

PVC：轻舟待过万重山

广发期货金果实 投资咨询号：Z0019144

2024 年苯乙烯先强后弱，整体看维持偏高位运行，苯乙烯自身供需未见激化矛盾，但纯苯端影响驱动较强。年内波动在 7600-9100 区间运行。展望 2025 年苯乙烯供需有何变化，纯苯端驱动又将如何，本文将对苯乙烯相关指标进行梳理分析并给出展望。

纯苯：国内供需预期仍紧但进口补充或偏多

鉴于苯乙烯供需矛盾并不突出，纯苯在原料端作为主要驱动之一影响苯乙烯价格。从纯苯产能发展看，24 年纯苯产能增速放缓至 5.2%，年内纯苯产能达到 2530 万吨/年水平。展望 25 年，纯苯计划新增产能预计超 240 万吨，多数为乙烯裂解副产。

25 纯苯下游待投装置同样较多，假定下游正常投产，折算对纯苯消耗量在 475 万吨；即便排除计划于 2025 年四季度投产以及予以一定投产折扣计算，新增纯苯需求在 300 万吨附近。需求增量仍高于国内纯苯新增投产，国内仍是供需偏紧格局。

纯苯 24 年供需持续紧张，港口库存年内基本维持在 10 万吨以内，在 6 月下旬一度降至 2 万吨以下。由于 24 年国内纯苯供不应求，进口增量予以补充。进口节奏看上半年少于下半年，主因前期美韩套利窗口打开导致韩国流向美国货增多，内外盘倒挂下进口成本偏高。此外二季度受韩国芳烃装置检修，其对外出口量相应下降。下半年伴随美国调油证伪，美韩套利窗口关闭，人民币汇率贬值等因素，韩国在芳烃装置提负后纯苯大量流入国内，全年进口有超过 430 万吨，创进口新高纪录。

展望 2025 年，根据纯苯链投产装置梳理预计国内纯苯供需仍紧。且纯苯下游由于涉及行业广泛且部分存在壁垒，从其开工及利润看未形成明显正相关特点，因此预计纯苯价格的推升也难导致下游形成集中负反馈。但高进口冲击下纯苯实际供需矛盾有限，进入一月后纯苯当前去库偏缓慢，需关注后续韩国出口中国水平。

图 1：纯苯产能及产能增速（万吨、%）

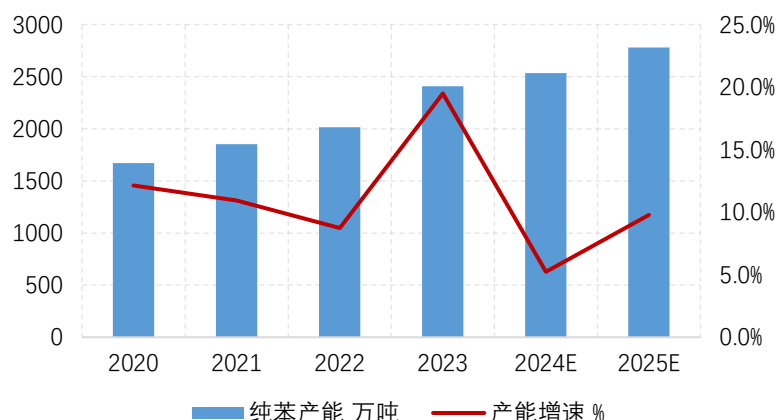


图 2：纯苯进口量（万吨）

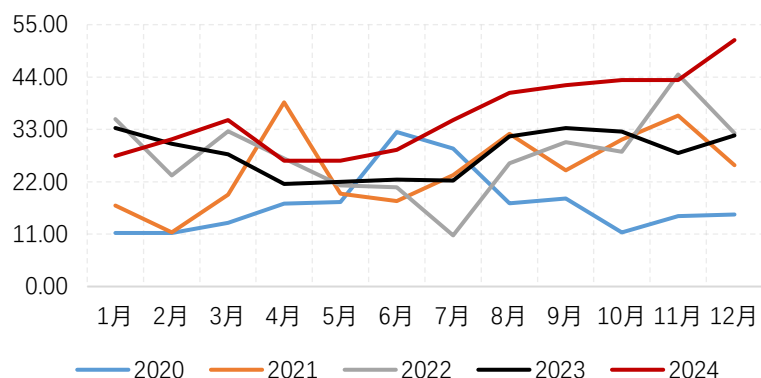
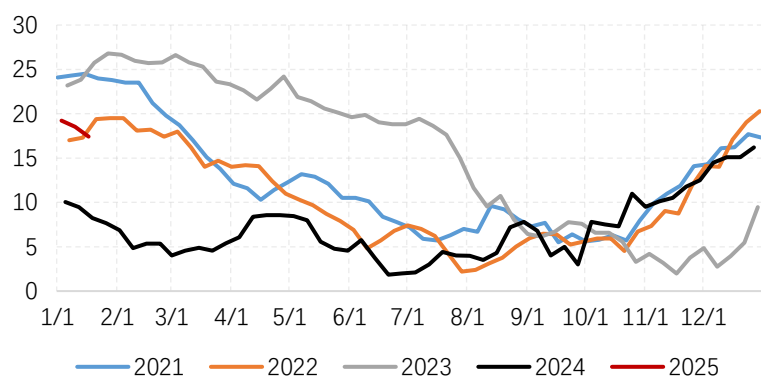


图 3：纯苯港口库存（万吨）



苯乙烯供应：利润面临考验，产能或难直接兑现至产量

24 年，苯乙烯行业利润仍集中在纯苯，年内出现 BZ-SM 倒挂情况。苯乙烯受制于供需过剩压力以及上游原料纯苯利润挤占的双重作用，行业承压明显，产能利用率重心逐年下移，在 3 月跌破 60%，创近五年新低。从库存表现看，低产能利用率实际上匹配了下游需求表现，苯乙烯港口库存在行业低开工下苯乙烯与下游能形成供需匹配，从港口库存看下半年多数时间维持 5 万吨左右，在 12 月中旬降至 3 万吨以下。在持续低库存下，叠加上游大厂检修，纯苯供需边际转好下估值修复，苯乙烯生产利润修复至盈亏线上方。但中期看由于苯乙烯产能弹性空间大，伴随检修回归预计利润仍有再度压缩预期。

展望 2025 年待投产产能约 240 万吨，鉴于对行业压力及利润担忧预计投产仍存折扣，按 60% 新增估算届时 2025 年产能仍将突破 2300 万吨，产能增速环比扩大至 6.7%。但苯乙烯自身供应端未见得予以过多压力，苯乙烯面临上游利润挤占、下游需求高价抵触，据近年规律看苯乙烯多通过“内卷”实现行业的供需大致平衡，预计 2025 年苯乙烯利润较 24 年 4 季度下滑，全年开工重心也有同比下降预期。

苯乙烯进出口：格局或面临扭转，关注汇率及价差表现

苯乙烯净进口量呈逐年回落趋势，由 2019 年的 320 万吨净进口量降至 2024 年 1-10 月的 6.6 万吨净进口量。展望 2025 年我国出口格局在逐步由净进口向净

出口转化。一方面我国苯乙烯仍处于产能扩张周期内，年内产能进一步增长下对海外货源依赖度降低；国内产能弹性较大下具备出口基础。另一方面我国拟自2024年6月23日起，对原产于韩国、中国台湾地区和美国的进口苯乙烯继续征收反倾销税，届时国内外难形成有利价差，出口窗口受限。此外仍需关注特朗普上台后全球贸易摩擦加剧下人民币汇率贬值带来的出口窗口打开机会。

图 4：苯乙烯产能及增速（万吨、%）

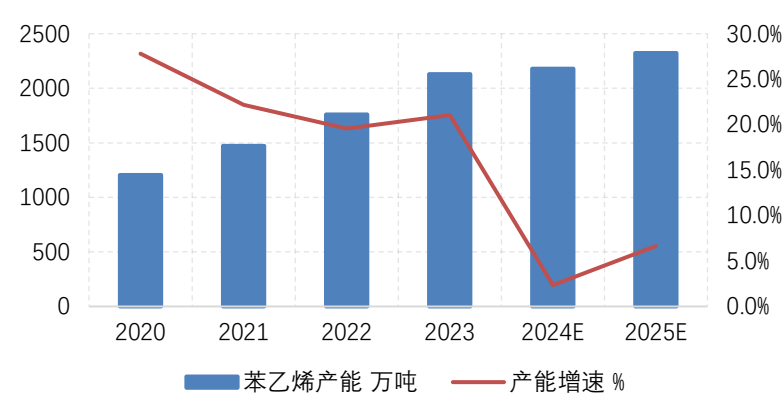


图 5：苯乙烯开工率（%）

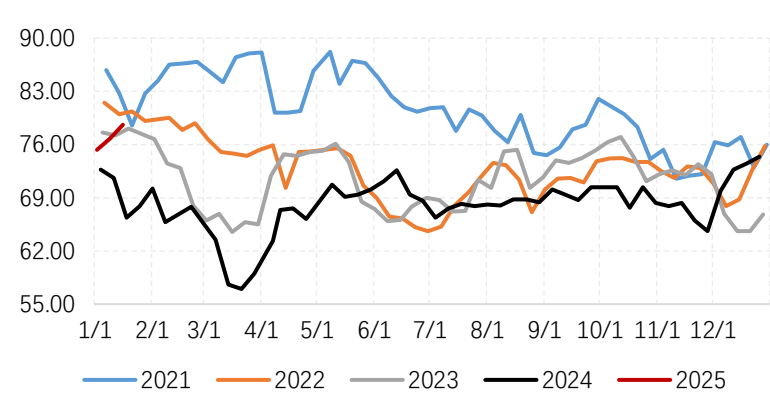
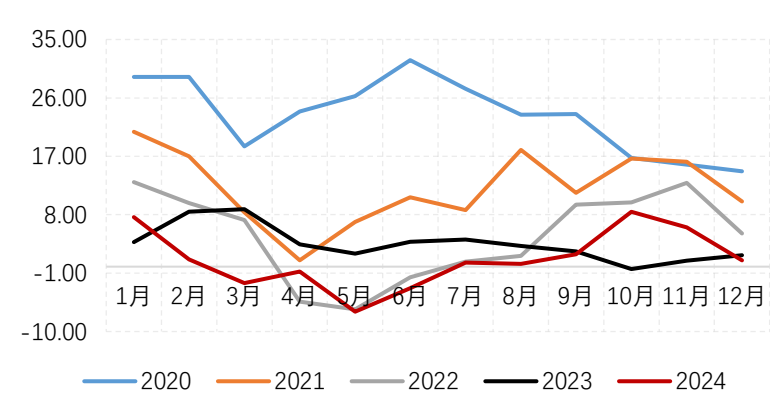


图 6：苯乙烯月度净进口量（万吨）



苯乙烯需求：产能高增速下内卷严重，利润压力下实际增幅有限

苯乙烯下游，根据装置投产计划看2025年PS有168万吨待投，EPS有54万吨待投，ABS 211

万吨待投；若悉数落地则产能增速分别为24.2%、6.9%和25.5%。至2025年主体需求3S产能折算苯乙烯需求量在2300万吨。由于3S近年来产能投放增速过快，行业饱和下利润普遍走低，其中ABS矛盾明显，利润水平从21年的6000元/吨降至2024年低点的-1200元/吨。PS、EPS均呈现利润下滑趋势。从开工和库存看，2024年3S产能利用率相较20-22年重心有不同程度下移，库存同比近三年也均处于偏高水平。

从终端视角，2024年三大白电国产量及出口累计同比均呈现正增长，其中家电出口方面增速均维持在15%以上。展望2025年，终端主要关注两方面：1、以旧换新、刺激消费政策的力度及延续性。2、出口能否延续。回归3S视角，从2024年年内尽管3S维持产能扩张但由于过剩压力增大，企业盈利能力不足的影响，2024年较长时间处于亏损状态，产能利用率重心进一步下移。终端方面虽然家电整体仍维持增长，但远不及供应能力提升，需求很难带动ABS、PS等产品市场的行情运行。预计2025年在终端稳中向好下对3S不会形成明显负面拖累，而3S在自身产能持续扩张局面下，“内卷”仍然是主旋律，对苯乙烯托而不举。

图 7：“3S” 产能及增速（万吨、%）

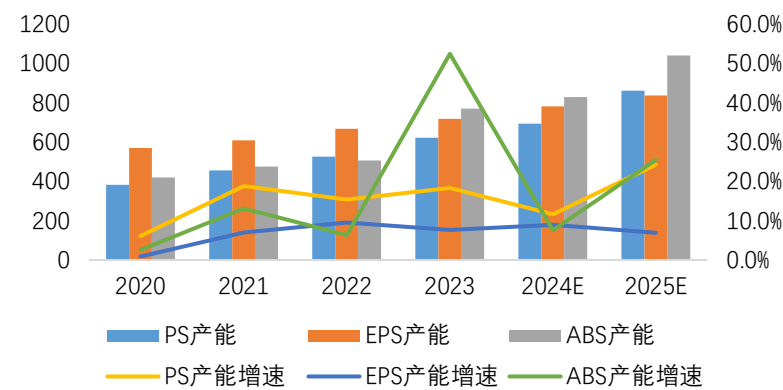
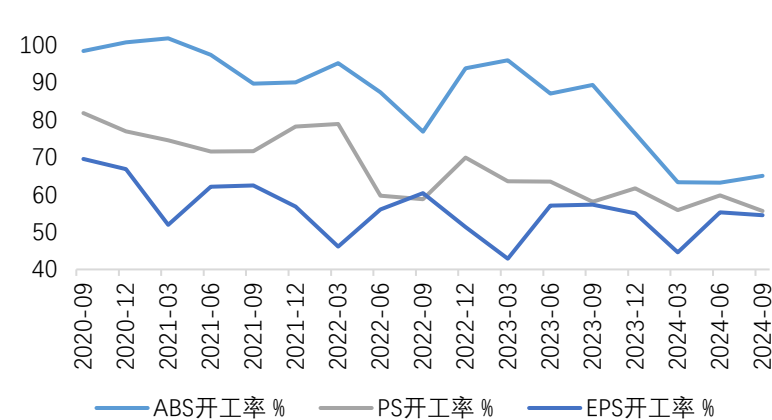


图 8：3S 产能利用率：季度平均（%）



供需看，苯乙烯产能增速环比增至 6.7%，而下游主体 3S 待投放产能折算苯乙烯需求增速接近 18%，按理论投产节奏看需求增速仍快于供应。但 3S 当前行业已显现过剩内卷态，面临新产能落地存疑、新产能进入挤占老产能等问题，实质产量增长仍要依托终端需求的带动。苯乙烯方面自身也处于低利润低产能利用率来实现供需平衡的情况。整体看苯乙烯上下游均具备匹配供需的产量弹性，因此供需中期也为能见到实质矛盾；供需驱动上更多把握节奏性行情。2025 年纯苯仍是中期主要驱动因素，纯苯端国内产需增速看仍存缺口，由于纯苯下

游难形成集中负反馈价格易有向上弹性,但原油压力以及纯苯高进口若延续将对估值造成影响。策略上关注纯苯端供需投产节奏错配的机会以及苯乙烯产能饱和下利润难延续关注 SM-BZ 逢高做缩机会。苯乙烯运行重心预计在 7000~9000,节奏上或先强后弱。

数据来源: Wind、卓创资讯、隆众资讯、钢联