

中期偏弱格局不改，反弹或迎再次做空时机

报告摘要：

2月份甲醇期价维持在2700~2850区间震荡，截至2月23日晚间，期价全月下跌11元/吨。甲醇港口现货从1月底的3350下跌至周五的3070，累计下跌260元/吨，价差亦由之前的550附近收窄至目前的315。2月上旬因临近春节，在上游排库和下游需求转淡双重压力驱动下，期价下探至2700一线，2.12日前后兴兴MTO装置开车为甲醇价格带来了一定的支撑，起到了撑底的作用。展望三月，短期随着下游节后逐步开工补库或可带动期现价格小幅反弹，但若天然气装置供给在三月兑现，则甲醇期现价格可能再次走低，我们建议在三月份，重点关注甲醇的第二波中期做空机会。具体分析如下：

供给端，1~2月甲醇国内装置检修较少，开工持续维持在高位，1月国产量为530万吨/月，创历史新高。从目前的检修情况来看，3月供给端压力仍存，天然气制甲醇近400多万吨产能预计在春节后开车，国内供给较为宽松。外盘方面，1月进口量在79.7万吨，因甲醇外盘并无新增装置，所以进口量基本和去年持平，2月塞拉尼斯和中南美洲或检修或降负，外盘或以稳为主。

需求端，传统需求短期季节性弱势，春节归来后存复产预期，预计将会有一定增加。新兴需求来看，兴兴装置复产，短期托底甲醇价格，常州富德4月前后有开车预期；中期4~5月斯尔邦和禾元有检修计划，会再次拖累甲醇需求。

产业链利润方面，随着甲醇的期现价格的走低，下游利润均有了不同程度的改善，华东MTO装置综合利润开始重新盈利，绝对价格上的矛盾已经有所化解。随着现货的快速回落，基差亦有收窄，当前华东基差315，可交割地最低现货为河南2700，基差-65，基差问题也有所缓解。

策略方面：

单边：反弹做空；短期下游补库或带动期价有所反弹，中期偏弱格局下，可关注第二轮做空机会。预计05价格运行区间预期为2600~2850元/吨；09合约2550-2750元/吨。

跨期：5-9驱动并不明朗，仍有可能是单边行情主导下带动的涨跌，建议观望。

对冲：PP-3*MA短期或有缩小；中期思路依旧偏扩大，等待入场时机。

风险：

内外盘春季集中检修；天然气装置复产爽约

华泰期货研究所 能化组

刘渊

塑料、PP、甲醇研究员

☎ 021-68757985

✉ liuyuan@htfc.com

从业资格号：F3031395

陈莉

天然橡胶研究员

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

更多资讯请关注：www.htfc.com

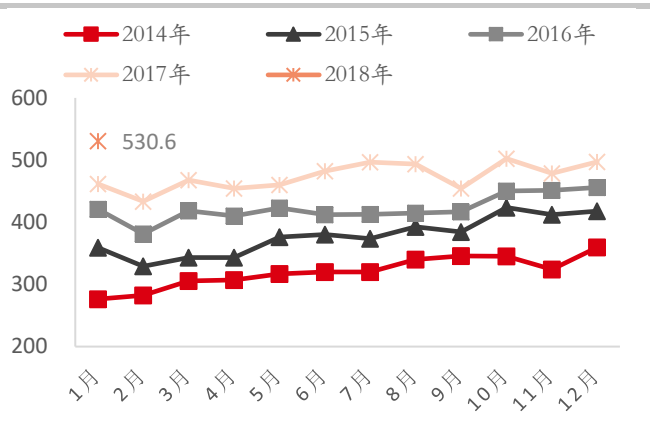
微信号：华泰期货



关注天然气制甲醇装置复产

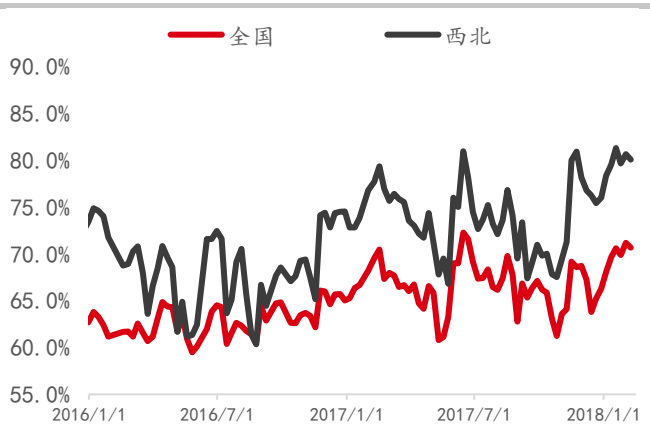
供给方面，2月并未听闻有新装置投产，仍然以存量装置的供给为主。截至2月23日，国内甲醇装置开工从1月份开始，一直维持在70%左右的开工附近，2月装置大装置停车并不频繁，内盘供给持续处于高位。焦炉气大部分装置已经开车，四川川维87万吨天然气制甲醇装置已经开车，尚有近400万吨复产尚未兑现，若落实，则供给压力有望进一步增大。建议关注，具体如下表1所示：

图1：甲醇产量 单位：万吨



数据来源：国家甲醇网 华泰期货研究所

图2：甲醇开机率 单位：%



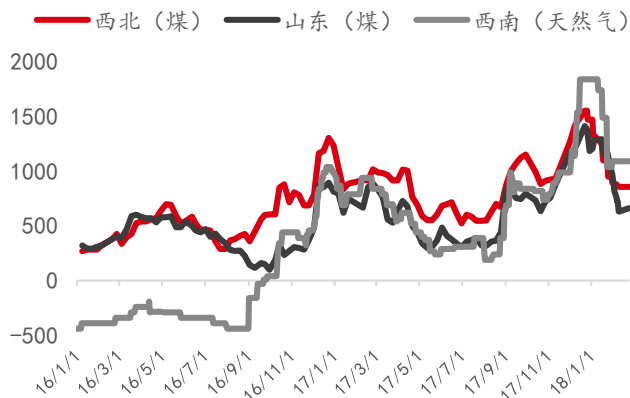
数据来源：卓创 华泰期货研究所

表2：天然气制甲醇装置

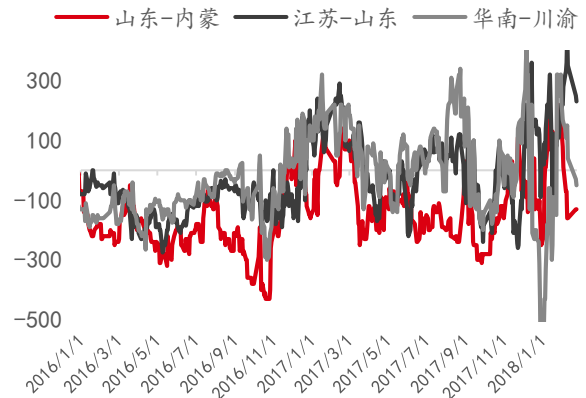
| 装置 | 天然气产能 (万吨) | 地区 | 停开车情况 |
|-------|------------|----|----------------|
| 四川泸天化 | 50 | 四川 | 11.2 停车，待定 |
| 四川玖源 | 50 | 四川 | 计划春节后开 |
| 四川川维 | 87 | 四川 | 春节已开，少量外销 |
| 重庆卡贝乐 | 85 | 重庆 | 12.12 停，计划春节后开 |
| 青海格尔木 | 12 | 青海 | 正常生产 |
| 青海格尔木 | 30 | 青海 | 15.12 停，有重启计划 |
| 青海中浩 | 60 | 青海 | 计划春节后开 |
| 青海桂鲁 | 80 | 青海 | 计划春节后开 |
| 内蒙古天野 | 20 | 内蒙 | 正常生产 |
| 内蒙古博源 | 40 | 内蒙 | 计划春节后开 |
| 内蒙古博源 | 95 | 内蒙 | 14.10.10 停车至今 |

资料来源：卓创 中宇 华瑞

从国内成本和利润方面，鄂尔多斯和山东济宁 5500 大卡坑口煤为 420 和 645 元/吨，对应到盘面的成本为 2300 和 2350 元/吨，川渝气头甲醇成本对应到华东为 1830 元/吨，华北焦炉气对应到华东为 2240 元/吨，随着期现价格的走低，当前利润有所收缩，处于但相对中等水平，成本支撑并不强。如下图所示：

图 3: 甲醇装置现货生产利润 单位: 元/吨


数据来源: wind 华泰期货研究所

图 4: 产销区价差 单位: 元/吨


数据来源: wind 华泰期货研究所

第三就是产销区之间区域平衡方面，春节前西北和山东有排库诉求，导致两地价格下跌较快，产销区价差亦拉至高位，当前价差虽有回落，但套利窗口依旧打开，华东现货仍有下跌空间，如图 4:

截至 2 月 23 日，山东、河南、河北、内蒙和西南的现货价格分别为 2650、2500、2600、2380 和 2950 元/吨，产区可交割货源低端价格为 2700-3130 元/吨，太仓现货价格 3070 元/吨，产销窗口打开，华东现货仍有下跌空间。

进口正常化，以稳为主

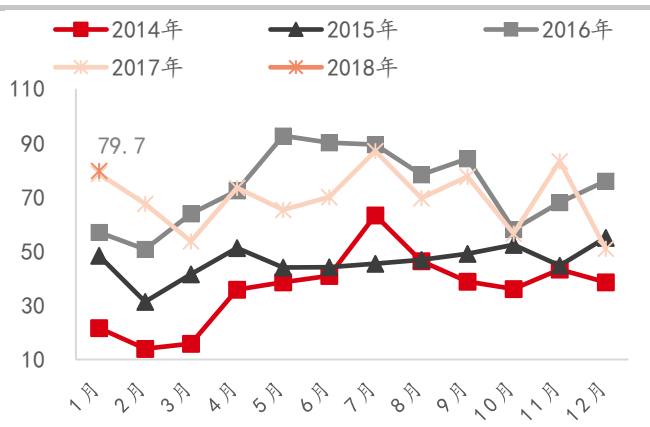
1月甲醇进口79.7万吨，较去年增加1.2万吨，同比微增。12月份之后，外盘检修装置大幅减少，加之进口盈利窗口大开，1月进口环比12月的51万吨激增。1~2月份伊朗KPC、利安德巴塞尔、美国塞拉尼斯和三井装置开始检修，中南美地区部分装置因供气问题，未能一直满负荷生产，外盘无新增装置的情况下，预计2~3月份进口将会维持在65~70万吨之间波动。

当前盈利较前期有所转弱，外盘压力并不明显，预计价格波动仍以内盘为主导。

具体如下图所示：

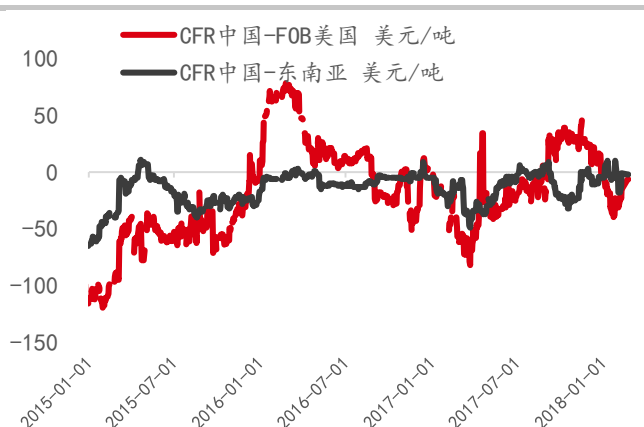
图5：甲醇进口增速

单位：吨



数据来源：海关总署 华泰期货研究所

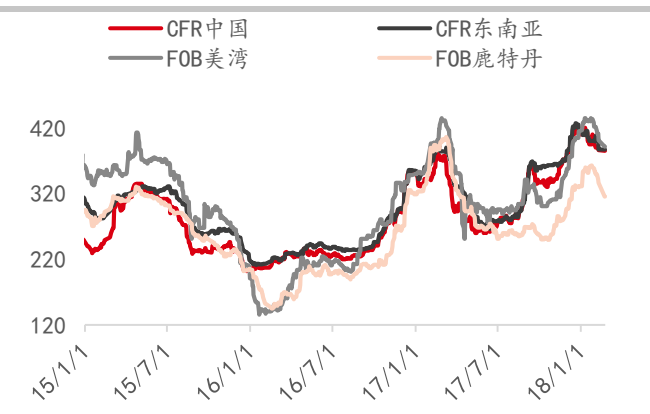
图6：甲醇中国与东南亚、美国价差 单位：美元/吨



数据来源：wind 华泰期货研究所

图7：外盘甲醇价格对比

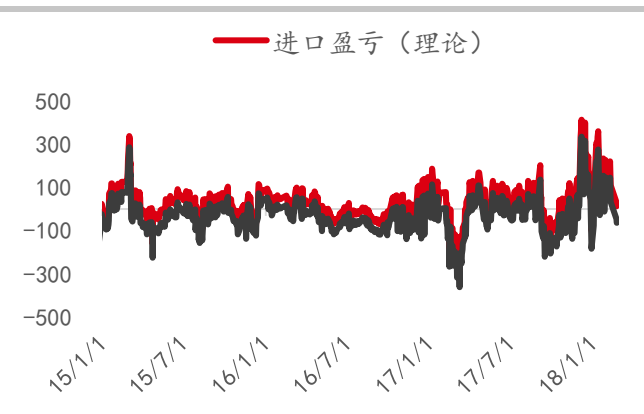
单位：美元/吨



数据来源：wind 华泰期货研究所

图8：进口利润

单位：元/吨



数据来源：wind 华泰期货研究所

表 3 国外甲醇装置动态

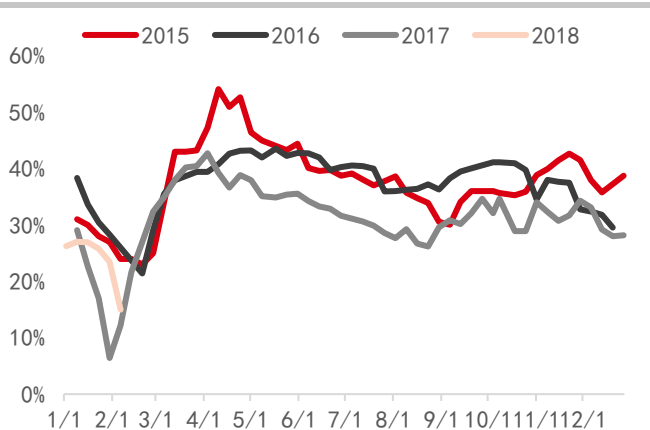
| 装置 | 产能 (万吨) | 装置动态 |
|-------------------|---------|---------------------|
| 伊朗 ZPC | 330 | 正常运行 |
| 伊朗 KPC | 66 | 元旦停车, 预计 2 月重启 |
| 伊朗 FPC | 100 | 正常运行 |
| Methanex 新西兰 | 52 | 正常运行 |
| Methanex 埃及 | 130 | 正常运行 |
| 马来西亚 Petronas | 236 | 正常运行 |
| 文莱 BMC | 85 | 正常运行 |
| 梅塞尼斯路易斯安那州 | 200 | 正常运行 |
| 利安德巴塞尔 | 78 | 1 月下旬停车, 计划 2 月重启 |
| OCI | 93 | 正常运行 |
| 委内瑞拉 Supermetanol | 75 | 负荷 9 成附近 |
| 委内瑞拉 metor | 160 | 9 成附近 |
| 沙特 Ar Razi | 170 | 轮休, 装置不稳定 |
| 沙特 IMC 公司 | 100 | 预计 4.1 停车检修 30~40 天 |
| QAFAC | 85 | 正常运行 |
| Methanex 特立尼达和多巴哥 | 270 | 正常运行 |
| MHTL 公司 | 400 | 正常运行 |
| 塞拉尼斯和三井物产合资 | 130 | 2 月初停, 预计检修一月 |
| 俄罗斯 Tomsk | 75 | 正常运行 |
| 印尼 (KMI) | 66 | 正常运行 |
| 阿曼 Salalah 甲醇公司 | 109 | 正常运行 |
| 阿曼 Oman 公司 | 105 | 正常运行 |

资料来源: 华瑞 华泰期货研究所

传统需求逐步好转，开工将从低位回升

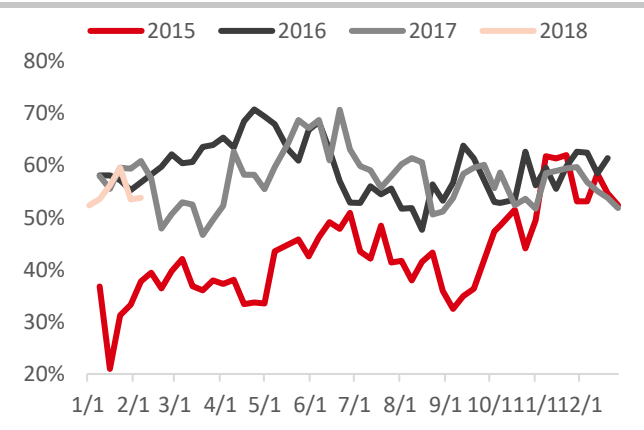
甲醇需求端依然要看传统需求和烯烃需求，春节前季节性缘故，以甲醛和醋酸为代表的下游部分停车降负，需求走弱，当前随着春节结束，下游将会逐步开车，届时，下游开工也将会从低位逐步回升。具体如下图所示：

图 9： 甲醛开工率 单位： %



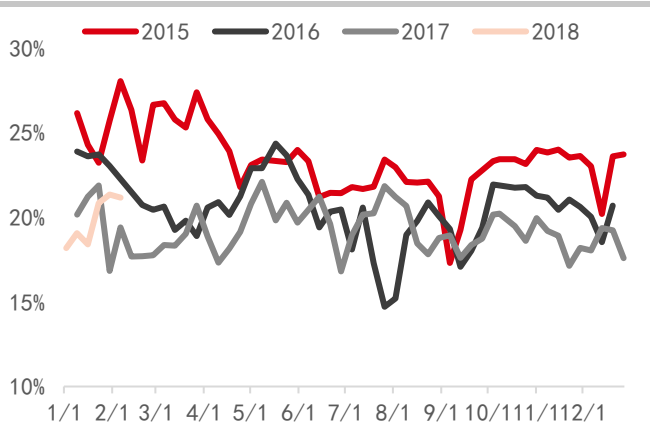
数据来源：卓创 华泰期货研究所

图 10： MTBE 开工率 单位： %



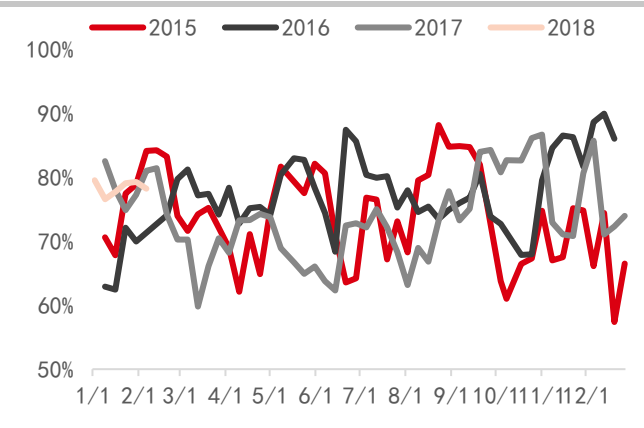
数据来源：卓创 华泰期货研究所

图 11： 二甲醚开工率 单位： %



数据来源：卓创 华泰期货研究所

图 12： 醋酸开工率 单位： %



数据来源：卓创 华泰期货研究所

其次，也是最主要的影响因素是烯烃需求，新兴的烯烃方面，烯烃外采甲醇的量达到 1340 万吨，对甲醇影响明显。1 月下旬，兴兴检修结束，2.12 日重新开车复产，对甲醇价格起到了托底的作用。且随着甲醇价格的不断走低，华东大型 MTO 装置的综合利润亦在逐步改善，目前综合利润已经扭亏为盈，兴兴已经开车，不排除之前降负的神达、阳煤恒通等装置重新提负。短期来说，这将为甲醇价格的反弹提供一定的动力；中期而言，禾元和斯尔邦预计 3~5 月有检修计划，届时甲醇需求将会重新受到拖累。另外听闻常州富德装置在 4 月前后有重新开车的计划，一定程度对冲掉两套大型 MTO 装置检修的需求的损失量。

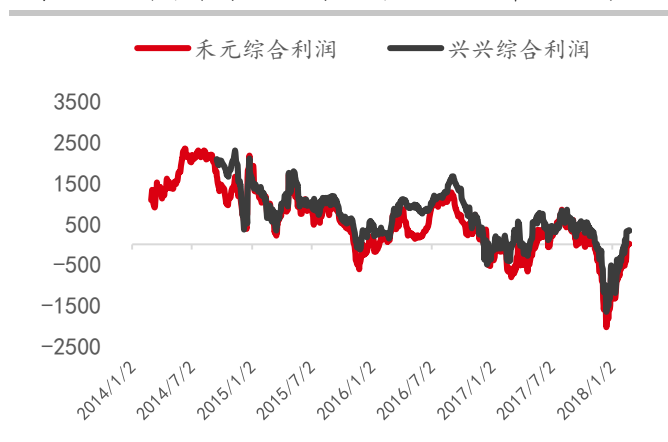
外采甲醇制烯烃装置动态，如下表所示：

| 区域 | 企业 | 装置 | 原料甲醇 | 外采甲醇 | 装置动态 |
|-----|----------|------|------|------|---------------|
| 河南 | 中石化中原石化 | 20 | -- | 60 | 正常 |
| 宁波 | 宁波禾元(富德) | 60 | -- | 180 | 4月前后检修计划 |
| 南京 | 南京惠生 | 29.5 | 50 | 40 | 正常 |
| 山东 | 山东神达化工 | 34 | — | 100 | 7成负荷 |
| 嘉兴 | 兴兴新能源 | 69 | — | 180 | 2.12日开车 |
| 山东 | 阳煤恒通 | 30 | 20 | 70 | 负荷6~7成 |
| 陕西 | 神华榆林 | 60 | 60 | 120 | 正常 |
| 内蒙古 | 中煤蒙大 | 60 | 60 | 120 | 正常 |
| 江苏 | 富德常州 | 33 | — | 100 | 停车中，3~4月有开车计划 |
| 江苏 | 斯尔邦 | 80 | — | 250 | 7成负荷，3~4月检修计划 |

数据来源：华瑞 华泰期货研究所

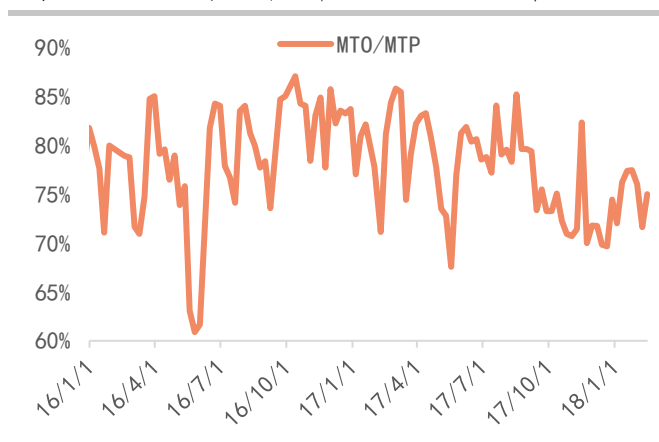
华东主流烯烃装置外采甲醇制烯烃利润如下图所示：

图 13： 外采甲醇 MTO 装置综合利润 单位：元/吨



数据来源：国家甲醇网 华泰期货研究所

图 14： MTO 装置开工率 单位：%

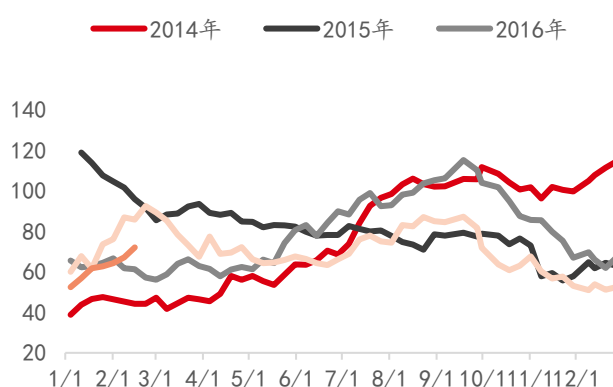


数据来源：卓创 华泰期货研究所

库存季节性回升

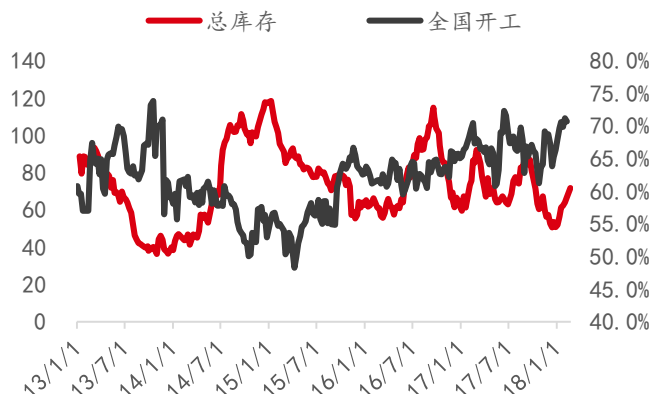
目前港口库存总计 72.05 万吨，港口可流通库存在 18 万吨左右，较 1 月底时的 64.32 万吨和 11.3 万吨，分别上升 7.73 万吨和 7 万吨，库存季节性累积，相较于往年来看，这一累库并不明显。节后下游将会有不同程度补库，加上兴兴等烯烃装置的开车提负，去库预期较好，在天然气制甲醇装置复产前，预计库存压力不大。库存情况如下图：

图 15: 甲醇港口库存 单位: 万吨



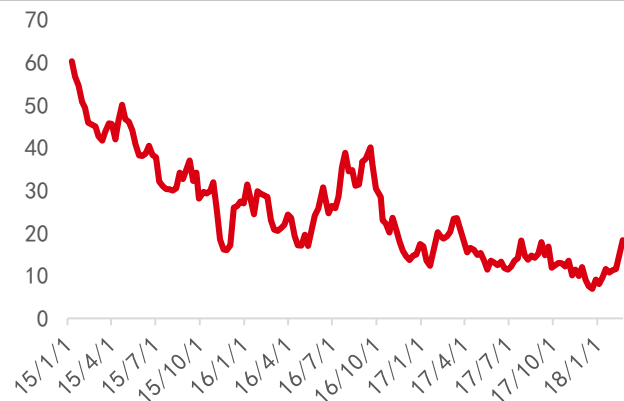
数据来源: 国家甲醇网 华泰期货研究所

图 16: 总库存和全国甲醇开工 单位: 万吨/%



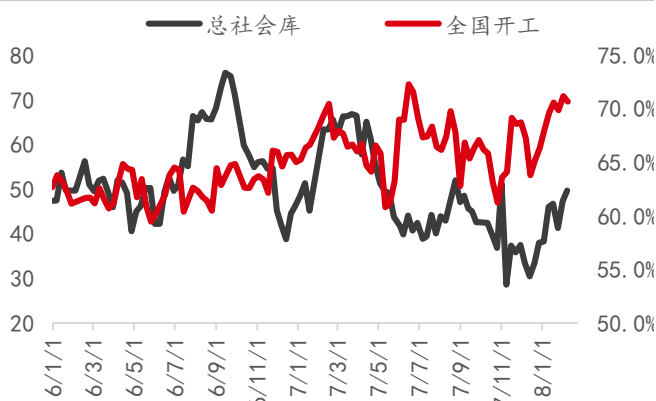
数据来源: 卓创 华泰期货研究所

图 17: 甲醇港口可流通库存 单位: 万吨



数据来源: 卓创 华泰期货研究所

图 18: 总社会库存和全国甲醇开工 单位: 万吨/%



数据来源: 卓创 华泰期货研究所

短期反弹或为中期做空带来机会

供需来看, 甲醇开工将会持续维持高位, 短期开工进一步提升空间有限, 若天然气制甲醇装置如期复产, 则压力将会再次增大。外盘方面, 新装置新投产在 2~3 季度, 投产前压力不大, 预计以稳为主。需求方面, 传统将逐步恢复, 开工从低位回升, 新兴需求兴兴开车为甲醇带来支撑, 常州富德的开车预期让市场并未进一步悲观。中期斯尔邦和宁波富德的检修若兑现, 则甲醇压力会再次增大。短周期甲醇期现价格或伴随着下游需求的逐步好转或有所反弹, 中期来说, 天然气复产和两套大型 MTO 装置检修带来的压力更大, 偏空格局难改, 反弹是中期再次介入空单的时机, 建议重点关注 2800~2850 一线的压力。

估值来看, 甲醇产业链下游利润有所修复, 上游盈利中等水平, 基差亦有所收窄, 估值上评估为中性, 矛盾不突出。

甲醇供需平衡表

单位（万吨）

| | 2017 | | | | | 2018 | | | | | 年度同比 | | |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|-------|
| | 2016 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 2017 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 2018 | 2017 | 2018 |
| 需求 | 5,953.4 | 1,535.8 | 1,619.8 | 1,666.2 | 1,692.3 | 6,514.1 | 1,745.0 | 1,760.9 | 1,781.2 | 1,842.6 | 7,129.7 | 9.4% | 9.5% |
| 供应 | 5,945.2 | 1,561.6 | 1,604.5 | 1,678.7 | 1,667.8 | 6,512.6 | 1,771.0 | 1,772.9 | 1,766.1 | 1,857.3 | 7,167.3 | 9.5% | 10.1% |
| 国内产量 | 5,067.8 | 1,362.9 | 1,396.5 | 1,444.7 | 1,478.3 | 5,682.4 | 1,554.1 | 1,559.1 | 1,532.7 | 1,595.8 | 6,241.7 | | |
| 进口 | 880.7 | 199.8 | 208.7 | 234.2 | 190.8 | 833.5 | 217.7 | 215.0 | 234.0 | 263.0 | 929.7 | | |
| 出口 | 3.3 | 1.1 | 0.7 | 0.2 | 1.3 | 3.3 | 0.8 | 1.2 | 0.6 | 1.5 | 4.1 | | |
| 库存变化 | -8.2 | 25.8 | -15.3 | 12.5 | -24.5 | -1.5 | 26.0 | 12.0 | -15.1 | 14.7 | 37.6 | | |

数据来源：国家甲醇网 卓创 华泰期货研究所

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com