

对“蠢蠢欲动”乙二醇的一些思考

2024年1月19日 星期五

内容提要

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

王其强

邮箱: wangqq@xzfutures.com

● 我们的观点

乙二醇低估值已经由来已久，此前低估值也未驱动乙二醇上涨，此时再提低估值，我们认为主要驱动力在于供应端收缩预期带来的去库逻辑，供应大趋势上，产能增速放缓明显，从大两位数产能增速放缓至0附近，这极大缓和乙二醇供应压力，而在此时被市场当做交易逻辑，主要是红海事件引发沙特乙二醇装船及运输问题，引发进口收缩带来的供应忧虑，使得供应收缩的交易所逻辑锦上添花，提振前期乙二醇快速反弹，近期美国寒潮天气导致美国部分装置停车，进一步强化进口缩量忧虑，乙二醇再度企稳反弹；这个过程中还有盛虹炼化等大型装置停车检修传言消息给供应收缩忧虑再加了把火。按我们对一季度进口缩量的中性预估，以及部分装置停车产量受影响的中性预估，2024年一季度去库逻辑相对确认，只是力度受地缘政治影响，去库逻辑下，Back结构有利于多头。在反弹后，市场担忧利润一定程度修复后，乙二醇装置负荷是否会快速回升，以及近期EO亏损后是否装置会转产乙二醇，目前我们了解到确实有部分装置从EO切回乙二醇，但乙二醇装置目前还处于亏钱状态，煤制装置在冬季装置重启相对缓慢，目前

影响较为有限。此外，从情绪角度看，被压抑一年多的乙二醇装置，大厂更愿意看到让“子弹”再飞一会儿，行业利润得到充分修复，再大规模提升产量以及进行盘面卖保。因此，我们认为一季度乙二醇供需面相对健康，仍是偏强走势。

● 风险提示

红海事件明显缓和；装置负荷大规模提升；宏观风险事件发生。

报告目录

一. 近年 MEG 运行的典型特征	4
1. 高产能增速下压制行业利润	4
2. 高库存下呈现 Contango 结构	5
3. MEG 被空配明显	6
4. 2023 年 MEG 高低点同利润开始呈现一定关系	7
二. 低估值的 MEG 被多配 发生了哪些变化	7
1. 产能增速放缓明显 给 MEG 喘气之机	8
2. 地缘政治因素放大 MEG 进口缩量预期	8
3. 长期亏损下 MEG 装置扰动及产能退出预期攀升	9
4. Contango 结构转向 Back 结构	10
5. 去库在逐步发生	11
三. 总结	11

图表目录

图表 1: 乙二醇产能增速与进口依存度	4
图表 2: 石脑油制利润	4
图表 3: 乙二醇基差	5
图表 4: 乙二醇持仓结构	6
图表 5: PTA 与乙二醇价差	6
图表 6: 乙二醇利润与行情走势	7
图表 7: 2023 年部分及 2024 年乙二醇新增产能	8
图表 8: 沙特乙二醇受红海事件影响地区	8
图表 9: 沙特乙二醇产能运行情况	9
图表 10: 国内乙二醇装置负荷	10
图表 11: 乙二醇近远价差结构	10
图表 12: 乙二醇港口库存及社会库存	11

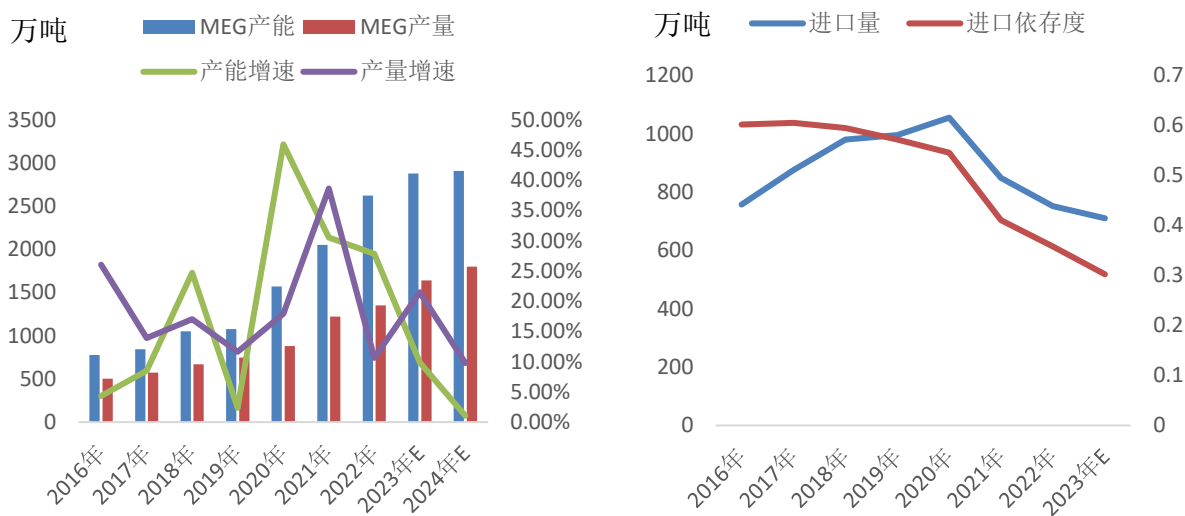
一. 近年 MEG 运行的典型特征

近年乙二醇运行的典型特征：一是行业长期亏损，腹背受敌，上有成本压制，下有聚酯挤压；二是高库存下现货持续贴水期货，期现结构持续呈现 Contango 结构；三是持续被空配，前 20 持仓持续净空头，PTA 与乙二醇价差持续高位，聚酯产业链中被空配明显。

1. 高产能增速下压制行业利润

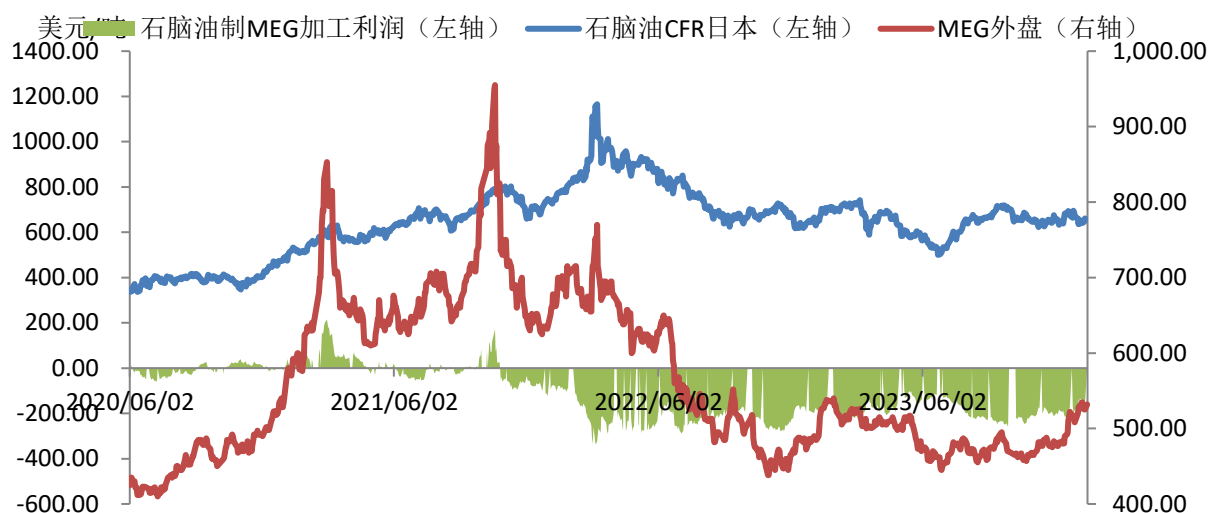
行业持续亏损，特别是石脑油制，核心因素是乙二醇高新增产能。乙二醇持续亏损一年多，特别是石脑油制长期亏损，亏损最大幅度超 200 美金/吨，我们认为主要有以下因素：首先，乙二醇高产能增速，这是不争的事实，2020 年乙二醇开启新一轮的新增产能投放，除了 2023 年都是大两位数产能增速，4 年产能平均增速 29%，产能从 2019 年的 1076 万吨攀升至 2023 年的 2878 万吨，产能增速 167%，因此国内新增产能快速投放是压低行业利润的核心因素；其次，近几年一体化大型装置投放较多，如浙石化、盛虹炼化等，一体化大装置投放一定程度压缩成本及增加其应对低迷行业利润的筹码；再次，国内产能投放逐步取代进口货源，取代海外产能逻辑下，国内装置以牺牲利润的方式来提升市场占有率，进口依存度从 2019 年的近 60% 快速下降至 30%。

图表 1: 乙二醇产能增速与进口依存度



数据来源：卓创资讯，CCF，兴证期货研究咨询部

图表 2: 石脑油制利润

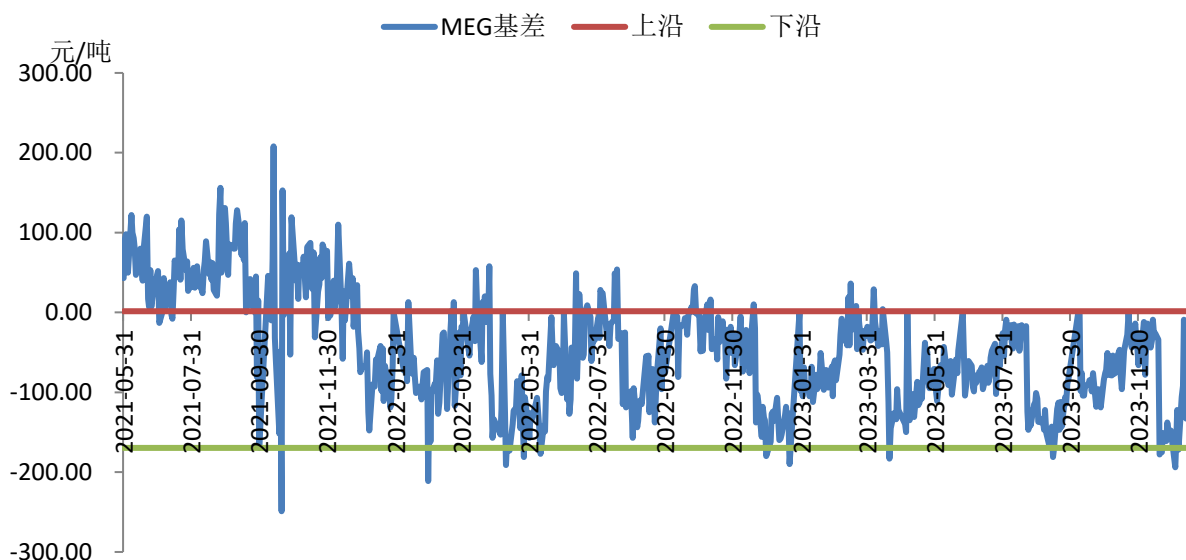


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2. 高库存下呈现 Contango 结构

2023 年持续呈现现货贴水期货，近月贴水远月合约的结构，2023 年对乙二醇主力合约基差平均值为-80 元/吨，基差一度低至-200 元/吨附近，现货受高库存压制明显，虽然 2023 年运行过程中港口库存及社会库存有一定去化，但总体仍是高位，Contango 结构持续，该结构下不利于多头移仓，也一定程度抑制了乙二醇走势。

图表 3：乙二醇基差



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

3. MEG 被空配明显

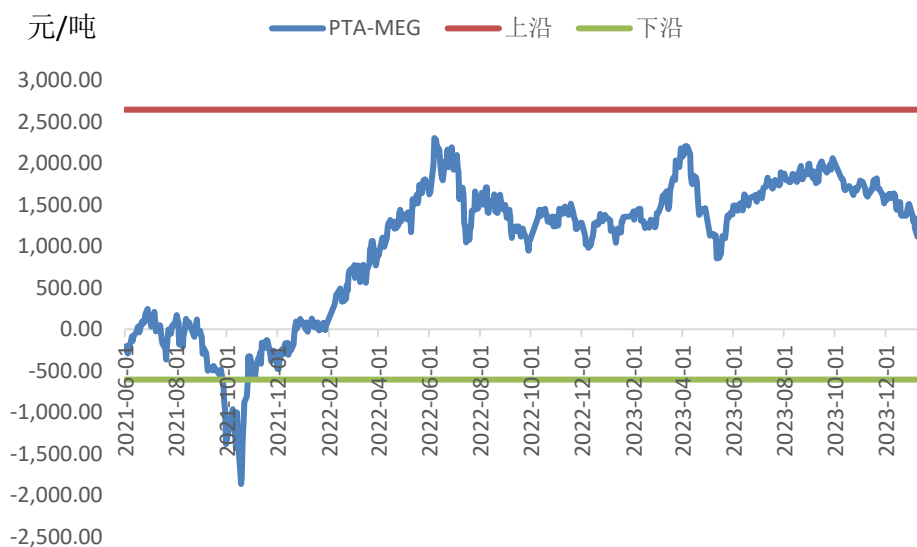
从持仓结构、产业利润及品种价差多角度来看，乙二醇被空配明显。从持仓结构看前 5、前 10 及前 20 持仓呈现净空头头寸，从持仓结构看乙二醇被空配明显；另外从产业链利润及品种价差来看，聚酯产业链利润在成本和聚酯产品，PTA 及乙二醇利润被压缩，从 PTA 及乙二醇价差角度看，2023 年价差亦处于高位，有 PTA 本身受成本驱动因素在，但也侧面反应乙二醇被空配，因此从多个角度可以看出乙二醇被空配明显。

图表 4：乙二醇持仓结构



数据来源：同花顺，兴证期货研究咨询部

图表 5：PTA 与乙二醇价差

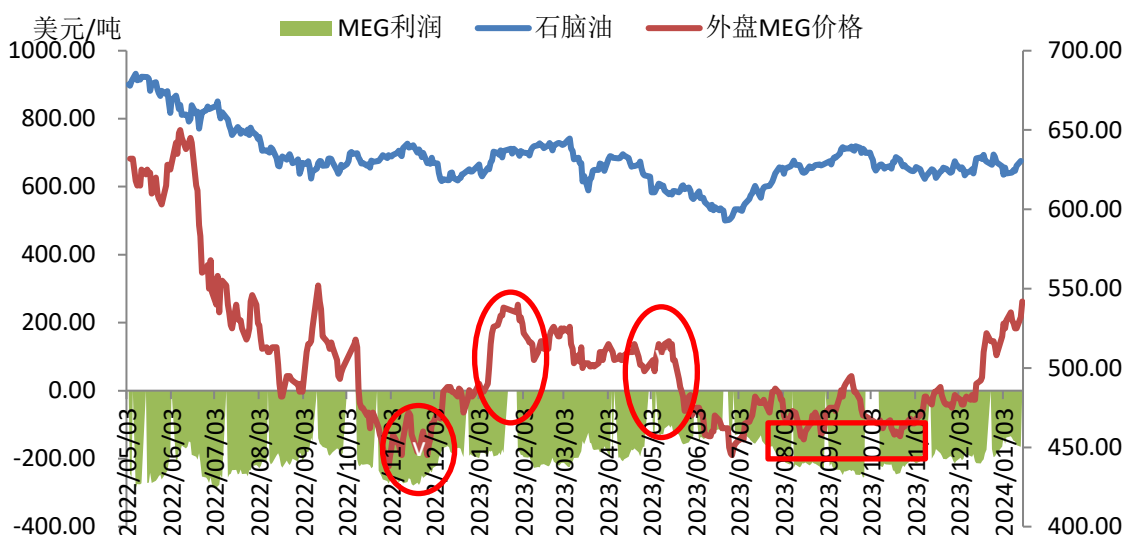


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

4. 2023 年 MEG 高低点同利润开始呈现一定关系

乙二醇亏损放大时存在一定支撑，乙二醇亏损收窄时上方承压。2023 年乙二醇走势整体呈现区间震荡走势，而且区间高低点和利润呈现一定关系，即乙二醇亏损放大时存在一定支撑，乙二醇亏损收窄时有所承压，市场围绕估值思路做交易。2022 年 12 月底石脑油制乙二醇亏损放大超 200 美金/吨，乙二醇形成区间底部 3700 元/吨；2023 年 1 月中下旬石脑油制乙二醇亏损收窄至 150 美元/吨时形成区间顶部；2023 年 3 月底 4 月初石脑油制乙二醇再度亏损放大超 200 美金/吨，乙二醇形成区间底部 4000 元/吨；2023 年 8 月石脑油制乙二醇再度持续亏损放大超 200 美金/吨，乙二醇形成区间底部 4000 元/吨。但也有 9 月份原油驱动较强，成本引导行情波动，石脑油制亏损超 200 美金/吨，乙二醇仍高位回落，总体一定程度上显示大家围绕估值交易高低点。

图表 6：乙二醇利润与行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

二. 低估值的 MEG 被多配 发生了哪些变化

近期乙二醇增仓突破区间震荡，似乎要趋势性大幅上涨的样子，行业迎来哪些驱动点，或者说交易逻辑发生哪些变化。我们认为主要体现在以下几方面：1、高产能增速放缓明显，预计2024年新增产能仅30万吨左右，产能增速放缓较为明显；2、进口缩量在红海事件爆发后愈发明显，叠加美国寒潮影响，进口缩量预期进一步攀升；3、长期低利润下，内外装置停车消息较多，包括国内的大型装置以及海外装置；4、近远结构有所改变，5月合约前Contango结构深度收窄，部分合约间已是平水，5月合约后逐步转Back结构，这样的结构偏利多，从Contango结构转Back结构也显示市场交易情绪的转变；5、社会库存及港口库存去化在发生。

1. 产能增速放缓明显 给 MEG 喘气之机

乙二醇新增产能放缓明显。前述已经阐述从2020年乙二醇开启新一轮的新增产能投放，近几年乙二醇新增产能快速投放。而从2024年乙二醇新增产能看，除了榆能化学及新疆中昆共计100万吨产能真正产量影响在2024年外，仅中化学30万吨装置计划在2024年四季度投放，2024年下半年重点关注对裕龙岛炼化1#80万吨装置投产预期，目前预期2025年投产，即便2024年投产亦难形成产量影响。因此，总体2024年产能增速放缓明显，供应端对乙二醇压制有所缓和。

图表 7：2023 年部分及 2024 年乙二醇新增产能

装置	产能（万吨）	投产计划	工艺
榆能化学	40	2023 年 12 月	煤制
新疆中昆	60	2023 年 12 月	煤制
中化学	30	计划 2024 年四季度	煤制
裕龙岛炼化 1#	80	预计 2025 年，2024 年四季度有投放可能	油制一体化

数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研究咨询部

2. 地缘政治因素放大 MEG 进口缩量预期

近几年乙二醇都呈现进口缩量，红海事件使得进口缩量预期进一步攀升。近几年进口持续下滑主要缘于国内新增产能投放以及海外装置因效益因素而减产所导致的。进口缩量本也是明牌，近期被进一步交易的因素主要在于两方面，一方面红海事件使得沙特乙二醇装船受影响，2023年国内乙二醇预计进口量710万吨，近一半的进口量来源于沙特，沙特乙二醇产能700多万吨，其中西部地区涉及产能336万吨，东部地区虽然不受影响，但装置一大半产能处于检修中，红海事件使得沙特西海岸乙二醇装船受影响，引发市场对进口缩量忧虑；另一方面，美国寒潮影响，目前已有两套装置，共计146万吨产能受影响。因此，市场对一季度乙二醇进口缩量预期明显。

图表 8：沙特乙二醇受红海事件影响地区



数据来源：百度地图，兴证期货研究咨询部

3. 长期亏损下 MEG 装置扰动及产能退出预期攀升

因乙二醇装置长期亏损，装置扰动及部分产能退出预期攀升，从海外来看，沙特装置 700 多产能较多装置处于停车检修状态，部分装置负荷低位，总体装置负荷不高，主要集中在东海岸，而西海岸受红海事件影响，装置负荷亦有承压可能；美国装置受寒潮影响已经有两套 146 万吨产能受影响停车；此外，像台湾南亚 4#72 万吨装置重启无时间表也不排产退出可能。从国内来看，装置负荷处于低位，不论是油制还是煤制产能利用率都较低，装置负荷处于低位，部分产能有退出可能，如华谊 20 万吨产能无重启计划。因此，内外乙二醇装置开工不佳，一旦大型装置阶段停车检修，对供应影响攀升，如近期市场传言盛虹炼化停车就对行情产生较大的影响。

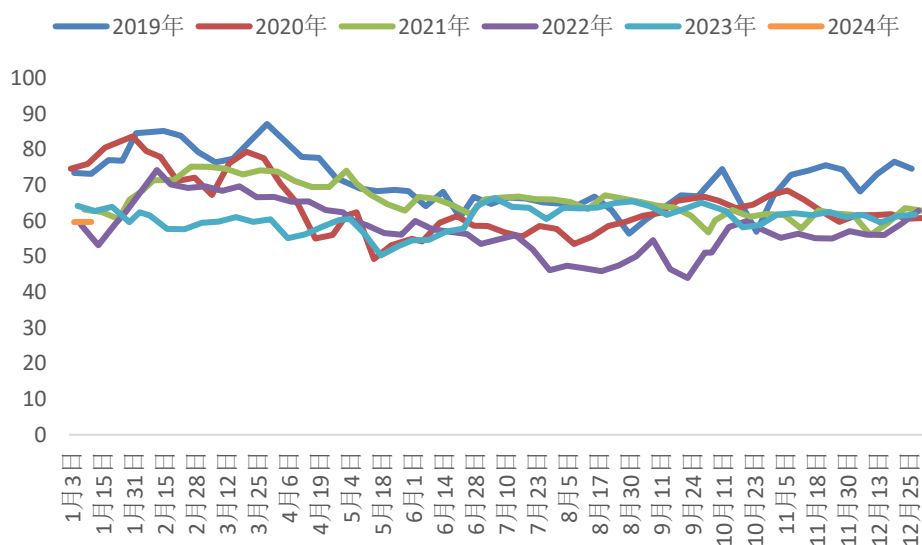
图表 9：沙特乙二醇产能运行情况

装置	产能	地区	运行情况
kayan	85	沙特	运行中
yansab	91	沙特	运行中
sharq1	45	沙特	10月中旬起停车，计划至2月底
Sharq 2	45	沙特	10月中旬起停车，计划至2月底
Sharq 3	55	沙特	运行中

Sharq 4	70	沙特	停车中，初步计划 1.18 重启
yanpet1	38	沙特	运行中
yanpet2	52	沙特	运行中
JUPC1	70	沙特	运行中
JUPC2	64	沙特	停车中，预计时长 2-3 个月
拉比格炼化	70	沙特	运行中
JUPC3	70	沙特	运行中
kayan	85	沙特	运行中

数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

图表 10：国内乙二醇装置负荷

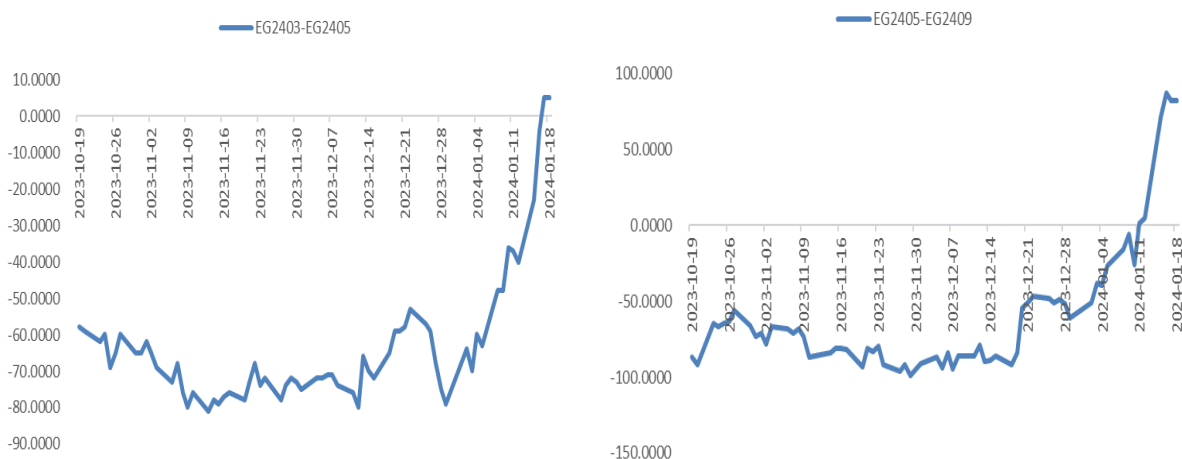


数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

4. Contango 结构转向 Back 结构

从结构指标来看，5月前合约 Contango 幅度逐步缓和至平水状态，基差亦有所回升；特别是5月后合约已经转向 Back 结构，5月与9月价差最高拉大至 150 以上，一度形成深度较大的 Back 结构，Back 结构下有利于多头移仓，这也显示市场交易逻辑逐步转变。

图表 11：乙二醇近远价差结构

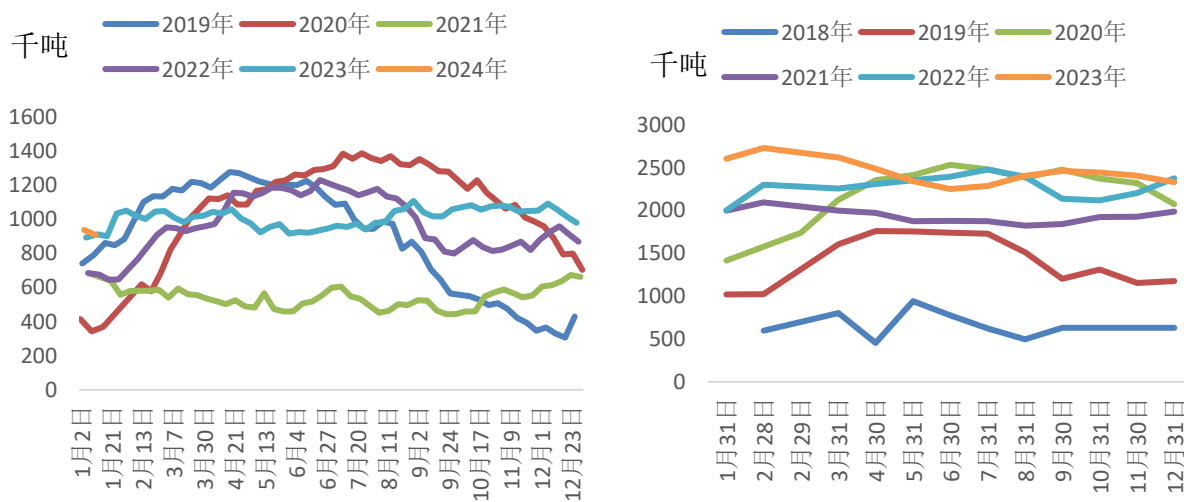


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

5. 去库在逐步发生

从库存来看，一方面港口库存从 100 万吨以上高位逐步回落，目前已经跌破 100 万吨，截止 1 月 18 日，华东港口库存为 84.15 万吨；另一方面，从机构统计的社会库存来看，也处于回落中，截止 2023 年 12 月底，乙二醇社会库存 233.2 万吨，环比下降 7.5 万吨，较 2023 年年初下降 27.2 万吨。近期港口库存下降较为明显，根据我们测算，中性预估 2024 年一季度进口缩量幅度，预计仍有一定幅度的去库。

图表 12：乙二醇港口库存及社会库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研究咨询部

三. 总结

综上乙二醇低估值已经由来已久，此前低估值也未驱动乙二醇上涨，此时再提低估值，我们认为主要驱动力在于供应端收缩预期带来的去库逻辑，供应端变化主要就是我們前述的几个

方面，供应大趋势上，产能增速放缓明显，从大两位数产能增速放缓至 0 附近，这极大缓和乙二醇供应压力，而在此时被市场当做交易逻辑，主要是红海事件引发沙特乙二醇装船及运输问题，引发进口收缩带来的供应忧虑，使得供应收缩的交易所逻辑锦上添花，提振前期乙二醇快速反弹，近期美国寒潮天气导致美国部分装置停车，进一步强化进口缩量忧虑，乙二醇再度企稳反弹；这个过程中还有盛虹炼化等大型装置停车检修传言消息给供应收缩忧虑再加了把火。按我们对一季度进口缩量的中性预估，以及部分装置停车产量受影响的中性预估，2024 年一季度去库逻辑相对确认，只是力度受地缘政治影响，去库逻辑下，Back 结构有利于多头。在反弹后，市场担忧利润一定程度修复后，乙二醇装置负荷是否会快速回升，以及近期 EO 亏损后是否装置会转产乙二醇，目前我们了解到确实有部分装置从 EO 切回乙二醇，但乙二醇装置目前还处于亏钱状态，煤制装置在冬季装置重启相对缓慢，目前影响较为有限。此外，从情绪角度看，被压抑一年多的乙二醇装置，大厂更愿意看到让“子弹”再飞一会儿，行业利润得到充分修复，再大规模提升产量以及进行盘面卖保。因此，我们认为一季度乙二醇供需面相对健康，仍是偏强走势，关注地缘政治及装置扰动变化。

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。