

## 多空博弈加剧 关注上方压力

2024年7月12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

这一波乙二醇不带回调的上涨，主要缘于以下几方面原因：1、乙二醇新增产能空窗期一直是潜在的利多，进口扰动下，供应端增量不大；2、随着原油反弹，石脑油制亏损放大，乙二醇估值低位；3、供需面尚可带来的去库逻辑，主港库存去化，原油走强下，乙二醇估值较低，去库驱动乙二醇修复估值。

随着乙二醇反弹至高位，高位多空博弈加剧，我们认为乙二醇上方存压力，首先，随着乙二醇强势上涨，利润修复，国内装置负荷或回升，卫星石化等大型油制装置将重启，以及部分生产EO转产EG预期攀升，供应或有所回升；其次，当下处于终端季节性淡季，瓶片亏损减产挺价以及环保因素导致聚酯减产，聚酯负荷下滑，需求预期走弱；再次，预计7月中下旬，主港到货将增加，需求走弱预期下，主港发货或下降，港口库存或止跌，对乙二醇支撑减弱。关注装置变化及港口库存变化情况。

### ● 风险提示

中东局势再起波澜；国内宏观政策超预期。

## 报告目录

一. 乙二醇走势回顾.....	3
1. 乙二醇重心快速上涨.....	3
2. 再度由 Contango 转 Back 结构.....	3
二. 本轮乙二醇脉冲的核心驱动因素.....	4
1. 新增产能空窗期 一直是潜在利多.....	4
2. 原油持续反弹 压低乙二醇估值.....	5
3. 中东局势再起波澜 海运费高企仍影响进口.....	6
4. 乙二醇社会库存及主港库存下降.....	7
三. 总结与展望.....	7

## 图表目录

图表 1: 乙二醇走势.....	3
图表 2: 乙二醇跨期价差.....	4
图表 3: 乙二醇基差.....	4
图表 4: 乙二醇产能与产量.....	5
图表 5: 石脑油制乙二醇现金流.....	5
图表 6: 乙二醇进口量.....	6
图表 7: 乙二醇港口库存及社会库存.....	7

## 一. 乙二醇走势回顾

近期乙二醇走势呈现两个特点：1、难得呈现单边快速上涨，乙二醇主力合约从 6 月 19 日以来沿着 5 日均线上涨，从底部 4450 元/吨上涨至 4775 元/吨，涨幅超 7%；2、此外乙二醇再度呈现 BACK 结构，基差走强，盘面近远月合约呈现 BACK 结构。

### 1. 乙二醇重心快速上涨

6 月中下旬以来乙二醇呈现单边快速上涨。2024 年 6 月中下旬至今沿着 5 日均线呈现单边上涨，再度呈现阶段性脉冲行情，而且这一波上涨基本没有怎么回调，走势较为犀利，提振市场对乙二醇走强信心。

图表 1: 乙二醇走势

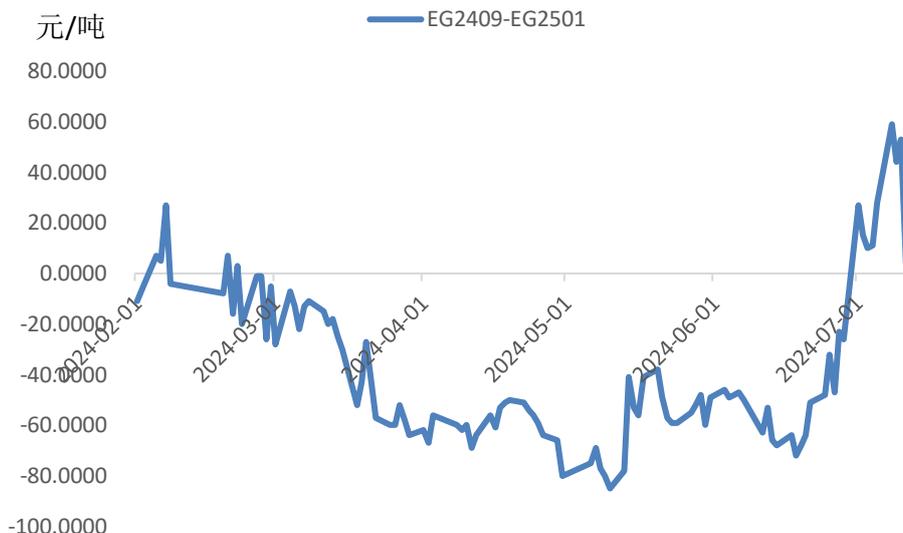


数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

### 2. 再度由 Contango 转 Back 结构

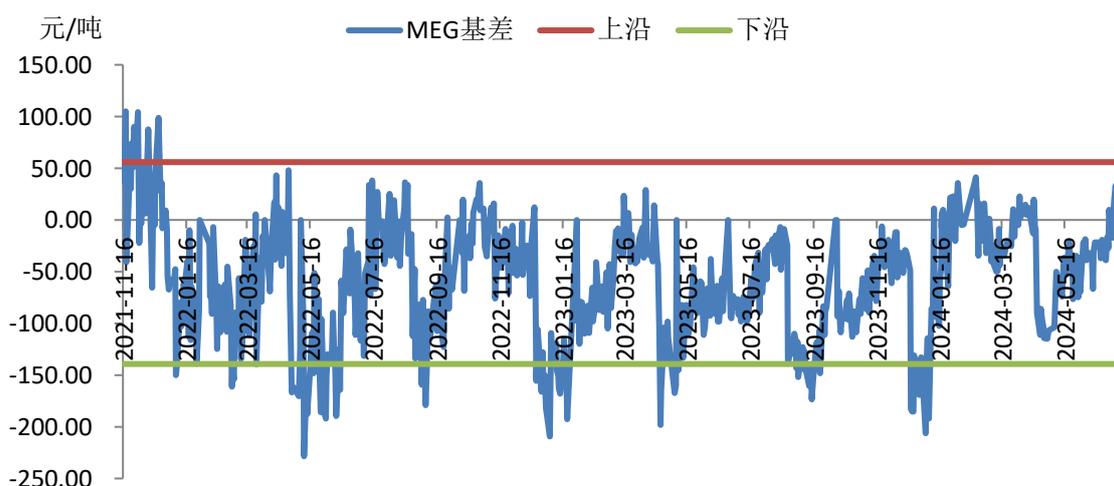
2023 年底 2024 年初乙二醇从 Contango 转 Back 结构，深度一度至 100 元/吨，基差明显走强。近期行情再度从 Contango 转 Back 结构，历史的故事再度重演，结构转换也再度增强市场多头氛围，毕竟移仓成本下降，此次 BACK 结构 9 月合约与 1 月合约深度最高超 60 元/吨，深度不及 2023 年底到 2024 年初那一波上涨。

图表 2: 乙二醇跨期价差



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 3: 乙二醇基差



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

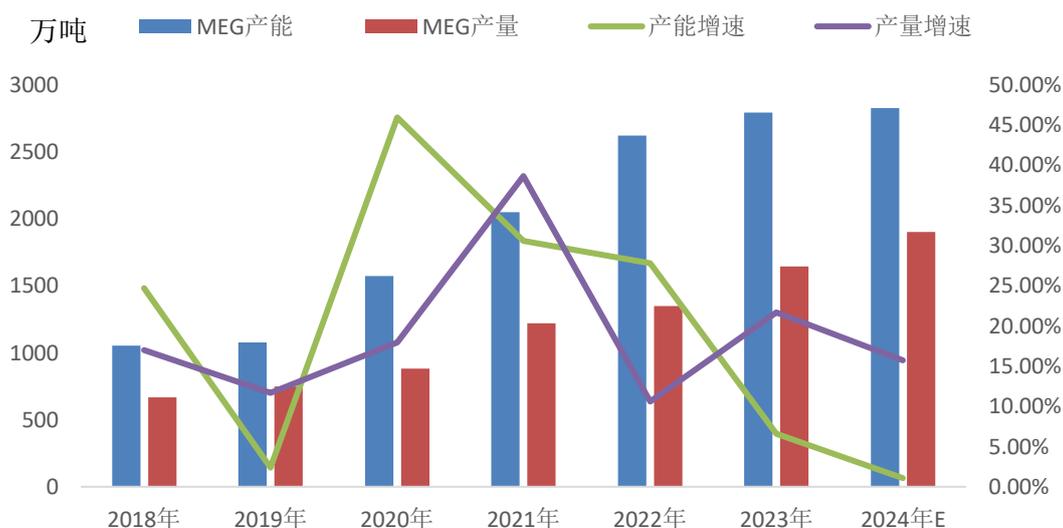
## 二. 本轮乙二醇脉冲的核心驱动因素

2023 年底到 2024 年初那一波阶段脉冲主要缘于红海事件发生, 沙特乙二醇装船及运输受影响, 内外装置扰动本就较多, 推动乙二醇估值修复。本轮行情驱动具有相似之处, 首次, 今年为乙二醇新增产能空窗期, 一直是潜在的利多因素; 其次, 原油持续反弹, 石脑油制估值回落至低位; 再次, 中东局势紧张, 海运费持续创新高, 部分装船推迟, 主港库存下降, 给予市场修复估值信心。

### 1. 新增产能空窗期 一直是潜在利多

2024 乙二醇新增产能空窗期，下半年乙二醇新增产能仍较少。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 2792.5 万吨，产能增速明显。2024 年除了新疆中昆 60 万吨产能及榆能化学 40 万吨产能 2023 年底投产在 2024 年外，新增产能仅中化学 30 万吨装置存在投放预期，预计该装置将在下半年投放。总体来看，裕龙 80 万吨新增产能预计难在 2024 年下半年投放，2024 年下半年乙二醇仍无新增产能压力。

图表 4：乙二醇产能与产量



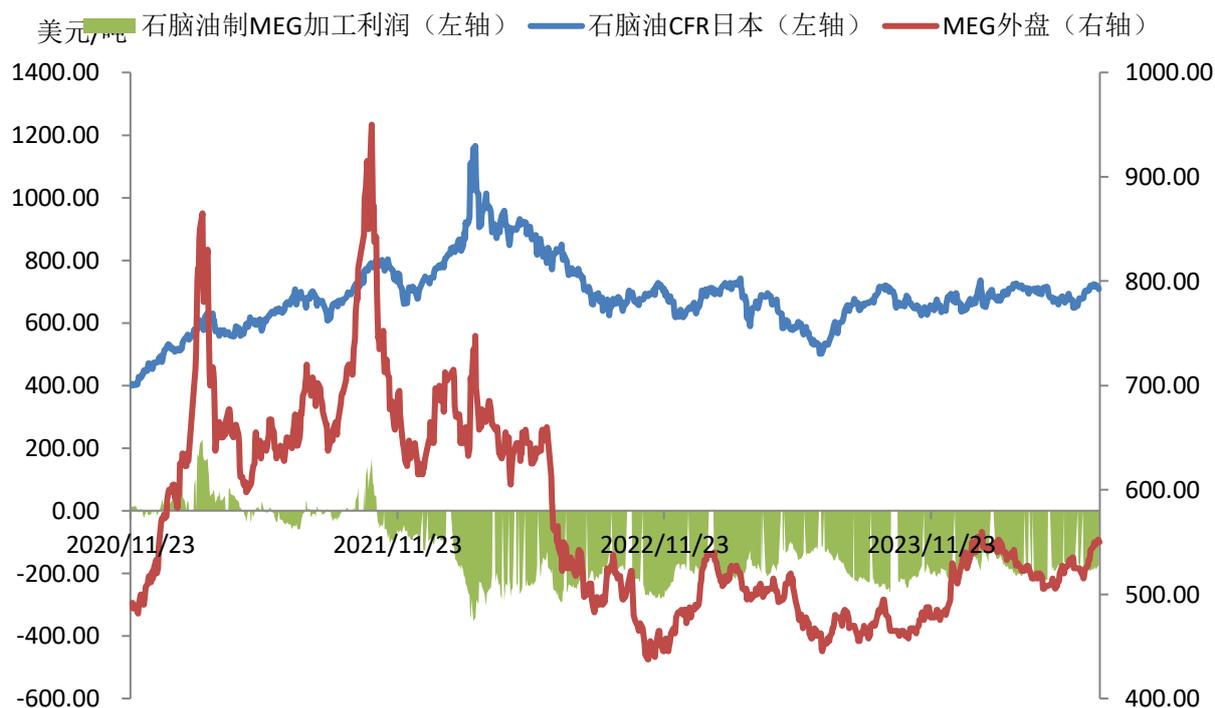
数据来源：卓创资讯，CCF，兴证期货研究咨询部

## 2. 原油持续反弹 压低乙二醇估值

原油持续反弹，石脑油制亏损放大，乙二醇处于低估值。从 6 月初以来，原油底部反弹 15% 左右，原油大幅反弹使得石脑油制乙二醇亏损放大，6 月中旬乙二醇石脑油制亏损放大至 -200 美元/吨附近，乙二醇估值跌至低位，低估值对乙二醇形成较强支撑，乙二醇这一波反弹从 6 月中旬开始，正是估值低位状态。

当前随着乙二醇持续反弹，以及高位有所承压回落，乙二醇现金流有所修复，乙二醇估值有所修复，低估值驱动逻辑减弱。

图表 5：石脑油制乙二醇现金流

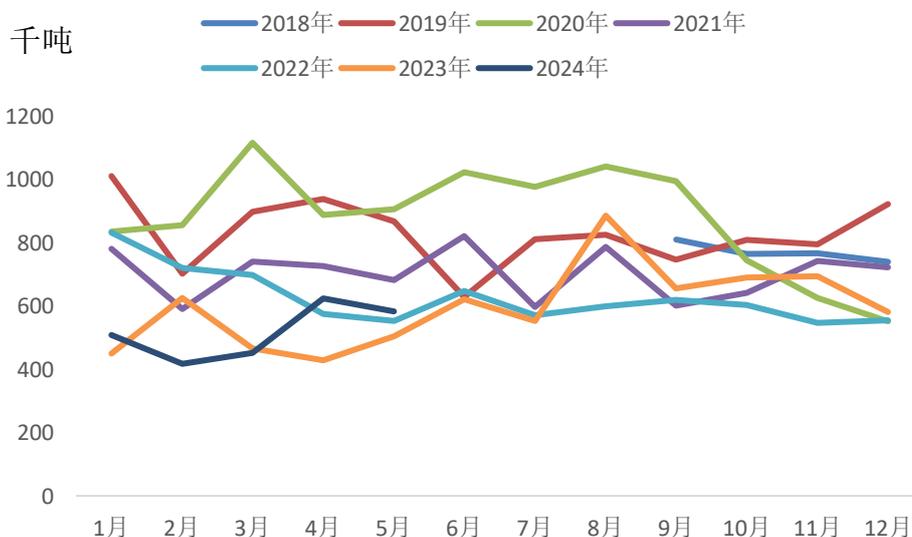


数据来源：卓创咨询，兴证期货研究咨询部

### 3. 中东局势再起波澜 海运费高企仍影响进口

前期以色列与黎巴嫩冲突，中东局势再起波澜，高海运费下，进口恢复偏慢。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。2023 年底红海危机爆发，沙特乙二醇装船及运输受影响，2024 年一季度乙二醇进口量受影响明显，2 月及 3 月进口量跌破 50 万吨，一季度进口量仅 138 万吨，二季度进口量有所恢复，但速度偏慢，2024 年 1-5 月进口量 258 万吨，预计上半年进口量 311 万吨。

图表 6：乙二醇进口量

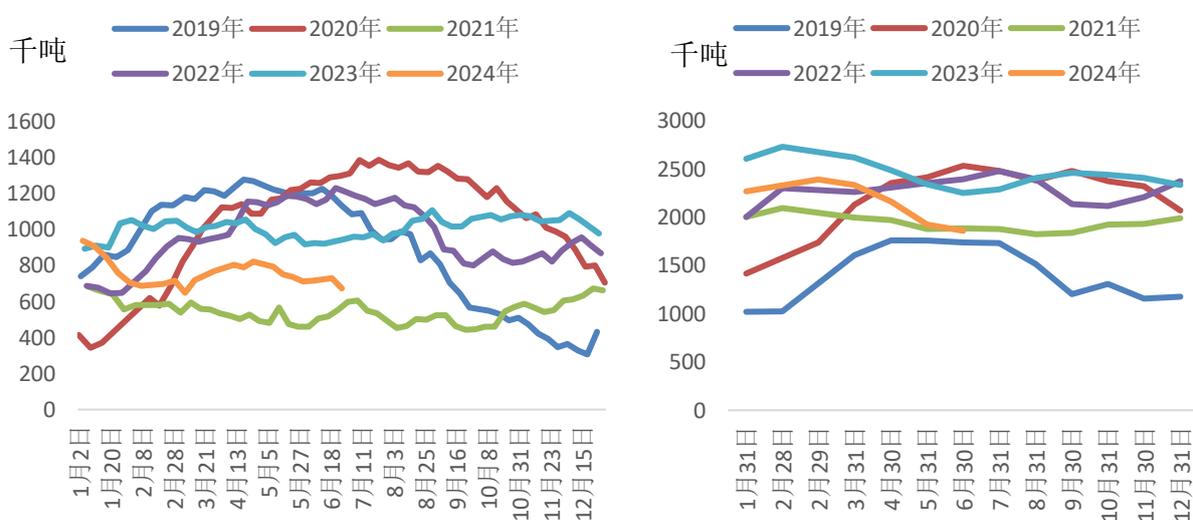


数据来源：卓创咨询，兴证期货研究咨询部

#### 4. 乙二醇社会库存及主港库存下降

从库存来看，一方面港口库存从去年 100 万吨以上高位逐步回落，截止 7 月 4 日，华东港口库存为 65.81 万吨，较年初下降 28 万吨，从 6 月中下旬以来港口库存持续下降；另一方面，从咨询机构统计的社会库存来看，库存从高位回落，截止 2024 年 6 月底，乙二醇社会库存 186 万吨，较年初下降 41 万吨，4 月以来呈现去库状态。总体而言，不论是港口库存还是社会库存都从高位回落，乙二醇确实处于去库存中。

图表 7：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. 总结与展望

这一波乙二醇不带回调的上涨，主要缘于以下几方面原因：1、乙二醇新增产能空窗期一直是潜在的利多，进口扰动下，供应端增量不大；2、随着原油反弹，石脑油制亏损放大，乙二醇估值低位；3、供需面尚可带来的去库逻辑，主港库存去化，原油走强下，乙二醇估值较低，去库驱动乙二醇修复估值。

随着乙二醇反弹至高位，高位多空博弈加剧，我们认为乙二醇上方存压力，首先，随着乙二醇强势上涨，利润修复，国内装置负荷或回升，卫星石化等大型油制装置将重启，以及部分生产 EO 转产 EG 预期攀升，供应或有所回升；其次，当下处于终端季节性淡季，瓶片亏损减产挺价以及环保因素导致聚酯减产，聚酯负荷下滑，需求预期走弱；再次，预计 7 月中下旬，主

港到货将增加，需求走弱预期下，主港发货或下降，港口库存或止跌，对乙二醇支撑减弱。关注装置变化及港口库存变化情况。

### 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。