



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

戴一帆

从业资格证号:

F3046357

投资咨询证号:

Z0015428

直挂云帆济沧海

摘要

甲醇产业链目前比较特殊，曾经我们框架中认为甲醇的合理上边际是沿海 MTO 盈亏成本线，成本则为内地煤制成本+至沿海运费，但是在今年三季度动力煤现货暴力拉升和双控的持续影响，甲醇的边际出现的明显的扭曲，港口 MTO 和内地煤制甲醇同时亏损，这是之前不曾出现过的。同时甲醇的物流也出现了明显的紊乱，港口对山东、河南、两湖地区的逆流窗口打开，新的全国区域价格高点变成了鲁北。同时内地双控导致了大量产能生产被压制，因此即使 MTO 大面积停车，整体格局仍然是供需双减紧平衡，港口的库存通过不断内流来形成新的平衡，无法形成足够强力的负反馈，甲醇只能通过自身价格的不断上行来回应成本端的大幅抬升。

今年在 MTO 天花板被击穿了之后甲醇似乎看到了星辰大海，上方再也没有比较明显的压力位和阻力。从驱动和矛盾的角度而言，甲醇今年最大的驱动逻辑是成本端的抬升和对四季度能源紧张的预期，在动力煤持仓量较低且国内没有天然气期货上市的前提下，甲醇被作为了一种炒作能源紧张的典型标的物。今年四季度拉尼娜指数偏高，冷冬概率在 70%左右，全球能源紧缺逐步加剧，海外天然气价格已经上行数倍，潜在缺口较大，四季度甲醇进口缩量预期比较高，同时可统计量以外的燃烧需求有较大上涨的空间，虽然目前价格确实已经很高了，但是基于能源高价下，下跌空间仍然很小，整条产业链预计仍然是一个偏强势的状态，四季度建议只做多不做空。

下跌风险点：1、动力煤、天然气紧缺由于某种原因明显缓解（大幅下跌）

2、一些货币因素，比如美国通胀超预期，加息提前。或者由于限电导致国内 PPI 向 CPI 传导，开始滞涨。

目录

第 1 章 2021 年三季度甲醇行情回顾	4
第 2 章 甲醇供需分析	5
2.1. 甲醇供给分析	5
2.1.1. 碳达峰限制之下，产能投放周期阶段性见顶	5
2.1.2. 天然气飙涨，四季度进口难以放量	7
2.1.3. 煤炭端支撑强劲	9
2.2. 甲醇需求分析	11
2.2.1. MTO 需求分析	11
2.2.2. 传统下游	13
第 3 章 供需平衡表	17
第 4 章 观点与策略	17
免责声明	19

图表目录

图 1.1: 2021 年三季度甲醇主力合约走势图	4
图 1.2: 甲醇主连与 Wind 化工指数	4
图 1.3: 甲醇 01 合约基差图	5
图 1.4: 甲醇历年 1-5 价差图	5
图 2.1.1.2: 国际甲醇投产表	6
图 2.1.2.1: 甲醇到港量	7
图 2.1.2.2: 欧洲天然气制甲醇利润	7
图 2.1.2.3: 国际甲醇开工率	8
图 2.1.2.4: 境外甲醇周度产量	8
图 2.1.2.5: 伊朗装置记录	8
图 2.1.3.1: 甲醇全国开工率	9
图 2.1.3.2: 甲醇周产量	9
图 2.1.3.3: 甲醇上游库存	10
图 2.1.3.4: 西北煤制利润	10
图 2.1.3.5: 西南天然气制利润	10
图 2.1.3.6: 河北焦炉气制利润	10

图 2.1.2.7: 检修统计.....	11
图 2.2.1.1: MTO 产能投放清单.....	11
图 2.2.1.2: 2021 下半年 MTO 检修情况.....	12
图 2.2.1.3: MTO 国内开工率.....	13
图 2.2.1.4: 大唐多伦利润.....	13
图 2.2.1.5: 宁波富德利润.....	13
图 2.2.1.6: 浙江兴兴利润.....	13
图 2.2.2.1: 甲醛开工率.....	14
图 2.2.2.2: 甲醛利润.....	14
图 2.2.2.3: 二甲醚开工率.....	14
图 2.2.2.4: 二甲醚/LPG 比价.....	14
图 2.2.2.5: MTBE 开工率.....	15
图 2.2.2.6: MTBE 油价相关性.....	15
图 2.2.2.7: 醋酸开工率.....	15
图 2.2.2.8: 醋酸库存.....	15
图 2.2.2.9: 醋酸出口.....	16
图 2.2.2.10: 醋酸利润.....	16
图 2.2.2.11: 甲醇传统需求投产表.....	16
图 4.1: 甲醇估值.....	18

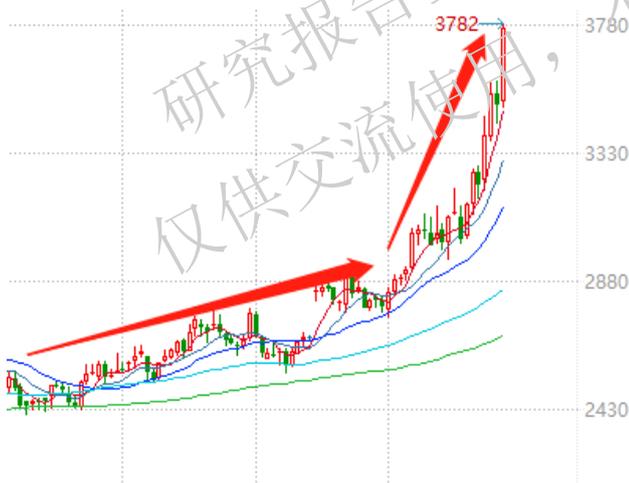
研究报告全部内容不代表协会观点
 仅供交流使用，不构成任何投资建议。

第1章 2021 年三季度甲醇行情回顾

2021 年三季度，随着国家能源转型的政策开始逐步实施，煤管票的严格管控，水电等清洁能源的同比偏弱，以及夏季的整体持续高温，动力煤缺口持续放大，沿海电厂库存持续下滑，进入八月动力煤加速上行，甲醇在动力煤的支撑下同步上行，另一方面，前期市场预测 7 月后进口将逐步回归，从而累库，但是由于全球能源紧张，境外的许多天然气装置也出现了较大面积的停车或降负荷的现象，其中欧洲、南美洲比较明显，中欧价差走高，导致非伊进口量迟迟看不见增长，8 月后双控开始从西北向全国扩散，内地诸多甲醇装置受到影响检修后无法重启或者被迫降负荷，因此 9 月后甲醇内地市场形成了一波上涨强驱动，同时外盘天然气价格持续暴涨，给予了市场冬季全球甲醇紧张的预期，甲醇盘面上行开始加速，2201 合约在内外驱动下一度上冲接近 3800 元/吨。与此同时 MTO 利润由于甲醇的上涨叠加聚丙烯投产过多被压迫至极值，PP-3MA 压缩至-1100 点以上，同时港口 MTO 由于双控大面积降负荷，沿海甲醇通过内流山东、河南、两湖地区来达成新的平衡。目前甲醇的矛盾仍然非常极端，而且已经冲破了 MTO 的天花板，上面已经看不见特别明显的压力位，在冬季能源紧张的情况下，甲醇在四季度有机会突破上市新高。

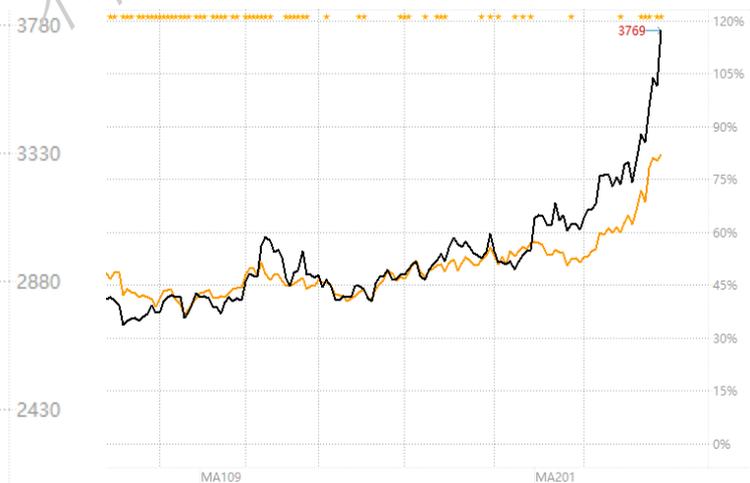
三季度能化板块的走强主要源自动力煤端的成本抬升，因此逻辑上而言，甲醇是上市品种中煤制产能占比最高的化工品，上行驱动力较足，确实从甲醇主连与 Wind 化工指数对比来看，甲醇在化工板块中的走势明显偏强。

图 1.1：2021 年三季度甲醇主力合约走势图



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2：甲醇主连与 Wind 化工指数

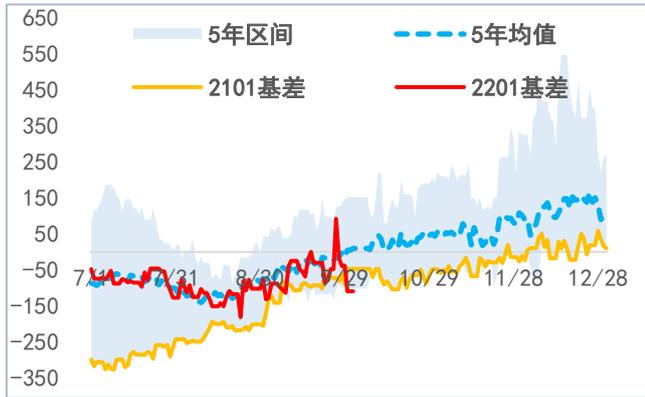


数据来源：Wind 南华研究

从月间价差的角度观察，与绝对价格相似，1-5 价差三季度表现的很突出，位置大幅高于往年均值。整体来看 1-5 价差仍然主要体现了 01 合约天然气紧张进口缩量以及西北缺煤影响西北产量的预期，这一点甲醇和动力煤的 1-5 结构是相似的。

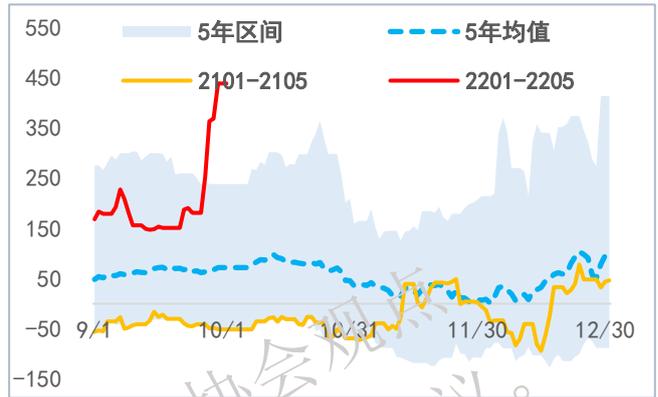
期现方面，甲醇近期基差变动不大（图中 wind 现货取价有一定问题，实际成交近几周稳定在-120 到-80 附近），由于内地现货大幅走强甚至开始与港口倒挂，盘面交割标的物被死死地锚定在了港口，而港口 MTO 工厂以及部分醋酸由于限电被迫大面积停车，导致了港口基差的持续低迷，但是由于港口与山东、河南、两湖地区的套利窗口维持打开，因此在这种背景下，现货还是基本可以做到有能力跟上盘面的涨幅，对于后期的 10 月而言，部分利润尚可的 MTO 比如南京诚志二期和斯尔邦在限电放松后有望再度开车，港口地区自身的供需结构有望走强，期现正套或有走强空间。

图 1.3: 甲醇 01 合约基差图



数据来源: Wind 南华研究

图 1.4: 甲醇历年 1-5 价差图



数据来源: Wind 南华研究

第2章 甲醇供需分析

2.1. 甲醇供给分析

2.1.1. 碳达峰限制之下，产能投放周期阶段性见顶

上半年投产压力主要兑现在西北大区，但是由于今年双控碳中和政策，不少企业不能开足马力生产，且装置意外故障较多，内地供应没有显现的特别过剩。至于三季度，实际落地的新增投放只有山西亚鑫 30 万吨的焦炉气联醇这一套装置。而本来可信度较高的久泰计划在 9 月先投放的 90 万吨则因为西北双控缺煤大概率推迟，而且年底是否能投放尚不可知。安徽临涣前期计划是在四季度投放，但是市场有一定分歧，但是现在全国限电背景下，顺利投产也成为了小概率事件，因此下半年实际相对的可靠增量大约只有 30 万吨，而且已经投放完成。未来整个四季度很可能没有新的产能投放。且往后看 2022 年，计划量在 500 万吨，计划增速也不算太高，因此我们前期反复提及的甲醇产能投放周期，截至到 2021 年上半年可以说是阶段性的告一段落，下半年之后进入阶段性的产能投放低增速期。

2020 年国际上投放新增产能 330 万吨，21 年计划投放 619.8 万吨。特立尼达与多巴哥的 Caribbean Gas Chemical 100 万吨/年装置已经在年初投产。Sabalan Methanol 在 5 月下旬已经交付投产，但由于 Sabalan 与伊朗其他几台装置共用同一套空分系统，因此 Sabalan 投产同时会造成 kimiya 等装置负荷下调，而前期计划 9 月投放的第二套空分目前仍未投放，因此伊朗产量目前并没有明显增长。美国科氏在 7 月开始投入使用，但是由于装置以及一些飓风问题，开工情况一直不稳定，也并未对外提供较大的增量。但是 2022 年开始，伊朗以及美国有一大批甲醇产能集中投放。

因此定性的说，我们认为未来甲醇国内的产能投放周期逐步结束，境外的新一轮投放周期逐步启动，在碳中和的大背景下，未来甲醇的进口依存度可能再度提升。

图 2.1.1.1: 国内甲醇投产进度表

新疆众泰	20	焦炉气	1 月 20 日产出合格甲醇	
九江心连心	60	煤单醇	2 月 1 日点火	20 万吨二甲醚
中煤鄂尔多斯(图克)	100	煤单醇	4 月 30 日出料	
广西华谊化工	180	煤单醇	6 月 15 日投料	先甲醇后下游, 70 乙二醇+50 醋酸
山西亚鑫	30	焦炉气联醇	9 月 3 日开始外售	联产 6.8 万吨合成氨
内蒙古久泰	200	煤单醇	10 月可能先投放 90 万吨	配套 100 万吨 MEG, 其余补充给 MTO
安徽碳鑫科技(安徽临涣)	50	焦炉气	前期计划 9 月, 实际投产预期时间市场有分歧	下游计划配套 MTO, 合成气乙二醇 60
安阳顺利	11	二氧化碳加氢	2021 年下半年	
沂州焦化	30	焦炉气	2021 年	粘胶剂
山东明水	30	煤单醇	2021 年下半年	
内蒙古黑猫	30	焦炉气	近期无更新	
山西宏源	25	焦炉气	近期无更新	
山西至信宝能	20	焦炉气	近期无更新	
2021 年总计	390/736			
河南晋开延化	30	煤联醇	环保以及价格问题, 可能推迟至 2022	/
中海化学	180	天然气	2022 年	暂不明确
山东茌鑫	20	焦炉气	2022 年	
陕西长青二期	90	煤单醇	2022 年	
贵州金织煤化工	180	煤单醇	建设中	60MTO
2022 年总计	500			

数据来源: 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 2.1.1.2: 国际甲醇投产表

企业	国家	产能	技术	投产时间
Busher	伊朗	165	Nat.Gas/Lt.Gases	3 月达到正常状态
Kimiaye Pars	伊朗	165	Nat.Gas/Lt.Gases	5 月中投料, 月底附近有合格品产出
2020 年总量	330/330			
Caribbean Gas Chemical	特立尼达与多巴哥	100	Nat.Gas/Lt.Gases	已投
Sabalan Methanol(SPC)	伊朗	165	Nat.Gas/Lt.Gases	21/5/21 交付投产
Koch industries	美国	170	Nat.Gas/Lt.Gases	7 月 19 日负荷达到 50%
dena petro(DPC)	伊朗	165	Nat.Gas/Lt.Gases	大概率推迟
US Methanol	美国	19.8	Nat.Gas/Lt.Gases	新建
2021 年总量	435/620			
Di Polymer Petro	伊朗	165	Nat.Gas/Lt.Gases	2022 年上半年
JSC Shchekinozot	俄罗斯	45	Nat.Gas/Lt.Gases	连续推迟, 至今未投, 最新计划 2022
Fairway	美国	40	Nat.Gas/Lt.Gases	2022 年
nanrup	印度	16.5	Nat.Gas/Lt.Gases	2022 年
US Methanol 二期	美国	15	Nat.Gas/Lt.Gases	2022 年

IGP(gulf coast methanol)	美国	180	Nat.Gas/Lt.Gases	2022 年
Lavan-LiDCO	伊朗	100	Nat.Gas/Lt.Gases	2022 年
Methanol-Ammonial	伊朗	100	Nat.Gas/Lt.Gases	2022 年
Ven-Iran/Apadana Methanol	伊朗	165	Nat.Gas/Lt.Gases	2022 年
2022 年总量		826.5		

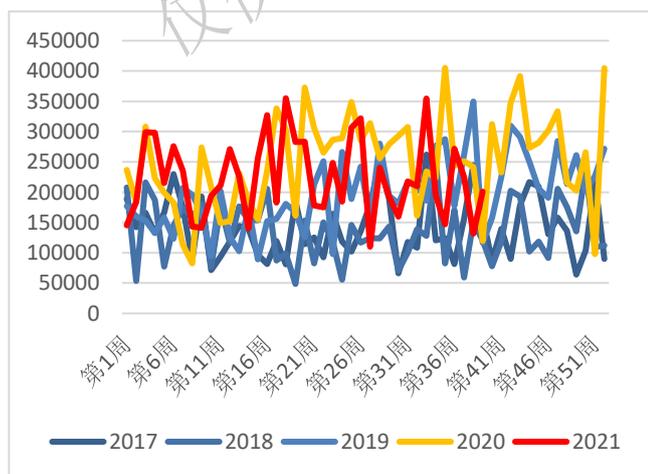
数据来源：隆众资讯 卓创资讯 南华研究

2.1.2. 天然气飙涨，四季度进口难以放量

2021 年前三季度甲醇进口量不大，单月到港量整体维持在 80-110 区间内。因为今年上半年国内进口商对伊朗进口权的争夺比较激烈，前期甚至极端的达成了均价升水 8.5% 的长约协议，但是最终导致了外盘进口窗口持续倒挂，进口意愿明显下降。最重要的则是因为欧洲的天然气紧缺，因为天然气的消费季节性明显，往年都是夏季和秋季累库，等到冬季消费大增以后开始去库，今年在夏季市场就发现欧洲明显的累库不足，欧洲天然气库存明显低于前几年最低值，并且累库速度偏低，市场开始担忧冬季的供应不足，导致 6 月后欧美天然气价格开始大幅飙升，欧洲地区天然气制甲醇亏损巨大，最终导致外盘溢价较高，非伊货源有较多分流去欧洲等地区。

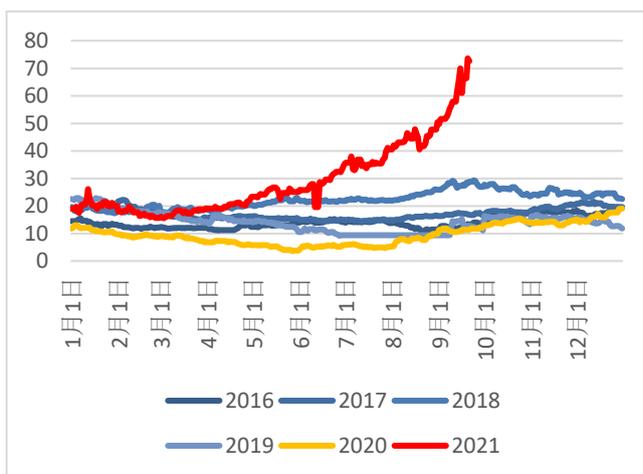
对于未来的四季度，进口量能否兑现的核心仍然在天然气的走势，我们发现即使价格上涨，一些天然气出口国也不能给出明显的出口增量。另外市场比较关注的甲醇出口国特立尼达和多巴哥，因为气田逐渐衰竭，在新气田的投产以前，总的天然气供应量不足，出口也看到了明显的下降。目前从 LNG 的供应国来说，或者是出口能力已经打满，或者因为产量受到限制而不得不降低出口量。全球市场上 LNG 能给出的供应增量已经很少了。在这样的背景下天然气强势的格局很难打破，明年的增量并解决不了今年冬天的问题，后期注意重点关注中东冬季的开车情况。

图 2.1.2.1: 甲醇到港量



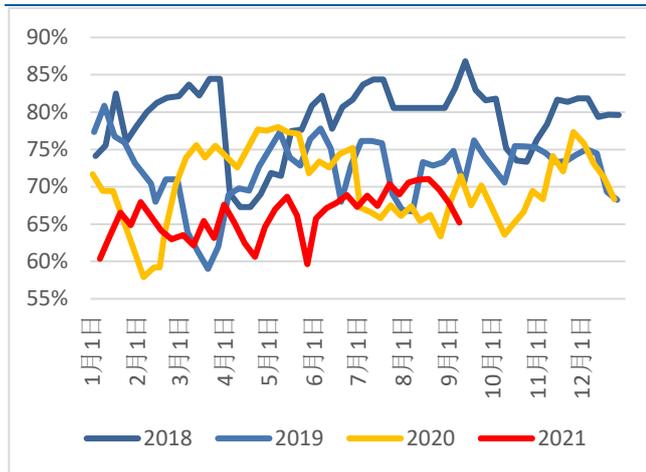
数据来源：卓创资讯 南华研究

图 2.1.2.2: 荷兰天然气 TTF 期货价格走势



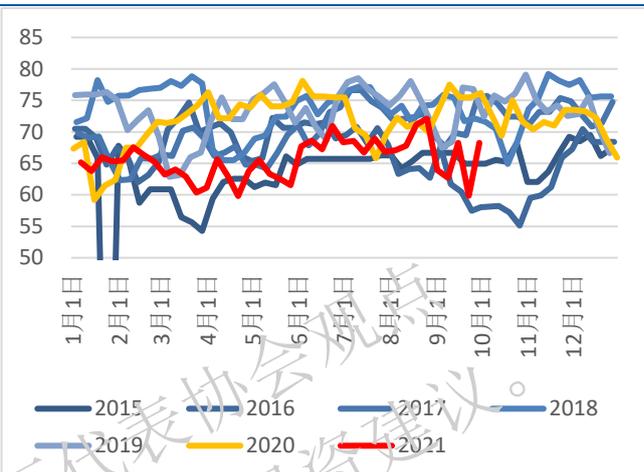
数据来源：Bloomberg 南华研究

图 2.1.2.3: 国际甲醇开工率



数据来源: 卓创资讯 南华研究

图 2.1.2.4: 境外甲醇周度产量



数据来源: 南华研究

图 2.1.2.5: 伊朗装置记录

1	2	3	4	5	6	7	8	9	
国家	伊朗	伊朗	伊朗	伊朗	伊朗	伊朗	伊朗	伊朗	伊朗
装置名称	ZPC#1	ZPC#2	ZPC	FPC	MARJAN	Kaven	busher	kimiya	Sabalan
产能	165	165	66	100	175	230	165	165	165
2021/5/13	80%	85%	0%	80%	55%	30%	50%	50%	
2021/5/20	80%	85%	0%	80%	55%	30%	50%	0%	20%
2021/5/27	40%	40%	0%	80%	50%	0%	40%	50%	20%
2021/6/3	80%	80%	0%	80%	55%	0%	40%	50%	20%
2021/6/10	80%	80%	0%	80%	55%	0%	40%	50%	20%
2021/6/17	80%	80%	0%	80%	55%	0%	40%	50%	20%
2021/6/24	80%	80%	70%	80%	55%	30%	40%	50%	40%
2021/7/1	80%	80%	80%	80%	55%	40%	40%	50%	40%
2021/7/8	80%	80%	80%	80%	70%	50%	40%	50%	40%
2021/7/15	0%	80%	80%	80%	70%	50%	40%	50%	40%
2021/7/22	80%	80%	80%	80%	70%	50%	40%	50%	40%
2021/7/29	80%	80%	80%	80%	70%	50%	40%	50%	40%
2021/8/5	80%	80%	80%	80%	70%	50%	40%	50%	40%
2021/8/12	80%	80%	50%	80%	70%	50%	40%	50%	40%
2021/8/19	80%	80%	80%	80%	70%	50%	30%	50%	40%
2021/8/26	60%	60%	80%	80%	70%	60%	30%	50%	40%
2021/9/2	60%	60%	80%	80%	70%	60%	30%	50%	40%
2021/9/9	0%	80%	80%	80%	70%	60%	30%	50%	40%
2021/9/16	80%	80%	80%	80%	70%	60%	30%	50%	40%
2021/9/23	0%	0%	80%	80%	70%	0%	0%	50%	40%
2021/9/30	80%	80%	80%	80%	70%	60%	30%	50%	40%

数据来源: 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

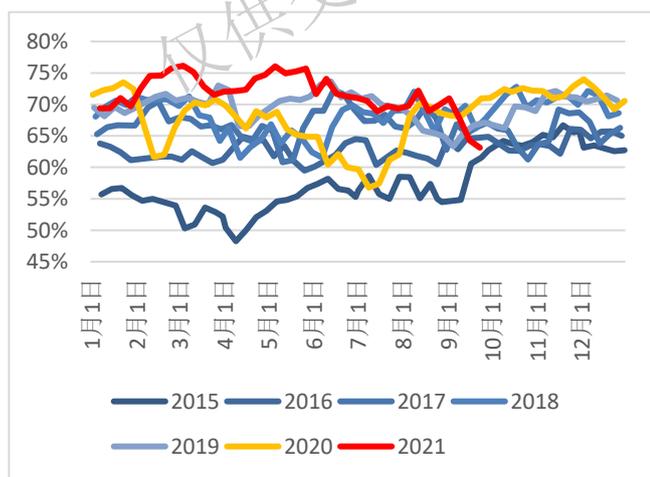
2.1.3. 煤炭端支撑强劲

三季度的煤化工行情，动力煤始终是绕不过去的话题，甲醇作为耗煤量最大的煤化工品种在双控政策下也是首当其冲。从上半年的部分装置提前检修发展到现在陆陆续续各地装置都有因为缺煤问题负荷不足的传闻。目前动力煤对甲醇的支撑主要在两个维度，第一个是成本角度，以目前的鄂尔多斯 5500 大卡坑口价约 1100 计算，目前北线甲醇完全成本在 3000 附近，现金流成本在 2800 以上，因此虽然甲醇内地大幅走强至 3200 附近，处于历史极高位置，但是成本支撑仍显得非常强。第二是缺煤问题可能直接影响产量，我们现在看到了几乎大部分煤矿的首要任务是保证电厂供煤，大量化工企业被削减了供煤长约量，不得不去坑口外采，但是由于坑口供小于格局得不到改变，仍不能保证稳定供应。且目前是动力煤需求的相对淡季，10月15日之后东北开始逐步供暖，目前采暖储备不足，未来还需要吸收一部分的供给去持续填补空缺。

对于四季度的甲醇供给，我们认为供给端仍然存在较大的隐患，首先目前拉尼娜指数很高，模式预测指数低于-0.5 概率区间位于大于 68% 区间内。拉尼娜现象会对全球冬季气温起到降温作用，这意味着拉尼娜现象一旦形成，有可能会带来更冷的冬季。日本气象厅认为今年冬季亚洲的高低压配置可能会比较有利于北极的冷窝南下，且北极今年海冰面积扩大对于北极热力场的下垫面因素有较大影响，今年冬天日本可能很早就有强冷空气进入，紧邻日本的中国，考虑可能受到同一冷空气影响。冷冬会导致煤炭、天然气等供热能源愈发的紧张。同时今年山西不少焦化企业还要承担全国供煤的工作使得部分焦煤被当作动力煤燃烧，焦化厂的主动降负荷可能导致焦炉气产量从而影响焦炉气制甲醇产量。

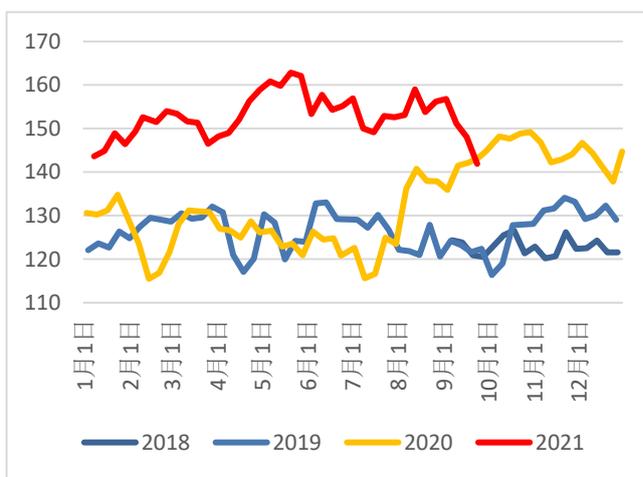
从目前观察到的信息而言，其实能源端四季度对甲醇的影响是很不利的，几乎每种生产路线都存在受影响的可能，目前盘面主力资金大肆做多甲醇也是基于这一情况，但是目前实际仍未观察到甲醇的紧缺，一切还只是预期层面，四季度仍要密切关注能源端的情况，如果上述预期被证伪，甲醇也会面临较大的回调风险。

图 2.1.3.1: 甲醇全国开工率



数据来源：卓创资讯 南华研究

图 2.1.3.2: 甲醇周产量



数据来源：隆众资讯 南华研究

图 2.1.3.3: 甲醇上游库存

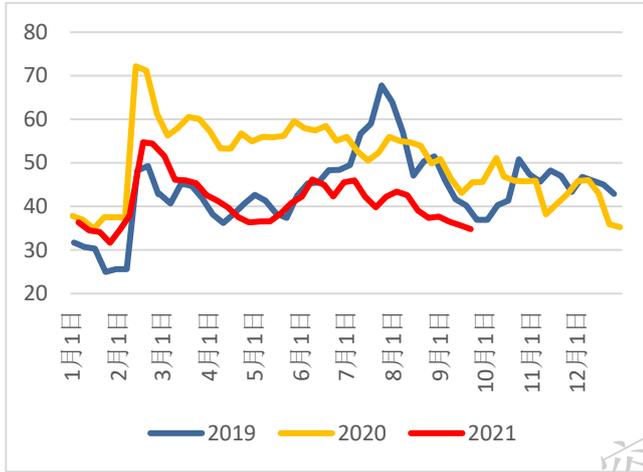
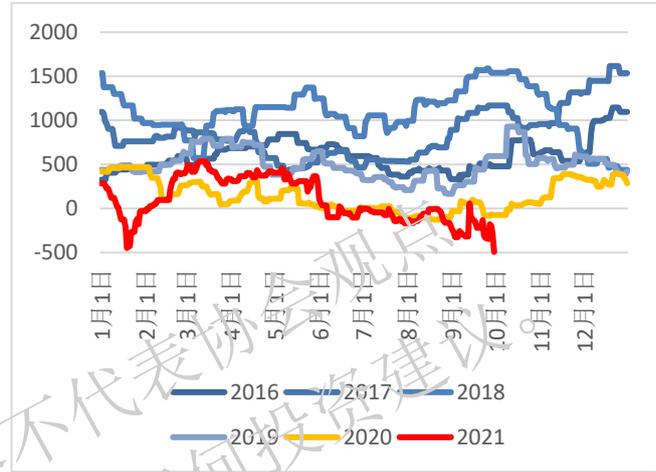


图 2.1.3.4: 西北煤制利润



数据来源: 隆众资讯 南华研究

数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.3.5: 西南天然气制利润

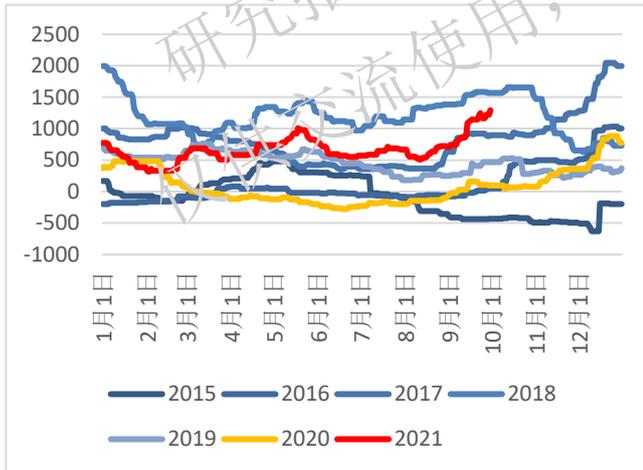
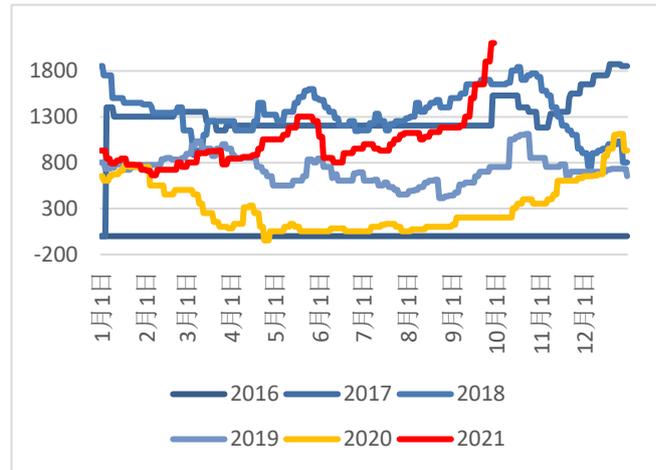


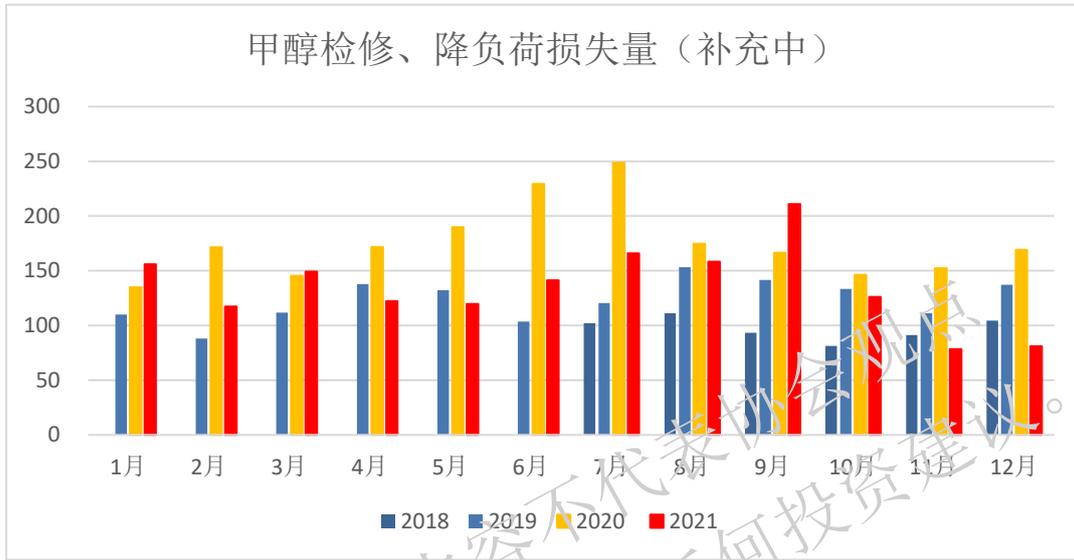
图 2.1.3.6: 河北焦炉气制利润



数据来源: Wind 南华研究

数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.2.7: 检修统计



数据来源: 隆众资讯 卓创资讯 南华研究

2.2. 甲醇需求分析

2.2.1. MTO 需求分析

2021 年全年在至今, MTO 新增投放基本为 0, 对于后续的投产计划, 相对来说最靠谱的是新疆广汇恒友, 企业已于 9 月解决了资金问题, 10 月有望落地投产试车, 天津渤化计划仍是在年底前投产, 但是考虑今年冬天甲醇的高价, 沿海地区 MTO 经济性极差, 即使装置投放顺利大概率也会考虑下游开车后外采单体, 因此我们认为其年底前投产概率不大。第三套则为华亭, 目前剩下部分公用工程还没建设完毕, 今年是要完成甲醇厂与烯烃厂的企业合并工作, 西北双控落地后投产推迟概率较小。目前整体看, 01 合约 MTO 基本看不到什么靠谱的增量。四季度能兑现的似乎也只有新疆广汇一套, 其余仍有一定的不确定性。

至于存量 MTO, 三季度受政策影响较大, 西北的数套 MTO, 比如久泰、中天合创、大唐多伦等受碳中和政策影响, 持续无法开满负荷, 个别甚至被迫停车。9 月沿海 MTO 则受限电影响, 斯尔邦、兴兴等 MTO 被迫停车, 沿海 MTO 开工率只有 30% 附近, 其实从装置供需层面, 我们感受到其实相较于上游, 甲醇下游的 MTO 需求是受影响更大的, 但是市场认为限电的持续时间更短, 而双控战略会维持数年, 因此虽然我们近端看到了由于沿海 MTO 需求萎靡, 港口持续累库, 但是价格仍然持续上冲的现象。

对于四季度, 我们认为首先要关注的是 10 月国庆后, 沿海 MTO 的恢复情况, 因为虽然 PP-3MA 位置很低, 但是比如斯尔邦 (有 EVA) 等 MTO 实际利润还是非常好的, 因此只要港口电力政策略有放松, 港口 MTO 需求还是有很大的反弹区间的, 这也是当下看涨潜在的交易点之一。

图 2.2.1.1: MTO 产能投放清单

企业	甲醇需求	工艺	计划投产时间
久泰能源	180	MTO	2019 年 3 月
南京诚志二期	180	MTO	2019 年 6 月
宝丰二期	220	MTO	2019 年 9 月

吉林康奈尔	90	MTO	2020 年 4 月 15 日投产
2019 年总计			670
山东鲁西	100	MTO	三季度逐步开车负荷提升
延长中煤二期	180	CTO	12 月投产，目前甲醇负荷逐步提升，外采逐步缩量。
2020 年总计			280
新疆哈密恒友（广汇）	70	MTO	上游配套甲醇 120 万吨，本项目年产 20 万吨聚丙烯、6 万吨苯乙烯，最新跟踪需要 9 月之后
天津渤化	180	MTO	推迟 21 年四季度，下游配套 20 万吨 EO、45 万吨 EB、80 万吨 PVC、30 万吨 PP 需要外采
华亭煤业	60	FMP	目前剩下部分公用工程还没建设完毕，今年是要完成企业合并工作，小概率年底前投产
常州富德	100	MTO	装置已经基本就绪，但是政府手续迟迟未能通过
青海大美	180	DMTO	存疑
山东华滨	15	MTO	前期有试车，原料包括液化气、石脑油，实际甲醇外采 500 吨/天
山东大泽	80	MTP	单耗较高，实际只有 20 万吨丙烯产能，4 吨甲醇/丙烯，一直拖延，近期无更新
2021 年总计			0/675

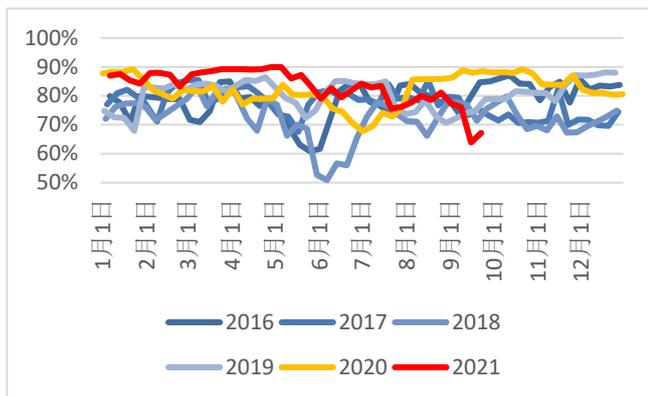
数据来源：隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 2.2.1.2: 2021 年下半年 MTO 检修情况

企业	产能	甲醇消耗	检修开始	检修结束	日甲醇需求损失	7月	8月	9月	10月	11月	12月	备注
神华宁煤1PP线	30	90	2021/6/23	2021/7/1	0.27							
兴	60	180	2021/6/24	2021/7/8	0.162	1.30						进一步下降至3成
诚志二期	60	180	2021/6/1	2021/7/10	0.108	1.08						由于利润问题，负荷从110%下降至90%
神华新疆	90	180	2021/5/25	2021/7/15	0.54	8.10						
宁夏宝丰PE2线	30	90	2021/7/10	2021/7/17	0.27	1.89						
宁波富德	90	180	2021/7/16	2021/7/28	0.054	0.65						降负荷一成，116%至106%
蒲城清浩能源	40	120	2021/7/12	2021/8/5	0.36	6.48	1.80					
盛虹	80	240	2021/7/2	2021/8/6	0.072	2.16	0.43					
内蒙古久泰	60	180	2021/7/16	2021/8/6	0.54	8.10	3.24					外售甲醇
神华宁煤1线	30	90	2021/7/31	2021/8/7	0.27	0.27	1.89					
中煤蒙大	60	180	2021/7/16	2021/8/18	0.54	8.10	9.72					
诚志二期	60	180	2021/8/6	2021/8/20	0.54		7.56					向园区递交了检修计划
中天合创金密度	30	90	2021/8/20	2021/8/26	0.27		1.91					
中天合创D	25	75	2021/8/27	2021/9/2	0.23		1.14	0.45				
神华榆林	60	180	2021/8/16	2021/9/10	0.54		8.10	5.40				
联泓	36	108	2021/9/6	2021/9/10	0.10			0.49				
斯尔邦	80	240	2021/9/9	2021/9/14	0.14			0.86				
中天合创PP气相线	35	105	2021/8/11	2021/9/18	0.315		6.30	5.67				
中原乙烯	24	72	2021/8/26	2021/9/25	0.03		0.18	0.75				
延安石化	60	180	2021/9/1	2021/9/30	0.54			16.20				
大康多伦	46	167	2021/9/1	2021/9/30	0.501			15.03				
神华包头	60	180	2021/9/15	2021/10/30	0.54			8.64	16.20			
南京诚志一期	30	100	2021/9/15	2021/10/30	0.3			4.50	9.00			
斯尔邦	80	240	2021/9/15	2021/10/31	0.72			11.52	22.32			
南京诚志二期	60	180	2021/8/21	2021/10/31	0.108		1.19	3.24	3.35			
宁波富德	60	180	2021/9/15	2021/10/31	0.108			1.73	3.35			
宁波富德	60	180	2021/11/1	2021/12/15	0.54					16.74	8.10	
神华宁煤1分20+30PP	50	150	2021/9/23	待定	0.45			3.60	6.75			
中原乙烯	20	60	2021/9/26	待定	0.18			0.90	2.70			
延长中煤榆林3线PP	40	120	2021/9/23	待定	0.36			2.88				故障
中煤蒙大	60	180	2021/9/23	待定	0.162			1.30	2.43			
兴	60	180	2021/9/23	待定	0.54			4.32	8.10			
阳煤恒通	30	90	2021/1/6	待定	0.0675	2.09	2.09	2.03	2.09	2.03	2.09	装置问题，长期维持75%负荷
内蒙古久泰	60	180	2021/9/15	待定	0.162			2.59	2.43			同步降负荷至3成
康奈尔	30	90	2020/10/25	可能性较低	0.27	8.37	8.37	8.10	8.37	8.10	8.37	
山东大泽	20	60	4月短暂开车	再度关闭	0.18	5.58	5.58	5.40	5.58	5.40	5.58	4.16开车，但4.26再度停车
常州富德	33	100			0.3	9.30	9.30	9.00	9.30	9.00	9.30	由于利润问题，估计难以重启
			甲醇需求损失量			63.47	68.80	114.60	101.97	41.27	33.44	

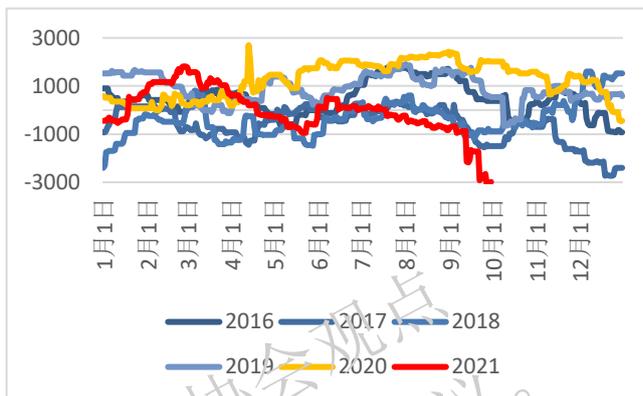
数据来源：隆众资讯 卓创资讯 南华研究

图 2.2.1.3: MTO 国内开工率



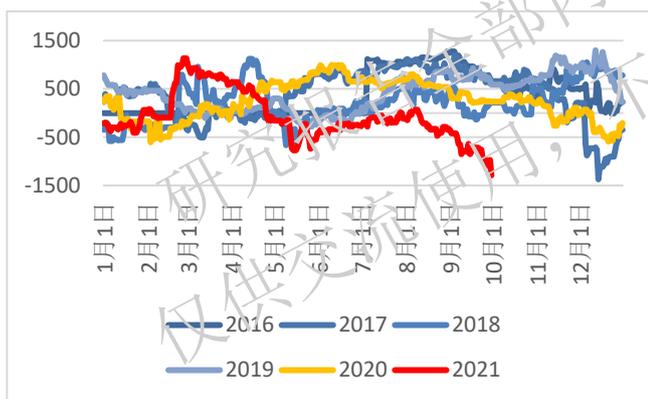
资料来源: Wind 南华研究

图 2.2.1.4: 大唐多伦利润



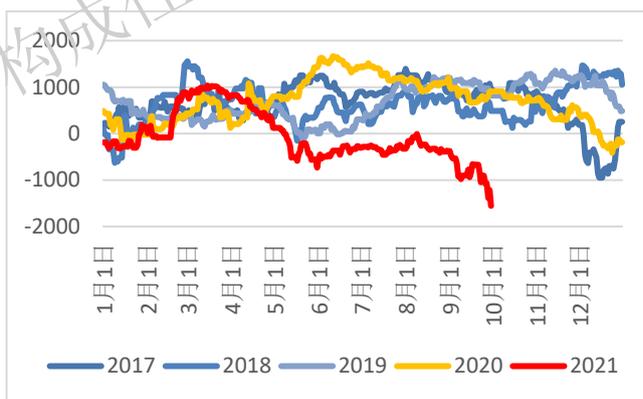
资料来源: Wind 南华研究

图 2.2.1.5: 宁波富德利润



资料来源: Wind 南华研究

图 2.2.1.6: 浙江兴兴利润



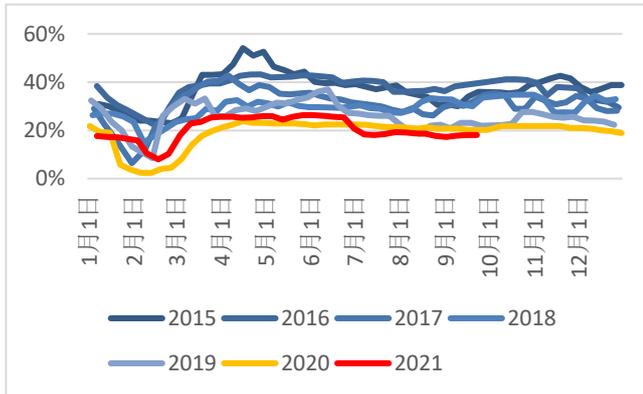
资料来源: Wind 南华研究

2.2.2. 传统下游

传统下游端,今年上半年总体出现了比较明显的复苏,但三季度开始呈现出逐步回落的态势。目前总体来看醋酸的供需结构最好,MTBE、甲醛等需求反馈均不错,而二甲醚稍差。但是化工整体大格局来看,三季度沿海在限电压制下终端需求走弱明显,叠加甲醇价格大幅上涨,大多数化工品利润较前期大幅压缩,自身价格勉强跟涨,总体而言会对甲醇形成一定的负反馈,四季度我们需要重点关注限电放松后的需求反馈情况。

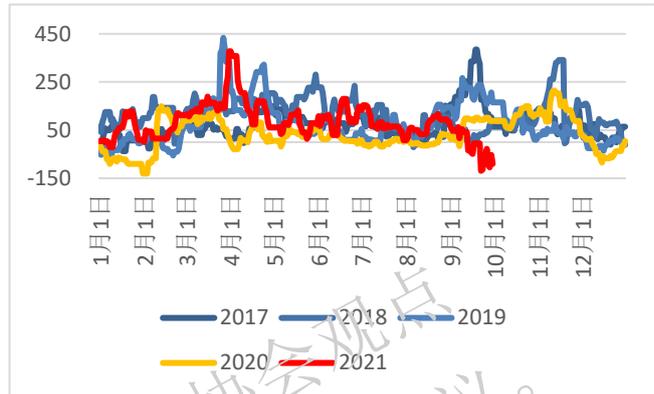
甲醛:原料甲醇持续上行,成本面稳健支撑。甲醛厂家前期库存压力较大,部分工厂为维持企业出货平稳续市,在高成本下追涨情绪迟缓。下游板厂刚需采买,可少量消耗部分货源。今年山东有一家 200 万吨的甲醛厂即将投放,主要来自前期各个小厂资源整合,可能对山东价格会产生一定影响,预计投放时间在四季度,但是由于整体甲醛对甲醇的需求影响越来越小,预计对甲醇边际影响不大。

图 2.2.2.1: 甲醛开工率



资料来源: 卓创资讯 南华研究

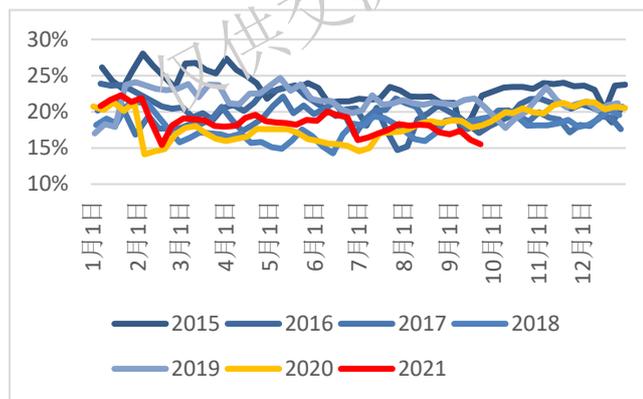
图 2.2.2.2: 甲醛利润



资料来源: Wind 南华研究

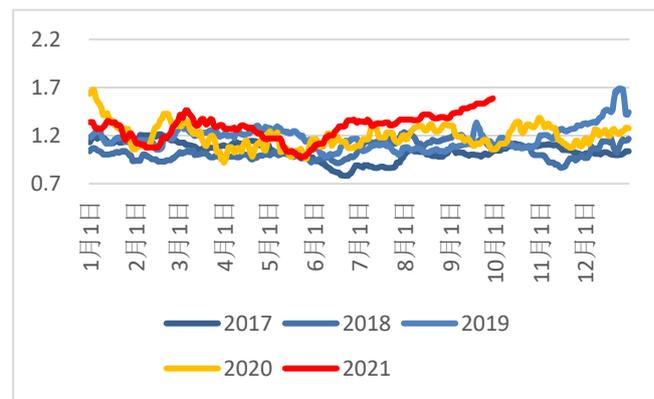
二甲醚: 二甲醚最大的需求来自掺混液化气作为燃料, 我们了解到今年西南地区正在打击这种行为, 因为二甲醚对管道有腐蚀性容易泄露爆炸, “缺乏一个合理的化工用途”这个问题某种程度上很大限制了二甲醚的发展, 但今年民用气自身高价也是导致了市场对于掺混有着较高的兴趣, 三季度原料甲醇价格提振市场氛围, 加之液化民用气市场高位持坚, 下游国庆前期补货积极, 二甲醚市场利好因素较足, 价格延续走高。目前价格下 LPG/DME 比价在历史同期最高位, 今年冬天冬季冷冬可能性较大, 液态燃料普遍看涨情绪较重, DME 作为一种替代品, 预计今年冬季需求不会差。

图 2.2.2.3: 二甲醚开工率



资料来源: 卓创资讯 南华研究

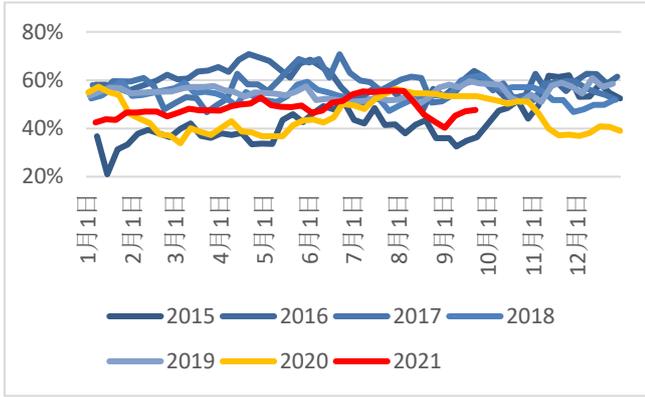
图 2.2.2.4: 二甲醚/LPG 比价



资料来源: 卓创资讯 南华研究

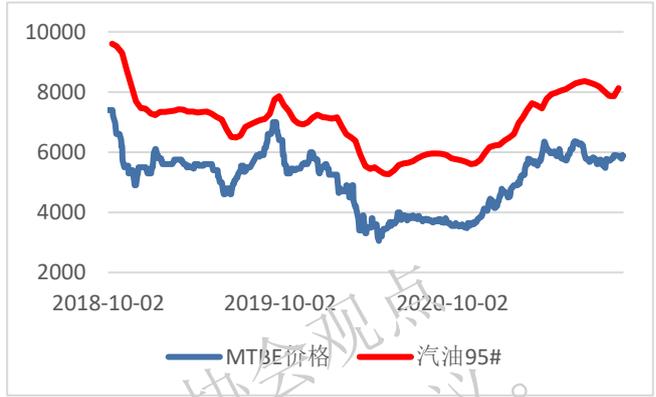
MTBE: 2021 年 MTBE 三季度于 7-8 月份持续下调后, 于金九月份小幅上涨, 但是涨幅亦较有限, 7-8 月份因受疫情影响, 汽油价格亦跌至低位, 加上外围走势不佳, 7-8 月份 MTBE 呈现持续下跌态势。但是因 8 月份山东地区有 7-8 家企业陆续检修, 现货供应逐步缩减, 给予市场一定支撑, 加上随着金九月份来临, 汽油需求逐步提升, 9 月份 MTBE 市场呈现一定上涨。但是因整体利好支撑力度不足, MTBE9 月份涨幅有限, 四季度我们整体对 MTBE 保持中性偏强观点。

图 2.2.2.5: MTBE 开工率



资料来源: 卓创资讯 南华研究

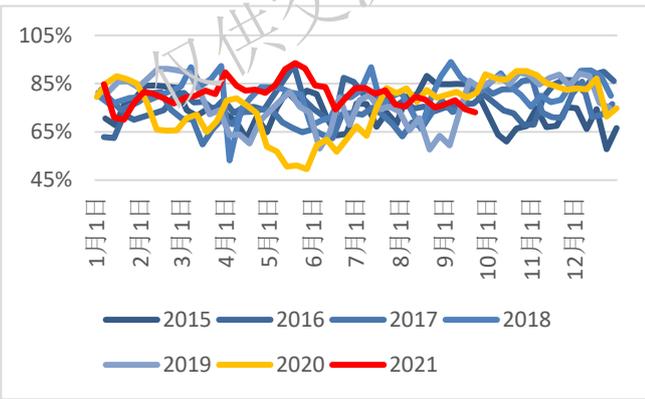
图 2.2.2.6: MTBE 油价相关性



资料来源: Wind 南华研究

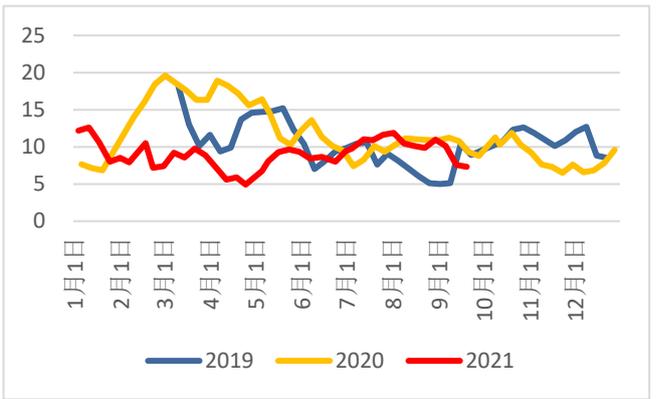
醋酸: 醋酸近期又掀起了一轮涨势, 主要是限电导致了较多的醋酸厂被迫检修或者降负荷, 至于下游方面, 首先来看, PTA 行业 10 月份计划停车/产能为 370 万吨, 与重启的装置产能基本持平, 预计整体供应量较 9 月份波动不大; 下游聚酯减产企业恢复时间尚未明确, 行业开工较难有明显上行。供需面结合来看, 预计 10 月份 PTA 或处于紧平衡状态, 行业开工与 9 月相比波动较窄。因此整体我们认为需求难以和醋酸的供给端形成共振, 随着未来限电逐步放松, 醋酸的绝对价格可能将开始走弱, 但是由于目前醋酸利润太高, 对甲醇的需求拉动是一定有保障的。

图 2.2.2.7: 醋酸开工率



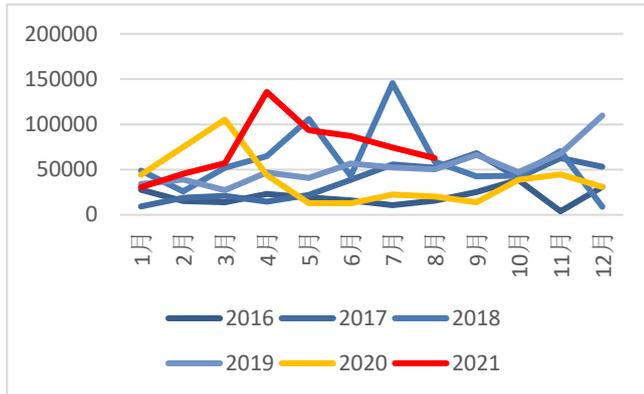
资料来源: 卓创资讯 南华研究

图 2.2.2.8: 醋酸库存



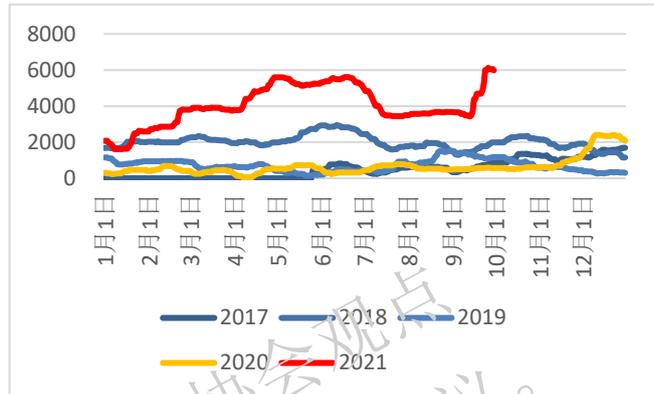
资料来源: 隆众资讯 南华研究

图 2.2.2.9: 醋酸出口



资料来源: 卓创资讯 南华研究

图 2.2.2.10: 醋酸利润



资料来源: 隆众资讯 南华研究

对于甲醇整体的需求而言,我们认为根据产业链利润评估,目前受双控提振,3P、EG 等煤化工相关品种开始变得越来越强势,虽然沿海几套 MTO 利润较差,但是由于当下处于聚烯烃投产周期中,沿海 MTO 作为所有 PP 工艺当中边际成本最高的工艺,受到挤压利润较差也是理所当然的。9 月之后我们发现沿海的甲醇已经部分脱离了 MTO 的需求,通过逆流内地达成新的供需平衡,这某种程度说明了当下沿海 MTO 作为压制了甲醇数年的天花板可能已经被击穿了。

今年重点需要关注的一点是,我们发现甲醇需求当中,那部分无法统计的需求量正在变得越来越大,我们以 9 月为例子,我们看到了大量 MTO 和醋酸装置的停车,但是供给端没有看到相同级别的供给缩量,但是我们持续看到内地货源偏紧,我们不认为传统需求能带来如此巨大的需求增量,相对而言能源缺口周期下甲醇的燃烧需求逐步上升成为了较为合理的解释。

图 2.2.2.11: 甲醇传统需求投产表

新增产品	企业名称	产能	预计时间
醋酸	陕西延长	10 (15)	2020 年 8 月
	广西华谊	50	2021 年 3 月
MTBE	一泓石化	10	2021 年
	海南石化	10	2021 年
	河北鑫海	10	2021 年
	辽宁宝来	12	2020 年 8 月
	中化泉州	10	2020 年 9 月
二甲醚	古雷炼化	6	2021 年
	九江心连心 (一期)	23	2021 年 1 月
甲醛	九江心连心 (二期)	20	2021 年
	广西来宾福隆	20	2020 年 10 月
	山东联亿	200	推迟到 2021
	河南心连心	20	2021 年二季度
	临泉福临化工	20	

	宿州亿元化工	30	
	阜州庆洋化工	10	
	马鞍山国星生物	24	
DMF	华鲁恒升	10	2020年9月底
甲缩醛	阜州庆洋化工	5	
甲烷氯化物	山东东岳二期	20	2021年
	山东金岭（东岳）	30（20）	2020年四季度
DMMN	榆林兖矿	50（10）	2021年
	陕西润中新能源	15	2021年
MMA	浙江石化	9	2020年8月
	淄博齐翔腾达	10	2020年9月7日
有机硅	内蒙恒星化学	20	2021年
	新疆石河子合盛	40	2021年
	山东东岳	30	2021年
POM	内蒙古久泰	6	2021年
甲醇制氢	滨州联邦	1500Nm ³ /h	2021年

数据来源：金联创资讯、南华研究

第3章 供需平衡表

平衡表产量来自于隆众周度产量数据，进口量来自海关数据，国内产量与需求依据国内外检修损失推后计算，库存来自隆众与卓创综合计量。

时间	甲醇产能	开工率	产量	进口量	出口量	总供应	供需	内地库存	港口库存	港口变化	总库存	消费量	
2020/7/31	陕西精益25山东恒信15天业30济宁恒信15	9036.00	63.45%	533.17	136.26	0.10	669.33	16.23	55.98	137.33	16.19	193.31	653.10
2020/8/31	众泰20	9056.00	72.57%	611.18	97.50	1.15	707.53	-16.45	49.89	126.97	-10.36	176.86	723.98
2020/9/30	河南心连心60明峰15	9131.00	73.99%	608.04	124.18	0.08	732.14	-23.44	45.59	107.83	-19.14	153.42	755.58
2020/10/31	万华67万华20	9178.00	77.24%	659.25	123.87	0.00	783.12	-11.66	45.87	119.21	-11.38	165.08	771.46
2020/11/30	经纬能化10	9188.00	74.41%	615.28	110.67	1.73	724.22	-11.69	45.83	107.56	-11.65	153.39	735.91
2020/12/31	济宁17烟台华鲁180延中煤180中信20	9585.00	70.97%	632.62	110.63	3.57	739.69	-7.81	35.26	110.32	2.76	145.58	747.50
2021/1/31	九江心连心60众泰20清退兖州焦化10东圣6 鲁西15毕节20天津10龙宇5伟天30	9569.00	72.35%	643.90	85.37	3.67	725.60	0.09	51.36	94.31	-16.01	145.67	725.51
2021/2/28	九江60	9629.00	75.20%	608.23	81.31	0.57	688.98	20.55	77.82	88.40	-5.01	166.22	668.43
2021/3/31		9629.00	74.64%	668.41	96.83	4.39	760.85	-31.33	56.33	78.56	-6.84	134.89	792.18
2021/4/30	鄂能化100	9729.00	75.40%	660.18	100.90	7.77	753.30	-23.67	45.40	65.82	-12.74	111.22	776.97
2021/5/31		9729.00	78.59%	711.07	108.79	3.96	815.90	12.84	61.02	63.04	-2.78	124.06	803.06
2021/6/30		9729.00	76.40%	668.98	112.29	1.05	780.22	8.50	59.48	73.08	10.64	132.56	771.72
2021/7/31	华谊180	9909.00	72.30%	666.27	88.57	2.28	752.56	-1.88	67.85	62.83	-10.25	130.68	754.44
2021/8/31		9909.00	75.18%	692.80	115.00	5.00	802.80	4.09	56.28	78.51	15.68	134.77	798.71
2021/9/30	亚鑫30	9939.00	67.39%	602.80	100.00	4.00	698.80	-2.93	50.00	81.84	3.33	131.84	701.72
2021/10/30	久泰90?	10029.00	69.24%	645.80	110.00	2.00	753.80	10.63	50.00	92.47	10.63	142.47	743.17

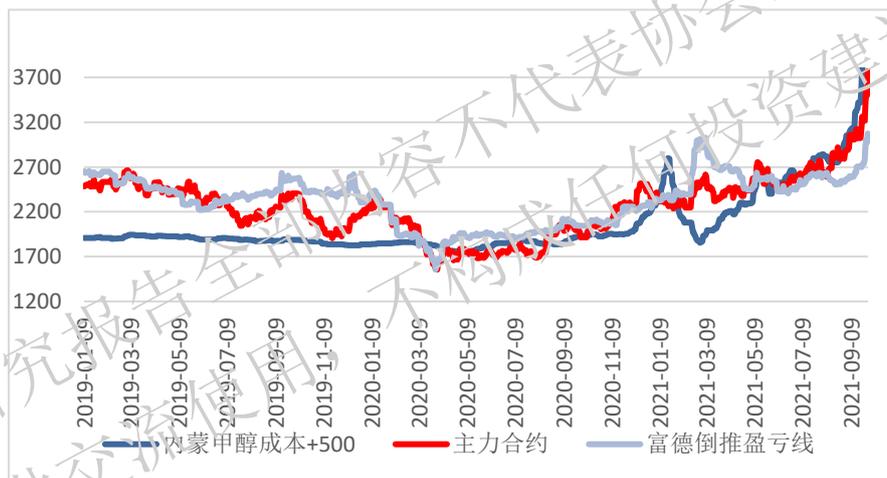
第4章 观点与策略

对于2021年四季度的甲醇走势，我们总体态度是看涨的，因为我们认为今年的行情核心矛盾在于能源端的紧缺，我们虽然看到了终端下游的哀鸿遍野和停车抗议。但是想通过化工品的需求负反馈压制能源的上涨是不现实的。就好像大象可以轻而易举的踩死一群蚂蚁，而一群蚂蚁想齐心协力托起一头大象一样是不现实的。

甲醇的强势是因为在整条产业链中，甲醇是体现能源紧缺和交易冬季进一步紧张最好的标的物。因此甲醇当下的矛盾如果未来缓解一定不是通过自生供需调整，而是一个大的能源结构调整结束之后才可能结束。而这样的一轮周期我们认为耗时是比较久远的，并不是短期可以解决的矛盾。因此我们整个四季度对甲醇，甚至是对动力煤甲醇聚烯烃整条煤化工产业链的态度是只做多不做空。

至于上方空间，我个人觉得这个判断难度太大，因为甲醇在突破了沿海 MTO 这个天花板之后似乎面对的就是星辰大海，上方已经没有明显的压力位，似乎只能通过燃料的性价比去寻找一些并不那么坚实的压制逻辑。且近期煤化工的上涨已经开始传递到聚烯烃和乙二醇，上边边际仍然逐步上移。就像供给侧改革的那轮焦炭行情，1000 块的焦炭当时以为是高点，现在回头看只不过是起点，因此我们的建议是不要去判断高点在哪，只要逻辑不变，甲醇产业链的多配就可以一直持有。

图 4.1：甲醇估值



数据来源：金联创 卓创资讯 隆众资讯 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

研究报告全部内容不代表任何投资建议
仅供交流使用，不构成任何投资建议



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点