

乙二醇 估值修复之路充满曲折

“

从基本面来看,乙二醇供需并没有明显变化,开工率小幅上升,库存在110万吨以上高位难以去化。不过,市场人士认为,乙二醇全年估值修复的预期一直存在,尤其是湖北三宁60万吨合成气法装置计划转产合成氨的消息传出后,后市转产带来的供需改善再度受到市场关注,也是未来支撑乙二醇价格低位回升的重要逻辑。

”



市场
观察

分析人士:

“翻身”要靠多因素配合

■ 资深记者 韩乐

在化工品中,一直处于低估值的乙二醇经历上周的温和上涨后,本周初期价再度遭受重挫。期货日报记者观察到,前期走强,近期走弱,乙二醇期货宽幅振荡走势显示出,该品种目前向上驱动明显不足。

“乙二醇近期上涨主要来自两方面因素:一方面,欧盟下属的气象检测机构哥白尼气候变化服务局气候学家近日表示,受气候变化和预期厄尔尼诺天气现象回归的影响,全球平均气温可能在2023年或2024年创新高,煤炭价格上涨的预期增强,加之工业和信息化部办公厅发布关于组织开展2023年度工业节能监察工作的通知,其中涉及煤制乙二醇,市场看涨热情增加。另一方面,乙二醇期货仓轮换月,使得乙二醇出现阶段性上涨。”国贸期货分析师陈胜表示,随着乙二醇去库有限,下游聚酯工厂开始抵制高价PTA,聚酯负荷快速下滑。受此影响,近几日乙二醇期货出现了下跌调整。

在一德期货分析师郑邮飞看来,近期乙二醇走弱主要还是因为供需上没有太大驱动。“供给方面,近期煤化工装置开工恢复,后期仍有几套(阳煤寿阳、永城永金、濮阳永金)煤化工装置准备重启,乙二醇供给又重回高位。然而,需求方面织造订单不佳,同时聚酯在高原料PTA成本压力下利润较差,开工近期逐步走低,对乙二醇需求有很大的制约。”郑邮飞如是说。

从品种自身情况来看,乙二醇向上驱动主要来取决于成本和库存。

在陈胜看来,乙二醇库存持续高位,并且由于聚酯负荷下滑,乙二醇难以形成去库趋势。此外,海外乙烯价格不乐观,石脑油裂解利润下滑,乙烷裂解的利润并未因此受益。

“亚洲乙烯价格在连续两周保持稳定后下跌,国内供应增量增加了市场情绪。随着MTO利润改善,国内MTO装置不久将重启,成本端乙烯价格上行困难。”陈胜称。

当前,由于需求疲软,烯烃整体下游偏弱,乙烯—石脑油价差收窄。“乙烯主要下游聚乙烯、乙二醇、聚苯乙烯的销售大多放缓。国内乙二醇生产商正在考虑出售更多乙烯,同时进一步削减其下游乙二醇产量,但由于EO利润转弱,乙二醇和EO的切换并不顺利,预计乙二醇难以翻身。”陈胜分析说。

“从供需平衡表上看,未来一段时间,乙二醇库存难以回归到正常水平。在此背景下,乙二醇的反弹力度较为有限,上行受阻压力较大。”浙商期货分析师朱立航表示,供需端的压力确实成为拖累乙二醇向上的主要因素。

记者了解到,这两年是乙二醇的大投产周期,国内产能增速较快,而老旧产能淘汰出清速度稍慢。在此背景下,乙二醇上行压力很大,价格一度被压制在历史估值低位。

“乙二醇想要翻身需要多重因素配合:一方面,库存要逐步下降到正常水平,当下库存高位会极大限制价格上涨;另一方面,国内供给在低利润下有进一步的缩减,且海外进口量延续偏低水平,叠加下游需求若能出现复苏,乙二醇供需平衡表才有可能进入长期的去库阶段,价格才会迎来持续反弹。”朱立航表示,目前来看,乙二醇的供需情况不支持价格大幅反弹。后续要等待库存降至正常区间,再结合未来的供需情况,判断乙二醇是否具备长期反弹趋势。

在陈胜看来,乙二醇后续延续振荡走势,成本支撑是主要方向,节能降负能否影响装置开工负荷将成为关键。

“相对于其他乙烯下游低估值的背景,乙二醇后市要重点关注民营炼厂检修以及转产兑现情况。”郑邮飞表示,如果转产兑现,乙二醇供给压力将大幅缓解;如果聚酯需求再次恢复,届时乙二醇或迎来“春天”。

朱立航认为,持续亏损已经对乙二醇供给产生影响,不乏一些大装置也因效益问题逐渐检修,且进口也有明显缩量,后续供给端或有进一步缩减。在他看来,乙二醇库存回到正常水平,且供需结构维持稳定平衡或进入去库状态,估值才有可能迎来长期稳定的修复,而非昙花一现的上涨又回落。



深度
分析

消费转强前乙二醇缺乏回升驱动

■ 庞春艳

3月中下旬,乙二醇期货主力价格一度在4000元/吨关口挣扎,最终没有下破,而是回升至4100元/吨附近维持低位振荡。乙二醇主力换月至2309合约后,价格重心抬升至4200元/吨以上,并于4月20日盘中大幅放量增仓上涨,尾盘收于4300元/吨以上。4月21日,乙二醇期货继续增仓强势上涨,站上60日均线。然而,本周乙二醇价格下跌,主力合约回落至4200元/吨附近,回吐上周涨幅。

聚酯走弱对原料难有明显提振

PTA和乙二醇共同生成下游聚酯产品,是聚酯的两大重要原料。其中,生产1吨聚酯需要约0.855吨PTA和0.335吨乙二醇,PTA在聚酯原料中占比更高。3月中旬以来,PTA价格强势上涨令聚酯成本快速抬高,但终端消费未有明显好转,对原料涨价的接受意愿不高,下游聚酯加工利润受到挤压,聚酯厂减产的呼声增加。4月以来,下游织造开工率均有不同程度的下降,意味着终端需求萎缩。聚酯厂虽然没有大面积减产,但3月底以来开工率已经在缓慢下降,目前已经从90%以上降至87%附近。4月中下旬,PTA价格止涨回落,聚酯的加工亏损在持续修复,后市因亏损减产的压力也随之下降,乙二醇市场压力有所缓解。不过,从消费季节性来看,聚酯消费旺季已经结束,后市在订单没有明显好转之前,消费阶段性走弱后转为刚需,以平稳运行为主,难以对原料有明显提振。

进口大幅下滑令市场担忧供应

3月乙二醇进口量只有46万吨,环比下降16万吨,同比下降近24万吨,为历史次低水平,最低出现在今年1月,不足45万吨。目前,国内乙二醇产能为2647.5万吨,开工率不足60%,据此测算,乙二醇月度

产量约在130万吨以上。国内聚酯产能为7270万吨,按照目前的开工率测算,月度需求量为185万吨以上,所以乙二醇月度供应缺口在55万吨附近。进口大幅下滑引发市场对国内乙二醇供应的担忧,这也是上周乙二醇价格一度走强的基本原因之一。国内乙二醇供应一直存在缺口,进口量占比在历史上一度达到70%。近几年,国内炼化一体化和合成气法装置持续投放,乙二醇产能已经从2017年的不足900万吨上升至2022年年底的近2500万吨。在国内产能加速投放的同时,乙二醇进口量占比降至2022年的35%。

从乙二醇进口来源区域看,中东和北美洲的占比在增长,而东北亚和东南亚的占比急剧萎缩。由此可见,在国内产能快速增长的过程中,海外乙烷法依旧保持较好的成本优势,可以持续向我国出口,而石脑油法乙二醇已经被国内炼化一体化所取代。国内主流炼化一体化和煤制乙二醇的生产一直处于亏损状态中,只有轻烃路线尚有利润可言。进口量下降有助于国内乙二醇估值修复,从而提高产能利用率,但从全球乙二醇价格走势来看,欧洲地区乙二醇价格回落,海外资源可能再度流向我国。因此,后市乙二醇进口量将再度回升,市场供应压力依旧较大。

装置转产预期和现实存在差距

经历2022年持续深度亏损后,炼厂对乙烯裂解下游配置进行调整,恒力石化、卫星石化、浙石化和中石化的部分工厂都在进行技术改造,增加了EO、EVA和SM等相关产品的配置,涉及转产的乙二醇装置将达到350万吨。合成气法装置中,华鲁恒升已经在2020年完成了乙二醇装置转产DMC,目前其50万吨的乙二醇维持低负荷运行,上周又传出湖北三宁60万吨装置将转产合成氨的消息。如果以上装置全部按计划转产,那么将有400万吨左右的乙二醇涉及转产,占国内乙二醇产能的15%左右。如果考虑到目前大量装置处于长期停车中,转产的产能占比

将达到25%以上,意味着国内乙二醇开工率将从60%附近降至45%左右。因此,转产可能是改善乙二醇供需的重要方式,一旦市场交易该逻辑,乙二醇将存在逢低做多的机会。

从以上装置转产预期来看,随着转产预期兑现,乙二醇市场将逐渐向好,低估值也将持续修复。然而,从现实进度来看,目前恒力石化90万吨装置4月初停车检修,维持一条线运行,计划在6月转产EO,同时下游配套有乙醇胺和DMC。浙石化计划5月转产苯乙烯,乙二醇装置计划三开二,但其苯乙烯只有60万吨,对应的乙二醇产能在40万吨附近,理论上,该装置三开二的同时,为满足乙烯裂解物料平衡,可能需要提高在产装置负荷,整体上乙二醇转产量在40万吨附近。卫星石化配套60万吨苯乙烯后,乙二醇转产量也将40万吨附近。2024年,浙石化还将增加EVA配置,届时乙二醇可转产量将继续增加。而其他在EO和乙二醇之间切换的装置未来可能面临EO消费转弱时,装置不得不回切乙二醇的情况。整体来看,乙二醇的转产预期与现实转产量之间会有一定差距,未来这个逻辑在现实和预期之间切换的过程中,将给乙二醇市场带来波动。

综上所述,乙二醇期货在4000元/吨以上低位振荡,近期价格有所走强,但主要受到资金面和消息面的短暂影响。今年一季度进口量偏低可能与欧洲地区价格偏强、全球货源流向调整有关,但目前欧亚价差收敛,后市我国依旧面临进口增长的压力。长期亏损的乙二醇存在估值修复的预期,最主要的是生产企业通过配套其他产品来减少乙二醇的产出,从供应端缓解乙二醇市场的压力。虽然计划转产数量占国内在产装置的25%附近,但实际因转产而减少的供应量可能与预期有一定差距。笔者预计,年内乙二醇估值修复的主线不变,但在供需转为强现实之前,乙二醇缺乏持续回升的驱动,且转产落实后,相关产品的需求减弱依旧可能引发乙二醇供应回归。因此,乙二醇估值修复之路将充满曲折。

(作者单位:国投安信期货)



品种
链接

需求负反馈触发PTA市场调整

■ 贺维

4月,PTA期货高位宽幅振荡,市场围绕成本和供需博弈,装置检修导致PX货源紧张,PXN价差持续高位,成本端表现强势支撑。然而,虽然PTA供应商采购拖累市场,现货价格坚挺运行,远期合约持续高贴水,但高价原料挤压下游利润,加之需求季节性趋弱,织造加弹开工较3月显著下滑,负反馈逐步向上游蔓延。

供给端弹性放大

4月,PTA维持偏低负荷运行。虽然一季度国内消费稳步复苏,纺织服装销售同比增长9.0%,但同期外贸出口同比下滑6.8%(按美元计),内外冲抵使得PTA需求端未有超预期表现。然而,供应端却有500万吨新产能投放,为平衡市场供需,PTA工厂只能通过轮动检修来压低产量。

库存方面,1—2月,受春节假期因素影响,PTA季节性累库,但累库幅度低于预期。虽然3月PTA在旺季需求加持下启动去库,但4月因终端需求趋弱,聚酯原料需求下滑,当月社会累库约为25万吨。不过,因市场货源较为集中,且主力供应商持续采购,4月PTA流通库存始终处于近4年来同期低位。

产能方面,一季度PTA陆续释放了500万吨产能,而嘉通能源2#、恒力惠州2#计划在二季度投产,随着新产能逐步兑现,PTA过剩矛盾势必加重,产能

利用率或继续下滑。不过,目前PTA行业集中度较高,头部企业经营策略影响较大,大厂通过灵活生产平衡供需,PTA供给端弹性放大,市场以“需”定“供”特征突出。

消费季节性趋弱

目前“银四”已进入尾声,终端需求季节性趋弱,江浙织机开工率较3月高点显著回落,且局部产区呈现加速迹象。在需求趋弱及亏损压力下,近期聚酯减产也开始增多,但以中小企业居多,主流大厂未明显松动,PTA需求端负反馈仍在积累,后续关注减产矛盾激化的情况。

库存方面,截至4月21日,长丝加权库存23.8天、涤纶短纤库存9.7天,环比分别增加2.0天、3.2天。4月,聚酯库存虽有所累积,但尚处于合理范围内,且终端织造工厂原料备货较低,月底还有节前常规补库。由于库存压力不大,故当前聚酯大厂减产态度谨慎,但随着终端持续走弱,成品库存预计将加速累积,进而可能倒逼聚酯工厂降低负荷运行。

从盈利角度来看,下游聚酯因无法转嫁成本,涤纶长丝及短纤现金流全面转负,聚酯瓶片利润也被压缩在低位,但为了留住一线生产工人,保持企业经营稳定性,企业只能选择停产部分产线或降低产线负荷。不过,此举也是缓兵之计,如果现金流长时间不能得到修复,聚酯工厂将不得不加大减产力度,进而直接利空PTA需求,可关注需求负反馈向上游

传导的情况。

关注产业链利润

1—2月,布伦特原油始终在78—88美元/桶区间振荡;3月中旬,原油受欧美银行事件冲击破位下跌,之后随着系统风险暂时解除,且OPEC+宣布联合减产;4月初,布伦特原油快速反弹至80美元/桶以上,但在海外高息和需求担忧下,近期油价再度回调走弱。然而,在高检修及低库存背景下,今年东北亚PX市场却异常强势,尤其是3月下旬国内大型装置降负荷停车极大削减了国内供应,东北亚PX—石脑油价差持续保持在420美元/吨以上高位,处于4年同期最高水平。

由于亚洲炼化装置集中检修,美国调油需求亦处于旺季,预计二季度远东芳烃供应仍将偏紧,PX—石脑油价差有望维持高位,但原油走弱势必会拖累PX绝对价格,进而影响到PTA成本重心中枢。此外,如果需求端矛盾继续激化,减产行为可能向上游PTA环节蔓延,这将对PX构成直接需求利空,进而倒逼PX让利实现产业链利润再平衡。

整体来看,当前产业链上游强势,PTA现货价格偏强,但终端需求季节性趋弱,下游聚酯预期降负,需求负反馈触发市场短期调整。不过,PTA高检修对冲投产压力,供需仍有望实现动态平衡,而在检修及调油背景下,二季度PX供应整体偏紧,成本端仍有较强支撑,中期看PTA回调后还有多配机会。

(作者单位:国信期货)