

甲醇：战略看涨，战术空配

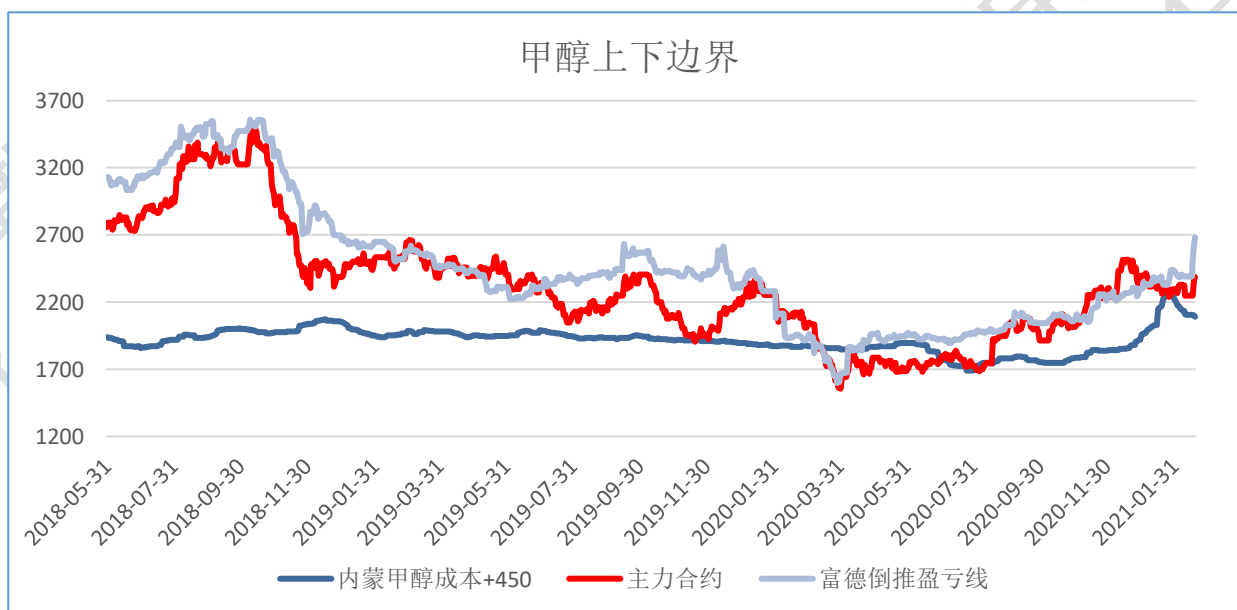
2021/2/22

南华期货：戴一帆

投资咨询证：Z0015428

春节回来化工板块如火如荼，诸多化工品品种连创新高气势如虹。近期受美国寒潮影响，德克萨斯州较多化工品装置出现大面积停车，苯乙烯、三大塑料、乙二醇装置均受影响均较大，叠加原油涨势较大，全球终端需求反馈良好，在大年初七开盘上述品种均出现惊人的巨幅上涨，能化板块整体氛围造好，风光一时无二。除去这些在风口浪尖上的品种之外，近期市场对甲醇的分歧也比较大，多空各成一派不依不饶。多头认为在近期整体化工重心上移之后甲醇估值明显较低，从产业链考虑对未来需求较为乐观，甲醇应同步给与一定的价格估值修正。而空头的理由则主要在于两种思路，第一种是配置角度，即当下甲醇基本面不如其他化工品突出，因此考虑比如多聚烯烃空甲醇，多乙二醇空甲醇等对冲操作，第二种则是考虑甲醇自身投产压力较大，且未来进口逐步回归，比较纯粹的看空甲醇。那么这种矛盾属于比较典型的宏观较暖与品种自身基本面较弱的矛盾，下面是我的一些个人看法。

图 1：聚烯烃上行后甲醇估值显得偏低，向上的空间已经大幅打开。



首先说一下这轮化工上涨对甲醇的影响，首先我们先确实甲醇的定位，是一种比较典型的化工中间品。中间品最大的特定是供需牵扯众多，千丝万缕。同时供需受下游贸易商上游厂家库存周期，心态等因素影响极大，牵一发而动全身。那在甲醇这千丝万缕的关联商品中处于核心地位的一定就是几大合成树脂，目前国内超过 50% 的甲醇用于聚烯烃的生产，春节后聚烯烃涨幅过千，MTO 利润大幅走阔，今日开盘 05 合约 PP-3MA 价差一度站上 2000 元。那么这会给甲醇带来什么影响呢，我们回忆去年四季度甲醇有过一波需求带动叠加限气炒作的上涨行情，事后我们走访发现那段时间由于 MTO 利润太高，所有的 MTO 均处于尽可能超负荷开车的状态，（这里主要指港口，内地 CTO 甲醇与聚烯烃长期同步超负荷实际不影响甲醇供需）而这些数据在资讯网站开工率上并不能表征，增加了许多的甲醇的隐性需求。随着近期华东几套 MTO 的检修结束，当下的 MTO

南华期货股份有限公司

浙江省杭州市西湖大道193号定安名都3楼 邮编 310002

Nanhua Futures Co., Ltd.

3F of Ding'anmingdu Building, 193 West Lake Av., Hangzhou 310002, China

Hotline: 400 8888 910 www.nanhua.net

利润下，新一轮的超负荷潮是不是又已经在逐步酝酿了呢？与此同时，今年 MTO 端新增量不少，常州富德最新消息计划三月下开车，并且已经在进行原料采购谈判，新疆哈密恒友（广汇）20 万吨/年 MTP 装置初步计划 3 月中旬投产试车。以目前的 MTO 利润来看，如期投产可信度比较高，且稍远端还有康奈尔的重启与天津渤化、华亭的投产，增量并不小。同时 20 年以来，众塑料联动上涨，醋酸乙烯树脂需求极好，带动醋酸上行，醋酸利润突破 3000 元/吨，21 年醋酸负荷也一定会处在高位这点确定性也很强。再说传统需求与众精细化工，MTBE、二甲醚、甲醛利润均处于同比较高水平，我们了解了数个内地精细化工的园区，有机硅、BD0、医药中间体等精细化工需求反馈均十分良好。一言以蔽之，甲醇下游千丝万缕的高利润下游们未来有潜力形成一股合力拉高甲醇当下的估值。对于 21 年的平衡表，我们认为不能在需求端给予较低增速，上半年形成超预期的需求可能会是一个大概率事件。因此在这样的一个宏观背景与板块基调下，正如我们标题所说，我们对甲醇绝对价格持以战略性看涨的观点。顺周期者昌，也许甲醇的基本面确实不优秀，但是企图对抗宏观与周期交易难度太大，整体化工板块的基调也是相似的。

图 2：上下游利润倾斜严重

	内蒙	陕西(关中)	山东	河南	华东
现价	1800	1780	2200	2050	2350
上游利润	18	-6	250		
下游利润					
MTO	1060				富德479，兴兴880
甲醛			-36		
二甲醚				235	
醋酸					3033
MTBE			154		

说完需求我们再聊聊进口与国产量，这也是甲醇空头的主要依据，先说进口，目前伊朗的装置除了卡维其余天然气制装置已经全线开启，2 月目前伊朗月产约 52 万吨，预计装船 45-50 万吨。2 月进口总预报量约在 90 万吨，3 月会在 100 万吨左右，而后逐步提升，待卡维装置调整结束后，进口有望回归 120 万吨/月以上的水平。春节后虽然盘面甲醇价格在上涨，但是港口贸易商在进口预期压制下心态不佳，抛售严重，上周五基差明显走弱，期现结构逆转，05 盘面再度升水现货。对比当下，未来 4 月之后的进口量潜在月环比增量约 30 万吨（120-90），但这部分增量目前来看是缓慢的，尤其是在德克萨斯寒潮冲击之后，甲醇在北美地区甲醇开工负荷出现了下滑。据悉，美国塞拉尼斯和三井物产合资 150 万吨/年甲醇装置、美国 yondell Basell 一套 78 万吨/年装置及美国 Methanex 200 万吨/年甲醇装置停车，合计影响产能 428 万吨；此外 Natgasoline 175 万吨/年甲醇装置 2 月 3 日故障停车，目前仍处停车中，随着欧美逐步走出疫情，虽然当下价格矛盾不明显，但是未来欧美短期可能会出现一定的缺口，引起非伊货源的部分分流，这也是潜在实际进口增量可能会小于预期的影响因素。我们目前基本可以确认 3 月份进口放量不会特别大，且 3 月底常州富德开车后会消化一部分增量，再往后要寄希望于渤化的投产。确实在 05 合约前后，港口这块的压力确实会显得大一些。但是考虑到目前港口醋酸利润极高，目前了解下来，有几家企业正在考虑推迟检修，且未来可能会有更多的企业考虑缩短检修或者推迟，二季度港口醋酸需求会有部分超预期，但整体港口定性仍然是略承压的状态。

南华期货股份有限公司

浙江省杭州市西湖大道193号定安名都3楼 邮编 310002

Nanhua Futures Co., Ltd.

3F of Ding'anmingdu Building, 193 West Lake Av., Hangzhou 310002, China

Hotline: 400 8888 910 www.nanhua.net

第二个是国产产量问题，目前甲醇开工率已经处于同比高位，虽然西南气头产量仍在逐步提升，但根据往年季节性开工率随着春检下调的概率较大，而今年沿海的外采 MT0 检修基本已经落地，未来仍待检修只有南京承志二期一套（兴兴无检修计划），甲醇的检修量总体大于 MT0 检修量（考虑外采部分）。因为今年 3-4 月是存在一个小小的供需错配敞口的，虽然不至于大幅提振甲醇价格，却可以支撑甲醇供需不出现明显的过剩。当然供给端是个需要逐步跟踪的过程，目前春检的公布量还并不大，支撑还不算太强，仍然需要走一步看一步，本文核心论点仍在需求端可能存在的超预期。

图 3：甲醇检修计划

企业	工艺	产能	检修开始	检修结束（预计）	目前装置	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	备注
新疆大业二期	煤	30	2021/1/26	2021/2/20	0.09	0.45	1.80											
四川江油万利	天然气	15	2020/12/20	2021/2/20	0.03	0.98	0.63											调整为全停
新疆新业	煤	50	2021/1/11	2021/2/20	0.150	3.00	3.00											
贵州金赤	煤	30	2021/1/20	2021/2/21	0.12	1.27	2.42											
安徽华谊	煤	60	2021/12/13	2021/2/21	0.20		1.80											
山西晋丰同喜	煤	10	2020/11/4	2021/2/26	0.02	0.65	0.55											环保限开工率30%
泸天化	天然气	45	2020/12/9	2021/2/28	0.095	2.93	2.65											
大庆甲醇厂	天然气	10	2020/11/25	2021/3/1	0.03	0.93	0.84											政策管控
青海中浩	天然气	60	2020/10/30	2021/3/1	0.180	5.58	5.04											
威刚石油	煤	10	2020/10/31	2021/3/1	0.03	0.93	0.84											
云南先锋	煤	50	2021/2/1	2021/3/13	0.150		4.20	1.95										
内蒙古远兴	煤	100	2020/11/1	2021/3/19	0.30	9.30	8.40	5.70										
山西晋煤华显	煤	120	2021/3/1	2021/3/26	0.108			2.70										
兖矿国宏	煤	64	2020/2/19	2021/3/31	0.04		0.40	1.24										
同煤广发	煤	60	2021/3/1	2021/3/31	0.180			5.58										
宁夏国电	煤	60	2021/3/15	2021/3/31	0.180			2.7										
山西五麟焦化	焦炉气	10	2020/10/27	2021/3/31	0.03	0.93	0.84	0.93										政策管控
中海油	天然气	60	2021/2/23	2021/4/3	0.18		0.90	5.58	0.54									年底有计划
内蒙古荣信	煤	180	2021/3/1	2021/4/5	0.540			16.74	2.7									计划30-40天
中石化川维	天然气	77	2021/3/16	2021/4/14	0.231			3.465	3.234									
东华能源	煤	60	2021/3/21	2021/4/20	0.180			1.8	3.6									
中海油	天然气	80	2021/5/1	2021/5/30	0.24					7.44								推迟至5月
河南鹤壁	煤	60	3月-4月	具体待定	0.180			2.7	2.7									
湖北盛德	煤	50	3月-4月	具体待定	0.150			2.25	2.25									
内蒙古久泰	煤	100	3月-4月	具体待定	0.300			4.5	4.5									
榆林克矿	煤	130	4月-5月	暂按25天评估	0.390				4.68	5.07								
神华榆林	煤	180	4月-5月	暂按35天评估	0.540				9.18	9.72								
神华新疆	煤	180	5-7月	计划32天	0.540					9.18	9.18	9.18						
沂州科技	煤	30	2021/3/1	暂按15天评估	0.090			1.35										
陕西黄陵	煤	30	2021/3/1	暂按1个月评估	0.090			2.79										
上海华谊	煤	40	2021/4/1	暂按1个月评估	0.120				3.6									
内蒙包钢	煤	20	2021/4/1	暂按1个月评估	0.060				1.8									
宁夏和宁	煤	30	2021/4/1	暂按1个月评估	0.090				2.7									
陕西神木	煤	60	2021/4/1	暂按1个月评估	0.180				5.4									
新奥能源二期	煤	60	2021/4/1	暂按1个月评估	0.180				5.4									
明水化工	煤	60	2021/6/1	暂按1个月评估	0.180					5.4								
内蒙古世林	煤	30	2021/7/1	暂按1个月评估	0.090						2.79							
上海华谊	煤	60	2021/6/1	暂按2个月评估	0.180					5.4								

图 4：醋酸检修计划

厂家	产能/万吨	检修时间	检修周期
华鲁恒升	60	2月19日	7-10天
重庆扬子江	40	2月底	30天
山东兖矿	100	3月下旬	50天
南京 BP	50	3月下旬	45天
上海华谊	70	2季度	20天
安徽华谊	50	3季度	20天

再提一下甲醇的月差结构，月差结构的主导仍然是投产节奏，目前我们观测下来甲醇 21 年投产压力主要集中于上半年，且部分配套下游需要滞后投放，比如九江心连心的二甲醚，广西华谊的醋酸与乙二醇，造成可能有不少甲醇的外售。而反之下半年甲醇投放的确定性下降了，但下游 MT0 端有 180 万吨的天津渤化、华亭以及部分装置延后的配套下游等。单从上下游产能投放节奏看 09 合约是环比 05 在改善的，跨月我们仍然维持甲醇 5-9 逢高反套的建议。

最后再次回归到单边交易层面，如果对比其他化工品的研报，我们会发现各品种均在描述二季度自身会出现缺口，而论述的重点在于这个缺口有多么的大，而甲醇尚在讨论自身是否能够达到平衡。强弱对比可见一斑，且上文也提到，甲醇的超预期需求建立在一个假设之上，就是自身产业链价值的低估，而

这种低估是需要其余化工品的价格来承托的。那么回到我们的主题，我们就会发现，如果单论甲醇，考虑到当下商品氛围以及反馈中感知到的需求，我并不认为甲醇有较大的做空价值，整体矛盾较小，甚至考虑估值较低，也许还有一定的做多价值。但是整体基本面并没有其他化工品突出，在配有其他较多化工多单的前提下，可以考虑战术上配置一些甲醇空单也是合理的，毕竟没有对比就没有伤害。但在没有其他多单保护的情况下，不建议单边空甲醇。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

