

EB：基本面偏弱是定局，关注向上边际驱动

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：

纯苯 6 月后进口窗口关闭，预估后期进口减少，纯苯新投产暂未出产品，但纯苯检修不多，整体看供应增量不明显，苯乙烯高供应高需求格局仍未打破，下游订单可持续到 8 月份，短期纯苯和苯乙烯及苯乙烯下游供需上变动不大，并未有新的矛盾出现。现有的矛盾仍是高库存。苯乙烯成本支撑较强，因此近期一直处于区间震荡，短期震荡格局维持。

三季度中后期，随着纯苯出产品，苯乙烯投产，苯乙烯需求走弱，供需走弱下，关注成本端的支撑。

下半年，苯乙烯仍将处于弱驱动，成本支撑格局，跟随原油走势。震荡格局能否上行突破需关注资金和宏观预期，外围需求恢复程度，下行突破主要关注成本端的坍塌。考虑到资金对商品的介入，以及原油震荡上行，成本支撑偏强，下游利润较好，产业利润的由下向上传导看，倾向于逢低做多。

核心观点：

- 纯苯偏宽松下，需关注其下游开工提高可能性
- 高库存叠加投产周期，成本支撑偏强，关注宏观驱动
- 关注纯苯和苯乙烯投产是否不及预期，关注国外苯乙烯需求恢复情况
- 下游利润好，产业利润是否向上传导
- 基本面持续偏弱已成定局，更需关注边际的变化，在没有突出的供需转弱下，倾向于轻仓试多
- 原油 40 美金下，苯乙烯成本 5000 元/吨，在原油支撑下，苯乙烯向下空间有限，耐心等待市场给出的做多机会
- 纯苯大概率投产高于苯乙烯，如果投产不及预期，纯苯的供应压力减少
- 苯乙烯下游需求韧性仍在，现有订单在 8 月结束后，后期订单预估仍会较好，如果订单不好，考虑下游存在高开工备成品库存；高开工持续

目录

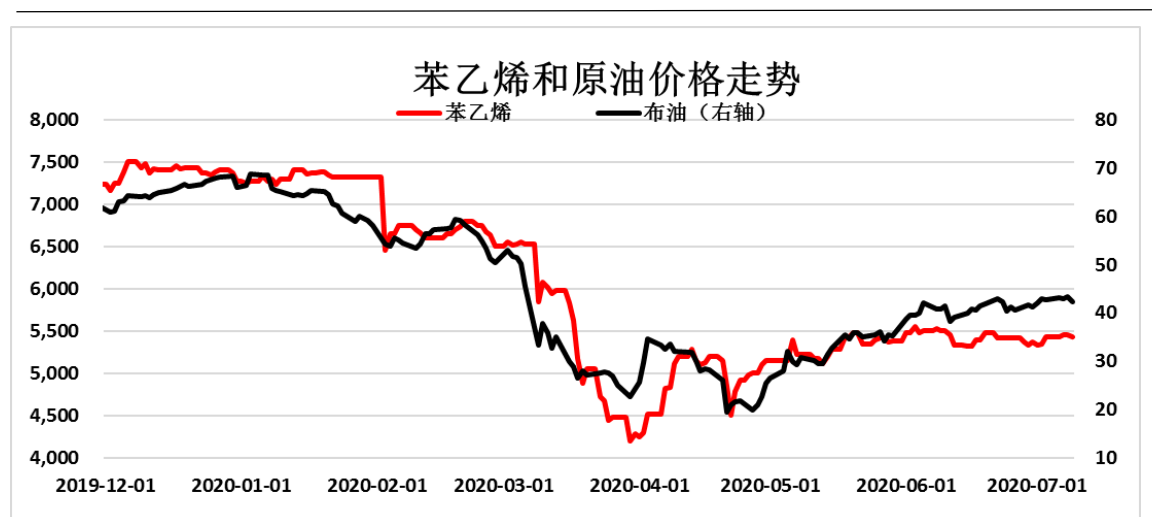
1. 行情回顾和下半年展望	2
2. 供需变化	2
1) 纯苯上半年供需偏松，下半年需求持稳；进口利润收窄后，进口量预计减少	2
2) 纯苯投产增量较苯乙烯略高，纯苯供应压力大	4
3) 苯乙烯下游开工高位，订单较好，8 月份前开工大概率仍维持高位	5
4) 苯乙烯供需双强，三季度后供减需稳？	6
5) 纯苯和苯乙烯平衡表看，纯苯压力高于苯乙烯	6
3. 成本变化	7
1) 石脑油和乙烯加工费较高，纯苯加工费低位	7
2) 纯苯利润低位，苯乙烯较纯苯利润好	8
3) 苯乙烯一体化和非一体化成本价差收窄，纯苯弱势下，关注一体化成本支撑	8
4) 下游生产利润高位，进口利润收窄	9
4. 行情演绎：基本面存在去库概率；资金面上拉空间远大于下行空间	10
5. 结论	11
免责声明	0

1. 行情回顾和下半年展望

苯乙烯和原油走势相关度较高，上半年，苯乙烯跟随原油下跌后，触底反弹，但涨幅不及原油，主要是高库存压制。3 月底，布油下跌到 22.71 美元时，苯乙烯价格最低触及 4200 元/吨。4 月随着国内外持续资金放水，拉动市场，不断救市手段的出台，市场对疫情后需求恢复预期较强，价格快速反弹。而 4 月下旬的负油价冲击，布油再创新低，而苯乙烯跌幅较原油少，最低触及 4500 元/吨，主要是国内需求恢复较好，而后随着原油反弹，苯乙烯快速反弹到 5000 元/吨以上。5-7 月，苯乙烯大部分时间在 5300-5500 元/吨区间震荡，一是成本端的支撑，一是供需双强下高库存压制。

下半年，苯乙烯仍是跟随原油走势。苯乙烯三季度仍有投产预期，而需求端已处于高位，供需偏松格局。去解决供需矛盾的方式一是国内上游因亏损而主动降负荷，二是国外需求恢复下，国内减少进口量。从 6 月初苯乙烯内外盘就处于倒挂，另外，欧美纯苯也强于亚洲地区，因此苯乙烯价格不易特别悲观。

图 1 苯乙烯和原油价和原油格走势



来源：一德产业投研部、wind

2. 供需变化

1) 纯苯上半年供需偏松，下半年需求持稳；进口利润收窄后，进口量预计减少

上半年看，纯苯下游苯酚和 MDI 产量同比减少明显，己二酸和苯胺产量同比增加，苯乙烯 5-6 月产量增幅明显，总体看，纯苯上半年表需增速 4.8%，包含加氢苯的苯表需增速为 2.8%，而苯的下游实际消费增速-3.32%。纯苯上半年处于供应过剩状态。主要原因是其他下游开工偏低造成的。

从纯苯下游开工走势看，没有明显的季节性。现在纯苯下游整体开工处在中间水平，存在下游开工提高的空间，

但鉴于对疫情后需求的恢复仍存在不确定性，暂时需求按持稳对待。重点要关注纯苯其他下游的开工情况。

从纯苯进口利润去看，纯苯进口窗口已关闭一段时间，考虑到船期及延误，8-10 月进口量预计减少。

图 2：纯苯下游（除苯乙烯外）产量

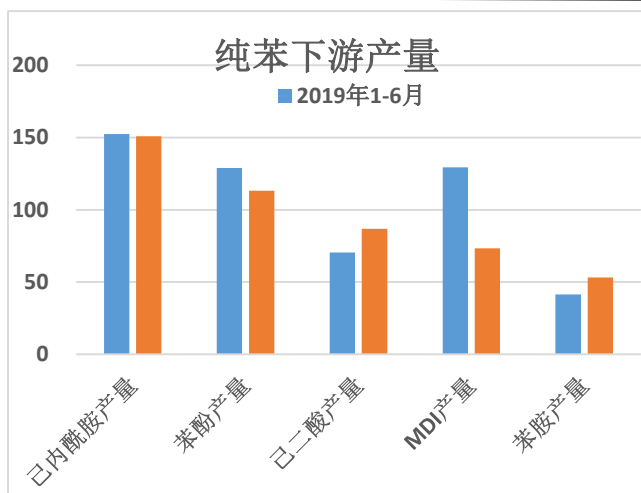
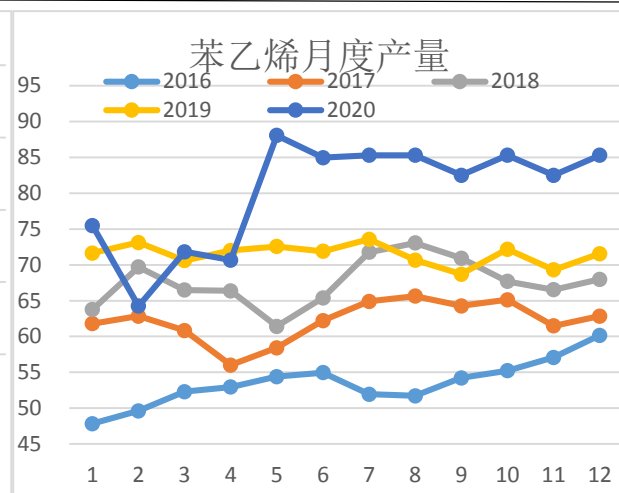


图 3：苯乙烯月度产量



来源：一德产业投研部、卓创、隆众

图 4：纯苯下游整体开工率

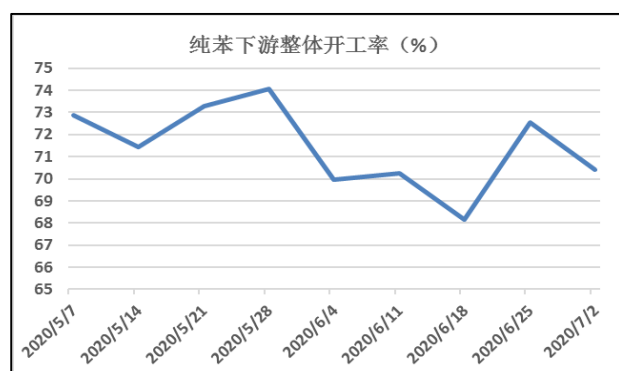
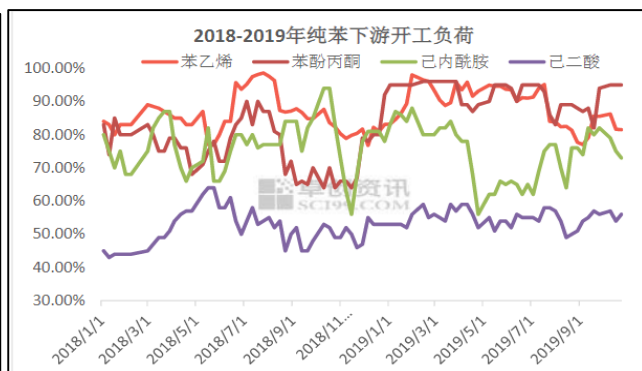
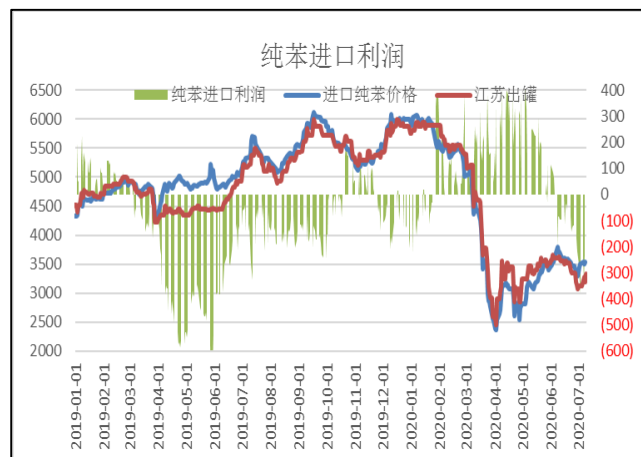


图 5：纯苯下游开工季节性不明显



来源：一德产业投研部、卓创、隆众

图 6：纯苯进口利润



来源：一德产业投研部、wind

2) 纯苯投产增量较苯乙烯略高，纯苯供应压力大

今年纯苯已投产装置有燕山石化 6 万吨、中科炼化 16 万吨，但中科炼化尚未出产品；后期富海 30 万吨和中化泉州 20 万吨开工。而苯乙烯后期投产概率大的只有宝来 35 万吨。因此纯苯供应压力增加。2020 年纯苯和苯乙烯投产产能都很高，还需关注是否投产加快，这是我们对行情偏多的重点风险。

图 7：2020 年纯苯投产情况

区域	厂家	产能	工艺	投产时间
文莱	恒逸石化	50	芳烃联合	2019年11月
东北	恒力石化	97	炼化一体	2019 年
华东	浙江石化一期	98	炼化一体	2020 年一季度
东北	燕山石化	6	炼化一体	2020/4/1投产
华南	中石化中科炼化	16	乙烯裂解	2020年6月初开车，未出产品
华南	海南炼化	13.5	芳烃联合	2020年
华东	东营富海华联石化	30	芳烃联合	2020年7月下旬开车
华南	中海油惠州（一期）	20	芳烃联合	2020年
华东	盛虹石化	98	炼化一体	2020 年
华东	古雷石化	20	乙烯裂解	2020 年
华东	汉邦石化	48	芳烃联合	2020 年
西北	宁夏宝塔石化	20	芳烃联合	2020 年
华中	洛阳石化	18	芳烃联合	2020 年
华东	中化泉州	20	炼化一体	2020 年

图 8：苯乙烯投产计划表

2019-2020年苯乙烯投产装置表				
区域	地区	厂家名称	能 万吨/	当前状态
华中	湖北武汉	中韩石化	2.7	2019年6月投产
华北	河北	河北盛腾	8	2019年中
华东	浙江舟山	浙江石化	120	2020年1月23投产
东北	辽宁大连	恒力石化	72	2020年2月14投产
东北	辽宁盘锦	盘锦宝来	35	预计2020年9月
华北	山东滨州	荣华股份	20	预计2020年
华南	广东惠州	中海壳牌	70	预计2020年下半年
华东	山东东营	中信国安	20	暂无进一步消息
华东	浙江宁波	宁波华泰	30	装置在建，预计2020年下半年
华南	福建泉州	中化泉州	45	预计2020年底投产
华北	天津南港	天津大沽	45	预计2020年底2021年初
华东	江苏泰兴	阿贝尔化学	50	计划暂时搁置，预计2021年
华东	烟台	万华化学	65	2020年
华南	福建	古雷石化	55	2020年
华南	广西	茂名石化	25	2020年
华南	广西	西南部湾石	30	2020年
2019年已投产	10.7	2020年计划投产	682	
2020年投产概率高		227		

来源：一德产业投研部、隆众

3) 苯乙烯下游开工高位，订单较好，8月份前开工大概率仍维持高位

基建对 EPS 拉动较大，开工高位；家电排产高对 PS 和 ABS 需求较好；听闻下游订单都已排到 8 月份，下游短期的需求韧性很强。另外，下游成品库存低，在现有订单完成后，后续订单如果不足，在生产利润丰厚下，是否存在维持高开工，储备成品库存。如果真有这种情况，那后期需求仍可给予较高的预期。

图 9：EPS 开工率

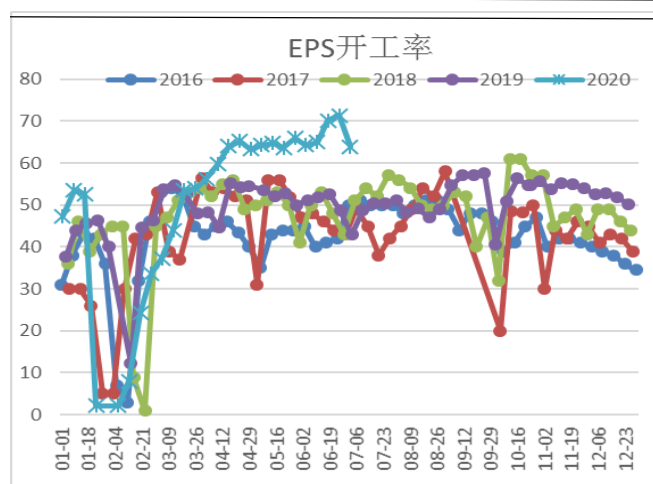


图 10：PS 开工率

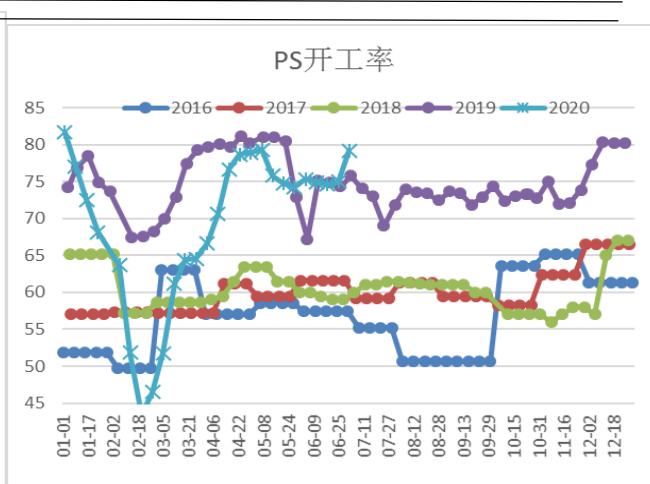
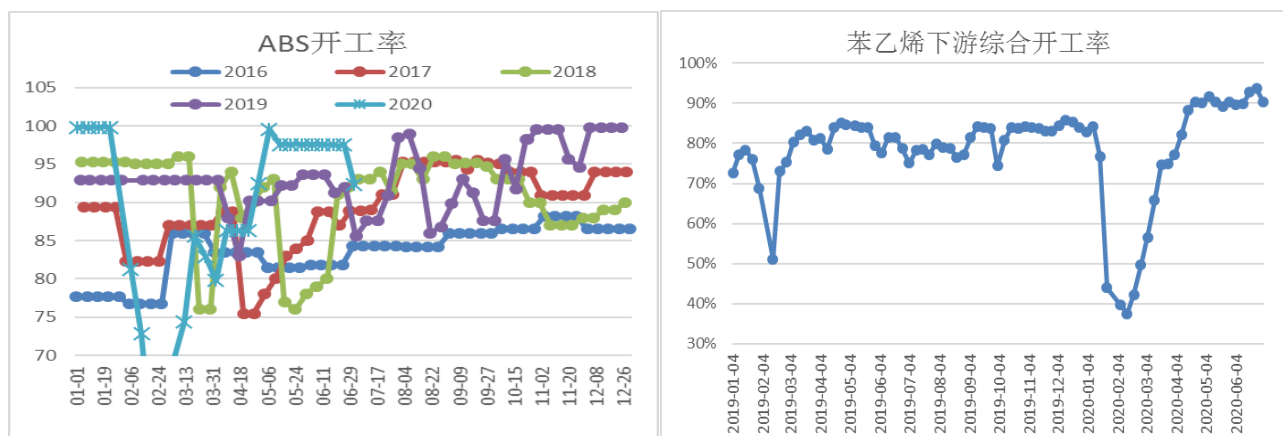


图 11：ABS 开工率

图 12：苯乙烯下游综合开工率



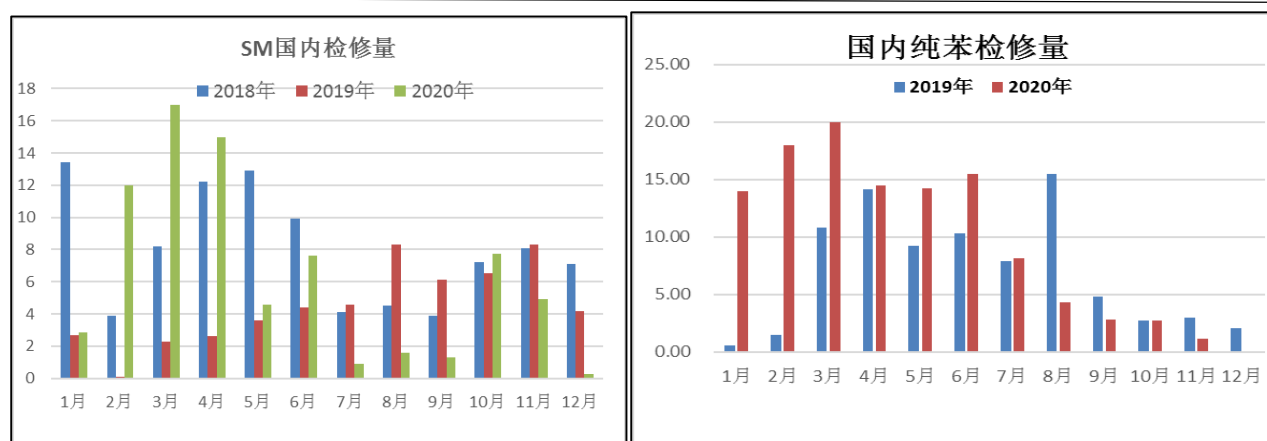
来源：一德产业投研部、隆众

4) 苯乙烯供需双强，三季度后供减需稳？

从检修计划看，苯乙烯 7-9 月检修少（纯苯 7-8 月检修比苯乙烯略多，考虑存在成本支撑），此时下游需求韧性仍在，如果供增需稳下，进口量略有减少，仍可以维持库存持稳；而后 10-11 月份，检修增加，供应压力缓解；12 月份存在备货需求等因素；因此总体对供需预判基本持稳，没有突出矛盾，主要是关注进口量是否减少去减少供应压力。

图 13：国内 SM 检修量

图 14：国内纯苯检修量



来源：一德产业投研部、隆众、卓创

5) 纯苯和苯乙烯平衡表看，纯苯压力高于苯乙烯

从苯乙烯平衡表看，2019 年表需增速 7% 以上，考虑到 2019 年的去库力度大，实际需求增速更高。2020 年预估的表需增速在 4%。5-6 月月度需求同比增速分别在 15% 和 13%，需求韧性仍在。从平衡表看，对苯乙烯偏乐观。

纯苯平衡表看，累积产量同比在 14%，考虑到进口，表观增速在 12%，考虑到加氢苯开工低，包含加氢苯的苯表需增速在 8%，而苯乙烯国产产量表需增速在 12%。因此纯苯压力高于苯乙烯，但随着苯乙烯国产提高，苯的供应压

力逐步减少。

图 15：苯乙烯平衡表

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
国产里	71.65	73.11	70.60	72.00	72.56	71.89	73.56	70.65	68.70	72.18	69.30	71.57
进口里	39.54	27.83	13.08	23.28	16.58	13.57	29.00	27.70	29.28	40.61	29.28	34.97
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
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	864.56	977.36	1075.93	1182.46
表需同比	23.54%	14.99%	-3.06%	7.04%	5.43%	-4.32%	8.62%	-1.62%	5.36%	21.94%	4.71%	4.65%
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%
国产里累计同比	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
国产里	75.48	64.26	71.62	70.66	88.06	84.95	85.30	85.30	82.50	85.30	82.50	85.30
进口里	30.00	28.46	18.50	23.90	26.29	22.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
表观需求	105.48	92.72	90.32	94.56	114.35	106.95	105.30	105.30	102.50	105.30	102.50	105.30
累计产量	75.48	139.74	211.56	282.22	370.28	455.23	540.53	625.83	708.33	793.63	876.13	961.43
累计表需	105.48	198.20	288.52	383.08	497.43	604.38	709.68	814.98	917.48	1022.78	1125.28	1230.58
表需同比	-5.13%	-8.14%	7.94%	-0.75%	28.28%	25.15%	2.67%	7.06%	4.62%	-6.64%	3.98%	-1.16%
表需环比	-0.99%	-12.10%	-2.59%	4.69%	20.93%	-6.47%	-1.54%	0.00%	-2.66%	2.73%	-2.66%	2.73%
国产里累计同比	5.35%	-3.47%	-1.76%	-1.79%	2.88%	5.43%	6.96%	8.65%	9.87%	10.71%	11.44%	12.09%
累计表需同比	-5.13%	-6.57%	-2.46%	-2.05%	3.58%	6.84%	6.20%	6.31%	6.12%	4.65%	4.59%	4.07%

图 16：纯苯平衡表

	产量：纯 苯：当月值	进口里	加氢苯产 里	累计产 里同比	累计表 观同比	苯（含加 氢苯）累 计表需同 比	苯乙烯 产量同 比
2019-01	91.63	33.13	23.01	9.80%	23.09%	13.02%	12.37%
2019-02	86.55	30.29	24.78	10.04%	19.18%	10.70%	8.47%
2019-03	89.17	30.71	26.55	7.60%	16.71%	10.11%	7.70%
2019-04	87.20	25.38	26.05	7.79%	14.51%	9.08%	7.90%
2019-05	92.93	13.20	29.22	9.77%	13.55%	9.26%	9.81%
2019-06	87.45	6.18	30.35	9.51%	10.80%	8.55%	9.84%
2019-07	84.70	6.48	31.10	8.61%	8.26%	7.16%	8.71%
2019-08	88.90	10.54	31.81	8.25%	7.03%	6.48%	7.08%
2019-09	91.60	10.19	30.99	8.35%	6.07%	5.85%	5.89%
2019-10	97.02	6.01	31.37	9.11%	4.87%	5.26%	5.96%
2019-11	97.82	11.36	28.51	10.45%	4.80%	5.37%	5.80%
2019-12	100.72	10.45	30.46	10.99%	3.68%	4.92%	5.76%
2020-01	105.76	13.40	29.75	15.42%	-4.51%	0.77%	-1.76%
2020-02	90.52	17.42	20.03	10.16%	-5.90%	-4.23%	-1.79%
2020-03	99.46	13.40	25.21	10.62%	-5.81%	-4.67%	2.88%
2020-04	100.92	17.42	23.96	11.88%	-3.15%	-2.68%	-1.79%
2020-05	106.07	17.77	23.07	12.35%	0.53%	-0.50%	2.88%
2020-06	104.44	18.00	28.13	13.51%	4.80%	2.82%	5.43%
2020-07	109.89	20.00	29.00	15.72%	9.30%	6.30%	6.96%
2020-08	109.89	17.00	29.50	16.71%	11.52%	7.94%	8.65%
2020-09	106.35	13.00	28.50	16.64%	12.16%	8.34%	9.87%
2020-10	109.89	14.00	28.50	16.28%	12.98%	8.87%	10.71%
2020-11	106.35	10.00	28.00	15.54%	12.41%	8.52%	11.44%
2020-12	109.89	10.00	29.00	14.94%	12.02%	8.22%	12.09%

来源：一德产业投研部、隆众、卓创

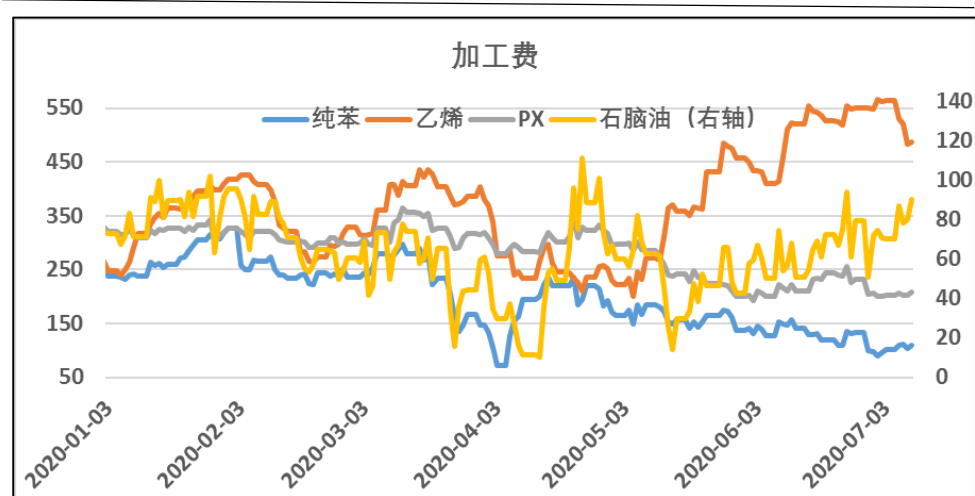
3. 成本变化

1) 石脑油和乙烯加工费较高，纯苯加工费低位

乙烯和石脑油自 5 月上旬开始，加工费震荡走高，石脑油加工费接近高位，乙烯加工费高位开始回落。纯苯加

工费低位，底部震荡阶段。从加工费考虑，如果市场环境再次恶化，那么石脑油和乙烯仍有压缩空间，纯苯偏持稳。

图 17：石脑油-纯苯-乙烯加工费



来源：一德产业投研部、wind

2) 纯苯利润低位，苯乙烯较纯苯利润好

石脑油到纯苯过程看，纯苯已无利润，亏损状态。苯乙烯-纯苯价差走高，主要还是乙烯价格带动，随乙烯加工费回调，苯乙烯-纯苯价差会收窄。

图 18：石脑油-纯苯-苯乙烯加工费



来源：一德产业投研部、wind

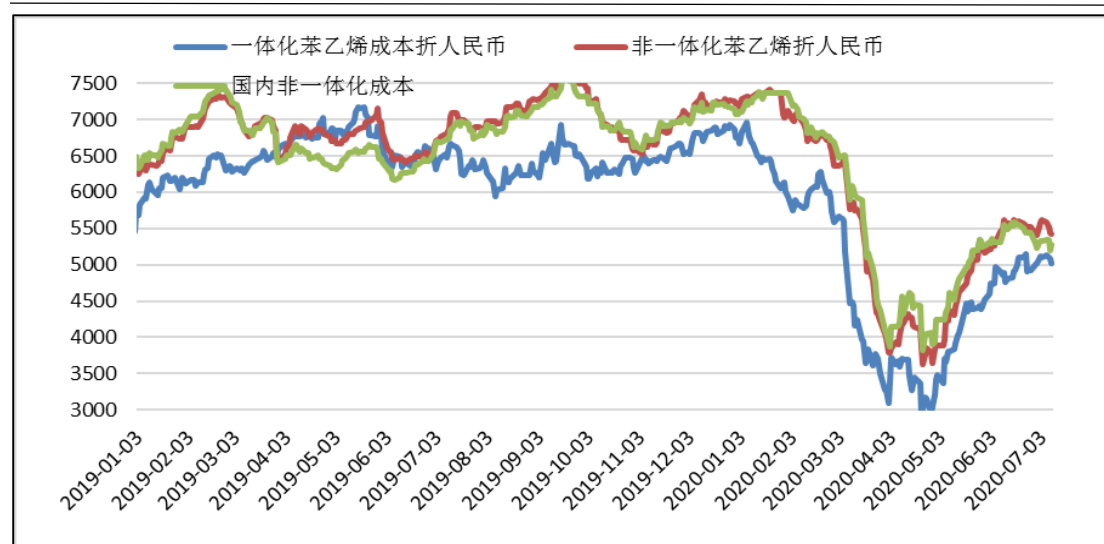
3) 苯乙烯一体化和非一体化成本价差收窄，纯苯弱势下，关注一体化成本支撑

在产能投放下，苯乙烯不同工艺的成本，是关注的重点。在纯苯和乙烯加工费都处于低位时，一体化和非一体化的成本价差收窄。现在一体化和非一体化成本相差 100 多，如果我们继续收窄乙烯加工差，那么两者成本价差收

窄到 0（纯苯和乙烯都处于无利润状态的概率很小）。如果按原油 40 美金计算，非一体化成本高 100，汇率 7，那么苯乙烯非一体化成本在 4925 元/吨；原油 30 美金，对应苯乙烯非一体化成本在 4200 元/吨。

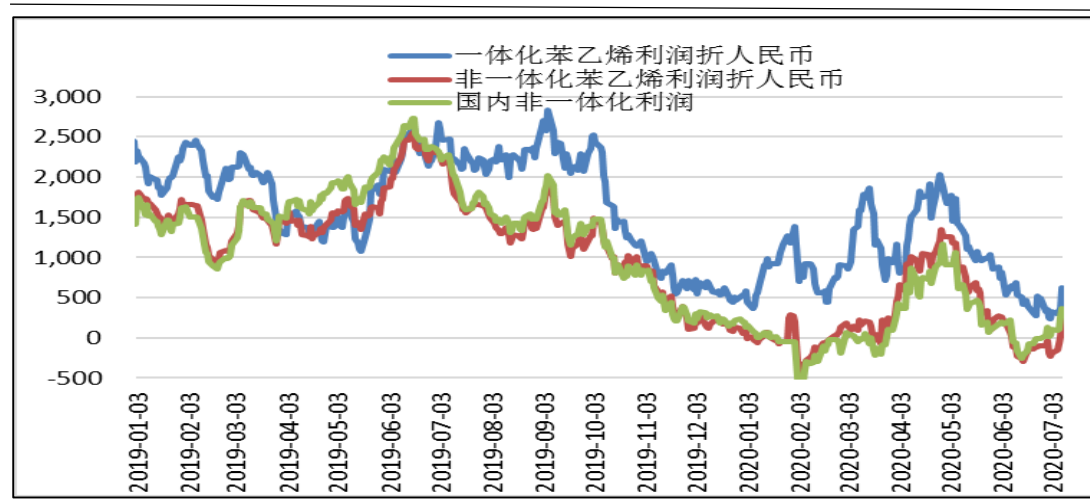
现在苯乙烯利润不高，继续压缩的空间很小，成本端跟随原油。

图 19：苯乙烯不同工艺生产成本



来源：一德产业投研部、wind

图 20：苯乙烯生产利润走势



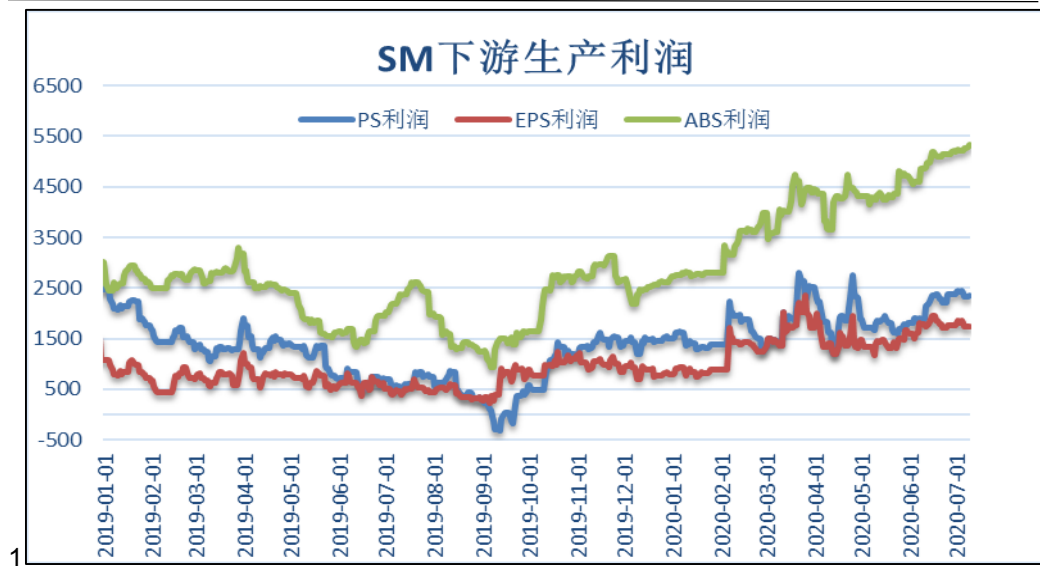
来源：一德产业投研部、wind

4) 下游生产利润高位，进口利润收窄

苯乙烯下游利润很好，即使短期有所回调，但仍处于较高的水平，从利润看，下游开工积极性很高，因此我们推演了如果 8 月后订单减少，下游是否会为了利润而维持高开工。由于产品是通用性强，所以我们的猜想大概率还是会实现的。

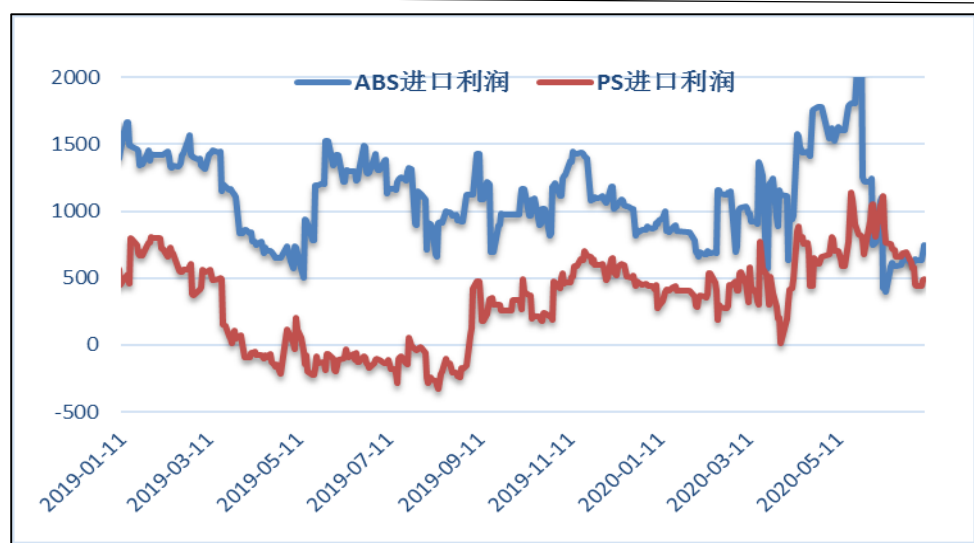
从 PS 和 ABS 进口利润看，进口利润并不太高，那么进口量会相对减少，反向可以增加国产 PS/ABS 需求。进口利润低，也要考虑国外需求较好或者国外供应短缺，这些对国内都是利多。

图 21：SM 下游生产利润



来源：一德产业投研部、wind

图 22：ABS/PS 进口利润



来源：一德产业投研部、wind

4. 行情演绎：基本面存在去库概率；资金面上拉空间远大于下行空间

后期对于库存的演绎，我们给出了三种情况，一是预期 7-12 月，需求回到去年水平，这种可能性比较低，需求韧性较好，下游开工不会快速下降；二是预期 13% 的增速（和 5-6 月增速一致），这种概率也低些，我们认为 5-6 月

是因为前期需求后置造成的；三是预期 5% 增速，这种概率高些，在这种情况下，7 月份开始，库存是缓慢去化的。

资金对行情的推动，苯乙烯一是严格跟随原油走势，走成本路线；二是在参考原油走势下，存在大的驱动，随着苯乙烯有宝来 35 万吨投产的临近，本就高库存的苯乙烯又增一利空，但这也并不能造成价格大幅下行了，更大可能是产能的置换去消化高库存；如果供需出现其他突发事件的驱动，比如宏观，上游紧急停车等，那么上行压力会小。简言之，利空的下行阻力大，利多的上行压力小。

图 23：不同增速消费量比较

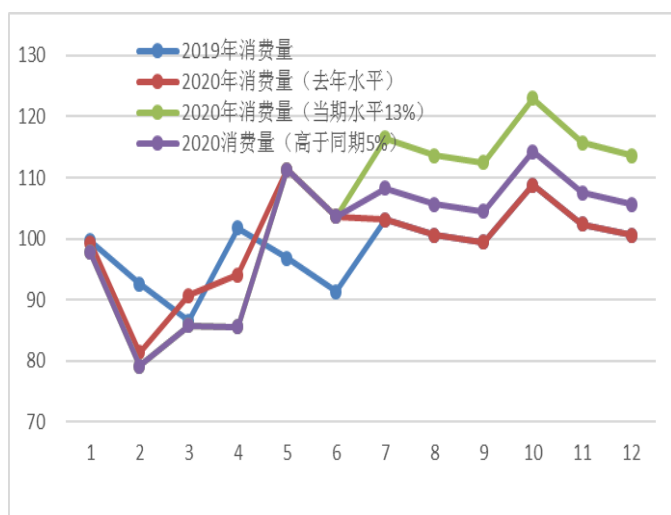
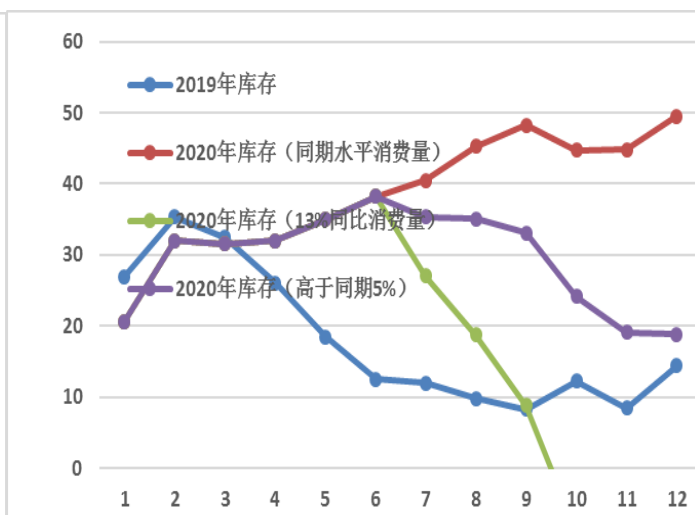


图 24：不同需求增速下，库存走势



来源：一德产业投研部、隆众

5. 结论

苯乙烯和纯苯高库存在供应压力较大下，短期难以解决。两者都存在原油端给予的成本支撑。在这种情况下，我们除了关注利空出现的程度，更应该关注利多出现的可能性。利空造成的下行阻力大，利多引导的上行压力小。短期纯苯的供应压力仍较大，叠加纯苯后期的投产量较苯乙烯高，因此纯苯弱势格局持续，在这种情况下，苯乙烯成本端的支撑从原油考虑即可。考虑到苯加氢开工低，苯的供应增速边际是减少的，而国产苯乙烯累积产量增速是提高的，纯苯的矛盾会逐步减弱。

苯乙烯供需双强的格局会持续到 8 月份，后期我们仍未需求会持续，如果下游订单减少，猜想下游在高生产利润下会维持高开工，备成品库存。另外进口利润的减少，利多下游塑料产品。下游维持高开工下，叠加外围需求恢复，国内进口苯乙烯减少，存在去库可能。

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