



2022年07月01日

成本和供需的博弈

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com



内容提要

原料端：成本端煤炭价格受政策管控影响较大，自煤炭价格实施双轨制后，发电煤受政策管控限价，但化工煤受供应收缩影响导致价格表现坚挺，市场对于发电旺季仍支撑煤价，但后期煤炭价格的高点还是需要关注电厂日耗的启动时间，对于化工煤来说，短期有所承压但三四季度仍有回升的可能，成本端对于甲醇价格仍然存在支撑，但影响将逐渐弱化。

供应端：上半年国内甲醇供应大幅回升，不管是国内甲醇开工还是海外供应整体均维持偏高的水平，特别是二季度以来，甲醇港口和内地库存均出现大幅累库。下半年来看预计甲醇供应维持季节性波动，三季度预计延续宽松的格局，四季度在国内外季节性因素影响下预计供应端有所回落。

需求端：上半年国内甲醇需求整体按照季节性波动，需求同比去年小幅回升，但二季度受制于疫情影响回落明显。后市来看，三季度部分传统需求步入淡季，烯烃需求受制于终端库存偏高以及利润压缩的影响开工意愿不高，预计三季度需求端难有改观，预计四季度需求有所改善，但需要关注国内疫情和宏观政策的影响。

库存：经历了二季度港口和内地库存的持续累库后，三季度供需差预计仍然存在，供应端延续宽松或导致三季度将延续累库的节奏，四季度随着季节性因素导致供需差逆转，预计进入去库周期。

总结：下半年甲醇价格仍会受到成本端煤炭价格的影响，但影响会逐渐减弱，甲醇价格驱动会重回供需端的影响，预计三季度甲醇价格有所承压，但四季度随着供需改善预计甲醇价格季节性回升。

风险提示

- 1、国内外疫情反复；
- 2、需求回升不及预期；
- 3、政策对于煤炭价格管控加大

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

2022 年上半年甲醇价格呈现缓步上涨后高位回落的走势，具体可以划分为三个阶段：

第一阶段：1-3 月底甲醇期货价格震荡上行，年初至春节前终端市场对于煤炭备货需求回升推升煤炭价格上涨，甲醇受成本推动作用震荡上行，节后政策驱动背景下煤炭价格转稳继续支撑甲醇价格；2 月中旬以后俄罗斯和乌克兰冲突导致原油价格大幅上涨，原油价格大涨再次推升甲醇市场看涨情绪。

第二阶段：3 月底至 5 月中旬，国内疫情爆发，国内多地出现封锁管理，交通运输不畅导致甲醇终端市场需求大幅回落，受此影响甲醇期货价格大幅回落。

第三阶段：5 月中旬至今，甲醇期货价格宽幅震荡，随着国内疫情形势逐渐好转，甲醇市场缓慢复苏，下游装置开工率逐渐回升，叠加煤炭价格表现坚挺对甲醇成本端支撑，甲醇价格震荡上行，但随后进口压力叠加原料端煤炭承压，另外在美联储加息落地以及黑色系商品的大幅下跌背景下，甲醇价格重心大幅回落。

图 1：甲醇期货价格指数



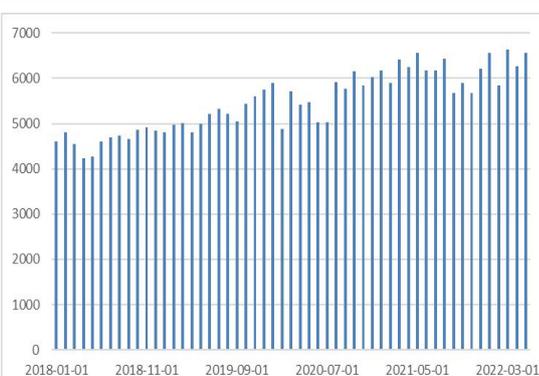
数据来源：博易大师，优财研究院

二、供应：内外装置复产，供应持续施压

2.1 产量同比大幅增加

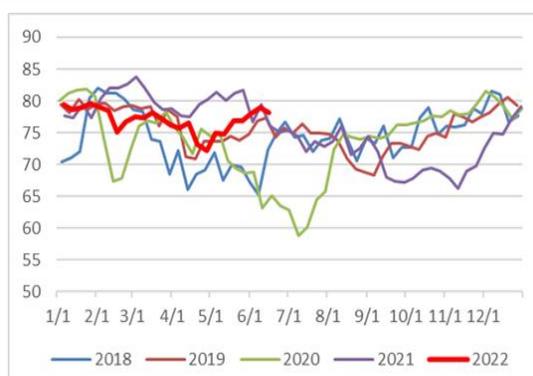
2022年1-5月国内甲醇产量3185.82万吨，2021年同期产量3127.84万吨，同比增加57.98万吨，涨幅1.85%。从甲醇装置开工率来看，上半年国内煤制甲醇装置开工率相对去年明显回落，主要由于煤制甲醇利润偏低以及原料煤炭偏紧的影响，上半年天然气制甲醇装置开工率季节性回升，开工率上半年整体相对往年偏高，主要由于气头装置利润表现较好，西南气头装置今年复产时间较往年提前。

图2 中国甲醇月度产量：千吨



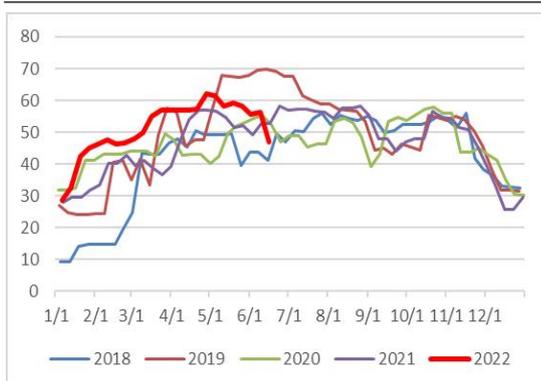
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图3 煤制甲醇周度开工率：%



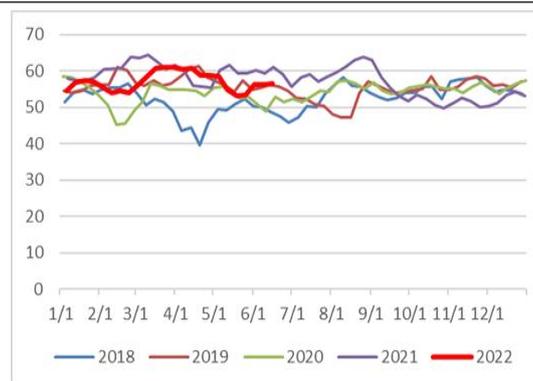
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图4：天然气制甲醇装置开工率：%



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图5：焦炉气制甲醇装置开工率：%



资料来源：卓创资讯，优财研究院

表 1 近期国内甲醇检修计划

厂家	产能	原料	装置检修运行动态
内蒙古国泰	40	煤	其甲醇装置现已点火，预计下周产出产品
鄂能化	100	煤	其甲醇装置目前运行正常，计划 7 月 6 日开始检修
西北能源	30	煤	其甲醇装置于 6 月 10 日开始检修 20 天
包钢庆华	20	焦炉气	其甲醇装置于 6 月 2 日开始检修，计划检修 30 天
神华蒙西	10	焦炉气	其甲醇装置于 6 月 12 日开始检修
金诚泰	30	煤	其甲醇装置停车中，开车时间待定
神木化学	60	煤	其甲醇装置目前运行正常，计划 8 月下旬开始检修
凯越煤化	70	煤	其甲醇装置目前运行中，计划 7 月 3 日开始检修 12-15 天
奥维乾元	30	煤	其甲醇装置于 6 月 22 日开始检修，恢复时间待定
陕西长青	60	煤	其甲醇装置上周降负运行，近期已正常运行，初步计划 8 月检修
润中清洁	60	煤	其甲醇装置现已点火，预计 6 月 25 日产出产品
苏里格	35	天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定
河北华丰	12	焦炉气	其甲醇装置于 6 月 21 日结束检修，负荷提升中
上海华谊	100	煤	其 65 万吨甲醇装置计划 6 月 24 日开始停车检修，计划检修 20 天附近
明水大化	60	煤	其甲醇装置计划 6 月 24 日开始检修，计划检修 20 天
中原大化	50	煤	其甲醇装置目前正常运行，有检修计划，时间待定

数据来源：卓创资讯，优财研究院

新增产能方面，上半年国内新增产能 120 万吨，其中包括临涣焦化煤炭 50 万吨、宁夏鲲鹏 40 万吨和内蒙古黑猫的 30 万吨装置。下半年预计投放产能 170 万吨，其中内蒙古久泰 100 万吨计划 6 月底投放，徐州龙兴泰 30 万吨计划 10 月底投放，山西永鑫 20 万吨计划 7 月中旬投放，瑞星集团 20 万吨计划 10 月底投放，下半年甲醇产能投放量明显缩量。

表 2 2022 年国内甲醇装置投放计划

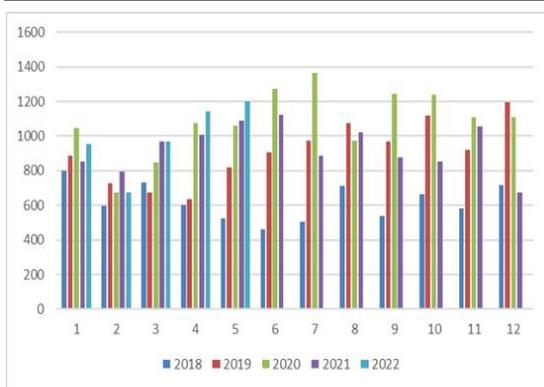
企业	原料	产能	装置头投放时间
内蒙古黑猫	焦炉气	30 万吨	2022 年 1 月 1 投放
宁夏鲲鹏	煤	40 万吨	2022 年 4 月 1 投放
临涣焦化煤炭	煤	50 万吨	2022 年 5 月 31 投放
内蒙古久泰	煤	100 万吨	2022 年 6 月底投放
徐州龙兴泰	焦炉气	30 万吨	2022 年 10 月底投放
山西永鑫	焦炉气	20 万吨	2022 年 7 月中旬投放
瑞星集团	煤	20 万吨	2022 年 10 月底投放
合计			290 万吨

数据来源：卓创资讯，优财研究院

2.2 海外维持高负荷，进口大幅放量

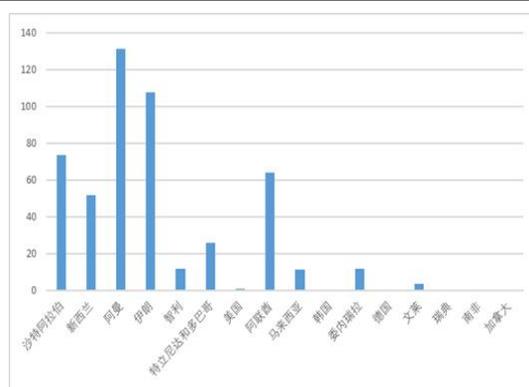
1-5月，国内甲醇进口量493.67万吨，相对2021年同期的471.20万吨小幅增加，进口增量主要集中在四、五月份，三月底开始由于国内疫情影响，华东地区港口封航导致进口货源卸货缓慢，四月底开始随着国内疫情形势逐渐好转，内地甲醇进口量大幅增加。从进口细分数据来看，中东地区甲醇占我国甲醇进口量数据仍处于较高水平，今年海外装置开工率同比维持较高水平，预计后续国内甲醇进口量维持高位水平，值得注意的是今年自伊朗的进口量同比大幅增加，关注伊朗装置动态。

图6 国内甲醇进口量：千吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图7 1-5月国内甲醇进口细分：万吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图8 海外甲醇装置开工率：%



资料来源：卓创资讯，优财研究院

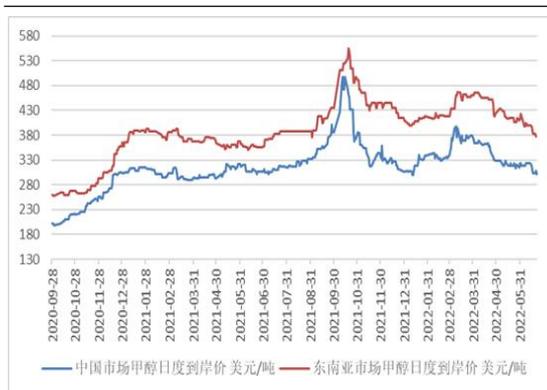
表 3 近期海外甲醇检修动态

国家	公司	产能	装置动态
俄罗斯	Tomsk	100 万吨	目前装置开工负荷偏低
俄罗斯	Metafrax	120 万吨	目前装置停车检修中，计划停车检修 2 个月
荷兰	Bioetnanol	2#95 万吨	目前两套甲醇装置停车检修中，恢复时间待定
马来西亚	Petronas	2#242	目前 2#装置停车检修中，计划 6 月底附近重启恢复
美国	LyondellBasell	93 万吨	目前装置停车检修中
挪威	Statoil	90 万吨	目前装置停车检修中，重启时间推迟至 7 月

数据来源：卓创资讯，优财研究院

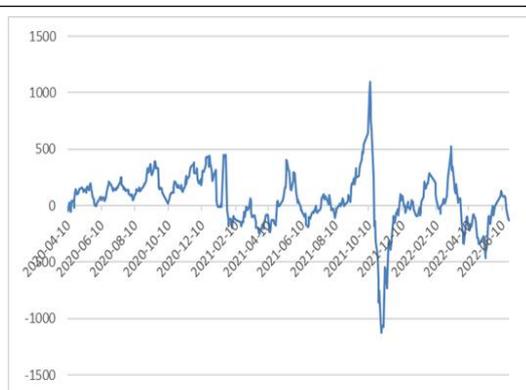
从价格上来看，上半年国内进口价格先涨后跌，进口利润也呈现先涨后跌的走势，3 月份以前，内地甲醇价格表现坚挺，甲醇进口利润小幅走高，但随着国内疫情导致价格大幅重挫以后，甲醇进口利润大幅回落。

图 9 CFR 东南亚甲醇价格：美元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 10 国内进口甲醇利润：元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

2.3 内地库存逐步累库，港口库存拐点或现

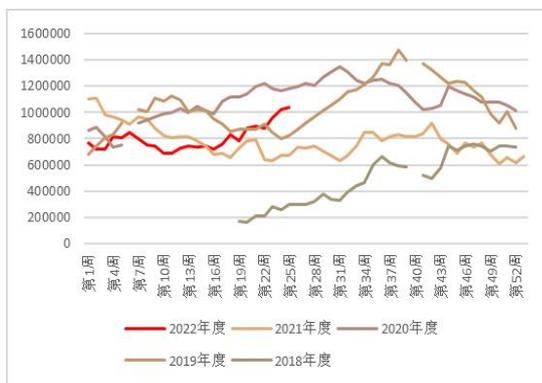
上半年国内甲醇库存维持累库的节奏，港口库存自 3 月底以来持续增加，4、5 月份出现加速累库，一方面需求端受国内疫情影响减弱以及后续回升速度缓慢，另一方面疫情后进口端加速卸港也是导致累库的主要因素，当前华东地区已经面临胀库的风险，在后续进口继续回升的预期下，三季度港口存在累库可能，四季度关注海外装置季节性检修预期带来的进口

回落的可能。

内地库存方面，一季度内地甲醇企业库存小幅去库，市场对于需求预期改善，下游需求年后逐渐回升导致内地企业库存持续去库，但随着国内疫情爆发，下游市场情绪明显转弱，下游装置开工率出现明显回落，且在5月后随着前期检修装置的重启，内地供应再度增加，再次背景下内地供需差拉大，二季度内地企业库存开始转为累库。

下半年来看，内地供应维持季节性波动，且在化工煤价格高位的压制下预计额外增量有限，需求端需要关注宏观政策的驱动，预计三季度小幅累库，四季度季节性去库。

图 11 中国港口甲醇库存：吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 12 江苏港口甲醇库存：吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 13 甲醇社会库存：吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 14 下游厂家库存：吨

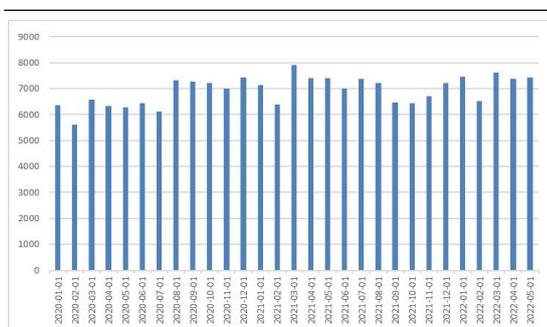


资料来源：卓创资讯，优财研究院

三、需求：同比转好，但需求正逐渐转弱

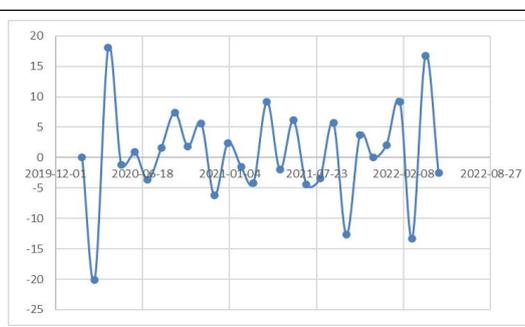
1-5月国内甲醇需求3638.7万吨，同比增加16.1万吨，涨幅0.4%，相对去年的甲醇需求增量明显缩减。从月度消费量数据来看，基本符合季节性波动，3月份受增长预期叠加春节后需求释放影响大幅回升，但4、5月份受国内疫情影响转弱。从季节性规律来看，三季度部分传统需求进入淡季，叠加当前下游烯烃库存高位对于企业开工意愿的压制，预计三季度需求端难有大幅回升，四季度在国庆节前后终端消费带动下预计甲醇需求将逐渐回升，需要关注全球疫情以及国内宏观政策的影响。

图 15 甲醇月度消费量：千吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 16 月度消费增长率：%



资料来源：卓创资讯，优财研究院

上半年国内煤制（甲醇）烯烃装置开工率始终维持高位，自21年煤炭价格大幅回落带动甲醇产业链利润重新分配以后，今年上半年MTO装置利润基本修复，叠加原油价格大幅上涨对于烯烃价格的抬升也助推了烯烃企业的开工率，但终端库存的高位以及需求端的低迷限制了开工率的上方空间。目前南京诚志MTO停车运行恢复时间待定，天津渤化MTO装置6月中旬投产，听闻目前8-9成负荷。

图 17 煤（甲醇）制烯烃装置开工率：%



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 18 MTO 装置利润：元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

传统需求一季度逆季节性表现偏好，主要由于春节前后市场对于国内稳增长预期的推动，二季度受国内疫情以及海外持续加息影响转弱。

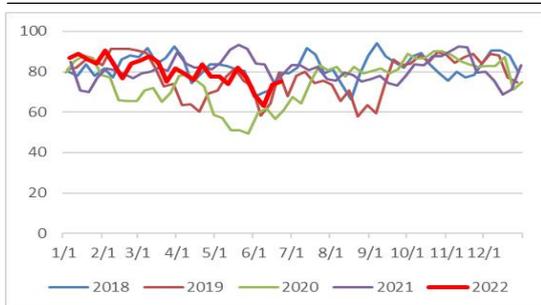
醋酸方面，上半年醋酸价格震荡为主，装置开工率同比小幅走低，利润相对去年出现较大回落，主要受到 PTA 装置开工下滑导致需求端转弱影响，下半年仍需关注 PTA 装置动态。

甲醛方面，上半年甲醛装置开工率同比小幅回升，但受制于终端市场需求板材、甲缩醛的弱势，供增需减的背景下甲醛利润同比大幅回落，随着季节性淡季的到来，甲醛需求仍难有改善，关注三四季度地产需求能否有所改善。

MTBE 方面，供应端上半年同比变化不大，但受原油价格大涨以及成品油需求回升的影响，MTBE 调油需求回升，在此背景下 MTBE 利润上半年大幅回升，原油价格高位运行的背景下，预计 MTBE 高利润的状态还将延续。

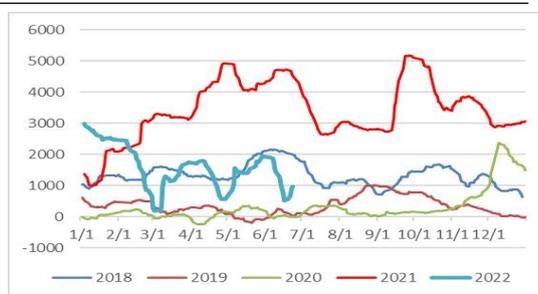
二甲醚上半年开工率同比始终维持较低水平，但需求端也缺乏实质利好，终端消耗速率不高，市场对于后期预期缺乏信心，供需双弱的背景下二甲醚市场表现不温不火，预计 3、4 季度二甲醚市场仍难有亮眼表现。

图 19 醋酸装置开工率：%



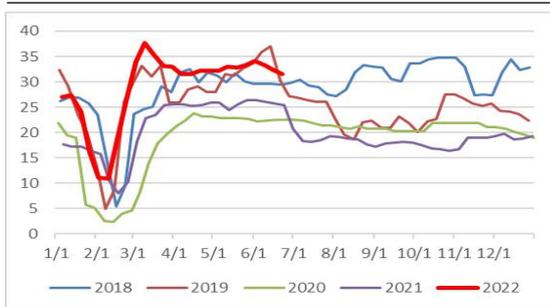
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 20 醋酸装置利润：元/吨



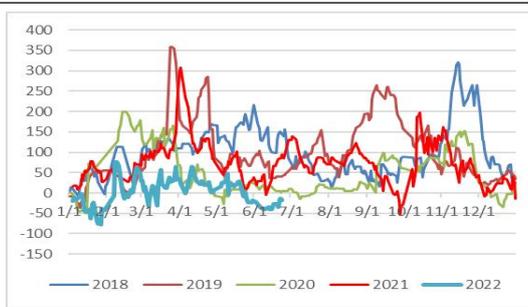
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 21 甲醛装置开工率：%



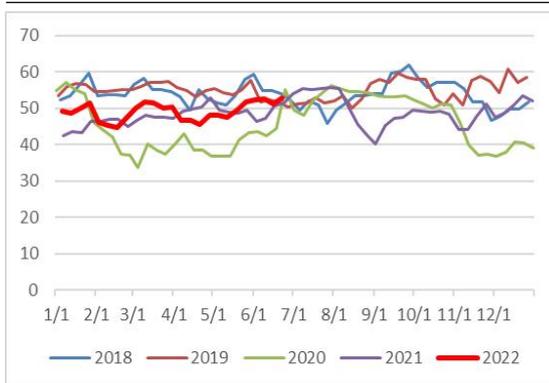
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 22 甲醛装置利润：元/吨



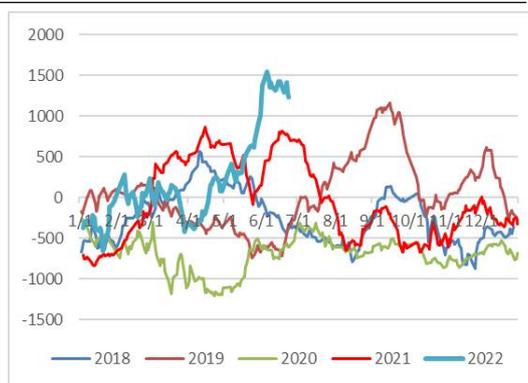
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 23 MTBE 装置开工率：%



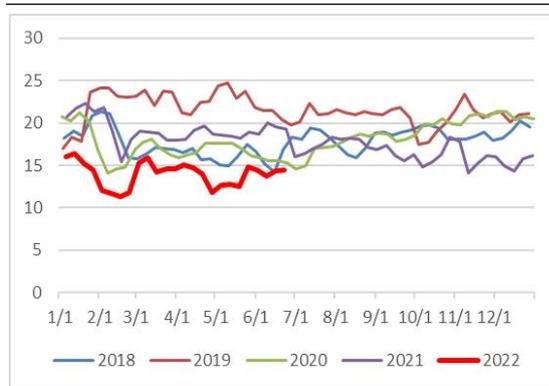
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 24 MTBE 装置利润：元/吨



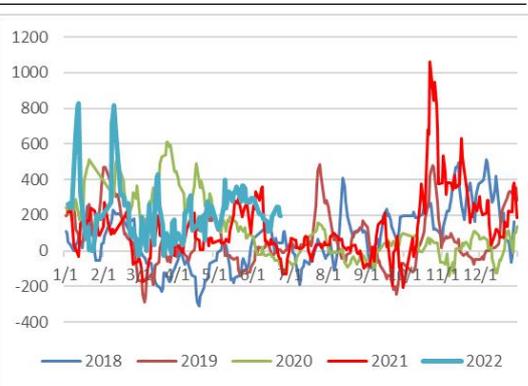
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 25 二甲醚装置开工率：%



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 26 二甲醚装置利润：元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

从下游采购量的情况来看，MTO 企业上半年采购量表现一般，但传统下游周度采购量相对去年有所改善。签约订单量相对去年有所转弱，表明下游需求仅按需采购为主，待发订单量二季度出现回升，市场对于后市预期稍有改善。

图 27 MTO 企业周度采购量：吨

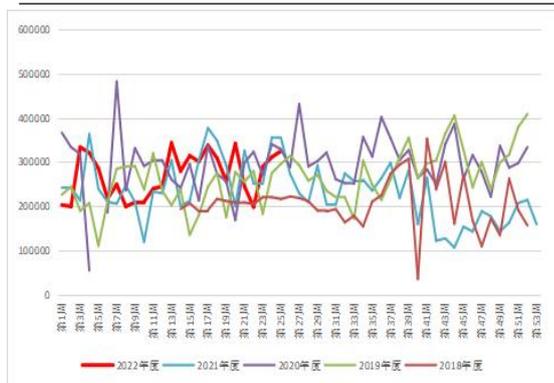
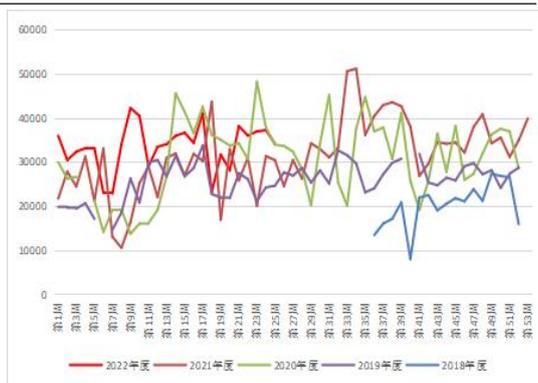


图 28 传统下游周度采购量：吨

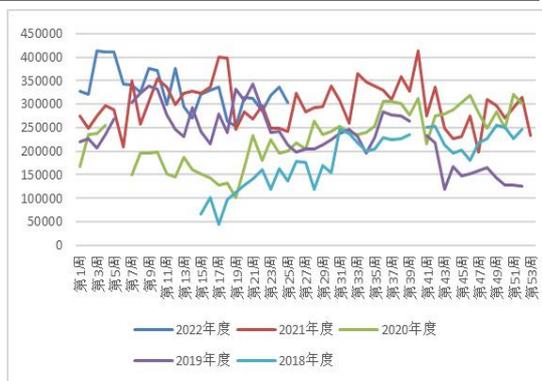
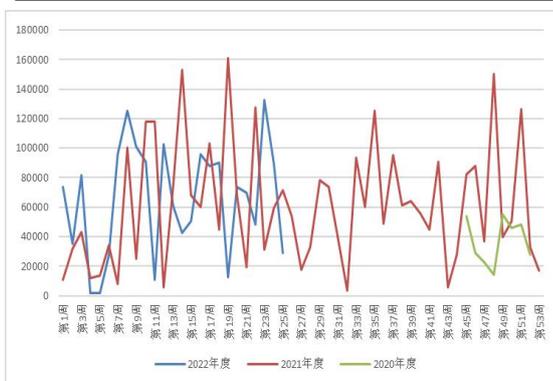


资料来源：卓创资讯，优财研究院

资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 29 周度签约订单数量：吨

图 30 周度待发订单数量：吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

资料来源：卓创资讯，优财研究院

四、成本端：政策压制煤炭波动

5 月份以来，随着发改委一系列煤炭价格监督明细落地，电厂长协煤履约率实质性提升，导致较多的供应量流向电力长协，非电厂煤炭供应量收缩。5 月 20 日，国家发改委发文“凡以发电、机车推进、锅炉燃烧等为目的，产生动力而使用的煤炭属于动力煤”，此政策明确对电厂煤进行了限价，但化工煤及高热值煤不在限价范围之内。供应端的收缩叠加限价的取消在此背景下化工煤价格表现坚挺，这对于以煤炭价格原料的甲醇价格形成支撑。

图 31 动力煤-煤炭调控监管政策

销售给发电供热企业或热值低于6000千卡的煤炭一般可视为动力煤—煤炭价格调控监管政策系列解读之六

发布时间：2022/05/20

来源：价格司

🖨️ [打印]

👤 微博

👤 微信

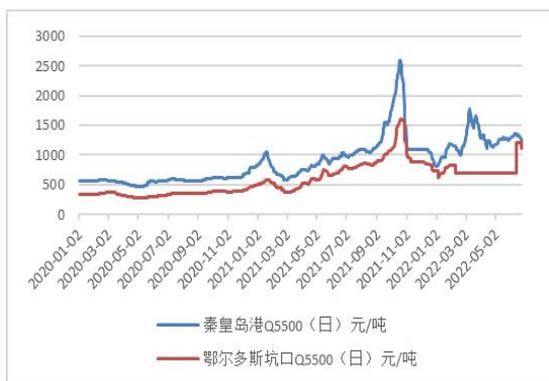
国家和地方有关文件明确了煤炭（国产动力煤，下同）销售价格的合理区间。为抓好政策落地实施，近日，国家发展改革委价格司组织重点煤炭和电力企业、相关行业协会、市场资讯机构召开专题会议，就如何界定动力煤等重点问题进行交流研讨。

会议认为，凡以发电、机车推进、锅炉燃烧等为目的，产生动力而使用的煤炭属于动力煤。按照科学合理、简便可行、符合行业实际的原则，可以从流向和热值两个角度对动力煤进行界定。从流向角度看，煤炭生产经营企业直接或间接销售给发电供热企业用作燃料的煤炭，不论煤种和热值，均应视为动力煤。从热值角度看，根据多年情况，热值低于6000千卡的煤炭，主要用于发电供热，是必须稳住的煤炭基本盘，一般可视为动力煤。煤炭生产经营企业销售的热值低于6000千卡煤炭，如无明确合同、发票等证据证实其最终用于炼焦、化工等非动力用途，一般可视为动力煤。

资料来源：卓创资讯，优财研究院

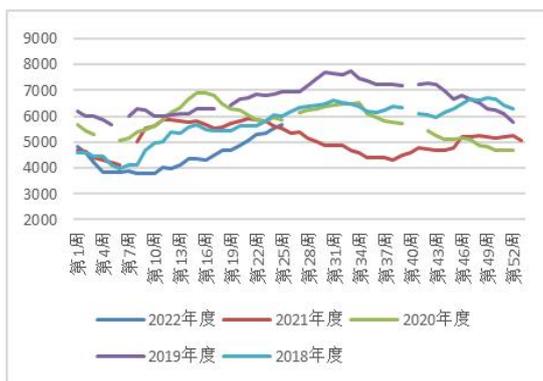
另外随着国内煤炭产能的持续释放，动力煤供应整体转向宽松，港口库存自3月初以来持续累积，后续需要关注夏季用电高峰到来电厂日耗回升的情况。从价格来看，港口受发运成本影响整体表现坚挺，坑口煤炭价格表现偏稳，主要维持长协价格为主。后市来看，夏季用电高峰或拉动电煤需求回升，但需要关注日耗的情况，这将决定煤价启动时间点。

图 32 Q5500 动力煤港口和坑口价格：元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 33 55 个港口动力煤库存（万吨）



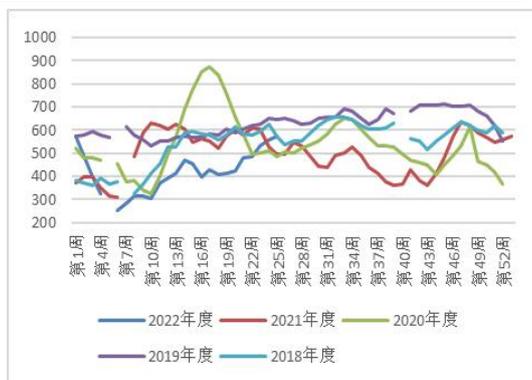
资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 34 环渤海三港动力煤周度库存：万吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 35 京唐港动力煤库存：万吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

从甲醇现金流来看，上半年国内煤制甲醇装置利润相对去年三四季度明显回升，主要由于成本端煤炭价格趋稳后甲醇利润的修复，天然气制甲醇装置利润上半年同比维持偏高的水平，主要国内管道气的价格相对稳定，但甲醇价格受煤炭成本推升明显。下半年来看，甲醇估值仍需关注煤炭价格的波动，预计在政策调控下，成本端维持窄幅调整。

图 36 煤制甲醇现金流：元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 37 天然气制甲醇现金流：元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

五、行情展望

下半年来看，成本端煤炭价格仍会对甲醇价格形成支撑，由于国内煤炭价格实行“双轨制”，电厂煤的需求对化工煤需求的挤占，导致化工煤价格的坚挺，从而支撑以煤炭为原料的甲醇价格，但随着供需端矛盾逐渐显现，预计成本端对于甲醇的影响逐渐弱化。供需端预计在下半年会呈现先弱后强的走势，内地供应的回升叠加海外持续进口压力，而需求端预计三季度淡季仍表现偏弱，预计三季度甲醇承压，但进入四季度，甲醇国内外供应季节性收缩，预计需求端有所改善，甲醇供需逐渐回暖，甲醇价格重心有所上移，但仍需要关注国内疫情和宏观政策的变化。

六、风险提示

1、国内外疫情反复；2、需求回升不及预期；3、政策对于煤炭价格管控加大

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>