

纯苯鼓声再起但略显疲态，苯乙烯桎梏未解继续蓄势



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

苯乙烯: 震荡

报告日期:

2024 年 12 月 25 日

★纯苯偏紧问题有望再现，不过矛盾激化程度及路径均将有所差异
在裂解项目集中投放及浙石化技改的影响下，明年纯苯产能投放阶段性提速，预计新增产能超过 200 万吨/年。但考虑裂解进料灵活性问题以及裕龙二期常减压及芳烃联合延期可能性，纯苯实际产量增速或低于 6%。需求方面，纯苯非苯乙烯下游增长或放缓，而苯乙烯产量增速有望小幅回升，另外考虑潜在关税对终端制品的影响，加权需求增速约为 5.8%。纯苯供需缺口将继续存在，但矛盾激化路径或从小下游高增转向苯乙烯产量上行，激化程度则可能不及 24Q2。抹平缺口依赖进口端的增量，进口环节的潜在预期差或在于美国本土化工需求。

★叙事主线一度切换至苯乙烯自身，但长周期拐点尚未到来

盘面的叙事主线在今年大多数时间集于纯苯，但在四季度一度切换到了苯乙烯自身，其内含的本质为落后产能持续出清下，供应瓶颈阶段性出现。展望 2025，供应端的故事将被四套新装置重新给抑制，非一体化装置回到盈亏平衡线上下波动以挤压边际产能又将成主旋律，不过“两新”政策持续发力叠加库存重建周期或在需求侧提供支撑，24 年上半年这种 EB 利润被极致压降的情况可能也较难重演，25 年开工率中枢预计小幅上移 1% 以实现新的供需平衡。更长周期展望，苯乙烯产业或在经历长达 5~6 年的景气下行周期后于 26 年寻底，供需双向调结构所形成的量变终将引发质变，届时苯乙烯绝对价格将有望摆脱纯苯的桎梏。

★投资建议

①纯苯期货 25 年上半年有望上市，或可关注正套机会。②纯苯明年供需格局依旧偏紧，化工内仍具备多配属性。但矛盾激化高度可能不及 24Q2，同时若明年布油价格区间下移至 65-80 美元/吨，纯苯价格下沿可能将滑落至 7000 元/吨以内，单边操作需更关注盈亏比。③明年苯乙烯利润中枢或较 24 年小幅上移，但供需格局尚不足以支撑其绝对价格完全摆脱成本端的束缚，供应瓶颈的出现仍是阶段性的，工厂可择机关注卖出套保以锁定生产利润。④苯乙烯长周期拐点或于 26 年后出现，届时或可关注权益维度的左侧布局机会。

★风险提示

原油价格大幅波动，终端需求大幅不及预期。

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

化工组分析师

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、前言.....	3
2、 纯苯：矛盾能否延续？	6
2.1 明年纯苯产业链扩能预期所映射的显性缺口略弱于 24 年.....	6
2.2 纯苯次级下游能否继续承接直接下游的扩能？	8
2.3 潜在关税的直接冲击有限，影响集中在纯苯的终端制品环节.....	13
2.4 关注美国纯苯市场对韩国货源能否继续分流.....	15
2.5 小结：纯苯供需依旧偏紧，但矛盾边际放缓.....	17
3、 苯乙烯：产业景气周期拐点何时到来？	18
3.1 本轮苯乙烯产业景气度下行周期已经接近四年.....	18
3.2 边际产能持续出清，供应瓶颈初现端倪，是昙花一现还是拐点已至？	19
3.3 瓶颈难长久，苯乙烯扩能节奏在小憩后或再加速.....	21
3.4 “两新”政策继续发力叠加库存重建周期，明年 EB 需求有望小幅修复.....	22
3.5 小结：苯乙烯绝对价格暂难摆脱成本端桎梏，长周期拐点或待 26 年之后.....	30
4、投资建议.....	32
5、风险提示.....	32

图表目录

图表 1：苯乙烯期货主力合约价格走势.....	5
图表 2：2025 年纯苯新增产能预期.....	6
图表 3：2025 年纯苯下游新增产能预期.....	7
图表 4：2024 年纯苯直接下游及次级下游情况.....	8
图表 5：2025 年新投苯酚装置均有下游双酚 A 配套.....	10
图表 6：2020-2024 年双酚 A 月度产量.....	10
图表 7：2017-2024 年 PC 进口依存度变化.....	10
图表 8：2025 年 PA6 新增产能预期.....	11
图表 9：2020-2024 年锦纶长丝月度产量（季节性）.....	12
图表 10：2025-2028 年户外鞋服市场规模预测.....	12
图表 11：2020-2024 年己二酸行业周度开工率.....	12
图表 12：2020-2024 年 PA66 月度产量.....	12
图表 13：纯苯直接下游及次级下游出口美国情况.....	14
图表 14：纯苯终端制品出口美国情况（单位：亿美元）.....	15
图表 15：2021-2024 年美国纯苯进口情况.....	16
图表 16：2006-2024 年美国炼厂芳烃产能.....	16
图表 17：美国纯苯及下游化工产业分布情况.....	17
图表 18：近十五年苯乙烯产能变化情况.....	19
图表 19：近四年非一体化装置在盈亏平衡线附近运行.....	19
图表 20：国内长时间处于检修状态的苯乙烯装置.....	19
图表 21：2024 年苯乙烯-纯苯华东价差情况.....	21
图表 22：苯乙烯周度开工率.....	21
图表 23：2024-2025 年苯乙烯投产计划表.....	22
图表 24：2014-2025 年中国苯乙烯产能增长状况及预期.....	22
图表 25：2017-2024 年 ABS 产量增速.....	23
图表 26：华东 PP 与 ABS 价格对比.....	23
图表 27：房屋竣工面积累计值及同比增速.....	24
图表 28：房屋新开工面积累计值及同比增速.....	24
图表 29：2024 年苯乙烯三大下游投产计划（单位：万吨/年）.....	25
图表 30：2024 年三大白电排产增速.....	26
图表 31：2024 年家电社零同比增速.....	26
图表 32：两新政策时间线.....	27

图表 33 : 2017-2024 三大白电中国对美出口依赖度变化.....	28
图表 34 : 我国对中东、东南亚等新兴市场的家电出口增长明显.....	29
图表 35 : 中国头部家电厂商在全球各区城市占率情况.....	29
图表 36 : 2026-2029 年苯乙烯投产计划表.....	31
图表 37 : 2011-2024 年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额及利润增速情况.....	31

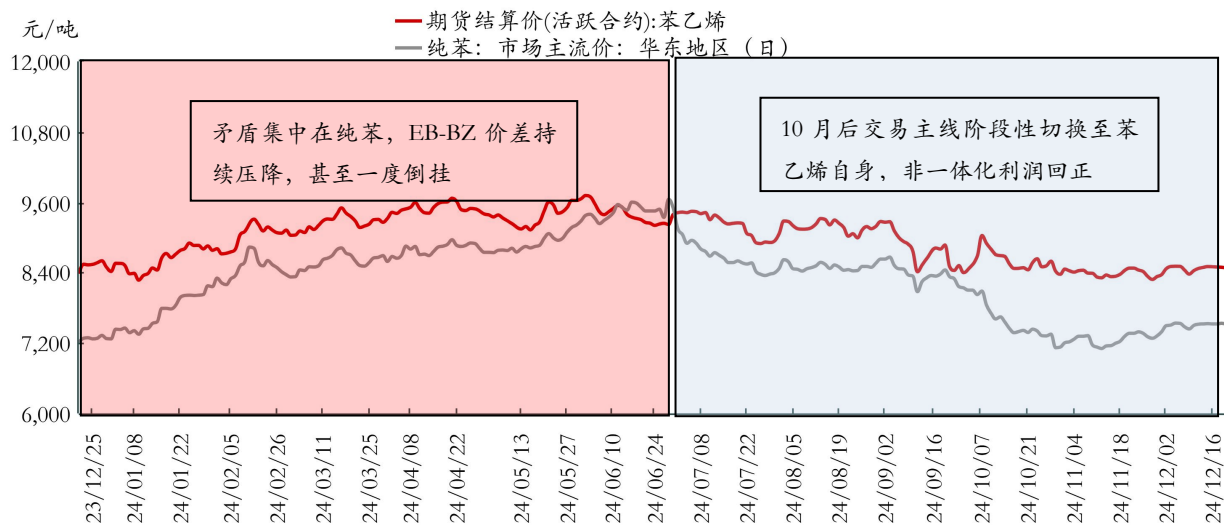
1、前言

回溯 2024，苯乙烯的价格波幅较 23 年有所收窄，叙事主线在上下半年有所切换。

上半年的主要矛盾在于纯苯环节：纯苯今年的核心预期差在于己内酰胺、苯酚等小下游产量增速明显超过市场预期，叠加二季度检修偏多且新增产能较少，纯苯港口库存在二季度连续多月大幅压降，纯苯下游原料库存也逐步去化至中性偏低水平。在 6 月中旬，纯苯矛盾极致激化，部分超卖的贸易商采购纯苯现货及纸货补空，华东市场价格最高突破 9600 元/吨。但从苯乙烯自身估值情况来看，今年上半年 EB-BZ 中枢持续压降，非一体化装置利润大多数时候均位于盈亏平衡线以下，6 月中下旬现货价格与纯苯一度出现倒挂。因此上半年苯乙烯绝对价格的上扬本质还是依赖成本端的强势推动。

但到了下半年，随着芳烃调油溢价被打出，美韩纯苯套利窗口逐步关闭，国内纯苯价格高企下韩国货源大幅流入国内。同时恒力的技改在年中完成，新产能在 7 月后逐步兑现，远月又有裕龙及南港的扩能预期，纯苯估值明显压降。而苯乙烯的供需格局自 9 月开始逐步好转，市场交易主线逐步切换至苯乙烯自身，苯乙烯-纯苯价差持续扩大。到了 10 月，行业整体均已到了有利润的状态。但从开工率情况来看，行业整体产量提升依旧有限。这背后除了一些计划内检修因素的影响，本质还是在于苯乙烯的长停装置在逐年增长后体量已经较大，另外部分 PO/SM 装置也因设备等问题负荷无法随着利润提升而提升，苯乙烯供应瓶颈在 10-11 月阶段性显现。

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

展望 2025 年，我们认为核心需要解决以下几个问题：①纯苯明年仍然会成为主要矛盾吗？其供需结构是否仍将偏紧？②今年激化纯苯供需矛盾的重要因素在于己内酰胺等小下游产量高增，明年纯苯小下游增速能否维持？③苯乙烯在今年上半年一度与纯苯价格倒挂，非一体化利润被极致压缩，但 10-11 月价差快速反弹，且高利润状态维持了较长时间，背后本质在于供应瓶颈初步显现。明年苯乙烯利润状态会如何？其绝对价格何时能够真正摆脱成本端纯苯的桎梏？

2、纯苯：矛盾能否延续？

2.1 明年纯苯产业链扩能预期所映射的显性缺口略弱于 24 年

①乙烯裂解项目集中释放叠加浙石化技改，纯苯产能扩张阶段性提速

对于纯苯来说，其产能扩张的步伐在 2024 年较为缓慢，仅新增产能 94 万吨/年（同比增速为 3.9%）。其为纯苯 24 年矛盾的激化奠定了基础：当炼厂检修季在二季度如期到来，纯苯供应无法得到有效补充，与高增的下游需求间形成劈叉。纯苯港口库存在二季度连续多月大幅压降，纯苯下游原料库存也逐步去化至中性偏低水平，6 月中下旬部分超卖的贸易商采购纯苯现货及纸货补空，华东市场价格最高突破 9600 元/吨，一度与苯乙烯价格出现倒挂。

而展望 2025 年，纯苯产能扩张将阶段性提速，增量主要源于三个方面：①乙烯裂解项目集中释放，伴随纯苯副产。按照目前预期看，明年为乙烯产能投放大年，埃克森美孚、万华化学、吉林石化、广西石化等项目均有兑现可能。但考虑到部分项目进料较为灵活，其副产的纯苯规模具有一定不确定性，若轻质料占比偏高，则纯苯副产比例将受限。目前预估明年裂解方面涉及的纯苯产能约为 110 万吨/年。②裕龙石化尚有纯苯产能等待投放。近期裕龙石化常减压 1# 的重整装置已经顺利运行，裂解条线也在逐步开车，二者对应的 40-45 万吨/年产能预计释放得较为顺利。不确定性主要集中在常减压 2# 及后续的芳烃联合装置，相关产能的推进需等待 PX 事项的解决，因此延期投放的概率较大，我们预期或在 25 年四季度附近。③浙石化重整技改。浙石化已有一套重整装置完成技改，另外三套也存在技改计划，每套预计新增重整产能 50 万吨/年，单套对应新增纯苯产能 8-10 万吨/年。减油增化的影响正在逐步显现。综合来看，明年纯苯产能预计新增 223 万吨/年，产能扩张阶段性提速，同比增速达到 8.84%。

图表 2：2025 年纯苯新增产能预期

企业	省份	产能（万吨/年）	生产工艺	预计投产时间
裕龙石化	山东	40-45	重整/裂解	2#常减压，需关注 PX 项目情况
裕龙石化	山东	30-40	歧化	需关注 PX 项目情况

浙石化	浙江	技改扩能,总量级或在 30-40 区间	重整	25-26 年间尚有三套重整装置存在技改计划,将贡献芳烃增量
万华化学	山东	14.91	裂解	2025Q1
大榭石化	浙江	12	重整	2025Q2
埃克森美孚	广东	20	裂解	2025Q2
友泰科技	山东	6	重整	2025Q2
京博石化	山东	10	裂解	2025Q2
吉林石化	浙江	18	裂解	2025Q3
广西石化	广西	18	裂解	2025Q3
洛阳石化	河南	15	裂解	2025Q4
巴斯夫广东	广东	15	裂解	2025Q4
2025 年预计新增产能		223 万吨/年		

资料来源:钢联,卓创,CCF,东证衍生品研究院

②纯苯直接下游扩能仍快于自身,但错配幅度边际收窄

从纯苯下游的扩能预期及投产确定性看,明年纯苯五大下游的扩能速度仍快于自身,但相较于 2024 年,产业链上下游扩能的错配程度将有所收窄。

具体来看,明年**苯乙烯扩能明显提速**,若将年底的京博石化及裕龙石化装置纳入,则有超过 200 万吨/年产能等待投放;**己内酰胺扩能周期则逐步迈入中后程**,明年轻有广西恒逸有 60 万吨/年大装置新建计划,其他均为在原有装置基础上技改扩能;**苯酚尚有镇海炼化、吉林石化、淄博睿霖等装置预期,且均有下游双酚 A 配套**,投产确定性较大;苯胺方面,后续仅有万华福建与南京化学的新产能有望兑现,万华福建 36 万吨/年苯胺装置配套下游 MDI,预计 25 年底投放,南京化学装置则可能需要延期到 26 年,故未放入下表。最后在**己二酸方面,其投产不确定性最大**,安徽昊源装置已建成,但因经济性等原因开工稳定性存疑,河南神马 20 万吨/年大概率延期到 26 年。

综合来看,若简单将明年纯苯下游新增产能折算为纯苯消耗量,则为 361 万吨/年,若考虑投产概率进一步折算,则对应产能约为 310 万吨/年,这一数字虽然仍旧高于 2025 年纯苯自身新增产能,但与 2024 年相比,产业链上下游投产错配所展示的显性缺口已经有所收窄(23 年底时市场对 24 年纯苯的新增产能缺口预期约为 150 万吨/年)。

图表 3: 2025 年纯苯下游新增产能预期

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	苯酚	镇海炼化	40

苯乙烯	裕龙石化	50	苯酚	恒力石化	扩能 8
苯乙烯	吉林石化	60	苯酚	吉林石化	22
苯乙烯	广西石化	60	苯酚	淄博睿霖	22
己内酰胺	广西恒逸	60	己二酸	华鲁恒升	装置已建成, 20
己内酰胺	福建永荣	新扩 10	己二酸	安徽昊源	开工稳定性存疑, 16
己内酰胺	兖矿鲁南	新扩 10	己二酸	河南神马	或延期至 26 年, 20
苯胺	福建万华	36	下游折算纯苯消耗量		361 万吨/年

资料来源：卓创，CCF，东证衍生品研究院

2.2 纯苯次级下游能否继续承接直接下游的扩能？

前一章节对纯苯产业链的上下游投产预期进行了梳理，但要注意的是，在不同的产业阶段与结构下，产能扩张后产量兑现的概率是不一样的。在产业高速发展期、供不应求的状态下，扩能即意味着打开供应瓶颈，产量将得到充分兑现；但目前部分化工体系内的中下游发展已经较为成熟，供需相对宽松，扩能有时意味着行业整体开工率下滑，产量兑现往往就不及预期。因此相较于显性化的产业链扩能计划，对明年纯苯下游的产业状态分析及开工率预测或更为重要。

那么对于己内酰胺/苯酚/己二酸等纯苯直接下游来说，除了排产计划、开停车成本、物料平衡等自身因素外，决定其开工率高低的，还有以下两个重要外部因素：

①上游原料的紧张程度/采买难度/自供比例。在 2024 年上半年，由于纯苯供需极其紧张，因此对于当时的下游来说，纯苯原料的储备情况成为决定其开工率的核心因素。有纯苯自供及合约比例较高的下游开工整体较为稳定，而需要外采纯苯的企业则需要与其他下游竞争原料，当时部分企业一度被迫降负运行。

②下游订单能否承接/下游配套比例。而展望 2025 年，原料的紧张程度可能较 24 年边际放缓，对于己内酰胺/苯酚/己二酸等产业来说，有无订单承接/有无下游配套将是决定其开工率水平的核心因素。当拥有下游配套且存在持续的订单流时，其开工对利润的敏感度将会明显下降。因此，我们将把重心放在对其次级下游的探讨上，以对纯苯直接下游的开工情况做出判断。

图表 4：2024 年纯苯直接下游及次级下游情况

纯苯直接下游	占比	次级下游	占比	三级下游	终端
苯乙烯	41.5%	ABS	25%	电子电器 (62%)、轻工业及交通用具 (22%)、办公设备 (8%)	
		PS	25%	电子电器 (50%)、日用品及玩具 (17%)、 建材 (12%)、医疗器械 (9%)	
		EPS	24%	泡沫包装 (72%)、板材 (25%)	建材、家电
己内酰胺	19.0%	PA6	98%	民用长丝 (61%)、工程塑料 (12%)、	纺服、汽车、

				工业丝、BOPA	电子电器、包装
苯酚	16.7%	双酚 A	61%	PC (63%) 环氧树脂 (35%)	电子电器、汽车、 建材、涂料
		酚醛树脂	30%	模塑板 (21%)、研磨摩擦材料 (20%)、木材加工 (20%)、耐火绝热隔热 (19%)	电子、建材、汽车和涂料
苯胺	12.3%	MDI	79%	冰箱冷柜 (52%)、胶黏剂 (19%)、汽车 (8%)	
		橡胶助剂	12%	轮胎、橡胶软管、橡胶带、胶鞋等	
己二酸	6.6%	鞋底原液	17%	聚氨酯鞋底	
		PA66	23%	民用丝 (10%)、工程塑料 (57%)、工业丝 (29%)	纺服、汽车、电子电器、 包装
		PU 浆料	27%	合成革、人造革	轻工、家居、汽车、纺服
		TPU	19%	鞋材、功能性服装、医疗、汽车、电子电器	

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

- **苯酚：明年双酚 A 配套程度将进一步加深，AI 从模型层走向应用层拉动苯酚终端需求；担忧主要集中在聚碳酸酯环节，进口替代正进入深水区。**

苯酚产业链今年高速增长，苯酚/双酚 A/环氧树脂/聚碳酸酯 2024 年全年产量增速均在 20% 以上，市场的疑问在于，如此高的增速明年究竟能否维持？首先从近年苯酚产业链的结构变化来看，可以发现苯酚产业链的一体化程度是在持续提升的。虽然苯酚近年高速扩能，但其下游双酚 A 扩能速度更快，有接近 70% 的苯酚企业配套有双酚 A 产能。而展望明年，将新增三套苯酚装置（产能增速 16%），**这三套装置也均将配套有下游双酚 A**，其中吉林石化与淄博睿霖为完全配套，镇海炼化为部分配套。明年苯酚的一体化程度将进一步提升，为其扩能提供缓冲。

而对于双酚 A 来说，其有 63% 的需求在于聚碳酸酯（PC），PC 自身供需格局依旧保持在较优状态。除了终端电子、新能源车相关需求的高景气外，国产替代也起到了至关重要的作用（PC 的进口依存度在 2017 年还高达 80% 左右，目前已经降至 20%）。**但要注意的是，后续 PC 进口替代带来的增量可能会相对放缓。**一来，进口替代的总蛋糕本身已经变小，剩余可替代空间有限。二来，进口替代已经走入深水区，余下可替代的牌号为医用级、光学级、电子电器等领域的产品，其替代难度将较以往加大，研发及准入认证均需要时间。

最后从苯酚终端需求来看，明年的核心驱动力或在于 AI 从模型层走向应用层，同时国补也可能扩大范围，手机及 AIoT 等品类有望被纳入，**苯酚在电子电器领域需求的高增长将继续冲抵建材端的弱势，终端加权增速或在 5%-10% 区间。**AI 对于苯酚需求的拉动

主要源于以下三个维度：①对传统消费电子领域（手机、笔电）的拉动。AI 端侧落地正在逐步成为大势所趋，而手机笔电凭借其已有的终端渗透率和便携性将成为端侧落地的核心载体。Apple Intelligence 等的正式上线也将在一定程度上激发消费电子换机动力，加快换机周期。据 Counterpoint 报告显示，2027 年全球 AI 手机渗透率有望超过 40%，出货量或达到 5.22 亿部。②进一步催化 AI 眼镜、智能手表等新型消费电子需求。而双酚 A 的下游聚碳酸酯材质由于耐刮伤性能突出、耐疲劳性并能实现良好的外观效果，因此在 AI 镜片、VR 外壳、智能手表表盘上均有大量应用。③苯酚下游酚醛树脂及双酚 A 下游环氧树脂均可应用于 PCB 板中。据赛迪数据，中国 PCB 市场在经历了三年的增速下滑后，2024 年重回双位数增长，同比预计增长 13.4%。

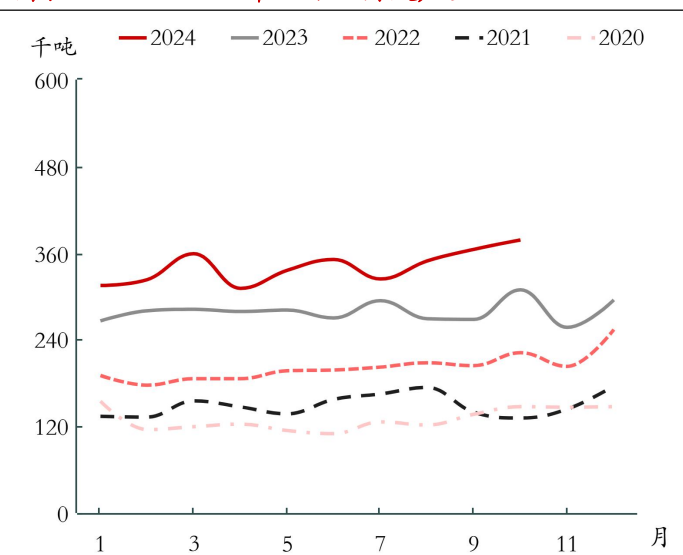
因此，综合考虑苯酚投产增速、双酚 A 及 PC 的供需格局以及终端需求结构变化，我们预期 2025 年苯酚产量增速在 9%-12% 左右。

图表 5：2025 年新投苯酚装置均有下游双酚 A 配套

企业名称	省份	计划新投苯酚产能（万吨/年）	计划配套双酚 A 产能（万吨/年）
镇海炼化	40	40	24
吉林石化	22	22	24
淄博睿霖	22	22	24

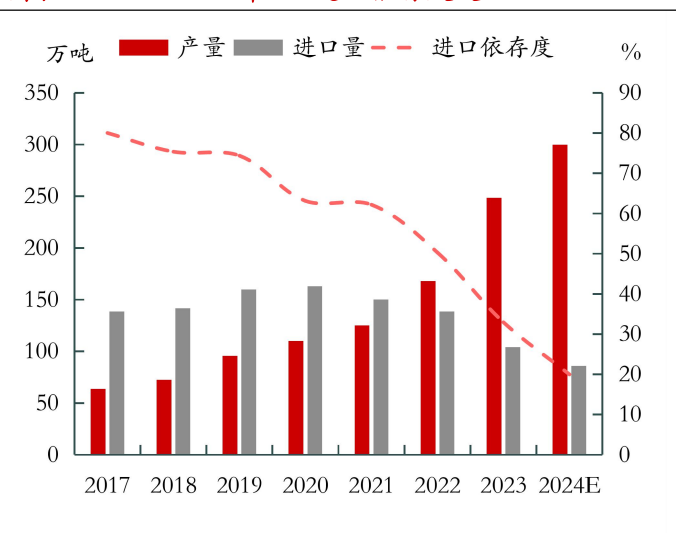
资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

图表 6：2020-2024 年双酚 A 月度产量



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 7：2017-2024 年 PC 进口依存度变化



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

● 己内酰胺：需求自下而上传导，高开工有望维持，但新产能需注意原辅料问题

在纯苯的众多下游中，今年己内酰胺表现极其亮眼，在纯苯总需求中的占比升至 19%，站稳了第二大下游的位置。虽然在连续高扩能背景下（2024 年己内酰胺产能为 722 万吨，较 2020 年增长 65.2%，年化复合增速高达 12.4%），己内酰胺的高利润受到成本端的侵蚀，在产业链利润分配比例降低。但其开工并未受到利润的拖累，甚至反向走高，年均开工率为 87%（较 23 年提升约 8 个点），全年产量增速预计超过 27%。核心原因就在于其下游产能配套正在逐步完善，新增订单表现良好。

从己内酰胺需求的维度来看，其最核心的应用领域为 PA6，占比达到 98%。2024 年 PA6 年产量约为 608 万吨，同比增速高达 26%，充分消化了今年己内酰胺供应端的高增长。同时在如此高的供应增速下，今年 PA6 盈利情况也较佳，PA6-己内酰胺价差均值约为 1100 元/吨（一般超过 800 元/吨，工厂即可盈利），较 2023 年均值增加 300 元/吨以上。PA6 产业景气度极高，且具有一定持续性。

而展望明年，己内酰胺虽然仍有 80 万吨/年以上的产能可能释放，但其整体供需格局或仍能维持住今年的状态，己内酰胺高开工率或能延续。核心原因如下：

①PA6 明年预计仍有百万吨级别的新产能投放，产能增速或在 13%以上。而再往下一层级分析，在需求及利润的刺激下，锦纶民用丝也正在经历大投产浪潮，2025 年规划投产也将达到百万吨级别。据产业内头部企业永荣预测，2025 年尼龙民用纺丝产量将达到 380 万吨（目前的年产量约为 330 万吨），2026 年将达到 470 万吨以上。2025 年锦纶产业链扩能呈现金字塔型，锦纶民用丝产能增速>PA6>己内酰胺，上下游扩能的劈叉将阶段性刺激原料需求。

②从终端需求来看，锦纶具有重量轻、高弹性、耐磨损、抗撕裂、耐水性等优良特性，因此广泛应用于户外领域及功能性服装中（如冲锋衣、防寒服、速干衣、瑜伽服、户外帐篷、登山包等），户外热潮的兴起有力支撑了锦纶需求，据 Euromonitor 测算，2025-2028 年户外鞋服市场规模年化符合增速仍将在 10%以上。并且大量的终端产能释放也将加深锦纶、锦氨面料对传统涤纶市场的争夺强度与替代程度，并进一步引导服饰消费观转变，从而长远支撑己内酰胺需求。

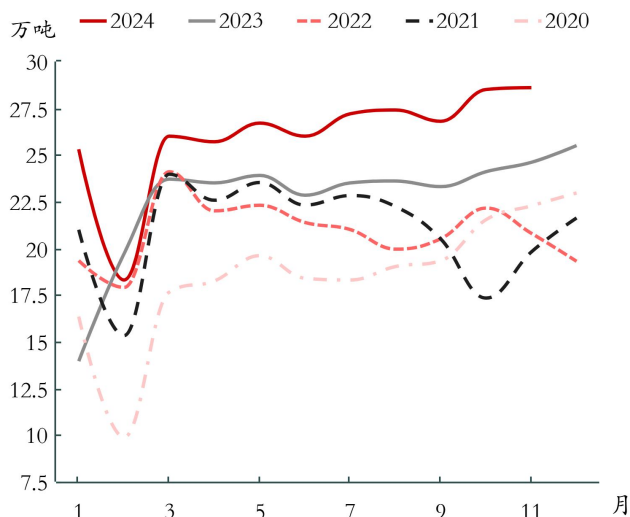
图表 8：2025 年 PA6 新增产能预期

企业	省份	产能（万吨/年）	预计投产时间
神马普利	河南	14	2024 年底
山东聚合顺鲁化	山东	4	2025Q2
常德聚合顺	湖南	10	2025Q1
恒逸新材料	广西	60	2025 年年中

湖南岳化新材料	湖南	15	未定
嘉华再生尼龙	江苏	7	未定
天岳（天门）新材料	湖北	30	2025Q4
2025 年预计新增产能		126 万吨/年（若将神马 24 年底所投产能纳入，则为 140 万吨/年）	

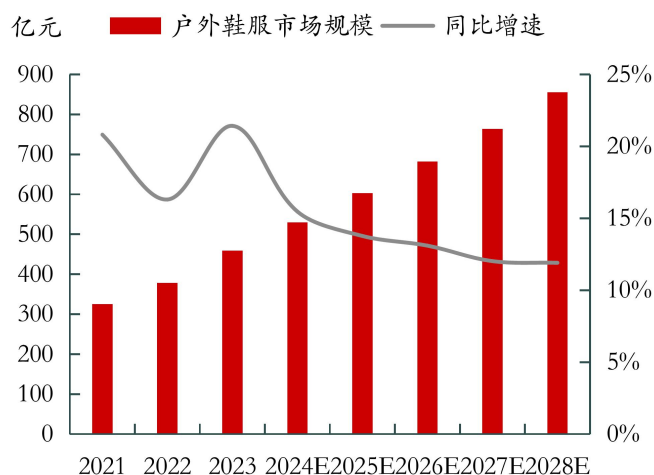
资料来源：卓创，东证衍生品研究院

图表 9：2020-2024 年锦纶长丝月度产量（季节性）



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 10：2025-2028 年户外鞋服市场规模预测



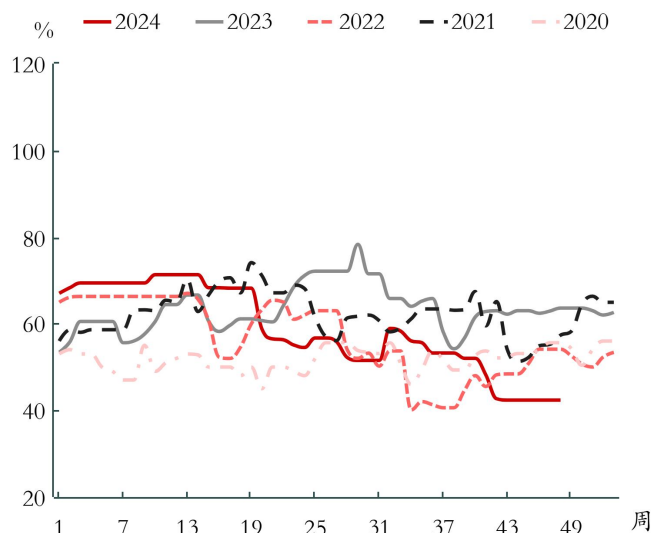
资料来源：Euromonitor，东证衍生品研究院

● 己二酸：PA66 独木难支

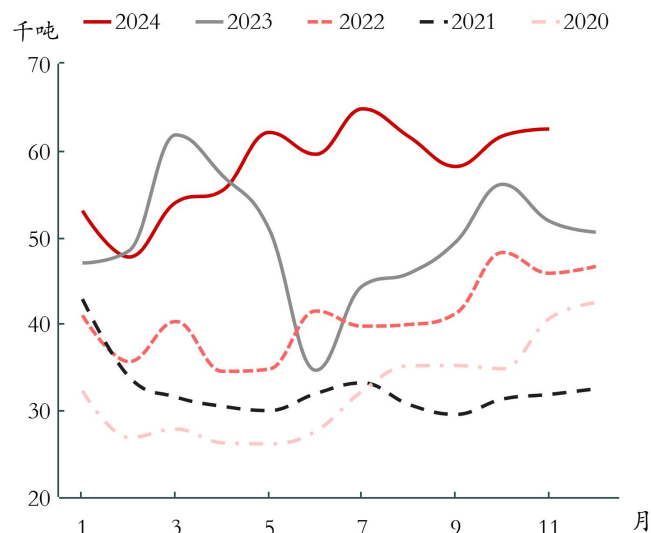
己二酸今年产量增速在纯苯的非苯乙烯下游里面最低，约为 4%。我们认为己二酸的核心问题在于在其需求结构中，PA66 的体量还是太小，占比不足四分之一，鞋底原浆、PU 浆料等增量空间已经极其有限的应用占据其需求大头。在此背景下，即使 PA66 发展迅速（PA66 凭借轻量化、耐热性、耐油性和阻燃性等优势，近年在新能源车等领域应用广泛，几乎可以应用于包含三电系统在内的汽车所有部位；功能性服装方面的需求增量也很大，但目前占比不高），其对己二酸的拉动效应也相对有限。展望 2025 年，己二酸的需求增长将继续由 PA66 贡献，未来三至四年间 PA66 方面仍有约 180 万吨/年产能等待投产，2025 年 PA66 年产量增速有望达到 15% 以上，拉动己二酸需求增长约 3.8%。

图表 11：2020-2024 年己二酸行业周度开工率

图表 12：2020-2024 年 PA66 月度产量



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

综上所述，我们预计 25 年己内酰胺高开工或维持，但产能增长放缓，产量增速在 10% 附近；苯酚的一体化程度将进一步加深，AI 从模型层走向应用层拉动苯酚终端需求，但聚碳酸酯环节进口替代正进入深水区，预计产量增速在 9-12% 左右；己二酸需求增长主要由 PA66 拉动，产量增速约为 4%；苯胺格局逐步稳定，产量增速在 3% 附近。2025 年纯苯小下游加权产量增速预计为 7%-8% 区间。

2.3 潜在关税的直接冲击有限，影响集中在纯苯的终端制品环节

随着特朗普大选胜出，2025 年美国将对我国加征关税已经成为市场共识，在此我们将探讨在纯苯的下游与终端中，将会在多大程度上受到潜在关税影响。

首先从纯苯的直接下游及次级下游出口情况来看，潜在关税的直接冲击极其有限：①从总的出口依赖度看，在纯苯的直接下游里面，仅有己二酸出口量占总产量的比例相对较高，为 21%，其他出口依赖度都极低，占比基本不足 3%；而若将视角进一步下移至纯苯的次级下游，仅有 MDI 和 PA66 出口占比相对较高，但其在纯苯需求内的权重并不高。②其次细拆纯苯下游各品种的出口结构，从其核心出口目的地情况来看，可以发现大部分产品的出口去向为东北亚、东南亚、俄罗斯等国，出口至美国在总出口量内占比超过 5% 的仅有 MDI。综合来看，纯苯直接下游的出口依赖度并不高，出口至美国的比例更是极低，对美出口的加权依赖度不足 1%。

图表 13：纯苯直接下游及次级下游出口美国情况

	品类	23 年产量 (万吨)	23 年出口 量(万吨)	出口量 /产量	核心出口目的地	出口至美 国数量	出口至美国/ 总出口量
直接下游	苯乙烯	1564	37	2%	韩国 (74%)、土耳其 (10%)	0	0%
	己内酰胺	506	9	2%	中国台湾 (27%)、韩国 (26%)、印度 (17%)、越南 (10%)	0	0%
	苯酚	422	3	1%	印度 (65%) 越南 (14%)	0.000004	0%
	苯胺	308	10	3%	印度 (45%)、俄罗斯 (29%)	0	0%
	己二酸	218	45	21%	土耳其 (14%)、印度 (13%)、新加坡 (12%)、荷兰 (10%)	0.06	0%
重点次级下游	ABS	600	14	2%	越南 (33%)、泰国 (12%)	0.56	4%
	PS	410	19	5%	越南 (22%)、俄罗斯 (10%)、墨西哥 (8%)	0.1	1%
	EPS	402	34	8%	韩国 (12%)、越南 (11%) 泰国 (8%)、巴西 (6%)	0.02	0%
	PA6	482	48	10%	印度 (31%)、韩国 (22%)	0.25	1%
	PA66	60	13	22%	韩国 (20%)、印尼 (13%)、印度 (9%)	0.02	0%
	双酚 A	330	0	0%	阿联酋 (48%)	0	0%
	MDI	190	104	55%	美国 (22%)、俄罗斯 (10%) 荷兰 (9%)	23	22%

资料来源：海关总署，卓创终端，东证衍生品研究院

但若将产业链进一步向下延伸，去梳理纯苯的终端制品出口情况，则可发现塑料制品、橡胶制品、纺服以及玩具等产品的对美出口依赖度其实是相对较高的。对所有纯苯终端产成品汇总核算后，可算得在表 14 范围内，我国对美国出口量约占对外总出口量的 16.2%。再按照相关行业的出口和内需比例加权计算（玩具、纺服出口占总需求的比重在 50% 以上，塑料橡胶约在 30% 附近，其他大部分低于 20%），则可估算出在纯苯总需求中，出口美国的体量占据了约 3.9%。再参考目前主流机构对美国关税影响的测算，假定特朗普上台后对华实际有效关税上升 20-30 个百分点至 50% 附近，明年我国对美出口可能会下滑 30-40%。那么在此背景下，美国的潜在关税政策或拖累纯苯需求约 1%。

图表 14：纯苯终端制品出口美国情况（单位：亿美元）

大类	小类	出口美国金额	总出口额	出口美国占比
塑料及其制品；橡胶及其制品	塑料及其制品	261.06	1,652.85	16%
	橡胶及其制品	232.56	1,316.20	18%
革、毛皮及其制品；箱包；肠线制品	皮革制品；旅行箱包；动物肠线制品	66.30	384.05	17%
	毛皮、人造毛皮及其制品	0.26	13.88	2%
纺织原料及纺织制品	浸、包或层压织物；工业用纺织制品	4.63	92.63	5%
	针织物及钩编织物	3.20	215.23	1%
	针织或钩编的服装及衣着附件	190.47	825.71	23%
	非针织或非钩编的服装及衣着附件	130.49	704.19	19%
鞋帽伞等；羽毛品；人造花；人发品	鞋靴、护腿和类似品及其零件	94.65	530.48	18%
	帽类及其零件	14.32	60.08	24%
机电、音像设备及其零件、附件	核反应堆、锅炉、机械器具及零件	888.68	5,107.88	17%
	电机、电气、音像设备及其零附件	1,244.26	8,966.77	14%
车辆、航空器、船舶及运输设备	铁道车辆；轨道装置；信号设备	11.81	117.39	10%
	车辆及其零附件，但铁道车辆除外	182.22	1,925.25	9%
	航空器、航天器及其零件	9.24	68.11	14%
	船舶及浮动结构体	3.17	318.74	1%
光学、医疗等仪器；钟表；乐器	光学、照相、医疗等设备及其零附件	118.87	695.64	17%
	钟表及其零件	4.74	48.03	10%
	乐器及其零件、附件	5.76	20.83	28%
杂项制品	家具；寝具等；灯具；活动房	305.90	1,215.11	25%
	玩具、游戏或运动用品及其零附件	293.43	885.49	33%

资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

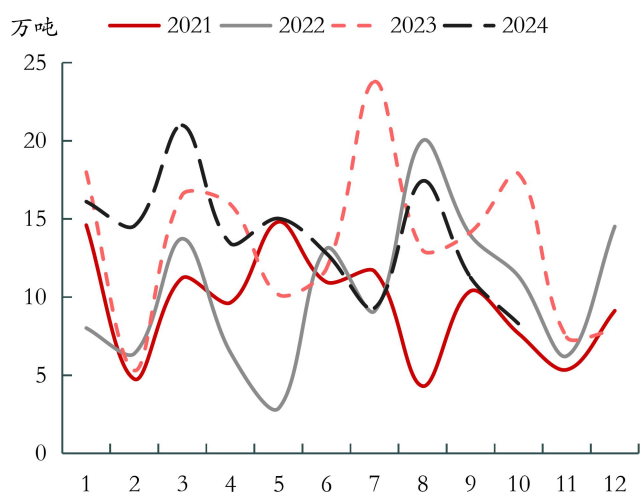
2.4 关注美国纯苯市场对韩国货源能否继续分流

今年下半年美湾芳烃调油逻辑不及预期一度成为盘面交易重心，关于明年的美湾纯苯市场，可能要关注以下两点：

①今年美国纯苯总进口并没有出现明显的减量，明年重点在歧化开工率。虽然今年美国芳烃产能明显提升，芳烃的调油溢价也被大幅压降，但从美国纯苯的实际进口情况来看，今年1-10月美国进口纯苯139万吨，与去年同期相比仅下滑5.5%。同时就近期交流情况来看，美国芳烃的库存也并不高，这意外着今年美国纯苯的实际消耗量可能并未出现

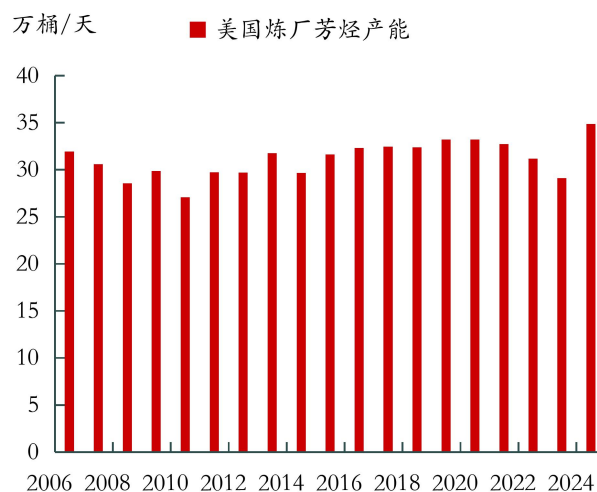
减量。我们认为有两种潜在可能性造成了这一现象，第一为美国实际调油消耗的总量级并没有过多改变，只不过前期备货过多透支了部分需求，叠加油品物流重构基本完成，汽油裂解价差表现偏弱，芳烃估值溢价在7月后被快速挤出。第二种可能性则是美国纯苯的化工真实需求并没有那么差。不管是哪种可能性，上述现象都说明了今年前三季度美国纯苯的缺口并未明显缩减。但需要注意的是，今年四季度美国个别歧化装置有回归迹象，如果明年美国歧化开工率保持在较高位，美韩物流存在一定减量可能。

图表 15: 2021-2024 年美国纯苯进口情况



资料来源：美国海关，东证衍生品研究院

图表 16: 2006-2024 年美国炼厂芳烃产能

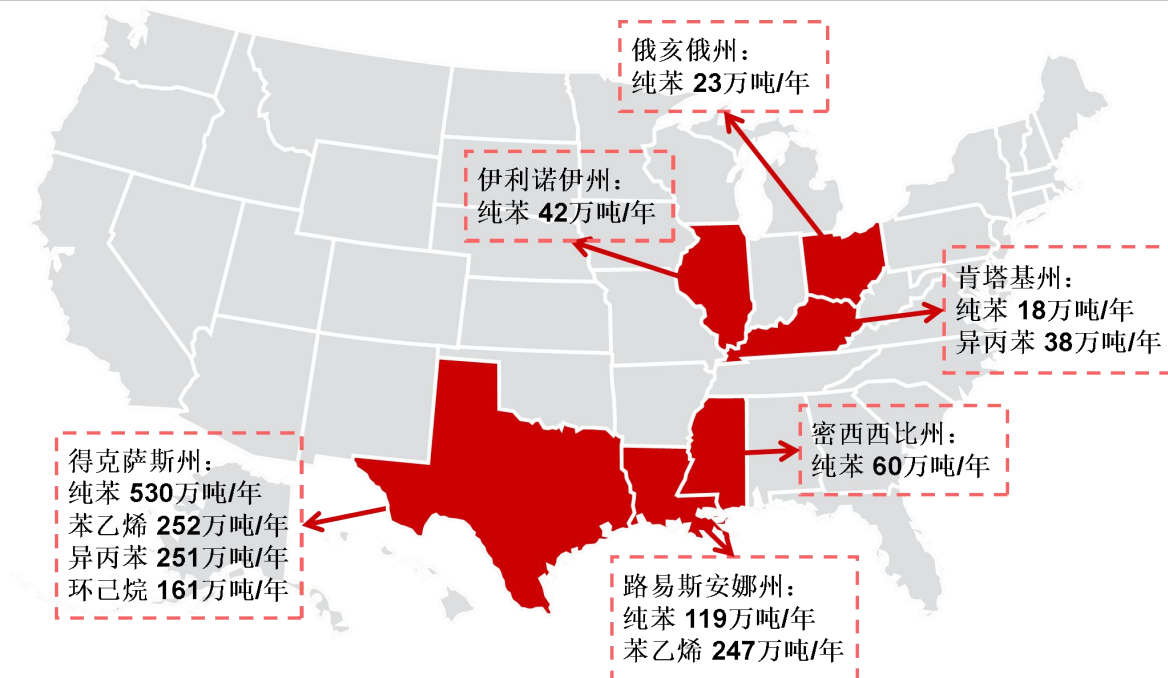


资料来源：EIA，东证衍生品研究院

②关注明年美国化工需求能否有变化。从美国纯苯的下游产业链情况看，化工需求仍占据主导地位，拥有苯乙烯产能约 500 万吨/年（分布于德克萨斯州与路易斯安那州），异丙苯产能约 300 万吨/年，主要位于德克萨斯州与肯塔基州；环己烷则为第三大下游，在德克萨斯州有相关工厂，产能为 160 万吨/年。具体到美湾地区看，单从化工需求来看，其纯苯产能缺口约在 150 万吨/年-200 万吨/年，这部分缺口一部分由美国中部货源补充，另一部分则主要依赖进口货源。因此在调油带来的波动逐步淡化后，占比本就极高的化工需求更需值得重视。一方面，近年美国化工需求相对偏弱在较大程度上受到了其地产链需求不振影响，但伴随着降息周期的到来，美国建筑建材家居等需求可能有所好转，据美国化学理事会（ACC）预测，2025 年美国化工产量或同比增长 1.9%（24 年为负增速）。另一方面，近年受拜登政策的产业补贴政策影响，美国制造业回流明显提速，据科尔尼 2024《美国制造业回流指数》报告显示，近一年美国制造业进口比率大幅下降 2 个百分点至 12.1%。而从特朗普的施政取向来看，制造业回流亦为其重要方针，化工制品、计算机及电子产品、电气设备、电器及部件等行业的制造业增加值有望持续

高增，上述领域均涉及纯苯的下游及终端，或间接增加对纯苯原料的需求。若明年美国化工需求超预期修复，或冲抵部分①中的不利影响。

图表 17：美国纯苯及下游化工产业分布情况



资料来源：IHS, Bloomberg, 东证衍生品研究院注：产能在10万吨/年以下的州未加红展示

2.5 小结：纯苯供需依旧偏紧，但矛盾边际放缓

明年纯苯产能扩张将阶段性提速，增量主要源于三个方面：①乙烯裂解项目集中释放，伴随纯苯副产。但考虑到部分项目进料较为灵活，其副产的纯苯规模具有一定不确定性，若轻质料占比偏高，则纯苯副产比例将受限。②裕龙石化尚有纯苯产能等待投放。③浙石化重整技改及其他重整装置。预计新增产能超过200万吨/年。但考虑裂解进料灵活性问题以及裕龙二期常减压及芳烃联合延期可能性，纯苯实际产量增速预计不超过6%。

纯苯下游方面，25年苯酚、苯胺等小下游对纯苯的影响权重将不会如24年那么高，己内酰胺端韧性仍存，但扩能进入中后期，己内产量增速或放缓至10%附近，需求锚点可能重新切换回苯乙烯。纳入苯乙烯供需预期后（下一章节将会具体分析），叠加潜在关税对纯苯终端制品的影响，预计纯苯需求增长5.8%。

综合来看，纯苯供需偏紧局面将延续，不过矛盾激化程度可能不及24Q2。全年要抹平缺口仍然依赖进口端的增量。在进口环节，美国纯苯缺口及其对韩国货源的分流效应并未消失，调油逻辑的减弱更多影响的是价而非量，另外可能需要关注在制造业回流及降

息周期背景下，美国本土化工需求是否会超出市场预期，这或造成国际纯苯货源阶段性偏紧。

3、苯乙烯：产业景气周期拐点何时到来？

3.1 本轮苯乙烯产业景气度下行周期已经接近四年

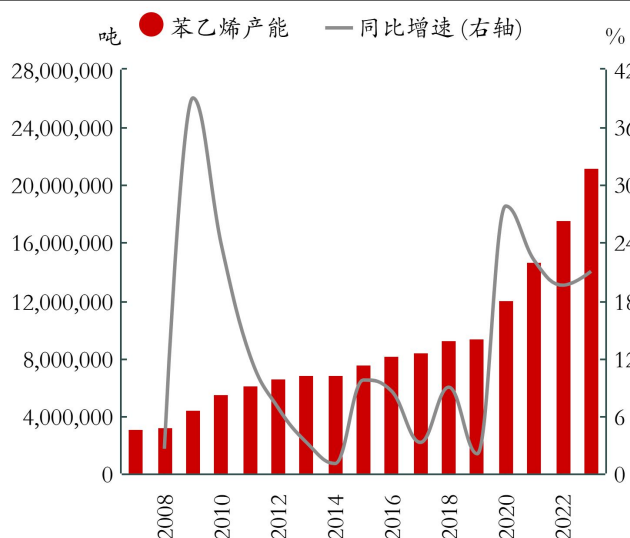
复盘苯乙烯产业过去十五年的景气周期，在 2012 年-2019 年的这段时期里，我国苯乙烯行业新投装置较少，年产能增速基本在 2%-6% 区间波动，国内供应无法满足下游需求。因此一方面需要较高的利润保证行业生产积极性，开工率在大多数时间均维持在高位；另一方面也需要较高的相对价格以保证进口利润，从海外大量进口来补足国内供需缺口。

但是 2019 年后，随着我国民营炼化的崛起，大量配套有苯乙烯的大炼化项目逐步投建，产能开始激增，2019-2023 年间的产能年化复合增长率高达 22.6%。目前我国苯乙烯总产能已经超过 2100 万吨/年，较 2019 年时的 942 万吨/年已经翻倍。

随着供应端的高速增长，行业竞争格局快速翻转至硬币的另一面，一方面通过极低的利润去压降非一体装置的生存空间，行业整体开工率进入下滑通道；另一方面也需要利用较低的相对价格来挤出进口量，并逐步转为向海外输送苯乙烯。反倾销政策的演变也侧面佐证了格局的变化，在 2018 年时，我国对原产于韩国、台湾地区和美国的进口苯乙烯继续征收反倾销税，但到了 2024 年时，韩国反过来对原产于中国的苯乙烯启动了反倾销调查（不过最终韩国工厂对提出的反倾销申请撤诉）。

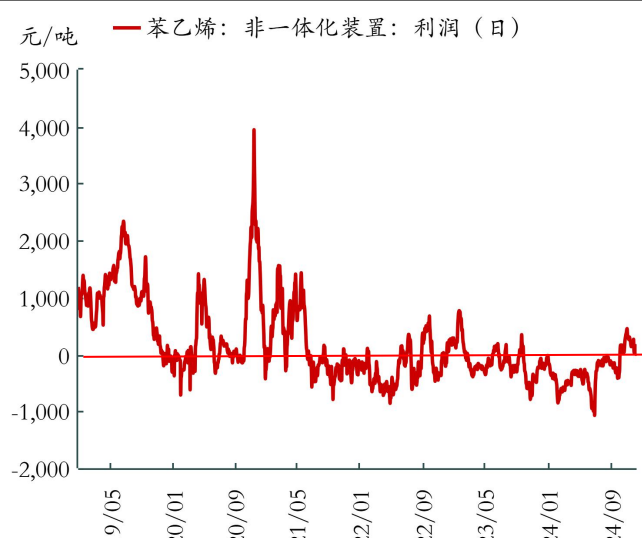
综合来看，本轮苯乙烯产业景气度下行周期已经接近四年，行业内部有近 30% 的装置在盈亏平衡线附近挣扎运行。市场开始盼望此轮周期何时能够触及底部，开始反转。

图表 18: 近十五年苯乙烯产能变化情况



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 19: 近四年非一体化装置在盈亏平衡线附近运行



资料来源: 东证衍生品研究院

3.2 边际产能持续出清, 供应瓶颈初现端倪, 是昙花一现还是拐点已至?

在上述背景下, 部分苯乙烯落后产能开始逐步被挤出, 如江苏阿贝尔、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有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)。并且与去年相比, 今年又新增多套检修时长已经超过 4 个月的苯乙烯装置, 其中齐鲁石化的 20 万吨/年苯乙烯装置在去年年底因意外停车后就再未重启, 23 年才投产的宁夏宝丰也因为利润因素已经停车 10 个月。目前梳理下来的苯乙烯长停产能已经达到 280 万吨/年 (详情可见图表 20), 占比约为 13%。

图表 20: 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
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
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
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	23 年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
安庆石化#1	安徽	10	乙苯脱氢	内部供应	自 23 年 8 月停车至今
九江石化	江西	8	乙苯脱氢	内部供应	自 23 年 9 月停车至今
齐鲁石化	山东	20	乙苯脱氢	内部供应	自 23 年 12 月检修至今
宁夏宝丰	宁夏	20	乙苯脱氢	外采纯苯	自 24 年 2 月检修至今
山东华星	山东	8	乙苯脱氢	部分外采	自 24 年 6 月检修至今
上述产能总计					280 万吨/年

资料来源：钢联，卓创，CCF，金联创，东证衍生品研究院

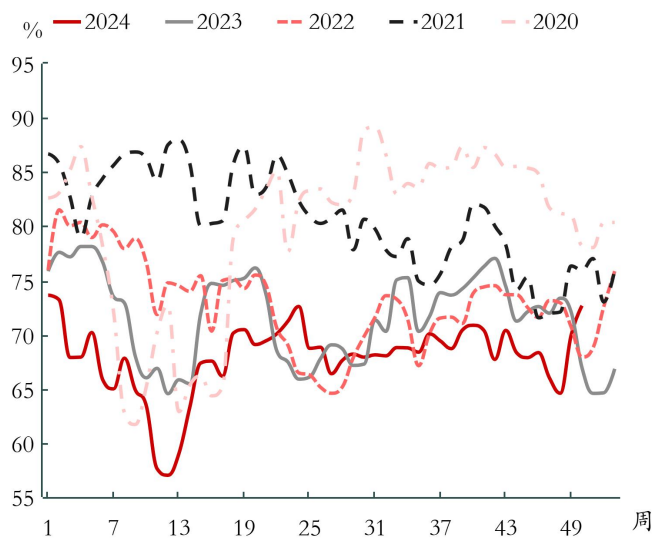
而随着边际产能的持续出清，叠加 24 年苯乙烯行业扩能较少（仅新增了盛虹炼化一套装置），苯乙烯的供需格局自三季度开始逐步转好，苯乙烯-纯苯价差持续提升，苯乙烯生产利润回升至正值且维持了较长时间。甚至在 10-11 月里面，苯乙烯供应端一度出现了瓶颈，高利润背景下部分非一体化装置已经满负甚至超负荷运行，但由于长停装置较多，因此苯乙烯开工率的实际提升幅度较小（当然在这里面也受到了多套装置集中计划内检修影响），高利润所能激发的供应增量已阶段性达到上限，市场上货源依旧偏紧，苯乙烯行业景气度其实已经有了逐步从低谷中走出的迹象。但问题是，上述情况是昙花一现，还是拐点已至？我们将在后文对此进行探讨。

图表 21: 2024 年苯乙烯-纯苯华东价差情况



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 22: 苯乙烯周度开工率



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

3.3 瓶颈难长久，苯乙烯扩能节奏在小憩后或再加速

首先从 25 年的新产能投放情况来看，苯乙烯供应端的瓶颈仅是暂时的，明年苯乙烯扩能速度将重新提速，全年预计有四套装置投放。其中裕龙石化 50 万吨/年装置预计在 24 年年底、25 年年初即可有合格品产出；京博石化的 67 万吨/年乙苯脱氢装置原定于 24 年投产，但多次推迟，目前最新消息已在试车。另外明年下半年，吉林石化、广西石化也分别有 60 万吨/年新产能将要投放，但具体时间节点尚未完全确定，有一定延期可能性。预计到 2025 年年底，苯乙烯总产能规模将达到 2369 万吨/年，年产能增速重回 10% 以上。

从实际产量维度看，我们认为需分情况进行讨论：

- ①假设明年苯乙烯非一体化装置继续围绕盈亏平衡附近波动，长停产能增加 30-50 万吨/年，行业整体开工率中枢与今年的均值基本持平（维持在 72-73% 附近），另外吉林石化及广西石化四季度开始贡献增量，则苯乙烯 2025 年全年产量增速预计在 4.3% 附近。
- ②若 25 年加工费继续长时间维持今年 Q4 的情况，这将驱动非一体化装置长期高负荷运行，长停产能不再增加，行业整体开工率中枢上行至 76% 以上，则苯乙烯 2025 年全年产量增速预计在 10% 以上。
- ③假设明年苯乙烯产业状态在上述两者之间，非一体化装置继续围绕盈亏平衡附近波动，但利润略好于今年上半年的情况，在盈亏平衡线下方的时间相对较短，则苯乙烯 2025 年全年产量增速预计在 5.2% 附近。

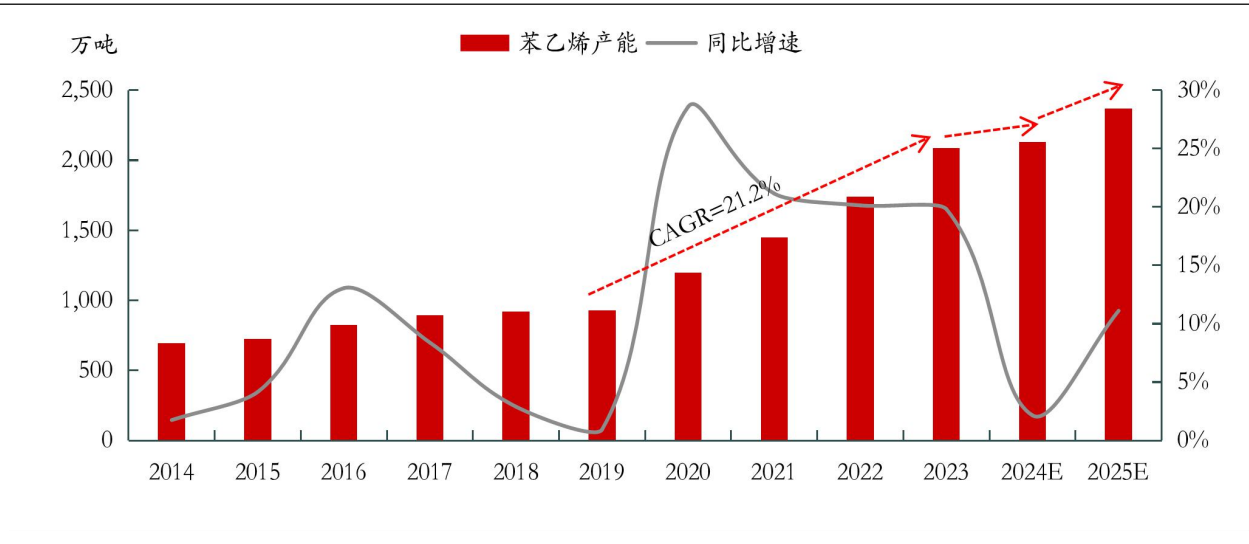
根据我们后文对需求的分析来看，苯乙烯非一体化装置全年均有利润的状态可能无法维持，但开工率中枢需要较 24 年小幅上移以实现新的供需平衡，第三种情景发生概率最大。

图表 23：2024-2025 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
盛虹炼化	江苏	45	PO/SM	2024 年 10 月
京博石化	山东	67	乙苯脱氢	已在试车
裕龙石化	山东	50	乙苯脱氢	24 年年末 25 年初
吉林石化	吉林	60	乙苯脱氢	2025 年 Q3
广西石化	广西	60	PO/SM	2025 年 Q4
2024 年新增产能		45 万吨/年		
2025 年预计新增产能		237 万吨/年（京博与裕龙计入在 25 年）		

资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 24：2014-2025 年中国苯乙烯产能增长状况及预期



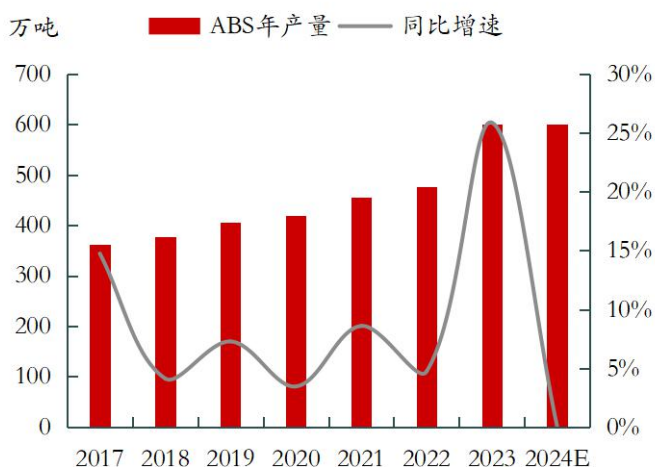
资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

3.4 “两新”政策继续发力叠加库存重建周期，明年 EB 需求有望小幅修复

今年苯乙烯需求增长较为不及预期，全年表观需求量增速在零值附近，真实需求增速约为 1%，远远低于去年 14% 的表需增速。我们认为可能有以下几个原因：

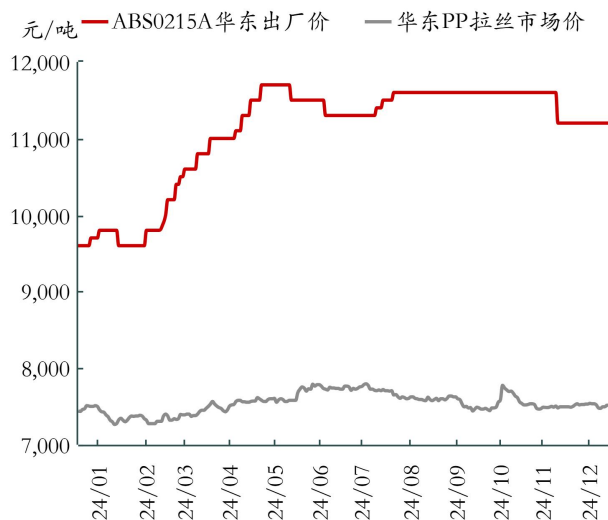
①本质是在为 23 年下游产量的高增长“还债”。在 2023 年，ABS 产量增速达到 25%，PS 与 EPS 产量增速接近，分别为 11%/9%，去年下游 3S 产量的高增长对苯乙烯需求形成了有力的支撑。但在 ABS 产量高增长的同时，大量的新增货源对市场原有的供需平衡产生了较大影响，渠道库存抬升，出厂价与市场价倒挂，制约了 ABS 工厂对成本的传导能力，ABS 行业利润持续恶化。在此情况下，部分 ABS 厂家采取限产保价策略，行业前三季度开工率中枢明显下行，直至四季度终端需求有所好转，叠加部分牌号渠道库存基本消化殆尽，ABS 开工率才开始恢复。②改性 PP 替代 ABS 的现象增加。就今年对下游及终端的调研情况来看，改性 PP 替代 ABS 现象增多。其本质是因为塑料制品行业内卷情况下（尤其是随着拼多多等平台普及率的提高，拼价格、拼成本成为厂商的无奈之选），为了尽可能压降成本，厂商通过对价格相较 ABS 有明显优势的 PP 进行改性处理，运用在部分中低端产品线上。③现金流偏紧下，次级下游整体囤货意愿较低。今年部分日用品、玩具厂商反馈利润率进一步压降，现金流较为紧张，原料涨价后不愿意囤货，维持刚需拿货。④地产端需求对阻燃级 EPS 形成明显拖累。最后，今年地产竣工端持续萎靡，1-11 月房屋竣工面积 48152 万平方米，下降 26.2%。其中，住宅竣工面积 35197 万平方米，下降 26.0%。这导致了阻燃级 EPS 产量明显下滑，部分冲抵了家电包装料的高增长。

图表 25：2017-2024 年 ABS 产量增速



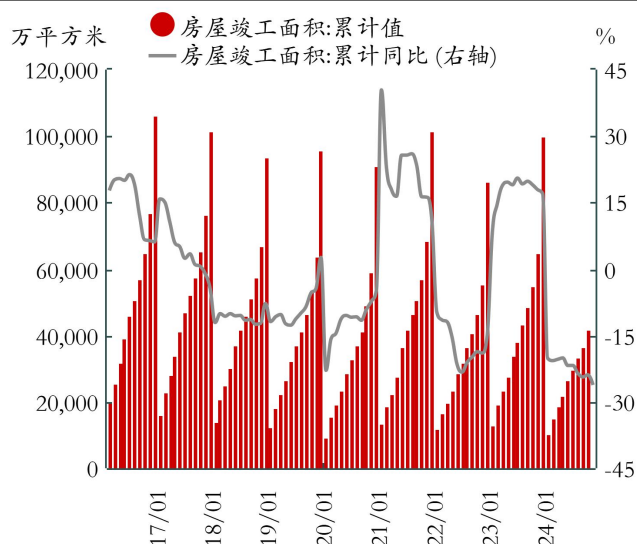
资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 26：华东 PP 与 ABS 价格对比



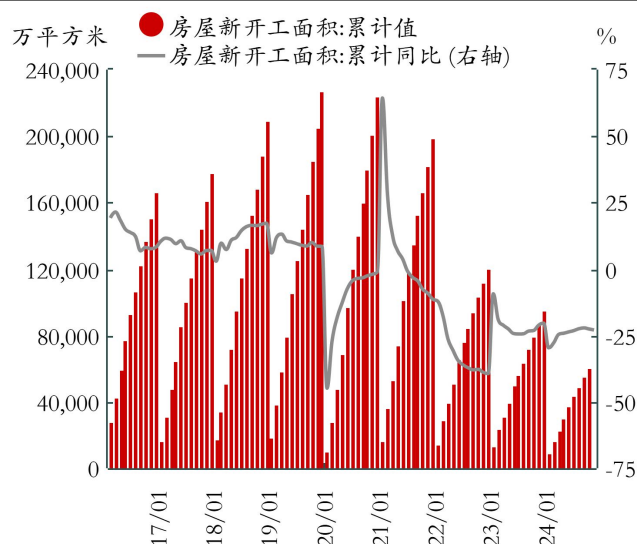
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 27: 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 28: 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

不过展望 2025 年, 我们认为苯乙烯需求增速有望修复至 4.5%-5% 附近, 主要原因如下:

①下游产成品库存周期或转向。

一方面, 明年下游工厂可能将再次转向产成品的被动建库。相较于去年, 今年 ABS 工厂的成品库存及渠道库存整体理论上处于下降周期: 按照卓创资讯的数据统计口径, 12 月中旬 ABS 企业库存指数值为 69.79, 而去年同期的库存指数值在 80 以上, 目前处于近年同期最低水平。但展望明年, ABS 行业扩能速度可能再次提速, 全年扩能量级或达到 200 万吨/年以上 (产能增速或超 20%), 且扩能的主体为浙石化、吉林石化、裕龙石化、英力士等资金实力较为雄厚的企业, 苯乙烯部分下游工厂 24 年的限产保价策略可能会被被迫有所转变, 对终端市场的争夺将更为激烈, 在这一过程中, 可能会伴随着工厂产成品库存的被动重建。

另一方面, 部分牌号的渠道库存本身有回补需要。今年部分次级下游及贸易商由于对 ABS、PS 的价格较为悲观, 因此手中库存一直处于一个中性偏低的位置, 12 月份部分中高端 ABS 牌号现货资源紧张、一级贸易商提货积极的现象也侧面反映了社会库存的干瘪。明年若渠道库存回归到合理区间, 则也将对苯乙烯下游开工形成一定支撑。

图表 29：2024 年苯乙烯三大下游投产计划（单位：万吨/年）

PS			ABS			EPS		
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
河南网塑	60	2025H1	新浦化学	21	2025Q1	山东辉航	12	2025H2
惠州仁信	15	2025H1	浙石化#4	30	2025Q1	台达化工	30	2025H2
赛宝龙三期	24	2025H1	浙石化#5	30	2025Q2			
上海赛科	12	2025H2	浙石化#6	60	2025Q4			
广西石化	30	2025H2	大庆石化	20	2025Q3			
安庆聚信	15	2025H2	广西长科	40	2025			
			英力士	30	2025			
			山东海科	22.5	2025			
			吉林石化	60	2025			
			裕龙石化	60	2025			

资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

② “两新”政策加力扩围，支撑苯乙烯终端需求

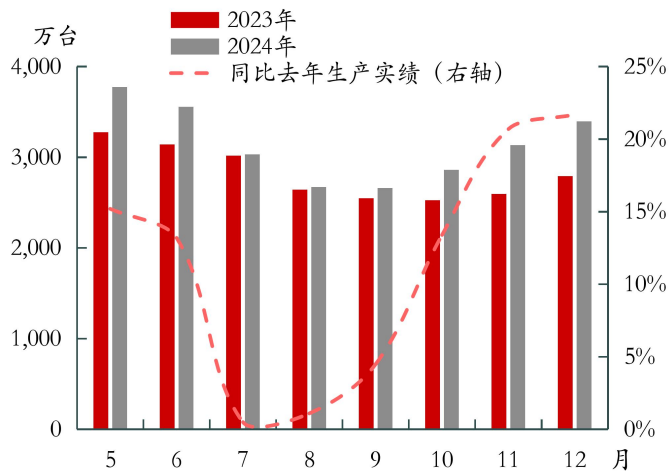
从终端需求维度来看，“两新”政策加力扩围带来的影响或成为苯乙烯需求端的核心变量。首先从今年的以旧换新政策实施效果来看，其对苯乙烯需求的刺激在第一阶段较为不及预期，而在第二阶段略超市场预期：

（1）我们将 2023 年 12 月-2024 年 7 月视作以旧换新政策的第一阶段，在这一时间段内，中央开始提出要推动大规模设备更新和消费品以旧换新，家电厂也在政策鼓励下积极生产备货，但由于该阶段并未解决资金来源的问题，**地方政府执行推进积极性并不高，因此终端零售并未得到明显刺激**。据 AVC 数据显示，我国家用空调 1-5 月空调内销出货量同比增长 10% 以上，但累计零售量同比下滑 6.5%，这一劈叉造成部分终端厂商及其经销商的成品库存压力处于较高水平并最终传导到家电厂，导致其内销排产增速在 6-8 月出现下修，此阶段苯乙烯需求未能有明显起色。

（2）而在 7 月 23 日，国家发展改革委、财政部印发《**关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施**》，标志着以旧换新进入了第二阶段。该阶段与上一阶段最大的不同在于**解决了资金来源的问题**，中央直接向地方安排超长期特别国债资金支持以旧换新，补贴资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担。在此背景下，地方推进积极性明显提高，政策效果也较为显著：9 月、10 月家电社零同比增速分别为 +20.5%/+39.2%，环比分别提速 17.1pct/18.7pct，截至 12 月 12 日，“两新”带动家电换新 4900 多万台、销售额 2100 多亿元；三大白电排产预期在 11、12 月也有所上修，12 月空冰洗排产合计总量共计 3398 万台，较去年同期生产实绩上涨 21.7%。**这也使得部分家电、汽车等行业的配套改性工厂负荷提升至 7-8**

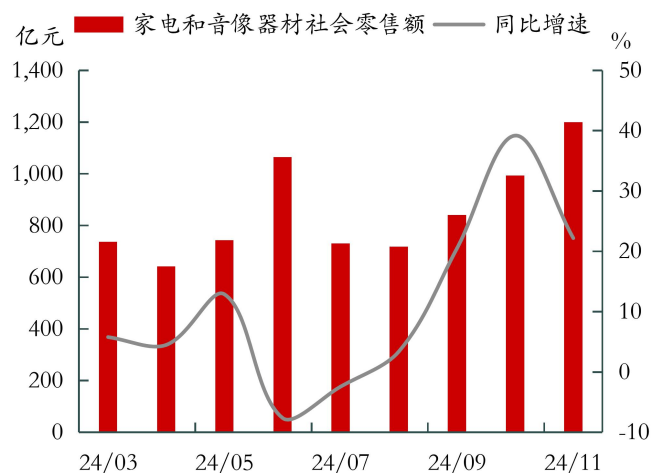
成，并逐步传导至ABS端，10、11月ABS月产量逐步爬升，环比9月分别增长6%/14%，有力支撑了四季度苯乙烯的需求。

图表 30：2024 年三大白电排产增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 31：2024 年家电社零同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望明年，“两新”政策的“加力扩围”有望继续推动苯乙烯终端需求逐步修复。

从政策指引的维度来看，在今年12月12日的中央经济工作会议中，明确提出了要“加力扩围实施‘两新’政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。”这意味着明年家电、汽车的以旧换新政策将继续推进，同时品类将不仅仅局限于家电、汽车，而是将扩大政策覆盖范围，有望将消费电子、家居等品类纳入补贴范畴。中央财办有关负责同志也在12月16日对中央经济工作会议精神进行了解读：“明年支持‘两新’的超长期特别国债资金支持比今年大幅增加；研究将更多市场需求广、更新换代潜力大的产品和领域纳入政策支持范围”。同时参考今年以旧换新政策的实施路径变化来看，若初期政策效果不及预期（24Q2家电零售被未获得有效刺激），则往往会出现持续加码的情况（24年7月加力支持两新的文件印发，随后家电内销快速增长），因此我们也不应对明年的政策实施效果过于悲观。

从对苯乙烯需求的实际拉动看，今年虽然受到ABS渠道库存、改性PP替代等因素影响，家电端对苯乙烯实际需求的拉动并未达到我们此前的预期，但明年上述影响将会边际减弱，地产竣工端的拖累幅度也不会再像今年这么高。同时若补贴品类从汽车、家电拓展至消费电子、家居等领域，则受到“两新”政策影响的苯乙烯终端占比将提升至50%以上，终端需求对苯乙烯下游开工也将更为顺畅。假设明年用于支持耐用消费品以旧换新

的资金较今年翻倍达到 3000 亿元，即使考虑家电端政策刺激效果的边际递减效应，初步估算也将拉动苯乙烯需求增速约 2-3%。

图表 32：两新政策时间线

时间	政策事件及表述
2023 年 12 月 11 日	中央经济工作会议，指出推动大规模设备更新和消费品以旧换新。
2024 年 1 月 26 日	国新办就稳中求进、以进促稳推动商务高质量发展取得新突破举行发布会，指出将推动汽车、家电等以旧换新。
2024 年 2 月 23 日	国家主席习近平在中央财经委员会第四次会议指出，要鼓励家电以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节。
2024 年 3 月 13 日	国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，开展家电产品以旧换新。鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新。
2024 年 7 月 24 日	国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，提出国家发展改革委直接向地方安排超长期特别国债资金，支持家电以旧换新，补贴资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担。
2024 年 8 月 7 日	以湖北省为首，推出了《湖北省家电以旧换新工作补充细则》，实施时间自 2024 年 8 月 10 日至 12 月 31 日。此后，青海省、天津市、海南省、重庆市、吉林省、宁夏、北京市、云南省和四川省等地相继发布以旧换新细则。
2024 年 11 月 19 日	国家发展改革委政研室副主任李超今日在新闻发布会上表示，关于“两新”政策下一步安排，一方面，我们将开展加力支持“两新”政策效果评估，总结延续好的经验做法；另一方面，我们将研究提出未来继续加大支持力度、扩大支持范围的政策举措，待履行相关程序后适时公开发布，持续以“两新”政策推动群众受益、企业获利、经济向好。
2024 年 11 月 21 日	湖北省商务厅正式发布了《关于组织 2025 年消费品以旧换新核销商户报名的通知》。该《通知》不仅明确了报名的时间安排，还详细列出了参与商家的企业资格条件，为有意参与的商家提供了清晰的指引。这意味着湖北已经率先启动了 2025 年度家电“国补”政策的商家报名工作。
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议：加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。
2024 年 12 月 16 日	中央财办有关负责同志深入解读 2024 年中央经济工作会议精神：“两新”方面，明年支持“两新”的超长期特别国债资金将比今年大幅增加；研究将更多市场需求广、更新换代潜力大的产品和领域纳入政策支持范围；进一步优化政策实施机制，加强跟踪问效，提高资金使用效益。

资料来源：商务部，新华社，地方政府官网，产业在线，东证衍生品研究院

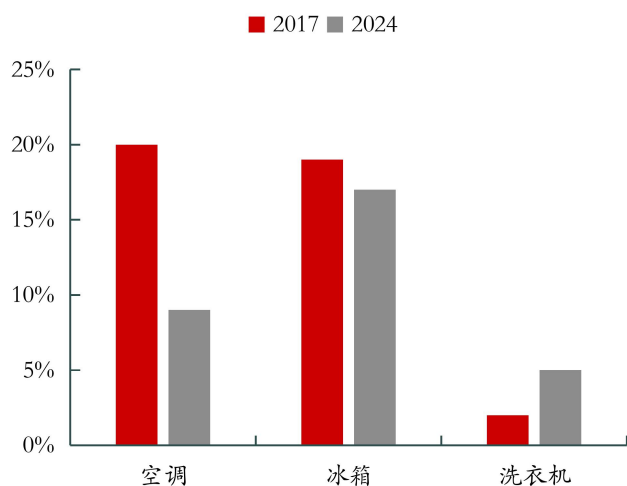
②关税对家电出口的影响探讨

在近期与市场的交流中，多个市场参与主体均反馈了家电出口相关的担忧，即潜在关税是否会对我国家电出口造成较大冲击，进而影响苯乙烯下游 3S 需求，我们也对该问题进行了探讨：

● 目前我国家电对美出口依赖度已经较低

在 18 年贸易摩擦之前，我国较为依赖北美市场，家电对美出口占到总出口量的比例接近 30%，其中空调、冰箱等品类的对美出口依赖度均在 20% 附近。但在美国于 18-19 年加征关税之后，我国家电对美国直接出口的比例已经明显下滑，据产业在线数据，空调的对美出口依赖度已经下降至 9% 左右，冰箱也有小幅下降，家电整体的对美出口比例约 15%。中东及东南亚已经逐步替代美国成为了我国家电的重要出口市场。

图表 33: 2017-2024 三大白电中国对美出口依赖度变化



资料来源：产业在线，海关总署，东证衍生品研究院

● 区域结构切换是怎么实现的？家电出口为何能够持续超预期？

在今年年初时，市场由于担心红海问题前置了部分家电出口需求，以及美国制造业回流背景下墨西哥等区域的出口替代，对我国 24 年家电的出口增速并没有很高的期待。但站在当下时点上，我们可以发现今年的家电出口情况继续超出了市场预期。据中国机电进出口商会统计，前三季度我国家电产品（白电）累计出口 969.2 亿美元，同比增长 13.5%；其中对“一带一路”沿线地区出口增长明显，前三季度对拉美市场累计出口额增速高达 33.5%。

这么亮眼的出口表现，除了受到新兴市场高速发展、贸易摩擦担忧下海外商家提前备货等因素影响外，我们认为本质还是因为我国家电产业链具备多维度竞争优势，在持续提高海外市场的占有率，优势主要体现在以下几方面：首先，我国家电产业链结构更为完善，核心零部件转子压缩机、全封活塞压缩机完全自己自足并占据全球大部分产能（其中我国全封活塞压缩机供应占全球 90% 以上，转子压缩机占比达到 95% 以上），供应链

优势极强；其次在欧美及国内市场进行多年竞争厮杀后，我国家电厂商技术实力已极强，且会针对不同区域市场进行本土化创新，推陈出新速度极快，更适配中东、东南亚市场；此外头部家电厂商也通过在海外布局生产基地、线上渠道营销、体育赛事赞助等方式提升品牌影响力，培育消费者心智，积极提高东南亚、中东等新兴市场的品牌渗透率。因此，本质上是我们家电产业链具有较强的全球竞争力，支撑了家电外需的区域间结构顺利转换，实现了西边不亮东边亮的效果，使得家电出口持续超出市场预期。

图表 34：我国对中东、东南亚等新兴市场的家电出口增长明显

	对其出口金额（亿美元）	同比增速
美国	218.8	-9.30%
日本	74	-11.60%
德国	40.55	-7.50%
泰国	27.3	2.60%
马来西亚	23.3	11.40%
阿联酋	22.8	8.30%
沙特阿拉伯	21.1	12.70%
土耳其	16.8	30.70%
伊拉克	15.5	20.20%

资料来源：机电商会家用电器分会，东证衍生品研究院

图表 35：中国头部家电厂商在全球各区城市占率情况

	海尔	美的	格力	该地区 CR5
北美	12.10%	——	——	43.90%
在该地区市占率排名	1	——	——	
中国	14.60%	14.80%	6.90%	71.20%
在该地区市占率排名	2	1	3	
西欧	7.30%	——	——	49.80%
在该地区市占率排名	4	——	——	
东欧	10.70%	3.60%	——	40.80%
在该地区市占率排名	2	8	——	
中东非	4.90%	4.80%	——	32.10%
在该地区市占率排名	5	6	——	
东南亚	6.60%	4.70%	——	32.80%
在该地区市占率排名	2	6	——	

资料来源：Euromonitor，东证衍生品研究院

● 影响可能更多集中于贸易流的变化

因此我们认为潜在关税的直接影响可能是相对有限的，其影响主要在于以下两方面：（1）**关注对墨西哥家电产业链的影响。**此前我国家电行业为了规避美国关税，部分产品选择绕道墨西哥出口美国，比如把零部件等组件先出口到墨西哥，在当天工厂简单组装后再出口至美国。但若后续北美对墨西哥同样加征关税，则贸易流可能将再次被重构。（2）**关注我国家电企业海外建厂的进度。**目前我国白电企业的空调产能仍集中于国内，去年格力、美的、海尔及海信等的空调国内产量占全球产量的比例均在 90% 以上。此前为了规避关税风险，我国家电企业正在更多地选择出海建厂，但考虑到在其他国家复制我国制造/供应链优势需要较长的时间积累，同时部分原料也可能需要我国出口（类比聚酯及纺服），最后未来美方新政策可能也会影响我国家电企业海外建厂进度，因此这方面对苯乙烯的实际需求影响可能不会如市场预期那么高。

3.5 小结：苯乙烯绝对价格暂难摆脱成本端桎梏，长周期拐点或待 26 年之后

本轮苯乙烯产业的下行周期已经接近四年，在 24 年的上半年一度出现了苯乙烯-纯苯价格倒挂情况。行业内部有近 30% 的装置在盈亏平衡线附近挣扎运行，长停产能占比已经达到 13%。而随着边际产能的持续出清，苯乙烯的供需格局自 9 月开始逐步好转，苯乙烯生产利润回升至正值且维持了较长时间。甚至在 10-11 月里面，苯乙烯供应端瓶颈阶段性出现。

而展望 2025 年，苯乙烯供应端的瓶颈将被四套新装置的投产重新给打破，产能扩张步伐将在小憩后再次提速，非一体化装置回到盈亏平衡线上下波动以挤压边际产能又将成主旋律，苯乙烯的绝对价格难以持续摆脱纯苯的桎梏。不过“两新”政策持续发力叠加库存重建周期或在需求侧提供支撑，苯乙烯需求增速预计较 24 年小幅提升至 4.5%-5%，24 年上半年这种非一体化利润被极致压降的情况可能也较难重演，25 年苯乙烯行业开工率中枢预计小幅上移 1% 以实现新的供需平衡。

至于更长周期看，苯乙烯产业真正意义上的拐点可能要到 2026 年之后才能出现。供应端看，2025-2026 年或是苯乙烯最后的产能投放高峰期，2026 年仍有近 200 万吨/年产能可能释放；但 2027 年-2029 年的产能增速或降至 5% 以内（虽然从立项情况看，拟建项目体量为 400-500 万吨/年，但综合考虑已建设情况、项目资金情况及推进意愿，预计实际能投放的产能相对有限）。从资本开支周期看，石化企业（已上市口径）的资本开支增速在 24 年开始也已经向下调整为负增速，化学原料及化学制品制造业的固定资产完成额增速也逐年阶梯式下滑。从进出口维度，海外苯乙烯产能也在持续出清，近三年海外已有 200 万吨/年装置淘汰，英力士在加拿大的 43 万吨/年装置预计也将在 26 年年中前淘汰，我国在解决渠道问题后，出口增量也有望持续显现。最后从需求端看，苯乙烯的电

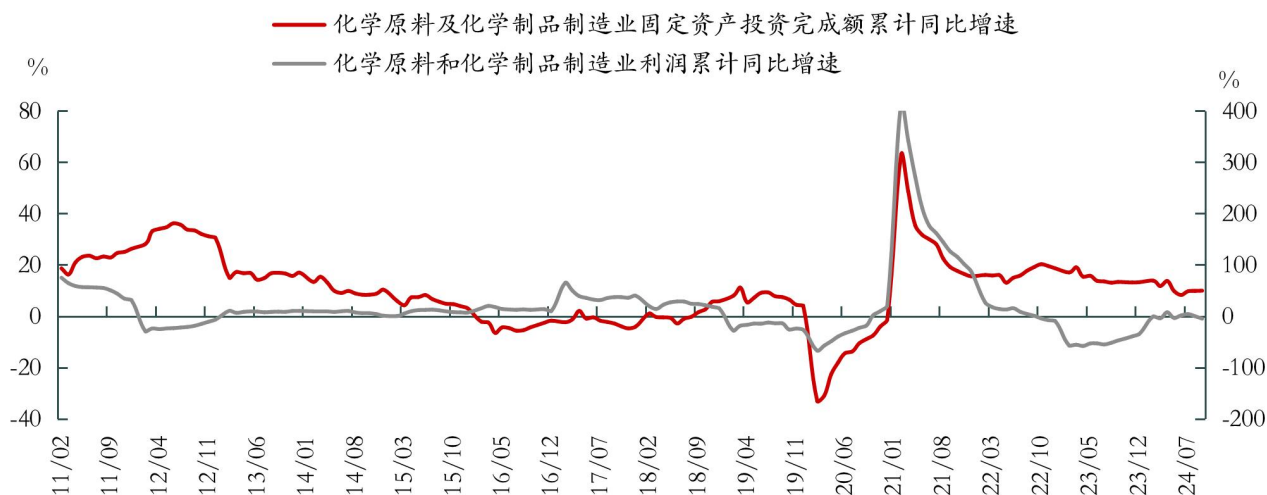
子电器等终端占比在持续提升，地产链相关需求持续下滑后也有望逐步企稳，下游在过剩压力下亦在积极探寻新应用领域与新区域市场。供需双向调结构所形成的量变终将引发质变，届时苯乙烯绝对价格将有望摆脱纯苯的桎梏。

图表 36：2026-2029 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
福建海泉	福建	45	PO/SM	22 年项目启动，原计划 24 年投产，现预期 26 年投产
金塘新材料	浙江	88	PO/SM	隶属于荣盛石化，23 年底开工，预期 26 年投产
乌鲁木齐石化	新疆	30	乙苯脱氢	22 年项目启动，预期 26 年投产
华锦阿美	辽宁	60	乙苯脱氢	2027
中海壳三期	广东	82	PO/SM	2028
2026 年预计新增产能		163 万吨/年		
2027-29 年预计新增产能		237 万吨/年（从立项情况看，还有江苏丰海、安徽中汇发、振华石化、中能高新等拟建项目，但综合考虑已建设情况及利润预期，预计实际投放概率较低）		

资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 37：2011-2024 年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额及利润增速情况



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、投资建议

- ①按照目前预期看，纯苯期货可能在明年一季度至二季度间在大商所上市，若纯苯新产能投放进度较预期延迟，仍可关注月间正套策略。
- ②纯苯明年供需格局依旧偏紧，但矛盾激化高度可能不及 24Q2，同时若明年布油价格区间下移至 65-80 美元/吨，纯苯价格下沿可能在 7000 元/吨以内，单边操作需更关注入场时点及盈亏比。
- ③明年苯乙烯利润中枢或较 24 年小幅上移，但供需格局尚不足以支撑其绝对价格完全摆脱成本端的束缚，供应瓶颈的出现仍是阶段性的。细化来看，明年二季度可能是其供应瓶颈阶段性出现的时点：目前初步来看 4 月苯乙烯计划内检修相对较多，同时新产能投放在二季度也是真空期，并且随着逐步入夏，供应端意外扰动概率也会上升。苯乙烯-纯苯价差关注 750 元/吨-1500 元/吨运行区间。对于苯乙烯工厂来说，关注在价差走扩至区间上沿附近时，卖出套保以锁定生产利润的机会。
- ④苯乙烯长周期拐点或于 26 年后出现，从权益维度看，届时或可关注具备苯乙烯产能的大炼化企业的左侧布局机会。

5、风险提示

原油价格大幅波动，终端需求大幅不及预期。

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

Email：research@orientfutures.com