

能化策略报告：长线做多 EB、多 EB 空 BZ (PX)

策略建议：逢低做多 EB、做扩 EB-BZ 价差（纯苯暂未上市，可用 PX 作替代）

策略周期：长期策略

主要逻辑：

1、2024 年产能增速：三大下游>苯乙烯，五大下游>纯苯>苯乙烯，苯乙烯新增产能的快速下滑会驱动供需趋紧，同时成为产业链中矛盾较突出的品种，对比纯苯会表现更为强势，苯乙烯-纯苯价差会顺势打开上行空间。

2、苯乙烯低估值有效修复之前，一方面会影响供应端，增加生产企业检修意愿，缓解供给压力；另一方面会放大成本传导效应，原料表现强势则会为苯乙烯价格提供有效支撑。

3、地产行业的阵痛期会延续，拖累苯乙烯终端需求表现，但政策利好有望对冲掉弱需求表现，关注预期和现实变化情况，把握入场时机。

风险点：下游投产推迟；政策不及预期；原料暴跌

一、策略概述

盘点苯乙烯上下游产能投放节奏发现，苯乙烯过剩的供需格局在 2024 年会迎来重大转机，阶段性下游扩张速度快于苯乙烯自身，供需趋紧会为苯乙烯带来利润修复的动能。再结合目前苯乙烯的低利润现状，未来只要原料端不大跌，苯乙烯绝对价格易涨难跌，单边更适合逢低做多操作。偏保守的投资者可选择多 EB 空 BZ 套利头寸，可以平抑掉原油及汽油下跌风险，因纯苯暂未上市，而 PX 和纯苯原材料来源基本重合且工艺吻合度高，可暂用 PX 作为空配替代。但无论是单边还是套利，未来最大的风险点都在于终端需求的萎缩，应持续跟踪并把握入场时机。

图 1：苯乙烯期现价格及基差走势

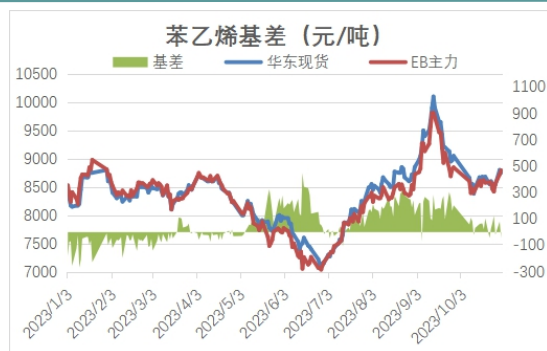
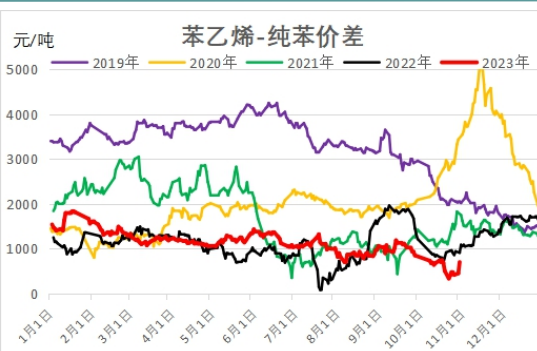


图 2：苯乙烯-纯苯价差



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

二、市场因素分析

1、投产节奏转变，苯乙烯过剩压力缓解

2023 年苯乙烯最大的基本面矛盾在于产能错配，苯乙烯的产能增速要快于其直接下游，且这种产能错配早从 2020 年就开始了，持续四年的扩张驱动着苯乙烯供需格局越来越过剩。过剩则进一步表征到了产业利润指标上，非一体化利润长期在亏损线之下波动，2023 年 10 月甚至压缩至历史最低值附近，苯乙烯的主要生产企业面对上下游的议价权越来越弱，只能不断被动压缩自身利润空间。

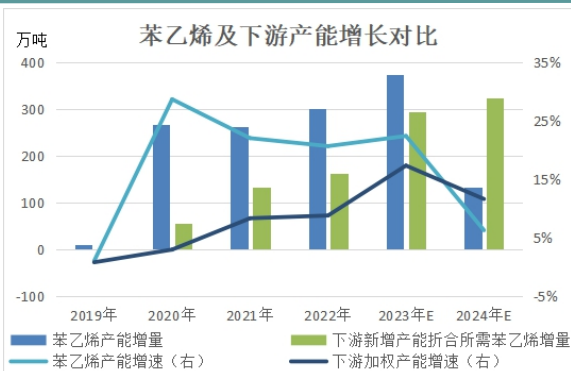
通过盘点 2024 年的新增产能情况，我们认为苯乙烯供过于求的现状大概率会阶段性缓解，2023 年自 9 月浙石化一套 60 万吨装置落地后年内已无产能投放压力，而来年待投装置数量大幅减少，加上中信国安瑞华和洛阳石化两套已建未投的项目，合计新增产能也仅 132 万吨，接近 2023 年新产能的 1/3。然而直接下游扩张较为迅速，尤其是 EPS 和 PS 新项目于 2024 年可能落地的数量明显增多，据统计 EPS 和 PS 明年有概率能落地的新增产能分别为 153 万吨、171 万吨，ABS 仅有 71 万吨新产能会投放，若均能落实，苯乙烯将出现 190 万吨的供需缺口。即便将部分新增装置的延后可能性加以考虑，三 S 下游对苯乙烯的消耗增量也高于苯乙烯的供应增量。

从产能投放角度看，2024 年苯乙烯将迎来重大转机，供需宽松格局会阶段性得以大幅缓解，生产企业的议价权或走强，带动着苯乙烯低估值向上修复，进而成为产业链中供需趋紧的环节。

图 3：截至 2024 年苯乙烯可能新增产能

2024年国内苯乙烯新增产能统计				
省份	公司名称	工艺路线	投产时间	产能
河南	洛阳石化	乙苯脱氢	2024年	12
山东	中信国安瑞华	PO/SM联产	2024年	20
山东	山东中泰化学	乙苯脱氢	2024年	60
江苏	盛虹炼化	PO/SM联产	2024年	40
合计				132

图 4：苯乙烯及下游产能增长对比



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

图 5：截至 2024 年苯乙烯三大下游可能新增产能

2024年国内ABS新增产能统计				2024年国内PS新增产能统计			
省份	公司名称	投产时间	产能	省份	公司名称	投产时间	产能
江苏	新浦化学	2024年	21	安徽	安徽昊源化工	2024年	10
广西	广西长科新材	2024年	50	江苏	新浦化学	2024年	31
合计			71	江苏	江苏赛宝龙	2024年	30
2024年国内EPS新增产能统计				广东	惠州仁信	2024年	20
省份	公司名称	投产时间	产能	广西	广西长科新材	2024年	10
江苏	昊冠新材料	2024年	20	山东	山东道尔新材	2024年	10
辽宁	盛业新材料	2024年	32	河南	河南网塑新材	2024年	60
江苏	常州诚达新材	2024年	36	合计			171
广东	珠海壬庚新材	2024年	15				
山东	日照国恩化学	2024年	20				
福建	漳州台达化工	2024年	30				
合计			153				

资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

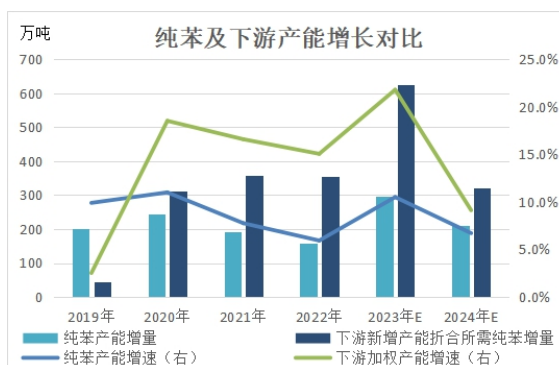
苯乙烯直接上游纯苯正处于景气周期，2020 年至今产能扩张速度均不及下游产品，供需缺口逐年扩大，因此纯苯成为产业链中供需矛盾更为突出的环节，对比上下游产品的估值一路走高。可统计到的 2024 年待投产装置一共 6 套，除裕龙石化规模较大，其他产能均不及 20 万吨，合计新增产能在 210 万吨，再加上今年年底待投的三套装置，2024 年年底之前，纯苯尚有 260 万吨产能可能会落地。

据统计，2024 年纯苯下游产品的产能增速仍高于纯苯，其中己二酸、苯乙烯和己内酰胺新增产能更多，酚酮虽新增装置仅一套，但需额外关注今年待投装置实际落地时间，部分供应增量或体现在明年一季度，苯胺新增产能仅 30 万吨。综合来看，若纯苯及下游产品投产计划如期而至，纯苯供需缺口将进一步扩大，幅度约 110 万吨，纯苯相对估值水平或将进一步上行。

图 6：截至 2024 年纯苯可能新增产能

2024年国内纯苯新增产能统计			
省份	公司名称	投产时间	产能
山东	利华益	2023年Q4	20
黑龙江	龙江化工	2023年Q4	20
山东	金诚石化	2023年Q4	10
辽宁	锦西石化	2024年	10
辽宁	锦州石化	2024年	10
天津	英力士	2024年	11
山东	万华化学	2024年	15
新疆	独山子石化	2024年	16
吉林	吉林石化	2024年	18
山东	裕龙石化	2024年	130
合计			260

图 7：纯苯及下游产能增长对比



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

图 8：截至 2024 年纯苯其他四大下游可能新增产能

2024年国内己内酰胺新增产能统计				2024年国内己二酸新增产能统计			
省份	公司名称	投产时间	产能	省份	公司名称	投产时间	产能
湖南	巴陵恒逸一期	2023年11月	30	山东	洪鼎化工	2024年	30
福建	福建申远	2023年12月	20	新疆	高新石化	2024年	15
山东	鲁西化工	2024年	30	河南	神马尼龙科技	2024年	50
湖北	湖北三宁	2024年	40	新疆	望京龙新材料	2024年	45
合计			120	安徽	卓润新型环保	2024年	4
				合计			144
2024年国内酚酮新增产能统计				2024年国内苯胺新增产能统计			
省份	公司名称	投产时间	产能	省份	公司名称	投产时间	产能
广东	惠州忠信	2023年11月	27	福建	古雷古化	2024年	30
山东	海湾化学	2023年11月	20	合计			30
辽宁	恒力石化	2023年11月	40				
辽宁	龙江化工	2023年11月	20				
山东	富宇化工	2024年	18				
合计			125				

资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

除开探讨苯乙烯和纯苯各自上下游产能对比，还应关注到两种产品之间的强弱转变，2020-2023 年间苯乙烯扩能幅度远大于纯苯，因此二者价格表现上多数时间是纯苯强于苯乙烯。而 2024 年苯乙烯和纯苯均呈现出供需趋紧格局，且苯乙烯缺口或大于纯苯，品种间相对强弱关系将随之发生变化，或体现为苯乙烯-纯苯价差重心上移。

2、低估值有效支撑，体现在检修和成本

理论上来说，商品的低利润表征了其供需宽松的格局，但低利润也会反作用于供需和价格。一方面，当某一商品亏损到一定限度后，会影响其供应端，生产企业检修意愿会大幅提升，供应若出现边际缩量以后商品供需结构得到改善，进而利润下滑趋势会被打断。另一方面，商品弱供需若已充分兑现至价格和利润之上，低利润现状下成本传导效应就会非常明显，尤其是原料表现强势会带动弱供需的商品同步上涨。

这两方面在苯乙烯上均有所体现，2023 年全年持续被压制在绝对低位的利润，正好对应了难以提升的开工，开工率中枢下移至 70%附近，远低于 2022 年以前的平均水平。再细数检修装置列表，可以发现长停装置（停车时间>6 个月）数量自 2022 年开始不断增加，其中部分属于老旧装置面临淘汰，另一部分属于非一体化装置，都面临着经济效益差的问题。在苯乙烯利润得到有效修复之前，这种开工被压制的状态会一直延续下去，反过来改善供需宽松现状。

图 9：苯乙烯非一体化利润

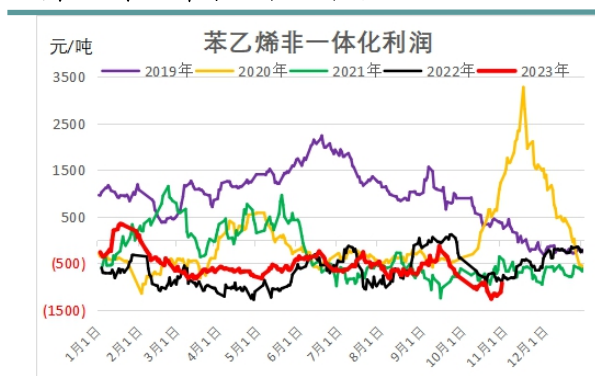
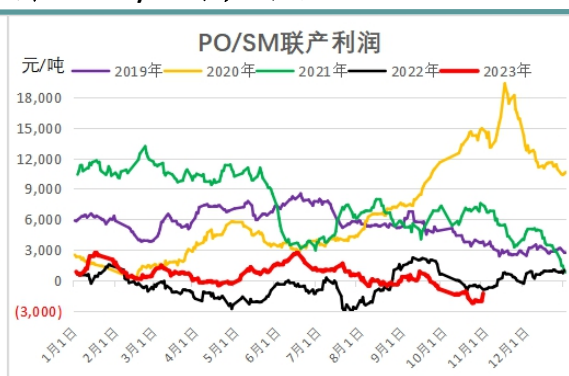


图 10：PO/SM 联产利润



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

图 11：苯乙烯周度开工率

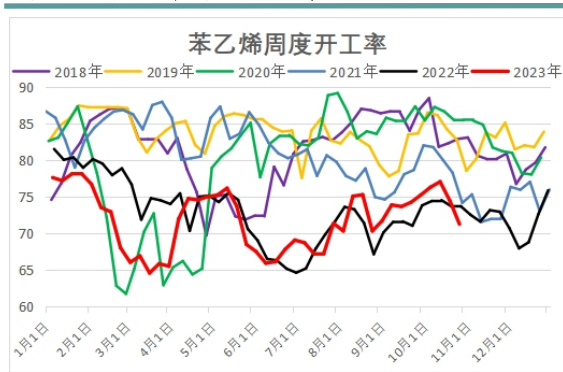


图 12：苯乙烯长停装置统计

省份	企业名称	产能（万吨）	起始日	结束日（预计）
江苏	阿贝尔	25	2020/12/31	待定
浙江	宁波科元	15	2021/5/7	待定
山东	山东玉皇2#	25	2021/11/22	待定
山东	山东玉皇1#	20	2023/3/24	待定
广东	茂名石化1#	10	2022/2/26	待定
江苏	利士德	21	2022/3/30	待定
黑龙江	大庆石化	12.5	2022/4/8	待定
北京	燕山石化	8	2022/4/21	待定
武汉	中韩	2.8	2023/4/21	待定
江苏	利士德	21	2023/5/15	待定
茂名	茂名石化2#	40	2023/5/16	待定

资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

2023 年，高成本是驱动苯乙烯价格每次上行的重要因素之一，而这个高成本不仅在原油及汽油端有所体现，更多的还体现在纯苯供需不断趋紧之上。结合前文所述，作为苯乙烯的直接上游，纯苯处于景气周期一方面挤压了苯乙烯企业利润，另一方面也在部分阶段为苯乙烯提供了有力支撑，2024 年纯苯供需缺口继续扩大，预计成本支撑力度能够继续发挥作用。

从初始原料原油及成品油这一端来看，未来价格继续暴跌的可能性慢慢减小，近 1-2

年来主导原油价格的核心逻辑主要有：主产地动向、地缘政治、经济衰退。其中几大主产国的诉求基本绕不开高油价，尤其中东和俄罗斯两地，这些主产区有足够的动机在油价回落阶段推动减产。地缘冲突则一方面干扰了供应端，另一方面增加了贸易运输成本，目前来看极端行情已告一段落。经济衰退的风险一直都在，但美国缓冲政策手段仍有发挥空间，越临近大选，用政策平抑风险的意愿就会越强，因此我们认为衰退逻辑不会走强。并不悲观看待未来油价走势。汽油在极低的裂解价差背景下，除非供需大幅度恶化，否则汽油价格会一直贴着原油价格去走，自身驱动或许要到明年夏季旺季才有所体现。

图 13：纯苯-原油价差

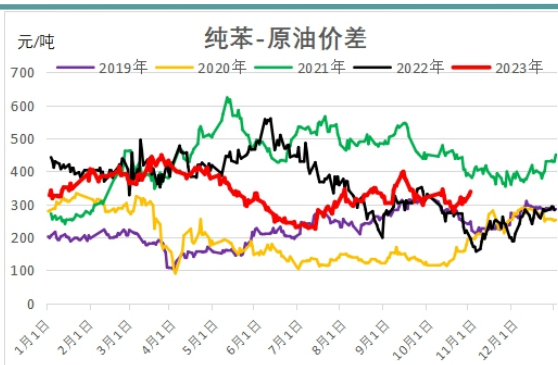
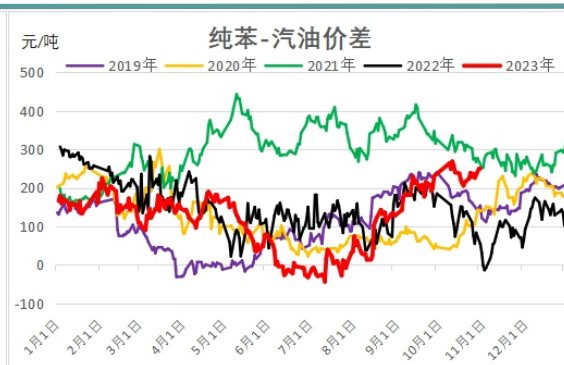
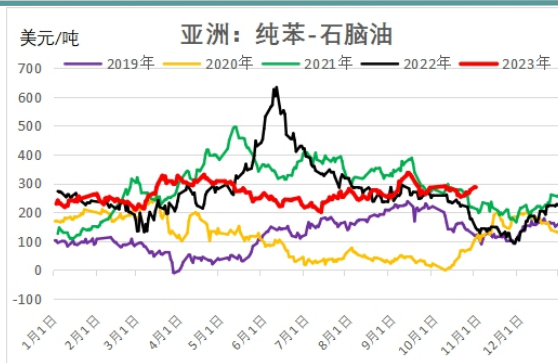


图 14：纯苯-汽油价差



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

图 15：纯苯-石脑油价差



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

3、下游观测利润，终端观测政策

限制未来苯乙烯上涨的最大利空在于弱需求，虽然直接下游计划投产项目较多，但下游利润变化会影响产能及产量变化。第一，亏损过于严重，会不断拖慢新项目落地时间；第二，下游生产企业集中度低、规模小，一般而言对利润十分敏感，亏损会增加企业检修意愿，进而降低对苯乙烯消耗量和备货力度。当前负反馈正在下游蔓延，直接影响了苯乙

烯价格及利润表现。

要想需求不形成苯乙烯的拖累，未来仍需重点关注政策端正反馈作用够不够。

图 16：苯乙烯三大下游生产利润

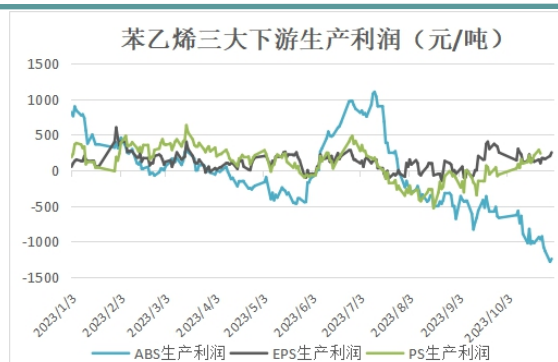
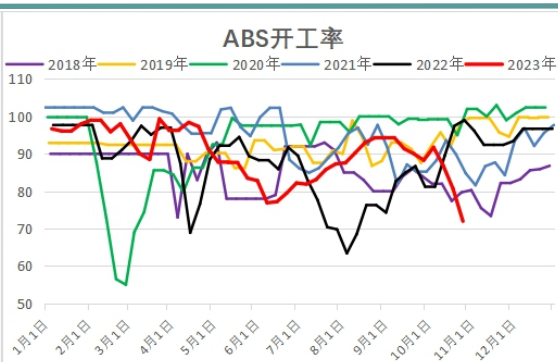


图 17：ABS 开工率



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

图 18：EPS 开工率

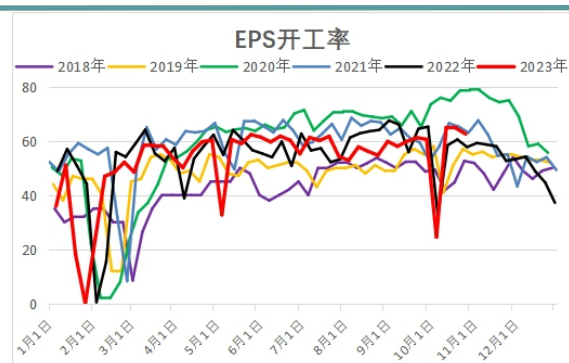
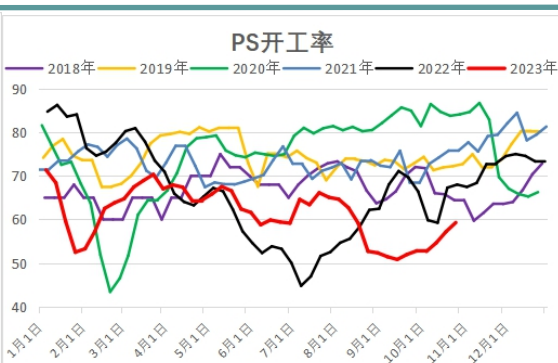


图 19：PS 开工率



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

那么今年实际终端行业表现如何呢？从 2023 年前三个季度数据表现来看，地产竣工端对苯乙烯终端需求形成了一定拉动作用，无论是建筑需求还是衍生领域家电需求，都呈现出明显的正增长。汽车总产量与 2022 年差别不大，内销同比走弱、出口同比走强。而快递、日用品领域同样是正增长走势，9 月累计同比分别在 16.4%、3.5%。

我们从新开工去预测未来施工和竣工表现，可以看出此波“保交楼”逐步落实后，地产行业会继续阵痛期，届时苯乙烯建筑需求和家电需求很有可能不断萎缩。而破局的要点一是政策二是出口，逆周期调节政策或许能给行业形成托底支撑，出口则需要终端企业主动谋求新市场。不论是政策还是出口，来年的实际表现都需要持续跟踪，同时还有现实和预期的反复拉扯，综合来看终端仍存在利好因素，但兑现节奏现阶段难以预测。

图 20：房地产工期跟踪

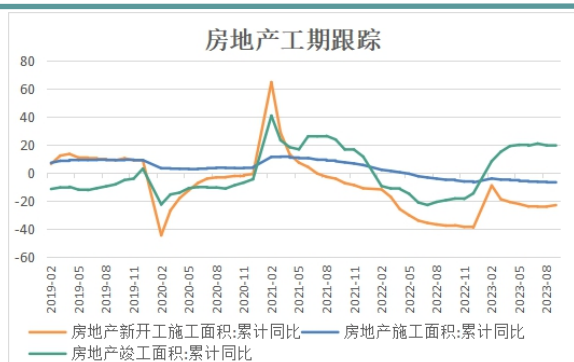
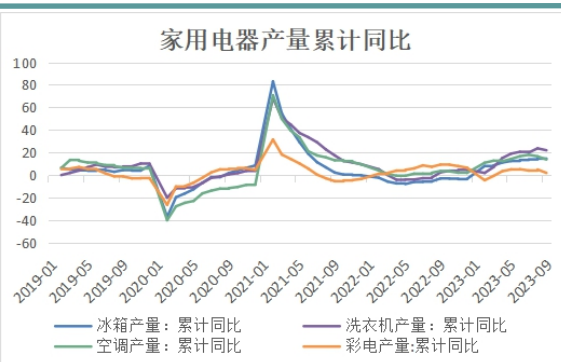
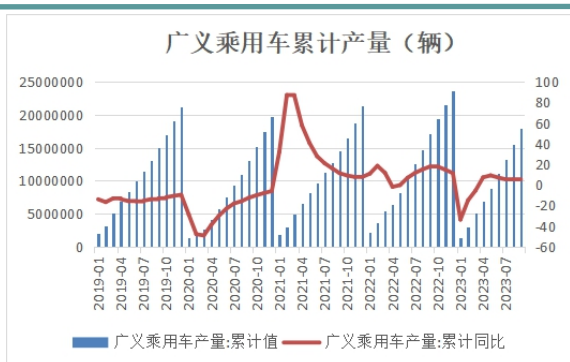


图 21：家用电器产量累计同比



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

图 22：广义乘用车累计产量



资料来源：ifind，卓创资讯，隆众资讯，新湖期货研究所

撰写人：姚学雯

从业资格号：F03116586

投资咨询号：Z0019439

邮箱：yaoxuewen@xhqh.net.cn

审核人：施潇涵

日期：2023 年 11 月 2 日

免责声明：本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息

均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。