

**供需格局逐步好转，甲醇期货震荡筑底****【目录】**

- 一、 甲醇期货市场行情回顾**
- 二、 基本面影响因素分析**
  - 1、 煤炭及原油价格维持高位给予甲醇成本端支撑**
  - 2、 甲醇生产利润大幅回落，开工率处在高位**
  - 3、 甲醇价格回落以及内外盘倒挂，进口量料高位回落**
  - 4、 终端下游利润水平丰厚，开工率有望季节性回升**
  - 5、 华东港口库存连续回落，甲醇期货溢价有利金融需求释放**
- 三、 本月（3.2-3.31）甲醇期货行情展望**

宏观面，美联储3月份加息以及国内两会下调财政赤字使得市场对基建及地产投产预期偏弱，市场情绪转向悲观。但我们认为中国经济韧性加强，供给侧主线推进以及消费对经济贡献增强背景下，大宗商品中期供需相对健康，关注央行是否在本月跟随美联储上调逆回购利率进而对市场形成负面冲击。

2018年国际原油市场供需再平衡步伐稳步推进，煤炭市场在国家供给侧改革推进以及中国经济韧性强对应电力需求较好背景下有望维持相对强势，新年度原油以及煤炭市场价格重心有望继续上移，给予甲醇成本端较强支撑。

中短周期来看，春节前后是国内甲醇装置开工季节性高位，随着春季煤制甲醇装置的检修以及焦炉气制甲醇复产的推迟，可完全对冲节后天然气制甲醇装置的复产增量。从近期价格运行趋势和内外价差结构以及国外装置检修计划来看，甲醇进口量也有望在3-4月份高位回落。

今年甲醇传统下游的利润结构明显好于去年，节后复工较快，依据历史规律传统下游需求会季节性回升至5月份，MTO利润结构好转也刺激MTO装置重启并加大甲醇刚性消费量。甲醇期货较现货转为升水有利于金融领域需求释放。当前甲醇产业链的利润和库存结构分布合理，甲醇市场价格在产业链中相对低估，进一步下跌空间有限。

总体来看，甲醇经历春节前后的累库以及工厂低价甩货操作后，目前现货市场价格来到阶段性低点。随着国内甲醇装置春季检修以及进口货源高位回落，甲醇供应端压力最大时期已过，而终端需求即将迎来季节性旺季，甲醇供需格局有望逐步好转，后期甲醇期货有望进入震荡筑底阶段，投资者可择机做多，止损2630，目标2850。

东吴期货研究所

能源化工品组

王广前 0512-62938535

Wanggq@dwqh88.com

研究所办公地址：

上海市黄浦区西藏南路  
1208号6楼  
苏州市工业园区星阳街  
5号东吴证券大厦8楼

期市有风险，投资需谨慎

## 一、甲醇期货市场行情回顾

图 1：甲醇期货 1805 合约 K 线图



上月，国内大宗商品市场春节前后呈现先抑后扬走势，进入 3 月初在国内两会下调财政赤字以及美国关税保护主义打压市场风险偏好利空打压下，大宗商品市场再度大幅回落。甲醇期货市场则表现相对弱势，整个 2 月份呈现震荡下行走势，并未出现像样的反弹。进入 3 月份，甲醇期货表现强于其他大宗商品，明显抗跌震荡，主要原因在于甲醇期货提前于大宗商品市场见顶回落，甲醇现货市场也经历了春节前后的大幅降价甩货，目前内陆地区甲醇价格已经回落至主流厂家的生产成本附近，随着后期供需格局的改善预期，甲醇期货继续杀跌力度有限。

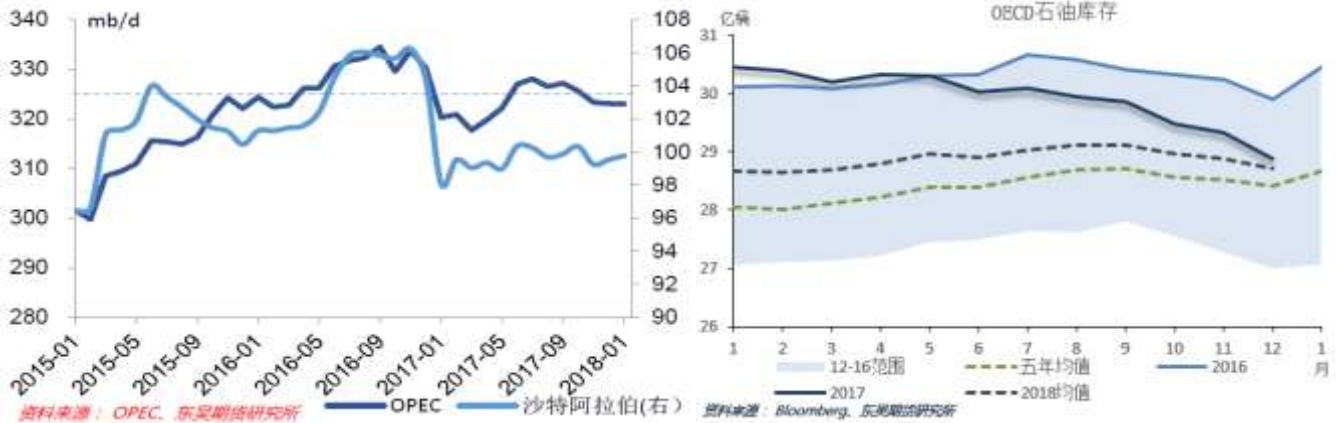
## 二、基本面影响因素分析

### 1、煤炭及原油价格维持高位给予甲醇成本端支撑

春节前，极寒天气导致电煤消耗水平处在高位，大型电厂的原料煤库存降至历史低位，煤炭价格大幅炒涨，后在发改委等部门紧急组织保供应以及天气回暖和工业生产用电需求回落背景下，电厂原料煤耗天数逐步回升，动力煤供应紧张情况有所缓解，煤炭价格高位回落。节后港口库存有所积累，受宏观商品杀跌影响，贸易商积极甩货降库，但鉴于今年国家主要经济工作目标仍是推进供给侧改革降低国有企业负债，预计煤炭市场在供给侧改革以及中国经济韧性加强对应电煤消耗水平偏强背景下，本轮煤炭价格高位回落的空间较为有限，煤炭价格仍将维持在 600 元/吨的相对高位。

图表 1：OPEC 原油产量走势图（十万桶/日）

图表 2：经合组织石油库存走势图（亿桶）



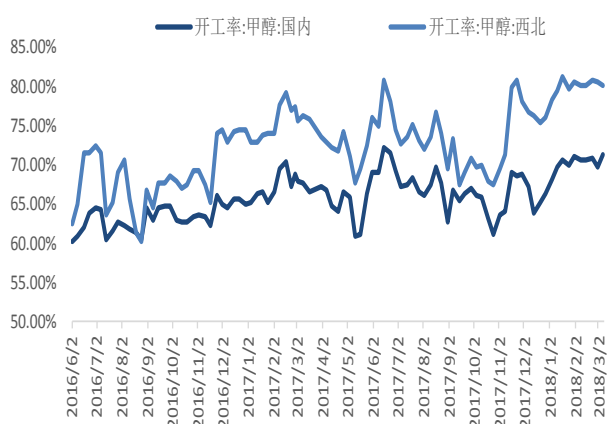
原油市场来看，油价前期大幅攀升至 70 美元/桶高位刺激了美国页岩油产量大幅飙升，最新数据显示，美国原油产量达到 1036.9 万桶/日，周环比增产 8.6 万桶，再创历史新高。而美国原油需求已经触及季节性底部，精炼厂产能利用率提升 0.2 个百分点至 88%，高于去年同期以及五年均值水平，说明当前美国经济复苏良好，原油的消耗水平处在历史同期高位，后期随着天气转暖，预计美国原油消费量将逐步季节性回升，总体来看，美国原油产量连续创出历史新高对油价有一定压制作用。但另一方面，2 月份 OPEC 月报显示该组织 1 月份原油产量环比减少 0.8 万桶/天至 3230.2 万桶/日，OPEC 参与减产的国家减产执行率达到 107%，经合组织石油库存已下降至 28.88 亿桶，仅高于五年均值 0.6 亿桶，说明随着 OPEC 与非 OPEC 产油国冻减产努力以及全球经济复苏背景下的消费增长，全球范围内的原油库存已经回落至五年均值水平。油价的远期贴水结构说明现货供应处在相对紧缺局面，且不利于后期全球范围内原油产量的增加预期，预计油价在 1 月底遇阻回落后下行空间相对有限，价格也有望维持在 60-70 美元/桶的相对高位，煤炭以及原油价格的高位运行将给予甲醇以及终端产成品以较强成本支撑。

## 2、甲醇生产利润大幅回落，开工率处在高位

图表 3：甲醇生产利润走势图（元/吨）



图表 4：国内甲醇开工率（%）



节前，内陆甲醇市场经历了一波大幅降价甩货去库存操作，内陆工厂主流出厂价格由 3000 元/吨上方大幅回落至 2000-2450 元/吨水平，甲醇生产利润也由 1000-1200 元/吨的高位回落至目前的 0-200 元/吨水平。随着生产利润的回落以及部分甲醇装置进入春季检修期和天然气制甲醇装置复工的交替影响，国内甲醇装置开工率高位震荡，截止 3 月上旬，国内甲醇整体装置开工负荷为 71.28%，环比上涨 2.18%，西北地区的开工 80.13%，环比下跌 0.52%。据我们测算 17 年年底因天然气和焦炉气原料受限造成的甲醇产能损失为 630 万吨/年，大于 2016 年同期 510 万吨/年的损失产能。3 月初，西南西北天然气制甲醇装置相继复产，早于往年 10-15 天，焦炉气制甲醇装置受制于焦企限产影响尚未完全恢复，检修限产周期明显大于往年，叠加煤制甲醇装置存在春季检修计划，综合来看 3-4 月份煤



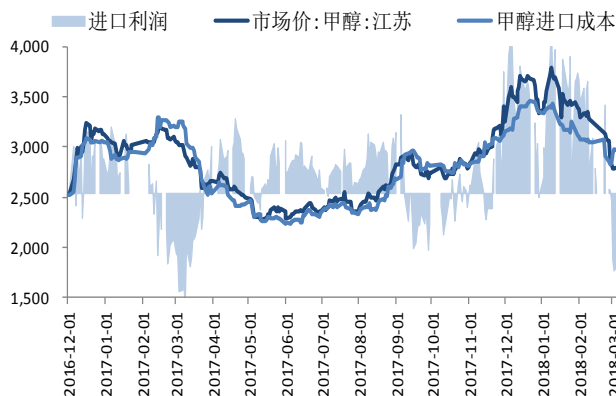
制甲醇装置的陆续检修以及焦炉气和天然气制甲醇装置的复产导致国内甲醇供应稳中下滑概率偏大。

图表 5：国内甲醇装置检修重启计划

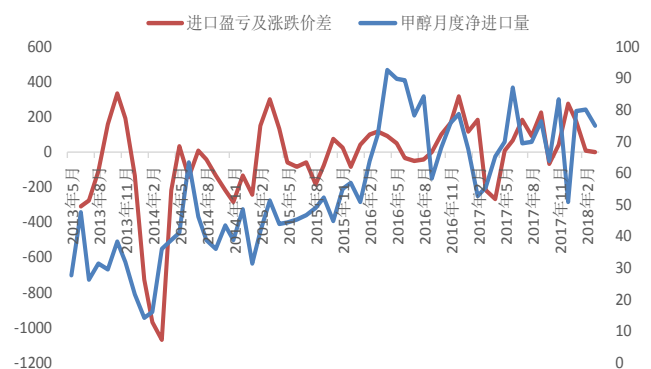
地区	厂家	产能	原料	或损失产能的装置
西北	久泰能源	100	煤	其甲醇装置计划3月20日开始检修40天
	青海鲁桂	80	天然气	其甲醇装置计划3月底恢复运行
	榆林凯越	60	煤	其甲醇装置计划4月份开始检修30天
	新杭	20	煤	其甲醇装置3月1日重启后，因合成气不足，再度停车
	中煤远兴	60	煤	其甲醇装置计划三月下旬检修30天
	甘肃华亭	60	煤	其甲醇装置计划4月份开始检修50天
	宁夏长城	50	煤	其甲醇装置计划4月1日开始检修45天
	内蒙古国泰	40	煤	其甲醇装置近期开始检修
	内蒙古博源	135	天然气	40万吨/年装置恢复运行，未产出产品；其60万吨/年装置重启待定
	三聚家景	30	焦炉气	其甲醇装置计划近期开始检修计划检修45天
华北	天津碱厂	50	煤	计划4月检修30天
	河北峰峰	30	焦炉气	其30万吨/年装置目前仍停车中，计划三月中旬恢复
华东	上海焦化	100	焦炉气	40万吨/年装置计划4月份检修；60万吨/年装置计划5月份检修
	徐州天裕	15	焦炉气	其甲醇装置于3月5日停车，恢复时间待定
	江苏恒盛	40	煤	其甲醇装置于3月2日开始检修，目前仍在检修中，计划检修10天
	山东凤凰	92	煤	其3套共计92万吨/年甲醇装置目前运行正常
	山东明泉	100	煤	新建60万吨/年装置负荷减半
	安徽临涣	40	焦炉气	其一期20万吨/年甲醇装置于上周末恢复运行，目前运行正常
华中	心连心	60	煤	一期甲醇装置于春节期间降负运行，二期甲醇装置于春节期间停车
	豫北化工	45	煤	其甲醇装置于12月12日临时停车，恢复待定
华南	福建三明	20	煤	于7月初停车，重启时间待定
西南	玖源	50	天然气	其甲醇装置于上周末产出产品，目前正常运行
	四川川维	112	天然气	其甲醇装置总负荷5成左右
	贵州金赤	30	煤	其甲醇装置3月底检修20天
	重庆卡贝乐	85	天然气	其甲醇装置于上周末产出产品，目前正常运行
	江油万利	15	天然气	其甲醇装置于本周初产出产品，目前正常运行
	泸天化	50	煤	其甲醇装置于本周初产出产品，目前运行正常
东北	吉林通化	12	煤	其甲醇装置目前仍未恢复，计划4月初恢复运行
	亿达信	10	焦炉气	其甲醇装置计划近期检修
	大庆油田	20	天然气	目前仍在停车中，计划3月中旬恢复
合计		1569		

### 3、甲醇价格回落以及内外盘倒挂，进口量料高位回落

图表 6：甲醇进口利润走势图



图表 7：甲醇进口量走势图

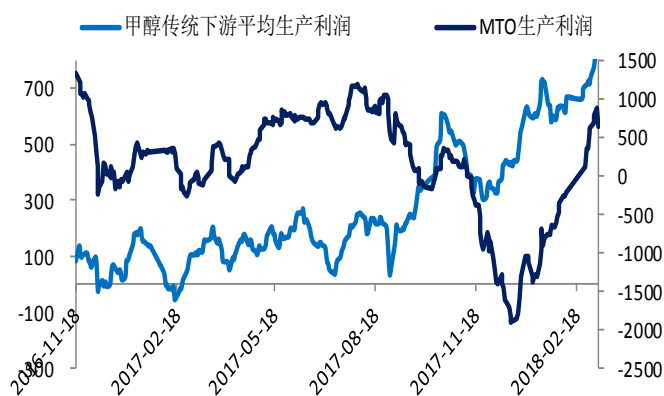


甲醇进口盈亏以及价格涨跌对进口量有前瞻性指引，11月份甲醇价格大涨以来，对应甲醇进口利润大幅回升，

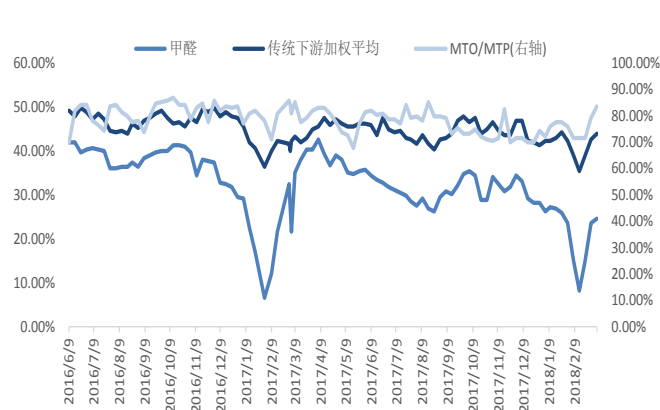
这刺激 11 月份我国甲醇进口量回升至 83 万吨高位水平。12 月份部分外围装置运行不稳以及中国港口封航导致船货分流至印度市场，我国 12 月份进口量大幅回落至 51 万吨，1 月份，我国甲醇进口量再度回升至 79.7 万吨。截止 3 月初，外围甲醇价格较 1 月初高点下跌 47 美元/吨至 373 美元/吨 CFR 中国，外加人民币汇率结束单边升值走势，同期甲醇内外盘价差也由 300-400 元/吨的正挂大幅缩水至目前的倒挂 150 元/吨，这将打击甲醇进口商操作的积极性。另一方面从外围甲醇装置检修进度来看，3-4 月份，中东、美洲地区有近 500 万吨甲醇装置计划检修，而伊朗以及北美新建甲醇装置至少要下半年才能投产并对国内形成有效供应，预计 3-4 月份我国甲醇进口量将稳中回落至 65-70 万吨水平。

#### 4、终端下游利润丰厚，开工率有望季节性回升

图表 8:甲醇下游生产利润走势图



图表 9：甲醇下游开工率走势图



元旦过后，国内甲醇价格冲高回落，传统下游生产需求进入季节性淡季，终端产成品价格跌幅明显小于甲醇市场，传统下游生产利润大幅改善，目前甲醛和二甲醚生产利润在 50-300 元/吨，生产运行最为稳定的醋酸生产利润高达 2000 元/吨。新兴下游 MTO 企业来看，下游塑料和 PP 价格高位弱势运行，但前期原料甲醇价格跌幅较大，MTO 企业的生产亏损情况也大幅缓解，截止 3 月初，华东 MTO 企业生产利润由前期的亏损 2000 元/吨大幅回升至目前的盈利 500-600 元/吨。

从下游开工的季节性规律而言，我国甲醇传统下游企业处在季节性淡旺季转换期，3 月 15 日后，二甲醚市场将逐步启动，甲醛市场需求仍有较大的回升空间，醋酸市场将进入传统旺季，截止 3 月初，甲醇传统下游加权开工率较春节期间低位已回升 8 个百分点至 43.89%，预计甲醇传统下游的加权开工率将季节性回升至 5 月底，对应传统下游需求有保障。MTO 企业开工率较春节期间低点回升 11 个百分点至 83% 的相对高位。目前市场预期 4-5 月份宁波富德、斯尔邦石化以及南京惠生等港口 MTO 工厂停车检修会对甲醇市场需求造成较大的利空，但从目前 MTO 企业的综合加工利润来看，港口 MTO 工厂大概率将检修计划推迟或者在检修之前加大负荷生产来弥补检修导致的高利润产成品缺口，因此甲醇市场的需求有望在 3-4 月份先季节性回升，然后在逐步下行。

图表 10：国内 M(C)TO 企业运行状态

单位	所在地	烯烃产能	甲醇产能	外采甲醇	目前运行情况
富德(常州)	常州	30	--	100	MTO 停车中
江苏盛虹	连云港	80	--	240	MTO 装置运行平稳运行，4-5 月份有检修计划
南京惠生	南京	29.5	50	40	烯烃装置负荷稳定运行，5 月有检修计划
宁波富德	宁波	60	--	180	目前负荷运行稳定，4-5 月有检修计划
陕西蒲城	蒲城	70	180	0	MTO 装置运行平稳
兴兴能源	嘉兴	69	--	180	装置运行不稳

山东联泓	滕州	34	--	130	烯烃装置负荷运行 6-7 成
山东鲁深发	东营	20	--	60	装置停车
山东玉皇	菏泽	10	--	30	停车中
山东瑞昌	东营	10	--	30	停车, 重启时间待定
山东寿光鲁清	寿光	20	--	60	装置停车中
山东华滨	东营	18	--	50	停车中
山东大泽	菏泽	20	--	60	停车中
阳煤恒通	山东	30	20	70	烯烃装置负荷运行至 7 成附近
沈阳蜡化	沈阳	10	--	30	装置停车, 重启待定
宁夏宝丰	宁夏	60	172	0	MTO 生产正常
中煤蒙大	内蒙	60	--	180	MTO 装置运行负荷下降, PP 装置停车
神华新疆	新疆	68	180	0	甲醇和 MTO 装置运行平稳
中天合创	鄂尔多斯	137	360	0	MTO 装置运行负荷在 6 成附近
神华宁夏	宁夏	100	352	85	MTP 装置运行正常, 甲醇装置低负荷运行
大唐国际	内蒙	46	168	0	目前 MTP 装置停车, 预计元旦后恢复
神华包头	内蒙	60	180	0	MTO 装置运行正常
中石化中原	濮阳	20	--	60	目前生产正常, 甲醇部分外采
延长中煤榆林	靖边	60	180	0	MTO 装置基本正常, 部分甲醇外采
神华榆林	榆林	60	--	120	装置运行正常, 计划 4 月份检修
中煤榆林	横榆	60	180	0	MTO 装置生产正常
合计		1042		有效 产能	

## 5、华东港口库存连续回落，甲醇期货溢价现货有利于金融需求释放

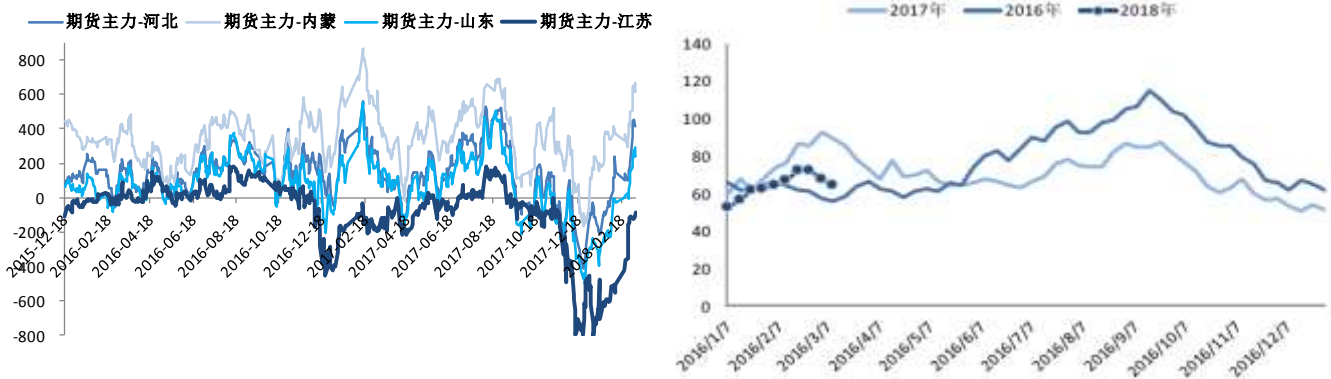
进入 2 月份天气对物流的影响减弱，长江航道疏通，但中甸春节物流放假因素导致进口船货以及内陆套利货源到港数量有限，春节后甲醇进口到港量低于预期以及终端需求在利润驱使下快速恢复，港口库存连续两周下滑。截至 3 月 8 日当周，江苏甲醇库存在 29.08 万吨（不加连云港地区库存），周环比减少 5.27 万吨，降幅在 15.34%。浙江方向库存在 23.32 万吨，周环比下滑 0.38 万吨。华南地区甲醇库存在 11.80 万吨，周环比增加 1.9 万吨。华东华南港口总库存水平为 64.2 万吨，大幅低于节前的 72 万吨以及去年同期的近 90 万吨水平。

截止 3 月 9 日当周，甲醇期现货市场价格下跌到阶段性低位，其中为刺激出货，内陆厂家将出货价大幅压低至 2000-2400 元/吨一线，低于华东主港 2730 元/吨附近的价格。伴随着节后运费的逐步下移，目前华东港口与内陆的价差可覆盖区间物流成本并有一定套利收益，预计内陆低价出货会十分顺畅，外加内地煤制甲醇工厂的春季检修预期，预计西北内陆工厂 2000 元/吨的成本价尚难有效跌破。而甲醇期货 1805 合约在 2700 元/吨一线震荡，相对河南、河北、山东、内蒙等非基准地换算到期货盘面的价格相对高估，期价相对内陆货源的升水有利于金融套利需求的释放，可固化节日期间内陆市场多余出来的货源，并减少对现货市场的冲击。

图表 11：甲醇内陆基准价及期货盘面价格（元/吨）

图表 12：甲醇港口库存走势图（万吨）





### 三、本月（3.2-3.31）甲醇期货行情展望

宏观面，美联储3月份加息以及国内两会下调财政赤字使得市场对基建以及地产投产预期偏弱，市场情绪阶段性转向悲观，但我们认为中国经济韧性加强，供给侧主线继续推进以及消费对经济贡献增强背景下，大宗商品的供需仍相对健康，关注央行是否在本月跟随美联储上调逆回购利率进而对市场形成负面冲击。

2018年国际原油市场供需再平衡步伐稳步推进，煤炭市场在国家供给侧改革推进以及中国经济韧性强对应电力需求较好背景下有望维持相对强势，新年度原油以及煤炭市场价格重心有望继续上移，给予甲醇成本端较强支撑。

从大的周期来看，甲醇市场供应是中性偏紧的，一方面是国内煤制甲醇装置不属于国家鼓励项目，经济性也差于煤制 MEG，气制甲醇装置是禁止项；而国外天然气制甲醇装置投产一再推迟，总体供应难有明显增量。中短周期来看，春节前后是国内甲醇装置开工季节性高位，随着春季煤制甲醇装置的检修以及焦炉气制甲醇复产的推迟，可完全对冲节后天然气制甲醇装置的复产增量。从近期价格运行趋势和内外价差结构以及国外装置检修计划来看，甲醇进口量也有望在 3-4 月份高位回落。

今年甲醇传统下游的利润结构明显好于去年，节后复工较快，依据历史规律传统下游需求会季节性回升至 5 月份，MTO 利润结构好转也刺激华东兴能装置重启并加大了甲醇的刚性消费量。另外甲醇期货较现货转为升水有利于金融领域需求释放。且当前甲醇产业链的利润和库存结构分布合理，甲醇市场价格在产业链中相对低估，进一步下跌空间有限。

总体来看，甲醇市场经历春节前后的累库以及工厂低价甩货操作后，目前现货市场价格来到阶段性低点。随着国内甲醇装置春季检修以及进口货源高位回落，甲醇供应端压力最大时期已过，而终端需求即将迎来季节性旺季，甲醇供需格局有望逐步好转，后期甲醇期货有望进入震荡筑底阶段，投资者可择机做多，止损 2630，目标 2850。

### 免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，入市需谨慎。