

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年02月26日

分析师

分析师：易碧红 S1070519120002

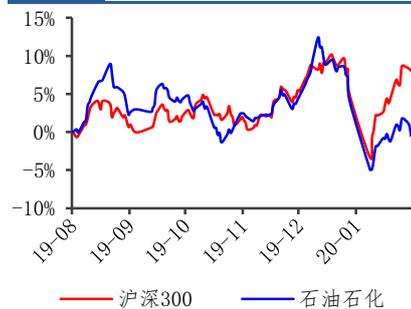
☎ 0755-83460540

✉ yibihong@cgws.com

分析师：黄寅斌 S1070519070001

☎ 0755-83668784

✉ huangyb@cgws.com

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

石化行业专题报告一：从基本面看甲醇

——石油石化行业专题报告

核心观点

- 要点 1：在供给端，从国内外计划投产情况来看，无论绝对值还是百分比上都高于 2019 年，如果在项目均按时投产的情况下，2020 年（国内约 1000 万吨，国外除美国约 450 万吨）的供给压力大于 2019 年（国内约 470 万吨，国外 230 万吨）；从供给的边际上来看，甲醇主要由进口、山东、河南等决定，西北、内蒙等地流向华东所需时间较长，短期对边际的影响可能并不大；
- 要点 2：从需求上看，MTO 是当前甲醇最大的终端和最大的边际变化点，甲醇燃料或有所增加，但暂时未见放量；从 MTO 的投产来看，2020 年需求的绝对量约 460 万吨（匹配产能）小于 2019 年的 800 万吨（匹配产能）。
- 要点 3：从内外盘价差和国内区域价差来看，无论是内外盘价差还是区域价差都在近几年均值略偏高的位置，这将导致区域流动和进口的增加，从而对甲醇价格持续压制，其风险点在于物流；
- 投资建议：从甲醇的供需进行分析，无论从供给侧还是需求侧来看，甲醇 2020 年的基本面的压力相较于 2019 年都更大，我们判断 2020 年甲醇的重心应该会低于 2019 年，如果装置按时投产，四季度甲醇压力将最大
- 风险提示：物流不畅、国内外装置投产和运行问题

目录

| | |
|-------------------|----|
| 1. 甲醇及上下游结构..... | 4 |
| 2. 甲醇的制备工艺..... | 5 |
| 3. 甲醇基本面分析..... | 5 |
| 4. 结论..... | 12 |
| 5. 投资建议和风险提示..... | 12 |

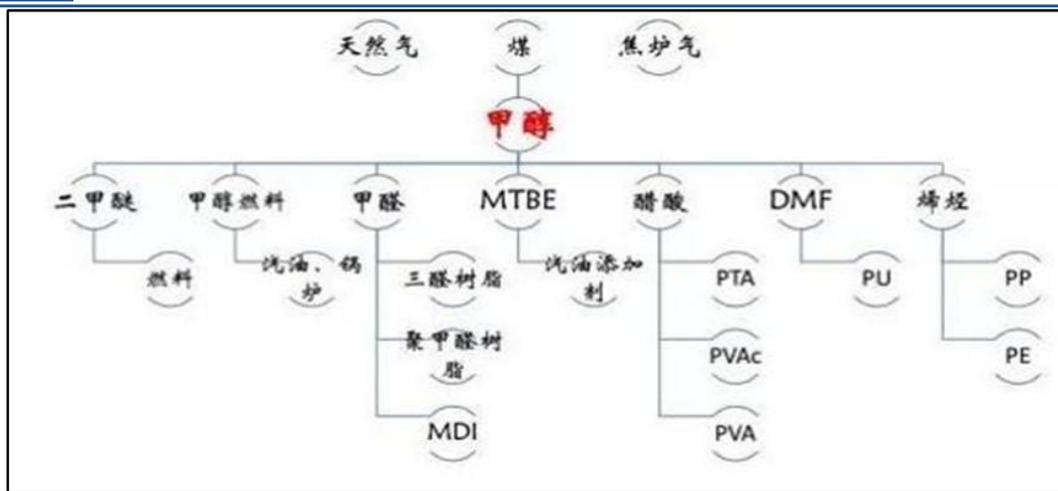
图表目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 图 1: 甲醇产业链..... | 4 |
| 图 2: 甲醇下游用途..... | 4 |
| 图 3: 甲醇生产工艺占比..... | 5 |
| 图 4: 甲醇供需平衡图..... | 6 |
| 图 5: 国内甲醇产能分布区域..... | 6 |
| 图 6: 甲醇进出口及进口依赖度..... | 8 |
| 图 7: 2019 年甲醇进口国家及地区占比..... | 9 |
| 图 8: 甲醇内外价差..... | 9 |
| 图 9: 国内各地甲醇价格..... | 10 |
| 图 10: 江苏与各地甲醇的价差..... | 10 |
| 图 11: MTBE 产量..... | 11 |
| 图 12: 冰醋酸产量..... | 11 |
| 图 13: 甲醛产量..... | 11 |
| 图 14: 二甲醚产量..... | 11 |
| 图 15: 聚烯烃对甲醇需求量..... | 11 |
| | |
| 表 1: 2019 年甲醇投产情况..... | 6 |
| 表 2: 2020 年甲醇投产情况..... | 7 |
| 表 3: MTO 与甲醇产能匹配情况..... | 7 |
| 表 4: 2020 年国外产能投放..... | 8 |
| 表 5: 国内主要上市公司甲醇产能..... | 12 |

1. 甲醇及上下游结构

甲醇是一种化工中间体，其传统的下游产品为甲醛、二甲醚、醋酸、MTBE 等，随着新兴下游的发展，从 2014 年开始，MTO 对甲醇的需求超过甲醛成为最主要部分，甲醇燃料等占比也不断增加。总体来看，以甲醇为原料进行一次加工的产品有近 30 种，以其为原料进行深加工的产品有近百种，涉及化工、建材、能源、农药等多个领域，与国民经济密切相关。

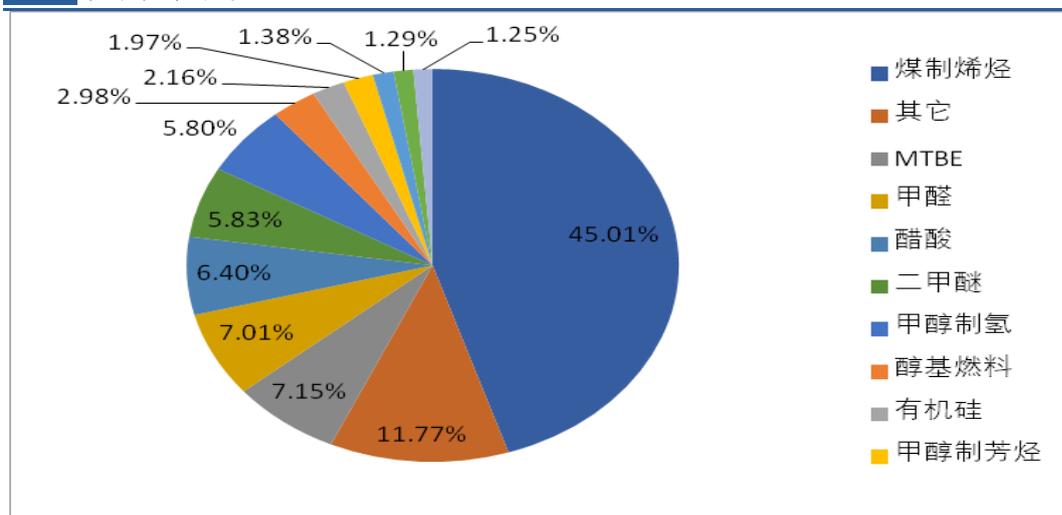
图 1: 甲醇产业链



资料来源: 长城证券研究所

甲醇下游用途比较广泛，随着煤制烯烃的快速发展，烯烃已成为国内甲醇最大的终端，约占甲醇总需求的 45%，其它需求比较大的用途为 MTBE、甲醛、醋酸和二甲醚等，但需求量都在 7% 以下。甲醇燃料目前占甲醇总需求的 3% 左右，随着国家甲醇汽油的大力推进，需求或会快速提升，但目前并未放量、

图 2: 甲醇下游用途

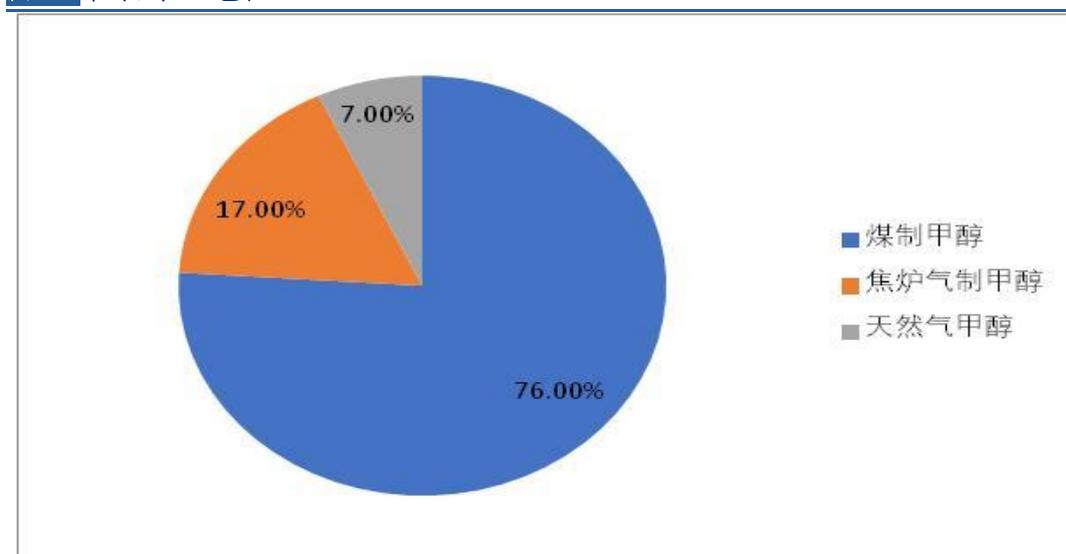


资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

2. 甲醇的制备工艺

甲醇的制备工艺从原料上来看主要有天然气制甲醇、煤制甲醇和焦炉气制甲醇。欧美国家及中东目前主要采用天然气为原料制备甲醇，国外以天然气为原料的制备占比 95%以上，该路径具有投资低、无污染，无需过多考虑副产物销路等优势。我国制备路径与国际主流制备路径有所不同，由于我国“富油贫煤少气”的能源结构特征，我国甲醇制备原料主要为煤，此外还有部分企业使用焦炉气为原料制备甲醇，这也是我国特有的甲醇制取技术，目前我国煤制甲醇、焦炉气制甲醇和天然气制甲醇占比分别为 76%、17%和 7%。

图 3: 甲醇生产工艺占比

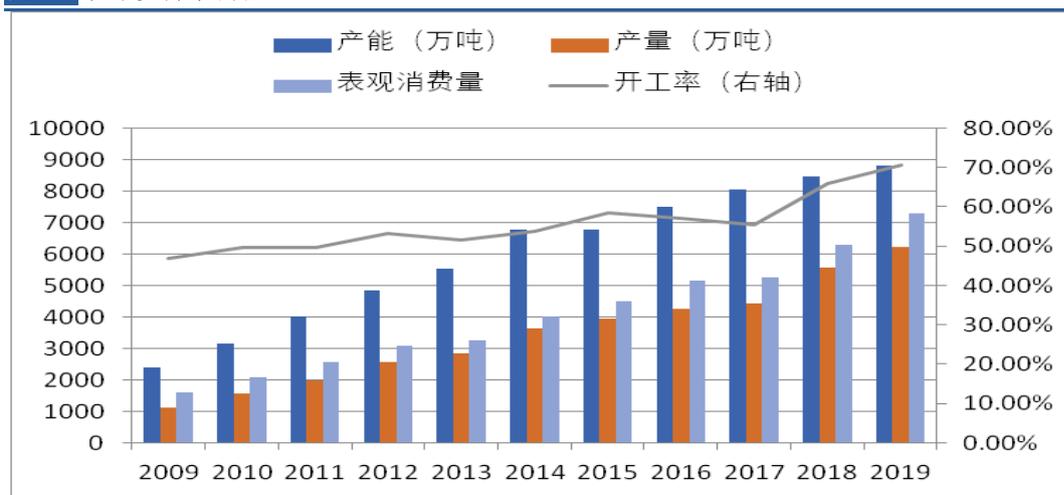


资料来源: 百川资讯, 长城证券研究所

3. 甲醇基本面分析

甲醇是重要的中间体，下游需求广泛且在不断扩展，甲醇表观消费量从 2009 年的 1591 万吨上升到 2019 年的 7288 万吨，年需求增速 13.6%，是国内需求复合增速较快的化工品之一。为匹配国内需求的增长，国内产能也快速扩张，2009 年国内产能 2391 万吨，到 2019 年，国内甲醇总产能达到 8812 万吨。2019 年，产量 6216 万吨，开工率 70.5%，开工率有逐年提升的趋势。

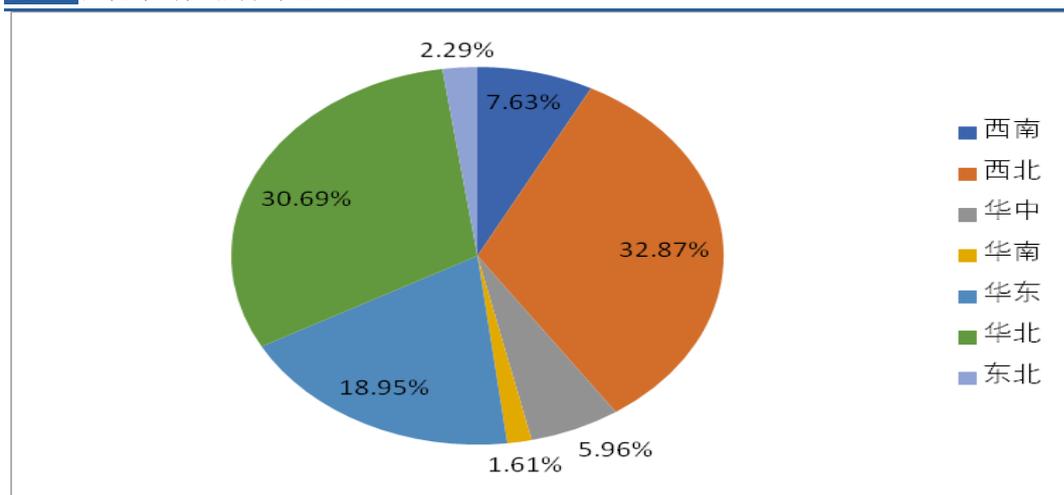
图 4: 甲醇供需平衡图



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

目前国内产能主要集中在西北、华北和华东, 占比分别为 32.9%、30.7%和 19.0%。国内大部分外购甲醇的区域在华东、山东等地, 国内流向也从内地流向华东、山东等地。

图 5: 国内甲醇产能分布区域



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

2019 年, 从国内产能投放来看, 国内总共投产装置 8 套, 产能 435 万吨, 主要以煤制甲醇为主。

表 1: 2019 年甲醇投产情况

| 企业 | 产能 (万吨/年) | 原料 | 投产时间 |
|----------|-----------|-----|-------------|
| 宝泰隆 | 60 | 煤 | 2019 年 2 月 |
| 恒力石化 | 50 | 煤 | 2019 年 2 月 |
| 山西建涛潞宝 | 20 | 焦炉气 | 2019 年 6 月 |
| 中安联合 | 170 | 煤 | 2019 年 8 月 |
| 湖北盈德气体 | 50 | 煤 | 2019 年 8 月 |
| 山东新泰正大焦化 | 25 | 焦炉气 | 2019 年 9 月 |
| 榆林凯越 | 10 | 煤 | 2019 年 12 月 |
| 云南解化 | 50 | 煤 | 2019 年 12 月 |

| 企业 | 产能 (万吨/年) | 原料 | 投产时间 |
|----|-----------|----|------|
| 总计 | 435 | | |

资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

2020 年国内预计投产装置 13 套, 总产能 992 万吨, 2020 年国内的产能释放压力远大于 2019 年, 2020 年产能释放主要集中在下半年, 但上半年收到疫情影响, 预计全年甲醇的供给压力都较大。

表 2: 2020 年甲醇投产情况

| 企业 | 产能 (万吨/年) | 原料 | 投产时间 |
|----------|-----------|------|-------------|
| 鄂尔多斯瀚博科技 | 12 | 焦炉气 | 2020 年初 |
| 兖矿榆林能化二期 | 80 | 煤 | 2020 年初 |
| 内蒙古荣信二期 | 90 | 煤 | 2020 年 4 月后 |
| 宁夏宝丰二期 | 220 | 焦炭气化 | 2020 年二季度 |
| 新绛中信 | 20 | 焦炉气 | 2020 年二季度 |
| 安徽晋煤中能 | 30 | 煤 | 2020 年四季度 |
| 心连心新疆 | 15 | 煤 | 2020 年四季度 |
| 内蒙古黑猫 | 30 | 焦炉气 | 2020 年四季度 |
| 山东恒信高科 | 15 | 焦炉气 | 2020 年四季度 |
| 延长中煤榆林二期 | 180 | 煤 | 2020 年四季度 |
| 新疆众泰 | 20 | 焦炉气 | 2020 年四季度 |
| 神华榆林 | 180 | 煤 | 2020 年四季度 |
| 中煤鄂尔多斯 | 100 | 煤 | 2020 年四季度 |
| 总计 | 992 | | |

资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

2020 年 MTO 的装置预计投产 4 套, 其中 3 套需外购甲醇, 对应外购产能约 460 万吨, 但 2019 年 MTO 投产 (扩产) 装置 6 套, 5 套需外购甲醇, 对应外购产能约 798 万吨, 从下游的产能匹配来看, 2020 年的需求增量会少于 2019 年。

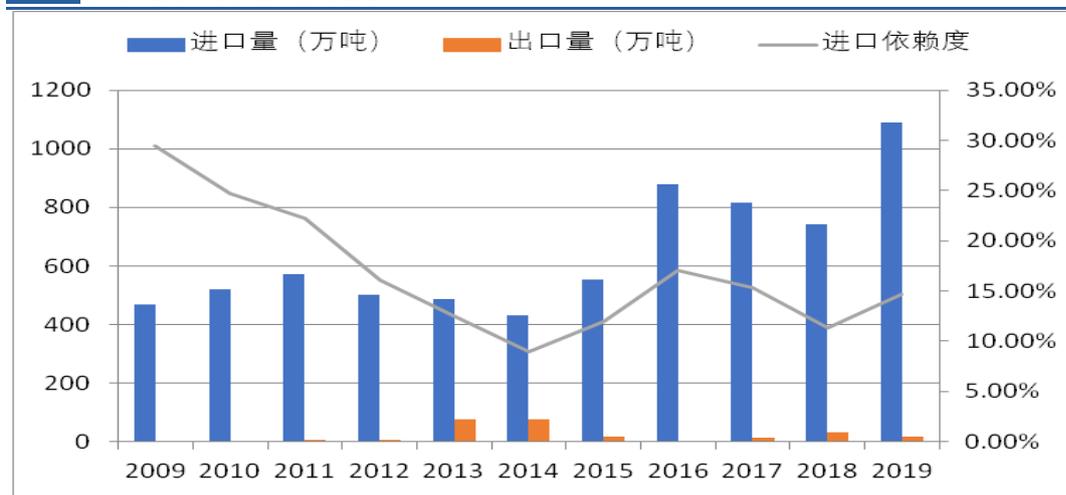
表 3: MTO 与甲醇产能匹配情况

| 装置 | 配套甲醇 (万吨/年) | 外采甲醇 (万吨/年) | 投产时间 |
|----------|-------------|-------------|-------------|
| 久泰能源 | 0 | 180 | 2019 年 5 月 |
| 诚志二期 | 0 | 180 | 2019 年 6 月 |
| 中安联合 | 170 | 0 | 2019 年 8 月 |
| 宝丰二期 | 0 | 180 | 2019 年 9 月 |
| 大唐多伦 | 0 | 168 | 2019 年 9 月 |
| 鲁西化工 | 0 | 90 | 2019 年 11 月 |
| 2019 年合计 | | 798 | |
| 常州富德 | 0 | 100 | 2020 年上半年 |
| 天津渤化一期 | 0 | 180 | 2020 年四季度 |
| 延长中煤榆林二期 | 180 | 0 | 2020 年四季度 |
| 青海大美 | 0 | 180 | 2020 年四季度 |
| 2020 年合计 | | 460 | |

资料来源: 长城证券研究所

随着国内产能的投放，进口依赖度呈现下滑的趋势，2009年，国内进口依赖度在30%左右，2015年下降到9%，2016年到2019年，国内进口依赖度在15%左右，2019年相比于2018年和2017年进口量和进口依赖度增加主要是因为伊朗装置投产，在美国对伊朗实施制裁后，伊朗甲醇大量进入中国市场。而国内出口量较小，对甲醇的需求影响不大。

图 6: 甲醇进出口及进口依赖度



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

从国外产能投放来看，2019年国外（不含美国）投产一套装置，产能230万吨，2020年，国外（不含美国）预计投产四套装置，总产能约450万吨，2020年国外的产能释放压力也大于2019年，因此国内受外盘的冲击也会大于2019年。

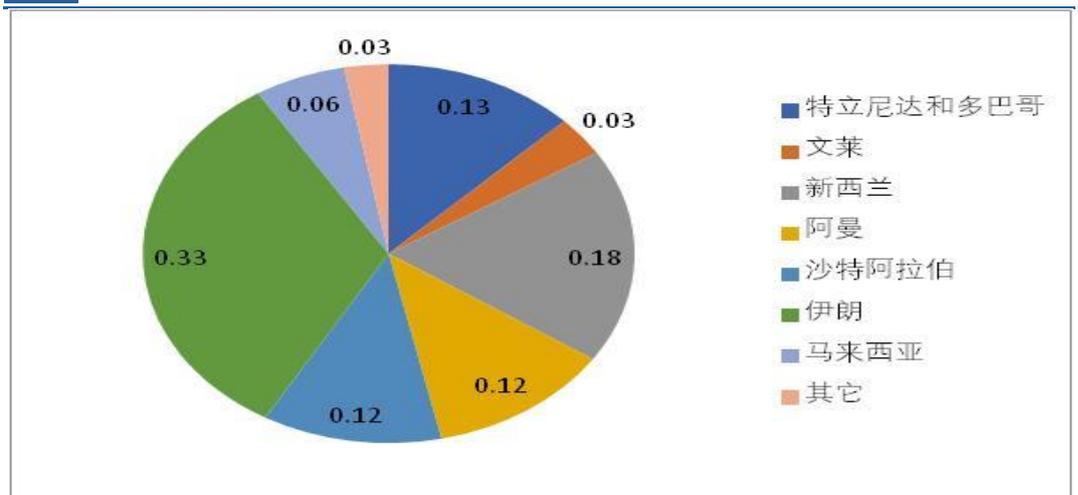
表 4: 2020年国外产能投放

| 国家 | 装置 | 装置产能(万吨/年) | 预计投产时间 |
|----|------------------------|------------|----------|
| 伊朗 | Busher | 165 | 2020年一季度 |
| 伊朗 | Kimiya | 165 | 2020年上半年 |
| 特巴 | Caribbean Gas Chemical | 100 | 2020年年中 |
| 印度 | Nanrup | 16.5 | 2020年年中 |

资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

从国内进口来看，全年进口1090万吨，占比超过10%的国家和地区有5个，主要集中在中东，其中伊朗进口量最大，占比约33%。2019年和2020年，国外主要投放产能均在伊朗，2020年伊朗进口量可能会继续增加。

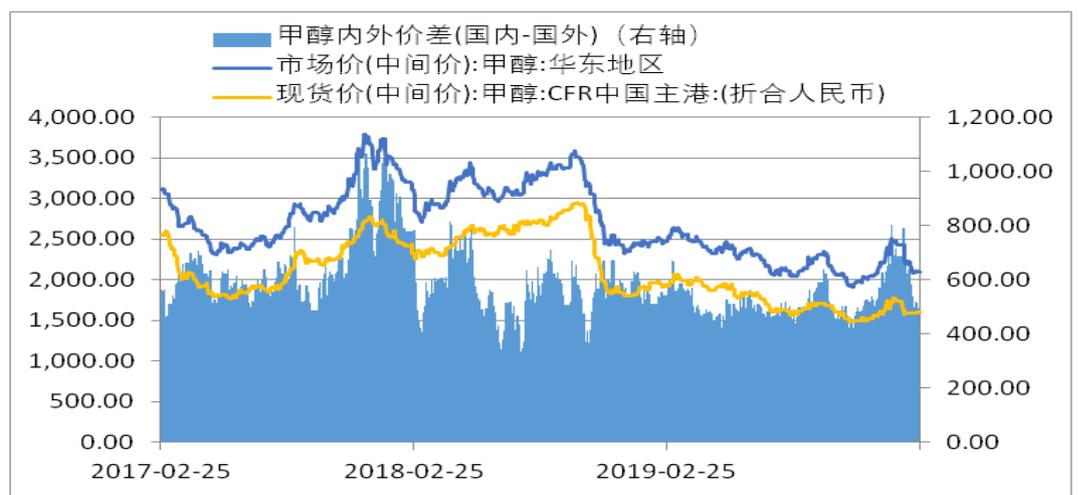
图 7: 2019 年甲醇进口国家及地区占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

国内外进口价差决定进口量，在国内装置的大量投产下，如果国外不出现装置异常，国内外价差预计难以扩大。

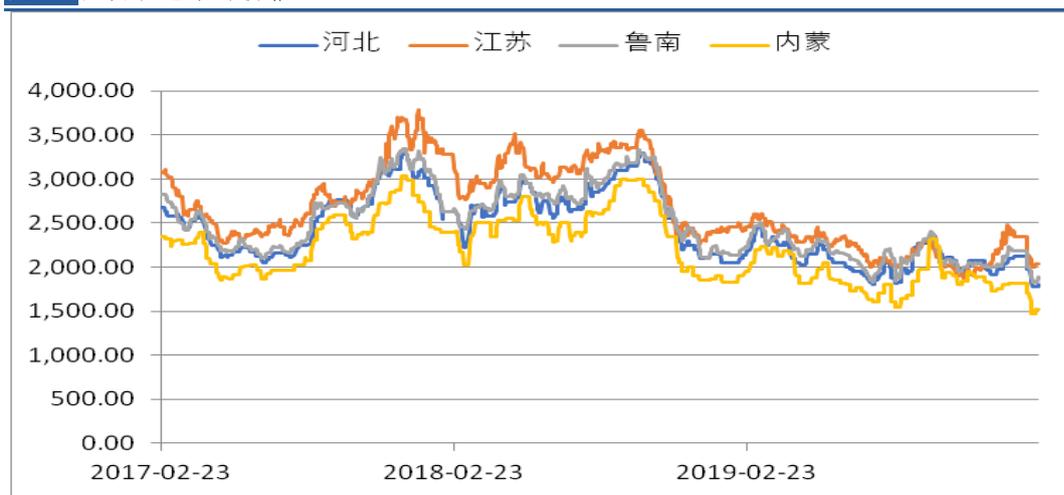
图 8: 甲醇内外价差



资料来源: Wind, 长城证券研究所

目前，国内外购甲醇制备的烯烃的装置大多在沿海，国内的主要流向主要从内地流向沿海，因此沿海价格一般情况下是国内的价格高地。沿海与其它地方的价差可以间接反映不同区域的供需状况。

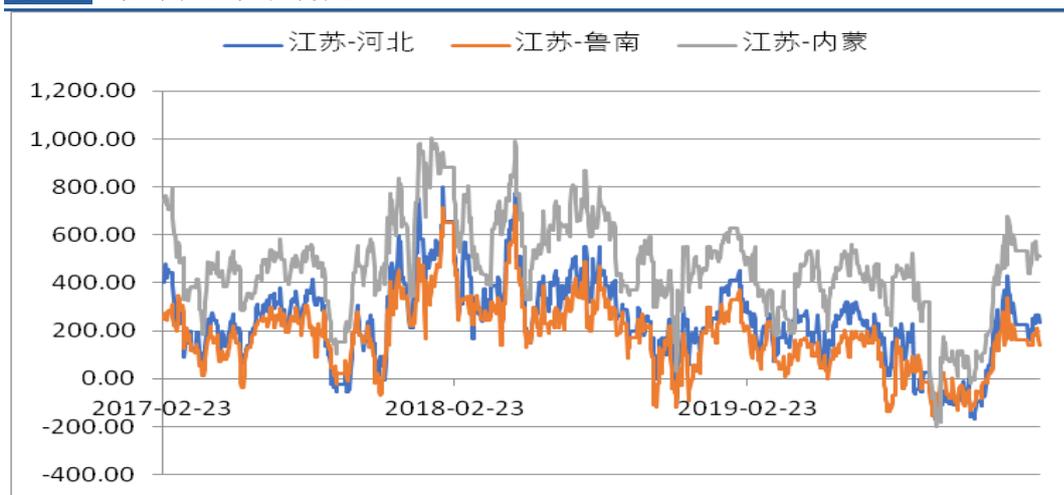
图 9: 国内各地甲醇价格



资料来源: Wind, 长城证券研究所

从沿海和各地的价差来看,整体价差维持在近几年中值略偏高的位置,各地的货物都有流向沿海的可能,同时也各地的供给可能均趋向于宽松,这样也将压制甲醇的价格。

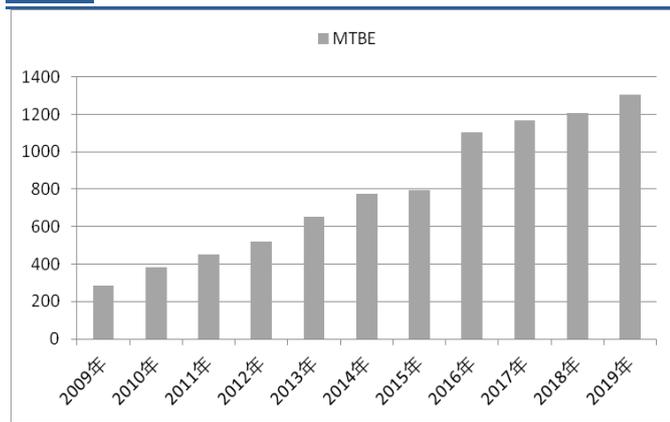
图 10: 江苏与各地甲醇的价差



资料来源: Wind, 长城证券研究所

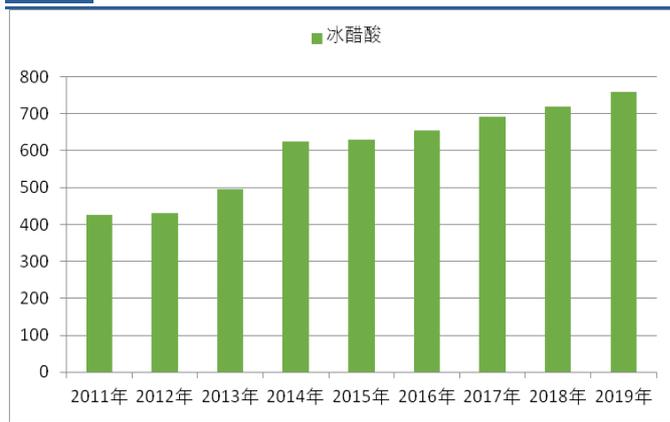
从下游需求增长来看,MTO 仍是甲醇增长的主要动力,MTBE 和冰醋酸产量保持正增长,而甲醛和二甲醚产量逐渐降低。

图 11: MTBE 产量



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 12: 冰醋酸产量



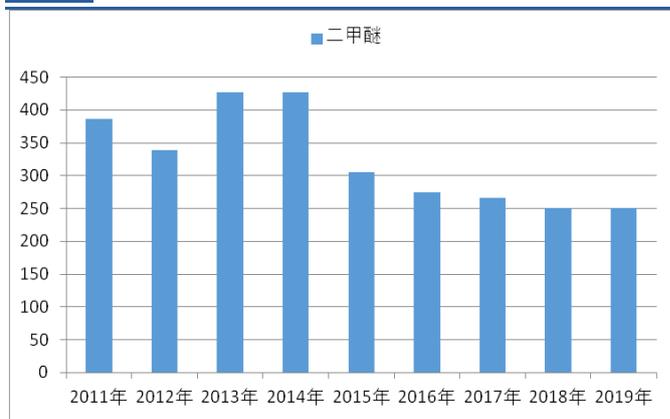
资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 13: 甲醛产量



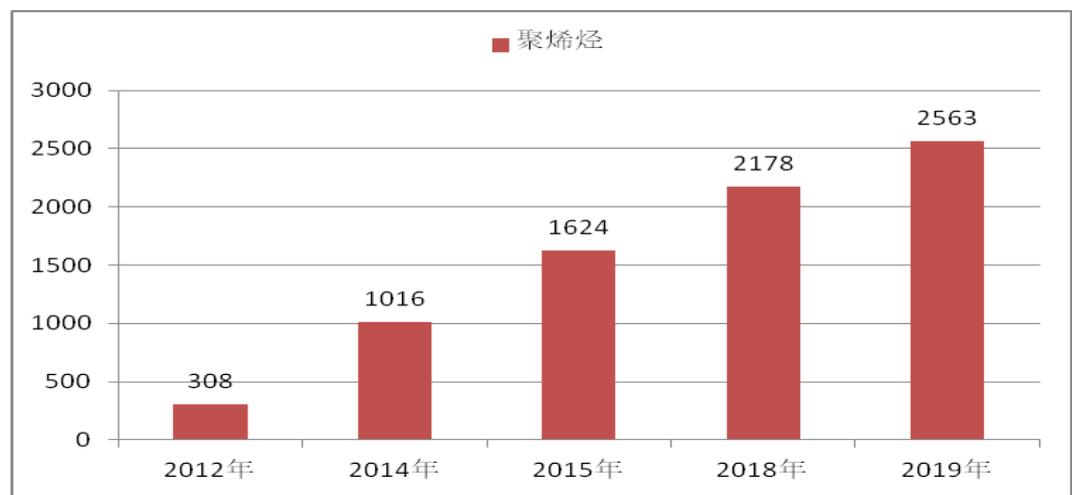
资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 14: 二甲醚产量



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 15: 聚烯烃对甲醇需求量



资料来源: 产业信息网, 长城证券研究所

4. 结论

从上面的基本面分析，我们得出以下结论：

- 1、在供给端，从国内外计划投产情况来看，无论绝对值还是百分比上都高于 2019 年，如果在项目均按时投产的情况下，2020 年（国内约 1000 万吨，国外除美国约 450 万吨）的供给压力大于 2019 年（国内约 470 万吨，国外 230 万吨）；从供给的边际上来看，甲醇主要由进口、山东、河南等决定，西北、内蒙等地流向华东所需时间较长，短期对边际的影响可能并不大；
- 2、从需求上看，MTO 是当前甲醇最大的终端和最大的边际变化点，甲醇燃料或有所增加，但暂时未见放量；从 MTO 的投产来看，2020 年需求的绝对量约 460 万吨（匹配产能）小于 2019 年的 800 万吨（匹配产能）。
- 3、从内外盘价差和国内区域价差来看，无论是内外盘价差还是区域价差都在近几年均值略偏高的位置，这将导致区域流动和进口的增加，从而对甲醇价格持续压制。

表 5：国内主要上市公司甲醇产能

| 股票代码 | 公司名称 | 产能（万吨） |
|--------|------|--------|
| 601088 | 中国神华 | 712 |
| 601898 | 中煤能源 | 540 |
| 600989 | 宝丰能源 | 172 |
| 600426 | 华鲁恒升 | 170 |
| 000683 | 远兴能源 | 135 |
| 600803 | 新奥股份 | 120 |

资料来源：长城证券研究所

5. 投资建议和风险提示

投资建议：从甲醇的供需进行分析，无论从供给侧还是需求侧来看，甲醇 2020 年的基本面的压力相较于 2019 年都更大，我们判断 2020 年甲醇的重心应该会低于 2019 年，如果装置按时投产，四季度甲醇压力将最大

风险提示：1、物流不畅；2、国内外装置投产和运行问题

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>