

过剩压力犹存，成本或为价格中枢

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

展望 2023 年，苯乙烯上下游仍高速扩张，下游增速与终端劈叉较大，预计产能无法全部释放，苯乙烯供应过剩压力犹存。估值修复的路径为调节供需弹性，方式包括非一体化减产、绝对低价吸引下游补库以及终端改善超预期。纯苯产能增速 10%，下游产能折纯苯为 21%。Q1 大炼化产能集中释放，纯苯过剩压力较大，随下游投产落地，纯苯供需或先松后紧。

摘要

2022 年回顾——成本先强后弱，EB 趋势性跟随

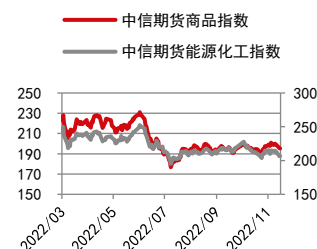
回顾上半年，苯乙烯重心上移，在 6 月中旬达到历史高点，原油强势成本支撑，纯苯供需紧张、苯乙烯出口表现亮眼、供应超预期下滑等因素依次发酵。此后原油支撑放缓。9 月盘面触底反弹，驱动在于临近交割，下游积极补空。随利润修复，苯乙烯供应弹性释放，10 月盘面承压下行。

2023 年展望——过剩压力犹存，成本或为价格中枢

供需分析，海外进入衰退概率较高，外需继续放缓；内需增长或由保交楼推动，疫情管控的不确定性较强。经过 2020-2022 年高速扩张，苯乙烯过剩格局基本确立。2023 年苯乙烯上下游仍处于扩产周期，预计苯乙烯产能增速 17%，下游新增产能折苯乙烯增速为 22.6%。假设终端需求增速 7%，而 EPS/PS/ABS 自身增速分别为 16%/25%/36%，下游增速与终端劈叉较大，产能无法全部释放，苯乙烯供应过剩压力犹存。估值修复的路径为调节供需弹性，方式包括非一体化减产、绝对低价吸引下游补库以及终端改善超预期。

成本展望，纯苯供需格局或先松后紧，乙烯支撑相对不强。纯苯产能增速 10%，下游产能折纯苯为 21%。国内大炼化新增产能在 Q1 集中释放，纯苯过剩压力较大，随下游投产落地，纯苯供需或在 Q2 迎来拐点。2023H1 东北亚乙烯裂解计划检修较多，乙烯可能对苯乙烯存阶段性强支撑。

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——成本先强后弱，EB 趋势性跟随	4
二、 供需展望——终端与下游增速不匹配，EB 过剩压力犹存	5
（一）终端需求——出口继续放缓，内需迎来修复	5
（二）上下游——终端扩张相对有限，苯乙烯格局仍宽松	7
三、 成本分析——纯苯偏紧格局难改，关注原油变化	9
（一）纯苯——上下游投产错配，纯苯或先松后紧	9
（二）乙烯——跟随原油波动，东北亚检修或为扰动	10
四、 风险提示	11
免责声明	12

图表目录

图表 1: 2022H1 纯苯估值表现优异, Q3 累库压力增大, 估值承压下行 单位: 美元/吨	4
图表 2: 2022H1 纯苯港口库存持续去库, Q3 出现库存拐点 单位: 万吨	4
图表 3: 海外能源危机为国内苯乙烯提供出口机会 单位: 万吨	4
图表 4: 苯乙烯供应弹性较大, Q2 低估值对供应有明显抑制 单位: 万吨	4
图表 5: 产能高速扩张背景下, 苯乙烯过剩难改, 利润承压 单位: 元/吨	5
图表 6: 2022H1 原油支撑下, 乙烯价格高位, 9 月东北亚乙烯检修增多, 乙烯暴涨 单位: 美元/吨	5
图表 7: 美国核心 CPI 尚处于高位, 加息终点未至, 海外衰退风险加剧 单位: %	6
图表 8: 疫情期间家电消费透支, 下半年外需放缓, 出口进一步走弱 单位: 万台	6
图表 9: 家电销售额同比表现一般 单位: 亿万	6
图表 10: 地产投资增速处于底部, 单月同比仍在回落 单位: %	6
图表 11: 保交楼推动, 竣工修复, 新开工修复时间偏长 单位: %	6
图表 12: 2016 年开始的期房销售累积了大量存量施工面积 单位: 万平方米	6
图表 13: 居民购房信心不足, 30 大中城市销售疲软 单位: %	7
图表 14: 2022 年汽车消费透支, 2023 年同比或下滑 单位: 万台	7
图表 15: 上下游仍高速扩张, 2023 年下游产能增速偏高 单位: %	8
图表 16: 2020-2022 年苯乙烯产能持续扩张, 过剩格局确立, 利润承压下行 单位: 万吨	8
图表 17: 受地产下行拖累, EPS 国内产量收缩 单位: %	8
图表 18: PS 挤出进口, 国内供应提升 单位: %	8
图表 19: APS 挤出进口, 国内供应提升 单位: %	8
图表 20: 2023 年苯乙烯供需平衡表 单位: 万吨	9
图表 21: 纯苯下游产能增速持续高于纯苯 单位: 万吨	10
图表 22: 外需放缓, 汽油裂解利润收窄 单位: 元	10
图表 23: 2023 年纯苯平衡表 单位: 万吨	10
图表 24: 2023 年纯苯-苯乙烯投产计划	11

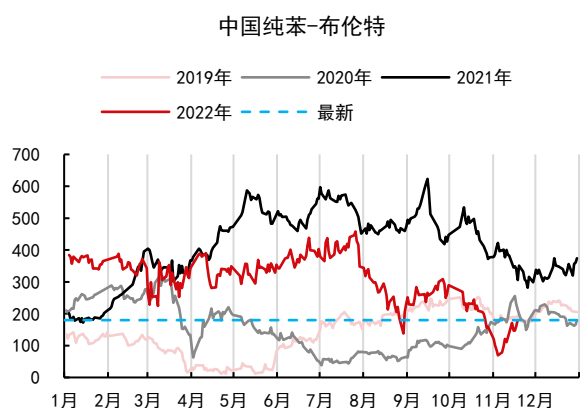
一、表现回顾——成本先强后弱，EB 趋势性跟随

上半年苯乙烯表现强势，背后推动略有差异。一季度苯乙烯延续 2021 年末上涨趋势，背后推动为原油强势成本支撑。二季度苯乙烯重心上移，原油强势、纯苯供需紧张、苯乙烯出口表现亮眼以及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。

7-8 月盘面快速回落，主要原因是原油支撑放缓。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。

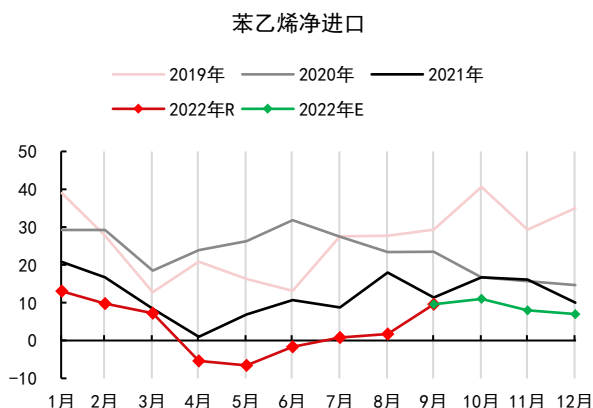
9 月苯乙烯触底反弹，驱动在于临近交割，下游积极补空。延续上行的逻辑为 1) 东北亚乙烯检修增多，乙烯价格暴涨；2) 9 月下游回暖，苯乙烯供需预期改善。随利润修复，苯乙烯供应弹性释放，10 月盘面承压下行。

图表 1：2022H1 纯苯估值表现优异，Q3 累库压力增大，估值承压下行 单位：美元/吨

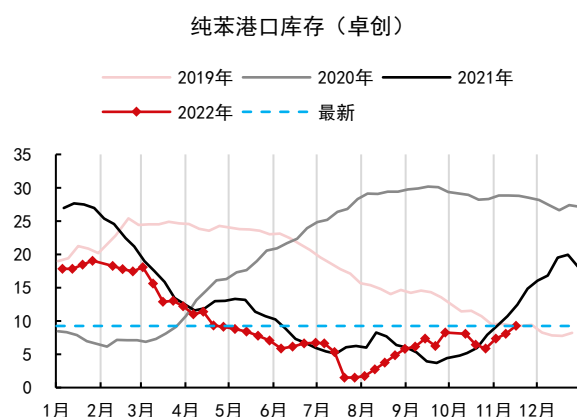


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 3：海外能源危机为国内苯乙烯提供出口机会 单位：万吨

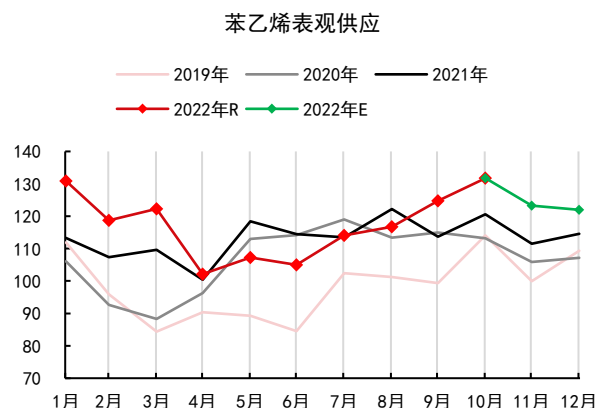


图表 2：2022H1 纯苯港口库存持续去库，Q3 出现库存拐点 单位：万吨



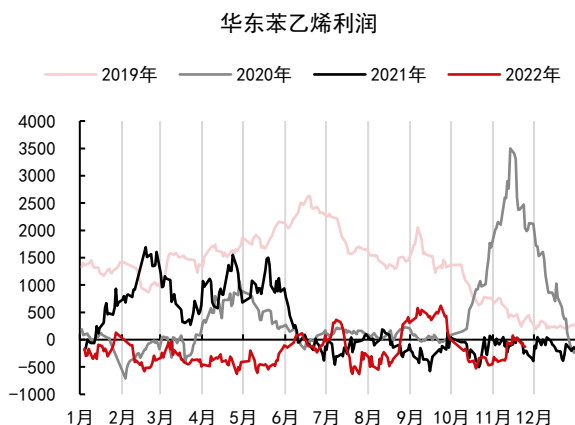
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 4：苯乙烯供应弹性较大，Q2 低估值对供应有明显抑制 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

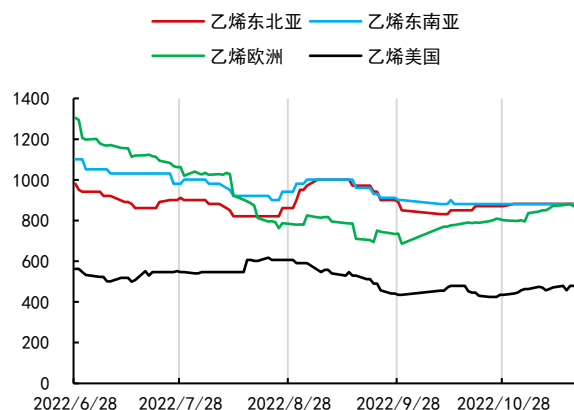
图表 5：产能高速扩张背景下，苯乙烯过剩难改，利润承压 单位：元/吨



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 6：2022H1 原油支撑下，乙烯价格高位，9 月东北亚乙烯检修增多，乙烯暴涨 单位：美元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

二、供需展望——终端与下游增速不匹配，EB 过剩压力犹存

展望 2023 年，海外进入衰退概率较高，外需继续放缓；内需增长或由保交楼推动，疫情管控的不确定性较强。经过 2020-2022 年高速扩张，苯乙烯过剩格局基本确立。2023 年上下游仍处于扩产周期，预计苯乙烯产能增速 17%，下游新增产能折合苯乙烯增速为 22.6%。假设终端需求增速 7%，而 EPS/PS/ABS 自身增速分别为 16%/25%/36%，下游增速与终端劈叉较大，产能无法全部释放，苯乙烯供应过剩压力犹存。估值修复的路径为调节供需弹性，方式包括非一体化减产、绝对低价吸引下游补库以及终端改善超预期。

（一）终端需求——出口继续放缓，内需迎来修复

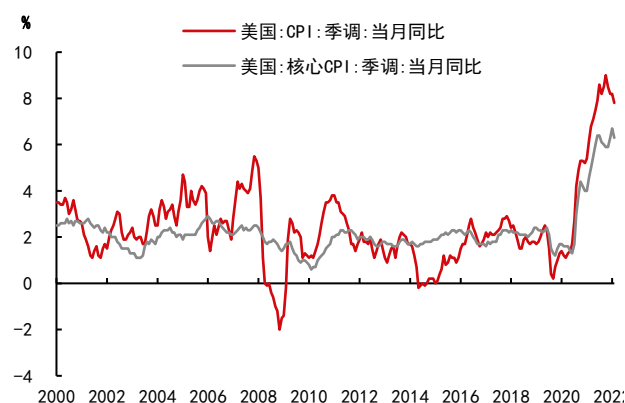
2022 年苯乙烯表观需求增速为 3%，增速相较 2021-2022 年放缓，背后原因为外需走弱叠加内需疲软。疫情期间海外家电消费透支，下半年海外进入加息周期，外需呈现趋势性走弱。国内耐用消费品表现不佳，地产处于周期底部对需求支撑有限。上海解封以及夏季高温带动冰箱/空调需求快速回暖，终端去库后的补库行为促使下游脉冲式好转。

展望 2023 年，苯乙烯终端增速或迎来修复，主要支撑是保交楼带动的竣工和家电需求回暖。美国核心 CPI 处于高位，美联储激进加息尚未至终点，海外进入衰退概率较大，外需或继续放缓。内需层面，疫情和地产是国内需求两大主线。若疫情管控趋松，居民收入预期有望改善，消费或迎来修复。地产尚处于

周期底部，政策频频托底，市场极度悲观预期有所修正，但居民购房信心的重塑以及房企流动性改善非朝夕之功，地产实际复苏路径或偏长。

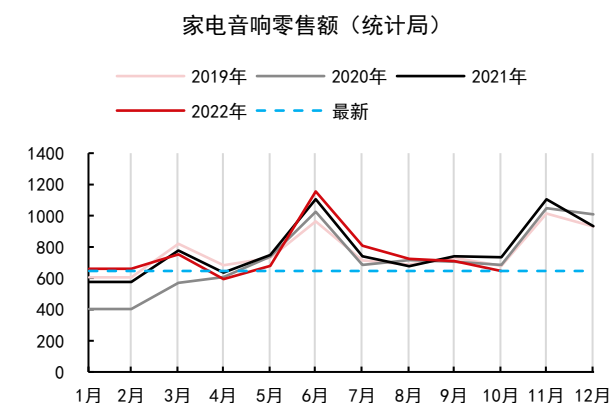
家电受地产周期影响较大，白电/厨电板块分别约 30%/70%的需求来自竣工。2016 年开始的期房销售累积了大量存量施工面积，地产待完工项目规模较大。明年保交楼政策托底，竣工或缓慢修复，重回上行仍需销售改善助力，预计竣工下半年修复斜率或高于上半年，家电需求亦前低后高。2022 年政策刺激透支汽车行业需求，2023 年汽车内需偏承压，不过出口的高速增长可能会对冲部分内需损失。

图表 7：美国核心 CPI 尚处于高位，加息终点未至，海外衰退风险加剧 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

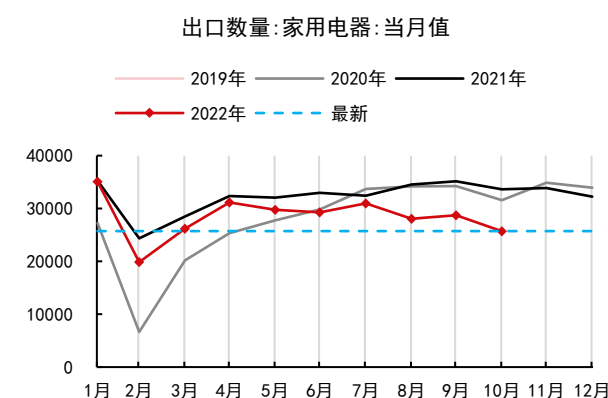
图表 9：家电销售额同比表现一般 单位：亿万



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

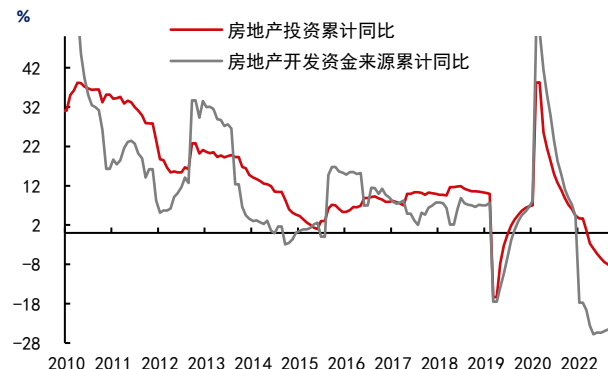
图表 11：保交楼推动，竣工修复，新开工修复时间偏长 单位：%

图表 8：疫情期间家电消费透支，下半年外需放缓，出口进一步走弱 单位：万台



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 10：地产投资增速处于底部，单月同比仍在回落 单位：%



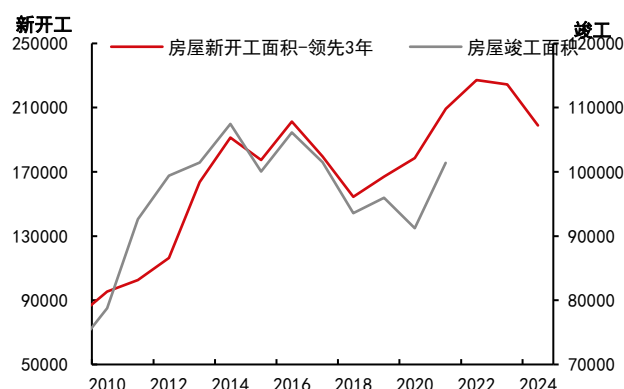
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 12：2016 年开始的期房销售累积了大量存量施工面积 单位：万平方米



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

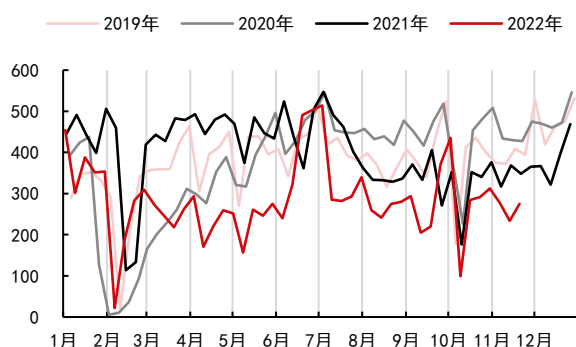
图 13: 居民购房信心不足, 30 大中城市销售疲软 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

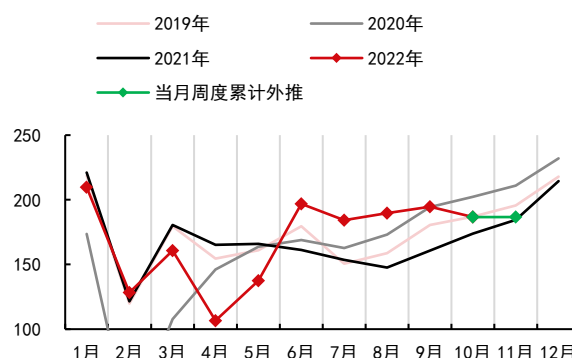
图 14: 2022 年汽车消费透支, 2023 年同比或下滑 单位: 万台

30 大中城市: 商品房成交面积: 当周值



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

广义乘用车零售（乘联会）



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

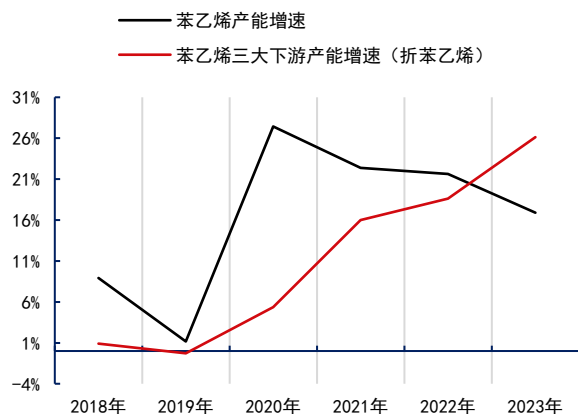
（二）上下游——终端扩张相对有限，苯乙烯格局仍宽松

苯乙烯扩产放缓，下游仍处于投产高峰期。相比于下游高速增长，终端改善相对有限。假设需求同比增长 7%，苯乙烯仍将处于过剩格局，供需再平衡需要上游压缩供应弹性，或低价刺激下游需求弹性。

预计 2023 年苯乙烯产能增速 17%，下游新增产能折合苯乙烯增速为 26%，其中 EPS+7.2%，PS+10.1%，ABS+8.8%。EPS/PS/ABS 投产较为灵活，具体产能增速需要考虑产业链库存、利润以及终端恢复情况。假设终端需求增速 7%，而按照投产计划 EPS/PS/ABS 自身增速分别为 16%/25%/36%，下游增速与终端劈叉较大，产能全部释放可能性偏低，苯乙烯过剩格局或难逆转。2022 年估值修复更多依赖供需弹性，该情况或延续至 2023 年。进出口方面，海外能源危机、停产增多，国内凭借价格优势出口放量的机会或不复存在。2022 年 1-10 月苯乙烯

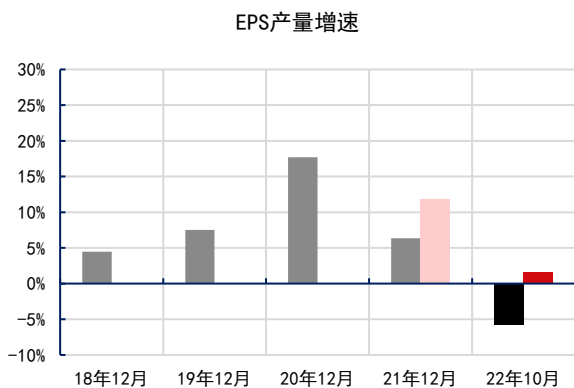
/EPS/PS/ABS 产量累计同比分别为 12%/-6%/+13%/3%，对应的净进口累计同比分别为-67%/131%（净出口）/-31%/-25%。由此可见，在产能快速扩张而终端增速相对有限的背景下，国产对进口的挤出将更加明显。

图表 15：上下游仍高速扩张，2023 年下游产能增速偏高
单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

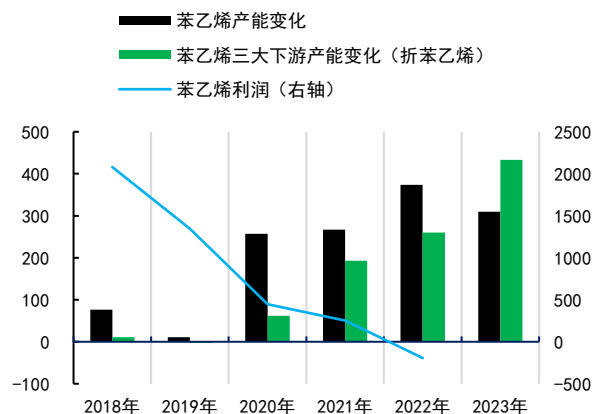
图表 17：受地产下行拖累，EPS 国内产量收缩 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

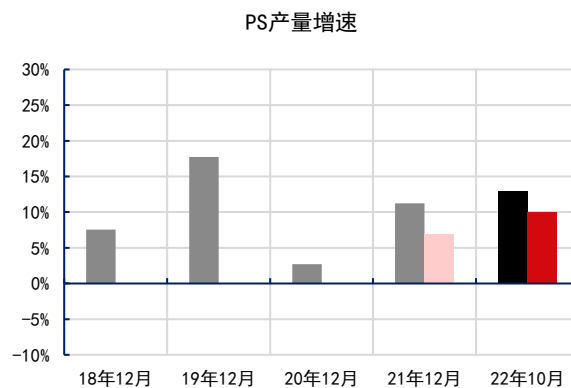
图表 19：APS 挤出进口，国内供应提升 单位：%

图表 16：2020-2022 年苯乙烯产能持续扩张，过剩格局确立，利润承压下行 单位：万吨



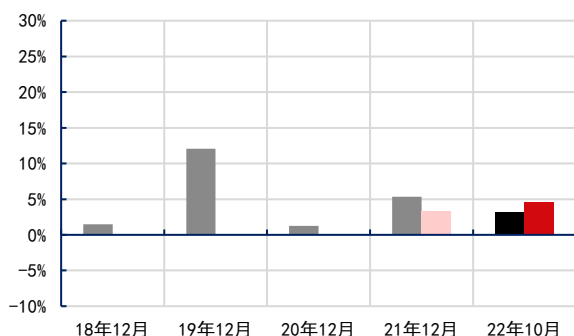
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 18：PS 挤出进口，国内供应提升 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

ABS产量增速



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 20：2023 年苯乙烯供需平衡表 单位：万吨

	一季度	二季度	三季度	四季度	上半年	下半年	全年	增速
国内产量	354	381	391	395	735	786	1521	11%
净进口	21	19	17	15	40	32	72	33%
全部供应	375	400	408	410	775	818	1593	12%
EPS产量	79	99	111	111	178	222	400	8%
PS产量	94	100	102	98	194	200	394	12%
ABS产量	120	119	121	119	239	240	479	8%
其他需求	116	106	117	113	222	230	452	1%
表观需求	355	369	395	385	724	780	1504	7.0%
库存变化	20.0	31.2	13.3	24.9	51.1	38.3	89.4	

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

三、成本分析——纯苯偏紧格局难改，关注原油变化

近年来，成本在苯乙烯的定价中起关键作用，2022H1 几乎完全处于成本定价状态。2023 年苯乙烯上下游各环节产能增速偏高，成本仍可能在苯乙烯定价中扮演重要角色。以 2022 年为例，纯苯产能增速 13%，纯苯下游产能折纯苯增速为 17%，纯苯-石脑油价差走阔，苯乙烯上半年成本支撑强劲，Q4 成本快速塌陷则源于盛虹等炼化投产。

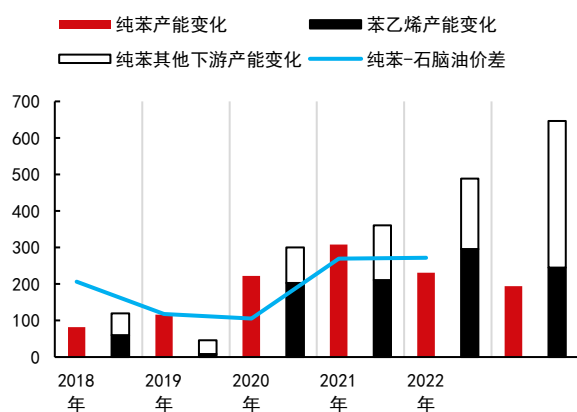
2023 年纯苯对苯乙烯支撑或先弱后强，差异来源于上下游投产错配。纯苯产能增速 10%，下游产能折纯苯为 21%。Q1 纯苯国内新增产能集中释放，纯苯过剩压力较大，随下游投产落地，Q2 纯苯供需格局或逆转。2023H1 东北亚乙烯裂解计划检修较多，乙烯可能对苯乙烯存阶段性强支撑。

（一）纯苯——上下游投产错配，纯苯或先松后紧

对于 2023 年，纯苯上下游产能释放节点或阶段性错配。2022 年末大炼化集中投产，叠加 2023 年纯苯投产集中在 Q1，上游供应宽松将延续至 Q1，不过下游

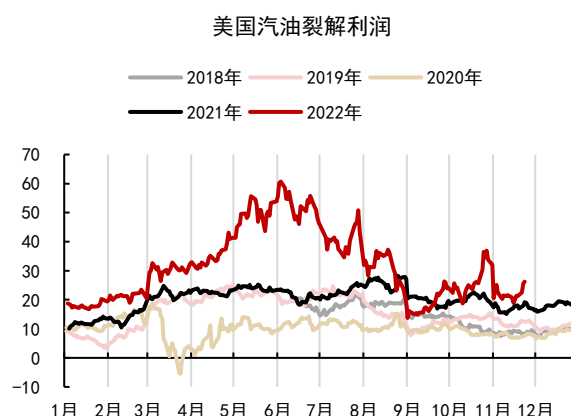
产能增速仍高于上游，下半年纯苯供需格局或再次偏紧。具体来看，纯苯产能增速 10%，下游产能折纯苯为 21%，其中苯乙烯+8.4%、己内酰胺+5.6%、苯酚+3.3%、+己二酸 3.2%、MDI+0.6%。进口方面，2022 年海外芳烃调油逻辑对国内供应有一定扰动，明年在外需放缓的假设下，成品油供应紧张趋缓，汽油裂解利润或维持弱势，芳烃调油经济性下降，歧化负荷提升，国内纯苯进口可能增加。

图表 21：纯苯下游产能增速持续高于纯苯 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 22：外需放缓，汽油裂解利润收窄 单位：元



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 23：2023 年纯苯平衡表 单位：万吨

	一季度	二季度	三季度	四季度	上半年	下半年	全年	增速
石油苯产量	407	427	438	441	834	879	1713	15.4%
加氢苯产量	95	94	99	94	189	193	382	2.5%
纯苯净进口量	96	96	99	102	192	201	393	25.0%
纯苯供应	598	617	636	637	1215	1273	2488	14.6%
苯乙烯需求	280	301	309	312	581	621	1202	11.2%
己内酰胺产量	92	102	111	117	194	228	422	1.7%
苯酚产量	85	94	97	90	179	187	366	6.4%
MDI产量	48	47	52	51	95	103	198	1.9%
己二酸产量	44	46	48	47	90	95	185	4.1%
其他需求	36	36	36	36	72	72	144	-2.9%
纯苯需求	585	626	653	653	1211	1306	2517	15.5%
纯苯平衡	13	(9)	(17)	(16)	4	(33)	(29)	

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

（二）乙烯——跟随原油波动，东北亚检修或为扰动

2022 年乙烯表现不错，支撑主要为原油表现强势、日韩集中检修增多。2023 年乙烯上下游仍在扩张，一体化集中在 PE，非一体化大部分为 PVC 与苯乙烯。乙烯受原油波动影响较大，若原油强势，乙烯也会增强苯乙烯的成本支撑，但独立对苯乙烯产生影响的机会不多。2023H1 东北亚乙烯检修或较多，乙烯或

阶段性偏强。

图表 24：2023 年纯苯-苯乙烯投产计划

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
广东石化	80	2023年Q1	安庆石化	40	乙苯脱氢	2023年Q1	EPS	辽宁盛业	32	2023年Q2
淄博俊辰	6	2023年Q1	广东石化	80	乙苯脱氢	2023年Q1	EPS	抚顺达路旺	20	2023年Q2
大榭石化	32	2023年Q2	淄博峻辰	50	乙苯脱氢	2023年Q1	EPS	壬庚	15	2023年Q2
湖北金澳	5	2023年Q3	浙石化二期1#	60	POSM	2023年Q1	EPS	常州兴达	36	2023年Q4
锦州石化	5	2023年Q3	山东京博	68	乙苯脱氢	2023年Q3	EPS	江苏昊冠	20	2023
锦西石化	5	2023年Q3	洛阳石化	12	乙苯脱氢	2023年	EPS	沧州康美特	5	2023
中海油惠州二期	24	2023年Q4					PS	一塑一期	20	2023年Q1
中海油壳牌三期	30	2023年					PS	利华益	20	2023年Q1
荆门石化	7	2023年					PS	星辉环材	18	2023年Q1
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	2023年Q1
华谊	16	2023年Q2	内蒙庆华	10	2022年Q1		PS	新浦化学	10	2022年Q2
盛虹	40	2023年Q2	鲁西化工	30	2023年Q1		PS	卫星石化	40	2022年Q2
忠信	28	2023年Q2	巴陵恒逸一期	30	2023年Q1		PS	安庆兴达	20	2022年Q2
西撒扩能	5	2023年Q2	湖北三宁	40	2023年Q1		PS	昌亚石化	10	2022年Q3
海湾	20	2023年Q4	福建申远	40	2023年Q3					
己二酸装置	产能	投产时间	福建永荣二期	30	2023年Q4		ABS	中石油揭阳	60	2023年Q1
恒力	30	2023年Q2	MDI装置	产能	投产时间		ABS	台化	25	2023年Q1
华峰	20	2023年Q3	万华福建	25	2023年Q2		ABS	广西长科	50	2023年Q1
新疆天利	20	2023年Q4					ABS	英力士宁波	60	2023年Q1
华鲁恒升	20	2023年Q4					ABS	新浦化学	21	2023年Q2
河南峡光	30	2023年Q4					ABS	大庆石化	20	2023年Q4

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>