



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

戴高策

投资咨询证:

Z0015286



南华期货研究 NFR

2020 商品半年度报告

苯乙烯

且战且退，遵时养晦

摘要

行情观点：上半年苯乙烯深度探底后于二季度逐步反弹走强，原油等上游原料端剧烈波动给行情带来了较大影响，三季度供需两旺格局仍将维持，预期行情窄幅震荡上行，整体运行区间预计在 5500-6300

核心逻辑：

1. 加工利润持续收窄，成本支撑渐强
2. 仍处产能提升周期，开工维持高位，产出预期偏强
3. 库存压力偏高，进口现货抛压制约反弹力度
4. 下游加工利润尚佳，维持旺盛需求预期
5. 消费新增产能投放量一般，难以形成强有力带动

操作建议：单边思路以回调低位择较强成本支撑线试多为主，在支撑反弹后及时止盈，波段操作，不宜过于恋战

风险点：疫情反复造成再次停工停产，原油大幅下行，国际贸易形势巨变

目录

第 1 章	二季度行情以震荡修复为主	4
第 2 章	利润压缩，成本支撑尚可	5
2.1.	原料低位回升，产出尚可	5
2.2.	苯乙烯加工利润持续收缩	9
第 3 章	供应逐步回升，库存压力持续	10
3.1.	进口增长，港口库存累积	10
3.2.	国内开工维持高位，供应预期偏强	12
第 4 章	下游利润丰厚，开工高位维持	14
4.1.	开工率	14
4.2.	EPS	15
4.3.	PS	17
4.4.	ABS	18
第 5 章	总结及行情展望	20
免责声明	21

图表目录

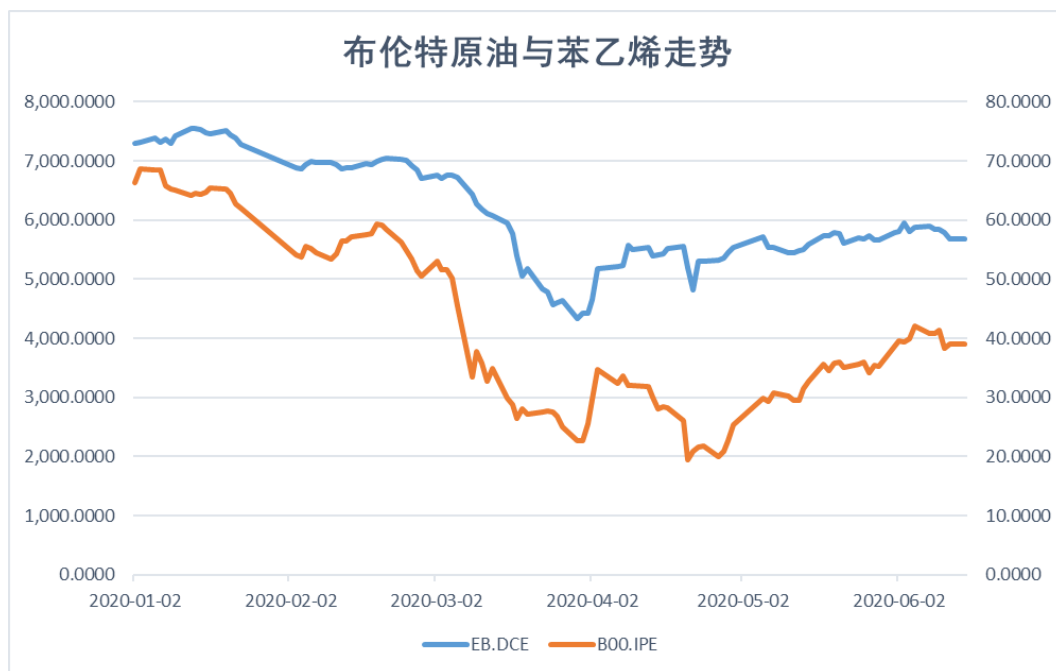
图 1.1: 原油与苯乙烯走势.....	4
图 1.2: 苯乙烯与能化指数走势.....	5
图 2.1: 纯苯现货价格.....	6
图 2.2: 乙烯现货价格.....	6
图 2.3: 纯苯港口库存.....	7
图 2.4: 纯苯开工率.....	8
图 2.5: 乙烯产量.....	8
图 2.6: 苯乙烯现货价格.....	9
图 2.7: 苯乙烯加工利润.....	10
图 3.1: 苯乙烯进口量.....	11
图 3.2: 进口窗口变化.....	11
图 3.3: 苯乙烯港口库存.....	12
图 3.4: 苯乙烯国内产量.....	13
图 3.5: 苯乙烯国内开工率.....	13
表 3.6: 装置检修计划.....	14
图 4.1: 下游开工率.....	15
图 4.2: EPS 产量.....	16
图 4.3: EPS 利润.....	16
图 4.4: PS 产量.....	17
图 4.5: PS 加工利润.....	18
图 4.6: ABS 产量.....	19
图 4.7: ABS 加工利润.....	19

第1章 二季度行情以震荡修复为主

2020 年二季度，随着国内外疫情逐步管控，苯乙烯整体行情震荡修复，较一季度末有较为明显的回升。整体走势仍在成本端带动下与原油较为相近，因而虽然在 4 月上旬上下游均表现较为强势，苯乙烯半月涨幅近 1000 点，但月中原油交割等问题造成历史性负油价拖动苯乙烯再次快速回调。好在 4、5 月需求端整体表现尚可，原油也在减产协议执行后逐步企稳反弹，布伦特原油行至 40 美元上方后才有部分压力显现，苯乙烯整体也以震荡上行态势为主。但供应端维持高开率的态势下，部分现货抛压制约反弹力度，加工利润被不断压缩，使得六月份行情偏弱震荡，未来行情趋势性变化仍需等待供需节奏的明显变化。

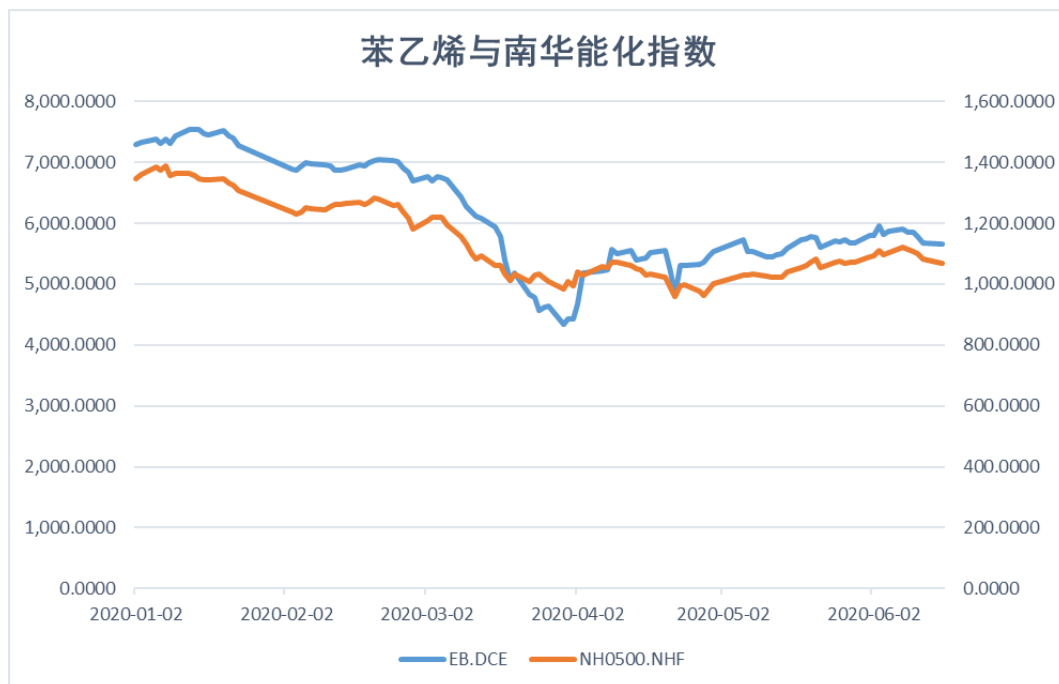
上半年整体来看，疫情对于苯乙烯产业链造成了明显的影响，价格重心自年初高位回落后仍未修复，但对比南华能化指数来看，自 3 月底大幅下探确立底部后，苯乙烯在上下游支撑下走势是强于能化平均水平的。

图 1.1：原油与苯乙烯走势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：苯乙烯与能化指数走势



资料来源：Wind 南华研究

第2章 利润压缩，成本支撑尚可

2.1. 原料低位回升，产出尚可

二季度乙烯与纯苯价格均呈现大幅下探后企稳回升的态势，原油端对于两者的带动作用仍然十分明显。但近期乙烯反弹态势更为强劲，其主要原因是国内大炼化一体化装置不断建成投产后开机试验需要外采乙烯，以逆序流程检验加工装置，因而对于乙烯的短期需求有一定的集中释放。从 2015 年-2019 年的价格数据来看，乙烯虽然作为苯乙烯的主要原料，但其价格变化与苯乙烯的相关性仅在 0.12 左右，仅在小部分成本上有影响。而纯苯与苯乙烯价格的相关性达到了 0.8 左右，从原料端而言纯苯的价格变化对于苯乙烯的影响更为直接。

图 2.1：纯苯现货价格



资料来源：Wind 隆众资讯 南华研究

图 2.2：乙烯现货价格

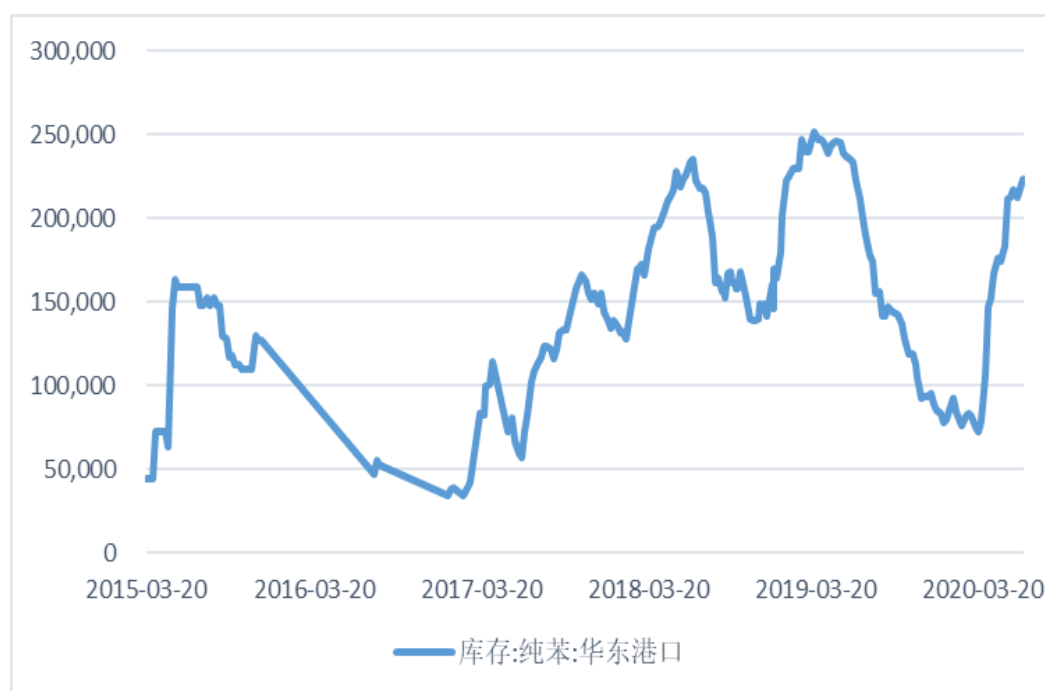


资料来源：Wind 隆众资讯 南华研究

产出方面，截止 6 月 11 日，纯苯工厂加工利润在 120 元/吨左右，华东港口库存在 21.8 万吨。纯苯与加氢苯开工率仍然维持在与去年同期相近的水平，2020 年纯苯投产预期较高，未来供应或仍然呈现持续宽松的状态，高库存也给现货带来了部分的压力，原油持稳回升下对于纯苯的成本支撑尚可，但难以带来大幅拉涨的基础。

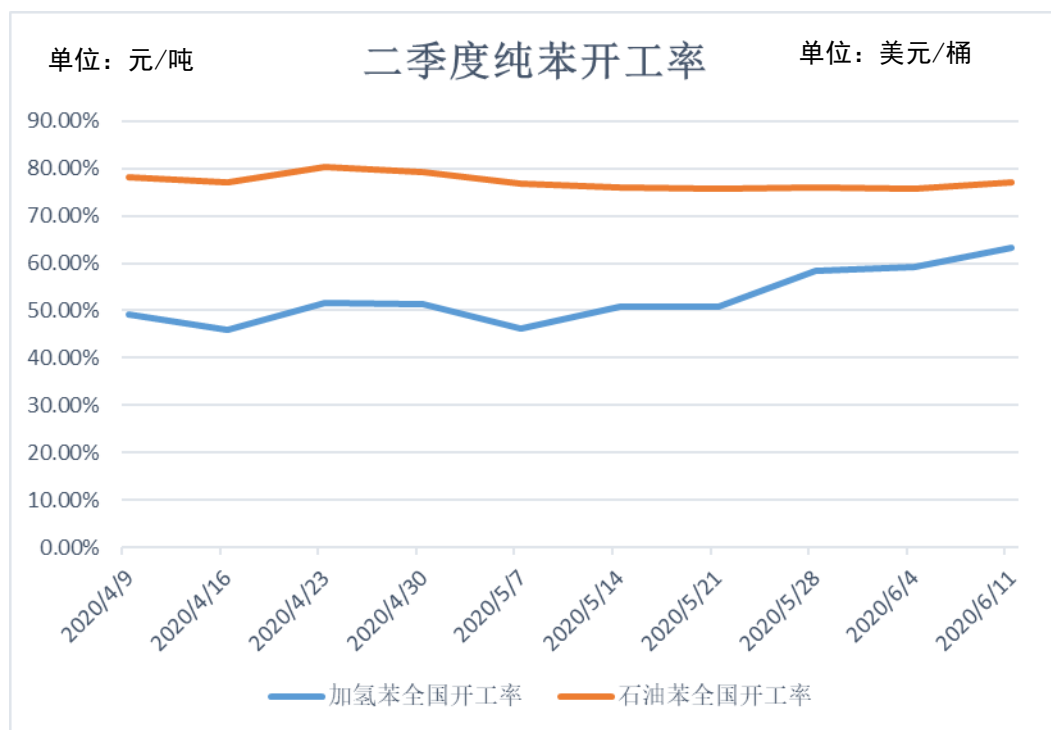
乙烯方面，二三季度无大的投产预期，年底 12 月预期有 190 万吨新装置投产，暂无产能方面大的影响。1-5 月，据国家统计局统计，乙烯总计在 851 万吨，与去年同比相近，各大型一体化装置试产结束后乙烯供需将恢复常态，7 月后乙烯现货偏紧的状态或有改善，短期乙烯仍然易涨难跌，对于下游产品有一部分的成本支撑作用，但对于苯乙烯并不明显。

图 2.3：纯苯港口库存



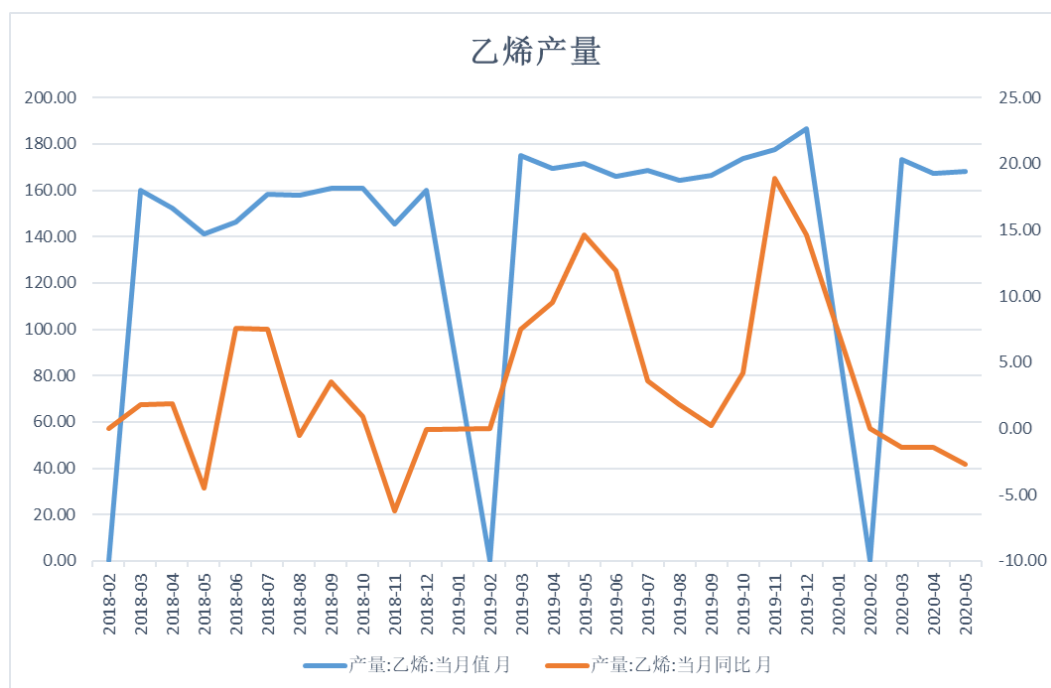
资料来源：Wind 隆众资讯 南华研究

图 2.4：纯苯开工率



资料来源：Wind 隆众资讯 南华研究

图 2.5：乙烯产量

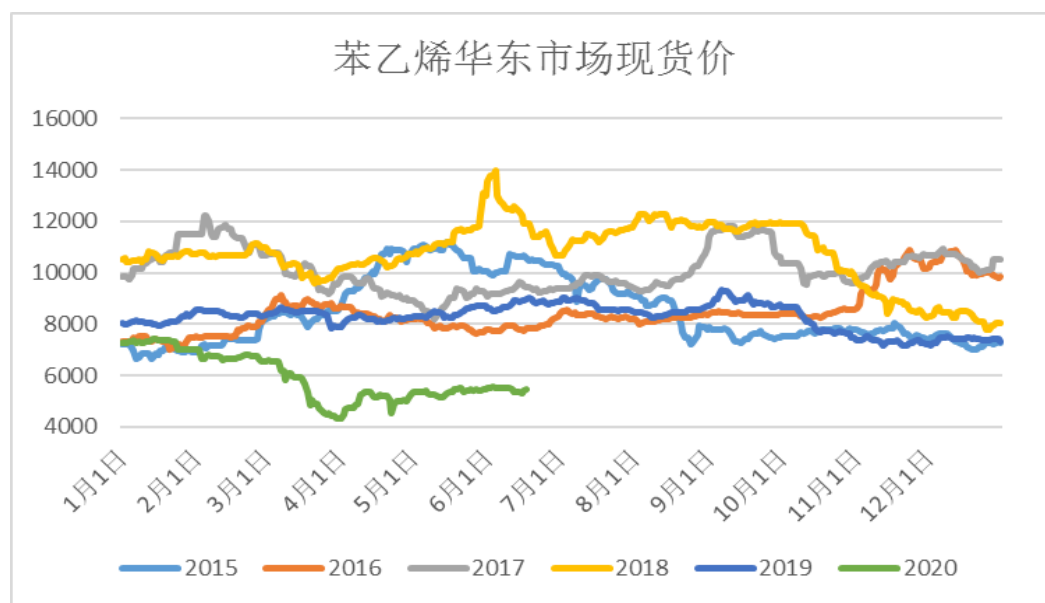


资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

2.2. 苯乙烯加工利润持续收缩

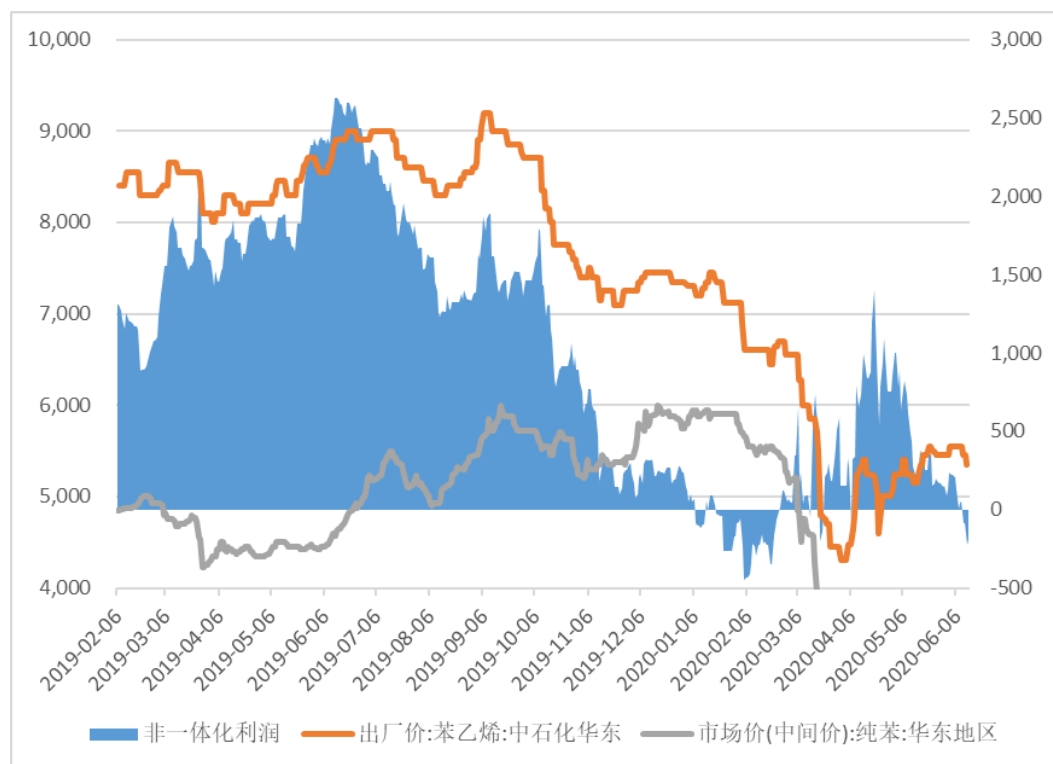
从目前的苯乙烯价格看，估值处于近五年内低位，如以非一体化装置乙苯脱氢工艺来计算目前苯乙烯的加工利润，外采乙烯加工苯乙烯的成本在 5500 左右，加工利润已接近负 200，因此成本端对于苯乙烯已形成一定有效的支撑，继续大幅下行的空间已然不大。但随着未来国内一体化装置不断推进，实际的加工成本对于一体化装置而言较外采明显降低，给予加工厂一定的额外利润空间，暂时加工意愿未明显下滑。

图 2.6：苯乙烯现货价格



资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 2.7：苯乙烯加工利润



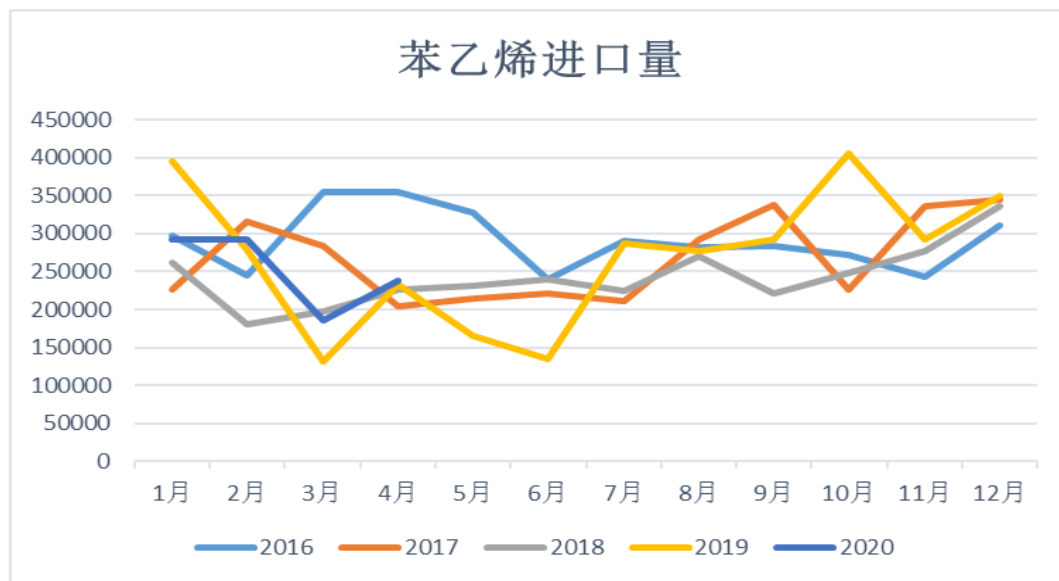
资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

第3章 供应逐步回升，库存压力持续

3.1. 进口增长，港口库存累积

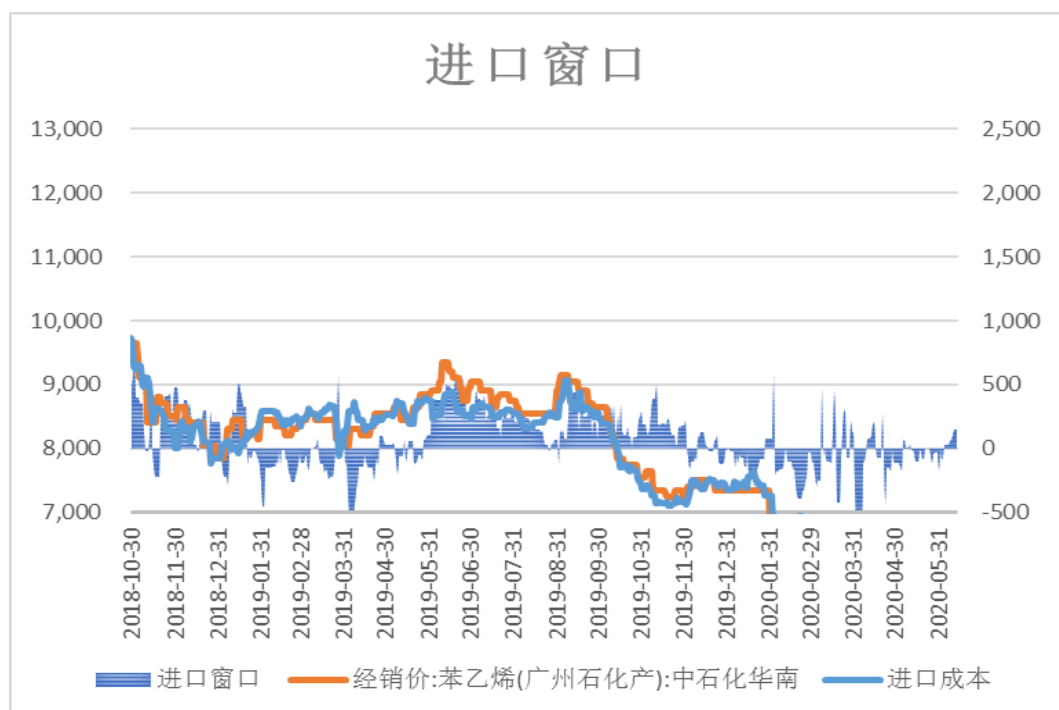
最新的海关数据显示，4 月份，我国进口 23.88 万吨苯乙烯，环比上涨 23.88 万吨，同比上涨 82.53%，充分弥补了前期疫情影响造成的进口下滑。1-4 月份总进口量为 100.8 万吨仅较去年的 103.7 万吨略有下滑。二季度我国疫情恢复较好，一定程度上吸收了部分海外难以消化的苯乙烯产出。随着国内需求的不断回升，进口窗口在六月初再次打开，目前的进口利润在 150 元每吨左右。虽然近几年进口依存度在国内产能提升的状况下，呈现下滑的态势，但今年海外疫情仍较为严峻，需求受影响较大，进口窗口打开的情况下未来进口预期仍然偏高。

图 3.1：苯乙烯进口量



资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 3.2：进口窗口变化

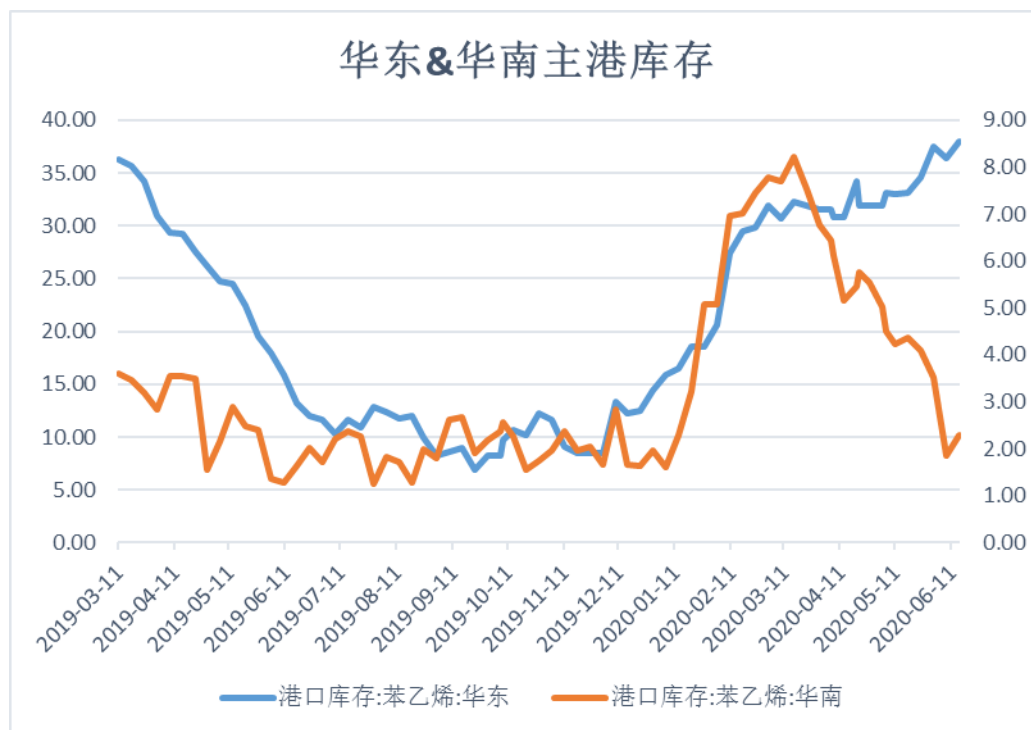


资料来源：海关总署 Wind 隆众资讯 南华研究

截止 6 月 15 日，华东主港苯乙烯库存在 37.97 万吨，环比前一周继续上涨 4.45%，同比上月上涨 15.2%，累库态势依然十分明显。目前的库存已超过去年高位，库区多将

80%利用率作为安全警戒线，部分库区明确表示要加速提货，降低库容率，现货抛压仍会有，给市场心态造成了一定的压力，制约反弹的高度。华南主港库存去化良好，但整体进口量较少，目前库存量总计只有 2.28 万吨，无法对进口市场造成比较大的影响。

图 3.3：苯乙烯港口库存

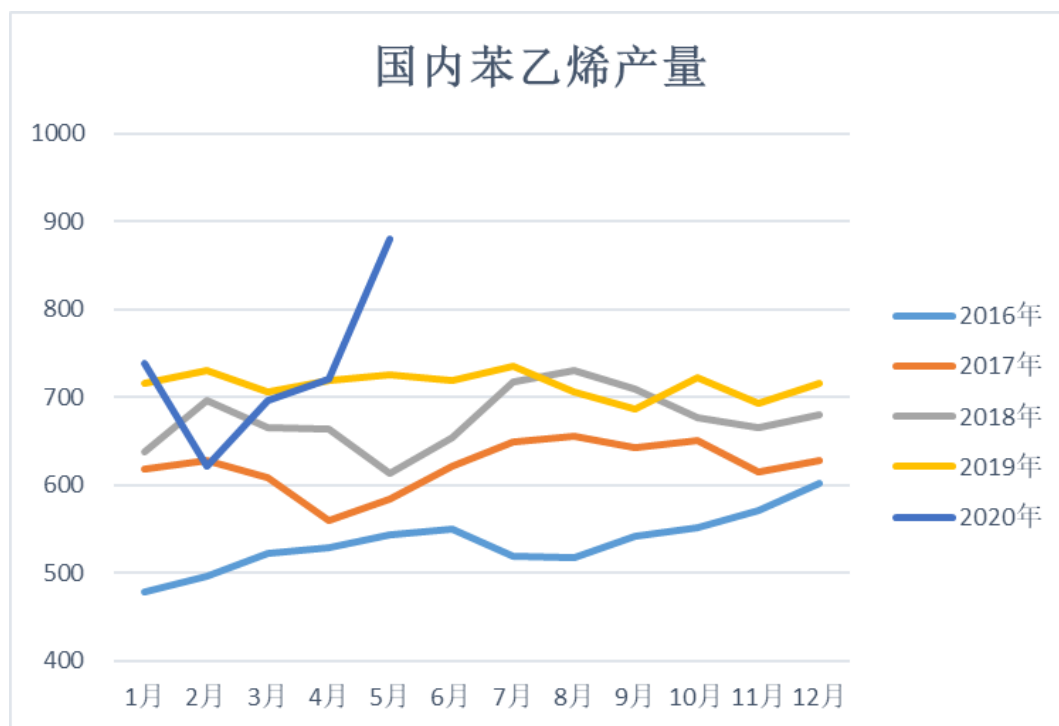


资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

3.2. 国内开工维持高位，供应预期偏强

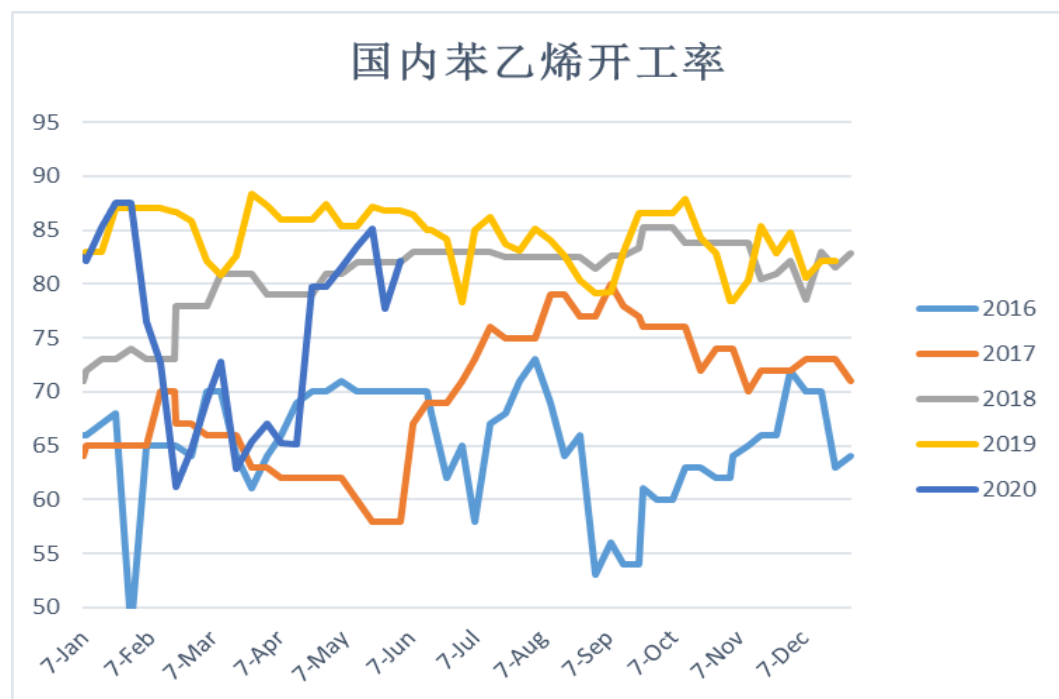
上半年，苯乙烯在疫情与假期影响下，产出呈现先低后高的态势，2、3 月份同比去年均有一定的下滑，但 4 月份疫情得到明显控制后开工产出恢复良好，5 月份后产出的增长更是十分明显。据隆众统计，5 月国内苯乙烯产量 88.06 万吨同比大涨 24.62%。4、5 月份，厂家生产利润较好，开工率与积极性极佳，进入 6 月以后虽然利润在原料价格明显回升后受到压缩，但尚未发现有工厂降幅减产，仍然维持开工稳中有升的态势。截止 6 月 11 日，苯乙烯国内市场开工率回升至 82.2%，相较于去年同期 85%左右的开工率仍有提升的空间，虽然开工率不及往年，但整体产量的增加主要是由于近年来国内总体产能增长迅速。

图 3.4：苯乙烯国内产量



资料来源: Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 3.5：苯乙烯国内开工率



资料来源: Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

4、5 月份部分装置检修重启提升负荷也给近两月的产出带来提振，未来几月，宁波科元、扬子巴斯夫、茂名石化、中沙石化等目前处于停车检修的装置会逐步重启，浙石化等大型装置前期因为乙烯不足的问题降幅在三季度也会逐步重新恢复，同时四季度前新增的检修计划装置并不多，装置计划内的供应压力预期仍会提升。四季度，投资者还需关注部分新装置投产带来新的供应压力，如宝莱、中化泉州、华泰盛富等等建设中的装置，尚有超过 200 万吨原本计划在今年投产的装置未完成投产，供应端整体仍处于产能快速扩张周期内。

表 3.6：装置检修计划

企业名称	产能	检修时间
宁波科元	8	2020年1月28日停车，4月14日出产品，计划5月13-15日停车检修45天
宁波科元	12	2020年2月7日停车，4月中开车，计划5月13-15日停车检修45天
天津大沽	50	2020年3月19日晚停车检修55天，计划5月13日开车；ABS4月26日重启
抚顺石化	6	2020年4月初停车，5月初开车
新阳科技	30	2020年3月23日停车检修，5月初停车
新日科技	30	2020年5月初开车
扬巴	12	2020年5月5日检修45天
大庆三聚氰胺	3	2020年1月10日停车，至今未开
中沙石化	3.5	2020年5月9日检修2个月
茂名石化	10	2020年5月上旬检修60天
燕山石化	8	2020年7月20日检修46天
九江石化	8	2020年8月25日-10月18日检修55天
上海赛科	65	2020年10月8日-11月11日检修35天
巴陵石化	12	2020年10月14日-11月27日停车45天，与炼油同步检修
广州石化	8	2020年11月2日-11月16日检修15天
浙石化	120	2020年5月30日降负至7-8成，乙烯不足
江苏利士德	21	2020年苯乙烯有检修计划，不确定，下半年可能性大
吉林石化	32	2020年5月29日停车，6月5日开车
齐鲁石化	20	2020年5月下降负至7成，乙烯不足

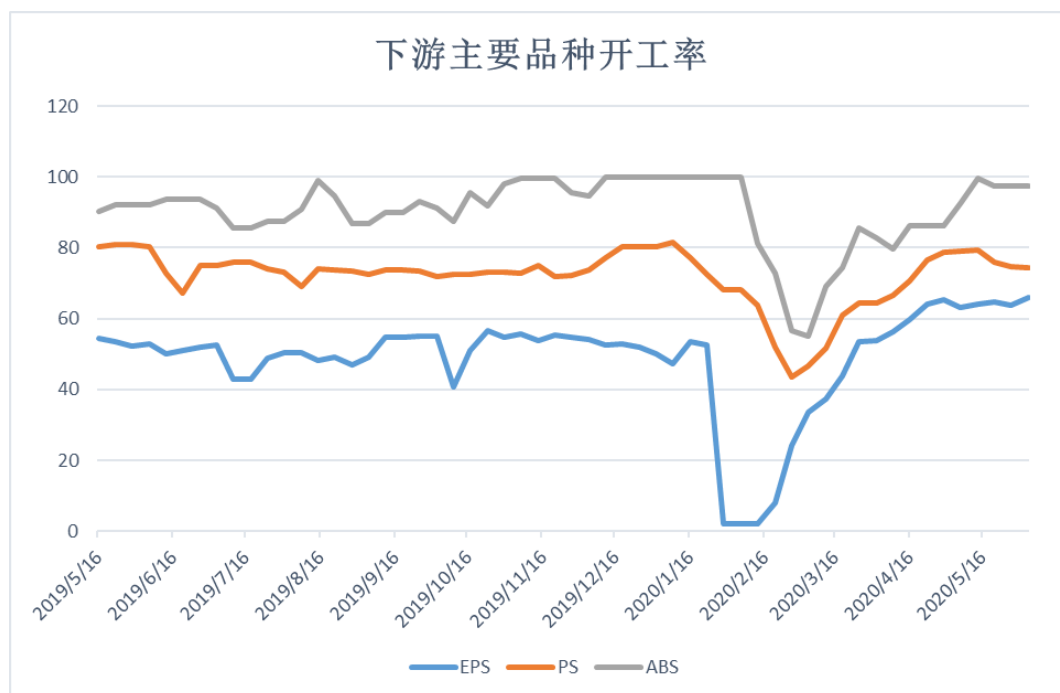
资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

第4章 下游利润丰厚，开工高位维持

4.1. 开工率

下游主要消费品整体开工呈现先低后高态势，ABS 的开工率并未受疫情影响，EPS 与 PS 在春节与疫情期间短暂大幅回落后持续回升，目前高位持稳，截止 6 月 11 日，下游主要消费品开工率均高于去年同期，其中 ABS 开工率一度有超额开工的情况，预计三季度下游整体仍将保持开工较高水平。

图 4.1：下游开工率

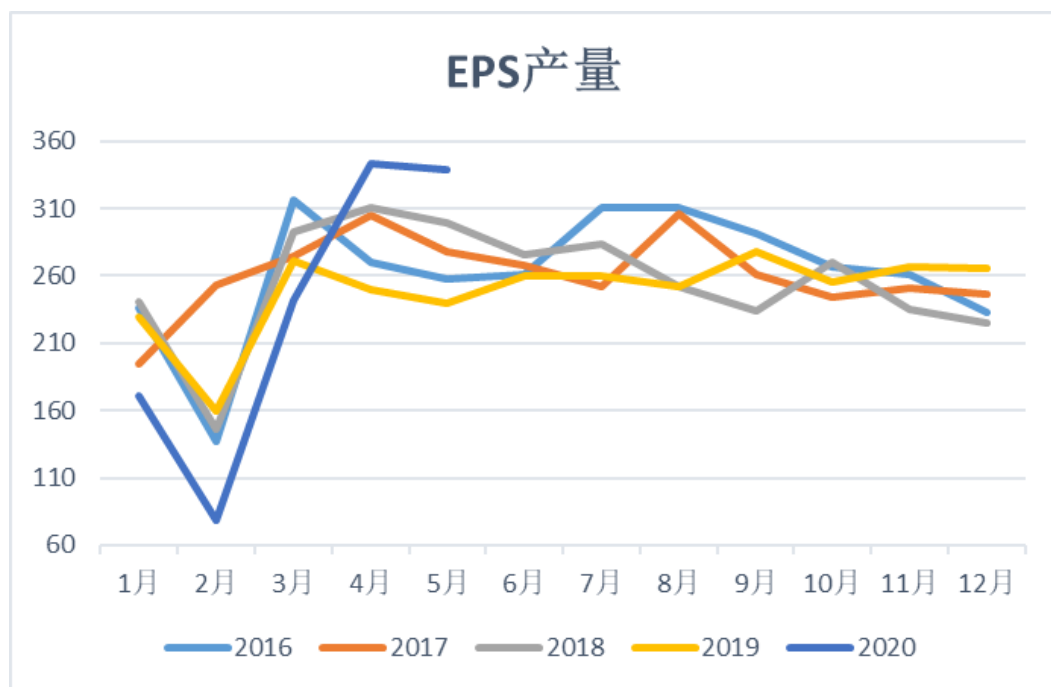


资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

4.2. EPS

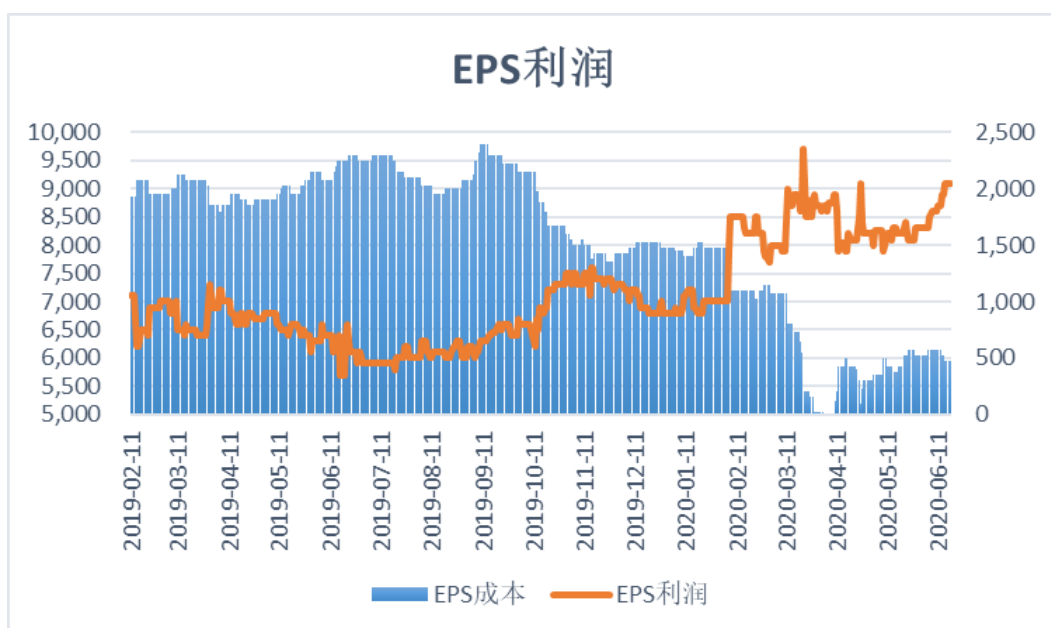
5 月 EPS 产量 33.82 万吨，环比略有下降，1-5 月总产量在 117.2 万吨左右，仍然较去年小幅提高，在 2、3 月份疫情期间经历了短暂的加工利润暴涨，之后随着 EPS 的回升继续上行，目前厂家库存维持低位，现货供应仍然偏紧。加工利润水平在 2000 元/吨，利润极佳，加工意愿较强。但 EPS 主要用于包装、板材，6-9 月为包装淡季，北方基建房地产则开工尚可，板材需求维持，3 季度开工维持稳中略升的预期，或有一定的累库压缩现有利润的可能。

图 4.2: EPS 产量



资料来源: Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 4.3: EPS 利润

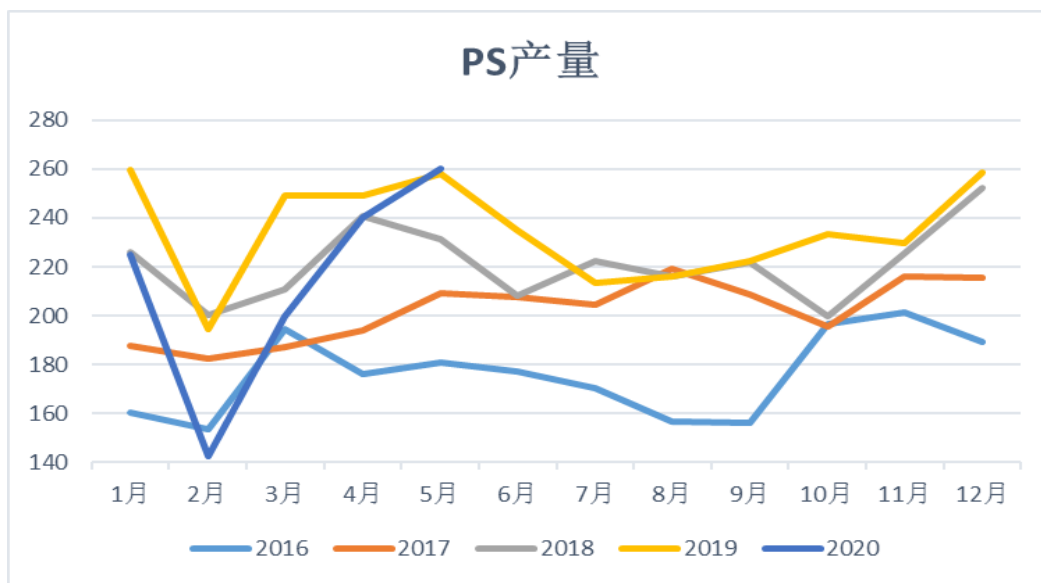


资料来源: Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

4. 3. PS

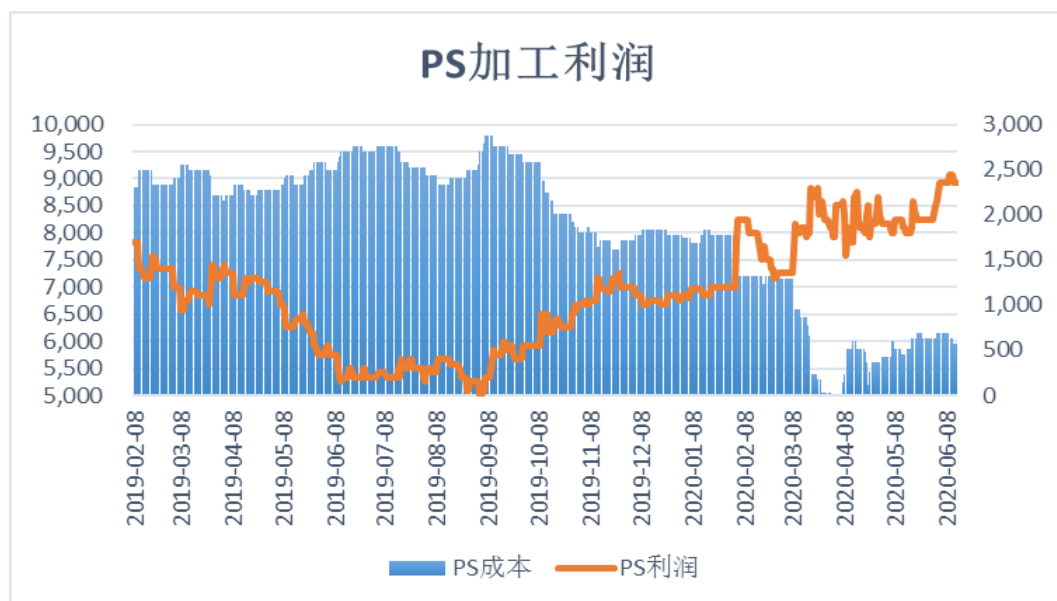
上半年 PS 整体情况与 EPS 相近，产量回升亦较快，开工率也已回升到比去年同期更高的水平。5 月份 PS 产量在 26 万吨左右，环比继续上涨，由于 PS 下游广泛应用于电器、日用品、包装等众多领域，近些年来淡旺季并不明显。现在加工利润在 2200 元/吨左右的高位，工厂库存由于前期部分超卖快速消化，而且目前在手订单十分充足，618 购物节促销部分家电订单已排至 8 月份，从历史房屋开工交付周期看，三季度交房装修的预期较好，未来下游需求有保持较好水平的基础，预计 PS 开工与产出在三季度有望保持高位运行，给苯乙烯需求带来较好的支撑。

图 4. 4：PS 产量



资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 4.5：PS 加工利润

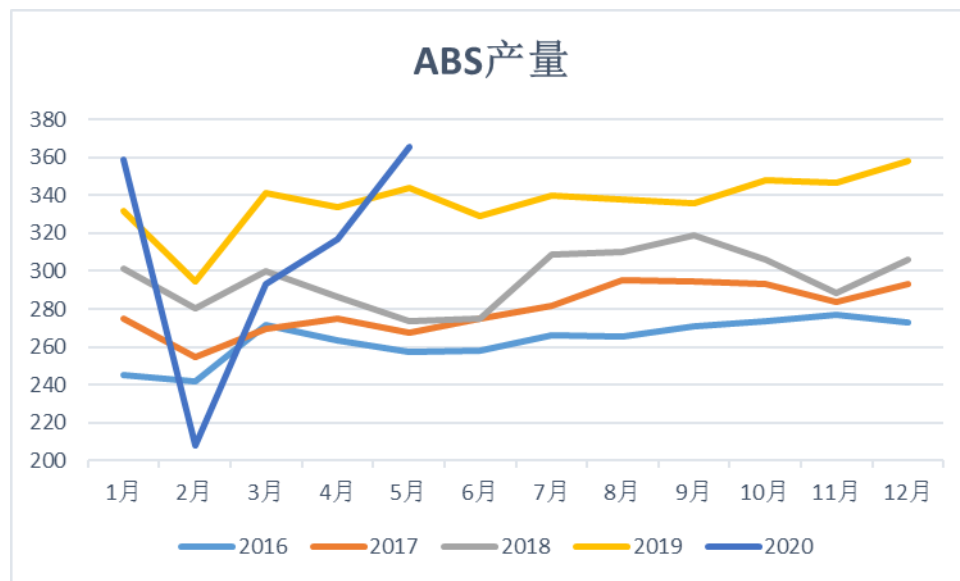


资料来源：Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

4.4. ABS

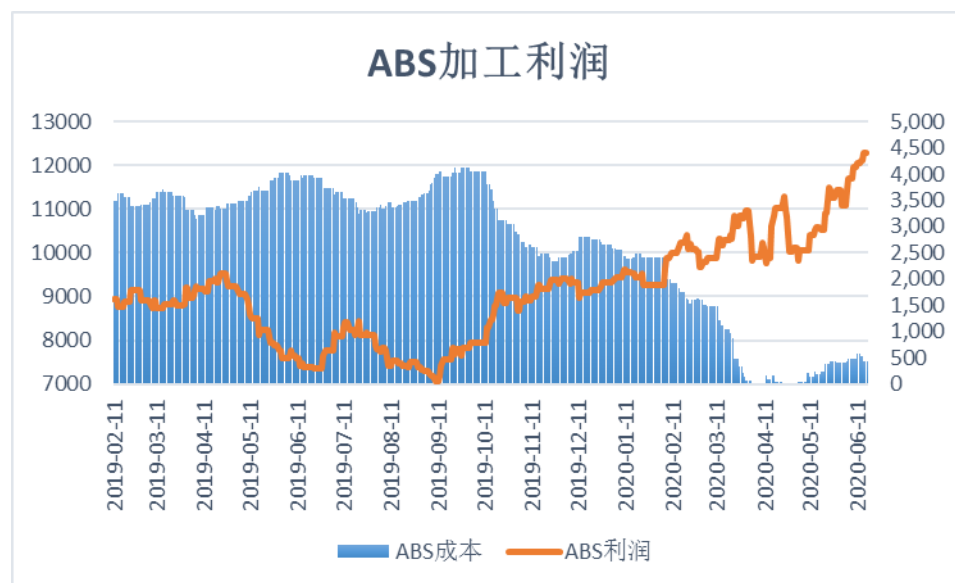
上半年 ABS 在疫情影响后恢复的更为迅速，5 月下旬电动车头盔政策推出后一度在两天内带动产品及原料大幅上行，但头盔对 ABS 实际需求影响仅有 1%左右，随着政策缓和落地，不戴头盔不收罚款后，该轮炒作带来的行情异动迅速回归。5 月 ABS 产量在 36.52 万吨左右，继续同环比大涨，部分时候 ABS 已出现超额开工的情况，下游使用也较为广泛，家用电器使用量在 60%左右，与 PS 类似，淡旺季并不明显，目前加工利润水平相较于 PS 与 EPS 更高，需求维持较强刺激的情况下预计三季度仍能维持开工、产出高位的态势。

图 4.6: ABS 产量



资料来源: Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 4.7: ABS 加工利润



资料来源: Wind 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

总体来看, 苯乙烯下游需求较为繁杂, 虽然丁苯橡胶等下游产品受疫情影响较大需求有所回落, 但 EPS、PS、ABS 三者占苯乙烯下游消费量在 30%、23%、21%左右, 代表了下游大部分的消费。这三者三季度预期均较为良好, 未来供需两旺, 供需整体格局维持宽平衡的态势有望继续保持。

第5章 总结及行情展望

2020 年上半年，新冠疫情的爆发给海内外市场带来了极大的影响，国内春节假期延长，复工复产缓慢给苯乙烯供需两端都来了一定的影响。而上游原油在价格战与疫情共同影响下创出历史低位，也在 4 月份带动苯乙烯现货回落至 4500 左右的近 5 年最低水平。随着二季度国内外疫情好转，整体经济开始回暖，苯乙烯供应也随之逐渐走强，但海外疫情有部分反复，需求恢复较为缓慢，部分海外无法消化的供应转为出口中国，较高的港口进货与库存压力制约了苯乙烯反弹的力度。表现更为强势的纯苯与乙烯随着苯乙烯供应回升不断压缩着苯乙烯的加工利润，甚至 6 月后非一体化加工已有部分亏损的现象，原料端带来的成本支撑逐渐显现。需求方面，下游主要消费 EPS、PS、ABS 均在上半年展现出良好的恢复表现，目前加工利润也保持在较高水平，虽然今年新增产能投产较为一般，但保持现有高开工、较高产出应属于合理预期之内。整体看，供需两旺的格局仍将三季度维持，下方成本支撑下再次大幅回调的空间并不大，但大炼化行业仍处于产能扩张周期内，前些年高加工利润的状态难以再现，未来海内外需求进一步复苏，原油或仍有一定带动原料上行的空间，苯乙烯反弹节奏以跟随原料缓步抬升为主。仍需警惕疫情反复、液体化工罐容、储藏成本等意外风险。

操作上，三季度单边思路以回调低位择较强成本支撑线试多为主，在支撑反弹后及时止盈，波段操作，不宜过于恋战，预期行情窄幅震荡上行，整体运行区间预计在 5500-6300。现货贸易企业亦可采用南华场外期权的形势，通过卖出虚值看跌期权的策略更好的精细化管理自身库存，提前预购等等。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司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了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点