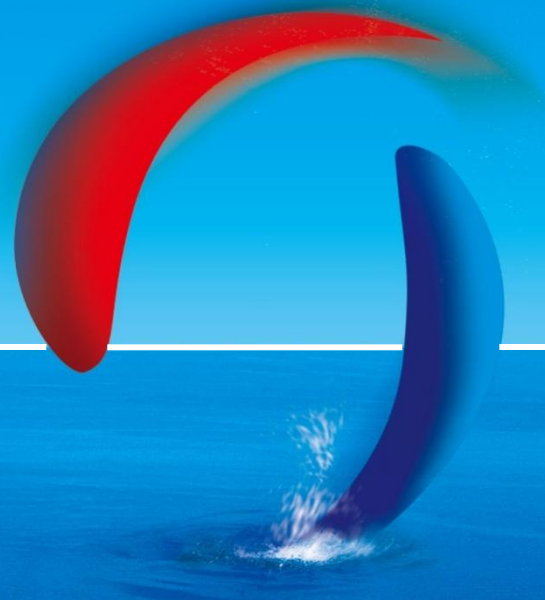


兴于责任 知行未来

煤化工产品价格展望

兴证期货研发部 林玲

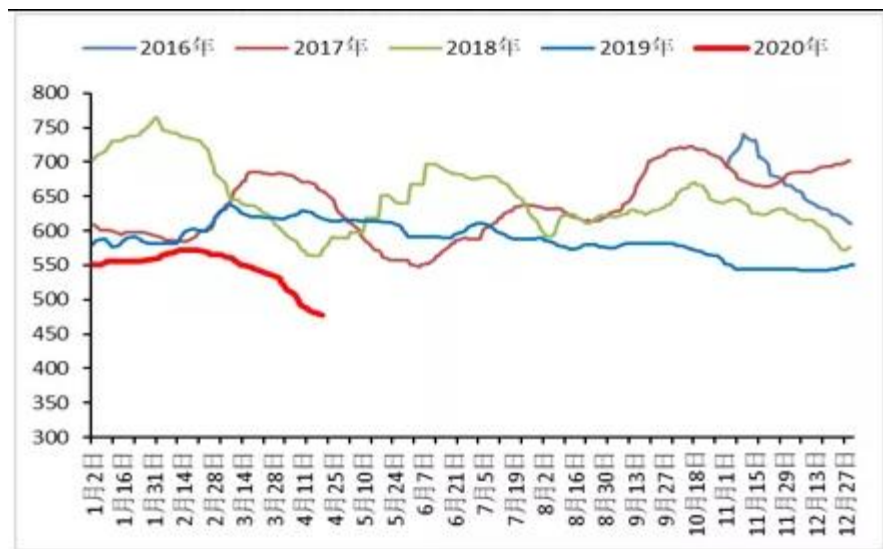
2020年4月29日



- 煤炭、原油价格展望
- 煤化工产品价格展望——甲醇
- 煤化工产品价格展望——尿素

- 煤炭、原油价格展望

煤炭：动力煤价格低位继续走弱



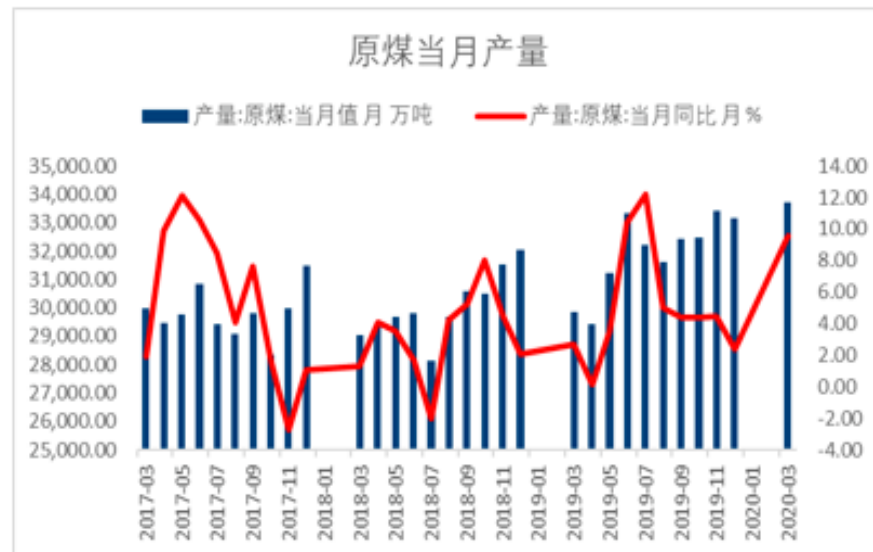
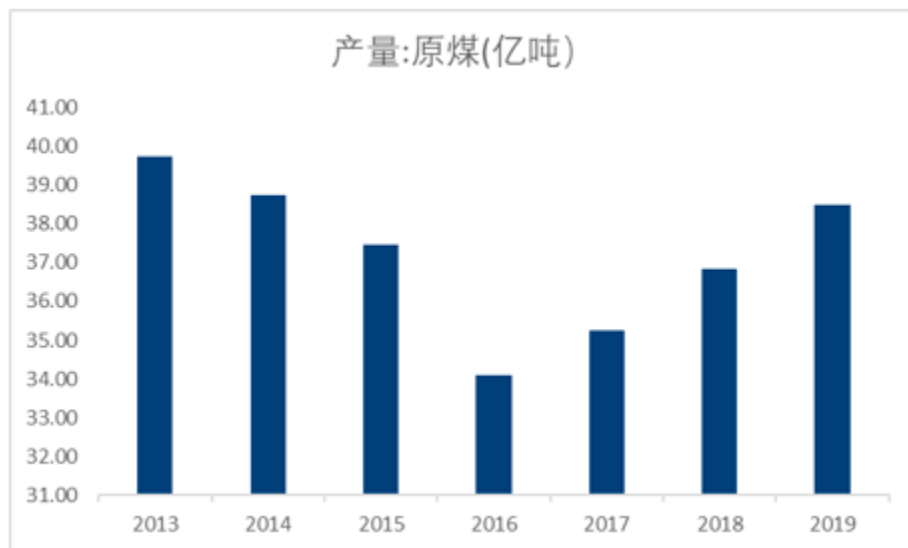
- 2020年4月27日，CCI5500指数报470元/吨，周环比下降11元/吨，在季节性低位下持续走弱。目前动力煤价格指数已经跌破长协指数。

煤炭：蓝色区域内仍以市场为主导

释义	区间	
当价格位于红色区域，启动平抑煤炭价格异常波动响应机制	大于 600 元/吨	
	570-600 元/吨	
当价格位于绿色区域，充分发挥市场调节作用，不采取调控措施	500-570 元/吨	
当价格位于蓝色区域，重点加强市场检测，密切关注生产和价格变化情况，适时采取必要的引导措施	470-500 元/吨	
	小于 470 元/吨	

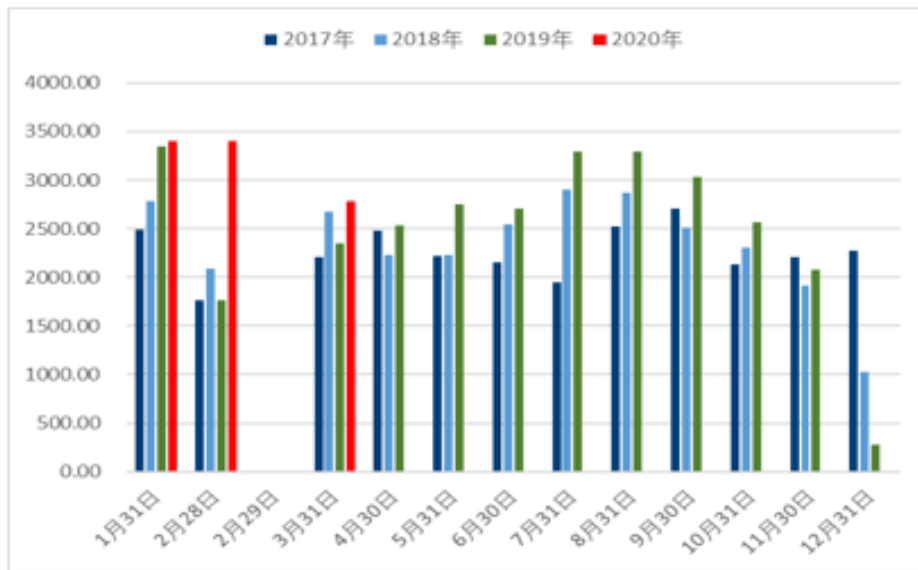
- 当前动力煤“基准价加浮动价”的年度中长期合同定价机制自2017年开始实行。目前，动力煤已经跌穿了政策规定的绿色空间（500-570元/吨），下行至蓝色空间（470-500元/吨），但仍未运行至需要启动平抑煤炭价格异常波动响应机制的红色区间（470元/吨以下或600元/吨以上）。在蓝色区域内的煤价仍将主要以市场为主导。

煤炭：疫情后国内煤矿恢复速度超预期



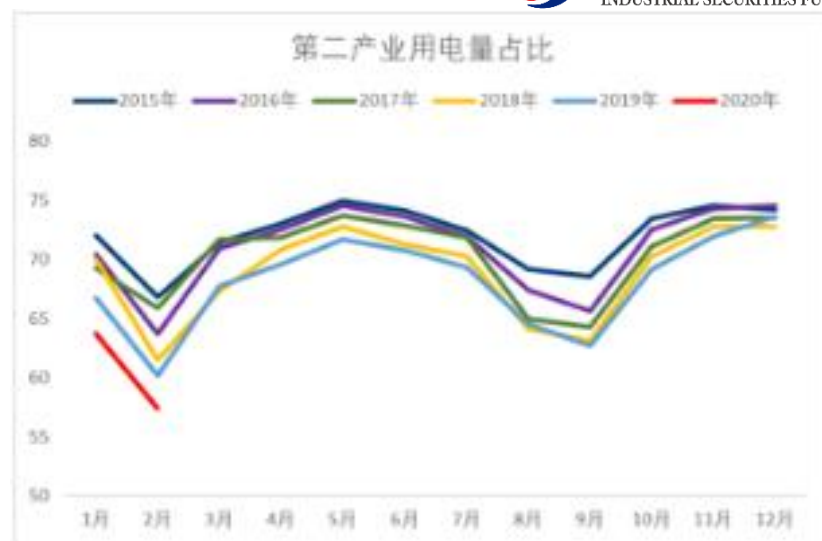
- 当前供给方面，原煤产区因为供给侧改革的整改，供应能力逐渐提升。从年度数据看，国内煤炭供应能力已逐步恢复至供给侧改革前的**2015**年水平。从近月数据看，随着国内疫情得到有效控制，上游煤矿陆续复工生产，**2**月底煤矿复工率达到**70%**以上。进入**3**月中旬，随着疫情大幅缓解，全国煤矿产能开工率超过**90%**，实际在产产能开工率基本达到**100%**，即基本实现全面复产，供给端供应充分。
- 在产销政策上，煤炭企业以价量挂钩方式开展促销政策的情况逐步变多，国内煤矿产销虽然在二月春节期间受疫情冲击程度更大，但恢复速率也非常快。

煤炭：进口煤政策收紧下单月进口量依旧创新高



- 进口煤方面，3月进口煤炭**2783**万吨，一季度进口煤炭共**9578**万吨，同比增长**28.4%**。政策方面，调研显示部分地区海关已暂停异地报关，同时削减了进口煤申报额度，通关天数进一步延长至**40**天左右。进口煤优势仍在，进口量同比大增。

煤炭：工业用电大幅下滑，第三产业受损严重



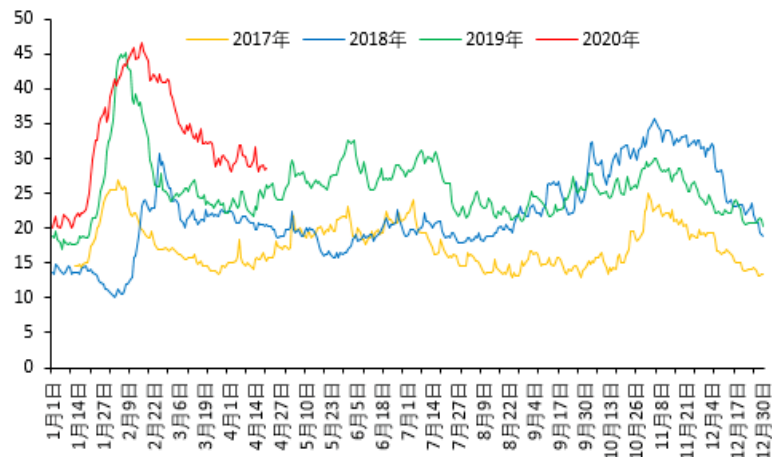
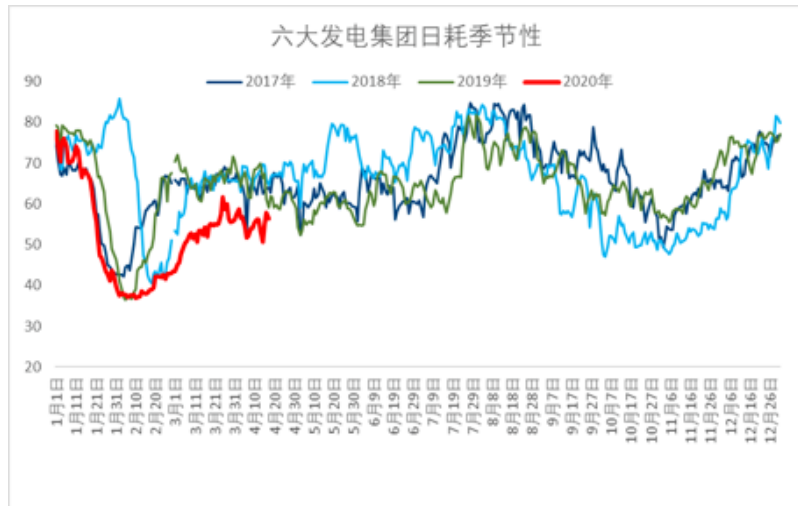
- 需求方面，下游第二产业虽从疫情中迅速恢复，但受海外疫情影响，预计出口将会受到较大冲击，直接影响出口企业用电需求，第三产业用电量在国内疫情防控高度戒备的情况下也难有反弹，或将结构性减少部分需求。
- 从用电数据方面看，今年1-2月全国社会用电总量大幅下降7.8%，其中除第一产业和居民生活用电有所增长外，第二、第三产业用电量同比分别下降12.0%和3.1%。但第二产业用电量恢复情况推测较好。据发改委数据，全国规模以上工业企业复工率除湖北外均已超过100%，沿海浙江、江苏、广东等省份已接近100%。故第二产业在一季度减少的电力需求可能在二季度恢复相当一部分。而对工业企业的环保安检活动可能也将有所松动。

煤炭：工业用电大幅下滑，第三产业受损严重



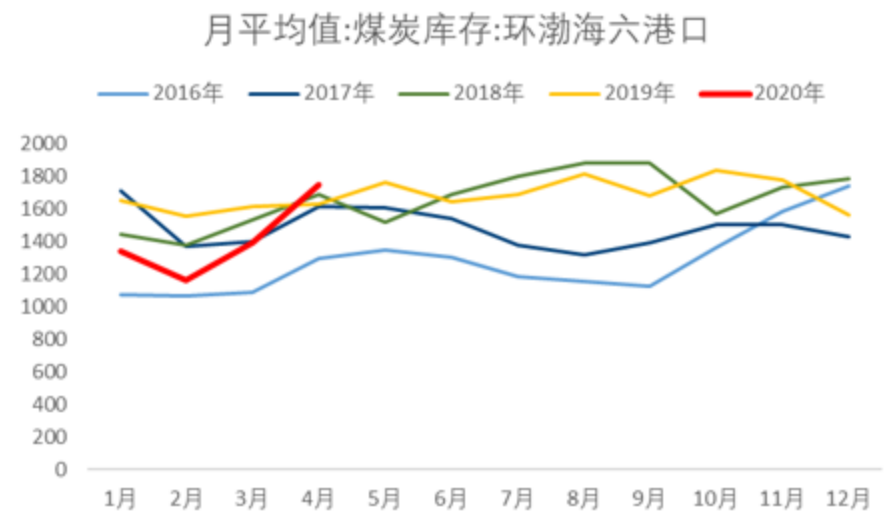
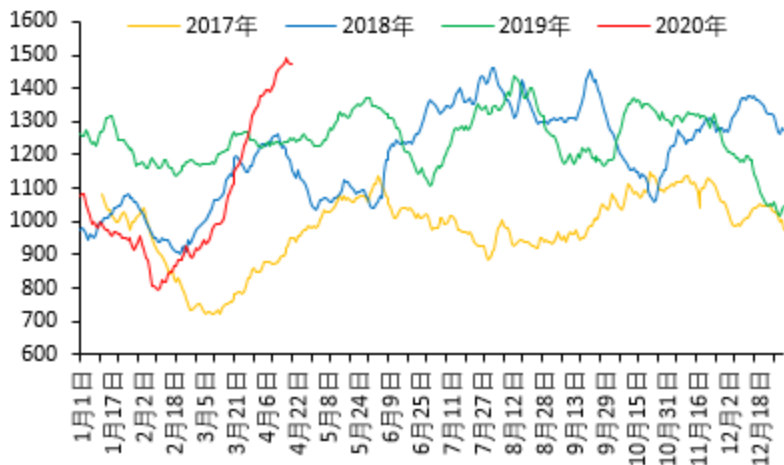
- 但第二产业需求在未来也有一定隐忧。欧美等主要发达国家疫情虽出现向好迹象，但仍未得到全面控制，第二产业中以设备制造、金属制品为代表的外贸导向型制造业受海外需求崩溃影响将逐步传导到国内。
- 与国内第二产业快速从疫情打击中恢复不同，国内疫情防控措施在第二季度难以完全解除，同时近期国内再度出现聚集性本土感染病例，餐饮、旅游业和各项娱乐设施较难回到正轨。第三产业的用电需求缺口或将持续存在。

煤炭：库存被动累积，电厂采购意愿偏低



- 下游电厂方面，受以上因素影响，电厂煤炭日耗复苏较为缓慢。从季节性数据上看，六大发电集团日耗量大幅低于往年正常水平。考虑到目前是发电需求淡季，在夏季到来前，火电耗煤需求难言乐观。同时煤炭可用天数为**28.9天**，处于历史同比高位。电厂的煤炭库存积压，日耗过低，致使在夏季来临之前，电厂采购意愿偏低。

煤炭：库存被动累积，电厂采购意愿偏低



需求端的弱势也导致了港口库存的被动累积，京唐港、曹妃甸港、秦皇岛港三大港口动力煤总库存为**1481万吨**，同比增长**227万吨**，涨幅**18%**。港口库存压力加大。

如果二季度下游需求回升幅度有限，中下游库存整理累积的现状仍将延续。同时港口和电厂库存整体压力可能逐渐向上游传导。在库存形势逆转和下游电厂高库存得以消化之前，现货价格较难见底。

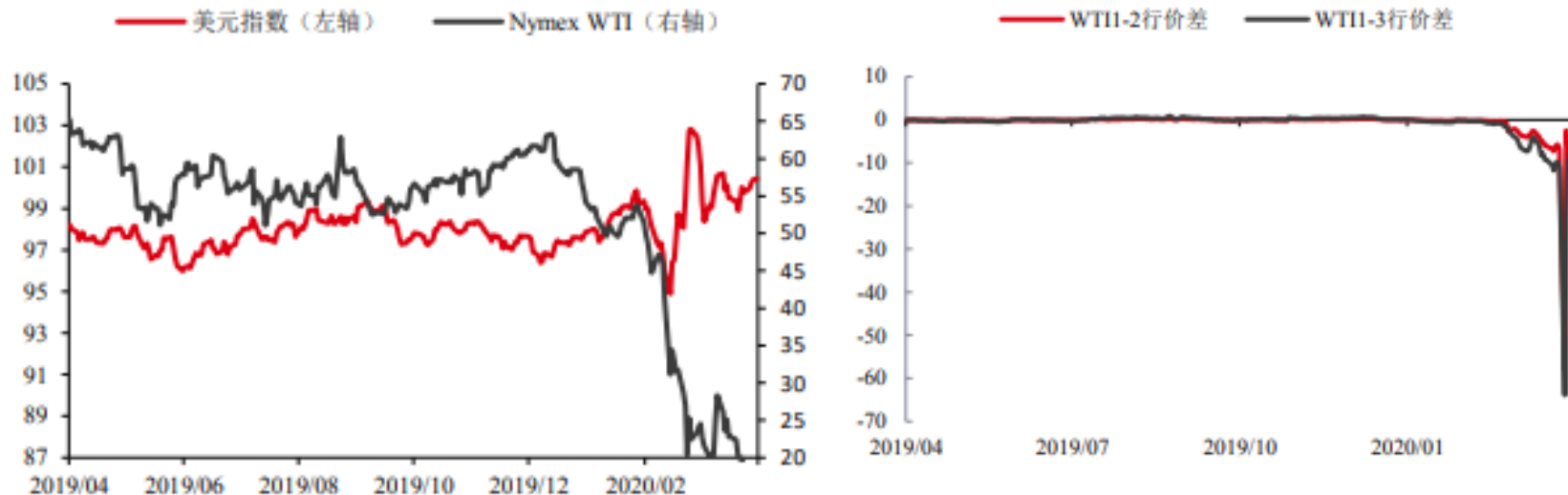
- 政策面方面，虽然煤价即将触及底部，但在蓝色空间内直接干预的可能性较小。
- 同时进口量的增长也加速了煤炭价格的下跌。在4-5月需求淡季期间，需求提升带动港口库存去库的可能性小，一些第三产业需求在前期疫情打击下可能较难恢复。
- 动力煤供给的迅速超预期恢复给市场价格带来巨大压力。库存压力逐步从主产地向港口和电厂转移，仍处于季节性较高位置。但从电厂库存看，电厂库存去化情况同比偏弱，采购意愿弱化，时值需求淡季，因此4-5月煤价仍有下行空间，直到迎峰度夏季节，动力煤价格将会迎来转机。

原油：负油价背后的原因



- 天量的未平仓合约：5月合约到期前仍有天量的持仓，在4月20号当日减仓4万手，但仍旧剩余10万手持仓(相当于1亿桶原油)，而通常而言，正常月份WTI临近交割前两天的近月合约持仓数量不超过3000手，有大量多头仓位未能在临近交割前及时平仓或移仓，我们推断多头的市场参与者结构是以国外商品指数基金以及部分抄底资金为主（国内的账户原油等产品在境外的对冲盘），前者需要在合约到期时展期以获取展期收益（roll yield）因此不会过早移仓，而后者可能因为产品设计以及展期亏损等原因迟迟没有移仓(中国银行称，其旗下原油宝产品在4月21日停止交易)，多头中没有USO原油基金，其已经在4月10号前完成移仓，主要持仓分布在6月和7月合约上。

原油：负油价背后的原因



- **交割库接近库容上限：**美国原油期货交割点是位于俄克拉荷马州的库欣，库欣是美国管道原油运输的中转枢纽与仓储重镇，根据 EIA 数据，库欣当地原油库容上限在 7600 万桶，目前已有原油库存在 5000 万桶，但由于 Enterprise 旗下 Seaway 管道从 5 月 1 号开始逆转，德州生产的原油将会加快流向库欣，预计其库容空间早已被贸易商订满，而 CME 的交割制度是管道油现货交割，合约到期后的买方必须提取库欣管道或者储罐中的原油，如果在交割库存放多头需要另外租罐，这就导致了多头几乎没有任何接货能力。
- **临近交割市场流动性匮乏：**未平仓多头为了避免接货进入交割只能选择平仓或者移仓，否则将被经纪商强平，因此选择抛售 5 月合约，空逼多的极端行情面前，市场买盘稀少，因此卖盘不得不一路下调，多头选择缴械投降。

原油：对短期油价的看法



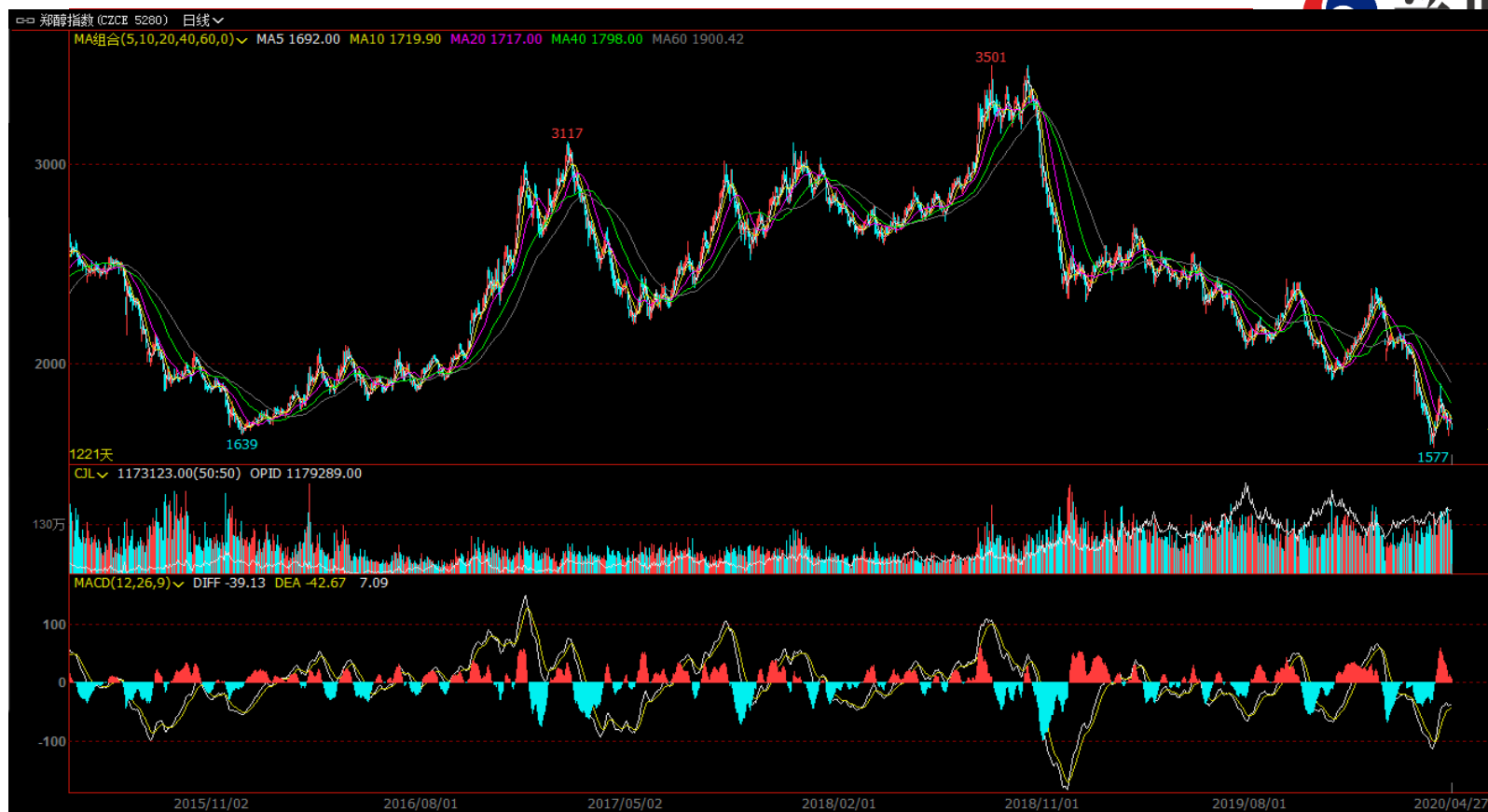
短期依然不乐观，供应严重过剩，库存快速增加，短期油价的支撑点在于全球剩余库容与海上油轮浮仓囤油空间，根据 IEA 数据测算，目前岸上储油空间在 12 亿桶左右，而海上浮仓囤油最大数量估计在 3 亿桶，总剩余库容量大致在 15 亿桶，但由于仓储条件的物理限制，如不同油品不能混放、重质油品需要加热设备以及原油成品油不能混放等，这些库容不能被完全用完，根据 IEA 测算，可能在今年年中左右全球达到库容极限，如果真的达到极限，那么可能不得不出现负价格来强制生产商被动减产，我们依然需要警惕这种极端情况的发生。短期油价难言乐观。

相较而言，目前的油价与煤价比值已经达到历史低位，低油价对于煤化工行业的有一定打压。



- 煤化工产品价格展望——甲醇

甲醇：价格接近前低，抄底仍需等待



近期甲醇走势疲软，MA2009合约已经接近15年历史低位，市场抄底情绪浓厚。

我们认为在进口增量较为确定的情况下，港口甲醇上涨不能寄希望于进口减少，而是要将港口大量的进口货物流向国内价格更高的区域，以此来减轻港口库存压力，这需要内地价格上涨来实现。

目前来看利好内地市场的主要因素是甲醇季节性春季检修。但此轮春季检修幅度不够，内地市场供应未出现明显收缩，内地价格相对低迷，与港口的套利窗口仍旧关闭，因此后期港口去库之路漫漫，抄底仍需耐心等待。

甲醇：港口胀库导致甲醇下跌

全球甲醇物流主要线路图

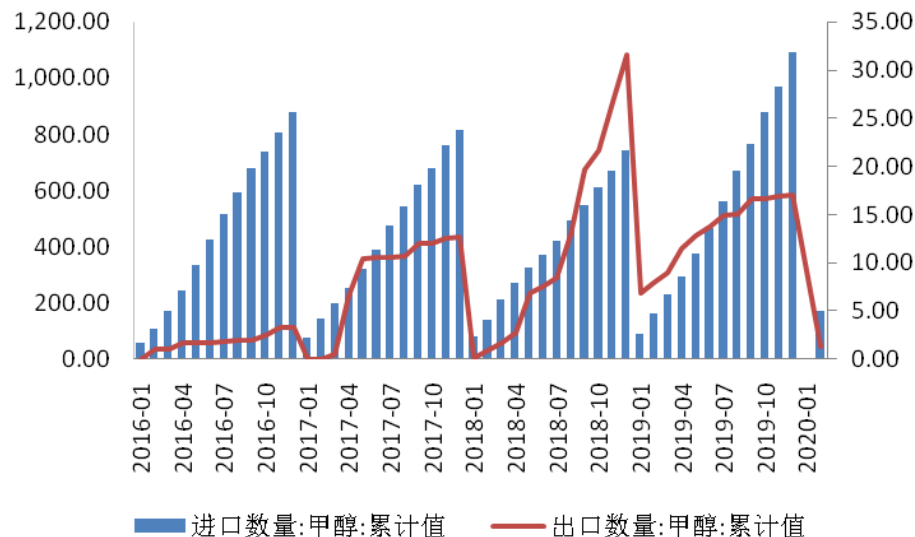
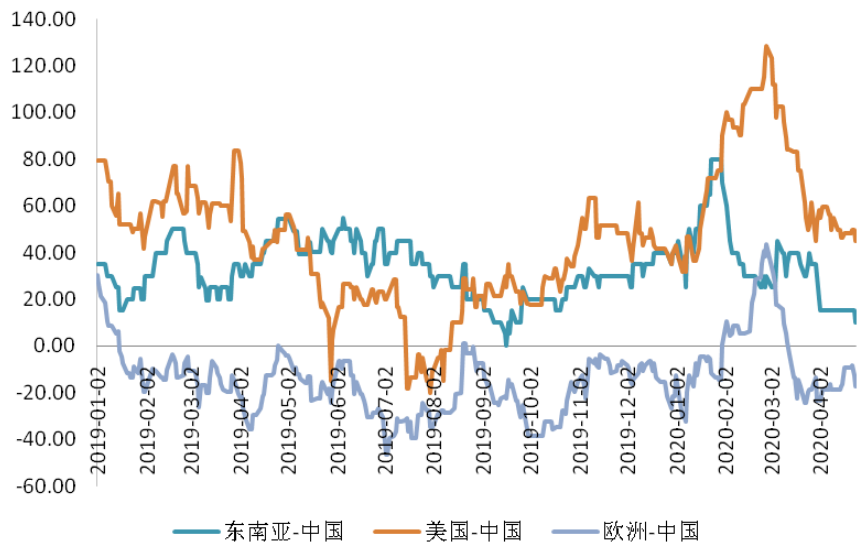


海外疫情爆发导致我国甲醇进口增加有：

一是海外疫情利空全球需求，全球甲醇库存压力大。

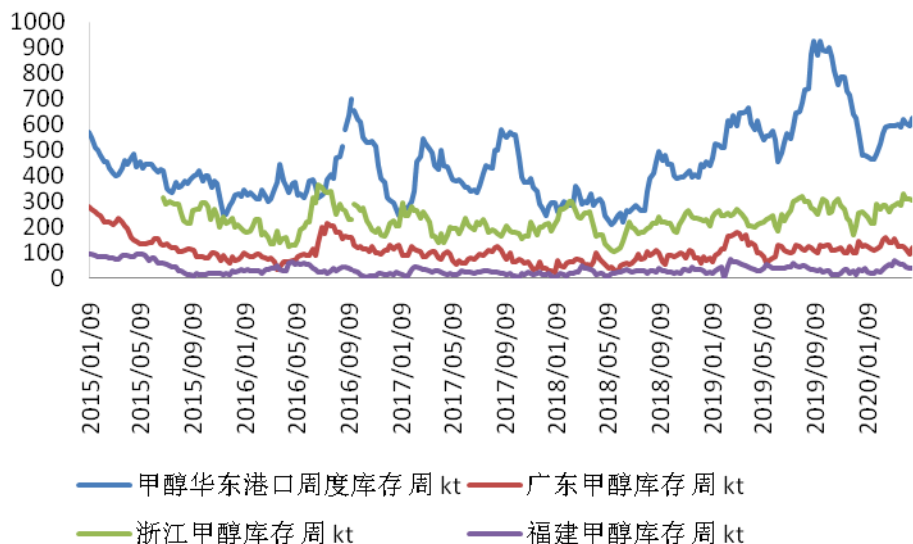
二是中国疫情较早得到控制，中国市场相对具有吸引力，海外甲醇开始流向中国。这导致中国港口库区压力较大，开始出现胀库现象，甲醇多头的持货成本增加并开始集中抛售甲醇，最终期价下跌。

甲醇：进口维持高位



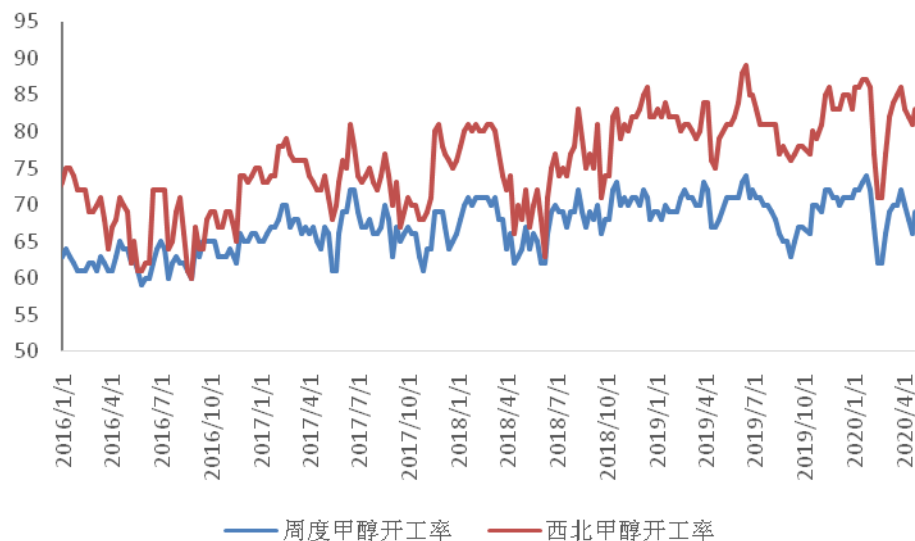
- 除中国外，印度、美国和欧盟同样是甲醇主要需求经济体，每年需要大量进口甲醇。2月至今，代表美国甲醇价格的FOB美湾下跌29%，代表欧盟甲醇价格的FOB鹿特丹下跌35%。
- 与海外相比，由于中国提早进行了全面的疫情管控措施，2月中旬开始中国疫情就得到有效遏制，社会活动开始逐渐恢复，社会消费也相应回升，我们从区域价差变化趋势可以看到全球甲醇的流向。
- 我国1-2月累积甲醇进口量172.2万吨，3月进口量预计85万吨左右，累积同比增幅12.4%。

甲醇：港口库存高位，多头持仓成本增加



随着进口增加，港区库存大幅上升。截至4月23日，港口甲醇库存为108.8万吨，处于2016-2019年同期高位。目前不仅是甲醇库存处于高位，其他液体化工品包括乙二醇和苯乙烯库存都处于高位，部分罐区胀库明显。在没有库容的情况下，到港船货的卸货速度被动放慢，这会让甲醇多头产生滞港费用。除此之外，在仓储需求增加的情况下，仓储企业开始提高仓储费用，甲醇一个月仓储费由45元/吨提升至55元/吨。可以看到在胀库的情况下，甲醇多头的持货成本明显增加，这加剧了甲醇的抛售行为，进一步利空甲醇。

甲醇：进口增量较为确定，甲醇价格反弹需要内地减量



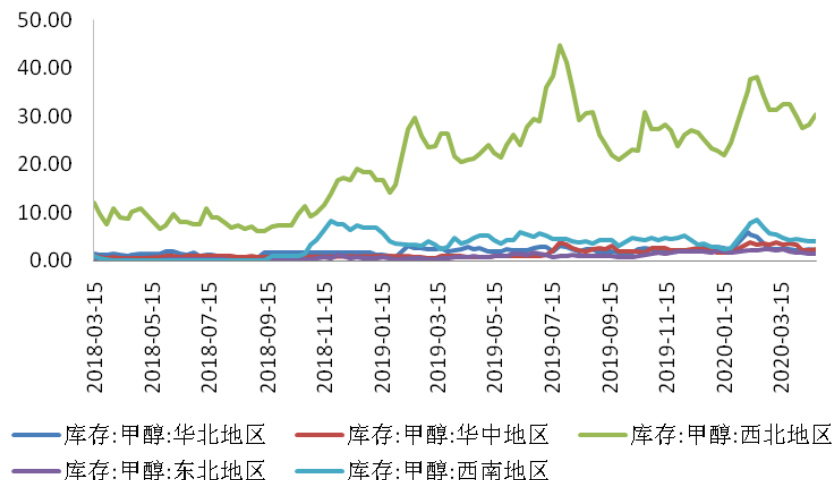
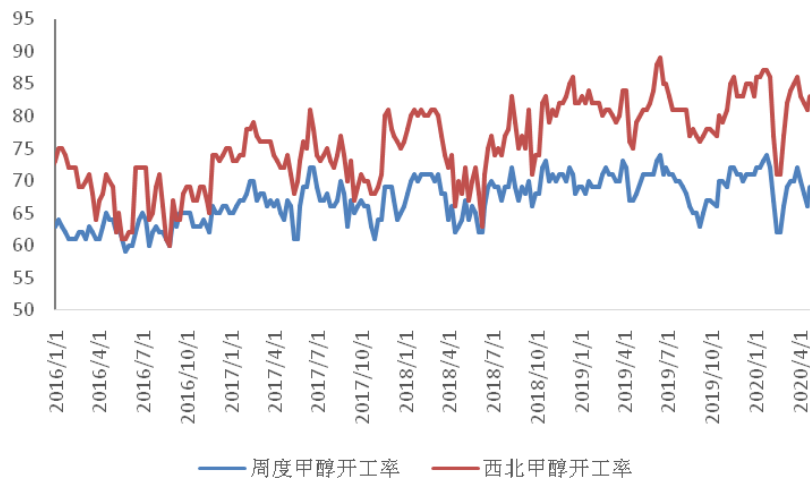
内地供应收缩是当前带动港口库存减少的主要途径。但内地春检不及预期

从船报来看，近期半个月的甲醇预报都在70万吨以上，而平时正常的预报量应为55万吨附近，这表明在海外疫情背景下，进口的增量较为确定。

在这种情况下，港口甲醇要反弹不能寄希望于进口减少，而是要将港口大量的进口货物流向国内价格更高的区域。

我们认为基于当前国内甲醇市场的区域结构，港口的进口压力需要内地涨价打开两地套利窗口的方式来缓解。目前来看，内地要上涨需要通过季节性的春季检修减少甲醇供应来实现，暂时来看这有点困难。

甲醇：内地库存暂未达到胀库，春检力度不及预期



2016-2019年春季检修期间全国甲醇最低负荷为61%，平均负荷为66%。而本轮春季检修期间的最低负荷为66%，平均负荷为70%，负荷处于高位。

据市场反应，原因有以下几点：第一，由于海外疫情原因，检修所需要的零部件无法顺利按时抵港，部分甲醇工厂无法进行检修。第二，由于年后部分甲醇工厂已经有过一轮检修，后期检修意愿下降。第三与春节后检修时相比，当前库存压力并不大，企业亏损幅度有所收窄。以上三点来看，影响甲醇装置停车的核心因素是库存，因为一旦企业胀库，甲醇价格下跌，企业亏损的话，则停车是企业最佳的选择。

甲醇：短期基本面仍较弱，抄底仍需等待



- 海外疫情蔓延，中国成为全球甲醇贸易流向地，进口增加相对确定。
- 国内正值春检时期，但库存尚可，企业检修意愿一般，国内供应整体仍充足。
- 需求恢复平稳，但依赖出口的行业或存在反复，难言利好。
- 甲醇基本面较弱，甲醇基本面再平衡，需要内地减产，港口内地价差打开，港口货物流向内地来达到。目前从各个指标看，暂不明显，抄底仍需等待。

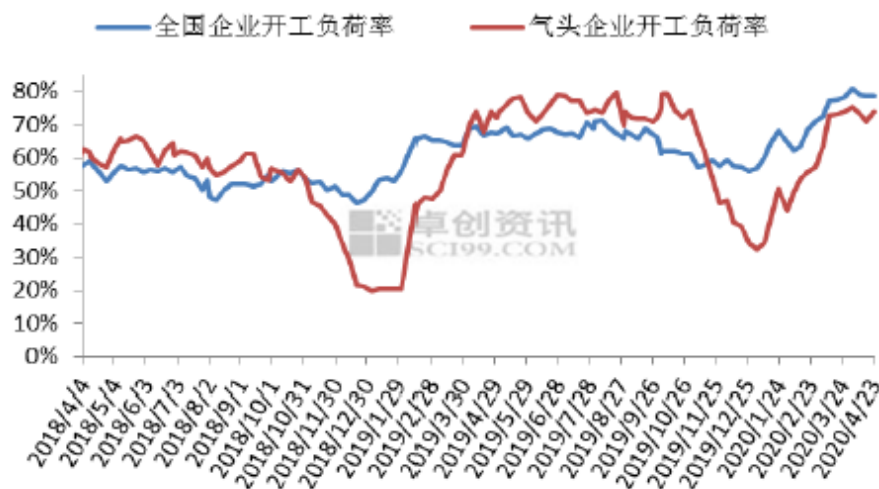
- 煤化工产品价格展望——尿素

尿素：受外围影响不大，价格更多受需求影响



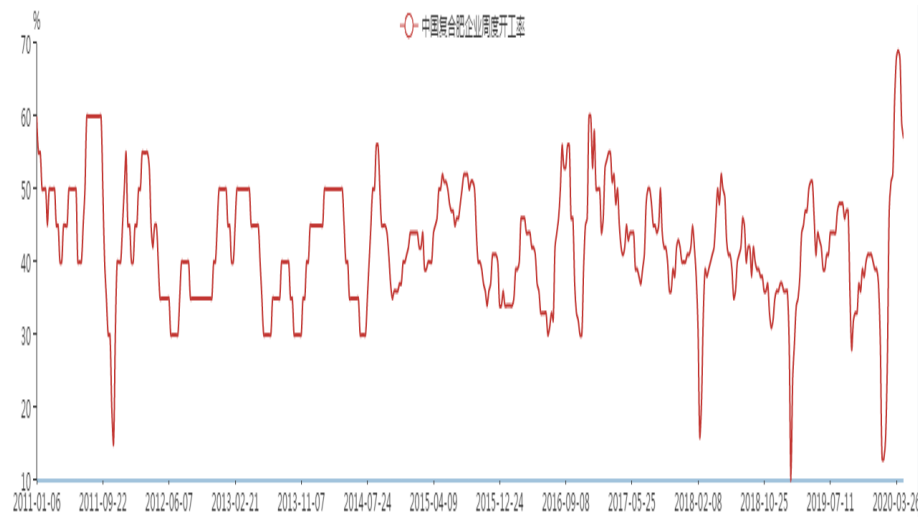
- 2月份，受农需备肥影响，尿素成为节后盘面中较强的化工品，甚至在3月初创出1800以上的近期新高。而后，随着农需旺季结束，价格重回弱势。

尿素：供应整体充足，后续有累库预期



- 截止到4月23日当周，中国尿素开工负荷率**78.69%**，环比上涨**2.46**个百分点，周同比上涨**11.95**个百分点。周度总产量为**115.29**万吨（平均日产量为**16.48**万吨），环比上涨**3.23%**，周同比上涨**10.29%**。
- 库存方面，上周四企业库存总量 **60** 万吨，较上期减少 **4.91%**，同比增加 **96.08%**，高开工下，下游采购动力偏弱或导致库存后期库存开始累加。

尿素：农需不温不火，工业需求偏弱



- 需求方面，农业需求不温不火，距离夏季用肥旺季尚早，基层采购不足，但贸易商有所预购；工业需求方面，三聚氰胺和胶板厂销售因受出口影响，开工也有下滑；中下游因为价格下行，采购都较为谨慎。

尿素：预计维持弱势震荡



- 需求方面，农业需求不温不火，距离夏季用肥旺季尚早，基层采购不足；工业需求方面，三聚氰胺和胶板厂销售因受出口影响，开工也有下滑；中下游因为价格下行，采购都较为谨慎。而供给方面，近期开工、日产有所提升，且居高不下，企业库存环比提升，之后短期有进一步提升压力。综合来说，当前环比供强需弱，终端工农业需求不足是价格偏弱主因，且目前企业库存和供给压力又在上升，价格偏弱为主，但考虑当前价格位置不高，预计尿素维持弱势震荡。

- 华鲁恒升相关分析

华鲁恒升主要产品及低油价对其冲击

主要产品	营收占比	毛利润占比	主要竞争对手工艺
肥料	25%	37%	煤头、气头
有机胺	13%	18%	煤头、气头
己二酸及中间体	13%	11%	煤头、油头（苯来源）；煤头、油头、气头（氢气来源）
醋酸及衍生品	11%	14%	煤头、气头
丁辛醇	9%	2%	煤头、油头（丙烯来源）；煤头、气头（一氧化碳来源）
乙二醇	14%	6%	煤头、油头、气头
其他	14%	12%	

- 华鲁产品中与油头企业具有竞争关系的有乙二醇、己二酸、丁辛醇，以及规划中的己内酰胺。但从目前行业格局看，己二酸和己内酰胺参与者绝大多数都是煤头企业，即使是炼化企业也基本是采用煤制或天然气制氢气，油头氢气成本高使用者极少；而另一原料苯在国内供应既有油头苯也有焦化苯，供应也比较充裕。丁辛醇主要原料丙烯与苯的情况类似，故都不存在油煤路径差异上的套利空间。此外，油价下跌对甲醇和合成氨产业链的盈利有一定影响，但传导的路径并不直接。所以，倘若不考虑油价下跌对化工品整体供需带来的系统性影响，仅考虑其对具体产品直接冲击，油价暴跌对华鲁有明显影响的产品就是乙二醇，其营收、毛利分别占比**14%**和**6%**。。

低油价对煤化工企业有一定冲击

项目	华鲁	煤头平均	不同油价下油头乙二醇边际成本和 MTO 反推的甲醇价格上限				
			20	30	40	50	65
乙二醇完全成本	3681	4500					
乙二醇现金成本	3181	4000	2821	3211	3601	3991	4576
甲醇完全成本	1700	1830					
甲醇现金成本	1350	1500	1145	1367	1588	1810	2142

- 华鲁主要受油价影响比较大的产品就是乙二醇和甲醇，两者受影响方式又不尽相同。煤头乙二醇是直接跟油头竞争，因此油价下跌会直接降低油头产能成本，并压制乙二醇的价格。就我们测算，华鲁相比其他煤头竞争对手，单吨乙二醇成本要低800元以上。以现在煤价水平，煤头整体成本与油头的平衡点为65美元/桶，华鲁的平衡点则为40美元/桶，其现金成本线对应的油价水平为30美元/桶。如果油价长期大幅低于该水平，则大概率华鲁乙二醇会转产为甲醇等产品，并承担停产带来的折旧损失。对甲醇来说，基本全球都很少有油头产能，其受油价的影响更多的是来自于烯烃的传导，即烯烃价格倒推出沿海MTO最大可接受的甲醇价格一般为价格顶，国内煤头甲醇成本线则为价格底。目前国内甲醇边际现金成本约为1500元/吨（不含税），对应油价平衡点为40美元/桶。低于该水平，甲醇价格在成本支撑下，大概率就不会再跟随油价同步下跌。

THANKS

使用本研究报告的风险提示及法律声明

本报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确、完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券和期货标的买卖的出价或征价邀请或要约。本报告中的信息、意见等并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员及/或关联机构均不承担任何法律责任。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。