

上海东亚期货 专题报告

能源化工

2022 年 6 月 21 日

联系信息

研究员：刘琛瑞
投资咨询编号：Z0017093

☎ 021-55275088

📍 上海市虹口区东大名路 1089 号 26 层
2601-2608 单元

✉ liucr@dyqh.cn

🌐 www.eafutures.com

免责声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

甲醇估值打偏，关注超跌反弹机会

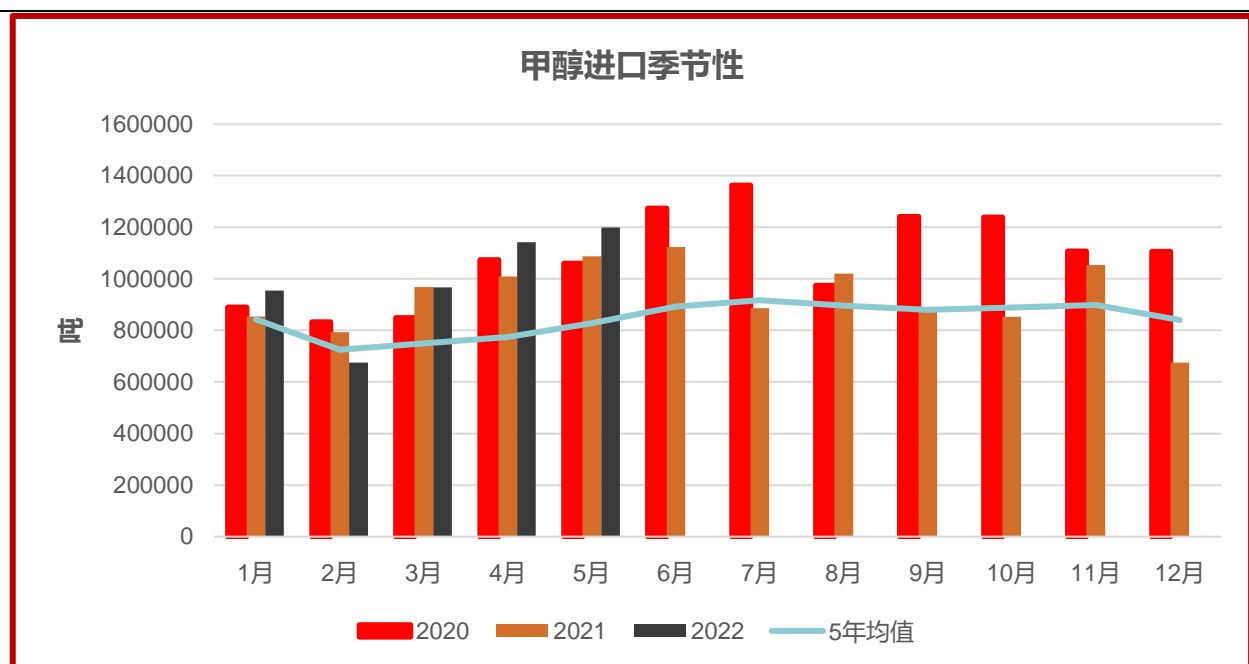
近期甲醇和很多工业品一样都经历了这波过山车行情。在这波行情中，我们从基差这个维度其实可以很轻易感知现货跟涨乏力，但矛盾有主有次，作为中游产品的甲醇最近两年面对的问题是成本端才是核心，这也是交易甲醇的难点之一。本文将对甲醇近阶段的行情做简要梳理，并从估值角度分析甲醇未来可能出现的纠偏可能。

1、复工复产预期被打破

四月、五月的公共卫生事件给当时期待爆发的工业品旺季需求浇了一盆冷水，甲醇也不例外。所以当得知六月上海地区解封之时，市场对前期压抑需求释放是非常期待的。但是预期归预期，还是要回归现实分析下当时的供需是否支撑这波反弹。

首先看供应，国内供应方面，早在三月初通过检修排产计划就能推测出今年的春检力度不会太大，且五月春检行情也已经接近尾声，所以说国内存量装置给不到足够的向下弹性。从近期的周度产量来看，虽然上周环比出现下滑，但近三周周产均高于去年同期水平。外盘供应方面，近期虽然偶有东南亚和北美装置检修，但伊朗装置一直开的很满，前不久 Kaveh230 万吨和 ZPC165 万吨经历了短暂的检修，现在均已恢复正常。

图 1：甲醇进口季节性

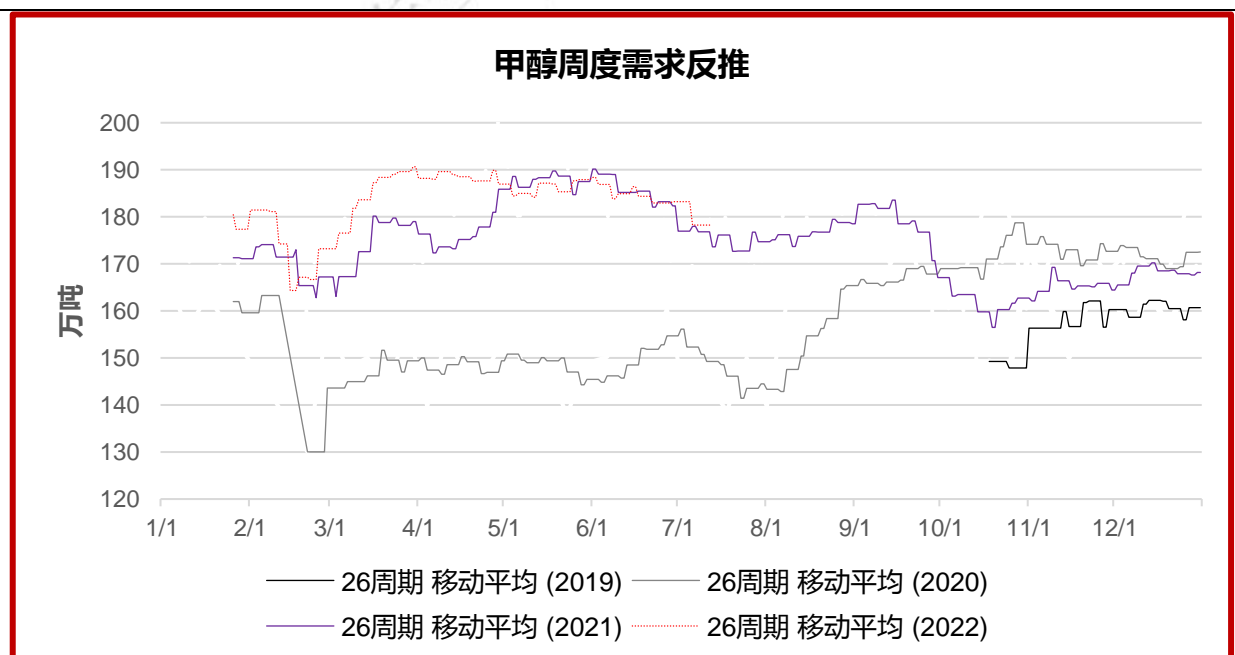


资料来源: Wind、金联创、东亚期货

众所周知伊朗表内甲醇出口量虽然不多，但其实大多数的货物通过阿联酋和阿曼进行转出口，算上这两块的量，伊朗甲醇实际占到我国甲醇进口量的一半左右，所以在伊朗甲醇有保证的大背景下，我国近一个季度的甲醇进口超历史同期水平。综合内外盘供应表现，很难给到甲醇足够强的向上驱动。

当然，既然是复工复产情绪推动预期行情，我们还是要回归到需求能否给予足够强的支撑。这里就不展开对新兴下游 MTO 和四大传统下游做细化分析，单纯从库存反推需求的角度来看，需求展现出了近似去年同期的弱势，同比未见有显著增量。

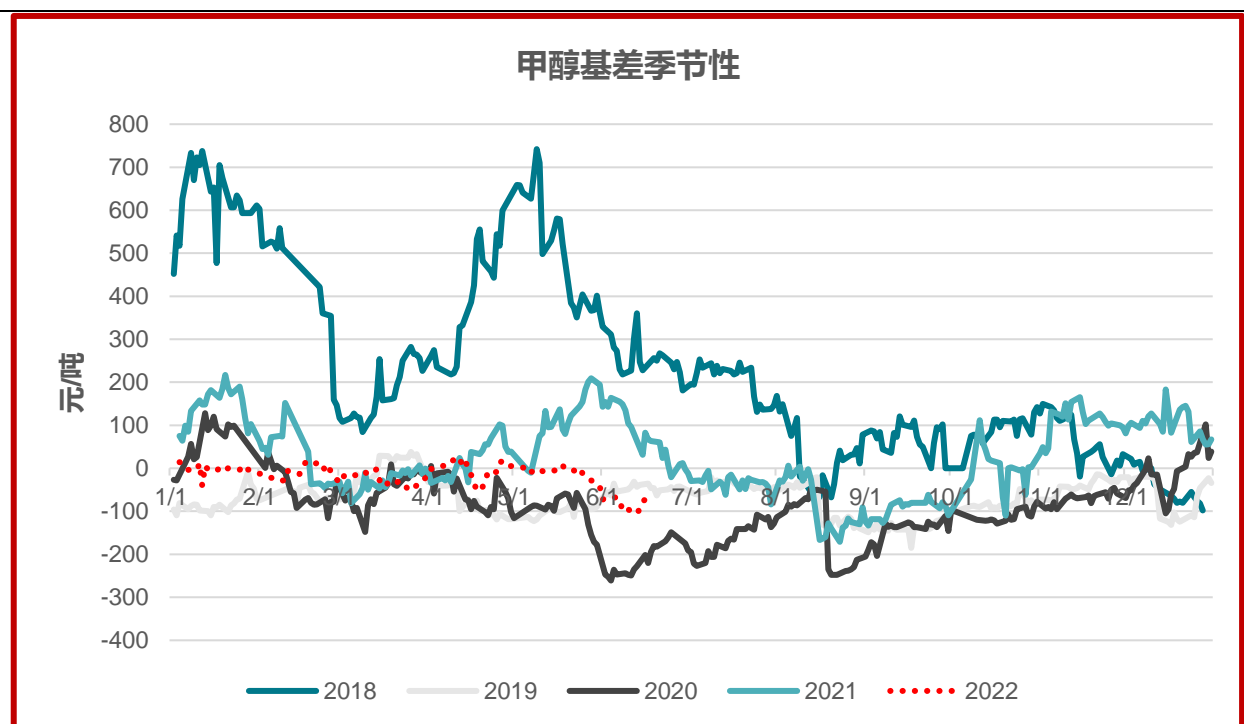
图 2: 甲醇周度表观需求，经移动平均处理



资料来源: 隆众、东亚期货

通过以上分析，我们发现从供需两端均不能有效助推前期的复工复产行情。所以说前期行情的上涨从供需的角度上来来说多少是有些“虚”的。这里的“虚”更多的会表现在港口市场，显性特征在于行情上涨过程中基差走弱。现货难以跟上期价上涨步伐。

图 3: 甲醇主连基差季节性

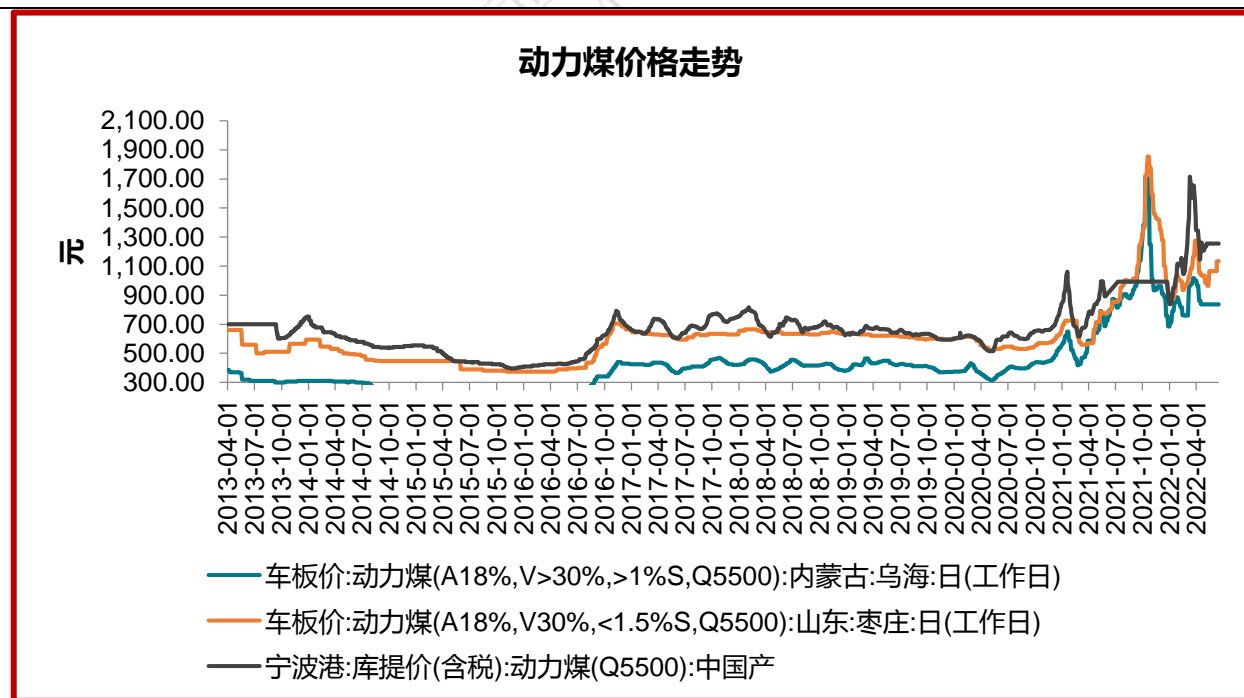


资料来源：Wind、东亚期货

2、成本锚定松动

供需两端均不支持上涨，那么前期上涨的落脚点很容易就联想到成本端。当动力煤期货受到流动性冲击的干扰后，甲醇俨然已经成为了对冲煤炭价格波动的首要标的。

图 4：山东甲醇生产利润



资料来源：Wind、东亚期货

今年的煤炭价格经历了两波脉冲式行情。第一次在三月初，第二次则是在近期，但这次整体涨幅明显不及第一次。这两次的煤价上行和同期甲醇两波脉冲行情高度拟合，也就是说主导此阶段甲醇行情的可能并不是供需，成本的成分更多一些。

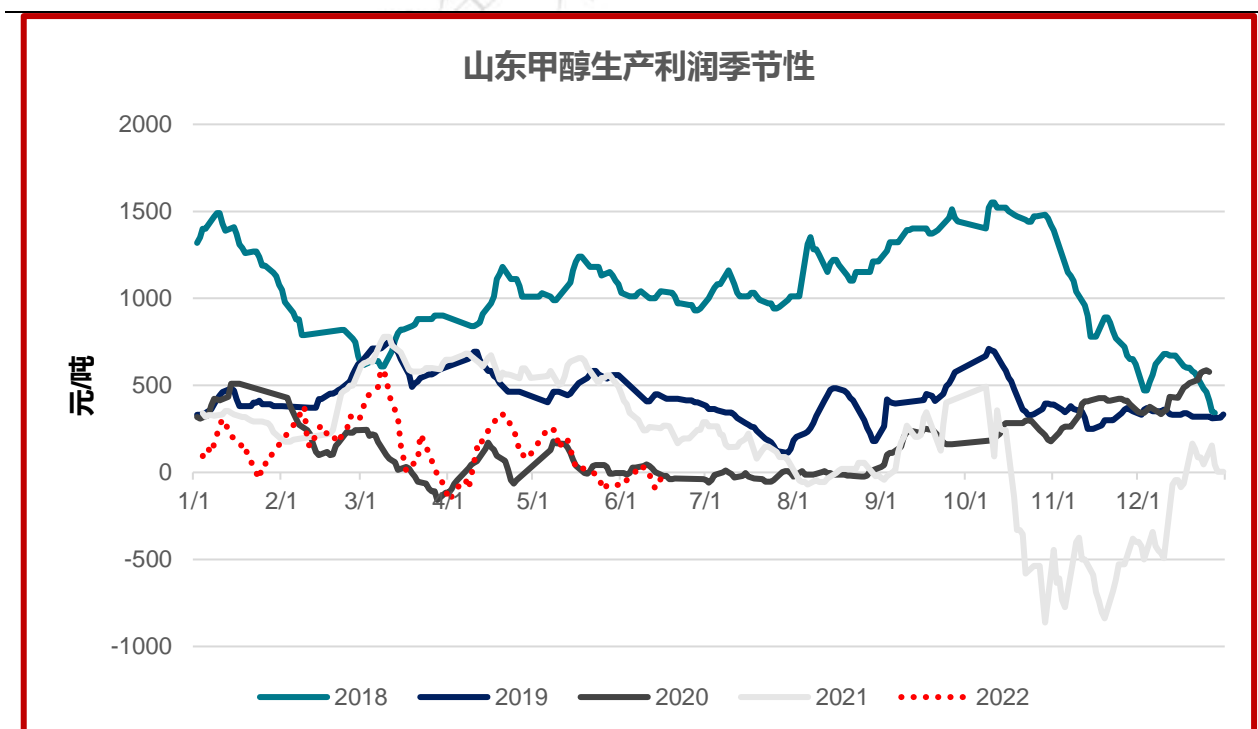
从煤炭大的格局来说，市场上一直说的逻辑主要是国内供应增量有限，进口少。但简单拎几个数据给各位投资者一些概念。我国一年的原煤生产量在 40 亿吨左右，而进口量仅仅在 2 亿吨左右。今年截至 5 月我国的原煤生产累计同比达到 10% 以上，进口量累计同比下滑 20% 左右，参考这两个数据的量级不同，得知今年的供应理应是充沛的。再看需求端，60% 左右的煤炭都会用于发电，受制于公共卫生事件影响，前五个发电量累计同比下滑 3.5%，同时这期间水电相对充沛，累计同比实现了 17.5% 的正增长。通过简单的几项数据梳理，静态看我们并不认为前期煤价有非常好的上升基础。这里煤价的上升原因我们会认为是电煤和非电煤实现双轨制之后，如果电厂季节性补库，会短期收紧现货的流动性，如果届时煤化工等一些非电行业有比较好的利润保证，则会进一步贡献需求的边际增量，进而推升煤价重心上移。

但最近一周市场传言北方港口出现了胀库现象，贸易商集中出库导致煤价松动，进而传导至主产区。“煤价灵敏指标”甲醇应声而动，看似供需驱动发挥了作用，实际主导因素更多可能是煤价。

3、估值端打偏

期货的锚定一般是最低价可交割品，静态看，当前港口甲醇应该是市场的锚所在。在进口量有保证，港口 MTO 工厂降负和外采单体等一系列操作下，港口累库幅度偏大，供需端驱动是偏向下的。同时随着北方港口煤价松动以及产区煤价的下调，甲醇估值迅速下挫。

图 5：山东煤制甲醇利润季节性



资料来源：Wind、东亚期货

甲醇期价带动港口现货下跌的同时内地现货也在同步下跌，带来的结果是甲醇生产利润的快速恶化，和三月份那波煤价上涨行情如出一辙。根据我们计算，考虑到现实煤价仅仅是松动，目前非电煤仍在 900 以上高位，并未出现明显下跌，西北当前的生产成本应该

在 2400-2500 元左右，处于亏损状态。同时渤化投产后外采西北的量增加，近两周西北的产销顺畅，内地后市或许能够看到一些支撑。

反观港口，累库压力其实更多体现在进口量激增上，前文探讨过伊朗是我国进口甲醇的主要来源国。在前期经历了一系列的商谈后，伊朗的长约加点有了定数，预估进口成本在 2750 元左右。换言之，以当前港口价格来计算，伊朗进口是倒挂的。所以后市进口预期或许也要打上一定折扣。

4、总结

当前行情的下跌一方面是对此前复工复产乐观预期的修正，供需两端均不能给予甲醇较好的上升驱动，另一方面则是对成本端松动作出极速反映。但是行情到这里，估值端已经有所偏离，盘面价格对应的非电煤中枢应该在 800 元左右，离当前现实状况差距较大。同时倒挂伊朗长约也令进口上升预期大打折扣。故我们认为静态看甲醇追空的价值已然不大，短期有修复可能。注意这里我们提及的是修复行情，因为从驱动上来说这里大幅反弹的概率并不高。

关于东亚期货

关于经营

精心耕耘,收获未来

公司规范经营，稳步发展，用专业、真诚的服务去赢得客户的信任，我们期待与客户和员工共同发展，共创未来
承载着希望,孕育着寄托,用辛勤的耕耘换来殷实的收获,这是东亚给您的承诺。

关于研究

深挖品种，专业研究

公司秉承专业研究的传统，深入各个品种的行业基本面，建立详实的商品和金融数据库，分析与调研相结合，大处着眼，小处着手，在趋势交易和套利交易上积累了丰富的经验。

关于投资

顺从趋势，客观交易

波浪起伏是市场常态，也是经济和人生常态。“易则易知，简则易从”。顺从趋势，客观交易是我们在市场波动中生存和发展的法宝。

关于服务

真诚服务,合作共赢

我们把客户的利益放在首位,为客户营造舒适宽松的交易环境，创建快速便捷的交易通道，提供客观及时的市场资讯。我们不鼓励客户盲目交易,我们期待我们的专业研究和真诚服务能为客户在市场中不断发展壮大助上一臂之力。