

国信期货甲醇季报

甲醇

低估值弱驱动，甲醇二季度难改颓势

2020年3月22日

主要结论

系统性风险下，一季度基本面疲弱的甲醇价格随能化板块崩盘式下跌。截止季度末，全球范围内疫情爆发叠加原油剧烈博弈，国际油价一季度暴跌66%，最低触及20美元历史低价。甲醇随能化板块迅速下行，季度跌幅高达22%，最低触及1710元/吨。现货端，由于外盘装置复工带来的进口到港量激增，华东价格较弱于内地，产销区套利窗口多数时间关闭。基差由于年前现货价格坚挺，走强超过110元现货升水，随后港口基差和内地基差均迅速走弱。期限结构方面，受疫情影响近月价格跌幅大于远月，由升水转变为贴水。5月合约还面临进口量恢复的压力，短期难以缓解，预计仍将维持反套逻辑，但空间有限。

国内供应端，一季度甲醇开工受到疫情影响，整体呈现高位滑落后逐渐回升的态势。截止季度末国内甲醇装置的短停状况已基本恢复，西北地区的开工负荷84.91%已超过去年同期水平。4、5月内地甲醇生产企业有春季检修的传统，但由于疫情，今年已损失开工16%，其中西北主产区开工下滑近30%，今年春检能否放量需继续关注。较为强势的煤炭价格也带来了成本支撑，目前内地折盘面成本大约在2100元/吨，从近五年盘面成本与期货价格走势关系来看，每当甲醇价格运行到成本线之下总会企稳反弹。2020年国内新增产能投产压力也较大，二季度需关注宁夏宝丰二期220万吨/年的投产进度，如正式投产会对内地供应形成较大压力。

国际供应方面，国际甲醇生产装置以天然气为主要原料，一季度国际天然气价格跌幅25%，本就成本洼地的国际装置成本线再次下移，利润虽大幅下滑但中国进口窗口持续打开，截止季度末沿海甲醇库存108.15万吨，预计二季度进口量将有增无减，月均进口量将重回100万吨以上。全球甲醇虽然并没有以原油为原料进行生产，但是由于甲醇作为一个资源性产品，下游需求多与能源相关，因此甲醇价格受原油波幅影响明显。低油价时代，油制烯烃与甲醇制烯烃在成本端的竞争即加强，同时对于油价下跌的预期可能也可能会抑制甲醇价格的上涨。

需求方面，一季度传统下游开工提升缓慢，整体传统需求端加权复合开工率仅有三成，较19年四季度下滑两成，二季度预计开工将有所提升。甲醇制烯烃装置由于3月沿海几套外采甲醇制烯烃装置轮番检修，开工较年初下降了12%左右，对沿海甲醇外采有所减少，季度末开工小幅回升至81%。二季度还有阳煤恒通30万吨、斯尔邦80万吨、南京诚志60万吨已公布检修计划，接下来的装置停车检修计划将继续缩减对港口甲醇的需求。不过由于甲醇迅速下挫，甲醇制烯烃盘面利润略有修复，新年以来首次恢复至1200元附近，港口外采甲醇制烯烃装置利润修复亏损至小幅盈利，压力略有缓解。

分析师：郑浙予
从业资格号：F3016798
邮箱：15291@guosen.com.cn
电话：021-55007766

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、一季度行情回顾

系统性风险下，一季度基本面疲弱的甲醇价格随能化板块崩盘式下跌。新年伊始，美伊冲突升温原油系集体大幅上涨，紧接着传出伊朗天然气供应紧张、限气保民用的消息，市场对此反应敏感价格快速上涨，期货价格行至涨停，最高冲至接近 2400 元/吨，随后至春节前甲醇期货维持震荡回调走势。春节后受新冠疫情影响，开盘首日期货市场出现系统性下跌，开盘迅速下挫跌停封板，随后修复性反弹，震荡整理。3 月初，俄罗斯拒绝了欧佩克联合减产建议，沙特随即宣布增产，原油创下自 1991 年以来单日最大跌幅，甲醇再次开盘封停。截止一季度末，全球范围内疫情爆发叠加原油剧烈博弈，甲醇随能化板块迅速下行，季度跌幅高达 22%，最低触及 1710 元/吨，为近五年最低值。

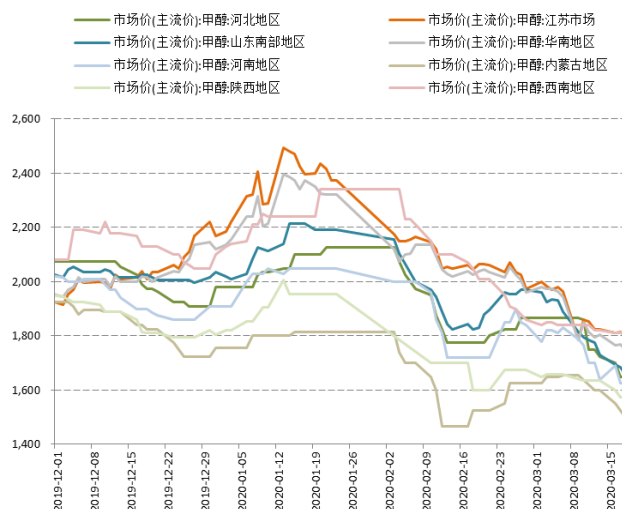
现货端，一季度整体也呈倒“V”字走势。1 月上中旬，受年前备货需求的支撑，叠加港口持续去库，现货货源较为紧张，国内现货端整体强势上行。节后由于疫情阻碍国内物流通畅以及下游需求的恢复，内地生产企业库存逐步累积达到警戒线水平，主产区厂家降价排库，现货成交重心迅速下移，西北价格达历史低位水平。季度末随着物流逐渐恢复，产业复工进程加快，内地跌破成本价后出货稍有好转。而沿海虽然跨省物流较前期逐步缓解，但外盘装置复工带来的进口到港量激增，华东价格较为弱势。截止季度末，江苏价格 1800 元/吨，环比跌幅 17.62%。内蒙古价格 1513 元/吨，环比跌幅 14.53%。

图：甲醇期货价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

图：甲醇各地现货价格走势（单位：元/吨）



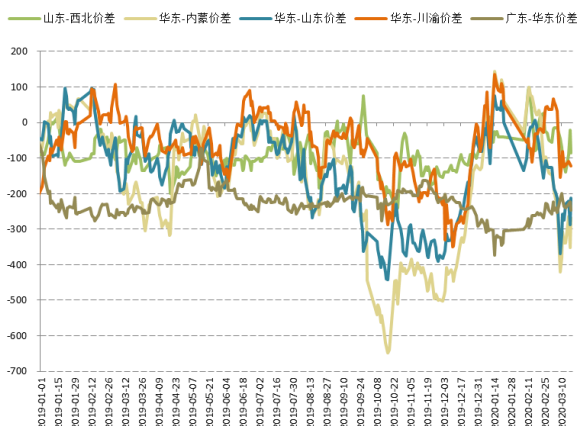
数据来源：Wind 国信期货

基差方面，年前由于现货价格坚挺，基差走强超过 110 元现货升水。随后港口基差和内地基差均迅速走弱，太仓基差深度贴水最低至-170 元/吨左右，内地基差从节前-440 元/吨左右走弱至-630 元/吨左右。3 月中下旬，随着甲醇期货受原油打击迅速下挫，内地与港口基差不同程度走强，内地由于成本支撑强于沿海。

区域间套利方面，一季度产销区套利窗口多数时间关闭，虽然曾部分打开但由于物流受限运输不畅，出货数量有限。

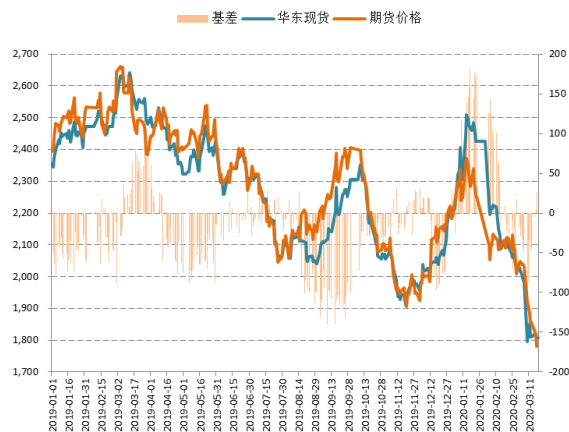
期限结构方面，受疫情影响近月价格跌幅大于远月，由升水转变为贴水，3 月 59 合约价差迅速从春节前高点 101 元/吨走弱至最低-109 元/吨，季度末略有回升但近月贴水幅度仍然较大。5 月合约还面临进口量恢复的压力，短期难以缓解，预计仍将维持反套逻辑，但空间有限。

图：甲醇产销区价差（单位：元/吨）



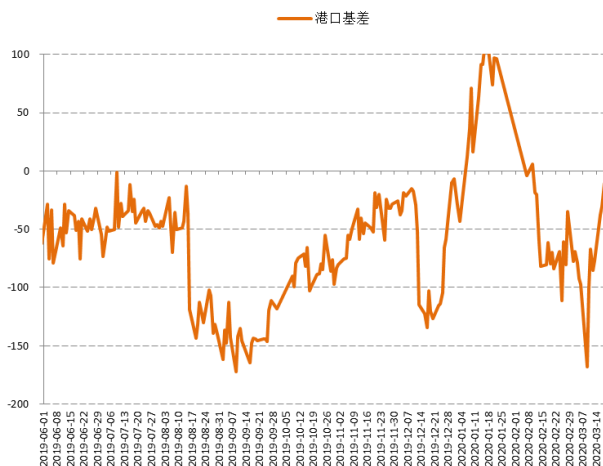
数据来源：Wind 国信期货

图：甲醇期现基差走势（单位：元/吨）



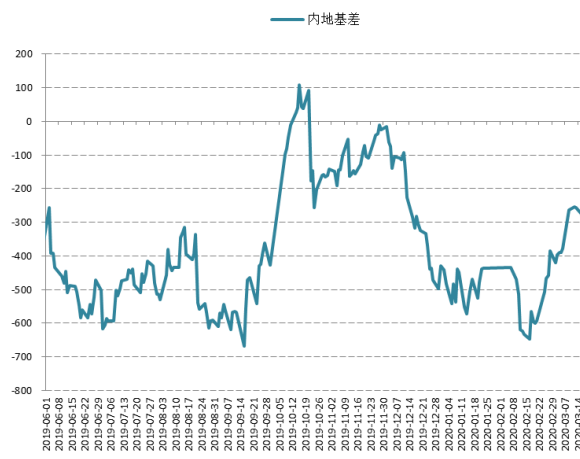
数据来源：Wind 国信期货

图：甲醇港口基差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

图：甲醇内地基差（单位：元/吨）

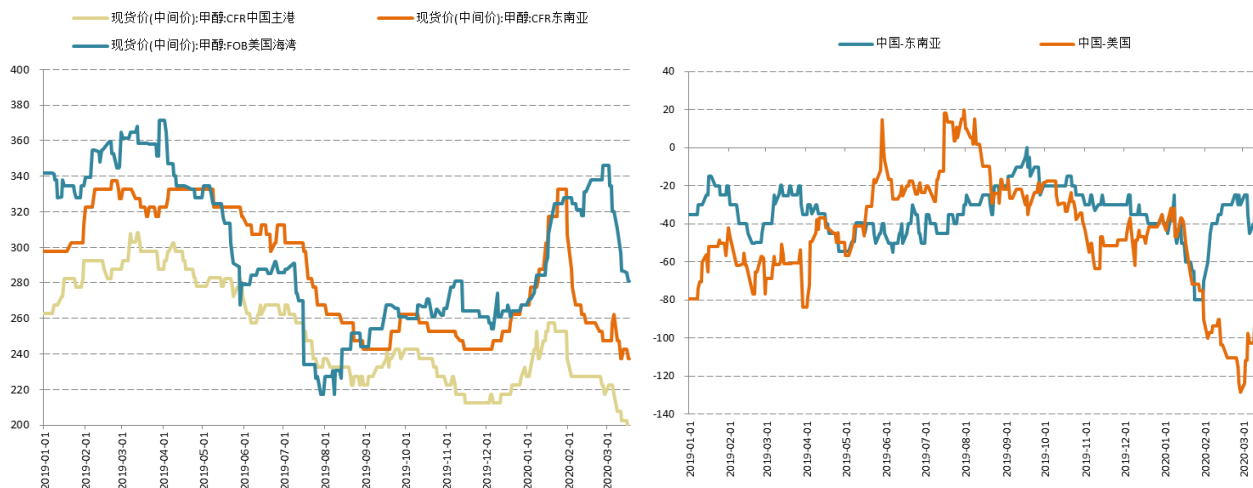


数据来源：Wind 国信期货

国际市场方面，1 月份受中东、东南亚、大洋洲和欧洲等地甲醇装置停车检修相对集中影响，全球甲醇多数市场进入了明显的集中刚需补货和去库阶段积极上涨，尤其是中国、东南亚市场。进口商坚挺报价美金货源较强，CFR 中国主港逐步攀升超过 250 美元/吨， FOB 美国海湾价格逾 320 美元/吨，CFR 东南亚价格一度接近 330 美元/吨。东南亚供应存在缺口，和中国区域套利窗口已全面打开，从中国发往东南亚非主力港口区域套利情况较多，但中国可售保税货物十分有限。2、3 月份随着外盘装置逐渐恢复，伊朗也结束限气积极复产，全球甲醇市场迎来流畅下跌，欧美由于甲醇装置运行不稳定积极挺价，跌势略有延迟，但随着疫情全球爆发随即补跌。截止一季末 CFR 中国不足 200 美元/吨，较高点跌幅 23%；FOB 美国海湾 280 美元/吨，较高点跌幅 18.8%；CFR 东南亚价格不足 240 美元/吨左右，较高点降幅 28%。

图：甲醇外盘价格走势（单位：美元/吨）

图：甲醇内外价差走势（单位：美元/吨）



数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

二、二季度甲醇供需情况分析

1. 开工逐步回升, 关注内地春检能否放量

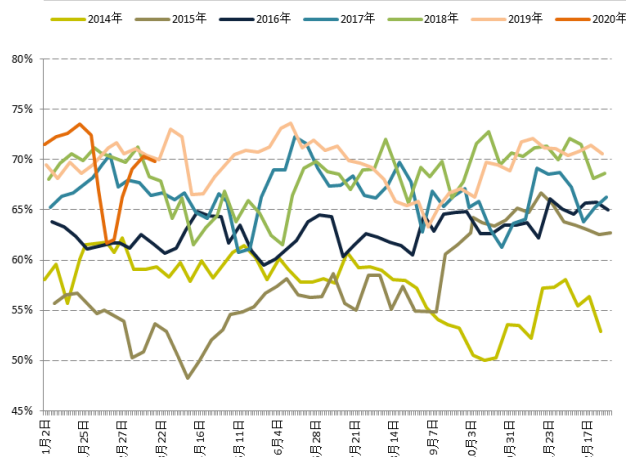
一季度甲醇开工受到疫情影响, 整体呈现高位滑落后逐渐回升的态势。季度初, 随着前期检修和冬季限产的装置复产, 开工达近年来高位水平。甲醇生产企业多为国企和大型民企, 春节期间也停车较少供应充足。由于国内绝大多数的甲醇贸易以汽车运输为主, 疫情导致国内物流不畅, 影响上游出货以及下游复工, 内地生产企业出货受限库存逐步累积, 厂家库存达到警戒水平压力较大, 生产企业迅速降负或者停车以降低损失, 全国开工负荷断崖式下滑最低至 62%, 较去年同比大幅下降 13.48%。随着疫情得到有效防控, 物流逐渐恢复, 上游企业逐渐复工降低单位成本。另外为积极应对疫情影响, 支持企业复工复产, 国家和各地发展改革委先后出台了阶段性降低非居民天然气价格政策, 随着政策的落地实施, 天然气价格下调 10%, 天然气制甲醇企业成本显著降低, 也推动了气头装置的复工进程。截止季度末, 国内甲醇装置的短停状况已基本恢复, 全国甲醇装置开工负荷 69.83%, 西北地区的开工负荷 84.91%已超过去年同期水平。

4、5 月内地甲醇生产企业有春季检修的传统, 由于今年以来煤制甲醇企业生产利润持续低位, 甚至部分企业处于成本线以下, 原本市场对今年春检有放量的预期。但由于疫情, 今年已损失开工 16%, 其中西北主产区开工下滑近 30%, 而 2018 年春检全国损失开工率为 13.7%, 2019 年损失开工率为 11%, 今年春检能否放量需继续关注。不过被动降负期间, 多数企业并无法进行检修程序, 有检修计划企业仍需另行择时进入春检。

2020 年国内新增产能投产压力也较大, 内蒙古荣信 90 万吨/年、陕西充矿榆林 70 万吨/年已投产, 未来将逐步提升负荷。二季度需关注宁夏宝丰二期 220 万吨/年的投产进度, 如正式投产会对内地供应形成较大压力。

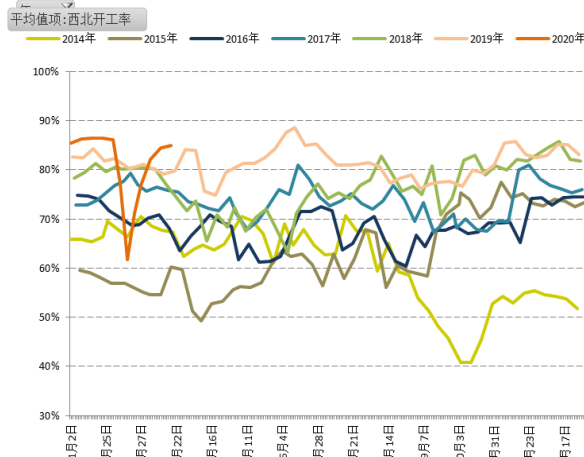
图: 甲醇装置开工率 (单位: %)

图: 甲醇西北开工率 (单位: %)



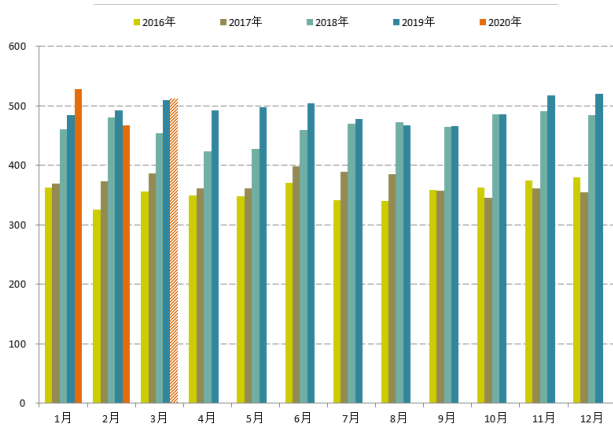
数据来源：卓创 国信期货

图：甲醇产量季节性（单位：万吨）

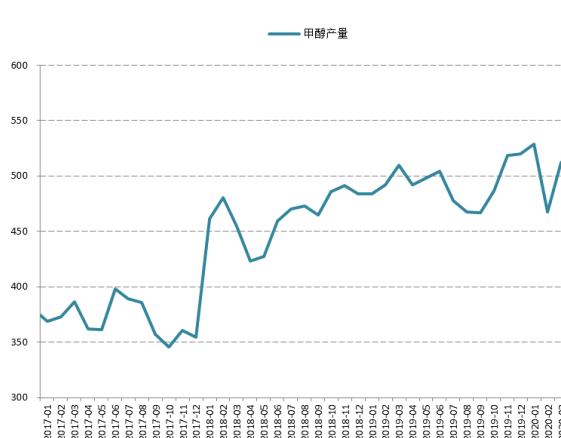


数据来源：卓创 国信期货

图：甲醇月度产量（单位：万吨）



数据来源：卓创 国信期货



数据来源：卓创 国信期货

表 国内装置动态

状态	厂家	产能(万吨)	原料	装置检修运行动态
停车中	青海盐湖	140	煤+天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定
	青海中浩	60	天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，开车计划略有推迟
	青海桂鲁	80	天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定
	巴州东辰	48	煤+天然气	其 18 万吨/年天然气甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定；其 30 万吨/年煤制甲醇重启待定
	苏里格	33	天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待

				定
	内蒙古九鼎	10	煤	其甲醇装置停车中，恢复时间待定
	山西建滔潞宝	40	焦炉气	其部分甲醇装置降负运行
复产	山西同煤	60	煤	其甲醇装置于3月19日产出产品，负荷逐步提升中
	内蒙古博源	100	天然气	其60万吨/年甲醇装置于本周初陆续产出粗醇，暂未有精醇产出；其40万吨/年装置停车中
计划检修	新奥达旗	120	煤	其1套装置半负荷运行中，另一套装置运行正常，二期装置3月底有检修计划
	内蒙古国泰	40	煤	其甲醇装置目前运行正常，企业2020年有大型检修计划，具体时间待定
	新绛中信	10	焦炉气	其甲醇装置于2019年4月20日左右停车，恢复时间待定
	山西宏源	15	焦炉气	其甲醇装置于3月19日开始停车检修，检修4天

2. 成本端：全球能源板块巨幅震荡，关注成本线下减产行为

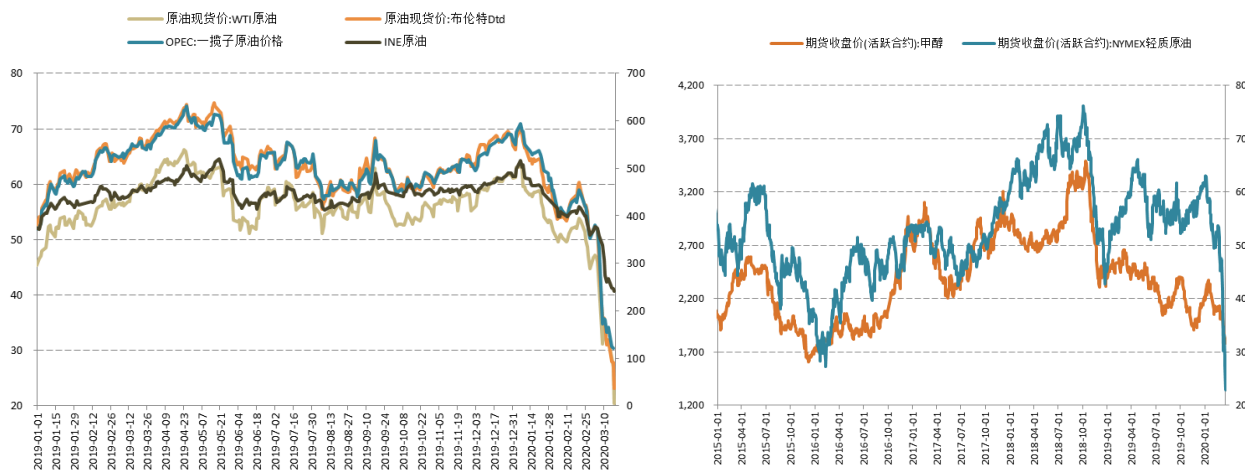
2.1 国际生产方面：原油成最大不确定性

由于多个国家和地区为应对新冠肺炎疫情出台较为严密的防控措施，对石油需求冲击强烈，以及现有减产协议即将在月底到期，国际油价一季度暴跌66%，最低触及20美元历史低价。全球甲醇虽然并没有以原油为原料进行生产，但是由于甲醇作为一个资源性产品，下游需求多与能源相关，包括燃料、MTBE、DME、烯烃等占甲醇总需求接近80%，因此甲醇价格受原油波幅影响明显。当油价高于70美元/桶，煤制烯烃经济效益将会得到极大的提升，有利于提高对甲醇需求量及产业链的发展。但在低油价时代，当处于60美元/桶附近及以下时，油制烯烃与甲醇制烯烃在成本端的竞争即加强，同时对于油价下跌的预期可能也会抑制甲醇价格的上涨，近期甲醇行情或将紧跟原油波动趋势。

国际甲醇生产装置以天然气为主要原料，一季度国际天然气价格跌幅25%，本就成本洼地的国际装置成本线再次下移。虽全球甲醇价格暴跌，但由于原料便宜，利润虽大幅下滑但中国进口窗口持续打开。

图：全球原油价格（单位：美元/桶；元/桶）

图：甲醇与原油趋势

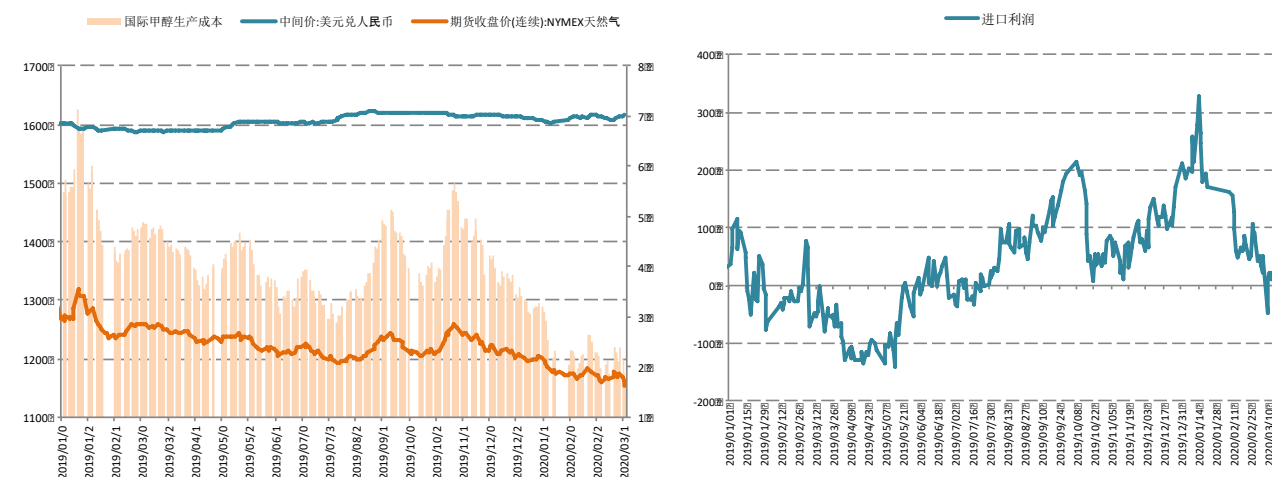


数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

图: 国际甲醇天然气制成本 (单位: 元/吨)

图: 甲醇进口利润 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

2.2 国内生产成本决定甲醇下行空间有限

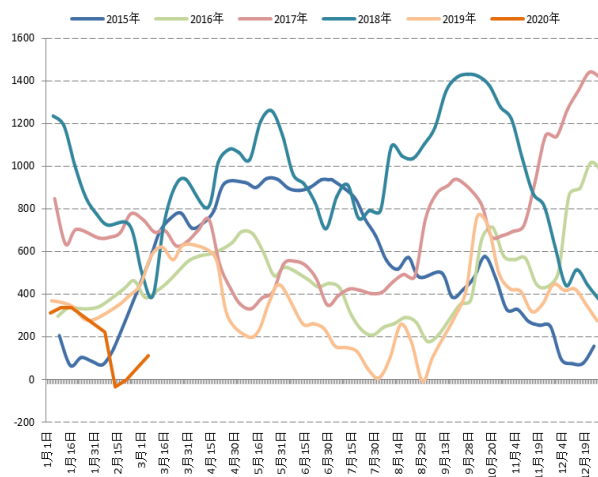
国内甲醇生产成本方面, 春节前产区积极排货后库存压力较小, 叠加冬季物流紧张运费上涨, 成本支撑上移甲醇价格回升, 生产利润小幅修复。节后能化板块崩盘式下跌, 而甲醇跌幅略窄于能化板块大多数品种, 也是由于国内甲醇生产主要以煤炭为原料, 煤制甲醇装置占比超过七成。在本轮冲击中煤炭价格相较于化工品显著坚挺, 节后至今动力煤期货跌幅仅有 1.9%。这导致截止季度末, 国内甲醇生产利润再次被压缩至盈亏线附近, 但较为强势的煤炭价格也带来了成本支撑, 目前内地折盘面成本大约在 2100 元/吨, 从近五年盘面成本与期货价格走势关系来看, 每当甲醇价格运行到成本线之下总会企稳反弹。这也是为什么甲醇不会回到上次原油处于 20 美元时的价格水平的主要原因。不过当行业利润长期维持低位, 需关注成本线下方经营性检修停产行为增多的情况, 这将带来新一轮的平衡。

图: 中国煤制甲醇成本 (单位: 元/吨)

图: 煤制甲醇 (内蒙) 利润 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind 国信期货



数据来源: Wind 国信期货

3. 进口窗口持续打开，外盘供应压制港口价格

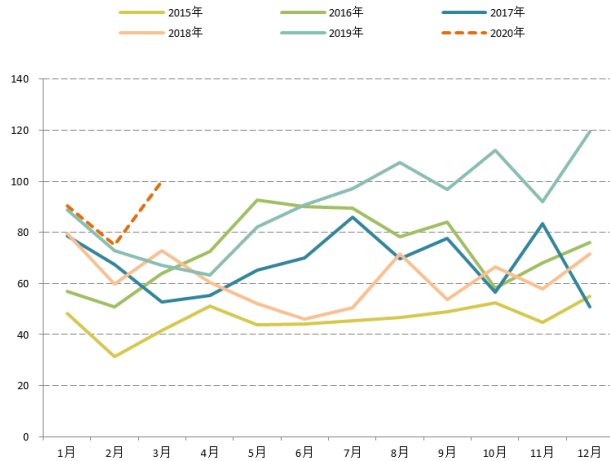
进口方面，全球甲醇市场价差结构中，中国进口利润窗口持续打开，虽然利润收窄但维持顺挂。春节前后由于国内进口主要来源地伊朗、新西兰等地装置多维持停车减负状态，且东南亚、欧美价格居高不下，国外厂商多去往高价区域套利，且部分伊朗和中东厂家也延迟交付 2020 年长约，港口库存去化一度降至 80 万吨。叠加疫情影响报关、卸货等周期，预计 1 月进口量在 100 万吨左右，2 月份进口量大概在 70 万吨。随着国际甲醇装置陆续重启，甲醇进口量大幅增加。截止季度末沿海甲醇库存 108.15 万吨，目前在季节性累库，虽还不及去年四季度，但已恢复至去年同期水平，累库进程并没有因为疫情而放缓。3 月下旬至 4 月上旬中国甲醇进口船货到港量 46 万吨附近，江苏等地到港船货仍旧较多，伊朗船货近期也集中装港发货交付 2020 年合约到港船货明显增多，预计 3 月进口量有 78 万吨左右，一季度月均进口量超过 80 万吨。4 月伊朗船货到港数量将大幅提升。预计二季度进口量将有增无减，月均进口量将重回 100 万吨以上。

中长期来看，2020 年甲醇依旧存在较大的供应压力，一季度伊朗新装置已在试车，伊朗等国际供应溢出量仍将发往中国。美国新增产能的投放虽然不会直接进中国，但将减少美国本土净进口而逐渐开启甲醇产能输出，美国将由净进口到进出口国，富裕资源也将挤兑南美市场，造成南美地区进口产品发生外销量增加和贸易转变。20 年市场压力主要来自于海外，预计全年进口量继续超过 1200 万吨，海外供应压力很难消化，整体维持弱势运行。

出口方面，随着东南亚价格急剧下跌，转口利润迅速下挫，截止季度末在开合之间。

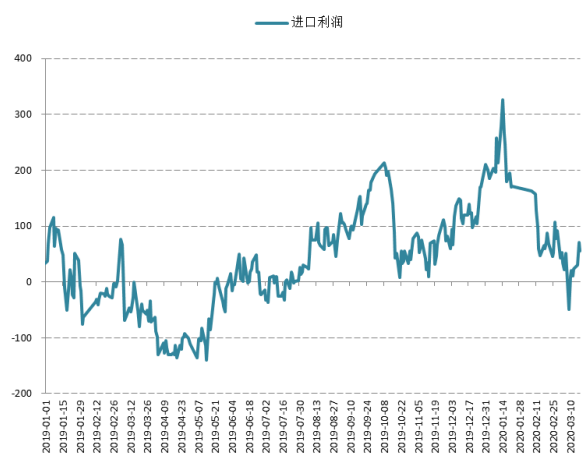
图：甲醇月度进口季节性（单位：万吨）

图：甲醇进口利润（单位：元）



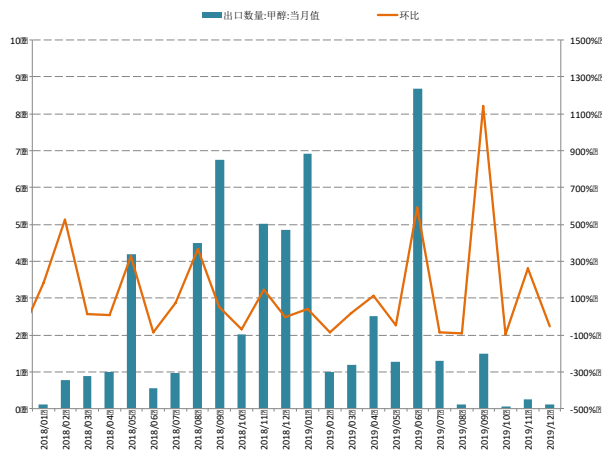
数据来源: wind 国信期货

图: 甲醇出口量 (单位:万吨)



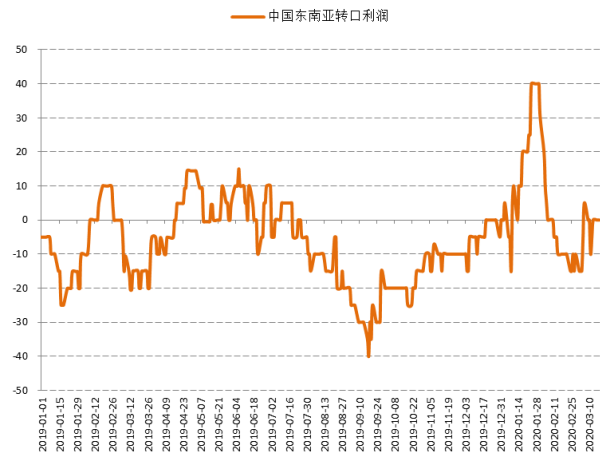
数据来源: wind 国信期货

图: 中国与东南亚价差 (单位:万吨)



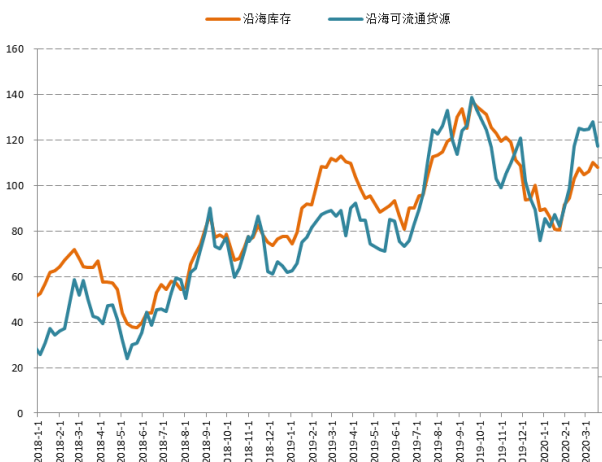
数据来源: wind 国信期货

图: 甲醇沿海库存 (单位:万吨)

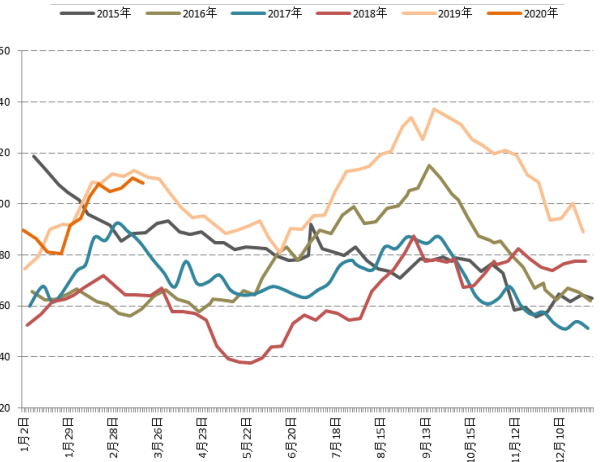


数据来源: wind 国信期货

图: 甲醇库存季节性 (单位:万吨)



数据来源: 卓创 国信期货

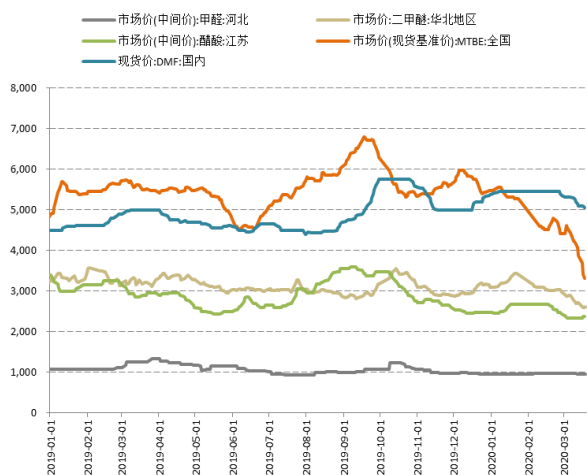


数据来源: 卓创 国信期货

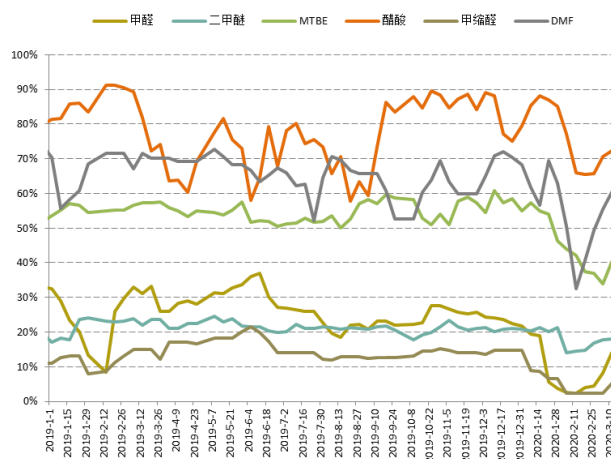
4. 传统需求端：复合开工率仅有三成，需求恢复缓慢

一季度传统下游开工提升缓慢，整体传统需求端加权复合开工率仅有三成，较19年四季度下滑两成。传统下游如甲醛等多属于劳动密集型产业，春节期间多有降负动作。节后疫情条件下，复工有限开工大多处于历史低位，即使春节期间正常生产的企业，也存在由于成品库存压力不得不降负的情况，整体对甲醇需求有限。随着各地陆续进入复工状态，甲醇下游利润虽然已经逐步扩大，但传统下游工厂的原料库存多处于中高位置，而少数产品自身成品的库存也处于历史新高位置被动降负运行，因此整体来看虽然下游工厂复工数量增多，但需求恢复仍旧不及预期。二季度预计开工将有所提升。

图：甲醇传统下游价格（单位：元/吨）



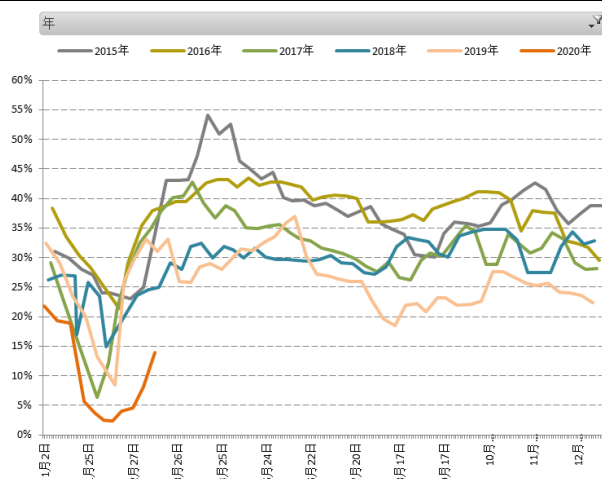
图：甲醇传统下游开工率（单位：%）



数据来源：Wind 国信期货

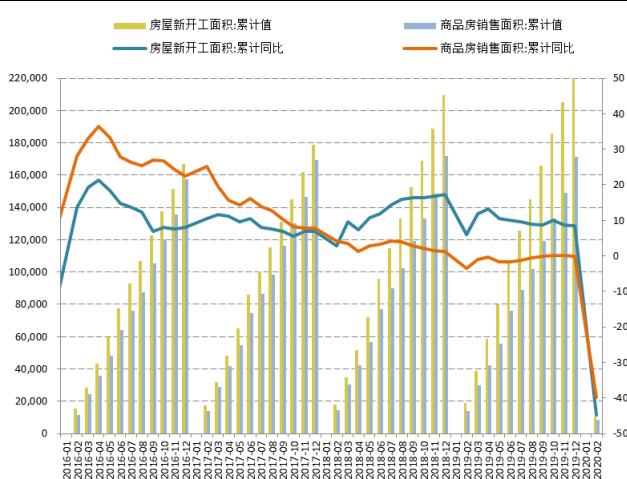
数据来源：卓创 国信期货

图：甲醛开工率（单位：%）



数据来源：卓创国信期货

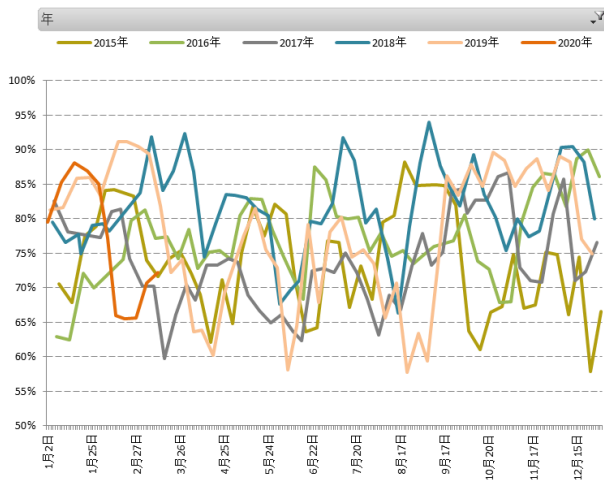
图：房屋新开工面积（单位：万平方米）



数据来源：卓创国信期货

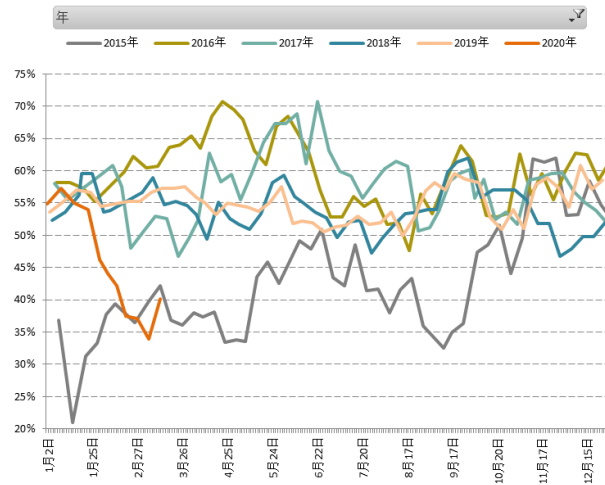
图：醋酸开工率（单位：%）

图：MTBE 开工率（单位：%）



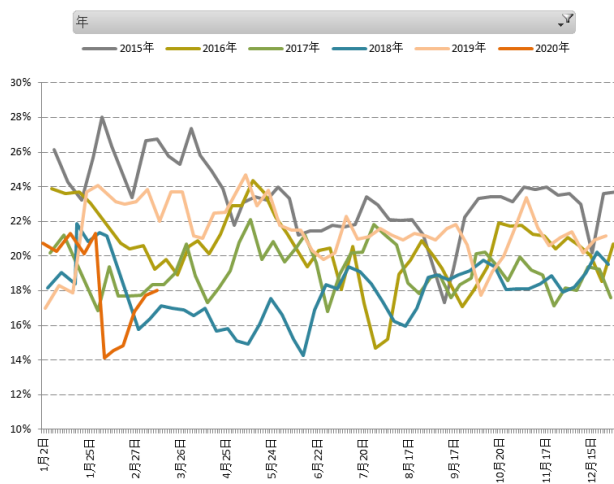
数据来源：卓创 国信期货

图：二甲醚开工率（单位：%）

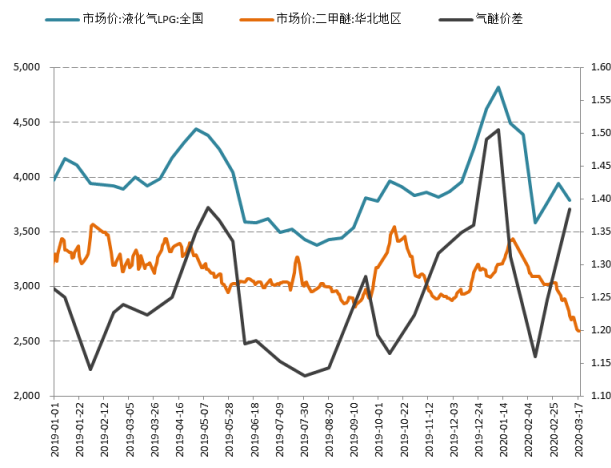


数据来源：卓创 国信期货

图：气醚价差（单位：%）



数据来源：卓创 国信期货



数据来源：Wind 国信期货

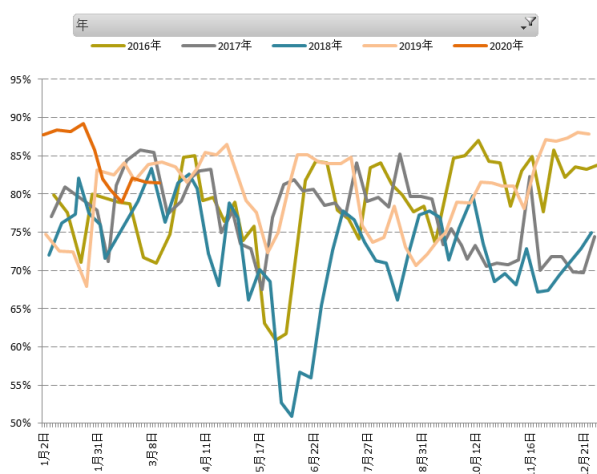
5. MT0：利润小幅修复，外采装置检修开启检修

甲醇制烯烃装置由于3月沿海几套外采甲醇制烯烃装置轮番检修，开工较年初下降了12%左右，对沿海甲醇外采有所减少。季度末开工小幅回升至81%，宁波富德60万吨装置结束检修提前重启，浙江兴兴69万吨正在检修，计划检修30-40天。二季度还有阳煤恒通30万吨、斯尔邦80万吨、南京诚志60万吨已公布检修计划，接下来的装置停车检修计划将继续缩减对港口甲醇的需求。不过由于甲醇迅速下挫，甲醇制烯烃盘面利润略有修复，新年以来首次恢复至1200元附近，港口外采甲醇制烯烃装置利润修复亏损至小幅盈利，压力略有缓解。

同时通过即时的价差实时跟踪，由于东北亚乙烯价格继续下挫，外采甲醇制烯烃的利润与外采乙烯利润非常接近，甲醇乙烯比价不断上行，截止季度末已在开合之间，需考虑沿海烯烃装置再度选择外购乙烯的可能性。

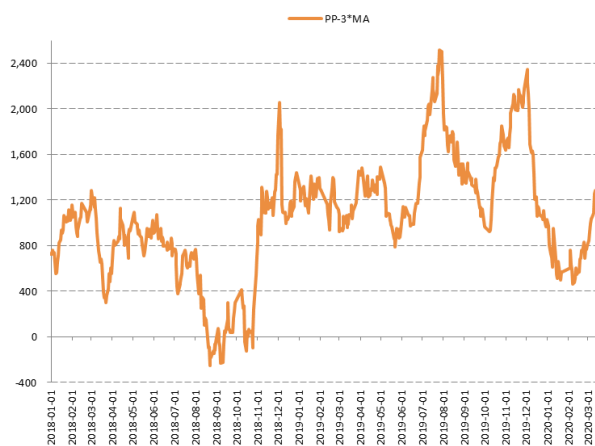
企业名称	所在地	装置产能	原料甲醇产能	装置状态
内蒙古久泰	鄂尔多斯	60	100	3月中旬恢复满负荷运行
青海盐湖	青海	30	140	停车中，恢复时间待定
兴兴能源	嘉兴	69	--	停车中，计划检修 30-40 天。
阳煤恒通	山东	30	20	计划检修，3月25日起检修 20 天
江苏斯尔邦（盛虹）石化	连云港	80	--	计划检修，3月25日起检修 5 天
南京诚志（二期）	南京	60	--	计划检修，时间待定

图：MTO 开工率（单位：%）



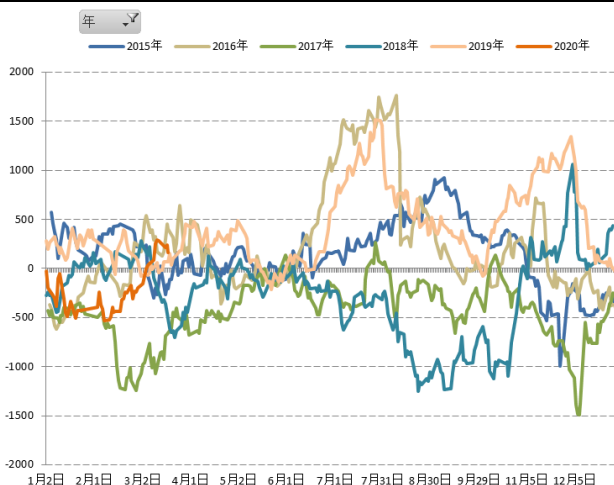
数据来源：卓创 国信期货

图：甲醇制烯烃盘面利润（单位：元）



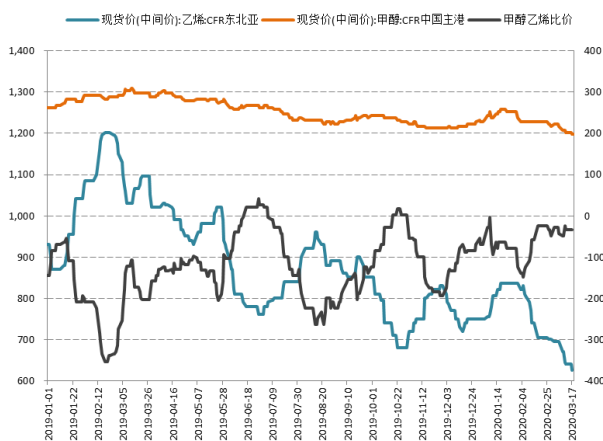
数据来源：Wind 国信期货

图：MTO 港口装置利润（单位：元）



数据来源：Wind 国信期货

图：甲醇乙烯比价（单位：元）



数据来源：Wind 国信期货

三、结论及操作建议

目前甲醇国内外供应已基本恢复，而需求端提升有限，供强需弱整体处于低估值弱驱动的状态，短期受原油波动影响较大。后市来看，供应端，内地甲醇生产企业有春季检修的传统，考虑到受疫情影响已经

出现了被动降负的情况，以及生产利润持续低位，关注春检会否放量。需求端，接下来沿海几套外采甲醇制烯烃产能将轮番检修，将继续缩减对港口甲醇的需求。不过传统下游预计将陆续提负，对需求形成一定支撑。

操作建议：单边，震荡偏空思路；跨品种套利，PP-3M 做多烯烃利润止盈离场，待利润下行再次做修复逻辑。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。