

涨势延续 or 见顶回落？

2024 年 2 月 28 日

【报告要点】

- **结论：**港口持续缺货叠加西南气头装置 3 月减产 20%，甲醇短期震荡偏强。虽然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，但现实端偏强且强基差延续的情况下做空风险偏大。风险偏好低的投资者可待看到产销区运输恢复以及伊朗限气结束后进口量回归造成港口实质性的累库和煤价开始下行等右侧信号后再沽空 05 合约，关注春检和“金三银四”需求旺季的兑现情况。
- **风险点：**伊朗甲醇装置重启不及预期；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

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。

二、甲醇主力合约近期走势：反弹延续偏强态势

甲醇主力合约再度突破了 2500 元/吨的整数关口后持续冲高，近日更是突破前期压力位后创去年 9 月下旬以来的新高。这其中的原因我们认为主要有三点：一是，山西煤矿减产消息带动焦煤价格大幅反弹，甲醇主力合约形成联动上涨效应；二是，受西南气头装置减产 20%以及重启后的伊朗甲醇装置临停等国内外供应端消息的扰动；三是，港口可流通货源偏紧、库存程度不高对甲醇期价也起到了一定的支撑作用。

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

但是，我们认为以上几方面因素所带来的上行空间比较有限。一是，山西煤矿减产事件主要针对焦煤限产，对动力煤的影响有限，更多的是起到情绪上的推动作用，而且部分减产消息也已经被证伪。不过值得注意的是，2024 年山西省在安排部署 2024 年工作的煤炭生产重点工作时，其最本质的变化是：由“增产保供”变成了“稳产保供”。也就是说山西省对今年煤矿的生产要求发生了重大的改变，发展基调由增产变成了求稳，这个细微的变化也许更能佐证今年国内的安全监管力度将强力趋严。二是，港口货源偏紧的状况一方面是由于进口量的季节性降低；另一方面则是由于近期全国各地再度发生较为极端的雨雪天气，虽然产销区间的套

利窗口已经打开，但物流运输路况不佳的情况下，产区往销区的货物流动仍需时日。不过当前内地企业库存高企，生产企业排库意愿较强，内地与沿海套利窗口持续开启的情况下，沿海地区可流通货源偏紧的状况将随着后天气情况的好转而逐步得到改善。随着内地流往华东港口的货源放量，内地市场对港口价格将存在一定的拖拽。

图 2：国内主产区现货价格（元/吨）

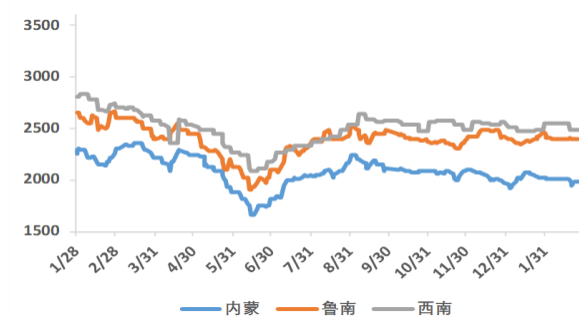


图 3：国内主销区现货价格（元/吨）

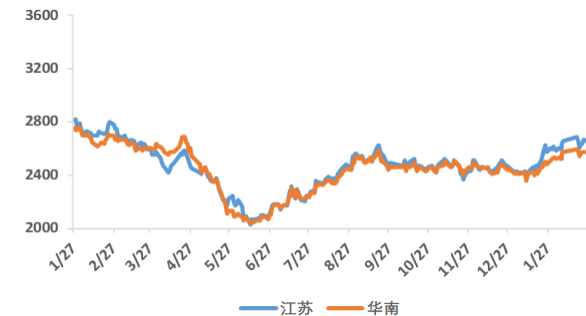


图 4：江苏—鲁南现货价差（元/吨）

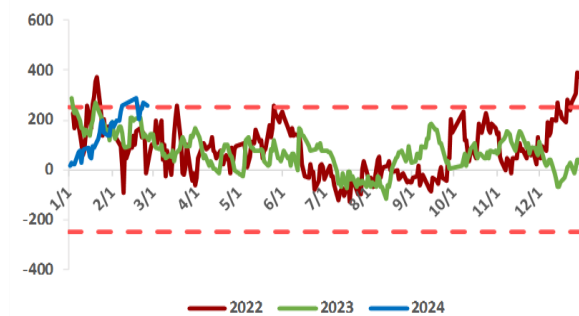
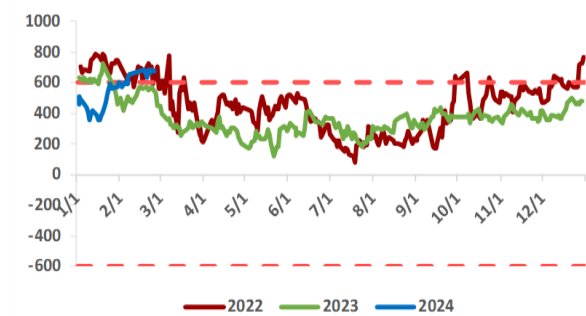


图 5：江苏—内蒙现货价差（元/吨）



数据来源：同花顺，东吴期货研究所

三、甲醇基本面分析

（一）、生产利润偏高，供应压力依旧较大

以完全成本计的煤制甲醇和天然气制甲醇的生产利润有所走弱但仍处在盈亏平衡线附近，现金流成本压力不算太大。西南地区的天然气制甲醇装置重启后目前运行稳定，但市场消息称玖源化工和重庆卡贝乐等气头装置 3 月份将降负至 8 成运行，实际情况有待跟踪。当前现金流利润尚可的情况下今年春检涉及产能暂不及往年预期，甲醇整体供应仍维持高位，但有缩减预期。

图 6：内蒙煤制甲醇生产模拟利润（元/吨）

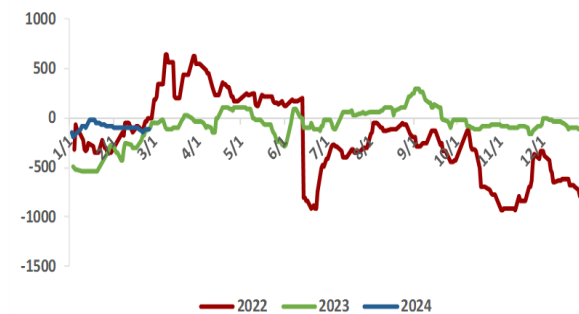


图 7：川渝天然气制甲醇生产模拟利润（元/吨）

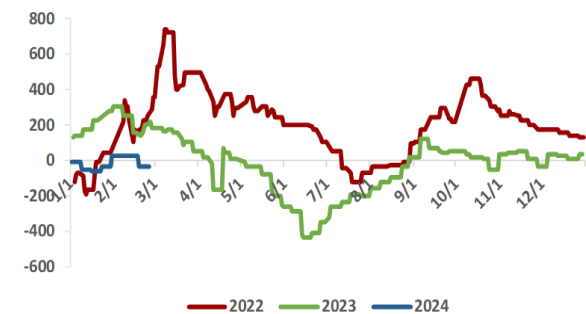


图 8：煤制甲醇开工率

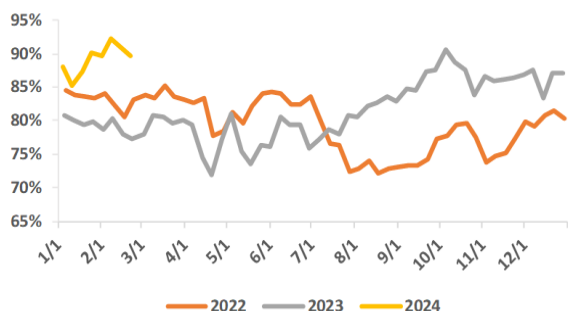
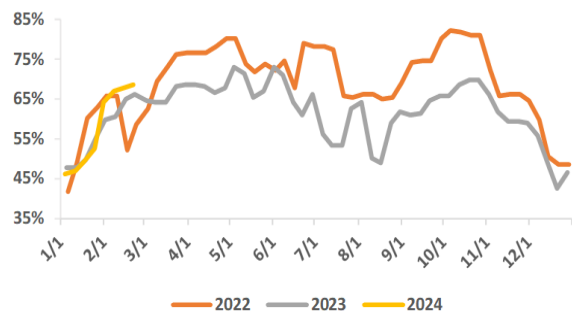


图 9：天然气制甲醇开工率



数据来源：同花顺，Mysteel，东吴期货研究所

（二）、海外开工探底回升，进口利润仍维持高位

伊朗 Aryan（165 万吨/年）和 Kaveh（230 万吨/年）甲醇装置已重启，受寒潮影响 ZPC 一套 165 万吨/年和 FPC（100 万吨/年）装置临停。短期内受极端天气的影响伊朗甲醇装置的重启开工有所波动，但今年伊朗地区的温度较往年相比总体偏高，其甲醇装置提前回归的预期较为充足。目前伊朗开工底部已现，进入 3 月后将迎来伊朗甲醇装置的集中复工复产。此外，人民币升值导致进口成本降低，进口利润仍维持高位。

图 10：甲醇国际周度开工率

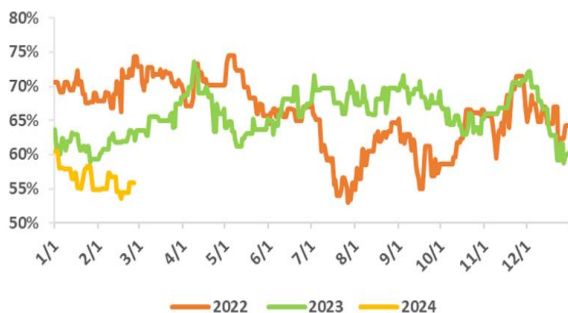
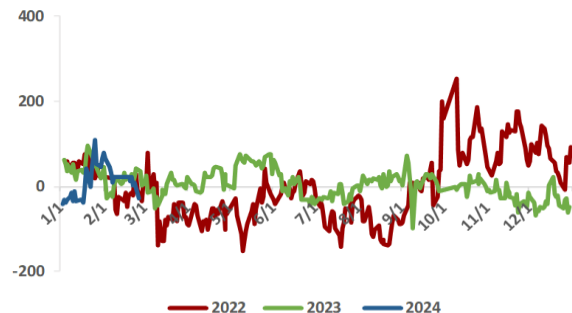


图 11：进口模拟利润（元/吨）



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

传统需求的综合生产利润近期高位下滑，生产利润不乐观依旧是制约高开工的利空因素。元宵节后传统下游开工开始逐步恢复，但目前下游的补空情绪一般、仅以刚需为主，关注金三银四传统需求旺季的成色。

图 12：传统下游需求加权开工率

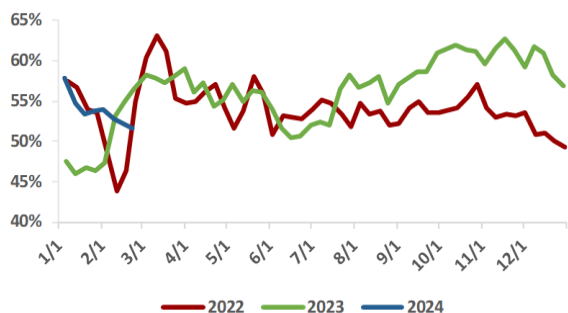
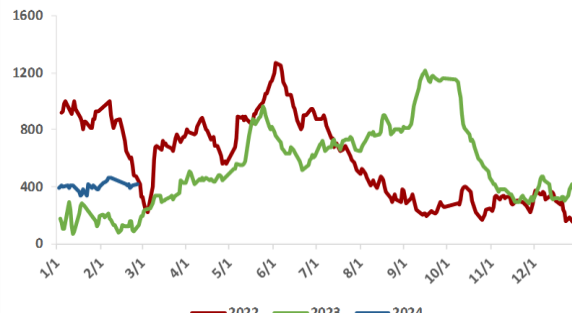


图 13：传统下游需求加权综合模拟利润（元/吨）



沿海 MTO 装置综合利润虽小幅回升但亏损幅度仍然较大, MTO 装置亏损对高开工的负反馈效应依旧较为明显。MTO 开工暂未看到能够持续上行的驱动, 反而存在因长时间大幅亏损而停车的风险, 需密切关注内蒙古久泰 (60 万吨/年)、宁波富德 (60 万吨/年) 和南京诚志 1 期 (30 万吨/年) 三套 MTO 装置 3-4 月检修计划的兑现情况。

图 14: 华东地区 MTO 开工率

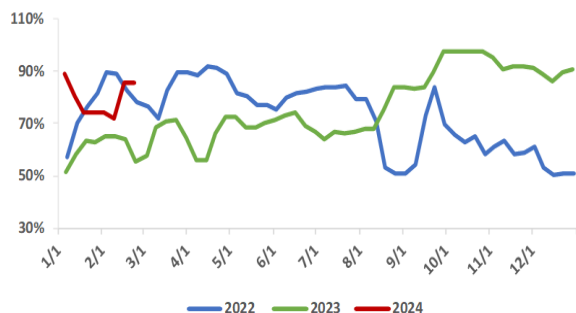
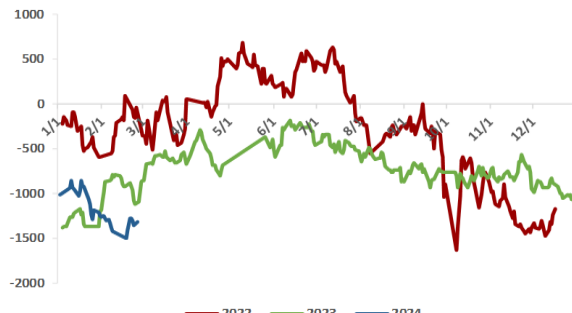


图 15: 华东沿海 MTO 装置加权模拟利润 (元/吨)



数据来源: Mysteel, 同花顺, 东吴期货研究所

(四)、生产企业库存高垒、排库压力偏大, 港口可流货源偏紧但总体库存仍偏高

生产企业总库存在 60.01 万吨, 较上期减少 1.20 万吨, 环比下降 1.95%, 同比偏高。甲醇内地订单量在 28.57 万吨, 较上周增加 4.99 万吨, 环比大幅增加 21.17%, 同比偏高。节后归来随着运输恢复, 生产企业多积极执行前期订单及长约订单为主, 但因近日雨雪天气, 高速再次限行、运输受限, 导致整体企业库存小幅减少。但随着天气好转运输恢复后, 前期订单及长约订单积极执行, 库存压力或将逐步缓解。

图 16: 生产企业总库存 (万吨)

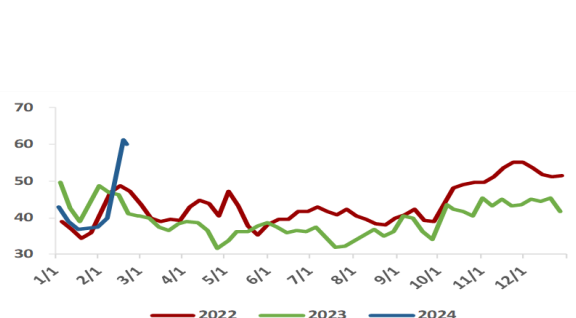


图 17: 待发订单量 (万吨)

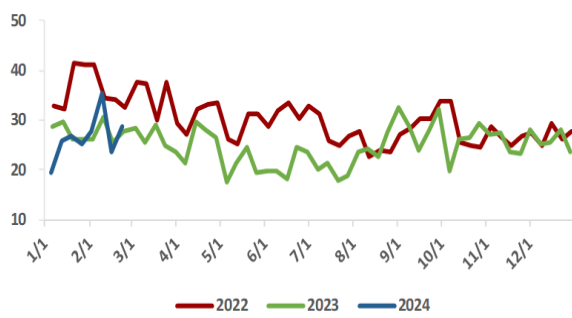


图 18: 港口总库存 (万吨)

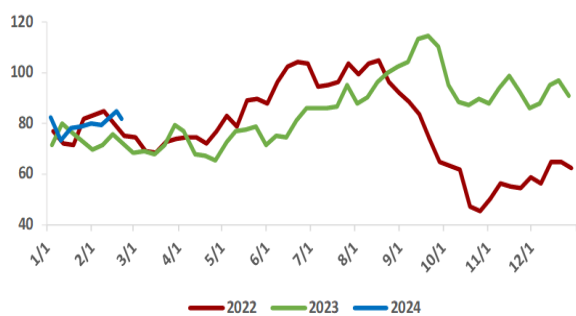
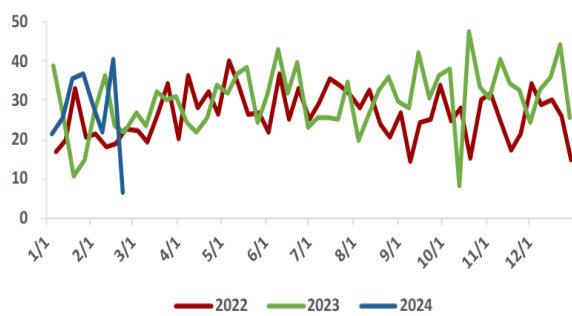


图 19: 周度到港量 (万吨)



数据来源: Mysteel, 同花顺, 东吴期货研究所

目前主港库存在 81.48 万吨，较上期减少 3.06 万吨，环比减少 3.62%，同比偏高。刚需尚算稳定，主流库区汽运提货仍在恢复中。港口表需继续回升，加之宁波地区封航，外轮抵港速度受一定程度的影响，外轮抵港量或相对偏少。

四、结论

港口持续缺货叠加西南气头装置 3 月减产 20%，甲醇短期震荡偏强。虽然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，但现实端偏强且强基差延续的情况下做空风险偏大。风险偏好低的投资者可待看到产销区运输恢复以及伊朗限气结束后进口量回归造成港口实质性的累库和煤价开始下行等右侧信号后再沽空 05 合约，关注春检和“金三银四”需求旺季的兑现情况。

风险点：伊朗甲醇装置重启不及预期；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！