



能源化工 | 年度报告

纯苯苯乙烯 2025 年半年度展望

2025 年 6 月 30 日

国联期货研究所

研究所

交易咨询业务资格编号
证监许可[2011]1773 号

分析师：

林菁

从业资格证号：F03109650

投资咨询号：Z0018461

联系人：

丁家吉

从业资格证号：F03117223

相关研究报告：

《原油专题报告：特朗普
当选+鹰派降息，2025 油价
影响几何？》

《纯苯苯乙烯 2025 年年度
展望：纯苯驱动看外需，
苯乙烯平衡看内需》

《芳烃产业链策略专题：
基于对美关税反制的芳
烃、烯烃对冲策略》

《芳烃产业链策略专题：
做缩 EB-PX 的价差》

纯苯平衡或好转，欧美产能将清退

➤ 摘要

美国辛烷值需求因何疲弱？美国能源部归类在“推荐或需要使用优等品质汽油”标签下的车型数量占有所有车型数量的比重，自 2023 年见顶并连续两年回落，可说明随着油缸工艺改良或消费者取向的变化，美国汽车对高辛烷汽油的依赖度下降。

为何 PX 越强，纯苯越弱？聚酯需求强于预期，形成 PX 去库，PXN 估值回升至近五年中位，推动亚洲的歧化利润走高。同期，纯苯下游需求低于预期，且歧化产出的供应增量只能流向中国，形成了国内纯苯累库。下半年，假设 PX 进口预期回升至 80 万吨/月以上，国内 PX 累计去库预期达 15 万吨左右。对比纯苯的平衡，PX 仍是今年芳烃中较紧缺的品种。

平衡表展望：在月均进口量回升至 50 万吨的假设下，三季度，国内纯苯或在累计去库 5 万吨至累库 10 万吨之间摆动，较上半年累库 30 余万吨明显改善。三季度，欧洲芳烃产能减少、下游装置重启。美国纯苯在低库存、歧化低负荷、关税阻断进口、苯乙烯及调油需求尚存的矛盾下，价格或维持全球高位，以打开对亚洲/欧洲的进口套利窗口。

➤ 策略建议

三季度以布油 62-75 美元/桶为基，石脑油加工费中枢假设为 100 美元/吨。预期国内纯苯估值区间在 5550-6900 元/吨，苯乙烯的估值区间在 6750-8300 元/吨。建议投资者在临近区间下沿的时间段内逢低做多，并在每一个宏观事件节点前，养成买入虚值看跌期权的习惯。

PX-BZ 价差区间看 350-1150 元。EB-PX 价差区间看 0-850 元。价差组合中的多头配置均为 PX，空头配置为 BZ 或 EB。投资者可以选择某一组最接近上边际的价差进行套利（做扩 PX-BZ 价差，或做缩 EB-PX 价差）。

纯苯上市后，EB-BZ 盘面价差中枢或低于现货价差，市场或形成远月供需预期的自平衡。以 2603 合约为例，价差或在 900-1300 元/吨之间波动。

➤ 风险关注点

美国限制乙烷出口、关税战重新升级、地缘冲突升温、装置推迟投产

目录

一、2025 年上半年行情回顾：	- 5 -
二、油价 Q3 中枢预期上移	- 6 -
三、 纯苯 Q3 预期去库，美国或进行补库	- 8 -
3.1 上半年纯苯及海外辛烷值需求疲弱的原因	- 8 -
3.2 三季度纯苯供需或阶段性收紧	- 11 -
3.3 纯苯与 PX 价差的套利区间	- 14 -
四、从纯苯和苯乙烯的大平衡，思考纯苯的上市策略	- 16 -
4.1 苯乙烯面临供应增长压力	- 16 -
4.2 纯苯、苯乙烯 2026 年大平衡展望	- 18 -
五、产业链数据	- 20 -
5.1 纯苯产业链	- 20 -
5.2 苯乙烯产业链	- 22 -
5.3 终端行业—白色家电	- 25 -
5.4 终端行业—汽车	- 27 -
六、 估值与策略	- 29 -
6.1 估值区间	- 29 -
6.2 策略综述	- 29 -

图表目录

图 1: 苯乙烯期货主力合约 2025 年 1-6 月走势图	- 5 -
图 2: 纯苯华东现货主流价季节性分析 (元/吨)	- 5 -
图 3: 苯乙烯华东现货主流价季节性分析 (元/吨)	- 5 -
图 4: 2025 年全球原油供需预测(右) & 库存变化调整值(左) 单位: 百万桶/日	- 6 -
图 5: 美国钻井数 (个)	- 7 -
图 6: 美国库欣地区原油库存 (千桶)	- 7 -
图 7: 美国战略原油储备库存 (千桶)	- 7 -
图 8: 全球陆上原油库存 (千桶)	- 7 -
图 9: 美国汽油表观需求量 (千桶/日)	- 8 -
图 10: 美国柴油表观需求量 (千桶/日)	- 8 -
图 11: 美国成品汽油库存 (千桶)	- 8 -
图 12: 全球炼厂 321 成品油裂解价差 (美元/桶)	- 8 -
图 13: 欧洲 BZN (纯苯-石脑油) 价差 (美元/吨)	- 9 -
图 14: 亚洲 BZN (纯苯-石脑油) 价差 (美元/吨)	- 9 -
图 15: 美国 93-87 汽油辛烷值价差 (美元/桶)	- 9 -
图 16: 美国甲苯歧化价差 (美元/吨)	- 9 -
图 17: 韩国甲苯歧化利润 (美元/吨)	- 10 -
图 18: 国内甲苯歧化利润 (美元/吨)	- 10 -
图 19: 美国汽车品牌车型用油结构变化 (个, %)	- 11 -
图 20: 美国月度车辆行驶里程 (十亿英里)	- 11 -
图 21: PA6 月度出口量 (万吨)	- 13 -
图 22: 硫酸铵月度出口量 (万吨)	- 13 -
图 23: PA6 库存可用天数 (日)	- 13 -
图 24: 环氧树脂月度表观需求量 (万吨)	- 13 -
图 25: PXN (PX-石脑油) 价差 (美元/吨)	- 15 -
图 26: PX-BZ (CFR 中国价) 美金价差 (美元/吨)	- 15 -
图 27: 2024 年、2025 年苯乙烯、纯苯、PX 的库存天数比较 (天)	- 18 -
图 28: 纯苯月度表观需求量 (万吨)	- 20 -
图 29: 纯苯华东港口库存 (万吨)	- 20 -
图 30: 己内酰胺副产硫酸铵综合毛利 (元/吨)	- 20 -
图 31: 己内酰胺表观需求量季节性分析 (万吨)	- 20 -
图 32: 己内酰胺库存季节性分析 (万吨)	- 21 -
图 33: 苯酚生产毛利 (元/吨)	- 21 -
图 34: 苯酚港口库存 (万吨)	- 21 -
图 35: 苯胺产能利用率季节性分析 (%)	- 21 -
图 36: 苯胺生产毛利 (元/吨)	- 21 -
图 37: 己二酸产能利用率 (%)	- 21 -
图 38: 己二酸生产毛利 (元/吨)	- 22 -
图 39: 己二酸样本企业工厂库存 (万吨)	- 22 -
图 40: 苯乙烯表观需求量季节性分析 (万吨)	- 22 -
图 41: 苯乙烯华东港口库存季节性分析 (万吨)	- 22 -

图 42: 苯乙烯一体化毛利 (元/吨)	- 22 -
图 43: 苯乙烯 PO/SM 联产综合毛利 (元/吨)	- 22 -
图 44: 苯乙烯非一体化改良装置毛利 (元/吨)	- 23 -
图 45: 苯乙烯日度开工率 (%)	- 23 -
图 46: EPS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 23 -
图 47: EPS 库存季节性分析 (万吨)	- 23 -
图 48: EPS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 24 -
图 49: PS 生产毛利季节性分析 (元/吨)	- 24 -
图 50: PS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 24 -
图 51: PS 库存季节性分析 (万吨)	- 24 -
图 52: PS 产能利用率季节性分析 (%)	- 24 -
图 53: ABS 产能利用率季节性分析 (%)	- 24 -
图 54: ABS 表观需求量季节性分析 (万吨)	- 25 -
图 55: ABS 库存可用天数 (周产量/库存)	- 25 -
图 56: 空调主要厂商库存季节性分析 (万台)	- 25 -
图 57: 空调渠道商库存季节性分析 (万台)	- 25 -
图 58: 家用空调均价季节性分析 (元/台)	- 26 -
图 59: 白色家电月度实际产量/排产量 (万台)	- 26 -
图 60: 冰箱行业库存季节性分析 (万台)	- 26 -
图 61: 冰箱零售均价季节性分析 (元/台)	- 26 -
图 62: 冰箱库销比季节性分析 (库存/销量)	- 26 -
图 63: 洗衣机销比季节性分析 (库存/销量)	- 26 -
图 64: 洗衣机零售均价季节性分析 (元/台)	- 27 -
图 65: 美国家电批发商库存金额 (百万美元)	- 27 -
图 66: 美国家电零售商库存金额 (百万美元)	- 27 -
图 67: 美国家用电器消费者支出水平 (%)	- 27 -
图 68: 汽车厂商库存&库销比 (右轴) (万台, %)	- 28 -
图 69: 汽车渠道商库存&库销比 (右轴) (万台, %)	- 28 -
图 70: 美国 BEA 汽车库存水平 (千辆)	- 28 -
图 71: 美国 BEA 汽车行业库销比 (%)	- 28 -
图 72: 美国汽车行业批发商库存金额 (百万美元)	- 28 -
图 73: 美国汽车贷款逾期 90 天以上违约率 (%)	- 28 -
表 1 : 2025 年纯苯及下游投产计划一览 (产能单位: 万吨/年)	- 11 -
表 2 : 2025 年纯苯月度供需平衡表	- 12 -
表 3 : 2025 年对二甲苯月度供需平衡表	- 15 -
表 4 : 2025 年苯乙烯及下游投产计划一览 (产能单位: 万吨/年)	- 16 -
表 5 : 2025 年苯乙烯月度供需平衡表	- 17 -
表 6 : 2026 年纯苯季度供需平衡表	- 19 -
表 7 : 2026 年苯乙烯季度供需平衡表	- 19 -

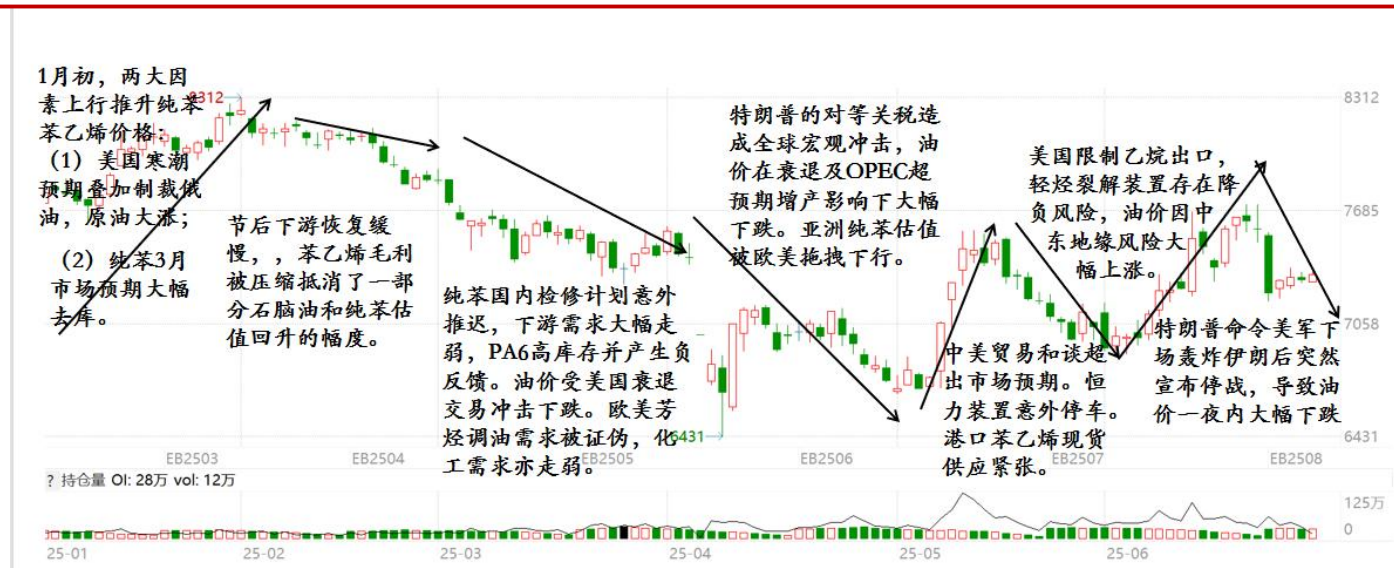
一、2025 年上半年行情回顾：

上半年苯乙烯盘面走势主要跟随原油波动，苯乙烯的现货价格在二季度因港口库存货源偏紧，相对盘面走强，导致苯乙烯的基差长时间处于高位运行。

纯苯的看多逻辑从二月开始连续被证伪，先是市场对三至四月的去库预期翻转为过剩，再迎来海外的宏观冲击，调油需求及化工需求双双走弱。四至五月期间，纯苯的估值又因 PX 估值走强、亚洲甲苯歧化提负而进一步受挫。全球纯苯估值在半年内从历史偏高水平，跌至历史低位。

苯乙烯的现货利润受益于成本端下跌，从四月份开始，非一体化装置及 PO/SM 装置均得到较高的利润空间。

图 1：苯乙烯期货主力合约 2025 年 1-6 月走势图



来源：国联期货研究所 WIND

图 2：纯苯华东现货主流价季节性分析（元/吨）

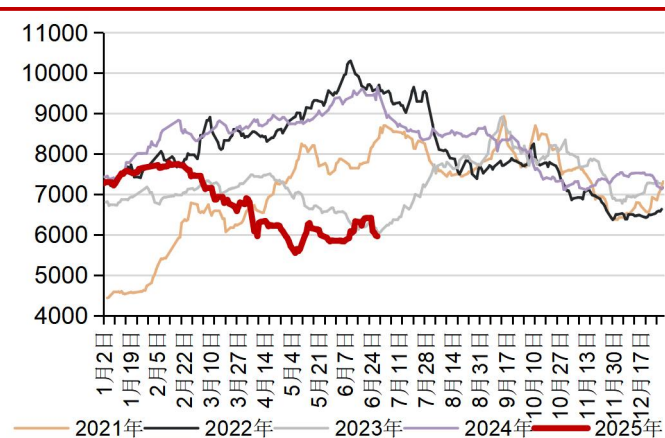
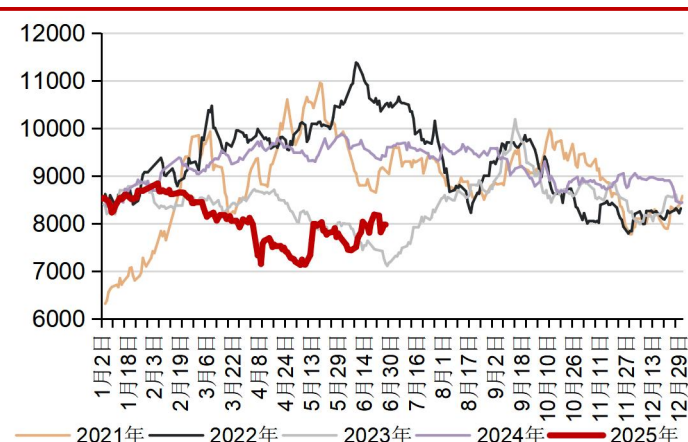


图 3：苯乙烯华东现货主流价季节性分析（元/吨）



来源：国联期货研究所 钢联 隆众资讯

二、油价 Q3 中枢预期上移

我们认为，油价三季度或强于上半年的表现，布伦特原油中枢在 65 美元/桶是合理估值。核心逻辑如下：

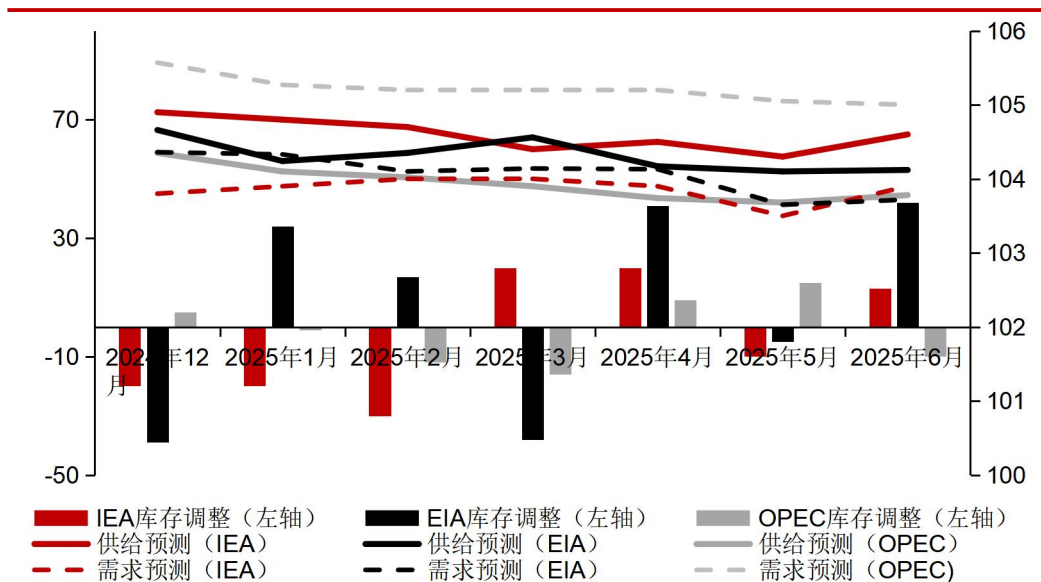
(1) OPEC 以 41.1 万桶/日的速度增产，到今年十月初即完成回补 220 万桶/日的减产规模。市场或在七至八月交易完增产预期，供应端的利空影响有望边际减弱。

(2) 综合市场的平衡表结果，全年原油累库预期在 80 至 100 万桶/日，且机构均未计入伊朗供应中断的预期。美国在以伊停战后继续对伊朗石油出口极限施压，一旦出现出口中断，预期将从过剩翻转为紧平衡。此外，三季度旺季需求回升及低库存的基本面，或较上半年改善。

(3) 美国财政刺激法案或于七月投票通过，债务上限提高、降税等措施，或推动总需求预期回升、PMI 反弹。另外，法案中涉及石油战略补库的条款若顺利通过，利于能源部三季度加量采购。

(4) 6 月份 NOAA 最新预测今年飓风季有 6 至 10 个飓风，其中有 3 至 5 个是强飓风。去年是 11 个飓风、5 个强飓风；过去五年平均是 9.4 个飓风，4.2 个强飓风。对比来看，今年飓风对需求端、炼厂的影响或减少，或以供应端的影响为主。

图 4：2025 年全球原油供需预测(右) & 库存变化调整值(左) 单位：百万桶/日



来源：国联期货研究所 IEA EIA OPEC

从平衡表来看，IEA、EIA 和 OPEC 对 2025 年全球原油库存变化预期为 +83 万桶/日、+82 万桶/日和 -132 万桶/日。机构对 2026 年全球原油维持累库的预期。四月以来，EIA 累计下调需求预期达 60 万桶/日，最为悲观。

各机构均认为三季度是全年累库幅度最低的一个季度，四季度均预期大幅累库。

OPEC 五月产量环比仅增长 17.2 万桶/日，低于预期。由于 OPEC 闲置产能存在资金、

人力、政治风险和技术性问题，其增产兑现或有“预期差”。此外，美国因二季度油价大跌，钻井数快速回落、接近 2021 年的低点，或导致三季度页岩油产量放缓。

在“降息、降税、油价长时间维持中高水平”无法实现的前提下，特朗普的“drill, baby, drill”只是一纸空谈。

图 5：美国钻井数（个）

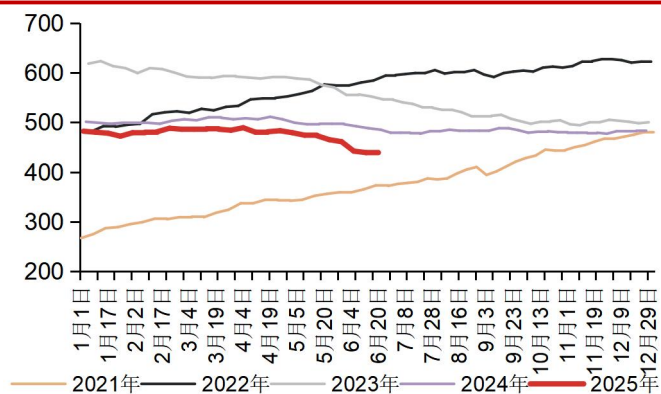
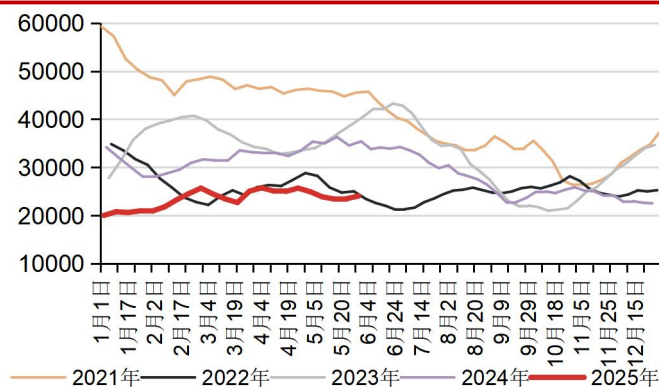


图 6：美国库欣地区原油库存（千桶）



来源：国联期货研究所 WIND 同花顺 ifind EIA 贝克休斯

图 7：美国战略原油储备库存（千桶）

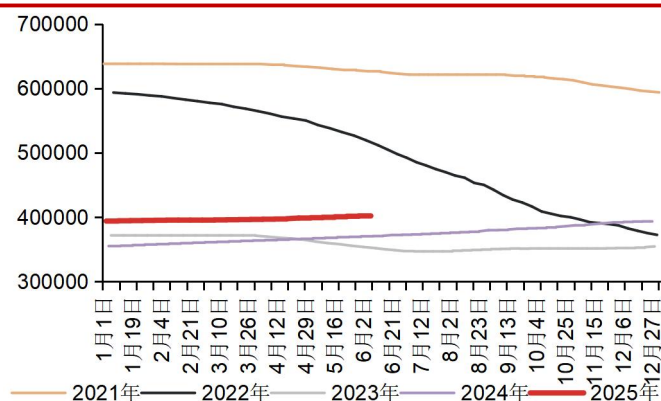
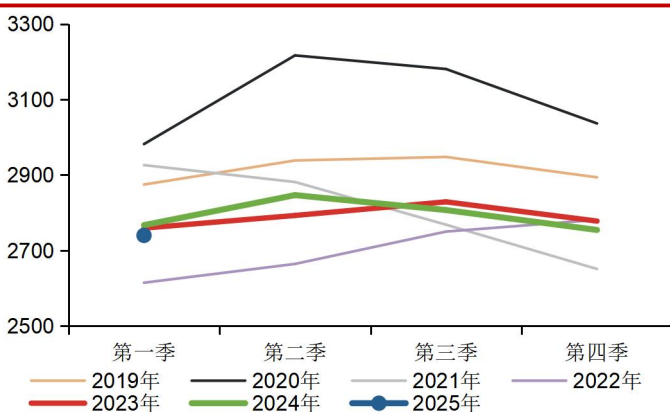


图 8：全球陆上原油库存（千桶）



来源：国联期货研究所 WIND 同花顺 ifind EIA 经合组织

成品油方面，1 至 5 月，我国累计原油进口同比增长 0.38%，但原油加工量累计同比下降 1.57%，主要系汽油表需累计同比减少 9.28%所致。上半年，美国汽油、柴油、航空煤油的表需分别累计同比增长 -0.03%、2.33%和 6.96%。欧洲汽油需求增速达 4%至 4.5%，引领全球增长。

美国成品汽油及柴油库存均同比去化，处于近五年低位。低库存及 PADD 5 区炼厂永久关停，或导致美国下半年增加汽油进口需求。机构预测北非丹格特炼厂今年达成满负荷的难度较大，且该炼厂今年优先布局非洲本地市场，出口量或有限。这意味着，美国汽油裂解价差有望保持全球相对较高的水平，支撑炼厂开工率。

图 9：美国汽油表观需求量（千桶/日）

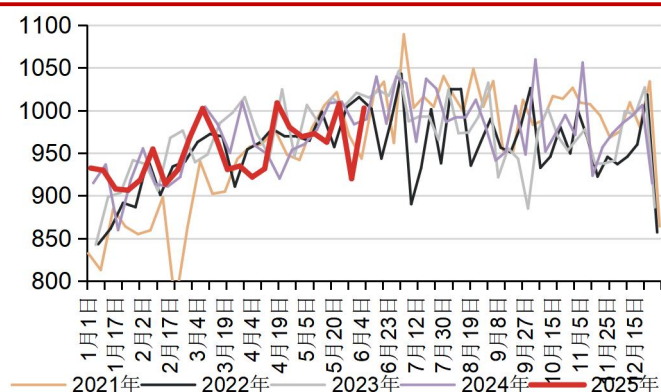
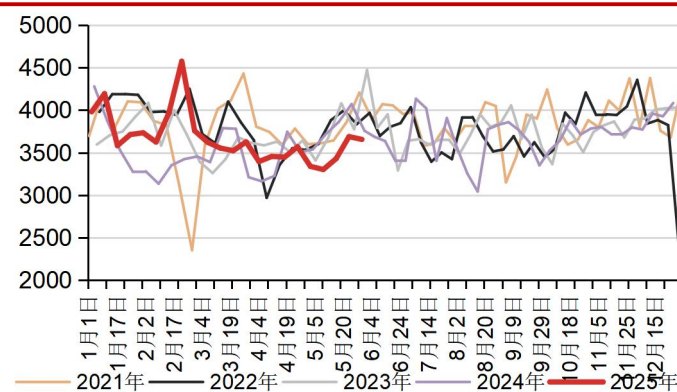


图 10：美国柴油表观需求量（千桶/日）



来源：国联期货研究所 WIND EIA

图 11：美国成品汽油库存（千桶）

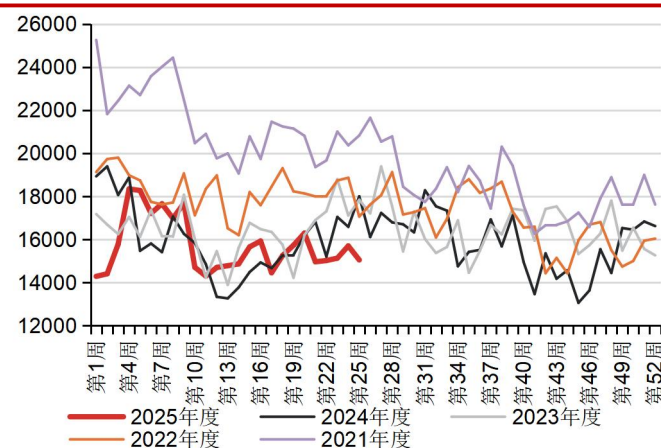
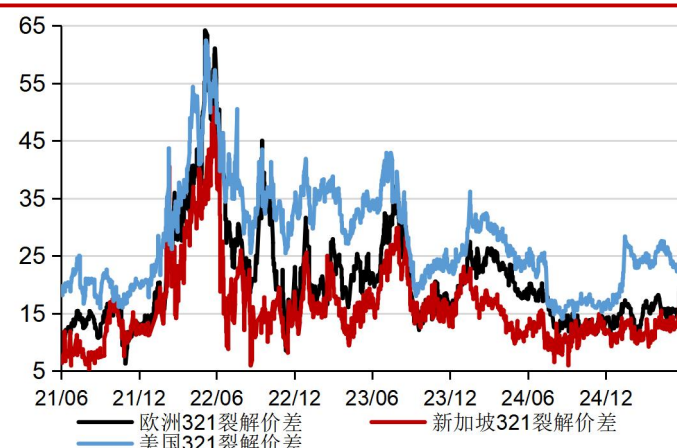


图 12：全球炼厂 321 成品油裂解价差（美元/桶）



来源：国联期货研究所 WIDN 钢联 EIA

综上所述，我们维持年报中对布伦特原油区间在 60-80 美元/桶（乐观）或 50-75 美元/桶（悲观）观点。三季度布油中枢区间或提升至 65-70 美元/桶。四季度若全球经济恢复不利叠加原油累库显现，布油或再向 60 美元/桶下方寻底。

三季度看多油价的风险在于：特朗普的对等关税政策重返激进路线，导致市场再交易衰退预期。

三、纯苯 Q3 预期去库，美国或进行补库

3.1 上半年纯苯及海外辛烷值需求疲弱的原因

今年上半年油价下行期间，纯苯在芳烃中的表现较弱。全球 BZN 价差均回落到历史低位，估值大幅下杀的原因主要有：

(1) **海外化工需求不佳**：欧洲苯乙烯及苯酚多套大装置出现预期外检修；美国的苯酚装置一季度也出现长时间的检修，且受特朗普政策高度不确定性影响，美国贸易商及

下游厂家抛售原料（纯苯）库存。

(2) **调油需求疲弱**：上半年亚洲汽油需求不佳，裂解价差处于近五年低位。美国汽油裂解价差尚可，但辛烷值价差持续疲弱，重整油直接调油的性价比高于外采芳烃调油。欧洲市场受非洲汽油供应增量冲击，裂解价差走扩幅度有限。

(3) **国内化工需求不佳**：己内酰胺、苯胺等下游上半年因贸易战及 PA6 中间环节库存较高的影响，自下而上对纯苯需求产生负反馈。

(4) **甲苯歧化增量**：美国去年甲苯歧化新装置投产且从四季度开始高负荷运行，导致今年一季度纯苯供应充裕。东亚地区聚酯需求强于预期，PX 估值走强，上半年中、韩两国甲苯歧化利润较好、保持高开工，纯苯供应过剩。

图 13：欧洲 BZN（纯苯-石脑油）价差（美元/吨）

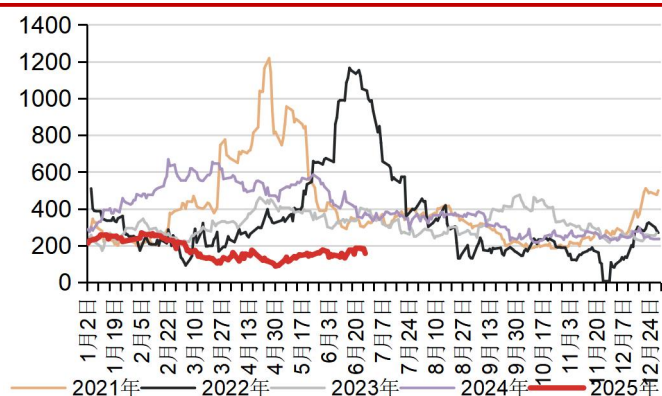
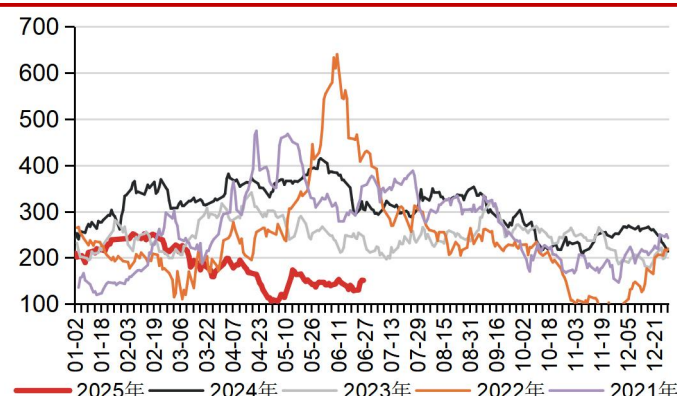


图 14：亚洲 BZN（纯苯-石脑油）价差（美元/吨）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 15：美国 93-87 汽油辛烷值价差（美元/桶）

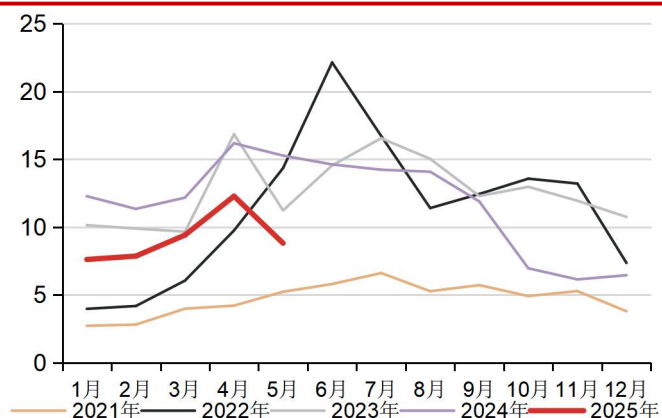
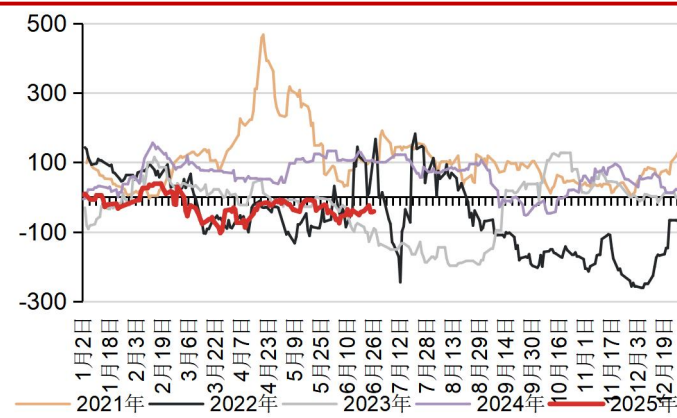


图 16：美国甲苯歧化价差（美元/吨）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联 同花顺 ifind

图 17: 韩国甲苯歧化利润 (美元/吨)

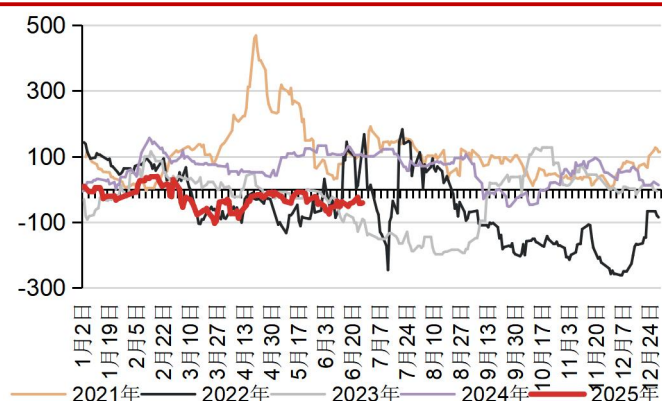
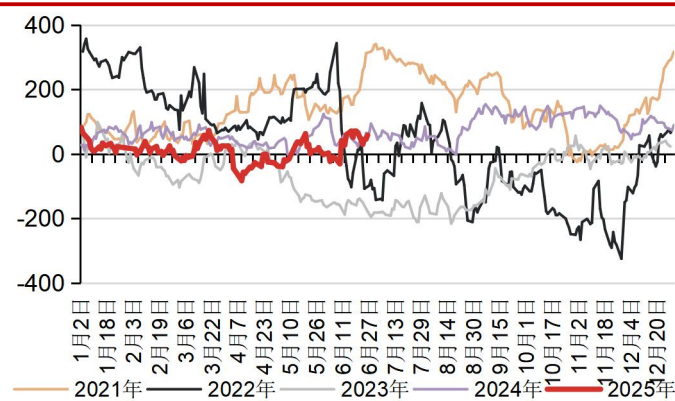


图 18: 国内甲苯歧化利润 (美元/吨)



来源: 国联期货研究所 隆众资讯 钢联

今年 1-5 月, 美湾乙苯调油性价比好于甲苯、二甲苯的机会不多, 乙苯调油采购较为稀疏, 单批采购量大约在 0.3-0.5 万吨的范围, 不及 2023-2024 年同期的水平。但多口径的数据显示今年美国的汽油需求量, 未大幅衰减。

上半年美国的汽油表需同比增速为-0.03%, 成品汽油库存处于近五年低位运行, 阵亡将士纪念日的出行量较去年同期增长 3.5%, 1-4 月的公路里程累计值同比增速为 1.65%。

我们对汽油需求的结构研究发现, 美国今年芳烃调油量减少或与使用高辛烷值汽油的汽车数量减少有关。美国能源部官方统计了自上世纪 80 年代以来, 美国汽车车型的燃料使用的年度分类。主要分为“推荐使用优等品质(高辛烷值)汽油”, “需要使用优等品质汽油”, “推荐使用中等品质的汽油”, “推荐使用常规品质(低辛烷值)汽油”, 以及“需要使用最大浓度为 15 ppm 的柴油”。

下图 19 中, 我们将归类在“推荐或需要使用优等品质汽油”标签下车型数量占有所有车型数量的比重, 视为高辛烷值汽油需求指标。我们发现该指标自 2023 年见顶并连续两年回落, 或可说明近年来随着油缸工艺改良或消费者取向的变化, 美国汽车对高辛烷汽油的依赖度下降。未来随着特斯拉无人驾驶出租车的普及, 美国新能源车渗透率提升或推动美国汽油需求提前达峰。

图 19：美国汽车品牌车型用油结构变化（个，%）

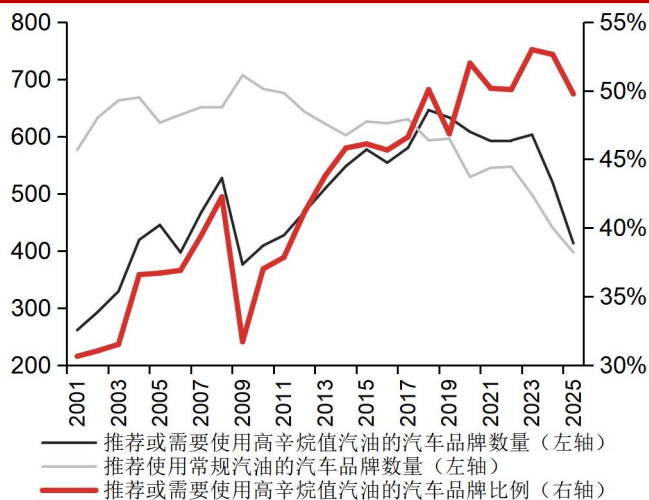
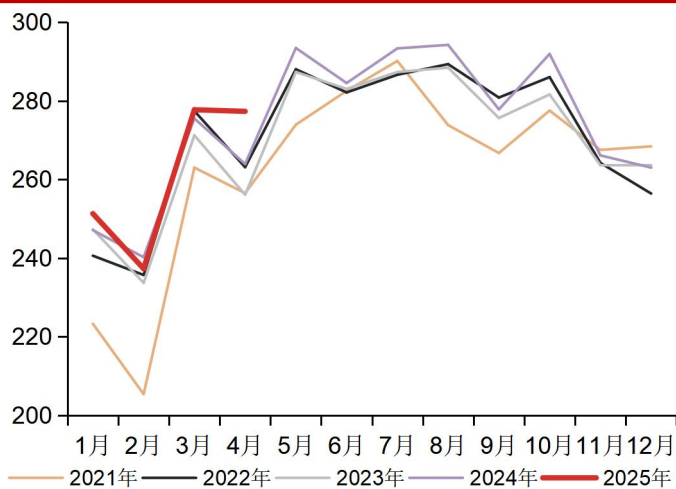


图 20：美国月度车辆行驶里程（十亿英里）



来源：国联期货研究所 美国能源部 美国联邦公路管理局

此外，海外机构信息显示，2022 年俄乌冲突导致欧美缺高辛烷值调油料后，美国炼厂的重整工艺也进行了技改，使得重整汽油中的辛烷值更接近成品汽油的辛烷值要求，调油商对外采芳烃的依赖度下降。

3.2 三季度纯苯供需或阶段性收紧

相较二季度报告中的统计信息，2025 年纯苯下游新投产能的消耗量，与纯苯新投产能的差值，由约 10 万吨左右扩大至 30 万吨左右。缺口放大的主因系部分裂解装置推迟投产所致。京博的苯乙烯装置因上游石脑油成本过高或推迟至年底。

三季度是己内酰胺和苯酚装置的集中投产期。

表 1：2025 年纯苯及下游投产计划一览（产能单位：万吨/年）

企业	品种/工艺	投产时间	设计产能	所在省份	一季度实际产能	二季度实际产能	三季度实际产能	四季度实际产能
裕龙	纯苯（第二套裂解+重整）	2025/8/30	45	山东省			15.00	
万华化学	纯苯（乙烯裂解）	2025/4/24	15	山东省		10.00		
吉林石化	纯苯（乙烯裂解）	2025/7/16	15	吉林省			6.88	
宁波大榭	纯苯（乙烯裂解）	2025/6/30	10	浙江省			5.00	
埃克森美孚惠州	纯苯（乙烯裂解）	2025/5/31	20	广东省		11.67		
京博石化	纯苯（乙烯裂解）	2025/9/30	10	山东省				2.50
镇海炼化	纯苯（乙烯裂解）	2025/6/30	18	浙江省			9.00	
金诚石化	纯苯（乙烯裂解）	2025/3/31	10	山东省		7.50		

宏坤新材料	加氢苯	2025/6/30	14	广西			7.00	
首途新能源	加氢苯	2025/6/30	10	山东省			5.00	
宁夏同德爱心	加氢苯	2025/6/30	5	宁夏省			2.50	
纯苯投产总和					0.00	29.17	50.38	2.50
下游投产总和(折纯苯当量)					57.69	0.00	42.85	16.00
吉林石化	苯酚	2025/6/30	13	吉林省			5.85	
镇海炼化	苯酚	2025/6/30	40	浙江省			18.00	
福建永荣	己内酰胺	2025/2/1	5	福建省	4.35			
广西恒逸	己内酰胺	2025/8/1	60	广西			19.00	
华鲁恒升	己二酸	2025/2/28	20	山东省	13.33			
京博(中泰)	苯乙烯	2025/9/30	60	山东省				4.00
吉林石化	苯乙烯	2025/8/31	60	吉林省				12.00
裕龙炼化	苯乙烯	2024 年底	50	吉林省	40.00			

来源：国联期货研究所 公开信息 华瑞资讯 隆众资讯 卓创资讯

我们推算的纯苯月度平衡表(下表 2)显示,假设月均进口量回升至 50 万吨左右,三季度纯苯或在累计去库 5 万吨至累库 10 万吨之间摆动,较上半年累库 30 余万吨明显改善。此外,我们假设三季度己内酰胺、苯酚、苯胺等下游需求恢复。

表 2: 2025 年纯苯月度供需平衡表

单位(万吨,%)	2025/01	2025/02	2025/03	2025/04	2025/05	2025/06	2025/07	2025/08	2025/09	2025/10	2025/11	2025/12
纯苯产能	211.42	212.25	212.25	220.67	220.67	198.30	199.12	201.91	208.41	206.31	210.67	215.55
纯苯开工率	79.00	78.00	78.00	73.00	73.00	87.00	85.00	83.00	82.00	80.00	80.00	80.00
石油苯产量	186.39	166.88	184.76	173.97	179.77	186.33	188.88	187.02	184.57	184.20	182.02	192.44
加氢苯产能	76.25	76.67	76.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67	78.67
加氢苯产量	34.59	28.32	34.78	33.98	35.68	35.68	34.49	33.30	32.85	35.68	33.98	34.49
纯苯净进口	37.00	35.00	35.00	35.00	35.00	47.00	50.00	50.00	47.00	47.00	47.00	47.00
纯苯总供给	257.98	230.20	254.54	242.96	250.46	269.01	273.37	270.33	264.42	266.88	263.00	273.93
己内酰胺产能	58.33	58.33	58.33	63.33	63.33	58.33	58.33	63.33	63.33	63.33	63.33	63.33
己内酰胺开工率	93.00	93.00	90.00	88.00	89.00	89.00	91.00	86.00	87.00	87.00	85.00	85.00
己内酰胺产量	60.54	54.68	58.59	60.19	62.91	56.07	59.24	60.78	59.51	61.49	58.14	60.08
苯乙烯产量	141.80	120.76	137.38	134.96	137.38	149.93	155.94	156.13	144.26	151.05	148.58	152.98
苯酚产能	54.75	58.08	58.08	58.08	58.08	56.94	59.17	59.17	59.17	59.17	59.17	59.17
苯酚开工率	76.00	72.00	76.00	72.00	70.00	74.00	75.00	75.00	76.00	76.00	74.00	72.00
苯酚产量	46.44	42.15	49.26	45.17	45.37	45.51	49.52	49.52	48.56	50.18	47.29	47.54
己二酸产量	17.39	15.71	17.39	18.63	19.25	21.99	22.72	21.25	21.28	20.15	18.44	20.15
苯胺产量	33.44	32.09	34.28	35.60	35.95	27.91	31.35	33.44	33.98	34.28	31.55	30.93
下游消费需求	256.32	227.50	254.26	252.28	257.75	256.75	271.82	274.05	262.95	271.05	259.50	265.94
供需差测算	1.66	2.70	0.27	-9.32	-7.30	12.26	1.55	-3.72	1.47	-4.17	3.50	7.99

来源：国联期货研究所 公开信息 华瑞资讯 隆众资讯 卓创资讯

己内酰胺因 6 月上旬神马装置事故,行业库存实现去化,存在补库的空间。下游

PA6 今年 1-5 月出口同比增长 21.46%，印度纺织业的迅速扩张成为我国锦纶切片的外需，我国 PA6 出口量占产量比重达约 10%。此外，在硫酸铵出口至南美的旺季带动下，三季度己内酰胺有望维持较好的利润。

苯酚下游环氧树脂，今年 1-5 月表需增长 10.56%，同期出口量增长 7.74%，主要系下游低空经济和风电设备零部件需求推动。根据公开信息整理，1GW 风电叶片消耗约 6000 吨配方料和 700 吨结构胶，1 吨配方料中含 65%的环氧树脂，1 吨结构胶按照消耗 50%环氧树脂。以此推得 1GW 风电叶片需要消耗 4250 吨环氧树脂。

根据 GWEC2025 年全球风能报告，预测 2025 年全球新增 138GW 的增量（中国增 96GW，对应 40.8 万吨环氧）达 1274GW。根据 Ember 的分析，全球风电容量预计道 2030 达到 2742GW，五年年均增 293.6GW，对应中国每年增 205.5GW（每年增 87 万吨）。

图 21：PA6 月度出口量（万吨）

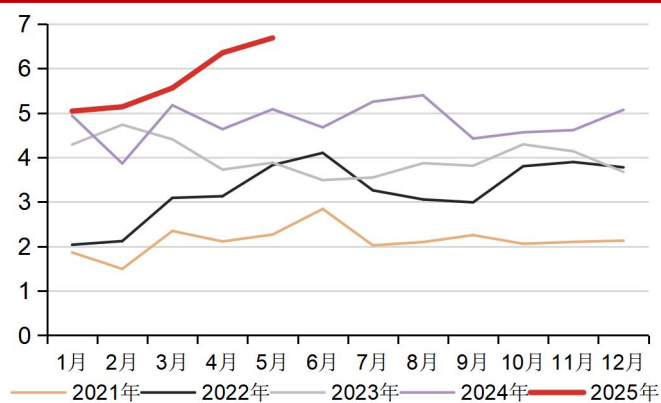
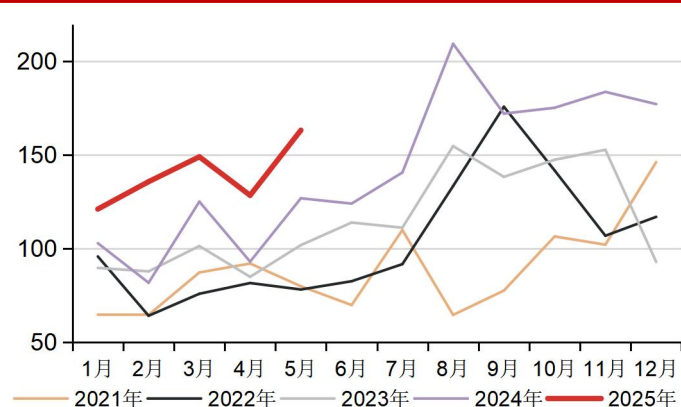


图 22：硫酸铵月度出口量（万吨）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 23：PA6 库存可用天数（日）

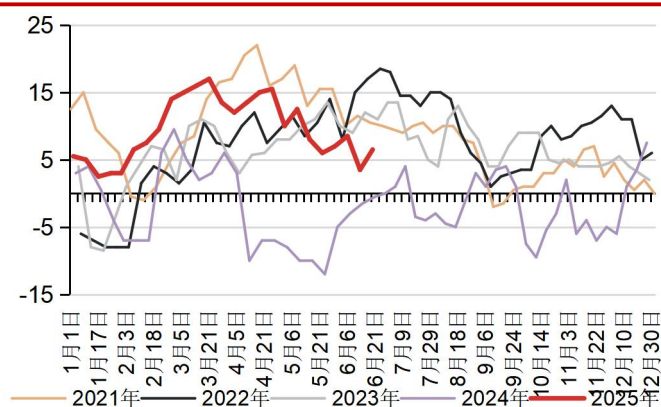
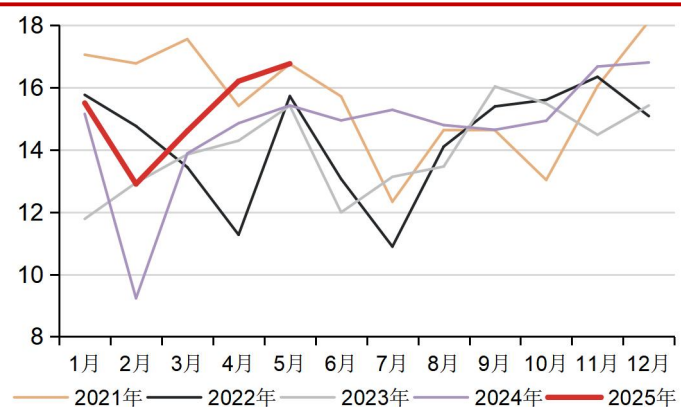


图 24：环氧树脂月度表观需求量（万吨）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

纯苯的进口预期仍是影响平衡表的关键变量，我们预计三季度欧美纯苯供需较上半年也将收紧，具体原因如下：

(1) 欧洲芳烃产能减少、下游装置重启：根据海外机构消息，荷兰壳牌一套 4 月中

停车的 55 万吨苯乙烯装置于 6 月初重启；法国于 4 月中停车的 60 万吨苯乙烯装置计划 8 月重启但乙苯单元保持运行；德国和法国一季度停车的苯酚装置于 5 月底恢复生产。

此外，意大利 Versalis 裂解装置计划从 2025 年 7 月关停，纯苯供应减量约 34 万吨/年，同时增加了 Versalis 配套苯乙烯装置的纯苯外采需求量。之前长期供应南欧的海法炼厂（18 万吨/年的纯苯），被伊朗导弹袭击后或进行大检修，或推动欧洲内部再平衡。

（2）美国或进行补库：供应方面，特朗普政府征收对等关税后，5 月至 6 月美国纯苯进口量总共仅 3 至 4 万吨，较往期月均 10 万吨的进口量大幅回落。海外机构信息显示，美湾纯苯的贸易商库存及下游原料库存于 6 月下旬均大幅去化。

美国甲苯歧化装置于 4 月起陆续有装置因亏损降负或停车，开工率较一季度大幅回落。美国歧化纯苯年产能约 140 余万吨，假设其负荷降至五成，可推算美国减少约 8.7% 的供应。

需求方面，美国调油市场在 6 月产生了新的变化。自 5 月下旬以来，美国禁止对委内瑞拉出口石脑油后，大约有 5.7 至 5.9 万桶/日的轻质石脑油（占美国石脑油总出口的四分之一）留在美湾就地调油，调和汽油因轻石脑流入降低了辛烷值，增加了调油商外采芳烃以满足夏季汽油标准的需求。海外机构信息显示，5 月下旬至 6 月中旬约有 1 至 2 万吨的乙苯被采购。

此外，加拿大一套于 5 月初检修的 45 万吨苯乙烯装置。将于 7 月初重启，增加外采纯苯的需求。美国的苯乙烯装置整体运行正常，检修计划偏少。

综合来看，三季度美国纯苯在低库存、歧化低负荷、关税阻断进口、苯乙烯及调油需求尚存的矛盾下，价格或维持全球高位，以打开对亚洲/欧洲的进口套利窗口。

3.3 纯苯与 PX 价差的套利区间

纯苯的相对估值（BZN 价差）仍位于历史低位，在“三季度国内纯苯或去库，美国纯苯或补库”的预期下，亚洲纯苯估值有机会向上回归。国内显性库存在近五年高位，且隐性库存（约 110 至 120 万吨）难以在今年去化，因此纯苯估值回归的幅度或有限。

如何衡量下半年纯苯估值的上边际？我们建议参考 PX 的估值进行横向比较。

今年纯苯与 PX 之间此消彼长的逻辑，基于 PTA 及聚酯的需求未直接受到贸易战冲击的背景。南亚（印度、孟加拉、巴基斯坦），东南亚，及地中海（土耳其、埃及）的中低端纺织需求，拉动我国今年 PTA 和涤纶丝的出口增量。

下表 3 中我们构建了 PX 对聚酯的平衡表，二季度聚酯需求强于预期，形成 PX 去库，

PXN 估值得以回升至近五年中位，推动亚洲的歧化利润走高。同期，纯苯下游因更接近家电、汽车、高端纺织、物流等受贸易战直接冲击的领域，需求低于预期。且亚洲歧化产出的供应增量只能流向中国，形成了国内纯苯累库。

下半年，假设 PX 进口预期回升至 80 万吨/月或以上，国内 PX 累计去库预期达 15 万吨左右。对比纯苯的平衡，PX 仍是今年芳烃中较紧缺的品种。资金套利或优选做多 PX，纯苯的相对估值难以企及 PX。

表 3：2025 年对二甲苯月度供需平衡表

单位(万吨, %)	2025/01	2025/02	2025/03	2025/04	2025/05	2025/06	2025/07	2025/08	2025/09	2025/10	2025/11	2025/12
PX 产能	364.42	364.42	364.42	364.42	364.42	364.42	355.50	345.50	352.01	350.43	354.00	351.50
PX 开工率	88.94	90.57	88.24	77.98	78.89	85.00	85.00	85.00	85.00	85.00	85.00	85.00
PX 产量	325.90	322.49	324.82	282.54	297.20	312.23	315.47	306.60	301.60	310.98	303.31	311.92
PX 净进口	70.85	68.55	84.66	72.16	77.26	78.00	80.00	80.00	80.00	80.00	82.00	82.00
总供给	396.75	391.04	409.48	354.70	374.46	390.23	395.47	386.60	381.60	390.98	385.31	393.92
聚酯产能	724.88	729.88	730.29	739.46	746.33	752.58	753.00	755.50	755.50	757.58	764.67	764.67
聚酯开工率	85.21	86.13	89.98	91.34	90.66	90.80	89.40	88.00	89.10	89.30	89.40	88.00
聚酯瓶片产量	644.84	588.41	686.03	680.82	706.40	664.21	678.57	670.16	654.30	681.93	664.47	678.29
总需求	376.18	343.25	400.20	397.17	412.08	387.47	395.85	390.94	381.69	397.81	387.63	395.69
供需差测算	20.57	47.79	9.28	-42.47	-37.62	2.76	-0.38	-4.35	-0.09	-6.84	-2.32	-1.76

来源：国联期货研究所 公开信息 华瑞资讯 隆众资讯

此外，若纯苯的估值修复，伴随着亚洲甲苯歧化利润走高，韩国纯苯供应增加或限制其反弹空间。“PX 基本面越强、纯苯供应越宽松”驱动 PX-BZ 价差走扩的逻辑仍有效。

参考年内韩国甲苯歧化价差的上边际，及 PX-BZ 美金价差的历史区间。下半年，PX 与纯苯价差区间或在 50 至 160 美元/吨，折算人民币价差的区间在 350 至 1150 元/吨。

图 25：PXN (PX-石脑油) 价差 (美元/吨)

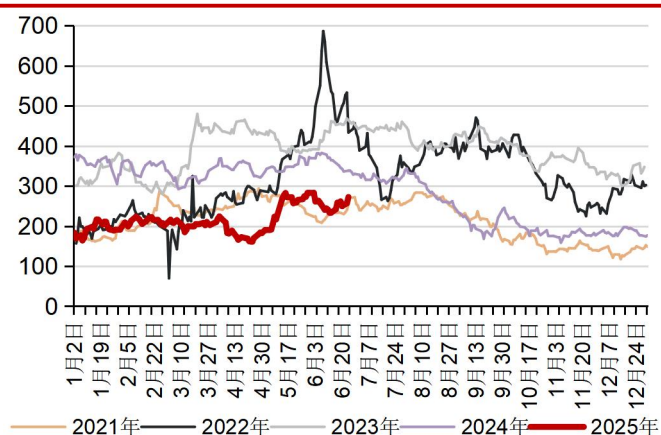
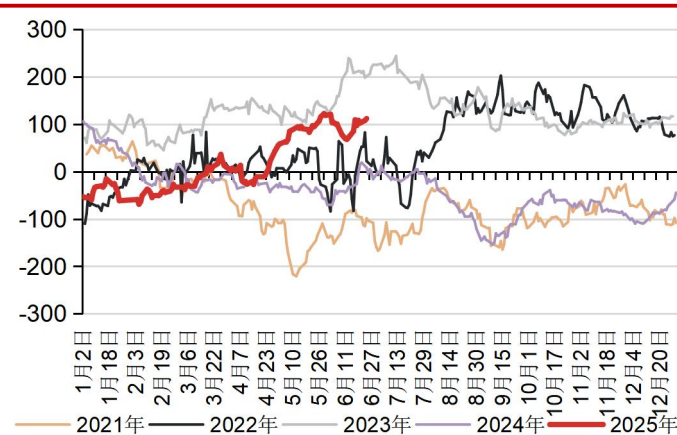


图 26：PX-BZ (CFR 中国价) 美金价差 (美元/吨)



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

四、从纯苯和苯乙烯的大平衡，思考纯苯的上市策略

4.1 苯乙烯面临供应增长压力

相较二季度报告中的统计信息，2025 年苯乙烯下游新投产能的消耗量，与苯乙烯新投产能的差值，由约 29.9 万吨下调至 22.25 万吨左右。缺口收窄的主因系部分 PS 和 ABS 大装置推迟投产所致。

三季度是 PS 装置的集中投产期，其中为河南网塑 PS 装置供应原料的山东玉皇苯乙烯装置（20 万吨/年）将同步重启。该装置于 2023 年 8 月长停。

表 4：2025 年苯乙烯及下游投产计划一览（产能单位：万吨/年）

企业	品种/工艺	投产时间	设计产能	所在省份	一季度实际产能	二季度实际产能	三季度实际产能	四季度实际产能
京博石化	苯乙烯	2025/11/30	60	山东省				5.00
吉林石化	苯乙烯	2025/10/31	60	吉林省				10.00
裕龙炼化	苯乙烯	2024 年底	50	山东省	50.00			
苯乙烯投产总和					50.00	0.00	0.00	15.00
下游投产总和(折苯乙烯当量)					0.00	24.75	44.87	22.64
河南网塑	PS	2025/8/1	60	河南省			24.75	
赛宝龙	PS	年初已投， 替换老装置	36	江苏省			5.94	2.97
惠州仁信	PS	2025/7/31	18	广东省			7.43	
独山子	PS	2025Q4	4	新疆				0.99
浙石化	ABS	分批投产	60	浙江省		13.50		4.50
广西长科	ABS	2025/3/31	10	广西省		4.50		
亿科化学	ABS 本体法	2025/6/30	22.5	山东省			6.75	
裕龙炼化	ABS	2025/3/31 先投 15， Q4 投 45	60	山东省		6.75		6.75
漳州台达	EPS	2025/9/30	30	福建省				7.43

来源：国联期货研究所 公开信息 隆众资讯 卓创资讯

我们在平衡表（下表 5）中，未大幅下调下半年三大 S 的开工率预期。这是因为发改委、商务部等相关部门在 6 月 20 日表示，消费品以旧换新加力扩围政策没有变化，补贴资金使用进度符合预期，第三、四季度中央资金将陆续下达。按照计划，7 月、10 月将下达以旧换新补贴的中央资金共 1380 亿元。

有关部门的表态，打消了 6 月份市场传闻地方政府打击“国补套现”，取消下半年家电国补政策的担忧。我们认为，这对国内家电厂下半年的内销排产有提振信心的作用，抵消一部分出口排产负增长的影响。结合国内政策预期、家电大厂生产指标及新兴国家市场需求较好等因素来看，下半年白色家电总排产或可实现 5%至 10%的增速。以此为基础，可支持平衡表中三大 S 下半年产量预期同比增速达 9.25%。

截至 6 月下旬，纸货市场的远月结构显示，到 8 月下苯乙烯的加工费均处于近五年

高位，外采装置未来三个月理论上均有较好利润。因此，我们给予下半年苯乙烯维持高开工率的假设。

在出口量假设方面，我们认为欧美大装置于三季度集中重启，或减少我国的远洋出口需求。亚洲地区因欧盟对东北亚多国的 ABS 反倾销税落地，或在三季度减少日、韩、台的苯乙烯需求量，从而也影响我国的近洋出口。我们作保守估计，下半年月均净出口量在 1 万吨左右。

平衡表结果显示，苯乙烯下半年累计累库预期在 0 至 15 万吨。京博装置若提前在三季度投产，或提高苯乙烯累库的确定性。九月份因华东大装置有检修计划，是苯乙烯下半年从累库转去库的节点。

表 5：2025 年苯乙烯月度供需平衡表

单位(万吨, %)	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12
ABS 产能	74.04	74.04	70.49	70.65	66.37	69.02	80.50	80.50	80.50	86.75	86.75	86.75
ABS 开工率	72.30	72.54	73.00	66.05	64.87	71.00	64.00	64.00	64.00	60.00	60.00	60.00
ABS 产量	56.30	51.00	56.80	52.20	53.80	52.93	55.64	55.64	53.79	56.21	54.34	56.21
EPS 产能	66.42	66.42	66.42	66.42	66.42	66.42	66.42	66.42	66.42	68.92	68.92	68.92
EPS 开工率	35.04	44.98	56.25	54.13	54.49	55.00	54.00	55.00	56.00	54.00	52.00	52.00
EPS 产量	25.61	29.80	40.51	41.28	39.99	39.45	40.03	40.77	40.17	37.51	39.99	39.99
PS 产能	58.50	58.72	60.75	60.75	60.75	60.20	58.56	67.25	67.25	67.58	67.58	67.58
PS 开工率	59.60	55.20	66.50	60.10	58.70	60.00	60.00	55.00	56.00	56.00	53.00	53.00
PS 产量	40.44	33.80	45.10	39.40	39.80	39.01	39.21	41.28	40.67	42.24	38.68	39.97
苯乙烯产能	178.15	181.20	177.24	166.18	167.06	174.62	181.47	184.08	173.48	182.90	188.46	190.39
苯乙烯开工率	77.50	76.41	74.78	68.74	71.30	79.50	77.00	76.00	77.00	74.00	73.00	72.00
苯乙烯产量	157.22	140.00	151.68	134.94	144.63	149.93	155.94	156.13	144.26	151.05	148.58	152.98
净进口量	4.81	-3.17	-0.73	-5.22	-3.54	-1.50	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00
总供给	162.03	136.83	150.95	129.72	141.09	148.43	154.94	155.13	143.26	150.05	147.58	151.98
下游需求量	147.22	124.75	156.78	140.50	145.63	145.91	149.10	152.81	149.74	150.24	147.33	150.53
供需差	14.81	12.08	-5.83	-10.78	-4.54	2.52	5.84	2.31	-6.48	-0.19	0.25	1.45
苯乙烯全国库存预测	32.81	45.89	39.58	31.01	26.53	29.05	34.88	37.20	30.72	30.52	30.77	32.23

来源：国联期货研究所 隆众资讯 卓创资讯 公开信息整理

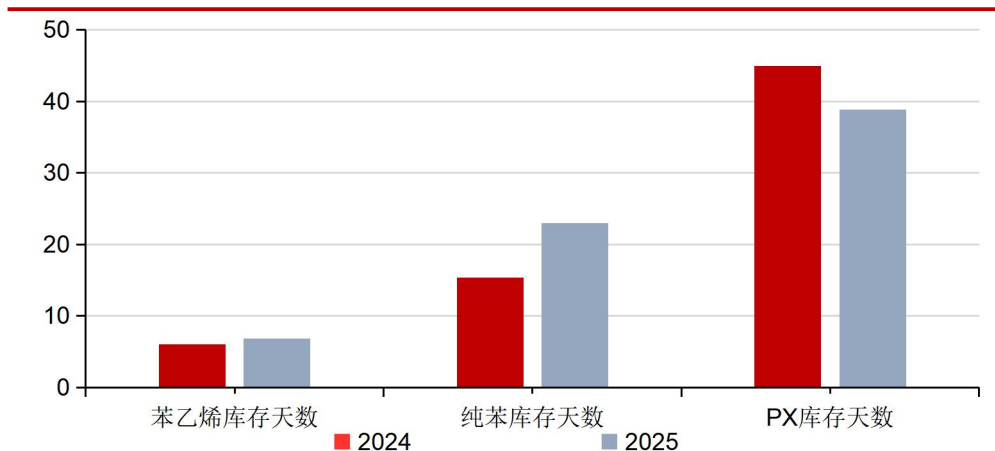
对比纯苯、苯乙烯、PX 的库存天数（库存产量比）可以发现，在纯苯、苯乙烯 2025 年产能增速为 5%至 6%的背景下，纯苯相对的累库幅度较高。苯乙烯从今年 1 至 5 月来看，库存天数较 2024 年是下降的。这也是今年产业链将利润向苯乙烯分配的底层逻辑，即港口现货苯乙烯货量少、易控制，而现货纯苯货量多、不易控制。

今年 PX 无新增产能且库存天数大幅回落，所以该品种在芳烃的大链条中能被分配到更多的利润。

因此，我们认为下半年跨品种套利策略中，多配的头寸仍是 PX。空配的头寸从估值

回归角度来看，可以选择纯苯或苯乙烯中，最先向PX估值靠拢的品种。

图 27：2024 年、2025 年苯乙烯、纯苯、PX 的库存天数比较（天）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 卓创资讯 华瑞资讯

4.2 纯苯、苯乙烯 2026 年大平衡展望

纯苯上市的第一个合约是 2603 合约。市场交易纯苯期货，需要考虑跨年度的供需预期变化。

国际平衡方面，明年欧洲对外出口的纯苯规模或继续增加。欧洲今年底将永久关停约 72.5 万吨/年的异丙苯/苯酚装置及 68 万吨/年的 PO/SM 装置，损失的纯苯化工需求量约为 83 至 119 万吨/年。

乐观的是，海外机构信息显示，近两年欧洲汽车发动机生产商工艺发生了重要改革，由柴油发动机转型为汽油发动机，提振了欧洲的汽油需求。根据 EA、Kpler 等多家机构的估计，2025 年欧洲汽油需求增速为 4%至 4.5%之间，高于全球增速 1.5%。若明年欧洲汽油需求保持该增速（约 10 万桶/日，即 430 万吨/年），芳烃调油的消耗增量或为 8.6 至 13 万吨/年。（参考欧洲石脑油调油需求量约 20 万吨/月，其占汽油需求量的比例约 2%至 3%）

综上，明年欧洲的纯苯或向美国及我国保持高出口量，而美国及我国的苯乙烯或向欧洲保持高出口量，海外苯酚产能清退利于我国发展出口机会。美国甲苯歧化若下半年维持亏损，利于其消化欧洲的纯苯余量，从而不影响亚洲的平衡。因此，我们假设明年上半年纯苯进口量约 280-290 万吨，与今年上半年持平。

表 6 中，我们假设裕龙歧化装置于二季度投产，华锦阿美一体化装置于下半年投产，广西石化苯乙烯装置（有外采纯苯需求）于明年 1-2 月间投产。纯苯和下游的产能利用率以季节性合理的需求预期，进行假设。经测算，明年上半年纯苯、苯乙烯、己内酰胺、苯酚、苯胺、己二酸产量增速或为 4.5%、6.5%、7.4%、8.7%、0%及 5.8%。

表 7 中，我们假设浙石化的 ABS 装置于明年二、三季度分批投产；吉林石化和万华的 ABS 装置于明年四季度投产；广西石化的 ABS 装置于明年二季度投产。三大 S 的产能利用率以季节性合理的需求预期，进行假设。经测算，明年上半年 ABS、PS、EPS 产量增速或为 10.3%、7.7%及 2.7%。苯乙烯上半年预期实现净出口。

平衡表显示，如果未来半年市场给予苯乙烯较高的利润，明年一季度纯苯去库、苯乙烯累库的可能性较高。由此，待纯苯期货上市后，盘面的 EB-BZ 价差策略建议以逢高做缩为主。

表 6：2026 年纯苯季度供需平衡表

单位(万吨, %)	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2026Q4
纯苯年产能	2714.00	2779.00	2874.00	2874.00
纯苯开工率	78.00	74.00	77.00	76.00
石油苯产量	571.57	561.41	610.78	596.30
加氢苯产能	950.00	950.00	950.00	950.00
加氢苯产量	102.60	99.09	106.02	104.31
纯苯净进口	150.00	136.00	147.00	144.00
纯苯总供给	824.17	796.51	863.80	844.61
己内酰胺产能	750.00	750.00	750.00	810.00
己内酰胺开工率	90.00	90.00	88.00	85.00
己内酰胺产量	182.25	184.28	182.16	187.96
苯乙烯产量	480.99	455.31	486.24	486.67
苯酚产能	725.00	725.00	725.00	765.00
苯酚开工率	78.00	70.00	80.00	80.00
苯酚产量	152.69	138.55	160.08	167.08
己二酸产量	76.06	64.09	77.75	75.16
苯胺产量	97.09	92.04	96.77	104.32
下游消费需求	834.60	789.11	846.43	862.89
供需差测算	-10.43	7.40	17.37	-18.28

来源：国联期货研究所 公开信息 华瑞资讯 隆众资讯 卓创资讯

表 7：2026 年苯乙烯季度供需平衡表

单位(万吨, %)	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04
ABS 产能	1096.00	1131.00	1131.00	1221.00
ABS 开工率	63.00	59.00	60.00	60.00
ABS 产量	180.22	176.16	181.19	193.41
EPS 产能	827.00	827.00	839.00	839.00
EPS 开工率	45.00	54.00	55.00	52.00
EPS 产量	100.48	121.92	127.36	119.10
PS 产能	811.00	856.00	856.00	856.00
PS 开工率	56.00	57.00	56.00	57.00
PS 产量	122.62	133.20	132.30	133.20
苯乙烯产能	2344.00	2349.00	2349.00	2409.00
苯乙烯开工率	76.00	71.00	75.00	74.00

苯乙烯产量	480.99	455.31	486.24	486.67
净进口量	0.00	-6.00	0.00	0.00
总供给	480.99	449.31	486.24	486.67
下游需求量	438.67	477.69	487.70	487.77
供需差	42.32	-28.38	-1.46	-1.10

来源：国联期货研究所 隆众资讯 卓创资讯 公开信息整理

五、产业链数据

5.1 纯苯产业链

2025年1-5月，纯苯表需累计同比增约15.89%，库存位于近五年同期高位；下游己内酰胺表需累计同比增约28%，库存位于近五年同期低位；苯酚表需累计同比增约2.99%，库存位于近五年同期中位。

受美国对华MDI征反倾销税及贸易战冲击冰箱需求影响，苯胺开工率及利润均回落至近五年同期低位。己二酸在消化完去年大规模投产的供应冲击后，行业开工率及利润有边际修复的趋势。

图 28：纯苯月度表观需求量（万吨）

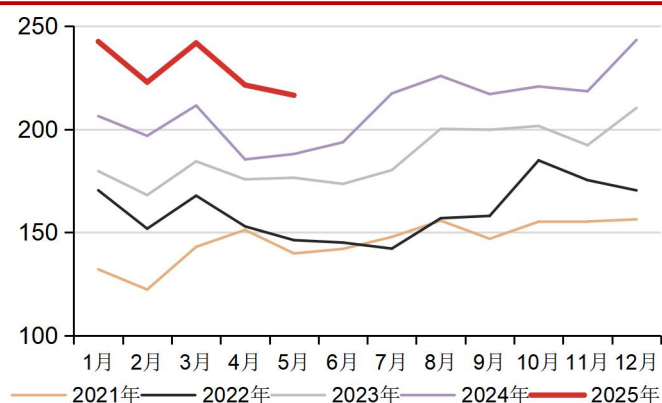
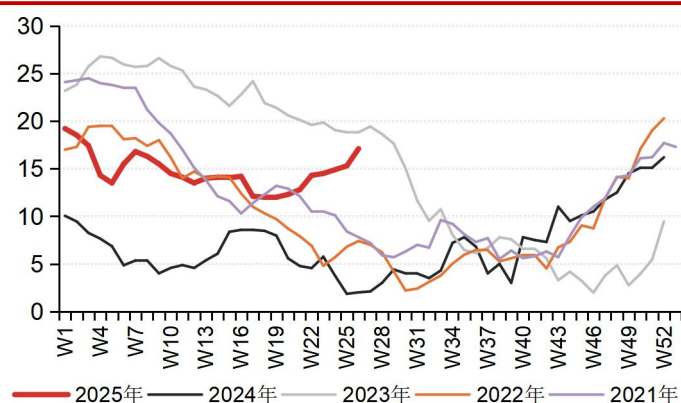


图 29：纯苯华东港口库存（万吨）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 30：己内酰胺副产硫酸铵综合毛利（元/吨）

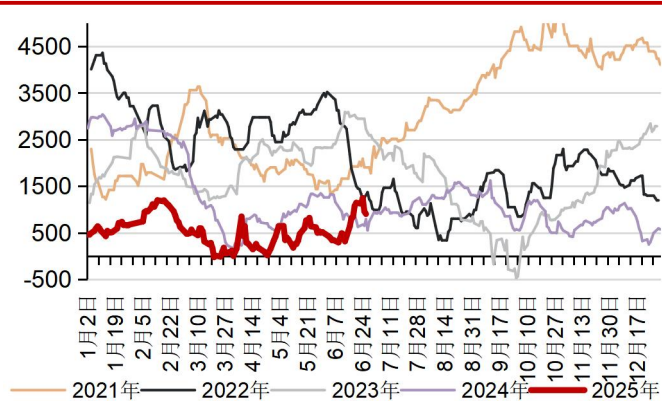
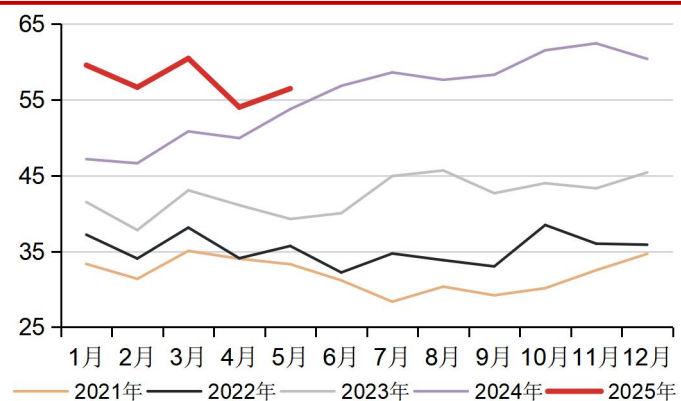


图 31：己内酰胺表观需求量季节性分析（万吨）



来源：国联期货研究所 卓创资讯 红桃 3 隆众资讯 钢联

图 32：己内酰胺库存季节性分析（万吨）

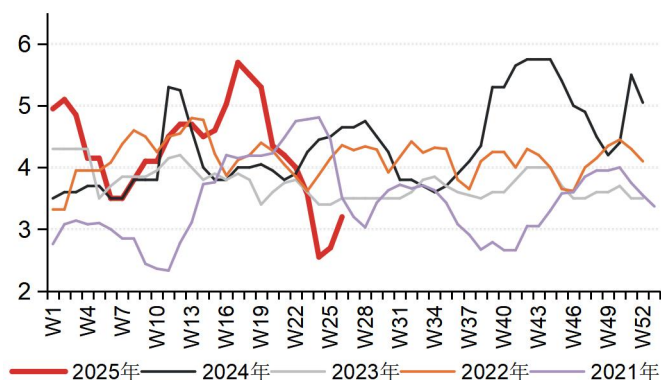
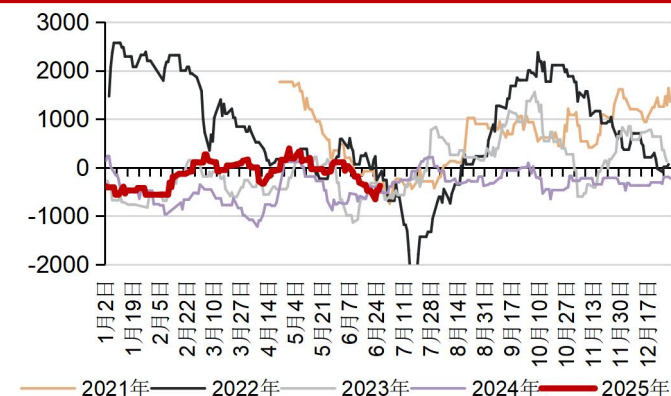


图 33：苯酚生产毛利（元/吨）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 34：苯酚港口库存（万吨）

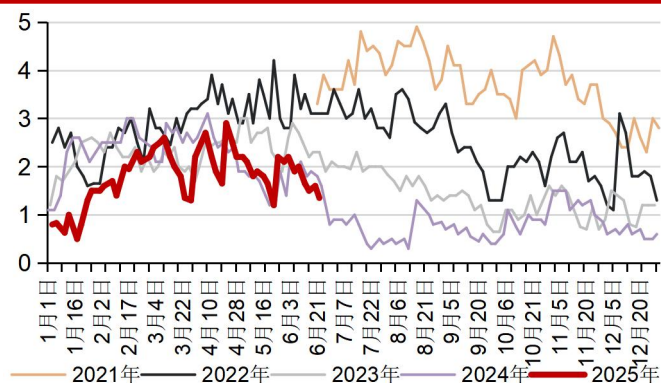
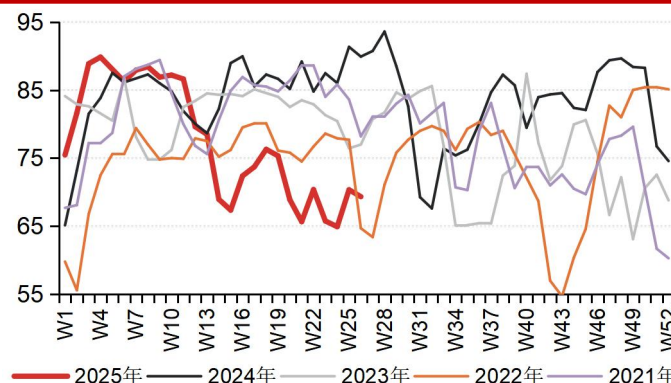


图 35：苯胺产能利用率季节性分析（%）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 36：苯胺生产毛利（元/吨）

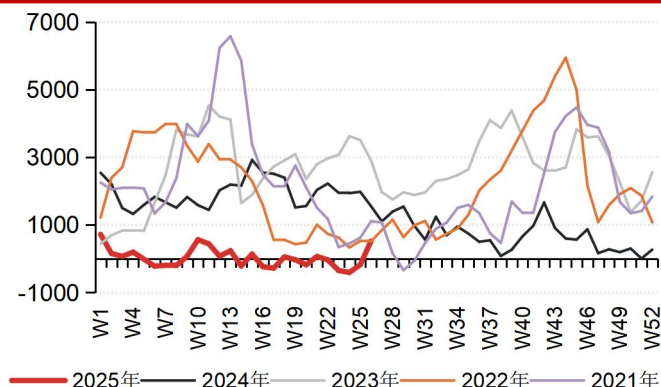
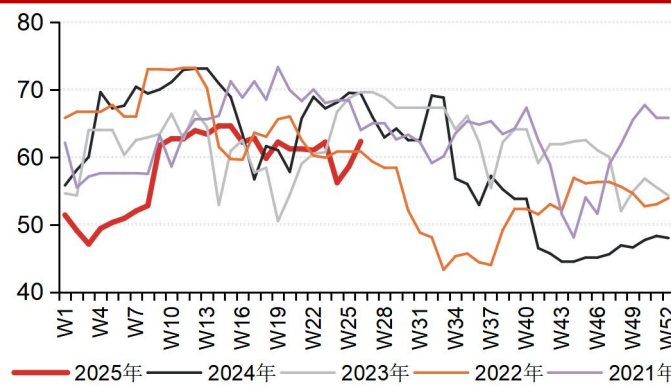


图 37：己二酸产能利用率（%）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 38：己二酸生产毛利（元/吨）

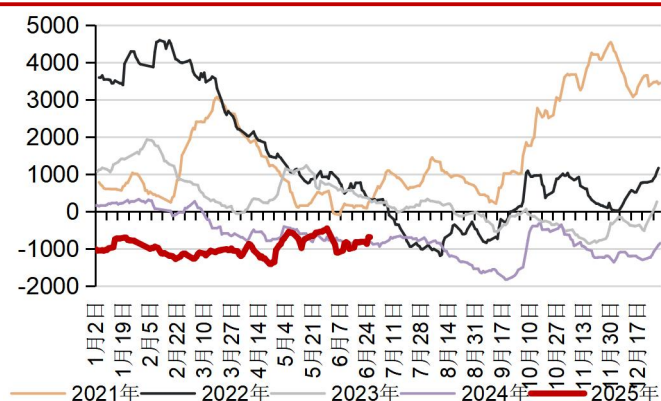
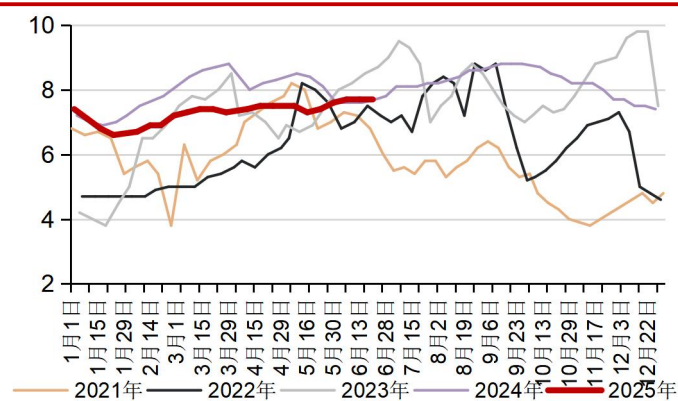


图 39：己二酸样本企业工厂库存（万吨）



来源：国联期货研究所 卓创资讯 红桃3 隆众资讯 钢联

5.2 苯乙烯产业链

2025 年 1-5 月，苯乙烯表需累计同比增长 15.67%，港口库存位于近五年同期低位，外采装置的利润回升至近五年同期高位。纯苯及其他下游供需表现弱势，使得产业链利润向苯乙烯分配。

图 40：苯乙烯表观需求量季节性分析（万吨）

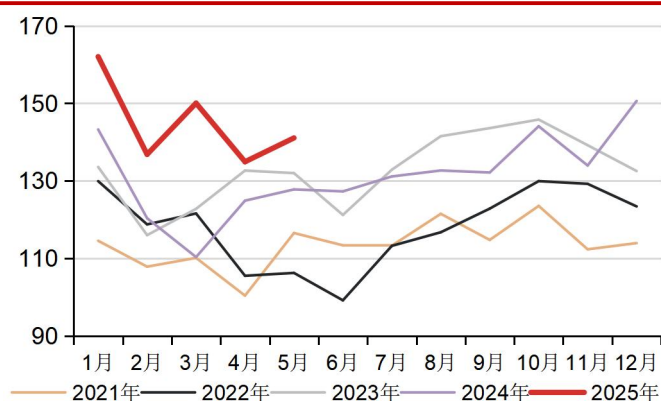
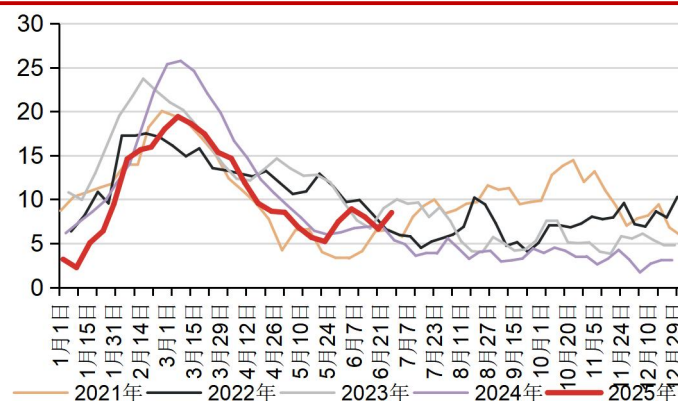


图 41：苯乙烯华东港口库存季节性分析（万吨）



来源：国联期货研究所 隆众资讯 钢联

图 42：苯乙烯一体化毛利（元/吨）

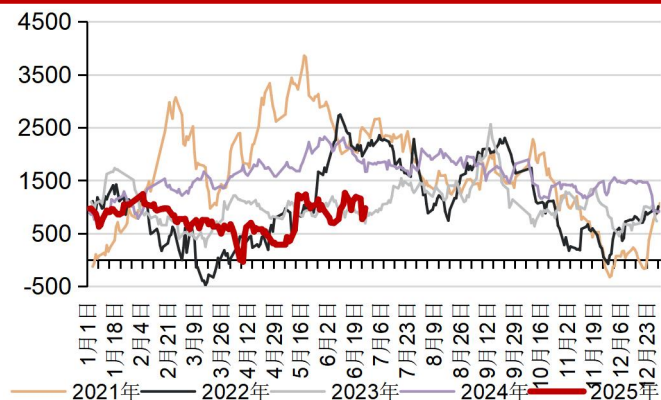
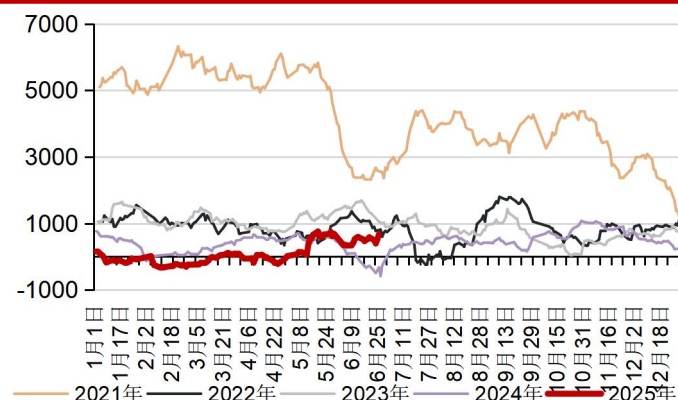


图 43：苯乙烯 PO/SM 联产综合毛利（元/吨）



来源：国联期货研究所 钢联 隆众 红桃3

图 44: 苯乙烯非一体化改良装置毛利 (元/吨)

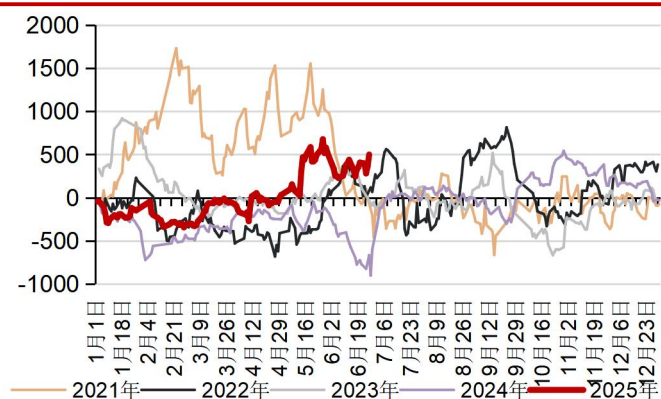
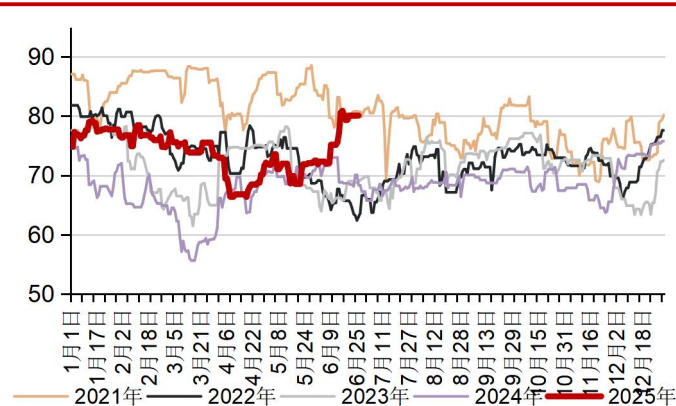


图 45: 苯乙烯日度开工率 (%)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

2025 年 1-5 月, EPS 表需累计同比增约 5.88%, 出口累计同比增长 6.32%。EPS 的需求受今年中美贸易休战期间, 国内外贸货物转运至东南亚的抢出口行为影响, 开工率的波动较大。

PS 表需累计同比增约 11.28%, 出口累计同比增约 55.59%, 库存处于近五年同期较高水平运行。今年 PS 行业开拓海外市场终有成果, 出现了东南亚及北非的新订单。

ABS 表需累计同比增约 21.7%, 出口累计同比增约 71.61%, 国内制造业产能出海推动了越南对我国 ABS 的进口需求增长。据行业人士预计, 未来五年我国 ABS 出口量将保持高速增长, 年出口量在 2030 年或达 60 万吨。ABS 库存可用天数回升至近五年同期中位水平。

图 46: EPS 表观需求量季节性分析 (万吨)

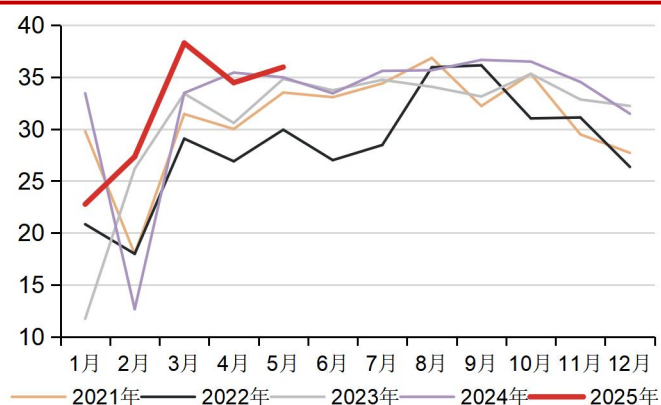
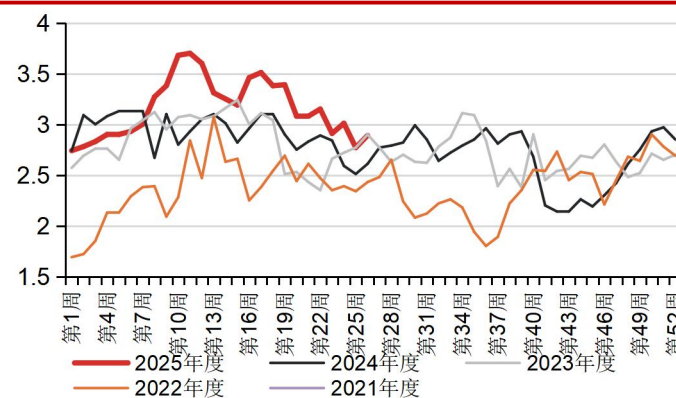


图 47: EPS 库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

图 48: EPS 生产毛利季节性分析 (元/吨)

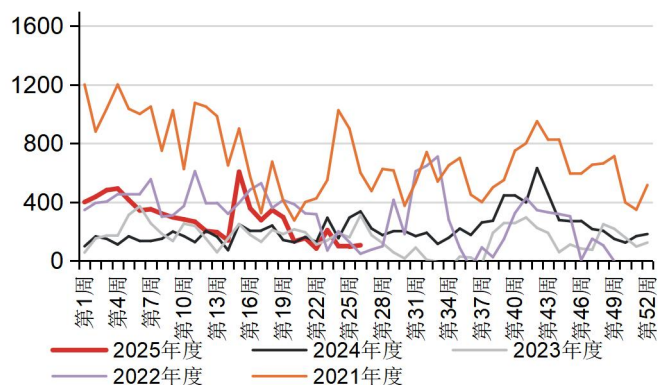
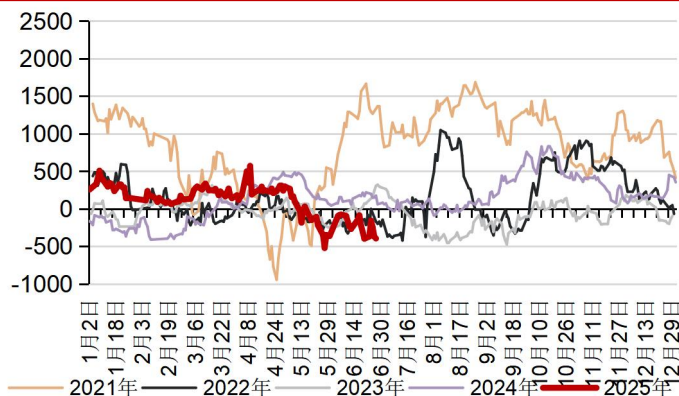


图 49: PS 生产毛利季节性分析 (元/吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

图 50: PS 表观需求量季节性分析 (万吨)

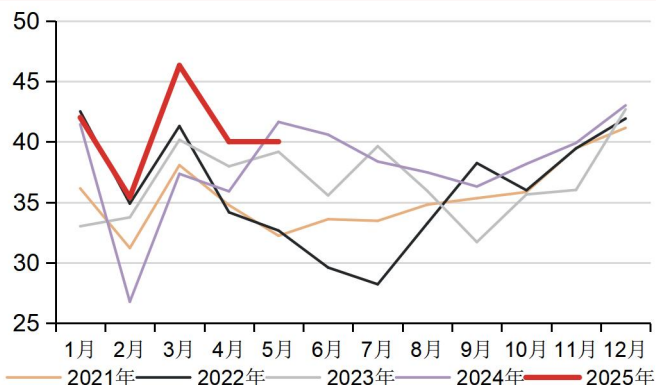
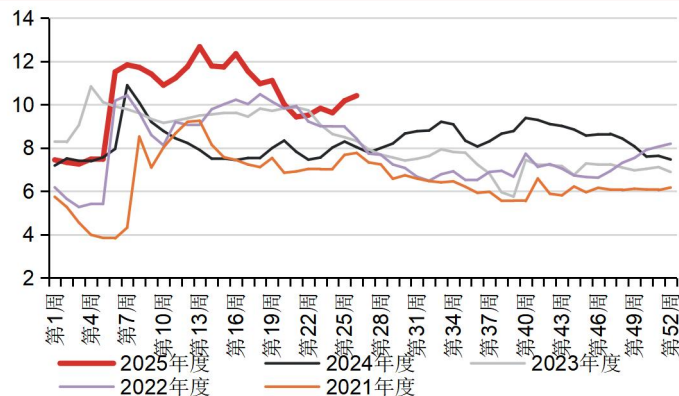


图 51: PS 库存季节性分析 (万吨)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

图 52: PS 产能利用率季节性分析 (%)

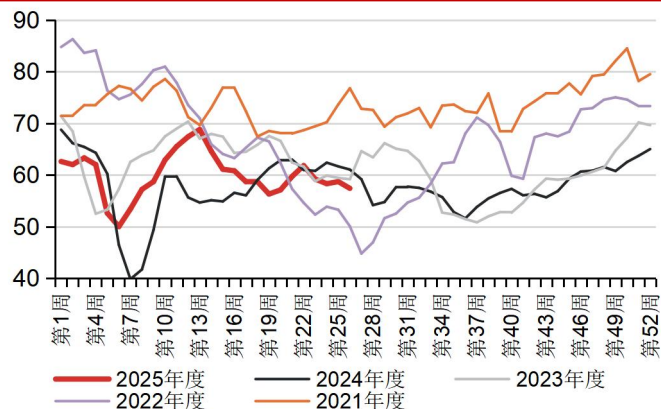
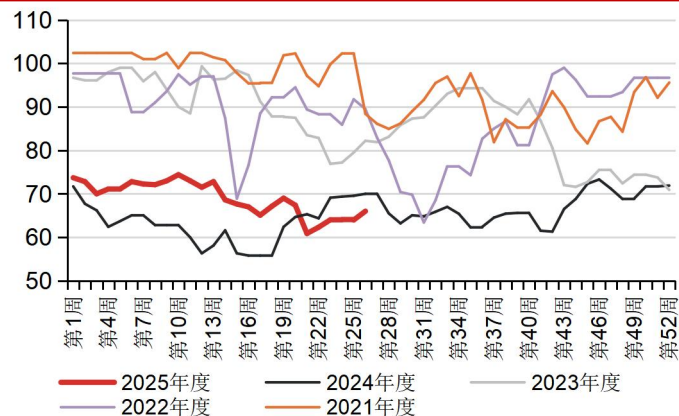


图 53: ABS 产能利用率季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

图 54: ABS 表观需求量季节性分析 (万吨)

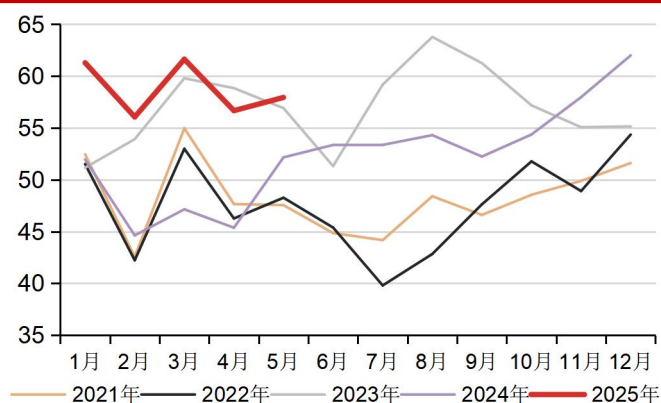
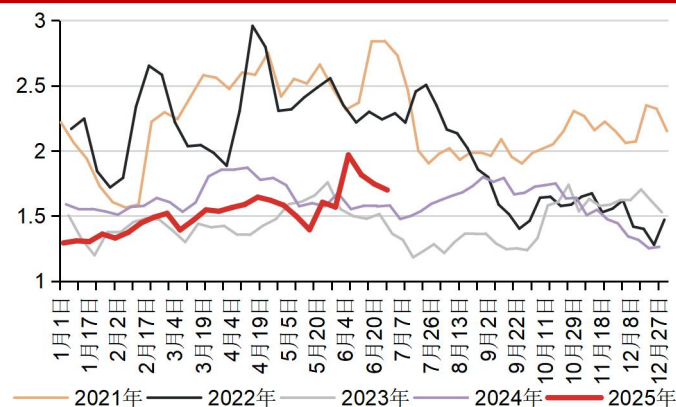


图 55: ABS 库存可用天数 (周产量/库存)



来源: 国联期货研究所 钢联 隆众资讯

5.3 终端行业—白色家电

受以新换旧、消费补贴政策刺激, 1至5月国内空调销量在高基数下同比增长9.24%, 零售均价同比下跌6.37%, 呈消费下沉的趋势。厂家库存去化至近五年同期最低水平, 贸易商库存及库销比达到历史高位水平。

产业在线发布的三季度白色家电排产预期总量分别同比-2.53%, -4.67%和-6.99%。产业在线将空调内销排产调为负增长的原因是, 国补政策分配不均及透支需求。但发改委于6月下旬已明确表示更有效地发放剩余补贴, 需求透支的观点早在上半年即被证伪。我们认为, 在去年三季度空调产量基数并不高、当前厂家库存偏低的情况下, 空调减产的可能性较小。风险在于四季度渠道商是否主动去库。

图 56: 空调主要厂商库存季节性分析 (万台)

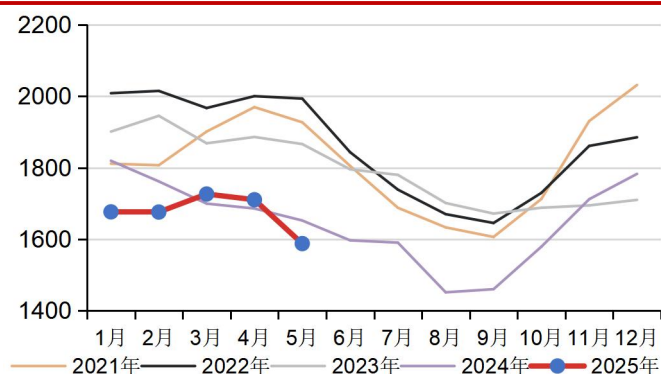
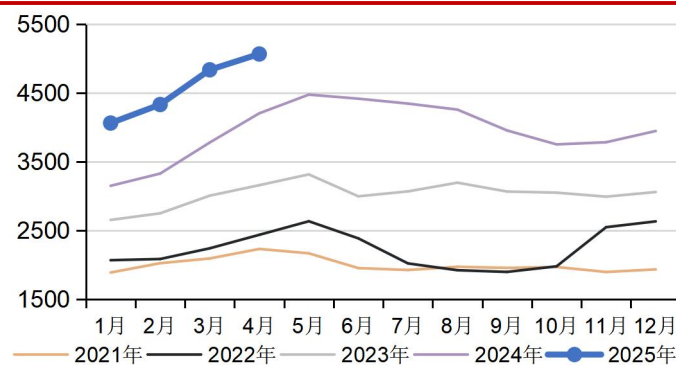


图 57: 空调渠道商库存季节性分析 (万台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

图 58：家用空调均价季节性分析（元/台）

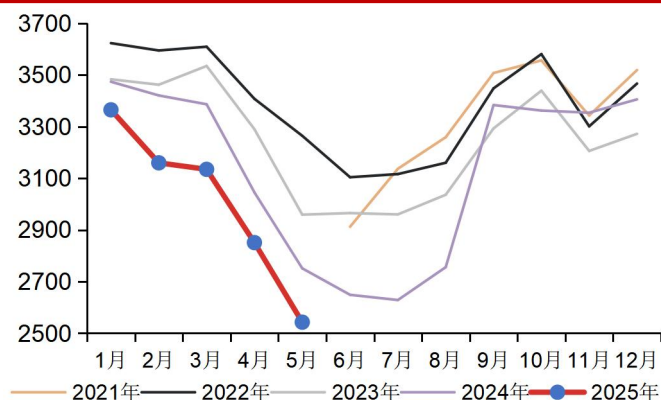
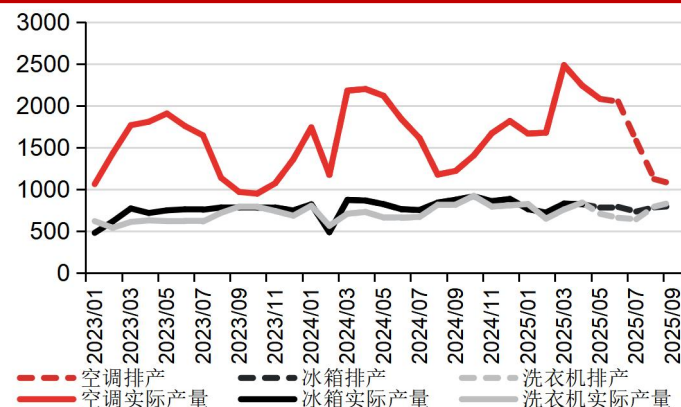


图 59：白色家电月度实际产量/排产量（万台）



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联

1至4月，冰箱销量同比增约4.79%，零售均价同比降约9.76%，呈消费下沉趋势。

冰箱库销比，较去年同期明显回升，三季度厂家或主动去库。

洗衣机销量同比增约11.93%，零售均价同比降约3.49%。厂商及渠道商的库销比降至近五年最低水平。洗衣机仍是三大家电中库存结构最健康的。

图 60：冰箱行业库存季节性分析（万台）

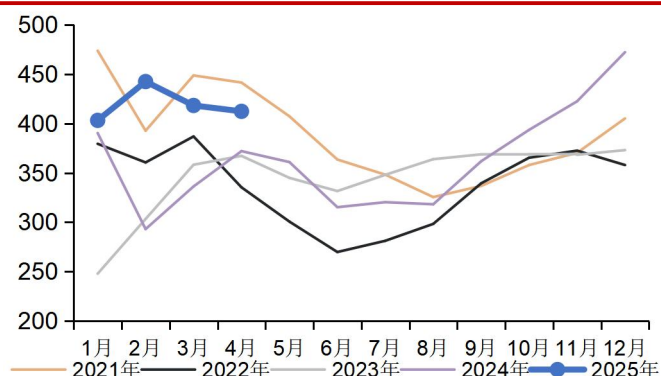
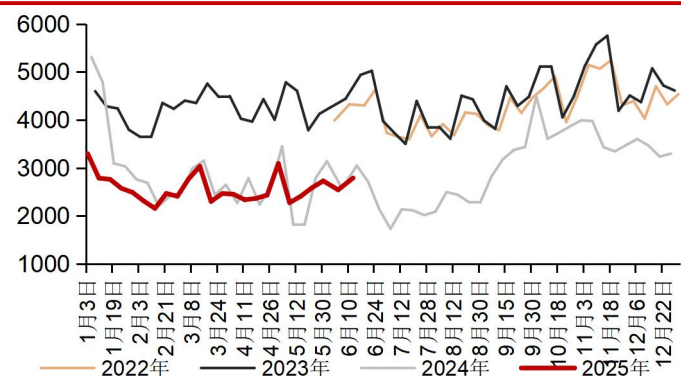


图 61：冰箱零售均价季节性分析（元/台）



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联

图 62：冰箱库销比季节性分析（库存/销量）

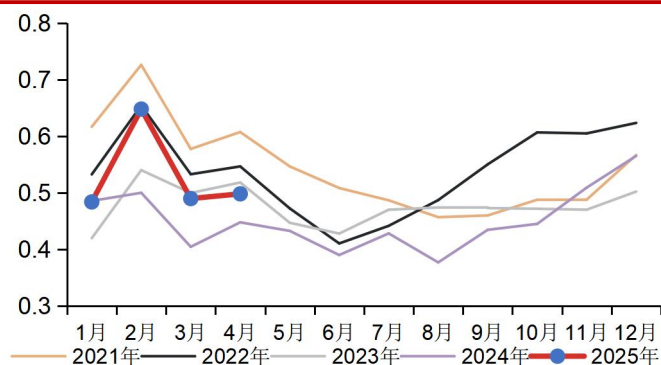
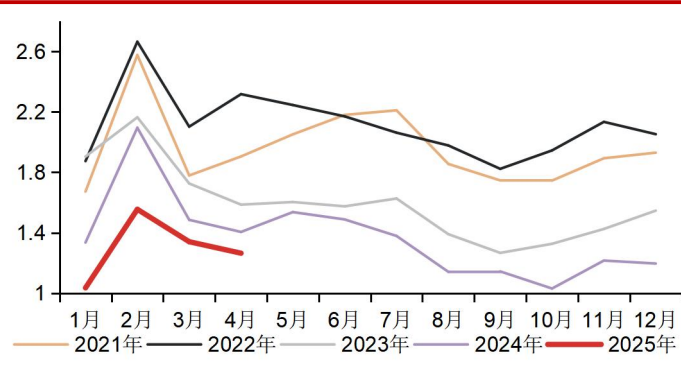


图 63：洗衣机销比季节性分析（库存/销量）



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联

图 64：洗衣机零售均价季节性分析（元/台）

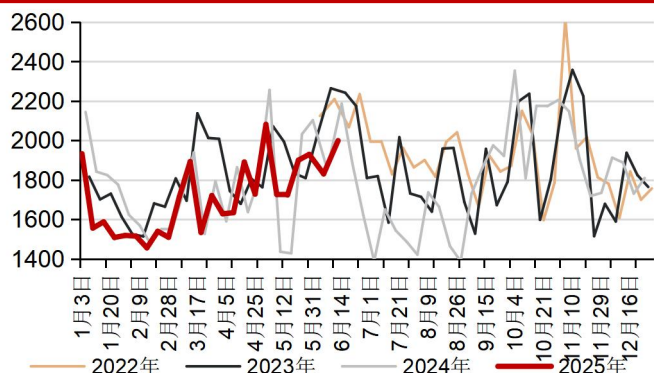
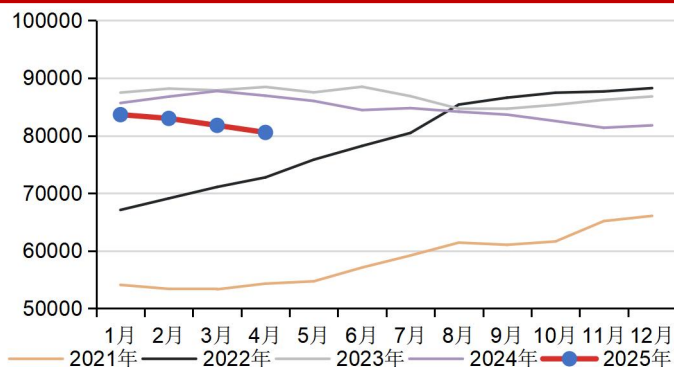


图 65：美国家电批发商库存金额（百万美元）



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联 美国商务部 WIND

图 66：美国家电零售商库存金额（百万美元）

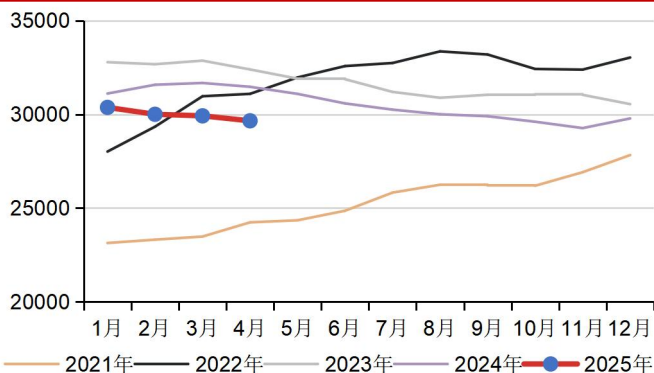
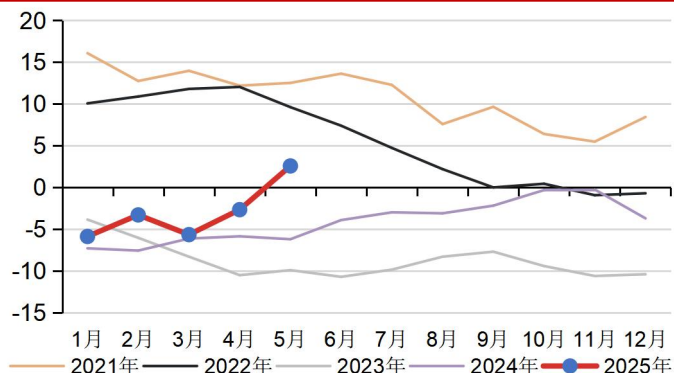


图 67：美国家用电器消费者支出水平（%）



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联 美国商务部 WIND

美国家电零售商库存均去至近四年同期低位，批发商从库销比来看已降至2020年前的水平。今年美国的库存周期受关税及特朗普政策扰动。下半年美国家电行业是否会补库，需关注家电消费者支出水平能否维持正增长（上半年存在消费前置、抢进口等因素）。

5.4 终端行业—汽车

1至5月，国内乘用车销量累计同比增约12.61%，乘用车出口累计同比增约15.2%。汽车行业价格战仍在继续，厂家和渠道商库存累积速率较快。

图 68：汽车厂商库存&库销比（右轴）（万台，%）

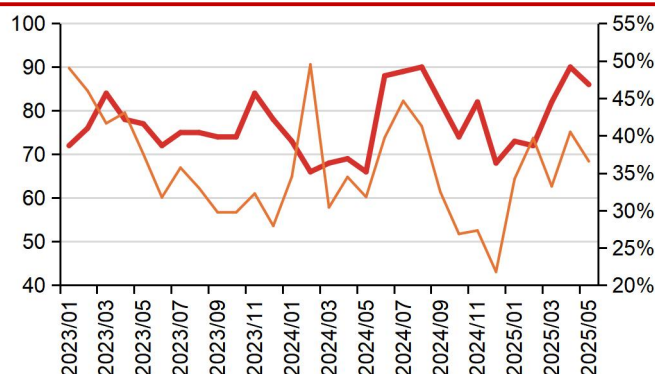
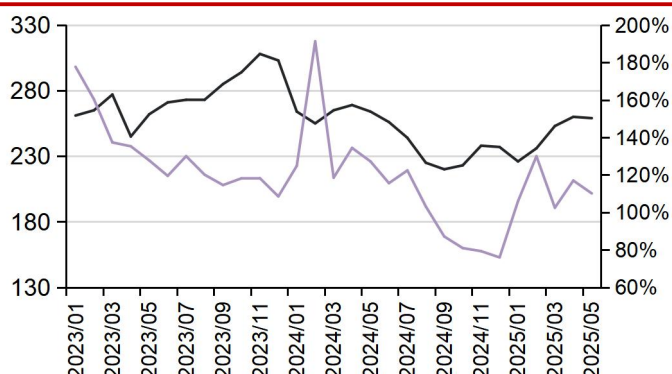


图 69：汽车渠道商库存&库销比（右轴）（万台，%）



来源：国联期货研究所 中国汽车工业协会 中国汽车流通协会 WIND

图 70：美国 BEA 汽车库存水平（千辆）

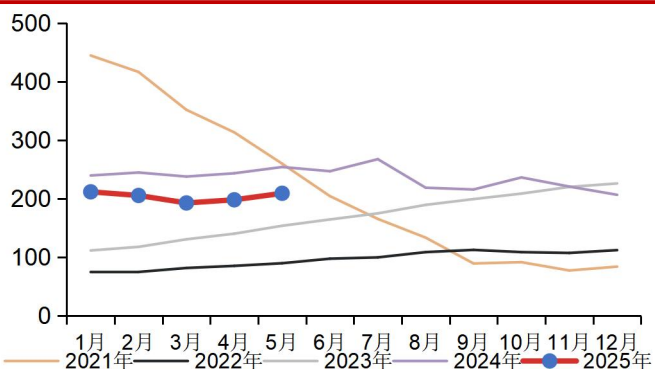
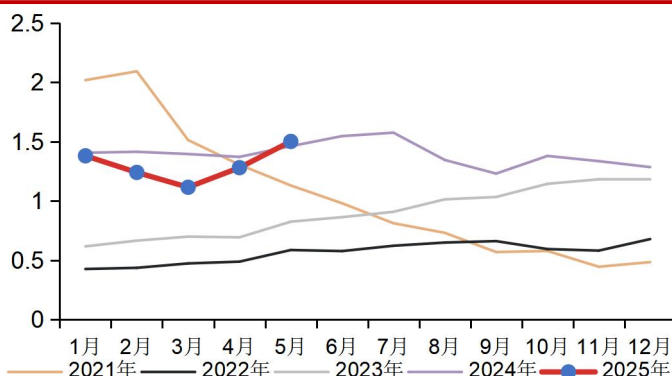


图 71：美国 BEA 汽车行业库销比（%）



来源：国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

图 72：美国汽车行业批发商库存金额（百万美元）

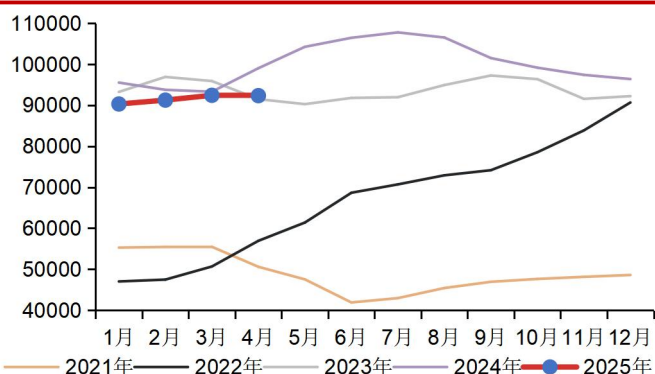
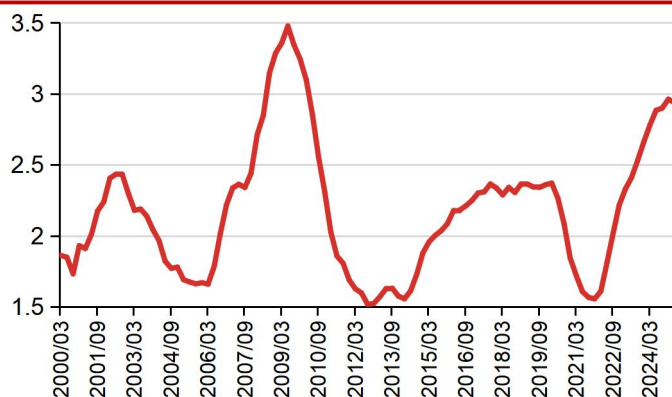


图 73：美国汽车贷款逾期 90 天以上违约率（%）



来源：国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

Cox Automotive 口径的数据显示，美国汽车行业经历 3 至 4 月的抢购消费后，5 月新车销量降温，同比增约 2.5%。但从美国经济分析局口径来看，汽车行业库销比重返近五年高位。作为对利率高度敏感的行业，美国汽车贷款违约率已接近 2008 年的水平，美联储三季度不降息或继续抑制汽车消费。

六、估值与策略

6.1 估值区间

BZN 价差：海外机构给予三季度亚洲石脑油缺口预期在 170 万吨，高于二季度 160 万吨的缺口，该预期是基于美国放开乙烷出口的假设。若美国再度收紧乙烷出口，亚洲的缺口或再增 40 万吨/月的。我们对后者观点持保留意见，因今年二季度我国对美国乙烷加征关税时，亚洲多套裂解装置用更便宜的轻烃原料替代了石脑油。

今年中东、俄罗斯、印度石脑油的出口量减少，供应是亚洲石脑油缺口持续扩大的主因。我们认为，三季度石脑油仍是产业链中最紧的品种。在成本端的挤压下，纯苯相对估值难以大幅回升。参考“3.3”章节中甲苯歧化利润及 PX 估值决定上边际的逻辑，我们认为 BZN 价差（CFR 中国）区间或在 130-230 美元。

EB-BZ 价差：参考“4.1”章节中的逻辑，今年港口苯乙烯现货供应较纯苯更易于“控制”，定价话语权升高，二者价差的上边际则取决于 EPS 及 PS 的外采装置何时发生集中负反馈。

我们认为，下半年旺季期间，现货 EB-BZ 价差区间在 1200-1800 元/吨，淡季期间现货价差区间在 1000-1500 元/吨。假设美国下半年再度收紧乙烷出口，或导致现货价差走扩至 2000 元/吨附近。

静态利润下苯乙烯若维持高开工，其累库趋势或延续到明年上半年，纯苯供需则有望转紧。因此，纯苯上市后，EB-BZ 盘面价差中枢或低于现货价差，市场或形成远月供需预期的自平衡。以 2603 合约为例，我们认为价差或在 900-1300 元/吨之间波动。

综上所述，三季度以布油 62-75 美元/桶为基，石脑油加工费中枢假设为 100 美元/吨。预期国内纯苯估值区间在 5550-6900 元/吨，苯乙烯的估值区间在 6750-8300 元/吨。四季度若油价再度达成悲观情形，则苯、苯乙烯估值区间或再下移 700 元/吨。

6.2 策略综述

单边策略方面，不建议以宏观事件作为交易指导，但需保持对宏观风险的敬畏。从 6 月末的估值来看，建议投资者在临近区间下沿的时间段内逢低做多，并在每一个宏观事件节点前，养成买入虚值看跌期权的习惯。

月差套利方面，苯乙烯月差可在美国限制乙烷出口或装置出现预期外检修的事件发生后，做正套。否则不建议频繁交易月差。纯苯的 3-4 月差可以在 Contango 结构下尝试正套。

跨品种套利方面，PX-BZ 价差区间看 350-1150 元。EB-PX 价差区间看 0-850 元。价

差组合中的多头配置均为 PX，空头配置为 BZ 或 EB。投资者可以选择某一组最接近上边际的价差进行套利（做扩 PX-BZ 价差，或做缩 EB-PX 价差）。

EB-BZ 盘面价差建议参考区间波段操作。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼(214121)

电话：0510-8275831

传真：0510-82757630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎