



兴证期货研发部 2019 年理财半年报 目录

股指期货	3
盈利承压叠加政策托底，股指呈现结构性分化	3
有色金属·铝	15
需求转弱，成本下行，铝价弱势难改	15
有色金属·锌	32
冶炼瓶颈已打破，供应充足，锌价继续下行	32
钢材	50
需求问题或致期钢下半年震荡回落	50
铁矿石	69
震荡为主	69
废钢	79
维持紧平衡	79
焦煤&焦炭	84
环保限产+去产能+焦煤供应偏紧：焦炭中长期有支撑	84
原油	102
减产未必保价，宏观承压，油价转折或将来临	102
PTA&MEG	115
TA 谨慎看涨，关注宏观及装置	115
EG 供需宽松，反弹即可空配	115
豆类油脂	131
豆粕需求萎缩，豆油供需现缺口	131
大豆：供求宽裕	132
豆粕：需求萎缩，豆粕上涨不易	143
豆油：供求逆转，豆油或大幅上涨	153
棕榈油：供应增加，棕榈油疲弱	157
白糖	166
减产难兑现，糖价仍有回调需求	166
鸡蛋	179

补栏大量增加，下半年价格承压.....	179
分析师承诺.....	187
免责声明.....	187

盈利承压叠加政策托底，股指呈现结构性分化

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

投资咨询号：Z0010856

高歆月

投资咨询号：Z0013780

联系人：高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

2019年上半年股票市场呈现冲高回落走势，主要分为春季行情震荡冲高、四月下旬到五月初快速回调、五月中旬到六月中旬弱势震荡三个阶段。

股指期货三大品种集体收涨，其中IF及IH涨幅较大。市场对股指期货的需求继续上升，尤其是在4月底至5月初的股市快速下跌阶段，股指期货成交及持仓均有显著增长。另外，2019年4月底股指期货迎来第四次松绑。

我们认为春季行情上涨主要来源于估值的提升，下半年宏观经济及企业盈利下行的压力较大，虽然利率端有估值扩张的动力，随着不同风险偏好的资金参与A股市场，未来市场估值的修正将出现结构性分化，大盘股将更多受益于市场利率下行而估值继续上修，中小股中低业绩高估值公司的估值下修压力较大。三大期指品种中，我们认为上证50股指期货及沪深300股指期货较强，中证500股指期货相对较弱。

基于A股市场估值将出现结构性分化的市场判断，我们认为短期市场的波动风险仍然较大，我们继续看好阿尔法策略及股指期货跨品种套利策略。

风险提示：企业盈利超预期下行、中美贸易摩擦升级，市场大幅杀跌后带来的质押风险。

1.2019 年上半年股票及股指期货走势回顾

1.1 股票市场呈现冲高回落走势

2019 年上半年股票市场呈现冲高回落走势，主要分为春季行情震荡冲高、四月下旬到五月初快速回调、五月中旬到六月中旬弱势震荡三个阶段。

第一阶段：多重利好共振助推市场震荡走高，春季行情如约而至。

经历 2018 年 12 月的缩量下跌后，年初宏观基本面数据好于预期，央行释放全面降准信号，金融数据放出天量，加上中美贸易阶段性缓和、北上资金持续加仓，风险偏好大幅回升。多重利好共振，市场在 2019 年一季度走出单边上行的走势，1 月大盘蓝筹率先发力，春节后利空出尽的中小盘股接力上行，沪指盘中一度逼近 3300 点。

第二阶段：资金面边际收缩的信号下修预期，市场冲高后快速回调。

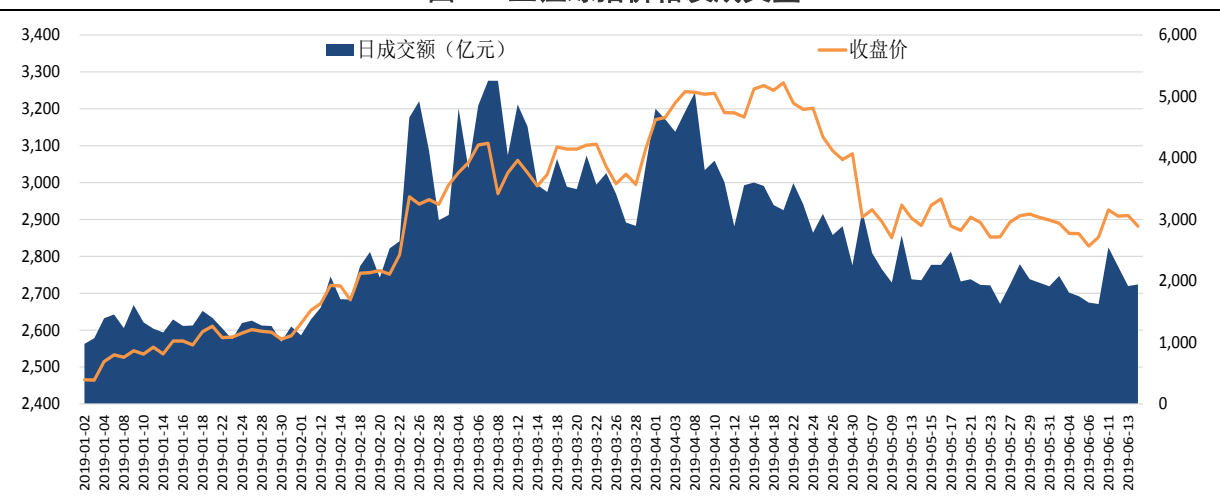
四月下旬政治局会议释放货币政策基调微调的信号，降准预期大幅降温，资金面边际收缩的信号下修预期。当时股市估值已经回归合理水平，上市公司业绩显示营收暂未明显回升，多家公司业绩下修，基本面支撑不足。同时，中美贸易摩擦再起波澜，全球资金对于经济增速下行的担忧升温，A 股市场快速回调，沪指跌破 2900 点。

第三阶段：经济面承压资金面利多，股市在 2900 点附近缩量震荡。

五月公布的宏观数据整体低于预期，前期乐观预期面临向下修正，但全球货币政策有望转松，国内货币政策面临相机选择，在“稳中求进”总基调下，资金面转松预期对冲一部分经济下行压力，股市在 2900 点附近缩量震荡。

截至 2019 年 6 月 14 日，沪综指收于 2881.97 点，2019 年至今累计上涨 15.56%，成交量在 2 月底至 4 月初期间有所放大；沪深 300 收于 3654.88 点，2019 年至今累计上涨 21.40%。各大指数中，上证 50 涨幅较大，创业板指涨幅较小。从市场风格来看，行业板块集体收涨，其中食品饮料、农林牧渔、家用电器及非银金融领涨。

图 1：上证综指价格及成交量



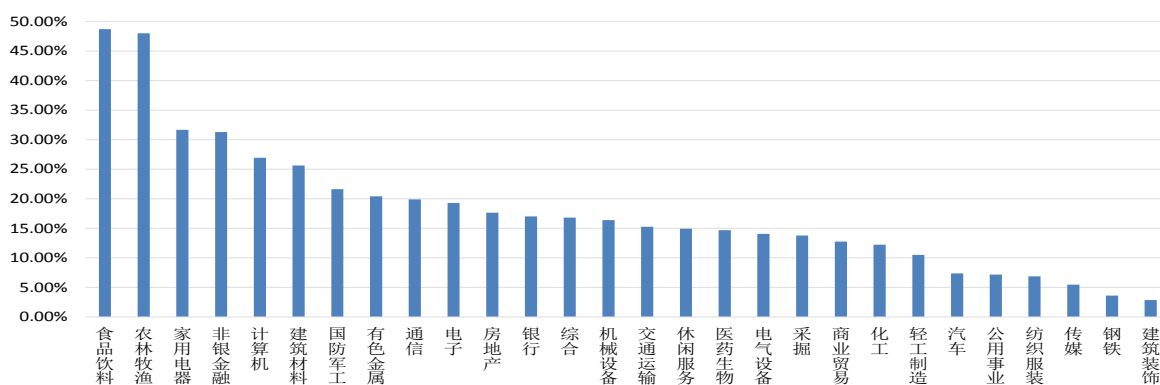
数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1: 2019 年至今股票指数走势

	上证综指	深证成指	中小板指	创业板指	沪深300	上证50	中证500
2019年1月	3.64	3.31	2.84	-1.80	6.34	8.30	0.20
2019年2月	13.79	20.76	21.86	25.06	14.61	10.49	20.32
2019年3月	5.09	9.69	8.25	10.28	5.53	3.45	10.39
2019年4月	-0.40	-2.35	-5.26	-4.12	1.06	3.76	-4.33
2019年5月	-5.84	-7.77	-9.42	-8.63	-7.24	-7.34	-7.45
2019年6月	-0.58	-1.26	-1.06	-2.00	0.69	2.08	-2.37
2019年至今	15.56	21.69	15.17	16.27	21.40	21.48	15.05

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 2019 年至今行业涨跌幅



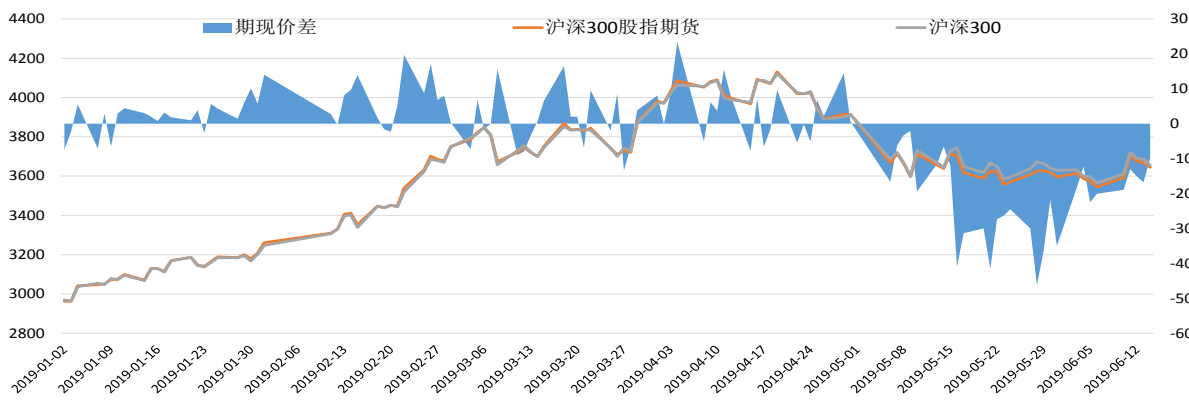
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2 股指期货市场回顾

1.2.1 股指期货集体收涨

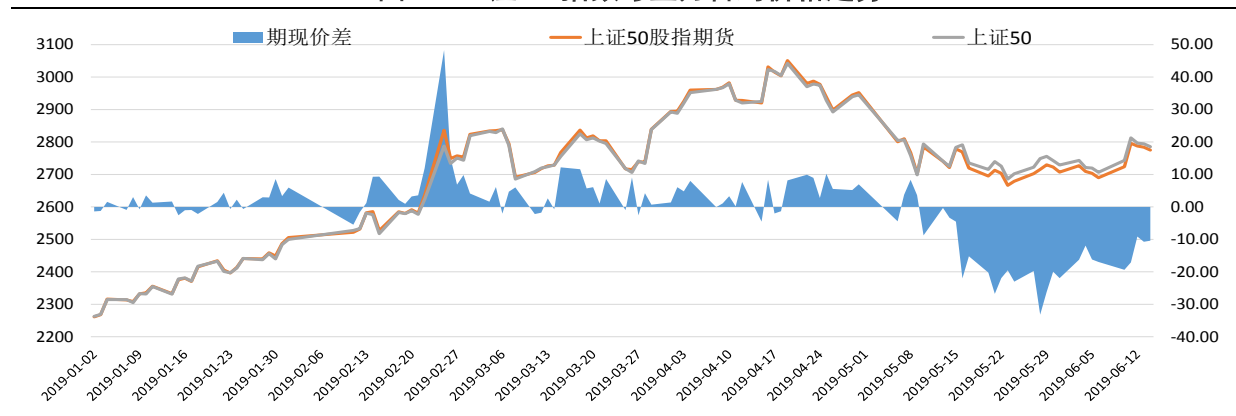
截至 2019 年 6 月 14 日, IF 当月连续合约收于 3645.0 点, 2019 年至今累计上涨 21.66%; IH 当月连续合约收于 2775.2 点, 2019 年至今累计上涨 21.37%; IC 当月连续合约收于 4769.2 点, 2019 年至今累计上涨 15.75%。

图 3: 沪深 300 指数与主力合约价格走势



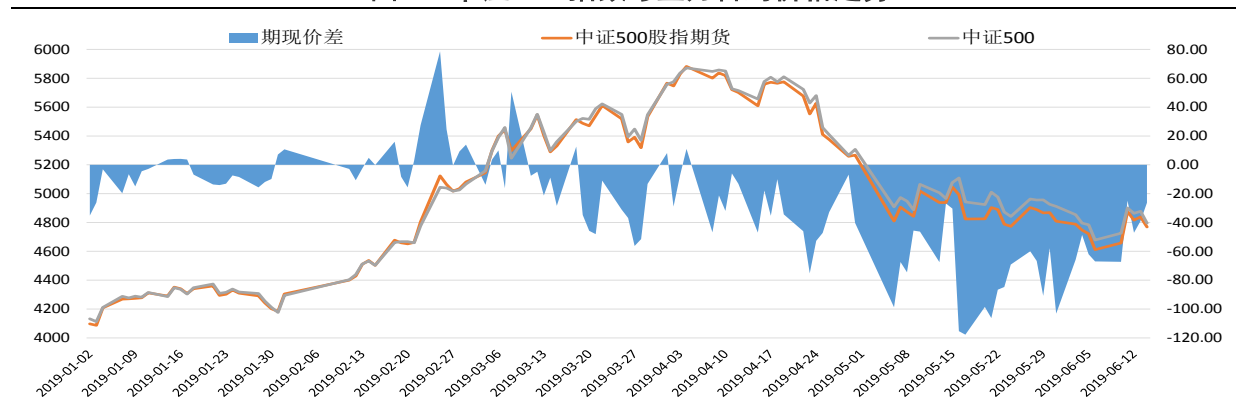
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4：上证 50 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：中证 500 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2.2 成交及持仓在下跌期间大幅上升

2019 年股票市场波动加剧，市场对股指期货的需求继续上升，4 月底股指期货迎来第四次松绑，一是自 2019 年 4 月 22 日结算时起，将中证 500 股指期货交易保证金标准调整为 12%；二是自 2019 年 4 月 22 日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 500 手，套期保值交易开仓数量不受此限；三是自 2019 年 4 月 22 日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。

从成交及持仓数据来看，2019 年股指期货市场流动性继续回升，尤其是在 4 月底至 5 月初的股市快速下跌阶段，股指期货成交及持仓均有显著增长。整体来看，IF 及 IC 的成交持仓比在 2019 年有所上升，其中 IH 成交持仓比在 2 月底达到 2018 年以来的峰值 1.3，IF 及 IC 在 5 月初的成交持仓比分别达到 1.4 及 1.2。

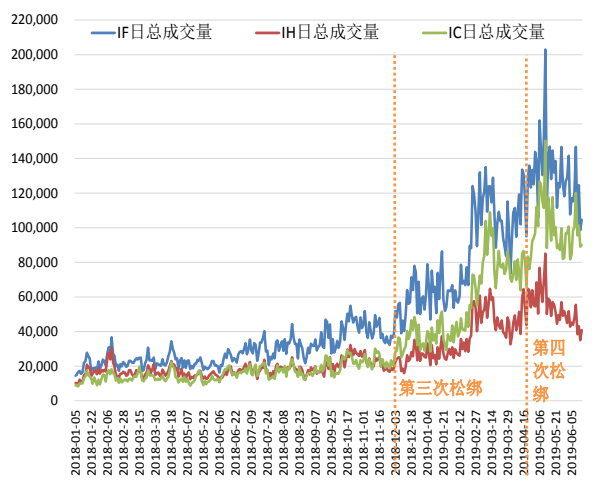
截止 2019 年 6 月 14 日，股指期货共成交 2394.98 万手，其中 IF、IH、IC 日均成交分别为 103354 手、44476 手、73928 手，较 2018 年日均成交分别增加 235.45%、139.29%、313.90%。2019 年 6 月 14 日，股指期货总持仓 30.16 万手，其中 IF、IH、IC 日持仓均值分别为 107144 手、48783 手、97011 手，较 2018 年日均持仓分别增加了 110.97%、94.97%、124.42%。

表 2：2019 年 4 月 19 日中金所对股指期货交易进行三项常态化调整

2019年4月19日中金所对股指期货交易进行三项常态化调整				
		本轮调整前	本轮调整后	松绑幅度
平今仓手续费 (交易所标准)	IF	成交金额4.6%	成交金额3.45%	平今仓成本减少25%
	IH			
	IC			
最低交易保证金比例 (交易所标准)	IF	合约价值10%	合约价值10%	保证金占用减少20%
	IH	合约价值15%	合约价值12%	
	IC			
日内开仓限制 (投机)	IF	单合约50手	单合约500手	日内开仓规模扩大10倍
	IH			
	IC			

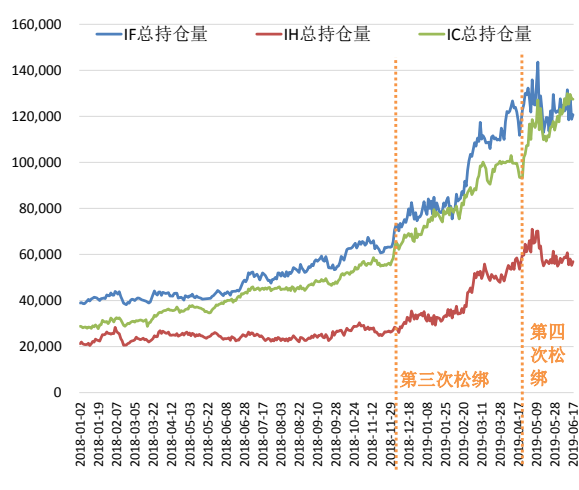
数据来源：中金所，兴证期货研发部

图 6：股指期货成交量



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：股指期货持仓量



资料来源：Wind，兴证期货研发部

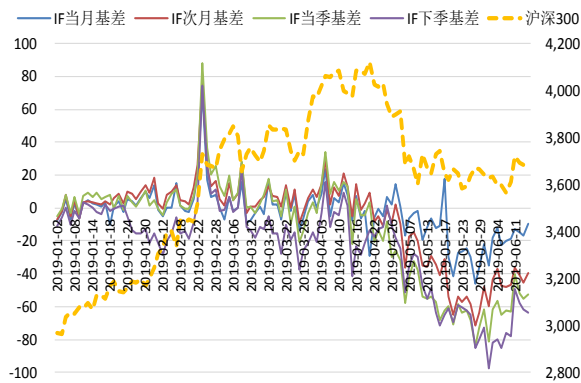
1.2.3 期现价差先升后降，IC 贴水较深

从期现价差结构来看，合约期现价差在 2019 年先升后降，一季度由于市场冲高而走强，并于 2 月底达到峰值，IF 及 IH 升水幅度有所增加，而 IC 近月合约回到升水状态的时间明显增加。3 月下半旬，期现价差随着股市滞涨而走弱，IC 率先回到长期贴水状态，IF 及 IH 亦在 5 月后受到指数成分股密集分红影响而回到贴水状态。

目前 IF 及 IH 各合约均处于贴水状态，但主要受到分红影响，修正后实际维持小幅升水，但较年初升水大幅收窄。IC 合约修正分红预期后仍然维持贴水状态，远月合约贴水较深。

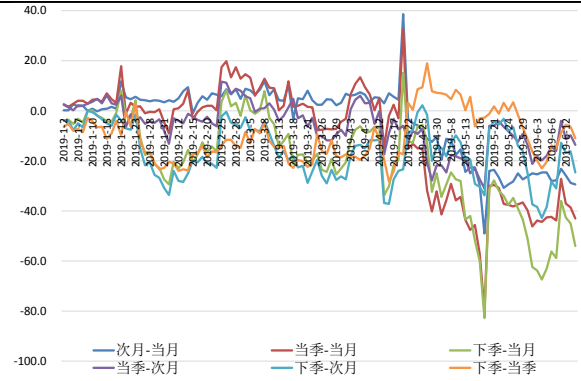
从期指跨期价差来看，修正分红预期后，目前 IH 远月合约价格高于近月，IF 近远月合约之间价差较小，IC 远近月合约价差仍然偏弱。

图 8: IF 各合约期现基差走势



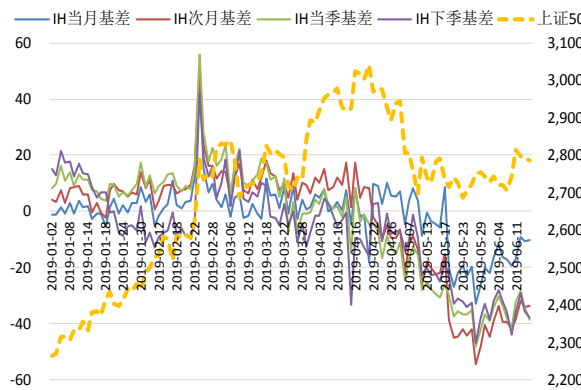
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IF 各合约跨期价差走势



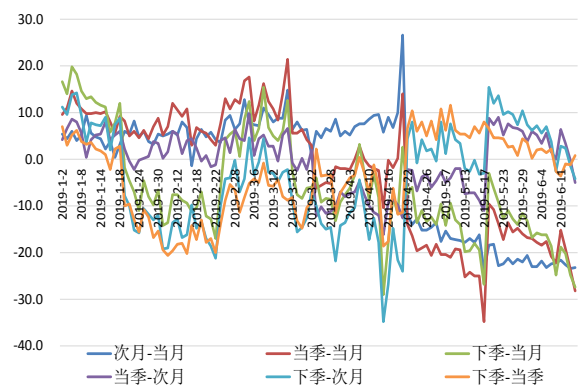
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IH 各合约期现基差走势



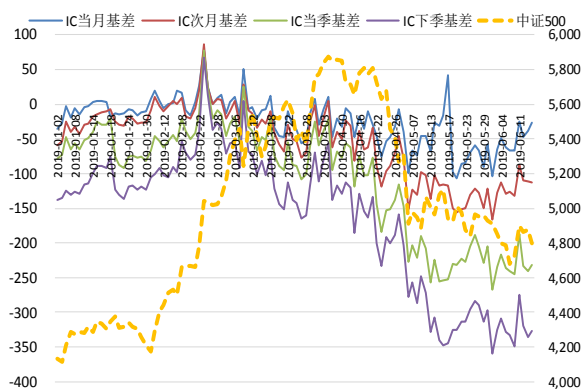
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IH 各合约跨期价差走势



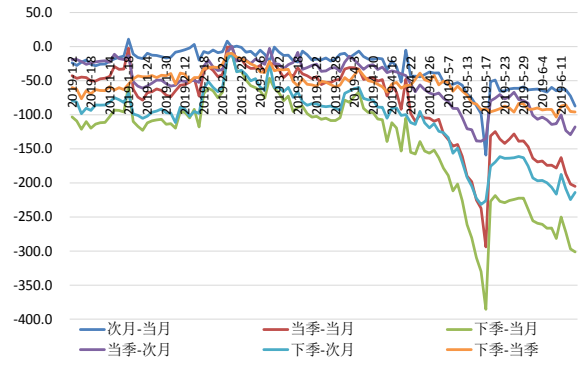
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: IC 各合约期现基差走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IC 各合约跨期价差走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2.4 跨品种套利回顾

2019 年上半年股票市场经历三次风格切换。

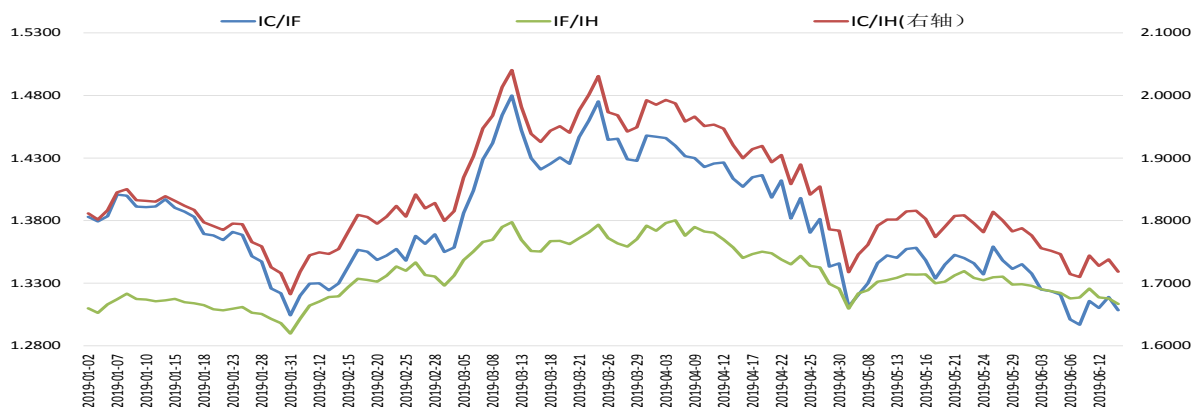
2019 年 1 月蓝筹大盘股率先走出春季反弹行情，中小盘股维持低迷，IH 走势强于 IF 强于 IC, IC/IH 主力比值继 2018 年 10 月后于 2019 年 1 月底再度跌破 1.7, IC/IF 主力比值亦创新低。

2 月起市场出现风格切换，中小盘股超跌反弹，涨幅大于大盘股，IC/IH 及 IC/IF 比值大幅回升，三月上旬 IC/IH 回到 2.0 上方。

3 月下旬市场风格再度出现切换，股票市场上行乏力，避险情绪上升，中小创股高位调整，二季度起 IC/IH 及 IC/IF 比值震荡走弱，在股市大跌期间（4 月底至 5 月初）快速回调至前期低位。

截止 6 月 14 日，IF/IH 主力合约点数比值为 1.3134，基本回落至 2018 年底水平；IC/IF 主力合约点数比值为 1.3084, 相较于 2018 年末的 1.3753 下降 4.86%; IC/IH 主力合约比值降至 1.7794, 相较于上年末的 1.8020 下行 4.63%。

图 14: IC/IF 主力合约比值走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

2.1 春季行情上涨主要来源于估值的提升

2019 年 A 股市场如期演绎春季行情，各大指数在 4 月初均创年内新高。

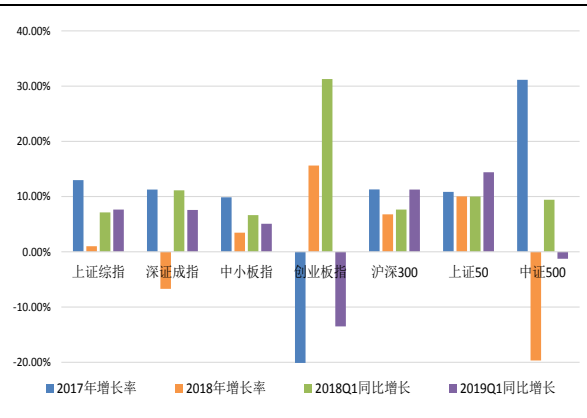
从盈利的角度来看，2018 年上市公司营业收入增速势头放缓，重要指数计算的盈利年增速多数下滑，其中深证成指及中证 500 降幅较大，多数行业利润负增长。仅有创业板指计算的每股收益由 2017 年的负增长转为正增长，但创业板指 2019 年一季度同比增速转负。再看 2019 年一季度的盈利数据，上证综指、沪深 300 及上证 50 的每股收益同比有所回升，中证 500 及创业板指同比增速转负，显示大盘股的业绩表现较为稳健，业绩同比实现小幅增长，而中小盘股未维持 2018 年初的业绩改善表现，回归下行通道，

从指数的涨幅来看，主要由估值上修贡献，沪深 300 及上证 50 指数的累计涨幅大于动态市盈率的增幅，显示大盘股的股价修复由盈利及估值共同推动，实现戴维斯双击。而创业板指及中证 500 指数估值的上升幅度远大于实际涨幅，且从盈利数据来看中小盘股业绩支撑较弱，因此我们认为年初中小盘股的上涨主要来源于对于预期的上修，而非实际盈利增长的影响。分行业来看，申万一级 28 个行业指数中，15 个行业指数估值的上升幅度大于实际涨幅，20 个行业

2018 年增速同比放缓。

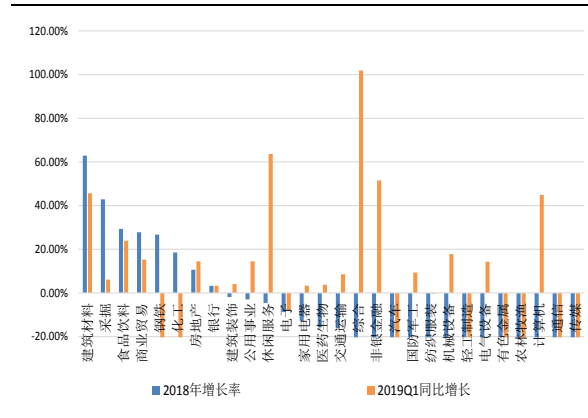
因此我们认为，今年的春季行情主要来源于估值的提升，受益于风险偏好的提升。

图 15: 每股收益数据



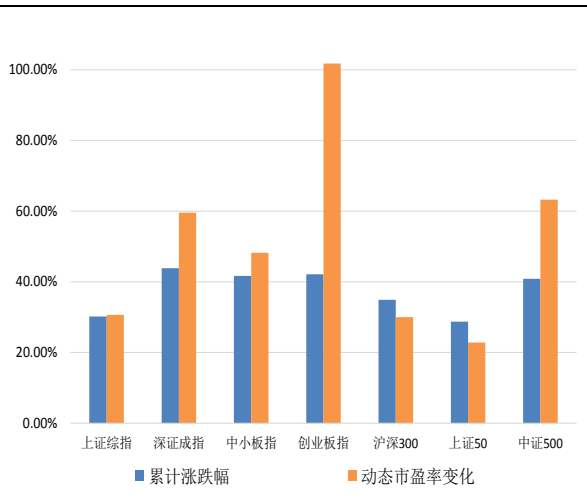
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 各行业收益情况



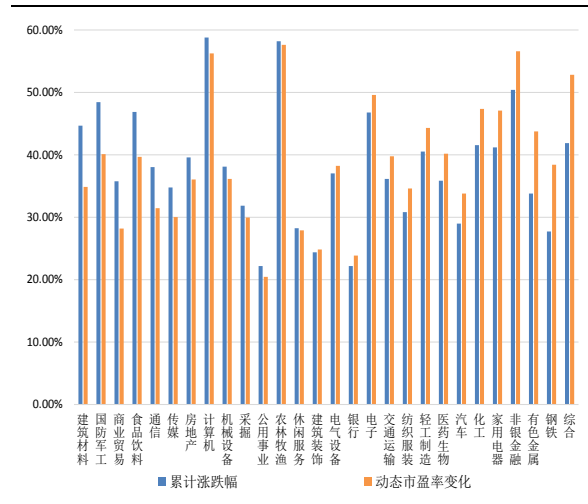
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 2019 年 4 月初各指数行情



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 2019 年 4 月初各行业行情



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 短期风险偏好的变化取决于预期差

上文叙述了春季行情上涨主要来源于估值提升，即受益于市场风险偏好的提升，尤其是中小盘股的预期上修幅度较大，而上市公司的盈利基本面并未有明显改善，但短期来看市场预期有所好转。

中长期来看，股票市场走势取决于基本面因素，市场对于经济基本面仍以下行预期为主，并多数认可中美贸易摩擦存在长期严峻性，微观方面公司盈利的基本面难言改善，但货币政策或利好市场利率中枢下行。但短期风险偏好的变化取决于预期差的修正。

随着 2018 年多重风险事件落地，市场认为一季度利空出尽，预期差向上修复提升了市场的风险偏好。

首先，2018 年制约股票市场的重要风险因素不是中国经济增速的内生性放缓，而是由于市场未有预期的中美贸易摩擦，对中国经济带来的负面影响。2018 年底，中美贸易赢得三个月谈

判缓冲时间。2019年2月第七轮中美贸易磋商，美国宣布，对2018年9月起加征关税的自华进口商品，暂时不提高加征关税税率，继续保持10%。在五月之前，中美贸易处于阶段性缓和时期，市场悲观情绪有所修正。

2018年市场已经确认经济基本面将持续下行趋势，对于未来增速放缓也有一定的预期，因此市场对于2019年宏观经济下行的预期较为确定，但2019年初出炉的宏观经济数据较好，预期差推动股市向上修复。1-2月发布的经济数据真空期，金融数据放出天量大超预期，宏观调控加大逆周期调节力度的效果初步显现。随后3-4月公布的宏观经济数据好于预期，一季度GDP同比增长6.4%，高于预期的6.3%，消费、投资数据延续低位企稳，M1及M2触底反弹。同时，随着年初商誉减值的密集落地，中小创股利空出尽，加上科创板超预期的推进，基本面预期边际改善。

同时，在2019年初资本市场在流动性方面亦迎来超预期利好，货币政策宽松加码。1月初央行宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点，全面降准释放的长期资金约8000亿元，资金面利率继续向下。另外，自1月21日起，债券质押式回购延长交易时间至15时30分闭市，使股票市场的流动资金管理更具经济性，有助于改善股票市场的流动性。

另外，4月底股票市场的大幅回调亦是风险偏好的高位回落所致，资金面及经济面出现预期差的大幅下修。首先，降准预期大幅降温，货币政策基调边际趋紧，2019年4月政治局会议与2018年12月相比，重提结构性去杠杆和房住不炒，“稳健的货币政策要松紧适度”，显示政策基调边际趋紧，预期差下修。同时，中美贸易再起波澜，美方正式提升2000亿美元商品关税至25%，国际贸易局势再度紧张，情绪再度下修。

2.3 春季估值普遍上修的阶段基本结束

从A股的供需情况来看，截止2019年6月募集资金合计5992.7亿元，较2018年同期减少15.54%。从A股需求来看，国内外资金4月加仓至高位，陆股通资金2018年起加速流入A股市场，但两融余额难以回到2018年初高位。

从目前股票指数的市盈率及市净率来看，截止6月14日，沪深300及上证50指数的动态市盈率基本回到十年内的均值水平，市净率在百分之三十分位左右，中证500指数估值相对较低，但近期受盈利放缓而被动回升。而三大指数的市净率均在均值水平以下，其中中证500处于历史低位。

从全球重要股指的估值情况来看，美国三大股指的估值从2017年底高位回落，主要由于企业盈利改善，目前道琼斯及标普500指数的动态市盈率在20倍左右，纳斯达克指数在30倍市盈率左右，恒生指数处于10倍市盈率的较低位置，其他全球重要的大盘指数基本在15-20倍市盈率之间，基本回到2015年的水平。横向对比国内的估值水平，相对于全球市场的大盘指数，沪深300指数（12倍市盈率）及上证50指数（10倍市盈率）仍处于较低水平，中证500指数（26倍市盈率）处于标普500及纳斯达克指数估值之间。

随着股票市场国际化进程继续推进，监管层持续完善信息披露制度，中国养老金、保险资金等机构投资比例提高，MSCI体系及富时罗素体系相继纳入A股，更多中长期投资的海内外机构资金将持续流入，A股市场将迎来估值体系的重构，使得股票价格更趋于价值化。

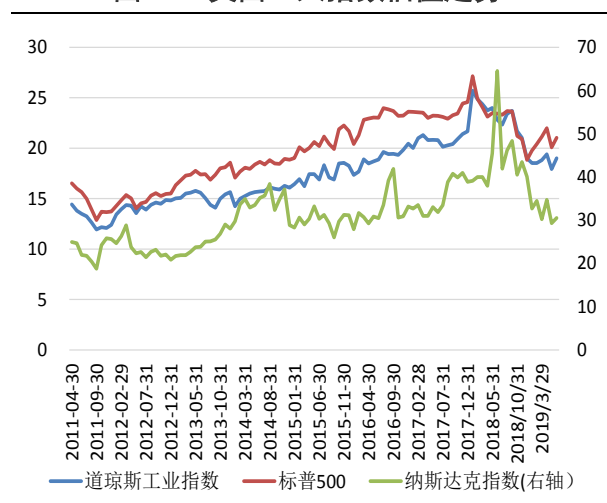
我们认为，随着经济预期的二次修正，2019年春季行情的估值普遍上修的阶段基本结束，从经济周期的角度来看，下半年宏观经济及企业盈利下行的压力较大，虽然利率端有估值扩张的动力，随着不同风险偏好的资金参与A股市场，未来市场估值的修正将出现结构性分化。

表 3：三大指数估值数据一览（2010 年至今）

	沪深300	上证50	中证500
最新动态市盈率	11.81	9.54	25.69
2018年底动态市盈率	10.23	8.52	16.24
平均市盈率	12.65	10.53	36.44
标准差	3.21	2.62	12.69
偏离标准差	-0.26	-0.38	-0.85
百分比排序	53.25%	48.80%	27.41%
最新市净率	1.39	1.16	1.77
2018年底市净率	1.26	1.08	1.55
平均市净率	1.72	1.51	2.81
标准差	0.43	0.41	0.74
偏离标准差	-0.78	-0.84	-1.39
百分比排序	33.16%	29.24%	8.41%

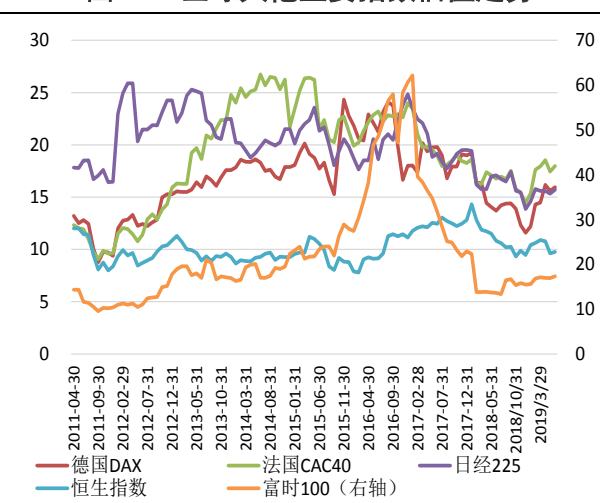
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 19：美国三大指数估值走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：全球其他重要指数估值走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 A 股估值重构将有结构性分化

影响估值结构的重要因素包括企业盈利、市场利率及风险偏好。

从企业盈利的角度来看，2018 年国内经济已确认下行趋势，从推动经济的动能来看，三大马车都被牵制，消费升级边际减弱，居民消费需求受到房贷挤压效应影响，汽车及家电消费大幅承压，预计未来发力空间有限，当前政策以稳为主，宏观调控更多采取社会政策托底，难以显著拉动消费增速上升。从固定资产投资来看，受到国内需求下滑及海外贸易摩擦影响，制造业投资高位回落；房地产方面坚持房住不炒，政策调控易紧难松；基建投资获专项债等财政政策发力支持，但仍然受制于地方政府债务约束，增速难回高位。另外，进出口受到全球经济增速放缓及中美贸易摩擦反复两大压力，抢出口的正面效应减弱后，负面拖累将逐渐显现，未来贸易活动面临较大压力。因此我们认为未来上市公司的盈利增速整体维持下滑趋势，对估值修正的影响偏负，不过龙头企业业绩相对较为稳健。

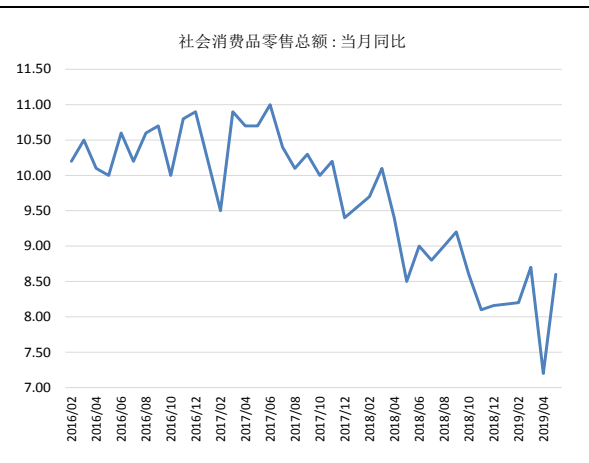
从长周期的角度来看，全球经济目前面临历史罕见的需求弱勢的难题，且受到前期放水的

负面影响，全球经济体“高债务+低利率”的组合意味着未来财政、货币政策刺激的空间相对有限。目前欧洲央行有望重启量化宽松政策，美联储也暗示即将降息，国内市场利率中枢有望继续下行，从下行空间来看，目前国债收益率水平较 2015 年底低点距离 70 个 bp 左右，对估值修正的影响偏正向。

而从市场风险偏好来看，下半年主要的影响因素在于经济的二次修正及中美贸易问题的预期差，同时海外股市的扰动对于全球避险情绪的共振也将对 A 股市场的风险偏好有所影响。

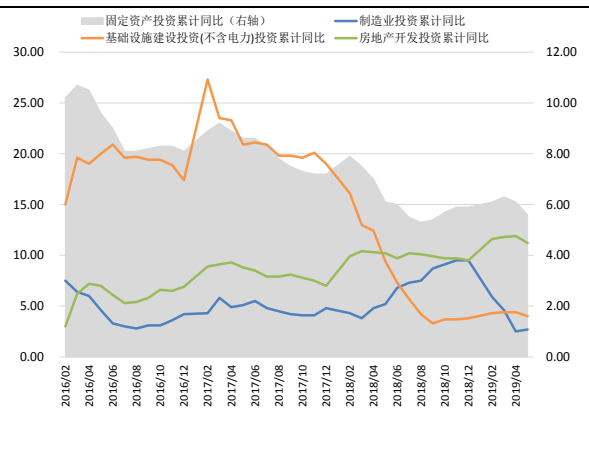
综上，我们认为 A 股估值重构将有结构性分化，沪深 300 及上证 50 指数成分股业绩较为稳健，盈利增速下滑的负面影响有限，更多将受益于市场利率下行而估值有望继续上修，而中证 500 指数成分股亦受益于市场利率下行，但盈利增速下滑的负面影响更显著，估值向下修正的压力较大。

图 21：消费增速



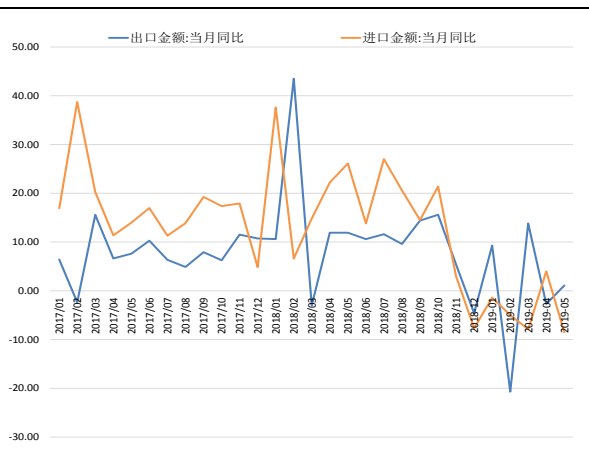
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：固定资产投资增速



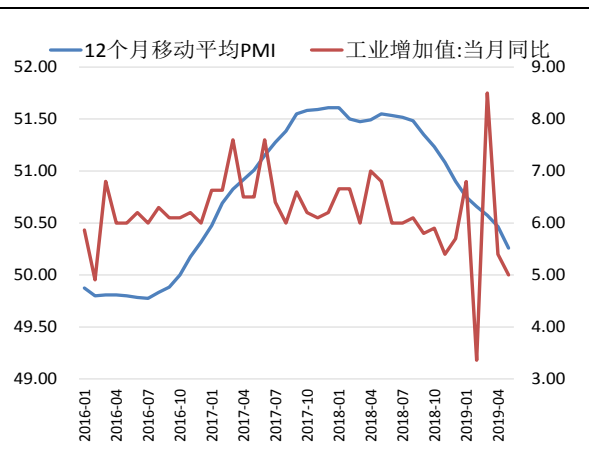
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：进出口增速（按美元计）



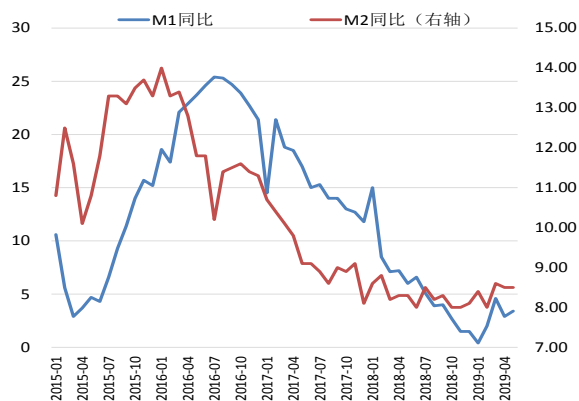
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：PMI 以及工业增加值 走势图



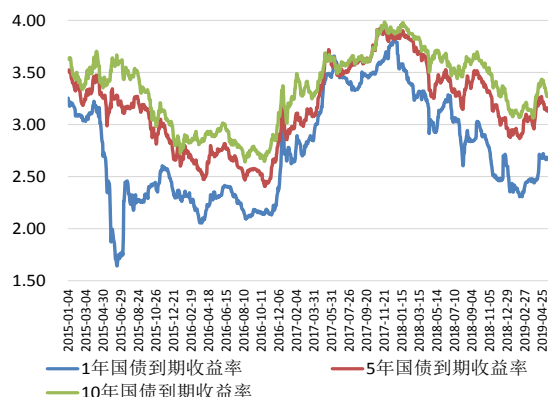
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 25: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 国债收益率走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 2019 年下半年期指走势预期

展望 2019 年下半年, 宏观经济下行趋势较为确定, 但减税改革及逆周期调节等政策对冲部分下行压力, 超预期下行的概率有限, 上市公司企业盈利增速大概率继续下滑, 经济面对股票市场影响偏空。全球货币政策转向宽松, 外部压力将有所减弱, 随着 A 股国际化进程加快, 国外机构增量资金可期, 国内养老金、保险资金等亦有加仓空间。从目前的估值水平来看, 上半年的春季行情主要来源于估值的提升, 目前沪深 300 及上证 50 指数的动态市盈率基本回到十年内的均值水平, 市净率在百分之三十分位左右, 中证 500 指数估值相对较低, 但近期受盈利放缓而被动回升。

我们认为, 随着经济预期的二次修正, 2019 年春季行情的估值普遍上修的阶段基本结束, 从经济周期的角度来看, 下半年宏观经济及企业盈利下行的压力较大, 虽然利率端有估值扩张的动力, 随着不同风险偏好的资金参与 A 股市场, 未来市场估值的修正将出现结构性分化。

三大期指品种中, 我们认为上证 50 股指期货及沪深 300 股指期货较强, 中证 500 股指期货相对较弱。由于沪深 300 及上证 50 指数成分股业绩较为稳健, 盈利增速下滑的负面影响有限, 压制估值的主要因素在于市场系统性风险, 我们认为下半年市场出现系统性风险的概率较低, 因此大盘股将更多受益于市场利率下行而估值继续上修, 且根据全球重要指数的估值水平来看, 仍有百分之二十到三十的上修空间。而中证 500 指数成分股的估值主要受到盈利增速下滑的挤压, 随着信息披露及监管制度的逐渐完善及科创板上市, 低业绩高估值公司的估值下修压力较大。

另外, 基于 A 股市场估值将出现结构性分化的市场判断, 我们认为短期市场的波动风险仍然较大, 我们继续看好阿尔法策略及股指期货跨品种套利策略。随着股指期货的最低交易保证金较低 (沪深 300 股指期货及上证 50 股指期货的最低交易保证金为 10%, 中证 500 股指期货的最低交易保证金为 12%), 资金在股指期货的配置效率较高。另外中金所对股指期货实施跨品种单向大边保证金制度, 有效降低了跨品种交易成本, 更好地满足其多样化的交易需求。

风险因素:

1. 宏观经济调控不及预期, 企业盈利加速下滑;
2. 中美贸易摩擦升级, 避险情绪升温, A 股市场杀跌;
3. 市场大幅杀跌后带来的质押风险。

需求转弱，成本下行，铝价弱势难改

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号: Z0012934

胡佳纯

从业资格号: F3048898

胡悦

从业资格号: F3050247

联系人: 胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

内容提要

1. 受北方环保影响，国内氧化铝过剩压力有所缓解，但并未扭转。5月国内氧化铝环保督查力度加大，使得氧化铝厂检修或停产，主要集中在山西、广西、河南等地区，涉及约950万吨产能，造成短期内国内氧化铝供需出现缺口。然而，当前山西氧化铝厂赤泥库的影响在逐渐淡化，前期停产的工厂逐步复产，据SMM估计，6月复产的氧化铝产能或达到300万吨。海外方面，海德鲁氧化铝厂生产禁令被解除，EGA旗下氧化铝项目开始投产，国内进口窗口已开启，但二季度进口增量有限，海外供应释放量或在下半年传导至国内，远期氧化铝过剩预期并未得到扭转。

2. 国内电解铝新增及复产产能释放较慢，铝材出口和汽车或拖累下半年铝消费。由于氧化铝涨价，电解铝厂利润出现萎缩，以及部分地区电价尚未完全谈妥，在当前的利润水平下，企业复产及投产新增产能的意向均不强。上半年铝锭去库速度较快，但进入6月消费换挡期，铝锭去库速度有所放缓，铝棒库存甚至出现拐点。从需求端来看，汽车产销量大幅下滑拖累工业型材和铝合金消费，开工率同比环比均下降，国六新规的发布亦影响订单增长。另一方面，铝材出口高增长也难以维持，过去加工厂为了降低关税成本，往往倾向于将出口前置，以牺牲了未来一段时间的客户需求为代价。但随着沪伦比值的持续抬升，企业优先选择海外订单的积极性在弱化，预计下半年的出口订单会出现回落。

3. 海外经济形势整体表现不佳，基本面呈现供需双弱。2019年1-4月海外电解铝累计产量为931.8万吨，累计同比下降2.6%，几家电解铝龙头企业下调产量预期。国外制造业PMI数据表现低迷，欧元区、日本5月制造业PMI跌破荣枯线，美国制造业PMI数据延续下滑至52.1。从国外现货升贴水来看，欧洲弗利辛恩和日本港口现货升贴水在旺季下有所回暖，但未超过往年同期；二季度，美国解除对俄铝制裁以及宣布取消加拿大钢铝关税，两个因素叠加，预计未来美国地区升贴水会面临回调。

综上所述，国内电解铝供应端释放速度弱于预期，全年库存延续下降，去库幅度或在 60-70 万吨。在当前需求转弱及成本下行的背景下，铝价弱势难改，建议投资者尝试逢高沽空。仅供参考。

● **风险提示**

国内需求超预期增长；中美贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

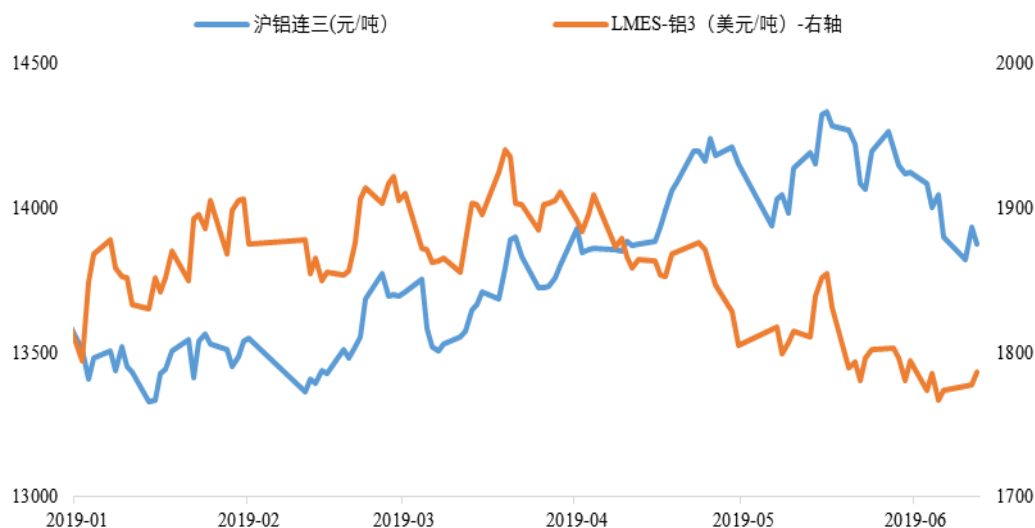
1.行情回顾：2019 年上半年国内铝价稳步上行，伦铝

价格盘整后出现回落

2019 年上半年国内外铝价走势出现明显分化，沪铝价格企稳回升，而伦铝价格盘整后出现回落。年初至春节，国内铝下游消费表现低迷，沪铝在 13500 元/吨左右震荡。春节后消费逐渐回暖，宏观氛围转好叠加此前铝厂大规模减产，沪铝呈现低位企稳反弹。进入二季度，需求继续回暖背景下铝锭去库速度加快，铝价重心进一步抬升，站上 14000 元/吨。5 月初，中美贸易摩擦进一步升级，宏观氛围紧张拖累铝价，但是山西环保消息频出，交口、孝义赤泥库扬尘和泄露问题一再扩大，消息逐渐引起市场重视，对氧化铝供应担忧情绪升级，夯实电解铝成本端支撑。

反观伦铝，一季度基本处于盘整状态，原因在于国外需求无明显起色，而步入二季度，国外几起“黑天鹅事件”陆续迎来结尾，均对伦铝有一定利空影响：(1) 4 月初，美国财政部宣布解除俄铝制裁，俄铝对外称解除制裁之后已经恢复向美国市场的铝供应，以重新夺回市场份额；(2) Access World 仓库在马来西亚巴生港新增了 25 个 LME 注册仓库，4 月 29 日这 25 个仓库被挂牌生效，市场预计将有多达 30 万吨的铝锭被交付；(3) 5 月，巴西当地法院宣布海德鲁旗下 Alunorte 氧化铝厂生产禁令被解除，预计将会在两个月内恢复至 75-85% 左右生产；(4) 5 月下旬，美国宣布取消加拿大 10% 铝关税，同时海外制造业 PMI 数据表现不佳，对铝的需求拉动放缓，对伦铝价格造成打压。

图 1：2019 年上半年国内外铝价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

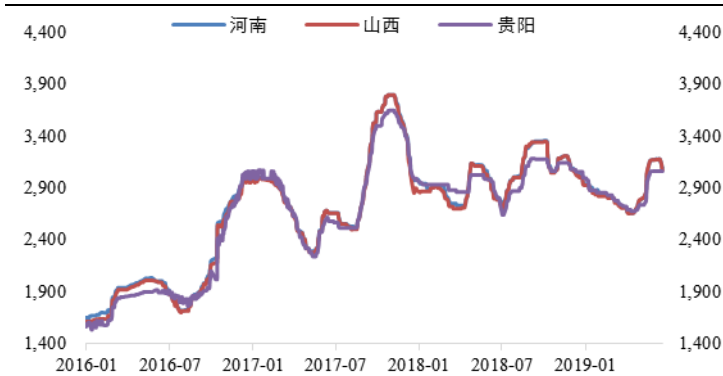
2.成本端：北方环保再度发力，海德鲁氧化铝厂复产影响下半年或传导至国内

2.1 受北方环保影响，国内氧化铝过剩压力有所缓解，但并未扭转

5月初，国内氧化铝环保督查力度加大，使得氧化铝厂检修或停产，主要集中在山西、广西、河南等地区，涉及约950万吨产能。尤其是山西环保消息频出，交口、孝义赤泥库扬尘和泄露问题一再扩大，消息逐渐引起市场重视，对氧化铝供应担忧情绪升级，国内氧化铝价格上涨突破3000元/吨关口，最高达到3170元/吨，氧化铝厂利润也得到了快速修复。

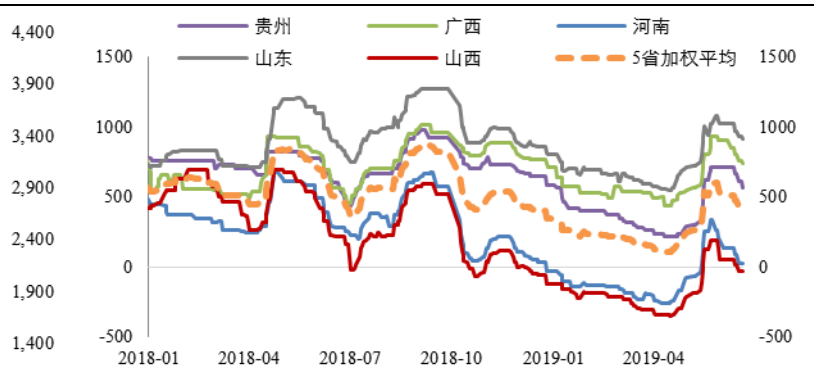
山西环保事件造成短期内国内氧化铝供需出现缺口。2019年一季度，国内氧化铝供应过剩约109.4万吨，2月份过剩程度最高达到49.4万吨。而随着环保事件的发酵，5月份氧化铝过剩程度得到缓解，6月份或出现小幅缺口。

图 2：国内氧化铝价格（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 3：国内氧化铝厂现金利润（单位：元/吨）



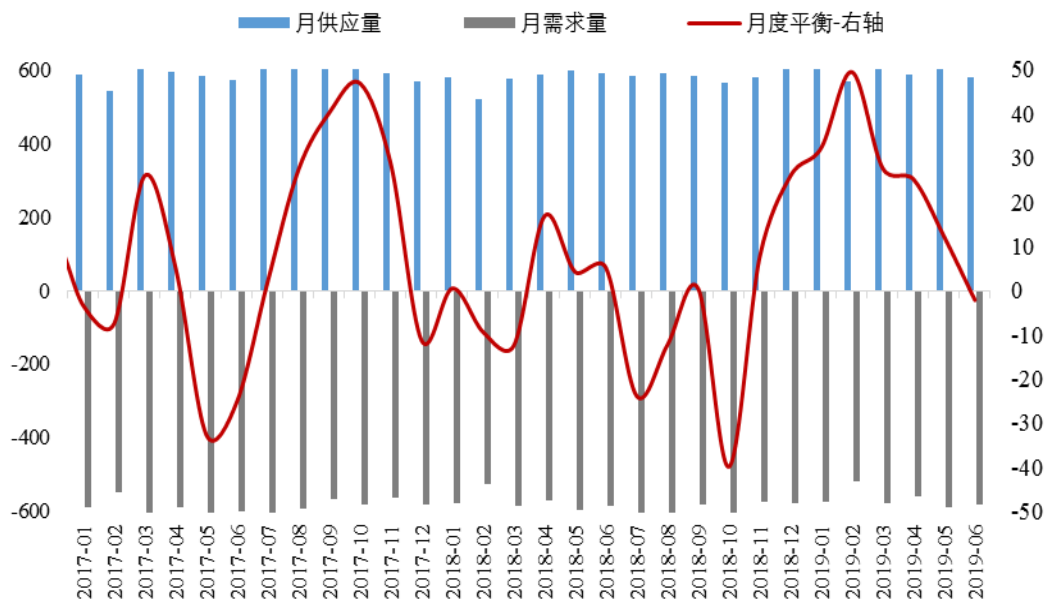
数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 1：国内氧化铝企业减产情况（单位：万吨）

企业	原因	涉及产能
河南汇源	环保限产 50%，当前运行 40 万吨。	40
中铝山西	亏损和矿石紧缺，当前运行 210-220.	50
中铝华兴	超低排放改造和矿石紧缺减产 120 万，5-6 月逐步复产	120
中铝矿业	由于亏损减产 100 万吨，当前运行 100-120 万吨	100
广西信发	5 月减产一条 60 万，当前运行 180-190 万吨	60
三门峡希望	运行产能降至 210 万吨左右	60
晋中希望	因矿石紧缺，低温技改停产一条线，当前运行 220 万吨	80
兴华科技	由于矿石持续供应不足，运行产能自 55 万降至 35 万； 近期基本复产	55
兴安化工	兴安化工近期停产一台焙烧炉，影响约四分之一的产能。	70
交口信发	建成产能 260 万吨（实际可达 280 万），赤泥污染被勒令全停	280
华庆	45 万吨暂时停产整顿（35 万冶金级）	35
总计	-	950

数据来源：SMM、兴证期货研发部

图 4：国内氧化铝供需平衡（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

然而，当前山西氧化铝厂赤泥库的影响在逐渐淡化，前期停产的工厂逐步复产：山东鲁渝博创（原名齐星）50万吨产能已经复产，兴华科技逐步恢复满产，中铝华兴、中铝矿业、三门峡希望、广西信发（基本满产）等氧化铝厂运行产能均有所回升。据 SMM 估计，6 月复产的氧化铝产能或达到 300 万吨，氧化铝价格也回落至 3000 元/吨以下。

上半年几乎无氧化铝新增产能投产，大部分项目被延后至下半年。国电投金元 100 万吨产能预计 6 月投产，8 月稳定出料，靖西天桂 80 万吨产能预计延后至 Q3。2019 年全年新增投产产能约 570 万吨，远期氧化铝过剩预期并未得到扭转。

表 2：国内氧化铝新增产能（单位：万吨）

公司	省份	城市	原有产能	新建产能	开始时间	当前进度
齐星氧化铝项目	山东	滨州	50	90	2019 年	原 50 万吨产能 3 月下旬出料，新产能延后
靖西天桂	广西	百色	0	80	2019 年	延后至 Q3
靖西天桂 2	广西	百色	80	90	2019 年	延后至年末
广铝	贵州	贵阳	60	70	2019 年 5 月	延后至四季度
博赛南川氧化铝	重庆	重庆	0	80	2019 年 3 月	4 月出料，5 月稳定出料
国电投金元	贵州	遵义	0	100	2018 年 12 月	延后至 6 月
其亚铝业	西南	贵州	0	60	2019 年末	12 月 17 日政府和其亚签订项目协议
合计				570		

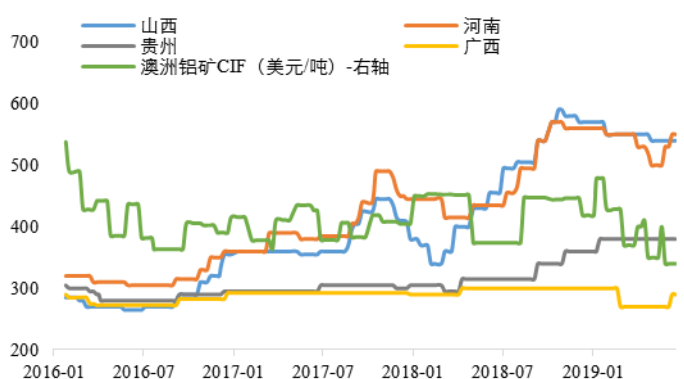
数据来源：SMM、兴证期货研发部

2.2 国内铝土矿价格上涨，铝土矿进口量维持高位增长

整体来看，受环保影响，北方地区矿石价格保持上涨趋势，至今未跌下高位。近期环保督查组再度进驻河南，铝土矿供给量收缩明显，河南当地铝土矿价格上涨 20-40 元/吨不等，高品位矿价格上涨至 550 元/吨。山西地区虽然当地有氧化铝厂减产，但同时复产产能亦较快，当地矿石供需格局仍然紧张，高品位矿价格在 540 元/吨左右。贵州、广西矿石价格相对稳定，但据 SMM 了解 6 月广西环保督查非常严格，有破碎厂和民营矿山关停的情况，当地矿石有涨价迹象。

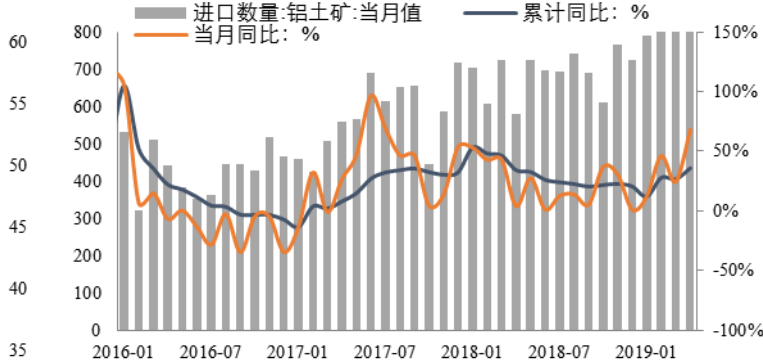
由于环保督查、矿山整顿等因素的存在，即使国内铝土矿储量丰富，但仍有部分矿山无法开采，不得不外购矿石用于生产，我国进口铝土矿市场已表现出“供应稳定化、相对集中化、价格持稳化”等特点。2018 年中国进口铝土矿总计 8262.37 万吨，2019 年 1-4 月累计进口铝土矿 3557.76 万吨。山东地区所有氧化铝厂都使用进口铝土矿作为原料，山西和河南地区也在不断改进自己的生产线：中铝中州分公司、洛阳香江万基铝业、以及东方希望（三门峡）铝业均已转型使用一定量的进口矿，当前河南每月使用进口矿石量在 40-50 万吨附近；山西地区如晋中希望、国电投山西也在使用进口矿，山西每月使用进口矿石量在 60-70 万吨附近。

图 5: 铝土矿价格 (单位: 元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 6: 铝土矿进口量 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 3: 国内使用进口矿及国产矿氧化铝企业产能对比 (单位: 万吨)

省份	使用进口铝土矿产能	使用国产铝土矿产能
山东	2910	0
山西	220	2365
河南	380	755
广西	80	840
贵州	50	410
重庆	50	130
云南	0	180
合计	3690	4680

数据来源: 百川资讯、兴证期货研发部

2.3 国外氧化铝厂复产，供应释放或在下半年传导至国内

2019年5月，巴西法院通过刑事诉讼解除了海德鲁旗下 Alunorte 氧化铝厂生产禁令，允许 Alunorte 氧化铝厂从一半产能恢复至正常生产。海德鲁官方称，Alunorte 氧化铝厂年产能为 640 万吨，复产后可在 2 个月内恢复至 75-85% 的开工率。新的压滤机或将在 2019 年 3 季度投入运行，届时可进一步加大产量。

2018-2021 年海外氧化铝预计新增产能约 1120 万吨，未来供需紧平衡格局或被打破。EGA 阿联酋铝业氧化铝项目也于 2019 年 4 月开始投产，该项目产能为 200 万吨，预计今年产量在 80 万吨左右。澳大利亚氧化铝 FOB 价格跟涨国内氧化铝价格一段时间后出现回调，至 338 美元/吨，国内进口窗口已开启，但二季度进口增量有限，据 SMM 估算 7-8 月约有 18 万左右新增进口量，海外供应释放量或在下半年传导至国内。

表 4: 海外氧化铝新增产能 (单位: 万吨)

Refinery	地区	国家	集团	建成产能	新增产能	投产时间
Friguia(restart)	非洲	几内亚	俄铝	0	65	2018年6月
Shaheen	亚洲	阿联酋	EGA 阿联酋	0	200	2019年3-4月
Alunorte(restart)	南美洲	巴西	海德鲁	320	320	2019年Q2
Alpart	非洲	牙买加	酒钢	100	65	2019年
Kendawangan	亚洲	印尼	魏桥	100	100	2020年
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	150	150	2020年
Sarab	亚洲	伊朗	IMIRO	20	2020	
Damanjodi	亚洲	印度	印度国家铝业	127.5	100	2021年
Mempawah	亚洲	印尼	PT Antam	0	100	2021年
	合计				1120	

数据来源: SMM、兴证期货研发部

图 7: 澳大利亚氧化铝 FOB 价格 (单位: 美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 8: 氧化铝净进口数量 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.国内基本面：铝锭持续去库，但需求或边际转弱

3.1 2019年1-5月国内电解铝增速为负，复产及新增产能投放步伐

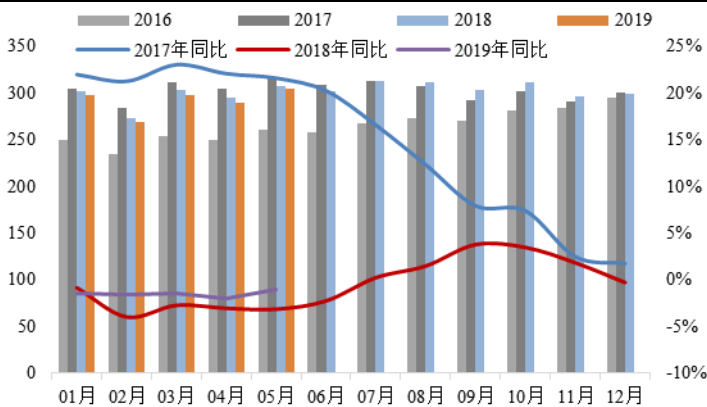
趋缓

2019年1-5月，国内电解铝累计产量为1456.4万吨，累计同比为-1.5%。从产能来看，年初至今在产产能先减后增，截止到5月国内电解铝在产产能达到3580.53万吨，主因在于2018年底及2019年初企业集中减产，随着铝价回升，企业利润逐渐修复并开始复产，但复产进度仍然较慢，目前西部水电复产5万吨完毕，云铝本部检修后复产，东兴复产极慢，魏桥暂停，其余均待定。

另一方面，新增产能也在缓慢释放。据SMM估计，2019年新增投产产能预计为306.5万吨，主要集中在内蒙古、广西、云南、贵州等地。截至到2019年4月，实际投产的产能仅121.5万吨，主要原因还是在于5月氧化铝涨价，电解铝厂利润出现萎缩，以及部分地区（如贵州）电价尚未完全谈妥，在当前的利润水平下，企业复产及投产新增产能的意向均不强。

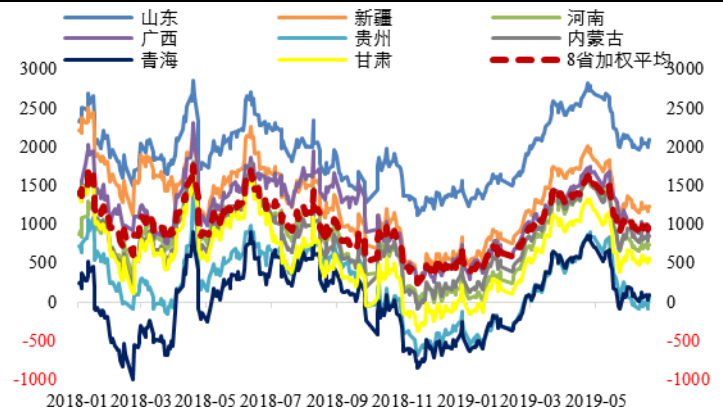
截至6月20日，根据现金成本测算，山东利润为2093.1元/吨，新疆利润1233.0元/吨，河南利润为742.7元/吨，广西利润为970.0元/吨，贵州利润为70.9元/吨，内蒙古利润为847.0元/吨，青海利润为89.2元/吨，甘肃利润为563.0元/吨，8省加权平均利润为1000.4元/吨。

图9：国内电解铝产量（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10：国内电解铝厂现金利润（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表5：2018-2019年电解铝减产产能（单位：万吨）

企业名称	地区	运行年产能/万吨	2018年-2019年 减产产能/万吨	减产时间	备注
中铝贵州分公司	贵州	0	17	1-2月	产能指标置换给贵州华仁
陕西铜川铝业	陕西	0	23	6-8月	产能指标待定，剩余电力供给陕西美鑫
河南神火集团	河南	21	21	7月，11月，5月	产能指标预期转换至云南，5月生产事故，全停
山东邹平铝业	山东	0	6	7月	产能指标置换给内蒙古创源
新疆东方希望	新疆	80	20	7-8月	完成前期遗留产能关停
中铝连城分公司	甘肃	15	39	7-8月，11-12月	成本原因关停，当前运行14万吨。建成53.5

					万吨, 15.5 万产能已置换。
山西兆丰铝业	山西	16.5	4.5	9 月	成本原因关停, 剩余部分供电或转为固网运行
甘肃中瑞铝业	甘肃	0	10	9 月	成本原因关停
林州市林丰铝电	河南	0	20	10 月	产能转移
河南中孚实业	河南	25	25	10-11 月, 2 月	产能置换到四川广元绿色铝材项目
河南永登铝业	河南	0	8	10 月, 12-2 月	成本原因减产, 电厂检修倒逼关停
太原东铝铝材	山西	0	8	10 月-11 月	成本原因关停
青海西部水电	青海	25	15	11 月-12 月	成本原因关停, 视市场价格逐步减产
青海鑫恒铝业	青海	0	15	11 月	已完成减产
东兴铝业陇西分公司	甘肃	25	12	11 月	检修, 逐步减产
云铝曲靖滇鑫铝业及昆明本部	云南	68	10	11 月-12 月	大修并成本原因, 规模有扩大可能
山东魏桥集团	山东	615	50	11 月-12 月	检修及取暖季限产政策影响
山西华圣铝业	山西	13	22	11 月-12 月, 1-3 月, 5 月	当前运行 15 万, 减产被地方政府叫停, 5 月 7 日减产至全停
山东华宇合金材料	山东	0	22	11 月-1 月	集团战略要求, 1.26 全部关停
重庆国丰实业	重庆	8	2	12 月	大修
四川广元启明星	四川	10	3	12 月	大修
陕县恒康铝业	河南	0	20	12 月-1 月	产能转移
内蒙古通顺铝业	内蒙古	0	11.5	12 月-2 月	产能转移, 2.28 全部关停。
青铜峡铝业	宁夏	42	5	2019 年 1 月	弹性生产
中铝山西	山西	38	4	2019 年 1-2 月	弹性生产
福建省南平铝业	福建	11	4	2019 年 2 月	停产 68 台电解槽, 在和政府谈电价
焦作万方铝业	河南	36	7	2019 年 3 月	该部分产能成本过高, 保留自备电对应产能, 于 3 月 6 日完成停产
合计		1049	404		

数据来源: SMM、兴证期货研发部

表 2: 电解铝新增产能 (单位: 万吨)

企业名称	开始投产时间	预计完成投产时间	2018 年已投产产能	2019 年 1-4 月投产产能	2019 年投产产能	2020 年投产产能	2021 年投产产能	备注
内蒙古华云	2017 年 6 月	2018 年 10 月	10	0	0	0	0	78 万吨满产
广西华磊	2018 年 7 月	2018 年 10 月	28	12	0	0	0	40 万吨满产
贵州华仁	2017 年 10 月	2018 年 10 月	48	2	0	0	0	50 万吨满产
来宾银海	2017 年 12 月	2018 年 4 月	20	0	0	0	0	完成投产
内蒙古创源 1	2018 年 1 月	2018 年 10 月	12	28	35	0	0	当前运行 40 万, 产能置换
百矿苏源	2018 年 2 月	2018 年 12 月	0	7	10	0	0	已投放 7 万吨, 剩余 3 万吨将于 6 月投产完毕
贵州登高	2018 年 2 月	2018 年 11 月	13	0	13	0	0	在投产, 有指标

内蒙古蒙泰	2018年3月	2018年8月	18	0	0	0	0	8月投产完毕
百矿田林	2018年5月	2018年10月	10	0	20	0	0	延后至Q3
百矿德保	2018年4月	2018年10月	10	10	20	0	0	2.25 通电二段 10 万吨, 已达产
云铝昭通	2018年7月	2018年10月	11	12	22	0	0	3.1 通电二段约 11 万, 5.30 通电 3 段 11 万
甘肃中瑞	2018年5月	2018年7月	10	0	0	0	0	完成投产, 近期因为亏损再度停产
山西中润	2018年5月	2018年12月	12.5	4.5	30.5	0	0	4.22 二段 12.5 万 92 台电解槽开始通电投产, 计划先启动 40 台, 6 月中下旬将启动剩余 52 台槽子。
内蒙古固阳	2018年8月	2018年11月	24	1	25	0	0	已投 25 万吨, 产能置换项目
营口鑫泰	2018年9月	2019年3月	35	0	11	0	0	预计 9 月投产
美鑫铝业	2018年12月	2019年6月	1	24	30	0	0	在建, 有指标
云铝鹤庆	2018年11月	2018年12月	0	21	21	0	0	3.1 通电 1 段 10 万吨, 二段 11 万; 4.21 通电二段, 已达产
百矿隆林	2018年9月	2018年12月	0	0	20	0	0	在建, 有指标, 预计下半年投产
包头华鑫隆	2019年6月	2019年8月	0	0	9	0	0	在建, 有指标
内蒙古白音华	2019年10月	2020年6月	0	0	10	30	0	在建, 有指标
云铝文山	2019年10月	2020年5月	0	0	10	40	0	在建, 利润刺激下, 可能提前至 2020 年初
云南神火	2019年11月	2020年6月	0	0	10	35	0	在建, 有指标, 产能置换
云南其亚	2019年12月	2020年6月	0	0	5	25	0	在建, 有指标, 产能置换
广元中孚	2019年12月	2020年12月	0	0	5	45	0	在建, 产能置换, 来自林丰铝电和中孚巩义厂各 25 万吨指标。
内蒙古创源 2	2020年	2020年	0	0	0	40	0	-
霍煤鸿骏 2	2020年	2021年	0	0	0	20	23	在建, 有指标
云铝昭通 2	2020年	2021年	0	0	0	30	5	拟建, 有指标
内蒙古华云 2	2020年	2021年	0	0	0	5	75	拟建, 无指标
产能合计			262	121.5	306	270	103	

数据来源: SMM、兴证期货研发部

3.2 国内铝锭去库速度放慢, 铝棒加工费走低

库存方面, 年初至今上海有色网铝锭社会库存先增后降, 最终下降约 20 万吨至 108.1 万吨; 铝棒库存则同样延续下降趋势, 至 7.17 万吨。而进入 6 月消费换挡期, 铝锭去库速度有所放慢, 铝棒库存甚至出现拐点。

铝棒加工费从 4 月下旬开始就出现高位回落, 最开始是由于铝基价上涨较快, 铝棒、铝杆生产商及贸易商为了出货, 调低加工费, 且消费增长热度难以跟上铝价上涨幅度。随着近期铝价有所回落, 铝棒加工费却进一步走低, 原因在于下游消费出现边际转弱。

铝杆加工费却快速走高, 原因在于河南焦作马村区环保局下发文件《焦作市污染防治攻坚战领导小组办公室关于进一步强化 6 月份大气污染防治管控的通知》, 要求焦作万方铝业自 2019 年 6 月至 2019 年 9 月底, 同时停止向所有外协第三方涉及 VOCs 限制类企业每日 8 时—20 时提供铝水, 向豁免类企业提供铝水需有审批备案材料。本次环保事件将会影响焦作万方下游的

3 家铝杆企业合计 7 条铝杆生产线，其生产量预计减半，折算成产量约 300 吨/天或 1 万吨/月，据 SMM 估算约占全国供应量的 4%，供应端有挺价意愿。

图 11: LME 库存及注销仓单比重 (单位: 万吨)



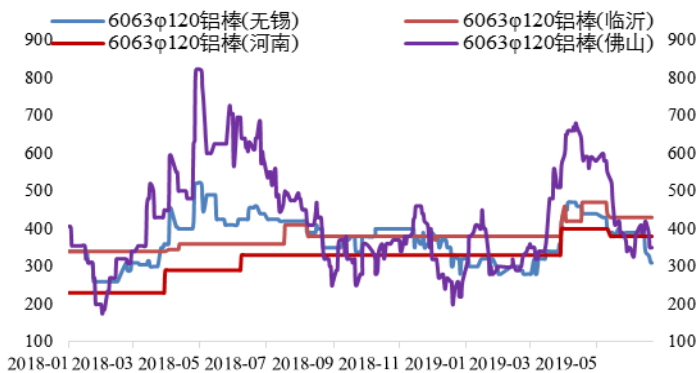
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存 (单位: 万吨)



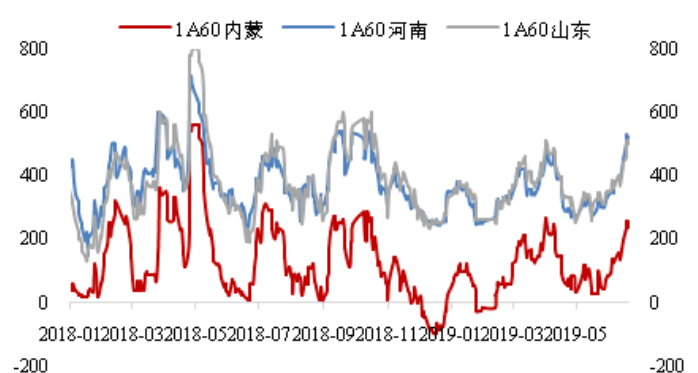
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 13: φ120 铝棒加工费 (单位: 元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 1A60 铝杆加工费 (单位: 元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.3 铝材开工率季节性回暖, 6 月换档期预计订单会转弱

通过不同的工艺, 电解铝被加工成不同的铝材, 如: 铝型材、铝板带、铝合金、铝线缆和铝箔, 占比分别为 43%、23%、16%、10%和 8%, 其中铝型材又可以分为建筑型材和工业型材。

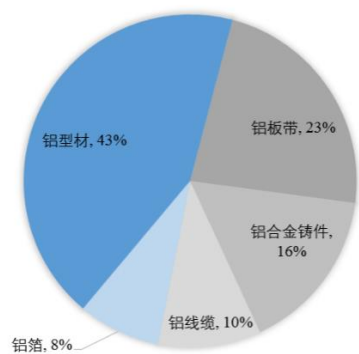
3 月-5 月为铝材传统消费旺季, 下游需求有所回暖, 各铝材开工率表现不一: 5 月份铝板带箔开工率表现好于往年同期, 其中铝板带行业开工率 74.4%, 同比上升近 5 个百分点; 铝箔企业开工率 88.68%, 环比 4 月小涨 1.02%, 空调箔仍贡献较大增量。

铝线缆行业平均开工率 52.7%, 环比同比均明显提高。由于去年行情不好, 线缆企业今年开工较晚, 随着天气转暖和电力工程的进展, 华东及北方地区交货量增加, 预计开工率会进一步回升。

铝型材中, 建筑型材表现好于工业型材。5 月份随着房地产及其他工地工程施工的逐步开展, 建材订单较 4 月份稳步增长, 开工率为 62.7%, 部分型材企业表示 5 月底、6 月初新接订单量开始明显减少, 6 月生产经营状况或将弱于 5 月。而工业型材受挫明显, 降至 58.9%, 原因在于 5 月汽车铝型材市场遇冷, 国六新规的发布亦影响订单增长, 不少做这类产品的企业均表示 5 月

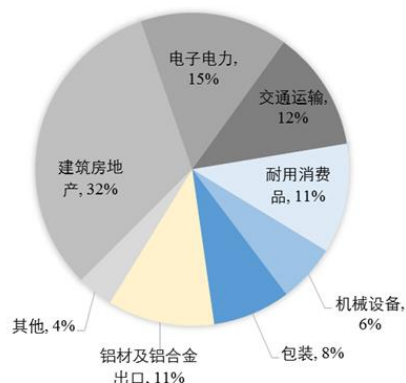
订单环比4月有明显减少，且6月相关订单或将进一步减少，大概率将拖累工业型材企业整体开工率的提高。同样，铝合金有大部分用于汽车轮毂和发动机，开工率依旧表现低迷。

图 15: 国内铝材产量占比



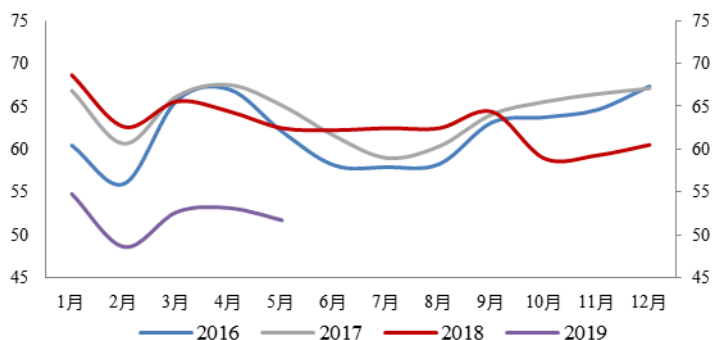
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 16: 中国铝消费结构



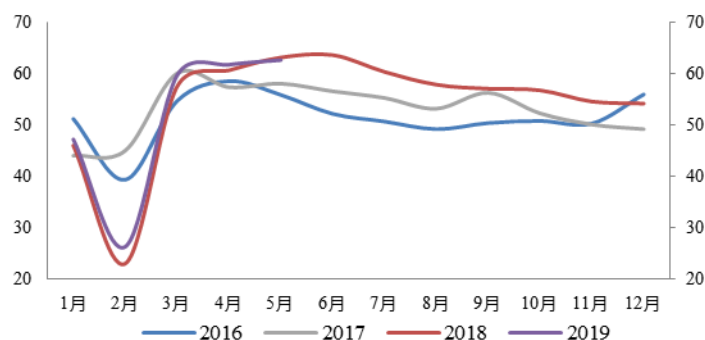
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 17: 铝合金开工率：%



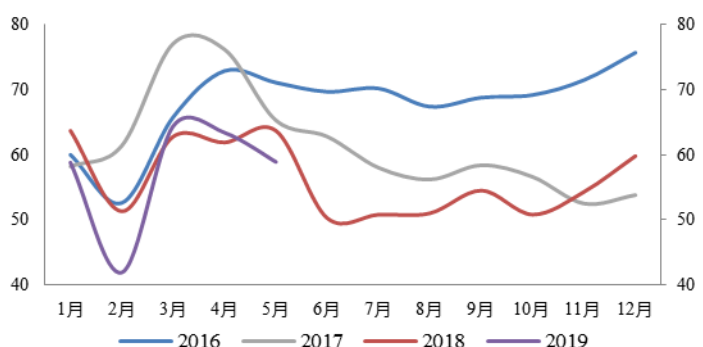
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 18: 建筑型材开工率：%



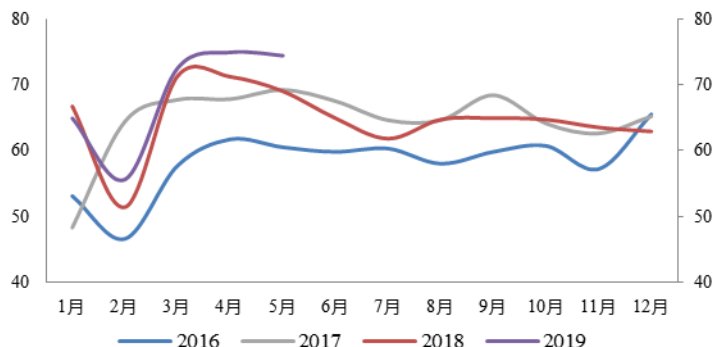
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 19: 工业型材开工率：%



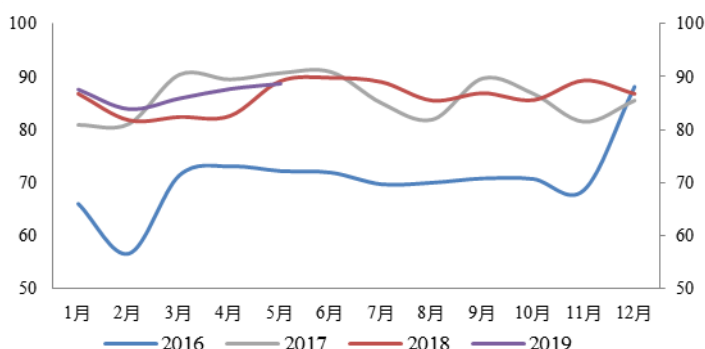
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 20: 铝板带开工率：%



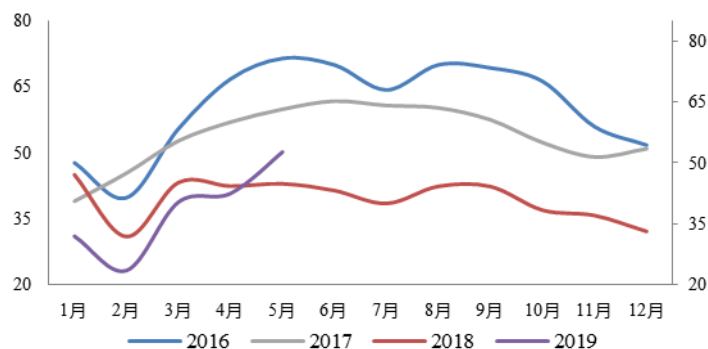
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 21: 铝箔开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 22: 铝线缆开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

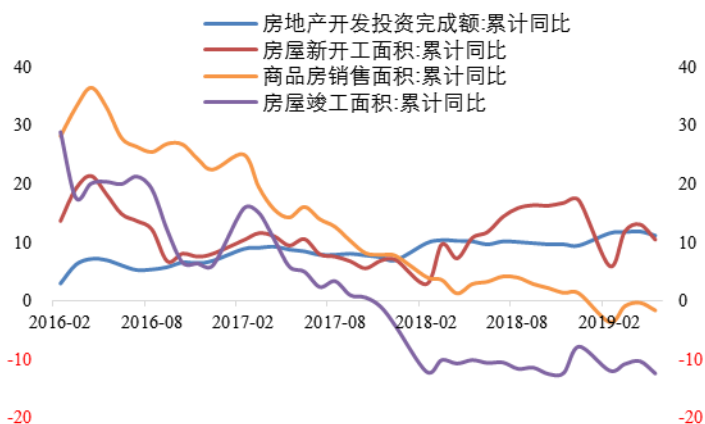
3.4 地产对铝消费拉动有限, 汽车用铝进一步下滑

2019年5月, 房屋新开工面积累计同比增长10.5%, 房屋竣工面积累计同比下降12.4%, 商品房销售面积累计同比下降1.6%, 房地产开发投资完成额累计同比增长11.2%。虽然房地产新开工面积增长, 但是销售价格过高抑制需求和购买能力, 因此房地产商更大可能是以价换量, 实现资金流转。同时市场有刚需存在, 预计房地产市场销售量不会出现断崖式下跌, 但总体处于下降趋势。房地产市场总体表现趋弱, 对铝的需求难有明显提振, 预计保持平稳微降增速。

国家电网2019年计划电网投资额达5126亿元, 相较于2018年增长2.75%, 2019年5月电网基本建设投资完成额为1157亿元, 累计同比为-18.20%。预计之后特高压放量将推动电网投资增长, 电力用铝进入新一轮增长周期。

汽车累计产量1023.70万吨, 累计销量1026.59万吨, 同比分别下降13.01%、12.95%。新能源汽车累计产量48.0万吨, 累计销量46.4万吨, 同比分别增长46.34%、41.46%。汽车行业产量进入负增长区间, 前几年的消费放量导致后期增速难以为继, 但新能源汽车对铝合金消费仍有一定推动作用。

图 23: 建筑房地产情况 (单位: %)



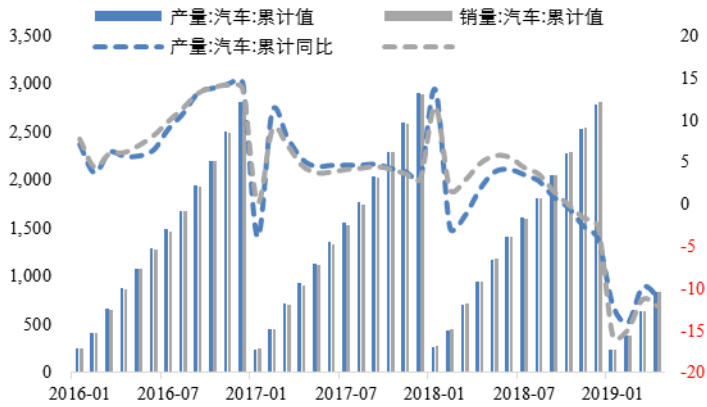
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 电网基本建设投资情况 (单位: 亿元, %)



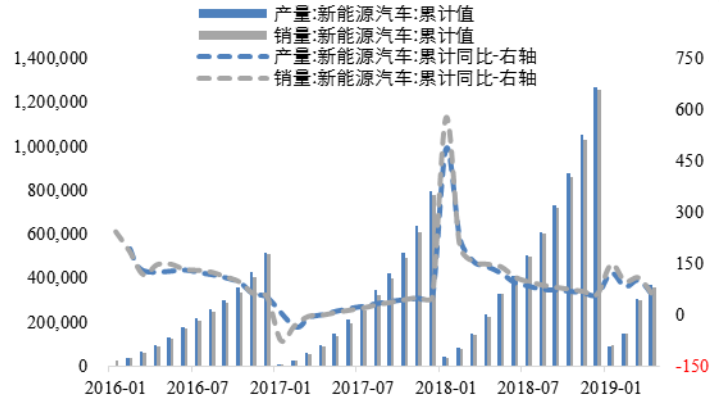
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 汽车产销情况 (单位: 万辆, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 新能源汽车产销情况 (单位: 万辆, %)



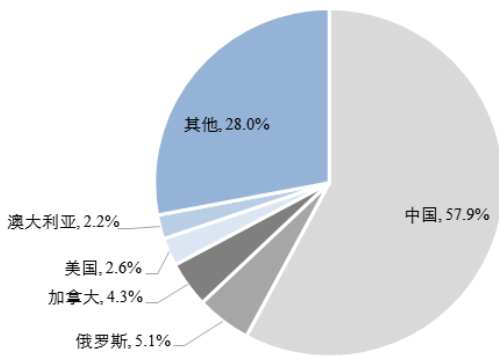
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 海外基本面: 呈现供需双弱的局面

4.1 国外电解铝企业下调产量预期

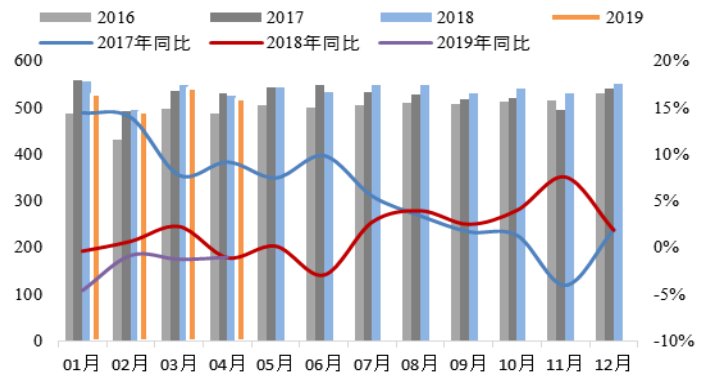
国内外电解铝市场属于相对割裂的两个市场, 原因在于 15% 出口关税的存在, 电解铝的进出口受阻。全球电解铝产能分布, 中国占比一半以上, 约 58%。2019 年 1-4 月海外电解铝累计产量为 931.8 万吨, 累计同比下降 2.6%。海外三家电解铝生产商公布了 2019 年产量预期, 其中美铝和力拓均下调了 2019 年全年产量预期, 分别较 2018 年下降约 30 万吨, South32 基本持平, 2018 年这三家的实际产量基本上是在预期范围内。

图 27: 全球电解铝产能分布



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 28: 全球电解铝产量 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 6: 2019 年 Q1 海外电解铝生产商供应情况(单位: 万吨)

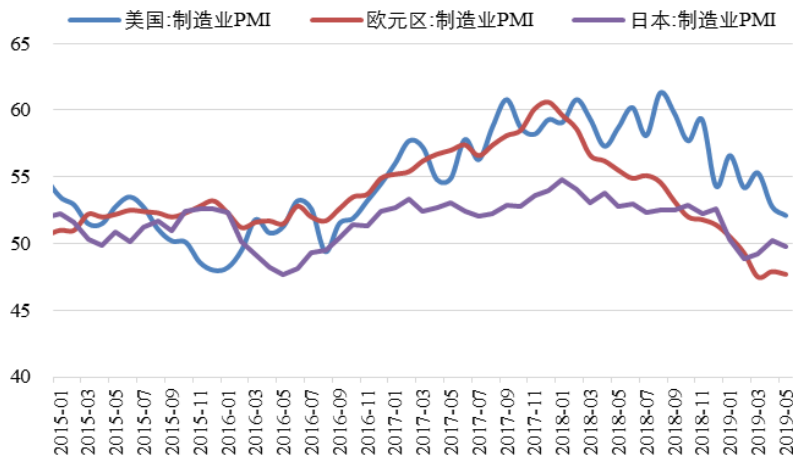
	2019 年 Q1 产量	环比	同比	2019 年 E	2018 年产量
力拓	79.60	-3.0%	0.0%	320-340	346
美国铝业	53.70	-6.3%	-3.1%	280-290(shipments)	226
South 32	24.20	-2.0%	0.0%	99	99

数据来源: 公司公告、兴证期货研发部

4.2 海外经济形势整体表现不佳，现货升贴水不及往年

从制造业 PMI 数据来看，欧元区表现依旧惨淡，5 月制造业 PMI 终值为 47.7，连续第四个月位于 50 荣枯线下方；日本制造业 PMI 终值为 49.8，在荣枯线边缘徘徊；美国制造业 PMI 数据下滑至 52.10，创 2016 年 10 月以来的新低。海外经济形势整体表现不佳。

图 29： 各国制造业 PMI 数据



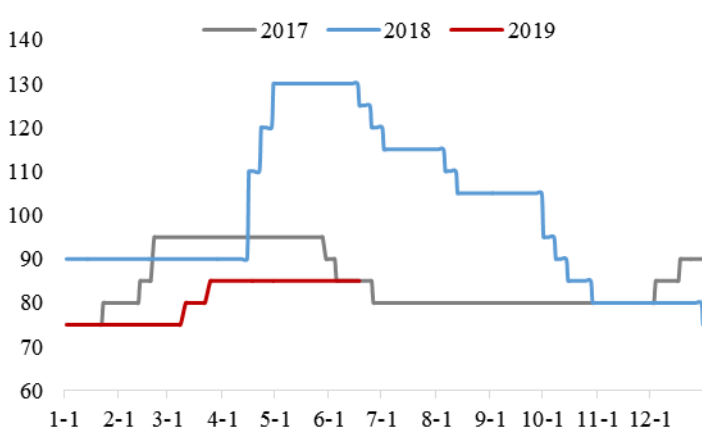
数据来源：Wind，兴证期货研发部

从国外现货升贴水来看，2018 年 4 月美国财政部制裁俄罗斯铝业，国外现货升贴水飙升，但是制裁真正实施的日期一直往后拖延，俄铝的铝锭实际上仍在市场流通的，因此欧洲、日本的升贴水又快速回落。而美国则是从制裁宣布开始就不再进口俄铝的产品，造成现货短缺，刺激美国当地升贴水，美国现货升贴水近一年来都维持高位。

然而，2019 年初美国宣布解除俄铝制裁，4 月初俄铝对外宣布公司所有出口市场的供货量正在努力恢复到美国制裁前的水平，5 月美国宣布取消加拿大钢铝关税，两个因素叠加，预计未来美国地区升贴水会面临回调。欧洲弗利辛恩和日本港口现货升贴水在旺季下有所回暖，但未超过往年同期。

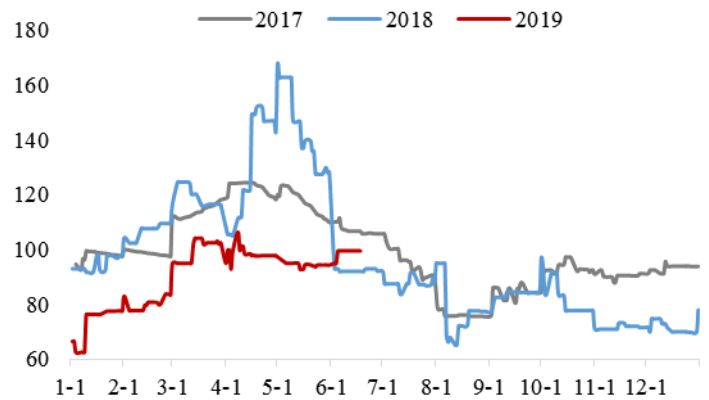
再对比历年国外铝锭去库情况，2019 年初至今，LME 铝库存处于下降通道，但是降速和往年比有所放缓。综上，国外基本面目前呈现供需双弱的情况。

图 30： 弗利辛恩现货升贴水 (单位：美元/吨)



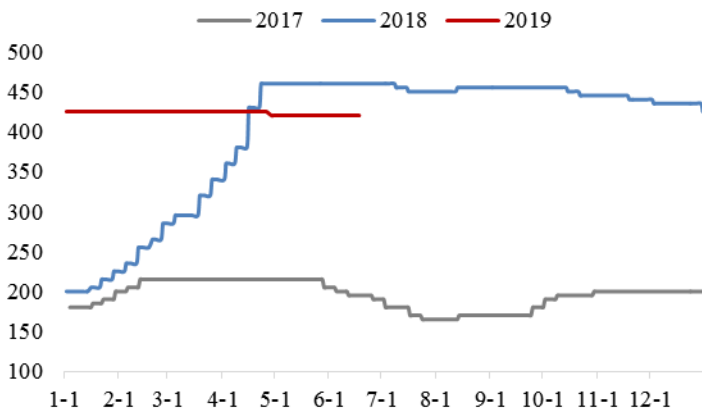
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 31： 日本港口现货升贴水 (单位：美元/吨)



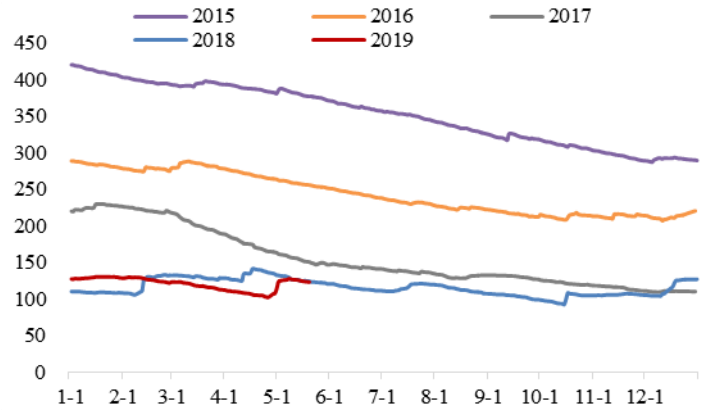
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 32: 美国底特律现货升贴水 (单位: 美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 33: LME 历年库存 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4.3 中美贸易摩擦进一步升级, 铝材出口高增长难以维持

所谓沪伦比值, 是指沪铝连三与 LME 铝 03 价格之比, 可以反映国内外铝价的相对高低, 2016 年初至今运行在 5.5-8.5 之间, 2018 年 4 月沪伦比值触及最低点, 原因是美国制裁俄铝所引发的伦铝价格飙升。正常情况下沪伦比值在 7.0 上下, 然而 2019 年上半年沪伦比开始快速上升, 截止到 2019 年 6 月 12 日, 铝沪伦比达到 7.766。

5 月初, 中美贸易摩擦进一步升级, 美方已将 2000 亿美元中国输美商品的关税从 10% 上调至 25%, 中方对此深表遗憾, 将不得不采取必要反制措施。受此影响, 人民币出现连续贬值。2018 年, 中国未锻造铝及铝材出口总量约为 580 万吨, 出口至美国的数量占出口总量约为 9%, 而铝材出口总量占国内铝消费量比重约为 16%, 据此估计, 出口至美国的铝材占全国铝消费的比重约为 1.44%, (9%*16%), 贸易摩擦对国内铝材出口难有较大影响。但是下游厂商为降低关税成本, 往往倾向于将出口前置, 这种“抢出口”行为以牺牲了未来一段时间的客户需求为代价。

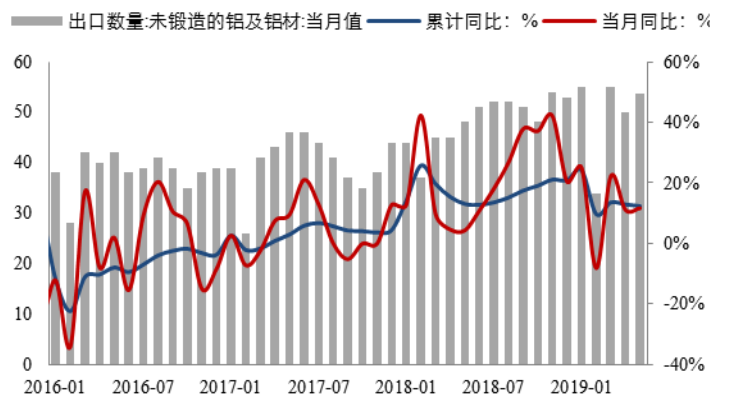
2019 年 5 月, 未锻造铝及铝材出口数量为 53.6 万吨, 环比增长 7.2%, 同比增长 11.7%; 1-5 月累计出口数量为 247.6 万吨, 累计同比为 12.4%。但随着沪伦比值的持续抬升, 企业优先选择海外订单的积极性在弱化, 出口订单的回落只是时间问题, 大概率在下半年的出口数据会有反馈, 据 SMM 估计, 全年出口量预计同比小幅下滑 20-30 万吨。

图 34: 沪伦比值



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 35: 铝材出口数量 (单位: 万吨, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5.后市展望及策略建议

1. 受北方环保影响，国内氧化铝过剩压力有所缓解，但并未扭转。5月国内氧化铝环保督查力度加大，使得氧化铝厂检修或停产，主要集中在山西、广西、河南等地区，涉及约950万吨产能，造成短期内国内氧化铝供需出现缺口。然而，当前山西氧化铝厂赤泥库的影响在逐渐淡化，前期停产的工厂逐步复产，据SMM估计，6月复产的氧化铝产能或达到300万吨。海外方面，海德鲁氧化铝厂生产禁令被解除，EGA旗下氧化铝项目开始投产，国内进口窗口已开启，但二季度进口增量有限，海外供应释放量或在下半年传导至国内，远期氧化铝过剩预期并未得到扭转。

2. 国内电解铝新增及复产产能释放较慢，铝材出口和汽车或拖累下半年铝消费。由于氧化铝涨价，电解铝厂利润出现萎缩，以及部分地区电价尚未完全谈妥，在当前的利润水平下，企业复产及投产新增产能的意向均不强。上半年铝锭去库速度较快，但进入6月消费换挡期，铝锭去库速度有所放缓，铝棒库存甚至出现拐点。从需求端来看，汽车产销量大幅下滑拖累工业型材和铝合金消费，开工率同比环比均下降，国六新规的发布亦影响订单增长。另一方面，铝材出口高增长也难以维持，过去加工厂为了降低关税成本，往往倾向于将出口前置，以牺牲了未来一段时间的客户需求为代价。但随着比值的继续提升，企业优先选择海外订单的积极性在弱化，预计下半年的出口订单会出现回落。

3. 海外经济形势整体表现不佳，基本面呈现供需双弱。2019年1-4月海外电解铝累计产量为931.8万吨，累计同比下降2.6%，几家电解铝龙头企业下调产量预期。国外制造业PMI数据表现低迷，欧元区、日本5月PMI跌破荣枯线，美国PMI数据延续下滑至52.1。从国外现货升贴水来看，欧洲弗利辛恩和日本港口现货升贴水在旺季下有所回暖，但未超过往年同期；二季度，美国解除对俄铝制裁以及宣布取消加拿大钢铝关税，两个因素叠加，预计未来美国地区升贴水会面临回调。

综上所述，国内电解铝供应端释放速度弱于预期，全年库存延续下降，去库幅度或在60-70万吨。在当前需求转弱及成本下行的背景下，铝价弱势难改，建议投资者尝试逢高沽空。仅供参考。

表7：国内电解铝供需平衡表（单位：万吨）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019E
中国原铝产量	2,495	2,772	3,058	3,180	3,630	3,609	3,690
中国原铝净进口量	25.5	17.1	12	17.2	10.2	7	18
中国原铝表观需求量	2,520	2,789	3,070	3,197	3,640	3615	3,708
中国原铝库存差	8	21	75	-33	114	-49	-66
中国原铝消费量	2,513	2,768	2,995	3,232	3,526	3,664	3,774

数据来源：SMM、兴证期货研发部

6.风险提示

国内需求超预期增长；中美贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

冶炼瓶颈已打破，供应充足，锌价继续下行

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号：Z0012934

胡佳纯

从业资格号：F3048898

胡悦

从业资格号：F3050247

联系人：胡悦

021-20370943

huyue@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年上半年锌行情可分为两个阶段，第一阶段为年初至4月，主要以上涨为主，从月初的20440元/吨持续上涨超23000元/吨。第二阶段为4月至今，锌价呈持续下行，目前尚未跌破20000元/吨。

● 后市展望及策略建议

1. 锌精矿下半年增量有所释放：2017-2018的高位锌价给矿山带来巨额利润，2019上半年，尽管矿山利润有所下滑，但仍旧乐观。巨额利润使得矿山积极开采，预计全年锌矿增速达3%-4%。上半年国外洪水灾害以及国内的安全事故给锌矿产量带来冲击，产量增速较小。随着矿山复产，预计下半年增量将有所释放。

2. 锌锭供给较为乐观：加工费及锌价双重高位之下，冶炼厂利润处于历史高位，开工热情大涨。但一季度受环保及技改等影响，冶炼瓶颈难以突破，供给不足。随着冶炼瓶颈的突破，冶炼厂的复产，锌锭供给将大幅增加。国内增量有望达60万吨，供给较为乐观。

3. 初级消费表现各异：镀锌板、压铸合金及氧化锌的开工率在上半年表现分化，镀锌开工率较往年处于高位，压铸及氧化锌则表现较差。5月初级消费开工率均有所回落，预计下半年镀锌表现维持强势，压铸及氧化锌开工率将维持低迷。

4. 全球宏观消费面临下滑：中国方面，受到财政支出支撑，基建行业表现较为乐观，房地产有所恢复，镀锌消费有所好转。但汽车行业表现疲弱，氧化锌消费处于历史低位。全球方面，发达国家对锌锭需求较为有限，印度则处于增长期。整体而言，锌终端消费增长有限。

中长期来看，全球锌矿供大于求，锌锭供需逐渐从紧平衡转宽松，锌价下半年将持续走低。但目前库存仍处于

低位，其次市场对于锌价的想法较为一致，因此整个下行周期较长，下跌幅度较小，锌价将面临漫长的下跌行情。

● **风险提示：**

1. 中美贸易摩擦再起波澜；2. 全球宏观经济超预期下滑；3. 锌锭累库超预期；4. 锌矿供给不达预期。

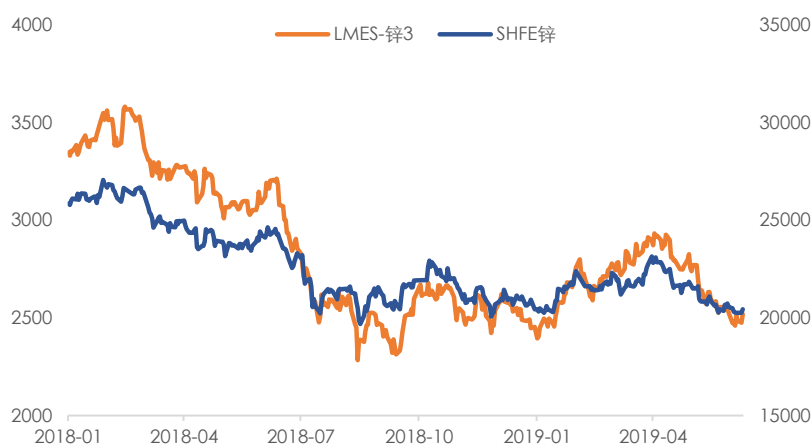
1.2019 上半年行情回顾：一季度锌价大幅走高，二季

度震荡下行

2018 年锌价从历史高位持续下跌，随后震荡整理。

2019 年上半年锌行情可分为两个阶段，第一阶段为年初至 4 月，主要以上涨为主，从月初的 20440 元/吨持续上涨超 23000 元/吨。一季度国内发生银漫矿业安全事故，内蒙古地区展开安全检查，对锌矿供给有所影响。国外方面，韩国锌业发生火情；澳大利亚昆士兰发生洪水灾害，一度中断 Dugald River 的生产，事件对锌矿及锌锭供给有所影响，供给释放不及预期，推动锌价上涨。第二阶段为 4 月至今，锌价呈持续下行，目前尚未跌破 20000 元/吨。

图 1：沪锌及伦锌价格走势（右轴：沪锌：元/吨；左轴：伦锌：美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

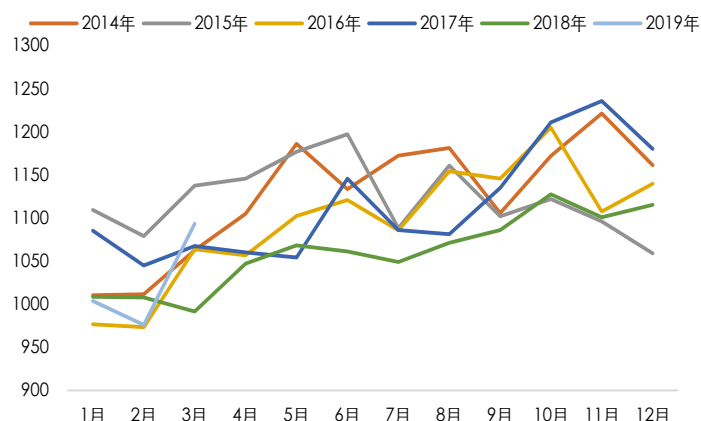
2.供应端：锌矿产能释放、锌锭产量上行

2.1 一季度全球锌矿增速超 2%，下半年产量将进一步释放

2019 年一季度，全球锌矿产量达 307.3 万吨，同比增加 2.17%，环比下滑 8.08%。我们此前在月报中预测今年锌矿增量在 4% 左右，从一季度的同比数据看，增量不及预期。从月度产量看，仅 2 月产量同比下滑较大，3 月产量大幅增加，达 109.33 万吨，同比增 10.28%，环比增 12.03%，达近 4 年内的高位。

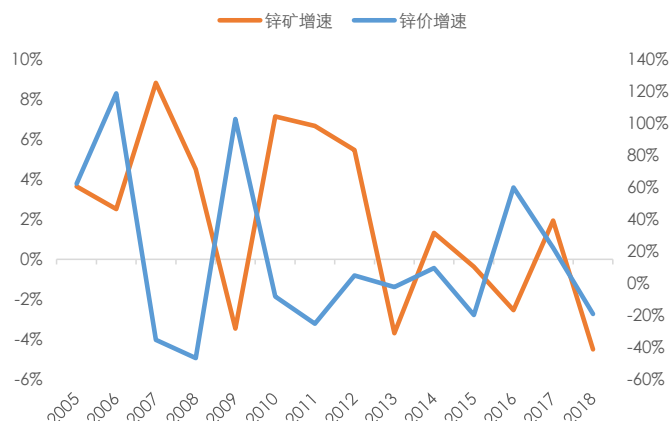
根据锌市场的传导逻辑，锌价的上涨会推动锌矿的生产，同样锌矿的供应增加，传导至锌锭的供给增加，锌价下行。锌矿供给变化传导至锌锭，对锌价产生影响的周期在一年之内，而锌矿从开采到产能全部释放的周期据统计一般在 2-3 年左右。我们预计 2019 年矿山将逐步增产，2019 年中国锌矿产量增速较大，2020 年全球产量增速将达到近两年的峰值。锌矿产能未来两年的逐渐释放，致使供应过剩，对锌价施压，根据锌价传导周期，我们推测中长期内，锌价将继续下行。

图 2: 全球锌精矿产量 (千吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 全球锌矿产量增速及 LME 锌价增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年一季度,全球前 15 矿业集团锌矿产量达 122.04 万吨,同比增 2.77%,占全球 39.75%,若剔除紫金收购的 Nevsun 产量,则一季度锌矿产量与去年同期几乎持平。

Teck 在年初公布的产量计划中下调其年度产量,尽管 Q1 产量下滑接近 9%,一季度仅完成计划产量 21%,预计后期锌矿供应将逐步增加。MMG 产量增长超 20%,增量主要来自于 Dugald River。尽管一季度 Queensland 发生洪水,使得 Dugald River 的生产一度中断,但其产量仍达预期,今年产量预计在 16.5-17.5 万吨。紫金矿业一季度产量增速较大,主要是由于收购了 Nevsun 的矿山所致,Nevsun 一年锌矿产量在 9 万吨左右,扣除其产量,紫金产量与去年持平。其毛利率不及去年同期,仅 57.82%,去年高达 72.44%。2019 年 1 月,Newmont Mining 收购了 Goldcorp,目前公司尚未公布其锌矿产量及产量计划,未能估计其今年产量情况。

从已经公布产量计划的公司看,2019 年产量增长 17.29 万吨,增速达 5.79%。Teck 对其锌矿产量有所下调,其三座矿山均有不同程度的产量下调,2019 年红狗矿产量预计在 53.5-55.5 万吨,下调 7%,Antamina 产量预计下调 2.5 万吨。2019 年 Teck 现金成本预计在 0.35-0.4 美元/磅,而 2018 年则仅有 0.31 美元/磅,我们推测 Teck 下调产量或因锌矿现金成本有所上涨的缘故。嘉能可 2019 年的锌精矿产量增长主要来自于 McArthur River 及 Mount Isa。

Teck 及 Lundin 一季度产量超计划,其余矿企产量均在 20%左右,预计下半年全球锌矿产量将进一步释放。

表 1: 2019Q1 全球大型矿山产量增速达 2.77%

序号	公司	2018(万吨)	2017(万吨)	2019Q1	2018Q1	2019Q1 同比	2019 计划产量	2019Q1 完成比例
1	Glencore	106.81	109.02	26.23	24.27	8.08%	119.5	22%
2	Hindustan Zinc	76.7	91.2	24.5	25.5	-3.92%	-	-
3	Teck	70.5	65.9	13.5	14.8	-8.78%	63.5	21%
4	Nexa Resources	37.3	37.5	8.97	8.72	2.87%	38.5	23%
5	Boliden	29.1	30.5	7.52	7.76	-3.09%	-	-
9	Industria Penoles	29	28.5	7.04	6.68	5.39%	-	-
6	MMG	22.3	8.72	5.72	4.73	20.93%	26	22%
7	Sumitomo	20.2	22.6	5.2	4.8	8.33%	20.4	25%
8	Minera Volcan	19.6	25.51	5.39	5.88	-8.33%	-	-

10	紫金矿业	18.4	27	9.37	7.44	25.94%	-	-
11	中金岭南	17.7	20	-	-	-	-	-
12	Nystar	15.9	12.3	-	-	-	16.6	-
13	Lundin	15.2	14.9	4.04	3.69	9.49%	15	27%
14	Trevali	14.7	17.9	4.56	4.48	1.79%	17	27%
15	Goldcorp	14.4	16.3	-	-	-	19	-
	合计	507.81	527.85	122.04	118.75	2.77%	335.5	-

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

从已经公布产量的矿山看，一季度全球前十大矿山产量达 39.93 万吨，较去年同期增长 2.73%。嘉能可两座矿山增量较大，主要是其重新开启了 Mount Isa 的开采工作。红狗矿产量下滑超 9%，Pend 矿山产量小幅增加，对 Teck 整体产量有小部分补充。HZL 旗下两座矿山的合并产量为 17.5 万吨，去年同期为 20.6 万吨，同比下滑 3.1 万吨。从矿山维度看，今年一季度产量与去年同期几乎持平。

基于矿山及矿企的一季度锌矿产量情况，我们认为锌矿的增量将在下半年有所释放，预计增速调整至 3%-4% 左右。

表 2：2019Q1 全球大型矿山产量增速达 4.96%

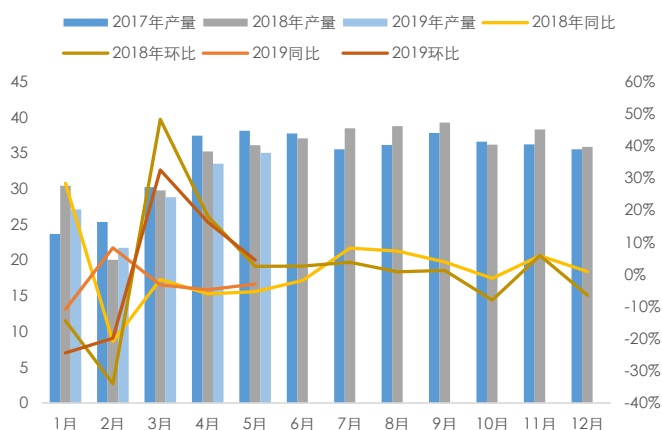
序号	矿山	公司	2018 产量	2017 产量	增速	2019Q1	2018Q1	增速
1	Red Dog	Teck	54.5	54.2	0.55%	11.02	12.15	-9.30%
2	Rampura Agucha	HZL	50	60.7	-17.63%	-	-	-
3	Antamina	Teck	39	37.2	4.84%	7.33	8.99	-18.46%
4	Mount Isa	Glencore	27.8	22.6	23.01%	8.18	5.01	63.27%
5	San Cristobal	Sumitomo	25	22.6	10.62%	-	-	-
6	McArthur River	Glencore	25.4	21	20.95%	6.91	6.01	14.98%
7	Sindesar Khurd	HZL	17.7	14.7	20.41%	-	-	-
8	Penasquito	Goldcorp	16.5	16.3	1.23%	-	-	-
9	Tara	Boliden	15	13.1	14.50%	3.29	3.96	-16.92%
10	Cerro Lindo	Nexa Resources	15	15.6	-3.85%	3.2	2.75	16.36%
	合计		285.9	278	2.84%	39.93	38.87	2.73%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2.2 上半年国内锌矿产量下滑，下半年产能释放供给进一步增加

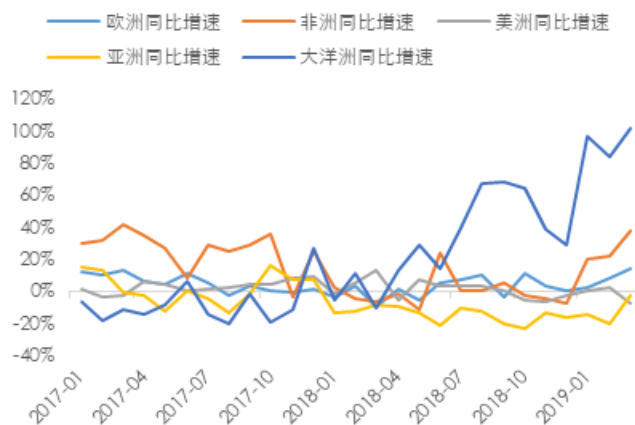
2019 年 1-5 月，中国锌矿产量达 146.33 万吨，去年同期为 151.66 万吨，同比下滑 3.51%。5 月产量 35.07 万吨，同比下滑 2.93%，环比增 4.53%。尽管全球锌精矿产量小幅增加，但中国锌矿产量不及去年同期。全球主要增量在大洋洲及非洲。中国锌矿产量下行，受其影响，亚洲地区整体产量增速下滑。中国锌矿下滑的主要原因在于环保政策趋严，矿石品位下滑，以及一季度内蒙古发生安全事故，进行停工检修。

图 4：国内锌精矿产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

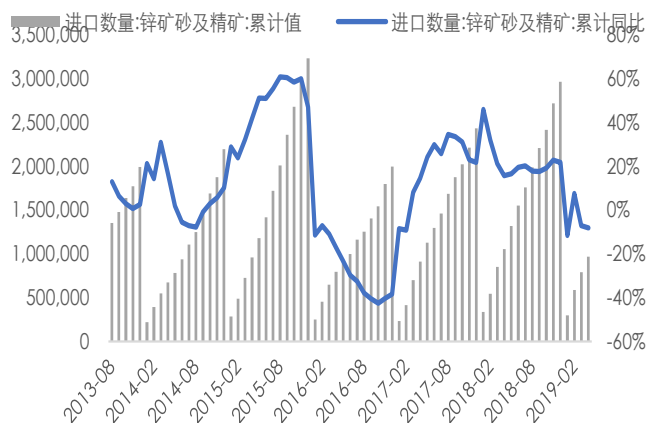
图 5：锌精矿进口量（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

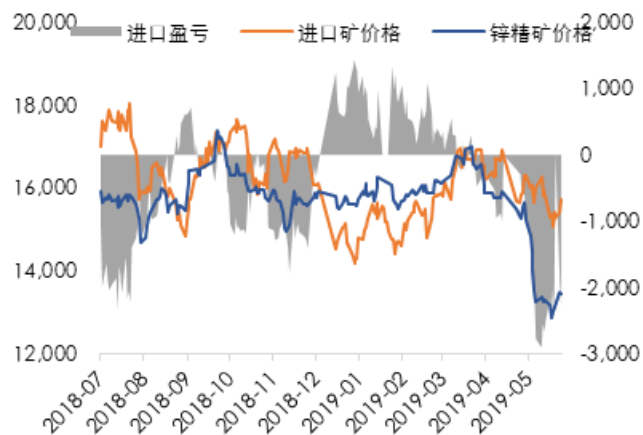
进口方面，1-4 月中国锌精矿进口量达 97.22 万吨，累计同比减少 7.99%。锌精矿 1-2 月进口盈利较大，较去年同期进口量有所增加，1-2 月累计同比达 7.71%。随着进口盈利转为亏损，进口量锐减，4 月环比下滑 11.38%，同比下滑 12.09%。进入 5 月进口亏损进一步扩大，主要是国内锌矿价格下跌幅度大所致，预计 5 月进口量将有所下滑。进口量的下滑进一步说明，目前国内锌矿供给处于宽松状态。

图 6：中国锌精矿进口量及同比（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：锌精矿进口盈亏及锌矿价格（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

据 SMM 调研，2019 年国内新增锌矿产能达 11.8 万吨，占 2018 年总产量 2.67%，主要增量来自于内蒙古。3 月起内蒙古展开全面的安全检查和检修工作，对锌矿产量有所影响，因此上半年国内锌矿产量释放不达预期。随着内蒙古矿山复产，锌矿产量有望逐步释放，预计下半年锌矿供给仍偏宽松。

表 3: 国内主要矿山新增扩建 (万吨)

投产时间	企业名称	省市	2017 年增量	2018 年增量	预计 2019 年增量
2018	盛达金都矿业	内蒙古	0	0.2	0.6
2018	高尔奇	内蒙古	0	0.2	1
2018	金河矿业	广西	0	2	1
2018	国金矿业八岔沟西	内蒙古	0	0.7	2.2
2018	其他	全国	0	3	3
2018	伊春翠宏山铁锌矿	黑龙江	0	0	0.5
2017	博白澳通矿业	广西	0	0.2	0
2017	鸿鑫矿业牛苦头铅 锌矿	青海	0.1	1	1
2017	光大矿业	内蒙古	0.2	0.6	0.5
2017	银漫矿业	内蒙古	1.3	2	0
2017	国森矿业	内蒙古	5	0	0
2017	博强矿业	青海	0.2	0.2	0
2016	郭家沟	甘肃	0.5	1	1
2016	会东大梁	四川	1	1	1
	合计		8.3	12.1	11.8

数据来源: SMM、兴证期货研发部

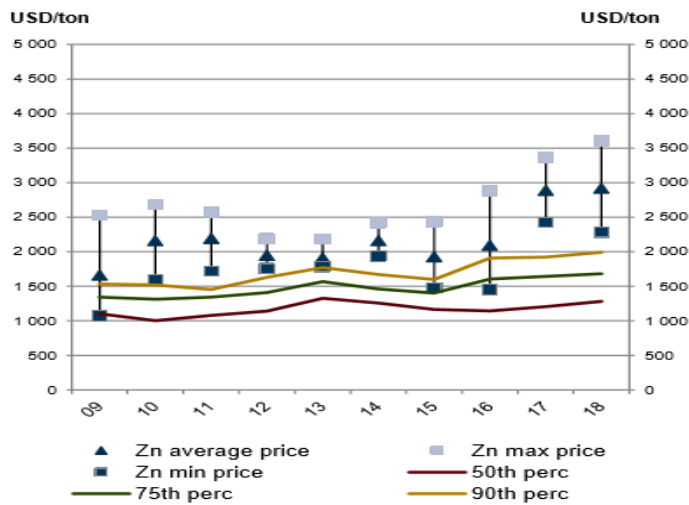
2.3 锌矿的高利润推动产量增长

2016, 全球前五大矿企在锌矿项目新建及维系的资本支出上, 较 2015 年减少 2.3 亿美元, 2017 年资本支出有所上升, 增加 1.8 亿美元。预计未来资本支出的增长, 将进一步推动锌矿产量的增加。

2017 年以来, 矿山现金成本远低于锌最低价, 矿山利润较为丰厚。2018 年现金成本 90 分位线为 2000 美金/吨, 而常用的 75% 分位线为 1700 美金/吨左右。2018 全年锌均价在 3000 美金/吨左右, 按照 75% 成本分位线, 矿山的利润高达 1300 美金/吨。高企的利润是推动矿山积极复产的主要因素。

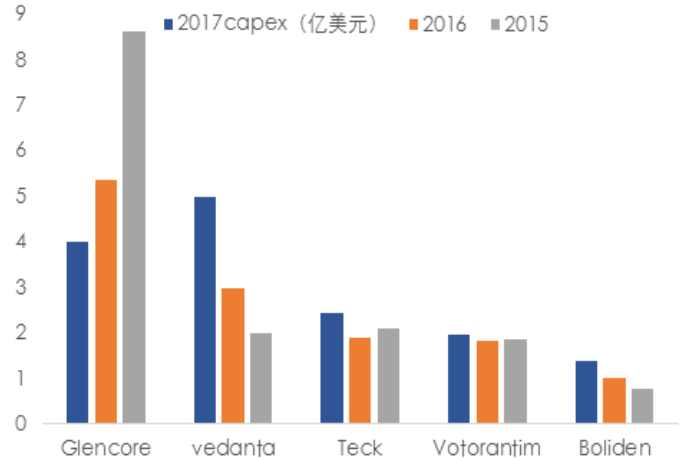
目前锌矿企业采矿的毛利较高, 矿企加大对于锌矿项目的资本支出, 下半年应重点关注大型矿企的现金成本及资本支出, 锌矿开采的高利润推动锌矿产量, 而资本支出的增长会进一步提升锌矿产能。

图 8：锌价及现金成本（美元/吨）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 9：大型矿企资本支出情况（亿美元）

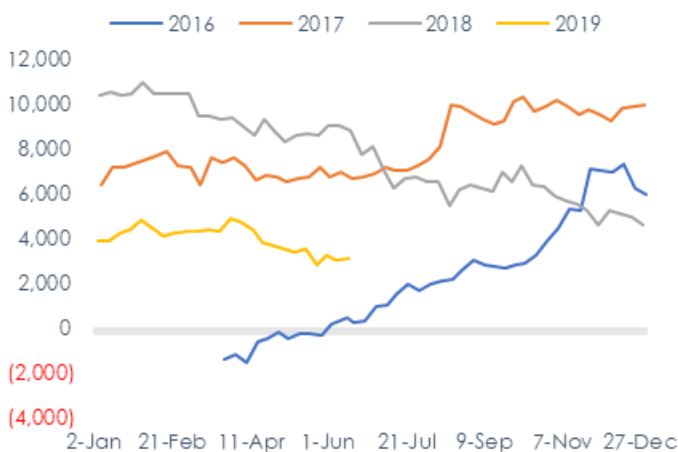


数据来源：公司公告，兴证期货研发部

受锌价下跌影响，2019 年上半年矿山利润有所下滑，目前矿山利润在 3000 人民币/吨左右。利润的下滑使得国内矿山增量释放不及年初预期，但目前矿山距盈亏平衡点仍有一定距离，减产可能性较小，预计未来矿供应仍偏宽松。

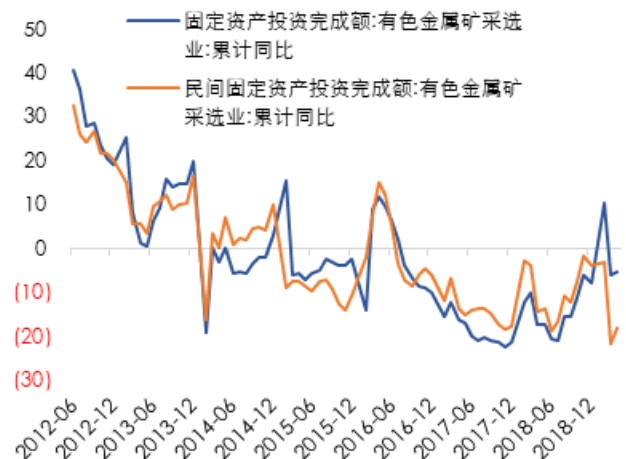
国内有色金属矿采选投资完成额累计同比呈负增长，4 月有色金属矿采选固定资产投资完成额累计同比为-5.4%，环比分别增 0.5 个百分点，同比增 12.1 个百分点，民间为-17.91%，环比增 3.9 个百分点，同比减 3.4 个百分点。矿山固定资产投资减少主要是受到环保政策趋严影响，尤其是中小型矿山，资金紧张无法满足目前的环保要求，不得不进行减产及停产。

图 10：中国矿山利润情况（人民币/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：有色金属矿固定资产投资完成额累计同比(%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 冶炼瓶颈已打破，锌锭下半年供给宽松

2019 年一季度，全球锌锭产量达 316.41 万吨，同比下滑 2%。已经公布产量的全球前十大冶炼厂一季度产量达 96.61 万吨，同比减 2.91%。

冶炼厂方面，HZL 及 Teck 锌锭产量均有所下滑，主要是受到其锌矿产量下行影响。HZL 锌矿产量下滑 15%，Teck 锌矿下滑 7%。Nyrstar 受资金周转影响，在一季度面临破产清算，其锌锭计划产量下滑接近 5%。

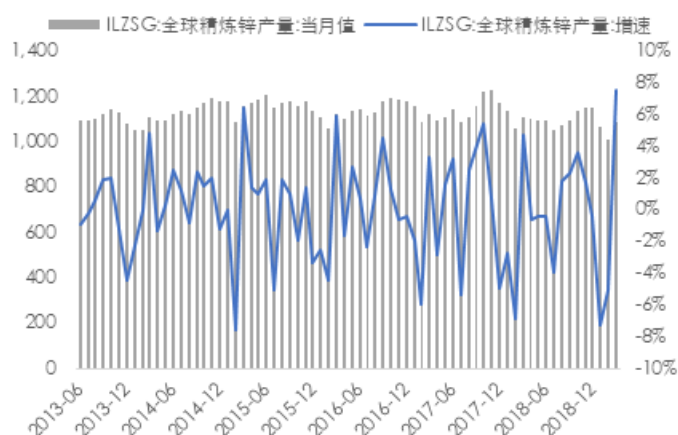
表 4：2019Q1 全球大型冶炼厂产量减少 2.91%

序号	公司	2018(万吨)	2017(万吨)	2019Q1 (万吨)	2018Q1 (万吨)	2019Q1 增速
1	Korea Zinc Group	123.6	119.2			
2	Nystar	106.4	101.8	24	25.2	-4.76%
3	Glencore	99	101.1	20.33	19	7.00%
4	Hindustan Zinc	78.2	80.1	17.5	20.6	-15.05%
5	Nexa Resources	60.2	58.3	15.2	14.84	2.43%
6	Boliden	50.2	45.7	12.18	11.97	1.75%
7	陕西有色	41	45.8			
8	河池南方	32	32			
9	Teck	30.7	31	7.4	7.9	-6.33%
10	Noranda Income Fund	27.3	20			
合计		648.6	635	96.61	99.51	-2.91%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

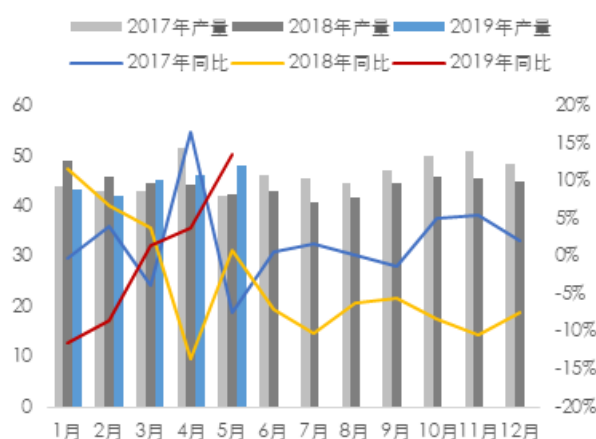
2019 年 1-5 月，中国精锌产量达 224.77 万吨，同比减少 0.66%。一季度受到部分冶炼厂停工检修、搬迁以及环保问题影响，中国精锌产量有所下滑。进入二季度，株冶逐步复产，预计 6 月底能够满产，汉中锌渣问题逐步解决，预计十月锌渣处理系统全面上线，东岭及太丰也已逐步复产。从各大冶炼厂的复产情况来看，6 月锌锭增量在 2 万吨左右，而下半年大部分冶炼厂有望满产生产，下半年锌锭产量将大幅度增加。

图 12：国内锌锭产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13：国内锌加工费情况（万吨）

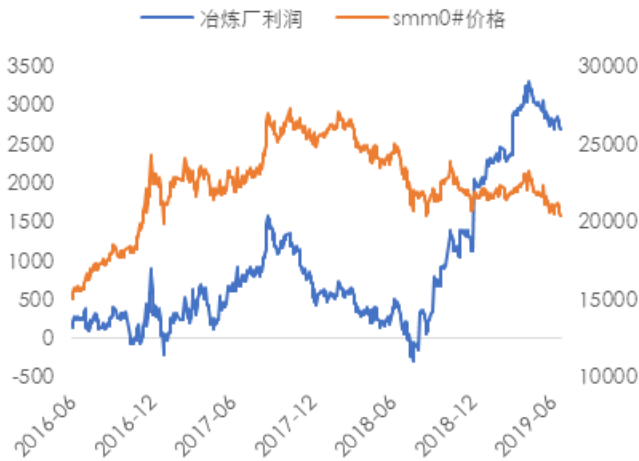


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2019 年上半年，加工费高企，锌价仍处于高位，给冶炼厂带来较为丰厚的利润，4 月一度高达 3300 元/吨。随着锌价下行，冶炼厂利润有所下滑，但仍超 2500 元/吨。目前冶炼厂利润已居于近几年的高位，在巨额利润推动下，冶炼厂开工热情较高，锌锭下半年产量预计仍将持续增长。

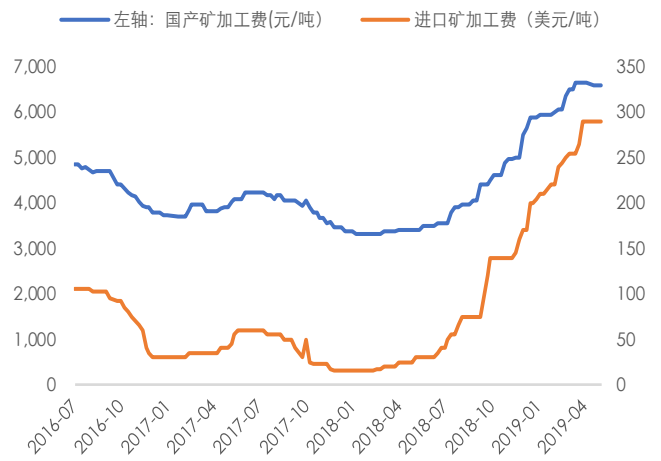
冶炼厂原料库存相较于前两年处于高位，5月原料库存达46.4万吨，锌矿供给宽松。国内前十大冶炼厂1-5月锌产量达99.08万吨，5月总产量达21.35万吨，产能总计25.42万吨，5月产能利用率高达83.99%。主要是株冶逐步复产带来的增量，汉中由于锌渣处理问题，仍未满产。

图 14: 冶炼厂利润及锌锭价格 (元/吨)



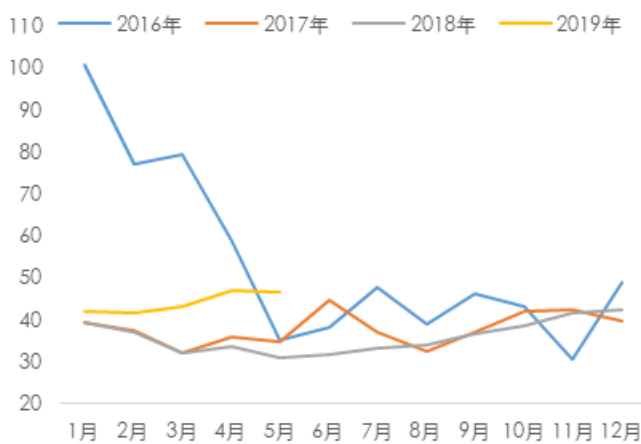
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 15: 国产矿及进口矿加工费情况



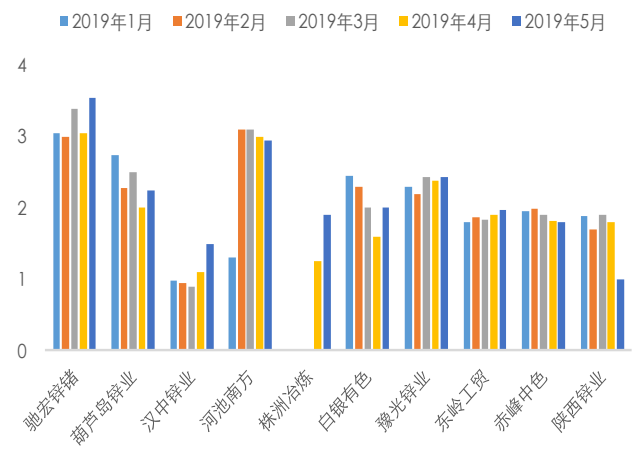
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 冶炼厂原料库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 17: 国内大型冶炼厂锌锭产量情况 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 5: 2019 上半年冶炼厂检修情况

检修月份	企业	影响产量 (吨)	备注
2019年1月	南方有色	-13000	1月锌锭产量1.5万吨
	湖南轩华	-2500	
3月	云南罗平	-3000	
4月	白银有色	-10000	4-9月影响产量共计3.5万吨
	四川四环	-4000	
	驰宏锌诺	-9000	检修10天, 4.30恢复生产
	江铜	-3000	

5月	驰宏锌锗	-5000	
	葫芦岛	-5000	4月下旬开始检修 26 天
	西部矿业	-6000	预计 5 月产量 3000 吨
6月	株冶	0	基本满产
	文山锌铟	-500	短修，影响产量 500 吨

数据来源：我的有色、兴证期货研发部

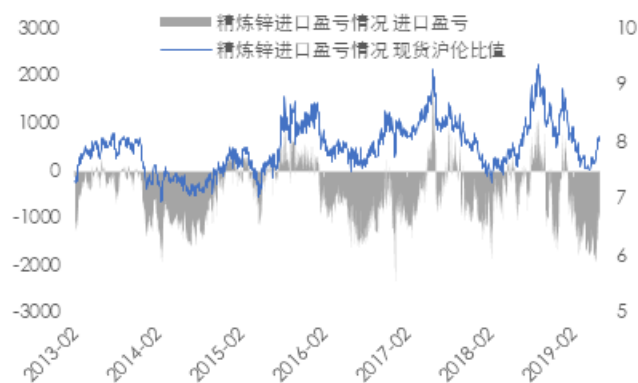
2.5 锌锭进口量关注汇率及内外市场强弱

2019 年 4 月，锌锭进口量 7.76 万吨，环比上升 51.82%，同比上升 133.77%。1-4 月精锌累计进口 21.83 万吨，累计同比增速高达 26.27%。

2019 年上半年，精锌进口长期处于亏损状态，且亏损较大，目前锌进口亏损缩窄至 700 元/吨左右，主要是受到挤仓影响，亏损有所缩窄。尽管锌进口量大幅增长，但大量精锌滞留于保税库，预计二季度精锌进口量增幅将下滑。

长期来看，目前国内的锌锭产量释放预期乐观，国内没有必要强行打开进口盈利窗口，且目前进口锌亏损仍处于高位，我们认为后续进口锌增长的可能性较小，下半年主要仍以消化国内锌锭为主。

图 18：精锌进口盈亏及沪伦比值（左轴：盈亏：元/吨）



数据来源：兴证期货研发部

图 19：中国精锌进口量及同比增速（吨）



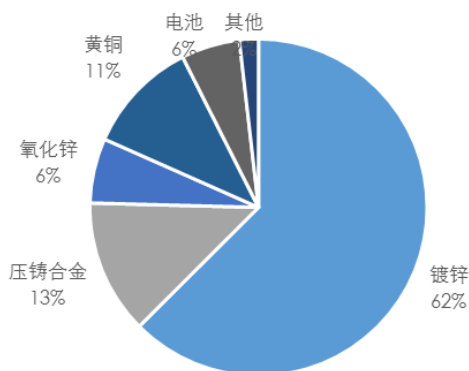
数据来源：兴证期货研发部

3.需求端：宏观经济疲弱，整体需求不振

3.1 初级消费表现各异，预计镀锌消费乐观，压铸及氧化锌较差

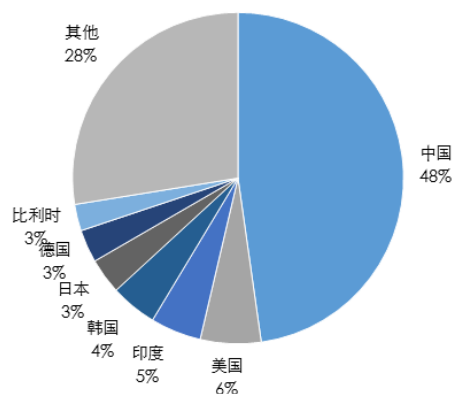
中国是锌消费的主力，占比接近 50%。全球及中国锌下游初级消费主要为镀锌板，占比均超过 50%，其次是压铸合金和黄铜。受到国内环保政策以及全球经济疲弱影响，未来中国锌消费增速不乐观。

图 20：中国锌初级消费占比



数据来源：兴证期货研发部

图 21：全球精锌消费占比

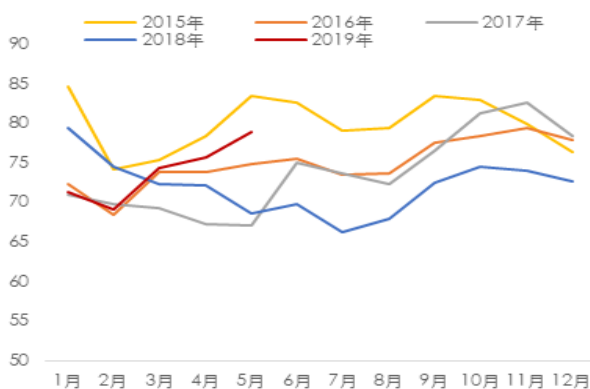


数据来源：兴证期货研发部

2019年5月，镀锌合金开工率达81.13%，环比下滑5.7个百分点；氧化锌开工率达54.9%，环比减少0.6个百分点；压铸锌合金开工率达47.14%，环比减少7.4个百分点。镀锌、压铸合金、氧化锌开工率均不及去年同期，下游初级消费均出现回落，且不及往年同期。

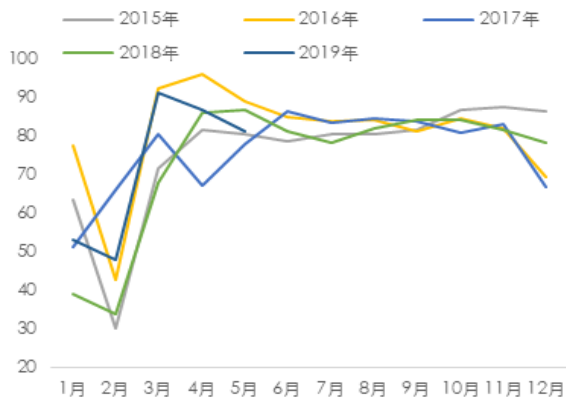
锌锭初级消费整体偏弱，但表现仍各有不同，镀锌开工情况略好于压铸及氧化锌。一是受环保影响，初级消费品生产均有不同程度受限，二是终端消费行业表现偏弱，影响对初级消费品的需求。我们判断，下半年锌锭初级需求维持目前水平或小幅走弱。

图 22：锌锭开工率 (%)



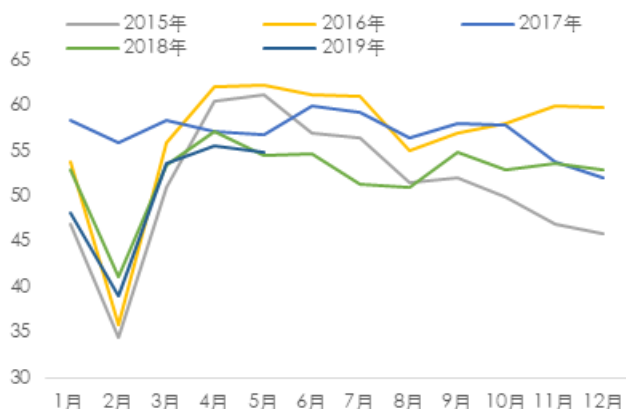
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：镀锌板开工率 (%)



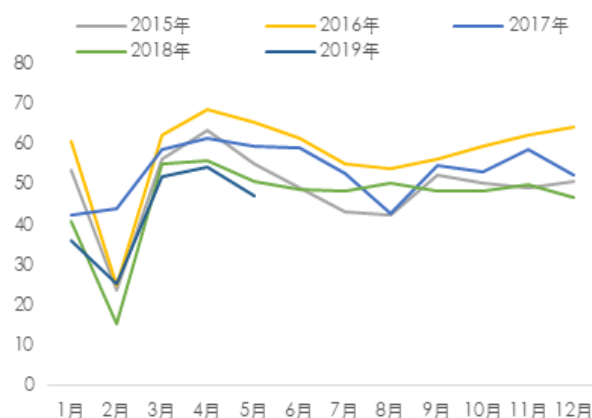
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24: 氧化锌企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 25: 压铸合金企业开工率 (%)



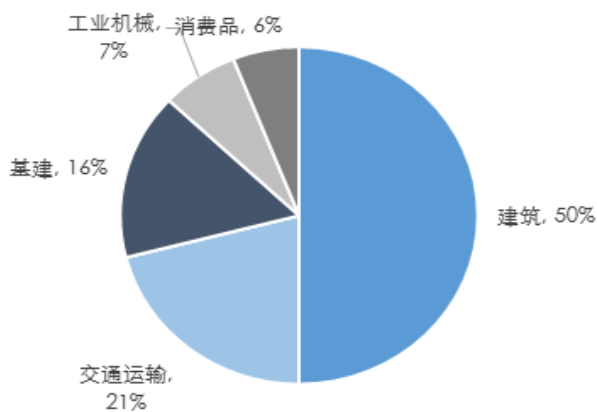
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2 中国终端行业消费呈分化, 下半年消费亮点在基建

中国宏观经济需求疲软。PPI 反映了工业品价格的变化, 而 CPI 反映消费品价格并影响着劳动者对劳动报酬的要求, 因此 PPI 与 CPI 剪刀差一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。目前 PPI 及 CPI 剪刀差尾部向下, 且呈负增长, 未来工业企业利润增速也有所下滑, 整体而言, 工业企业盈利空间恐压缩。

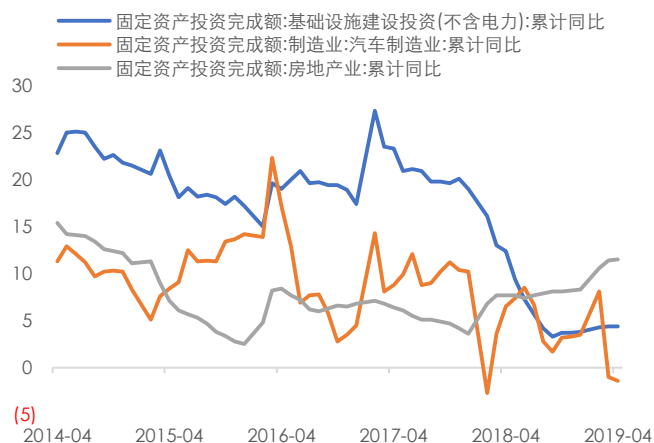
M2 和 M1 的差额主要是居民储蓄存款以及企业的定期存款, 因此可以用来判断资金的活跃程度。M1 和 M2 的剪刀差为负时, 往往对应通胀下行, 经济增速放缓以及资产价格下跌。同时, M1 与 M2 剪刀差为负象征房地产销售回落, 19 年上半年剪刀差小幅上行, 上半年房地产新开工有所好转, 尾部上翘, 但目前仍处负增长, 下半年房地产需求有望好转。

图 26: 终端行业消费占比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 终端行业固定资产投资情况 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

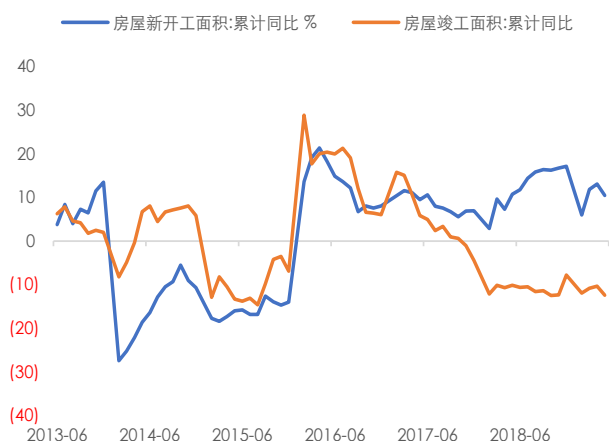
建筑行业对锌锭需求占比最大, 受到国内限购以及房地产去库存影响, 房地产开发投资完成额增速平稳, 而销售面积同比增速持续下行, 锌锭作为房地产行业后期消费品, 受销售面积疲弱影响, 预计未来消费较弱。2019 年 5 月, 房屋新开工面积累计同比达 10.5%, 房屋竣工面

积累同比达-12.4%。房屋新开工面积及竣工面积累计同比均有所回落。房地产开发投资完成额累积同比达 11.2%，较 4 月下滑 0.7 个百分点，商品房销售面积累计同比为-1.6%，下滑 1.3 个百分点。锌一般用于房地产中后期，竣工面积及销售面积同比在 1-4 月有所恢复，但 5 月转为下行，房地产消费对锌的需求支撑不足。

2019 年 5 月，汽车销量累计同比为-12.95%，下滑 0.83 个百分点，产量累计同比为-16.4%，减 1.79 个百分点。今年汽车产销同比均出现大幅跳水，行业需求极度疲弱。

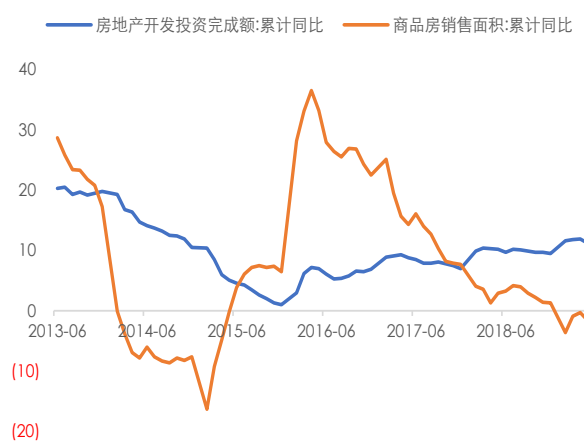
家电方面，5 月空调环比减-7.29%，大幅下滑，洗衣机环比增 5.23%，冰箱环比增 0.86%。下半年家电行业销量不容乐观。

图28:房地产新开工及竣工面积同比 (%)



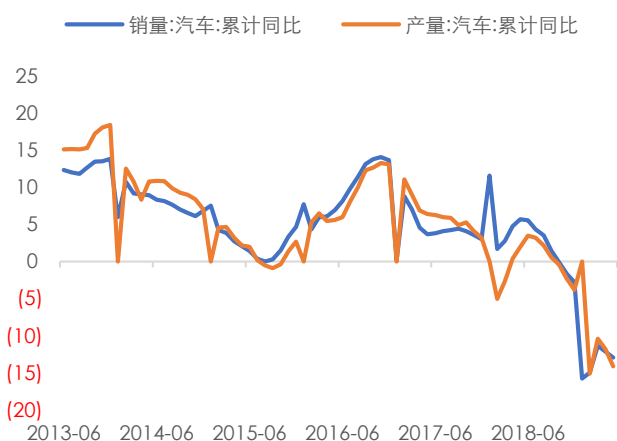
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图29: 房地产开发投资及销售面积同比 (%)



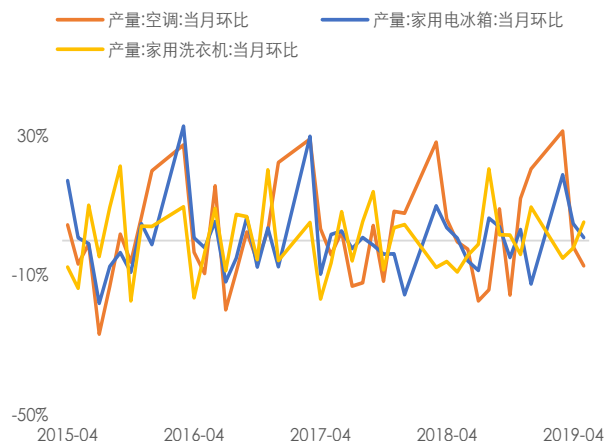
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30: 汽车产销量累计同比 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 31: 家电产量当月环比 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

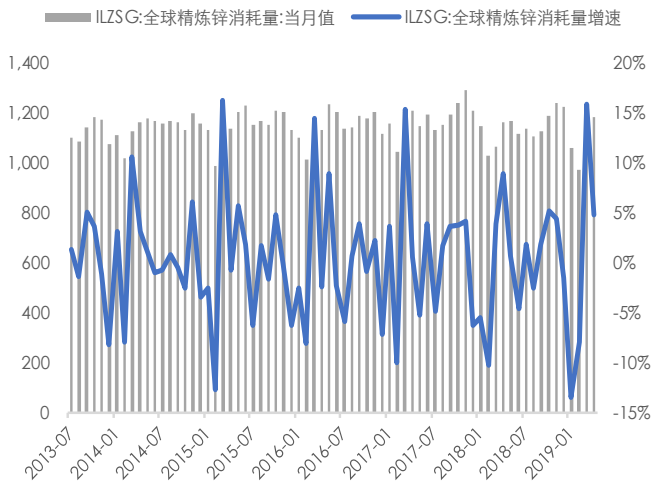
3.3 全球终端消费不乐观

1-4 月，全球精锌消费量达 434.74 万吨，同比下滑 1.23%。

美国、印度、日本及韩国锌消费量仅次于中国，占比合计 18%。日本、印度 CPI 指数有所回升，韩国及美国 CPI 均面临下行风险，未来宏观消费面有所差异，印度需求量将有所增加，而发达国家对于锌需求量面临回落风险。

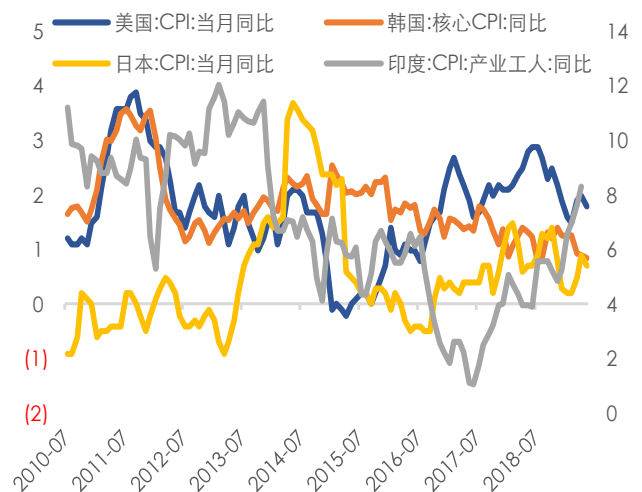
2019 年下半年锌消费走强可能性较小，全球锌锭需求量或与去年持平。

图 32：全球精炼锌消费量及同比（千吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 33：各国 CPI 表现分化（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

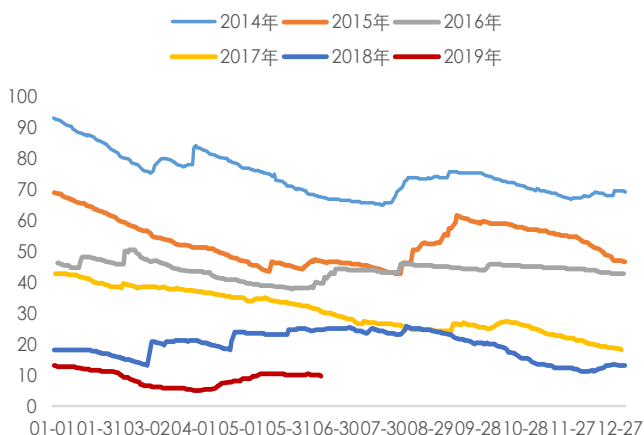
4. 库存：中长期将逐渐累库

尽管锌供给逐步增加，但库存仍处于历史低位。LME 锌库存目前位于近十年的低位，截至目前仅 9.72 万吨，而亚洲地区仅 850 吨，欧洲地区仅 5.23 万吨，北美洲仅 4.41 万吨。LME 库存经历第二季度的下跌后，目前逐步累积，随着锌供给增量释放，LME 将累库。

国内三地库存已开始逐步累积，与去年同期几乎持平，在 15 万吨左右。保税区库存进入 5 月后有所下滑，目前在 9 万吨左右，随着进口锌流入市场，预计保税区库存累积有限。

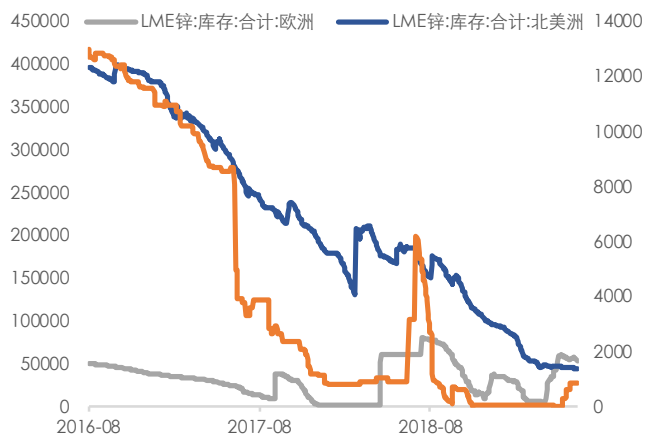
库存从 5 月开始，逐步累积，一改此前不断下行趋势，对目前锌价施压。未来随着锌矿及锌锭供给的增长，以及消费面的疲软，我们预判中长期将逐步累积。

图 34: LME 锌库存仍处于历史低位 (万吨)



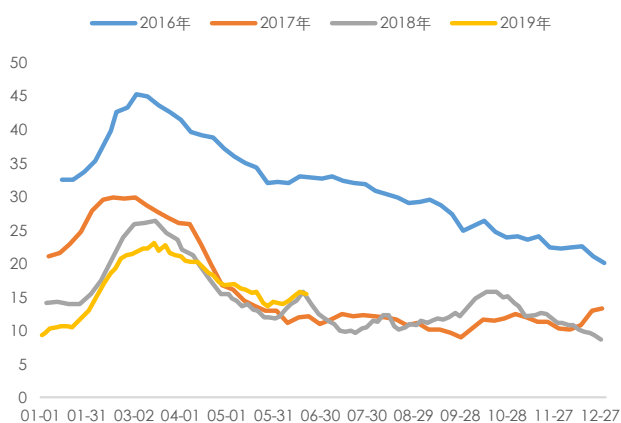
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 35: LME 锌库存分洲情况 (吨)



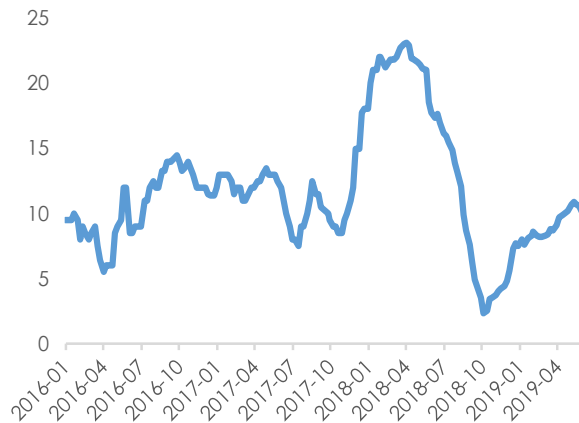
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 36: SMM 三地库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 37: 上海保税区库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. 供需平衡表

中国及海外锌精矿供需将转向宽松, 预计明年供给略有过剩。而精炼锌方面, 随着锌锭产量供给的增长, 以及需求端的疲软, 预计未来全球精锌供给偏宽松。

表 6: 中国锌精矿供需平衡表

	锌精矿产量	锌精矿进口量	锌精矿需求量	供需平衡
2016 年	430.0	99.9	574.9	-45.0
2017 年	410.7	121.8	585.6	-53.2
2018 年	415.8	148.4	566.9	-2.7
2019E	432.4	150.0	574.2	8.2

数据来源: Wind、兴证期货研发部

表 7：全球锌精矿供需平衡表

	锌精矿产量	锌精矿需求量	供需平衡
2016 年	1202.0	1291.3	-89.3
2017 年	1256.0	1287.1	-31.1
2018 年	1273.3	1259.7	13.6
2019E	1324.2	1319.7	4.6

数据来源：Wind、兴证期货研发部

表 8：全球精炼锌供需平衡表

	精炼锌产量	精炼锌需求量	精炼锌供需平衡
2016 年	1365.4	1370.7	-5.3
2017 年	1370.8	1386.5	-16.5
2018 年	1326.0	1371.5	-45.6
2019E	1396.0	1392.1	3.8

数据来源：Wind、兴证期货研发部

表 9：中国精炼锌供需平衡表

	精炼锌产量	进口量	精炼锌需求量	供需平衡
2016 年	583.7	50.6	665	-30.7
2017 年	578.2	76.6	690	-35.2
2018 年	556	71.5	655	-27.5
2019E	620	60	668	12
2019Q1	148	11	161	-2
2019Q2	153	13	164	2
2019Q3	158	16	169	5
2019Q4	161	20	174	7

数据来源：Wind、兴证期货研发部

6. 总结

1. 锌精矿下半年增量有所释放：2017-2018 的高位锌价给矿山带来巨额利润，2019 上半年，尽管矿山利润有所下滑，但仍旧乐观。巨额利润使得矿山积极开采，预计全年锌矿增速达 3%-4%。上半年国外洪水灾害以及国内的安全事故给锌矿产量带来冲击，产量增速较小。随着矿山复产，预计下半年增量将有所释放。

2. 锌锭供给较为乐观：加工费及锌价双重高位之下，冶炼厂利润处于历史高位，开工热情大涨。但一季度受环保及技改等影响，冶炼瓶颈难以突破，供给不足。随着冶炼瓶颈的突破，冶炼厂的复产，锌锭供给将大幅增加。国内增量有望达 60 万吨，供给较为乐观。

3. 初级消费表现各异：镀锌板、压铸合金及氧化锌的开工率在上半年表现分化，镀锌开工率较往年处于高位，压铸及氧化锌则表现较差。5 月初级消费开工率均有所回落，预计下半年镀锌表现维持强势，压铸及氧化锌开工率将维持低迷。

4. 全球宏观消费面临下滑：中国方面，受到财政支出支撑，基建行业表现较为乐观，房地产有所恢复，镀锌消费有所好转。但汽车行业表现疲弱，氧化锌消费处于历史低位。全球方面，发达国家对锌需求较为有限，印度则处于增长期。整体而言，锌终端消费增长有限。

中长期来看，全球锌矿供大于求，锌锭供需逐渐从紧平衡转宽松，锌价下半年将持续走低。但目前库存仍处于低位，其次市场对于锌价的想法较为一致，因此整个下行周期较长，下跌幅度较小，锌价将面临漫长的下跌行情。

需求问题或致期钢下半年震荡回落

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号: Z0010649

韩惊

投资咨询号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

俞尘泯

从业资格号: T322363

联系人: 李文婧

021-20370977

liwj@xzfutures.com

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上半年度黑色市场的走势的主要逻辑在于原料的成本支撑与需求的相对“韧性”。由于高利润催生了钢材今年的高产量，高产量引起了对原料的高需求，上半年总体原料强于成材。其中铁矿石的供应又经历了重大事件性影响，出现严重缺口，铁矿出现单边上涨行情，由下至上传导提升了炼钢成本从而推涨了一、二季度的钢价。

● 后市展望及策略建议

展望下半年，我们认为钢价走势的压力较大。首先是供应方面的预期。我们将下半年粗钢生产情况分成乐观、中性及悲观三种情况。我们认为下半年供应符合中性的可能最大：即下半年粗钢产量环比持平，全年产量同比增长6%。由于当前短流程炼钢处在微利阶段，下半年电炉钢产量难有大幅度上涨。

此外，由于从2018年取暖季开始，限产收紧时机受到局部空气质量影响，我们认为随着今年厄尔尼诺现象的强化，北方空气质量存在差于往年的预期。下半年环保限产执行效力将强于上半年。

需求方面，房地产在下半年的供强需弱的利空势必在下半年挤压上游钢材的需求。基建投资虽然有望在今年下半年发力，但相对房地产的需求，基建需求相对较小，将难以弥补房地产需求回落造成的缺口。虽然，汽车产销有望在下半年迎来环比回升，但同比来说仍然较差。外需方面，国际贸易摩擦不断，钢材出口继续下滑。虽然我们认为贸易摩擦完全缓解可能性较小，但维持现状，修复市场的悲观情绪仍然可期。

总体我们认为下半年期钢将以震荡回落为主，钢价重心将逐步下移。

1.上半年走势回顾

整体黑色产业链商品 2019 年上半年走势探底回升。在 1 月迅速反弹后，2、3 月窄幅震荡，随后 4、5 月价格明显走强，6 月出现回调。总体上半年走势震荡走高，幅度较大。我们之前的年报认为 2018 年走势大幅震荡，重心下移，目前来看走势基本符合判断。

具体品种来看：

截止 6 月 14 日，螺纹钢主力合约收盘价为 3755 元/吨，较年初上涨 351 元/吨，涨幅为 10.31%。螺纹期货价格进入 2019 年后迅速反弹，并在 2 月 11 日到达一季度高点 3908 元/吨，随后期螺在 3600 至 3850 区间震荡调整。进入二季度后，螺纹钢期货价格震荡走高，在 5 月 22 日触及 2019 年目前的最高点：3947 元/吨，进入六月份，螺纹钢主力合约价格出现回落，终端需求出现下滑，而供应维持高位，价格出现走低。值得注意的是，2019 年上半年期螺的最低价出现在年初，整体期螺反弹有力，并运行在相对高位。

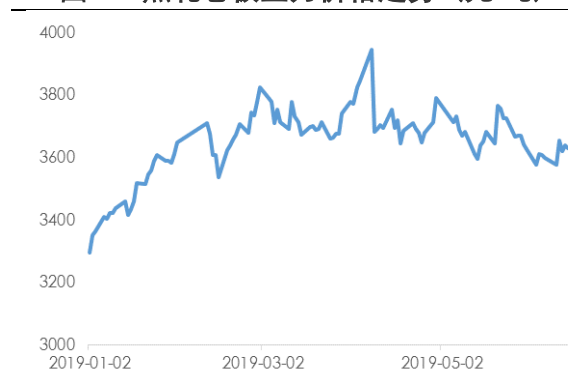
截至 6 月 14 日热轧卷板主力合约价格冲高后回落，收盘价为 3628 元/吨，较年初上涨 283 元/吨，涨幅为 8.46%。1-3 月热轧卷板期货收盘价逐级而上，3 月 4 日达到一季度最高价格为 3835 元/吨，之后期卷价格在 3650 至 3800 区间调整。二季度中热卷合约价格在 4 月 4 日触及半年内价格高点，3849 元/吨后维持震荡。第二季度热卷价格相对螺纹偏弱，卷螺价差逐渐往负值区间扩大。

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

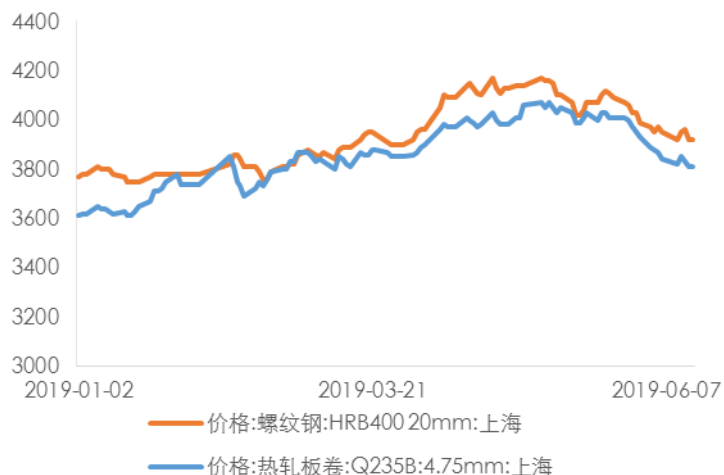
图2：热轧卷板主力价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 6 月 14 日，螺纹钢 HRB400 20mm 上海现货价格为 3920 元/吨，较年初的上半年价格低位 3770 元/吨上涨 150 元/吨，涨幅为 3.98%。上半年冲高后快速回落，5 月 5 日出现价格最高位 4170 元/吨。热轧板卷 4.75mm 现货价格为 3810 元/吨，较年初的价格低位上涨 200 元/吨，涨幅为 5.54%。热卷价格高位为 4070 元/吨，同样出现在 5 月 5 日。

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.本年度走势逻辑及关键因素

本年度黑色市场的走势的主要逻辑在于原料的暴涨与需求的超预期运行。由于年初铁矿溃矿事件,铁矿出现单边上涨行情,由下至上传导提升了炼钢成本从而推涨了一季度的钢价。二季度以来,需求的韧劲让钢价稳定在较高水平运行,但目前的炼钢利润已经出现亏损,供需压力依然显现。

钢材的生产受到两个相反的变量影响:第一是高利润刺激的增产,钢厂高炉利润已经维持超过两年,对于产能增长有较强的正向刺激。第二是政策对生产的制约。政府严控新增产能,又对于在产产能经常实行环保限产。

钢材的需求则受到两方面的影响:第一是房地产的韧性和风险并存,房地产占钢材主要品种螺纹钢需求超过六成,上半年房地产需求快速释放,但5月数据已然显现出下滑风险;第二是国际贸易的不稳定,钢铁下游产品出口的缩减会挤压黑色产业链的需求。

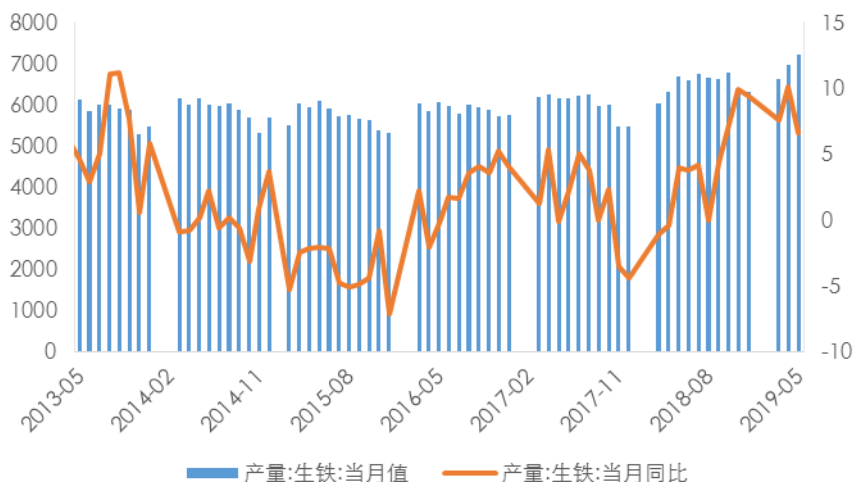
我们认为目前由于地产需求增长存在回落风险,市场可能面临的是需求短期尚可,长期预期较差的状态。供应方面,上半年产能释放明显,加上环保限产效力有限,市场供应增速出现大幅扩张。目前的供需矛盾正在逐渐积累,库存拐点提前出现,对下半年走势有较大隐患。但全国多地环保检查存在趋严预期,叠加下半年的祖国70年大庆,供应受限是下半年的核心。

3 供应数据

3.1 生铁供应数据

2019年5月我国生铁当月产量为7219.0万吨,与去年同期相比增加530.4万吨,生铁产量增幅达6.6%。2019年上半年(1-5月)生铁总产量为33535.0万吨,同比增长8.9%。由于钢厂环保改造快速推进,2019年取暖季的限产影响较2018年明显减少,同时钢厂长期维持盈利也增加了新增产能的投产,2019年上半年(1-5月)生铁产量达到历史新高。

图4： 我国生铁当月产量及当月同比（万吨、%）



数据来源： Wind， 兴证期货研发部

截至 6 月 14 日，我国高炉开工率为 71.13%，较年初上涨 6.90%，较去年同期下滑 0.28%，当前高炉开工率受钢厂利润影响，已处于高位。虽然高炉开工率同比有所下滑，但在钢厂利润尚可的情况下，高炉添加废钢已然成为钢厂的常规操作，炼钢效率也因此有了明显提升。

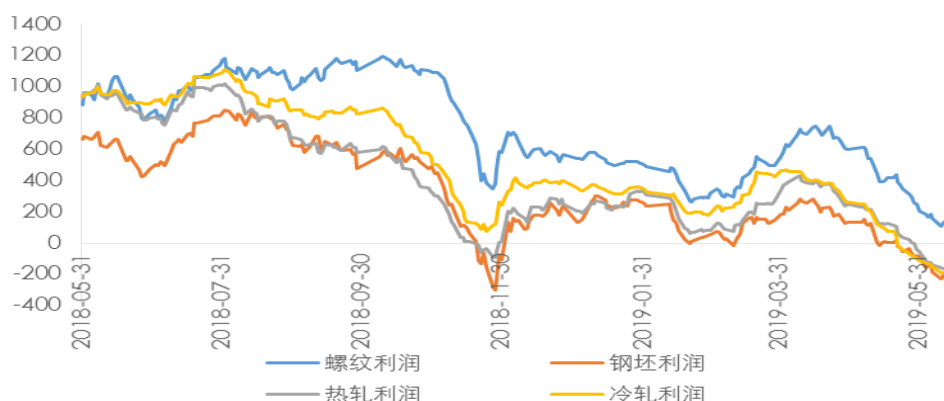
图5： 我国高炉开工率（%）



数据来源： Wind， 兴证期货研发部

2019 年以来，高炉钢材利润相较于去年同期，有较大幅度的下滑。进入 6 月后，随着钢铁生产原料进一步上涨以及钢材库存累积导致的钢材价格回落，大部分钢材生产利润回落到零值以下。我们认为钢厂炼钢利润不会长期处在零值以下，因此钢价受到成本支撑的效力短期较强。

图6：高炉钢材利润（元/吨）



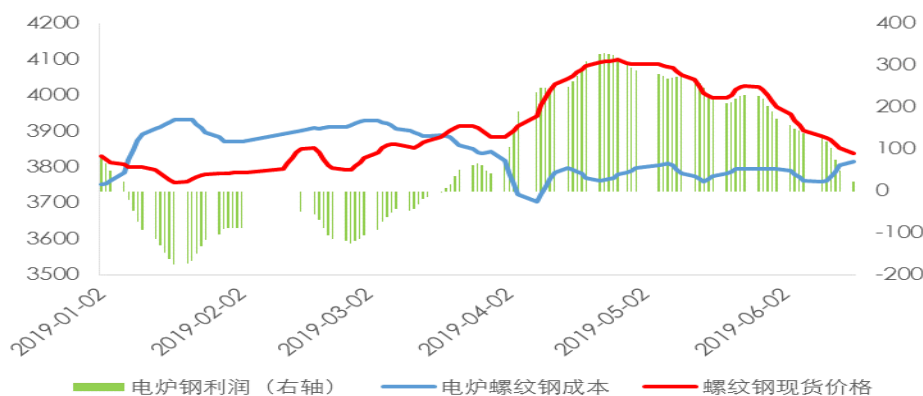
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 电炉钢生产情况

3.2.1 电炉利润及开工率

电炉钢在 2019 年上半年出现利润大幅波动，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。我们认为电炉生产利润对建材产量的调控逻辑在于电炉钢利润的增减会影响电炉产能利用率进而改变钢材供应。近期随着电炉成本的下行，电炉产能利用率出现下滑，钢材供应受到一定压制。

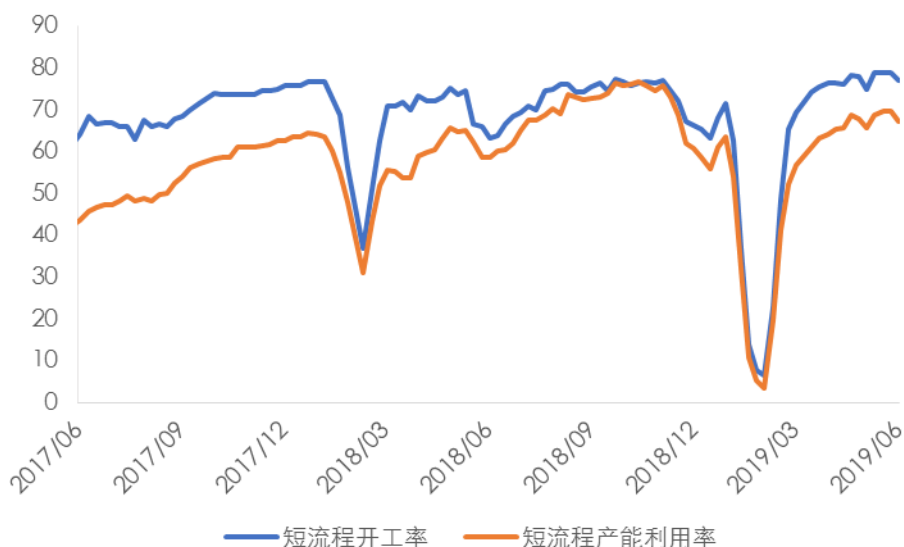
图7：电炉钢利润（元/吨）



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反弹，在 5 月达到高点，随后略有回落。目前电炉生产利润出现大幅收缩，开工率近期也有拐头向下的趋势出现。但由于今年仍有约 1500 万吨的电炉产能待释放，电炉利润对建材产量的调节作用存在边际递减可能，下半年的供应压力仍然较大。

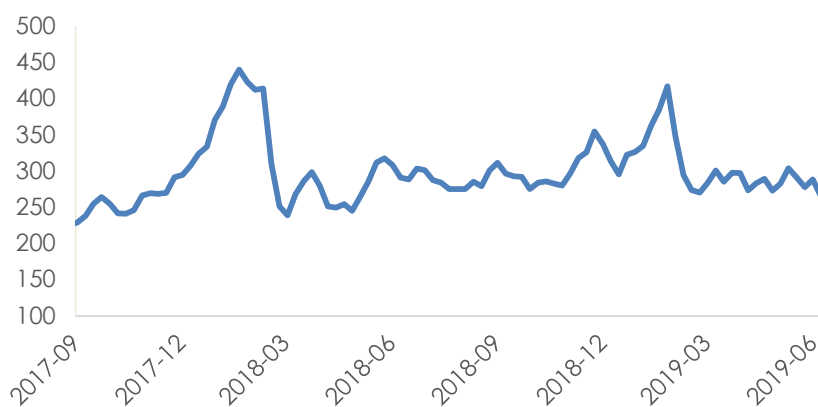
图8: 电炉开工率及产能利用率 (%)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

截至6月14日,我国钢厂废钢库存为265.52万吨,处于2019年上半年的最低值。2019年上半年废钢库存最大为2月1日的417.15万吨。

图9: 钢厂废钢库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

3.2.2 电炉产能

电炉产能根据Mysteel统计在1.31亿吨。据Mysteel统计显示,2018年新增产能2044万吨,2018年退出产能232万吨;其中纯新增产能占比70%;从生产品种来看,90%左右的投复产电炉均以生产螺纹、线材为主,仅有小部分生产特钢类产品。2019年,预计将有1500万吨电弧炉粗钢产能投产(这部分电炉的34%产能将用于生产建材类产品),年化增量为967万吨。

预计下半年还有500万吨产能投产。

表1: 电炉新投产产能

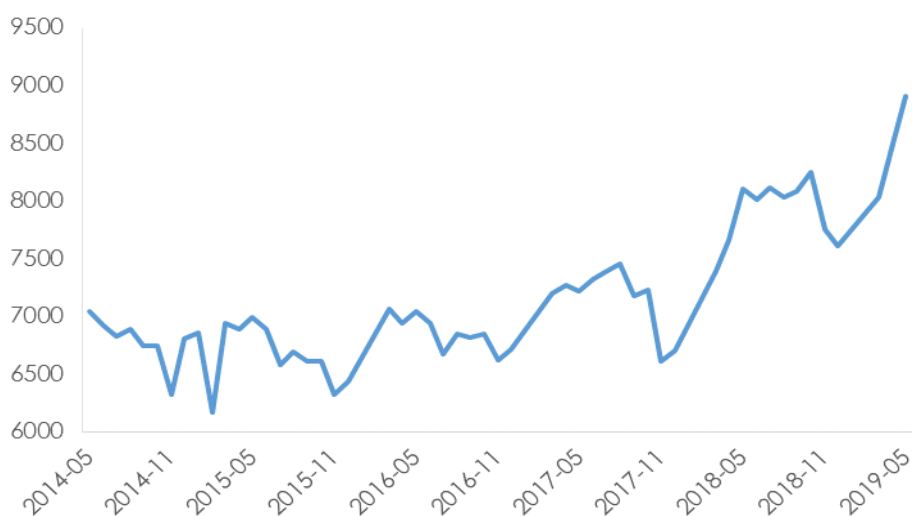
区域	炉子数量	粗钢产能 (万吨)	产品	投产时间
华东	1	900	优质钢	2月
西北	1	30	合金钢	2月
华动	2	210	螺纹	6月
华东	2	230	螺纹、带钢	9月
西北	1	75	螺纹钢	10月
西南	1	50	铸件	年中

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 粗钢供应数据

2019年5月粗钢产量为8909.10万吨, 同比增加796.40万吨, 创历史新高, 1-5月粗钢总产量为40487.90万吨, 同比增加3502.0万吨, 涨幅10%。电炉钢的新增产能补充了粗钢与生铁增长产量的差值。下半年由于电炉钢增产有限, 生铁及粗钢产量增速差值预计缩小。

图10: 我国粗钢月产量 (万吨)

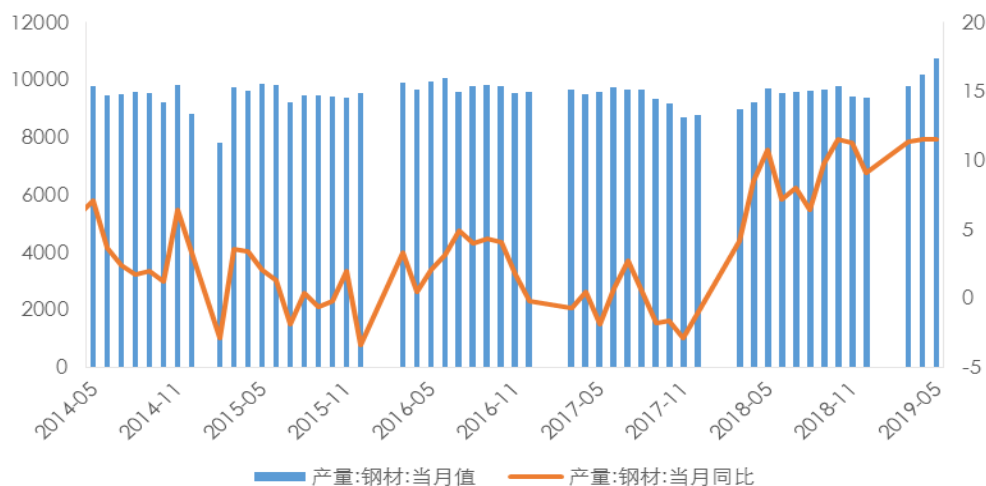


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.4 钢材供应数据

2019年上半年(1-5月)我国钢材总产量为48036.4万吨, 同比增加4569.3万吨, 增幅为11.2%; 其中5月钢材产量10740.3万吨, 同比增长11.5%。

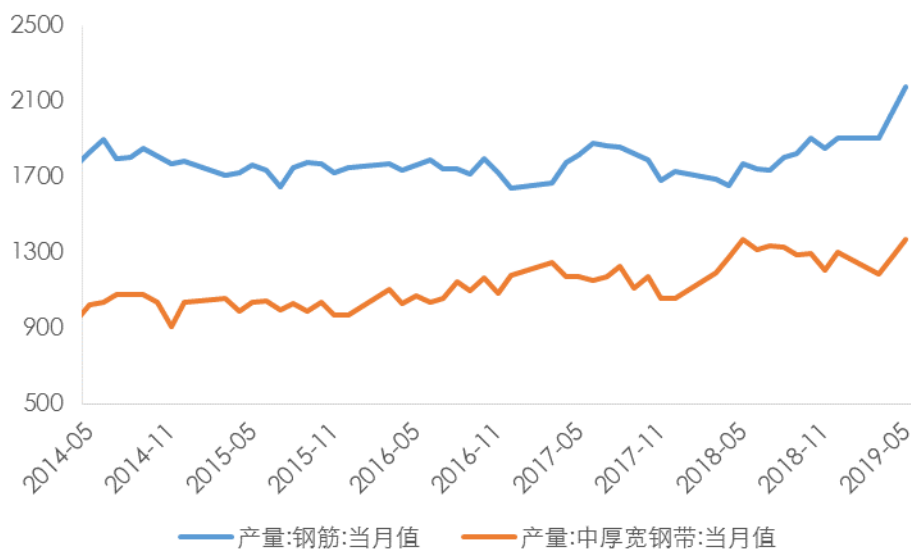
图11: 我国钢材月产量当月值及当月同比 (万吨、%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

其中, 2019年1-5月, 钢筋产量为9574.3万吨, 同比上升17.1%。同期中厚宽钢带产量6297.6万吨, 同比上升12.2%。钢筋产量受到利润及需求推动, 产量增速明显快于卷板等品种。

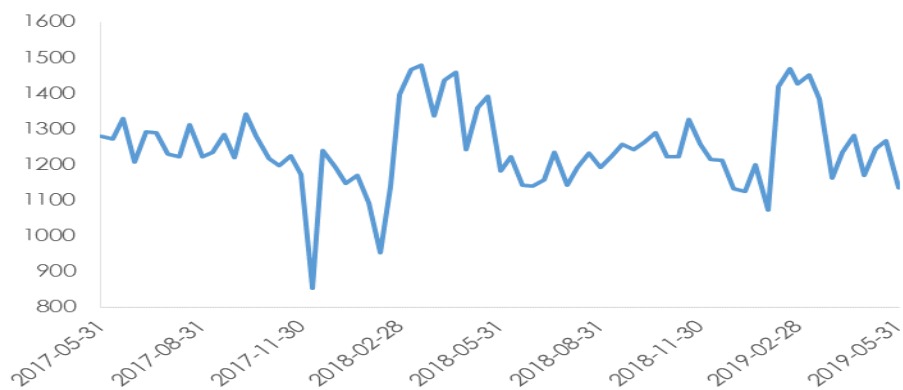
图12: 螺纹钢 (钢筋)、热轧卷板 (中厚宽钢带) 产量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年5月末, 我国钢厂库存为1135.44万吨, 较年初增加1.34万吨。钢厂库存仍然偏低, 较去年同期减少47.01万吨。由于今年3、4月终端需求集中爆发, 大量钢材资源由钢厂前置到贸易商手中, 因此钢厂目前在厂内库存可控的条件下, 在未来将有较强挺价能力。

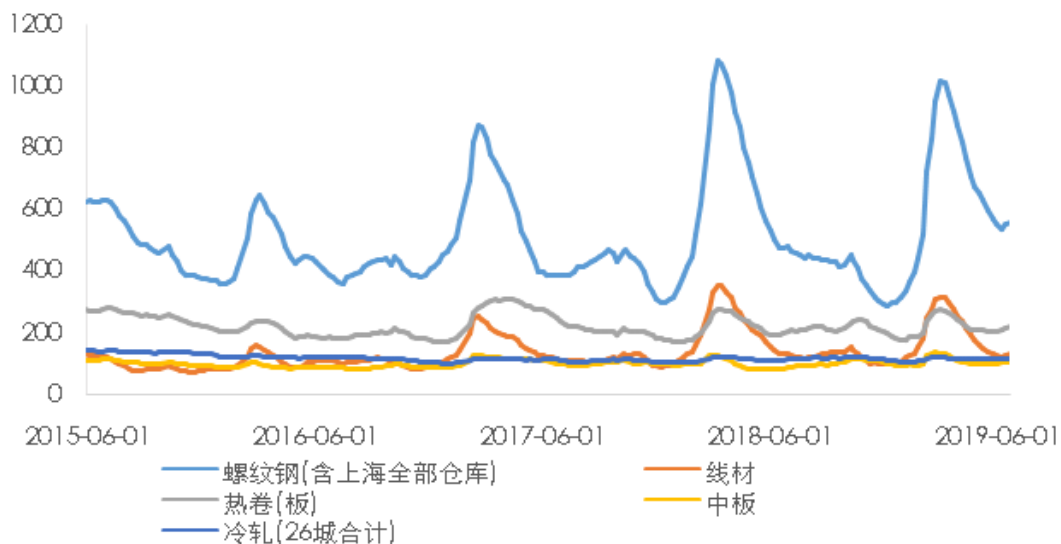
图13: 钢厂库存 (万吨)



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, 去库时段缩小。我们认为这是因为上半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。截至 2018 年 6 月 14 日, 全国主要钢材品种库存总量为 1120.39 万吨, 较年初上涨 323.89 万吨, 涨幅 40.7%。分品种来看, 螺纹钢库存为 551.24 万吨, 环比增加 12.23 万吨, 热卷库存为 218.38 万吨, 环比上升 9.56 万吨, 线材库存 129.54 万吨, 环比上升 7.28 万吨。

图14: 钢材社会库存 (含螺纹钢, 线材, 热轧卷板, 冷轧) (万吨)



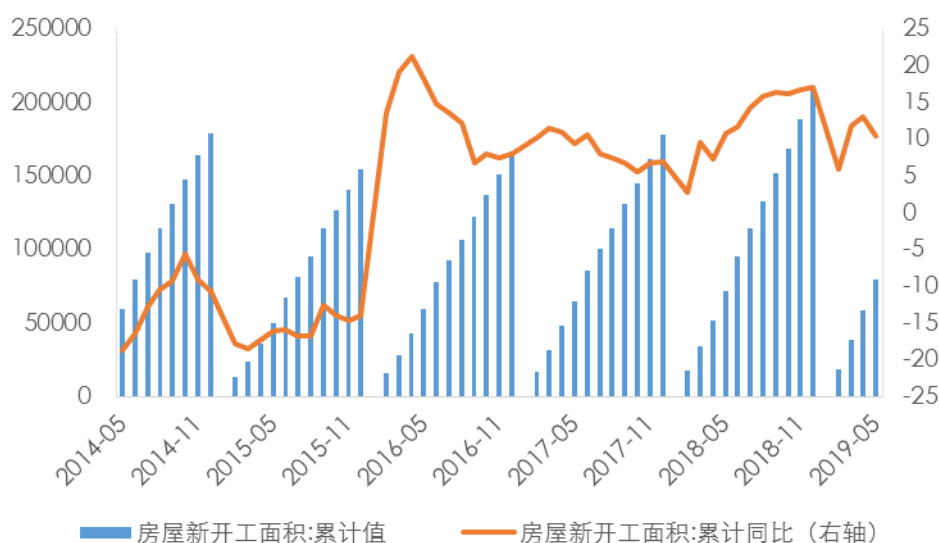
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.需求数据

4.1 行业数据

2019年1-5月房屋新开工面积为79783万平方米，同比增长10.5%，较4月最高增速下滑2.6%。2019年上半年的房地产新开工速度维持高位原因主要来自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。但随着进入梅雨及高温天气后，房地产商赶工能力下降，同时销售数据出现下滑，上半年新开工增速出现明显回落。新开工面积增速的上升为上半年钢材市场需求端提供了利好因素，但土地购置和竣工面积增速的下滑，在行业内部的回落风险不断累积。

图15: 房屋新开工面积累计值及累计同比 (万平方米、%)

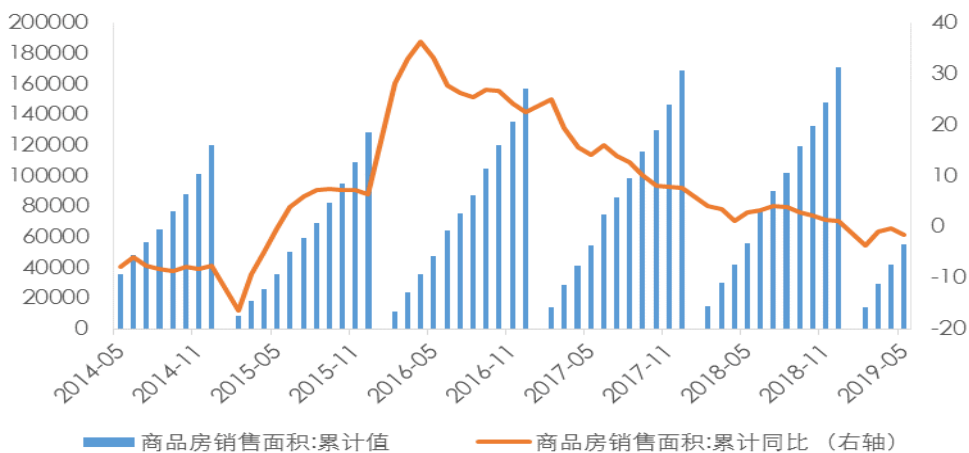


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年1-5月房屋销售面积为55518万平方米，同比下滑1.6%，但相较年初2月降速上升2个百分点。细分地区来看，一二线城市的销售数据明显回升，其中2019年上半年30大城市的房屋销售同比上涨11.07%，大幅领先全国数据。与销售数据企稳相对的，是房企待售房屋的数量继续呈现下滑趋势。

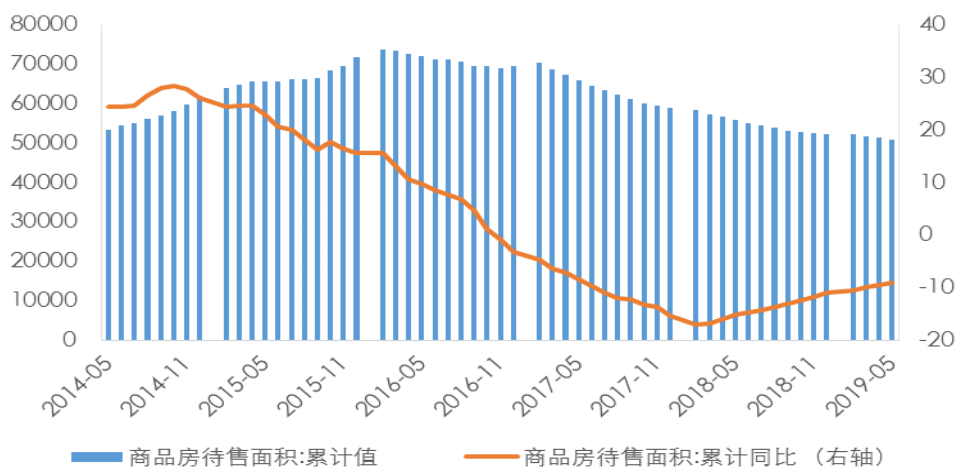
2019年1-5月房屋待售面积50928万平方米，同比下滑9.1%，触及2014年以来新低。虽然待售面积下降幅度从2018年3月开始变出现缩小，但仍难改基数下降的趋势。

图16: 房屋销售面积累计值及累计同比 (万平方米、%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

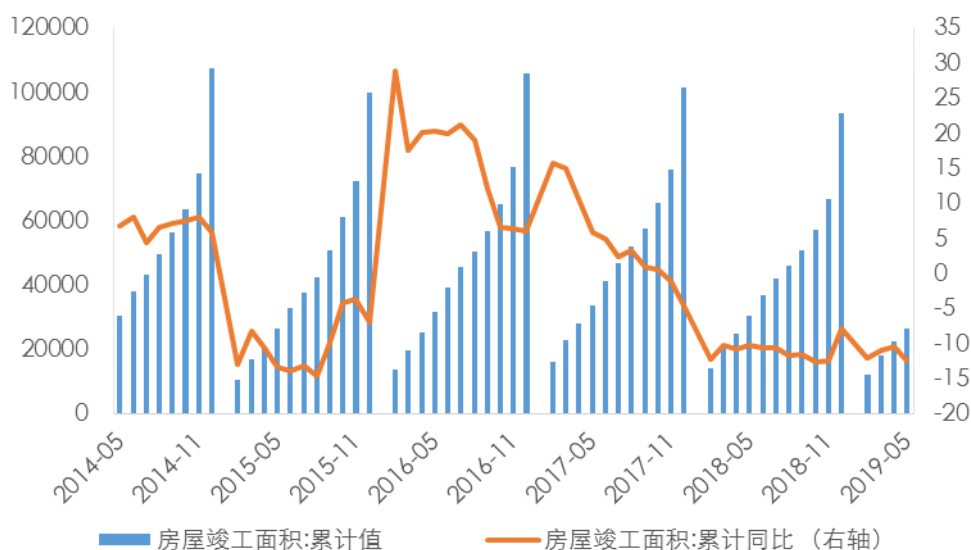
图17: 房屋待售面积累计值及累计同比 (万平方米、%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

但相较于2019年1-5月的房屋新开工面积的蓬勃发展，竣工面积维持长期的颓势：2019年上半年房屋竣工面积为26706.9万平方米，同比下降12.4%，并已经连续17个月低于呈现下滑态势。新开工面积的走高与竣工面积的下滑，说明由于招工难、前期的资金流动性不佳等原因，在房地产商手中积压大量的**在施**工房屋。但随着交房期的限制，房地产商不得不增加竣工。我们预计下半年房屋竣工会出现明显回升，届时将大规模补充房地产供应。与此相对应的是，全国的“房住不炒”政策依旧维持，需求难有起色。房屋供求的劈叉将在下半年体现在成交量和价格的下滑中，继而传导到房屋开发阶段。因此我们认为下半年房地产新开工增速将进一步下滑，从而削弱对钢材的需求支撑。

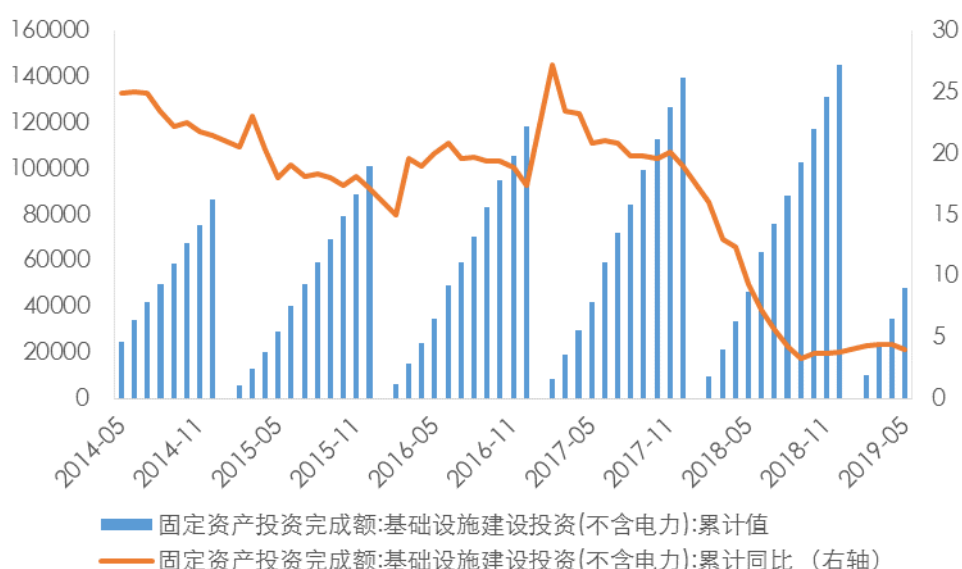
图18: 房屋竣工面积累计值及累计同比 (万平方米、%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1-5月基建投资完成额明显落后于房地产的繁荣。虽然2018年下半年各地积极推进基建投资，但从基建投资备案到落地，一般需要超过6个月的时间。因此2019年上半年基建投资完成额为48134万亿元，同比仅增长4%，明显低于往年同期。但我们预计2018年下半年至今的基建投资会在下半年释放，届时基建需求将能够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回落的需求回落。

图19: 基建投资完成额累计值及累计同比 (亿元、%)

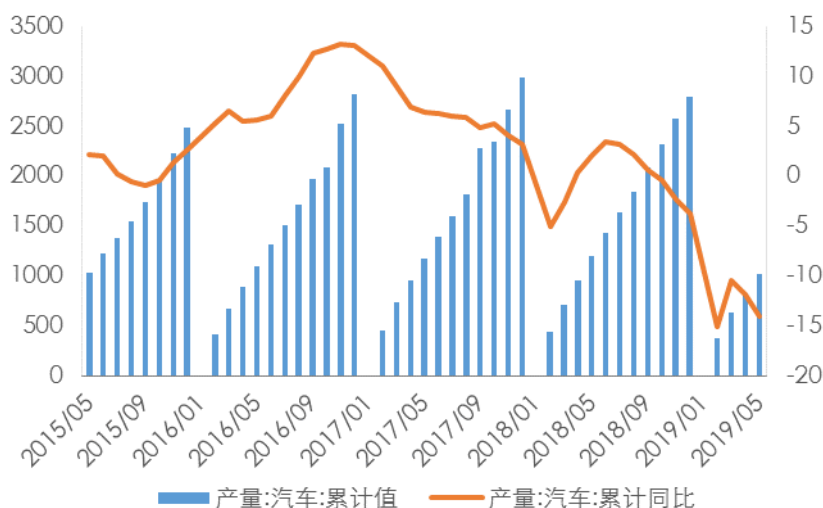


数据来源：Wind，兴证期货研发部

制造业方面,2019年上半年仍然表现颓势。1-5月汽车产量累计1017.9万辆,同比下降14.1%;汽车销量累计1026.59万辆,同比下降12.95%。2019年汽车产销降速维持在两位数,政策刺激

有限，对上半年板材的需求形成较大压制。但随着7月1日，全国重点区域（京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原）、珠三角地区、成渝地区将提前实施国六排放标准，推广使用达到国六排放标准的燃油车辆，预计上半年压制的汽车需求有望出现回升，提振板材原料的需求。

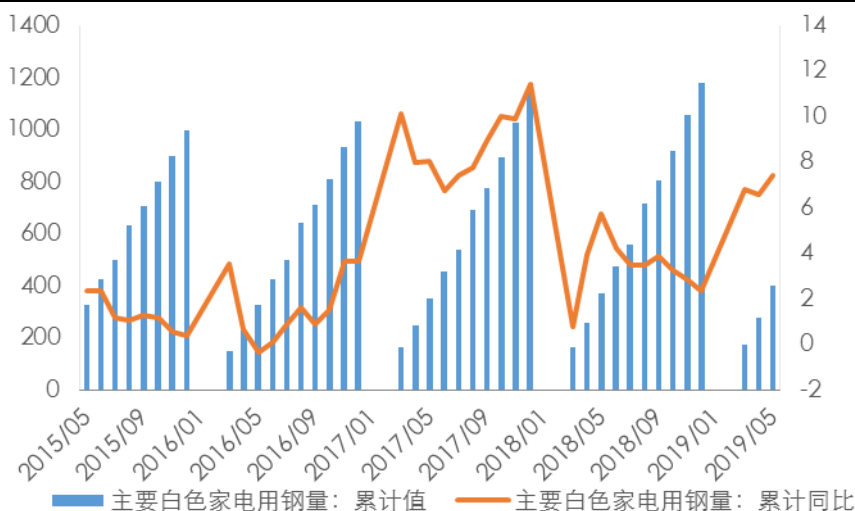
图20：汽车产量累计值及累计同比（万台、%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

相较于汽车行业的下滑，2019年上半年家电行业产销数据有明显回升：1-5月，彩电累计产量同比上涨5.3%，空调累计产量同比上升11.0%，电冰箱累计产量同比增加3.7%，洗衣机累计同比上涨6.9%，家电产量上半年生产数据明显回升。根据我们的测算模型，上半年全国家电用钢量为399.5万吨，同比增长7.41%。我们认为下半年消费仍是稳定内需的主要推手，预计家电产量将维持增幅，对钢铁板材需求形成支撑。

图21：家电用钢量累计值及累计同比（万吨、%）

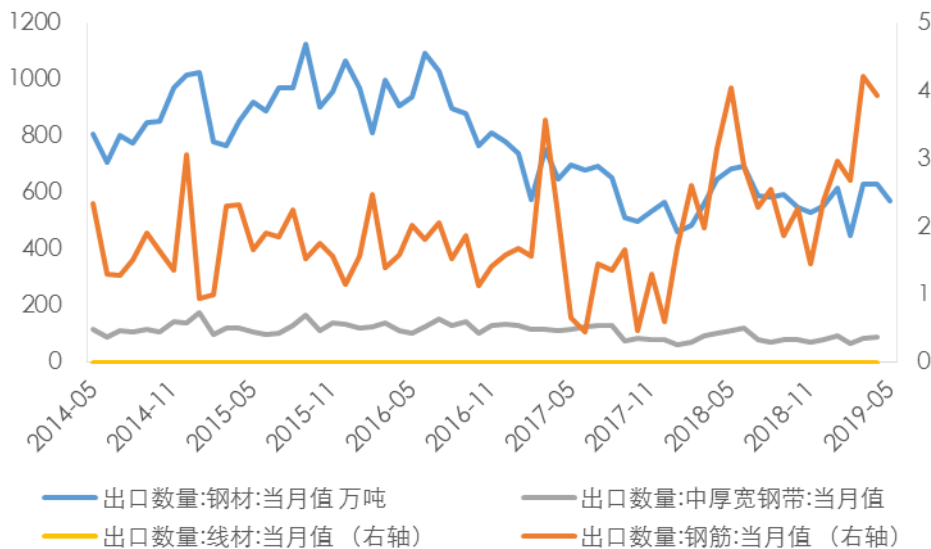


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 出口数据

2019年上半年我国共出口钢材 2910.3 万吨，同比去年同期下滑 14.9%；其中板材出口量最多 1407 万吨，棒材出口 408 万吨；钢筋共出口 13.82 万吨，中厚宽钢带出口 339.87 万吨，线材出口 0 万吨。5 月份当月出口钢材 574.3 万吨，同比下降 16.5%。受制于全球贸易摩擦升级，今年上半年钢材的出口下滑明显。预计中长期钢材出口难有好转，下半年将继续维持低位。

图22：我国钢材产品出口值（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.本年度政策面影响

在经过了2017年的供给侧改革，去“地条钢”；2018年的蓝天保卫战和非取暖季限产，2019年黑色产业链受政策刺激的因素有所减弱，随着钢铁业超低排放改造的稳步推进，各地限产执行精细化，切实杜绝环保“一刀切”。因此，上半年钢材供给端表现明显宽松。

5.1 上半年影响

以钢铁重镇唐山为例，2019年上半年，唐山市政府依次发布《2019年第二至第三季度错峰生产实施方案》、《关于对2019年第二至第三季度错峰生产实施方案的补充规定》及针对每个月发布的《4（5、6）月份大气污染防治强化管控措施实施方案》等。在沿用了2018年非取暖季限制高炉的措施之外，增加了按照取暖季限产比例实施的条例以及区域化实行从烧结到高炉再到炼钢全过程的限产管理。在限产比例上，较2018年同期有明显上升。

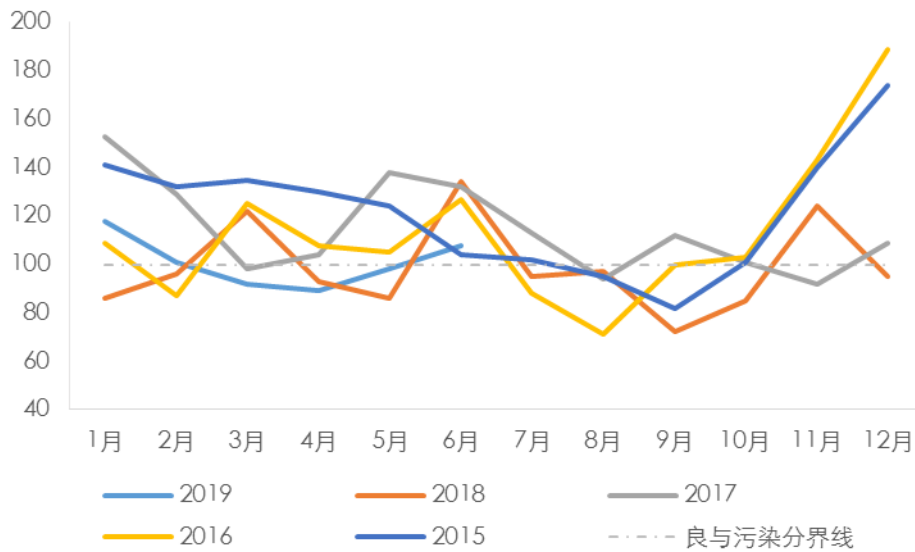
5.2 下半年影响

6月16日，唐山市政府下发《关于唐山市进一步强化6月份下半月大气污染防治管控措施的通知》，在严格执行《6月份大气污染防治强化管控措施实施方案》的基础上，进一步提高限产减排措施。其中，针对6月限产的丰润区、古冶区、丰南区、滦南县、滦州市、迁安市钢铁企业烧结机、球团、石灰窑停产比例从20%上升到50%，开平区钢厂的烧结机也从50%限产调整

为仅保留唐银钢铁公司一台烧结机生产，其余全停。文件中提到执行此次强化方案的根本原因是6月份以来唐山市环境空气质量持续恶化，达到轻度污染。因此我们认为政府下半年执行限产的参考标准是当地的空气质量。

我们回溯过去4年唐山地区下半年空气质量变化，发现在执行了取暖季限产的2017及2018年，下半年平均空气质量均较2015及2016年由明显上升，其中2018年下半年平均空气质量为良（AQI在50-100区间）。虽然取暖季限产使唐山空气质量有明显改善，但仍有部分月份的空气质量达到轻度污染（AQI在100-150区间）。根据此次强化措施的出台时间，我们认为下半年以唐山为主的河北钢铁城市，都存在根据空气质量的变化执行不同程度的限产措施。因此，下半年的环保措施或更加严格。

图23：唐山地区空气质量指数（AQI）



数据来源：生态环境部，兴证期货研发部

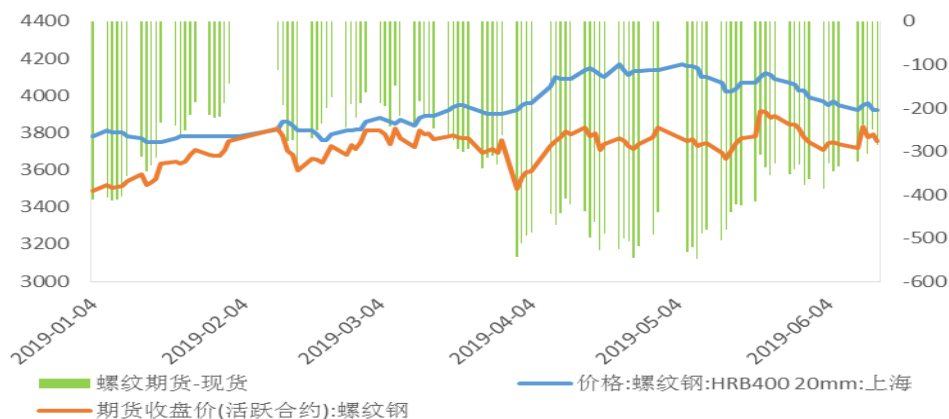
此外，6月13日，生态环境部就2018-2019年秋冬季大气污染综合治理问题约谈河北省保定、廊坊，河南省洛阳、安阳、濮阳，山西省晋中等六市政府，要求进一步提高政治站位，保持战略定力，不动摇、不松劲、不开口子，坚决打赢蓝天保卫战。被约谈的都是2018-2019年取暖季限产目标没有达成的城市，因此当地环保限产存在进一步收紧的预期。

5月29日，山东省人民政府印发《关于印发迎接建国70周年安全生产专项整治行动方案的通知》，其中针对当地的存在污染、危险的重点行业提出了精准施策、重点管控的意见。随着祖国70大庆日益临近，作为传统高污染的钢铁行业，势必会得到重点省市的管控。我们预期从8月开始，重点城镇的黑色生产线便会开始执行一定程度的限产。

6.期现价差

第一季度螺纹钢期货与现货价格上涨，期现价差收缩为主，第二季度价差则出现冲高回落，截至6月14日，螺纹钢期货与现货价差为-286.48元/吨，较年初价差有所缩小，5月8日螺纹钢期货与现货价差极值达-547.4元/吨。

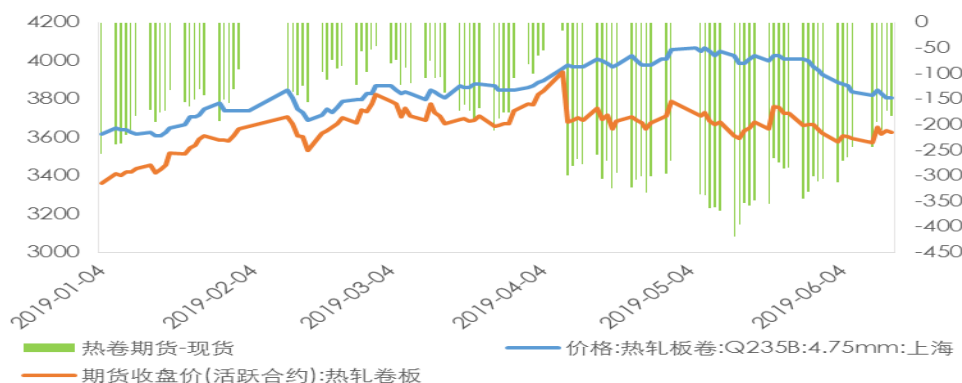
图24: 螺纹钢期现价差 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 6 月 14 日, 热卷期货与现货价差为-182 元/吨, 较年初缩小 134 元/吨。2018 年第一季度热卷期现价差呈缩小趋势, 进入第二季度价差快速扩大。上半年热卷期现价差最大为-419 元/吨, 最小为-45 元/吨。

图25: 热轧卷板期现价差 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

7.未来行情展望

钢材: 供应端方面, 2019 年至今, 虽然非取暖季限产措施较往年更严格, 但产能释放速度明显快于限产, 因此今年的生产有了快速提升: 今年 1-5 月粗钢产量 4.05 亿吨, 同比增加 10.2%。钢筋 1-5 月累计产量 9574 万吨, 同比增加 17.1%; 中厚宽钢带累计产量 6298 万吨, 累计增加 12.2%。从日均粗钢产量来看, 今年到 5 月下旬, 平均日均粗钢产量 268.1 万吨, 比 2018 年同期增 14.2%。

从需求角度看, 2019 年钢材需求表现超过我们年初的预期, 从两个数据可以看到今年上半年的需求表现: 第一个是我的钢铁网公布的全国主流贸易商成交情况的数据: 今年上半年日均成交 173298 吨, 同比去年同期持平, 尤其是在早于往年的 4 月出现第一波峰值后, 没有出现断

崖式下行，而依旧保持较高水平运行。第二是房地产的数据，1-5月房地产新开工面积累计增长10.5%，施工面积增长8.8%，继续维持扩张趋势。

2019年钢厂利润出现明显下滑，高炉吨钢利润从去年同期的千元左右收缩至百元附近，而板材利润依然为负；电炉钢也处在微利状态。在上半年铁矿的单边上涨行情中，钢材提涨幅度明显不及原料。利润收缩除了来自于原料的快速提涨，另外就是供需的边际递减，钢材的垒库节点明显早于往年，但仍然维持高位的钢材供应为钢价下行不断积累压力。成材和原料的劈叉走势导致了钢材利润急剧收缩。

展望下半年，我们认为钢价走势的压力较大。

表2：下半年粗钢产量情景分析

情景	监测指标	指标变化	产量表现	
乐观	吨钢利润 2+26 区域空气质量 限产政策	电炉生产盈利 空气质量长期在优良 限产政策维持目前强度	环比上半年上升 3%	全年产量 环比增加 8%
中性		电炉生产亏损、长流程盈利 轻度污染月份为 1-3 个月 限产政策间歇性收紧	环比上半年持平 0%	全年产量 环比增加 6%
悲观		长流程间歇性亏损 轻度污染月份超过 3 个月 限产政策长期收紧，严格执行	环比上半年下降 3%	全年产量 环比增加 4%

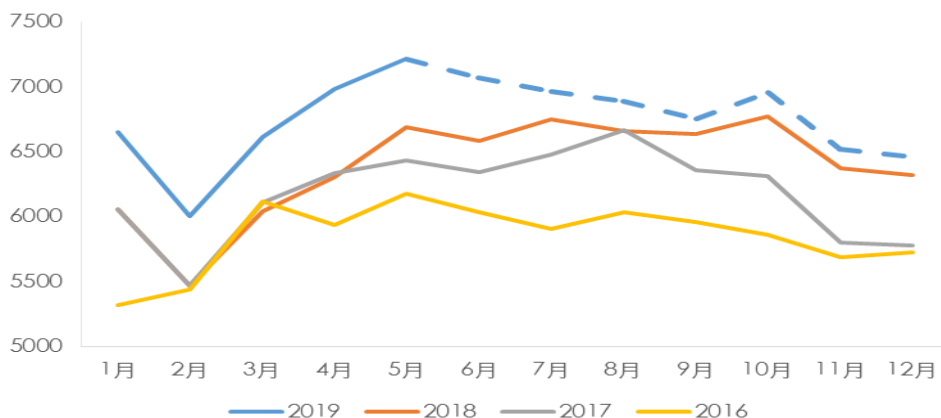
数据来源：Wind，兴证期货研发部

首先是供应方面的预期，2019年至今的产量高增速能够维持多久是重要的问题。根据目前最主要影响粗钢产量的吨钢利润、重点城市的空气质量及对应的限产政策，我们进行了下半年生产情况的情景分析。我们将下半年粗钢生产情况分成乐观、中性及悲观三种情况。针对这三种情形，我们分别先进行了生铁产量的测算，再考虑下半年电炉的投放量进行测算。根据公开资料我们统计到本年度约1500万吨产能电炉投产，低于去年的2200万吨，且上半年已经投放接近1000万吨，下半年能够释放的产能有限。我们认为下半年供应符合中性的可能最大，故在图例中展示的是中性增长情况：即下半年粗钢产量环比持平，全年产量同比增长6%。由于当前短流程炼钢处在微利阶段，下半年电炉钢产量难有大幅度上涨，叠加下半年新增产能有限，预计短流程粗钢产量与上半年持平。

此外，由于从2018年取暖季开始，限产收紧时机受到局部空气质量影响，我们调查发现今年是强厄尔尼诺年。在过往的强厄尔尼诺年中，全国呈现出北旱南涝的特征。由于国内执行环保限产的地区集中在北方，故我们分析北方干旱对当地污染物扩散的影响：由于北方干旱时会受到当地暖气团的控制，近地面区域少风，不利于污染物扩散。因此我们认为随着今年厄尔尼诺现象的强化，北方空气质量存在差于往年的预期。下半年环保限产执行效力将进一步强于上半年。

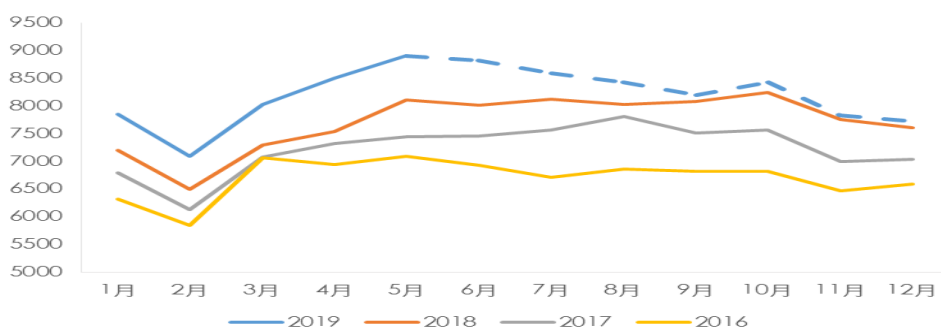
全球来看，印度积极推进钢铁产业发展，当地政府计划在2030年钢铁产量达到3亿吨，这与2018年的1.06亿吨仍有较大差距。根据测算，印度为达到2030目标，需要维持9%的年化增速。但我们回溯发现，印度2018年粗钢产量增速仅有4.5%，远低于目标增速，同时今年1-4月印度粗钢累计产量3612万吨，同比2018年仅增加0.17%。我们预计当地为完成目标，或在下半年开始加快增产进度。

图26: 生铁产量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

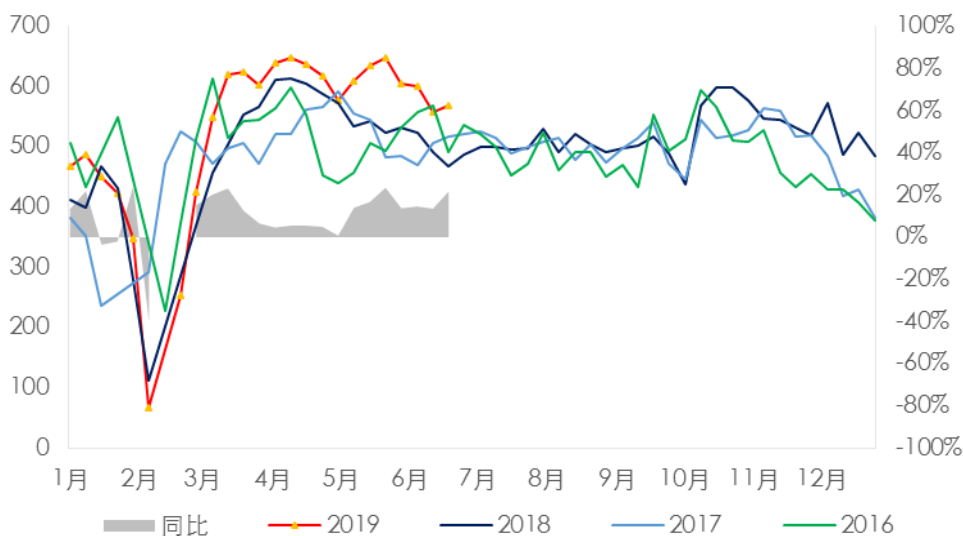
图27: 粗钢产量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

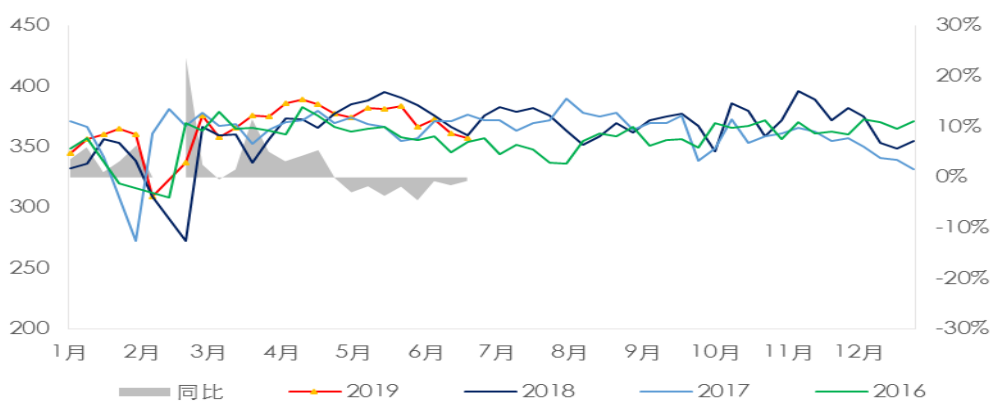
需求方面, 上半年的降准后对地产的利好是显而易见的, 从我们监测的表观需求来看, 上半年螺纹需求表现为往年最佳, 均值同比去年上半年增长 8.15%。但进入 6 月后, 需求表现快速回落, 截止 6 月 14 日, 6 月螺纹钢的表观需求环比 5 月下降 6.70%, 淡季效应显现。相较于棒材的需求旺盛, 板材需求明显不佳, 热卷上半年表观需求均值同比去年仅上升 2.25%, 并从 4 月底开始便低于去年同期, 这也是今年钢材内部走势分化的体现。上半年以来, 以房地产和汽车为棒材和板材需求的指标便出现一涨一降的趋势: 1-5 月房地产新开工累计同比增长 10.5%, 而 1-5 月汽车累计产量同比继续下滑 14.1%。虽然 4 月底发布的今年棚改项目从原先的目标仅为 285 万套, 远低于 450 万套的目标, 较去年的指标下降超过 50%, 但 5 月公布的上半年房地产销售面积累计同比重新下滑以及前期累积的未完工房屋正逐步进入竣工周期。这些前置指标都表明房地产供应将出现较大规模增长, 但需求却呈现疲态。这些终端利空势必在下半年挤压上游钢材的需求。基建投资则有望在 2018 年下半年积极入市后, 在今年下半年发力托底钢材需求。但相对房地产的需求, 基建需求相对较小, 将难以弥补房地产需求回落造成的缺口。但相对应的, 汽车产销有望随着 7 月 1 日部分省市的“国六”标准迎来回升: 一方面是政策扶持, 另一方面是部分延迟消费的需求随着新标准的推出, 得到释放。因此, 我们认为下半年钢材消费将继续分化, 但不同于上半年的棒材强于板材, 下半年的板材需求可期, 但棒材的需求将出现回落。

图28: 螺纹表观需求及同比 (万吨、%)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图29: 热卷表观需求及同比 (万吨、%)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

外需方面, 虽然我国目前钢材出口占所有钢材消费的比例很小, 但由于4月至今美国不断挑起贸易摩擦, 钢材出口继续下滑。后期如果争端继续升级, 将进步利空国内钢材走势。但近期中美两国领导人的通电释放出摩擦缓和信号, 虽然我们认为贸易摩擦完全缓解可能性较小, 但维持现状, 修复市场的悲观情绪仍然可期。

总体而言我们认为钢材市场7-8月走势或钢材价格或先震荡偏弱为主。但随后市场发现需求回落明显, 压制钢材的走势。9月在需求落空与环保限产中, 因为原料偏弱, 价格加速下行。10月市场价格有望企稳。11、12月的矛盾会在于供需受到政策面事件的影响。

总体我们认为下半年的走势将有别于上半年的大幅反弹、高位震荡, 期钢将以震荡回落为主, 钢价重心将逐步下移。

震荡为主

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号: Z0010649

韩惊

投资咨询号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

俞尘泯

从业资格号: T322363

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

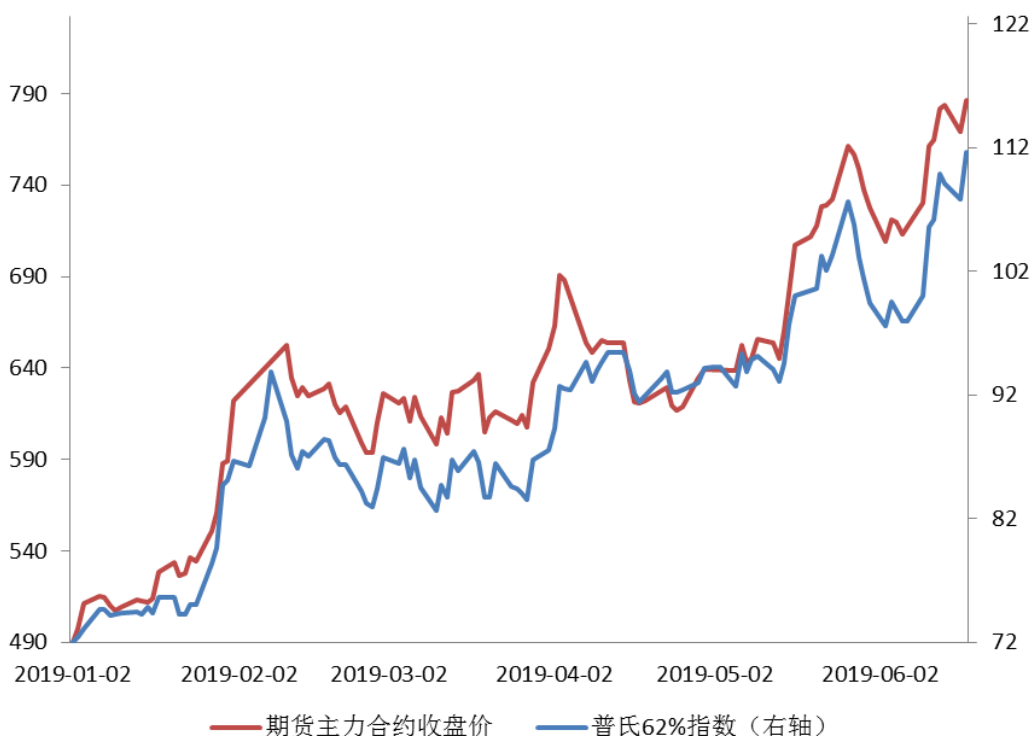
今年铁矿石上涨背后的主要原因为外矿供应的减少,以及国内需求的旺盛,其价格的上涨分为较为明显的三个阶段;第一个上涨阶段为一月底至二月中上旬,这段行情的主要驱动因素来源于淡水河谷的溃坝事故,矿石供应受事故影响较大;第二个上涨阶段在三月底至四月初,这个阶段澳洲受到飓风影响,发货量出现大幅下滑;最后一个上涨阶段位于五月中旬至六月中旬,这个阶段铁矿石国外供应未有明显起色,而国内由于高疏港量叠加低到港量,港口库存出现了快速去化,供需偏紧的情况刺激矿石价格创下年内新高。

我们认为由于目前铁矿供需仍然处于相对紧张的状态,铁矿石下方存在较强的支撑,故三季度走势或仍然以高位震荡为主;而四季度随着供应的恢复以及需求的趋弱,铁矿石价格存在一定下行压力,或逐步回落。

1. 行情走势

铁矿石上半年涨幅位居所有商品之首，截至 6 月 14 日，大商所铁矿石期货主力合约收于 783.5 元/吨，年内上涨 289 元/吨，涨幅为 58.4%；普氏 62% 指数收于 109.4 美元/吨，年内上涨 37.05 美元/吨，涨幅为 51.2%。

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

1 月 25 日，全球最大的铁矿石生产商巴西淡水河谷公司（Vale）发生溃坝事故，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。其中年产量 3000 万吨的 Brucutu 矿区在被巴西法院要求停产之后的时间里，多次传出复产的消息，但是均未能及时开启；最新的消息显示 Brucutu 矿区 1000 万吨的产能已经重启，剩余 2000 万吨的产能也将在短时间内开启，而除了 Brucutu 矿区外，此前关停的其他矿区至今无一复产。事故发生后市场对于淡水河谷的消息异常敏感，包括后期一些并未对产量有影响的矿山滑坡等消息也被市场反复炒作。截止目前，预计本次事故影响 Vale 铁矿石 2019 年销量 5000 万吨左右，对铁矿全球的供应产生巨大影响。

图 2：巴西溃坝事故时间轴



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，预计今年全年铁矿销量相对去年下滑 5000 万吨左右。

图 3：Vale 2018 年各矿区产量占比

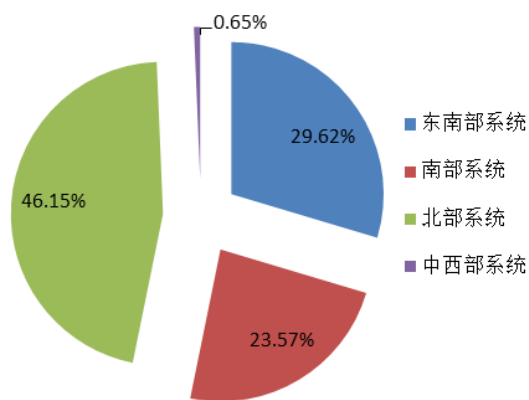
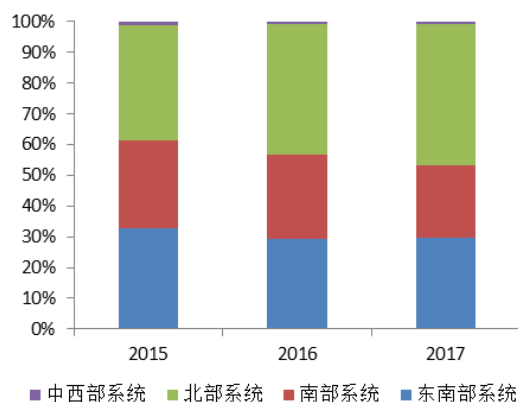


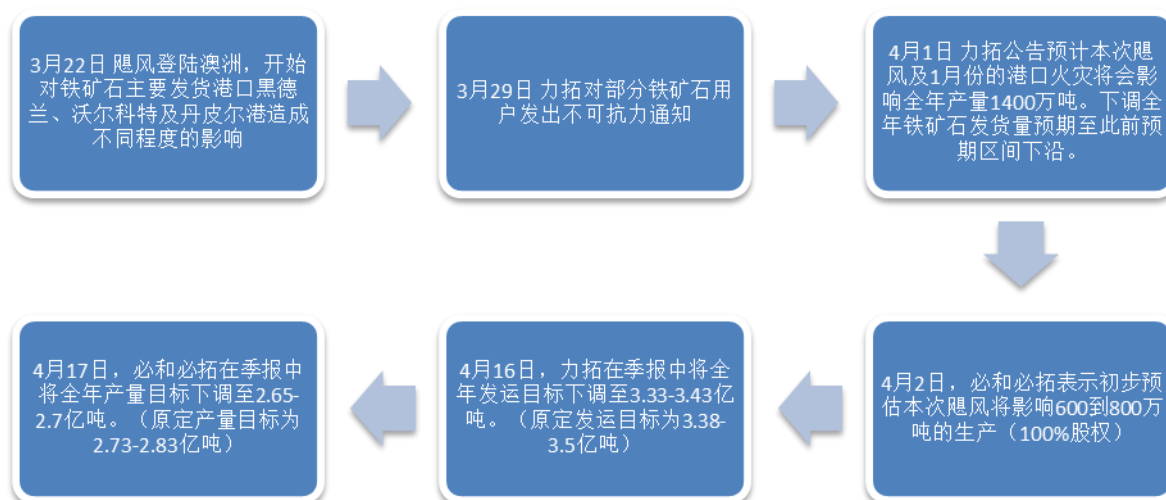
图 4：Vale 近年来各矿区产量占比



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,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,将再次下调年度发运目标至 3.2-3.3 亿吨,这也是包括今年飓风事件在内的第二次下调发运目标。

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,今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然发生在年初,但是由于其仍然备有一定库存,故发货的下滑从三月开始逐渐体现,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,后期有进一步走高动力。巴西方面,虽然发货仍然处于低位,但是随着雨季的结束,发货量也开始逐渐反弹,而后期随着淡水河谷 Brucutu 矿区的复产,预计发货量将进一步提升。整体来看,外矿总发货目前出现回暖,但仍然相对偏低,除了巴西受事故影响发货处于低位外,澳洲方面的发货也略弱于往年同期水平,但我们预计下半年发货情况有继续改善的空间。

图 6：巴西发货季节图（万吨）

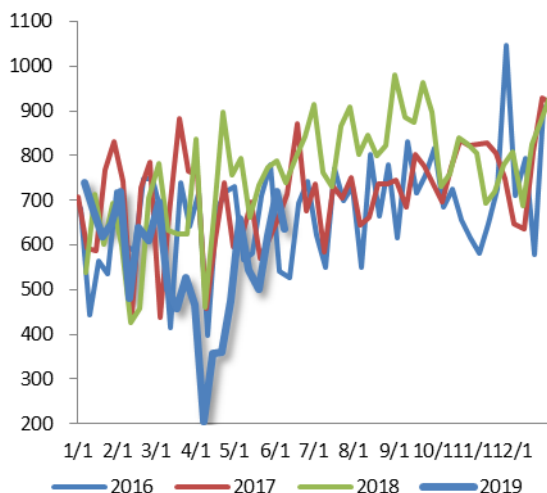
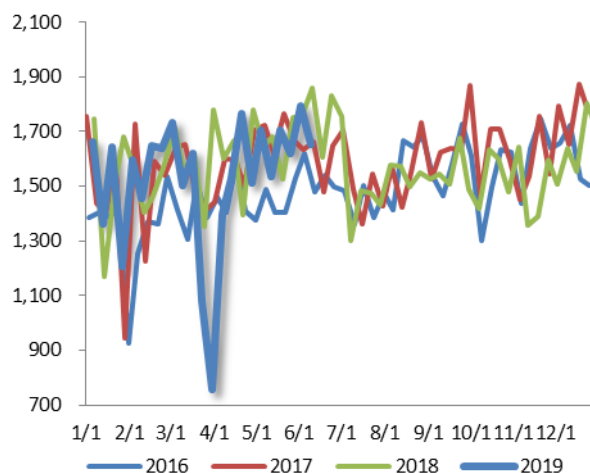


图 7：澳洲发货季节图（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从四大矿山的一季度产量及发运量情况来看，淡水河谷下滑最为明显，环比下滑接近 30%，同比下滑超过 3%，此外力拓一季度也有 13.58%的环比下滑，同比下滑则达到 10%以上。

表 1：四大矿山季度发运量/产量(百万吨)

	2019Q1	2018Q4	2018Q1	环比	同比
Rio Tinto	73.05	86.63	83.14	-13.58	-10.09
BHP	64.94	67.31	67.96	-2.37	-3.02
FMG	38.28	43.39	39.31	-5.11	-1.03
VALE	65.74	94.50	68.96	-28.76	-3.22
合计	242.01	291.83	259.37	-49.82	-17.36

数据来源：Wind，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，今年供应将出现近来年的首次负增长。在遭受澳洲飓风及巴西尾坝事故后，淡水河谷、必和必拓和力拓均下调了年度产量/销量目标，结合其官方公告来看，我们预计今年四大矿山与去年相比供应将下滑 8000 万吨左右。虽然我们认为是随着矿石价格的上涨，非主流矿山将会出现增产，但具体何时增产及增产空间有多少则很难准确的判断，并且就目前来看，非主流矿山的发货仍然未有明显起色。所以整体来看，我们认为下半年四大矿山的供应将会出现一定增长，并且非主流矿的供应也会陆续增加，但是今年铁矿石的供应缺口则很难弥补。

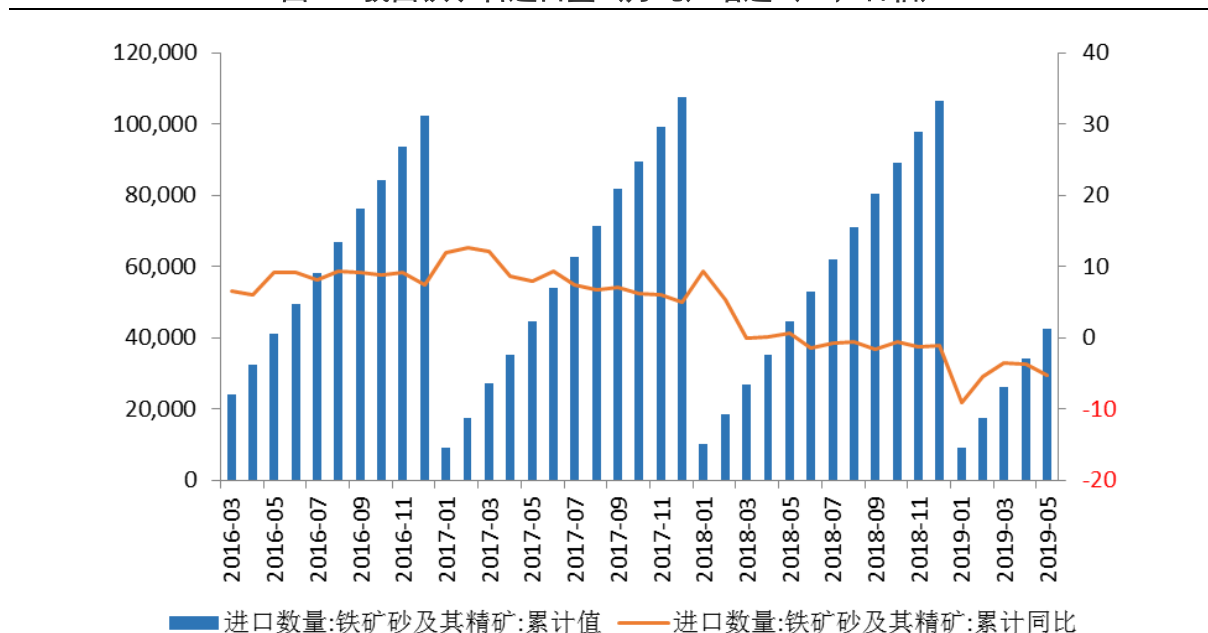
表 2：四大矿山目标产量/销量(百万吨)

	2018	增速	2019	预计增速
BHP	275	3%	265-270	-2.7%
FMG	170	0%	165-170	-1.5%
Rio Tinto	338.2	2%	320-330	0%
VALE	365.6	6.5%	307-332	-12.6%
合计	1148.8	3.3%	1057-1102	-6%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

截止 5 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 4.24 亿吨，累计同比下降 5.2%，降幅明显。我们预计下半年进口同比降幅将有所收窄，但全年仍将达到 3%左右的负增长。

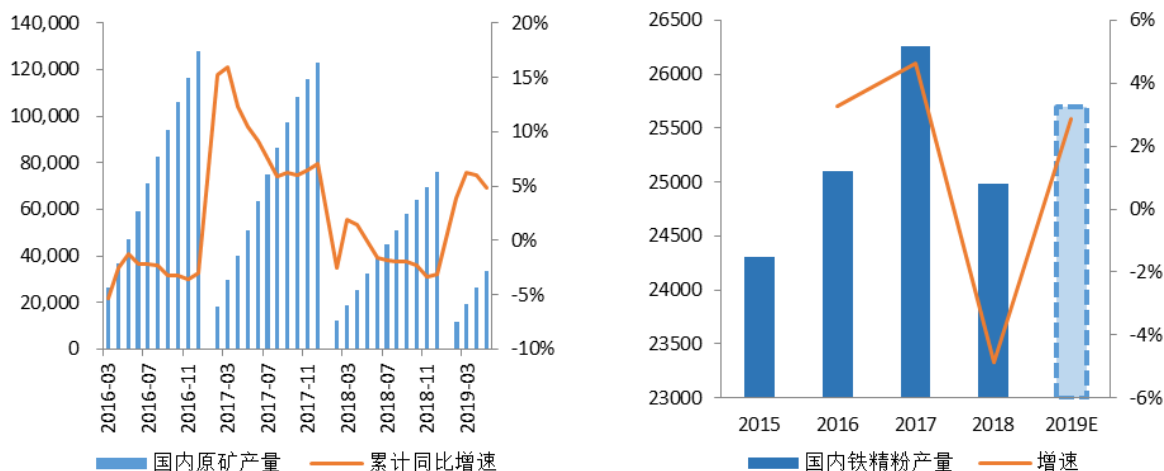
图 8：我国铁矿石进口量（万吨）增速（%，右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

统计局数据显示，截止 2019 年 5 月全国铁矿原矿累计产量为 3.35 亿吨，累计同比增长 4.8%。Mysteel 统计数据显示，2019 年一季度全国精粉产量为 6155.0 万吨，同比去年增加 219.1 万吨，增幅为 3.56%。虽然上半年国产矿出现较为明显的增长，但由于目前国内中小矿山仍然面临环保问题而无法开启，故年内产量继续增长的空间有限，我们预计 2019 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, 所以我们预计下半年铁矿产量相比上半年会有较为明显的增长; 而增长幅度除了继续取决于巴西澳洲的生产外, 非主流矿山增产的情况也需要得到重视。但是由于澳洲巴西的全年减产对于今年供应的影响巨大, 所以就算在乐观的情况下, 我们预计今年全球铁矿石产量也将出现明显的环比下滑。

表 3: 下半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	淡水河谷东南部矿区全部开启 澳洲发货回暖 非主流矿山明显复产	环比上半年上升8%	全球年产量 环比下滑1%
中性	澳洲发货情况 非主流矿山复产情况	淡水河谷仅有Brucutu复产 澳洲发货持稳 非主流矿山产量少量复产	环比上半年上升6%	全球年产量 环比下滑2%
悲观		淡水河谷再次新增矿区停产 澳洲发货下滑 非主流矿山未有明显增产	环比上半年上升4%	全球年产量 环比下滑3%

数据来源: 公司官网, Wind, 兴证期货研发部

国内供应方面与全球相似，进口量增速与外矿复产及发货的情况息息相关，国产矿生产方面大概率不会有太大的变动，我们预计全年国内供应的增速在-2%至-4%之间。

表 4：下半年国内矿石供应情景分析

情景	监测指标	指标变化	供应表现	
乐观	外矿进口量 国内矿山产量	外矿进口大幅增加 国内矿山增产	环比上半 年上升8%	全年供应环 比下滑2%
中性		外矿进口小幅增加 国内矿山持稳	环比上半 年上升6%	全年供应环 比下滑3%
悲观		外矿进口不增加 国内矿山减产	环比上半 年上升4%	全年供应环 比下滑4%

数据来源：公司官网，Wind，兴证期货研发部

3. 库存与需求

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维持高位。但随着下半年外矿发货的回暖和钢材需求的趋弱，我们预计情况将有所好转。

图 11：全国 45 港口日均疏港量（万吨）

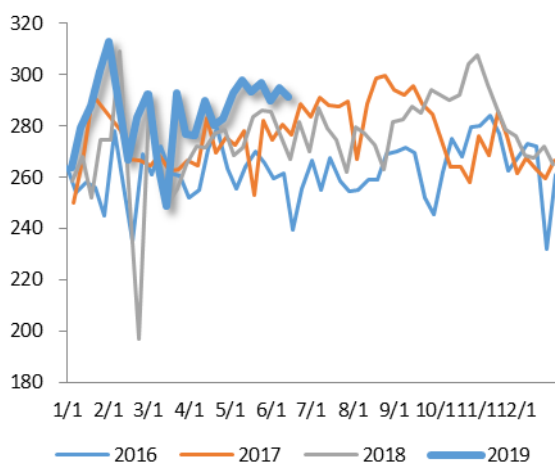
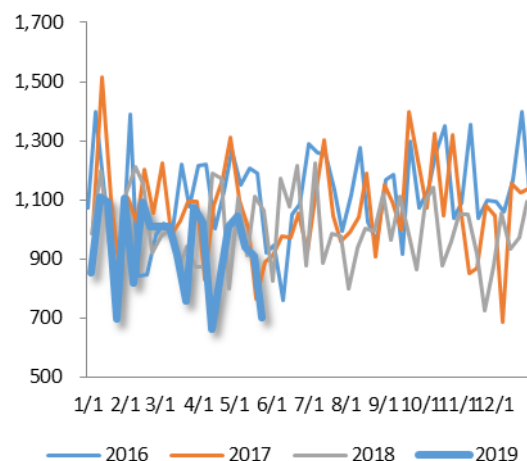


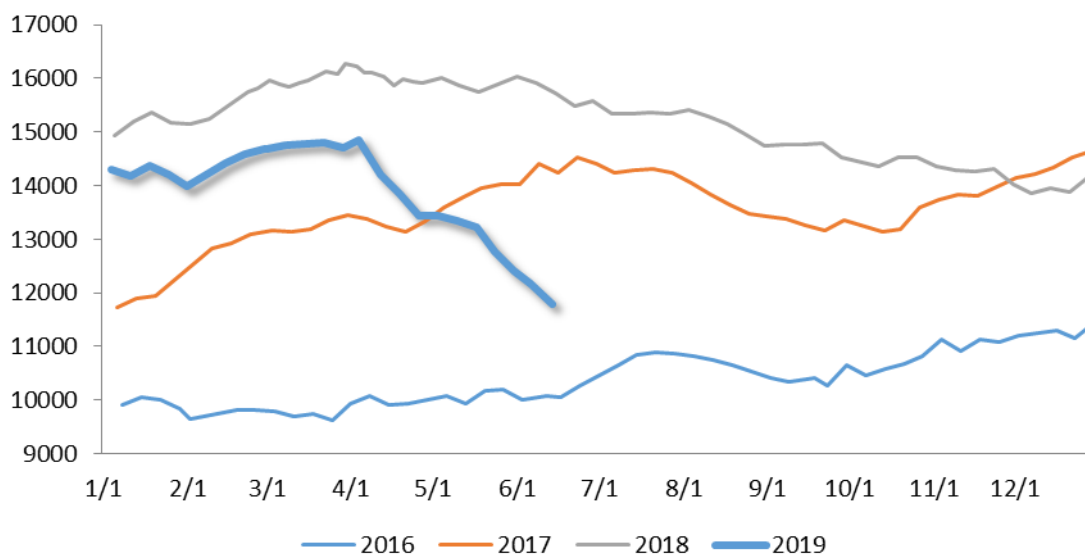
图 12：北方港口到港量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

上半年低到港高疏港的情况使得全国港口库存出现了快速去化，截止 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。不过我们预计随着到港量的增加和钢材需求的季节性趋弱，7 月份港口库存或将开始企稳，并在下半年出现一定程度的上升。

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

钢厂烧结矿库存上半年一直处于相对低位, 虽然钢厂整体补库意愿一直不高, 但二季度时由于高炉开工率及烧结日耗维持在高位, 使得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, 高炉开工率及烧结日耗的上升趋势一般延续至 5 月末 6 月初, 故矿石需求未来继续增长的空间有限。

图 14: 钢厂烧结粉矿库存 (万吨)

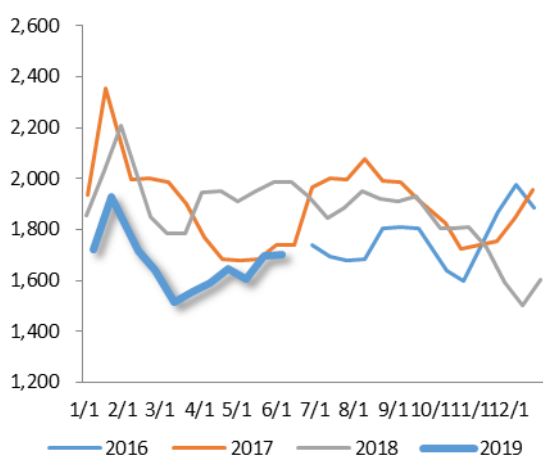
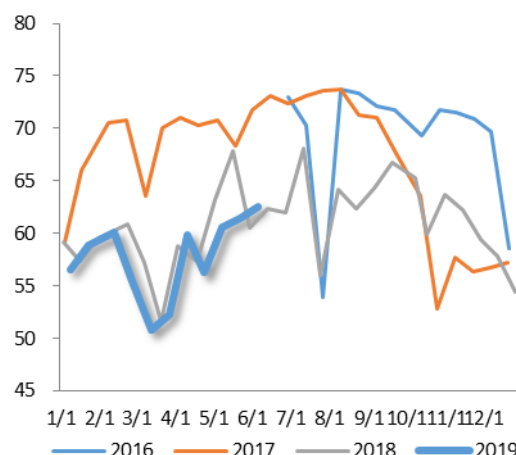


图 15: 钢厂烧结日耗 (万吨)



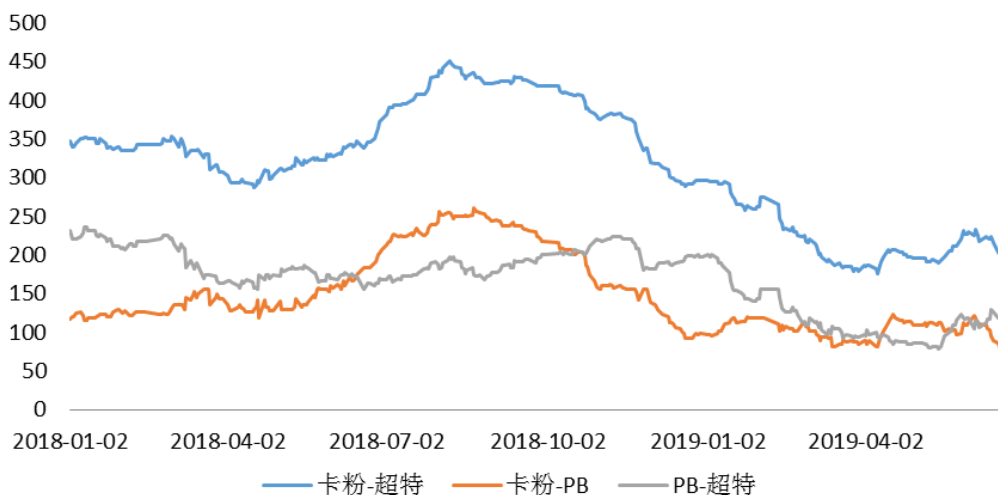
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 其他

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。青岛港卡粉与超特粉的价差由年初的 300 元/湿吨下

滑至现在的 200 元左右，PB 粉与超特粉的价差也由 200 元/湿吨下滑至现在的 70 元左右。我们预计由于钢厂利润持续收窄，下半年低品位矿的需求将仍然较好，故高低品位和中低品位矿石的价差将维持在低位。

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

二季度海运费的上涨和人民币汇率的快速贬值也对矿石价格产生了一定支撑作用，但我们认为在原油价格下滑及外部环境趋于缓和的背景下，下半年这两点对矿石的支撑作用难以持续。

图 17: 海运费

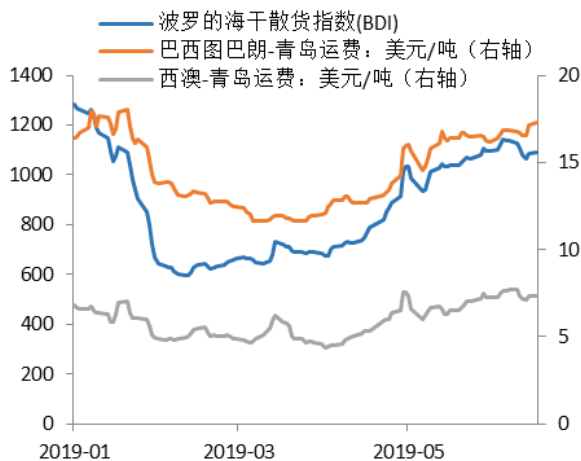


图 18: 中间价: 美元兑人民币



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

维持紧平衡

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号: Z0010649

韩惊

投资咨询号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

俞尘泯

从业资格号: T322363

联系人: 蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年上半年废钢价格走高后转而走低。一季度,废钢整体价格重心低于2018年三、四季度水平,但相较螺纹钢的弱势,一季度废钢受供应紧张影响,走势相对较强。进入二季度传统需求旺季,下游需求释放积极,废钢需求坚挺,但螺纹钢利润受原料影响逐步收缩,叠加6月份将迎来的高温与雨季淡季,也将压制废钢的上涨空间,废钢涨跌幅度有限,整体价格持稳。

2019年上半年铁水-废钢差平均值为329.55元/吨,2019年较去年价差缩小368.73元/吨。螺废差值2019年上半年平均值为1645.06元/吨,较去年同期价差缩小264.53元/吨。

● 后市展望及策略建议

废钢供应方面,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,例如基地的进项税发票问题难以取得、冬夏期间废钢贸易商停止收货等季节性因素,将造成废钢供需的阶段性错配。

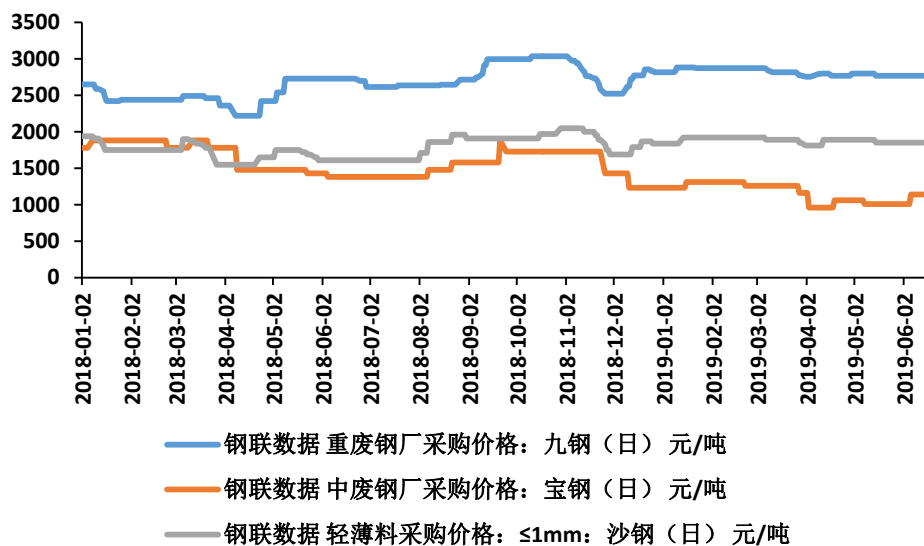
废钢需求方面,2019年电炉新增产能在1500万吨左右,电炉产能不断扩大,这将成为废钢消费增量的主要组成部分。今年钢材利润较难恢复到2018年的高位水平,但因为利润仍在,废钢的需求不会因此大幅减少。此外,2019年铁矿石方面事件频出,矿石价格大幅增加,导致铁水成本与废钢的价差持续缩窄,废钢与生铁的博弈也更加激烈。

总体来看,2019年废钢将继续保持紧平衡的状态,在天气、节日、进项税专票等因素的共同作用下,废钢将出现供需错配的情况,推动废钢价格小幅上涨。

1.2019 年上半年废钢价格走势

2019 年上半年废钢价格走高后转而走低。一季度，废钢整体价格重心低于 2018 年三、四季度水平，主要是由于螺纹钢价格下跌，钢材利润下跌减少了对于废钢的需求，但相较螺纹钢的弱势，一季度废钢走势相对较强，这主要是由于年后废钢采购收购难度大于往年，叠加环保限产以及开工成本的抬升，废钢的毛料产出受到影响，提升了价格。三月中下旬，废钢供给开始恢复，加之增值税改政策影响，钢企下调废钢采购价格。贸易商情绪转悲观，出货积极。进入二季度传统需求旺季，下游需求释放积极，电弧炉基本复工，开工率、产能利用率持续增量，废钢需求坚挺，但螺纹钢利润受原料影响逐步收缩，叠加 6 月份将迎来的高温与雨季淡季，也将压制废钢的上涨空间，废钢涨跌幅度有限，整体价格持稳。

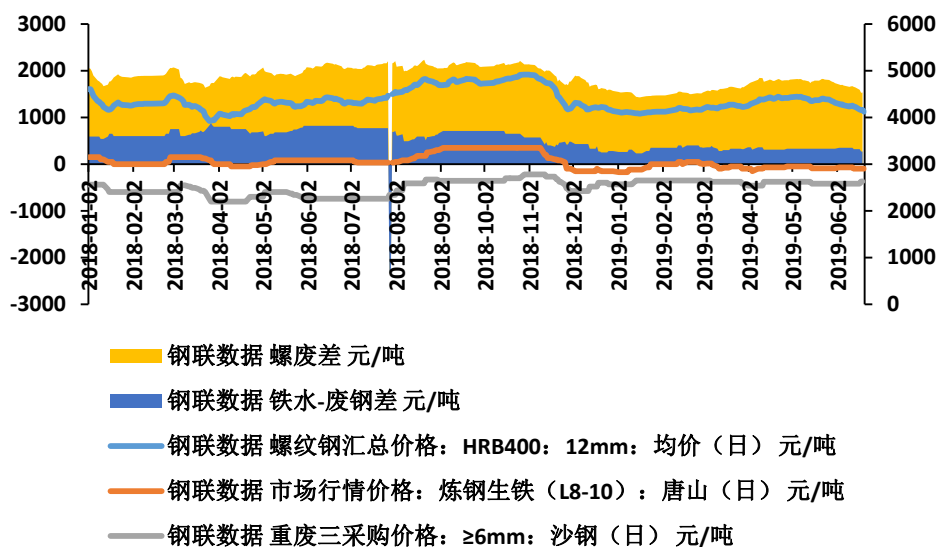
图 1：重废、中废、轻薄料价格走势(元/吨)



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

2019 年上半年铁水-废钢差平均值为 329.55 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 2018 年上半年这一价差均值为 698.29 元/吨,2019 年较去年价差缩小 368.73 元/吨。螺废差值 2019 年上半年平均值为 1645.06 元/吨,2018 年上半年为 1909.59 元/吨,价差缩小 264.53 元/吨。

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



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

2019 年上半年我国粗钢产量为 40488 万吨, 累计同比增长 10.2%, 超过去年全年增速 6.6% 的水平。自产废钢一部分来自于钢材生产过程中, 因此粗钢产量的增长, 也将带动自产废钢的稳步增长。

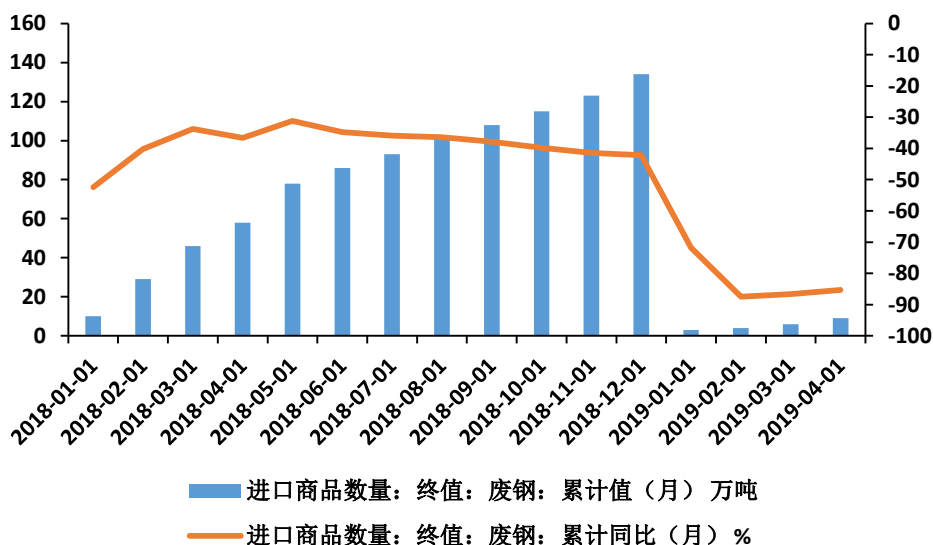
社会废钢取决于过去几十年的钢材消费累积。根据钢联数据显示, 建筑、机械、汽车、造船、家电等行业均从 2008 年-2010 年进入用钢加速期, 虽然建筑行业钢材的使用寿命会长达 50 年, 但汽车、机械、造船、家电等行业平均使用年限约为 10 年-15 年, 以此推算 2019 年上半年我国社会废钢供应量也在继续放量。

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, 例如基地的进项税发票问题难以取得、冬夏期间废钢贸易商停止收货等季节性因素, 将造成废钢供需的阶段性错配。

2.2 废钢进出口

2019 年上半年我国共进口废钢 9 万吨, 累计同比下降 85.3%, 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走私, 废钢进口数量下降幅度较大。2019 年上半年我国共出口废钢 1939 吨, 累计同比下降 99%。

图 3：废钢进口数量（万吨、左轴）与累计同比（百分比、右轴）

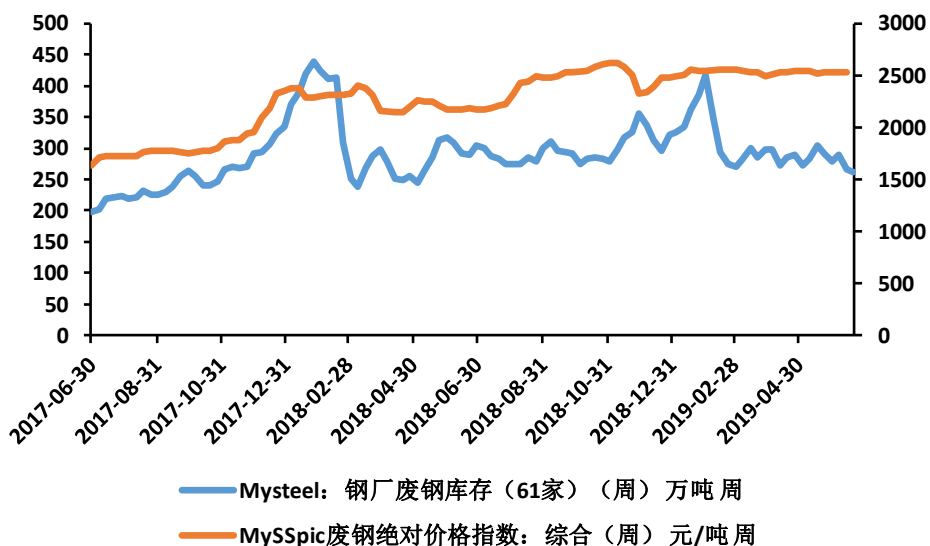


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 废钢库存

2019 年上半年钢厂废钢库存保持在 300 万吨以下，仅 1 月份库存累库较多，主要是由于以下两个原因：一、成材自 2018 年 11 月底起，需求下降，钢材价格大跌，电炉利润压缩至亏本生产，叠加春节临近，电弧炉钢厂集中停产放假，消耗废钢量减少；二、钢厂春节冬储，大量补库废钢，而市场资源相对紧张，因此 1 月份出现了价格与库存同涨的现象。

图 4：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

首先，目前我国拥有电炉 324 座，产能 1.57 亿吨，按照我的钢铁网统计，2019 年电炉新增产能在 1500 万吨左右，产能主要集中在华东、华南、西南地区，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。其次，废钢的消耗还需要根据钢厂利润来判断，2019 年上半年，高炉钢厂恢复利润后，废钢添加量得到恢复，春节过后短流程钢厂利润也得到提升，废钢需求转而上升。今年钢材利润较难恢复到 2018 年的高位水平，但因为利润仍在，废钢的需求不会因此大幅减少。最后，2019 年铁矿石方面事件频出，矿石价格大幅增加，导致铁水成本与废钢的价差持续缩窄，废钢与生铁的博弈也更加激烈。

总体来看，2019 年废钢将继续保持紧平衡的状态，废钢价格全年涨跌幅度有限，持稳为主。在天气、节日、进项税专票等因素的共同作用下，废钢将出现供需错配的情况，推动废钢价格小幅上涨。

环保限产+去产能+焦煤供应偏紧：焦炭中长期有支撑

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

俞尘泯

从业资格号：T322363

联系人：蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

焦煤、焦炭 2019 年上半年走势呈现 N 字形。1、2 月份受下游补库影响，整体预期较为乐观，期价上行，3、4 月份受钢材限产影响，利空原料，期价迅速下行，至 5 月份限产放松后，双焦探底回升，6 月份整体窄幅区间震荡。

● 后市展望及策略建议

焦煤供应方面，上半年矿难时有发生，政府加大煤炭安全检查力度，安全检查政策频出。预计下半年在二青会及 70 周年国庆的配合下，炼焦煤整体也将继续保持偏紧状态，预计全年供应中性估计增长 1% 左右。

焦炭供应方面，产能置换以及环保限产将贯穿全年，叠加接下来的政治类事件例如二青会、国庆节等，下半年焦化厂开工率下降是大概率事件。乐观估计焦炭环保限产力度不及预期，焦炭产量全年增速预期在 3% 左右；中性焦炭环保限产及去产能政策得到部分执行，焦炭产量增速预计 1.5% 左右；悲观估计环保限产如预想中严格执行，则焦炭产量增速预计下降 1% 左右。

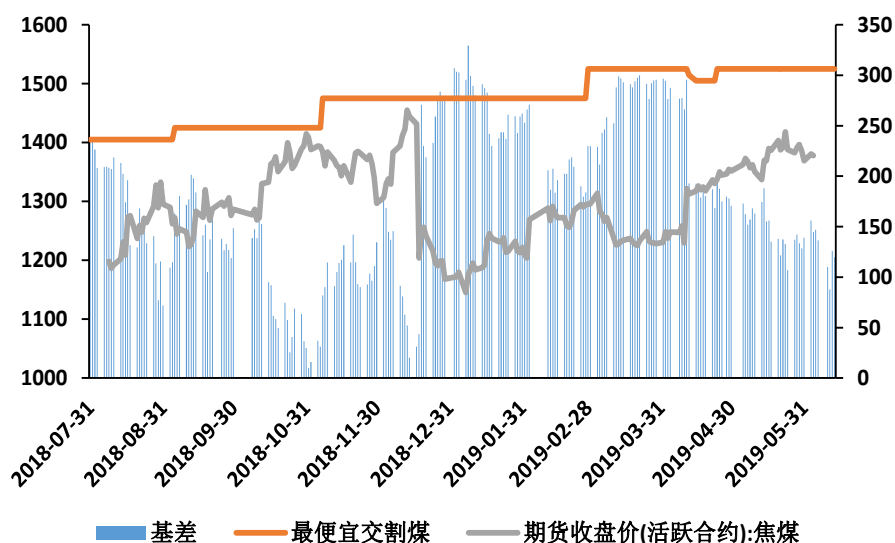
焦炭需求方面，2019 年上半年高炉限产影响大于焦炉限产，下半年由于国庆等政治因素存在，高炉限产将有极大可能继续发挥作用。

综上所述，我们认为焦炭供应大概率将有所下降，需求环比持平，下半年焦炭价格中枢或有可能上行，带来做多机会，政策执行力度将决定焦炭上涨空间。焦煤作为焦炭跟随品种，下半年焦煤需求大概率将减少，但由于 2019 年焦煤供应持续偏紧，下跌空间有限，作为焦炭的成本支撑，定义了焦炭的价格下限不会偏低。

1.双焦 2019 年上半年走势回顾

一季度焦煤、焦炭期货整体呈现走高后走低的形态。一、二月份临近春节放假，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。焦炭由于春节内库存消耗，有节后补库行为，并且对节后下游需求预期较为乐观，盘面也从 1876.5 元/吨升至 2168 元/吨。进入三月份，由于“两会”以及空气质量堪忧，下游钢企限产较大，终端需求复苏速度较慢，焦炭现货两轮提降，盘面随之转弱，在[1900,2000]间震荡。焦炭利润收缩至盈亏线附近，放缓焦煤采购速度，向上挤压煤矿利润，焦煤期货转弱，在[1220,1240]区间震荡。

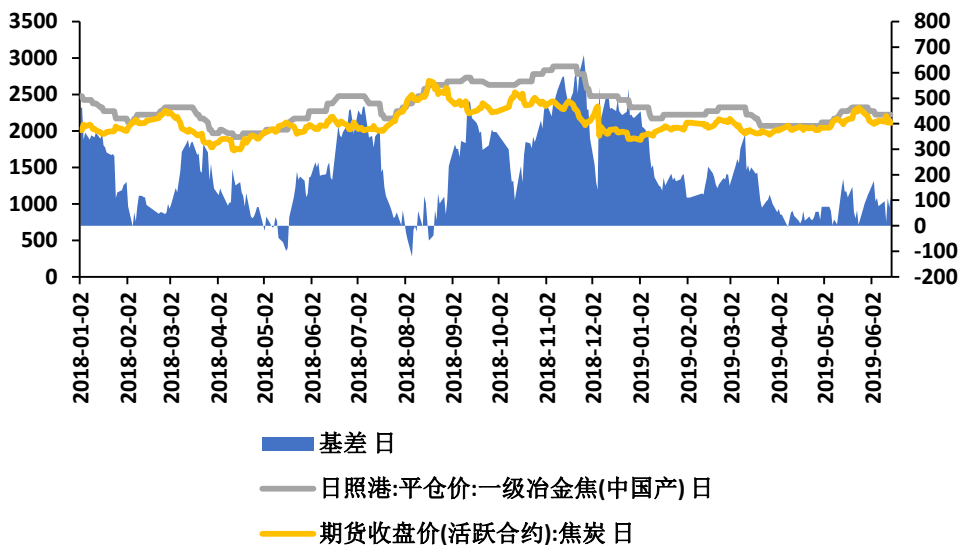
图 1：焦煤主力合约、现货价格（元/吨、左轴）及基差（元/吨、右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

二季度随着钢厂限产结束，5 月唐山限产力度不及预期，高炉开工率逐步恢复至高位，提升焦炭刚性需求，焦化厂内库存低位，焦炭现货连续提涨三轮，叠加对于焦炭环保限产预期增加，助推焦炭盘面逐步升高，5 月 24 日达到了 2321 元/吨，焦煤作为跟随品种，盘面也上涨至 1418 元/吨，随后在终端需求转淡的担忧以及环保限产尚未落地的情况下，双焦盘面回调整。

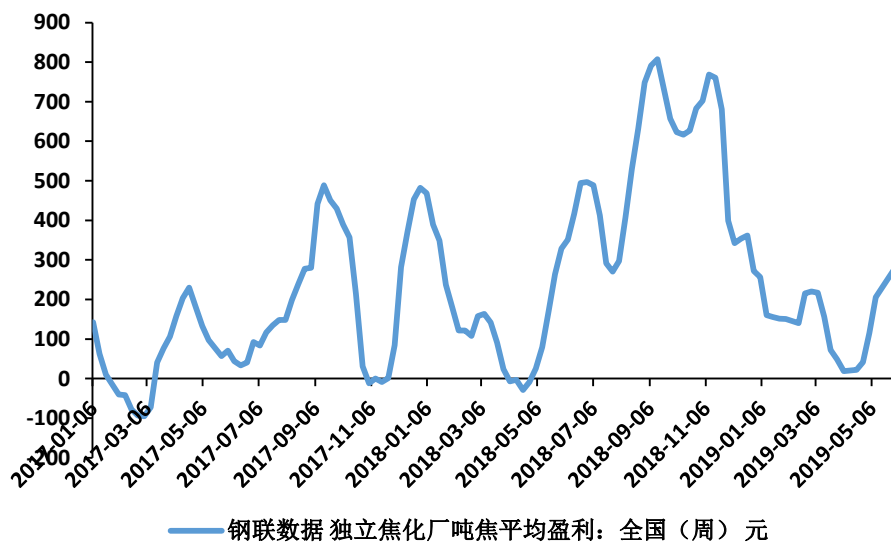
图 2：焦炭主力合约、现货价格（元/吨、左轴）及基差（元/吨、右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019 年上半年独立焦化厂利润呈现 V 字形变化。随着钢厂限产，焦炭现货价格下跌，焦化利润压缩至盈亏线附近，随后钢厂高炉复产，焦炭现货价格连涨三轮，当前利润在 280 元/吨左右。

图 3：独立焦化厂吨焦平均利润（元/吨）



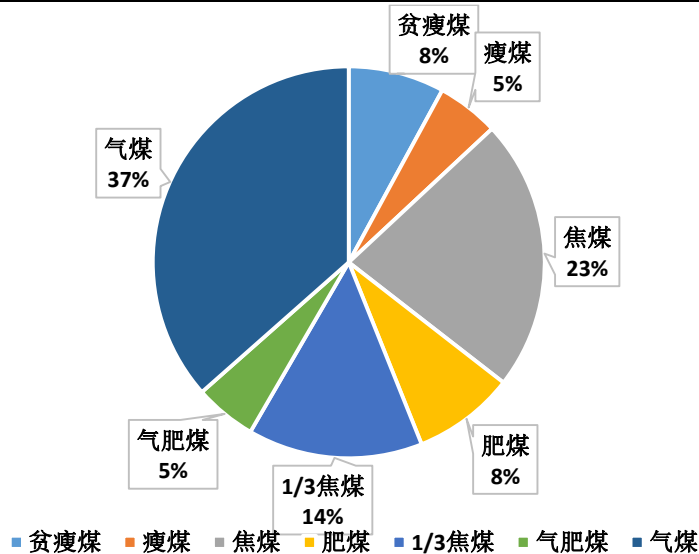
数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

2.焦煤供应分析

2.1 焦煤国内供给

2019年1-4月，我国共产出炼焦烟煤36123万吨，其中气煤13190.5万吨，主焦煤8112.1万吨，分别占比37%、23%。较去年同期炼焦烟煤产出量增加997.4万吨，同比增长2.83%。

图4：焦煤分品种产出情况

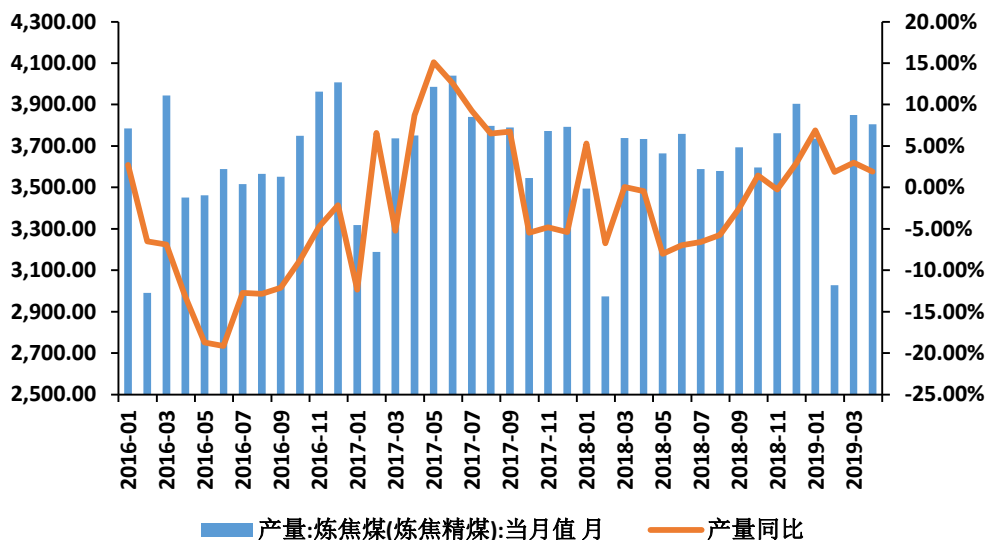


数据来源：中国煤炭资源网，兴证期货研发部

2019年我国一季度炼焦煤供给前减后增。受春节放假影响，煤矿停工较多。节后山东地区煤矿复工较快，而山西、内蒙地区由于安全检查的影响，复工速度较慢，并且受内蒙矿难影响，煤矿安全检查力度加大，更加拖慢了复工进度。此外，恰逢3月份“两会”召开，有部分煤矿复产日期推后至“两会”后，影响了煤矿生产。“两会”后，煤矿复产至正常水平。

进入二季度，焦煤供应整体偏紧，主要由于山西及山东地区政策影响。五月超产检查频繁，影响吕梁地区部分煤矿产量，供应持续偏紧，其中个别煤矿因为当月产量基本已经出完，日产量较前期下降。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，主流大矿库存普遍降至今年以来最低位水平。

图 5：炼焦精煤产量（万吨、左轴）及同比（百分比、右轴）

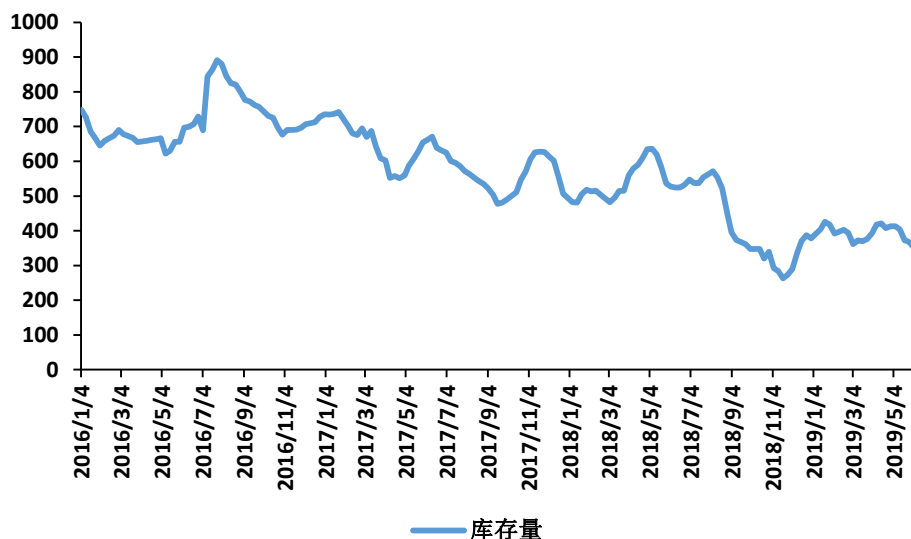


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 焦煤库存

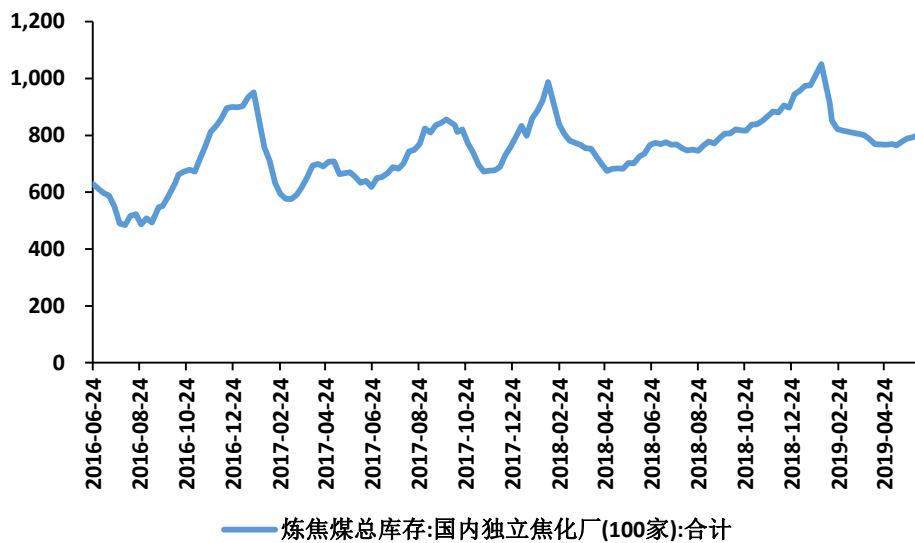
一季度节后煤矿复产较慢，下游焦企消耗冬储为主，焦化企业库存呈现下降趋势；两会后，煤矿完全复产，叠加焦炭经历三轮提降，利润跌至盈亏线边缘，延缓了对焦煤采购，煤矿库存增多。二季度是焦煤季节性去库阶段，高炉复产提升了对于焦煤、焦炭的需求，叠加供应端频受干扰，煤矿库存处于历史地位，而焦化厂、钢厂提升了对于焦煤的采购热情，积极补库。

图 6：煤矿炼焦煤库存（万吨）



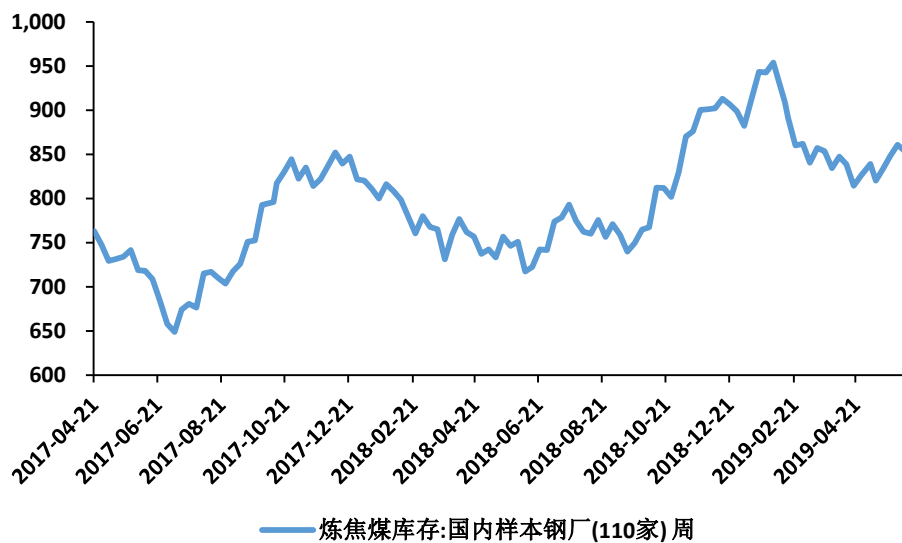
数据来源：中国煤炭资源网，兴证期货研发部

图 7：炼焦煤焦化厂库存（万吨）



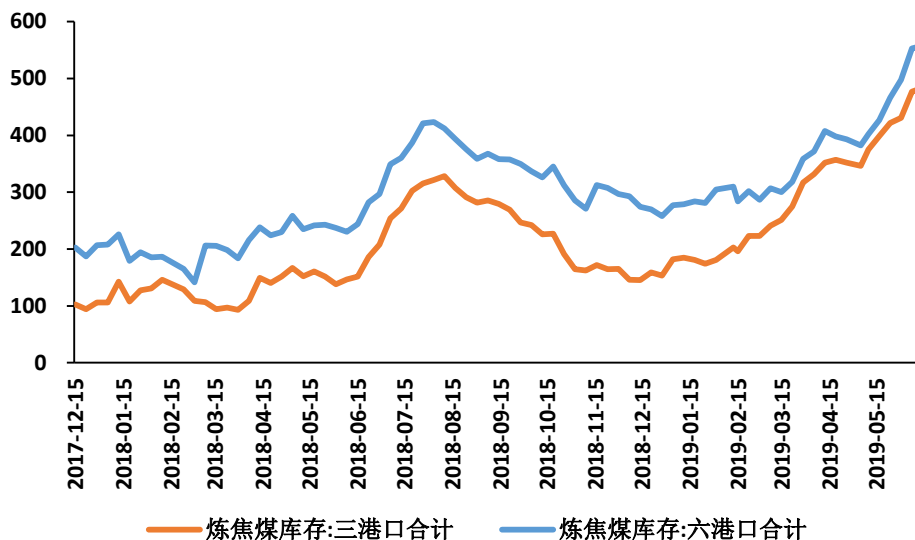
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）

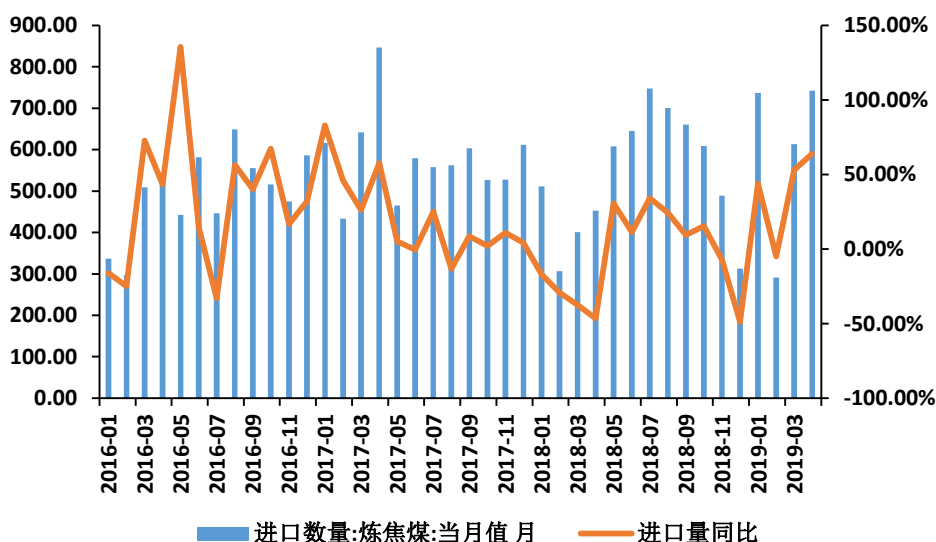


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 焦煤进口分析

2019年1月-4月我国共进口炼焦煤 2384.12 万吨，较去年同期增加了 712 万吨，同比增长 42%。回望一季度，炼焦煤进口主要集中在 1 月份，当月炼焦煤进口量达到 736.85 万吨，1 月下旬，澳洲炼焦煤进口政策收紧，2 月总进口 291.05 万吨，达到近年来最低水平。随着蒙煤通关逐步恢复至 800-1000 车/天，我国炼焦煤进口量逐步恢复。

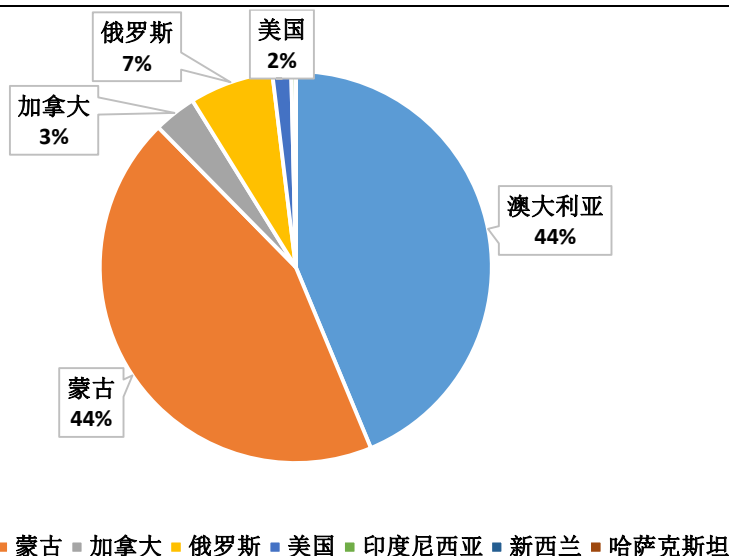
图 10：炼焦煤进口数量（万吨、左轴）及同比（百分比、右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

分国别来看，2019年1-4月份，澳洲炼焦煤共进口1042.756万吨，占比44%，较去年同期增加323万吨，蒙古炼焦煤共进口1046.507万吨，占比44%，较去年同期增加319万吨。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，受近期口岸及周边环保及政府检查频繁，造成卸车效率较低的情况，进口量有所下降，但将逐步恢复。

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

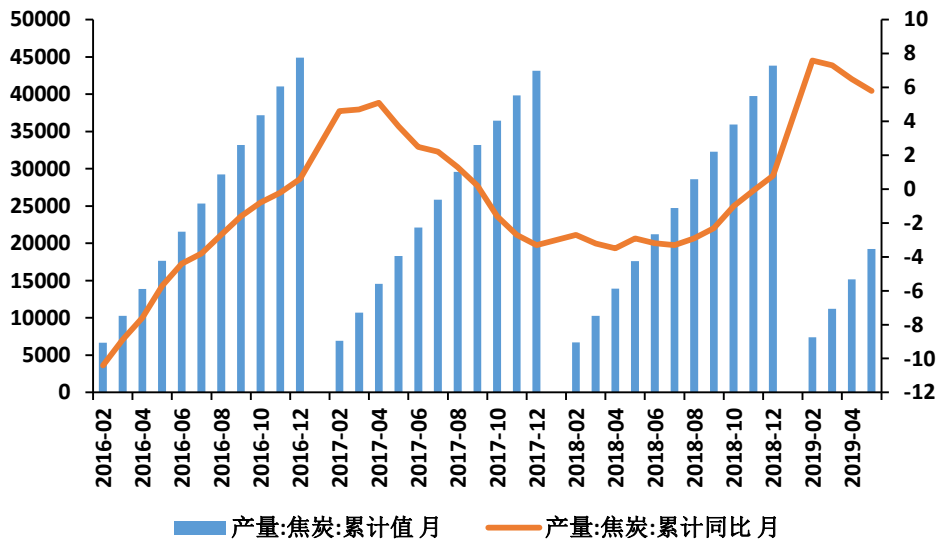
3.焦炭供应分析

3.1 焦炭开工情况

2019年1-4月，焦炭共产出15184.4万吨，累计同比增长6.5%。截至6月7日，产能<100万吨焦化厂开工率为74%、100万吨<产能<200万吨焦化厂开工率为76.52%、产能>200万吨焦化厂开工率为83.34%，高于去年同期水平。2018年焦化厂虽然受到环保限产影响，但整体维持高位，冬季由于环保限产严禁“一刀切”，焦化厂开工率并没有下降的趋势。

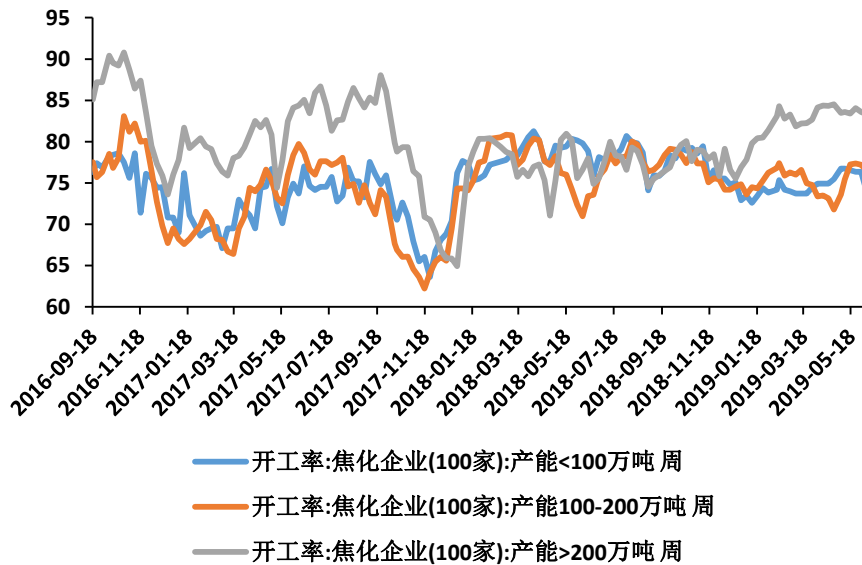
进入2019年，影响焦化厂开工的两大因素环保和利润均没有发挥作用。环保方面，2019年上半年一直是雷声大雨点小，市场有炒作情绪，但并没有具体的政策措施，一些小型环保组督查只带来间歇性限产，对生产并不构成影响。利润方面，焦化厂利润一度被打至盈亏线附近，但部分地区尚有盈利，并没有亏损到主动限产的地步，况且焦化厂利润很快恢复至高位，更加刺激了焦化厂的生产。

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

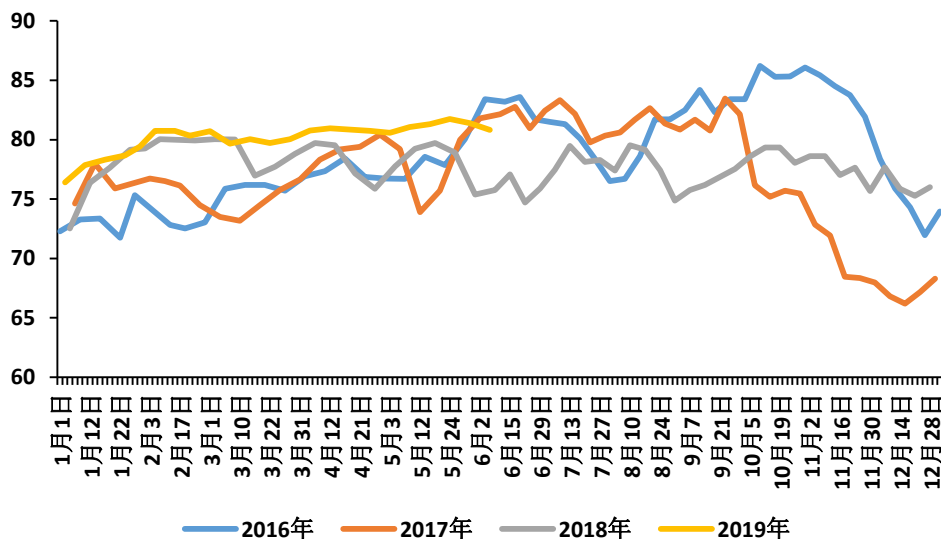
图 13: 焦化厂开工率 (百分比)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 6 月 7 日，焦炉产能利用率为 80.81%，超过以往同期水平，但已经是高位水平，后期想要再提升较为困难。

图 14：焦炉产能利用率（百分比）

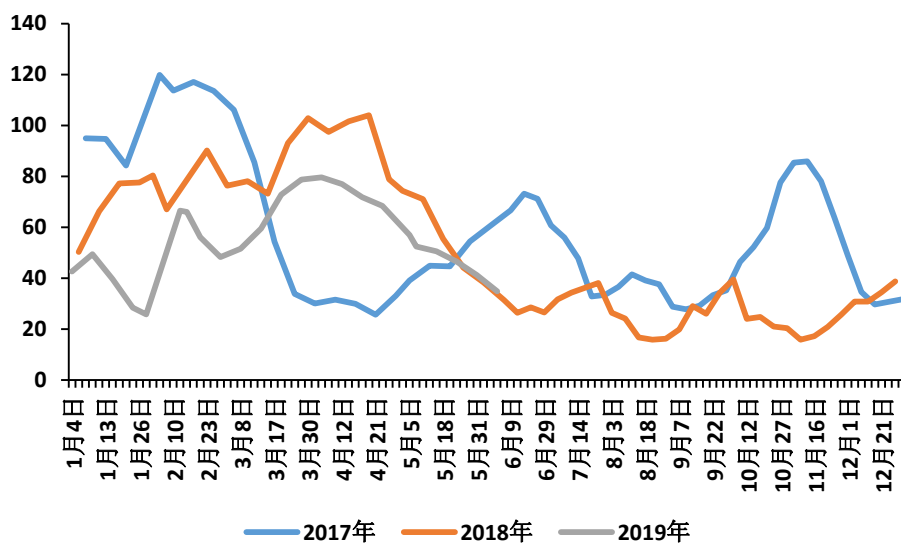


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 焦炭库存

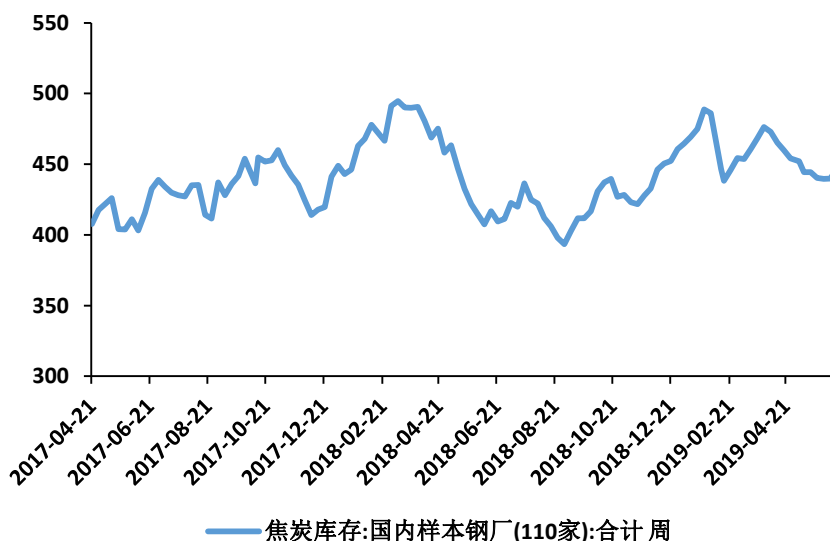
截至 6 月 7 日，焦化厂内库存为 34.82 万吨，钢厂焦炭库存为 439.94 万吨，港口库存为 488 万吨。从冬季钢厂开始储备焦炭库存，逐渐累库，加上由于冬季空气质量问题，河北开春就进入了严厉的限产阶段，焦化厂以及钢厂内焦炭库存均累至高位。在 3 月限产结束后，高炉开工率逐步恢复，提升了对焦炭的需求，钢厂以及焦化厂焦炭库存开始去库，从 3 月限产累库到现在钢厂需求旺盛，焦化厂内焦炭库存非常低，这也是焦化厂对市场乐观提涨三轮的原因。

图 15：焦化厂焦炭库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: 钢厂焦炭库存 (万吨)

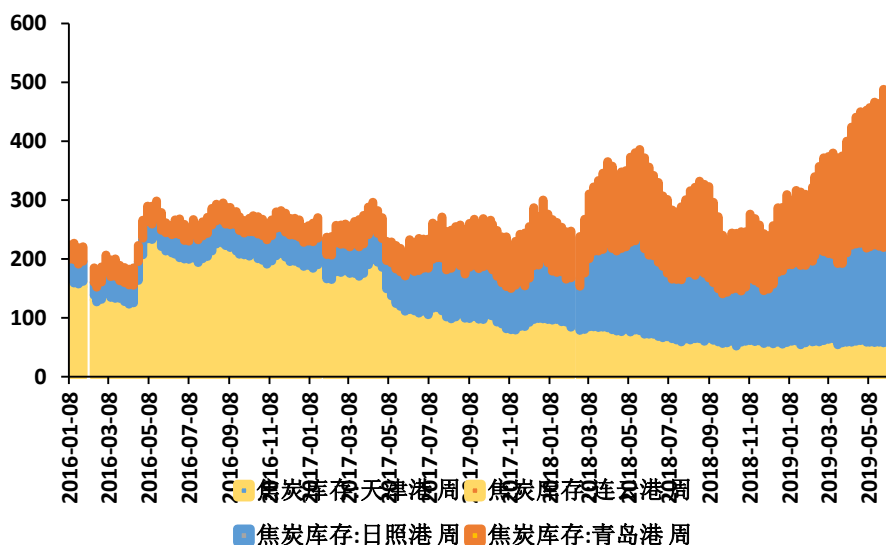


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

港口库存是当前应当重点关注的节点, 港口库存已经达到 488 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。年初贸易商囤货后, 焦炭现货经历了几轮下跌, 贸易商不愿意亏本出货, 因此库存逐渐累起。近期焦炭现货三轮上涨, 由于盘面价格上涨, 部分期现投资公司从贸易商手里做了现货头寸, 但很快焦炭盘面大幅回调, 期现投资公司盘面上已有利润, 导致期现贸易商抛货较多, 港口准一级焦报价跌至 2100-2150 元场地现汇, 港口资源与产地焦企价格产生倒挂, 贸易商情绪转为悲观, 急于出货, 部分货源将逐步回流至钢厂, 并且减少了从焦化厂进货的订单, 这也将导致部分焦化厂内开始有库存, 因此港口库存将会对供应面形成一定冲击。

截至目前, 钢厂库存已到合理位置, 而供需逐渐转淡, 减少了对焦炭的采购, 并且港口贸易商对后市情绪转为悲观, 减少了焦化厂订单, 焦化厂内库存逐渐累起。

图 17: 焦炭港口库存 (万吨)

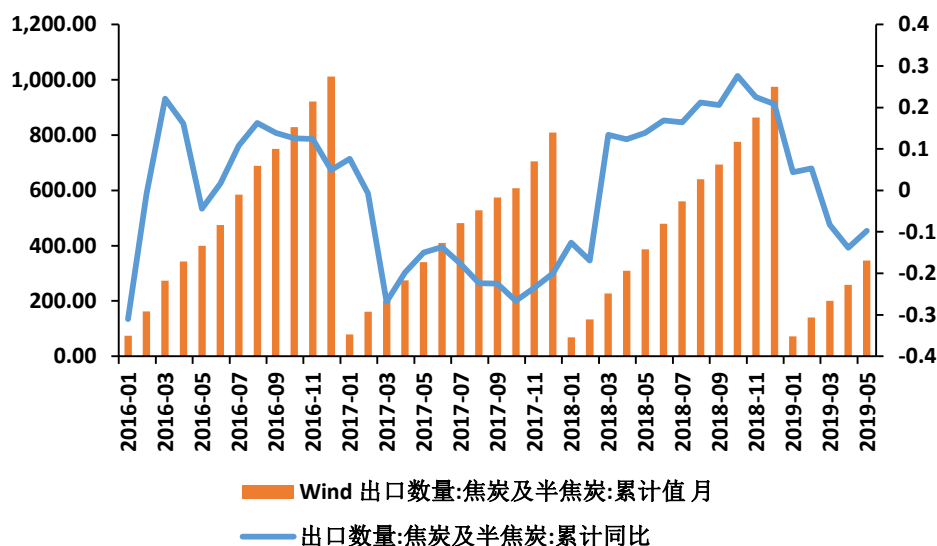


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 焦炭进出口

2019年1-5月，我国共进口焦炭及半焦炭4.86万吨，共出口焦炭及半焦炭346.8万吨，累计同比下降9.7%。

图 18: 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

3.4 焦煤、焦炭 2019 年上半年供需平衡表

表 1: 焦煤月度供需平衡 (万吨)

月份	焦煤产量	净进口量	焦煤消费	库存变动
2019年1月	3735	718	4530	-77
2019年2月	3028	278	4046	-740
2019年3月	3849	614	4528	-66
2019年4月	3805	743	4626	-78
2019年1-4月	14417	2353	17730	-960

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2: 焦炭月度供需平衡 (万吨)

月份	焦炭产量	净进口量	焦炭消费	库存变动
2019年1-2月	7389.3	-140	6962.45	286.84
2019年3月	3809.7	-57.87	3638.36	113.46
2019年4月	3898.7	-56.26	3840.87	1.57
2019年1-4月	15097.7	-254.14	14441.68	401.88

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.双焦政策变化

4.1 焦煤政策

关于煤矿生产影响政策的重点在于安全生产检查和环保检查。2019年上半年，炼焦煤资源整体偏紧张，主要是因为政府检查对煤矿生产造成的影响。

表 3: 焦煤相关政策

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，受此政策调整，部分省属矿井今年放假时间要长于往年，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立即组织开展煤矿安全生产专项执法检查通知，煤矿安全生产专项执法检查开展时间为今年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。对长期停产停工的D类煤矿，有关煤矿安全监管部门将严格落实驻矿盯守或安全巡查责任。
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

超产检查、安全检查、环保检查等对于煤矿生产的影响较大，尤其是2019年上半年，陕西榆林、内蒙银漫矿业等发生事故，更加加强了对于矿山的安全检查力度，根据山西新闻网消息，1-5月份山西省各级煤矿监管部门累计检查煤矿2167矿次，共排查出一般隐患32612项，重大隐患99项。依法责令停产停建整顿煤矿82座，责令停止使用设备5台，责令局部停止作业30处，对煤矿生产造成了一定影响。2019年为我国70周年国庆，政府要求加大各地安全检查力度，以迎接国庆，因此2019年下半年，煤矿方面的政策将会持续扰动矿方生产，造成炼焦煤偏紧的状况。

4.2 焦炭政策

2018 年底市场普遍认为，2019 年将成为焦化行业去产能元年。2019 年上半年山西、河北、山东地区针对产能以及环保方面出台多项政策，指导焦化行业转型升级。具体政策如下：

表 4：焦炭相关政策

时间	政策	内容
2018 年 9 月	《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 力争全省焦炭年总产量较上年度只减不增。炭化室高度 5.5 米以上焦炉产能占比达到 50% 以上。 2. 2019 年 10 月 1 日起,全省焦化企业全部达到环保特别排放限值标准。 3. 2018 年底前完成焦炉淘汰的,其焦化产能按现有 100% 置换。 4. 2020 年底前,焦化企业利用自有焦炉产能备案建设焦化项目,允许项目建成后淘汰原有焦炉,如新项目备案后 2 年仍未建成,原有焦炉立即淘汰。 5. 捣固焦炉必须达到炭化室高度 6 米及以上,顶装焦炉必须达到炭化室高度 6.98 米及以上, 配套干熄焦装置。
2019 年 3 月	山西省大气污染防治工作领导小组办公室发布《关于开展焦化行业专项检查整治行动》	从 2019 年 3 月中旬至 9 月底, 在全省开展焦化行业专项检查整治行动。专项整治活动对焦化厂违规排放和新增产能上马预计将有抑制。
2019 年 4 月	《临汾 2019 年钢铁、焦化行业深度减排实施方案》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 焦化行业有组织排放治理, 要求在 2019 年 6 月底前, 完成推煤、出焦等其他工序超低排放改造。2019 年 10 月底前完成焦炉烟囱超低排放改造。2. 钢焦联合企业必须实施干熄焦治理改造, 对于独立焦化企业, 可保留一套湿熄。要求 2019 年 10 月前完成干熄焦改造。 3. 2019 年 10 月底前, 有铁路专用线的, 铁运比例达 80% 以上; 无铁路专用线的, 全部采用新能源汽车或达到国六排放标准 (未出台前暂按国五标准) 的汽车运输。焦化企业与钢铁行业实行差异化管理, 要求在 2020 年 10 月底前, 所有焦化企业必须全面完成深度减排治理改造。
2019 年 4 月	《山西省焦化产业高质量发展三年行动计划》	1. 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%; 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%; 2021 年, 力争建成大机焦产能占比达到 60%。

		<p>2. 2019年10月1日起,关停未完成大气污染特别排放限值标准改造的焦化企业。</p> <p>3. 2019年力争淘汰过剩焦化产能1000万吨。2020年,对2018年备案实施“上大关小”的原有焦炉实施关停淘汰;2021年,对2019年备案实施“上大关小”的原有焦炉实施关停淘汰。</p>
2019年5月	河北省《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》	<p>1.河北炭化室高度为4.3米(产业政策限制类)的焦炉,2019年底前必须提出升级改造或压减方案,2020年底前全省所有炭化室高度4.3米的焦炉全部关停。</p> <p>2.对现有建成企业2019年10月1日前未完成国标特别排放限值改造的,以及2020年10月1日前未完成地方超低排放标准改造的企业,由当地市政府依法整治,对经整治后仍不达标的企业依法关停。</p> <p>3. 2019-2020年压减500万吨焦化产能。</p>
2019年6月	《关于印发山西省打赢蓝天保卫战2019年行动计划的通知》	<p>1.全面启动炭化室高度4.3米及以下且运行寿命超过10年的机焦炉淘汰工作。2019年全省淘汰焦化产能1000万吨以上。</p> <p>2. 完成剩余74家5652万吨产能焦化企业特别排放限值改造。2019年10月1日起,焦化行业全面执行特别排放限值标准,逾期未达标的实施停产整治。</p> <p>3.推进干法熄焦改造,鼓励焦化企业主动开展炉体封闭改造。</p>

数据来源:兴证期货研发部

从以上政策中,可以看出本年度焦化行业升级共有四大趋势:

一、建成大机焦产能。当前山西省共有产能1.38亿吨,其中炭化室高度5.5米以上焦炉产能占比约在30%,按照2019年目标40%计算,今年需要置换产能1380万吨,为达到50%的目标仍需要置换1300万吨。河北要求2020年底前全部置换,按照1.25:1的比例,近两年河北要压减产能500万吨。

二、控制产能置换数量及时间。备案实施“上大关小”,2018年备案的,按100%确定置换产能量;2019年备案的,按90%确定置换产能量;2020年备案的,按80%确定置换产能量。两年内如能建成,允许先建成再关停原有产能。超过两年,无论建成与否,原有产能立即淘汰。新建工期需要一年半左右时间,基本能够满足要求。但也存在一些小型焦化厂资金不足,延缓工期,将会导致新产能尚未投产,原有产能就被淘汰的可能性。

三、环保标准达到特别排放限制标准,甚至超低排放标准。2019年10月1日起,山西省全省焦化企业全部达到环保特别排放限值标准。2019年10月1日起,关停未完成大气污染特别排放限值标准改造的焦化企业。河北省在此基础上进一步要求2020年达到超低排放标准。经过两年环保,部分焦化厂已经配备脱硫脱硝脱白等设备,基本能够满足特别排放限值标准,但也存在部分厂并没有满足环保要求,通过生态环境部点名批评几家焦化厂可以看出,整改并不彻底,因此存在今年下半年关停小部分产能的可能性。

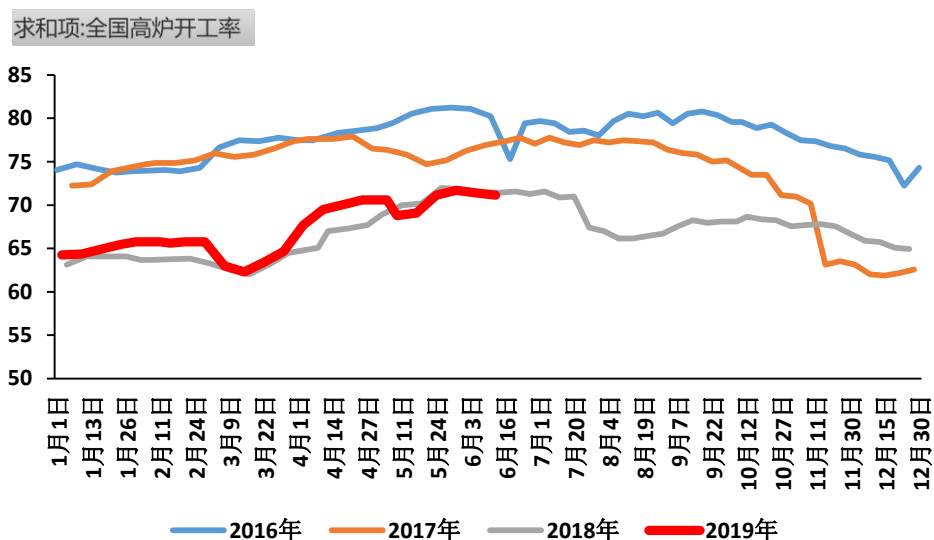
四、炉型有具体要求，并且配套干熄焦装置。目前山西湿熄产能约占比 81%，干熄产能约占比 6.3%。干熄生产需要投入大量资金改造，部分小焦化厂难以满足条件，但干熄焦生产将是以后的发展方向。临汾市的深度排放改造方案已经要求独立焦化厂运行保留一套湿熄焦，其余均需要进行干熄焦改造，这意味着临汾地区 2465 万吨焦化产能 2019 年 10 月基本要进行干熄焦改造。干熄焦改造资金上的限制，也有可能倒逼部分焦化去产能。

5. 焦炭需求

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 1-5 月粗钢产量 4.05 亿吨，同比增加 10.2%。2019 年上半年全国高炉开工率水平整体高于 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，截至 6 月 14 日，高炉开工率为 71.13%，已达去年最高水平。

2019 年上半年，焦炭需求整体高位持稳，匹配焦炭供应增长量，焦炭供需整体呈现紧平衡状态。

图 19：全国高炉开工率（百分比）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

6. 双焦下半年展望

焦煤供应方面，上半年矿难时有发生，政府加大煤炭安全检查力度，焦煤安全检查政策频出。此外，上半年焦化厂开工率保持较高水平，对于焦煤的需求较高，这也造成了上半年炼焦煤尤其是中低硫主焦煤供应偏紧的情况。5 月 30 日，山西省应急管理厅也下发通知，要求各市局落实六项重点任务，关键点做好强化，扎实做好煤矿安全生产工作。预计下半年在二青会以及 70 周年国庆的配合下，炼焦煤整体也将继续保持偏紧状态，预计全年供应较去年增长 1% 左右。

表 5：下半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 超产检查政策 进口煤政策	煤矿生产安全检查政策宽松 进口煤政策放宽	供应环比增长 6.5% (产量上升 4%、进口焦煤上升 20%)	全年产量同比增加 3% 进口同比增加 35% 总供应同比增加 7%
中性		检查政策维持 进口煤政策维持	供应环比增长 0% (产量持平 0% 进口焦煤持平 0%)	全年产量环比增加 1% 进口同比增加 23% 总供应同比增加 4%
悲观		煤矿事故频发 检查趋严 进口煤政策收紧	供应环比下降 6.5% (产量下降 4% 进口焦煤下降 20%)	全年产量同比下降 1% 进口同比增长 10% 总供应同比下降 0.5%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦炭供应方面,在利润尚可、需求维持的情况下,2019 年上半年焦炭产量累计同比增长 6.5%。2019 年下半年需要重点关注的是去产能以及环保限产方面的实施力度,从目前所出文件来看,产能置换以及环保限产将贯穿全年,叠加接下来的政治类事件例如二青会、国庆节等,焦炭供给端将有可能受到很大影响。目前焦化厂开工率保持着较高的水平,下半年焦化厂开工率下降是大概率事件。假如产能置换不能带来较大的供需错配,并且环保限产力度不及预期,焦炭产量全年增速预期在 3%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 1.5%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。

表 6：下半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	环比上半年持平 0%	全年产量同比增加 3%
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	环比上半年下降 3%	全年产量同比增加 1.5%
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	环比上半年下降 8%	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,我们认为下半年粗钢产量大概率环比持平,全年产量同比增长 6%。对于焦炭的影响将来自于下半年高炉环保限产的影响。2019 年上半年高炉限产影响大于焦炉限产,下半年由于国庆等政治因素存在,高炉限产将有极大可能继续发挥作用,焦炭需求将跟随限产政策上下浮动。

综上所述，我们认为从焦炉生产技术发展的角度分析，下半年焦炉产能利用率再提升空间有限，焦炭供应大概率将有所下降，需求环比持平，下半年焦炭价格中枢或有可能上行，带来做多机会。焦炭上涨的幅度将来自于环保限产及去产能政策的执行力度。焦煤作为焦炭跟随品种，下半年焦煤需求大概率将减少，但由于2019年焦煤供应持续偏紧，下跌空间有限，作为焦炭的强成本支撑，定义了焦炭的价格下限不会偏低。

减产未必保价，宏观承压，油价转折或将来临

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

投资咨询号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

赵奕

从业资格号：F3057989

联系人：黄韵之

021-20370972

huangyz@xzfutures.com

内容提要

2019年上半年的油价呈现先扬后抑的走势，1月至4月中旬，油价受OPEC减产及地缘危机导致的供给紧缩而连续上涨，4月下旬起因宏观承压及地缘危机缓解，油价进入偏空走势。6月因地缘事件、降息预期及OPEC减产临近，油价止跌企稳。

全球宏观趋弱仍为油价最主要的承压点，主要压力来自于全球经济预期不断下调，美债收益率多次倒挂及中美贸易谈判势头不佳。这也将是2019年下半年打压油价的主要承压点。

OPEC+减产成为2019年上半年油价的最大支撑点，但目前OPEC+尚未就延长减产达成协议，且下半年保持高额减产的可能性存疑，油价的底部支撑或受动摇。地缘危机虽然仍在发酵，但持续时间及热度基本只能起到短线拉升油价的作用，并不足以支持油价继续冲高。

需求端受主要经济体宏观经济下行、油市轻质油过剩及汽车终端行业趋弱的影响，二季度出现旺季不旺的态势，三季度或有一定好转的可能，但没有明显的新需求增长出现，油价不会出现长足上涨的行情。

库存方面，OECD库存仍在5年均值上方，如该值降至均值以下，OPEC或停止减产，恢复增产。美国原油库存在2019年5-6月攀升至历史高位，出现反季节性的超预期累库，表现了美油市场供给偏强，需求疲软的情况。

油市目前的利好集中于供给端及地缘危机：OPEC+或延长减产至年底，中东乱局仍在持续。但利好中蕴含了较大风险：OPEC+尚未就减产一事达成协议，减产或被证伪，或执行力度大打折扣；中东危机能为油价提供的动力恐不长久。宏观及需求同步走弱，仍使油价承压，但三季度是传统需求旺季，即使存在旺季不旺的问题，三季度的需求仍能对油价形成一定支撑，不至于完全落入下行通道中。四季度淡季需求锐减，油价承压将更为显著。如OPEC+达成减产，2019年下半年油价将短期上行后高位震荡，中长期有较大下行风险；如减产被证伪或执行力度大减，油价

或难逃下行的态势。

风险提示：OPEC+减产；中东危机；中美贸易谈判；
全球宏观下行；主要经济体降息；特朗普打压油价。

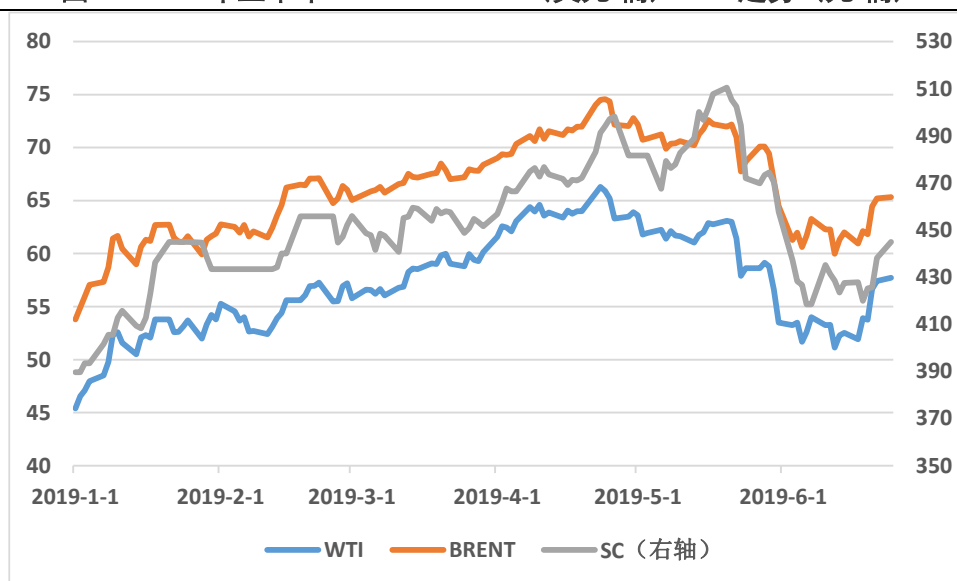
1.行情回顾

1.1 期货端半年度走势

2019 年上半年的油价呈现先扬后抑的走势，1 月至 4 月中旬，油价受 OPEC 减产及地缘危机导致的供给紧缩而连续上涨，4 月下旬起因宏观承压及地缘危机缓解，油价进入偏空走势。1 月油价筑底反弹：OPEC 减产协议正式生效，美国累库情况好转，钻井数大降，加之委内瑞拉制裁的地缘推动，油价自暴跌中企稳回升。2-3 月油价震荡上行：OPEC 高额减产，委内瑞拉、俄罗斯、尼日利亚等地缘危机继续推涨油价，但特朗普打压油价及欧美经济数据出现波动使油价承压。4 月油价到达上半年高点后转为震荡偏空：中美宏观好转，美国宣布将取消伊朗制裁豁免，美油于 4 月 23 日达到上半年高点，报 66.18 美元/桶，布油于 4 月 24 日达到上半年高点，报 73.74 美元/桶；随后因市场普遍预期供给增加，美油超预期累库，特朗普再度打压油价，油价转为震荡偏空的走势。5 月油价震荡下行：特朗普打压油价，美油库存在需求旺季高企，全球宏观经济不佳，美墨加征关税，油价月内多次大跌，创年内最大跌幅；但中东及委内瑞拉地缘热度仍在，加之俄罗斯因油品污染被迫减产，油价还未进入单边下行的走势。6 月油价企稳后上行，6 月前两周原油库存在需求旺季高企，导致市场担忧旺季不旺，但美墨贸易争端以和解告终，中东油轮遇袭催生地缘动力，且 OPEC+大概率延长减产，油价止跌企稳；6 月第三周起油市出现了多重利好：宏观层面欧美可能降息，供给端 OPEC+大概率延长减产、俄罗斯因新污染源短期内无法恢复产量，地缘方面中东危机仍有发酵空间、美国及新加坡炼厂爆炸，油价走出了一段上行趋势。

SC 走势在与外盘联动的同时，逐步开始显示出自身的区域定价功能。4 月伊朗制裁豁免取消的消息传出后，SC 走势与 WTI 及 BRENT 明显不一致，风险溢价要高于美布两油。这是因为 SC 锚定的是中东原油，一旦中东原油供应出现重大地缘风险，受影响最大的亚太地区，尤其是中国、印度。因此 SC 对伊朗事件的风险体现出自己独立的走势，SC 的区域定价功能有所显现。

图 1：2019 年上半年 WTI、BRENT（美元/桶）、SC 走势（元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 2：2019 年上半年美油跨期价差（美元/桶）

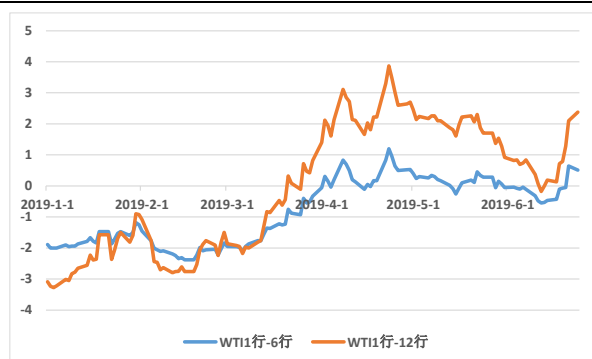
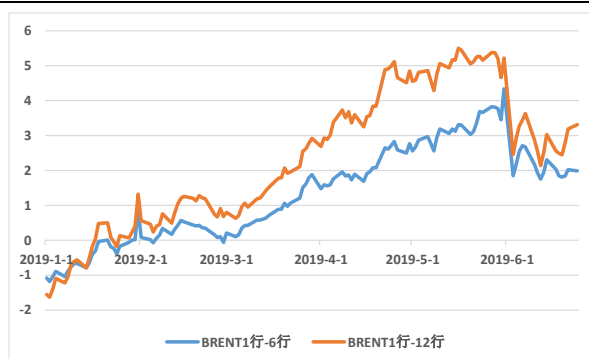


图 3：2019 年上半年布油跨期价差（美元/桶）



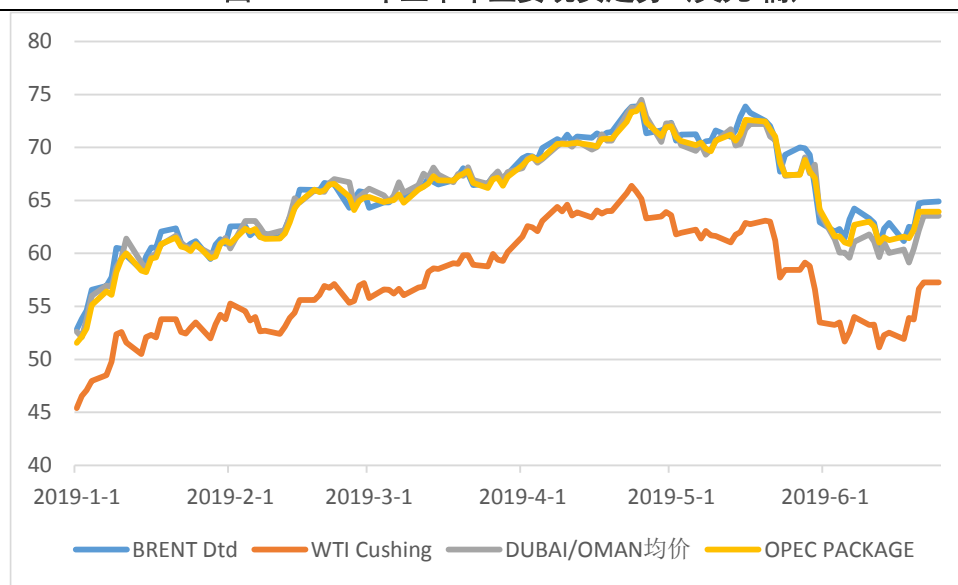
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

1.2 现货端年度走势

现货端，1-4 月均受 OPEC 减产推动，供给紧缩，现货价格不断抬升；5 月受宏观走弱，美油增产及累库，需求旺季不旺等因素打压，现货市场趋弱。6 月因中东地缘恶化，现货止跌企稳，有重新抬头的趋势。

图 5：2019 年上半年主要现货走势（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2. 宏观及金融

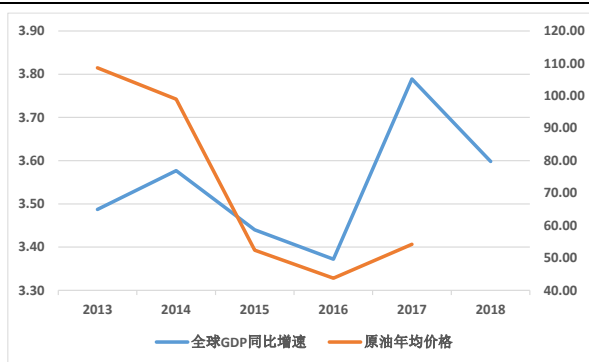
全球宏观趋弱仍为油价最主要的承压点，主要压力来自于全球经济预期不断下调，美债收益率多次倒挂及全球贸易的不确定性大幅增加。

2019 年上半年，尽管宏观经济还未进入完全衰退，但预期不断下滑，波动也明显增强。1 月 IMF 下调全球经济预期，导致全球股市暴跌，打压油价；2 月欧盟下调经济增速预期，使布油承压，两油出现涨跌互现，走势不一的情形；3 月欧洲多国下调经济预期，欧美制造业数据

疲软，美联储对美国经济评价趋缓，美债收益率倒挂，布油承压严重，涨幅显著小于美油；4月IMF再度下调2019年全球经济增长预期，全球股市又现暴跌，继续打压油价；5月下旬，美联储降息态度不明，美国短期经济数据不佳，美债收益率倒挂，欧洲经济预期继续下滑，意大利债务危机恶化，美布两油三度大跌。6月中旬欧洲央行暗示可能降息，美联储态度转鸽，市场对宏观的情绪有所好转。

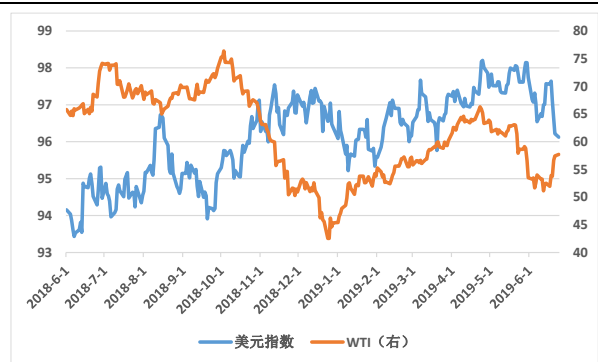
全球贸易的不确定性也是油价承压的一大因素。中美贸易谈判一波三折，2月上旬谈判走势不明朗，下旬有所好转，但至5月形势再度恶化。6月因特朗普为连任大选考虑，有放松中美贸易谈判的意向。市场预判贸易谈判后续将保持拉锯，但不至于迅速恶化。美墨之间的贸易问题也对全球市场信心造成一定打击，但墨西哥很快妥协，危机基本解除。

图 6: 全球 GDP 同比增速 (%) 与原油年均价格 (美元/桶)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 7: 美元指数与 WTI (美元/桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 6: 道琼斯指数与 WTI (美元/桶)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 7: 标普 500 指数与 WTI (美元/桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

3.供给端

OPEC+减产成为2019年上半年油价的最大支撑点，减产执行率始终保持在100%以上的超额状态。主动减产的是沙特及阿联酋，尤其是沙特减产至1000万桶/日以下，出口降至700万桶/日，占据了减产总额的70%。被动减产的是伊朗、委内瑞拉及利比亚：伊朗在制裁豁免到期后，产量及出口量均迅速下滑，出口量降至40万桶/日以下；委内瑞拉因制裁及断电事件，国内石油产业几乎停摆，出口量降至100万桶/日以下；利比亚因国内动乱，原油产量下滑至30

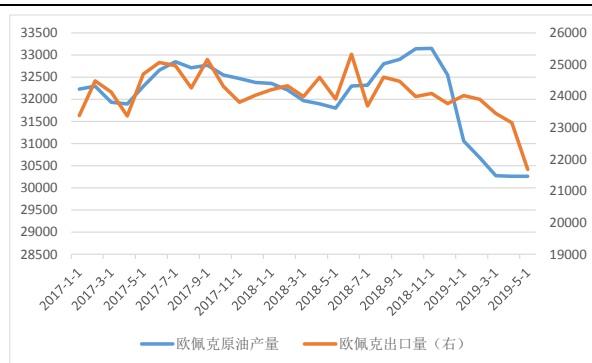
万桶/日。俄罗斯继续在减产中扮演摇摆国的角色，在 2019 年 1-4 月，其减产执行率一直维持在 14 万桶/日以下，仅达到其减产配额 23 万桶/日的 60%，与我们 2019 年的年报中所预测的一致。自 5 月起，俄罗斯因原油污染问题，出口受损严重，减产执行率才被动提升至 100% 以上。俄罗斯也声明，将在污染问题解决后，将减产率降至 100%，换言之，就是迅速增产。而在近期针对延长减产协议一事中，俄罗斯发表的言论也耐人寻味，大体表示了仅靠 OPEC 减产就能达到平衡油市的目的，且全球原油需求在不断萎缩，俄罗斯无需减产的言外之意。沙特也明确表示，OPEC 各国均愿意延长减产，主要问题在于与非 OPEC 盟国进行协商，矛头直指上半年消极减产的俄罗斯。但下半年减产协议将会以何种程度执行，市场颇有疑虑，因为上半年后期，减产执行率已超过 150%，油价也已触到了阶段性高点，继续扩大减产规模的可能性不高。OPEC 提出的两种设想也是消除过度减产或直接减少减产目标 30 万桶，因此下半年的减产力度预计将小于上半年。此外，尽管目前 OPEC 仍维持高额减产，但保价的效果已不显著，宏观承压及需求走弱降低了 OPEC 减产对油价托底的作用，因此下半年的减产保价很可能是个伪命题。

美国的原油产量经过 2018 年的迅猛增长后，2019 年增速显著放缓。究其原因，一是 2018 年下半年的油价大跌打击了页岩油商的盈利信心，因此他们收缩了 2019 年上半年的资本支出，从而导致了钻井数明显下滑，目前已跌至 800 座以内；二是宏观经济动荡及需求走弱导致页岩油商对未来产油盈利继续不看好，2019 年下半年美油产量或仍保持稳健增长的态势。但随着二叠纪盆地的 SUNRISE 管道和 EPD NGL 转换管道提前上线，该地区的管输能力已能覆盖当前产量。如第三季度 EPIC NGL 转换管道和 CACTUS II 管道能部分上线，二叠纪盆地的管输能力将十分充足，管输瓶颈或不复存在，甚至会过剩，这会是刺激页岩油快速增产的一个重大因素。

3.1 OPEC 减产与俄罗斯消极减产

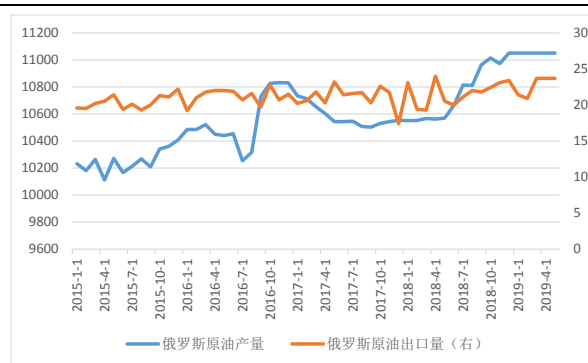
由于 2018 年下半年油市供应过剩，油价暴跌，OPEC+ 在 2018 年 12 月达成减产 120 万桶/日的协议，其中 OPEC 减产 80 万桶/日，以俄罗斯为首的非 OPEC 盟国减产 40 万桶/日。截至目前，OPEC 产量已降至 3026 万桶/日，为 2014 年 11 月以来的低位，减产执行率超过 150%。OPEC 出口量降至 2200 万桶/日。俄罗斯在 1-3 月消极减产，减产执行率在 60% 以下，4-5 月因原油污染问题被动减产，减产执行率超过了 100%。

图 9: OPEC 产量 (千桶/日) 及出口量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 25: 俄罗斯原油产量 (千桶/日) 及出口量 (万吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

3.2 地缘危机

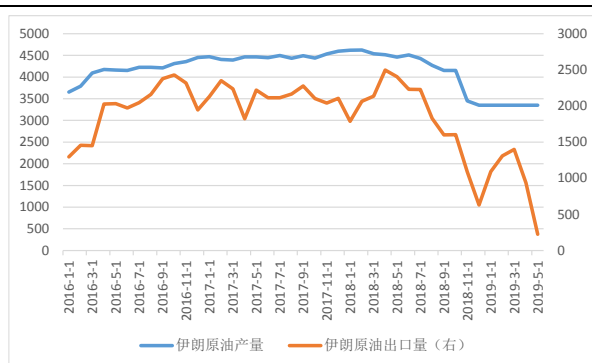
美国于 2019 年 4 月 22 日表示不会延长伊朗制裁的豁免期，要在 5 月以后迫使伊朗原油出口量降为 0。制裁生效后，美国通过卫星监控堵截伊朗油轮，冻结伊朗在国外的资金账户等手段限制伊朗原油出口，伊朗出口量确实快速下降，目前官方数据已降至 22.6 万桶/日。6 月 8 日，美国对伊朗最大的石化企业，波斯湾石化工业公司实施制裁。不过伊朗也会通过一些隐蔽的手段来出口原油，如将原油转运至伊拉克、巴基斯坦等邻国，或更换伊朗油轮的国旗，关闭无线通讯信号，行驶至卫星无法跟踪的航路，以及以物易物的方式出售原油等，因此伊朗实际下降的出口量很难估算清楚。

美国于 2019 年 1 月底实施对委内瑞拉的制裁，冻结其总计 70 亿美元的资产。在制裁开始后的一个月，委内瑞拉的原油出口下降了 40%。2 月，委内瑞拉一座日转运量 30 万桶的原油泵站发生火灾，运能中断。3 月委原油产量因电力中断导致油田、管道、港口关闭影响，跌破 100 万桶/日，创 16 年新低。俄罗斯在制裁期间一直试图协助委内瑞拉销售石油，但美国声称不会放松对委制裁，目前委原油产量及出口量尚未有恢复的迹象。

利比亚最大的沙拉拉油田自 2018 年底就不断受到武装分子袭击，损失产量为 31.5 万桶/日。2019 年 4 月 Waha 油田又因维护而削减 12.4 万桶/日的产量。5 月，利比亚国家局势持续动荡，Zella 油田附近又发生了一起袭击。5 月，利比亚 Waha 油田产量恢复至 30 万桶/日，但其他遇袭油田情况不明。截至目前，利比亚的产量仍维持在 125 万桶/日，出口量降至 85 万桶/日。

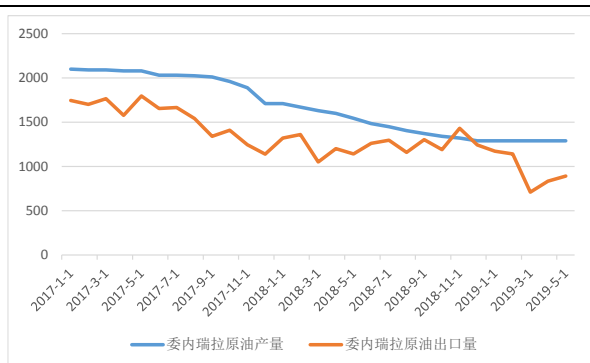
尼日利亚在 1-4 月均声称将服从 OPEC 减产的计划，其实产量不减反增，维持在 180-190 万桶/日。5 月尼日利亚东北部遭遇武装分子袭击，产量减少 10 万桶/日。

图 23: 伊朗产量及出口量 (千桶/日)



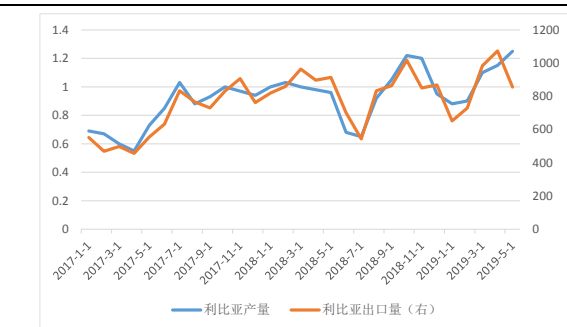
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 24: 委内瑞拉产量及出口量 (千桶/日)



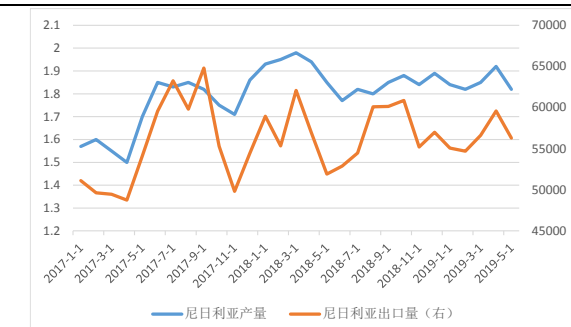
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 23: 利比亚产量 (百万桶/日) 及出口量 (千桶/日)



数据来源: REUTERS, 兴证期货研发部

图 24: 尼日利亚产量 (百万桶/日) 及出口量 (十桶/日)

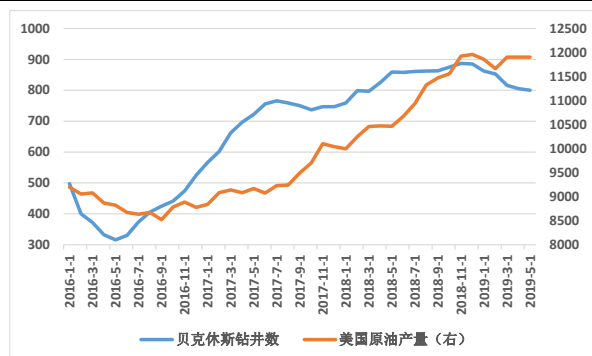


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3 美国增速放缓

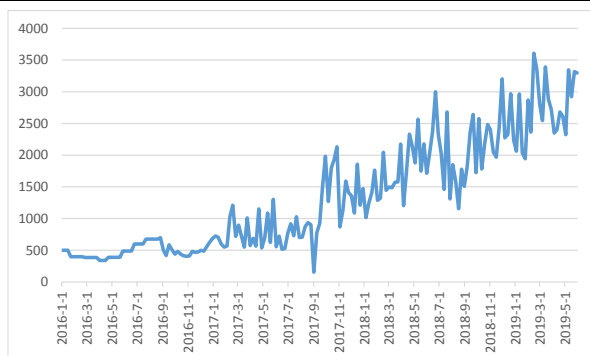
2019 年上半年，美国原油钻井数录得最大降幅，产量也维持在 1220 万桶/日，增速显著放缓。受前期油价大幅下行及对后市不慎看好的影响，综合油服资本支出增速开始趋缓，短期内美国原油产量增速并不会火力全开。但从未完井的数目来看，美国有随时快速增产的能力，因此也要谨慎防范美国随时大幅增产，抢夺市场份额的行为，这一行为或将导致与 2018 年下半年类似的单边下跌行情。

图 11：美国原油钻井数及产量



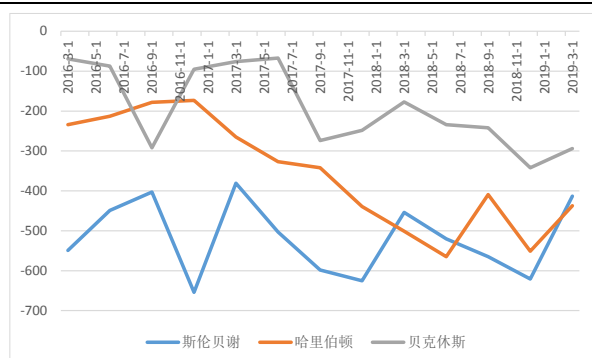
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 12：美国原油出口量（千桶/日）



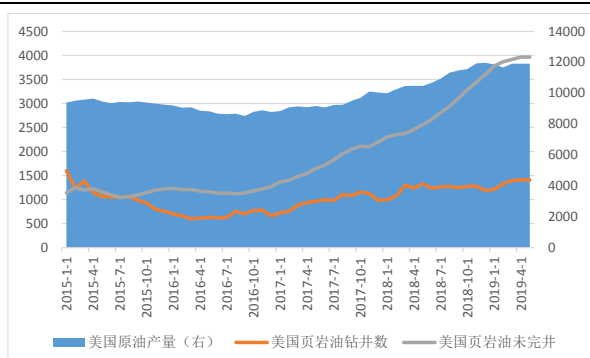
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 13：综合油服资本支出（百万美元）



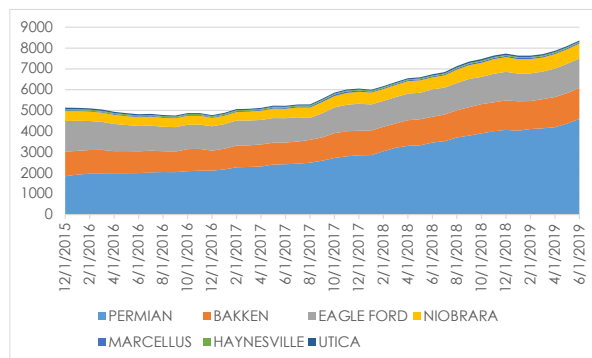
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 14：美国页岩油钻井数、未完井（座）及产量（千桶/日）



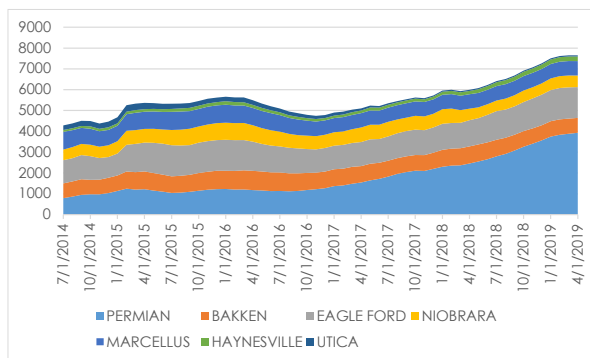
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 15：美国 7 大盆地原油产量



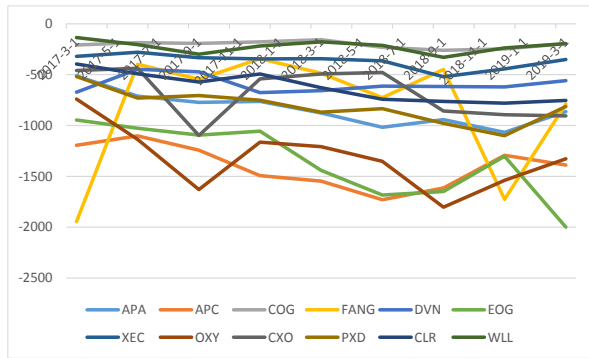
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 16：美国 7 大盆地未完井 DUC



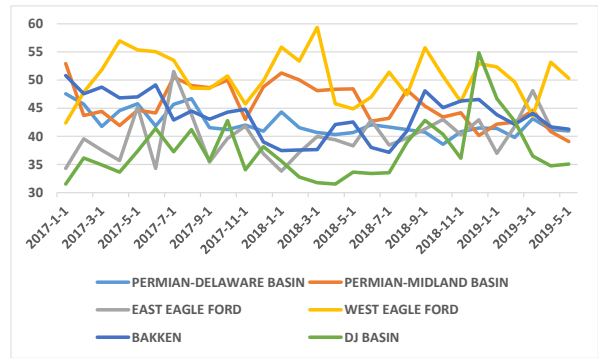
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 17: 美国页岩油公司资本支出



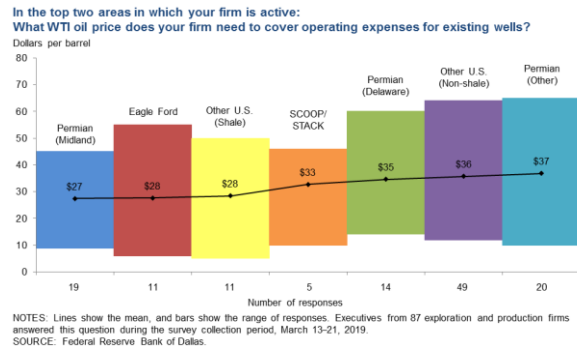
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 18: 美国页岩油主产区盈亏平衡价格 (美元/桶)



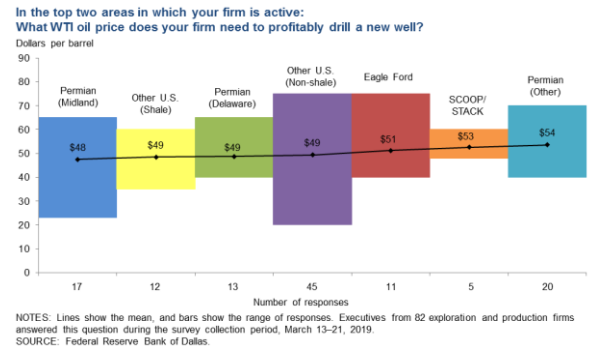
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 19: 达拉斯联储现有井盈亏平衡价格 (美元/桶)



数据来源: FRBD, 兴证期货研发部

图 20: 达拉斯联储新钻井盈亏平衡价格 (美元/桶)

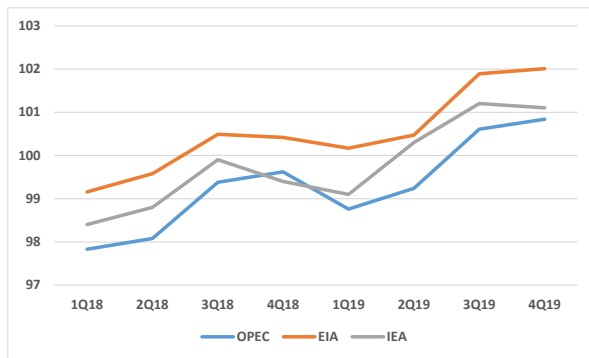


数据来源: FRBD, 兴证期货研发部

4.需求端

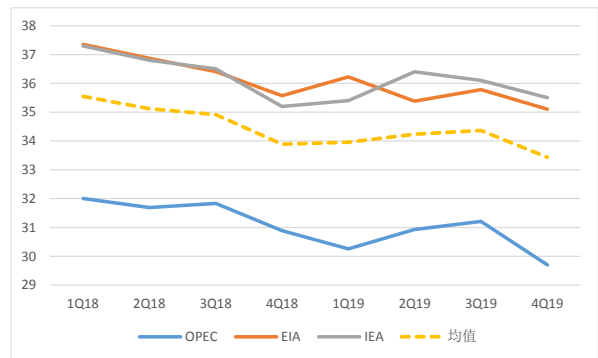
三大机构在 2019 年上半年均下调了全球原油需求的预期。其中 OPEC 的预期最为悲观, 因此 OPEC 下半年大概率将维持减产, 以保持油市平衡, 以免出现与 2018 年下半年类似的油市过剩情况。

图 27: 2019 年全球原油需求量 (百万桶/日)



数据来源: OPEC, EIA, IEA, 兴证期货研发部

图 28: CALL ON OPEC (百万桶/日)



数据来源: OPEC, EIA, IEA, 兴证期货研发部

4.1 OECD、美国需求

OECD 国家的需求增速继续放缓，主要原因是 OECD 欧洲国家经济预期下行，英国脱欧仍陷僵局，意大利陷入债务危机，而日韩所代表的 OECD 亚洲国家需求也进入增长缓慢的阶段。原本在 2-3 季度会好转的需求，今年并未显示出相同的季节性，反而继续下滑。OECD 国家主要的需求增量仍来自于美国，但美国自 2018 年下半年起股市频现暴跌，美债收益率多次出现倒挂，中美贸易谈判走势不乐观，其经济走势难言积极，因此原油需求也受打压。具体表现为 5-6 月美国原油库存高企，攀升至历史高位，炼厂开工率尽管有所提高，但仍处于历史同期低位，裂解价差也未出现显著好转。在本该是季节性需求旺季的时段，却出现旺季不旺的态势，一是表明美国因自身页岩油丰富，导致油市轻质油过剩，供给过分充足；二是显示美国经济有放缓迹象，民众自驾需求降低，导致汽油需求下滑，原油库存高企。6 月美国及新加坡的炼厂均发生爆炸，或许会对裂解价差有所利好。

图 29: OECD 原油消费量 (千桶/日)

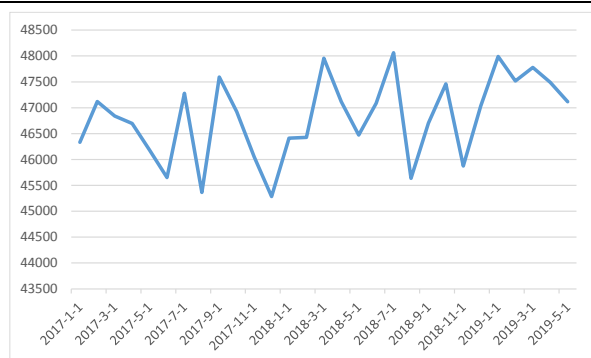
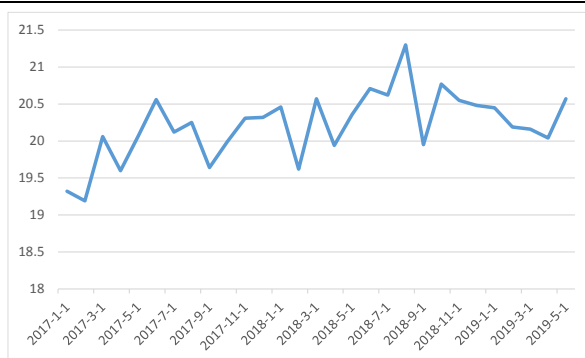


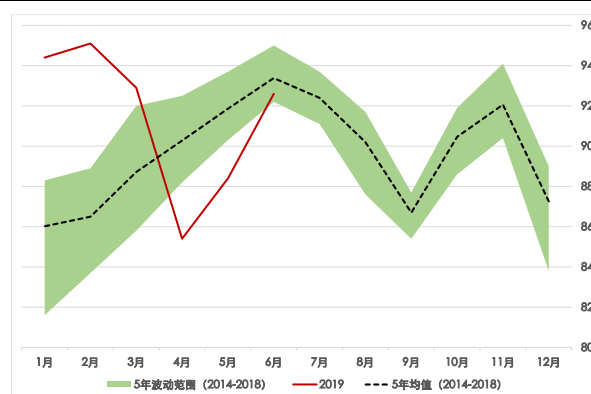
图 30: 美国原油需求量 (百万吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

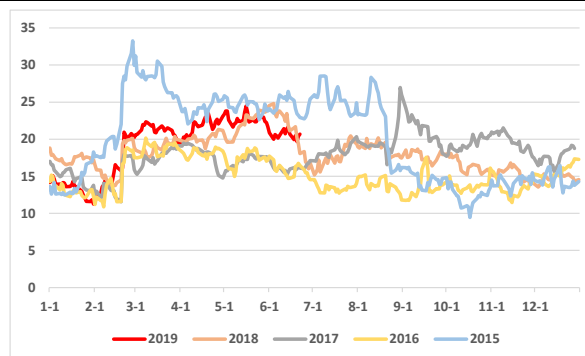
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 31: 美国炼厂开工率



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 32: 美国 WTI 各类裂解价差 (美元/桶)



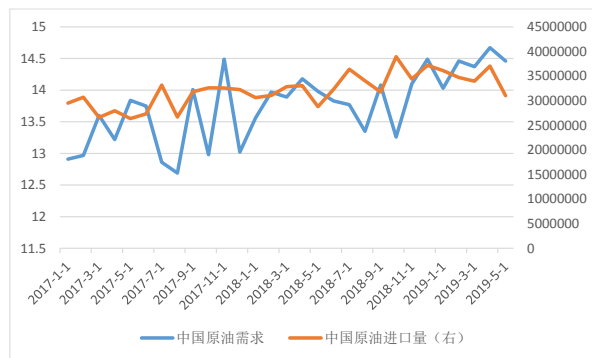
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

4.2 中国需求

作为全球需求主要增长端的中国，2019 年经济增速继续放缓，中美贸易谈判的一波三折也使中国的对外贸易充满不确定性，原油需求增速随之遭遇打压。2019 年上半年，为了防止伊朗

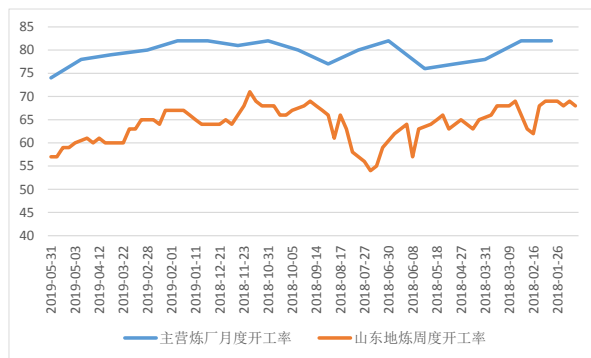
制裁豁免到期对中国原油进口的影响，中国提前大量进口了伊朗原油作为储备，导致目前山东原油库存高企，因而当前的库存状况不足以说明需求不佳。下游需求方面，2019年5月，恒力及荣盛两个千万吨级别的大炼化项目建成投产，未来这也是中国原油需求增长的一个重点。终端需求方面，自2018年底起，中国的汽车销量连续出现负增长。在汽车保有量并不充足的中国，汽车销量增速却停滞，中国的原油终端消费不容乐观。

图 33：中国原油需求量及进口量



数据来源：BLOOMBERG，卓创资讯，兴证期货研发部

图 34：中国主营炼厂及地炼开工率

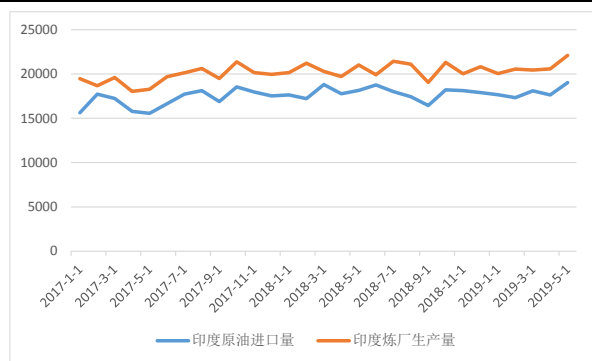


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

4.3 印度需求

印度 2019 年的经济增速预期下调了 0.2%，其原油需求增速同步放缓。尽管印度的汽油需求因大选而有显著提升，但 2019 年上半年油价大涨对印度进口原油的成本形成较大财政负担，因此需求好转只是暂时的，印度的长期需求有承压的隐患。

图 35：印度原油进口量及炼厂生产量 (千吨)



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

5. 库存

经过 OPEC 上半年的高额减产，OECD 原油库存已有显著下滑，但目前仍在 5 年均值上方。OPEC 愿意延长减产协议至下半年的一大原因也是希望降低库存，而当 OECD 库存降至 5 年均值以下时，很可能就是 OPEC 停止减产，甚至恢复增产的时刻。

美国原油库存在 2019 年 5-6 月攀升至历史高位，出现反季节性的超预期累库，这一方面说

明美国原油产量或较 EIA 的公布值更多，另一方面说明下游需求旺季不旺，虽然这可能与 5 月美国中西部地区洪灾影响炼油厂需求有关，但总体表现了美油市场供需偏弱的情况。

全球原油浮式库存在 6 月升至高位，显示因美国加强对伊朗及委内瑞拉的制裁，限制了该两国的原油出口，只能滞留在海上浮仓中。新加坡成品油库存受炼厂爆炸事件影响，三季度去库速度可能加快。

图 36: 美国商业原油库存 (千桶/日)

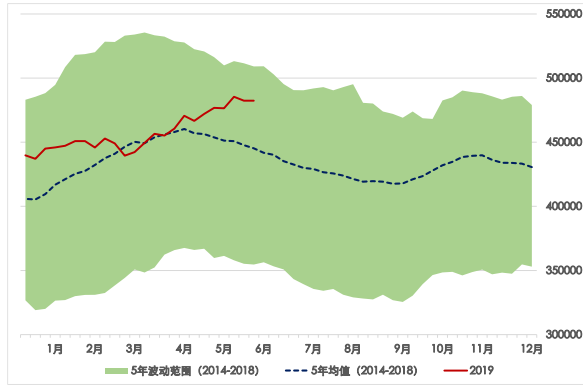
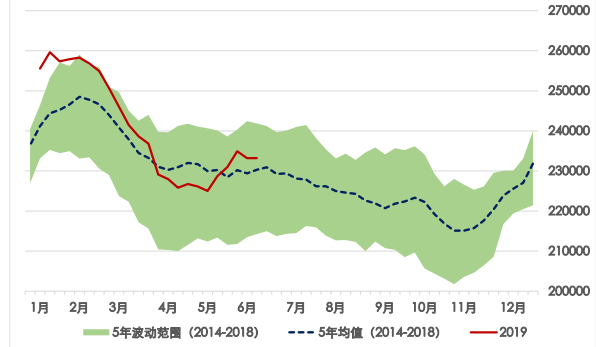


图 37: 美国汽油库存 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 36: 美国精炼油库存 (千桶/日)

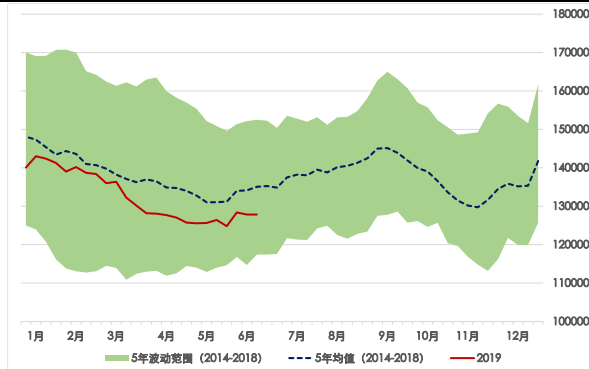
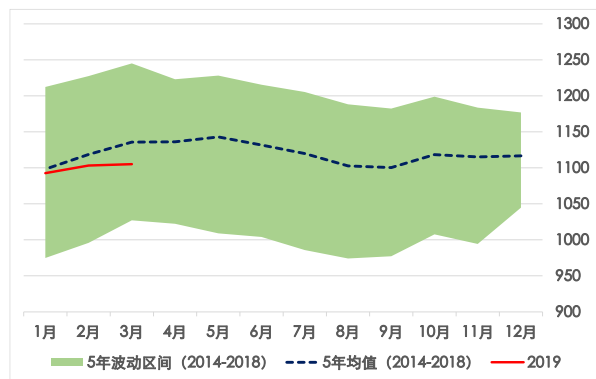


图 38: OECD 原油库存 (百万桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 40: 新加坡成品油、ARA 原油库存 (千桶)

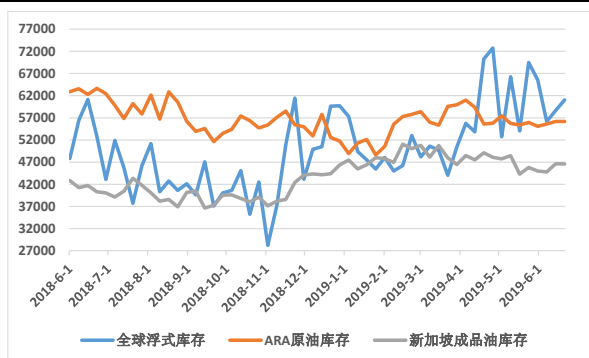
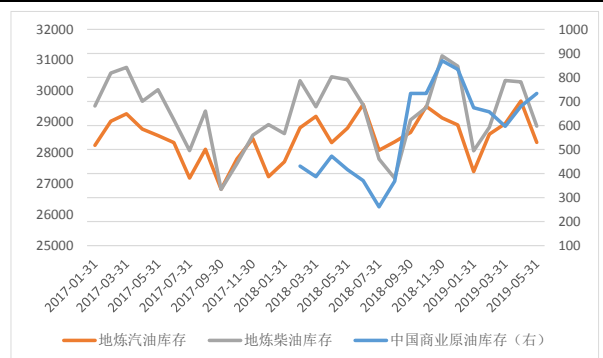


图 41: 中国商业原油及地炼汽柴油库存 (千吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

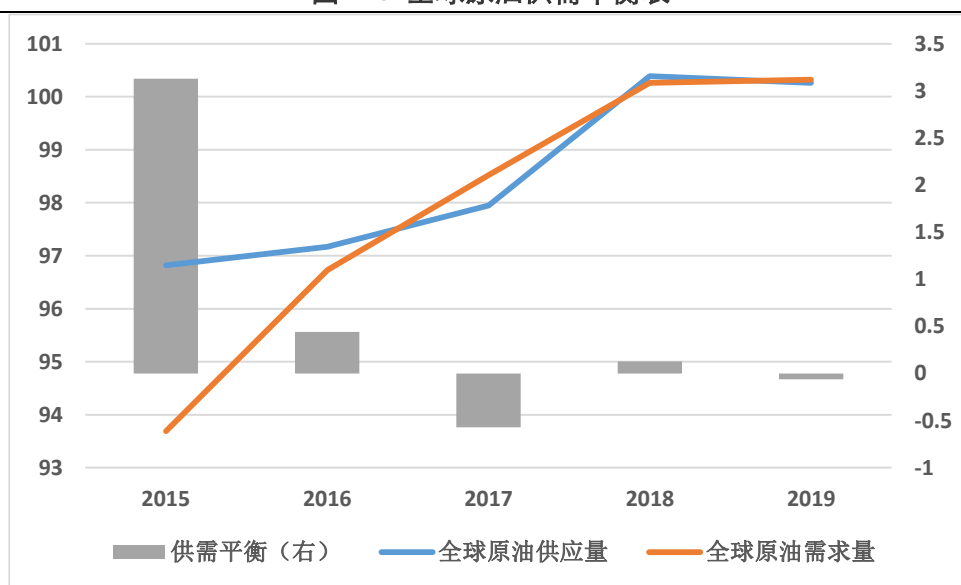
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

6.结论

油市目前的利好集中于供给端及地缘危机：OPEC+或延长减产至年底，中东乱局仍在持续。但利好中蕴含了较大风险：OPEC+尚未就减产一事达成协议，减产或被证伪，或执行力度大打折扣；中东危机能为油价提供的动力恐不长久。宏观及需求同步走弱，仍使油价承压，但三季度是传统需求旺季，即使存在旺季不旺的问题，三季度的需求仍能对油价形成一定支撑，不至于完全落入下行通道中。四季度淡季需求锐减，油价承压将更为显著。如OPEC+达成减产，2019年下半年油价将短期上行后高位震荡，中长期有较大下行风险；如减产被证伪或执行力度大减，油价或难逃下行的态势。

风险提示：OPEC+减产；中东危机；中美贸易谈判；全球宏观下行；主要经济体降息；特朗普打压油价。

图 42：全球原油供需平衡表



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

TA 谨慎看涨，关注宏观及装置

EG 供需宽松，反弹即可空配

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

投资咨询号: Z0013691

黄韵之

从业资格号: F3048897

赵奕

从业资格号: F3057989

联系人: 刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

展望下半年，中美贸易摩擦的不确定性以及全球经济增速转弱的现实仍是影响产业链整体需求的最重要因素。

当下数据仍显示终端纺服的内外需均呈现疲弱状态，若无外部利好改善，聚酯产业链需求仍难有趋势好转，将呈现明显季节波动。

聚酯产量增速而言，仍谨慎维持年初预估，在 6-7% 附近。毛利水平预计同上半年一样持稳运行。

PTA 当下库存水平尚可，下半年社会库存预计将稳步上抬，但紧平衡下，库存上抬节奏仍显著受装置检修安排以及新装置投产进度影响。

随恒力 PX 稳产运行，且后期中化弘润、恒逸文莱、浙石化等投产或相继来临，PX 下半年供求逐渐宽松，PX 毛利水平较难反弹，PTA 毛利水平预计继续维持强势。

MEG 高位库存去化仍需依赖海内外装置主动降负，若无明显降负，则高位库存仍然难去。毛利预计长期维持低位。

策略建议上，下半年 PTA 或仍以宽幅震荡为主，TA09 合约仍可逢低试多或逢低介入 9-1 正套，三季度末或面临库存积累，届时 TA11-1、1-5 反套或有机会介入；MEG 目前持续偏弱震荡，暂观望，若有技术性反弹，则可考虑单边试空或跨期反套；多 TA 空 EG 仍可继续关注，节奏把握参考 TA 单边。仅供参考。

1.PTA

上半年，PTA 先震荡后回调，回调主要因今年需求表现不佳，产业链运行不畅，各环节均有出现产成品库存较高的现象，各类宏微观数据均较去年明显转弱，且二季度中美贸易谈判反复、油价高位回调均进一步拖累 PTA 价格表现。但从库存和毛利来看，上半年 PTA 环节表现健康，社会库存积累不多，且随 PX 加工差压缩，PTA 加工差显著提升。

下半年来看，PTA 新增产能关注四川晟达的 100 万吨平稳运行，以及三季度末新风鸣的投产进度，整体产量预计增速仍有限，但在聚酯产量仅 6-7% 的预估下，社会库存预计会继续上抬，具体节奏上，6-7 月或持稳，8-9 月预计有明显增幅，10-12 月虽有新装置投产，但考虑其它装置有年检的情况下，预计持稳或小增。对 PTA 加工差预期上，下半年仍维持乐观预期，预计在 1000-1500 元/吨左右。PTA 期价预计仍将以波段行情为主。

图 1: PTA 指数（下）和布伦特原油指数（上）



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

1.1 生产与库存

2019 年 1-6 月，国内 PTA 产量预估在 2200 万吨，累计同比在 9%，去年同期在 15.71%。装置整体运行稳健，偶发故障不多，且上半年 PTA 毛利水平较高，工厂开工意愿高，平均产能利用率在 95% 以上。产量增长主要来自福海创的平稳运行，与年初估计一致，四川能投 100 万吨装置于 5 月底开车，6 月份进入产能基数，总体产能增速符合年初预期。1-5 月社会库存积累约 52 万吨，5 月末社会库存在 126 万吨上下。

下半年，新增产能需关注新风鸣 220 万吨装置，或在 Q3 底投产，但实际或有反复。产量方面，目前确定检修的大装置为福海创，于 7 月检修，其余潜在检修装置如表 1，或集中在 10-12 月，在不考虑新风鸣装置下，估计下半年产量约 2200-2300 万吨，8 月或是产量峰值。

聚酯方面，上半年产能净增 233 万吨，产量约 2423 万吨，增速约 7%。从各环节的采购及销售情况来看，由于全球经济增速放缓和贸易环境存不确定性，上半年聚酯产业链各环节的采购意愿和销售波动较大，产业链运行并不顺畅，聚酯及终端均有产成品库存过高的情况出现，对聚酯负荷及终端负荷开工不利。

尽管当下聚酯产成品库存不高，但仅是转移而非消化，在中美贸易摩擦具有长期反复性以及全球经济增速维持下滑的预期下，实际需求难言乐观，下半年预计仍有聚酯库存高企难销的

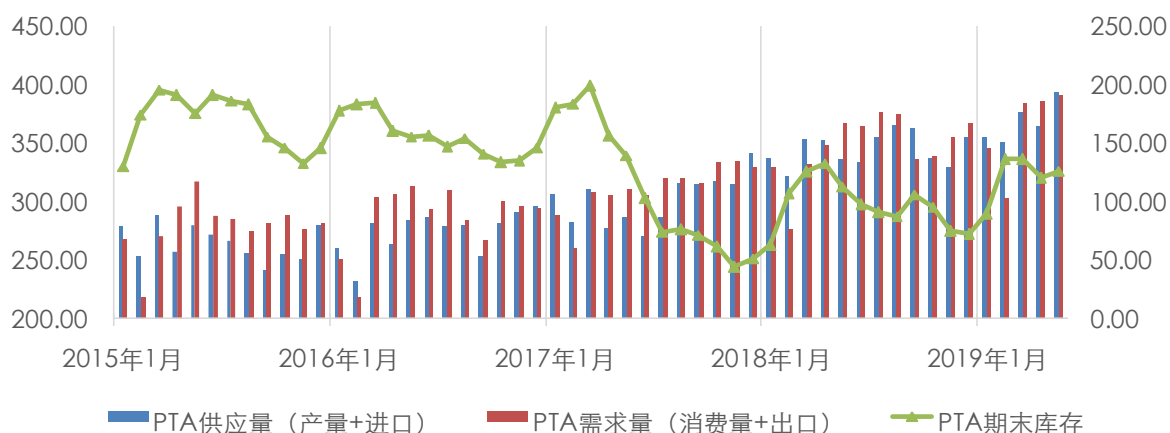
情况出现，因此对下半年聚酯产量估计偏谨慎，仍估计总体维持 6-7% 的增速。对 PTA 的社会库存节奏估计，不考虑新凤鸣装置下，6-7 月聚酯或能维持高负荷，社会库存持稳或小降，8-9 月社会库存或有明显增幅，10-12 月社会库存预计持稳或小降。若新凤鸣按计划投产，10-12 月社会库存预计将维持增势。

表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
福化工贸	450	漳州	9 成负荷运行，计划 7.3 起检修。
仪征化纤	64	仪征	6.14-6.17 检修，目前正常运行
华彬石化	140	绍兴	负荷恢复至 9 成。
逸盛（大连）	225	大连	6.12 因故降负，负荷预计逐步回升
亚东石化	75	上海	6.17 晚间检修，6.20 恢复
上海金山石化	40	上海	5.23 起检修，预计一个月
中石化洛阳	32.5	洛阳	4.22 起检修，重启预计推迟至 7 月
四川能投	100	四川	6.5 附近因故停车，预计近期重启
虹港石化	150	连云港	上一次检修 2018 年 10 月 12 天
逸盛（宁波）	220	宁波	上一次检修 2018 年 9 月 15 天
逸盛（大连）	375	大连	上一次检修 2018 年 5 月检修 15 天；2019 年 3-4 月降负 50%
BP 石化	110	珠海	上一次检修 2018 年 10 月 36 天
汉邦	220	江阴	上一次检修 2018 年 10 月 8 天
三房巷	120	江阴	上一次检修 2018 年 8 月
桐昆	150	嘉兴	上一次检修 2018 年 10 月 29 天
恒力 1 号	220	大连	上一次检修 2018 年 7 月
恒力 2 号	220	大连	上一次检修 2018 年 11 月
逸盛（海南）	200	海南	上一次检修 2018 年 10 月

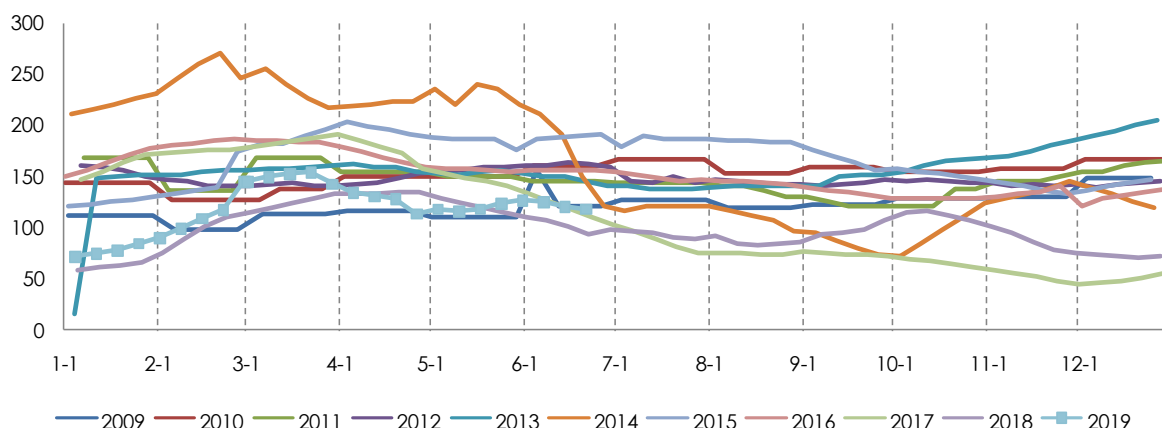
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 2: PTA 供需平衡表



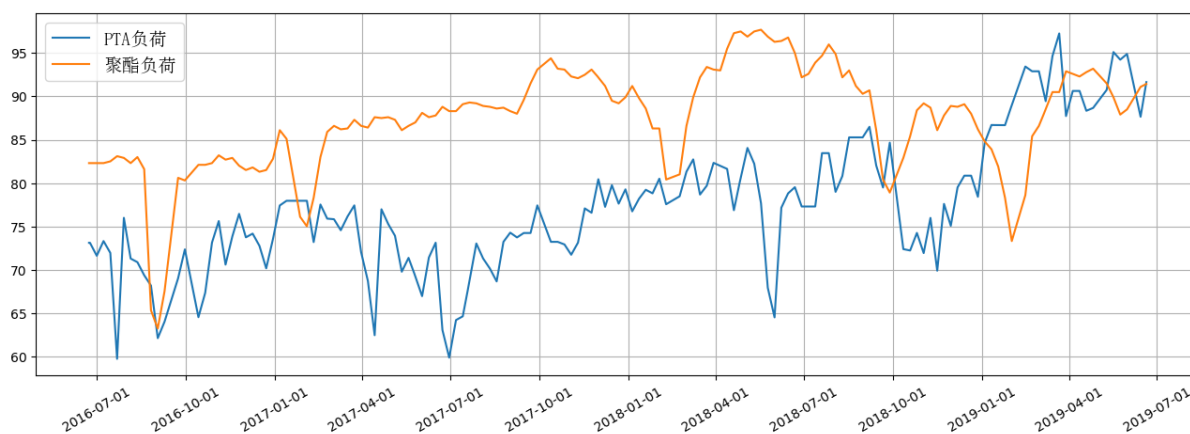
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 3: PTA 社会库存季节图



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 4: PTA 和聚酯整体负荷



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

1.2 毛利与成本

2019 年上半年, PTA 加工差表现强劲, 主要因 PX 供过于求, 而 PTA 环节议价能力在主观因素作用下明显提升。一季度日均在 830 元/吨, 环比增 130 元/吨, 同比减 140 元/吨, 工厂盈利尚可。二季度日均在 1309 元/吨, 环比增 479 元/吨, 同比增 509 元/吨。

下半年来看, PTA 全年社会库存预计呈现绝对水平逐渐上抬的走势, 但在年度轮检以及本身 TA 产量增速有限的情况下, 库存上抬幅度预期相对可控, 较难出现供给显著过剩的情况。因此对于下半年 PTA 加工差仍预期乐观, 预计平均能在 1000-1500 元/吨之间。

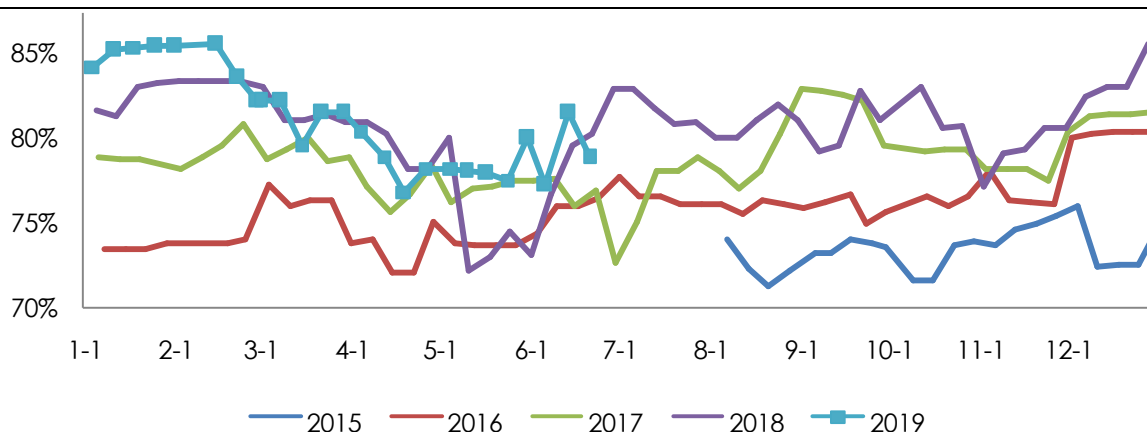
上半年, 国内 PX 总供给量约 1400 万吨, 同比增加约 15%, 恒力炼化两套 225 万吨装置投产迅速, 分别在 3 月底和 5 月底实现稳产, 另外还有彭州石化的扩产能 10 万吨。整体产能增速来看, 快于年初预期。

PX-石脑油价差方面, 呈现剧烈下行态势, 5 月末达到 289 美元/吨低位 (保现金流加工差约 280), 而后因 PTA 工厂短暂补库而有回升, 但随后再度走弱。一季度日均在 560 美元/吨, 环比减 20 美元/吨, 同比增 180 美元/吨。二季度平均仅在 378 美元/吨, 环比减 182 美元/吨, 同比增

35 美元/吨。

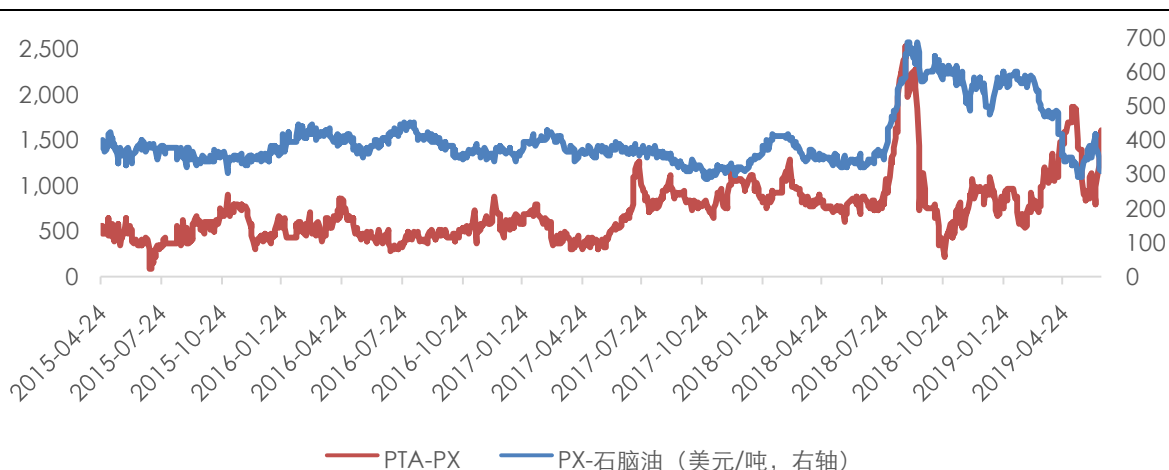
下半年预期来看，随恒力石化稳产，下半年月均产量预计增加约 40 万吨，且中化弘润预期在 7 月前后出产品，恒逸文莱预期在三季度开车，浙石化预期在四季度，下半年 PX 供给增速至少在 15% 以上，PX-石脑油价差预期持续维持弱势难涨的情况。

图 5：亚洲 PX 负荷



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 6：PX-石脑油，PTA-PX



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.MEG

上半年 MEG 价格稳步走弱，25% 以上的产量增速使 MEG 行业进入供过于求的低迷周期，毛利表现显著下滑。煤制 MEG 的接受度在增加，上半年聚酯工厂较多采购煤制 MEG，MEG 工厂低产品库存，但进口 MEG 难消，港口库存高企，市场面临洗牌。而工厂出于立品牌、占份额等考虑，也没有轻易降低负荷，因此在聚酯产量增速有限的情况下，MEG 供求始终宽松。5-6 月部分高成本工厂降负后，MEG 社会库存增速放缓。

下半年看，在中美贸易摩擦的长期反复以及全球经济增速维持下滑的预期下，聚酯产量增速预计仍在 6-7% 附近，而尽管目前 MEG 社会库存增速放缓，但除非供给进一步减少或需求恢复，不然前期积累的大量库存仍难去化，且停车装置均具备快速复工生产的能力，MEG 供求仍

呈现宽松。因此对于下半年 MEG 库存预期上，预计维持高位运行状态，毛利仍预期难有反弹。MEG 期价预计仍将以低位运行为主。

图 7: MEG 指数（下）和布伦特原油指数（上）



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

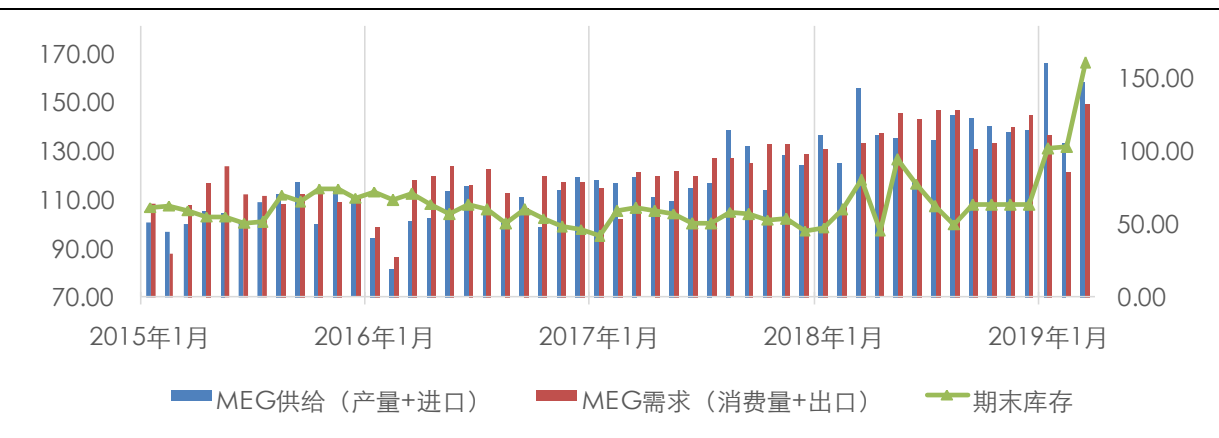
2.1 供给与库存

2019 年上半年，国内 MEG 名义产能在 1070.5 万吨，其中煤制在 441 万吨，产能无增长。上半年产量约在 382 万吨，同比增长 26%，负荷率平均仅在 71%，产量增长主要来自去年投放的煤制产能，但同时过快的产能增长使 MEG 毛利水平快速下降，长期低于现金流的毛利水平限制了企业开工。

进口方面，上半年进口估计在 540 万吨上下，累计同比约在 7%。聚酯方面，上半年产能净增 233 万吨，增速约 4%，上半年产量约 2423 万吨。乙二醇社会库存上半年积累约 110 万吨，供应显著过剩。

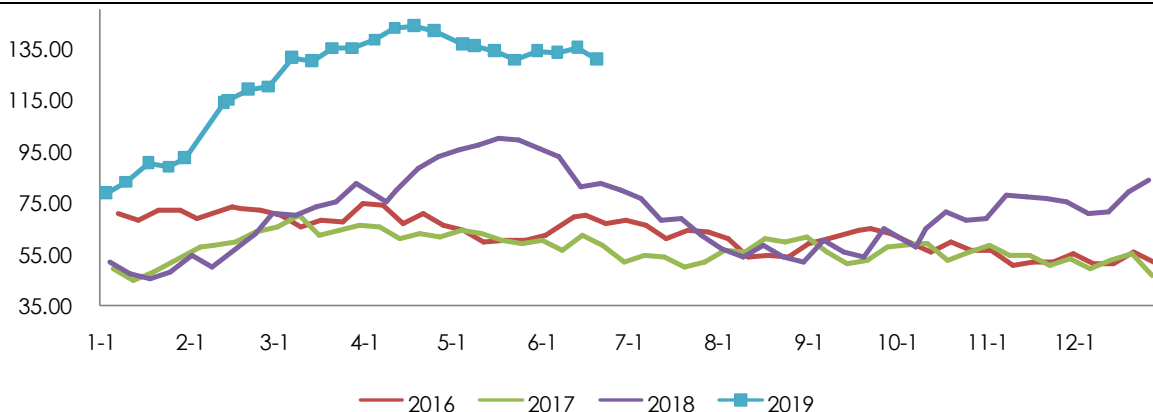
下半年来看，聚酯产量预期在增速在 6-7%。MEG 各路线毛利持续低迷限制负荷提升，国内 MEG 目前负荷已在相对低位，大陆以外也有如台湾南亚等装置暂停，但尽管如此，MEG 月供应量仍有 140 万吨上下，与需求量持平，在需求增速预期有限的情况下，除非下半年海内外检修增多，或需求显著增量，MEG 供给仍将显著大于需求，上半年积累的库存仍较难去化。

图 8: MEG 供需平衡表



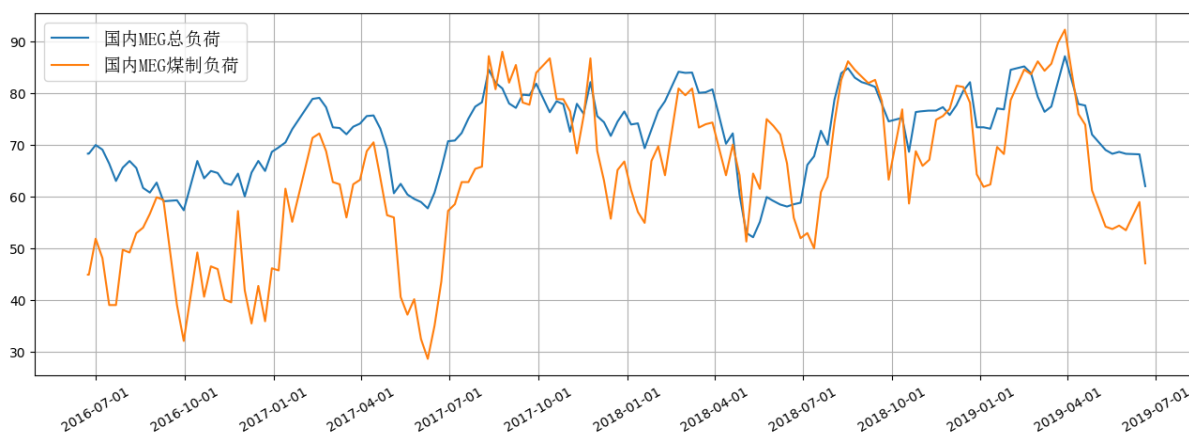
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 9: MEG 港口库存



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 10: 国内乙二醇整体负荷和煤制乙二醇负荷



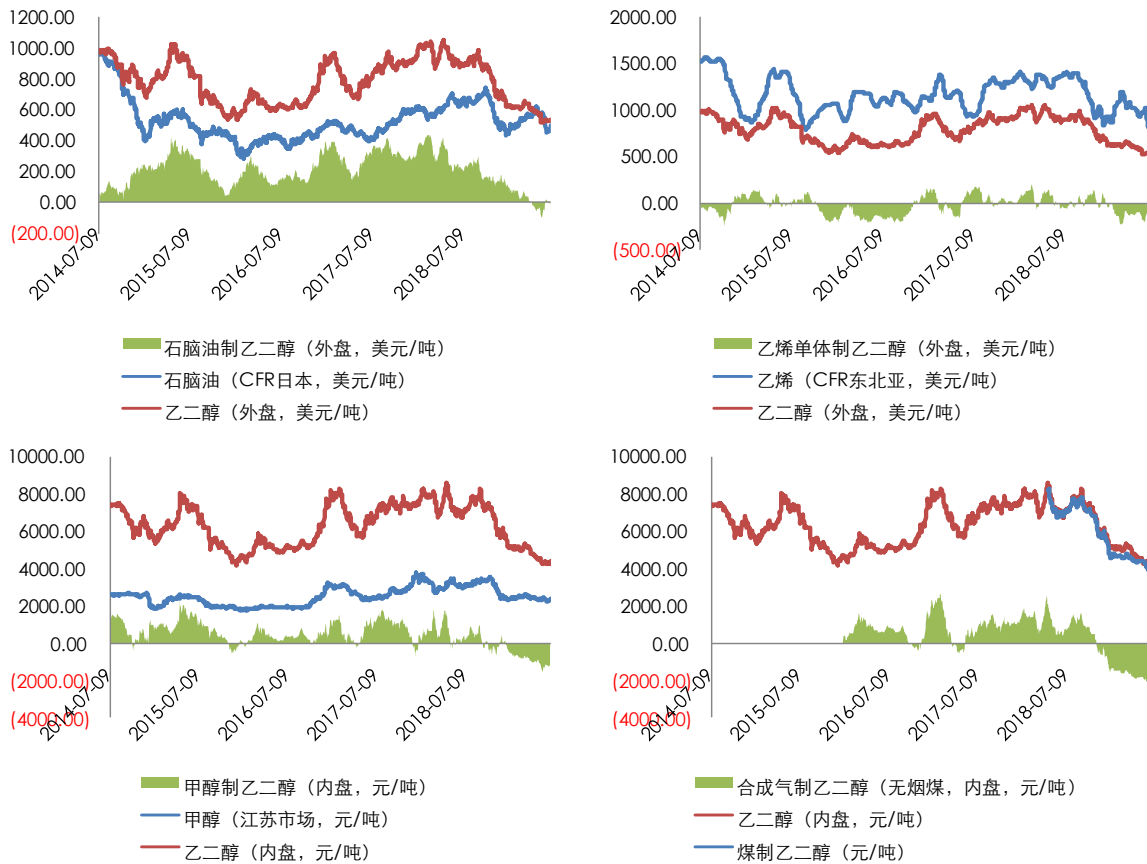
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

2.2 加工毛利

上半年 MEG 各路线现金流维持弱势, 纸面亏损持续放大。石脑油路线现金流日均仅 14 美元/吨, 乙烯单体及甲醇单体季均在 -972 元/吨和 -890 元/吨, 同比减 1500 元/吨和 1400 元/吨。煤制纸面同样亏损, 且亏损程度逐级加剧。

下半年看, MEG 毛利预计仍将维持弱势难涨。即使下半年聚酯产量增速提高, 国内 MEG 也有大量产量可释放, 且目前短纤跟瓶片掺混煤制 MEG 比例已提升至较高水平, 上半年国内开工的煤制 MEG 工厂均能顺利出货, 维持低厂库运行。若无装置因亏检修增多, 在聚酯增速无超预期增长下, MEG 毛利较难反弹。

图 11: 乙二醇各路线纸面现金流



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 聚酯

上半年聚酯产量增速符合年初预期, 在 6-7%。受中美贸易摩擦及全球经济增速下滑影响, 终端订单量同比偏差, 采购意愿转为谨慎, 因此聚酯产销同比偏低, 产成品库存同比偏高。6 后聚酯产销放量, 库存快速下降, 有利支撑聚酯开工, 但从产业链反馈来看, 终端订单并无实质性好转, 仅是中美领导人通话后的缓和预期, 使库存从聚酯转移至终端。

下半年来看, 在中美贸易摩擦长期反复以及全球经济增速下行的预期下, 聚酯产销仍会在某些时段表现同比偏低, 聚酯库存仍会在三季度积累至较高水平, 因此对下半年聚酯的负荷及产量仍保持谨慎观点, 维持聚酯产量增速在 6-7% 的预期。

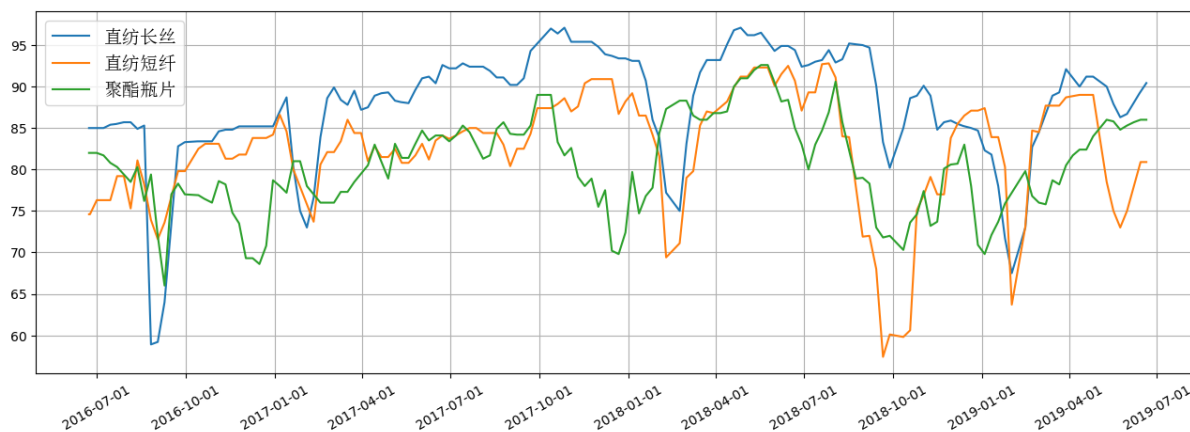
3.1 供需库存

2019 年上半年, 上半年产能净增 233 万吨, 增速约 4%, 上半年产量约 2423 万吨, 增速约 7%, 基本符合年初 6-7% 的产量增速预期。上半年聚酯产能利用率在 87%, 年内春节和 4-5 月负荷有明显降负, 因年内产销不佳情况较多, 产成品库存同比明显偏高。但 6 月, 随中美领导人通话提振市场情绪, 刺激终端采购后, 聚酯工厂产成品库存恢复至较低水平, 有望支撑未来 1-2 个月的开工。

下半年来看, 终端产成品库存、纺服产业链存货、国内纺服零售额、纺服出口增速等指标

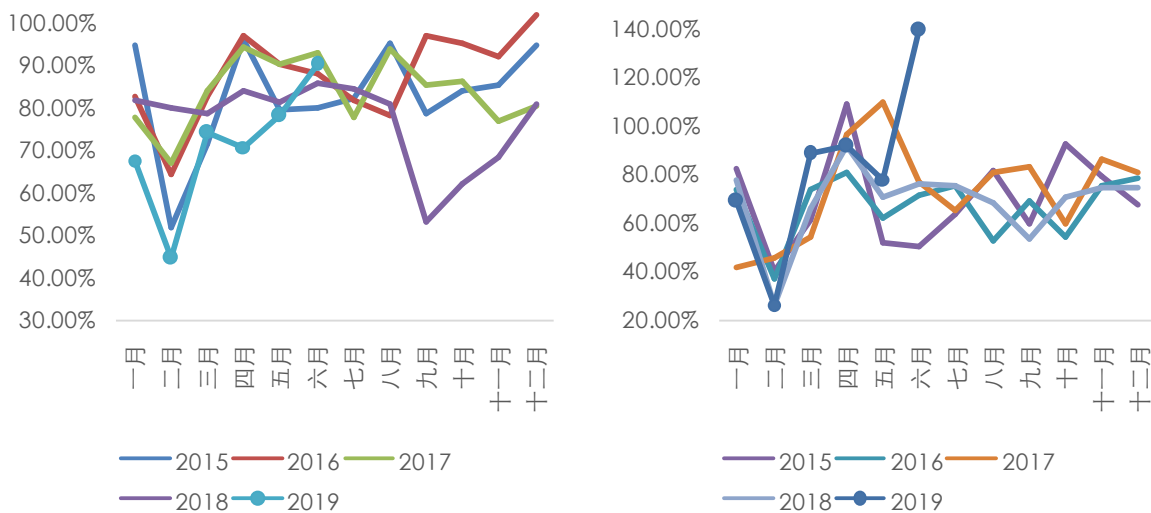
仍显示终端没有明显好转，除非未来中美贸易实质性缓和或经济政策刺激增速回暖，聚酯产成品库存仍有在三季度大幅积累可能，下半年聚酯负荷难以长期维持高位运行，因此对下半年聚酯产量增速仍维持 6-7% 的预期。

图 12：长丝、涤短、瓶片负荷



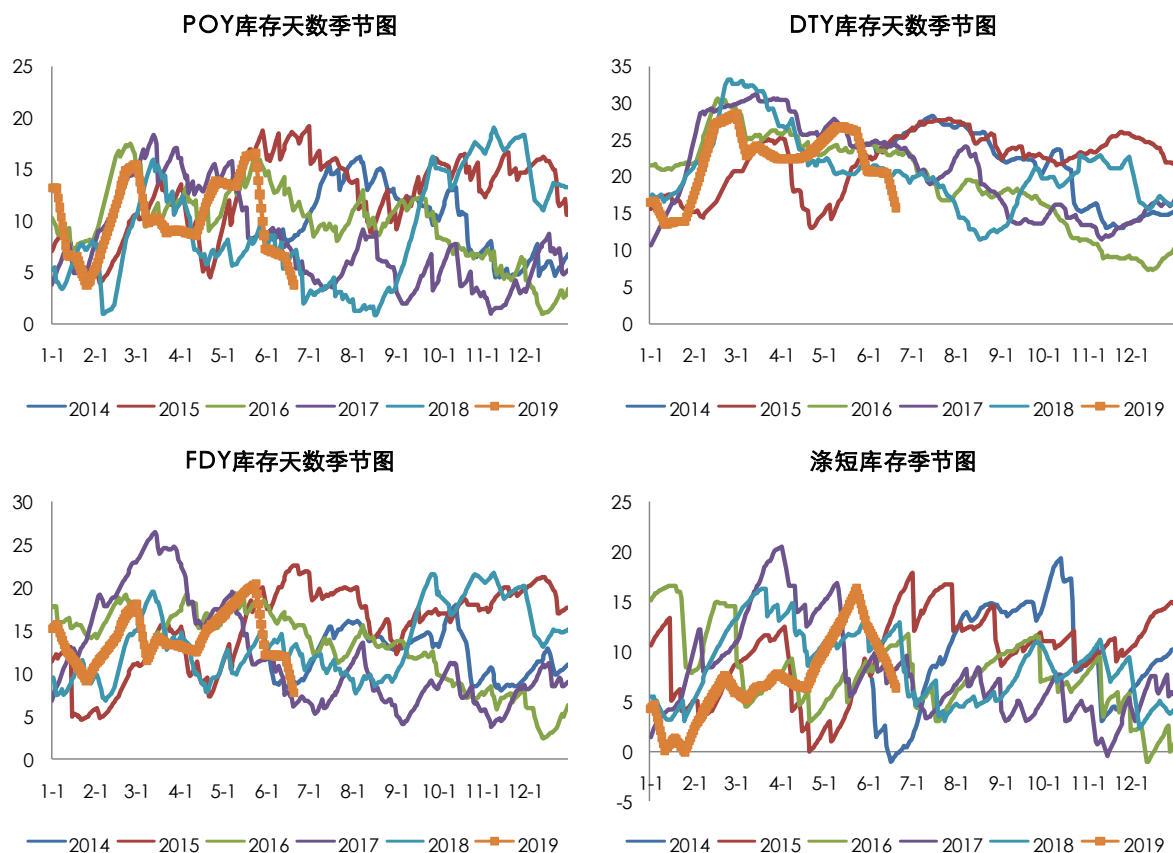
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 13：长丝（左）和涤短（右）月均产销



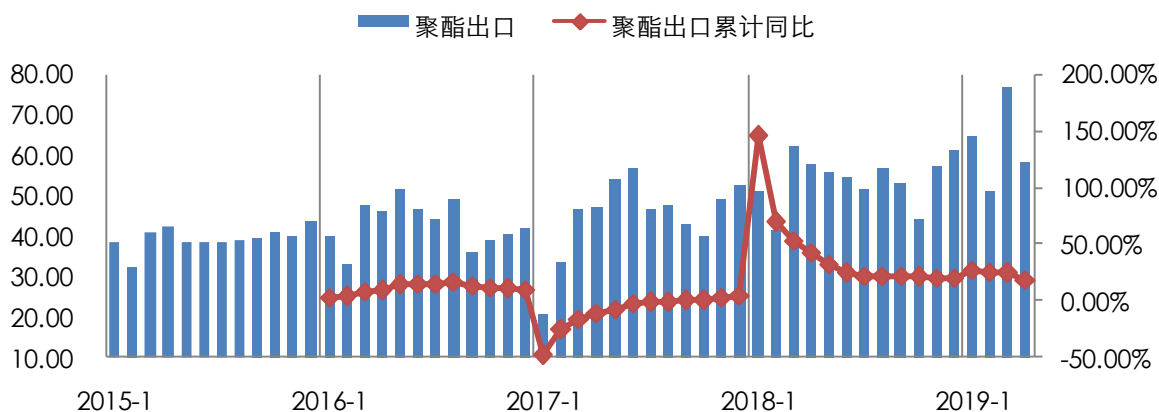
数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图 13：长丝及短纤库存天数



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 14：聚酯出口以及累计同比



数据来源：CCF，兴证期货研发部

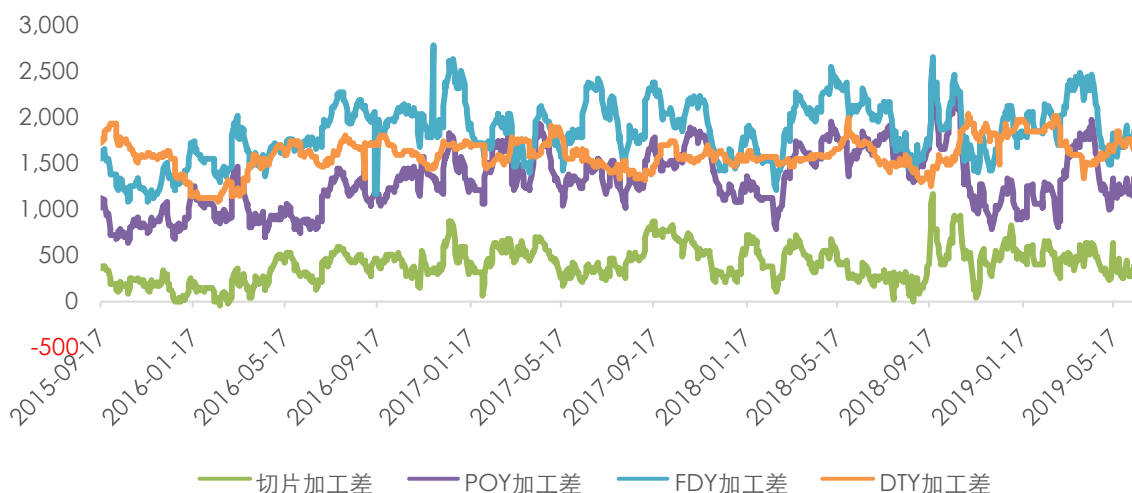
3.2 加工毛利

上半年，各聚酯产品纸面现金流表现平稳，除 2-3 月有一定低迷外，其余时间均表现尚可。品种上，POY 及涤短弱于去年同期，但其余品种与去年持平。

典型品种表现上，半光切片日均现金流 181 元/吨，同比增 20 元/吨；POY 日均 162 元/吨，同比减 152 元/吨；FDY 日均 420 元/吨，同比增 15 元/吨；DTY 日均 435 元/吨，同比增 127 元/吨；涤短日均 359 元/吨，同比降 45 元/吨；瓶片日均 374 元/吨，同比降 817 元/吨。

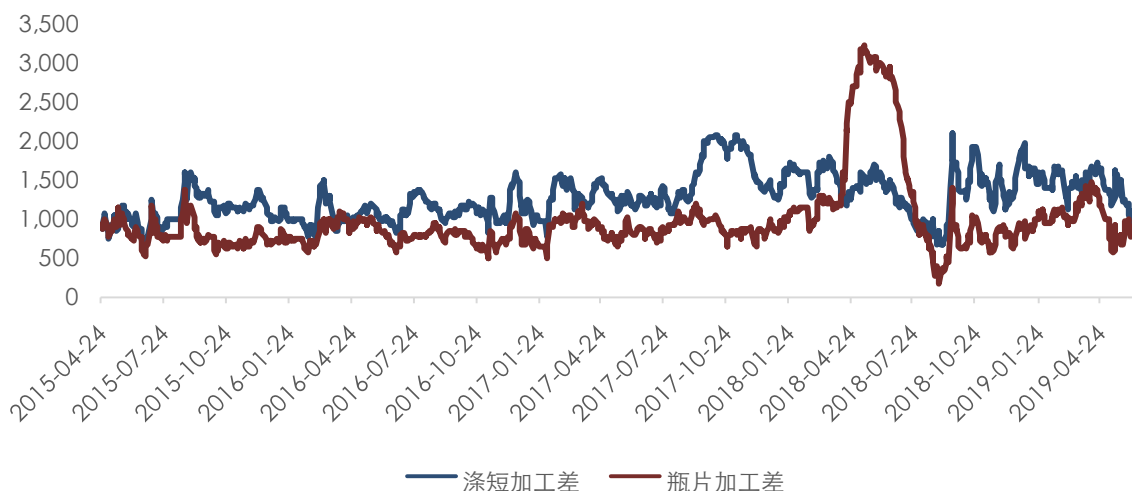
下半年来看，当下产业链不利之处仍在于终端订单不佳，终端产成品同比仍处于较高水平，尽管当下聚酯产成品库存尚可，但更多是转移至终端手中，透支了未来的采购需求，实际需求表现仍因贸易环境的不确定性以及经济增长走弱的现实而难以放量。若目前经济增长走弱的现实维持，那预计下半年终端采购仍将呈现偏谨慎，聚酯仍会在三季度有明显季节性累库，聚酯加工毛利较难有显著提升，预计以平稳运行为主。

图 15: 切片、POY、FDY、DTY 加工差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: 瓶片、涤短加工差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

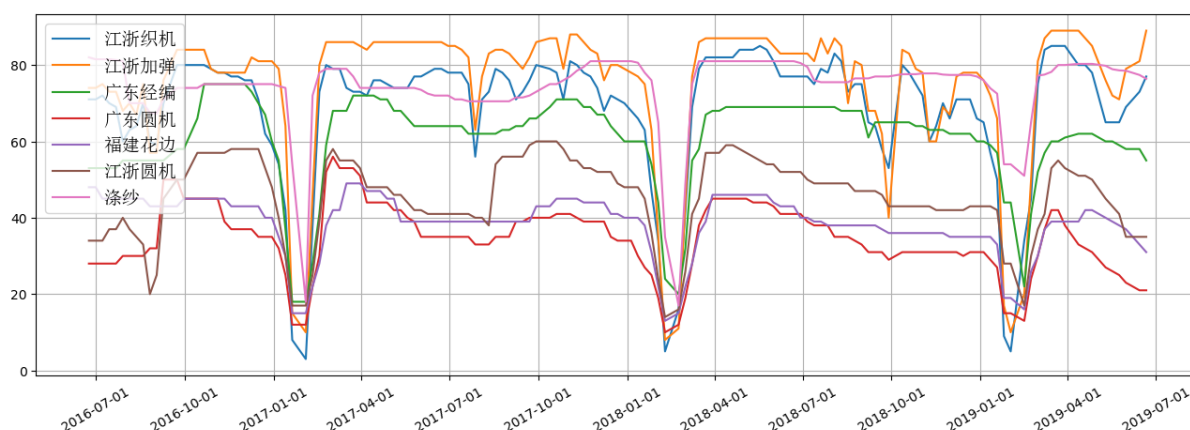
3.3 终端纺服的宏观数据

上半年，终端各类纺织机械负荷同比偏低。江浙织机、江浙加弹、华南织机平均在 62.7%、69.3%、42%和 73%，同比变化-6%、-4%、-6%和-1%。

轻纺城成交数据看，上半年日均成交总量 952 万米上下，同比少 63 万米左右。化纤布日均在 639 万米左右，同比少 39 万米。

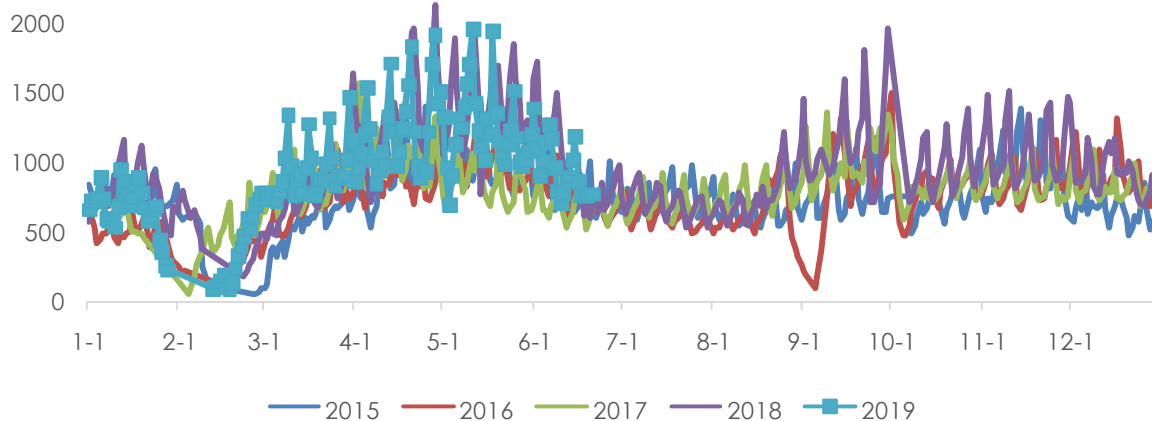
盛泽地区坯布库存同比偏高，处于历史高位，6 月下旬 42 天，同比增 19 天。

图 17: 终端负荷



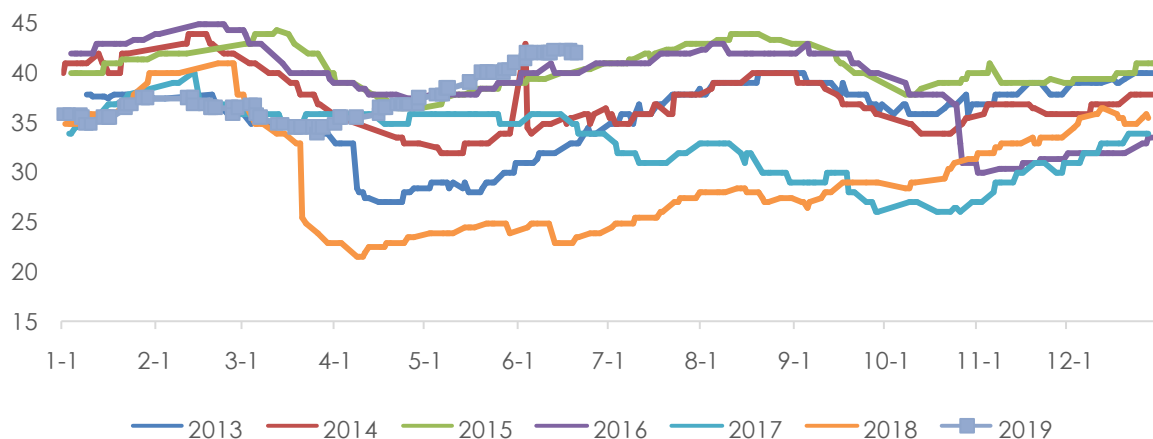
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 18: 轻纺城成交量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

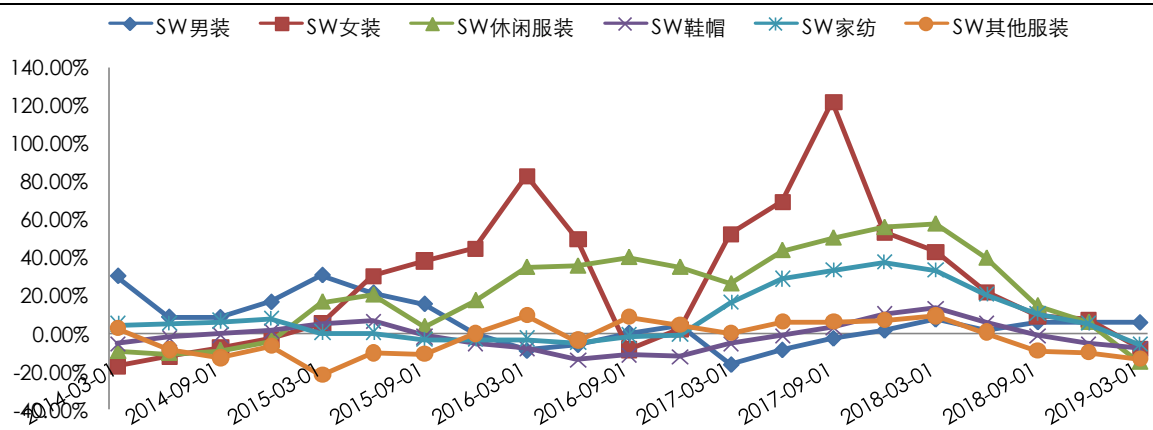
图 19: 盛泽地区坯布库存天数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

A 股市场的纺服板块营收情况表现疲弱, 去年表现突出的女装、休闲服装、家纺的 2019 年一季度营业收入同比仅在-7.92%、-15.16%和-5.85%, 去年同期在 42.92%、57.89%和 33.19%。

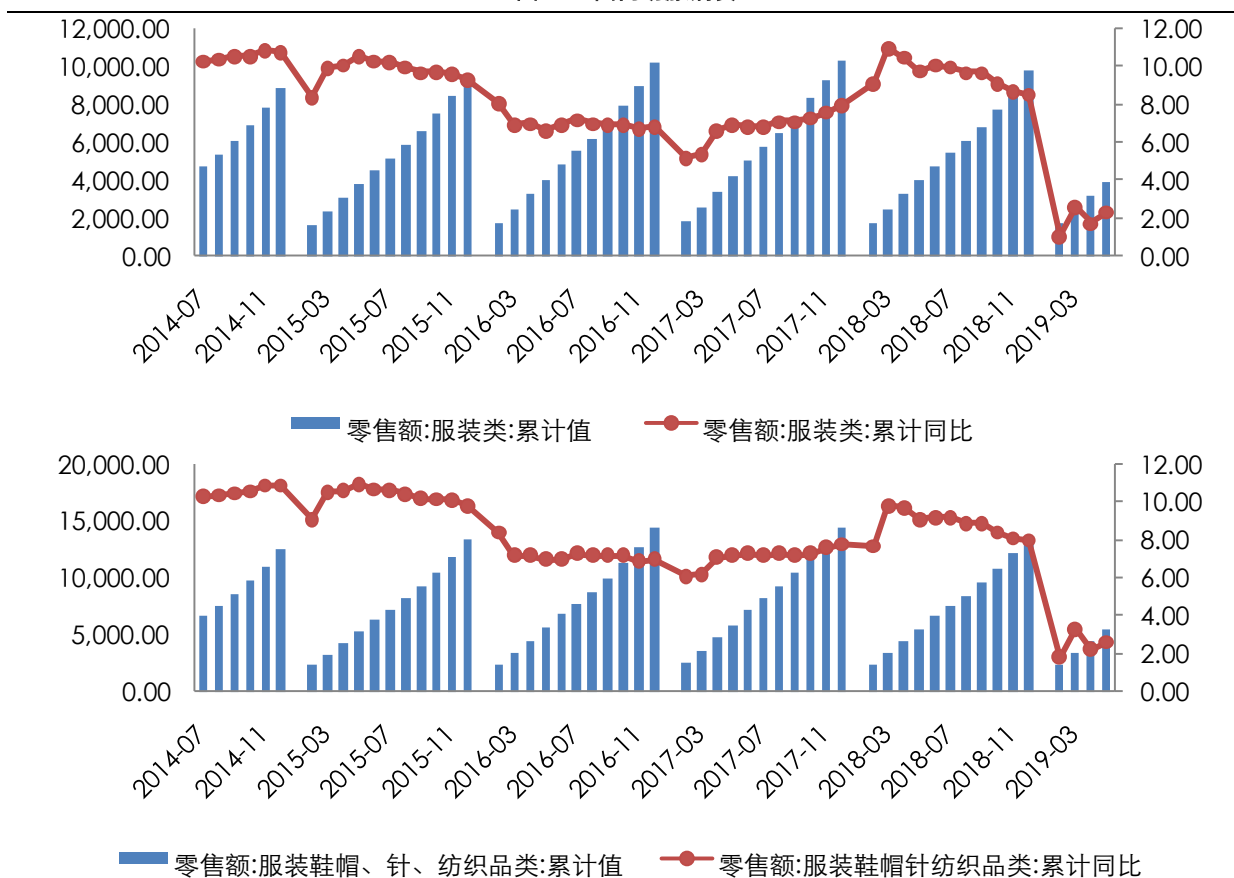
图 20: A 股纺服板块各子类营收情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

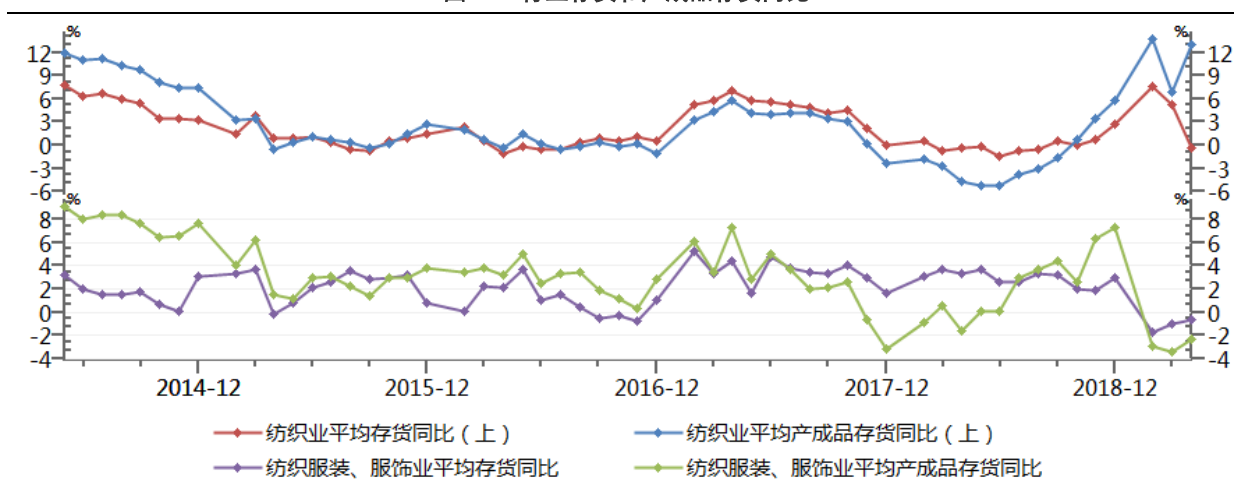
内需方面, 据统计局公布数据显示, 2019 年 1-5 月, 限额以上服装类商品零售总额累计值在 3974 亿元, 累计同比在 2.3%, 去年同期在 9.8%。限额以上服装鞋帽针纺织品零售总额累计值在 5458.9 亿元, 累计同比在 2.6%, 去年同期在 9.1%。

图 21: 国内纺织服装消费



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 行业存货和产成品存货同比

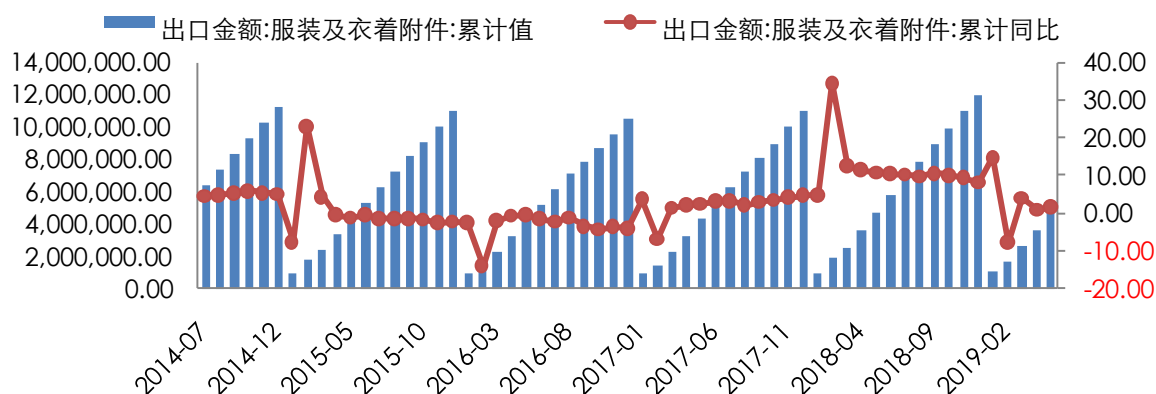
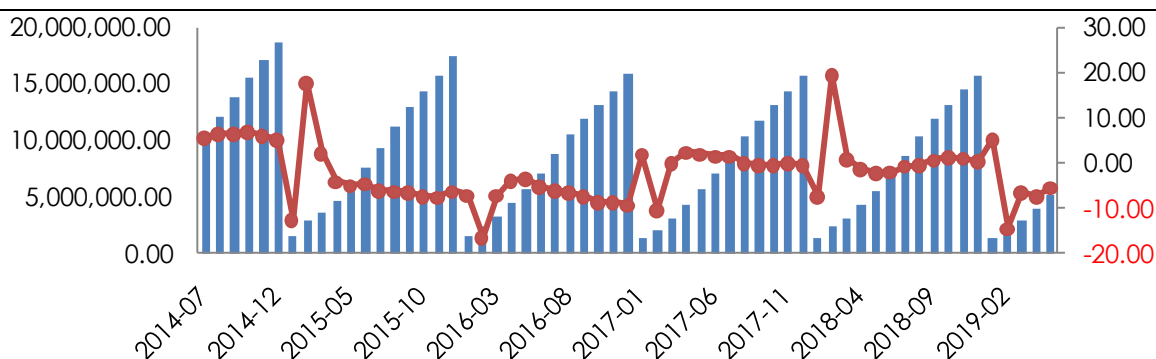


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2019年1-5月我国累计出口纺织纱线、织物及制品4831200万美元, 累计同比1.5%, 去年同期在10.7%。累计出口服装及衣着附件5127660万美元, 累计同比在-5.5%, 去年同期在-2.2%。

美国服装及服装面料类的批发商库存销售比截止2019年4月末在2.17, 去年同期在1.98。

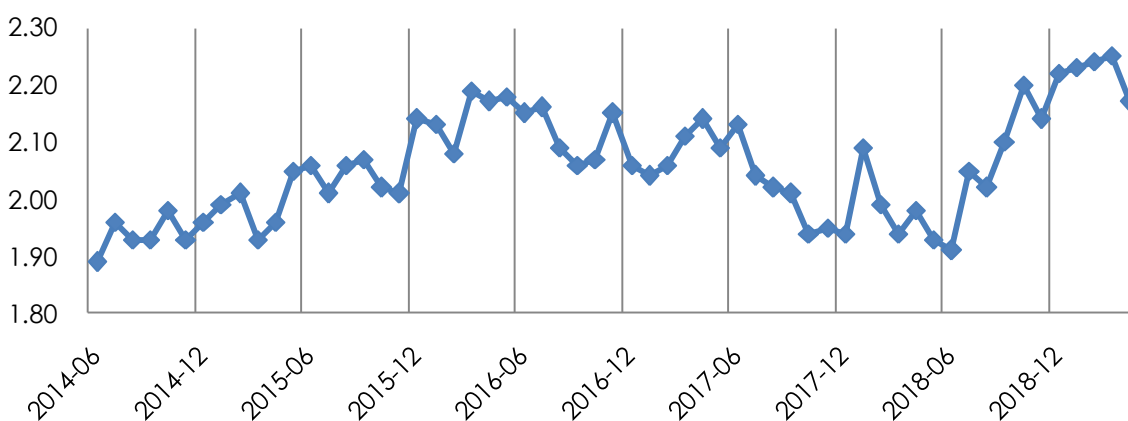
图 23: 纺织服装出口情况



■ 出口金额:服装及衣着附件:累计值 ● 出口金额:服装及衣着附件:累计同比
■ 出口金额:纺织纱线、织物及制品:累计值 ● 出口金额:纺织纱线、织物及制品:累计同比

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 美国批发商纺服库销比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.策略建议

展望下半年,中美贸易摩擦的不确定性以及全球经济增速转弱的现实仍是影响产业链整体需求的最重要因素。当下数据仍显示终端纺服的内外需均呈现疲弱状态,若无外部利好改善,

聚酯产业链需求仍难有趋势好转，将呈现明显季节波动。

PTA 当下库存水平尚可，下半年社会库存预计将稳步上抬，但紧平衡下，库存上抬节奏仍显著受装置检修安排以及新装置投产进度影响。随恒力 PX 稳产运行，且后期中化弘润、恒逸文莱、浙石化等投产或相继来临，PX 下半年供求逐渐宽松，PX 毛利水平较难反弹，PTA 毛利水平预计继续维持强势。

MEG 高位库存去化仍需依赖海内外装置主动降负，若无明显降负，则高位库存仍然难去。毛利预计长期维持低位。

策略建议上，下半年 PTA 或仍以宽幅震荡为主，TA09 合约仍可逢低试多或逢低介入 9-1 正套，三季度末或面临库存积累，届时 TA11-1、1-5 反套或有机会介入；MEG 目前持续偏弱震荡，暂观望，若有技术性反弹，则可考虑单边试空或跨期反套；多 TA 空 EG 仍可继续关注，节奏把握参考 TA 单边。仅供参考。

豆粕需求萎缩，豆油供需现缺口

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

2019年下半年全球大豆供应维持宽松局面，但中美贸易争端导致大豆地区库存分布不均衡。中美贸易争端的走势还将对未来大豆的价格产生非常大的影响。

受非洲猪瘟影响，国内豆粕的养殖需求萎缩超预期，下半年将更严重，这导致豆粕需求减少，对豆粕价格形成压力。

我国豆油的供应主要依靠进口大豆压榨。由于进口大豆压榨量大幅萎缩，豆油供应同比减少。下半年，豆油消费旺季到来，豆油将迅速去库存，带动豆油价格走高。

棕榈油产量的持续增加导致国际棕榈油价格大幅下挫。未来棕榈油价格将偏弱运行，争夺豆油和菜籽油市场份额。国内三大油脂品种中，棕榈油的价格走势相对最弱。

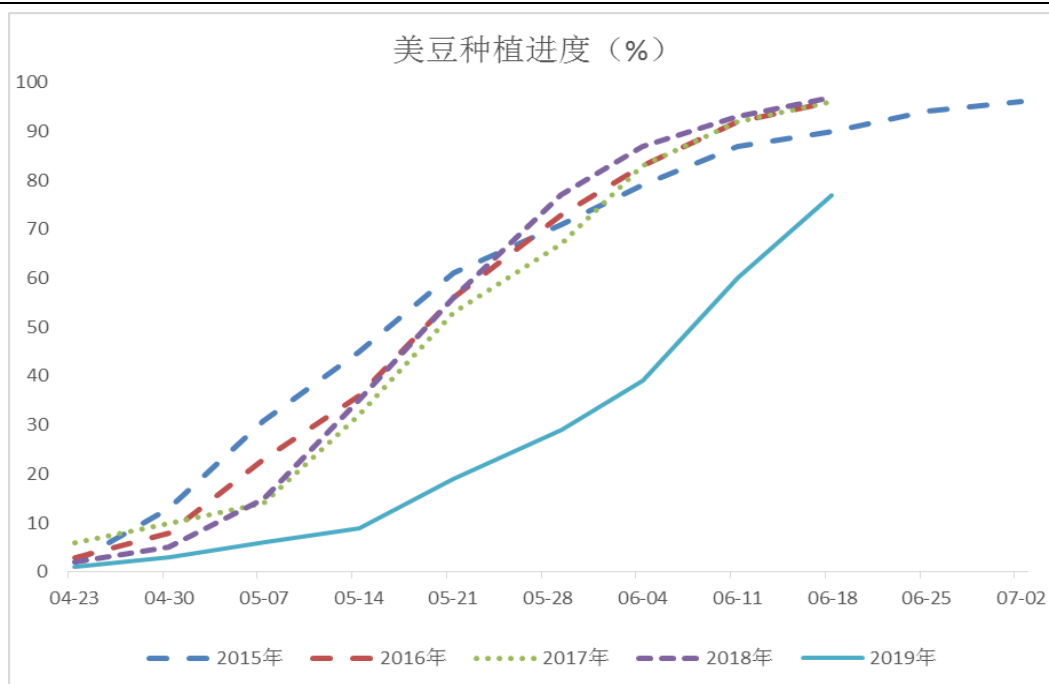
大豆：供求宽裕

整体来看，2019年下半年全球大豆的供求仍旧维持宽裕局面，但库存的地区分布不均衡成为影响价格的主要因素。2018/19年度，美国大豆的产量达到1.23亿吨，创出历史新高。2019/20年度，美国大豆种植面积大幅萎缩。受洪涝灾害的影响，美国大豆的种植进度要远低于正常水平，这将给大豆单产造成影响。因此，美国大豆的产量将大幅下降。巴西方面，尽管种植面积增加，但受单产下降影响，2018/19年度巴西大豆的产量小幅下降到1.17亿吨。5月以来，中美贸易争端升级，巴西大豆的销售大幅增加，价格也出现走高，较高的价格将会刺激未来巴西农户继续增加大豆的种植面积。阿根廷大豆产量恢复性反弹，2018/19年度产量达到5600万吨，较去年的3780万吨大幅增加。今年阿根廷国内的大豆库存小幅反弹，供求仍旧略显偏紧张。2019年底阿根廷大豆的种植面积可能继续提高。因此，未来全球大豆供应可能小幅下降，但仍旧维持高位，供求宽松状态将延续。

1.美国大豆基本面

2019年，美国大豆的种植进度偏慢。如图1所示，截止6月18日，美国大豆的种植率只有77%，远远低于往年正常水平，这可能会影响未来美国大豆的单产和总产水平。后期美国天气炒作的概率也比往年更高。

图1：美国大豆种植进度



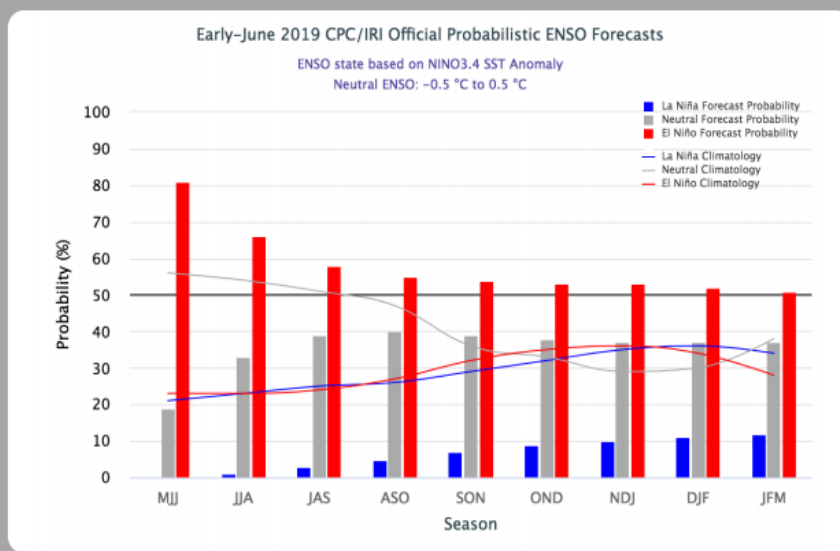
数据来源：USDA、兴证期货研发部

产量方面，2018/19年度美国大豆的收割面积达到历史第二高的3565万公顷，单产达到3.47吨/公顷，大豆的产量创出历史新高，达到1.237亿吨。2019/20年度，预期美国大豆的收割面积为3392万公顷，较去年大幅下降5%以上。目前美国农业部将大豆的单产设定在3.33吨/公顷的趋势单产水平。我们认为这个预估明显偏低，美国大豆单产会更高，但由于种植进度偏慢，后期市场存在天气炒作的空间。

以目前的气候情况看，2019 年秋冬季全球气候维持厄尔尼诺的概率超过 50%。由于厄尔尼诺现象给南北美洲带来丰沛的降雨，整体有利于大豆生长。因此，未来全球大豆的单产可能会维持高位。

图 2：全球气候走势情况

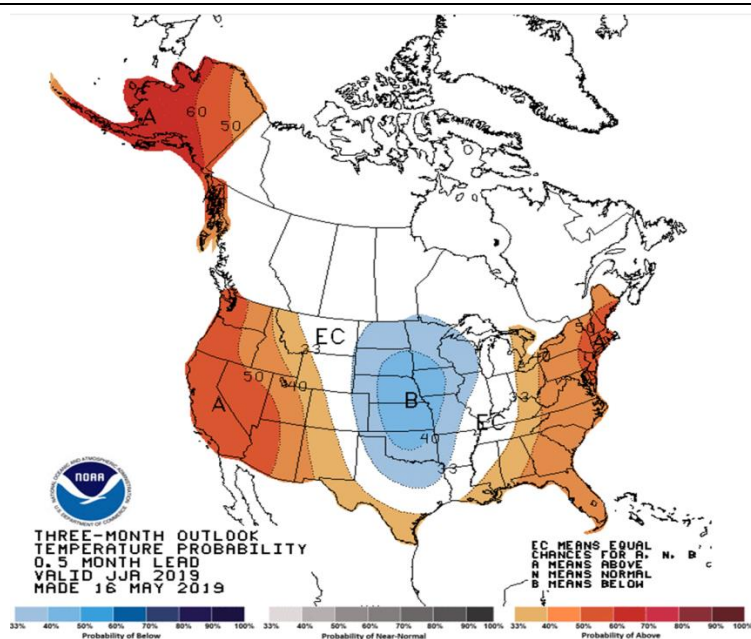
El Niño is favored to continue with chances nearing 50% in Northern Hemisphere fall and winter.



数据来源：USDA、兴证期货研发部

从美国本土及大豆主产区的情况看，如图 3 所示，未来三个月美国大豆主产区的气温将持平或略低于往年正常温度，这对播种偏晚的大豆生长不利。

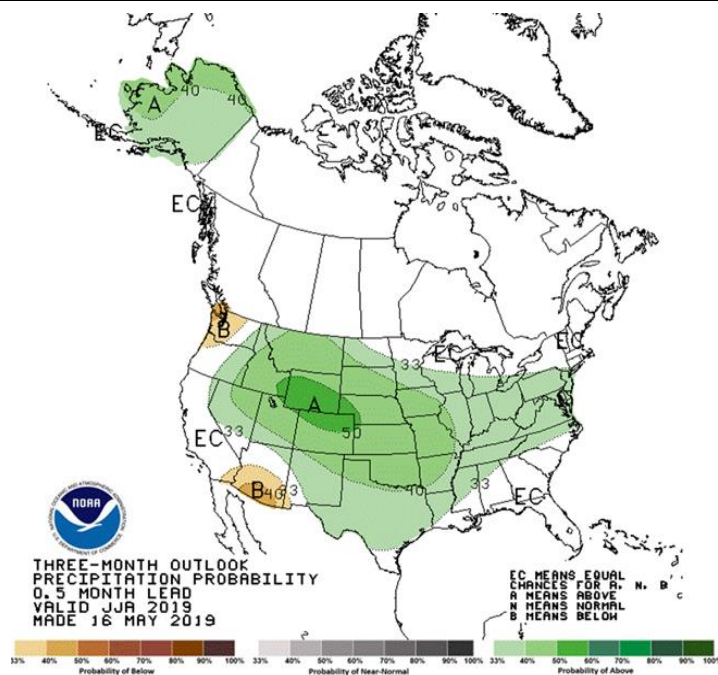
图 3：美国气温预测



数据来源：NOAA、兴证期货研发部

从降雨的情况看，未来三个月美国大豆主产区大部分地区的降雨概率高于往年水平，不排除部分地区出现洪涝灾害的可能。因此，2019年下半年美国大豆天气炒作的空间相对较大。

图 4：美国降雨预测

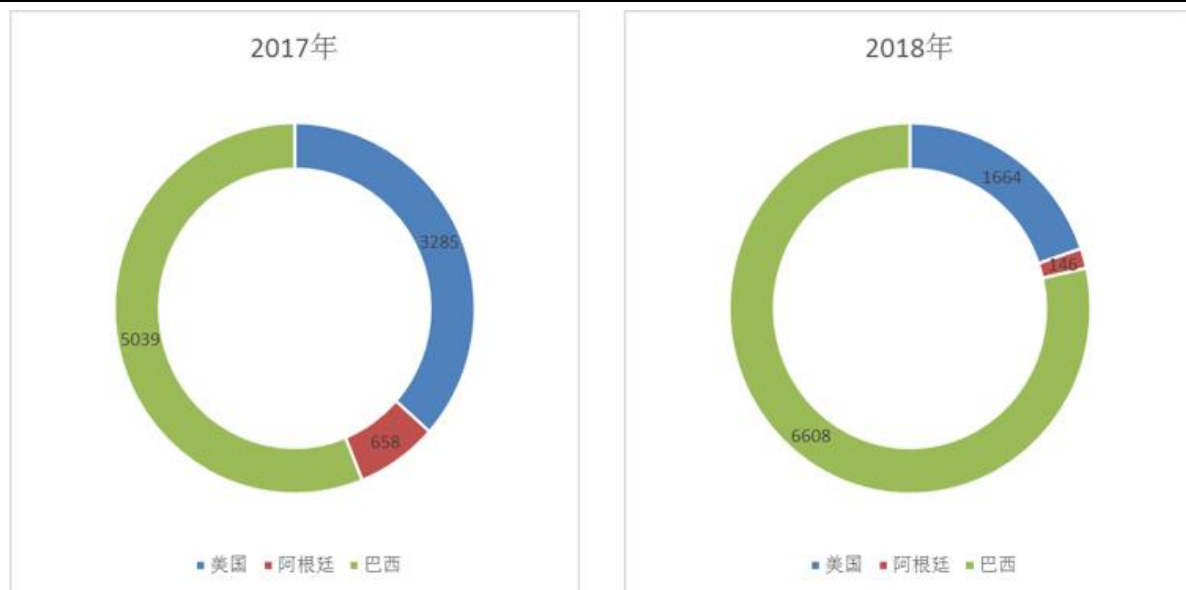


数据来源：NOAA、兴证期货研发部

综合美国大豆的种植面积、种植进度以及未来生长期的天气状况，我们认为美国大豆的单产水平将有所下滑，但维持趋势单产之上，今年大豆生长期的天气炒作空间比较大。

需求方面，美国是目前全球大豆产量最高的国家，但 2019/20 年度将被巴西超越。美国大豆的消费量仅次于中国，位于全球的第二位。大豆的出口量仅次于巴西，也是全球大豆出口的主要国家。如图 5 所示，2017、2018 年日历年期间，中国大豆主要进口国的大豆进口情况。

图 5：中国大豆进口（万吨）

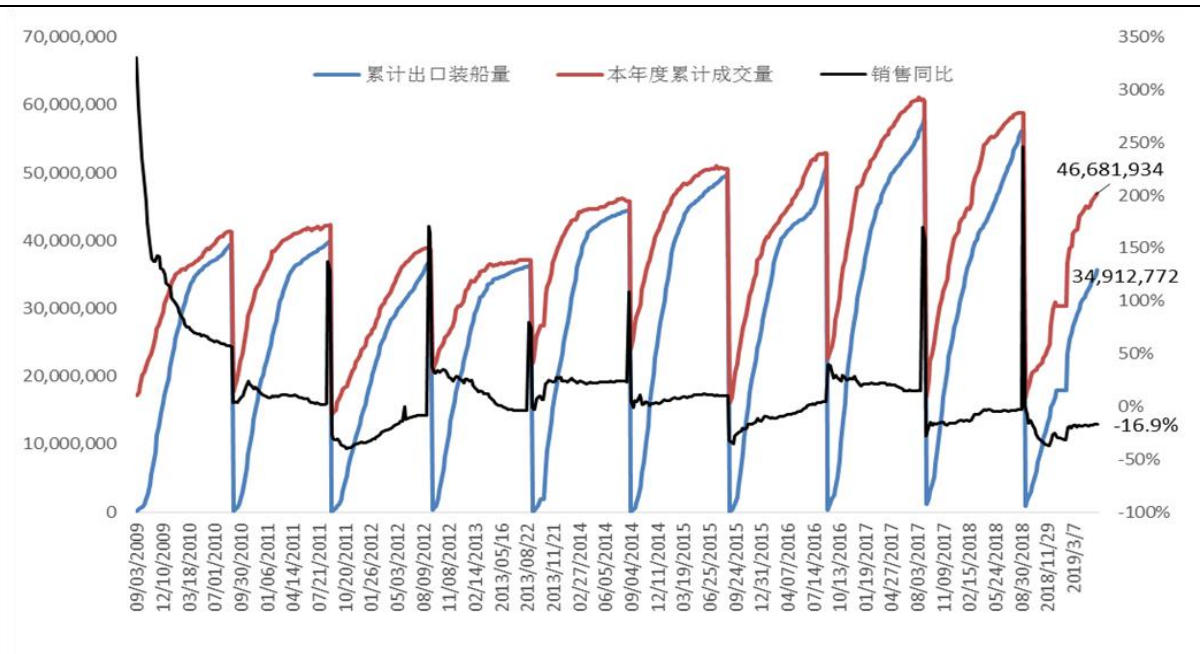


数据来源：海关总署、兴证期货研发部

对比可以看出，受中美贸易战的影响，中国进口美国大豆的数量大幅减少 1500 万吨，而进口巴西大豆增加 1600 万吨，巴西大豆弥补了美国大豆出口减少的市场份额。

如图 6 所示，受中美贸易争端的影响，美国大豆的出口销售数据大幅低于去年水平，同比降幅接近 17%，对美国大豆的需求利空。

图 6：美国大豆销售（吨）

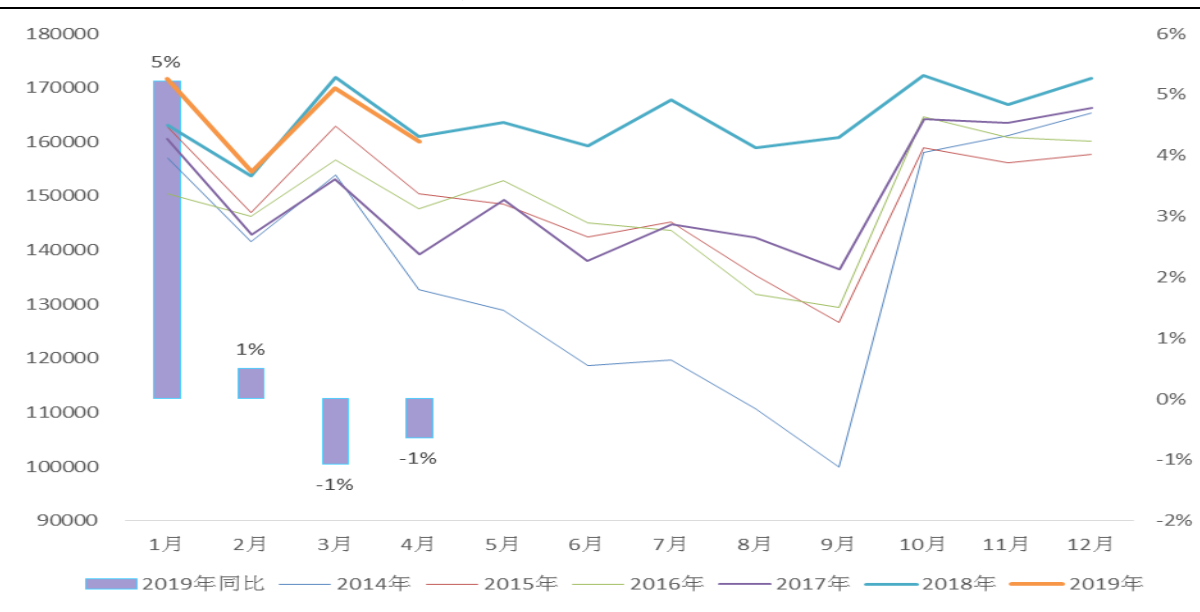


数据来源：USDA、兴证期货研发部

2019 年以来美国大豆销售同比降幅居高不下，尤其是 5 月以后中美贸易争端再次升级，出口销售降幅同比再度扩大。

压榨方面，美国国内大豆的压榨需求并未延续去年大幅增加的情况。如图 7 所示，美国大豆的压榨量基本维持去年的水平。从今年 2 月开始，大豆的压榨量同比出现负增长。

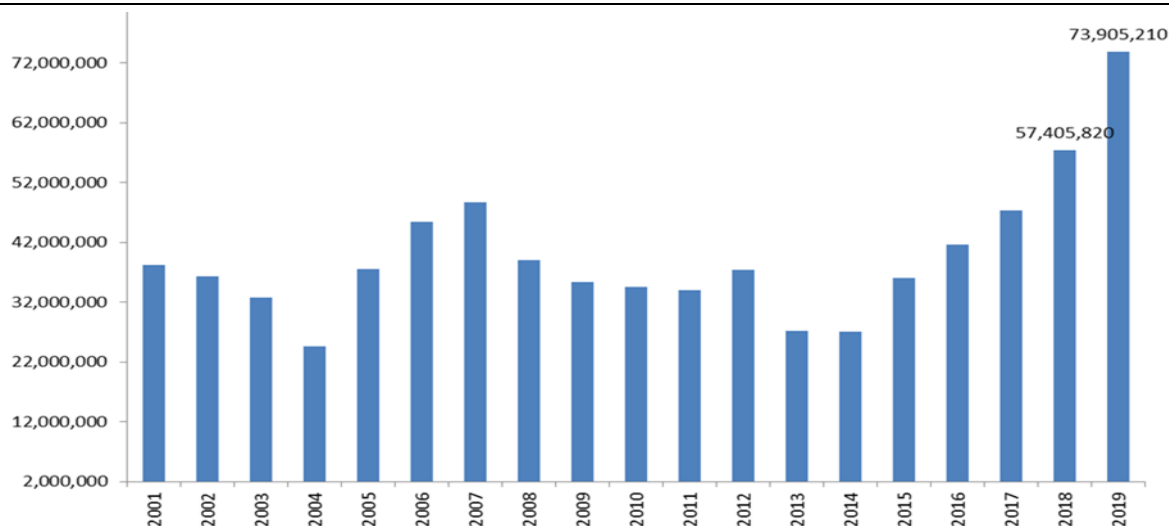
图 7：美国大豆压榨量（千蒲式耳）



数据来源：NOPA、兴证期货研发部

库存方面,截止 3 月 1 日,美国大豆的季度库存达到 7391 万吨,这是历史同期的最高记录,比去年同期的 5740 万吨足足增加了 1651 万吨。自 2014 年开始,美国大豆的库存水平不断增加,充裕的库存将给大豆价格带来很大压力。

图 8: 美国大豆季度库存 (吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

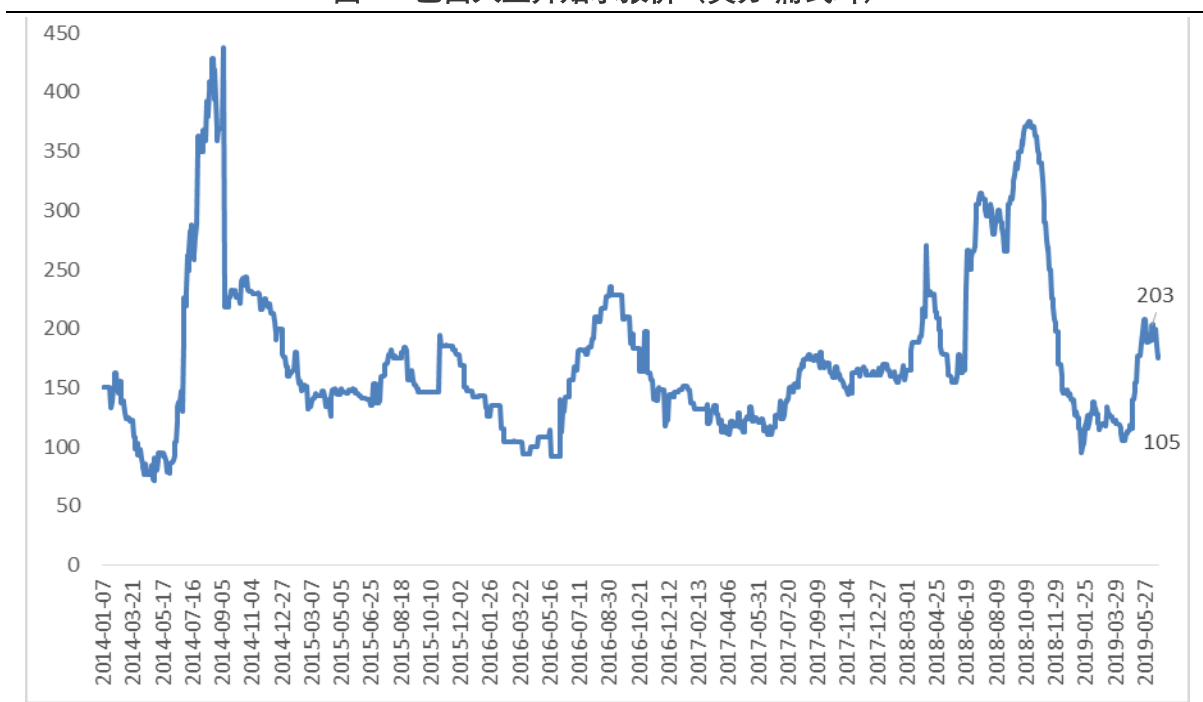
综合供求方面的信息,我们认为 2019/20 年度随着美国大豆的产量走低,美国大豆的供求状况可能会有所好转,但供求过剩状态会继续打压外盘期货价格。

2 巴西大豆基本面

2018/19 年度巴西大豆的产量达到创记录的 1.17 亿吨。巴西压榨量次于美国,出口量要远远高于美国,是全球大豆出口量最大的国家。

产量方面,2019 年 4 月巴西大豆基本收割完毕,产量达到 1.17 亿吨,维持历史高位。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。另外,巴西 MT 州可供种植农作物的土地不断开垦增加,也有利于大豆种植面积的增加。从目前的情况看,中美贸易争端升级,巴西大豆出口出现了大幅增加且升贴水价格也不断走高,使得巴西大豆的去库存顺利。农户在种植收益较好的情况下,今年年底继续增加大豆种植面积的概率大增。如下图 9 所示,近期巴西大豆销售的升水大幅走高,保证了大豆销售价格达到 10 美元/蒲式耳以上,种植收益率达到 15% 以上。另外,从气候情况看,2019/20 年度,南美洲出现厄尔尼诺气候的概率达到 50%,可能给巴西带来非常充沛的降雨,有利于大豆的生长,因此后期巴西大豆的单产和产量数据可能维持高位。

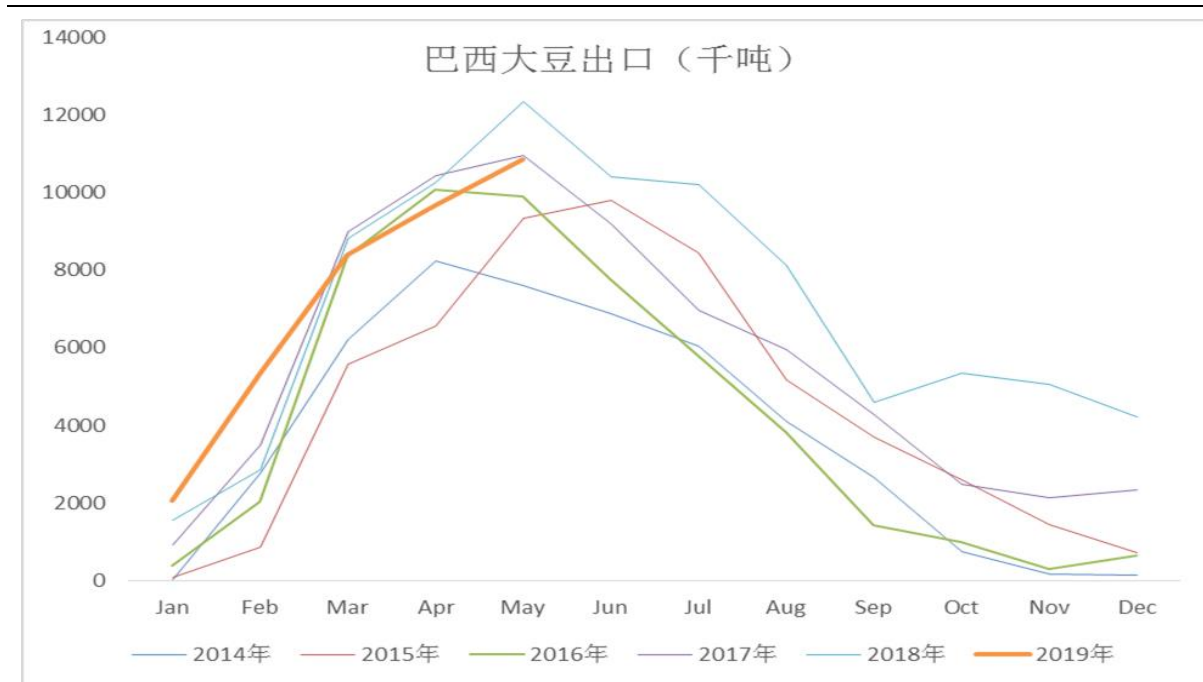
图 9：巴西大豆升贴水报价（美分/蒲式耳）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

需求方面，巴西大豆的出口占需求的比重最大。如图 10 所示，2019 年巴西大豆的出口数据基本维持高位水平。中美贸易战使得中国企业放弃进口美国大豆转而进口巴西大豆。在中美贸易战升级的情况下，后期巴西大豆的出口量可能继续大幅增加，一直持续到 9 月以后，巴西大豆库存基本见底。因此，可以预期巴西大豆的出口动力仍旧非常强劲。

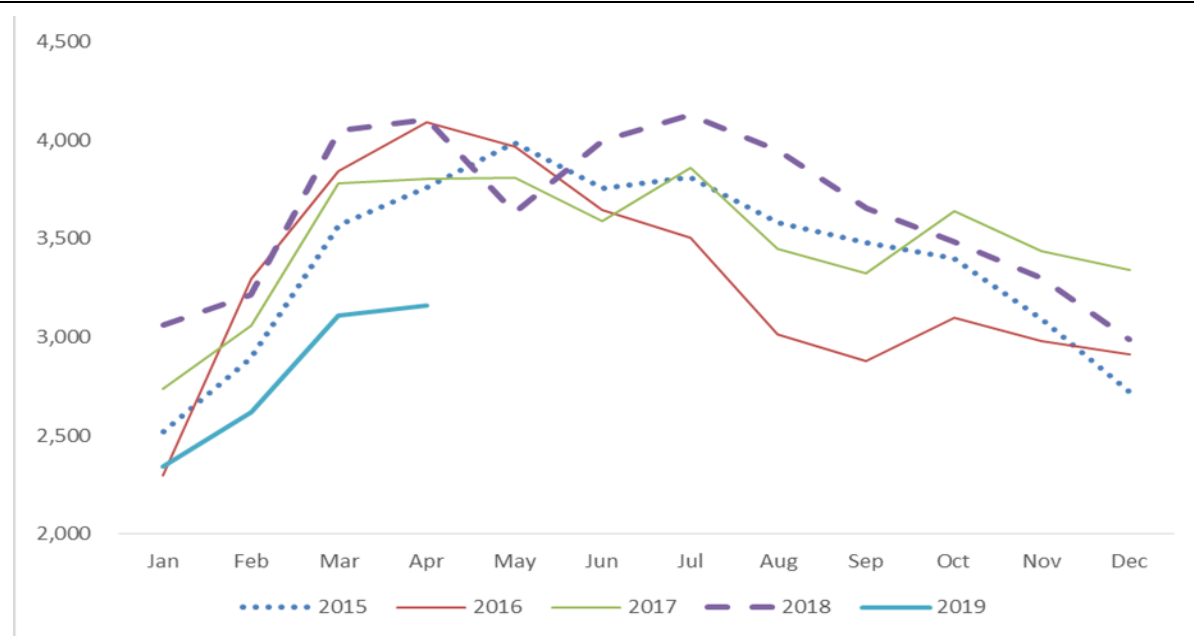
图 10：巴西大豆月度出口量（千吨）



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，部分抑制了国内大豆的压榨需求。如图 11 所示，今年巴西大豆的压榨量同比大幅低于去年水平，降幅达到 30%。在出口旺盛、价格大幅走高的情况下，后期的压榨数据可能继续维持低迷状态。

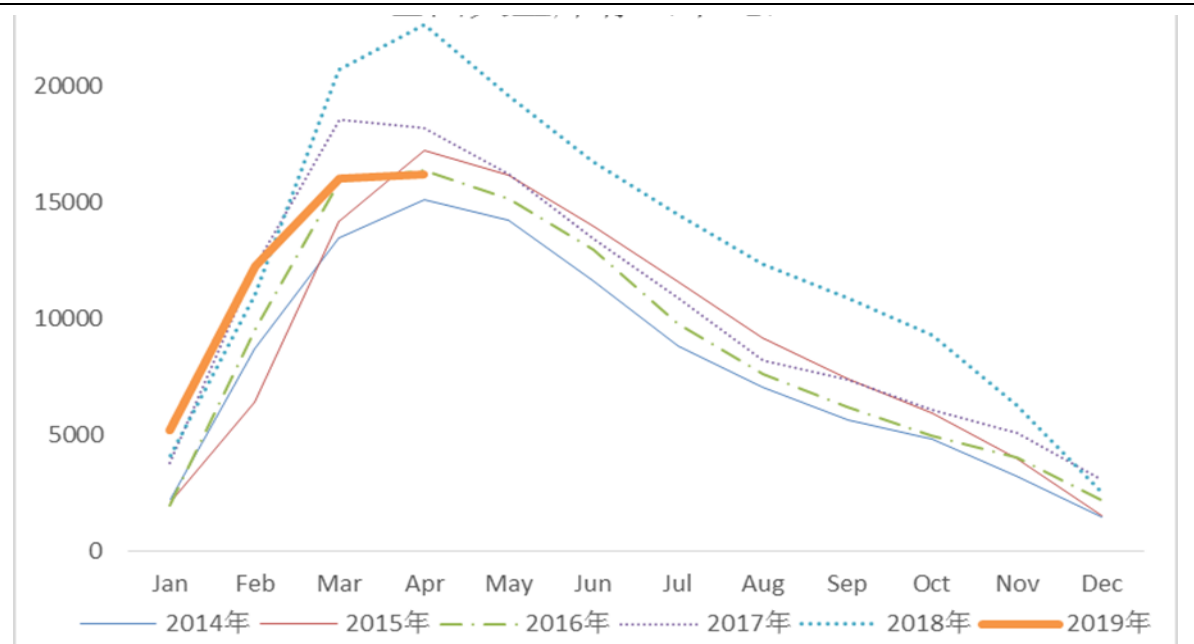
图 11: 巴西大豆压榨量 (千吨)



数据来源: Abiove、兴证期货研发部

尽管今年巴西大豆产量维持高位，但随着出口的增加，库存的下降速度较快。后期随着中国进口量的持续增加，巴西大豆的库存将继续大幅下降。由于巴西大豆压榨量放缓，使得国内的豆油和豆粕的库存下降较快，可能会带动后期巴西大豆的压榨，有利于库存的继续减少。

图 12: 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，我们认为巴西仍将从中美贸易争端中获益。今年巴西大豆产量维持高位，从美国转购巴西大豆的中国贸易商增加，巴西大豆现货价格较高，农民获得丰厚收益。明年巴西大豆的种植面积仍将增加，因此供应方面增长的趋势会延续。

3 阿根廷大豆基本面

供应方面，阿根廷是全球第三大豆生产国。但由于阿根廷大豆压榨量大，导致可供出口的大豆数量远远低于美国和巴西。尽管是全球大豆出口的第三大国，但阿根廷大豆出口量一直小于 1000 万吨。由于 2019 年阿根廷主产区天气状况良好，大豆产量达到 5600 万吨，较去年的 3780 万吨大幅增加 1820 万吨。

需求方面，自 2011 年以来，阿根廷大豆的压榨量从 3300 万吨大幅提高到 4300 万吨，导致本国大豆的出口量逐步萎缩。2017/18 年度，阿根廷大豆大幅减产，大豆的净出口量趋近于 0。预期 2018/19 年度阿根廷大豆的净出口量为 140 万吨。随着阿根廷大豆产量恢复到正常水平，未来阿根廷大豆的出口量将逐步恢复到 500—1000 万吨区间。

压榨角度看，由于国内大豆供求仍旧偏紧，阿根廷大豆的价格维持高位。阿根廷大豆压榨数据同比正常年份略有下滑。根据美国农业部的预估，2018/19 年度阿根廷大豆的压榨量为 4200 万吨，较去年同期的 3700 万吨大幅增加 500 万吨。因此，2019 年阿根廷大豆仍旧略显偏紧，支撑大豆价格维持偏强状态。

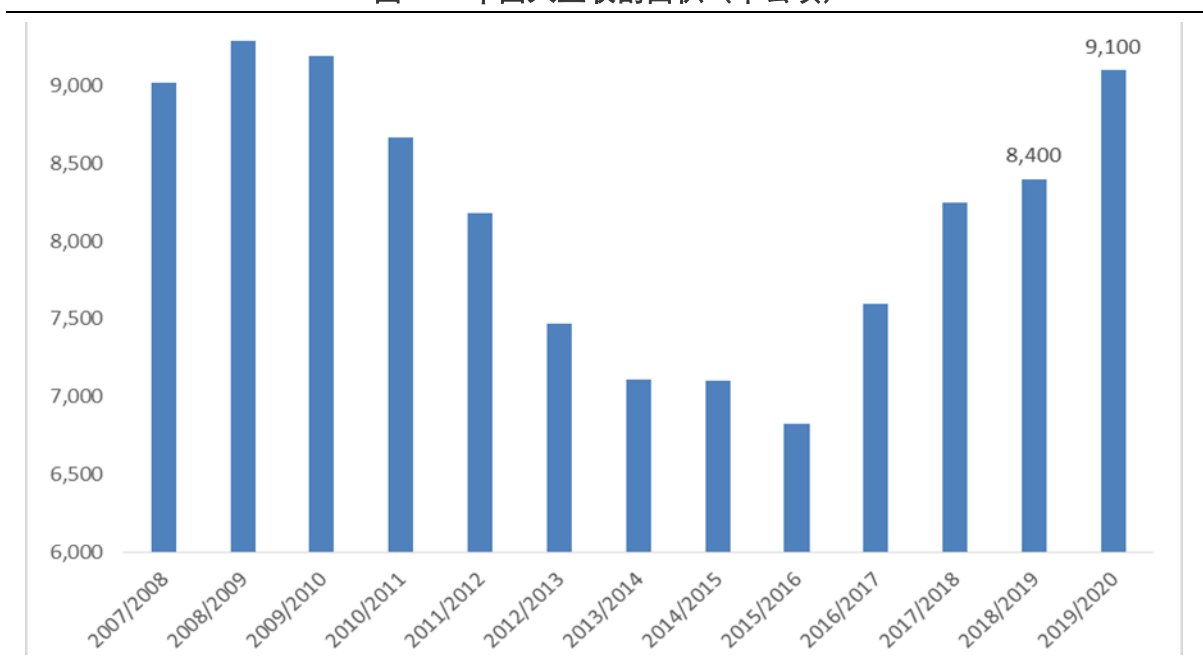
根据美国农业部的预期，2019/20 年度，阿根廷大豆的种植面积小幅走高，由去年的 1710 万公顷增加到 1750 万公顷，增幅 2.3%，阿根廷大豆总产量维持高位。

4 中国大豆基本面

我国大豆的产量维持在 1100—1700 万吨区间，由于国内大豆是非转基因大豆，单产水平较低，种植成本偏高。国产大豆的出油率远低于进口转基因大豆。我国大豆主产区黑龙江到沿海地区的运输成本较高，使得国产大豆用于压榨的竞争力要远远低于进口转基因大豆。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，国产大豆的竞争力要远远低于进口大豆。

供应方面，2017 年在政府农业供给侧改革的指导下，大豆的种植补贴大幅提高。2019 年我国国产大豆的种植补贴大幅提高，预估大豆种植面积提高 8% 达到 910 万公顷，最终产量将首次达到 1700 万吨。由于需求有限，国产大豆的价格维持低迷。

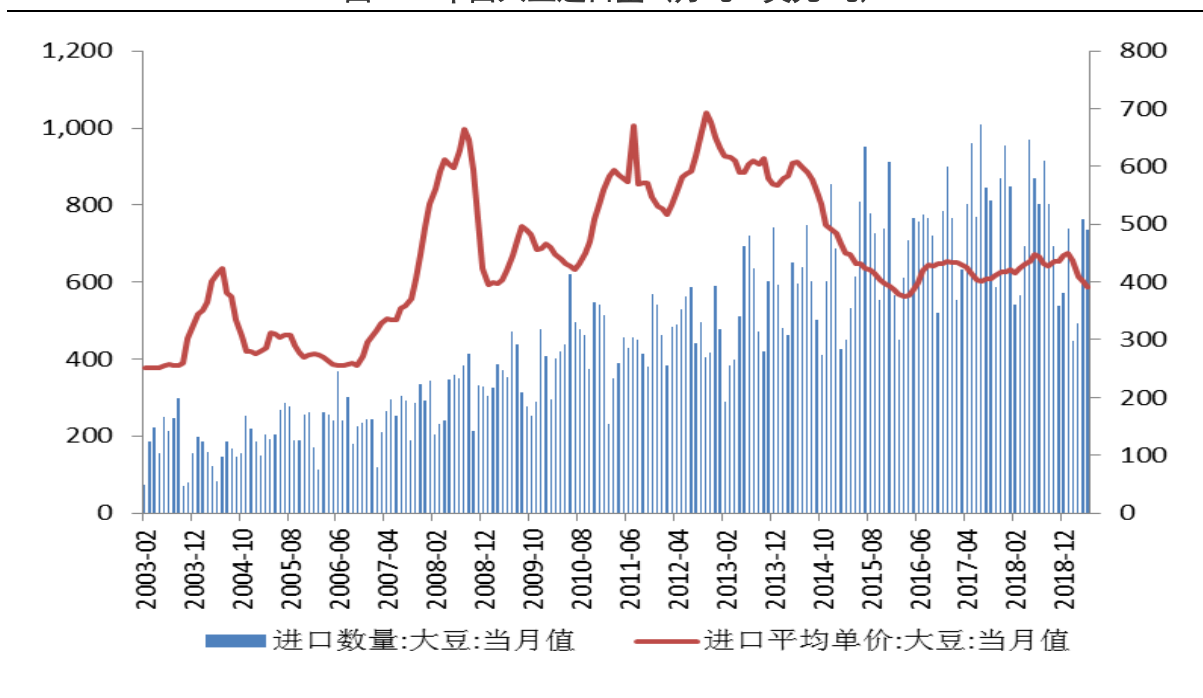
图 13: 中国大豆收割面积 (千公顷)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

我国是大豆的最主要消费国,大豆压榨数量维持高位。但受非洲猪瘟影响,2018/19 年度大豆压榨量将出现萎缩。如图 14 是我国大豆进口的月度走势。由于 2018 年元旦以来,生猪价格持续下跌、养殖效益转差,大豆和豆粕的需求萎靡。2018 年下半年,非洲猪瘟席卷全国,生猪存栏、能繁母猪存栏量同比降幅超过 20%。2019 年下半年,养殖对豆粕的需求降幅可能超出市场预期,大豆的进口量下降也会超出市场的预期。整体来看,非洲猪瘟可能导致 2019 年大豆的进口和压榨量下滑 10%左右。

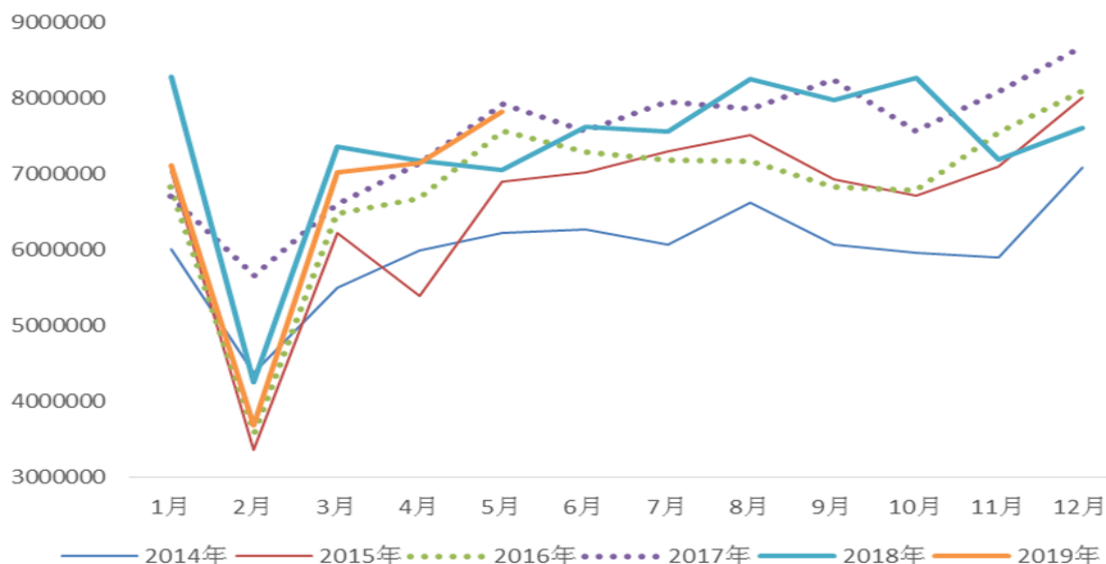
图 14: 中国大豆进口量 (万吨、美元/吨)



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，需求相对稳定。压榨对进口大豆的需求成为影响国内大豆需求的最主要因素。从需求的角度看，进口大豆主要以消费蛋白粕用途为主。由于下游养殖行业低迷，今年以来，我国大豆的压榨数据非常疲弱。尽管肉蛋禽的存栏增加，但生猪存栏的大幅下降导致整体养殖行业对豆粕需求的减少还将持续，因此，下半年国内大豆的压榨量和消费量会继续下滑。

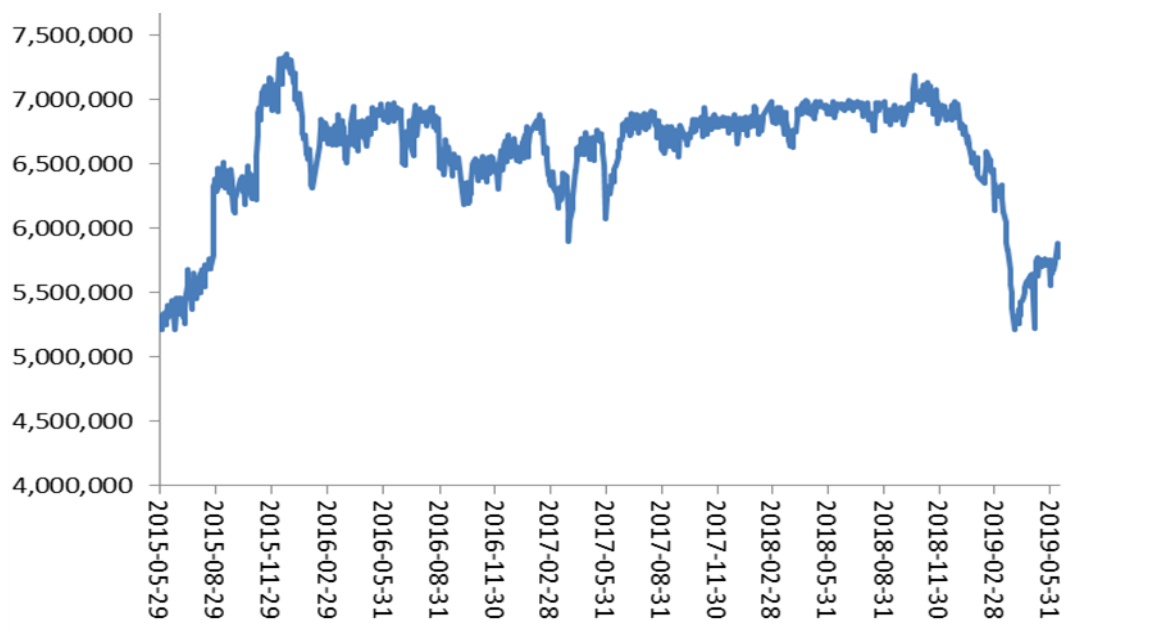
图 15: 大豆压榨量 (吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

库存方面，国内大豆库存维持低位水平：一方面，由于需求不振，压榨企业主动控制库存；另一方面，下游企业预期大豆价格走低，备货积极性不高。但随着 5 月中美贸易争端升级，国内沿海大豆的库存走高。如图 16 所示，我国沿海大豆库存小幅增加到 570 万吨。

图 16: 沿海大豆库存 (吨)



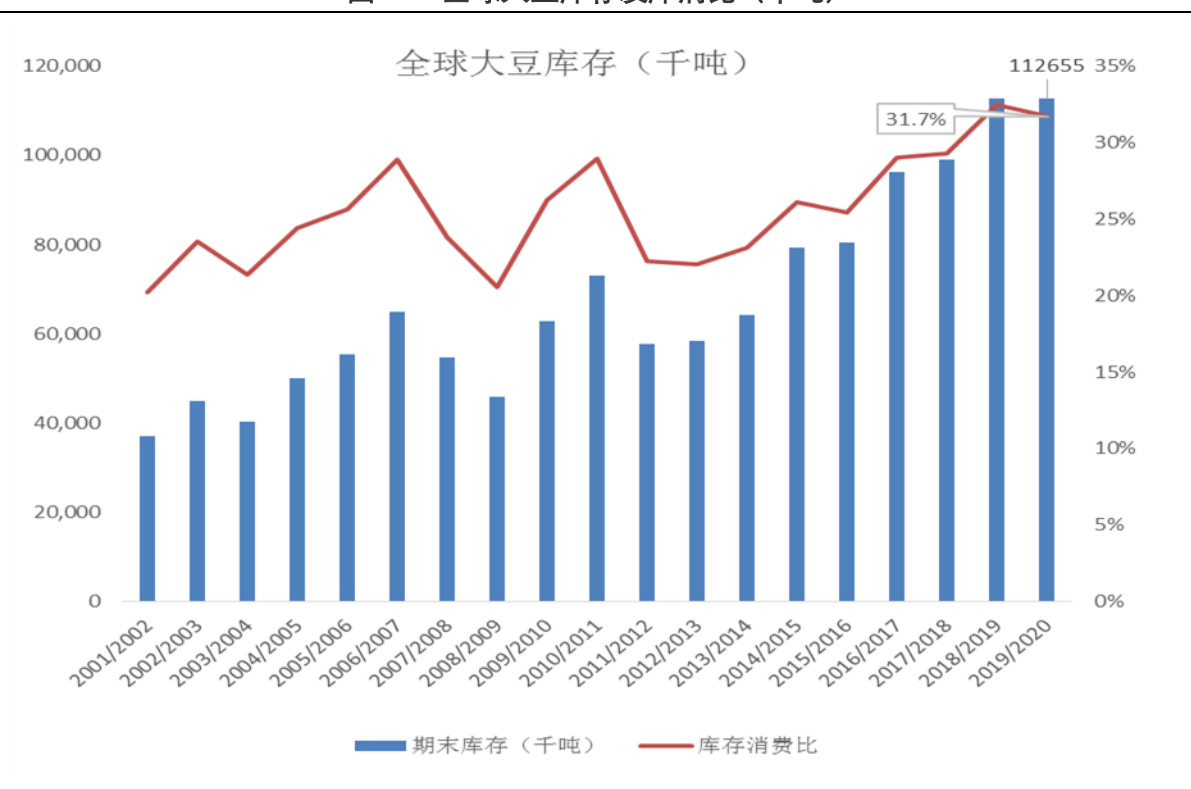
数据来源: Wind、兴证期货研发部

综合来看，我国大豆的产量对价格行情的影响较小。进口大豆的成本低、进口量大，对价格的走势起决定性影响。受下游养殖行业需求大幅萎缩影响，国内进口和压榨大豆的数量出现同比减少的情况，预期下半年我国进口大豆的数量可能下降 10%，需求萎缩对大豆价格利空。

5 全球大豆供求分析

从前述分析看，2019/20 年度，全球大豆的供应量有所减少，主要表现在美国大豆产量将出现同比大幅减少。南美方面，由于巴西和阿根廷大豆价格上涨，农民选择种植大豆的积极性增加，大豆种植面积继续提高。如果天气情况维持正常，南美大豆产量极有可能继续维持历史高位，供应方面存在压力。如图 17 所示，根据美国农业部预测，未来全球大豆的库存略有下降但仍旧维持高位水平，给价格带来很大压力。

图 17：全球大豆库存及库消比（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

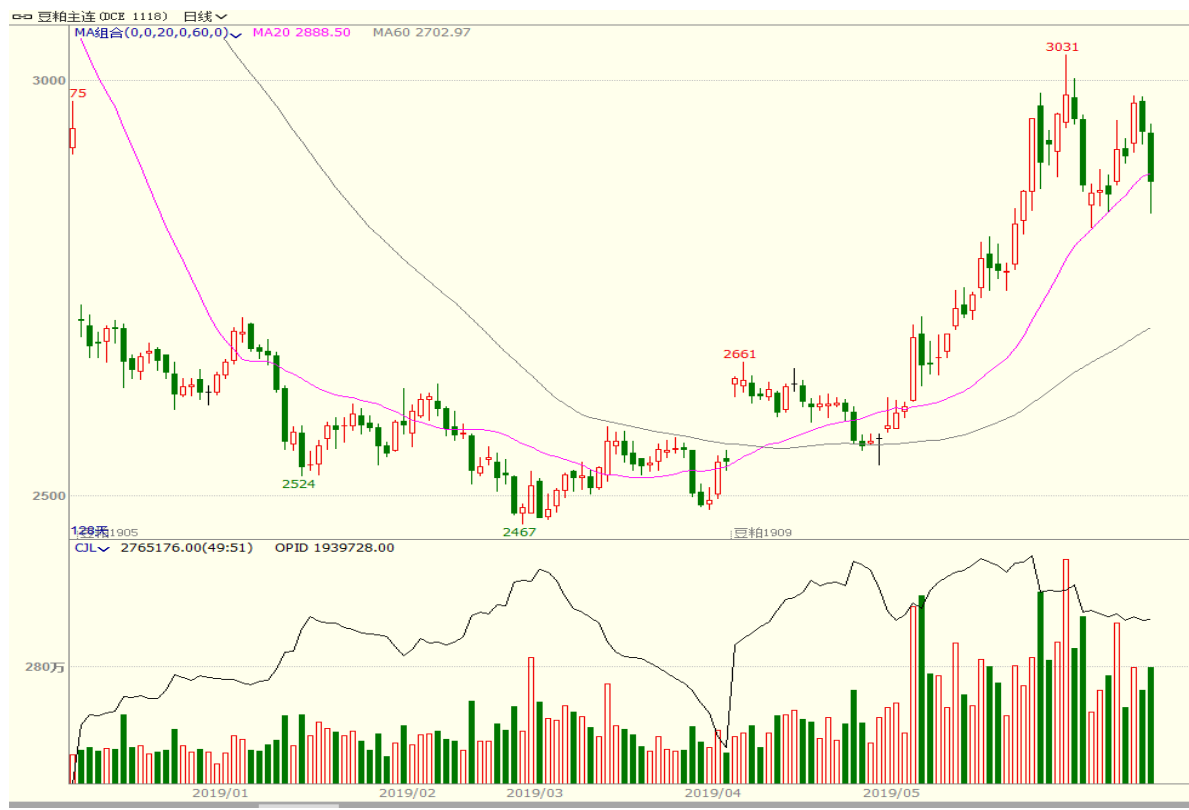
消费方面，大豆的去库存过程一般需要价格的持续下降带动。由于中美贸易争端的升级，除美国大豆价格偏弱，全球其他国家和地区大豆价格均维持偏强态势，抑制了全球大豆的消费。另外，由于中国发生非洲猪瘟导致养殖行业出现衰退，对大豆的需求减少，也制约了大豆消费。

综合分析全球情况，我们认为，全球大豆供应略减、需求萎缩，去库存不顺畅，供求宽松的状态持续。

豆粕：需求萎缩，豆粕上涨不易

1. 豆粕行情回顾

图 18：豆粕主力走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图 18 豆粕主力合约走势。2019 年上半年豆粕价格行情可以分为两个阶段。第一阶段为年初到 4 月，中美贸易争端缓解，预期国内进口美国大豆大幅增加，需求将出现下滑，豆粕价格逐步震荡走低，由年初的 2700 元/吨下跌到 2500 元/吨。第二阶段从 2019 年 5 月以后，中美贸易冲突升级，国内豆粕价格大幅走高。另外，美国大豆种植期开始后，大豆主产区降雨偏多，种植进度大幅落后于往年，市场预期美国大豆单产和产量将受到影响，使得国内外大豆价格大涨，豆粕价格由 2500 元/吨大幅上冲至 3000 元/吨。目前，中美贸易争端有所缓和，国内豆粕需求放缓迹象明显，豆粕价格维持偏强震荡。

2. 豆粕基本面分析

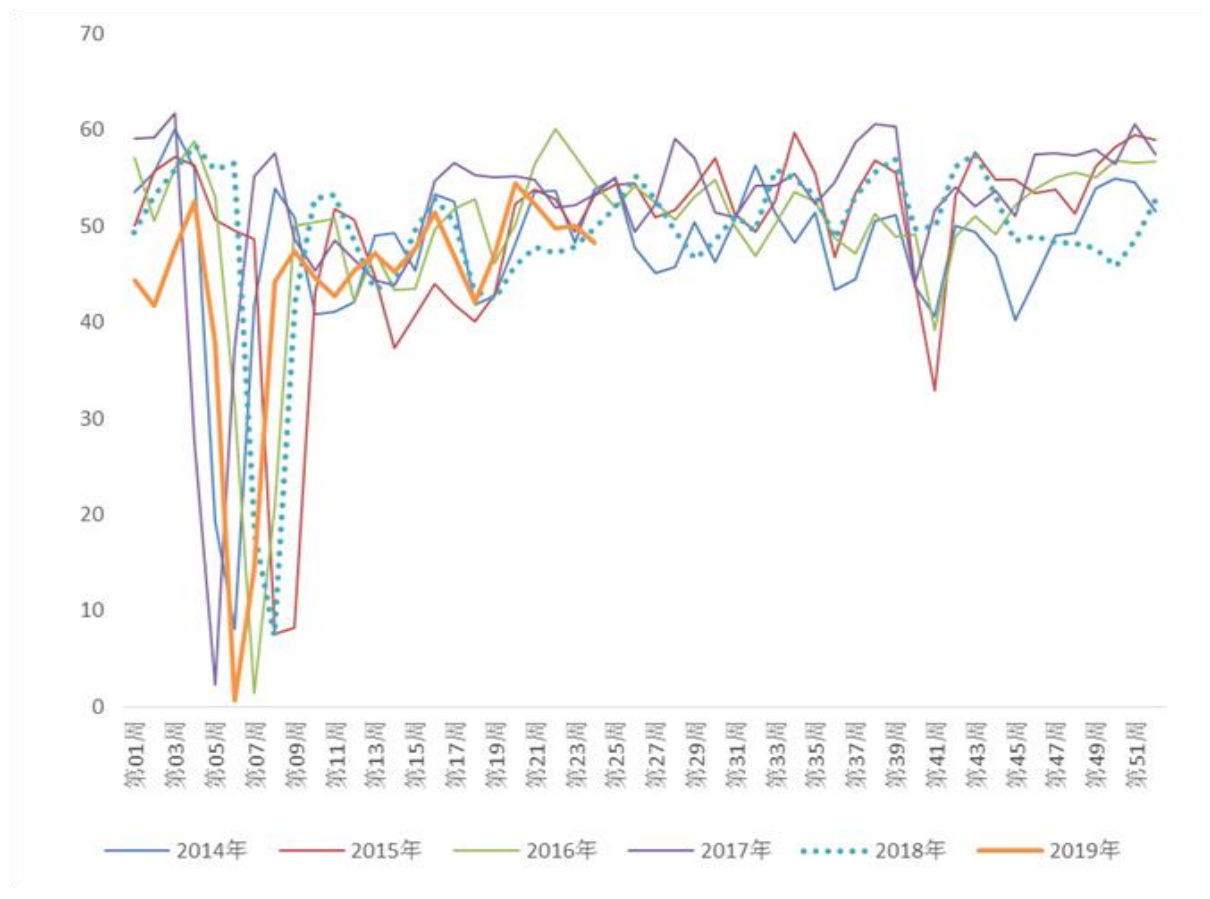
2.1 豆粕的供应分析

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国内的蛋白粕需求为主，这也导致了国内豆油产量和消费量占整体油脂的比重要远远高于国际水平。

2005 年以来，我国大豆压榨行业产能达到 1.5 亿吨，产能利用率维持在 60%。国内豆粕的供应基本依靠进口大豆压榨，直接进口豆粕数量有限。在价格低迷的情况下，豆粕出现一定数量的出口。

图 19：压榨企业开工率（%）

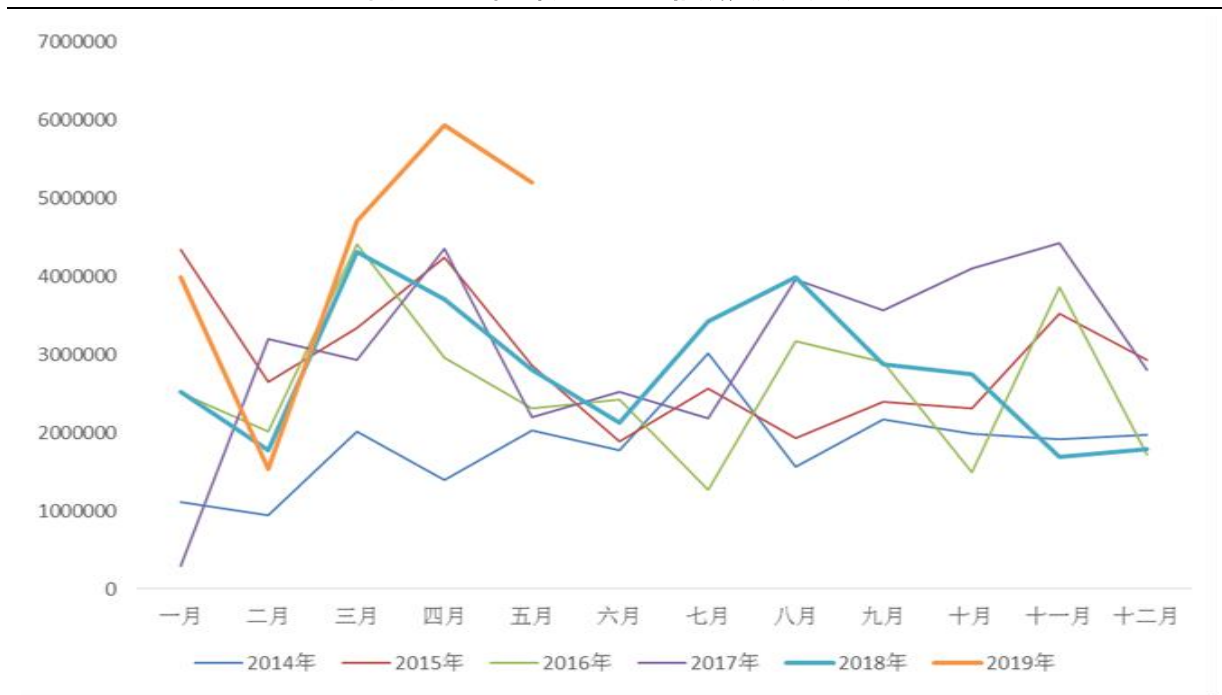


数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

如图 19 所示，我国大豆压榨企业的开工率。整体来看，今年年初以来，油厂受豆粕消费不旺，销售不畅影响，降低了开工率。今年上半年的豆粕供应出现一定萎缩。5 月以后，受中美贸易争端升级影响，豆粕价格大幅走高，成交有所好转，油厂开工率最高恢复到 55% 水平。

从市场成交的情况看，2019 年前 5 个月我国豆粕的成交量仍旧维持较高的水平，尤其是 4、5 月成交量大幅增加。

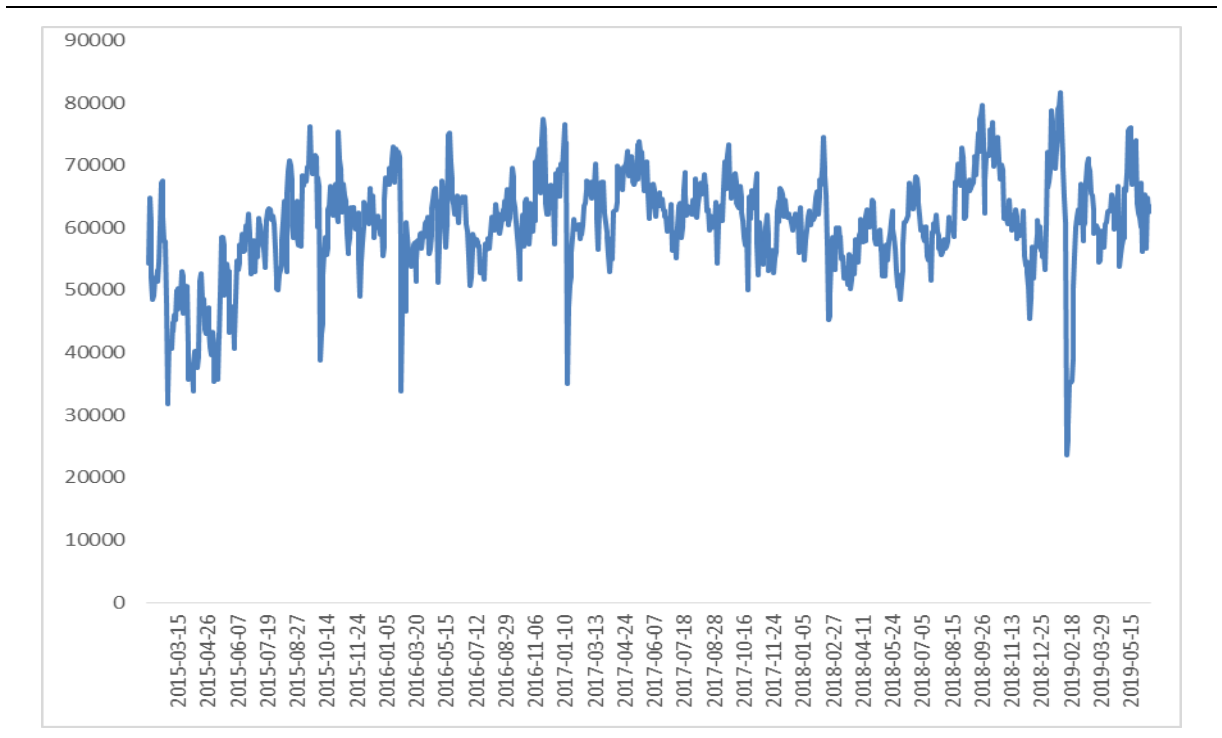
图 20：全国部分地区豆粕成交量（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

图 21 是我国沿海 30 家油厂豆粕提货量走势。从图看，今年 1 月到 5 月以来，国内豆粕的提货量较去年大幅减少，从侧面印证今年豆粕需求偏弱的状况。

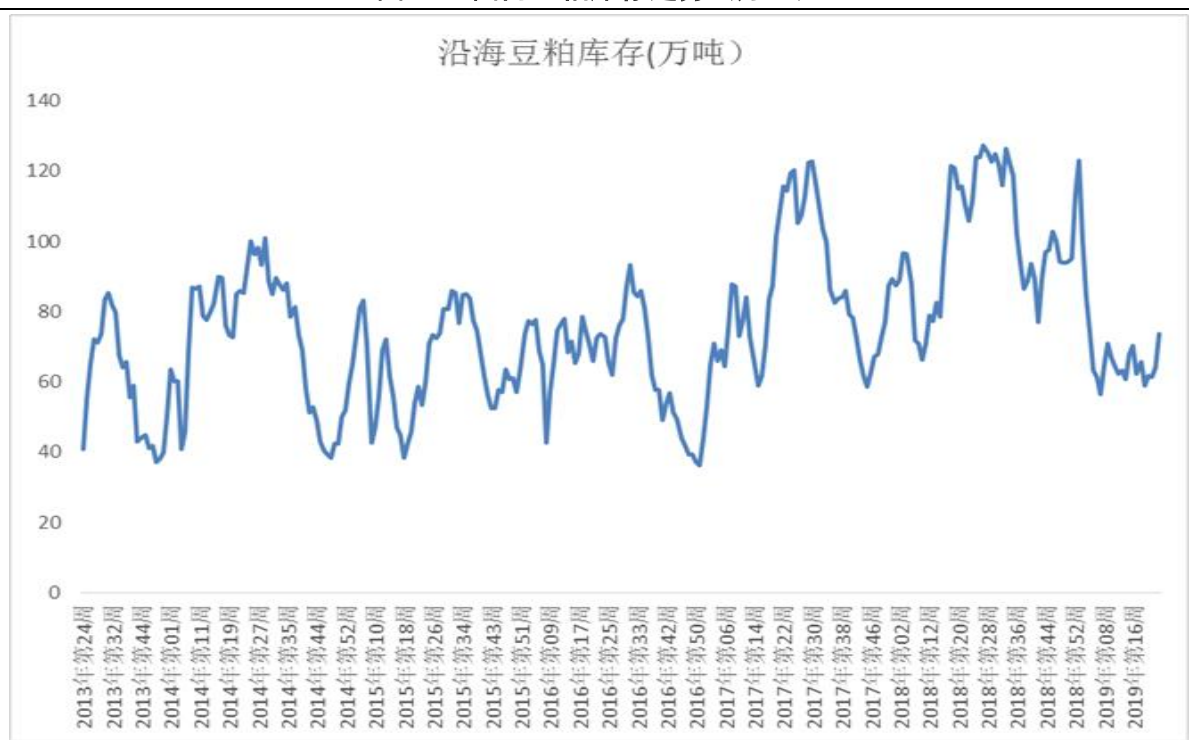
图 21：沿海 30 家企业提货量（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

如图 22 为我国沿海豆粕库存走势。由于预期豆粕需求放缓，企业逐步减少豆粕的库存。今年以来，国内豆粕库存量持续偏低。

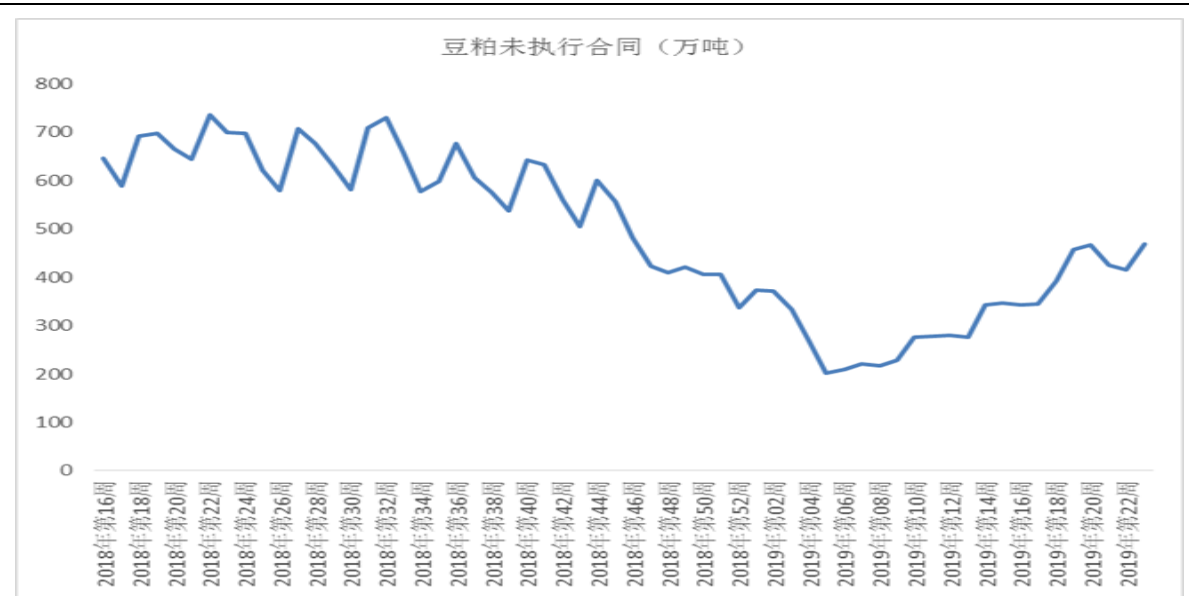
图 22：国内豆粕库存走势（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

从图 23 国内豆粕未执行合同情况看，未执行合同量小幅增加。虽然没有达到去年的高位，但在需求减少的情况下，目前的库存水平已经偏高，将抑制后期豆粕的需求。

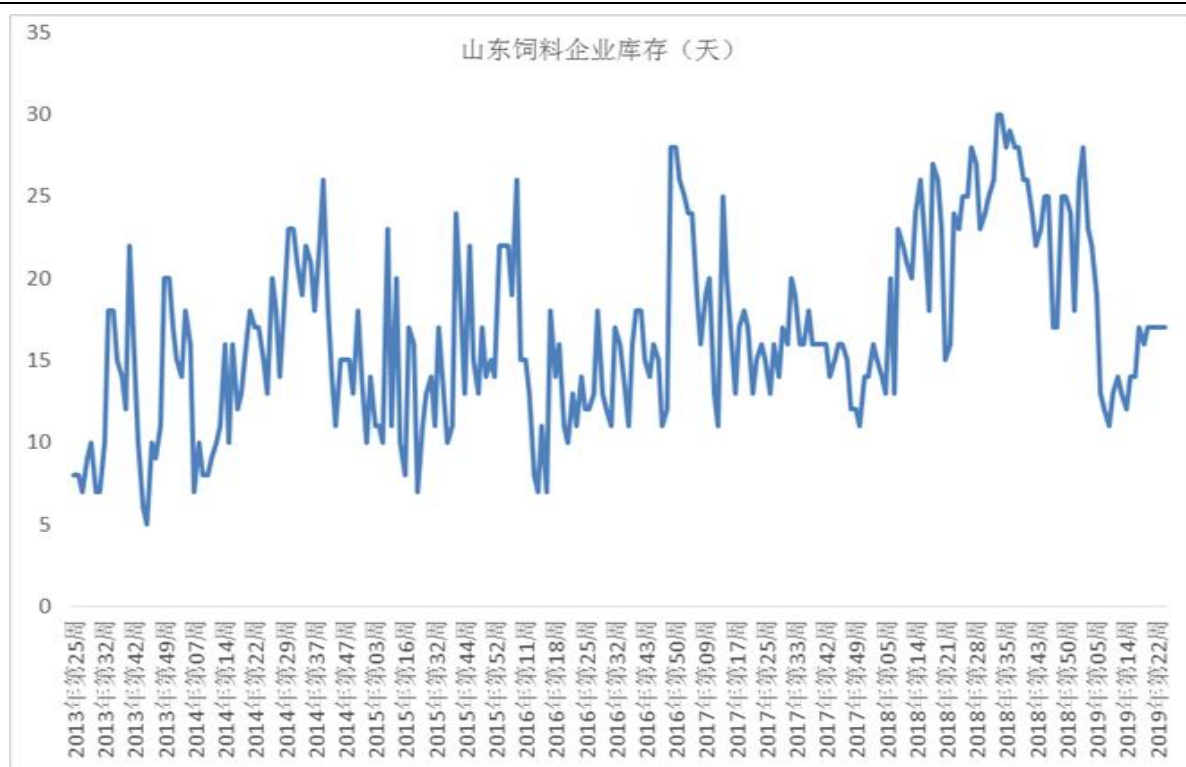
图 23：国内豆粕未执行合同（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

如图 24，山东地区饲料企业豆粕库存天数下降到 17 天的水平，说明饲料企业对后期消费并不乐观，减少库存以防价格回调风险

图 24：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

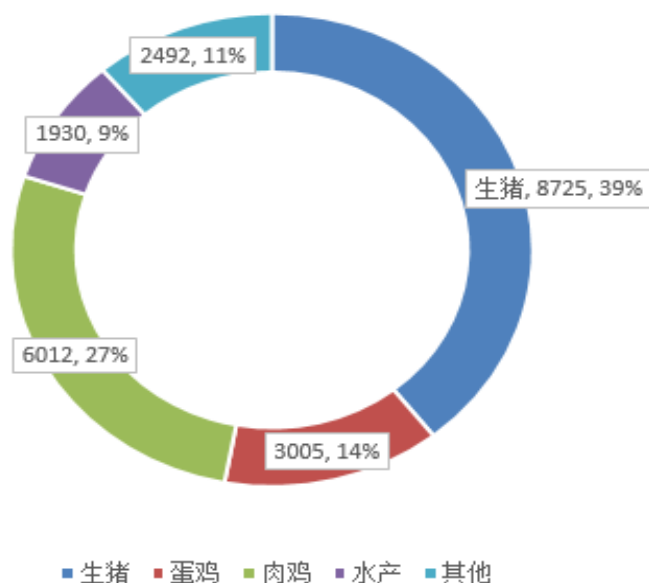
综合来看，目前油厂的开机率维持在正常偏低水平，豆粕的压榨供应量和成交量平稳略减。由于未来需求不乐观，豆粕的库存和未执行合同以及下游饲料企业的库存都维持在正常或偏低水平，反映了目前市场豆粕需求不旺的情况。

2.2 豆粕的需求分析

我国豆粕主要用于养殖业的消费。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% 且主要是国产大豆生产的豆粕。养殖行业的需求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。如图 25 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。

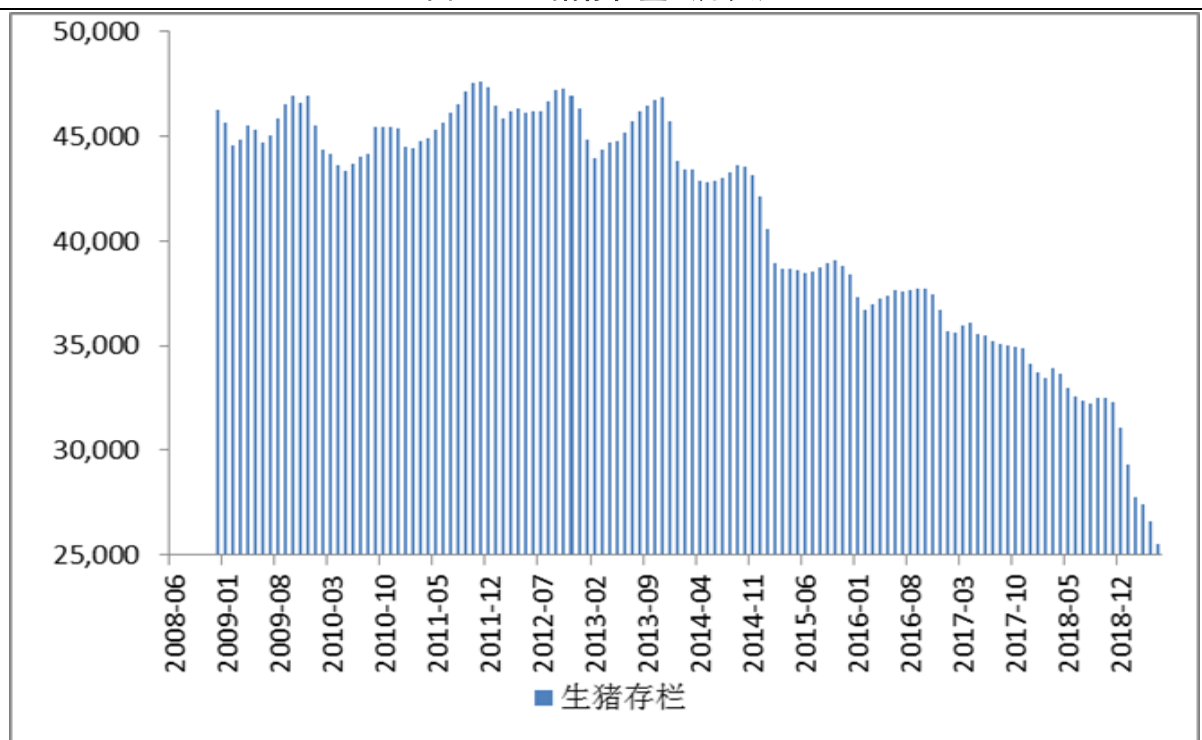
图 25：2016 年全国饲料产量（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

首先，分析生猪行业情况。生猪价格自 2017 年下半年进入下行周期。图 26 生猪存栏走势，显示 2018 年生猪的存栏量加速下滑。从调研的情况看，由于非洲猪瘟的影响，生猪产能迅速下降，2019 年下半年生猪存栏数据可能继续重挫，生猪存栏的大幅下降将抑制豆粕的需求。

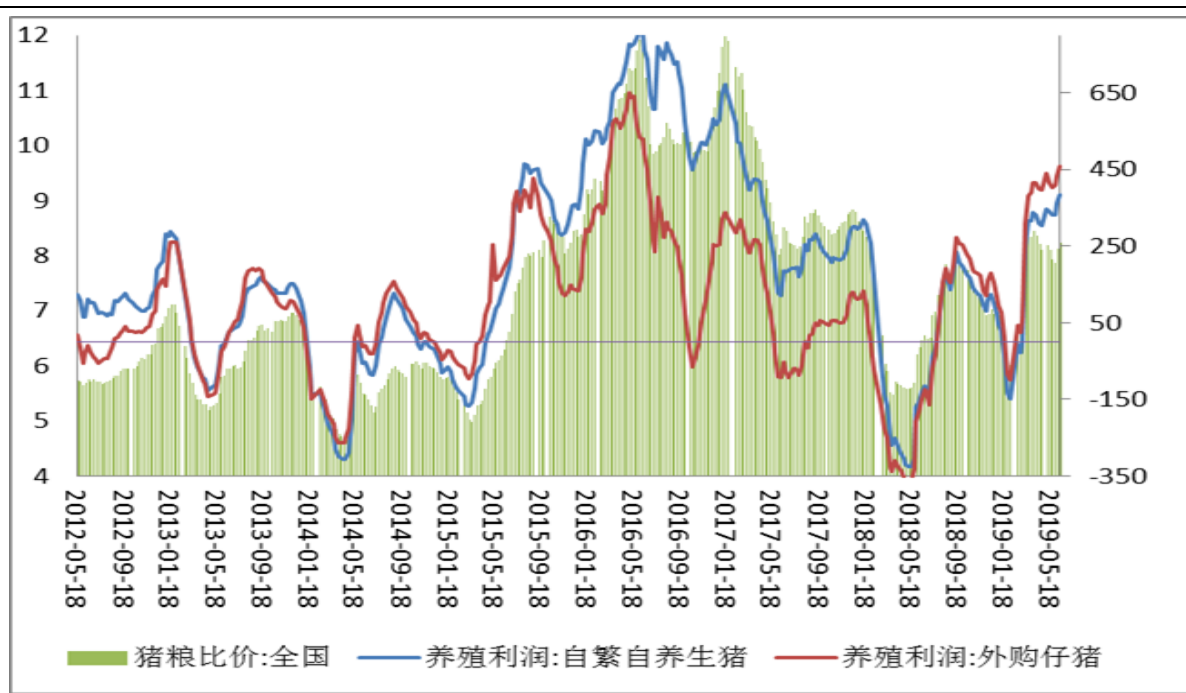
图 26：生猪存栏量（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

如图 27 所示，生猪养殖利润从 2019 年 3 月大幅走高，目前已经达到 450 元/头。但仔猪供不应求，生猪存栏无法提高，养殖利润将继续大幅走高。

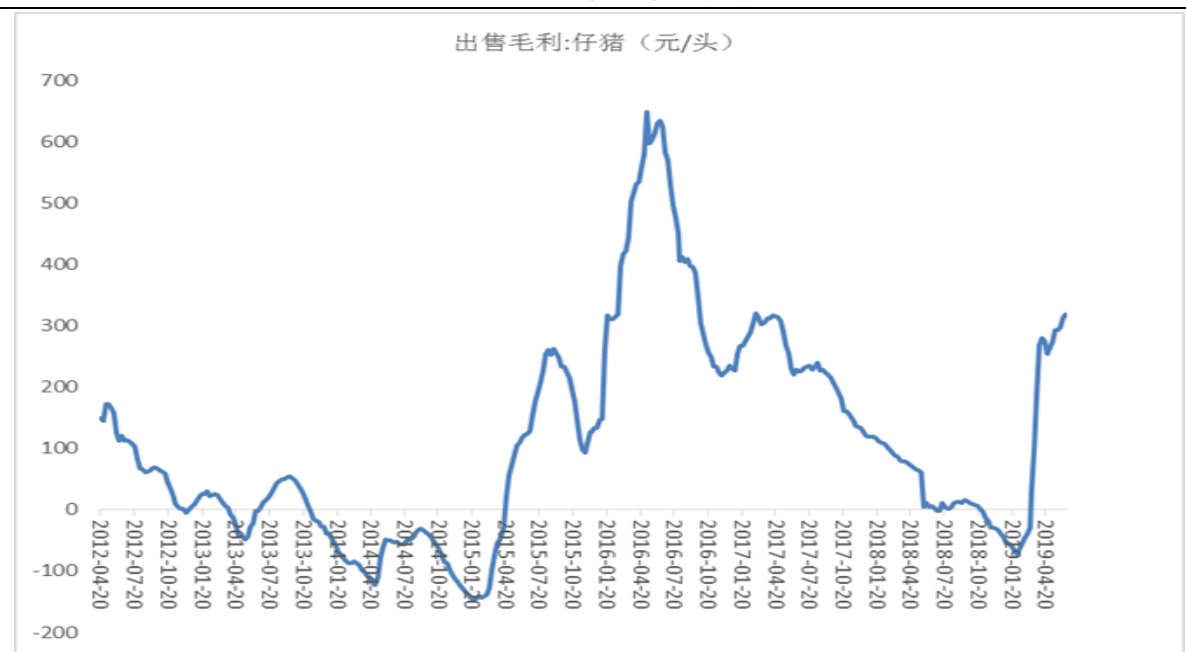
图 27：生猪养殖利润（元/头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

如图 28 所示，仔猪的出售毛利大幅走高，由于能繁母猪产能下降迅速，后期仔猪仍将供不应求，仔猪的价格和养殖利润仍将大幅走高。

图 28：仔猪出售毛利（元/头）

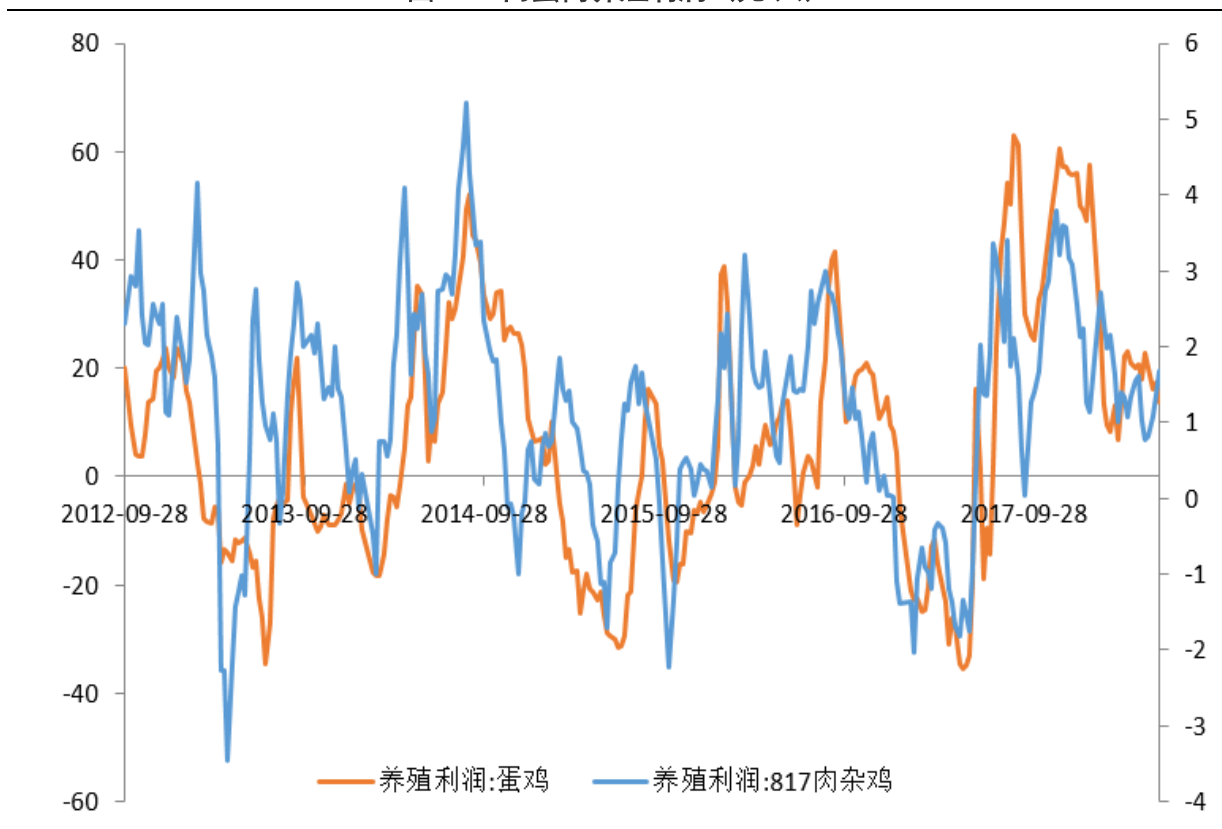


数据来源：Wind、兴证期货研发部

从肉蛋禽的情况看，2017 年以后肉蛋禽供求处于紧平衡状态，价格和养殖利润不断走高。目前全国肉蛋鸡的存栏量仍旧处于历史偏低水平，随着补栏的不断增加，肉蛋鸡存栏量将增加。

如图 29 为我国肉蛋禽养殖利润走势。2017 年下半年，肉鸡价格和鸡蛋价格大幅上涨，养殖利润达大幅走高，养殖户补栏积极。2019 以来，肉鸡和鸡蛋的需求旺盛，养殖利润维持较好的状态。由于肉鸡和鸡蛋将替代部分猪肉消费，肉鸡和鸡蛋的价格和利润可能维持较好水平，这有利于肉蛋禽存栏的增加。肉蛋禽存栏增加对豆粕的需求利好。

图 29：肉蛋禽养殖利润（元/只）

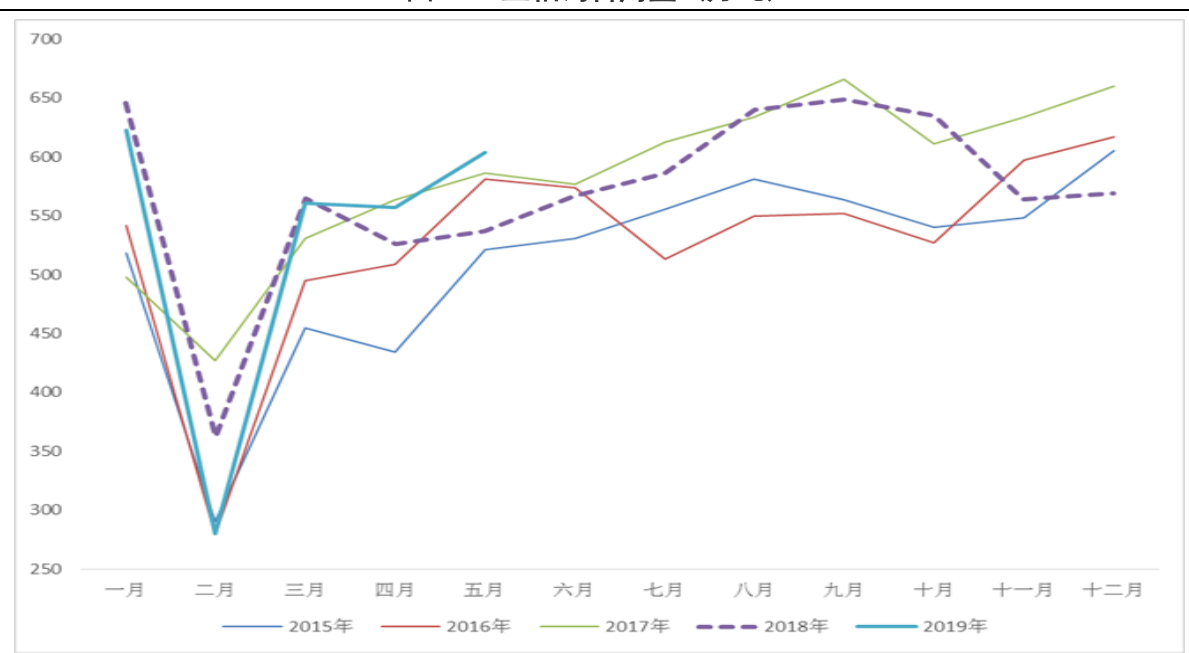


数据来源：Wind、兴证期货研发部

最后，水产养殖方面，虽然水产的价格维持较高的水平，养殖的积极性也比较高，但由于长江以南地区水产养殖需求恢复速度不及预期，蛋白粕的消费恢复缓慢。2019 年下半年，水产养殖的恢复，对豆粕的需求将利好。

如图 30 所示，2019 年豆粕的饲料用量维持在近年来的低位水平，说明豆粕需求低迷。

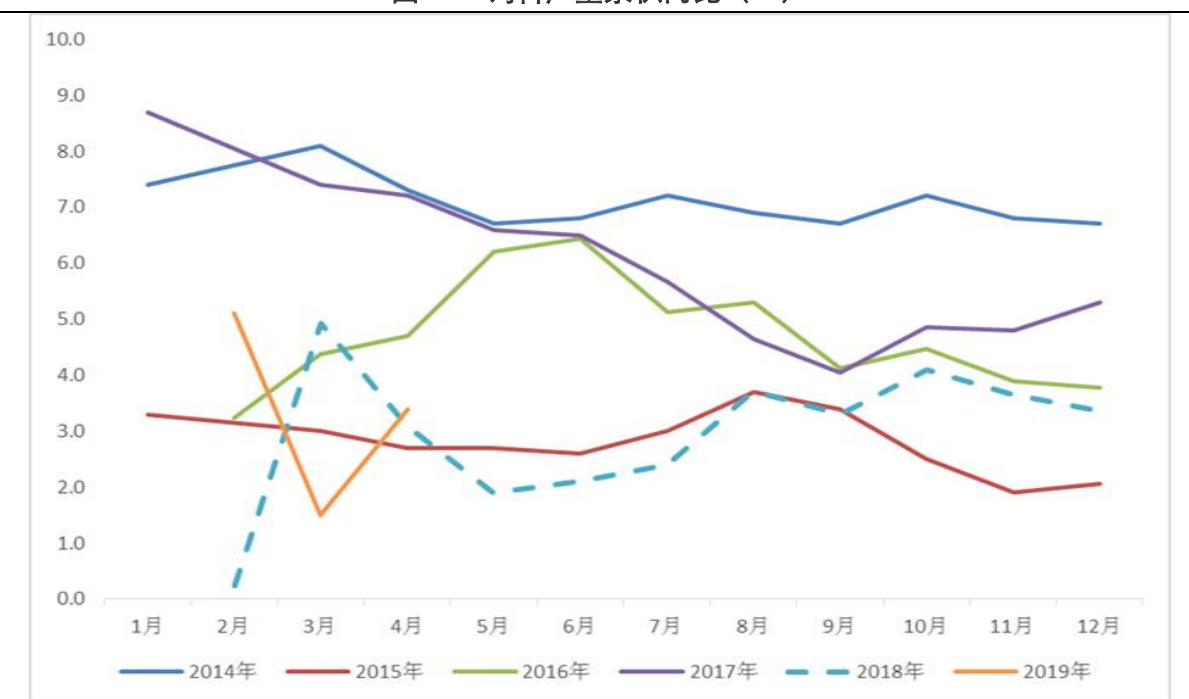
图 30: 豆粕饲料用量 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

从饲料累积同比看, 增幅下降到 3.4%, 显示出饲料需求增长乏力。

图 31: 饲料产量累积同比 (%)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

综合养殖的情况看, 生猪存栏大幅下降不利于豆粕消费。尽管肉蛋禽养殖和水产养殖对豆粕的消费需求利好, 但整体养殖对豆粕的需求可能出现绝对量的下降。2019 年下半年豆粕需求量的下滑可能会超出市场预期。

图 32: 豆粕出口量 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

豆粕的出口数量比重不大,但数量波动较大。如图 32 所示,2019 年上半年我国豆粕的出口量整体萎缩,后期出口数量可能小幅增加。

综合豆粕供求的分析,我们认为国内豆粕的供应同比下降。由于下游养殖需求疲弱,豆粕的实际消费数量出现萎缩,2019 年我国进口大豆的数量再次下降。在消费低迷的情况下,豆粕价格继续大幅上涨难度较大。但由于中美贸易争端的影响,进口大豆的成本抬升对国内豆粕价格产生很大影响,需要特别关注。

豆油：供求逆转，豆油或大幅上涨

1.豆油行情回顾

图 33：豆油主力走势



数据来源：文华财经、兴证期货研发部

如上图豆油主力合约走势，2019年上半年豆油价格行情基本维持窄幅震荡行情。2019年年初以来，国内豆油的库存水平大幅下降，导致豆油价格走高。但3月以后，豆油需求放缓，库存维持在140万吨左右，豆油价格面临压力，逐步震荡回调到前期低位。目前处于豆油消费淡季，豆油的库存维持震荡，下半年需求旺季到来之前，豆油价格维持震荡概率较大。

2.豆油基本面分析

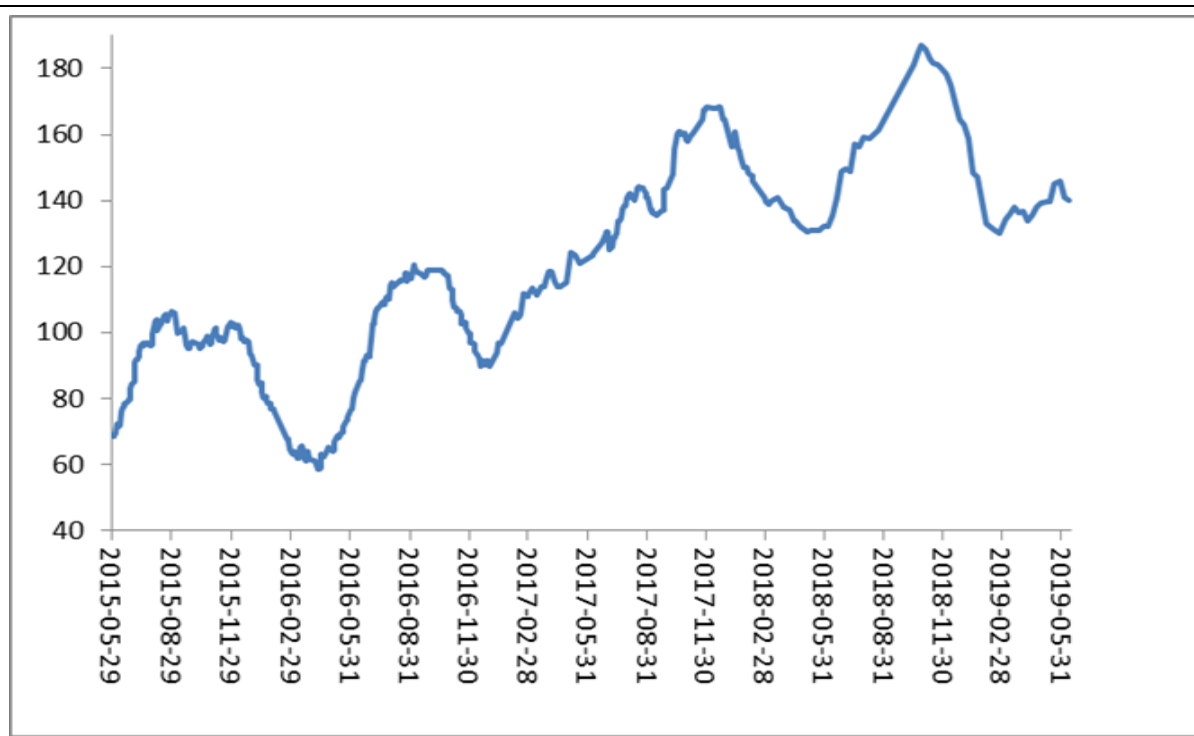
2.1 豆油的供应分析

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5万吨以下，对供求影响较小。豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上，今年大豆压榨量出现下滑，豆油的供应出现减少。

从库存的情况看，如图34所示，全国各地油厂库存维持在140万吨以上，库存压力相对较

大，给豆油价格带来很大压力。

图 34：全国油厂库存（万吨）



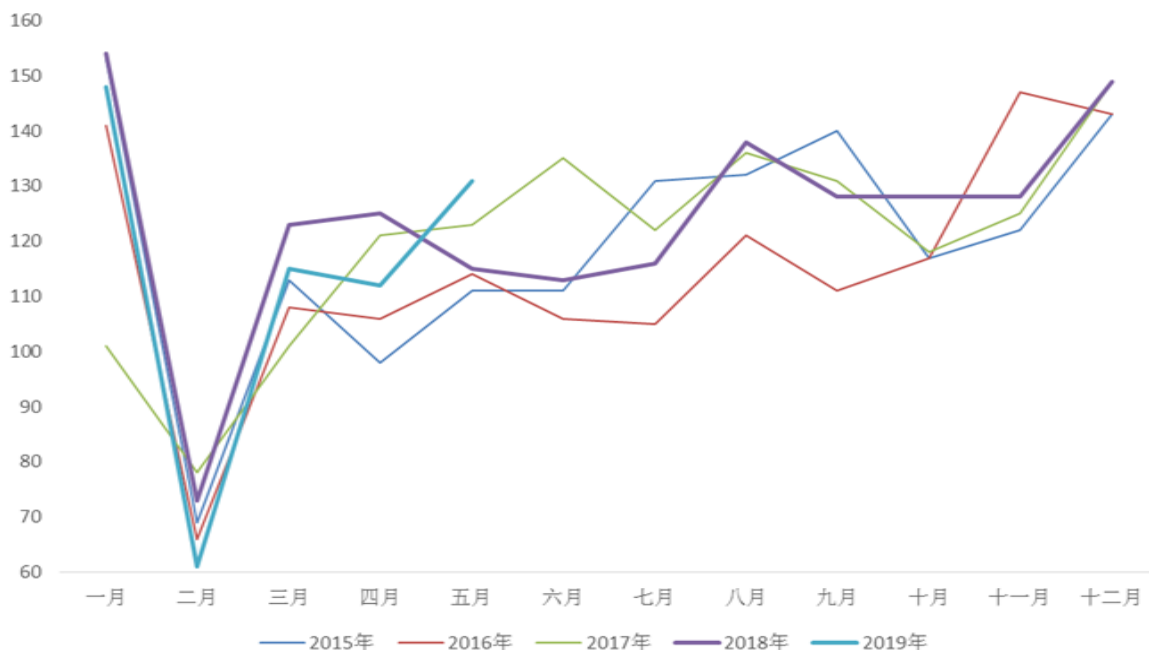
数据来源：Wind、兴证期货研发部

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，因此进口量比出口量更大，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，豆油的食用消费决定国内豆油的消费。

国内豆油的食用需求增幅开始放缓，根据美国农业部的预测，2017/18 年度我国豆油的消费 1650 万吨；2018/19 年度国内豆油消费量略微下降至 1625 万吨；2019/20 年度，豆油的食用消费需求可能略微增加到 1639 万吨。随着中国人口老龄化的影响，豆油的消费量徘徊不前。如图 35 显示，我国豆油的食用消费量基本维持不变。

图 35: 全国豆油食用消费 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

从成交的情况看, 由于豆油价格处于低位区间波动, 市场交投相对低迷, 豆油的成交量维持低位水平。

图 36: 全国豆油成交走势 (吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

豆油的未执行合同已经回到正常偏低的水平，豆油的投资和投机需求萎缩。

图 37：全国豆油未执行合同（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数量。由于我国进口大豆的关税为 3% 要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远远高于出口量。

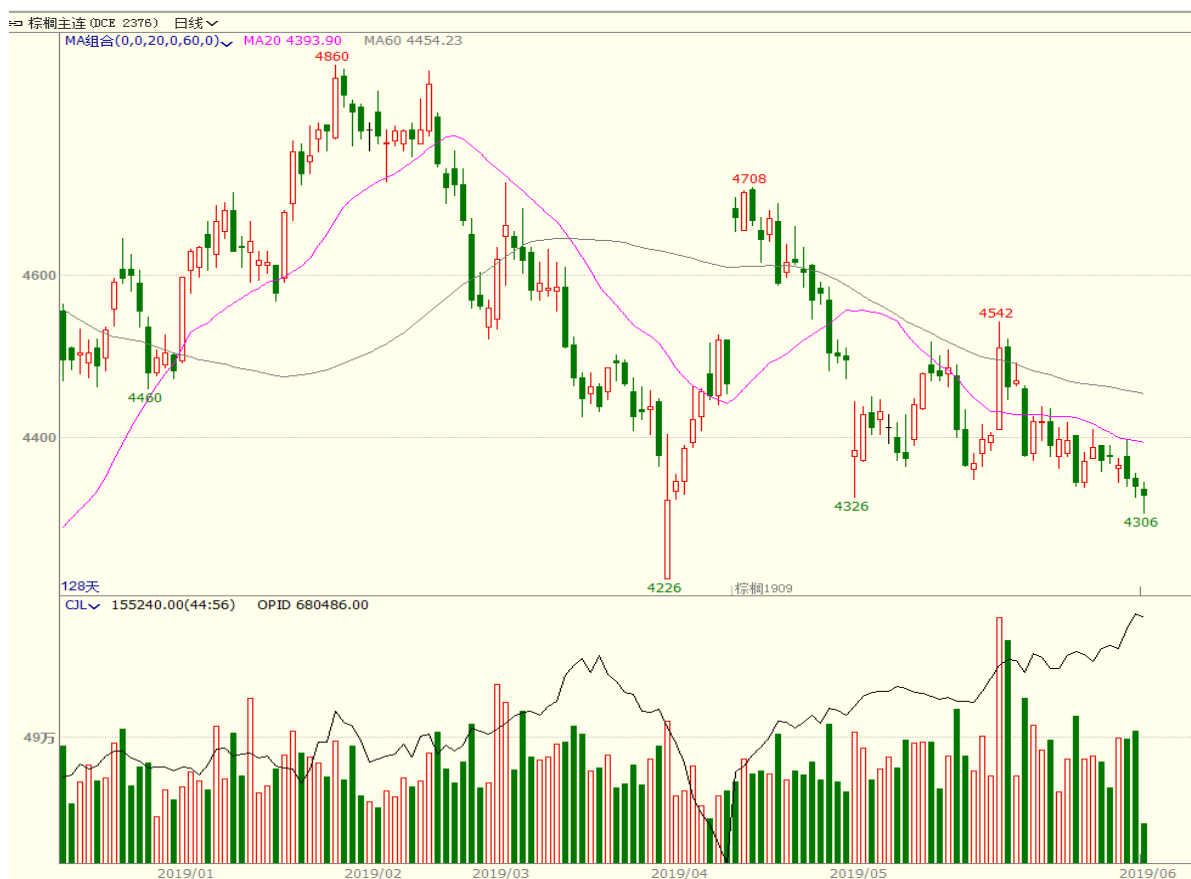
从消费看，我国是豆油的需求大国，豆油基本都用于满足食用需求，与巴西、阿根廷等豆油资源禀赋丰富用于生产生物柴油的国家不同。我国豆油的食用需求相对比较稳定，但由于我国逐步进入到老龄化社会，豆油的消费增幅大幅放缓。2019 年豆油的需求可能维持在 2018 年的水平。从消费的绝对量来看，我国豆油的消费量仍旧达到 1640 万吨的高位。

由于养殖需求放缓，我们预期今年下半年大豆进口量和压榨量将出现大幅减少，豆油的压榨供应量将出现大幅下降，在需求稳定的情况下，豆油的供求存在较大的缺口，豆油的价格出现上涨行情。

棕榈油：供应增加，棕榈油疲弱

1. 棕榈油行情回顾

图 38：棕榈油主力连续合约走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图棕榈油主力合约价格走势，2019年上半年棕榈油价格维持宽幅震荡行情。由于东南亚地区棕榈油恢复增产，供应量不断增加且远超需求的增幅，全球棕榈油的库存不断积累。市场预期棕榈油的产量增加将会持续，进一步打压棕榈油价格。国内方面，由于豆油供应萎缩，油脂的供求压力出现缓解。下半年，油脂的需求旺季到来后，棕榈油价格可能会低位反弹。

2. 全球棕榈油基本面分析

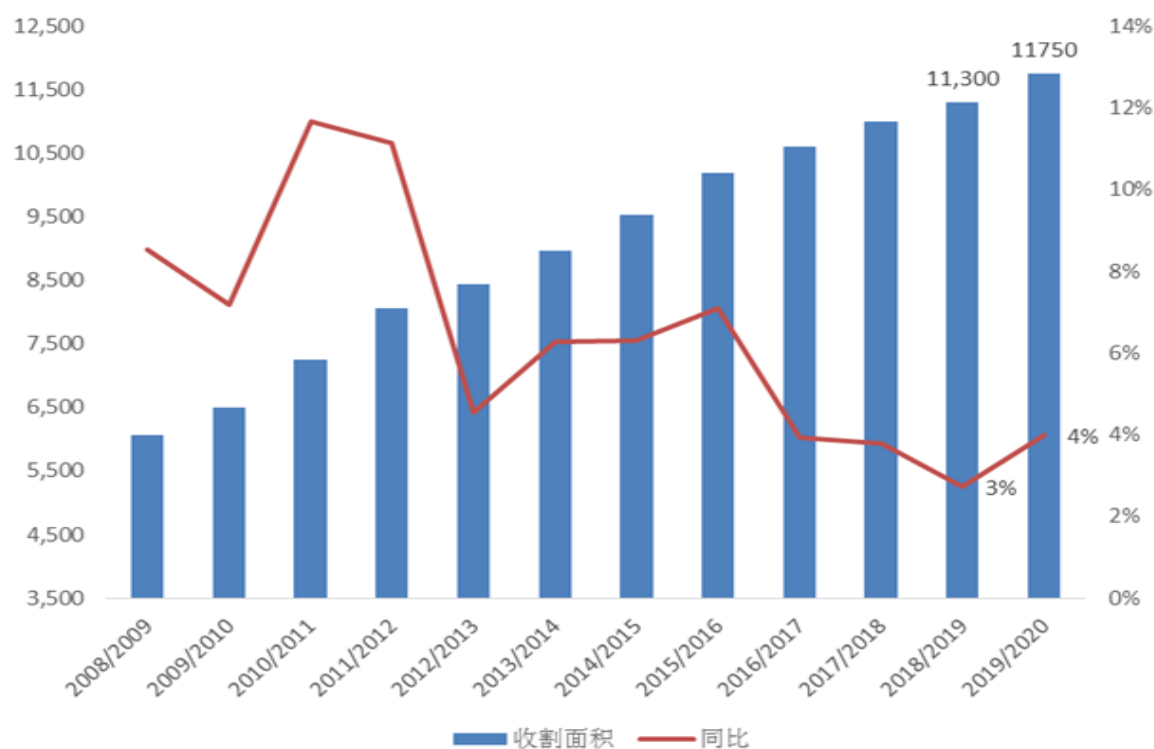
2.1 全球棕榈油供应分析

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 39 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% 棕榈树的树龄低于 10 年，处于单产增加的高峰期。但近年来印尼棕榈油收获面积增幅不断走低，这与 2008 年后新种面积增幅减少有关。根据 USDA 报告显示，2019 年印度尼西亚棕榈树的收获面积达到 1130 万公顷，2020 年可能继续增加到 1175 万公顷。

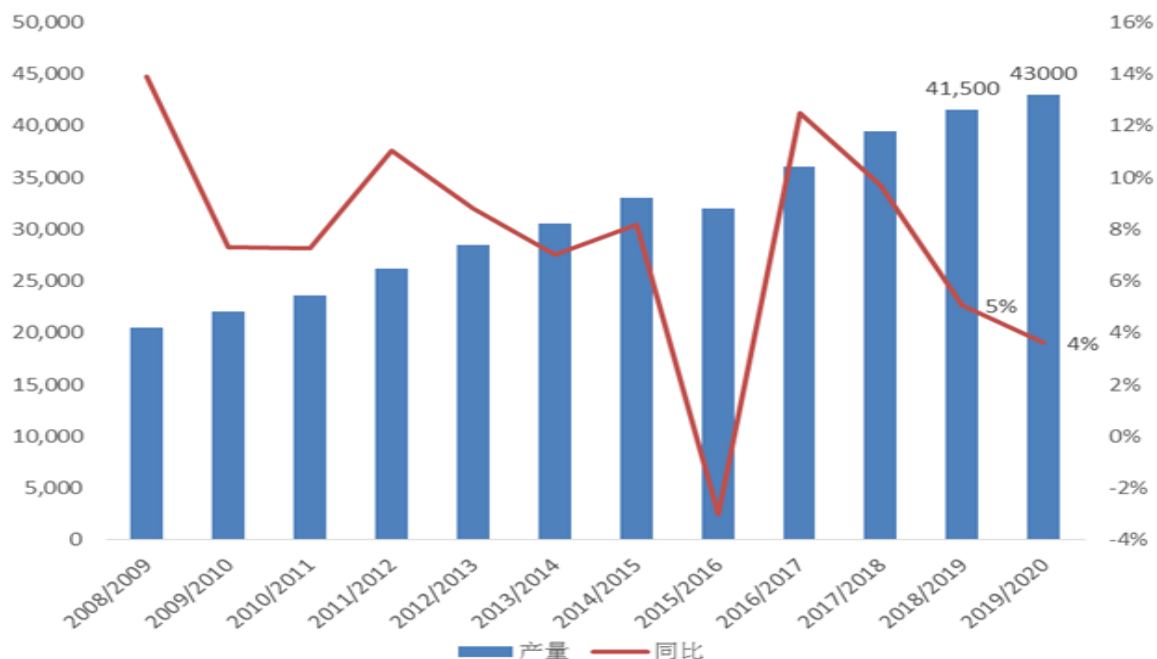
图 39：印尼棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

单产方面，2017 年东南亚地区棕榈油的单产恢复的比较缓慢，2018 年和 2019 年单产进入趋势单产水平。在收获面积不断增加、单产水平维持高位情况下，印尼棕榈油产量继续大幅增加。根据美国农业部的预测，2018 年印尼棕榈油的产量达到 3950 万吨，2019 年可能增加到 4150 万吨，2020 年将增加到 4350 万吨。棕榈油产量的增加对市场价格的压力非常大。

图 40：印尼棕榈油产量及同比（千吨）

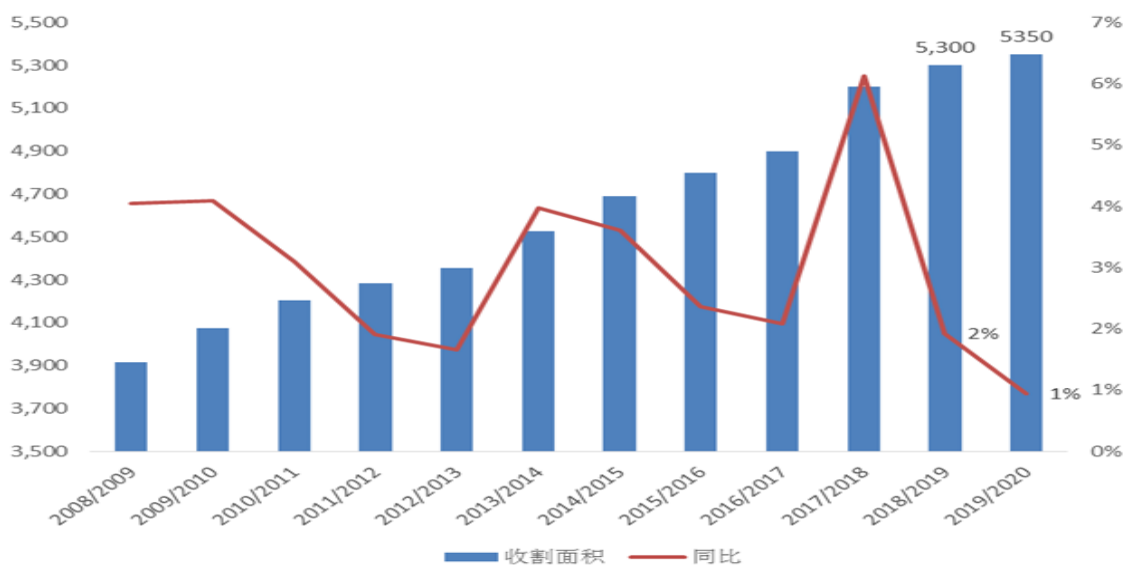


数据来源：USDA、兴证期货研发部

2.1.2 马来西亚棕榈油产量

2019 年，马来西亚完全成熟的棕榈树的收获面积为 530 万公顷，较去年的 520 万公顷有所增加。2020 年收获面积可能增加到 535 万公顷。单产方面，马来西亚的棕榈油单产已经恢复到趋势性单产。

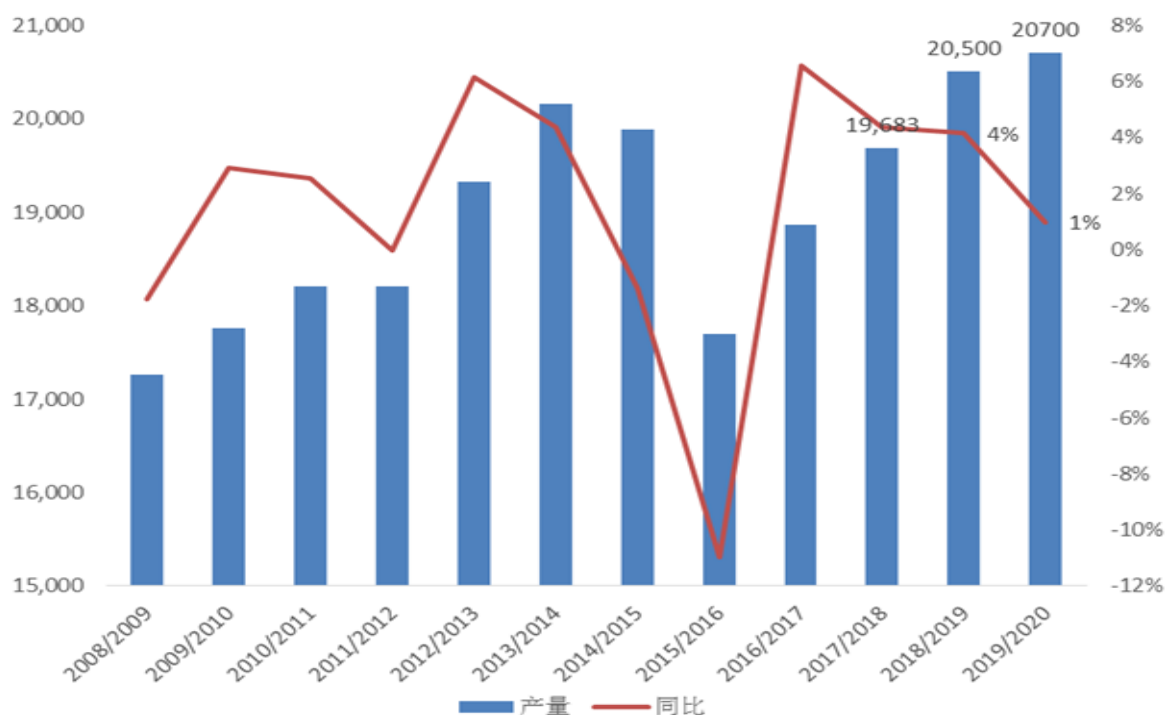
图 41：马来棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

随着种植面积和单产的恢复，马来西亚棕榈油产量维持高位。根据 USDA 的数据，2019 年马来西亚棕榈油的产量将达到 2050 万吨。2020 年，马来西亚的棕榈油产量将增加到 2070 万吨。

图 42：马来棕榈油产量及同比（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

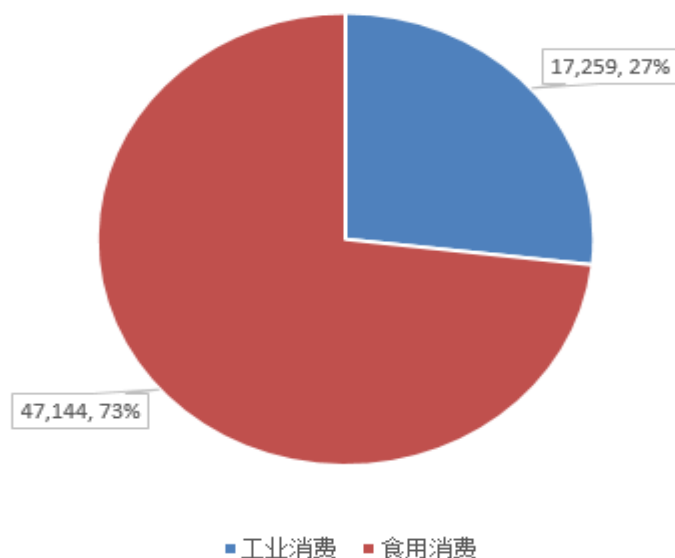
2019 年马来西亚和印度尼西亚棕榈油的总产量接近 6200 万吨，约占全球总产量的 82%；马来西亚产量的恢复性增加和印尼产量的大幅增加将导致 2019 年全球棕榈油产量出现大幅增加，对棕榈油价格有很大压力。

2.2 全球棕榈油需求分析

2.2.1 棕榈油的食用需求

棕榈油的需求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 4%，未来油脂整体的供给逐步恢复，尤其是棕榈油受厄尔尼诺天气减产的影响消失使得产量恢复到趋势性单产水平，产量增幅较大。棕榈油的供求关系逐步宽松。预期 2019 年下半年棕榈油的食用需求增幅可能高于 3%，棕榈油的价格仍需下调才能占领豆油和菜籽油的市场份额。

图 43：全球棕榈油消费情况（千吨）

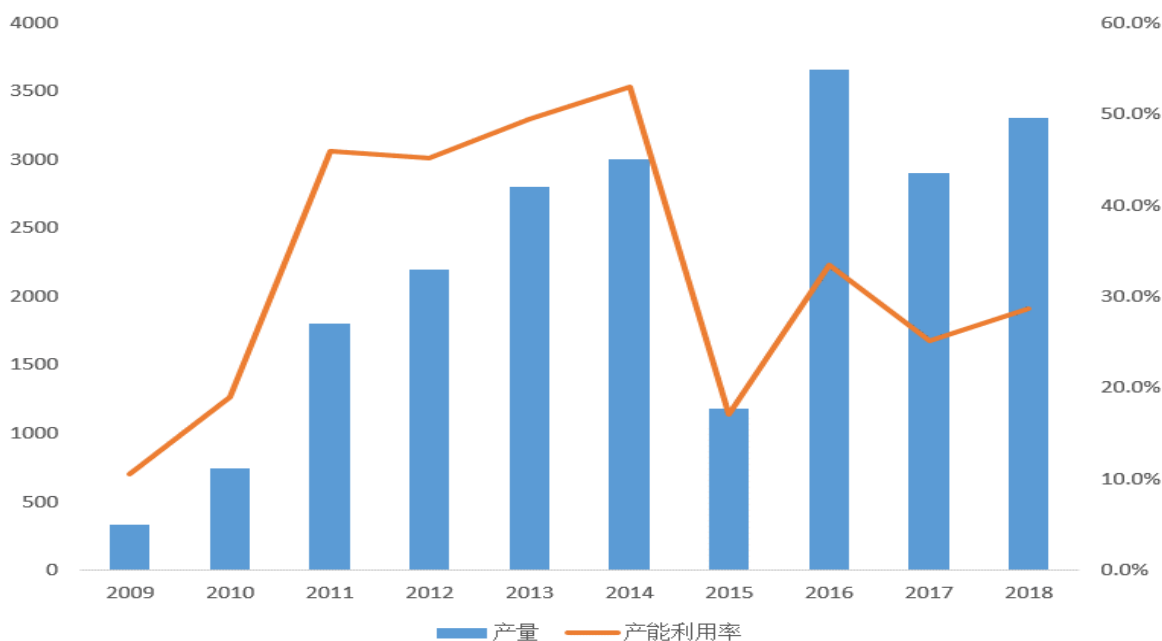


数据来源：USDA、兴证期货研发部

2.2.2 棕榈油的工业需求

印度尼西亚是棕榈油用于生物柴油生产需求最大的国家。图 44 是印尼生物柴油产能利用率情况。由图看，印尼生物柴油的产能利用率较低，还有较大的上升空间。近期随着原油价格的下挫，印尼生物柴油的产量出现下滑。中长期生物柴油的产量仍需要关注政府政策。

图 44：印尼生物柴油产量及产能利用率（百万升）



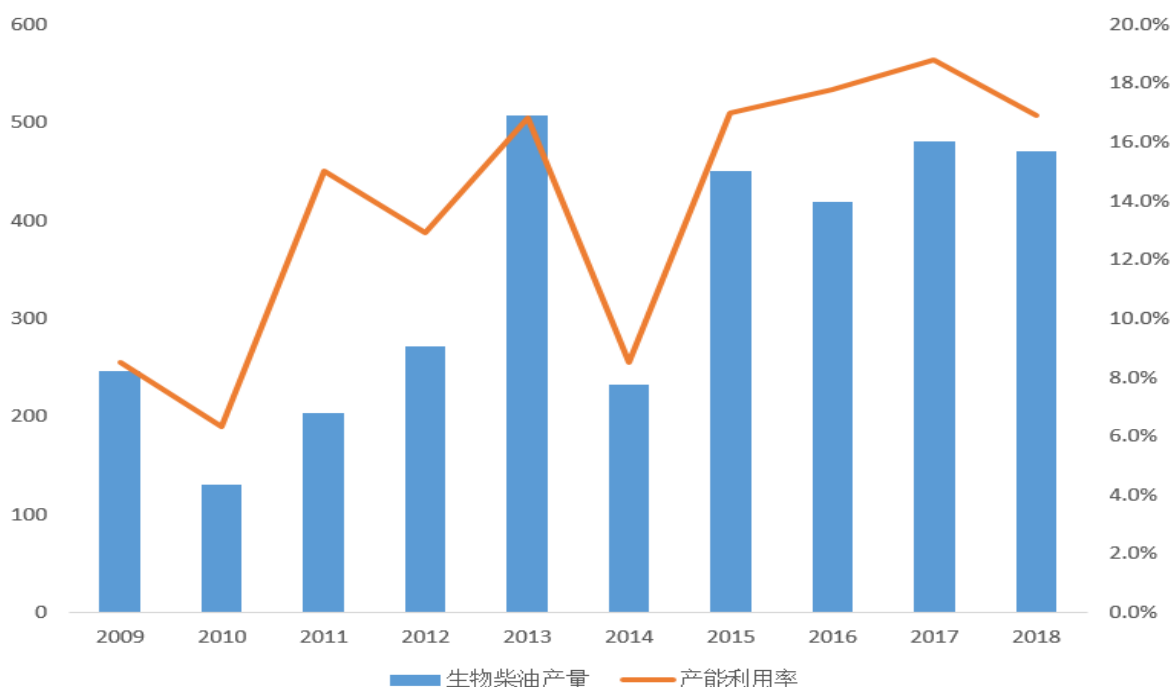
数据来源：USDA、兴证期货研发部

自 2016 年印尼生物柴油的混掺比例达到最高的 10.2% 以后，已经连续两年出现下调，2017 年为 9.2%，2018 年混掺比例下调至 8.7%。为了刺激棕榈油的消费，印尼政府将再度提高生物

柴油的混掺比率，预期 2019 年棕榈油用于生物柴油的消费量将再次走高。

图 45 是马来西亚生物柴油产能情况。由图看，马来西亚棕榈油的产能利用率较低，刚刚达到 16%，上升空间较大。但由于政府缺乏激励，企业生产生物柴油的积极性不高。马来西亚生物柴油的产量更多取决于原油等能源价格的走势，因此仍旧存在较大的不确定性。

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

由于政府激励政策不积极，马来西亚生物柴油的混掺比率持续维持在 7% 的低位，棕榈油的消费量维持 40 万吨水平。能源价格的走势对马来西亚棕榈油用于生物柴油的数量有很大影响。

2.3 全球棕榈油供求分析

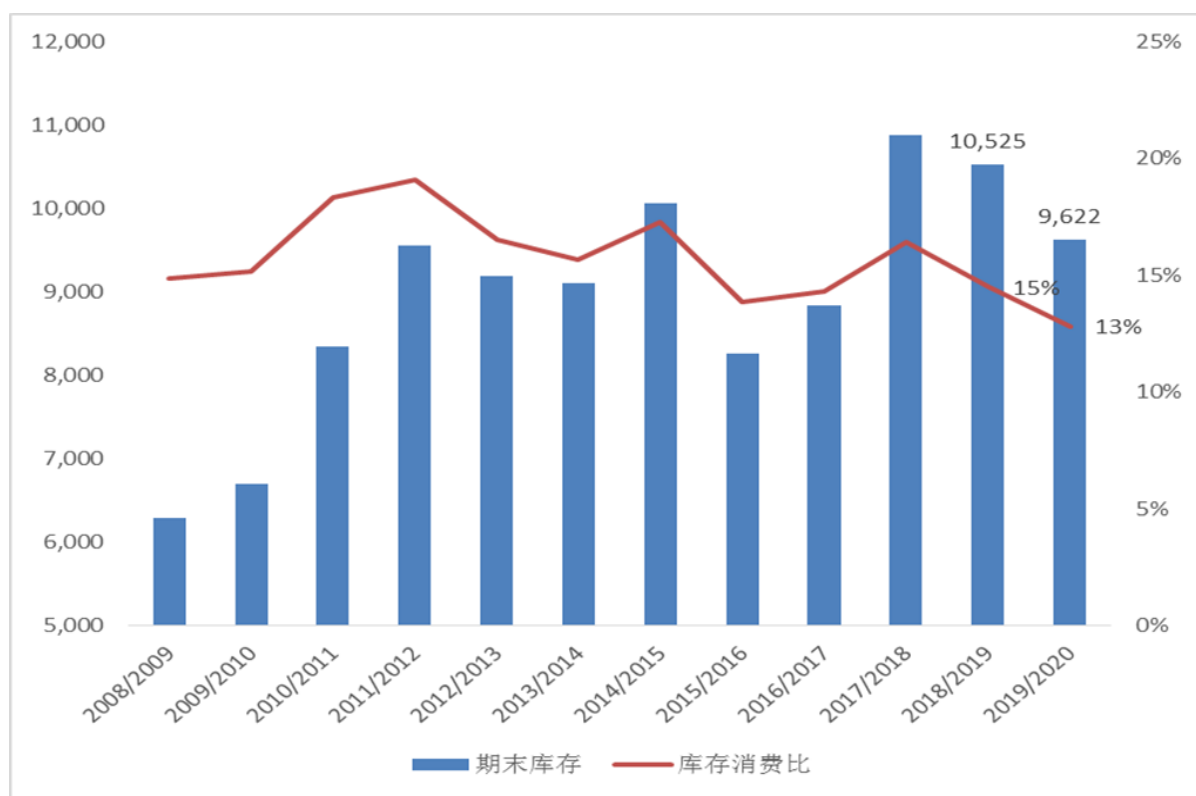
综合来看，随着马来西亚和印度尼西亚棕榈油的单产水平恢复，全球棕榈油的供给量大幅增加。需求方面，棕榈油的食用需求增幅有限，工业用途的用量、尤其是生物柴油的用量随着能源价格的走势发生很大的变化，存在较大的不确定性。

2018 年下半年，原油价格大涨，印度尼西亚和马来西亚生物柴油的出口数据亮眼，棕榈油的需求出现增加；但随着原油价格的回落，用于生物柴油生产的棕榈油用量大幅萎缩。

政策方面看，2018 年 6 月欧盟通过决议，自 2019 年后逐步减少用于生产生物柴油的棕榈油数量，直到 2030 年完全弃用棕榈油生产生物柴油。目前，欧盟用于生产生物柴油的用量达到 260—300 万吨的水平，逐步减少用量，可能在中长期不利于棕榈油的消费。

根据美国农业部的预测，全球棕榈油的供求维持宽松。如图 46 所示，2019 年全球棕榈油的库存小幅下降至 1052 万吨；2020 年，库存将下降至 962 万吨，库存消费下滑到 13%。

图 46：全球棕榈油库存及库消比（千吨）



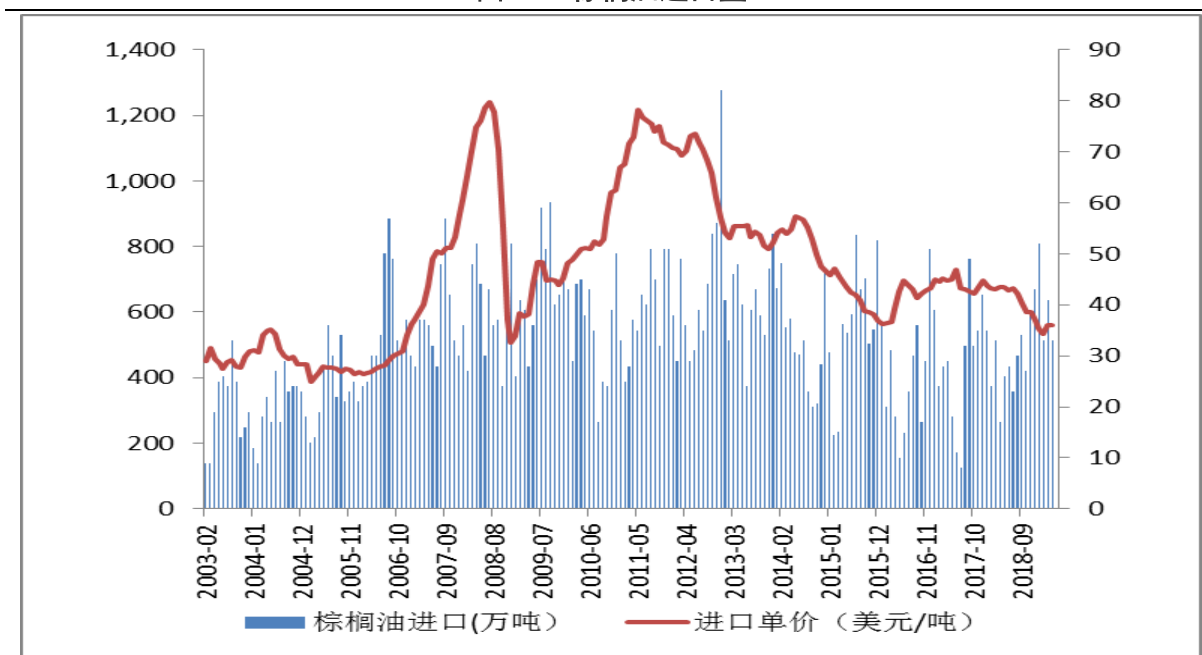
数据来源：USDA、兴证期货研发部

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，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食品的主要原料。但由于棕榈油熔点较高，容易出现浑浊甚至会有凝固，导致棕榈油在家庭食用方面的需求较其他油脂存在劣势。

棕榈油用于工业方面的需求可能保持相对稳定的增长。随着菜籽油和豆油价格的偏强运行，棕榈油在家庭食用方面的需求可能出现逐步的增加。如图 47 为我国棕榈油月度进口数量。2019 年以来，棕榈油的进口数量出现缓慢回升，国内棕榈油的库存大幅增加。

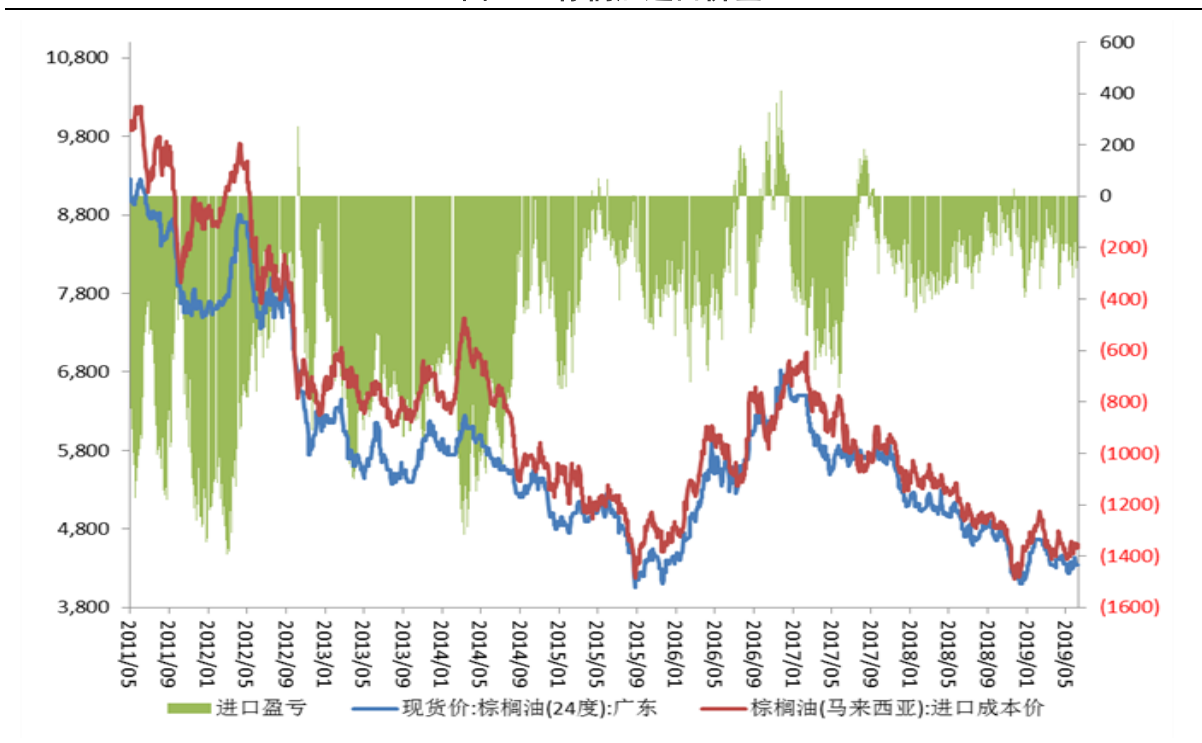
图 47: 棕榈油进口量



数据来源：Wind、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，棕榈油的库存只有 30 万吨的历史低位，价格大幅走高，进口棕榈油出现盈利。目前，棕榈油进口亏损-250 元/吨。

图 48: 棕榈油进口价差

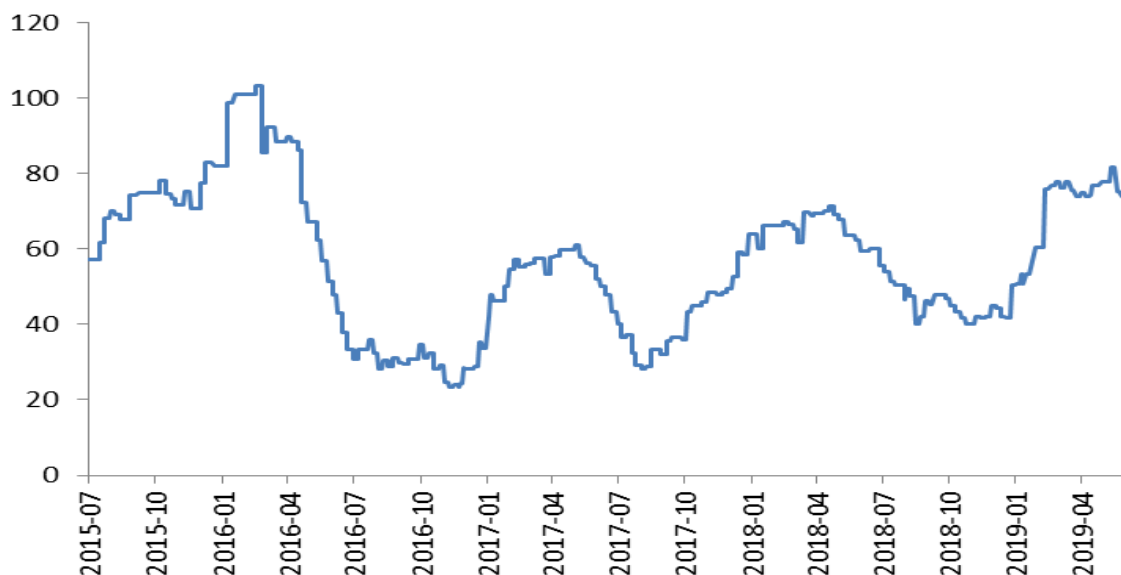


数据来源：Wind、兴证期货研发部

从库存的角度看，2014 年我国棕榈油的库存非常大，尤其是在第一季度，棕榈油的库存接近 130 万吨。自 2017 年以来，棕榈油的库存逐步走高。尤其是随着马来和印尼棕榈油的供应逐

步宽松，国内棕榈油的进口再次放大，库存逐步积累。

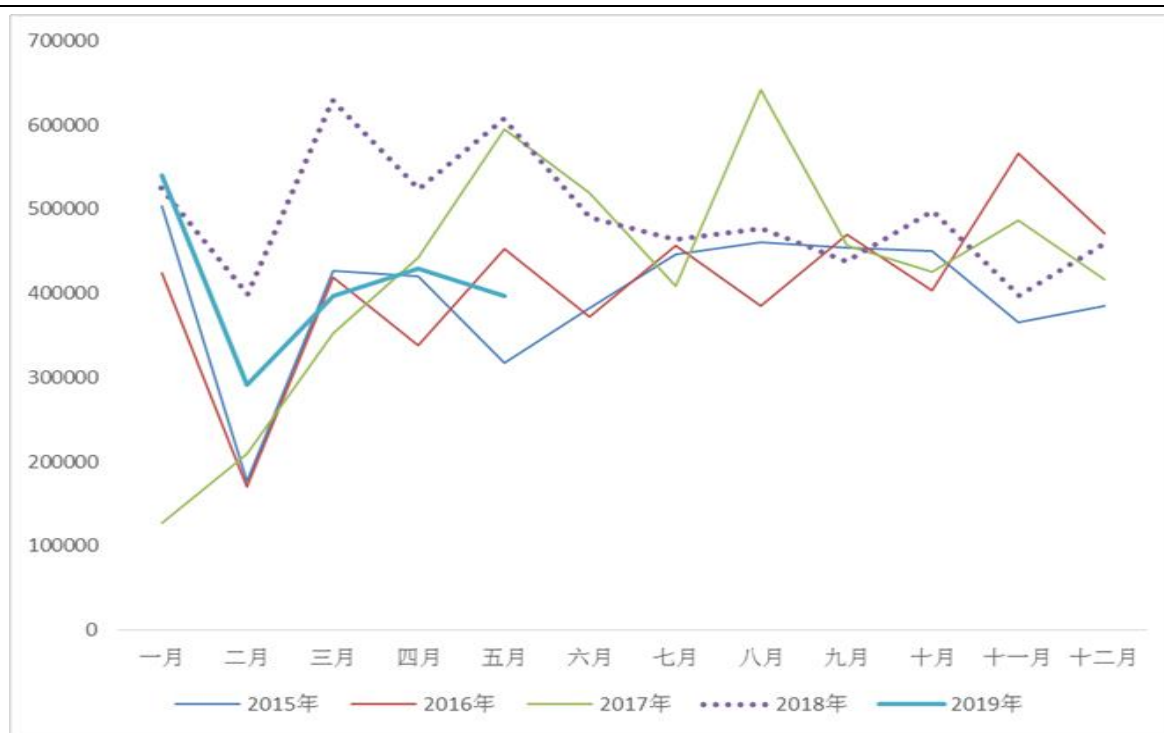
图 49：棕榈油港口库存（万吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

从成交看，2019 年以来，棕榈油的成交延续低迷状态，显示需求疲弱。

图 50：棕榈油月度成交量（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

综合来看，全球棕榈油的供求维持宽松局面。我们预期下半年，棕榈油价格可能仍将维持相对弱势以抢占豆油和菜油的市场份额。国内棕榈油的进口小幅亏损，进口量有所恢复。棕榈油的成交量偏低，需求疲弱。下半年，油脂消费旺季到来，在菜籽油和豆油价格上涨的带动下，棕榈油价格将有所起色。

减产难兑现，糖价仍有回调需求

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

外盘利空相对出尽，预计明年泰国、印度的种植面积、产量小幅减少。目前泰国、印度处于雨季，今年雨季印度降雨偏少，继续关注后期降雨情况。巴西今年的醇油比依然处于低位，糖醇比处于平均水平，因此今年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，外盘可能会偏弱震荡。

国内方面，预计广西新榨季产量不会明显减少，国内糖价上涨缺乏内生的动力。从周期看，广西甘蔗收购价依然较高，食糖价格三年周期有被打破的可能。预计后期政策会继续改革，直补、抛储都有可能落地，将会对价格产生冲击。从长期看，国内糖价周期需要重新评估，产业将承受一定的冲击，甘蔗价格政策有待进一步完善。

1.上半年行情回顾

上半年郑糖价格快速反弹后回落，整体维持震荡格局。2018 年底郑糖价格快速下跌，主力合约最低跌至 4664 元。进入 2019 年之后期货价格从底部回升，一季度价格出现反弹，主要原因是广西发布公告称临时收储 50 万吨，对现货价格起到一定支撑。同时销售进度偏快、库存同比减少、仓单同比大幅下降，在这些因素的共同作用下，一季度糖价明显反弹。4 月份广西传出将进行甘蔗价格改革，新榨季的甘蔗价格维持在 480 元/吨的高位，市场对明年能否减产产生疑虑。5 月下旬传出消息称，明年配额外进口关税大概率由 85% 恢复为 50%，消息传出后盘面大幅下跌。利空消化后，糖价逐步持稳。

国外方面，上半年 ICE11 号糖维持震荡格局，一月初美糖跌至 11.69 美分，最高反弹至 13.42 美分后又有所回落。一季度北半球的印度与泰国正值生产时期，虽然此前各分析机构普遍预期印度与泰国的产量将有所回落，但实际产量仍然较高。从去年四季度开始印度糖协逐步下调印度产量预期，但实际印度没有出现明显的减产，泰国产量则同比小幅增加。印度与泰国的产量较高，对美糖形成压制。虽然市场预期新榨季泰国、印度会减产，但目前刚进入雨季，尚未见到实质性利多，美糖继续横盘。

图 1：郑糖主连日线

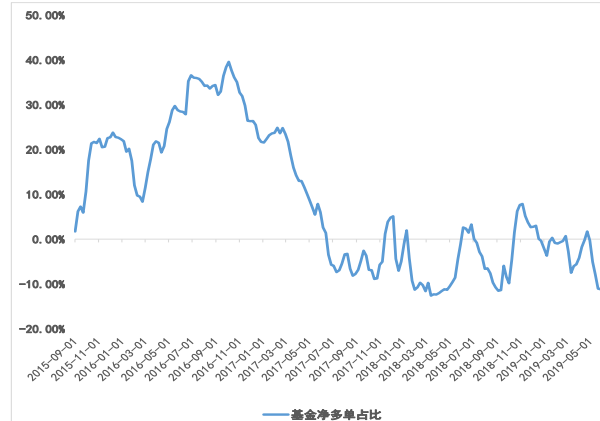
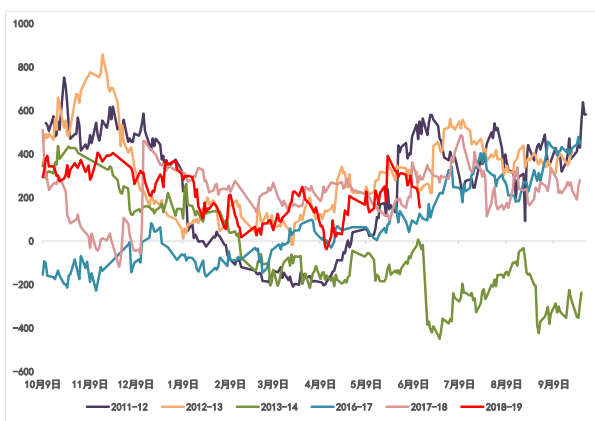
图 2：ICE11 号糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：郑糖基差

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.下半年国外行情展望

2.1 新榨季巴西产糖量或小幅回升

2019年4月巴西进入新榨季，截止5月底，巴西中南部主产区压榨甘蔗4401万吨，同比增加34.87%，产糖186.5万吨，同比增加38.51%。另外巴西甘蔗技术中心对75家糖厂的调查结果显示，今年5月的单月甘蔗单产同比增加5.58%，至88.81吨/公顷；本榨季截至5月底的累计甘蔗单产同比增加3%，至84.28吨/公顷，同时出糖率ATR由去年同期的123.64千克/吨下降至118.52千克/吨。

5月下半月巴西中南部生产乙醇21.46亿公升，较去年同期增加22.08%。2019/20榨季截至5月底，巴西中南部累计压榨甘蔗1.284亿吨，同比下降5.3%，甘蔗制糖比为33.41%，低于去年同期的34.45%；累计产糖484.5万吨，同比减少11.96%，累计产乙醇61.76亿公升，同比减少6.37%。

美国农业部预计，2019/20榨季，巴西的甘蔗产量为6.27亿吨，与上榨季的6.20亿吨基本持平。其中，预计巴西中南部主产区的甘蔗产量为5.80亿吨，较上榨季的5.73亿吨小幅增加；预计单产为67.2吨/公顷，同比增加两个百分点，预计出糖率小幅下降0.59%；预计巴西的食糖产量为3200万吨，同比增加8.47%，其中中南部主产区食糖产量为2940万吨，同比增加9.29%；乙醇产量为317.4亿升，同比下降4%；预计食糖出口量为2085万吨，同比增加6%。

其他一些主流机构也对新榨季巴西产量进行了预测，其中巴西主要糖厂Copersucar预计新榨季巴西中南部主产区甘蔗压榨量为5.8-5.9亿吨，产糖2600至2800万吨，乙醇产量为300-310亿公升；贸易商Sucden预计2019/20榨季巴西中南部地区甘蔗压榨量为5.6455亿吨，产糖量为2710万吨，乙醇产量为285.5亿公升；分析机构FC Stone预计，2019/20榨季巴西中南部地区将产糖2950万吨，同比增加11%，低于1月份预计的3020万吨。

从各个机构的预测值来看，大多数机构都预期新榨季巴西的产糖量会小幅增加，主要原因之一是预期新榨季甘蔗制糖比会提高。从我们跟踪的数据看，2018/19榨季巴西的甘蔗制乙醇比处于历史最高位。主要原因是2018年前三个季度油价上行，巴西乙醇相对于汽油具有价格优势，消费者倾向于使用更多的乙醇，对乙醇的销量和价格起到了支撑作用，因此糖厂选择把更多的甘蔗用来制乙醇。虽然目前巴西中南部地区的乙醇汽油比依然处于相对较低的位置，但同比有所回升，因此新榨季巴西甘蔗制乙醇比可能同比略有降低，产糖量可能会同比小幅增加。

另外一个关注点是甘蔗的产量，主要的影响因素是巴西的天气。去年一二季度巴西主产区降雨量偏少，对甘蔗产量造成了影响，今年前两个季度降雨量比较好，预计甘蔗产量将有所回升。

图 5: 巴西中南部地区甘蔗制乙醇比

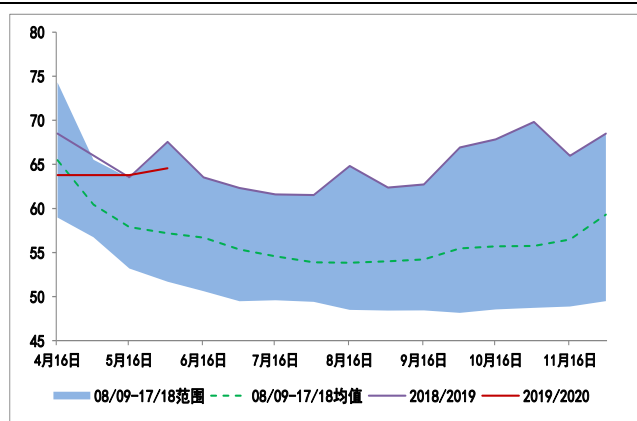
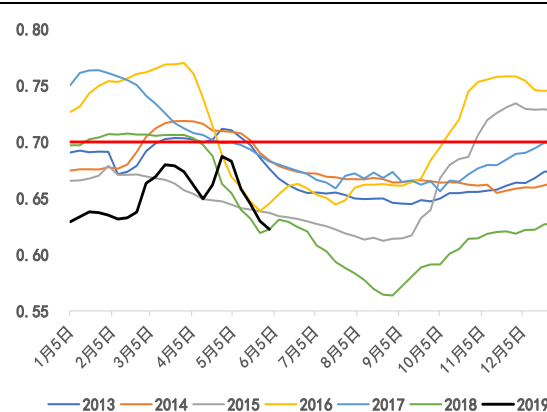


图 6: 巴西中南部乙醇汽油比



数据来源: 巴西农业部, 兴证期货研发部

图 7: 巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格

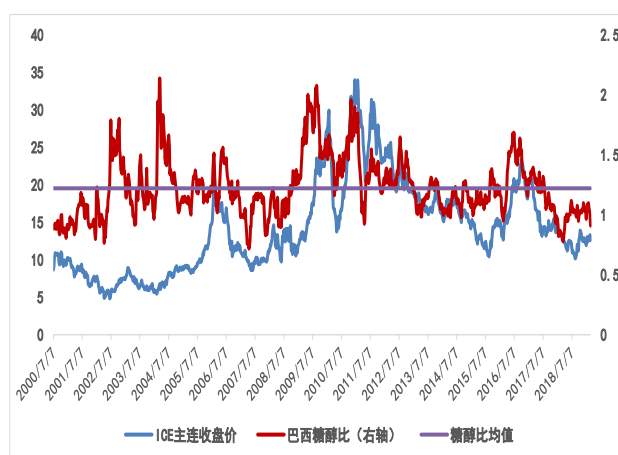
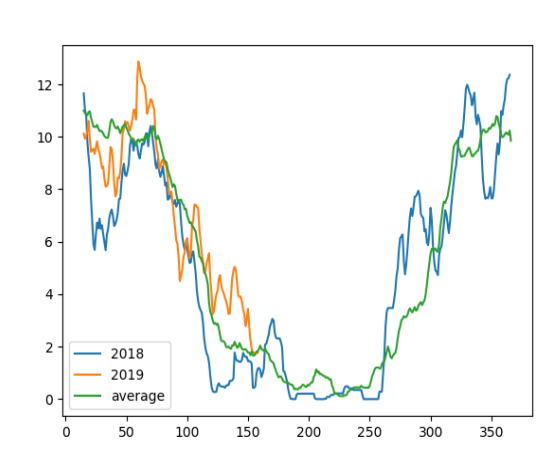


图 8: 巴西中南部主产区降雨量 (mm)



数据来源: 巴西农业部, 兴证期货研发部

2.2 印度 2019/20 产量或下降, 关注雨季降雨

美国农业部预计, 2019/20 榨季, 印度食糖产量将下降 8.4% 至 3030 万吨。主要原因是甘蔗产量以及出糖率的下降。甘蔗产量的下降主要是由于种植面积的减少, 预计甘蔗种植面积下降 9% 至 470 万公顷, 单产为 77 吨/公顷与本榨季持平, 甘蔗产量将下降 8% 至 3.55 亿吨, 预计出糖率由 11.64% 下降至 11.52%。出口方面, 印度 18/19 榨季的出口量预计为 340 万吨, 预计 2019/20 出口量将达到 350 万吨; 预计 18/19 榨季期末库存预计为 1760 万吨, 库存消费比为 64%, 预计 2019/20 榨季期末库存为 1680 万吨。

未来印度主要的关注点在天气。6 月开始印度进入雨季, 但由于今年季风来的比较晚, 降雨量同比偏少。不过由于雨季刚刚开始, 后期应继续关注印度甘蔗主产区的降雨情况、水库水位。

价格方面, 由于印度丰产, 国内供大于求, 2017 年印度国内糖价快速下跌。2018 年印度政府出台了一系列措施稳定糖价, 如 300 万吨的临时储备库存等, 使得印度糖价企稳反弹。随后印度政府决定, 自 2019 年 2 月 14 日起, 把国内白糖的最低售价由 29 卢比/千克提高至 31 卢比/千克 (约 20 美分/磅), 对印度国内糖价起到明显支撑。目前美糖期货价格在 13 美分左右, 印度糖出口不具备价格优势。另一方面, 如果未来美糖价格上涨, 印度与美糖价差缩小, 将导致

印度出口的动力增加，美糖期货价格会遇到较大的压力。

图 9: 印度甘蔗及其竞争作物收购价

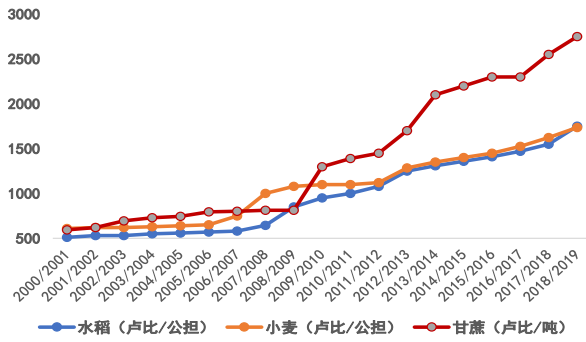
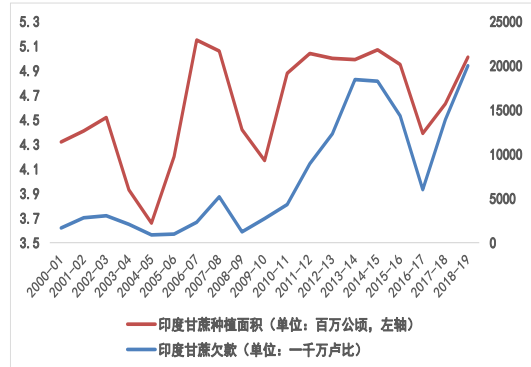


图 10: 印度甘蔗欠款及甘蔗种植面积



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 11: 印度季风行进路线

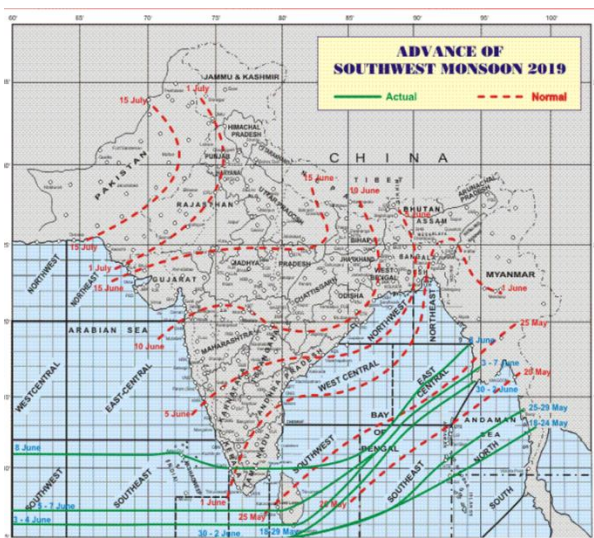
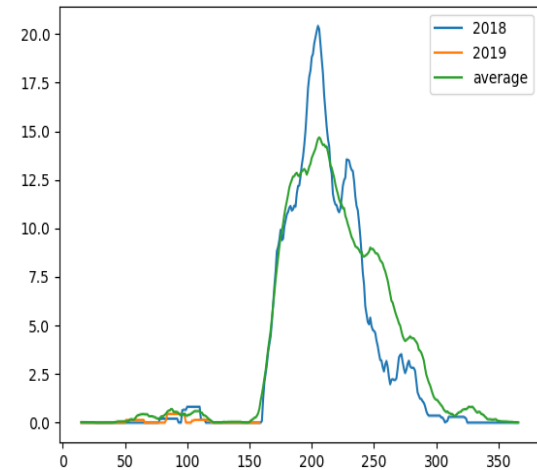


图 12: 印度马邦主产区降雨量 (mm)

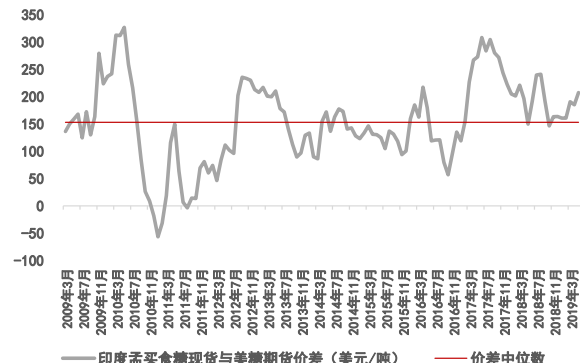


数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

图 13: 印度孟买食糖现货价格 (卢比/吨)



图 14: 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 榨季泰国产量或小幅减少

2018/19 榨季截至 5 月 9 日，该国 54 家糖厂全部收榨，2018/19 榨季泰国共计压榨甘蔗 1.31

亿吨，同比减少 390 万吨；产糖 1458.1 万吨，较去年仅减少约 10 万吨，为历史第二高位。

虽然甘蔗与食糖产量维持高位，但是 2018/19 榨季泰国甘蔗收购价出现了明显下跌。甘蔗价格处于历史较低水平，同时木薯收购价同比上升，因此 2019/20 榨季泰国甘蔗的种植面积或小幅下降。

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。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 榨季泰国甘蔗种植面积或小幅下降。

美国农业部预计，2019/20 榨季，泰国甘蔗产量将下降 2%，主要原因是种植面积以及单产的下降。预计甘蔗种植面积将下降 1%，预计 2019/20 榨季泰国的甘蔗产量为 1.27 亿吨，同比下降 2%。预计食糖产量为 1390 万吨，同比略降 2%。

天气方面，上半年泰国中部主产区出现了一定的干旱，目前泰国正处于雨季，雨季降雨对明年的产量非常重要，应继续关注泰国的降雨情况。

图 15: 泰国甘蔗产量与甘蔗种植面积

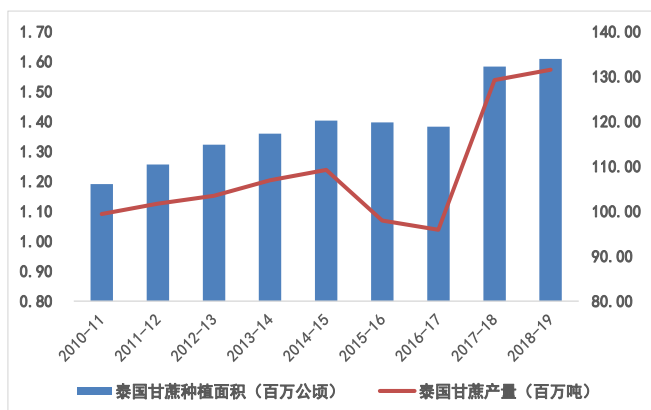
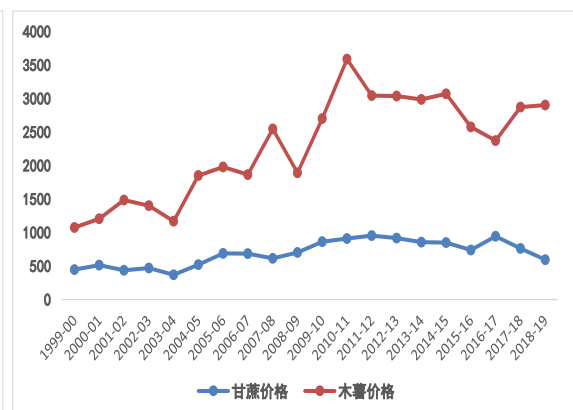


图 16: 泰国甘蔗收购价与木薯收购价



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

图 17: 泰国甘蔗收购价 (泰铢/吨)

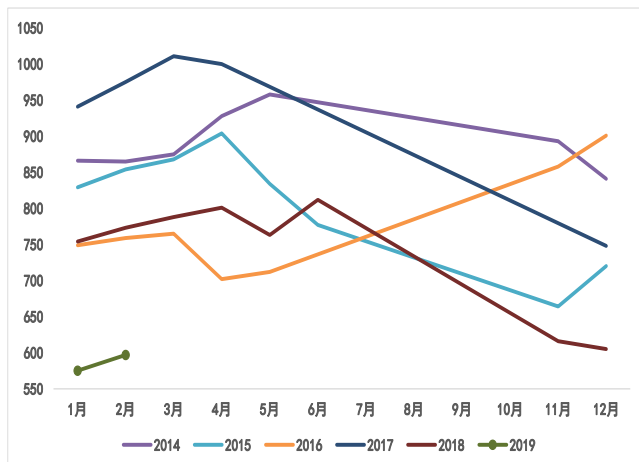
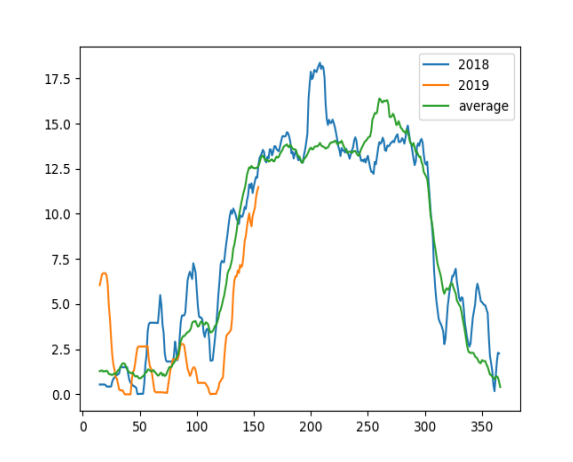


图 18: 泰国中部主产区降雨量 (mm)



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

3.下半年国内行情展望

3.1 2018/19 榨季继续增产，销售进度偏快

2018/19 榨季截至 5 月底，全国共生产食糖 1076.04 万吨，同比增加 4.40%，其中广西产量为 634 万吨，同比增加 5.22%；截至 5 月底全国共销售食糖 666.67 万吨，同比增加 16.02%，其中广西销糖量为 378 万吨，同比增加 18.13%；截至 5 月底全国销糖率为 61.97%，同比增加 6.21 个百分点，其中广西销糖率为 59.62%，同比增加 6.51 个百分点；全国新增库存为 409.27 万吨，同比减少 10.24%，其中广西新增库存为 256 万吨，同比减少 9.38%。

销量方面，今年的销售节奏较去年明显提升。截至 5 月底广西的销糖率同比增加 6.51 个百分点，去年榨季初期糖厂存在一定的惜售情绪，销糖率偏低，但是本榨季销售节奏明显加快。销量较好叠加产量略增，使得库存同比减少，截至到 5 月底全国的工业库存同比下降 10.24%，广西的工业库存同比减少 9.38%，预计本榨季期末库存同比减少。

图 19：全国食糖产量（万吨）

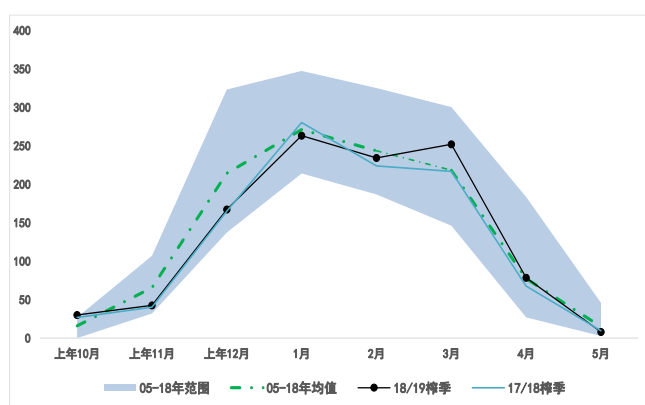
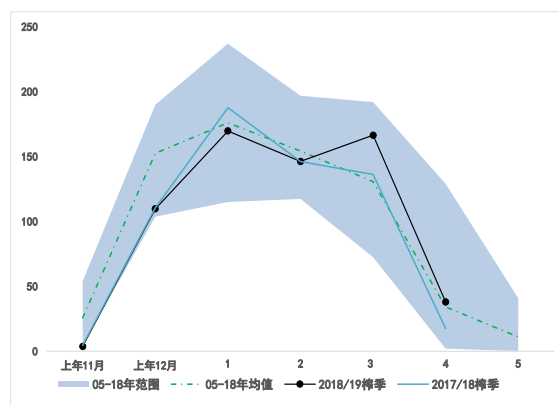


图 20：广西食糖产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：全国食糖销量（万吨）

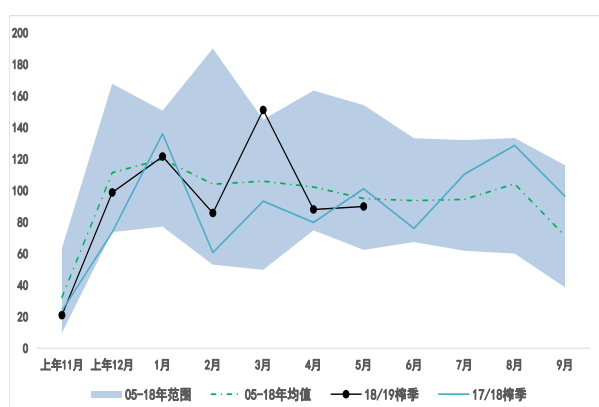
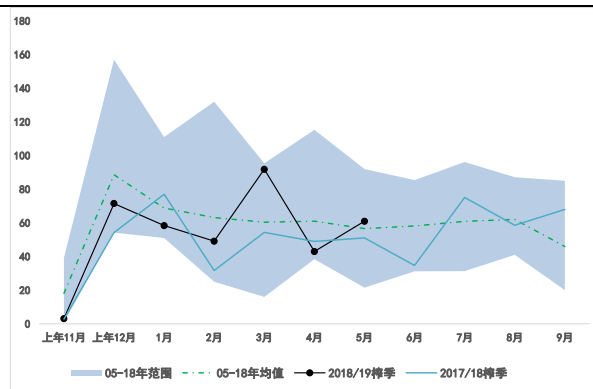


图 22：广西食糖销量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23: 全国食糖库存 (万吨)

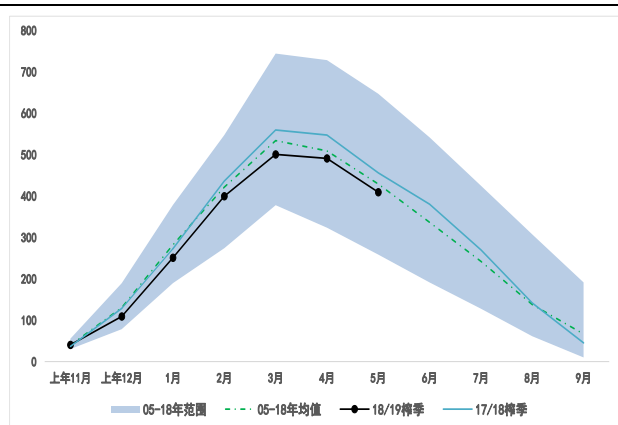
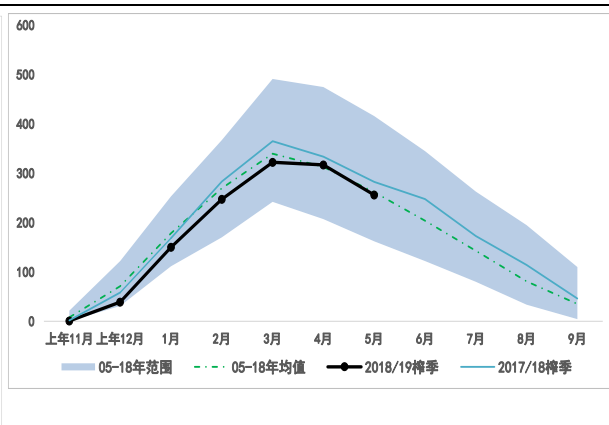


图 24: 广西食糖库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 2019/20 榨季产量或持平，供需受政策影响较大

美国农业部预计，2019/20 榨季，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。云南新榨季甘蔗收购价 450 元，与本榨季基本持平，种植面积也基本持平。但是近期云南出现了干旱，可能会对产量造成一定的影响。广东与海南没有甘蔗最低收购价制度，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古，2018 年内蒙古有 6 家新糖厂投入运营，内蒙古的甜菜糖厂数量增加至 14 家。2018/19 榨季内蒙古的甜菜收购价为 530 元/吨，预计 2019/20 的收购价为 520 元/吨。

总的来看，美国农业部 5 月报告预计 2019/20 榨季全国产量为 1085 万吨，较 18/19 榨季小幅增加 10 万吨。

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。

表一：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	30	30
国储	730	770	810	800	700
产量	929	1031	1076	1085	1085
进口	186	203	240	240	240
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	1531	1512	1461	1505	1605
需求	1512	1519	1518	1518	1518
库存增减	19	-7	-57	-13	87

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 政策一：广西进行甘蔗价格改革，糖价的三年周期或被打破

2019年2月26日广西政府发布《关于深化体制机制改革加快糖业高质量发展的意见》，提出广西甘蔗收购价将退出政府指导，进行市场化改革。4月15日广西发改委再次发文，政策正式落地。

表二：广西甘蔗价格改革相关政策

时间	文件名称	文件主要内容
2019.2.26	《广西壮族自治区人民政府关于深化体制机制改革加快糖业高质量发展的意见》	<p>一、完善糖料蔗购销市场机制：完善订单农业，规范订单合同，保障各方权益，强化市场监管。着力提高糖料蔗生产水平：加快糖料蔗基地建设，加快糖料蔗良种繁育推广，全力推进糖料蔗生产全程机械化，加强糖料蔗精细化管理。</p> <p>二、推动制糖企业高质量发展：推动制糖企业战略重组，大力推进全产业链发展，加快蔗叶资源绿色化综合利用，推进企业提质发展，培育知名品牌。</p> <p>三、加快淘汰落后产能：引导一批糖厂关停并转，支持减量或等量置换提升，做好资产处置，做好职工分流安置，盘活土地资源。</p> <p>四、提高科技创新能力：强化科技支撑，加强人才队伍建设。</p>
2019.4.15	《广西壮族自治区发展和改革委员会关于糖料蔗收购价格实行市场调节价问题的通知》	<p>一、深化糖料蔗购销体制改革，在全区范围内全面推行规范化订单农业。充分尊重种植主体和制糖企业的自主权，由双方签订糖料蔗订单合同，明确糖料蔗收购价格、收购范围等。鼓励糖料蔗收购按质论价。</p> <p>二、维护良好的市场价格秩序。糖料蔗收购价格实行市场调节价后，各地价</p>

格主管部门按照工作职能继续做好糖料蔗种植成本调查、食糖价格监测等工作。同时，要在规范订单合同、强化市场监管等方面，加强与相关部门配合协调，共同维护良好的市场价格秩序，促进我区糖业高质量发展。

三、糖料蔗实行市场调节价，《广西壮族自治区物价局〈关于印发广西糖料蔗价款二次结算价格核定暂行办法〉的通知》（桂价格〔2011〕95）号同时废止

数据来源：广西壮族自治区发展和改革委员会，兴证期货研发部

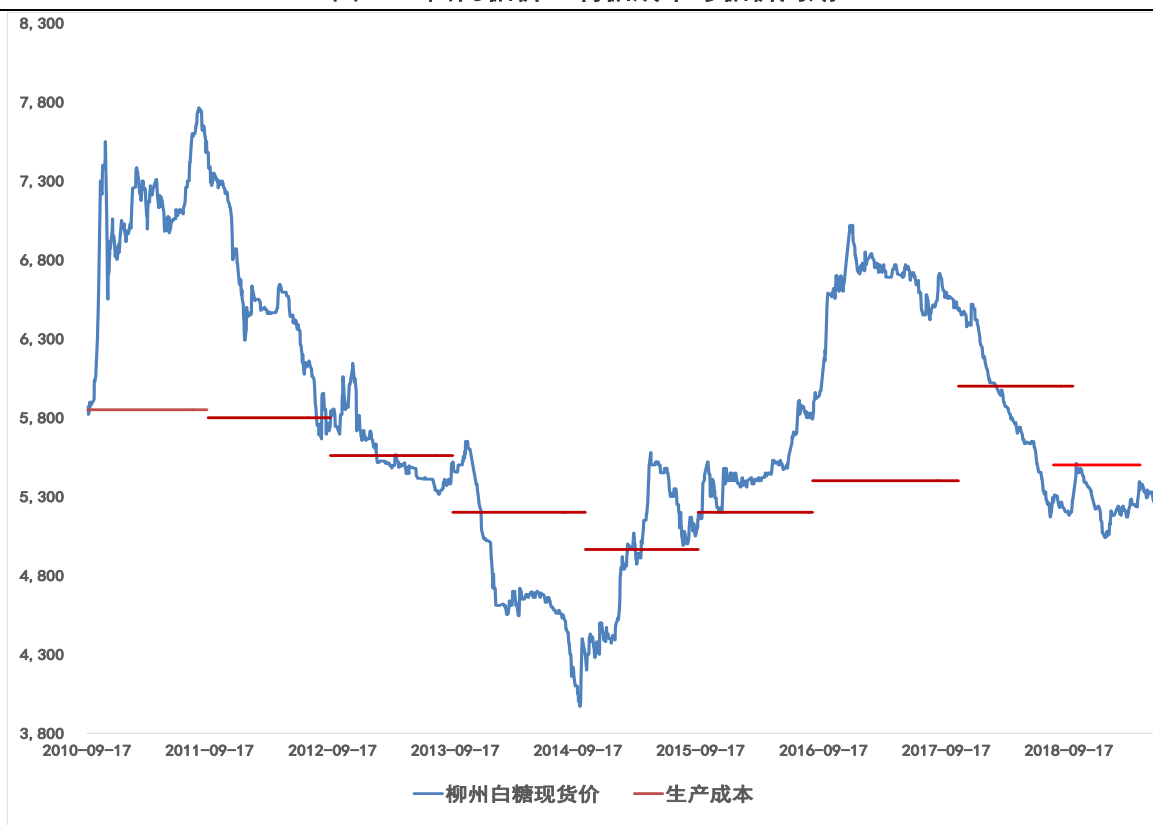
政策落地后，新榨季广西大多数糖厂与农民签订的甘蔗收购价为 480 元/吨，较 18/19 榨季仅下调 10 元/吨，据悉合同有效期为三年。虽然广西进行了甘蔗价格的市场化改革，但是改革后甘蔗价格与糖价的联系似乎反而变弱了。新榨季广西甘蔗收购价仅下调 10 元/吨，农民种植甘蔗的积极性依然较高，甘蔗种植面积基本持平，不出现天气问题的话产量很难明显减少。另一方面，甘蔗价对应的制糖成本在 5600 元左右，而目前糖价在 5300 元左右，在国内产量不减的情况下，糖价很难长期维持在成本上方。

更重要的是，我们认为改革后国内糖价的运行规律发生了变化，国内糖价的三年周期可能被打破。糖价三年周期背后的核心是产量的周期变化，而甘蔗价格和糖价之间的价格传导是产量变化的重要原因

食糖价格本质上是由供需决定的，其中供给端起到决定性的作用。其中供给主要受两方面的影响：种植面积和天气，其中种植面积是由种植甘蔗的经济效益，也就是甘蔗收购价决定的。也就是说糖价主要是由甘蔗收购价来决定的。同时甘蔗价格反过来也会影响糖价。当甘蔗价格较高的时候，农民的种植积极性提高，甘蔗种植面积增加导致食糖产量增加，价格下跌。甘蔗价格和糖价相互影响，构成了糖价的周期运动。糖价围绕甘蔗价格来变化，而且甘蔗价格的变化必然落后于糖价的变化。所以才会形成糖价的大幅波动，超跌和超涨。

但是在广西进行甘蔗价格改革之后，甘蔗价格和糖价之间的传导路径被切断了。新榨季的收购价位 480 元/吨，合同为三年一签。糖价的持续下跌没有导致甘蔗价格的下跌，新榨季很难出现减产，糖价很难进入上涨周期。总的来看，政策改革后，甘蔗价格和糖价之间的联系被切断了，未来三年广西的甘蔗种植面积可能维持在一个比较高的水平，如果不出现极端天气的话，产量的波动性也会减小并维持在一个相对较高的水平，国内糖价的三年周期可能被打破。

图 25：国内糖价、制糖成本与糖价周期



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 政策二：明年配额外进口关税或下调，利空预期释放

2016年9月我国对食糖进行贸易保障措施调查,最终决定对配额外进口食糖加征关税,2017年5月22日-2018年5月21日,配额外总关税95%,之后每年减5%。

为期三年的贸易保障措施将于2020年5月21日到期。但是最近有消息称,中国与巴西进行贸易谈判,明年贸易保障措施到期后大概率不会延期,明年5月21日之后,配额外关税将由85%下调至50%,消息传出后白糖期货价格大幅下跌。

我们认为这次行情主要是受事件驱动,配额外关税下调导致白糖价值重估。目前配额外原糖进口关税为85%,如果取消贸易保障措施,配额外关税将下调至50%,白糖的价格可能要重新评估。按照当时的美糖期货价格以及配额外50%的进口关税计算,配额外白糖的成本在4300元/吨左右,而按照85%的关税计算,进口成本在5200元左右,因此白糖存在估值下调的需求。从历史上看,一般配额外的进口利润在正负300之间波动,价格下跌后郑糖2005合约对应的配额外的利润回到了300元左右,因此短期看我们认为远期配额外的利润已经回归到合理区间范围之内。当然配额外利润也有可能打成平水或者略贴水,但是继续下跌的确定性不是很高。

因此在利空被一次性打足之后,后市行情的发展将回归国内外的供需情况。由于明年5月合约的价格被打到50%进口成本线附近,因此外盘价格的趋势变化对远月合约的影响较大,如果后期外盘有趋势变化的话,远月价格的变化幅度可能会大于近月。但是随着利空预期逐渐被消化,远月的逻辑可能会重回国内供需情况。

图 26：国内糖价与配额外进口成本



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 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。

4.总结

外盘利空相对出尽，预计明年泰国、印度的种植面积、产量小幅减少。目前泰国、印度处于雨季，今年雨季印度降雨偏少，继续关注后期降雨情况。巴西今年的醇油比依然处于低位，糖醇比处于平均水平，因此今年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，外盘可能会偏弱震荡。

国内方面，预计广西新榨季产量不会明显减少，国内糖价上涨缺乏内生的动力。从周期看，广西甘蔗收购价依然较高，食糖价格三年周期有被打破的可能。预计后期政策会继续改革，直补、抛储都有可能落地，将会对价格产生冲击。从长期看，国内糖价周期需要重新评估，产业将承受一定的冲击，甘蔗价格政策有待进一步完善。

补栏大量增加，下半年价格承压

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

上半年鸡蛋价格走势较强，春节后山东现货从 2.6 元/斤的低点一路上涨至 4.25 元/斤，涨幅创近年来的新高。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。上半年随着鸡蛋价格持续上涨，蛋鸡养殖利润也创下同期新高。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。4、5 月份单月补栏量破亿，养殖户补栏的疯狂程度可见一斑。上半年后备鸡存栏量同比、环比均显著增加，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。

随着养殖户的补栏情绪达到顶峰，我们预计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，从而对鸡蛋价格形成压制。需求方面，虽然非洲猪瘟导致对禽肉、鸡蛋的需求增加，但是我们认为影响是偏短期的。后期非洲猪瘟对鸡蛋需求的影响可能会逐渐稀释，鸡蛋需求可能会回归到正常的水平。

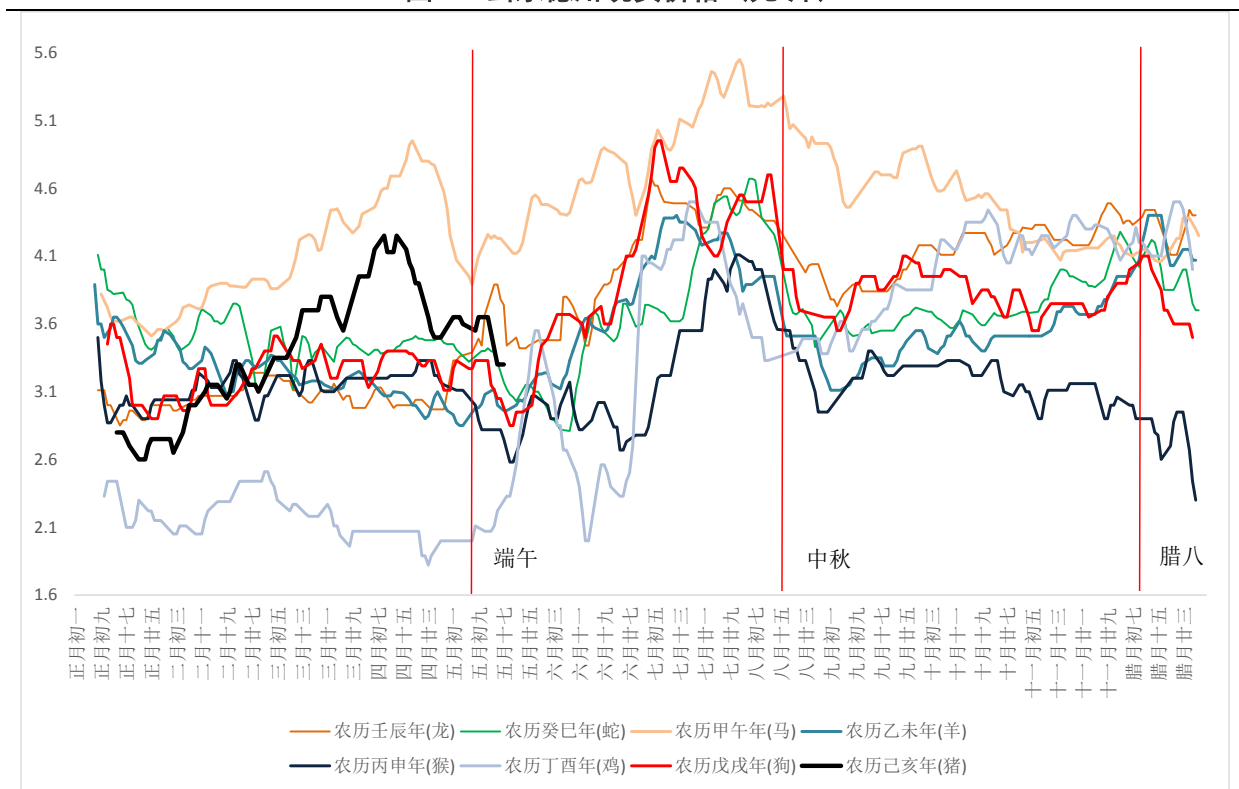
总的来看，从短期看，鸡蛋期现价格可能会在中秋行情中再次迎来一波上涨，但是从长期看，由于供应端压力逐渐显现，中秋行情过后鸡蛋价格可能会明显走弱。

1.上半年行情回顾

上半年鸡蛋价格走势较强，年初山东德州鸡蛋现货价格最低达到 2.6 元/斤，随后价格一路上涨，端午前最高涨至 4.25 元/斤，涨幅达 63.46%。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。端午节后鸡蛋现货价格回落至 3.3 元/斤附近。由于上半年行情较好，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，上半年随着鸡蛋价格持续上涨，鸡苗价格也一路上行，目前达到 3.7 元/羽，创下历史新高。淘汰鸡价格先抑后扬，春节前后价格从 9.78 元/公斤下跌至 7.86 元/公斤，节后淘汰鸡价格在淡季中持续上涨，最高上涨至 11.60 元/公斤，创下历史新高。

今年上半年鸡蛋价格在淡季中持续上涨，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。上半年外三元生猪价格从最低 10.80 元/公斤上涨至 16 元/公斤，涨幅达 48%。白羽肉鸡价格冲高回落，春节后从 7.86 元/公斤最高上涨至 10.85 元/公斤，涨幅达 38.04%，但是近期白羽肉鸡价格回落至 8.92 元/公斤附近。

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）

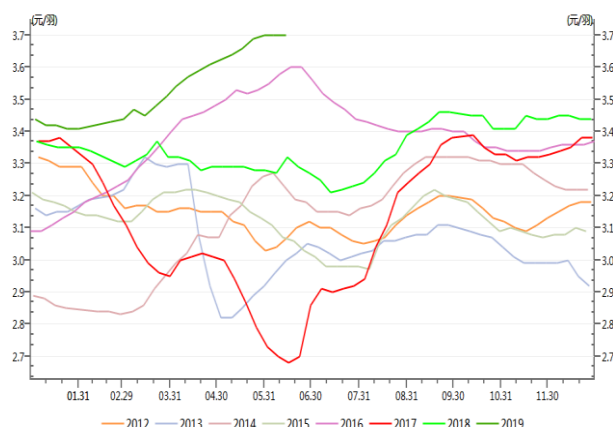
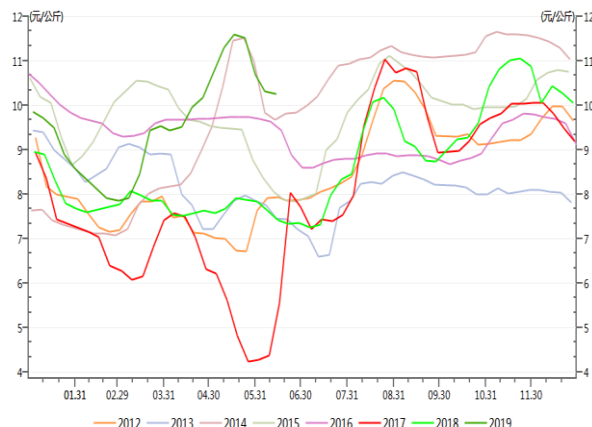


图 3：主产区淘汰鸡平均价（元/公斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：全国外三元生猪价格

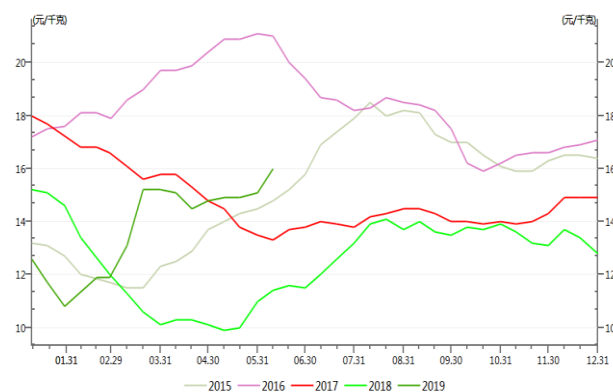
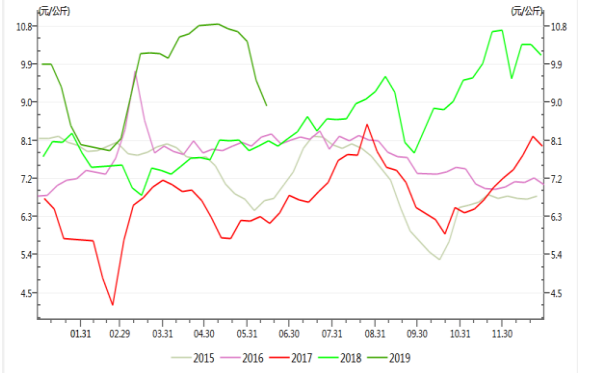


图 5：主产区平均价：白羽肉鸡



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.下半年行情展望

2.1 上半年补栏创新高，下半年供应压力较大

上半年在产蛋鸡存栏量逐步上升,2019年5月在产蛋鸡存栏量为11.07亿只,环比增加3.70%,同比去年增加1.29%,较1月份的存栏量增加7.27%。

补栏方面,由于今年鸡蛋价格在淡季中逆势上涨,在端午前就最高涨至4.2元/斤,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,环比增加0.85%,同比增加23.44%。从规模方面来看,2万只以下规模蛋鸡养殖户育雏鸡补栏量减少,2万只-10万只规模蛋鸡养殖户育雏鸡补栏量增加,10万只以上规模蛋鸡养殖户育雏鸡补栏量减少。5月中上旬蛋价大幅上涨,每斤鸡蛋净利润大幅上涨,育雏鸡补栏量大。

后备鸡方面,上半年后备鸡数量同比、环比均显著增加。其中5月后备鸡存栏量为3.10亿只,环比增加2.36%,同比大幅增加28.40%。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减少,2万只至10万只规模蛋鸡养殖户后备鸡存栏量增加,10万只以上规模蛋鸡养

殖户后备鸡存栏量减少。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。

鸡龄方面,1-5月份后备鸡占比持续上升,5月份后备鸡鸡龄占比为29.20%,环比增加2.37%,其中30-120天占比增加明显。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。同时0-120天蛋鸡数量占比持续上升,从年初的20%附近增加至5月份的29.20%,创下历史新高。

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510天之后淘汰老鸡,然后根据芝华提供的数据,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,7月份前后增速会显著增加。

图6: 在产蛋鸡存栏 (单位: 亿只)

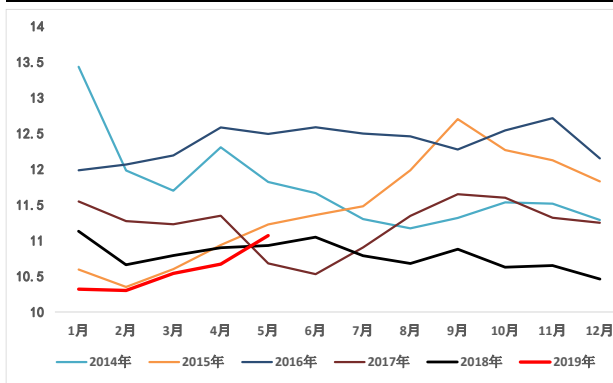
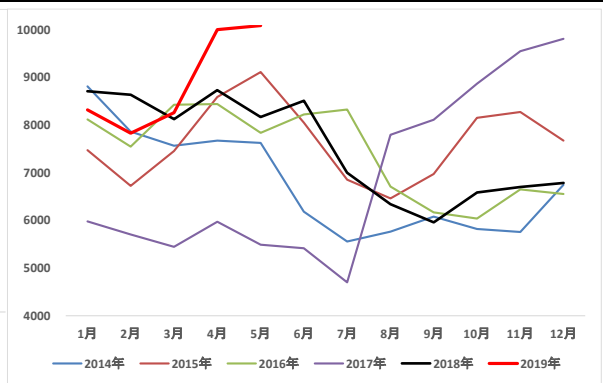


图7: 育雏鸡补栏量 (单位: 万只)



数据来源: 芝华数据, 兴证期货研发部

图8: 青年鸡补栏量环比

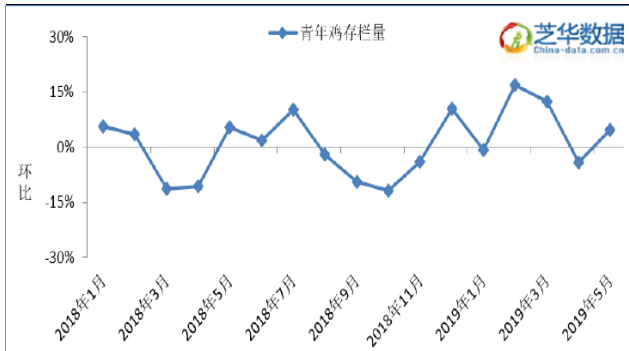
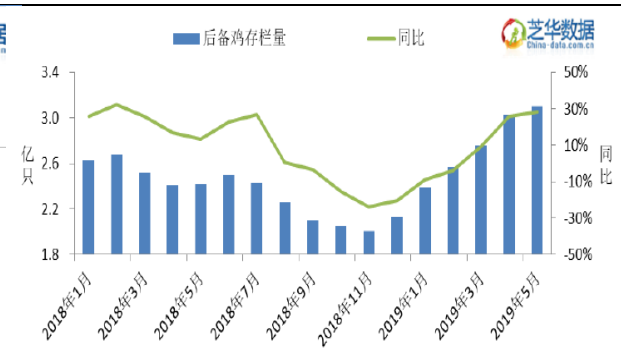


图9: 后备鸡存栏量 (单位: 亿只)



数据来源: 芝华数据, 兴证期货研发部

图 10: 蛋鸡鸡龄结构 (一)

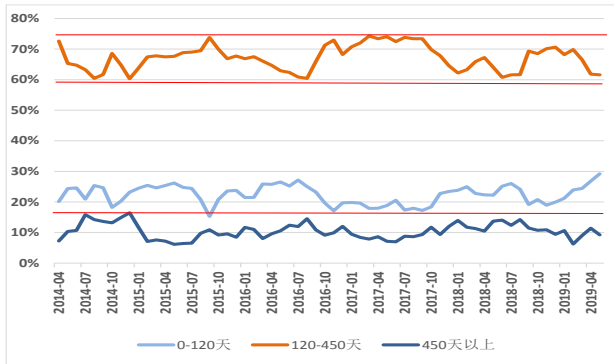
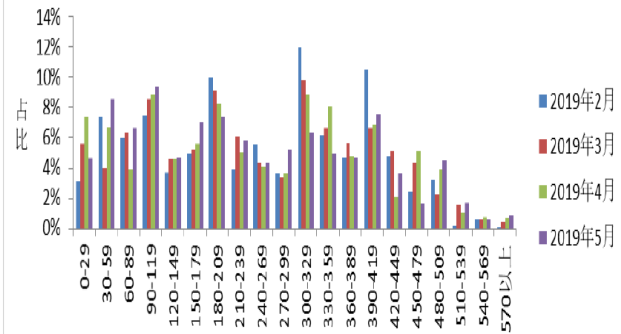


图 11: 蛋鸡鸡龄结构 (二)



数据来源: 芝华数据, 兴证期货研发部

图 12: 鸡蛋贸易形势

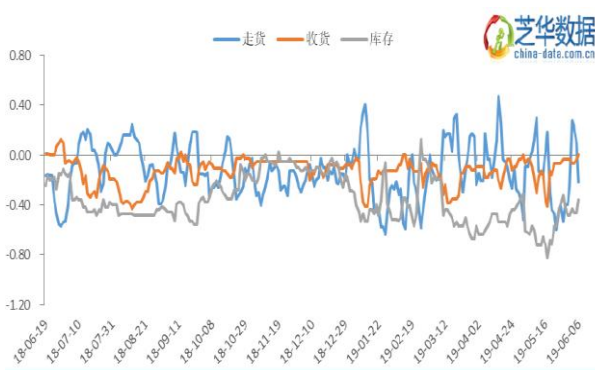
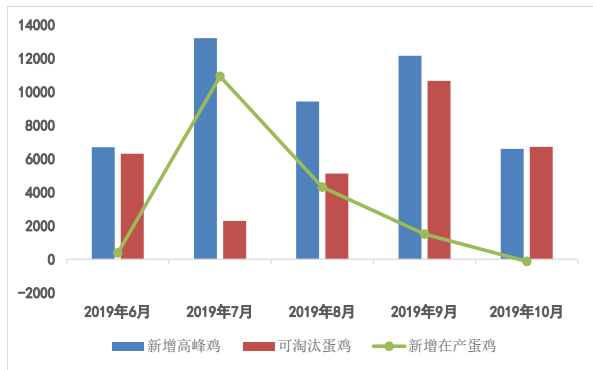


图 13: 新增在产蛋鸡预测 (单位: 万只)



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, 蛋价将面临长期的压力

今年上半年鸡蛋价格在淡季中持续上涨, 山东德州现货价格最高涨至 4.2 元/斤, 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, 4, 5 月份单月补栏量破亿, 创下历史新高。上半年后备鸡存栏量同比、环比均显著增加, 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, 年底前后鸡蛋价格可能会明显走弱。

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。4, 5 月份单月补栏破亿，养殖户的补栏情绪达到顶峰，我们预计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，从而对鸡蛋价格形成压制。

图 14：我国蛋鸡的鸡龄结构

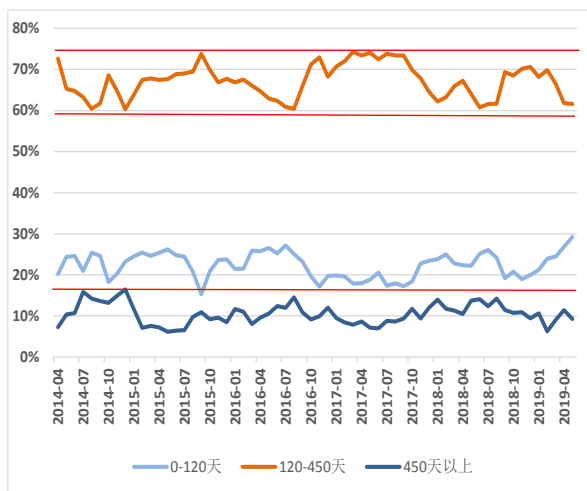
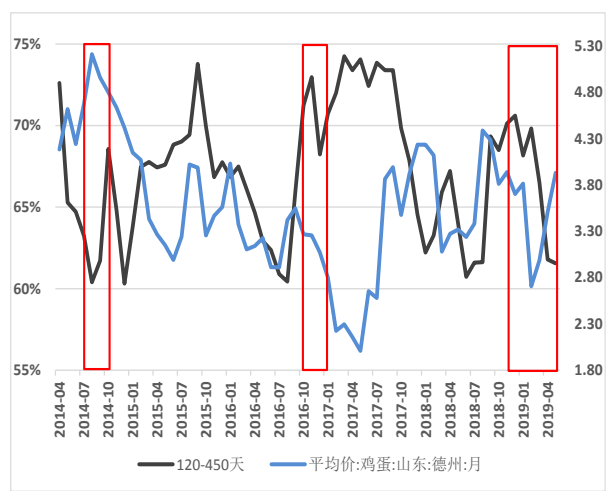


图 15：主力蛋鸡占比与山东德州现货价格



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

2.3 养殖利润创淡季新高，下半年或回落

春节前后鸡蛋价格跌幅较大，但随后鸡蛋价格在淡季持续上涨，今年上半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，但目前依然处于历史同期较高水平。养殖利润较高刺激养殖户积极补栏，今年 4, 5 月份单月雏鸡补栏量破亿，蛋鸡苗价格持续上涨，创下 3.7 元/羽的历史新高，养殖户的补栏可以用疯狂来形容。虽然下半年补栏可能会出现季节性回落，但是中秋行情即将来临，鸡蛋现货价格可能还会出现一波上涨。在鸡蛋价格继续上涨的同时，养殖利润可能会继续维持在高位甚至创下新高。在这种情况下，预计补栏量可能会继续维持高位。补栏量持续增加会给后期的供应带来压力，上半年后备鸡占比逐步上升，这部分的供应压力将在下半年集中释放。供应压力持续增加叠加需求淡季，预计下半年的养殖利润同比将出现回落。

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 年上半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，今年年底前后蛋鸡的养殖利润可能会有一个牛市周期转向熊市周期。

图 16: 蛋鸡养殖实际利润

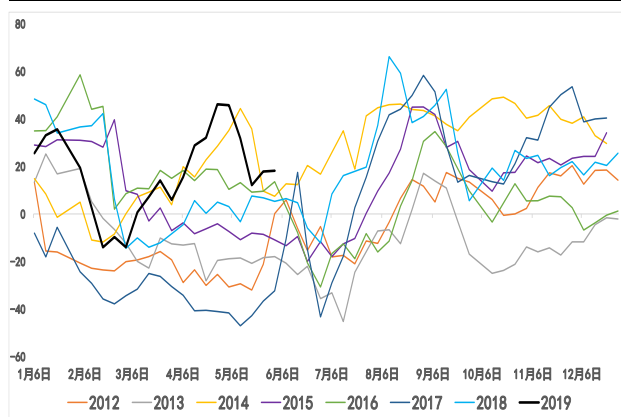
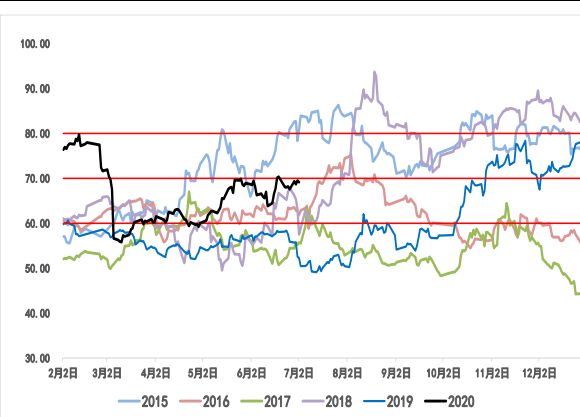


图 17: 盘面利润 (1月合约) (元/羽)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 盘面利润 (5月合约) (元/羽)

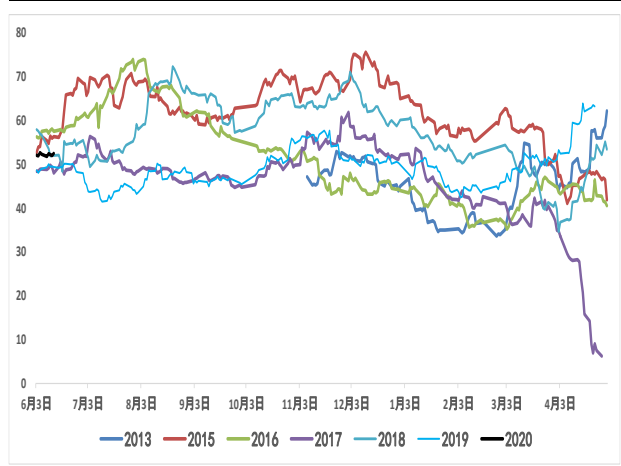
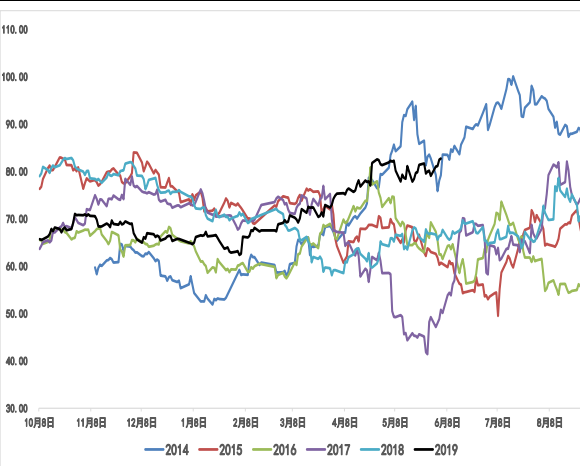


图 19: 盘面利润 (9月合约) (元/羽)



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，上半年猪肉价格在淡季中上涨，生猪价格从1月底的10.8元/公斤最高上涨至16元/公斤，涨幅达48%。市场预计国内生猪供应将出现缺口，这个缺口可能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10.85元/公斤；鸡蛋价格从2.6元/斤上涨至4.25元/斤，白羽肉鸡和鸡蛋价格都创下了历史同期的新高。

市场预期下半年猪肉价格大概率继续上涨，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。猪瘟疫情刚出现的时候，下游对鸡肉、鸡蛋的替代性需求可能会快速增加。但随着时间的推移，替代性需求可能会逐渐被稀释，因此即使猪价继续上涨恐怕也很难刺激鸡蛋的替代需求在目前的基础上继续增加，鸡蛋需求大概率回归到往年的水平。

3.总结

上半年鸡蛋价格走势较强，春节后山东现货从 2.6 元/斤的低点一路上涨至 4.25 元/斤，涨幅创近年来的新高，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。上半年随着鸡蛋价格持续上涨，蛋鸡养殖利润也创下同期新高。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，4、5 月份单月补栏量破亿，养殖户补栏的疯狂程度可见一斑。上半年后备鸡存栏量同比、环比均显著增加，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。

随着养殖户的补栏情绪达到顶峰，我们预计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，从而对鸡蛋价格形成压制。需求方面，虽然非洲猪瘟导致对禽肉、鸡蛋的需求增加，但是我们认为影响是偏短期的。后期非洲猪瘟对鸡蛋需求的影响可能会逐渐稀释，鸡蛋需求可能会回归到正常的水平。

总的来看，从短期看，鸡蛋期现价格可能会在中秋行情中再次迎来一波上涨，但是从长期看，由于供应端压力逐渐显现，中秋行情过后鸡蛋价格可能会明显走弱。

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。本报告清晰准确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。