



零落成泥碾作尘

摘要

2020年的第一季度无疑是令人沮丧的，疫情国内外的二度爆发使得全球大宗商品的需求需求蒙上了一层沉重的阴影，同时欧佩克与俄罗斯爆发的原油价格战又使得化工的成本大面积的坍塌，苯乙烯是近年化工投产大周期的主要受害者之一，从20年起连续三年都会有极大的产能投放，供需严重失衡，在成本定价的背景下，原油带来的成本坍塌对于苯乙烯来说某种程度是致命打击，原油大跌之后，在经过大约一周的产业链传导之后，苯乙烯随后连续出现三个跌停，春节后共计已经在7个交易日出现跌停，比起往昔峥嵘岁月，真可谓零落成泥。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

袁铭

ym@nawaa.com

0571-89727505

投资咨询证：Z0012648

戴一帆

daiyifan@nawaa.com

0571-87839265

目录

第 1 章	一季度行情回顾.....	4
第 2 章	苯乙烯供需分析.....	5
2.1.	苯乙烯供给分析.....	5
2.2.	苯乙烯需求分析.....	8
2.3.	库存分析.....	10
第 3 章	产业链利润分析.....	11
第 4 章	核心矛盾与总结.....	13
南华期货分支机构		14
免责声明		16

图表目录

图 1.1: 2020 年一季度苯乙烯 2005 合约走势图	4
图 2.1.1.1: 国内苯乙烯投产增量表.....	6
图 2.1.1.2: 国际苯乙烯投产表.....	6
图 2.1.1.3: 苯乙烯月度产量.....	7
图 2.1.1.4: 苯乙烯开工率	7
图 2.1.3.1: 苯乙烯进口来源占比	8
图 2.2.1: EPS 产量	9
图 2.2.2: PS 产量	9
图 2.2.3: ABS 产量	9
图 2.2.4: 三大下游苯乙烯消耗量.....	9
图 2.3.1: 苯乙烯港口库存.....	10
图 3.1: EPS 利润.....	11
图 3.2: PS 利润	11
图 3.3: ABS 利润	12
图 3.4: 石脑油原油价差.....	12
图 3.5: 石油苯利润	12
图 3.6: 甲苯歧化利润	12
图 3.7: 乙烯价格.....	12
图 3.8: 纯苯价格.....	12

第1章 一季度行情回顾

苯乙烯自从 2019 年上市以来，在未来严重过剩的打利润的预期下，价格一路走熊，在今年一月初，纯苯持续去库，一路走强的支撑下，苯乙烯基本维持在了 7000-7500 区间内窄幅波动，春节后前两个交易日，与许多化工品一样，苯乙烯连续 2 日跌停，而后在国内疫情的快速控制下温和反弹，而后在 3 月 9 日，因为欧佩克与沙特的减产谈判失败，价格战全面爆发，苯乙烯成本坍塌，再度出现二连跌停，但是在截至至 3 月 10 日阳线收盘，距价格战爆发之前，原油价格已经跌了 40%，而苯乙烯只跌了 6%，这其实是非常好的投资机会，因为化工品的价格传递需要时间，而后美国汽油价格出现暴跌，芳烃调油需求崩塌，纯苯价格坍塌大幅塌至目前的 3500 附近，苯乙烯盘面兑现成本坍塌的逻辑，在 17-19 日再次连续 3 日跌停，目前来看，苯乙烯走势仍然极弱，如果原油进一步下跌，苯乙烯也仍还有不少空间。

图 1.1：2020 年一季度苯乙烯 2005 合约走势图



数据来源：Wind 南华研究

第2章 苯乙烯供需分析

2.1. 苯乙烯供给分析

2020-21 年国内天量投产，苯乙烯供给严重过剩。下表是苯乙烯未来的投产情况，根据早期消息来看，2020 年全年苯乙烯产能投放量为 562 万吨，我们在这里对实际投放情况做了重新梳理，其中绿色表示实际已投，蓝色是根据我们的了解之后大概率可以在 2020 年内实际可以落地的投产，紫色则表示实际情况尚待确认的。根据我们的谨慎计算（即尚未确定的产能全部不考虑，剩余的产能按照预计投产的最晚期限投放，开工率按 25%，40%，75%，100%的逐月提升计算），2020 年由于投产带来的新增产能增量在 213.4 万吨。相比 2019 年的 857.67 万吨（预期，非官方数据），同比提升 24.88%。而国外目前来看 20 年总体没有投产计划，甚至 21 年壳牌欧洲还有 440 万吨的清退计划，因此未来的投产压力主要在国内，进口依赖度的降低是大趋势。同时以目前疫情下虚弱的下游需求来看，这个增量某种程度上是无论下半年宏观经济形势如何下游都完全无法消化的，在这个投放规模下，2020 年的苯乙烯产业想要保持往年的利润情况几乎是不可能的任务，整个产业只有通过优胜劣汰，即降价的方式清退一部分产能或者降低开工率才能维持供需的平衡，因此我们将苯乙烯相对边际成本最高的非一体化装置的成本作为 2020 年苯乙烯估值合理区间的上沿。

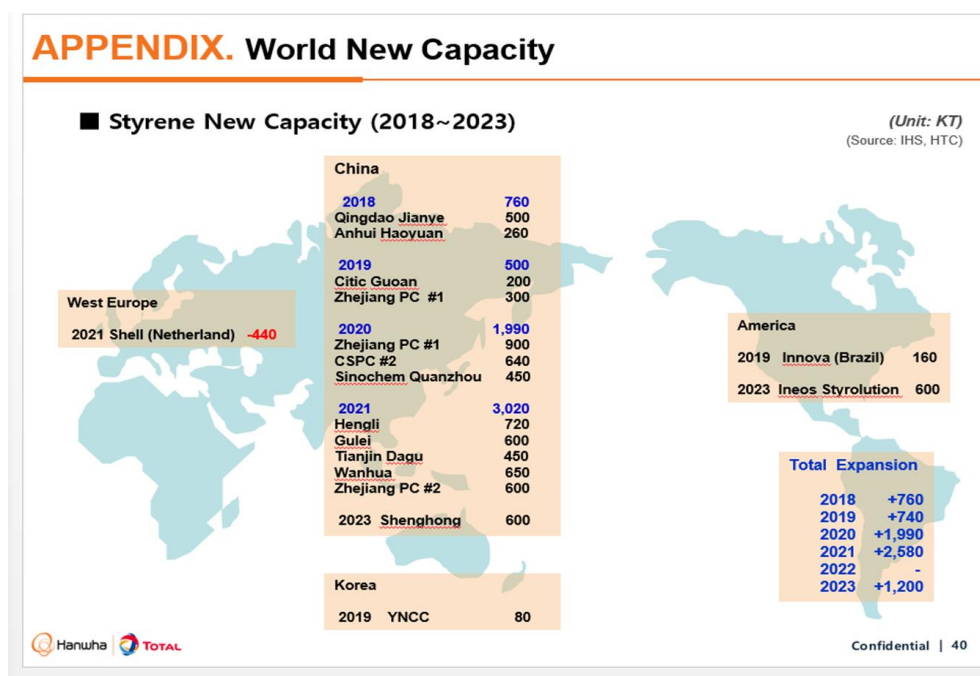
从开工率与上游库存数据看，由于 2 月处于疫情发展最严重的阶段，全国进行了大范围的区域间隔离，全国贸易物流完全中断，市场割裂，地域间价差拉大。上游企业制品库存高企无法运出，企业被迫降负荷甚至停车。根据目前的情况看，在二月疫情得到基本控制后，今年年初新投产的两台巨无霸浙江石化与恒力开工负荷起的非常快，未来总体供应压力仍然较大。

图 2.1.1: 国内苯乙烯投产增量表

公司名称	地点	产能	工艺	投产时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
浙石化	舟山	120		2020.1月底		5.5	7.1	9.9	10.2	9.9	10.2	10.2	9.9	10.2	9.9	10.2
恒力	大连	72		2020.2月中旬		1.4	4.3	5.9	6.1	5.9	6.1	6.1	5.9	6.1	5.9	6.1
中德固安	山东东营	20		装置已建好，资金原因无法投产						0.4	0.7	1.2	1.6	1.7	1.6	1.7
宝聚	辽宁盘锦	35		2020/6 or 7?							0.74	1.49	2.88	2.97	2.88	2.97
中化泉州	泉州	45	PO/SM	2020/10/1										0.96	1.85	3.82
华康盛富	宁波	30		2020Q3?											0.92	2.87
中海聚	惠州	70	PO/SM	2020年12月 or 2021Q1												2.97
天津大沽	天津	45	PO/SM	2020年年底or21年年初												0.96
山东齐旺达	淄博	50		2020年下半年投产?									1.03	2.12	2.12	2.12
唐山旭阳	河北乐亭	30		2020年底前投产?												0.64
嘉辰科技	安徽淮南	35		2020年下半年投产?									0.72	1.49	1.49	1.49
				乐观版本	0.0	6.9	11.4	15.8	16.3	16.2	17.7	19.0	22.0	25.5	26.7	35.8
				谨慎版本	0.0	6.9	11.4	15.8	16.3	16.2	17.7	19.0	20.9	21.9	23.1	27.7

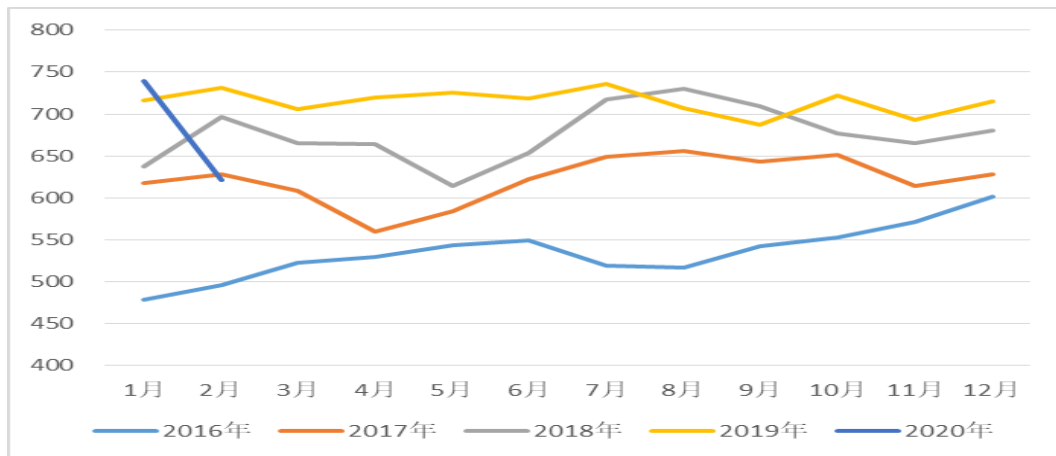
数据来源: 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 2.1.2: 国际苯乙烯投产表



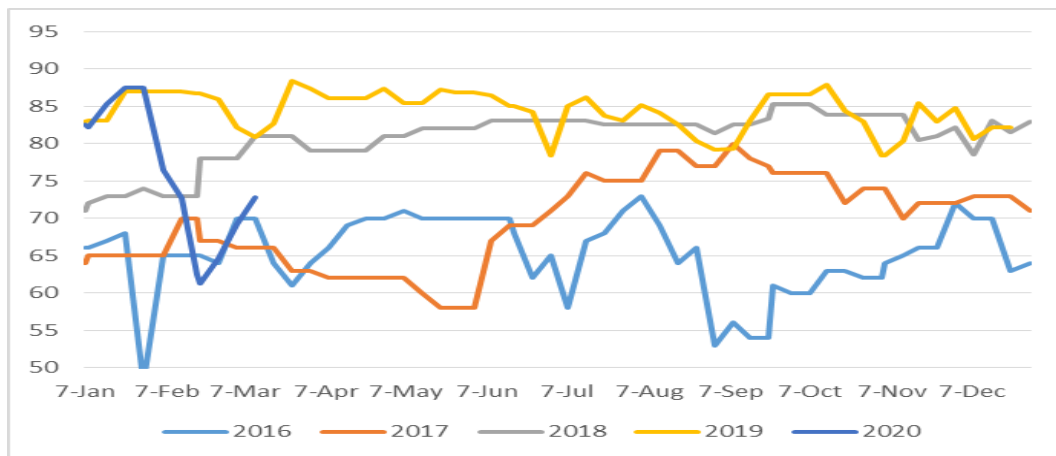
数据来源: 隆众资讯 南华研究

图 2.1.3：苯乙烯月度产量



数据来源：卓创资讯 南华研究

图 2.1.4：苯乙烯开工率



数据来源：金联创 南华研究

据报道，韩国乐天化学大山工厂在3月4日凌晨3点左右发生起火、爆炸。据了解，该工厂爆炸点位于石脑油裂解装置的主压缩机位置，火灾于当日早间已被扑灭，但此次爆炸威力大、波及范围较广，导致周边工厂及民生受到严重损失，且听闻有部分周边工厂被迫停产。目前，乐天化学大山工厂已经关停大部分产品生产线，重启日期尚不确定，听闻近期将发布不可抗力声明。据了解，乐天化学大山工厂涉及产能主要有乙烯产能110万吨、LDPE13万吨，LLDPE29万吨、MEG73万吨、PP50万吨、MMA0.9万吨、丙烯55万吨、丁二烯19万吨、苯乙烯58万吨、纯苯24万吨。

目前了解到韩国乐天的 ABS 装置不停车，会外采苯乙烯供应，因此自爆炸当日开始，市场的美金买盘增多，商谈走高。甚至有韩国工厂计划协商去中国的船货转港至韩国的传闻。市场传闻，乐天的石脑油装置因设备原因将停 1 年之久，苯乙烯装置具体开车时间未知，目前已经停车。总体来看，韩国苯乙烯后期会靠减少出口，甚至增加进口来弥补损失。短期来看，韩国受公共卫生事件发酵拖累需求有下滑预期。中国苯乙烯现货供应偏多，需求恢复迟缓，进口货源有转港至韩国可能。整体来看，韩国装置的问题在一定程度上缓解了美金货的无处可去的处境，然中国恒力和浙石化总共 192 万吨的产能，一旦负荷提升，新增产能的供应完全可以解决韩国市场的缺损。因此市场对此事件没有过度操作，表现平稳。

图 2.1.5: 苯乙烯进口来源占比

国家和地区	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2018年占比	2019年占比
沙特阿拉伯	44.8	49	50	51.3	65.4	73.3	25.4%	32.05%
日本	50.8	46.9	45.6	16.8	19.8	43	14.9%	15.31%
台湾	48.7	47.5	43.4	45.9	23.3	38.4	13.3%	11.79%
韩国	113.9	140.1	124.3	122.5	113.7	34.9	12.1%	4.67%
科威特	17.6	21.1	22.6	18.8	20.6	31	10.7%	11.09%
新加坡	14.9	9.9	16.8	14.8	12.4	21.4	7.4%	10.35%
美国	21.7	15.6	34.2	42.1	30.6	13.3	4.6%	1.84%
伊朗	35.1	28.5	19.3	20.2	8.6	5.6	1.9%	1.71%
其他	20.1	7.5	7.9	10.3	11.5	27.8	9.6%	11.19%

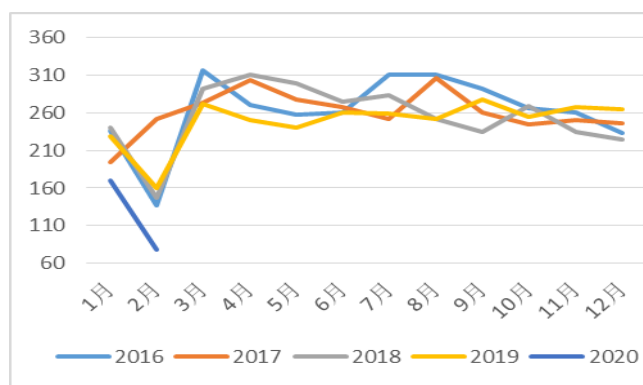
数据来源：隆众资讯 南华研究

2.2. 苯乙烯需求分析

三大下游 PS、ABS、EPS 市场节后大幅走低，主要受国际公共卫生事件发酵影响，海外多国封城防控疫情导致石油需求大幅下降，同时沙特及俄罗斯计划大幅增产，国际油价继续深跌，WTI 跌至 18 年以来最低，布伦特跌至 2003 年以来的最低点；市场悲观情绪蔓延，原料苯乙烯价格接连跌停，终端用户看空情绪浓厚，买涨不买跌，市场成交价格持续走低，商家降价销售为主，持货亏损情况加重。同时受物流和终端需求等限制，终端出货欠佳，部分内企业存在一定库存压力，春节后 PS 开工三周连降，ABS 开工四周连降。EPS、UPR 企业因节后开工过低，降

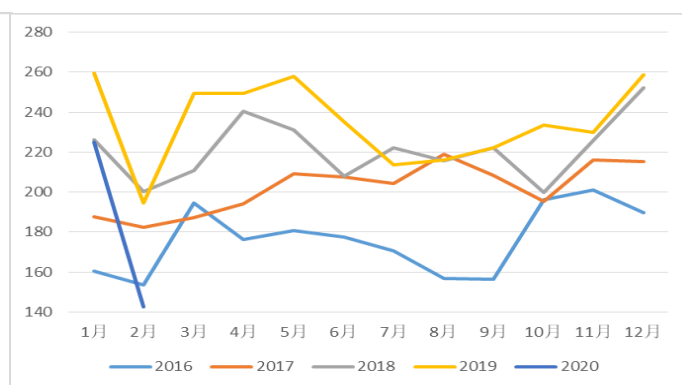
至历史低点，目前随着国内疫情改善，心态好转，各下游开工率再度稳步提升。目前消息来看，终端订单情况极为糟糕，2月数据 PS、ABS 终端汽车销量同比下降 80%，白色家电需求同样反馈很差，受国外疫情蔓延印象，部分企业近期收到了许多来自欧洲的订单撤销，且终端多在 2 月底-3 月初有一定备货，加之外围欠佳，买盘“买涨不买跌”心态影响，短期需求难有起色。2 月三大下游产量均创造近 5 年新低。

图 2.2.1: EPS 产量



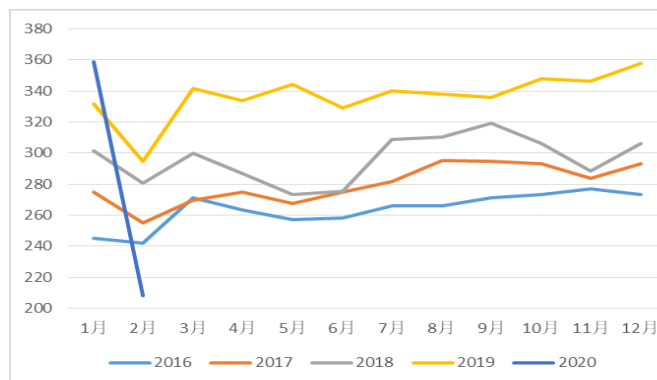
资料来源: 卓创资讯 南华研究

图 2.2.2: PS 产量



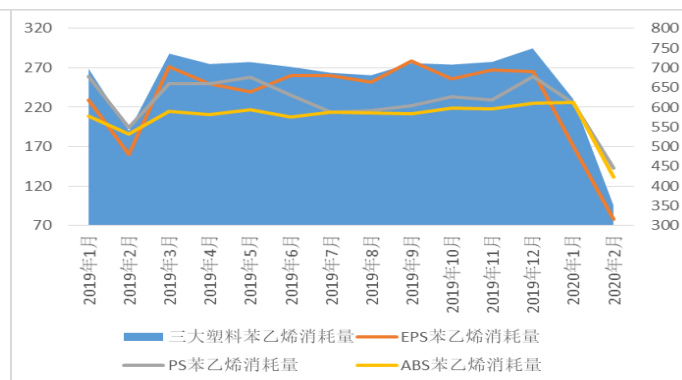
资料来源: 卓创资讯 南华研究

图 2.2.3: ABS 产量



资料来源: 卓创资讯 南华研究

图 2.2.4: 三大下游苯乙烯消耗量

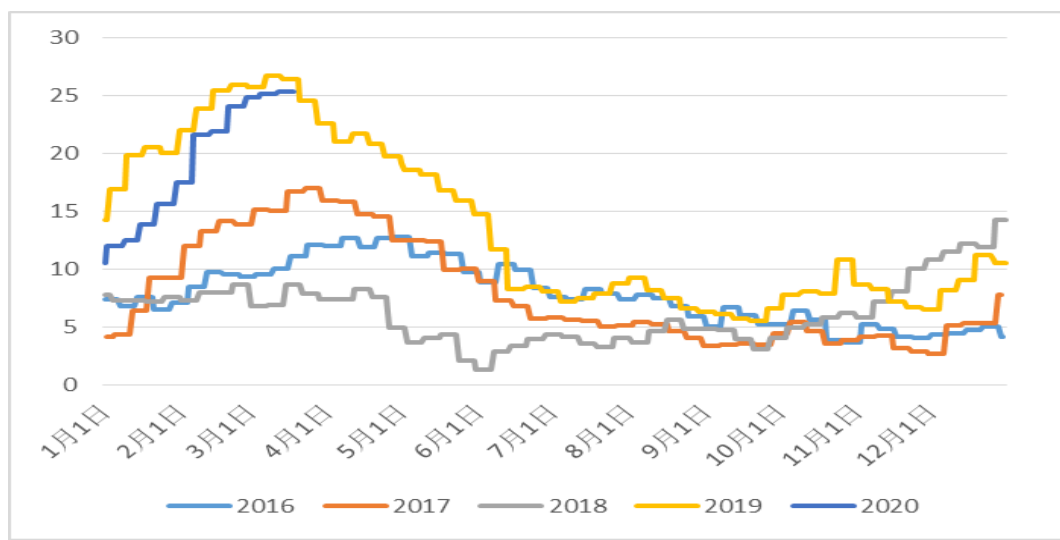


资料来源: 卓创资讯 南华研究

2.3. 库存分析

目前苯乙烯绝对库存水平在近年同期高位，但是基于今年确实比较大的投产量与疫情影响下极其萎缩的需求，相对于其他化工品的天量累库，苯乙烯库存水平并还不算太高，另一方面，港口有大量的罐容目前被油品占据，库存数据也存在一定的失真。但是形势也并不容乐观，随着国际苯乙烯价格的大幅坍塌，后续目前价格极低的欧洲苯乙烯进行跨地区套利的可能性在变大。昨夜消息，欧洲苯乙烯 380 美金，较前日跌 200 多。纯苯 180 美金，较前日跌 170 美金。欧洲苯乙烯含运费折合人民币 3700 元，苯乙烯 05 盘面约 4800 元，价差 1100 元。欧洲纯苯含运费折合人民币约 2000 元，与纯苯纸货 5 下 3300 相差 1300 元，虽然中国对苯乙烯展开了出口退税，但苯乙烯出口的空间十分有限，而进口仍将面临比较大的压力，预计未来港口库存还将积累一段时间。

图 2.3.1：苯乙烯港口库存



数据来源：Wind 资讯 南华研究

第3章 产业链利润分析

目前随着原油的大幅下跌，我们可以发现其实目前大部分化工品的跌幅还是不够的，无论是石脑油-原油价差还是石脑油自身的裂解价差都出现了明显的大幅拉涨。在疫情冲击化工品终端整体需求不佳的背景下，炼厂利润的大幅提升显然是不合理的，目前来看芳烃已经经历了一轮明显的补跌，尤其是纯苯，在经历了近期的美国汽油价格暴跌之后，芳烃调油需求大减，近期几乎每日都已数十美元的价格下跌，昨夜欧洲纯苯甚至直接报价到了 180 美金，一日间接近腰斩。且目前纯苯、石脑油同步下跌，两者间价差位置仍然较高，虽然纯苯目前库存不高，但是显然价格在走市场过剩的预期逻辑，纯苯仍有进一步下跌的风险。且与芳烃相比，目前烯烃的跌幅显然明显不够，目前裂解价差很高，裂解装置会有很强的提负荷的意愿，而终端在疫情的困扰下显然不能够消化，乙烯单体显然也会面临进一步的下跌。目前来看苯乙烯的成本支撑还完全不牢固，在自身过剩的前提下，仍有下跌空间。

相对于苯乙烯的跌幅，下游制品跟跌并不明显，利润大幅好转，下游开工率短期难以提升问题主要还是在订单。且疫情过后即使终端完全恢复，受限於 PS、ABS 产能的限制，预计下游利润仍会维持在一个较高的水平。综合来看目前苯乙烯产业链利润处于两端较高，苯乙烯自身极为艰难的境地，而相对而言，上游的动态对于苯乙烯而言更为关键。

图 3.1: EPS 利润

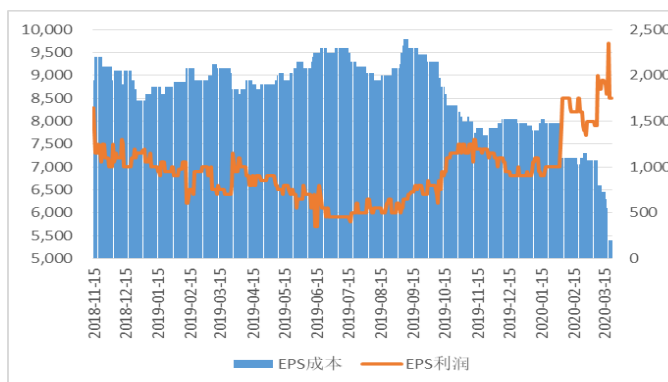
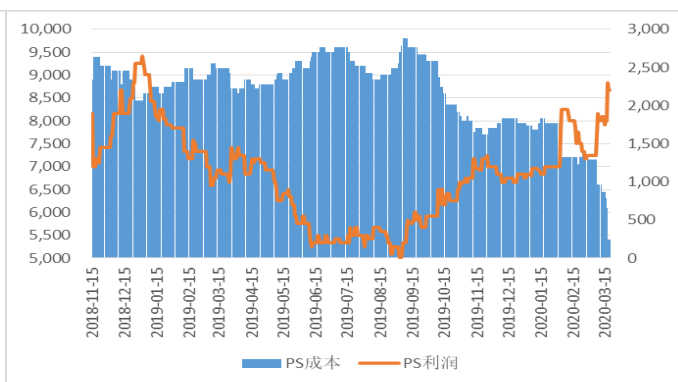


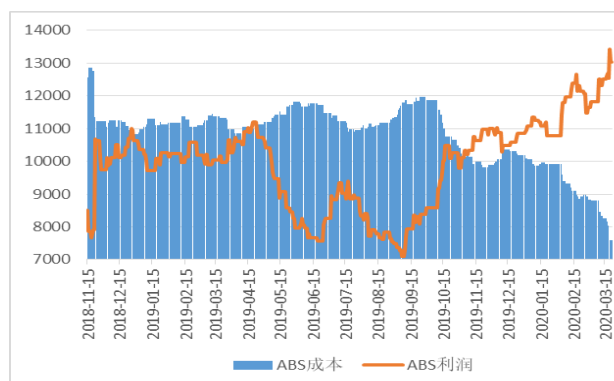
图 3.2: PS 利润



资料来源: Wind 资讯 南华研究

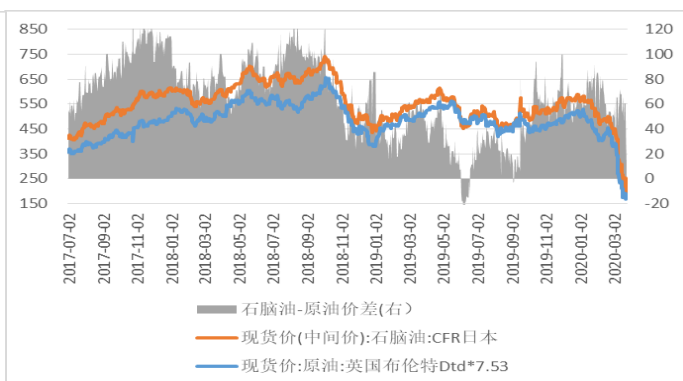
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.3: ABS 利润



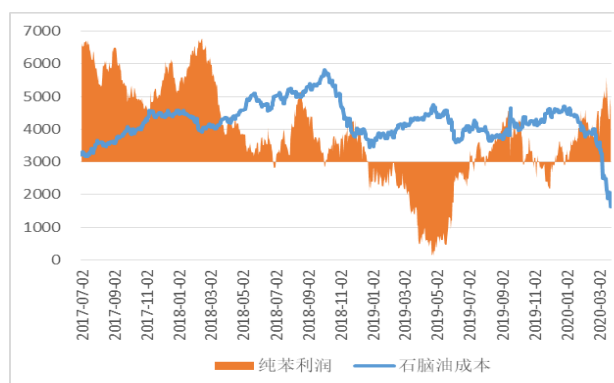
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.4: 石脑油原油价差



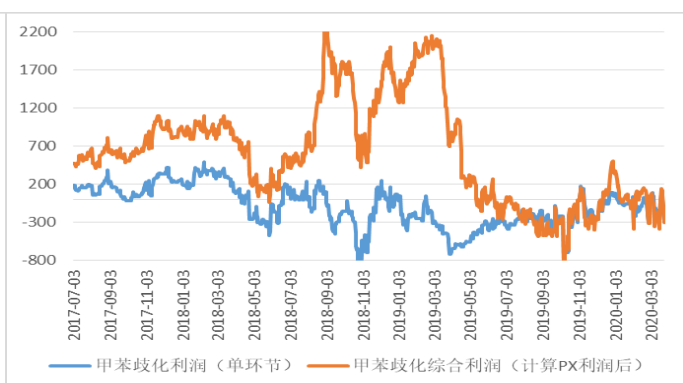
资料来源: 卓创资讯 南华研究

图 3.5: 石油苯利润



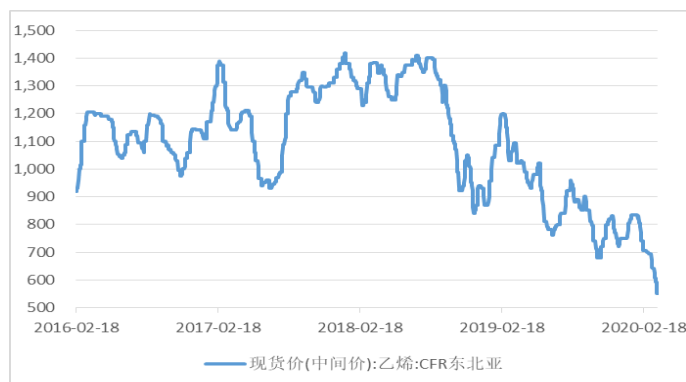
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.6: 甲苯歧化利润



资料来源: 卓创资讯 南华研究

图 3.7: 乙烯价格



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.8: 纯苯价格



资料来源: 卓创资讯 南华研究

第4章 核心矛盾与总结

目前单论绝对价格，基本已是历史新低，基于目前价格和基本面情况，手头持有浮盈空单可以继续持有，但追单一定不建议，首先是原油随时可能发生的反向变故会导致瞬间大幅的亏损，另一方面即使是短期的波段式反弹也极易让人产生了空在最低点的自我怀疑从而止损出场。苯乙烯目前核心矛盾就在于自身严重过剩的供需格局与持续不断坍塌的成本支撑，而化解这种矛盾的唯一方式就是价格继续下跌，直到成本支撑变的有效，压制非一体化企业减产以使得供需平衡。但是目前来看，原油到石脑油再到芳烃烯烃的价格传递仍需要时间，整个苯乙烯上游的价差都还有收窄的空间，另一方面原油趋势上仍在震荡下行阶段，极端行情下何处是底无从而知，因此客观的说苯乙烯的绝对价格底部也是同样无法判断的。但相对可以确定的是，在基本面没有大变化的前提下，苯乙烯与原油之间的价差仍有收敛的空间，操作上可以考虑多原油空苯乙烯，头寸配置上可以按等货值匹配，但是由于原油波动幅度会明显大于苯乙烯，可以考虑适当加大苯乙烯仓位以匹配波动率。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号 (南通总部大厦) 六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房, 2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

济南营业部

山东省济南市历下区冻源园大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

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“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net