

通惠期货投资咨询部

研究员：陈绍阳

021-68864418 chenshaoyang@thqh.com.cn

从业资格证号：F3028126

摘要：

核心观点：产业链利润分配是内 因，来年供需增量错配

2017 年甲醇市场走势呈现“N”字形，价格重心较去年有抬升，年初到年底价格重心到同一位置。全年甲醇进口量维持在 800 万吨以上的水平，较去年有所下滑，但依旧在近年高位。进口环节利润全年平均是有盈利的，对进口贸易商而言是利好，但全年期现价差对套保商并不友好。从产业链利润来看，煤到甲醇到 MTO 的利润主要集中在甲醇环节，利润的重新分配是未来甲醇走势的内生动力。

2018 主要逻辑：

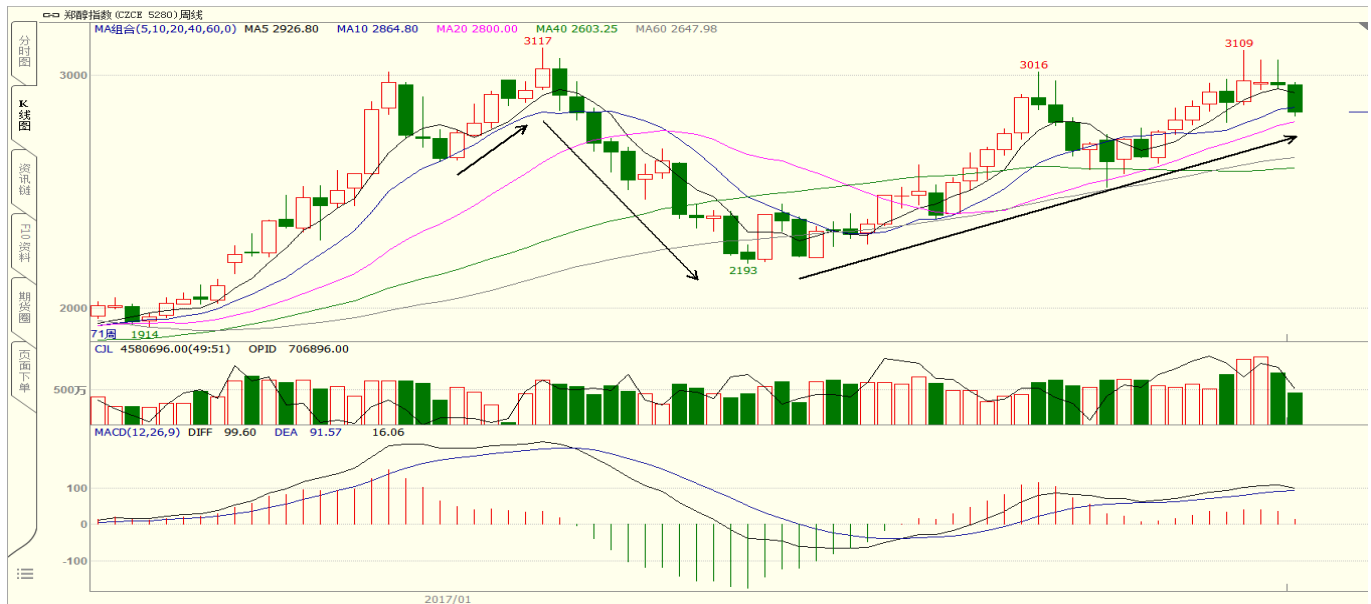
2018 年全年甲醇装置、烯烃装置投产节奏不一致，而且供需变化不同，预计供应增加大于需求增加。全年甲醇价格重心预计向下，但由于第四季度存在内蒙 MTO 装置投产预期，提前作用于甲醇价格，加上第四季度可能出现过去两年的情况，甲醇装置开工率不足导致短期内供应减少，价格重心可能重新上移。

风险因素：

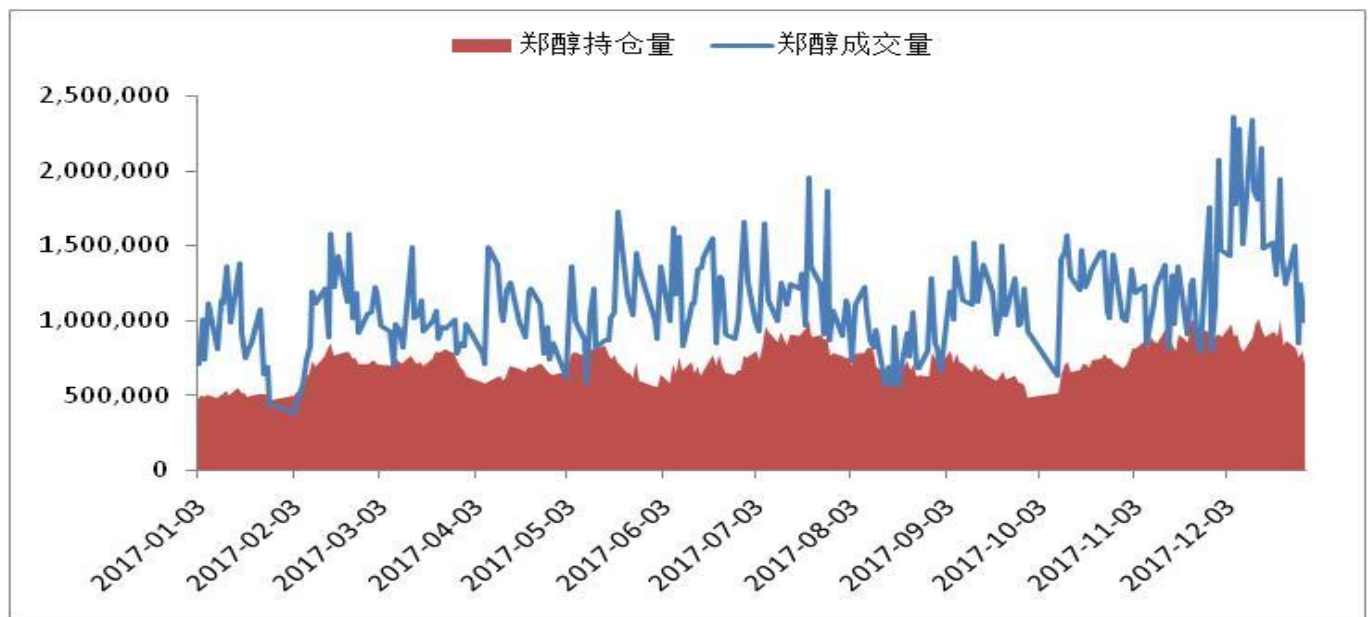
- 由于目前伊朗国内局势并不明朗，伊朗装置能否如期投产还是未知数。
- 原油价格能否继续上移。目前 OPEC 减产协议能否如预期执行，使得原油价格重心能否继续上移，这是影响化工品整体价格的重要因素。
- 供给侧改革能否延续，尤其是第三第四季度，环保限产力度是否继续，甲醇装置开工率能为维持在平稳水平，这也是决定第三第四季度甲醇价格重心能反弹到多高的重要因素。
- 第四季度内蒙久泰 MTO 装置能否开车，这也是影响甲醇价格重心的重要影响因素。

一、2017 年甲醇市场表现

2017 年甲醇市场走势呈现“N”字形，由于黑色系供给侧改革，2016 年年底甲醇走出一波牛市，春节前跟随 2016 年年底走势继续上涨，甲醇指数创下今年新高 3117。后随着甲醇装置复产、进口增多导致库存累积，甲醇开始趋势下行，时间节点是到 5 月初。进入下半年，一如 2016 年的情况，黑色系商品供给侧改革重燃，环保风暴下，甲醇供应也同步减少，甲醇迎来一波牛市，虽然期间有过调整，但甲醇指数直到年底都是趋势向上的状态。到年底时，受煤改气政策影响，国内工业用天然气供应严重不足，导致西北西南天然气制甲醇装置全线停车，第四季度继续走高。纵观 2017 年年度行情，一年时间正好走过一个圆，甲醇价格指数几乎恢复到去年年底的那个起点。

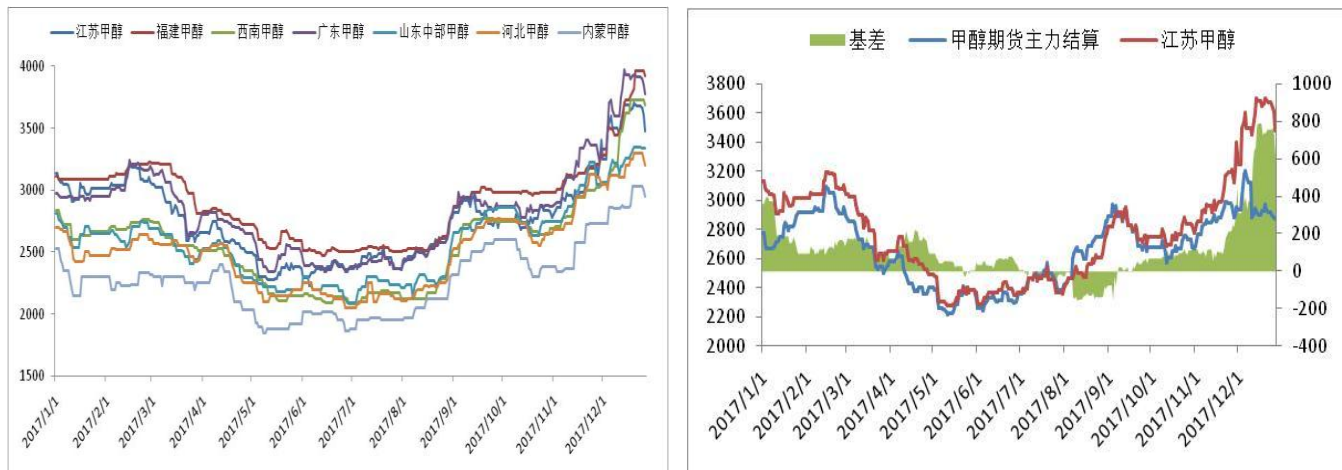


数据来源：文华财经，通惠期货投资咨询部



数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

从量仓情况来看，因为本年度郑醇行情较大，甲醇指数最低到最高振幅916点或29.4%，而且走势趋势性强，所以整体成交量在郑商所乃至所有商品期货品种中处于靠前位置。全年度累积成交2.74亿手，日均112.4万手，尤其是在走出趋势性行情的时候，成交量大幅攀升。从持仓量来看，全年度平均每日持仓72.57万手。



数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

现货走势基本与期货盘面一样。但今年的基差呈现出与往年明显的不同点。全年基差基本上处于正向结构，尤其是到第四季度，基差幅度一度达到800元/吨，达到历史最高。正基差的产生说明全年现货走势要强于期货，也说明今年行情驱动确实来源于现货供需的矛盾，而非盘面投机资金的盲目炒作，是现货带动期货、现货先行的节奏。

此外，高正向基差使得期现套利的机会非常少，所以对一些做期现套利的贸易商而言，今年甲醇市场的结构对他们是不友好的。这也能从全年甲醇的仓单数量体现出来。



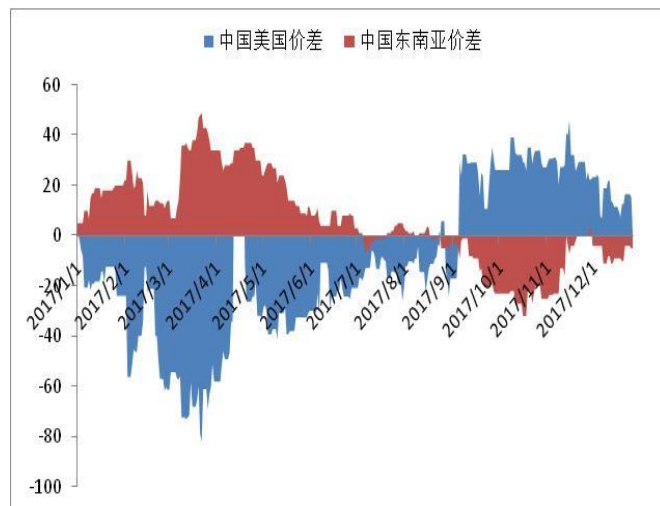
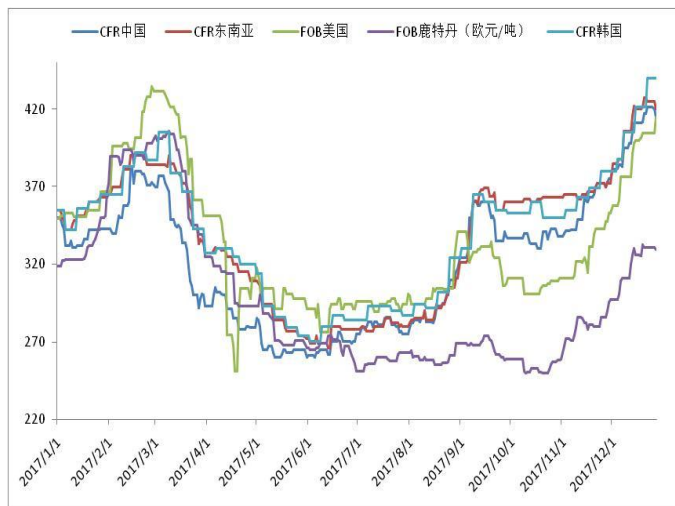
数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

明显看到，1、5、9三个主力合约有交割需求，尤其是9月，属于负基差结构，对套保商来说是比较适合进行套期保值的，所以仓单和预报都最多，进入年底，由于MA1801合约一直处于高正基差状态，而且港口现货资源紧缺，导致年底仓单数量一直是0张。



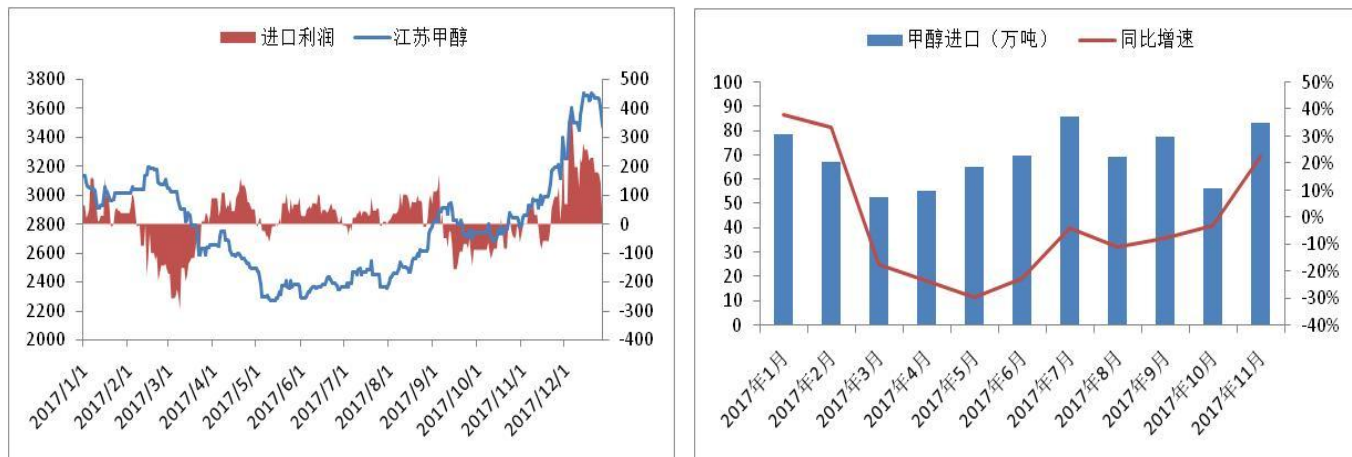
数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

从内盘区域价差来看，价差走势与期货和现货的绝对价格走势高度一致。因为价差计算中是以江苏甲醇为对比标的，这说明目前江苏甲醇在国内甲醇定价体系中仍旧处于最重要的位置，无论是期货还是现货，基本上以江苏甲醇马首是瞻。此外，在年初和年末两拨上涨过程中，内地和港口甲醇价差拉大到套利空间以上（内蒙-江苏大于600，山东-江苏大于400），价差都会迅速回落，这也是国内甲醇的区域间的流通以进行价差修复的动态过程。



数据来源: wind, 通惠期货投资咨询部

从外盘甲醇走势来看, 现在全球的甲醇贸易已经越来越成熟, 全球甲醇价格基本上是同步涨跌, 这也反映在了右边的价差图中。一旦中美甲醇价差拉大到40美金以上, 套利空间的存在会迅速使得甲醇在两地之间流通以实现再平衡。同理, 中国、东北亚、东南亚甲醇的价差也是如此。甲醇在中国国际贸易中作为一类基本上属于自由进出口的商品(只有关税), 而中国又是全球最大的甲醇生产国和消费国, 可以说, 中国已经取得了甲醇这个商品的全球定价权, 全球甲醇市场基本上以国内甲醇价格为标的, 同步涨跌。



数据来源: wind, 通惠期货投资咨询部

从进口价差来看, 今年2月和9-10月进口倒挂最为严重, 我们发现进口倒挂都是发生在行情下跌的过程中。反映到进口数据中, 确实2-3月, 9-10月形成了两处进口洼地, 说明进口利润确实是决定进口量多少的内生动力。到了年底, 由于港口甲醇现货价格的大幅飙升, 远远快于美金货的涨势, 所以进口利润大幅攀升, 达到了近年新高, 所以可以预见12月份甲醇进口量将大幅攀升, 对未来甲醇供应形成新的压力。此外, 从进口同比增速来看, 近年大部分月份都是低于0的, 说明近年进口量是低于去年的。这主要是由于去年是甲醇进口的大年, 基数大, 而今年除了年末, 大部分时候进口利润不大, 所以贸易商选择进口货源的动力也不是很强。

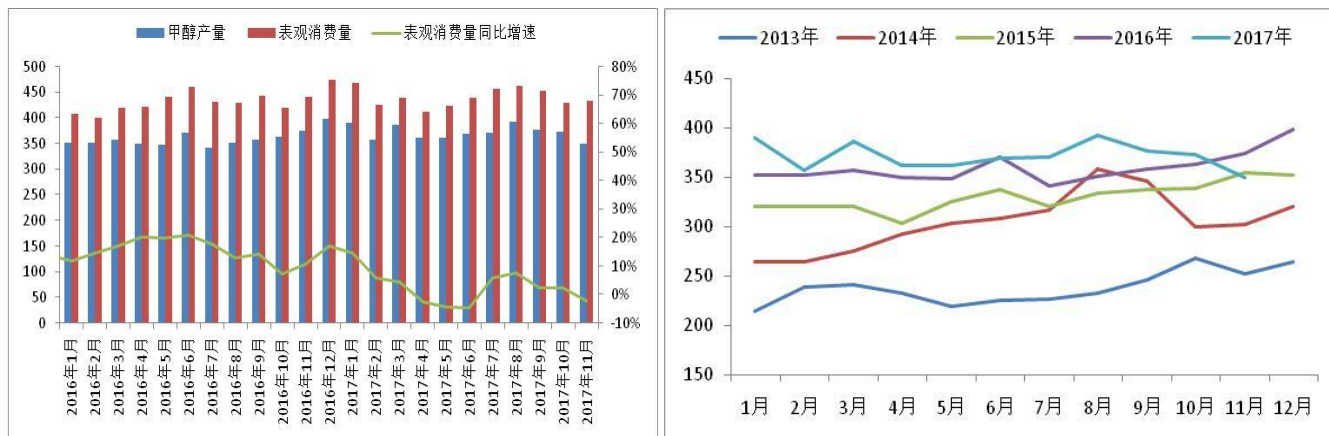
从原料端来看, 国内黑色供给侧改革继续, 煤炭、黑色产业链去产能进程再继续, 煤炭价格重心还在上移。另外, 在环保限产政策下, 相当一部焦化厂投产限制, 导致焦炉气供应也有限。到年底, 受煤改气政策影响, 北方集中供暖要优先用气, 导致工业用天然气严重不足。西北西南多套天然气制甲醇装置停车, 区域内甲醇供应减少, 导致年末甲醇价格大幅上涨。

西南	玖源	50	天然气	其50万吨/年甲醇装置于12月10日因天然气限制停车，恢复时间待定
	四川维	112	天然气	其甲醇装置于12月10日因天然气限制停车，恢复时间待定
	达州钢铁	50	天然气	其20万吨/年甲醇装置于12月9日因天然气限制停车，恢复时间待定
	重庆卡贝乐	85	天然气	其甲醇装置于12月12日因天然气限制停车，恢复时间待定
	江油万利	15	天然气	其甲醇装置于12月14日因天然气限制停车，恢复时间待定
	泸天化	50	煤	于11月9日停车，重启时间待定



数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

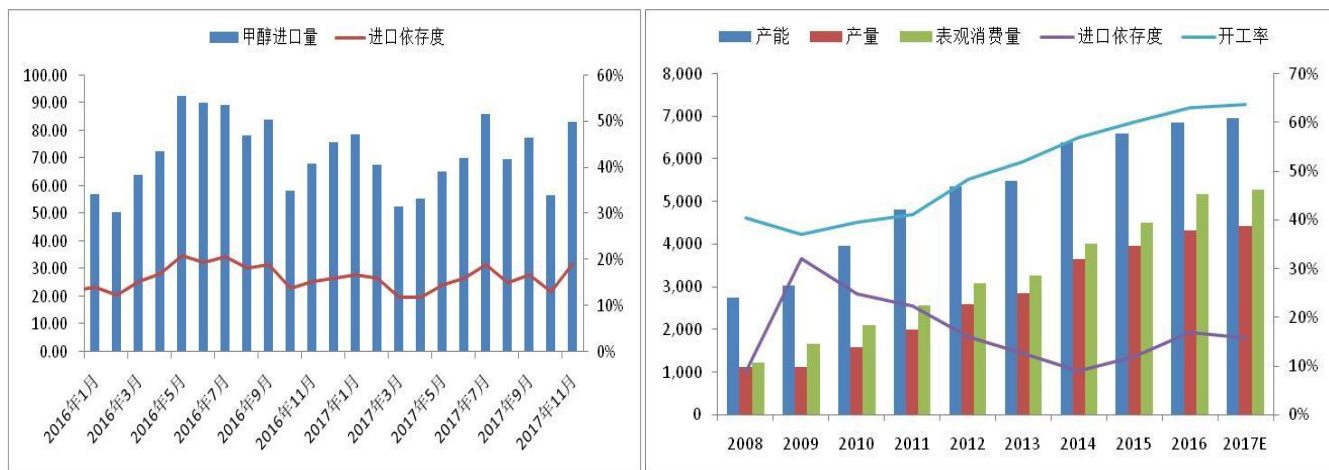
二、2017 年供需情况分析



数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

从供应端来看，目前国内甲醇名义产能规模庞大，市场主流估计的合计年产能约在 7000 万吨至 7500 万吨之间。不过根据梳理来看，气头产能中约有 500 多万吨已经完全退出市场，另有 200 万吨也处于半退出状态，气头高成本产能的出清实际已经基本完成；与此同时，煤制甲醇装置中年产能规模在 20 万吨以下的合计达 1200 万吨，这些小型装置生产设备相对陈旧并且综合成本较高，部分装置已经逐步被淘汰，另有部分装置的实际负荷持续在 50% 以下，尤其是焦炉气制甲醇会受到原料端的制约，而氨醇联产工艺又要受到尿素行业低景气度的拖累。综合考虑，国内甲醇实际有效产能要明显低于有效产能。如果忽略完全退出与半退出的气头产能、将氨醇联产工艺以及其他小装置按照 50% 的实际开工率估算，那么主流装置的实际开工率已经在 70% 以上。

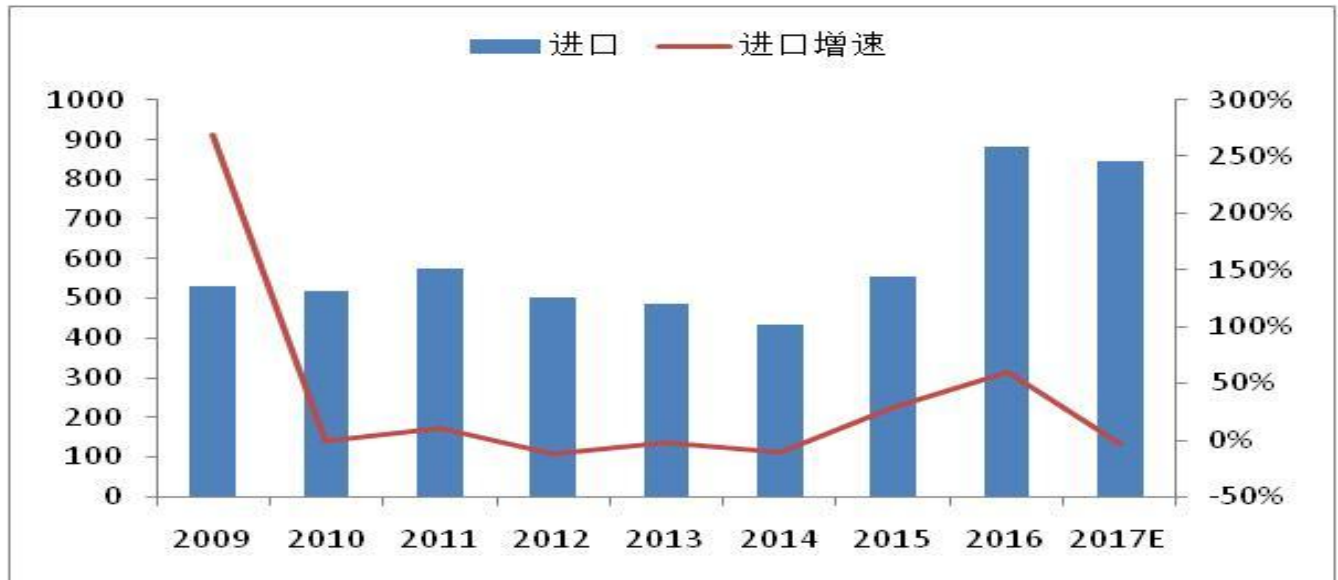
分月份来看，国内甲醇产量季节性还是较为明显，一般全年有两个产量释放高峰：8-9 月与 11-12 月，这也是过去几年第四季度甲醇普遍偏弱的原因之一。但在今年，由于天然气制甲醇装置的大面积停车，第四季度甲醇产量严重下滑，也是造成目前甲醇大幅上涨的主要原因。



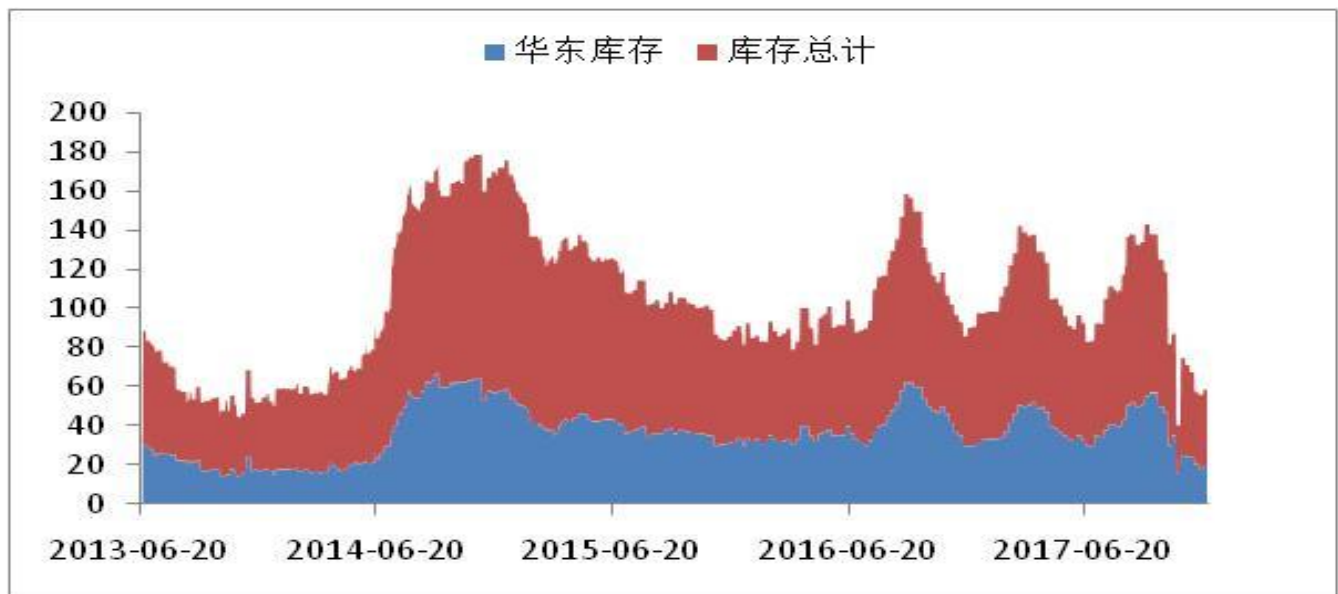
数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

从进口量来分析，2017 年进口量预计 834.3 万吨，较去年下降 43 万吨，进口依存也有小幅下滑。不过 2015 年开始，我国 MTO/MTP 发展迅速，甲醇需求增幅明显，大部分缺口由进口甲醇弥补，因此，2015-2017 年甲醇进

口大幅扩张，不过由于国内甲醇的产量也由处于扩张中，进口依存度的并没有大幅上升。



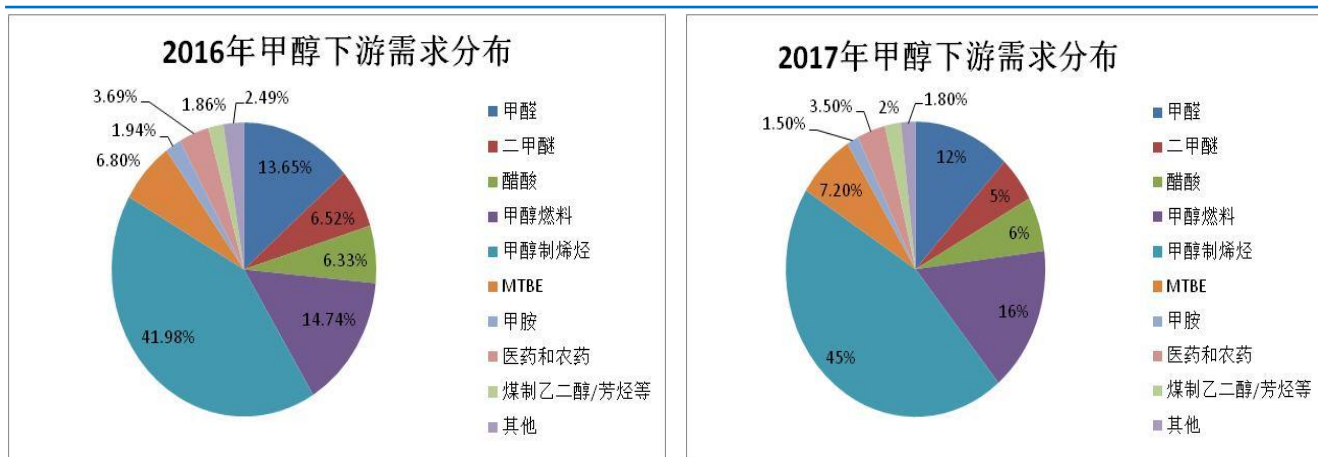
数据来源：wind，通惠期货投资咨询部



数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

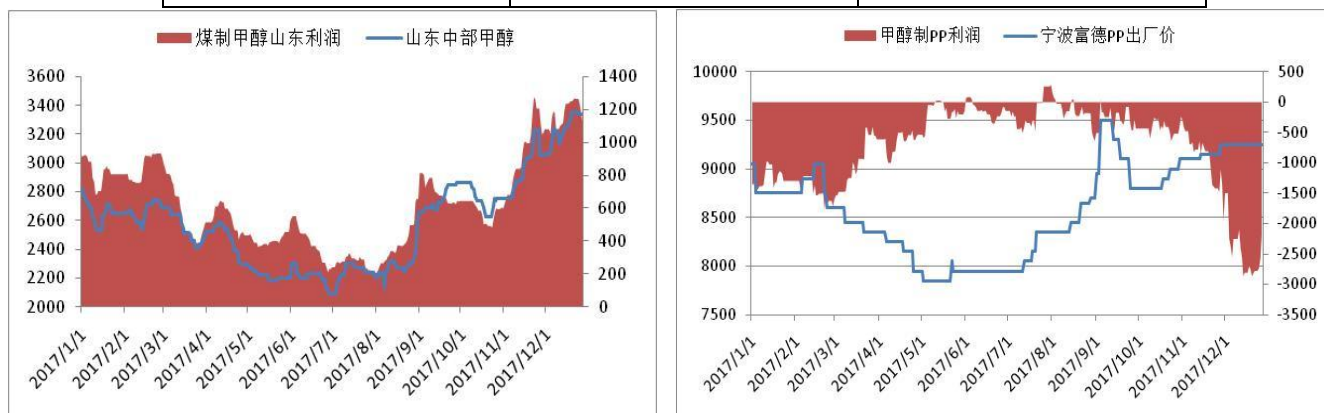
从港口库存来看，华东港口库区甲醇现货价格与库存量存在非常明显的负相关，可以说华东库存是华东甲醇短线价格一个非常灵敏的先行指标。库区甲醇库存量的大小直接影响港口贸易商采买节奏，对甲醇价格的影响是最直接的。

需求方面，2017 年甲醇制烯烃需求占比增加至45%左右，较去年提升3个百分点，外购甲醇制烯烃企业17 年投产的有常州福德和连云港斯尔邦；醇基燃料占比为16%，较16年小幅提升；其他行业相对变化较小。



数据来源：金银岛，通惠期货投资咨询部

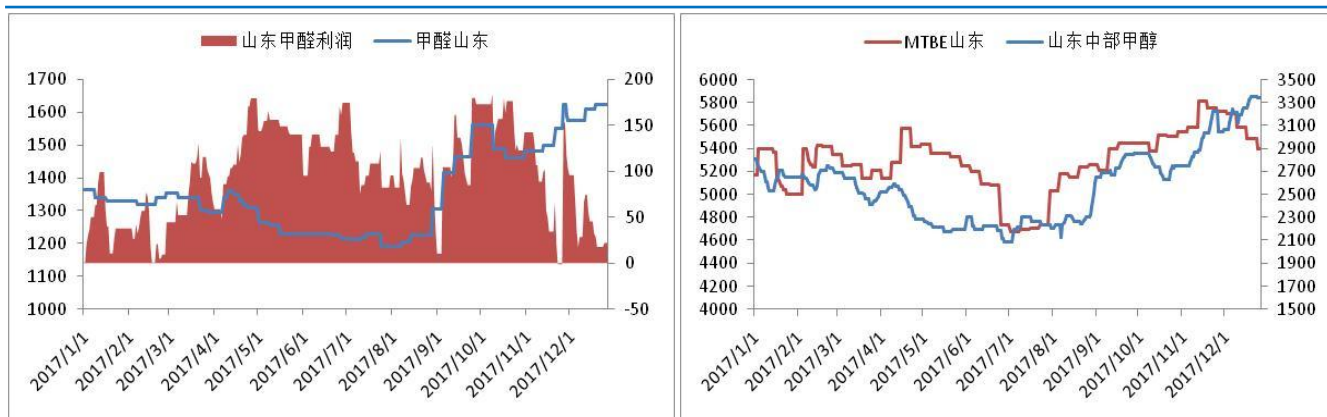
装置	甲醇缺口（万吨/年）	地点
常州富德	100	常州
江苏盛虹一期（斯尔邦）	240	江苏连云港
合计	340	



数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

从产业链利润来看，2017年甲醇工厂的利润非常丰厚；相对应的，下游MTO装置由于原料甲醇价格的大幅上涨，而PP、PE的涨幅则相对较小，MTO工厂的利润已经被迅速蚕食，目前已经是处于大幅亏损的境地，所以目前甲醇产业链的利润是集中在甲醇一个环节，这是一种非常不平衡的状态。在中短期内，调整利润在产业链中的平衡分配将是一个重要的交易逻辑。

除了烯烃装置，传统下游在2017年的表现相对较好。受益于房地产市场景气度的提升以及原料端甲醇的走强，甲醛市场行情有所回暖，利润情况来看相对平稳，整体有一定利润，但随着年末甲醇大幅上涨，利润空间被大幅蚕食。其次是MTBE行业的增势迅猛，由于汽油质量升级使得高辛烷值组分的需求大增，地炼MTBE装置开工率显著提升，不过由于MTBE对甲醇需求占比较小，影响相对有限。

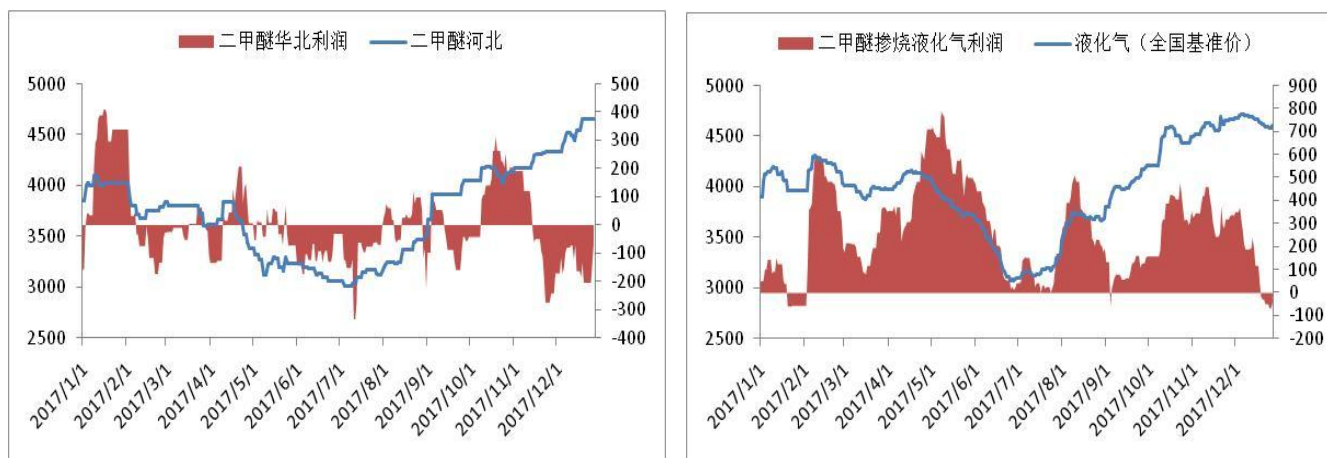


数据来源：wind，通惠期货投资咨询部



数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

2017 年醋酸行业可以说是出现了近年难得一遇的牛市，冰醋酸价格从年初的 2600 元附近一路上涨至年末的 4500 附近，涨幅超过了 100%，而且这波牛市是出现在行业利润大幅好转，醋酸产量同比大幅上升的情况下出现了，可以说去年冰醋酸是甲醇传统下游中的明星产品。不过同样的，由于醋酸行业对甲醇需求也是一般，在未来对甲醇行业提振也是有限。



数据来源：wind，通惠期货投资咨询部

2017年二甲醚行业继续式微。由于环保限产因素，产量受限，价格一直追随原料甲醇被动涨跌，行业利润微薄。受安全因素影响，二甲醚掺烧也受限，二甲醚行业将加速萎缩，取而代之的可能是甲醇燃料行业，在推行清洁能源的大背景下，甲醇燃料需求必然越来越大。

三、2018年运行逻辑

供应增量（外盘）：

地区	公司	地址	产能（万吨）	预计时间
伊朗	Kaveh	班达尔	230	18年3-4月
美国	Natgas oline	德克萨斯	175	18年5-6月
伊朗	Marjan	阿萨路耶赫	165	18年下半年
合计			570	

数据来源：公开资料，通惠期货投资咨询部

外盘装置在2018年增量较多，时间上以第二季度为主。但考虑到目前伊朗局势并不明朗，伊朗装置能否如期投产还是未知数。而且伊朗装置甲醇流向还不确定，有多少提供给中国的烯烃装置还是未知数，我们做谨慎处理。

供应增量（内盘外销）：

工厂	产能（万吨）	原料	投产时间	配套下游
新能凤凰	20	煤	2018年扩产	外销
山东鲁西化工	80	煤	2018年	初期外销
山东瑞星	50	煤	2018年	外销
内蒙新奥	60	煤	2018年	配套芳烃
山西晋煤华昱	100	煤	2018年	煤制油
宝泰隆	30	煤	2018年	配套芳烃
合计	340			

数据来源：公开资料，通惠期货投资咨询部

从2018年甲醇外销增量来看，整体增量达到340万吨，鉴于目前甲醇利润较为丰厚，而且部分装置是2017年就准备好上马的，预计开车会提前。增量的增加可能也是叠加与前两个季度。

需求增量：

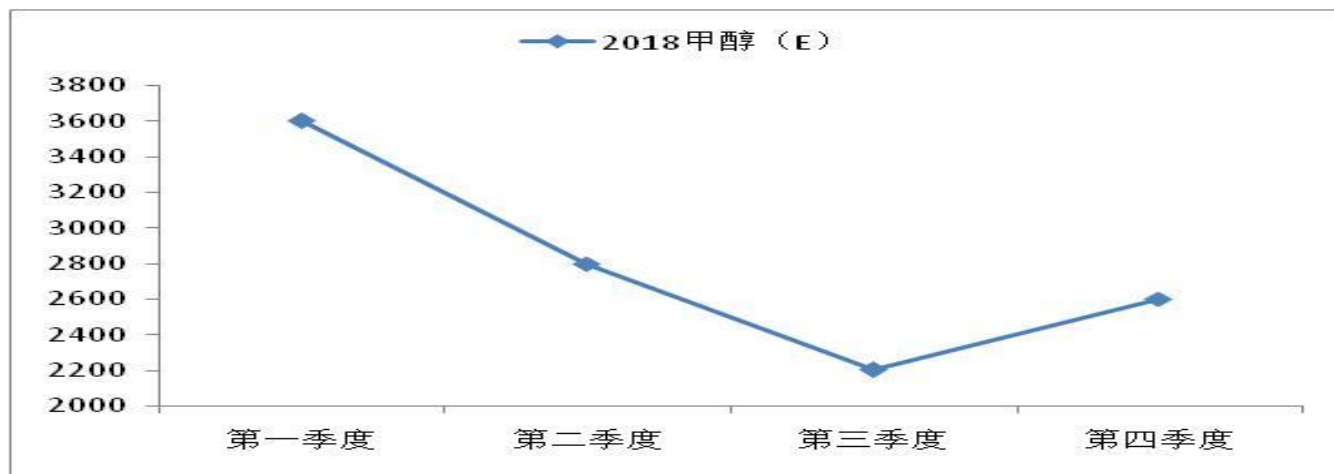
工厂	烯烃产能	年甲醇需求量	投产时间	工艺
吉林康乃尔	30	70	2018年3-4月	MTO
甘肃华亭煤业	20	60	2018年下半年	FMTP
内蒙久泰	60	180	18年可能性较低	MTO
合计		310		

数据来源：公开资料, 通惠期货投资咨询部

需求增量依旧来自 MTO/MTP 装置。从增量的投产节奏来看, 吉林康乃尔装置已经中交, 18 年 3-4 月开车的可能性较大, 这套装置将极大的改变东北、华北、内蒙甲醇贸易的流向, 影响较大。我们按照甲醇供需节奏变化, 制作 18 年全年供需变化。

	供应增量	需求增量	供应-需求
第一季度	20	0	20
第二季度	40	15	25
第三季度	55	30	25
第四季度	70	45	25

上表根据甲醇\MTO 装置的投产节奏制作的 2018 年全年供需变量变化。这里不考虑传统下游装置的新增变量, 预计全年供应增量要大于需求增量。但如果加上甲醇燃料需求、醋酸等增量, 整体也会达到一个平衡。不过从大方向来看, 2018 年甲醇运行轨迹预计是重心下移的一个过程。不过由于第四季度有内蒙久泰开车预期, 这可能提前反映在甲醇盘面, 第四季度可能偏强。所以 2018 年甲醇行情预计:



数据来源：通惠期货投资咨询部

四、风险因素

2018 年运行逻辑来看，主要风险因素集中于装置投产的时间点：

- 由于目前伊朗国内局势并不明朗，伊朗装置能否如期投产还是未知数。
- 原油价格能否继续上移。目前 OPEC 减产协议能否如预期执行，使得原油价格重心能否继续上移，这是影响化工品整体价格的重要因素。
- 供给侧改革能否延续，尤其是第三第四季度，环保限产力度是否继续，甲醇装置开工率能否维持在平稳水平，这也是决定第三第四季度甲醇价格重心能反弹到多高的重要因素。
- 第四季度内蒙久泰 MTO 装置能否开车，这也是影响甲醇价格重心的重要因素。

免责声明：本报告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不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归通惠期货研究发展中心所有。未获得通惠期货研究发展中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“通惠期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。