

策略报告

后疫情时代稳中向好，产业宽松预期仍存

2021 年 6 月 25 日

甲醇 2021 年中期投资策略

MA 甲醇主力合约走势图



资料来源：文华财经,招商期货研究所

相关报告

谭洋

0755-82727576

tanyang@cmschina.com.cn

F3069046

安婧

0755-82763159

anjing@cmschina.com.cn

F3035271

Z00014623

微信公众号：招商期货研究所



2021 年世界经济的主旋律仍是后疫情时代的复苏与修复，货币流动性宽松环境的持续，带动大宗商品价格自去年四季度开始震荡上扬。甲醇受益于成本端上抬驱动以及自身基本面改善，一二季度维持了较高的景气度，但我国甲醇行业仍处于产能扩张周期中，新增产能投放的预期压力依然较大，供需偏宽松格局难言乐观。下半年看，甲醇市场仍面临重心下移的挑战以及估值的相应修正。

□ 新增产能投放步伐未止，供需宽松压力逐步累积

据我们测算，2021 年仍有超 800 万吨产能增量待释放，全年投产节奏持续高位，而下游主力消费新增需求较为有限，预计 2021 年全年供应端增速预计在 5.77%，需求端增速预计在 4.82%，供需面略显宽松，并且短时供需宽松格局难以出现根本性扭转。

□ 甲醇制烯烃需求持续超预期，稳健拉动甲醇消费，仍是下游第一大增长点

自去年四季度至今年一季度末，甲醇主力下游烯烃端景气度较高，据统计甲醇制烯烃装置 1-5 月平均负荷在 86%，开工率持续超预期，稳健拉动甲醇消费。可以看到，近 5 年来国内甲醇下游需求最大的仍是甲醇制烯烃产业，预估 2021 年占比将达到 54.86%，为各大下游消费之首。并且在未来的一段时间内，烯烃需求仍将是甲醇消费的第一增长点。

□ 产业链利润再度分化，下游盈利表现不俗，关注煤炭成本端上涨持续性

甲醇产业链上游与下游行业上半年盈利走势分化较为明显，甲醇生产利润受价格的走弱和成本大幅抬升共同作用，生产企业理论利润普遍微利或小幅亏损。下游多数如聚丙烯、塑料、MTBE、冰醋酸等价格在化工品市场的整体涨势带动下出现快速上涨，但随着海外疫苗接种陆续铺开，其供应链稳步复苏，订单再度回流国外，二季度下游终端价格有所回落。

□ 操作建议：整体来看，2021 年国内甲醇市场因上游供应宽松、下游需求增量空间受限以及进口回升预期主导下，下半年供需宽松压力逐步累积，09 合约可定义为空头合约。01 合约仍有季节性限气的利好预期支撑，谨慎偏多。

□ 风险提示：上游检修增多，下游主力消费大幅走弱，中美冲突对抗。

正文目录

一、2021 年甲醇走势回顾	287
（一）期货市场：前高后低 M 字型走势，两度冲高回落	287
（二）现货市场：上半年大幅上涨，二季度受基本面压制走弱	288
二、2021 年甲醇基本面分析	289
（一）国内供给：产能扩张方兴未艾，三四季度供应增加提速	289
（二）国外供给：美国伊朗仍有不少增量，进口预计维持高位	292
（三）国内需求：甲醇制烯烃端持续高位，新兴下游值得关注	296
（四）库存：沿海库存上半年难有累积，下半年压力犹存	300
三、甲醇行业估值情况分析	301
（一）甲醇生产端成本及利润情况	301
（二）甲醇产业链综合估值情况	304
四、2021 年后市展望及策略推荐	305

图表目录

图 1：甲醇期货价格走势（单位：元/吨）	287
图 2：甲醇现货走势图（单位：元/吨）	288
图 3：甲醇沿海基差走势图（单位：元/吨）	288
图 4：甲醇内地基差走势图（单位：元/吨）	288
图 5：仓单量（单位：张）	288
图 6：华东-内蒙套利窗口（单位：元/吨）	289
图 7：华东-鲁南套利窗口（单位：元/吨）	289
图 8：华东-川渝套利窗口（单位：元/吨）	289
图 9：华东-山西套利窗口（单位：元/吨）	289
图 10：累计产能及增速（单位：万吨，%）	290
图 11：新增产能季度投放情况（单位：万吨）	290
图 12：全国甲醇装置开工率（单位：%）	291
图 13：西北甲醇装置开工率（单位：%）	291
图 14：全国甲醇装置月度产量（单位：万吨）	291
图 15：全国甲醇装置月度检修损失量（单位：万吨）	292
图 16：海外甲醇装置开工率（单位：%）	293
图 17：海外甲醇装置月度检修损失量（单位：万吨）	293
图 18：历年全国甲醇进口情况（单位：万吨）	293
图 19：全国甲醇月度进口情况（单位：万吨）	293
图 20：2020 年我国主要甲醇进口国占比（单位：%）	294

图 21: 2021 年 1-4 月主要甲醇进口国占比 (单位: %)	294
图 22: 甲醇月度进口船期统计 (单位: 万吨)	294
图 23: 1-4 月中东地区月度进口情况 (单位: 万吨)	294
图 24: 1-4 月东南亚地区月度进口情况 (单位: 万吨)	295
图 25: 1-4 月南美地区月度进口情况 (单位: 万吨)	295
图 26: 1-4 月新西兰月度进口情况 (单位: 万吨)	295
图 27: 内外进口价差情况 (单位: 万吨)	295
图 28: 国际主流地区甲醇价格 (单位: 美元/吨)	295
图 29: 主要地区转口价差情况 (单位: 万吨)	295
图 30: 2015-2021 年甲醇下游占比变化 (单位: %)	296
图 31: MT0/MTP 装置开工率 (单位: %)	297
图 32: 华东 MT0 模拟利润情况 (单位: 元/吨)	297
图 33: 乙烯和丙烯价格走势 (单位: 元/吨)	298
图 34: 西北 MT0 模拟利润情况 (单位: 元/吨)	298
图 35: 华东某 MT0 外购乙丙烯与外购甲醇经济性模拟比较 (单位: 元/吨)	298
图 36: 甲醛装置开工率季节性 (单位: %)	298
图 37: 醋酸装置开工率季节性 (单位: %)	298
图 38: MTBE 装置开工率季节性 (单位: %)	299
图 39: 二甲醚装置开工率季节性 (单位: %)	299
图 40: 甲醛利润季节性 (单位: 元)	299
图 41: 醋酸利润季节性 (单位: 元)	299
图 42: MTBE 利润季节性 (单位: 元)	299
图 43: 二甲醚利润季节性 (单位: 元)	299
图 44: 江苏库存 (不包括连云港) (单位: 万吨)	300
图 45: 浙江(宁波+嘉兴)库存 (单位: 万吨)	300
图 46: 华东库存 (单位: 万吨)	300
图 47: 华南库存 (单位: 万吨)	300
图 48: 港口总库存 (单位: 万吨)	301
图 49: 沿海可流通货源 (单位: 万吨)	301
图 50: 内地主产区甲醇代表企业库存结构 (单位: 万吨)	301
图 51: 卓创 MT0 样本企业库存 (单位: 万吨)	301
图 52: 原料端动力煤现货价格 (单位: 元/吨)	302
图 53: 煤制甲醇成本情况 (单位: 元/吨)	302
图 54: 内蒙古煤制甲醇利润季节性 (单位: 元/吨)	303
图 55: 山东煤制甲醇利润季节性 (单位: 元/吨)	303

图 56: 安徽煤制甲醇利润季节性 (单位: 元/吨)	303
图 57: 山西煤制甲醇利润季节性 (单位: 元/吨)	303
图 58: 国内天然气价格	304
图 59: 国内天然气制甲醇利润情况 (单位: 元/吨)	304
图 60: 甲醇产业链综合估值情况 (单位: 元/吨)	304
图 61: 甲醇与相关品及原油的比价关系	305
图 62: 甲醇主力合约月度涨跌幅季节性 (单位: 元/吨)	306
图 63: 甲醇年度供需预估情况 (单位: 万吨, %)	306
表 1: 20-21 年国内新增产能情况 (单位: 万吨)	290
表 2: 近期甲醇装置检修计划 (单位: 万吨)	292
表 3: 20-21 年国外新增产能情况 (单位: 万吨)	292
表 4: 20-21 国内新增 CTO/MTO 产能情况 (单位: 万吨)	297
表 5: 20-21 年国内煤制甲醇生产成本月度数据测算 (单位: 元/吨)	302
表 6: 国内煤制甲醇生产成本时点测算: 2021/06/23 (单位: 元/吨)	302
表 7: 2021 年平衡表测算 (单位: 元/吨)	305

一、2021 年甲醇走势回顾

（一）期货市场：前高后低 M 字型走势，两度冲高回落

图 1：甲醇期货价格走势（单位：元/吨）



资料来源：文华财经，招商期货研究所

2021 年上半年我国甲醇市场整体呈现出前低后高的“M”型走势，经历了两波冲高回落，分别在 3 月和 5 月，各自上涨的驱动也有一定差异，不过底部重心保持了抬升态势，甲醇上半年的整体稳中向好回顾来看是成本端提升、供应端收紧和需求端利润持续增长等多因素共同作用的结果。具体来看上半年的甲醇行情主要分为以下三个阶段：

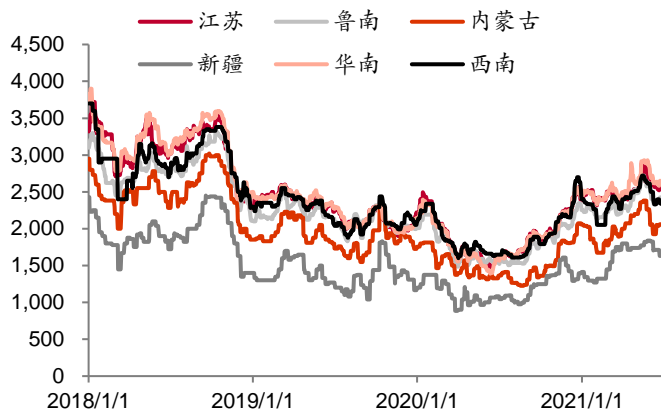
第一阶段（2021.1.1-2021.3.23）：去年 12 月，受到限气影响，国内外装置降负或停车，借助供应端收紧的利好消息刺激，甲醇主力合约价格向上冲高，最高突破 2500 元/吨。进入一季度，宏观面在疫苗推出并广泛接种下持续向好，且国际油价出现明显上涨，有力提振化工市场心态，同时煤炭价格的持续走高，大幅提升了煤制甲醇的生产成本，成本支撑作用走强，甲醇价格打开上行空间后积极冲高，3 月最高价触及 2682 元/吨，随后，利空因素累积，上游西南地区限气装置陆续复产，下游对高价抵触心态显现，叠加原油价格持续调整，3 月中下旬，甲醇阶段性回调。

第二阶段（2021.04-2021.05）：4 月甲醇装置检修消息频出，内地库存降至低位，上游挺价推涨，但持续性不强，整体高位震荡，进入 5 月宏观基本面向好预期再度强化，大宗商品接连冲高，成本端煤炭价格更是大幅上涨，甲醇在成本抬升以及化工市场看涨氛围带动下再度冲高，下游买涨心态下买货积极性较高，沿海库存始终难有明显累积，而可流货源极少，市场景气度一路上扬，5 月主力合约价格最高触及 2852 元/吨。而后，同比大幅上涨的大宗商品价格引发了政策层面的关注，一系列调控保价稳价措施出台，国家层面的调控预期压力增大，化工市场心态转弱，甲醇价格持续回落。

第四阶段（2021.06-至今）：宏观基本面逐步被市场定价，甲醇重回自身基本面交易逻辑，整体看，甲醇行业仍处于产能扩张周期中，新增产能释放同比增加，同时下游对高价接受度开始降低，下游烯烃装置陆续公布检修计划，沿海库存累积压力增加。在供应增多、需求减弱的预期与煤炭价格过高和进口回升预期共同作用下，甲醇价格步入震荡区间运行，上行承压，下方仍有煤炭端大幅上涨带来的成本支撑。

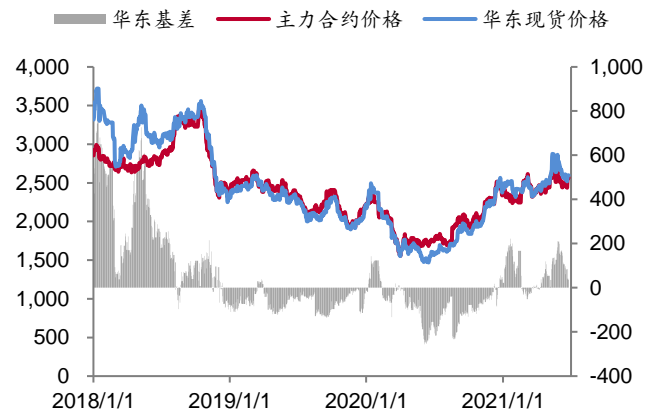
(二) 现货市场：上半年大幅上涨，二季度受基本面压制走弱

图 2：甲醇现货走势图（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

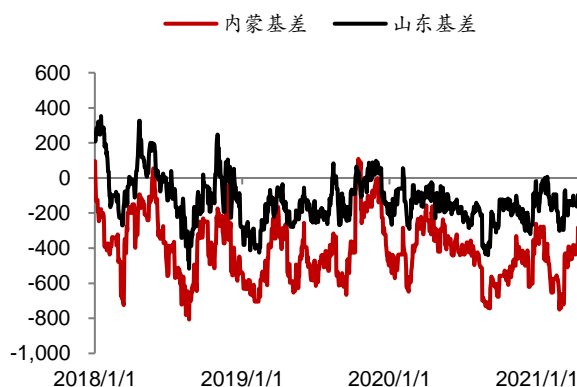
图 3：甲醇沿海基差走势图（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

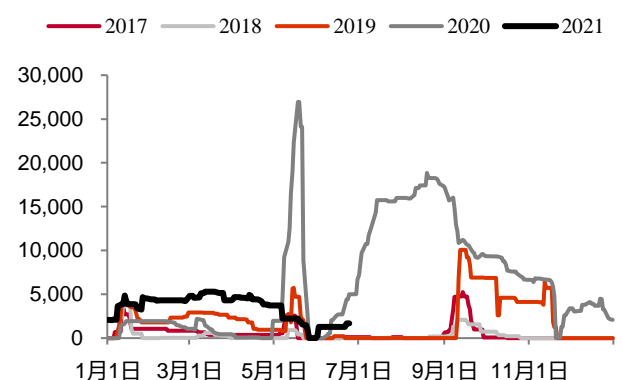
2021 年上半年来看，1-2 月现货市场震荡下滑，冬季限气利好逐步褪去，叠加春节前排库操作，上游生产商积极出货，现货市场价格整体弱势震荡。3-4 月，内地部分企业停车检修，西北企业在库存低位支撑下强势推涨，提振市场气氛，甲醇现货市场顺势拉涨，交投氛围转暖，5 月，尽管上游供应端逐步回归高位，但下游盈利能力较强，刺激下游积极采购，现货成交重心一路上行，叠加宏观向好，大宗商品价格暴涨，外围因素作用下，甲醇现货景气度高位。5 月中下旬至 6 月，下游对高价逐步抵触，刚需跟进节奏有所放缓，加之期货市场下跌，内地港口现货市场心态有所转空，部分生产商及贸易商出货意愿增强，多数让利出货，成交重心震荡下移。上半年华东基差经历了两次冲高回落，目前维持偏强震荡的结构，波动区间在 30-100 元。

图 4：甲醇内地基差走势图（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

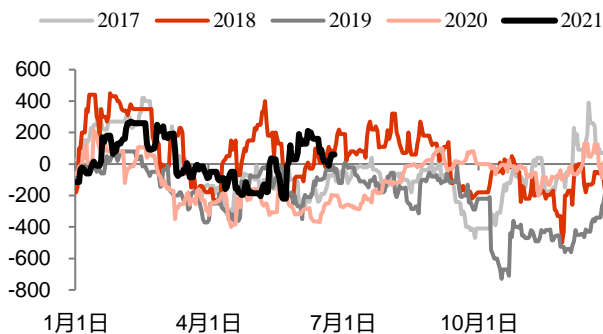
图 5：仓单量（单位：张）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

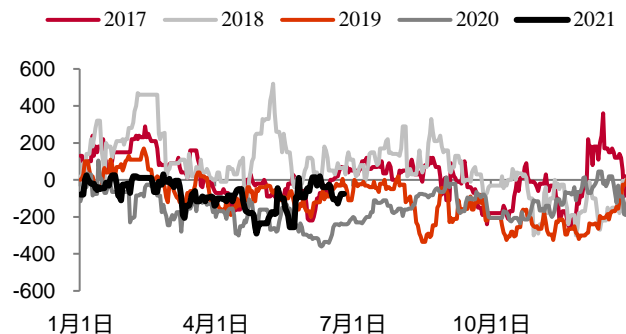
一季度 3-4 月，春检开启，内地市场流通货源紧张，库存持续走低，带动基差整体稳步走强，二季度后期，内地新增产能投放预期压力较大，加之下游消费逐步季节性走弱，内地库存步入累积通道，交投氛围走弱明显，基差持续回落。仓单方面，上半年现货市场交投顺畅，期现套利窗口打开幅度有限，仓单持续低位运行。

图 6：华东-内蒙套利窗口（单位：元/吨）



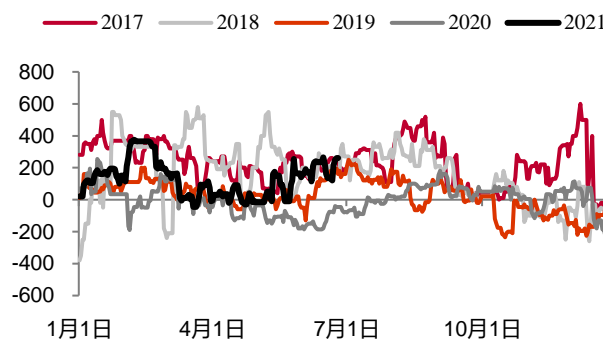
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 7：华东-鲁南套利窗口（单位：元/吨）



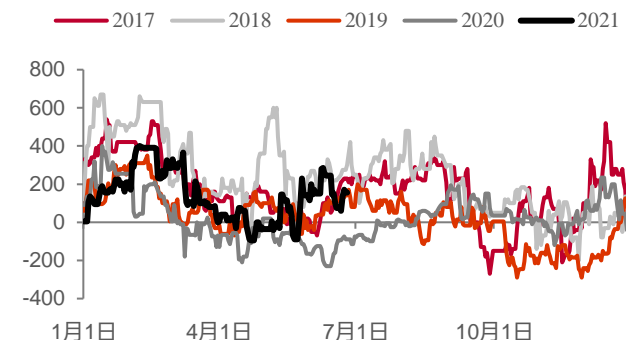
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 8：华东-川渝套利窗口（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 9：华东-山西套利窗口（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

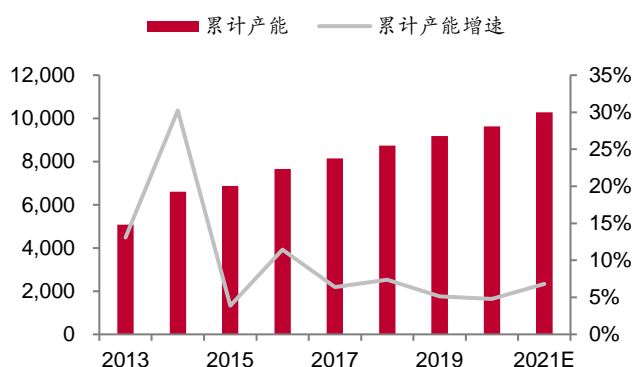
国内贸易方面，2021 年上半年，沿海现货市场因下游甲醇制烯烃装置持续高负荷运行，叠加华东主要港口到港量多次弱于预期，导致流通货源同比往年偏低不少，港口市场一二季度持续偏强势运行。内地市场则受到大装置投产以及春检结束影响，一直有排货压力，看跌预期相对沿海地区较强，内地-华东物流多通道均有打开，内蒙古-江苏、山东-江苏、山西-江苏套利空间二季度阶段性开启，内地汽运、船运、火运等等抵达华东数量增多，富裕的货源被动通过华东消化，内地低价货源流入华东极大缓解了沿海进口货源缩减和成本高企的压力，有利于下游工厂和贸易商在最大程度上优化自身成本。

二、2021 年甲醇基本面分析

（一）国内供给：产能扩张方兴未艾，三四季度供应增加提速

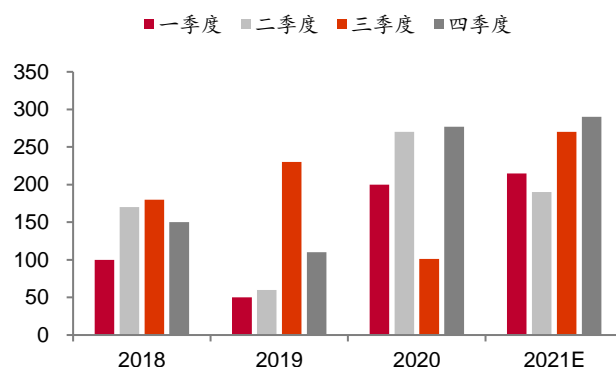
据我们统计，2020 年国内新增甲醇产能约 863 万吨，总产能相较 2019 年增长 4.79%（剔除淘汰装置），2021 年计划新增产能超 960 万吨，部分装置投产因建设原因有所推迟，预估实际投放产能在 800 万吨左右，相较 2020 年增长 6.81%。预估国内 2021 年累计产能（剔除关停产能）将突破 10200 万吨，从投产装置规模来看，近年来新增的甲醇产能多数是 50 万吨/年以上的规模，而退出市场的产能往往规模较小，一般在 10-30 万吨/年。面对如此巨大产能投放，甲醇行业仍将处于产能扩张大周期中，因此下半年供应压力将逐步累积，供需偏宽松格局或将进一步加剧。

图 10：累计产能及增速（单位：万吨，%）



资料来源：招商期货研究所

图 11：新增产能季度投放情况（单位：万吨）



资料来源：招商期货研究所

表 1：20-21 年国内新增产能情况（单位：万吨）

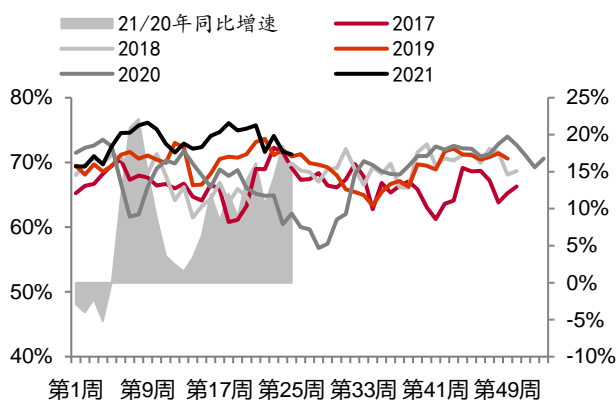
装置名称	产能	投产时间	原料	21 年 Q1 增量	21 年 Q2 增量	21 年 Q3 增量	21 年 Q4 增量	21 年 H1 增量	21 年 H2 增量	21 年全年增量
充矿榆林二期	70	2020 年 1 月	煤炭	5.8	0.0	0.0	0.0	5.8	0.0	5.8
荣信化工二期	90	2020 年 1 月	煤炭	7.5	0.0	0.0	0.0	7.5	0.0	7.5
浙江石化	40	2020 年 2 月	煤炭	6.7	0.0	0.0	0.0	6.7	0.0	6.7
宁夏宝丰二期	220	2020 年 5 月	煤炭	55.0	36.7	0.0	0.0	91.7	0.0	91.7
安徽临泉	30	2020 年 5 月	煤炭	7.5	5.0	0.0	0.0	12.5	0.0	12.5
陕西精益化工	26	2020 年 7 月	煤炭	6.5	6.5	2.2	0.0	13.0	2.2	15.2
新疆天业二期	30	2020 年 8 月	煤炭	7.5	7.5	5.0	0.0	15.0	5.0	20.0
山东恒信高科	15	2020 年 8 月	焦炉气	3.8	3.8	1.3	0.0	7.5	1.3	8.8
河南心连心	30	2020 年 9 月	煤炭	7.5	7.5	5.0	0.0	15.0	5.0	20.0
内蒙古旭峰	15	2020 年 10 月	焦炉气	3.8	3.8	3.8	1.3	7.6	5.1	12.7
延长中煤榆林二	180	2020 年 12 月	煤炭	45.0	45.0	45.0	30.0	90.0	75.0	165.0
烟台万华	67	2020 年 12 月	煤炭	16.8	16.8	16.8	11.2	33.6	28.0	61.5
河南延化	30	2020 年 12 月	煤炭	7.5	7.5	7.5	5.0	15.0	12.5	27.5
拜城众泰	20	2020 年 12 月	焦炉气	5.0	5.0	0.0	0.0	10.0	0.0	10.0
神华榆林	180	2021 年 1 月	煤炭	0.0	30.0	45.0	45.0	30.0	90.0	120.0
新绛中信	20	2021 年 1 月	焦炉气	0.0	3.3	5.0	5.0	3.3	10.0	13.3
济宁盛发	15	2021 年 2 月	焦炉气	0.0	0.0	3.8	3.8	0.0	7.6	7.6
内蒙古黑猫	30	2021 年 4 月	焦炉气	0.0	0.0	7.5	7.5	0.0	15.0	15.0
江西九江心连心	60	2021 年 4 月	煤炭	0.0	5.0	10.0	15.0	0.0	20.0	20.0
中煤鄂尔多斯	100	2021 年 5 月	煤炭	0.0	0.0	25.0	25.0	0.0	50.0	50.0
广西华谊	180	2021 年 7 月	煤炭	0.0	0.0	15.0	45.0	0.0	60.0	60.0
内蒙古金诚泰	60	2021 年 8 月	煤炭	0.0	0.0	7.5	15.0	0.0	15.0	15.0
山西亚鑫	30	2021 年 8 月	焦炉气	0.0	0.0	5.0	7.5	0.0	12.5	12.5
龙媒天泰	20	2021 年 11 月	煤炭	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0	10.0	10.0
久泰能源	100	2021 年 4 季度	煤炭	0.0	0.0	25.0	25.0	0.0	50.0	50.0
徐州龙兴泰	30	2021 年 4 季度	焦炉气	0.0	0.0	7.5	7.5	0.0	15.0	15.0
内蒙古卓正	120	2021 年 4 季度	煤	0.0	0.0	0.0	20.0	0.0	20.0	20.0
山西永鑫	20	2021 年 4 季度	焦炉气	0.0	0.0	5.0	5.0	0.0	10.0	10.0
合计	1828			186	183	248	279	364	519	883

资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

从具体产能投放的情况来看，据我们测算，2020-2021 年国内计划新增产能合计约 1828 万吨。其中，2020 年累计有 14 套装置投产，总共为 2021 年上半年带来产能增量约 330.8

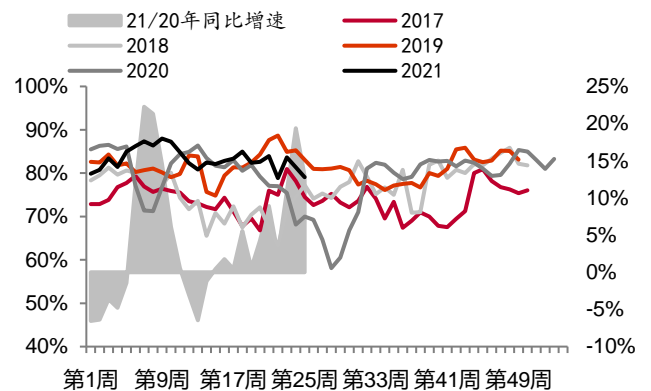
万吨,下半年带来产能增量约134万吨,全年带来产能增量464.8万吨。2021全年预估将有14套装置投产,已经投产的装置分别是神华榆林二期180万吨/年吨煤制甲醇装置、新绛中信20万/年吨焦炉气制甲醇装置,济宁盛发15万/年吨焦炉气制甲醇装置,内蒙古黑猫30万/年吨焦炉气制甲醇装置,江西九江心连心60万吨/年吨煤制甲醇装置,神中煤鄂尔多斯100万吨/年吨煤制甲醇装置。下半年看,广西华谊180万吨/年装置计划于6月底试车,该大装置配套下游醋酸装置两套,第一套套50万吨/年将同期投产,第二套70万吨/年醋酸装置预计2021年底投产,此外也有配套的20万吨乙二醇装置计划7月份投料开车,初期外卖量较多,有望提升华南地区流通货量,华南地区纯消费为主的格局恐将打破,且由于广西本地并不能完全消化华谊该装置生产的甲醇、预计部分货源将会流入广东和福建,冲击当地进口货源的市场份额。产能投放总量统计上,下半年仍有约560万吨有望落地,因此21年三四季度将面临较大的供应增加压力,甲醇行业供应持续宽松可能性较大。

图 12: 全国甲醇装置开工率 (单位: %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

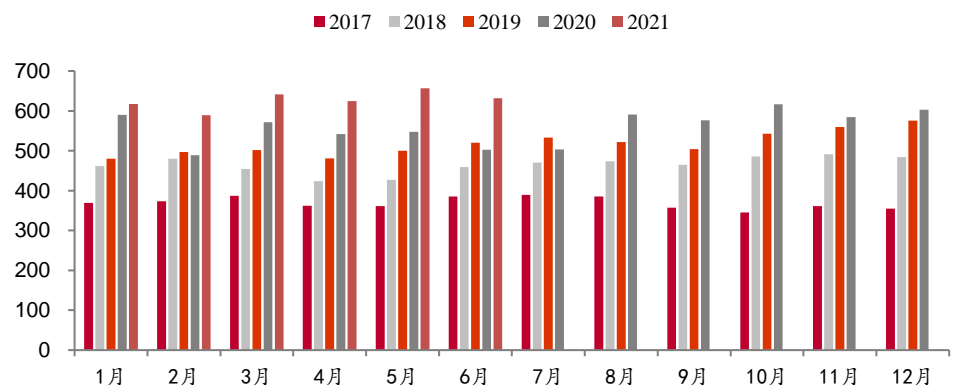
图 13: 西北甲醇装置开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创资讯, 招商期货研究所

今年上游开工率偏高位,全国甲醇生产装置平均负荷在 73%附近,西北生产装置平均负荷在 84%左右。去年同期二季度,由于疫情造成需求的大幅萎缩,大量装置曾集中检修,停车时间较长,反观 2021 年上半年由于上游利润尚可,生产企业检修动力不足,反映到今年春检上就是规模同比 2020 年有所下降,检修集中度偏低,检修时长偏短。因此上半年甲醇产量同比偏高,供应层面是相对宽松的。

图 14: 全国甲醇装置月度产量 (单位: 万吨)



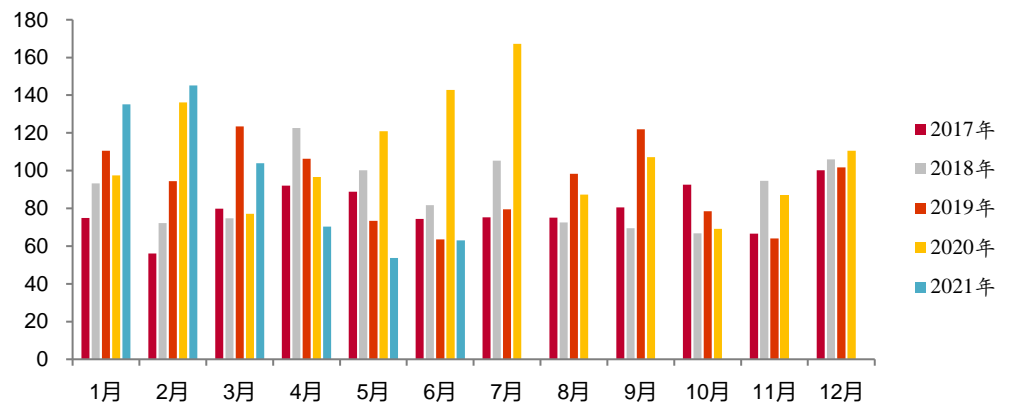
资料来源: 招商期货研究所

表 2：近期甲醇装置检修计划（单位：万吨）

地区	装置名称	产能	原料	性能	检修计划
西北	新疆广汇	120	煤	一体化	其甲醇装置 8 月份存检修计划
西北	新疆新业	50	煤	非一体化	计划 7-8 月检修 20 天左右
西北	新奥达旗	120	煤	一体化	其一套 60 万吨/年甲醇装置计划 7 月 6 日检修，计划 20 天
华北	内蒙古国泰	40	煤	非一体化	其甲醇装置计划 7-8 月检修一个月，具体时间待定
西北	世林化工	30	煤	非一体化	据悉，其甲醇装置 7 月份有检修计划
西北	榆林凯越	70	煤	非一体化	其甲醇装置计划 7-8 月检修一个月
西北	宁夏宝丰	390	煤+焦炉气	一体化	据悉其部分甲醇装置计划 7 月份检修
华东	联泓（山东）化学	92	煤	非一体化	其甲醇装置初步计划 7 月份检修
	合计	912			

资料来源：招商期货研究所

图 15：全国甲醇装置月度检修损失量（单位：万吨）



资料来源：招商期货研究所

从后续检修计划看，部分大装置存在检修预期，一体化装置检修占比较高，对甲醇市场供需变动影响相对有限。二季度 4-6 月的检修量同比近几年也是偏低。三季度来看，预计 7-8 月有近 900 万吨产能检修，主要集中在西北主产区，具体兑现情况待跟踪。

（二）国外供给：美国伊朗仍有不少增量，进口预计维持高位

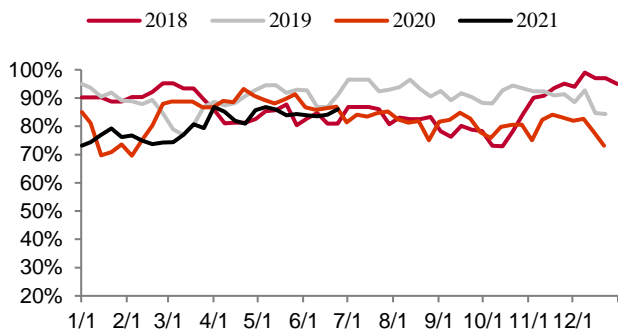
表 3：20-21 年国外新增产能情况（单位：万吨）

国家	装置名称	产能	投产时间	原料	2021 年 Q1 增量	21 年 Q2 增量	21 年 Q3 增量	21 年 Q4 增量	21 年 H1 增量	21 年 H2 增量	21 年增量
伊朗	Bushehr	165	2020 年 1 月	天然气	14	0	0	0	14	0	14
伊朗	Kimiya	165	2020 年 5 月	天然气	41	28	0	0	69	0	69
特立尼达	caribbean CGCL	100	2020 年 12 月	天然气	25	25	25	20	50	45	95
俄罗斯	Shchekinoazot	50	2020 年 12 月	天然气	13	13	13	9	26	22	48
伊朗	Sabalan	165	2021 年 7 月	天然气	0	0	30	35	0	65	65
美国	玉皇 YCI（科氏）	170	2021 年 7 月	天然气	0	0	20	25	0	45	45
伊朗	Dena	165	2021 年 11 月	天然气	0	0	0	20	0	20	20
美国	西北创新工程	180	2021 年 12 月	天然气	0	0	0	15	0	15	15
	合计	1160			93	66	88	124	158	212	370

资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

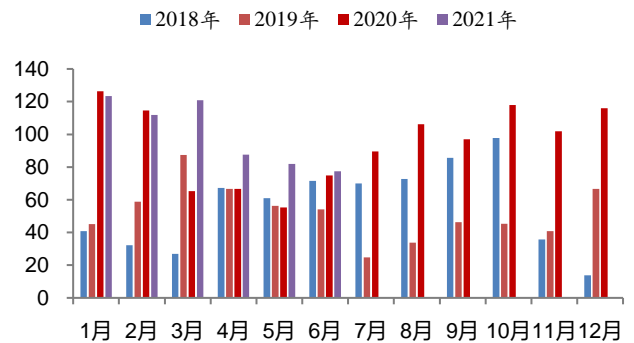
海外甲醇产能方面，相较于 2020 年，海外新增产能增速在 7.89% 左右。2021 年，据我们统计，国外有约 1160 万吨产能将要释放，从具体产能投放的情况来看，2021 年海外新增产能主要来自伊朗，其次来自美国，伊朗 165 万吨/年产能装置 SABALAN 装置和美国科氏 170 万吨/年装置公布将于 6 月末投产。相较于 2020 年，2021 年海外新增产能增速在 7.89% 左右。

图 16：海外甲醇装置开工率（单位：%）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

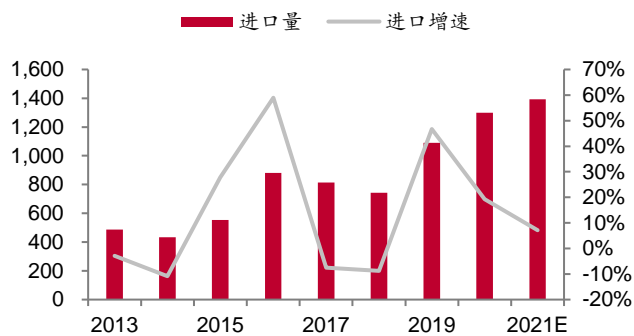
图 17：海外甲醇装置月度检修损失量（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯, 招商期货研究所

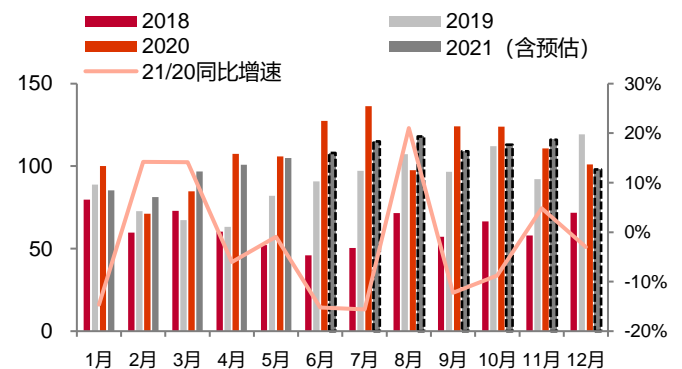
海外开工率方面，去年 12 月至今年初 1 月，国外部分区域装置因为气源问题停车检修或者降负运行，而后的重启之路也并非顺利，一季度南美地区部分装置普遍处于较长时间的停车检修或大幅降负状态，二季度开工负荷逐步爬升恢复。上半年中东伊朗地区装置开工负荷基本维持中高位，但在 5 月底，伊朗阿萨鲁耶化工园区曾因天然气管道供气故障出现大面积短停检修，截止 6 月下旬，伊朗 KAVEH 230 万吨/年装置仍未完全恢复。

图 18：历年全国甲醇进口情况（单位：万吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 19：全国甲醇月度进口情况（单位：万吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

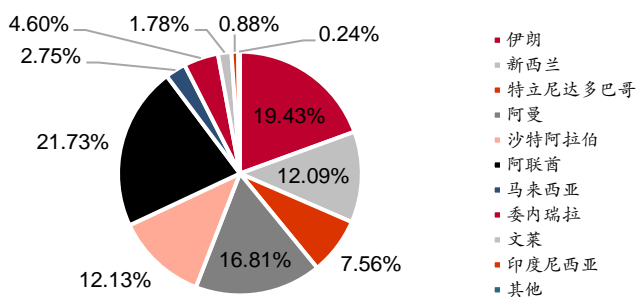
进口方面，尽管我国拥有世界最大的甲醇产能，但是我国甲醇进口规模相对偏高，近三年年均复合增速 15% 以上，一是因为我国甲醇主要消费地区在华东沿海，华东地区具备天然的进口优势，偏好进口中东美金低价货源，而主要进口来源地区——中东更是在最近三年投产了近 700 万吨的新增产能，且我国仍是甲醇主要消费大国，因此中东产量源源不断向我国沿海地区输送。二是海外以天然气为原料制取的甲醇（中东、南美）相对我国煤炭制取甲醇的工艺也有很大的成本优势，对国内沿海下游 MTO 有较强的吸引力。2018 年、2019 年、2020 年我国甲醇进口依赖度分别为 11.82%、14.95%、16.27%，虽然百分数值不大，但乘以消费量级后仍是一个相当庞大的数目。据我们估算，考虑世界其他消

费地区需求量的提升, 2021 年全年我国甲醇进口量预计为 1260 万吨左右, 与 2020 年的 1300 万吨规模相差不大, 进口依赖度预估在 15.8% 附近。

从近几年的进口产销国来看, 中东地区以及新西兰等地出口中国的甲醇数量相对稳定, 南美洲和东南亚等地的进口均作为边际影响变量存在。考虑到价格以及需求等因素, 2021 年上半年, 疫情后的世界经济复苏持续向好, 使得南美洲地区装置月度产量发往印度区域数量明显增多, 尤其是 3-4 月份, 改变了原来南美洲地区严重依赖欧美的情况。此外, 东南亚等地流向中国的甲醇数量也从 2018 年开始逐步下降, 除去东南亚自身现货和长约价格远高于中国以外, 东南亚需求增量也是重要支撑, 另外中东非伊船货发往东南亚和印度货物同样增量。据我们统计, 印度地区甲醇消费年复合增速较高, 接近 15%, 因此分流了部分流向我国华东沿海地区的甲醇进口量。

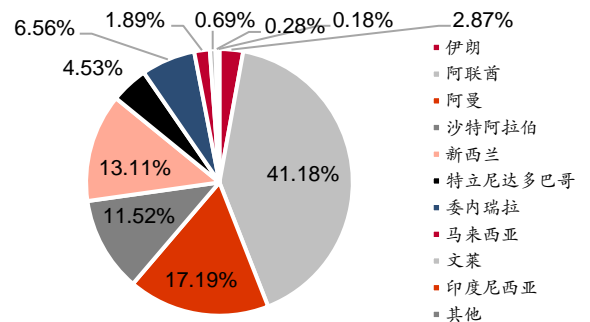
具体从进口数值来看, 2020 年伊朗、新西兰、特立尼达和多巴哥、阿曼、沙特阿拉伯、阿联酋、马来西亚、委内瑞拉、文莱以及印度尼西亚构成了我国十大进口来源国, 去年 10 国合计占我国甲醇年进口的 99.76% 左右。2021 年 1-4 月, 我国从十大进口来源国进口甲醇量分别为阿联酋 147.47 万吨、阿曼 61.54 万吨、新西兰 46.96 万吨、沙特阿拉伯 41.26 万吨、委内瑞拉 23.5 万吨、特立尼达和多巴哥 16.21 万吨、伊朗 10.28 万吨, 马来西亚 6.78 万吨、文莱 2.45 万吨、印度尼西亚 1 万吨, 合计占我国 1-9 月累计进口量的 99.82% 左右。5-6 月看, 二季度甲醇进口量或增加, 因为新冠肺炎疫情二季度的反复性, 国外尤其是印度地区需求转弱, 部分东南亚、中东等地货物预计将转移至中国销售, 带动沿海进口量回升, 预计三季度起进口量仍维持 100 万吨以上水平。

图 20: 2020 年我国主要甲醇进口国占比 (单位: %)



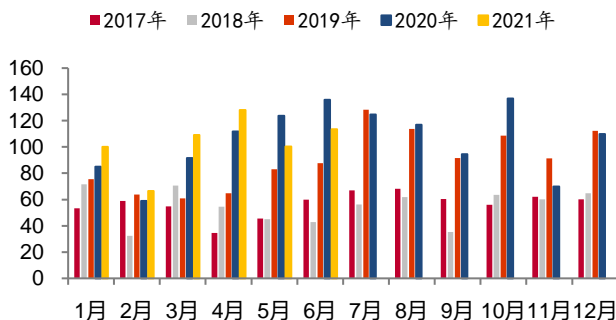
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 21: 1-4 月主要甲醇进口国占比 (单位: %)



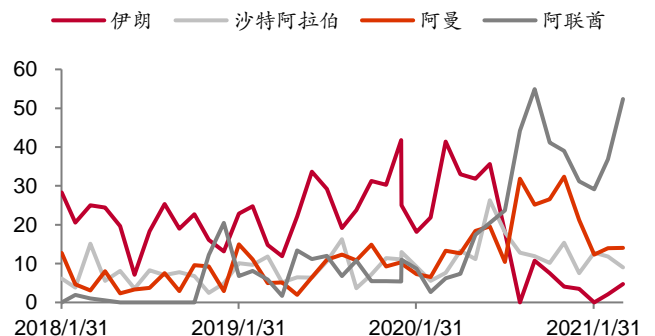
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 22: 甲醇月度进口船期统计 (单位: 万吨)



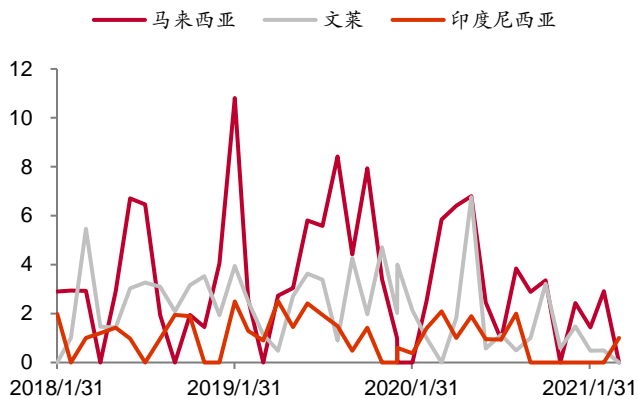
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 23: 1-4 月中东地区月度进口情况 (单位: 万吨)



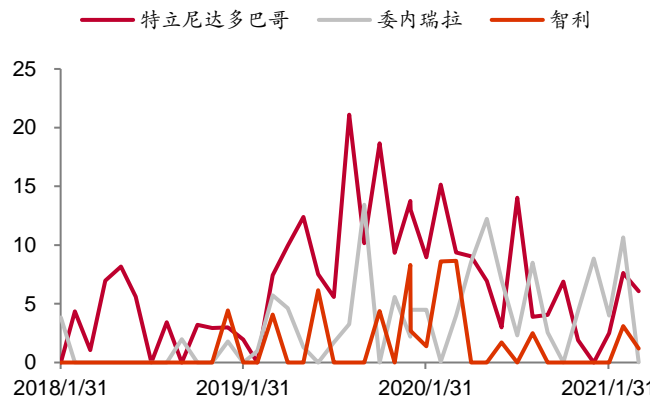
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 24：1-4 月东南亚地区月度进口情况（单位：万吨）



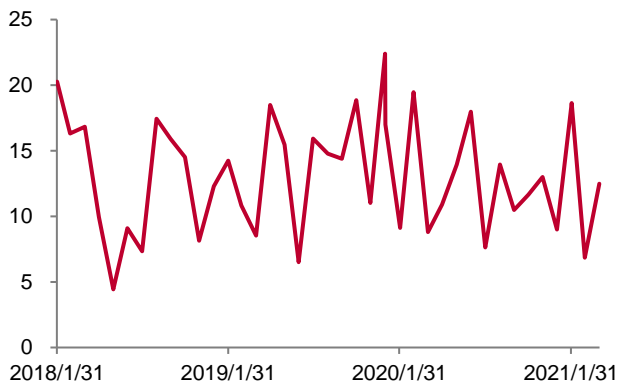
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 25：1-4 月南美地区月度进口情况（单位：万吨）



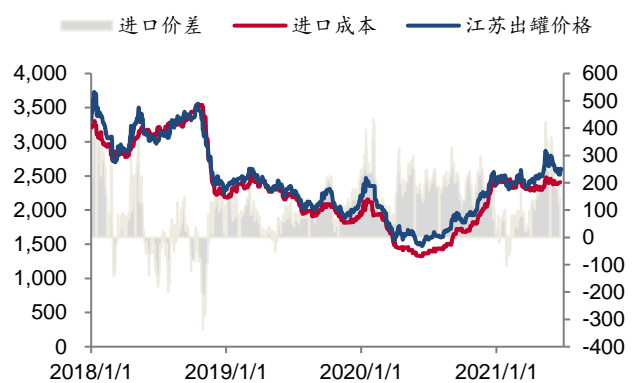
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 26：1-4 月新西兰月度进口情况（单位：万吨）



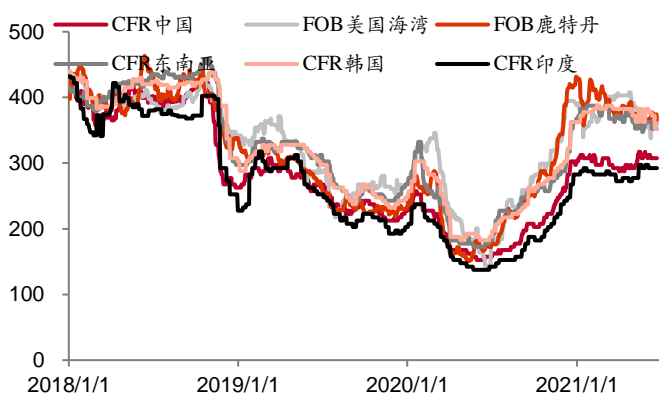
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 27：内外进口价差情况（单位：万吨）



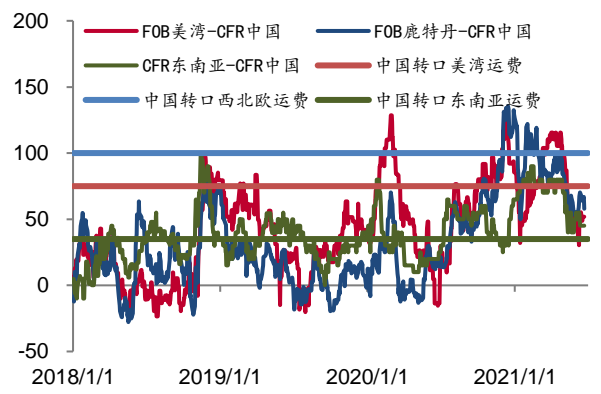
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 28：国际主流地区甲醇价格（单位：美元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 29：主要地区转口价差情况（单位：万吨）



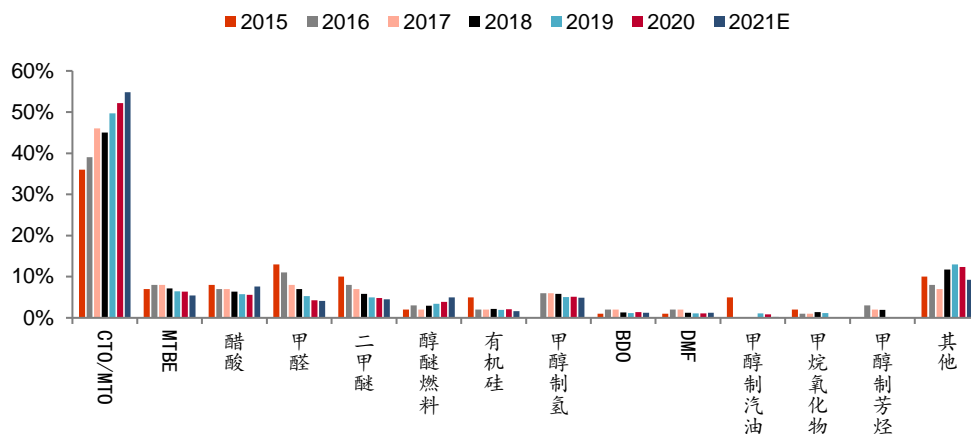
资料来源：WIND, 招商期货研究所

就转口价差来看，一季度国外和国内价差持续扩大，欧洲和中国差价一度拓展至 100-110 美元/吨，多数国外生产工厂多意愿去往欧美区域套利，国内部分船货同样或将转口或者出口套利。同样亚洲部分国家价格一季度内也出现加速上涨，国际上一货难求矛盾较大，东南亚地区分流了较多转口货量。随后二季度欧美、东南亚等地与国内价差高位回落，目前理论上测算的转口利润压缩较多，后续转口影响消散后，国外货源仍将持续流向我国华东沿海。

（三）国内需求：甲醇制烯烃端持续高位，新兴下游值得关注

甲醇作为趋向上游的原料型化工品，近年来需求消费领域持续扩展，消费结构逐步分化。主要分为甲醇制烯烃、传统需求、其他新兴需求三大类。

图 30：2015-2021 年甲醇下游占比变化（单位：%）



资料来源：招商期货研究所

具体来看，近 5 年来国内甲醇下游需求最大的仍是甲醇制烯烃产业，预估 2021 年占比将达到 54.86%，为各大下游消费之首。甲醇制烯烃行业消费量不断提升的背后是我国煤化工行业不断发展的结果，是非石油路线制取低碳烯烃以及其他精细下游产品探索的成功实践，尽管甲醇制烯烃装置投产高峰已经过去，但短期内第一大下游的地位难以撼动。

紧随其后的甲醇下游主要消费仍是以 MTBE、醋酸、甲醛、二甲醚为代表的传统需求板块，后期可增加的需求量相对有限，传统下游消费量相对固定，随着甲醇供应的增加，其消费占比可能会进一步缩减，传统需求的开工变化会是阶段性的，受季节性影响较强。近年来也有甲醇新兴消费领域值得关注，甲醇制氢 2020 年占甲醇总消费的 5% 附近，甲醇制氢的快速发展是由于近年来在成品油质量升级的要求下，为满足成品油标准中的硫含量要求，部分炼化装置的加氢需求增加。此外，近两年由于甲醇燃料推广政策的利好持续带动，甲醇燃料消费量级呈现出逐步攀升的趋势，目前该消费板块占比在 3.9% 左右，后续有较大提升空间。值得一提的是部分新材料新技术的发展，例如 PGA（聚乙醇酸）项目，主要技术路线是甲醇-甲醛-乙醇酸-聚乙醇酸，聚乙醇酸具有高强度、可降解、高阻隔等优异性能，可广泛的应用于医疗、生活等领域。

通过对甲醇主力下游、传统下游、及部分新兴下游的梳理，可以看到在当前以及未来的一段时间内，烯烃需求仍将是甲醇消费的第一增长点，大型甲醇制烯烃装置的开停对甲醇价格的影响力度也会提升。综合来看，未来甲醇行业的需求端仍有一定的增长空间，不过需求端的增速总体将放缓，甲醇市场供应宽松的格局未来将维持常态化，产业链的利润分配也将更倾向于下游，甲醇作为基础型化工原料的地位将会被不断巩固。

1. 主力需求：烯烃装置产能增量有限，开工负荷高位提供稳定支撑

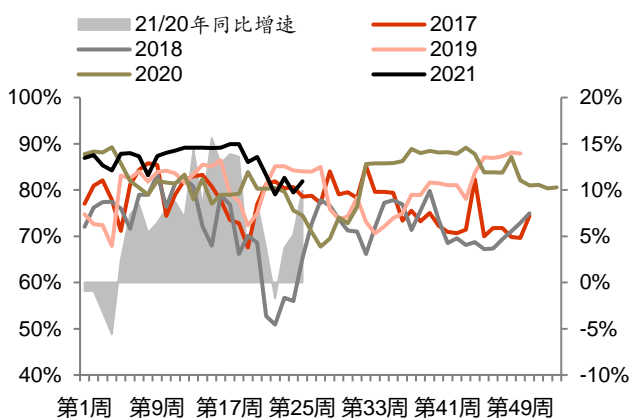
表 4：20-21 国内新增 CTO/MTO 产能情况（单位：万吨）

装置名称	产能	投产时间	装置性能	2021 年 Q1 增量	2021 年 Q2 增量	2021 年 Q3 增量	2021 年 Q4 增量	2021 年 H1 增量	2021 年 H2 增量	2021 年 增量
鲁西化工	30	2020 年 1 月	非一体化	2.5	0	0	0	2.5	0	2.5
吉林康乃尔	30	2020 年 4 月	非一体化	7.5	2.5	0	0	10	0	10
延长榆林二期	60	2020 年 12 月	一体化	15	15	15	15	30	30	60
山东大泽	16	2021 年 9 月	非一体化	0	0	3	4	0	7	7
常州富德（重启）	30	2021 年 9 月	非一体化	0	0	5	7.5	0	12.5	12.5
山东华滨（重启）	10	2021 年 10 月	非一体化	0	0	0	3	0	3	3
甘肃华亭	20	2021 年 11 月	非一体化	0	0	0	4	0	4	4
青海大美	60	2021 年 11 月	非一体化	0	0	0	10	0	10	10
天津渤化	60	2021 年 12 月	非一体化	0	0	0	10	0	10	10
合计	316			25	17.5	23	53.5	42.5	76.5	119
算甲醇消费				75	52.5	69	160.5	127.5	229.5	357

资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

2021 年，甲醇制烯烃端产能投放增幅放缓。上半年几乎没有新增装置投产，而去年至今传闻的常州富德 MTO 和山东华滨 MTO 重启至今仍未看到，今年天津渤化 MTO 大概率有望在四季度投产，预计开车提负延后至 2022 年上半年。整体来看，如果重启和新增产能投放大幅低于预期，则今年 09 合约之前的甲醇烯烃端需求增量将十分有限。而上游供应增速未减，整体供需宽松矛盾愈演愈烈成为大概率事件。

图 31：MTO/MTP 装置开工率（单位：%）



资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

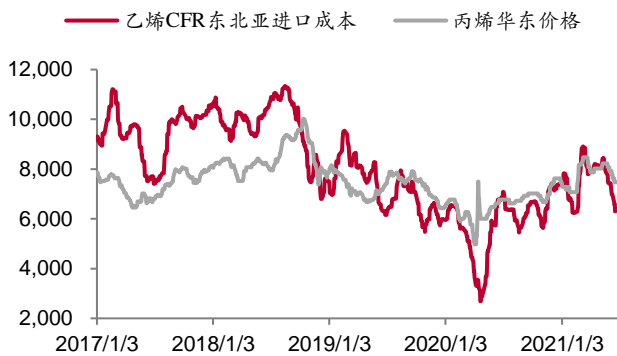
图 32：华东 MTO 模拟利润情况（单位：元/吨）



资料来源：WIND，招商期货研究所

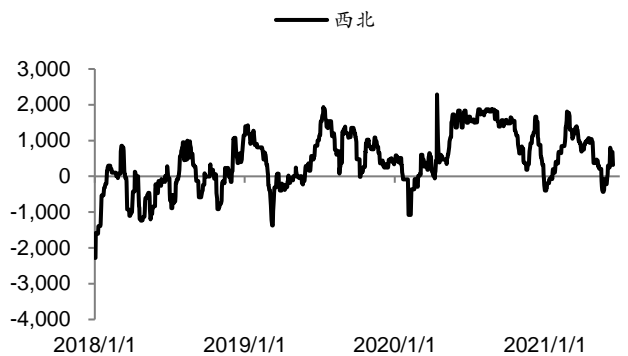
甲醇制烯烃装置开工负荷今年持续超预期，自去年四季度至今年 4 月，受下游终端景气度较高影响，甲醇制烯烃装置利润一直处于相对高位，因此除了部分装置例行检修导致负荷小幅下跌外，利润驱使下，MTO/MTP 装置负荷基本能以较高的开工率运行，给甲醇消费提供有力支撑，从理论上测算，一季度华东沿海地区几套外采甲醇制烯烃装置平均盈利接近千元/吨。但在二季度甲醇价格重心底部大幅抬升，尤其是 5 月原料甲醇价格暴涨后，据我们测算，MTO/MTP 部分装置利润已转入亏损，下游利润的快速大幅压缩反过来也对甲醇涨势形成较强压制，目前已有 MTO 装置因利润问题出现检修或计划检修。例如浙江兴兴、久泰、蒙大、南京诚志等。

图 33: 乙烯和丙烯价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

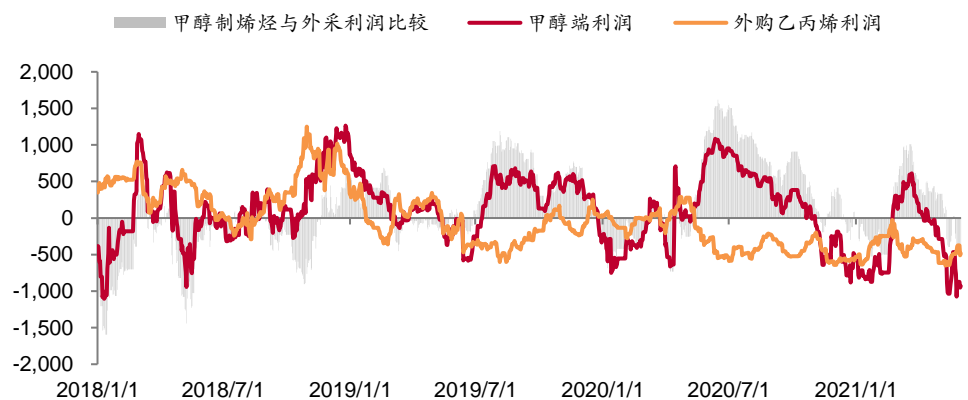
图 34: 西北 MTO 模拟利润情况 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

因此, 沿海地区外采甲醇的 MTO 装置生产运行情况是市场关注的焦点, 虽然目前沿海地区 MTO 装置尚未到 2018 年时的窘迫境界, 但连续下滑的盈利状况使得其不得不采取检修的方式来避险, 需求减少的风险逐步累积当中。

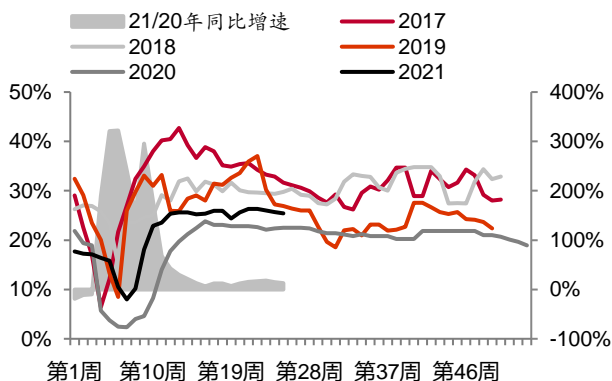
图 35: 华东某 MTO 外购乙丙烯与外购甲醇经济性模拟比较 (单位: 元/吨)



资料来源: 招商期货研究所

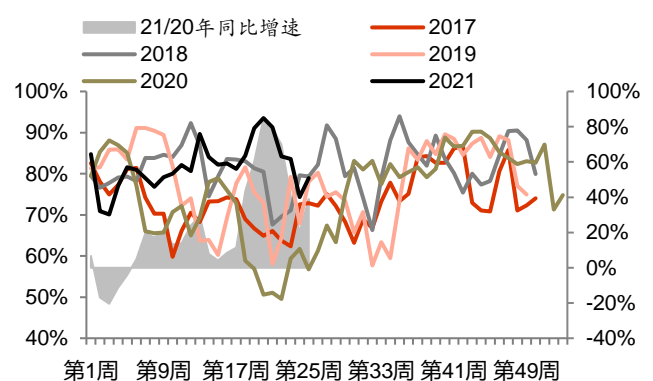
2. 传统需求: 传统下游利润差异较大, 醋酸景气度较高

图 36: 甲醛装置开工率季节性 (单位: %)



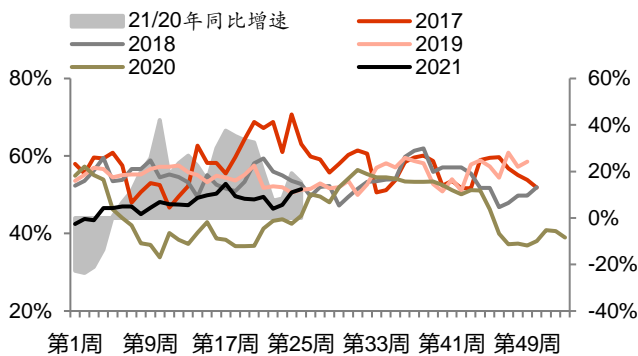
资料来源: 卓创资讯, 招商期货研究所

图 37: 醋酸装置开工率季节性 (单位: %)



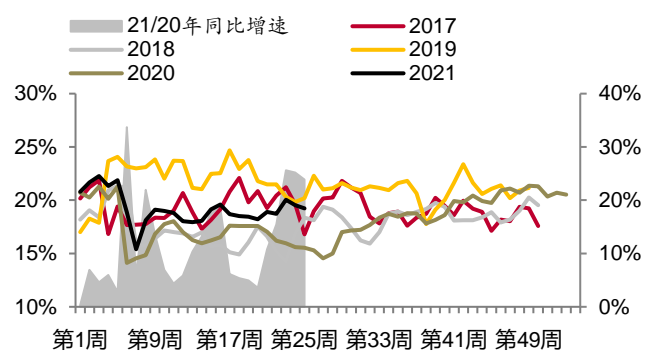
资料来源: 卓创资讯, 招商期货研究所

图 38: MTBE 装置开工率季节性 (单位: %)



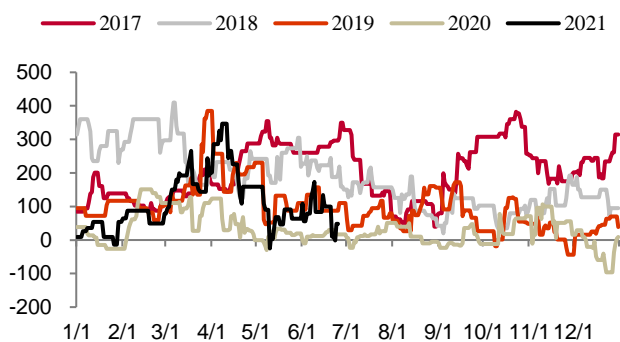
资料来源: 卓创资讯, 招商期货研究所

图 39: 二甲醚装置开工率季节性 (单位: %)



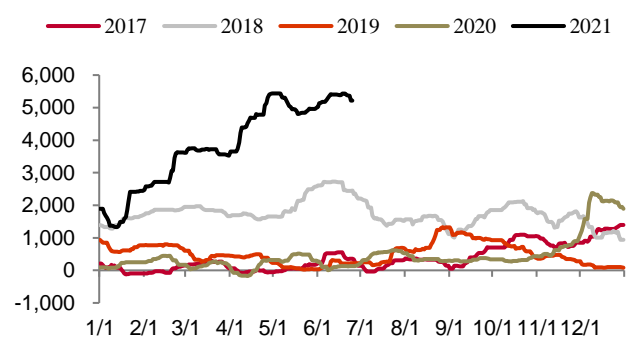
资料来源: 卓创资讯, 招商期货研究所

图 40: 甲醛利润季节性 (单位: 元)



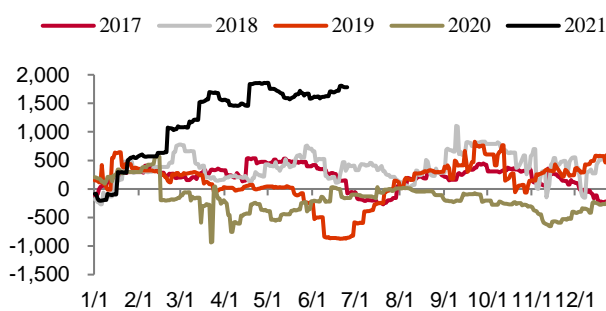
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 41: 醋酸利润季节性 (单位: 元)



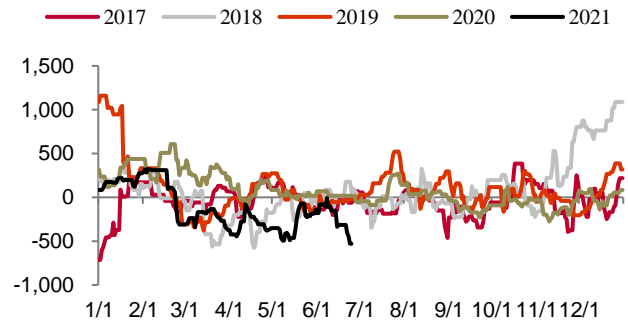
资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 42: MTBE 利润季节性 (单位: 元)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 43: 二甲醚利润季节性 (单位: 元)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

在传统下游开工率来看,近年来的消费占比是逐步萎缩的,2020 年传统下游占据甲醇总消费的 17.95%,其中甲醛行业消费占比下滑尤为明显,2020 年甲醛行业仅占甲醇需求的 3.51%,较 2016 年高峰时期下降 7.21 个百分点,究其原因来看,甲醛方面由于近年来国内安监、环保日益严格和人们健康意识的不断增强,许多落后产能遭到淘汰。醋酸方面,今年终端下游消费跟随疫情复苏而出现超预期增长,带动醋酸价格景气度持续走高,给与甲醇消费一定支撑。二甲醚则受困于政策和气价等因素,多地禁止气醚掺烧,二甲醚需求量也逐年下滑,MTBE 则受油价大幅反弹回升影响,价格持续攀升到近几年高位,但因产能受限,开工率始终未能跟随利润上扬而大幅走高。未来几年来看,传统下游需求增量仍是相当有限。

（四）库存：沿海库存上半年难有累积，下半年压力犹存

1. 沿海库存情况

沿海库存方面，今年3月至5月份来看，沿海整体库存始终难有提升，沿海整体可流通货源同样难有增量。特别是4月中旬至5月中旬沿海整体可流通货源数量持续缩减。据卓创数据，沿海二季度整体可流通货源平均为15.57万吨，平均占总体沿海库存的19.68%，而往年同期沿海整体可流通货源占比总体沿海库存近30%-40%，探究今年上半年沿海库存难以累积的原因，主要有以下几个因素可以解释：

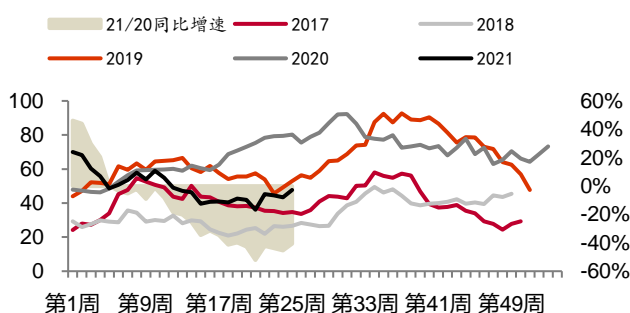
第一、今年上半年海外美金价格倒挂扩大，华东下游工厂签订长约比例数量明显下降。伊朗今年长约点数涨幅扩大，下游工厂被动接受了一定数量长约货源外，剩余需求倾向于从贸易商手里采买美金货源，月度甲醇进口量的80-85%甚至更高的比例集中在重要下游工厂手中。

第二、由于中国今年上半年相对海外美金价格仍是偏低，国外生产商以及贸易商为了寻求利润最大化，倾向把货物发往价格更高，利润更大的除中国外其他国家，导致我国进口量边际收缩。

第三、今年港口因恶劣天气封航、泊位紧张和吃水不足等突发情况较多，由于甲醇进口船舶多数是2-4万吨大型船舶，二季度推迟到港卸货、排队卸货等情况频繁出现。进口船货到港后直接被下游工厂提走或者改港去往下游工厂，导致华东少数重要公共仓储库存持续下降，实际可流通货源同样持续锐减。

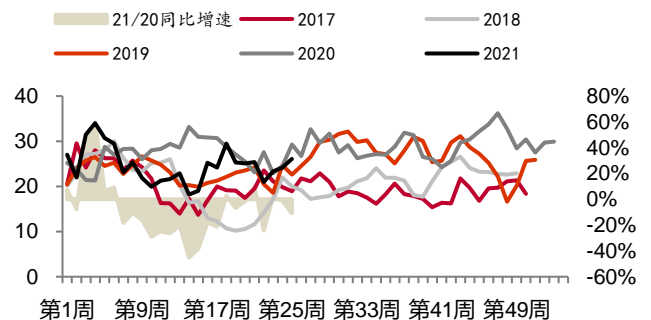
综上，今年沿海现货贸易量下降和仓储物流不畅是导致沿海甲醇可流通性低的主要原因。

图 44：江苏库存（不包括连云港）（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

图 45：浙江（宁波+嘉兴）库存（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

图 46：华东库存（单位：万吨）

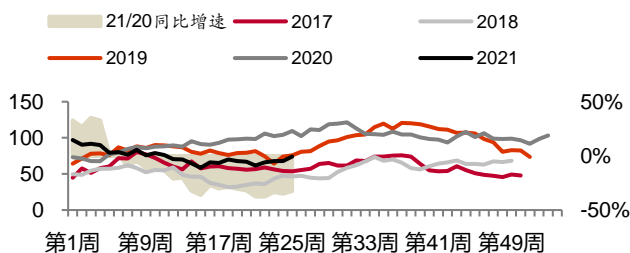
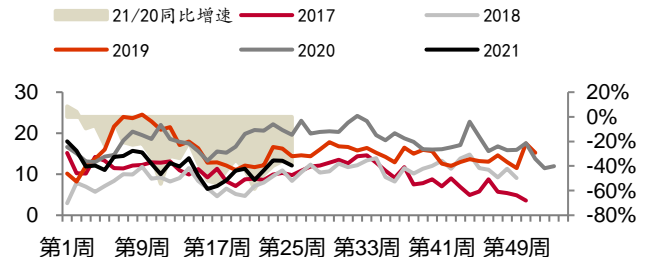
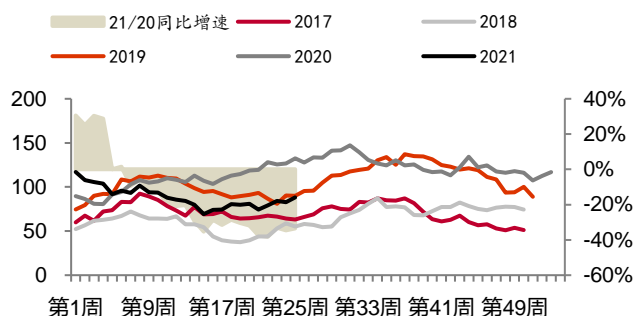


图 47：华南库存（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

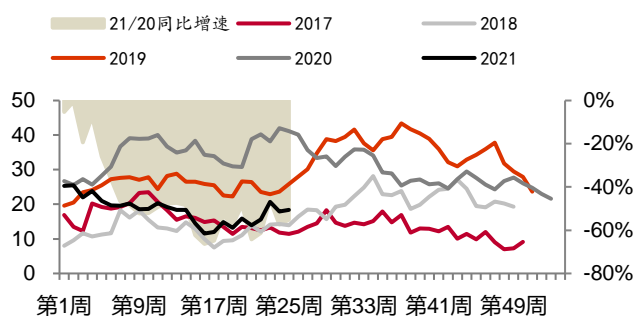
图 48：港口总库存（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

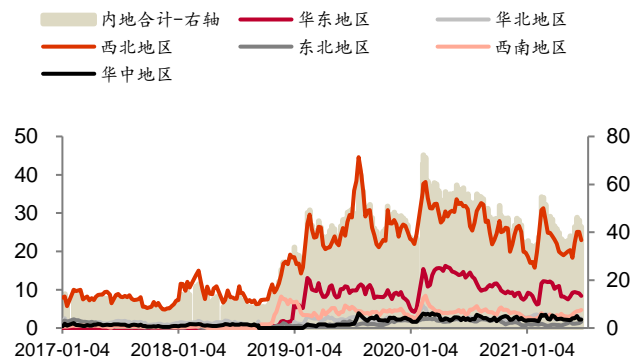
图 49：沿海可流通货源（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

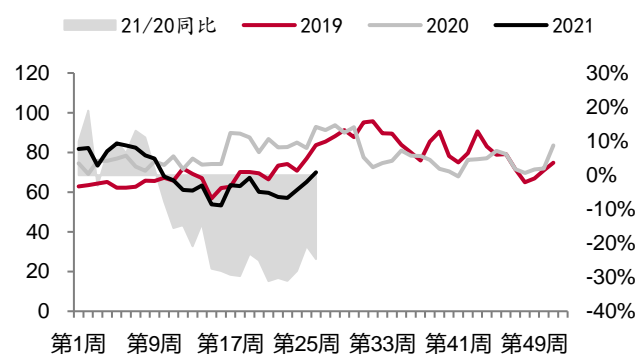
2. 内地库存情况

图 50：内地主产区甲醇代表企业库存结构（单位：万吨）



资料来源：隆众资讯，招商期货研究所

图 51：卓创 MTO 样本企业库存（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

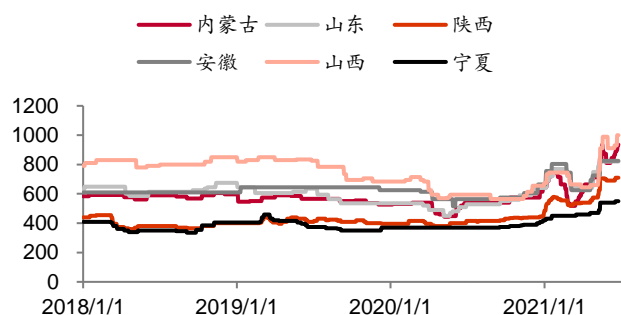
2021 年 1-2 月，内地主产区样本厂家库存持续累积，整体处于偏高位状态，全国 MTO 样本库存则因开工率高位而转入低位运行。3-4 月在春检开启，下游刚需入市买涨，内地-华东套利窗口持续打开等利好驱动下，内地生产库存步入下降通道，现货市场一度偏紧。5-6 月伴随春检高峰逐步过去，生产企业陆续复产，内地供应压力回升，而下游因高价和逐步进入季节性淡季，内地库存再度累积，6 月底广西华谊 180 万吨大装置将投产并提负（预计年外售甲醇量在百万吨），华谊的投产不仅对内地可流通货源带来提升增量，也对华南地区供需平衡格局产生较大影响，华南纯消费格局面临扭转，跨地输入华南的货源可能面临转运至其他内地消费区域，进而使得内地累库压力再度增加。

三、甲醇行业估值情况分析

（一） 甲醇生产端成本及利润情况

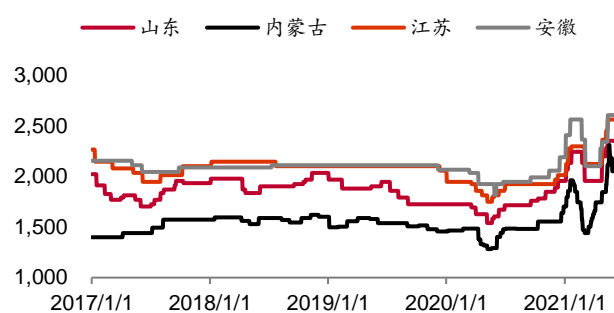
目前国内 75%以上的甲醇产能是煤制工艺路线，剩余为天然气与焦炉气为原料的甲醇装置占比合计 23%左右。由于以煤炭为原料的工艺占总产能的四分之三以上，而从煤制甲醇装置成本结构来看，原料煤和燃料煤的成本约占到总成本的 70-80%，因此煤炭价格走势对甲醇成本端的影响较大。

图 52：原料端动力煤现货价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 53：煤制甲醇成本情况（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

表 5：20-21 年国内煤制甲醇生产成成本月度数据测算（单位：元/吨）

日期	山东	内蒙古	江苏	安徽	河南	山西
2020 年 1 月	1727	1466	1952	2069	1819	1672
2020 年 2 月	1727	1472	1948	2069	1819	1672
2020 年 3 月	1712	1484	1938	2048	1798	1661
2020 年 4 月	1628	1379	1844	1955	1705	1646
2020 年 5 月	1573	1292	1782	1912	1662	1657
2020 年 6 月	1653	1417	1847	1924	1674	1682
2020 年 7 月	1716	1484	1926	1948	1698	1705
2020 年 8 月	1716	1482	1926	1948	1698	1704
2020 年 9 月	1735	1482	1926	1969	1719	1707
2020 年 10 月	1776	1534	1926	1992	1742	1728
2020 年 11 月	1846	1555	1926	2032	1782	1766
2020 年 12 月	1937	1593	2001	2126	1876	1862
2021 年 1 月	2138	1863	2221	2458	2208	2052
2021 年 2 月	2220	1705	2300	2515	2265	2069
2021 年 3 月	1969	1504	2135	2136	1886	1980
2021 年 4 月	2004	1750	2170	2180	1930	1996
2021 年 5 月	2309	2057	2502	2506	2256	2163
2021 年 6 月	2354	2151	2564	2608	2358	2179

资料来源：招商期货研究所

2021 年上半年甲醇价格重心稳步抬升，但行业盈利并非大幅增长，原因在于成本端煤炭和天然气价格上半年跟随大宗商品整体大幅上涨而出现明显上扬，特别是煤炭价格涨幅惊人。5 月，甲醇生产原料大头之一的动力煤，其主力合约最高触及 944 元/吨。较一季度涨幅高达 35% 以上，成本抬升的影响直接或间接传导至煤化工产业链条，身处煤化工重要一环的甲醇自然难逃一涨。

表 6：国内煤制甲醇生产成本时点测算：2021/06/24（单位：元/吨）

煤制	原料煤价格	现金流	完全成本	当地现货价格	完全成本折华东	华东现货价格	目前盘面价格
内蒙古	820	2022	2272	2040	2672		
山东	780	2066	2366	2520	2546		
山西	880	2228	2528	2350	2738	2620	2585
河南	620	1744	2044	2330	2264		
安徽	790	2188	2488	2420	2668		

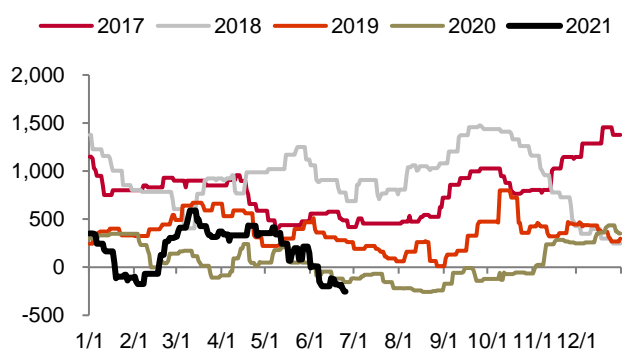
资料来源：招商期货研究所

甲醇主力合约 5 月价格一度站上 2800 元/吨，创下了 2019 年以来的最高价格。且不止煤炭，天然气价格同样出现较大攀升，西南地区天然气装置部分用气价格较去年下半年上涨 18%。原料的暴涨大幅侵蚀了甲醇的生产利润，尽管 3-5 月甲醇价格出现了明显上涨，但上有甲醇生产利润并不丰厚。

具体从测算的煤制甲醇生产成本来看，截止 6 月 24 日，内蒙古、山东、山西、河南、安徽等地当地煤制甲醇完全成本（包含物流、人工和水电、折旧和管理费）大概在 2272 元/吨、2366 元/吨、2528 元/吨、2044 元/吨以及 2488 元/吨。可以看出比照当地现货价格，上游盈利并不高，处于微利状态，原因还是在于原料端煤炭价格的大幅攀升，压缩了生产企业的利润。

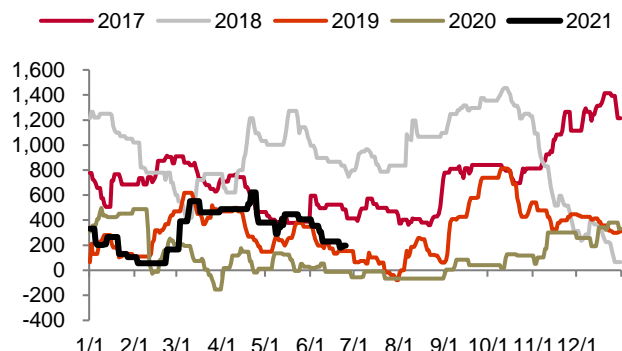
考虑西北物流到华东的情况，如果以上五地区完全成本加上运费折算运送到太仓交割的价格依次在 2672 元/吨、2546 元/吨、2738 元/吨、2264 元/吨以及 2668 元/吨。目前华东现货价格区间在 2560-2610 元/吨，相较各产地完全成本折算到华东价格利润空间在 -200 至 300 元/吨（部分生产商因自有煤炭优势成本可能更低，但其他零采煤炭装置因成本较高可能处于亏损中），在此情况下，内地-华东物流套利窗口阶段性打开，一定程度上缓解了内地库存压力。

图 54：内蒙古煤制甲醇利润季节性（单位：元/吨）



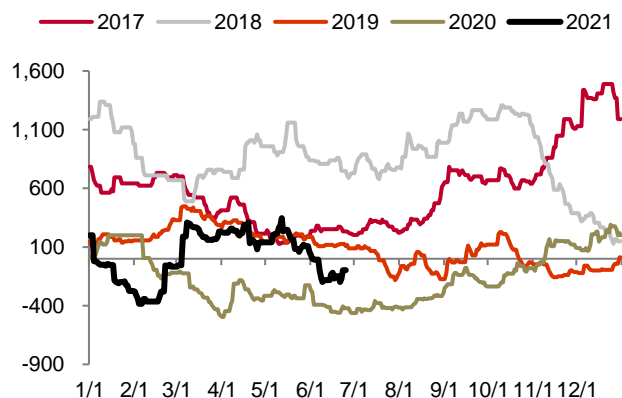
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 55：山东煤制甲醇利润季节性（单位：元/吨）



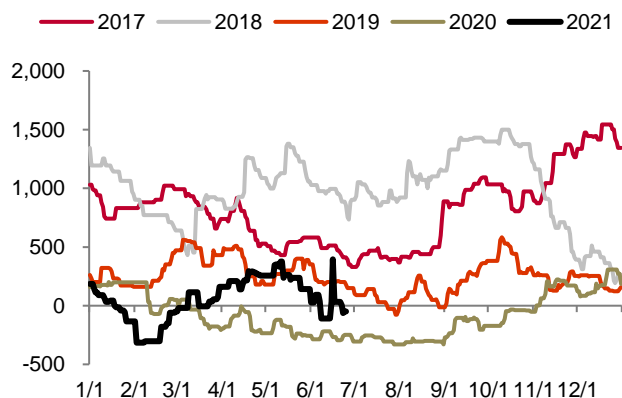
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 56：安徽煤制甲醇利润季节性（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 57：山西煤制甲醇利润季节性（单位：元/吨）



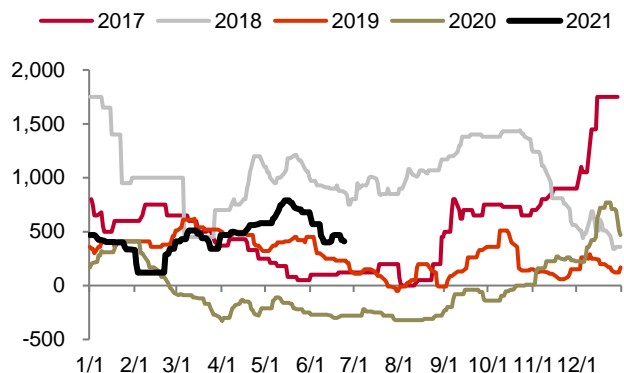
资料来源：WIND, 招商期货研究所

图 58：国内天然气价格



资料来源：WIND, 招商期货研究所

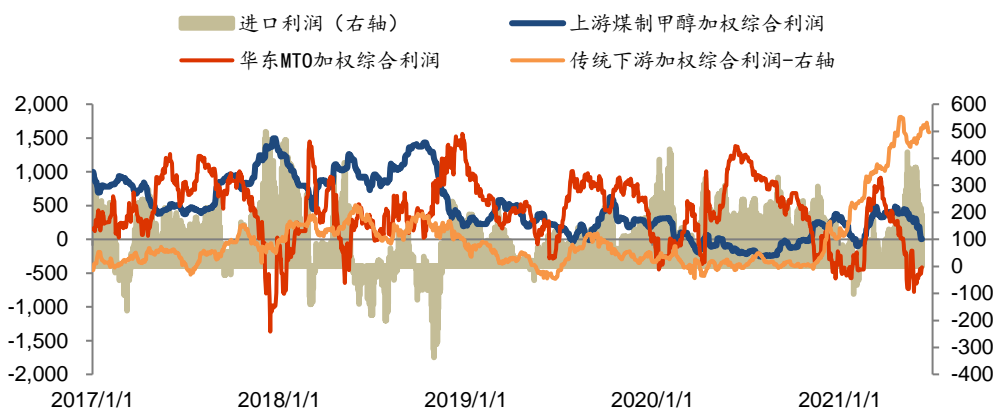
图 59：国内天然气制甲醇利润情况（单位：元/吨）



资料来源：WIND, 招商期货研究所

（二） 甲醇产业链综合估值情况

图 60：甲醇产业链综合估值情况（单位：元/吨）

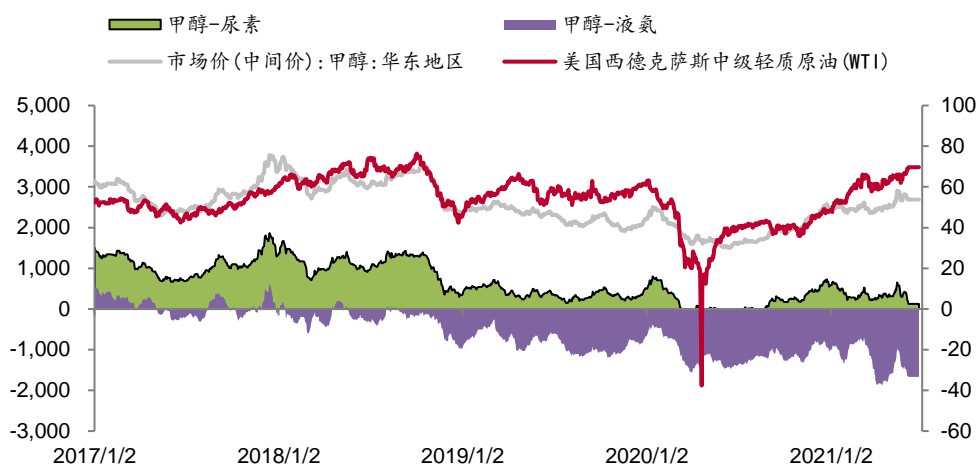


资料来源：WIND, 招商期货研究所

进入 2021 年，甲醇产业链中上游与下游行业盈利走势分化较为明显，就上游甲醇行业来看，一二季度甲醇生产利润受价格的走弱和成本抬升共同作用，甲醇生产企业理论利润普遍微利或小幅亏损。煤价上涨大的增加了甲醇企业的成本压力，另外由于天然气价格的波动，造成气头企业盈利水平下降明显；焦炉制甲醇方面则由于价格的走弱而导致盈利减少。甲醇下游行业则在一季度盈利表现不俗，一方面是因为 2 月份甲醇价格整体有松动，下游实际采购成本偏低，另一方面也得益于春节后化工品市场的整体涨势带动下，下游多数如聚丙烯、环氧乙烷、MTBE、冰醋酸等价格出现快速上涨，并带动产品盈利的提升，其中沿海 MTO 和冰醋酸装置的盈利提升最为明显，但随着海外疫苗陆续接种铺开，其供应链稳步复苏，订单再度回流国外，供应也有所回升，二季度甲醇下游烯烃端的终端价格有所回落，但传统下游加权利润仍处于高位。横向来看，尿素受基本面需求超预期支撑和大宗商品共振上扬带动，价格今年上半年涨幅明显，行业景气度较高，因此部分联醇持续转产液氨以及尿素，部分缓解了甲醇供应偏宽松的压力。综合来看，2021 年后甲醇行业上下游盈利走势分化的根本原因还是在于甲醇行业本身供应持续宽松，4 月春检高峰陆续过去后，总体来看市场货源供应较为充足，且进口方面预期依然

处于月均 100 万吨以上的高位，因此国内甲醇的估值很难大幅抬升。

图 61：甲醇与相关品及原油的比价关系



资料来源：WIND，招商期货研究所

四、2021 年后市展望及策略推荐

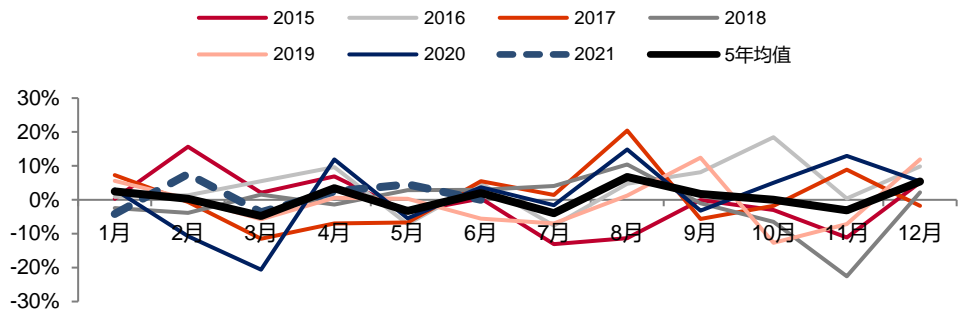
表 7：2021 年平衡表测算（单位：元/吨）

日期	产量	产量增速环比	产量增速同比	进口	进口环比	进口同比	烯烃端消费	烯烃消费环比	烯烃消费同比	传统下游消费	其他消费	出口	供需变动
1 月	595.9	4.2%	4.7%	85.4	-15.5%	-14.6%	412.1	9.9%	9.1%	218.2	72.2	3.7	-24.9
2 月	588.6	-1.2%	29.9%	81.3	-4.8%	14.2%	397.8	-3.5%	39.4%	206.5	71.7	0.6	-6.7
3 月	589.8	0.2%	8.1%	96.8	19.1%	14.8%	407.5	2.4%	7.1%	219.8	68.9	6.5	-16.2
4 月	573.1	-2.8%	7.4%	105.0	8.5%	-2.2%	409.1	0.4%	9.9%	206.7	68.4	1.5	-7.6
5 月	573.4	0.0%	13.3%	103.0	-1.9%	-2.8%	405.9	-0.8%	12.6%	195.8	66.8	1.8	6.1
6 月	583.2	1.7%	18.4%	108.0	4.9%	-15.2%	407.4	0.4%	25.8%	197.7	65.5	2.5	18.2
7 月	555.8	-4.7%	16.3%	117.0	8.3%	-14.1%	393.1	-3.5%	24.0%	202.3	67.8	1.5	8.2
8 月	569.0	2.4%	2.2%	113.0	-3.4%	15.9%	388.6	-1.1%	1.2%	205.8	68.9	2.0	16.7
9 月	570.4	0.2%	0.9%	118.0	4.4%	-5.4%	383.1	-1.4%	-3.1%	215.0	70.3	1.8	18.2
10 月	602.3	5.6%	2.2%	121.0	2.5%	-2.3%	401.6	4.8%	0.5%	222.0	72.4	1.1	26.3
11 月	592.1	-1.7%	3.7%	111.0	-8.3%	0.3%	388.2	-3.3%	5.4%	234.1	75.1	1.2	4.5
12 月	563.9	-4.8%	-1.4%	103.0	-7.2%	2.0%	378.7	-2.5%	1.0%	225.0	80.3	0.7	-17.8
明年 1 月	572.9	1.6%	-3.9%	92.0	-10.7%	7.8%	381.1	0.6%	-7.5%	217.2	81.2	0.6	-15.2

资料来源：招商期货研究所

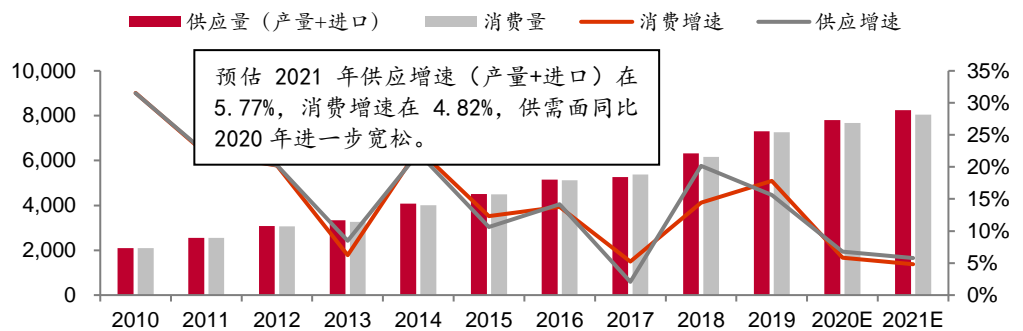
依据我们测算的供需平衡表对短期甲醇市场行情进行预测，预计受国内季节性消费走弱、进口量回升以及下游甲醇制烯烃装置检修影响，下半年三季度甲醇大概率处于弱势震荡区间中运行，范围在 2300-2600 元/吨，四季度起，结合主力合约历年月度涨跌幅的统计数据来看，12 月至明年 1 月仍是甲醇季节性强势月份，驱动在于限气因素。

图 62: 甲醇主力合约月度涨跌幅季节性 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

图 63: 甲醇年度供需预估情况 (单位: 万吨, %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

中远期展望来看。供应端，我国甲醇行业仍处于产能扩张期，预计全年国内甲醇产能投放超 800 万吨，且增量压力主要集中在 2021 年下半年，供应压力未减。需求端来看，2021 年上半年下游主力需求-甲醇制烯烃因终端下游景气度尚可，国内甲醇制烯烃装置全年平均开工负荷在 88%，但三季度起，下游对甲醇高价接受度走弱，部分装置开启检修，预计烯烃消费将有所下滑，直到甲醇价格重回理性区间，下游利润回升。从 MTO 新增产能看，需求增量较为有限。传统需求方面需求则偏稳定，新增空间不大，消费以季节性波动为主。进口方面因中东地区仍有约 330 万吨新增产能释放，因此下半年进口大概率回升至月均百万吨水平，沿海库存消化能力仍将受到挑战。

整体来看，2021 年国内甲醇市场因上游供应宽松、下游需求增量空间受限以及进口回升预期主导下，下半年供需宽松压力逐步累积，而长期来看，供需面地再平衡大概率要依靠上游主动减产或被动进行落后产能淘汰来实现，这一过程仍将持续多年，直到行业利润合理分配步入稳定。就目前来看，未来，2-3 年，国内甲醇行业仍将处于向上游原料端靠拢，产业链利润向下游转移的波动中。

策略推荐：单边：09 合约在三季度季节性消费走弱和新增产能释放较多背景下可定义为空头合约。01 合约上仍有限气检修利好预期支撑，且在今年煤炭价格大幅上涨、天然气作为能源替代面临消费大幅增加的预期，此外甲醇冬季作为燃料的消费也有望超预期，因此 01 合约倾向定义为多头合约，但上方也受到下游需求全年增量有限、甲醇产业供应过剩的格局短期难以扭转的大方向压制，预计上方空间打开受限。**跨期：**在新增产能释放较多，华东大型 MTO 检修利空压制下，短期 9-1 价差预计维持反套格局。**跨品种：**MTO 利润收缩后出现抵抗，甲醇作为贴近原料端的上游化工品，产业利润大概率延续转移到下游，后续等待做扩 MTO 利润机会出现。

风险点：国内上游产能扩张不及预期，下游甲醇制烯烃端计划外停车增多，原油价格大幅波动，进口到港不及预期，中美对抗加剧。

研究员简介

谭洋：招商期货研究所能化组甲醇研究员，硕士毕业于英国布里斯托大学金融投资专业，拥有期货从业人员资格（证书编号：F3069046），专注甲醇产业链基本面供需分析。

安婧：英国华威大学金融硕士，招商期货研究所能化研究员，专注原油基本面研究，善于从国际供需矛盾及数据分析中对行情走势进行判断。（从业资格号：F3035271）及投资咨询资格（证书编号：Z00014623）。

重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风 险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。