度投产 40 万吨的新装置。

ABS 工厂库存同比累库，但从库存可用天数³来看，行业库存水平仍比较健康。当前高库存是高速投产的结果。

ABS 仍是苯乙烯下游增量的主要贡献者。预期下半年开工或维持七成附近，产量或伴随新投产能增长。由于闲置供应较高，ABS 外采毛利扭亏为盈的可能性较低。终端白色家电存在因旺季订单前置、高贸易环节库存等风险，而降低产量。

综合来看，苯乙烯下游仍处于高速投产期，产业达成“低利润、低开工”下的平衡，供需矛盾并不突出。旺季终端消费将决定苯乙烯能否实现供需双增。

³ ABS 库存可用天数=ABS 库存/ABS 日产量

请阅读正文之后的免责声明部分

图 52: ABS 表观需求量季节性分析 (万吨)

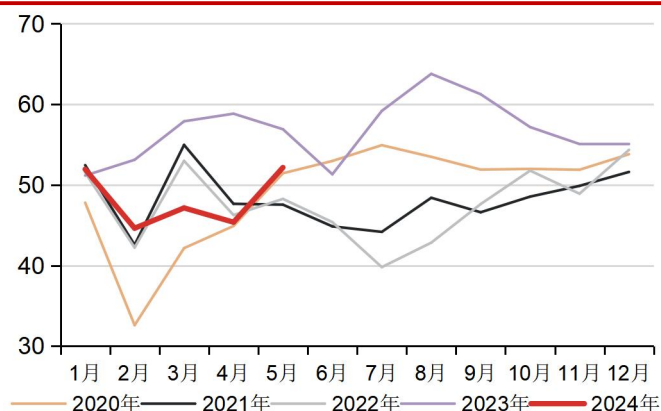
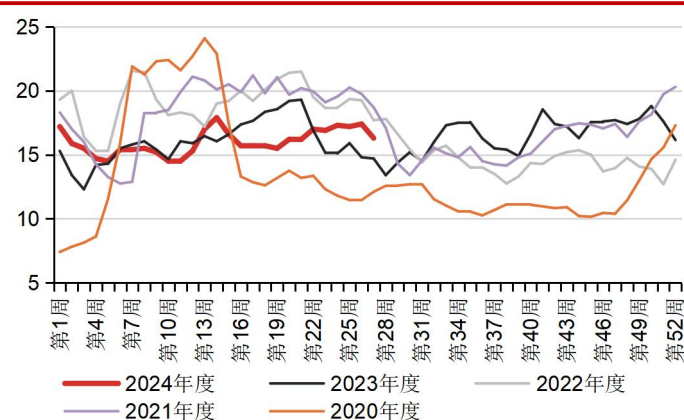


图 53: ABS 库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

图 54: ABS 库存可用天数 (日)

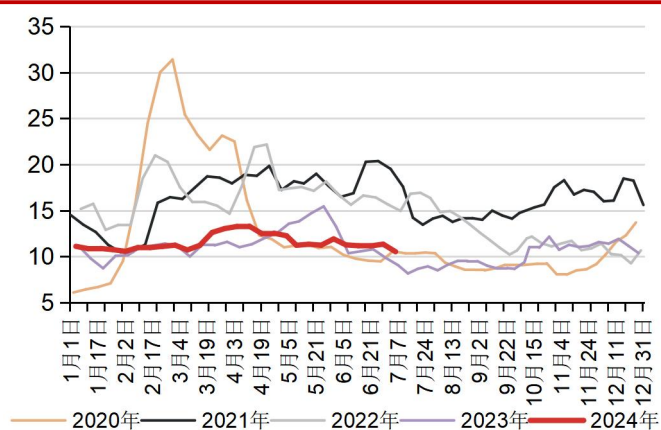
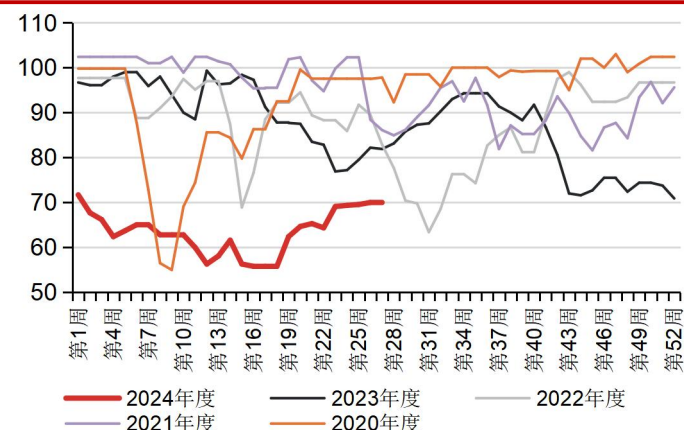


图 55: ABS 产能利用率季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 钢联隆众

3.3 供需结果仍对进出口敏感

上半年, 受欧美及东亚化工产能清退, 及严寒、地震、停电等不可抗力影响, 海外苯乙烯开工率处于近三年低位。国内苯乙烯价格成为洼地, 进口窗口关闭, 并打开向欧洲、东南亚、南美等地区的出口窗口。二季度, 我国出口量或同比增长40%左右。

展望下半年, 海外装置于6月悉数重启, 欧美大装置没有新的检修计划, 供应可能较为宽裕。我国出口至欧洲的窗口, 及美-亚苯乙烯贸易窗口均关闭。韩国对我国苯乙烯出口进行反倾销审查。我们认为, 除非海外再出现预期外停工, 否则下半年苯乙烯出口增长预期并不高。

进口方面, 日、韩近两年损失近100万吨的苯乙烯产能, 而下游ABS、PS需求仍存。亚洲进口货源被韩国分流为主, 预期我国进口窗口难以打开。

图 56: 苯乙烯出口至欧洲利润 (美元/吨)

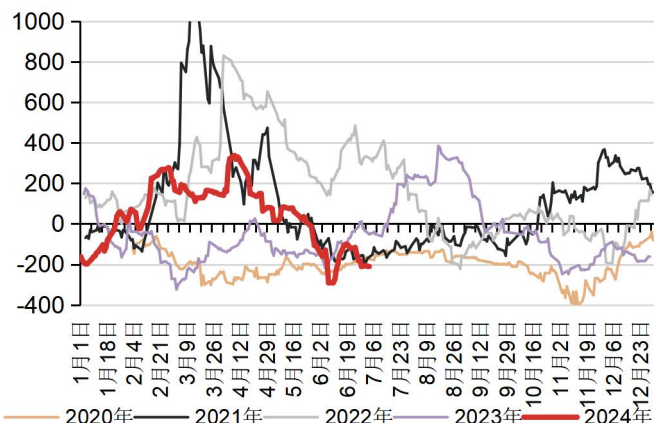
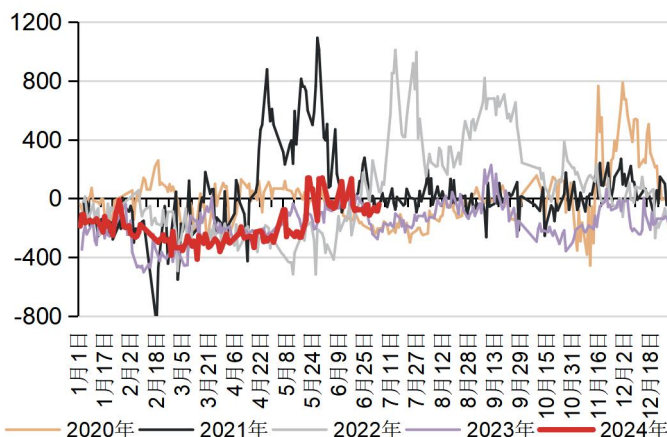


图 57: 国内苯乙烯进口利润 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众 钢联

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。

下图 58, 我们假设乐观场景下, 三季度下游生产旺季有望推动苯乙烯在 8-10 月转强并去库, 11-12 月进入淡季或重新累库。下半年整体去库程度并不深, 平衡表较为脆弱, 容易受进出口变化而翻转。

图 58: 苯乙烯供需平衡表 (乐观假设)

2024年苯乙烯月度供需平衡	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12
ABS产能	66.71	66.71	64.57	67.07	67.07	67.07	67.90	70.49	71.32	72.15	72.99	78.61
ABS开工率	66.42	63.90	57.76	56.50	64.00	69.80	67.00	68.00	69.00	68.00	64.00	60.00
ABS产量	44.20	39.90	40.35	38.20	44.70	47.00	45.50	47.93	49.21	49.07	46.71	47.17
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	65.83
EPS开工率	54.74	23.52	55.47	57.83	54.65	53.34	53.00	55.00	58.00	58.00	53.00	50.00
EPS产量	36.80	14.97	37.30	38.93	38.12	36.06	33.75	35.00	36.88	36.88	33.75	33.58
PS产能	52.08	52.71	44.37	51.48	53.54	54.38	55.00	55.00	55.00	55.83	55.83	63.83
PS开工率	65.00	44.26	57.20	55.67	60.82	61.52	58.00	62.00	62.00	60.00	55.00	55.00
PS产量	38.12	25.07	34.63	33.12	38.80	37.98	36.30	38.50	38.50	37.97	35.18	40.22
苯乙烯产能	173.58	173.58	173.83	173.83	173.83	164.60	167.16	168.49	176.97	174.42	175.66	189.42
苯乙烯开工率	70.33	66.13	59.35	67.07	69.86	69.98	66.00	70.00	70.00	70.00	66.00	65.00
苯乙烯产量	135.65	119.31	114.46	125.19	134.74	130.63	127.04	134.79	139.81	137.79	131.74	140.17
苯乙烯净进口	7.61	1.14	-4.09	-0.75	-6.93	-1.00	0.00	3.00	4.00	4.00	2.00	2.00
苯乙烯总供给	143.26	120.45	110.37	124.44	127.81	129.63	127.04	137.79	143.81	141.79	133.74	142.17
苯乙烯下游需求量	133.19	101.03	123.92	128.39	135.55	132.03	128.86	141.01	144.65	143.79	133.70	140.77
苯乙烯供需差	10.07	19.42	-13.55	-3.95	-7.74	-2.40	-1.82	-3.21	-0.84	-2.01	0.05	1.40
实际库存变动量	6.84	19.44	-9.58	-8.73	-6.28	-3.83	-2.80	-1.82	-3.21	-0.84	-2.01	1.40
苯乙烯全国库存预测	28.14	47.58	38.00	29.27	22.99	19.16	17.34	14.12	13.28	11.27	11.32	12.72

来源: 国联期货研究所 钢联 隆众 卓创

下图 59, 我们假设悲观场景下, 下半年受海外需求前置、欧美降息预期证伪、国内经济低增长、地缘冲突等宏观影响, 三大 S 毛利及开工走低, 负反馈于苯乙烯。苯乙烯亦维持低利润、低开工, 非一体老旧小被一体化大装置清退, 国内进口需求也减少。平衡表显示, 下半年苯乙烯累库的可能性较高, 且四季度累库的幅度略大于三季度去库的幅度。供需平衡结果对进出口变化仍较敏感。

图 59：苯乙烯供需平衡表（悲观假设）

2024年苯乙烯月度供需平衡	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12
ABS产能	66.71	66.71	64.57	67.07	67.07	67.07	67.90	70.49	71.32	72.15	72.99	78.61
ABS开工率	66.42	63.90	57.76	56.50	64.00	69.80	67.00	66.00	65.00	62.00	62.00	60.00
ABS产量	44.20	39.90	40.35	38.20	44.70	47.00	45.50	46.52	46.36	44.74	45.25	47.17
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	65.83
EPS开工率	54.74	23.52	55.47	57.83	54.65	53.34	53.00	53.00	55.00	53.00	53.00	50.00
EPS产量	36.80	14.97	37.30	38.93	38.12	36.06	33.75	33.75	35.00	33.75	33.75	33.58
PS产能	52.08	52.71	44.37	51.48	53.54	54.38	55.00	55.00	55.00	55.83	55.83	63.83
PS开工率	65.00	44.26	57.20	55.67	60.82	61.52	58.00	60.00	60.00	57.00	55.00	55.00
PS产量	38.12	25.07	34.63	33.12	38.80	37.98	36.30	37.40	37.40	36.29	35.18	40.22
苯乙烯产能	173.58	173.58	173.83	173.83	173.83	164.60	167.16	168.49	176.97	174.42	175.66	189.42
苯乙烯开工率	70.33	66.13	59.35	67.07	69.86	69.98	66.00	68.00	68.00	67.00	66.00	65.00
苯乙烯产量	135.65	119.31	114.46	125.19	134.74	130.63	127.04	131.42	136.27	132.56	131.74	140.17
苯乙烯净进口	7.61	1.14	-4.09	-0.75	-6.93	-1.00	0.00	3.00	3.00	2.00	2.00	2.00
苯乙烯总供给	143.26	120.45	110.37	124.44	127.81	129.63	127.04	134.42	139.27	134.56	133.74	142.17
苯乙烯下游需求量	133.19	101.03	123.92	128.39	135.55	132.03	128.86	136.60	138.18	133.59	132.48	140.77
苯乙烯供需差	10.07	19.42	-13.55	-3.95	-7.74	-2.40	-1.82	-2.18	1.08	0.97	1.26	1.40
实际库存变动量	6.84	19.44	-9.58	-8.73	-6.28	-3.83						
苯乙烯全国库存预测	28.14	47.58	38.00	29.27	22.99	19.16	17.34	15.16	16.24	17.21	18.48	19.88

来源：国联期货研究所 钢联隆众卓创

六、下游行业展望

6.1 白色家电有需求前置风险

上半年国内空调行业，厂家延续去库策略，而贸易商为了抢出口订单及对铜价和“以新换旧”政策的期待而延续补库策略。贸易商空调库销比同比大幅上升，空调平均价格受铜价和塑料价格推动同比上涨，空调厂家仍处于被动去库。

图 60：空调主要厂商库存季节性分析（万台）

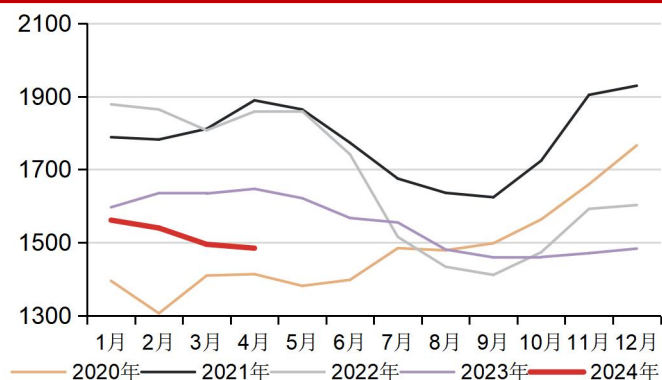
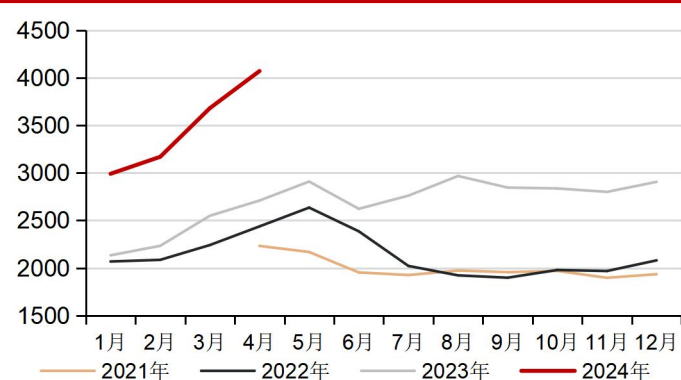


图 61：空调渠道商库存季节性分析（万台）



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联

图 62: 空调渠道库销比季节性分析 (%)

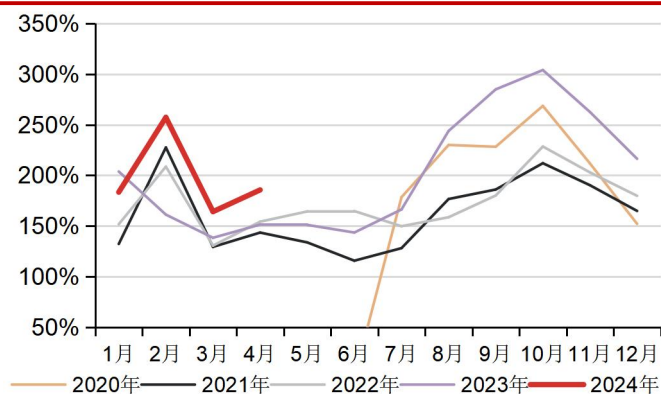
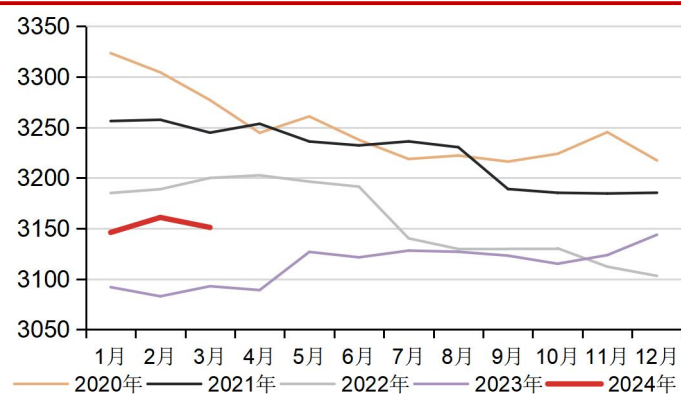


图 63: 36 城家用空调均价季节性分析 (元/台)



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联 国家发改委 WIND

上半年冰箱行业小幅累库，冰箱库销比同比转为下行，且均价同比下跌，行业处于被动累库状态；洗衣机厂家和渠道商库存下行速率放缓，库销比仍在下行，洗衣机价格同比小幅上升，产销及库存仍然健康。

产业在线于6月末，下修7月份空调排产预期至1722.63万台，同比+0.4%(较上月预期-70.75万台)；上修7月份冰箱排产预期至796.92万台，同比+1.7%(较上月预期+7.84万台)；下修7月份洗衣机排产预期至611.1万台，同比-0.8%（较上月预期-46.82万台）。7-9月三大家电排产量合计同比增长约0.48%、-1.02%和0.73%，增速大幅回落且8月出现负增长。618白色家电内销不及预期，旺季金九银十的排产预期未来或进一步下修。

图 64: 冰箱行业库存季节性分析 (万台)

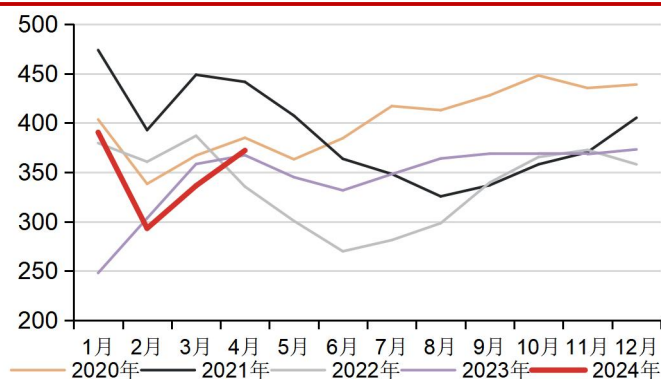
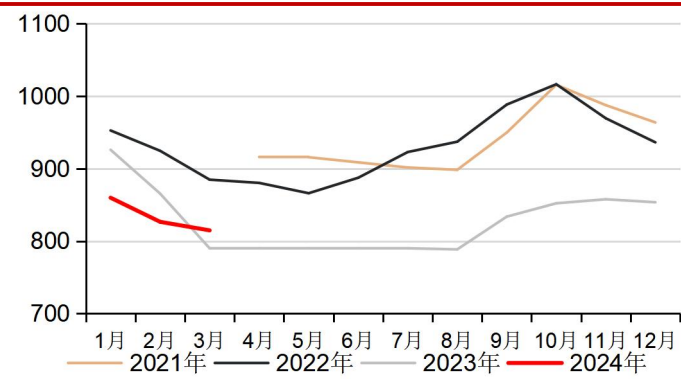


图 65: 洗衣机渠道商库存季节性分析 (万台)



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联

图 66: 洗衣机厂商库存季节性分析 (万台)

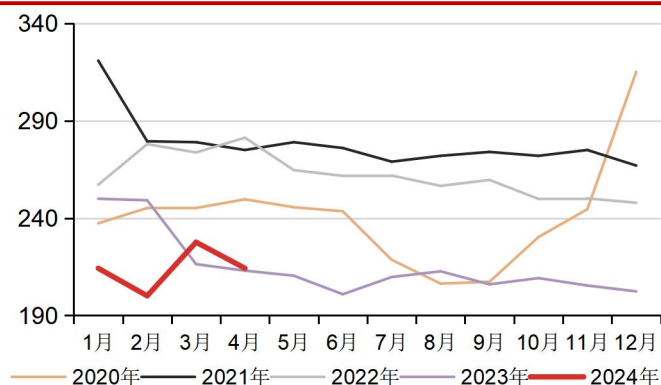
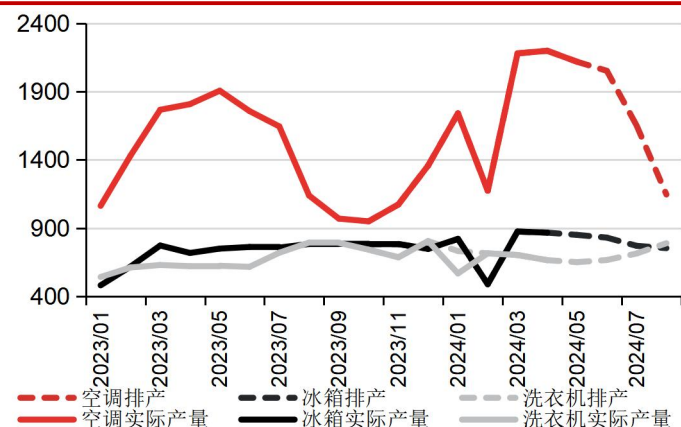


图 67: 三大白色家电排产 (万台)



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, 美国家电通胀延续负增长, 家电消费同比大幅回落;

零售商和批发商同比去库, 库销比亦伴随去库下降。美国虽房价不跌, 但地产销售放缓。

家电需求同时受到耐用品消费疲弱和高房价的负反馈影响。

图 68: 美国家电零售商库存金额 (百万美元)

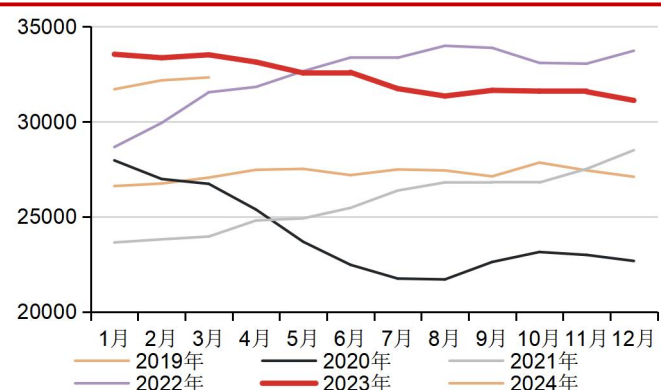
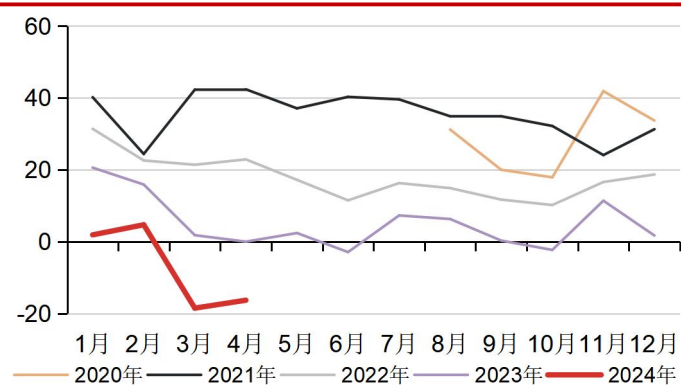


图 69: 美国家用电器店零售消费者支出水平 (%)



来源: 国联期货研究所 美国商务部 WIND

图 70: 美国家电批发商库销比季节性分析 (点)

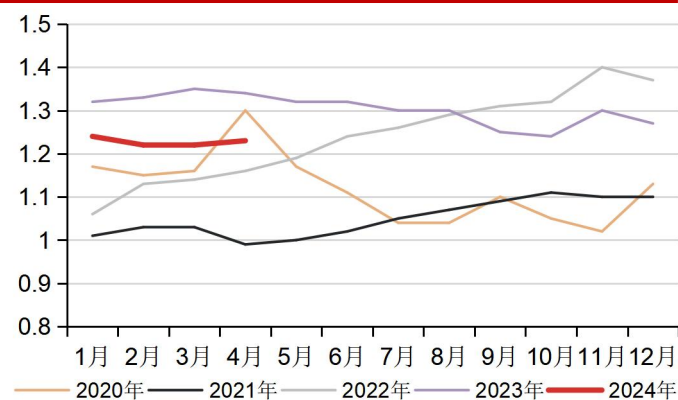
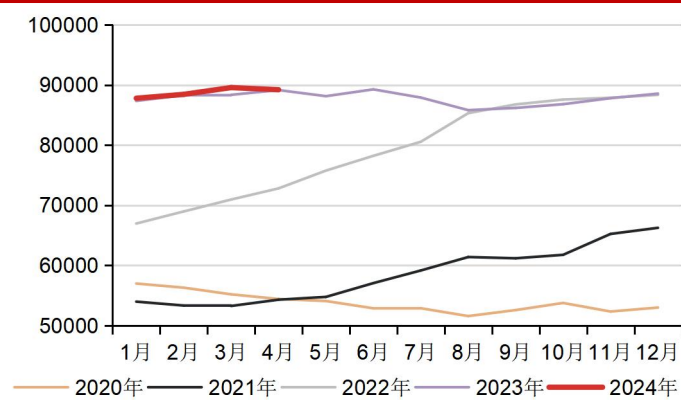


图 71: 美国家电批发商库存金额 (百万美元)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联 美国商务部 WIND

综上所述，国内白色家电的高排产增速和低内销增速相背离，空调贸易环节高库存。若遇旺季不旺，则贸易商或主动去库，对排产形成负反馈。美国家电行业从批发到零售环节均进入主动去库阶段，非耐用品消费需求较弱。下半年对家电需求的预期不宜太高。

6.2 汽车补库周期告一段落

上半年，国内汽车制造商同比去库，且库销比同比下行。而汽车渠道商同比累库，库销比小幅高于去年，渠道商的被动累库压力增大。上半年乘用车销量累计增速约3%，内销增速大幅放缓，欧、美同时对我国汽车出口制裁后，或加速国内造车产能清退。

图 72：汽车厂商库存&库销比（右轴）（万台，%）

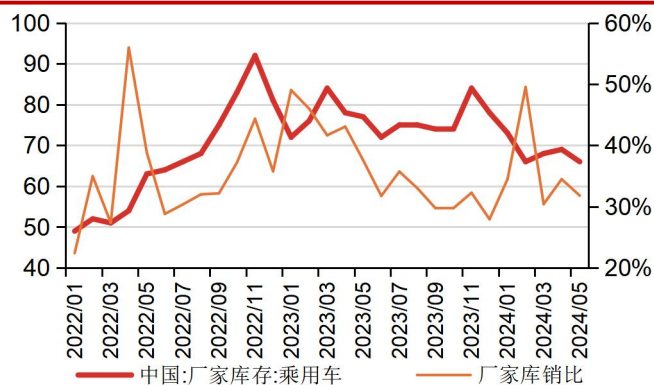
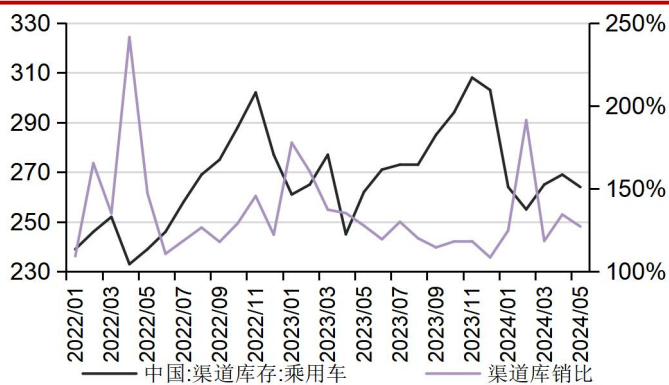


图 73：汽车渠道商库存&库销比（右轴）（万台，%）



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

美国二季度汽车行业批发商和厂商延续累库，销量同比回落导致库销比回升。新车价格指数同比下滑，二手车通胀亦维持负增长。美国汽车行业或由主动补库转入阶段性的被动累库。

综合来看，国内汽车进入新能源内卷降价、出口受限的低增速环境，渠道商高库存或抑制生产商产能扩张的意愿。美国汽车行业因新能源配套设施不足等瓶颈，及耐用品消费走弱，其主动补库周期告一段落。但长期来看，无人驾驶技术的快速普及，或助推汽车行业迎来增量需求。

图 74：美国 BEA 汽车库存水平（千辆）

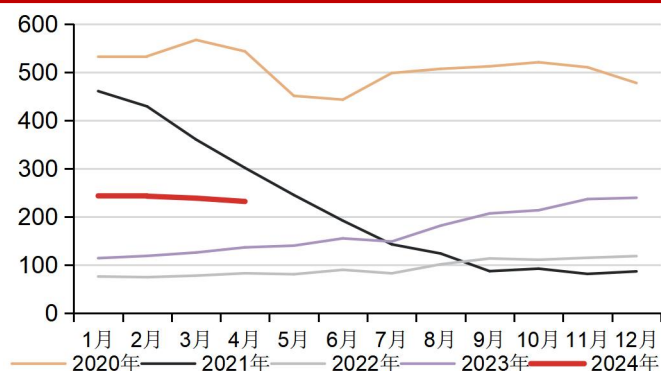
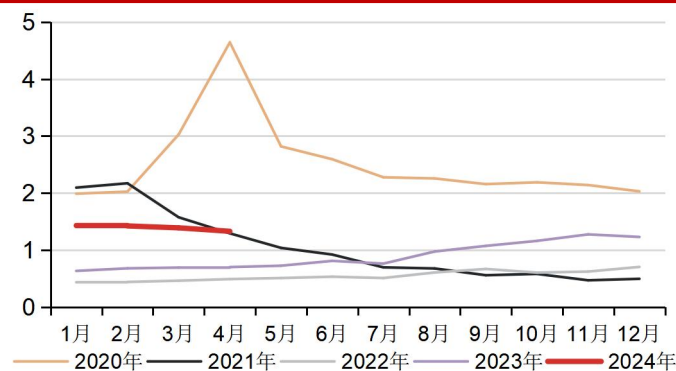


图 75：美国 BEA 汽车行业库销比（%）



来源：国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

图 76：美国汽车行业批发商库存金额（百万美元）

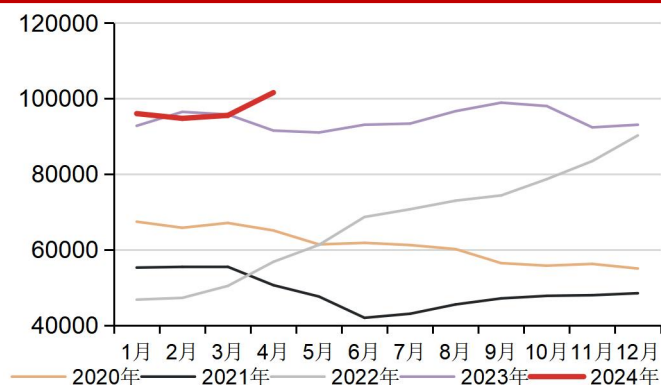
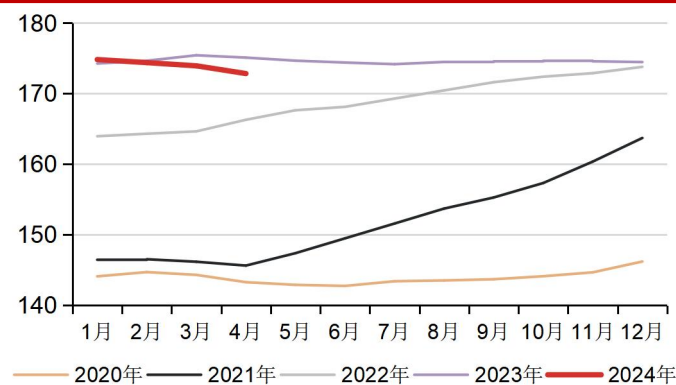


图 77：美国新车价格消费指数（点）



来源：国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

七、把握三季度锁苯乙烯利润的机会

纯苯下游投产节点滞后于三大 S，中泰的苯乙烯装置何时投产或影响市场交易 EB-BZ 价差节奏。从全年的平衡来看，三、四季度纯苯供需仍然存在缺口，且纯苯下游的加权开工率预期高于三大 S。强成本、弱需求的矛盾，使得苯乙烯低利润、低开工的结果难以翻转。

海内外宏观需求预期阶段下行，供应和全球分工重塑带来的高通胀、高利率环境难以转变，航运危机及港口瓶颈推升运费，既不利外需也不利内需。产业链只有苯的定价弹性最大，当供需平衡驱使苯和下游的利润分配均值回归后，苯乙烯的单边估值或注重锚定油价的趋势。

根据成本利润定价法，布油下半年价格区间假设为 72-93 美元/桶；石脑油因俄油供应缩减，假设其加工费中枢维持在 80 美元/吨的强势水平。BZN 价差于 250-350 美元/吨区间宽幅波动，并给予纯苯 200 元/吨的平均进口利润，对应纯苯价格区间在 7700-9300 元/吨，对应苯乙烯主力合约估值区间在 8300-9900 元/吨附近。

7-8月是纯苯和苯乙烯强弱转换的窗口期。该时期内，纯苯全球供应回归，下游处于相对淡季；三大S装置集中投产，且苯乙烯长时间处于低利润、低开工状态下，原料供应充足、下游需求稳定增长，苯乙烯估值修复的弹性较大。我们认为，该时期EB-BZ价差有望走扩至年内最高水平。建议有套期保值需求的企业，在1000-1200元/吨的相对高位做缩价差，锁住远期苯乙烯的生产利润。

随着后期苯乙烯大装置投产落地，纯苯供需再度转紧，那么EB-BZ价差区间或回落至600-900元的低位水平，促使一体化大装置清退非一体老旧小。

中长线投资者建议在三季度旺季，将多头头寸逢高止盈。进入四季度淡季，若原油计价2025年供大于求及共和党执政的预期，那么苯乙烯或呈现抵抗性下跌的走势。“抵抗性”基于纯苯供应的稀缺性。

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