



## 甲醇空 1905 多 1909 策略探讨

### 主要观点:

平衡表预估平衡表维持中等累库不改（兴兴节后复工假设下仍是）。港口当期面临胀库压力，虽然1月中下-2月上到港压力稍缓延后及兴兴复工后港口压力暂缓，但内地正式进入备库结束春节放假季节性累库阶段，后市内地套利物流季节性开启或是压垮港口高库存的最后一根稻草。目前煤头成本线附近引发的春检减产加量遐想需等待3月底至4月初的春检，不足以给05合约足够时间发酵；关注气头提前复工对2月累库幅度的预期增加。

策略：短空选择跨期空5多9，基差合适，当期库存合适，预估库存变动亦合适。跨品种配置空头暂不作考虑，趴在煤头成本估值偏低。

本文首先第一部分分析19年甲醇的供应及需求新增变量，分析供应及需求各压在05还是09，第二部分探讨甲醇跨期的锚定因素（季节性、基差、库存），第三部分是结合平衡表预估研判MA5-9的走势。

风险点：久泰外购MTO提早投产；外盘春检加量

研究院 能源化工部

潘翔

能源化工总监兼首席原油研究员

☎0755-82767160

✉panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

联系人：

梁宗泰

甲醇 PVC 研究员

☎020-28291697

✉liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

## 1.0 甲醇 19 年供应增量及需求增量预估，名义供应增量偏高

图 1：2019 年供应新增及外购 MTO 新增计划

单位：万吨/年

	一体化 MTO 产能增量		外购 MTO 产能		外盘产能增速%	外国产能	外国新增产能	中国新增非一体化产能						中国新增一体化产能	中国新增一体化产能	中国新增产能	中国产能增速	
	一体化 MTO 产能增量	外购 MTO 产能	一体化 MTO 产能	外购 MTO 产能				非煤头	非气头	非焦炉	非一体化	非一体化						
2013	0	270	575	270		5057		332	240	0	92	5192	6.8%	600	0	332	5792	6.1%
2014	720	327	1295	597		5297	240	710	425	215	70	5902	13.7%	1260	660	1370	7162	23.7%
2015	0	600	1295	1197	4.7%	5545	248	170	145	0	25	6072	2.9%	1310	50	220	7382	3.1%
2016	360	580	1655	1777	0.0%	5545	0	245	195	0	50	6317	4.0%	1670	360	605	7987	8.2%
2017	280	30	1935	1807	0.0%	5545	0	255	210	0	45	6572	4.0%	1950	280	535	8522	6.7%
2018 (E)	240	0	2175	1807	7.6%	5969	424	410	360	0	50	6982	6.2%	2190	240	650	9172	7.6%
2019 (E)	500	630	2675	2437	6.4%	6350	381	500	420	0	80	7482	7.2%	2810	620	1120	10292	12.2%
2020 (E)		180			3.6%	6580	230											

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

备注：上图为华泰期货研究院根据卓创等资讯网站及历史资料整理所得的年度供应新增情况。

外盘新增产能预期 381 万吨/年，内盘非一体化新增产能预期 500 万吨/年，按假设外盘投产 60%的量都过来中国的话，总共加起来为名义新增供应  $500+381*60%=728$  万吨/年。（一体化甲醇不进入流通环节，暂不不算在供应增量里）。外购 MTO 投产对甲醇新增需求为 630 万吨/年。从名义产能来看，中国外购 MTO 甲醇名义需求增量少于（内盘非一体化+外盘到中国）新增名义产能，但实际仍需跟踪具体装置投产情况。

### 1.1.1 外盘新增产能增速 19 年偏高，最早或体现在 05 合约

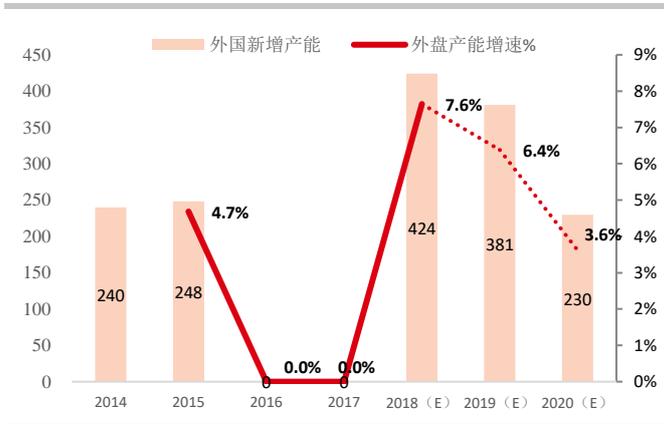
图 2：2019 年外盘装置投产计划

单位：万吨/年

状态	原投产时间	投产时间	国家	公司	产能	地点	状态
推迟未投	2015.3月8月; 2016Q2; Q3; 2017; 2018.3; 2018.5; 2018.Q3; 2019年上半年	2019年2月下旬试车	伊朗	Kaveh Methanol Co.	230	伊朗asslo	新建
	2017年; 2018年Q4	2019年	俄罗斯	JSC Shchekinozot	45	Navoiyazo	新建
	2019.H1 (或2020年)	2019年6月	特立尼达	Caribbean Gas Chemical	100	特立尼达	新建
		2019年	加拿大	Primus Green Energy	5.8	加拿大	新建
2019年外国投产					381		

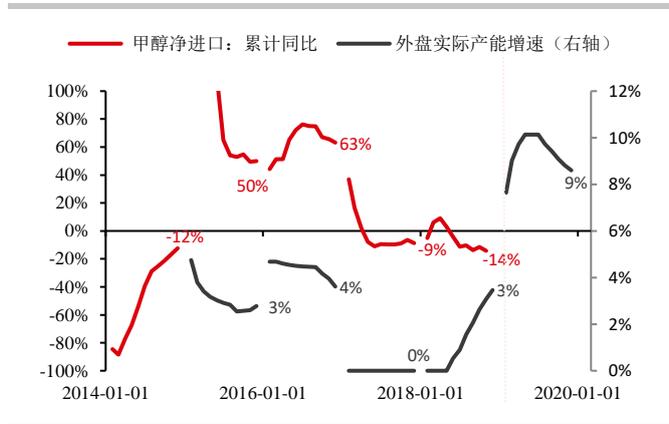
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 3: 甲醇年度外盘新增产业预估 单位: 万吨/年, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 4: 外盘实际产能增速与中国进口累计同比 单位: %, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

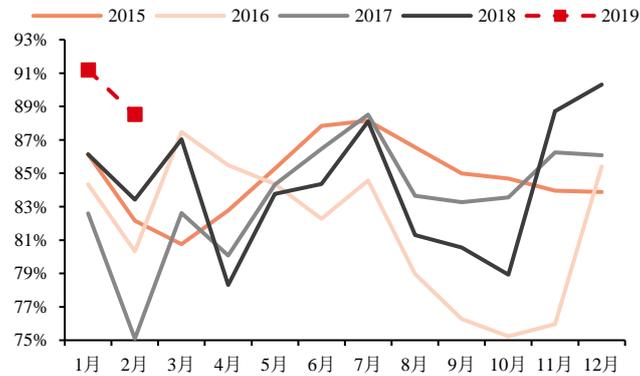
(1) 2019 年外盘产能投放计划 381 万吨, 外盘名义产能增速接近 6.4%, 与 17 年的 7.6% 相当, 为 14 年以来最高。而换算到实际产能增速 (即月度产量的累计同比), 则 2019 年外盘实际产能增速接近 9%, 远高于 2018 年的 3%, 主要原因是 18 年 10 月投产的伊朗 165 万吨 Marijarn 增量主要体现在 2019 年。

(2) 2019 年投产计划中, 最早的是伊朗 keveh 230 万吨, 伊朗 kavch 230w 甲醇装置计划 2 中下旬试车, 目前由国内两个天然气工厂技术团队进行技术支持, 前期问题主要是管道爆炸, 目前配件到齐。若顺利投产, 则外盘新增压力最早于 05 合约体现, 有利于空 5 多 9

(3) 中国净进口累计同比, 与 外盘实际产能增速, 存在一定相关性, 但相关程度并不明显。特别是 2018 年外盘实际产能增速从 2017 年的 0% 上抬至 3%, 而 2018 年 1-11 月的净进口累计增速是从 2017 年的 -9% 下移至 -14%, 主要原因是 18 年 8-10 月检修, 下文有述。

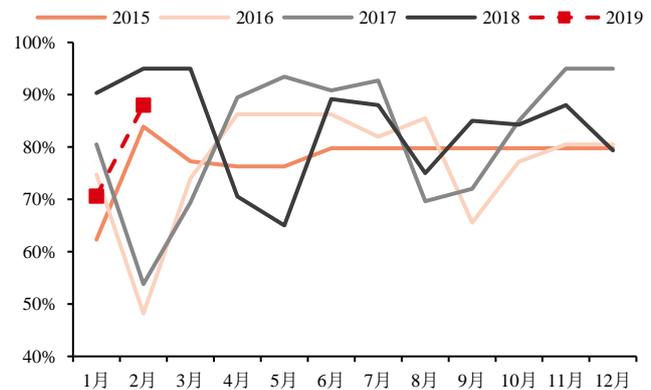
### 1.1.2 历史外盘春检主要以伊朗 ZPC 及马油为主，然而 18 年秋检均已巨量背景下，19 年春检量级有限

图 5：甲醇外盘月度开工率 单位：%



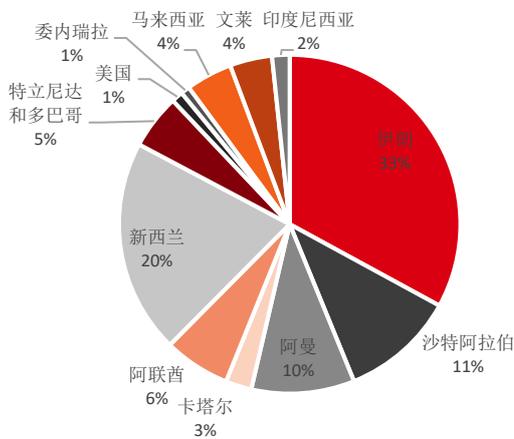
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 6：伊朗装置开工率 单位：%



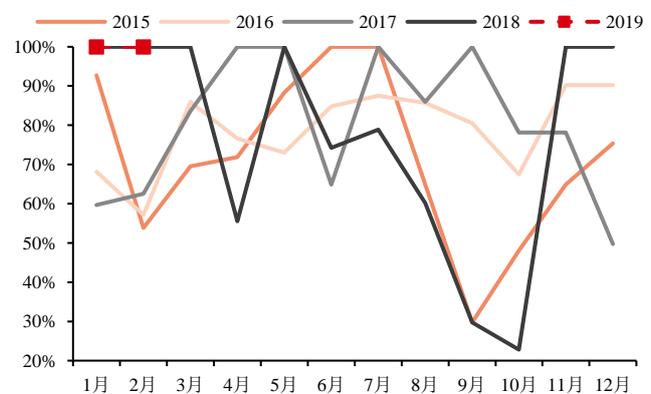
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 7：18 年 1 月至 11 月甲醇进口来源国 单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 8：马油装置开工率 单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

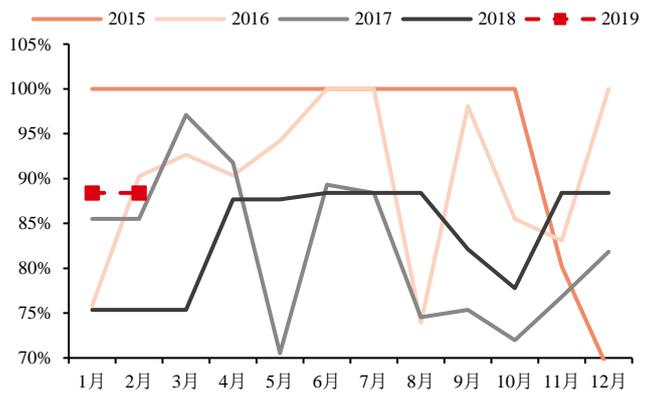
(1) 外盘季节性春检秋检装置具体为伊朗及马来：每年 2-3 月，8-10 月分别为外盘装置的季节性春检及秋检，回到每套装置的历年春检及秋检情况，带有明显春检以及秋检季节性行为的是伊朗 ZPC1#2#共 330 万吨装置及马油 1#2#共 242 万吨。

(2) 伊朗 ZPC、马油秋检已放量，春检量级存疑：上文所述，2018 年外盘产能存在增量，而中国净进口反而继续下降主要原因为 2018 年 8-10 月外盘检修加量，具体落实为：伊朗 ZPC1#165 万吨 8 月底小修，2#165 万吨 7 月底至 10 月底间歇停机。ZPC1#亦已于 18 年 4 月大修过 50 天，18 年年内 ZPC 已经历过 4 月及 8-10 月大修，因此对 2 月季节性春检量级存疑。马油 2#亦于 3 季度检修，对于春检持续时间或有限，目前听闻东南亚有春检计划，

马油具体春检量仍未落地。

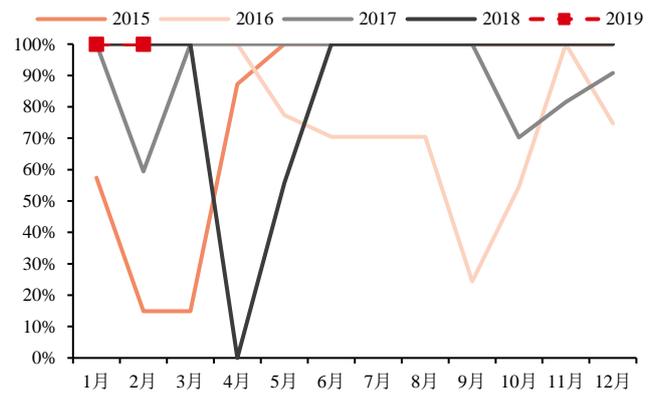
(3) 下图继续列出中国进口来源主要国家的外盘开工率，新西兰、沙特、阿曼及其他欧美国家。下图表明上述国家春、秋检季节性并不明显。

图 9： 沙特装置开工率 单位：%



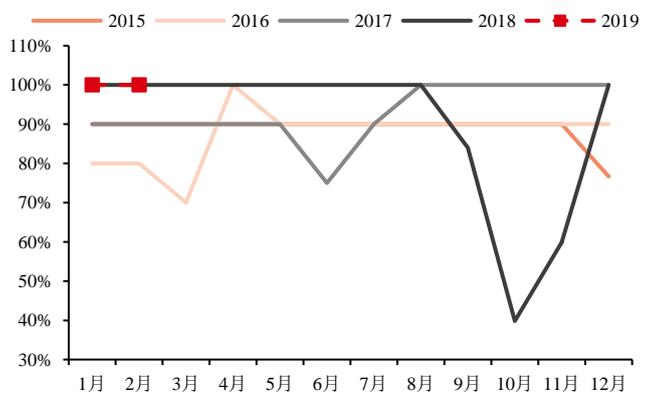
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 10： 阿曼装置开工率 单位：%



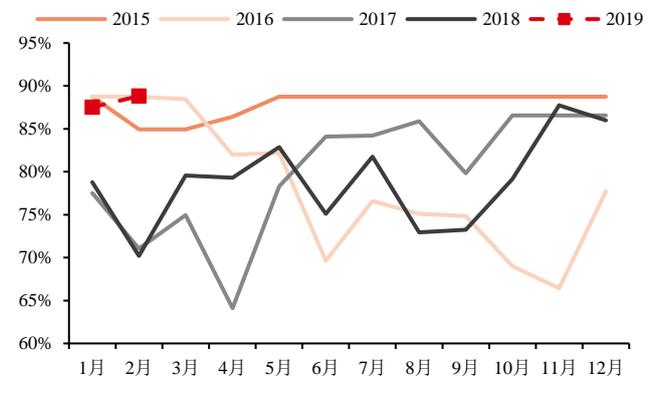
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 11： 新西兰装置开工率 单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

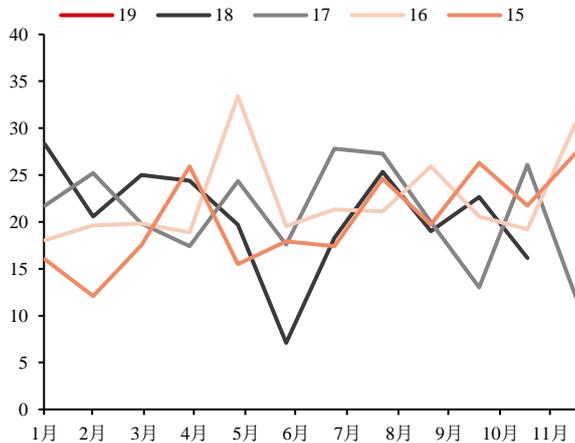
图 12： 欧美装置开工率 单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

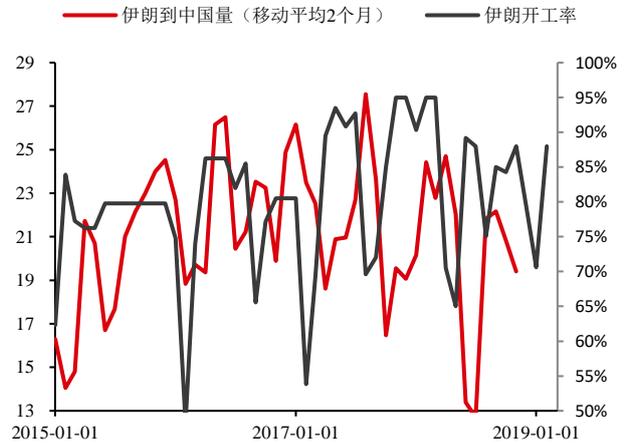
### 1.1.3 额外补充：11月进口阿联酋数据异常，Marjarn 到中国量大

图 13： 中国甲醇进口分国别：伊朗 单位：万吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 14： 伊朗到中国甲醇量与伊朗甲醇开工率 单位：万吨，%

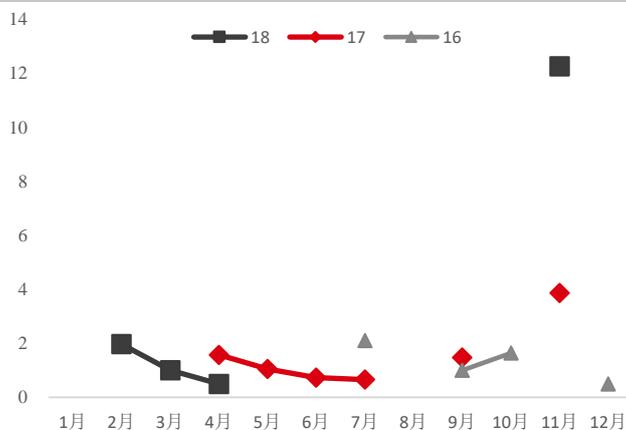


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

18年10月 Marjarn165万吨投产后,11月伊朗到中国量级反而下降。一方面是伊朗 ZPC2#8-10月的检修,上图大概可知伊朗开工率大概领先伊朗甲醇到中国量 2-3个月。另一方面最主要原因在下图, Marjarn 到中国量或通过阿联酋,阿联酋平时到中国量级基本为0,而19年11月大幅调升至12万吨,与 marjarn165万吨10月投产时间很吻合,假设阿联酋到中国的12万吨全部来自于伊朗 marjarn 的165万吨/年装置,则新增产能87%的量都来了中国,量级较为恐怖。Marjarn 短期检修至1月底,届时继续冲击中国。

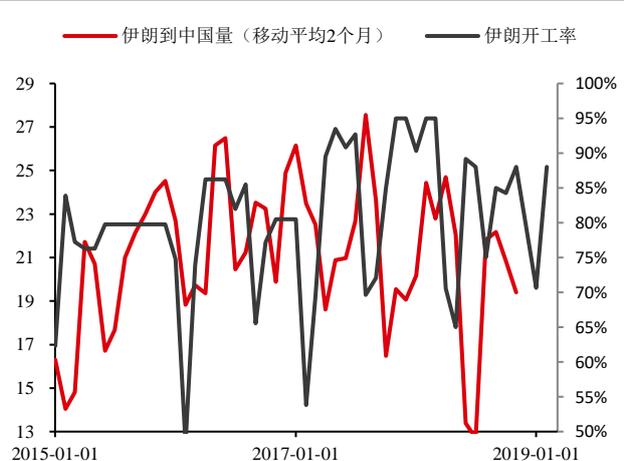
**小结：新装置 keveh 有几率压在 05，外盘伊朗春检或不及预期亦利空 05**

图 15： 中国甲醇进口分国别：阿联酋 单位：万吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 16： 伊朗到中国甲醇量与伊朗甲醇开工率 单位：万吨，%

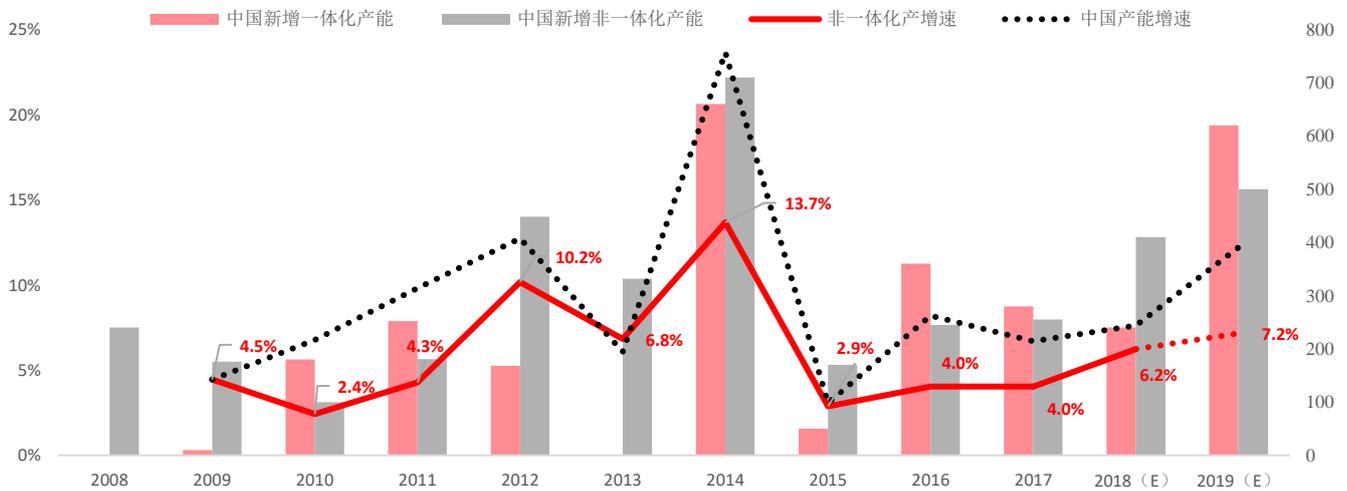


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

### 1.2.1 19 年国内非一体化产能增速偏高，产能压力或在 09

图 17: 2019 年国内新增产能增速

单位: 万吨/年



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 2019 年国内非一体化甲醇新增产能计划 500 万吨, 非一体化 2019 年名义产能增速 7.2%, 是 15 年以来最高。具体投产时间尚未明确, 初步集中在 5 月之后。因此 09 合约同时面临非一体化新增供应压力以及外购 MTO 需求投产提振。

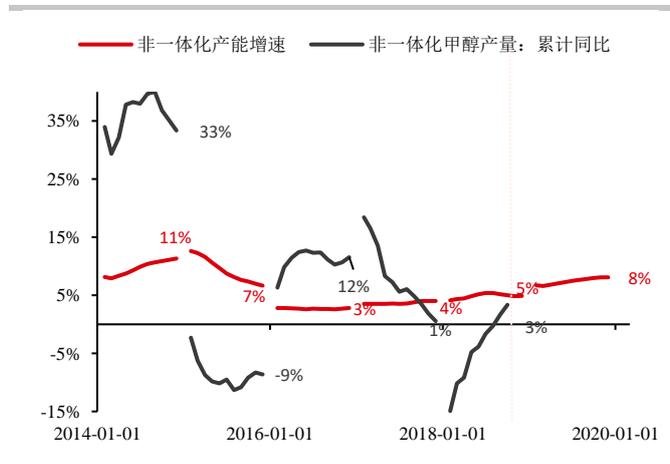
(2) 2019 年一体化甲醇新增产能 620 万吨, 未进入流通环节部分暂不考虑。其中恒力 50 万吨计划 1 月底开车, 2-3 月外卖。

(3) 图 19 是非一体化产能实际增速 (非一体化产能的累计同比) 与非一体化产量增速的匹配情况, 并没有明显相关性。主要原因在于煤头装置的利润性调节负荷、气头焦炉气头的政策性调节负荷, 使在产产量负荷摆动。

图 18: 2019 年甲醇新增产能计划

原投产日期	月份	一体化	装置	产能	工艺
3月?	2019年上半年	非一体化	河南心连心	30	煤炭
	2019年4月	非一体化	山东新泰正大	25	焦炉气
	2019年4月	非一体化	内蒙金诚泰	60	煤炭
	2019年5月	非一体化	荣信化工	110	煤炭
	2019年6月	非一体化	安徽晋煤中能	30	煤炭
	2019年6月	非一体化	兖矿榆林能化	70	煤炭
2017年10月;	2019年Q2	非一体化	山东瑞里	50	煤炭
2018年; 18. Q4	2019年10月	非一体化	河南延化	30	煤炭
	2019年	非一体化	湖北荆门盈德气体	40	煤炭
2016/2017/201	2019年	非一体化	山西宏源煤焦化	25	焦炉气
	2019年	非一体化	山西永鑫	30	焦炉气
2018. 8/10/12	2019年1月	一体化	恒力集团	50	煤炭
	2019年9月	一体化	宁夏宝丰	220	煤炭
先外卖??	2019年11月	一体化	陕西延长中煤榆林能	180	煤炭
2016年底(资	2019年11月	一体化	中安联合煤化	170	煤炭
			2019年甲醇新投产能	1120	
			2019年非一体化新投	500	
			2019年一体化新投	620	

图 19: 甲醇非一体化新增产能实际增速以及 甲醇非一体化产量增速

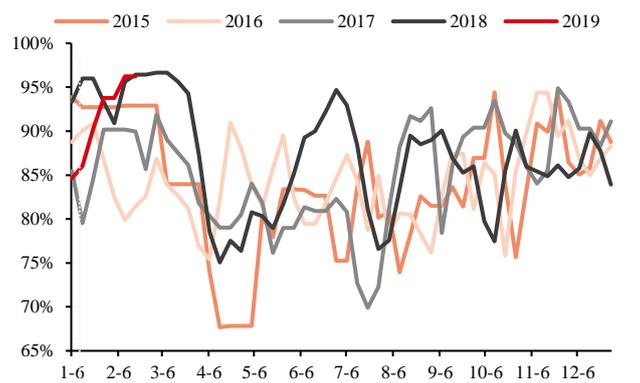


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

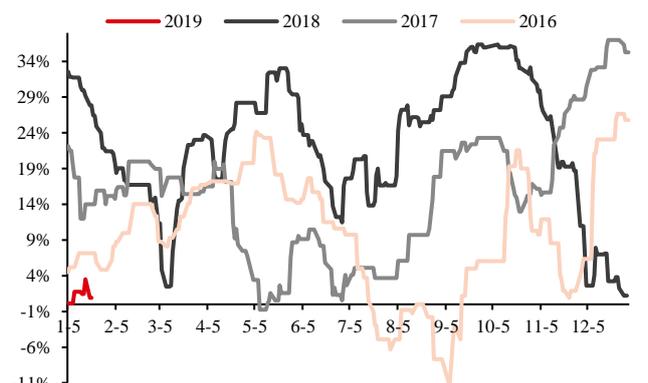
### 1.2.2 春检季节性：煤头低利润或春检加量，然而发酵时间偏晚

图 20： 非一体化煤头甲醇开工率 单位： %



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 21： 煤头甲醇生产利润 单位： %



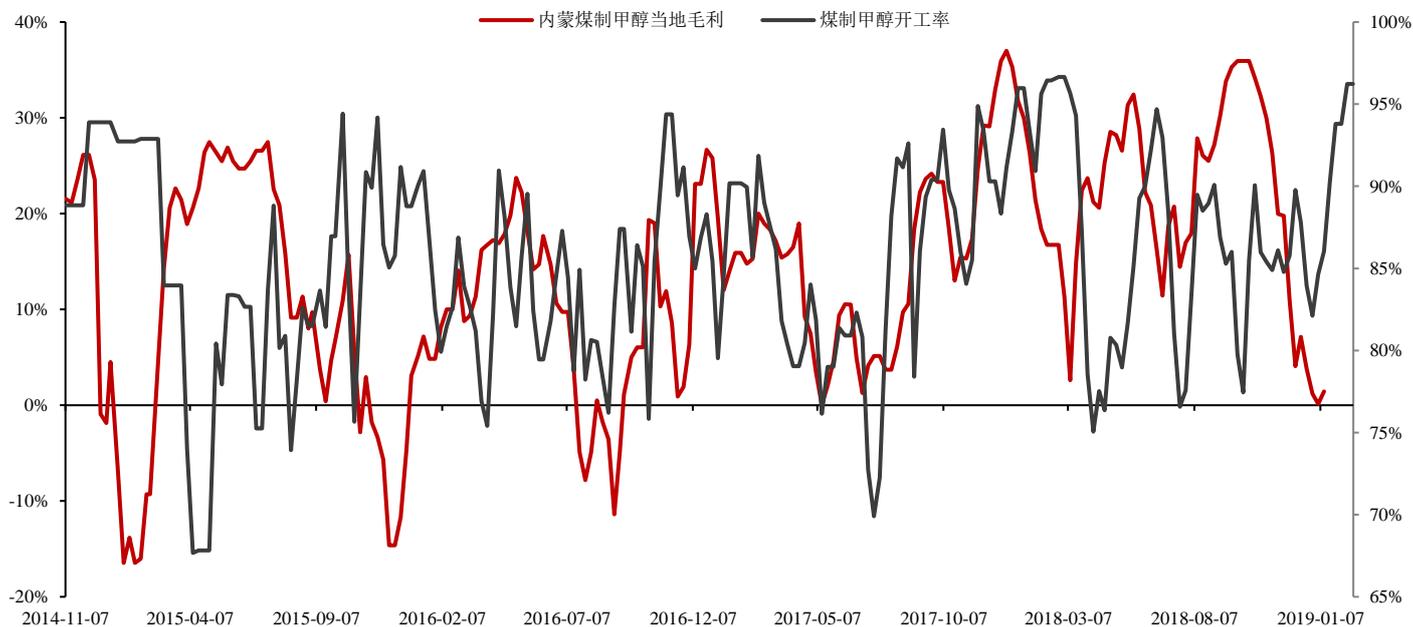
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 左上图为非一体化煤头甲醇开工率，春检一般发生在3月中至4月中，在05持仓开始下滑时平衡表才逐渐修复，05不足时间展开煤头春检。右上图为煤头甲醇生产毛利，基本趴在0轴。引发春检加量遐想。

(2) 下图为煤头甲醇毛利与非一体化煤头甲醇开工率的匹配情况。当前情况与17年十分相似，17年5月-7月煤头毛利持续趴0轴，导致17年4-5月煤头春检后迟迟不提负，直至17年7月初煤头加大亏损检修量才重新再平衡。

图 22: 煤头甲醇开工率与生产利润

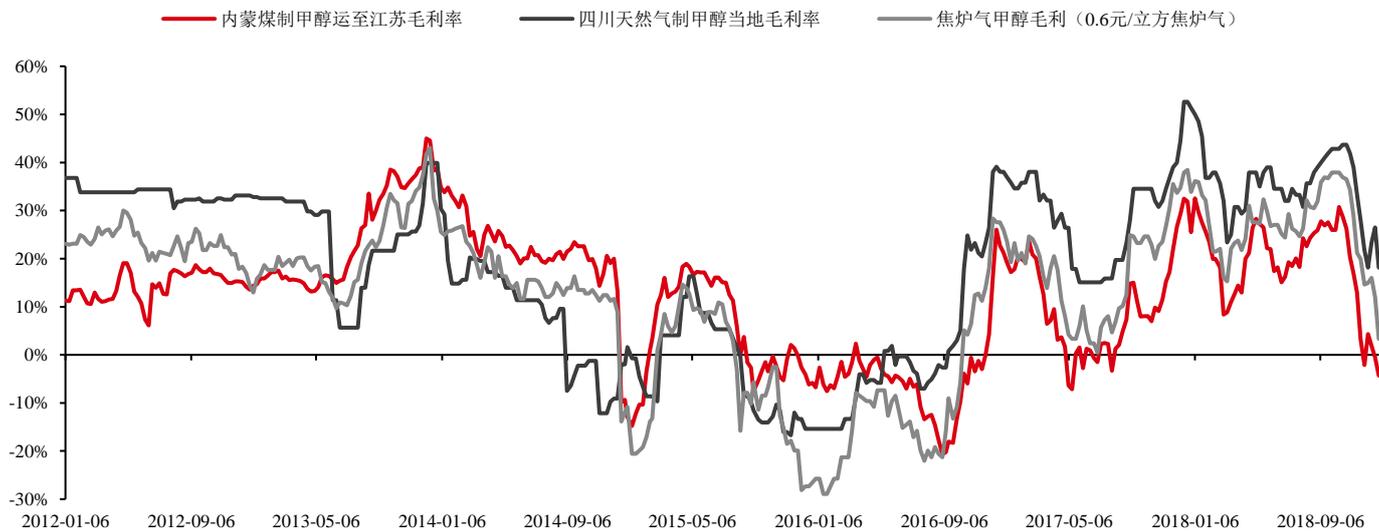
单位: %, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

### 1.2.3 气头挤煤头: 与 17 年相似。18 年出冬, 气头再度挤兑煤头

图 23: 甲醇各工艺生产毛利排列

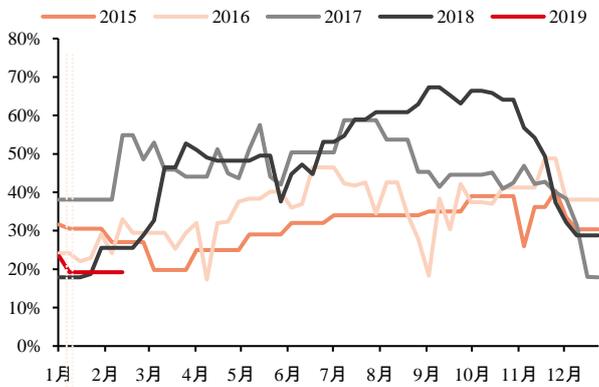


数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

17 年气头挤煤头逻辑: 上图为三种工艺路线的甲醇毛利情况。16 年底富德常州 100 及盛虹 240 外购甲醇 MTO 巨无霸投产快速推升甲醇毛利, 常年亏损的气头毛利从

16 年底开始重新回归正利润，致使 17 年上半年气头负荷同比快速上升，抬升整个非一体化甲醇产量压力，挤兑煤头毛利使之降负荷。

图 24： 天然气头甲醇开工率 单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 25： 天然气甲醇装置检修情况

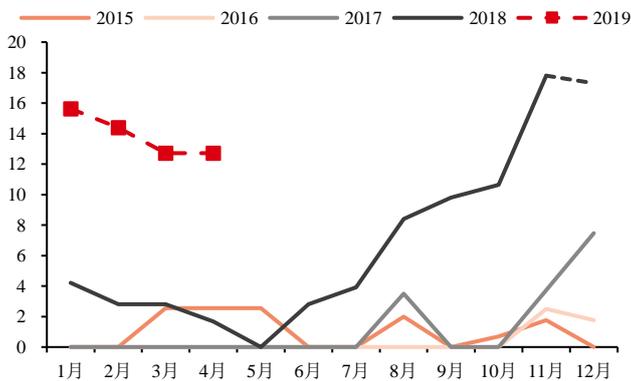
苏里格	35	天然气9月5日停车，年内暂无复工计划
青海中浩	60	天然气11.5日开始停车，计划4个月
青海桂鲁	80	天然气10.29停车，复工待定
大庆油田	20	天然气10.31停车，预计2019.4月复工
陕西咸阳	10	天然气11.7半负荷运行，甲醇自用为主
四川玖源	50	天然气11.13停车，预计明年2月重启
内蒙博元	100	天然气11.16停车，重启待定
四川泸天化	50	天然气计划11.27停车，预计2-3个月
江油万利	15	天然气11月底停车
四川达刚	20	天然气11月底降负荷停车
卡贝乐	85	天然气12.28开始停车，预计3月重启
重庆川维	112	天然气1.7停车，复工待定；25日复工

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

18 年 2 月气头复工后继续上演气头挤煤头逻辑：目前川维计划 1 月底复工。本身今年气源并不紧张，目前处于限气的气头装置有可能提前于 2 月复工。额外推升非一体化产量压力，挤兑煤头减产。然而煤头真实减产需等待至 3 月中。

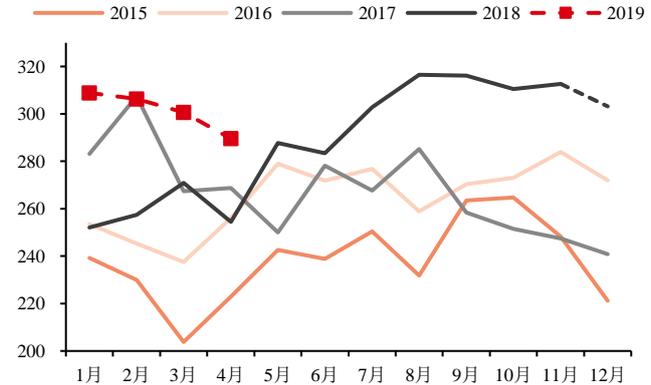
### 1.2.4 18 年底累库谁之过：非一体化新投叠加原一体化持续外卖淹没气头限产

图 26： 原一体化 MTO 外卖甲醇（自估平衡表） 单位：万吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 27： 甲醇非一体化产量及一体化外卖量预估（自估平衡表） 单位：万吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 大家一直预期的 18 年煤改气导致气头限产其实并无落空：由图 23 及图 24 我们可知，其实 18 年 4 季度气头限产是基本全部兑现（煤改气放松影响的是 19 年 1 季度出冬气头复产时间的提前可能，而不是 18 年 4 季度限产量不足的问题），

然而非一体化新增产能以及原一体化外卖增量，导致 11-12 月的（甲醇非一体化产量+一体化外卖量）横在高位（图 26），季节性减量远不及同期。

(2) 罪魁祸首之一的原一体化外卖：由图 25 明显看到自 8 月开始，原一体化 MTO 装置外卖甲醇增量迅速。分别对应的是：大唐多伦 167 万吨甲醇装置，自 6 月初甲醇制丙烯制 PP 装置停车后，持续外卖甲醇；中原大化 60 万吨甲醇装置，自 10 月底中原乙烯 MTO 停车后持续外卖甲醇至春节后，节后中原乙烯 MTO 复工预期后甲醇外卖减量。然而大唐多伦持续外卖量维持高位，或仍需气头挤掉其负荷

(3) 罪魁祸首之二的 18 年下半年非一体化投产：图 27 为 18 年非一体化投产，410 万吨的新投产能里面，有 270 万吨集中在下半年投产，其中的新奥 60 于 6 月中，华昱 100 于 8 月，鲁西 80 于 12 月，均是推升非一体化产量的祸首。

(4) 罪魁祸首之三的 18 年 Q4 采暖季焦炉气限产不及预期：焦炉气甲醇开工率 18 年 Q4 同比偏高，此部分目前仍在高位，且负荷不跟随生产利润摆动，只跟随政策限焦化摆动，因此减产路径只能是气头挤煤头，焦炉气头未有办法挤掉。关于供应方面的再平衡，只能是维持当前煤头低利润，通过煤头减产降低非一体化产量达到再平衡。

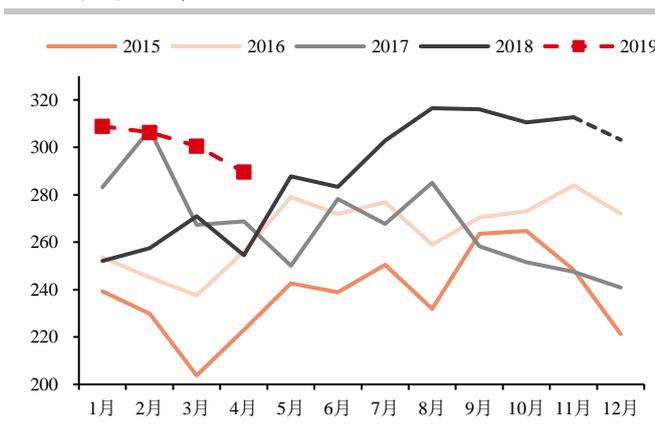
(5) 罪魁祸首之四的兴兴外购 180 自从 10.10 以来长停，关注 1 月底至春节复工计划。

图 28： 2018 年国内甲醇新增产能： 万吨/年

状态	原投产日期	月份	一体化	装置	产能	工艺
已投	2017/9/1;	2018年2月	非一体化	河北金石	10	煤炭
已投	2018. Q1; 下半年	2018年3月	非一体化	山东金能科技(德州)	20	焦炉气
已投	2017年11月	2018. Q1	非一体化	内蒙国泰	20	煤炭
已投	2017年底	2018年5月	非一体化	安徽昊源	80	煤炭
已投	2017年底	2018年5月	非一体化	宁夏能化	10	煤炭
已投	2017年待定;	2018年6月中	非一体化	内蒙新奥新能	60	煤炭
已投	2018. Q2;	2018年8月新投,	非一体化	山西晋煤华昱	100	煤炭
已投	2018. 5. 18	2018年7月	非一体化	山西晋煤华昱	100	煤炭
已投	2018年三季度;	2018年8月新投,	非一体化	山西晋煤华昱	100	煤炭
已投	2018年7月	11月中开委	非一体化	山西晋煤华昱	100	煤炭
已投	2017年8月; 9	2018年12月	非一体化	鲁西化工	80	煤炭
已投	2017年9月; 年底; 18年	2018年11月	非一体化	山西建滔潞宝	30	焦炉气
已投	2017年4月; 18年6月					
已投	2017年7月/9月/11月					
已投	2017年底					
已投	2018年					
已投	2018年6月底/	2018年8月	一体化	延安能化	180	天然气+煤炭
已投	2017年底;	2018年12月	一体化	龙煤天泰(宝泰隆)	60	焦炉气
				2018年甲醇新投产能	650	
				2018年非一体化新投	410	
				2018年一体化新投	240	

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 29： 甲醇非一体化产量及一体化外卖量预估（自估平衡表） 单位：万吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

### 1.3.1 19 年外购 MTO 对甲醇需求增速高，需求增量体现在 09

图 30: 甲醇各工艺生产毛利排列

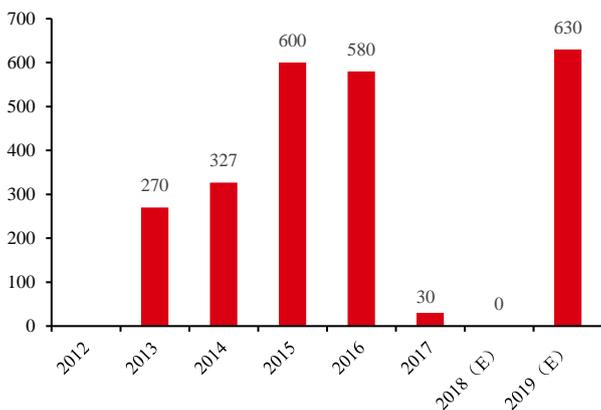
原投产时间	投产时间	城市	地区	乙烯 装卸 口	公司	工艺	项目甲醇 总需求	外购量	自有甲醇	甲醇来 源	下游
2017年10月; 11月; 12月; 2018年初、年底; 2018年10月/12月	2019年6-7月	吉林			吉林康乃尔	MTO	90	90	0		EO/醇醚/AN
2015年底; 2016.8; 2017年一季度; 2018年9月重交; 2018年底中交; 2019年3月	2019年6月	内蒙			久泰能源	MTO	180	80	100		28PE+32PP
2017年; 2018年6月(仍在建?); 2020年	2019年6月	南京	南京化学		南京诚志永清能源	MTO	180	180		该MTO项	25乙烯(外卖)+35丙烯(做醇类)
2017.10	2019年下半年	青海			青海大美煤炭	DMTO	180		0	青海桂	30PE+40PP
<b>2019年外购MTO投产换甲醇需求</b>							<b>630</b>				

数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 2019 年外购 MTO 甲醇需求增量名义达到 630 万吨/年，外购甲醇的 MTO 实际产能增速达到 19%，重新上升。

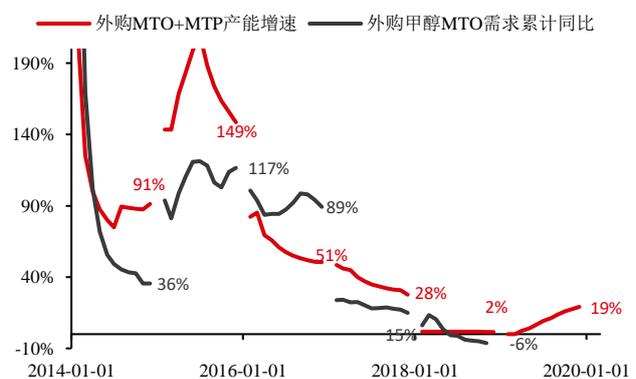
(2) 2019 年 3 套外购 MTO 时间点看，基本是 Q2 以后投产。外购 MTO 单套需求量大，关注对 09 的需求集中抬升。

图 31: 新增年度外购 MTO 对甲醇需求 单位: 万吨/年



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 32: 外购 MTO 产能实际增速 与 外购甲醇 MTO 需求甲醇累计增速 %



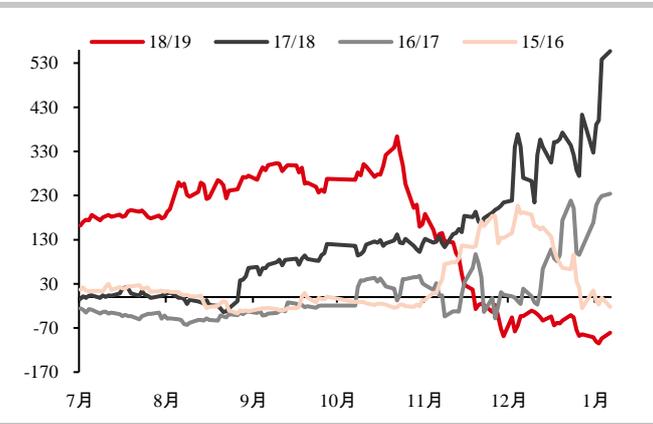
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

### 1.4 小结

(1) 外盘新增 keveh230 有几率压在 05 (2) 外购 MTO 新增 630 万吨里的 450 万吨甲醇需求提升在 09; 当然 19 年的非一体化 500 万吨亦压在 09 及 01, 但实际落地节奏仍不确定。因此从新增供需来看, 09 较 05 强。

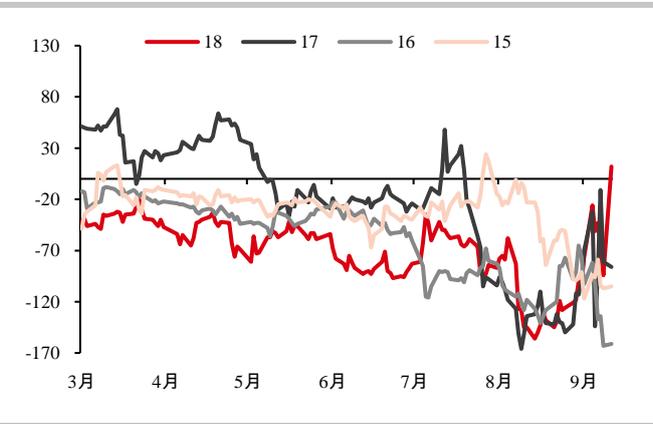
### 2.1 甲醇跨期的定价因素: 1-5 及 9-1 季节性定价 (实质库存定价第一), 而 5-9 基差定价第一 (库存定价第二)

图 33: MA1-5 季节性图 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

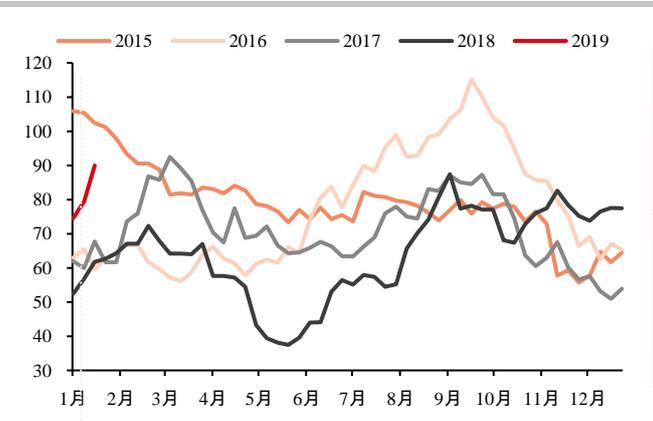
图 34: MA9-1 季节性图 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

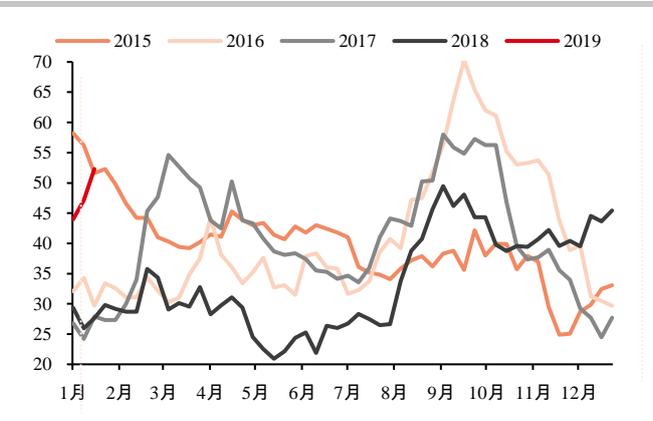
(1) 1-5 及 5-9 带有明显的季节性, 其实季节性来源就是港口库存的季节性, 当 18 年 Q4 的港口库存季节性改变时, MA1-5 首度逆季节性下滑。1-5 及 5-9 看似为季节性定价, 实质为库存定价第一。

图 35: 甲醇港口库存 单位: 万吨



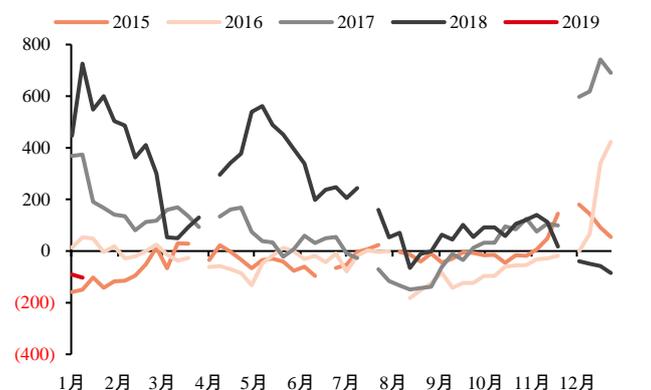
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 36: 江苏港口库存 单位: 万吨



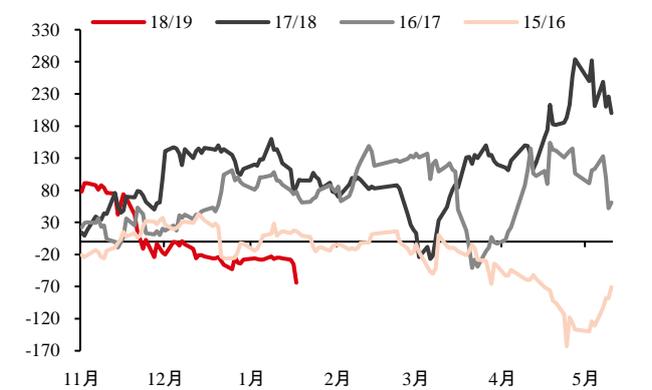
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 37: 甲醇港口基差 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 38: MA5-9 季节性图 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

(2) MA5-9 的季节性并不强, 因此阶段的库存变动无明显季节性。另外 MA5-9 为港口基差+库存变动共同定价, 甚至说基差定价第一。通过下图图 39 把基差、港口库存、跨期放在一起对比看会更明确。

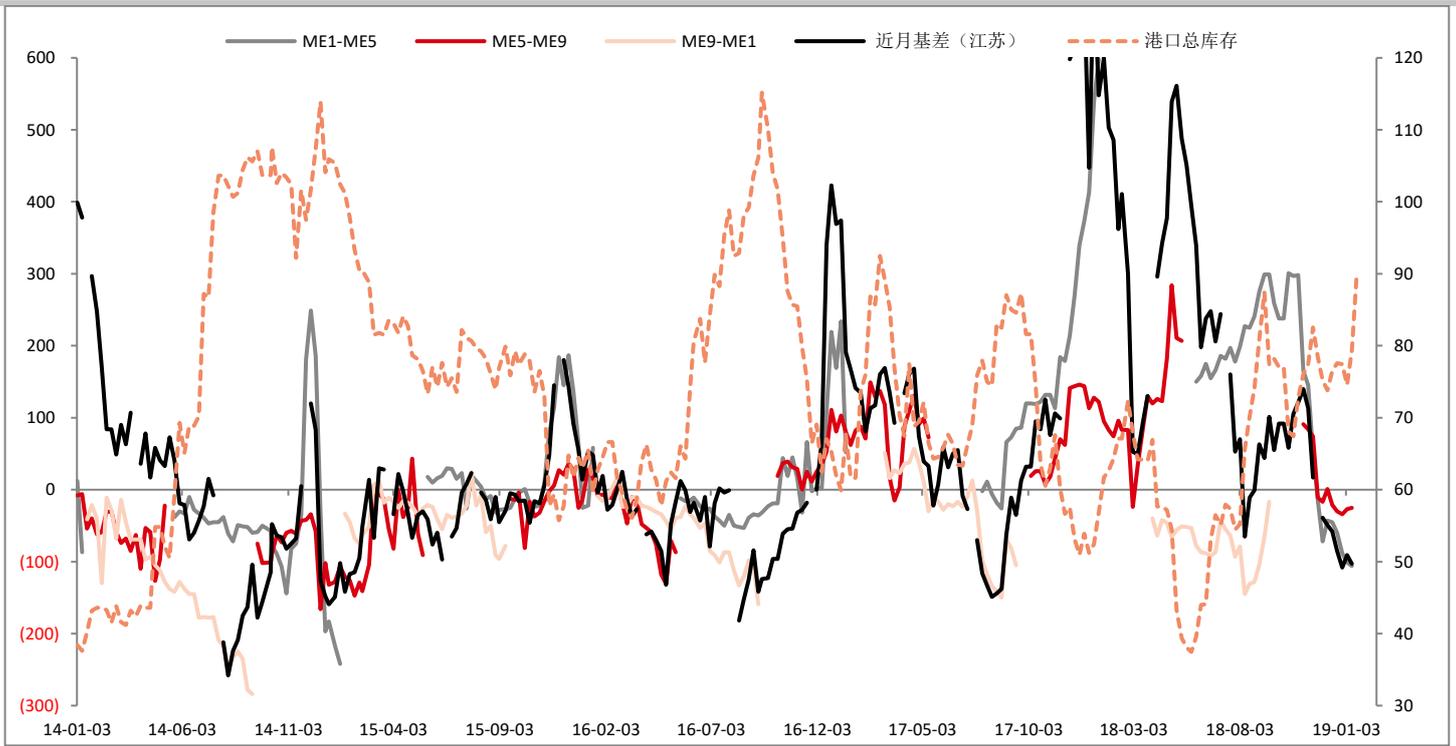
首先理论基础是: 库存定价基差, 基差定价跨期。然而基差除了库存定价以外仍含有远期投产等扰动, 因此跨期定价需同时考虑库存及基差。

18 年: 1-3 月港口小幅累库, 但基差顶在+600, 1805-1809 仅在 3 月因港口库存小幅回升回调之外, 其余时间均偏正套。

17 年: 1-3 月港口快速累库, 但基差定在+370, 1705-1709 仅在 4 月因高库存回调一波, 其余时间均偏正套。明显的基差定价, 而库存定价退居第二。(像 PE,PP 的味道, PE,PP 的 1-5,5-9,9-1 三张合约均基差定价第一; 而甲醇则是 1-5,9-1 为库存定价第一, 5-9 是基差定价第一)

16 年: 1-5 月港口库存震荡, 港口基差亦是震荡, 理应 1605-1609 亦走震荡。最后在年底盛虹及常州富德外购 MTO 投产的预期下走出了 5-9 反套。而 19 年亦有类似情况, 19 年外购 MTO 投产压在 6/7 月, 存在远月做外购 MTO 投产预期走反套基础。

图 39: 甲醇港口库存与港口基差、及跨期



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

推演 1905-1909 反套：

首先作为第一定价的港口基差，近期一直趴在-100，港口基差合适并且是历史同期低位，适合反套。

其次作为第二定价的港口库存，当期港口库存面临胀库压力。另外展望平衡表库存变动，1-2月仍然持续累库，3月才累库幅度放缓；而港口库存或因1月底至春节兴复工而有所见顶，然而推算全国平衡表库存仍在走高，届时通过内地套利物流窗口打开继续流向港口，因此按平衡表库存变动亦适合反套。

策略选择理由：（上文已论述完驱动，策略选择更多从宏观不确定性及估值考虑）

（1）单边未有观点，12月初以来，贸易战的缓和及未来国内减税的预期带来宏观预期的改善，TA/PE/PP/PVC 当期库存低的品种明显出现了正基差收缩式的单边反弹，而 MA 则在高库存下反弹幅度偏小维持-100 基差。宏观环境看不清的情况下，未建议单边。

（2）跨品种未建议空头配置。主要原因是甲醇估值低，趴煤头成本线附近，虽然在胀库情况下有可能打至-10%，但在宏观改善预期下较难打至减产线，盈亏比不高。

更愿意在4月春检（平衡表小改善），6/7月外购MTO投产（平衡表大改善）下去做多MA9空PE5的跨品种对冲。

(3) 上述单边及跨品种不建议空配情况下，建议跨期空5多9。港口基差及库存预估变动均适合，并且春检给予05减产时间不足或更多体现在09上。移仓成本线在-230（按1.5元/吨/日及6%年化利息计算），历史上5-9从未下碰过移仓成本-230，但19年高库存压力迟迟不缓解的情况下，则需要5-9给出移仓成本空间腾挪期现冻结货物。目标看至-160至-230

### 3.1 短期平衡表展示：1-3月延续累库，利于5-9反套

图40：未来平衡表展望（自估）（1月18日预估）

单位：万吨

	（非一体化产量）+（一体化产量）+（一体化外卖）+（一体化外卖）增速%				净进口	（非一体化产量）+（一体化产量）+（一体化外卖）+（一体化外卖）累计同比（%）		传统下游消费量（国醇网）	外购MTO+（一体化外采）	外购MTO消费+油品+传统需求	外购MTO消费+油品+传统需求累计同比（%）	库存变动（万吨）	总消费量	总消费量累计同比（%）
Nov-18	465	295	313	6.7%	53.1	366	2.5%	205	77	316	1.1%	19	498	10.3%
Dec-18	463	286	303	8.2%	75.0	378	4.5%	215	83	332	1.2%	16	522	10.5%
Jan-19	469	288	304	20.4%	68.0	372	12.2%	204	88	326	0.7%	16	521	4.3%
Feb-19	482	292	306	19.7%	65.0	371	14.8%	168	100	301	5.8%	40	507	7.3%
Mar-19	474	284	297	16.1%	70.0	367	12.0%	200	100	333	4.4%	3	540	7.0%
Apr-19	461	271	284	15.0%	73.0	357	12.4%	203	100	336	5.1%	(10)	543	7.9%

数据来源：卓创资讯 国醇网 华泰期货研究院

(0) 上周及本周平衡表调整较大。上调2-3月非一体化产量，川维复工提前至1.25；4月下调外购MTO需求主要是把久泰投产预期从4月后移至6月。

(1) 非一体化及一体化外卖未做调整：非一体化产量维持高位；上述假设大唐维持外卖，未含大唐烯烃复工假设；含2-4月恒力50投产外卖假设。3月下进入煤头春检，煤头春检降负幅度3-4月给到-7%至-10%单月（煤头亏损下给予额外春检预期）

(2) 外购MTO复工预期放在春节：兴兴暂时放在春节后复工假设；蒲城甲醇1月中甲醇提负外采减少。4月未含久泰外购180投产预期。

(3) 净进口维持高位：12月进口未出，估算仍然放在75-80万吨附近。1月由于到港下滑仍然放在65-70万吨级别。2月目前公布外盘检修计划偏少，并且进口窗口持续打开，因此2月净进口季节性减量给得偏少

(4) 预估库存表现：1-2月仍季节性快速累库，3月走平，4月进入去库，高库存状态持续至3月底才有机会出现改善。

(5) 策略对应：3月前高库存状态未有改善。

短期空头配置，估值偏低、煤头趴成本附近，不选择跨品种及单边，选择空 5 多 9，基差亦适合。

长期由于估值偏低，寻找多估值机会。3 月下春检小幅去库是一个小机会，6-7 月外购 MTO 改变平衡表时是一个大机会。耐心观望等待多 MA5/9 空聚烯烃 5/9 机会，时间点等待上述时间驱动，以及等待基差亏损的修复。

各项备注：进出口为海关数据，传统需求 10 月前为国醇网数据（之后为卓创开工率修正），产量为金银岛总产量修正及自录检修样本推算非一体化产量，一体化 MTO 需求及外购 MTO 需求为自录样本。并且含调整项（当作固定）

## ● 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2019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04单元

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)