

## 需求增长斜率放缓，定价仍将围绕成本端

走势评级： 苯乙烯：震荡  
报告日期： 2023 年 12 月 29 日

### ★需求端：苯乙烯下游产量增长斜率趋缓为大概率事件

2023 年，苯乙烯下游总需求在终端表现亮眼与进口替代的共同作用下实现双位数增长；在增长结构上，ABS 与 HIPS 间替代关系使得 ABS 表需增速明显高于 PS。24 年苯乙烯表观需求仍有增长空间，而增速或放缓至 10% 以内：竣工端增速在高基数下将受到房企资金压力的约束；家电面临竣工端传导与空调库存去化较慢的压力，增长更多需指望政策对更新换代需求的提振以及外销的延续；PS 进口替代已进入深水区，对余量的替代难度将加大。

### ★供应端：在新产能投放放缓与旧产能持续出清下寻找新平衡

在连续四年高速扩能后，2024 年苯乙烯扩能步伐将显著放缓。从产量维度看，在综合测算三种情境下的产量情况后，苯乙烯非一体化利润继续围绕零值波动概率较大，全年理论产量为 1704 万吨，同比增速约 9.6%。但考虑到低利润情况下，部分非一体化装置长停概率逐步加大，阶段性供需错配机会仍可期待。

### ★成本端：纯苯供需矛盾继续存在

近两年纯苯环节的供需格局优于下游，产业链利润在大多数时间均被纯苯环节截留。展望 2024 年，受制于纯苯供应增量有限，而下游仍有大量投产，且终端需求增速预计仍高于 5%，叠加调油扰动继续存在，纯苯供需或依旧维持偏紧格局。

### ★投资建议

综合来看，24 年苯乙烯绝对价格预计继续围绕成本端运行，全年价格中枢或在 8330 元/吨，区间或在 6630-9920 元/吨。节奏上看，24 年苯乙烯高点或在三季度：原油端，下半年价格中枢或较上半年小幅上移；纯苯端，夏季调油需求将对 BZN 形成支撑；苯乙烯自身供需看，三季度为苯乙烯投产真空期，且季末存需求传统旺季预期，建议关注低多机会。EB-BZ 价差上，仍建议关注逢高做缩机会，但价差压降至 800 以下时，可博弈非一体化供应缩量而转为关注做扩机会。

### ★风险提示

原油价格大幅波动，调油需求大幅不及预期。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

杨泉 化工组首席分析师

从业资格号：F3034536

投资咨询号：Z0014525

Tel: 8621-63325888-1591

Email: xiao.yang@orientfutures.com

联系人：

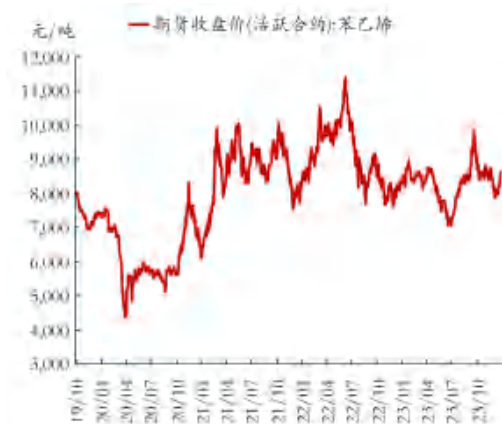
王嘉钰 化工组研究员

从业资格号：F03117867

Tel: 8621-63325888-1591

Email: Jiayu.wang@orientfutures.com

苯乙烯期货价格走势



**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

**有关分析师承诺，**见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

## 目录

1、2023 年苯乙烯行情回顾 .....	3
2、供应端：在新产能投放放缓与旧产能持续出清下寻找新平衡 .....	5
2.1 2024 年苯乙烯产能投放步伐有望放缓 .....	6
2.2 生产利润长期压缩，落后产能走向出清，供应弹性值得重视 .....	8
3、需求端：苯乙烯下游产量增长斜率趋缓为大概率事件 .....	12
3.1 探究 23 年苯乙烯需求高增长的源头 .....	12
3.2 需求高增速在 24 年或难以复刻 .....	17
4、成本端：纯苯供需矛盾继续存在 .....	21
4.1 供应增量受限，需求弹性仍存 .....	21
4.2 调油扰动仍需重视 .....	24
5、投资建议 .....	27
6、风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1：苯乙烯期货主力合约价格走势.....	5
图表 2：2012-2023 年中国苯乙烯产能增长情况.....	6
图表 3：2023 年苯乙烯装置投产情况（单位：万吨/年）.....	6
图表 4：2024 年苯乙烯投产计划表.....	7
图表 5：2023 年苯乙烯供需平衡表.....	7
图表 6：苯乙烯一体化装置生产利润.....	8
图表 7：苯乙烯非一体化装置生产利润.....	8
图表 8：PO/SM 装置生产利润.....	9
图表 9：国内长时间处于检修状态的苯乙烯装置.....	9
图表 10：原料需外采的乙苯脱氢制苯乙烯装置（剔除掉检修时长已经超过 4 个月的装置）.....	10
图表 11：苯乙烯月度检修量.....	11
图表 12：苯乙烯月度产量.....	11
图表 13：苯乙烯产业链供需平衡情况.....	13
图表 14：三大白电产量累计同比情况.....	13
图表 15：ABS 月度产量.....	13
图表 16：房屋竣工面积累计值及同比增速.....	14
图表 17：房屋新开工面积累计值及同比增速.....	14
图表 18：美元兑人民币中间价.....	15
图表 19：三大白电出口增长情况.....	15
图表 20：FBX：亚洲-欧洲与亚洲-美西运价对比.....	15
图表 21：SCFI 主要航线价格对比.....	15
图表 22：2023 年 PS 下游消费结构.....	16
图表 23：ABS-HIPS 比价关系.....	16
图表 24：PS 月度产量.....	17
图表 25：GPPS 利润.....	17
图表 26：改性初级形状的聚苯乙烯进口情况.....	17
图表 27：其他初级形状的聚苯乙烯进口情况.....	17
图表 28：2024 年苯乙烯三大下游投产计划（单位：万吨/年）.....	18
图表 29：2010 年以来累计销售面积与竣工面积差额.....	18
图表 30：居民中长期贷款额度.....	18
图表 31：房地产开发商到位资金情况.....	19
图表 32：商品房销售面积累计值及同比增速.....	19

图表 33：家用空调库存情况.....	19
图表 34：家电下乡期间购置的家电已处于更新换代期.....	19
图表 35：不同类型改苯应用领域及国产替代情况.....	20
图表 36：我国 PS 进口依存度.....	20
图表 37：纯苯（CFR 中国）-石脑油（CFR 日本）价差.....	21
图表 38：纯苯重整法利润及其下游加权利润.....	21
图表 39：2024 年国内石油苯新增产能计划.....	22
图表 40：石油苯年产能.....	22
图表 41：石油苯产能利用率.....	22
图表 42：中国纯苯消费量增速.....	23
图表 43：全球纯苯消费量增速.....	23
图表 44：2024 年国内纯苯下游新增产能计划.....	24
图表 45：甲苯调油 VS 歧化价差.....	24
图表 46：美国汽油裂解价差.....	24
图表 47：乙苯调油理论经济性（值越小，经济性越高）.....	25
图表 48：纯苯美韩价差.....	26
图表 49：纯苯中韩价差.....	26
图表 50：美国纯苯月度总进口量.....	26
图表 51：2023 年 7 月韩国纯苯出口分布.....	26
图表 52：全球炼能变化（按实际投产时间计算）.....	27
图表 53：三地 MTBE 价格.....	27

## 1、2023 年苯乙烯行情回顾

回顾 2023 年，苯乙烯整体呈现宽幅震荡走势，波动主要集中于二三季度：

在一季度，市场首先在节前交易内需强复苏的宏观预期，调油需求预期阶段性支撑纯苯价格，但原油价格受硅谷银行事件影响有所下行，苯乙烯整体呈现震荡走势。但在二季度，强复苏预期落空，成本端支撑亦较弱，市场开始持续交易苯乙烯在检修回归及新产能投放后的累库预期，苯乙烯价格承压下行。

进入三季度后，苯乙烯迎来了 2023 年最激烈的一轮上涨，苯乙烯主力合约价格一度逼近万元大关。以下几点原因推动了此轮行情：①供应端来看，三季度计划外检修偏多，且新装置投产及提负进度较预期偏慢，供应量整体略低于预期。②需求端看，家电排产表现亮眼，下游超卖后的补空需求及产业链库存过度去化后的补库需求助推本轮行情。③乙苯调油扰动扭转此前累库预期。④油价持续上行，提供强支撑。综合来看，市场此前过于悲观的预期在三季度得到了一定修正，这一预期的修正与原油价格中枢抬升形成共振，共同推动了纯苯与苯乙烯价格的上涨。在苯乙烯价格超预期大涨之后，9 月上旬市场上出现了一些信用违约事件，对近月交割风险的担忧进一步推升了盘面价格。

而自 9 月中下旬后，随着补空需求的边际转弱，且苯乙烯估值到达相对高位后，市场重新开始交易苯乙烯的供需基本面转弱预期，苯乙烯价格明显回落。11 月后供应端装置扰动事件频出，且终端家电排产有所回暖，刚需仍有支撑，苯乙烯累库再次不及预期。但纯苯供需格局边际上由强转弱，苯乙烯绝对价格跟随成本端震荡，而自身利润整体则呈现修复状态。

图表 1：苯乙烯期货主力合约价格走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

## 2、供应端：在新产能投放放缓与旧产能持续出清下寻找新平衡

## 2.1 2024 年苯乙烯产能投放步伐有望放缓

扩产浪潮席卷我国苯乙烯产业，近四年产能年化复合增长率超 20%。近年，我国苯乙烯行业产能高速扩张，2022 年产能已达到 1759 万吨/年，较 2019 年时的 942 万吨/年接近翻倍。而经统计梳理，截止 12 月 15 日，2023 年新投卫星石化、浙石化、广东石化、淄博峻辰等苯乙烯装置 7 套，合计新增产能 370 万吨/年，苯乙烯总产能达到 2129 万吨/年，同比增长 21%，2019-2023 年间的产能年化复合增长率高达 22.6%。

图表 2：2012-2023 年中国苯乙烯产能增长情况



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 3：2023 年苯乙烯装置投产情况（单位：万吨/年）

企业	省份	装置产能 (万吨/年)	投产时间
卫星石化	江苏	60	2023 年 1 月
广东石化	广东	80	2023 年 2 月
淄博峻辰	山东	50	2023 年 3 月
浙石化二期 PO/SM	浙江	60	2023 年 6 月
安庆石化	安徽	40	2023 年 7 月
宁夏宝丰	宁夏	20	2023 年 8 月
浙石化二期乙苯脱氢	浙江	60	2023 年 9 月
2023 年合计新增产能		370 万吨/年	

资料来源：隆众资讯，卓创资讯，东证衍生品研究院



但 2024 年我国苯乙烯产能投放步伐将明显放缓。从现有的投产计划看，2024 年预计仅投放 125 万吨/年新产能，产能同比增速仅为 5.9%，较此前大幅放缓。从产能投放节奏看，新装置投产将集中在 Q1 和 Q4，其中洛阳石化 12 万吨/年和京博石化 68 万吨/年乙苯脱氢装置预计于 Q1 投产，盛虹炼化的 45 万吨/年 PO/SM 装置则大概率于 Q4 投产，中信国安 20 万吨/年 PO/SM 装置早已建成，但因公司重组等因素一直未开，目前来看 24 年投产难度亦较大，故暂不算入新增产能统计中。因此单从供应端产能扩张视角看，24 年 2、3 季度存在较长时间的产能投放真空期，且 9-10 月一般为全年需求最佳时期（如 23 年 9-10 月表观需求量分别为 144 和 146 万吨，明显高于其他月份），市场对供需预期的博弈或在此期间加剧。

**图表 4：2024 年苯乙烯投产计划表**

企业	省份	产能（万吨/年）	生产工艺	预计投产时间
京博石化	山东	68	乙苯脱氢	2024Q1
盛虹炼化	江苏	45	PO/SM	2024Q4
中信国安	山东	20（已建成未投产，预计真实能投产的概率极低）	PO/SM	——
洛阳石化	河南	12	乙苯脱氢	23 年底 24 年初
2024 年预计新增产能		125 万吨/年（不包含中信国安）		

资料来源：钢联，卓创，CCF，东证衍生品研究院

**图表 5：2023 年苯乙烯供需平衡表**

单位：万吨	产量	出口	进口	库存变化	表观需求	累计同比	真实需求	累计同比
1 月	129.82	4.02	7.80	1.56	133.60	2.8%	132.04	0.8%
2 月	107.59	2.04	10.49	16.63	116.03	0.4%	99.40	-2.1%
3 月	113.95	1.09	9.94	-12.21	122.80	0.6%	135.02	0.9%
4 月	129.19	2.29	5.74	0.15	132.65	6.1%	132.49	5.7%
5 月	129.99	6.20	8.21	-3.25	132.01	9.4%	135.27	9.2%
6 月	117.40	5.01	8.85	-4.44	121.24	11.3%	125.68	10.8%
7 月	128.73	3.32	7.48	-3.76	132.89	12.6%	136.65	12.6%
8 月	138.17	3.42	6.62	-0.40	141.37	13.9%	141.77	14.5%
9 月	141.25	2.64	5.01	1.82	143.62	14.4%	141.80	14.4%
10 月	146.26	2.66	2.29	1.91	145.89	14.5%	143.99	14.5%
11 月	138.13	2.72	3.65	-0.46	139.06	14.3%	139.52	14.5%

资料来源：钢联，东证衍生品研究院

## 2.2 生产利润长期压缩，落后产能走向出清，供应弹性值得重视

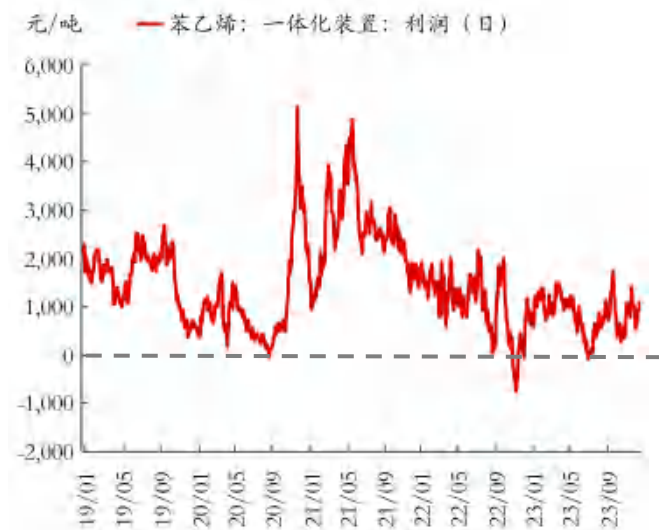
在新增产能放缓的背景下，对现有产能的运行状态可能性进行分析评估就显得更为重要，这将决定24年产量的理论上限在于何处。对于这一问题，我们认为首先需要弄清以下几点：

### ①哪些装置已经逐步停摆？

苯乙烯主流生产工艺为乙苯脱氢及PO/SM联产，在此基础上，市场又按照原料（纯苯/乙烯）是否自供将乙苯脱氢分类为一体化装置及非一体化装置。随着苯乙烯产能的快速扩张，各工艺的苯乙烯生产利润均被快速压缩。自2021年年中开始，PO/SM及一体化装置利润尚能基本维持在盈亏平衡线之上，但非一体化（即原料需外采）装置在大部分时间均已处于亏损状态。

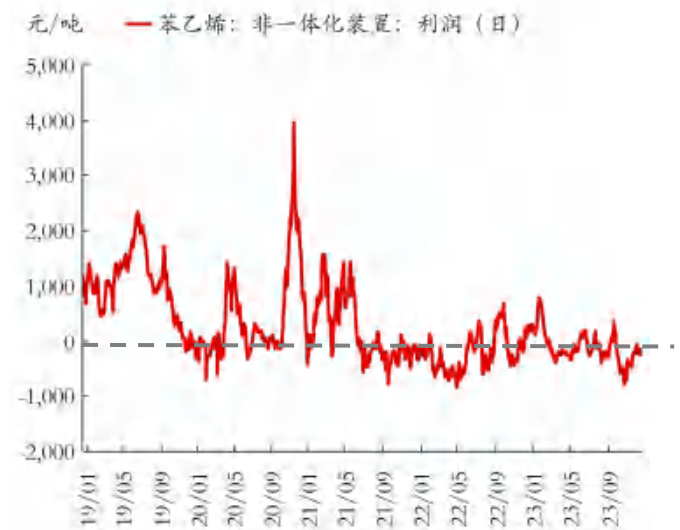
在此背景下，江苏阿贝尔、双良利士德、宁波科元、山东玉皇等原料依赖外采的企业均已产线处于长期停车状态。此外，还有部分过于老旧的装置也自检修后未再重启（如燕山石化和大庆石化的苯乙烯装置均投产于1996年）。茂名石化苯乙烯装置则因故障频发，叠加部分利润原因，亦自23年5月检修至今（其中一套小装置22年即已停车）。图表8综合统计了检修时长已经超过4个月的苯乙烯装置，产能合计达到224万吨/年。

图表 6：苯乙烯一体化装置生产利润



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 7：苯乙烯非一体化装置生产利润



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院



**图表 8: PO/SM 装置生产利润**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

**图表 9: 国内长时间处于检修状态的苯乙烯装置**

企业名称	省份	年产能(万吨)	生产工艺	原料来源	运行状态
江苏阿贝尔	江苏	25	乙苯脱氢	外采	已停车 3 年
双良利士德#1	江苏	21	乙苯脱氢	外采	已停车近 2 年
宁波科元	浙江	25 (10)	乙苯脱氢	外采	15 万吨/年产线长期停车, 10 万吨/年产线暂开
燕山石化	北京	10.7	乙苯脱氢	内部供应	一套 8 万吨装置 2022 年 4 月 21 日附近停车, 重启时间待定; 一套 2.7 万吨装置于 2023 年 6 月中旬停车, 重启时间待定
山东晟原	山东	8	乙苯脱氢	外采	自 23 年 8 月检修至今
双良利士德#2	江苏	21	乙苯脱氢	外采	自 23 年 5 月检修至今
茂名石化#2	广东	40	乙苯脱氢	内部供应	自 23 年 5 月检修至今
茂名石化#1	广东	10	乙苯脱氢	内部供应	自 22 年 2 月检修至今
山东玉皇#1	山东	20	乙苯脱氢	外采	自 23 年 3 月检修至今
山东玉皇#2	山东	25	乙苯脱氢	外采	年中曾重启生产乙苯, 目前为停车状态
吉林石化	吉林	46 (14)	乙苯脱氢	内部供应	其中 14 万吨/年产线自 23 年 8 月检修至今
大庆石化#1	黑龙江	10	乙苯脱氢	内部供应	自 22 年 4 月检修至今
安庆石化#1	安徽	10	乙苯脱氢	内部供应	自 23 年 8 月检修至今
上述产能总计					224 万吨/年

资料来源: 钢联, 卓创, CCF, 金联创, 东证衍生品研究院

## ②哪些装置在 23 年曾因效益原因降负，哪些装置未来成本压力较大？

在讨论完已长期处于停车状态的装置后，我们将把目光重新投向目前仍在正常运行的装置，分析哪些装置正面临着较大的成本压力。在上一小节中已经提到，目前 PO/SM 和一体化装置利润尚可，核心矛盾集中于需外采原料的非一体化装置。而根据外采原料的比例以及种类，又可在非一体化装置内细分出三种类别：①乙烯自供，需外采纯苯；②纯苯自供，需外采乙烯；③纯苯、乙烯均需外采。

在上述三种类别中，纯苯、乙烯均依赖外采的装置成本压力最大，其次为外采纯苯的装置，最后为外采乙烯的装置。据统计梳理，**剔除掉检修时长已经超过 4 个月的装置后，纯苯、乙烯均需外采的非一体化装置产能为 234 万吨/年**，包含安徽昊源、安徽嘉玺、新阳科技、海湾化学等；**乙烯自供、需外采纯苯的非一体化装置产能为 405 万吨/年**，包含宁夏宝丰、卫星石化、新浦化学等；**纯苯自供，需外采乙烯的非一体化装置产能为 30 万吨/年**，以唐山旭阳为代表。上述产能合计达 669 万吨/年。

而在上述产能中，我们观察到有约 348 万吨/年的产能，在 2023 年曾出现过因经济性问题降负或检修，而部分装置因生产销售计划、原料长约、企业性质、开停车成本等因素，生产具有一定的韧性，较少因为利润问题调整产量。但如果 24 年苯乙烯-纯苯价差长时间维持低位，因经济性问题降负或检修产能规模或进一步扩大。

**图表 10：原料需外采的乙苯脱氢制苯乙烯装置（剔除掉检修时长已经超过 4 个月的装置）**

企业名称	省份	年产能（万吨）	生产工艺	原料来源
唐山旭阳	河北	30	乙苯脱氢	外采乙烯，纯苯自供
上海赛科#1	上海	65	乙苯脱氢	纯苯部分外采，乙烯自供
连云港卫星石化	江苏	60	乙苯脱氢	外采纯苯，乙烯自供
新浦化学	江苏	32	乙苯脱氢	外采纯苯，乙烯自供
宁波华泰盛富	浙江	45	乙苯脱氢	外采纯苯，乙烯自供
中海油东方石化	海南	12	乙苯脱氢	外采纯苯，乙烯自供
山东利华益	山东	80	乙苯脱氢	纯苯部分外采
兰州石化	甘肃	6	乙苯脱氢	外采纯苯，乙烯自供
淄博峻辰	山东	50	乙苯脱氢	纯苯部分外采，乙烯自供
宁夏宝丰	宁夏	20	乙苯脱氢	外采纯苯，乙烯自供
宝来利安德巴赛尔	辽宁	35	乙苯脱氢	外采纯苯，乙烯自供
河北盛腾	河北	8	乙苯脱氢	均需外采
天津大沽	天津	50	乙苯脱氢	均需外采
常州新日	江苏	35	乙苯脱氢	均需外采
新阳科技	江苏	30	乙苯脱氢	均需外采
安徽嘉玺	安徽	35	乙苯脱氢	均需外采

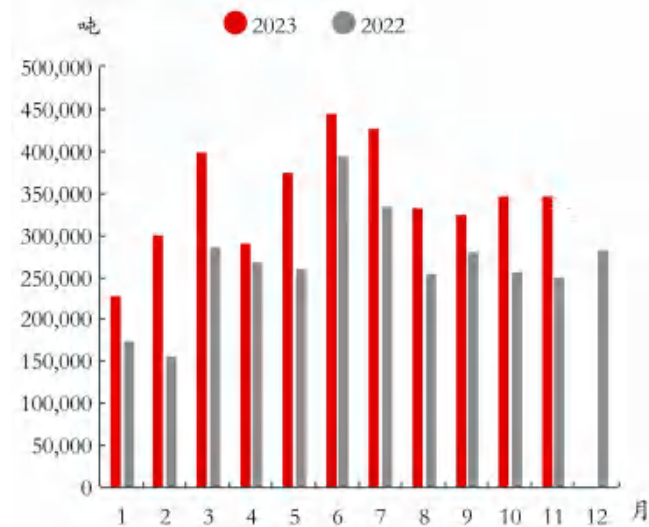
安徽昊源	安徽	26	乙苯脱氢	均需外采
青岛海湾化学	山东	50	乙苯脱氢	均需外采
上述产能总计 677 万吨/年				

资料来源：钢联，卓创，CCF，金联创，东证衍生品研究院

### ③如何拆解 23 年苯乙烯开工率？

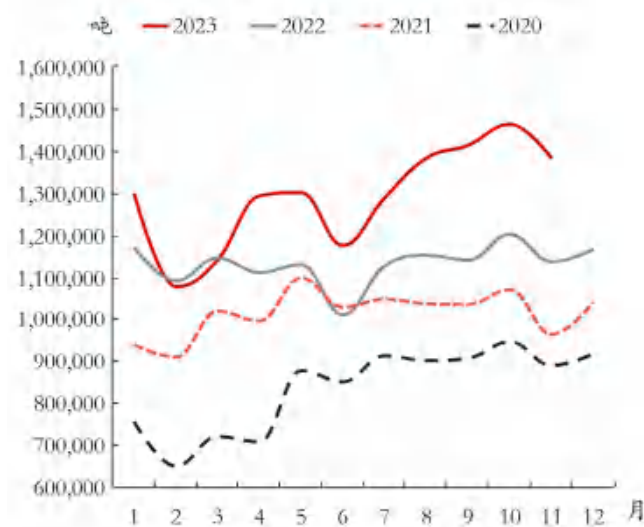
在做完上述工作后，我们便能更好地去拆解近期的苯乙烯开工率，进而为推演未来开工率做好铺垫：以 2023 年 9-11 月为例，这三个月苯乙烯月均产量为 141.7 万吨，月均开工率约为 75%。对于这 25% 的开工率损失，我们结合检修情况，进行进一步拆分：①检修时长超过 4 个月的 224 万吨/年苯乙烯装置对应月产量约为 19 万吨，影响约 10%；②剔除掉检修时长超过 4 个月装置后，月均检修损失量约为 15 万吨，影响约 8%。③月均装置降负影响量约为 14 万吨，占比约 7%。在这 7% 里，个别 PO/SM 装置及一体化装置为技术性原因降负，涉及月产量约 6 万吨，占比约 3%。

图表 11：苯乙烯月度检修量



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 12：苯乙烯月度产量



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

### ④明年苯乙烯产量如何预估？

在对 23 年的苯乙烯开工率进行拆解后可以发现，有部分开工率损失为刚性损失，不会受到利润波动的影响，而另有部分产能则会因为效益原因调整负荷。因此关于 2024 年的产量，我们分三种情境进行探讨：

**A：乐观情境（需求极佳，苯乙烯非一体化装置长时间有利润）**

在此情境中，因利润因素而降负的非一体化装置满负生产（该部分在此前影响4%的总开工率），同时部分因技术问题而降负的PO/SM装置在检修后负荷提升（但华东某PO/SM装置因工艺包等问题，预计负荷提升至高位的难度较大，因此预计影响1%开工率）。另假设洛阳石化2024年初投产，京博石化3月投产，盛虹炼化12月投产。月均常规检修损失量依旧在15万吨附近，检修时长超过4个月的224万吨/年苯乙烯装置暂不回归。按此测算后，京博石化投产后，苯乙烯月产量的理论上限可超过156万吨，全年理论产量上限超1800万吨，同比增速约16.1%。

**B：中性情境（苯乙烯非一体化装置利润继续在盈亏平衡线上下波动）**

在此情境下，假设因利润因素而降负的产能规模与23年一致，则乐观情境下的理论产量上限将下移8万吨/月，全年理论产量为1704万吨，同比增速约9.6%。

**C：悲观情境（苯乙烯非一体化装置利润全年亏损）**

考虑到非一体化装置生产利润已连续三年处于极低水平，若2024年继续全年亏损，或有更多的装置将选择停车而非降负，部分纯苯、乙烯均需外采的非一体化装置产能将面临较高的长停风险，理论产量上限在此前已降负的基础上或将再下移10万吨/月，全年理论产量为1584万吨，同比增速约1.8%。若部分PO/SM装置在检修后继续存在技术问题，负荷依旧在低位运行，则理论产量将进一步下滑至1560万吨，与23年基本持平。

综上所述，若同时考虑后文对需求端的分析，则乐观情境与悲观情境发生的概率均较低，苯乙烯非一体化装置利润或继续在盈亏平衡线上下波动，全年理论产量为1704万吨，同比增速约9.6%。

**3、需求端：苯乙烯下游产量增长斜率趋缓为大概率事件****3.1 探究23年苯乙烯需求高增长的源头**

2023年，苯乙烯需求端表现较超市场预期，1-11月表观消费量增速为14.3%，全年预计为14.2%。在对苯乙烯三大下游进行拆解后可以发现，ABS产量增速最快，达到25%；PS与EPS产量增速接近，分别为11%/9%，3S产量的高增长对苯乙烯需求形成了有力的支撑。而进一步对3S各自市场情况进行分析后，我们认为有以下三点原因推动了苯乙烯下游需求的高增长：

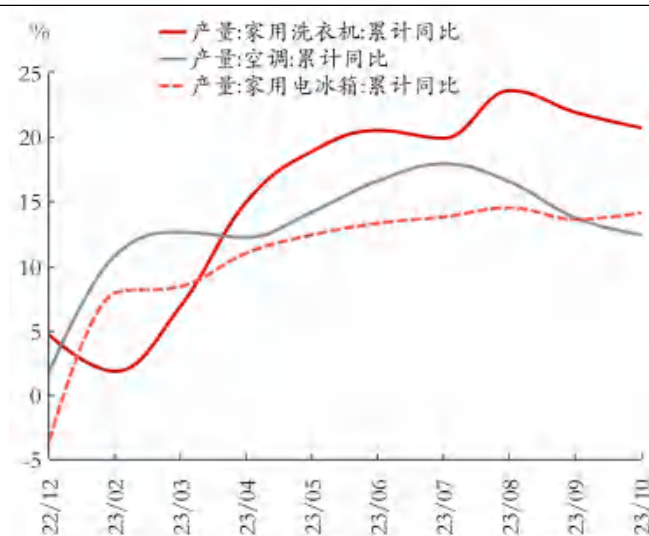
**图表 13: 苯乙烯产业链供需平衡情况**

单位 (万吨)	苯乙烯			ABS			PS			EPS		
	2022	2023E	同比增速	2022	2023E	同比增速	2022	2023E	同比增速	2022	2023E	同比增速
产能	1759	2129	21%	553	783	42%	525	621	18%	711	772	9%
产量	1339	1555	16%	464	579	25%	362	403	11%	368	401	9%
进口量	114	80	-30%	137	107	-22%	89	58	-35%	1.6	1	-38%
出口量	56	38	-32%	8	14	75%	12	18	50%	27.5	34	24%
表观消费量	1397	1597	14%	593	672	13%	439	443	1%	342.1	368	8%

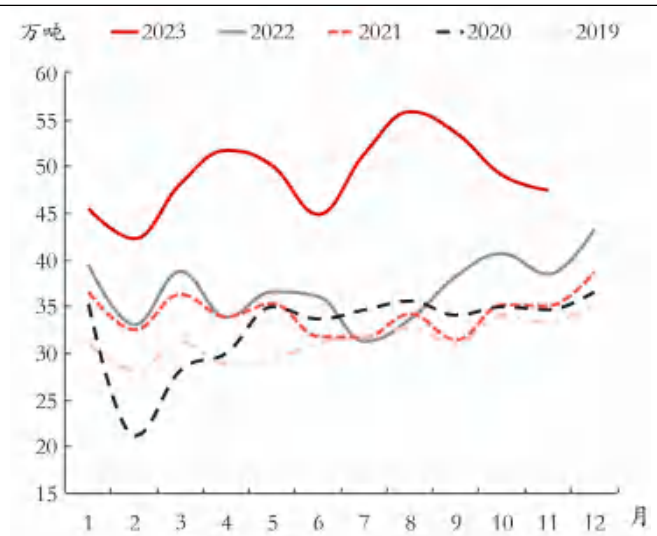
资料来源: 钢联, 金联创, 东证衍生品研究院

### (1) 终端家电生产超预期。

对于 ABS 与 PS 来说, 其分别有 60% 与 50% 的需求来源于家电等电子电器领域; 此外 EPS 也可作为家电产品外包装, 在其运输过程中发挥固定与缓冲作用。因此, 家电行业的景气度与苯乙烯下游生产关联度极高。2023 年, 家电行业迎来生产大年, 三大白电产量均保持高增长, 1-10 月家用洗衣机/空调/家用电冰箱产量累计同比增速分别达到 20.7%/12.4%/14.1%。23 年家电的增长或源自以下几点因素:

**图表 14: 三大白电产量累计同比情况**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

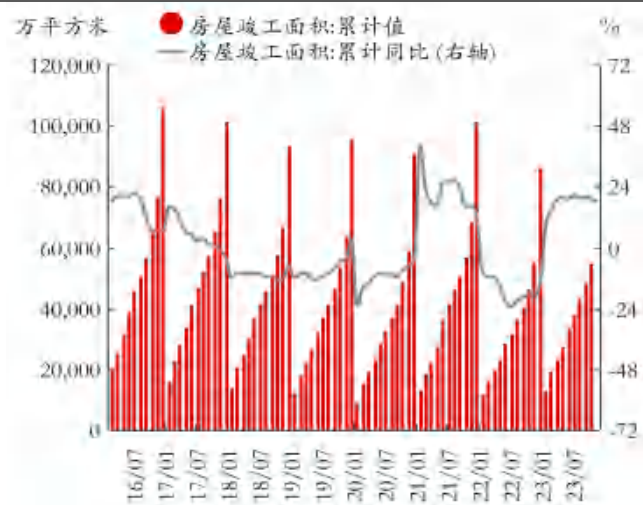
**图表 15: ABS 月度产量**


资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院



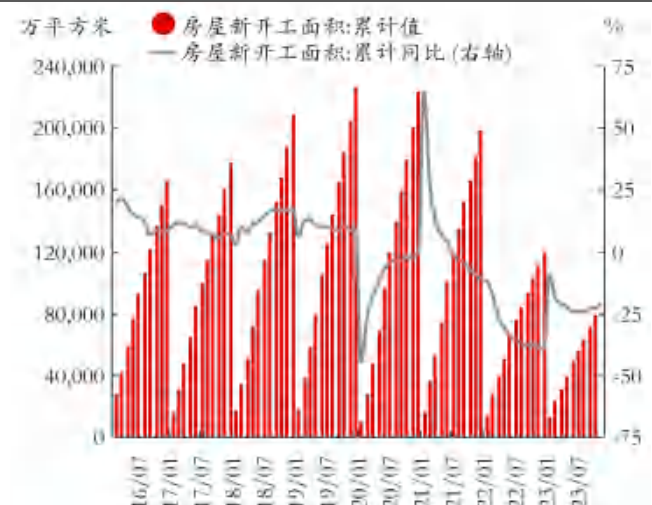
- 竣工端高增速对家电需求形成有力支撑：**家电作为地产后周期产业，与地产竣工端挂钩紧密（若为精修期房，则家电需求领先于竣工交付 0-3 月；若为毛坯期房，则家电滞后于竣工交付 0-3 月；若为现房，则滞后竣工交付 3-6 月）。2023 年在“保交付，防风险”的政策引导下，金融机构对部分房企存量融资进行展期，地产竣工端显著修复，1-11 月房屋竣工面积累计同比+17.9%，对家电需求形成有力支撑。

图表 16：房屋竣工面积累计值及同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17：房屋新开工面积累计值及同比增速

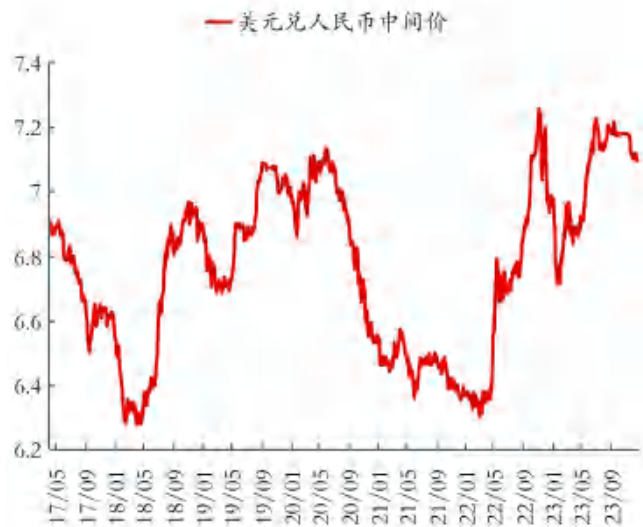


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

- 疫情后部分家电积压需求在绿色智能家电下乡加持下集中释放：**空调、电冰箱等白电具有较强的安装属性，而 22 年因疫情原因，部分老旧家电更新换代的需求、竣工后装修的需求出现了积压。此部分需求在 2023 年绿色智能家电下乡再启的加持下集中释放。从与终端家电厂商的交流中了解到，今年“以价换量”“消费下沉”趋势明显。
- 对外出口大幅增长：**2023 年我国家电行业出口表现亮眼。据产业在线数据显示，2023 年 1-10 月，家用空调出口量 5808.1 万台，同比增长 5.1%；冰箱出口量 3632.3 万台，同比增长 22.2%；洗衣机出口量 3179 万台，同比增长 36%。一来，今年人民币有所贬值、利好出口，同时海外制造业恢复偏慢，国内家电产品竞争力较强；二来，海运价格明显下降，运输成本大幅下行；最后，受厄尔尼诺现象影响，全球多地受高温侵袭，也在一定程度上推升了空调、冰箱等需求。从结构上看，“一带一路”共建国家成为核心出口增长源，据中国家电协会测算，2023 年全年中国家电业对“一带一路”共建国家出口额比重在 35% 以上，较 22 年 31% 继续提升。



图表 18: 美元兑人民币中间价



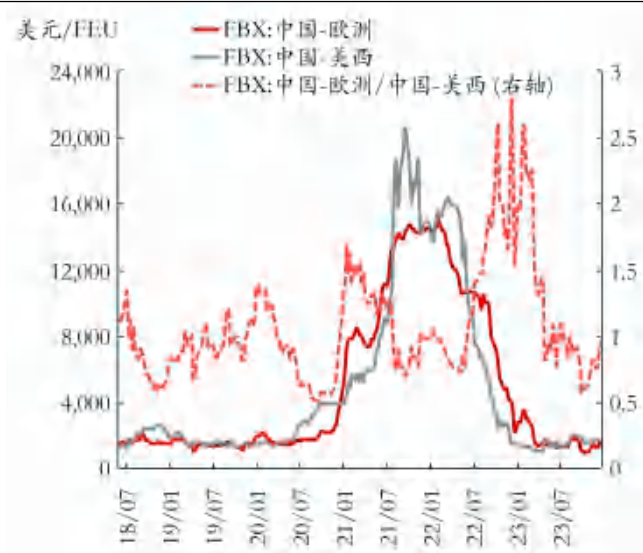
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: 三大白电出口增长情况



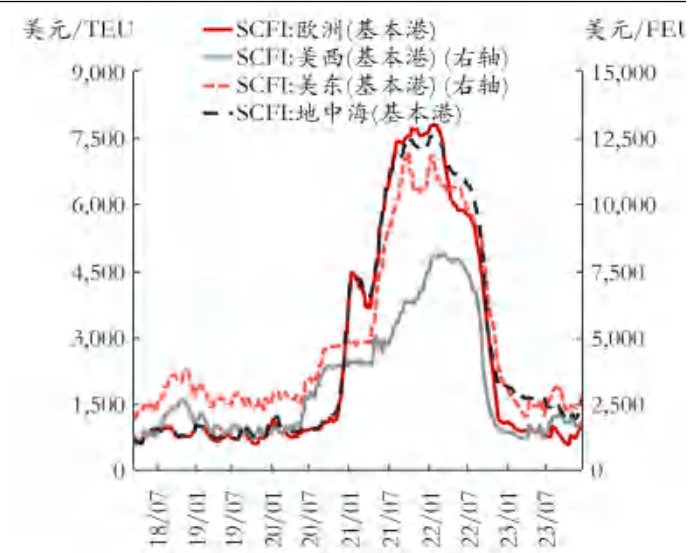
资料来源: 产业在线, 东证衍生品研究院

图表 20: FBX: 亚洲-欧洲与亚洲-美西运价对比



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 21: SCFI 主要航线价格对比



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

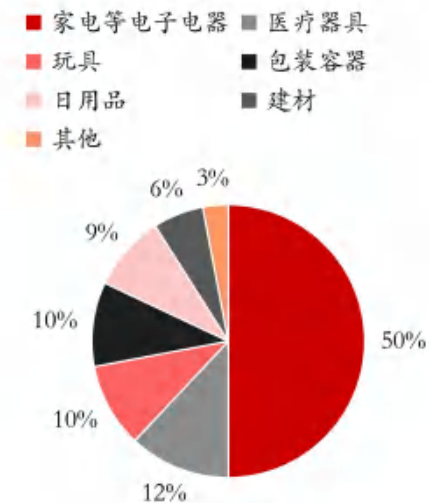
(2) ABS 低端料与 HIPS 的价差收窄, 部分终端用 ABS 替代 HIPS, 使得 ABS 的表需增速明显高于 PS。

从终端应用结构看, PS 下游有五成为家电等电子电器, 但其表观需求却并没有于 2023 年实现大幅增长, 增速明显慢于 ABS。我们认为核心原因在于随着 ABS 低端料与 HIPS 的价差持续收窄, 部分终端在实际生产过程中, 重新使用 ABS 原料去替代 HIPS。从物性上看, HIPS 虽然与 ABS 具有一定的相似性, 均可以运用在家具电器、玩具和文具用

品方面。但 HIPS 的抗老化能力要弱于 ABS。在使用的初始阶段，HIPS 制品与 ABS 制品的性能较为接近；但在长期使用后，HIPS 会变得更易破碎，产品使用寿命较短。

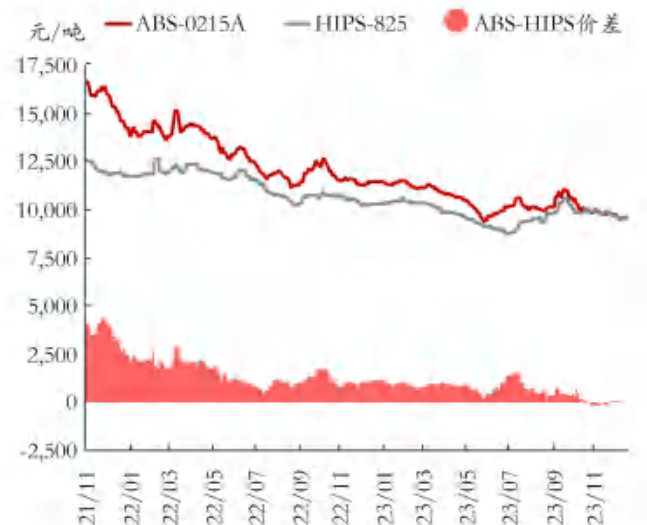
在 2020-2022 年上半年，由于 ABS 与 HIPS 价差过于巨大，因此部分同时配备有 ABS 与 HIPS 两套模具的家电厂商开始用 HIPS 去替代部分 ABS。但随着 ABS 的大幅扩能，ABS-HIPS 价差在 2022 年中期后持续收窄。据与终端厂商交流得知，在 ABS-HIPS 价差收窄至 1000-2000 元以内且持续 4-6 个月后，终端厂商会开始考虑转变生产模具，重新用 ABS 替代 HIPS。在 2023 年，已有部分终端采购低端 ABS 原料（如吉化 0215A、大沽 417、海江 HJ15A、利华益 AG120 等）替代 HIPS。

图表 22：2023 年 PS 下游消费结构



资料来源：金联创，东证衍生品研究院

图表 23：ABS-HIPS 比价关系

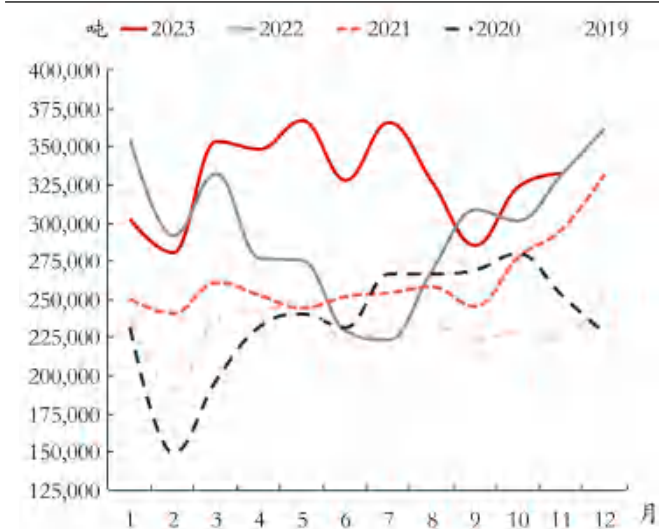


资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

### (3) 国产替代逻辑持续演绎，推动 PS 产量增长。

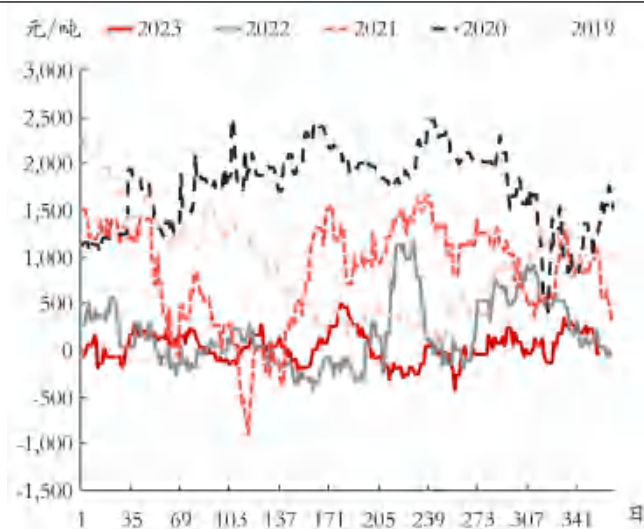
虽然 PS 的表观需求由于部分被 ABS 低端料替代而未有明显增长，但受益于净进口量的下降，PS 实际产量较 2022 年增长约 11%。2023 年 1-11 月我国 PS 进口量为 57.8 万吨，同比下降 29.5%；其中改性初级形状的聚苯乙烯同比下降 21%，其他初级形状的聚苯乙烯同比下降 34%。核心原因在于近年我国 PS 产能迅速提升，在 GPPS 产能增加的同时也新增了大量 HIPS 产线，如星辉环材、漳州奇美等，PS 生产利润迅速被压缩，在普通料方面与香港货源相比具备一定比价优势，部分终端厂商逐步改用国产牌号。

图表 24: PS 月度产量



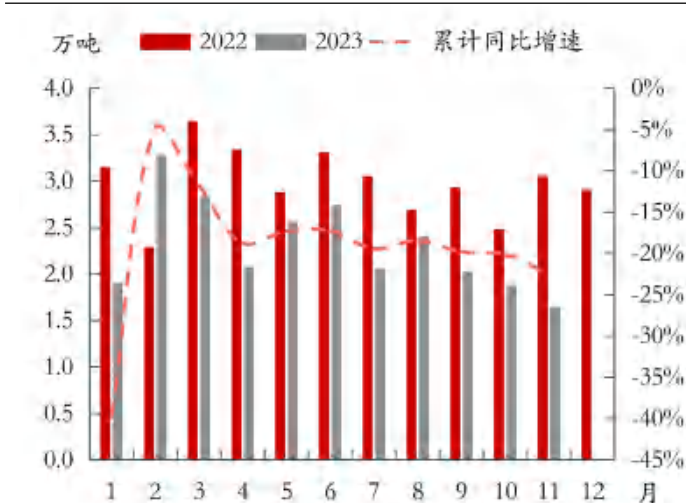
资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 25: GPPS 利润



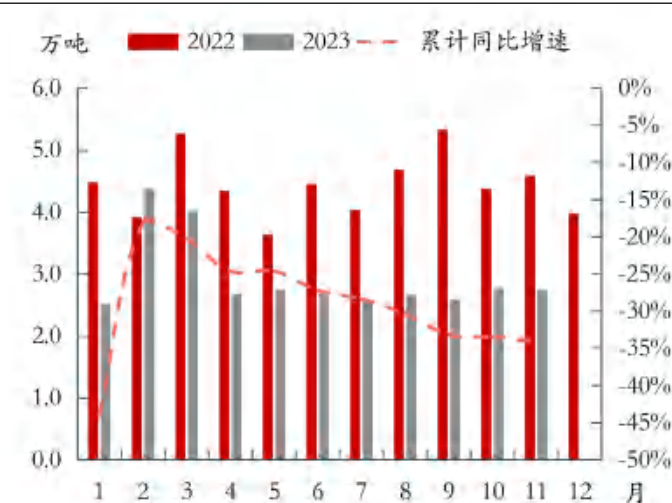
资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 26: 改性初级形状的聚苯乙烯进口情况



资料来源：中国海关，东证衍生品研究院

图表 27: 其他初级形状的聚苯乙烯进口情况



资料来源：中国海关，东证衍生品研究院

### 3.2 需求高增速在 24 年或难以复刻

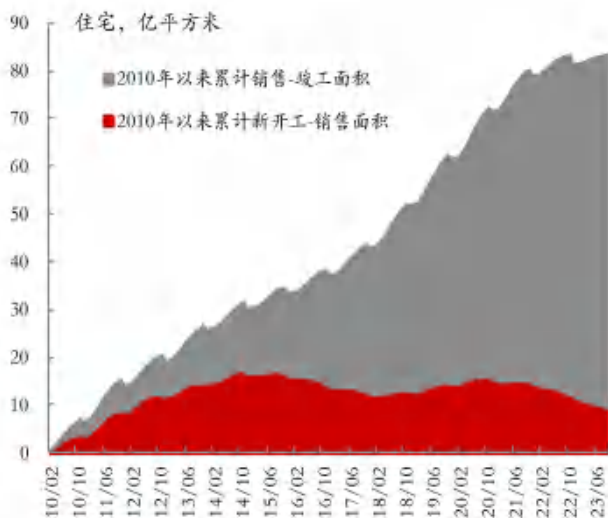
展望 2024 年，从下游 3S 的投产规划来看，2024 年仍有大量装置计划投建，ABS/PS/EPS 理论产能增速将分别达到 25%/12%/8%。但下游在经历了多年的产能扩张后，产能已不再成为下游产量增长的桎梏，终端需求情况将改变下游的开工率从而影响实际产量。从终端需求的维度看，我们认为 24 年下游需求增速将较 23 年有所放缓，下游实际产量增速或在 10% 以内。主要有以下几点原因：

**图表 28：2024 年苯乙烯三大下游投产计划（单位：万吨/年）**

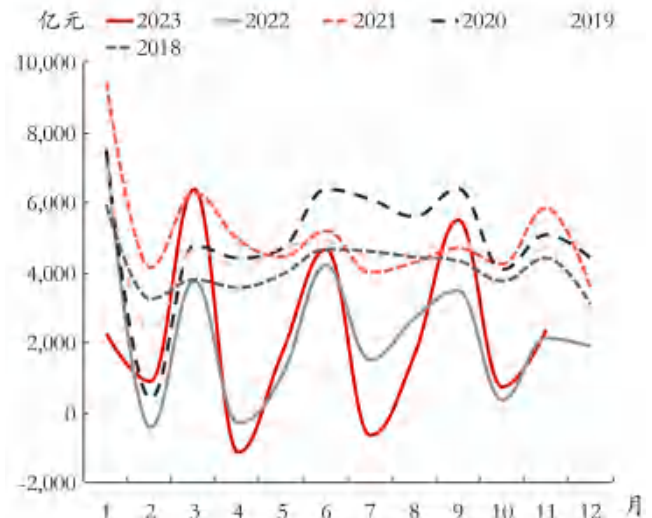
PS			EPS			ABS		
企业名称	装置产能	投产时间	企业名称	装置产能	投产时间	企业名称	装置产能	投产时间
恒力石化	10	Q1	辽宁盛业	32	2024Q2	漳州奇美	15	Q1-Q2
泰兴新浦	10	Q1	天津鼎金	20	2024Q3	恒力石化	30	Q1-Q2
上海赛科	12	Q3	抚顺达路旺	12	2024	浙石化	120	分批投产
连云港弘达	31	Q3				泰兴新浦	21	Q2
广西长科	10	2024				大庆石化	20	2024
						上海高桥	7.5	2024
						广西长科	40	建成未投

资料来源：卓创资讯，隆众资讯，东证衍生品研究院

- 地产竣工端高增速较难延续：**关于 2024 年地产竣工端情况，我们认为其增速或放缓至 5% 以内，悲观情况下或出现负增速。一方面，累计销售面积和竣工面积之间仍存在巨大剪刀差，现有存量施工面积超过 80 亿平方米，竣工端增量空间仍存，且“保交付”政策仍将在 24 年提供支撑。但另一方面，能否从存量施工面积转变为竣工面积，其中一个关键变量在于开发商资金是否充足。从居民信贷数据来看，近两年我国居民中长期贷款额度接近断崖式下跌，购房意愿大幅下降且暂未看到好转迹象。这意味着地产销售端改善可能仍需时日，地产开发商现金流压力将继续存在。因此在 23 年高基数背景下，明年竣工面积再大幅增长的可能性相对较小，增速或放缓至 5% 以内。

**图表 29：2010 年以来累计销售面积与竣工面积差额**


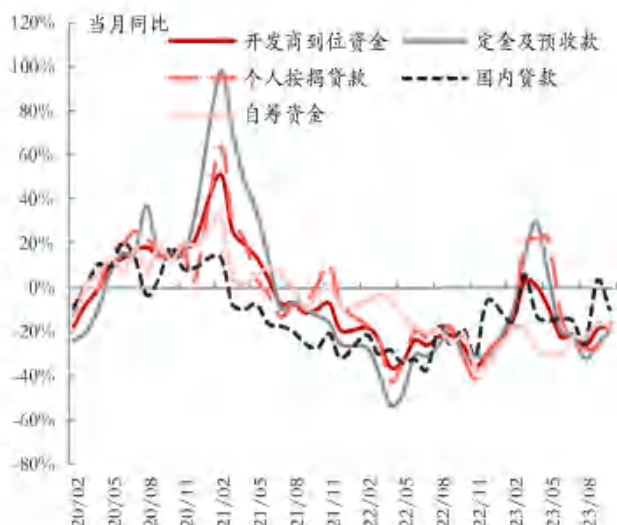
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

**图表 30：居民中长期贷款额度**


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

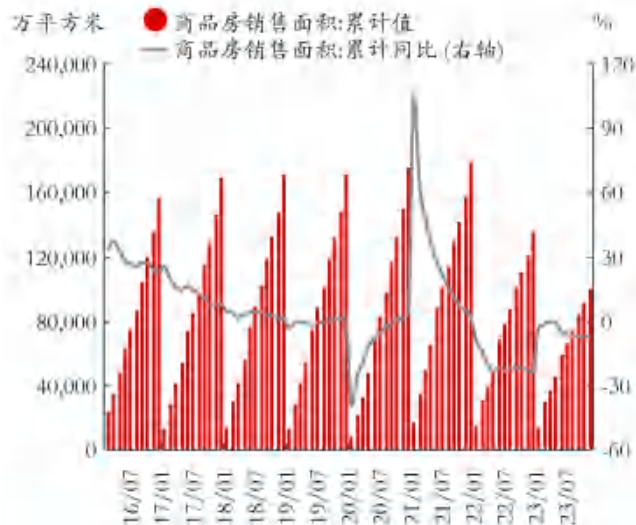


图表 31: 房地产开发商到位资金情况



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

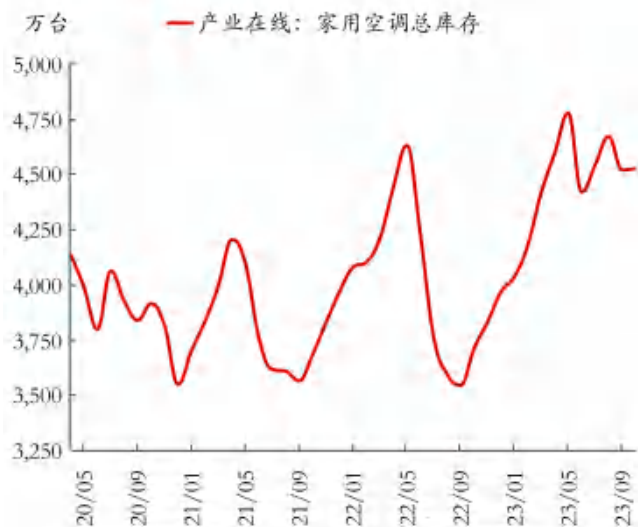
图表 32: 商品房销售面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

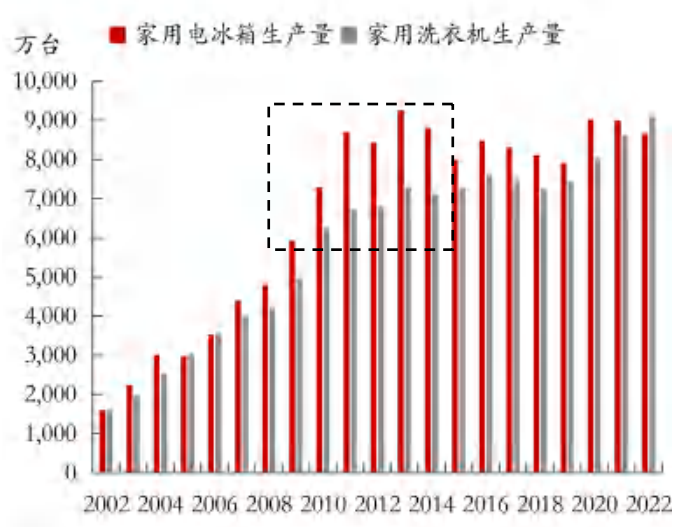
- **家电需求在压力中前行:** 若竣工端增速在明年放缓, 则家电作为关联品种, 也将面临增长压力。同时, 今年由于产销分化较大, 空调库存存在 6 月后并未如往年一般顺利去化, 24 年或面临一定的库存压力。此外, 汇率、气候、海运、欧美经济环境等在明年都面临较大不确定性, 家电对外出口能否在高基数下保持高增长尚需观察。但我们也要注意, 23 年 12 月的中央经济工作会议指出, 要“推动大规模设备更新和消费品以旧换新”。按照 10-12 年的大家电更新周期计算, 居民在 2009 年后家电下乡期间购置的家电近年已处于更新换代期。后续关注在中央引导下, 地方政府是否会加码“换新补贴”等消费刺激政策, 从而带动家电产销走稳。

图表 33: 家用空调库存情况



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 34: 家电下乡期间购置的家电已处于更新换代期



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

- **PS 国产货源对进口货源的进一步替代空间有限：**2023 年，进口替代助推 PS 产量实现双位数增速。但展望 2024 年，进口替代对 PS 产量增速产生的影响或边际转弱。
  - ①我们 PS 的进口依存度在近两年已经大幅下降，2023 年进口依存度仅为 13.1%，**剩余可替代空间有限。**
  - ②后续的进口替代将由此前的透苯、改苯普通料转向透苯高端料与改苯专用料，**对余量的替代难度将加大。**我国目前仍有部分终端采用进口 PS 的原因在于，在光学精密仪器与器件、医疗检测设备等透苯高端应用领域，以及部分高光泽改苯、耐低温改苯方面，海外原料的综合性能暂时更优，且我国只有个别厂商能够生产。虽然我国 PS 厂商正在加大对相关技术的研发力度，但考虑到研发的周期时长与不确定性，预计实现完全的进口替代仍需要一定时间。

图表 35： 不同类型改苯应用领域及国产替代情况

类别	普通改苯	高光泽改苯	耐低温改苯
常见牌号	奇美 PG80/PH88、扬巴 466F 等	奇美 PH-888G/888H、台化 HP825G、星辉 SKH-128G、英力士 6351 等	扬巴 HIPS-2710、英力士 8265、赛科 632EP、奇美 88SF 等
应用领域	主要应用于对光泽度要求不高的产品外壳，如电视机、洗衣机、部分日用品等	主要用来生产白电设备，对外观光泽度有很高的要求	主要用于生产冰箱、冰柜、冷柜等低温或超低温应用环境下的非透明内胆
国产替代难度	国内普通改苯产能较大，替代难度相对较低	需要在光泽度和韧性之间取得较好的平衡，在反应过程中控制橡胶粒径、分布的技术难度较高，掌握核心配方的生产厂商较少，替代难度较大	温度较低时，橡胶的增韧作用会显著降低，同时低温会加剧应力集中，导致材料易脆，而提高耐环境应力开裂性能对配方和装置的要求更高，生产厂家较少，替代难度较大

资料来源：仁信新材公司公告，卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 36： 我国 PS 进口依存度



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

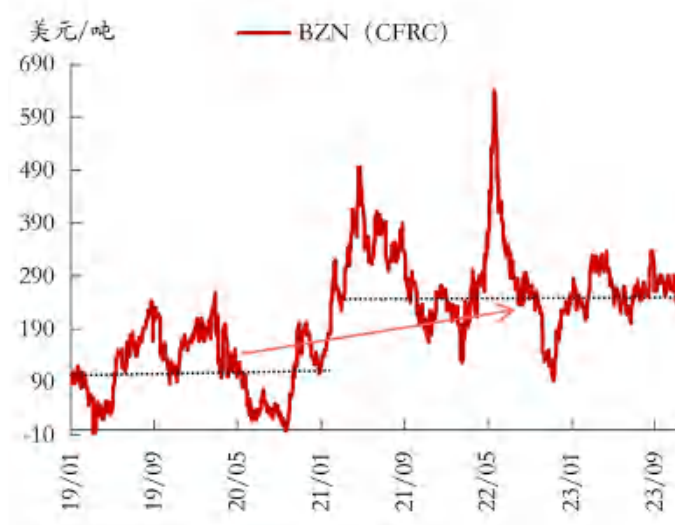


综上所述，支撑今年下游高需求的因素在明年都存在增速放缓的压力，2024 年苯乙烯表观需求增速预计从 14% 降至 10% 以内。终端需求增速与 3S 投产增速的不匹配将使得下游在 2024 年继续维持低利润甚至负利润状态。

#### 4、成本端：纯苯供需矛盾继续存在

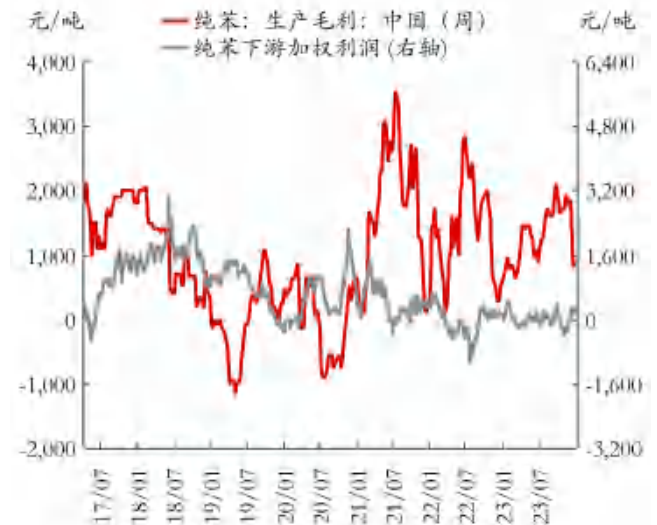
近年由于我国纯苯下游需求增速明显高于国内纯苯供应增速，我国对海外纯苯货源的依赖正在加大，2020 年进口量仅为 210 万吨，2023 年进口量已放大至 330 万吨以上。从产业链看，近两年纯苯环节的供需格局明显优于下游，产业链利润在大多数时间均被纯苯环节截留。展望 2024 年，受制于纯苯供应增量有限，而下游仍有大量投产，且终端增速预计仍好于 GDP 增速，叠加调油扰动继续存在，纯苯供需或依旧维持偏紧格局。

图表 37：纯苯（CFR 中国）-石脑油（CFR 日本）价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 38：纯苯重整法利润及其下游加权利润



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

#### 4.1 供应增量受限，需求弹性仍存

##### ● 2024 年纯苯供应增量相对有限

纯苯副产物特征鲜明，因此其供应扩张与其自身利润情况关联度相对较小。未来由于中国 10 亿吨炼能红线设定、芳烃联合装置投建进入后半程、焦炭产量增长有限等因素，纯苯产能扩张速度将较此前明显放缓。

具体到 24 年来看，石油苯新增产能将主要由裕龙岛炼化一体化项目贡献，考虑到其内部不同装置的投建节奏，预计 2024 年将释放 80 万吨/年纯苯产能。中石化与英力士合

作的天津南港乙烯项目，预计新增 10 万吨/年纯苯产能。另外还有锦州石化、锦西石化等小产能可能投放。在加氢苯方面，虽然 24 年仍有多套装置有投产计划，但考虑到粗苯供应受限，加氢苯 2024 年的实际供应增量预计将极其有限，可暂不纳入考虑范围。

因此从产能维度，预计 2024 年石油苯合计新增产能 120 万吨/年，产能增速约为 5.6%，较此前明显放缓。

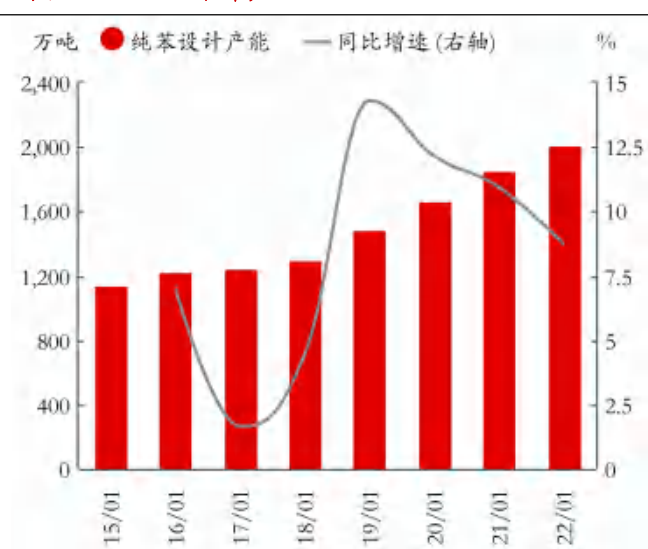
从产量维度，裕龙石化合格品实际产出时间可能要到四季度之后，因此其 24 年释放的实际供应增量或相对有限。预计 2024 年石油苯月均产量将在 170 万吨附近，全年产量增速约为 7.4%。

**图表 39：2024 年国内石油苯新增产能计划**

企业	生产工艺	纯苯产能（万吨/年）	所在省份
裕龙石化	重整+裂解	80	山东
京博石化	重整	10	山东
天津南港	裂解	10	天津
锦州石化	重整	5	辽宁
锦西石化	重整	5	辽宁
金诚石化	裂解	10	山东
2024 年石油苯合计新增产能		120 万吨/年	

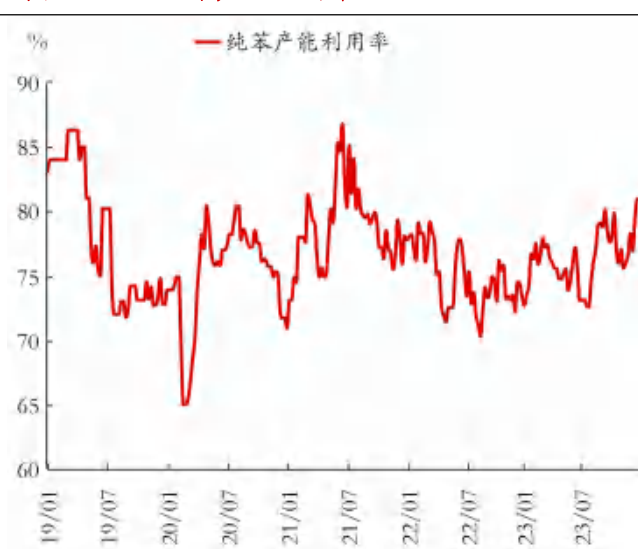
资料来源：钢联，卓创，CCF，东证衍生品研究院

**图表 40：石油苯年产能**



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

**图表 41：石油苯产能利用率**



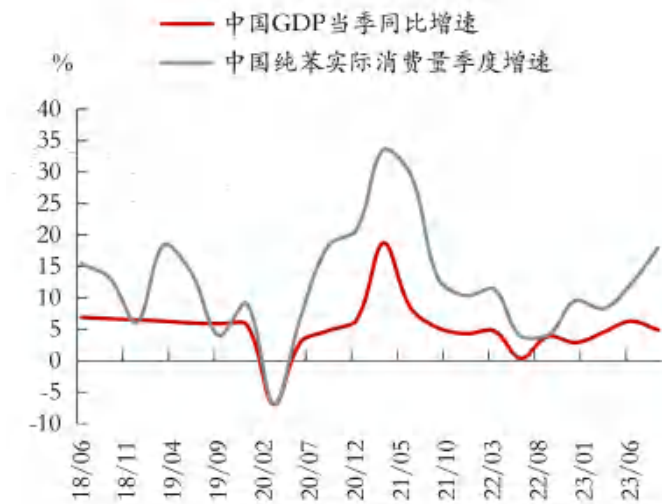
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

● 直接下游仍有大量投产规划，终端需求增速持续高于 GDP

纯苯下游广泛，终端囊括家电、建材、纺服、新能源、新材料、汽车、农药、医药等。从历史纯苯实际消费量情况中可以看出，纯苯实际消费量增速与 GDP 增速拟合度极高：其中全球维度的增速基本一致，而中国纯苯消费增速与 GDP 虽趋势一致，但弹性更高，增速更快。一来，近年我国纯苯下游扩能极快，一定程度上释放了终端此前被抑制的需求量；二来随着下游环节利润的压缩，应用性价比提升，从而扩展了新需求领域，或其他材料形成了替代；此外，在我国纯苯需求结构中，电子电器、新材料、新能源车等新增增长动能来源的占比也在提升。

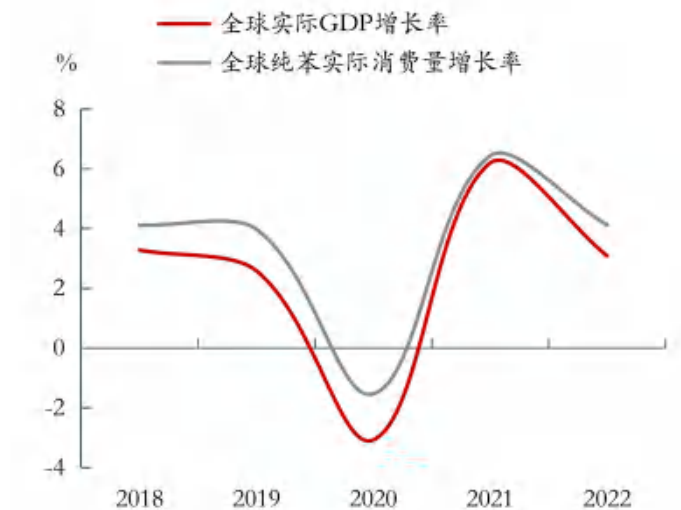
而从 2024 年的纯苯下游投产计划来看，苯乙烯方面，京博石化 68 万吨/年乙苯脱氢装置以及盛虹炼化 45 万吨/年 PO/SM 装置大概率投产，但裕龙石化的 50 万吨/年苯乙烯装置实际投放时间可能要到 2025 年；己内酰胺方面，鲁西化工与三宁化工预计共有 70 万吨/年新增产能；己二酸、苯酚、苯胺亦在 2024 年约有 51、16、30 万吨/年新增产能。若将纯苯下游新增产能折算为纯苯消耗量，将达到 250 万吨/年，远高于 2024 年纯苯新增产能。同时据市场主流机构预测，2024 我国 GDP 增速仍在 5% 附近。在下游仍有大量扩能背景下，纯苯需求增速或继续高于 GDP 增速。

图表 42：中国纯苯消费量增速



资料来源：上海钢联，Wind，东证衍生品研究院

图表 43：全球纯苯消费量增速



资料来源：ICIS，Wind，东证衍生品研究院

图表 44：2024 年国内纯苯下游新增产能计划

下游品种	企业	产能（万吨/年）	下游品种	企业	产能（万吨/年）
苯乙烯	京博石化	68	己二酸	安徽昊源	16
苯乙烯	盛虹炼化	45	己二酸	平煤神马	15
苯乙烯	中信国安	20（已建成未投产）	己二酸	华鲁恒升	20
苯乙烯	裕龙石化	50（24 年投产概率小）	苯酚	山东富宇	16
己内酰胺	鲁西化工	30	苯胺	古雷石化	30
己内酰胺	三宁化工	40	下游折算纯苯消耗量		250 万吨/年

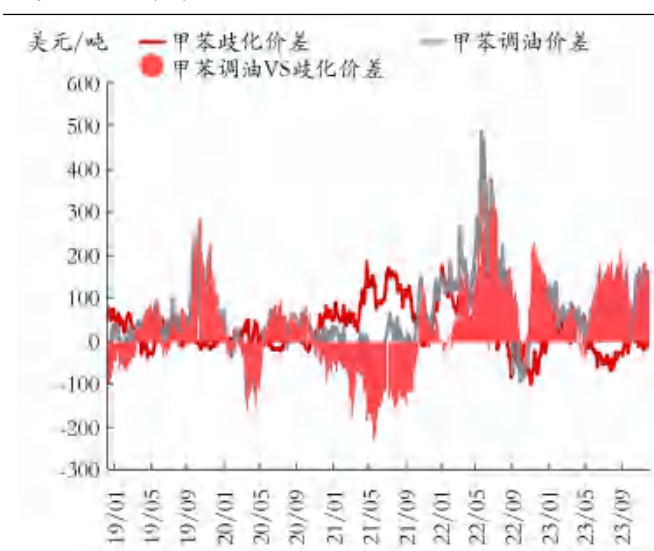
资料来源：钢联，卓创，CCF，东证衍生品研究院

## 4.2 调油扰动仍需重视

在传统的纯苯供需框架之外，近年调油逻辑成为扰动纯苯市场的重要因素。纯苯虽然不能并不会直接参与调油。但在 2023 年，调油需求仍从以下几个方面间接影响了纯苯市场，扩大了纯苯供需缺口：

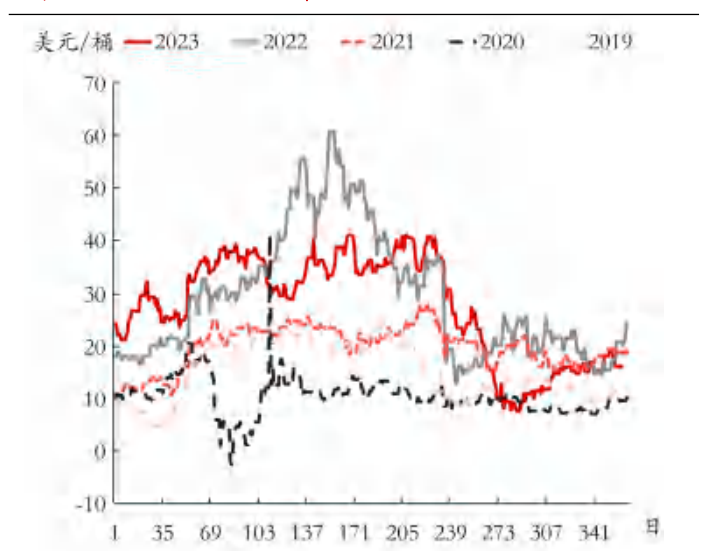
- 影响甲苯歧化装置开工率，从而影响纯苯供应总量。甲苯除了可以通过歧化反应生成对二甲苯和纯苯，也可以作为一种高辛烷值添加剂（甲苯的研究法(RON)辛烷值为 120，马达法(MON)为 109）参与汽油调和。因此，当甲苯调油经济性较好，而甲苯歧化利润较差时，就有可能有更多的甲苯流向调油领域，降低甲苯歧化装置的开工率，从而减少了纯苯的供应量。在 2022 年-2023 年汽油裂解价差高涨、甲苯调油利润良好时，美国有多套甲苯歧化装置停车，韩国也有多套歧化装置降负。

图表 45：甲苯调油 VS 歧化价差



资料来源：钢联，Wind，东证衍生品研究院

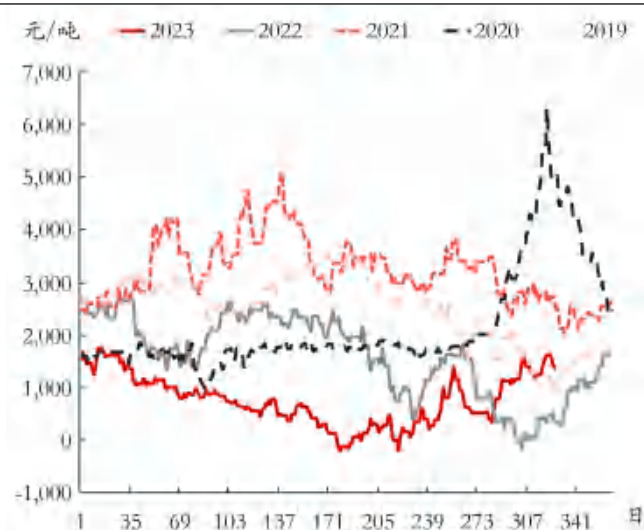
图表 46：美国汽油裂解价差



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

- 乙苯、异丙苯作为纯苯直接下游，23 年参与调油的规模扩大。纯苯能分别与乙烯、丙烯反应，生成乙苯与异丙苯。通常而言，乙苯、异丙苯并非传统的主流调油组分，但由于近年美国高辛烷值较为短缺，同时美国乙烷、丙烷等原料资源较为丰富，乙苯、异丙苯具有一定的成本优势，因此近年美国一些调油商也会采购乙苯、异丙苯进入调油池来提高辛烷值。此外，2023 年国内也有部分乙苯流入到调油市场，核心原因在于成品油消费税 630 新政使得混合芳烃、重芳烃等传统调油组分的调油成本大幅提升，叠加乙苯调油经济性阶段性走强，进而推升了国内乙苯调油的需求：据此前实地调研情况来看，23 年国内乙苯调油用量在高峰期达到了约 8 万吨/月量级。

图表 47：乙苯调油理论经济性（值越小，经济性越高）

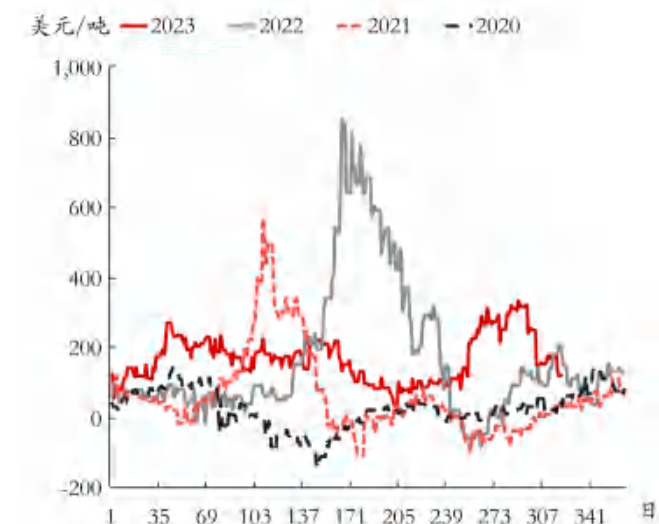


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

- 结构上，23 年夏季中国纯苯进口货源受到美国挤压。由于夏季为汽油消费旺季，且美国要求夏季汽油 RVP 值较冬季汽油更低（夏季温度较高，因此要防止其气化能力过强而形成气阻），因此甲苯等高辛烷值、低 RVP 值的调油组分在夏季需求量更大。这就导致了美国在夏季会加大对纯苯上游原料（甲苯）及其下游产品（异丙苯与乙苯）的需求量，从而阶段性扩大了纯苯供需缺口，纯苯美韩价差大幅走阔。为弥补这一缺口，美国往往会在调油季加大纯苯进口。2023 年 7 月，韩国纯苯货源大量发往美国，从而挤压了对中国的出口，最终影响到了中国国内的纯苯供需平衡。

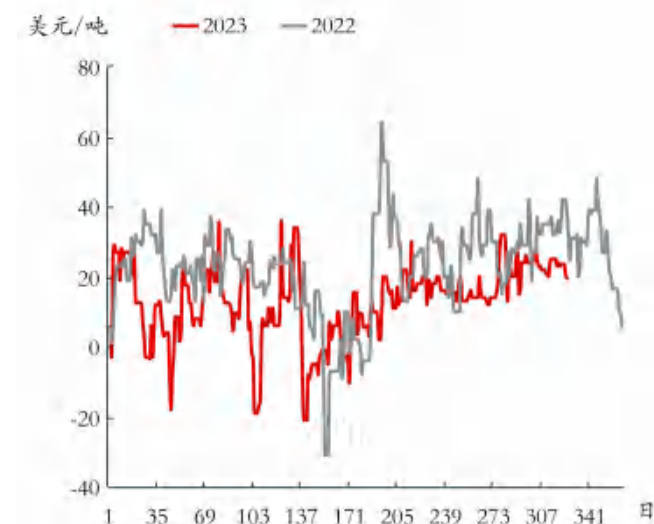


图表 48: 纯苯美韩价差



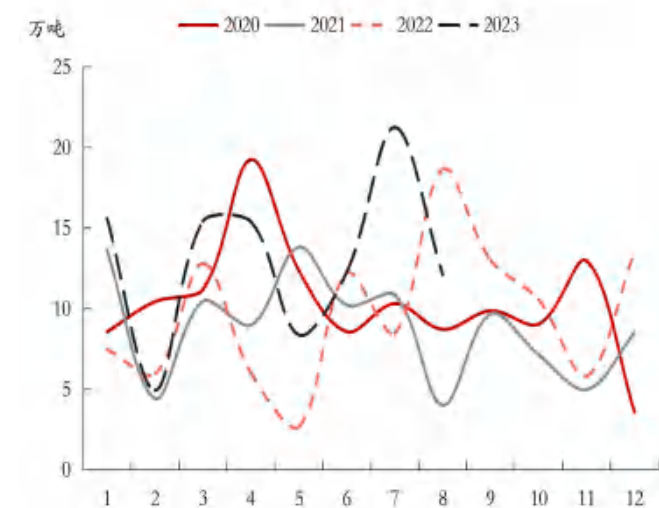
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 49: 纯苯中韩价差



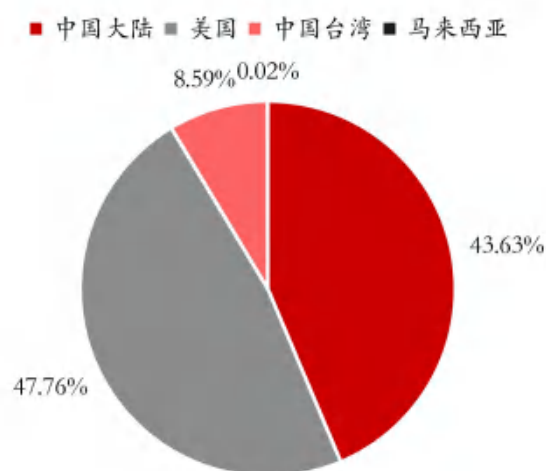
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 50: 美国纯苯月度总进口量



资料来源: 美国海关官网, 东证衍生品研究院

图表 51: 2023 年 7 月韩国纯苯出口分布



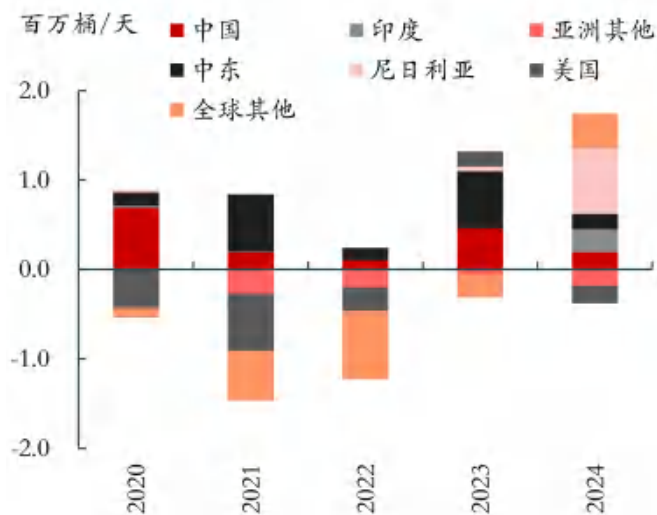
资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

**24 年调油扰动或延续, 但需注意宏观经济波动。**从炼能角度看, 欧美炼能在近年明显下降, 炼能扩张主要集中在中东和中国, 而中东新增炼能则多为生产柴油, 欧美汽油在消费旺季存在明显缺口。后续虽有尼日利亚新炼厂可能增加汽油供应, 但其存在较大不确定性。因此单从供应端来看, 考虑到潜在的炼油装置意外扰动问题, 欧美汽油短缺问题在 2024 年夏季可能依然存在, 汽油裂解价差仍有阶段性走扩可能性, 对高辛烷值调油组分将依旧保持较高需求, 推动亚洲地区的甲苯等调油料继续输往美国。但要注意的是, 如若明年全球经济大幅下行, 成品油需求坍塌, 则芳烃调油逻辑演绎或将不及预期。



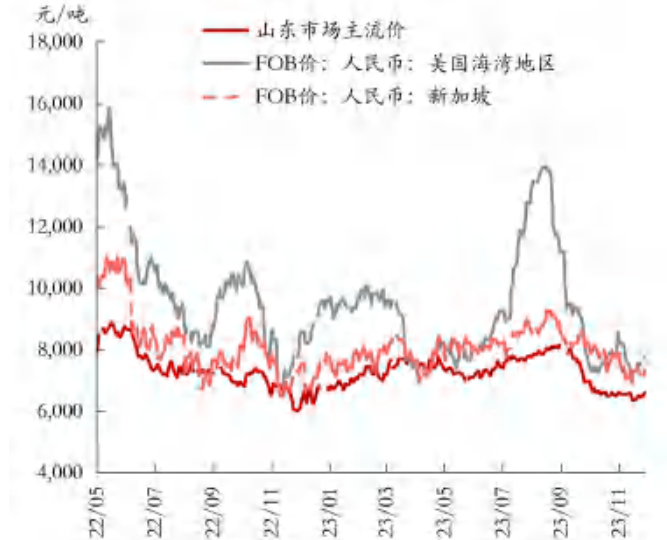
调油的季节性波动也可能趋缓，对盘面影响或从提供上行弹性转向提供下方支撑。从美国来看，近期美国 MTBE 价格重新开始呈现上行态势，美国市场调油备料逐步开始放量。若备料充分，则调油在 24 年夏季造成的扰动可能被小幅熨平。而持续的备料行为则会在非调油季也对乙苯、异丙苯形成需求进而支撑纯苯价格。从国内来看，在 23 年下半年初步尝试后，国内炼厂对乙苯调油的接受度较好，乙苯调油需求在 24 年或继续延续。但由于乙苯调油涉及变票交易问题，若后续税收政策变化，乙苯调油的实际用量本质上将由其与其他产品间的比价关系决定，从而限制其上方弹性。

图表 52：全球炼能变化（按实际投产时间计算）



资料来源：Kpler, EIA, 公开资料, 东证衍生品研究院

图表 53：三地 MTBE 价格



资料来源：上海钢联, 东证衍生品研究院

## 5、投资建议

综合来看，在非一体化装置进一步出清前，24 年苯乙烯绝对价格较难长期脱离成本端运行。成本支撑将继续成为苯乙烯在 2024 年的关键词。市场交易逻辑或在累库预期—EB-BZ 价差收窄—非一体化降负、意外检修增加—供需阶段性偏紧—价差反弹间循环，而大波动或源于市场预期极度一致、苯乙烯环节利润极致压缩后的预期反转。

关于 24 年价格中枢，预计 24 年原油价格中枢下移至 75-80 美元/桶（布伦特）内，BZN 中枢上移至 270 美元/吨，EB-BZ 价差中枢小幅下移至 1050 元/吨，苯乙烯价格中枢或在 8180-8480 元/吨区间内。

关于 24 年价格运行区间，预计 24 年原油价格运行区间在 60-90 美元/桶（布伦特），EB-BZ 价差在 650-1450 元/吨，苯乙烯运行区间或在 6630-9920 元/吨。

节奏上看，24 年苯乙烯全年高点或在三季度：原油端，下半年价格中枢或较上半年小幅上移；纯苯端，夏季调油需求将对 BZN 形成支撑；苯乙烯自身供需看，三季度为苯乙烯投产真空期，且季末存需求传统旺季预期，建议关注低多机会。

产业链套利方面，仍建议关注逢高做缩 EB-BZ 机会，但价差压降至 800 以下时，可博弈非一体化供应缩量而转为关注做扩机会。

## 6、风险提示

原油价格大幅波动，调油需求大幅不及预期。

### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)