

品种研究

张伟伟
分析师

执业资格号: F0269806

投资咨询证: Z0002792

电话: 0516-83831165

Email:

zhangweiwei@neweraqh.com.cn

中国矿业大学理学硕士，郑商所高级分析师，主要负责棉花、白糖、天胶及能源化工等品种的分析研究工作，精通产业链，善于结合基本面与技术面把握商品运行趋势和节奏。

杨怡菁
分析师

执业资格号: F3061802

电话: 021-20267528

Email: yangyijing

@neweraqh.com.cn

Hofstra University 金融学硕士，主要负责甲醇、聚烯烃等品种的分析研究工作，精通产业链，善于结合基本面与技术面把握商品运行趋势和节奏。

甲醇专题：煤炭涨势受阻，甲醇或陷入上下两难

一、一周回顾

五一节后，黑色系品种屡次拉涨。其中，动力煤因安全检查、库存偏低等利好，09合约突破800点和900点整数关口，于周三接近涨停至最高944.2点。动力煤的强势拉涨，带动了几个煤头化工的上行。甲醇现货提振积极，资金情绪亢奋，MA09于上半周突破2624点前高，并于周三封涨停板。截止5月13日，MA2109收于2755元/吨（+224，+7%），日内冲击2800点以上；91价差收于-56元/吨（+33），09MT0价差收于+609元/吨（-524）。

基本上，港口库存中性，可流通库存低位；内地借势提涨，西北屡有停售，同样库存压力偏低。榆能化二期MTO检修开始、宝丰二期仍在外销甲醇、鄂能化投产等利空未能对现货拉涨造成阻碍。港口、内地库存偏低情况下，现货涨幅较之于期货，更不容小觑。港口现货率先突破2700、2800元/吨，基差大幅走强至09+100至120。期货贴水，使得MA09短期易涨难跌，屡屡追涨现货。

周四，以动力煤为首，煤系品种午后跳水，MA09受此拖累，同样于午后回落。我们认为，近期甲醇的强势基于自身基本面情况尚可，且包含了煤炭成本端抬升的因素。故煤系品种的价格走势受到高度关注，若其涨势夭折，势必拖累甲醇。因此在周四至周五动力煤暴跌后，MA09高位波动风险加剧，向下有低库存支撑，向上空间已在本周试探出来，短期或陷入上下两难格局。

策略上，MA09短期高位波动加剧，上涨已见顶，但跌也不容易，多单宜早离场观望。

风险提示：煤系品种波动二次干扰；原油波动影响等。

二、基本面分析

(一) 动力煤与甲醇:

图 1. MA-2.5ZC (单位: 元/吨)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

按煤制甲醇盘面利润和理论利润, 我们能看到 20 年 7-8 月两个利润价差均处于低位或理论亏损状态, 对应煤制甲醇工艺为主的西北开工率大幅回落至 60% 以下。对比近期价差走势, 截止 5 月 13 日, MA-2.5ZC (指数) 约 547 元/吨, 周内该价差触及近年波动区间下沿, 理论利润则处于亏损边缘。

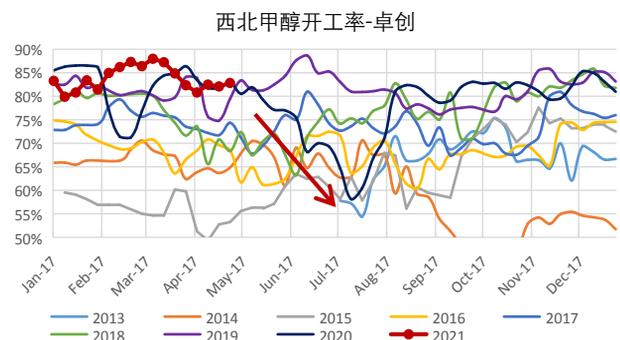
煤制成本驱动的逻辑多数时间建立在理论利润基础上, 剔除 20 年一季度因疫情引发的甲醇价格暴跌和降负, 20 年三季度甲醇亏损导致煤制装置降负较为明显。近期, 因动力煤的暴涨, 两个利润价差开始向 20 年三季度情况靠拢, 不禁令人担忧。目前, 主产区甲醇工厂尚有挺价的能力, 几番拉涨, 未见明显走弱迹象, 市场对煤制利润的担忧暂停留在利润压缩上。但动力煤供需趋紧格局似乎短期难以改善, 成本端的上浮给予甲醇的压力始终不减, 后期是否导致煤制甲醇明显亏损、是短期还是中长期亏损, 犹未可知。 **煤制装置亏损到降负的预期, 现实中和盘面上均需要一定的时间来兑现和验证, 市场担忧虽有, 但上游亏损降负逻辑言之过早。**

图 2. 甲醇利润 (单位: 元/吨)



资料来源: 隆众 新纪元期货研究

图 3. 西北甲醇开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

在亏损降负逻辑之前, **宏观政策压力和交易所风控措施可能先一步影响资金情绪。**

5 月 12 日, 国务院常务会议强调“有效应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响”。今年以来, 大宗商品的暴涨多次受到中央关注, 尤其是黑色系品种, 不排除政策降温的可能性。

郑商所分别在 5 月 10 号和 13 号公告, 决定自 5 月 13 日起调涨动力煤部分合约保证金、涨跌停板, 自 5 月 18 日起调涨甲醇、尿素、玻璃部分合约的保证金、涨跌停板, 动力煤、纯碱手续费也做出相应调涨。

周四, 煤系品种的午后跳水, 与政策调控预期增强有关, 动力煤险些跌停。**煤系品种走势是否就此触顶的不确定性, 或打断甲醇等煤头化工的涨势。**

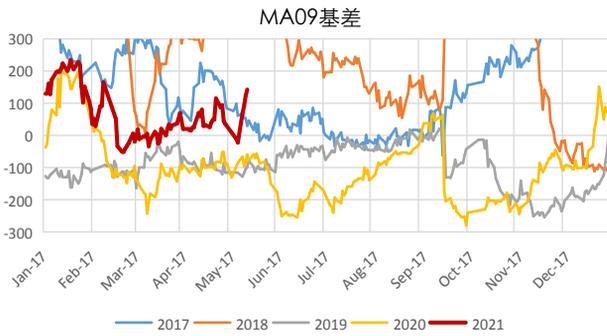
(二) 价格结构: 期货贴水, MA09 易涨难跌

基差方面, 大幅走强, 后半周约 09+100/110 左右, 最高 09+120。期货贴水的优势摆在眼前, MA09 难有深跌, 仍具备短线拉

涨的可能性。期货补贴水的逻辑即便没有煤系品种后续的助涨，也是成立的。

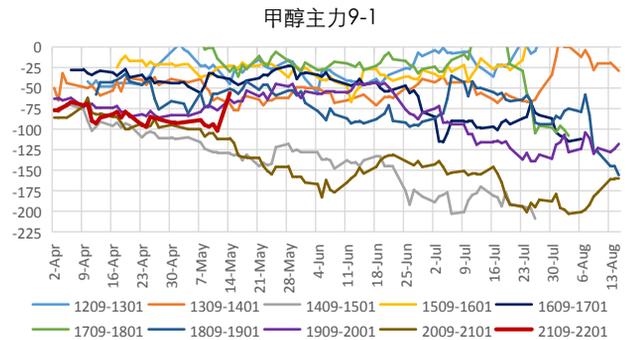
月差方面，截止本周四，MA9-1=-56元/吨。前期，MA91价差缓慢拉开至-100元/吨附近，周四MA09追涨现货，91月差明显走强，反套切换正套。

图 4. 甲醇基差 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

图 5. MA91 价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 交易所行情数据 新纪元期货研究

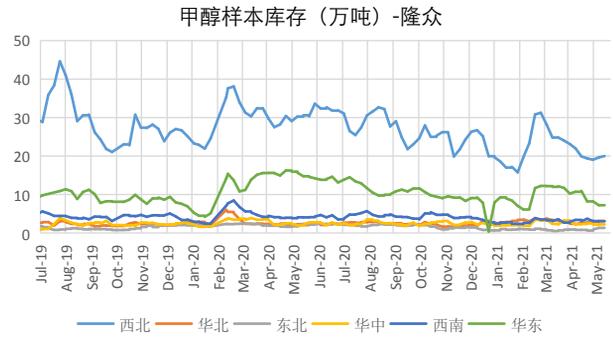
(三) 内地: 利空在积累, 低库存下的强势能维持多久

图 6. 甲醇内地价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

图 7. 甲醇样本库存 (单位: 元/吨)



资料来源: 隆众 新纪元期货研究

本周内地普涨, 截止本周四, 内蒙南北线 2350-2360 元/吨 (+100) 鲁南 2725 (+235)、鲁北 2610 (+170)、河北 2605 (+155)、河南 2670 (+260)。

1、西北低库存已维持一月有余, 上扬的行情和部分企业的检修, 支撑低库存的延续。

截止本周三, 西北库存 20 万吨, 较上周微增; 内地库存合计 36.54 万吨, 较上周持平。目前, 仍有部分内蒙、陕西装置计划检修或故障检修, 西北货源趋紧提振行情。其中, 陕西神木本应在 5.15-5.20 左右重启, 提前至 5.13-5.16 重启, 将改善内陆烯烃甲醇供应偏紧的格局; 西北能源计划检修从 5 月初推迟到 5 月中旬, 再次推迟到 5 月末。

表 2. 5 月甲醇检修表 (单位: 万吨)

生产企业	原料	产能	起始	终止	检修天数	停车原因
云南先锋解化	煤 (联醇)	15	2021/3/13	待定	待定	计划检修
神华榆林	煤	180	2021-4-13	待定	待定	故障降负
山东兖矿国宏 64	煤	14	2021/4/14	2021/5/24	40	计划降负
陕西神木化工 20+40	煤 (单醇)	20	2021/4/20	2021/5/13	23	提前重启
陕西神木化工 20+40	煤 (单醇)	40	2021/4/20	2021/5/16	26	提前重启
内蒙古神华巴彦淖尔	焦炉气	10	2021/4/20	2021/5/20	30	计划检修
陕西焦化厂	焦炉气	20	2021/4/21	2021/5/15	24	计划检修
安徽昊源化工集团有限公司	煤 (联醇)	40	2021/4/25	2021/5/10	15	计划检修
内蒙古赤峰博元	焦炉气	15	2021/4/26	待定	待定	临时停车

新奥集团二期	煤(单醇)	60	2021/5/8	2021/5/21	13	故障检修
陕西渭河煤化工 20+40	煤(单醇)	40	2021/5/8	2021/5/15	7	计划检修
陕西黑猫	焦炉气	10	2021/5/10	2021/5/20	10	故障检修
内蒙古鄂尔多斯乌世林化工	煤	30	2021/5/10	2021/5/17	7	计划检修
陕西奥维乾元化工	煤(联醇)	20	2021/5/11	2021/5/21	10	计划检修
河北定州新天鹭 10+25(旭阳焦化 14+25)	焦炉气	10	2021/5/11	2021/5/16	5	计划检修
山西建滔万鑫达(10+10)	焦炉气	10	2021/5/12	2021/5/27	15	计划检修
西北能源	煤	20	2021/5/26	2021/6/15	20	推迟检修
上海焦化 45+15+20+20	煤	100	2021年5-6月	待定	待定	轮检
中海油 60+80	天然气	80	2021年5月底	待定	20	计划检修
山东新能凤凰(36+36+20)	煤	92	2021年5月底	待定	待定	计划检修
山东明水大化(30+60)	煤	60	2021/5/30	2021/6/19	20	计划检修
山东荣信煤化	焦炉气	25	2021年6月	待定	待定	计划检修

资料来源: 卓创 新纪元期货研究

2、西北后期烯烃外销趋增。

由于前期烯烃外采利好不断,西北短期供应压力不显。目前,多空参半,神华榆林外采、宝丰二期+神华宁煤外销。但自5.12起,榆能化二期MTO计划检修20天,上游甲醇装置维持运行。届时榆能化的甲醇外销+部分装置的重启将带来供应压力的提升,西北主产区价格上行趋势受到抑制,但在此前,西北价格可能先会受期价高位调整拖累。6-7月左右,内蒙古久泰、中煤蒙大或有计划检修安排,两套都是外采甲醇装置,后市存烯烃需求减量预期,预计周产量-MTO甲醇周消耗量在6月起边际转弱更为明显。

表3. 部分MTO装置动态(单位:万吨)

企业名称	烯烃产能	检修计划	备注
吉林康奈尔	30	2020年10月底/11月计划检修,停车至今	削减外采甲醇需求
青海盐湖	33	2021.1.15左右重启	低负荷运行
内蒙古久泰	60	2021.3.20左右-4.7,甲醇计划检修15天,MTO正常运行	约增加4.54万吨甲醇外采
神华榆林	60	2021.4.13甲醇故障降负,MTO正常运行	部分外采
宁夏宝丰二期	60	推迟检修;2021年4月下旬起外销甲醇至6月	约增加1.2万吨/月外销
神华宁煤	100	5月末MTO有轮检计划;2021年4月末/5月初起,少量外销甲醇20天	约外销甲醇2万吨
延长中煤二期	60	2021.5.12,二期MTO计划检修20天	约增加11万吨外销
神华新疆	60	2021.5.25计划检修50天左右,上下游同步	不影响边际量

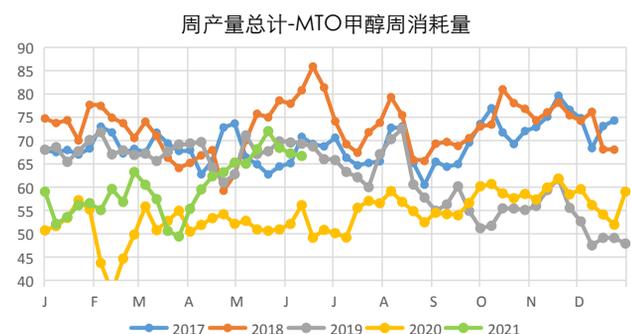
资料来源: 卓创 新纪元期货研究

图8. 西北烯烃周度外采外销量估算(单位:万吨)



资料来源: 个人估算 新纪元期货研究

图9. 周产量-MTO周消耗量(单位:万吨)



资料来源: 个人估算 新纪元期货研究

3、新装置投产的利空预期是潜在隐患。

5月，鄂尔多斯成功投产并对中煤蒙管输甲醇，暂不对边际量产生影响，但蒙大夏季或有检修安排，关注后期鄂尔多斯能化是否会有外销。广西华谊计划6.15左右投产，若投产初期外销甲醇，则港口市场供应压力增加。

表 4. 2021 年甲醇产能投放进度（单位：万吨）

企业名称	装置	产能	配套下游/备注	投产时间
山西中信	焦炉气	20	/	2020.12.22 投产
山东盛发	焦炉气	15	/	2020年12.30 投产
神华榆林循环经济	煤单醇	180	MTO	2021.1 投产
榆能化二期	煤单醇	180	MTO	2021.1 投产
九江心连心	煤单醇	60	配套二甲醚同步投产	2021年2月投产
新疆众泰	焦炉气	20	2021年1月下旬试车，3月故障短停，4月开启	2021.4 投产
中煤鄂尔多斯能化	煤	100	主供中煤蒙大烯烃	2021.5 投产
广西华谊	煤	100	醋酸、乙二醇	预计 2021.6.15 左右
旭峰合源二期	焦炉气	15	/	2021Q2
内蒙古黑猫	焦炉气	30	/	2021Q2

资料来源：卓创 新纪元期货研究

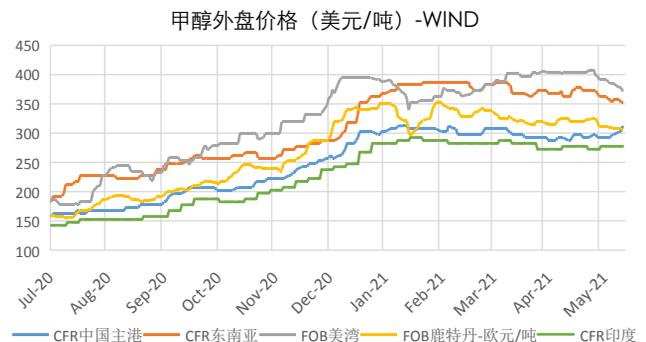
（四）港口：短期难以见到明显累库，仍对行情有支撑

图 10. 甲醇港口价格（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 11. 甲醇外盘价格（单位：美元/吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

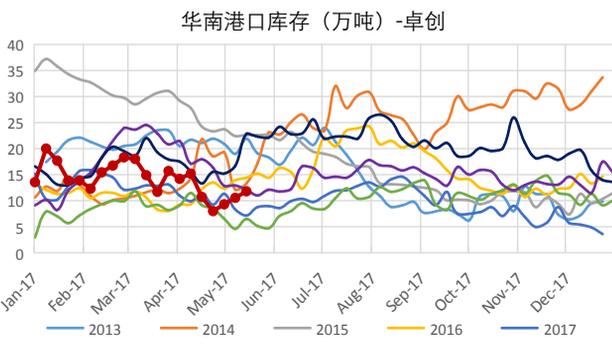
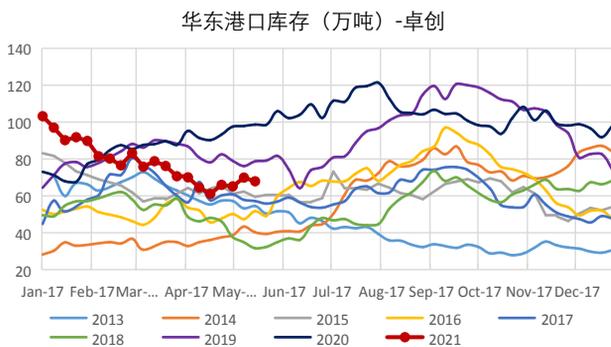
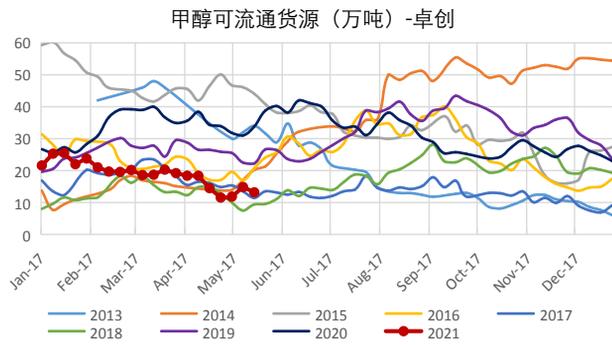
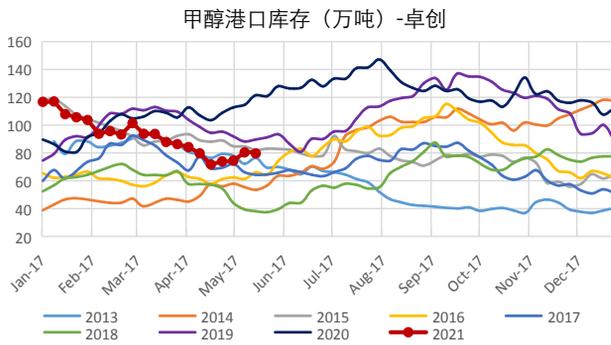
1、可售货源趋紧，港口高价维持。

截止本周四，港口价格上涨至 2850 元/吨，甚至更高，较前一周实现 300 元/吨以上涨幅。拉涨幅度远超内地，同样与节后库存压力偏低有关。

近期，港口抵港、卸货常有延迟，港口库存压力不大。尽管自 5 月初起，个别伊朗装置、马来小装置等重启，外盘开工提升，但进口量回归存在时间上的滞后。但 4 月末起，外盘价格有所松动，内外价差开始缩小，非伊货源转为顺挂，远期进口增量的预期在逐渐明朗，需要密切关注港口累库的拐点。

截止本周四，港口库存 79.7 万吨（-0.75）。其中，华东 67.9 万吨（-2），华南 11.8 万吨（+1.3）；可流通库存降至 13.2 万吨左右（-1.6）。目前，港口维持中性库存，可流通库存处于往年同期下沿水平，短期进口供应难以放量，造成了港口“难跌”。

图 12-15. 甲醇港口库存（单位：万吨）



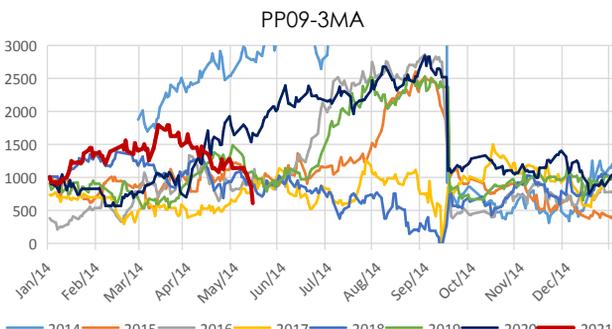
资料来源：卓创 新纪元期货研究

2、沿海 MT0 检修与否再次受到关注

按个人测算，外采 MT0 理论利润近日亏损，09PP-3MA 盘面利润已跌破往年同期下沿（截止本周五，+558 元/吨）。今年以来，先是外盘甲醇价格长期高企，再到近期内盘甲醇暴涨，沿海外采 MT0 利润承压。消息面已有些许博弈，但我们以实际情况为准，后期是否会因亏损而停车尚无定论。不过，今年仅斯尔邦（20 年底/21 年初）、宁波福德（1 月下旬）完成计划检修，其余几套沿海 MT0 尚无动静。兴兴、南京诚志后期检修计划将影响港口价格走势和累库拐点判断。另外一种可能则是，进口利润扩大，进口趋增，海外货源挤压国内货源，从而打压港口价格。

图 16. 外采 MT0 理论利润（单位：美元/吨）

图 17. 09PP-3MA（单位：元/吨）

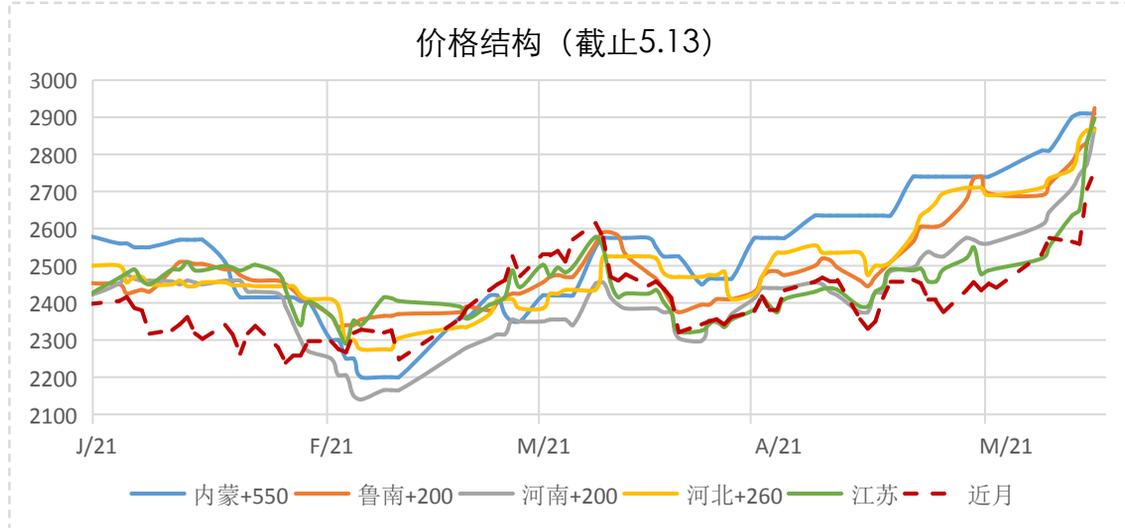


资料来源：卓创 新纪元期货研究

资料来源：卓创+ 新纪元期货研究

(五) 小结

图 18. 甲醇价格结构（截止 2021.5.13）（单位：元/吨）



资料来源：卓创+交易所行情数据 新纪元期货研究

截止 5.13，内蒙+550 在 2900 元/吨以上，鲁南+200 等也向 2900 元/吨靠拢。期货贴水的诱惑+距内地（含升贴水）高价尚有一定空间，期价和港口追涨都很积。但仅一天之差，至 5.14，煤系品种连续第二天高位回调，动力煤第二次险些封跌停板，甲醇随之大幅回调，高位波动放大。

煤系品种走势夭折的风险已经开始释放，甲醇此轮上行驱动的首要因素失效，资金过热情况应有所缓解。我们预计盘面回吐部分涨幅来修复偏高的估值，然后去压缩期货贴水的程度。

短期，基于目前库存压力偏低的情况来看，期现货仍有一定支撑，对回调行情也不宜过度悲观。但中长期来看，甲醇处于强现实、弱预期的状态，易导致上下两难。

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望：供应端，检修利好向供应回升压力过渡。需求端，小旺季逐渐向年中淡季过渡，关注 MTO 检修安排。

短期展望：煤系品种走势转弱及高位波动风险可能刺激甲醇多头头寸的平仓，煤炭成本端驱动逻辑告一段落，前期多单宜早离场，思路转向高位震荡调整。目前虽有高位回落，但 MA09 于 2600-2850 点区间内的高位博弈激烈且混乱，周五持仓仍居高不下，鱼尾行情不宜过多参与。基本上，关注内陆 MTO 检修导致的边际量变化以及沿海 MTO 检修安排，库存的拐点仍是后市多空博弈的核心。

2. 操作建议

MA09 短期高位波动加剧，上涨已见顶，但跌也不容易，多单宜早离场观望。

3. 止盈止损

风险提示：煤系品种波动二次干扰；原油波动影响等。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8层F单元

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号