

## 本轮原油上涨 乙二醇缘何未受青睐

2025 年 1 月 23 日星期四

### 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

联系人

王其强

邮箱: wangqq@xzsfutures.com

### ● 我们的观点

本轮原油带动化工板块反弹，乙二醇并未受市场所青睐，我们认为主要基于绝对价格相对较高及估值回升、季节性累库及海外扰动预期减弱等因素，但我们认为乙二醇偏好基本面未发生实质性改变，主要考虑以下几方面因素：1、乙二醇新增产能依然较少，我们对 2025 年新增产能预估为 160 万吨，较 2024 年虽然有所增加，但相较聚酯新增产能较少，即便在负荷提升背景下，供应压力仍不大；2、港口库存仅是阶段的季节性累库，随着春节节后聚酯负荷回升，港口库存将再度下降，此外港口库存处于近几年低位，港口库存及社会库存绝对值处于低位，库存压力不大；3、国内进口主要来源地沙特装置负荷不高，当下石脑油制仍亏损，即便海外地缘扰动缓和，进口量仍难快速修复；4、基本面好给予较高绝对价格及估值回升，煤制乙二醇利润回升明显，主要缘于动力煤价格回落，成本回落给予的估值回升，因此只是情绪层面影响，绝对价格及估值并非不合理。综上所述，我们认为乙二醇基本面并未发生实质性转向，未来去库逻辑将延续，中长期依然支撑乙二醇价格，当然原油及动力煤价格若阶段走弱，亦可能阶段压制乙

二醇价格。

- **风险提示**

进口超预期回升；原油超预期下跌；聚酯新增产能释放不及预期。

## 报告目录

一. 乙二醇走势回顾.....	4
二. 市场氛围转暖下乙二醇为何未被充分多配.....	4
1. 乙二醇绝对价格高位且估值有所回升.....	4
2. 乙二醇处于季节性累库周期.....	6
3. 海外扰动因素有所缓和.....	7
三. 总结.....	7

## 图表目录

图表 1: 乙二醇走势.....	4
图表 2: 煤制乙二醇利润.....	5
图表 3: 油制利润.....	5
图表 4: 聚酯负荷季节性.....	6
图表 5: 乙二醇港口库存季节性.....	6
图表 6: 乙二醇进口季节性.....	7

## 一. 乙二醇走势回顾

近期乙二醇整体围绕 4600-4900 元/吨震荡。2024 年底冲高至 4875 元/吨附近，此后随着市场对季节性累库预期，乙二醇承压回落至 4680 元/吨一线，不过原油受寒潮及美国加码对俄罗斯制裁提振持续走强，乙二醇再度修复反弹至 4800 元/吨上方。本次乙二醇反弹相对较为温和，不及其它化工品及油品。

图表 1: 乙二醇走势



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

## 二. 市场氛围转暖下乙二醇为何未被充分多配

本轮原油驱动相关能化板块反弹，基本面较为健康的乙二醇并未被市场关注，反弹力度不强，我们认为主要存在以下因素：1、乙二醇价格处于相对高位，估值有所回升，特别是煤制利润回升明显，不论是下游补库还是投机性囤货意愿都相对不足；2、由于聚酯负荷季节性回落，乙二醇港口库存处于季节性累库中；3、伊朗能源危机未持续发酵，以及巴以停火协议达成，市场对国内乙二醇进口扰动预期有所减弱。

### 1. 乙二醇绝对价格高位且估值有所回升

乙二醇绝对价格高位且估值有所回升，市场备货及囤货意愿不强。2024 年 9 月初化工整体回调，乙二醇跟随市场回调至 4300 元/吨以下，此后国内政策集中释放，化工品跟随股市迅速反弹，乙二醇反弹明显重回 4800 元/吨以上。随后化工整体回调，PTA 跌至前期低点附近，不过乙二醇相对抗跌，处于高位，乙二醇绝对价格相对较高。

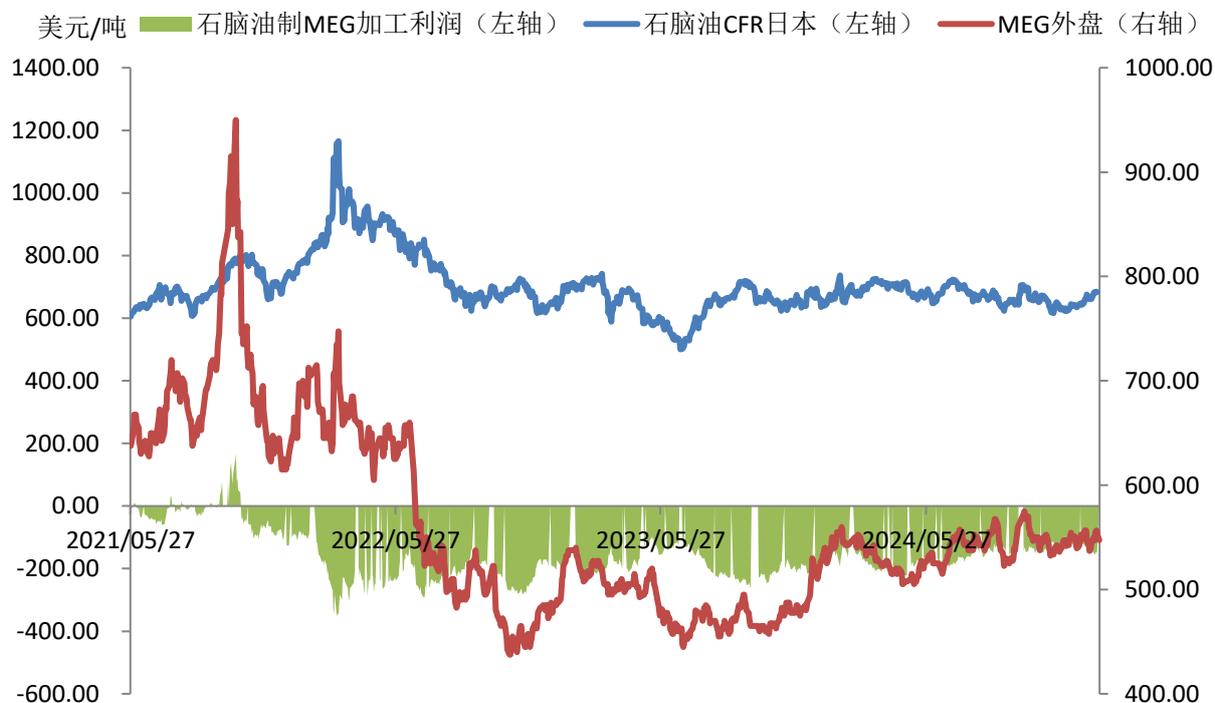
此外，随着动力煤价格持续回落，煤制乙二醇毛利率升至 600 元/吨以上，煤制乙二醇利润回升明显，2024 年整年来看油制乙二醇利润亦有所回升。从利润维度来看，乙二醇估值有所回升。因此，对于下游企业而言，相对高绝对价格及估值回升，限制企业备货以及投机性囤货的意愿。

图表 2：煤制乙二醇利润



数据来源：卓创资讯，兴证期货研究咨询部

图表 3：油制利润

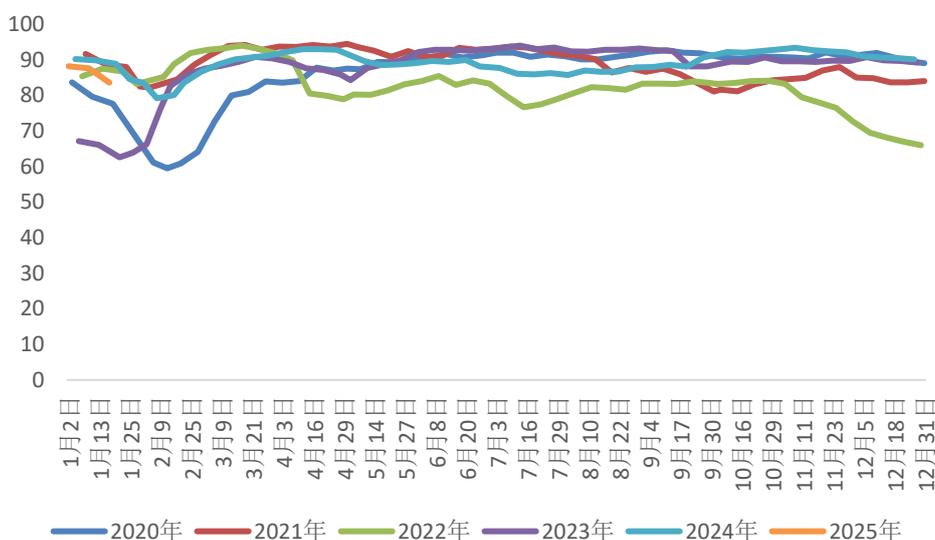


数据来源：卓创资讯，WIND，兴证期货研究咨询部

## 2. 乙二醇处于季节性累库周期

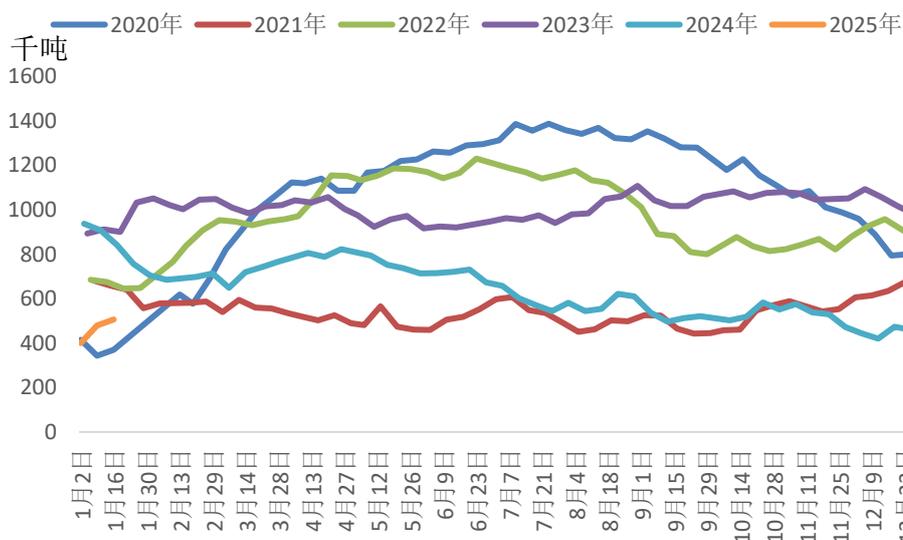
由于聚酯负荷季节性回落，需求走弱，乙二醇处于季节性累库周期。由于聚酯特别是织机存在较多小厂，通常春节会提早放假过节，导致终端需求季节性回落明显，而引发乙二醇呈现季节性累库。目前来看，聚酯负荷跌至 8 成附近，江浙织机开工回落至 30%，终端加速季节性回落；乙二醇港口库存亦呈现季节性累库，截止 1 月 16 日，乙二醇港口库存为 50.61 万吨，进入 1 月以来处于持续累库状态，较 2024 年 12 月底增加 11 万吨左右。乙二醇季节性累库亦限制下游企业备货及囤货意愿。

图表 4：聚酯负荷季节性



数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

图表 5：乙二醇港口库存季节性

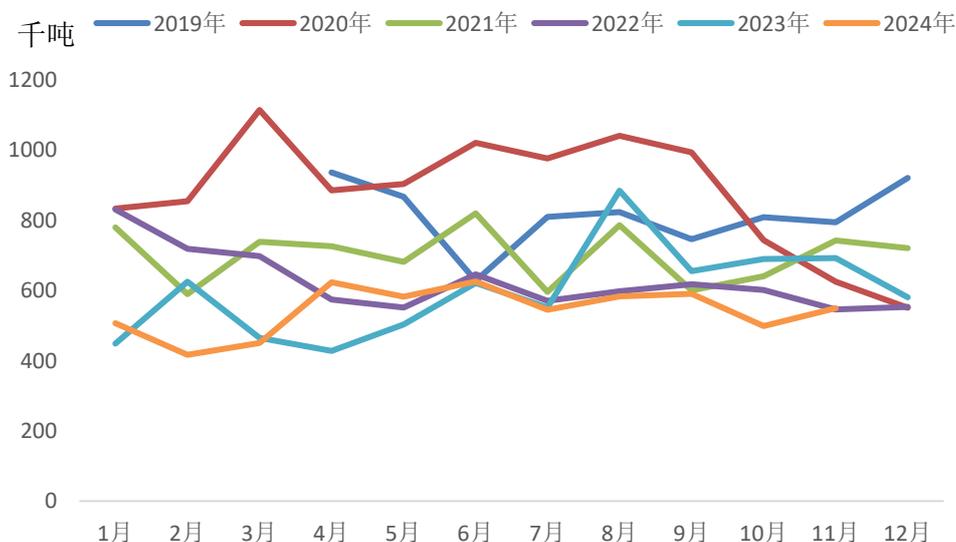


数据来源：卓创咨询，兴证期货研究咨询部

### 3. 海外扰动因素有所缓和

伊朗能源危机未持续发酵，以及巴以停火协议达成，海外扰动因素有所缓和。前期伊朗能源危机爆发，气荒加剧，导致甲醇及乙二醇装置受影响，前期提振甲醇大幅上涨，对于乙二醇而言，一方面国内进口来源于伊朗占比较少，另一方面伊朗乙二醇原料生产来源包括天然气及石脑油，伊朗限气对乙二醇影响较小，况且伊朗能源危机未进一步爆发，市场对伊朗乙二醇扰动忧虑下降。此外，巴以停火协议达成，中东局势进一步缓和，市场对乙二醇进口扰动忧虑进一步放缓。

图表 6：乙二醇进口季节性



数据来源：卓创资讯，兴证期货研究咨询部

## 三. 总结

本轮原油带动化工板块反弹，乙二醇并未受市场所青睐，我们认为主要基于前述绝对价格相对较高及估值回升、季节性累库及海外扰动预期减弱等因素，但我们认为乙二醇偏好基本面未发生实质性变化，主要考虑以下几方面因素：1、乙二醇新增产能依然较少，我们对 2025 年新增产能预估为 160 万吨，较 2024 年虽然有所增加，但相较聚酯新增产能较少，即便在负荷提升背景下，供应压力仍不大；2、港口库存仅是阶段的季节性累库，随着春节节后聚酯负荷回升，港口库存将再度下降，此外港口库存处于近几年低位，港口库存及社会库存绝对值处于低位，库存压力不大；3、国内进口主要来源地沙特装置负荷不高，当下石脑油制仍亏损，即便海外地缘扰动缓和，进口量仍难快速修复；4、基本面好给予较高绝对价格及估值回升，煤制乙二醇利润回升明显，主要缘于动力煤价格回落，成本回落给予的估值回升，因此只是情绪层面影响，绝对价格及估值并非不合理。综上所述，我们认为乙二醇基本面并未发生实质性转向，未来去

库逻辑将延续，中长期依然支撑乙二醇价格，当然原油及动力煤价格若阶段走弱，亦可能阶段压制乙二醇价格。

### 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。