

苯乙烯上涨背后的逻辑与展望

2024年1月26日 星期五

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

吴森宇

从业资格编号: F03121615

俞秉甫

从业资格编号: F03123867

联系人: 吴森宇

邮箱:

wusy@xzfutures.com

● 报告摘要

去年9月中旬以来,随着原油价格大幅回落,叠加纯苯供应紧张压力有所缓解,苯乙烯价格从最高价9998元/吨,跌至12月份中旬最低点7756元/吨,跌幅高达22.4%,随后价格迎来极致反转,截至2024年1月25日,苯乙烯收盘价8795元/吨,涨幅达到13.39%,基本已经突破前方压力位置。

展望后市,我们认为年前苯乙烯上涨空间相对受限,无论从基本面角度或者技术面角度均是如此。一是在于美国单位辛烷值有一定回落,汽油裂解价差拐头向下,对年前芳烃调油的提前备货需求支撑相对有限,难以进一步推动芳烃价格承压;二是即使是在供应超预期收缩的情况下,库存累库持续,下游开工下滑,侧面印证在价格高涨的背景下下游承接能力有限,除EPS维持正向盈利外,其余主要下游亏损情况严重,这同样影响到一季度三大3S下游的投产计划能否顺利落地。另外,临近春节也是主因,部分下游企业提前放假同样导致需求端开工的下滑,实打实地减少了苯乙烯的消费。三是从盘面来看,价格又回到了去年9月份前高的位置,压力位同样不可小觑。截至1月26日,尽管宏观情绪转暖以及原油基本面利好推动原油大涨,苯乙烯开

盘先是冲高，结果却收了个光脚长下阴线，整体走势表现略显焦灼。因此，我们预计在年前苯乙烯上涨空间相对有限，预计维持高位震荡为主。而年后，一方面需要关注原油价格的表现，毕竟地缘政治冲突依然持续；另一方面需要密切关注今年调油行情会如何演绎。

目录

| | |
|------------------------------|----|
| 一、淡季不淡，苯乙烯创阶段性高位..... | 5 |
| 1.1 商品指数震荡，油品化工均有反弹迹象 | 5 |
| 1.2 偏强走势的主因仍在于纯苯 | 6 |
| 二、纯苯供需向好，推涨苯乙烯价格走强..... | 7 |
| 2.1 汽油裂解价差攀升，调油需求支撑芳烃价格..... | 7 |
| 2.2 纯苯供需结构较好，价格韧性较强..... | 9 |
| 三、短期供应装置停车较多，提供意外性利好..... | 11 |
| 3.1 产量与负荷双降..... | 11 |
| 3.2 库存累库，但处于同期低位..... | 12 |
| 四、主力合约顺利换月 | 13 |
| 五、总结与展望..... | 14 |

图表目录

| | |
|-----------------------|---|
| 图表 1 盘面行情回顾 | 5 |
| 图表 2 南华商品指数 | 6 |
| 图表 3 部分期货品种表现..... | 6 |
| 图表 4 乙烯及苯乙烯价格走势..... | 6 |
| 图表 5 纯苯及苯乙烯价格走势 | 6 |
| 图表 6 中国炼厂开工水平..... | 7 |
| 图表 7 美国炼厂开工水平..... | 7 |
| 图表 8 中国汽油库存 | 8 |
| 图表 9 美国汽油库存 | 8 |
| 图表 10 汽油裂解价差走势..... | 9 |
| 图表 11 纯苯产能利用率..... | 9 |
| 图表 12 苯乙烯产能利用率..... | 9 |

| | |
|------------------------|----|
| 图表 13 己内酰胺产能利用率..... | 10 |
| 图表 14 苯酚产能利用率..... | 10 |
| 图表 15 己二酸产能利用率..... | 10 |
| 图表 16 苯酚产能利用率..... | 10 |
| 图表 17 苯乙烯产量 | 11 |
| 图表 18 苯乙烯产能利用率..... | 11 |
| 图表 19 近期装置检修统计..... | 12 |
| 图表 20 苯乙烯价格与库存..... | 12 |
| 图表 21 苯乙烯价格与库存..... | 13 |
| 图表 22 EB2402 盘面表现..... | 14 |

一、淡季不淡，苯乙烯创阶段性高位

去年9月中旬以来，随着原油价格大幅回落，叠加纯苯供应紧张压力有所缓解，苯乙烯价格从最高价9998元/吨，跌至12月份中旬最低点7756元/吨，跌幅高达22.4%，随后价格迎来极致反转，截至2024年1月25日，苯乙烯收盘价8795元/吨，涨幅达到13.39%，基本已经突破前方压力位置。

图表 1 盘面行情回顾

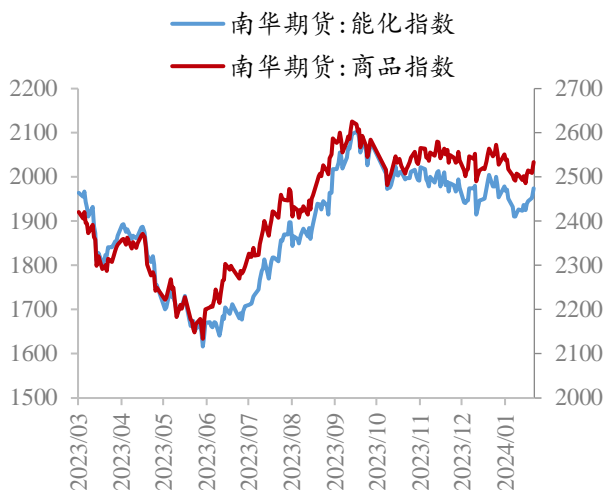


数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

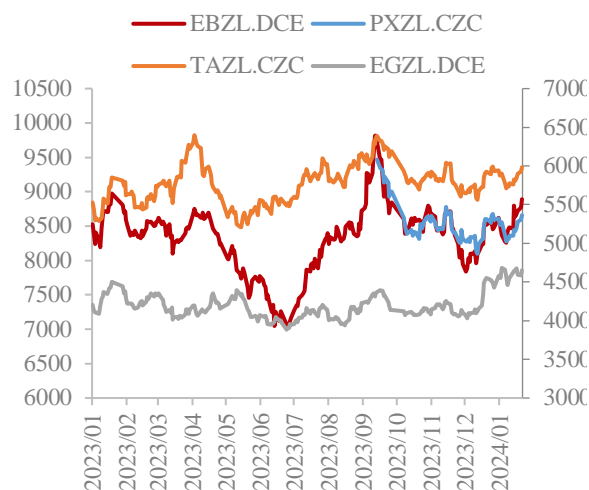
1.1 商品指数震荡，油品化工均有反弹迹象

从商品指数来看，进入一月份商品集体呈现小幅反弹，尤其是南华能化商品指数上涨较多，主因在于原油价格的企稳，一是巴以冲突以来持续影响原油价格阶段性走势，目前巴以冲突扩散至红海危机后已有多国石油公司宣布避开红海航线，近期苏伊士运河及曼德海峡的油气船通行量明显回落，上周末俄罗斯西部港口的凝析油加工厂遭遇无人机袭击起火，红海事件目前尚能够给原油盘面提供一定溢价。二是近期原油供需库存数据均显示原油基本面存在一定边际好转。原油价格在75-80美元附近维持震荡格局。因此在成本端无明显施压盘面的情况下，部分油品化工均有反弹迹象。

图表 2 南华商品指数



图表 3 部分期货品种表现



数据来源: Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

1.2 偏强走势的主因仍在于纯苯

尽管原油价格企稳，对于苯乙烯价格有一定提振作用，但是从盘面来看，苯乙烯价格表现出的强势显然比原油价格强不少，所以归根结底，原油的上涨并非引发苯乙烯单边上涨行情的主因。再者，看苯乙烯的直接上游，按照目前最主流的制备工艺乙苯催化脱氢法，（约占生产工艺的 75%）生产一吨苯乙烯需要 0.79 吨纯苯加上 0.29 吨乙烯，纯苯和乙烯的价格变化则更直接影响苯乙烯。乙烯价格波动相对缓和，且根据 2023 年至今测算与苯乙烯的相关性仅 64.36%；而反观纯苯价格波动剧烈频繁，且根据 2023 年至今测算与苯乙烯的相关性高达 90.58%，从图表中也能看出走势二者走势基本拟合。

此轮上涨纯苯走势更强于苯乙烯，由于尚未有纯苯期货，我们选取华东地区纯苯主流价进行分析，二者均于 2023 年 12 月 5 日达到阶段性最低值 7990 元/吨,6780 元/吨。至今，苯乙烯涨幅 13.71%，而纯苯高达 18.14%。因此我们认为本轮上涨主因仍在于被动跟随纯苯上涨。

图表 4 乙烯及苯乙烯价格走势

图表 5 纯苯及苯乙烯价格走势



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

二、纯苯供需向好，推涨苯乙烯价格走强

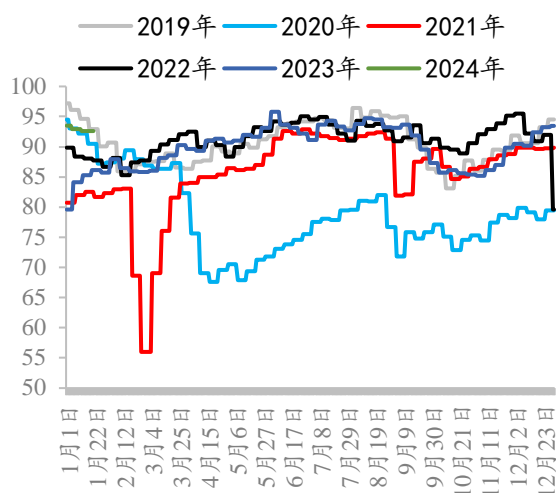
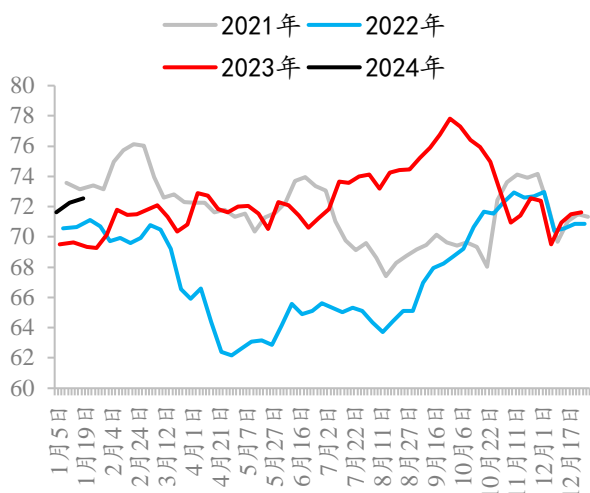
从纯苯供需来看，2023 年我国国内纯苯设计产能达到 2406.6 万吨，增速高达 19.48%，加氢苯产能亦达到 799 万吨，产能环比持平，纯苯产量 1910.96 万吨，产量增速高达 22.95%，加氢苯产量 399.6 万吨，产能增速 7.71%。尽管自身产能产量均维持较快增速，但是市场总是通过供需之间的矛盾借机推涨纯苯的价格。一方面因为调油需求提前备货支撑芳烃价格；另一方面由于纯苯自身下游的化工需求依然强劲。

2.1 汽油裂解价差攀升，调油需求支撑芳烃价格

今年年初开始，可以观测到汽油裂解价差出现了一定的回升态势。一是在于去年年底开始，炼厂开工均出现一定下滑，产成品方面的产出相对减少。二是 1 月 19 日当周美国遭遇寒潮来袭，对美国炼厂产生较大影响；三是全球各地汽油库存均处于相对低位，或使得汽油裂解价差维持相对强势。

图表 6 中国炼厂开工水平

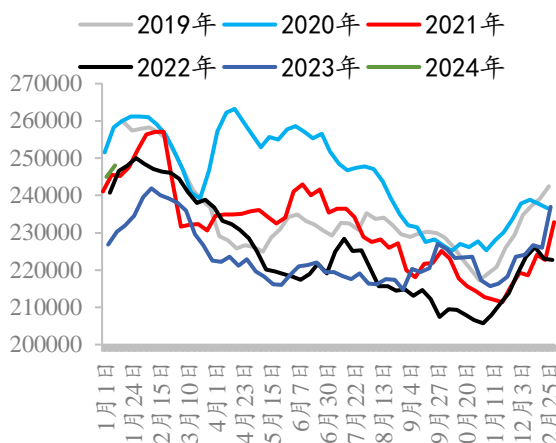
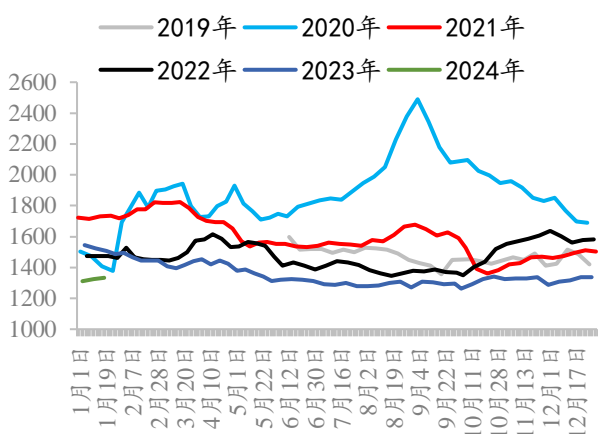
图表 7 美国炼厂开工水平



数据来源: Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 8 中国汽油库存

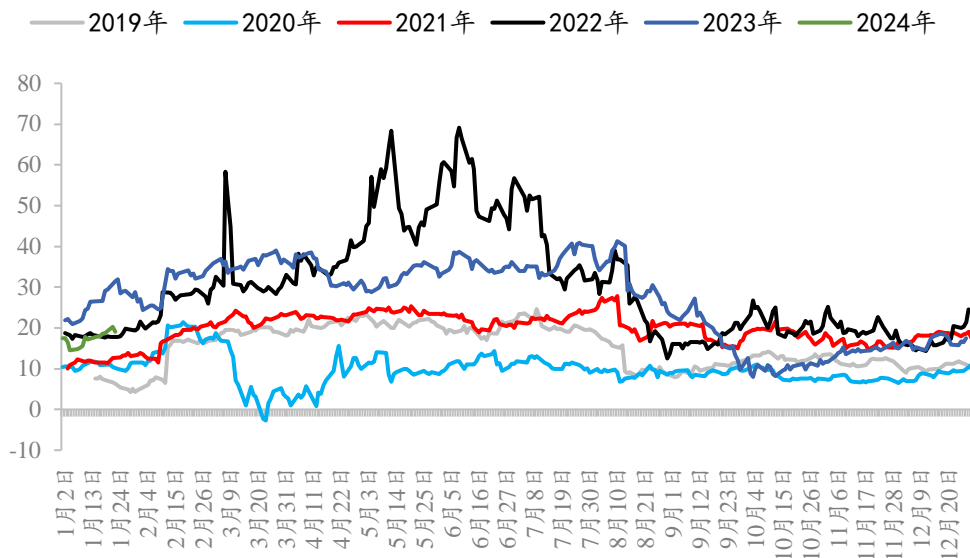
图表 9 美国汽油库存



数据来源: Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

重点来看汽油裂解价差的表现。从图中可以见得，自一月上旬以来，汽油裂解价差同样呈现回升态势，与苯乙烯等芳烃品种价格走势基本吻合。2022 年俄乌冲突后引起全球油品贸易物流变动，调油逻辑主导芳烃价格走势，而 2023 年走势来看，2022 年底 2023 年初，市场已经提前交易过一轮提前备货的行情，据悉近期北美有提前调油料备货需求，韩国等亚洲芳烃出口至美国增加，支撑芳烃价格走强，尤其是纯苯价格的走强较为明显，苯乙烯紧随其后。

图表 10 汽油裂解价差走势



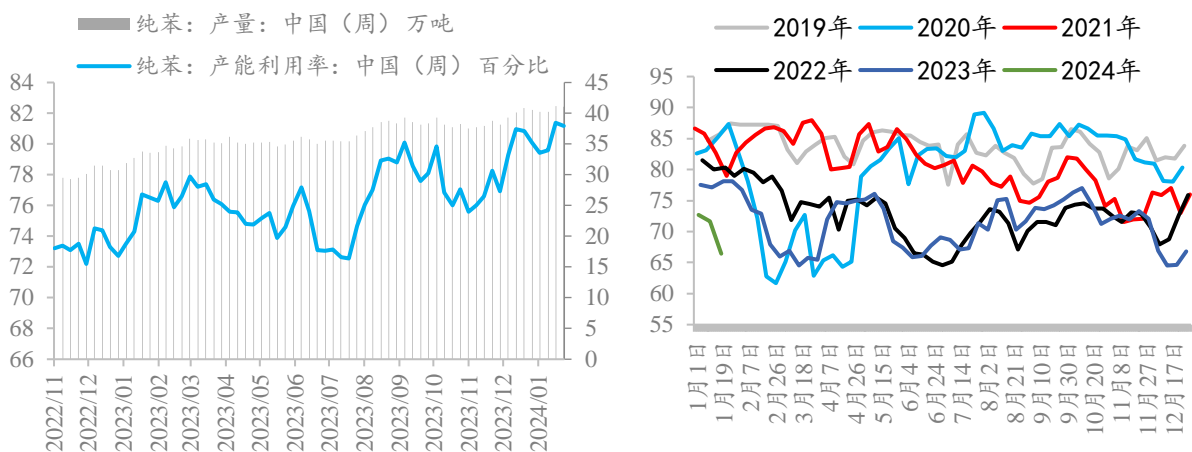
数据来源: Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

2.2 纯苯供需结构较好，价格韧性较强

回到纯苯自身基本面来看，纯苯较为强劲的供需结构注定了短期依旧维持易涨难跌的走势。2024年纯苯计划新增投产约160万吨，增速回落至个位数，而直接下游方面，苯乙烯计划投产约84万吨/年，己内酰胺计划投产125万吨/年，苯酚计划投产77万吨/年，苯胺计划投产36万吨/年，己二酸计划投产91万吨/年，折合成纯苯需求近250万吨，新增产能需求远多于供应，将给予纯苯较好的支撑，且近期除了苯乙烯装置意外性停车外，其余下游开工负荷均有提升。

图表 11 纯苯产能利用率

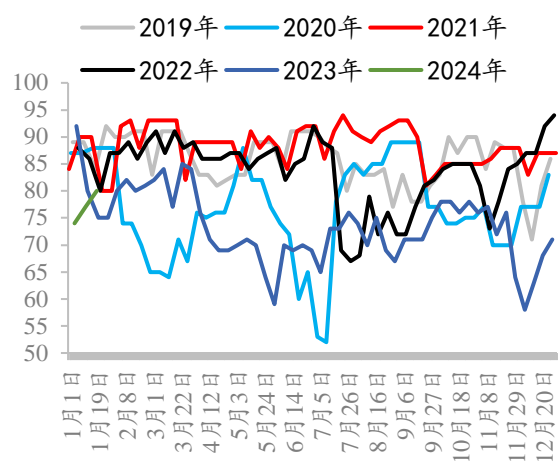
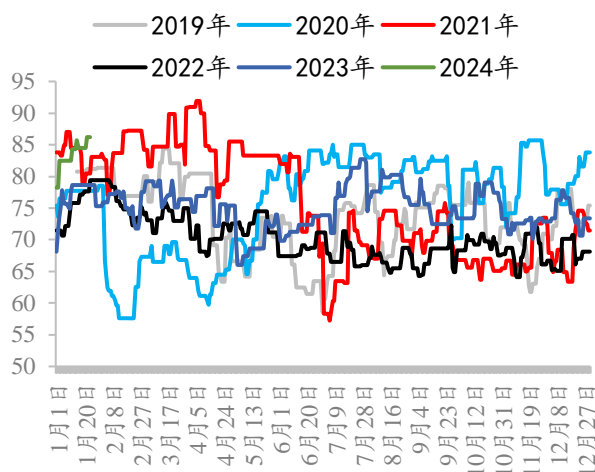
图表 12 苯乙烯产能利用率



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 13 己内酰胺产能利用率

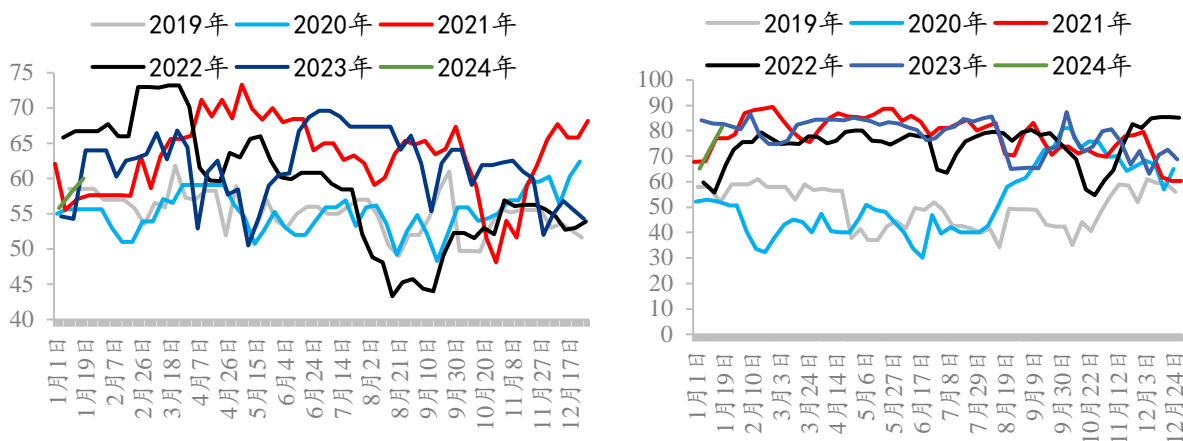
图表 14 苯酚产能利用率



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 15 己二酸产能利用率

图表 16 苯酚产能利用率



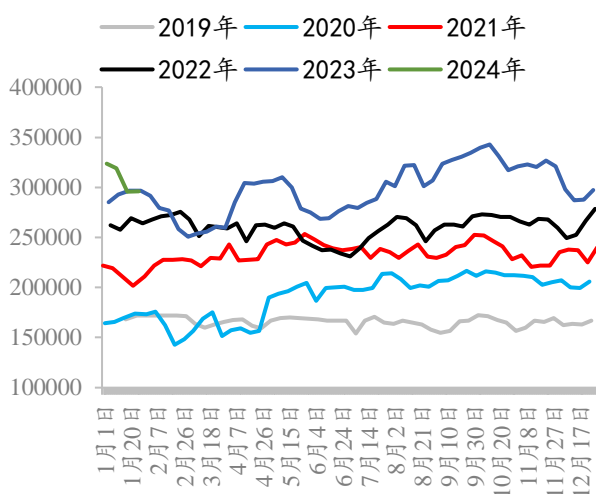
数据来源: Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

三、短期供应装置停车较多，提供意外性利好

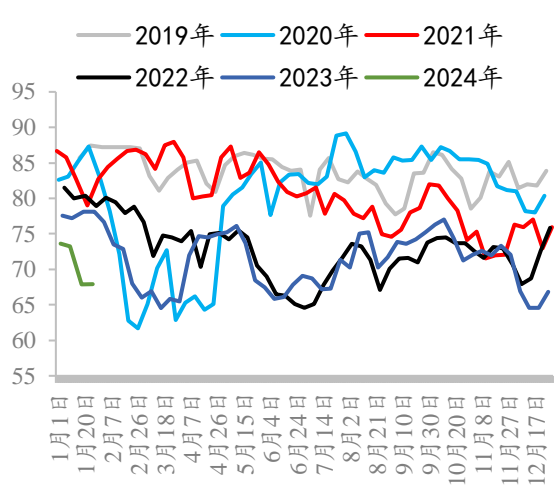
3.1 产量与负荷双降

2023年12月开始，苯乙烯供应端计划外减量增加，为盘面上涨驱动提供意外性利好。据卓创统计显示，先后约有8套装置进行检修。上周浙石化短停，广东石化短修后回归。截至2024年1月25日，苯乙烯产能利用率降至67.91%，周度产量下降至29.57万吨。海外来看，美国部分装置寒潮原因停工，整体供应端收缩较为明显。

图表 17 苯乙烯产量



图表 18 苯乙烯产能利用率



数据来源: Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 19 近期装置检修统计

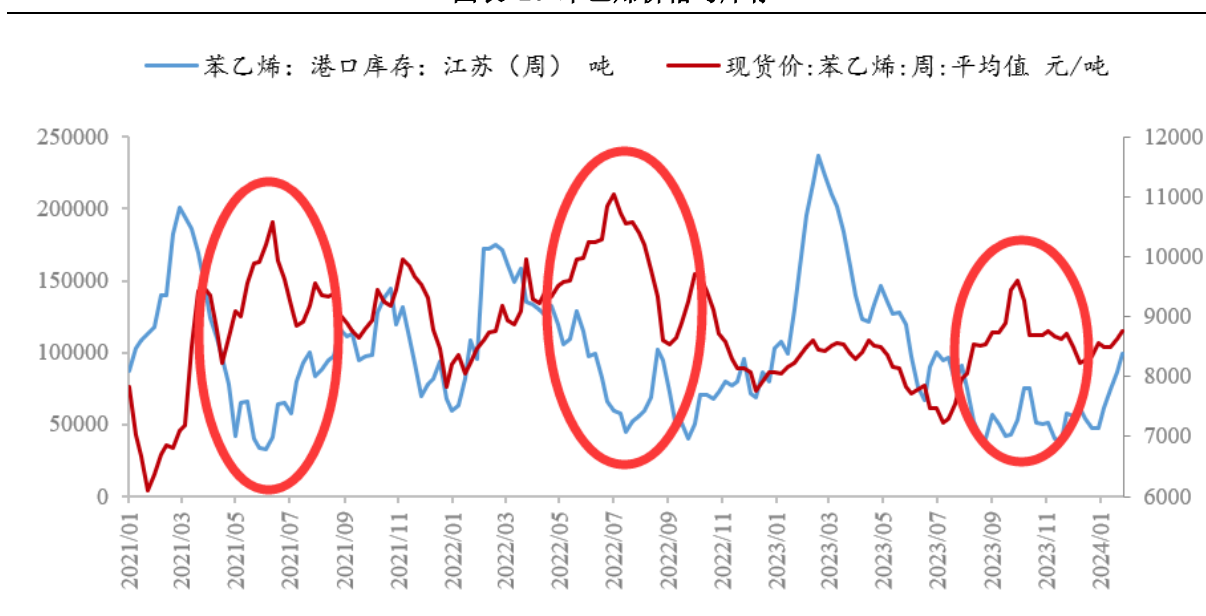
| 装置 | 地点 | 产能 | 说明 |
|-------|----|------|--|
| 安徽嘉玺 | 安徽 | 35 | 于 2023 年 12 月 18 日停车检修，或于春节后重启 |
| 连云港石化 | 江苏 | 60 | 于 2023 年 12 月 1 日停工，计划春节后重启 |
| 齐鲁石化 | 山东 | 20 | 于 2023 年 12 月 23 日停工，重启时间待定 |
| 宁夏宝丰 | 宁夏 | 20 | 1 月 8 日停工，于 1 月 13 日重启 |
| 浙江石化 | 浙江 | 240 | 两套 60 万吨/年装置于 1 月 17 日停车，1 月 24 日正在重启中 |
| 新阳科技 | 常州 | 60 | 一套 30 万吨/年装置 1 月 23 日停工，重启时间待定 |
| 广东石化 | 广东 | 80 | 1 月 13 日停车，1 月 17 日重启 |
| 扬子巴斯夫 | 南京 | 12.5 | 1 月 25 日停车，重启时间待定 |

数据来源：卓创资讯、兴证期货研究咨询部

3.2 库存累库，但处于同期低位

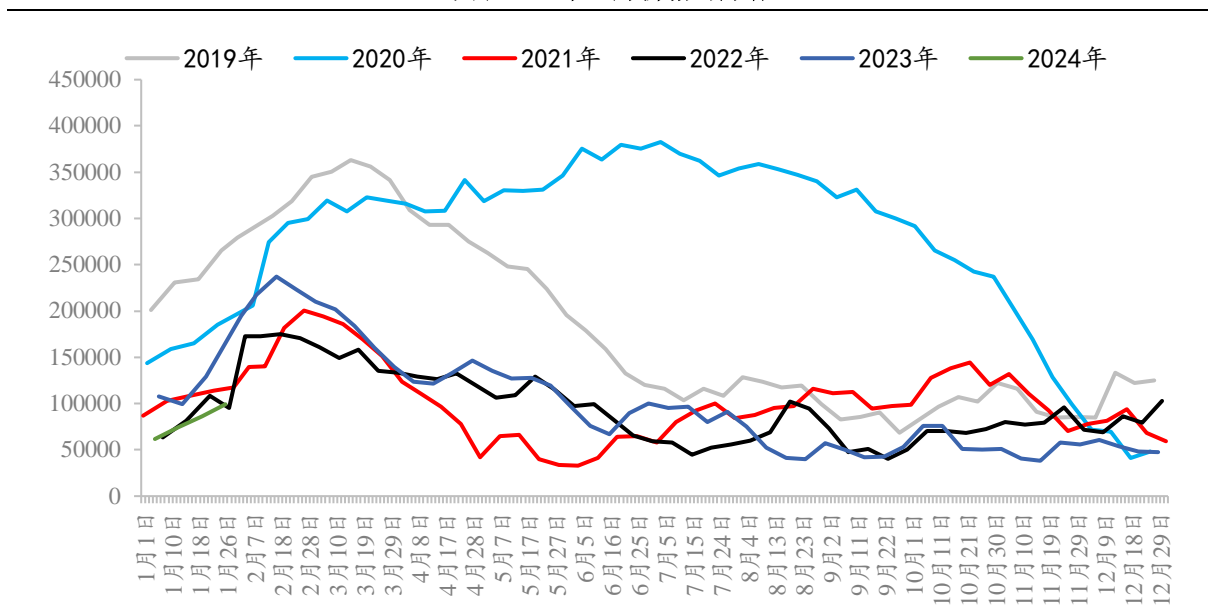
从库存角度来看，苯乙烯处于累库阶段，但是目前库存仍处于历年同期低位水平。按照传统逻辑来说，低库存往往对应高价格，高库存压制价格上行。在苯乙烯这个品种的价格与库存的变化走势来看也同样如此，价格创阶段性高位的同时伴随着顺利去库，目前，尽管库存处于累库阶段，但较低的库存水平仍对于价格有一定支撑，同时供应的缩减亦压缩了市场上预期的累库幅度。

图表 20 苯乙烯价格与库存



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

图表 21 苯乙烯价格与库存



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

四、主力合约顺利换月

最后，我们认为值得一提的是苯乙烯 2402 合约的换月问题。临近交割月，苯乙烯 2402 仍然是主力，持仓仍是较多，尤其是近一个月以来苯乙烯价格盘面不断上涨，也引发不少关注。

回溯近一个月的走势会发现，EB2402 在 1 月 16 日表现非常亮眼，合约日内大幅增仓 2.65 万手以上，同时一次性进入资金接近 6 亿，推动盘面大涨 3.9%。市场上开始传出多逼空的无限遐想，也有漫天飞舞的小作文。然而主力合约的顺利换月也打破了相应的猜测。我们认为一方面，在苯乙烯价格不断冲高的情况下，相关产业对 EB02 进行卖空套保操作，已做好交割准备，由于 EPS 等下游季节性表现较强，临近春节，节前补库备货基本完成，因此苯乙烯后续存在下跌预期，高价进行套保是不二之选。相关企业空头以交割的目的进入，以 2 月交割为主。另一方面，仍是由于纯苯短期供应偏紧所致，正如前文分析，在此便不再赘述。

图表 22 EB2402 盘面表现



数据来源：Wind、隆众资讯、iFinD、兴证期货研究咨询部

五、总结与展望

展望后市，我们认为年前苯乙烯上涨空间相对受限，无论从基本面角度或者技术面角度均是如此。一是在于美国单位辛烷值有一定回落，汽油裂解价差拐头向下，对年前芳烃调油的提前备货需求支撑相对有限，难以进一步推动芳烃价格承压；二是即使是在供应超预期收缩的情况下，库存累库持续，下游开工下滑，侧面印证在价格高涨的背景下游承接能力有限，除 EPS 维持正向盈利外，其余主要下游亏损情况严重，这同样影响到一季度三大 3S 下游的投产计划能否顺利落地。另外，临近春节也是主因，部分下游企业提前放假同样导致需求端开工的下滑，实打实地减少了苯乙烯的消费。三是从盘面来看，价格又回到了去年 9 月份前高的位置，压力位同样不可小觑。截至 1 月 26 日，尽管宏观情绪转暖以及原油基本面利好推动原油大涨，苯乙烯开盘先是冲高，结果却收了个光脚长下阴线，整体走势表现略显焦灼。因此，我们预计在年前苯乙烯上涨空间相

对有限，预计维持高位震荡为主。而年后，一方面需要关注原油价格的表现，毕竟地缘政治冲突依然持续；另一方面需要密切关注今年调油行情会如何演绎。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。