

## 成本主导波动区间，产能扩张压力不减

### 报告要点

展望下半年，苯乙烯供需决定的利润空间不大，价格更多受成本扰动。纯苯进口补充不足，供需预期偏紧，转弱需看到盛虹炼化投产或需求端负反馈。相比于纯苯估值变化，原油波动亦需考虑。苯乙烯自身产能仍处于快速扩张阶段，供应预期承压。海外停车装置尚未完全恢复，国内出口仍有机会放量以缓解供应压力。若终端改善节奏偏慢，弹性需求释放空间受限，苯乙烯供需不容乐观。

### 摘要

#### 上半年回顾——成本持续推动，出口表现亮眼

回顾上半年，苯乙烯重心上移，在 6 月中旬达到历史高点，背后推动主要为原油强势成本支撑，纯苯港口库存降至低位、苯乙烯出口表现亮眼、供应超预期下滑等。此后苯乙烯快速回落，原油支撑塌陷是主要原因。基本面角度，苯乙烯供需预期承压，利润再次受压制。成本对苯乙烯价格的主导作用愈发明显，苯乙烯估值决定的价格空间不大。

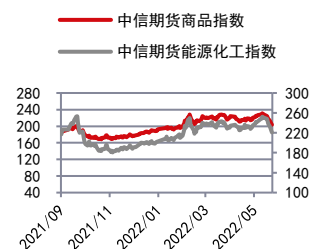
#### 下半年展望——成本主导波动区间，产能扩张压力不减

估值角度，三季度纯苯供需或再次偏紧，核心在于需求增量、存量均提升，而纯苯进口补充不足。后续纯苯供需紧张缓解有两种可能，一是盛虹炼化纯苯产出，国内对外依存度下降；二是下游库存压力增大，需求负反馈。纯苯供需格局决定其估值空间，原油影响成本线，相比于纯苯估值变化，成本波动亦需考虑。

需求角度，若终端温和改善，下游高成本高库存，产能/产量释放大概率不足。苯乙烯需求大幅增长的潜力不高，基本不可能与其高增速相匹配，主要是终端家电出口继续放缓，内需提振空间受限。下游新产能投放需要更低的苯乙烯价格给予弹性需求释放空间。

供应角度，预计 2022 年末苯乙烯产能将扩张至 1971 万吨，同比 2021 年增加 610 万吨，产能压力巨大。随产能规模扩大，苯乙烯已迈入过剩的门槛，装置常规检修将长期处于高位，开工率的变化更多受需求与库存水平的影响。

**风险提示：**（1）原油波动改变成本中枢；（2）需求恢复不及预期（3）纯苯产能变化



### 化工品研究团队

研究员：

胡佳鹏

021-60812977

hujiapeng@citicsf.com

从业资格号：F3039655

投资咨询号：Z0013196

黄谦

021-60812989

huangqian@citicsf.com

从业资格号：F3063512

投资咨询号：Z0014611

杨家明

021-80401704

yangjiaming@citicsf.com

从业资格号：F3046931

投资咨询号：Z0015448

## 目 录

### 摘要

一、 表现回顾——出口成为亮点，成本延续强势.....	5
二、 成本分析——纯苯偏紧格局难改，关注原油变化.....	6
（一）纯苯——上下游增速不匹配，进口补充长期受限.....	6
（二）乙烯——供需偏弱，原油成本传导影响定价.....	10
三、 供需展望——内需提振或有限，供应宽松已成定局.....	11
（一）终端需求——出口继续放缓，内需亮点不足.....	11
（二）下游需求——高库存高成本，弹性需求未释放.....	13
（三）供应——产能扩张尚未结束，供应宽松已成定局.....	15
四、 风险提示.....	18
免责声明.....	19

## 图表目录

图表 1: 成本推动苯乙烯一路上行 单位: 元/吨.....	5
图表 2: 扩产周期下, 苯乙烯利润受压制 单位: 元.....	5
图表 3: 国内 EB 为全球洼地, 出口有优势 单位: 元/吨.....	5
图表 4: 国内纯苯开工低位回升 单位: %.....	5
图表 5: 美中价差快速提升, 国内进口优势不大 单位: 美元/吨.....	6
图表 6: 前期国产量不多, 进口补充有限, 纯苯港口库存下滑至历史低位 单位: 元/吨.....	6
图表 7: 虽然原油成本支撑下移, 但纯苯供需偏紧预期尚存, 预计纯苯跌幅不及原油 单位: 元/吨....	7
图表 8: 上半年裂解装置亏损降负, 海外纯苯供应下降 单位: 美元/吨.....	7
图表 9: 歧化、裂解利润修复, 国内纯苯维持高开工 单位: %.....	8
图表 10: 进口补充有限, 港口难呈现趋势性累库 单位: 万吨.....	8
图表 11: 韩中价差对纯苯进口有一定指引, 5-6 月份价差偏高, 影响 7-8 月进口 单位: 美元/吨.....	8
图表 12: 二季度纯苯进口持续下滑, 三季度进口仍有可能偏低 单位: 万吨.....	8
图表 13: 汽油基本面偏强, 辛烷值溢价仍居高位 单位: 美分/加仑.....	8
图表 14: 美国高辛烷值溢价尚存, 芳烃或持续偏紧 单位: 美分/加仑.....	8
图表 15: 西欧炼厂剩余产能不多, 成品油增产有限 单位: 万桶/日.....	9
图表 16: 进入旺季, 西欧汽油库存呈下滑趋势 单位: 万桶/日.....	9
图表 17: 美国甲苯调油溢价较高, 亚洲套利窗口打开 单位: 美元/吨.....	9
图表 18 甲苯调油经济性高于歧化, 亚洲纯苯开工中短期偏低, 纯苯海外供应紧张 单位: %.....	9
图表 19: 国内纯苯产量环比提升, 考虑茂名、上海石化停车, 中短期纯苯供应增长空间不大 单位: 万吨.....	9
图表 20: 产业链利润集中于上游, 下游利润长期承压 单位: 元/吨.....	9
图表 21 纯苯主要下游 CPL 利润承压, 预计开工弱势; 其他下游利润尚可, 开工走弱概率不大 单位: %.....	10
图表 22: 供应弹性有限, 需求有望提升 (主要是苯乙烯检修结束), 纯苯去库概率较高 单位: 万吨..	10
图表 23: 纯苯供需向好, 估值长期较高 单位: 美元/吨.....	10
图表 24: 纯苯相对 PX 估值偏高 单位: 元/吨.....	10
图表 25 国内纯苯 2022 年月度供需平衡表预估.....	10
图表 26: 乙烯下游基本面偏弱, 单体价格承压 单位: 美元/吨.....	11
图表 27: EG、SM 净回值均偏低 单位: 元/吨.....	11
图表 28: 上半年海外家电需求表现弱势, 下半年大概率延续 单位: 万台.....	12
图表 29: 相比服务和非耐用品消费, 美国耐用品消费支出同比下降明显 单位: %.....	12
图表 30: 美国新建住宅与成屋销售略显颓势, 海外地产或进入下行周期 单位: %.....	12
图表 31: 疫情对家电销售影响明显, 考虑家电自身增长潜力有限, 需求回补的家电销售亦不容乐观 单位: 亿元.....	12
图表 32: 大中城市商品房成交环比改善, 持续性有待观察, 地产后周期对下半年家电销售难有贡献 单位.....	13
图表 33 疫情前汽车产销较好, 复工复产后, 汽车或回归高景气度 单位: 万台.....	13
图表 34: 上半年 EPS 产量同比下滑 单位: %.....	14
图表 35: 上半年 PS 产量呈现高增长 单位: %.....	14
图表 36: ABS 产量增长相对 PS 有限 单位: %.....	14
图表 37: 下游利润受挤压, 低利润或为常态 单位: 万吨.....	14

图表 38: 内需疲软, 出口增加 单位: 万吨.....	14
图表 39: 产能高速扩张, PS 对外依存度降低 单位: 万吨.....	14
图表 40: ABS 国产挤压进口份额 单位: 万吨.....	15
图表 41: 终端疲软, 下游高库存去化难度大 单位: 万吨.....	15
图表 42: 三大下游对苯乙烯需求提升缓慢 单位: 万吨.....	15
图表 43: PS 表现相对偏弱, 开工大幅下降也未能促使高库存去化 单位: 万吨.....	15
图表 44: 从 2019 年开始至今, 苯乙烯产能快速扩张周期尚未结束 单位: %.....	16
图表 45: 利润不佳, 苯乙烯边际装置停车, 常规检修居高不下 单位: %.....	16
图表 46: 需求不佳、利润承压, 苯乙烯开工明显低于往年 单位: %.....	16
图表 47: 供应预期压力较高, 苯乙烯边际装置亏损成为常态 单位: 元/吨.....	16
图表 48: 苯乙烯有望长期净出口 单位: 元.....	17
图表 49: 美国苯乙烯出口优势不大 单位: 美元/吨.....	17
图表 50: 中国价格对海外有吸引力 单位: 美元/吨.....	17
图表 51: 国内苯乙烯 2022 年月度供需平衡表预估.....	17
图表 52: 苯乙烯产业链上下游投产列表.....	18

## 一、表现回顾——出口成为亮点，成本延续强势

1 月-3 月上旬苯乙烯延续 2021 年末上涨趋势，背后推动主要是原油强势成本支撑。

3 月中旬苯乙烯高位回落，原油成本支撑转弱，市场对疫情影响需求的担忧隐现，苯乙烯利润承压，价格下行。

4 月-6 月中旬苯乙烯重心上移，原油推动、纯苯港口库存降至低位、苯乙烯出口表现亮眼、供应超预期下滑等因素共同作用下，苯乙烯一路上行并在 6 月中旬达到历史高点 11515 元/吨。

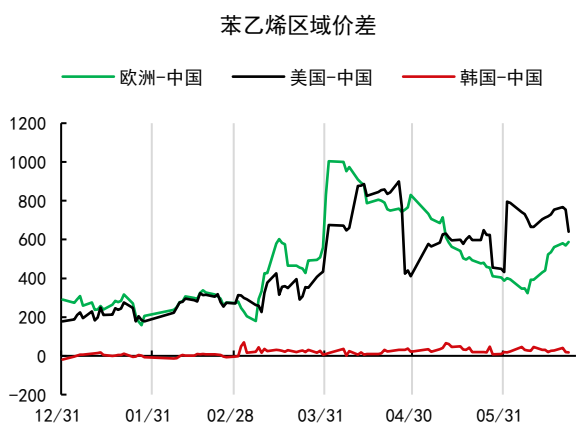
此后苯乙烯快速回落，原油支撑放缓是主要原因。基本面角度，苯乙烯供应预期承压、需求改善不明显，利润再次受挤压。

图表 1：成本推动苯乙烯一路上行 单位：元/吨



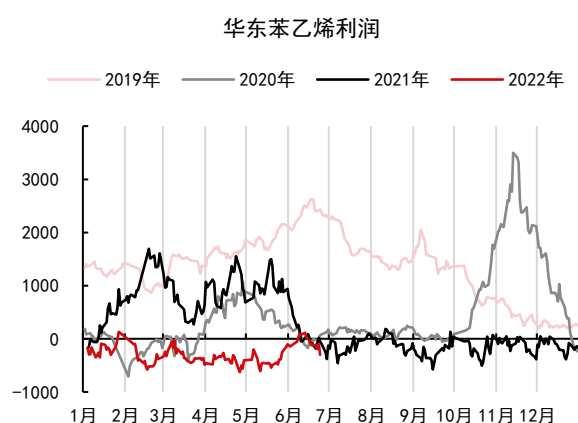
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 3：国内 EB 为全球洼地，出口有优势 单位：元/吨



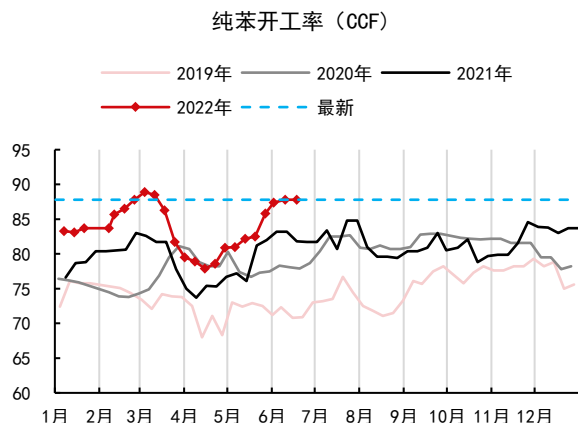
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 2：扩产周期下，苯乙烯利润受压制 单位：元



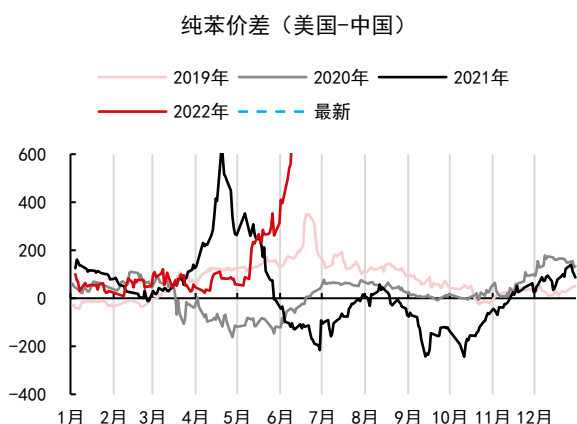
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 4：国内纯苯开工低位回升 单位：%



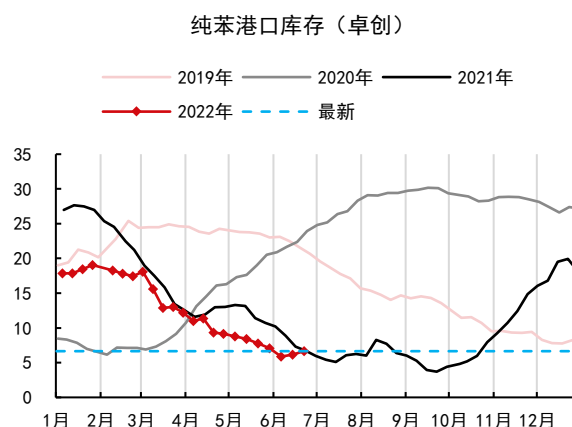
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 5：美中价差快速提升，国内进口优势不大 单位：美元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 6：前期国产量不多，进口补充有限，纯苯港口库存下滑至历史低位 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

## 二、成本分析——纯苯偏紧格局难改，关注原油变化

回顾上半年，纯苯价格一路上行，1-2 月成本原油为主要推动。3-5 月纯苯港口库存持续下降至绝对低位，一是供应偏低，海内外裂解装置亏损性减产，国产量和进口量双双下滑；二是核心下游苯乙烯投产顺利，纯苯需求大幅提升。进入 6 月纯苯下游意外停产较多，国产供应回升、进口到港增加，纯苯供需转向宽松。

展望下半年，三季度纯苯供需或再次偏紧，核心在于需求增量、存量均提升，而纯苯进口补充不足。后续纯苯供需紧张缓解有两种可能，一是盛虹炼化纯苯产出，国内对外依存度下降；二是下游库存压力增大，需求负反馈。纯苯供需格局决定其估值空间，原油影响成本线，相比于纯苯估值变化，成本波动亦需考虑。

### （一）纯苯——上下游增速不匹配，进口补充长期受限

（1）需求层面，存量开工有望提升，上下游产能增速不匹配。6 月纯苯需求下滑幅度较大，主要是下游临时停车/利润偏低降负。疫情管控放松后终端复工复产不及预期，但不可否认的是终端在改善，只是节奏偏慢。鉴于此，下游存量开工将趋势性回升。增量方面，苯乙烯、己内酰胺、己二酸、酚酮产能增速折纯苯依次为 7.8%、1.2%、1.5%、2%，纯苯产能增速仅为 6%，上下游投产增速严重不匹配，纯苯偏紧格局难改。

（2）供应层面，进口难增长，国产维持高位。首先看进口，美国出行旺季，



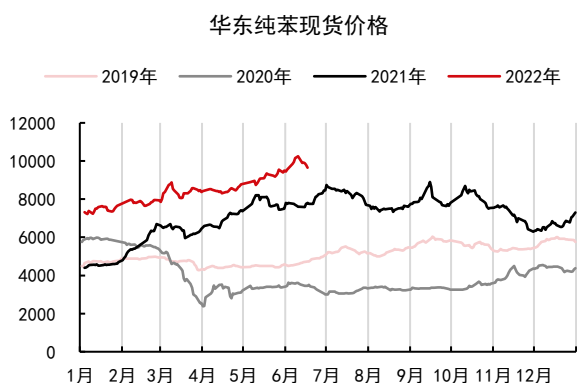
汽油辛烷值缺失，甲苯调油经济性提升，韩国、美国歧化负荷或持续偏低，美韩纯苯价差偏高，中国进口优势不大。5 月份开始美国重整油与 RBOB 价差大幅增长，同时芳烃调油经济性暴涨，有两方面原因，一是欧洲对美国的汽油组分输送不足，西欧炼厂检修产能偏低，且旺季支撑下库存也呈现趋势性下降；二是美国重质油品进口下滑，不仅限制了汽油产量提升而且使得汽油辛烷值缺失。为填补汽油组分缺口，美国开始从亚洲寻求高辛烷值调油料，带动亚洲芳烃调油经济性迅速增长。

进口数据暂未有官方渠道，价差表明美亚甲苯套利空间打开。亚洲到美国船期 1.5-2 个月，美国出行旺季一般持续到 9 月中下旬，从时间上计算，亚美套利窗口期尚存，亚洲甲苯调油经济性也将处于高位，韩国甲苯歧化装置提负较为困难，纯苯出口量下降。美国炼厂开工已接近极限，内需一般但出口旺盛，出行旺季结束前，预计 STDP 开工不高，纯苯产量偏低。虽然纯苯涨幅过大，苯乙烯企业有降负意愿，但短期美国纯苯供应偏紧状态延续，大跌的可能性不大。美韩价差高位，纯苯或更多流向美国，中国进口补充受限。长期来看，出行旺季结束后，海外纯苯紧张缓解。鉴于美国长期停产纯苯装置较多，纯苯依靠进口补充，中国纯苯进口仍受限。

国内供应方面，存量装置检修将环比下降，纯苯供应或维持高位。上海石化装置停车对国内纯苯供应影响较大，纯苯产能 55 万吨，停车前 3#重整装置即将重启，预估月度产量损失 4 万吨左右。增量主要是盛虹炼化 130 万吨纯苯投产。

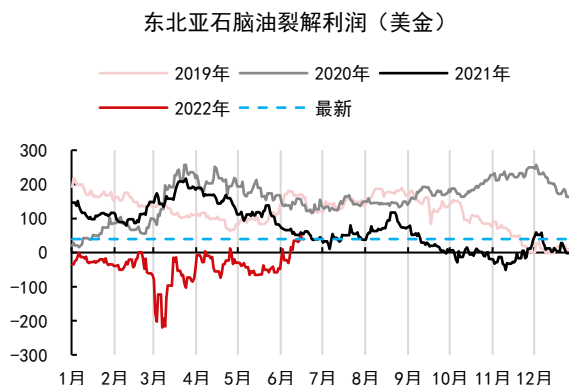
（3）估值角度，尽管纯苯相比原油、PX 的价差偏高，下游苯乙烯、CPL 等均亏损，但纯苯自身供需偏紧格局难改，中长期内仍将是产业链中利润丰厚的一环。纯苯对下游利润的挤压抑制下游开工提升，6 月份上下游矛盾不大，后续关注矛盾累积情况，需求端对纯苯负反馈。

图表 7：虽然原油成本支撑下移，但纯苯供需偏紧预期尚存，预计纯苯跌幅不及原油 单位：元/吨



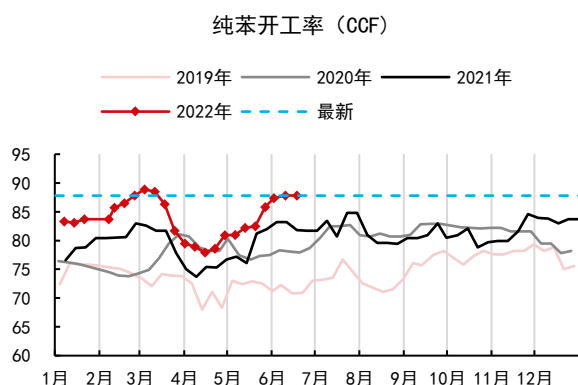
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 8：上半年裂解装置亏损降负，海外纯苯供应下降 单位：美元/吨



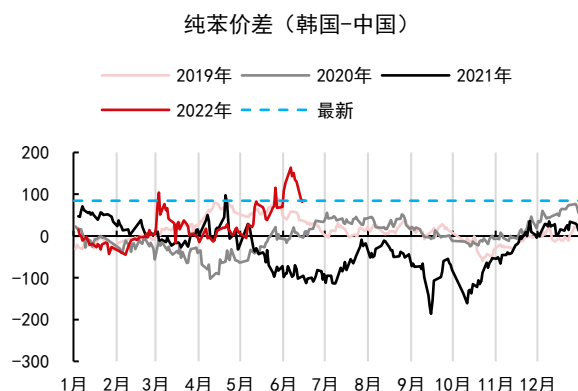
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 9：歧化、裂解利润修复，国内纯苯维持高开工 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 11：韩中价差对纯苯进口有一定指引，5-6 月份价差偏高，影响 7-8 月进口 单位：美元/吨



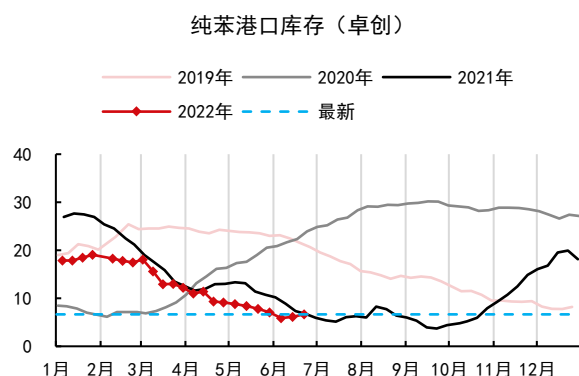
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 13：汽油基本面偏强，辛烷值溢价仍居高位 单位：美分/加仑



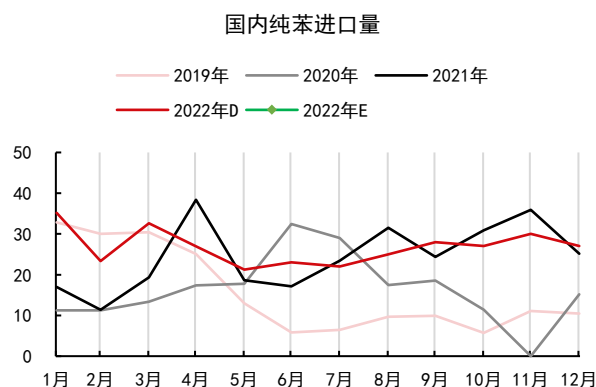
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 10：进口补充有限，港口难呈现趋势性累库 单位：万吨



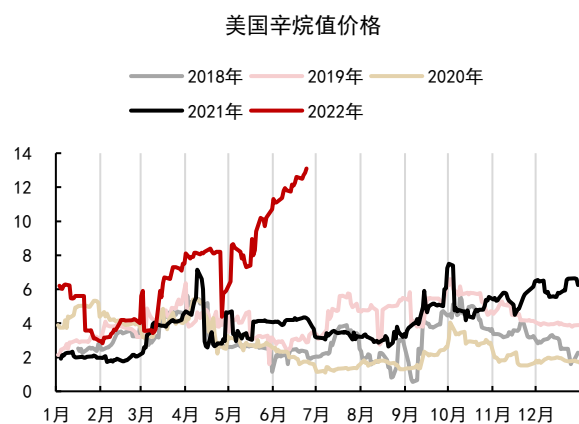
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 12：二季度纯苯进口持续下滑，三季度进口仍有可能偏低 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

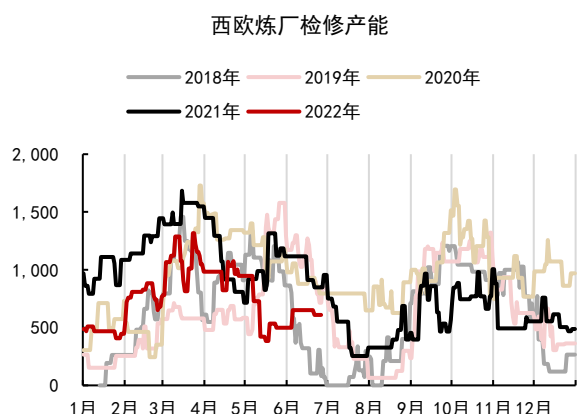
图表 14：美国高辛烷值溢价尚存，芳烃或持续偏紧 单位：美分/加仑



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

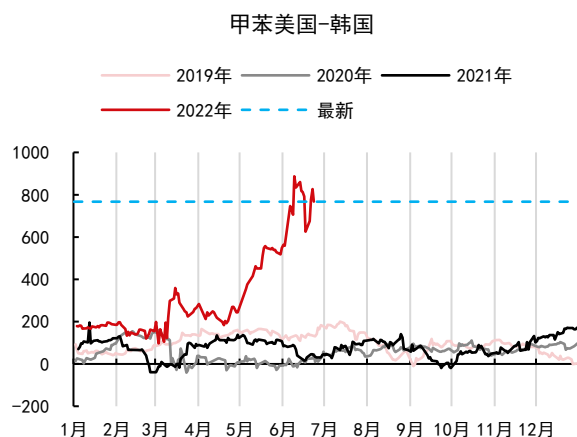


图表 15：西欧炼厂剩余产能不多，成品油增产有限 单位：万桶/日



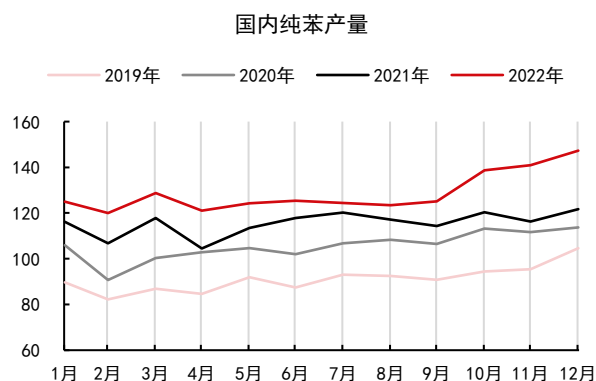
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 17：美国甲苯调油溢价较高，亚洲套利窗口打开 单位：美元/吨

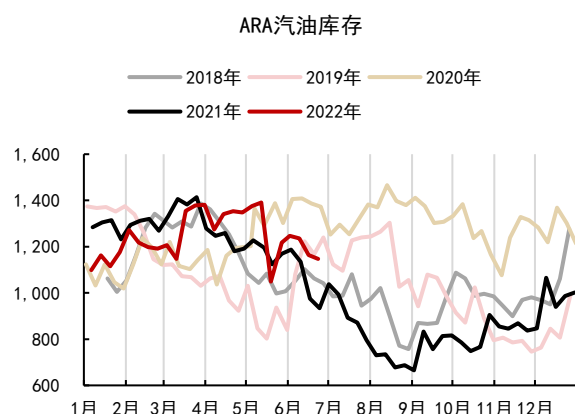


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 19：国内纯苯产量环比提升，考虑茂名、上海石化停车，中短期纯苯供应增长空间不大 单位：万吨

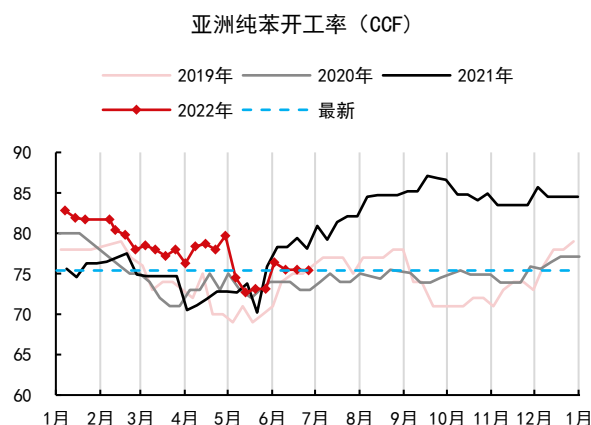


图表 16：进入旺季，西欧汽油库存呈下滑趋势 单位：万桶/日



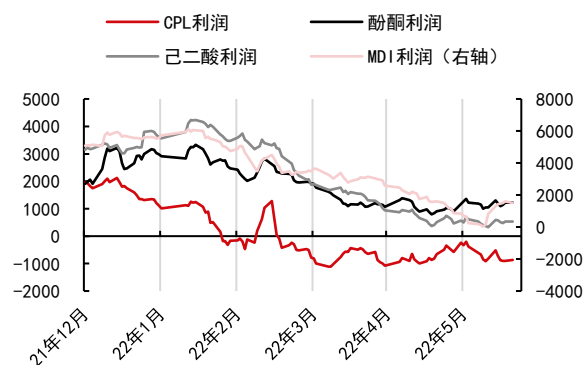
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 18 甲苯调油经济性高于歧化，亚洲纯苯开工中短期偏低，纯苯海外供应紧张 单位：%



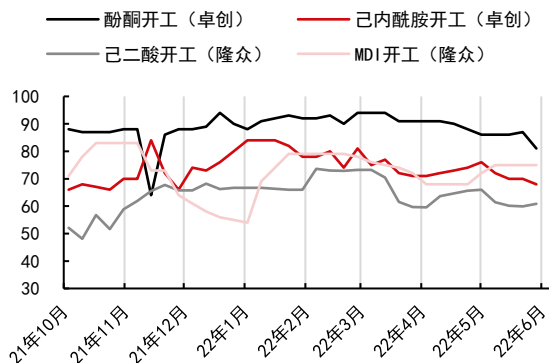
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 20：产业链利润集中于上游，下游利润长期承压 单位：元/吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 21 纯苯主要下游 CPL 利润承压, 预计开工弱势; 其他下游利润尚可, 开工走弱概率不大 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 23: 纯苯供需向好, 估值长期较高 单位: 美元/吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

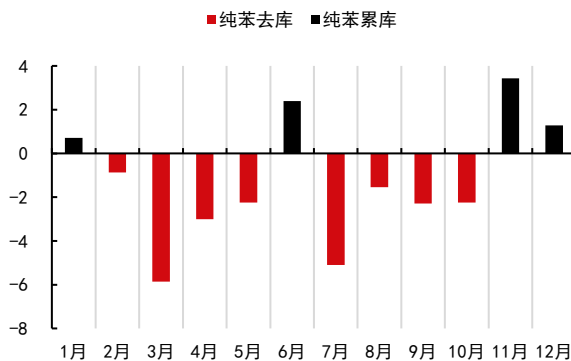
图表 25 国内纯苯 2022 年月度供需平衡表预估

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
石油苯产量	125	120	129	121	122	125	124	123	124	139	141	147
加氢苯产量	27	24	26	30	30	30	30	30	30	30	30	30
纯苯净进口量	35	23	33	27	21	26	24	27	30	27	30	27
纯苯供应	187	167	187	178	173	181	178	180	184	196	201	204
苯乙烯需求	93	86	91	86	91	84	97	96	99	105	107	112
己内酰胺产量	38.6	35.0	37.0	33.1	35.4	33.6	35.6	35.0	35.6	36.1	33.9	35.7
苯酚产量	28.9	26.5	29.6	31.2	30.8	30.8	31.9	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
MDI产量	12.7	18.2	18.0	16.2	15.9	16.5	18.0	16.5	19.5	18.0	18.0	16.5
己二酸产量	16.8	15.2	16.8	13.9	17.1	16.0	16.5	16.5	16.5	17.0	17.0	17.0
其他需求	11.2	2.9	17.3	15.7	1.4	8.0	1.0	1.0	1.0	5.0	5.0	5.0
纯苯需求	186	168	193	181	176	173	183	182	187	198	197	203
纯苯平衡	0.7	-0.9	-5.9	-3.0	-2.2	7.1	-5.8	-2.2	-3.0	-2.2	3.4	1.3

资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

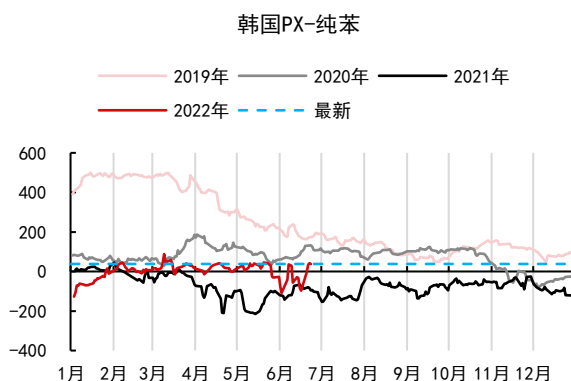
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 22: 供应弹性有限, 需求有望提升 (主要是苯乙烯检修结束), 纯苯去库概率较高 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 24: 纯苯相对 PX 估值偏高 单位: 元/吨



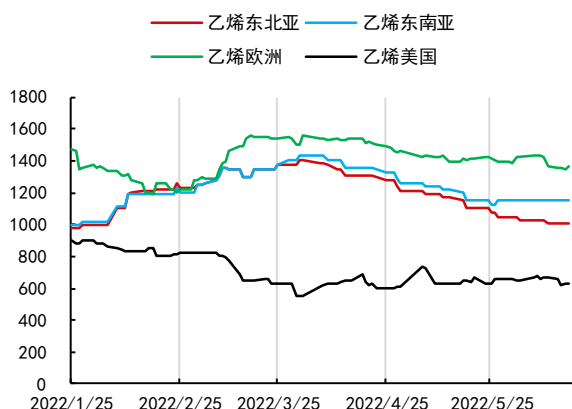
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

## (二) 乙烯——供需偏弱, 原油成本传导影响定价

乙烯主要下游 PE 和 MEG 需求偏弱, 单体供需宽松, 价格承压。预计乙烯价

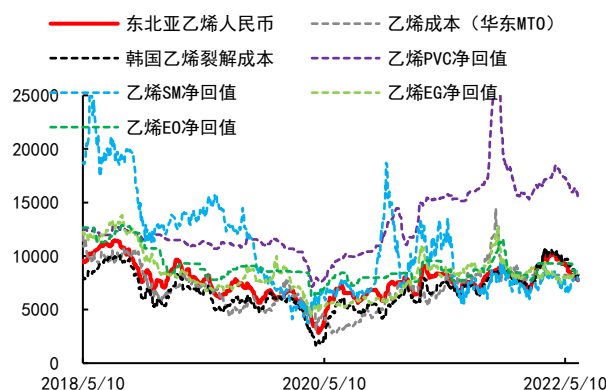
格将传导原料价格的波动，若原料强势依旧，乙烯也会持续增强苯乙烯的成本支撑，但对苯乙烯产生独立影响的概率不大。

图表 26：乙烯下游基本面偏弱，单体价格承压 单位：美元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 27：EG、SM 净回值均偏低 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

### 三、供需展望——内需提振或有限，供应宽松已成定局

展望下半年，苯乙烯基本面不确定性较大，主要是苯乙烯供需弹性较高。若终端温和改善，下游高成本高库存，产能释放大概率不足。苯乙烯产能增长迅速，检修增多、出口同比正增长有助于缓解苯乙烯过剩压力，不过处于扩产周期的苯乙烯，供应过剩、需求空间有限的预期会压制利润修复。

#### （一）终端需求——外需继续放缓，内需亮点不足

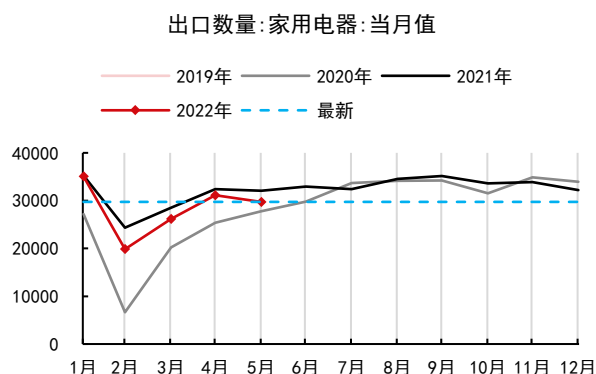
上半年海外家电需求表现弱势，有多重原因，一是耐用品消费在疫情期间已经过度透支；二是受加息预期影响，海外需求降温。从消费分类来看，1-5 月美国个人消费支出同比下降，相较于服务和非耐用品支出，耐用品支出下滑明显，预计未来消费结构或将继续偏向服务端和非耐用消费品。美国强势加息，成屋销售以及新建住房销售均环比走弱，家电消费或陷入低迷。汇率贬值、海运费下调不足以对冲海外内生需求弱势，预计下半年海外需求继续放缓，我国耐用品出口增速持续回落。

内需层面，家电和汽车是苯乙烯主要消费领域。对于家电，我们认为，即便政策推动，家电环比改善但同比正增长或较难实现。今年以来，政府多次提及稳增长促消费，鼓励有条件区域开展绿色智能家电下乡和以旧换新，各省市消费刺激措施也在不断出台。作为耐用品，家电置换周期平均为 10 年，近年历过一轮换新后，我国家电保有量也接近天花板，因此行业增长空间相对受限。

从地产对家电带动来看，地产销售在6月中旬企稳，而地产销售领先家电销售3-6个月，上半年地产的弱势将继续对下半年家电形成拖累。另外，地产销售环比改善的持续性有待观察，主要是本次改善有疫情回补因素，三四线城市表现明显不及一二线城市。

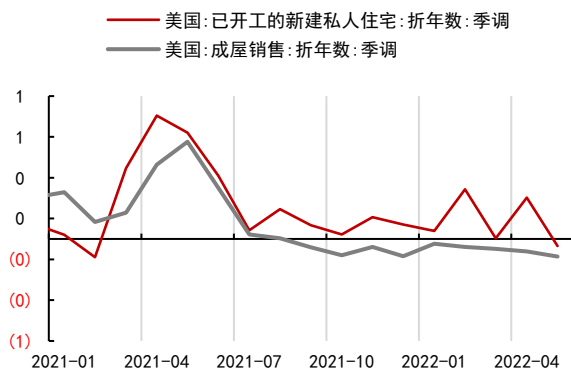
汽车行业为苯乙烯下游 PS、ABS 的主要终端，一季度汽车产销表现亮眼，4-5 月受疫情影响汽车销售表现低迷。复工复产后汽车需求回补，叠加新能源汽车下乡政策的扶持，汽车产销有望继续修复并相对较快增长。

图表 28：上半年海外家电需求表现弱势，下半年大概率延续 单位：万台



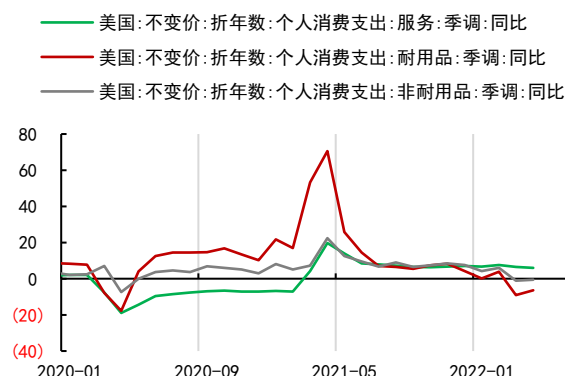
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 30：美国新建住宅与成屋销售略显颓势，海外地产或进入下行周期 单位：%



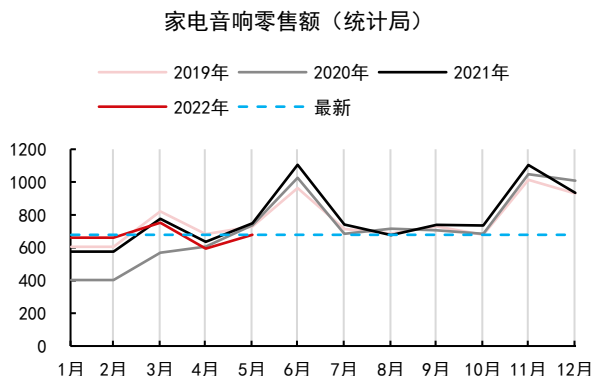
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 29：相比服务和非耐用品消费，美国耐用品消费支出同比下降明显 单位：%



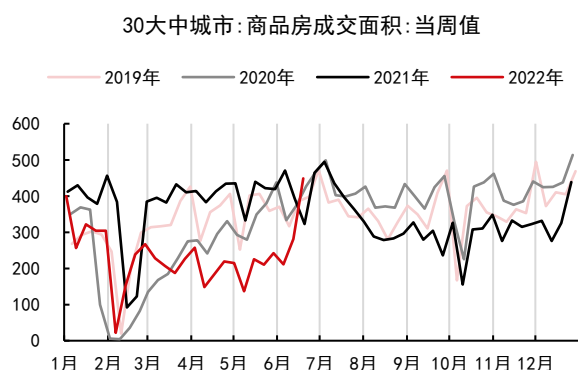
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 31：疫情对家电销售影响明显，考虑家电自身增长潜力有限，需求回补的家电销售亦不容乐观 单位：亿元



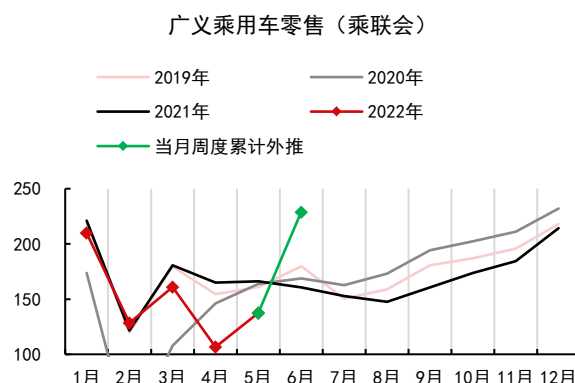
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 32：大中城市商品房成交环比改善，持续性有待观察，地产后周期对下半年家电销售难有贡献 单位



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 33 疫情前汽车产销较好，复工复产后，汽车或回归高景气度 单位：万台



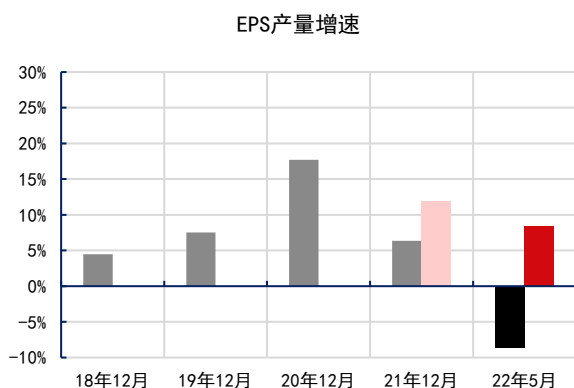
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

## （二）下游需求——高库存高成本，弹性需求未释放

2022 上半年苯乙烯三大下游 EPS/PS/ABS 产量增速分别为-9%/23%/3%，表观供应累积同比分别为-13%/7%/-2%。终端需求放缓，下游不同程度的感受到了利润和库存压力。苯乙烯需求大幅增长的潜力不高，基本不可能与苯乙烯高增速相匹配，主要是终端家电出口继续放缓，内需提振空间受限，下游新产能投放需要更低的苯乙烯价格给予弹性需求释放空间。预计下半年，三大下游对苯乙烯需求环比略增长，EPS/PS/ABS 均有投产计划，具体增速需要考虑产业链库存、利润以及终端恢复情况。

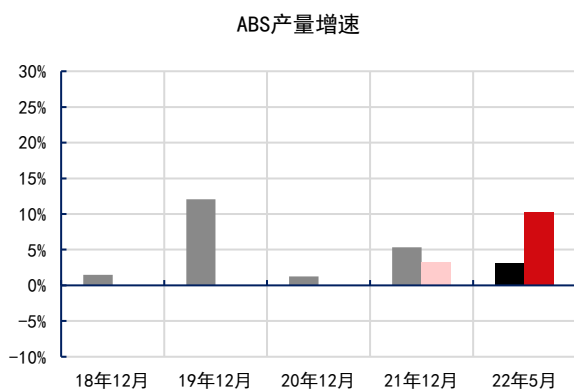
EPS 应用集中于保温外墙以及家电外包装，上半年 EPS 开工并不高，净出口环比增长 94.5%，内需承压明显。EPS 新增产能转换为苯乙烯需求增量的难度较大，EPS 特点是企业集中度较高，装置开停相对方便，在下半年海外经济放缓、内需改善不乐观情况下，为保利润企业可能不会提产量。PS/ABS 从 2021 年进入投产周期，进口依存度下降，2022 年上半年净进口分别为-35.7%/-15.5%，下半年 PS 和 ABS 多套装置计划投产，新装置投产一般开工负荷较高，二者进口量有望继续被挤出。考虑 PS 盈利不佳，开工大幅下降也未能促使高库存去化，对苯乙烯需求增长贡献或弱于 ABS。

图表 34：上半年 EPS 产量同比下滑 单位：%



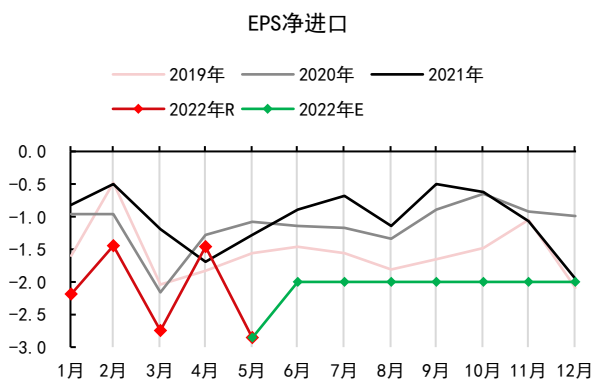
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 36：ABS 产量增长相对 PS 有限 单位：%



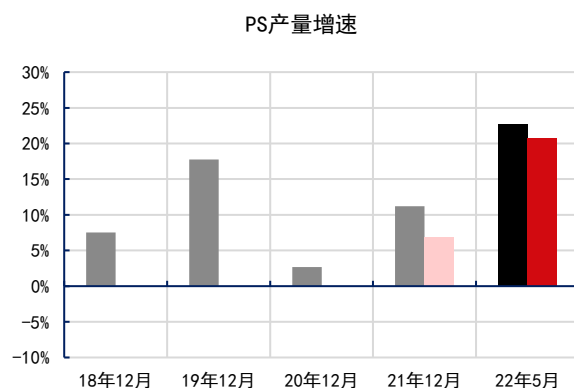
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 38：内需疲软，出口增加 单位：万吨



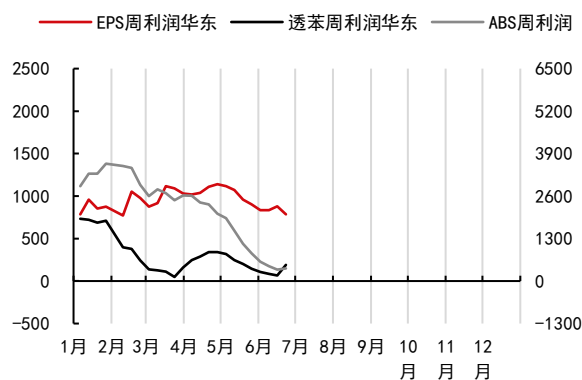
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 35：上半年 PS 产量呈现高增长 单位：%



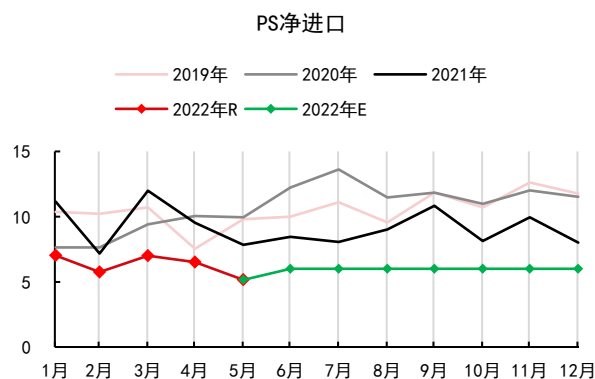
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 37：下游利润受挤压，低利润或为常态 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

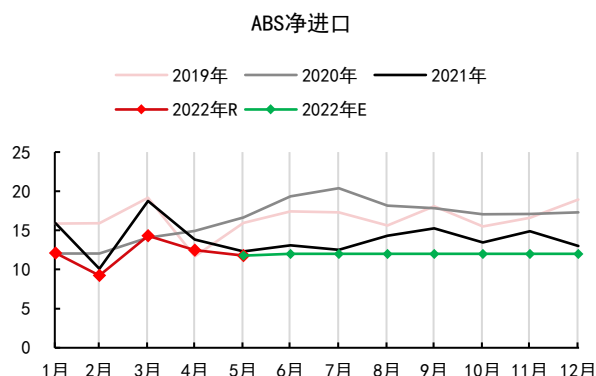
图表 39：产能高速扩张，PS 对外依存度降低 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

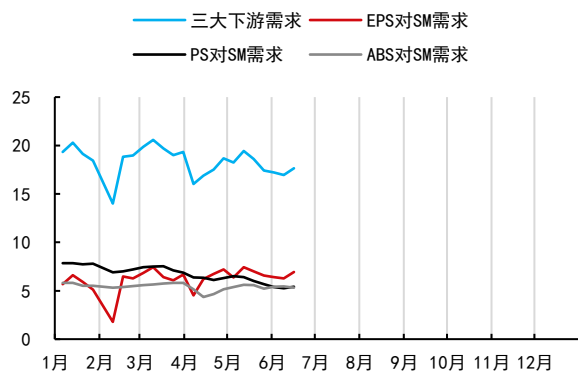


图表 40: ABS 国产挤压进口份额 单位: 万吨



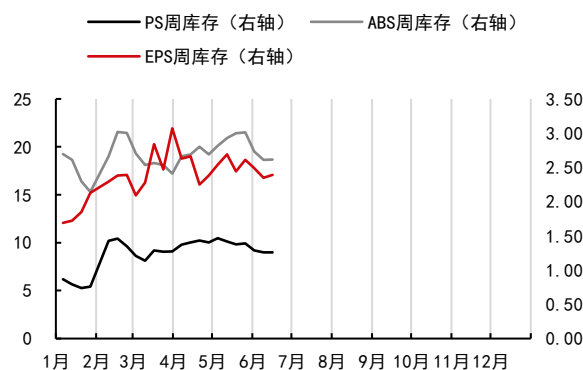
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 42: 三大下游对苯乙烯需求提升缓慢 单位: 万吨



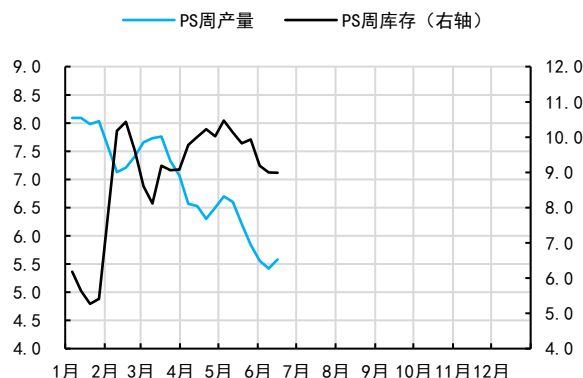
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 41: 终端疲软, 下游高库存去化难度大 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 43: PS 表现相对偏弱, 开工大幅下降也未能促使高库存去化 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

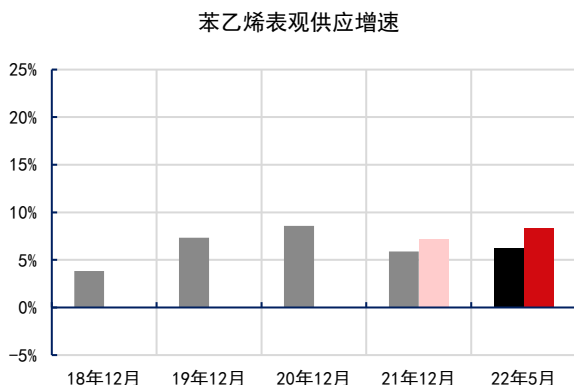
### （三）供应——产能扩张尚未结束，供应宽松已成定局

2022 年上半年苯乙烯产能继续迅速增长，万华、利华益、镇利以及茂名石化共计 4 套装置已投产，新增产能共计 263 万吨。后期天津渤化、安庆石化、连云港石化等装置年内有计划投产，预计 2022 年末苯乙烯产能将扩张至 1971 万吨，同比 2021 年增长 610 万吨，产能压力巨大。

面对产能的飞速增长，上半年苯乙烯检修比例上升至 21.6%，远超 2019-2020 年常规 10-15% 的检修量。苯乙烯非一体化装置亏损近一年，大部分边际装置已停车，约占苯乙烯非一体化产能 36%。6 月情况较为特殊，苯乙烯大型工厂临时检修增多，供应超预期下滑，苯乙烯利润修复，玉皇、江苏利士德等长停装置重启。对于后市，我们认为随产能规模扩大，苯乙烯已迈入过剩的门槛，装置常规检修将长期处于高位，开工率的变化更多受需求与库存水

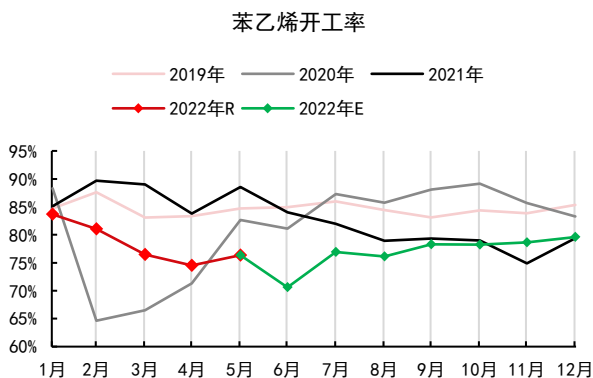
平的影响。

图表 44：从 2019 年开始至今，苯乙烯产能快速扩张周期尚未结束 单位：%



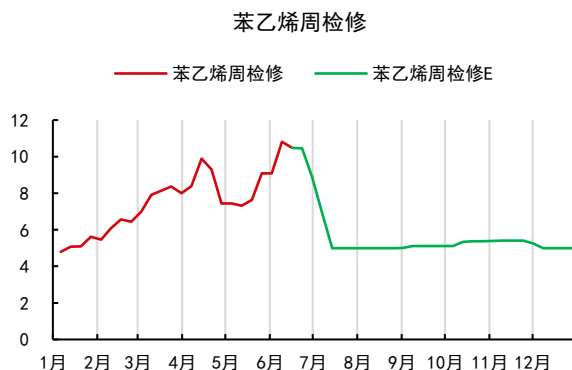
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 46：需求不佳、利润承压，苯乙烯开工明显低于往年 单位：%



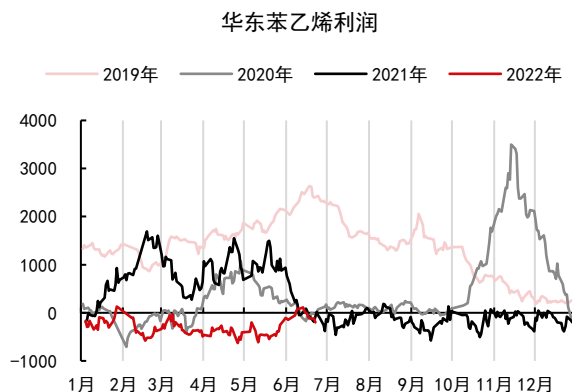
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 45：利润不佳，苯乙烯边际装置停车，常规检修居高不下 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

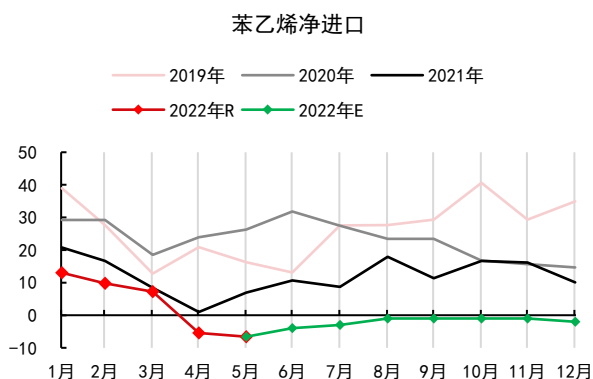
图表 47：供应预期压力较高，苯乙烯边际装置亏损成为常态 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

4 月国内苯乙烯转为净出口，有三个原因，一是海外能源价格较高，欧洲装置因成本压力停车，供应缺口放大；二是美国装置集中检修，由主要出口地区转变为供需紧平衡区域；三是中国产能过剩，价格为全球洼地，企业积极出口。进入 6 月美国检修装置陆续重启，近期因纯苯价格飞涨，苯乙烯预备重启的装置推迟，部分企业亦有降负意愿。中东装置发布不可抗力停车至今未恢复，欧洲供应仍有缺口。综合来看，我国出口机会尚存，出口量或不及 5 月高峰时期，进口长期偏低，下半年维持净出口的可能性较大。

图表 48：苯乙烯有望长期净出口 单位：元



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 50：中国价格对海外有吸引力 单位：美元/吨



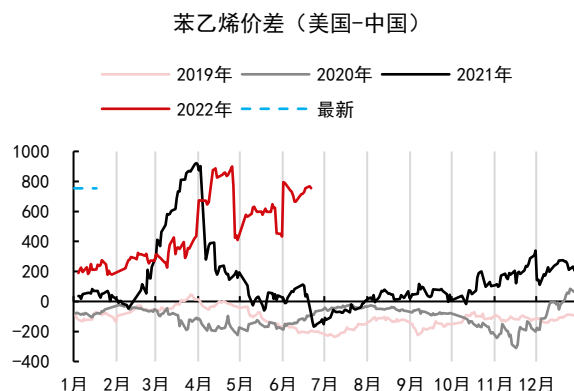
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 51：国内苯乙烯 2022 年月度供需平衡表预估

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
国内产量	118	109	115	109	115	107	123	121	125	134	136	142
净进口	13.0	9.8	7.2	-5.4	-6.6	-4.0	-3.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-2.0
全部供应	131	119	122	103	108	103	120	120	124	133	135	140
EPS产量	23.0	19.4	31.8	28.4	32.8	30.0	32.0	32.0	34.0	34.0	31.0	28.0
PS产量	35.5	29.1	33.2	27.6	27.5	24.0	27.0	31.0	33.0	32.0	29.0	31.0
ABS产量	40.6	35.3	39.6	33.2	38.2	38.0	39.0	40.0	41.0	42.0	41.0	43.0
其他需求	42.8	44.3	40.9	32.0	29.7	31.0	34.0	38.0	40.0	37.0	36.0	35.0
表观需求	124	112	127	106	110	106	114	123	129	126	118	118
库存变化	7.1	6.2	-5.0	-2.6	-2.2	-3.2	5.6	-2.2	-5.0	6.8	16.1	22.0

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 49：美国苯乙烯出口优势不大 单位：美元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 52：苯乙烯产业链上下游投产列表

纯苯装置	产能	投产时间	苯乙烯装置	产能	工艺	投产时间	下游	下游装置	产能	投产时间
镇海二期	16	2022年1月	万华	65	POSM	2022年1月	EPS	青岛壬庚	30	2022年7月
福建联合扩能	6	2022年1月	利华益	72	乙苯脱氢	2022年1月	EPS	宁波见龙	15	2022年7月
九江石化	10	2022年6月	镇海利安德	66	POSM	2022年2月	EPS	安庆兴达	20	2022年7月
岚桥石化	5	2022年三季度	茂名石化	60	乙苯脱氢	2022年6月	PS	宁波利万	20	2022年3月
锦州石化	5	2022年三季度	天津渤化	45	POSM	2022年7月	PS	安徽昊源	10	2022年5月
锦西石化	5	2022年三季度	洛阳石化	12	乙苯脱氢	2022年三季度	PS	青岛海湾	20	2022年三季度
盛虹一期	130	2022年四季度	安庆石化二期	40	乙苯脱氢	2022年三季度	PS	河北盛腾	10	2022年三季度
海南炼化	20	2022年四季度	连云港石化	60	乙苯脱氢	2022年四季度	PS	新浦化学	10	2022年四季度
富海威联二期	30	2022年	广东石化	80	乙苯脱氢	2022年四季度	PS	星辉环材	18	2022年
			淄博峻辰	50	乙苯脱氢	2022年四季度	PS	昌亚石化	10	2022年
			浙石化二期1/2#	120	POSM	2022/2023年	PS	一塑一期	40	2022年
酚酮装置	产能	投产时间	己内酰胺装置	产能	投产时间		PS	漳州奇美	35	2022年
浙石化	40	2022年3月	沧州旭阳	30	2022年三季度		PS	连云港石化	20	2022年
瑞恒	40	推迟至三季度	福建锦江	20	2022年四季度		ABS	LG惠州	15	2022年3月
盛虹	40	2022年四季度	己二酸装置	产能	投产时间		ABS	宁波台化	25	2022年三季度
			华峰	20	已投产		ABS	利华益	40	2022年三季度
			河南峡光	30	2022年三季度		ABS	中石油揭阳	60	2022年四季度
			平煤神马	25	2022年三季度		ABS	新浦化学	21	2022年四季度
							ABS	广西长科	50	2022年
							ABS	浙石化	40	2022年

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

## 四、风险提示

- (1) 原油波动改变成本中枢
- (2) 需求恢复不及预期
- (3) 苯乙烯投产装置供应提前释放
- (4) 纯苯新产能变化

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>