

品种季报——EB

EB：上中游检修，下游需求旺季，偏多为主

张丽

化工品分析师

从业资格证号：F3025228

投资咨询从业证书号：
Z0013855

一德产业投研部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层

邮编：300042

内容摘要

二季度，苯乙烯仍要在原油波动下的成本支撑和自身供需偏松下宽幅震荡。供需边际看，纯苯和苯乙烯检修较多，下游小旺季，去库为主，再加上原油接近底部，成本支撑较强，苯乙烯行情仍是根据成本波动，去库驱动，做多为主

核心观点

- 纯苯和苯乙烯检修较多，纯苯供应压力略低于苯乙烯
- 苯乙烯国产量和进口量减少，供应压力不大
- 疫情下需求恢复基本恢复到同期水平
- 下游生产利润较好；ABS和PS进口利润变动不大，存在利润；侧面反映下游韧性较好，外围价格也坚挺
- 4月份后的下游需求设定两个值，一是去年同期水平，一个是低于去年7%，这两种情况下，4月份都是去库的，5月库存也不高于去年
- 一体化成本低位，非一体化受纯苯波动较大，监控一体化成本为主
- 原油20,25,30,35美元下，苯乙烯一体化成本在3400,3770,4130,4492元/吨，非一体化最低成本高500，分别对应3900,4270,4630,5000元/吨。由于纯苯和石脑油的溢价，非一体化成本还要更高些。
- 扩能品种，生产利润持续低位，关注回调（低利润时代开启，千元利润，对应20%的毛利附近，已是较好的水平），驱动向上的做多机会

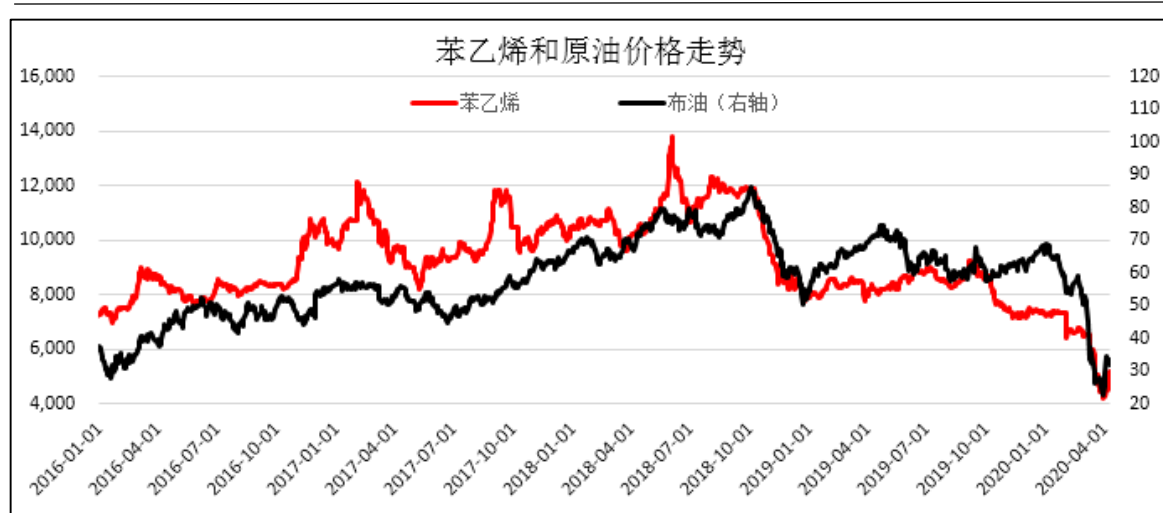
1. 一季度行情回顾和二季度展望.....	2
2. 供应变化	2
1) 纯苯和苯乙烯检修较多，纯苯供应压力略低于苯乙烯	2
2) 苯乙烯国产量和进口量减少，供应压力不大	4
3. 需求变化	5
1) 疫情后需求基本恢复到同期水平	5
2) 下游生产利润较好；ABS 和 PS 进口利润变动不大，存在利润	5
4. 库存：二季度去库明显.....	6
5. 一体化成本低位，非一体化受纯苯波动较大，生产利润持续低位	6
6. 库存和价格相关度高，关注库存下滑的低位做多机会	8
7. 结论	8
免责声明	0

1. 一季度行情回顾和二季度展望

一月份，苯乙烯利润在盈亏边缘波动，库存增加不及预期，下游订单较好，投产预期较强，多空交织下，华东苯乙烯 7270-7320 窄幅震荡。2 月份节后归来，伴随原油大跌，国内疫情影响，苯乙烯开盘大跌到 6450-6800，集中在 6600，由于纯苯跌幅较小，苯乙烯处于亏损状态。3 月 9 号开始，伴随沙特发起原油价格战，苯乙烯开盘跌停，伴随着原油继续大跌，纯苯跌幅更大，纯苯利润收窄，苯乙烯开启下跌模式，现货最低触及 4200。进入 4 月，原油底部企稳，再加上绝对价格低位，下游开工不错，投机需求和刚需下，苯乙烯企稳反弹；纯苯超跌后，4 月 7 号开始走利润修复，反弹较大，同时也给苯乙烯带来成本支撑。

二季度，苯乙烯仍要在原油波动下的成本支撑和自身供需偏松下宽幅震荡。供需边际看，纯苯和苯乙烯检修较多，下游小旺季，去库为主，再加上原油接近底部，成本支撑较强，苯乙烯行情仍是根据成本波动，去库驱动，做多为主。

图 1 苯乙烯和原油价格走势



来源：一德产业投研部、wind

2. 供应变化

1) 纯苯和苯乙烯检修较多，纯苯供应压力略低于苯乙烯

检修季下，纯苯和苯乙烯检修损失较多，两者检修导致的供应增速下降多少，不好判断。

请务必阅读正文后面免责声明部分

2019 年后，苯乙烯供应增速较纯苯稍高，也决定了纯苯的强势地位，从纯苯的生产利润和进口利润较高也能寻迹。二季度，仍倾向于纯苯对苯乙烯存在支撑。

图 2 纯苯检修量

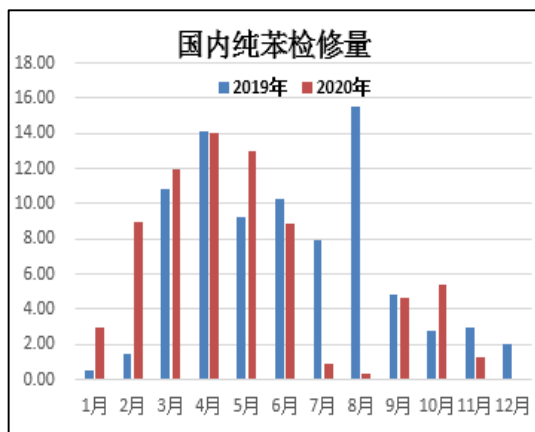


图 3 苯乙烯检修量

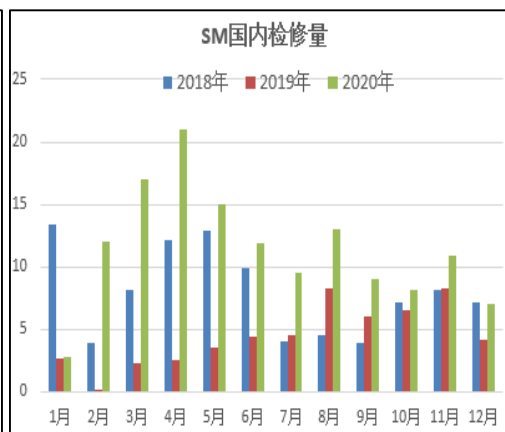


图 4 苯和苯乙烯供应同比趋于一致

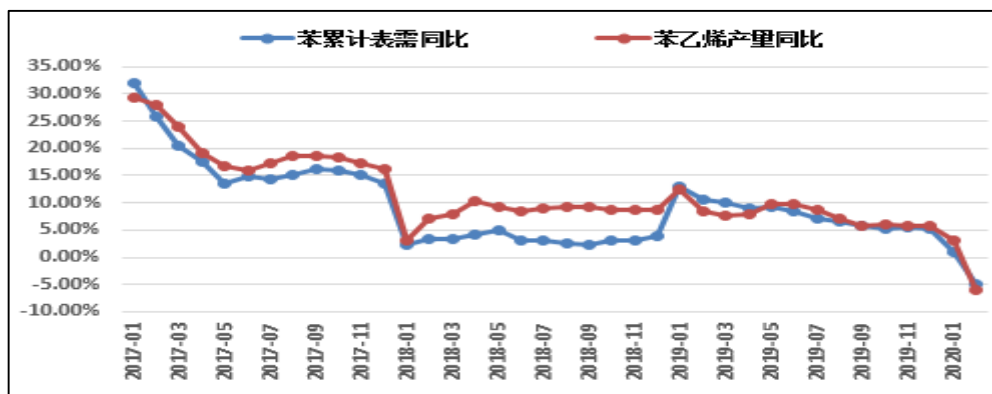


图 5 纯苯加工费

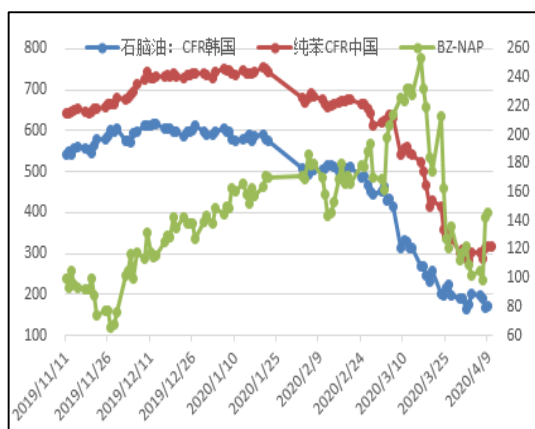
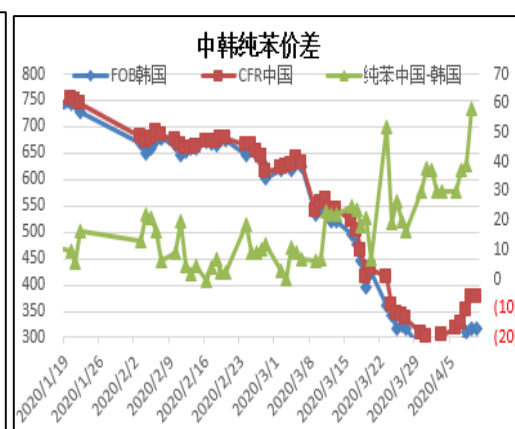


图 6 纯苯进口利润高



请务必阅读正文后面免责声明部分

2) 苯乙烯国产量和进口量减少，供应压力不大

根据开工率和进口利润等指标，做出平衡表。开工率低于去年，产能增加 17% 以上，产量低于去年，累积国产量增速最低到 -6%。

苯乙烯进入 2020 年后，进口窗口经常关闭，中美价差在 3 月上旬后才拉大比较明显。进口利润较多。从进口利润来看，进口量应该是不多的。后期随着国外疫情的缓解，进口窗口打开的时间可能也不多，叠加国内开工率偏低，也不会留太多时间窗口给进口。整体我们给 2020 年赋予的进口量较低。国内表观需求低位，4-6 月表观需求分别在 -10%，-7%，-3.6%。因此整体供应压力不大。

图 7 平衡表

2019年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度数据
国产量	71.65	73.11	70.60	72.00	72.56	71.89	73.56	70.65	68.70	72.18	69.30	71.57	857.75
进口量	39.54	27.83	13.08	23.28	16.58	13.57	29.00	27.70	29.28	40.61	29.28	34.97	324.71
表观需求	111.19	100.94	83.68	95.27	89.14	85.46	102.56	98.35	97.98	112.79	98.57	106.53	1182.46
累计产量	71.65	144.76	215.36	287.35	359.91	431.79	505.35	576.01	644.70	716.89	786.18	857.75	
累计表需	111.19	212.13	295.81	391.08	480.22	565.67	668.23	766.59	864.58	977.36	1075.93	1182.46	
表需同比	23.54%	14.99%	-3.06%	7.04%	5.43%	-4.32%	8.82%	-1.62%	5.36%	21.94%	4.71%	4.85%	
表需环比	9.43%	-9.22%	-17.10%	13.85%	-6.44%	-4.13%	20.01%	-4.10%	-0.39%	15.12%	-12.61%	8.07%	
国产量累计同比	12.37%	8.47%	7.70%	7.90%	9.81%	9.84%	8.71%	7.08%	5.89%	5.96%	5.80%	5.76%	
累计表需同比	23.54%	19.32%	12.01%	10.76%	9.73%	7.35%	7.57%	6.30%	6.19%	7.80%	7.51%	7.26%	
2020年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度数据
国产量	73.94	62.10	66.91	64.57	77.48	79.47	80.46	80.46	81.45	83.85	82.82	81.80	915.31
进口量	30.00	28.46	13.00	13.00	16.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	240.46
表观需求	103.94	90.56	79.91	77.57	93.48	99.47	100.46	100.46	101.45	103.85	102.82	101.80	1155.77
累计产量	73.94	136.04	202.95	267.52	345.00	424.47	504.93	585.39	666.84	750.69	833.51	915.31	
累计表需	103.94	194.50	274.41	351.98	445.46	544.93	645.39	745.85	847.30	951.15	1053.97	1155.77	
表需同比	-6.52%	-10.28%	-4.50%	-18.58%	4.87%	16.39%	-2.05%	2.14%	3.55%	-7.93%	4.31%	-4.44%	
表需环比	-2.43%	-12.87%	-11.76%	-2.93%	20.51%	6.40%	1.00%	0.00%	0.99%	2.36%	-0.98%	-0.99%	
国产量累计同比	3.20%	-6.02%	-5.76%	-6.90%	-4.14%	-1.70%	-0.08%	1.63%	3.43%	4.72%	6.02%	6.71%	
累计表需同比	-6.52%	-8.31%	-7.23%	-10.00%	-7.24%	-3.67%	-3.42%	-2.71%	-2.00%	-2.68%	-2.04%	-2.26%	

图 8 苯乙烯进口利润

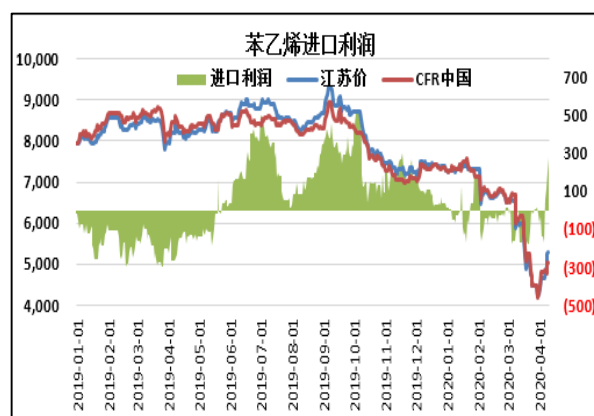
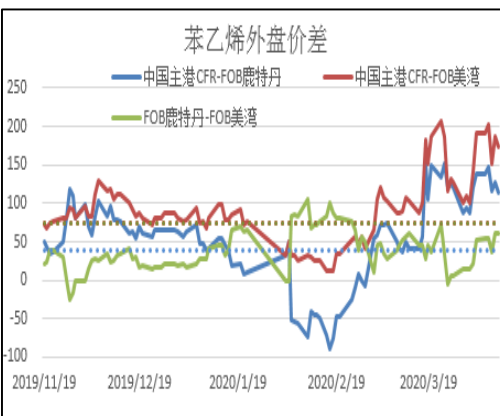


图 9 苯乙烯内外盘价差



3. 需求变化

1) 疫情后需求基本恢复到同期水平

从下游综合开工看，节后 2 月份开工率触底后，一直持续上行，现在基本恢复到去年同期水平。苯乙烯下游也是偏原料的厂家，集中度略高，因此复工恢复的较快。需求端仍有继续抬升概率，最大的担心是苯乙烯三大塑料下游的终端企业，比如大家电，小电器的消费被扼制，那么就会形成下游倒逼上游而带来的价格下行。短期苯乙烯下游开工较好，库存去化比较好，仍倾向于终端消费的复苏也会很快。

苯乙烯下游投产较少，去年下游开工较好，因此下游通过提高开工率去提高消费的边际量比较小，如果能达到去年水平，已经是很乐观。再次我们也给出了消费下滑 7% 的情况。但 4 月需求较好不可否认。

图 10 2020 年消费预估

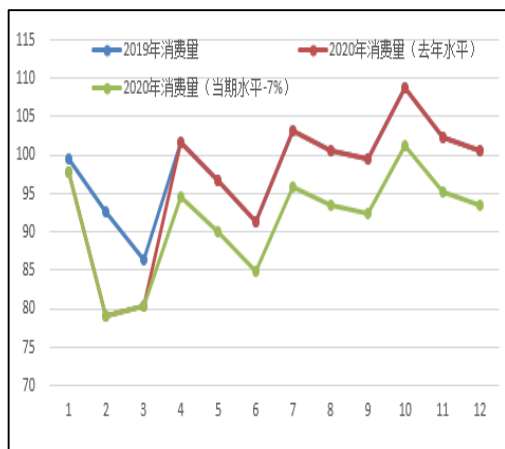
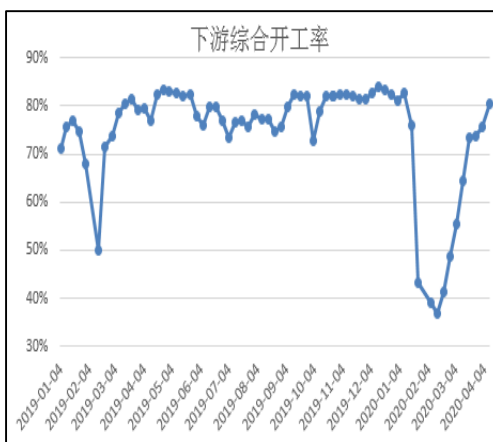


图 11 SM 下游开工恢复



2) 下游生产利润较好；ABS 和 PS 进口利润变动不大，存在利润

前面提到担心终端需求的崩盘会倒逼上游价格大跌，但从三大下游塑料生产利润看，利润较高，侧面反映国内需求不错；从进口利润看，进口量较大的 ABS 和 PS 进口利润中间水平，在国外疫情严重下，进口利润没有大增，侧面反映国外价格也相对坚挺。境外疫情拐点终会到来，那么外围需求会转好。也就是说苯乙烯产业链最差的时候即将结束，边际是向好的。下游需求韧性较强。

图 12 ABS/PS 进口利润

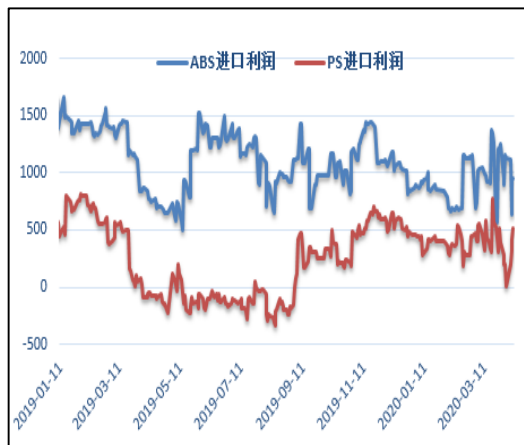
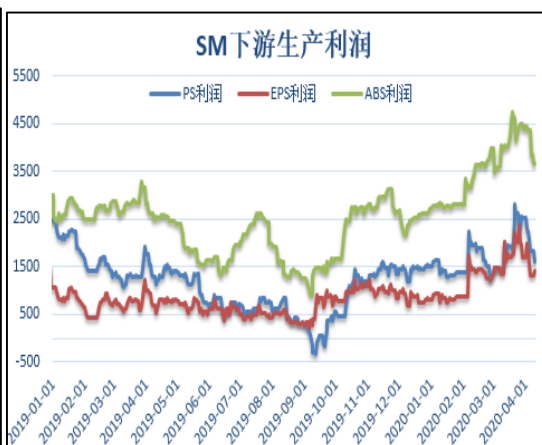


图 13 SM 下游生产利润较好



4. 库存：二季度去库明显

供应端减量，需求端韧性较强，上文也提及了，给出 4 月份后的下游需求两个水平，一是去年同期水平，一个是低于去年 7%，这两种情况下，4 月份都是去库的，5 月份库存有差异，但是两种情况下，5 月的库存都不会高于去年。当然需求速度下滑 7%，理论库存会很高，但受限于库容，供应端会继续减量的，也就会稳住价格。总体还是以去库方向为主。

图 14 二季度去库为主

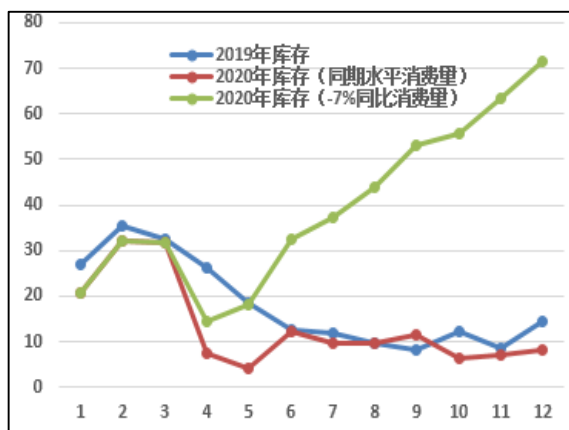
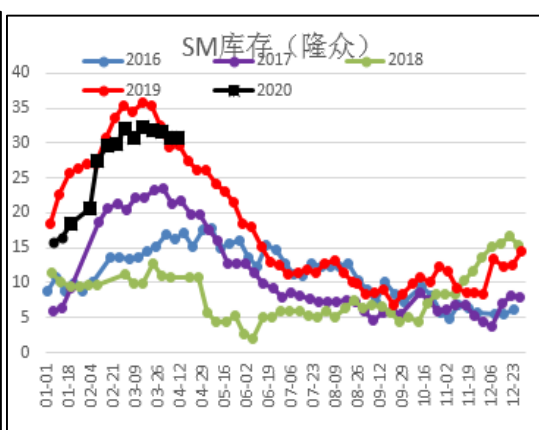


图 15 SM 库存季节性



5. 一体化成本低位，非一体化受纯苯波动较大，生产利润持续低位

苯乙烯伴随着产能投放预期较强，2019 年 4 季度利润就一直收窄，甚至到 2020 年一季度出

现亏损。

非一体化会因为纯苯的强势导致成本远高于一体化成本，但在供需偏松下，纯苯难在有高利润，压缩纯苯利润，就会看到一体化和非一体化的成本相差不大，由最大 2000 到 500。下跌趋势，由于纯苯的波动较大，关注一体化成本。

原油低位下，压缩了中间原料石脑油和纯苯的加工利润，非一体化企业优势也凸显。

原油 20,25,30,35 美元下，苯乙烯一体化成本在 3400,3770,4130,4492 元/吨，非一体化最低成本高 500，分别对应应在 3900,4270,4630,5000 元/吨。由于纯苯和石脑油的溢价，非一体化成本还要更高些。

图 16 SM 非一体化成本利润

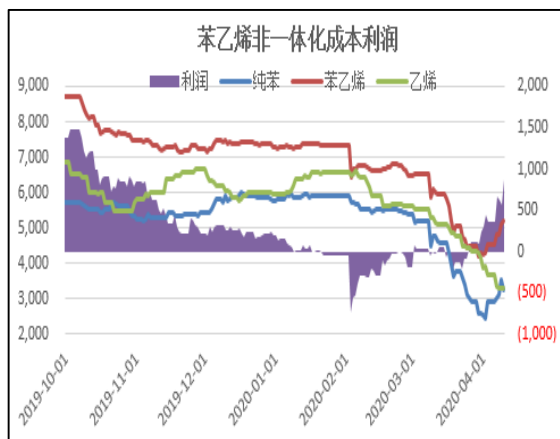


图 17 SM 非一体化和一体化成本

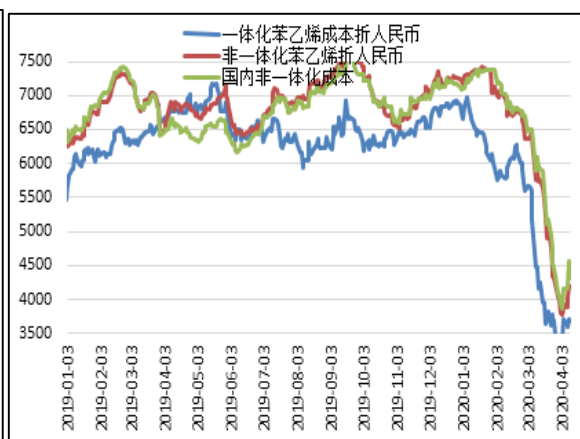


图 18 石脑油加工费

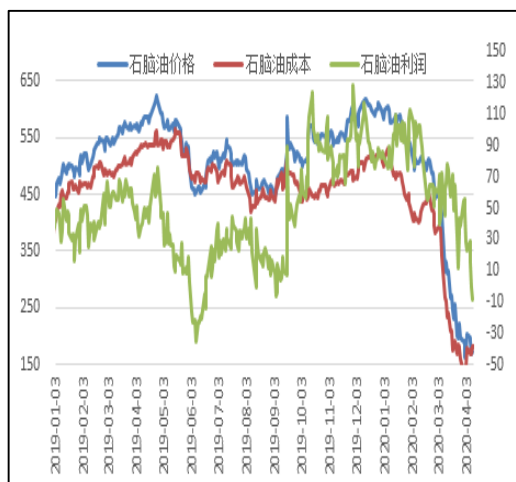
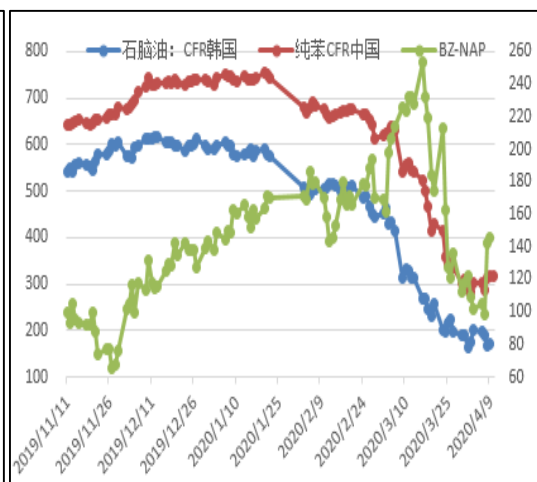


图 19 纯苯加工费



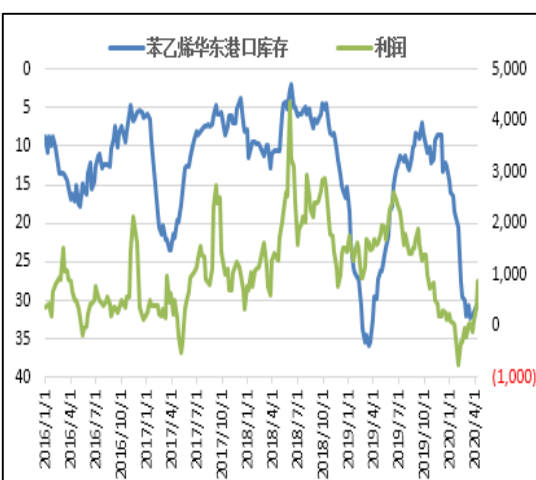
6. 库存和价格相关度高，关注库存下滑的低位做多机会

通过供需分析，我们判断了 4 份去库，5 月份大概率仍是去库，6 月去化稍慢，但整体是去库过程。在价格和库存高度相关下，关注原油带来的估值修复下的去库驱动。低利润时代开启。千元利润，对应 20% 的毛利附近，已是较好的水平。

图 20 库存和价格走势



图 21 库存和利润走势



7. 结论

从纯苯和苯乙烯的供应增速看，两者已趋于稳定，纯苯略低一些，纯苯的供应波动也稍大一些，纯苯价格波动也会比较大，在苯乙烯利润低位下，纯苯利润低位下的上行会拉动苯乙烯上行。从纯苯生产利润和进口利润看，纯苯偏强势。供应看，尽管新增投产较多，但上游开工率低，通过进口利润看，进口量也不大，表需增速为负。需求看，由于下游新增投产少，而去年下游开工率高，今年保持下游同期水平已比较乐观，从下游生产利润和进口利润看，需求韧性较好。供需偏松下，需求小旺季下的去库行情。成本端，原油低位下，纯苯和石脑油的加工费都会被压缩，那么苯乙烯一体化和非一体化成本就比较接近，在原油大跌下，关注一体化成本更容易监控。驱动略向上，等待回调后，估值低下的做多机会。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人作为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

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2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673