



兴证期货研发部 2020 年理财年报 目录

股指期货	3
区间震荡，重心上移	3
有色金属·铜.....	18
亏损减产或将发酵，铜价重心上移.....	18
有色金属·镍.....	40
供需存在边际改善预期，镍价重心或将上移.....	40
钢材.....	55
钢价重心下移，走势先高后低.....	55
铁矿石.....	80
供需逐渐宽松，价格回落.....	80
废钢.....	91
2020 年废钢存在供需缺口	91
焦煤&焦炭.....	97
2020 年双焦价格中枢下移	97
原油.....	122
供给过剩难以改变，全年中性偏空.....	122
甲醇.....	137
供过于求加重，单边弱势震荡，关注价差机会	137
PP&L.....	150
山雨欲来风满楼，砥砺前行路漫漫.....	150
PTA&MEG.....	169
大炼化逐步落地，聚酯原料宽幅震荡.....	169
豆类油脂	189
油脂牛市来临、豆粕探底回升.....	189
全球大豆基本面	190
豆粕：需求先减后增，豆粕探底回升.....	201
豆油：库存下降，豆油牛市来临.....	210
棕榈油：减产、需求增加，棕榈油走牛.....	214

白糖..... 225
 糖价或先抑后扬 225
鸡蛋..... 237
 供应压力逐渐显现，蛋价有回落风险..... 237
分析师承诺..... 245
免责声明 245

区间震荡，重心上移

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

从业资格号：F0286569

投资咨询号：Z0010856

韩惊

从业资格号：F3010931

投资咨询号：Z0012908

联系人：韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 2020 年展望

我国经济有望平稳着陆。虽然 2019 年前三季度 GDP 增速逐季回落，但仍处于平稳区间。在逆周期调节政策加码和稳增长作为政策主线的情况下，预计中国经济增速未来虽有缓慢下滑的压力，但不存在大幅下跌的基础，整体来看有望平稳着陆。

市场估值处于低位，企业盈利周期处于底部。上证综指和三大指数的动态市盈率目前都处于低位。由于经济不存在大幅下行的基础，而企业盈利又处于周期底部，我们预计市场整体估值继续下降的空间不大。按照以往规律，目前 A 股已经处于本轮盈利周期下行阶段的尾声。随着逆周期调节和减税降费等政策作用的显现，A 股盈利增速继续下行的可能性不高，预计盈利增速处于底部震荡的时间将持续到 2019 年四季度或 2020 年一季度。

资金对 A 股市场的配置意愿加强。未来外资、险资和居民有望增加权益市场配置。外资方面，由于 MSCI 等国际指数的纳入和 A 股市场偏低的估值，近两年逐步加大和加快了对 A 股市场的配置。险资在目前低利率的环境和权益资产配置比重较小的情况下，未来有动力加快配置权益资产的步伐。而居民方面，随着房地产市场投资收益的下滑，有望分流出部分资金配置 A 股市场。

整体来看 2020 年 A 股市场将以震荡为主。指数方面相较 2019 年整体重心将会上移，不过震荡区间将有所收窄。我们预计上证综指方面将在 3000 到 3500 之间震荡，IF、IH 走势相对 IC 偏强。上半年经济增速存在一定下行压力，同时 CPI 又将会对货币政策产生掣肘，但下半年通胀的影响或将趋弱，市场利率有望逐渐下降，资本市场有望享受流动性带来的估值水平提升。

- **风险提示**

中美贸易摩擦升温，经济超预期下行。

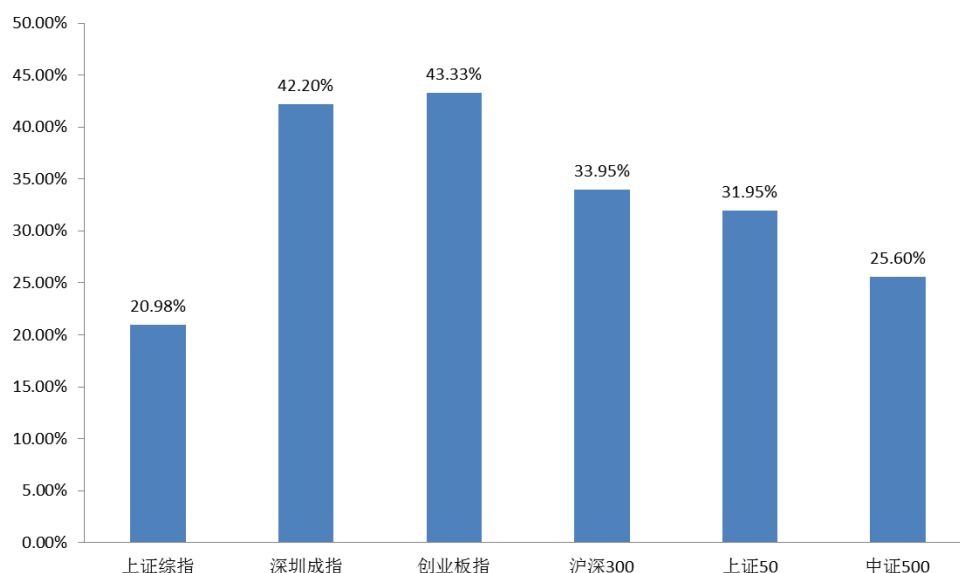
1. 市场回顾

1.1 股票市场

2019年A股市场整体上涨，指数方面在经历年初的冲高回落之后，便开启了长达半年时间的震荡盘整。外资的持续流入、中美贸易磋商的反复以及宏观经济与政策为主要影响因素，贯穿A股市场全年走势。

分指数来看，沪深300与上证50全年走势强于中证500，在经济增速存在下行压力的情况下，投资者倾向于业绩确定性较高和经营稳健的行业头部公司及市场“核心资产”。

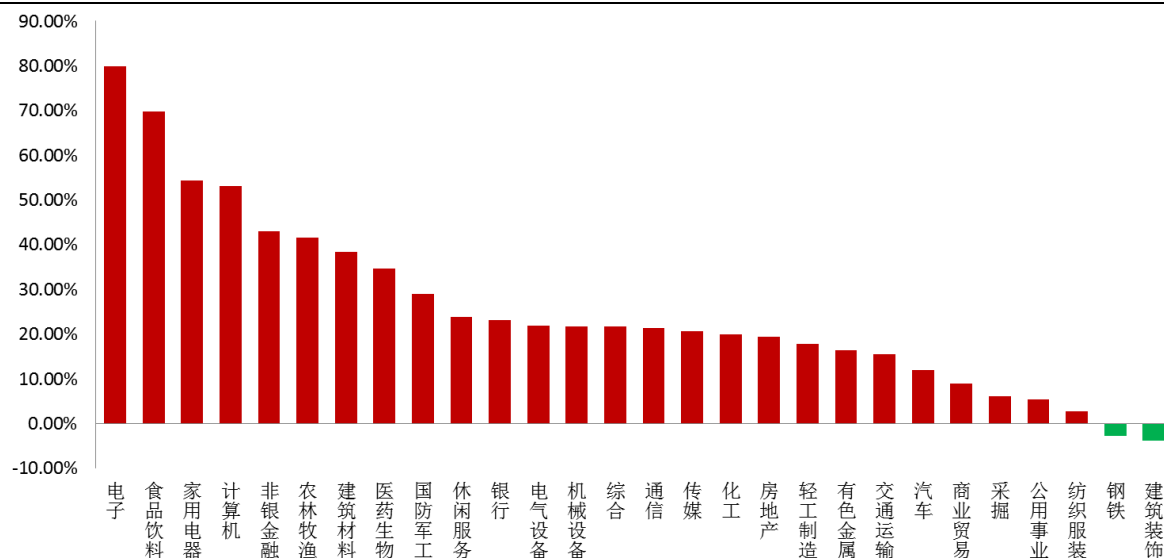
图 1：A 股主要指数涨跌幅（截至 12 月 18 日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

分板块来看，截至12月18日申万一级行业中26个行业年度上涨，仅钢铁和建筑装饰两个板块下跌。其中具有消费属性的电子、食品饮料和家用电器板块涨幅较大，年度涨幅均超过50%。市场对于具有消费属性板块的偏好同样显示出在宏观经济偏弱的背景下，投资者更倾向于配置业绩稳定，确定性较高的板块。

图 2：申万一级行业涨跌幅（截至 12 月 18 日）

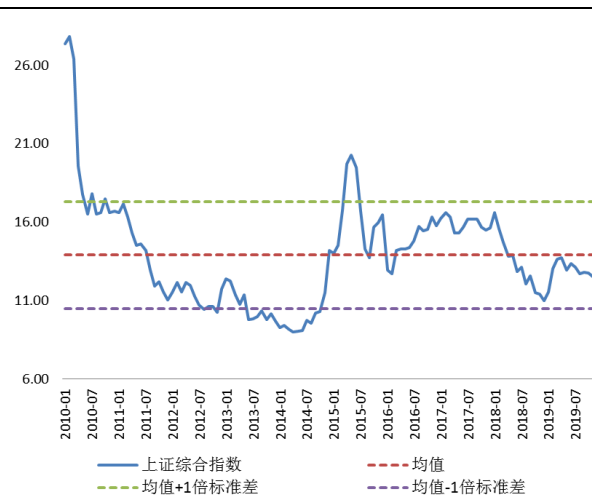


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 市场估值处于低位

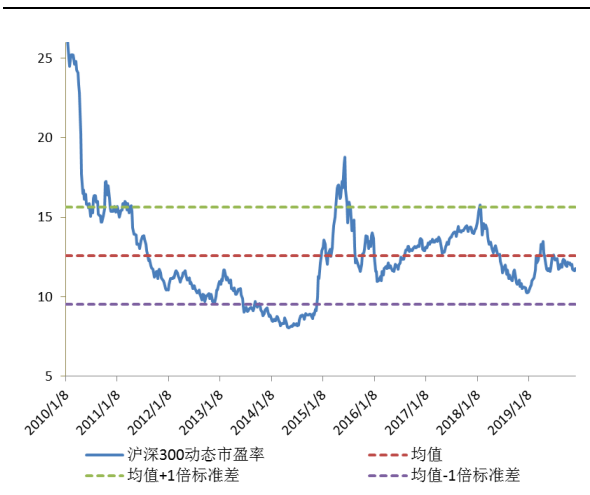
目前市场整体估值水平处于历史低位，上证综指和三大指数的动态市盈率都处于均值水平以下。截止 2019 年 12 月初，沪深 300、上证 50 和中证 500 的估值分位数分别处于 2010 年至今的 45%、35% 和 18% 左右的水平。目前来看经济不存在大幅下行基础，企业盈利处于周期底部，我们预计市场整体估值继续下降的空间不大，指数方面存在良好的配置性机会。

图 3：上证综指估值



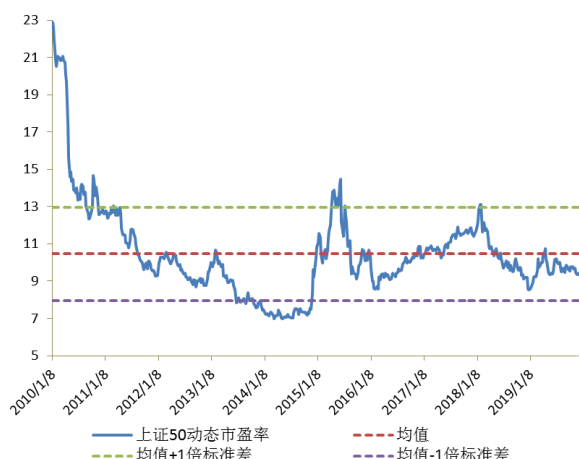
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：沪深 300 估值



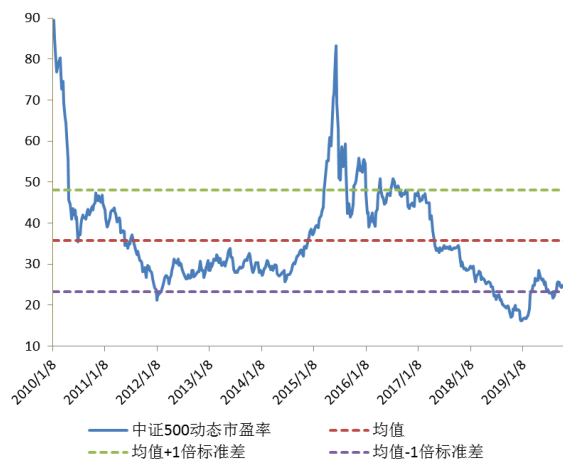
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：上证 50 估值



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：中证 500 估值



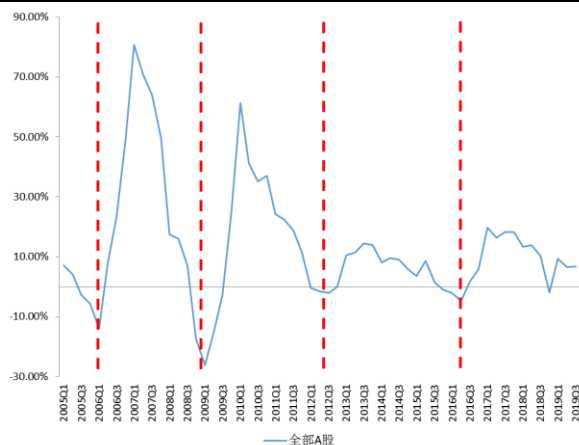
资料来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 A 股处于盈利周期底部

2006 年至今，A 股经历了三轮盈利周期，每一轮盈利周期大约持续 3-4 年左右。其中盈利周期上行阶段一般持续 1 年，盈利周期下行阶段则持续 2-3 年。

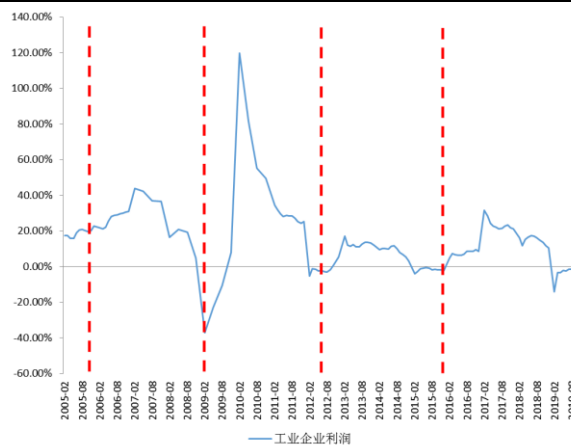
截至 2019 年三季度，本轮盈利周期处于下行阶段已经持续 2 年半左右。按照以往规律，目前 A 股已经处于本轮下行阶段的尾声。随着逆周期调节和减税降费等政策作用的显现，A 股盈利增速继续下行的可能性不高，预计盈利增速处于底部震荡的时间将持续到 2019 年四季度或 2020 年一季度。

图 7：归母净利润累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：工业企业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 股指期货进一步松绑

今年股指期货限制进一步松绑，股指期货交易的常态化逐步推进。2019年4月中金所宣布进一步调整股指期货交易的相关安排。根据中金所公告，自2019年4月22日结算时起，(1) 中证500股指期货交易保证金由15%下调为12%；(2) 股指期货日内过度交易行为的监管标准由单个合约50手上调至500手；(3) 股指期货平今仓交易手续费率由4.6%下调至3.45%。通过本次调整，股指期货交易保证金、日内过度交易限额已接近2015年常态化时期水平，但交易手续费率仍高于常态化时期水平(0.23%)。

今年股指期货的松绑，使得交易成本进一步降低，增加了市场的流动性与活跃度。从时间周期上来看，期指历次松绑间隔短则7个月，长则17个月，而今年松绑间隔缩短到了4个月，显示监管层推进股指期货常态化的态度依然坚决。

图9：股指期货时间轴



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.5 股指期货成交持仓放大

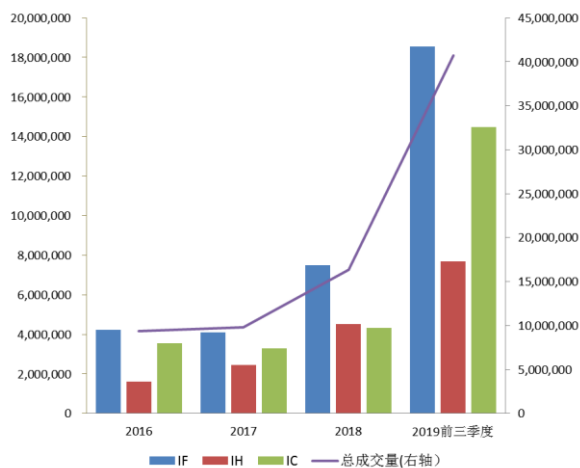
2019年前三季度股指期货交易表现相对活跃。分品种来看，前三季度沪深300股指期货的累计成交量为1854.1万手，累计同比增长295.42%；上证50股指期货累计成交量为767.29万手，累计同比增长148.31%；中证500股指期货的累计成交量为1448.73万手，累计同比增长432.78%。

2019年前三季度股指期货持仓量同样出现大幅增长。分品种来看，前三季度沪深300股指期货的日均持仓为11.12万手，同比增长143.67%；上证50股指期货日均持仓为5.24万手，同比增长118.79%；中证500股指期货的日均持仓为27.86万手，同比增长158.21%。

虽然目前股指期货的成交持仓仍然不局限仓之前的水平，但我们预计随着我国金融市场的

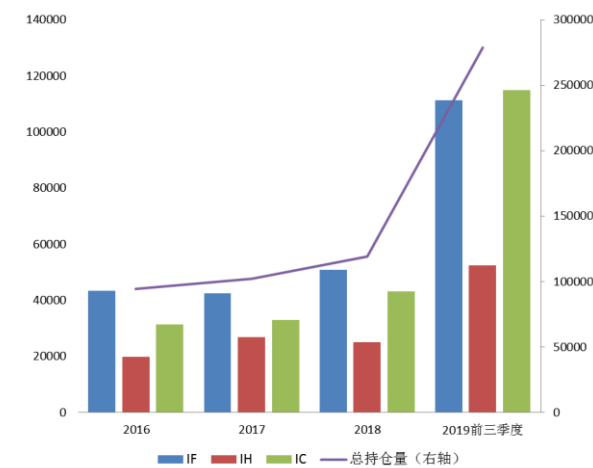
进一步发展，投资者专业程度的进一步提高，和未来股指期货交易常态化的继续推进，未来成交和持仓将继续稳步上升。

图 10：股指期货总成交情况（手）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：股指期货日均持仓情况（手）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

1.6 基差收窄

随着今年政策的松绑，股指期货常态化的推进，三大股指期货的基差相较往年有着明显收窄。其中IF与IH的基差多数时间在0值附近波动，IC则依然处于长期贴水状态。整体来看，今年基差深度贴水的情况得到好转，预计未来IC长期贴水的状态会继续逐渐得到改善。

图 12：IF 基差

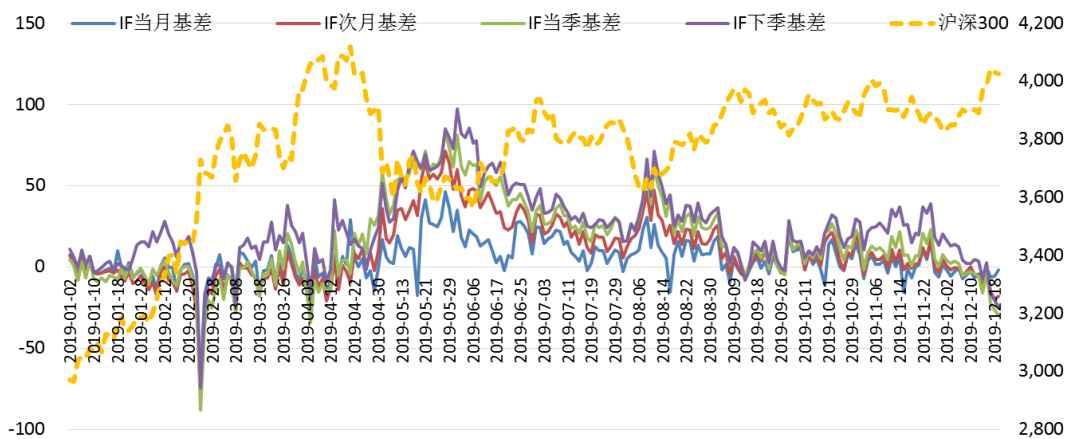


图 13: IH 基差

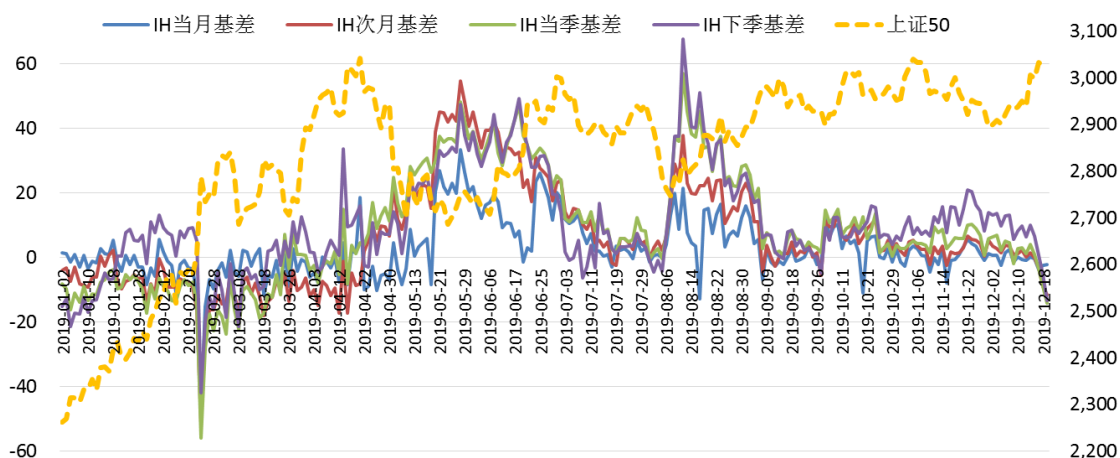
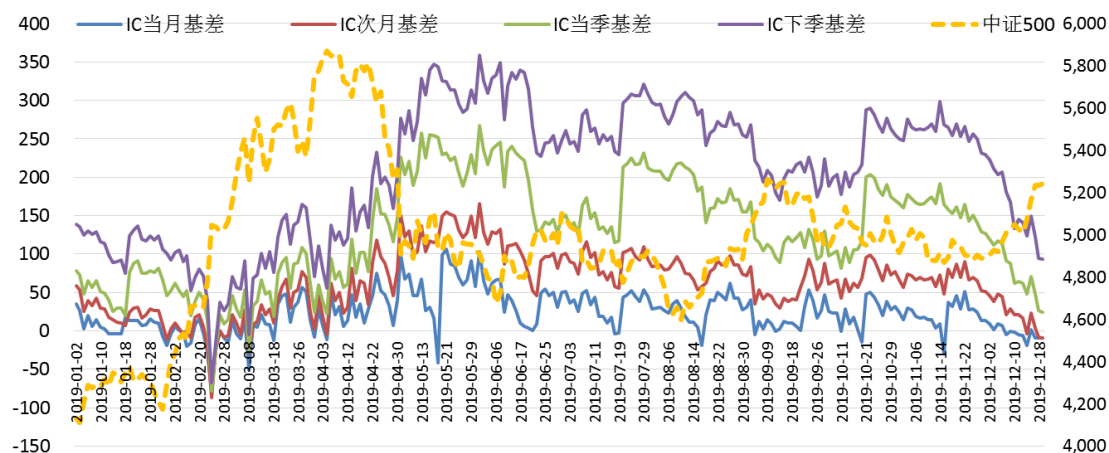


图 14: IC 基差



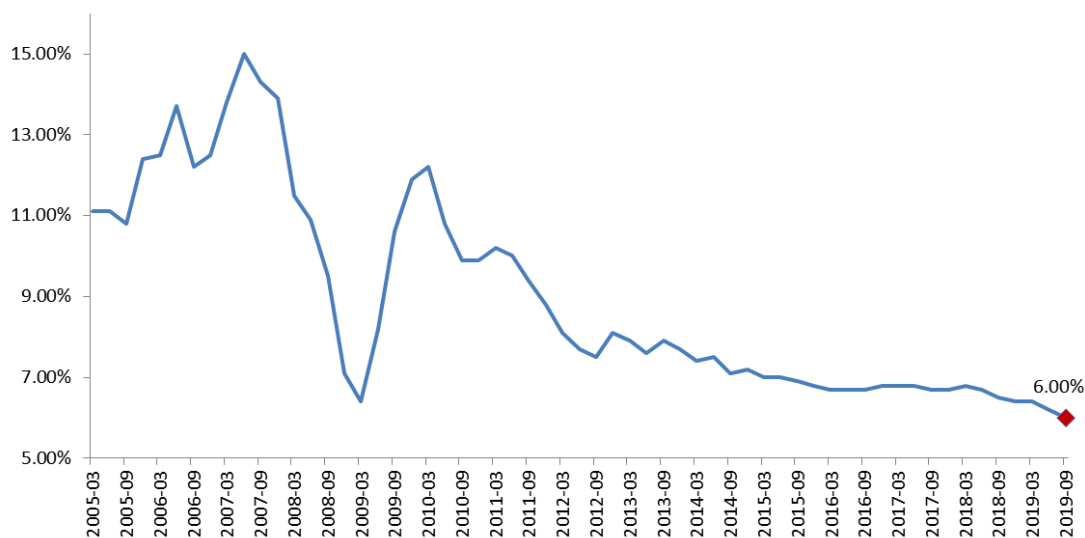
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 宏观经济

2.1 GDP 增速缓慢回落

我国前三季度国内生产总值 697798 亿元, 同比增长 6.2%。分季度看, 一季度增长 6.4%, 二季度增长 6.2%, 三季度增长 6.0%, 增速逐季回落, 但仍处于平稳区间。而四季度经济数据的有所企稳, 也显示出逆周期调节的作用开始显现。所以在逆周期调节政策加码和稳增长作为政策主线的情况下, 我们预计中国经济增速未来虽有缓慢下滑的压力, 但不存在大幅下跌的基础, 整体来看有望平稳着陆。

图 15: GDP 增速不变价当季同比

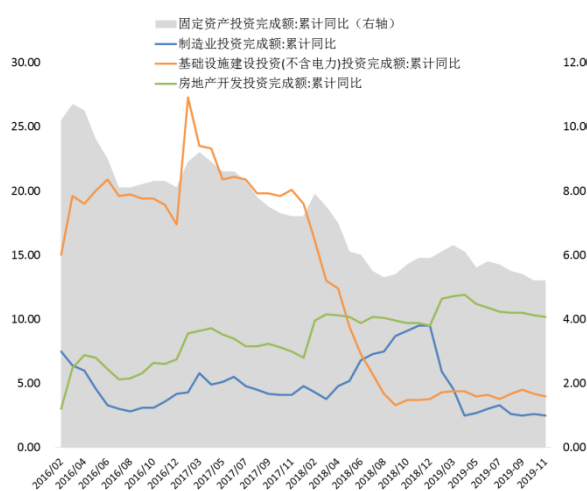


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 总需求偏弱

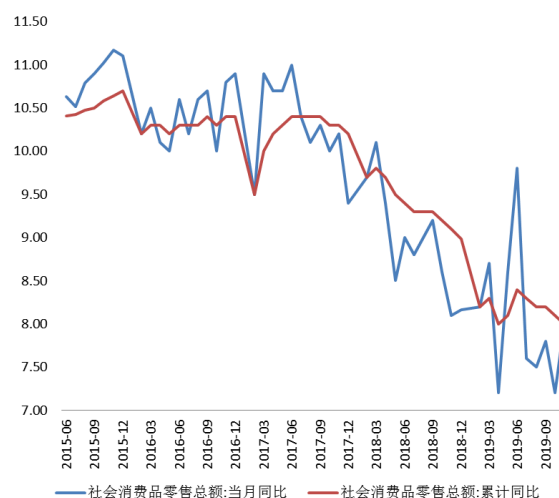
2019 年我国固定资产投资全年维持小幅下行。其中房地产投资仍然保持稳定,前 11 个月的累计同比增速超过 10%,但在房住不炒的大背景下,预计未来增速稳中趋弱。制造业投资增速 11 月下至 2.5%,大幅低于去年同期水平,今年也是拖累固定资产投资的主要因素,不过目前企业盈利和库存周期均处于底部区域,2020 年制造业投资有望企稳回升。基础设施建设(不含电力)投资增速 11 月增长 4%,全年保持稳定,根据政府明年的专项债额度及基建补短板的政策定位,预计 2020 年基建将继续发挥托底作用。从消费情况来看,我国居民消费水平随着经济的下行同步下滑,短期增速仍将维持低位。

图 16: 固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 消费增速 (%)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

受中美之间贸易摩擦的影响，今年我国进出口情况并不乐观，特别是对美国的贸易下滑明显，此外在关税加征窗口之前，出口抢跑现象明显。不过由于我国进出口增速的同步下滑，贸易顺差仍然维持较高水平。由于中美之间贸易问题仍存在不确定性，我们预计整体进出口增速仍将底部徘徊。

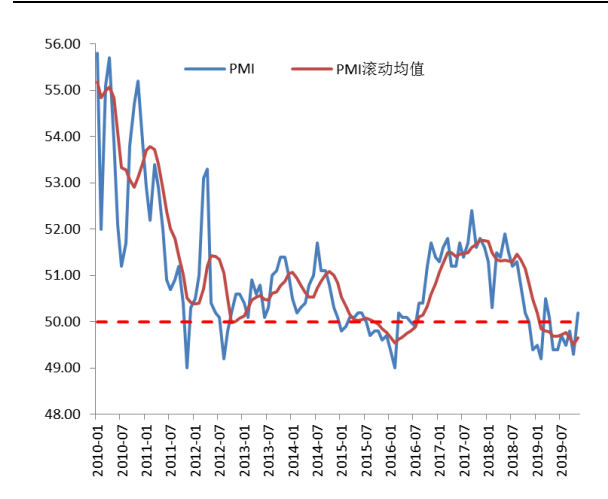
今年我国制造业 PMI 长期处于荣枯线下方，虽然 11 月的 PMI 数据时隔 6 个月后重回荣枯线之上，但目前来看这仍然是短期季节性和事件性的扰动，目前 PMI 滚动均值依然没有抬头迹象，经济增速放缓的压力仍然存在。

图 18：进出口增速（按美元计）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 19：PMI 走势图

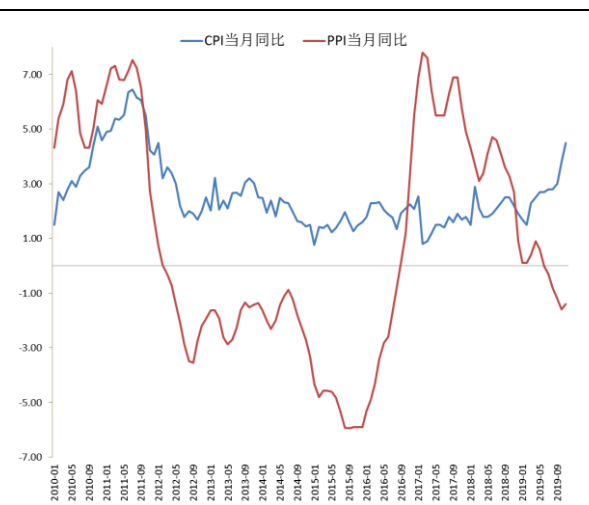


资料来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 结构性通胀

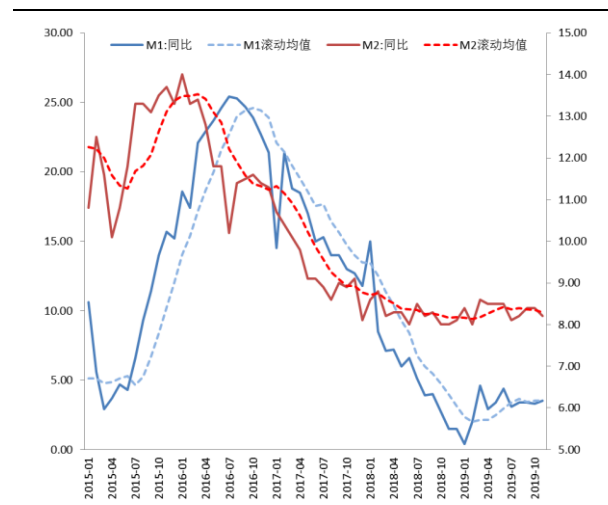
2019 年在猪肉价格大幅上涨的推动下，11 月 CPI 当月同比已经达到 4.5%，而其他非食品及工业品方面则处于平稳甚至收缩的状态。目前 CPI 显示出明显的结构性通胀特征同时和 PPI 之间的走势出现持续分化，我们预计逆周期调节政策不会因为结构性的通胀而放松，整体货币政策依然将维持宽松。不过由于猪肉的过快上涨存在着向其他食品扩散的可能，所以我们认为 2020 一季度货币政策仍将受到一定程度的牵制。

图 20：PPI 与 CPI (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：M1、M2 增速



资料来源：Wind，兴证期货研发部

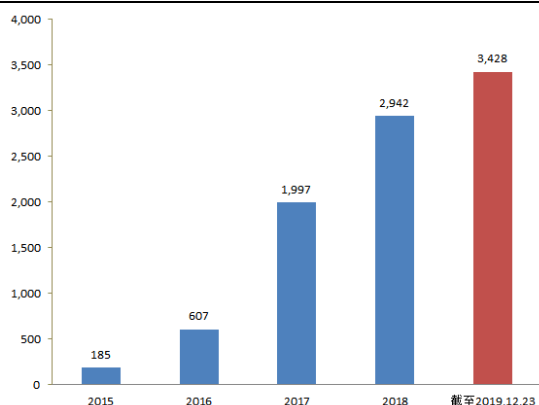
3. 资金配置意愿加强

3.1 外资持续流入

随着我国金融市场的逐步开放，相关政策和配套工具的逐渐完善，A股市场开始成为全球资本配置的重要部分。同时由于近两年A股市场相对全球其他市场的估值明显偏低，以及MSCI、富时等国际指数的相继纳入，外资在近两年逐步加大和加快了对A股市场的配置。从陆股通近几年的流入情况看，2015年陆股通全年仅流入185亿元，而到2019年则流入超3000亿元，翻了近20倍。

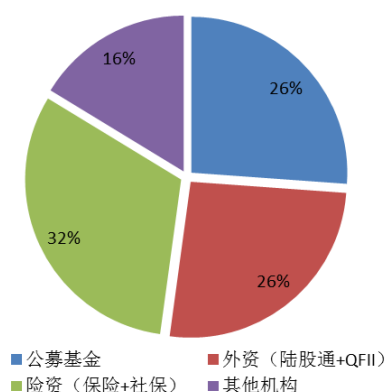
从专业机构投资者近年来持仓的趋势来看，险资持仓整体保持平稳，公募基金持仓随行情走势波动较大，而外资则保持着稳定的增长。外资目前已经成为A股市场重要的组成部分，并且也是近两年非常重要的增量资金。从2019年三季度的持仓情况来看，公募基金、险资（保险+社保）、外资（陆股通+QFII）和其他机构的A股持仓市值分别为1.28万亿、1.27万亿、1.54万亿和0.8万亿，占A股流通市值的比例分别为2.88%、2.87%、3.48%和1.8%。外资持股市值已经与我国公募基金相当，在所有专业机构投资者中占比达到1/4。

图 22：陆股通近年来流入情况（亿元）



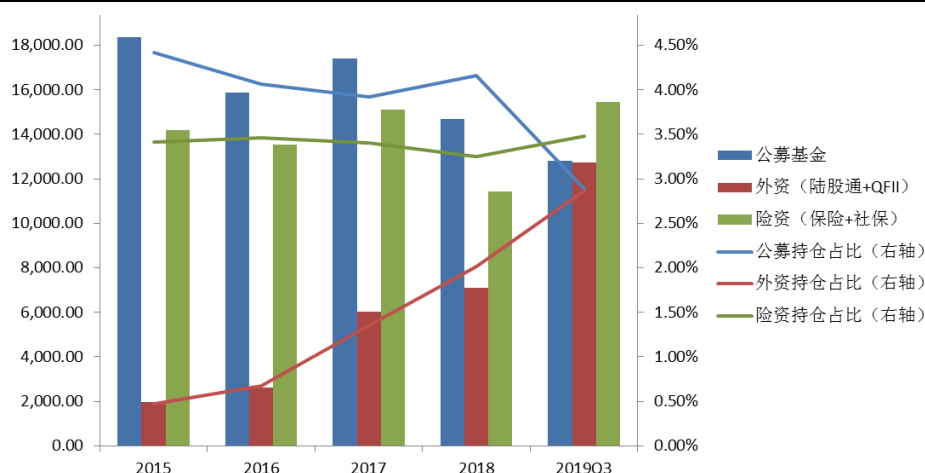
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：专业机构投资者持仓（2019Q3）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：主要机构持有 A 股流通市值走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

注：机构持股数据通过前十大股东，基金持股，各类产品定期报告中持股信息汇总得出，故实际持股数量将会高于统计值。

截止 2019 年 11 月，MSCI 对我国市场的纳入权重比例为 20%。而对比韩国和中国台湾市场纳入 MSCI 的时间表来看，首个纳入阶段结束后分别间隔 56 个月和 45 个月才再次开启第二阶段的纳入，并且根据各自金融市场的发展情况，整个纳入过程持续了 6-9 年。所以我们认为随着 2019 年 A 股纳入 MSCI 第一阶段的结束，短期内 MSCI 继续扩大纳入比例的可能性不高。不过同样借鉴韩国和中国台湾的历史经验来看，即使 MSCI 短期不扩大纳入因子比例，但是外资流入的情况依然将会持续，只是相对扩大纳入比例的年份流入幅度有所收窄。

表 1: MSCI 纳入时间表

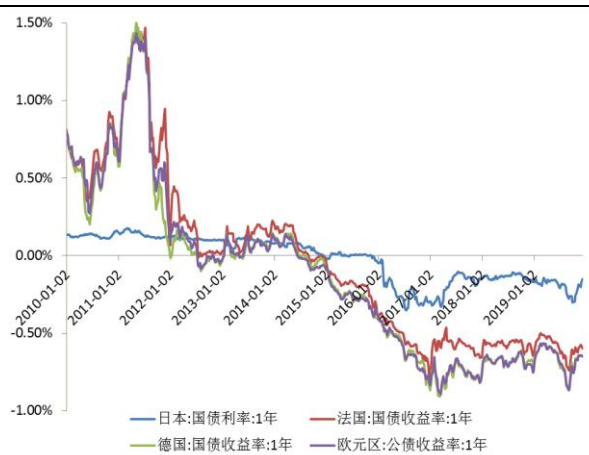
中国	纳入比例	韩国	纳入比例	中国台湾	纳入比例
2018年5月	2.5%	1992年1月	20%	1996年9月	50%
2018年9月	5%	1996年9月	50%	2000年6月	65%
2019年5月	10%	1998年9月	100%	2000年12月	80%
2019年8月	15%			2005年5月	100%
2019年11月	20%				

数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前全球走向负利率时代。欧盟和日本的 1 年期国债收益率在 2012 年以来相继走负，而 10 年期国债收益率也在 2019 年 2 季度开始转为负值，美国 2019 年连续三次下调联邦基金利率，我国央行 2019 年也多次实施普遍降准和定向降准，并引导和下调 MLF 及 LPR 利率。在全球“资产荒”的背景下，资金加大对于权益市场的配置，这也是本轮美股持续走牛的重要因素之一。而相对美股等市场的估值由于连续上涨而处于偏高的情况，中国股市目前仍处于价值洼地，投资吸引力显现。

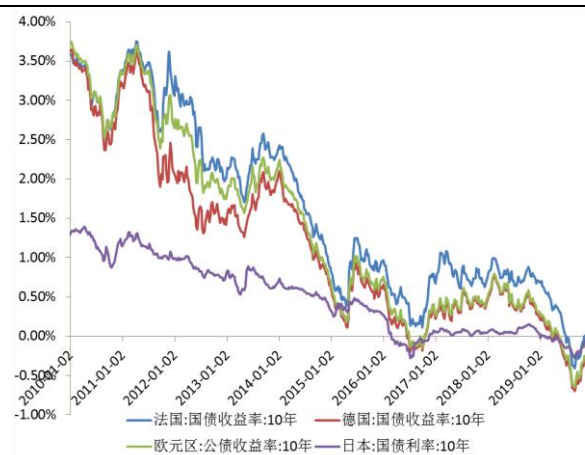
结合我国自身的情况来看，我们认为外资流入 A 股市场将是一个长期现象，归根结底源于我国金融市场的持续开放和 A 股市场相对其他市场估值水平较低带来的配置价值。故 2020 年外资仍将保持可观的流入，并将对市场产生重要的支撑力量。

图 25: 欧盟及日本 1 年期国债收益率



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 26: 欧盟及日本 10 年期国债收益率

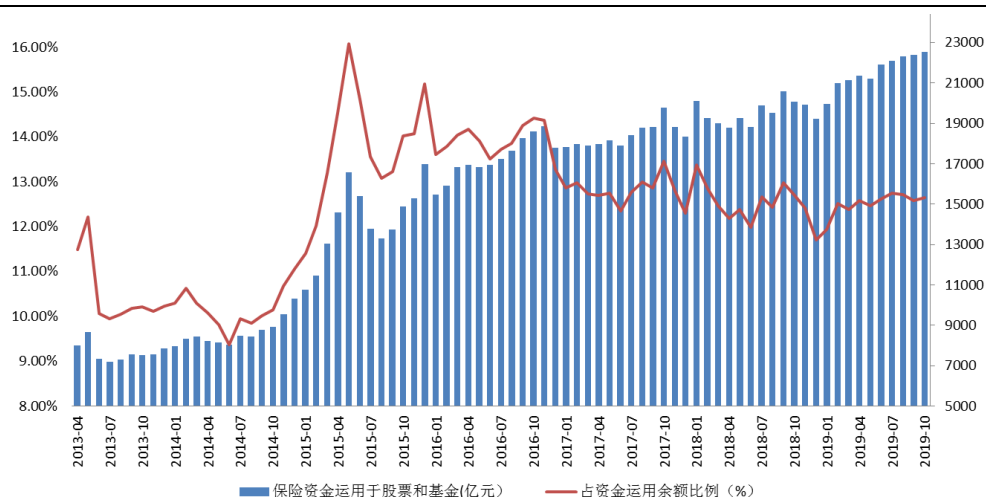


资料来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 险资加快配置步伐

我国保险资金规模稳步上升，截至 2019 年 10 月，保险资金运用于股票和基金的规模达到 2.25 万亿，但是从险资投资于 A 股市场的比例来看，近两年则呈现为小幅回落态势。目前保险资金投资于股票和基金的比例约为 13% 左右，离 30% 的上限仍有较大空间，同时未来投资上限仍有继续放开的可能。在目前的低利率环境下，未来保险公司有动力加快配置 A 股的步伐并提升配置权重。

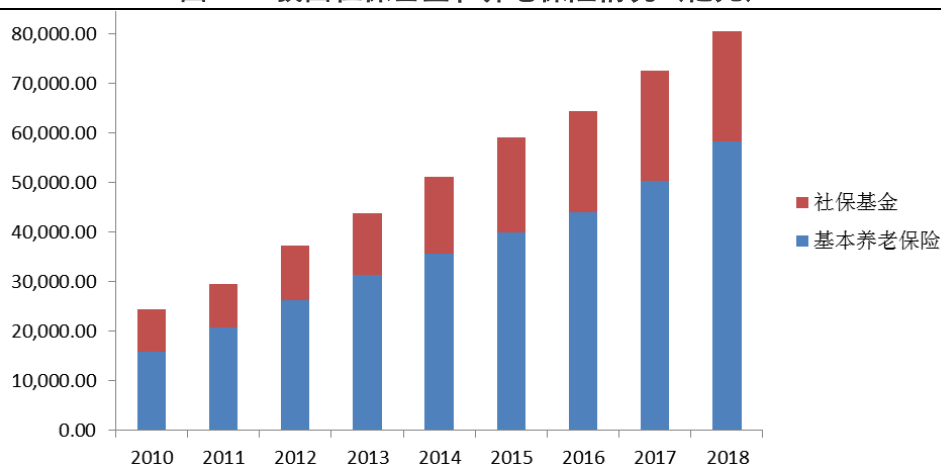
图 27：保险资金投资 A 股现状



数据来源：Wind，兴证期货研发部，保监会

2018 年我国基本养老金加社保基金共 8.05 万亿，其中社保基金资产总额为 2.24 万亿元，基本养老保险 5.82 万亿。社保基金方面，其持有的交易类金融资产和可供出售金融资产的比例占其总资产比例已经达到 50%，由于其股票投资上限为 40%，所以我们认为社保投资 A 股市场的提升空间有限。另一方面基本养老金入市的提升空间巨大，根据人社部在三季度例行新闻发布会上公布的数据显示，截至 9 月底，已有 18 个省（区、市）政府与社保基金会签署基本养老保险基金委托投资合同，合同总金额 9660 亿元，其中 7992 亿元资金已经到账并开始投资，占比基本养老保险总资产的比例为 13.7%，远低于 30% 的上限。

图 28：我国社保基金和养老保险情况（亿元）



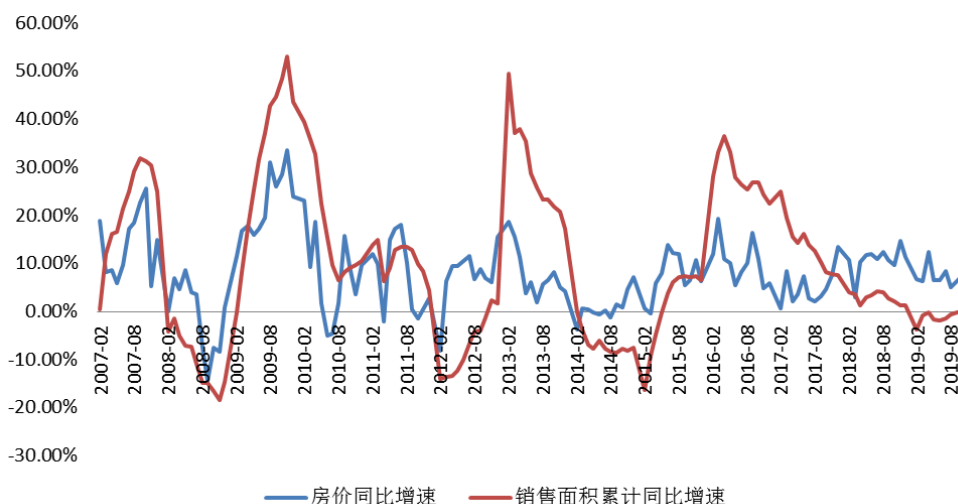
数据来源：Wind，兴证期货研发部

我国目前养老金仍然依赖财政补贴，在人口老龄化的趋势下，现行养老金体系压力巨大。而社保基金自 2008 年成立以来，权益类年均投资收益率超过 7%。所以我们认为养老金有动力用权益市场的投资收益来缓解养老金缺口的压力，同时对比其他国家我国养老金入市比例明显偏低，所以我们认为未来我国养老金入市的规模将会不断上升。以目前基本养老金的规模来看，如果投资比例能够达到 30% 的上限，则将为 A 股带来近万亿的增量资金。

3.3 居民有望加配权益资产

房地产是我国居民重要的投资方向和资金蓄水池，在经过此前的高速发展后，目前房地产行业已经进入平稳发展的新时期。从房地产的销售面积来看，其累计同比增速从 2016 年开始便持续下滑并在今年转负，而房价的同比增速也在今年开始稳定在 10% 之内。在坚持房住不炒和 不搞大水漫灌的背景下，我们认为未来房价的增速将保持较低的水平，房地产的投资吸引力将远不如以往。所以我们认为在房地产投资收益率下滑、资管新规打破刚兑以及 P2P 频繁暴雷的情况下，居民或将逐步加大对 A 股的配置比例。

图 29：我国房地产销售及价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 中美贸易磋商扰动市场

自 2018 年 7 月 6 日中美贸易摩擦升级，双方开始互征关税以来，美方对华加征关税的商品规模不断扩大，并从贸易摩擦扩展到科技、金融和地缘政治等方面。2018 年以来，中美已进行了十余轮经贸高级别磋商，在 2019 年 12 月 13 日国务院新闻办公室举行新闻发布会，表示已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。第一阶段的协议达成有助于缓解我国经济下行压力，后续关注协议正式签署的时间和地点。

我们认为中美贸易摩擦将是一个长期存在的问题，并且在未来将继续对市场带来扰动。目前中美双方的摩擦已经不仅停留在贸易层面，缩减贸易逆差已经不是美国最终的诉求，其目的是在于打压我国经济、科技的崛起。所以我们认为中美经贸、科技等方面的较量将长期存在。

表 2：中美双方加征关税情况

	美国	中国
2018	7月6日340亿美元商品加征25%	7月6日340亿美元商品加征25%
	8月23日160亿美元商品加征25%	8月23日160亿美元商品加征25%
	9月24日2000亿美元商品加征10%	9月24日600亿美元商品加征5%或10%
2019	5月10日2000亿美元商品关税从10%提高到25%	6月1日部分600亿美元商品加征5%、10%、20%或25%。
	9月1日3000亿美元商品中约1200亿加征关税15%。 12月13日3000亿美元商品中约2100亿关税下调至7.5%。	9月1日对约750亿美元商品中部分商品加征10%、5%不等关税。

数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.总结

展望 2019 年，我们认为在逆周期调节政策加码和稳增长作为政策主线的情况下，中国经济增速未来虽有缓慢下滑的压力，但不存在大幅下跌的基础，整体来看有望平稳着陆。

目前市场估值处于低位，企业盈利周期处于底部。上证综指和三大指数的动态市盈率目前都处于低位。由于经济不存在大幅下行的基础，而企业盈利又处于周期底部，我们预计市场整体估值继续下降的空间不大。按照以往规律，目前 A 股已经处于本轮盈利周期下行阶段的尾声。随着逆周期调节和减税降费等政策作用的显现，A 股盈利增速继续下行的可能性不高，预计盈利增速处于底部震荡的时间将持续到 2019 年四季度或 2020 年一季度。

资金对 A 股市场的配置意愿加强。未来外资、险资和居民有望增加权益市场配置。外资方面，由于 MSCI 等国际指数的纳入和 A 股市场偏低的估值，近两年逐步加大和加快了对 A 股市场的配置。险资在目前低利率的环境和权益资产配置比重较小的情况下，未来有动力加快配置权益资产的步伐。而居民方面，随着房地产市场投资收益的下滑，有望分流出部分资金配置 A 股市场。

今年股指期货的松绑，使得交易成本进一步降低，增加了市场的流动性与活跃度，并且三大股指期货的基差相较往年有着明显收窄。虽然目前股指期货的成交持仓仍然不及限仓之前的水平，但我们预计随着我国金融市场的进一步发展，投资者专业程度的进一步提高，和未来股指期货交易常态化的继续推进，未来成交和持仓将继续稳步上升。

整体来看 2020 年 A 股市场将以震荡为主。指数方面相较 2019 年整体重心将会上移，不过震荡区间将有所收窄。我们预计上证综指方面将在 3000 点到 3500 点之间震荡，同时由于外资险资等机构资金加速流入市场而带来的投资者结构的变化，使得蓝筹股和行业龙头较多的 IF、IH 走势将相对 IC 偏强。分阶段来看，上半年经济增速存在一定下行压力，同时 CPI 又将会对货币政策产生掣肘，但下半年通胀的影响或将趋弱，市场利率有望逐渐下降，资本市场有望享受流动性带来的估值水平提升。

亏损减产或将发酵，铜价重心上移

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

俞尘泯

从业资格号：F3060627

联系人：孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾：

2019年铜价窄幅波动。截至12月13日，LME铜收涨3.91%。在国内4月份降低增值税3%，中美贸易关系紧张等因素影响下，国内铜价表现相对弱于LME。

供应端，大矿企铜矿产量萎缩。上半年全球前15大矿企（CR15：62%）铜矿产量持续负增长，即使三季度产量有所恢复，前三季度累计产量依然出现-1.50%（-14万吨）的负增长。铜精矿加工费TC从年初92美元/吨下滑至55美元/吨附近低位，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，年内冶炼厂经营压力逐步加大，截至11月份国内电解铜产量累计增幅仅为2.09%，远低于2018年同期接近10%的增速，今年电解铜供应端压力远小于2018年。需求端，国内铜消费大头电网投资表现低迷，截至10月份累计增速-10.50%，严重拖累铜消费，叠加本年空调、汽车行业表现不佳，国内铜需求缺乏亮点。整体看，2019年铜基本面呈现供需双弱的格局。

● 后市展望及策略建议：

1. 2020年全球铜矿产量增量有限。根据我们对全球主要大矿企产量预期来看，2019年四季度铜矿供应增速依旧不乐观。基于当前铜价，我们认为部分中小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧，12月份澳洲Metals X公司决定关停旗下Nifty铜矿（成本高企，2019年前三季度平均现金成本高到8548美元/吨，2018年产1.87万金属吨铜精矿）。预期2020年中小矿山可能会出现10万吨左右的减产。

结合已公布的主要大矿企2020年产量预期，我们认为明年全球铜矿产量增量20万吨，增速在1%附近。

2. 冶炼厂经营压力较大，产业链上供应端成本对铜价支撑较强。国内冶炼产能继续增加，2020年预期有30万吨

粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速低位，铜精矿加工费 TC 难上涨，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，预计 2020 年国内精炼铜供应增速有限。

我们认为产业链上，小矿山及国内中小冶炼厂亏损减产对电解铜供应的影响将逐步发酵，成本端对铜价的支撑较强。

3. 海内外主要经济体铜消费相对疲软。国内电力领域对铜消费占比在 50% 以上，1-10 月电网投资增速仍在 -10.5% 低位，汽车、空调等领域未有明显回暖，国内铜消费延续低迷。海外方面，欧美国家制造业景气度维持在荣枯线下方，但短期有所改善。随着中美经贸关系缓和，海内外实体经济铜消费的悲观预期有望出现缓解。

4. 全球铜显性库存处于绝对低位，可用天数仅 8 天。截至 12 月 13 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 54.79 万吨，目前库存可用天数仅 8 天左右，处于绝对低位。根据前文对铜供需的分析，我们认为明年精炼铜显性库存很难出现大幅累库现象，低库存条件下，铜价向上的弹性更大。

5. 中美经贸关系有所缓解，提振铜金融投机属性。融资需求方面，目前中美十年期国债收益率再度扩大至 1% 以上，如果明年美联储延续降息进程，中美利差有望继续扩大。叠加近期中美经贸关系缓和，人民币贬值压力有所缓解，铜的融资属性有望在 2020 年出现改善。

综上，我们认为 2020 年铜供需出现边际改善的概率较大。随着产业链上铜矿山及冶炼厂亏损发酵，精铜供应压力相对有限。需求端，随着中美经贸关系缓和，铜消费悲观预期有所缓解。

预计 2020 年铜价重心有所抬升，我们对 2020 年铜价区间判断为：[46500,55000]。

建议投资者偏多思路为主，或在全球显性库存降至低位时，适当关注近远月正套机会。仅供参考。

● 风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；中国宏观经济超预期下滑；欧美国家经济波动超预期。

1.行情回顾：铜价窄幅波动

2019年铜价窄幅波动。截至12月13日，LME铜收涨3.91%。在国内4月份降低增值税3%，中美贸易关系紧张等因素影响下，国内铜价表现相对弱于LME。

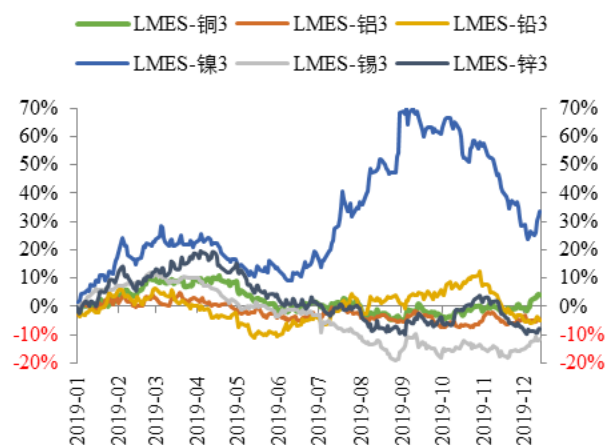
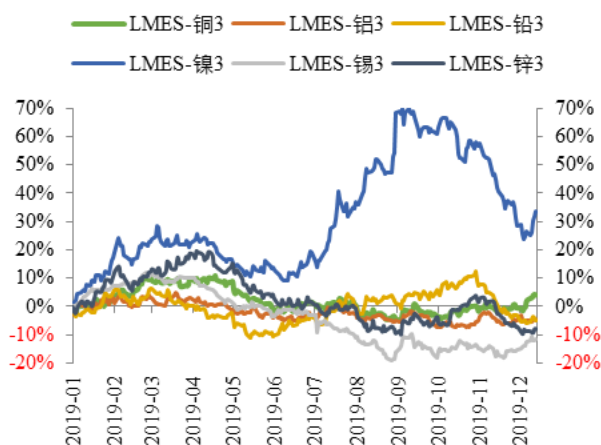
供应端，大矿企铜矿产量萎缩。上半年全球前15大矿企（CR15：62%）铜矿产量持续负增长，即使三季度产量有所恢复，前三季度累计产量依然出现-1.50%（-14万吨）的负增长。铜精矿加工费TC从年初92美元/吨下滑至55美元/吨附近低位，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，年内冶炼厂经营压力逐步加大，截至11月份国内电解铜产量累计增幅仅为2.09%，远低于2018年同期接近10%的增速，今年电解铜供应端压力远小于2018年。

需求端，国内铜消费大头电网投资表现低迷，截至10月份累计增速-10.50%，严重拖累铜消费，叠加本年空调、汽车行业走弱，国内铜需求缺乏亮点。

宏观层面，美联储年内三次降息，中美贸易摩擦此起彼伏，12月中旬中美第一阶段经贸磋商取得进展，有望实质性提振铜金融投机属性。

图 1：LME 各品种 2019 年以来涨跌幅

图 2：LME 铜升贴水季节性（美元/吨）

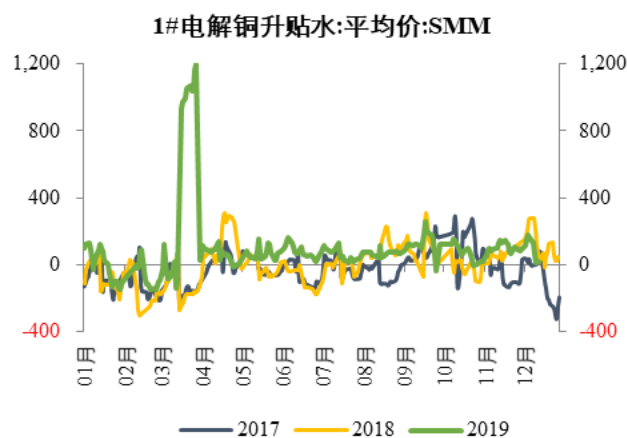
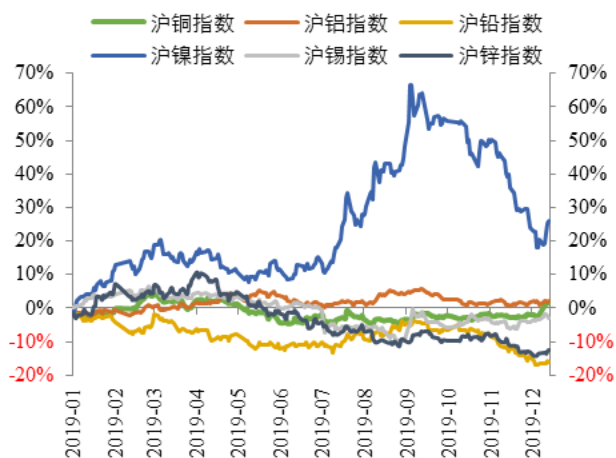


数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：上期所各品种 2019 年以来涨跌幅

图 4：国内铜升贴水季节性（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

2.基本面：矿山，冶炼厂亏损减产或将发酵

2.1 供应：铜矿产量增量有限，冶炼厂经营压力加大

根据我们对全球主要大矿企产量预期来看，2019年四季度铜矿供应增速依旧不乐观。基于当前铜价及主要矿企对2020年产量预期来看，我们认为2020年全球铜矿产量增量大约20万吨，增速在1%附近。

国内冶炼产能继续增加，2020年预期有30万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速低位，铜精矿加工费TC难上涨，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，预计2020年国内精炼铜供应增速维持低位。

我们认为产业链上，小矿山及国内中小冶炼厂亏损发酵引发的减停产对电解铜供应影响较大，成本端对铜价的支撑较强。

2.1.1 预计2020年全球新增铜矿产量20万吨，增速仅为1%

A.前三季度全球前15大矿企铜矿产量负增长，预期四季度产量仍不乐观

上半年全球前15大矿企铜矿产量连续两个季度负增长，同比2018年上半年下滑16万吨。Freeport旗下在印尼的Grasberg矿山由露天开采转为地下开采，上半年损失的产量接近19万吨。Codelco上半年产量大幅下滑近11万吨(-12%)，一是2月份极端暴雨天气影响旗下矿山开采，二是旗下Chuquicamata矿山发生14天罢工，三是旗下部分矿山铜矿品位下滑。

三季度矿企铜矿产量有所恢复，全球前15大矿企铜矿产量小幅增加1.06%（3.37万吨），主要是由于First Quantum旗下在巴拿马的Cobre Panama矿山产量释放，贡献近4万吨增量。Freeport旗下Grasberg矿山产量继续大幅下滑，三季度Freeport产量同比下滑6.44万吨(-14.12%)。

根据我们对2019年全球前15大矿企产量累计下滑28.76万吨的预期，在前三季度前15大矿企产量已经下滑14万吨的情况下，预计四季度铜矿产量减量仍在10万吨以上。

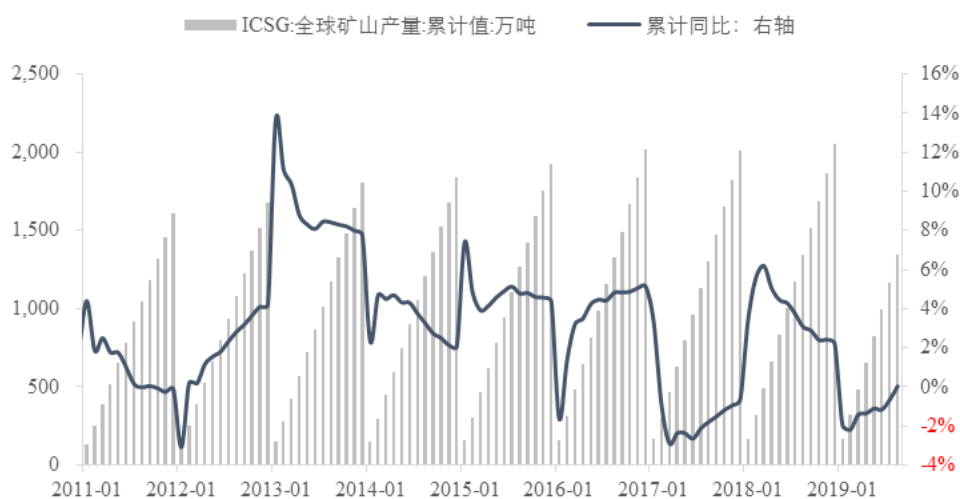
表1：2019年前三季度15大矿企铜矿产量-1.50%

序号	公司名称	2019Q3 (万吨)	2018Q3 (万吨)	2019Q3 增量	2019Q3 同比	2019Q1-Q3增 量	2019Q1-Q3同 比	2019H1 同比
1	Codelco	43.95	42.08	1.87	4.44%	-8.72	-6.73%	-12.07%
2	Freeport-McMoRan	39.19	45.63	-6.44	-14.12%	-26.40	-19.39%	-20.85%
3	BHP	42.95	40.91	2.04	4.99%	-3.58	-2.69%	-6.11%
4	Glencore	35.28	36.69	-1.41	-3.84%	-4.73	-4.45%	-4.77%
5	Grupo Mexico	28.63	25.42	3.21	12.63%	10.23	13.94%	14.64%
6	Antofagasta	19.70	18.83	0.87	4.62%	7.89	15.61%	22.15%
7	Rio Tinto	21.50	23.05	-1.55	-6.72%	-1.78	-2.76%	-0.58%
8	KGHM Polska	17.77	17.07	0.70	4.10%	6.42	13.80%	19.42%
9	MMG	11.59	12.19	-0.61	-4.97%	-5.57	-14.39%	-18.71%
10	Anglo American	15.89	17.18	-1.29	-7.51%	-0.57	-1.18%	2.33%
11	First Quantum	19.25	15.12	4.13	27.29%	5.03	11.25%	3.06%

12	Vale	9.83	9.45	0.38	4.02%	0.47	1.65%	0.47%
13	Norilsk	12.07	12.04	0.03	0.24%	2.21	6.30%	9.47%
14	Teck Resources	7.90	7.20	0.70	9.72%	0.50	2.26%	-1.34%
15	Kazakhmys	8.29	7.72	0.57	7.38%	1.37	6.32%	5.73%
	总计	320.16	316.79	3.37	1.06%	-14.01	-1.50%	-2.59%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

图 5：2019 年全球铜矿产量微幅正增长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2：2019 年全球主要矿企产量预期负增长

序号	公司名称	2017 产量 (万吨)	2018 产量 (万吨)	2019E 增量 (万吨)	2019E 同比	2018 同比
1	Codelco	184.20	180.60	-10.60	-5.87%	-1.95%
2	Freeport-McMoRan	169.51	172.96	-23.18	-13.40%	2.03%
3	BHP	144.74	174.55	-5.30	-3.04%	20.60%
4	Glencore	130.97	145.37	-6.87	-4.73%	10.99%
5	Grupo Mexico	101.06	100.21	12.57	12.55%	-0.84%
6	Antofagasta	70.43	72.53	3.47	4.78%	2.98%
7	Rio Tinto	67.53	90.83	-9.83	-10.82%	34.50%
8	KGHM Polska	65.64	63.39	5.71	9.01%	-3.43%
9	MMG	59.82	51.78	-6.78	-13.10%	-13.44%
10	Anglo American	57.93	66.83	-2.83	-4.23%	15.36%
11	First Quantum	57.40	60.59	11.16	18.42%	5.56%
12	Vale	43.85	39.55	1.65	4.17%	-9.81%
13	Norilsk	40.11	47.37	0.93	1.97%	18.09%
14	Teck Resources	28.70	29.40	0.60	2.04%	2.44%
15	Kazakhmys	25.85	29.47	0.53	1.80%	14.00%

16	洛阳钼业	24.88	20.02	1.58	7.89%	-19.52%
17	江西铜业	20.96	20.83	-0.25	-1.20%	-0.62%
18	紫金矿业	20.80	24.86	10.14	40.79%	19.53%
19	Lundin Mining Corp	20.30	19.96	3.49	17.47%	-21.00%
20	Barrick Gold Corp	18.73	17.37	0.88	5.09%	-7.25%
	前 20 大矿企	1313.35	1372.63	-12.92	-0.94%	4.51%
	前 15 大矿企	1202.72	1269.58	-28.76	-2.27%	5.56%
	前 10 大矿企	1006.81	1063.21	-43.64	-4.10%	5.60%
	全球-ICSG	2052	2064			

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

B.预期 2020 年铜矿产量增量 20 万吨，增速在 1%附近

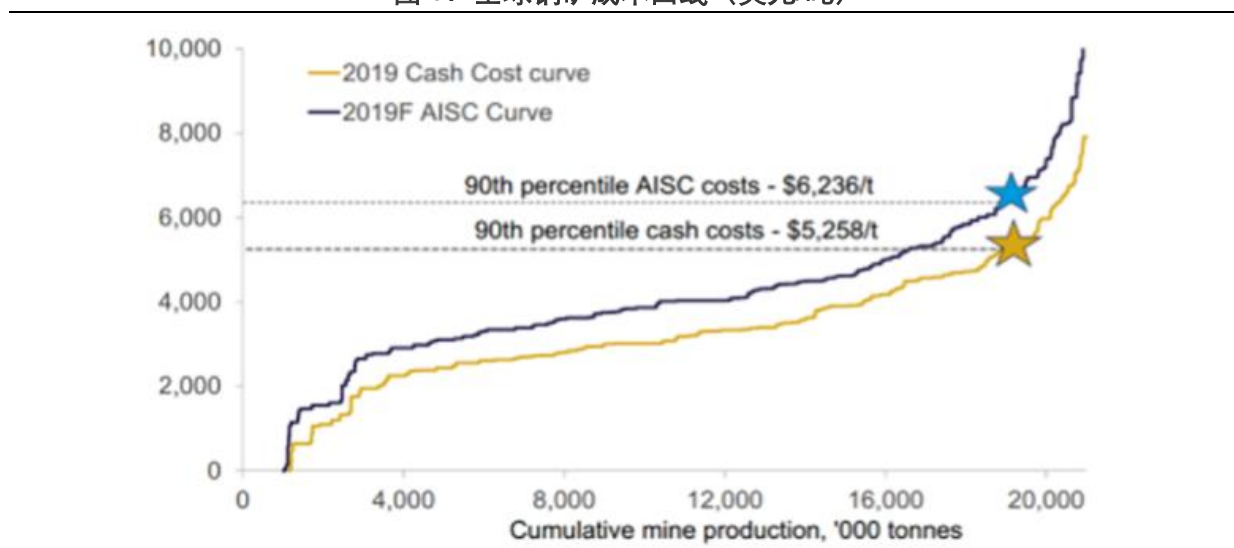
从矿企的角度看，已公布的 10 家大矿企 2020 年产量预期相较 2019 年增加近 30 万吨。

First Quantum 旗下在巴拿马的 Cobre Panama 矿山产量继续释放，2020 年预期增量 13.75 万吨。Freeport 旗下 Grasberg 矿山产量恢复性增加，2020 年预期增量接近 9 万吨。BHP Billiton 预期随着旗下全球最大铜矿山 Escondida 品位回升，2020 财年产量大约增加 7 万吨。其它增量方面，紫金矿业预期 2020 年产量将达到 41 万吨，同比 2019 年增加 4 万吨。

减量方面，Glencore 旗下 Mutanda 矿区在 2019 年末关停，Mopani 矿区检修，以及非洲业务外矿山品位下滑等因素影响，Glencore 预期 2020 年产量下滑至 130 万吨附近，同比 2019 年下降约 8.5 万吨（-6.14%）。

据 CRU 数据，全球 90%分位铜矿现金成本 C1 达 5258 美元/吨，90%分位 AISC 成本达 6236 美元/吨（AISC 成本=C1+管理费用+维持性资本支出+特许权费用）。基于当前铜价，我们认为部分小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧。

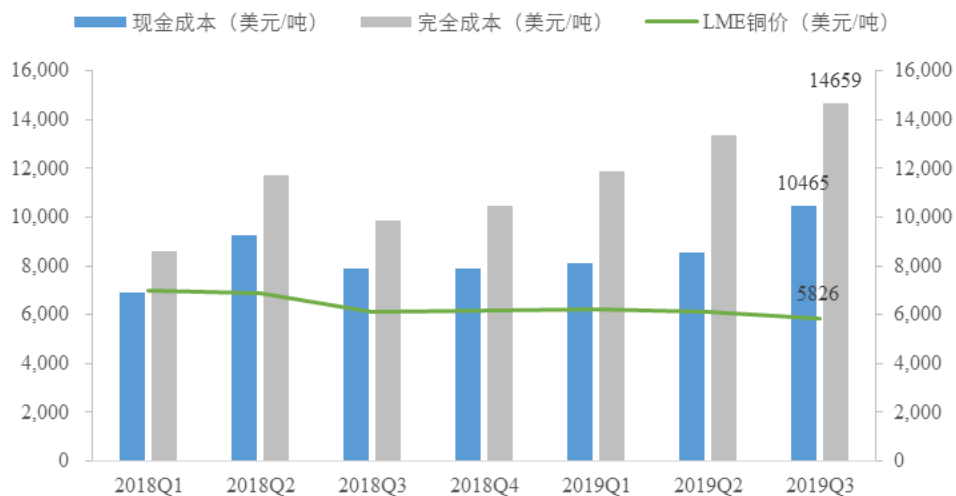
图 6：全球铜矿成本曲线（美元/吨）



数据来源：CRU，兴证期货研发部

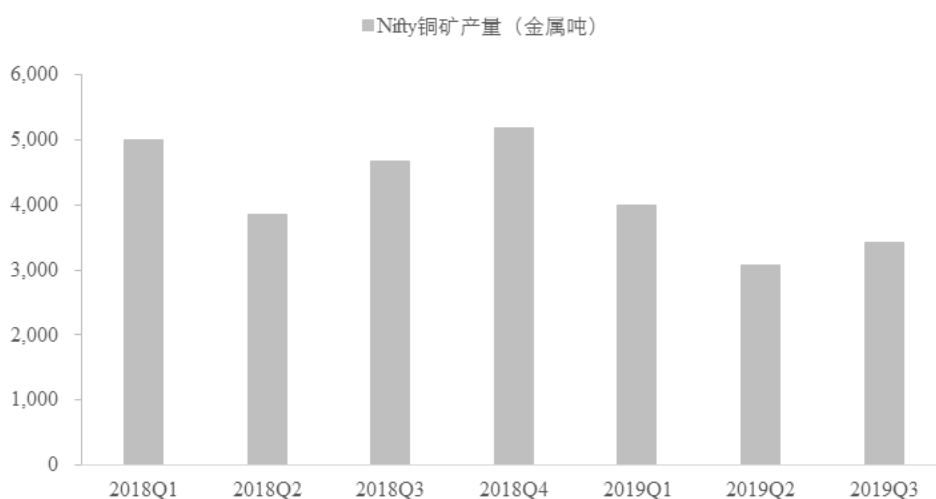
12 月份，澳洲 Metals X 公司决定关停旗下 Nifty 铜矿（成本高企，2019 年前三季度平均现金成本高到 8548 美元/吨，2018 年产 1.87 万金属吨铜精矿）。预期 2020 年中小矿山可能会出现 10 万吨左右的减产。

图 7：澳洲 Metals X 旗下 Nifty 铜矿成本高企



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 8：澳洲 Metals X 旗下 Nifty 铜矿产量（金属吨）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

结合以上分析，我们认为 2020 年全球铜矿产量增量为 20 万吨，增速在 1% 附近。

表 3：预期 2020 年全球铜矿产量增量 20 万吨

序号	公司名称	2019 产量 E (万吨)	2020 产量 E (万吨)	2020E 增量	2020E 同比	备注
1	Codelco	170.00	-	-	-	未公布
2	Freeport-McMoRan	149.78	158.76	8.98	6.00%	-
3	BHP	169.25	176.25	7.00	4.14%	-
4	Glencore	138.50	130.00	-8.50	-6.14%	-
5	Grupo Mexico	112.78	-	-	-	未公布

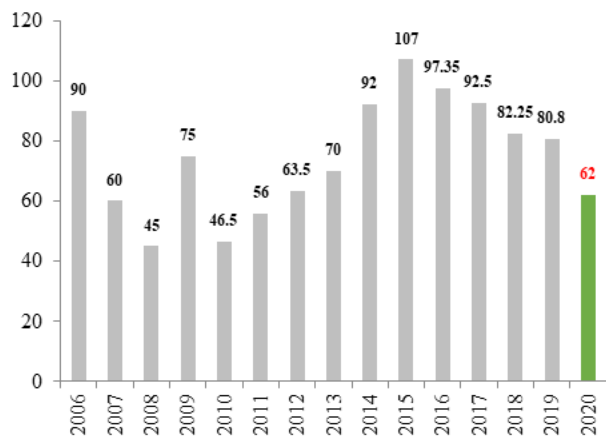
6	Antofagasta	76.00	-	-	-	未公布
7	Rio Tinto	81.00	-	-	-	未公布
8	KGHM Polska	69.10	-	-	-	未公布
9	MMG	45.00	-	-	-	未公布
10	Anglo American	64.00	64.50	0.50	0.78%	-
11	First Quantum	71.75	85.50	13.75	19.16%	-
12	Vale	41.20	40.00	-1.20	-2.91%	-
13	Norilsk	48.30	49.00	0.70	1.45%	-
14	Teck Resources	30.00	29.50	-0.50	-1.67%	-
15	Kazakhmys	30.00	-	-	-	未公布
16	洛阳钼业	21.60	-	-	-	未公布
17	江西铜业	20.58	-	-	-	未公布
18	紫金矿业	37.00	41.00	4.00	10.81%	-
19	Lundin Mining Corp	23.45	28.40	4.95	21.11%	-
20	Barrick Gold Corp	18.26	-	-	-	未公布
	小计			29.68		
	其他调整			-9.68		小矿山减产等
	全球			20.00		

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2019年11月在上海CESCO会议期间，Freeport与江西铜业、铜陵有色、中国铜业确定了2020年铜精矿TC长单价格为62美元/吨，环比2019年长单价格大幅下滑18.8美元/吨，显示市场对2020年铜精矿相对偏紧的预期逐步趋于一致。

图9：2020年铜精矿长单TC大幅下滑18.8美元/吨

图10：现货加工费TC仍维持在55美元/吨低位



数据来源：新闻整理，兴证期货研发部



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.1.2 废铜供应存在不确定性

A.2019年进口废铜金属量减少15万吨左右。预计2020年二季度开始，废铜转资源的相关政策逐步实施，2020年废铜进口量存在不确定性。

2019年12月03日，第15批限制类进口废料批文公布，涉及铜废料7970实物吨，批文量环比继续减少。2019年下半年7批废铜批文共批复废铜数量为56.07万实物吨，按照80%左右的平均品位测算，折合约44.9万金属吨。

根据海关总署公布的废铜进口数据来看，2019年7-10月，中国共进口废铜46.81万实物吨，其中10月份废铜进口实物量只有9.7万吨，环比下滑了超40%。目前仅仅剩下9.26万实物吨批文尚未使用，11、12月份废铜进口量预计继续大幅减少。

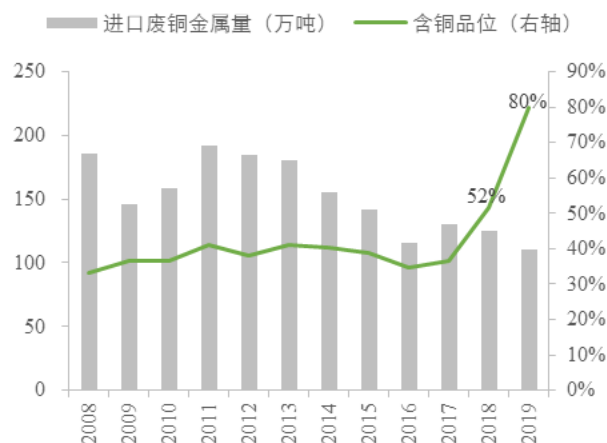
预计明年废铜批文情况仍不乐观，但2020年二季度开始，废铜转资源的相关政策可能会逐步实施，2020年废铜进口量存在较大不确定性。

图 11: 2019 年前 10 月废铜实物进口量 (万吨)



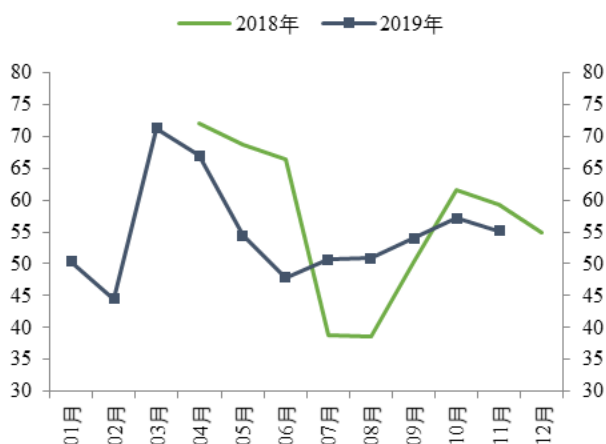
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 进口废铜品位大幅提升



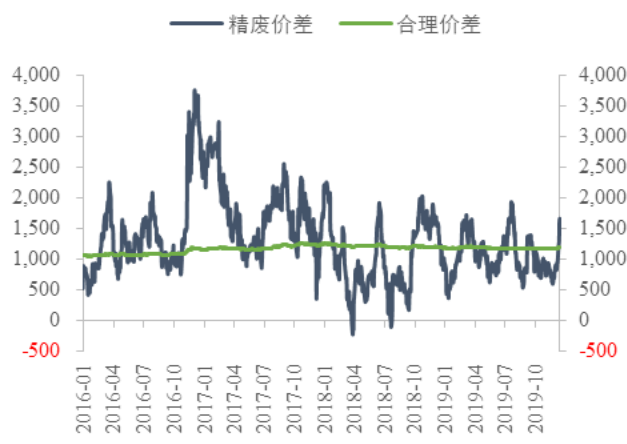
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 13: 废铜制杆企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 精废价差走势 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.1.3 国内冶炼产能继续扩张，但冶炼厂经营压力较大，精铜供应增速

有限

由于前几年铜矿加工费处于高位，冶炼厂相对赚钱，国内冶炼产能近年来大规模投放，据 SMM 统计 2019 年国内投产粗炼产能 65 万吨，精炼产能 90 万吨。

2019 年前 11 月国内精铜产量增速 2.09%。下半年开始，随着国内炼厂集中检修结束，国内精铜产量缓慢回升，11 月单月产量增速在 7% 以上。但当前铜精矿加工费 TC 处于低位，叠加冶炼主要副产品硫酸价格低迷，国内炼厂生产经营压力较大，后期不排除出现减停产行为。

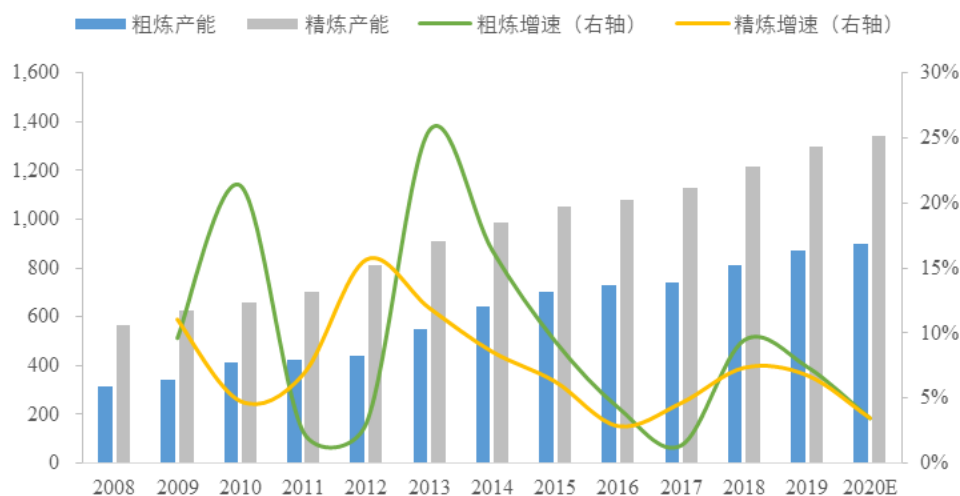
预计 2020 年国内粗炼冶炼仍有 30 万吨待投放，根据前文对 2020 年铜矿产量的预期，我们认为 2020 年铜精矿加工费很难出现实质性回升，即使冶炼产能持续投放，精炼铜产量受制于原料端的相对不足，增量有限。预计 2020 年国内精铜产量增速在 2% 附近。

表 4：预计 2020 年国内粗炼产能投放 30 万吨

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019 年 10 月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019 年 4 月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019 年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019 年 9 月
2019 年小计	65	80		
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020 年 6 月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2020 年下半年
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020 年下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020 年 8 月
2020 年小计	30	45		

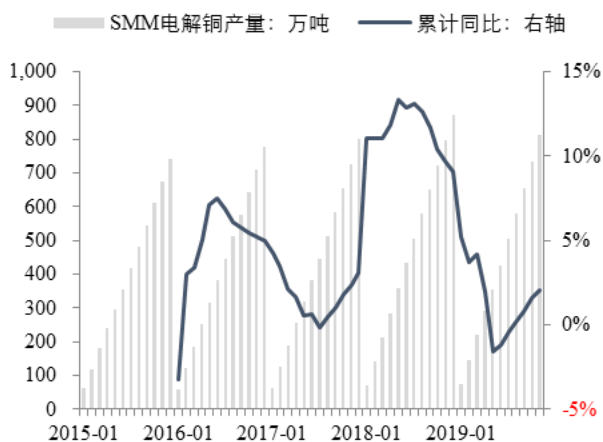
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 15：中国冶炼产能变化（万吨）



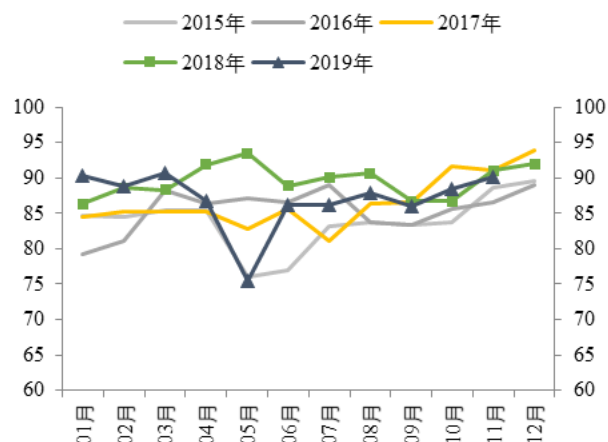
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 16: 1-11 月国内精炼铜产量同比增长 2.09%



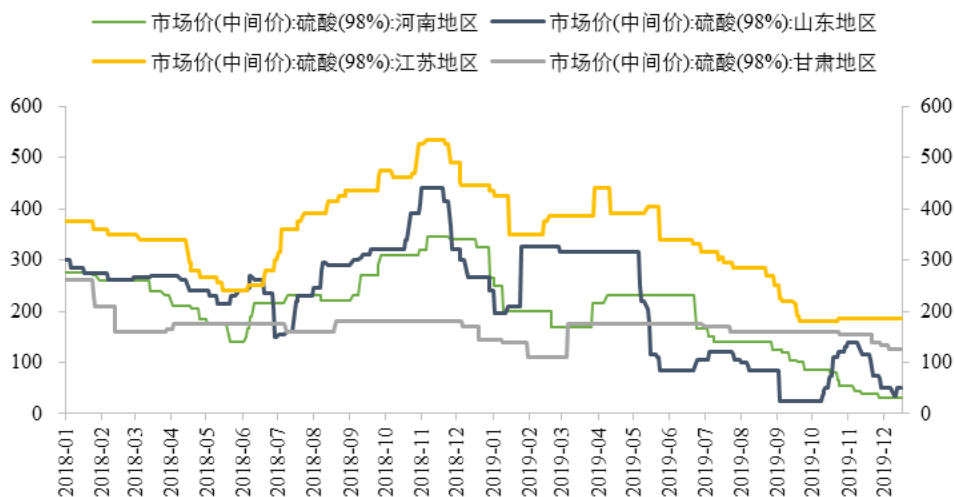
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 17: 11 月国内冶炼企业开工率上升至 90.14%



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 18: 铜冶炼主要副产品硫酸价格低迷 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 5: 2019 上半年国内冶炼厂集中检修

序号	公司名称	公司产能 (万吨)	开始时间	结束时间	备注
1	青海铜业责任有限公司	10	2019 年 1 月	2019 年 1 月	15 天
2	广西金川有色金属有限公司	40	2019 年 3 月	2019 年 4 月	40-50 天
3	新疆五鑫铜业有限公司	10	2019 年 4 月 1 日	2019 年 4 月 30 日	30 天
4	赤峰金剑	12	2019 年 4 月 16 日	2019 年 4 月底	14 天
5	金隆铜业	35	2019 年 4 月 10 日	2019 年 5 月 8 日	28 天
6	山东恒邦股份有限公司	15	2019 年 4 月 7 日	2019 年 5 月中旬	40 天
7	豫光金铅	15	2019 年 4 月 20 日	2019 年 5 月	40 天
8	东营方圆	40	2019 年 4 月中	2019 年 5 月中	30-35 天

9	阳谷祥光铜业	40	2019年4月1日	2019年5月	45天
10	青海铜业责任有限公司	10	2019年5月	2019年5月	25天
11	山东金升铜业有限公司	20	2019年5月	2019年6月	暂时停产
12	赤峰金峰铜业有限公司	15	2019年5月2日	2019年5月底	27天
13	中原黄金冶炼厂	35	2019年5月	2019年6月	40天
14	江西铜业(清远)有限公司	10	2019年6月	2019年6月	10天
15	新金昌铜业(奥炉项目)	20	2019年6月中旬	2019年7月	35天
16	紫金铜业有限公司	30	2019年6月	2019年7月	25天
17	江铜富冶和鼎铜业有限公司	30	2019年6月	2019年7月初	35天
18	云南锡业股份有限公司	10	2019年6月底	2019年7月底	30天
19	五矿铜业湖南有限公司	10	2019年7月18日	2019年8月5日	18天
20	白银有色金属	20	2019年7月初	2019年7月20日	50天
21	宏跃北方铜业	10	2019年8月8日	2019年8月下旬	20天
22	国投金城冶金	10	2019年9月	2019年9月	25天
23	金冠铜业	40	2019年10月	2019年10月	25天
24	江西铜业	50	2019年10月	2019年11月	48天

数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.1.4 供应端小结

通过以上分析，我们认为，2020年全球铜矿产量增量预计20万吨，增速在1%附近。

国内冶炼产能继续投放，2020年预计投放的粗炼产能30万吨。2020年铜精矿加工费很难出现实质性回升，叠加冶炼主要副产品硫酸价格低迷，国内炼厂生产经营压力较大，即使冶炼产能继续投放，精铜产量受制于原料端的相对不足，增速有限。

综上，我们认为，明年铜供应端压力不大，产业链上小矿山以及国内冶炼厂成本对铜价支撑较强。

2.2 需求：海内外实体经济疲软，铜消费大概率维持低速增长状态

国内实体经济下行压力仍在。分行业看，电网投资低迷，前10月同比增速仍在-10.5%低位，汽车板块维持负增长，家电、房地产领域无明显亮点，但随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费有望企稳。

海外方面，主要经济体制造业景气度维持在荣枯线下方，短期有所改善，但力度有限，我们认为海外市场对铜消费相对稳定。

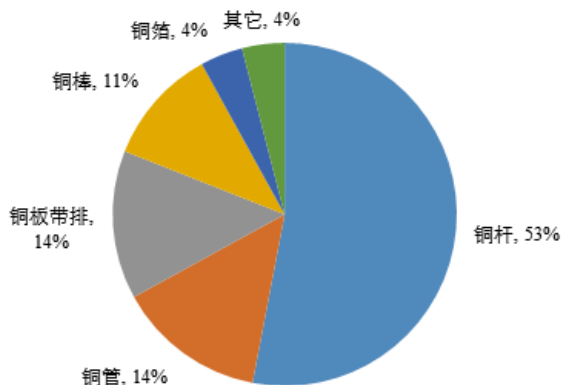
结合海内外来看，我们认为2020年铜消费无明显亮点，大概率维持低速增长状态。

2.2.1 国内铜消费有望逐步企稳

A. 下游铜材企业开工率整体弱于2018年

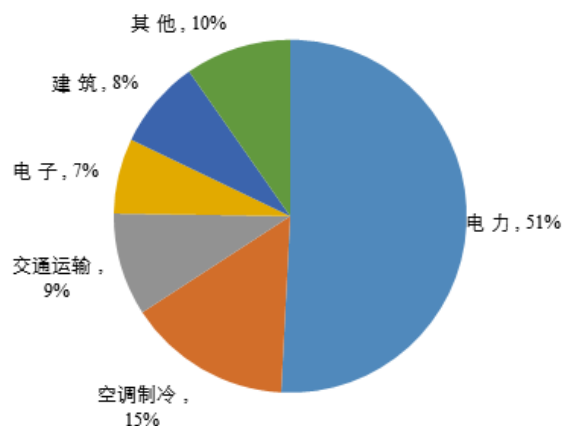
从精炼铜直接下游各铜材企业开工率来看，2019年国内铜消费相对疲软，铜杆、铜板带、铜管开工率无明显好转。

图 19：国内铜消费按品种分布



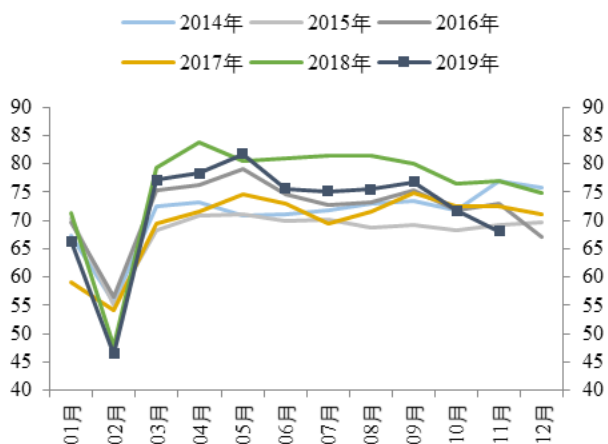
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 20：国内铜终端消费行业分布



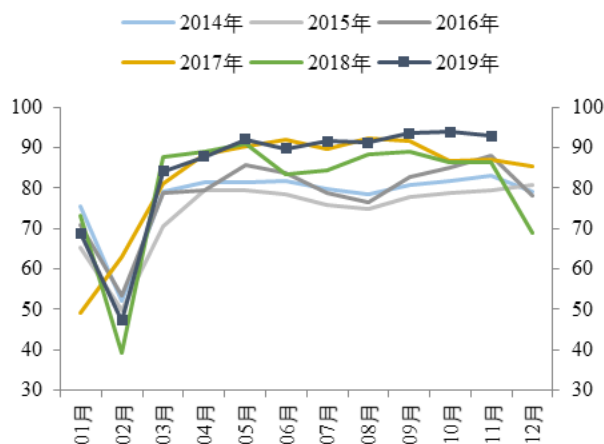
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 21：铜杆企业开工率



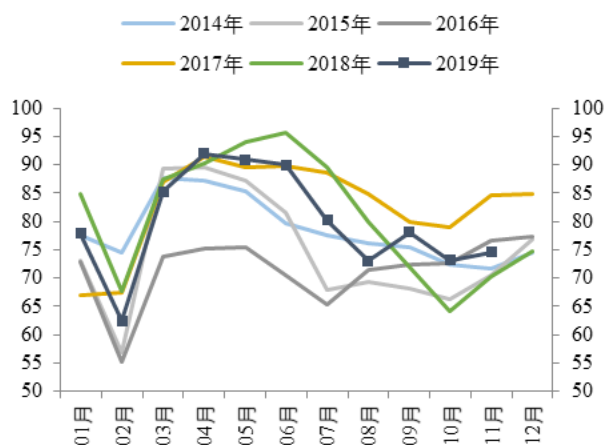
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 22：电线电缆企业开工率



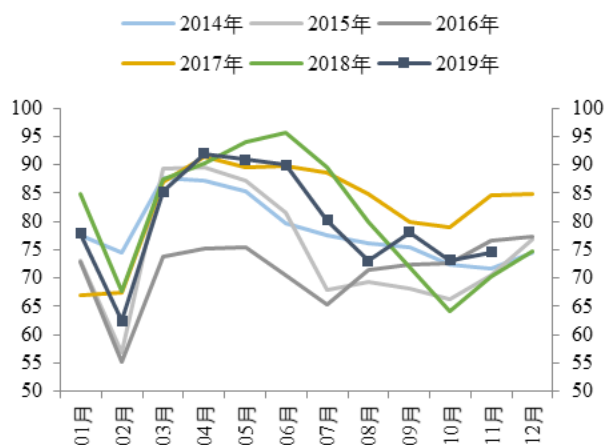
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：铜管企业开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24：铜板带箔企业开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

B. 电网投资两位数负增长

电网投资低迷，1-10月全国电网基本建设投资完成额 3415 亿元，同比下降 10.5%，10月单月 462 亿元，同比增 4.76%。

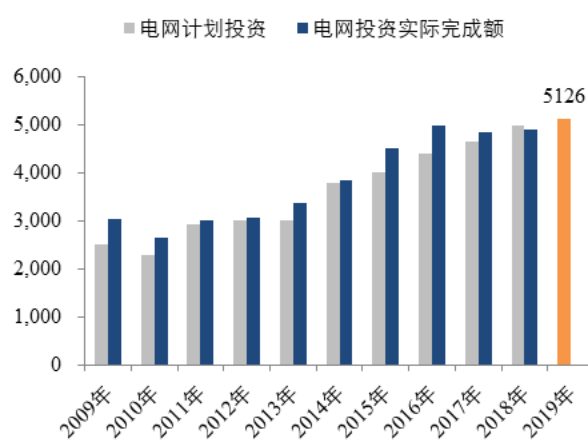
国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元，比 2018 年实际完成额上升 4.84%。国家电网若要完成年初投资计划，预期年末会逐步加大投资力度。

图 25：1-10 月电网投资两位数负增长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26：国家电网 2019 年计划投资额 5126 亿元



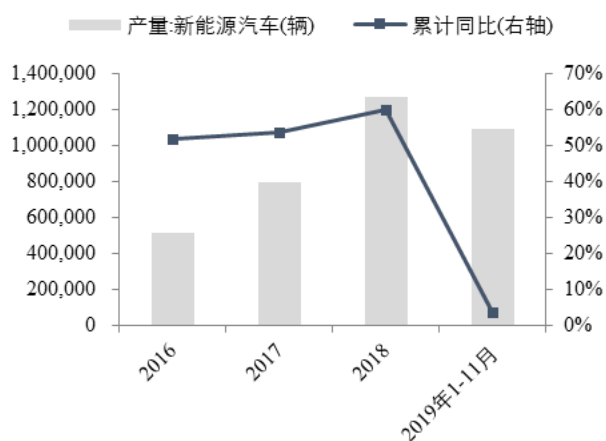
数据来源：国家电网，兴证期货研发部

C. 新能源汽车产销持续负增长

随着相关补贴逐步退坡，2019 年下半年开始，新能源汽车产销持续负增长，10、11 月两个月产量负增长幅度都在 30% 以上，新能源汽车领域短期暂时看不到明显向上的驱动力。

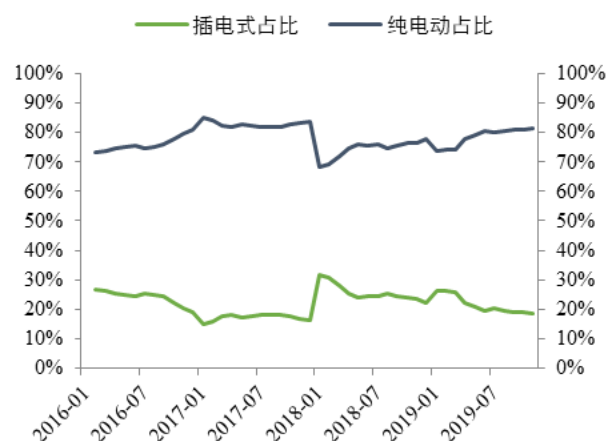
但从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，一旦国家有相关刺激政策出台，新能源汽车领域对精铜的消费增长空间依旧值得期待。

图 27：1-11 月新能源汽车产量同比增长 3.74%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 28：新能源汽车产量结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

D.空调表现低迷，冰箱、洗衣机等家电同样不乐观

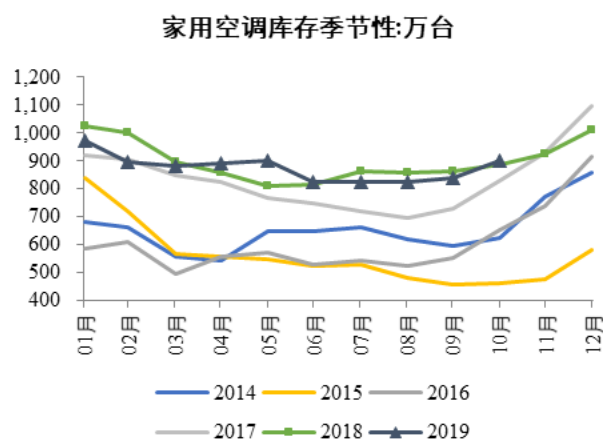
1-10 月份国内家用空调总产量 12817 万台，同比负增长-0.45%。家用空调 10 月单月产量为 832.5 万台，同比增长 7.06%。目前空调行业已经进入冬季消费旺季，规律上，空调企业需要提前备料生产，但从今年铜管开工率看，空调消费季节性回升力度有限。据 SMM 调研，国内 11 月铜管企业开工率为 74.52%，环比回升仅为 1.41%，远低于往年季节性回暖的力度。

图 29: 1-10 月份国内家用空调产量同比-0.45%



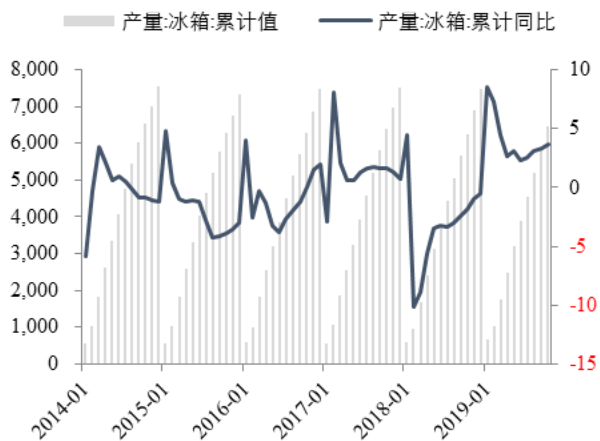
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30: 空调库存季节性高位



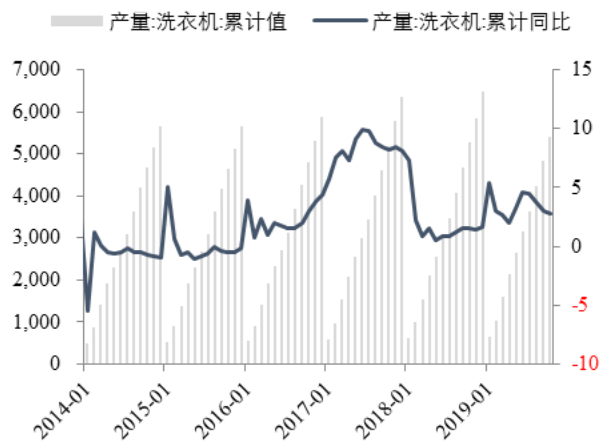
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 31: 冰箱产量小幅正增长（万台）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 32: 洗衣机产量增速低位（万台）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

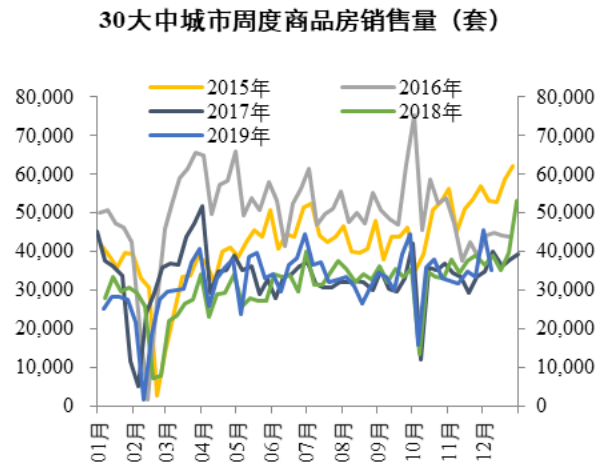
家电本年表现较差的一个主要原因是房地产销售低迷逐步传导到房屋装修对家电的购置需求。2019 年房地产销售疲软，1-11 月全国房地产销售累计增速仅为 0.2%。从高频数据看，大中城市表现相对较好，截至 12 月初，全国 30 大中城市周均成交套数同比 2018 年增长 2.68%。

图 33：2019 年房地产销售表现低迷



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 34：30 大中城市房地产周度销量同比去年增 2.68%

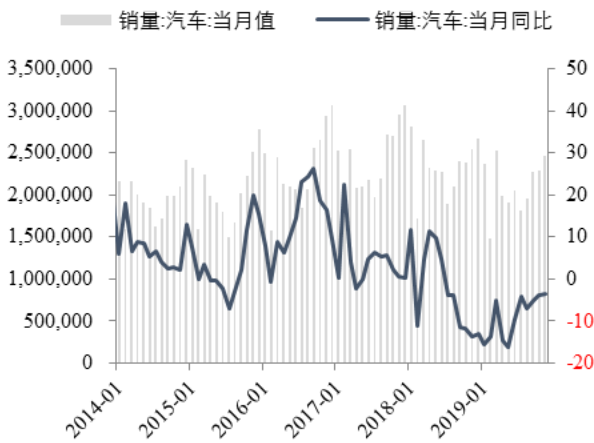


数据来源：Wind，兴证期货研发部

E.传统汽车产销萎缩幅度收窄

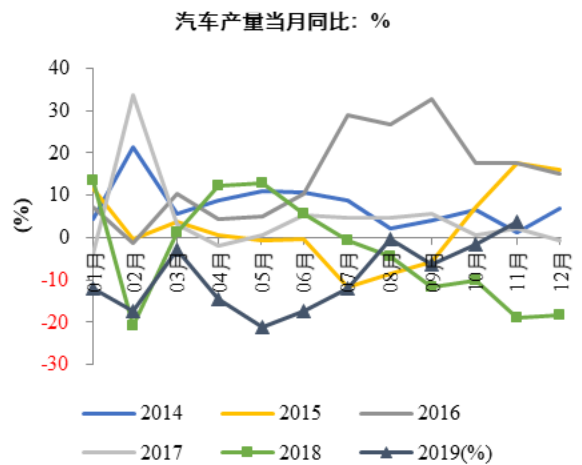
2018 年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑，据中国汽车工业协会数据，2019 年 1-11 月全国共生产汽车 2311 万辆，同比下滑 9.10%。汽车产销萎靡状态短期出现边际改善，11 月单月产量 259.3 万辆，同比增长转正 3.8%。

图 35：汽车销量负增长幅度收窄



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 36：11 月汽车产量同比转正



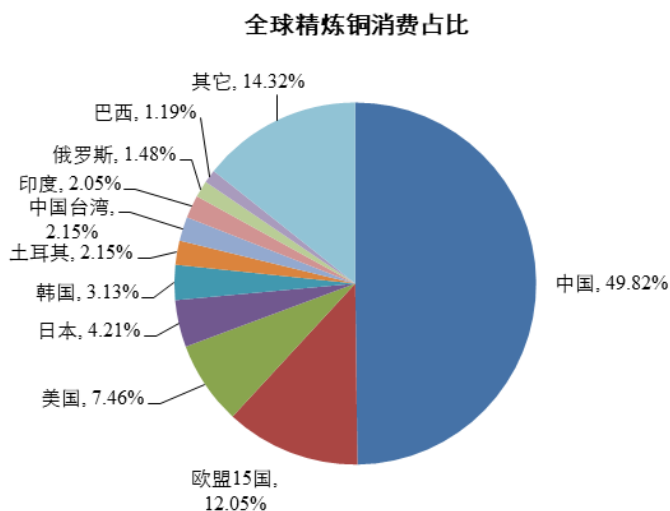
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.2 海外主要经济体制造业景气度阶段性改善

欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右，是中国以外最大的两个消费区域。

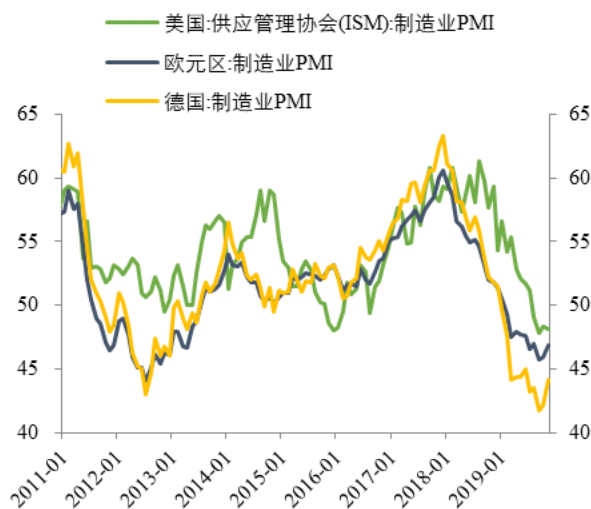
近期欧美国家制造业景气度出现阶段性改善，欧元区 11 月制造业 PMI 小幅回升至 46.9，其中德国制造业回升至 44.1。整体看，欧美发达国家实体经济仍处于探底阶段，整体对铜消费拉动有限。

图 37：欧美发达国家占全球铜消费 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 38：欧美国家制造业出现阶段性改善



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.3 需求端小结

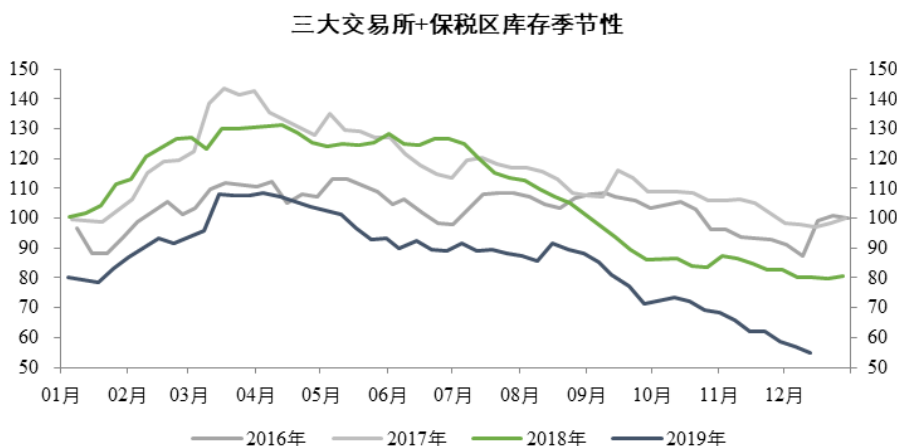
国内铜消费相对疲软，但随着国家稳增长措施逐步落地，国内铜消费有望企稳。海外主要经济体制造业景气度阶段性改善，在中美经贸关系出现缓和的局面下，2020 年海内外铜消费虽然无明显亮点，但企稳的概率较大。

我们认为，2020 年全球铜消费大概率维持低速增长状态。

2.3 库存：全球显性库存绝对低位，可用天数仅有 8 天

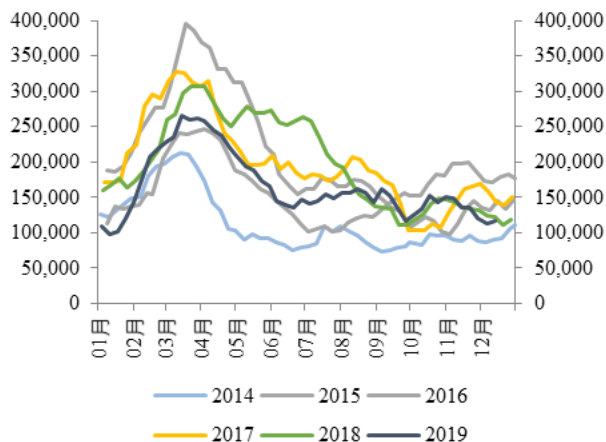
截至 12 月 13 日，三大交易所叠加保税区库存下滑至 54.79 万吨，目前全球铜显性库存可用天数仅 8 天左右，处于绝对低位。根据前文对精炼铜供需的分析，我们认为明年精炼铜显性库存很难出现明显累库现象，低库存条件下，铜价向上的弹性更大。

图 39：全球显性库存处于绝对低位（万吨）



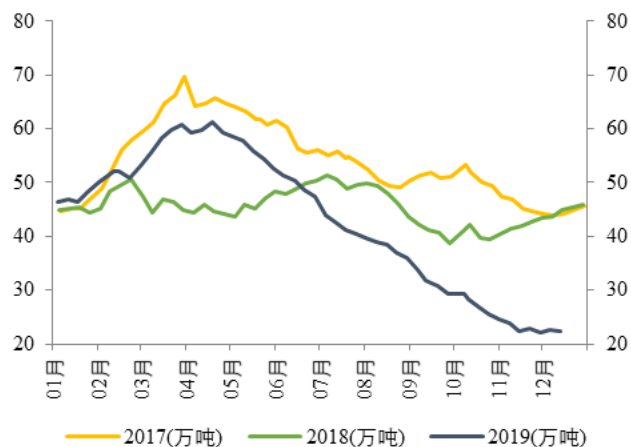
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 40: SHFE 库存季节性 (吨)



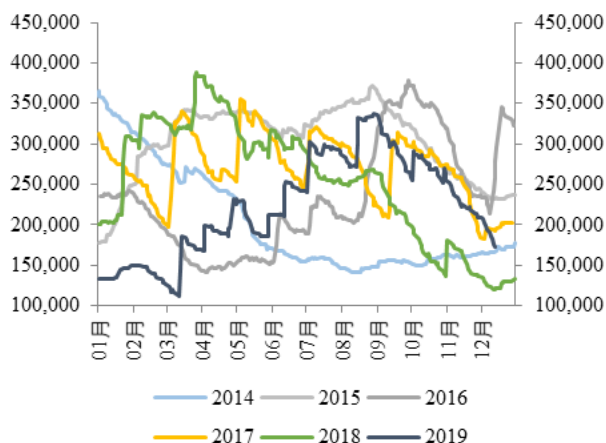
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 41: 保税区库存季节性 (万吨)



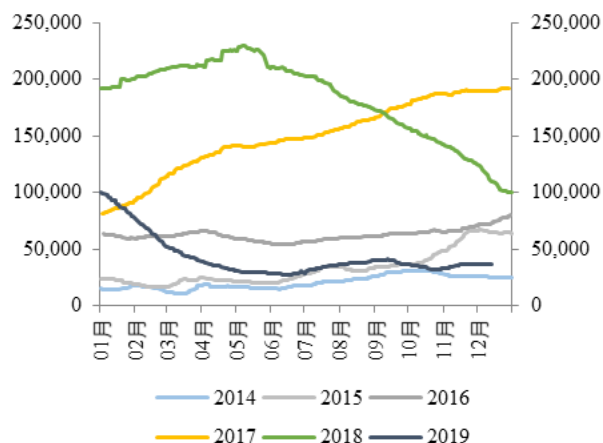
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 42: LME 库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 43: COMEX 库存季节性 (吨)



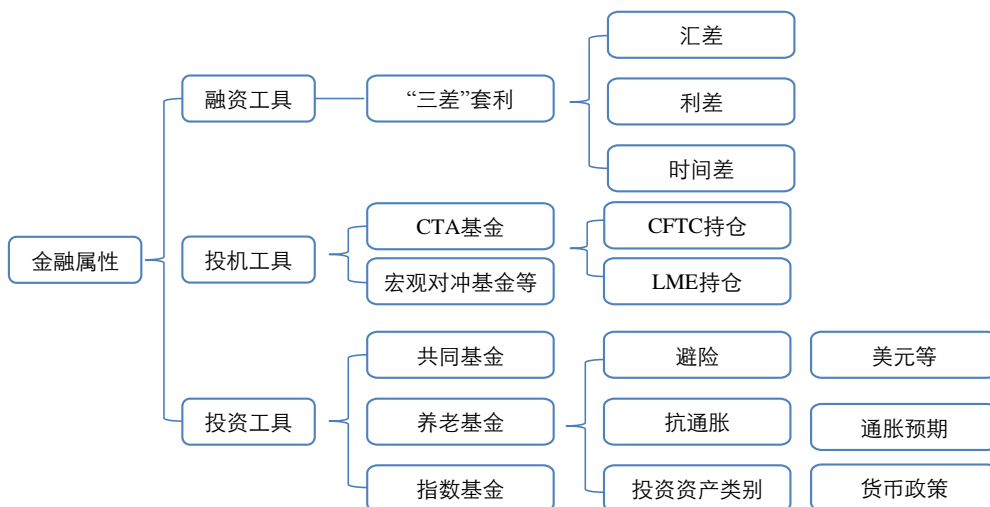
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观: 中美经贸关系有所缓解, 提振铜金融投机属性

铜融资需求有望在 2020 年出现改善。

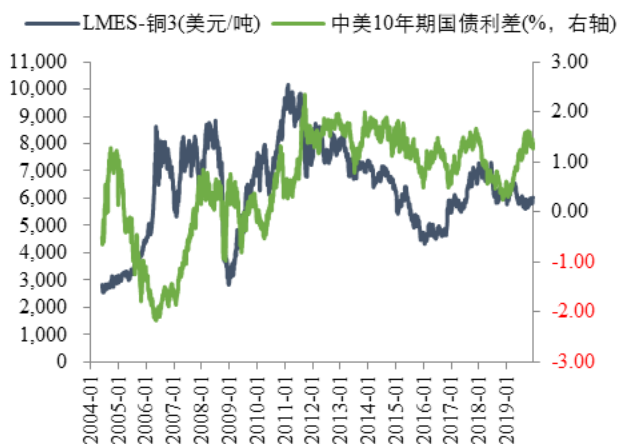
铜的金融属性主要体现在融资, 投资, 投机三个方面。融资需求方面, 目前中美十年期国债收益率再度扩大至 1% 以上, 如果明年美联储延续降息进程, 中美利差有望继续扩大。叠加近期中美经贸关系缓和, 人民币贬值压力有所缓解, 铜的融资需求有望在 2020 年出现改善。

图 44：铜金融属性分析框架



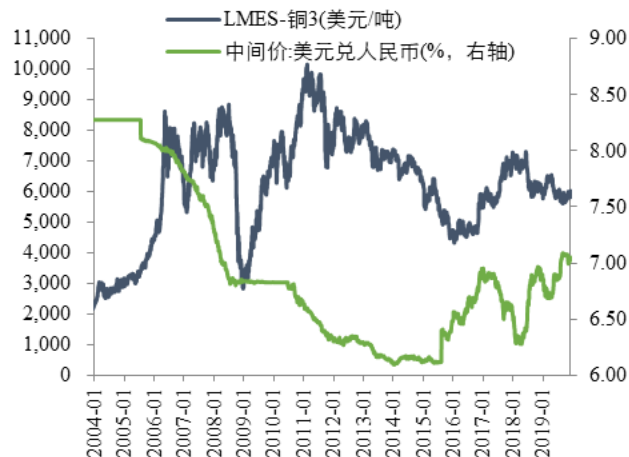
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 45：中美利差扩大至 1%以上



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 46：人民币汇率走势

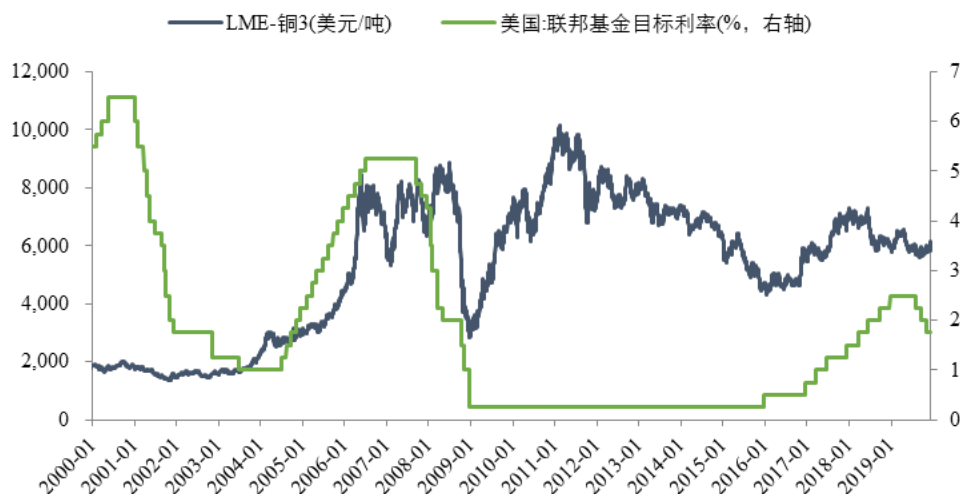


数据来源：Wind，兴证期货研发部

美国进入降息周期，将一定程度提振铜的投机属性

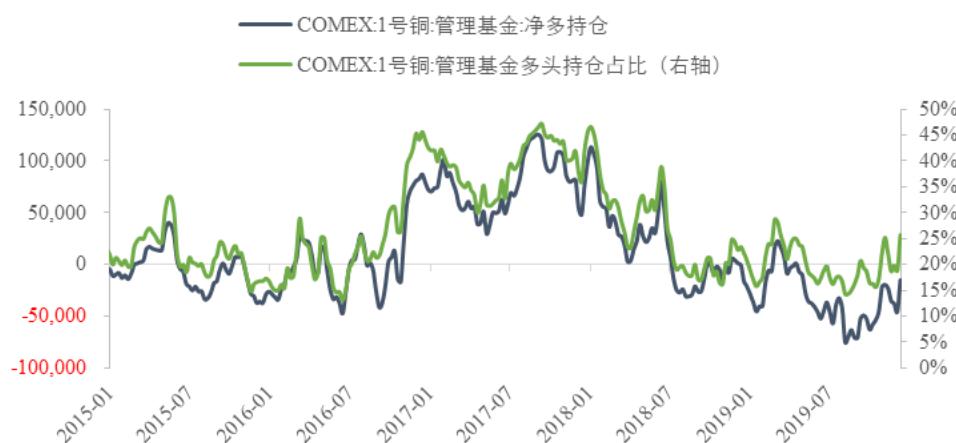
美联储自 2019 年 7 月以来连续三次降息，12 月会议联储委员一致通过维持基准利率 1.50-1.75% 不变。多数委员预期未来一段时间将维持基准利率不变，结合其对未来三年通胀及核心通胀均未超过 2% 的预测来看，美联储降息进程有暂停，但很难结束。美国居民消费需求下行可能在 2020 年下半年表现得更突出，预计美联储 2020 年下半年再度重启降息进程。

图 47: 美联储降息与铜价走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 48: COMEX 管理基金多头持仓 (张)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

国内有色金属期货指数 ETF 成立, 增强铜投资属性

2019 年 10 月 24 日, 国内首支有色金属期货指数 ETF 成立, 募集份额 3.11 亿份, 该 ETF 标的是上期所有有色金属指数, 投资标的主要是上期所上市的 6 个有色金属品种期货, 其中铜占有色金属指数比重达 43.60%, 对指数走势影响最大。

货币宽松大环境下, 货币超发引发实物资产价格重估, 而大宗商品是有效缓冲货币宽松稀释的保值标的, 商品期货 ETF 抗通胀作用明显。随着国内投资者对此类基金配置比例上升, 铜的投资属性将逐步得到体现。

表 6: 上期所有有色金属指数最新权重分布

品种	铜	铝	锌	铅	锡	镍
比重	0.4360	0.1264	0.1309	0.0800	0.0800	0.1468

数据来源: 上海期货交易所, 兴证期货研发部

图 49：上期所有有色金属指数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.结论：亏损减产或将发酵，铜价重心上移

1. 2020 年全球铜矿产量增量有限。根据我们对全球主要大矿企产量预期来看，2019 年四季度铜矿供应增速依旧不乐观。基于当前铜价，我们认为部分中小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧，12 月份澳洲 Metals X 公司决定关停旗下 Nifty 铜矿（成本高企，2019 年前三季度平均现金成本高到 8548 美元/吨，2018 年产 1.87 万金属吨铜精矿）。预期 2020 年中小矿山可能会出现 10 万吨左右的减产。

结合已公布的主要大矿企 2020 年产量预期，我们认为明年全球铜矿产量增量 20 万吨，增速在 1%附近。

2. 冶炼厂经营压力较大，产业链上供应端成本对铜价支撑较强。国内冶炼产能继续增加，2020 年预期有 30 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速低位，铜精矿加工费 TC 难上涨，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，预计 2020 年国内精炼铜供应增速有限。

我们认为产业链上，小矿山及国内中小冶炼厂亏损减停产对电解铜供应的影响将逐步发酵，成本端对铜价的支撑较强。

3. 海内外主要经济体铜消费相对疲软。国内电力领域对铜消费占比在 50%以上，1-10 月电网投资增速仍在-10.5%低位，汽车、空调等领域未有明显回暖，国内铜消费延续低迷。海外方面，欧美国家制造业景气度维持在荣枯线下方，但短期有所改善。随着中美经贸关系缓和，海内外实体经济铜消费的悲观预期有望出现缓解。

4.全球铜显性库存处于绝对低位，可用天数仅 8 天。截至 12 月 13 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 54.79 万吨，目前库存可用天数仅 8 天左右，处于绝对低位。根据前文对铜供需的分析，我们认为明年精炼铜显性库存很难出现大幅累库现象，低库存条件下，铜价向上的弹性更大。

5. 中美经贸关系有所缓解，提振铜金融投机属性。融资需求方面，目前中美十年期国债收益率再度扩大至 1%以上，如果明年美联储延续降息进程，中美利差有望继续扩大。叠加近期中美经贸关系缓和，人民币贬值压力有所缓解，铜的融资属性有望在 2020 年出现改善。

综上，我们认为 2020 年铜供需出现边际改善的概率较大。随着产业链上铜矿山及冶炼厂亏损发酵，精铜供应压力相对有限。需求端，随着中美经贸关系缓和，铜消费悲观预期有所缓解。

预计 2020 年铜价重心有所抬升，我们对 2020 年铜价区间判断为：[46500,55000]。

建议投资者偏多思路为主，或在全球显性库存降至低位时，适当关注近远月正套机会。仅供参考。

表 7：中国精炼铜供需平衡表（万吨）

中国	2018	2019H1	2019H2	2019E	2020E
产量	873	425	468	893	910
净进口	347	142	175	317	310
实际需求	1225	565	655	1220	1240
供需平衡	-5	2	-12	-10	-20

数据来源：兴证期货研发部

表 8：全球精炼铜供需平衡表（万吨）

全球	2018	2019H1	2019H2	2019E	2020E
产量	2380	1170	1225	2395	2420
实际需求	2400	1165	1250	2415	2445
供需平衡	-20	5	-25	-20	-25

数据来源：兴证期货研发部

5.风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；中国宏观经济超预期下滑；欧美国家经济波动超预期。

供需存在边际改善预期，镍价重心或将上移

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

俞尘泯

从业资格号：F3060627

联系人：孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾：

2019年镍价大起大落。印尼禁止镍矿出口事件成为市场“黑天鹅”，7月份开始镍价持续走强，LME镍价一度冲高至18850美元/吨高位。

10月份开始，在某市场大户“操纵”下，LME电解镍库存从15万吨，迅速下滑至6.5万吨附近，市场关注热点从“禁矿”逐步转移至镍自身基本面情况。在下游不锈钢价格低迷，新能源汽车驱动的硫酸镍需求持续恶化的局面下，镍价快速下行，12月10日一度跌破13000美元/吨关口，距9月初高点跌幅达31.56%。

● 后市展望及策略建议：

1. 新增产能投放动能不足，2020年精炼镍产量或将继续萎缩

海外主要上市企业原生镍产量负增长。从我们追踪的11家海外镍相关上市企业来看，由于意外性因素，部分产线产量爬坡不稳定，生产亏损等原因，前三季度原生镍产量同比减少2.40%。在当前镍价水平下（2019年12月13日LME镍收盘于14215美元），精炼镍新增产能投放动能不足，2020年精炼镍产量或将继续萎缩。

国内精炼镍产量小幅恢复。国内生产电解镍的企业仅5-6家，甘肃金川集团一家产量占85%以上。受高镍价刺激，本年国内电解镍产量小幅回升，1-11月国内共生产电解镍14.14万吨，同比增长5.13%。但受制于硫化矿原料不足，国内电解镍产量增长空间相对有限。

2. 最悲观的阶段已过，2020年精炼镍消费有望回升

2019年国内精炼镍消费大幅下滑。分行业来看，由于今年NPI相较于精炼镍经济性较好，不锈钢生产中NPI对精炼镍替代明显，2019年不锈钢中使用的精炼镍同比大幅下滑近17万吨。新能源汽车行业陷入低迷，硫酸镍对精炼

镍的消耗增幅不及预期。其他行业方面，电镀、合金压铸等领域对精炼镍需求相对稳定。

2020 年开始，受印尼红土镍矿限制出口政策影响，国内 NPI 生产原料不足，精炼镍与 NPI 之间价差大概率收窄，NPI 对精炼镍的替代效应放缓，不锈钢领域对精炼镍需求有望回升。

新能源汽车方面，短期暂时看不到明显向上的驱动力。但从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，一旦国家有相关刺激政策出台，新能源汽车领域对镍的消费增长空间依旧值得期待。

3. 精炼镍供需存在边际改善预期，2020 年镍价重心或将上移。

我们认为 2020 年精炼镍供应大概率继续萎缩，在当前镍价水平下，产业链上 NPI、不锈钢生产亏损，精炼镍生产企业投资新建产能的动力不足。需求端，不锈钢、硫酸镍领域对精炼镍需求有望低位回升。

我们对 2020 年镍价区间的判断：[95000, 150000]

建议投资者偏多操作思路为主。仅供参考。

● 风险提示

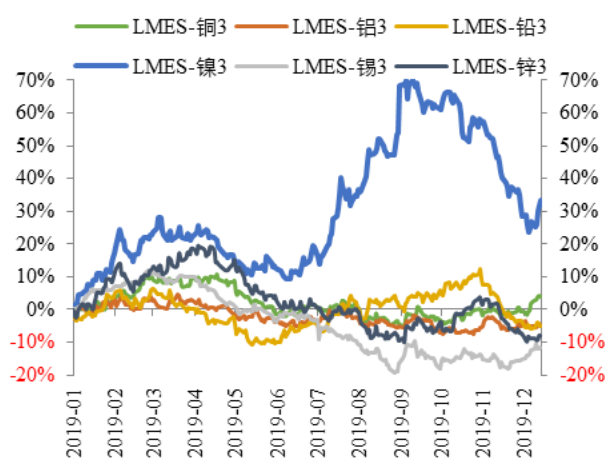
中美贸易摩擦再起波澜；海外镍矿政策反复；不锈钢基本面持续恶化。

1.行情回顾：镍价大起大落

2019年镍价大起大落。印尼禁止镍矿出口事件成为市场“黑天鹅”，7月份开始镍价持续走强，LME镍价一度冲高至18850美元/吨近五年高位。

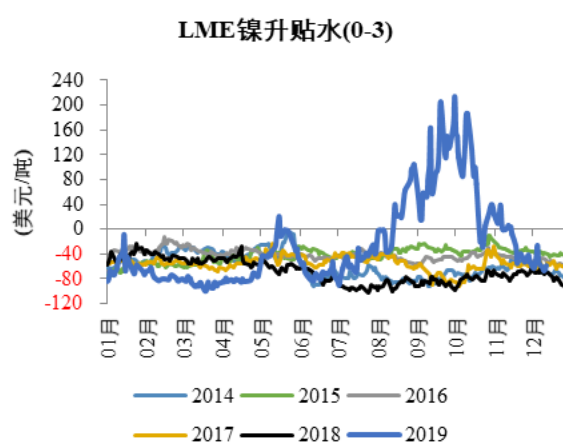
10月份开始，在某市场大户“操纵”下，LME电解镍库存从15万吨，迅速下滑至6.5万吨附近，市场关注热点从“禁矿”逐步转移至镍自身基本面情况。在下游不锈钢价格低迷，新能源汽车驱动的硫酸镍需求持续恶化的局面下，镍价快速下行，12月10日一度跌破13000美元/吨关口，距9月初高点跌幅达31.56%。

图1：LME各品种2019年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：LME镍升贴水季节性



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.基本面：精炼镍产量增长有限，下游需求有望否极泰来

泰来

2.1 精炼镍供应：新增产能投放动能不足，2020年精炼镍产量或将继续萎缩

2.1.1 海外主要上市企业原生镍产量负增长

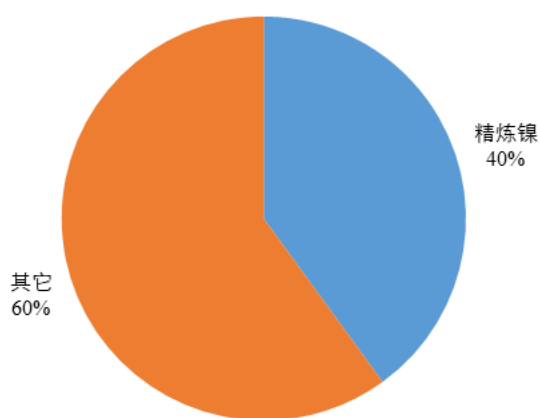
从我们追踪的11家海外镍相关上市企业来看，由于意外性因素，部分产线产量爬坡不稳定，生产亏损等原因，前三季度原生镍产量同比减少2.40%。在当前镍价水平下（2019年12月13日LME镍收盘于14215美元），精炼镍新增产能投放动能不足，2020年精炼镍产量或将继续萎缩。

表 1：海外主要 11 家上市镍生产企业概况

序号	公司	2018 产量 (万吨)	原料	工艺	产成品	地点
1	Vale	24.46	红土镍矿	HPAL	Nickel matte	印尼
			红土镍矿	HPAL	Nickel oxide Nickel hydroxide	新喀里多尼亚
			红土镍矿	RKEF	Ferronickel	巴西
			硫化矿	火法冶金	镍板、镍精矿、 镍中间品等	加拿大
2	Norilsk	21.88	硫化矿	火法	电解镍 (板/块)	俄罗斯
			硫化矿	Sulphuric acid leaching (硫酸浸出)	镍 (板/块)、镍豆、镍粉 氢氧化镍、碳酸镍、硫酸镍	芬兰
3	Glencore	12.38	硫化矿 (INO)		镍 (板/块) 镍精矿	加拿大 挪威
			红土镍矿 (murin murin)	HPAL	镍板/块	澳洲
			红土镍矿 (Koniombo)	RKEF	Ferronickel	新喀里多尼亚
4	SMM	6.96	红土镍矿	HPAL	Ni Ferronickel NiSO4	菲律宾、印尼、 新喀里多尼亚
5	BHP	9.06	硫化矿 (对比 FQ 红土镍矿)	火法	镍豆/粉 镍铈 镍精矿	澳洲
6	Sherritt	6.39	红土镍矿	HPAL→精炼	电解镍 (Briquettes)	古巴、马达加斯加
7	Eramet	5.80	红土镍矿	RKEF	Ferronickel	新喀里多尼亚
			外采 matte	湿法冶金	高纯镍、NiCl2	法国
8	Anglo American	6.54	红土镍矿	RKEF	Ferronickel Ni	巴西 南非
9	South32	4.38	红土镍矿	RKEF	Ferronickel	哥伦比亚 (南美)
10	First Quantum	0	红土镍矿	PAL	MHP	澳洲
11	Antam	2.47	红土镍矿	RKEF	Ferronickel 镍矿	印尼
	总计	100.31				
	全球	225.2				

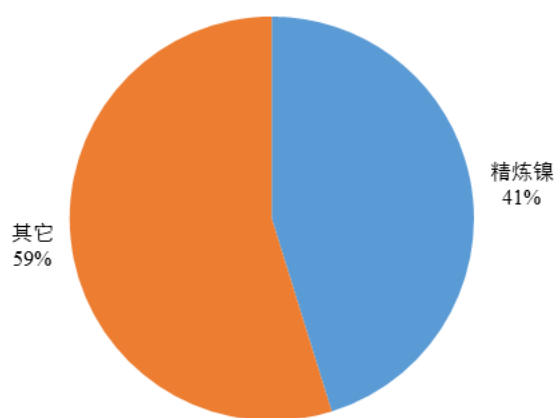
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 3：海外 11 家上市矿企最终产品分布



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 4：2018 年全球精炼镍产量占原生镍比重 41%



数据来源：公司公告，SMM，兴证期货研发部

2019 年前三季度，海外主要生产企业镍产量延续负增长，分企业来看，除了 Norilsk, Sherritt 产量有明显恢复外，其它企业产出依旧表现不佳，其中 Vale 前三季度产量大幅下滑 16.23%。

表 2：2019 年前三季度全球主要上市公司镍产量负增长（万金属吨）

序号	公司名称	2019Q3 (万吨)	2018Q3 (万吨)	2019Q3 增量	2019Q3 同比	2019Q1-Q3 增量	2019Q1-Q3 同比
1	Vale	5.14	5.57	-0.43	-7.72%	-2.93	-16.23%
2	Norilsk	5.73	5.37	0.35	6.56%	0.97	6.16%
3	Glencore	3.40	2.87	0.53	18.47%	-0.15	-1.65%
4	SMM	1.99	1.71	0.28	16.37%	0.01	0.19%
5	BHP	2.16	2.14	0.02	0.93%	0.14	2.06%
6	Sherritt	1.73	1.65	0.08	4.87%	0.54	12.03%
7	Eramet	1.30	1.41	-0.11	-7.80%	-0.14	-3.21%
8	Anglo American	1.81	1.71	0.10	5.85%	0.02	0.42%
9	South32	1.06	1.07	-0.01	-0.93%	-0.21	-6.42%
10	First Quantum	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-
11	Antam	0.60	0.65	-0.04	-6.48%	-0.02	-1.10%
	总计	24.92	24.15	0.77	3.19%	-1.77	-2.40%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

Vale 前三季度旗下各个镍业务区域产量都出现下滑，其中位于巴西的 Onça Puma 镍铁厂在二季度关停的影响最大，损失产量 0.91 万吨，Vale 三季度报声明 9 月份 Onça Puma 镍铁厂开始逐步恢复生产，但对四季度产量贡献有限。加拿大以及新喀里多尼亚地区由于检修因素影响，原生镍产量前三季度分别减少 0.57 万吨和 0.56 万吨。2019 全年预期产量下调至 21.5 万吨，同比 2018 年下滑 15% 以上。在 2019 年 12 月份的投资者年会上，公司预期随着 North Atlantic 地区原料处理能力提升及 Onça Puma 镍铁厂第二个炉子重启，公司原生镍产能将恢复至 24 万金属吨。

Norilsk 作为全球最大精炼镍生产企业，得益于 Polar 厂区对高品位镍钨处理效率提升，Kola 厂区精炼能力扩大以及位于芬兰的 Harjavalta 工厂充足的原料供应，前三季度产量同比 2018 年增加近 1 万吨，是海外企业主要的产量增长点。公司在 11 月份举行的投资者年会上预期 2020 年产量将达到 23 万金属吨，同比 2019 年小幅增加 0.75 万吨。

Glencore 前三季度原生镍产量小幅下滑 0.15 万吨。由于一季度位于新喀里多尼亚的 Koniambo 镍铁厂意外泄露事件及随后检修期的延长，Koniambo 镍铁厂前三季度产量大幅下滑近 20% (-0.43 万吨)。公司 2019 年原生镍产量预期 12.8 万吨，2020 年产量预期仍不乐观，仅有 12.5 万吨。

Sherritt 今年的产量稍有恢复，但产量增长仍不稳定，由于热交换器设备出现问题，Moa 镍精炼厂三季度意外性暂停生产。公司三季度调低年度产量预期 0.75 万吨，至 6.7 万吨，同比 2018 年产量增量仅有 0.31 万吨。

BHP 前三季度产量基本持平，其最新公布的 2020 财年产量目标 8.7 万吨，与 2019 财年持平。

First Quantum 因为亏损原因，2017 年 10 月开始就已经停止其在澳大利亚 Ravensthorpe 的镍钴中间品的生产（2017 年产量 1.78 万金属吨）。最新季报中，公司预期将于 2020 年 1 季度

重启 Ravensthorpe 镍业务。但根据 2018 年四季度报告，只有在镍价长期维持在 16500 美元/吨以上，镍项目重启收益率才符合公司目标。当前镍价再度跌至 14000 美元/吨附近（2019 年 12 月 13 日 LME 镍收盘于 14215 美元），2020 年 Ravensthorpe 镍业务前景暗淡。

Eramet, Anglo American, South32, Antam 主要产品是镍铁，产量波动不大。

整体看，2019 年海外主要上市镍生产企业产量大概率负增长，在当前镍价水平下，精炼镍新增产能投放动能不足，2020 年精炼镍产量或将继续萎缩。

表 3: 海外主要企业产量预期情况（万金属吨）

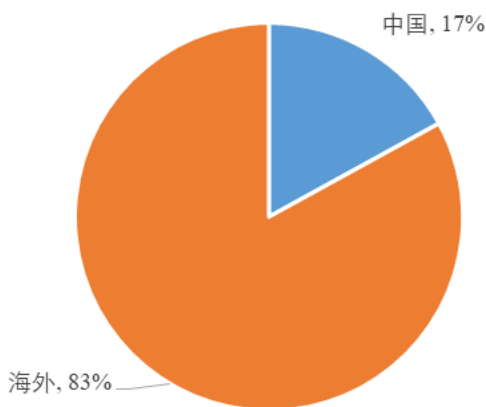
序号	公司名称	镍业务地位	2018产量	2019E	2020E
1	Vale	9.24%	24.46	21.5	-
2	Norilsk	25.19%	21.88	22.25	23
3	Glencore	0.93%	12.38	12.8	12.5
4	SMM	11.06%	6.96	7.59	-
5	BHP	2.50%	9.06	9.06	9.06
6	Anglo American	1.57%	6.54	6.27	6.27-
7	Sherritt	43.02%	6.39	6.7	-
8	Eramet	17.63%	5.80	5.60	-
9	South32	5.40%	4.38	4.05	4.05
10	Antam	36.30%	2.47	3.028	-
11	First Quantum	4.50%	0.00	0	-
	小计	-	100.31	98.85	-

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

2.1.2 国内精炼镍产量小幅恢复

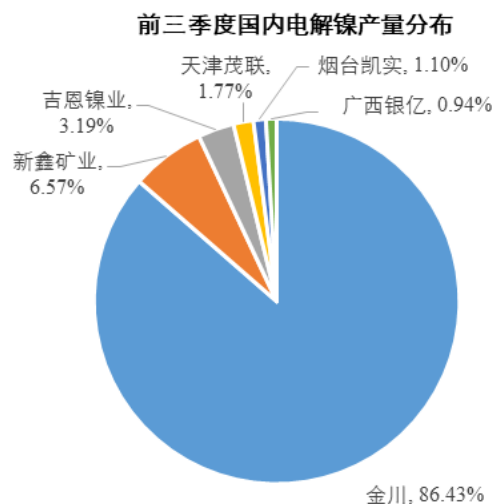
国内生产电解镍的企业仅 5-6 家，甘肃金川集团一家产量占 85% 以上。受高镍价刺激，本年国内电解镍产量小幅回升，1-11 月国内共生产电解镍 14.14 万吨，同比增长 5.13%。但受制于硫化矿原料不足，国内电解镍产量增长空间相对有限。

图 5: 中国精炼镍产量占全球 17%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6: 国内精炼镍生产金川集团一家独大



数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 7：国内精炼镍产量小幅回升



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2 精炼镍需求：最悲观的阶段已过，2020 年精炼镍消费有望回升

2019 年国内精炼镍消费大幅下滑。分行业来看，由于今年 NPI 相较于精炼镍经济性较好，不锈钢生产中 NPI 对精炼镍替代明显，2019 年不锈钢中使用的精炼镍同比大幅下滑近 17 万吨。新能源汽车行业陷入低迷，硫酸镍对精炼镍的消耗增幅不及预期。其他行业方面，电镀、合金压铸等领域对精炼镍需求相对稳定。

2020 年开始，受印尼红土镍矿限制出口政策影响，国内 NPI 生产原料不足，精炼镍与 NPI 之间价差大概率收窄，NPI 对精炼镍的替代效应放缓，不锈钢领域对精炼镍需求有望回升。

新能源汽车方面，短期暂时看不到明显向上的驱动力。但从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，一旦国家有相关刺激政策出台，新能源汽车领域对镍的消费增长空间依旧值得期待。

我们认为国内精炼镍消费最悲观的阶段已过，2020 年精炼镍消费有望逐步回升。

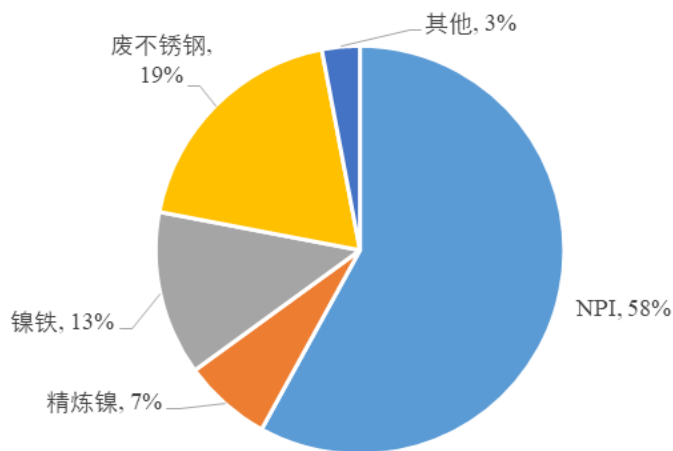
2.2.1 不锈钢生产中 NPI 对精炼镍的替代有望在 2020 年逐步放缓

A. NPI 对精炼镍的替代效应有望放缓

不锈钢中镍原料主要来自 NPI，Ferronickel，精炼镍，废不锈钢，其它镍中间品。

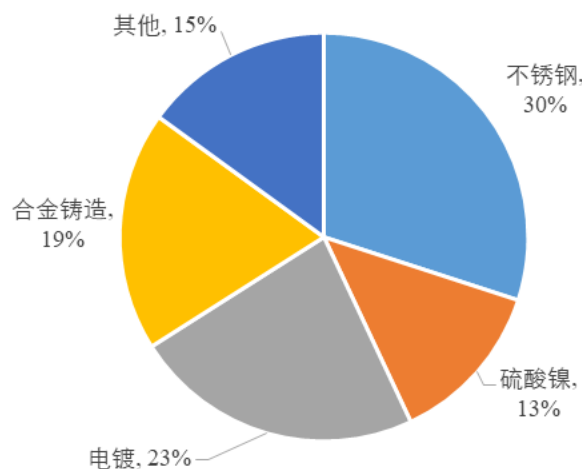
由于今年 NPI 相较于精炼镍经济性较好，不锈钢生产中 NPI 对精炼镍替代明显，2019 年不锈钢中使用的精炼镍占比仅为 7%。

图 8：2019 年不锈钢生产中镍原料来源分布



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 9：2019 年国内精炼镍下游使用分布



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：2019 年国内 NPI 对精炼镍经济性明显（元/镍点）

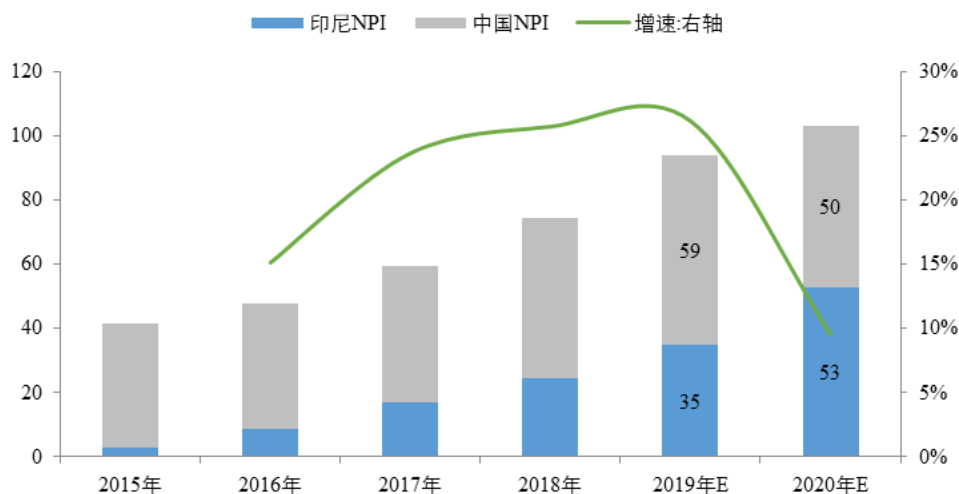


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2020 年开始，受印尼红土镍矿限制出口政策影响，国内 NPI 生产的原料相对不足，精炼镍与 NPI 之间价差大概率收窄，NPI 对精炼镍的替代效应放缓，不锈钢领域对精炼镍需求有望出现回升。

上海有色网预计 2020 年国内 NPI 产量下滑 9 万金属吨，但印尼 NPI 产能逐步投放，2020 年印尼 NPI 产量有望增加 18 万金属吨，至 53 万金属吨高位。全球角度看，2020 年 NPI 产量维持近 10% 的增长速度。

图 11：国内与印尼 NPI 产量出现劈叉（万金属吨）



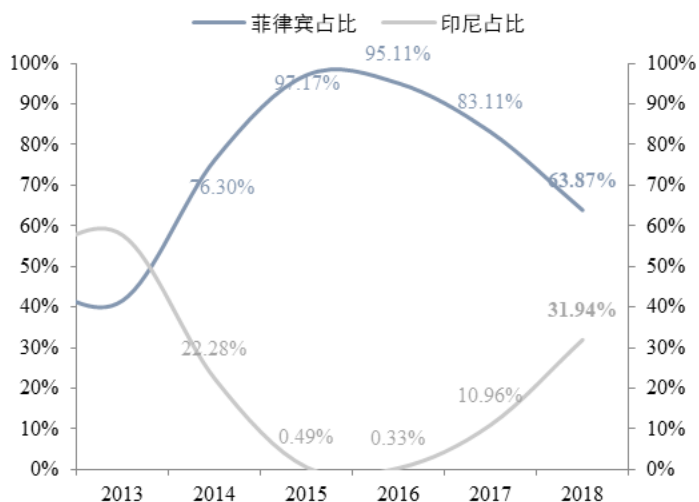
数据来源：SMM，兴证期货研发部

B.国内 NPI 生产企业出现亏损

自 7 月份市场炒作印尼“禁矿”事件以来，印尼镍矿从 40 美元/湿吨攀升至最高近 70 美元/湿吨，虽然近期有所回落，但仍持稳于 60 美元/湿吨以上。2020 年 1 月 1 日印尼正式禁止镍矿出口，届时矿价大概率维持坚挺。

当前镍矿价格水平下，内蒙，辽宁等地区 NPI 生产企业已经亏至现金成本，后期或将逐步出现减停产行为。

图 12：中国历年从印尼、菲律宾进口镍矿占比



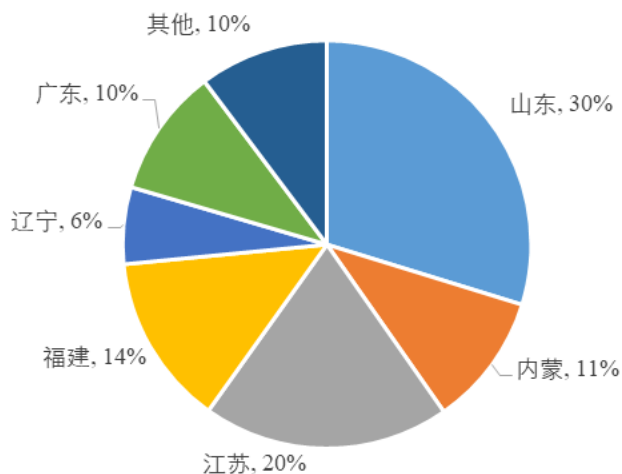
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13：镍矿价格走势（美元/湿吨）



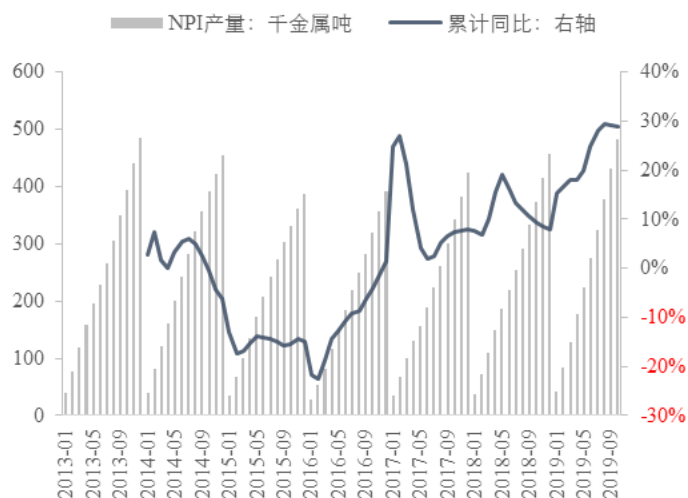
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 14: 国内 NPI 产量分布



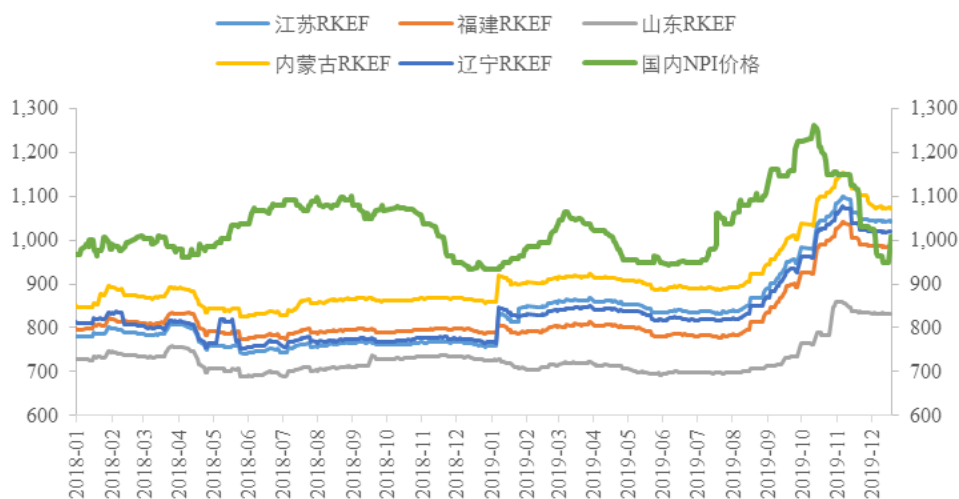
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 15: 国内 NPI 产量 (千金属吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 国内部分地区 NPI 生产亏损至现金成本 (元/镍点)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

C. 不锈钢自身供需不佳

不锈钢自身供需不佳。2019 年 1-11 月份国内共生产 2481 万吨不锈钢，同比增幅达 12%，其中 300 系不锈钢产量 1211 万吨，同比增长 8.65%。需求方面，国内汽车，家电表现弱势，不锈钢消费不乐观，导致不锈钢库存季节性高位。

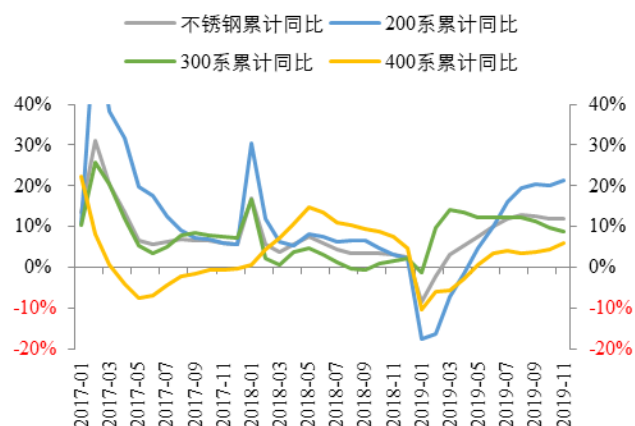
虽然国内部分不锈钢生产企业迫于亏损压力有检修减产迹象，但目前仍未发生实质性减产，预计明年不锈钢供需难出现大的改观。

图 17: 不锈钢现货价格弱势 (元/吨)



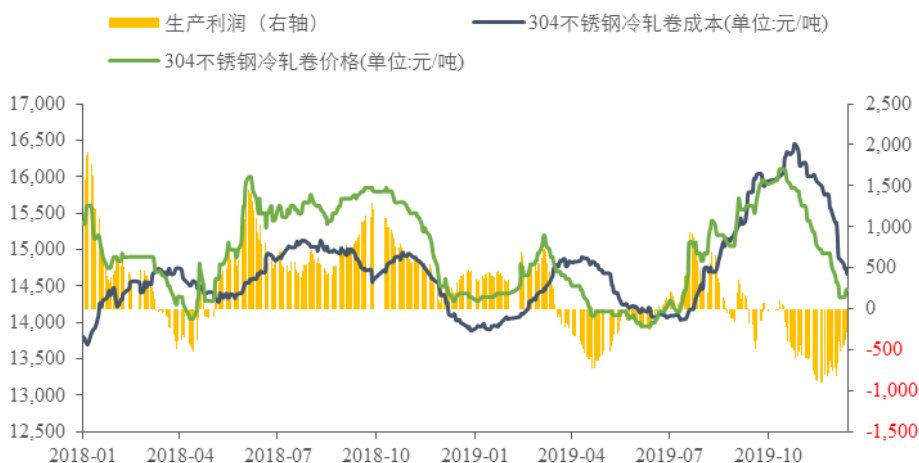
数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

图 18: 1-11 月国内 300 系不锈钢产量累计增加 8.65%



数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

图 19: 不锈钢生产持续亏损 (元/吨)



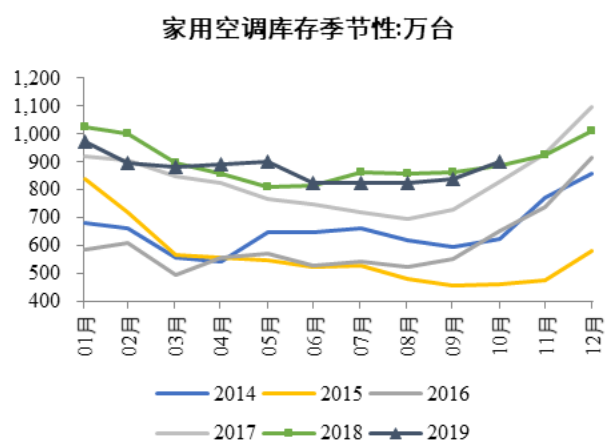
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 1-10 月份国内家用空调产量同比-0.45%



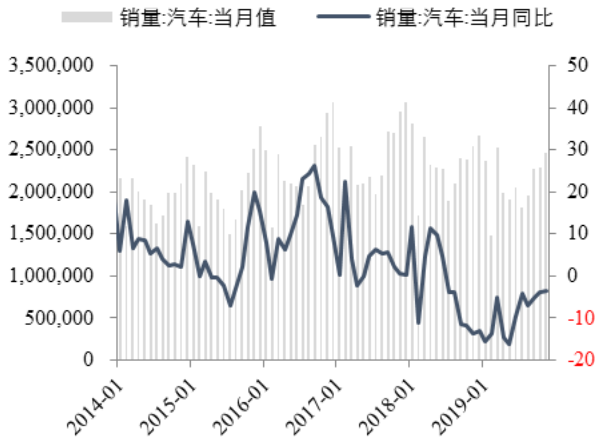
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 空调库存季节性高位



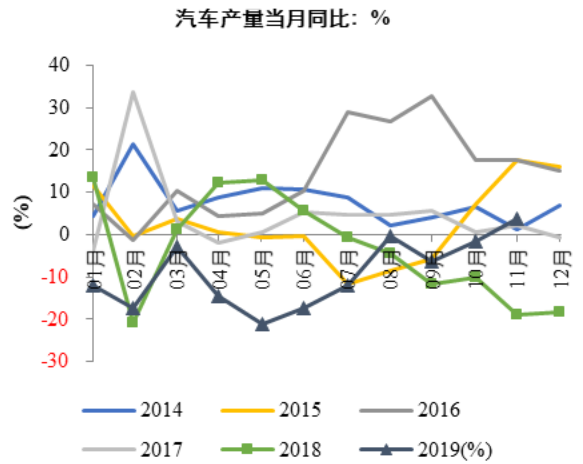
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22：汽车销量负增长幅度收窄



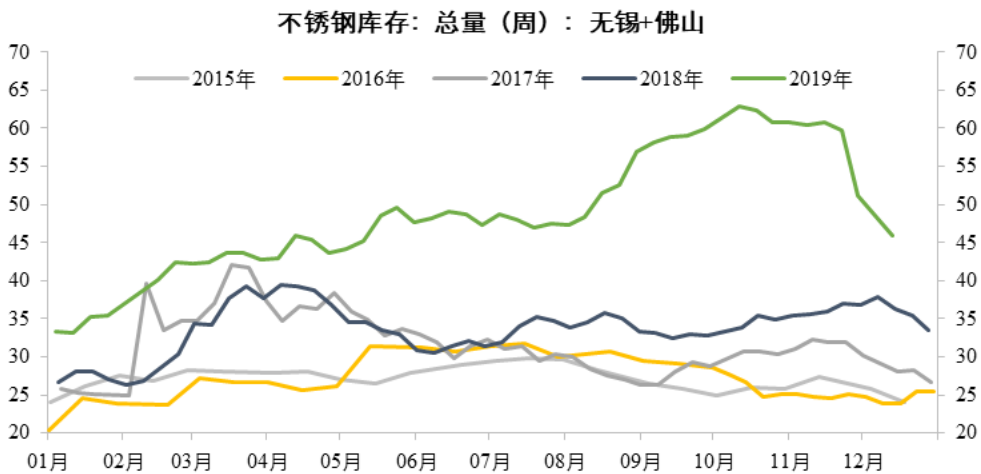
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：11 月汽车产量同比转正



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：不锈钢社会库存季节性高位（万吨）



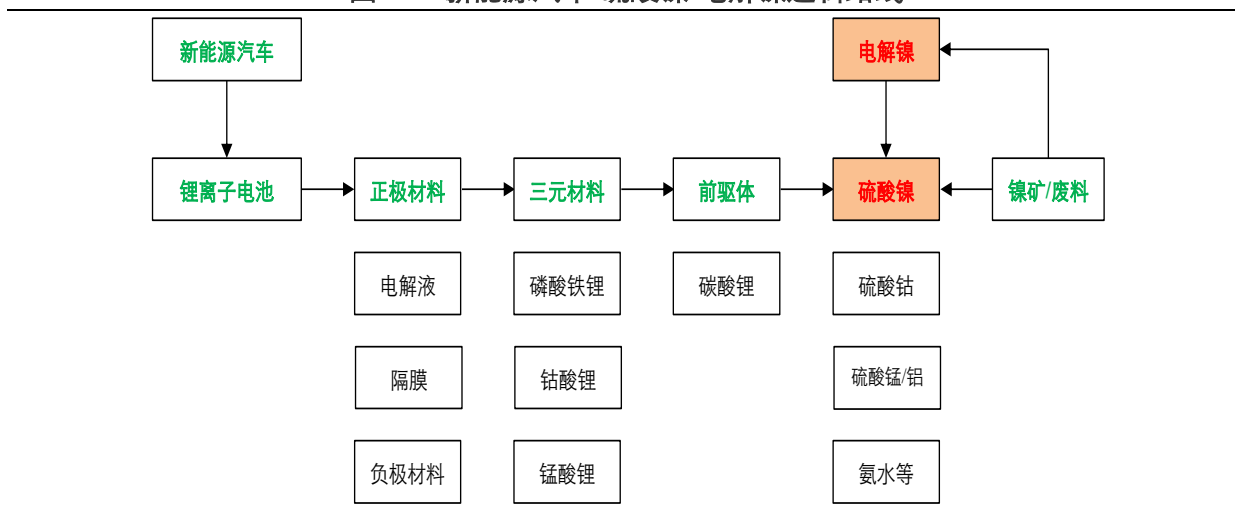
数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

2.2.2 新能源汽车电池材料对精炼镍需求可能掉头向上

受新能源汽车补贴退坡影响，三元电池产业链发展放缓，1-11 月硫酸镍累计产量仅为 11.35 万镍吨，增速下滑至 26%。

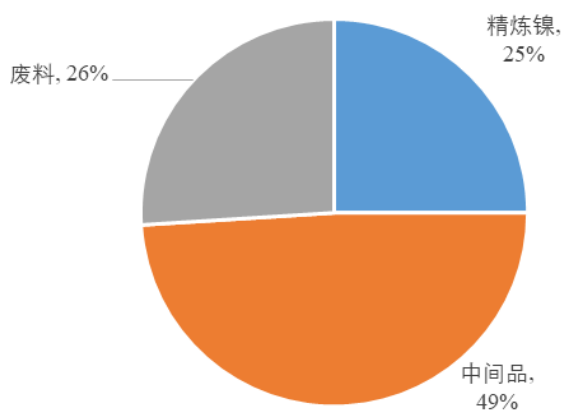
预计 2019 年通过精炼镍溶解制备硫酸镍消耗的镍金属为 3.6 万吨，随着新能源汽车板块逐步筑底回升，2020 年硫酸镍消耗的精炼镍预期回升至 5 万吨以上。

图 25：新能源汽车-硫酸镍-电解镍逻辑路线



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 26：2019 年国内硫酸镍原料来源分布



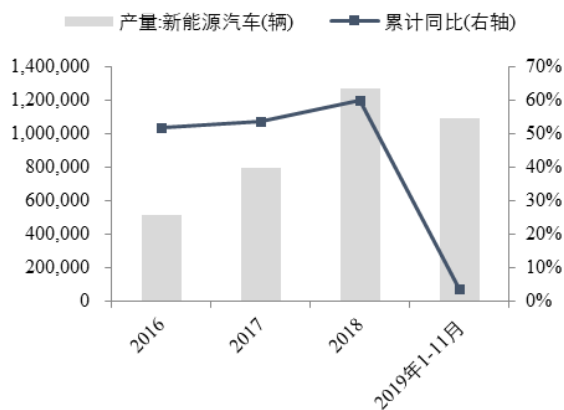
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 27：2019 年 1-11 月硫酸镍产量 11.35 万镍吨



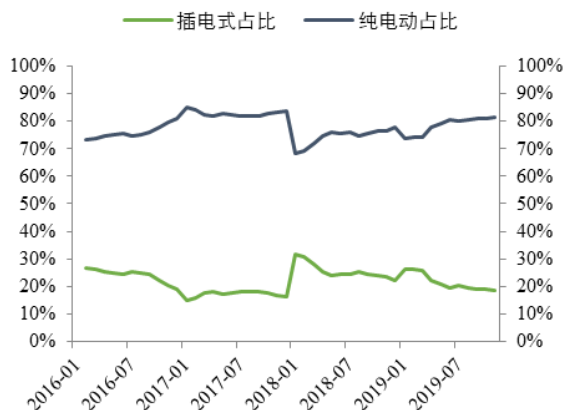
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 28：1-11 月新能源汽车产量同比增长 3.74%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 29：新能源汽车产量结构



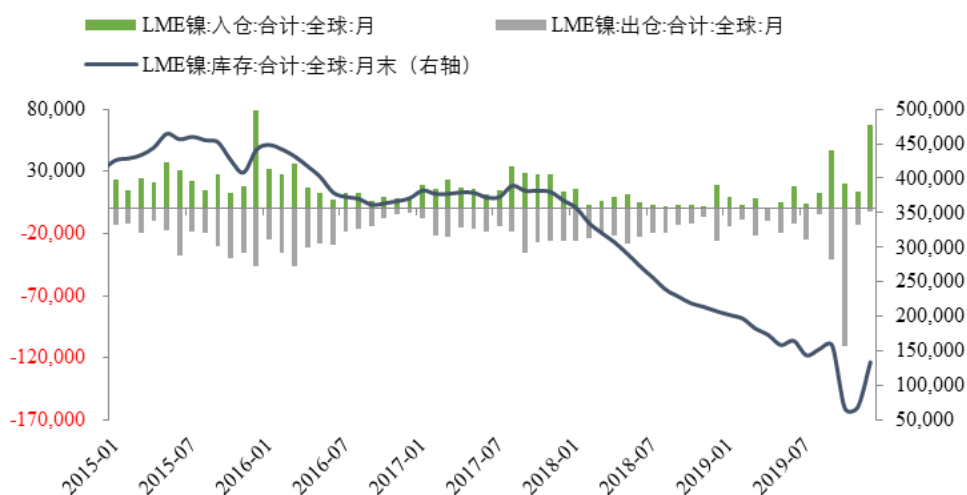
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 库存：市场对库存指标的敏感度下降

10月开始LME库存急速下滑，人为“操纵”迹象明显，市场对库存指标的敏感度下降。

国内LME镍库存季节性基本与去年持平，当前电解镍进口亏损仍在-3000元/吨，海外短单现货进入国内的动力不足，根据我们前文对精炼镍供需的分析，我们认为2020年国内库存出现超预期累计的概率不大。

图 30：LME 库存（吨）



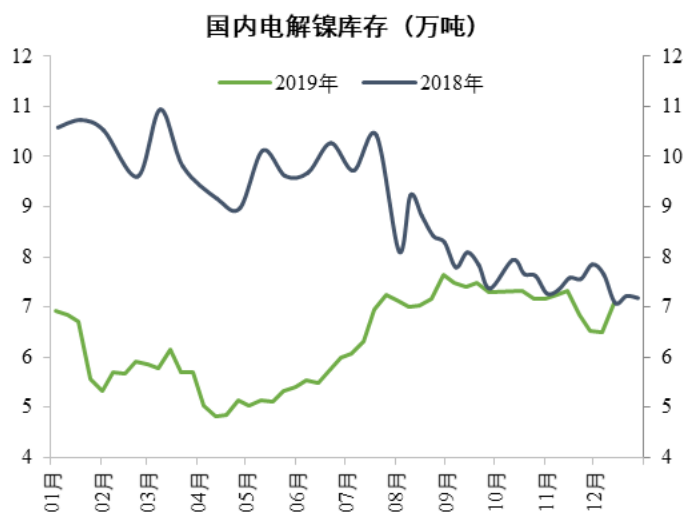
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 31：电解镍进口亏损仍在-3000 元/吨

图 32：国内电解镍库存（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

3.结论：供需边际改善，镍价重心或将上移

1. 新增产能投放动能不足，2020年精炼镍产量或将继续萎缩

海外主要上市企业原生镍产量负增长。从我们追踪的11家海外镍相关上市企业来看，由于意外性因素，部分产线产量爬坡不稳定，生产亏损等原因，前三季度原生镍产量同比减少-2.40%。在当前镍价水平下（2019年12月13日LME镍收盘于14215美元），精炼镍新增产能投放动能不足，2020年精炼镍产量或将继续萎缩。

国内精炼镍产量小幅恢复。国内生产电解镍的企业仅5-6家，甘肃金川集团一家产量占85%以上。受高镍价刺激，本年国内电解镍产量小幅回升，1-11月国内共生产电解镍14.14万吨，同比增长5.13%。但受制于硫化矿原料不足，国内电解镍产量增长空间相对有限。

2. 最悲观的阶段已过，2020年精炼镍消费有望回升

2019年国内精炼镍消费大幅下滑。分行业来看，由于今年NPI相较于精炼镍经济性较好，不锈钢生产中NPI对精炼镍替代明显，2019年不锈钢中使用的精炼镍同比大幅下滑近17万吨。新能源汽车行业陷入低迷，硫酸镍对精炼镍的消耗增幅不及预期。其他行业方面，电镀、合金压铸等领域对精炼镍需求相对稳定。

2020年开始，受印尼红土镍矿限制出口政策影响，国内NPI生产原料不足，精炼镍与NPI之间价差大概率收窄，NPI对精炼镍的替代效应放缓，不锈钢领域对精炼镍需求有望回升。

新能源汽车方面，短期暂时看不到明显向上的驱动力。但从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，一旦国家有相关刺激政策出台，新能源汽车领域对镍的消费增长空间依旧值得期待。

3. 精炼镍供需存在边际改善预期，2020年镍价重心或将上移。

我们认为2020年精炼镍供应大概率继续萎缩，在当前镍价水平下，产业链上NPI，不锈钢生产亏损，精炼镍生产企业投资新建产能的动力不足。需求端，不锈钢、硫酸镍领域对精炼镍需求有望低位回升。

我们对2020年镍价区间的判断：[95000, 150000]

建议投资者偏多操作思路为主。仅供参考。

4.风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；海外镍矿政策反复；不锈钢基本面持续恶化。

钢价重心下移，走势先高后低

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

俞尘泯

从业资格号：F3060627

联系人：俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

黑色产业链成材价格 2019 年宽幅震荡，整体价格重心下移：螺纹钢主力均价 3664 元/吨，环比 2018 年下降 4.29%；热轧卷板主力均价 3620 元/吨，环比 2018 年下降 5.76%。钢材价格在一季度受到成本上移和需求强势支撑下，快速上涨。进入二季度后，钢价基本稳定在一季度高位，但 6 月下旬，钢价受到铁矿的快速走高带动提涨。三季度开始，钢材价格受到整体库存高位和原料回调影响大幅走跌：螺纹钢 2001 合约较 7 月初期高点最大回落 15.4%；热卷 2001 回落 13.1%。进入四季度后，在环保压力趋紧和需求超预期的支撑下，钢价再次拉涨。其中热卷表现亮眼：截至 12 月 11 日，2005 合约已较 10 月低点上涨 12.8%。

● 2020 年展望及策略建议

2020 年在供应端方面，将有约 4000 万吨新增净产能投放，但由于投放期主要集中在 2020 年四季度，对前三季度供应影响有限。同时结合产线更新和相对高位利润下企业扩大生产的动力，我们估算 2020 年粗钢产量同比增加约 1500 万吨。

从需求角度看，2019 年钢材需求表现超过我们年初的预期，虽然宏观经济出现企稳迹象，但我们认为进入 2020 年后，需求保持目前高速增长的概率较小。我们从房地产角度看，2019 年下半年房企拿地数据重新回升，但前期回落缺口尚未弥补，我们预计 2020 年地产开工对钢材需求拉动增长幅度小于 5%；基建投资有望在地方债扩大发行和政策扶持下，重新出现快速增长，但对钢材需求拉动幅度或有限；制造业方面，虽然 2019 年 11 月 PMI 出现复苏，但我们观察到制造业企业利润率仍未明显好转，2020 年制造业或有一定企稳，但大幅走高概率较低。

2019 年钢厂利润出现明显下滑，高炉吨钢利润较 2018 年减少超过 50%。根据我们对供应和需求的判断，2020 年钢厂利润将维持在较低位置，年度波动区间在[50,550]之间。

展望 2020 年，我们认为钢价走势的压力较大，重心下移或是主旋律。根据利润评估，2020 年螺纹钢期货价格运行区间预计在[3100,3800]之间。

1.2019 年走势回顾

黑色产业链成材价格 2019 年宽幅震荡，整体价格重心下移：螺纹钢主力均价 3664 元/吨，环比 2018 年下降 4.29%；热轧卷板主力均价 3620 元/吨，环比 2018 年下降 5.76%。钢材价格在一季度受到成本上移和需求强势支撑下，快速上涨。进入二季度后，钢价基本稳定在一季度高位，但 6 月下旬，钢价受到铁矿的快速走高带动提涨。三季度开始，钢材价格受到整体库存高位和原料回调影响大幅走跌：螺纹 2001 合约较 7 月初期高点最大回落 15.4%；热卷 2001 回落 13.1%。进入四季度后，在环保压力趋紧和需求超预期的支撑下，钢价再次拉涨。其中热卷表现亮眼：截至 12 月 11 日，2005 合约已较 10 月低点上涨 12.8%。

图1：螺纹钢主力价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

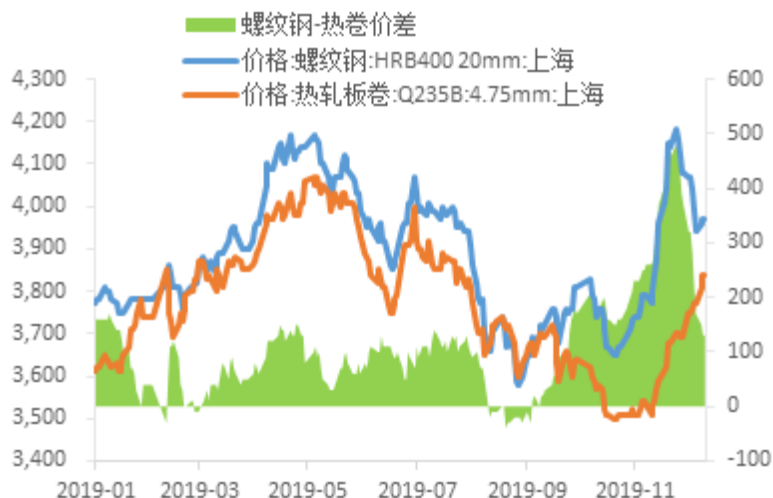
图2：热轧卷板主力价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

现货方面，截至 12 月 13 日，螺纹钢 HRB400 20mm 上海现货价格为 3950 元/吨，较年初的上半年价格低位 3770 元/吨上涨 180 元/吨。全年螺纹钢均价为 3886 元/吨，较 2018 年下降 5.67%；热轧板卷 4.75mm 上海现货价格为 3840 元/吨，较年初的价格低位上涨 230 元/吨，涨幅 5.54%。热卷价格均价 3774 元/吨，较 2018 年下降 7.76%。整体来看，2019 年上半年钢材走势受到原料大幅波动影响，偏强运行；下半年则受制于需求表现和库存走势，走出深“V”行情。全年钢价重心较 2018 年有所下移。

图3：螺纹钢现货与热轧板卷现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

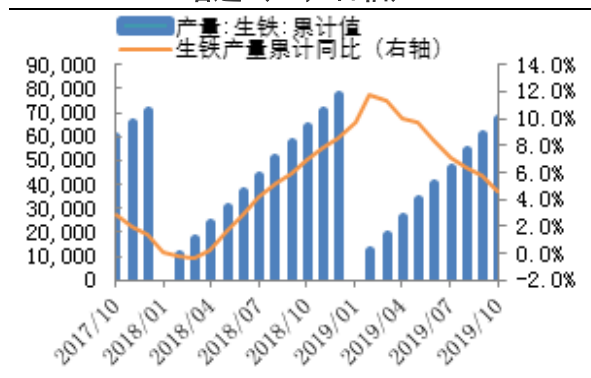
2.供应：2020 年四季度供应集中增加

2.1 供应回顾

2.1.1 生铁供应：增幅放缓

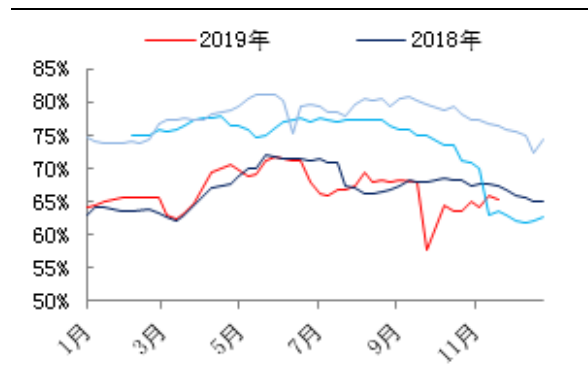
2019 年 1-10 月我国生铁累计产量为 6.75 亿吨，同比增长 4.7%，但进入三季度后期，生铁产量增速明显回落：9 月及 10 月生铁产量分别环比 8 月下降 5.43%和 7.86%：回落的主因是为确保国庆阅兵，北方钢厂执行短期限产。整体来看，2019 年生铁产量维持增长，但全年增速在下半年呈现回落态势。我们预计 2020 年生铁产量增速将在 5%以内。

图4： 我国生铁累计产量（万吨）
增速（%，右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5： 高炉开工率（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 12 月 13 日，全国高炉开工率为 65.88%，较年初上涨 2.62%，较 2018 年同期上升 0.97%。2019 年全年高炉平均开工率为 66.58%，同比 2018 年下滑 1.57%。目前全国高炉开工率虽然受到环保限产影响，出现季节性回落，但钢厂利润高企，处于相对高位。虽然高炉开工率同比出现回落，但在高炉利润为正的背景下，高炉基本处于满负荷生产，产能利用率处在高位。因此整体来看，全年高炉开工率虽有下滑，但生铁产量仍环比增加。

2019 年高炉生产螺纹钢成本受到铁矿石上涨，快速增加：截至 12 月 11 日，长流程生产成本为 3446.98 元/吨，同比年初增加 221.9 元/吨；2019 年平均成本为 3472.05 元/吨，同比 2018 年增长 282.46 元/吨。我们观察成本中的成分变化，发现今年铁矿石在成本中占比有明显增加：截至 12 月 13 日，铁矿石在成本中占比为 46.4%，较 2018 年底上升 8.6 个百分点；而焦炭在成本中占比下降 6.4%。

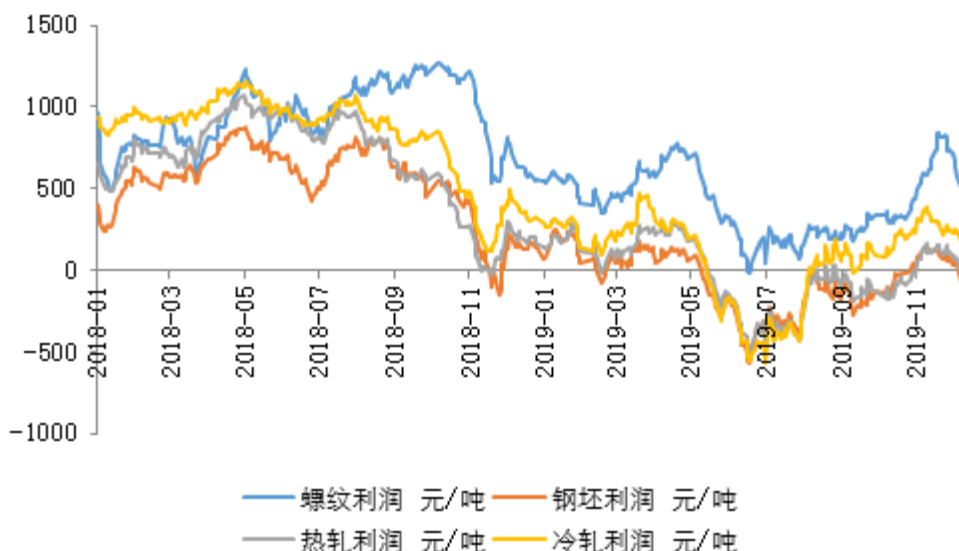
图6：长流程钢材成本（元/吨）成本占比（%，右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

由于 2019 年钢价重心下移和成本提涨，钢材利润较 2018 年出现较大幅度的下滑：截至 12 月 13 日，螺纹钢长流程利润为 109.75 元/吨，同比 2018 年同期回落 141.3 元/吨；2019 年螺纹钢长流程平均利润为 410 元/吨，较 2018 年下降 518 元/吨，降幅达到 55.6%。除了螺纹钢外，钢坯平均利润为 5 元/吨，利润下降 577.06 元/吨；热卷利润为-20 元/吨，下降 678 元/吨；冷轧平均利润为 75 元/吨，下降 749 元/吨。进入四季度后，由于下半年各地钢厂积极限产以及需求逐步回暖，实际钢材利润出现回升。但随着 12 月开始季节性需求回落，成材利润收缩，或将延续至 2020 年。

图7：高炉钢材利润（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.1.2 电炉钢利润有限

电炉钢利润在 2019 年上半年出现大幅波动，3 月中旬前受制于废钢价格的高企，电炉生产处在亏损区间。之后随着废钢价格的下行及建材价格的快速上涨，电炉利润扩大至最高点 300 元/吨附近。但进入三季度，随着钢材需求回落，钢价下行压缩利润，电炉钢利润重新转负，倒逼电炉厂限产。进入四季度后，由于钢价重新回涨，电炉利润丰厚，最高扩大至 330 元/吨，超过上半年水平。但进入 12 月后，在需求回落背景下，电炉钢利润明显收缩。截至 12 月 13 日，电炉钢利润为 31.2 元/吨，较极值缩小超过 300 元/吨。2019 年全年电炉钢平均利润为 27.2 元/吨，同比 2018 年下降 343 元/吨。预计 2020 年回落空间有限。

图8：电炉钢利润（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

电炉钢开工率在春节期间有所下滑后迅速回升，并在 5 月达到极值，随后略有回落。与利润情况相似，三季度电炉开工率出现收缩。但在四季度，由于利润恢复，开工率逐渐增加。截至 12 月 13 日，全国 52 家短流程钢厂开工率为 72.55%，环比 2018 年同期增加 6.23%；产能利用率为 63.90%，同比 2018 年同期增加 3.08%。但纵观 2019 年，受制于钢材利润收缩，平均电炉开工率为 66.7%，同比 2018 年下滑 4.00%；平均产能利用率为 55.88%，同比 2018 年同期下降 8.07%。

图9：电炉开工率及产能利用率（%）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

截至12月13日，我国钢厂废钢库存为307.13万吨，与2018年同期持平，处在历史均值。根据季节性分析，四季度开始，废钢库存存在电炉钢逐渐停产下，开始快速累积，预计一季度累积的库存将压制废钢价格，或继续降低短流程钢厂成本。

图10：钢厂废钢库存（万吨）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

近年来电炉产能不断扩大，根据富宝废钢统计：2020年计划有2575万吨电炉产能投产，此外2019年有500万吨电炉产能由于利润问题推迟至2020年投产，因此2020年电炉产能仍有较大增量。根据统计，2025年前，我国电炉产能都将维持增加，叠加废钢协会对电炉炼钢的支持力度，电炉产量将在未来5年继续增加。

电炉投产计划（万吨）

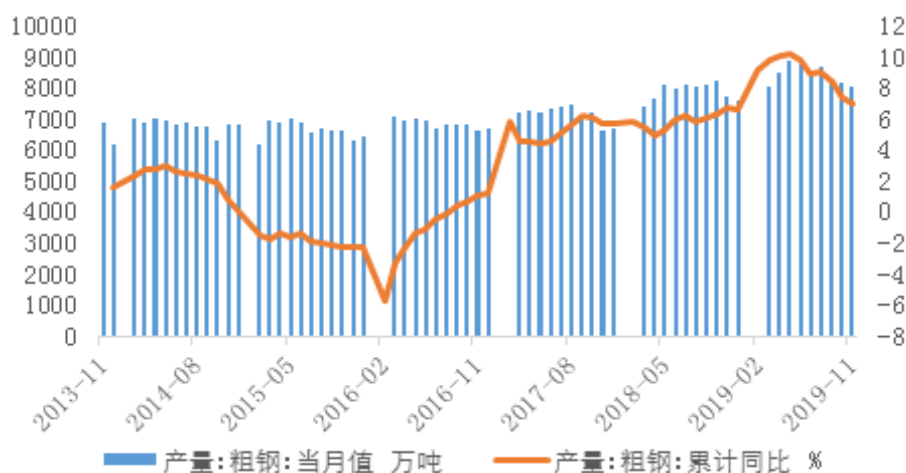
拟投产年份	拟/已建电炉产能	拟/已拆电炉产能	净变化
2018	1739	130	1609
2019E	1830	190	1640
2020E	3043	468	2575
2021E	320	92	228
2022E	150	-	150
2023E	556	90	466
2025E	103	-	103

数据来源：富宝废钢，兴证期货研发部

2.1.3 粗钢供应：仍有增加空间

2019年11月粗钢产量为8029.0万吨，同比增加266.9万吨，较年中5月峰值下降757万吨。1-11月粗钢总产量为90418.5万吨，同比增加4680.8万吨，增幅7.0%，较6月10.2%的增幅明显收窄。前文提到的环保限产在下半年力度加强，钢厂利润收缩，粗钢产量增幅回落。根据钢厂利润表现，预计2020年粗钢产量增幅将继续收窄，或低于5%。

图11：我国粗钢月产量（万吨）增速（%，右轴）

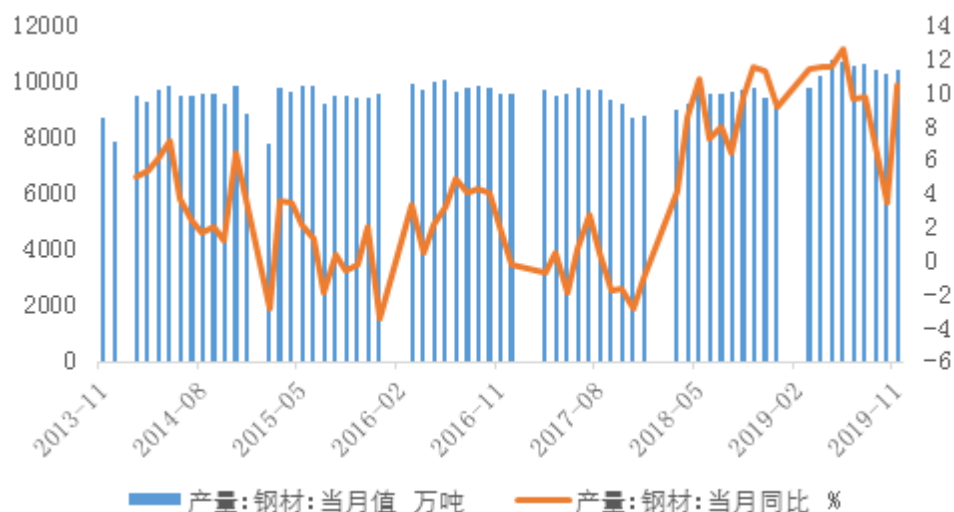


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.1.4 钢材供应：长材大幅增加

2019年1-11月我国钢材总产量为110474万吨，同比增加9182.1万吨，增幅为10.0%；增幅较上半年收窄1.2个百分点。但收窄幅度低于粗钢产量增幅，主要原因在于国内三季度开始，钢坯利润出现明显收缩，实际产量增幅大幅走弱；但成材端在需求提振背景下，一体化钢材利润维持高位，成材增速向好。但进入2020年后，终端需求的悲观预期，将打压钢材生产表现，预计产量增速或小于5%。

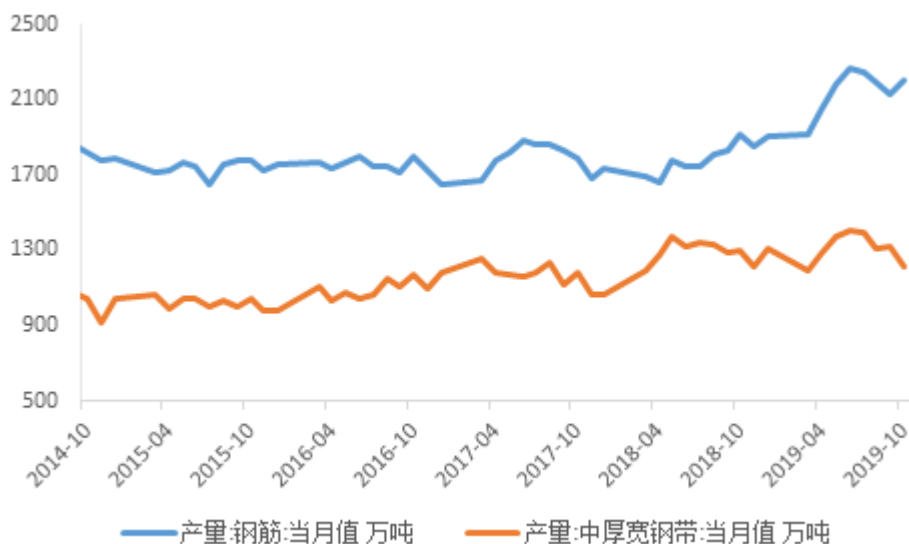
图12: 我国钢材月产量当月值及当月同比 (万吨) 增速 (%，右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

分钢材品种来看: 2019年1-10月, 钢筋产量为20695万吨, 同比上升18.4%, 增速较上半年下降0.9%; 同期中厚宽钢带产量12630.9万吨, 同比上升10.1%, 增速较上半年下降1.8%。钢筋产量受到利润及需求推动, 产量增速明显快于板材品种。

图13: 螺纹钢 (钢筋)、热轧卷板 (中厚宽钢带) 产量 (万吨)

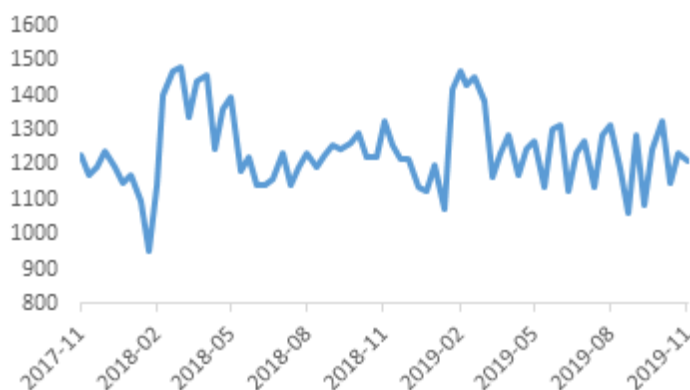


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.1.5 库存表现: 季节性出现偏离

2019年11月末, 我国钢厂库存为1210.4万吨, 较年初增加83.61万吨, 低于去年同期116.71万吨。当前钢厂库存存在全行业低库存表现下, 维持较低水平, 对钢价形成一定支撑。

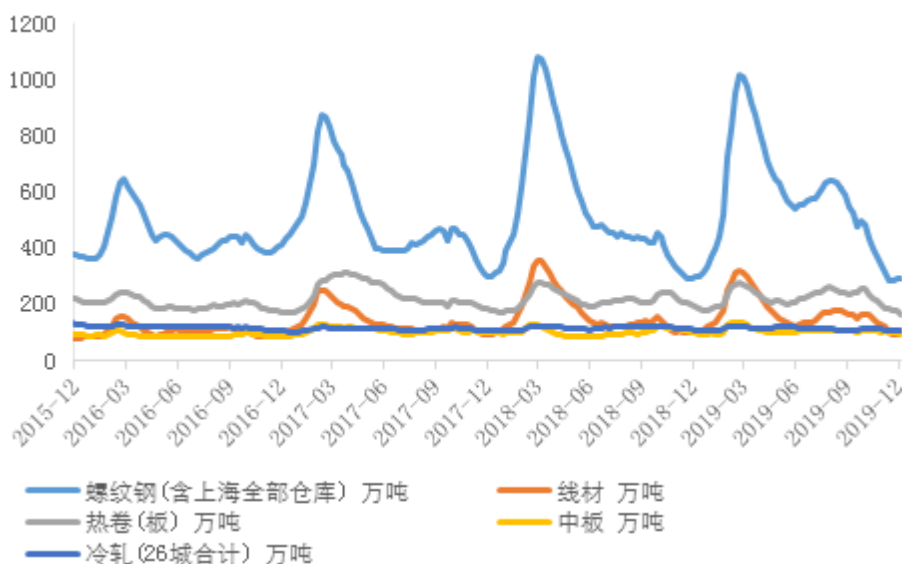
图14: 钢厂库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

今年钢材市场的社会库存变动异于往年: 上半年的去库区间缩小, 下半年的去库时间段有所扩大。一季度需求的超预期导致产量呈现快速扩张趋势, 但随着进入5月后需求逐渐回落, 叠加淡季梅雨季节及高温等因素影响, 库存出现累积的拐点较往年提前近一个月。但在进入9月后, 需求旺季持续时间超过往年, 叠加终端市场对需求的悲观预期, 全市场低库存运行, 社会库存降幅明显。截至12月13日, 全国主要钢材品种库存总量为743.56万吨, 同比去年同期下降53.16万吨。分品种来看, 螺纹钢库存为289.65万吨, 同比减少7.23万吨, 热卷库存为163.85万吨, 环比减少26.67万吨, 线材库存90.30万吨, 环比下降10.17万吨。

图15: 钢材社会库存 (含螺纹钢, 线材, 热轧卷板, 冷轧) (万吨)

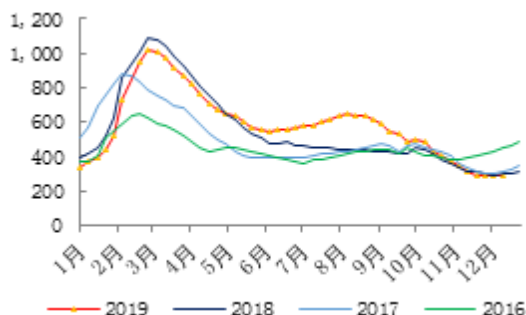


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

细看螺纹库存, 截至12月13日, 螺纹钢社会库存289.65万吨, 同比2018年下降7.22万吨, 环比11月下降8.28%; 钢厂库存201.21万吨, 同比2018年上涨7.27万吨, 环比11月下降1.95%。虽然在三季度螺纹钢库存出现异常的累积, 但随着四季度需求企稳, 终端库存回落支撑钢价。

2019 年的钢厂库存基本高于往年水平，从另一侧面说明终端用户接货意愿不足，中期悲观预期较大。

图16: 螺纹钢社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图17: 螺纹钢钢厂库存 (万吨)

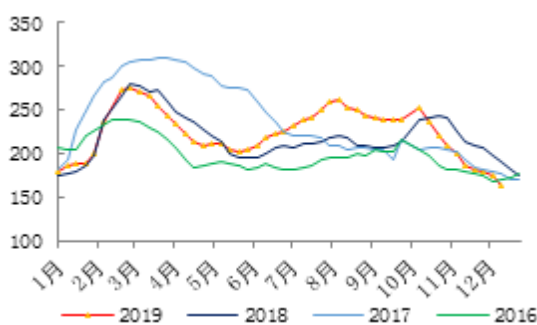


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 12 月 13 日，热卷社会库存为 163.85 万吨，同比 2018 年下降 36.67 万吨，热卷钢厂库存为 78.80 万吨，同比 2018 年下降 4.57 万吨。进入 12 月后，热卷库存降幅明显大于螺纹：社会库存环比 11 月下降 12.35%，钢厂库存环比下降 4.64%。季节性因素在年末显现，导致板材需求明显好于长材。

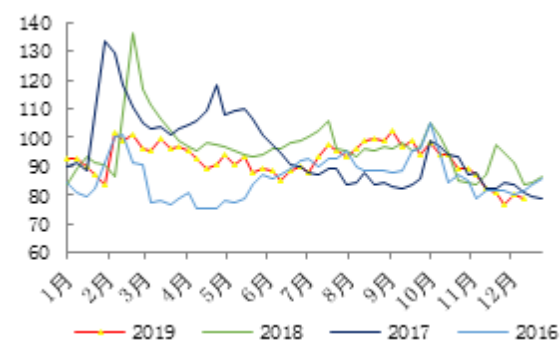
由于 2020 年春节较早，社会库存累积周期相对提前，结合北方取暖季将在 3 月中旬才陆续结束，实际累积量或高于往年。但我们认为 2019 年下半年开始的低库存运行逻辑将持续，因此在 2020 年终端需求没有出现断崖式下滑的情况下，下游客户为规避价格风险，社会库存量或与 2019 年持平或回落，库存将继续前置在钢厂。

图18: 热轧卷板社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图19: 热轧卷板钢厂库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

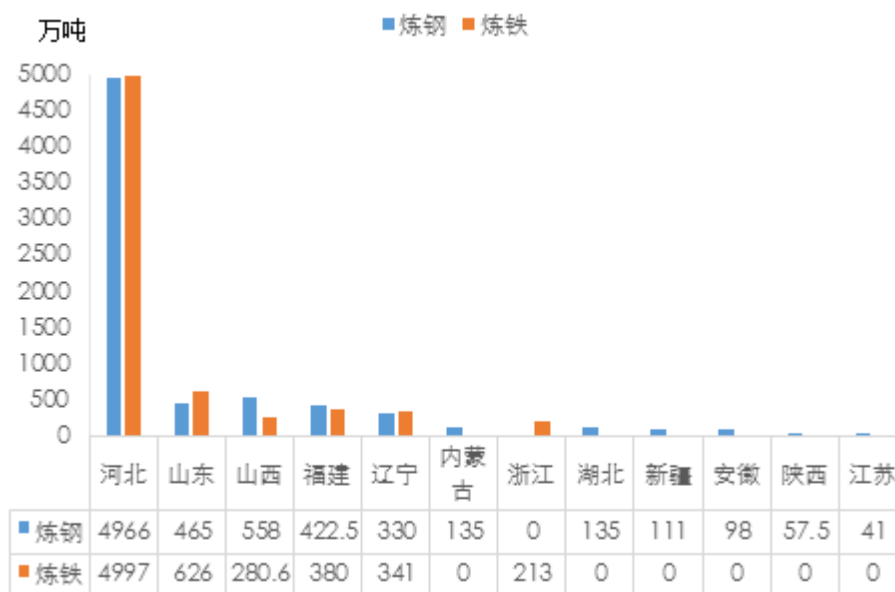
2.2 2020 供应评估：四季度将有较多增量

2016 年开始，我国进入第十三个五年计划，其中“去产能”首次被列为钢铁行业的重点任务之首。根据发改委统计，截至 2018 年，钢铁提前完成 2 年完成 1.5 亿吨的“十三五”去产能计划。但部分省份仍存在总量未达标的状态，因此 2019 年至今全国多省市继续巩固和加强钢铁“去产能”成果。截至 2019 年 11 月中旬，全国完成钢铁去产能 1800 万吨，其中河北省完成 1402.55

万吨。根据河北省的三年“去产能”规划，2020年仍有1400万吨的去产能任务。此外，江苏省至2020年年底将完成省内钢铁产能整合的计划，预计2020年减少产能约500万吨。

同时，为了淘汰落后产能，推动钢铁行业转型升级，从2018年开始，全国钢铁企业开始进入产能置换周期。根据我们统计，截至2019年11月底，全国已公示的钢铁置换项目中，涉及新建炼铁产能2.54亿吨，炼钢产能2.88亿吨，退出炼铁产能2.78亿吨，炼钢产能3.14亿吨，其中，2019年已完成退出的炼铁产能为6401万吨，炼钢产能6496万吨，净退出炼铁产能1174万吨，炼钢78万吨。进入2020年，钢铁产能置换项目将集中上马，预计全年新建7313.8万吨炼铁产能，6837.05万吨炼钢产能；退出炼铁产能8361.23万吨，炼钢产能8648.28万吨。

图20：2020年我国拟产产能置换产能（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

虽然根据统计，2020年通过产能置换的炼钢产能将出现净减少1811.23万吨，但我们通过实地走访，发现目前存在以下三种情况，会导致净减少的产能小于公示值：

1. **退出产能已处于停产或关停。**根据我们的实地走访，发现有部分钢厂的置换产能来源于已关停的钢厂，或部分产能已处在停产状态。因此，实际退出的置换产能将会不及文件公示的产能量。根据我们的估算，这部分的产能占比约为退出产能的15%。
2. **新上设备的利用系数提高。**随着科学技术的提高，高炉、转炉的利用系数会有一定程度提升。根据今年部分实际调研了解，目前有部分钢厂的产能利用率已能达到120%，远超核定产能。由于目前钢厂利润率丰厚，在此背景下，实际新上设备将拥有超过100%的产能利用率。我们估算新上产能会高出核定新增产能约20%。
3. **申报产能低于实际产能。**我们实地调研发现，部分钢厂上报的退出产能出现漏报的情况。但随着政策执行趋严，实际出现的概率逐渐下降。因此我们不考虑漏报退出产能的情况。

据此，我们核算2020年实际退出炼铁产能为7351.04万吨，炼钢产能7107.05万吨；新增炼铁产能8782.56万吨，炼钢产能8204.46万吨。**实际净增加炼铁产能1431.52万吨，炼钢产能1097.41万吨。**

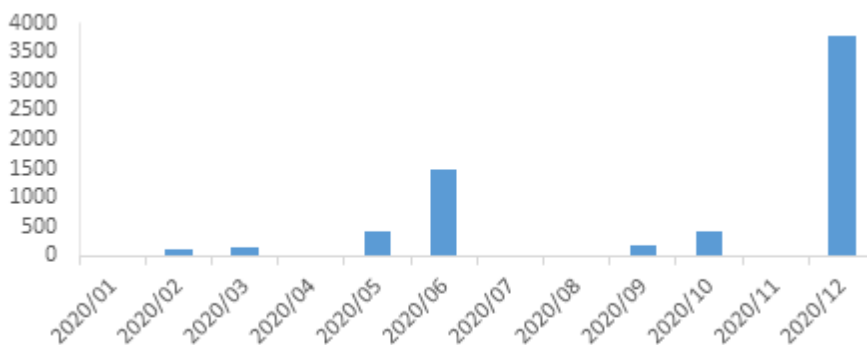
2020 年产能置换调整表 (单位: 万吨)

产能类别	炼铁产能	炼钢产能
退出 (公示)	8648.28	8361.23
新增 (公示)	7318.8	6837.05
净变化 (公示)	-1329.48	-1524.18
退出 (调整)	7351.04	7107.05
新增 (调整)	8782.56	8204.46
净变化 (调整)	1431.52	1097.41

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据统计, 2020 年全年的产能置换项目投产主要集中在下半年。其中在 2020 年 12 月完成的产能总量达到 3670 万吨。结合前文中的估算方案, 我们预计 2020 年通过新增产能增加的炼铁产量为 500 万吨, 炼钢产量为 380 万吨。

图21: 2020 年我国产能置换投产计划 (万吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

2019 年钢铁行业受到成本抬升, 供给增速高于需求等原因, 钢材利润出现明显回落。截至 11 月 29 日, 2019 年螺纹钢长流程的平均生产利润为 406.41 元/吨, 较 2018 年同期下滑 57.4%; 但高炉产能利用率 (剔除无效产能) 仅同比下滑 0.21%。考虑到 2019 年的国庆限产较严, 我们剔除国庆期间的数据后, 2019 年的平均产能利用率 (剔除无效产能) 为 83.28%, 环比 2018 年上升 0.27%。因此, 在实际钢材生产利润大于零时, 利润的变化不会影响钢厂的产量。我们判断 2020 年全国大部分钢厂的全年利润都会大于零, 并结合设备置换、检修带来的利用系数提升, 预估明年的平均产能利用率 (剔除无效产能) 将有 0.5% 左右的增量。

图22: 高炉产能利用率与生产利润 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

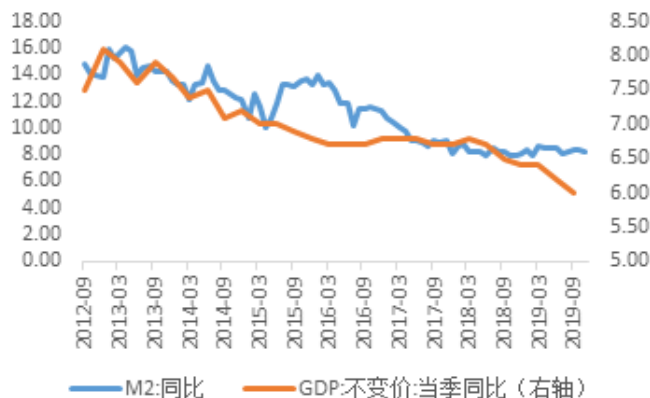
综上, 我们预计 2020 年生铁产量环比 2019 年增加 900 万吨; 结合电炉增量, 粗钢产量环比 2019 年增加 1500 万吨。

3.需求: 2020 年需求韧性支撑钢价

3.1 宏观数据: 总量企稳

2019 年我国 GDP 增速出现回落: 我国 2019 年前三季度 GDP 累计同比增速为 6.2%, 三季度当季 GDP 同比增速下滑至 6.0%, 低于 2009 年次贷危机时的低点, 为 1991 年以来新低。对比 M2 数据, 我们发现 M2 在 2017 年进入 8 时代后, 基本稳定 8% 的增速以上。M2 与 GDP 增速差也逐渐增大: 2019 年三季度增速差达到 2.4%, 为 2017 年一季度以来新高。M2 增速与 GDP 增速劈叉说明利用资本投资拉动国内经济的边际效用快速递减。我们预计 2020 年货币政策对 GDP 的拉动有限。

图23: GDP 与 M2 同比 (%右轴)

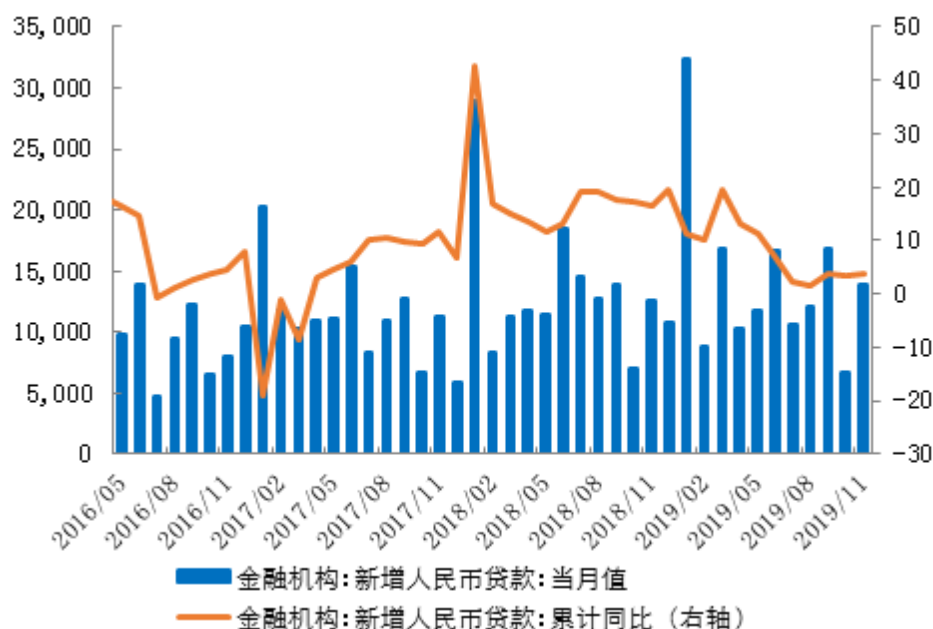


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

12月6日的政治局会议上，明确提出在国内外风险挑战明显上升的复杂局面下，要确保经济运行在“合理区间”；“稳增长”表述较7月有所增加；再提“逆周期调节工具”；要求“加强”基建投资；确保实现“污染防治攻坚战”；同时，为完成第一个一百年目标，2020年要“集中精力办好自己的事”等关键表述。整体来看，政策方向较7月偏向于放松，并未着重提及地产等结构性调整矛盾。结合12月10-12日的中央工作会议中的宽松论调，我们预计2020年一季度货币政策或进一步放松，基建投资将继续增加。

截至2019年11月，全国累计新增人民币贷款156771亿元，累计同比增加3.92%，增速出现一定回升；11月当月新增13900亿元，同比增加11.2%。1-11月居民累计新增贷款67841亿元，占全国贷款比例为43.27%，占比连续10个月上升。其中，居民中长期贷款累计同比录得7.0%的增加，短期贷款累计同比下降19.5%。我们认为今年居民贷款占比的提升主要来自于中长期贷款的提升，而这部分的贷款主要用于住房的抵押贷款。居民购房热情仍然充足，市场资金流动性仍然相对充裕。

图24: 新增人民币贷款(亿元)及累计同比(%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 行业数据: 地产韧性, 制造业难有全行业转好

2019年1-11月房屋新开工面积为205194万平方米,同比增长8.6%,较10月增速下滑1.4%。11月单月新开工面积为2019年的房地产新开工速度维持高位原因主要得益于一、二线城市的房地产销售回暖,叠加可销售房产库存的低位,刺激了房产企业的开工意愿。虽然进入下半年后新开工面积增速和房屋销售增速出现下滑,但随着土地购置面积在9月出现今年以来首次单月同比正增长,房企信心出现一定恢复。

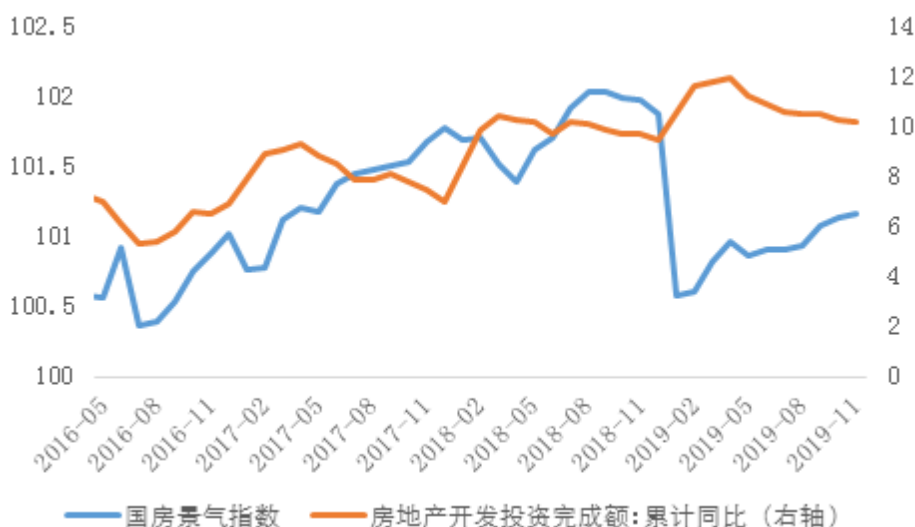
图25: 房屋新开工累计面积 (万平方米) 累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年11月, 国房景气指数(全国房地产开发业综合景气指数)为101.16, 连续4个月指数扩大。同时, 随着景气指数的持续扩大, 地产开发投资额增速降幅趋缓: 截至2019年11月, 地产开发投资累计同比为10.2%, 较10月下滑0.1个百分点, 降幅较10月收窄0.1个百分点。11月单月地产投资额为11661.6亿元, 环比10月上升0.57%。景气指数的上涨带动了地产投资的稳步增长, 我们预计2020上半年的房地产仍存一定韧性。

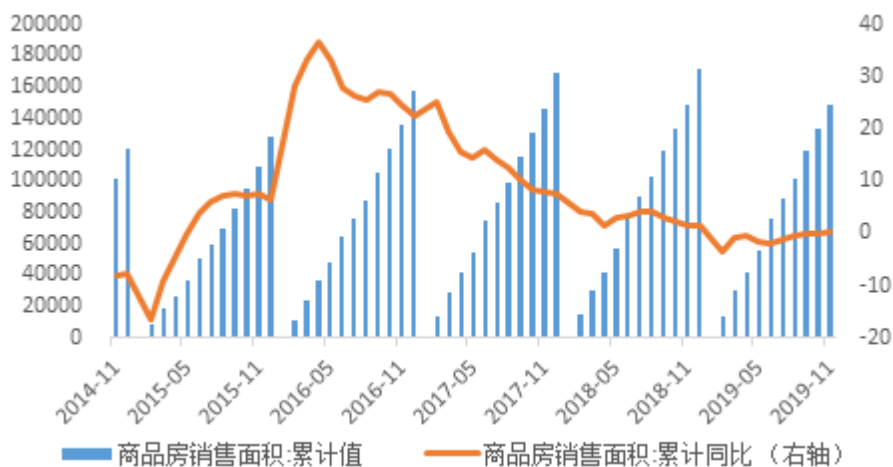
图26: 国房景气指数 (点) 房地产开发投资额累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

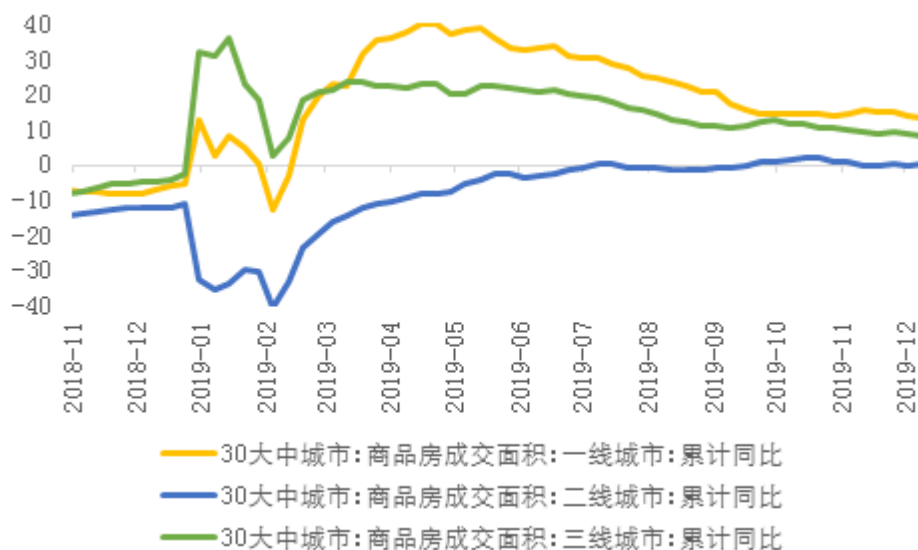
2019年1-11月房屋销售面积为148905万平方米, 同比上升0.2%, 环比10月增幅上升0.1%。细分地区来看, 一、二线城市的销售数据明显回升: 截至12月15日, 全国30大中城市的房屋销售同比上涨5.06%, 大幅领先全国数据; 30大中城市中, 一线城市销售累计同比增加13.31%, 增速较2月低点上升16.18%; 二线城市销售增速较2月上升33.49%, 而三线城市销售增速仅增加0.98%。我们认为随着全国城镇化的推进以及长江三角洲城市群、粤港澳大湾区等发展规划的出台, 未来人口将持续向一、二线流入, 大中城市将是地产的主要销售增长点。

图27: 房屋销售累计面积 (万平方米) 累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图28: 30大中城市房屋销售面积累计同比 (%)

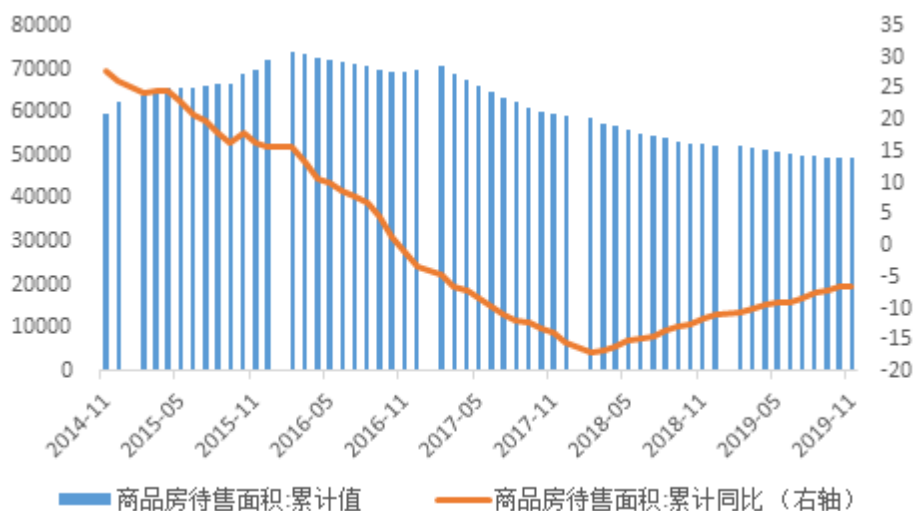


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年1-11月房屋待售面积49221万平方米，同比下滑6.5%，触及2014年以来新低。虽然待售面积的同比降幅较2019年6月收窄2.4%，但仍难改整体基数下降的趋势。

我们通过房屋待售面积与销售面积的比值来观察库存房屋的周转期：截至2019年11月，可供销售房屋的周转期为3.14个月，同比2018年同期下降0.28个月。我们也从平滑数据发现，当前房屋周转期仍处在下行通道。随着房屋待售面积的持续下降，后期或刺激地产商加快竣工步伐，进行短期补库。

图29: 房屋待售累计面积 (万平方米) 累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图30: 房屋待售面积周转期 (月)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

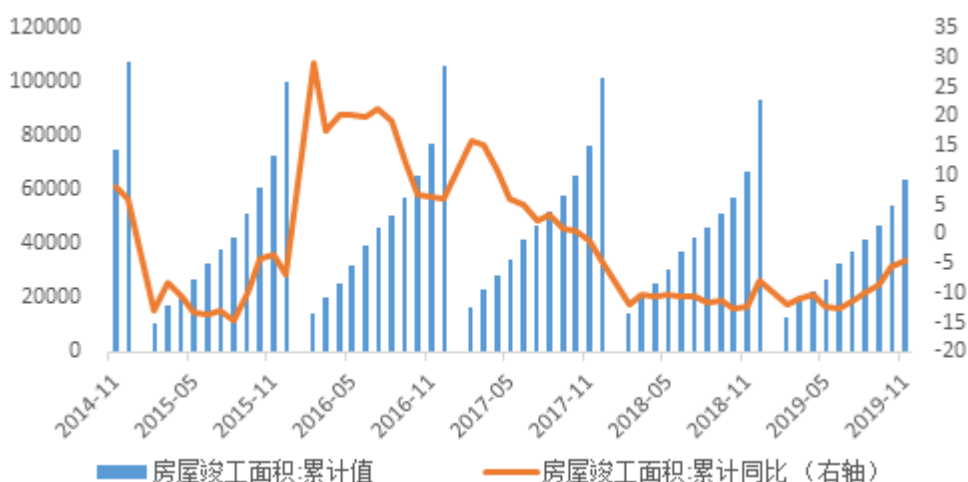
2019年的房屋竣工数据在下半年出现一定回升: 2019年1-11月房屋竣工面积为63846万平方米, 同比下降4.5%, 降幅较上半年收窄8.2%; 同时单月竣工面积从2019年8月开始, 连续4个月同比正增长。与我们在半年报中的预测一致: 从2019年下半年开始, 由于预售截至期的临近, 房屋竣工会出现明显回升。虽然在终端销售上, 全国的“因城施策”房屋调控措施依旧限制需求, 但12月的中央经济会议中提出: 要加大城市困难群众住房保障工作, 加强城市更新和存量住房改造提升, 做好城镇老旧小区改造, 大力发展租赁住房。其中的城市更新和存量房改造等表述, 未来在房屋改造和更新领域, 建材需求存在进一步增量的预期。我们认为2020年地产竣工将持续增长, 并挤压待竣工面积库存。

2019年土地购置面积同比出现较明显回落: 截至11月, 2019年累计同比增速-14.2%, 但较上半年的降幅收窄13.3个百分点。从单月数据来看, 2019年9月和10月的土地购置面积单月同比都有10%以上的增幅。虽然11月单月数据同比2018年下降0.8%, 但仍环比10月上升

13.9%。从土地购置面积的回升来看，我们认为房企投资信心正在逐渐恢复。

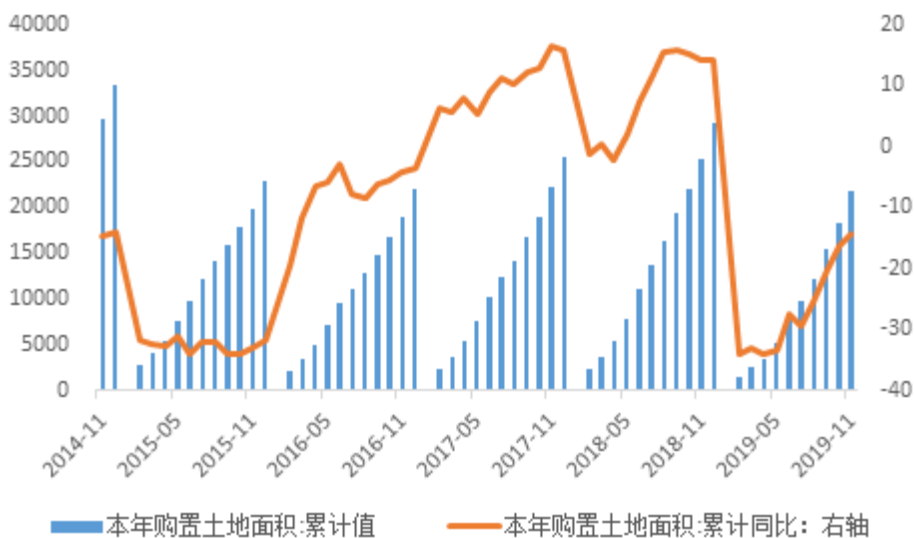
但 2019 年土地购置面积和新开工增速劈叉明显：2019 年 7 月，土地购置面积单月同比增速为-30.1%，而新开工面积单月增速高达 9.6%。回顾往年数据，土地购置面积增速与新开工面积增速相关性较高，土地存量的快速下行限制了未来新开工的高速增长。因此我们预计 2020 年上半年的新开工增速仍将承压下行。

图31：房屋累计竣工面积（万平方米）累计同比（%右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图32：购置土地累计面积（万平方米）累计同比（%右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

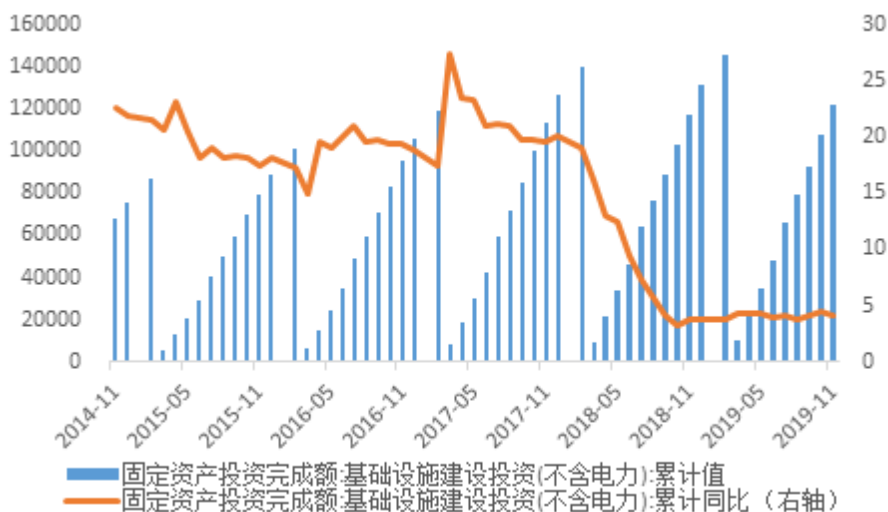
图33: 房屋新开工面积及土地购置面积单月同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年的基建投资完成额明显落后于房地产:截至11月,2019年全国基建投资完成额为136665亿元,同比增长4.0%,增速较上半年下滑0.1个百分点。我们根据12月政治局会议中,“加强基础建设”的表述以及2020年地方债增加投入4万亿,预计2020年基建投资将重点发力,届时基建需求将在一定程度上托底钢材需求,但基建增速的回升预计难以弥补房地产的需求回落。

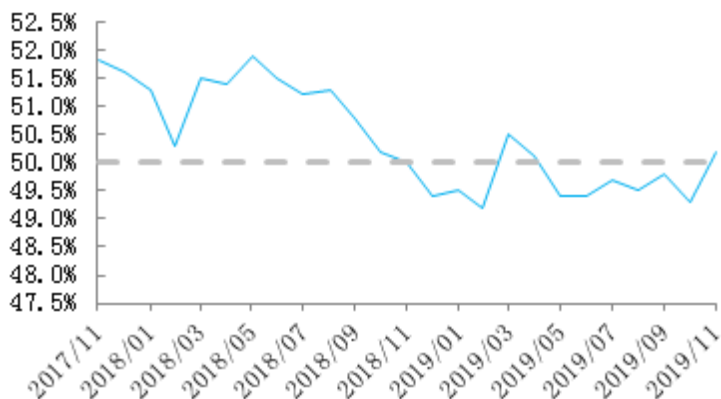
图34: 基建投资累计完成额值 (亿元) 累计同比 (%)右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

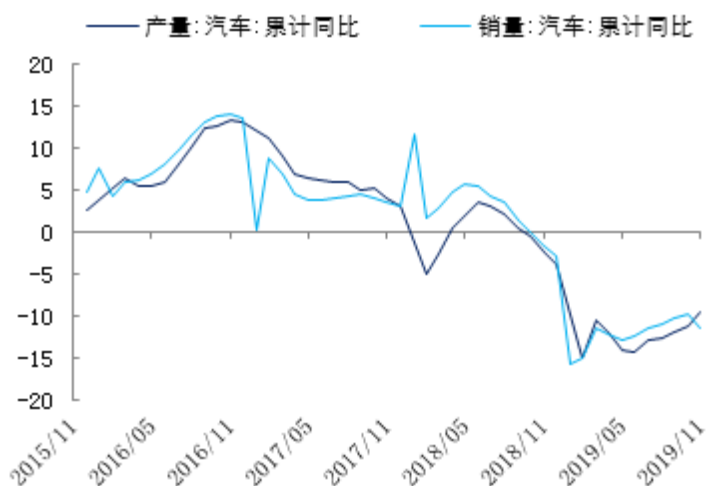
制造业方面,2019年的颓势在四季度出现一定企稳:11月的PMI指数时隔6个月以后,重回荣枯线以上,收50.2,较6月上升0.8。汽车行业在经历了上半年的不振后,出现一定回暖:1-11月汽车累计产量2285.8万辆,同比下降9.6%;汽车销量累计2311万辆,同比下降9.1%,其中11月单月产量数据同比2018年上升3.7%,录得2018年8月以来首次单月正增长,销量单月降幅也收窄至3.6%。随着中美贸易摩擦的逐渐缓和、知识产权开放等因素,汽车产销有望在2020年出现企稳回升。

图35: PMI 指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

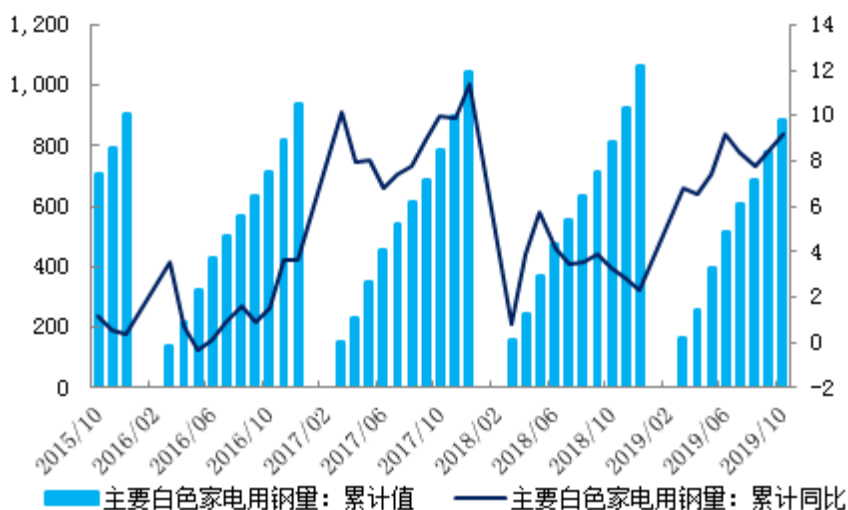
图36: 汽车产量、销量累计同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

相较于汽车行业的下滑, 2019 年的家电行业产销数据有明显回升: 1-10 月, 彩电累计产量同比减少 3.0%, 空调累计产量同比上升 6.2%, 电冰箱累计产量同比增加 3.8%, 洗衣机累计同比上涨 7.6%, 下半年家电产销增幅出现回落。根据我们测算, 1-10 月全国家电用钢量为 886.09 万吨, 同比增长 7.63%。2020 年随着地产竣工周期开启, 终端家电消费将是稳定内需的主要推手, 预计家电产量能够维持增幅, 对钢铁板材需求形成支撑。

图37: 家电累计用钢量 (万吨) 累计同比 (%右轴)

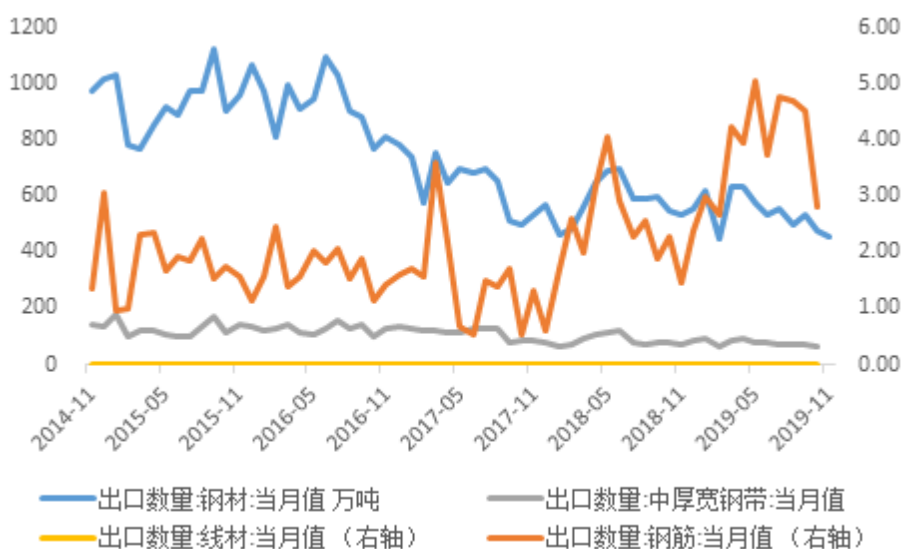


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 出口: 价格倒挂难有增长

2019年1-11月我国共出口钢材5966.3万吨, 同比去年同期下滑6.5%; 其中出口量最多的板材: 1-10月共出口3310万吨, 同比下降1.81%; 棒材出口845万吨, 同比大降25.2%。2019年1-11月进口钢材总量1082万吨, 同比下降11.0%。受制于全球贸易摩擦升级, 2019年钢材的进出口总量下滑明显。预计中长期钢材出口难有好转, 2020年出口数据或维持低位。

图38: 我国钢材产品出口量 (万吨) 钢筋出口量 (万吨右轴)

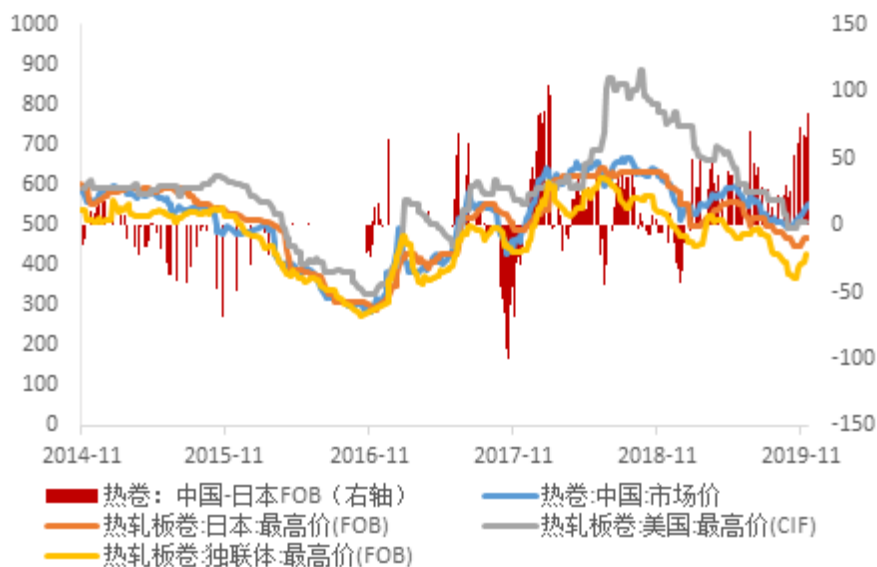


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

虽然在中美贸易协定签署的背景下, 全球贸易格局有一定改善, 但我们观察到国内钢材价格明显高于国际钢价, 2020年出口或仍将受阻。截至12月13日, 国内热卷市场价格为553美元/吨, 日本FOB价格为470美元/吨, 独联体FOB价格为430美元/吨, 美国CIF价格为510

美元/吨，相对于国内热卷都有明显价格优势。我们比较了过去5年内，日本与我国热卷的价差变化：2019年12月13日我国热卷高于日本FOB价格83美元/吨，远高于2015年-24美元/吨的差额，2020年钢材出口将继续受到压制。同时根据全球经济的变化，我们认为2020年全球性经济的复苏较难发生，除我国以外的经济体钢铁需求或持续承压，进一步限制钢材品种的出口。

图39：热卷国际价格比较（美元/吨）价差（美元/吨，右轴）

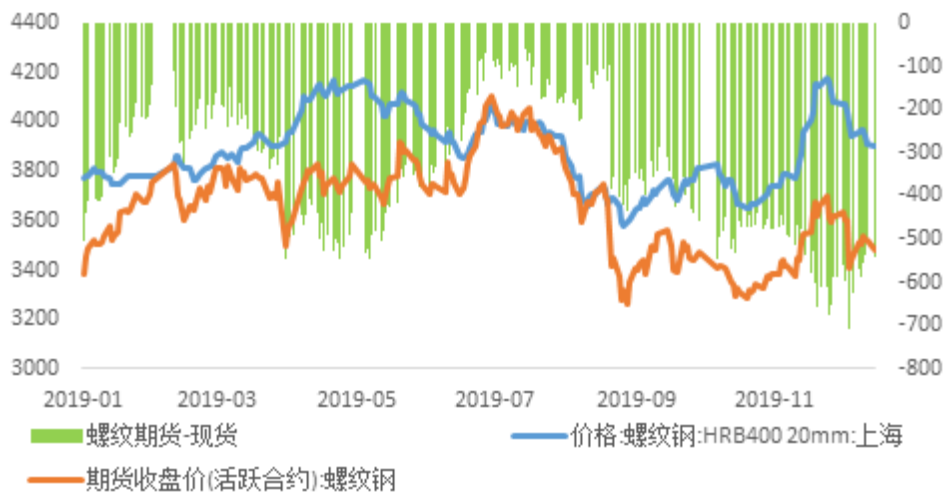


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.期现价差：振幅收窄，价格发现作用增加

2019年螺纹钢的期现价差呈现大幅波动：一季度在期现同涨情况下，基差收缩；进入第二季度后，基差出现明显扩大，但基差在三季度出现快速收缩；而在四季度中，市场对2020年需求的担忧在期货端给出最高超过15%的价差。截至12月13日，2001合约贴水现货304元/吨，2005合约贴水现货508元/吨，仍然有较大贴水。

图40：螺纹钢期现价差（元/吨）

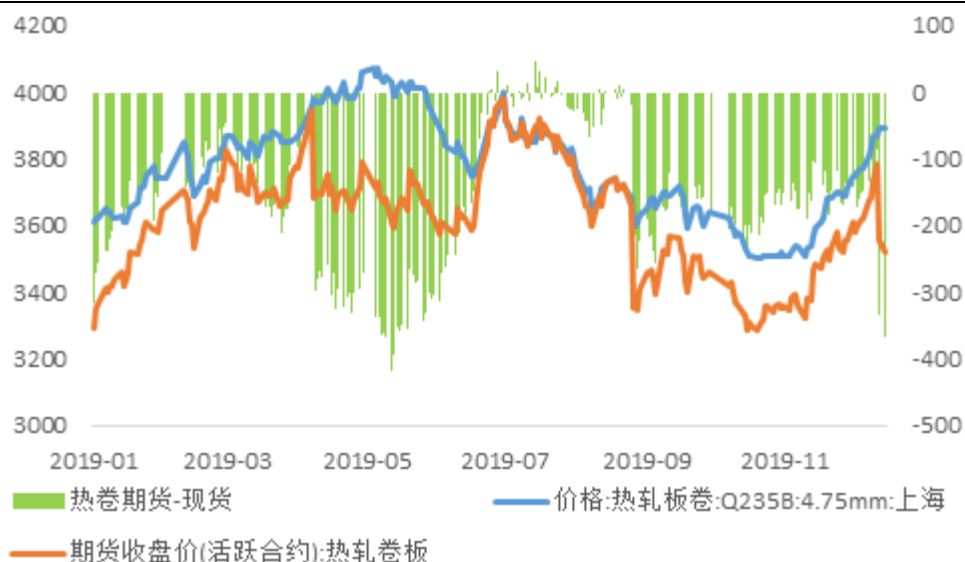


数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 12 月 13 日，热卷 2001 合约贴水现货 158 元/吨，2005 合约贴水现货 367 元/吨，贴水幅度明显不及螺纹。

整体来说，2019 年期现价差基本符合季节性变化，整体波动区间小于 2018 年，体现出期货对现货价格发现的作用日益增强。

图41：热轧卷板期现价差（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.2020 年行情展望：钢价重心下移，走势前高后低

2020 年在供应端方面，将有约 4000 万吨新增净产能投放，但由于投放期主要集中在 2020 年四季度，对前三季度供应影响有限。同时结合产线更新和相对高位利润下企业扩大生产的动力，我们估算 2020 年粗钢产量同比增加约 1500 万吨。

从需求角度看，2019 年钢材需求表现超过我们年初的预期，虽然宏观经济出现企稳迹象，但我们认为进入 2020 年后，需求保持目前高速增长的概率较小。我们从房地产角度看，2019 年下半年房企拿地数据重新回升，但前期回落缺口尚未弥补，我们预计 2020 年地产开工对钢材需求拉动增长幅度小于 5%；基建投资有望在地方债扩大发行和政策扶持下，重新出现快速增长，但对钢材需求拉动幅度或有限；制造业方面，虽然 2019 年 11 月 PMI 出现复苏，但我们观察到制造业企业利润率仍未明显好转，2020 年制造业或有一定企稳，但大幅走高概率较低。

2019 年钢厂利润出现明显下滑，高炉吨钢利润较 2018 年减少超过 50%。根据我们对供应和需求的判断，2020 年钢厂利润将维持在较低位置，年度波动区间在[50,550]之间。

展望 2020 年，我们认为钢价走势的压力较大，重心下移或是主旋律。根据利润评估，2020 年螺纹钢期货价格运行区间预计在[3100,3800]之间。

粗钢供需平衡表（万吨）

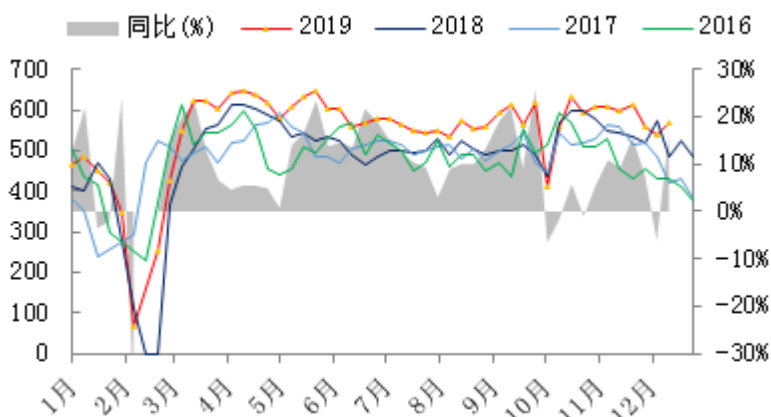
	供应	进口	出口	需求	供需缺口
2020E	99,500	1,500	5,000	99,450	50

2019E	98,000	1,400	6,400	98,829	71
2018	92,826	1,506	7,378	92,914	-88
2017	83,173	1,463	8,004	83,319	-146
2016	80,837	1,431	11,537	80,899	-62
2015	80,383	1,385	11,958	80,409	-26

数据来源：Wind，兴证期货研发部

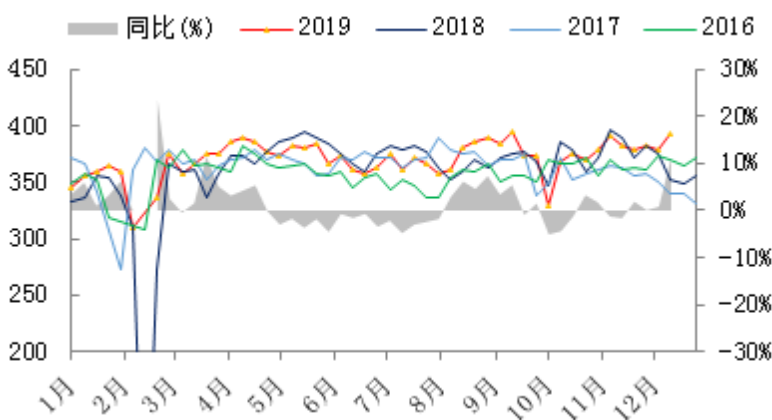
从季节性上分析，由于供应端压力会在四季度释放，而较早的春节也会提前累积钢材库存。我们预计一季度钢价在库存累积的背景下，以下跌为主；进入二季度后，随着需求复苏，终端韧性和供应持稳下，钢价有望出现反弹。我们认为三、四季度走势将受制于供应端的释放节奏和需求表现：根据当前的数据预判，2020年三四季度或在供应增加和需求回落下，钢价出现缓慢下行的表现。

图42: 螺纹周度表观需求(万吨)同比(%，右轴)



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图43: 热卷周度表观需求(万吨)同比(%，右轴)



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

供需逐渐宽松，价格回落

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

俞尘泯

从业资格号：F3060627

联系人：俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

2019年铁矿石走势波澜壮阔，现货最大涨幅达到74.6%，最高点在7月3日触及，收报126.35美元/吨。但进入下半年后，铁矿快速下跌，至8月29日阶段性低点81.45美元/吨已跌去35.5%。在四季度中，铁矿石价格在80-95美元/吨间宽幅震荡。

供应端方面：根据我们对主要矿山的梳理，2020年全球产量将同比2019年增加7760万吨，增幅6.1%。但印度地区矿山在2020年3月存在租期续作的不确定性，以及以印度为代表的东南亚诸国快速扩张的钢铁产能，我们预计2020年我国进口铁矿石同比增加3%，即3180万吨。国内铁矿石产量受成本影响较大，但目前相对高位的铁矿石价格能够支撑国产矿维持生产，我们预计2020年国产矿将有1000万吨左右的增量。整体而言，2020年国内铁矿石供应较2019年增加约4200万吨，增幅3.1%。

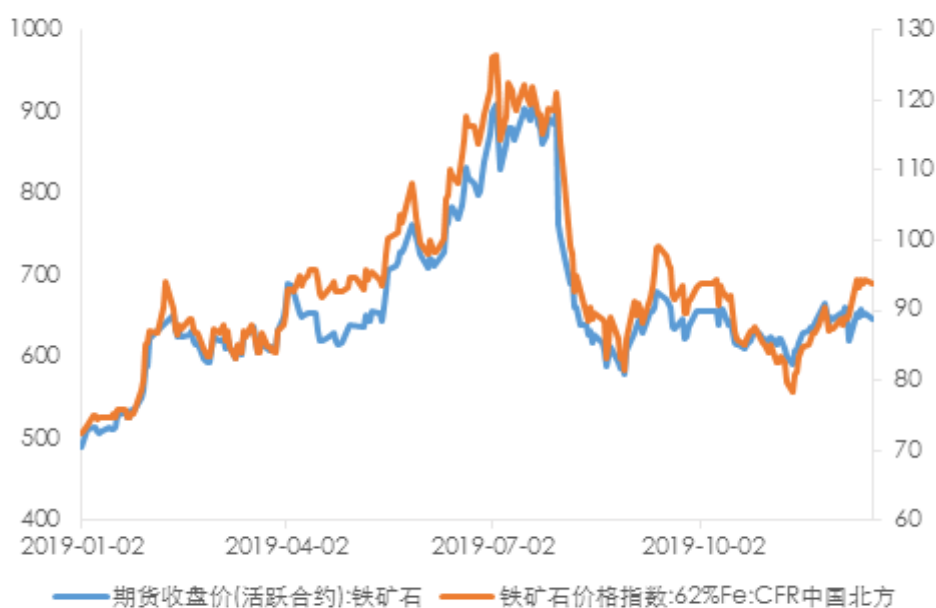
相较于供应端明显扩张，铁矿石需求增幅有限。虽然根据统计，2020年将约有约4000万吨新增净产能投放，但由于投放期主要集中在2020年四季度，对前三季度铁矿需求影响有限。同时结合产线更新和正利润下企业扩大生产的动力，我们估算2020年铁矿石需求同比增加约1500万吨，增幅1%。

从供应和需求角度分析，我们看到的是铁矿石在2020年供需增速的明显劈叉，因此预计2020年终端需求将出现下行，届时钢材利润收缩将快速传导至利润较高的铁矿端。但考虑到当前钢厂库存低位，刚性补库需求仍将对铁矿石形成底部支撑。因此我们认为铁矿石在2020年的价格走势以震荡回落为主。价格区间为[70,90]美金/吨，对应盘面价格约为[520,700]元/吨。由于2020年的供应增量主要体现在上半年二季度，而下半年需求端将有较多新增钢铁产能释放，因此全年走势或呈现先下跌后上涨的“V”型反转，价格高点将出现在一季度，低点出现在二、三季度。

1. 行情走势

2019年铁矿石走势波澜壮阔,现货最大涨幅达到74.6%:最高点在7月3日触及,收报126.35美元/吨。但进入下半年后,铁矿快速下跌,至8月29日阶段性低点81.45美元/吨已跌去35.5%。进入四季度后,铁矿石价格进入80-95美元/吨之间的宽幅震荡。截至12月13日,大商所铁矿石期货主力合约收于653.5元/吨,年内上涨164元/吨,涨幅为33.5%;普氏62%指数收于93.9美元/吨,年内上涨21.55美元/吨,涨幅为29.8%。

图1: 铁矿石期货主力合约收盘价(元/吨) 普氏指数(美元/吨, 右轴)

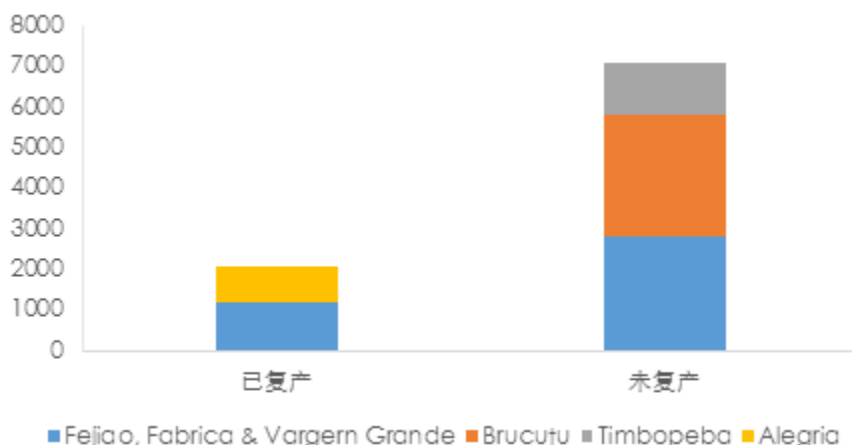


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 供应: 2020年供给反弹

2019年最大的外部事件是1月25日,巴西淡水河谷公司(Vale)发生的溃坝事故。虽然出现事故的Mina Feijão矿区产量有限,但是由于事故伤亡重大,此后事件持续发酵,不断有新的矿区受到影响进入停产的状态。截至目前,本次事故影响Vale铁矿石产能总计9200万吨,其中4000万吨尾矿坝因上游式尾矿坝直接关停,其余矿区因安全隐患问题暂停生产。12月2日,Vale再次临时关停Brucutu的Laranjeiras尾矿坝。截至目前,我们统计Vale停产产能7100万吨,恢复2100万吨。根据淡水河谷的公告,2019年销量受影响7000万吨左右,对铁矿全球的供应产生巨大影响。

图 2：巴西溃坝事故影响产能（万吨）



数据来源：公司官网，兴证期货研发部

Vale 目前铁矿石的生产分布在北部系统、东南部系统及南部系统。本次发生事故的尾坝矿位于南部矿区，其采用的技术为较为落后的上游式尾坝技术。而此后停产的矿山不仅包括了南部系统，还包括了东南部系统一些并未使用上游式尾坝技术的矿区。故未来这些东南部系统并未使用落后技术的矿区仍然有着较大复产可能。

此外近年来 Vale 南部系统的产量一直在收缩，而北部系统由于 S11D 项目的投产处于扩张状态，故也能抵消一部分的产量下滑影响。根据 Vale 官方公布的公告显示，预计 2019 年全年铁矿销量相对 2018 年下滑 7000 万吨左右。

图 3：Vale 2018 年各矿区产量占比

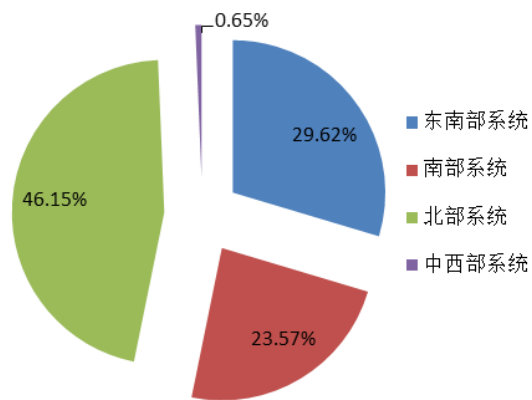
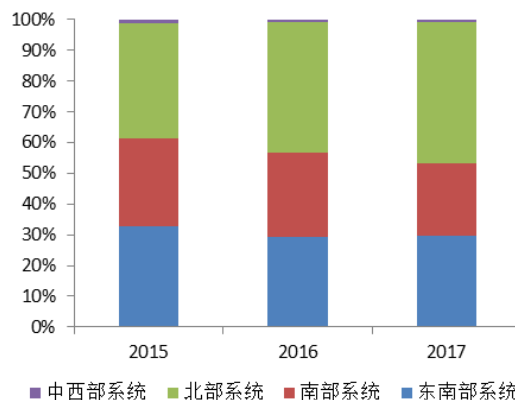


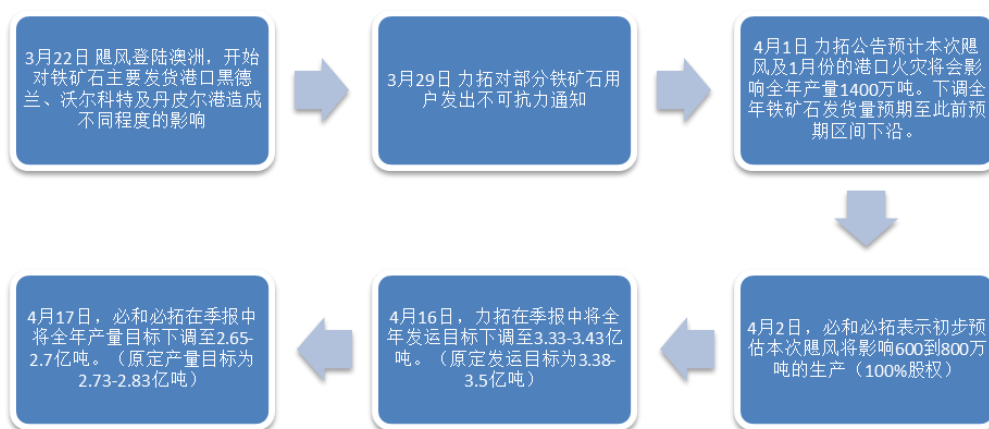
图 4：Vale 近年来各矿区产量占比



数据来源：公司官网，兴证期货研发部

除了巴西淡水河谷事故外，2019 年 3 月澳洲出现的飓风天气也对铁矿石的全年供应产生巨大影响。本次飓风于 3 月 22 日登陆澳洲皮尔巴拉地区，对当地主要的铁矿石发货港口造成不同程度的影响，致使飓风期间这些港口发货量出现大幅下滑。根据 Mysteel 数据显示，飓风期间（3 月 21-28 日）影响力拓、BHP、FMG 发货总量约 1362.42 万吨，日均降幅达 77%。根据力拓和必和必拓此后公布的季报显示，本次飓风预计影响两大矿山产量/发运量在 1300-2000 万吨之间。此外，力拓在 6 月中旬表示为了保证矿石的品质，再次下调年度发运目标至 3.2-3.3 亿吨。

图 5：澳洲飓风时间轴



数据来源：公司官网，兴证期货研发部

受到淡水河谷大坝事故及澳洲飓风的影响，2019 年上半年澳洲巴西整体的发货量出现大幅下滑。其中巴西淡水河谷的事故虽发生在年初，但是由于港口仍然备有一定库存，故发货的回落后从三月才开始逐渐体现，同时叠加巴西雨季因素，其周度发货在 4 月上旬一度下滑至 200 万吨左右，不及往年同期水平的一半；澳洲方面则由于 3 月中下旬飓风的影响，故发货的快速下滑也出现在 3 月底及 4 月初。

此后澳洲方面随着飓风影响的消退，发货逐渐回升至正常水平。澳洲发货量下半年出现回升，周均发货量 1614.5 万吨，环比上半年增加 10.21 万吨，同比 2018 年上升 18.2 万吨。巴西方面，下半年周均发货量为 654.7 万吨，较上半年上升 87.33 万吨，但仍同比下滑 20.3%。整体来看，外矿总发货出现回暖，但巴西地区发运量仍相对偏低。我们认为随着淡水河谷逐渐恢复生产，供应增量将逐步体现在 2020 年的发货量上。

图 6：巴西发货季节图（万吨）

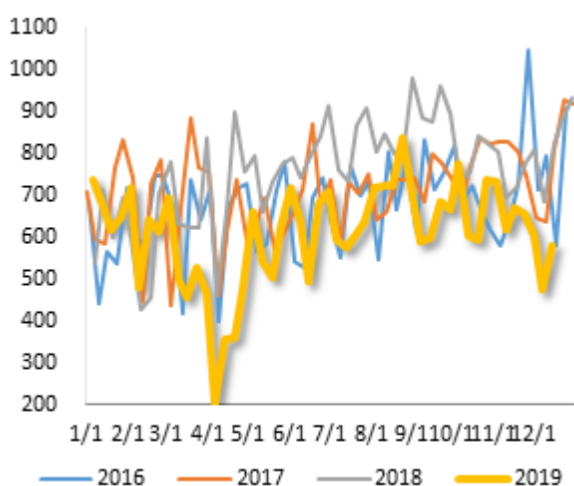
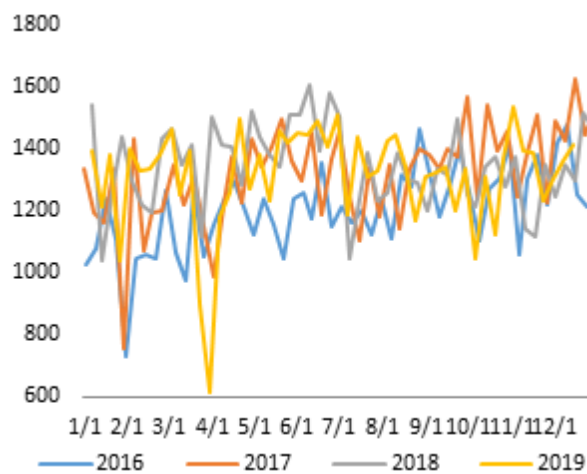


图 7：澳洲发货季节图（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从四大矿山的前三季度的产量及发运量情况来看，淡水河谷下滑最为明显，同比下滑超过20%，此外力拓前三季度也有12.7%的同比下滑。FMG是四大矿山中唯一发运量正增长的公司，同比2018年增加2.5%。

表 1: 全球主要矿山季度发运量/产量 (百万吨)

	三季度产量	财年总产量	发运/销售	年计划	备注
BHP	61.01	61.01	68.29	242-253	2020 财年
力拓(皮尔巴拉100%)	87.30	240.60	86.10	320-330	
Vale	86.70	223.63	85.12	307-312	靠近中间值
FMG	45.1	45.1	42.2	170-175	2020 财年
合计	280.11	652.34	281.71		

数据来源：公司官网，兴证期货研发部

从四大矿山目前公布的产量及销量目标总和来看，2019年虽然出现下滑，但2020年供应将随着淡水河谷矿区的复产重新回升。结合其官方公告来看，我们预计2020年四大矿山与2019年相比供应将增加6315万吨左右。此外，从主要的非主流矿山报告中，我们也梳理了2020年的发运预计：同比2019年增加1415万吨。整体而言，2020年全球铁矿石产量预计增加7760万吨，同比2019年增长5.8%，较2018年增加3310万吨。

但值得注意的是，印度的NMDC将在2020年3月底矿山租期到期，而目前仍在寻求政府重置租期。如果其不能按时更新租期，存在所有在产产能被迫停产的风险。因此印度地区的铁矿石供应存在较大不确定性。

表 2: 全球主要矿山目标产量/销量 (百万吨)

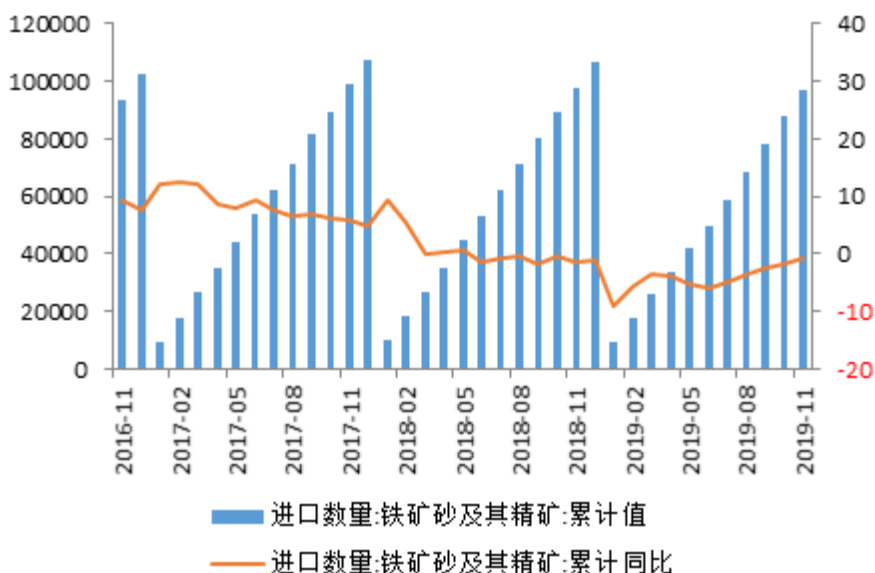
公司	2018	2019E	yoy	2020E	y-y	yoy
Vale	365.7	309	-15.5%	347.5	38.5	12.5%
Rio	338.2	325	-3.9%	341.25	16.25	5.0%
BHP	273.2	270.5	-1.0%	279.5	9	3.3%
FMG	170	173.1	1.8%	172.5	-0.6	-0.3%
Roy Hill	51	53.5	4.9%	56	2.5	4.7%
Anglo American	46	65.5	42.39%	65.5	0	0.00%
Atlas	8.8	8.4	-4.5%	8.8	0.4	4.8%
MRL	4.84	6.59	36.2%	15.5	8.91	135.2%

Cliffs	20.56	18.83	-8.4%	20	1.17	6.2%
*NMDC	31.88	33.53	5.2%	35	1.47	4.4%
合计	1310.18	1263.95	-3.53%	1341.55	77.6	-94.22%

数据来源：公司官网，兴证期货研发部（*代表存在较大不确定性的矿企）

截至 11 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 9.71 亿吨，累计同比下降 0.7%，降幅明显收窄。从 2019 年 6 月开始，我国铁矿石单月进口量同比出现增长，其中 11 月单月进口量 9351.3 万吨，同比上升 8.48%。我们预计在淡水河谷逐渐恢复供应的背景下，进口量将在 2020 年明显回升。虽然全球产量预计增加超过 5%，但由于东南亚地区，尤其是印度将转变为铁矿净进口国，成为铁矿石需求增量的最大地区。因此我们认为 2020 年我国铁矿石进口量将同比 2019 年增加 3%，约 3180 万吨。

图 8：我国铁矿石进口量（万吨）增速（%，右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

统计局数据显示，截至 2019 年 10 月全国铁矿原矿累计产量为 7.12 亿吨，累计同比增长 6.5%。Mysteel 统计数据显示，2019 年一季度全国精粉产量为 6155.0 万吨，同比 2018 年增加 219.1 万吨，增幅为 3.56%。由于目前铁矿石价格维持在 90 美元/吨以上水平，2020 年回落至 70 美元/吨以下需要一定时间，因此 2020 年国产矿仍将维持盈利生产，我们预计 2020 年国产铁精粉全年产量增长在 1000 万吨左右。

图 9: 国内原矿产量 (万吨) 增速 (%右轴)

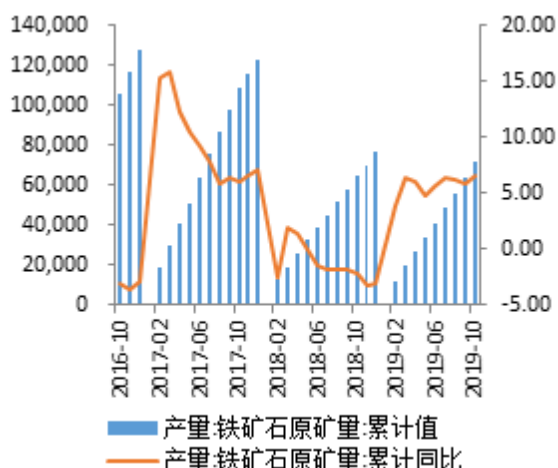
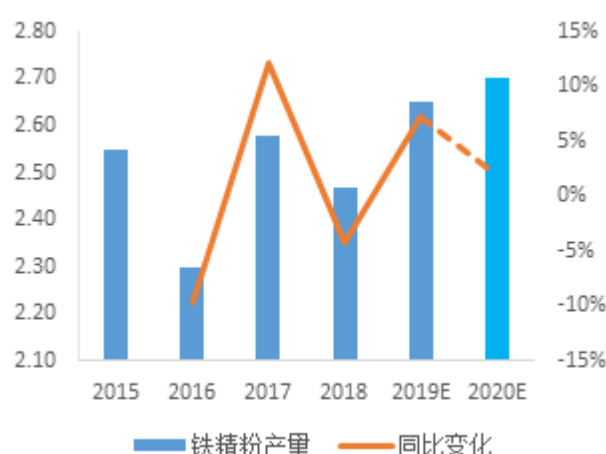


图 10: 国内铁精粉产量 (万吨) 增速 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

铁矿石供应方面总体来看, 由于巴西溃坝和澳洲飓风的影响大部分体现在了上半年的发货和生产上, 下半年铁矿产量相比上半年出现了明显回升。根据对主流矿山的产销数据梳理, 我们认为在中性情况下, 2020 年全球铁矿石产量将出现同比增长 5%, 我国铁矿石供应增量约 4200 万吨, 增幅 3.1%。

表 3: 2020 年全球铁矿产量情景分析

情景	监测指标	指标变化	产量表现
乐观	淡水河谷复产情况 澳洲发货情况 非主流矿山复产情况	淡水河谷超预期复产, 澳洲发货正常, 非主流矿山加速扩张	同比 2019 上升 7%
中性		淡水河谷按预期复产, 澳洲发货正常, 非主流矿山正常生产	同比 2019 上升 5%
悲观		淡水河谷复产不及预期, 澳洲发货受阻, 印度矿山被迫停产	同比 2019 上升 3%

数据来源: 公司官网, Wind, 兴证期货研发部

3. 库存与需求: 国内需求增幅有限

由于受到澳洲飓风及巴西大坝事故和暴雨的影响, 铁矿石到港量在 2019 年上半年持续维持低位; 另一方面由于钢厂生产积极性较高, 铁矿石需求较好, 国内港口疏港量持续走高。下半年随着淡水河谷逐步恢复生产, 到港量出现明显回升; 疏港量则在钢厂低库存的背景下, 伴随不时的补库需求, 维持高位。我们认为目前 90 美元/吨以上的现货矿价将迫使钢厂长期维持低库存, 预计 2020 年到港量将在进口量的增加背景下出现增长; 而间接性的钢厂补库也会推涨疏港量。

图 11: 全国 45 港口日均疏港量 (万吨)

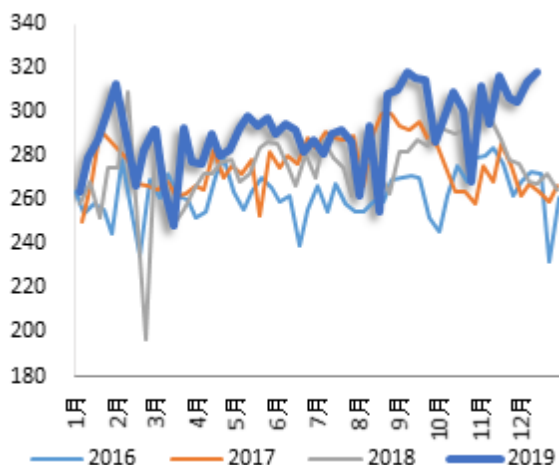
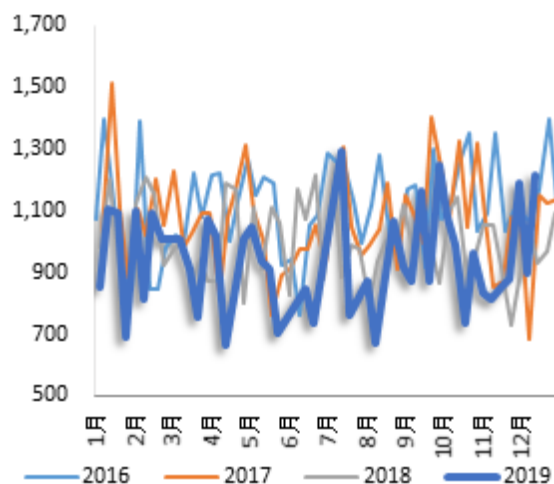


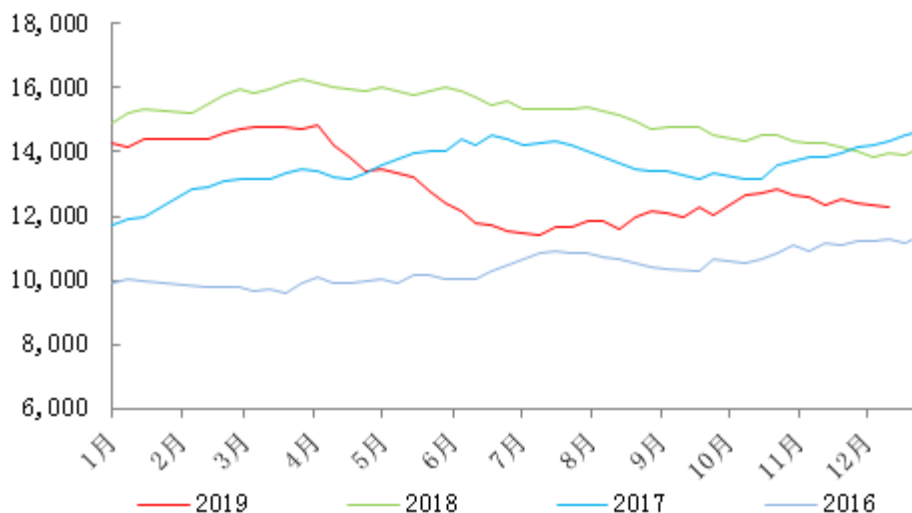
图 12: 北方港口到港量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年上半年的低到港、高疏港的情况使得全国港口库存出现了快速去化: 截至 6 月中旬全国港口库存与年初相比去化超过两千万吨, 创下 2017 年 1 月以来的新低。但进入下半年后, 随着淡水河谷逐步复产, 港口库存出现明显增加: 截至 10 月 27 日, 45 港港口库存重新回升至 12863 万吨, 创 6 月以来新高。但进入 11 月后, 在北方钢厂补库趋强的情况下, 铁矿库存重新回落: 截至 12 月 13 日, 45 港港口库存为 12307 万吨, 较 10 月高位下降 556 万吨, 垒库幅度有限。

图 13: 全国 45 港口铁矿石库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

钢厂烧结矿库存在 2019 年全年处于相对低位: 2019 年烧结矿钢厂平均库存为 1610 万吨, 同比下降 240 万吨, 降幅 13%。虽然钢厂整体补库意愿一直不高, 但持续低位库存叠加中性位置的烧结日耗, 导致部分矿石库存偏低的钢厂仍然存在刚性补库需求。从往年数据来看, 春节

前夕钢厂都会有集中补库情况，铁矿石需求或持续至一季度。

图 14：钢厂烧结粉矿库存（万吨）

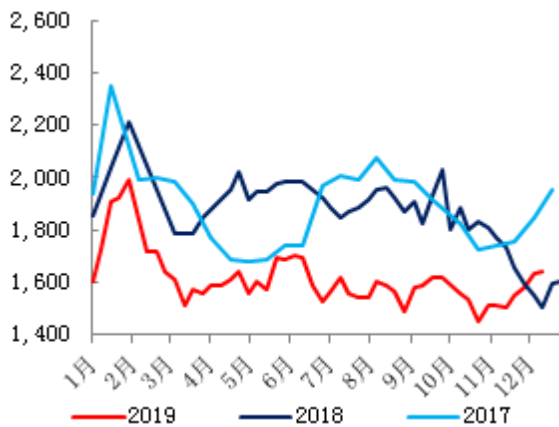
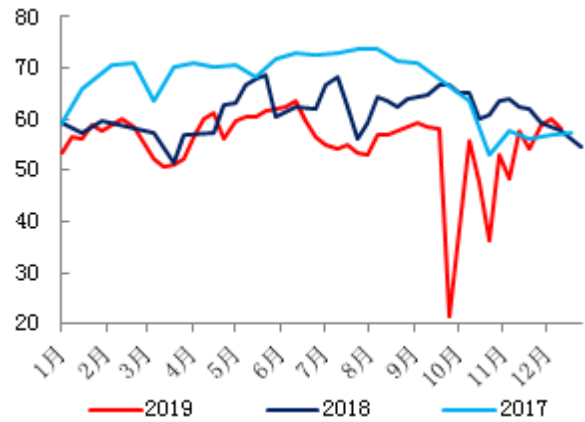


图 15：钢厂烧结日耗（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据我们钢材年报：《钢价重心下移，走势先高后低》中的分析，2020 年国内将有较多产能置换落地。根据统计，预计 2020 年通过新增产能增加的炼铁产量为 500 万吨，炼钢产量为 380 万吨。另外结合当前的新上设备的产能利用率增长速度，预计 2020 年铁矿石需求环比增加 1600 万吨，同比增加 1%。

表 4：2020 年产能置换调整表（万吨）

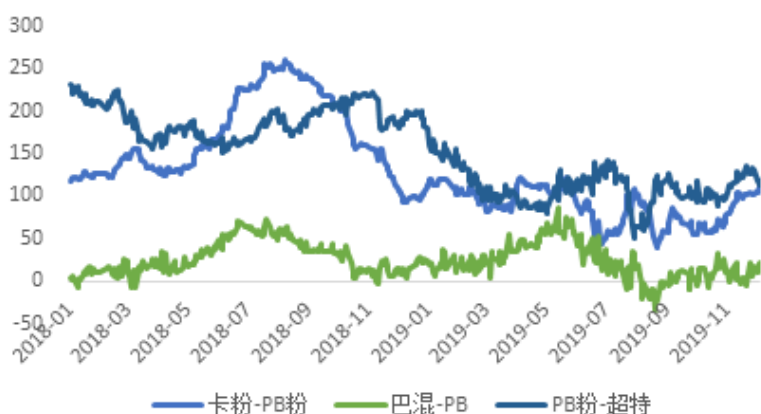
产能类别	炼铁产能	炼钢产能
退出（公示）	8648.28	8361.23
新增（公示）	7318.8	6837.05
净变化（公示）	-1329.48	-1524.18
退出（调整）	7351.04	7107.05
新增（调整）	8782.56	8204.46
净变化（调整）	1431.52	1097.41

数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 其他：钢厂利润收缩，挤压品种间价差

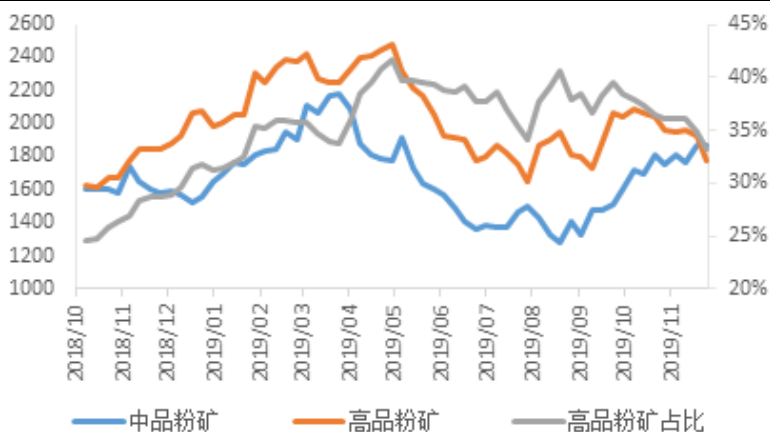
由于钢厂利润的收窄，低品位矿的性价比逐渐显现，而钢厂需求的上升使得以超特粉为代表的低品矿库存去化较快，价格相对偏强。青岛港卡粉与 PB 粉的平均价差由 2018 年的 170 元/湿吨下滑至 2019 年的 90 元/湿吨，目前价差在 110 元/湿吨左右；PB 粉与超特粉的平均价差也由 190 元/湿吨下滑至现在的 114 元/湿吨左右，目前价差在 112 元/吨。近期的价差扩大主要得益于钢厂利润的快速上升，钢厂对高品位矿的需求重新增加。相同的变化趋势在港口库存的高品位库存占比中也有体现：截至 12 月 13 日，北方六港高品位矿（铁品位大于 62%）库存为 1772 万吨，占比从年中的 38.6% 降低至 33.1%。但我们认为目前高企的钢厂利润难以维持，2020 年钢厂利润中心将小幅回落，预计高低品价差将维持在较低水平，短期结构性短缺或刺激铁矿石上涨。

图 16: 青岛港铁矿各品种现货价差 (元/湿吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图 17: 北方六港高低品矿库存 (万吨) 占比 (%右轴)



数据来源: 点钢网, 兴证期货研发部

海运费与人民币汇率的快速贬值对 2019 年矿石价格产生了一定支撑作用,但在原油价格难有大幅上行和中美贸易摩擦趋于缓和的背景下,2020 年海运和汇率对矿石的支撑作用难以持续。

图 18: 海运费 (BDI) (美元/吨右轴)

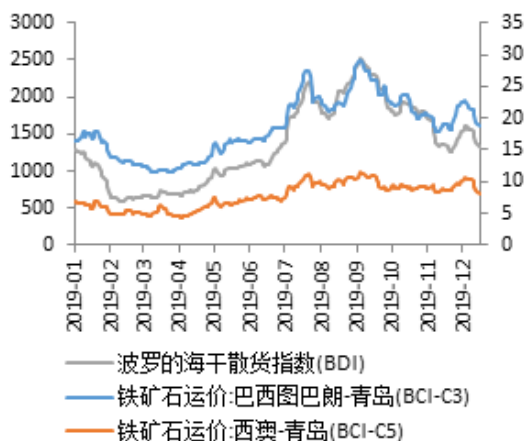
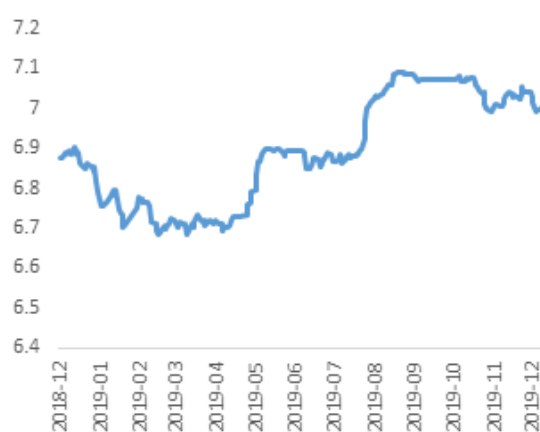


图 19: 中间价: 美元兑人民币



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. 2020 年走势展望：供需逐渐宽松，价格回落

供应端方面：根据我们对主要矿山的梳理，2020 年全球产量将同比 2019 年增加 7760 万吨，增幅 6.1%。但印度地区矿山在 2020 年 3 月存在租期续作的不确定性，以及以印度为代表的东南亚诸国快速扩张的钢铁产能，我们预计 2020 年我国进口铁矿石同比增加 3%，即 3180 万吨。国内铁矿石产量受成本影响较大，但目前相对高位的铁矿石价格能够支撑地矿维持生产，我们预计 2020 年国产矿将有 1000 万吨左右的增量。整体而言，2020 年国内铁矿石供应较 2019 年增加约 4000 万吨，增幅 3.1%。

相较于供应端明显扩张，铁矿石需求增幅有限。虽然根据统计，2020 年将约有约 4000 万吨新增净产能投放，但由于投放期主要集中在 2020 年四季度，对前三季度铁矿需求影响有限。同时结合产线更新和正利润下企业扩大生产的动力，我们估算 2020 年铁矿石需求同比增加约 1500 万吨，增幅 1%。

从供应和需求角度分析，我们看到的是铁矿石在 2020 年供需增速的明显劈叉。我们预计 2020 年终端需求将出现下行，届时钢材利润收缩将快速传导至利润较高的铁矿端。但考虑到当前钢厂库存低位，刚性补库需求仍将对铁矿石形成底部支撑。因此我们认为铁矿石在 2020 年的价格走势以震荡回落为主。价格区间为[70,90]美金/吨，对应盘面价格约为[520,700]元/吨。由于 2020 年的供应增量主要体现在上半年二季度，而下半年需求端将有较多新增钢铁产能释放，因此全年走势或呈现先下跌后上涨的“V”型反转，价格高点将出现在一季度，低点出现在二、三季度。

2020 年废钢存在供需缺口

2019 年 12 月 23 日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询号: Z0012934

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

俞尘泯

从业资格号: F3060627

联系人: 俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019 年废钢价格走高后转而下落。上半年整体相对平稳,从 6 月末开始,废钢价格走高,于 8 月触及年内峰值后回落。从 9 月中旬开始,废钢价格企稳,高于年初水平。

截至 2019 年 11 月末铁水-废钢差平均值为 280.57 元/吨,2019 年较去年价差缩小 391.21 元/吨。螺废差值平均值为 1529.16 元/吨,较去年同期价差缩小 460.63 元/吨。

从全年价格运行来看,2019 年废钢供应仍然偏紧。

● 后市展望及策略建议

废钢供应方面,2020 年废钢供给按照行业趋势的发展持续放量,但其间受到部分问题干扰,例如基地的进项税发票难以取得等,将造成废钢供应紧张,此外进口废钢受阻也将很大程度上影响废钢供应。预计 2020 年废钢供给可达 2.2 亿吨。

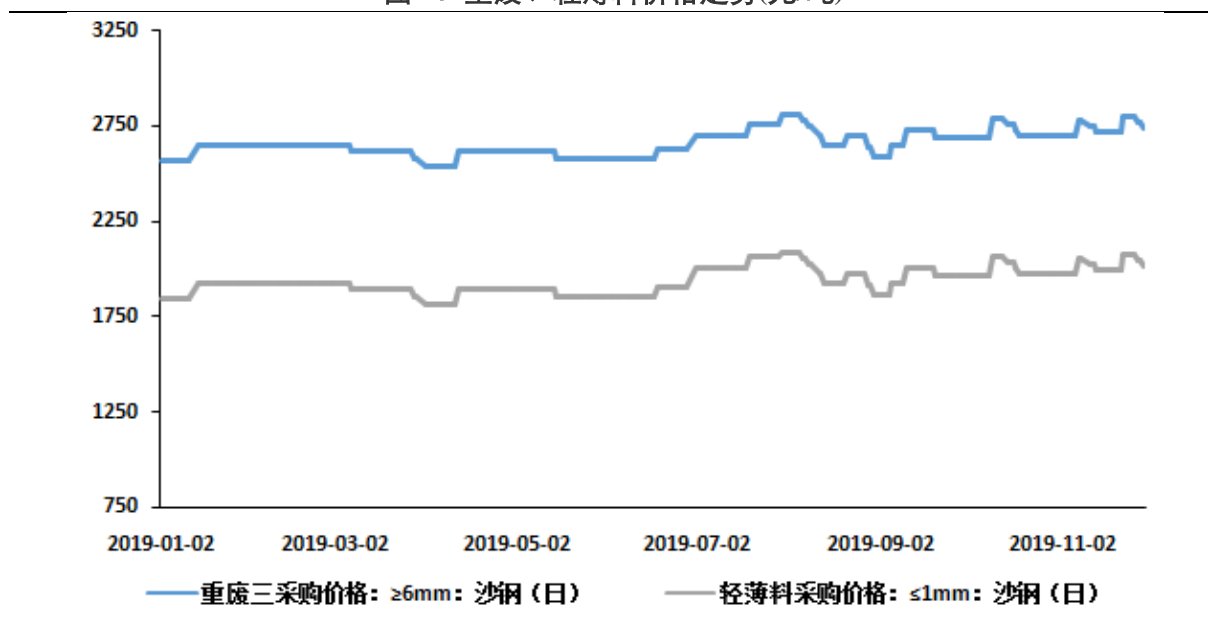
废钢需求方面,2020 年电炉新增产能将达 3000 万吨以上,电炉产能不断扩大,这将成为废钢消费增量的主要组成部分。根据测算,2020 年废钢需求量可达 2.82 亿吨。

总体来看,2020 年废钢将继续维持供应偏紧状态,国内供需缺口可达 6000 万吨左右。2020 年我们预判钢材价格重心下移,废钢价格也将跟随波动,但由于自身强势的基本面情况,我们认为废钢价格支撑较强。

1.2019 年废钢价格走势

2019 年废钢走势整体呈现先升再降的格局。重废和中废上半年走势平淡。在 6 月末前，重废价格在 2540-2650 元/吨的区间震荡，中废 1810-1920 元/吨的区间震荡。下半年伊始，重废迅速攀升，在 7 月 31 日达到年内最高点 2810 元/吨，而后连续回落，从 9 月开始企稳，在 2720 元/吨左右位置上下浮动。中废走势相似，在 7 月 31 日达到年内最高点 2080 元/吨，9 月开始在 1950 元/吨附近位置震动。轻薄料在年初维持在 1260 元/吨，4 月走低，4 月 4 日触及年内最低点 960 元/吨。年中价格在低位震荡，在 8 月末价格急速攀升，在 8 月 23 日触及年内最高点 2040 元/吨，年末缓慢下挫，最终企稳在 1740 元/吨左右的价格。

图 1：重废、轻薄料价格走势(元/吨)

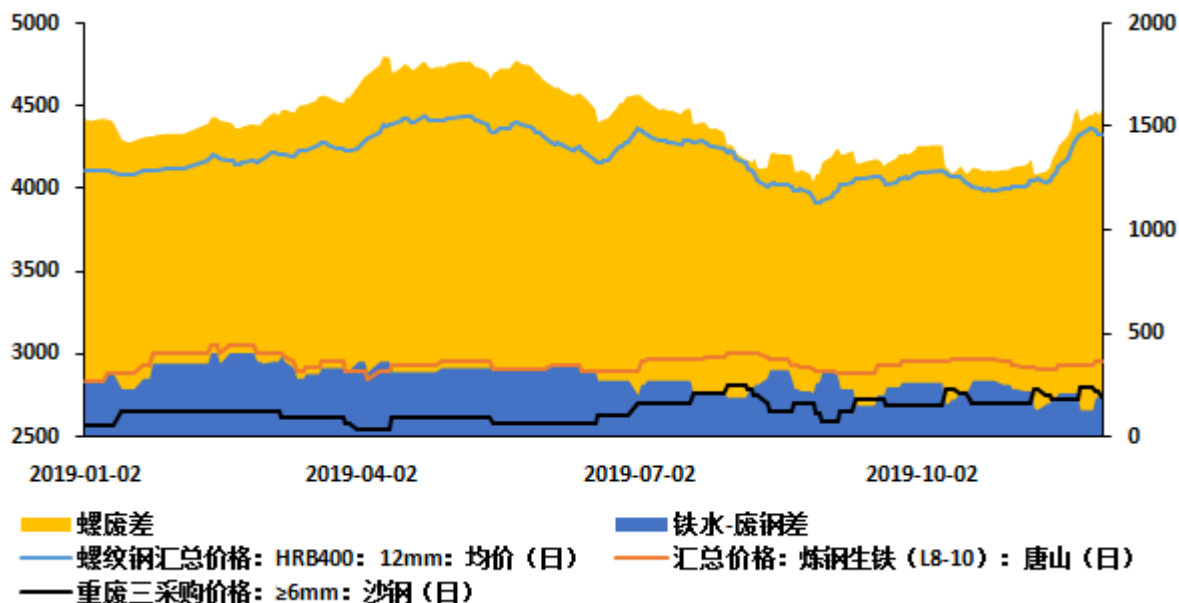


数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

截至 2019 年 11 月末铁水-废钢差平均值为 280.57 元/吨(铁水价格以唐山炼钢生铁(L8-10)为例，废钢以沙钢重废采购价为例)，而去年同期价差均值为 671.78 元/吨，2019 年较去年价差缩小 391.21 元/吨。截至 2019 年 11 月末螺废差值平均值为 1529.16 元/吨，2018 年同期为 1989.79 元/吨，价差缩小 460.63 元/吨。

钢厂价格下滑，原料上涨，长流程钢厂利润下行，整个电炉生产受到冲击，对于废钢加工基地来讲，今年加工利润也是近几年最低，竞争激烈。

图 2：螺废差、铁水-废钢价差（元/吨、右轴）及钢材、铁水价格（元/吨、左轴）



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

2. 废钢供给

2.1 自产废钢与社会废钢

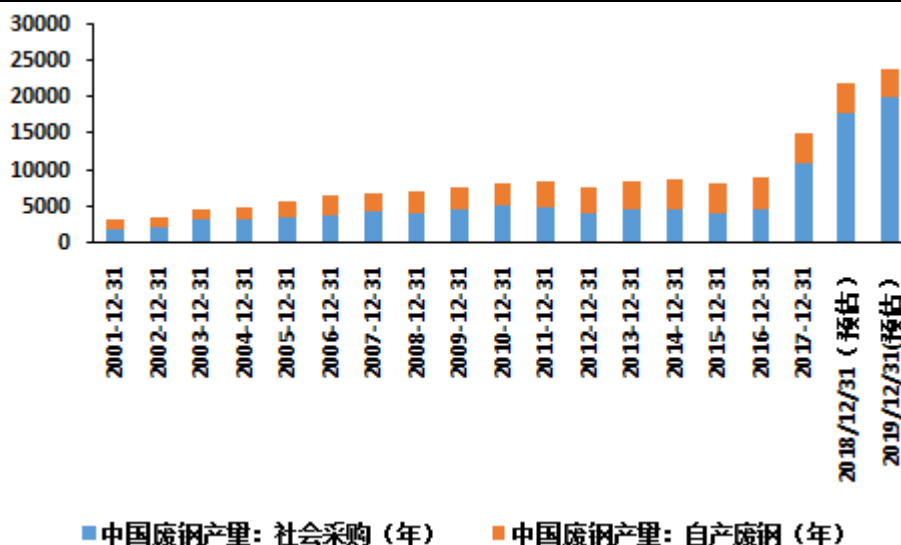
根据协会统计预算，2019 年全国废钢铁资源总量可达 2.4 亿吨，同比增加 2000 多万吨，增幅 9%，其中钢铁企业自产废钢 0.4 亿吨，占 16.7%，社会采购废钢（折旧）2 亿吨，占资源总量 83.3%。虽然 2019 年总供应量超过 2018 年水平，但废钢总体仍然呈现紧缺情况，从调研情况来看，废钢加工企业库存较低，出货非常顺畅，这说明我国废钢资源是短缺的。

自产废钢的产生量以粗钢产量为基础，受到钢材产生率或收得率（1-厂内废钢产量/粗钢产量）的影响，从自产废钢产生率来看，分布在 4.68%-6.88% 的区间内，平均约 5.7%。近几年钢铁生产工艺并没有太大改善，因此企业内的收得率波动较小，自产废钢产生量趋于平缓。根据废钢协会统计预测，钢铁企业自产废钢预计 4000 万吨。因此预计 2020 年自产废钢产量仍可稳定在 4000-5000 万吨。

我国社会废钢蓄积池取决于过去几十年的钢材消费累积。建筑、机械、汽车、造船、家电等行业均从 2008 年-2010 年进入用钢加速期，虽然建筑行业钢材的寿命周期会长达 50 年，但汽车、机械、造船、家电等行业平均使用年限约为 10 年-15 年，以此倒推至 2005 年左右，我国粗钢产量均以超过 15% 的水平增长，以此推算 2020 年我国社会废钢供应量将有超过 10% 的增速，预计为 2.2 亿吨。

综上所述，预计 2020 年我国废钢供应量将达到 2.6-2.7 亿吨。由工程院院士殷瑞钰编写的《黑色金属矿产资源强国战略研究》一书中指出，到 2030 年，社会钢铁积蓄量将达 132.5 亿吨，每年社会废钢资源产生量将达到 3.4 亿吨。

图 3: 自产废钢量与社会废钢量 (万吨)



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

此外也有其他外在因素影响废钢供应，例如退税政策、开票以及环保检查问题。针对废钢铁准入企业的即征即退优惠政策尚未完善，前六批 252 家准入企业中只有 85 家享受退税政策。废钢的销售开票仍然非常难开，影响正常的生产和交易。环保检查对加工基地回收站检查（去年因为环保停了三个月，今年周边有几个地方由于粉尘关停整顿，直接影响产出），基地之间竞争激烈，导致废钢供应产出出现问题。

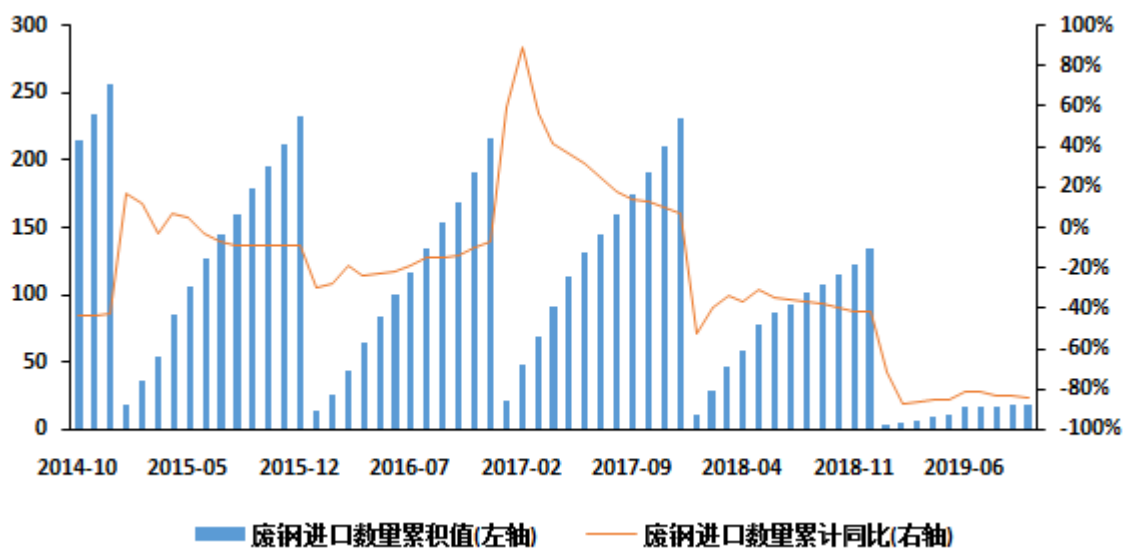
综上所述，2019 年上半年废钢供给按照行业趋势的发展持续放量，但其间受到部分问题干扰，将造成废钢供应上的紧缺情况。

2.2 废钢进出口

截至 2019 年 10 月我国共进口废钢 18 万吨，累计同比下降 84.5%，主要是由于我国上半年对于废固体垃圾进口的把控以及海关严查进口走私，废钢进口数量下降幅度较大。7 月 1 号之后，废钢进口被调入固废限制类目录，跟以前的区别是，现在进口需要向环保部申请批文，一方面对进口主体有高要求，第二对进口有一定配额，第三是每年年底申请明年批文，在实践中有时间滞后。虽然现在国内外废钢价差较大，进口废钢价格低于国内价格，但由于进口政策受阻，进口量很难起来。

受国内外价差影响以及部分钢厂有兴趣今年年底申请资质，预计明年进口量应该有回升，但进口量仍然比较小。

图 4：废钢进口数量（万吨、左轴）与累计同比（百分比、右轴）

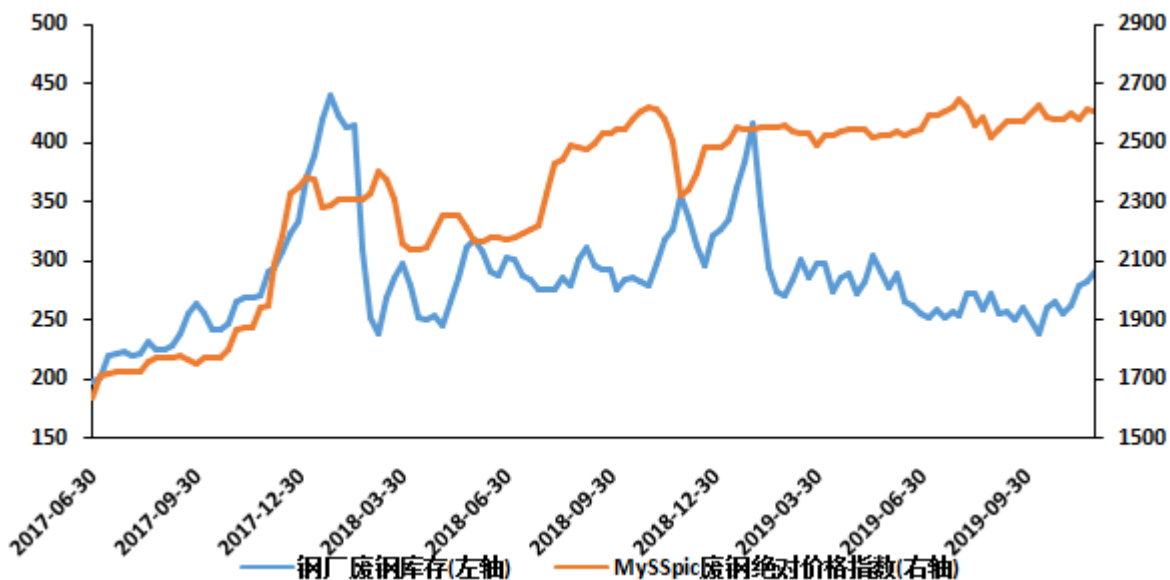


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 废钢库存

2019 年钢厂废钢库存基本保持在 300 万吨以下，仅年初库存累库较多，2 月 1 日库存累积至全年峰值 417.15 万吨。主要是由于年初受钢材利润下跌以及春节电弧炉集中停产放假影响废钢库存较高，随后钢厂废钢库存由于市场资源紧张一直保持低位。

图 5：钢厂废钢库存（万吨、左轴）与价格指数（元/吨、右轴）



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

3.废钢消费

今年 1-10 月生铁产量 67518 万吨,同比增长 5.4%,粗钢产量 82921.5 万吨,同比增长 7.4%,根据中国废钢铁应用协会统计数字,1-9 月废钢铁消耗总量达 1.15 亿吨,同比增长 11.5%,废钢综合单耗 209.6 千克/吨,同比增长 4.2%,其中转炉废钢单耗 166.5 千克/吨,同比提高 16.4 千克/吨,电炉 601.5 千克/吨,同比下降 59.1 千克,降幅 8.9%。电炉钢废钢单耗下降是由于进口铁矿、煤、以及电极价格下降。废钢比达到 20.96%,同比增长 0.85%。电炉钢比 9.9%,与同期持平。根据协会预计,2019 年全国粗钢产量按 9.9 亿吨计算,废钢消耗总量为 2.5 亿吨,其中废钢综合单耗预计可达 215 千克/吨,废钢比达到 21.5%,电炉钢比达 10.1%。

表 1: 2020-2025 年电炉投产计划 (万吨)

拟投产年份	拟/已建电炉产能	拟/已拆电炉产能	净增
2018	1739	130	1609
2019	1830	190	1640
2020	3043	468	2575
2021	320	92	228
2022	150		150
2023	556	90	466
2025	103		103

数据来源: 富宝废钢, 兴证期货研发部

近年来电炉产能不断扩大,这将成为废钢消费增量的主要组成部分。根据富宝废钢统计 2020 年计划有 2575 万吨电炉产能投产,此外 2019 年有 500 万吨电炉产能由于利润问题推迟至 2020 年投产,因此废钢需求量将持续攀升。按照一吨电炉钢需要 0.8 吨废钢来计算,预计明年电炉耗用废钢将增加 2460 万吨。

目前我国多在转炉和电炉中使用废钢。我国以长流程产钢为主,转炉法粗钢产量占比稳定在 85%以上。根据钢材年报中的预估数字,预计 2020 年我国将生产粗钢达 10.6 亿吨,其中转炉钢产量达 9.01 亿吨,按照转炉废钢单耗 180 千克/吨计算,将消耗废钢 1.62 亿吨。电炉钢产量 1.59 亿吨,电炉耗用废钢可达 1.2 亿吨。因此预计 2020 年废钢消耗量可达 2.82 亿吨。

4.2020 年废钢展望

废钢供应方面,2020 年废钢供给按照行业趋势的发展持续放量,但其间受到部分问题干扰,例如基地的进项税发票问题难以取得等,将造成废钢供应紧张,此外进口废钢受阻也将很大程度上影响废钢供应。预计 2020 年废钢供给可达 2.2 亿吨。

废钢需求方面,2020 年电炉新增产能将达 3000 万吨以上,电炉产能不断扩大,这将成为废钢消费增量的主要组成部分。根据测算,2020 年废钢需求量可达 2.82 亿吨。

总体来看,2020 年废钢将继续维持供应偏紧状态,国内供需缺口可达 6000 万吨左右。2020 年我们预判钢材价格重心下移,废钢价格也将跟随波动,但由于自身强势的基本面情况,我们认为废钢价格支撑较强。

2020 年双焦价格中枢下移

2019 年 12 月 23 日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询号: Z0012934

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

俞尘泯

从业资格号: F3060627

联系人: 蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

焦煤、焦炭 2019 年全年呈现拱型走势。年初期价攀升，年中维持高位，三季度急速下挫，年末反弹企稳。纵观全年，焦煤、焦炭主力合约期价与年初价格相近，较 2018 年价格中枢下移，波动幅度下降。

● 后市展望及策略建议

焦煤供应方面，预计明年炼焦煤原煤产能净增加 3900 万吨。中性情况下，2020 年炼焦精煤供应可达 5.53 亿吨。在大量进口煤继续冲击国内供应的预期下，我们认为焦煤价格或许还可下探 100 元/吨左右，约 1100-1150 之间水平，对应到焦炭仓单成本上约为 1630-1695 元/吨。因此我们预判明年焦炭价格下沿为 1650 元/吨左右。

焦炭供应方面，如若按照政策严格执行，2020 年上半年有 2474 万吨去产能任务，同时我们统计到的预计上半年投产有 1590 万吨（较为确定的投产），净去 884 万吨，但同时仍有各项政策（如山西地区）执行力度及速度暂时未知。在各项政策赶工执行或延迟执行的情况下，2020 年焦炭将可能有较大的供需错配行情。

焦炭需求方面，2020 年钢铁产能置换释放，预计 2020 年生铁产量环比 2019 年增加 502.5 万吨，不及焦炭投产力度。根据电炉成本作为钢材价格天花板，下方支撑为高炉成本，预测价格区间为 3100-3700 之间。在 2020 年钢材毛利极低的情况下，焦化厂利润至多可保留 200-300 元/吨，定义焦炭价格上限为 1850-1950 元/吨。

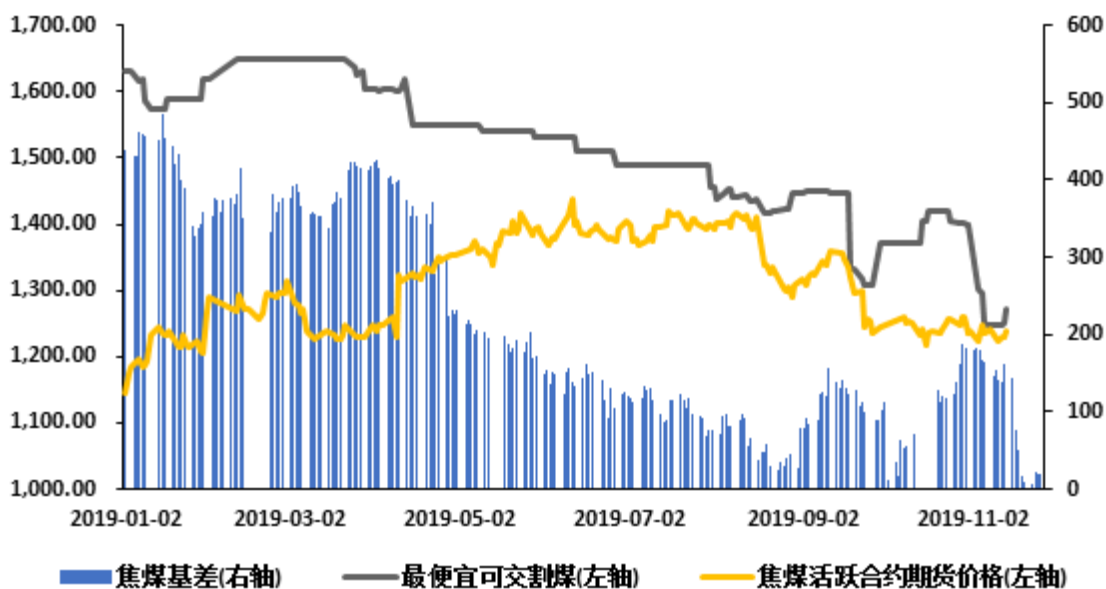
综上所述，我们认为 2020 年焦煤无论是优质产能释放还是国外需求下降角度，焦煤供应增加是大概率发生事件，此外如果焦炉去产能政策得到严格执行，利空焦煤需求，2020 年全年焦煤将成为一个长期持空头寸。从成本支撑与钢材利润天花板角度来看，焦炭价格中枢下移，区间保守

估计将下移至【1650-1950】区间范围内，2020年焦炭的去产能政策仍然有较大不确定性，不排除政策带来的市场情绪波动，推动焦价向上突破2000元/吨。由于整个黑色产业链的利润收敛，以及2020年焦炭产能极有可能是净增加状态，我们认为任何情绪以及其他黑色品种带动的焦炭价格推高都会提供更好的空单建仓机会。

1.双焦 2019 年走势回顾

年初伊始焦煤期货低位攀升，1月2日为年内最低值 1145.5 元/吨，随后临近春节放假，下游企业对原料进行集中补库，煤矿停产放假加上进口煤限制，焦煤供应偏紧，提升盘面信心，焦煤期货价格从 1141.5 元/吨攀升至 1313.5 元/吨。现货对标蒙 3 煤维持在 1600-1650 区间震荡，并长时间触及年内最高值 1650 元/吨，基差小幅缩小。随后受钢企限产影响，焦炭下跌，挤压煤矿利润，年中现货价格单边下行，期货价格维持高位震荡，6月11日期货到达年内最高点，1437 元/吨，基差大幅缩小。从 8 月中旬开始，受进口煤冲击明显，期现双弱，11月11日现货价格触及年内最低点，对标澳洲一线煤现货价格为 1246.66 元/吨。年末期货价格企稳，现货价格小幅反弹。

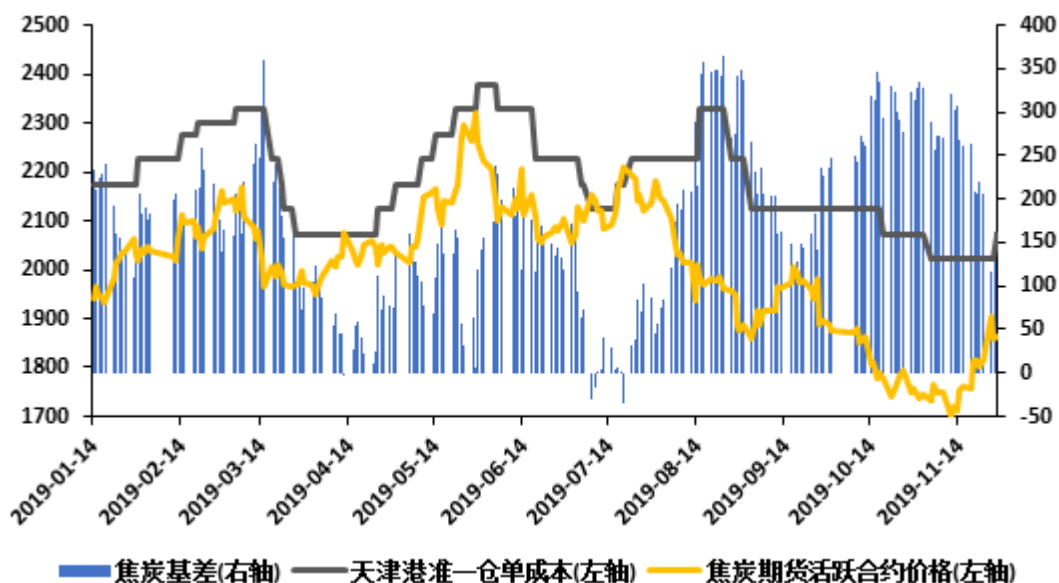
图 1：焦煤主力合约、现货价格（元/吨、左轴）及基差（元/吨、右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦炭期货主力合约上半年震荡上行，年中高位震荡，8月开始连续下挫，年末触底反弹。焦炭5月28日触及年内最高值 2321 元/吨。年中焦炭维持在 2050-2200 元/吨的区间震荡。从 8 月上旬开始焦炭急速下挫，现货市场晚一个月开始下行，且下行幅度远小于期货，基差逐步拉大，并维持高位。期货于 11 月 11 日触及年内最低点 1699 元/吨。年末触底反弹，逐步企稳，围绕 1900 元/吨左右位置震动。

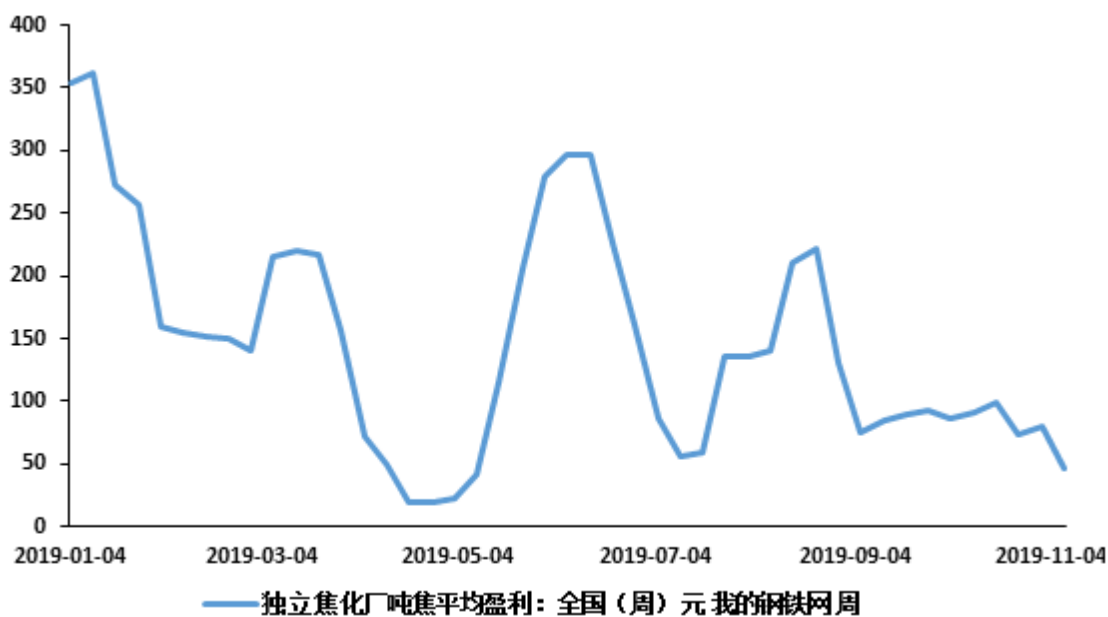
图 2：焦炭主力合约、现货价格（元/吨、左轴）及基差（元/吨、右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019 年独立焦化厂吨焦平均利润震荡下行。年初 1 月 11 日达到年内最高点 361.56 元/吨，随后上半年快速最低，在 4 月 19 日触及年内最低点 18.81 元/吨。年中两度呈现过山车式走势，年末小幅下挫，11 月上旬触及 50 元左右的低点。

图 3：独立焦化厂吨焦平均利润（元/吨）



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

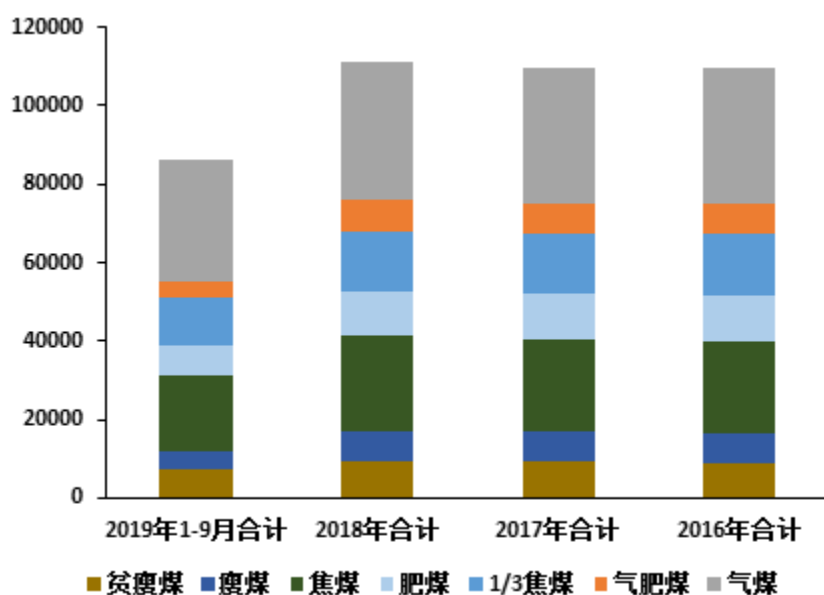
2.焦煤供应分析

2.1 焦煤国内供给

2.1.1 2019 年焦煤国内供给分析

2019 年 1-9 月，我国共产出炼焦煤 34861 万吨，其中气煤、主焦煤，分别占比 36%、23%。较去年同期炼焦煤产出量同比增加 8%。

图 4：焦煤分品种产出情况（万吨）

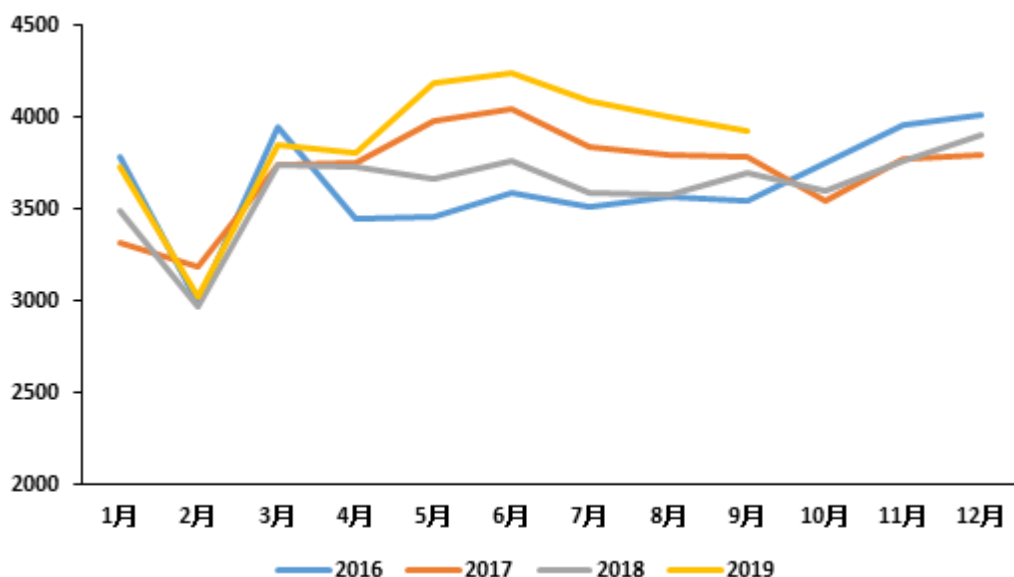


数据来源：中国煤炭资源网，兴证期货研发部

2019 年炼焦煤产量整体高于去年。2019 年我国一季度炼焦煤供给前减后增。受春节放假影响，以及节后两会、内蒙矿难事件影响，煤矿安全检查力度加大。进入二季度，超产检查频繁，影响吕梁地区部分煤矿产量。山东地区主流煤企五月份以来受环保及井下检修等原因，产量不稳定，整体处偏低水平，尤其表现在兖州主流大矿及地方国有矿井上面，另有一部分冲击地压矿井从年初一直维持偏低产量，整体造成山东区域炼焦煤供应吃紧。进入三季度煤矿大多满产，加上进口煤增多问题，焦煤供应逐渐宽松，四季度再次发生煤矿事故，造成区域性煤矿安全检查，影响焦煤供应，但力度不大。

分煤种（原煤）来看，气煤与主焦煤较以往同期增加较多。1-9 月主焦煤产量增长至 19738.7 万吨，较去年同期增加 1911 万吨，气煤产量增长至 31066.9 万吨，较去年同期增加 5203.1 万吨。根据调研情况来看，有煤矿反映今年由于更换工作面，主焦煤产量增多的情况。

图 5：炼焦精煤产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.1.2 2020 年煤矿去产能与新增产能估算

去产能接近尾声。2016 年国家能源局发布了《煤炭工业发展“十三五”规划》，指出到 2020 年，基本建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系。化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，到 2020 年，煤炭产量 39 亿吨。煤炭生产结构优化，煤矿数量控制在 6000 处左右，120 万吨/年及以上大型煤矿产量占 80% 以上，30 万吨/年及以下小型煤矿产量占 10% 以下。据 2019 年 6 月国家能源局在能源安全新战略五周年行业座谈会上的表述，我国累计退出煤炭落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。未来将继续关闭不合规小煤矿。煤炭工业规划设计研究院发布的《中国煤炭行业“十三五”煤控中期评估及后期展望》执行报告中指出，预计 2019-2020 年，煤炭行业仍将有 1.8 亿吨左右的去产能空间。根据汾渭能源的统计，预计全国 2019 年实际去产能约 1 亿吨，2020 年去产能 8000 万吨，假设炼焦煤产能占比 30% 左右，2020 年预计去产能为 2400 万吨。

新建改扩建项目核准步伐加快，优质产能将得到释放。截至 2018 年 12 月底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3373 处，产能 35.3 亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿 1010 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 64 处）、产能 10.3 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 203 处，产能 3.7 亿吨/年。根据能源局 2019 年 2 号公告显示：

表 1：2018 年底建设煤矿产能统计（万吨）

2018 年底	新建	改扩建	技术改造	资源整合
产能统计	52300	11751	7861	33671
除试运转	28355	26264	8185	5445
折合新增产能	28265	12448	5596	2961
合计	105583			

数据来源：国家能源局，兴证期货研发部

根据兴业证券煤炭行业团队报告的估算方法，截至 2018 年底，已经进入联合试运转的各省

产能合计 37244 万吨，由于联合试运转通常为 6-12 个月，因此这部分产能基本在 2019 年已经投产，假设仍有 30% 将在 2020 年投产，进入 2020 年的新增产能将为 11173 万吨。新建产能建设周期约为 2-4 年，假设 2020 年将投产 20%，则新建产能将在 2020 年贡献 9854 万吨新增产能。因此预计明年煤矿原煤产能新增 21027 万吨，根据汾渭能源统计今年新增产能中 73% 为动力煤产能，因此我们估算 2020 年炼焦煤新增产能占比 30%，约为 6300 万吨。

综上，预计明年炼焦煤原煤产能净增加 3900 万吨。全国共有煤炭产能约 45 亿吨，按照 30% 比例推算，炼焦煤产能约为 13.5 亿吨，预计 2020 年产能将为 13.89 亿吨，按照炼焦煤洗出率 43%，洗煤厂开工率 80% 推算，明年炼焦精煤产量可达 4.78 亿吨。

2.1.3 影响焦煤供应的政策

关于煤矿生产影响政策的重头在于安全生产检查和环保检查。根据煤矿调研的结果，多数煤矿反映今年煤矿安全检查非常严格，严于往年，小幅影响了煤矿的生产情况，尤其是 2019 年上半年，对于焦煤生产影响最明显。

表 2：焦煤上半年安全检查相关政策

时间	政策内容
2019 年 1 月	1 月 10 日，国务院煤矿安监局下发《关于责令深超千米冲击地压和煤瓦斯突出煤矿立即进行安全论证的通知》，山东等地多数煤矿收到通知停产自查，等待论证，严重影响焦煤的供应。
2019 年 1 月	从 2019 年开始山西地区省属五大煤炭集团公司 44 座煤矿安全监管职责下放地方，往年部分省属矿井井下甚至有不停产的现象，而今年安全归地方管辖的省属矿井普遍井下都要停产较长时间，根据我的钢铁网调研情况，部分矿井停产在 10 天以上。
2019 年 4 月	国家煤矿安监局发布组织开展煤矿安全生产专项执法检查通知，时间为今年 4 月至 6 月底，检查对象是纳入高风险安全“体检”范围的煤矿、按照煤矿分类标准被确定为 C 类的煤矿。
2019 年 4 月	国家煤监局局长黄玉治在近日的全国煤矿安全培训工作会议现场会上表示，煤矿企业要推广实施“取消夜班”做法，逐步改变煤矿井下员工“一天三班倒、24 小时连轴转”的传统作业模式。

数据来源：兴证期货研发部

临近年底，部分煤矿为保证供应赶生产，煤矿事故频发，对此 11 月 26 日，煤矿企业联合声明坚决做到不违法违规生产、不超能力生产、不安全不生产。此外，国家煤矿安监局发布《国家煤矿安全监察局关于开展煤矿安全集中整治的通知》决定开展为期 3 个月的煤矿安全集中整治。此次煤矿安全集中整治的重点内容包括超能力、超强度、超定员组织生产，因此对于焦煤的供应我们预期与今年上半年情况相似。

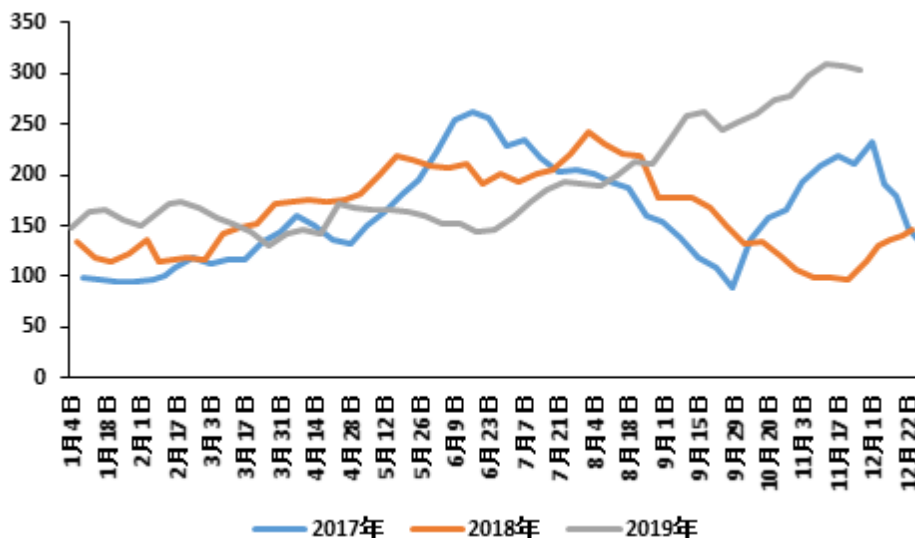
2.2 焦煤库存

煤矿库存全年呈现先季节性减少后被动累库的态势。上半年煤矿库存水平围绕 150 万吨上下震荡，年初库存水平高于往年同期水平。进入三月份库存开始持续去化，在 3 月 9 日，库存降至年内最低点 129.99 万吨，直至 7 月份库存均低于去年同期水平。下半年库存被动累库，从 9 月份开始库存反超去年同期水平，并持续保持增长。截至 11 月 8 日，库存达到 297.61 万吨，为年内最高点，随着冬储来临，煤矿库存缓慢去库。

焦化厂、钢厂走势于去年相似。焦化厂库存于 2 月 1 日到达年内最高点 1051.25 万吨，比去年峰值到来提前大概半个月左右。之后快速下降，从 2 月末开始长期稳定在 800 万吨左右。钢厂库存 2 月 1 日达到年内最高点 953.93 万吨，随后快速下降，在 4 月 19 日达到年内最低点 814.59 万吨，而后长期在 860 万吨左右的水平上下震荡。冬储需求并不明显。

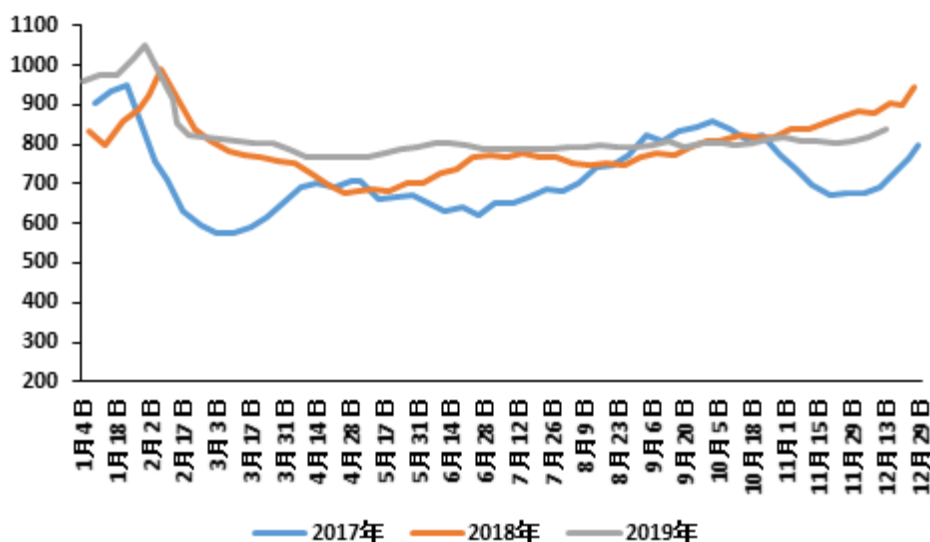
港口库存年初开始便逐步上升，1 月 4 日库存为年内最低值 276.9 万吨。在 5 月初之后，增幅加快，在 10 月 25 日触及年内最高值 766 万吨，今年港口库存高于历年同期水平，并且差距在逐渐拉大，至年底港口库存缓慢下降。

图 6：煤矿炼焦煤库存（万吨）



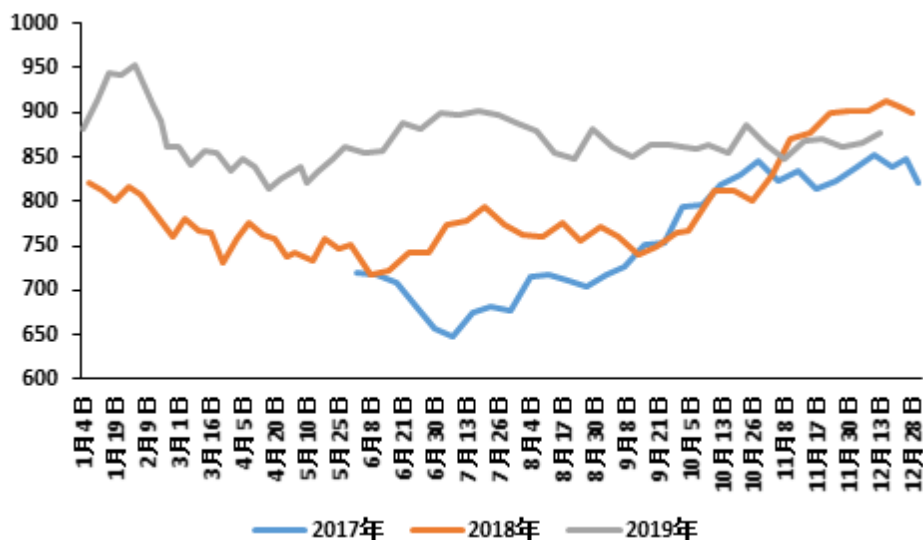
数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

图 7：炼焦煤焦化厂库存（万吨）



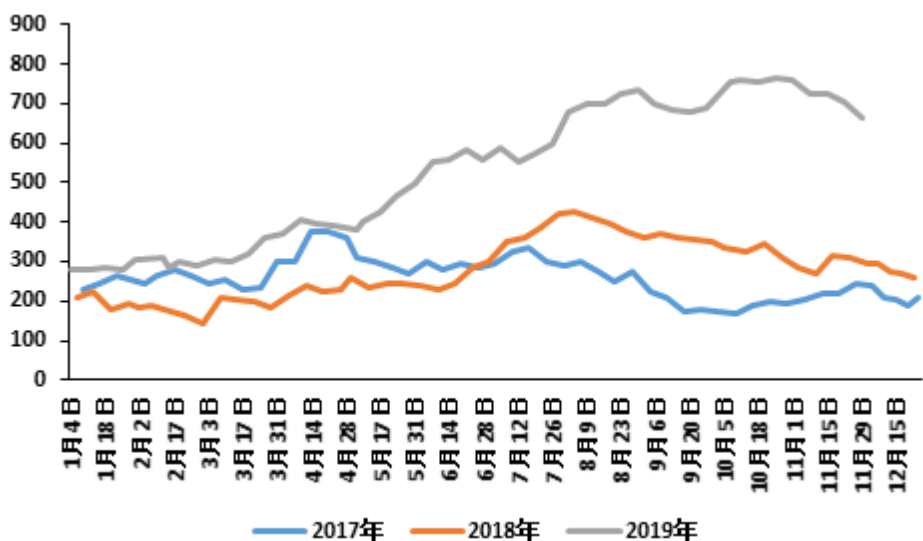
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：炼焦煤钢厂库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：炼焦煤港口库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

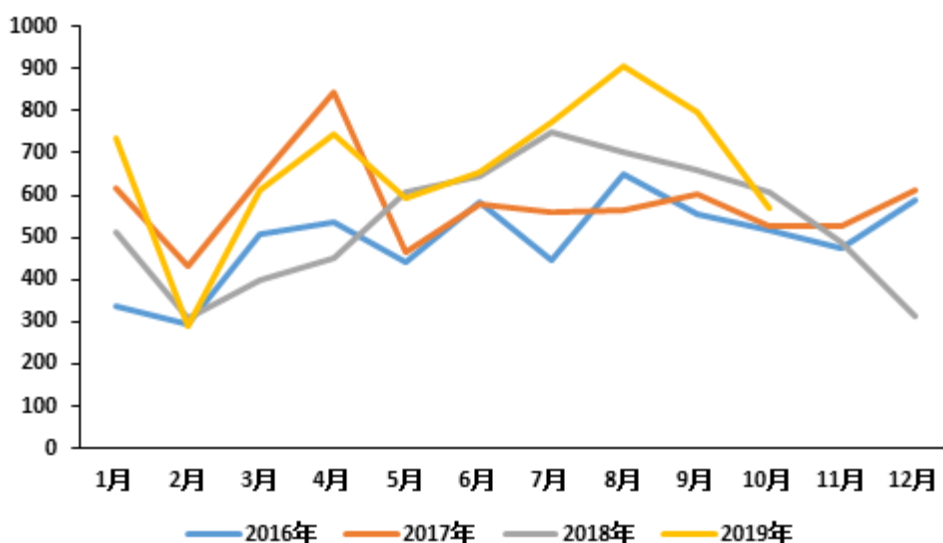
2.3 焦煤进口分析

2.3.1 2019 年焦煤进口介绍

2019 年 1 月-10 月我国共进口炼焦煤 6663 万吨，较去年同期增加了 972.36 万吨，同比增长 17.15%。今年的进口情况为高开低走，快速反弹，维持高位。年初进口量突破 700 万吨，远高于历年同期水平，随后快速走低，2 月达到全年最低点 291.05 万吨，与 2018 年同期基本持平，之后进口整体保持增长，于 8 月达到年内最大值 906.71 万吨。年末受进口煤通关限制影响，开

始加速下滑。

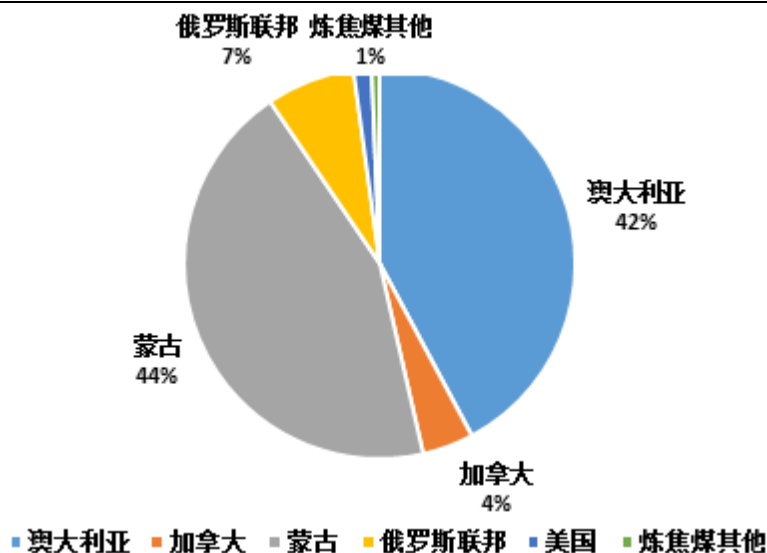
图 10: 炼焦煤进口数量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

分国别来看, 2019年1-10月份, 澳洲炼焦煤共进口2816.99万吨, 占比42%, 蒙古炼焦煤共进口2944.84万吨, 占比44%。影响焦煤进口数量的因素包括进口焦煤质量以及进出口政策。澳煤在受到通关受限政策的不利影响下进口量反而增加, 主要是由于澳洲炼焦煤多为低硫主焦煤, 正是国内焦煤所缺乏的品种, 国内沿海钢厂是澳洲炼焦煤的长期客户, 需求带动了进口量的提升。蒙煤方面, 进口较为稳定, 蒙煤进口量超过去年水平。

图 11: 炼焦煤进口国别来源



数据来源: 中国煤炭资源网, 兴证期货研发部

2.3.2 焦煤进口政策变化及明年预判

自 2018 年起我国关于煤炭进口的政策较多，我们在此做一个大致梳理：

表 3：2018 年至今进口煤政策梳理

时间	政策
2018 年 4 月	首度对一类口岸进口煤进行限制，延长通关时间
2018 年 10 月	发改委在广州召开沿海六省进口煤炭会议，要求今年底煤炭进口要平控
2018 年 11 月	发改委、海关总署在江苏召开进口煤会议，年底前几乎不再安排进口煤炭通关，煤炭进口规模维持在 17 年的水平。
2019 年 1 月	各地恢复通关，进口数量暴增
2019 年 2 月	东北港口及南方个别港口进口报关突增，对沿海港口进行进口限制，延长通关时间
2019 年 7 月	各地港口限制报关，京唐港、曹妃甸港口额度接近极限
2019 年 9 月	多地港口仅允许终端客户报关，部分华东港口延长通关时间
2019 年 10 月	南方多港口额度告急，贸易企业禁止报关，生产企业一单一议，北方港口场地紧张，通关时间延长至 60 天以上
2019 年 11 月	海关召集进口煤相关工作会议，其通关政策有进一步趋严和一刀切说法，江阴，镇江，张家港等地停止靠泊进口煤；另外京唐港场地紧张，其进口煤通关及卸港难度加大；再有汕头海关接海关总署通知，暂停异地报关，后续只允许本地一体化报关

数据来源：公开新闻，兴证期货研发部

从上表整理政策来看，近两年国家对于进口煤调控较为频繁，自年初均有延长通关时间的举措，同时 10 月底 11 月初都是进口煤政策严格执行收紧的时间节点。从进口煤政策控制的必要性来看，对于协调国内煤炭价格，保障煤企红利和限制进口煤炭总量有较大的影响，因此预计 2020 年仍将维持进口煤进口平控政策。

截至 10 月份，2019 年进口炼焦煤已达 6663 万吨，远超去年水平，假设 11 月份 12 月份真的如市场消息所言一刀切以及进一步趋严，假设每月进口数量骤减至 300 万吨，预计 2019 年进口焦煤数量将超过 7000 万吨，约为 7263 万吨。**保守估计 2020 年进口煤数量控制在 7500 万吨左右。从进口煤节奏的把握上，预计 2020 年 1 月份进口煤数量如 2019 年一样，进口煤配额重置，大量低价低硫主焦煤进口，上半年或许受到进口煤通关限制略有影响，但进口数量将维持高位直至 2020 年 10-11 月才会看见明显收敛的情况。**

3. 焦炭供应分析

3.1 焦炭国内供给

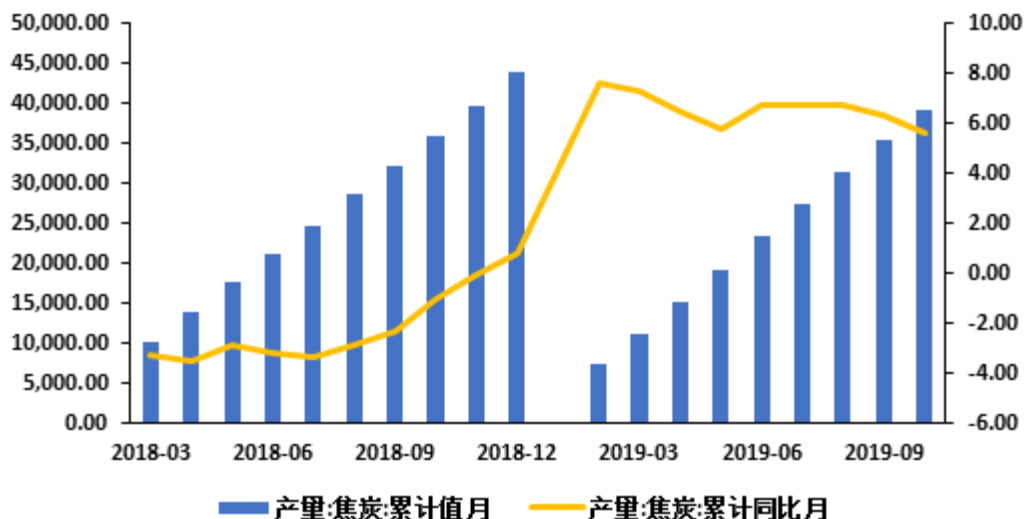
3.1.1 2019 年焦炭国内生产情况

2019 年 1-10 月，焦炭共产出 39281 万吨，累计同比增长 5.6%。截至 11 月 15 日，产能 < 100 万吨焦化厂开工率为 70.71%，低于去年同期水平，100 万吨 < 产能 < 200 万吨焦化厂开工率为 73.21%，低于去年同期水平，产能 > 200 万吨焦化厂开工率为 79.78%，高于去年同期水平。

2019 年焦炭产量增长主要来自于两部分。首先影响焦化厂开工的两大因素环保和利润均没

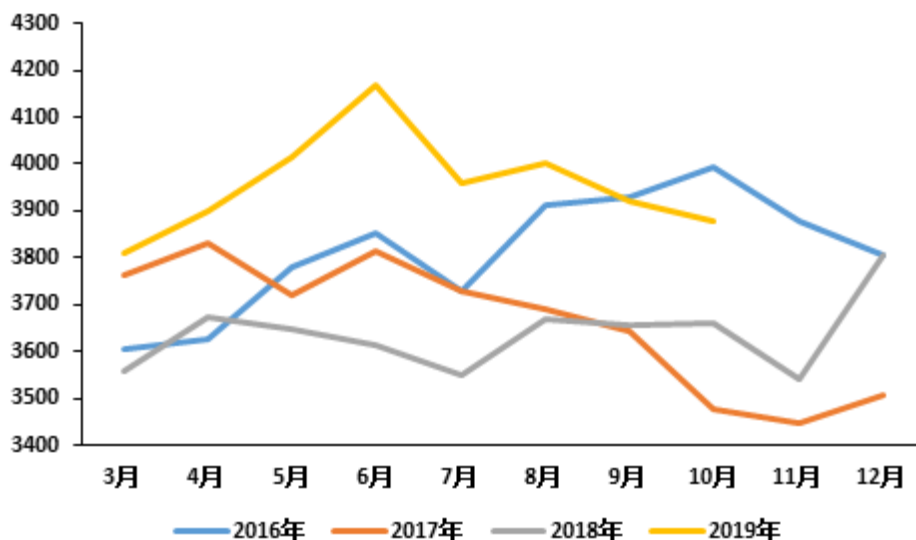
有发挥作用。环保方面，2019年一直是雷声大雨点小，市场有炒作情绪，但并没有具体的政策措施，一些小型环保组督查只带来间歇性限产，对生产并不构成影响。利润方面，焦化厂利润一度被打至盈亏线附近，但部分地区尚有盈利，并且焦化厂均选择保化产，不会主动限产，因此今年焦炉开工较高。

图 12: 焦炭产量 (万吨、左轴) 及累计同比 (百分比、右轴)



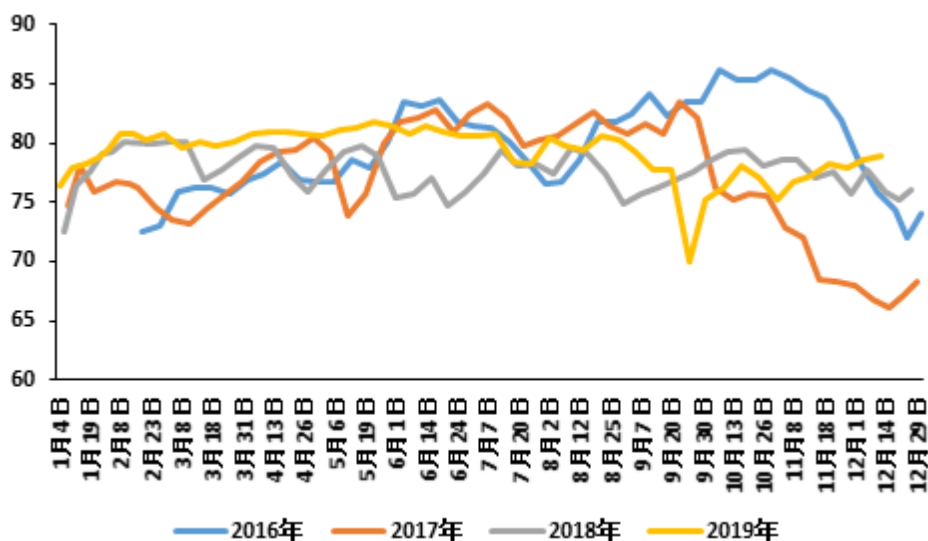
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 焦炭产量季节性 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 焦炉产能利用率 (百分比)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

其次, 来自于焦炭的新增产能部分。根据钢联统计, 今年约有 25-30 家焦化厂有新增焦化产能, 已实现的新增产能有 2148 万吨, 2019 年已经淘汰的产能有 1100 万吨, 因此截至目前已经实现的焦炭产能净增加 1048 万吨。此外, 在钢联统计的名单里, 部分焦炉已建成或正在烘炉, 预计将在 2019 年底至 2020 年初投产的 (正在烘炉) 约有 760 万吨, 因此预计 2020 年 1-2 月将有 760 万吨产能投产, 其余 754 万吨产能暂无投产计划。

表 4: 2019 年焦化产能变化

省份	2019 年新增	2019 年淘汰	正在烘炉	已建成
山西	410	495	410	494
山东	340	185	130	
河北	510	360		
宁夏	120			
陕西	110			
安徽	130			
吉林	128		60	
贵州	60			
内蒙	100		160	260
新疆	130			
福建	110			
河南		60		
合计	2148	1100	760	754

数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

3.1.2 焦化去产能政策整理及 2020 年焦化生产预判

首先, 从环保层面来看, 通过 2018-2019 年冬季限产再到 2019 年全年环保限产压力减小的情况来看, 环保对于焦炭生产的影响越来越少。通过去山东、山西地区调研发现, 2019 年-2020 年秋冬采暖季已经没多少声音讨论限产的问题, 预计 2020 年焦炉产能利用率依然保持较高位置。

其次，有关去产能方面，2019 年关于焦化行业去产能政策的消息让人眼花缭乱，与此同时政策与执行力度又不能统一对待，首先从政策层面来看，焦炭去产能政策主要集中在山西、山东、河北、江苏四省：

1. **山西方面，去产能暂时可不纳入考虑范围内，仅 100 万在产产能有执行文件要求去产能。**要求山西 2019 年，力争新增建成大机焦产能 1000 万吨，建成大机焦占比达到 40%；山西 2020 年，力争再新增建成大机焦产能 700 万吨，建成大机焦产能占比达到 50%；山西 2021 年，力争建成大机焦产能占比达到 60%。全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内，并在此基础上保持建成产能只减不增，到 2022 年，先进产能占比达到 60% 以上。根据统计山西在产产能为 13515 万吨，已经在目标之内，4.3 米焦炉去产能之路也同样阻碍重重，2018 年底山西调研中得知本应 2021 年之前去产能的 4.3 米焦炉在当地如果纳入工业园区的企业可推迟至 2023 年去产能，2019 年 10 月份再赴山西调研发现，当地将时间从 2023 年再次推迟至 2025 年。

2019 年 12 月 3 日，山西省焦化行业压减过剩产能专项工作领导小组办公室再次发文，批复关于太原、忻州、阳泉、长治、临汾市压减过剩焦化产能工作方案，其中太原市要求在 2020 年 10 月底前将在产 4.3 米焦炉全部关停到位，其中清徐、阳曲地区考虑到保障民生用气，因此太原也将加快推动置换项目建设；阳泉市要在 2020 年 10 月前完成两座焦炉压减任务，并且明确剩余焦化产能退出方式及时间；长治市同样要求 2020 年 10 月底前 4.3 米焦炉全部关停到位；临汾市除有化工副产品以及配套干熄焦 4.3 米焦炉外，其余 4.3 米 2020 年 10 月底前全部关停；同时文件要求各市完成 2019 年压减任务。按照年初省文件中指出严格实施产能减量置换。2018 年底前完成焦炉淘汰的，其焦化产能按现有 100% 置换；2019 年底前完成淘汰的，按现有 90% 置换；2020 年底前完成淘汰的，按现有 80% 置换。太原市目前有 4.3 米+热回收炉 1380 万吨在产，阳泉有 120 万吨，长治市有 1140 万吨在产，忻州 300 万，临汾约 1000 万共计 3940 万吨产能需要在 2020 年 10 月底前去掉，合计置换减量预计 788 万吨，考虑到保民生任务，并且置换产能新建需要一年半到两年的周期不可能尽快投产问题，预计明年山西去产能将有可能大打折扣，因此此次暂时不予考虑。

表 5：山西地区焦炉产能情况

焦炉数量	产能	炭化室高度	焦炉数量	产能	占比
164	13515 (不含关停)	热回收	18	859	6.36%
		4.3	109	8037	59.47%
		5.5	16	2010	14.87%
		6	8	970	7.18%
		6.25	7	889	6.58%
		6.3	2	270	2.00%
		7	1	150	1.11%
		7.63	3	330	2.44%

数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

今年冬季汾渭平原采暖季文件中有关于焦化去产能任务的详细介绍，根据文件指示，2019年年底需去掉631万吨产能，其中涉及在产产能100万吨。

表 6：汾渭平原秋冬采暖季去产能任务

汾渭平原				
省市	企业	产能	淘汰日期	状态
晋中	金昌	60	2019年12月底前	关停
	神龙	70	2019年12月底前	关停
运城		60	2019年12月底前	
临汾	远中	60	2019年10月底	关停
	瑞德	110	2019年10月底	关停
	顺泰	60	2019年10月底	关停
吕梁	大土河三厂	71	2019年10月底	关停
	耀龙	40	2019年10月底	关停
	新星	60	2019年10月底	在产
	俊安煤气化	40	2019年10月底	在产
洛阳	榕拓	减60%	2019年12月底前	在产
宝鸡	东岭	严控	2019年12月底前	在产
合计		631		
在产统计		100		

数据来源：政府资料，中联钢，兴证期货研发部

2. 山东方面，2019年12月底前剩余去产能任务959万吨，2020年4月前任务470万吨。省发改委发布了《山东省煤炭消费压减工作总体方案(2019—2020年)》征求意见的函，其中要求到2020年底，26家重点耗煤企业共压减煤炭消费2900万吨。此外，要求尽快落实24家焦化企业压减焦化产能1686万吨，其中2020年压减任务力争提前到4月底前完成。据了解目前仅有四家焦化厂完成去产能任务，山东省2019年仍有1031万吨、2020年有470万吨产能任务。此外，11月24日市场传出消息要在11月底前去掉振兴、华奥、万山、恒昌（11月已经清空一座焦炉65万吨）、盛阳五家焦化厂，除振兴华奥外，其余产能共计295万吨。

表 7：山东地区焦化去产能任务（绿色表示已关停，黄色表示限产，橙色采暖季要求停产）

企业	2019年任务	2020年任务
山东钢铁股份有限公司莱芜分公司	62	
山东富伦钢铁有限公司	119	
淄博新港燃气有限公司	95	
盛隆化工有限公司		80
山东世纪通泰焦化有限公司		60
枣庄联丰焦电实业有限公司		30
潍坊华奥焦化有限公司		80
潍坊振兴焦化有限公司		55
山东同泰能化有限公司	60	
济宁盛发焦化有限公司	60	
肥城石横焦化有限公司		60

山东恒信集团焦化有限公司		60
新泰正大焦化有限公司		60
临沂烨华焦化有限公司		100
山东焦化集团铸造焦有限公司		30
临沂金兴焦电有限责任公司		40
金能科技股份有限公司	80	
东阿东昌焦化有限公司	60	
山东铁雄冶金科技有限公司	155	
邹平福明焦化有限公司	50	
山东邹平金光焦化有限公司	60	
山东广福集团有限公司	60	
山东博兴胜利科技有限公司	80	
山东巨铭能源有限公司	90	
合计	1031	655

数据来源：政府资料，兴证期货研发部

3. 河北方面，2019年12月底前有160万吨去产能任务，2020年底前净去约300万吨。根据河北省关于印发《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》的通知，要求2020年底前全省所有炭化室高度4.3米的焦炉全部关停。2018年7月3日国务院印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》（国发〔2018〕22号），其中明确：“京津冀及周边地区实施‘以钢定焦’，力争2020年炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右”。按照2020年河北省钢铁产能2亿吨计算，焦炭产能需保留到8000万吨左右。此外，根据省委省政府印发的《河北省重点行业去产能工作方案（2018-2020年）》，2019-2020年，河北省需压减焦炭产能500万吨，2019年河北省预计完成310万吨去产能计划，剩余190万吨。根据统计，河北省目前焦化产能为独立焦化厂4844万吨，钢厂焦化厂3752万吨，共计8596万吨，其中4.3米焦炉产能约为1706万吨，**按照减量1.25:1的比例计算，河北省需净去产能341.2万吨。**

表 8：京津冀地区秋冬采暖季去产能任务

京津冀				
省市	企业	产能	淘汰日期	状态
石家庄	新晶	50	2019年12月底前	关停
唐山	蓝海	60	2019年11月15日	关停
	榕丰	70	2019年11月17日	关停
	东方	60	2019年12月底前	关停
	通宝	64.7	2019年11月17日	关停
	邯郸		120	2019年10月底
邢台		40	2019年10月底	
太原	华润二厂	180	2019年12月底前	关停
	迎宪	50	2019年12月底前	关停
	娄烦万光	40	2019年12月底前	关停
	娄烦利民	40	2019年12月底前	关停
长治	金通	64	2019年12月底前	关停
	鸿达	110	2019年12月底前	关停

	泰昌	40	2019年12月底前	关停
济南	莱钢	62	2019年12月底前	在产
	九羊	119	2019年12月底前	在产
聊城	东昌	60	2019年12月底前	在产
滨州	铁雄	155	2019年12月底前	在产
	福明	50	2019年12月底前	在产
	金光	60	2019年12月底前	在产
	广富	60	2019年12月底前	在产
	博兴胜利	80	2019年12月底前	在产
总计		1574.7		
在产总计		806		

数据来源：政府资料，中联钢，兴证期货研发部

4. 江苏方面，根据钢联数据统计，自2018年至今，江苏省涉及焦化总产能在2565万吨，其中钢厂自备焦化产能在916万吨。2018年徐州已经退出产能320万吨，根据相关政策，2020年6月份之前徐州东兴、徐州龙山、徐州中泰全部退出三家联合沂州科技整合成为一家名为徐州龙兴泰能源科技有限公司，龙兴泰涉及产能260万吨，同时2020年6月底之前徐州伟天化工退出，徐州地区最终保留产能859万吨(目前为1249万吨)。作为长三角地区的省份，江苏省也分配了秋冬采暖季的去产能文件。根据钢联数据统计，江苏省目前共有焦化产能2240万吨，其中独立焦化1229万吨，钢厂联合焦化1011万吨。如若严格按照政策执行，2019年12月底前有335万吨焦化去产能任务，2020年6月之前仍有450万吨去产能任务。

表9：长三角地区秋冬采暖季去产能任务

长三角				
省市	企业	产能	淘汰日期	状态
南京	梅钢	75	2019年12月底前	在产
徐州	强盛	60	2019年12月底前	关停、待拆
	腾达	130	2019年12月底前	关停、待拆
	华裕	130	2019年12月底前	关停、待拆
苏州		220	2019年12月底前	在产
淮安	淮钢	40	2019年12月底前	在产
盐城	安和	60	2020年	在产、制定关停方案
合计		715		
在产产能		395		

数据来源：政府资料，中联钢，兴证期货研发部

因此对以上政策做出整理，如果严格按照政策执行，2019年底至2020年6月总计去产能达2474万吨，将如下所示：

图 15：按政策严格执行情况下的去产能整理（万吨）



数据来源：兴证期货研发部

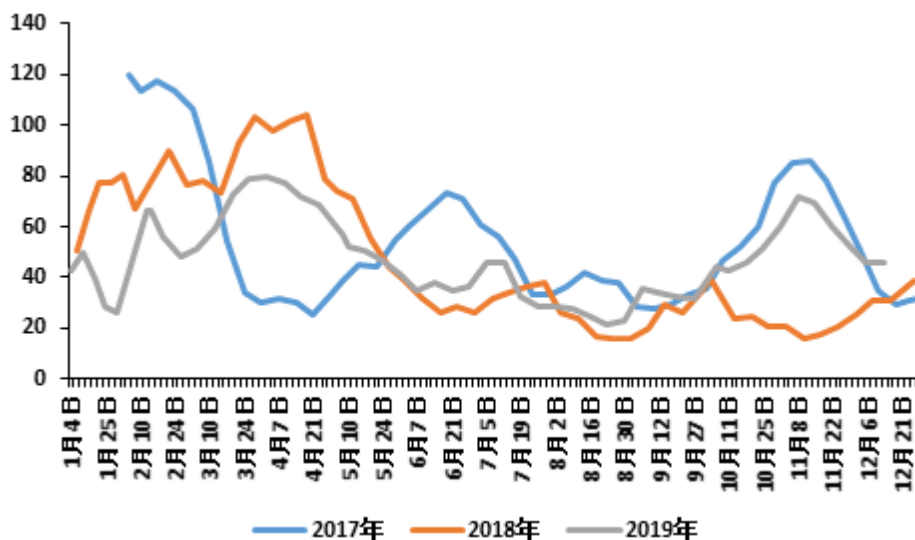
根据 2019 年去产能情况，发现各省市去产能进度非常缓慢，因为涉及就业民生问题，在当地都遇到了较大阻力，因此预计整个去产能计划会有延迟，甚至大打折扣。山东地区焦化厂或因涉及供暖任务较难去除，但 4 月节点前结束供暖任务，去产能进程能否加快需要密切关注。

关于 2020 年新增产能部分，已经烘炉的预计 1-2 月投产 760 万吨，此外根据统计有纵横、柳钢有投产计划分别为 180、350 万吨产能，佳华 300 万吨于年中投产，因此预计明年上半年将确定投产 1590 万吨产能。同时根据市场消息，山西地区有约 1800 万吨产能投产，其他区域仍有约 900 万吨投产，共计约 4290 万吨产能。

3.2 焦炭库存

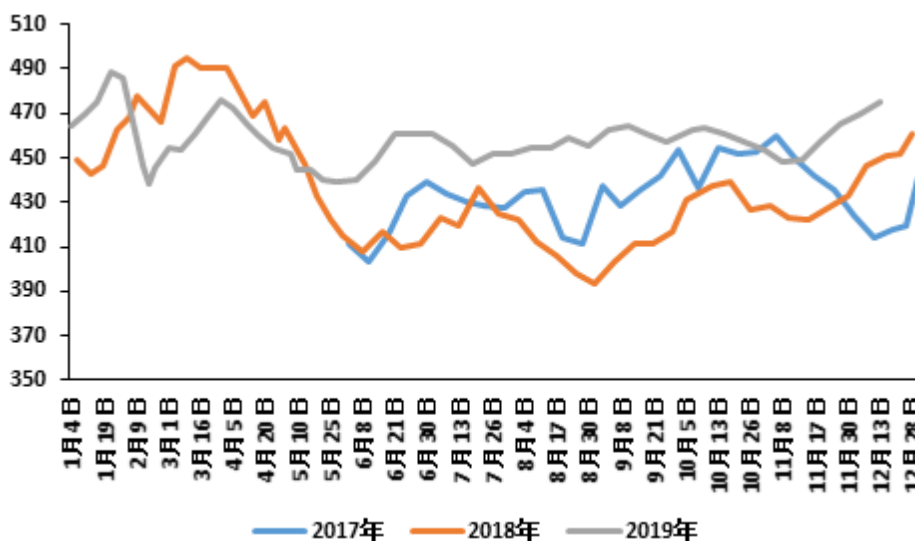
从冬季钢厂开始储备焦炭库存，逐渐累库，加上由于冬季空气质量问题，河北开春就进入了严厉的限产阶段，焦化厂以及钢厂内焦炭库存均累至全年高位。在 3 月 9 日，钢厂库存累积至年内最高点 494.64 万吨；在 4 月 5 日，焦化厂库存累积至年内最高点 79 万吨。在 3 月限产结束后，高炉开工率逐步恢复，提升了对焦炭的需求，钢厂以及焦化厂焦炭库存开始去库，从 3 月限产累库到现在钢厂需求旺盛，焦化厂内焦炭库存非常低，4 月开始焦化厂库存逐步走低并维持在低位，在 8 月 23 日达到年内最低点 21.6 万吨。从 9 月底 10 月初开始由于钢材价格的收敛以及对于后市的悲观预期，钢厂控制到厂原料库存，导致焦炭库存从下游向上游累积，钢厂焦炭库存一直维持中高水平。从 10 月上旬开始，焦化厂库存开始积累，年末维持高位，远超去年同期水平。钢厂库存从 4 月初开始走低，在 450 万吨左右的区间震荡，远高于去年同期水平，10 月中旬开始走低，年末库存并未出现去年的大幅累库，低于去年同期水平。

图 16: 焦化厂焦炭库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

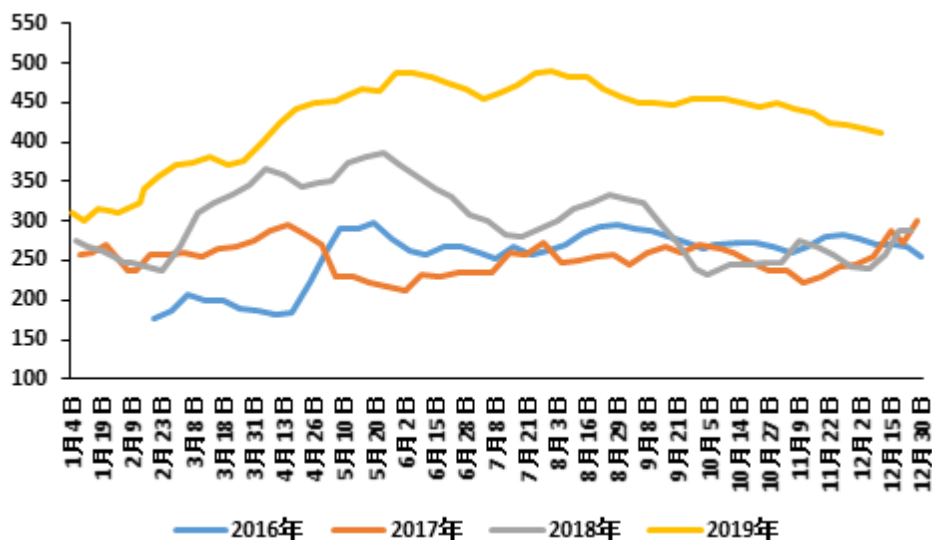
图 17: 钢厂焦炭库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

焦炭港口库存一直是堰塞湖状态, 港口库存最高达到 489 万吨的水平, 而去年港口最高库存仅为 386 万吨, 已经创下历史新高。港口库存对于当前的市场来讲存在供应风险。港口高库存主要由于两方面原因, 首先海外需求较差, 焦炭外贸不如往年, 其次南方钢厂与上游焦化厂长协增多, 导致港口贸易活跃度下降。

图 18: 焦炭港口库存 (万吨)

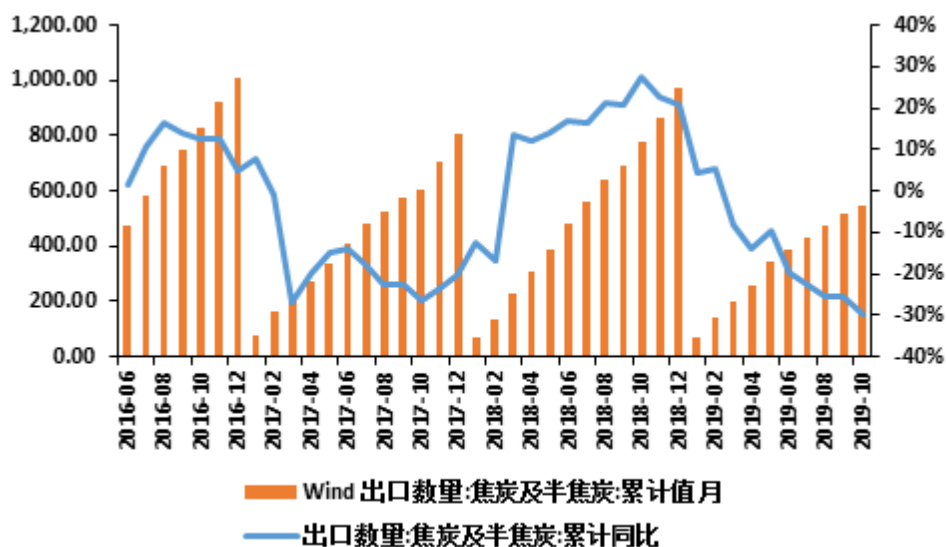


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 焦炭进出口

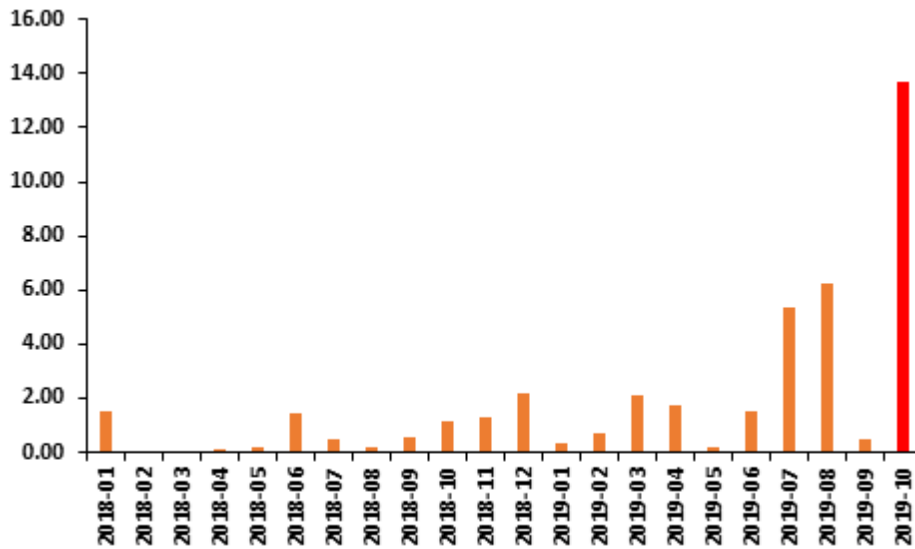
2019年1-9月,我国共进口焦炭及半焦炭18.72万吨;2019年1-10月,共出口焦炭及半焦炭543万吨,累计同比下降30%。此外值得注意的是,2019年10月我国进口焦炭13.2万吨,这与往年每月进口只有不到5万吨情况不同,据了解有部分日本焦炭已经进口国内,并且钢厂高炉经过试验已经适应了日本焦炭。

图 19: 焦炭出口数量 (万吨、左轴) 及累计同比 (百分比、右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20：焦炭进口数量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 焦煤、焦炭 2019 年供需平衡表

表 10：焦煤月度供需平衡（万吨）

	焦煤产量	焦煤进口	焦煤出口	焦炭产量	焦煤需求	供需差值
2019.01-02	6,763.00	1,027.90	31.25	7389.30	8867.16	-1,107.51
2019.03	3,849.00	613.62	17.30	3809.70	4571.64	-126.31
2019.04	3,805.00	742.60	20.44	3898.70	4678.44	-151.28
2019.05	4,187.00	591.68	6.72	4016.30	4819.56	-47.60
2019.06	4,243.00	654.99	11.01	4168.90	5002.68	-115.70
2019.07	4,086.00	774.78	5.83	3961.20	4753.44	101.51
2019.08	4,004.00	906.71	8.93	4000.00	4800	101.78
2019.09	3,924.00	796.50	9.53	3922.00	4706.4	4.57

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 11：焦炭月度供需平衡（万吨）

	焦炭产量	焦炭进口	焦炭出口	生铁产量	焦炭需求	供需差值
2019.01-02	7389.30	0.99	140.00	12659.00	5696.55	445.35
2019.03	3809.70	2.13	60.00	6615.20	2976.84	203.53
2019.04	3898.70	1.74	58.00	6983.40	3142.53	115.10
2019.05	4016.30	0.21	88.00	7219.00	3248.55	77.52
2019.06	4168.90	1.52	38.00	7013.90	3156.26	350.83
2019.07	3961.20	5.36	48.00	6831.40	3074.13	250.25
2019.08	4000.00	6.26	44.00	7117.40	3202.83	159.43
2019.09	3922.00	0.51	39.00	6730.60	3028.77	266.44
2019.10	3878.30	13.72	27.00	6558.20	2951.19	332.08

数据来源：Wind，兴证期货研发部

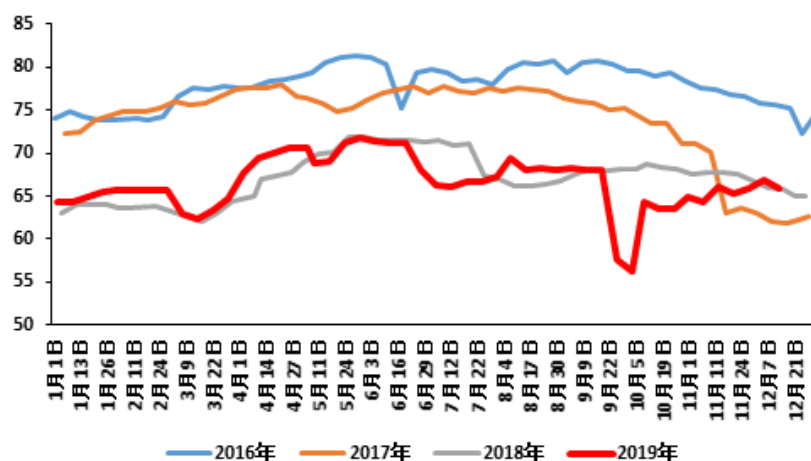
4.焦炭需求

4.1 2019 年生铁产量分析

钢材供应端方面，2019 年上半年，钢铁产能释放速度较快，且由于采暖季限产不及预期，粗钢产量增速较快，今年 1-10 月粗钢产量 8.29 亿吨，同比增加 7.4%，生铁产量 67518.2 万吨，同比增长 5.4%。2019 年上半年全国高炉开工率水平整体略高于 2018 年水平，3 月份受唐山、邯郸地区环保限产较严影响，高炉开工率一度下滑至低位，随着 5 月份限产不及预期，开工率回升。下半年直至 9 月中旬走势与去年相近，9 月末受国庆影响，开工率大幅下滑，虽在 10 月上旬开工率大幅回升，但仍低于去年同期水平。进入四季度开工率企稳，维持在 65%左右水平。截至 11 月 22 日，高炉开工率为 65.33%。

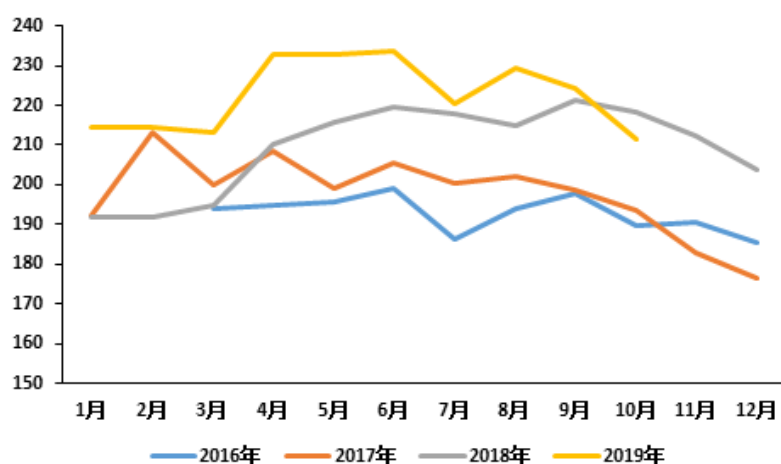
从生铁产量增速 5.4%与焦炭产量增速 5.6%的对比中，可以判定 2019 年焦炭整体供需紧平衡状态。

图 21：全国高炉开工率（百分比）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：生铁月均产量（万吨）

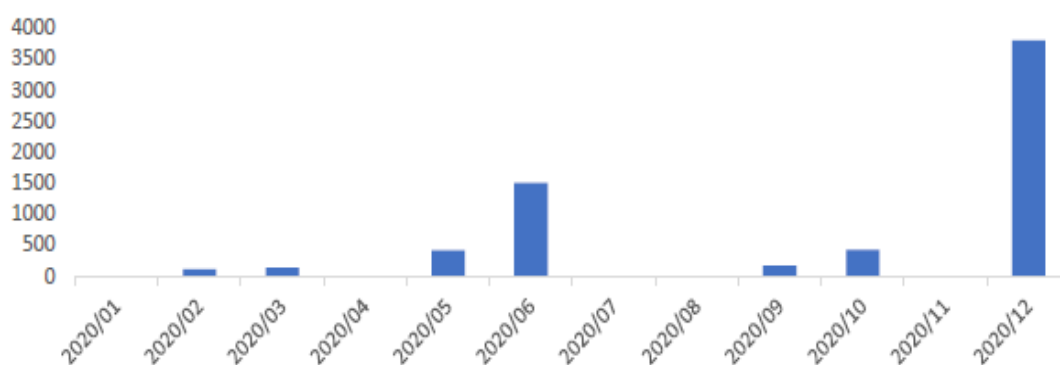


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 2020 年钢材供应展望

根据钢材组的核算 2020 年实际退出炼铁产能为 7351.04 万吨，炼钢产能 7107.05 万吨；新增炼铁产能 8782.56 万吨，炼钢产能 8204.46 万吨。实际净增加炼铁产能 1431.52 万吨，炼钢产能 1097.41 万吨。2020 年全年的产能置换项目投产主要集中在下半年。其中在 2020 年 12 月完成的产能总量达到 3670 万吨。我们预计 2020 年实际炼铁产量将增加 500 万吨，炼钢产量增加 380 万吨。**综上，我们预计 2020 年生铁产量环比 2019 年增加 502.5 万吨，粗钢产量环比 2019 年增加 382 万吨。**

图 23：2020 年我国产能置换投产时间（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.双焦 2020 年展望

焦煤供应方面，前文所述预计明年炼焦煤原煤产能净增加 3900 万吨。全国共有煤炭产能约 45 亿，按照 30% 比例推算，炼焦煤产能约为 13.5 亿吨，预计 2020 年产能将为 13.89 亿吨，按照炼焦煤洗出率 43% 推算，开工率维持 80%，明年炼焦精煤产量为 4.78 亿吨。进口煤方面，保守估计 2020 年进口煤数量控制在 7500 万吨左右。中性情况下，2020 年炼焦精煤供应可达 5.53 亿吨。在大量进口煤继续冲击国内供应的预期下，我们认为焦煤价格或许还可下探 100 元/吨左右，约 1100-1150 之间水平，对应焦炭生产成本约 1430-1495 元/吨，在对应到焦炭仓单成本上约为 1630-1695 元/吨。因此我们预判明年焦炭价格下沿为 1650 元/吨左右。

表 12：2020 年焦煤产量情景分析

情景	监测指标	指标变化	产量表现
乐观	安全检查政策	安全检查政策宽松 进口煤政策放宽	全年产量同比增加 6% 进口同比增加 8% 总供应同比增加 6%
中性	超产检查政策	检查政策维持 进口煤政策维持	全年产量同比增加 1.7% 进口同比增加 4.2% 总供应同比增加 2.1%
悲观	进口煤政策	检查趋严 进口煤政策收紧 三班倒取消	全年产量同比下降 1% 进口同比增加 0% 总供应同比下降 0.1%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦炭供应方面,主要关键还在去产能进度上,如若按照政策严格执行,2020年上半年有2474万吨去产能任务,同时我们统计到的预计上半年投产有1590万吨(较为确定的投产),净去884万吨,但同时仍有各项政策(如山西地区)执行力度及速度暂时未知。按情景假设,假如产能不能严格执行,并且环保限产力度不及预期,焦炭产量全年增速预期在6%左右;如若焦炭环保限产及去产能政策得到部分执行,但边际影响不如高炉,焦炭产量增速预计3%左右;如若环保限产如预想中严格执行,则焦炭产量增速预计同比下降1%左右。在各项政策赶工执行或延迟执行的情况下,2020年焦炭将可能有供需错配行情,暂时不予考虑。

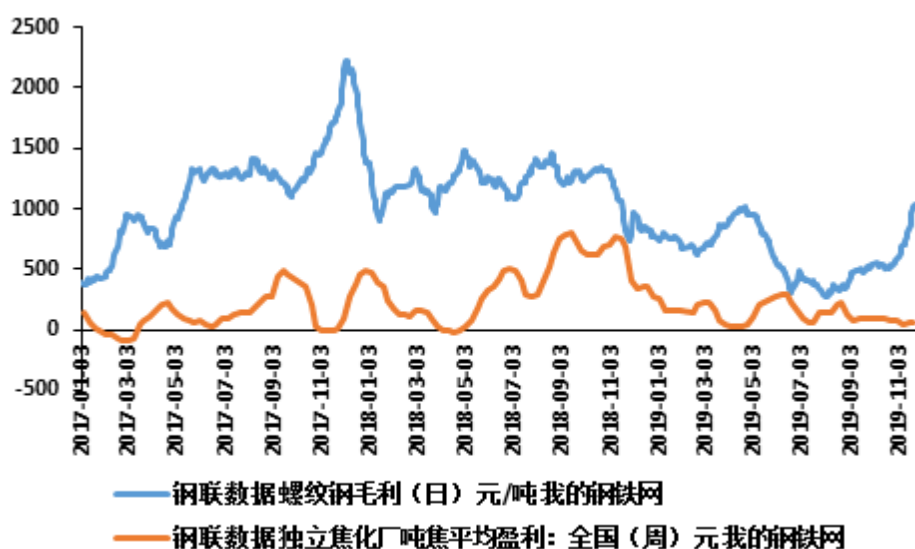
表 13: 2020 年焦炭产量情景分析

情景	监测指标	指标变化	产量表现
乐观	去产能政策 限产政策	环保限产不及预期 去产能措施没有落实 开工率维持当前	全年产量同比增加 6%
中性		部分地区出现环保限产 部分省份开始产能置换 开工率略有下降	全年产量同比增加 3%
悲观		限产政策长期收紧,严格执行 去产能政策实施并严格执行 开工率大幅下降	全年产量同比下降 1%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

焦炭需求方面,2020年钢铁产能置换释放,预计2020年生铁产量环比2019年增加502.5万吨,并且集中于6月及12月投产,或将利多焦炭需求。根据电炉成本作为钢材价格天花板,下方支撑位高炉成本,2020年或许由于焦煤成本下探,导致高炉成本下移,预测价格区间为3100-3700之间,毛利利润区间约为200-700元。从2019年全年钢焦利润分配情况来看,钢厂在毛利极低(300-400)的情况下,分配给焦化厂的利润至多在200-300之间,利润空间约100元左右,因此预计在2020年钢材毛利极低的情况下,焦化厂利润至多可保留200-300元/吨,定义焦炭价格上限为1850-1950元/吨。

图 24: 钢焦利润分配



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

综上所述，我们认为 2020 年焦煤无论是优质产能释放还是国外需求下降角度，焦煤供应增加是大概率发生事件，此外如果焦炉去产能政策得到严格执行，利空焦煤需求，2020 年全年焦煤将成为一个长期持空头寸。从成本支撑与钢材利润天花板角度来看，焦炭价格中枢下移，区间保守估计将下移至【1650-1950】区间范围内，2020 年焦炭的去产能政策仍然有较大不确定性，不排除政策带来的市场情绪波动，推动焦价向上突破 2000 元/吨，但由于整个黑色产业链的利润收敛，以及 2020 年焦炭产能极有可能是净增加状态，我们认为任何情绪以及黑色品种带动的焦炭价格推高都会提供更好的空单建仓机会。

供给过剩难以改变，全年中性偏空

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F0276379

投资咨询编号：Z0003058

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：孙振宇

021-20370943

sunzy@xzfutures.com

内容提要

● 走势回顾

原油期货价格全年整体震荡向上，截至12月12日，WTI收涨14.10美元/桶或31.25%，布伦特收涨12.25美元/桶或23.45%，SC收涨118元/桶或34.50%。纵观全年，供给端，OPEC的减产为油价提供了主要支撑，年初OPEC延长减产使得油价脱离去年末的持续下滑，12月初再次深化减产使得油价向上突破横盘震荡区间。需求端，中美贸易磋商进展是年内主要关注点，两国贸易摩擦不仅影响中美两国需求，还损及欧美等其他经济体，因此中美贸易磋商结果不断反复也对市场造成了一定影响，但随着年底中美达成第一阶段协议，对油价的影响逐渐转变为提振。另外，中东地区局部冲突和美伊关系的不断转变，也曾多次引起油价盘中剧烈波动。

● 未来展望

供给端：由于OECD库存与5年均值的差距越来越小，以及以沙特为首的主要OPEC国家的财政赤字有所好转，预计OPEC+在2020年3月份之后继续维持大幅度减产的可能性较低，且即使全年超额减产，减产的部分也将大概率被美国的增产所覆盖，而其他非OPEC国家2020年仍可贡献70万桶/日左右的额外增量。

需求端：中美贸易摩擦仍将是主要议题。从过去十几轮的中美贸易磋商来看，中美贸易磋商必将是一个长期的过程，且适逢美国大选，2020年解决中美贸易问题的希望几乎不存在，由此带来的中美欧经济增长乏力将继续影响明年需求增量。但好在亚太地区由于大炼化和补库存的需求可能为全球带来约35万桶/日的额外增量。

综合来看，2020年全球供需平衡仍旧难以得到明显改善，供应过剩局面延续导致油价中性偏空运行的概率稍大。

- **策略建议**

虽然预计全年中性偏空，但一季度有 OPEC 减产的支撑，二季度或会提前炒作消费旺季，导致上半年油价下行受限。建议布空远月合约如 06、09 合约，另外，可根据季节性特征，建立汽油、柴油等成品油的裂解差仓位。

- **风险提示**

中美贸易矛盾迅速和解；特朗普被弹劾下台；OPEC 持续超额减产。

1.2019 价格回顾

截至 2019 年 12 月 12 日,原油期货价格全年整体震荡向上,WTI 收涨 14.10 美元/桶或 31.25%,布伦特收涨 12.25 美元/桶或 23.45%,SC 收涨 118 元/桶或 34.50%。

年初至 4 月下旬,油价一路上涨并创出年内高点,主要是经过了从 2018 年 10 月份的下滑之后,OPEC 在年初决定延长减产,供给的收缩预期引起油价持续反弹。

4 月底至 6 月初,伊朗豁免到期事件被市场反复炒作后并未对油价构成明显提振,而此阶段美国供给大幅增加。同时特朗普呼吁 OPEC 增产,而沙特、俄罗斯等 OPEC+核心国的模糊态度,使得油价开始逐渐走弱。

6 月中旬至 7 月中旬,油轮再次遇袭,中东地区地缘政治风险提升,叠加美国库存超预期持续下滑,使得供应收缩预期较强,同时中美领导人通话引起需求乐观预期。供需两端共同发力,助推油价大幅反弹。

7 月中旬至 8 月中旬,美伊关系改善,叠加美国供给加快增长,油价失去前期上涨逻辑,震荡下行,回吐前期涨幅并创出新低。

8 月中旬至 9 月中旬,基本面无重大变化,油价横盘震荡,期间 EIA 报告主导走势。

9 月中旬至 10 月初,沙特遇袭,油价历史性跳空高开近 20%,随后消息面表示沙特产量恢复速度将远高于市场预期,油价迅速下行。此阶段,内盘 SC 价格走势一度与外盘背离,因美国制裁中远海运导致中东地区运往中国的船运价格大幅飙升。

10 月初至 12 月中旬,油价震荡上行,因前期修复沙特事件后的过度影响,以及对 OPEC+延长减产协议或深化减产的预期炒作,另外,中美贸易反复炒作,但最终进展顺利也对油价构成支撑。

现货价格基本追随期货价格走势,略有领先或滞后情况存在。截至 12 月 12 日,WTI 现货年涨 13.85 美元/桶或 30.55%;布伦特 Dtd 收涨 16.57 美元/桶或 32.92%;OPEC 一揽子原油涨幅最高,收涨 20.48 美元/桶或 45.18%;阿曼(环太平洋)现货涨幅居末,上涨 14.61 美元/桶或 29.02%;迪拜(中东离岸)上涨 18.59 美元/桶或 41.01%;俄罗斯 ESPO 上涨 17.28 美元/桶或 34.33%。

图 1: 2019 年原油价格先扬后抑,整体震荡向上



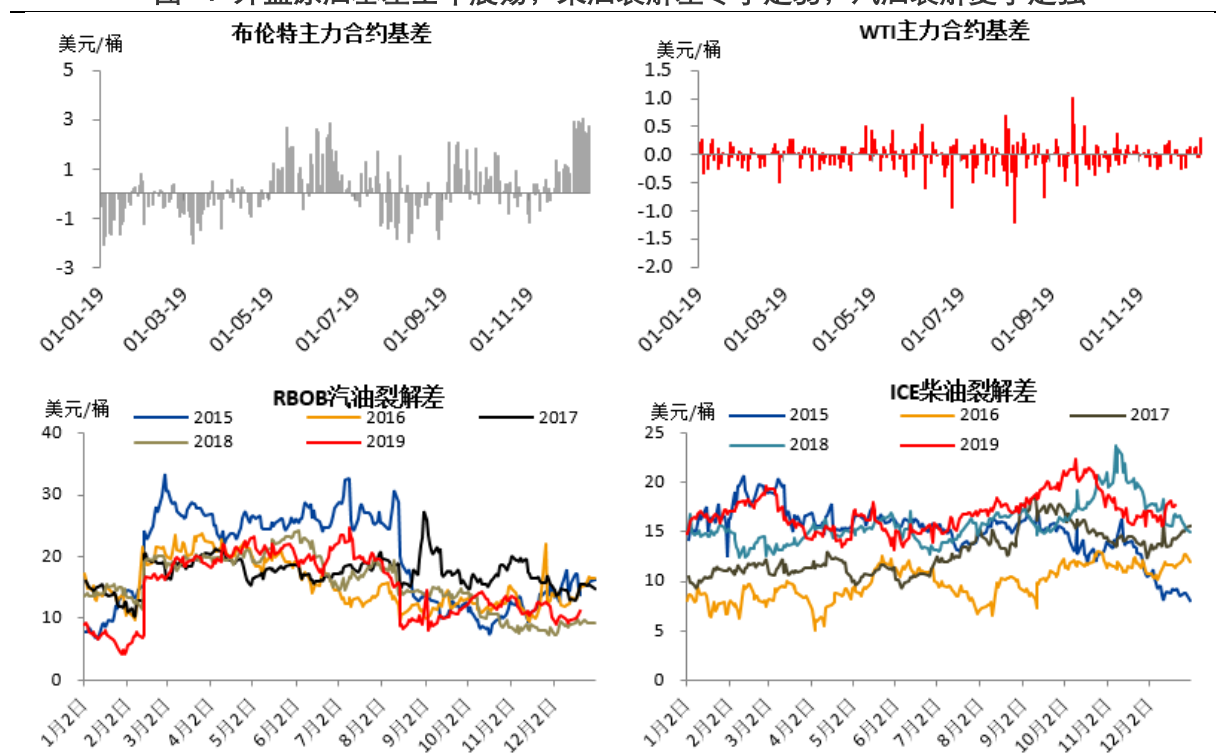
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

基差方面,WTI 全年窄幅震荡,季节性规律不强,截至 12 月 12 日,环比去年末下跌 0.25 美元/桶,跌幅为 119.05%;布伦特基差夏季和冬季表现较强,截至 12 月 12 日,环比去年末上涨 2.18 美元/桶,涨幅为 115.34%。

裂解差方面,柴油裂解差全年偏强震荡,截至 12 月 12 日,环比去年末上涨 0.46 美元/桶,微涨 2.96%;汽油裂解差全年先扬后抑,截至 12 月 12 日,环比去年末上涨 0.12 美元/桶,涨幅

1.27%。

图 2：外盘原油基差全年震荡，柴油裂解差冬季走弱，汽油裂解夏季走强



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.原油基本面

2.1 平衡表

表 1：全球石油供需平衡表

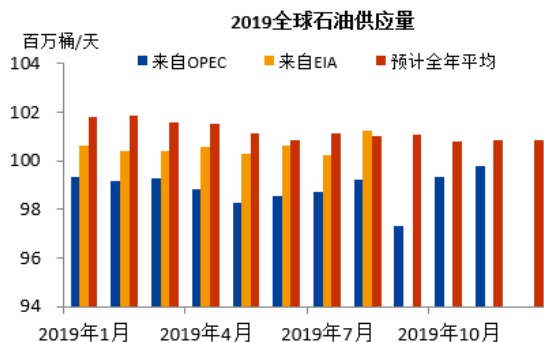
	供给量	需求量	供给-需求	供给同比	需求同比	供给-需求同比
2020*	102.53	102.20	0.33	1.66%	1.88%	-36.54%
2019*	100.83	100.31	0.52	1.86%	1.60%	100%
2018	98.99	98.73	0.26	2.36%	1.60%	154.67%
2017	96.70	97.18	-0.47	0.94%	2.18%	-167.29%
2016	95.80	95.10	0.70	0.71%	2.31%	-67.82%
2015	95.13	92.95	2.18	3.00%	1.81%	107.14%

数据来源：Wind，EIA，OPEC，BP，兴证期货研发部

2.2 供应端——2019 供给持稳，2020 依旧过剩

根据各大机构披露的数据来看，2019 年全球石油供给增速缓慢，受沙特事件影响，甚至一度出现明显的环比下滑。尽管以 EIA 为首的部分机构不断下调 2019 年全球平均日产出，但随着年末临近，可以发现，2019 年全球供应量依旧是小幅过剩的局面。从这个角度来看，近期 OPEC、EIA、IEA 三大机构中，EIA 过于乐观的观点公允度最低，OPEC 持稳的观点市场公允度最高。

图 3：2019 年全球供给基本持稳



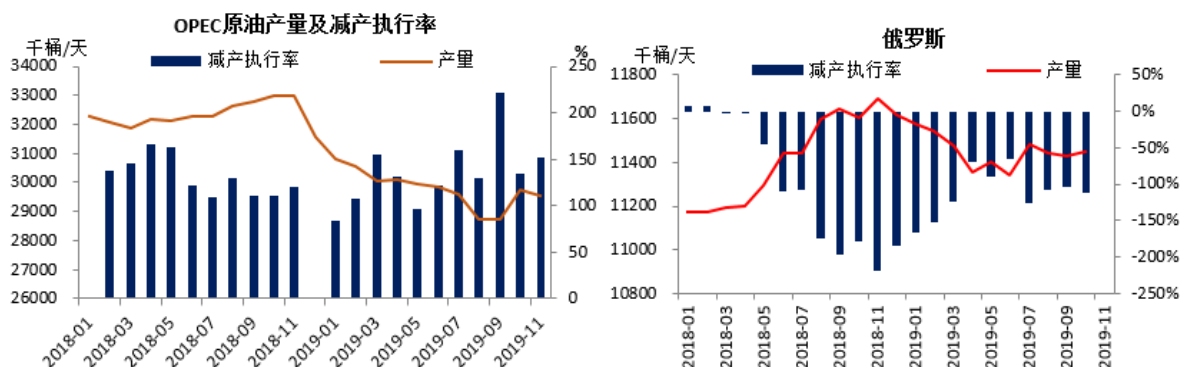
数据来源：EIA，OPEC，兴证期货研发部

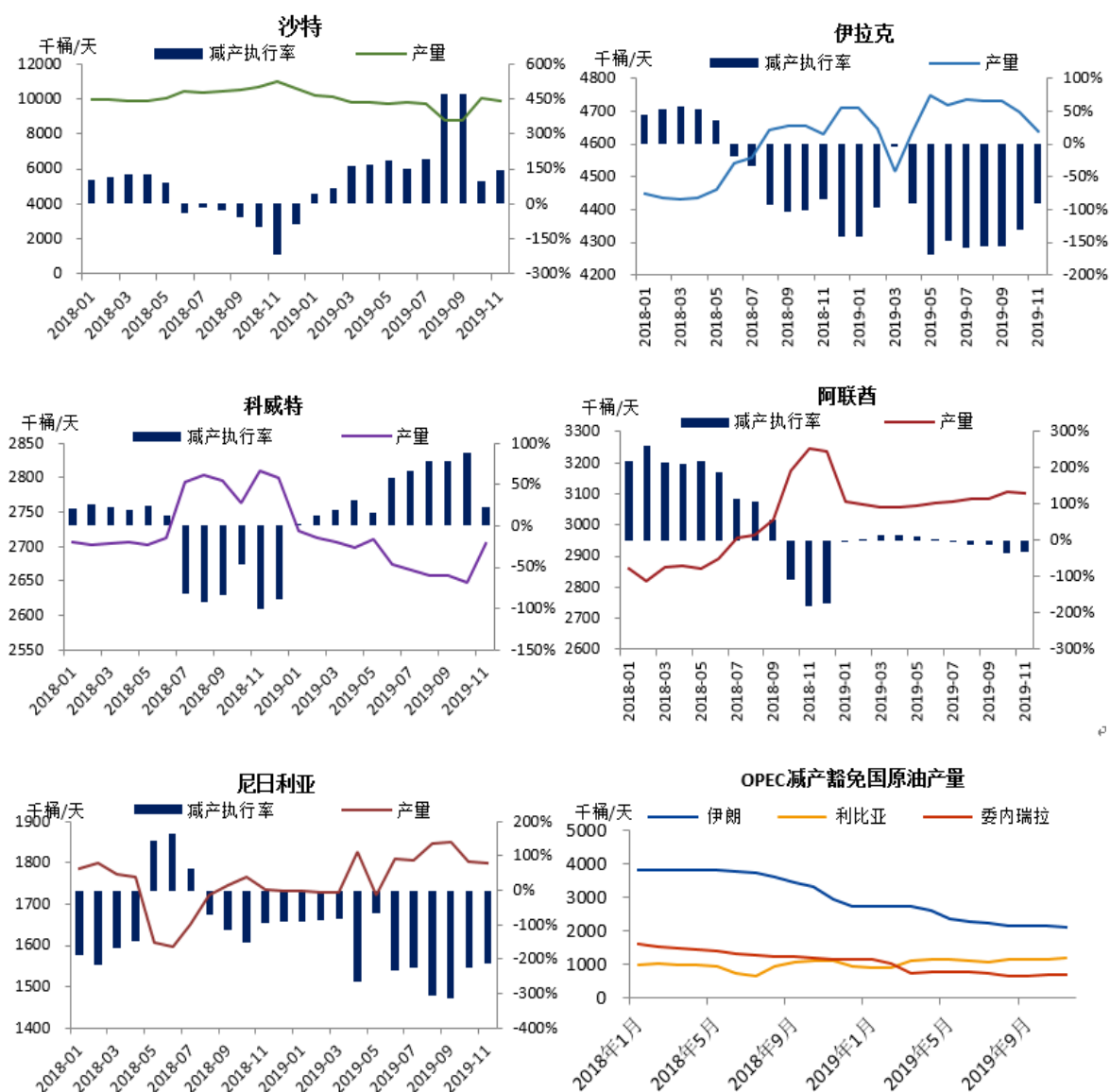
2.2.1 OPEC 难以全年深化减产

2019 年，OPEC 全年减产执行率较好，尤其是 9 月沙特遇袭时，执行率高达 222%。OPEC 的大幅减产以及减产豁免国伊朗、委内瑞拉和利比亚的总产出大幅下滑为全球供需平衡的改善起到了绝对作用。

12 月 6 日，OPEC 达成最新减产协议，决定在 2020 年 1 月至 3 月期间，深化减产 50 万桶/日，沙特在最新的份额基础上再减产 40 万桶/日。部分机构以此预期 2020 年全球供需平衡将得到改善，但我们认为，即使改善，程度也将相当有限，OPEC+于 2020 年一季度达成减产执行率 100%的目标几乎不可能。主要原因有 2 点：OPEC 内部减产执行率高低不一的情况较为严重，其中减产执行率始终在 100%以上的仅有沙特，而始终坚持减产的也仅仅多了科威特，其余几个主要成员国减产增产不断反复，非 OPEC 同盟国中，绝对主导国俄罗斯甚至全年增产，明年一季度的深化减产期现极短，OPEC 完全执行的概率不大；减产过程中，基本是沙特一己之力带动 OPEC 整体减产执行率，但根据最新协议来看，加上最近的 56.7 万桶/日，沙特 2020 年一季度产出上限约为 949 万桶/日，低于 2019 年遇袭之外的其余月份，完成自身份额已极为不易的情况下，很难分摊其余成员国的减产份额。

图 4：OPEC 产量震荡下滑，整体减产执行率较高，各国执行力度不一





数据来源：OPEC，兴证期货研发部

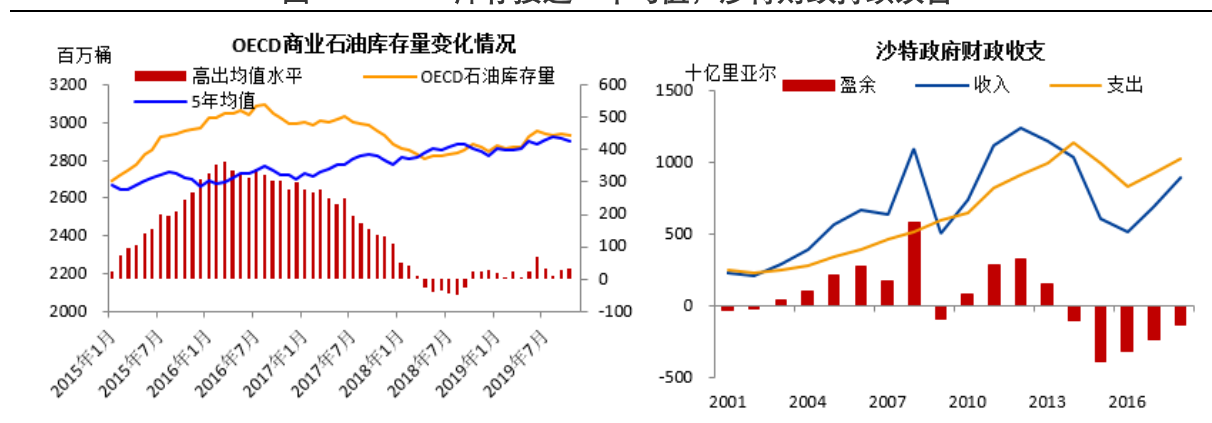
而一季度过后，OPEC+是否会延长减产协议至年底也存在极大的不确定性。我们认为在3月会议上OPEC选择维持届时减产规模至年底的可能性几乎不存在。因为在本轮减产之初，直观上促进OPEC减产的主要因素有2个——OECD库存与过去5年均值水平差距过大、成员国（主要看沙特，因沙特完全主导OPEC是否减产）财政恶化。

从OECD库存来看，自2017年开始，库存高出5年均值的水平在持续下滑，至2018年中，一度连续6个月位于5年均值下方，在2018年8月差值达到了最低的-47百万桶。2018年10月起，库存再度回到均值上方，所幸差值不大，最高值为2019年6月的67百万桶，与减产初期300百万桶以上的差值已经得到很大程度的改善。

而沙特近几年的财政状况，自2016年宣布减产之后，沙特财政赤字现象有明显改善，至2018年赤字仅有135十亿里亚尔，比2015年的388.6十亿里亚尔下降了253.6十亿里亚尔。实际上，2016至2018年沙特的赤字水平逐年加速下降，3年同比降幅分别为19.95%、23.33%、43.39%，财政的改善很大程度上得益于油价的改变。据沙特最新预算表显示，沙特2020年支出将同比2019年下降2.6%，若油价保持当前水平，沙特的赤字情况将可能进一步改善。

基于 OECD 库存长期与 5 年均值位于同一水平，以及沙特财政赤字有望进一步改善，我们认为在 2020 年 3 月减产协议到期后，OPEC 很难保持最新协议要求的减产幅度继续延长减产期限，对全球供应最好的情况应该是 OPEC+ 选择维持最初减产幅度或沙特取消额外的 40 万桶/日的减产限额，这意味着 2020 年全球供给收缩的程度要弱于市场预期。

图 5：OECD 库存接近 5 年均值；沙特财政持续改善



数据来源：Wind，OPEC，兴证期货研发部

2.2.2 美国 2020 年产出增速稳定，潜在上涨空间较大

2019 年 OPEC 减产执行率较好的情况下，以美国为首的非 OPEC 产油国产出不断上涨。截至 12 月 6 日，美国原油产量 1280 万桶/日，稳居全球第一，与去年末相比，增长 110 万桶/天或 9.4%，几乎凭一己之力抵消 OPEC+ 减产份额。

2020 年，在 OPEC+ 很难更大幅度减产的情况下，美国产出继续上扬的概率极大，预计将完全抵消 OPEC+ 的深化减产效果。自 2017 年以来，美国页岩油产出急速增长，截至 2019 年 12 月，二叠纪盆地产出已高达 472.7 万桶/日，2019 年和 2018 年同比增幅分别为 29.51%、29.72%。巴肯地区和鹰福特地区也早已超出 100 万桶/日，分别为 150.6 万桶/日和 136.8 万桶/日。虽然 2019 年冬季以来美国石油钻井持续下滑，但页岩油单井产出增速较好，产量较高的几个地区 2019 年同比增速均超出 2018 年增速。

近些年来，美国一直为能源独立而努力，2019 年美国多次出现总油品的净出口。从过去的情况来看，单井产出的增加是美国原油产量增长的主要原因，但限制单井产出的因素除油井的具体情况之外，还有地区运力的不足。以二叠纪盆地为例，作为美国产出页岩油最多的地区，在 2019 年新开通 132 万桶/日的运力之后，其单井产出同比大幅增加 19.86%，远高于 2018 年的 3.61%。参考美国 7 个主要产区的单井产出水平，可以预期二叠纪的单井产出水平仍有很大增长空间。

统计近几年二叠纪盆地地区原油运力如下：

2017 年总运力 2462 千桶/日。

2018 年新建管道 Midland-to-Sealy 575 千桶/日，Permian Express 3 90 千桶/日，合计新增 665 千桶/日，同比增加 27.01%，总计 3127 千桶/日。

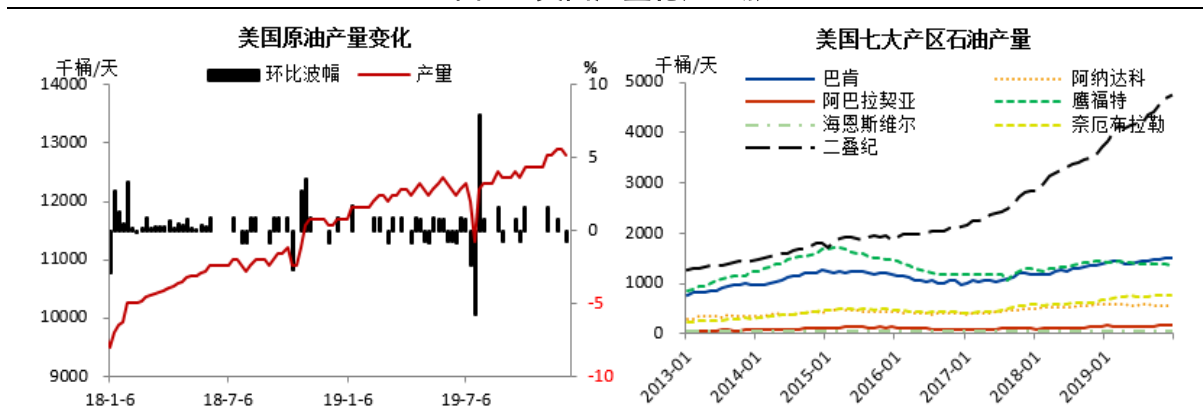
2019 年原有两条管道扩充运力，Basin Pipeline 120 千桶/日，West Texas Gulf 40 千桶/日；新建管道 Permian Express 3 50 千桶/日，Cactus 2 670 千桶/日，EPIC 440 千桶/日，合计新增 1320 千桶/日，同比增加 42.21%，总计 4447 千桶/日。

2020 年新建管道，Gray Oak 800 千桶/日，Enterprise Conversion 200 千桶/日，PGC Pipeline

1000 千桶/日，合计新增 2000 千桶/日，同比 44.97%，总计 6447 千桶/日。

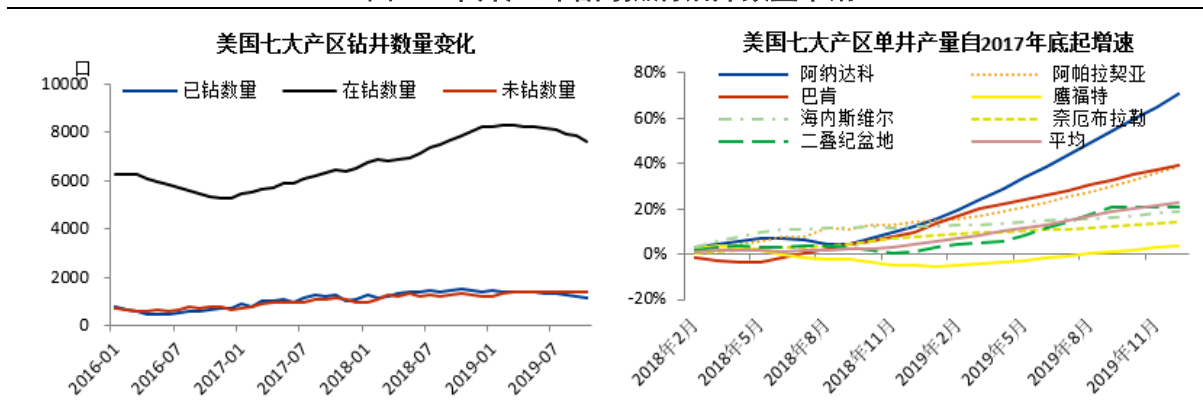
2021 年新建管道 Plains 1000 千桶/日，同比增加 15.51%，总计 7447 千桶/日。

图 6：美国产量稳定上涨



数据来源：Wind，EIA，兴证期货研发部

图 7：单井产出增高抵消钻井数量下滑



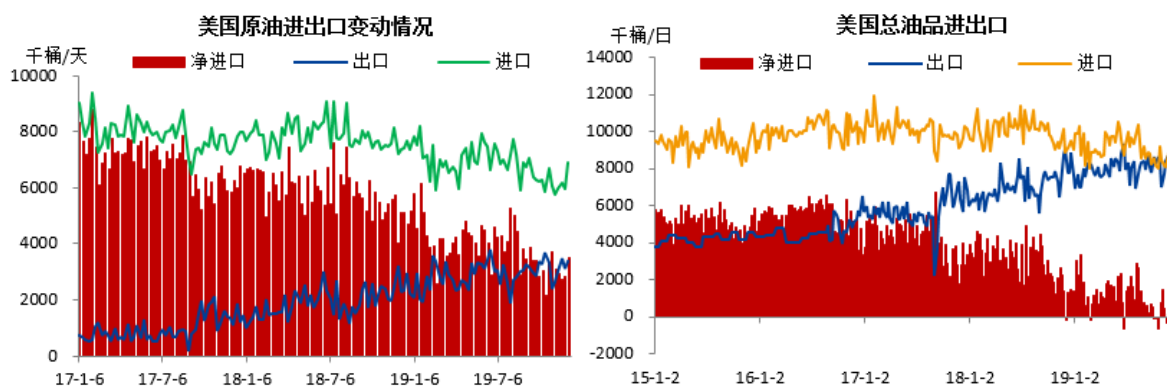
数据来源：Wind，EIA，兴证期货研发部

表 2：美国主要页岩油生产地区 2019 年单井产出增幅加快

	2017	2018	2019	2018-2017		2019-2018	
				增量	增幅	增量	增幅
阿纳达科	337.74	399.29	605.62	61.55	18.22%	206.34	51.68%
阿帕拉契亚	115.54	133.73	162.12	18.19	15.75%	28.39	21.23%
巴肯	1126.62	1220.11	1542.13	93.49	8.30%	322.02	26.39%
鹰福特	1331.27	1311.24	1433.52	-20.03	-1.50%	122.28	9.33%
海内斯维尔	22.18	25.45	26.96	3.27	14.75%	1.51	5.92%
奈厄布拉勒	1105.56	1184.69	1254.87	79.13	7.16%	70.18	5.92%
二叠纪盆地	638.55	661.60	793.00	23.05	3.61%	131.40	19.86%

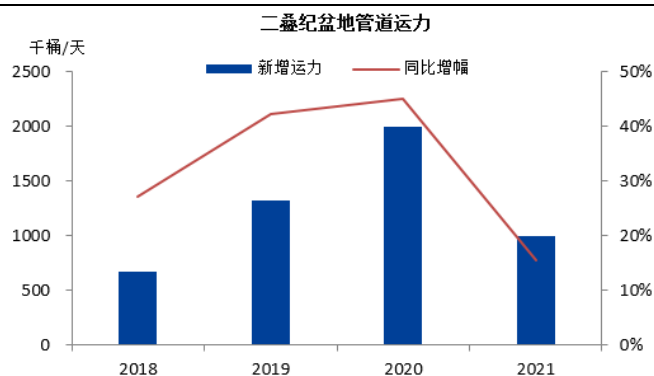
数据来源：Wind，EIA，兴证期货研发部

图 8：美国 2020 年大概率实现全年油品净出口



数据来源：Wind, EIA, 兴证期货研发部

图 9：美国近几年二叠纪盆地管道运力不断增长

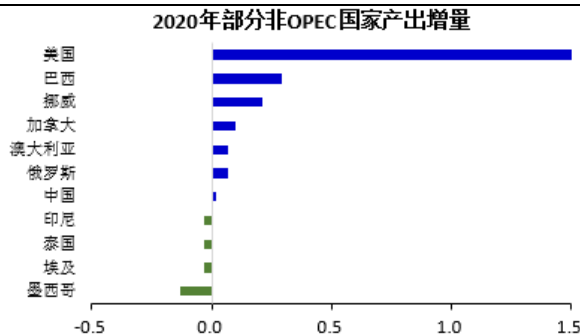


数据来源：Wind, EIA, Wood Mackenzie, 兴证期货研发部

综上，由于美国页岩油单井产出增速目前仍看不出衰退迹象，以过去 3 年平均增速来看，2020 年美国页岩油增量将达到 180 万桶/日，但由于总产出增速出现持续下滑现象，且美国在钻油井和未钻油井均有所下降，可能影响 2020 年产出增长，因此预计 2020 年美国页岩油增量约在 82.2 万桶/日至 120 万桶/日之间。

另外，据 OPEC 资料显示，预计 2020 年，非 OPEC 国产出新增将达到 217 万桶/日，同比 2019 年的 182 万桶/日，增加了 35 万桶/日或 19.23%。除美国的 150 万桶/日外，其余非 OPEC 国家产出增加 67 万桶/日，主要来自于巴西和挪威，预计二者分别将增加 29 万桶/日和 21 万桶/日。

图 10：非 OPEC 国家 2020 年供给增量同比稳定上涨



数据来源：Wind, OPEC, 兴证期货研发部

综上，我们认为，2020 年全球产出新增水平约在 70-210 万桶/日。（极端情况为 OPEC+ 全年深化并延长减产协议或 3 月份选择终止减产协议）

2.3 需求端——中美贸易摩擦仍是明年焦点

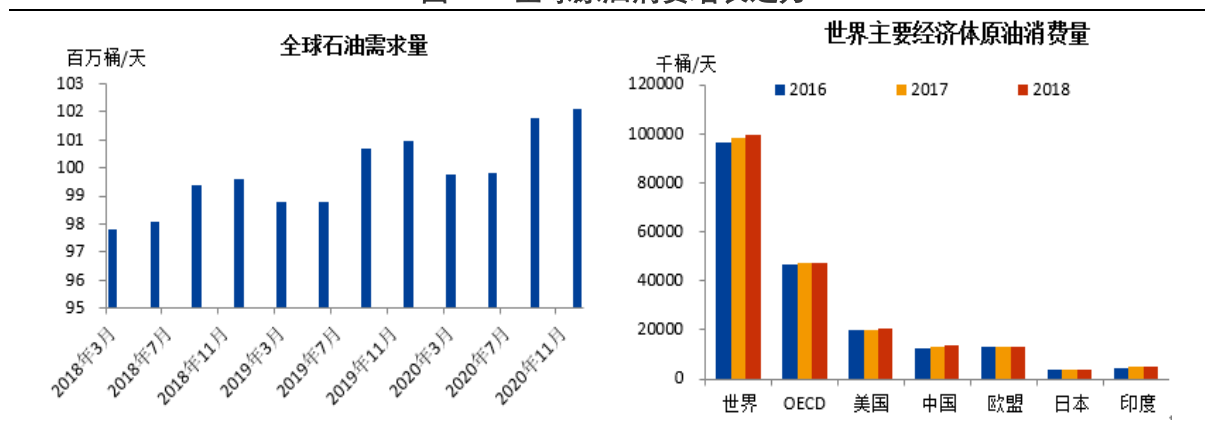
2.3.1 欧美经济增长乏力，对需求增量的贡献度不高

2016、2017 两年间，受累于全球经济增长乏力，全球原油需求增速开始下滑，但美国经济表现较为强劲，GDP 持续走强，制造业 PMI 也攀升至 2008 年以来的最高点，美国作为全球第一强国，经济的良好表现一定程度上弥补了其他国家的衰退，从而使得两年同比增速表现尚可，分别为 2.31%、2.19%。

2018 年中美贸易战爆发，美国 GDP 增速转向向下，中国 GDP 增速也加速下滑。同时，世界其他经济体也遭受一定程度的损害，欧美制造业也转头向下，最终导致当年全球需求增速仅为 1.59%，同比下滑 0.6 个百分点。

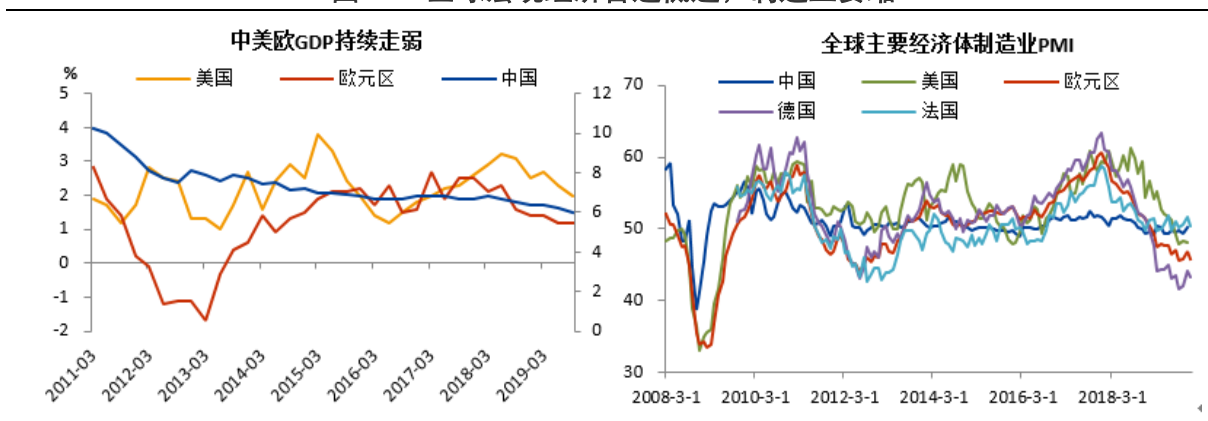
2019 年，在全球宏观经济不景气的情况下，中美贸易的深层次摩擦，使得全球需求再度受挫，据 OPEC、EIA 等机构预估 2019 年全球需求增量约在 106 万桶/日，目前已接近年底，我们认为此数据接近真实水平，2019 年需求增速同比将降至 1.07%，比 2018 年低 0.52 个百分点。2019 年 12 月中旬，中美宣布正式达成第一阶段协议，对全球需求构成重要提振，各大机构也由此上调 2020 年需求增量预估，目前主流增量预估在 108 万桶/日左右，同比增长 1.08%，高于 2019 年增速。但实际上，中美贸易磋商的进展大概率很难引起全球石油需求的明显改善，一方面，中美贸易磋商是一个长期的过程，2020 年适逢美国大选，从过去双方的表态来看，中美贸易战在 2020 年停战的可能性极小，由于从历史数据来看，中国对欧美出口数据与欧美经济同向波动，且相关性极高，2020 年中国对欧美出口暂时看不到明显上涨的可能，由此可大致预估欧美经济增速疲弱，从而带来的需求增量也将严重受限；另一方面，2019 年末，美国就业数据有从底部反弹的迹象，直观的表现是美国周度初请失业金人数在 12 月份出现环比大幅上涨，另外，美债 10 年期-2 年期收益率一度出现倒挂现象，随后虽然快速反弹，但依旧在底部徘徊。

图 11：全球原油消费增长乏力



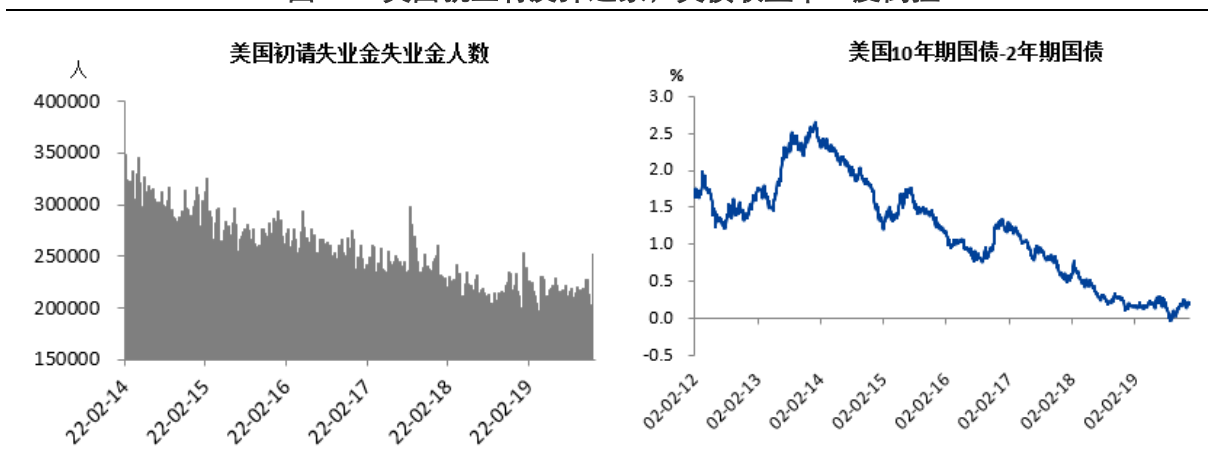
数据来源：OPEC，EIA，兴证期货研发部

图 12：全球宏观经济普遍低迷，制造业萎缩



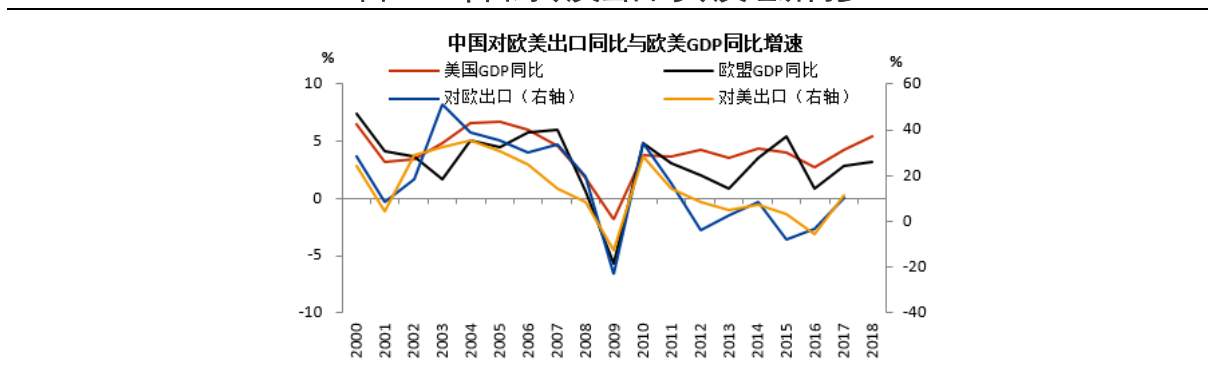
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13：美国就业有反弹迹象，美债收益率一度倒挂



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：中国对欧美出口与欧美经济同步



数据来源：Wind，国家统计局，兴证期货研发部

2.3.2 亚太大炼化和补库存或可带来部分增量

虽然预期 2020 年欧美等发达国家带动全球宏观经济继续低迷，但作为发展中国家较为集中的亚太地区或许可为全球带来一定程度的需求增量。

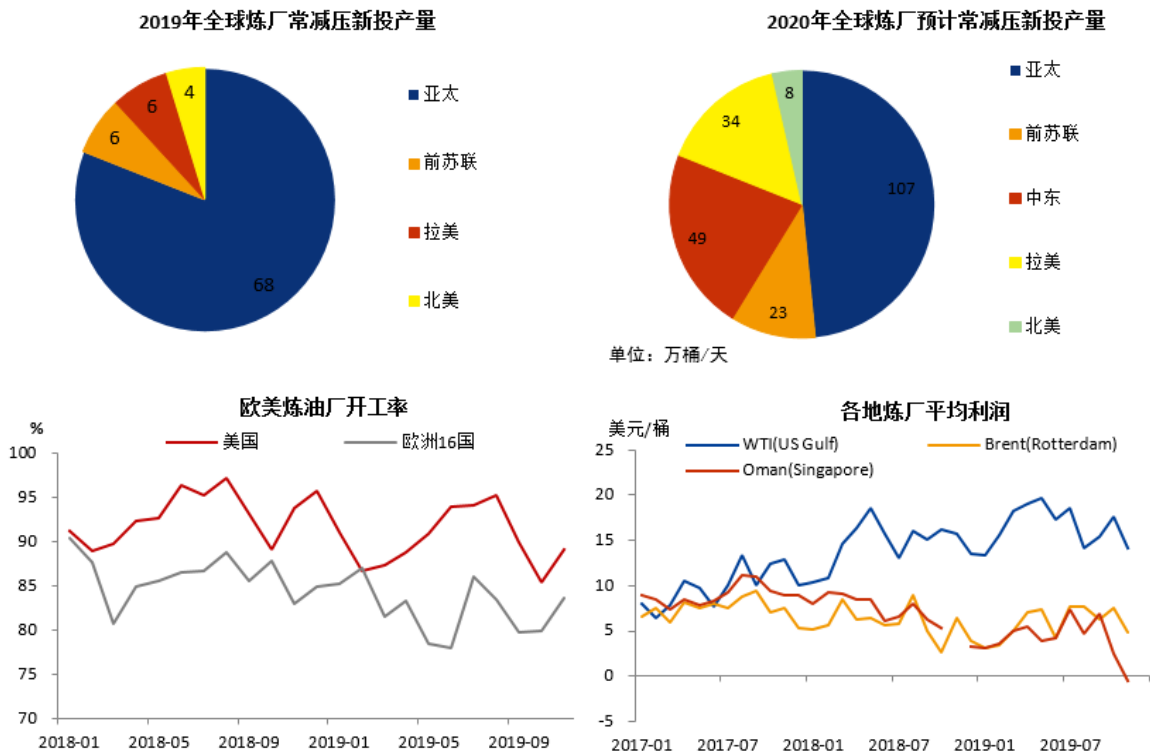
2020 年是全球炼化产能扩张大年，据测算，全球新增产能将达到 221 万桶/日，其中以中印为首的亚太地区产能扩张为 107 万桶/日。考虑到负荷及分阶段完工情况，以及受 IMO 新政影响，亚太地区炼厂表面利润近期一路下行，甚至出现亏损，可能严重损及亚太地区的开工率。的情况下，综合考虑大炼化可能会带来的新增需求约为 25 万桶/日左右。

除此之外，全球最大的两个发展中国家——中国和印度的补库存需求也是全球需求增量的重要组成部分。

据 Energy Aspect 的数据来看，2019 年 1-9 月份，中国 SPR 和 CPR 的总增速大约为 70 万桶/日，与 2018 年同期基本持平。从过去几年中国补库存增速来看，上半年基本持稳，但 2020 年中国储备库扩容，可能会使得补库存速度又额外的稳定增量。在 SPR 方面，中国二期战略储备库（2800 万吨库容）建设进入收尾阶段，新增库容部分可能高于往年，由此带来的中国 2020 年补库存需求增量约为 10 万桶/日。印度方面，石油战略储备较之中国更少，未来补库存需求量极大。但近几年印度的战略储备库的建设进度缓慢，2019 年补库存进度仅有 10 万桶/天左右，2020 年新增库容较少的情况下，改善程度不会太大。

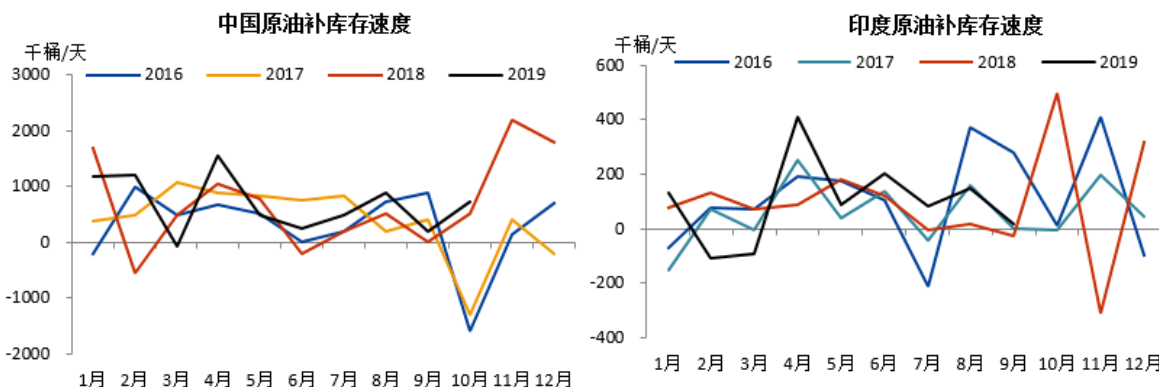
综上，我们预计中印 2020 年综合额外新增的需求量在 35 万桶/日附近。

图 15：2020 年炼化新增产能较大，需求有一定潜在增长空间



数据来源：Wind，Energy Aspect，兴证期货研发部

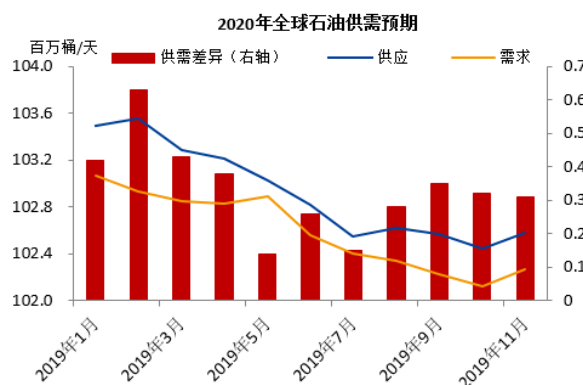
图 16: 中印 2020 年补库存增速或有上升



数据来源: Energy Aspect, 兴证期货研发部

综上, 我们认为, 从基本面来看, 2020 年全球石油依旧供应过剩, OPEC 的一季度减产很难起到作用, 甚至于即使 OPEC 在 3 月份延长减产协议至明年年底, 也很难改变供应过剩的局面。由于 OPEC 9 月受沙特遇袭影响, 减产执行力极高, OPEC 产出削减 260 万桶/日以上, 即使 OPEC 明年 3 月再度延长减产, 全年实际产量也不会低于 2019 年 9 月的产出水平。因此, 我们认为 OPEC、EIA、IEA 等权威机构在 10 月和 11 月的报告中基于沙特事件进行的 2020 年供需预估更具参考价值, 两月预估 2020 年供应过剩平均值为 31.5 万桶/日, 由此推算, 2020 年 WTI/布伦特可能分别以 55 美元和 60 美元为中轴进行宽幅震荡。

图 17: 2020 全球供应依旧面临过剩局面



数据来源: EIA, 兴证期货研发部

4.2020 年美国大选存在不确定性, 整体打压油价概率

大

2020 年美国大选年, 尽管美联储、EIA 等机构为美经济造势, 但根据历史经验来看, 美国大选前各美国机构的观点均过于乐观, 实际参考作用有所减弱。因此, 我们认为, 2020 年美国方面对油价的影响除基本面供需之外, 应当以大选进展为关注焦点。

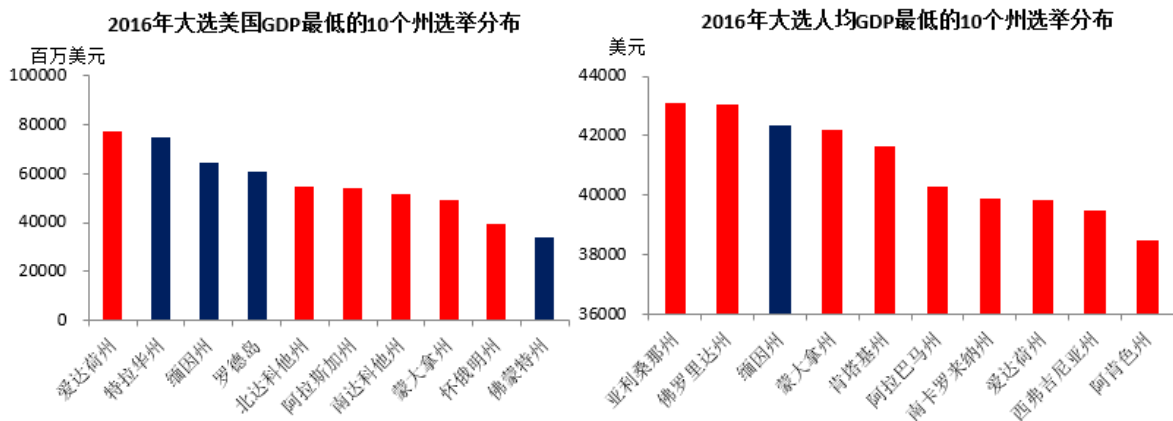
2016 年, 特朗普意外当选美国总统, 根据其选票分布来看, 美国较穷的几个州选择特朗普

是其获胜关键。以 GDP 总量来看，特朗普获得了最低 10 个州中的 6 个，略占上风。以人均 GDP 来看，特朗普以压倒式胜利获得了最低 10 个州中的 9 个。若想连任成功，底层人民的支持是必须争取的。对于美国底层人民而言，就业和生活成本是最为关注的两点，特朗普当年参选时也以此两点为重要竞选手段。

就业方面，特朗普上台后确实有所改善，美国失业率持续下降，工资水平也稳步上涨，基本兑现了参选时的承诺。而生活成本这块，根据美国 CPI 的构成，可以看出油价对于通胀的影响极大，二者基本同向波动，相关度极高。实际上，特朗普上台后，多次抨击油价过高，引起油价短线回调。由于近期美国就业有从反弹衰退的迹象，控油价相对来说，可能成为特朗普竞争连任的重要手段，结合美国页岩油单井产出不断加速上扬，以及美国运力在 2020 年大幅扩充，我们认为，如若特朗普继续当选，2020 年油价的上行空间将严重受限。

若特朗普被弹劾下台（概率极低）或在竞选时失败，新总统上台后大概率会重新考虑中美贸易问题，从而明显改善全球需求预期，带动油价上涨。但 2020 年上半年的不确定性将有所增加，恐慌情绪将大概率持续走高，同样不利于油价的上涨。

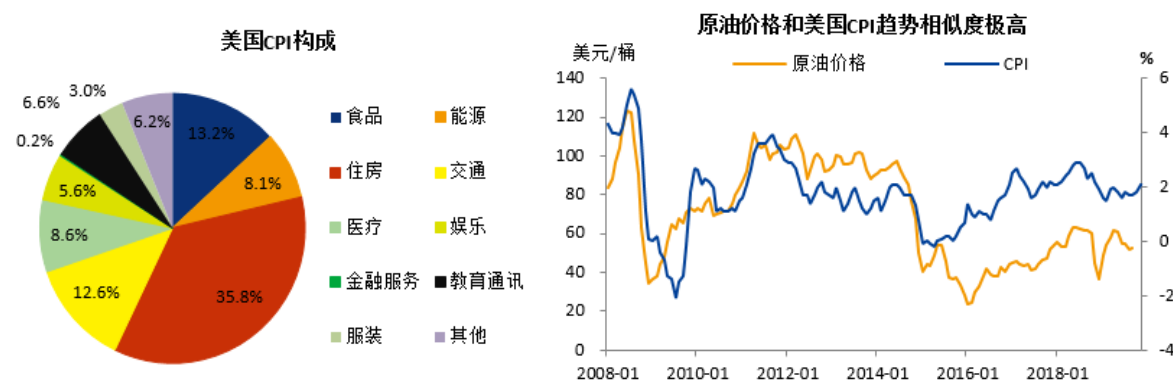
图 18：2016 年大选穷州多支持特朗普



注：红色代表特朗普，蓝色表示希拉里

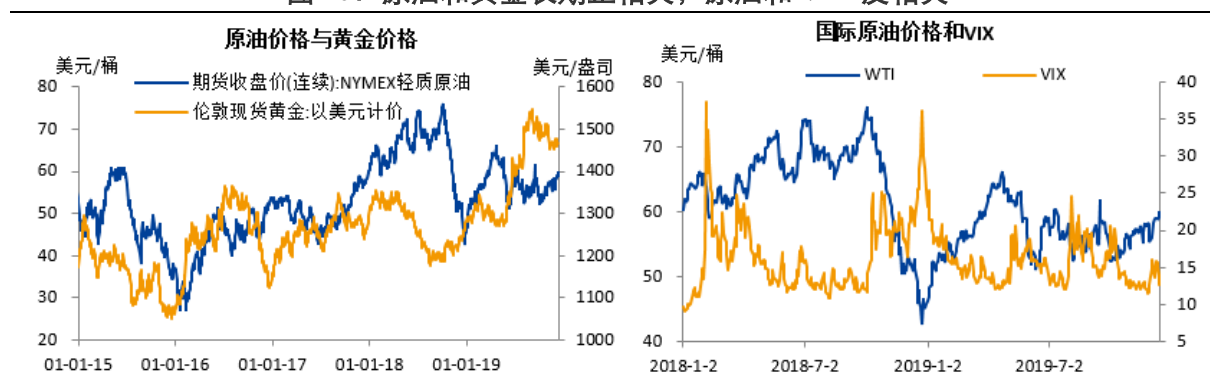
数据来源：RealClearPolitics，兴证期货研发部

图 19：原油价格与美国通胀极度正相关



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：原油和黄金长期正相关；原油和 VIX 反相关



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.操作建议

综上，由于预期 OPEC 难以全年深化减产、美国产出增量仍有较大空间，而全球经济衰退趋势不减、中美贸易磋商进展缓慢以及大炼化带来的需求增量可能弱于预期的情况下，全球原油需求也难以迅速得到实质性改善，我们认为 2020 年全球供给仍旧是过剩的局面，供过于求约在 30-40 万桶/日的区间，从而导致全年整体中性偏空。但一季度由于有 OPEC 深化减产的加持，下行空间可能受限，建议布空远月合约，如 06、09 等。另外，成品油如 RBOB、柴油等相对于原油的裂解具有明显的季节性特征，也可据此建立裂解差空仓或多仓。

供过于求加重，单边弱勢震荡，关注价差机会

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F0276379

投资咨询编号：Z0003058

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：林玲

0591-88560882

linling@xzfutures.com

内容提要

从供需面看：2020年我国甲醇计划投产690万吨，但生产利润偏低，实际产量增速或将较2019年明显放缓，预计2020年我国甲醇产量为6300-6400万吨，同比增速1.5-2%。2020年外盘新增甲醇产能600万吨，加上伊朗Busher产出合格品，预计将超过2019年水平，叠加国际需求不佳，伊朗问题等因素，预计2020年全年甲醇进口量1300-1400万吨，同比增速20-25%，再创新高。需求方面，甲醇最大下游CTO/MTO行业缺乏亮点，投产项目不确定性较大，由CTO/MTO行业倒推2020年我国甲醇消费量预计为7500万吨，同比增速5%。综上，2020年甲醇供需维持偏宽松状态，且供应过剩幅度较2019年有所扩大。

影响因素看：2020年全球经济整体依旧偏弱，但中国领先进入温和复苏阶段，经济悲观程度较2019年有所改善；从行业利润看，2020年甲醇生产仍处于低利润周期，预计春季检修可能放量，关注明年春检带来的阶段性反弹机会；2020年甲醇港口库存压力仍大，关注库存变化带来的阶段性机会；贸易流向看，随着进口和库存持续高位，预计华东等沿海地区将逐步从甲醇销区转变为甲醇产区，向内地输送进口甲醇。

策略建议方面：虽然2020年甲醇供需过剩程度有所扩大，但考虑到国内宏观环境温和复苏，以及甲醇估值相对低位，预计期价整体以弱势震荡为主，郑醇指数全年运行区间1800-2500。中长线策略上，单边做空机会不易把握，推荐相对价差的交易机会，例如2005-2009以及2009-2101的反套操作。中短线关注明年2-3月春检放量配合库存下降带来的阶段性反弹机会。

风险分析：中长线反套风险点为外盘投产不及预期、MTO装置投产超预期以及原油大涨等利多因素。明年2-3月阶段性反弹的风险点为国内春检不及预期、港口无法有效去库等

1.期现货行情回顾

图表 1：郑醇指数日 K 线图



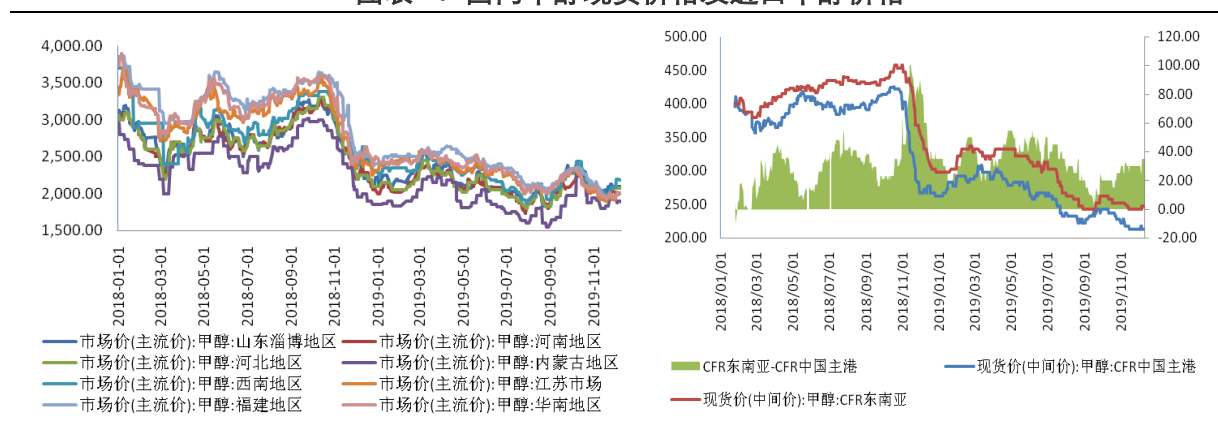
数据来源：文华财经 兴证期货研发中心

2019 年甲醇期货全年价格走势震荡走低为主，整体呈“M”型，两次高点分别出现在 3 月初和 10 月初。从波动幅度看，2019 年甲醇期价波幅较 2018 年明显收窄，2019 年郑醇指数波动区间在 1914-2700，波幅仅 41%，而 2018 年郑醇指数波动区间在 2300-3500，波幅达到 52%。

现货方面，走势与期货相近，也是重心走低的 M 型走势。国内价格方面，江苏地区甲醇现货价格全年运行在 1900-2600 元/吨，波动幅度 37%，内蒙古甲醇现货价格全年运行在 1550-2315 元/吨，波动幅度 49%。外盘甲醇 CFR 中国主港中间价全年运行在 212.5-308 美元/吨，波动幅度 45%。

2019 年甲醇期现货价格走势分阶段：(1) 1-3 月初反弹：久泰、南京惠生和宝丰等 MTO 装置投产预期和国内外甲醇装置春检预期推升价格；(2) 3-8 月回落：国内春检不及预期，进口放量，港口库存逐步堆积至历史高位，甲醇价格回落；(3) 8 月底-10 月初反弹：国庆节前备货，宝丰 MTO 投产以及沙特遇袭等再次推升短期甲醇价格；(4) 10 月至今回落：外盘秋检落空，国内外开工维持高位，MTO 工厂库存高位，传统需求受环保影响等因素作用下，甲醇再度走弱。

图表 2：国内甲醇现货价格及进口甲醇价格



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

2.供需面分析

2.1 供应面

(1) 国内供应

2019年，我国新增甲醇产能457万吨，其中一体化（即配套下游）的甲醇产能230万吨，非一体化的甲醇产能227万吨，见图3。截至到2019年末，我国甲醇总产能预计将达到8900万吨左右，产能增速5.4%，与2018年产能增速相当。从生产利润角度看，2019年全年甲醇价格始终在成本线附近徘徊，大部分企业处于微利甚至微亏状态，但鉴于前几年甲醇生产企业利润较好，因此今年的甲醇投产进度和开工率没有受到明显影响。

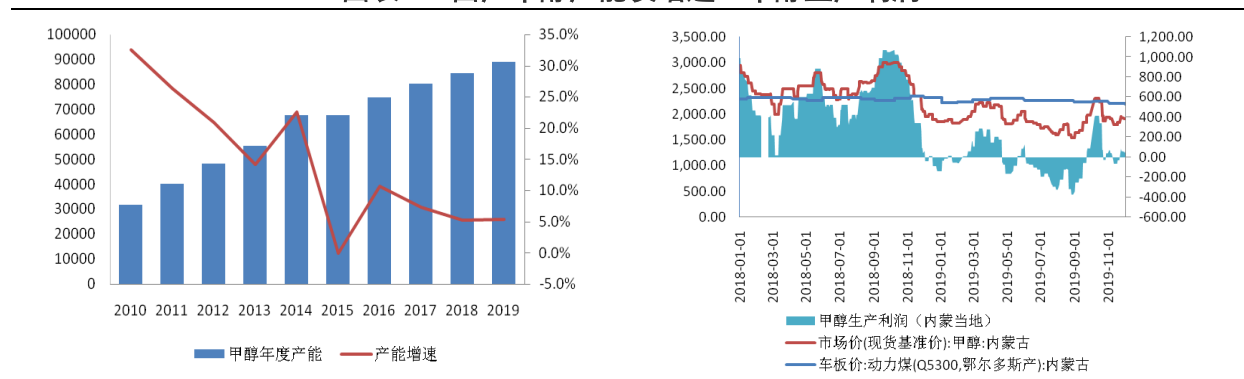
图表 3：2019-2020 年国内甲醇投产计划表

企业名称	年产能	原料	投产时间
恒力石化（一体化）	50	煤炭	2019.2
宝泰隆	60	煤炭	2019.5
山西建滔潞宝	20	焦炉气	2019.6
中安联合煤化（一体化）	180	煤炭	2019.7
湖北荆门盈德气体	50	煤炭	2019.8
山东新泰正大焦化	25	焦炉气	2019.9
鄂尔多斯电力冶金	12	尾气	2019.9
晋煤华昱	60	煤炭	2019.9
2019年合计	457		
兖矿榆林能化	60	煤炭	2020年一季度
荣信化工二期	100	煤炭	2020年一季度
新绛中信	20	焦炉气	2020年一季度
济宁恒信高科	15	焦炉气	2020年一季度
新疆心连心	15	煤炭	2020年二季度
安徽晋煤中能	30	煤炭	2020年二季度

宁夏宝丰二期	220	煤炭	2020 年二季度
内蒙古黑猫	30	焦炉气	2020 年三季度
新疆众泰	20	焦炉气	2020 年四季度
延长中煤二期（一体化）	180	煤炭	2020 年四季度
2020 年合计	690		

数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

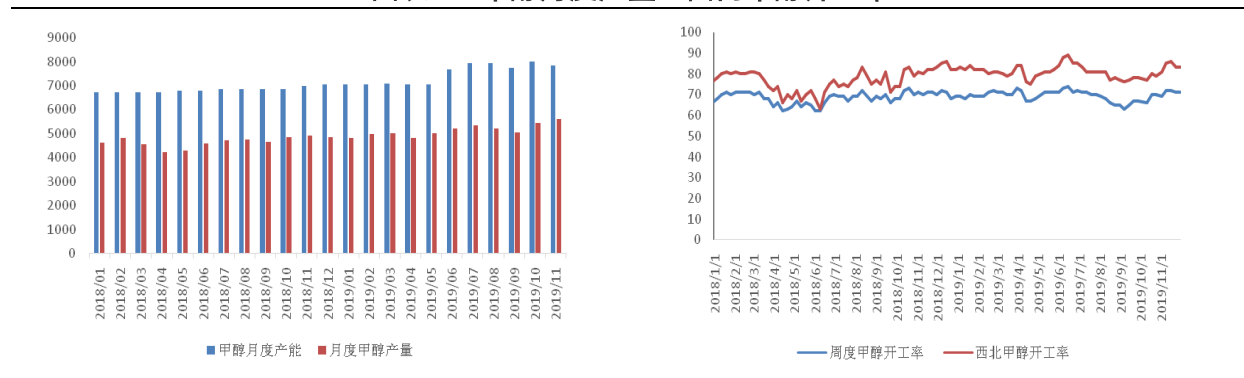
图表 4：国产甲醇产能及增速、甲醇生产利润



数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从产量来看，根据卓创数据，2019 年 1-11 月，我国甲醇累积产量为 5640.38 万吨，同比增幅 11%。从开工率看，根据卓创数据，2019 年平均甲醇全国开工率为 69.52%，平均甲醇西北开工率为 81.13%，而 2018 年平均甲醇全国开工率未 68.42%，平均甲醇西北开工率为 76.77%，可见虽然 2019 年甲醇生产利润较 2018 年大幅收缩，但企业开工率却进一步提升。预计 2019 年我国甲醇产量为 6200 万吨，同比增速在 10-12%。

图表 5：甲醇月度产量、国内甲醇开工率



数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从图表 3 可以看到，2020 年我国甲醇投产计划仍然较多，特别是随着兖矿榆林化和荣信二期两套装置推迟至 2020 年一季度投产，预计 2020 年计划新增甲醇产能 690 万吨，其中一体化的甲醇产能 180 万吨，非一体化的甲醇产能 510 万吨。预计到 2020 年末，我国甲醇总产能将达到 9600 万吨，产能增速 7.7%。但从利润角度考虑，若 2020 年甲醇生产利润维持低位（大概率事件），预计甲醇生产企业会采用推迟投产、降低负荷、停车检修等方式调节产量，因而实际产量增速将较 2019 年明显放缓。按照 2019 年甲醇产量 6200 万吨为计算基数，预计 2020 年我

国甲醇产量为 6300-6400 万吨，同比增速 1.5-2%。

(2) 进口量

2019 年，伊朗 Kaveh 230 万吨和 Buser 165 万吨装置（试运行中）投产，合计外盘投产量为 395 万吨。虽然外盘投产力度不及 2018 年（509 万吨），但今年伊朗的投产力度很大，且随着欧美国家对伊朗的制裁加剧，伊朗甲醇更多地流向中国，实际上对今年我国的甲醇进口量影响很大。

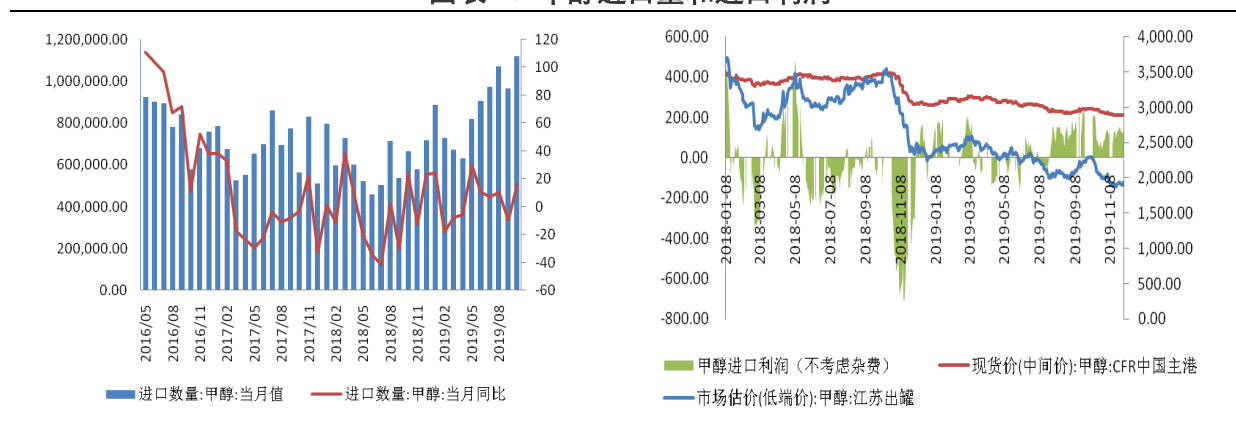
图表 6：2019-2020 年国外甲醇投产计划

地区	公司名称	产能（万吨）	投产日期
伊朗	Kaveh	230	2019.2
伊朗	Buser	165	2019.12
2019 合计		395	
伊朗	Kimi	165	2020 一季度
特立尼达	Caribbean Gas Chemical	100	2020 一季度
伊朗	Sabalan Methanol	165	2020 三季度
美国	山东玉皇	170	2020 四季度
2020 合计		600	

数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从进口量来看，2019 年 1-10 月，我国甲醇累积进口量 878.14 万吨，同比增幅 43.2%。究其原因，一方面是 2019 年外盘开工始终处于高位，以往东南亚和中东地区春秋两季均有季节性检修，而 2019 年情况看，伊朗和马来西亚甲醇装置仅短停，均未形成持续的季节性检修；二是随着今年伊朗 Kaveh 230 万吨装置的投产，伊朗甲醇产能大增，受国际制裁以及欧美需求不佳等因素影响，大量伊朗甲醇流向中国；三是今年甲醇进口利润尚可，且期货市场和纸货市场始终升水于港口现货，贸易商进口和期现套利均有一定利润。从船期情况看，预计今年 11-12 月进口量依旧能保持 100-120 万吨/月高位，**预计 2019 年全年甲醇进口量为 1100 万吨左右。**

图表 7：甲醇进口量和进口利润



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

2020 年，外盘甲醇投产力度依旧比较大，见图表 6。按照投产计划，预计 2020 年外盘新增甲醇产能 600 万吨，加上伊朗 Buser 产出合格品，预计将超过 2019 年水平。但根据实际投产

时间和对中国的影响来看，需要重点关注的还是伊朗 Busher 何时产出合格品，以及伊朗 Kimi 和特立尼达 Caribbean 装置的投产。

从进口量角度看，2019 年造成进口增量明显的几个因素，预计依旧存在：中东等地甲醇生产成本较低，以目前外盘价格看，国际甲醇生产利润尚可，预计 2020 年外盘高开开工状况将维持；2020 年外盘新产能投放力度较大；进口利润和期货纸货升水情况依旧保持。因此，我们判断 2020 年我国甲醇进口量还将维持增长，预计月进口量维持在 100 万吨以上，**2020 全年甲醇进口量 1300-1400 万吨，同比增速 20-25%，再创新高。**

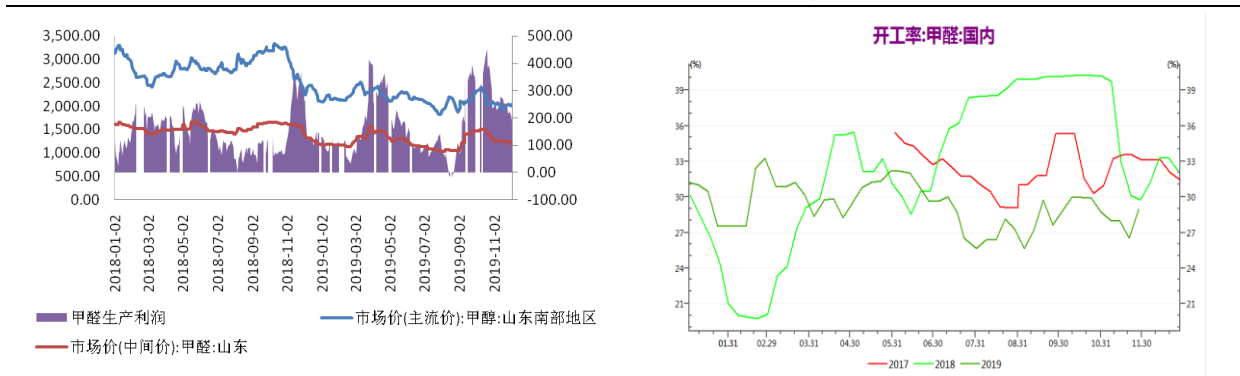
2.2 需求面

甲醇的需求分为传统需求和新兴需求，传统需求主要有甲醛、二甲醚、醋酸和 MTBE 等，新兴需求主要是煤/甲醇制烯烃（CTO/MTO）和甲醇燃料，其中占比最大的仍是 CTO/MTO。预计 2019 年 CTO/MTO 占甲醇消费量的比例将超过 50%，因而分析甲醇下游需求时，重点关注 CTO/MTO 装置的投产和开工情况，对于传统下游，更多关注季节性和事件的影响。

(1) 传统需求

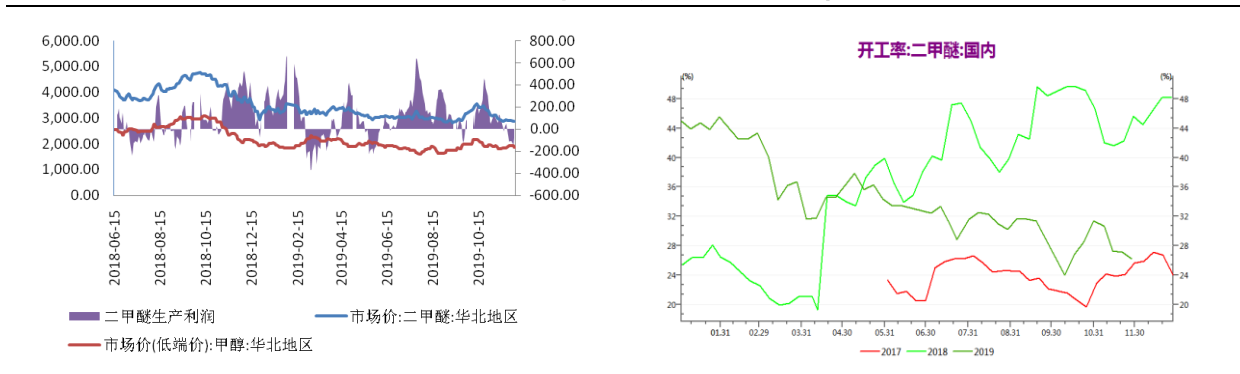
2019 年甲醇传统下游需求受到几个重要因素的影响，整体开工水平低于去年，见下图。首先是 2019 年 3 月份江苏响水化工园爆炸事件，导致国内化工企业安监整体趋严，江苏、山东周边的化工企业当时进行集中停车整顿，对甲醇传统下游有一定影响。另外，今年是 70 周年大庆，因而国庆前后又一波安监和环保政策，打压甲醛等传统下游开工。由于甲醇传统下游相对分散，且在甲醇消费中占比较小，对年度甲醇消费量影响不大，主要关注季节性变化和事件的影响。

图表 8：甲醛生产利润及开工率



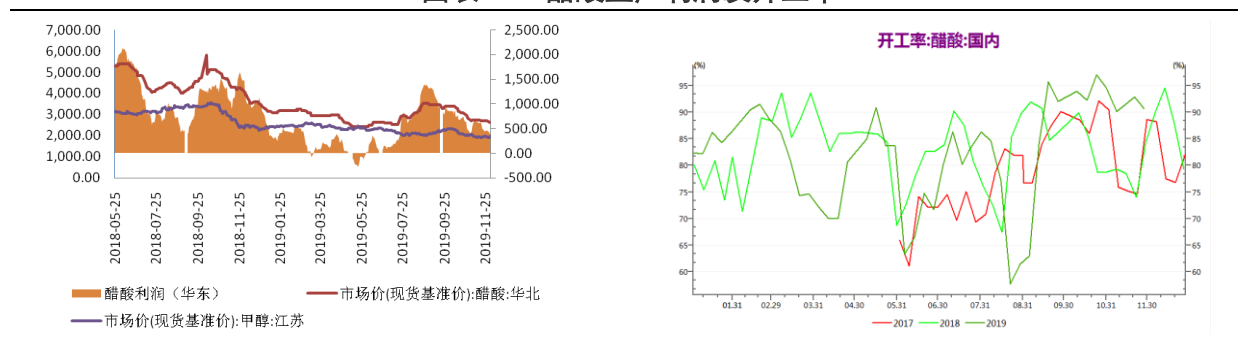
数据来源：WIND 兴证期货研发中心

图表 9：二甲醚生产利润及开工率



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

图表 10: 醋酸生产利润及开工率



数据来源: WIND 兴证期货研发中心

(2) 煤/甲醇制烯烃

2019年,我国新投产的CTO/MTO装置有:久泰能源、中安联合、南京诚志、宝丰二期以及鲁西化工,其中南京诚志是外采MTO装置,宝丰二期是配套的甲醇装置还未投产,暂以外采为主。2019年共计投产CTO/MTO装置产能270万吨。截至到2019年末,预计我国CTO/MTO总产能约为1600万吨(包含试车成功的鲁西化工)。而从2020年投产计划看,整体缺乏亮点,基本上只有天津渤化和延长中煤榆林两套装置投产概率较大,且都在下半年。重点还需要关注常州富德30万吨MTO装置的重启。预计到2020年底,CTO/MTO总产能将1720万吨。

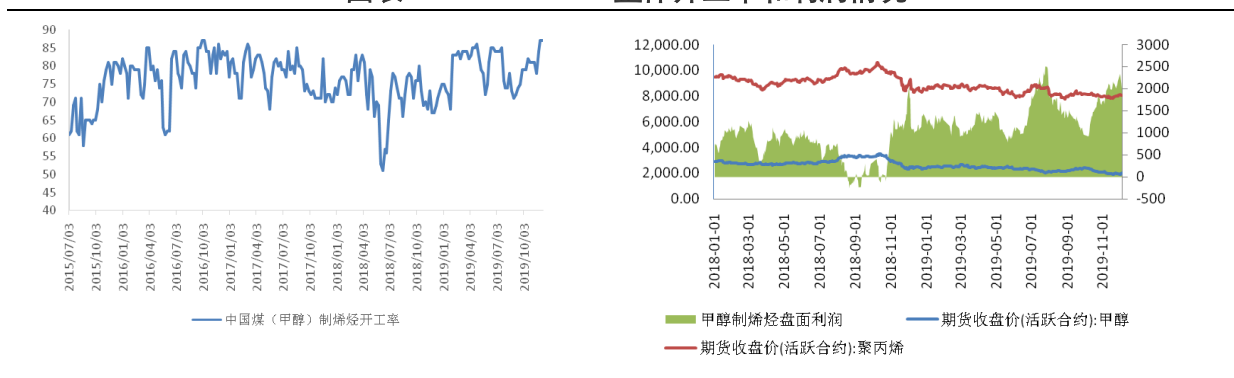
图表 11: 2019-2020 年煤/甲醇制烯烃投产计划表

企业名称	产能 (万吨/年)	配套甲醇产能	投产时间
久泰能源	60	100	2019.6
南京诚志	60	-	2019.7
中安联合	60	180	2019.7
宝丰二期	60	-	2019.9
鲁西化工	30	80	2019.11
2019 年合计	270		
吉林康奈尔	30	-	待定
青海大美	60	-	待定
天津渤化	60	-	2020 年四季度
延长中煤榆林	60	180	2020 年四季度
2020 年合计	210		

数据来源: 卓创资讯 兴证期货研发中心

从开工率角度看,2019年CTO/MTO行业整体开工率高于2018年,2019年CTO/MTO行业平均开工率为80%,而2018年CTO/MTO行业平均开工率仅为72.3%。究其原因,主要是2019年甲醇价格处于相对低位,CTO/MTO行业整体利润水平较好,因而企业开工率维持高位,且检修的意愿比较低。从盘面利润来看,2019年MTO平均盘面利润为1440元/吨,明显好于2018年的731元/吨。但从另一个角度看,目前CTO/MTO行业开工率已经处于相对高位,2020年继续提升的空间有限。

图表 12: CTO/MTP 整体开工率和利润情况



数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

我们通过 CTO/MTO 行业来倒推甲醇的需求量：按照 2019 年全年 CTO/MTO 行业平均开工率 80%、产能规模 1570 万吨、以及需求占比 53% 来计算，**预计 2019 年我国甲醇消费量在 7150 万吨**。对于 2020 年，由于 CTO/MTO 新装置投产较少，且开工继续提升空间有限，加之乙烯的竞争效应，**预计 2020 年我国甲醇消费量为 7500 万吨**。

2.3 供需平衡表

图表 13: 甲醇供需平衡表 (万吨)

年份	国内产量	进口量	总供应量	实际需求量	供需缺口
2018	5576	743	6319	6263	56
2019E	6200	1100	7300	7150	150
2020E	6350	1350	7700	7500	200

数据来源：兴证期货研发中心

2018 年前三季度甲醇供需偏紧，但四季度随着兴兴等 MTO 工厂停车，甲醇供需明显失衡，于是综合 2018 年全年情况，甲醇供需基本平衡，供应略有宽松 56 万吨。2019 年开始，甲醇供需宽松的格局延续，且幅度有所扩大，预计全年供过于求将达到 150 万吨。再考虑 2020 年的情况，鉴于国内产量和进口量进一步增加，但最大下游 CTO/MTO 缺乏亮点，预计供应过剩幅度继续扩大，全年供过于求将达到 200 万吨。

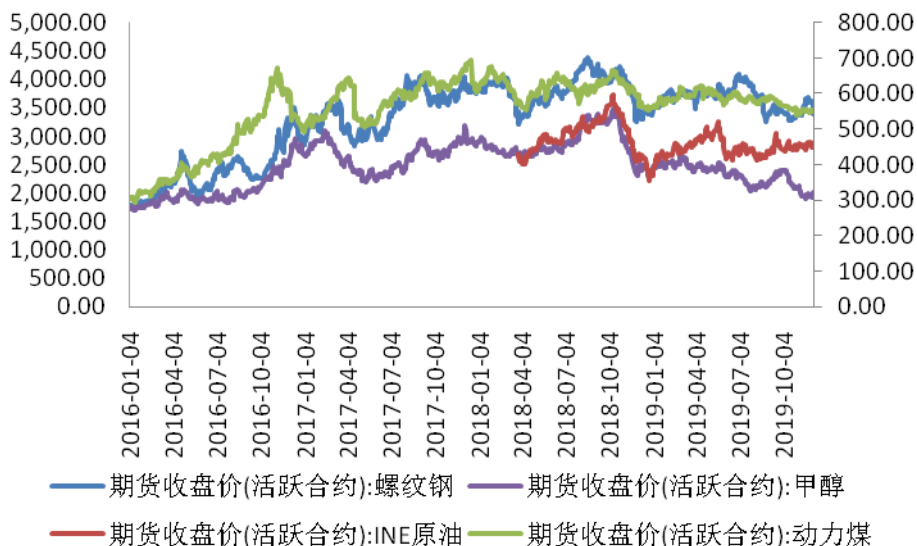
3. 甲醇价格影响因素探讨

3.1 2020 年全球经济整体依旧偏弱，但中国领先进入温和复苏阶段

宏观环境影响大宗商品的需求，从而对大宗商品特别是工业品的价格起着决定性的作用。2016 年-2018 年 3 季度，全球经济回升叠加国内供给侧改革，工业品价格整体抬升；2018 年四季度开始，全球经济转弱，工业品价格进入下行周期，这些在去年的年报中都已详细描述。各基本面并不相同的工业品，在宏观环境的作用下，价格走势整体趋同，统计 2016 年至今的数据，

螺纹、原油（2018年3月上市以来数据）、动力煤与甲醇期价的相关性分别达到 0.77，0.71 和 0.75。

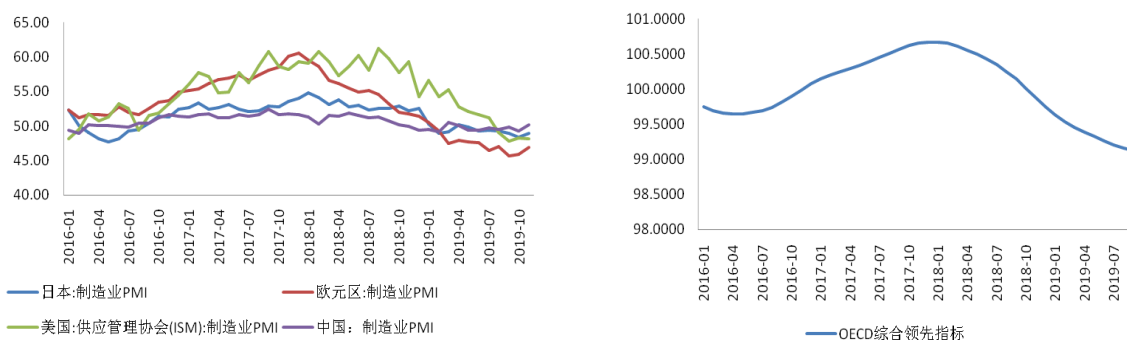
图表 14：螺纹、甲醇、动力煤、原油期货收盘价



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

2018 年以来，全球经济相继减速，世界各大经济体 PMI 指数于 2018 年开始相继回落，目前基本上都在 50 荣枯线以下；从 OECD 领先指标看，2018 年初已经回落，目前整体仍处于下行周期。IMF 在今年 10 月最新的《世界经济展望》报告中，对全球 2019/2020 年经济增速预测再度分别下调 0.2 和 0.1 个百分点至 3% 和 3.4%。预计 2020 年大部分时间全球经济整体依旧偏弱。

图表 15：世界主要经济体 PMI 和 OECD 领先指标

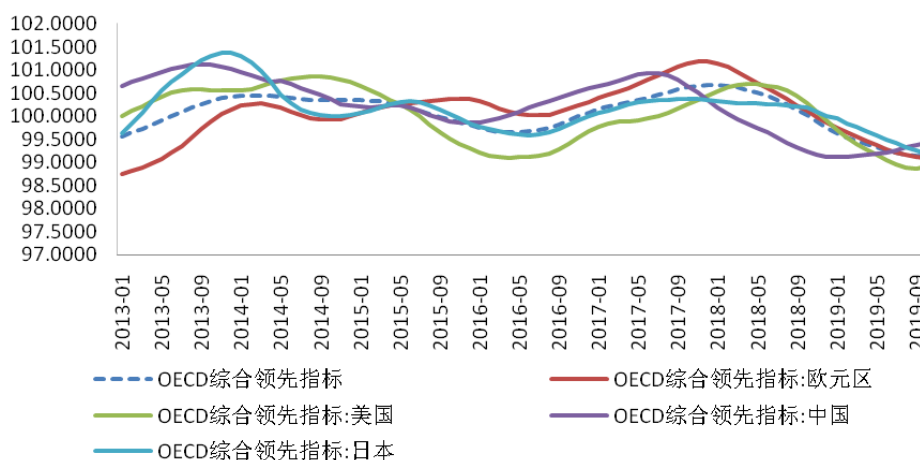


数据来源：WIND 兴证期货研发中心

但是将 OECD 领先指标细分，我们还是可以看出一些变化。通常 OECD 领先指标分为四种经济状态，往复循环：复苏(<100 且在增长)；繁荣(>100 且在增长)；衰退(>100 且在下降)；萧条 (<100 且在下降)。从下图可知，中国 OECD 综合领先指标已经企稳回升，进入温和复苏阶段；世界其他主要经济体，如美国，也已经进入触底阶段。可见，中国领先于世界主要经济体进入温和复苏的阶段，而全球经济下行或将接近尾声。因此，对于甲醇等工业品而言，2020 年

宏观压力仍在，但压力或将小于 2019 年。

图表 16: 世界主要经济体的 OECD 领先指标



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

3.2 2020 年甲醇生产仍处于低利润周期，关注春检力度

2013 年到 2015 年大宗商品熊市导致各行业利润向中下游让渡；2016 年到 2018 年三季度，全球经济回升叠加国内供给侧改革，各行业上游利润持续回升；2018 年四季度至今，工业品重回下行周期，上游利润再度向中下游转移。从甲醇行业看，上述利润变化的过程十分明显，见下图。以内蒙为例，2019 年甲醇平均生产利润为-13 元/吨，而 2018 和 2017 年甲醇平均生产利润分别为 539 和 401 元/吨，可见随着 2018 年四季度以来甲醇价格的快速回落，今年甲醇生产利润消失殆尽。再看甲醇下游利润，以 CTO/MTO 行业为例，按盘面利润计算，2019 年甲醇制烯烃盘面平均利润为 1442 元/吨，而 2018、2017 年的平均利润分别为 731、565 元/吨，可见今年甲醇的上游利润已经充分地向下游让渡。

图表 17: 甲醇生产利润、甲醇制烯烃盘面利润

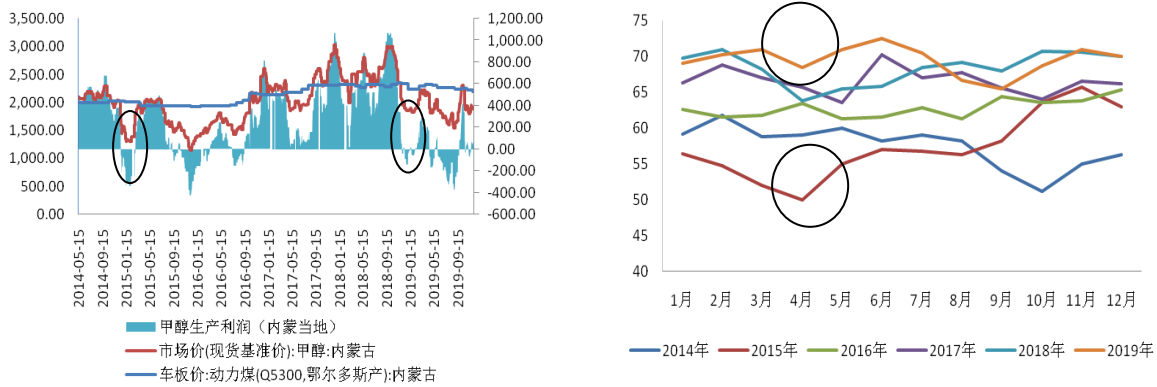


数据来源：WIND 兴证期货研发中心

从时间周期来看，通常利润转移的过程需要 3 年左右时间，因此从 2018 年四季度算起，甲醇上游利润处于低位的周期仍未结束，对甲醇价格形成一定压制。但阶段性看，煤头企业可能

因为生产利润不佳而放大季节性检修的量，特别是春季检修，可参考 2015 年初及 2019 年初，煤头甲醇亏损，对应当年 4 月份的春季检修的量相对较大，开工率明显走低。按照目前甲醇的生产利润，预计 2020 年 3-5 月的甲醇春季检修亦有放量可能，需要密切关注检修计划和实际开工情况。

图表 18：甲醇生产利润和开工率

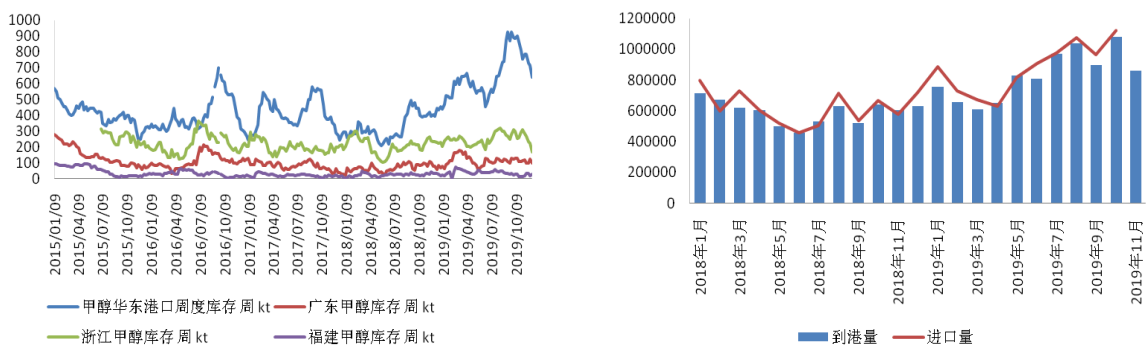


数据来源：WIND 兴证期货研发中心

3.3 2020 年甲醇将延续高库存状态，关注阶段性库存变化

今年甲醇港口库存大幅增加，特别是华东地区，截止到 2019 年 12 月 12 日，华东地区甲醇库存 62.5 万吨（虽然近期去库明显，但同比增幅依旧高达 40%），浙江 20.2 万吨，广东 9.9 万吨，福建 1.6 万吨。5 月份开始，我国甲醇到港量明显增加，从而进口量也从 5 月开始显著增加，造成港口库存持续高位。今年到港船期激增，一方面是伊朗 Marjan 和 Kaveh 等装置稳定投产后，产能大幅提升，鉴于国际制裁等因素，伊朗货物大多选择发往中国；另一方面是全球甲醇需求偏弱，原本计划发往欧美地区的非伊朗甲醇也大量发往中国，部分时段甚至有日韩甲醇发往中国。

图表 19：甲醇港口库存、甲醇到港量和进口量



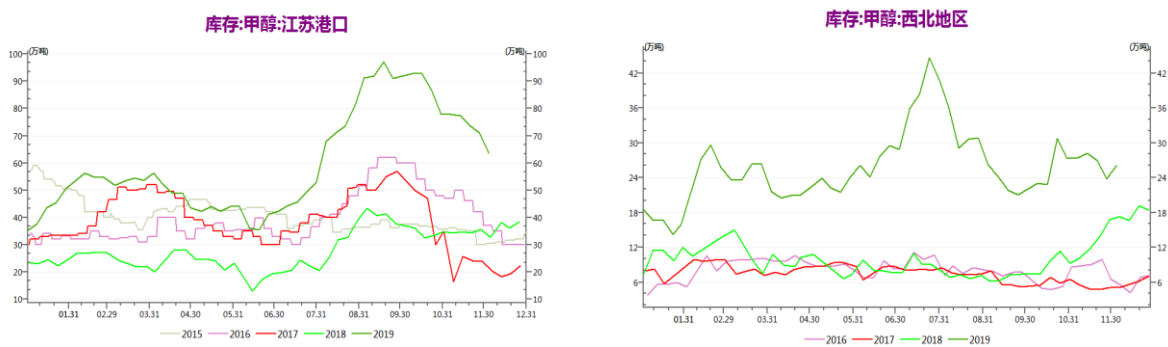
数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从季节性来看，往年甲醇港口库存变化规律一般是：一季度春节前后下游停工较多，港口进入累库周期；二季度是内外盘甲醇装置检修高峰，港口进入去库存周期；三季度随着前期检修装置的复工，港口再度进入累库周期；四季度随着焦化限产和天然气限气的影响，港口再度进入去库存周期。2019 年甲醇港口库存前两个季度走势基本符合季节性规律，但从 7 月份开始，

伴随进口量大增，甲醇港口累库幅度很大，远超往年同期；到了四季度，今年焦化限产和天然气限气幅度均不及预期，但今年港口甲醇价格与内地倒挂，大量港口货源发往山东等内地销区，导致了四季度的去库存。

从库存量来看，今年甲醇进口量和港口库存已经上了一个台阶，根据前文对进口和宏观的分析，预计 2020 年甲醇将延续高库存状态。从时间段看，2020 年春节在 1 月下旬，预计从 12 月底开始，甲醇传统下游将陆续停工，而进口和产量维持高位，甲醇或将进入新一轮累库周期至春节后。

图表 20：甲醇港口库存和产区库存季节性

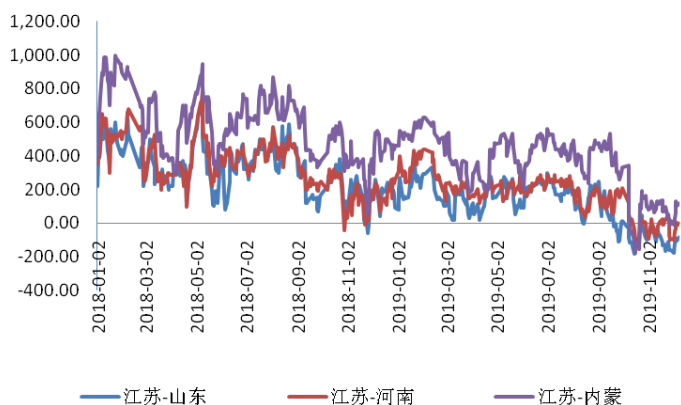


数据来源：隆众石化 兴证期货研发中心

3.4 2020 年延续港口弱于内地，华东逐步转变为甲醇产区

2019 年国内甲醇的贸易流向发生了很大的变化，从各区域价差的变化可以看出：2019 年江苏-山东（运费 250）、江苏-河南（运费 250）以及江苏-内蒙（运费 500）的平均区域价差分别为 110、174 和 352 元/吨，明显低于 2018 年的平均值 320、344 和 588。原因主要有两个方面：一是今年进口量大增，港口到港持续过剩导致江苏等传统销区的价格不断走低，特别是四季度开始，港口价格持续倒挂山东、河南等地，货源大量流向内地；二是今年西北地区的久泰和宝丰 MTO 装置开车，外购甲醇促使内地特别是西北地区价格相对坚挺。因此，今年甲醇国内贸易流向，从过往的内地流向港口，转变为港口流向内地，预计这种情况在 2020 年还将持续。2020 年进口有接近 250 万吨的增量，而内地有 150 万吨左右的增量，但内地或根据利润加大阶段性减产的量，因此 2020 年总体延续港口弱于内地的局面，预计甲醇将持续从港口流向内地，港口从甲醇销区变成了产区。

图表 21：甲醇现货区域价差



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

4.结论及投资建议

从供需面看：2020年我国甲醇计划投产690万吨，但生产利润偏低，实际产量增速或将较2019年明显放缓，预计2020年我国甲醇产量为6300-6400万吨，同比增速1.5-2%。2020年外盘新增甲醇产能600万吨，加上伊朗Busher产出合格品，预计将超过2019年水平，叠加国际需求不佳，伊朗问题等因素，预计2020年全年甲醇进口量1300-1400万吨，同比增速20-25%，再创新高。需求方面，甲醇最大下游CTO/MTO行业缺乏亮点，投产项目不确定性较大，由CTO/MTO行业倒推2020年我国甲醇消费量预计为7500万吨，同比增速5%。综上，2020年甲醇供需维持偏宽松状态，且供应过剩幅度较2019年有所扩大。

从宏观角度看，2020年全球经济整体依旧偏弱，但中国领先进入温和复苏阶段，经济悲观程度较2019年有所改善；从行业利润看，2020年甲醇生产仍处于低利润周期，预计春季检修可能放量，关注明年春检带来的阶段性反弹机会；2020年甲醇延续高库存状态，关注阶段性库存变化；贸易流向看，2020年港口或将持续弱于内地，华东等沿海地区从甲醇销区逐步转变为产区，向内地输送进口甲醇。

策略建议方面，虽然2020年甲醇供需过剩程度有所扩大，但考虑到国内宏观环境温和复苏，以及甲醇估值相对低位，预计期价整体以弱势震荡为主，郑醇指数全年运行区间1800-2500。中长线策略上，单边做空机会不易把握，推荐相对价差的交易机会，例如2005-2009以及2009-2101的反套操作。中短线策略方面，推荐关注明年2-3月春检放量配合库存下降的带来的阶段性反弹机会。

风险分析：中长线反套操作方面，风险点为外盘投产不及预期、MTO装置投产超预期以及原油大涨等利多因素。中短线策略方面，风险点为国内春检不及预期、港口无法有效去库等。

山雨欲来风满楼，砥砺前行路漫漫

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部
能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F0276379

投资咨询编号：Z0003058

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：赵奕

021-20370938

zhaoyi@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

聚丙烯、聚乙烯全年呈震荡下行趋势。一季度为春节后正常去库期，且上游成本坍塌，价格震荡下行。二季度迎来集中检修，6月中美贸易问题缓解，市场前期悲观预期有所修整，期现价格小幅上涨。三季度新增产能逐步释放，检修量偏少，需求受环保督察影响不及预期，市场再次陷入悲观情绪，期现双跌，唯一利好是9月中旬沙特阿美遇袭事件，带动了整体化工板块上移，但聚烯烃较弱的基本面使得期价很快回归下行。四季度再次进入缓慢去库逻辑，今年春节较早，在供需失衡的情况下厂商、贸易商积极降价去库，低库存迎接春节，但同时也导致期现价格弱势不改。

● 后市展望

1. **2020年聚烯烃仍处于供需过剩格局，拓宽去库手段。**供应方面，以国内为统计口径，当前已确认2020年即将放量的聚烯烃有效产能将达到1247.5万吨，预计2020年聚丙烯新增有效产能约为530万吨（不考虑延产情况），预估总产量在3189.18万吨，同比上涨19.26%；聚乙烯新增产能约为717.5万吨，预估总产量在4035.87万吨，同比上涨18.55%。需求方面，12月已开始新一轮环保督察，下游行业面临大规模整改，2020年聚丙烯预估需求增速为5.04%，聚乙烯预估需求增速为10.93%，均不及供应增速。终端需求有汽车、棚改及基建刺激政策支持，2020年或有所改善。仅从直接下游数据来看，供需面将进一步恶化；但终端需求拉动需求增长，2020年实际需求增速或好于预期。当前面对供需过剩局面时，国内厂商、贸易商唯一处理方法是降价去库，且因为心态或消息面因素，往往会有一些的滞后性，导致高货低卖或低货滞销。2020年我国将面临更为严峻的供需过剩局面，聚烯烃期末库存或增

14.57%，业者可通过价格优势、质量优势进行出口或及时降价来调节库存。

2. 边际成本降低，聚烯烃盘面下降空间拓宽。随着煤制烯烃及 PDH 工艺的发展，部分落后的油制烯烃企业或改革工艺、或退出市场。据统计和计算，2020 年聚丙烯新增装置最低成本比目前最低成本还低 1000-2000 元/吨，占 2020 年预估总产能约 11.76%；聚乙烯新增装置最低成本较目前最低成本低 200-300 元/吨，占 2020 年预估总产能约 14.08%，在增加企业利润的同时，极大地拓宽期现下调范围，在供需过剩的形势下给予业者更多调节空间。

● 策略建议

单边：逢高沽空，二季度后做空确定性较强
跨期：反套

● 风险提示

中美贸易战发酵、原油大幅走弱、地缘危机加剧、新兴下游推动力不足、新产能集中推迟。

1. 市场行情回顾

1.1 库存回顾

相较 2018 年，2019 年虽为检修小年、扩产大年，但厂商、贸易商调节库存的意识已逐步增强，全年库存均处于相对中位，优于去年。全年库存主要累积在石化厂商端，贸易商及下游均随行就市，以低价采购为主，维持低库存运行。

分季度来看，第一季度年前中下游常规补库，带动石化库存下滑。春节期间因下游基本停工，石化库存出现大幅累积，春节后两油库存最高达 2 月 15 日当周 101.15 万吨。而后中下游逐渐复产，石化库存缓慢去库，厂商小幅降价以保证库存较往年处于相对正常位。进入 3 月，聚烯烃进入生产旺季，高开工率及部分货源挺价导致去库效率下降，一度超过 2018 年同期库存。

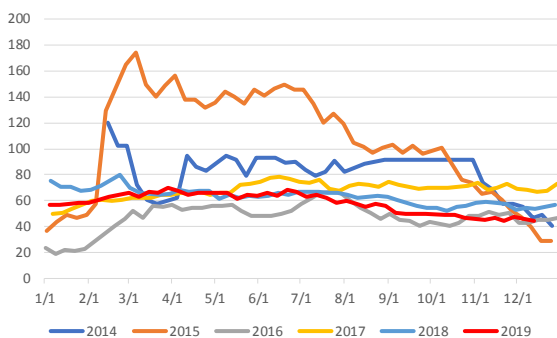
二季度聚烯烃迎来了集中检修，但检修体量有限，4-5 月库存去化不尽如人意，社会库存也进入相对中位。贸易商及厂商为了保证后续生产正常运行，选择让利出货，主动降价 300-500 元/吨，中下游投机需求受降价刺激有所回升，使得库存去化加速。

三季度聚烯烃大规模扩产，下游经过二季度集中补库后接盘能力疲软，库存再度累积。7-8 月下游对后市预期看空，且尚未进入旺季，基本保持刚需采购状态，库存缓慢下降。直至 9 月沙特阿美遇袭，黑天鹅事件刺激期现价双双进入上行通道，下游担忧未来成本过高，开启集中采购模式，投机性需求亦高企，加快去库速度，整体库存一度达到全年低位 49.56 万吨，环比降 5.71%，同比 2018 年降 20.75%。

进入四季度，多数有效产能已稳定释放，供应面承压严重，叠加下游旺季不旺、宏观数据不佳及终端需求“金九银十”不再，在市场的悲观预期下石化再次累库。且今年春节较早，聚烯烃可能面临下游提前停工的需求断层，聚丙烯合约深贴水，期市难以提供支撑，厂商及贸易商积极降价去库，维持偏低库存状态迎接春节。

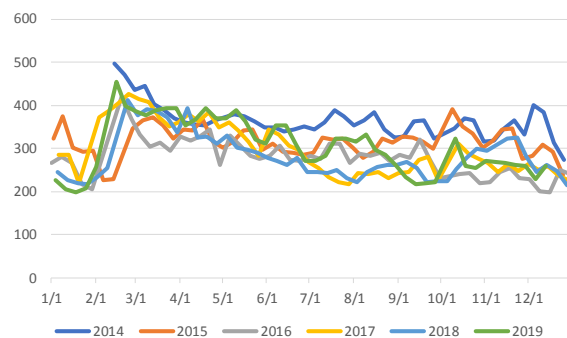
同时，明年聚烯烃依旧延续扩产逻辑，据当前数据推算，2020 年至少有 1247.5 万吨/年有效产能将于 2020 年释放，聚乙烯新增有效产能将在一季度集中释放，高达 353 万吨，占全年释放量的 49.19%；同时下游受环保管制严重，需求端面临整改，由聚丙烯、聚乙烯基本面供需平衡表分析（图 11、图 27）可得需求增速远不及投产增速。综上，预计 2020 年聚烯烃仍面对极大的累库压力。

图 1：聚丙烯社会库存季节图（单位：kt）



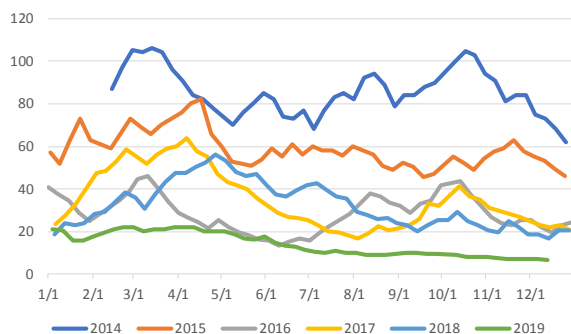
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 2：聚丙烯石化库存季节图（单位：kt）



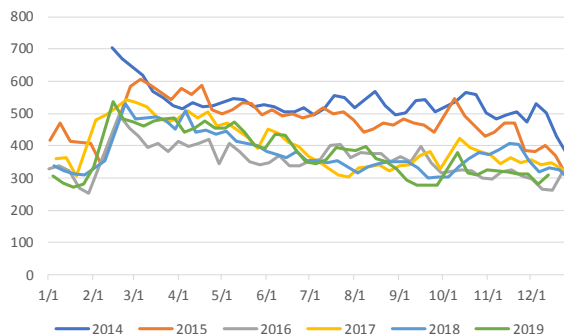
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 3：聚丙烯港口库存季节图（单位：kt）



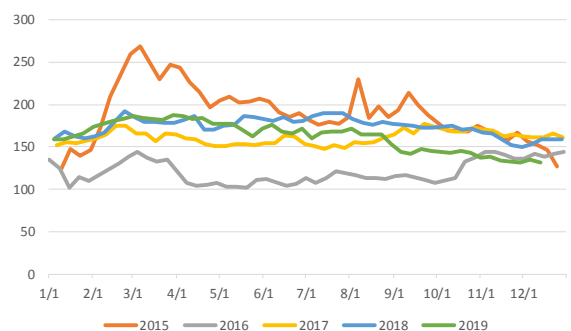
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 4：聚丙烯总库存季节图（单位：kt）



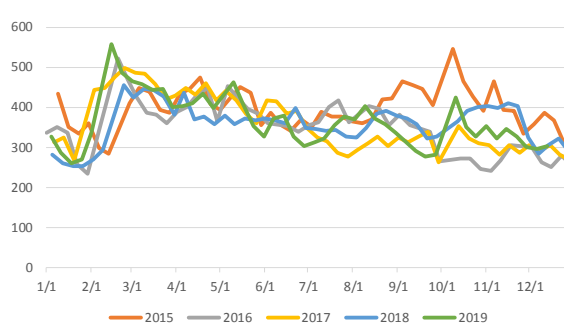
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 5：聚乙烯社会库存季节图（单位：kt）



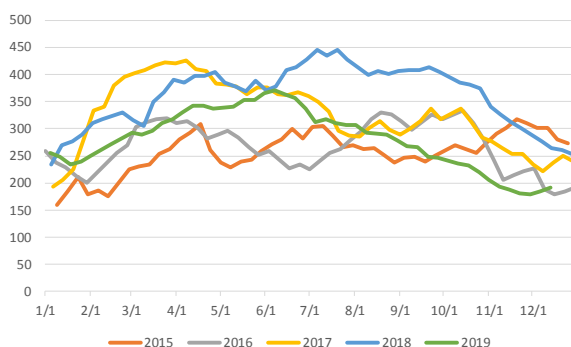
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 6：聚乙烯石化库存季节图（单位：kt）



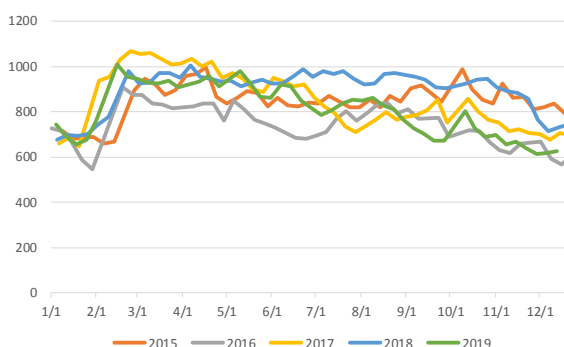
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 7：聚乙烯港口库存季节图（单位：kt）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 8：聚乙烯总库存季节图（单位：kt）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

1.2 聚丙烯市场行情回顾

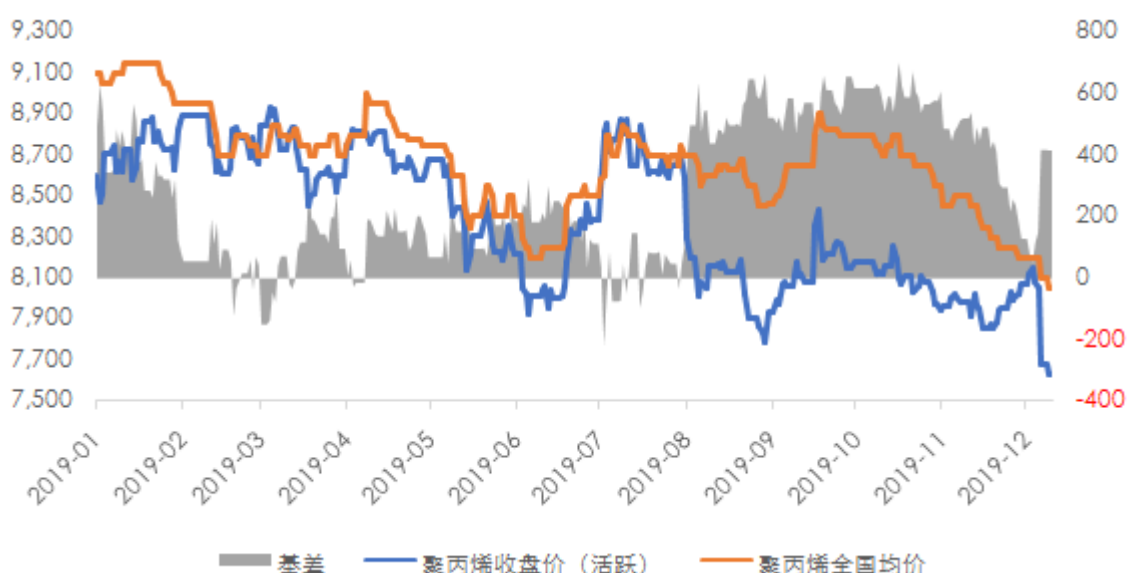
由于大炼化计划及下游环保整改，聚丙烯 2019 年整体呈现供过于求的格局。年初至 3 月初，聚丙烯盘面以震荡反弹为主，基差接近 600 元/吨。上游原油价格企稳上行，现货端节前挺价，盘面有向上修复基差的需求，该阶段期货 2 月上扬至 8895 点，近年内高点。但后续需求面无实质性改变，库存去化缓慢，期现价格双双下行。

3月初-5月中旬，盘面持续下行，多重利空因素主导市场——国际油价下行带动上游成本端坍塌、2016年延产的大量产能于2019年该时段集中释放、需求端在采购低价进口货源后断档。后市悲观预期叠加供需失衡导致期价大幅下挫，最低点至8452点，现货价也随之下调，直至临近交割进入修复基差阶段后，期价才有所回升。5月中旬-7月初，人民币贬值导致进口成本攀升，前期对需求的悲观预期延续，伴随着基差修复的结束，偏弱基本面导致期价继续下跌，直至6月中美贸易问题暂缓、市场预期大幅修正，期价走出了上半年最强上升行情，也带动了厂商、贸易商现货提涨热情。

7月-9月初，新装置重启量逐渐增多，且2019年为检修小年，检修量较往年偏少，叠加下游需求疲软，期价开启下行通道，最低至7787点。9月至12月，沙特阿美遇袭事件拉涨整个化工板块，聚丙烯迎来2019年第二波大涨行情，现货报价积极上调，但随后沙特事件对价格影响式微，价格走势逻辑回归基本面——新产能持续增加、下游需求旺季不旺、宏观经济数据不佳导致市场笼罩在一片愁云惨淡中，期价震荡下跌，现货价也随之开始了漫漫下跌路。

12月临近交割，上游油价偏暖及基差修复需求带动期价小幅上涨，但很快疲软的基本面再次将期价拉至低位，而现货方面则一直保持让利出货、保证低库存以应对春节的偏弱走势。

图9：聚丙烯主力合约、现货价格走势及基差（左轴：价格 右轴：基差）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 聚乙烯市场行情回顾

2019年再次进入扩产周期，供需失衡为本年主要矛盾，大炼化一体项目及全球聚乙烯产能爆发性上涨，导致大量聚乙烯流入中国市场。一季度年初至1月末为年前补库期，库存得以小幅下滑，但春节期间石化继续生产，导致阶段性累库，市场价格下滑。春节过后下游逐渐复工，但需求不及预期，叠加PE进口量超预期，库存去化不如人意，市场迎来一波恐慌式下降。

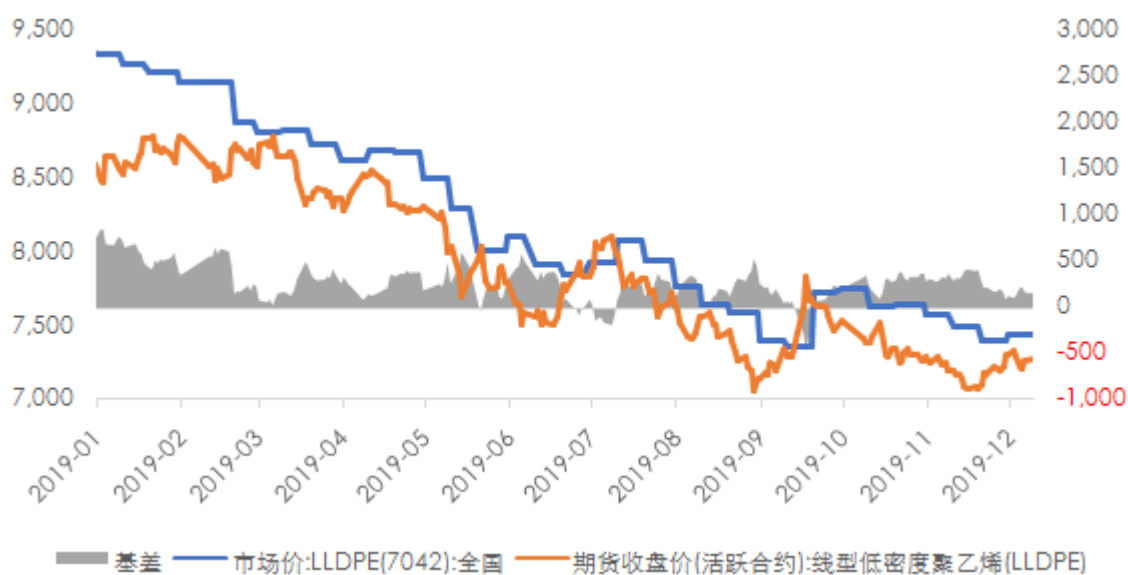
二季度迎来了集中检修，且外盘产能并未集中释放，价格处于低位，库存得以去化，价格出现小幅好转。且上游原油好转支撑，价格尚未提涨前中下游投机性需求增多，库存去化加速，市场价格出现分化。

三季度迎来了新一轮震荡，经过前期补库，中下游再补库驱动力不足，石化库存高企，价格偏弱震荡。且市场对于后期供需均持悲观态度——供应面厂商不断释放增产信息，需求面国

内宏观数据不佳拖累下游需求，市场一直处于低位震荡局面。9月中旬沙特阿美遇袭，市场炒作原油，期现市场出现三天狂欢，期货涨至7900高点，随后大幅回调，回归震荡格局。

四季度基本维持降价去库走势，中美贸易谈判释放不确定信息、新产能稳步释放、需求在多次环保督察及限塑令即将改版下开工率维持低位，各方利空消息充斥PE市场，悲观情绪蔓延。直至11月中旬，中美贸易谈判缓和，国际原油上涨，PE市场缓慢上行，现货价随着期价上涨小幅上行。值得注意的是，供需失衡的基本面并没有本质好转，库存偏低也是经过厂商转产及部分贸易商让利抛货调整而来。11月底在触及相对高点后，回撤至7210一线震荡。因明年春节较早，市场维持低库存运作，但是新投产压力不减，预计2020年一季度又将是一波缓慢累库与降价抛货的博弈。

图 10: LLDPE 主力合约、现货价格走势及基差 (左轴: 价格 右轴: 基差)



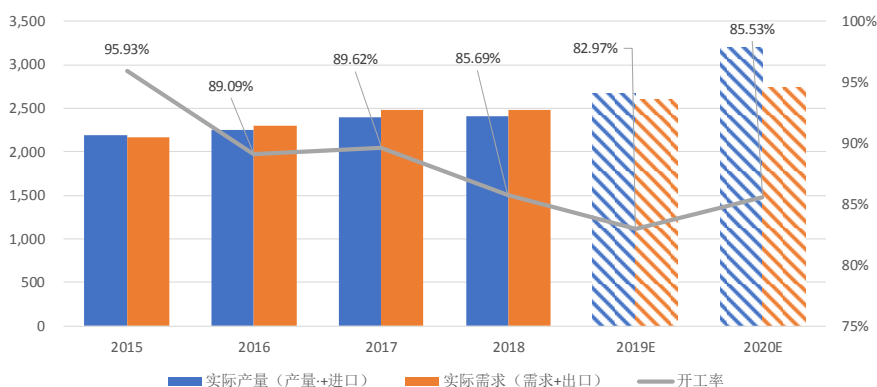
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.PP 基本面分析

从供需平衡表来看，聚丙烯 2019 年扩产后再次步入供过于求的阶段。供给过剩量达 73.78 万吨，较 2018 年过剩量上涨了近 205.6%，供应面压力极大。2019 年预估总产量（含国内产量及进口量）约为 2674.94 万吨，其中国内产量为 2179.57 万吨，进口量为 495.37 万吨，整体开工率为 82.97%。2019 年预估总需求（含国内需求和出口量）约为 2605.48 万吨，其中国内实际消费量为 2567.29 万吨，出口量为 38.19 万吨。

结合表 1 中计划投产情况，2020 年最多可能有近 530 万吨有效产能年内释放，实际总产量（含存量装置）释放可达 2700 万吨，供给过剩量或达 453.51 万吨。同比 2019 年，2020 年聚丙烯供应增速达 19.26%，考虑到浙石化、中韩石化二期等装置将在年底释放产能，或有延产预期，下半年供应增速或有所下降，需求增速为 5.06%，需求增速远不及供应增速，供需矛盾将加剧。

图 11: 聚丙烯 2015-2020E 供需平衡表 (万吨)



数据来源: 隆重资讯, 兴证期货研发部

2.1 供应面: 炼化一体化项目推动, 2019 年产能集中爆发

2019 年是聚丙烯产能集中爆发的一年, 多数一体化装置由 2016 年顺延而来, 在 2019 年陆续投产放量, 2019 年新增产能约有 330 万吨。同时新增产能多以 PDH (丙烷脱氢) 装置为主, 成本低廉、价格适中、产成品质量优异, 卷起我国的降价风暴, 期价一度跌至今年年内低点 (7800 一线)。据预估数据, 2020 年还将有近 530 万吨的有效产能释放, 扩产以雷霆之势落于聚丙烯市场, 未来供应面压力极大, 去库能力堪忧。

“炼化一体化”项目是指炼油或石脑油裂解生产化工品的一体化生产模式, 是化工产业升级的必经之路, 也将带动工业 GDP 的大幅增长。一体化产业的优点为充分利用原料、降低生产成本及节约能耗, 装置可以根据市场需求快速转产, 增加企业生产的灵活性及市场适应性。

2015 年由发改委制定的《石化产业规划布局方案》提出, 建设上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷、大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港七大世界级石化基地。预计到 2025 年, 七大石化基地的炼油产能将占全国总产能的 40%-50%。单个炼厂的炼油规模便可至 1500-2000 万吨/年的规模, 相对当前年均规模 500-750 万吨的炼厂, 可谓是规模巨大。

响应“十三五”规划及“一带一路”秉持的原则, 各大民营企业也加入了大炼化项目, 2019-2022 年重点炼化一体化项目具体分布见下图:

图 12: 中国 2019-2022 年重点炼化一体化项目



资料来源: 公开信息, 兴证期货研发部

作为大炼化计划中的重要组成部分，2019 年恒力石化 45 万吨 PP 装置已成功运行、恒力石化二期 40 万吨装置 12 月 10 日已试粒造车，预计于 2020 年 1-2 月正式运行；浙江石化 90 万吨 PP 装置 12 月 10 日已试车成功，预计 2019 年 12 月底-2020 年 1 月释放产能；镇海炼化 30 万吨 PP 新装置今年已稳定运行；古雷石化未来将有 180 万吨一体化综合装置于 2020-2023 年陆续建设。除此之外，更多企业纷纷加入大炼化计划，如巨正源 120 万吨 PDH 装置已于 2019 年 10 月开车，当前生产稳定。

但需求增长不及爆发增长的供应，聚丙烯的供过于求情况受到市场一致认可，且从 2020 年投产计划看，我们认为供过于求情况会继续延续。

表 1: 聚丙烯 2020 年及以后国内新产能释放汇总

厂商	地区	装置	产能 (万吨/年)	投产时间
宝丰能源	宁夏	MTO	三期：甲醇产能 1000 万吨/年，烯烃产能 300 万吨/年	2022 年投产，2020 年动工
			二期：甲醇装置产能 200 万吨/年	因配件运输问题预计将延期至 2020 年 4 月投产，现阶段外采甲醇（周边地区）
广东石化	广东	一体化项目	60 万吨/年聚丙烯	2022 年 6 月
浙石化二期	舟山	一体化项目	90 万吨/年聚丙烯	2020 年底
恒力石化	大连	一体化项目	42.3 万吨/年聚丙烯	2020 年 1 季度
汇丰石化	淄博	Oleflex 工艺、SPG 聚丙烯工艺	25 万吨/年丙烷脱氢制丙烯装置、15 万吨/年聚丙烯装置	时间未定
万华化学	烟台	一体化项目（液化气为原料，与卡塔尔石油公司、ADNOC 合作）	110 万吨/年聚烯烃	2020 年 7 月
埃克森美孚（惠州）化工有限公司	惠州	原油直接裂解制乙烯和下游聚合物装置以及配套设施	120 万吨/年乙烯裂解装置、40 万吨/年均聚丙烯装置	2020 年 7 月前开工，投产时间未定
青海大美煤业股份有限公司	西宁	煤制	40	2020 年
甘肃华亭煤业	庆阳	煤制	20	2020 年
辽宁宝来石化	辽宁 朝阳	渣油深加工	60	2020 年
中化泉州炼油	泉州	一体化项目（油制）	35	2020 年

扩建项目				
大庆联谊	大连	油制	50	2020年6月
湛江中科炼化	湛江	中石油&科威特旗下，一体化（油制）	75	2020年
宁波富基	宁波		80	2020年
神华宁夏煤业集团三期二线	银川	煤化工	30	2020年
烟台万华	烟台		30	2020年
古雷石化	漳州	一体化（唯一的台湾石化产业园区）	35	2020年
中韩石化二期	武汉	油制	30	2020年9月
天津渤化	天津	PDH	60	2020年

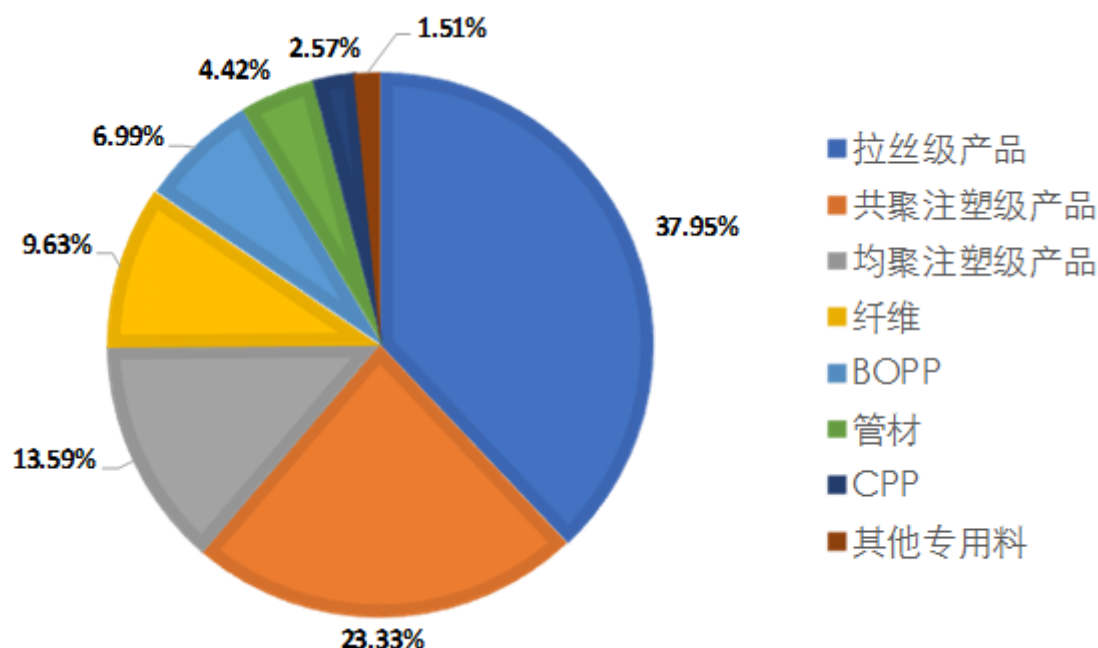
数据来源：卓创资讯、隆众资讯、兴证期货研发部

2.2 需求面：下游环保监督趋严，终端需求政策或带来好转

2.2.1 国内需求不振，后续整改压力大

聚丙烯下游仍以拉丝级产品为主，占比 37.95%，用途广泛。其次是共聚注塑级和均聚注塑级产品，占比分别为 23.33%及 13.59%，主要用于生产模具、玩具、白家电及汽车零部件。纤维占聚丙烯下游比例 9.63%，可用于生产无纺布、土工布、医用卫生纸等。BOPP 膜料占比为 6.99%，较往年下降 1.29%，主因是煤化工的崛起导致 BOPP 膜料逐渐被煤化工拉丝取代。管材占比 4.42%，主要用于房地产及基建。CPP 及其他专用料分别占比 2.57%及 1.51%，是国内较为稀缺的高端专用料。

图 13：聚丙烯下游需求结构占比



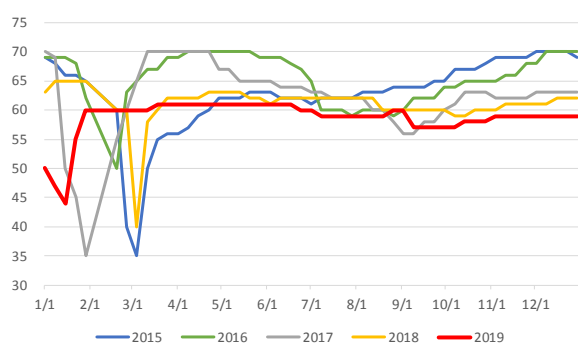
数据来源：隆重资讯，兴证期货研发部

从微观层面来看，占聚丙烯下游近 50%消费量的塑编行业的开工率不及往年，主要原因是环保督察趋于严格导致，下游停产整改。从今年 3 月 3 日国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》开始，政府对下游厂商进行了多次环保督察，仅三、四季度江苏、山东、东莞等地就关停了几百至几千家厂商。2019 年下游塑编年均开工率同比减 2.39%至 58.69%，BOPP 年均开工率同比减 0.84%至 56.10%，下游需求仅刚需补库，难以带来支撑。预计 2020 年下游将面临更严峻的整改和环保督察，年均开工率预计缩减 1%-3%。

2019 年终端需求除白家电数据较往年有好转，2019 年汽车、房地产等均弱于往年，但在 2020 年政策刺激下或有好转。汽车方面，乘联会公布的 2019 年月度乘用车销量持续下降，但随着减税降费效应显现、政府加大对汽车消费的刺激力度，2020 年汽车市场将会好转。房地产方面，截至 2019 年底，棚改尚有 600 万套目标尚未完成，有望对明年终端需求有所支撑。同时 2020 年财政政策稳增长的另一重点是扩大基建投资，基建各项目提前批复等政策将利好终端需求。

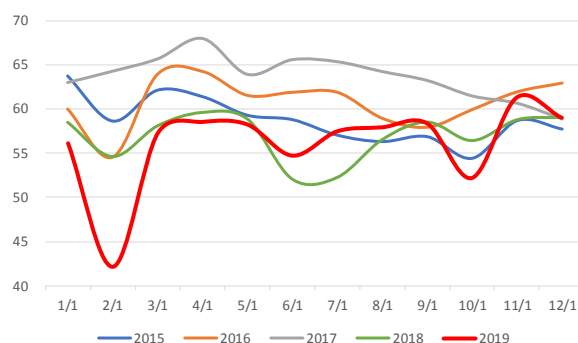
另一个 2020 年重要关注点是限塑令改版。2019 年 11 月 22 日，国家发改委资源节约和环境保护司司长明确表明“发改委将发布新的‘限塑令’，同时研究包装绿色化”。这代表新版限塑令不仅将更改塑料袋、塑料膜及农膜原材料，更会发展生物降解塑料行业。旧版限塑令已效果式微，塑料制品增长率仍不容小觑，2019 年塑料制品年度累计值已达到 7199.50 万吨，同比增长 19.16%。新版限塑令对于塑料行业是一个利空信息，需静待新版限塑令的发行及执行力度，并确认生物降解塑料行业对塑料行业的替代程度后，方可对新版限塑令对需求的影响进行评估。

图 14: 塑编行业周度开工率 (%)



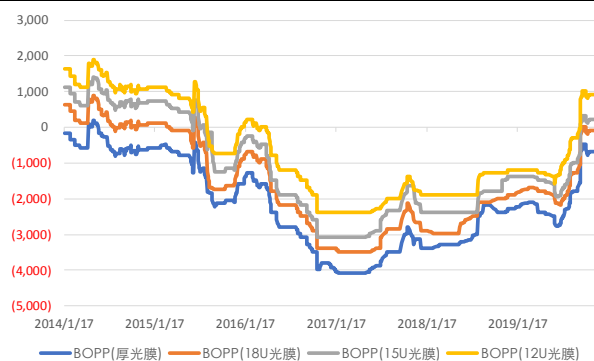
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 15: BOPP 月度开工率 (%)



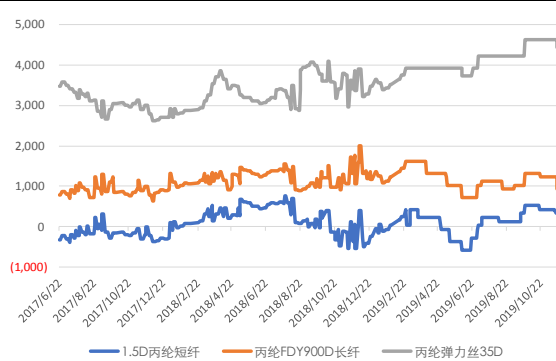
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 16: BOPP 各规格毛利 (单位: 元/吨)



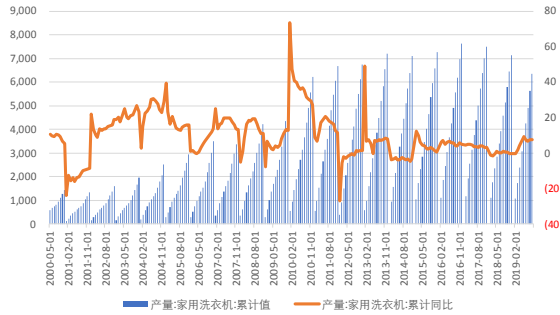
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17: 丙纶各规格毛利 (单位: 元/吨)



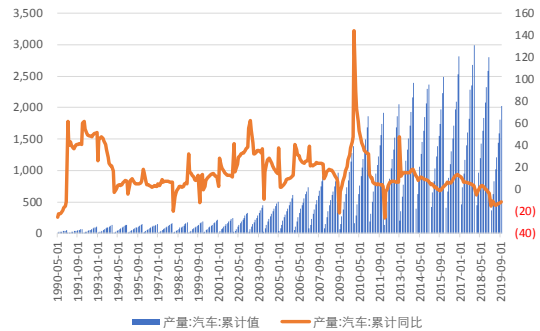
数据来源：华瑞资讯，兴证期货研发部

图 18: 家用洗衣机累计值 (单位: 万台)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 汽车产量累计值及同比 (单位: 万辆)



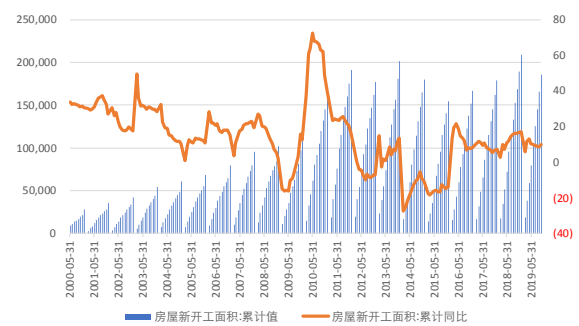
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 房地产企业景气指数



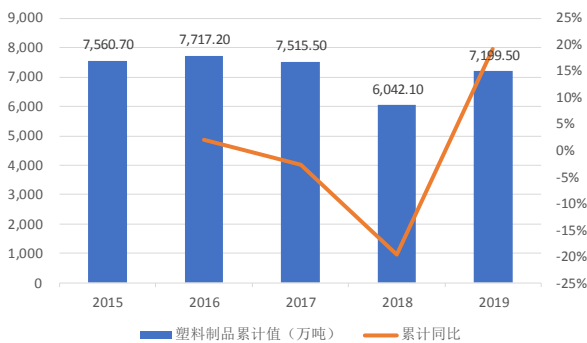
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 房屋新开工面积累计值 (单位: 万平方米)



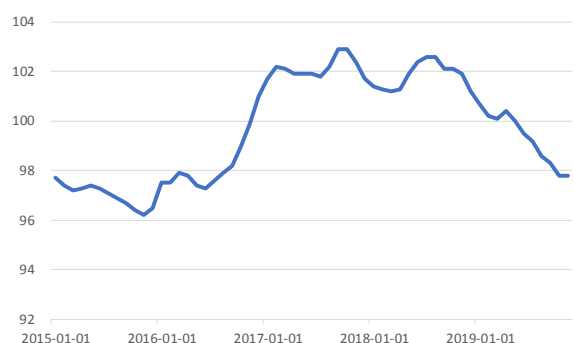
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 塑料制品累计值及同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: PPI: 塑料制造业当月值



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

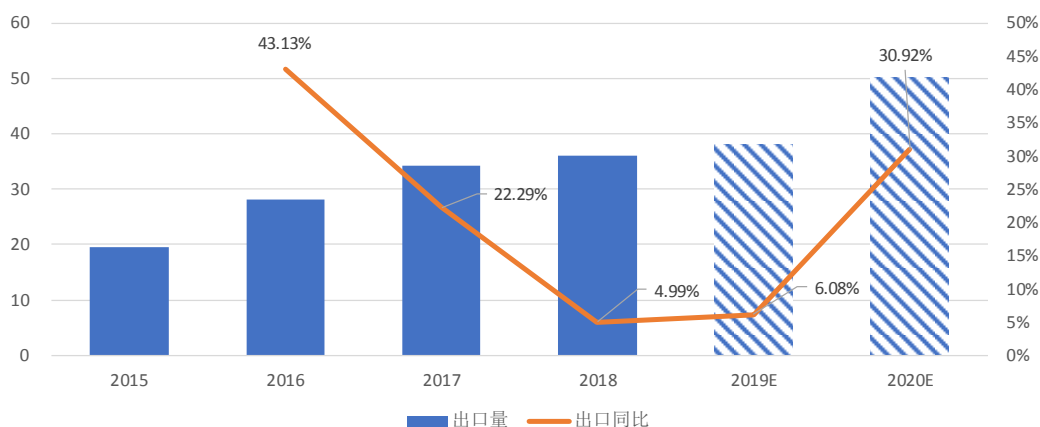
2.2.2 出口逐年增长, 可缓解国内供需失衡问题

近五年我国聚丙烯出口呈增长趋势, 出口占总产量比由 2015 年的 0.90% 增至 2019 年的 1.43%。出口量的逐年增长主要有以下原因: 国内出口税收的优惠政策激发了部分厂商出口热情; 汇率波动性增大及全球税收政策修改, 吸引部分低成本厂商。从而可以小幅缓解当前供过于求

的问题，也为未来聚丙烯利润增长点提供新的出路。

但是，当前出口量并不理想，主因有二，一是往年国内聚丙烯价格符合厂商利润需求，出口利润窗口尚未打开；二是出口退税等利好政策未达厂商预期，叠加出口费用问题，多数厂商选择谨慎观望，导致 2019 年出口同比增长仅为 6.08%。但是，预计 2020 年在国内国际产能急剧扩张及国内供需失衡加重的情况下，国内价格不振或打开出口利润窗口，国内厂商新装置可通过产出的大量质优价廉产成品、将其投入出口以缓解供需压力、增加自身利润，此举既扩大了我国聚丙烯的全球市场份额，也为调节供需失衡提供了一个出口。相关厂商可重点关注 2020 年出口利好政策。

图 24：聚丙烯 2015-2020E 出口量及同比（万吨）



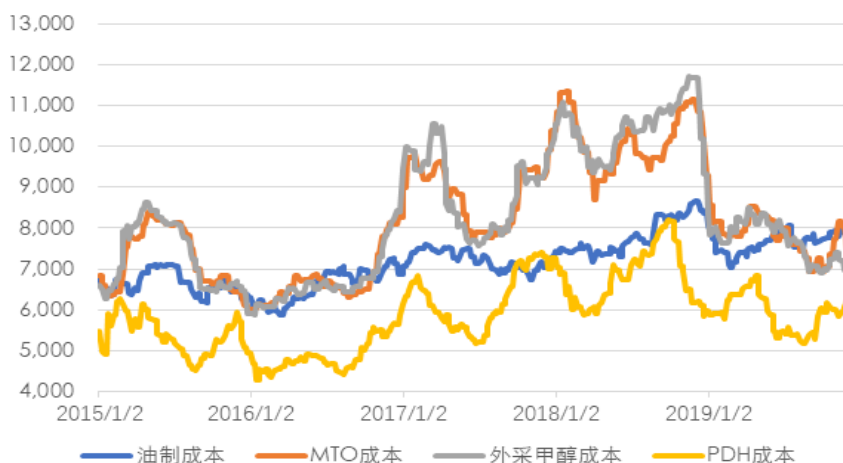
数据来源：隆重资讯，兴证期货研发部

2.3 成本利润：油制利润优势不再，MTO 及 PDH 装置奋勇高歌

聚丙烯按制法分类大致分为油制、煤基 MTO（煤制）、外采甲醇及 PDH（丙烷脱氢）这四大类。

自 2009 年下半年开始，煤制成本及外采甲醇制烯烃成本已逐渐低于油制烯烃成本，而 PDH 制烯烃成本自 2015 年以来基本低于油制成本。主因是原材料问题——我国油制烯烃原料仍依赖进口，而煤制烯烃原料则为国内煤类，可自给自足，且已有大型厂商选择自行购买矿山进行一体化生产，逐步降低了煤制烯烃成本；且煤油成本平衡点在国际油价 47-50 美元/桶的水平，而当前国际油价均价已至 71.59 美元/桶，煤制 PP 成本优势凸显。而外采甲醇、PDH 装置成本较低则源于全球化工产能的爆发，大量价格低廉且质量良好的甲醇、丙烷涌入中国，为其成本的下降奠定了基础。油制烯烃成本优势不再，上游制烯烃行业正在往多元化、分散化方向发展。

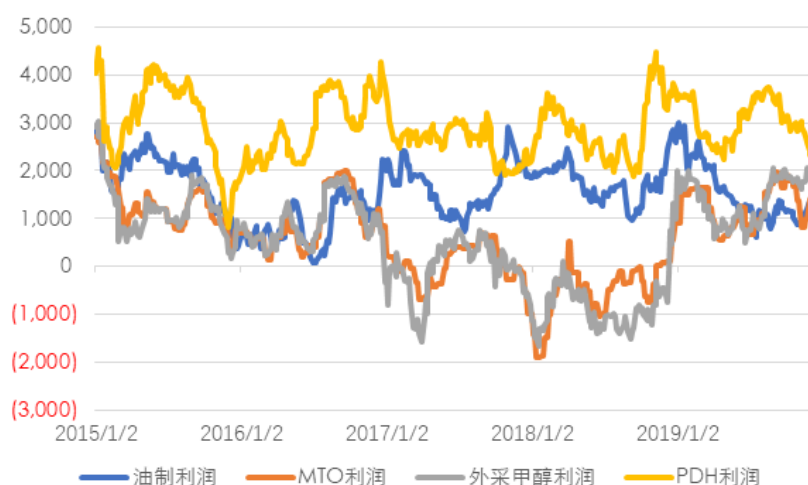
图 25: 聚丙烯 2015-2019E 各制法成本 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年国内聚丙烯利润走势涨跌互现, 但 PDH 装置利润长期居于首位, 外采甲醇利润次之。截至 2019 年底, 油制利润维持在 600-800 元/吨区间, 而外采甲醇及 PDH 装置利润达 2000 元/吨。2020 年及往后年份的新增产能有相当大的部分为煤制新产能及 PDH 装置新产能, 如万华化学、天津渤化等, 高利润的新产能装置投产将挤压旧产能市场份额, 油制烯烃产业也会逐渐往一体化等方向发展, 落后产能将退出市场。

图 26: 聚丙烯 2015-2019E 各制法利润 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

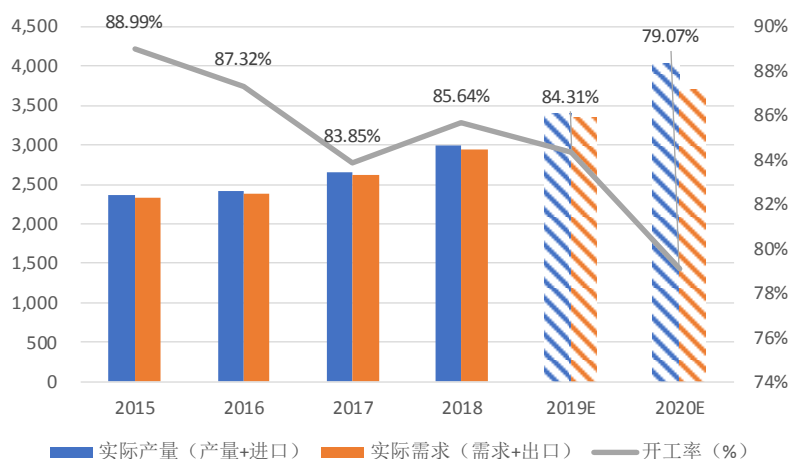
3. PE 基本面分析

从供需平衡表来看, 聚乙烯每年均处于供过于求的状态, 且期末库存逐年上升。至 2019 年, 聚乙烯总产量达 3404.37 万吨, 其中国内产量为 1750.37 万吨, 进口依赖度达 48.58%; 年末库存也由 2018 年的 84.10 万吨增至 92 万吨, 增 9.39%。而总需求量为 3347.32 万吨, 国内消费量为 3320.30 万吨, 出口量为 27.02 万吨。整体供给过剩量为 58.55 万吨, 同比增 0.05%, 供需失衡情况延续往年趋势。

据统计, 2020 年总产量预计达 4035.87 万吨 (含国内产量及进口量), 总需求量为 3713.24

万吨（含国内需求及出口量），供应增速达 18.55%，大部分新增产能集中上半年释放，接近全年新增产能的 50%，而到三、四季度装置或有延产情况，下半年供应增速或小幅下滑。需求增速为 10.93%，需求增速不及供应增速，供需失衡情况预计将加剧。

图 27：聚乙烯 2015-2020E 供需平衡表（万吨）



数据来源：隆众资讯、兴证期货研发部

3.1 供应面：全球产能爆发式上涨，聚乙烯腹背受敌

3.1.1 国内外产能大增，中国成“接盘”大国

截至 2019 年年底，中国聚乙烯总产能预计达 2076 万吨，同比增加 208 万吨，增幅为 11.13%。2019 年进口量预计为 1654 万吨，大量聚乙烯资源流入中国市场，进口依赖度接近 49%。2020-2022 年，聚乙烯产能投放将更为集中，2020 年多数计划内产能将陆续释放。

据统计，2019 年国内新增有效产能共计 243 万吨，分别为宝丰二期 30 万吨 HDPE 装置、兰州石化 30 万吨新全密度装置、久泰能源 28 万吨 FDPE 装置、独山子石化 90 万吨新全密度装置、茂名石化 30 万吨 LDPE 装置、中安联合 35 万吨 LLDPE 装置。此外，预计有 353 万吨/年的聚乙烯装置预计将在 2020 年一季度投产，2020 年全年整体新增产能释放达到 1024 万吨，有效产能释放或达 717.5 万吨。

表 2：聚乙烯 2020 年及以后国内新产能释放汇总

厂商	地区	产能 (万吨/年)	投产时间
扬子石化	南京	10	2020 年 1 季度
山西焦煤	太原	78	2020 年 1 季度
浙石化一期	舟山	90	2020 年 1 季度
恒力二期	大连	40	2020 年 1 季度
中科炼化	湛江	55	2020 年 1 季度
东华能源二期	大榭	80	2020 年 1 季度
东明石化	东明	20	2020 年 2 季度
华亭煤业	庆阳	16	2020 年 2 季度
辽宁宝来	盘锦	60	2020 年 2 季度
青海大美	西宁	40	2020 年 2 季度
延长中煤榆能化	榆林	30	2020 年 2 季度

中化泉州	泉州	35	2020年2季度
利和知信	河北	30	2020年2季度
徐州海天	徐州	25	2020年3季度
万华化学	烟台	30	2020年3季度
大庆联谊石化	大连	55	2020年3季度
中石化天津	天津	20	2020年3季度
辽阳石化	辽宁	30	2020年3季度
锦港石化	锦州	35	2020年3季度
塔里木油田公司	新疆	120	2021年6月
中韩石化二期	武汉	30	2020年9月
金能科技	青岛	60	2020年底
浙石化二期	舟山	45	2020年底
合计		1034	

数据来源：卓创资讯、隆众资讯、兴证期货研发部

3.1.2 分品种产能分析：LLDPE、HDPE 未来发展前景广阔

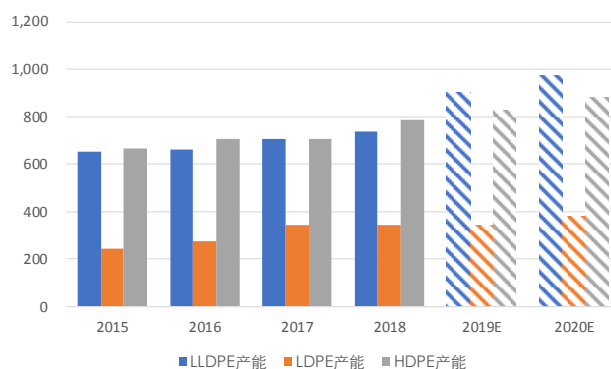
聚乙烯主要品种分为 LLDPE、LDPE 及 HDPE。

LLDPE 产能年平均增速在 8%，2019 年 LLDPE 产能增速明显，主因有二，一是 LLDPE 应用领域广泛，泛用于农膜、缠绕膜、包装膜、化学品槽罐、涂覆等各个领域，且可与其他塑料及添加剂混合使用，拥有优良的化学性能；二是 2018 年中国禁止废塑料进口政策发布，带动 LLDPE 新料需求。截至 2020 年，国内 LLDPE 预估产能达到 978 万吨，新增产能占比达 27.24%。

LDPE 新增产能基本于 2017 年前完全释放，且运用空间相对较窄，基本仅限于农膜方面，其他领域涉猎范围极小。据资讯网统计，从 2017 年至今，LDPE 基本无新增装置投产。2020 年新增产能也大多集中于 LLDPE 及 HDPE，LDPE 预估产能大约为 380 万吨，新增产能占比达 22.82%。

HDPE 行业产能年均增速近 6.5%。2020 年恒力石化 40 万吨 HDPE 装置及浙江石化 30 万吨 HDPE 装置正式投产后，HDPE 全年总产能预计在 884 万吨，新增产能占比达 41.22%。HDPE 主攻方向为高端管材方面，当前已有数家大型公司成功使用 HDPE 管材多层管道替代原有钢材管道，在主力发展基建行业的当前情景下，HDPE 管材或为其未来投产带来相应利好。

图 28：聚乙烯 2015-2020E 分品种产能（万吨）



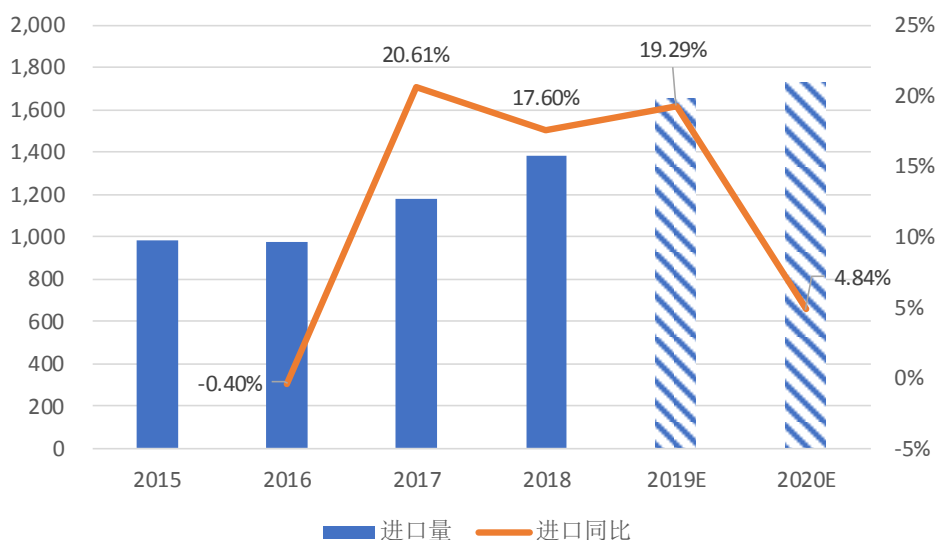
数据来源：隆众资讯、兴证期货研发部

3.1.3 国际政局动荡，进口增速放缓

随着全球聚乙烯装置不断扩产，以及 2018 年限制废塑料进口政策，截至 2019 年底，废塑进口量已打至 0，而聚乙烯新料进口量受提振，进口同比为 19.29%，环比上涨 1.60%，总量为 1654 万吨，进口依赖度已升至 48.97%。聚乙烯中 LDPE 进口依存度最高，截至 2019 年底，已到达 56.51%，LLDPE、HDPE 进口依存度分别为 41.24%及 52.31%。

当前国际政局不甚稳定，进口汇率波动性较大，贸易商因担心未来人民币贬值，2019 年随宏观事件波动而阶段性超预期进口，导致进口货源挤压市场，贸易商降价甚至让利促销，导致聚乙烯市场价格走低。2020 年国际国内均处于扩产周期，进口依赖度近 42.96%，彼时无论是进口贸易商还是厂商都需要根据市场情况进行灵活调节，应理性对待中美贸易博弈及其带来的汇率、进口政策波动预期，避免国内价格过度受外盘产能增量的扰动。

图 29：聚乙烯 2015-2020E 进口量及同比增长率（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 3：聚乙烯 2020 年国外新产能释放汇总

国家	装置	装置类型	产能(万吨/年)	投产时间
俄罗斯	Sibur	80LL+70HD	150	2020 年 1 月
韩国	Hanwha Total	全密度	40	2020 年 1 月
美国	Sasol	LDPE	42	2020 年 2 月
马来西亚	PRPC	35LL+40HD	75	2020 年 2 月-3 月
阿曼	ORPIC	LLDPE	44	2020 年 7 月
俄罗斯	Novy Urengoy GCC	LDPE	40	2020 年 7 月
伊朗	Dehadasht Petro	HDPE	30	2020 年 7 月
伊朗	Mamasani Petro	HDPE	30	2020 年 7 月
菲律宾	JG summit PC	HDPE	25	2020 年 10 月
合计			476	

数据来源：IHS、兴证期货研发部

3.2 需求面：需求结构急需整改，新兴产业为突破口

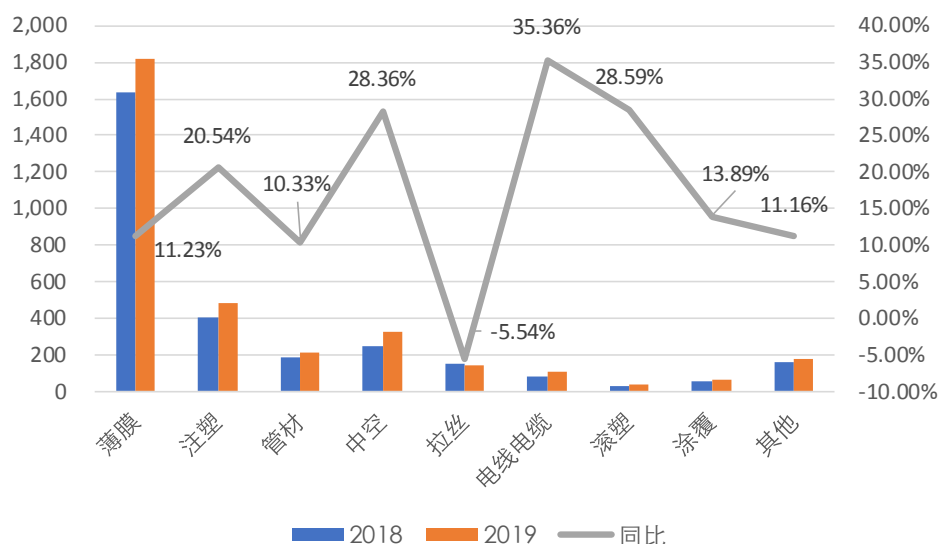
受到环保限制，聚乙烯下游多数小厂家停产、限产，导致今年整体需求增速不及往年，总需求量为 3347.32 万吨，同比增速为 10.93%，较往年增速萎缩 2.96%。

国内聚乙烯需求最大板块仍为薄膜，占比 54.30%。薄膜分布于工业用、农用、民用等各个领域，例如食品包装膜、工业用水泥包装膜、农膜等。下游农膜产业升级，2019 年已改进出高端膜、长寿膜等膜料，使用年限由原来的 1 年增至 2-3 年，直接影响到聚乙烯的旺季需求，今年农膜订单量较往年有所减少。但民用、工业用膜需求仍较为旺盛，薄膜整体需求量同比增 11.23%。

同时可看到，注塑、滚塑、电线电缆及中空需求有所攀升，电线电缆需求同比增 35.36%，滚塑需求同比增 28.59%，中空需求同比增 28.36%，注塑需求同比增 20.54%，该类相对新兴产业需求增长主要源于二胎政策放开、垃圾分类政策大规模开展及我国基建产业的发展，对应聚乙烯材料为婴儿用注塑、中空容器、LLDPE 滚塑（儿童用爬梯）、垃圾桶用注塑等等，为未来聚乙烯生产方向拓展了新思路。

管材方面主要针对终端需求为房地产、基建，当前管道领域、燃气通道领域等增量相对稳定，需求同比去年增加 10.33%。

图 30：聚乙烯 2015-2019E 需求结构统计图（万吨）

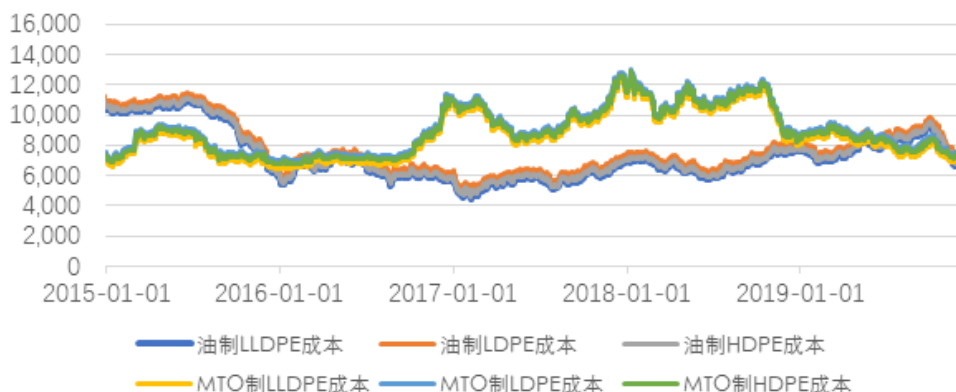


数据来源：隆众资讯，兴证期货研发部

3.3 成本利润：油制、煤制成本趋向一致，利润逐渐下滑

当前国内聚乙烯生产工艺仍主要以油制、煤制两条路径为主，外采乙烯及其他方式占比不足 10%。由图中可知，煤基 MTO 制烯烃的成本相对比较稳定，主因是原料可自给自足，大部分煤制企业处于我国西北，可直接购入矿山进行成本调节。而油制烯烃的原料更为依赖进口，2015-2019 年国际政局动荡，国际金融市场系统性风险频发，导致原油价格动荡，油制聚乙烯成本一度突破 13000 元/吨，远不及煤制聚乙烯成本稳定。因此我国自 2015 年开始便大力支持煤制聚乙烯的发展，当前已占聚乙烯上游生产比例的 35% 左右，但由于煤制烯烃对水及电力要求较高，当前 MTO 装置释放产能较为缓慢。

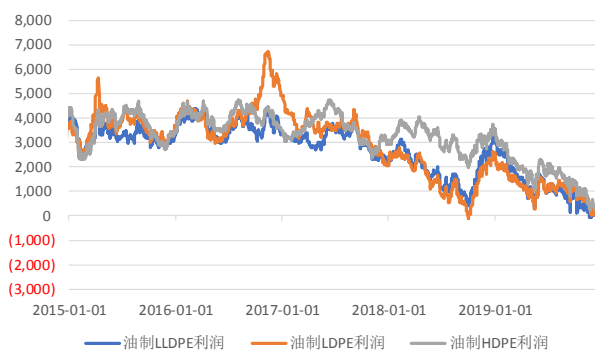
图 31：聚乙烯 2015-2019 油制及煤制成本（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

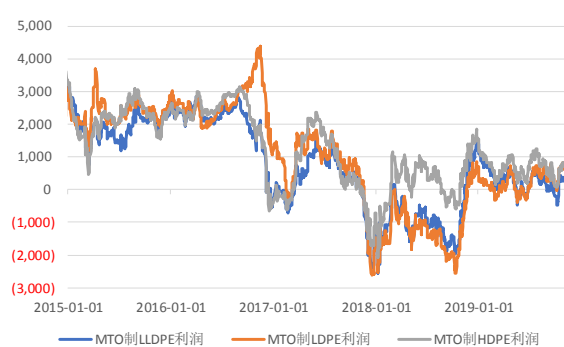
截至 2019 年底，煤制聚乙烯利润在 650-700 元/吨区间，油制聚乙烯利润在 80-100 元/吨，由于成本价格波动率较大及年中一度出现产能过剩、聚乙烯价格屡创新低，2019 年年初油制、煤制利润均曾跌至 0 附近，2020 年重点为投产成本相对可控的煤制聚乙烯装置。

图 32：油制聚乙烯生产利润（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 33：煤制聚乙烯生产利润（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.后市展望

2020 年聚烯烃仍处于供需过剩格局。2020 年聚烯烃仍处于供需过剩格局，需拓宽去库手段。供应方面，以国内为统计口径，当前已确认 2020 年即将放量的聚烯烃有效产能将达到 1247.5 万吨，预计 2020 年聚丙烯新增有效产能约为 530 万吨（不考虑延产情况），预估总产量在 3189.18 万吨，同比上涨 19.26%；聚乙烯新增产能约为 717.5 万吨，预估总产量在 4035.87 万吨，同比上涨 18.55%。需求方面，12 月已开始新一轮环保督察，下游行业面临大规模整改，2020 年聚丙烯预估需求增速为 5.04%，聚乙烯预估需求增速为 10.93%，均不及供应增速。终端需求有汽车、棚改及基建刺激政策支持，2020 年或有所改善。仅从直接下游数据来看，供需面将进一步恶化；但终端需求拉动需求增长，2020 年实际需求增速或好于预期。当前面对供需过剩局面时，国内厂商、贸易商唯一处理方法是降价去库，且因为心态或消息面因素，往往会有一定的滞后

性，导致高货低卖或低货滞销。2020年我国将面临更为严峻的供需过剩局面，聚烯烃期末库存或增14.57%，业者可通过价格优势、质量优势进行出口或及时降价来调节库存。

边际成本降低，聚烯烃盘面下降空间拓宽。随着煤制烯烃及PDH工艺的发展，部分落后的油制烯烃企业或改革工艺、或退出市场。据统计和计算，2020年聚丙烯新增装置最低成本比目前最低成本还低1000-2000元/吨，占2020年预估总产能约11.76%；聚乙烯新增装置最低成本较目前最低成本低200-300元/吨，占2020年预估总产能约14.08%，在增加企业利润的同时，极大地拓宽期现下调范围，在供需过剩的形势下给予业者更多调节空间。

5.策略建议

综合本文分析与判断，2020年聚丙烯及聚乙烯均呈供需过剩格局，单边大方向以做空为主。从新产能释放阶段来看，聚乙烯产能释放多集中于一季度，聚丙烯产能释放较为平均，考虑到新产能释放延迟情况，二季度及以后产能释放将更为确定，做空可行性更大。

跨期套利方面，基于产能释放节奏，2020年二、三季度主要策略应为反套策略。

6.风险因素

中美贸易战发酵、原油大幅走弱、地缘危机加剧、新兴下游推动力不足、新产能集中推迟。

大炼化逐步落地，聚酯原料宽幅震荡

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部
能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F0276379

投资咨询编号：Z0003058

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 2020 年展望

预计 2020 年纺织服装内外需求增速仍将延续 19 年表现，维持较低增速水平，并仍将呈现较明显季节性特点，但从边际改善角度讲，中美达成阶段性协议、600 万套棚改或能提供一定预期改善，结合纺服原料存货情况，2020 年或能在某些时段出现一定的需求放量。

由于 19 年聚酯产能投放尚可，这部分装置在 20 年会贡献产量，加之 20 年本身新装置预期，20 年总体聚酯产量预计达 5200 万吨，增速在 6%，负荷节奏仍将 19 年相似。

PTA 方面，2020 年预计难以维持超高负荷，年中检修节奏预计重回 17、18 年情况。产量增量方面，新凤鸣将贡献 2020Q1 的主要产量增量，恒力或在 3 月后释放产量，恒力 5 号线及中泰或在二季度后。总体产量预计 4700 万吨，增速达 7%，其中春节前后预计累库近 80 万吨，有较大库存压力，PTA 毛利预计维持 600 元/吨上下波动，毛利反弹需要需求维持，且供应出现明显减量。

成本端 PX 预计随浙石化释放产量，进口加速退出，全年预计国内供需缺口仅 1000 万吨，亚洲 PX 过剩情况会较为严重。

MEG 方面，恒力 90 万吨预计二季度前后释放产量，另 90 万吨及浙石化 80 万吨预计年中后释放产量，上半年产量增速预计企稳，下半年预计有明显提升，按今年 70% 的产能利用率预计，明年国产预计约 900 万吨，缺口 1000 万吨，整体过剩预计 40 万吨上下。

● 策略建议

从供需情况分析，PTA、MEG 总体供需仍呈现过剩状态，因此行业毛利预计在成本线上下波动，显著的累库预期需要通过阶段性下调负荷率才能达到供需相对平衡，毛利才有望反弹。

对于 2020 年的 PTA 和 MEG 我们认为将呈现宽幅震荡，在布伦特原油上限在 65-70 美元/吨的情况估计，PTA 和 MEG 绝对价格长期维持在 5200-5500 可能较低，若布伦特原油回调至 55 美元/吨，则 PTA 及 MEG 价格或至 4200-4400 范围。

因此明年 PTA 与 MEG 以单边逢高沽空思路为主，做多及正套机会需要出现长期的库存去化。

跨品种方面，PTA 产能投放增速较 MEG 更大，可逢高试空 TA/EG。

期权策略可考虑持续卖出 PTA 看涨期权，或利用卖出 PTA 看跌期权做原料采购。

● 风险提示

中美贸易谈判、国内经济政策刺激可能、装置投产进度延后或提前、装置意外故障、成本端原油价格波动。

1.PTA

1.1 开工、产量、毛利和库存

2019年，国内PTA名义产能增长320万吨，另外福海创450万吨年初复产。前11月，国内PTA累计产量4065万吨，同比增长9%。新增产能供需产量有限，约50万吨，产量贡献基本来自复产装置及原有产能的负荷率提升。今年7月前PTA毛利持续处于近年高位，毛利平均在1500元/吨上下，贡献主要来自PX环节的转移。3月恒力PX超预期投产后，PX毛利即快速下滑至300美元/吨，同期PTA毛利则上升至1500元/吨上下。

高毛利导致今年PTA负荷显著高于往年，从装置检修情况看，今年装置检修时间明显缩短，且部分装置连续延期检修，加之今年意外事件不多，总体负荷持续维持高位。

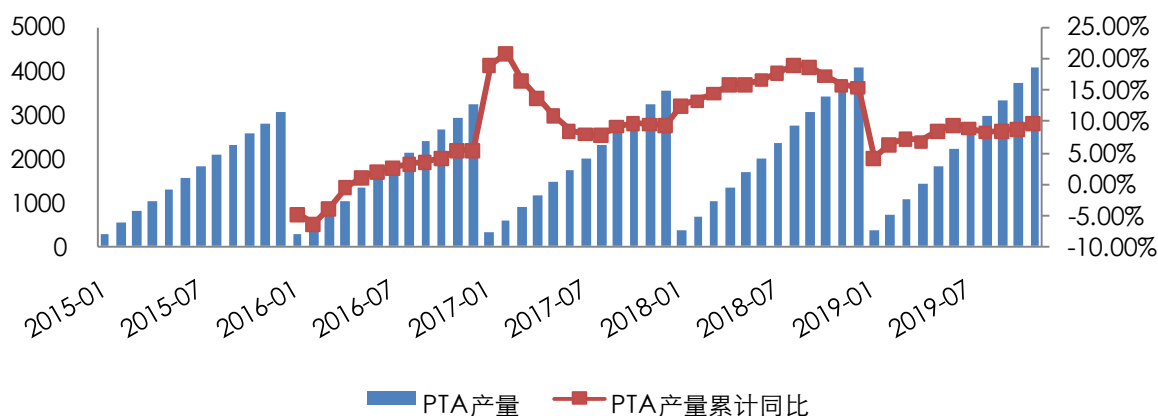
库存表现看，19年期初库存同比处于低位，二季度TA检修、聚酯高负荷，上半年库存整体表现健康，但三季度开始，TA持续高负荷及聚酯主动季节性降负使得PTA库存持续积累，毛利同步压缩，9-10月后TA检修重回往年节奏，库存得以维持在历史中性水平。

表 1：19 年投产或复产的国内 PTA 产能

企业	产能	时间	地点
福海创	450	2019-2	漳州
四川能投	100	2019-5	四川
新凤鸣	220	2019-11	嘉兴

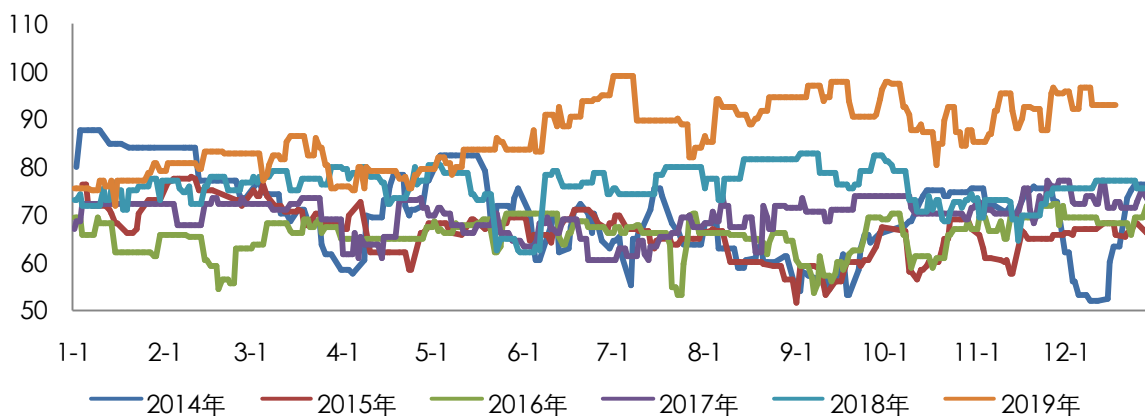
数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

图 1：PTA 产量和累计同比



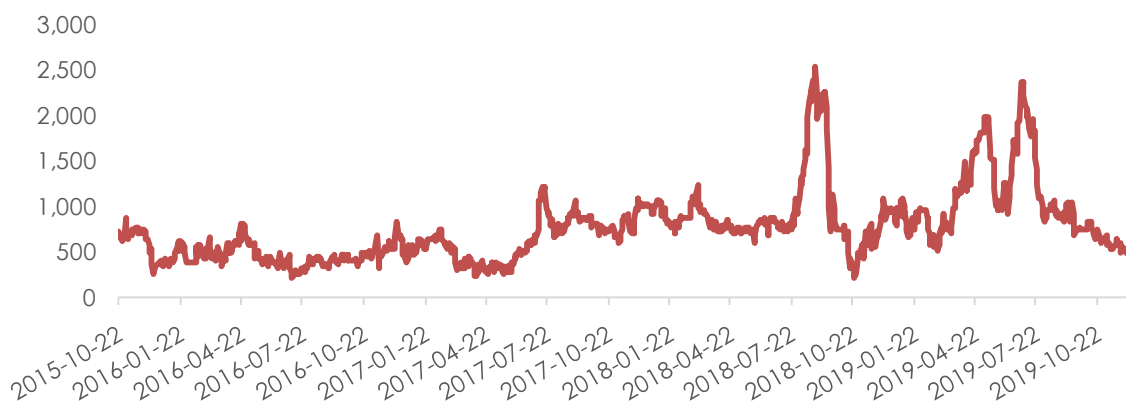
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2: PTA 负荷季节图



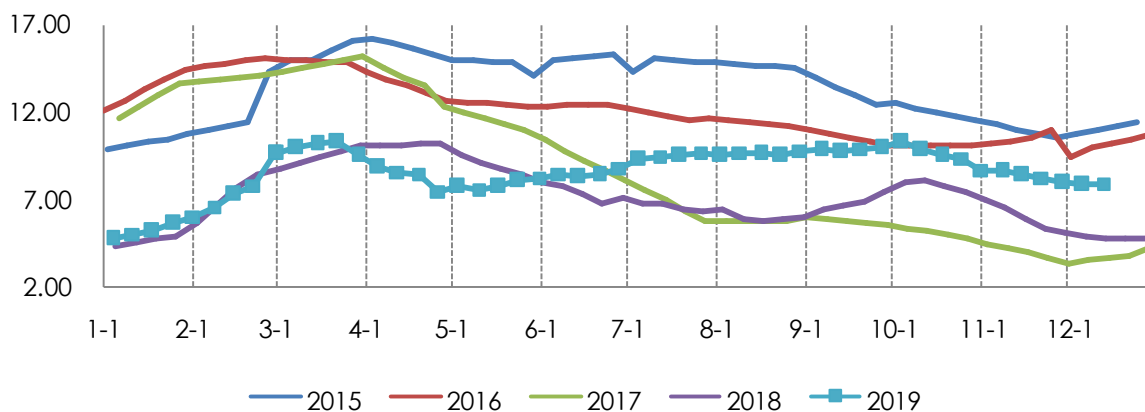
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 3: PTA 加工差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: PTA 社会库存可用天数



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

1.2 新产能投放和产量预估

从目前统计的信息来看，2020 年潜在投产约有 1180 万吨，其中恒力四五号线和中泰预计大概率在上半年投出，剩余装置预计到年底，因此 2020 年新增产量贡献主要以 19 年新凤鸣的装置、恒力、中泰为主。

此外，19 年 Q4 开始，PTA 毛利已逐步压缩至 600 元/吨上下，再次回到了 16、17、18 年平均，因此对于明年 PTA 负荷而言，我们认为不太可能出现如 19 年一样的超高负荷，季节性检修节奏预计重新回到 17、18 年水平。

据此估计，2020 年全年产量预计在 4700 万吨上下，增速达 7%，结合聚酯产量和其它领域需求预估，预计全年过剩 100-150 万吨上下，库存预计显著积累，毛利预计维持在 600 元/吨边际成本线上下波动，毛利的反弹需要厂商长时间检修缩减供应。

表 2：2020 年待投产的 PTA 产能

企业	产能	时间
新凤鸣 1 期	220	一条线 10 月底出料，第二条线 11 月底满负
恒力石化 4# 和 5#	250+250	2020 年 Q1
新疆中泰	120	2020 年 Q1
福建百宏	240	2020 年 Q4-2021 年
新凤鸣 2 期	220	2020 年 Q4-2021 年

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

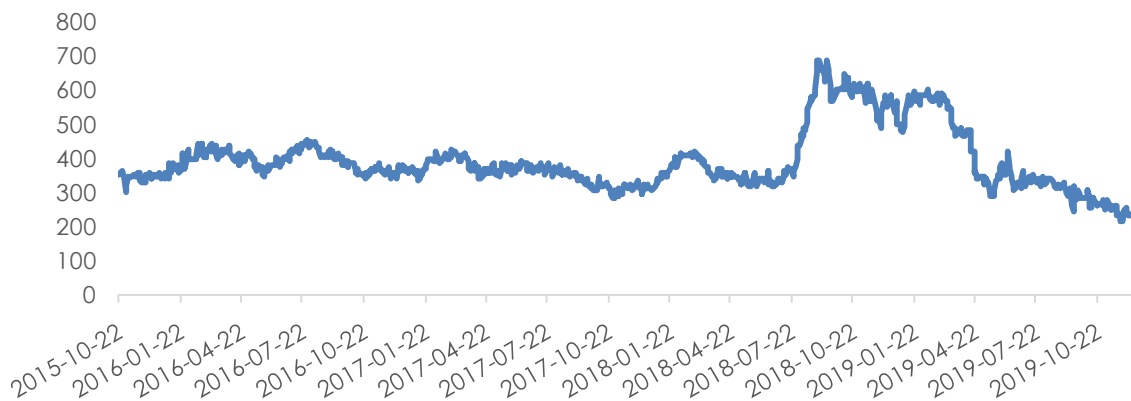
1.3 原料环节产能和毛利情况

PX 环节自 3 月后毛利压缩显著，基本节奏和恒力产能投放直接相关，其余产能方面，福海创复产、彭州石化和中化弘润扩能、恒逸文莱新装置也带来了较高产能增长。19 年亚洲 PX 增加 809 万吨，中国大陆地区增加 640 万吨。

负荷来看，今年 PX 检修同比去年增多，除计划检修外，毛利快速压缩也刺激厂商增多计划外检修，且检修多集中在海外，导致 6、7、9 等月进口量明显下滑。国内 2019 年 1-11 月累计产量 1300 万吨，累计同比增 40%，进口量 1-10 月在 1250 万吨，累计同比减 4%。进口依存度缓步降低。

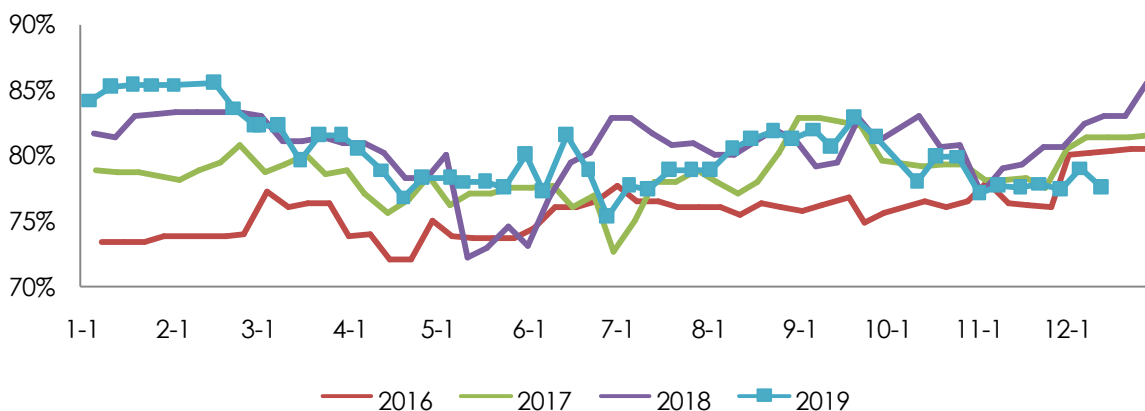
明年看，浙石化 400 万吨已在 12 月初试车出合格品，2020 年 1 月即能计入产能，此外沙特或有 85 万吨装置待投。预计明年全年产量在 2000 万吨上下，仍需 1000 万吨进口，对比往年 1500 万吨上下的进口量，2020 年 PX 进口需求量显著缩小，PX 毛利或继续维持在 250 美元/吨成本线上下波动，毛利的反弹要厂商长时间检修缩减供应。

图 5: PX 毛利



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 亚洲 PX 负荷季节图



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

表 3: 2020 年待投产的 PX 产能

企业	产能	时间
恒逸文莱	150	2019 年 12 月附近试车
浙江石化一期	400	2019 年年底-2020 年 H1
沙特阿美 Jazan 炼厂	85	2020 年

数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部整理

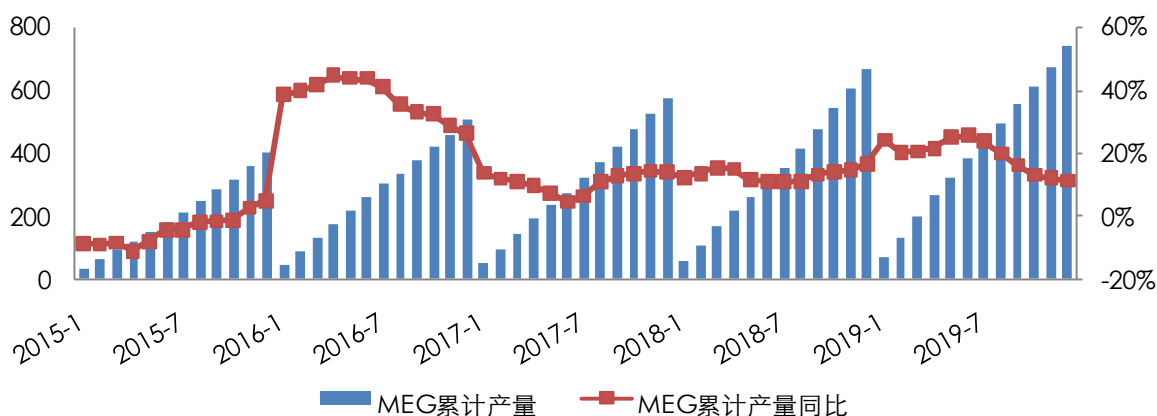
2.MEG

2.1 开工、产量、毛利和库存

2019年，国内MEG名义产能仅增长10万吨。前11月，国内MEG累计产量674万吨，同比增长12%。产量贡献基本来自18年新投产装置，但产量增长低于理论预期值，产能利用率偏低。除煤制装置本身存在运行不稳定因素外，今年需求预期悲观聚酯备货放缓、天量港口库存压制等因素导致MEG毛利全年显著下滑，导致各工厂不得不停车检修、转产等方式降低开工率，消化供应压力。

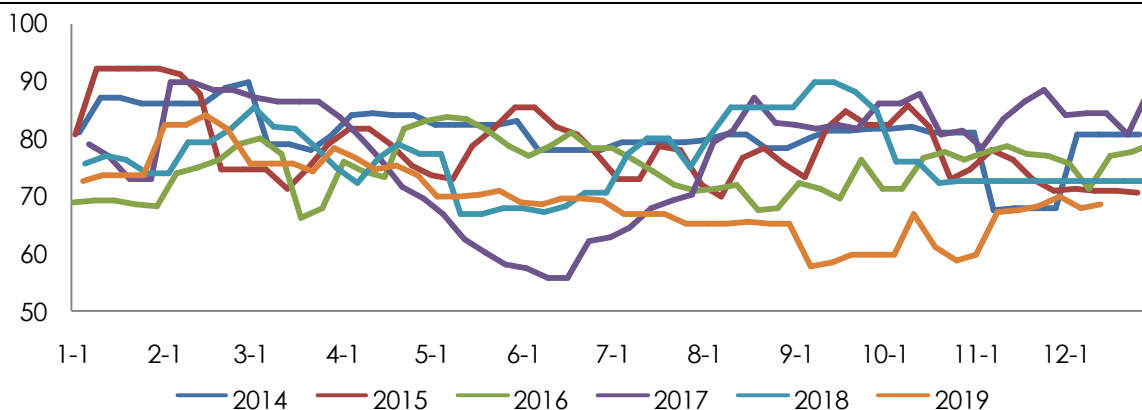
国内短流程装置、煤制装置、石脑油一体化装置占比分别为11%、42%和47%。在6月前后，甲醇制和外采乙烯制的装置因成本最高，最先停车；煤制EG与石脑油一体化基本同步检修、转产。产能利用率降低在三季度对MEG港口库存的去化、MEG价格反弹、MEG毛利恢复均起到了较为积极作用。三季度基本表现为止跌企稳，四季度在港口库存降至历史低位后，EG价格反弹显著，表现强于其它化工品。

图7：国内MEG产量和累计同比



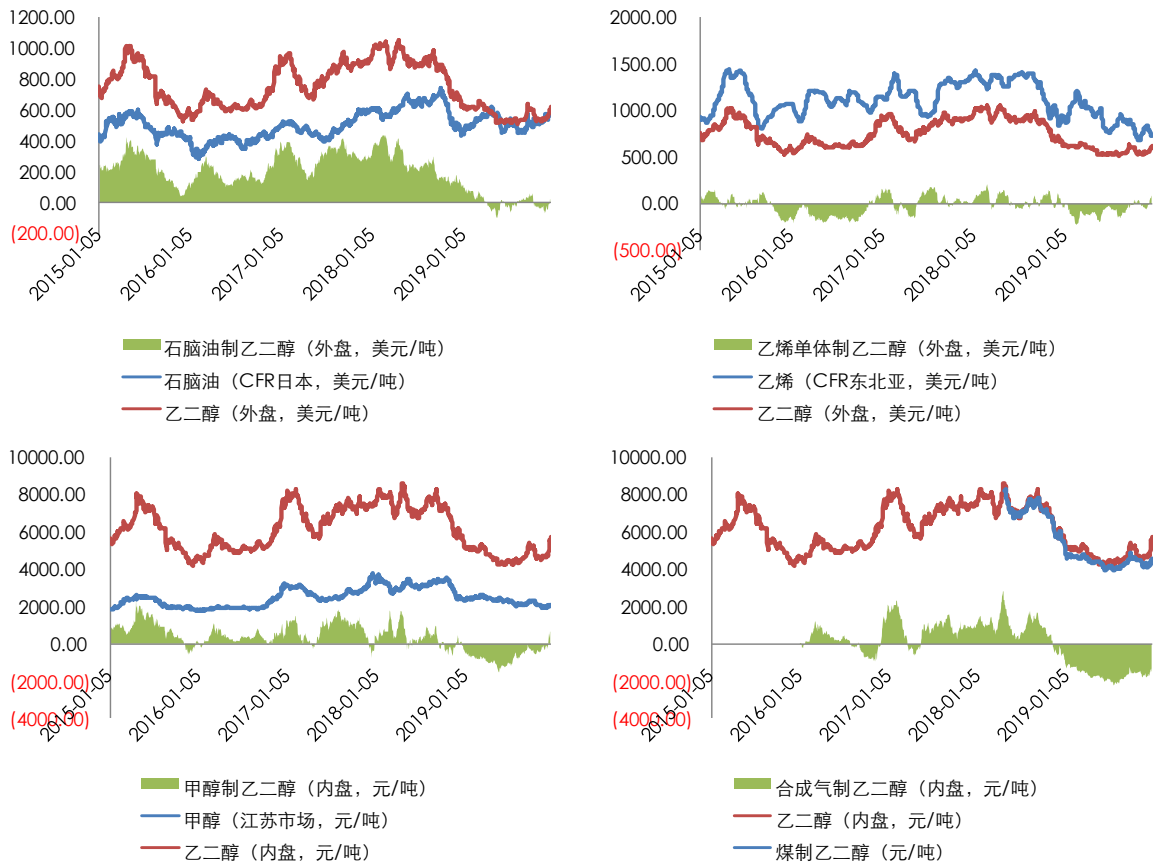
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：MEG负荷季节图



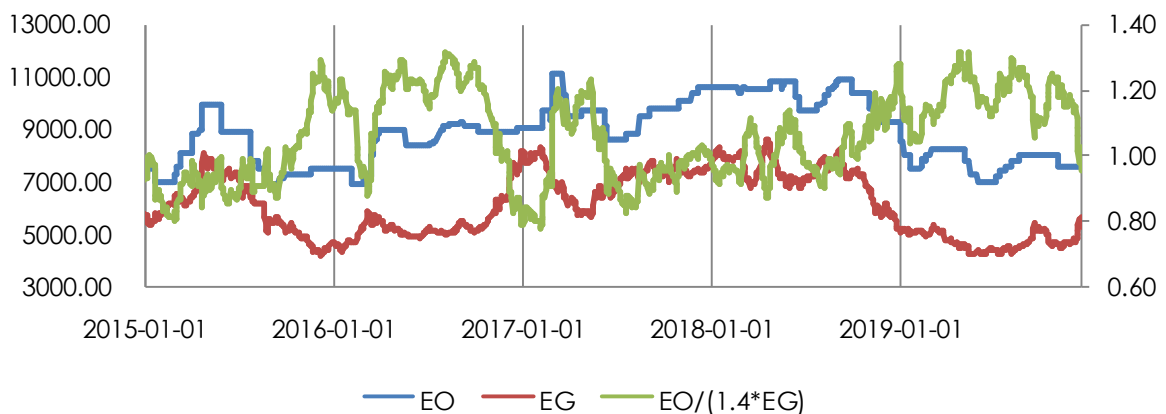
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 9: MEG 各路线毛利情况、EO 和 EG 比值



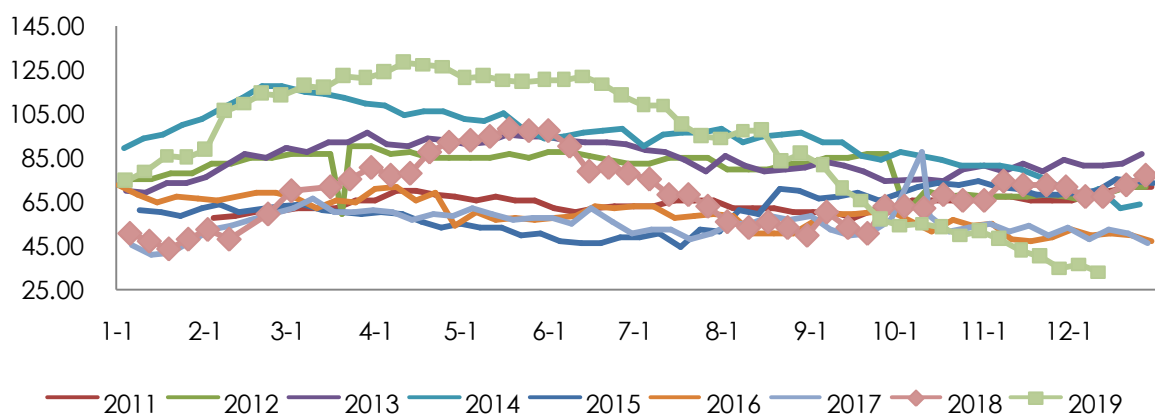
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10: MEG 和 EO 的比价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: MEG 港口库存



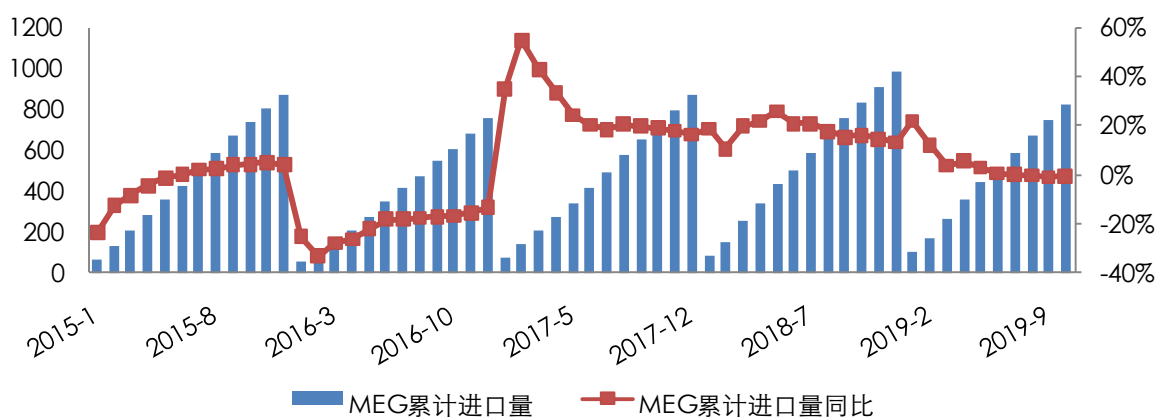
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

2.2 进口情况

2019年1-11月,国内MEG进口量累计在902万吨,同比减少0.5%。而17、18年进口增速分别为16%和12%。进口量大幅减少原因同样与MEG行业不断恶化的毛利情况有关,今年台湾、韩国、日本等地区 and 国家的装置检修量增加显著,中东检修量相对不高,天然气路线的乙二醇仍然有最高的竞争力,短流程装置的竞争力则最弱。

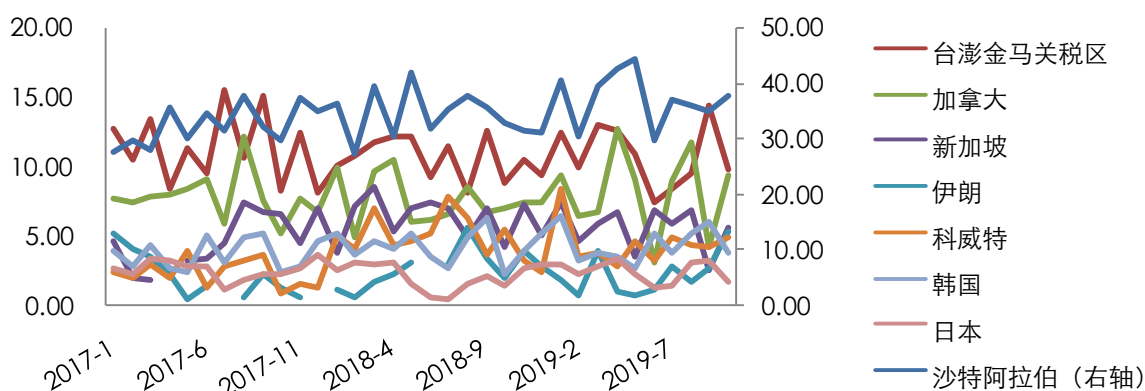
从月度进口数据看,进口量变动基本和大陆外装置检修量呈现相似节奏,来自台湾地区的6-7、10月进口量明显下滑,韩国在5月-7月也有明显减量。

图 12: MEG 进口量和累计同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: MEG 月度进口来源情况



数据来源: 海关总署, 兴证期货研发部

2020 年来看, 美国 MEGlobal 装置基本稳定运行, 明年预计贡献产量, 马来西亚装置仍有反复, 此外明年外围还有南亚 80 万吨装置和沙特 70 万吨装置。

从目前 MEG 供需情况看, 2020 年 MEG 行业仍将处于激烈竞争, 海外高成本装置预计仍将有较高检修量, 因此预估 2020 年国内 EG 进口量持平或小幅增长, 在 1000 万吨上下。

表 4: 大陆外待投产 MEG 产能

企业	产能	时间	工艺	地点
马石油	75	2019 年 12 月	石脑油	马来西亚
南亚	80	2020 年	乙烷	美国
沙比克	70	2020 年	石脑油	沙特

数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部整理

2.4 新产能投放和产量预估

从目前统计的信息来看, 2020 年潜在投产约有 630 万吨, 但从 19 年投产情况看, 恶化的毛利使 19 年计划投产的大部分装置延后, 2020 年 EG 的毛利格局预计仍将长期在边际供应量的煤制装置的成本线上波动, 因此预计 2020 年煤制装置实际投产情况并不乐观, 而恒力的 90+90 和浙石化的 80 万吨年内投产可能性较大, 其 EG 主要满足集团内部使用。中石化和中化泉州预计实际试车或在下半年, 产量释放则更可能在 20 年年底或 21 年。

因此明年 Q1 或 H1 的产量增量预计有限, 产量贡献还是以目前产能为主, 恒力 90 万吨或在二季度贡献产量, 恒力第二条线和浙石化预计在三季度开始贡献产量, 结合今年的负荷情况估计, 预计 2020 年 H1 国内 EG 产量预计在 410 万吨, H2 产量预计在 460 万吨, 全年产量预计在 870 万吨上下, 增速预计在 17%。

加上进口量综合评估 2020 年 EG 供应量预计在 1900 万吨, 全年供应增速预计在 11%, 结合聚酯产量和其它领域需求, 预计 EG 小幅过剩 40 万吨上下。

表 5: 大陆待投产 MEG 产能

企业	产能	时间	工艺	地点
恒力石化	90+90	一条线 2019 年 12 月试车, 另一条线计划 2020 年 H1	炼化一体化	大连
浙江石化	80	2020 年 H1	炼化一体化	舟山
兖矿内蒙荣信	40	2020 年 Q1	煤制	内蒙古
延长石油	10	2020 年 H1	合成气	延安
河南永城永金	20	2020 年 1 月试车	煤制	永城
河南心连心	20	2020 年 H1	煤制	濮阳
康乃尔 1#	30	2019 年 Q1 推迟	煤制	内蒙古
中石化-科威特	50	2020 年 H2-2021 年	炼化一体化	湛江
中化泉州	50	2020 年 H2-2021 年	炼化一体化	泉州
新疆天业	60	2020 年 H2-2021 年	煤制	新疆石河子
陕西渭河煤化工	30	2020 年 H2-2021 年	煤制	彬州
湖北三宁	60	2020 年 H2-2021 年	煤制	湖北

数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部整理

3. 聚酯

3.1 开工与产量

截止 2019 年 12 月, 国内聚酯名义产能较 18 年年底增 471 万吨, 2019 年 1-11 月国内聚酯产量累计 4572 万吨 (去年同期 4177 万吨), 同比增长 9.4%, 其中 19 年新投产装置带来的前 11 月累计产量贡献在 160 万吨上下, 提高了产量增速约 3.5 个百分点。

从聚酯开工负荷情况看, 与年初预期一致, 今年聚酯工厂应对需求下滑的预期, 在库存管理上做了充足应对, 开工负荷较 17、18 呈现明显的季节性变化。

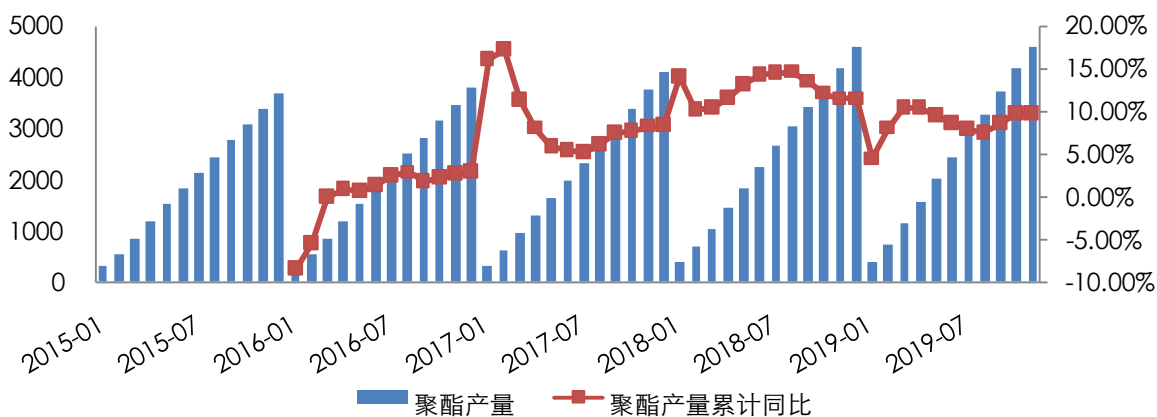
表 6: 19 年投产的聚酯产能

企业	产能	时间	产品
优彩	10	2018-12	长丝
盛虹	25	2018-12	长丝
新凤鸣	4	2018-12	长丝
江阴华宏	9	2019-2	短纤
富威尔	10	2019-2	短纤
立新	8	2019-3	长丝
经纬	20	2019-3	长丝
海利得	20	2019-3	切片
绿宇	20	2019-3	切片

逸鹏	25	2019-4	长丝
向阳	11	2019-4	短纤、切片
新凤鸣	30	2019-7	长丝
桐昆	30	2019-8	长丝
桐昆	30	2019-8	长丝
桐昆	30	2019-9	长丝
桐昆	30	2019-11	长丝
山东华宝	10	2019-11	长丝
恒意	3	2019-11	长丝
逸盛	35	2019-11	瓶片
双星彩塑	10	2019-11	切片

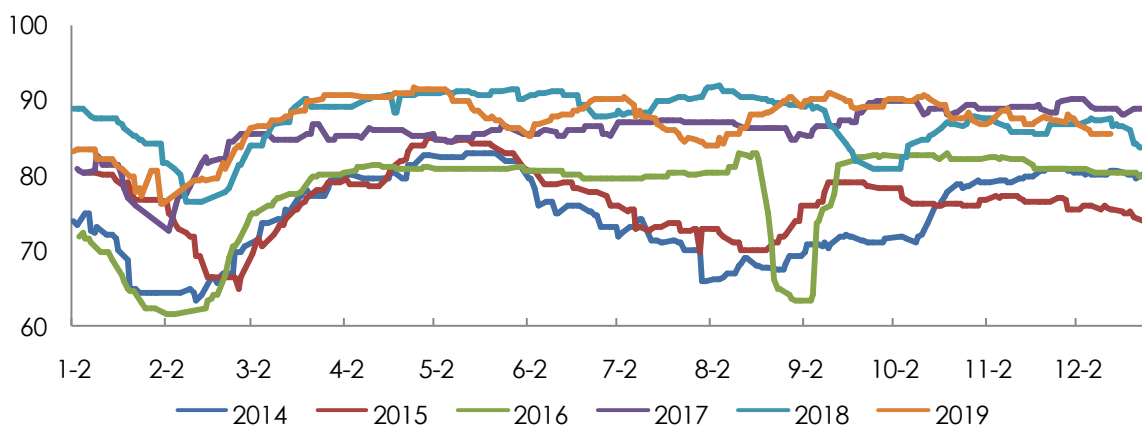
数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

图 14：国内聚酯产量和累计同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15：聚酯负荷季节图



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 出口

2019年1-10月,聚酯出口累计为643万吨,进口累计为103万吨,增速分别为14%和23%,18年全年增速为16%和-64%,出口增速基本保持稳定。聚酯净出口约540万吨,增速约12%,前11月累计增量约70万吨,提高了产量增速约1.5个百分点。

从品种表现看,长丝及瓶片仍是出口主力品种,出口增速分别为19%和14%。而再生料进口明显下滑,增速-97%,与之对应的切片进口增速上升明显,达91%,这部分进口结构的变化基本反应海外再生料在海外清洗后以净片口径进入国内市场。

18、19年切片进口增速虽有明显提高,但绝对量仍不及17年的再生料,原生聚酯对再生聚酯的替代作用仍存,但这种替代基本在18年已完成,19年已无新替代增量,20年预计与19年情况类似。

表7: 分品种聚酯进出口情况

	类别	2017	2018	18年同比增速	2018年1-10月	2019年1-10月	19年同比增速
出口	长丝	204.19	226.94	11%	186.64	222.17	19%
	短纤	100.92	103.31	2%	85.75	83.52	-3%
	瓶片	215.82	274.45	27%	223.33	253.88	14%
	切片	31.69	42.80	35%	32.88	47.27	44%
	薄膜	37.56	41.01	9%	34.34	37.09	8%
	再生料	0.01	0.00	-95%	0.00	0.01	-
进口	长丝	12.73	12.18	-4%	10.37	8.84	-15%
	短纤	15.73	18.88	20%	15.95	18.14	14%
	瓶片	4.30	6.20	44%	5.08	3.93	-23%
	切片	16.14	31.40	95%	23.93	45.67	91%
	薄膜	27.75	33.00	19%	27.67	26.83	-3%
	再生料	216.66	1.34	-99%	1.04	0.03	-97%

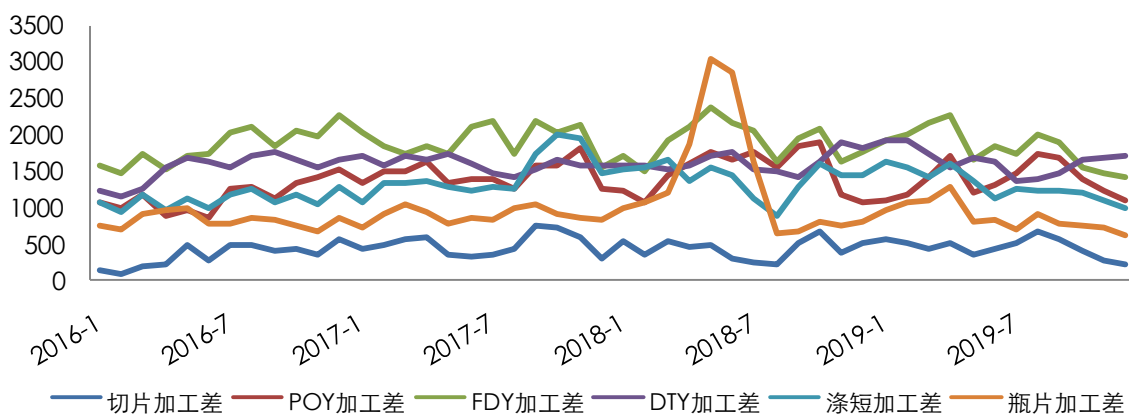
数据来源: 海关总署, 兴证期货研发部

3.3 毛利、销售、库存情况

2019年聚酯产业链景气度季节性特征明显,3-5月和7-9月是毛利高点,随后都有明显回调,其中四季度在销售有限及原料价格反弹下,毛利压缩幅度较大。分品种来看,各品种分化不大,DTY表现相对稳定。

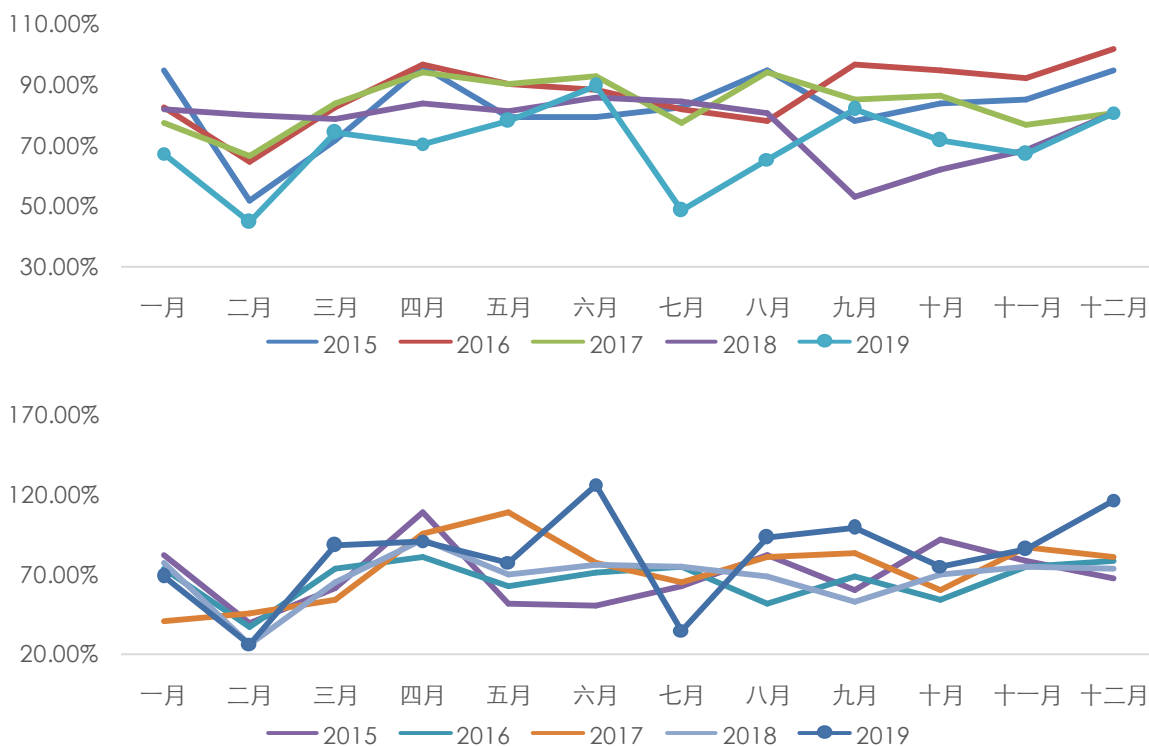
销售方面,2019年产销同比基本持稳,季节性特点较18年更为突出。库存方面同样持稳,甚至同比偏低,聚酯工厂季节性降负的库存管理手段效果显著。

图 16: 聚酯各产品毛利情况



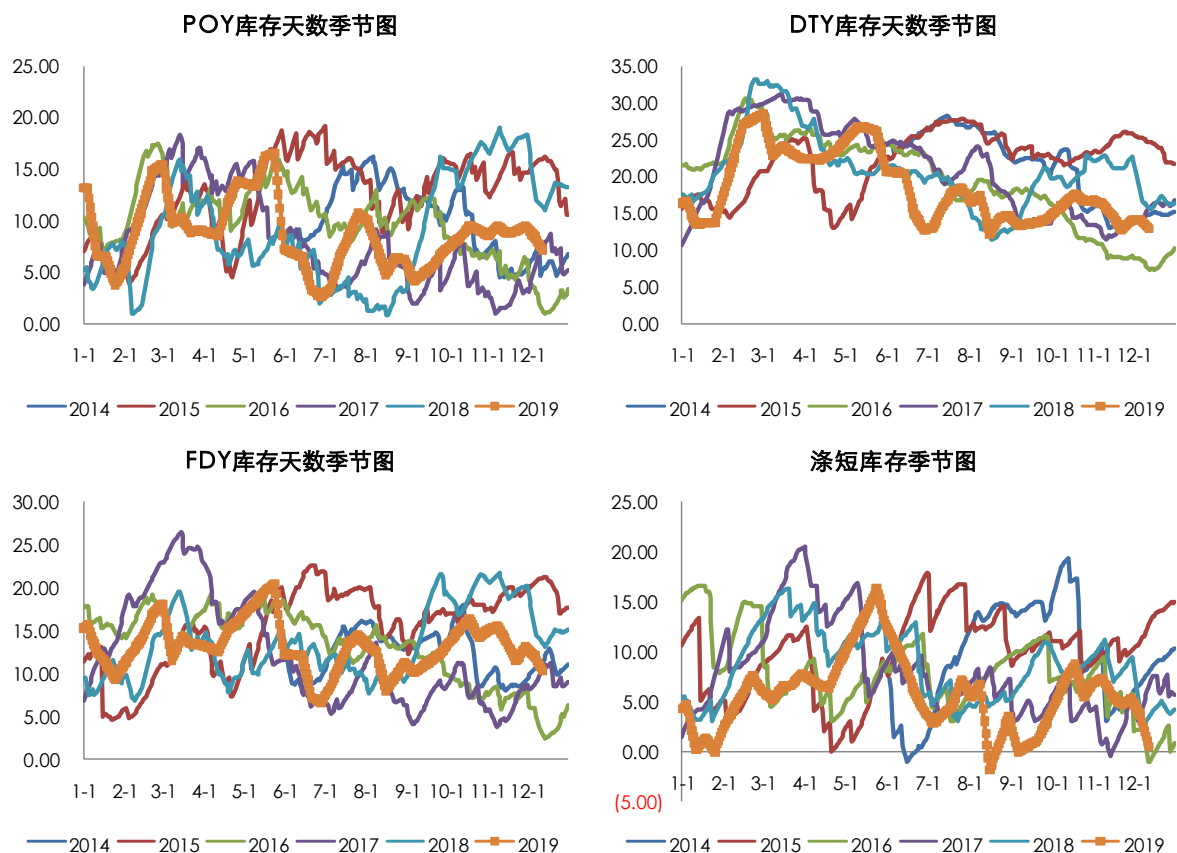
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 聚酯长丝(上)及短纤产销季节图



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18：聚酯长丝及短纤库存季节图



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 新产能投放和产量预估

从目前统计的信息来看，2020 年约有 455 万吨装置待投，其中长丝及短纤共 300 万吨、瓶片 110 万吨、切片 45 万吨。

19 年纺服环节内外需增速显著下滑、各环节原料备货量降低，在这种背景下，聚酯工厂为控制产品库存不会显著增长，在促销及降负等方面都做了比较积极的努力。2020 年来看，纺服出口、内销、存货量预计仍持稳偏弱，但存在如中美贸易阶段性缓和、棚改放量等边际利好，而聚酯出口在国内规模化效应的优势下，预计仍维持近年的出口增速，对于 2020 年聚酯负荷情况仍按 19 年平均水平外推。

截止 19 年 12 月初，国内聚酯产能达 5848 万吨，已有装置预计能实现约 5080 万吨产量，而新装置 455 万吨产能按时间均匀投产假设下，预估能提供 200 万吨上下产量。总体聚酯产量增速预估在 6% 上下。

表 8：2020 年潜在投产的聚酯产能

企业	产能	时间	产品
宿迁逸达	50	2020 年	长丝、短纤
福建逸锦	50	2020 年	长丝、短纤

新凤鸣中益	60	2020 年	长丝
盛虹虹港	25	2020 年	长丝
嘉兴逸鹏	25	2020 年	长丝
恒逸逸凯	75	2020 年	长丝
浙江三维	25	2020 年	切片
百宏	20	2020 年	切片
逸盛	50	2020 年	瓶片
万凯	60	2020 年	瓶片
华西化纤	10	2020 年	短纤
富威尔	5	2020 年	短纤

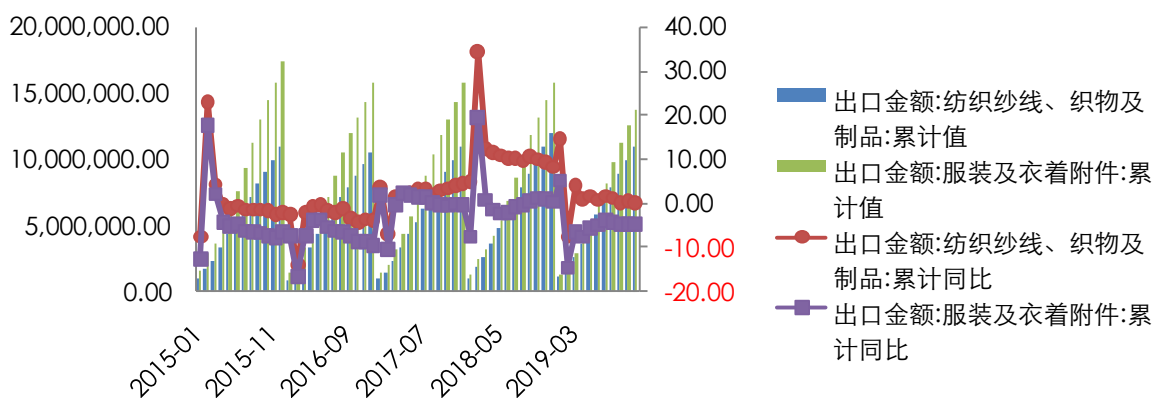
数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

4. 纺织业及纺织服装、服饰业

4.1 中美达成阶段性协议，出口或有边际改善

2019 年全球经济疲软，中国纺织制品及服装出口在美国、欧盟、日本等主要出口地区均出现明显下滑。据海关统计，中国纺织纱线、织物及制品和服装及衣着附件 1-10 月累计出口 2248.15 亿美元，同比-2.79%，去年同期在 4.84%。

图 19：纺织制品及服装出口



数据来源：Wind，兴证期货研发部

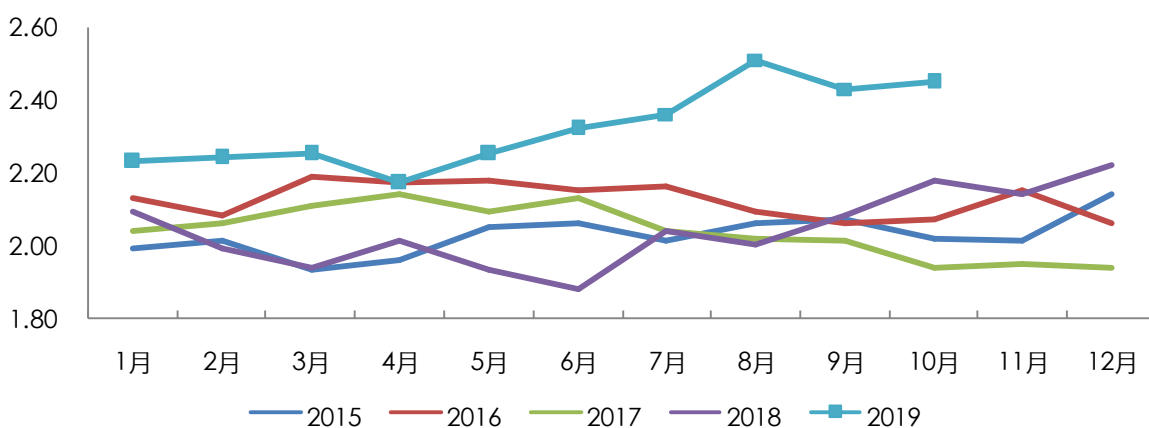
其中中美贸易摩擦是导致国内出口疲软的主要因素之一。近十年来，中国对美出口占比不断提升，美国已成为我国纺织服装的最大出口地区，占比达 17%，与欧盟并列最大。而年初 500 亿美元商品尚对纺织及服装业实际影响有限，更多通过改变贸易商预期而产生影响，后期 2000 亿美元及 3000 亿美元商品则对纺织及服装业产生了直接影响。

表 9：美国征税范围影响

纺织品及服装按照 HS 分类		中国对美国出口 金额(亿美元)	中国出口总 额(亿元)	对美出 口占比
50 章	蚕丝	0.34	11.4	2.98%
51 章	羊毛、动物细毛或粗毛；马毛纱	0.35	24.76	1.41%
52 章	棉花	3.21	154.47	2.08%
53 章	其他植物纺织纤维；纸纱线及其机织物	0.31	13.99	2.22%
54 章	化学纤维长丝	7.88	204.93	3.85%
55 章	化学纤维短纤	5.25	126.87	4.14%
56 章	絮胎、毡呢及无纺织物；线绳索缆及其制品	7.54	57.33	13.15%
57 章	地毯及纺织材料的其他铺地制品	7.04	29.74	23.67%
58 章	特种机织物；簇绒织物；花边；装饰毯；装饰带；刺绣品	3.77	50.64	7.44%
59 章	浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物；工业用纺织制品	6.56	80.31	8.17%
60 章	针织物及钩编织物	6.44	181.56	3.55%
2000 亿征税范围内受影响品类合计		48.69	936	5.20%
61 章	针织或钩编的服装及衣着附件	176.31	733.35	24.04%
62 章	非针织或非钩编的服装及衣着	145.5	713.02	20.41%
63 章	其他纺织制成品；成套物品；旧衣	87.97	278.06	31.64%
3000 亿征税范围内受影响品类合计		458.47	2660.43	17.23%

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

图 20：美国批发商库存销售比（服装及服装面料）

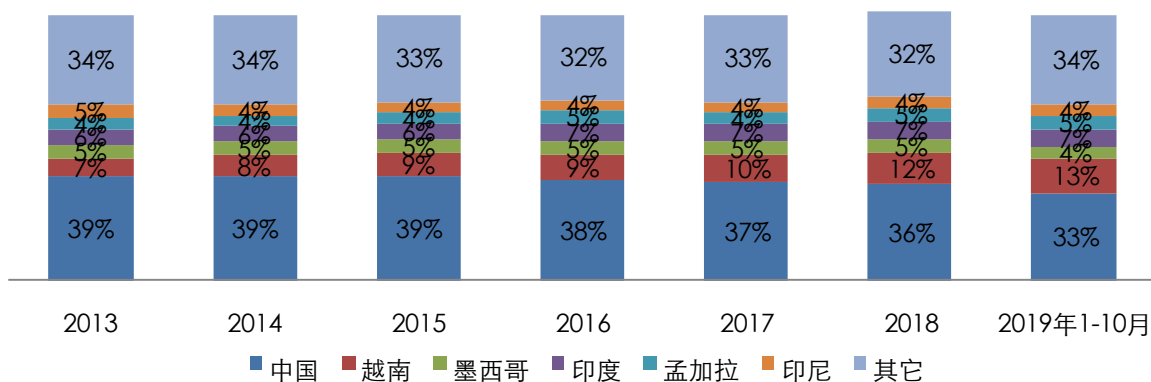


数据来源：Wind，兴证期货研发部

直接表现来看，美国今年从中国进口的纺织及服装类商品增速转负，2019 年 1-10 月，美国纺织及服装累计进口增速为 2%，2018 年为 5%。从中国进口纺织及服装增速为-7%，2018 年增速为 5%。从中国减少的进口主要由越南、孟加拉、印度等地区替代，2019 年 1-10 月几个地区的累计进口增速分别达 11%、9%和 5%，而 2018 年全年仅为 6%、6%和 4%。

对美国而言，虽然近年越南等地区对中国的进口替代缓步增加，但今年表现出较明显的加速替代，中国占比从 37% 降至 33%，越南从 12% 提升至 13%。

图 21：美国纺织品及服装进口占比



数据来源：美国纺织服装办公室，兴证期货研发部

而 2019 年 12 月 13 日，中美达成第一阶段经贸协议。美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺。美国贸易代表办公室 USTR 宣布拟将对约 1200 亿美元中国商品加征的关税下调至 7.5%，保持对约 2500 亿美元中国商品加征的 25% 关税。

此次协议已就文本内容达成一致，成果较 19 年其它利好消息更为显著，或能提振贸易信心，增多纺织及服饰业出口订单。但关税下降幅度有限，且今年市场已充分认识到中美贸易摩擦的长期性和复杂性，后续协议执行情况、出口订单能否切实增多仍需持续观察。

表 10：截止目前的关税

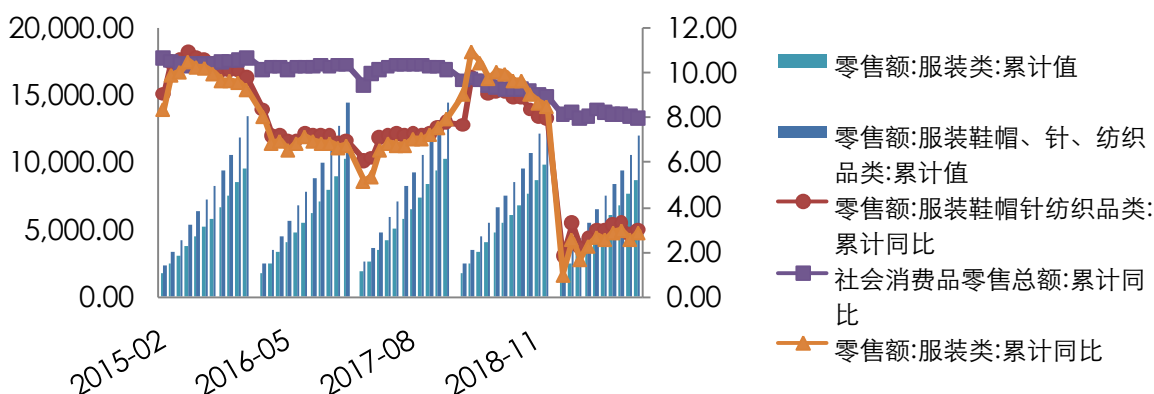
加征关税方	加税商品价值	已生效时间	加征税率
美国	340 亿美元	2018 年 7 月 6 日	25%
	160 亿美元	2018 年 8 月 23 日	25%
	2000 亿美元	2018 年 9 月 24 日	10%
	2000 亿美元	2019 年 6 月 15 日	25%
	3000 亿美元中的第一部分约 1200 亿美元	2019 年 9 月 1 日	15%
	3000 亿美元中的第一部分约 1200 亿美元	2019 年 12 月 13 日	7.50%
	3000 亿美元中的第二部分	暂不加征	暂无

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

4.2 内需增速大幅下滑，棚改或能提振内需

2019 年内需增长维持弱势，开年增速即下滑至 1% 和 1.8%，而后虽逐月回升，但总体增速仍显著不及 2018 年同期。社会消费品零售总额 1-10 月累计 33.48 万亿元，累计同比 8.2%，去年同期在 9.2%，子项服装类和服装鞋帽、针、纺织品类零售额 1-10 月分别在 0.77 万亿元和 1.0 万亿元，累计同比增长仅在 2.6% 和 2.8%，去年同期在 9.1% 和 8.4%。

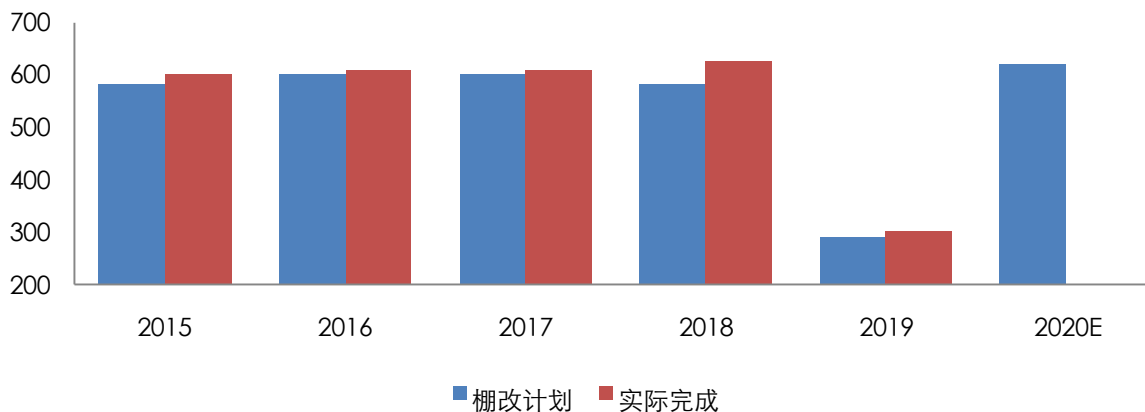
图 22：社会消费品、服装类、服装鞋帽针纺织品零售额累计值和累计同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年以来国内的棚户区改造为产业用纺织、家用纺织等提供了显著的需求增量，并促纺织业和服饰业去库显著，尽管今年棚改速度由高转稳造成内需下滑，但从财政部公布 2018-2020 棚改完成 1500 万套计划来看，目前尚有 600 万套左右目标未完成，这部分或能稳定 2020 年的纺织内需增长。

图 23：棚改计划及完成情况



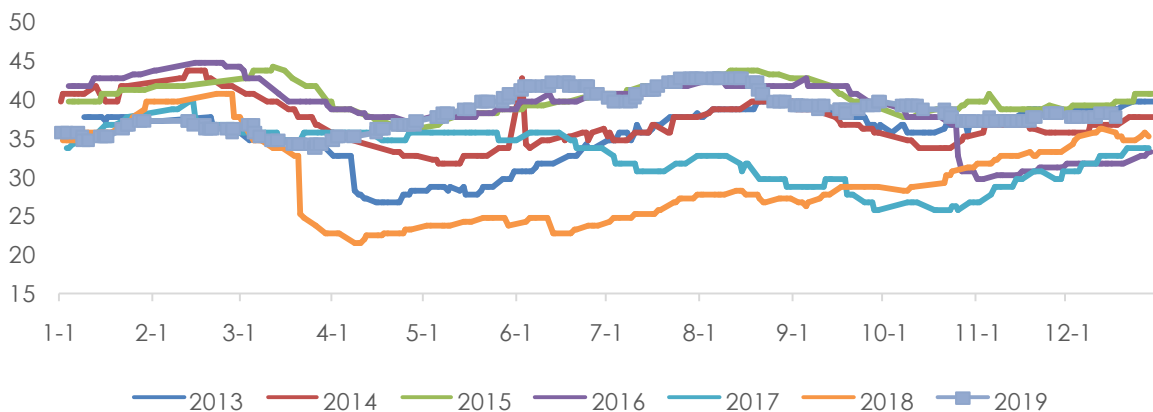
数据来源：住建部，兴证期货研发部

4.3 行业存货增速已至底部

在全年内外需表现疲软的背景下，纺织业及服装服饰业对库存管理力度加强，各环节原料备货均有缩减。从宏观数据看，布料、纱线等环节产成品积累较为明显，服饰制品等环节则处于持续去库中。

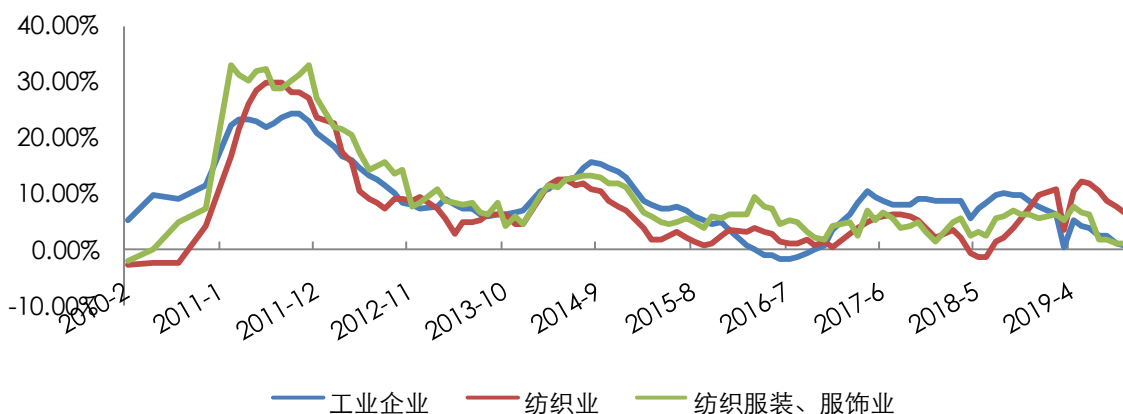
从时间周期来看，本轮制造业库存增速已至底部区域，明年或有回暖可能。

图 24：盛泽样本织造企业坯布库存可用天数



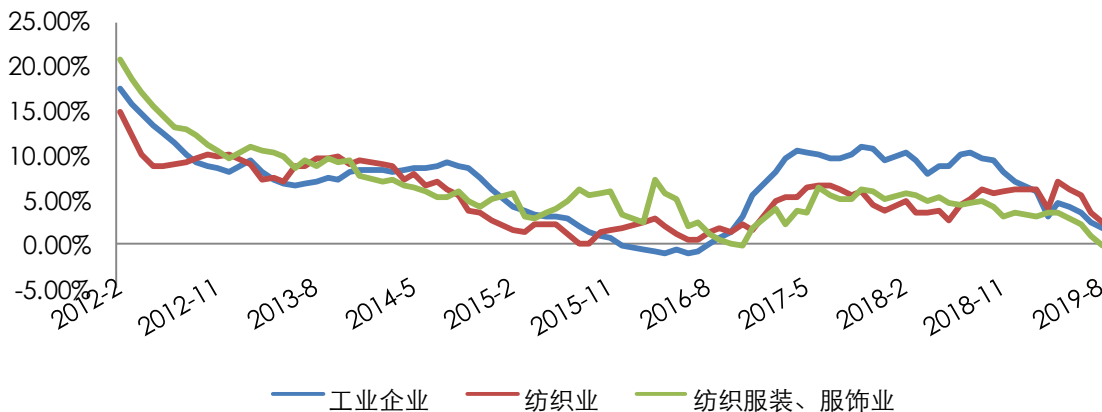
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：工业企业、纺织业、纺织服装服饰业产成品存货增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26：工业企业、纺织业、纺织服装服饰业存货增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

油脂牛市来临、豆粕探底回升

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

2020年，全球油籽油料供应均出现下滑，需求保持稳定增加，供求将会出现较大缺口，沉寂多时后，油脂价格将大幅上涨。

国内豆油受大豆压榨量下降影响，供应量将大幅萎缩，豆油库存下滑明显，未来豆油价格面临大幅上涨以抑制部分需求且刺激贸易商直接进口豆油增加来满足国内需求。因此，我们认为豆油价格偏低，未来将会大涨。

全球棕榈油受天气影响出现减产，马来西亚和印度尼西亚大幅提高生物柴油的兑换比例，增加了棕榈油的使用量，棕榈油的库存下降，国际棕榈油价格走强。国内棕榈油完全依靠进口，在进口成本增加的背景下，国内棕榈油价格也将被动上涨。

国内豆粕的供应和需求均有下滑。非洲猪瘟的影响仍将持续，豆粕的需求下滑对豆粕价格不利。2020年4月以前，生猪存栏和体重都处于低位，对豆粕的需求较差，制约了养殖行业对豆粕的需求，豆粕价格压力较大。4月以后，随着生猪体重和存栏量的逐步增加，生猪及养殖行业对豆粕的需求将逐步增加，豆粕价格将走高。因此，2020年豆粕价格将走出探底回升的行情。

全球大豆基本面

2019/20 年度，全球大豆供求宽松的状态转向平衡，美国大豆的种植面积大幅度下降，美国大豆的单产也出现大幅下滑，导致美国大豆供应大幅减少超过 2400 万吨。美国农业部报告显示，巴西大豆的种植面积达到 3690 万公顷，较 2018/19 年度的 3590 万英亩增加 100 万公顷或 2.8%；在保持趋势单产的情况下，巴西大豆的产量可能达到 1.23 亿吨，增产达到 600 万吨。阿根廷大豆的种植面积也因为种植收益较好出现大幅增加，达到 1750 万公顷，远远高于去年的 1660 万公顷，增加达到 5.4%；在趋势性单产的预测下，阿根廷大豆的产量将维持高位，总产量达到 5300 万吨，较去年小幅下降 250 万吨。综合来看，美国大豆产量的减少导致全球大豆的供应出现下滑，在需求相对稳定的情况下，全球大豆的供求由宽松转向平衡，有利于大豆价格的上涨。美国国内大豆的库存仍旧维持高位，但未来稳定的需求将使美国大豆库存逐步下降到正常水平。种植成本方面，全球大豆的现货价格处于种植成本区间，下跌空间不大，在供求面向好的背景下，全球大豆价格将震荡走高。2019 年年末，中美贸易争端有所缓解，但后期谈判仍然曲折，对大豆价格走势影响也难以预料。

1.美国大豆基本面

图 1: CBOT 大豆玉米比价



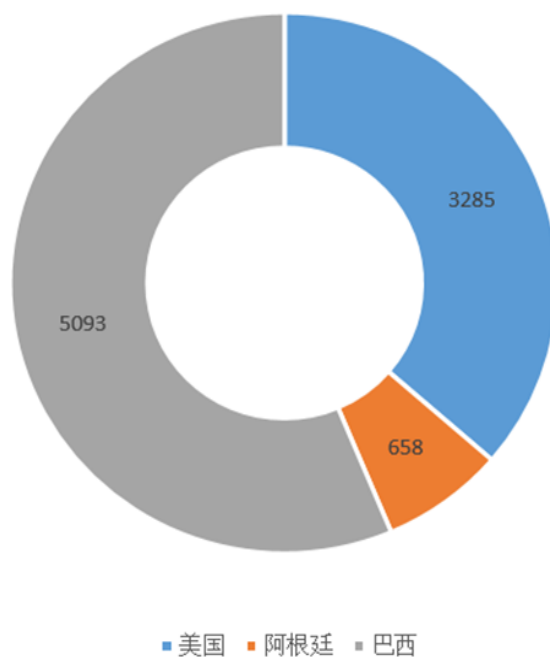
数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

产量方面，2019/20 年度美国大豆的收割面积为 3070 万公顷，较 2018/19 年度大幅下降 495 万公顷，单产水平下降到 3.22 吨/公顷，较去年的 3.47 吨/公顷大幅下降，使得美国大豆的产量下降到 9887 万吨，较去年的 1.237 亿吨大幅下降 2483 万吨。美国大豆的大幅减产给全球大豆的供给带来了很大改变，未来美国大豆供求严重过剩状态将出现改变，大豆价格可能会出现反弹行情。2020 年春季，美国农民将面临种植作物的选择问题，由于中美贸易争端出现积极的影响，美国大豆出口到中国的数量大幅增加，未来大豆现货库存压力减少，美国大豆的价格将逐步反弹。因此，美国大豆的种植收益将逐步好转，大豆的种植面积有一定的增加，但具体增加

的程度还要取决于美国大豆的价格和不同作物的比价。如图 1 所示，CBOT 大豆玉米主力连续合约的比价维持在 2.4，低于均衡比价 2.5 的水平，这意味着美国大豆的种植效益要略低于玉米，但要比前期的 2.0 出现了大幅的反弹。由于中美贸易关系有好转迹象，未来美国大豆的价格可能会继续反弹。如果未来美国大豆价格继续走高，大豆玉米的比价大幅提高，将会有利于大豆种植面积的增加。从气候情况看，未来天气维持正常水平的概率更大，灾害天气出现的可能性较小。虽然大豆的种植主要受天气影响，但随着种子技术的发展，大豆单产受天气的影响的程度在逐步下降。在不出现极端气候的情况下，美国大豆的单产预期保持趋势水平，较今年的单产要大幅增加。整体来看，美国大豆种植面积可能低位略增，单产维持趋势水平，美国大豆总产量维持小幅增加。

需求方面，美国大豆消费量低于中国，居全球第二位；美国大豆的出口量仅次于巴西，是全球大豆出口第二的国家。如图 2 所示，中美贸易争端以前的 2017 年日历年期间，中国进口美国大豆 3285 万吨，约占中国进口大豆总量 9553 万吨的 34.4%，约占美国全年出口 5660 万吨的 58%，中国市场是美国大豆出口不可或缺的部分。

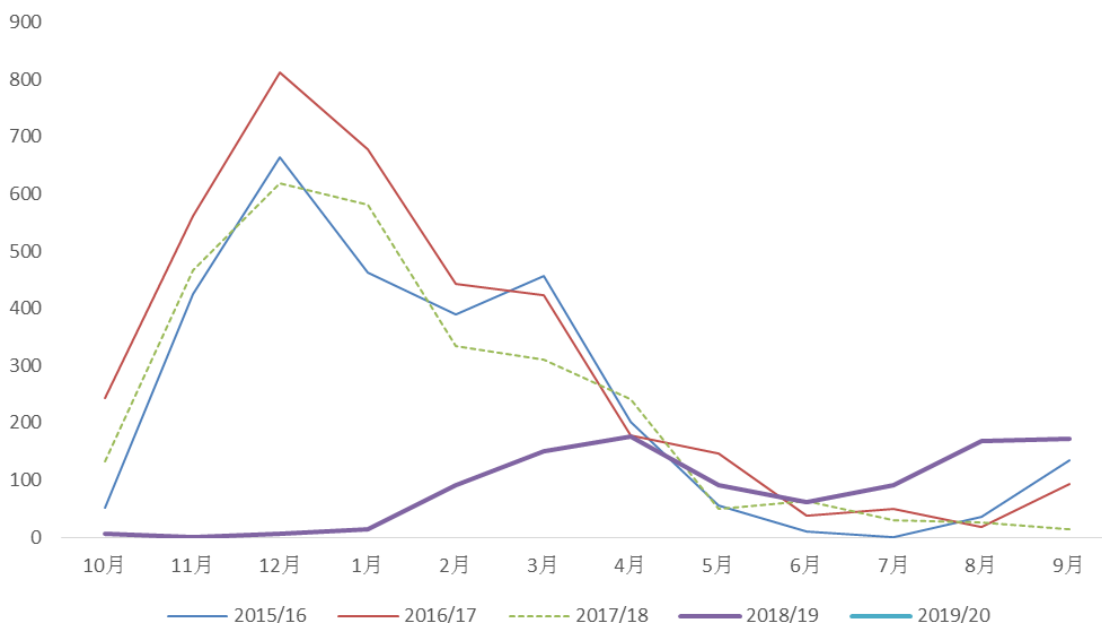
图 2：中国大豆进口（万吨）



数据来源：海关总署、兴证期货研发部

但从 2018 年 4 月中美贸易争端开始，我国进口美国大豆的数量大幅下降。由于 2018 年 5 月到 2018 年 10 月是传统美国大豆出口淡季，美国大豆出口到中国的数量虽然有下降但对中国的影响并不突出。从 2018 年的 11 月大豆出口旺季开始，美国大豆出口到中国的数量持续低于 100 万吨，与正常年份出口动辄超过 600 万吨的出口水平形成了鲜明的对比。2018/19 年度，中国进口美国大豆的数量为 1028 万吨，比 2017/18 年度的 2868 万吨下降超过 65%。2019 年 12 月，中美第一阶段协议文本达成，虽然未进一步加征关税，但以前加征的关税尚未取消，中国进口美国大豆加征 25% 的关税仍旧保留，制约我国对美国大豆的采购。虽然中国政府承诺未来增加美国大豆的采购，但这一切的前提是中美贸易谈判持续顺利进展，因此，中美两国的贸易谈判还将对大豆价格产生重要影响。

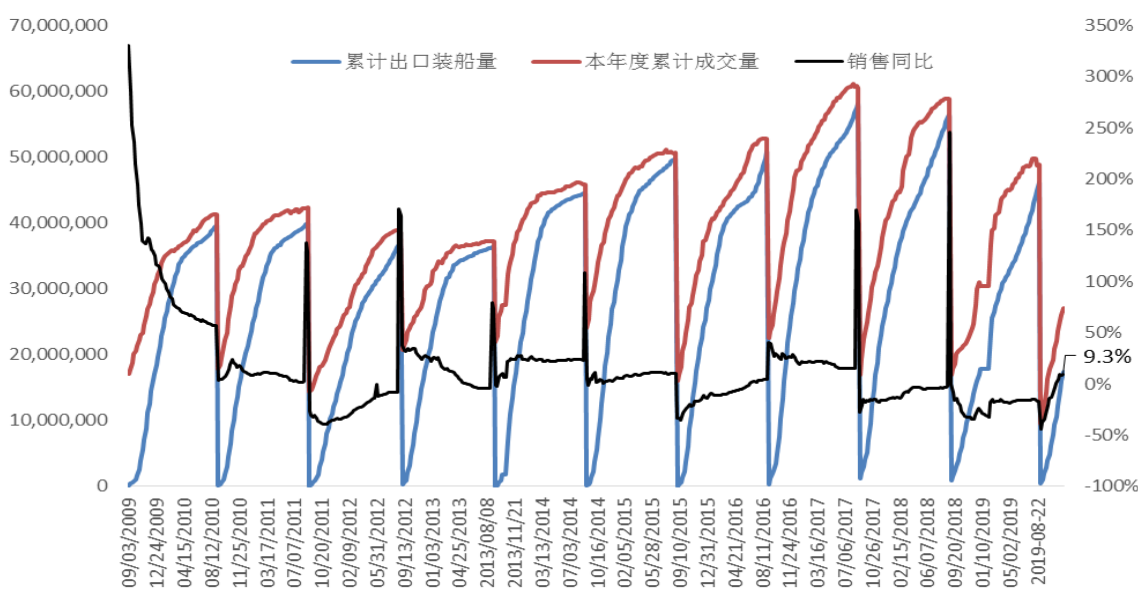
图 3：我国进口美国大豆数量(万吨)



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

美国大豆的销售方面，2018 年以来中国进口美国大豆的关税大幅提高，使得美国大豆在与南美大豆的出口竞争中缺乏优势，导致美国大豆销售数据大幅放缓。2019 年 9 月以后，中国政府发放了 1000 万吨的美国大豆进口配额，加之前期部分企业进口采购一定数量的美国大豆，使得美国大豆的销售及出口出现了增加。如图 4 所示，截止 12 月 5 日，美国大豆的出口订单同比增加了 9.3%，达到 2700 万吨。随着中美贸易争端的缓解，中国企业进口美国大豆的数量可能会继续增加，从而有利于美国大豆的消化。

图 4：美国大豆销售（吨）

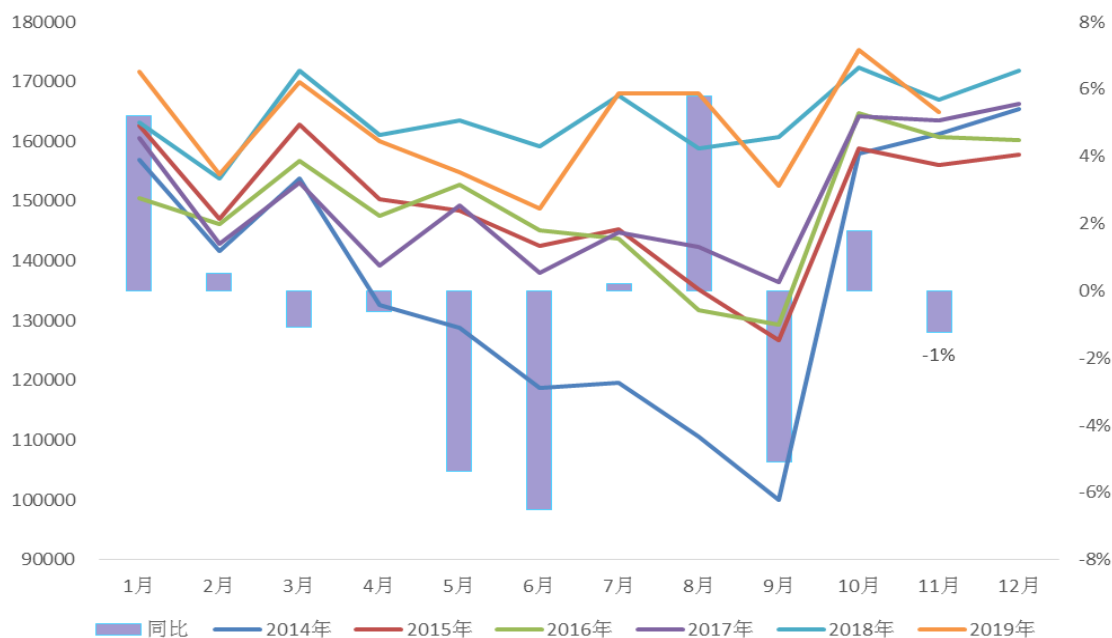


数据来源：USDA，兴证期货研发部

压榨方面，美国国内大豆销售放缓，供应压力较大，使得大豆价格维持低位，导致大豆的

压榨数量维持高位。如图 5 所示，美国大豆的压榨量持续维持高位水平，但由于去年基数较高，导致今年压榨增幅放缓。2019 年 11 月，美国大豆压榨量同比小幅下降 1%。总体来看，美国国内大豆需求旺盛，大豆压榨量维持高位。

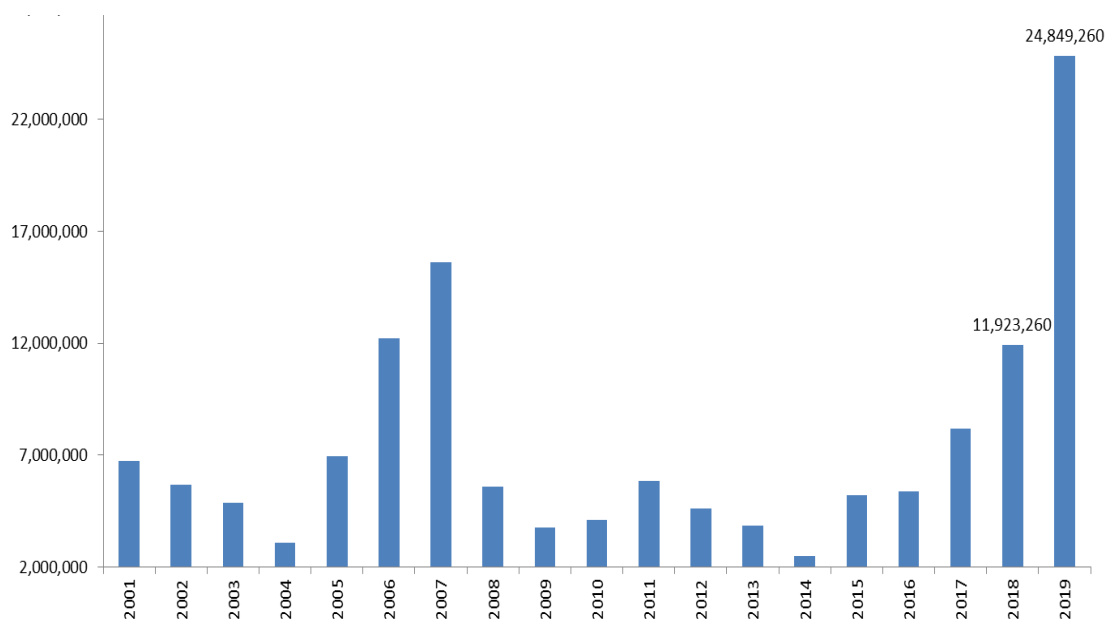
图 5：美国大豆压榨量（千蒲式耳）



数据来源：NOPA、兴证期货研发部

库存方面，截止到 9 月 1 日，美国大豆的季度库存达到 2485 万吨，这是历史同期的最高水平，比去年同期的 1192 万吨增加 1293 万吨。自 2014 年以来，美国大豆的库存水平不断增加，充裕的库存将给价格带来一定压力。但由于今年美国大豆产量大幅下滑，中国进口预期增加，后期美国大豆的供求改善将逐步消化库存，使得库存逐步进入到常态水平。

图 6：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

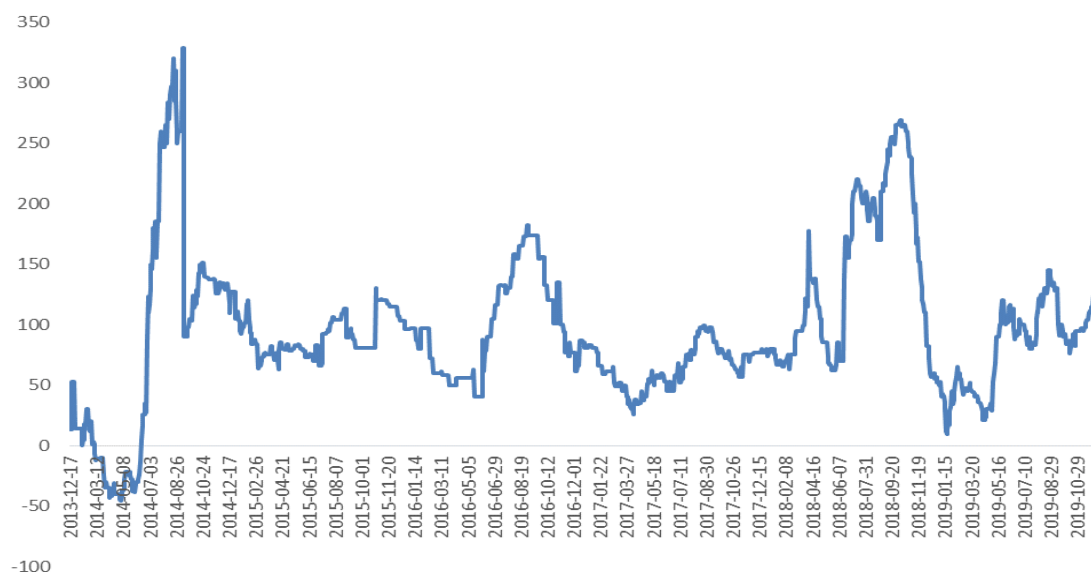
综合供求方面信息，2019/20 年度美国大豆产量大幅下降，供求严重过剩的状态将逐步改善，美国大豆的库存将逐步下降，给美国大豆价格带来支撑。中美贸易争端有所缓和，若后期谈判进展顺利，中国对美国大豆的采购可能会大幅增加，从而带动全球大豆价格走高。2020 年，美国大豆的种植面积取决于种植收益，受大豆价格的影响较大，因此需要持续关注。

2 巴西大豆基本面

美国农业部预期 2019/20 年度，巴西大豆的收割面积达到 3690 万公顷，较 2018/19 年度的 3590 万公顷增加 100 万公顷；在趋势单产预期下，巴西大豆的产量可能达到 1.23 亿吨。从目前来看，今年巴西大豆的种植面积已经远超过美国，产量也将超越美国，成为全球大豆产量最大的国家。

最近几年，巴西大豆的种植收益远远高于其他农作物，导致巴西大豆种植面积不断增加。在巴西大豆的种植周期内，中美贸易争端导致巴西大豆出口数量增加且出口价格维持高位。巴西农户在种植收益较好的情况下，继续增加大豆种植面积。如下图 7 所示，在巴西大豆种植的 10—12 月期间，CBOT 大豆期货价格维持震荡偏强，大豆销售的升水维持在 110 美分/蒲式耳以上的水平，保证了巴西大豆种植的收益维持高位。因此，农民会大幅提高大豆的种植面积。

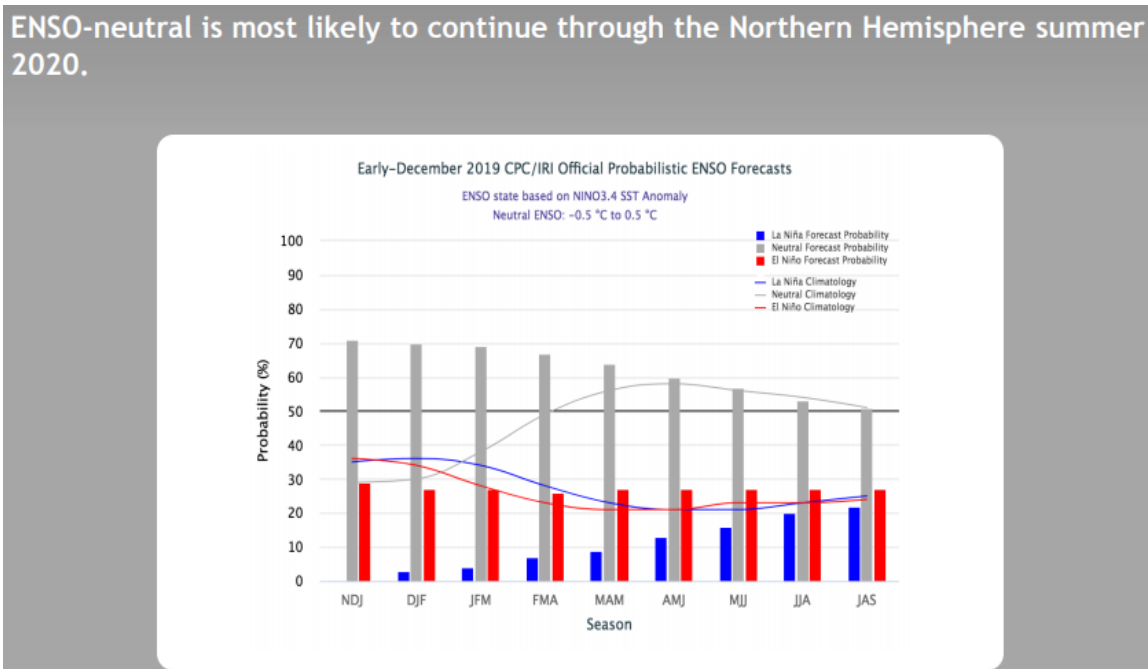
图 7：巴西大豆升贴水报价（美分/蒲式耳）



数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

从气候情况看，2020 年夏季以前，全球维持正常天气的概率比较大，这意味着在南美大豆的生长、收获期内，遇到极端天气的概率降低。从图 8 可以看到，2020 年夏季前，全球气候维持正常的概率达到 50%，整体有利于大豆的种植和生长，未来南美大豆的产量可能会维持历史高位。

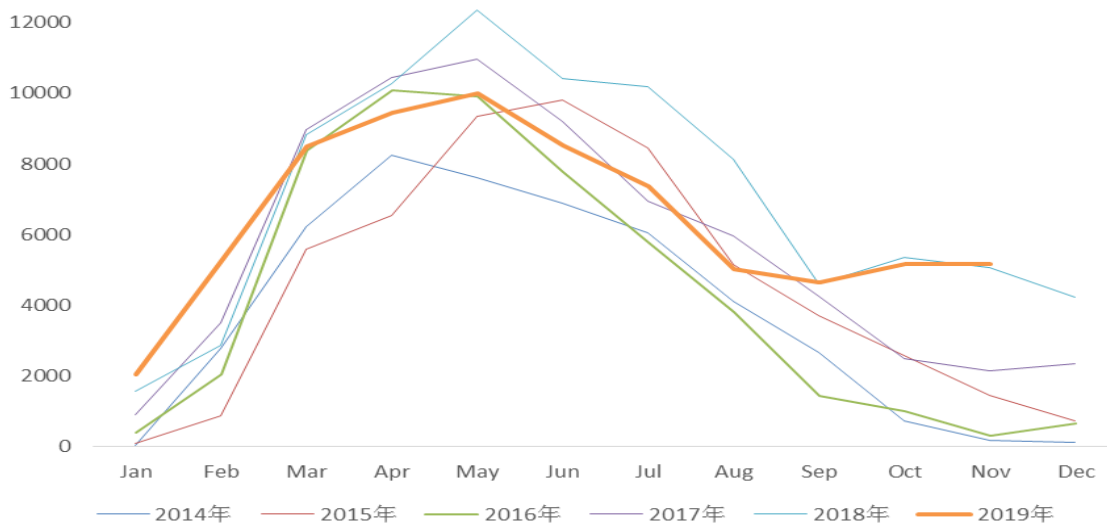
图 8：全球气候情况



数据来源：NOAA、兴证期货研发部

需求方面，巴西大豆的出口占需求的比重最大。2017 年日历年度内，巴西大豆的出口量达到 6816 万吨，压榨量为 4184 万吨，分别占巴西大豆需求比重的 60% 和 37%。

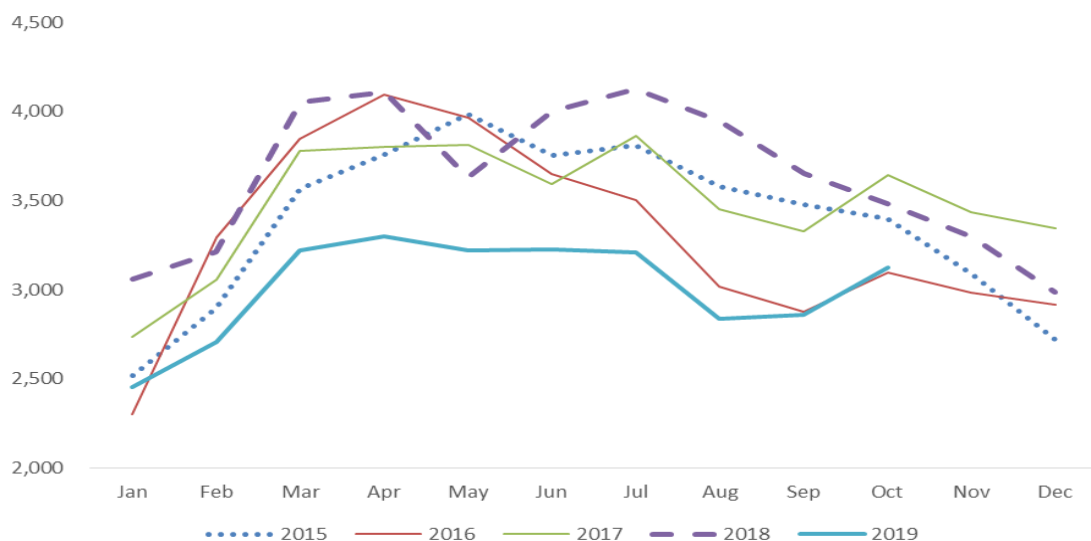
图 9：巴西大豆月度出口量（千吨）



数据来源：Abiove、兴证期货研发部

如图 9 所示，2019 年巴西大豆的出口数据维持高位。尤其是 9 月以后，中国进口数量维持高位，导致巴西大豆出口数量反季节增加。2019 年以来，中美贸易争端使得中国进口美国大豆数量维持低位，进口巴西大豆数量大幅增加。2018 年前 11 个月，巴西大豆出口量达到 7963 万吨，2019 年同期出口量为 7114 万吨，较去年下降了 10% 左右，但仍旧维持偏高水平。

图 10: 巴西大豆压榨量 (千吨)

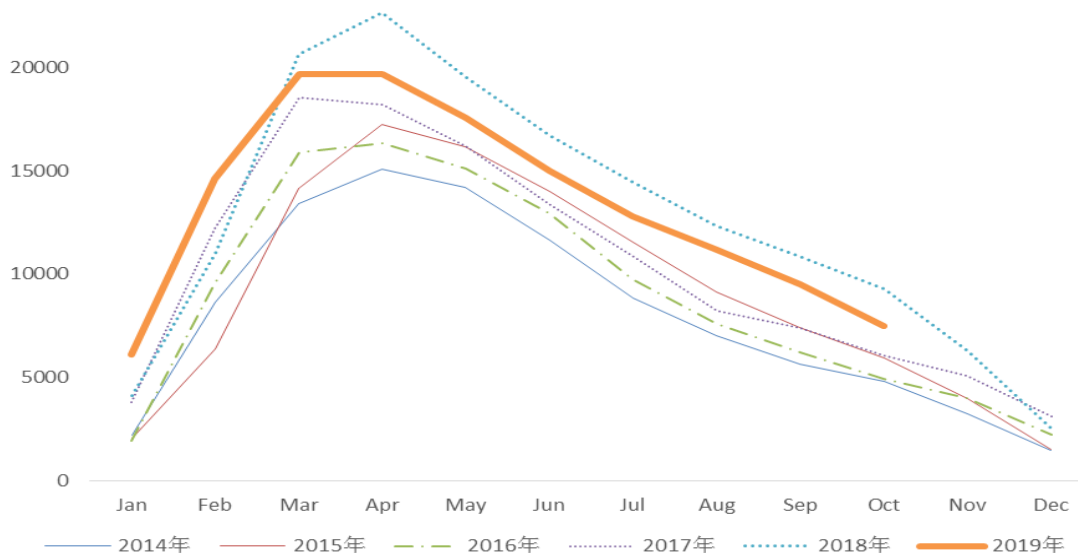


数据来源: Abiove、兴证期货研发部

压榨方面, 巴西大豆的价格相对较高, 抑制了巴西国内大豆的压榨需求。如图 10 所示, 今年巴西大豆的压榨量持续低于去年同期水平。2019 年前 10 个月, 巴西大豆压榨量为 3015 万吨, 低于去年同期的 3727 万吨, 同比压榨量下降了 20%。在出口旺盛、价格偏高的情况下, 巴西大豆的压榨数量偏低的状态将会持续。

2018/19 年度巴西丰产, 大豆初始库存维持历史高位, 但随着大量的出口及压榨, 大豆库存下降的速度很快。随着中国进口巴西大豆量维持高位, 巴西大豆的库存将继续下降。

图 11: 巴西大豆库存 (千吨)



数据来源: Abiove、兴证期货研发部

综合巴西的供求情况, 我们认为 2019 年巴西大豆销售仍旧从中美贸易摩擦中获益。巴西大豆丰产, 但从美国转购巴西大豆的中国贸易商采购积极, 使得巴西的大豆库存迅速下降, 大豆销售价格也维持高位, 农民获得丰厚的回报。2020 年, 中美贸易摩擦可能缓和, 中国可能再次

大量采购美国大豆，对巴西大豆的采购数量出现下滑。

3. 阿根廷大豆基本面

供应方面，阿根廷是全球第三位的大豆生产国，但由于阿根廷国内压榨行业产能较大，大豆压榨量偏高，导致阿根廷可供出口的大豆数量远远低于美国和巴西。阿根廷大豆的出口量持续低于 1000 万吨。2018/19 年度，阿根廷大豆产量从去年的灾害中恢复性增加，达到 5530 万吨，较去年的 3780 万吨大幅增加。阿根廷大豆价格维持偏高水平，农户的种植收益理想，预期 2019/20 年度，阿根廷大豆的种植面积可能增加到 1750 万公顷，较去年的 1660 万公顷增加 90 万公顷或 5.4%。但 2019 年 12 月，阿根廷新总统就任后，宣布将大豆、豆油和豆粕的出口税率从 25% 提高到 30%，将玉米和小麦的税率从约 7% 提高到 12%。由于大豆及其制品出口关税的提高，农户获得的销售价格将被压缩，可能会抑制农户种植大豆的积极性。

需求方面，2010 年以来，阿根廷大豆的净出口量维持在 800 万吨左右；大豆的压榨量从 3300 万吨大幅提高到 4500 万吨，导致本国大豆的出口量几无变化。2017/18 年度，由于大豆产量大幅下降，阿根廷大豆的净出口量为 -260 万吨。2018/19 年度，阿根廷大豆的产量恢复，大豆出口量增加，净出口量为 155 万吨。根据美国农业部的预测，2019/20 年度，阿根廷大豆净出口量可能达到 410 万吨，逐步向正常年份靠拢。

压榨方面，2018/19 年阿根廷国内大豆的压榨数据恢复，达到 4125 万吨。根据美国农业部的预估，2019/20 年度，阿根廷大豆的压榨量将达到 4500 万吨，创出历史新高。出口关税方面，12 月中旬以后，阿根廷大豆及其产品出口关税由 25% 上调至 30%。由于大豆及其制品的出口关税要远高于玉米和小麦等农作物，限制了阿根廷农户获得的收益，不利于农户提高大豆的种植面积。

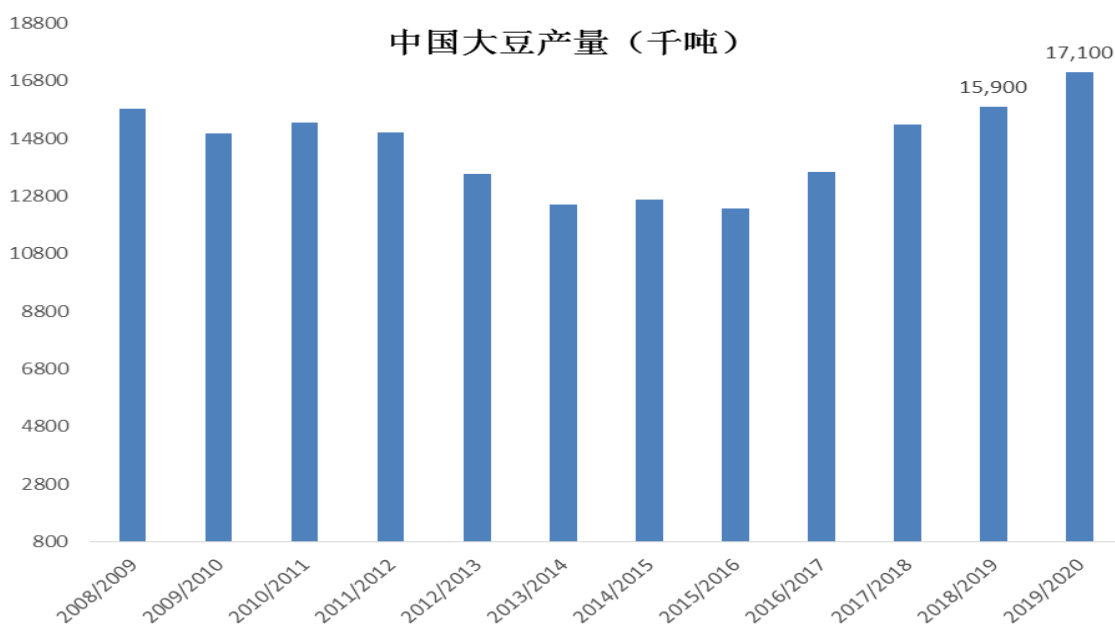
4. 中国大豆基本面

通常情况下，我国大豆的产量维持在 1000—1600 万吨区间。我国国内大豆是非转基因大豆，单产相对偏低，种植成本相对较高。国产大豆的出油率低于国外的转基因大豆，主产区黑龙江大豆销往沿海的运输成本偏高，国产大豆在压榨方面的竞争力要低于进口大豆。国产大豆主要用于高蛋白食品豆，当然也有部分民营小型企业主打非转基因的健康品牌，压榨销售非转基因豆油。整体来看，国产大豆的竞争力不足。

供应方面，受农业供给侧改革、中美贸易争端的影响，在政府的支持和鼓励下，我国大豆的种植面积持续增加，大豆产量也稳步增加。补贴方面，2018 年黑龙江省玉米和大豆生产者补贴标准分别为 25 元/亩 和 320 元/亩；2019 年黑龙江省玉米和大豆的种植补贴标准分别为 30 元/亩 和 255 元/亩。大豆的生产者补贴要远远高于玉米，吸引农户不断扩大大豆的种植面积，国内大豆产量不断增加。

如图 12 是美国农业部预测国内大豆的产量趋势。2019/20 年度，国内大豆种植面积增加，大豆的产量也出现增加，达到 1710 万吨，创出了历史新高。

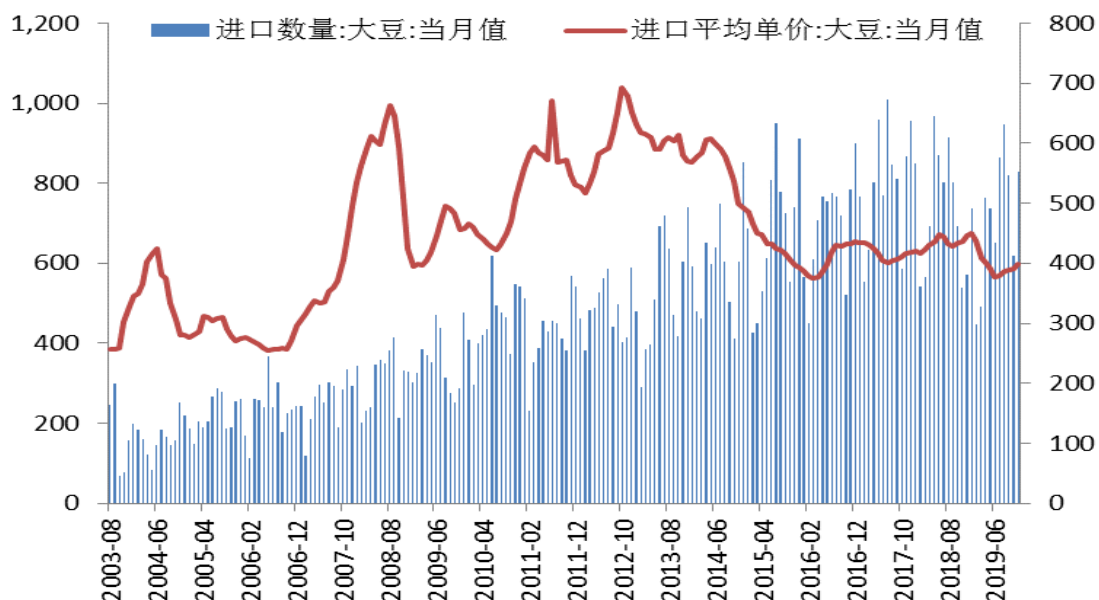
图 12: 中国大豆产量 (万吨)



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

我国是大豆消费量最大的国家, 2019 年以前, 国内大豆的进口和压榨量持续增加。但受非洲猪瘟的影响, 2018/19 年度, 我国豆粕的需求量大为减少, 导致大豆的进口量和压榨量出现下降。由于非洲猪瘟对生猪存栏的影响仍然持续, 我们预期 2019/20 年度, 养殖行业对豆粕的需求量可能维持低位水平, 因此, 我国大豆的进口量和压榨量可能维持低位。图 13 是我国大豆进口的月度走势。大豆的进口月度数据低于市场的预期, 同比大幅下滑超过 8%。

图 13: 中国大豆进口量 (万吨、美元/吨)

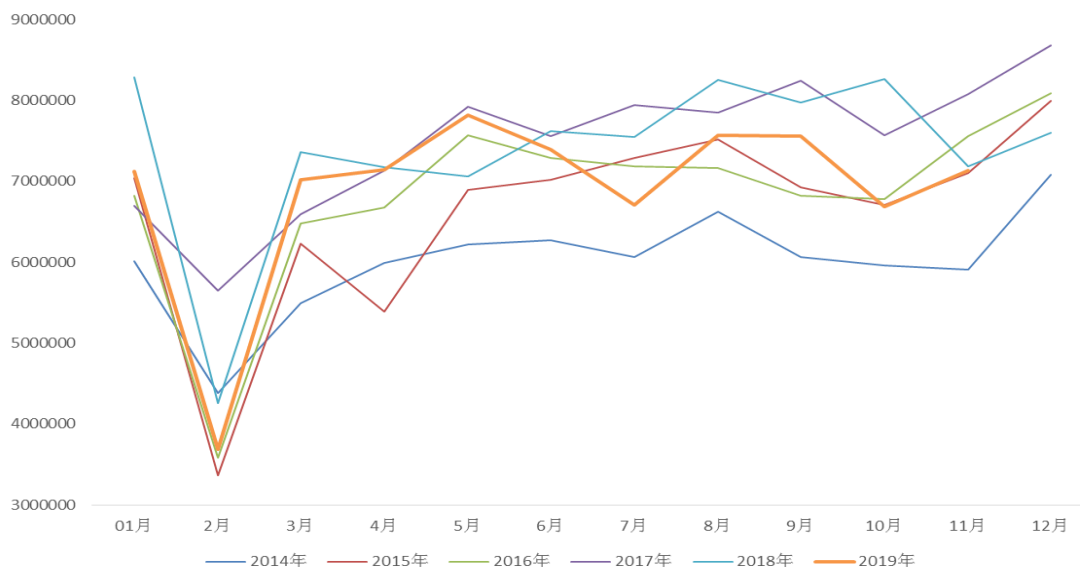


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

需求方面, 国产非转基因大豆主要用于食用消费, 相对稳定; 进口大豆属于转基因大豆, 在国内流通受限, 主要用于压榨以满足国内对豆油和豆粕的需求。豆油和豆粕来看, 国内进口

大豆又主要以豆粕的需求为主。由于非洲猪瘟的影响，下游养殖行业低迷，对豆粕的需求量下降，使得我国大豆的压榨量走低。我们认为养殖行业的低迷可能还将持续到 2020 年上半年，因此国内大豆的压榨和需求量可能会持续偏弱，2020 年下半年情况将好转。

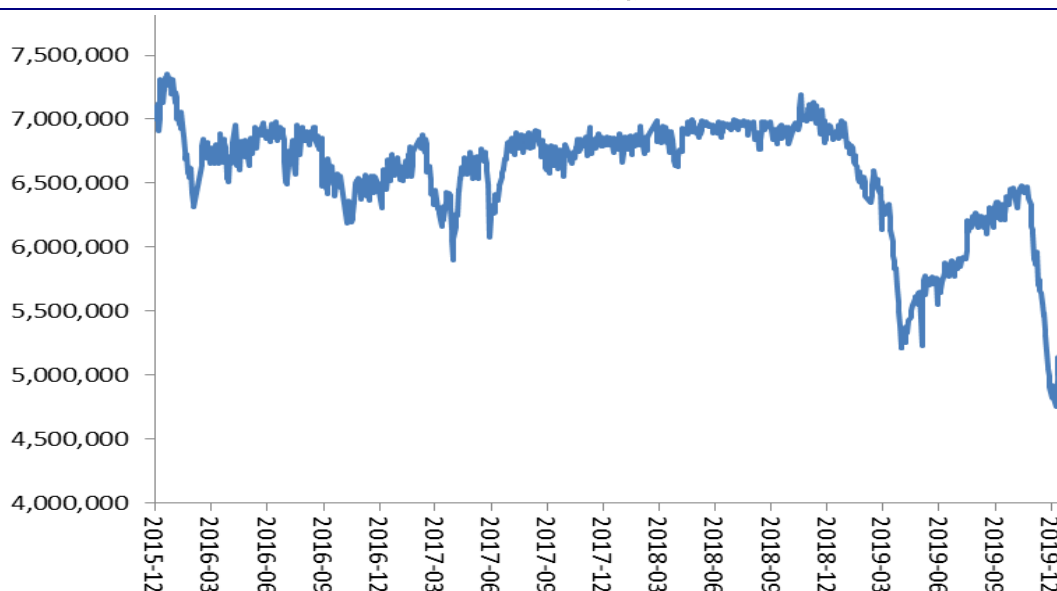
图 14：大豆压榨量（吨）



数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

库存方面，国内大豆库存持续下降。一方面，由于需求不振，压榨企业主动降低库存水平；另一方面，进口大豆通关不畅，制约了港口大豆库存的增加。如图 15 所示，我国沿海大豆库存下降到 515 万吨的偏低水平。

图 15：港口大豆库存（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

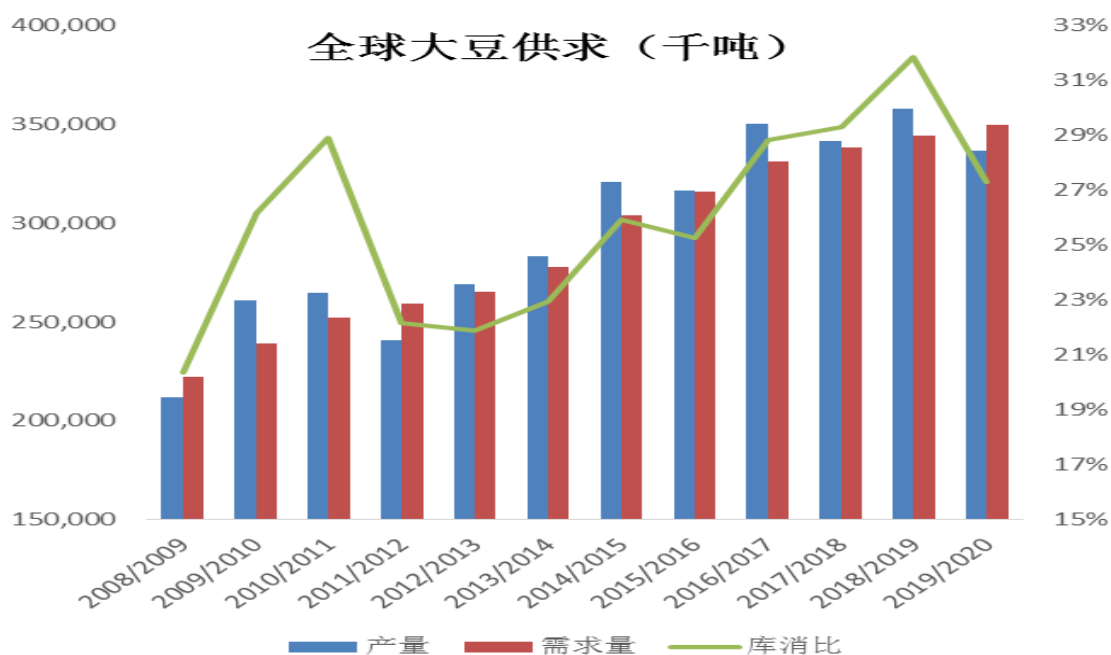
综合来看，国产大豆的产量对价格影响不大；进口大豆的成本低、进口量大，对豆油、豆粕价格走势起决定性影响。由于非洲猪瘟的影响，下游养殖行业对豆粕需求大幅萎缩，大豆的进口量和压榨量大幅下降。由于非洲猪瘟的影响仍将持续到 2020 年的下半年，我们认为国内养

殖业对豆粕的需求仍旧偏弱，会制约国内大豆的压榨和消费。

5.全球大豆供求分析

从前述分析看，2019/20 年度，美国大豆大幅减产，南美大豆小幅增产，全球大豆将减产。巴西和阿根廷大豆价格维持高位，农民选择种植大豆的积极性增加，大豆种植面积提高。如果天气情况维持正常，南美产量将继续增加。但由于美国大豆的减产幅度较大，全球大豆的产量将出现大幅下降。如图 16 所示，2019/20 年度，全球大豆供求出现较大缺口，库存消费比大幅下降，有利于大豆价格的走高。

图 16：全球大豆供求及库消比（千吨）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

消费方面，由于非洲猪瘟的影响，全球养殖行业对豆粕的需求出现下降。2020 年上半年，非洲猪瘟的影响可能仍将持续，对大豆和豆粕的消费不利。中美贸易争端有所缓解，有利于大豆的贸易流通，对大豆价格利多，但中美贸易谈判可能经历曲折，导致大豆价格大幅波动。综合全球情况，我们认为，全球大豆供应萎缩、需求偏弱，但供求改善将有利于大豆价格走高。

豆粕：需求先减后增，豆粕探底回升

1. 豆粕行情回顾

图 17：豆粕指数走势



数据来源:博弈大师、兴证期货研发部

如图 17 豆粕指数合约走势所示，2019 年豆粕价格行情可以分为三个阶段：第一阶段为年初到 4 月，受库存维持高位、生猪存栏下降对需求利空影响，豆粕价格震荡偏弱；第二阶段从 5 月持续到 10 月，中美贸易争端持续升温，中国进口大豆数量大幅下降、养殖行业对豆粕需求高于预期，带动国内豆粕价格大幅走高并维持高位震荡。第三阶段，中美贸易争端出现缓和，中国进口美国大豆数量增加，养殖业对豆粕需求下降，豆粕价格震荡走低。

2. 豆粕基本面分析

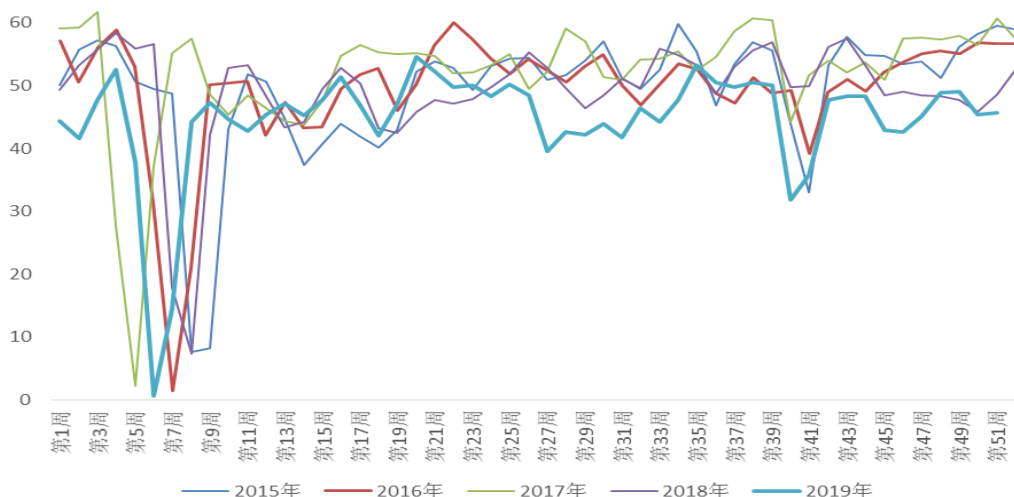
2.1 豆粕的供应分析

我国土地资源稀缺，在保证单产较高的主粮作物的前提下没有足够的土地供大豆的生产以满足国内日益增长的蛋白粕的需求。只有通过大量进口大豆进行压榨，以满足国内对蛋白粕的需求。全球 80% 以上的蛋白粕依靠豆粕提供，因此豆粕被其他蛋白粕取代的概率较低。豆油在全球油脂的消费比重只占 35%，在价格高企时被其他油脂取代的可能性更大。因此，国内进口大豆主要以满足蛋白粕需求为主，这也导致了国内豆油供应量过剩，产量和消费量占整体油脂

的比重重要远远高于国际水平。

国内豆粕的供应和需求量大，2005 年以来大豆压榨行业迅速扩张，产能超过 1.5 亿吨。产业方面，国内豆粕的供求基本依靠进口大豆压榨，直接进口豆粕数量极为有限。

图 18：压榨企业开工率 (%)

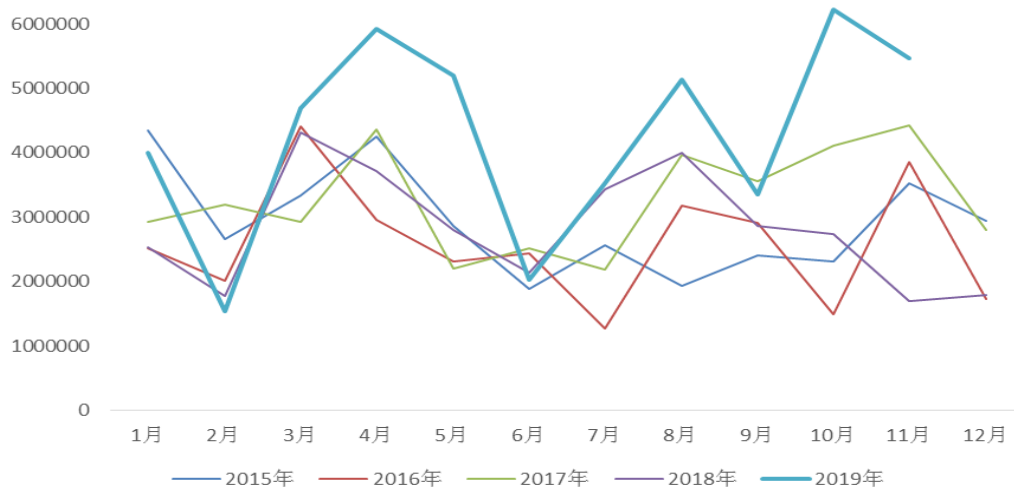


数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

如图 18 所示，我国压榨企业的开工率走势。整体来看，2019 年以来，受豆粕消费不旺，销售不畅影响，油厂降低了压榨的开工率，豆粕供应量出现下滑。但受国内豆粕、豆油价格上涨影响，油厂利润大幅走高且远远高于正常水平，这主要是由于进口大豆数量受限所致。在生猪养殖衰退的情况下，油厂的豆粕销售压力比较大。年底，中美贸易争端有所缓解，外盘大豆价格上涨使得进口大豆成本有所增加，对国内豆粕、豆油的价格有一定支撑。但年后生猪出栏大幅增加，后期对豆粕的消费需求将大幅萎缩，制约油厂开机率的上升。

从市场成交的情况看，2019 年我国豆粕的成交量仍旧维持较高的水平，处于近五年同期的上沿，我们认为这主要是统计企业和口径的问题。由于统计的大企业豆粕销售较好，成交量比较大，显示豆粕的成交数量要远超过往年正常水平。

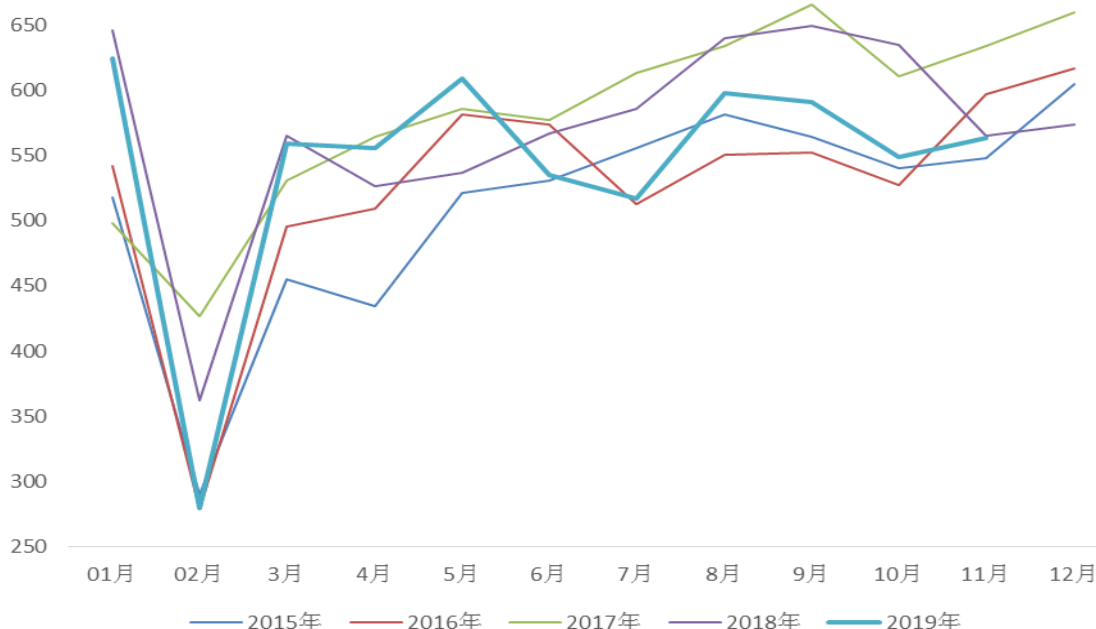
图 19：全国部分地区豆粕成交量 (吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

图 20 是我国豆粕需求量走势。从图看，2019 年以来，国内豆粕的月度需求量基本处于近几年的均值以下水平。由于养殖行业低迷，尤其是生猪养殖行业衰退严重，豆粕的需求量出现萎缩，同比大幅下降。由于 2020 年上半年，我国生猪行业仍将维持低迷，豆粕需求偏弱的状态可能还将持续。2020 年 5 月以后，豆粕的需求将出现好转，对豆粕价格利多。

图 20: 豆粕需求量 (万吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

如图 21 为我国豆粕库存。从图看，自 2018 年以来，国内豆粕的库存量维持震荡走低，由最高的 140 万吨下降到目前的 45 万吨。由于养殖行业需求降低，豆粕的常备库存下降。市场预期春节前后豆粕需求将出现大幅萎缩，备货意愿不强，同样导致豆粕库存下降，这种情况还将持续到养殖业恢复。

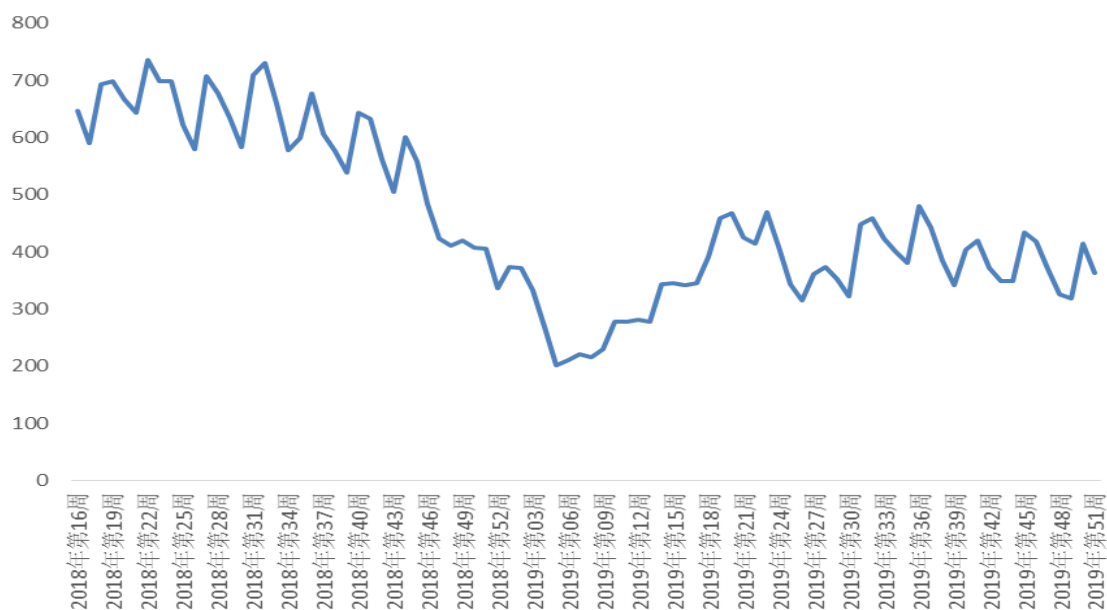
图 21: 国内豆粕库存走势 (万吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

从图 22 国内豆粕未执行合同情况看，已经由去年最高的 720 万吨大幅下降到了 362 万吨，说明下游对豆粕的采购积极性不高。

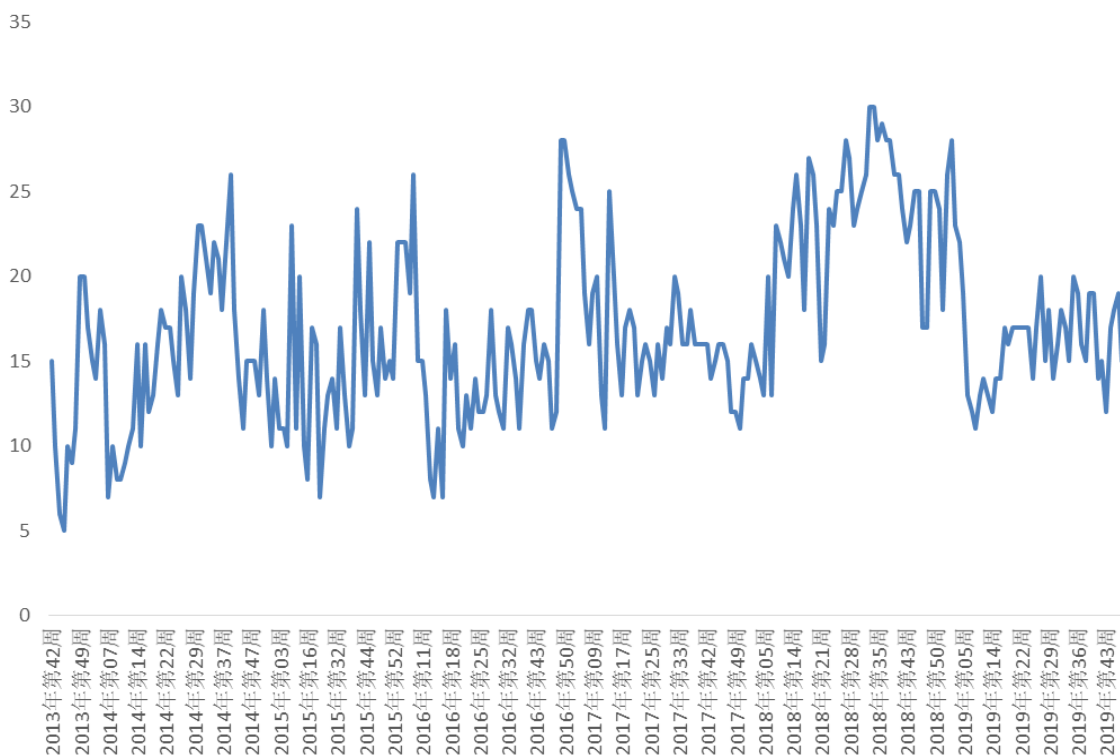
图 22：国内豆粕未执行合同（万吨）



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

如图 23 为山东地区饲料企业豆粕库存天数。可以看到，豆粕库存天数由最高的 31 天下降到 16 天，说明饲料企业对豆粕需求下降，这种低库存的状态将持续。

图 23：山东饲料企业豆粕库存天数（天）



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

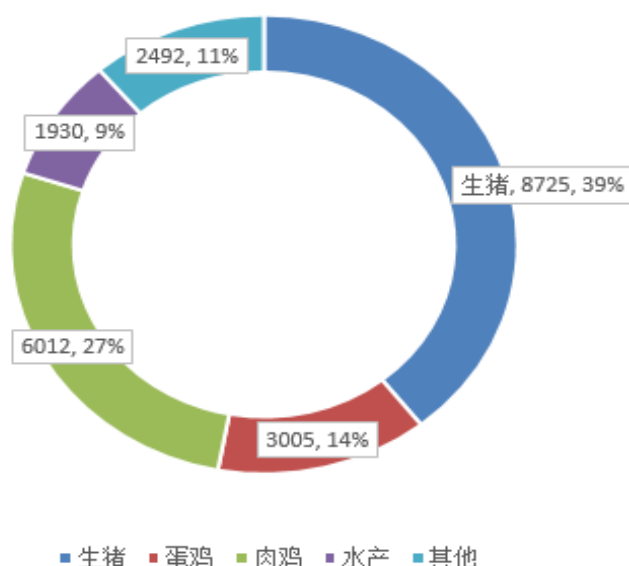
综合来看，受非洲猪瘟的影响，养殖行业对豆粕需求大幅萎缩，导致油厂开机率维持正常偏低的水平，豆粕的压榨供应量和成交量维持低位，豆粕市场呈现供需两弱的状态。中美贸易争端虽然有所进展但进口美国大豆 25% 的加征关税还没有取消，制约进口大豆的增加。

2.2 豆粕的需求分析

我国豆粕主要生产饲料，用于养殖业的消费需求。从数据看，用于生产饲料的豆粕占消费豆粕的 95% 以上，其余 2.5%--5% 的豆粕满足出口需求。用于食用消费的豆粕相对稳定，不足总消费量的 1% 且主要是依靠加工国产非转基因大豆生产，所以养殖行业的状况成为分析豆粕需求的主要因素。

在我国，生猪对豆粕的需求量最大；其次是肉蛋禽对豆粕的需求，再次是水产和反刍饲料。如图 24 显示，生猪饲料占总饲料产量的 39%；肉鸡饲料产量占 27%，蛋鸡饲料产量占 14%，水产和反刍饲料分别约占饲料总产量的 9% 左右。由于豆粕在各种饲料中的含量占比不同，豆粕的消费用量也略有差异。

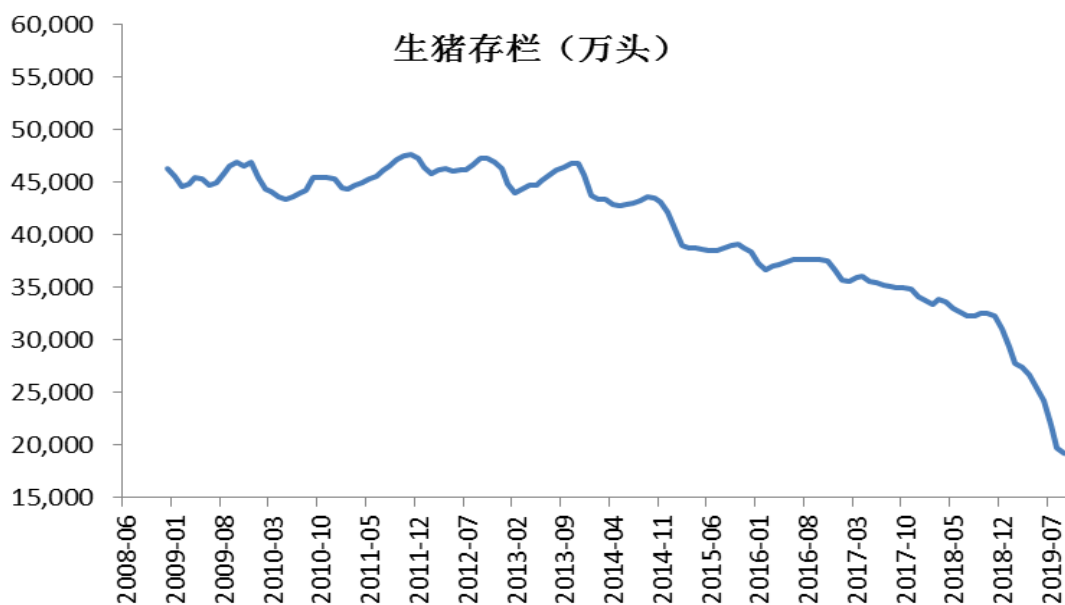
图 24：2016 年全国饲料产量（万吨）



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

首先，分析生猪行业情况。2018 年 8 月，第一起非洲猪瘟在我国辽宁发生，至 2018 年年底已经席卷我国华北、东北主要的生猪养殖大省，使我国生猪存栏的损失严重。2019 年初至 6、7 月，广西、广东、湖南、湖北、四川等中南部养殖大省又受到非洲猪瘟的影响。全国生猪存栏和能繁母存栏数量大幅萎缩。图 25 生猪存栏走势，显示生猪的存栏量持续走低，同比大幅下降 41.3%。生猪存栏量的大幅下降，必然制约对豆粕的需求。

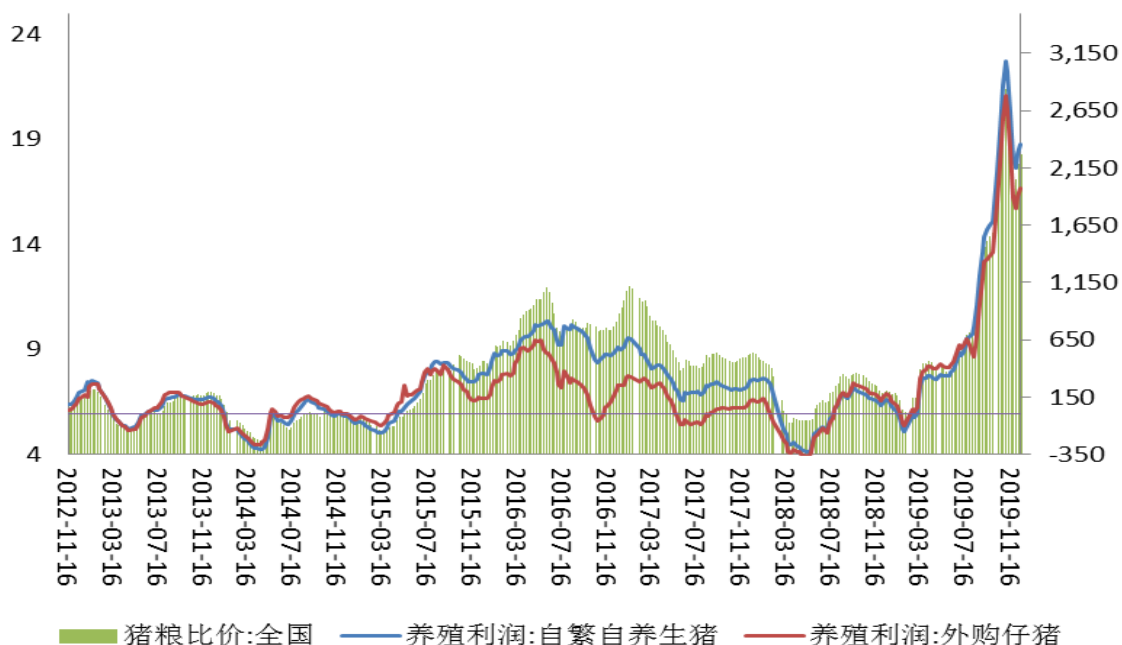
图 25: 生猪存栏量 (万头)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

如图 26 所示, 为我国生猪养殖利润走势情况。

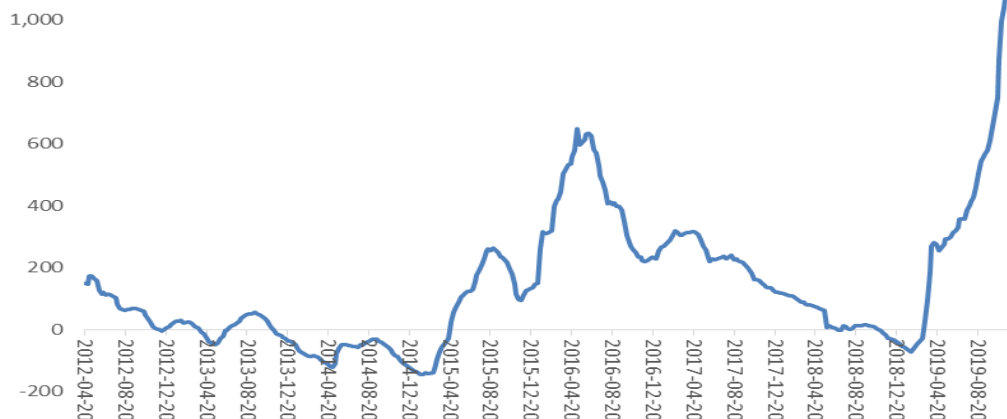
图 26: 生猪养殖利润 (元/头)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从图 26 看, 我国生猪养殖利润已经远远超出历史的最高利润水平, 生猪养殖进入暴利时期。但由于生猪存栏难以增加, 且非洲猪瘟对行业造成的风险仍旧较大, 未来生猪存栏规模维持低位, 养殖利润维持高位的状态将持续。

图 27: 仔猪出售毛利 (元/头)



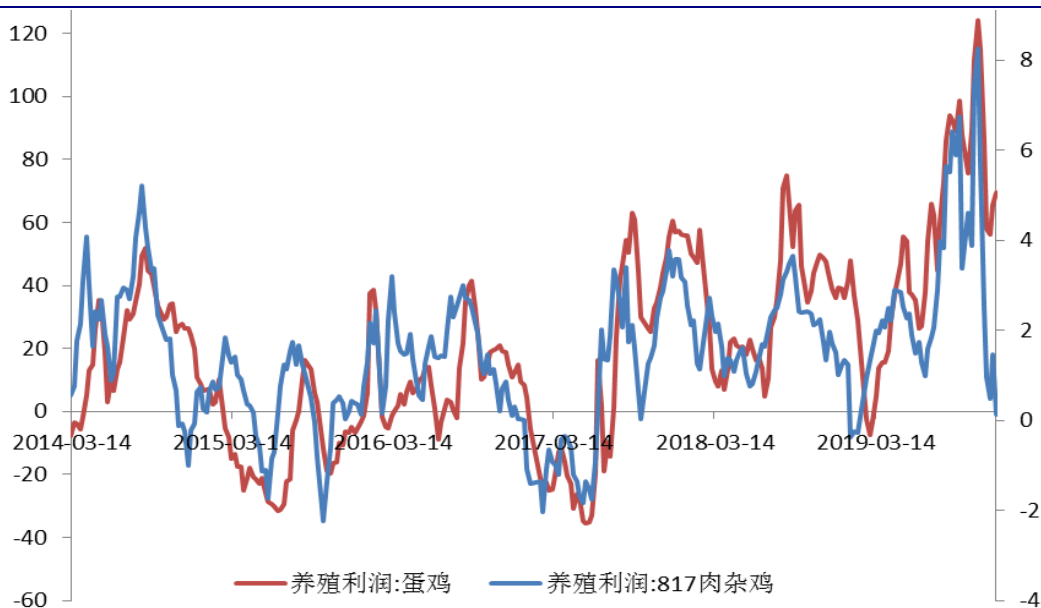
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

如图 27 所示, 仔猪的出售毛利迅速走高, 同样创出了历史新高。由于仔猪价格高企, 变相大幅提高了生猪养殖的成本, 小企业和散户购买仔猪的热情相对较低。而大企业和集团公司的资本实力雄厚, 抗风险能力强, 仍旧在积极的补充仔猪或能繁母猪的存栏, 未来大企业生猪存栏和出栏的数量仍会大幅增加。整体全国生猪存栏的增幅将比预期要低, 不利于豆粕的需求。

从肉蛋禽的情况看, 2018 年全国肉蛋鸡的存栏量处于历史偏低的位置。随着行业补栏数量的增加, 肉蛋鸡存栏量逐步增加。2019 年, 非洲猪瘟导致猪肉供求缺口巨大, 价格大幅上涨, 带动肉禽、蛋禽价格大幅走高, 养殖利润高企。

如图 28 为我国肉蛋鸡养殖利润走势。2019 年 4 月以后, 肉鸡价格和鸡蛋价格大幅上涨, 养殖利润达到历史新高, 养殖户补栏积极。随着春节临近, 鸡蛋和鸡肉的需求可能逐步下降, 价格在年底也有所回落, 但仍旧维持正向养殖利润。未来猪肉供应维持低位的情况下, 鸡肉和鸡蛋的替代作用仍将持续, 肉鸡和蛋鸡的存栏数量将维持高位, 但增幅相对有限, 整体肉蛋禽行业对豆粕的消费需求维持一定的增加。

图 28: 肉蛋禽养殖利润 (元/只)

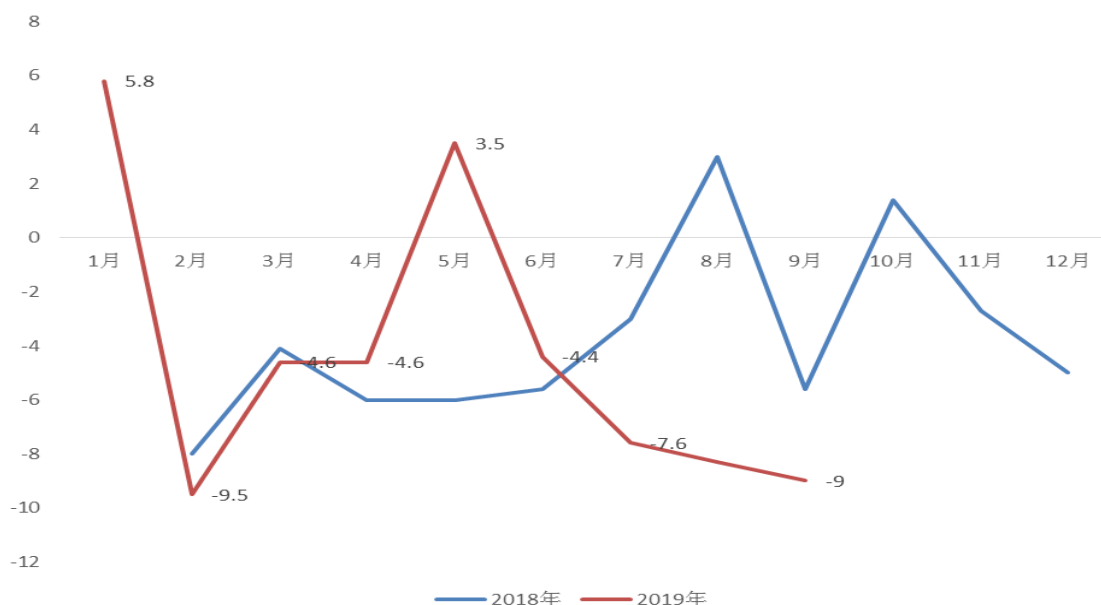


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

最后，水产养殖方面，水产的价格维持正常偏高的水平，养殖的积极性也比较高，但整体水产养殖对蛋白粕的需求相对较少，对豆粕需求的拉动作用有限。

从饲料累计同比看，2019 年下半年饲料产量的累计同比出现了大幅的下降，9 月饲料累计同比下降 9%，显示出下半年饲料需求的大幅萎缩局面。

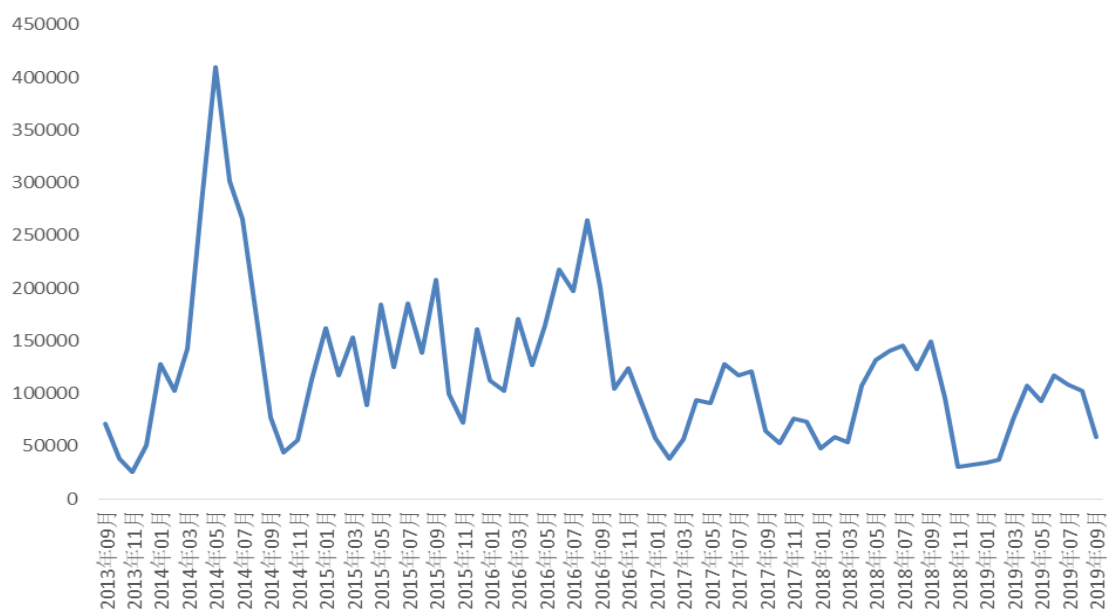
图 29：饲料产量累计同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

综合养殖情况看，生猪养殖行业不乐观，非洲猪瘟将持续影响生猪和能繁母猪存栏的增加，不利于豆粕的需求。肉蛋禽养殖维持较好的利润，肉鸡和蛋鸡的存栏将震荡走高，但增幅可能放缓。水产养殖受季节性因素影响，在夏季到来之前对蛋白粕需求下降，不利于豆粕的需求。

图 30：豆粕出口量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

豆粕的出口比重不大，但数量波动较大。如图 30 所示，2019 年以来，我国豆粕的出口量每月基本低于 10 万吨，出口维持低位。

综合豆粕供求分析，我们认为国内豆粕的需求受非洲猪瘟的影响仍旧维持低位水平，尤其是 2020 年的 4 月以前，生猪存栏数量维持低位，存栏生猪以中小猪为主，对豆粕需求量相对较低，对豆粕的价格利空。4 月以后，生猪存栏逐步恢复且中大猪存栏占比增加将提高对豆粕的消费需求。因此，2020 年豆粕价格将会走出探底回升的行情。

豆油：库存下降，豆油牛市来临

1.豆油行情回顾

图 31：豆油指数走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图豆油指数走势，2019年上半年豆油价格震荡走低并在5400—5600元/吨的低位区间维持震荡；7月以后豆油的供应短缺逐步显现，豆油库存走低，价格大幅拉升；10月前后，受棕榈油减产预期及生物柴油需求增加预期影响，豆油价格大幅上涨。我们认为豆油仍旧在上涨的过程中。由于豆油价格相对偏低，且未来供需缺口拉大，豆油的库存水平将持续下降，带动豆油价格继续走高。

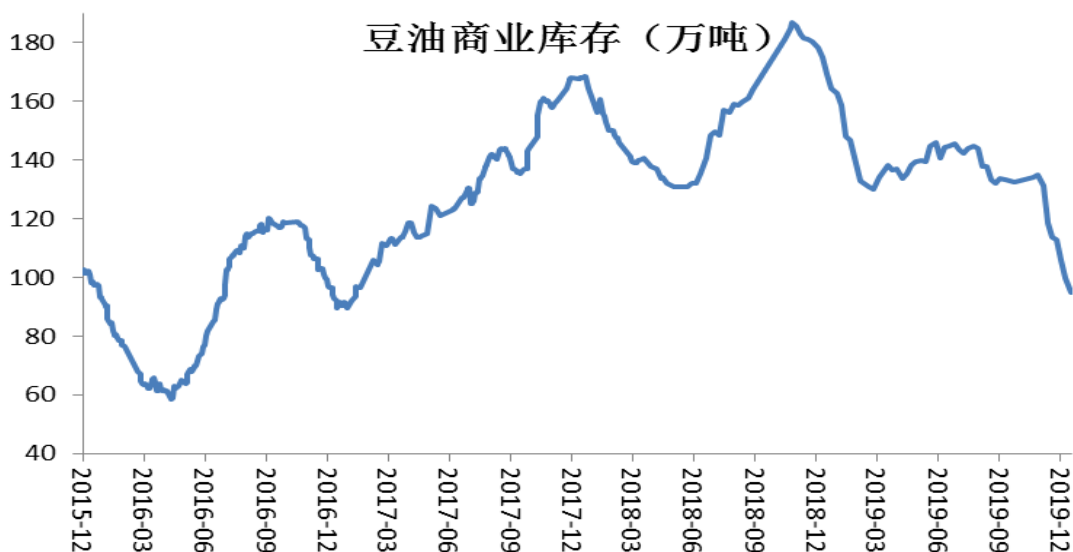
2.豆油基本面分析

2.1 豆油的供应分析

从国内的情况来看，近年来国内豆油的月度进出口量均处于10万吨以下的水平，对供求影响较小，即便中美贸易争端期间豆油的进口量有所反弹也没有超过10万吨的水平。豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上。由于养殖业的衰退，国内豆粕的需求量出现了大幅下降，国内大豆的进口量和压榨量出现了下降。根据大豆的进口量和需求量测算，国内大豆的压榨量减少600-800万吨，意味着国内豆油的压榨产量可能同比减少120—160万吨。

从库存的情况看，如图32所示，全国各地油厂库存下降到95万吨，并且有持续下降的趋势，近两年的豆油高库存状态发生了根本性的改变。

图 32: 全国油厂库存 (万吨)



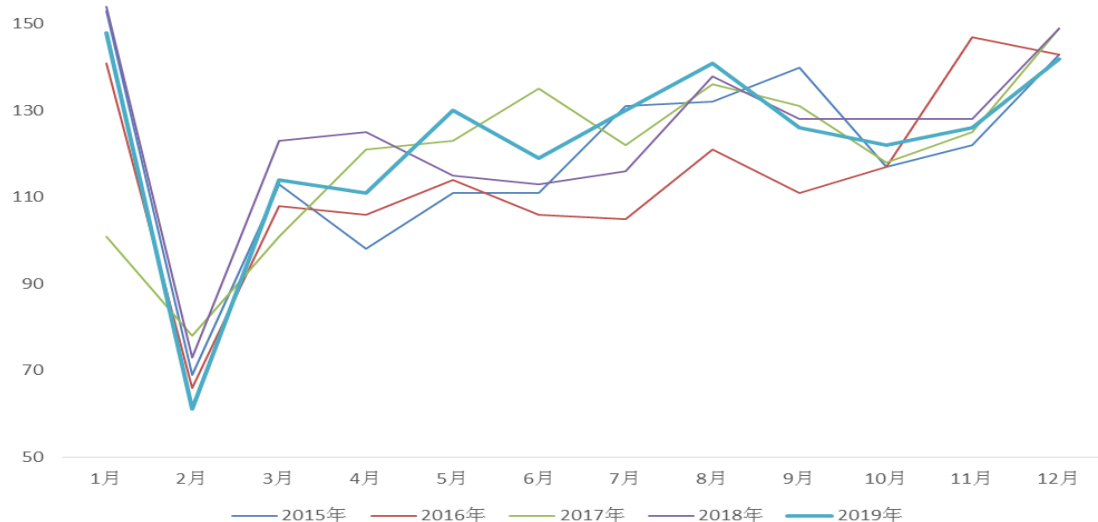
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 豆油的需求分析

我国豆油进口关税目前为 9%，远远高于大豆的进口关税 3%，使得豆油的价格相对国际水平要高，价格走势受外盘影响程度要小。国内豆油基本用于食用消费，占比超过 90%，在与外盘相对隔离的情况下，豆油的食用消费基本决定国内豆油的消费。

近年来，国内豆油的食用需求增幅相对较快，根据美国农业部的预测，作为发展中国家的中国仍旧是豆油食用需求增加的主要国家，由 2018/19 年度的 1588 万吨增加到 2019/20 年度的 1628 万吨，增加 40 万吨，增幅接近 2.5%；这样的增幅基本维持了近三年来的平均增长水平。随着收入水平的提高，国内豆油需求逐步饱和，消费增幅放缓。如图 33 显示，我国豆油的食用消费量维持在近年均值水平，增幅放缓。

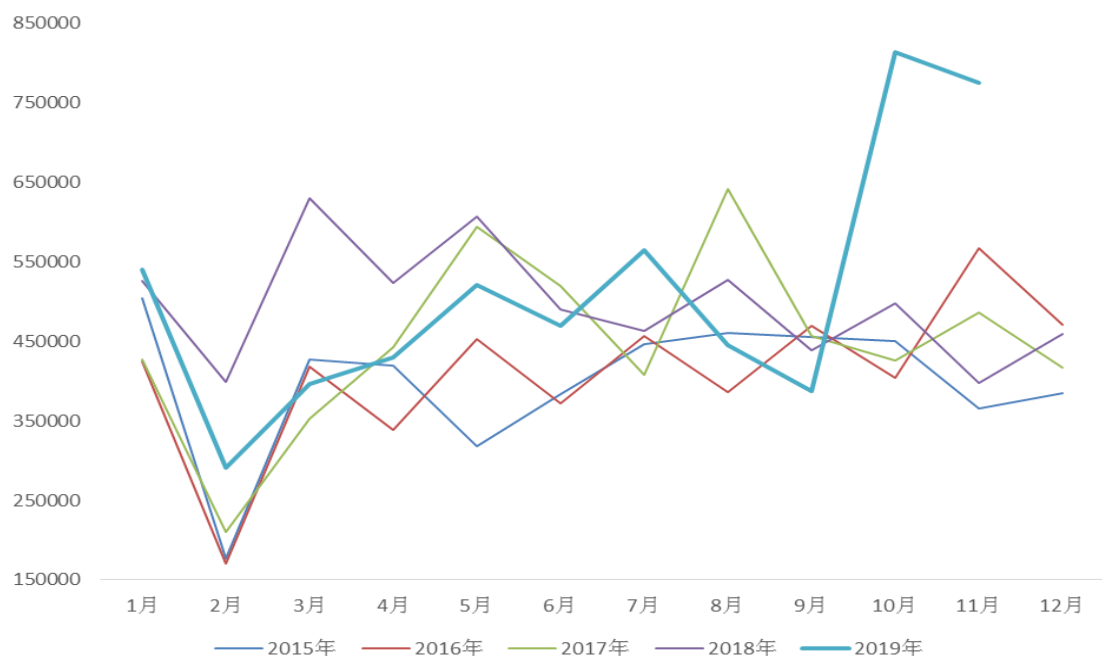
图 33: 全国豆油食用消费 (万吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

从成交看，由于棕榈油供求紧张，带动整体油脂成交和价格大幅上涨。2019年10月，全国豆油的成交量大幅增加；11月，豆油的成交量有所下滑但仍维持高位。由于国内油脂供求偏紧，豆油的价格相对较低，成交可能会维持高位状态。

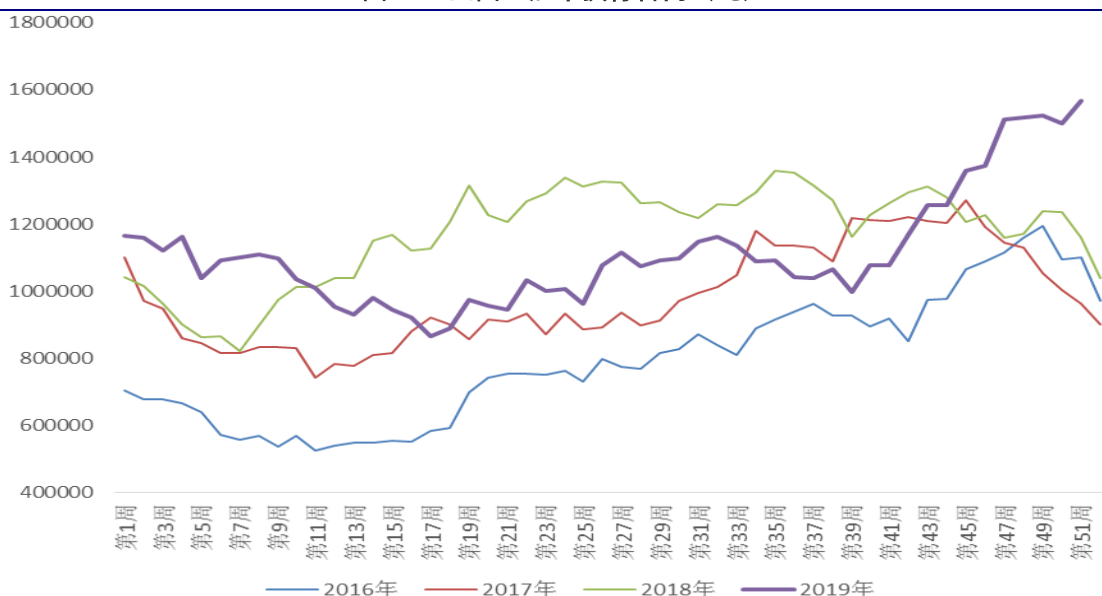
图 34：全国豆油成交走势（吨）



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

从豆油的未执行合同看，自10月以后豆油的未执行合同大幅增加，表明市场对豆油前景看涨，大量增加远期豆油的购买。

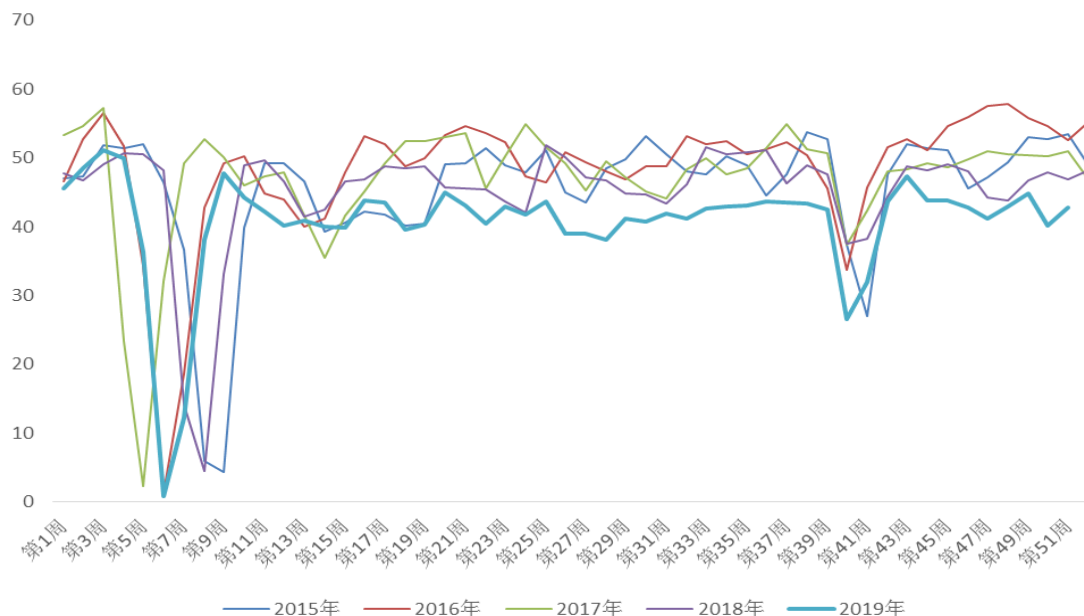
图 35：全国豆油未执行合同（吨）



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

从豆油企业精炼看，2019年精炼量相对去年有所下降，说明豆油的下游需求保持相对稳定，但在棕榈油和菜籽油价格偏高的情况下，预期后期豆油的需求和精炼量将大幅提高。

图 36: 全国豆油精炼量 (万吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

2.3 豆油的后期供求分析

在我国豆油主要来源于压榨企业的压榨，因此受制于大豆的进口量和压榨量数据。由于我国进口大豆的关税为 3%，远远低于豆油的进口关税 9%，因此，国内豆油的价格相对国际豆油价格水平偏高，正常情况下国内豆油进口量要高于出口量。

从消费情况看，我国是豆油的需求大国，豆油基本用于满足食用需求，与巴西、阿根廷等豆油资源禀赋丰富的国家不同。国内豆油的食用需求相对稳定，随着人民生活水平的不断提高，豆油的消费有所增加，但增幅回落到 3% 以下。2019 年全球油脂供求偏紧，国内大豆压榨量大幅萎缩，豆油的供应量减少，使得全国豆油的供求紧张，豆油价格将趋势性上涨。

棕榈油：减产、需求增加，棕榈油走牛

1. 棕榈油行情回顾

图 37：棕榈油指数走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图棕榈油指数走势。2019年上半年，棕榈油供应持续增加，需求尤其是生物柴油的贸易需求受到抑制，导致棕榈油价格持续走低。7月以后，受到油脂供求偏紧影响，棕榈油价格震荡走高。10月以后，受东南亚主产国大幅减产及生物柴油兑换比率大幅提高预期影响，棕榈油的价格大幅走高。目前，棕榈油价格仍处在上涨趋势之中。

2. 全球棕榈油基本面分析

2.1 全球棕榈油供应分析

棕榈树是多年生木本植物，树龄在30年以上，一般3年以后结果，6-7年棕榈树单产水平可以达到整个生命周期的平均水平，9—18年是高产周期，之后单产水平逐步下降，因此树龄结构是决定单产的重要因素。

2.1.1 印尼棕榈油产量

下图38为印度尼西亚棕榈树的收获面积及同比走势。由图看，印尼有近一半的棕榈树是近十年种植，而近60%收获面积的树龄低于10年，处于单产增加的高峰期。但近年来印尼棕榈油

收割面积增幅维持在 4% 以下的低位水平，这与 2008 年后种植面积增幅减少有关。根据 USDA 报告显示，2020 年印度尼西亚棕榈树的收获面积达到 1175 万公顷，小幅增加 4%。

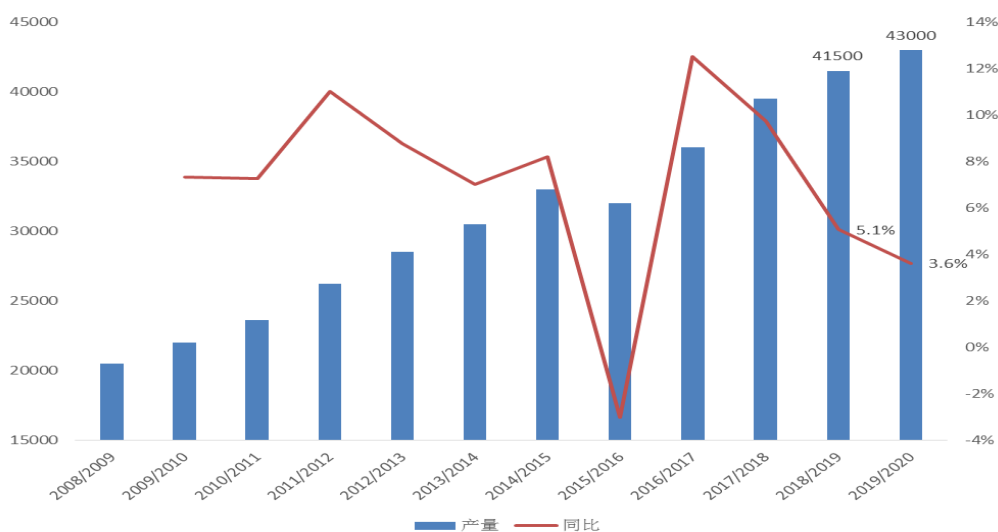
图 38：印尼棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

单产方面，目前大部分棕榈树已经进入到单产高峰期，印度尼西亚棕榈油的产量仍旧维持增加的预期。由于 2019 年春季及秋季，东南亚地区降雨较少、天气偏干旱，对棕榈油的开花和结果造成了不可逆转的影响。2019 年 11 月开始至 2020 年 4 月以前，印尼的棕榈油产量可能会出现同比大幅下。部分机构调研认为，印尼棕榈油所受灾害会持续影响整个 2020 年，导致产量大幅下降。我们认为，2020 年上半年印尼棕榈油出现减产的概率非常大，下半年能否恢复增产还需关注。根据美国农业部的预测，2019/20 年度，印尼棕榈油的产量由 4150 万吨增加到 4300 万吨，年增加达到 150 万吨。我们认为，美国农业部并没有把印尼减产的预期计算在数据中，印尼产量可能维持或者略高于去年的水平，供给大幅增加的势头受到抑制。

图 39：印尼棕榈油产量及同比（千吨）



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

2.1.2 马来西亚棕榈油产量

2020 年，马来西亚完全成熟的棕榈树的收获面积为 535 万公顷，较去年的 530 万公顷小幅增加 5 万公顷；单产方面，2019 年春季和秋季马来西亚同样经历了少雨偏干旱的气候，棕榈油的单产水平下降。2020 年的春季以前，马来西亚棕榈油的单产和产量可能继续下滑。

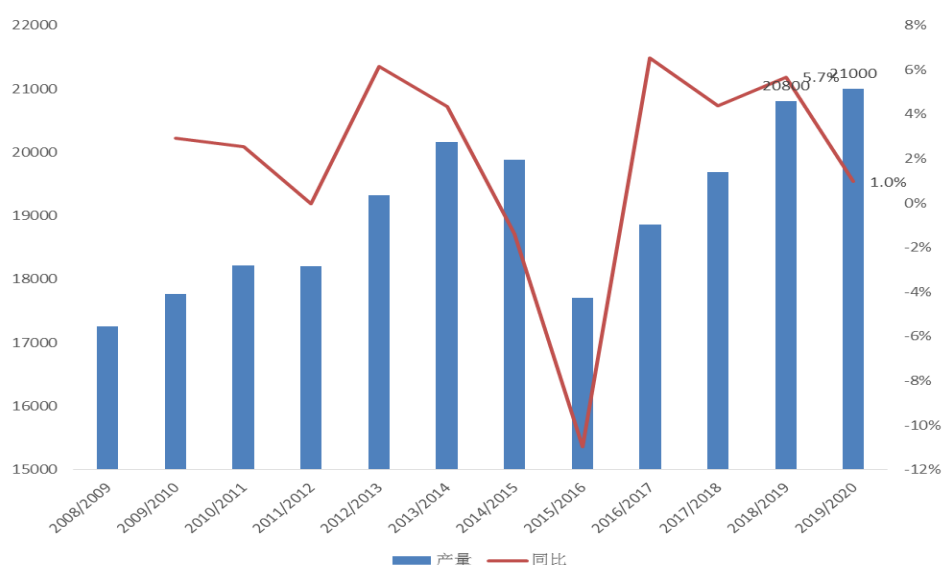
图 40：马来棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

2019/20 年度，马来西亚棕榈油面积增加不多，单产水平又出现下降，产量将下滑。根据 USDA 的数据，2019/20 年度马来西亚棕榈油的产量将达到 2100 万吨，较去年的 2080 万吨增加 20 万吨。但从天气和产量情况看，我们认为，马来西亚棕榈油的产量会出现下滑，下降到 2000 万吨水平，比市场预期低 100 万吨。

图 41：马来棕榈油产量及同比（千吨）



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

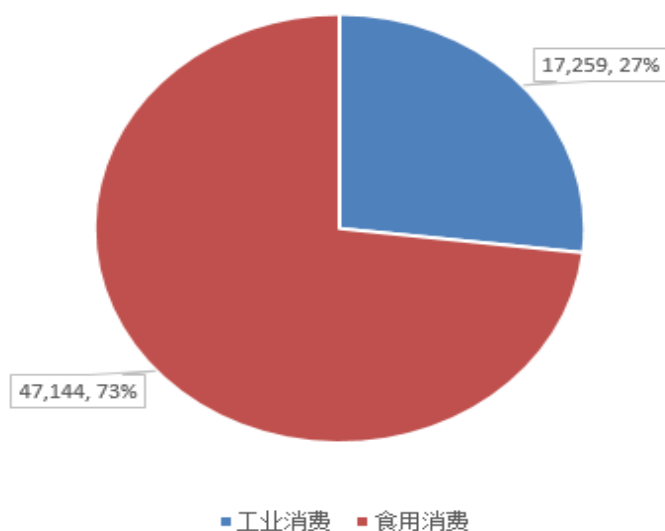
2019/20 年度，马来西亚和印度尼西亚棕榈油的总产量接近 6150 万吨，约占全球总产量的 85%；受干旱天气的影响，马来西亚棕榈油产量出现一定的下降，印尼棕榈油产量则出现增幅放缓，全球棕榈油产量低于预期，对棕榈油价格利多。

2.2 全球棕榈油需求分析

2.2.1 棕榈油的食用需求

棕榈油的消费主要还是用于食用消费需求，包括工业食品的消费需求。从近五年的情况看，棕榈油的食用需求平均增幅接近 5%，但 2019/20 年度，油脂整体供给大幅萎缩将制约需求增幅。马来西亚和印度尼西亚受干旱天气影响，单产和产量将低于市场预期，导致供求关系偏紧涨，食用需求可能受到抑制；预期 2019/20 年度，棕榈油价格可能会继续走高，食用需求受到抑制，增幅度低于 3%。

图 42：全球棕榈油消费情况（千吨）



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

2.2.2 棕榈油的工业需求

印度尼西亚是棕榈油用于工业生产，尤其是生物柴油生产最大的国家。棕榈油用于化工工业的用量增幅相对稳定，而用于生物柴油的数量则受政策影响较大。下图 43 为印尼生物柴油产量及产能利用率情况，受印尼政府大力提高生物柴油掺兑比例影响，印尼生柴产业的产能利用率大幅走高至 70%。2020 年 1 月以后，印尼政府将生物柴油强制掺兑目标由 20% 大幅提高到 30%，若能提高到 25%，印尼国内对生物柴油的需求增加将超过 2000 百万升，对棕榈油的需求增量将达到 200—250 万吨。

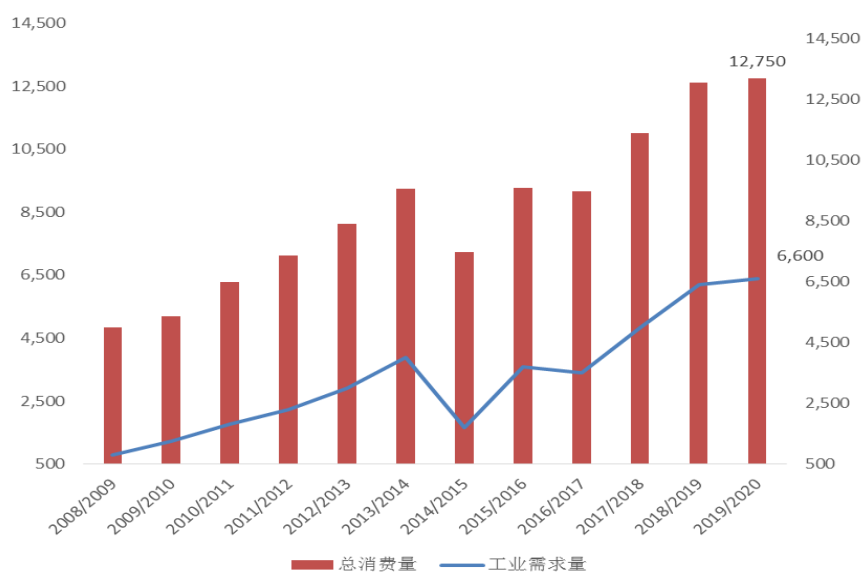
图 43: 印尼生物柴油产量及产能利用率 (百万升)



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

从机构的预测数据来看, 2019 年日历年度, 印度尼西亚政府将国内生物柴油的兑换比例由 12.7% 提高到 19.9%, 用于生物柴油的棕榈油数量由 515 万吨提高到 736 万吨, 整整增加了 221 万吨。若 2020 年生物柴油兑换比率大幅提高到 25%--30%, 则棕榈油的用量预期增加 200 万吨到 300 万吨。为了提高生物柴油的兑换比例, 印尼政府需要通过出口棕榈油进行征税以对生物柴油产业进行补贴。市场认为, 政府补贴的资金可能会面临困难从而影响生物柴油兑换比例的提高。由于棕榈油价格大幅上涨, 生物柴油生产成本增加, 可能会抑制生物柴油的生产。综上所述, 印尼政府提高生物柴油的兑换比例将刺激棕榈油需求, 但实施的效果可能还有待于后期的验证。我们更倾向于印尼生物柴油的兑换比例可能会提高到 25%, 对棕榈油的需求比 2019 年增加 200 万吨以上。如下图所示, 根据美国农业部数据, 印度尼西亚棕榈油的工业消费量从 640 万吨增加到 660 万吨。由于印尼政府提高生物柴油兑换比例, 后期工业需求增加幅度可能会远远超出美国农业部的预估, 可能达到 850—900 万吨的水平。

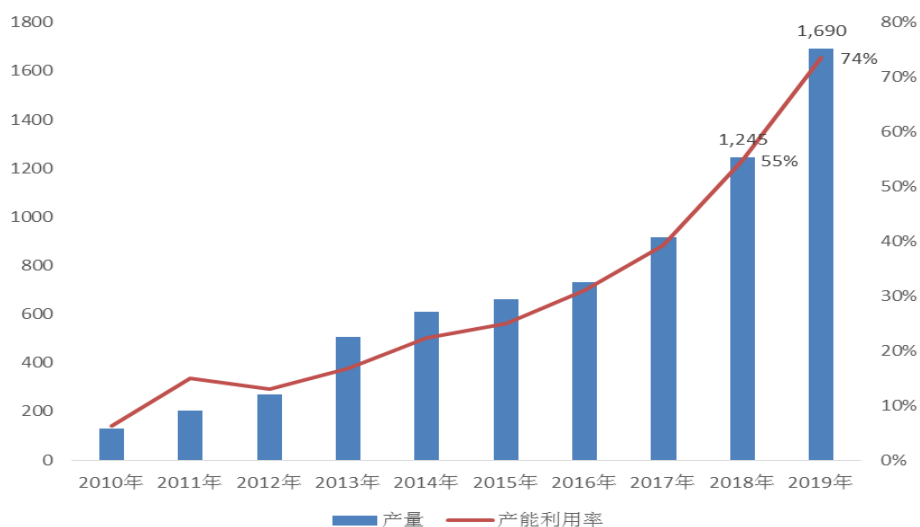
图 44: 印尼棕榈油工业消费量及总消费量 (千吨)



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

图 45 是马来西亚生物柴油产能情况。由图看，2019 年马来西亚棕榈油的产能利用率大幅提高，达到 73%。2019 年上半年，棕榈油的价格大幅走低，生物柴油生产出现利润，马来西亚生物柴油产量大幅增加。2020 年，马来西亚政府计划将生物柴油的掺兑比例由 10% 大幅提高到 20%，如果这一目标能够实现，马来西亚生物柴油的产量将大幅提高。但考虑到 2019 年大量的生物柴油产量用于出口，随着棕榈油价格的走高，生物柴油的生产重新回到亏损状态，因此，马来西亚生物柴油出口数量将大幅萎缩。马来西亚国内生物柴油的需求增加超过出口下降的数量，预期生物柴油对棕榈油的消费需求将增加 30-50 万吨。

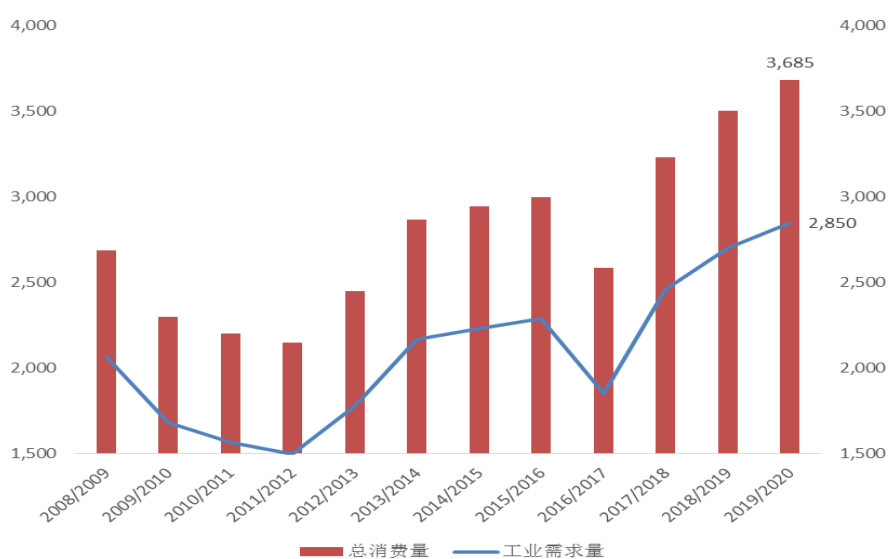
图 45：马来西亚生物柴油产量及产能利用率（百万升）



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

如下图 46 所示，由于马来政府生物柴油的混掺比率增加，棕榈油的工业消费量增加，且高于美国农业部的预测数据。

图 46：马来西亚棕榈油工业消费量及总消费量（千吨）



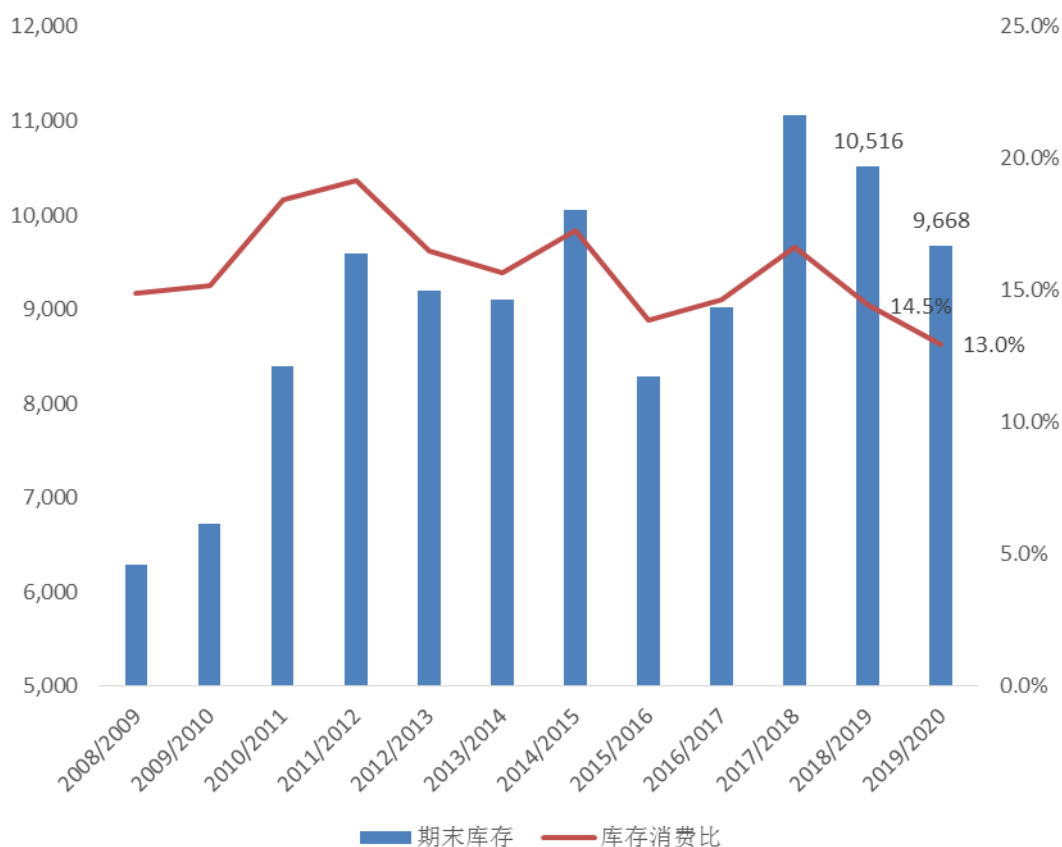
数据来源: USDA, 兴证期货研发部

2.3 全球棕榈油供求分析

综合来看，受 2019 年干旱的影响，马来西亚棕榈油的单产水平将出现下滑，在收获面积基本保持不变的情况下，马来西亚棕榈油的产量出现小幅下滑；印度尼西亚棕榈油单产同样受到干旱天气的影响出现下滑，加之农户投入下降，棕榈油产量增幅不及预期。全球棕榈油的供给量将持平或维持小幅增加。需求方面，棕榈油的食用需求增幅有限，工业用途的用量、尤其是生物柴油的用量受到马来西亚和印度尼西亚政府提高生物柴油掺兑比例的影响将大幅增加，棕榈油的供求由宽松转向紧张。

根据美国农业部的预测，全球棕榈油的供求趋紧，期末库存下滑。如图 47 所示，全球棕榈油的库存下滑到 967 万吨，库存消费比下降到 13%。考虑到棕榈油减产和生物柴油需求的增加高于预期，我们认为，棕榈油的供求可能比美国农业部的预期更加紧张，对棕榈油价格利多。

图 47：全球棕榈油库存及库消比（千吨）



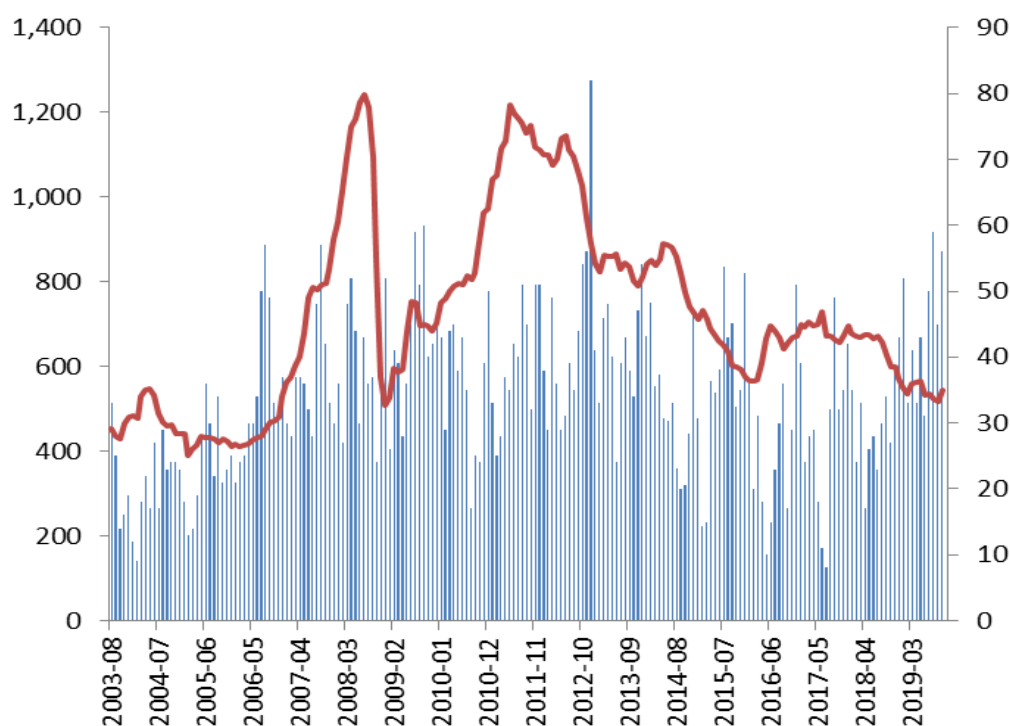
数据来源: USDA, 兴证期货研发部

3.我国棕榈油产业分析

我国是棕榈油的消费大国，也是棕榈油的净进口大国。我国棕榈油的消费有 66% 用于家庭食用消费，而 34% 用于工业消费。工业消费主要用于食品加工行业，因为棕榈油是饱和脂肪酸，不易变质，这个特性使得棕榈油成为方便面等工业食品的主要原料。但由于棕榈油熔点较高，容易出现浑油甚至会有凝固，导致棕榈油在家庭食用方面的需求较其他油脂存在劣势。

我们认为，棕榈油用于工业方面的需求保持稳定的增长，但家庭食用方面的需求会随着棕榈油、豆油和菜籽油的比价关系发生变化。2019年9月以前，国内大豆压榨量萎缩，豆油的供应量大幅下降120万吨；受中加关系的影响，国内菜籽油的价格维持高位水平，棕榈油对豆油和菜籽油比价处于低位，刺激了棕榈油的消费需求。2018/19年度，国内进口棕榈油的数量增加了170万吨，创出了历史新高。如图48为我国棕榈油月度进口数量，2018年日历年度，我国棕榈油的进口量为358万吨，较2017年同期的347万吨小幅增加11万吨。2019年前10个月，棕榈油的进口量达到443万吨，较2018年同期的277万吨大幅增加166万吨，说明棕榈油价格偏低导致需求量大幅增加。

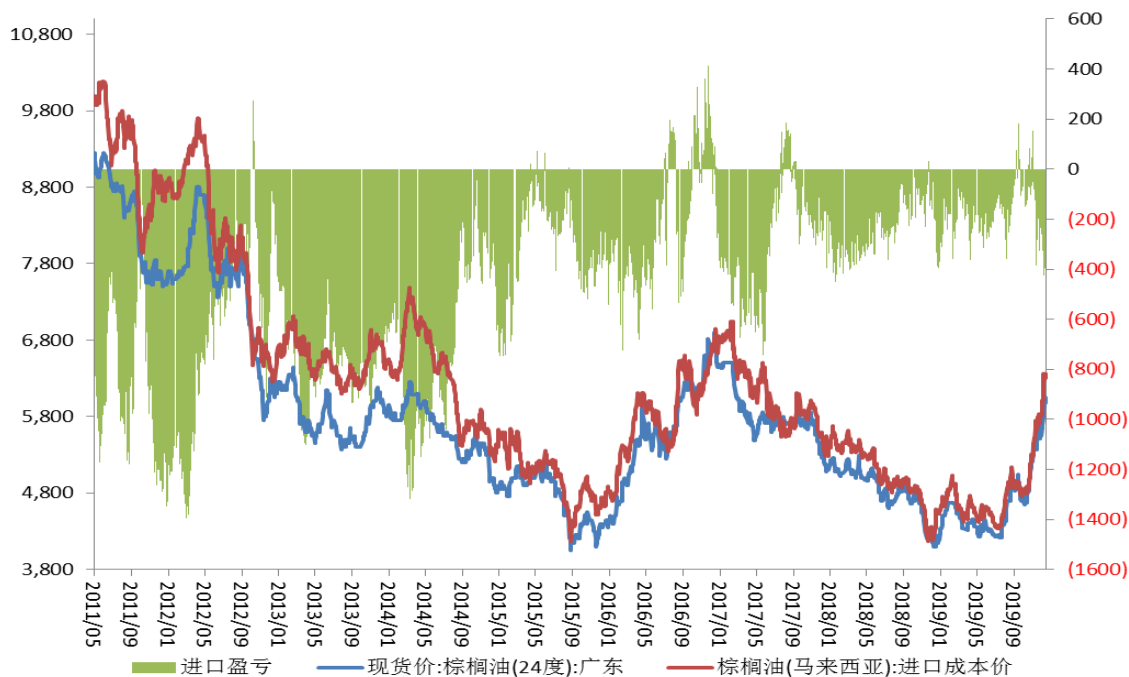
图 48：棕榈油进口量



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

从进口盈亏的角度看，我国棕榈油的理论进口利润大部分时间维持负值，在2008年生物能源的炒作时期有较长时期的进口盈利；2017年年初及年中，国内棕榈油的库存只有30万吨的历史低位，棕榈油的价格坚挺，进口棕榈油出现盈利，进口量大幅增加。2019年9、10月，国内棕榈油价格大幅上涨，上涨幅度高于外盘，棕榈油进口出现正向利润，进口量同样大增。目前，外盘价格上涨高于国内价格上涨幅度，棕榈油的进口利润重新为负，进口量预期下降。

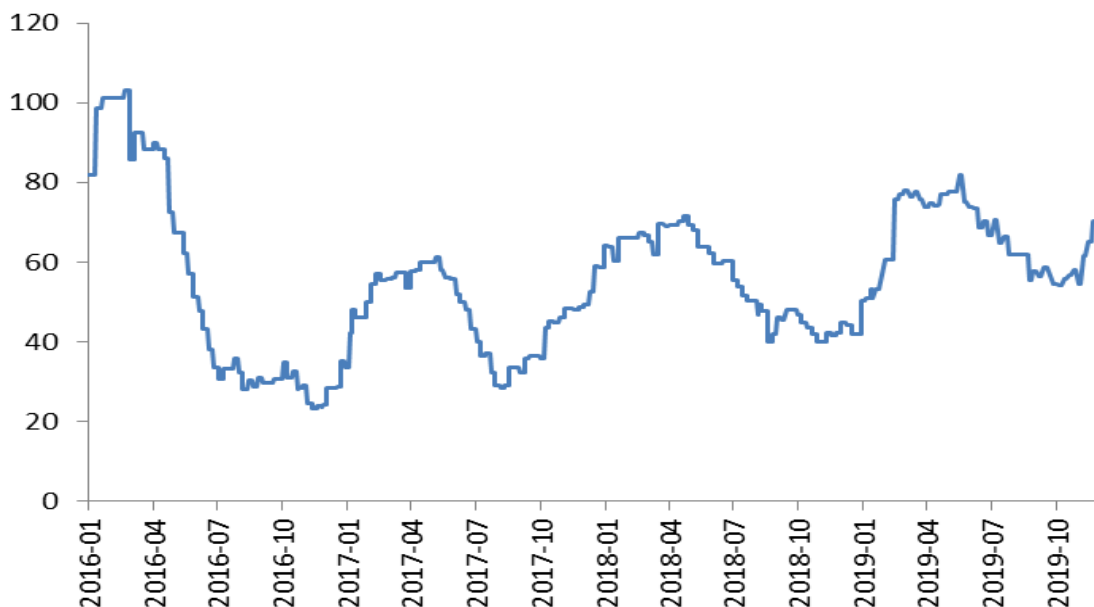
图 49：棕榈油进口价差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从库存的角度看，2016 年我国棕榈油的库存超过 100 万吨。随后，厄尔尼诺气候导致全球棕榈油产量和库存大幅下降，我国棕榈油的库存也大幅走低。2019 年上半年，全球棕榈油供应充足，棕榈油价格相对较低，国内进口棕榈油增加，目前库存已经接近 72 万吨。

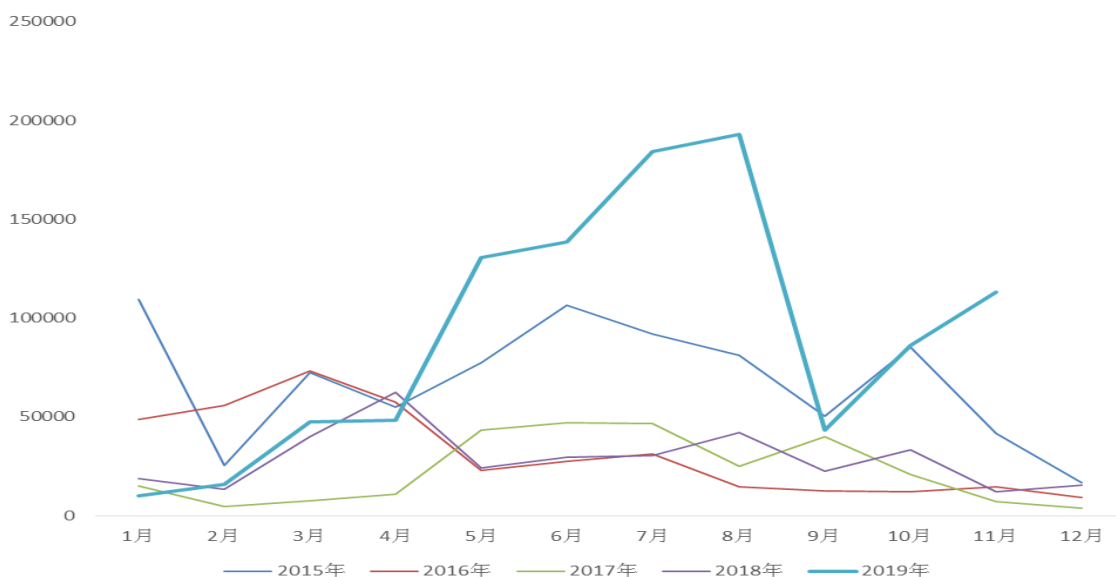
图 50：棕榈油港口库存（万吨）



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从成交看，2019 年 4 月以来，棕榈油成交迅速放大，需求增加，抢占了豆油和菜籽油的市场份额。

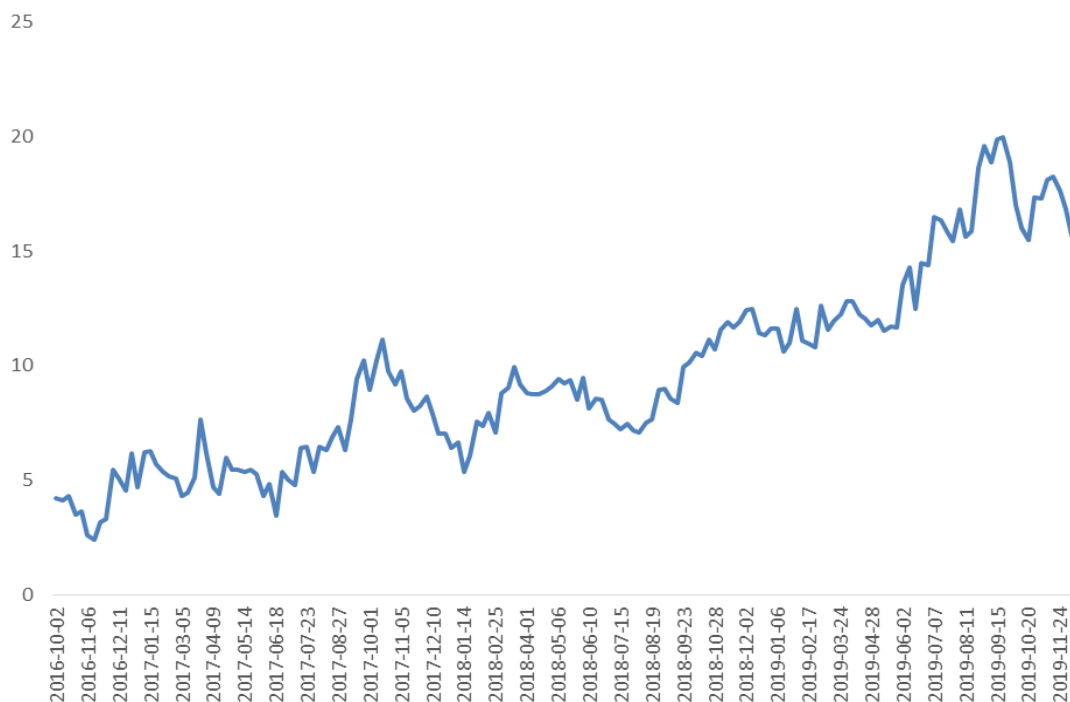
图 51: 棕榈油月度成交量 (吨)



数据来源:Cofeed, 兴证期货研发部

从未执行合同看,自 2016 年有统计以来,棕榈油的未执行合同量不断增加,尤其是 2019 年下半年以来棕榈油的未执行合同持续增加,说明市场资金对棕榈油价格看好。

图 52: 棕榈油未执行合同 (万吨)



数据来源:Cofeed, 兴证期货研发部

综合来看,国内棕榈油的价格已经大幅上涨,终端需求受到了抑制。中间商囤货待价而沽的行为导致国内棕榈油的库存出现增加。在国际棕榈油供求预期紧张的情况下,外盘棕榈油价格还将上涨,国内棕榈油进口成本继续走高,未来棕榈油价格会继续走强。目前棕榈油进口已经处于亏损状态,在外盘偏强、国内偏弱背景下,进口亏损的状态将会持续。从棕榈油的成交

量数据和未执行合同数据可以看出，棕榈油的需求仍旧较好，尤其是投机需求保持旺盛。中长期，由于全球棕榈油供求紧张将给棕榈油价格带来上涨动力，国内棕榈油价格将继续走高，演绎牛市行情。

糖价或先抑后扬

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

今年国内糖价震荡上涨，上涨的主要原因是国内库存较低，现货报价较为坚挺。糖厂库存较低有两个方面的原因，第一是今年广西糖厂加快了销售节奏；第二是今年非正规进口糖数量明显减少，国产糖销量增加。

在盘面价格上涨到相对高位之后，市场的交易逻辑转向新榨季的供需。如果新榨季国内没有超预期减产的话，国内供需可能处在相对平衡的位置，不过关税政策和国储政策仍然构成潜在的利空。广西甘蔗价格改革后，广西的种植面积可能长期维持在一个较高的水平，国内供应没有出现明显的缺口，糖价缺乏走牛的基础。

目前政策端仍有一些利空预期需要释放，如甘蔗价格改革、关税政策、抛储。在这些利空预期落地后，国内糖市可能会出现比较好的投资机会。

1.2019 年行情回顾

2019 年国内食糖价格震荡上行。年初期货主力合约的价格一度跌到 4664 元/吨，但由于市场预期减产周期到来，期货价格止跌回升。4 月初，广西宣布对甘蔗价格进行改革，甘蔗价格由政府定价改为订单农业。5 月份有消息称 2020 年配额外关税可能恢复为 50%，盘面一度出现大幅下跌。但由于今年广西糖厂销售节奏较快，且走私糖入境数量明显减少，国产糖销量增加，基本面利好使得食糖价格震荡上行。三四季度国内食糖工业库存同比显著降低，国内食糖现货价格坚挺，基差较高，带动盘面价格上涨。新榨季开始后，由于今年广西糖厂开榨时间提早，盘面有所回落。总的来看，今年白糖价格呈现出震荡上涨的格局，期货主力价格从最低 4664 点，最高上涨至 5800 点，涨幅达 24.3%。

国外方面，美糖期货价格重心上移。虽然 2018/19 榨季印度、泰国的食糖产量都创下历史新高，但是新榨季两国的种植面积都有所减少。另外今年雨季降雨偏晚，可能会对甘蔗的生长产生一定的影响，因此明年的食糖产量将从高点回落，美糖价格止跌企稳。不过由于目前印度、泰国、巴西的食糖库存都处于历史最高位，而且目前来看足以覆盖明年减产可能产生的缺口，因此美糖的上涨空间仍然没有打开，糖价在震荡区间的上方运行。

图 1：郑糖指数

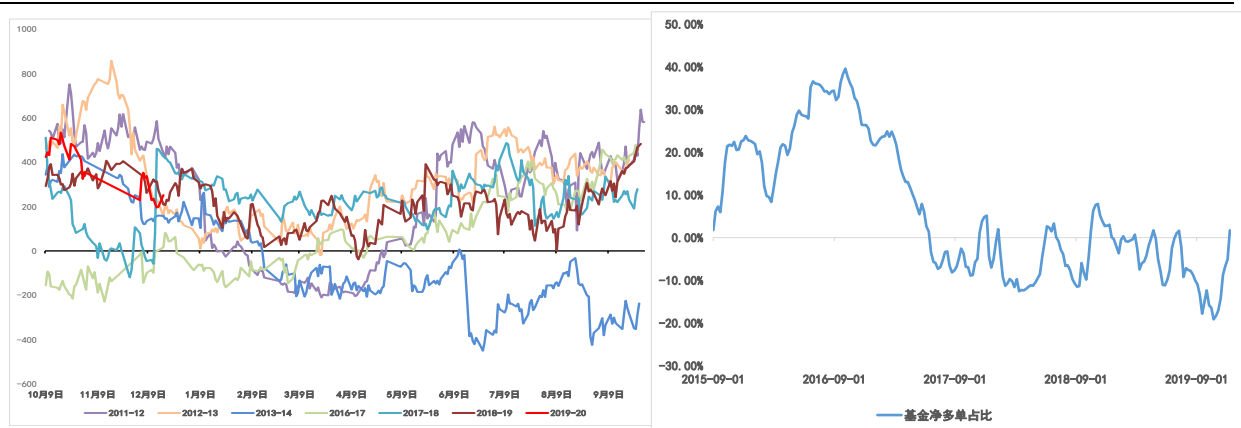
图 2：ICE11 号糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：郑糖基差（柳州现货-郑糖）

图 4：ICE11 号糖基金净多单占比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 2020 年国外行情展望

2.1 巴西基本面偏中性，关注乙醇新政

2019/20 榨季截至 12 月 1 日，巴西中南部主产区累计产糖 2640.9 万吨，同比增加 2.22%；累计压榨甘蔗 5.7525 亿吨，同比增加 5.16%；累计乙醇产量为 317.26 亿公升，同比增加 8.56%；累计甘蔗制糖比为 34.61%，去年同期为 35.67%。

美国农业部发布的报告显示，2019/20 榨季巴西的甘蔗压榨量可能达到 6.35 亿吨，同比增加 1.28%，主要原因是今年的天气情况比较理想。其中巴西中南部主产区的甘蔗压榨量可能达到 5.85 亿吨，同比增加 2.09%。巴西的甘蔗种植面积稳定在 840 万公顷左右；美国农业部预计 2019/20 榨季巴西的甘蔗单产为 68 吨/公顷，同比增加 4%，主要原因是今年的天气条件有利于甘蔗生长，且巴西的甘蔗管理较好；预计甘蔗含糖率为 135.3 千克/吨蔗，上一榨季为 137.52 千克/吨蔗。

本榨季巴西的甘蔗制糖比再创历史新低，截至 12 月 1 日的累计制糖比为 34.61%，创下历史新低，11 月下半月的甘蔗制糖比甚至只有 23.06%。主要原因是今年巴西的乙醇价格相对于汽油价格仍然处在比较低的位置，消费者有动力使用更多的乙醇，因此巴西的乙醇需求一直维持在比较高的水平。2019/20 榨季截至到 11 月底巴西乙醇总销量为 2317.2 万立方米，同比增加 12.09%，其中无水乙醇销量为 695.5 万立方米，同比增加 9.96%；含水乙醇销量为 1621.6 万立方米，同比增加 13.05%。

图 5：巴西中南部双周产糖量

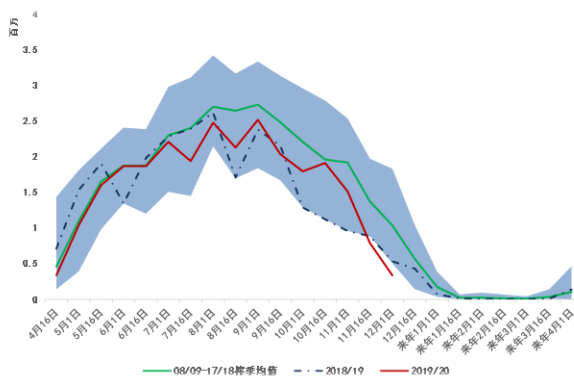
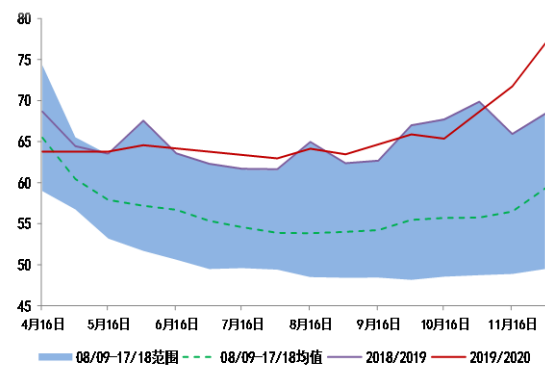


图 6：巴西中南部地区甘蔗制乙醇比



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

图 7：巴西中南部乙醇汽油比

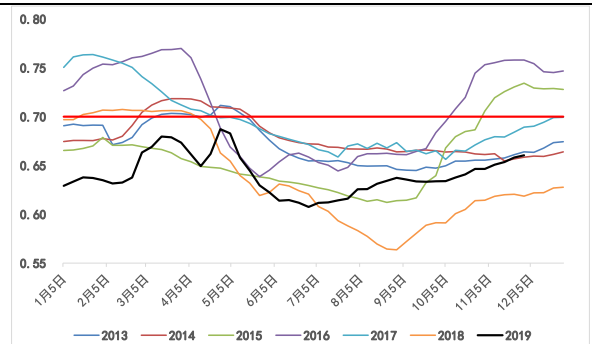
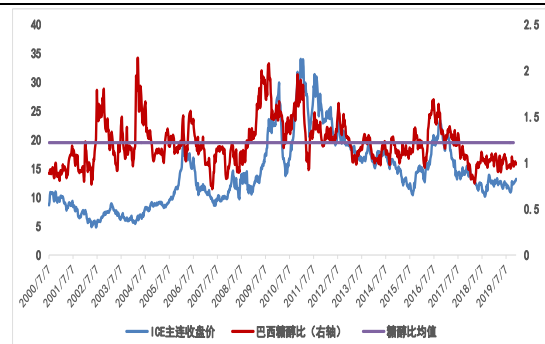


图 8：巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

出口方面，2019 年截至 11 月底，巴西累计出口食糖 1660 万吨，同比减少 18.59%。主要原因是国际糖价低迷，出口食糖的经济效益低于国内销售及生产乙醇。出口低迷导致巴西国内食糖库存积压，截至 11 月 30 日，巴西国内食糖库存为 1119 万吨，同比增加 22.83%。

图 9：巴西食糖出口量（吨）

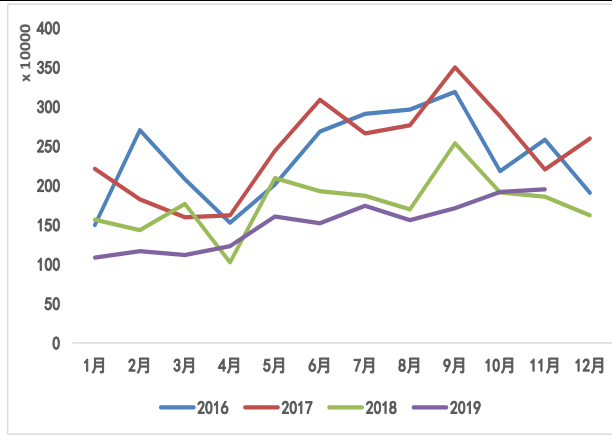
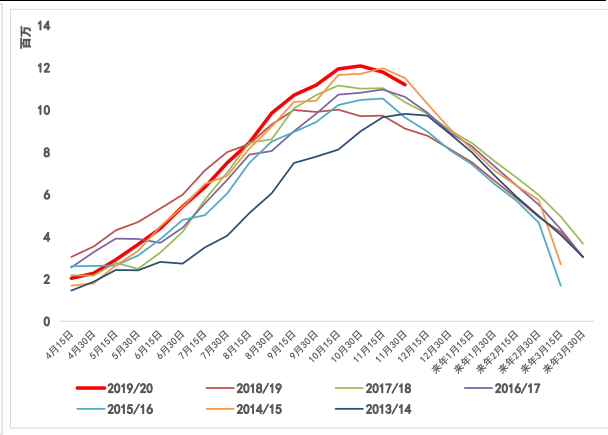


图 10：巴西食糖库存（吨）



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

另外，巴西将于 2020 年开始实施新的国家乙醇计划“Renovabio”。该计划的主要内容包括三个方面：第一，制定为期十年的二氧化碳减排计划；第二，通过生物燃料减少二氧化碳排放的有效性来对生物燃料进行品质认定；第三，建立一个二氧化碳的信用证交易市场（CBIO）。总的来看，该计划的主要内容是制定一个具体的二氧化碳减排计划，为了完成这个计划，传统能源的生产企业需要在交易市场上交易对应的二氧化碳信用证，而这些信用证需要由生产生物能源的企业来提供。表一列出了由巴西官方机构给出的二氧化碳减排计划，其中 1CBIO 对应 1 吨使用生物能源而非石化能源所少排放的二氧化碳。

表一：巴西政府规定的年度 CBIO（百万）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
目标	16.8	28.7	41	49.8	59.6	66.9	73.3	79.5	85.1	90.1	95.5
最低	-	-	36.5	45.3	55.1	62.4	68.8	75	80.6	85.6	91
最高	-	-	45.5	54.3	64.1	71.4	77.8	84	89.6	94.6	100

数据来源：CNPE，兴证期货研发部

目前来看，我们认为短期内该政策对巴西甘蔗乙醇行业的影响有限。主要原因是巴西甘蔗乙醇行业最重要的几个影响因素没有发生改变：第一是乙醇兑换比例，目前巴西政府规定的汽油中的乙醇兑换比例仍然为 27%；第二是对乙醇和汽油的税收没有发生改变；第三是巴西的乙醇进口政策没有发生改变，目前的政策仍然是 6 亿升的配额，配额外征收 20% 关税。因此从短期看，我们认为巴西的甘蔗乙醇市场可能不会发生太大的改变。长期看，巴西的乙醇需求可能会稳定在一个比较高的水平。总的来看，巴西实施乙醇新政后，新榨季巴西的甘蔗制乙醇比例、乙醇的生产和需求是市场关注的重点。

2.2 2019/20 印度产量或下降，但库存高，出口压力大

美国农业部预计，2019/20 榨季，印度食糖产量将同比下降 14.6% 至 2930 万吨，主要原因是种植面积减少以及出糖率降低。预计马邦和卡纳塔克邦的减产幅度分别达到 41% 和 12%，北方邦预计小幅增产。预计新榨季的甘蔗种植面积为 520 万公顷，甘蔗产量为 3.7 亿吨，同比下

降 8%；预计单产为 70.5 吨/公顷，同比降低 2.62%，五年均值为 73 吨/公顷。

预计 2019/20 榨季印度的期末库存为 1490 万吨，同比减少 15%。印度计划本榨季出口 500 万吨糖，实际出口 368 万吨。如果按照美国农业部估计的 2930 万吨产量，以及 2850 万吨的年消费量和正常的结转库存，并且考虑到于 2020 年 7 月到期的 300 万吨临储，新榨季印度仍然面临着约 750 万吨的供应过剩。因此 2019/20 榨季，印度政府计划为 600 万吨糖提供每吨 10448 卢布的补贴。美国农业部预计印度新榨季实际出口量可能为 400 万吨。

从最新的生产数据来看，据报道，2019/20 榨季截至 11 月 30 日，印度累计产糖 188.5 万吨，同比下降 53.67%，截至 11 月底共有 279 家糖厂开榨，同比减少 139 家。其中北方邦已有 111 家糖厂开榨，产糖 108.1 万吨，去年同期 105 家糖厂开榨，产糖 91.4 万吨。本榨季马邦开榨时间延迟至 11 月 22 日，截至 11 月 30 日已有 43 家糖厂开榨，同比减少 132 家，已产糖 6.7 万吨，去年同期为 188.9 万吨。卡纳塔克邦已有 61 家糖厂开榨，产糖 52.1 万吨，去年同期 63 家，产糖 84 万吨。

图 11：印度甘蔗及其竞争作物收购价

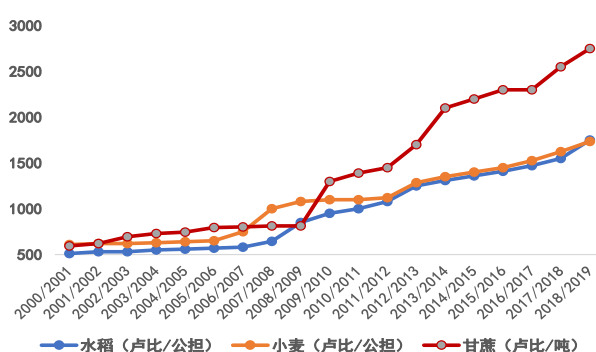
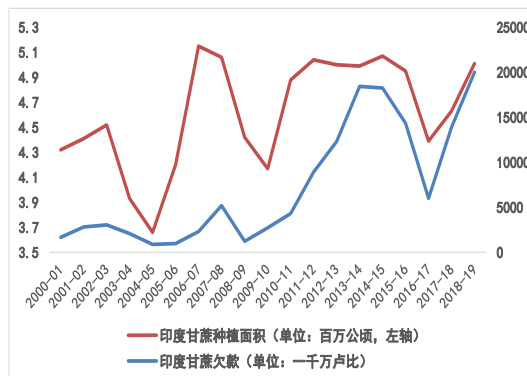


图 12：印度甘蔗欠款及甘蔗种植面积



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 13：印度马邦累计降雨量 (mm)

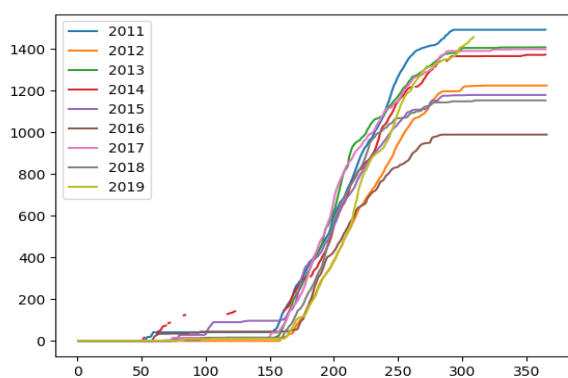
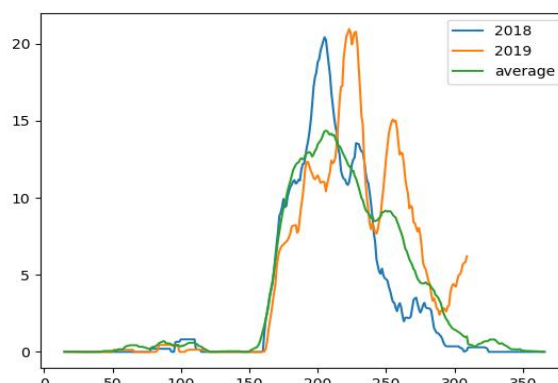


图 14：印度马邦 15 天平均降雨量 (mm)



数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

图 15: 印度孟买食糖现货价格 (卢比/吨)

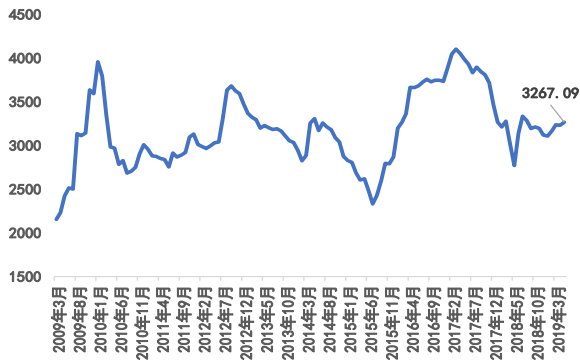
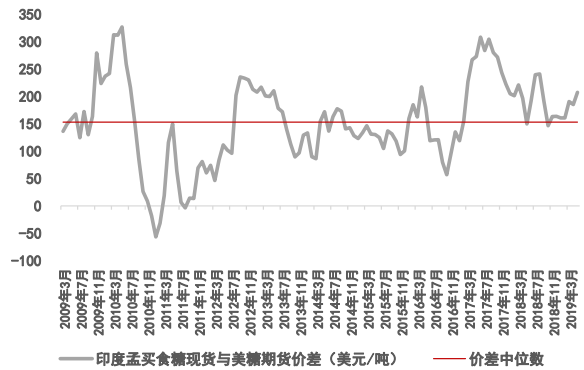


图 16: 印度现货与美糖期货价差 (美元/吨)



数据来源: 印度农业部, 兴证期货研发部

2.3 2019/20 泰国产量或小幅下降

美国农业部预计, 2019/20 榨季, 泰国甘蔗产量将下降 6%, 主要原因是种植面积以及单产的下降, 食糖产量将下降 7%至 1350 万吨。预计 2019/20 榨季, 泰国食糖出口量为 1050 万吨, 其中预计出口原糖 650 万吨。

近两个榨季泰国的甘蔗与食糖产量处于历史高位, 除了天气情况较好之外, 种植面积增加是主要原因。2017/18 榨季开始, 泰国甘蔗种植面积开始显著增加, 主要原因是甘蔗的价格相对于木薯的价格开始走高, 种植甘蔗的经济效益更高, 因此原本种植木薯的农民开始改种甘蔗。同时泰国东北部糖厂开始提高压榨能力, 鼓励农民扩大甘蔗种植面积。2017/18 榨季东北部甘蔗产量同比增加了近 30%。2017 年甘蔗的农场交货价格增长了 28%, 同时木薯的价格持续下跌。甘蔗种植收益的上升是泰国食糖产量增加的重要原因。但是本榨季泰国甘蔗价格显著下跌, 因此我们认为甘蔗收购价下跌以及木薯收购价上升可能会激励农民减少甘蔗种植面积, 2019/20 榨季泰国食糖产量或小幅下降。

图 17: 泰国甘蔗收购价与木薯收购价

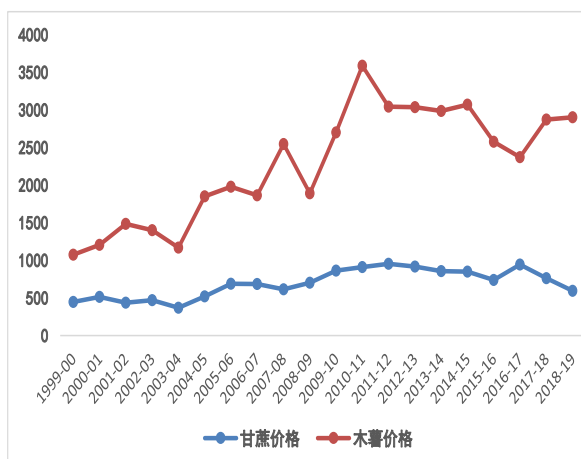
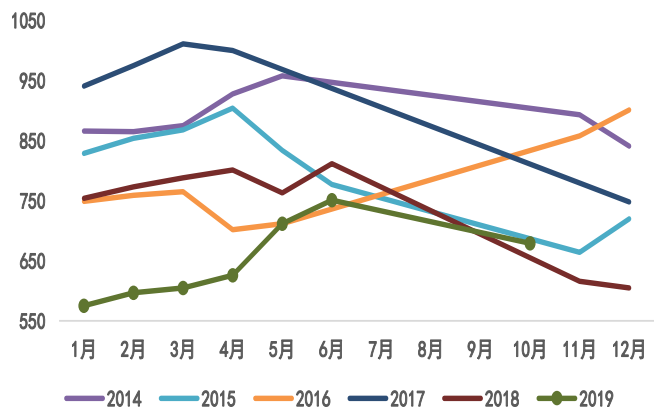


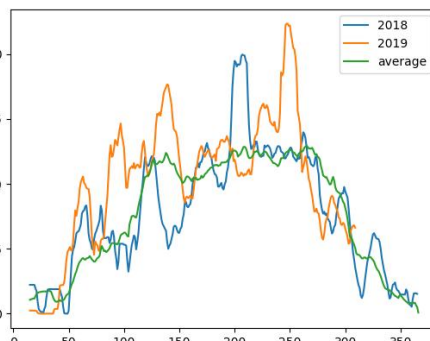
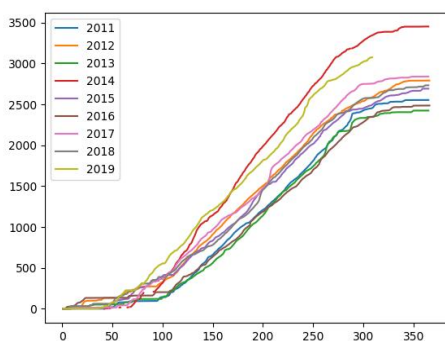
图 18: 泰国甘蔗收购价 (泰铢/吨)



数据来源: 泰国农业部, 兴证期货研发部

图 19：泰国中部主产区累计降雨量（mm）

图 20：泰国中部 15 天平均降雨量（mm）



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

2.4 国外基本面小结

我们认为外盘利空相对出尽，预计明年泰国、印度的种植面积、产量减少。但是由于泰国、印度雨季降雨较好，因此产量可能不会大幅减少。巴西今年的醇油比依然处于低位，糖醇比处于平均水平，因此糖厂可能会继续维持较低的制糖比例。总的来看，虽然明年泰国与印度的产量可能会小幅减少，但是目前库存处于历史高位，在缺乏实质性利多的情况下，外盘可能会维持震荡。

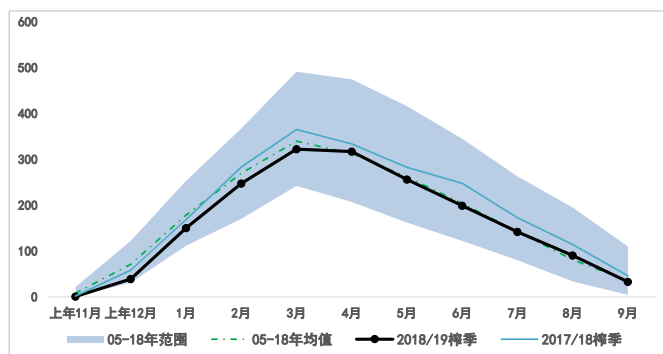
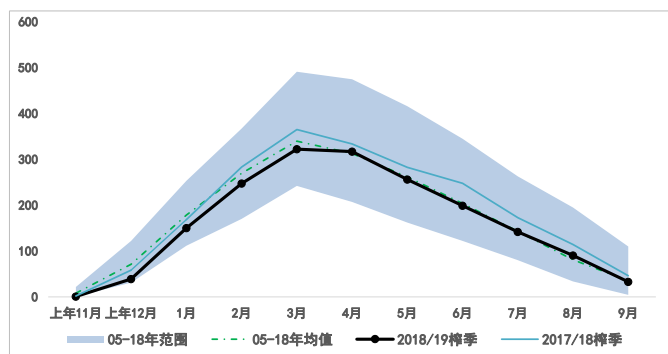
3. 2020 年国内行情展望

3.1 18/19 产销利多，库存同比偏低

截至到9月底，18/19 榨季广西累计销售食糖 601.3 万吨，同比增加 44.9 万吨，产销率 94.09%，同比提高 1.75 个百分点；工业库存 32.7 万吨，同比减少 13.4 万吨。18/19 榨季截至 9 月底，云南累计销售食糖 189.44 万吨，同比增加 9.24 万吨；工业库存 18.57 万吨，产销率 91.07%，去年同期 87.11%。截至 9 月底，2018/19 榨季全国共销售食糖 1040.63 万吨，同比增加 5.55%，累计销糖率 96.71%，去年同期 95.62%。其中销售甘蔗糖 913.52 万吨，同比增加 4.47%，销糖率 96.72%，去年同期 95.45%；销售甜菜糖 127.11 万吨，同比增加 14.03%，销糖率 96.63%，去年同期 96.96%。

图 21：广西食糖销量（万吨）

图 22：广西食糖工业库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23: 全国食糖销量 (万吨)

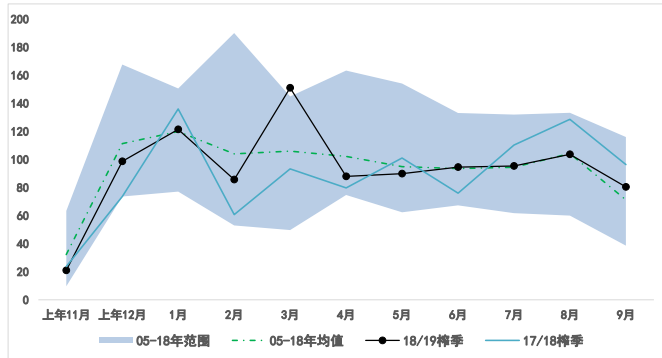
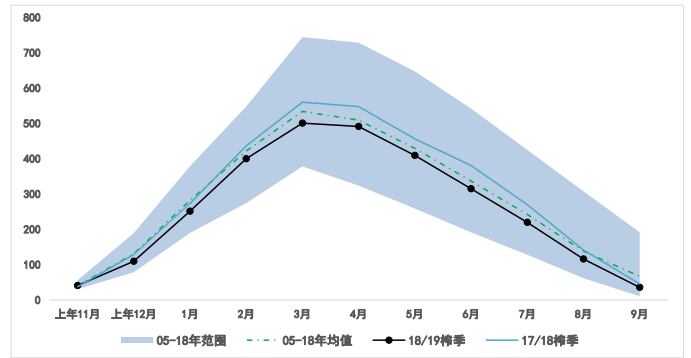


图 24: 全国食糖工业库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 18/19 榨季进口同比增加, 非正规进口明显减少

2018/19 榨季截至 9 月底, 我国共进口食糖 324 万吨, 同比增加 33.3%。从分月进口量来看, 今年的进口主要集中在下半年, 这主要是由于 5 月份之后关税由 90% 下调至 85%, 另外今年的进口配额发放的也比较晚。从进口利润看, 今年国内糖价逐步上涨而外盘基本维持震荡, 因此今年进口糖的利润逐步走高。特别是在三季度的时候, 国内由于库存较低, 现货价格维持在比较高的位置, 进口利润达到最高点。随着新糖逐渐上市, 国内糖价回落, 另外近期美糖走势较强, 内外价差快速收窄。值得注意的是, 如果明年配额外进口利润由 85% 下调至 50% 的话, 按照目前的内外盘价格, 配额外的进口利润将达到 1100 元/吨左右, 处于历史上比较高的位置。

另外, 印度、泰国发往我国周边国家的食糖数量明显减少, 因此今年我国的非正规进口食糖数量明显下降。非正规进口糖数量的减少, 导致国产糖销量增加, 这是支持今年国内糖价走高的重要原因。

图 25: 我国食糖进口量 (吨)

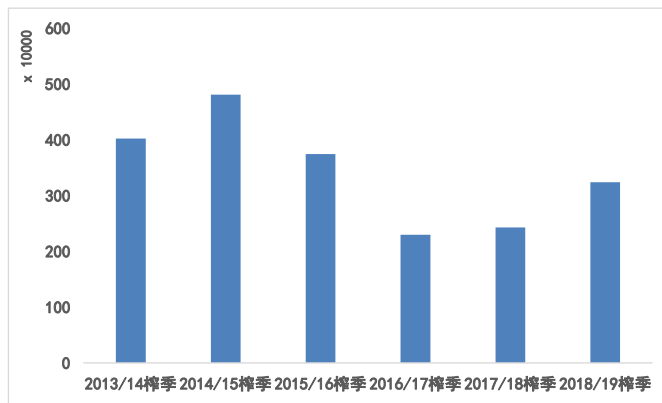
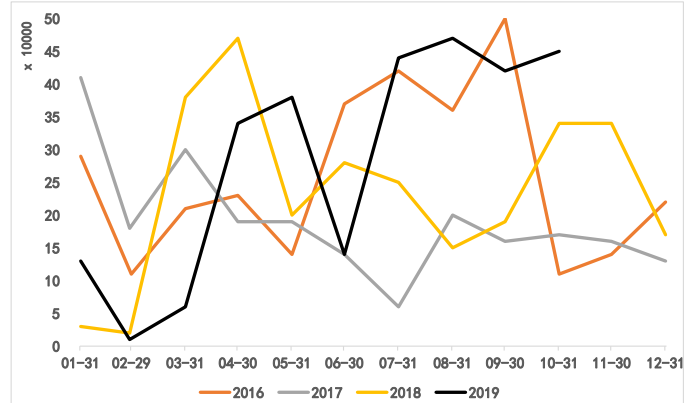


图 26: 我国食糖分月进口量 (吨)

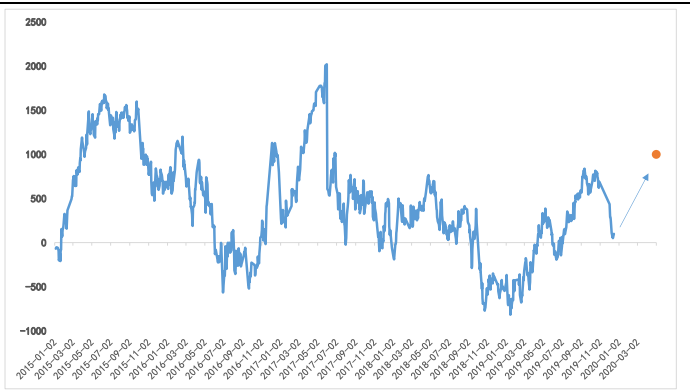


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27：国内食糖现货价格与配额外进口成本



图 28：我国配额外食糖进口利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 29：1-9 月泰国发往我国边境国家的食糖数量（吨）

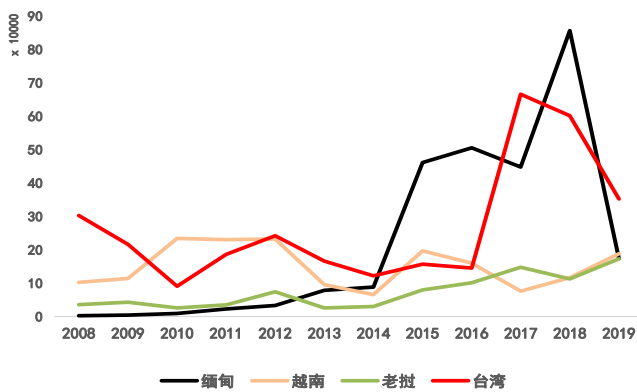
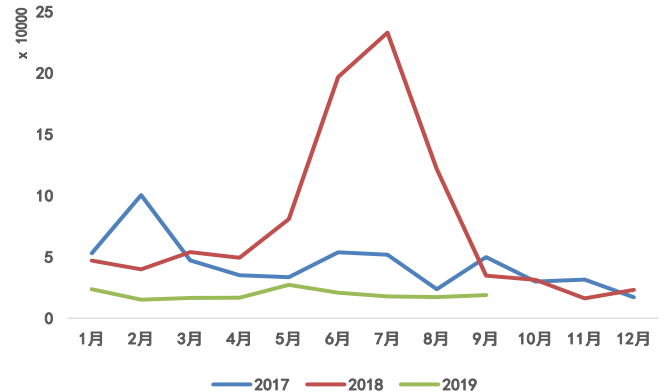


图 30：泰国发往缅甸的食糖数量（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 2019/20 榨季产量或持平，供需受政策影响较大

美国农业部报告预计 2019/20 榨季全国产量为 1085 万吨，较 18/19 榨季小幅增加 10 万吨。预计国内甘蔗糖产量为 940 万吨，与本榨季基本持平。由于广西新榨季的甘蔗收购价格依然较高，广西的甘蔗种植面积预计与本榨季基本持平。云南新榨季种植面积也基本持平，但是前期云南出现了干旱，可能会对产量造成一定的影响。新榨季广东的甘蔗收购价将从 400 元下降至 390 元，广东的甘蔗种植面积有所下调。

甜菜糖方面，预计甜菜糖同比增产 15 万吨至 145 万吨，增产的主要地区在内蒙，2018 年内蒙有 6 家新糖厂投入运营，内蒙的甜菜糖厂数量增加至 14 家。2018/19 榨季内蒙的甜菜收购价为 530 元/吨，预计 2019/20 的收购价为 520 元/吨。

中糖协预计全国产糖量为 1050 万吨，同比减少 2.42%，其中广西产糖 630 万吨，同比略减 0.63%，云南产糖 188 万吨，同比减少 9.62%。云南产量下降的主要原因是今年云南比较干旱，从历史降雨情况来看，今年的干旱和 2009，2010 年比较类似。按照 09/10 榨季的单产 3.8，0.12 的出糖率和 421 万亩的种植面积计算，预计云南新榨季的产糖量在 191 万吨左右，与糖协预估的相差不大。

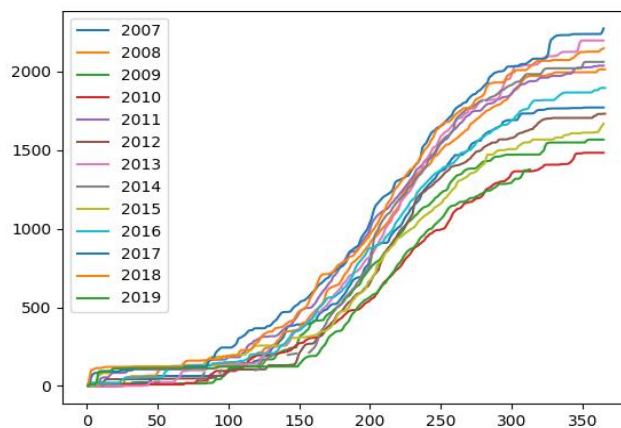
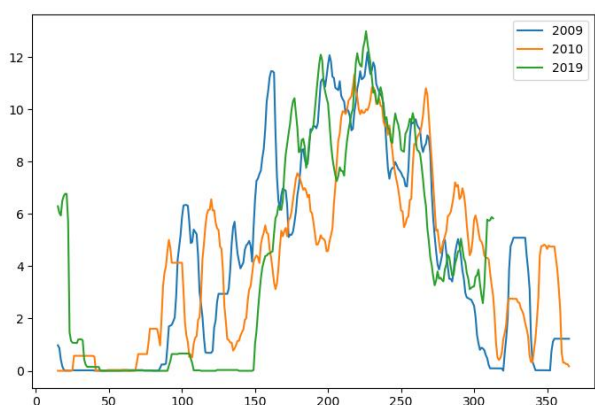
广西方面，今年的种植面积维持在 1140 万亩左右，同比略减 1.72%，产量的关键在于单产和出糖率。今年 7 月份之后广西出现了一定程度的干旱，市场预期广西中南部主产区的单产会

出现一定程度的下降。但今年上半年，特别是雨季时的降雨比较充分，因此影响可能不大。另一方面，截止到 11 月底，广西的出糖率同比提升两个百分点左右。

从供需平衡表来看，由于预计下榨季国内产量基本持平，因此下榨季的供需情况受外部因素影响较大，主要受外盘和政策的影响。从下榨季的供需情况看，由于近期泰国发往缅甸、台湾、柬埔寨的精制糖出口数量同比减少，因此我们调减了走私的预估值。进口方面，虽然目前市场对国家放宽配额内外进口数量的预期比较强，但是目前仍没有官方消息传出，因此我们预估下榨季的总进口量与本榨季基本持平。最大的不确定性在抛储，18/19 榨季国家没有抛储，但是今年广西进行了甘蔗价格的市场化改革，预计抛储也是整体改革方案的一部分，如果后期糖价持稳或继续反弹的话，国储出库的概率较大。如果国储出库量相对较少，则下榨季的供需可能与本榨季相当，但如果国储出库数量较多，则国内可能会出现供大于求的情况。

图 31: 云南临沧降雨量 (15 天滚动平均, mm)

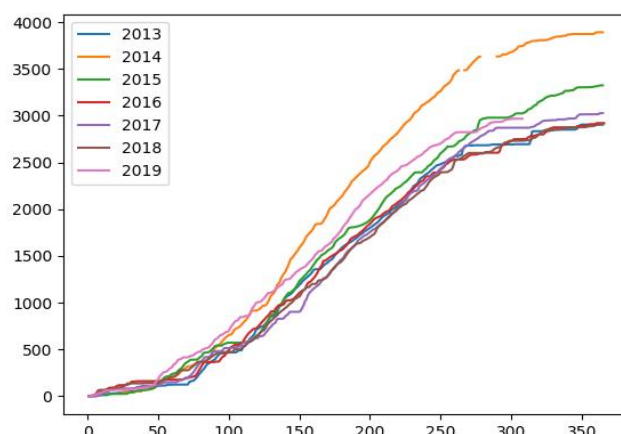
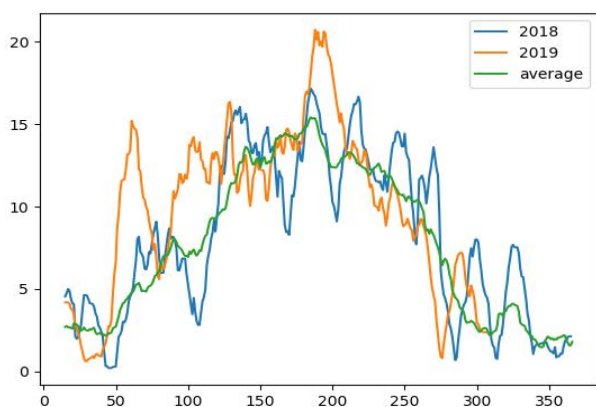
图 32: 云南临沧累计降雨量 (mm)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 33: 广西来宾降雨量 (15 天滚动平均, mm)

图 34: 广西来宾累计降雨量 (mm)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

表二：国内供需平衡表

	16/17	17/18	18/19	19/20*	19/20**
期初工业库存	60	58	45	35	35
国储	730	770	810	800	700
产量	929	1031	1076	1050	1050
进口	190	203	284	284	284
走私	220	220	100	100	100
出口	12	19	18	18	18
抛储	136	0	0	50	150
收储	0	0	0	0	0
实际供应	1535	1512	1505	1519	1619
需求	1512	1519	1518	1518	1518
库存增减	23	-7	-13	1	101

数据来源：兴证期货研发部

3.4 后续可能会有新的政策出台，中期影响偏空

食糖产业的政策改革属于我国粮食流通体制改革的一部分，从历史上的经验来看，后续还会有改革政策继续落地。我国的粮食流通体制，从建国后的统购统销，到 1980 年代的改革开放，到 2004 年的最低收购价。2008 年金融危机，全球大宗商品暴跌。考虑到玉米、大豆、棉花、白糖等种植户规模庞大，为了保护农民利益，国家开始实行临时收储政策。收储政策使得国内农产品价格长期高于国外，农产品库存积压。

2014 年一号文件首次提出棉花、大豆价格直补，揭开了粮食收储政策改革的序幕。2014 年大豆、棉花不再收储，启动直补试点。2014 年首次启动新疆棉花、东北和内蒙古大豆目标价格补贴试点。大豆、棉花价格由供求决定，政府不干预。当一定时间市场平均价格低于目标价格，国家将价差补贴给生产者，保证农民利益，当市场价格较高时，不发放补贴。取消收储后，国家开始大量抛储。2015 年，国家首次下调玉米临储收购价格，紧接着在 2016 年，玉米临储收购被正式取消。

2008 年实行临时收储政策的品种当中，目前只有白糖仍然没有取消收储政策。今年广西进行了甘蔗价格的市场化改革，表明食糖产业的政策改革也拉开了序幕。从棉花、玉米等品种的经验来看，后期食糖取消临储政策，国储糖出库是大概率事件。如果国储陆续出库的话，从中期来看会对国内糖价产生较大冲击。不过从长期看，抛储对产业是有利的。

另外一个政策的焦点是直补。玉米、棉花价格的市场化改革都有直补，但是今年广西的甘蔗价格改革并没有直补。这可能是由于政府认为国内糖价将进入三年的牛市，因此目前出台直补政策的意义不大。这给糖厂带来了较大的压力，糖价在经过两年多的下跌后，大多数糖厂都到了破产的边缘。但是如果后期糖价不能进入牛市的话，一些成本较高的糖厂可能会退出市场，国内食糖产业将面临洗牌。另一方面，改革后甘蔗价格的决定机制还是存在一些不合理性，糖

价与甘蔗价格的联系比改革前反而更弱了。如果后期能够出台直补政策，同时加强甘蔗价格的市场化，可能有利于产业的发展。因此对于食糖产业的发展来说，最重要的是甘蔗价格的定价机制能否继续进行市场化改革。

总的来看，食糖产业的改革政策还会继续出台，抛储、直补等都大概率会落地。从中期来看，这些政策都是偏利空的，会对产业和糖价产生冲击。但是从长期看，改革对于产业是有利的。未来需要关注的政策重点是甘蔗价格的定价机制能否继续进行市场化改革。

3.5 国内基本面小结

今年国内糖价震荡上涨，上涨的主要原因是国内库存较低，现货报价较为坚挺。糖厂库存较低有两个方面的原因，第一是今年广西糖厂加快了销售节奏；第二是今年非正规进口糖数量明显减少，国产糖销量增加。

在盘面价格上涨到相对高位之后，市场的交易逻辑转向新榨季的供需。如果新榨季国内没有超预期减产的话，国内供需可能处在相对平衡的位置。不过关税政策和国储政策仍然构成潜在的利空。广西甘蔗价格改革后，广西的种植面积可能长期维持在一个较高的水平，国内供应没有出现明显的缺口，糖价缺乏走牛的基础。

目前政策端仍有一些利空预期需要释放，如甘蔗价格改革、关税政策、抛储。这些利空预期落地后，国内糖市可能会出现比较好的投资机会。

供应压力逐渐显现，蛋价有回落风险

2019年12月23日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

今年鸡蛋价格走势较强，山东现货价格从 2.6 元/斤的低点一路上涨至 5.5 元/斤，创近年来的新高。主要原因可能是非洲猪瘟导致猪肉供给出现缺口，带动了禽肉、鸡蛋价格上涨。随着鸡蛋价格持续上涨，蛋鸡养殖利润也创下历史新高。养殖利润较高刺激养殖户积极补栏，鸡苗价格创下历史新高。四五月份单月补栏量破亿，十月、十一月份依然维持在 9000 万羽左右的高位，养殖户补栏的疯狂程度可见一斑。今年后备鸡存栏量同比显著增加，这部分小鸡将给未来的鸡蛋供应带来压力。

需求方面，由于猪肉价格强势上涨，市场对禽肉、鸡蛋的需求增加。预计猪肉价格大概率继续维持高位，因此从短期看，鸡肉、鸡蛋的替代需求可能继续对现货价格有所支撑。但是猪瘟疫情继续大规模爆发的可能性不是很大，疫情可能会逐步得到控制，猪肉供应量可能会逐步增加，猪价有望从高位回落。因此从中长期看，需求减弱叠加供应增加，鸡蛋价格有下跌的风险。

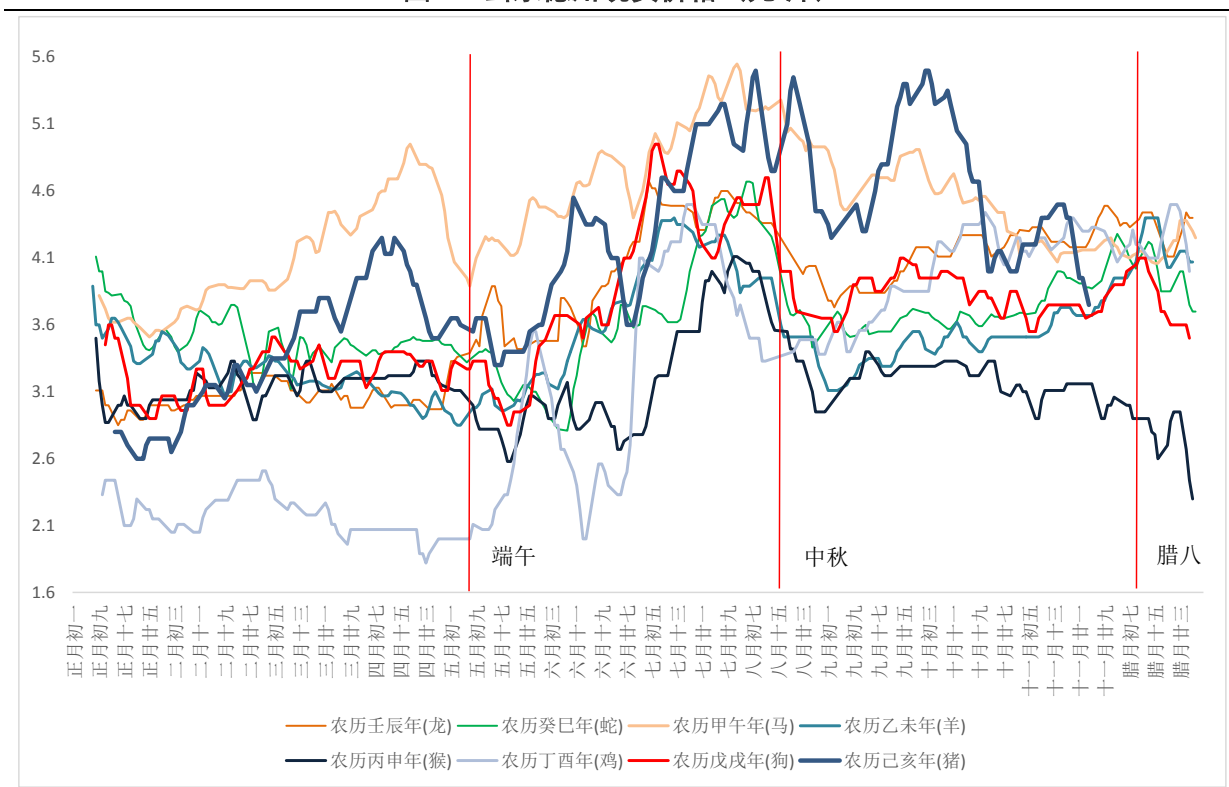
1.2019 年行情回顾

今年鸡蛋价格走势较强，年初山东德州鸡蛋现货价格最低跌到 2.6 元/斤，随后价格一路上涨，端午前最高涨至 4.25 元/斤，虽然端午节前价格最高点不及 2014 年，但是涨幅创下 2011 年以来新高。端午后迎来中秋行情，价格从 3.3 元/斤上涨至 5.5 元/斤，价格接近 2014 年的历史高点。十一前后现货价格出现季节性回落，但有所不同的是，十一后价格反弹的幅度远远超过历史同期。十一后价格从最低点 4.25 元/斤反弹至前高 5.5 元/斤附近，涨幅是历史同期最高的。

由于今年行情较好，养猪户大量补栏，鸡苗价格也创下新高。从去年四季度开始鸡苗价格就处于 3.4 元/羽的高位，今年随着鸡蛋价格持续上涨，鸡苗价格也一路上行，目前达到 5.27 元/羽，创下历史新高。淘汰鸡价格也一路上涨，价格从年初的 7.86 元/公斤最高上涨至 22.40 元/公斤，创下历史新高。

今年鸡蛋价格及鸡苗、淘汰鸡价格持续上涨，主要原因可能是非洲猪瘟导致猪肉供给出现缺口，带动了禽肉、鸡蛋价格上涨。今年外三元生猪价格从最低 10.80 元/千克上涨至最高 41.40 元/千克，白羽肉鸡价格从春节后低点 7.86 元/公斤上涨至最高 13.12 元/公斤。

图 1：山东德州现货价格（元/斤）



数据来源：Wind

图 2: 主产区蛋鸡苗平均价 (元/羽)

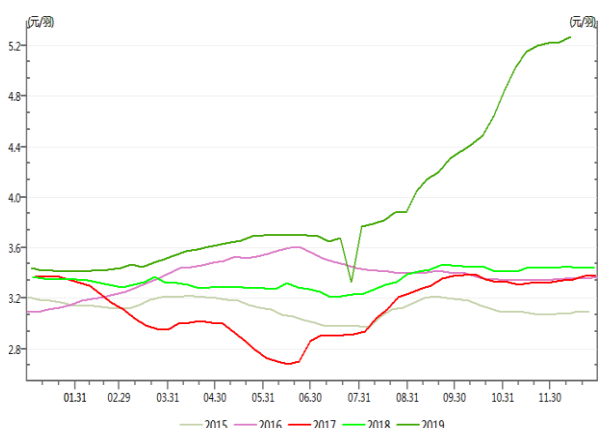
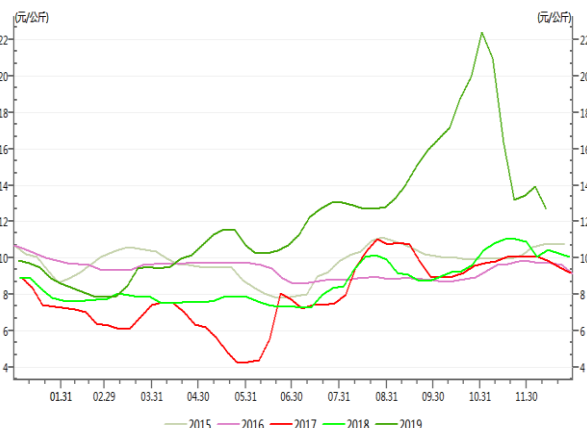


图 3: 主产区淘汰鸡平均价 (元/公斤)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 全国外三元生猪价格

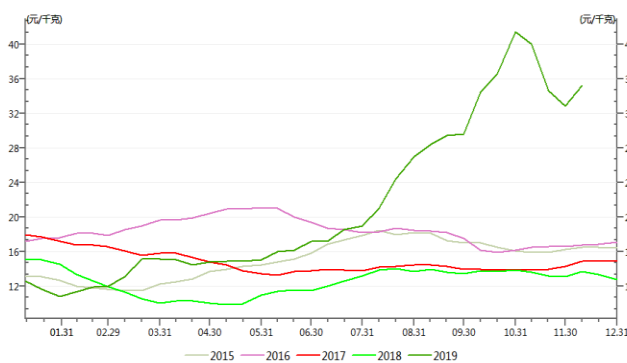
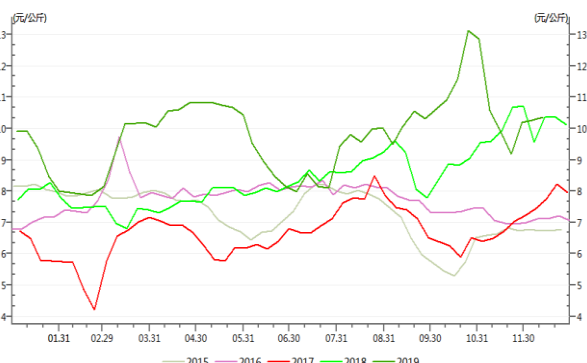


图 5: 主产区平均价: 白羽肉鸡



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 2020 年行情展望

2.1 补栏创新高，蛋鸡存栏逐渐增加

供应方面，今年蛋鸡存栏逐步增加，2019 年 11 月在产蛋鸡存栏量为 11.55 亿只，同比去年增加 8.42%，较 1 月份的存栏量增加 11.86%。

补栏方面，由于今年鸡蛋价格强势上涨，在端午前就最高涨至 4.2 元/斤，中秋行情的高点更是达到了 5.5 元/斤的历史高位，因此养殖户的补栏力度也创下历史新高。4 月份和 5 月份的育雏鸡补栏量都达到了 1 亿只，创下历史新高。其中 5 月份补栏 10091 万只，同比增加 23.44%。十一之后鸡蛋价格一度比价坚挺，因此育雏鸡补栏量依然在高位运行，11 月份的补栏量为 9485 万只，同比增加 41.44%。

从规模方面来看，2 万只以下规模蛋鸡养殖户增加，2 万只-10 万只减少，10 万只以上规模蛋鸡养殖户育雏鸡补栏量增加。后备鸡方面，今年后备鸡数量同比显著增加。其中 11 月后备鸡存栏量为 2.78 亿只，同比大幅增加 38.61%。从规模方面来看，2 万只以下规模蛋鸡养殖户后备鸡存栏量增加，2 万只至 10 万只存栏量减少，10 万只以上存栏量减少。后备鸡指所有还未下蛋的蛋鸡，后备鸡存栏持续上升预示着未来供应可能会持续增加。

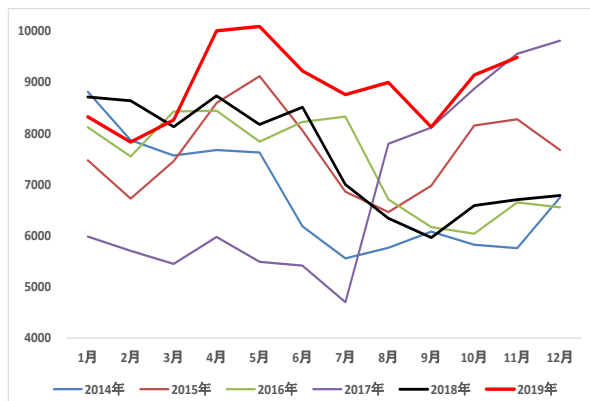
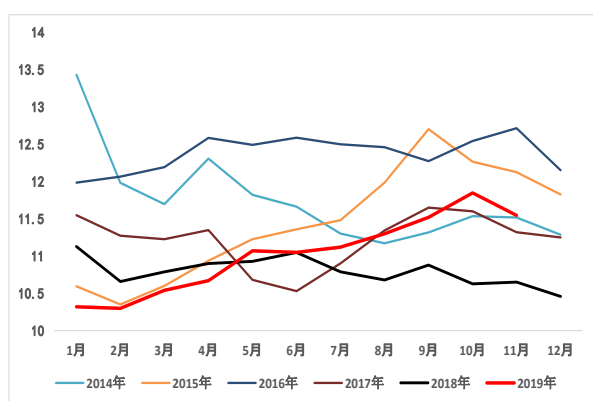
11 月份鸡蛋价格及淘汰鸡价格大幅下跌，养殖户淘汰意愿增加，特别是受淘汰鸡价格大幅下跌影响，屠宰场收购淘汰量相比前两个月明显增加。

上半年主力蛋鸡占比持续回落，从年初的 69% 附近回落至 61% 附近，7 月份开始主力蛋鸡占比回升，目前主力蛋鸡占比回升至 67.71%。

另外，根据蛋鸡的生理特性，我们可以根据目前的蛋鸡存栏总量以及鸡龄结构来预测未来五个月的新增上高峰的鸡与可淘汰的老鸡，从而估算出新增在产蛋鸡的数量。我们假设育雏鸡 150 天之后上高峰，养殖户 570 天之后淘汰老鸡。根据芝华提供的数据，可以对未来 5 个月新增在产蛋鸡的数量做出预测，如图 13 所示。预计未来 5 个月在产蛋鸡数量将逐步上升，不过增速将逐步放缓。

图 6：在产蛋鸡存栏（单位：亿只）

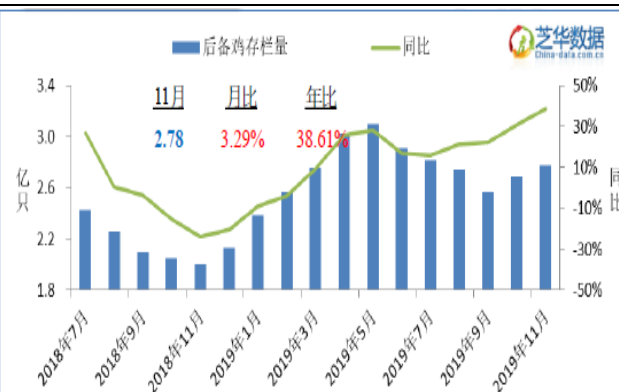
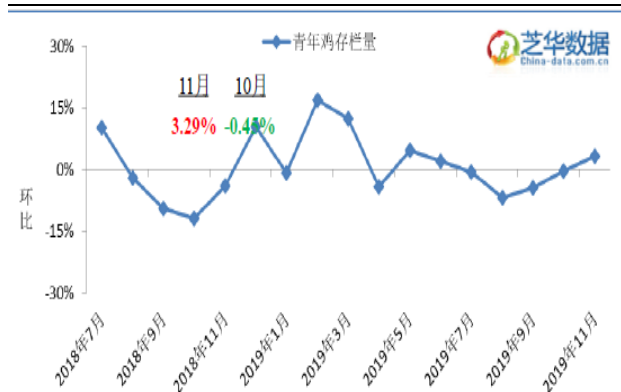
图 7：育雏鸡补栏量（单位：万只）



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

图 8：青年鸡存栏量环比

图 9：后备鸡存栏量（单位：亿只）



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

图 10: 蛋鸡鸡龄结构 (一)

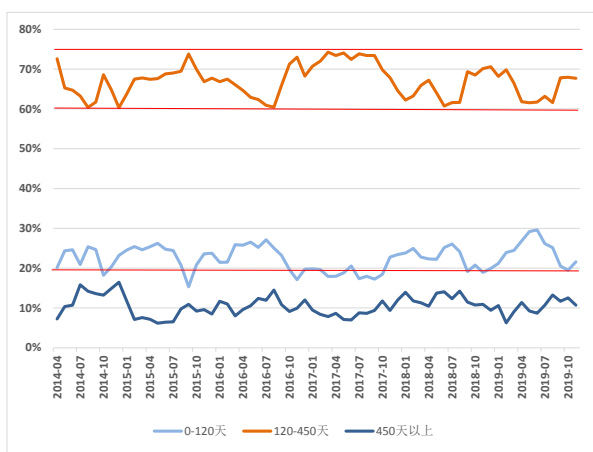
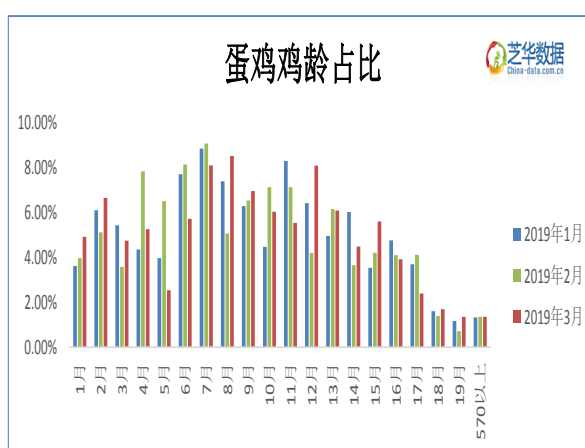


图 11: 蛋鸡鸡龄结构 (二)



数据来源: 芝华数据, 兴证期货研发部

图 12: 鸡蛋贸易形势

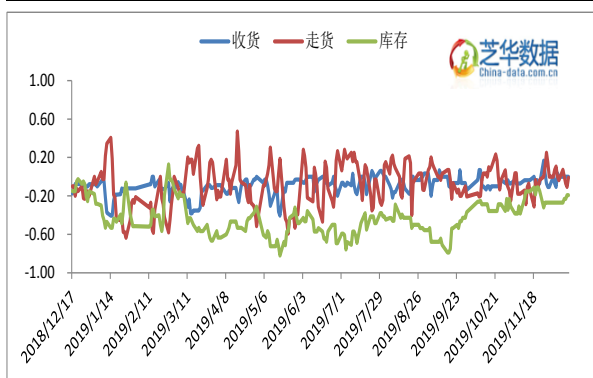
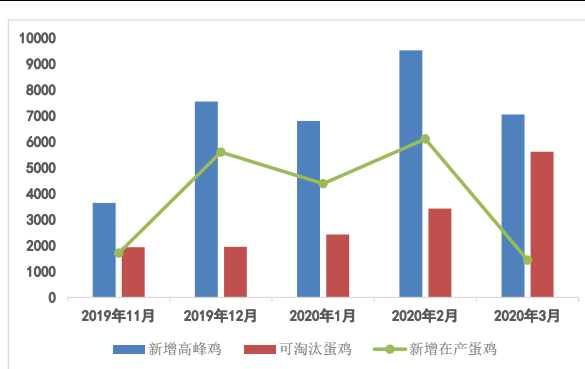


图 13: 新增在产蛋鸡预测 (单位: 万只)



数据来源: 芝华数据, 兴证期货研发部

2.2 鸡龄结构逐渐年轻化, 后期鸡蛋供应压力或继续增加

今年鸡蛋价格持续上涨, 蛋鸡养殖利润创下历史同期的新高。养殖利润较高促使养殖户积极补栏, 四五月份单月补栏量破亿, 创下历史新高, 四季度补栏量依然维持在 9000 万只左右的高位。

后备鸡存栏量同比显著增加, 这部分小鸡将给未来的蛋价带来明显压力。鸡龄结构的年轻化带给蛋价的压力将是长期的, 年底前后鸡蛋供应压力可能继续增加。

我国蛋鸡的鸡龄结构占比具有较为明显的波动区间, 主力蛋鸡占比的波动区间在 60%~74%, 小鸡占比的区间在 16%~28%, 老鸡占比的区间在 6%~15%。

从鸡龄结构与鸡蛋价格的关系来看, 主力蛋鸡的低点一般对应这鸡蛋价格的中长期高点。2014 年以来主力蛋鸡占比出现过三次低点, 分别是 2014 年 8 月、2016 年 8 月和 2018 年 1 月。2014 年发生了比较严重的禽流感, 主力蛋鸡占比从前期的 70% 下降到 60% 左右。二季度之后禽流感逐渐消退, 随着老鸡逐渐被淘汰, 主力蛋鸡占比和小鸡占比都呈现出上升趋势。特别是主力蛋鸡占比出现了拐点, 在这之后进入了持续的上升期。这表明鸡群逐渐年轻化, 之前补栏的小鸡逐渐进入了产蛋高峰期, 供应端出现拐点。鸡蛋价格则从 5.2 元/斤的价格一路下跌。

2016 年 8 月主力蛋鸡占比回落到 60% 左右的区间下沿, 但是由于 2016 年初养殖户大量补

栏，到了 2016 年四季度，这批小鸡逐渐达到生产高峰，主力蛋鸡占比逐渐上升。另外 2016 年年底 2017 年初发生了非常严重的禽流感，供应压力叠加疫情使得蛋价大幅下跌创下历史低点。

从逻辑上看，当主力蛋鸡占比出现底部拐点的时候，表明后期进入生产高峰的鸡会越来越多，年轻化的鸡群会使得未来一段时间内的供应逐步增加，从而抑制鸡蛋价格。

2017 年禽流感后主力蛋鸡占比逐渐下行，主要是因为禽流感期间补栏跌至冰点，同时蛋价较低使得养殖户不得不加大淘汰力度，主力蛋鸡占比逐渐下行。禽流感消退后，育雏鸡补栏量出现了爆发式的增长。进入到 2018 年之后，鸡龄结构呈现出二次探底的格局。2018 年 1 月，主力蛋鸡占比一度到达过 62.21%左右的低位，随后逐步上行，4 月份的时候回升到 67.21%。6 月份主力蛋鸡占比再次跌落至 60.73%附近，形成二次探底并逐步回升，2018 年年底主力蛋鸡占比达到 70%。但是进入到 2019 年之后，由于非洲猪瘟导致鸡蛋价格淡季上涨，养殖利润较高刺激养殖户补栏大量增加，主力蛋鸡占比再次跌落至 61%附近。四五月份单月补栏破亿，养殖户的补栏情绪达到顶峰。四季度由于蛋价一度较为坚挺，十月、十一月的补栏量维持在 9000 万左右的高位。因此主力蛋鸡占比的底部拐点已经出现，后期主力蛋鸡占比将继续上升，鸡群的年龄结构将逐渐年轻化，这将增加鸡蛋的供应压力。

前期由于猪肉价格持续上涨，带动鸡蛋替代需求增加，消化了供应增加带来的压力，如果后期猪肉价格回落的话，鸡蛋供应端的矛盾可能会集中显现。

图 14：我国蛋鸡的鸡龄结构

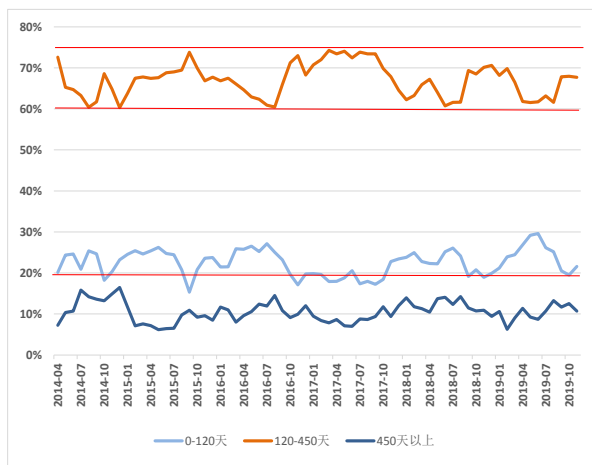
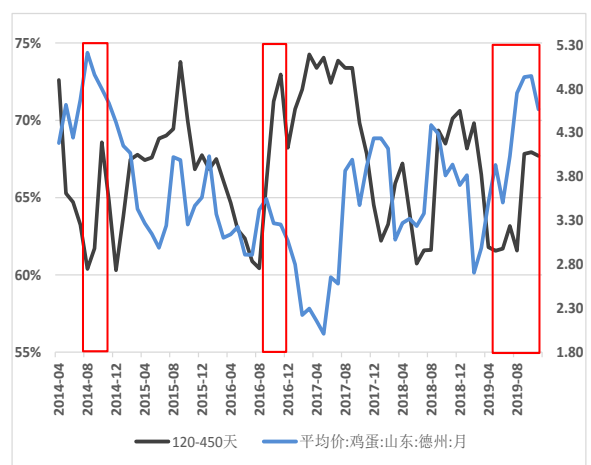


图 15：主力蛋鸡占比与山东德州现货价格



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

2.3 养殖利润创新高，长期看有回落需求

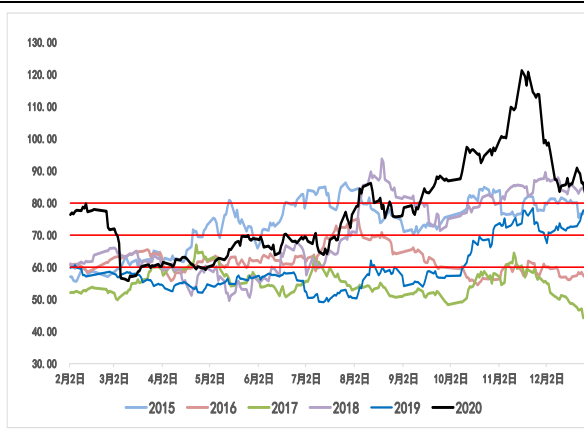
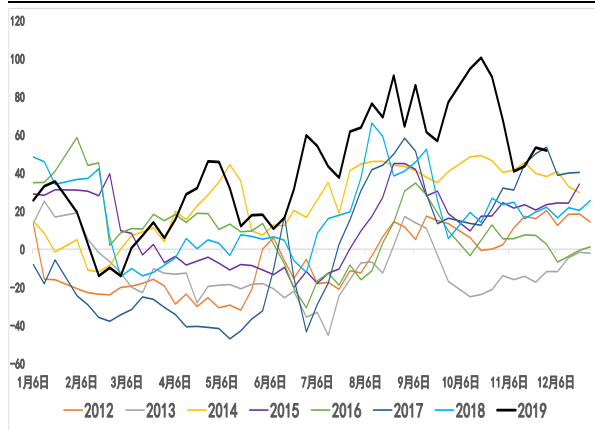
随着鸡蛋价格持续上涨，今年蛋鸡养殖利润创下历史同期新高，虽然端午前后养殖利润回落，但目前已经创下历史新高。养殖利润较高刺激养殖户积极补栏，今年四五月份单月雏鸡补栏量破亿，蛋鸡苗价格持续上涨，养殖户的补栏可以用疯狂来形容。虽然下半年补栏出现季节性回落，但是十月、十一月的补栏依然维持在 9000 万羽左右的高位。补栏量持续增加会给后期的供应带来压力，今年后备鸡存栏同比大幅上升，这部分的供应压力将在未来释放，如果后期猪肉价格回落，供应压力下养殖利润或将回落。

从周期的角度来看，我们认为养殖利润可能有一个两年半左右的周期。2013 年蛋鸡养殖利润达到相对低点，2014 年禽流感后，随着蛋价报复性反弹，养殖利润迅速增加至历史高点。在排除掉季节性之后，我们发现 2015，2016 和 2017 年上半年的养殖利润基本呈现出震荡走低的格局，时间跨度为两年半左右。2017 年下半年禽流感消除后，蛋鸡养殖利润迅速回升。虽然 2018

年一季度，由于蛋价跳水，养殖利润回落，但7月份之后利润迅速爬升至历史高位，2018年整体养殖利润处于一个较高的水平。2019年养殖利润创下同期新高。从2017年下半年至2019年，时间刚好也是两年半。因此我们预计，明年蛋鸡的养殖利润可能会出现拐点。

图 16: 蛋鸡养殖实际利润 (元/羽)

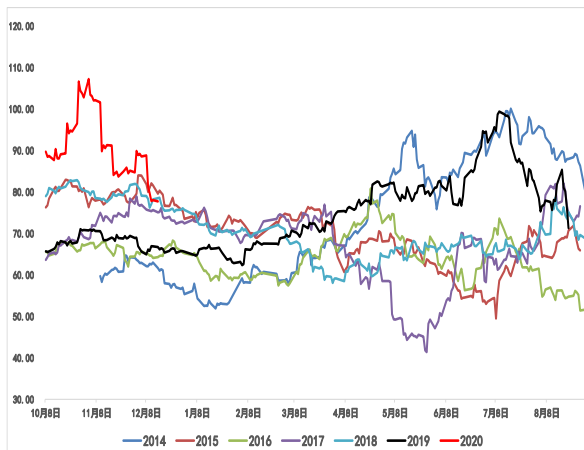
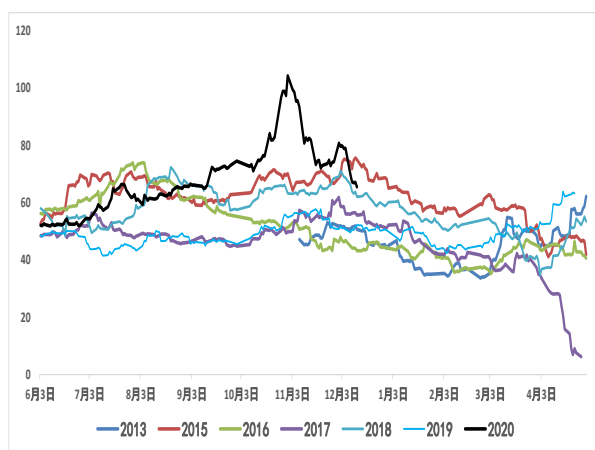
图 17: 盘面利润 (1月合约) (元/羽)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 盘面利润 (5月合约) (元/羽)

图 19: 盘面利润 (9月合约) (元/羽)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 非洲猪瘟导致猪肉供给出现缺口，禽肉、鸡蛋替代需求增加

由于非洲猪瘟的影响，今年猪肉价格强势上涨，生猪价格从1月底的10.8元/公斤最高上涨至41.40元/公斤。猪肉短缺造成的蛋白缺口需要其他蛋白来源如禽肉、鸡蛋来补充，上半年白羽肉鸡和鸡蛋价格都在淡季中逆季节上涨。白羽肉鸡价格从年后最低点7.86元/公斤，最高上涨至13.12元/公斤；鸡蛋价格从最低2.6元/斤上涨至最高5.5元/斤，白羽肉鸡和鸡蛋价格都创下了历史同期的新高。

市场预期猪肉价格大概率继续维持高位，因此从短期看，鸡肉鸡蛋的替代需求可能继续对现货价格有所支撑。从中长期看，猪瘟疫情继续大规模爆发的可能性不是很大，疫情可能会逐步得到控制，下游对猪肉的消费可能会逐渐转向理性，因此目前鸡蛋的替代性需求可能会有所回落。

3.总结

今年鸡蛋价格走势较强，山东现货价格从 2.6 元/斤的低点一路上涨至 5.5 元/斤，创近年来的新高。主要原因可能是非洲猪瘟导致猪肉供给出现缺口，带动了禽肉、鸡蛋价格上涨。随着鸡蛋价格持续上涨，蛋鸡养殖利润也创下历史新高。养殖利润较高刺激养殖户积极补栏，鸡苗价格创下历史新高。四五月份单月补栏量破亿，十月、十一月份依然维持在 9000 万羽左右的高位，养殖户补栏的疯狂程度可见一斑。今年后备鸡存栏量同比显著增加，这部分小鸡将给未来的鸡蛋供应带来压力。

需求方面，由于猪肉价格强势上涨，市场对禽肉、鸡蛋的需求增加。预计猪肉价格大概率继续维持高位，因此从短期看，鸡肉、鸡蛋的替代需求可能继续对现货价格有所支撑。但是猪瘟疫情继续大规模爆发的可能性不是很大，疫情可能会逐步得到控制，猪肉供应量可能会逐步增加，猪价有望从高位回落。因此从中长期看，需求减弱叠加供应增加，鸡蛋价格有下跌的风险。

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。