

宏观恶化空间有限，甲醇远月面临供需压力

——2018年二季度甲醇期货投资策略报告

完成时间：

2018年4月10日星期二

【报告要点】

- 中美贸易摩擦边打边谈，料最后达到互惠互利的结果，甲醇从美国进口量较小，下游聚烯烃可能受其影响，关注甲醇在消息影响下超跌反弹的机会；
- 目前05合约贴水较大，内陆检修季尚未结束，港口进口量偏少，故内陆和港口现货暂难跌价，期货有望上涨修复贴水；
- 二季度MTO面临检修，传统下游逐渐进入淡季，国内外甲醇新增产能虽然投放有限，但总体基本面缺乏利多因素，估计09合约将中期承压。

王广前

能源化工品分析师

从业证书：F0273174

电话：0512-63936002

Email：

wanggq@dwqh88.com

【二季度甲醇市场行情展望】

一季度甲醇期货作为前期领涨的大宗商品率先见顶回落，但期间甲醇期货一直以深度贴水的局面运行，3月份甲醇期货率先触底反弹后受中美贸易战的宏观利空冲击再度震荡下行，目前甲醇期货来看2600元/吨的整数关口附近，我们认为鉴于宏观情绪恶化空间有限，二季度甲醇05合约在深度贴水局面下有望迎来修复性反弹行情，进入5月后，供给的增量和需求端偏弱的利空逐渐显现，国外装置检修可能使进口量偏小，港口价格有望得到支撑，总体上09合约面临较大下行压力。

操作建议：短期谨慎参与05合约的修复性上涨行情，基差空间200点，中期警惕甲醇利空释放，09合约基本采取空头思路。

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

【风险提示】

- 中美贸易摩擦升级
- 国内流动性收紧
- 地缘政治频发使原油波动变大
- MTO装置提前检修或取消检修

目录

一、宏观情绪边际恶化空间有限.....	3
二、国内外新装置投产偏少，供应释放有限.....	3
三、港口库存暂难回升，进口货物到港偏少.....	5
四、甲醛需求有待进一步释放，新兴 MTO 需求有支撑.....	6
五、05 合约后市有望上涨修复贴水，09 合约仍有压力.....	7

一、贸易摩擦不断，宏观情绪恶化空间有限

今年 3 月以来，中美贸易战是影响市场的主要宏观不确定因素之一，全球股市以及大宗商品市场持续下跌，随着时间的推移，恐慌性的杀跌氛围暂告一段落。进入 4 月份尽管中美再次出台相关贸易关税清单，新一轮贸易博弈箭在弦上。但中国十九大以及两会后，中国政策执行力以及政治稳定性明显强于美国，中国有较强的政策储备和余地来缓冲美国关税壁垒带来的宏观冲击，而特朗普针对中国的关税大棒更多地是为了兑现其在总统竞选期间的承诺，并缓解国会的中期选举压力。因此，我们认为鉴于中国经济发展强大的必然性，贸易摩擦有扩大的可能但大概率是边亮剑边谈判的节奏，最终会理性收场，中美缓解紧张的贸易关系，互惠互利。

国内经济数据来看，中国 3 月官方 PMI 数据为 51.6 好于预期 50.6，财新 PMI 数据创 4 个月新低，显示大型企业与中小型企业对经济的宏观感受不一致，且发电、钢材的高频数据有微观趋弱的信号。一季度全国 300 个城市推地面积同比涨 38%，一季度投资增速加快，高于去年全年增速，投资对经济的惯性拉动作用仍在；消费增长有所减缓，对经济增长的贡献率略有下降，但依然是最大动能；年初出口增势较好，对经济增长的贡献作用持续增长。因此预计今年我国一季度经济增长 6.8%，全年经济增长可能前高后稳。综上所述，3 月份以来的宏观经济走弱预期对市场的宏观利空冲击在边际上难有恶化空间。

二、国内外新装置投产偏少，供应释放有限

截止 3 月底，甲醇装置开工率为 64.17%，环比 2 月份高位下滑了近 6 个百分点，主要是由于甲醇装置迎来春季检修。分地域来看，本轮甲醇装置检修集中于内陆，从图 1 中可以看到西北开工率降幅大于全国开工率降幅，内陆甲醇供应量持续减少，且经过去年内陆现货市场一波推涨后，下游买货积极，内陆厂家库存逐渐转移，目前库存压力不大。现货价格方面，西北价格也较华东等地坚挺，也表现出内陆紧港口松的格局。

据我们不完全统计，本轮春季检修涉及产量在 1000 万吨/年左右，目前仍在检修的装置如表 1 所示约有 550 万吨/年以上的产能。后期截止到 4 月，甲醇装置仍有部分检修计划，如表 2 所示涉及产能 300 万吨/年。在检修季后期，考虑到前期检修装置陆续重启，新增检修装置的供应减量会被抵消，且随着时间的推移进入 4，5 月份供应面的紧张状况有望得到缓解。

表 1. 甲醇仍在检修中的装置

厂家	产能	原料	装置检修运行动态
青海桂鲁	80	天然气	其甲醇装置计划 4 月初恢复运行
新疆新业	50	煤	其甲醇装置于 3 月 14 日检修，恢复时间待定
久泰能源	100	煤	其甲醇装置计划 3 月 20 日开始检修 40 天
内蒙古国泰	40	煤	其甲醇装置于 3 月 9 日停车检修，计划检修 30 天
三聚家景	30	焦炉气	其甲醇装置于 3 月 1 日开始检修，计划检修 45 天

甘肃华亭	60	煤	其甲醇装置于 3 月 21 日开始停车检修，计划检修 40 天
山西天泽	15	煤	其甲醇装置于 3 月 10 日附近停车，预计近日恢复
河北峰峰	30	焦炉气	其 30 万吨/年装置目前仍停车中，计划 4 月恢复
安徽临涣	20	焦炉气	其 20 万吨/年甲醇装置 3 月 25 日检修，计划检修 30 天
贵州金赤	30	煤	其甲醇装置 3 月底检修 20 天
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
中煤龙化	39	煤	目前仍在检修中，重启未定
徐州华裕	15	焦炉气	其甲醇装置目前仍在检修中，计划下周重启
五麟煤焦化	10	焦炉气	其 10 万吨/年甲醇于本周初停车检修，计划检修 30 天
万鑫达	20	焦炉气	其 10 万吨/年甲醇于本周初停车检修，计划检修 15 天
合计	551		

图1. 甲醇装置开工率 (%)

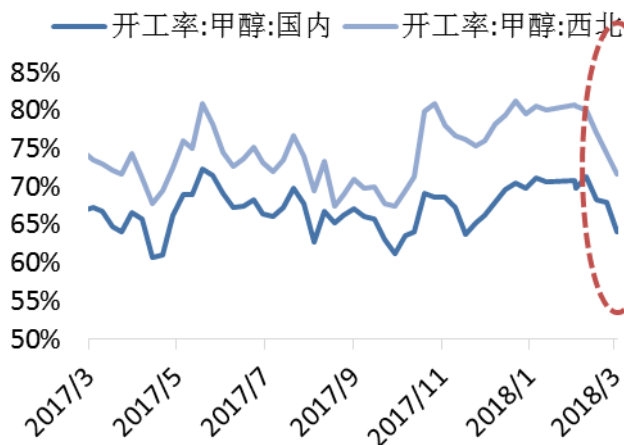


图2. 甲醇现货走势 (元/吨)

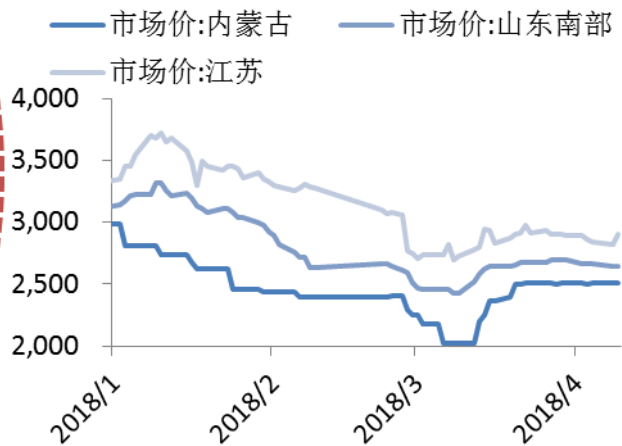


表 2. 甲醇装置近期检修情况 (万吨/年)

厂家	产能	原料	装置检修运行动态
新疆广汇	120	煤	其甲醇装置计划 4 月检修
宁夏长城	50	煤	其甲醇装置计划 4 月 1 日开始检修 45 天
榆林凯越	60	煤	其甲醇装置计划 4 月份开始检修 30 天
天津碱厂	50	煤	其甲醇装置计划 4 月检修 30 天
兖矿国焦	20	焦炉气	其甲醇装置计划月底开始检修
亿达信	10	焦炉气	其甲醇装置计划近期检修
合计	310		

新增装置方面，目前经过核实，新能凤凰在 2 月底投产，其他能够在上半年投产的装置如表 3 所示，估计新增产能在 230 万吨/年。国外装置则大多延后，美国 OCI 装置可能在下半年投产，

伊朗装置则大概率延后至 4 季度。所以展望二季度，国内的供应释放主要来自国内前期装置检修的产能恢复，而新增产能有限，国外装置也基本延后。

表 3. 今年新增装置情况

企业名称	年产能	原料	装置情况
内蒙古新奥	60	煤	计划 5 到 6 月投产
新能凤凰	20	煤	2 月底投产
河北金石	10	煤	计划上半年投产
安徽昊源	80	煤	计划 4 月底投产
龙煤天泰	60	煤	计划上半年投产
合计	230		

三、港口库存暂难回升，进口货物到港偏少

从进口市场来看，目前外盘价格并不低，进口货物没有套利空间，从我们跟踪的到港情况估计的 3 月进口量或低于 70 万吨，与往年进口数量对比，到港货物量一般。我们统计到 4 月外盘装置将迎来 645 万吨/年的检修量（表 4），其中伊朗检修量较大，考虑到我国进口货源中伊朗占比最大，预计 4 月份我国甲醇进口量将环比继续下滑至 65 万吨附近水平，在内外货源套利窗口关闭背景下，港口库存继续提升空间有限，后期外盘市场在货源收紧的背景下也有望维持坚挺。

图3. 甲醇进口利润（元/吨）

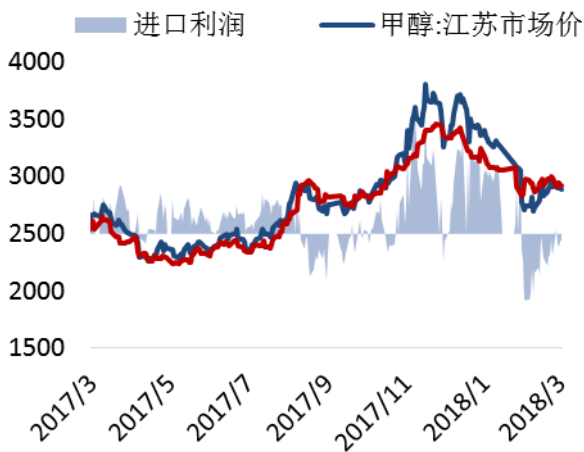
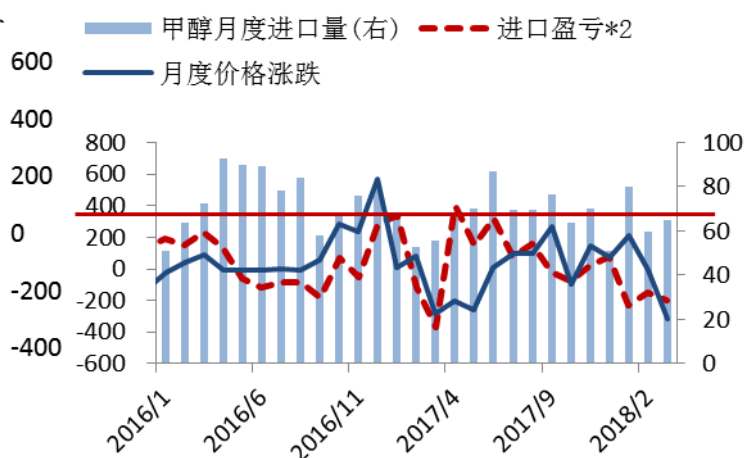


图4. 甲醇月度进口量（万吨）



2018 年年初由于港口交通不畅，且随着国内甲醇价格回落，进口成本优势消失，进口货物到港量一直不如预期，在这种情况下，港口库存累库也不如往年，近期港口库存维持低位，一旦库存有所消化，对华东价格提振作用很大，进而影响盘面。目前内陆库存也偏低，地区间价差不大，所以地区间套利窗口也较小，在低库存，低进口的情况下，甲醇港口价格有望得到支撑。

图5. 甲醇港口库存（万吨）

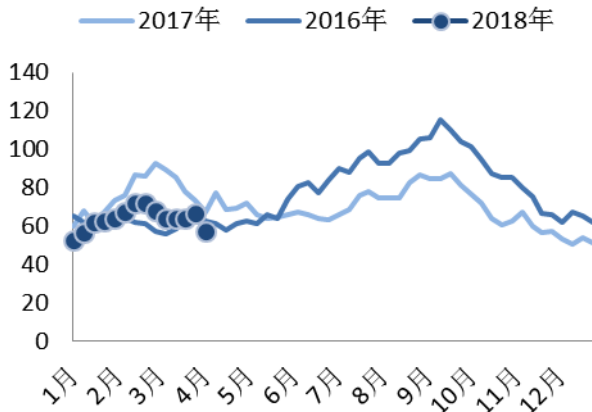


图6. 甲醇内陆库存（万吨）

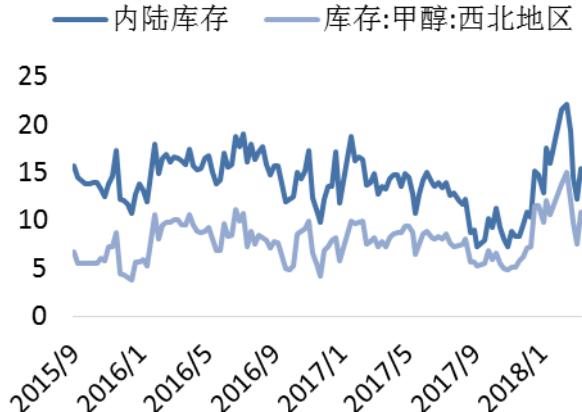


表 4. 近期国外装置检修动态

企业名称	国家	年产能	装置运行情况
ZPC	伊朗	330	2 套，4 月份预计其中一套装置有检修安排。
FPC	伊朗	100	装置开工 8 成，预计四月下旬检修 30 天左右
BMC	文莱	85	预计四月初检修一周左右
Salalah	阿曼	130	装置 4 月 1 日开始停车检修，时间预计 35 天左右。
合计		645	

四、甲醛需求有待进一步释放，新兴 MTO 需求有支撑

甲醇下游主要有 MTO、甲醛、二甲醚、甲醇燃料等，其中 MTO 占比最大，甲醛占比第二，对甲醇的年度需求占比在 10% 附近。近期北方多地空气质量不佳，在大气污染应急预案及各项检查工作的影响下之下，甲醛及下游企业开工受到不同程度的影响，河北甲醛及下游企业多数停工，截止 3 月底，甲醛企业开工率仅有 30% 附近，大幅低于往年 40% 水平，这使得短期甲醛供需偏紧，价格和生产利润保持良好。据我们了解，甲醛生产大省山东环保近期有偏松迹象，由于 6 月青岛将开办上合组织峰会，在国际会议前后环保政策会趋严，故近期山东甲醛厂抢在目前的时间节点尽量开足马力生产，山东某甲醇厂每日往临沂甲醛厂的运量达到 1000 吨每日，超出平时的货运量。所以结合甲醛的季节性规律和山东环保情况，我们认为甲醛方面对于甲醇的需求不会如往年一样在 4 月直接转弱，而有望迎来一波需求修复行情。

值得关注的是 4 月中下旬开始，MTO 装置的检修情况，如表 5 所示，目前已知 MTO 检修计划有 4 套装置，其中外采甲醇 3 套，共涉及甲醇需求 560 万吨/年，烯烃端需求减量即将到来。但由于目前 MTO 厂家有利润，不排除装置检修延后的可能性，所以无论是甲醇的传统需求的回升还是 MTO 需求的延续，对甲醇价格都有一定的支撑作用。

图6. 甲醛装置开工率

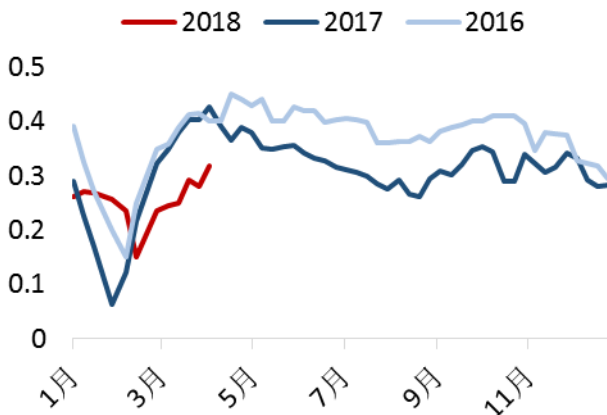


图7. 甲醇下游开工率

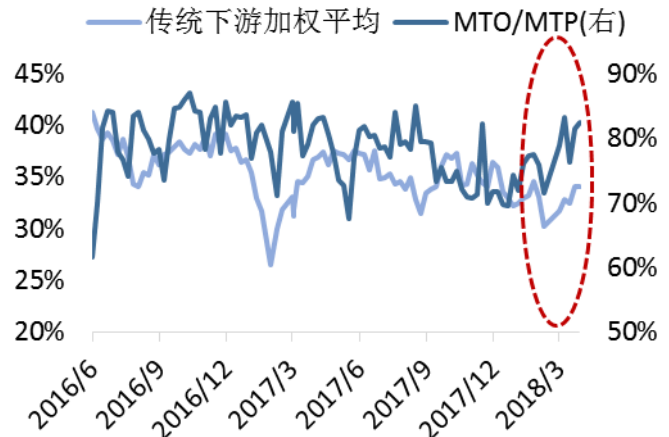


表 5. MTO 装置检修计划

企业	所在地	烯烃产能	外采甲醇	目前运行情况
江苏盛虹(斯尔邦)	连云港	80	240	MTO 装置运行平稳, 4-5 月有检修计划
宁波富德(禾元)	宁波	60	180	目前负荷运行稳定, 4-5 月有检修计划
中天合创	鄂尔多斯	137	--	MTO 装置运行正常, 4 月份部分装置检修
神华榆林	榆林	60	120	装置运行正常, 计划 4 月份检修
合计		337	540	

五、05 合约有望上涨修复贴水, 09 合约仍有压力

从最近甲醇的期货、现货价格表现来看, 现货走势明显强于期货, 期货最近的下跌主要原因是对贸易战的不确定性担忧, 但现货价格持稳反映出甲醇实际供需格局并未发生大的改变。从甲醇 05 合约持仓和基差来看, 合约持仓量相比往年仍处在高位, 多空双发有部分仍未移仓, 基差方面, 盘面仍然贴水 200 左右, 如果后期价格上涨, 空头可能处于劣势。所以, 我们认为短期港口和内陆价格下跌空间均不大, 临近交割, 期货盘面相对于现货有 200 元/吨以上的大幅度贴水, 在甲醇期货 05 合约面临高持仓、高基差的格局的背景下, 一旦宏观紧张情绪出现缓解, 甲醇期货有望迎来修复性反弹行情。

从我们估计的供需平衡表来看, 5-6 月, 09 合约利空因素较多, 第一, 传统下游甲醛等随着天气升温, 开工率会季节性下降, 传统需求大概每月会有 1~2% 的回落。第二, MTO 装置虽有延后检修可能, 但 5-6 月还是会启动检修, 届时对甲醇需求存在不小的减量, 尤其 4 月末 5 月初大概会使需求量减少 300 万吨/年。第三, 一季度检修的装置逐渐恢复, 且又存在部分新装置投产, 总计有 800 万吨/年的产量会在 2 个月内陆续恢复, 供应存在一定压力。唯一值得多方期待的是海外装置在年中检修, 使得进口量仍旧不多。所以虽然今年甲醇投产量不多, 但 09 合约面临的利多因素不多, 在二季度可能会持续收到打压。

图8. 甲醇近期期货、现货价格（元/吨）

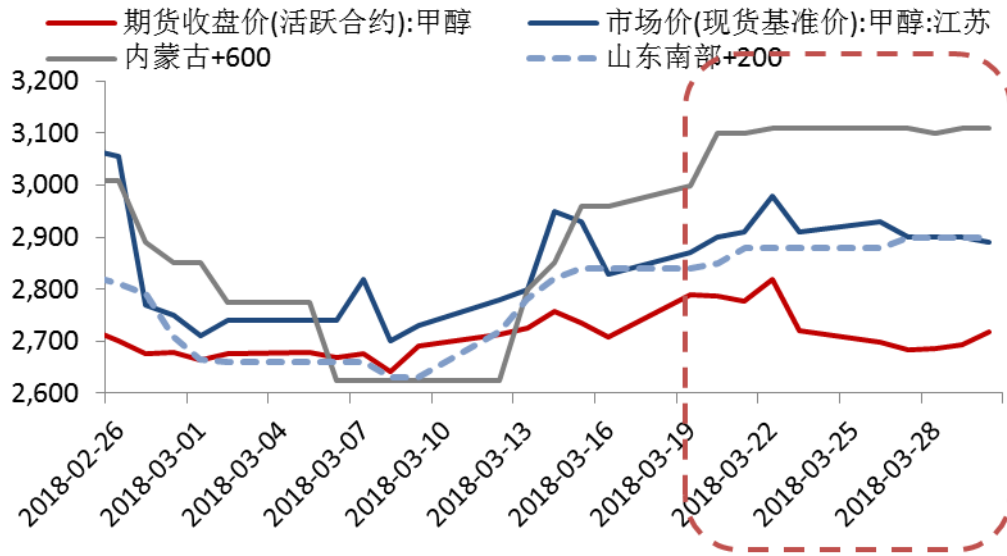


图9. 甲醇05合约持仓量走势

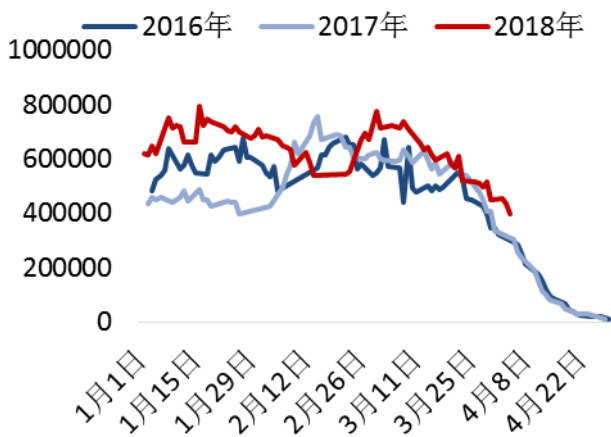


图10. 甲醇05合约基差走势

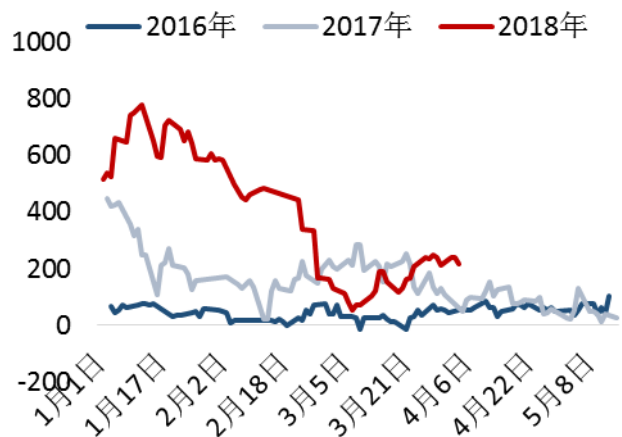


表 甲醇月度供需平衡表（万吨）

	产能	开工	产量	进口	出口	需求	缺口/剩余
2018年1月	7922	69.54%	459.08	75.54	0.20	507.09	27.33
2018年2月	7952	70.89%	469.76	59.74	0.10	476.17	53.23
2018年3月	7952	68.28%	452.47	65	0.10	526.42	-9.05
2018年4月e	7952	70.34%	466.12	69.11	1.10	518.94	15.19
2018年5月e	8032	72.94%	488.22	65.28	1.50	503.86	48.14
2018年6月e	8162	72.72%	494.63	70.32	0.10	524.41	40.44

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。