

高估值压力渐增，关注美伊关系扰动

报告要点

本篇报告对二季度甲醇基本面进行展望。

摘要

能源化工组：

研究员：

陈子昂

从业资格号：F03108012

投资咨询号：Z0021454

（一）一季度回顾：伊朗限气扰动，中枢上移

25年一季度，甲醇价格中枢小幅上移，期价均值2582，较24年均值2507上移3%。主要支撑来自于伊朗装置的限气停车，但受烯烃负反馈与其自身在产业链中偏高估值压制，价格并未显现出趋势性上移，而是在多空逻辑均存下，以中枢上移的区间波动为主。

（二）供给端伊朗限气扰动二季度逐步衰减，但需关注美伊关系

一季度甲醇上游炼厂利润持续高位，背后反映的是全球视角下伊朗因限气损失的利润向国内煤头进行的转移。但3月中下旬伊朗装置逐步开回背景下，这一利润转移链条存减弱预期。甲醇上游生产利润存下移动力。

但目前美伊制裁存升级现象，伊朗甲醇主要通过转口形式对我国出口，不排除甲醇后续亦受到影响可能性。

（三）需求端二季度MTO仍偏承压，但或有关税影响传导

二季度甲醇下游烯烃仍有较多产能释放，现有MTO装置仍面临着烯烃油头气头新产能挤压，利润难言改善。

但若中美关税博弈升级，我国后续对美国丙烷加征报复性关税，在这一情景下，随PDH企业降开工乃至停产，MTO企业将迎来难得的利润修复机遇，PP价格上行亦将对甲醇有所传导。

（四）原料端二季度关注煤炭供应减量可能

煤炭方面，二季度需求仍偏弱势，产量或边际减量；原油方面，弱需求主线下，二季度OPEC+协议增产兑现情况以及伊朗因美国制裁降量幅度将主导行情节奏，预计延续震荡；天然气方面，价格中枢预期适度回落。

风险因素：

多头风险：煤炭延续弱势、油价下行、MTO负反馈；

空头风险：美伊关系恶化、丙烷报复性关税

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 25 年一季度回顾	4
二、 供给端伊朗限气扰动二季度逐步衰减，但需关注美伊关系	4
（一） 本轮伊朗装置因限气长时间停车支撑价格	4
（二） 国内产量扩张，炼厂利润二季度收窄预期	6
（三） 新产能仍有释放	7
（四） 美伊关系仍需关注	8
三、 需求端二季度 MT0 仍偏承压，但或有关税扰动传导	8
（一） MT0 格局难有改善	8
（二） 二季度下游烯烃仍有油头气头新产能上线	9
（三） 但若国内对于美国丙烷加征报复性关税，甲醇或有提振	10
（四） 传统下游需求支撑有限	10
四、 原料端二季度关注煤炭供应调节可能	11
（一） 煤炭方面，二季度需求仍偏弱势，产量或边际减量	11
（二） 原油价格或延续震荡	12
（三） 天然气方面，二季度价格中枢预期适度回落	12
五、 库存端二季度港口库存或先去后累，内地压力有限	13
六、 总结：高估值压力渐增，关注美伊关系扰动	14

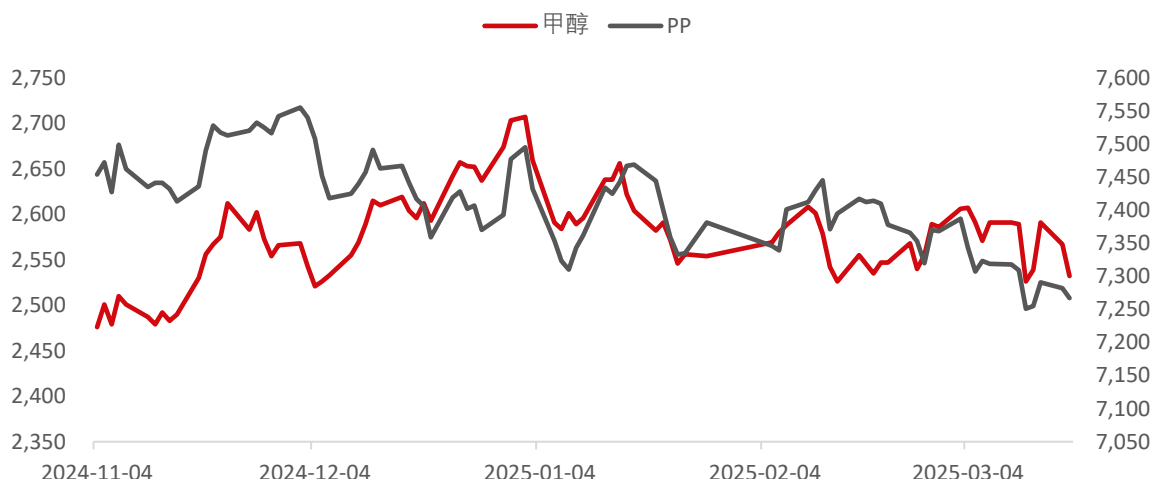
图表目录

图表 1： 甲醇价格波动情况	4
图表 2： 伊朗本轮停车时长超往年同期	5
图表 3： 甲醇海外价格受支撑	6
图表 4： 甲醇内外盘价差 2 月回升	6
图表 5： 内蒙煤制甲醇利润偏高	6
图表 6： 河北焦炉气制甲醇利润亦提升	6
图表 7： 甲醇开工率延续高位	6
图表 8： 国内甲醇产量高增	6
图表 9： 国内甲醇装置检修情况	7
图表 10： 待上产能	8
图表 11： MT0 利润持续承压	8
图表 12： 一季度 MT0 外采经济性提升	8
图表 13： MT0 目前在 PP 生产路线中偏边际	9
图表 14： 一季度下游 PE 新产能上线较多	9
图表 15： 二季度下游 PP 压力边际提升	9
图表 16： 甲醛开工	10
图表 17： 二甲醚开工	10
图表 18： MTBE 开工	10
图表 19： 冰醋酸开工	10
图表 20： 环渤海港口动力煤库存	12
图表 21： 25 省电厂耗煤量	12
图表 22： 2 月进口量已减至历史低点	13
图表 23： 进口到港量后续存抬升预期	13
图表 24： 港口库存预期先去后累	13
图表 25： 内地库存压力有限	13

一、25 年一季度回顾

25 年一季度，甲醇价格中枢小幅上移，期价均值 2582，较 24 年均值 2507 上移 3%。

图表1：甲醇价格波动情况



资料来源：Wind 中信期货研究所

分阶段看，24 年 12 月底，在伊朗冬季能源紧张消息以及批量气头装置停车背景下，甲醇价格攀上 2700+ 高点。价格大幅上行下，国内甲醇生产企业利润保持高位，产能利用率延续抬升，供应增量明显。而与此同时下游负反馈已然出现，浙江兴兴 69 万吨 MT0 装置于 24 年 12 月 29 日停车。

供需格局承压下，部分资金转向基本面逻辑，叠加聚烯烃期价走弱拖累，甲醇 1 月初期价回落明显，价格回落至 2600 附近后小幅反弹。1 月下旬，随部分企业节前让利排库，价格下行后震荡。

节后，甲醇价格下方仍有伊朗进口到港减量预期支撑，上方有烯烃负反馈（宁波富德 MT0 2 月 13 日起停车），以及偏弱煤价压制，期价在 2530-2630 区间窄幅波动。期间沿海甲醇与内地甲醇价差高位致部分内地货向沿海流动，内地节后库存去化良好，但港口短期偏累。

同时，华东港口烯烃装置基于成本优化考量启动跨区域原料采购，叠加西北区域烯烃工厂维持常态化外采操作，MT0 现结构性支撑，进而加速主产区甲醇生产企业库存去化进程。后随元宵节后传统下游领域开工负荷逐步回升至常规水平，叠加二月中下旬国内甲醇装置春季集中检修计划陆续启动，内地甲醇市场供需结构逐步向紧平衡状态过渡。这一边际改善推动甲醇内地现货价格短期加速上涨。

步入 3 月，随到港减量与下游兴兴、富德 3 月 5 日开回，港口库存去化明显，但与此同时伊朗装置月中逐步开回，盘面多空逻辑胶着，延续窄幅区间震荡格局。

整体去看，一季度甲醇期价中枢上移的主要支撑来自于伊朗装置的停车，但受烯烃负反馈与其自身在产业链中偏高估值压制，价格并未显现出趋势性上下波动，而是在多空逻辑均存下，以区间波动为主，基本符合我们一季度各周报观点。

二、供给端伊朗限气扰动二季度逐步衰减，但需关注美伊关系

（一）本轮伊朗装置因限气长时间停车支撑价格

伊朗气头装置在一季度的因限气停车支撑了国内甲醇期价，本质上还是因为伊朗甲醇在全球贸易与国内进口中仍占据重要地位。

伊朗是全球最重要的甲醇生产国和出口国之一。伊朗地区南帕斯气田的天然气资源禀赋，让其具有甲醇生产的优势条件。伊朗目前有 1551 万吨甲醇产能，均为天然气制，在全球范围内是仅次于中国的甲醇产能第二大国家。

与中国甲醇用于满足国内需求不同，伊朗甲醇具有较为明显的出口导向特点，2023、2024 年其甲醇出口量占其产量超 90%。

而我国进口甲醇来源国中，包含了伊朗直接进口与转口的“伊朗+阿曼+阿联酋”三地合计占比均年均在 50%以上。这也意味着，伊朗的出口增减会较为明显影响我国进口情况。

图表2：伊朗本轮停车时长超往年同期

装置	产能	年份	11月	12月上旬	12月中旬	12月下旬	1月上旬	1月中旬	1月下旬	2月上旬	2月中旬	2月下旬	3月上旬	3月中旬	3月下旬
ZPC#2	165	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													
Marjan	165	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													
Kaveh	230	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													
Kimiya	165	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													
Sabalan	165	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													
FPC	100	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													
ZPC#1	165	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													
Bushehr	165	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													
KPC	66	2022-2023													
		2023-2024													
		2024-2025													

资料来源：Wind 中信期货研究所

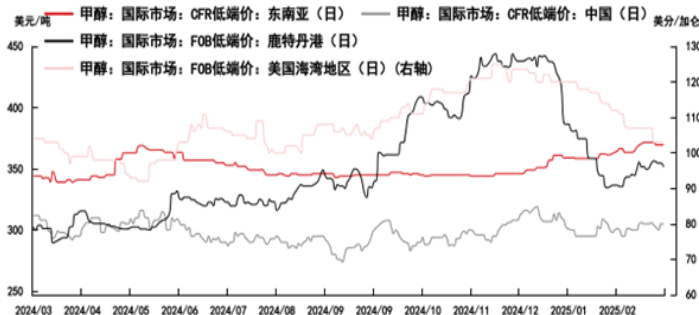
本轮伊朗装置停车时间已超往年同期。

如上图所示，图中红色区域为目前停车时间段，粉色区域为目前降开工时间段。由此可见，自 2024 年 11 月至 2025 年 3 月，ZPC、Marjan、Kaveh、Sabalan 均处停车，停车时长较 23 年同期偏多约 2 月，致其产量同比下降约 15%。

产量下降致全球范围内的甲醇价格均有提振，欧洲地区价格自 24 年四季度开始延续走高，随后在 2 月挪威 statoi 90 万吨装置开回下，价格有所回落。偏强海外价格对于国内甲醇期价亦有提振。

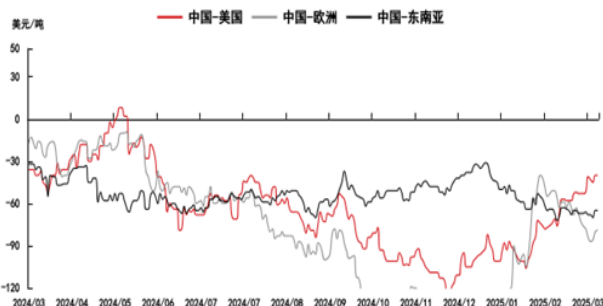
具体到国内到港上，停车致进口船货减量，以 2 月为例，进口船货卸货约 55 万吨，其中中东主力区域卸入约 19 万吨，非伊货卸入约 35 万吨，沙特、阿曼、委内、马来西亚均明显减量。

图表3：甲醇海外价格受支撑



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：甲醇内外盘价差 2 月回升



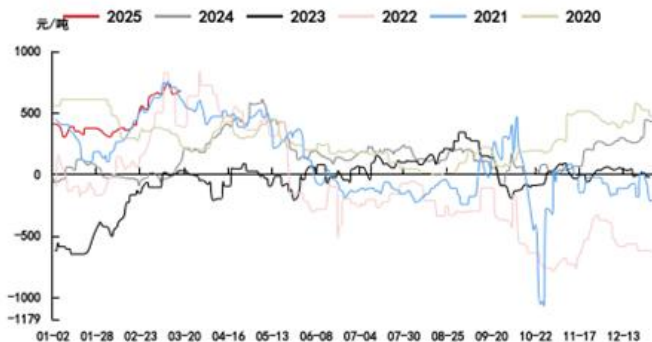
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）国内产量扩张，炼厂利润二季度收窄预期

一季度甲醇价格强势，与国内弱势煤炭价格形成明显剪刀差，带动煤制甲醇利润大幅上行。

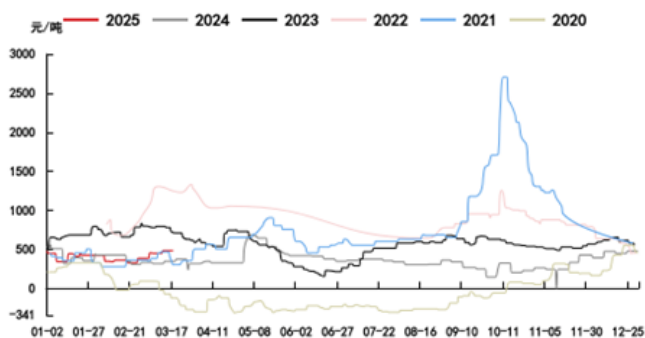
本轮国内炼厂高利润的本质，是伊朗气制装置停车带来的全球视角下的利润转移。

图表5：内蒙煤制甲醇利润偏高



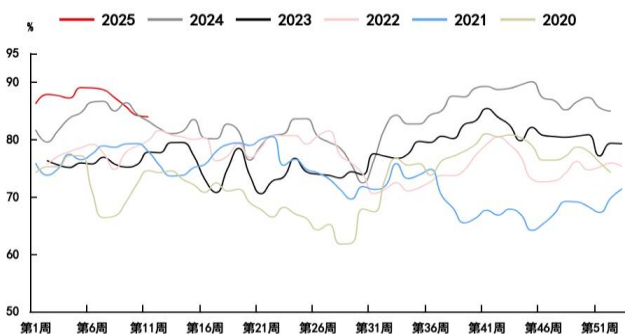
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：河北焦炉气制甲醇利润亦提升



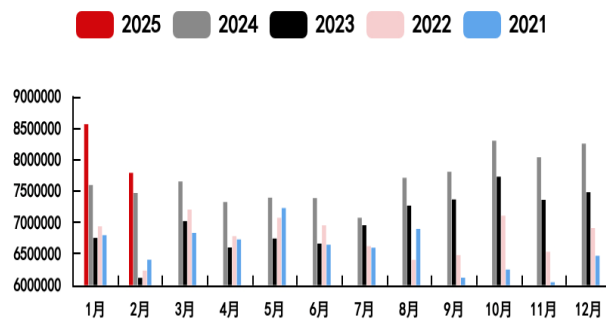
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：甲醇开工率延续高位



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：国内甲醇产量高增



资料来源：Wind 中信期货研究所

具体去看，一季度内蒙甲醇生产现金流利润约 460 元/吨，较 24 年平均值 161 元/吨高 300 元/吨；山东煤制甲醇利润约 153 元/吨，较 24 年平均值-172 元/吨高 325 元/吨；其他制法利润亦有不同程度明显修复。

高利润提振了炼厂的开工意愿，24 年 11 月-25 年 2 月，国内甲醇装置开工率持续高位，平均周度开工率 87.32%，较去年同期 81.78% 偏高 5.54%；较 22-23 年同期 75.08% 偏高 12.24%。高开工带动产量提升，1 月国内甲醇产量 856.4 万吨，较去年同期 759.4 万吨增 12.8%，2 月国内甲醇产量 778.8 万吨，较去年同期 746.7 万吨增 4.2%。

偏高利润下，炼厂春检力度较往年偏弱，且 3 月下旬-4 月仍有多套装置开回，供给端压力仍偏边际抬升：

图表9：国内甲醇装置检修情况

企业名称	产能（万吨/年）	检修起始日	检修结束日	时长(天)
四川泸天化	40	2024/8/24	2025/4/4	224
陕西黄陵	30	2024/10/1	2025/4/30	212
青海中浩	60	2024/10/23	2025/4/5	165
咸阳市石油	10	2024/11/20	2025/3/19	120
大庆甲醇厂	10	2024/12/21	2025/3/24	94
七台河隆鹏	10	2025/1/18	2025/4/30	103
云南曲煤	20	2025/2/26	2025/3/21	24
普煤华昱	120	2025/2/26	2025/3/22	25
安徽碳鑫	50	2025/3/1	2025/3/20	20
泸西大为	10	2025/3/10	2025/3/21	12
鹤壁煤化	60	2025/3/12	2025/3/31	20
内蒙古久泰	100	2025/3/16	2025/3/30	15
中石化长城	60	2025/3/17	2025/4/27	42
内蒙古荣信	90	2025/3/20	2025/4/15	27
内蒙古新奥	60	2025/3/31	2025/4/21	22

资料来源：Wind 中信期货研究所

我们认为炼厂偏高利润二季度或难延续：1. 如上文所述，从全球整体视角看，本轮炼厂甲醇生产利润大幅走高本质是伊朗甲醇装置停产带来的利润转移，这一现象在伊朗装置回归后必然转淡。2. 原料端煤炭价格弱势现象二季度或有扭转，夏季电厂单耗预期上行，煤炭价格或有企稳反弹，从原料端上亦对甲醇利润有压缩。

（三）新产能仍有释放

一季度新甲醇新上内蒙宝丰 280 万吨/年装置，由于为一体化装置，搭配下游 MT0，实际对于甲醇供需影响较为有限。后续仍有新疆中泰 100 万吨/年装置上线预期。

目前新增产能呈现显著一体化发展趋势，大部分项目配置烯烃/醋酸等下游转化装置，凸显产业链纵向整合特征，这意味着实际商品量净增长将受配套产能消化对冲。目前煤制甲醇利润良好，但仍需持续关注双碳政策框架下环保督察常态化可能引发的阶段性负荷调整。

图表10：待上产能

地区	企业名称	产能	原料	投产时间
西北	内蒙古宝丰	280	煤炭	2025 年 2 月，配套 MT0
西北	宁夏冠能	40	煤炭	预计 2025 年，配套 BDO
西北	新疆中泰化学	100	煤炭	预计 2025 年二季度

资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）美伊关系仍需关注

3 月 20 日，美国财政部官网公布新一轮对伊朗制裁，将 13 家实体、8 艘油轮及 1 个个人列入 SDN 名单。今年以来美国财政部对伊朗制裁增多，多次零星添加相关主体进入 SDN 名单，本次制裁实体涉及中国地方炼厂及仓储企业，市场担忧情绪加重。

美国连带制裁的增加是其对伊朗制裁趋严的体现，由于受制裁的主体可能面临金融、贸易等环节壁垒增加的制约，地方炼厂对伊朗产品采购将趋于谨慎。

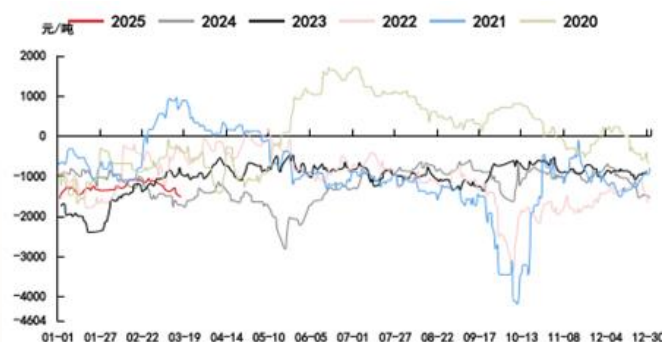
目前伊朗甲醇主要通过转口形式对我国出口，若后续美对伊制裁进一步升级，不排除甲醇亦受到影响可能性。

三、需求端二季度 MT0 仍偏承压，但或有关税扰动传导

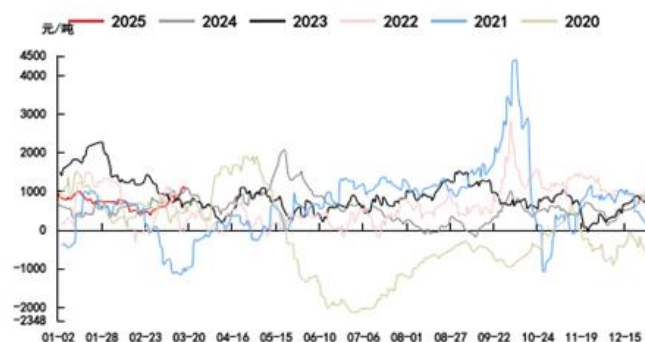
（一）MT0 格局难有改善

MT0（甲醇制烯烃）是目前甲醇核心需求，占比超 50%。

近年来，MT0 行业陷入长期亏损困境，成本端方面，甲醇作为关键原料，其价格波动、供应稳定性等因素，持续对 MT0 行业成本结构产生冲击。

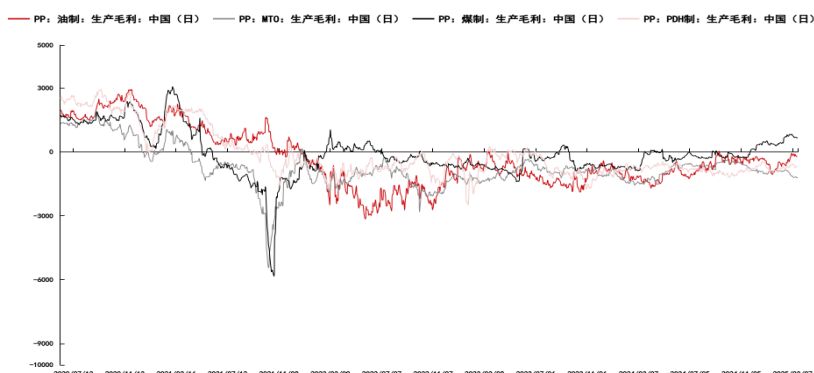
图表11：MT0 利润持续承压


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：一季度 MT0 外采经济性提升


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：MTO 目前在 PP 生产路线中偏边际



资料来源：Wind 中信期货研究所

从市场供需格局审视，下游烯烃行业产能延续释放，市场竞争激烈，产能已有过剩现象，而终端需求则面临传统动能切换阵痛，地产基建等传统需求衰减，而其他新兴消费领域尚未形成有效替代，弱需求弹性特征显著。这一系列因素致使 MTO 利润长期在低位区间徘徊，MTO 产业形成“高成本刚性-低议价能力-弱库存缓冲”的负向循环。

从一季度表现去看，MTO 利润延续低位，代表性装置浙江兴兴 69 万吨 MTO 装置于 24 年 12 月 29 日停车至 3 月 5 日，宁波富德 MTO 2 月 13 日起停车至 3 月 5 日，烯烃行业负反馈迹象较为明显。

（二）二季度下游烯烃仍有油头气头新产能上线

二季度现有 MTO 装置仍面临着烯烃油头气头新产能挤压，利润难言改善。

一季度新产能上，PE 方面，万华化学 25 万吨 LDPE 已投，宝丰 55 万吨三线已在试车，山东新时代产能预期三月中下旬上线，埃克森美孚惠州 73 万吨已投。

PP 方面，新产能存延期情况，镇海延后至 5 月出料，美孚与中景预期二季度出料。

图表14：一季度下游 PE 新产能上线较多

装置	HDPE	FDPE	LLDPE	LDPE	时间
万华化学				25	已投
山东新时代	25	45			25年3月
内蒙宝丰		110			试车
裕龙石化	45	50		20	25年7月前
美孚惠州			123	50	已投73
吉林石化	40				25年二季度
浙石化				30	25年四季度
巴斯夫广东	50				25年四季度
中石油广西	30	40			25年四季度

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表15：二季度下游 PP 压力边际提升

装置			产能	时间
镇海炼化	油制	PP	50	25年5月
美孚惠州	油制	PP	95	25年二季度&四季度
裕龙石化	油制	PP	40	25年二季度
			40	25年二季度
中景石化	PDH制	PP	150	25年二季度
内蒙宝丰	煤制	PP	50	试车
			50	25年二季度
利华益	PDH制	PP	20	25年三季度
大榭石化	油制	PP	90	25年三季度
华亭煤业	煤制	PP	20	25年四季度

资料来源：Wind 中信期货研究所

在油头气头烯烃产能持续上线的情况下，国内烯烃价格仍有承压预期，仍需通过压缩炼厂利润方式，倒逼炼厂降低开工，减少产量，以对冲新产能压力，实现供需平衡。

而作为目前烯烃产能中最偏边际的 MTO 装置，由于现阶段经济性本身就较油头、气头为差，因此仍面

临着首当其冲被挤出的风险。

（三）但若国内对于美国丙烷加征报复性关税，甲醇或有提振

目前我国对美两轮报复性关税中，并未涉及丙烷，但鉴于 2018 年曾对美丙烷加征报复性关税，因此仍不排除若美措施进一步升级，后续我国加征可能性。

而丙烷作为 PDH 装置核心原料，其价格波动直接影响丙烯生产成本。假设对美丙烷加征 25% 关税，实际到厂成本将较中东货源价差大幅扩大。这将迫使 PDH 装置运营企业面临两个选择：成本转嫁或降低开工。

但考虑目前 PP 下游制品企业利润已承压，且开工已处于近五年偏低位，因此 PDH 企业向下游转移成本能力明显偏弱，因此或将不得不采用降低开工的方式规避部分原料价格上涨压力。

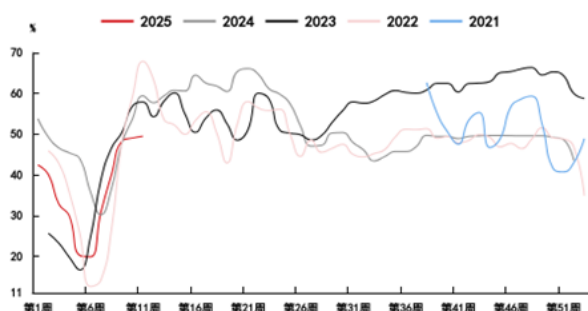
考虑目前我国 PP 产能中，PDH 占比已有大幅提升，因此若此次加征关税，PDH 企业批量降低开工，对于 PP 提振力度或将较 2018 年明显增强。

而在这一情景下，MTO 企业将迎来难得的利润修复机遇，PP 价格上行亦将对甲醇有所传导。

（四）传统下游需求支撑有限

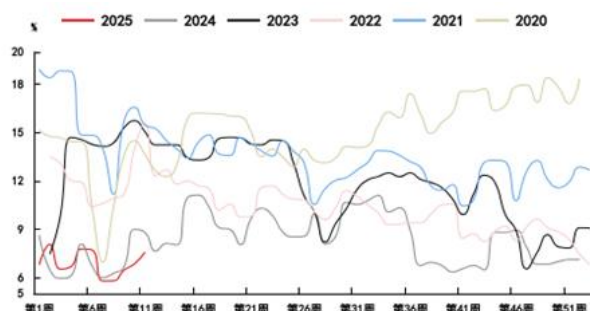
甲醛方面，一季度在原料甲醇市场呈现震荡偏强的成本端支撑下，甲醛价格仍有提振。但其需求端面临结构性压力，主流板材下游受制于新订单增量匮乏及库存去化周期延长，对甲醛原料采买形成显著价格传导阻滞。从区域市场表现看，江苏-安徽-山东核心产区依托刚需采买韧性维持价格跟涨机制，而其他区域则根据企业库存压力采取差异化调价策略。

图表16：甲醛开工



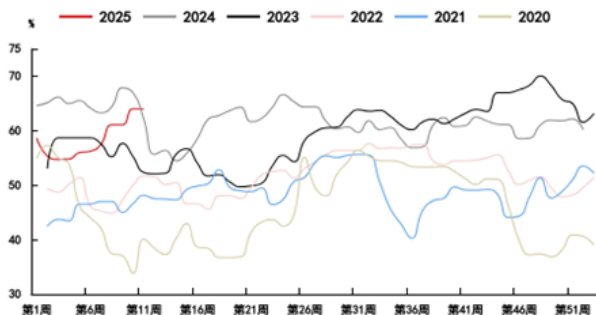
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：二甲醚开工



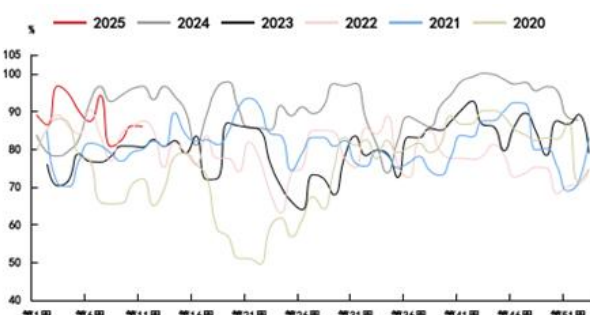
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：MTBE 开工



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：冰醋酸开工



资料来源：Wind 中信期货研究所

甲醛节后装置负荷较往年同期仍偏低，装置运行弹性受制于供需格局调整空间有限。当前甲醛市场下，新增产能释放形成供给冗余与终端建材领域受地产周期拖累导致需求传导效率下降间的矛盾仍然持续。

二甲醚方面，现阶段市场价格偏稳运行，供应充足。下游采买节奏平稳，终端需求仍偏疲软，贸易商及下游多维持刚需补货，供需矛盾仍存，价格变动有限。考虑二季度二甲醚逐步进入传统需求淡季，且进口燃料油关税政策影响仍有扰动，而下游需求未有明显提升，二甲醚需求或难见明显改善。

MTBE 方面，现阶段市场购销气氛中性。二季度春夏出行高峰，汽油船单及车用燃料需求仍存增长预期，对 MTBE 调油需求形成基础支撑，但新能源汽车渗透率持续提升对汽油消费增速仍有削弱。目前市场多刚需买盘，暂未有明显需求提振。

冰醋酸方面，二季度下游 PTA、醋酸乙烯预计检修装置较多，需求存回落预期，醋酸酯类装置已在陆续检修，后续整体需求力度或中性偏弱。

四、原料端二季度关注煤炭供应调节可能

（一）煤炭方面，二季度需求仍偏弱势，产量或边际减量

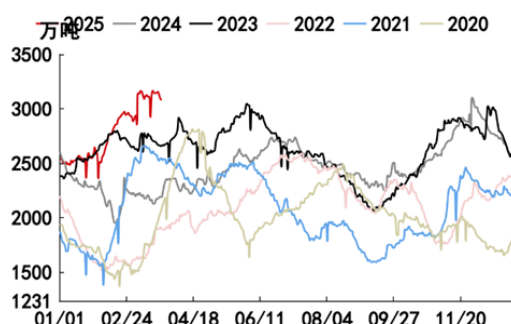
一季度国内煤炭产量维持高位，生产端压力增大。2025 年 1-2 月，我国原煤产量 7.65 亿吨，同比增长 7.7%，山西、陕西、内蒙、新疆四省分别同比增长 20.3%、2.3%、2%、9.5%。春节之后，主产地煤矿开工率快速恢复至往年高位水平，但随着煤价持续下跌，部分矿面临较大的销售和去库压力。某大型煤炭集团连续采用量奖政策，鼓励下游企业加大采购。3 月份，某煤炭集团销售公司发布降库存实施方案，督促公司各相关单位加强销售力量，通过调节进港结构、提高煤炭质量、走访下游等方式努力降低煤炭库存。

二季度国内产量或有调整空间。尽管国家能源局对全年原煤生产任务定调为 48 亿吨，但即将进入电煤销售淡季，距离迎峰度夏仍有较长时间，而环渤海港口及沿海电厂库存仍处于历史同期高位，下游压力将通过价格的阴跌和发运量下滑逐步向上游煤矿端传导，给二季度煤炭企业带来较大压力。煤炭协会倡议控制产量、加强进口管控、推动原煤入洗，观察是否兑现。

需求方面，二季度进入电煤消费淡季，水电及新能源挤压火电需求，弱需求仍将为煤炭市场主基调。从高频数据看，今年截至 3 月 21 号，25 省电厂日耗同比-4.8%，沿海电厂日耗同比-6.2%，内陆电厂同比-4.1%，煤炭需求尽显颓势。今年西南地区来水相对较好，各大水电站水位处于历史均值水平，气候预测显示今年春季（3-5 月）西南地区南部和北部局部等地偏多二至五成，预计上游将以较高水位进入丰水期。此外，136 号文划断新旧新能源项目，上半年可能有新能源项目抢装并网，更多挤占火电需求。

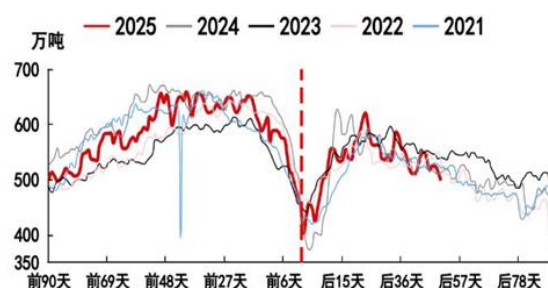
煤价尚未走完筑底阶段，二季度仍有磨底可能，关注供应端变化。动力煤市场自 2022 年以来连年累库、供需明显宽松。自去年年末以来，伴随长协要求松绑和冬季预期落空，1-2 月煤价出现加速下行。当前国内煤价已经接近长协基准价，低卡现货煤较长协更具性价比，叠加进口利润消失，煤价逼近成本曲线上沿，3 月以来下跌节奏明显放缓。但从当前的高库存和未来 1-2 月弱需求的角度看，煤价尚未走完筑底阶段。相比于等待需求改善，产业链的平衡更需要从上游入手，或减少进口需求、或控制生产节奏、或提高洗选标准，因此二季度需关注供应调节的可能性。此外，需密切关注下游去库进展，若进入夏季之前下游能有效去库，则旺季煤炭仍有反弹概率，反之则反弹空间承压。

图表20：环渤海港口动力煤库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：25 省电厂耗煤量



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）原油价格或延续震荡

弱需求主线下，二季度 OPEC+协议增产兑现情况以及伊朗因美国制裁降量幅度将主导行情节奏，油价大幅累库的时点暂未到来，但预期层面指向悲观，价格大概率延续宽幅震荡特征。

需求方面，原油需求低增速难有改观，关注美国需求季节性启动。二季度需求端的主要变量在于特朗普政策主导的宏观预期摇摆，需格外关注美股波动放大对油价的影响。中美一季度油品需求均缺乏亮点，年内全球维持低增速预期，二季度汽油需求季节性启动力度值得关注。目前全球主要地区轻中质馏分油库存脱离低位区间，主动补库的空间有限，终端消费的低增速将直接传导至原油加工量的低增速。

供应方面，OPEC+开启协议增产，地缘风险仍可能放大。OPEC+产量配额逐步增加对主动减产产量预期具有方向性的指向，但后期增产节奏及增产受多方面影响。目前美国对伊朗仍处于威胁施压的博弈阶段，是二季度地缘层面重点关注的因素。页岩油主产区完全成本平均值约 60 至 65 美元/桶，短期跌破完全成本难以对近端产量产生扰动，完全成本的支撑作用主要体现在远月合约上。

整体看，原油二季度或延续震荡行情，对于甲醇传导偏中性。

（三）天然气方面，二季度价格中枢预期适度回落

欧洲气价筑底回升，补库需求支撑价格。短期俄气回归难度大，欧洲需要较多 LNG 采购以补充库存，即欧洲需保持较亚洲相对溢价吸引货源，价格或维持 40-50 欧元/兆瓦时区间震荡；短期需求季节性回落驱动气价中枢偏弱运行于低位区间；季度下旬随着挪威检修开始以及美亚“迎峰度夏”前备货周期到来，LNG 竞争加剧或驱动价格反弹。关注俄乌和谈进展以及俄气回归欧洲情况，若俄气回流，或导致气价中枢进一步下行。

美气价中枢季节性回落，价格中枢或在 3.5 美元/百万英热及以上。短期受低油价压制，“0 边际成本”产区增产或有瓶颈，为平衡二季度新增出口及库存修复需求，美国天然气产量需维持偏高水平，高成本产区新井成本对淡季价格底部形成支撑，价格中枢或在 3.5 美元/百万英热及以上。

整体看，天然气二季度进入淡季，对于甲醇影响更多通过伊朗装置回归体现。

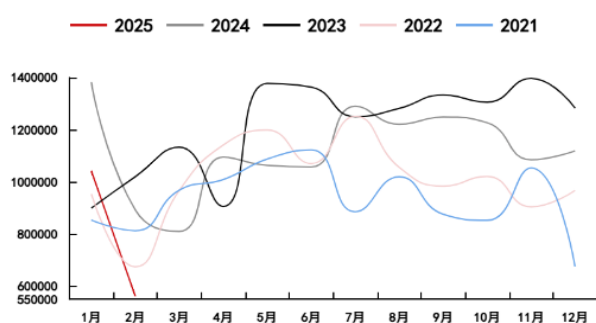
五、库存端二季度港口库存或先去后累，内地压力有限

库存端上，截至3月19日，国内港口样本库存量：80万吨，延续大幅去库。当前外轮到港卸货量持续处于低位运行状态。江苏沿江核心区域依托大型终端汽运提货量的增长实现库存消纳，宁波港区终端需求稳定持续消化库存。华南周边市场需求回暖带动库区提货量增长，库存亦有减量。

考虑伊朗装置3月中下旬逐步开回，现阶段装船量仍偏有限。考虑船运1-1.5月运输时间，预期4月下旬前，国内进口货到港量仍难见大幅提升。

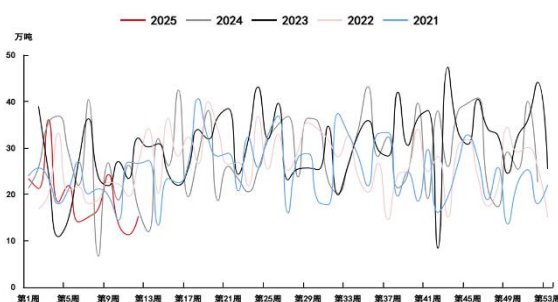
因此港口库存二季度4-5月或仍偏去化。但后随伊朗船货正常到港，叠加下游烯烃逐步进入淡季，炼厂检修或有提升，下游拿货或有减量，预期港口库存5月后偏累为主。

图表22：2月进口量已减至历史低点



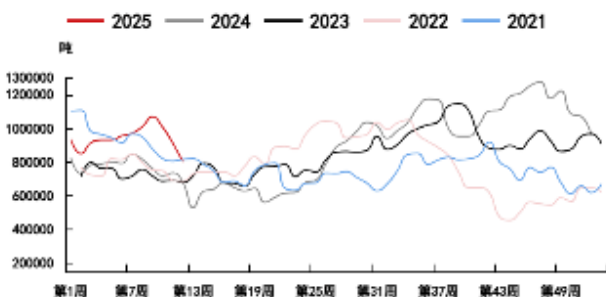
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表23：进口到港量后续存抬升预期



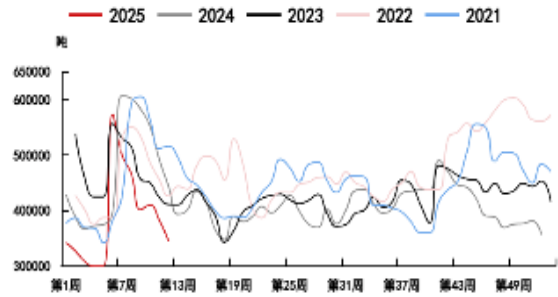
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：港口库存预期先去后累



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：内地库存压力有限



资料来源：Wind 中信期货研究所

内地库存方面，现阶段内地库存延续低位。西北地区买气仍足，长约客户积极提货，叠加春检影响，甲醇库存已降至往年同期低位。但待发订单量环比已有所减少。华东华北地区出货平稳，整体工厂库存亦偏低位，部分地区在低库存供应偏紧下仍有现货挺价现象。我们认为二季度内地或延续偏低库存，整体压力不大。

六、总结：高估值压力渐增，关注美伊关系扰动

整体去看，我们认为二季度甲醇高估值压力渐增，但仍需关注美伊关系扰动：

1. 甲醇高估值压力已在逐步增强

一季度甲醇上游炼厂利润持续高位，背后反映的是全球视角下伊朗因限气损失的利润向国内煤头进行的转移。但3月中下旬伊朗装置逐步开回背景下，这一利润转移链条存减弱预期。甲醇上游生产利润存下移动力。

下游方面，MTO 利润持续承压，考虑二季度烯烃仍有较多油头、气头装置上线，烯烃价格中枢仍存下移预期，我们认为 MTO 作为目前边际装置，在偏高价格甲醇与烯烃新产能挤压下仍有降开工动力。

因此，从上下游两个角度去看，二季度甲醇高估值压力或增强，利润上价格存下移动力，用价格下移减少上游炼厂开工，平衡伊朗进口供给；同时用价格下移，平衡下游烯烃弱势格局。

2. 但美伊关系或有扰动

一季度美伊关系存升级迹象，美国财政部对伊朗制裁增多，多次零星添加相关主体进入 SDN 名单，且3月制裁实体涉及中国地方炼厂及仓储企业，市场担忧情绪加重。

美国连带制裁的增加是其对伊朗制裁趋严的体现，由于受制裁的主体可能面临金融、贸易等环节壁垒增加的制约，地方炼厂对伊朗产品采购将趋于谨慎。

目前伊朗甲醇主要通过转口形式对我国出口，若后续美对伊制裁进一步升级，不排除甲醇亦受到影响可能性。

3. 亦须关注或有的中国对美国丙烷征收报复性关税对甲醇的传导

目前我国对美两轮报复性关税中，并未涉及丙烷，但鉴于2018年曾对美丙烷加征报复性关税，因此仍不排除若美措施进一步升级，后续我国加征可能性。

而在这一情景下，随PDH企业降开工乃至停产，MTO企业将迎来难得的利润修复机遇，PP价格上行亦将对甲醇有所传导。

参考区间上，我们给出以下两类情况：

若美伊关系延续恶化：MA2509 区间看 2550-2750；

若美伊关系二季度偏稳：MA2509 区间看 2350-2550

风险提示：

多头风险：煤炭延续弱势、油价下行、MTO 负反馈；

空头风险：美伊关系恶化、丙烷报复性关税

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>