

乙二醇期货上市首日价格及投资机会分析

东海期货 | 东海策略 2018-12-8

研究所 能化策略组

投资要点

贾利军

从业资格证号: F0256916
投资分析证号: Z0000671
联系电话: 021-68757181
邮箱: jialj@qh168.com.cn

李婉莹 联系人

联系电话: 021-68757223

- 供应方面，2018 年受终端需求回暖和行业景气推动，国内乙二醇产能投放量进一步增加，再加上目前煤制乙二醇工厂利润仍然较好，近期乙二醇供应仍会进一步提速。需求方面，国内经济下行压力较大。虽然明年聚酯计划投产产能较多，但 2018 年终端市场存在较为严重的需求透支情况，2019 年 1-2 季度的部分需求被提前，预计 19 年聚酯投产不及预期，预计 2019 年乙二醇走势总体前高后低。
- 近期乙二醇价格波动大，新合约上市首日涨跌停板幅度为挂盘基准价的 8%。结合基准价 6000 元/吨；综合考虑近期乙二醇基本面弱势压力的延续，我们预计 MEG1906 合约上市当日价格运行区间为 [5700, 6100]。
- 操作上，考虑到短期内乙二醇基本面压力较大，预计首日乙二醇期货价格可能高开低走，参考现货历史波动水平，操作上建议 6100 元/吨处少量布局空单。套保方面，结合当前现货均价约 6100 元/吨以及合约挂牌价 6000 元/吨来计算，乙二醇期货 1906 合约的卖出套保成本约 6400 元/吨。考虑到当前期货贴水较大，因此卖出保值暂不适合入场。

2018年12月7日大连商品交易所发布关于乙二醇期货上市公告：乙二醇期货合约已由中国证监会批准同意在大连商品交易所上市。自2018年12月10日（星期一）起上市交易，交易时间：每周一至周五，09:00-10:15、10:30-11:30和13:30-15:00。首批上市交易合约为EG1906、EG1907、EG1908、EG1909、EG1910、EG1911。各合约挂牌基准价为6000元/吨。14家指定交割仓库或厂库江苏、上海、浙江、福建、广东各指定交割仓库间不设置升贴水。本文将参考CCF乙二醇现货报价为标的分析上市首日的波动范围，并且结合近期产业特征作一定的趋势分析。

一、乙二醇行情展望

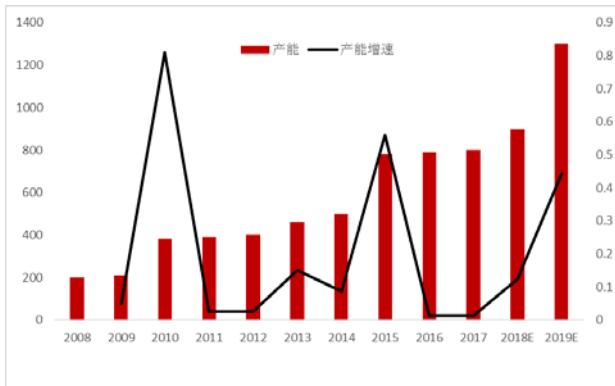
供应：进口依赖度高，国产能力提速

乙二醇是聚酯生产的重要原材料，受益聚酯行业高景气。乙二醇（简称EG或MEG），主要用于制备涤纶纤维、聚酯树脂、聚脂薄膜，也可以用于制备防冻剂、吸湿剂、增塑剂、表面活性剂、化妆品和炸药等，还可作为染料、油墨等的溶剂，和玻璃纸、纤维、皮革、粘合剂的湿润剂。在经历多年低迷期后，随着我国经济企稳和原油价格底部回升，聚酯行业开始逐步复苏。2017年，我国聚酯产能为5,303万吨/年，同比增长3.5%，产量为4,110万吨，同比大幅增长12.7%，行业平均开工率为86.2%，已超过2012年高点。2018年，受终端需求回暖和行业景气推动，国内乙二醇产能投放量进一步增加。

我国乙二醇进口替代空间广阔，煤制技术加速替代进程。2017年，我国乙二醇进口量高达875万吨，进口依存度为58.9%，存在较大的进口替代空间。目前，我国乙二醇主要进口地区为沙特等中东国家。这一地区因为油气资源丰富，生产成本低，自身下游需求有限，主要以出口为主。乙二醇合成有多种路线，其中以煤炭为原料的草酸酯法在近年取得了关键突破，逐渐成为我国未来乙二醇生产的主流工艺方向。

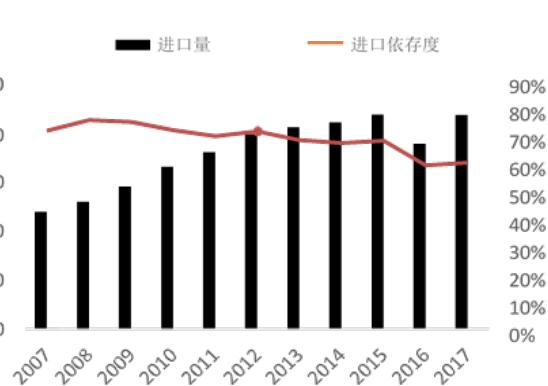
2017年我国乙二醇总产能达到806万吨，产量为557万吨，是世界生产大国之一，按照产量计算，我国占世界总产量的20%左右，2007-2017年的产量年均增长率约16.1%。其中，我国乙烯法路线（包括石脑油法和MTO法），制乙二醇产能为583万吨，占总产能的70.07%，煤基合成气草酸酯法制产能占比为31.25%。目前，煤制乙二醇产品品质已经被下游聚酯企业认可。以华鲁恒升为例，其5万吨/年装置优等品率达到100%，并得到了高端化纤用户的认可。国内涤纶长丝龙头企业桐昆股份母公司——浙江桐昆控股集团和上海宝钢气体合作，共同投资建设年产120万吨煤制乙二醇装置。这也印证了煤制乙二醇产品的品质。预计煤制乙二醇产能将加速投放，从而实现乙二醇的国产进口替代。

图1：我国MEG产能及产能增速



资料来源：wind，东海期货研究所

图2：我国乙二醇进口情况（万吨）



资料来源：wind，东海期货研究所

虽然现在的乙二醇的价格对煤制路线来说的确要面临亏损，但是短期也不会出现减停产，一方面，减停产也会增加装置的运行成本，另一方面，正值明年合约洽谈期，装置的稳定运行也能成为价格的商谈的筹码。所以短期装置在没有意外的前提下，不会主动减停产。但是如果乙二醇长期处于 5500 元/吨附近的低位，导致工厂长期亏损，那么工厂还是会考虑减产，或者转产其他更加有效益的产品。

表 1：乙二醇新装置投产情况

原料路线	企业	产能(万吨)	投产时间	地点
煤制	内蒙易高	30	2018年7月	内蒙古
	黔西(河南煤业)	30	2018年7月	贵州
	华鲁恒升	50	2018年11月	山东
	安徽红四方	30	2018年8月	安徽
	新疆天盈	30	2018年7月	新疆
	新疆天业	60	2019年12月	新疆
	中安联合	45	2019年12月	安徽
国产乙烯法	中海壳牌二期	48	2018年8月	广东
	恒力石化	90	2019年10月	大连
	浙江石化	80	2019年10月	浙江
国外乙烯法	SASOL	28	2018年12月	美国
	韩国乐天	72	2018年12月	美国
	阿美-马石油	80	2019年4月	马来西亚
	MEGlobal	75	2019年10月	美国
	台湾南亚	75	2020年12月	美国

资料来源：CCF，东海期货研究所

成本面，近期动力煤期货价格也在下跌通道中，主要由于目前国内资源供给充足、港口和电厂库存高位，需求方面也受到暖冬预期以及工业错峰生产等因素拖累下导致旺季不旺，整体贸易商心态偏悲观。

需求：下游价格回落，短期心态悲观

我国是世界最大的乙二醇消费市场。近年来，我国乙二醇的消费量也不断增加，2008 年我国乙二醇的表现消费量为 703.6 万吨，2017 年增加到 1430.7 万吨，约占世界总消费量的 51%，年平均增长率为 8.7%。其中，聚酯为乙二醇最重要的下游领域。聚酯域的产品主要为涤纶长丝、涤纶短纤、聚酯切片（包括纤维级切片、瓶用切片和薄膜切片）。而目前我国已经成为世界最大的聚酯生产国。截至 2017 年底，我国聚酯生产能力达到约 4552 万吨 / 年，产能主要分布在东部沿海的浙江、江苏、福建三省份，另外上海、广东等省市也有分布，少量分布在中西部的四川、安徽、河南等地。

乙二醇另一重要使用领域为防冻液。2017 年，国内防冻液对乙二醇的需求量为 50 万吨左右。我国近十年来汽车保有量增长迅速，从 2007 年的 0.57 亿辆到 2017 年底的 2.17 亿辆，每年增速都将在 10% 以上，人均 6.4 人 / 辆，对比美国于 2014 年已达到平均 1.3 人 / 辆，因此，未来中国的汽车市场还有很大的发展空间，对防冻液的需求只增不减。

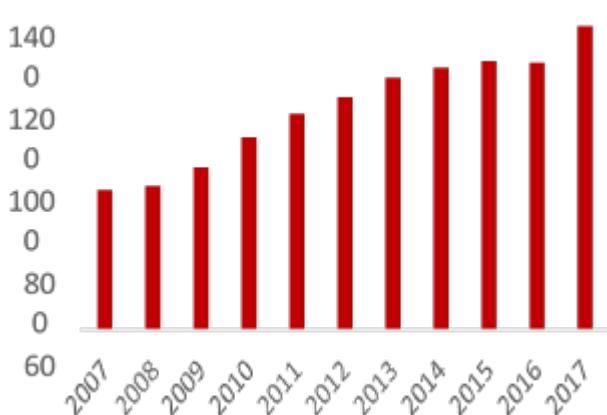
从下游消费地域来看，乙二醇的消费主要集中于江浙沪以及闽等东部沿海地区。从消费结构来看，乙二醇 90% 用于生产聚酯产品，江苏、浙江两省是我国聚酯企业最集中的地区，也是乙二醇消费量最大的地区：2017 年，浙江和江苏两省的乙二醇消费量分别为 591.4 万吨和 552.9 万吨，占全国总消费量的比例分别为 41.3% 和 38.7%，两省合计消费占比约 80.0%。除江浙等地外，福建、广东等东南沿海地区也聚集了一定规模的聚酯产业，是我国乙二醇消费第二大地区，占我国消费总量的 14.6% 左右。

MEG 的市场价格同样也会随着下游需求的变化而波动，下游消费量增长而供应不足时将会使市场价格上升，下游消费减弱而上游供应充足时市场价格将下降。聚酯行业的情况会直接影响乙二醇的价

格，而聚酯又大部分用于纺织品行业，这些产业链间的传导作用非常明显。由于全球经济增速放缓，纺织服装企业的增速开始下降，终端的订单开始转弱，同期聚酯需求增速也将放缓。聚酯行业或也将逐步开始市场化去产能阶段。

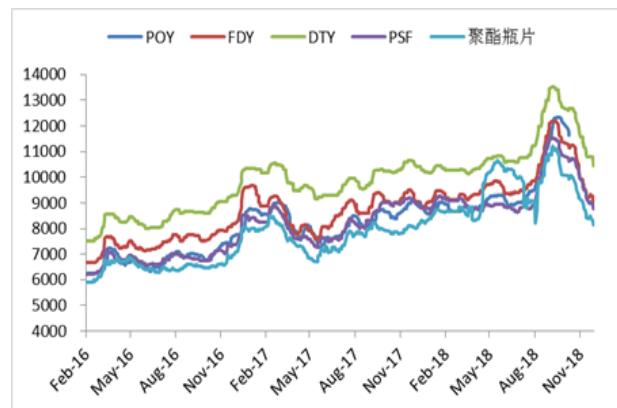
下游聚酯和织造短期负荷提升，并非因为需求好，而是前期检修不得不重启，目前聚酯库存压力大，现金流转负，如果后面不能有效去库，今年下游大概率会提前进入春节放假；对于明年下游需求整体不乐观，主要担忧还是在于 房地产、汽车相关行业低迷，拉低纺织品需求增速，外加终端织造近两年产能大量释放，竞争激烈，现金流不佳的情况下，导致投机性需求低迷，库存更多累积在生产商手里，为了控制库存，聚酯企业只能选择下调负荷运行。

图 3：我国 MEG 消费增速



资料来源：wind，东海期货研究所

图 4：聚酯产品价格变化



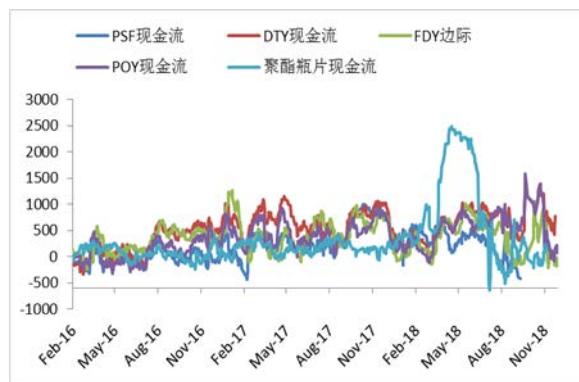
资料来源：CCF，东海期货研究所

图 5：聚酯产品库存指数



资料来源：CCF，东海期货研究所

图 6：聚酯产品利润变动



资料来源：CCF，东海期货研究所

二、乙二醇价格波动情况

我们选取 14 年以来的 CCF 乙二醇各地现货价格进行统计分析，根据我们的计算，发现乙二醇现货价格波动有如下特点：

第一，乙二醇自身价格影响因素复杂，且因进口依存度高，对于海外市场检修与各类消息，储罐与进出口政策等均有较高敏感性，因此乙二醇价格波动幅度较大。结合我们之前做的分析来看，宏观面、原料、供需、宏观、汇率及相关产品价格波动等都会引发乙二醇价格的波动，涉及到的具体数据指标

较多。按年份逐年计，2014 年价格波动区间为[5600, 7580]，最大价差为 1980 元 / 吨，2015 年价格波动区间为[4155, 8060]，最大价差达到 3905 元/吨，2016 年为[4350, 8180]价差为 3830 元/吨，2017 年波动区间为[5625, 8300]，最大价差为 2675 元/吨，2018 年波动区间为[5660, 8605]，最大价差为 2945 元/吨。

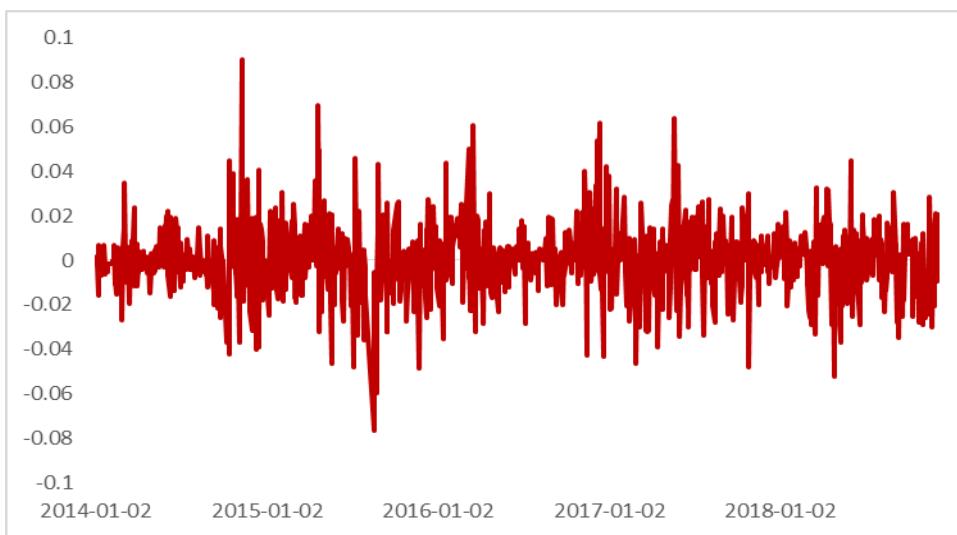
表 2：2014 年以来乙二醇价格波动变化

年份	最低	最高	最大价差	年波幅	日波动绝对均值
2014	5600	7580	1980	35.36%	0.91%
2015	4155	8060	3905	93.9%	1.31%
2016	4350	8180	3830	88.05%	0.789%
2017	5625	8300	2675	47.56%	1.05%
2018	5660	8605	2945	52.03%	1.13%

资料来源：Wind，东海期货

第二，日波幅的绝对值均值为 1.04%，数值偏小。但从下图中不难看出，乙二醇现货价格单日波动幅度很大，近五年来分布在[-7.6%, 9%]范围内。最近两年其波幅有所减小，但总体而言乙二醇价格震荡频繁。乙二醇价格日波幅分布如下图所示：

图 7：CCF 乙二醇价格日波幅统计



数据来源：Wind，东海期货

近期乙二醇价格波动大，新合约上市首日涨跌停板幅度为挂盘基准价的 8%；结合基准价 6000 元/吨，综合考虑近期乙二醇基本面弱势压力的延续，我们预计 MEG1906 合约运行区间可能为[5700, 6100]。

三、上市首日操作机会展望

结合当前市场的特征，单边上我们认为乙二醇价格易跌难涨，主要原因如下：

1、基本面压力不减。2018年9月后，下游织造工厂的订单一直没起来，而短纤的下游纱厂采购具有投机性，因此聚酯短纤的产销也相应不好，在这种情况下短纤装置的负荷维持了长达四个月的7成负荷，当前聚酯成品库存比较高。目前盛泽和长兴喷水织机的负荷在8成附近，常熟经编厂的负荷在6成附近，海宁经编厂的负荷在4-5成附近，终端开机在不断下滑。未来随着织造订单继续偏弱，可能织造工厂会提前过年。再加上目前煤制乙二醇工厂利润仍然较好，乙二醇供应还会增加，所以对未来乙二醇还是存悲观心态。

2、宏观预期偏向悲观。尽管近期中美贸易摩擦问题有所缓解，但仍不排除其在90天之后继续发酵的可能性，国内经济下行压力较大。虽然明年聚酯计划投产产能较多，但2018年终端市场存在较为严重的需求透支情况，2019年1-2季度的部分需求被提前，预计19年聚酯投产不及预期，乙二醇走势总体前高后低。

考虑到短期内乙二醇基本面压力较大，预计首日乙二醇期货价格可能高开低走，参考现货历史波动水平，操作上单边建议6100元/吨处少量布局空单。

套保方面，12月7日，乙二醇各地现货报价如表1所示，我们据此算出当前市场现货均价约为6000元/吨。

表3：乙二醇现货报价（12月7日）

现货报盘	品种	报价(元/吨)
MEG	CCF 内盘现货	6095
	CCF 宁波现货	6110
	CCF 华南现货	5975
	CCF 外盘现货折算	6181
	平均	6100

资料来源：CCF，东海期货

距1906合约还有6个月左右进入交割月，根据大商所交割规则，我们核算6个月的仓储和资金成本。卖出的总成本包括仓储费用1.5元/吨*天、交割手续费1元/吨、期货交易手续费成交金额的万分之零点五、贷款利率4.35%核算。考察生产商的卖出成本，根据大商所乙二醇交割细则规定，乙二醇出入库最高限价为20元/吨。各合约挂牌基准价为6000元/吨，按6%保证金计算。

表4：MEG卖保成本计算

MEG套保成本=仓储费+交易交割费用+资金利息+入库费+检验费				
1. 仓储费	1.5元/吨/天，每吨每月的费用为45元/吨			
2. 交割手续费	1元/吨			
3. 交易手续费：	4元/手			
4. 年贷款利率	4.35%(六个月至一年含)			
5. 入库费	20元/吨			
如果核算6个月，以6000元/手核算：				
仓储费	交易交割费用	资金利息（假设一手需要3600元资金，6个月10吨）	入库费	合计
45*6=270	4/10+1=1.40	3600*0.0435*6/12/10=7.83	20元/吨	约300元/吨

资料来源：东海期货

假设12月7日现货均价为6100元/吨，综合考虑其他因素，乙二醇1906合约交割成本约为6400



元 / 吨。以大商所基准价 6000 元/吨为依据，考虑到当前期货贴水较大，因此卖出保值暂不适合入场。

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：www.qh168.com.cn