

2019 年 10 月 31 日 星期四

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林玲

从业资格编号: F0276379

投资咨询编号: Z0003058

刘倡

从业资格编号: F3024149

投资咨询编号: Z0013691

赵奕

从业资格编号: F3057989

联系人

林玲

电话: 0591-88560882

邮箱:

linling@xzfutures.com

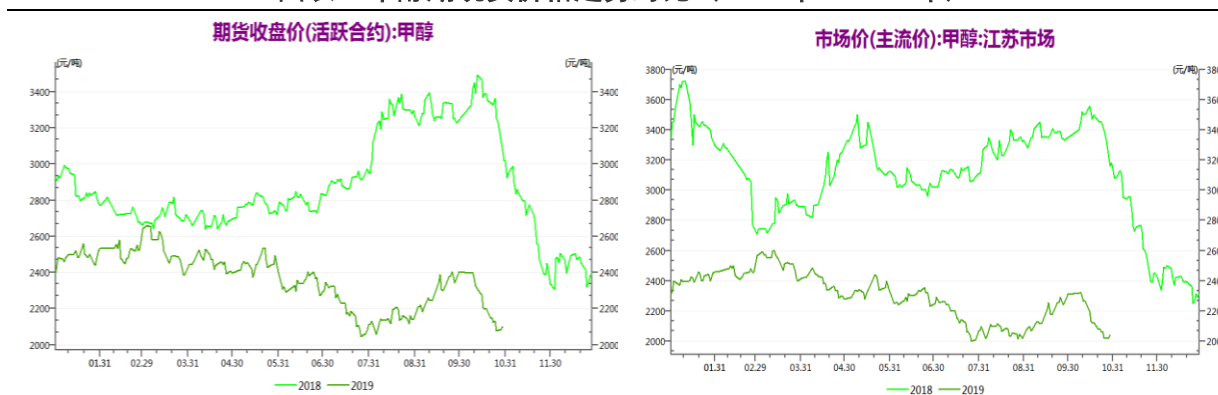
内容提要

从宏观环境看,2018 年四季度是宏观预期由好转坏的关键时点,而 2019 年人们对国内外宏观经济处于下行周期达成共识;供需面看,2018 年前三季度甲醇供需偏紧,四季度限产限气不及预期,甲醇供应充足,但下游 MTO 工厂停车导致供需失衡初步显现;2019 年全年甲醇供需偏宽松,四季度 MTO 工厂暂未有停车预期,但因春节较早,甲醇依旧供过于求;产业链利润看,2018 年 10 月甲醇价格和生产利润均处于偏高位置,严重挤压下游利润;2019 年甲醇价格基本在成本附近运行,目前上游利润较低,无大幅挤压空间;从乙烯竞争情况看,2018 年外采 MTO 装置亏损,乙烯大幅下跌是 MTO 工厂停车转产的契机,2019 年外采 MTO 利润尚可,虽然乙烯仍在下行周期,但工厂乙烯储罐能力有限,暂未出现大量采购乙烯的情况。

我们看到,2019 年四季度,宏观依旧处于下行周期,供过于求的基本面都将继续给甲醇价格施压,预计甲醇走势依旧偏弱。但当下甲醇生产利润微薄,且目前 MTO 工厂暂未大量采购乙烯,供需失衡程度不及 2018 年,因此 2019 年四季度甲醇价格下跌空间将小于 2018 年。操作上,中线以逢反弹抛空思路对待。

2019年国庆节后，甲醇期现货行情一改节前相对乐观氛围，掉头向下，重心持续走低。截至到2019年10月31日，甲醇期货主力合约MA01收盘价2101元/吨，月跌幅-12.68%；江苏地区主流现货市场价2035元/吨，月跌幅-12.28%。回想2018年四季度，甲醇期现货价格也是从10月下旬开始急转直下，从3500一路下跌至2300一线，整个四季度跌幅高达35%。如今相同的行情似乎又要上演，那么甲醇期现货市场能否重蹈2018年的覆辙呢？本文将从宏观、供需面、产业链利润分配以及乙烯替代等角度进行分析。

图表 1:甲醇期现货价格走势对比 (2018年 vs2019年)

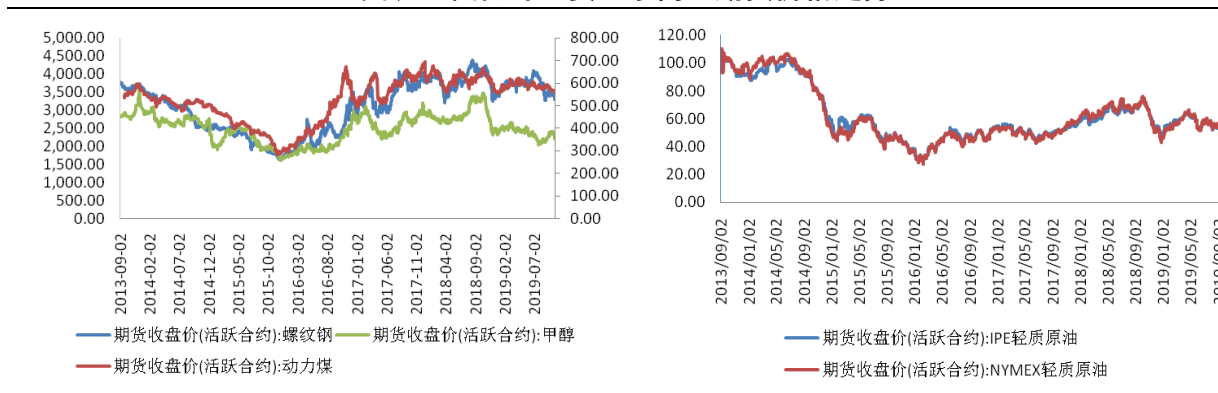


数据来源：wind、兴证期货研发部

1.宏观环境分析

首先我们要阐述一个观点，国内外宏观经济环境是决定大宗商品长期价格走势的最重要因素，甚至高于商品基本面。我们选取了螺纹钢、动力煤、原油和甲醇的期货价格，通过对比发现，这些商品基本面各不相同，但长周期价格走势趋同：2013年四季度-2015年价格重心下移，2016年至2018年三季度震荡上行。

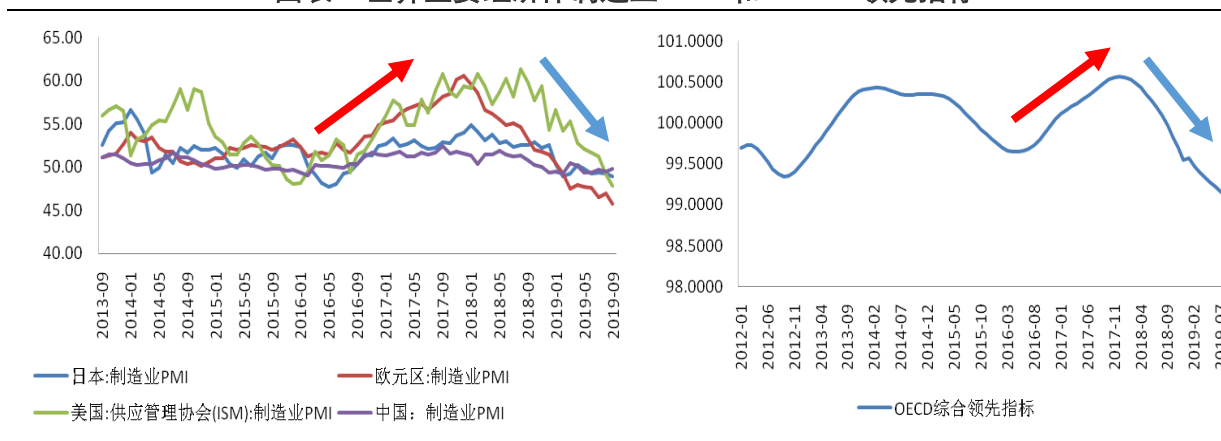
图表 2:国内外主要大宗商品期货价格走势



数据来源：wind、兴证期货研发部

以 2016 年这一轮商品价格上涨为例，其实这一阶段恰好是一轮全球经济回升周期的起点。美国、中国、欧元区和日本制造业 PMI 几乎都是在 2016 年初开始见底回升，而从 OECD 领先指标来看，这一轮的回升也是从 2016 年上半年开始。

图表 3:世界主要经济体制造业 PMI 和 OECD 领先指标



数据来源：wind、兴证期货研发部

而从中国来看，代表真实需求的一个重要指标是发电量增速，因为所有的产业发展都需要用电。中国发电量增速在 2015 年一度陷入了负增长，代表实体经济缺乏需求，而 16 年以后中国发电量增速由负转正，最高接近 10%，代表工业需求出现了明显的恢复。

图表 4:我国发电量同比增速

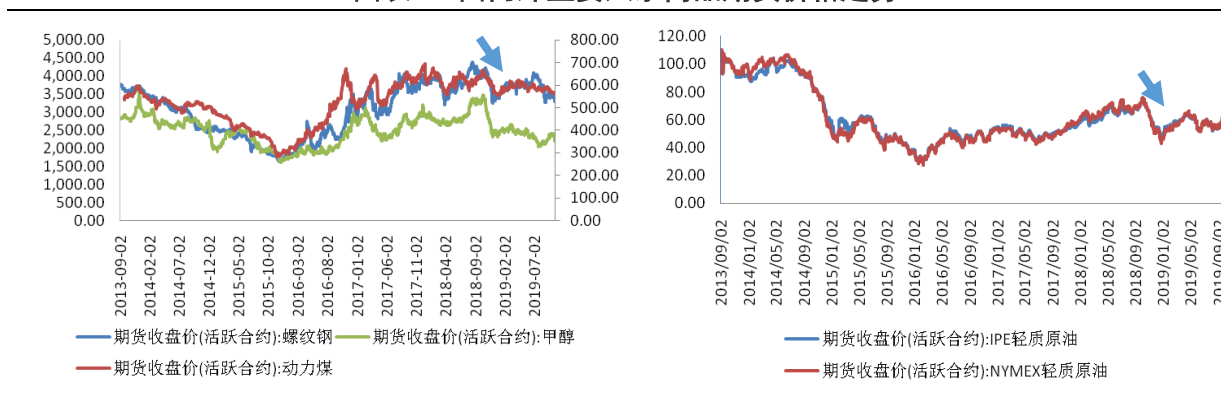


数据来源：wind、兴证期货研发部

而到了 2018 年，从以上几个指标观察，全球经济已经开始相继减速。OECD 领先指标于 2018 年初就开始回落，一般这个指标领先 6 个月反映出实际经济活动的拐点。而从制造业 PMI 指数看，中国制造业 PMI 的顶部出现在 2017 年 9 月份，而欧元区和日本的制造业 PMI 从 2018 年以来持续回

落，而美国制造业 PMI 指数也在 2018 年 9 月份出现了明显的下滑。这就意味着，从 2018 年开始，全球经济就已经进入回落期，只是因为美国的数据前期较好，才掩盖了全球经济的下滑。而 2018 年三季度末，随着美国的各项经济指标下滑，确认了这一轮经济下行周期的开始。同时，从 2018 年开始，中美贸易摩擦不断，也加剧了人们对于世界经济局势的担忧。2018 年四季度，是人们对国内外宏观经济预期由好转坏的关键时点。因而包括原油、黑色系、化工品在内的国内外众多大宗商品价格均在这一时间段开启一轮下跌。

图表 5: 国内外重要大宗商品期货价格走势



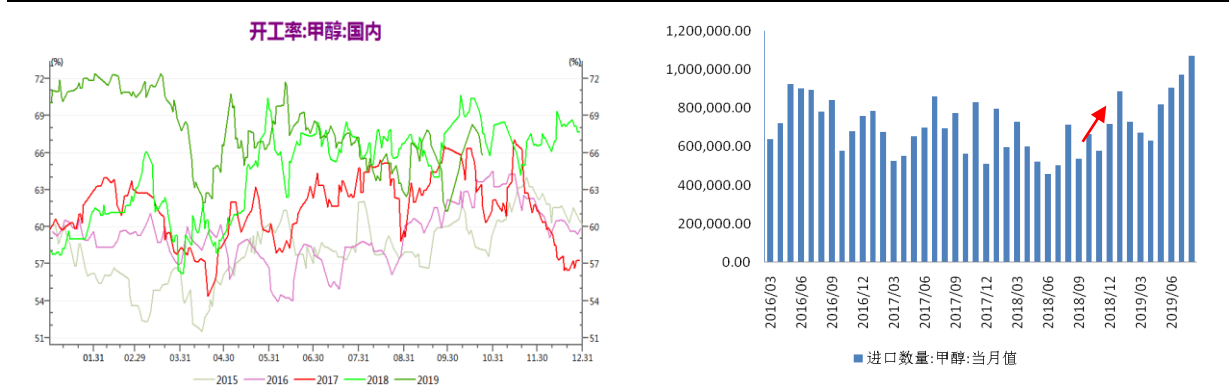
数据来源：wind、兴证期货研发部

而回顾 2019 年以来的宏观环境，随着中美贸易摩擦的持续发酵，以及世界各大经济体的 PMI 等指标持续回落，人们对国内外经济处于下行周期这一观点基本达成共识。因此，2019 年国内外宏观环境依旧压制甲醇价格，全年甲醇期现货整体走势偏弱震荡，重心缓慢下移，但不具备迅速大幅下跌的基础。

2. 供需面分析

从甲醇自身供需面分析，2018 年前三季度，甲醇供需偏紧，价格一路上行。但到了 2018 年四季度，随着焦炉气限产和天然气限气幅度不及预期、进口量有所增长，以及下游浙江兴兴为代表的 MTO 工厂停车等因素发酵，甲醇供过于求的矛盾初步显现。我们可以看到，2018 年四季度甲醇国内开工率维持平稳向上，与 2015-2017 年四季度的情况不同，进口量也有一定增长，供应大约比前三季度平均增长 35 万吨/月。而需求来看，四季度兴兴和中原石化 MTO 工厂宣布停车，减少甲醇需求约 22 万吨/月，供需从紧平衡转向宽松，甲醇期现货价格遂大幅下跌。

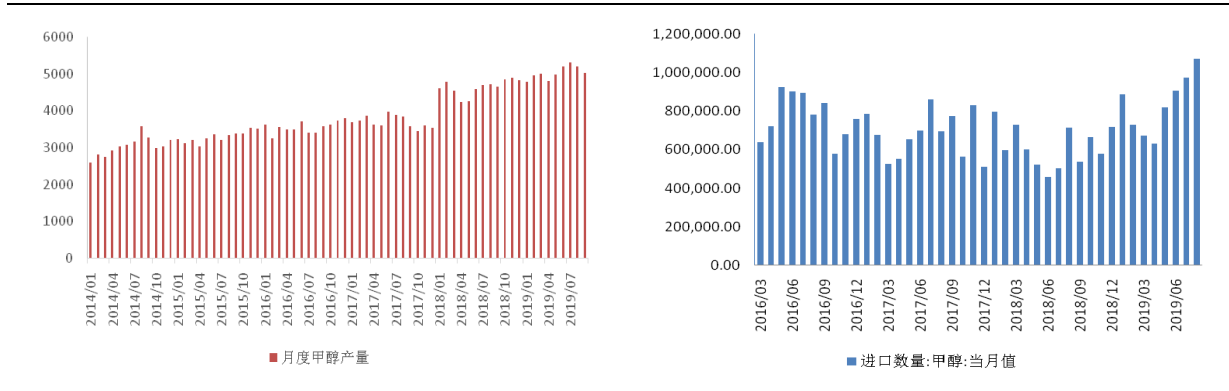
图表 6:甲醇国内开工率和进口量



数据来源: wind、卓创资讯、兴证期货研发部

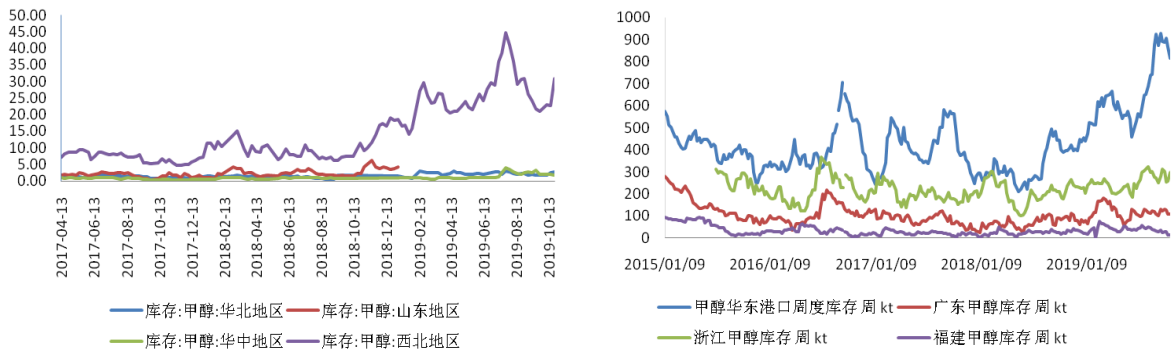
2019 年以来, 甲醇供需偏宽松的情况已经成为常态。贯穿全年的是高产量, 高进口和高库存, 但需求方面并无新的亮点。**2019 年四季度来看, 供需失衡仍将持续:** 国产方面, 今年天然气甲醇冬季限气计划, 时间较预期晚, 停气持续时间较预期少, 同时, 四季度有兖矿榆林等装置投产预期, 预计四季度甲醇国内产量小幅增加; 进口方面, 据传伊朗的 Buser 165 万吨装置将试车, 结合地缘政治等因素, 预计四季度进口量保持 100 万吨/月, 供应大约比前三季度平均增长 30 万吨/月。而需求方面整体平淡, 今年春节较早, 传统下游预计 12 月中下旬开始逐步停工, 今年 MTO 工厂暂无大量外采乙烯计划, 因此整体需求预计减少 5-10 万吨/月。**供需失衡程度较 2018 年四季度低。**

图表 7:甲醇国内产量及月度进口量



数据来源: wind、卓创资讯、兴证期货研发部

图表 8:甲醇内地库存和港口库存

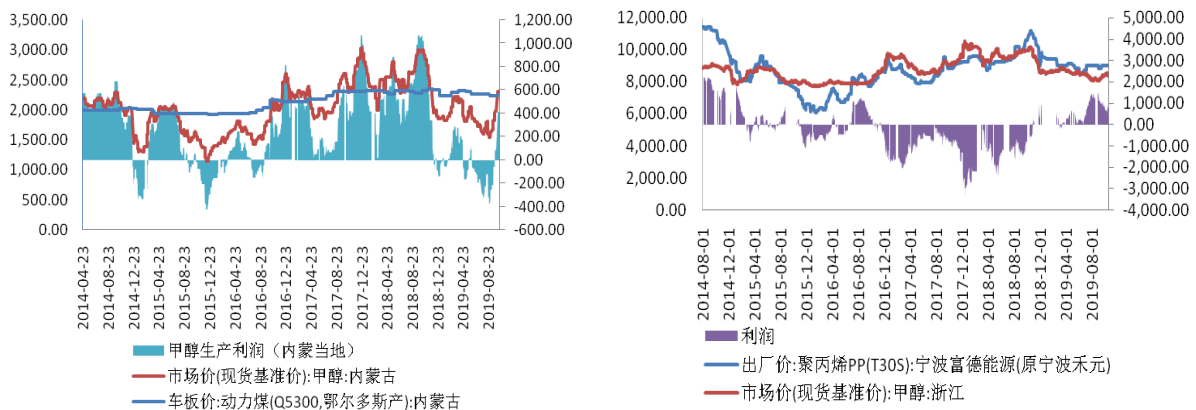


数据来源：wind、兴证期货研发部

3.产业链利润分析

受益于 2015 年底以来的供给侧改革，甲醇上游的生产利润不断改善，2018 年四季度，甲醇价格最高曾上冲至 3500 元/吨，甲醇的生产利润也达到 1000 元/吨以上。而相对应的，甲醇的下游利润不断被挤压。产业链内不平衡的利润分配始终要被打破。10 月底浙江兴兴宣布为抵制高价甲醇临时停车，随后中原石化也宣布停车，引发 2018 年四季度的甲醇期现货价格的暴跌。正是甲醇偏高的价格和生产利润助推了 2018 年四季度甲醇价格下跌的幅度如此之大。

图表 9:甲醇上游生产利润和外采甲醇制烯烃利润



数据来源：wind、兴证期货研发部

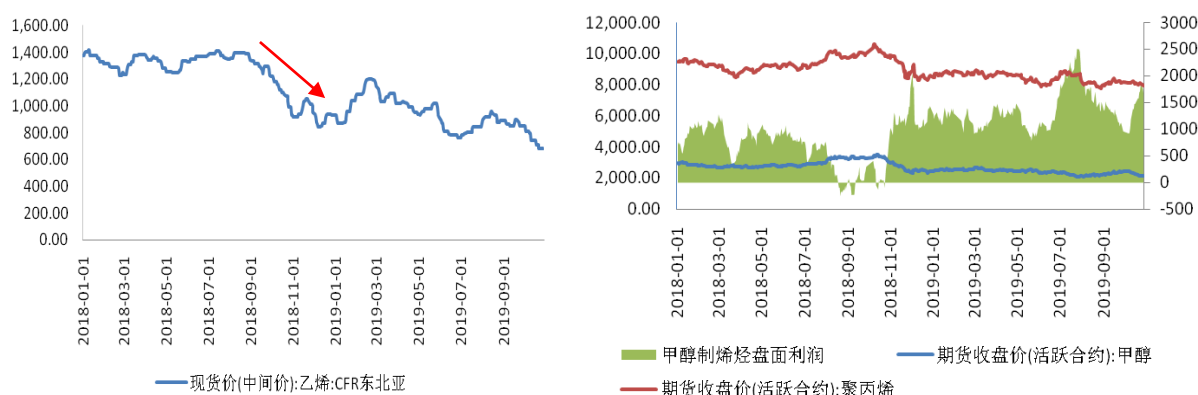
甲醇作为靠近上游的基础化工原料，在煤炭、天然气等成本波动不大的情况下，其生产利润主要取决于甲醇价格的变化。随着 2018 年四季度甲醇价格暴跌至 2300 附近，甲醇行业的上游利润迅速被挤压，2019 年全年

甲醇生产行业基本处于微利运行状态。下游方面今年利润较去年好转，好转的主要原因是甲醇价格的下跌导致的成本收窄。**2019 年全年看，甲醇期现货价格均围绕成本运行，下方有成本支撑，目前内蒙甲醇生产利润在 0 附近。因此，当下甲醇价格继续大幅下跌的空间不大。**

4. 乙烯竞争情况分析

前文提到，2018 年四季度，浙江兴兴 MTO 宣布停车，是甲醇暴跌的导火索。2018 年 9 月 26 日的东北亚乙烯价格 1300.5 美元/吨持续暴跌至 10 月底 11 月初的 880 美元/吨，少数 MTO 厂家直接买入相对低价（880-990 美元/吨）的 11 月份到港的乙烯船货。直接采购低价乙烯生产的利润极为丰厚，因此厂家直接停掉了 MTO 装置，其他外采甲醇的 MTO 装置同样于 11 月内停车检修或者降负运行。可以说，**2018 年四季度是由于外采甲醇 MTO 装置的亏损和乙烯价格的暴跌，导致 MTO 工厂停车，催生甲醇价格的暴跌。**

图表 10: 进口乙烯价格走势及甲醇制烯烃盘面利润



数据来源：wind、兴证期货研发部

从乙烯产业来看，全球都进入了乙烯产业投资的热潮期，新产能在 2019-2022 年进入了密集投产阶段，本轮扩张规模史无前例，2019-2022 年国内新增油头产能 1200 万吨，煤头产能 300 万吨（仅 MTO，不含煤制乙二醇），气头产能 600 万吨，美国新增气头产能 1000 万吨，其他地区新增产能 800 万吨。全球合计新增乙烯产能约 3900 万吨，增量约 22%，将大幅超过实际需求增长。因而乙烯单体价格大概率还是处在下行区间。2019 年 9 月底 CFR 东北亚乙烯价格 851 美元/吨，下跌到 10 月底的 681 美元/吨。

但 2019 年四季度外采甲醇 MTO 工厂大量采购乙烯的现象还没有出现，主要原因有：1、外采 MTO 工厂的乙烯储罐能力有限，除去目前 2 家还在积极拓展自身码头以及工厂的乙烯储罐能力以外，其他几家乙烯储罐能力暂时未有扩展计划；2、今年随着甲醇价格的下跌，外采 MTO 装置有

一定的生产利润，企业更愿意采购低价甲醇。后续仍需要积极观察其乙烯实际储罐能力和甲醇和乙烯对比的利润。

图表 11：2019-2022 年国内乙烯新增产能

企业	工艺路线	产能	投产时间	地区
中安联合	MTO	35	2019H2	安徽
大美煤业	MTO	30	2019H2	青海
久泰能源	MTO	25	2019H2	内蒙古
宝丰能源二期	MTO	30	2019H2	宁夏
中煤榆林能化	MTO	30	2020	陕西
贵州织金	MTO	30	2021	贵州
山西同煤集团	MTO	25	2021	山西
青海矿业集团	MTO	30	2022	青海
山焦飞虹	MTO	30	2022	山西
神华包头煤化工	MTO	35	2022	内蒙古
浙江石化	蒸汽裂解	140	2020	浙江
恒力炼化	蒸汽裂解	150	2020	辽宁
海南炼化	蒸汽裂解	100	2021	海南
中科炼化	蒸汽裂解	100	2021	广东
古雷炼化	蒸汽裂解	80	2021	漳州
盛虹炼化	蒸汽裂解	110	2021	江苏
恒逸文莱二期	蒸汽裂解	150	2022	文莱
浙石化二期	蒸汽裂解	140	2022	浙江
中化泉州	蒸汽裂解	100	2022	泉州
广东石化	蒸汽裂解	120	2022	揭阳
新浦化学	乙烷+丙烷	65	2019	泰州
卫星石化	乙烷	125	2020	连云港
烟台万华	LPG	100	2021	烟台
兰州石化	乙烷+丙烷	80	2021	榆林
华泰盛富	乙烷+丙烷	40	2021	宁波
聚能重工集团	乙烷	200	2022	鞍山
南山集团	乙烷	200	规划	烟台
阳煤集团	乙烷	150	规划	青岛
卫星石化	乙烷	125	规划	连云港

数据来源：卓创资讯、新闻整理、兴证期货研发部

图表 12：2019-2022 年美国乙烯新增产能

企业	产能	地区	投产时间
台塑化学	120	得克萨斯州波因特康福特	2019
西方化学	54.4	得克萨斯州 Ingleside	2019
Axiall 和韩国乐天化学	100	路易斯安那州	2019
信越化学	50	路易斯安那州普拉克明	2019
LACC	100	得克萨斯州莱克查尔斯	2020
PTTG/丸红株式会社	100	俄亥俄州 Dilles Bottom	2020
壳牌	150	宾夕法尼亚州 Mccaca	2021
道达尔	100	得克萨斯州阿瑟港	2022
沙特基础与埃克森美孚	180	得克萨斯州 San Patricio	2021 - 2022

5.结论与建议

综上所述，从宏观环境看，2018年四季度是宏观预期由好转坏的关键时点，而2019年人们对国内外宏观经济处于下行周期达成共识；供需面看，2018年前三季度甲醇供需偏紧，四季度限产限气不及预期，甲醇供应充足，但下游MTO工厂停车导致供需失衡初步显现；2019年全年甲醇供需偏宽松，四季度MTO工厂暂未有停车预期，但因春节较早，甲醇依旧供过于求；产业链利润看，2018年10月甲醇价格和生产利润均处于偏高位置，严重挤压下游利润；2019年甲醇价格基本在成本附近运行，当下上游利润较低，无大幅挤压空间；从乙烯竞争情况看，2018年外采MTO装置亏损，乙烯大幅下跌是MTO工厂转产的契机，2019年外采MTO利润尚可，虽然乙烯仍在下行周期，但工厂乙烯储罐能力有限，暂未出现大量采购乙烯的情况。

我们看到，2019年四季度，宏观依旧处于下行周期，供过于求的基本面都将继续给甲醇价格施压，但当下甲醇生产利润微薄，且目前MTO工厂暂未大量采购乙烯，供需失衡程度不及2018年，因此2019年四季度甲醇价格下跌空间将小于2018年。操作上，中线以逢反弹抛空思路对待。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。