乙二醇半年报：上半年原油和供应过剩主导下跌，下半年过剩还会加剧

2020 年 6 月 29 日

郭远爱（股指宏观研究员，研究主管）
投资咨询资格编号：Z0013488

韩冰冰(PTA/乙二醇/甲醇研究员)
执业编号：F3047762
微信：hbb360

提示要点

对于乙二醇，持偏空观点，逻辑在于：

（1）从大周期上，乙二醇同样处于供应过剩的状态中，后期有 3 套新装置计划投产，供应过剩加剧。

（2）从现阶段的情况来看，进口供应维持、在 4-5 月份因大幅亏损检修的煤化工装置，部分装置开始复产、乙烯法季节性检修结束，整体供应端面临增加，而需求端：聚酯端目前情况尚可，但终端低利润、高原料库存、高成品库存，情况比较悲观。在目前乙二醇已经是高库存的背景下，继续面临累库压力，很有可能在交割月附近出现现货抛售压力。

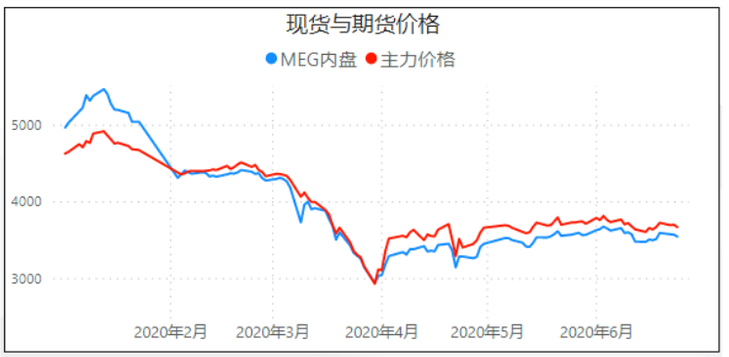
（3）虽然目前乙二醇生产利润不佳，利润最差的煤化工部分装置复产，意味着后期如果因价格下跌，导致乙二醇利润压缩，但装置未必会立即停车，减少供应（因 4-6 月份已经集中检修过）

风险在于原油的上涨和海外检修超预期。

信达期货有限公司
CINDA FUTURES CO., LTD
杭州市萧山区宁围街道利一路 188 号天人大厦 19-20 层
全国统一服务电话：4006-728-728
信达期货网址：www.cindaqh.com

一、大跌背后的原因

年初至今，乙二醇下跌为主，现货价格从年初的 5000 跌至目前的 3600 元/吨，**下跌空间 1400 元/吨。**



面对这种悲壮的跌势，我们可能会有一个疑问以及诸多思考：

是什么导致乙二醇大跌？是原油的大跌拖累？还是乙二醇供应过剩的自身供需格局导致？哪一个是主要原因？下面结合以上诸多疑问，对乙二醇上半年价格情况进行回顾和思考。

在乙二醇绝对价格研究体系里，认为**乙二醇的绝对价格由原油、煤、乙二醇利润 3 个主要部分构成**，因此下面对这 3 部分的拆解分析，来探求乙二醇下跌的真实原因。

原油和煤是生产乙二醇的 2 个主要的源头原料，我国乙二醇的供应结构中约 50%的乙二醇是进口的，30%是原油经石脑油制乙二醇，还有 20%是煤制乙二醇，因此原油和煤炭的涨跌会对乙二醇绝对价格涨跌理论上存在影响。

首先看原油，年初原油是 65 美元/桶，目前油价是 40 美元/桶，油价跌幅约 38%，原油如此大的跌幅，再看看乙二醇的跌幅，不难看出可以将乙二醇的下跌归结于原油的大跌。但**原油的下跌传导乙二醇价格绝对价格跌了多少？**这个问题着实不好回答，我们暂且回避。因为确实不好回答。

谈谈煤，煤炭的种类有很多，不同生产企业生产甲醇所需要的煤差异较大，很难使用一种煤价研究乙二醇的成本情况，但我们粗略的使用动力期货价格作为研究乙二醇成本端价格变化的指标。

年初至今，动力煤的价格虽然中间也波动挺大，但是只看年初和现在的绝对价格，其实几乎没有变化。年初价格是 550 元/吨，现在是 540 元/吨，价格跌了 10 元/吨，因此我们可以初步断定，**煤价对乙二醇价格的大跌影响较小。**

最后，我们分析乙二醇的自身情况。年初至今，乙二醇行情加权利润震荡走低，从年初的盈亏平衡，到现在**每吨亏损 730 元**/吨，说明乙二醇的自身的供应过剩情况，**贡献了乙二醇一半的下跌。**

通过以上的分析，我们基本上可以得出结论：**原油和乙二醇自身的供需过剩的格局共同导致了乙二醇绝对价格的大跌，二者各承担 50%责任。**

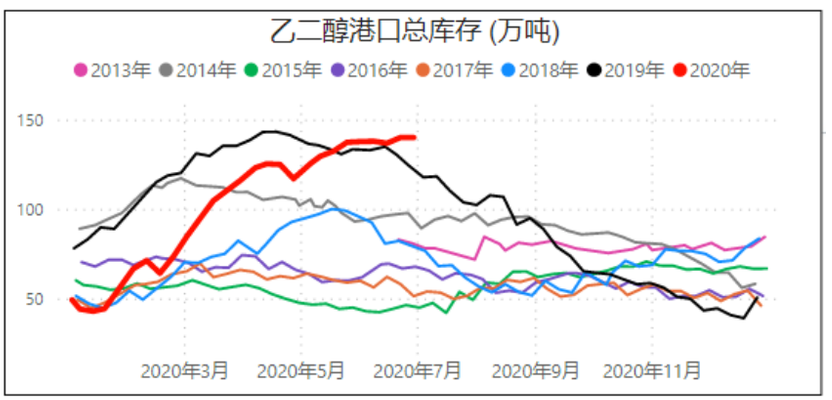
以上通过对价格（包含绝对价格和相对价格）的分析，对乙二醇上半年的大跌原因进行了初步分析，下面我们对这些原因进行进一步分析，并顺着这些原因去推演未来变化，试图探知未来乙二醇价格变化情况。

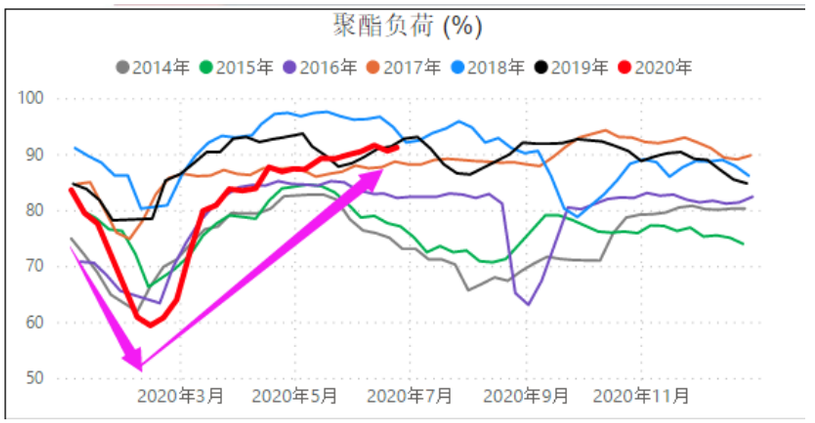
二、自身供需现状与前瞻

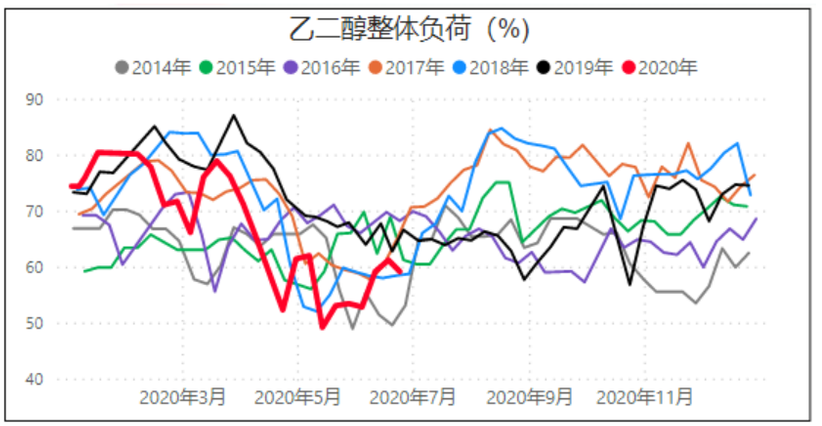
今年上半年乙二醇大幅累库，其中一季度累库最为显著，二季度库存在高位呈现继续增加的状态。

主要原因是一季度受春节和疫情影响，下游聚酯开工率降至历史低位，需求收缩，并且恒力 2 套和浙石化 1 套装置的投产，供应增加，造成乙二醇大幅累库。

进入二季度以后，国内疫情得到有效控制，聚酯工厂逐步复产，聚酯开工负荷也逐步提升至 90%以上的高位，并且煤化工企业因亏损集中停车，乙烯法装置季节性检修，乙二醇的累库趋势放缓。







对于后期影响乙二醇供需格局的因素有：

1. 新装置投产

2. 需求端负荷变化

3. 海外和国内乙二醇装置的检修

首先来分析新装置的投产影响。

今年下半年有多套乙二醇装置存在投产预期，其中新疆天业、中科炼化、中化泉州这三套装置，产能合计 110 万吨投产的概率较大，需要 330 万吨的聚酯投产才能消化这部分的新增产量。

国内投产计划	地区	产能（万吨）	工艺路线	运行时间
荣信化工	内蒙古	40	煤炭	2020年2月计入产能
浙江石化	浙江	80	一体化	2020年2月初
恒力石化	大连	90	一体化	2020年2月上旬
恒力石化	大连	90	一体化	2020年2月下旬
新疆天业	新疆	20	煤炭	6月底20万吨试车（共60）
中科炼化	湛江	40	一体化	8月底左右投料试车（也有
中化泉州	泉州	50	乙烯	原计划8月底-9月初投料试
延长石油	陕西	10	乙烯	3-4季度
渭化彬县	陕西	30	煤	2020年底
湖北三宁	湖北	60	煤	2020年年底
2020年合计		510		
已经投产		300		

聚酯方面，目前统计到的下半年新增产能是 370 万吨，估计能够实现投产的应该只有 200-300 万吨左右，整体来看聚酯新增产能无法消耗乙二醇的投产带来的产量增加，乙二醇供应过剩格局将加重。

企业名称	产能（万吨）	投产时间	产品	地点
恒逸高新	25	2020年2月	长丝	海宁
逸鹏(恒逸)	25	2020年3月	长丝	嘉兴
浙江万凯	60	2020年3月	瓶片	重庆涪陵
中益1期（新凤	30	2020年4月	长丝	嘉兴
逸盛	35	2020年4月	瓶片	大连
华亚化纤	20	2020年5月	切片	无锡
立新	3	2020年5月	切片	吴江
仪征化纤	20	2020年6月	短纤	江苏仪征
华宝化纤	10	2020年初	长丝	山东
桐昆恒优	30	2021年初	长丝	浙江嘉兴
海南逸盛	50	2020Q1	瓶片	海南
恒力南通	20	2020Q2	长丝	南通
恒逸海宁	50		长丝	说法很多
华西村	10		短纤	江阴
正中新材料	5		薄膜	宿迁
福建百宏	20		薄膜	福建
树业环保	10		薄膜	广东
恒逸（逸达）	25		短纤	宿迁
恒逸（逸锦）	25		短纤	福建
浙江三维	20		切片	台州
福建百宏	20		切片	福建
天龙新材料	20		切片	辽宁
江苏盛虹	25		长丝	连云港
中益1期12（新	30	2020四季度	长丝	嘉兴
已投产	198			
暂未投产	370			

假设下半年，聚酯投产 250 万吨，则聚酯年底合计产能约 6280 万吨，开工率按照 90%计算，月需求乙二醇约 170 万吨，其它领域需求 9 万吨，则月乙二醇总需求量约 179 万吨。

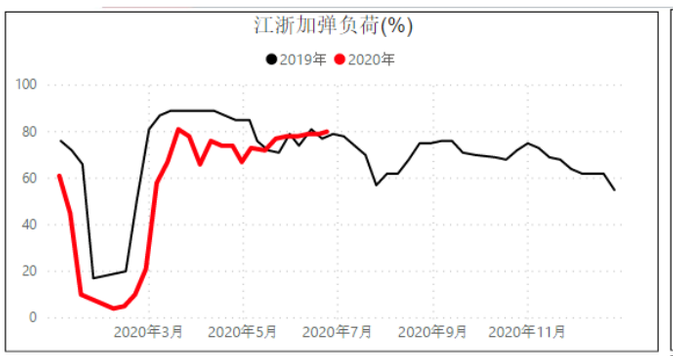
新装置投产以后，乙二醇产能约 1480 吨，乙二醇开工负荷在 70%附近才能维持供需平衡，意味着将近 450 万吨产能面临长期停车。

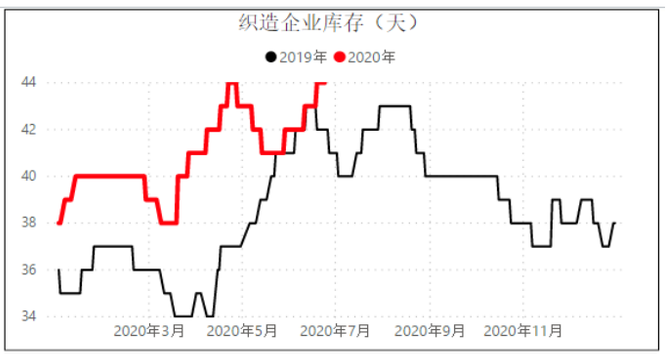
根据目前的情况来看，国内乙烯法装置约 115 万吨产能长停，除去这些长停产能之外，仍需要 335 万吨装置停车，以实现供需平衡，很大程度上将挤压煤化工的开工，目前煤化工产能 489 万吨，如果实现平衡的话，煤化工负荷或维持在 30-40%附近。

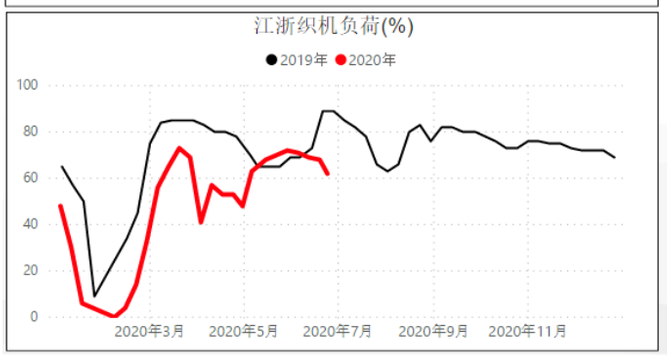
乙二醇下游需求：终端不及去年，聚酯情况尚可

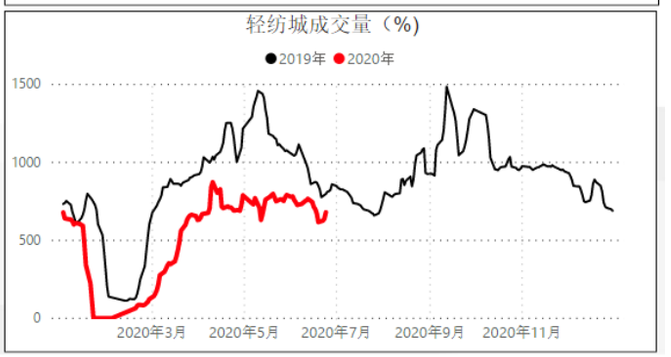
今年终端织造企业情况和去年相比，明显较差，高成品库存压力、负荷开工不及去年。纺织企业一季度受国内和春节影响开工率明显偏低去年，二季度海外疫情恶化，持续不见好转，出口订单受到较大影响。

对于后期，6-7 月份是传统淡季，8-10 月份是旺季，目前来看，淡季确定会挺淡的，毕竟海外疫情开始二次恶化。对于后期的旺季，估计也难很旺，整体上，终端情况不乐观。

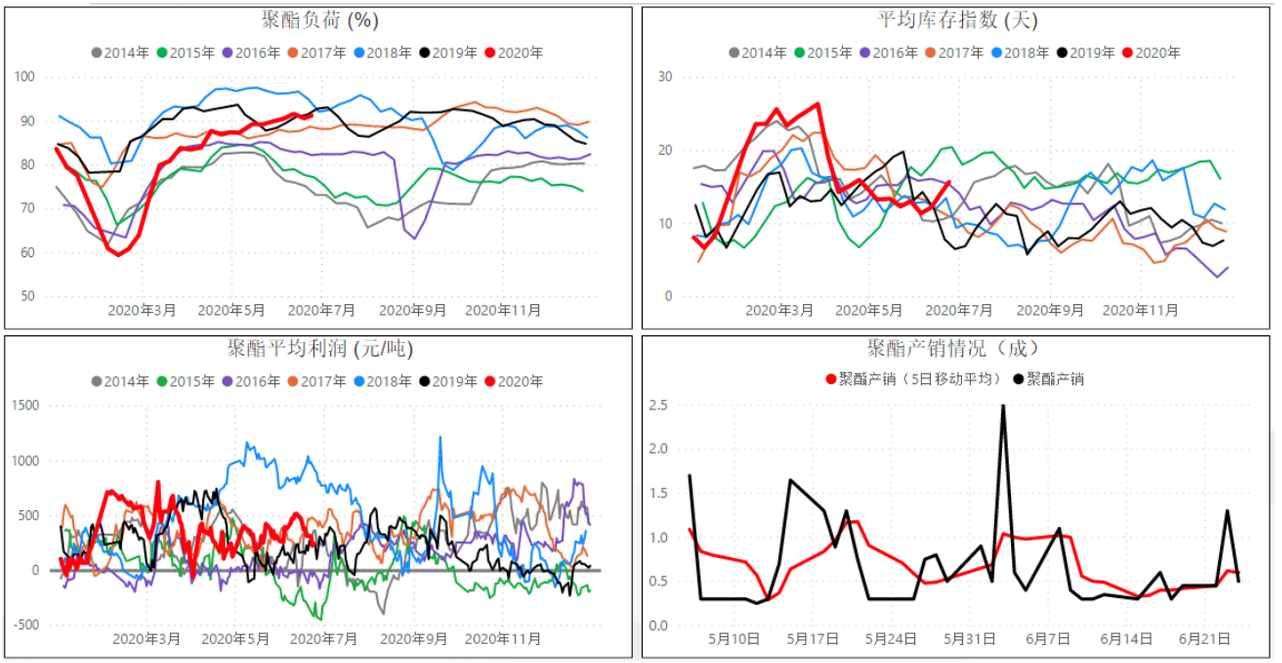






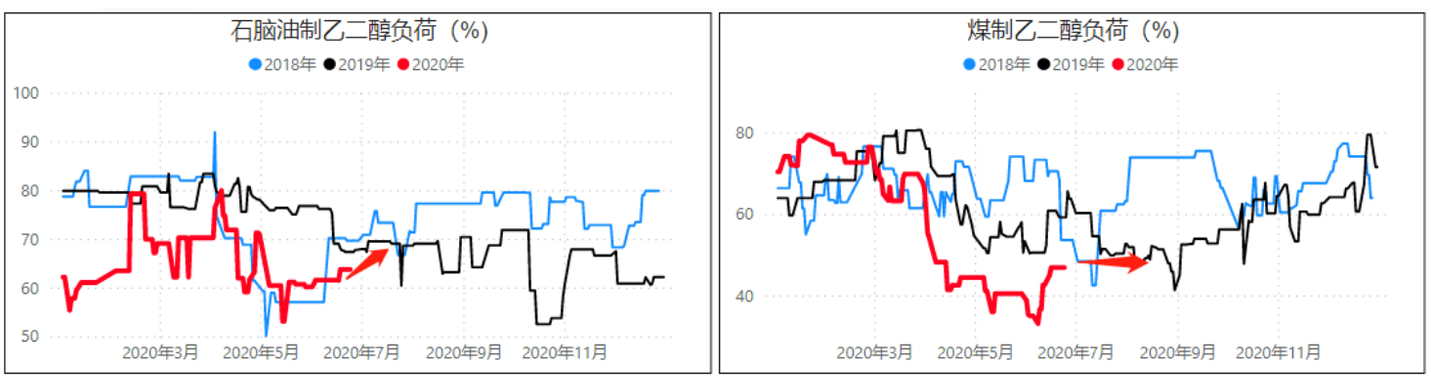


目前来看聚酯情况尚可，高现金流利润、低库存压力，高开工负荷，新装置投产积极性很高，但是在终端的弱势拖累下聚酯开工负荷很难提升，能够保持90%的开工率实属不易。

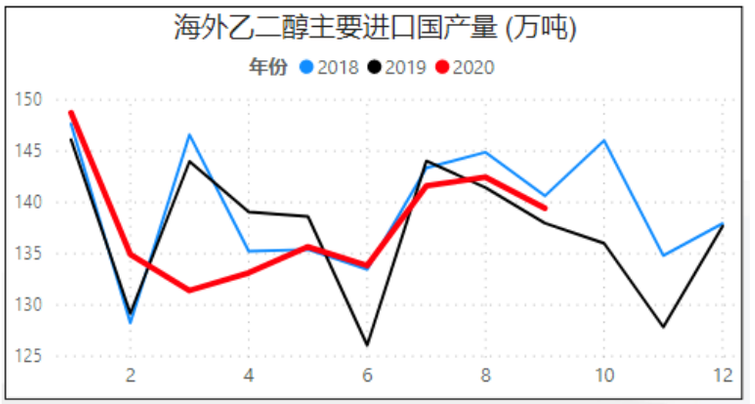


海内外装置检修影响

国内装置已过检修高峰，目前开工率正在回升，国内开工率最低的时候已经度过，后面关注煤化工装置会不会因利润压缩二次停车。



海外装置方面，今年春季2-4月基本上检修的很少，目前来看检修可能集中在8月份前后，进口有收缩预期，但是持续时间估计就2-3月，影响持续性不强。整体乙二醇供应过剩局面难以缓解。



三、原油走势预判

目前油价整体水平依然偏低，大家对原油后面的上涨是看好的。但是目前的疫情恢复进程却不及预期，美国部分州的经济重启计划推迟，在这种情况，限制原油的上涨空间，因为对原油偏向不断蚕食上涨的观点。

至于上方空间，短期不好说，中长期（6 个月以上）布伦特原油或在 50 美金，俄罗斯说这个价格很舒服，自己产油利润尚可，美国页岩油在盈亏边缘挣扎。另外美国原油期货的远期合约也是一个很好的参考指标。

四、乙二醇观点和策略

对于乙二醇，持偏空观点，逻辑在于：

（1）从大周期上，乙二醇同样处于供应过剩的状态中，后期有 3 套新装置计划投产，供应过剩加剧。

（2）从现阶段的情况来看，进口供应维持、在 4-5 月份因大幅亏损检修的煤化工装置，部分装置开始复产、乙烯法季节性检修结束，整体供应端面临增加，而需求端：聚酯端目前情况尚可，但终端低利润、高原料库存、高成品库存，情况比较悲观。在目前乙二醇已经是高库存的背景下，继续面临累库压力，很有可能在交割月附近出现现货抛售压力。

（3）虽然目前乙二醇生产利润不佳，利润最差的煤化工部分装置复产，意味着后期如果因价格下跌，导致乙二醇利润压缩，但装置未必会立即停车，减少供应（因 4-6 月份已经集中检修过）

风险在于原油的上涨和海外检修超预期。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 19 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建 6 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、宁波、绍兴、临安、萧山 13 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

【全国分支机构】

分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	温州市乐清市双雁路 432 号七楼	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	宁波	宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室	0574-28839988
	绍兴	绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403	0575-88122652
	临安	浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼	0571-63708180
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

■ 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。

■ 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。