

## 强现实转向弱预期，甲醇重心或下移

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

二季度甲醇将由强现实逐渐向弱预期过渡。一方面在煤价下行预期下，甲醇估值中枢预计会跟随煤炭下移，且烯烃低利润和潜在负反馈风险始终对于甲醇存在压制作用，另一方面随着海外供应恢复港口将面临高进口压力，而国产春检规模预计有限的情况下，烯烃和传统需求转弱将导致甲醇供需逐步承压，进入累库周期。

### 摘要：

#### 二季度煤价下行预期下甲醇估值支撑将转弱

目前甲醇利润水平良好，下游烯烃利润承压，整体估值水平中性偏高。二季度在煤价下行背景下，甲醇估值中枢预计会跟随煤炭下移，但宏观和原油温和复苏预期下对甲醇估值或存在一定支撑。

#### 二季度甲醇春检力度较弱，整体开工预计降幅有限

3、4 月国内甲醇生产企业进入春检集中期，高供应压力将有所缓解，而 3 月在煤价重心不断下移的情况下，甲醇生产利润逐步修复，此外去年年底以及今年年初上游多数装置已经经历了提前检修，因此今年甲醇企业春检力度预计是偏弱的。根据现有的检修规模统计，4 月计划检修产能较少，整体开工负荷预计降幅有限，5-6 月检修计划尚未公布，届时开工可能有再次下降预期。

#### 二季度海外供应恢复，国内进口压力将增加

1 月由于伊朗大面积产能停产，全月装船量降至 50 万吨，对应 2 月国内进口缩量。进入 2 月，伊朗地区又经历了连续的降温天气，导致装置复产进度进一步延后，2 月伊朗装船量仅在 20 万吨左右。直至 3 月上中旬伊朗装置才陆续完成重启，目前伊朗地区开工增长至 6 成附近，预计 3 月国内进口抵港总量在 85-90 万吨，4 月或将回升至 110 万吨。其中伊朗将在装置全部重启和招标量有所增加的背景下大幅回升。按照船期 20-30 天计算，进口恢复对于国内的影响主要将体现在 4 月中下旬。

### 化工研究团队

研究员：  
胡佳鹏  
021-80401741  
hujiapeng@citicsf.com  
从业资格号：F3039655  
投资咨询号：Z0013196

黄谦  
021-80401738  
huangqian@citicsf.com  
从业资格号：F3063512  
投资咨询号：Z0014611

杨家明  
021-80401704  
yangjiaming@citicsf.com  
从业资格号：F3046931  
投资咨询号：Z0015448

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

### 烯烃以低利润进入二季度，关注负反馈是否加剧，传统需求将呈现季节性回落

一季度在甲醇价格持续向上的背景下，聚烯烃涨幅不及甲醇导致 MT0 利润不断压缩，MT0 企业负反馈消息增加。短期在甲醇偏强预期下 MT0 利润仍偏承压，关注沿海烯烃装置负反馈是否进一步加剧。目前传统下游综合开工处于同期高位，进一步向上空间有限，且原料库存维持中高位的情况下实际采购企业不多，按需采购为主。二季度传统开工将呈现季节性回落，对于原料采购需求下滑。

### 二季度甲醇将由强现实向弱预期过渡，价格或向下考验成本支撑

甲醇以偏高估值进入二季度，二季度我们认为甲醇将由强现实逐渐向弱预期过渡。一方面在煤价下行预期下，甲醇估值中枢预计会跟随煤炭下移，且烯烃低利润和潜在负反馈风险始终对于甲醇存在压制作用，另一方面随着海外供应恢复港口将面临高进口压力，而国产春检规模预计有限的情况下，烯烃和传统需求转弱将导致甲醇供需逐步承压，进入累库周期。其中进口冲击的影响主要体现在 4 月中下旬，叠加春检持续以及部分 MT0 的重启预期，在不考虑烯烃新增检修的情况下，4 月甲醇整体压力预计有限，5、6 月压力将有所增加。

**价格运行区间和操作策略：**短期强现实支撑下甲醇主力 05 合约震荡偏强，二季度估值及基本面驱动转弱，甲醇偏向逢高空，价格运行区间在 2200-2700 元/吨；套利策略推荐：（1）MA5-9 价差先正套后反套；（3）跨品种考虑到聚烯烃产能增速远超甲醇，PP-3\*MA 价差长期格局偏做缩，伴随 MT0 负反馈增加可阶段性尝试做扩机会；二季度甲醇供需格局不及尿素，可逢高布局 MA-UR09 做缩，具体可关注尿素二季度策略报告。

**风险要素：**上行风险：煤价大幅上涨，宏观利好 下行风险：煤价大幅下跌，经济衰退风险，MT0 负反馈超预期。

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 摘要:                                  | 1  |
| 一、2024 年一季度甲醇价格重心不断抬升                | 5  |
| 二、二季度煤价下行预期下甲醇估值支撑将转弱                | 6  |
| 三、二季度甲醇春检力度较弱，整体开工预计降幅有限             | 8  |
| 四、二季度海外供应恢复，国内进口压力将增加                | 11 |
| 五、烯烃以低利润进入二季度，关注负反馈是否加剧，传统需求将呈现季节性回落 | 13 |
| 六、二季度甲醇将由强现实向弱预期过渡，价格或向下考验成本支撑       | 18 |
| 免责声明                                 | 20 |

## 图目录

|       |                      |    |
|-------|----------------------|----|
| 图 1:  | 甲醇期现价格走势             | 5  |
| 图 2:  | 甲醇 05 合约基差           | 5  |
| 图 3:  | 甲醇内地工厂库存             | 5  |
| 图 4:  | 甲醇港口库存               | 5  |
| 图 5:  | 动力煤/原油（统一热值）         | 7  |
| 图 6:  | 环渤海港口总库存             | 7  |
| 图 7:  | 煤炭 25 省电厂日耗合计        | 7  |
| 图 8:  | 煤炭 25 省电厂库存合计        | 7  |
| 图 9:  | MTO 现货利润             | 8  |
| 图 10: | 内蒙煤制甲醇现金流利润          | 8  |
| 图 11: | 国内甲醇产能走势（万吨）         | 9  |
| 图 12: | 国内年度新增产能对比（万吨）       | 9  |
| 图 13: | 甲醇装置开工率              | 10 |
| 图 14: | 历年春检规模对比             | 10 |
| 图 15: | 甲醇进口数量（万吨）           | 12 |
| 图 16: | 甲醇进口来源               | 12 |
| 图 17: | 甲醇伊朗+阿联酋+阿曼货源进口量（万吨） | 12 |
| 图 18: | 伊朗货源进口利润（+1.6%）      | 12 |
| 图 19: | 国际甲醇开机率              | 13 |
| 图 20: | 海外分区域检修产能            | 13 |
| 图 21: | 国内甲醇消费结构             | 13 |
| 图 22: | 海外甲醇消费结构             | 13 |
| 图 23: | MTO 对甲醇月度消费量（万吨）     | 14 |
| 图 24: | 传统及能源类对甲醇月度消费量（万吨）   | 14 |
| 图 25: | 甲醇传统需求加权开工率          | 14 |
| 图 26: | MTO/MTP 开工率          | 14 |
| 图 27: | 醋酸开工率                | 15 |
| 图 28: | 甲醛开工率                | 15 |

|       |                  |    |
|-------|------------------|----|
| 图 29: | 二甲醚开工率 .....     | 15 |
| 图 30: | MTBE 开工率 .....   | 15 |
| 图 31: | PDH 企业生产利润 ..... | 16 |
| 图 32: | MTO 生产利润 .....   | 16 |
| 图 33: | 内地企业待发订单量 .....  | 17 |
| 图 34: | 传统下游原料库存量 .....  | 17 |
| 图 35: | 外采甲醇制烯烃开工率 ..... | 17 |
| 图 36: | MTO 样本企业库存 ..... | 17 |

## 表目录

|       |                       |    |
|-------|-----------------------|----|
| 表格 1: | 甲醇 2024 投产表 .....     | 9  |
| 表格 2: | 甲醇 3-4 月计划检修企业 .....  | 10 |
| 表格 3: | 海外部分装置运行情况 .....      | 11 |
| 表格 4: | 2024 年传统下游投产计划表 ..... | 17 |
| 表格 5: | 二季度甲醇供需平衡预估 .....     | 18 |

## 一、2024 年一季度甲醇价格重心不断抬升

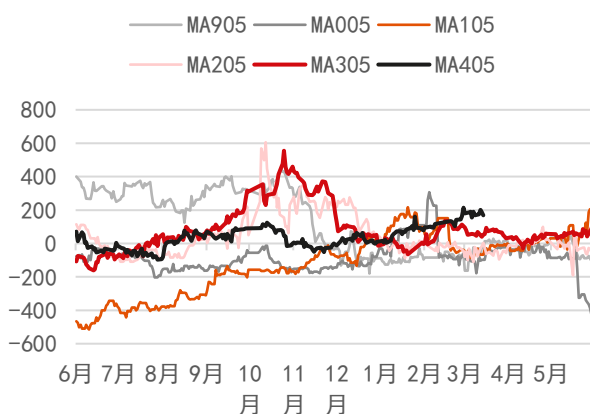
2024 年一季度甲醇价格重心不断抬升。1 月上旬市场对于 1 月港口进口和累库预期偏高，需求端在 MT0 阶段性停车以及传统需求随着春节临近逐步转弱的情况下，主力 05 合约价格最低下行至 2300 附近。随后港口开始经历频繁封航，卸货效率低下，叠加连续的船货污染等事件性驱动作用下，港口现实流动性大幅收紧，绝对价格和基差持续走强。2、3 月又受到伊朗大面积停车以及降温带来的装置复产不断延后，而非伊装置也在故障以及计划内检修的影响下整体负荷下降，从而导致进口预期大幅下调，港口库存持续去化至同期低位。而内地市场在高供应高库存和弱需求压制下行情持续向下，港口内地高价差支持内地货源大量流向港口进行套利，目前内地供应压力逐步缓解，港口压力增加基差高位回落，两地价差正逐步修复。

图 1：甲醇期现价格走势



资料来源：Wind 卓创 中信期货研究所

图 2：甲醇 05 合约基差



资料来源：Wind 卓创 中信期货研究所

图 3：甲醇内地工厂库存

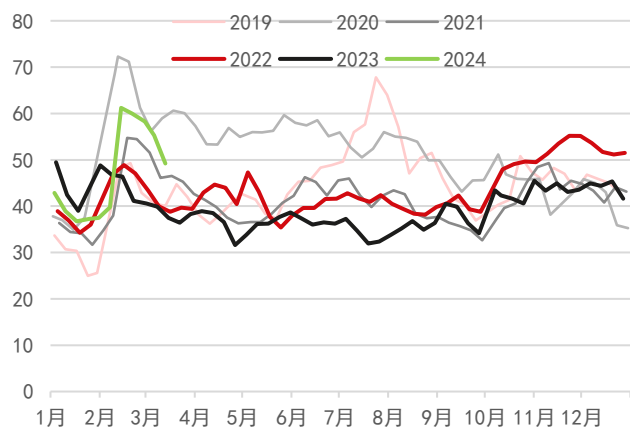
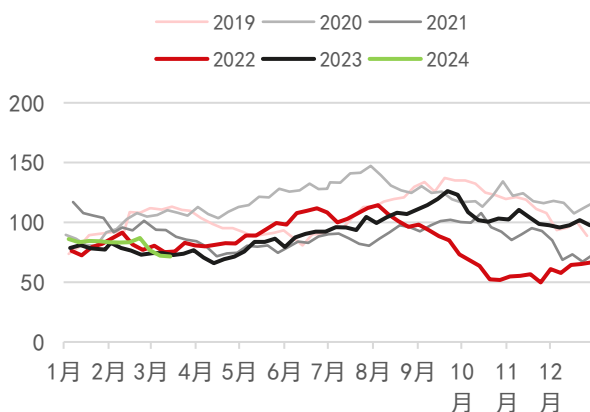


图 4：甲醇港口库存



资料来源：隆众 中信期货研究所

资料来源：卓创 中信期货研究所

## 二、二季度煤价下行预期下甲醇估值支撑将转弱

甲醇中间品和原料端属性较强，下方看煤炭和天然气，上方看原油和宏观。宏观和原油主要引导化工板块的趋势性行情，而甲醇自身基本面决定了相对强弱。

宏观方面去看，经济整体稳中渐进的趋势已较为明显，且地产端风险在 2023 年已经有所释放，2024 年预计更多的仍是释放后的修复过程。叠加近期两会基调，GDP 增速预期 5%，且后续仍有万亿国债投放计划，宏观层面或存在一定托底。

原油方面一季度计划外供应减量，包括伊朗主动减少出口，以及俄罗斯因无人机袭击炼油设施导致出口下降。据消息人士称欧佩克决定二季度继续延长减产。需求方面，全球 GDP 增速连续四个月回升，主要地区 PMI 均呈现筑底回升趋势，虽然目前市场预计美联储上半年暂时不会马上启动降息，但对深度衰退担忧缓解，美股创历史新高提振海外金融情绪。因此在经济温和筑底、中美关系稳定的基准预期下，原油供应增速或低于需求，油价区间或呈现温和上移，若出现地缘冲突扩大导致局部供应中断的情况，上行风险会进一步加大。

动力煤方面，2024 年一季度港口价格在 900-960 元/吨的区间震荡运行；春节后部分刚需补库需求释放，叠加寒潮降温导致用煤需求增长以及山西限产等消息影响，煤价迎来阶段性反弹，随后在供应恢复和弱需求影响下进入下行通道。往后二季度煤炭将进入消费淡季，电厂日耗季节性回落，需求仍有转弱预期，在供应和库存水平偏高的情况下，煤价重心或面临下移，底部参考 710 元/吨左右的港口长协价，下行速度预计会快于去年。

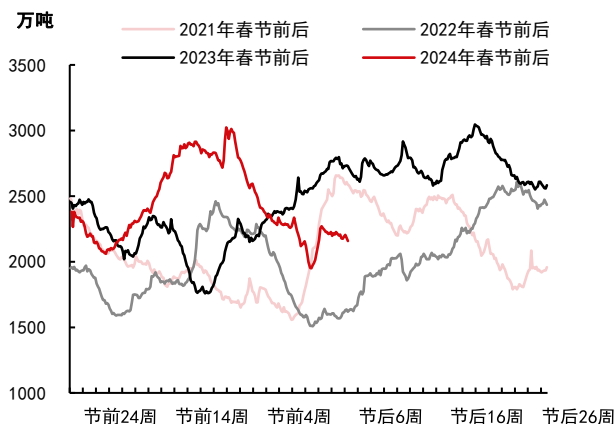
从甲醇估值角度来看，近几年甲醇估值受煤价影响较大，主要是因为煤制甲醇是目前主流的生产工艺，占比能够达到 75%，且化工煤实行双轨制运行后，即化工原料用煤采取市场化定价，煤价对甲醇估值的影响权重进一步增加。产业链利润的传导逻辑是从终端原料逐步向下传导，煤炭-甲醇-烯烃以及其他下游。目前甲醇利润水平良好，下游烯烃利润承压，整体估值水平中性偏高。二季度在煤价下行背景下，甲醇估值中枢预计会跟随煤炭下移，但宏观和原油温和复苏预期下对甲醇估值或存在一定支撑。

图 5：动力煤/原油（统一热值）



资料来源：Wind CCTD 中信期货研究所

图 6：环渤海港口总库存



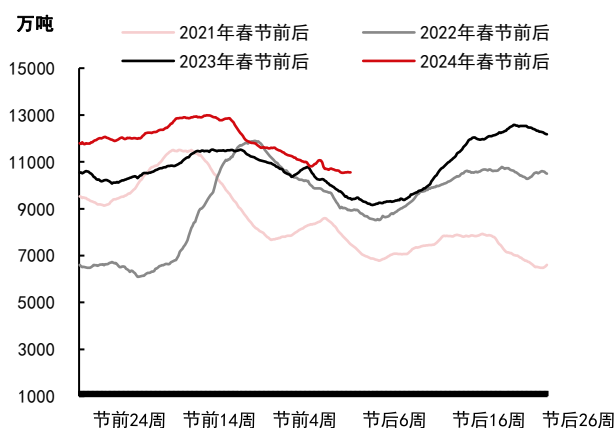
资料来源：Wind CCTD 中信期货研究所

图 7：煤炭 25 省电厂日耗合计



资料来源：Wind CCTD 中信期货研究所

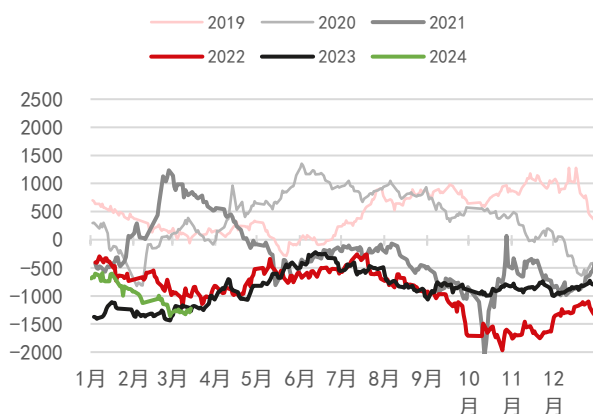
图 8：煤炭 25 省电厂库存合计



资料来源：Wind CCTD 中信期货研究所

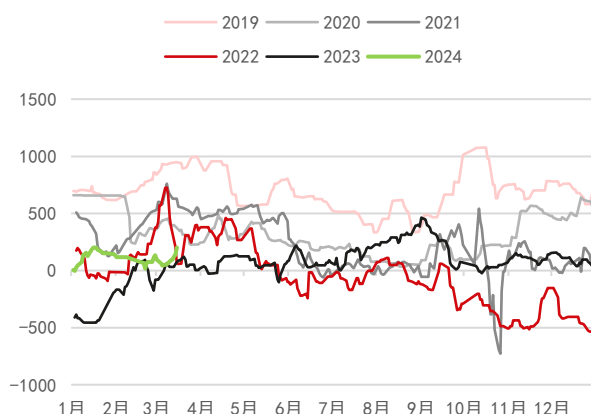


图 9：MTO 现货利润



资料来源：Wind 卓创 中信期货研究所

图 10：内蒙煤制甲醇现金流利润



资料来源：卓创 CCTD 中信期货研究所

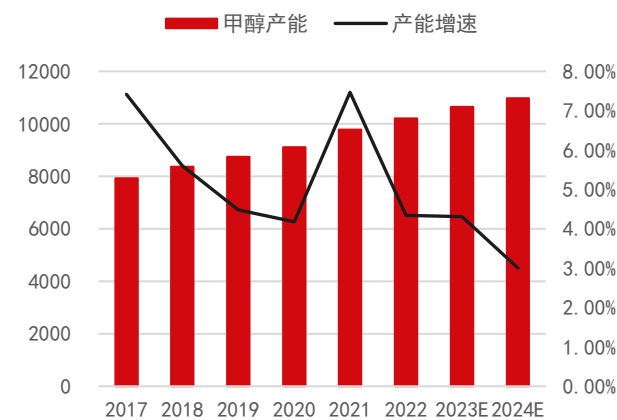
### 三、二季度甲醇春检力度较弱，整体开工预计降幅有限

2024 年一季度甲醇新增产能仅一套江苏索普 30 万吨，配套下游醋酸装置。2024 年新增产能方面去看，全年产能增量预计在 320 万吨（考虑到宝丰和中泰两套大型装置投产大概率在年底，因此未计入统计），产能增速 3%，其中多数装置以 10-50 万吨焦炉气和二氧化碳制工艺为主，部分大型装置投产有配套下游，实际影响市场流通的供应增量大概在 200 万吨左右，产能增速较低。

存量供应去看，截至 3 月中旬，国内甲醇开机率 75.36%，处于同期绝对高位。3、4 月国内甲醇生产企业进入春检集中期，高供应压力将有所缓解，而 3 月在煤价重心不断下移的情况下，甲醇生产利润逐步修复，此外去年年底以及今年年初上游多数装置已经经历了提前检修，因此今年甲醇企业春检力度预计是偏弱的。根据现有的检修规模统计，4 月计划检修产能较少，整体开工负荷预计降幅有限，5-6 月检修计划尚未公布，届时开工可能有再次下降预期。

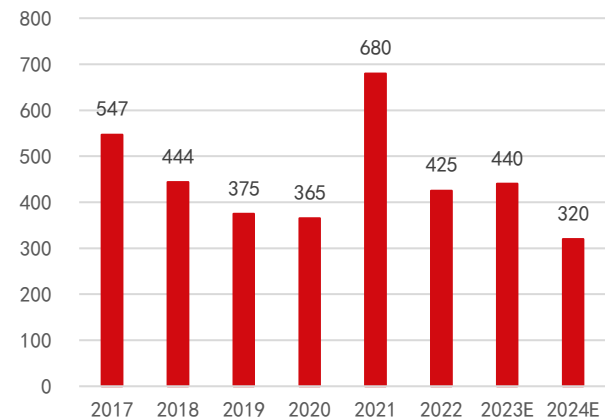


图 11： 国内甲醇产能走势（万吨）



资料来源：卓创 中信期货研究所

图 12： 国内年度新增产能对比（万吨）



资料来源：卓创 中信期货研究所

表格 1： 甲醇 2024 投产表

| 地区      | 企业名称    | 产能  | 原料   | 投产时间                    |
|---------|---------|-----|------|-------------------------|
| 华东      | 江苏索普    | 30  | 煤炭   | 2024 年初投产，配套醋酸          |
| 华北      | 山西介休昌盛  | 25  | 焦炉气  | 2024 年上半年               |
| 华北      | 山西盛隆泰达  | 10  | 焦炉气  | 2024 年上半年               |
| 西北      | 宁夏冠能    | 40  | 煤炭   | 2024 年上半年（配套 BDO）       |
| 西北      | 内蒙君正    | 55  | 焦炉气  | 2024 年上半年（配套 BDO）       |
| 西北      | 内蒙黑猫二期  | 30  | 焦炉气  | 2024 年上半年               |
| 华中      | 河南晋开    | 30  | 煤炭   | 2024 年上半年               |
| 西北      | 甘肃煤电清洁  | 10  | 废气   | 2024 年上半年               |
| 山东      | 山东瑞星    | 20  | 煤炭   | 2024 年                  |
| 西北      | 新疆中泰    | 100 | 煤炭   | 2024 年年底（配套 BDO）        |
| 西北      | 内蒙古宝丰   | 660 | 煤炭   | 2024 年四季度（配套 300 万 MT0） |
| 西南      | 贵州黔西化工  | 30  | 焦炉气  | 2024 年底                 |
| 华北      | 山西易安新能源 | 40  | 二氧化碳 | 2024 年                  |
| 2024 合计 |         | 320 |      |                         |

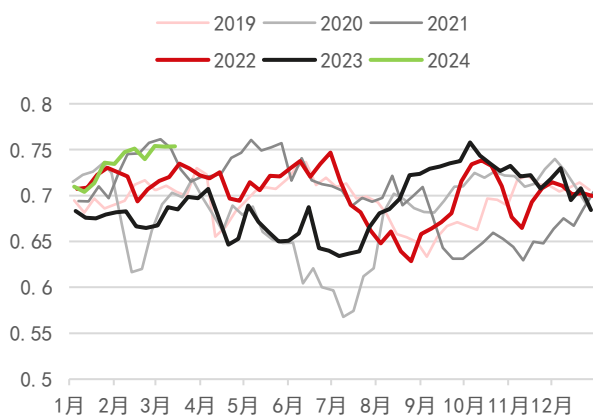
资料来源：卓创 隆众 中信期货研究所

表格 2：甲醇 3-4 月计划检修企业

| 企业名称  | 年产能<br>(万吨) | 区域 | 检修时间 | 检修天数  |
|-------|-------------|----|------|-------|
| 云维    | 10          | 西南 | 3 月  | 30    |
| 四川达兴  | 20          | 西南 | 3 月  | 30    |
| 孝义鑫东亨 | 25          | 华北 | 3 月  | 10    |
| 山东荣信  | 25          | 华北 | 3 月  | 25    |
| 安庆曙光  | 20          | 华东 | 3 月  | 40    |
| 龙兴泰   | 30          | 华东 | 3 月  | 10    |
| 宁夏大地  | 5           | 西北 | 3 月  | 20    |
| 榆林凯越  | 70          | 西北 | 3 月  | 30    |
| 鄂能化   | 100         | 西北 | 3 月  | 15    |
| 兖矿二期  | 60          | 西北 | 3 月  | 15    |
| 久泰二期  | 200         | 西北 | 3 月  | 15-20 |
| 山东国焦  | 25          | 华北 | 4 月  | 15-20 |
| 荣信一期  | 90          | 西北 | 4 月  | 25    |
| 中煤远兴  | 60          | 西北 | 4 月  | 30    |
| 神木    | 60          | 西北 | 4 月  | 15-20 |
| 东华    | 60          | 西北 | 4 月  | 25    |
| 国泰    | 40          | 西北 | 4 月  | 20    |

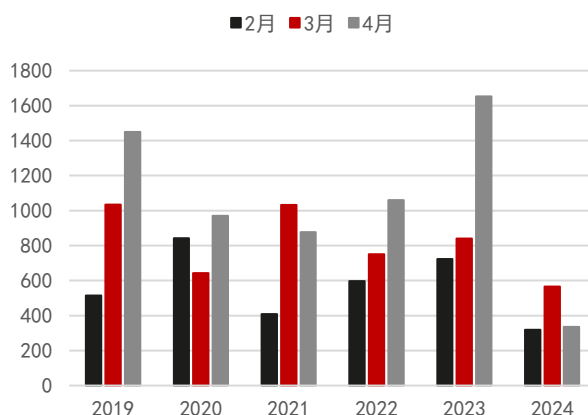
资料来源：卓创 隆众 中信期货研究所

图 13： 甲醇装置开工率



资料来源：卓创 中信期货研究所

图 14： 历年春检规模对比



资料来源：隆众 中信期货研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/708130037003006050>