

## 上行驱动逐步弱化

2024 年 2 月 2 日

### 【报告要点】

- **结论：**在下游节前备货、运费上涨、MTO 装置可能回归以及进口减量等因素的影响下，甲醇出现了阶段性的偏强反弹。但供应压力偏大和需求季节性下滑的弱势基本面格局并未得到根本性扭转，前期明显走强的基差近期也略显疲软、跟进乏力。考虑到限气结束后供应和进口量的回归以及节后煤价淡季的到来，可待看多情绪充分消化后逢高沽空 2405 合约。
- **风险点：**港口超预期去库；进口不及预期；煤炭价格大幅反弹。



### 彭 昕

能源化工高级研究员

从业证书：F03089078

投资咨询号：Z0019621

电话：021-63123067

Email:

pengx@dwqh88.com

期货投资咨询业务批准文号：

证监许可[2011]1446 号

### 免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

**期市有风险，投资需谨慎！**

## 一、前期报告要点简述

### 保持偏空思路操作

2024 年 1 月 8 日

#### 【报告要点】

- **供应：**煤头开工居高不下，供应压力依旧偏大；海外开工继续下行空间不大，进口大幅缩量预计 2 月才开始显现；
- **需求：**MTO 计划检修增多，需求持续下滑将是大概率事件；
- **结论：**气头装置检修损失量低于预期，煤头装置开工居高不下，供应端压力仍然较大。传统需求的生产利润下滑和新兴需求的长期亏损依旧制约下游开工，季节性的需求走弱使得下游高开工难以维系，港口多套 MTO 装置计划检修亦导致市场对主力需求的担忧愈发显著。当前伊朗地区的限气停车已基本全部兑现，利多出尽后便是利空。与此同时，考虑到后期仍面临着限气结束后供应和进口量的回归以及下游需求和煤价淡季的到来，05 合约逢高做空。
- **风险点：**港口超预期去库；进口不及预期；煤炭价格大幅反弹。

## 二、甲醇主力合约近期走势：反弹势头较强

甲醇主力合约从 1 月 11 日的最低点 2292 元/吨，反弹到 1 月底接近 2490 元/吨的高位，短短两周左右的时间反弹了接近 200 点，上涨势头不可谓不强。我们认为此阶段甲醇价格的强势反弹这主要来源于以下四个方面因素的推动：一是，春节前下游工厂有提前备货的需求。一般而言，春节前两到三周是下游集中备货的时间段，此时价格容易出现阶段性的走强；二是，北方雨雪天气再度来袭，甲醇运费出现较大幅度的上涨后下游送到价格也大幅抬升；三是，前期技改停车的浙江兴兴 69 万吨/年 MTO 装置有在节前回归的可能性；四是，1 月中下旬港口因天气原因及船货污染问题出现封航，可流通货源趋紧，且进入 2 月后也将面临着进口甲醇的大幅减量。

图 1：甲醇主力合约走势图（元/吨）



数据来源：文华财经，东吴期货研究所

但我们对这种上涨的持续性还是保持怀疑态度的，主要原因在于以下几个方面。(1) 对于备货需求而言，我们注意到，2023 年下半年开始，下游对于甲醇备货节奏的调整不再按照传统来做。提早、少量、分散备货成为新的特点，以此可以避免造成集中需求而过分推涨价格。甲醇下游在经过前期的集中补库后，当前传统下游原料库存已经补至 18 万吨左右的历史最高位，继续补库的驱动大幅减弱，而且当下春节将近，备货需求也已接近尾声。此外，甲醇价格的持续上涨使得下游已有抵触情绪，继续采买备货的情绪也有所减弱，目前仅以刚需为主；(2) 对于运费上涨而言，因天气问题导致的阶段性运费上涨难以以长时间持续，随着天气情况的好转，后期运费的回落也将导致送到价格的下跌；(3) 对于浙江兴兴的重启预期而言，市场在本阶段价格上涨时已提前 price in 浙江兴兴的回归，如果该套 MTO 装置如期回归也只是利好兑现，而非利好再现。但如果未能如期回归，则会面临着价格下跌的风险；(4) 对于进口大幅减量而言，2 月份甲醇的进口减量已经是既定事实，市场纠结的点在于减少的量级。目前预估 2 月进口量在 105-109 万吨左右，相较于 1 月份减少大概 30 万吨左右的样子。不过由于近期港口封航导致卸货速度偏慢，1 月船货延后到港卸货将对冲一部分 2 月份的进口减量。

图 2：传统下游原料库存（万吨）

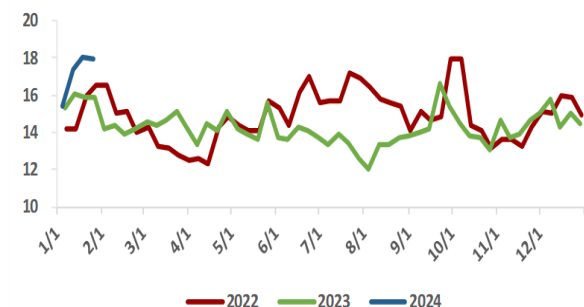


图 3：蒙北至鲁北运费（元/吨）



图 4：MTO 企业采购量（万吨）

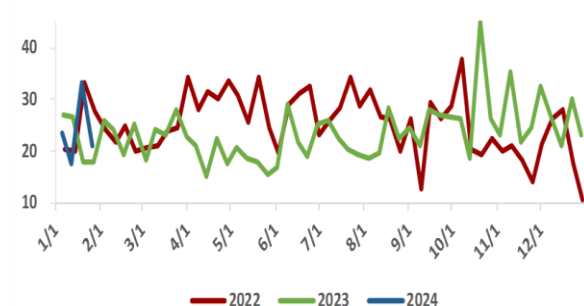
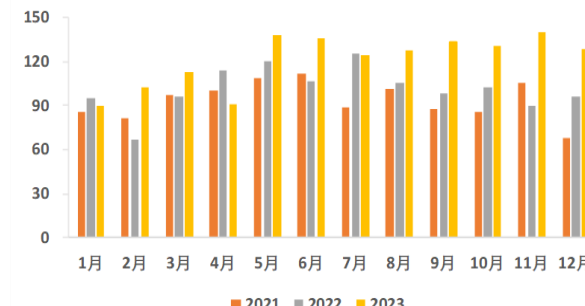


图 5：甲醇进口量（万吨）



数据来源：Mysteel，东吴期货研究所

## 三、甲醇基本面分析

### （一）、生产利润持续回升，供应压力偏大

随着甲醇价格的不断抬升，以完全成本计的煤制甲醇和天然气制甲醇的生产利润已经回升至盈亏平衡线附近，现金流成本压力持续减轻后对高开工的负反馈作用减弱。卡贝乐、玖源化工以及泸天化等西南地区的天然气制甲醇装置逐一重启，前期因天气污染问题而推迟重启的河南、陕西、山西等地的甲醇装置近期也已兑现开车，供应将呈现稳步增加的局面。

图 6：内蒙煤制甲醇生产模拟利润（元/吨）

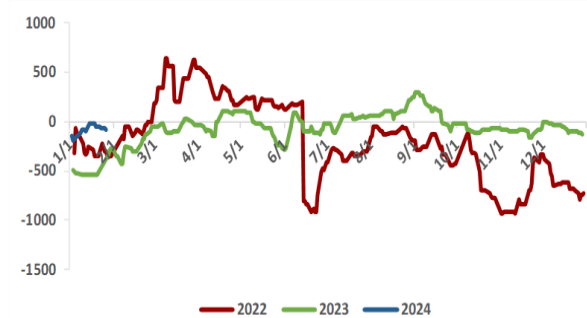


图 7：川渝天然气制甲醇生产模拟利润（元/吨）

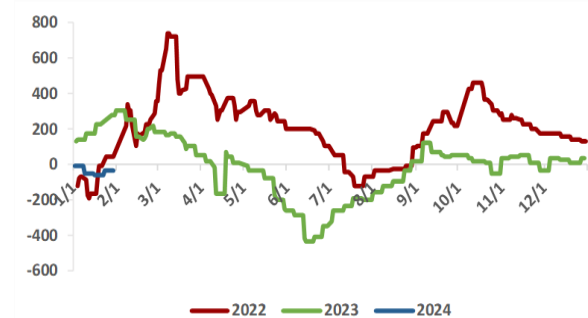


图 8：煤制甲醇开工率

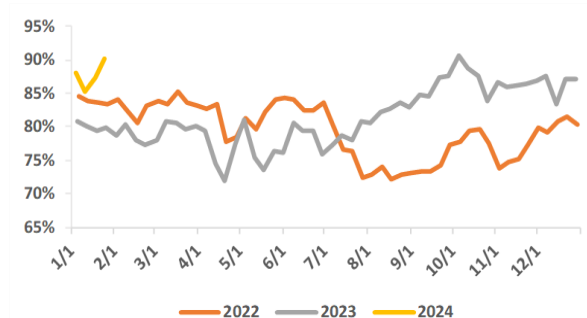
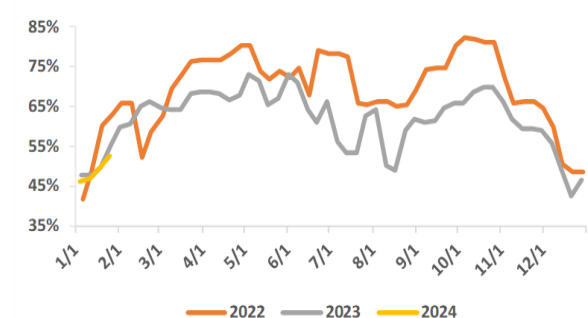


图 9：天然气制甲醇开工率



数据来源：同花顺，Mysteel，东吴期货研究所

## （二）、海外开工探底回升，进口利润大幅走高

今年伊朗地区的温度较往年相比总体偏高已经是既定事实，其甲醇装置提前回归的预期较为充足，从现实情况来看这种预期也在逐步兑现，1月下旬开始已经有 Kaveh、ZPC 等装置开始重启。此外，人民币延续升值导致进口成本降低，进口利润也出现了大幅回升。伴随着伊朗甲醇装置的逐步恢复，寒潮短停后北美装置的重启，海外甲醇开工率将持续上行，进口甲醇的减少能否给港口库存充分减压仍存变数。

图 10：甲醇国际周度开工率

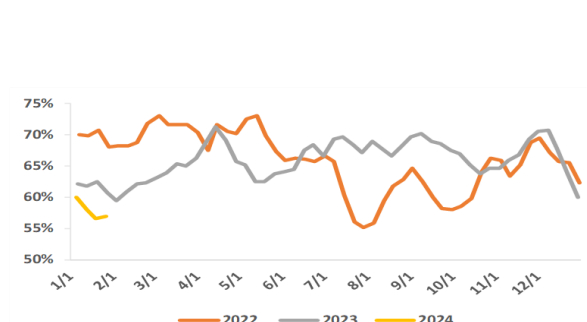
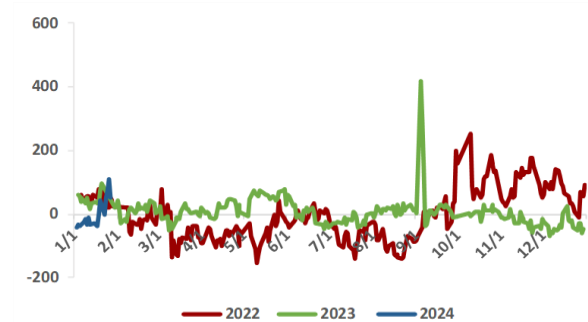


图 11：进口模拟利润（元/吨）



数据来源：Mysteel，同花顺，东吴期货研究所

## （三）、传统下游开工季节性惯性走低，装置亏损对 MTO 开工的负反馈效应仍较为明显

传统下游的综合生产利润近期维持低位震荡，春节前后亦是传统下游需求的淡季，传统下游开工将出现季节性的惯性走低。MTO 装置亏损对高开工的负反馈效应仍旧较为明显，甲醇价格大幅上涨后沿海 MTO 装置综合利润的亏损幅度再度扩大至 1300 元/吨左右，MTO 开工能维持现状就已是不易，暂未看到上行驱动。

图 12：传统下游需求加权开工率

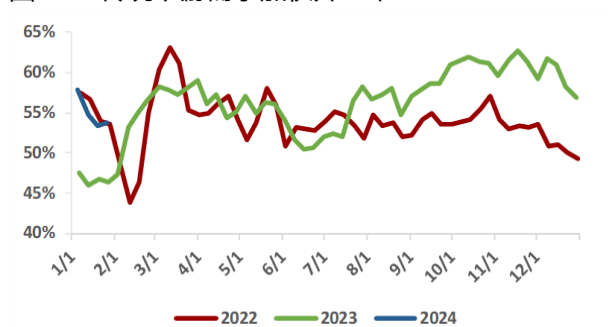


图 13：传统下游需求加权综合模拟利润（元/吨）

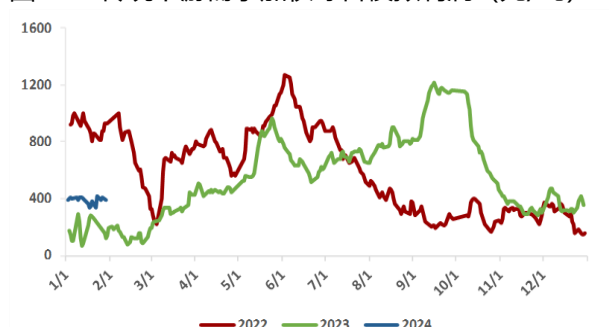


图 14：华东地区 MTO 开工率

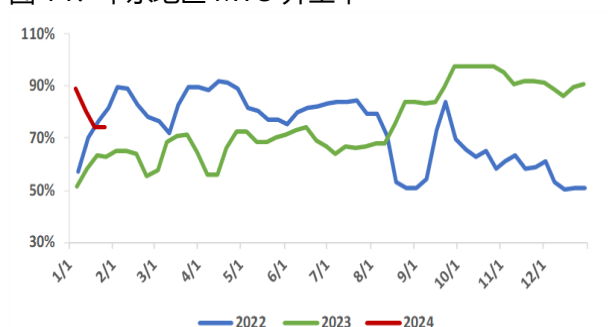
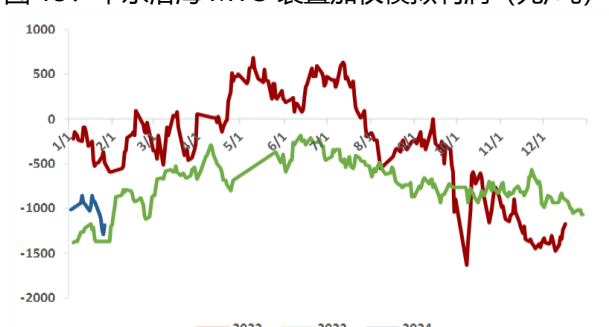


图 15：华东沿海 MTO 装置加权模拟利润（元/吨）



数据来源：Mysteel，同花顺，东吴期货研究所

## 四、结论

在下游节前备货、运费上涨、MTO 装置可能回归以及进口减量等因素的影响下，甲醇出现了阶段性的偏强反弹。但供应压力偏大和需求季节性下滑的弱势基本面格局并未得到根本性扭转，前期明显走强的基差近期也略显疲软、跟进乏力。考虑到限气结束后供应和进口量的回归以及节后煤价淡季的到来，可待看多情绪充分消化后逢高沽空 2405 合约。

**风险点：**港口超预期去库；进口不及预期；煤炭价格大幅反弹。

## 免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

**期市有风险，投资需谨慎！**