

2022 年度甲醇期权三季度报

2022 年 9 月 30 日

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

期权投研组

范臻

fanzhen@htfutures.com

从业资格号：F3071577

投资咨询号：Z0017487

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、 甲醇当前供给情况

(一) 国内甲醇生产

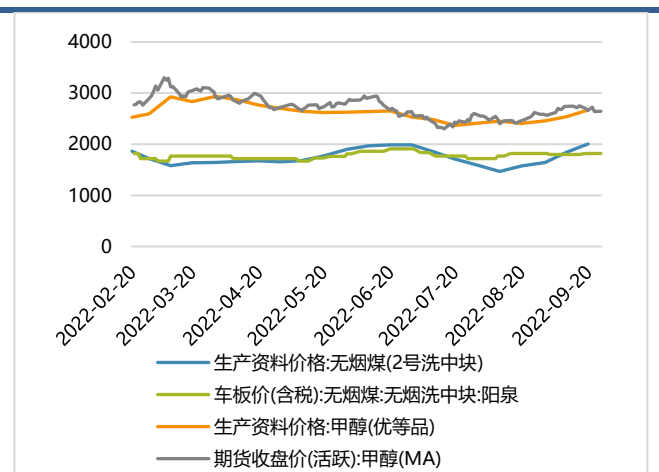
开工率方面，三季度国内甲醇装置因利润问题检修较多，叠加8月西南限电，开工率大幅下滑。7月起国内煤制甲醇装置由于持续亏损，陆续开始降负运行或停车检修，甲醇开工率及周产量均迅速下降；此后虽检修装置有恢复计划，但8月中旬西南地区又遇极端高温干旱天气，电力供应紧张，四川省对工业用电进行限制，甲醇装置临时停车，进一步限制了甲醇产量的回升；8月底9月初，煤炭产区又受到疫情影响，使得煤制甲醇成本继续上升，但9月部分装置重启，且甲醇价格回升，预计开工回升趋势持续。2022年1-8月累计精甲醇产量为5417.34万吨，较去年同期上涨1.83%；8月当月精甲醇产量环比下降4.08%，为638.64万吨。据隆众资讯数据，9月29日甲醇周度开工率76.49%，同比上升8.22%，环比回升2.52%，近期开工率逐步回升，尤其9月最后一周回升幅度较大，但距离6月80%以上的高位还有距离。周产量154.46万吨，同比上升10.51%，环比回升3.41%，7月以来也同步出现明显下滑，随后呈现逐步回升趋势。

成本方面，三季度局部地区电力供应紧张，随后煤炭产区疫情扰动，都在支撑甲醇成本端煤炭价格。虽然保供背景下长期来看煤炭供应预计稳定增长，但三季度此前由于夏季高温电力紧张，化工煤价格上行，8月底高温结束电力紧张问题有望缓解，煤炭主产区又出现疫情，继续影响煤炭供应，煤价进一步上升，使得煤制甲醇成本端支撑预期再次加强。根据国家统计局9月20日公布的生产资料价格数据，9月中旬煤价延续上涨趋势，无烟煤洗中块价格2005.80元/吨，较8月底上涨8.89%，显示煤制甲醇成本持续抬升。

四季度有多个装置投产预期，新增产能较多。宁夏鲲鹏40万吨/年产能预计9月底外售，内蒙古久泰200万吨/年预计9月底试车，国庆节后正常生产，此外宁夏宝丰240万吨/年产能也有投产计划。总体来说，四季度新增产能较多，供应压力加大，需关注投产后开工负荷情况。

图1：无烟煤价格和甲醇价格

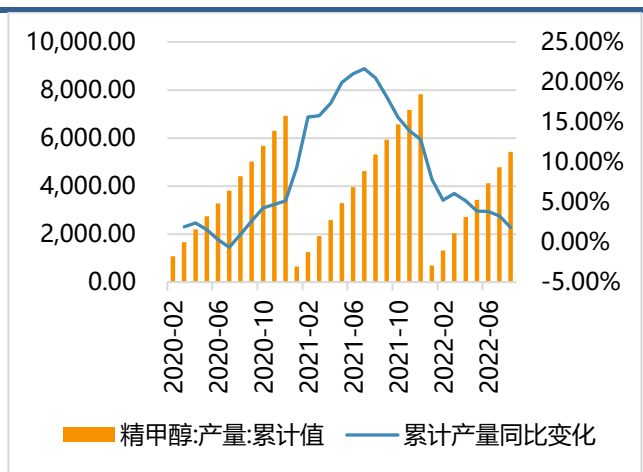
单位：元/吨



数据来源：Wind、海通期货

图2：甲醇月度产量

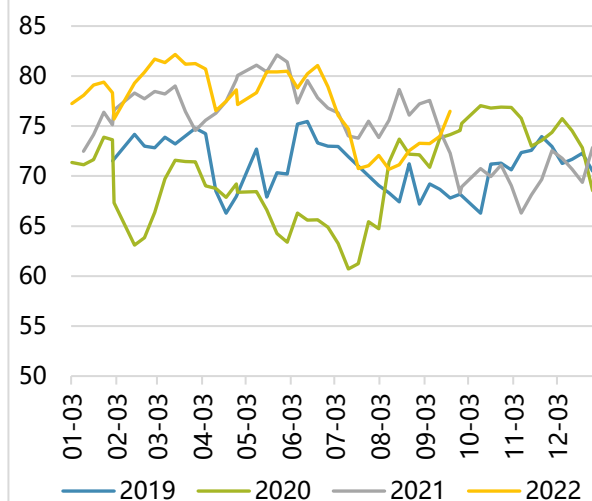
单位：万吨，%



数据来源：Wind、海通期货

图 3：全国甲醇开工率

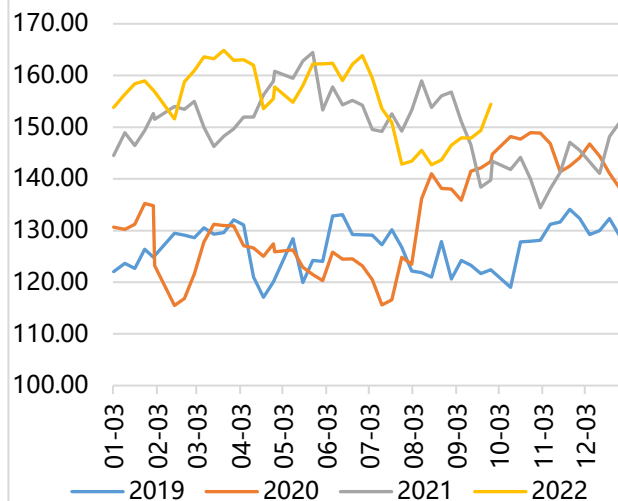
单位：%



数据来源：Wind、海通期货

图 4：甲醇周产量

单位：万吨



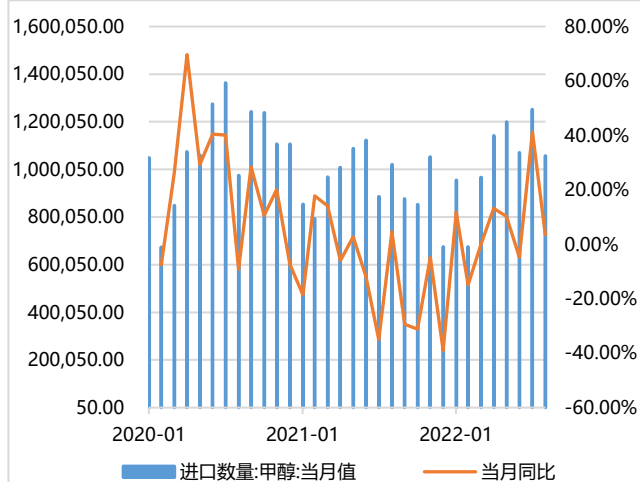
数据来源：Wind、海通期货

（二）进口

三季度甲醇进口量波动较大，总体处于相对高位。7月自伊朗进口甲醇量大增，随后随着伊朗装置停车检修，8、9月进口明显缩量。据海关总署数据，2022年1-8月甲醇累计进口量831.52万吨，累计同比上升7.42%，其中7月单月进口量达到125.18万吨，处于历史高位，同比上升41.33%；8月单月进口量105.62万吨，同比上升3.57%，环比较7月下降15.62%，仍处于相对高位。前期海外装置运行平稳，到港较多，7月进口量大增，冲击我国国内甲醇现货市场；随后7月下旬伊朗部分装置因运输受限而停车，8月初开始逐步重启，但仍受船运运力限制，部分装置低负荷运行，装船量也较少，因此我国8、9月甲醇到港缩量；而至9月下旬伊朗部分装置又出现技术问题停车，叠加运力问题未缓解，预计10月进口也难有明显增量。

图 5：甲醇进口量

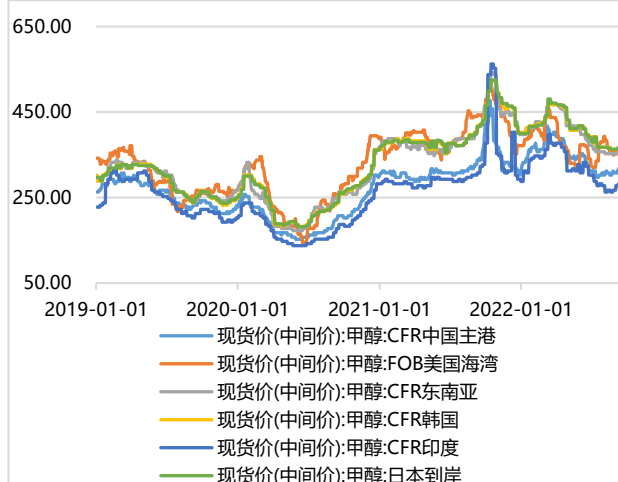
单位：吨，%



数据来源：Wind、海通期货

图 6：国际甲醇价格

单位：美元/吨



数据来源：Wind、海通期货

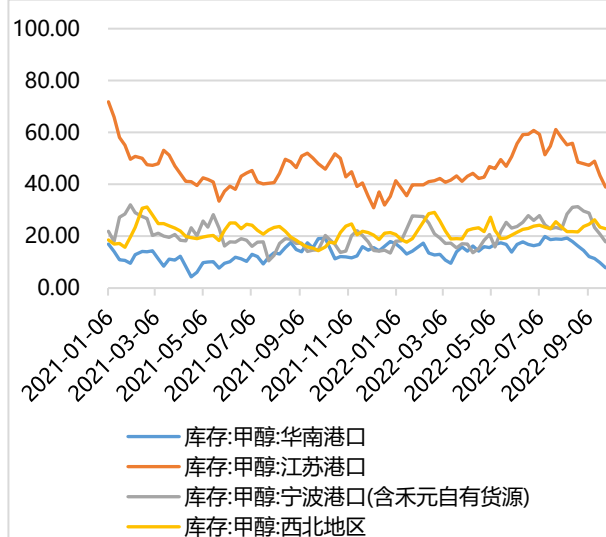
(三) 库存

港口库存在7月初达到高点后一直处于高位，8月底以来持续回落。7月下游MTO装置开工下滑、进口量高位造成港口库存压力增大，随着8月甲醇到港减少，港口库存下降，库存压力有所缓解，近期节前下游集中备货，库存继续去化。根据隆众化工数据，截至9月28日当周，港口（华东、华南港口）库存总计64.6万吨，环比下降12.51%，港口库存在8月下半月开始大幅去库，对甲醇价格也有所提振；其中华东港口总计库存56.7万吨，环比下降11.51%；华南港口总库存7.89万吨，环比下降19.08%。西北产区库存9月28日当周库存共22.89万吨，环比下降2.39%。

甲醇内地与港口价差方面，此前港口高库存压制港口甲醇价格，导致7月甲醇内地与港口价差一度偏低，甚至出现港口回流内地现象，后随着港口库存压力缓解有回升趋势。9月29日西北地区甲醇中间价为2460元/吨，华东地区甲醇中间价为2860元/吨，华南地区甲醇中间价为2775元/吨，华东港口-西北地区区域价差400元/吨，9月价差有回升趋势。

图7：主要港口及产区甲醇库存

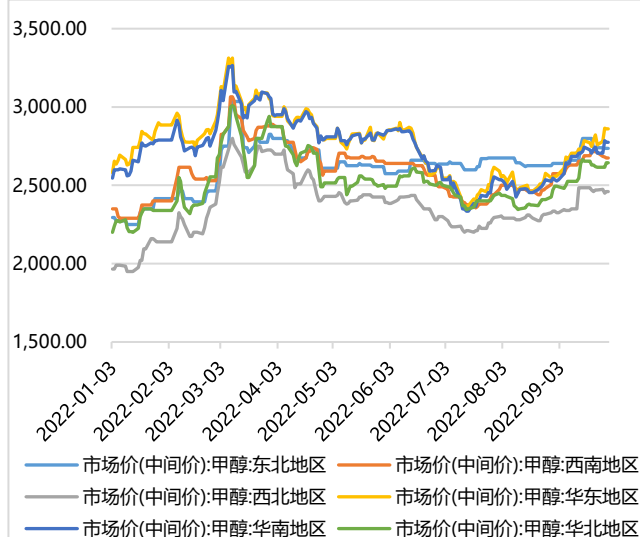
单位：万吨



数据来源：Wind、海通期货

图8：甲醇区域价格

单位：元/吨



数据来源：Wind、海通期货

二、下游需求情况

三季度下游制烯烃装置利润持续亏损，8月以来开工率迅速走低，9月有所回升。但9月下旬又有港口MTO装置突发检修，需求端再度出现扰动。根据金联创周度开工率数据，9月29日当周烯烃开工率为74.64%，周环比下降1.43%。下游MTO装置持续亏损，近期乙烯价格再度走弱，压制MTO开工负荷，由于制烯烃是甲醇最大的下游，MTO装置面临亏损选择停车检修或降负运行，显示了产业链自身的调节作用，限制甲醇价格上行空间。

甲醇传统下游方面，三季度开工总体较弱，进入9月后有所回升，但今年金九银十需求旺季预计难以

兑现。下游甲醛9月29日当周开工率为25.33、6%，周环比回升0.03%，7月以来甲醛开工率较6月近30%的开工水平明显下滑，应是受夏季高温影响，随着天气转凉9月中下旬开始回升，但在地产行业弱势背景下，预计上升空间有限。醋酸下游较广泛，三季度开工在78%-93%区间波动，9月中旬以来连续下降，至9月29日当周开工率为81.52%，周环比下降4.30%。其他传统下游方面，二甲醚开工率9月持续回升趋势，9月29日当周开工率为26.60%，周环比上升1.27%；MTBE开工率总体稳定，9月29日当周开工率为50.27%，周环比下降3.47%；8月DMF开工率总体下降较多，9月回升，9月29日当周开工率为77.50%，周环比上升3.75%。

图9：甲醇制烯烃开工率

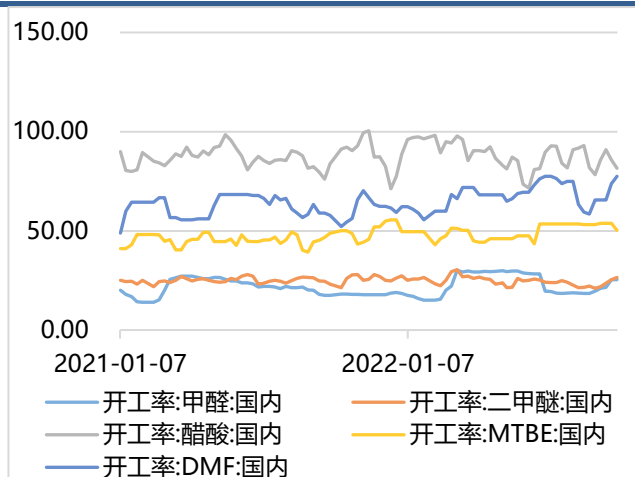
单位：%



数据来源：Wind、海通期货

图10：甲醇传统下游开工率

单位：%



数据来源：Wind、海通期货

三、甲醇三季度回顾与四季度展望

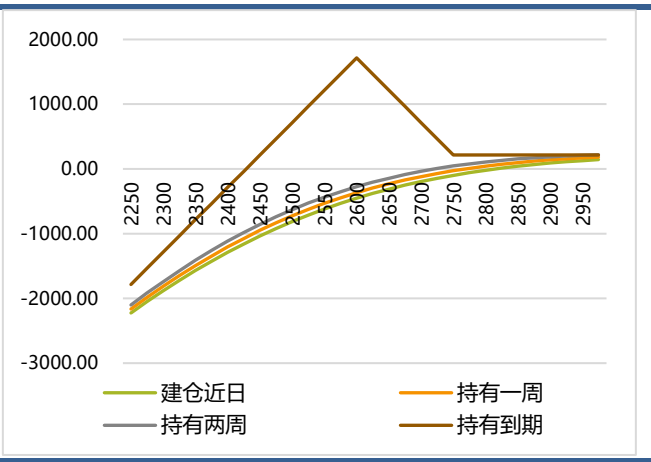
三季度由于上游成本抬升，但下游需求不振，甲醇产业链整体呈现供需双弱状态。国内供应方面，煤制甲醇亏损程度较高，甲醇装置开工自7月以来大幅回落，随后逐步回升，且煤价上升成本端支撑较强。四季度甲醇开工预计继续回升趋势，且新装置投产计划较多，供应有大幅增加可能性。进口方面，7月进口量高位，随后伊朗装置由于运力问题检修导致8、9月进口到港大幅减少，当前伊朗装置重启并不顺利，且运力问题并未缓解，预计10月份到港仍较低。需求方面，最主要的下游制烯烃总体亏损，MTO装置有降负运行或停车检修动力，8月烯烃开工率大幅下滑，9月后回升，当前MTO装置利润仍未明显修复，烯烃亏损现状限制甲醇上行空间。库存方面，前期港口一度大幅累库，但8月底以来甲醇港口库存去库趋势明显，对甲醇价格有支撑作用。甲醇产业链低利润的现状，使得上下游装置均有停工降负等待利润修复的动力，8月底以来甲醇进口到港减少致港口库存大幅下降，缓解了MTO装置停工造成的累库压力，对甲醇形成了较强的支撑，但甲醇价格回升也进一步加深了下游的亏损，近期乙烯价格走弱且又有下游MTO装置停工检修，对需求造成扰动。总体来说，四季度供应预计增量较多，但MTO亏损限制开工回升叠加传统下游金九银十旺季难以兑现，或呈现供大于需局面。

四、 期权策略分析

如果预计四季度甲醇新装置投产较多，叠加开工率延续回升趋势，而下游港口 MTO 装置近期有检修计划，预计短期需求回落，总体供应增加而需求减弱，甲醇四季度偏弱运行，然而煤制甲醇成本短期难以下降支撑甲醇价格，四季度甲醇价格大幅下跌的可能性也不大，可以考虑在 MA301 合约上构建看跌期权比例价差策略。标的为 MA301 的期权合约的到期日为 12 月 5 日，持有策略到期可在适合的行情下获取收益。构建看跌期权比例价差策略的具体操作为，买入一手较高行权价的看跌期权，同时卖出几乎较低行权价的看跌期权，使得卖出看跌期权的权利金收入能够覆盖买入看跌期权的权利金支出。构建此策略后，如果短期甲醇价格延续上涨趋势，可以提前平仓获取收益；如果持有到期时，标的甲醇期货合约价格上涨或小幅下跌不低于买入看跌期权的较高行权价，可以获得权利金收益；如果到期价格小幅下跌至卖出看跌期权的较低行权价，则可以获得策略最大收益；但如果标的甲醇期货合约大幅下跌，策略收益逐渐减少，甚至产生亏损，且亏损会随着标的期货合约价格下行而迅速增加，因此需要在市场情况发生大幅变动可能导致甲醇大幅下跌时及时止损。

例如，如果以 9 月 29 日价格测算，当日 MA301 合约收盘价为 2815 元/吨。如果选择买入一手 MA301P2750 合约，9 月 29 日成交均价为 124.5 元/吨，同时卖出两手 MA301P2600 合约，9 月 29 日成交均价为 73 元/吨，建仓时每套策略可以收取权利金 215 元。如果建仓后不久标的价格上涨，看跌期权的价值均下降，且随着标的上涨的幅度越大而越接近于归零，此时可以考虑提前平仓获取收益。如果持有到期，到期时标的价格上涨，高于上方行权价 2750 元/吨，看跌期权价值均归零，每套策略也可以获得权利金收益 215 元。本策略的最大收益是到期时标的价格为 2600 元/吨时，此时卖出的两手看跌期权价值归零，而买入的一手看跌期权收益为 $(2750-2600) \times 10 = 1500$ 元，加上初始权利金收益 215 元，每套策略最大收益为 1715 元。但如果到期时标的价格下跌超过了下方 2600 元/吨的行权价，则虽然买入的一手看跌收益增加，但卖出的两手看跌期权开始出现亏损，且随着标的价格下跌，亏损增加的速度大于收益增加的速度，最终在标的下跌到 2428.5 元/吨时达到盈亏平衡点。随着标的价格下跌亏损无上限，因此需入场后关注市场情况，如果产生超预期的利空因素致甲醇价格大幅下跌，应考虑及时止损。

图 11：甲醇策略收益曲线



数据来源：Wind、海通期货

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货并获得许可，并须注明出处为海通期货，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。