



## 兴证期货研发部 2021 年理财年报 目录

股指期货.....	2
指数宽幅震荡，机遇与风险并存.....	2
有色金属·铜.....	16
经济修复，铜价前高后低.....	16
原油.....	37
供给变动将是年内价格主要扰动因素.....	37
甲醇.....	48
供需改善 甲醇或将逐步走出低谷.....	48
PP&L.....	60
后疫情时代下，聚烯烃维持震荡走势.....	60
PTA&MEG.....	83
经济复苏与产能增长并行，聚酯原料曲折上行.....	83
豆类油脂.....	97
大豆预期减产，豆类油脂强势上涨.....	97
全球大豆基本面.....	98
豆粕：节后需求复苏走强.....	109
豆油：需求旺盛，价格走高.....	118
棕榈油：产量增加，棕榈油相对偏弱.....	123
白糖.....	134
糖价宽幅震荡.....	134
鸡蛋.....	146
短期反弹，但反转时机未到.....	146
分析师承诺.....	152
免责声明.....	152

## 指数宽幅震荡，机遇与风险并存

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

韩惊

从业资格号：F3010931

投资咨询号：Z0012908

联系人：韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 2021 年展望

**我国经济保持复苏趋势。**我国 2020 年三季度 GDP 同比增长 4.9% 升至年内新高，消费和投资逐步复苏，进出口保持强劲，未来经济增速有望进一步加快。

**市场估值处于相对高位，未来上涨动力来自于企业盈利的改善。**受益于市场流动性的宽松，2020 年市场估值提升明显。不过随着疫情影响的消退和经济的持续复苏，2021 年货币政策大概率将出现边际收紧的情况，市场也难以出现像 2020 年一样流畅的估值提升带来的上涨，未来市场的上涨动力更多的将来自盈利端的改善。目前来看本轮盈利周期在 2021 年初仍将保持 1-2 个季度的上行。

**机构化进程加速。**未来外资和国内机构有望继续增加权益市场配置。外资方面，在人民币保持升值趋势和中美关系存在边际改善可能的情况下，明年陆股通资金的流入速度或将加快。国内方面，2020 年基金发行火爆，我们认为居民存款搬家的趋势将延续，而机构由于其出色的收益率和专业的投资水平仍将受到中小投资者的青睐，未来市场机构化的发展速度有望进一步加快。

**我们认为 2021 年 A 股市场走势或为宽幅震荡，前高后低。**上半年在企业盈利改善的预期下，指数存在进一步上涨空间，而下半年货币政策边际收紧对指数的压力或逐渐显现。此外，我们预计上证 50 和沪深 300 的盈利修复更好、机构配置的意愿更强并且对于货币政策的收紧相对更不敏感，所以走势相对中证 500 更强，同理 IH 和 IF 的走势也将强于 IC。

#### ● 风险提示

中美贸易摩擦升温，经济超预期下行，疫情发展超预期。

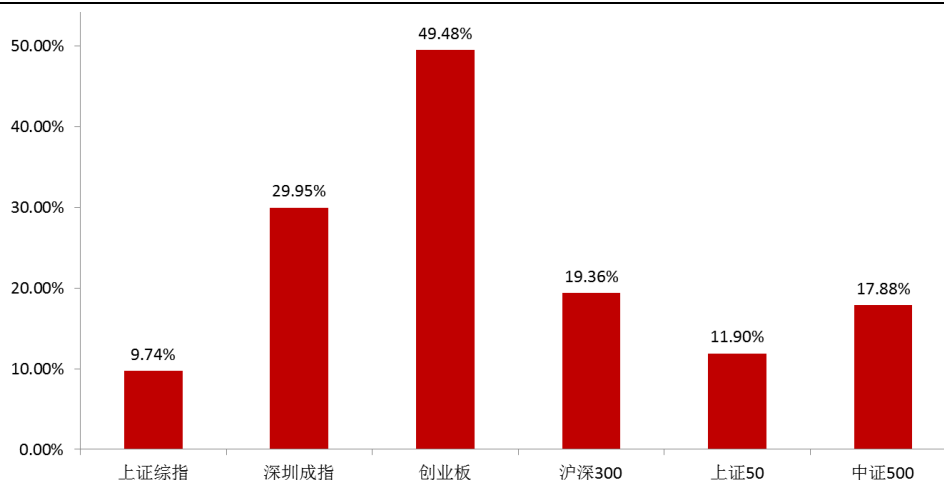
## 1. 市场回顾

### 1.1 A 股震荡上行

2020 年 A 股震荡上行，市场先后经历国内及国外两波新冠疫情的冲击，之后在流动性宽松及经济持续复苏的大环境下震荡上行并在 7 月初大幅上涨，下半年由于流动性的边际收紧和外部不确定性的上升，市场维持区间震荡。2020 年创业板在成长股，尤其是疫情受益的医药板块的强势下，走势明显强于上证综指。

分指数来看，上半年中证 500 走势强于沪深 300 和上证 50，不过随着流动性的边际收紧，下半年沪深 300 和上证 50 走势相对偏强。

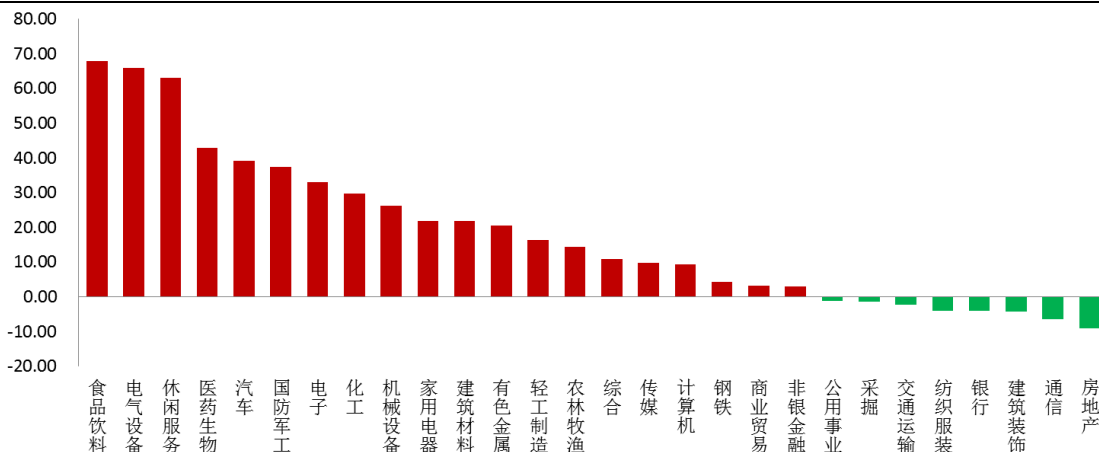
图 1：A 股主要指数涨跌幅（截至 12 月 11 日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

分板块来看，截至 12 月 11 日申万一级行业中 20 个行业板块年度上涨，8 个行业板块下跌。其中确定性较高的食品饮料和受益于新能源概念的电气设备涨幅较大，年度涨幅均超过 65%。而银行、建筑装饰和房地产等受政策和经济环境压制的周期性行业走势相对较弱。

图 2：申万一级行业涨跌幅（截至 12 月 11 日）

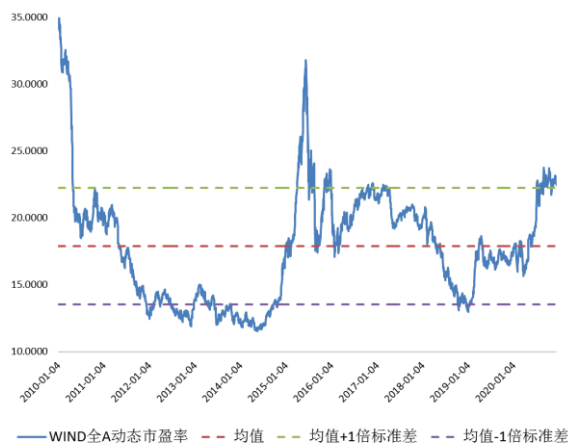


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 市场估值快速提升

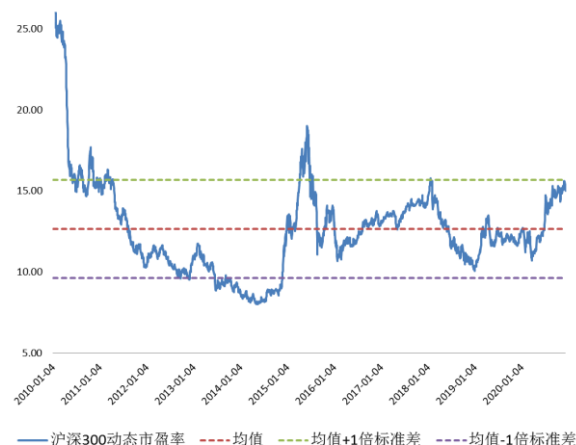
目前市场整体估值水平处于相对高位。截止 2020 年 12 月初，Wind 全 A 的动态市盈率已经来到 2010 年初至今的 90% 估值分位数水平。分指数来看，沪深 300、上证 50 和中证 500 的估值分位数分别处于 2010 年至今的 84%、82% 和 35% 左右的水平。受益于市场流动性的宽松，今年市场估值提升明显。不过随着疫情影响的消退和经济的持续复苏，2021 年货币政策大概率将出现边际收紧的情况，市场也难以出现像今年一样流畅的估值提升带来的上涨，未来市场的上涨动力更多的将来自盈利端的改善。

图 3: Wind 全 A 估值



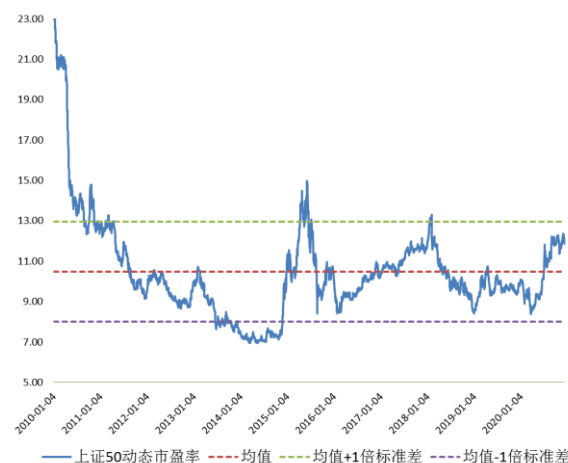
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 沪深 300 估值



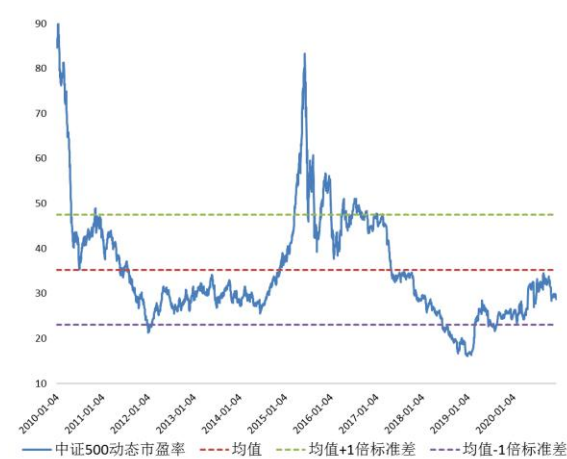
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 上证 50 估值



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 中证 500 估值



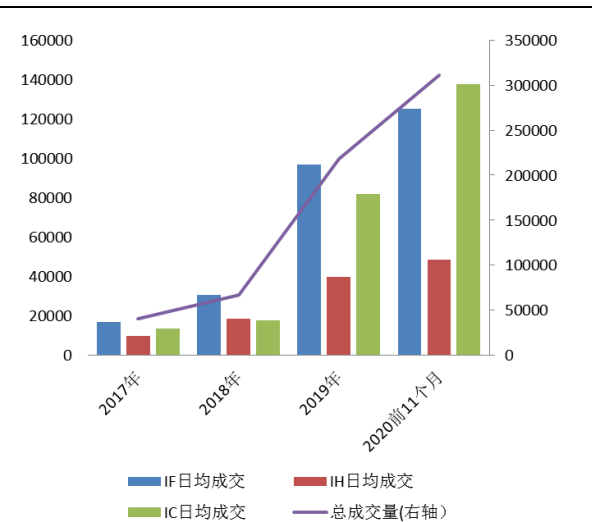
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

## 1.3 股指期货成交持仓放大

2020 年股指期货成交量进一步增长。分品种来看,2020 年前 11 个月 IF 的日均成交量为 12.49 万手,同比增长 28.97%; IH 的日均成交量为 4.84 万手,同比增长 22.15%; IC 的日均成交量为 13.75 万手,同比增长 68.27%。

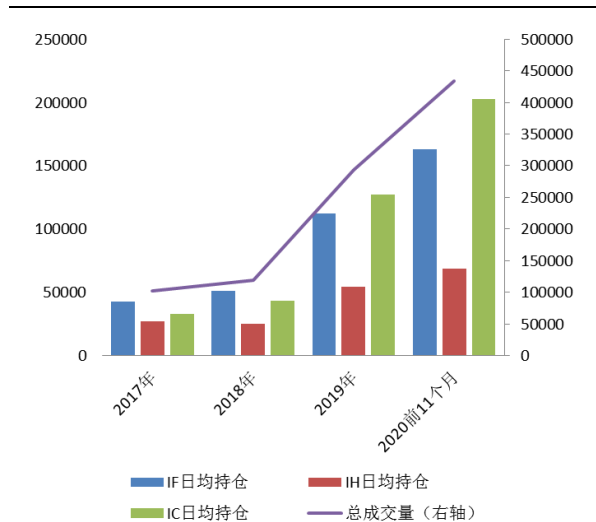
2020年股指期货持仓量同样出现上升。分品种来看,2020年前11个月IF的日均持仓为16.27万手,同比增长45.05%;IH的日均持仓为6.89万手,同比增长27.37%;IC的日均持仓为20.26万手,同比增长59.32%。

图 7: 股指期货总成交情况 (手)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: 股指期货日均持仓情况 (手)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

## 1.4 基差扩大

今年三大期指的平均基差有所扩大。上半年受疫情的影响,市场波动较大并且投资者对于未来的预期较为悲观,三大期指均出现大幅贴水现货的情况。而年中7月初的大幅上涨又一次扭转了市场预期,期指在市场乐观情绪的推动下短期出现了大幅升水现货的情况。此后随着短期乐观情绪的消退,股指期货的基差在下半年显得相对平稳。我们认为随着金融市场的逐渐成熟,未来股指贴水幅度较大的情况将得到好转,套期保值的效果将得到提高。

图 9: IF 基差 (现货-期货)

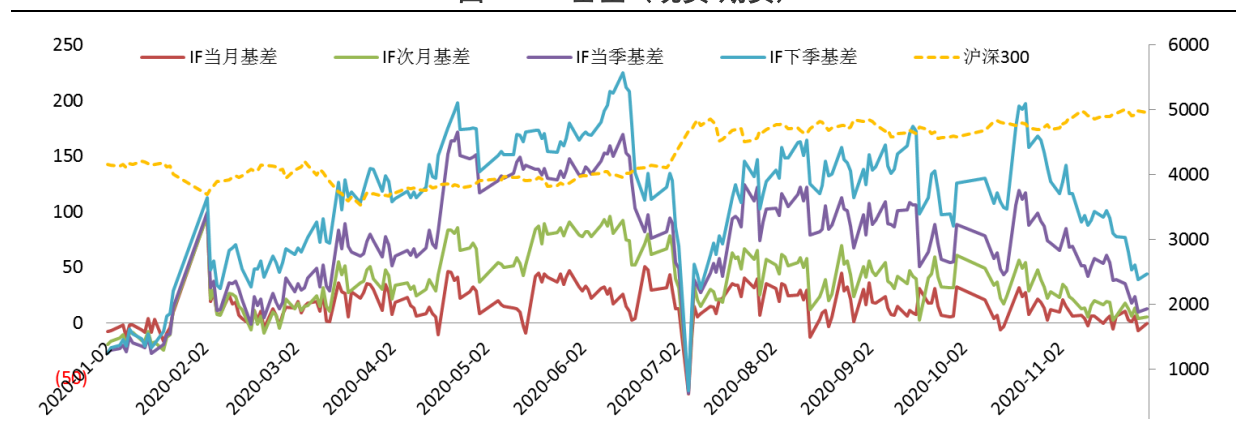


图 10: IH 基差 (现货-期货)

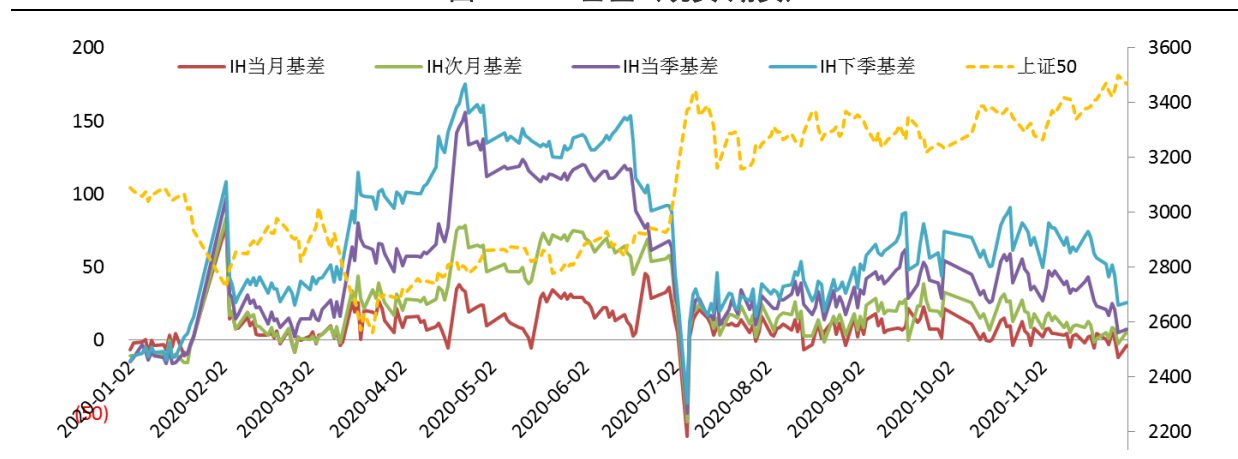
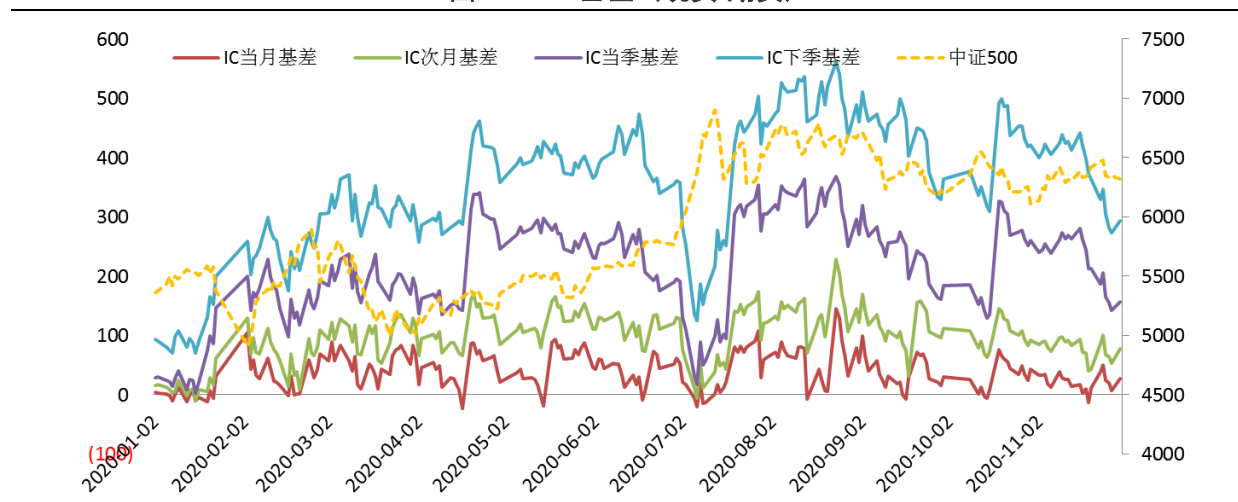


图 11: IC 基差 (现货-期货)



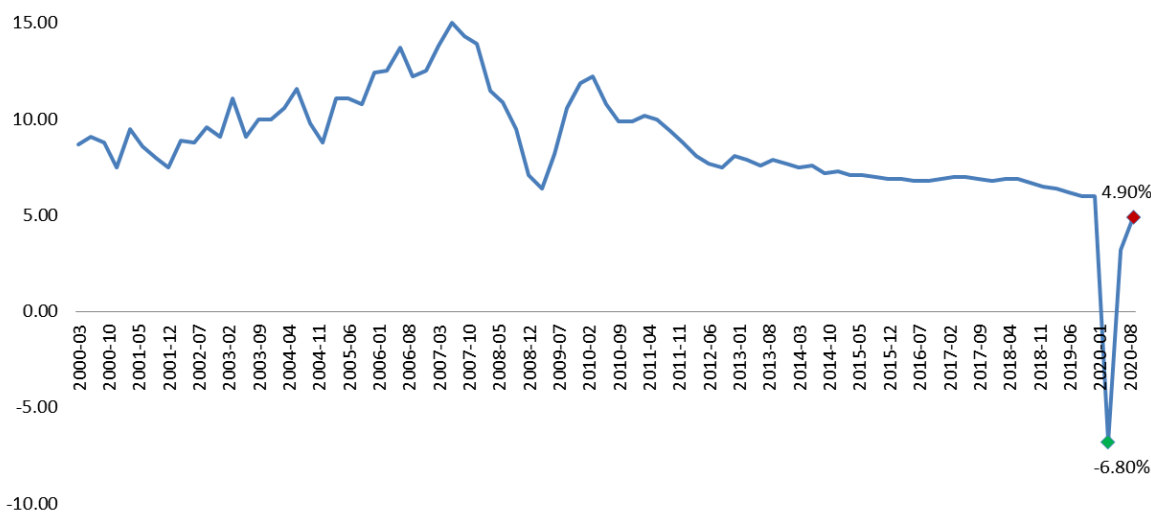
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 市场基本面

### 2.1 GDP 增速触底回升

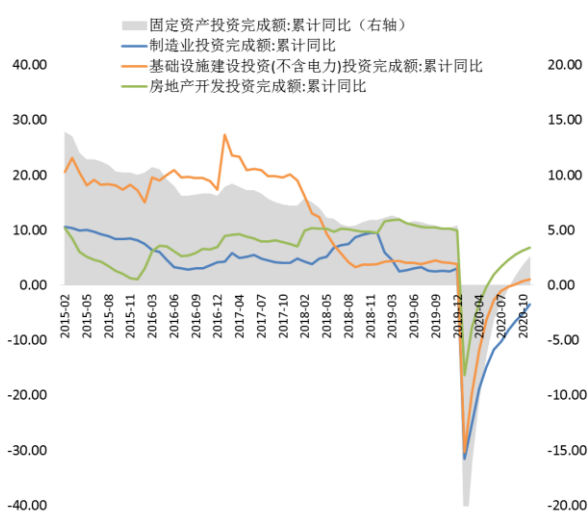
目前国内宏观环境与 2010 年相似。2008 年前后我国遭遇金融危机影响, 宏观经济出现显著回落, 而之后随着海外扰动的逐步消退和国内“四万亿”扩内需、稳增长的政策刺激下, A 股市场也完成了牛熊转换。对比今年, 年初受疫情的影响, 我国经济供需两端都受到严重冲击, 其中一季度 GDP 增速一度下滑至-6.8%。但之后由于我国疫情控制良好和复工复产的稳步推进, 经济出现复苏迹象, 逐渐走出了最困难的时刻。我国三季度 GDP 同比增长 4.9% 升至年内新高, 消费和投资逐步复苏, 进出口保持强劲, 未来经济增速有望进一步加快。在此期间 A 股市场也经历了探底之后大幅回升的走势。而与 2010 年类似, 我们认为 A 股市场明年上半年仍存在上升空间, 不过上涨动力将从今年的估值提升转为由企业盈利推动。

图 12: GDP 增速不变价当季同比



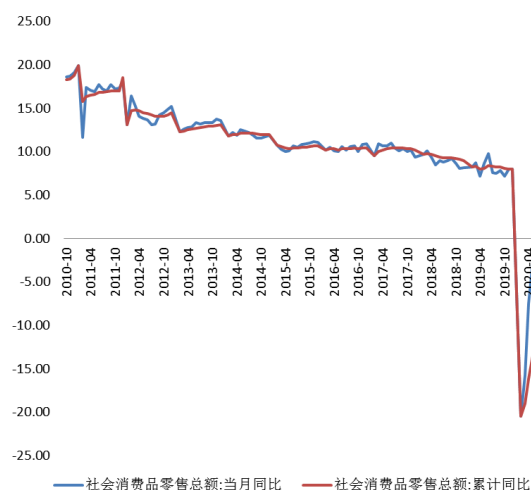
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 消费增速 (%)

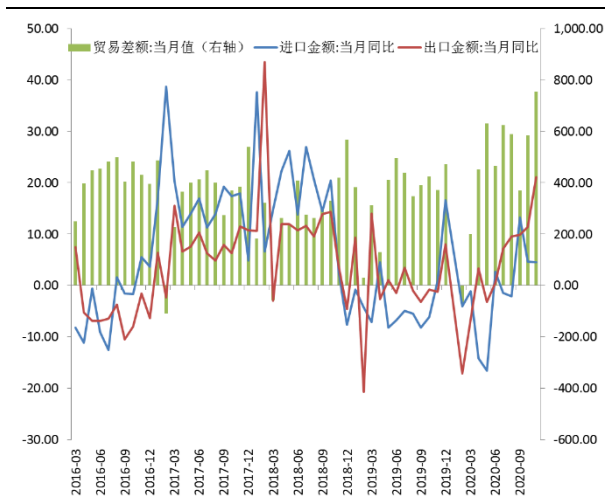


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

我国 11 月份（按美元计价）外贸进出口增长 13.6%，其中出口同比增长 21.1%。此外由于海外市场疫情依然严重，预计在出口转移效应的影响下，我国进出口数据在明年上半年仍将保持较高增速。

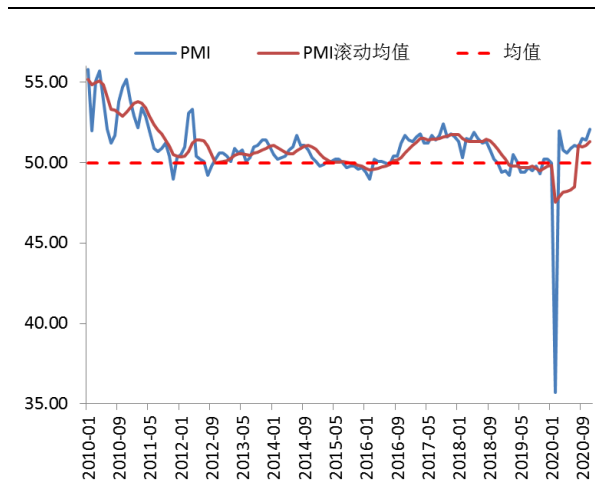
我国 11 月份制造业采购经理指数（PMI）为 52.1%，比上月上升 0.7%，并连续 9 个月位于临界点以上，数据显示我国制造业的恢复进一步加快。

图 15: 进出口增速 (按美元计)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: PMI 走势图



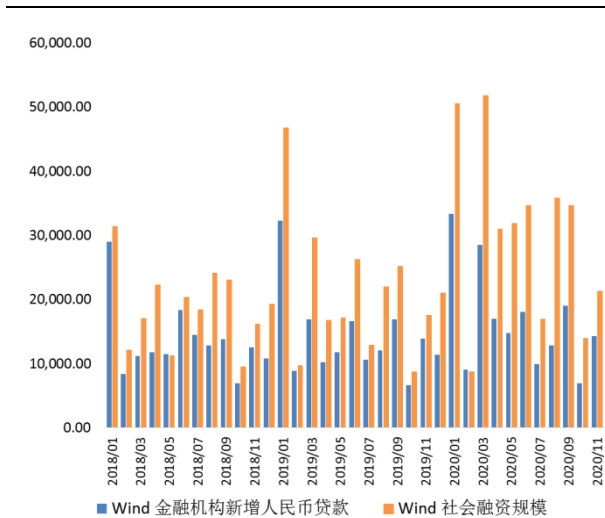
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 未来货币政策或边际收紧

受疫情影响, 2020 年上半年央行货币政策保持宽松, 三次降准释放了较多长期流动性, 为实体经济的复苏提供了基础。不过随着经济的逐步复苏, 明年货币政策也将逐步正常化。

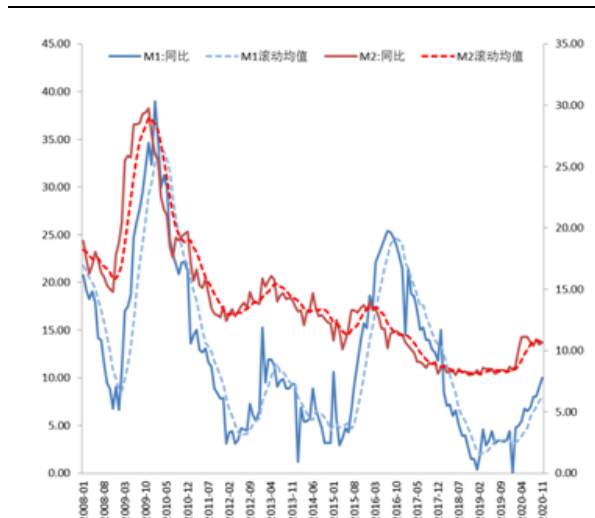
从近期央行的货币政策执行报告和相关高层的发言中我们可以看到, 国家对于整个实体经济恢复的进展还是较为满意的, 并且对于未来经济能够继续恢复也保持着信心。所以这也使得整个货币政策短期没有继续扩大宽松的必要性, 再加上目前海外疫情依然严重和中美关系依然复杂, 所以留有一定的政策空间也是央行需要考虑的情况。不过我们同样可以看到, 目前货币政策也同样不存在大幅收紧的预期, 央行仍然希望保持流动性合理充裕。中央经济工作会议在 12 月召开, 会议提出宏观政策“不急转弯”, 表明虽然未来货币政策将随着经济复苏而逐步正常化, 但将保持合适的节奏, 政策短期大幅收紧的概率较低。所以我们预计明年一季度货币政策仍将保持中性, 而下半年则有着回归常态化的预期。

图 17: 社融和新增人民币贷款 (亿元)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

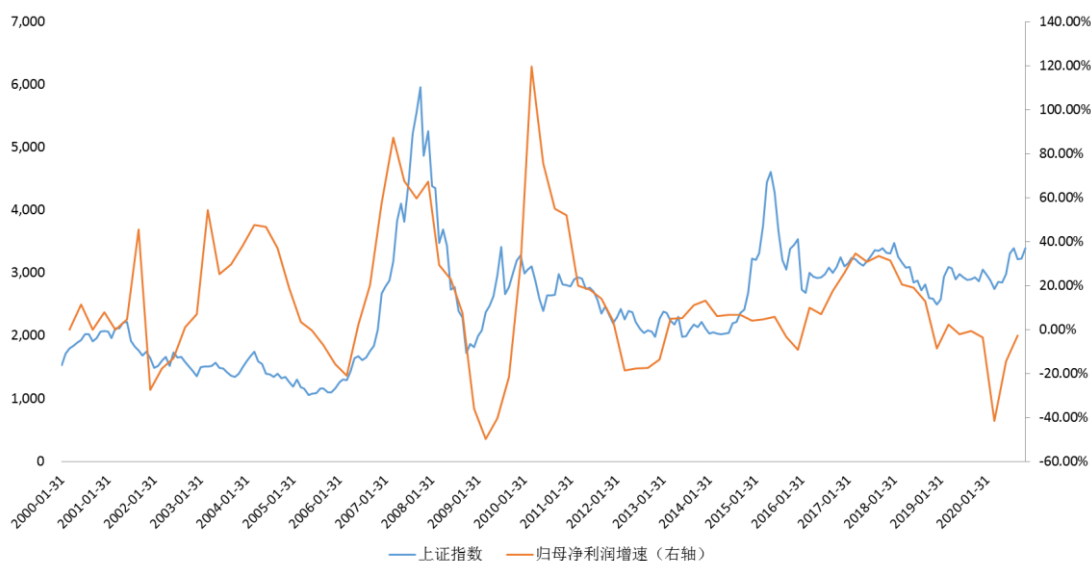


### 2.3 A 股仍处于盈利周期上行阶段

货币层面的边际收紧使得 A 股难以再出现流动性宽松式的上涨，未来 A 股上涨的动力将来源于企业盈利的改善。根据最新的 A 股三季报盈利情况来看，随着我国经济的持续复苏，目前市场盈利也在稳步转好。

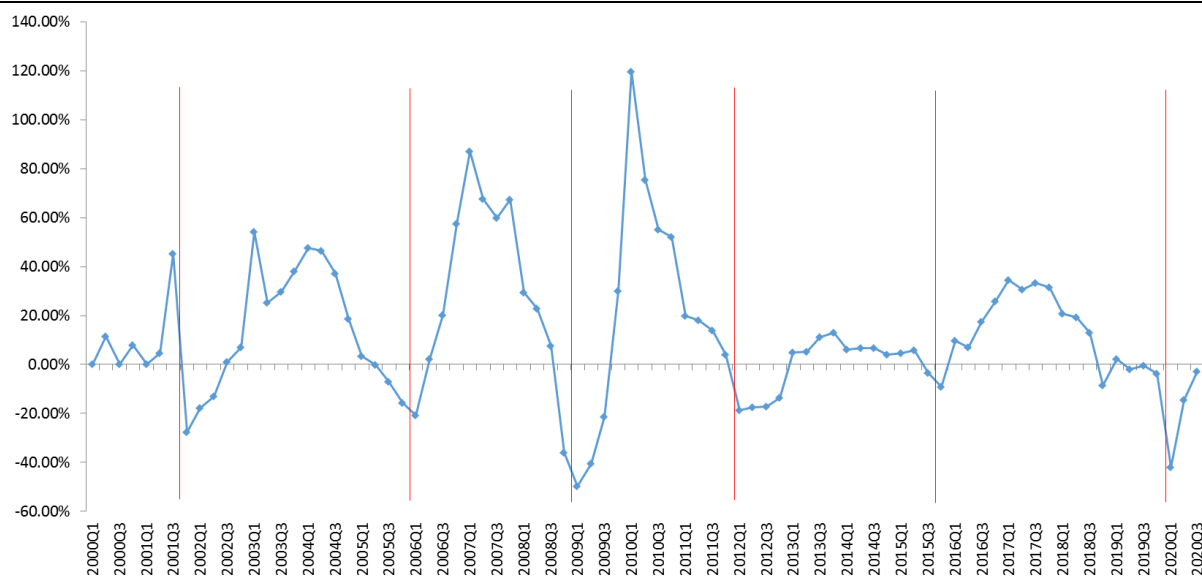
从历史上看 A 股的走势与市场整体企业盈利的走势相一致并且存在着较为明显的周期性，目前来看本轮盈利周期在 2021 年初仍将保持 1-2 个季度的上行。此外由于中小盘股票对流动性相对更加敏感，未来随着货币政策的逐步边际收紧，我们认为中证 500 受到的影响更大。所以从企业盈利改善的角度来看，我们认为上证 50 和沪深 300 的走势将强于中证 500。

图 19：上证指数与归母净利润增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：Wind 全 A 归母净利润增速 (除金融、石油石化)

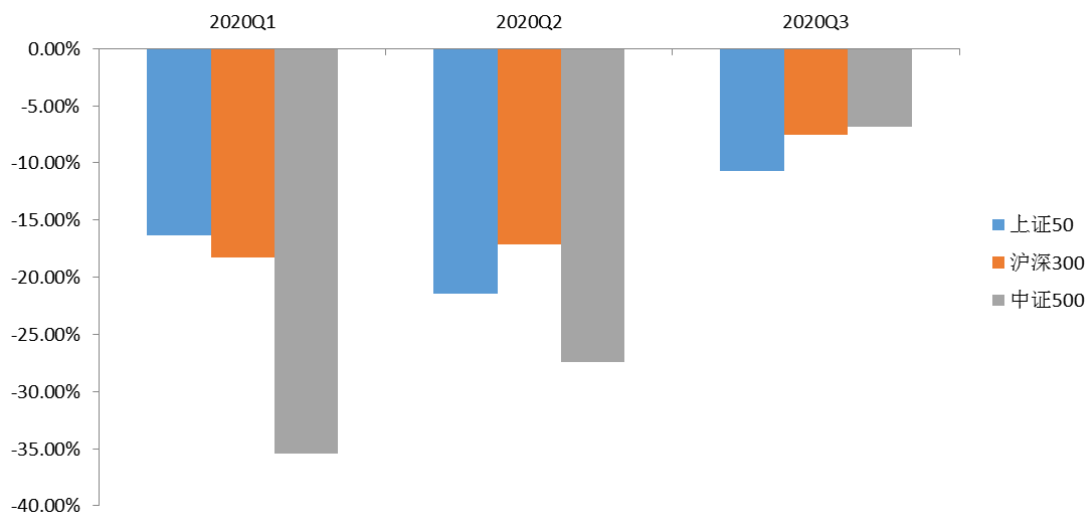


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 三季度企业盈利大幅改善

从 2020 年三季报来看，A 股归母净利润出现大幅改善。2020 年三季度全部 A 股（非金融石油石化）累计净利润增速同比为-2.86%，较二季度的-14.61%的降幅出现明显收窄。分指数来看，上证 50 累计同比增速为-10.74%，降幅相比二季度出现大幅收窄并扭转了此前的下降趋势，中证 500 和沪深 300 同样出现改善，累计同比增速分别为-6.87%和-7.59%。

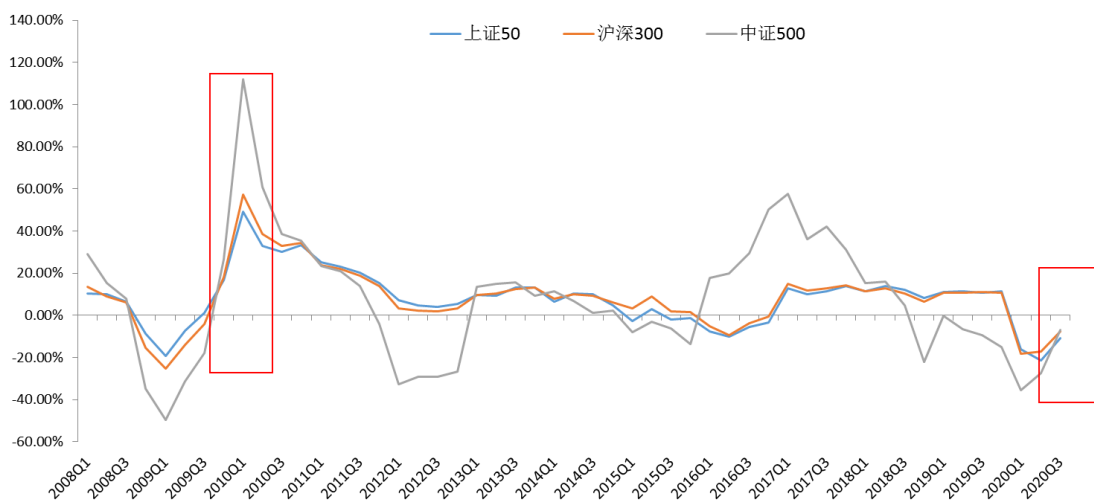
图 21：2020 年三季度归母净利润增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

与 2010 年前后相似，A 股目前也处于利润增速快速修复的阶段。不过与当年不同的是，由于今年央行的货币政策更加克制，所以对于流动性更加敏感的中证 500 很难出现当年利润增速大幅好于上证 50 的情况。而未来随着宏观经济的修复和货币政策的逐步正常化，我们预计中证 500 的修复速度将趋缓，而上证 50 和沪深 300 则将保持较快的利润修复速度。

图 22：历年归母净利润增速走势



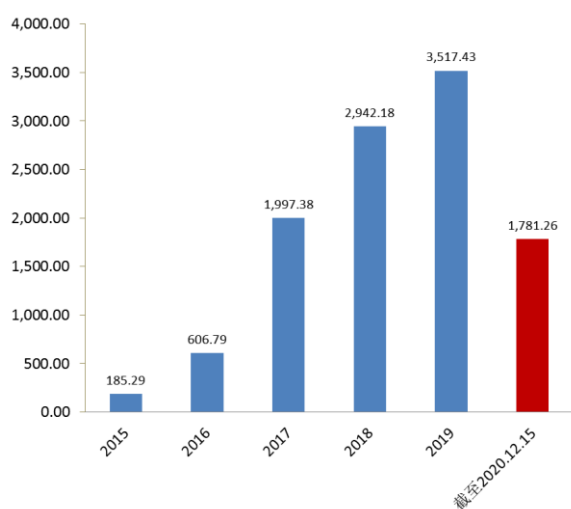
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.资金配置意愿加强

#### 3.1 外资持续流入

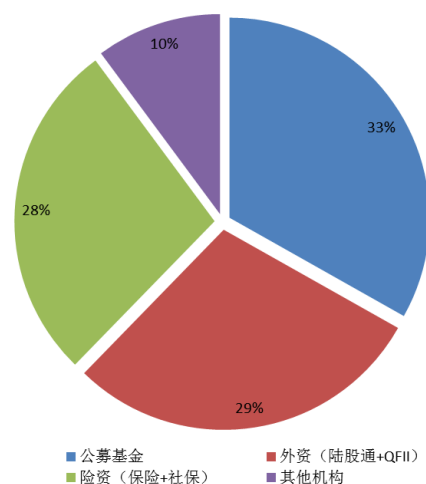
2016年后，陆股通开始加速流入A股市场，外资的持仓和成交在A股中的比例越来越高，影响也越来越大。今年在疫情和中美关系紧张的影响下，北上资金流入幅度相较近几年有所下滑，但仍然录得较大幅度净的流入。在全球流动性宽松和我国经济领先全球复苏的背景下，我们认为外资中长期流入的趋势不变。此外从新兴国家纳入MACD等指数的历史情况来看，在纳入的几年进程中，外资为持续流入的趋势。我们认为在人民币保持升值趋势和中美关系存在边际改善可能的情况下，明年陆股通资金的流入速度将加快。

图 23：陆股通近年来流入情况（亿元）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：专业机构投资者持仓（2020Q3）

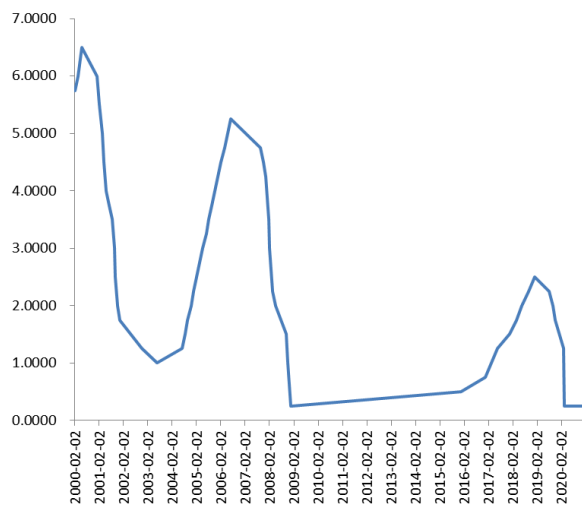


资料来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2 全球宽松程度进一步加深

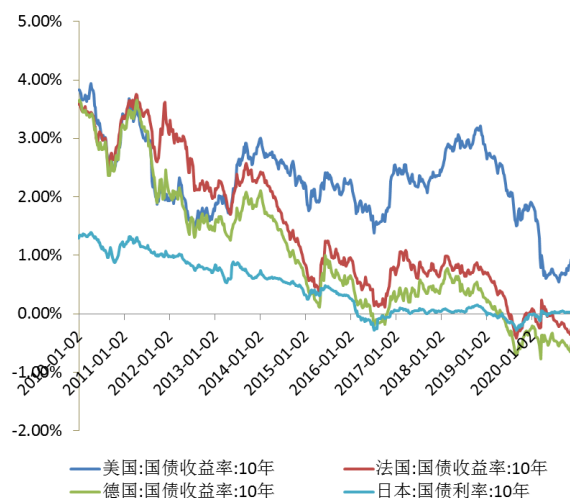
受疫情的影响，今年全球货币政策维持宽松，海外释放的大量流动性使得各国在负利率的程度进一步加深。除了欧盟和日本等国的10年期国债收益率继续维持负值以外，美国今年将联邦基金利率目标区间下调至0-0.25%，并且从点阵图和相关官员的表述来看，这一区间预计将保持到2023年，而美国国债收益率也出现了大幅下行。

图 25: 美国联邦基金利率 (%)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

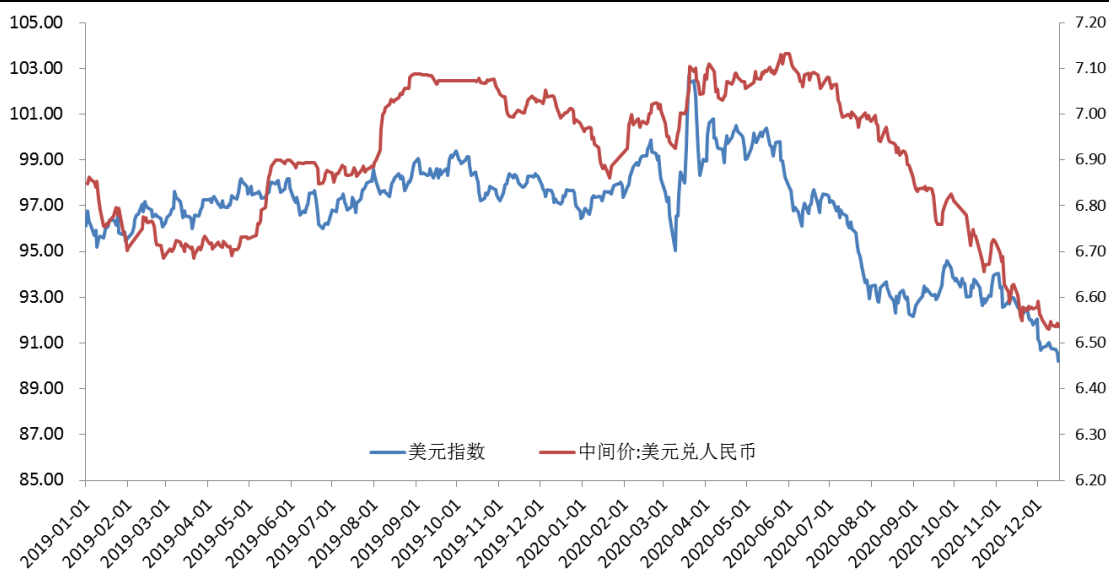
图 26: 主要国家 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

目前海外市场疫情形势依然严峻, 虽然疫苗方面取得进展, 但是最终大规模注射的效果如何还有待观察, 所以整体经济前景不确定性较高, 宽松的货币政策难以退出。而我国由于出色的疫情控制, 目前经济持续复苏, 人民币资产的吸引力持续上升, 人民币汇率也处于上升趋势之中。今年美元指数大幅下行, 进入 12 月后已经跌至 90 以下, 全年跌幅超过 6%, 而美元兑人民币中间价也从年中 7.12 左右的高点跌至 12 月的 6.5 以下。在人民币趋势性升值的大背景下, 外资对于 A 股的配置意愿也逐步加强, 而拜登的当选也给中美之间的关系带来缓和预期, 2021 年外资有望加速流入 A 股市场。

图 27: 美元指数和人民币兑美元中间价走势

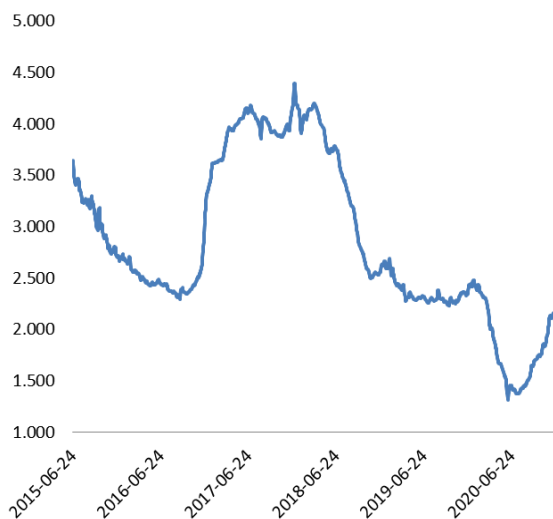


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.3 居民继续加配权益资产

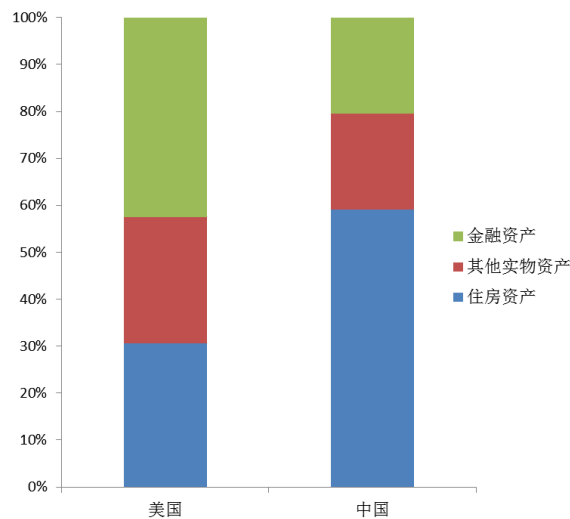
从 2019 年中国城镇居民家庭资产配置的情况来看，住房是我国家庭实物资产的最重要的构成。我国城镇居民家庭的实物资产中，实物资产占 79.6%，居民住房资产占的比重为 59.1%。和美国相比，我国居民家庭住房资产比重偏高，高于美国居民家庭 28.5 个百分点。与美国相比，我国城镇居民家庭金融资产占总资产的比重偏低，比美国低 22.1%，并且金融资产的分化程度更明显，我国金融资产中股票的占比只有 6.4%，而基金的占比 3.5%，两者都是低于我们的公积金余额，更远低于定期和活期存款。而美国这边储蓄率极低，大部分为权益类投资。所以说从资产配置的构成角度来看，居民对于权益资产的配置上升空间还非常大。此外目前国家仍然坚持房住不炒的大基调，各种理财和货币基金的收益率持续下降，并且未来还存在资管新规打破刚兑的预期，所以我们认为居民将继续加大对 A 股的配置比例。

图 28：7 日年化收益率：余额宝(天弘) (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 29：中美资产配置对比

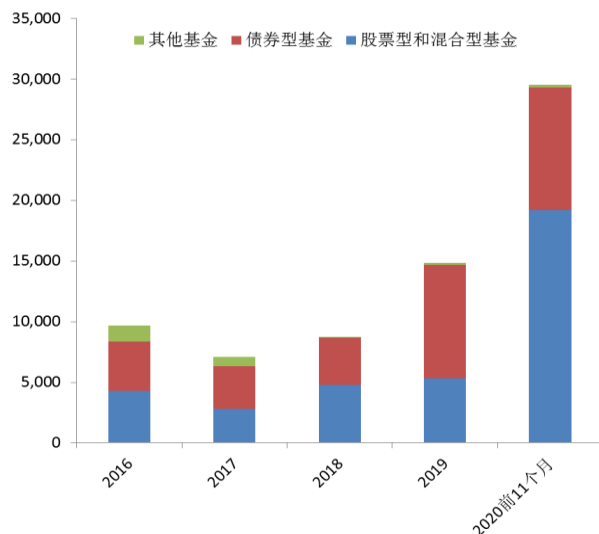


资料来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4 国内市场机构化进程加快

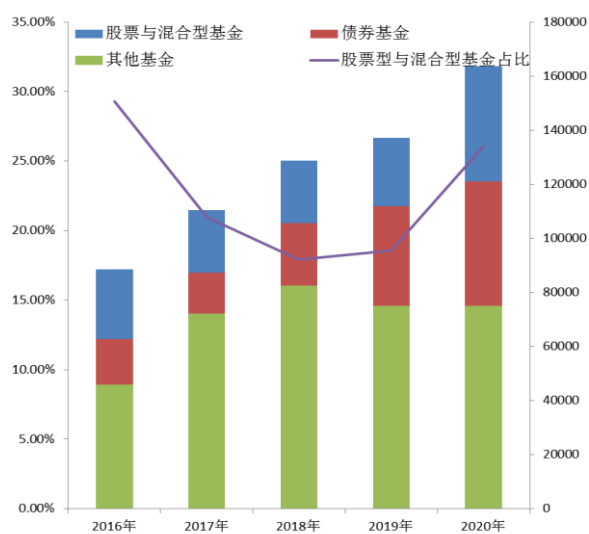
今年基金发行火爆，国内市场机构化的进程逐步加速。今年前 11 个月公募基金新发行了近 1300 只基金，总募集份额达到近 3 万亿，其中股票型和混合型基金总共发行了 827 只，发行份额近 2 万亿，占比达到 65%，远高于前几年的比例。而从全市场基金份额的变化来看，今年公募基金前 11 个月相对去年全年份额的增长也达到近 20%，其中股票型和混合型基金份额的增长更是高达 65% 以上。我们认为居民存款搬家的趋势将延续，而机构由于其出色的收益率和专业的投资水平仍将受到中小投资者的青睐，未来市场机构化的发展速度有望进一步加快。而与海外机构相似，国内机构投资者同样青睐上证 50 成分股，所以机构投资者相同的审美偏好有助于未来上证 50 走势继续强于中证 500。

图 30：基金新发统计（亿份）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 31：基金市场规模（亿份）



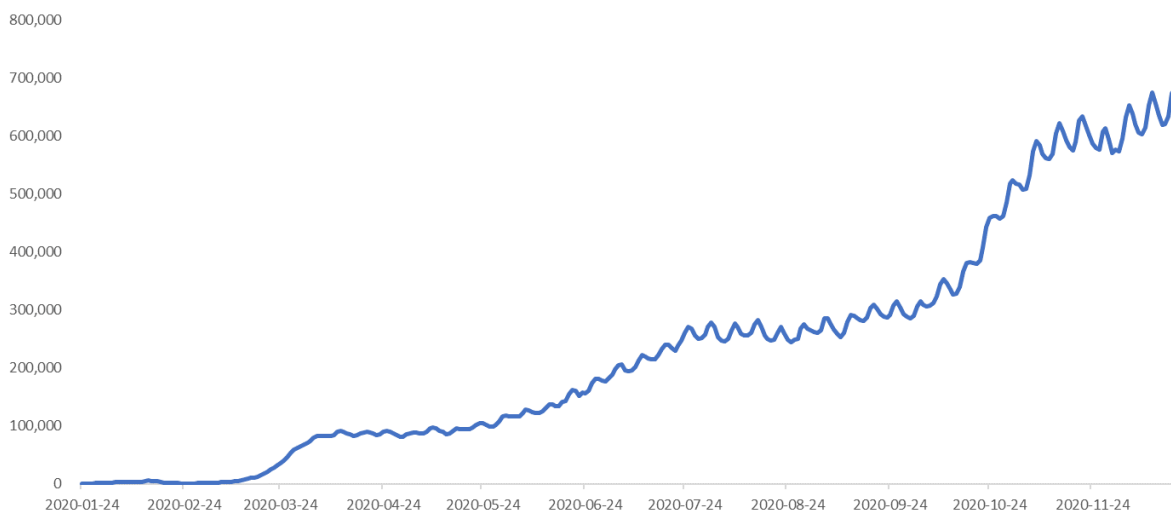
资料来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.外部不确定性风险犹存

### 4.1 海外疫情形势依然严峻

目前海外疫情的形势依然严峻，新增确诊人数仍在持续创出新高，冬季的低气温更有利于病毒的存活和传染。而随着欧美圣诞季和新年假期的来临，部分国家已经面临疫情第三波冲击的风险。目前来看海外疫情想要得到有效控制，还是需要依靠疫苗的作用，近期美国食品和药物管理局（FDA）已经先后批准辉瑞和 Moderna 新冠疫苗的紧急使用授权，不过具体效果如何还有待观察，并且疫苗的产量依然存在瓶颈，难以在短期内满足市场的需求。所以我们认为疫情带来的不确定性依然存在，特别是在上半年仍将对市场产生一定扰动。

图 32：全球新冠肺炎新增确诊人数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.2 中美关系较难出现实质性改善

海外方面，美国总统大选结果落地，拜登由最初的民调大幅领先到选票统计阶段的一度落后，最后再次反转赢得多数票。相对于特朗普在关税方面的强势和难以琢磨的行事风格，拜登的政策主张更加柔和并且一致性较高。未来中美之间的关系有望进入相对平稳的时期，贸易摩擦有望出现一定程度的缓解。但我们认为中美之间长期竞争的格局已经形成，两国的意识形态和根本利益的冲突已经让摩擦不仅停留在贸易层面，而是已经蔓延到高科技、金融和文化等领域。所以我们认为未来中美关系虽然存在边际缓和的预期，但是难有实质性的改善。

## 5.总结

我们认为 2021 年 A 股市场走势或为宽幅震荡，前高后低。上半年在企业盈利改善的预期下，指数存在进一步上涨空间，而下半年货币政策边际收紧对指数的压力或逐渐显现。此外，我们预计上证 50 和沪深 300 的盈利修复更好、机构配置的意愿更强并且对于货币政策的收紧相对更不敏感，所以走势相对中证 500 更强，同理 IH 和 IF 的走势也将强于 IC。

## 经济修复，铜价前高后低

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

联系人：孙二春

021-20370947

[sunec@xzfutures.com](mailto:sunec@xzfutures.com)

### 内容提要

#### ● 行情回顾：

2020年铜价跌宕起伏。一季度疫情冲击，市场恐慌，铜价一度跌至4400美元以下，击穿大部分矿企现金成本。

二季度随着主要铜矿产地智利、秘鲁等南美国家疫情开始加速恶化，市场对铜矿供应的担忧加剧，加工费TC持续下滑，随着部分大矿企宣布矿山生产、运输等经营受阻，铜价加速上涨。

下半年随着中国经济持续好转，欧美经济刺激，美国大选落地，疫苗推进，铜价屡创新高。截至12月14日，LME铜收于7780美元/吨，相较于2019年末大涨26.11%，在有色金属中表现最好。

#### ● 后市展望及策略建议：

1. 供应端上半年对铜价支撑逻辑延续。预计2021年全球铜矿增量91.7万吨，增速在4%左右，但由于疫情恢复节奏及新增产能在下半年释放，上半年铜矿大概率会延续相对短缺状态。加工费难有实质性回升，下半年随着铜矿供应释放，加工费或将缓慢回升。

我们认为至少在明年上半年以前，供应端铜矿相对短缺引发的冶炼亏损对铜价支撑的逻辑延续，下半年随着铜矿新增产能释放以及疫情影响的完全恢复，铜供应端压力可能会逐步对铜价形成压制。

2. 海内外经济有望在明年复苏力度加大，铜消费整体向好。国内经济持续好转。国内经济正常化，铜下游各行业逐步恢复，其中出口相关及汽车等行业表现亮眼，2021年随着国内宏观经济继续修复，铜消费整体有望维持高景气度。

海外方面，随着疫苗推进，欧美经济体有望在2021年逐步恢复，制造业角度看，当前欧美经济持续处于扩张状态，利好国内铜下游终端产品出口消费（中国出口至海外



铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20%以上)。

节奏上，我们认为 2021 年上半年铜消费随着海内外经济从疫情中恢复，有望内外共振。下半年铜消费力度由于国内高基数等原因相对弱一些。

3. 明年上半年季节性去库可能超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为 2021 年上半年国内铜社会库存季节性去库力度或超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。

综上，我们认为从供需层面看，2021 年上半年铜基本面在经济向上，铜矿相对短缺等因素作用下，持续好转，铜价有望创新高。下半年随着铜矿产出压力加大及经济恢复高基数等原因，铜价或将出现趋势性下跌风险。

### ● 风险提示

疫情发展不稳定；实体经济超预期下滑。

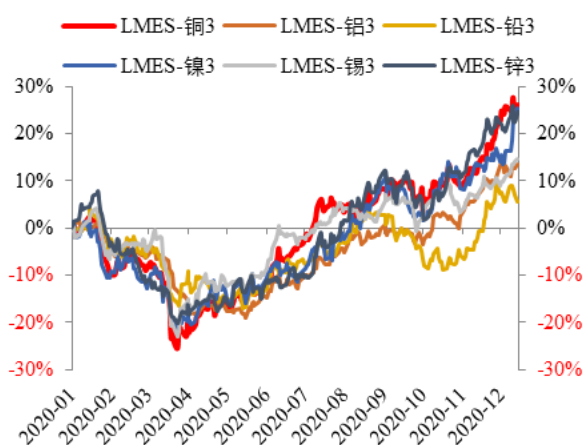
## 1.行情回顾：2020 年铜价跌宕起伏

2020 年铜价跌宕起伏。一季度疫情冲击，市场恐慌，铜价一度跌至 4400 美元以下，击穿大部分矿企现金成本。

二季度随着主要铜矿产地智利、秘鲁等南美国家疫情开始加速恶化，市场对铜矿供应的担忧加剧，加工费 TC 持续下滑，随着部分大矿企宣布矿山生产、运输等经营受阻，铜价加速上涨。

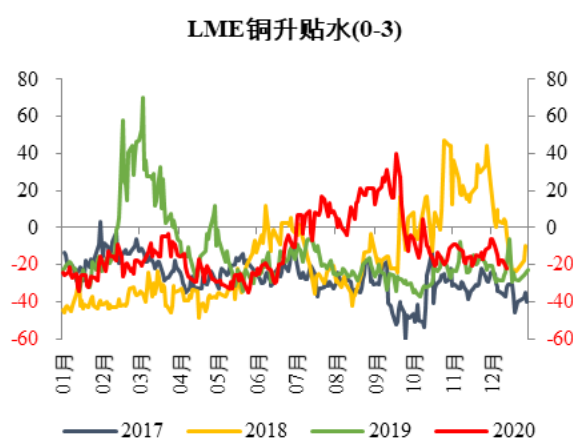
下半年随着中国经济持续好转，欧美经济刺激，美国大选落地，疫苗推进，铜价屡创新高。截至 12 月 14 日，LME 铜收于 7780 美元/吨，相较于 2019 年末收涨 26.11%，在有色金属中表现最好。

图1：LME 各品种 2020 年以来涨跌幅



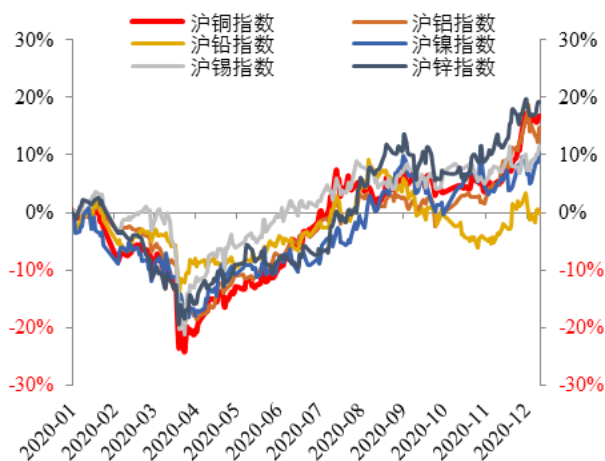
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：LME 铜升贴水季节性（单位：美元/吨）



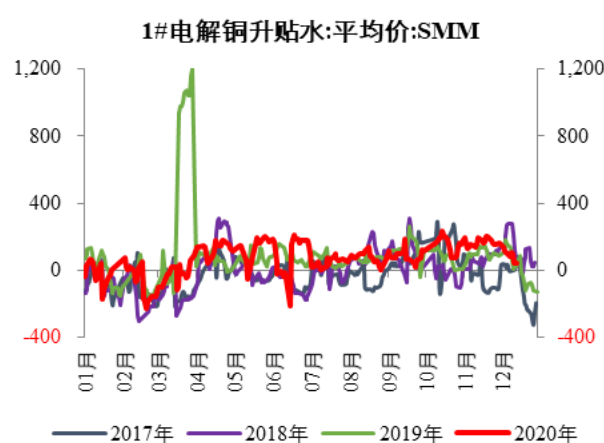
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图3：上期所各品种 2020 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：国内铜升贴水季节性（单位：元/吨）



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

## 2.基本面：消费向好，供应难有实质性增长

### 2.1 供应：铜矿前三季度负增长，加工费绝对低位

预计 2021 年全球铜矿增量 91.7 万吨，增速在 4% 左右，但由于疫情恢复节奏及新增产能在下半年释放，上半年铜矿大概率会延续相对短缺状态。加工费难有实质性回升，下半年随着铜矿供应释放，加工费或将缓慢回升。

我们认为至少在明年上半年以前，供应端铜矿相对短缺引发的冶炼亏损对铜价支撑的逻辑延续，下半年随着铜矿新增产能释放以及疫情影响的完全恢复，铜供应端压力可能会逐步对铜价形成压制。

#### 2.1.1 铜矿恢复有限

##### A. 三季度全球前 15 大矿企铜矿产量负增长，内生性增长有限

全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 三季度产量受疫情等因素影响产量下滑幅度仍较大，部分矿企由于担忧疫情，限制人员、原料、产成品流动，再度调低产量预期，叠加近期南美地区部分矿山罢工干扰，铜矿产量不确定性仍较高。

分矿企来看：

Rio Tinto 三季度产量大幅下滑 6.06 万吨 (-28%)。由于冶炼厂延迟重启，以及矿山铜品位下滑，旗下位于美国的 Kennecott 铜矿产量下滑 40%，冶炼产量下滑 74%。受制于 Kennecott 冶炼问题，公司再度下调全年预期 3 万吨。

BHP 三季度产量下滑 1.65 万吨 (-4%)，旗下 Escondida 矿山由于疫情管控矿山运营人员以及矿山品位下滑导致产量受损。公司 2021 财年产量预期维持在 156.25 万吨。

Antofagasta 三季度产量大幅下滑 2.74 万吨 (-14%)，主要由于旗下 Los Pelambres 检修以及 Antucoya 矿区铜矿品位下滑导致公司铜矿产量。2020 全年产量预期维持在 72.5-75.5 的区间下沿，但仍受制于没有矿山因为疫情暂停生产的假定条件。

MMG 三季度产量下滑 1.34 万吨 (-12%)。公司对 2020 年全年产量预期下调 5 万吨，至 38.15 万吨，Las Bambas 矿山受疫情及运输影响严重。

Vale 三季度产量下滑 1.07 万吨 (-11%)，背后主要原因一是疫情对巴西及加拿大矿山生产的影响，二是 Sudbury 矿区检修及铜矿品位的下滑。全年产量预期仍维持在 37 万吨。

First Quantum 三季度产量增加 1.89 万吨 (+10%)，主要是由于 Sentinel 和 Cobre Panama 产量随着运营逐步恢复，产量创纪录增加。

Freeport 三季度产量微幅下滑 0.91 万吨，公司基于生产现状及对旗下矿山的评估，把 2020 年销量预期上调 1.36 万吨。

Anglo American 三季度产量增加 0.68 万吨 (+5%)，公司 2020 年铜矿产量预期维持在 64.5 万吨不变。

综合主要产地疫情情况及矿企的产量预期来看，我们预计短期铜矿产量恢复力度有限，铜矿加工费 TC 难有实质性回升。

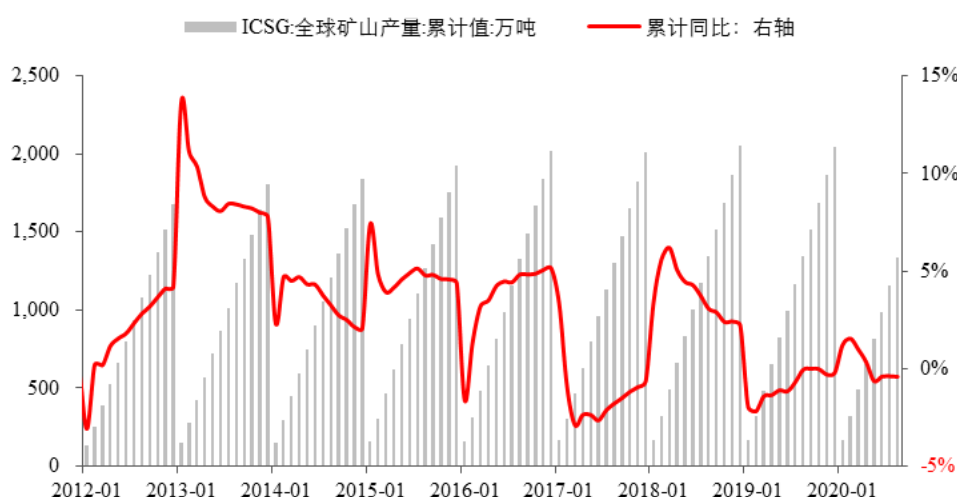
表1：全球前 15 大矿企 2020 年前三季度产量负增长

序号	公司	2020Q3 (万吨)	2020Q3 增量 (万吨)	2020Q3 同比	2020Q1-Q3 增量 (万吨)	2020Q1-Q3 同比
1	Codelco	44.70	0.75	1.71%	3.41	2.82%
2	Freeport	38.28	-0.91	-2.32%	-3.54	-3.23%

3	BHP Billiton	41.30	-1.65	-3.84%	-4.16	-3.22%
4	Glencore	34.66	-0.62	-1.76%	-8.11	-7.98%
5	Grupo Mexico	28.06	-0.58	-2.01%	0.28	0.33%
6	Antofagasta	16.96	-2.74	-13.91%	-4.29	-7.34%
7	Rio Tinto	15.44	-6.06	-28.19%	-13.22	-21.10%
8	KGHM Polska	17.03	-0.74	-4.16%	-0.85	-1.61%
9	MMG	10.25	-1.34	-11.56%	-6.00	-18.10%
10	Anglo American	16.57	0.68	4.28%	0.05	0.10%
11	First Quantum	21.14	1.89	9.81%	7.79	15.64%
12	Vale	8.76	-1.07	-10.89%	-2.38	-8.20%
13	Norilsk	11.87	-0.20	-1.65%	-1.34	-3.60%
14	Teck Resources	6.78	-1.12	-14.18%	-2.79	-12.35%
15	Kazakhmys	7.62	-0.67	-8.08%	-0.05	-0.22%
	<b>Total</b>	<b>307.09</b>	<b>-13.07</b>	<b>-4.08%</b>	<b>-31.30</b>	<b>-3.40%</b>

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图5：2020 年全球铜矿产量负增长（单位：万吨，%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### B. 2021 年铜矿产量恢复性增长，但大概率在下半年才能有实质性体现

根据全球部分主要铜矿企业对 2021 年产量预期看，2021 年铜矿恢复主要是对 2020 年疫情干扰的恢复性增量，内生性铜矿产能释放相对不足。

明年比较大的新增产能项目，譬如紫金矿业旗下位于刚果（金）的 Kamo-a-Kakula 项目要在 7 月份后才会投产。

恢复性增量方面，目前海外疫情仍较为严重，铜矿恢复至疫情前水平预估在二季度以后，上半年铜矿相对紧缺的状态大概率难改变。

我们预计 2021 年全球铜矿增量 91.7 万吨，增速在 4% 左右，但由于疫情恢复节奏及新增产能在下半年释放，上半年铜矿大概率会延续相对短缺状态。

表2：2021年铜矿增量预期（单位：万吨）

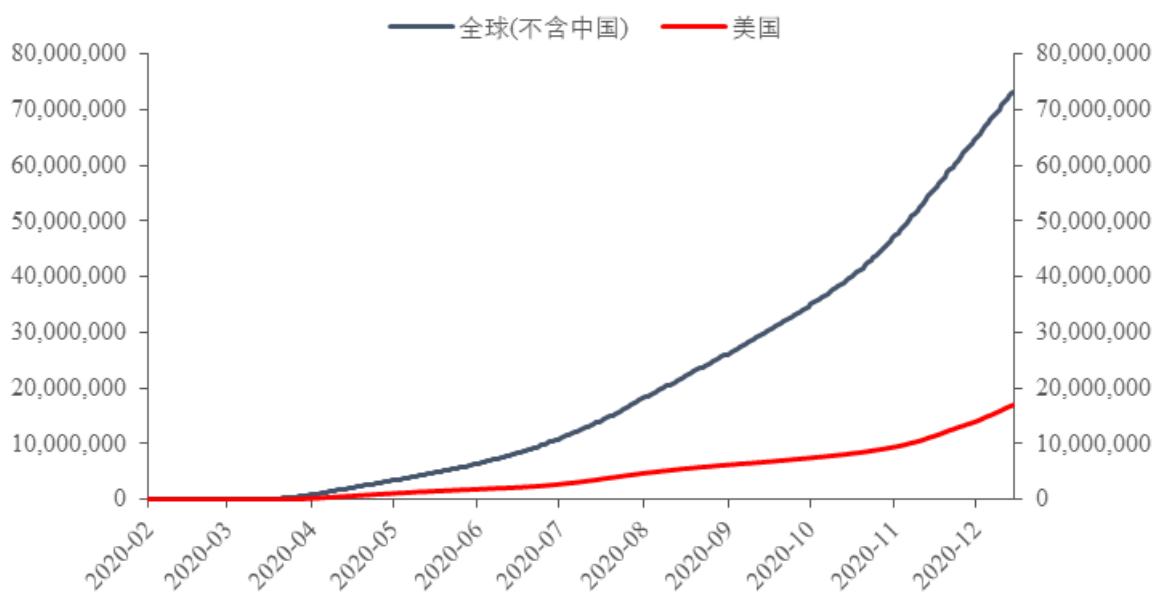
序号	公司	2019A (万吨)	2020E (万吨)	2020 增量 (万吨)	2021E (万吨)	2021 增量 (万吨)
1	Codelco	170.60				
2	Freeport	147.28	144.24	-3.04	174.63	30.39
3	BHP Billiton	168.93	172.41	3.48	156.25	-16.16
4	Glencore	137.12	125.50	-11.62	122.00	-3.50
5	Grupo Mexico	111.92				
6	Antofagasta	77.00	74.00	-3.00		
7	Rio Tinto	83.71	65.25	-18.46	78.90	13.65
8	KGHM Polska	70.16	71.34			
9	MMG	45.20	38.15	-7.05		
10	Anglo American	63.80	64.50	0.70	66.00	1.50
11	First Quantum	70.21	76.75	6.54	82.50	5.75
12	Vale	38.11	37.00	-1.11	39.00	2.00
13	Norilsk	49.91	49.15	-0.76	46.75	-2.40
14	Teck Resources	29.70	27.73	-1.97	29.75	2.02
15	Kazakhmys	31.14	29.00	-2.14		
16	洛阳钼业	20.65	20.80	0.15		
17	江西铜业	20.92	20.75	-0.17		
18	紫金矿业	36.99	41.00	4.00	53.00	12.00
19	Lundin Mining	23.55	22.25	-1.20	28.70	6.45
20	Barrick Gold	19.60				
	小计			-35.66		51.70
	其它					40
	总计					91.7

数据来源：公司公告，公开资料，兴证期货研发部

**C. 主要铜矿生产地疫情仍不乐观。**

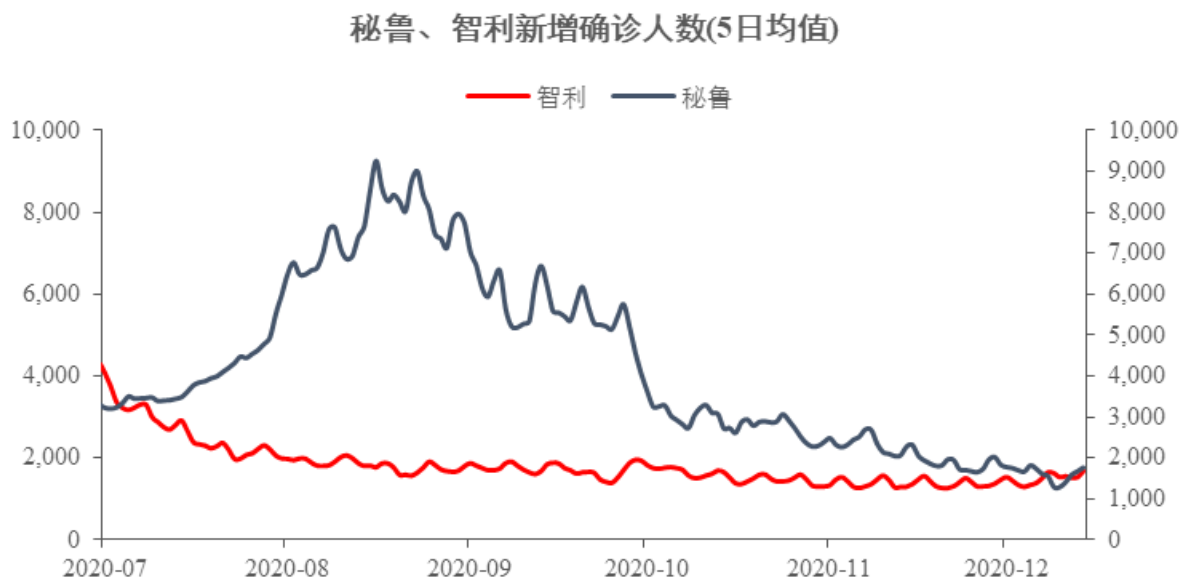
海外疫情仍在恶化。截至12月11日，海外确诊人数超过7000万人，其中美国最为严重，确诊人数超过1600万人。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量比重40%）等主要铜矿生产地疫情近期再度反弹，每日确诊人数仍在1000以上。

图6: 海外累计确诊人数 (单位: 人)



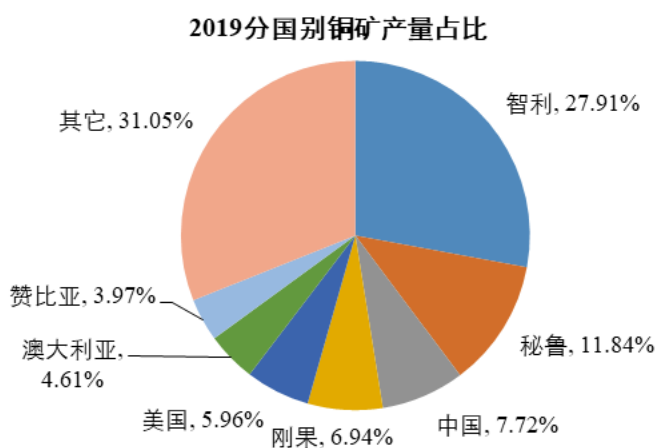
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图7: 智利、秘鲁新增确诊人数 (单位: 人)



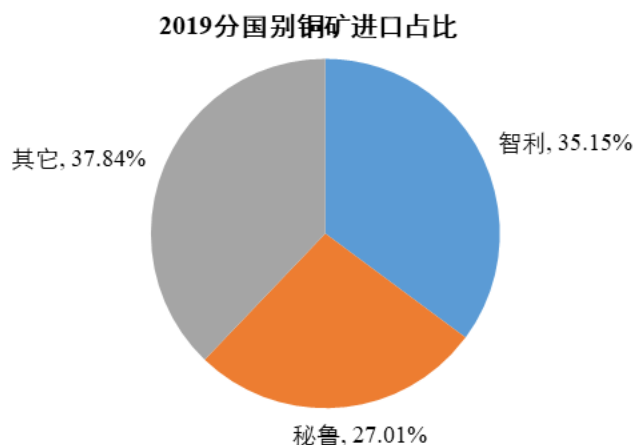
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

**图8：智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图9：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%**



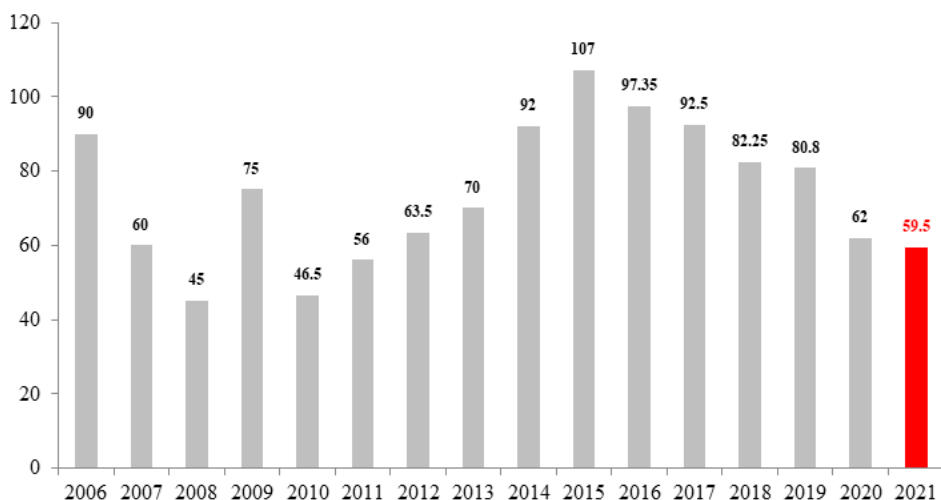
数据来源：Wind，兴证期货研发部

**D. 短单加工费降至 50 美元/吨以下，铜冶炼厂经营压力较大**

据最新消息，中国铜业、铜陵有色、江西铜业以及金川集团与 Freeport 确定 2021 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 59.5 美元/吨，环比 2020 年下滑 2.5 美元/吨，侧面佐证当前市场对明年铜矿增长的预期并不是特别乐观。

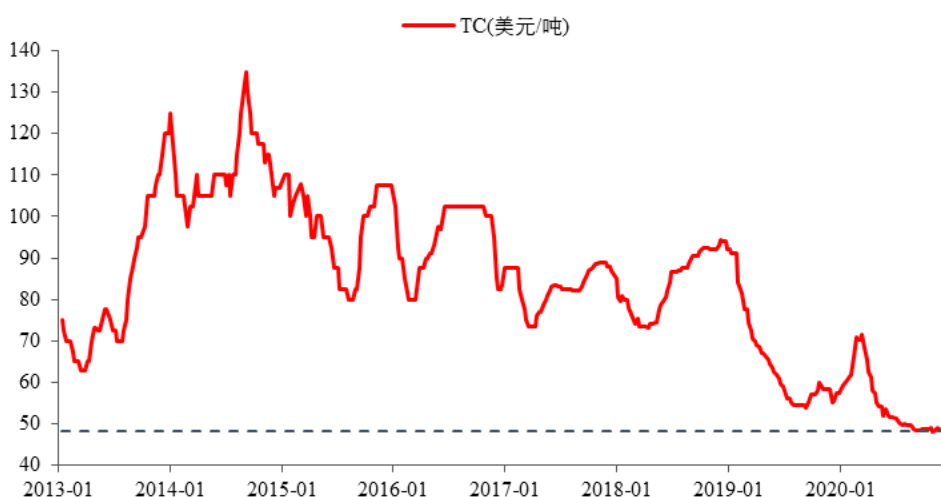
根据前文分析，我们认为加工费 TC 在 2021 年上半年之前难有实质性回升，下半年或将在铜矿产量逐步释放后，稳步走高。

图10：2021年铜精矿长单TC下滑至59.5美元/吨（单位：美元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图11：短单TC下滑至50美元/吨以下（单位：美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 2.1.2 国内冶炼生产经营压力 2021 年上半年延续

国内 2021 年仍有 68 万吨新增粗炼产能释放，对比铜矿释放情况，冶炼相对劣势的状态在明年上半年难改变。

当前加工费水平下，国内部分冶炼厂来说已经亏损至现金成本，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，减产发酵周期拉长。

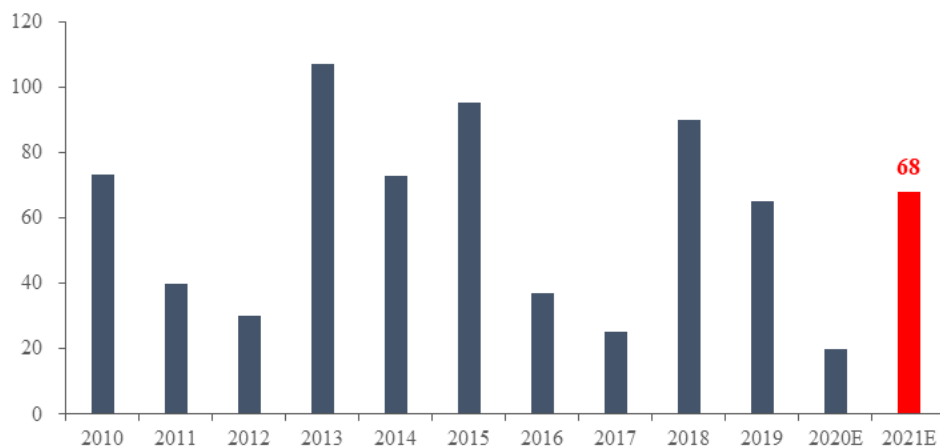


表3: 预计 2021 年国内粗炼产能投放 68 万吨

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
紫金铜业有限公司	10	10	铜精矿	2021 年
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	铜精矿	2021 年
大冶有色	40	40	铜精矿	2021 年
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2021 年
<b>2021 年小计</b>	<b>68</b>	<b>78</b>		
中条山有色金属集团有限公司	18	18	铜精矿	2022 年
水口山有色（五矿铜业湖南有限公司）	20	20	铜精矿	2022 年
<b>2022 年小计</b>	<b>38</b>	<b>48</b>		

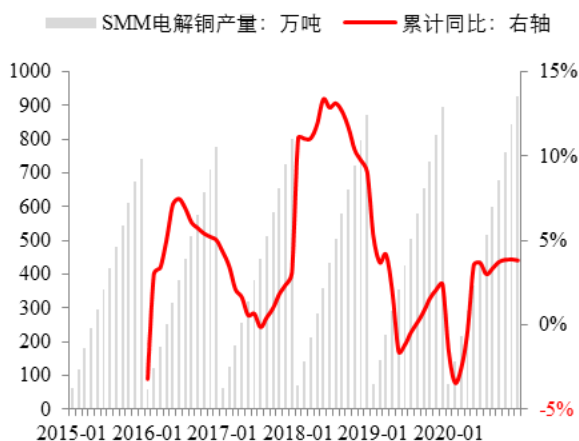
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图12: 中国冶炼产能变化（单位：万吨）



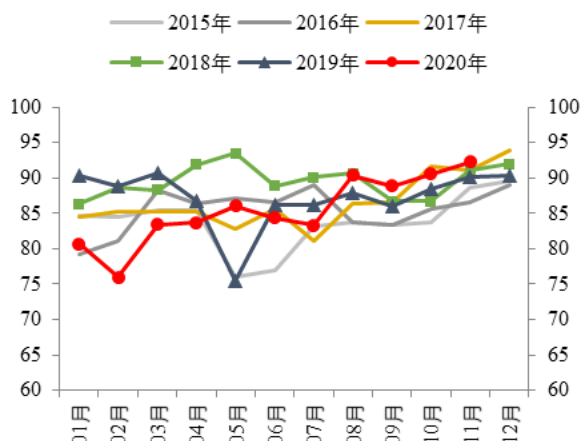
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图13: 国内电解铜产量（单位：万吨，%）



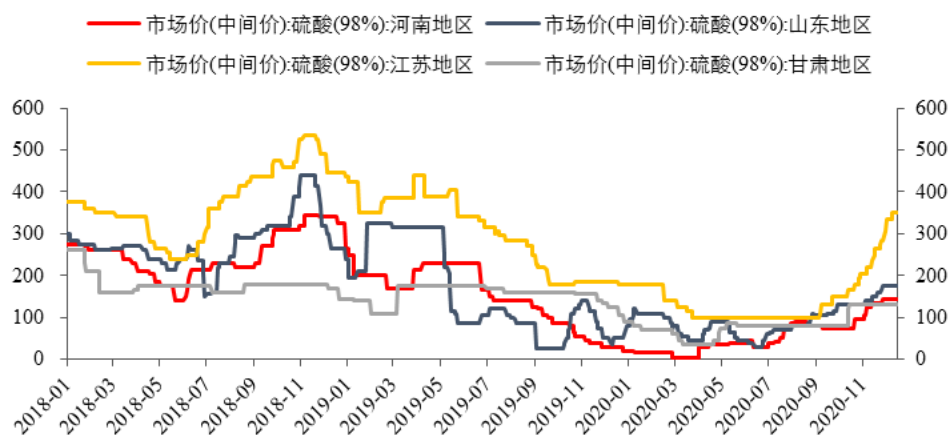
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图14: 国内冶炼企业开工率季节性（单位：%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图15：铜冶炼副产品硫酸价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.1.3 供应端小结

我们认为至少在明年上半年以前，供应端铜矿相对短缺引发的冶炼亏损对铜价支撑的逻辑延续，下半年随着铜矿新增产能释放以及疫情影响的完全恢复，铜供应端压力可能会逐步对铜价形成压制。

## 2.2 需求：国内持续好转，海外复苏预期强烈

国内经济持续好转。国内经济正常化，铜下游各行业逐步恢复，其中出口相关及汽车等行业表现亮眼，2021年随着国内宏观经济继续修复，铜消费整体有望维持高景气度。

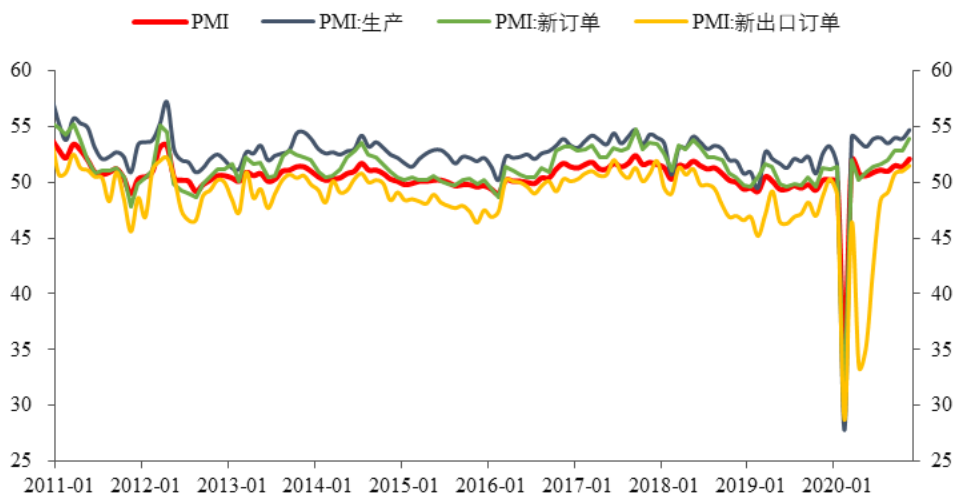
海外方面，随着疫苗推进，欧美经济体有望在2021年逐步恢复，制造业角度看，当前欧美经济持续处于扩张状态，利好国内铜下游终端产品出口消费（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量20%以上）。

节奏上，我们认为2021年上半年铜消费随着海内外经济从疫情中恢复，有望内外共振。下半年铜消费力度由于国内高基数等原因相对弱一些。

### 2.2.1 国内铜消费持续好转

国内下游消费好转。国内经济持续向好，铜消费逐步好转，制造业角度，国内制造业连续9个月处于景气度上方，其中新出口订单PMI连续3个月处于50%以上。

图16: 中国制造业 PMI (单位: %)

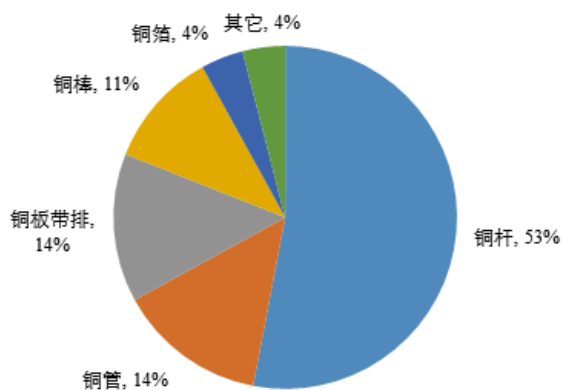


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

**A. 下游铜材企业开工率整体好于去年**

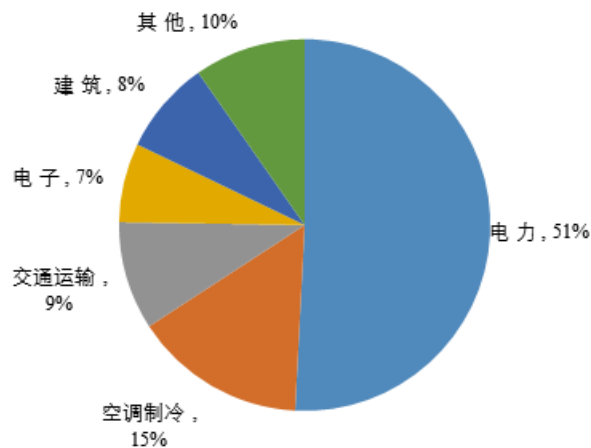
从铜下游企业开工率来看, 国内铜杆, 铜管, 铜板带企业开工率持续高于去年, 与国内经济持续向好相互佐证。

图17: 国内铜消费按品种分布



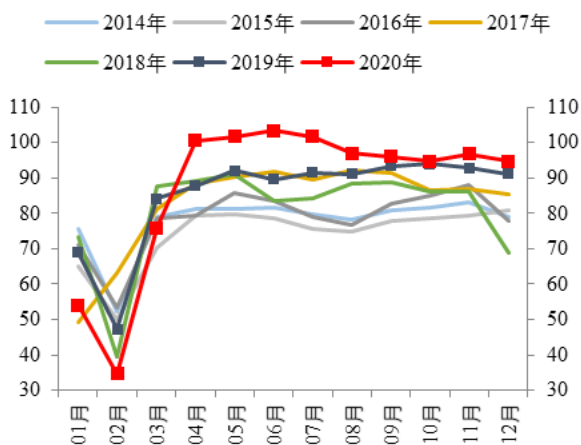
数据来源: 我的有色网, 兴证期货研发部

图18: 国内铜终端消费行业分布



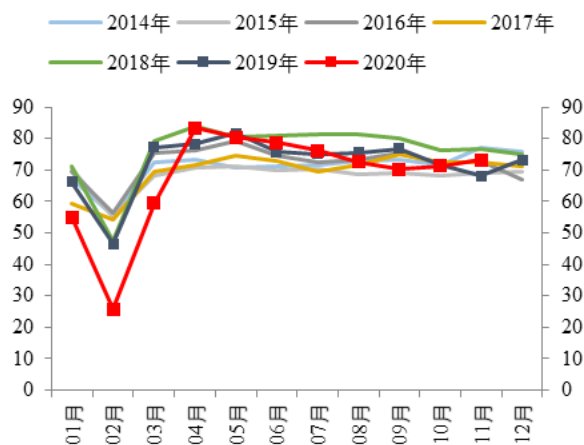
数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

图19: 电线电缆开工率 (单位: %)



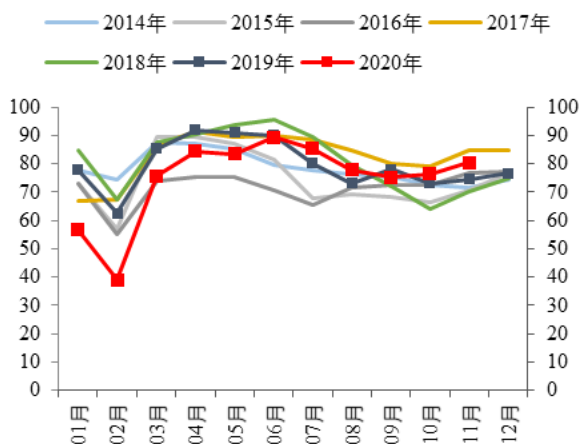
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图20: 铜杆开工率 (单位: %)



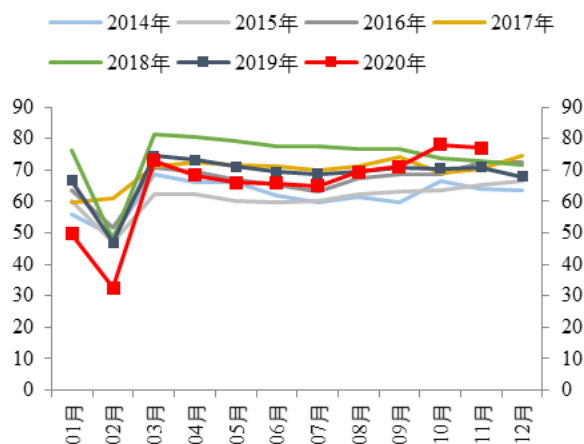
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图21: 铜管开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图22: 铜板带箔开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### B. 电网投资持续回升

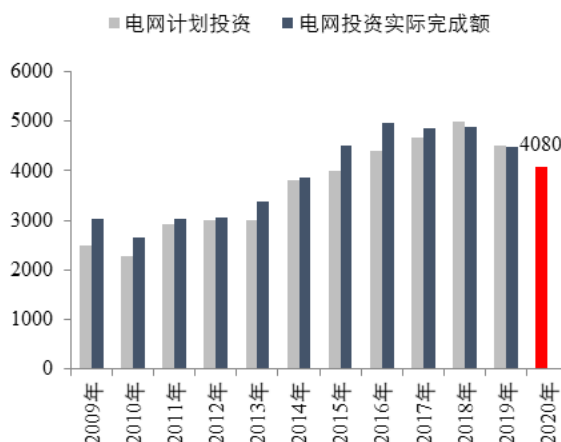
电网投资持续回升, 2020年10月单月电网投资完成额同比转正2.16%, 前10月实际完成额3371亿元, 同比微幅下滑1.30%。

图23: 电网投资回升 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图24: 国家电网计划投资额 (单位: 亿元)



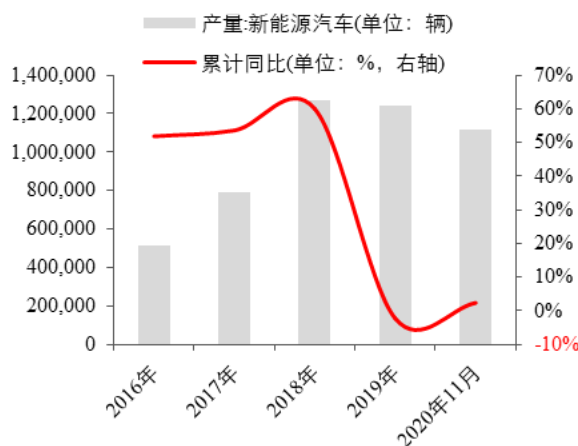
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### C. 新能源汽车表现亮眼

疫情冲击减弱后, 叠加政策刺激, 国内新能源汽车产销迅速修复。11月新能源汽车产销分别完成19.8万辆和20万辆, 同比分别增长75.1%和104.9%, 其单月产销第五次刷新了当月历史记录。细分能源类型来看, 其中纯电动汽车产销分别完成16.4万辆和16.7万辆, 同比分别增长66.2%和100.5%。

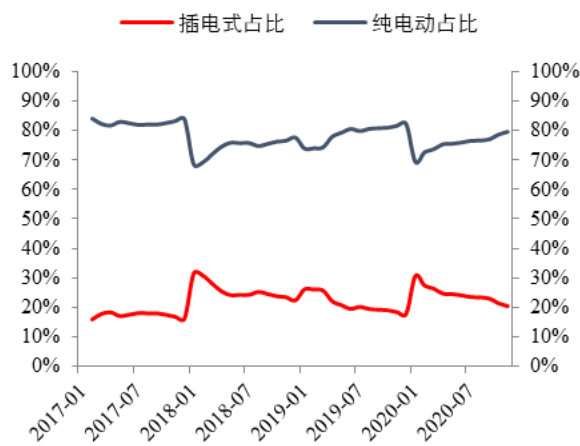
随着国家持续的政策刺激与鼓励, 以及消费者接受度和体验感的提升, 2021年国内新能源汽车产销有望维持高速增长, 新能源汽车领域对精铜的消费增长空间值得期待。

图25: 新能源汽车产量 (单位: 辆)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图26: 新能源汽车产量结构 (单位: %)

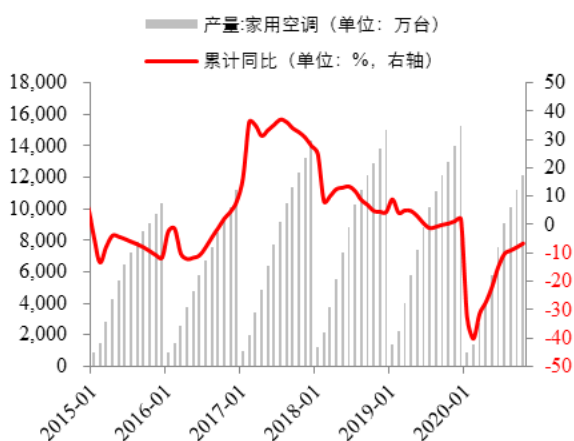


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### D. 家电领域维持好转

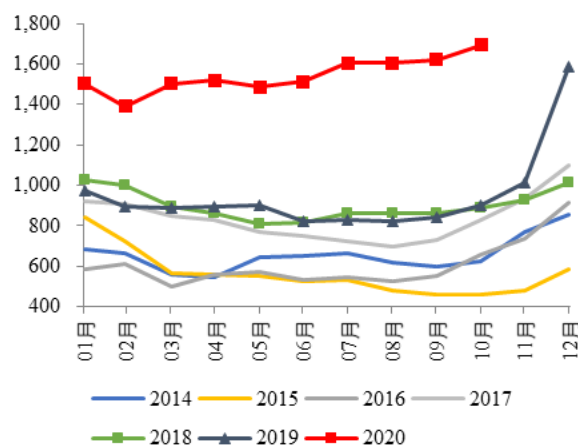
产业在线数据显示，2020年10月家用空调总产量938万台，同比大幅增长12.67%，1-10月空调产量12095万台，同比下滑幅度缩窄至-6.65%。中国地产市场在“三道红线”监管下，进入“去库存”周期，开发商竣工力度提升，地产后周期相关家电领域有望在2021年持续好转。

图27：空调产量



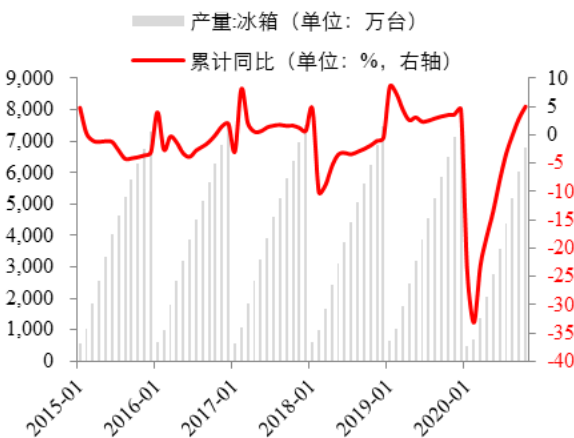
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图28：空调库存季节性（单位：万台）



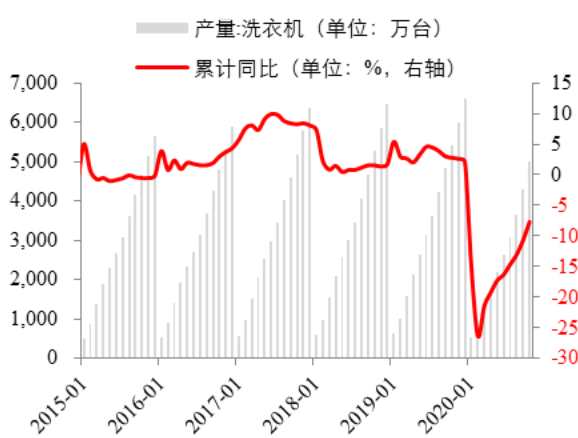
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图29：冰箱产量（单位：万台）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30：洗衣机产量（单位：万台）

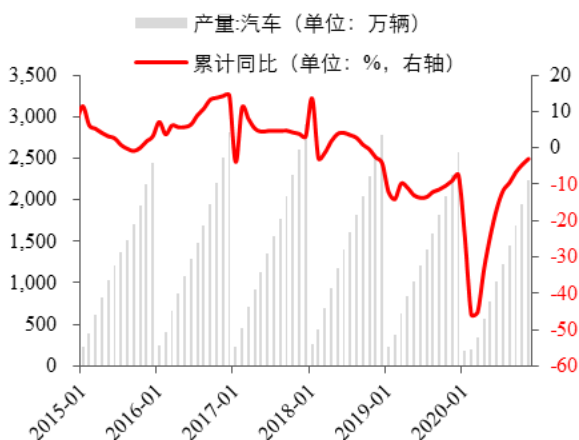


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### E. 汽车行业整体稳步复苏

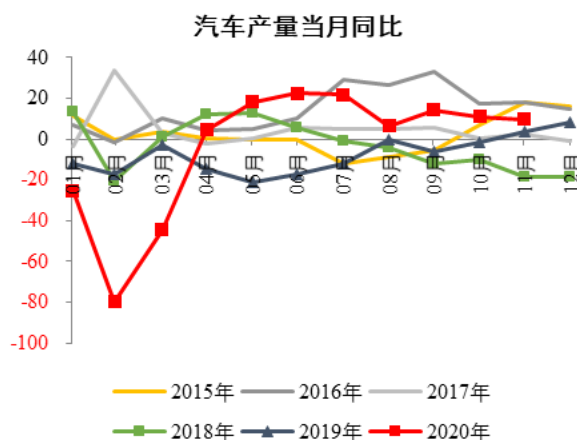
汽车产量4月份开始持续正增长。据中国汽车工业协会数据，11月单月汽车产量同比正增长9.78%，1-11月全国共生产汽车2237.2万辆，同比下滑幅度缩窄至-2.89%。随着国内经济持续复苏，促消费政策逐步落地，叠加新能源汽车产业发力，汽车板块有望在2021年维持高景气度。

图31：汽车产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图32：汽车产量同比季节性（单位：%）



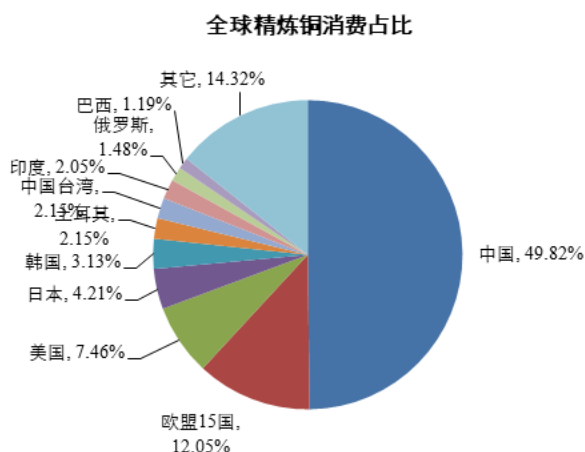
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2.2 海外复苏预期强烈

海外方面，欧美制造业维持高景气度。欧元区 11 月制造业 PMI53.8，其中德国制造业 11 月 PMI57.8，欧美国家制造业维持扩张。

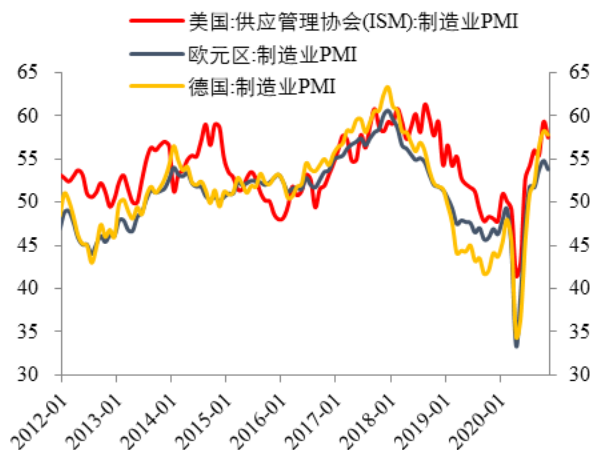
拉长周期看，随着疫苗推进，欧美经济体有望在 2021 年逐步恢复，利好国内铜下游终端产品出口消费（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20%以上）。

图33：欧美发达国家占全球铜消费 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图34：欧美国家制造业 PMI



数据来源：Wind，兴证期货研发部

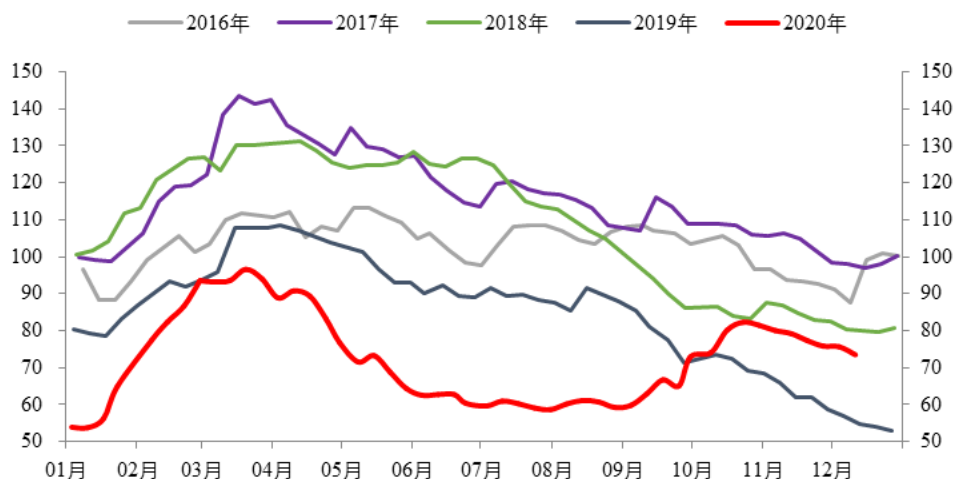
## 2.2.3 需求端小结

我们认为 2021 年上半年铜消费随着海内外经济从疫情中恢复，有望形成共振。下半年铜消费力度由于国内经济高基数，基建刺激力度下滑等作用相对弱一些。

### 2.3 库存：2021 上半年季节性去库力度或超预期

根据前文对铜供应及消费的分析，我们认为 2021 年上半年国内铜社会库存季节性去库力度或超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。

图35：三大交易所叠加保税区库存季节性（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

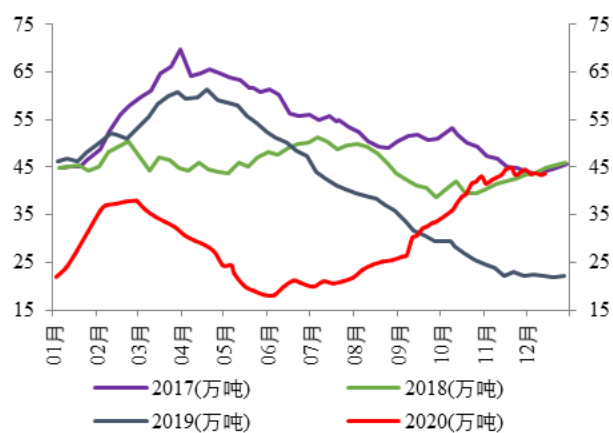
图36：国内三地（上海、江苏、广东）库存季节性（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

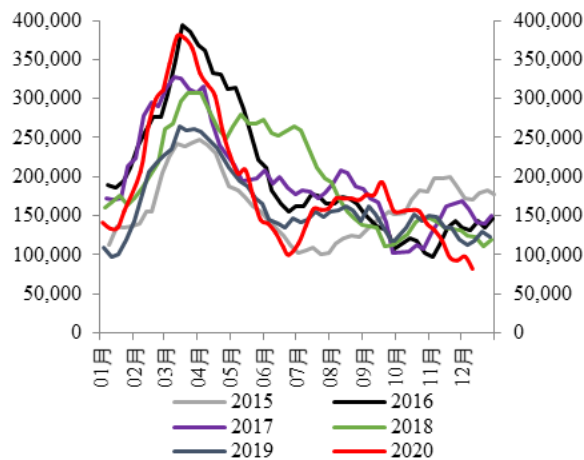


图37: 保税区库存季节性 (单位: 万吨)



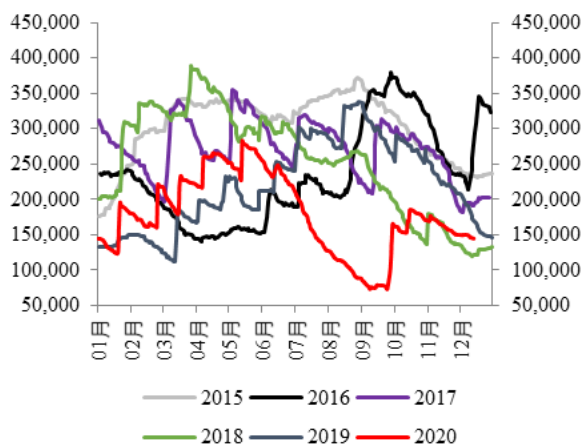
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图38: 上期所库存季节性 (单位: 吨)



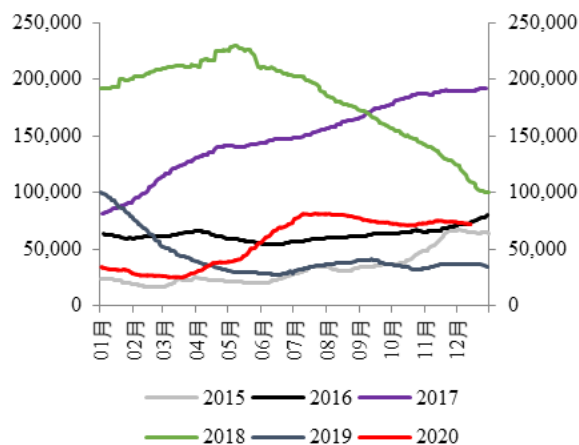
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图39: LME 库存季节性 (单位: 吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图40: COMEX 库存季节性 (单位: 吨)

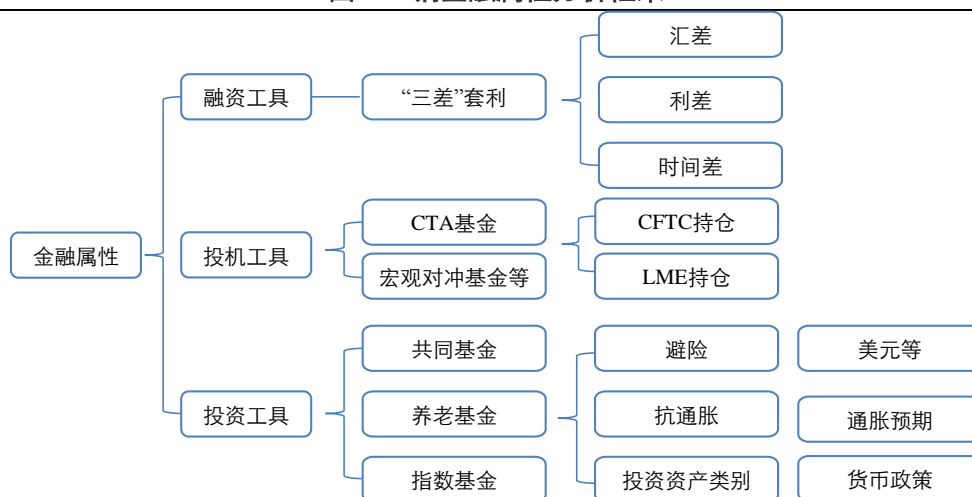


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.宏观: 疫苗逐步推进, 提振市场情绪

铜的金融属性主要体现在融资, 投资, 投机三个方面。随着疫苗逐步推进, 市场情绪进一步缓和是大概率事件, 支撑基本金属金融属性。我们认为 2021 年市场环境整体支撑基本金属金融属性, 在供需、金融属性共振下, 铜价有望出现阶段性爆发式行情。

图41：铜金融属性分析框架



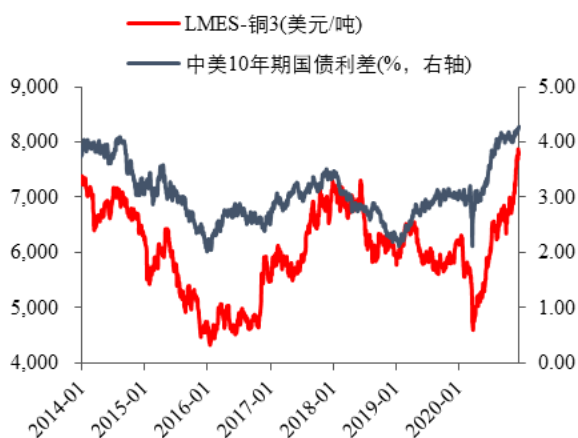
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图42：美元指数与铜价走势



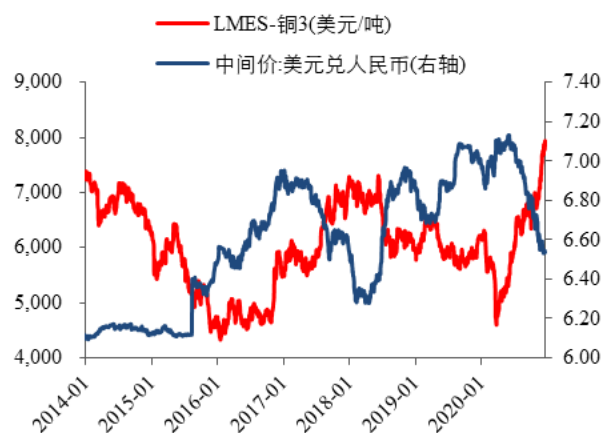
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图43：中美利差扩大至4%以上



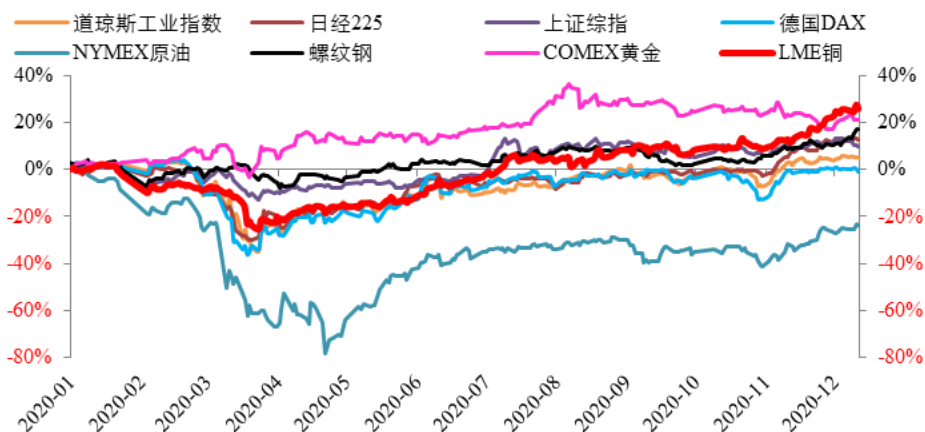
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图44：人民币汇率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图45：主要资产表现



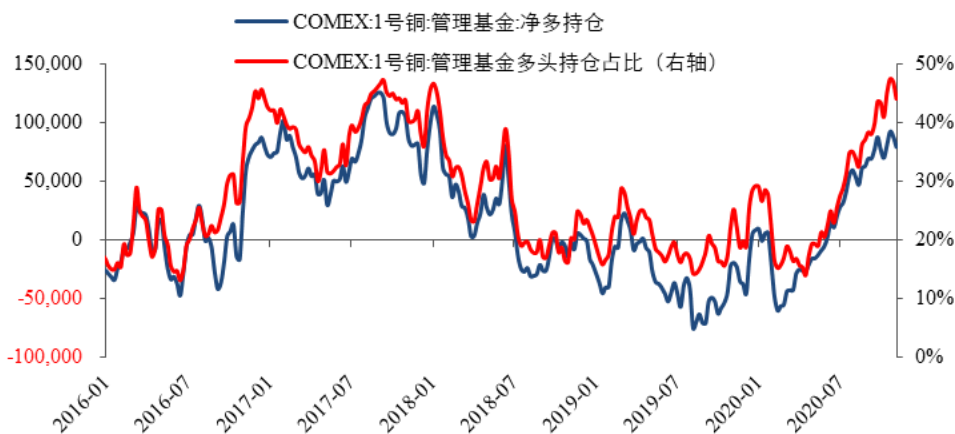
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图46：市场恐慌情绪



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图47：COMEX 管理基金多头持仓（单位：张，%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.结论：经济修复，铜价前高后低

1. 供应端上半年对铜价支撑逻辑延续。预计 2021 年全球铜矿增量 91.7 万吨，增速在 4% 左右，但由于疫情恢复节奏及新增产能在下半年释放，上半年铜矿大概率会延续相对短缺状态。加工费难有实质性回升，下半年随着铜矿供应释放，加工费或将缓慢回升。

我们认为至少在明年上半年以前，供应端铜矿相对短缺引发的冶炼亏损对铜价支撑的逻辑延续，下半年随着铜矿新增产能释放以及疫情影响的完全恢复，铜供应端压力可能会逐步对铜价形成压制。

2. 海外内经济有望在明年复苏力度加大，铜消费整体向好。国内经济持续好转。国内经济正常化，铜下游各行业逐步恢复，其中出口相关及汽车等行业表现亮眼，2021 年随着国内宏观经济继续修复，铜消费整体有望维持高景气度。

海外方面，随着疫苗推进，欧美经济体有望在 2021 年逐步恢复，制造业角度看，当前欧美经济持续处于扩张状态，利好国内铜下游终端产品出口消费（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

节奏上，我们认为 2021 年上半年铜消费随着海内外经济从疫情中恢复，有望内外共振。下半年铜消费力度由于国内高基数等原因相对弱一些。

3. 明年上半年季节性去库可能超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为 2021 年上半年国内铜社会库存季节性去库力度或超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。

综上，我们认为从供需层面看，2021 年上半年铜基本面在经济向上，铜矿相对短缺等因素作用下，持续好转，铜价有望创新高。下半年随着铜矿产出压力加大及经济恢复高基数等原因，铜价或将出现趋势性下跌风险。仅供参考。

表4：中国精炼铜供需平衡表（单位：万吨）

中国	2018	2019	2020E	2021E
产量	873	895	925	950
净进口	347	315	435	380
实际需求	1225	1225	1325	1365
供需平衡	-5	-15	35	-35

数据来源：兴证期货研发部

表5：全球精炼铜供需平衡表（单位：万吨）

全球	2018	2019	2020E	2021E
产量	2380	2390	2440	2490
实际需求	2400	2410	2420	2520
供需平衡	-20	-20	20	-30

数据来源：兴证期货研发部

## 供给变动将是年内价格主要扰动因素

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号: F3024149

投资咨询编号: Z0013691

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

赵奕

从业资格编号: F3057989

孙振宇

从业资格编号: F3068628

联系人: 孙振宇

021-20370943

sunzy@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 走势回顾

2020年初,全球新冠肺炎爆发,叠加俄罗斯放弃减产引发沙特报复性打击,国际油价一度跌至史无前例的负值,随后由于OPEC+达成史无前例的大规模减产,且全球疫情略有缓解,油价从历史底部逐渐反弹。截至12月18日,WTI收于49.24美元/桶,下跌19.56%;布伦特收于52.37美元/桶,下跌20.69%;SC收于321.1元/桶,下跌33.59%。

#### ● 未来展望

供给端:OPEC方面,预计Q1产油国将陆续进入减产协议第三阶段,Q2初期,伊朗、委内瑞拉可能带来大幅边际增长,减产协议执行情况堪忧,但预计OPEC+内部将达成产量默契,纵观全年,OPEC将大概率保持减产状态;美国方面,预计产量将受Biden政策倾斜限制,年内产量反弹幅度有限。

需求端:随着疫情逐渐缓解,各主要经济体的财政刺激政策持续施行,全球经济复苏带动原油需求增长将是年内主流趋势。

综合来看,2021年全球供需平衡持续改善,原油库存去化趋势有望贯穿全年。

#### ● 风险提示

中美矛盾加剧;疫情缓解不及预期;OPEC减产再次破裂。

## 1.2020 价格回顾

2020 年，原油期货价格整体呈 V 型走势，截至 12 月 18 日，WTI 收于 49.24 美元/桶，下跌 19.56%；布伦特收于 52.37 美元/桶，下跌 20.69%；SC 收于 321.1 元/桶，下跌 33.59%

年初至 2 月下旬，美伊冲突暂告一段落，双方大规模冲突的可能性大幅下降，油价快速回吐前期涨幅，同时，国内新冠疫情爆发，需求预期走弱的情况下，油价出现了过度下穿。

2 月中旬至 3 月中旬，油价经过短暂企稳后，由于俄罗斯有意结束减产行动，引来沙特的打击性报复，全球供应暴增，引发油价单日下跌超 10 美元/桶。

3 月中旬至 4 月下旬，鉴于 OPEC 重新达成减产协议，且规模史无前例，同时美国连续出台 3 轮经济刺激方案，油价一度企稳止跌，但出于对全球库存的恐慌，WTI 于 4 月 21 日出现了历史上仅有的 1 次负油价。

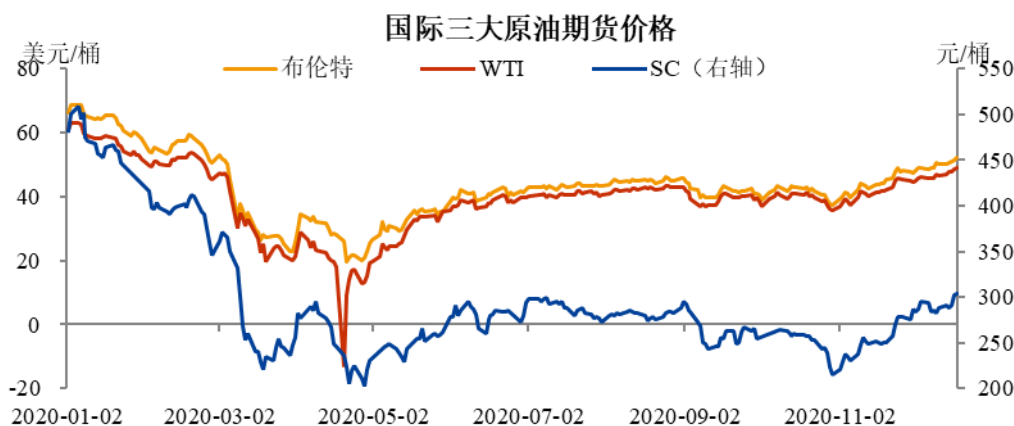
4 月底至 6 月初，OPEC 开始执行减产，全球库存压力逐渐缓解；欧美夏季出行高峰带动消费小幅好转，且美国出台第四轮经济刺激，供需双重利好的情况下，油价快速回升至 40 美元/桶上方。

6 月初至 9 月初，原油供需平衡缓慢改善，油价维持震荡小幅微涨的状态。

9 月初至 10 月底，部分 OPEC 产油国有意增产，且补偿性减产再度推迟，叠加美国需求预期走弱，以及美国大选前夕不确定性较强，导致油价震荡走弱。

11 月初至今，美国大选结果逐渐明朗，经济刺激法案推出有望，以及辉瑞、Moderna、卫星-V 等新冠疫苗的研发顺利，需求复苏前景向好，帮助油价持续反弹。

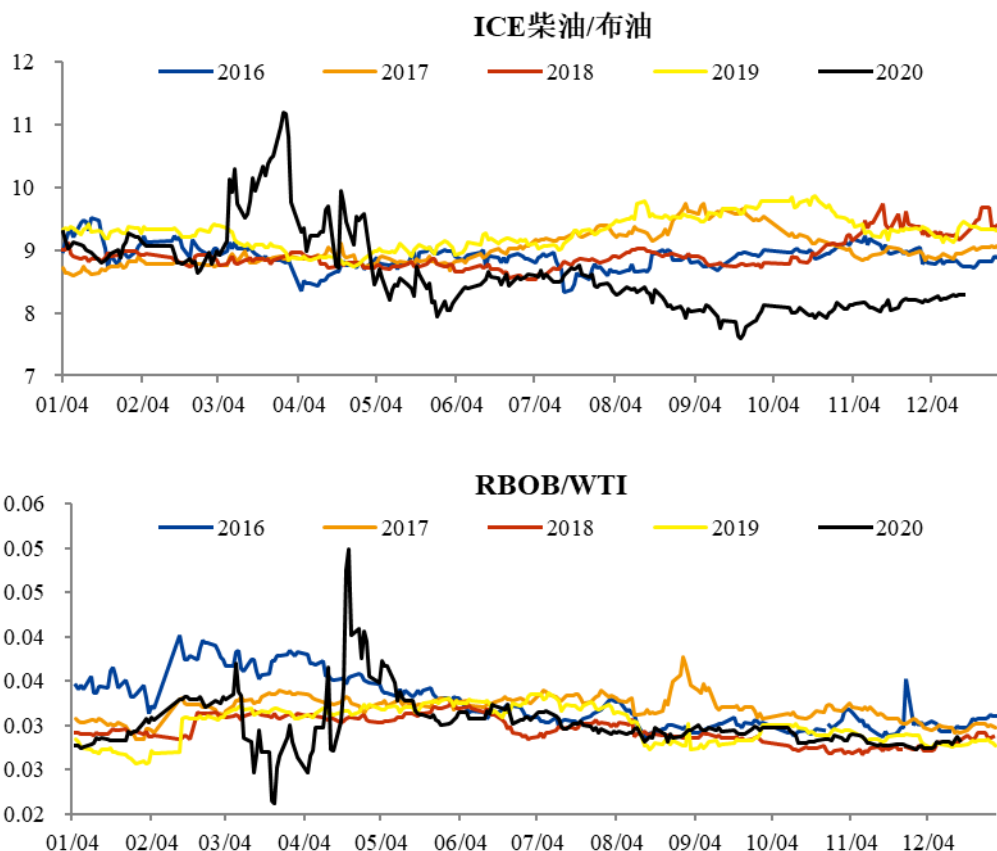
图 1：2020 年原油价格整体呈 V 型走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

裂解差方面，年初至 3 月初，汽柴油裂解差区间处于过去 5 年平均水平附近；3 月至 4 月底，国际油价暴跌，成品油裂解差一度创出 5 年最高水平；4 月底之后，原油价格逐渐反弹，但成品油需求并未同步上扬，导致裂解差逐步走弱。截至 12 月 18 日，RBOB/WTI 收于 0.0283，比去年末上涨 1.93%，主要因年末阶段，美国需求改善预期加持，导致成品油价格上涨；ICE 柴油/布伦特收于 8.2776，比去年末下跌 11.09%。

图 2：受累于需求走弱，成品油裂解差下半年持续低位震荡



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.原油基本面

### 2.1 平衡表

2020 年上半年，因全球新冠肺炎大爆发，俄罗斯放弃减产引发沙特报复性增产，导致全球供应一度大幅过剩，但随着 OPEC+ 迅速达成史上最大规模的减产协议，同时，部分国家、地区经济持续复苏，出行需求自底部缓慢回升，全球供应过剩程度大幅下降。

2021 年，因 OPEC+ 进入减产协议第三阶段，边际增长超 200 万桶/天，同时伊朗、委内瑞拉、利比亚等豁免国的产量也有较大增产潜力，但随着新冠疫苗的注射普及，全球经济复苏的情况下，全年需求增量将大概率覆盖供应增长。

表 1：全球石油供需平衡表（百万桶/天）

	供给量	需求量	供给-需求	供给同比	需求同比	供给-需求同比
2021*	94.47	97.03	-2.56	3.47%	6.40%	-2427.27%
2020*	91.30	91.19	0.11	-6.34%	-8.51%	105.02%
2019	97.48	99.67	-2.19	-1.53%	0.95%	-942.31%
2018	98.99	98.73	0.26	2.36%	1.60%	154.67%
2017	96.70	97.18	-0.47	0.94%	2.18%	-167.29%
2016	95.80	95.10	0.70	0.71%	2.31%	-67.82%

数据来源：Wind，EIA，OPEC，BP，兴证期货研发部

## 2.2 供应端——2021 年供应仍存大幅上涨隐忧

### 2.2.1 伊朗若大幅增产，将引发 OPEC+ 减产执行率断崖式下跌

2020 年 4 月 12 日，OPEC+ 在部长级视频会议中达成历史上最大程度的减产协议，协议规定 OPEC+ 将在未来 2 年内分三阶段执行减产协议，其中，第一阶段的产量将合计减产 970 万桶/天，沙特和俄罗斯以 1100 万桶/天为基准，其他产油国减产基准为 2018 年 10 月的产量。而后，鉴于全球供应过剩水平较高，OPEC+ 选择延长第一阶段减产期限 1 个月，并且海湾三国——沙特、科威特、阿联酋在 6 月份自愿减产 118 万桶/天。

表 2：OPEC+ 减产协议规定（百万桶/天）

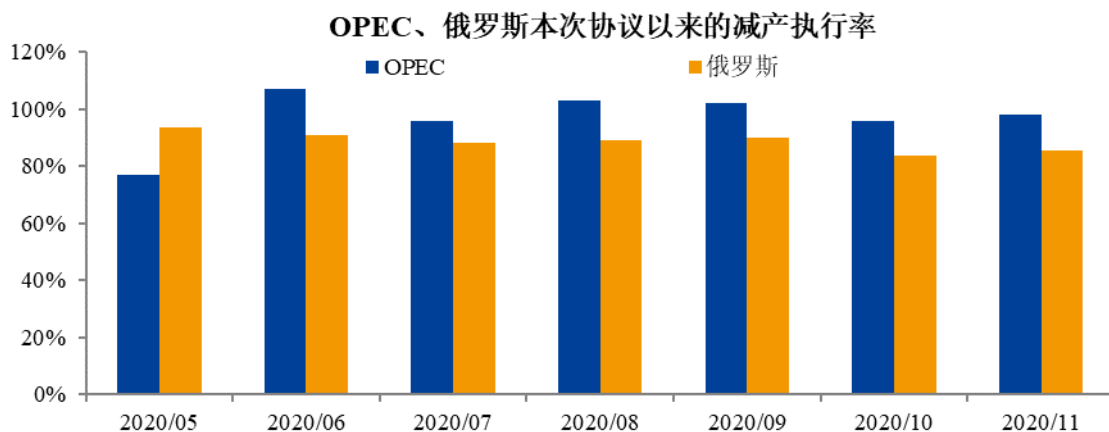
产油国	减产基准	2020年5月-6月			2020年7月-12月			2021年1月-2022年4月		
		目标产量	减产量	减产幅度	目标产量	减产量	减产幅度	目标产量	减产量	减产幅度
阿尔及利亚	1.06	0.82	0.24	-23%	0.86	0.19	-18%	0.91	0.14	-14%
安哥拉	1.53	1.18	0.35	-23%	1.25	0.28	-18%	1.32	0.21	-14%
伊拉克	4.65	3.59	1.06	-23%	3.80	0.85	-18%	4.02	0.64	-14%
科威特	2.81	2.17	0.64	-23%	2.30	0.51	-18%	2.42	0.38	-14%
尼日利亚	1.83	1.41	0.42	-23%	1.50	0.33	-18%	1.58	0.25	-14%
沙特	11.00	8.50	2.50	-23%	8.99	2.01	-18%	9.50	1.50	-14%
阿联酋	3.17	2.44	0.72	-23%	2.59	0.58	-18%	2.73	0.43	-14%
俄罗斯	11.00	8.50	2.50	-23%	8.99	2.01	-18%	9.50	1.50	-14%
哈萨克斯坦	1.69	1.30	0.39	-23%	1.38	0.31	-18%	1.46	0.23	-14%
墨西哥	1.77	1.67	0.10	-6%	1.67	0.10	-6%	1.67	0.10	-6%
<b>OPEC+ 共计</b>	<b>43.85</b>	<b>34.16</b>	<b>9.70</b>	<b>-22%</b>	<b>35.85</b>	<b>7.76</b>	<b>-18%</b>	<b>38.03</b>	<b>5.82</b>	<b>-14%</b>

数据来源：OPEC，兴证期货研发部

自达成减产协议以来，OPEC 整体减产执行率较好，6-9 月，OPEC 共计减产执行率平均 102%，10 月后受累于利比亚解除不可抗力，产量大幅增长影响，10 月、11 月减产执行率小幅下降，分别为 96%、98%。非 OPEC 产油国方面，尽管俄罗斯减产仍不达标，但其减产执行率也是在历次减产协议的初期保持的最好水平，5-11 月减产执行率分别为 94%、91%、88%、89%、90%、84%、86%。



图 3：OPEC 整体减产执行率较高，俄罗斯减产常规性不达标

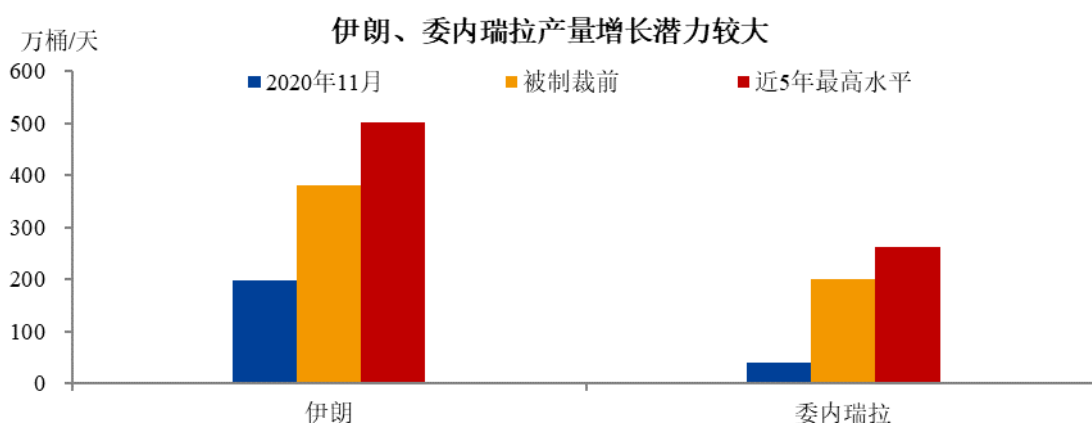


数据来源：OPEC，兴证期货研发部

展望 2021 年，OPEC+ 方面仍将为油价提供支撑，但其边际增长也不可忽视。增量主要来自两个方面：一、2021 年 1 月，OPEC+ 将增产 50 万桶/天，并决定自 2021 年 4 月开始正式进入减产协议第三阶段，相比目前，产量增长 19.4 万桶/天；二、Biden 就任之后，大概率重回伊朗核协议，放松对伊朗、委内瑞拉等国的制裁，据伊朗石油部长表示，该国准备在 2021 年 3 月开始将产量增加至 450 万桶/天，出口增加至 230 万桶/天，相比目前，边际增长超 200 万桶/天；而委内瑞拉产量也必将出现较大幅度反弹。

一旦伊朗、委内瑞拉边际大幅增长对油价造成重压并持续低迷，以沙特为首的现遵守减产协议的 OPEC 成员国大概率会出现减产执行率降低的情况，若届时沙特、伊朗协商未果，可能造成 OPEC 减产协议提前终止。

图 4：若 Biden 解除制裁，伊朗、委内瑞拉具有较大潜在增量



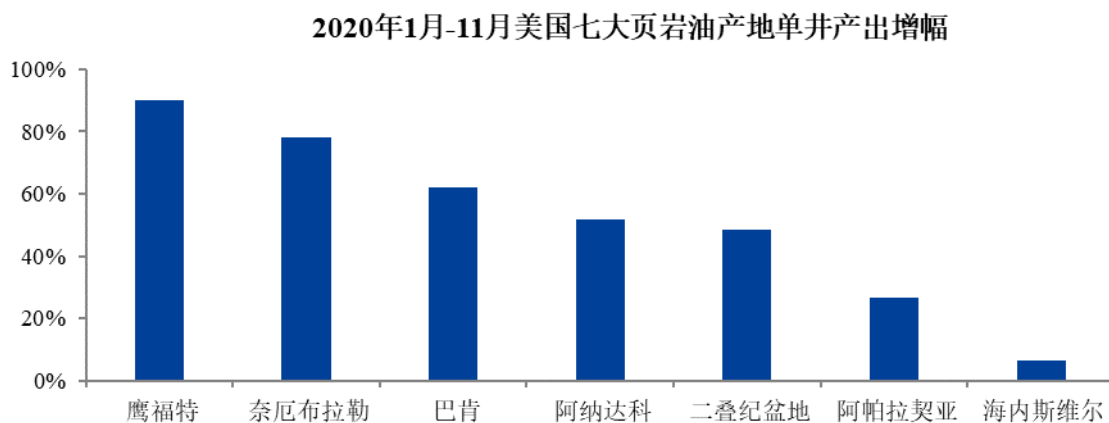
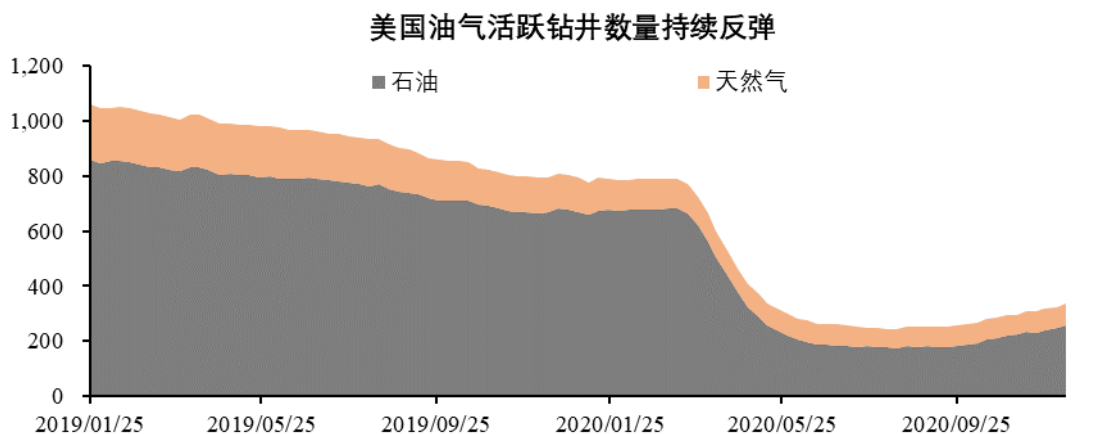
数据来源：Wind，OPEC，兴证期货研发部

### 2.2.2 美国 2020 年产出缓慢复苏，上涨空间有限

2020 年，受累于油价暴跌，美国页岩油行业进入寒冬，石油钻井数量一度下滑至 200 口下方，自高位滑落近 500 口，原油产量最大降幅 340 万桶/天。随着 OPEC 减产、全球经济缓慢复苏，美国页岩油产量也跟随反弹，截至 2020 年 12 月 4 日，美国全年平均原油产量 1155.5 万桶/天。

展望 2021 年，我们认为，美国原油产量将持续反弹，主要动力来自两个方面：一、油价回升至页岩油成本上方之后，页岩油企业加大开支，石油钻井数量将持续增加；二、得益于开采企业的研发投入，美国多个页岩油主产地开采成本下降，开采效率提升。

图 5：预计 2021 年美国产量持续复苏



数据来源：EIA，贝克休斯，Rystad Energy，兴证期货研发部

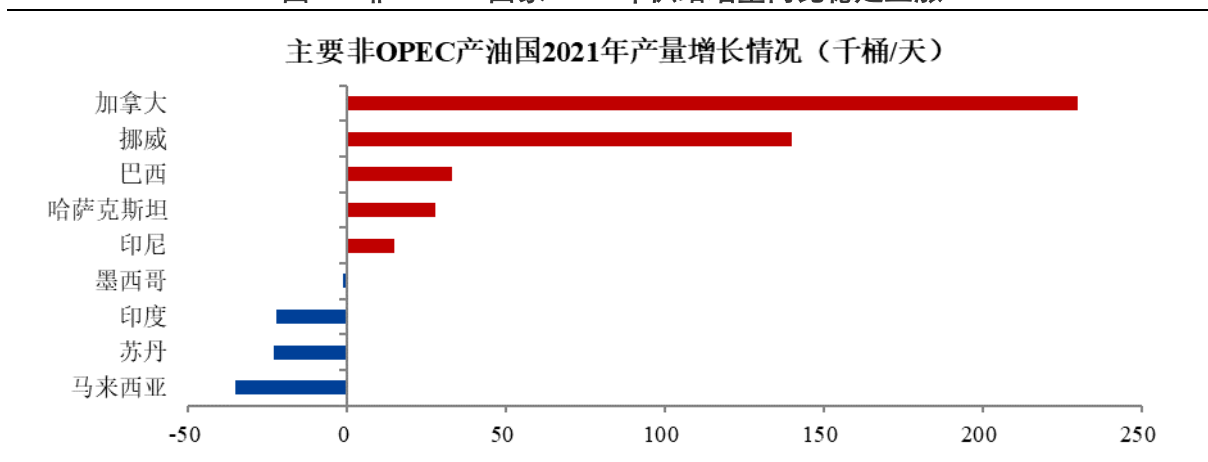
尽管美国页岩油行业投资逐渐复苏，且科技加持下，单井产出不断增长，但我们认为，2021 年美国原油产量上涨的空间并不高，主要原因是：Biden 就任美国总统后，虽然其不希望彻底禁止水力压裂，但他的气候计划包括禁止发放在公共土地上新的油气钻探许可证，并且还计划对北极圈内以及特朗普寻求开放的其他地区（包括墨西哥湾东部）进行新的保护。虽然美国德州和二叠纪地区的主要页岩油商已在 6-8 月期间加紧获取联邦钻探许可证，获取的许可证数量同比增长高达 80%，但 Biden 此举仍将使得美国长期供应减少约 200 万桶/天。此外，若 Biden 严格执行其竞选阶段宣布的能源政策，美国石油行业将在短期内损失超 200 亿美元，石油钻探行业的平均就业人数将从约 37 万下降至 17.9 万，而本已经在低油价下经营困难的中小页岩油企业面临破产的风险将大幅增加，也对总产量的反弹产生负面影响。

### 2.2.3 其他非 OPEC 产油国 2021 年产出增长预计不超出 100 万桶/天

据 OPEC 资料显示，预计 2021 年，非 OPEC 国产出增量约 85 万桶/日。除美国（+30 万桶/天）外，加拿大、挪威、巴西是主要增量来源，三者分别预计增长 23 万桶/天、14 万桶/天、3.3 万桶/天，东南亚产油国普遍呈小幅减产状态，马来西亚、苏丹、印度，预计分别减产 3.5 万桶/天。

天、2.3 万桶/天、2.2 万桶/天。

图 6：非 OPEC 国家 2021 年供给增量同比稳定上涨



数据来源：Wind，OPEC，兴证期货研发部

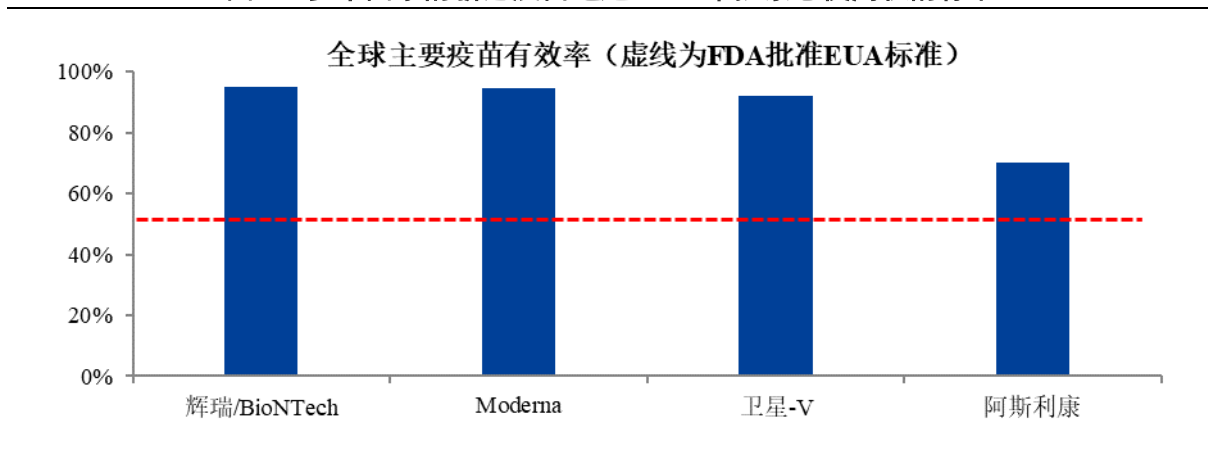
综上，我们认为，2021 年全球产出新增水平约在 300-500 万桶/日，但需要警惕的是，若伊朗、委内瑞拉复产后与沙特并未达成协商，OPEC 减产提前终止的情况下，全球 2021 年产量增量或会突破 600 万桶/天。

### 2.3 需求端——疫情缓解在望，经济复苏带动需求反弹

2020 年，受累于新冠肺炎大爆发，全球陷入被动封锁，经济水平大幅倒退，在主要经济体中，预计只有中国保持 GDP 正增长，但同比增幅也仅有 2%。

2021 年，随着新冠疫苗研发进展顺利，辉瑞、Moderna、卫星-V、阿斯利康等公司的疫苗有效率均超出 FDA 紧急使用的标准。鉴于部分国家已开始正式接种疫苗，且多国采取经济刺激计划，预计 2021 年疫情对经济的影响将逐渐减退。

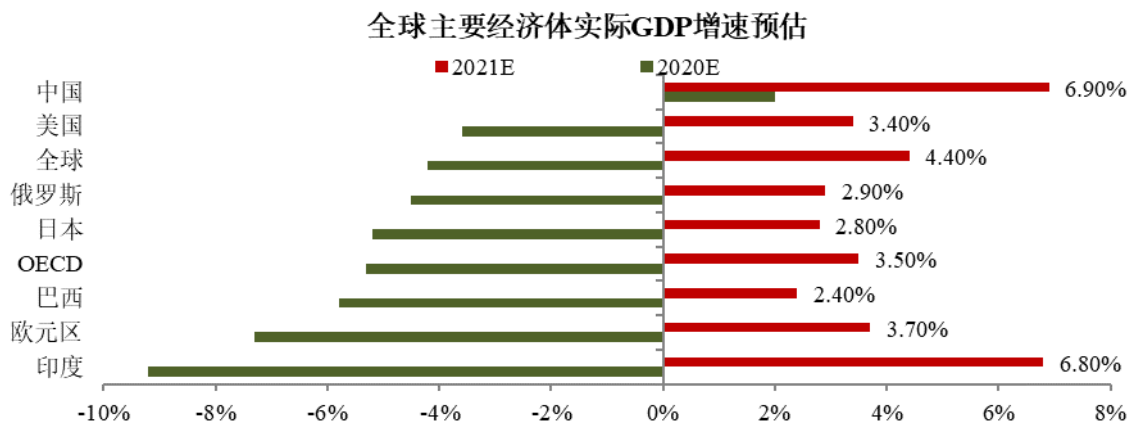
图 7：多个国家的新冠疫苗远超 FDA 审批紧急使用权的标准



数据来源：市场消息整理，兴证期货研发部

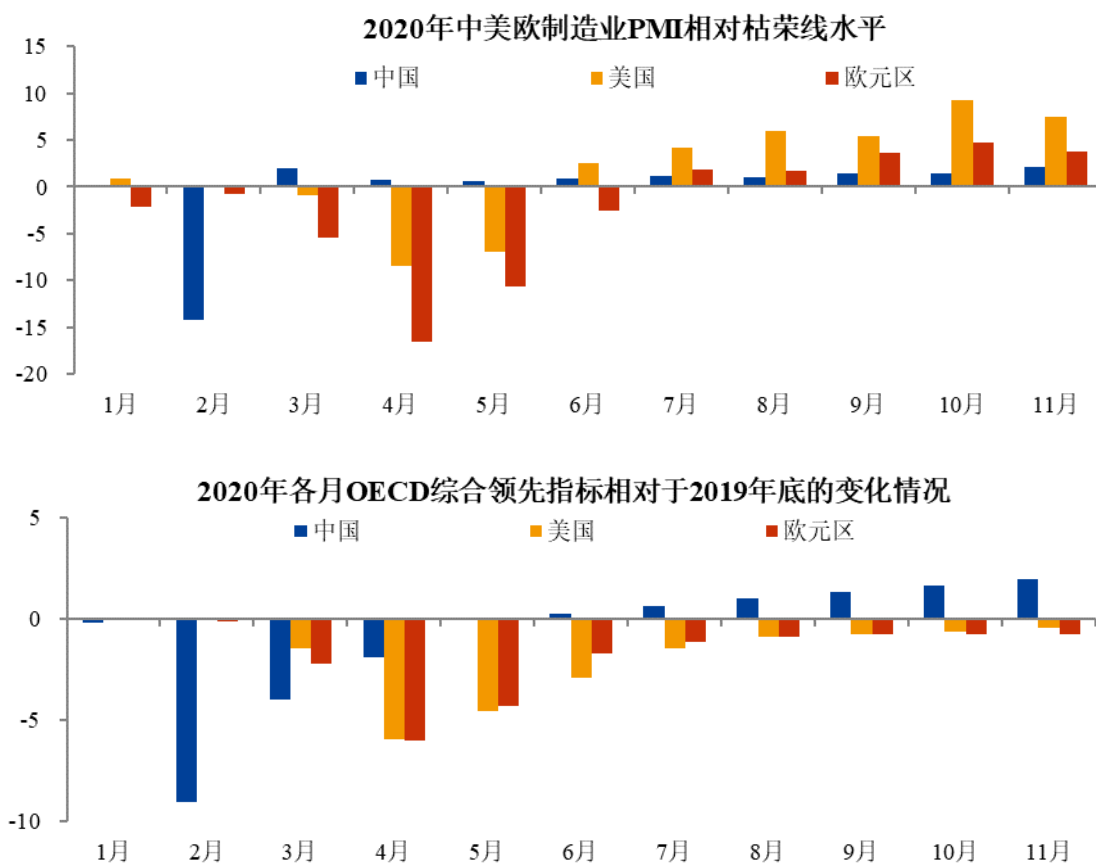
综合 OPEC、EIA、IEA、IMF 等权威机构，我们认为，全球 2021 年经济有望同比增长 4.4%，实际上，自 2020 年 7 月开始，全球主要经济体制造业 PMI 已全部回升至枯荣线上方，并且 OECD 领先指标也暗示中美欧等经济体经济复苏前景较好。

图 8：2021 年全球主要经济体经济水平将大幅改善



数据来源：OPEC, EIA, IEA, IMF, 兴证期货研发部

图 9：全球主要经济体制造业持续改善，OECD 领先指标

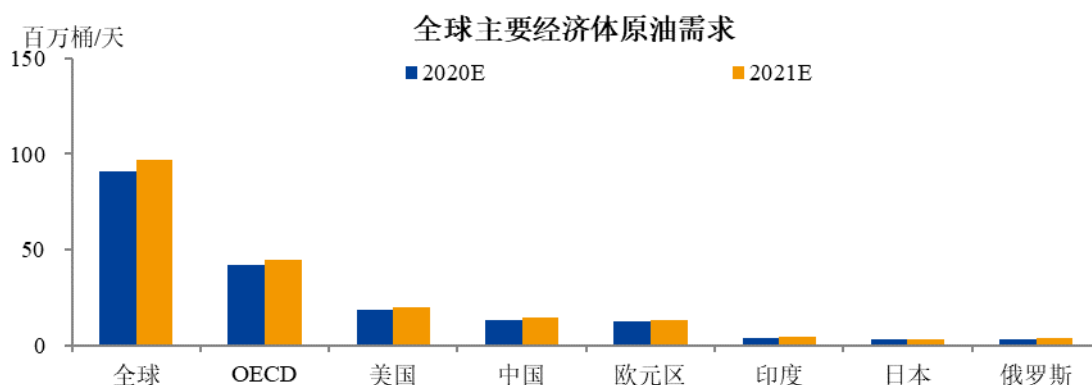


数据来源：Wind, 兴证期货研发部

随着经济的复苏，全球石油需求也将跟随反弹，预计 2021 年全球石油需求将有望同比增长近 600 万桶/天，主要增量来源增量仍是中美印，其中美国和印度的需求增长主要来自于疫情缓解后的经济复苏，而中国除经济继续保持较大幅度增长带动需求增加以外，持续大幅补充战略

储备也将对需求增长有明显的提振作用。

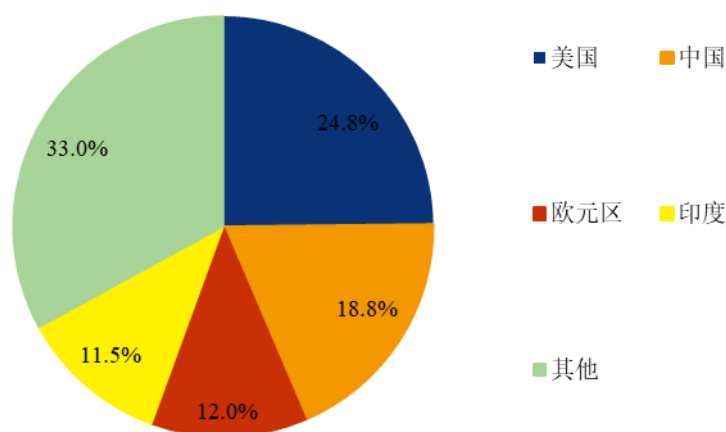
**图 10：2021 年全球主要经济体原油需求将有显著回升**



数据来源：OPEC, EIA, IEA, 兴证期货研发部

**图 11：2021 年全球需求增量 6 成以上来自中美印欧**

**2021年预期原油需求增量来源分布**



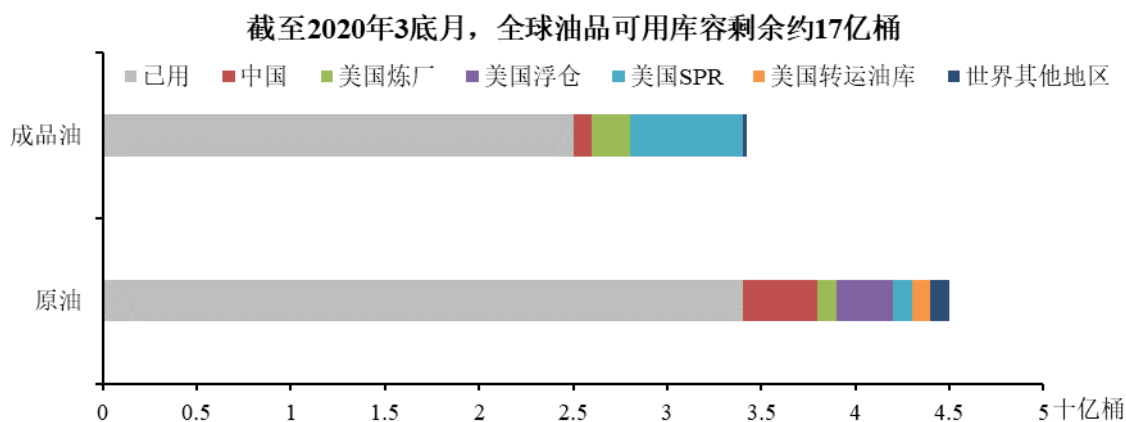
数据来源：OPEC, EIA, IEA, 兴证期货研发部

## 2.4 库存——2021 年，全球库存将延续缓慢下降趋势

2020 年 3 月，因疫情大规模爆发导致全球需求大幅下挫，且俄罗斯放弃延长自 2016 年以来的减产协议，引发沙特报复性增产，全球原油库存一度暴涨，截至 3 月底，全球总油品的可用库容一度下降至 20 亿桶以下。鉴于美国原油库存创出历史记录，以及全球水上原油库存快速上涨，并创出近几年最高水平，机构预估 2020 年 4 月，全球可用库容不足 15 亿桶。

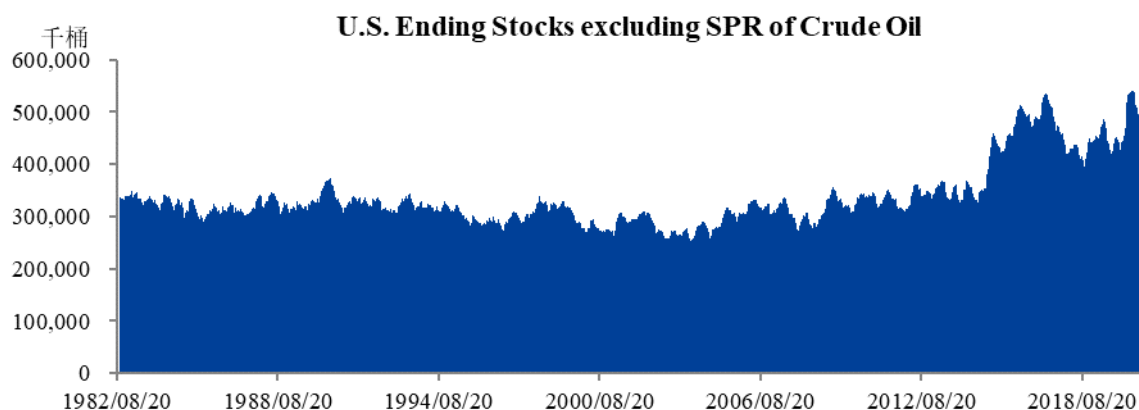
但随着 OPEC 开始执行减产以及全球主要经济体的交通出行逐渐复苏，全球商业库存开始持续去库，据 OPEC 数据显示，2020 年 6 月至 10 月，OECD 原油库存共计减少 9500 万桶，约合 80 万桶/天。

图 12: 3 月底, 全球总油品可用库容不足 20 亿桶



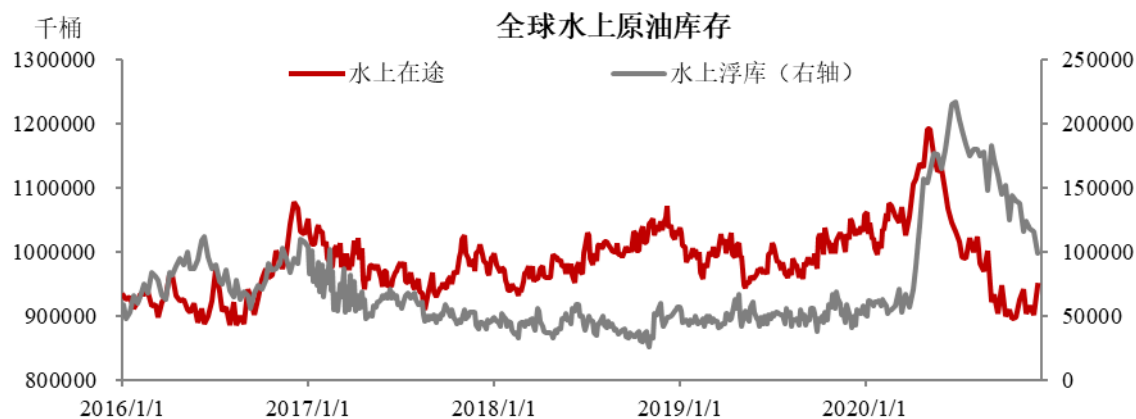
数据来源: Energy Aspect, 兴证期货研发部

图 13: 2020 年上半年, 美国原油商业库存创历史最高水平



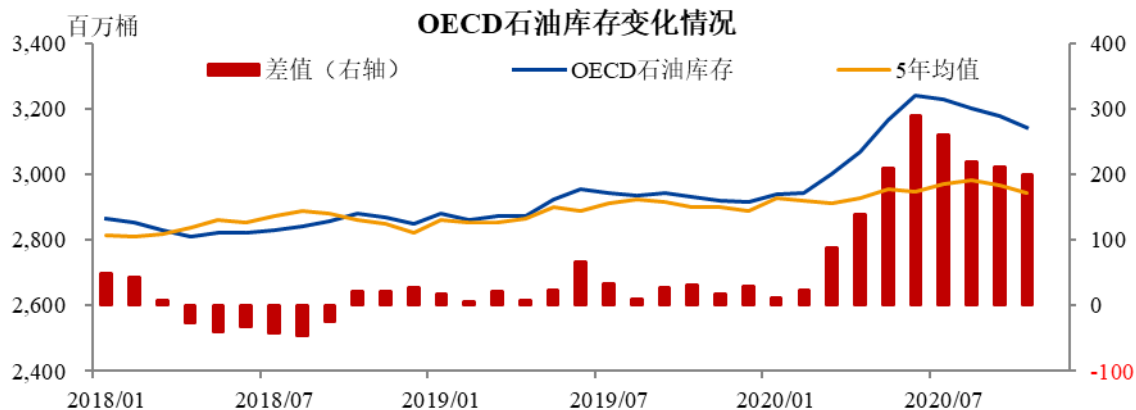
数据来源: EIA, 兴证期货研发部

图 14: 自 6 月以来, 全球水上浮库持续下降



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

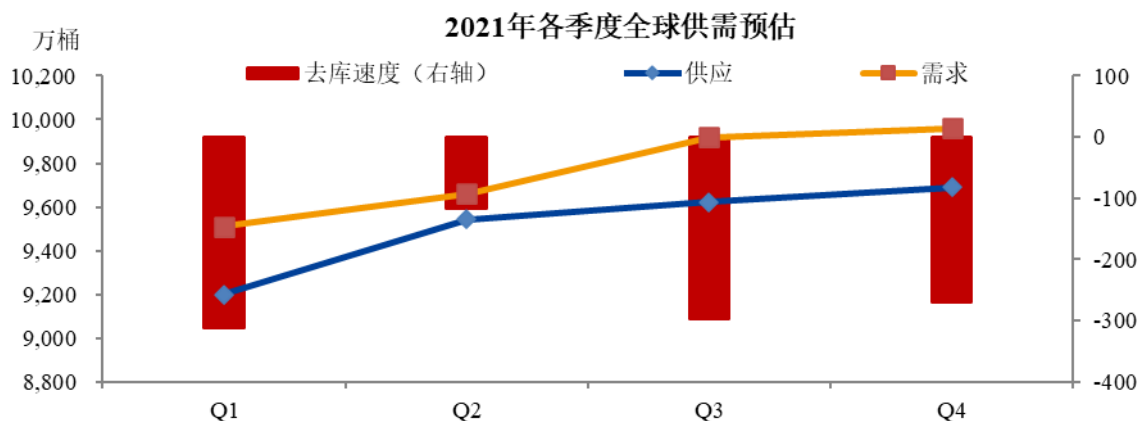
图 15: OECD 库存持续下降



数据来源：OPEC，兴证期货研发部

综上，我们认为，从基本面来看，2021 年全球石油库存将维持下降趋势。综合 OPEC 减产协议执行情况，伊朗、委内瑞拉、利比亚等国原油产量的潜在增长，以及全球主要经济体的新冠疫苗普及程度，预计全年产量缺口可能达到 256 万桶/天。

图 16: 2021 年全球供应将持续存在缺口，库存去化趋势贯穿全年



数据来源：OPEC，EIA，兴证期货研发部

### 3. 行情展望

综上，预计 2021 年国际油价中枢将同比上移，其中，Q1 因 OPEC 进入第三阶段减产协议，全球供应出现边际增长，但美国经济刺激的良好预期以及全球主要经济体逐渐普及新冠疫苗注射，预计油价将维持偏强运行；Q2 伊朗、委内瑞拉等国大概率获得美国的制裁豁免，全球供应边际增量较大，且截至目前，看不到较强的利好驱动，预计 Q2 初期油价回落概率偏大；Q3 全球经济复苏将大概率走上正轨，夏季出行高峰促进成品油消费大幅增加，且届时 OPEC+（包含伊朗、委内瑞拉等所有此前产量豁免国）可能再次达成产量默契，预计油价年内高点将出现在此阶段；Q4 成品油需求季节性减弱，但至年底附近，全球经济可能恢复至疫情前水平，预计此阶段油价相对 Q3 出现小幅回调，但下降空间有限。

## 供需改善 甲醇或将逐步走出低谷

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号: F3024149

投资咨询编号: Z0013691

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

赵奕

从业资格编号: F3057989

孙振宇

从业资格编号: F3068628

联系人: 林玲

0591-88560882

linling@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 未来展望

**从供需面看:** 2021年我国甲醇计划投产500万吨,产能增速明显低于2020年水平,但从周期性考虑,甲醇生产利润或将有所恢复,预计2021年甲醇企业开工率将较2020年有所提高,综合考虑,预估2021年我国甲醇产量为7035万吨,产量同比增速约为5%。2021年外盘新增甲醇产能435万吨,近年来伊朗和北美甲醇投产较多,预计明年甲醇进口量大概率仍将维持高位,但考虑到明年欧美地区甲醇需求恢复或将分流部分海外甲醇,预计2021年全年甲醇进口量1400万吨,同比增速回落到10%以内。需求方面,随着疫情影响的逐渐消退,预计2021年甲醇传统需求将有所改善,但CTO/MTO方面新装置投产不多,且开工率继续提升空间有限,推算2021年我国甲醇消费量约为8350万吨。库存方面,2021年港口高库存或将成为常态,但阶段性库存变化仍将是行情变化重要指标。综上,2021年甲醇供过于求程度有所改善,供需面好转或将推升甲醇价格逐步走出低迷周期。

**从价格周期看:** 2021年国内外宏观环境或将有所好转,甲醇生产企业逐步走出低利润周期,加之甲醇供应端压力的减轻,预计甲醇价格将逐步走出低谷,进入下一个周期。

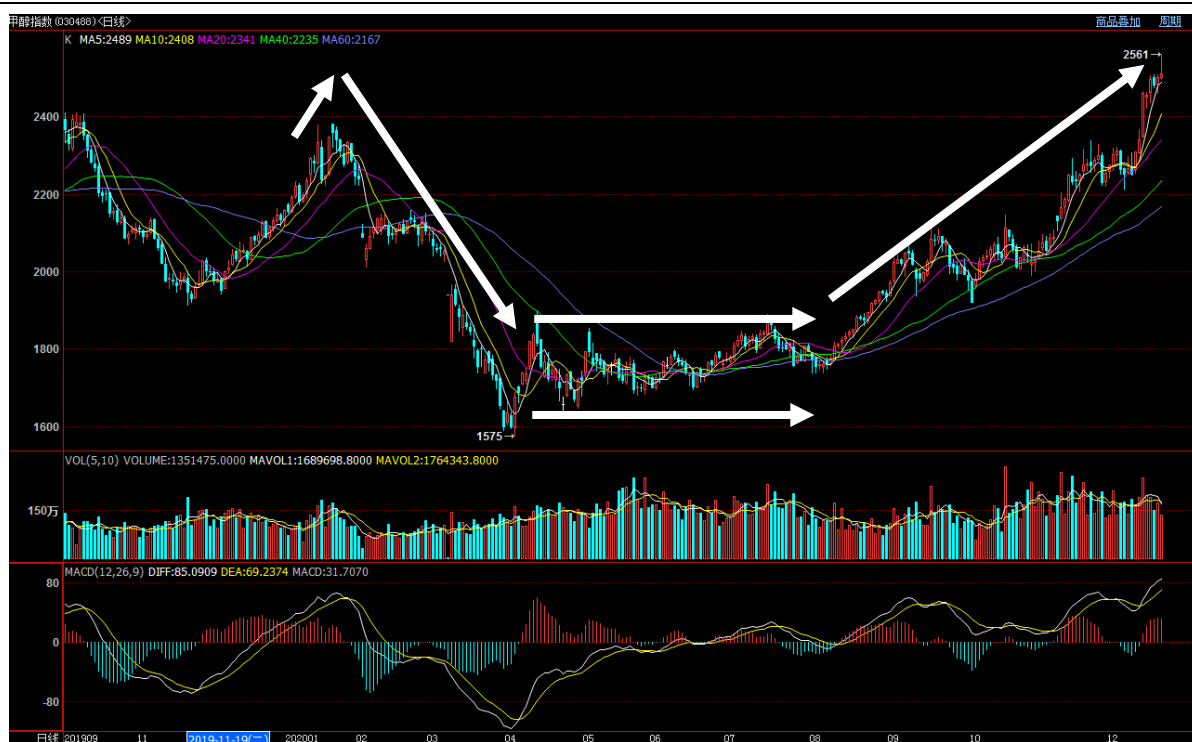
#### ● 风险提示

原油和煤炭价格大幅下跌;国内外需求改善情况不及预期。



## 1.期现货行情回顾

图表 1：郑醇指数日 K 线图



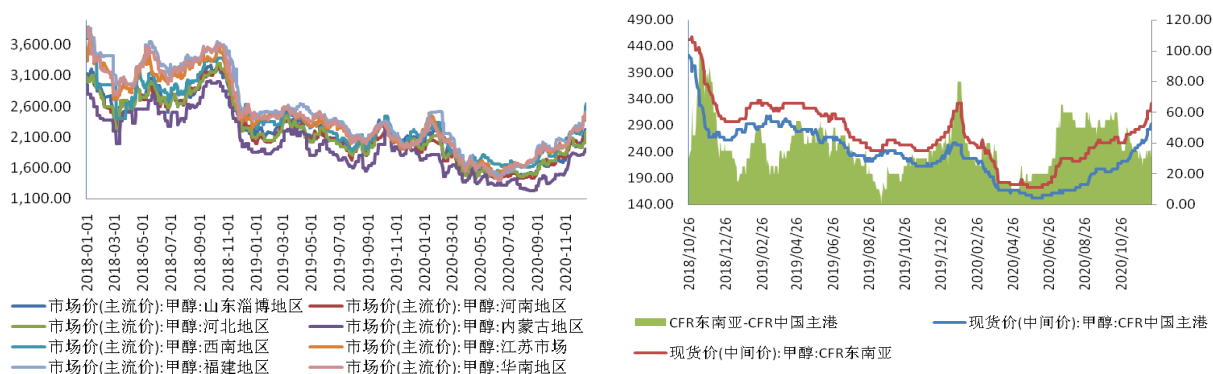
数据来源：博易大师、兴证期货研发中心

2020 年甲醇期货全年价格走势呈现先跌后涨的格局，截至 2020 年 12 月 18 日，郑醇指数全年波动区间在 1575-2561 元/吨，波幅为 62.6%，期价波动幅度较 2019 年有所扩大。

现货方面，2020 年甲醇现货价格走势与期货相近，整体也是呈现先跌后涨的格局。截至 2020 年 12 月 18 日，江苏地区甲醇现货价格全年运行在 1470-2495 元/吨，波动幅度达到 70%；内蒙古甲醇现货价格全年运行在 1225-1905 元/吨，波动幅度 55.5%。外盘甲醇 CFR 中国主港中间价全年运行在 152.5-292.5 美元/吨，波动幅度 91.8%。

2020 年甲醇期现货价格走势分阶段：(1) 1 月份冲高：伊朗遭遇寒潮，境内 80% 以上甲醇生产装置停车，推升甲醇外盘和期货价格，郑醇指数最高冲至 2382 元/吨；(2) 2-4 月深度下探：春节后，随着新冠疫情在国内蔓延，各行业均受到较大影响，甲醇更是在原油大跌、沿海胀库，传统下游停滞等因素作用下不断下探，郑醇指数于 4 月初创下上市以来新低 1575 元/吨；(3) 4-7 月底部震荡：郑醇创出新低后，下方成本支撑显现，但基本面好转不明显，郑醇指数进入底部震荡；(4) 8-12 月修复上涨：8 月开始，随着欧美地区甲醇需求恢复，外盘非伊朗货源紧张，而伊朗等地装置频繁检修，加剧外盘偏紧局面；同时，甲醇下游需求恢复，港口进入去库周期，郑醇期价开始修复上涨；进入 12 月，外盘紧张未见缓解，煤炭大涨加剧内地涨价意愿，郑醇期价加速上涨，并创出年内新高。

图表 2：国内甲醇现货价格及进口甲醇价格（元/吨）



数据来源：Wind 兴证期货研发中心

## 2.供需面分析

### 2.1 供应面

#### (1) 国内供应

2020 年，我国新增甲醇产能约为 1066 万吨（包括计划 2020 年底投产却暂未投产项目）。按照 2019 年末我国甲醇总产能为 8802 万吨计算，预计到 2020 年末，我国甲醇总产能将达到 9868 万吨，产能增速为 12.11%，与 2019 年产能增速 5.01%相比明显增加。2020 年虽然国内遭遇新冠疫情冲击，但甲醇投产力度却丝毫未受影响。从生产利润角度看，2020 年受疫情和新装置大量投产影响，国内甲醇生产利润较 2019 年进一步走低，8 月后虽然随着甲醇价格上涨，生产利润有所修复，但目前整体仍处于盈亏平衡附近。从利润周期看，2016-2018 年为甲醇生产高利润周期，行业前期有一定的利润积累，因而今年的甲醇生产亏损状况并未影响新装置投产进度。

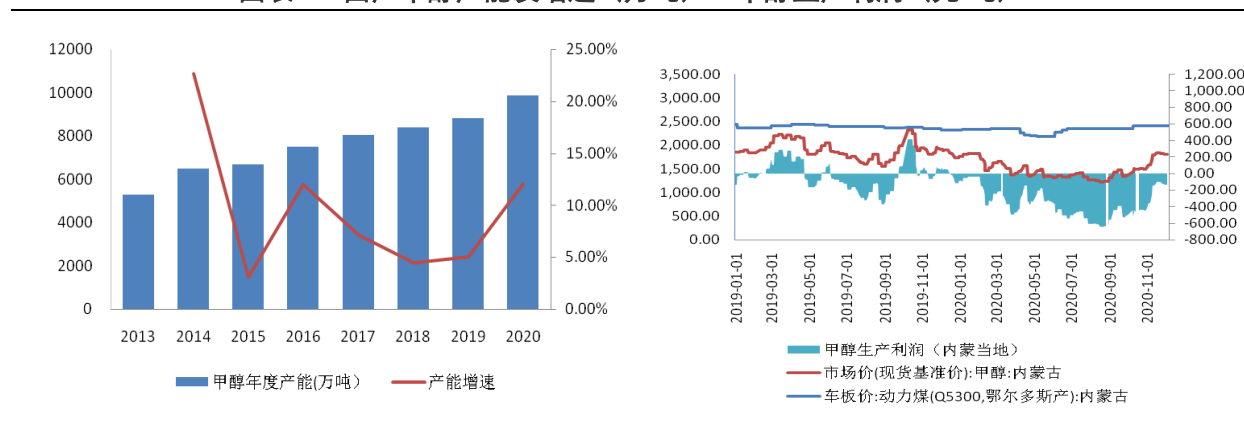
图表 3：2020-2021 年国内甲醇投产（计划）表

企业名称	年产能（万吨）	原料	投产时间
荣信化工二期	100	煤炭	2020.01
兖矿榆林二期	60	煤炭	2020.01
浙江石化	40	煤炭	2020.02
宁夏宝丰二期	220	煤炭	2020.05
晋煤中能	30	煤炭	2020.06
陕西精益化工	26	煤炭	2020.07
恒信高科	15	焦炉气	2020.07
新疆天业	30	煤炭	2020.08
河南心连心	30	煤炭	2020.09
烟台万华	60	煤炭	2020.11
济宁盛发	15	焦炉气	2020 年底
延长中煤二期	180	煤炭	2020 年底
九江心连心	60	煤炭	2020 年底
新绛中信	20	焦炉气	2020 年底
神华榆林	180	煤炭	2020 年底

<b>2020 年合计</b>	<b>1066</b>		
中煤鄂能化	100	煤炭	2021 年初
新疆众泰	20	焦炉气	2021.03
内蒙古黑猫	30	焦炉气	2021.04
广西华谊	180	煤炭	2021.Q1
山东瑞星	20	煤炭	2021
山西永鑫	20	焦炉气	2021
徐州龙兴泰	30	焦炉气	2021
久泰能源	100	煤炭	2021.Q4
<b>2021 年合计</b>	<b>500</b>		

数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

**图表 4：国产甲醇产能及增速（万吨）、甲醇生产利润（元/吨）**

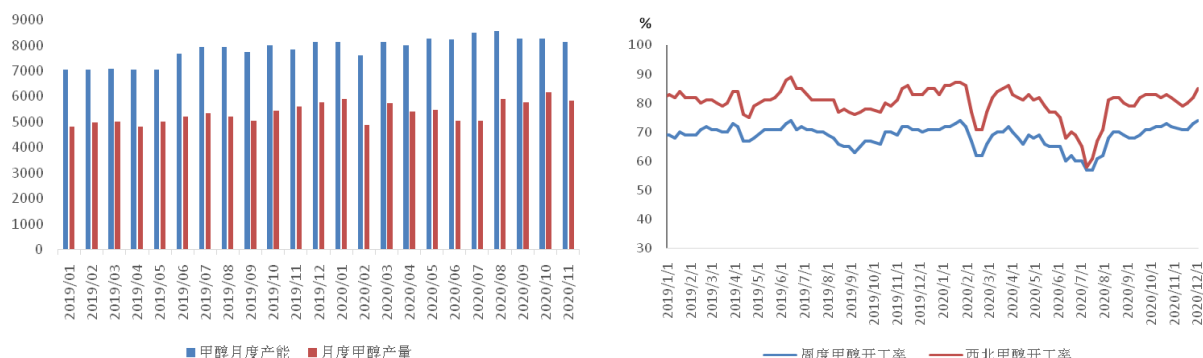


数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从产量来看，根据卓创数据，2020 年 1-11 月，我国甲醇累计产量为 6114.23 万吨，同比增速 8.4%。从开工率看，根据卓创数据，截至 2020 年 12 月 18 日，2020 年平均甲醇国内开工率为 67.94%，平均甲醇西北开工率为 78.98%，相比 2019 年平均全国开工率和西北开工率分别为 69.52%和 81.13%有所下降。今年国内甲醇整体开工率较 2019 年有所下降，主要是年初内地胀库被迫降负荷、4-7 月春检等阶段性因素造成，但下降幅度不大，主要是今年煤头甲醇生产企业亏损性减产不明显，以及四季度的气头和焦炉气限产节奏偏慢。

虽然 2020 年国内甲醇产能快速增长，但整体开工率有所下降，因而今年国内甲醇产量增速总体不及产能增速。预计 2020 年我国甲醇产量约为 6700 万吨，同比增速在 8%左右。

图表 5: 甲醇月度产能产量 (万吨)、国内甲醇开工率 (%)



数据来源: 卓创资讯 兴证期货研发中心

对于 2021 年,从目前的投产计划表看,甲醇新增产能大约在 500 万吨左右,明显低于 2020 年水平。预计到 2021 年末,我国甲醇总产能将达到 10368 万吨,产能增速约为 5%,明显低于 2020 年水平。但利润角度考虑,从周期性预计甲醇生产企业将逐渐走出亏损周期(见下文),随着利润的修复,预计甲醇生产企业整体开工率将较 2020 年有所提高。按照 2020 年甲醇产量 6700 万吨为计算基数,预计 2021 年我国甲醇产量为 7035 万吨,同比产量增速为 5%。

(2) 进口量

2020 年,外盘实际新投产项目主要是伊朗的 Busher 和 Kimiya,共计新增产能 330 万吨。按照 2019 年末海外甲醇总产能(不包括中国)约 6300 万吨计算,产能增速约为 5.2%。2020 年海外新投产甲醇项目虽然不多,但集中在伊朗地区,伊朗甲醇大多发往中国,加之今年受疫情影响欧美甲醇需求放缓,整体外盘分流到中国的甲醇有所增加。

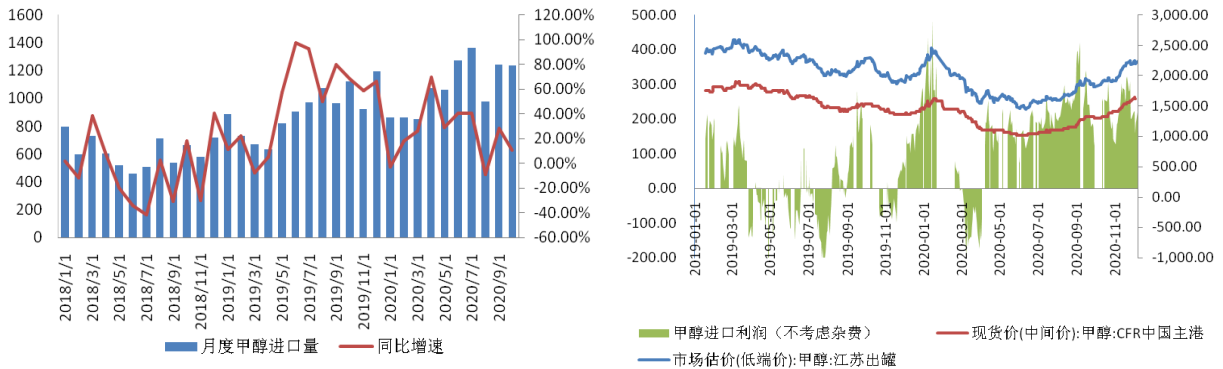
图表 6: 2019-2020 年国外甲醇投产计划

地区	公司名称	产能 (万吨)	投产日期
伊朗	Busher	165	2020.05
伊朗	Kimiya	165	2020.06
<b>2020 年合计</b>		<b>330</b>	
特立尼达	Caribbean Gas Chemical	100	2021 年初
美国	山东玉皇	170	2021 年初
伊朗	Sabalan Methanol	165	2021
<b>2021 年合计</b>		<b>435</b>	

数据来源: 卓创资讯 兴证期货研发中心

从进口量来看,2020 年 1-10 月,我国甲醇累计进口量 1079.6 万吨,同比增速 22.94%。今年甲醇进口量进一步抬升主要有几个原因:一方面是今年海外疫情影响欧美地区甲醇需求,从全年整体看外盘甲醇分流至中国的量级有所提高(但从 8 月份开始,随着海外甲醇需求的逐步恢复,外盘特别是欧美地区高溢价开始重新分流非伊朗甲醇);二是今年甲醇进口利润尚可,全年顺挂为主,贸易商进口意愿较强。从船期看,预计今年 11-12 月进口量仍能保持 100-120 万吨/月水平,预计 2020 年全年甲醇进口量为 1300 万吨左右,同比增速约 20%。

图表 7: 甲醇进口量 (万吨) 和进口利润 (元/吨)



数据来源: Wind 兴证期货研发中心

2021 年, 外盘甲醇投产力度较今年小幅增加, 预计 2021 年外盘新增甲醇产能 435 万吨。对于 2021 的甲醇进口量, 重点关注几个因素: (1) 2020 年中南美甲醇减量较为明显, 四季度随着甲醇价格上涨, 南美甲醇开工已逐步回升, 或将产生进口增量; (2) 2020 年伊朗装置虽然有新增产能, 但年内装置检修较为频繁, 而目前是年底长约洽谈阶段, 伊朗频繁公布检修计划挺价: Kaveh 230 万吨 12.1 再度停车, 目前重启中; 伊朗 Marjarn 165 计划 12 月下旬检修至 2 月下旬; 伊朗 ZPC1#165 万吨听闻 1 月有春检计划; Busher 165 万吨亦 12 月短停。2021 年伊朗装置变动情况仍需持续关注; (3) 2021 年三套新装置的实际投产时间; (4) 2021 年预计全球疫情逐步修复, 欧美甲醇需求复苏, 将继续分流一定外盘非伊朗货源。

综合几个因素看, 预计 2021 年甲醇进口仍将维持高位, 但同比增速或将有所回落, 预估全年甲醇进口量为 1400 万吨左右, 同比增速回落至 10% 以内。

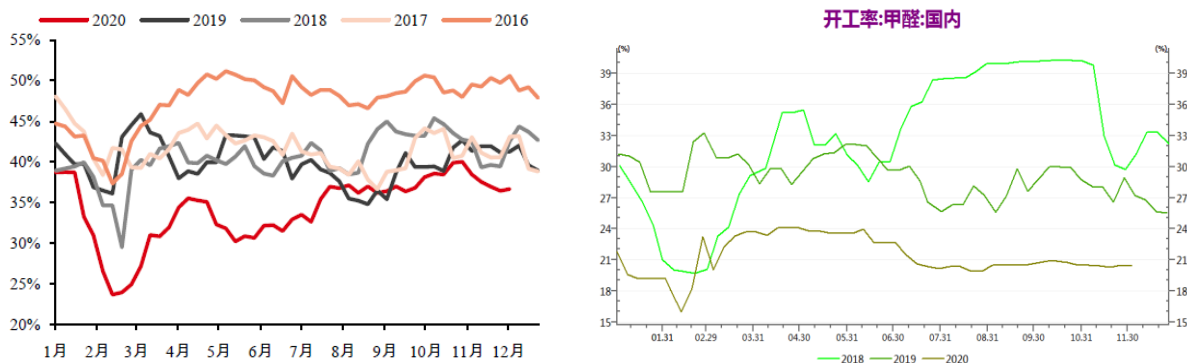
## 2.2 需求面

甲醇的需求分为传统需求和新兴需求, 传统需求主要有甲醛、二甲醚、醋酸和 MTBE 等, 新兴需求主要是煤/甲醇制烯烃 (CTO/MTO) 和甲醇燃料, 其中占比最大的仍是 CTO/MTO。预计 2020 年 CTO/MTO 占甲醇消费量的比例仍在 50% 以上, 因而分析甲醇下游需求时, 重点关注 CTO/MTO 装置的投产和开工情况, 对于传统下游, 2021 年大方向是恢复, 阶段性更多关注季节性的影响。

### (1) 传统需求

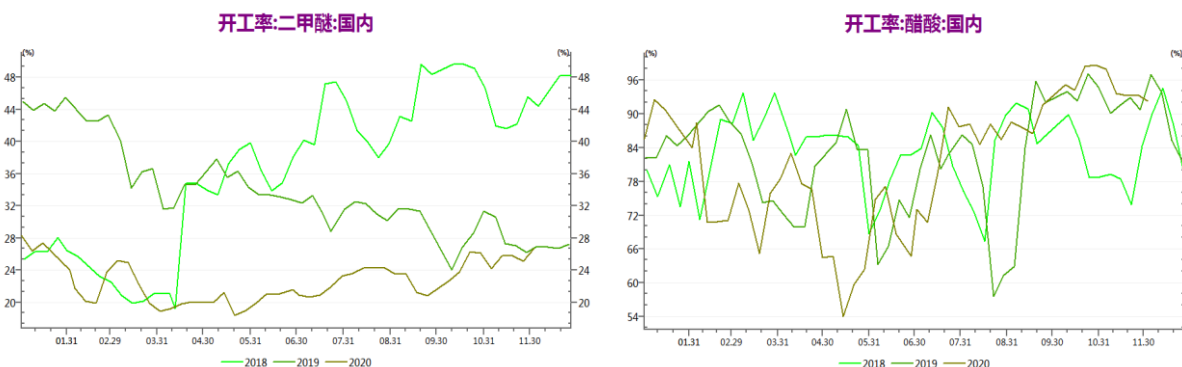
2020 年受新冠疫情的影响, 甲醇传统下游开工率整体较 2019 年走低, 从甲醇传统下游加权开工率情况看, 2020 年 1-8 月开工率明显低于往年, 金九银十开工率有所回升。分品种看, 根据金联创数据, 截至 12 月 17 日, 2020 年甲醛平均开工率为 21.33%, 较 2019 年的 29.07% 下降 7.74%, 今年甲醛开工低主要是受到今年上半年房地产施工进度影响, 预计 2021 年随着疫情影响的消退, 房地产相关数据能有好转, 预计 2021 年甲醛开工情况能较 2020 年好转。二甲醚方面, 2020 年二甲醚平均开工率为 22.84%, 较 2019 年的 33.56% 下降 10.72%, 原因主要是全球成品油需求拖累 LPG, 致使气醚掺混价差过低压制二甲醚提负积极性, 展望 2021 年二甲醚部分需求亦有改善预期。醋酸方面, 今年整体表现相对较好, 2020 年醋酸平均开工率 81.47%, 较 2019 年 82.72% 仅小幅下降 1.25%, 主要得益于今年聚酯行业整体利润和开工情况均较好, 预计 2021 年醋酸需求仍将维持高位。整体看, 随着疫情在国内的影响逐步消退, 预计 2021 年甲醇传统需求能有所改善, 但对行情整体影响不大。

图表 8: 甲醇传统下游加权开工率和甲醛开工率 (%)



数据来源: Wind 兴证期货研发中心

图表 9: 二甲醚开工率和醋酸开工率 (%)



数据来源: Wind 兴证期货研发中心

(2) 煤/甲醇制烯烃

2020 年,我国新投产的 CTO/MTO 装置只有吉林康奈尔(鲁西化工 2019 年底试车成功今年正式投产,在去年的年报中已经计入产能),2020 年投产产能 30 万吨,截至 2020 年末,预计我国 CTO/MTO 总产能约为 1630 万吨。对于 2021 年投产计划,外采 MTO 装置有天津渤化、华亭煤业和青海大美投产,但后两套装置投产时间较晚,也许会延迟至 2022 年;CTO 装置主要是延长中煤二期。预计 2021 年 CTO/MTO 装置投产 200 万吨,截至 2021 年末,CTO/MTO 总产能将达到 1830 万吨。另需关注常州富德、山东大泽和山东华滨的重启时间。

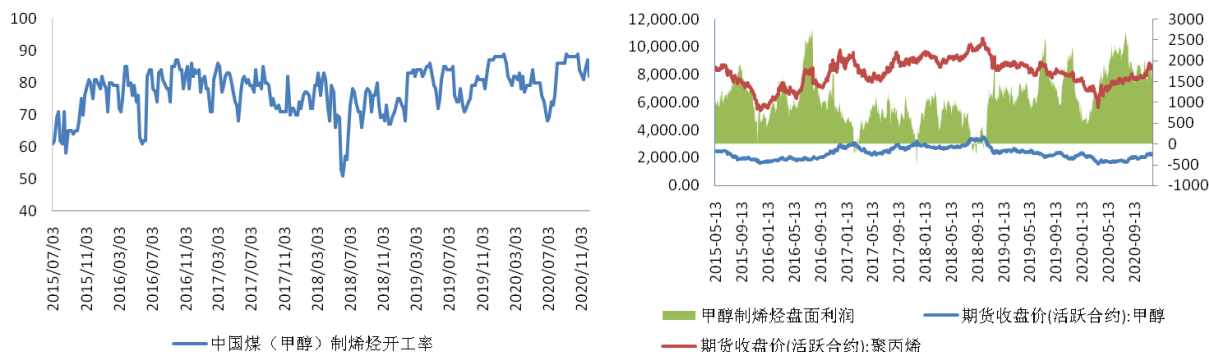
图表 10: 2019-2020 年煤/甲醇制烯烃投产计划表

企业名称	产能 (万吨/年)	配套甲醇产能	投产时间
吉林康奈尔	30		2020.05
<b>2020 年合计</b>	<b>30</b>		
天津渤化	60		2021.06
延长中煤二期	60	180	2021 年初
华亭煤业	20		2021 年底
青海大美	60		2021 年底
<b>2021 年合计</b>	<b>200</b>		

数据来源: 卓创资讯 兴证期货研发中心

从开工率角度看，2020 年 CTO/MTO 行业整体开工率较 2019 年进一步提升，2020 年 CTO/MTO 行业平均开工率为 81.96%，而 2019 年 CTO/MTO 行业平均开工率仅为 80.34%。究其原因，主要是 2020 年甲醇价格整体相对较低而 PP 等价格一路走高，CTO/MTO 行业整体利润水平进一步提升，因而企业开工率维持高位，且检修的意愿比较低。从盘面利润来看，2020 年 MTO 平均盘面利润为 1635 元/吨，较 2019 年的 1425 元/吨进一步提升。但从另一个角度看，目前 CTO/MTO 行业开工率已经处于相对高位，2021 年继续提升的空间有限。

**图表 11: CTO/MTP 整体开工率 (%) 和利润情况 (元/吨)**



数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

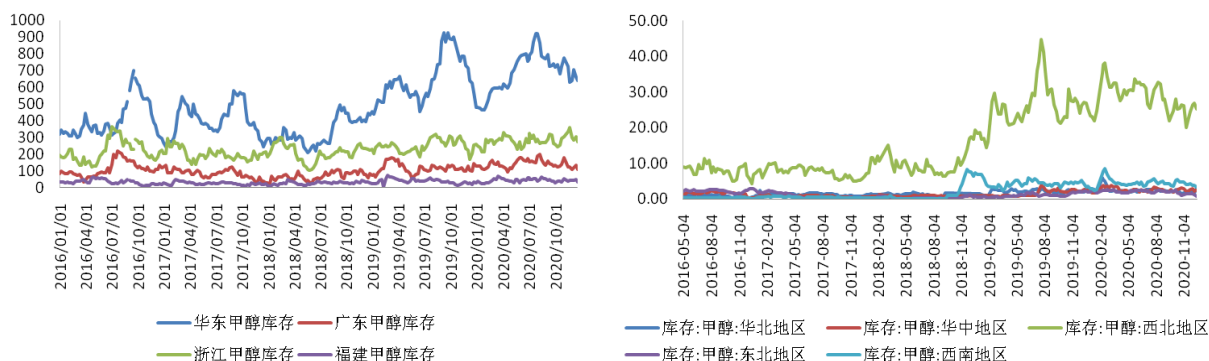
我们通过 CTO/MTO 行业来倒推甲醇的需求量：按照 2020 年全年 CTO/MTO 行业平均开工率 82%、产能规模 1630 万吨、以及需求占比 51.5% 来计算，预计 2020 年我国甲醇消费量在 7786 万吨。对于 2021 年，由于 CTO/MTO 新装置投产不多，且开工继续提升空间有限，预计 2021 年我国甲醇消费量为 8350 万吨。

### 2.3 库存情况

从库存情况看，2020 年甲醇港口库存整体处于高位。今年以来，甲醇港口库存经历年初的胀库，年中的仓储费提升，再到下半年的非伊朗货源分流至欧美，但整体库存水平始终处于高位。截至 2020 年 12 月 17 日，卓创甲醇港口库存 107.59 万吨，较去年同期高 7.5 万吨；其中江苏库存 64.3 万吨，较去年同期高 7.3 万吨，虽然下半年非伊朗货源分流，但太仓罐区仍紧张，太仓部分罐区正常仓储费在 2020 年底前仍维持 3 元/吨天。浙江 27.5 万吨，较去年同期高 1.9 万吨，作为下游需求 MTO 的港口库存亦处于高位，或限制 MTO 企业后续补库空间。华南 10.6 万吨，较去年同期低 3.6 万吨，近期非伊朗货分流使得华南地区库存压力明显减轻。

对于 2021 年，进口增速虽然有所放缓，但进口总量仍大，预计港口高库存的状态仍将持续，当然，若后续欧美地区需求恢复较好，分流非伊朗货源较多，则港口罐容压力或将有所减轻。作为阶段性行情的重要指标，港口阶段性去库常常是行情上涨的依据，因而在总库存高位的背景下，仍需密切关注港口库存阶段性的变化。

图表 12: 甲醇港口库存和内地库存 (万吨)



数据来源: Wind 兴证期货研发中心

## 2.4 供需平衡表

图表 13: 甲醇供需平衡表 (万吨)

年份	国内产量	进口量	总供应量	实际需求量	供需缺口
2019	6216	1089	7305	7155	150
2020E	6700	1300	8000	7786	214
2021E	7035	1400	8435	8350	85

数据来源: 兴证期货研发中心

2019 年, 甲醇供需格局趋于宽松, 全年供过于求达到约 150 万吨。根据上文分析的 2020 年甲醇供需数据, 2020 年国产甲醇产量小幅增加, 进口继续走高, 加上疫情对于甲醇传统需求的影响, 整体供过于求的程度较 2019 年有所扩大, 达到约 214 万吨。对于 2021 年, 由于国内产量增速和进口增速有所放缓, 加之疫情影响逐渐消退, 预计 2021 年甲醇供过于求的程度将有所减小, 供需缺口或将缩小至 85 万吨左右, 甲醇价格或将开始逐步走出低迷周期。

## 3. 甲醇价格周期性的探讨

观察甲醇期货上市以来的甲醇期现货价格走势, 可以发现甲醇价格存在一定的周期性: 2011 年底至 2013 年, 整体震荡为主; 2013 年底至 2015 年, 价格整体震荡走低; 2016 年至 2018 年三季度, 价格重心不断抬升; 2018 年四季度至今, 价格重回弱势。而与甲醇价格周期有关的几个主要因素包括: 国内外宏观经济环境; 甲醇产业链利润分配周期; 甲醇产能投放力度。



图表 14: 甲醇期现货价格走势

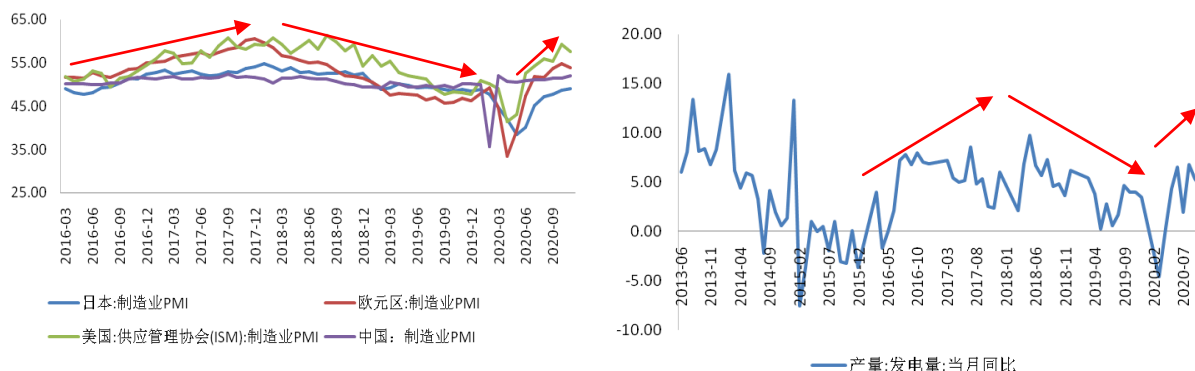


数据来源: Wind 兴证期货研发中心

### 3.1 2021 年疫情影响逐渐消退 宏观数据或将继续好转

宏观因素是影响大宗商品价格周期的主要因素，这点在去年的年报中做了详细的描述。从宏观方面看，通过观察世界主要经济体 PMI 以及 OECD 领先指标等数据，我们发现 2016 年是全球经济回升周期的起点，经济好转提升了大宗商品的需求，带来了一波商品牛市，因而甲醇价格在 2016-2018 年也整体处于价格抬升周期；2018 年开始，全球经济已经开始相继减速，对大宗商品价格形成压制，从甲醇来说，2018 年四季度暴跌至今，甲醇价格仍未走出低谷。2020 年虽然新冠疫情打乱了全世界经济的节奏，但大的经济周期不会改变，目前欧美及中国制造业 PMI 指数回升至 50 的荣枯线以上，中国的发电量增速也小幅回升。虽然目前整体宏观环境仍难言乐观，但也逐步出现改善的迹象。预计 2021 年，随着新冠疫情的影响逐渐消退，国内外宏观经济指标或将继续好转，利多甲醇等大宗商品的价格。

图表 15: 世界主要经济体 PMI 和中国发电量同比增速 (%)



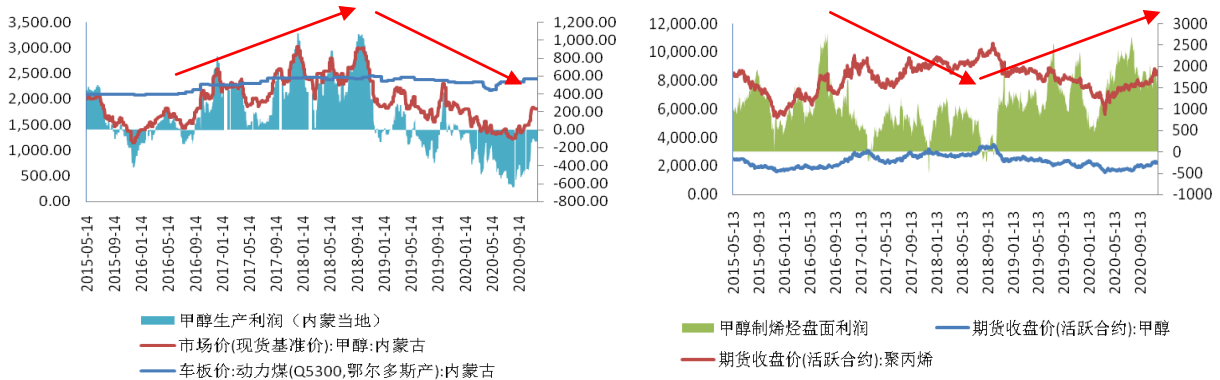
数据来源: Wind 兴证期货研发中心

### 3.2 2021 年甲醇生产企业或将逐步走出低利润周期

2016 年到 2018 年三季度，全球经济回升叠加国内供给侧改革，各行业上游利润持续回升；2018 年四季度至今，工业品重回下行周期，上游利润向中下游转移。从甲醇行业看，上述利润变化的过程十分明显：甲醇上游生产利润来说，2016-2018 前三季度是高利润周期，内蒙甲醇生产利润最高可超过 1000 元/吨；而 2018 年四季度至今，甲醇生产企业始终未走出亏损区间；对应的，甲醇下游 CTO/MTO 行业，2016-2018 年处于低利润周期，而 2018 年四季度开始，随着甲醇价格不断下挫，CTO/MTO 利润再创新高，今年 MTO 盘面利润最高更是达到 2500 元/吨以上。

从周期持续的时间看，当下甲醇行业利润集中在中下游的情况已经持续了两年多，按照甲醇利润周期持续大约 3 年左右来看，预计 2021 年或将出现产业利润格局的变动，甲醇生产企业或将逐步走出低利润周期。

图表 16：甲醇生产利润、甲醇制烯烃盘面利润（元/吨）



数据来源：Wind 兴证期货研发中心

### 3.3 2021 年甲醇供应端压力有所减轻

从前文的分析可知，2020 年是国内甲醇产能投放的大年，今年甲醇新增产能达到 1066 万吨，同比增速 12.11%，明显大于 2017、2018 和 2019 年水平。海外方面，虽然今年外盘新增产能有限，但 2018 年伊朗和美国大量的甲醇新装置投产在近年形成量产，因而从 2019 年开始甲醇进口量激增，并持续至今。从产能投放角度看，2020 年是国内投产高峰叠加进口放量，对甲醇价格形成较大压力。

2021 年看，预计国内甲醇新增产能在 500 万吨左右，明显低于 2020 年水平；海外方面，预计新增产能 435 万吨，略大于今年水平，但考虑到欧美甲醇需求恢复，预计 2021 年甲醇进口量增速将较今年明显放缓。因此，2021 年甲醇供应端压力或将较今年有所减轻。

通过以上三个因素分析，预计 2021 年随着宏观环境的好转，产能利润周期的转变，以及供应端压力的减轻，甲醇价格或将逐步走出低谷，进入下一个周期。

## 4. 结论及投资建议

从供需面看：2021 年我国甲醇计划投产 500 万吨，产能增速明显低于 2020 年水平，但从周期性考虑，甲醇生产利润或将有所恢复，预计 2021 年甲醇企业开工率将较 2020 年有所提高，综合考虑，预估 2021 年我国甲醇产量为 7035 万吨，产量同比增速约为 5%。2021 年外盘新增

甲醇产能 435 万吨，近年来伊朗和北美甲醇投产较多，预计明年甲醇进口量大概率仍将维持高位，但考虑到明年欧美地区甲醇需求恢复或将分流部分海外甲醇，预计 2021 年全年甲醇进口量 1400 万吨，同比增速回落到 10% 以内。需求方面，随着疫情影响的逐渐消退，预计 2021 年甲醇传统需求将有所改善，但 CTO/MTO 方面新装置投产不多，且开工率继续提升空间有限，推算 2021 年我国甲醇消费量约为 8350 万吨。库存方面，2021 年港口高库存或将成为常态，但阶段性库存变化仍将是行情变化重要指标。综上，2021 年甲醇供过于求程度或将有所改善，供需面好转或将推升甲醇价格逐步走出低迷周期。

从甲醇价格周期来看，2021 年国内外宏观环境或将有所好转，甲醇生产企业或将逐步走出低利润周期，加之甲醇供应端压力的减轻，预计甲醇价格将逐步走出低谷，进入下一个周期。

风险分析：原油和煤炭价格大幅下跌；国内外需求改善情况不及预期。

## 后疫情时代下，聚烯烃维持震荡走势

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：赵奕

021-20370938

zhaoyi@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

2020年聚丙烯、聚乙烯上半年期价呈V型走势，下半年震荡走高，在12月筑顶后进入箱型震荡阶段。一季度国内新冠疫情全面爆发，经济发展停滞，但也为后续PP口罩原料炒作奠定基础。二季度伊始，国外疫情爆发，叠加中美贸易战升级等宏观因素干扰，聚烯烃断崖式下跌，但临近二季度中期，口罩概念崛起，带动PP和L的价格大幅上涨，期价一举升至前期高点，直至政府严查资金炒作和劣质口罩产业链，涨幅才告一段落。三季度国内经济发展基本恢复正常，前期递延需求、金九银十的季节性需求及石化严格控产使得聚烯烃库存一直处在历史低位，期价基本以震荡上行为主，而后市场消化前期利好，期价进入箱型震荡阶段。四季度国际政局再起波澜，大宗商品市场剧烈动荡，直至11-12月美国大选尘埃落定后商品市场才逐步恢复正常，在基本面弱平衡局面下，聚烯烃在大规模资金撤离后进入移仓换月阶段，以箱型震荡为主。

#### ● 后市展望

2021年聚烯烃扩产难以避免，重点观测库存指标。对于2021年，我们认为聚烯烃中长期走势的着眼点仍在供应端，2020年新投产的近840万吨（400万吨PP+440万吨PE）有效产能将在2021年集中释放，2021年聚烯烃仍处于扩能高峰期，市场对于供应宽松的预期仍然偏强。但是通过2020年新产能上场可观察到，新产能上场多有延迟迹象，且阶段性停车也时有发生，这就为投资者阶段性操作提供机遇。同时考虑到需求端，我们认为若无大规模黑天鹅事件，需求端1季度维持高速发展，2-4季度增速逐渐回落是大概率事件。结合供需两端预测库存走势，预计2021年1季度聚烯烃库存仍将维持相对低位，2-4季度聚烯烃或走向供需宽松局面，库存存在阶段性累库可能。

成本端影响边际减弱，宏观事件及政策指向影响增强。根据当前成本利润数据，聚烯烃利润仍处于往年高位，且通过 2020 原油、煤炭等原料价格变动和聚烯烃价格变动相关性分析，原油和聚烯烃价格变动已降至 0.79 附近，成本端影响边际减弱。反之，随着聚烯烃产业的不断成熟，聚烯烃的金融属性不断加强，和宏观市场和国家政策联系愈发紧密，公共卫生事件、“新版限塑令”颁布、中美贸易摩擦、美伊制裁等均影响到聚烯烃供需、进出口及业者情绪变动，进一步反馈于期货市场。因此在 2021 年，投资者需时刻关注宏观事件及政策驱动。

### ● 风险提示

新产能推迟、库存大幅累积、需求快速减弱、黑天鹅事件、国家政策变化。

## 1. 市场行情回顾

### 1.1 库存回顾

2020 年受新冠疫情影响，上中游库存走势不一，我们将聚烯烃上中游库存分为三个角度进行剖析：社会库存角度、石化库存角度、港口库存角度。

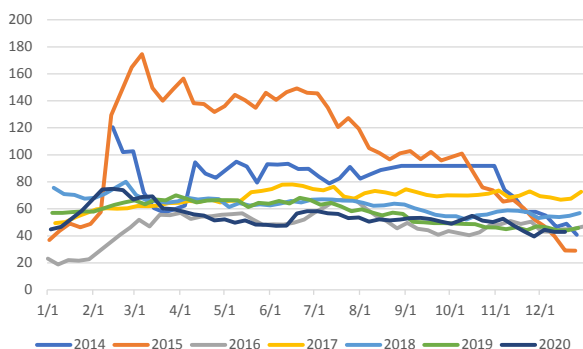
从社会库存角度来看，第一季度由于疫情封国，国内经济活动基本停摆，社会流动库存不可避免得到达了往年高位，在 2 月 7 日达到 2020 及往年高点并僵持至一季度末。到达第二季度，国内疫情已得到有效控制，市场悲观情绪逐步退散，在物流业的迅速恢复下，国内经济活动逐步恢复正常，同时“口罩概念”炒作兴起，纤维料等相关聚烯烃产品需求极高，社会库存迅速去化，在 6 月 12 日迎来 2020 年社库第一次低点。进入第三季度，国内经济基本恢复正常秩序，“口罩”概念炒作基本结束，但由于国外疫情的大规模爆发，医疗用品原料需求为去库起到托底作用，叠加前期递延的消费需求，社会库存得以稳定去化。进入第四季度，医疗用品需求效应已边际递减，但在宏观政策刺激下，汽车业、家电业及包装业发展迅猛，社会库存去库通畅，一直维持在往年低位。

从石化库存角度来看，第一季度在新冠疫情爆发伊始，纤维料需求尚未兴起，石化厂库存高企，在 2 月 14 日到达 2020 年及往年高位。而后进入第二季度，虽然新冠疫情肆虐下物流业尚未完全恢复，但医疗用品原料作为优先运输用品得以快速消化，叠加石化厂迅速调整排产，纤维料、拉丝料去化极快，到二季度末已回归往年低位。进入第三-四季度，在石化厂报价偏高及下游需求边际效益减弱的情况下，下游需求基本保持刚需采购，在期价出现异常波动的时候采购量才会有所变化，因此石化库存维持低位震荡。

从港口库存角度来看，该板块与社会库存、石化库存板块略有不同。第一，聚丙烯进口依赖度虽小有提升，但比例仅升至 14.8%，港口库存年内一直在低位徘徊，对期价影响基本可以忽略，因此港口库存分析主要集中于聚乙烯进口角度；第二，聚乙烯进口依赖度达 48% 左右，除了前文提到的公共卫生事件影响以外，地缘危机、年内频发的极端天气情况和国际航运海运情况对聚乙烯港口库存同样影响巨大。第一季度，聚乙烯港口库存小幅累积至往年中位，第二季度快速去库，第三季度由于美伊地缘危机爆发、国外新冠疫情泛滥，聚乙烯进口急剧缩减，港口库存横亘于往年低位，进入第四季度，前期无法入港的伊朗货源集中到港，入港量大幅攀升，导致港口库存快速拉升，但由于聚乙烯已进入季节性需求旺季，港口库存逐步消化，当前已处于往年中位。

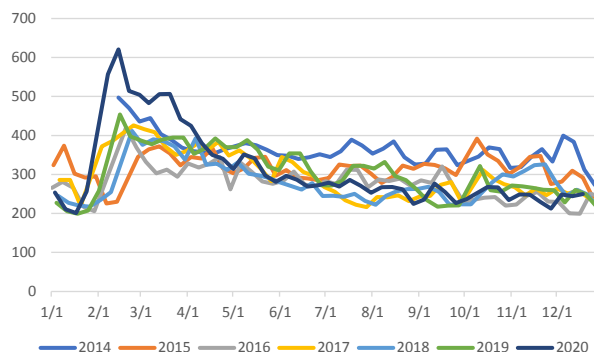
综上，从库存角度回顾，我们认为新冠疫情为贯穿 2020 年聚烯烃库存逻辑的主线，叠加地缘危机爆发、极端天气等影响因素，库存呈现先高后低，随后于中低位震荡的局面。当前库存指标为聚烯烃行情研判的重要指标，剔除一、二季度的口罩炒作情况，三、四季度聚烯烃库存得以维持在中低位震荡提振业者心态，低库存局面也为聚烯烃盘面提供一定支撑。因此，我们建议投资者在 2021 年同样可以通过跟踪库存指标进行行情预判。

图 1: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)



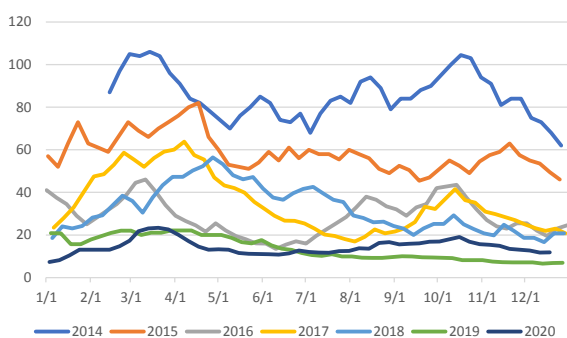
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 2: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)



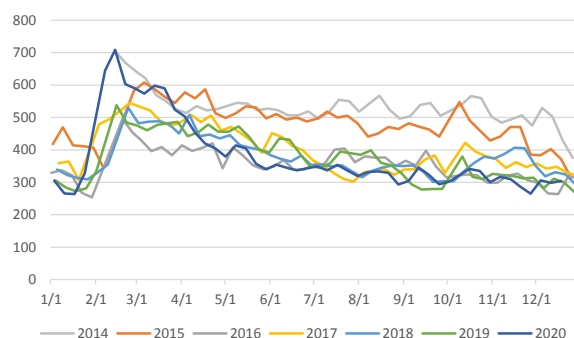
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 3: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)



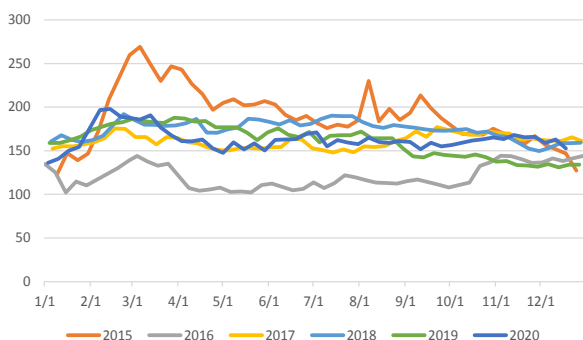
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 4: 聚丙烯总库存季节图 (单位: kt)



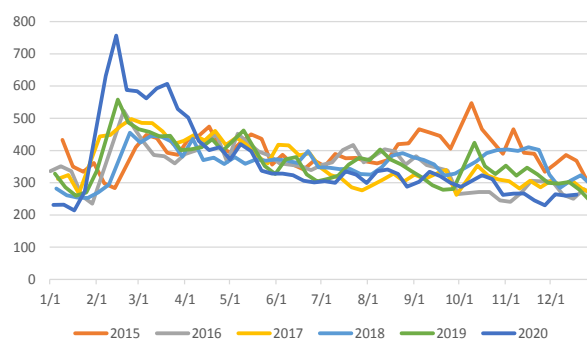
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 5: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)



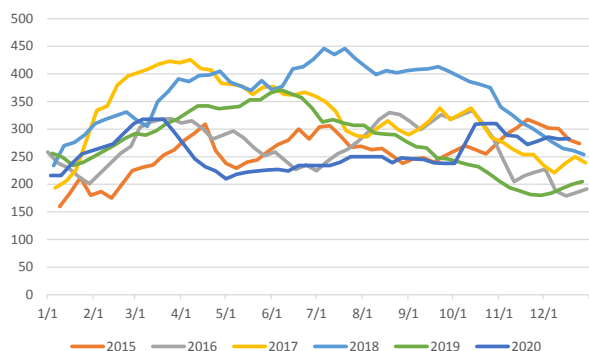
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 6: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



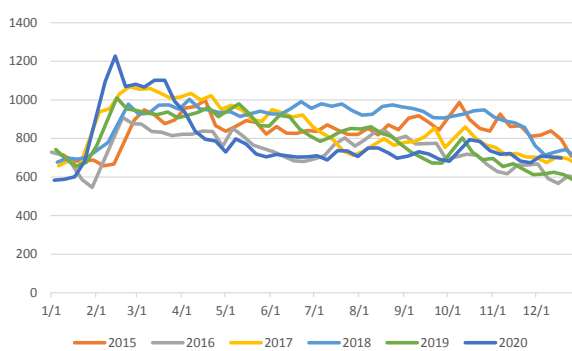
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 7: 聚乙烯港口库存季节图 (单位: kt)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 8: 聚乙烯总库存季节图 (单位: kt)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

## 1.2 聚烯烃市场行情回顾

2020 年聚烯烃行情走势可谓跌宕起伏, 由年初的疫情爆发到原油价格战, 再到国内疫情缓和、国外疫情爆发, 聚烯烃上半年呈现 V 型走势。进入下半年, 伴随低库存逻辑、新产能上场不及预期及国民各项消费、投资项目复苏, 聚烯烃重心频频上移, 在四季度攀升至年内高点, 后转入高位震荡。我们将今年的聚烯烃行情分为以下几个阶段:

年初-2 月上旬: 国内新冠疫情全面爆发, 经济发展几近停滞, 直接导致传统需求几近消失, 但医疗用品需求的上涨已初见端倪, 整体来看 PP 下跌趋势不及 L 也为后续 PP 纤维料、熔喷料炒作带来的巨幅反弹深埋铺垫;

2 月上旬-4 月上旬: 国内疫情逐渐缓和, 虽然传统需求和物流均恢复缓慢, 但在医疗用品需求托底和塑料包装业快速恢复的情况下, PP 及 L 超跌反弹。好景不长, 进入 3 月后, 国外疫情迅猛爆发, 出口型企业订单被大量砍单, 叠加中美贸易战升级、OPEC+减产谈判反复, 市场普遍对未来存悲观预期。原油开启暴跌模式, 中美贸易摩擦不断, PP 及 L 恐慌式下跌;

4 月上旬-5 月上旬: 就基本面而言, 物流及复工复产恢复良好, 下游医疗用品、膜料及包装类需求的恢复也迅速拉低显性库存, 为聚烯烃期价上行营造了良好的国内基本面。就资金面而言, 国内外口罩、防护服等医疗用品订单大幅上涨、纤维料供不应求及熔喷布严重不足成为资金炒作契机, PP 价格大幅上行, 达到前期高点, L 也跟随上行, 但后续政府重拳出击, 从江苏省打击劣质口罩生产链, 关停数百家小作坊到发改委严查炒作大户, 并严肃整治纤维料超高价销售行为, PP 纤维料炒作也告一段落, 同时 4 月 20 日美油负油价事件的出现也重创国内化工商品走势, PP 及 L 冲高回落;

5 月上旬-6 月下旬: 海外疫情仍在迅猛爆发, 但 OPEC+减产协议达成, 上游原油逐渐回归 40 美元/桶正常水平, 国内物流、供应及需求以基本恢复正常, 聚烯烃有医疗用品需求托底、供应端进入集中检修、库存降至往年中低位, 整体供需面呈健康态势, PP 及 L 强现实格局带领期价再次震荡走高;

6 月下旬-8 月下旬: 期货市场走移仓换月逻辑, 基差逐渐收敛, 在 8 月正式完成移仓换月。7 月国内检修季尚未结束, 但前期伊朗递延的船货逐渐到港带来进口端供应压力, 在移仓换月和进口压力下 7 月聚烯烃盘面高位回落。直至 8 月, 检修季结束后的供应增量已被市场接受, 需求端强政策刺激及金九银十带来的偏暖预期带来期价上扬, 供需基本平衡;

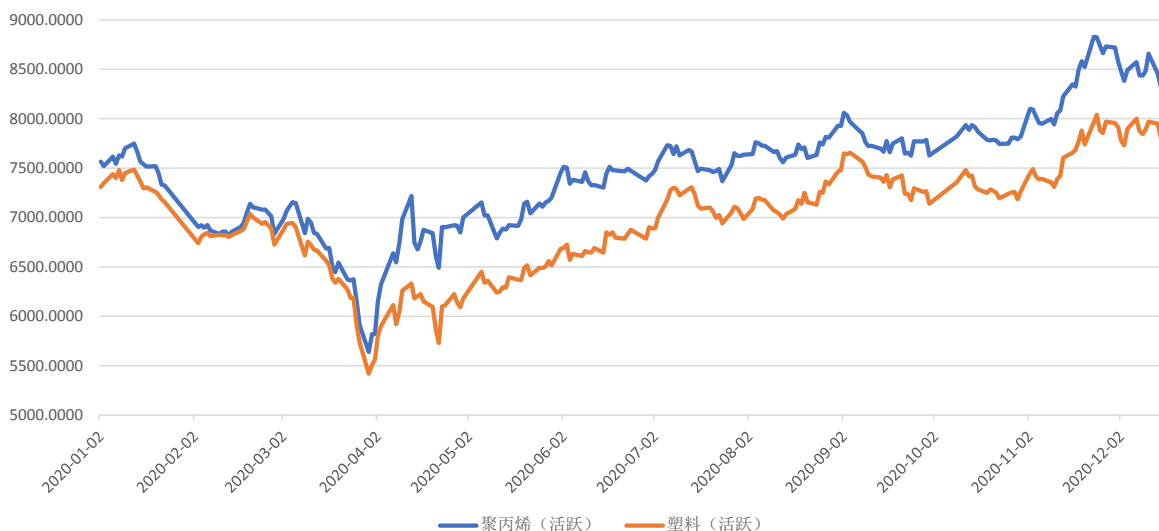
8 月下旬-10 月下旬: 9 月期价下跌后宽幅震荡, 期间原油大跌大涨, 从成本端一定程度上影响了聚烯烃板块的走势, 在 8 月期现价格拉至高位后需求端疲软, 供需矛盾小规模爆发, 导致期价下行, 十一前后下游补库情绪好转, 供需矛盾逐渐化解, 10 月供需较为稳定, 期价暂无



突破动力，处于箱型震荡阶段；

10月下旬-至今：11月-12月，美国大选一波三折后尘埃落定，经济刺激政策有望推出，市场不确定性下降。同时聚烯烃现货商将上中游库存调至低位，在基本面稳定的情况下，投资者颇为青睐聚烯烃板块，大量资金涌入聚烯烃盘面，期价拉至年内高点，而到了12月之后，获利盘基本止盈离场，期价从高位回落，再次进入窄幅震荡阶段。

图 9：聚烯烃主力合约 2020 年行情（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

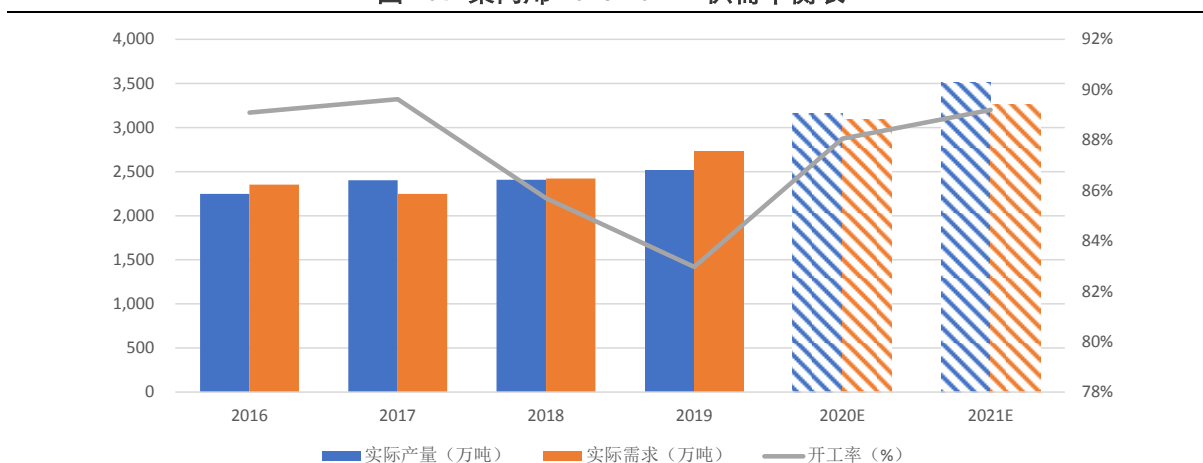
## 2.PP 基本面分析

从供需平衡表来看，与 2019 年预测不同的是，今年由于公共卫生事件突发及政策性需求刺激，叠加国内新装置因原料、设施、疫情等因素上场不及预期的情况，2020 年聚丙烯供应过剩情况远不及 2019 年估计得高，2020 年供应过剩量约 61.93 万吨，较 2019 年供应过剩量过剩量上涨近 136%，新装置上场的不稳定性也造就了 2020 年聚丙烯波段性行情。2020 年预估总产量（含国内产量及进口量）约为 3155.39 万吨，其中国内产量为 2616.26 万吨，进口量为 539.13 万吨，整体开工率为 88.06%。2020 年预估总需求（含国内需求和出口量）约为 3093.47 万吨，其中国内实际消费量为 3058.54 万吨，出口量为 34.93 万吨。

结合计划投产情况，2021 年最多可能有近 345 万吨有效产能年内释放，供给过剩量或达 252.70 万吨。同比 2020 年，2021 年聚丙烯供应增速达 11.24%，考虑到古雷石化、青海大美自 2019 年起就常有新装置延期的情况，2020 年整体供应增速或在 11% 左右；2021 年需求增速约为 5.29%，根据宏观调控情况而言，需求表现较好的季度预计为 2021 年一季度，二-四季度需求增速将有所放缓。

整体来看 2021 年供应增量仍有不确定性，终端需求方面房地产业为重点控制对象，对需求支撑有限，汽车、家电业经过疫情后爆发式增长预计也将回归稳定，2021 年需求节奏仍放在疫情发展、政策导向和下游阶段性补库上，供需面宽松仅为当前预估的大背景。

图 10: 聚丙烯 2016-2021E 供需平衡表



数据来源：卓创资讯，Wind，兴证期货研发部

## 2.1 供应面：国内稳速扩产，进口依赖度提升，排产失衡逐渐改善

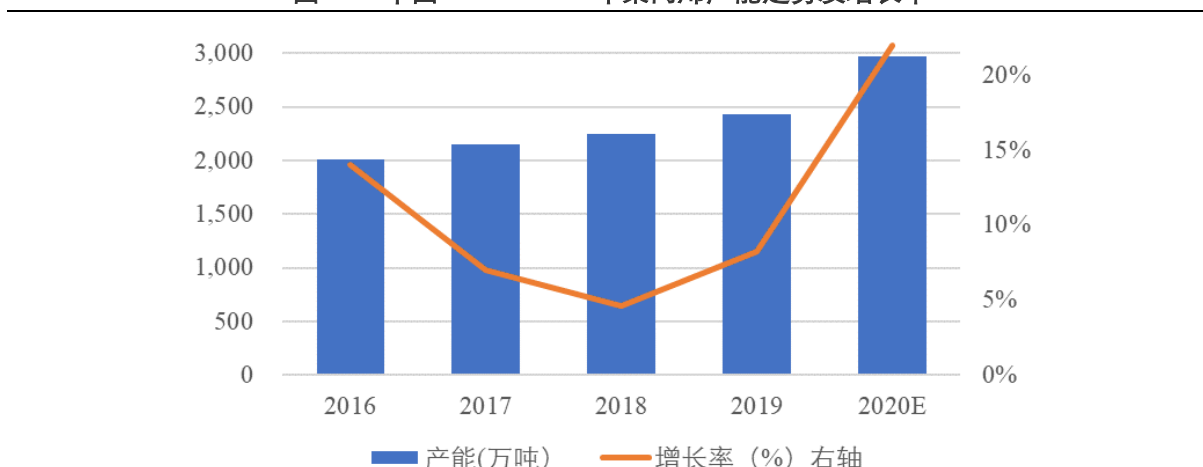
### 2.1.1 国内供应面：2020 年产能上场不及预期，后续新产能蓄势待发，

#### 排产比失衡情况逐步改善

2020 年聚丙烯国内新产能上场实际是不及预期的，除了大连恒力二期、浙石化及利和知信一期于一季度顺利投产以外，其余装置均有所递延。其中中化泉州、中科炼化及宝来石化于 2020 年 9 月正式投产，投产后短修频频。而龙油石化、烟台万华、延长中煤榆林及东明石化等均在 11-12 月逐步释放产能，相较原计划递延了 1-2 个月。但总体来说，中国聚丙烯产能扩张是在稳定推进的，2020 年预计全年总产能将达到 2971 万吨，同比 2019 年增长 21.96%，年内平均开工率在 88.06%，国内实际总产量约为 2616.26 万吨，2020 年末仍有新装置蓄势待发，在下游面临产业变革的情况下，扩产带来的供应压力将对业者带来一定压力。

从生产原料来看，国内聚丙烯生产仍以油、煤为主要原料来源，油制聚丙烯产能占比达到 56%；从企业类型来看，2020 年民营企业、合营企业发展迅猛，产能占比增至 32%；从产能分布来看，国内聚丙烯产能主要分布于西北、华东、华南及华北。

图 11: 中国 2016-2020E 年聚丙烯产能走势及增长率



资料来源：Wind，兴证期货研发部

预计 2021 年中国聚丙烯供应将继续增加，总供应量（国产+进口）约在 3510 万吨，较 2020 年同比增 11.24%。2021 年国内产能预计增加 345 万吨，产量预计增量在 310.5 万吨左右。2021-2025 年中国聚丙烯生产将维持计划性扩张，虽然部分装置仍处于规划阶段并且有延期的可能，但产能总量不可小觑。从原料来源来看，煤制和丙烷制聚丙烯发展较快；从企业性质来看，地方性企业产能在不断扩张，未来将挤压中石化、中石油等的市场份额。

**表 1：聚丙烯 2021-2025 年国内新产能释放汇总**

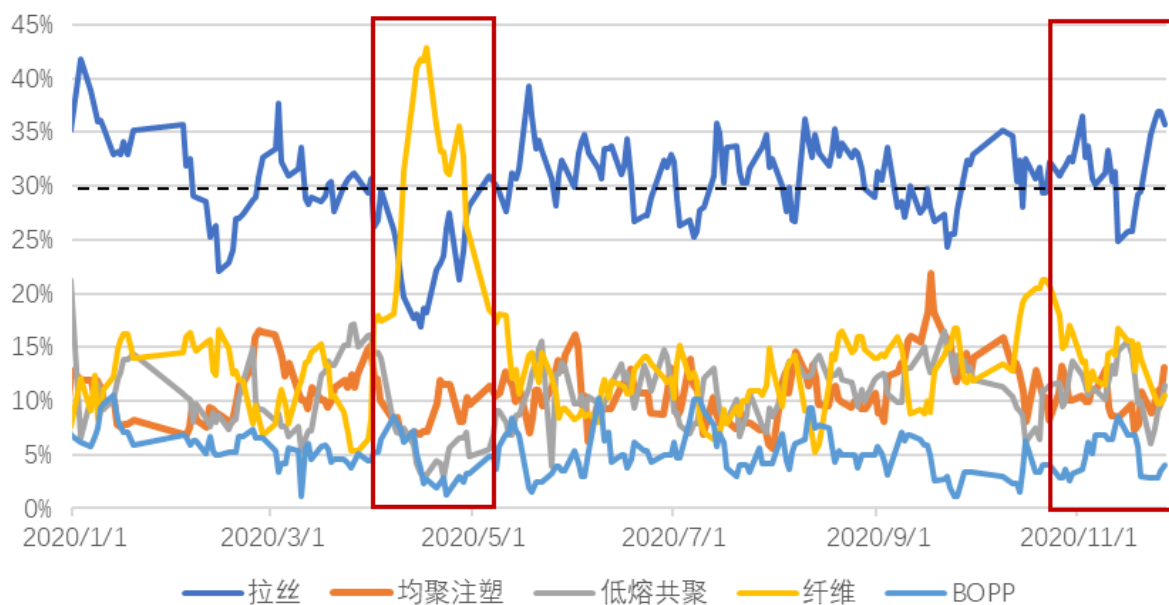
企业名称	地区	原料	产能（万吨）	时间
天津石化炼油改造配套项目（中石化集团）	天津滨海新区	油	20	2021 年
天津渤化化工发展有限公司	天津	甲醇	30	2021 年
华亭煤业集团有限公司	甘肃省平凉市	甲醇	20	2021 年
中韩石化扩能项目（中石化集团）	湖北省武汉市	甲醇	30	2021 年
青岛金能新材料有限公司	山东省青岛市	丙烷	45	2021 年
福建古雷石化	福建省漳州市	油	30	2021 年
浙江石化二期	浙江省舟山市	油	90	2021 年
徐州海天石化大庆海鼎项目	黑龙江省大庆市	外购	10	2021 年
辽阳石化新建装置（中石油集团）	辽宁省辽阳市	油	30	2021 年
青海大美煤业有限公司	青海省西宁市	煤炭	40	2021 年
2021 年新产能合计			345	
东莞巨正源二期	广东省东莞市	丙烷	60	2022 年
海南炼化二期（中石化集团）	海南洋浦经济开发区	油	45	2022 年
东华能源茂名	广东省茂名市	丙烷	200	2022 年
京博石化	山东省滨州市	油+混烷	60	2022 年
宁波大榭石化有限公司（中海油集团）	浙江省宁波市	油	30	2022 年
宁夏宝丰三期	宁夏石嘴山市	煤炭	50	2022 年
2022 年新产能合计			445	
中景石化二期	福建省福州市	丙烷	80	2023 年
镇海炼化二期（中石化集团）	浙江省宁波市	油	30	2023 年
埃克森美孚惠州乙烯项目	广东省惠州市	油	84	2023 年
中石化贵州织金煤化工	贵州省毕节市	煤炭	35	2023 年
广东石化炼化一体化项目（中石油集团）	广东省揭阳市	油	50	2023 年
国乔泉港石化项目	福建省泉州市	丙烷	90	2023 年
宁夏煤业与沙特基础合作项目	宁夏银川市	煤炭	43	2023 年
安庆石化（中石化集团）	安徽省安庆市	油	50	2023 年
宁波金发新材料有限公司	浙江省宁波市	丙烷	80	2023 年
2023 年新产能合计			542	
开金蓝天能源（浙江）	浙江省温州市	丙烷	180	2024 年
山西焦煤集团飞虹化工	山西省太原市	煤炭	30	2024 年
大同煤矿集团	山西省大同市	煤炭	30	2024 年

塔河炼化公司乙烯项目(中石化集团)	新疆阿克苏库车县	油	50	2024年
2024年新产能合计			290	
浙江圆金新材料有限公司	浙江省绍兴市	丙烷	125	2025年
山东裕龙岛石化炼化一体化项目	山东省烟台市	油	190	2025年
广西石化(中石油集团)	广西省钦州市	油	38	2025年
2025年新产能合计			353	

数据来源：卓创资讯，隆众资讯，兴证期货研发部

需要注意的是，2020年聚丙烯多次大涨行情均和排产失衡有关，本年度排产失衡是由国内外疫情变化、极端天气导致的原料短缺及石化控产等因素共振导致。一般来说，聚丙烯标品(拉丝)正常排产比应在30%-35%，而今年4月的疫情大爆发和纤维料炒作导致拉丝排产比跌至20%以下，聚丙烯也迎来了第一波大涨浪潮，在纤维料炒作过后，标品交割品的极度短缺也为盘面提供了基本面支撑。在11-12月，纤维料排比基本回归常态，但上游石化厂商控产及原料短缺、装置爆炸等问题导致的意外检修再度导致标品短缺，且由于临近交割，市场炒作情绪再起，聚丙烯盘面一度达到年内高点，随着新产能的逐步上场和石化标品货源的释放，排产比才从失衡中慢慢恢复。

图 12：2020 年中国聚丙烯各品种排产比 (%)



资料来源：卓创资讯，隆众资讯，兴证期货研发部

### 2.1.2 国外供应面：年内进口数量明显攀升，进口依赖度小幅提升

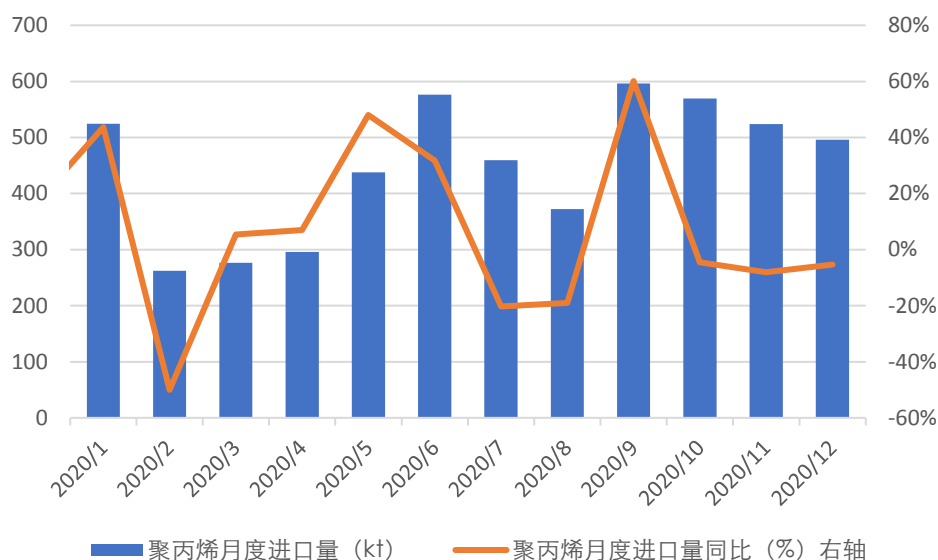
2020年聚丙烯进口数量明显上升，伴随聚丙烯下游高端化、多元化以及对高端聚丙烯需求的抬升，进口量逐步攀升，2020年进口量约在539.13万吨，进口依赖度从11%攀升至14.8%左右。

从进口同比来看，进口量上涨主要集中于4-6月及8月-9月。4-6月由于疫情引起的进口货源供需错配导致大量东南亚货源涌入中国市场，而8月起，国内聚丙烯价格逐步上行，进口窗口再度打开，多数外商选择超卖远期货源，韩国、印度及越南等国对华出口数量逐步回归高位

区间。时至年末，四季度部分海外装置存投产预期，但由于公共卫生事件导致的国外货源偏紧和报价偏高，预计进口量将从10月高点逐步下降。

2021年仍旧是聚丙烯全球扩产大年，预计2021年全球（除中国）将有419.5万吨新产能释放，若该部分产能如期释放，则将增加我国聚丙烯进口数量。预计2021年全年进口数量将处于400-500万吨区间内，进口依赖度提升至15%-17%。

图 13：2020 年中国聚丙烯月度进口量及进口同比



资料来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 需求面：国内聚丙烯消费领域多元化、高端化，但出口上升空

### 间有限

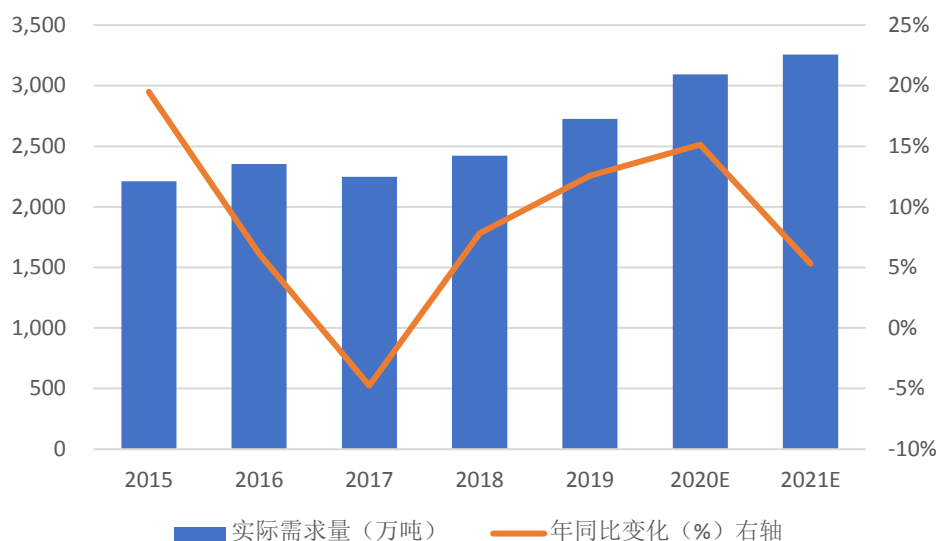
2020年全球聚丙烯需求增速在7%左右，总需求量预计在7465万吨左右，其中中国聚丙烯需求增速在13.52%左右，需求量稳步增长。在限塑令、政策性产业升级需求下，聚丙烯下游已开始转型之路。在传统需求方面，BOPP膜料逐步往高端化延伸；在新兴需求方面，公共卫生事件刺激纤维料、透明料高速发展，需求逐步多元化。聚丙烯需求稳步增产，差异化的发展将提高聚丙烯需求韧性。

#### 2.2.1 国内需求逐年增加，注塑、纤维料表现亮眼

从宏观总量来看，聚丙烯下游基本呈逐年增加的态势，仅2017年有小幅下跌，2015-2020年我国聚丙烯实际消费量平均增速约在7.9%。预计2020年聚丙烯全年消费量在3093.47万吨左右，同比增长13.52%，国内消费量约在3058.54万吨左右，较2019年同比增13.84%，出口量约为34.93万吨，较2019年同比增1.72%。2020年实际消费量的增长不仅来源于上游产量的增加，也受到公共卫生事件刺激和产业改革的影响。

根据数据推导，我们预计2021年聚丙烯实际消费量将达到3257.30万吨左右，增幅在5.29%，预计全年国内消费量约在3217.30万吨，增幅在5.19%，预计出口量在40万吨，增幅在15.27%。

图 14：中国聚丙烯 2015-2021E 年实际需求走势及同比变化



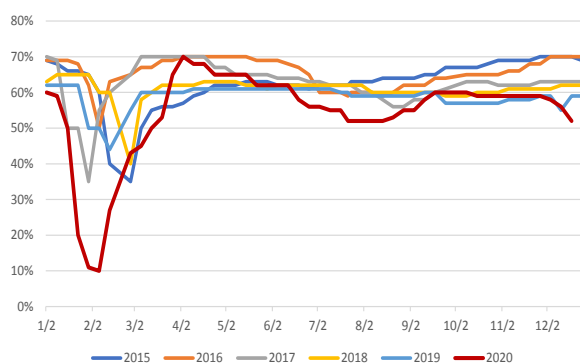
数据来源：隆重资讯，兴证期货研发部

从微观层面来看，2020 年聚丙烯需求结构有所变化，往年需求结构一般以注塑、薄膜及片材、拉丝为主，其中注塑>薄膜及片材>拉丝，而面对“百年未有之大变局”，今年需求结构转变为注塑、拉丝、纤维排名前三，其中注塑>拉丝>纤维。近年来注塑需求一直在迅猛增长，同时公共卫生事件催生的纤维需求以及薄膜/片材业转型导致需求结构出现一定变化。

进一步细分来看，2020 年注塑（均聚注塑及共聚注塑）消费排名第一，约占 36.64%，拉丝消费占比约 29.80%，纤维料消费占比 16.09%，纤维料消费占比较 2019 年大幅提升。从近 5 年数据来看，BOPP、塑编等传统领域消费逐年下降，较 2016 年减少 4%-4.72% 左右。塑编方面，合成树脂重包装的替换、水泥袋需求下降、环保检查及房地产行业颓弱导致塑编需求出现萎缩。BOPP 方面，由于终端行业对于膜类制品高端化的要求，2020 年 BOPP 行业处于转型期，消费逐渐放缓。

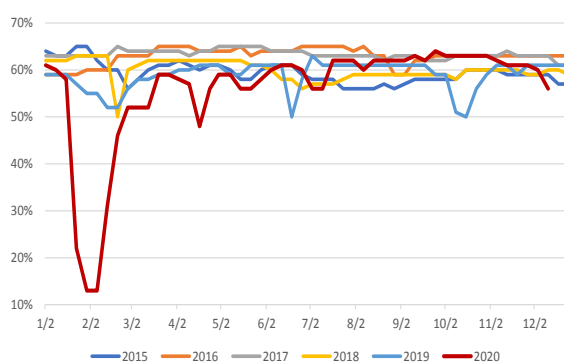
2020 年下游表现较为亮眼的是消费升级下的注塑需求和公共卫生事件带来的纤维料需求。在汽车轻量化逐步推进、绿色家电促销政策及医疗器械、小家电玩具领域拓宽的情形下，注塑品需求稳步提升，未来也将成为聚丙烯消费的主要领域之一。而纤维消费占比由 2019 年的 9.62% 提升至 2020 年的 16.09%。虽然随着需求边际效益递减，纤维消费速度放缓，但未来二胎政策对婴儿用品的需求以及人口老龄化现状对 2021 年纤维料需求依旧可观。

图 15：塑编行业周度开工率（单位：%）



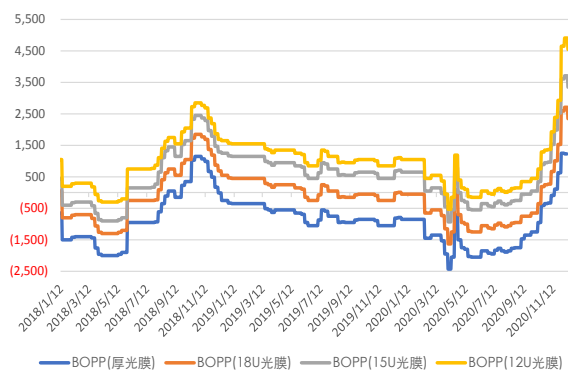
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 16：BOPP 周度开工率（单位：%）



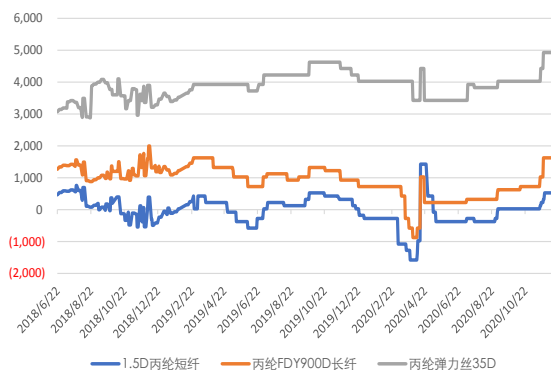
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 17: BOPP 各规格毛利 (单位: 元/吨)



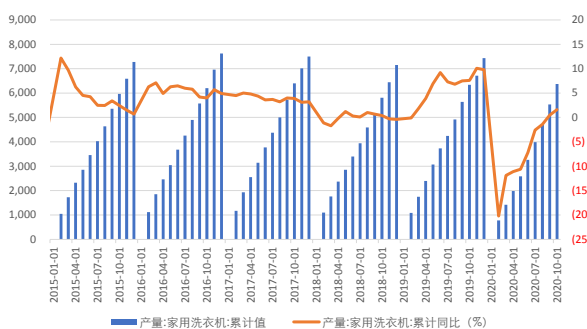
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 丙纶各规格毛利 (单位: 元/吨)



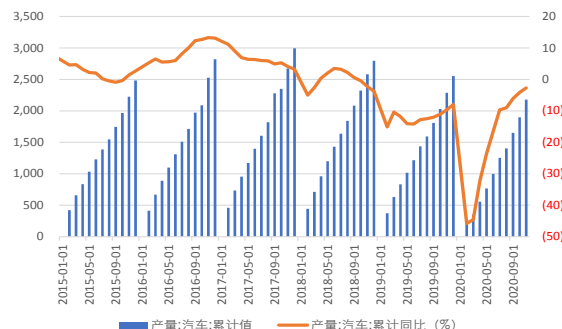
数据来源: 华瑞资讯, 兴证期货研发部

图 19: 家用洗衣机累计值 (单位: 万台)



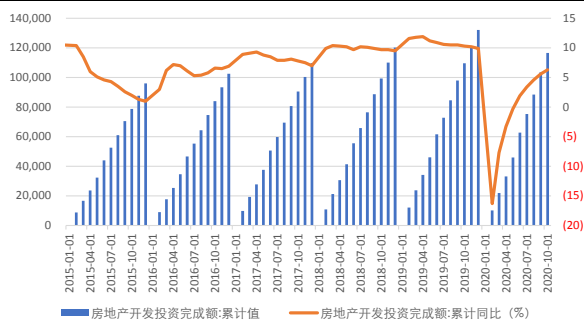
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 汽车产量累计值及同比 (单位: 万辆)



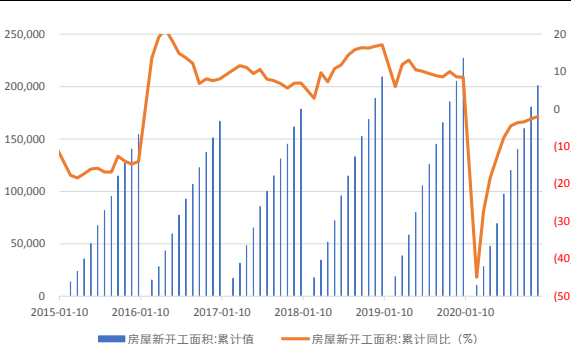
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 房地产开发投资完成额 (单位: 亿元)



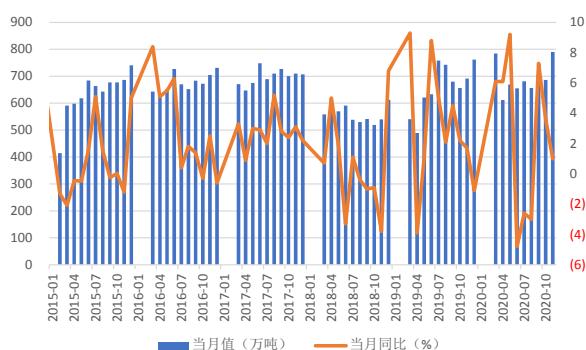
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 房屋新开工面积累计值 (单位: 万平方米)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23：塑料制品累计值及同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：工业增加值当月同比（单位：%）



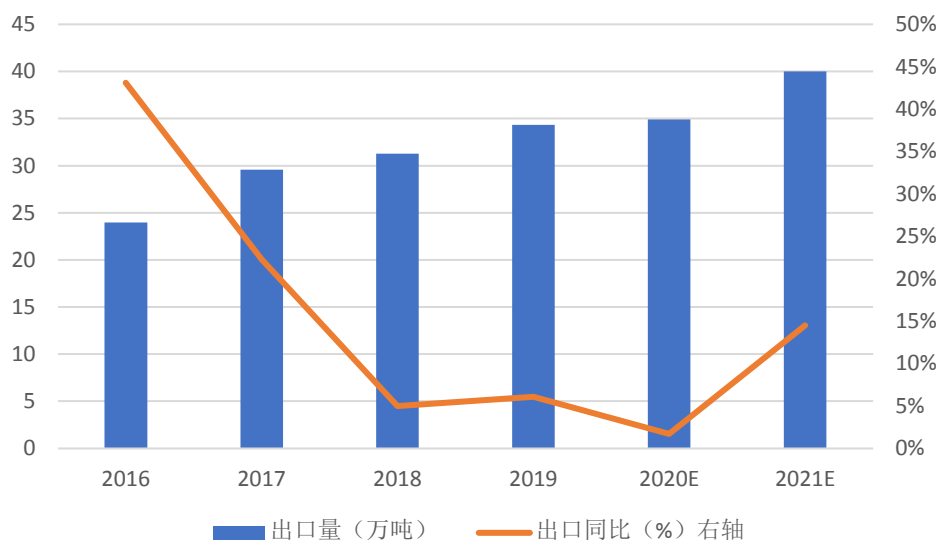
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2.2 出口逐年增长，但受制于国外新产能释放，可提升出口空间有限

2016-2020 年，聚丙烯出口体量逐级上升，但整体绝对值并不高，出口总量从 2016 年的 23.97 万吨升至 2020 年的约 34.93 万吨，主要出口货源仍以均聚物资为主。我国聚丙烯出口优势不明显的主要原因在于出口地区新装置持续扩产，如越南晓星聚丙烯工厂于 2020 年 1 季度顺利投产，2021 年预计有 30 万吨/年的新装置投产，我国出口产品并不具备价格优势，未来将面临全球扩产导致的低价竞争风险。同时，出口退税等利好政策未达厂商预期，叠加出口费用提高，多数出口厂商选择谨慎观望，导致 2020 年出口同比增长仅为 1.72%。

2021 年中国出口仍将保持上涨趋势，从时间窗口来看，外商新装置上场集中于 2021 年 2-3 季度，其中与中国贸易往来密切的国家扩产约有 369.5 万吨产能，因此我国 1-2 季度出口竞争压力较小，3-4 季度或有所回落。预计 2021 年我国聚丙烯出口量或达到 40 万吨。

图 25：聚丙烯 2016-2021E 出口量及同比

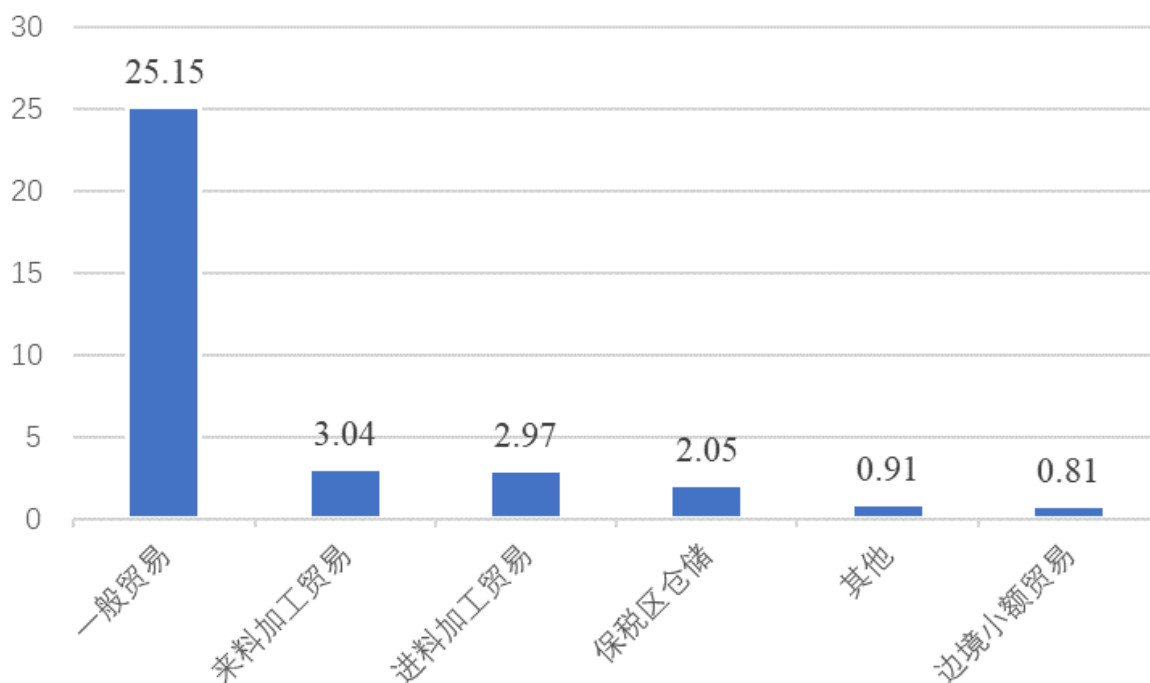


数据来源：Wind，兴证期货研发部

具体来看，2020 年聚丙烯出口货源有近 72%用于一般贸易领域，约 25.15 万吨，同比 2019 年上涨约 3%。目前中国出口货源仍以低端通用货源为主，且出口国多为东南亚地区等发展中国家集中地，因此一般性贸易领域为出口主要方向。同时来进料加工贸易占比有所上升，替代部分保税区仓储份额。但是在东南亚地区聚丙烯扩产释放的情况下，我国出口货源将面临严峻挑战，来进料加工贸易出口份额将遭受挤压。



图 26：2020 年聚丙烯贸易方式出口量统计（单位：万吨）

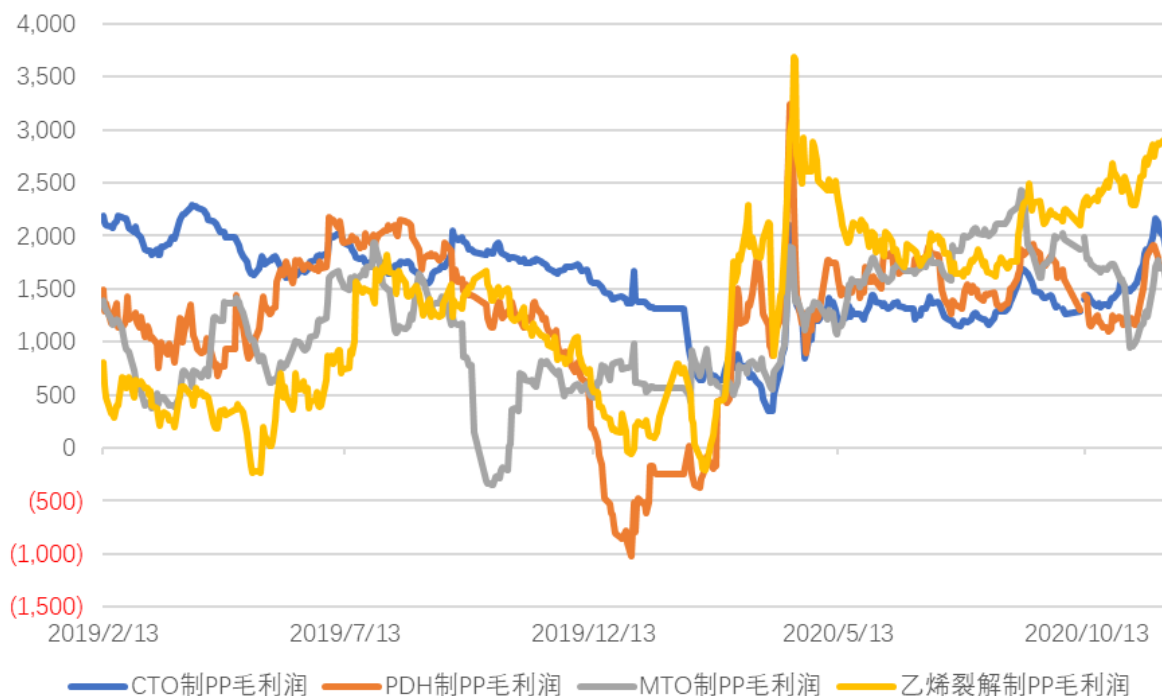


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 2.3 成本利润：煤制利润崛起，各途径利润年内维持高位

2020 年国内聚丙烯利润较 2019 年均有所抬升，一体化乙烯裂解法利润高企，CTO、PDH 制法紧随其后，MTO 制法利润逐渐沦为利润下沿。截至 2020 年底，乙烯裂解法利润维持在 2343-2899 元/吨区间，CTO 制法利润在 1825-2163 元/吨区间，PDH 制法利润在 1608-1910 元/吨区间，MTO 制法利润在 1244-1769 元/吨区间。各途径利润均维持高位，一体化乙烯裂解法利润表现亮眼，由 2019 年的负利润转为利润上沿，同时 CTO、PDH 利润也表现较好。预计 2021 年在乙烯、丙烯单体扩产的情况下一体化制法高利润格局仍存，CTO、PDH 利润以稳为主，但仍需注意公共卫生事件和极端天气对 2021 年原料进口的影响，CTO 原料煤炭基本能够自给自足，但 PDH 制法多依赖进口丙烷，若外盘丙烷紧缺，PDH 利润将受到影响。

图 27: 聚丙烯 2019-2020 各制法利润 (单位: 元/吨)



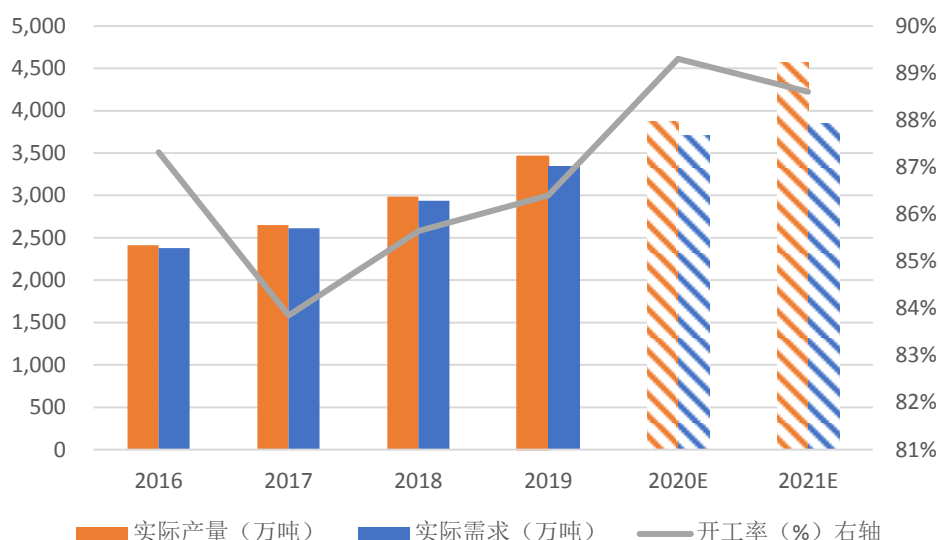
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3. PE 基本面分析

从供需平衡表来看, 聚乙烯每年均处于供过于求的状态。至 2020 年, 聚乙烯实际产量达 3868.50 万吨, 其中国内产量为 2030.57 万吨, 进口量为 1837.93 万吨。而实际需求量为 3713.24 万吨, 国内消费量为 3683.90 万吨, 出口量为 29.34 万吨。整体供给过剩量为 155.26 万吨, 同比增 37.51%, 供应同比增幅扩大主要是源于一季度新冠疫情下的需求停滞, 并不能线性外推至 2021 年。

据统计, 2021 年总产量预计达 4566.80 万吨 (含国内产量及进口量), 总需求量达 3847.00 万吨 (含国内需求及出口量), 供应增速达 18.05%, 这是在 2020 年递延产能及 2021 年新产能全部落地下预估的 2021 年产能, 实际产能或因为疫情反复、国际政局动荡等原因低于该水平, 中性预估供给增速或在 10%-15% 左右。2021 年需求增速为 3.60%, 根据当前宏观局势预测, 2021 年需求快速恢复的阶段 (月均增速 6%-8% 左右) 预计仅维持到一季度, 叠加中国货币政策“绝不大水漫灌”的保守态度, 后续需求增速应当维持在一个稳定的状态, 同时伴随着聚乙烯下游产业转型的阵痛期到来, 我们对需求增速抱谨慎乐观态度。

图 28：聚乙烯 2016-2021E 供需平衡表



数据来源：隆众资讯，兴证期货研发部

### 3.1 供应面：国内产能提升平稳，进口增速放缓，排产结构性扭曲持续

#### 3.1.1 国内产能平稳提升，新装置多集中于二、三季度上场

截至 2021 年年底，中国聚乙烯总产能预计达 2528.87 万吨，同比增加 197.87 万吨，增幅为 9.53%；2019 年进口量预计为 1837.93 万吨，同比增加 171.30 万吨，增幅为 10.28%，今年受疫情影响，上半年进口受重创，而后伊朗、日韩等国出口逐步恢复正常，前期积压货源大量涌入我国，叠加我国聚乙烯下游面临高端化转型，对于积压的低价货源接受度较高，2020 年进口量再度抬升。和 2020 年相似，2021 年多数新装置也集中于二、三季度上场，并且以 HDPE 和 LLDPE 为主，LDPE 增产不多。2020 年 LDPE 就一直处于紧缺状态，HDPE 货源泛滥，2021 年的扩产计划无疑加重了这种结构性扭曲，而具体的供应端结构扭曲情况我们也将 3.1.2 进行详细分析。

2020 年国内新增有效产能共计 440 万吨，分别为中科炼化 LDPE10 万吨+HDPE35 万吨、中化泉州 LDPE10 万吨+HDPE40 万吨、延长中煤二期 LDPE30 万吨、浙江石化 HDPE45 万吨+LLDPE30 万吨、恒力石化 HDPE40 万吨、宝来石化 HDPE35 万吨+LLDPE45 万吨、万华化学 HDPE35 万吨+LLDPE45 万吨、龙油石化 HDPE40 万吨。多数新增产能集中于 2020 年 9-11 月释放，下半年供应压力逐步抬升。

根据当前消息面最新统计，在 2021 年，聚乙烯约有 630 万吨产能即将释放，其中 LDPE 新装置 100 万吨、HDPE 新装置 245 万吨、LLDPE 新装置 285 万吨。在 2022 年，预计将有 673 万吨的产能释放。若上述装置能如期运行，则聚乙烯将进入供应端快速扩产阶段。

表 2：聚乙烯 2020 年及以后国内新产能释放汇总

产品名称	区域	城市	企业	产能 (万吨)	投产时间	途径
LDPE	华南	湛江	中科炼化	10	2020 年 9 月	油制
	华南	泉州	中化泉州	10	2020 年 9 月	油制
	华北	榆林	延长中煤二期	30	2020 年 11 月	CTO

			<b>2020 年合计</b>	<b>50</b>			
	华东	宁波	浙江石化二期	70	2021 年 3 季度	油制	
	华南	漳州	古雷石化	30	2021 年 3 季度	油制	
			<b>2021 年合计</b>	<b>100</b>			
	华北	银川	神华沙比克	35	2022 年	CTO	
			<b>2022 年合计</b>	<b>35</b>			
		<b>合计</b>		<b>185</b>			
HDPE	华东	宁波	浙江石化	45	2020 年 1 月	油制	
	华北	大连	恒力石化	40	2020 年 2 月	油制	
	华北	盘锦	宝来石化	35	2020 年 8 月	油制	
	华南	湛江	中科炼化	35	2020 年 9 月	油制	
	华南	泉州	中化泉州	40	2020 年 9 月	油制	
	华北	烟台	万华化学	35	2020 年 10 月	混烷裂解	
	华北	大庆	龙油石化	40	2020 年 11 月	油制	
			<b>2020 年合计</b>	<b>270</b>			
	华东	连云港	卫星石化	40	2021 年 2 季度	乙烷裂解	
	华北	潍坊	山东鲁清	35	2021 年 2 季度	混烷裂解	
	华中	武汉	中韩乙烯二期	35	2021 年 2 季度	油制	
	华东	宁波	浙江石化二期	35	2021 年 3 季度	油制	
	华北	库尔勒	中油塔里木	30	2021 年 3 季度	乙烷裂解	
	华北	榆林	中油长庆	40	2021 年 3 季度	乙烷裂解	
	华东	宁波	镇海二期	30	2021 年 4 季度	油制	
			<b>2021 年合计</b>	<b>245</b>			
		华东	宁波	浙江石化三期	100	2022 年	油制
		华南	揭阳	中委石化	30	2022 年	油制
		华南	儋州	海南炼化二期	35	2022 年	油制
		华东	宁波	荣盛中金	30	2022 年	油制
			<b>2022 年合计</b>	<b>195</b>			
		<b>合计</b>		<b>710</b>			
LLDPE	华东	宁波	浙江石化	30	2020 年 1 月	油制	
	华北	盘锦	宝来石化	45	2020 年 8 月	油制	
	华北	烟台	万华化学	45	2020 年 10 月	混烷裂解	
			<b>2020 年合计</b>	<b>120</b>			
	华北	西宁	青海大美	30	2021 年 1 季度	MTO	
	华东	宁波	华泰盛富	40	2021 年 1 季度	混烷裂解	
	华北	天津	天津渤化	30	2021 年 1 季度	MTO	
	华北	潍坊	山东鲁清	40	2021 年 2 季度	混烷裂解	
	华东	宁波	浙石化二期	45	2021 年 3 季度	油制	
	华北	库尔勒	中油塔里木	30	2021 年 3 季度	乙烷裂解	

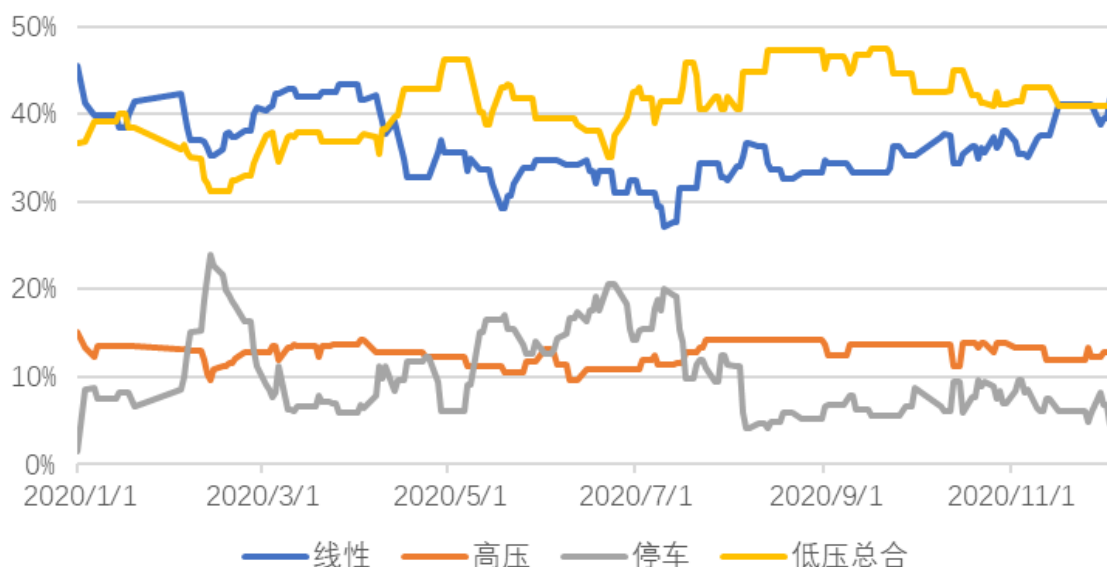
华北	榆林	中油长庆	40	2021年3季度	乙烷裂解
华东	宁波	镇海二期	30	2021年4季度	油制
		<b>2021年合计</b>	<b>285</b>		
华南	必接	贵州织金	30	2022年	CTO
华中	濮阳	中原乙烯	18	2022年	油制
华东	宁波	浙石化三期	100	2022年	油制
华南	揭阳	中委石化	40	2022年	油制
华南	儋州	海南炼化二期	24	2022年	油制
华北	榆林	中煤榆林二期	30	2022年	CTO
华北	渭南	蒲城清洁能源二期	70	2022年	CTO
华北	打通	大同煤化	30	2022年	CTO
华北	临汾	山焦飞虹	30	2022年	CTO
华北	西宁	青海狂野	25	2022年	MTO
华东	宁波	荣盛中金	45	2022年	油制
		<b>2022年合计</b>	<b>443</b>		
	<b>合计</b>		<b>848</b>		

数据来源：卓创资讯，隆众资讯，兴证期货研发部

### 3.1.2 国内供应结构型扭曲持续，HDPE 货源泛滥，LDPE 排产偏紧

聚乙烯主要品种分为 LLDPE（线性低密度）、LDPE（高压低密度）及 HDPE（低压高密度）三类，在 2019 年，剔除停车装置以外，LLDPE 排产比维持在 28%-42%，HDPE 排产比维持在 35%-42%，LDPE 排产比维持在 14%-15%，而在 2020 年，LLDPE 排产比多处于 40% 以下，同比降 2% 左右，HDPE 排产比在 4 月经济逐步恢复后由于管材等政策性需求的驱动下排产比长期处于 39% 以上，最高近 50%，同比升 4%-6%，LDPE 排产则受到挤压，多维持在 9%-12%，同比降 2% 左右。供应端的长期结构性扭曲导致 HDPE 货源泛滥及去库困难，而农膜原料 LDPE 基本保持短缺状态，交割标品 LLDPE 也由于 HDPE 的份额挤压而出现阶段性仓单不足的情况。

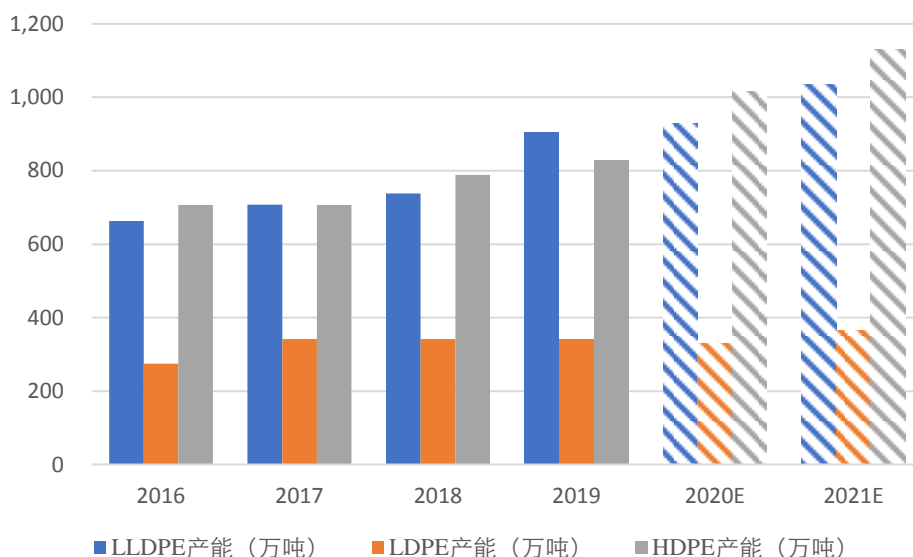
图 29：聚乙烯 2020 年各品种排产比（单位：%）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

从具体产能来看,根据当前预估数据,2020年LLDPE产能约在929.61万吨,同比增2.61%,LDPE产能约在328.80万吨,同比减4.14%,HDPE产能约在1015.46万吨,同比增22.30%。在2020年产能扩张约9.53%的情况下,LLDPE产能增速不及总产能增速,LDPE甚至出现了负增速,而HDPE则超额增产。绝对数值和同比增速均表明,2020年聚乙烯供应链结构性扭曲属实,且根据贸易商及下游厂商的反馈,大量压制不合格的HDPE货源充斥市场一定程度上阻碍了该产品的去库能力,而LDPE高价炒作也导致了下游农膜等企业的盈利下滑和采购情绪下降,这种供需错配从长远角度来看是不利于聚乙烯产业链发展的。

图 30: 聚乙烯 2016-2021E 分品种产能



数据来源: 隆众资讯, 兴证期货研发部

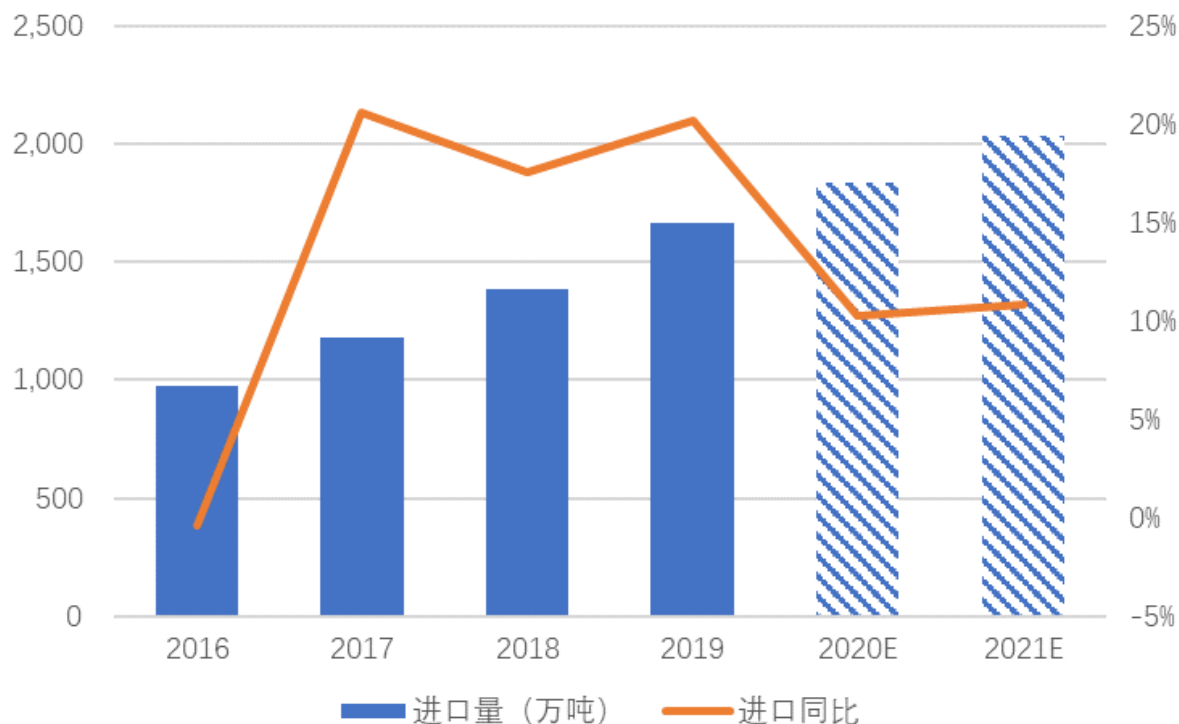
### 3.1.3 公共卫生事件、极端天气及地缘危机共振影响下, 进口增速放缓

2020年公共卫生事件严重影响新产能释放,且极端天气频发,地缘危机不断——从森林山火到飓风,从制裁到武力镇压,波澜诡谲的2020年让国外装置频受打击:原料价格上行、上游原料及制烯烃装置因不可抗力停车或延迟上场、海运航道受阻。此类事件导致2020年我国进口数量虽然达到近1837.93万吨,同比增长10.28%,但远低于2017-2019年的进口同比增速,我国聚乙烯进口依赖度由48.97%降至47.51%。

根据聚乙烯2020年-2021年国外装置新产能释放可了解到,2020年基本完成新装置运行的仅有HDPE共计104万吨产能,而LDPE122万吨新装置及LLDPE44万吨新装置的产能释放均递延至2021年-2022年。而根据我国LDPE货源紧缺的情况来看,国外厂商对标我国的进口产品同样出现了供需错配的情况,在我国需要大量LDPE货源时,国外存量装置及新增装置并不能满足进口需求,这也是今年进口体量减少的原因之一。

推及2021年,仅韩国乐天化学有望在2021年底投产LDPE装置30万吨,而LLDPE装置预计达到179万吨,HDPE装置预计达到379万吨,LDPE装置仅占国外2021年新增产能计划的5%,远未达到我国对LDPE的需求,因此我们预计2021年我国进口量可能达到2037.93万吨左右,同比2020年增速在10.88%左右,增速基本持平。

图 31: 聚乙烯 2016-2021E 进口量及同比增长率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 3: 聚乙烯 2020 年及以后国外新产能释放汇总 (万吨)

公司	LDPE	LLDPE	HDPE	投产时间
韩国道达尔			40	2020 年 2 月
美国 Equistar			50	2020 年已投产, 低负荷运行
伊朗 Miandoab PC			14	2020 年 6 月
阿曼 ORPIC		44		原计划 2020 年 7 月, 延迟
美国 FPC	40			原计划 2020 年 9-10 月, 延迟
美国 SASOL	42			原计划 2020 年 10 月底, 延迟
俄罗斯 Novy Urengoy GCC	40			2020 年 12 月
<b>2020 年已投产</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>104</b>	
<b>2020 年未投产</b>	<b>122</b>	<b>44</b>	<b>0</b>	
阿曼 OQ		44	44	2021 年 1 季度
马来西亚 PRPC		35	40	2021 年 1 季度
韩国 LG		60	20	2021 年 2 季度
伊朗 Dehadasht Petro			30	2021 年 5 月
韩国 GS			50	2021 年 6 月
伊朗 Mamasani Petro			30	2021 年 7 月
印度 HPCL-Mittal		40	85	2021 年 10 月
菲律宾 JG Summit PC			25	2021 年 10 月

韩国乐天化学	30		55	2021 年底
<b>2021 年预计投产合计</b>	<b>30</b>	<b>179</b>	<b>379</b>	

数据来源：IHS，兴证期货研发部

### 3.2 需求面：传统需求保持稳定，宏观政策及产业转型下注塑、中空需求有所提升

#### 空需求有所提升

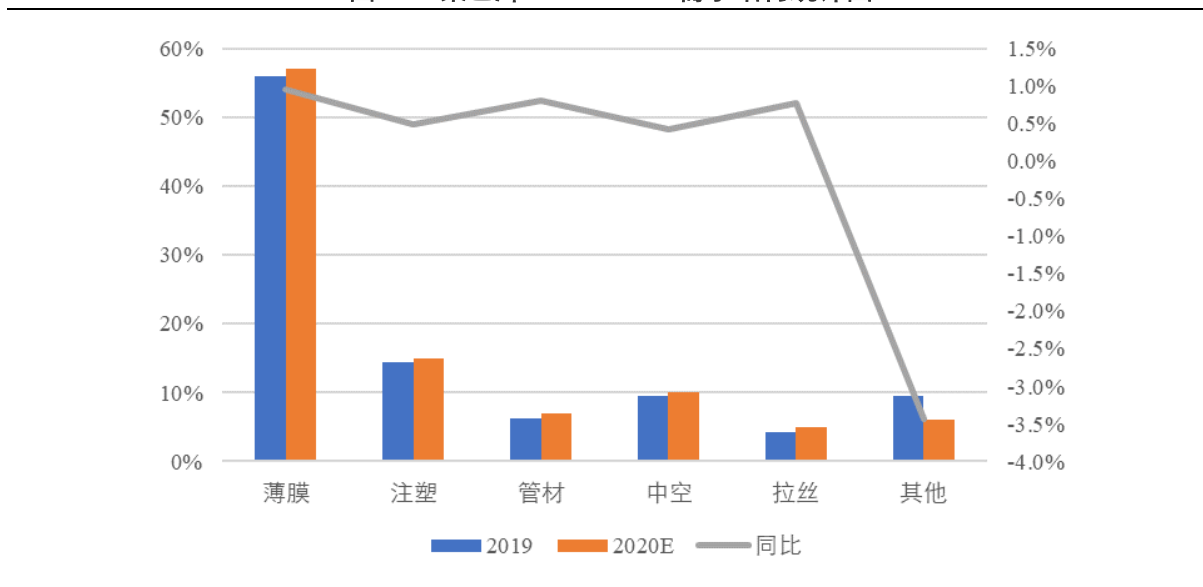
2020 年聚乙烯下游面临巨大挑战，公共卫生事件下年初需求几近停滞，而后颁布的“新版限塑令”使得一次性塑料制品生产商忧心忡忡。但自三季度开始，宏观政策对汽车、绿色家电等产业提供了强刺激，给注塑、中空生产商转型提供了一条新出路，预计该部分需求的快速恢复能维持到 2021 年一季度，同时，“宅经济”下带来的电商促销利好包装业发展，膜类及吹泡类塑料需求大增。整体来看，预计 2020 年聚乙烯实际需求在 3847 万吨，同比增长 3.60%，相较于除中国外其他经济体工业制造业的不断下滑来说，今年聚乙烯需求能够保持增长可侧面代表我国经济中长期向好的局面不变。同时，根据我国统计局专家预测，我国未来工业增加值同比可达 6%-8% 左右，我们对未来塑料需求谨慎看好。

分品种来看，国内聚乙烯需求最大板块仍为薄膜，占比 57%，同比增加 0.95%。虽然“新版限塑令”对一次性膜料将有一定影响，但目前来看下游产业除了生产低端膜料以外，已有不少公司开始转型生产高端膜、长寿膜，预计 2021 年膜类产品仍将占据聚乙烯下游半壁江山，同时产业转型也为我国聚乙烯膜料提供了更广阔的空间。

注塑、中空材料多用于汽车配件、小家电、婴儿用品等。2020 年预计注塑需求占比 15%，同比增长 0.50%，中空需求占比 10%，同比增长 0.42%。公共卫生事件影响下，绿色家电概念广收民众欢迎，且自三季度起，汽车业持续回暖，叠加二胎政策利好婴儿用品领域发展（中空容器、儿童玩具），因此我们预计 2021 年注塑、中空需求仍将持续上涨。

管材材料受利于年初国内经济年初恢复时国家政策对于房地产、基建的支撑，但随着“房住不炒”指令的下达和基建热潮退去，该部分需求回归常态，预计 2020 年管材需求占比 7% 左右，同比增 0.80%，在相关需求支撑边际减弱的 2021 年，管材需求增量预计稳中偏弱。

图 32：聚乙烯 2019-2020E 需求结构统计图



数据来源：隆众资讯，兴证期货研发部



### 3.3 成本利润：下游利润较 19 年稳步抬升，利于产业升级与转型

当前国内聚乙烯生产工艺仍主要以乙烯裂解、MTO 及 CTO 途径为主。在甲醇原料年内价格不断上行的情况上，MTO 途径成本逐渐抬升为成本上沿，年内成本高点达到 6127 元/吨。CTO 成本则较为稳定，年内由 5316 元/吨上涨至 5792 元/吨。乙烯裂解途径成本则与原油价格息息相关，大部分厂商采取原油裂解制乙烯单体从而聚合成聚乙烯的方式，部分厂商则直接外采乙烯，年内原油大涨时，乙烯裂解成本曾高达 7385 元/吨，目前原油价格较为稳定的情况下，乙烯裂解途径成本大致在 5141-5576 元/吨区间。

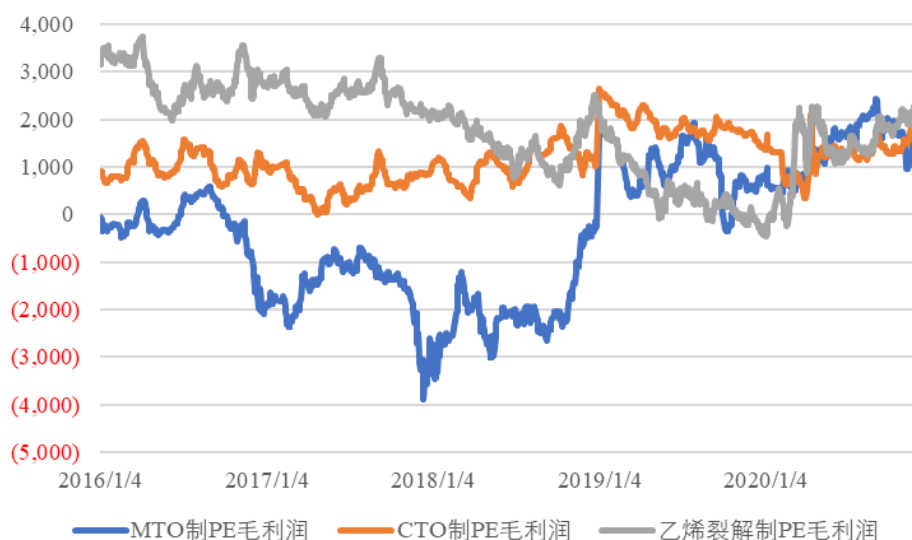
图 33：聚乙烯 2016-2020 各途径成本（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至报告期，MTO 制 PE 利润在 1474-1594 元/吨，CTO 制 PE 利润在 1720-2000 元/吨，乙烯裂解制 PE 利润在 2005-2279 元/吨，较 2019 年均有一定幅度的上涨，且年内利润较为稳定。

图 34：聚乙烯 2016-2020 各途径利润（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.后市展望

2021 年聚烯烃扩产难以避免，重点观测库存指标。对于 2021 年，我们认为聚烯烃中长期走势的着眼点仍在供应端，2020 年新投产的近 840 万吨（400 万吨 PP+440 万吨 PE）有效产能将在 2021 年集中释放，2021 年聚烯烃仍处于扩能高峰期，市场对于供应宽松的预期仍然偏强。但是通过 2020 年新产能上场可观察到，新产能上场多有延迟迹象，且阶段性停车也时有发生，这就为投资者阶段性操作提供机遇。同时考虑到需求端，我们认为若无大规模黑天鹅事件，需求端 1 季度维持高速发展，2-4 季度增速逐渐回落是大概率事件。结合供需两端预测库存走势，预计 2021 年 1 季度聚烯烃库存仍将维持相对低位，2-4 季度聚烯烃或走向供需宽松局面，库存存在阶段性累库可能。

成本端影响边际减弱，宏观事件及政策指向影响增强。根据当前成本利润数据，聚烯烃利润仍处于往年高位，且通过 2020 原油、煤炭等原料价格变动和聚烯烃价格变动相关性分析，原油和聚烯烃价格变动已降至 0.79 附近，成本端影响边际减弱。反之，随着聚烯烃产业的不断成熟，聚烯烃的金融属性不断加强，和宏观市场和国家政策联系愈发紧密，公共卫生事件、“新版限塑令”颁布、中美贸易摩擦、美伊制裁等均影响到聚烯烃供需、进出口及业者情绪变动，进一步反馈于期货市场。因此在 2021 年，投资者需时刻关注宏观事件及政策驱动

## 5.风险因素

新产能推迟、库存大幅累积、需求快速减弱、黑天鹅事件、国家政策变化。

# 经济复苏与产能增长并行，聚酯原料曲折上行

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

## 内容提要

### ● 2021 年展望

就国内纺服消费和出口而言，2021 年预计将呈现逐步恢复格局。1.疫苗逐步落地，全球经济活动有望回暖；2.随拜登当选美国总统，中美贸易摩擦存在边际改善预期。考虑海内外纺服类企业存货在 20 年的消化情况，21 年或随经济复苏，出现一定的补库存需求。

聚酯方面，20 年产量先低后高，下半年产量增长较高，总体毛利情况尚可，年末产品库存也处于低位，预计 21 年产量增速将恢复至往年 6-10% 的水平，产量预估在 5570-5770 万吨，对应 PTA 和 MEG 需求量分别在 4760-4930 万吨，和 1970-2050 万吨。

PTA 方面，按 20 年 TA 产能利用率估计，则 21 年 TA 产量或达 5600 万吨，假使需求按偏乐观的 10% 计算，TA 也过剩约 420 万吨。因此，21 年 TA 产能利用率至少降低 11% 的负荷率，即每个月均有 2 套 200 万吨的装置左右检修，整体供求才相对平衡，若仅降低 6%，即每个月仅检修 1-2 套 200 万吨装置，则库存增速将与 20 年相似。

成本端 PX，预计随 PTA 产能落地，PX 有逐步改善预期，但因浙石化二期仍有投放预期，改善时间窗口主要集中在 PTA 产能集中落地的上半年，对应 PXN 会有所回暖，但幅度有限。

MEG 方面，21 年名义产能增速按投产时间加权，产能增速约在 11%，产量预估在 1150 万吨。供求格局与 TA 相似，EG 总体负荷率需维持 60% 偏下，供求才有望平衡。结合往年现金流和开工率对应情况看，21 年 EG 各路线现金流将维持 20 年的亏损水平。

从供需面看，TA&EG 过剩仍严重，但同时估值偏低，大幅上行或下行概率均不高。从成本端看，随全球经济复苏，原油等大宗商品有望延续上行。因此，PTA 及 MEG 价格重心仍有可能随原油上涨而曲折上移。

- **风险提示**

原油持续上涨；产能投放不及预期；进口出现波动。

## 1.PTA：新产能仍在路上，加工差仍有走跌可能

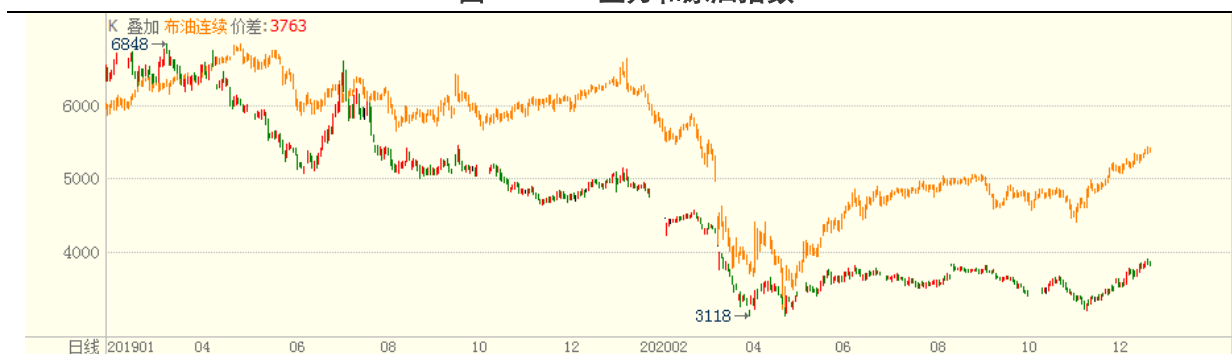
### 1.1 价格和毛利回顾：筑底震荡，四季度波幅略有加剧

受新冠肺炎导致的全球需求萎缩影响，PTA 价格在 2020 年一季度跌出了历史大坑，而后随经济复苏和原油回暖逐步爬升，但因 TA 正处于新一轮产能投放期，产量增速远超需求增速，TA 的价格反弹力度在工业品中属最弱一档，在二三季度基本呈现窄幅的横盘震荡，与之相似的还有同属聚酯原料的 EG。而三季度末起，新凤鸣投放、纺织订单放量、流通货收紧和原油回暖等因素，轮番从供应、需求、成本端驱动 TA，TA 也因此走出了宽幅震荡，但在加工差偏低和产能投放难改的背景下，TA 总体波动幅度有限。

TA 基差方面，全年走势基本与供需过剩背景的背景相符，快速走弱后围绕无风险套利成本线波动，在四季度，受交割库库容影响，基差在流通货宽紧变化下，波动幅度略有加剧，但整体仍维持在无风险套利成本上下。

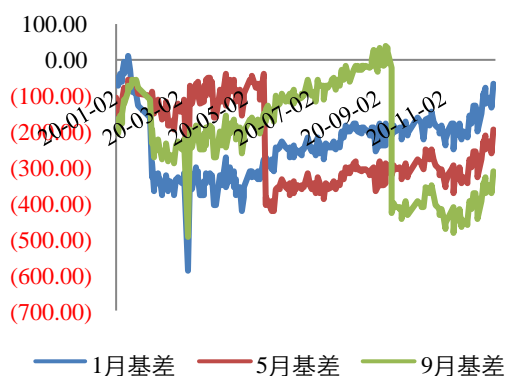
TA 加工差方面，一二季度在原油和 PX 让利，以及抄底的投机需求提振下，TA 加工差震荡走升，并超过国内绝大部分装置的现金流成本，对应上半年 TA 检修量低于预期。进入三四季度，恒力 5#顺利投放，加工差开始走低，同时装置检修量开始增多，对冲了部分产量增长，托底加工差在 500 元/吨附近震荡。

图 1：PTA 主力和原油指数



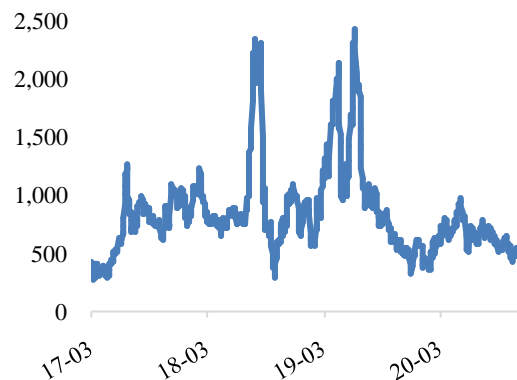
数据来源：博易大师，兴证期货研发部

图 2：PTA 基差走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：PTA 毛利走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

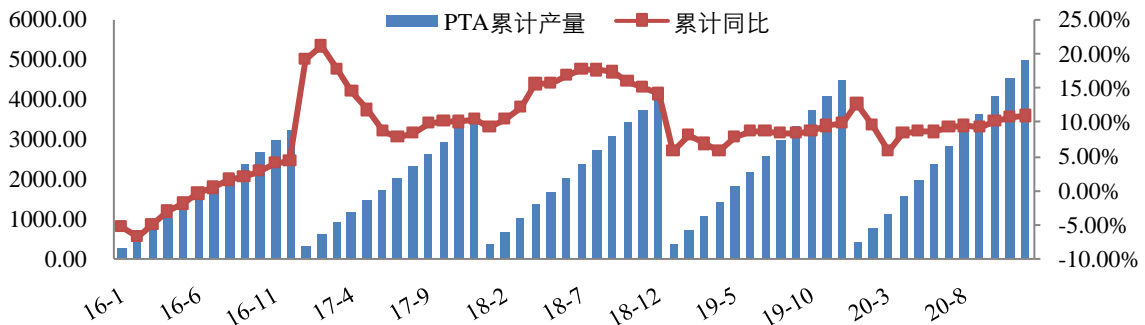
## 1.2 产量回顾：产能、产量增长迅猛，库存创历史新高

2020年，国内PTA产能增长为840万吨，名义产能增速16%，加权增速为10%，全年产量预估在4949.7万吨，同比增长10.8%，产量增速基本和产能增速相当。产量增长主要由新凤鸣一二号线、恒力四五号线以及中泰化学提供。产量减量方面，蓬威、天津石化、汉邦、扬子石化等装置长停。

从负荷变化看，3-4月因新冠疫情影响，有明显降负，下半年在加工差压缩后，每月也有一定检修量出现，再结合部分装置长停，总体负荷低于2019年。

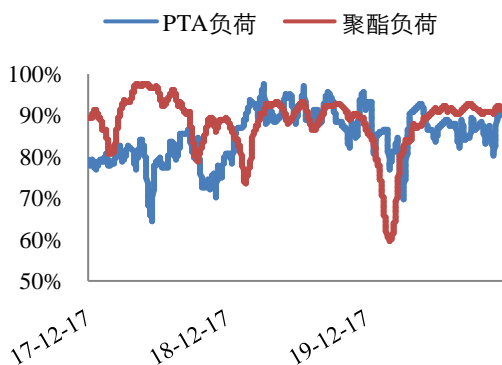
库存方面，新冠疫情打乱了上下游生产节奏，TA库存重心虽显著上抬，总增长约270万吨，但积累时段主要在4-5月前，而后在检修和需求补生产的情况下，保持匀速小幅增长。从结构上看，积累主要集中在聚酯工厂和交割库，反应历史低价下的抄底需求，以及远月升水的期货蓄水池功能。

图4：PTA产量（万吨）和累计同比



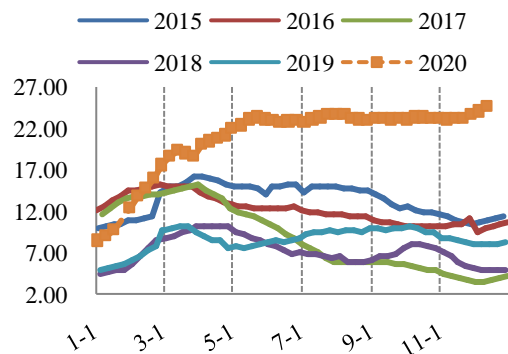
数据来源：兴证期货研发部

图5：PTA负荷（%）



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图6：PTA社会库存可用天数（天）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

## 1.3 来年展望：新产能仍在路上，加工差仍有走跌可能

新增产能方面，21年相对比较确定的是福建百宏、逸盛新材料一期、虹港石化二期，对应名义产能增速约在14%，按投产时间加权，产能增速约在10%，与20年相当。

如果按 20 年 TA 产能利用率估计，则 21 年 TA 产量或达 5600 万吨，增速近 13%，假使需求增长按 10% 的 5180 万吨估计，TA 也过剩约 420 万吨。

因此，预计明年 TA 产能利用率将进一步降低，至少降低 11% 的负荷率，即每个月均有 2 套 200 万吨的装置左右检修，整体供求才相对平衡，若仅降低 6%，即每个月仅检修 1-2 套 200 万吨装置，则库存增速将与 20 年相似。

而从 19-20 年加工差与检修量对应情况，并结合目前 PTA 装置的成本曲线，21 年加工差需要长期维持在 500 元/吨偏下，装置才有比较高的检修可能。

**表 1：2021 年待投产的 PTA 产能（万吨）**

企业	产能	时间
福建百宏	250	2020 年底
逸盛新材料一期	330	2021 年 Q1
虹港石化二期	240	2021 年 Q2
逸盛新材料二期	330	2021 年 Q4
台化兴业（宁波）改扩建一期	150	2021 年 Q4

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

**表 2：PTA 装置成本曲线（下划线为长停装置）**

350 上下，共 1940 万吨					
新凤鸣一期	中泰化学	恒力 4 期	恒力 5 期		
220	120	250	250		
新凤鸣二期	福建百宏	逸盛新材料一起	逸盛新材料二期		
220	250	330	330		
550 上下，共 3940 万吨					
汉邦	逸盛（宁波）	逸盛（大连）	逸盛（海南）	恒力	嘉兴石化
<u>70</u> +220	65+200+220	225+375	200	220+220+220	150+220
BP 珠海	虹港石化	福海创	三房巷	华彬	台化兴业
110+125	150	150+150+150	120+120	140	120
650 以上，共 703 万吨					
福建佳龙	扬子石化	仪征化纤	利万聚酯	亚东石化	
<u>60</u>	<u>35</u> +60	35+64	70	75	
上海金山石化	洛阳石化	天津石化	乌鲁木齐石化	蓬威	四川能投
40	32.5	<u>34</u>	7.5	<u>90</u>	100

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

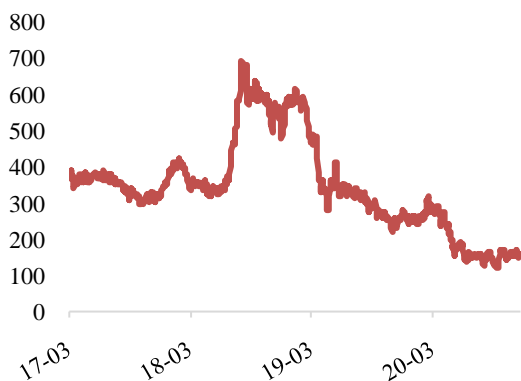
## 2.PX：供需弱改善，但 PXN 上方空间有限

### 2.1 毛利回顾：筑底盘整

2020 年，PX 在国内产量显著增加的压力下大幅下行。PXN 随价格走弱持续走低，3-7 月 PXN 自 250 美元/吨一路下行至 150 美元/吨，而后随恒力、新凤鸣等 TA 装置投放，以及亚洲范

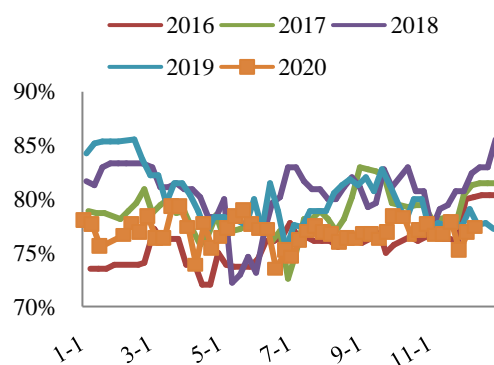
围内的小幅降负，PXN 整体呈现筑底走势，在三四季度维持在 150 美元/吨上下波动的状态。

图 7: PX 和石脑油走势 (美元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: 亚洲地区 PX 负荷走势 (%)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

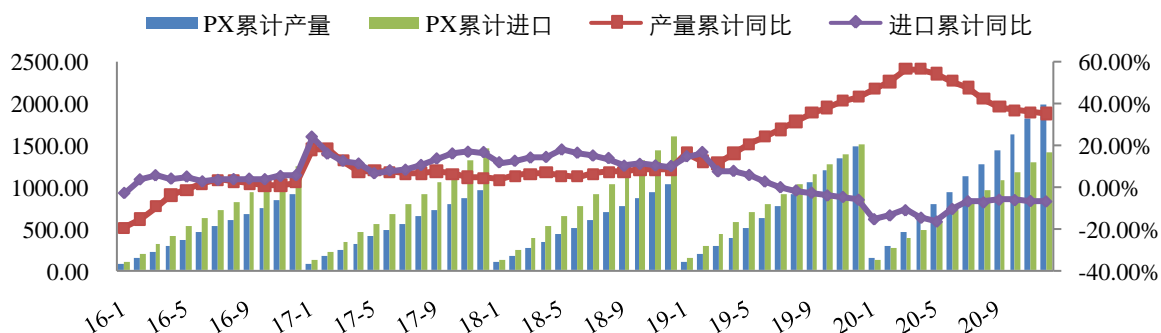
## 2.2 供应回顾: 产量延续高增长

国内产能方面, 浙石化 400 万吨于年初投放, 东营威联 100 万吨于 10 月投放, 亚洲范围名义产能增速为 9%, 略低于 19 年的 16%。

产量方面, 2020 年国内 PX 产量接近 2000 万吨, 同比增速达 35%, 增量主要来自浙石化 400 万吨产能。负荷方面, 国内 PX 负荷与 19 年相当。

进口方面, 国内 PX 累计进口 1390 万吨, 累计同比减少 7%, 各地货源均受到压缩。结构比例上, 仍以日韩印台货源为主。

图 9: PX 产量、进口 (万吨) 和累计同比



数据来源: 兴证期货研发部

## 2.3 来年展望: 供需弱改善, 但 PXN 上方空间有限

新产能方面, 21 年 PX 产能相对有限, 相对确定的是中化泉州 80 万吨, 以及浙石化二期的 400 万吨, 总体呈现前低后高的状态。结合 PTA 产能看, 自四季度开始, PX 供求已呈现小幅改善格局, 并有望继续延续一至两个季度。

但新增的 PTA 产能依旧无法完全消化前期的 PX 装置, PX 产能利用率提升空间有限, 且



PTA 明年也面临产能利用率下调的可能，因此 PX 供应压力仍大。且从 21 年检修安排看，检修计划仍集中在一二季度，能对冲一定浙石化二期投产影响，但总体检修力度有限，因此 PXN 仍较难有明显改善。

**表 3：2021 年待投产的 PX 产能（万吨）**

装置	产能	时间
中化泉州	80	2021Q1
浙石化二期	400	3-5 月、6-8 月投产各一条线
盛虹炼化	200	2021H2
宁波中金二期	140	2021H2
大榭石化	160	2022
中委广东石化	260	2022

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

**表 4：2021 年亚洲 PX 装置检修预报**

公司名称	产能（万吨/年）	装置运行动态
出光兴产	21.4	9 月 6 日例行停车，计划检修 3 个月
金陵石化	60	11 月 17 日降负至 5 成运行，预计持续 40 天
中金石化	160	11 月 28 日已停车，预计持续 60 天
ExxonMobil	42	2021 年年初计划长停
福化工贸	160	1# 80 万吨装置 12 月底或 2021 年 1 月初计划检修，预计持续 2 个月； 2# 80 万吨装置停车中
JX 1#-水岛	25	2021 年 2-3 月计划检修
青岛丽东	100	2021 年 4 月计划检修，预计持续 45 天
出光兴产	26.5	2021 年 4 月计划检修，预计持续 45 天
SK 能源 1#	40	2021 年 5 月计划检修，预计持续 40 天
韩华化学 2#	120	2021 年 5 月中旬计划检修，预计持续 45 天
JX -Sakai	19	2021 年 5-6 月计划检修
上海石化	85	2021 年 6 月计划检修，预计持续 90 天
GS CALTEX 3#	55	2021 年第二季度计划检修
FCFC(化学纤维)	58	2021 年 7 月计划检修，预计持续 60 天
齐鲁石化	6.5	2021 年 8 月 10 日计划检修，预计持续 45 天
FCFC(化学纤维)	87	2021 年 10 月计划检修，预计持续 20-30 天
福建联合石化 (FREP)	77	2021 年 12 月计划检修，预计持续 60 天

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

## 3.MEG：过剩格局依旧

### 3.1 价格和毛利回顾：筑底震荡，进口扰动，四季度波幅加剧

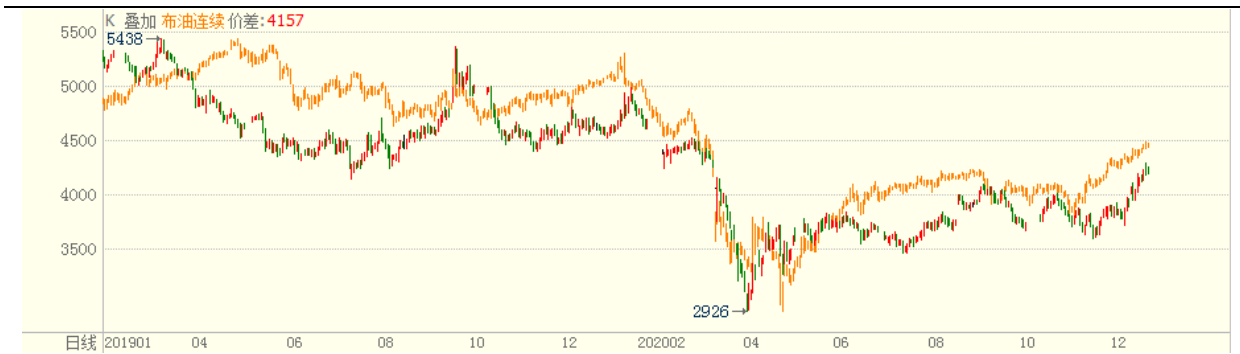
与 PTA 相似，MEG 年内也面临供应增、需求缩的局面，价格同样在 2020 年一季度跌出了

历史大坑，而后窄幅震荡，尽管在三季度末，美国飓风导致北美多套装置停车，国内 EG 进口下滑，但在高库存和沃能、中科、中化的产能投放预期下，EG 总体反弹力度有限，更多呈现宽幅波动。11 月中，EG 随原油、煤炭价格上涨，震荡走高。

EG 基差方面，全年走势基本与供需过剩背景的背景相符，快速走弱后围绕无风险套利成本线波动。

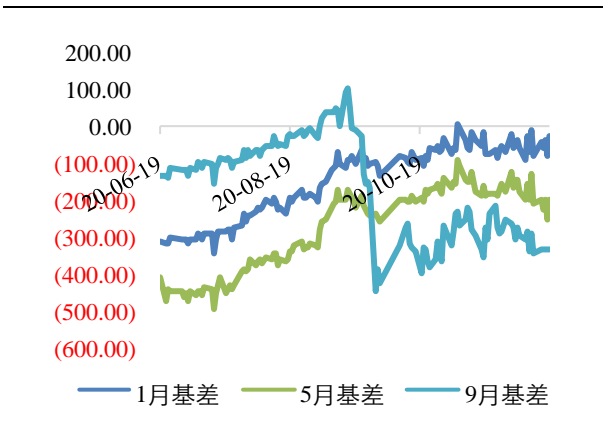
EG 毛利方面，受原油、石脑油让利影响，石脑油路线仍有经济性，但环比 19 年走弱。短流程、合成气制 EG，总体亏损要大于 19 年，年内几无改善。

图 10: MEG 主力和原油指数



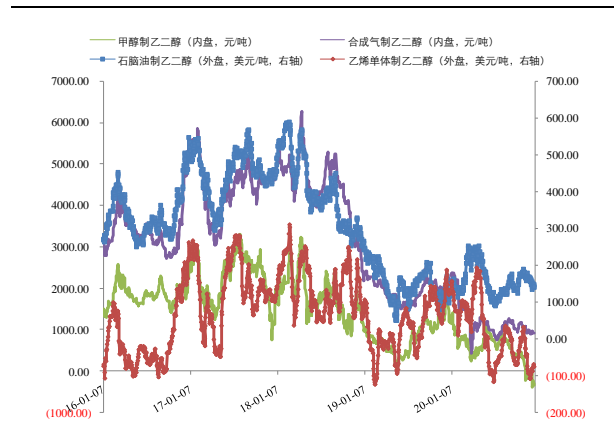
数据来源：博易大师，兴证期货研发部

图 11: MEG 基差走势 (元/吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12: MEG 不同路线毛利走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 供应回顾：产量增速创新高

2020 年，国内 MEG 名义产能增长 505 万吨，其中炼化一体化路线增长 355 万吨，煤制增长 150 万吨。名义产能增速约 47%，按时间加权增速约 20%。全年产量预估在 871.44 万吨，同比增长 17%，增速再创新高。增量主要由荣信化工、恒力、中化和中科等贡献。

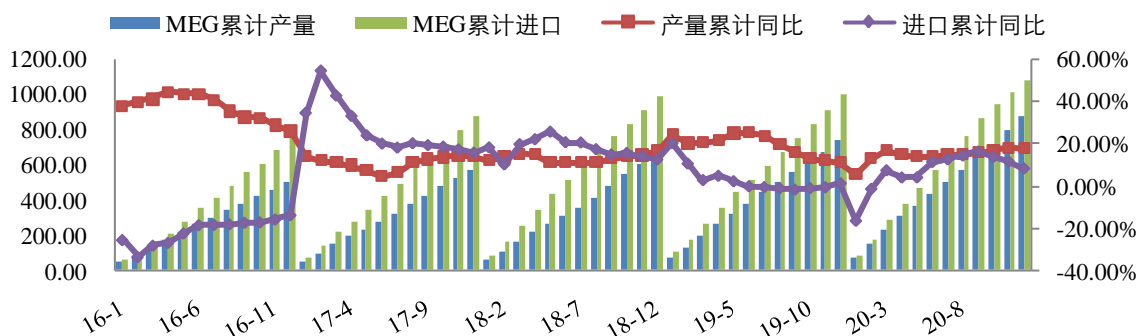
产能利用率和装置检修来看，全年 EG 产能利用率明显下降，全年产能利用率约在 67%，略低于 19 年 71%。一体化路线和煤制路线均有明显转产和降负。其中，煤制路线负荷率低于 19 年低点。

进口方面，全年累计进口预估为 1080 万吨，同比增长 8%，高于去年 1%。下半年进口增速放缓，主要因美国多套装置在 8 月飓风季后停车。从结构上看，增量主要来自美国和伊朗，与

美国新增的乐天、Sasol 和 MEGlobal 等近 175 万吨产能基本对应。

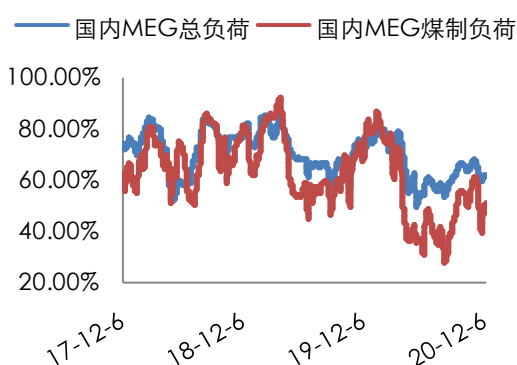
库存方面，全年同样先增后减，但由于今年产量增速远高于去年，因此年内库存拐点较 19 年明显延后，去库幅度也有所下滑。截止 12 月中，港口仍有 97 万吨库存，处于历史同期最高。

图 13: MEG 产量和进口量 (万吨) 和累计同比



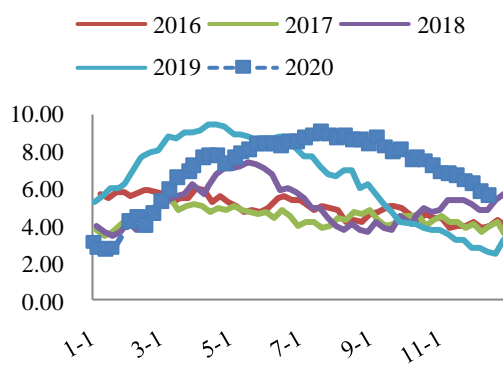
数据来源：兴证期货研发部

图 14: MEG 负荷 (%)



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 15: MEG 港口库存可用天数 (天)



数据来源：CCF，兴证期货研发部

### 3.3 来年展望：过剩格局依旧

新增产能方面，21 年国内相对比较确定的是的有卫星石化一期、浙石化二期、古雷炼化一期，对应名义产能增速约在 23%，按投产时间加权，产能增速约在 11%。海外则有美国的南亚 86 万吨装置。

如果按 20 年 EG 产能利用率估计，则 21 年 EG 产量或达 1150 万吨，增速近 30%，假设进口增速不变，维持 1100 万吨上下，同时需求增长按 10% 的 2200 万吨估计，EG 过剩约 50 万吨上下。

因此，与 TA 同样，预计 EG 产能利用率将维持低位，总体负荷率预计维持 60% 上下，煤制负荷预计维持在 50% 上下。结合往年现金流和开工率对应情况看，21 年 EG 各路线现金流将延续 20 年的亏损水平。

**表 5：2021 年待投产的 MEG 产能（万吨）**

装置	产能	时间
卫星石化一期	90	2021 年 H1
浙石化二期	65	2021 年 H1
古雷炼化	70	2021 年 H1
湖北三宁	40	2021 年
内蒙古久泰	100	2021 年
渭河煤化工	30	2021 年
建元煤焦	24	2021 年
襄矿泓通	20	2021 年
延长石油	10	2021 年
广汇环保一期	20	2021 年

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

## 4. 聚酯及终端：全球经济复苏，中美存改善预期

### 4.1 聚酯产量、毛利和产销回顾：下半年发力，产量增速回正

2020 年，聚酯产能方面，累计新增 488 万吨，至 6320 万吨，其中长丝 245 万吨、瓶片 145 万吨、短纤 30 万吨、切片 68 万吨。产量方面，国内聚酯产量预估在 5249 万吨，累计同比增加 4.9%，其中上半年同比减少 1%，下半年同比增长 10.4%。

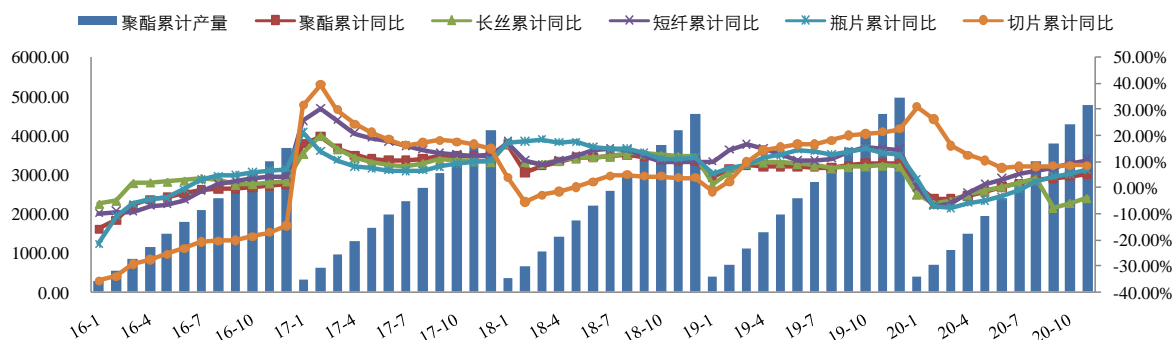
其中，涤短累计产量同比约 10.74%，长丝约-4%，瓶片约 6.7%，各品种增速均较去年有所下滑。

负荷方面，涤短表现最好，在医疗用品需求增长下，4 月后基本保持满负荷状态。瓶片综合负荷水平和 19 年相近。长丝综合负荷略低于 2019 年，2020 年 9 月之前，长丝整体库存偏高，负荷偏低，9 月后，受订单转移、消费回暖影响，终端集中备货，长丝库存转移至织造环节，支撑长丝负荷。

毛利方面，瓶片、涤短总体好于 19 年，但长丝相对一般，二季度涤丝毛利同比基本持平，有微薄正盈利，三四季度长期为负。

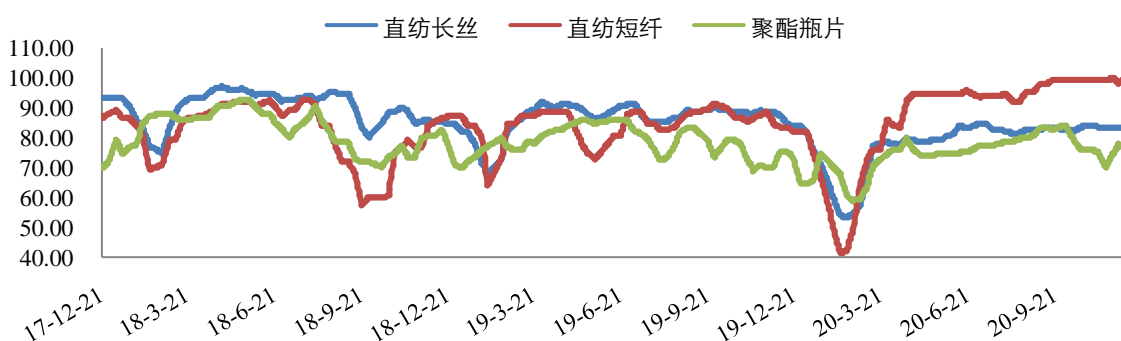
产销方面，年内终端备货偏谨慎，大多在原油或聚酯原料上涨后，以脉冲式提升为主，刚需和投机性兼备，其余时间均呈现疲软态势。

**图 16：聚酯产量（万吨）和累计同比**



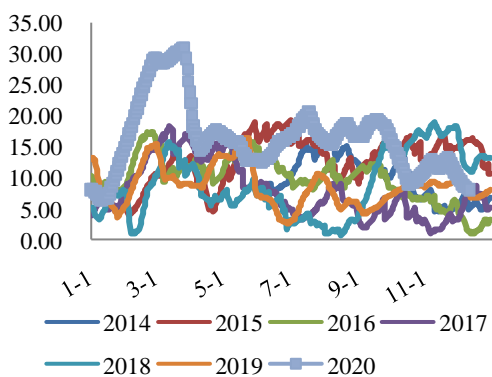
数据来源：兴证期货研发部

图 17: 长丝、短纤、瓶片负荷走势 (%)



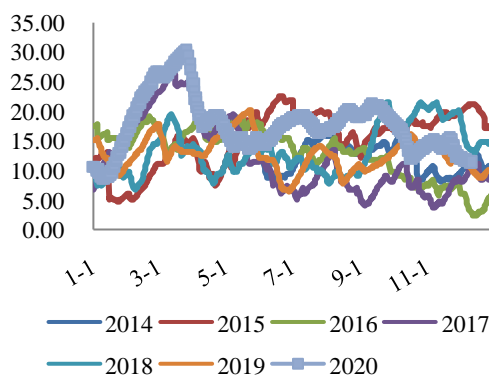
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 18: POY 库存天数 (天)



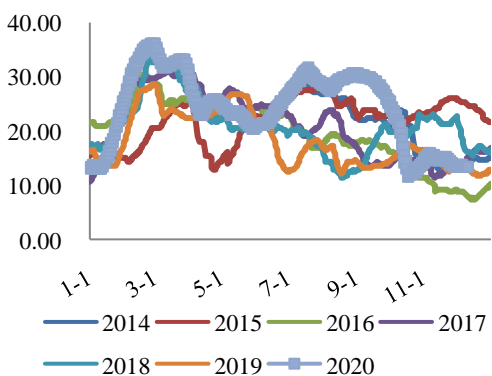
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 19: FDY 库存天数 (天)



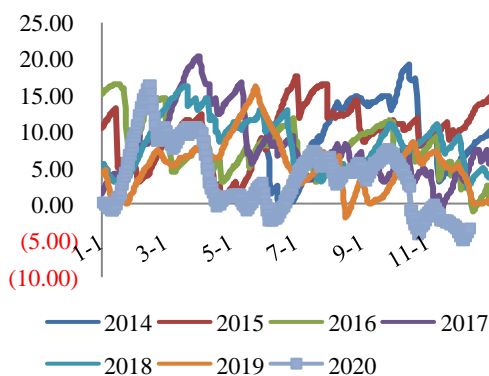
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 20: DTY 库存天数 (天)



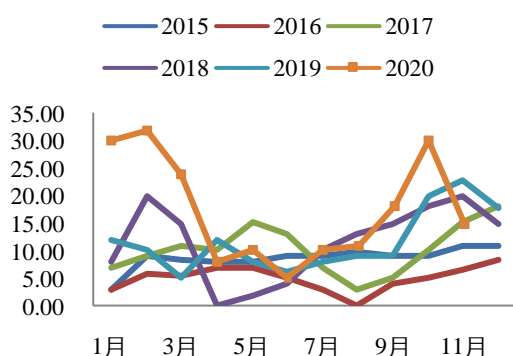
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 21: 涤短库存天数 (天)



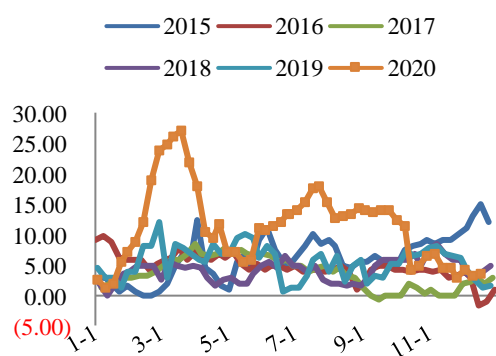
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 22: 瓶片月度库存天数 (天)



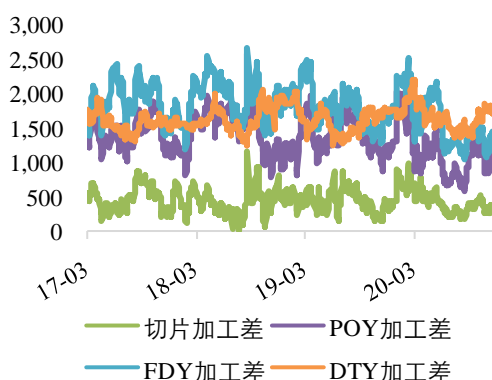
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 23: 切片库存天数 (天)



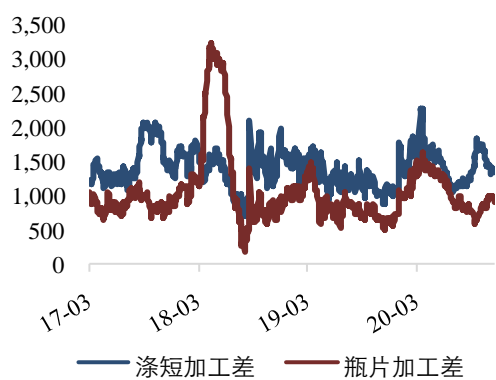
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 24: 长丝毛利情况 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 瓶片和涤短毛利情况 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4.2 来年聚酯及纺服展望: 全球经济复苏, 中美存改善预期

### 4.2.1 聚酯

按目前统计的信息来看, 2021 年约有 455 万吨聚酯装置待投, 名义产能增速约在 7% 以上, 按时间加权下, 预计加权增速约 5% 左右。

从宏观环境看, 新冠疫情预计仍将持续, 但随疫苗落地, 全球经济逐步复苏, 海内外企业补库, 有望使聚酯产量增速, 特别是长丝增速, 回归至新冠前水平。

按 6-10% 的增速估计, 21 年聚酯产量或在 5570-5770 万吨。对应 PTA 和 MEG 需求量分别在 4760-4930 万吨, 和 1970-2050 万吨。

表 6: 2021 年待投产的聚酯产能 (万吨)

装置	产能	时间	品种
恒逸福建逸景	25	2021 年 1 月	FDY
新凤鸣中跃二期	30	2021 年 3 月	POY

华润珠海	60	2021年3月	瓶片
恒逸恒鸣	50	2021年5月	POY
新凤鸣平湖项目	30	2021年5月	POY
恒力南通	40	2021年6月	POY
华西村	10	2021年Q2	短纤
新凤鸣平湖项目	30	2021年Q3	POY+FDY
天龙新材料	20	2021年下半年	切片
恒逸逸达	60	2021年下半年	短纤
宝生四川	50	2021年底	瓶片
新疆中泰	50	2021年底	长丝、短纤维
	455		

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

### 4.2.2 服装和纺织制品

受新冠疫情影响，今年服装和纺织制品的消费与出口明显转弱，创除口罩等医疗用品以外，其它产品消费及出口均呈现负增长。但从边际变化上看，2020年表现前低后高，4月开始逐月恢复，并在四季度达到增速小高峰。

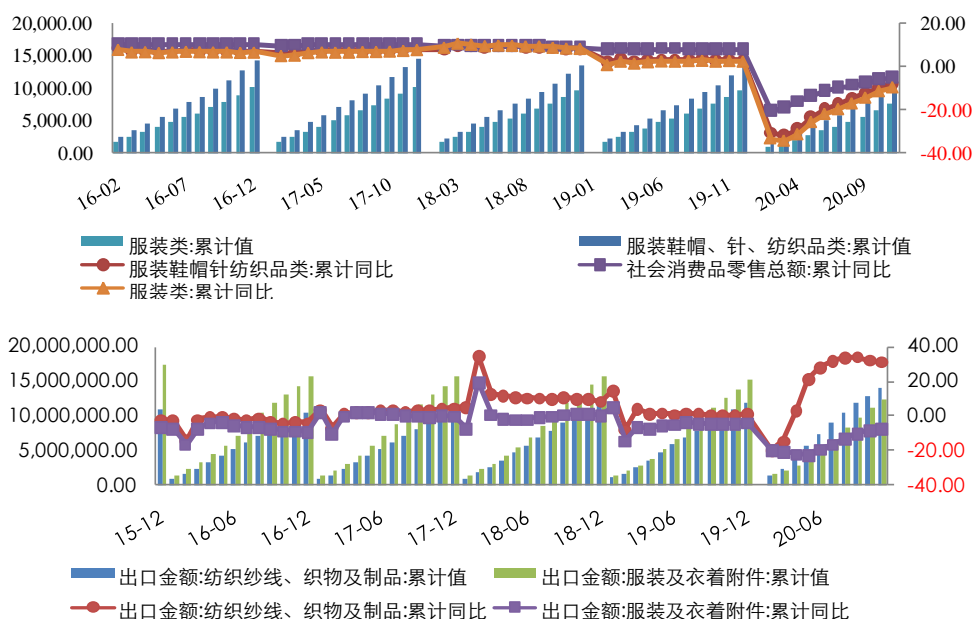
展望2021年，我们认为服装及纺织制品行业总体仍有复苏空间。

其一，疫苗逐步落地，海内外制造业存补库需求。

2020年，欧美地区反复受新冠疫情影响，经济活动开展有限，进口受阻。以典型数据为例，美国批发商的服装库销比已降至中美贸易摩擦之前的水平。

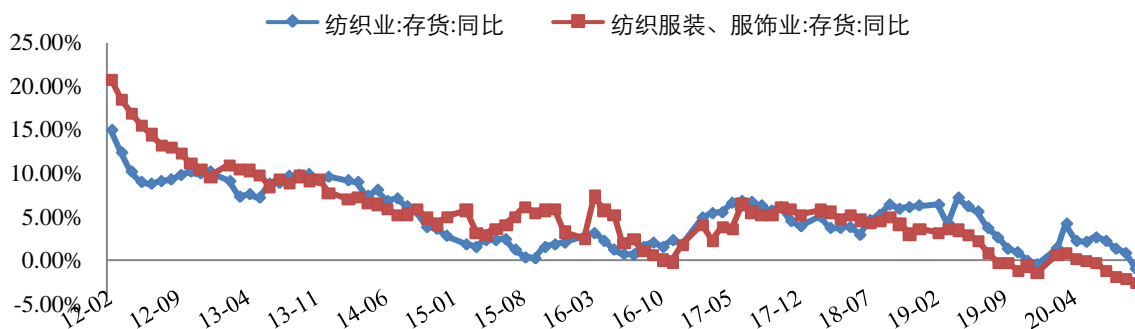
而目前，多个新冠疫苗落地，欧美等地加速审批进程，后续随着疫苗大规模接种，海外经济活动有望恢复，订单或出现增多，促使海内外企业补库。

图 26：服装类内外需



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 27：纺织业、纺织服装服饰业存货同比



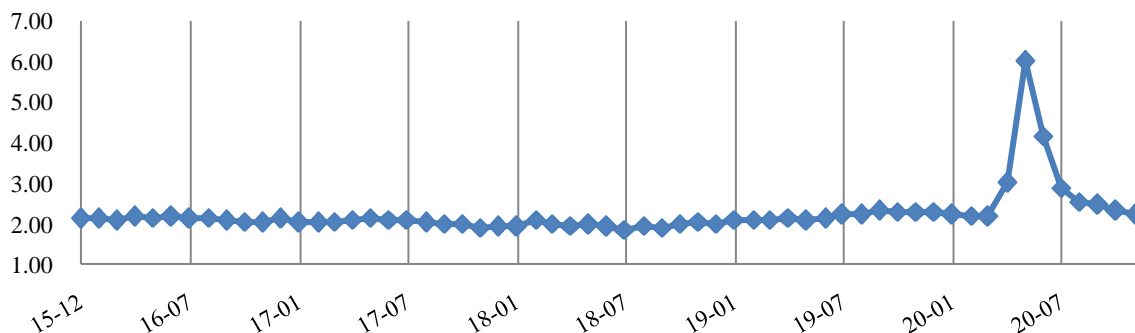
数据来源：Wind，兴证期货研发部

其二，拜登上台，中美贸易摩擦存边际改善预期。

纺织服装需求在 19 年显著回落，主要因素在于中美贸易摩擦加剧，美国部分纺织服装需求转移至越南等地，致使国内出口显著回落。

而随着 2020 年美国大选结果揭晓，拜登当选美国总统。尽管从拜登目前的表态看，其第一年精力将主要处理新冠疫情、恢复美国领导地位，暂维持与中国的第一阶段贸易协议，不会立即采取取消关税等行动。但与反复无常、咄咄逼人的特朗普政府相比，拜登政府总体更倾向联合盟友对中国施压，对关税武器持排斥态度，这有利于稳定全球贸易格局，降低企业面临的不确定性。稳定经贸环境同样有利于海内外企业增备库存。

图 28：美国批发商服装及服饰面料库存销售比



数据来源：Wind，兴证期货研发部



## 大豆预期减产，豆类油脂强势上涨

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

### 内容提要

2021年，预期全球油籽油料供应出现小幅增加，但不利气候可能造成大豆产量低于预期；需求保持稳定增加，供求将会出现缺口，豆类油脂价格将维持偏强局面。

#### 豆油方面：

国内豆油受大豆压榨量增加影响，供应量增加，需求保持旺盛，在菜籽油、葵花籽油供应下滑的情况下，价格支撑明显。豆油价格将震荡偏强。

#### 棕榈油方面：

全球棕榈油受天气利好影响将出现恢复性增产，马来西亚和印度尼西亚若保持生物柴油的掺兑比例，增加棕榈油的使用量，棕榈油的库存将维持偏低水平，国际棕榈油价格震荡偏强。国内棕榈油完全依靠进口，在进口成本增加的背景下，国内棕榈油价格被动跟涨。

#### 豆粕方面：

国内豆粕的供应和需求均大幅增加。后非洲猪瘟时代，生猪的存栏恢复顺利，豆粕的需求乐观。2021年春节以后，随着生猪存栏数量和体重逐步增加，对豆粕的需求不断增加。2021年下半年，生猪及养殖行业对豆粕的需求可能超出市场预期，豆粕价格将大幅走高。节奏上看，2021年豆粕价格将走出探底回升的行情。

## 全球大豆基本面

2020/21 年度，全球大豆供求状态转向紧平衡，美国大豆的种植面积大幅度反弹，美国大豆的单产也出现上升，美国大豆供应大幅增加 1680 万吨。美国农业部报告显示，巴西大豆的种植面积达到 3860 万公顷，较 2019/20 年度的 3690 万公顷增加 170 万公顷或 4.6%；在保持趋势单产的情况下，巴西大豆的产量可能达到 1.33 亿吨，增产达到 700 万吨。阿根廷大豆的种植面积维持高位 1670 万公顷，持平于去年的水平；在趋势性单产的预测下，阿根廷大豆的产量将维持高位，总产量达到 5000 万吨，较去年小幅增加 120 万吨。综合来看，美国和巴西大豆产量增加使得全球大豆的供应出现小幅增加。但由于大豆需求增加更快，尤其是中国对大豆的消费大幅增加，导致全球大豆的供求由宽松转向紧平衡状态，有利于大豆价格的上涨。美国国内大豆的库存持续走低，由于中国进口美国大豆的数量大幅增加使美国大豆库存下降到正常水平。大豆的种植成本相对稳定，2020 年下半年以来，全球大豆价格的大幅上涨，大豆的种植收益较好，刺激种植面积提高。在供求面向好的背景下，全球大豆价格将震荡走高。

### 1. 美国大豆基本面

图 1: CBOT 大豆玉米比价



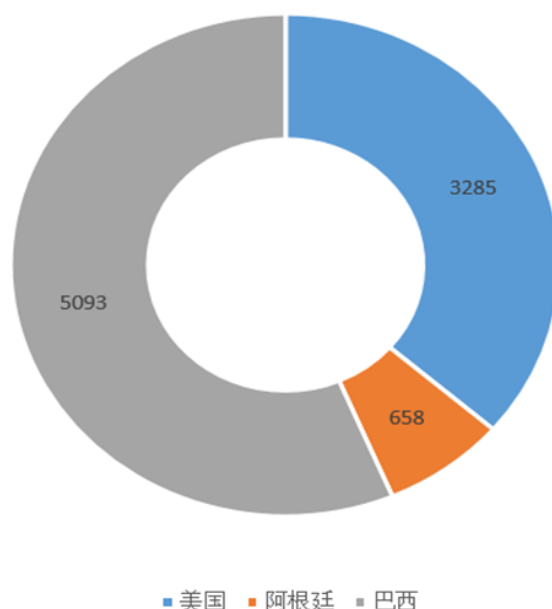
数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

产量方面，2020/21 年度美国大豆的收割面积为 3330 万公顷，较 2019/20 年度大幅增加 297 万公顷，单产水平上升到 3.41 吨/公顷，较去年的 3.19 吨/公顷大幅增加，使得美国大豆的产量增加到 1.135 亿吨，较去年的 9667 万吨大幅增加 1683 万吨。美国大豆产量的恢复性增加有利于全球大豆的供应。2021 年春季，美国农民将面临种植作物的选择问题，由于中美贸易争端出现积极的变化，美国大豆出口到中国的数量大幅增加，未来美国大豆现货库存将继续下降，美

国大豆的价格走高。美国大豆的种植收益好于玉米，大豆的种植面积将继续增加，但具体增加的幅度取决于美国大豆的价格和不同作物的比价。如图 1 所示，CBOT 大豆玉米主力连续合约的比价达到 2.75，远远高于均衡比价 2.5 的水平，这意味着美国大豆的种植效益要远好于玉米，未来农民选择种植大豆的积极性更高。从气候情况看，目前全球进入到拉尼娜气候，若拉尼娜气候在美国大豆种植期前结束，将不会给美国大豆种植和生长带来负面影响。整体来看，美国大豆种植面积将继续增加，若单产维持趋势水平，美国大豆总产量增加。

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

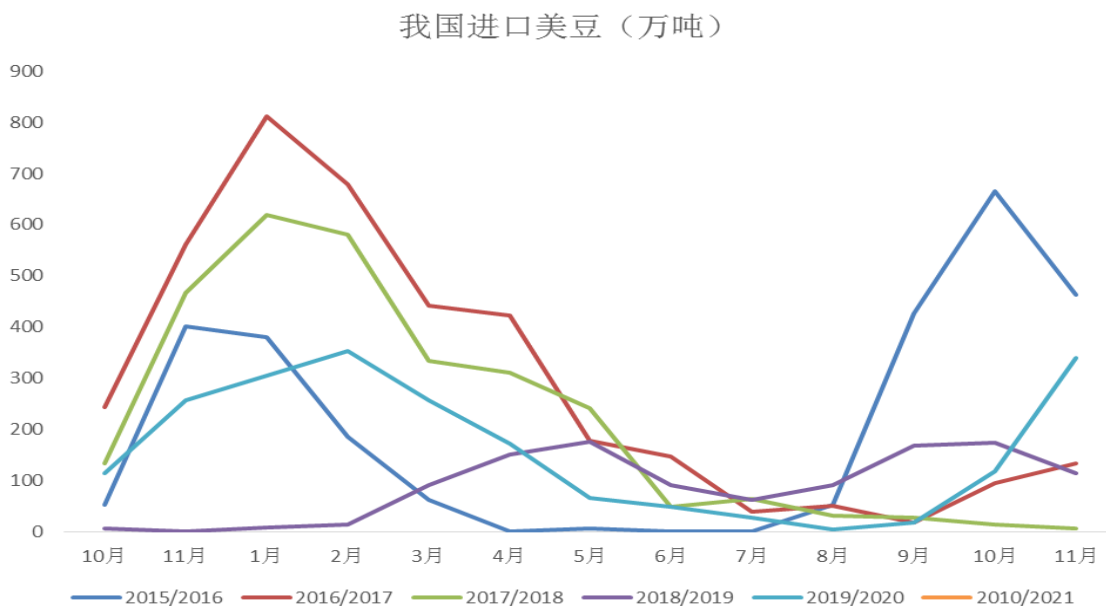
图 2：中国大豆进口（万吨）



数据来源：海关总署、兴证期货研发部

但从 2018 年 4 月中美贸易争端开始，我国进口美国大豆的数量大幅下降。中美贸易争端发生前的 2017 年日历年，中国进口美国大豆的数量达到 3285 万吨；2018 年进口美国大豆数量仅为 1664 万吨；2019 年进口量为 1689 万吨。2019 年 1—10 月，中国进口美国大豆的数量为 1129 万吨，2020 年前十个月中国进口美国大豆为 1401 万吨，同比增加 24%。如果按照相同的比例测算，2020 年日历年中国进口美国大豆的数量达到 2096 万吨，比去年增加 407 万吨。虽然中国进口美国大豆的数量增幅不大，但我们认为，中美贸易争端缓解，中国将会进口更多的美国大豆，给价格带来支撑。

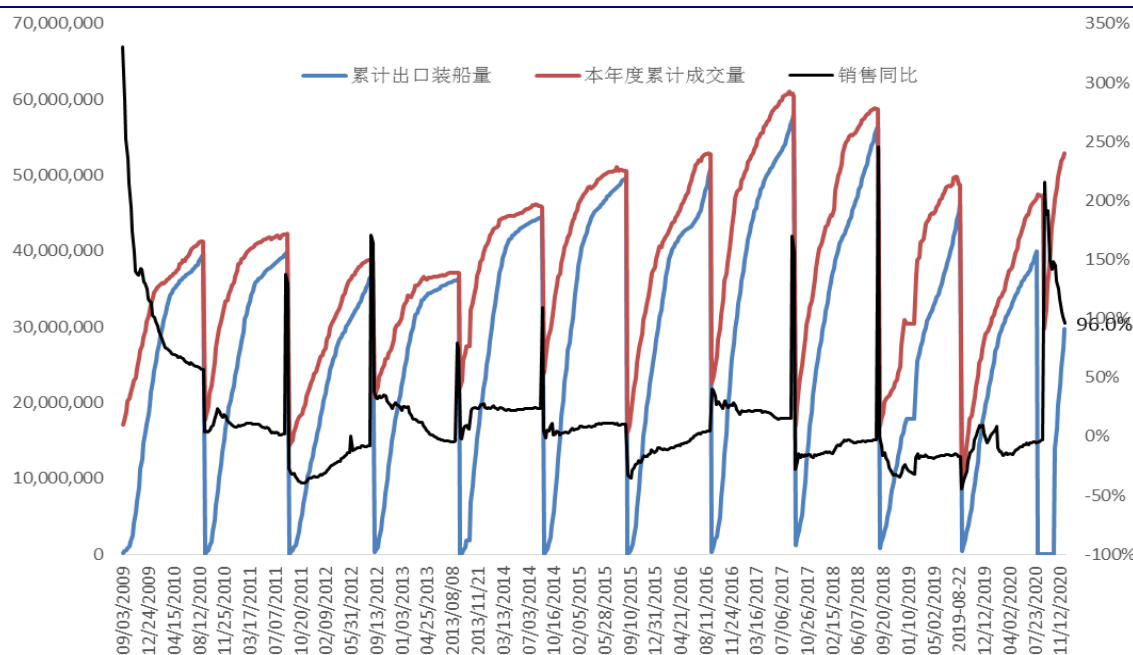
图 3：我国进口美国大豆数量(万吨)



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

美国大豆的销售方面，2018 年以来中国进口美国大豆的关税大幅提高，使得美国大豆在与南美大豆的出口竞争中缺乏优势，导致美国大豆销售数据大幅放缓。2019 年 9 月以后，中国政府逐步放开了对美国大豆的采购，使得美国大豆的出口大幅增加。如图 4 所示，截止 12 月 3 日，美国大豆的出口订单同比增加了 96%，达到 5290 万吨。随着中美贸易争端的缓解，中国企业进口美国大豆的数量可能会继续增加，从而有利于美国大豆的消化。

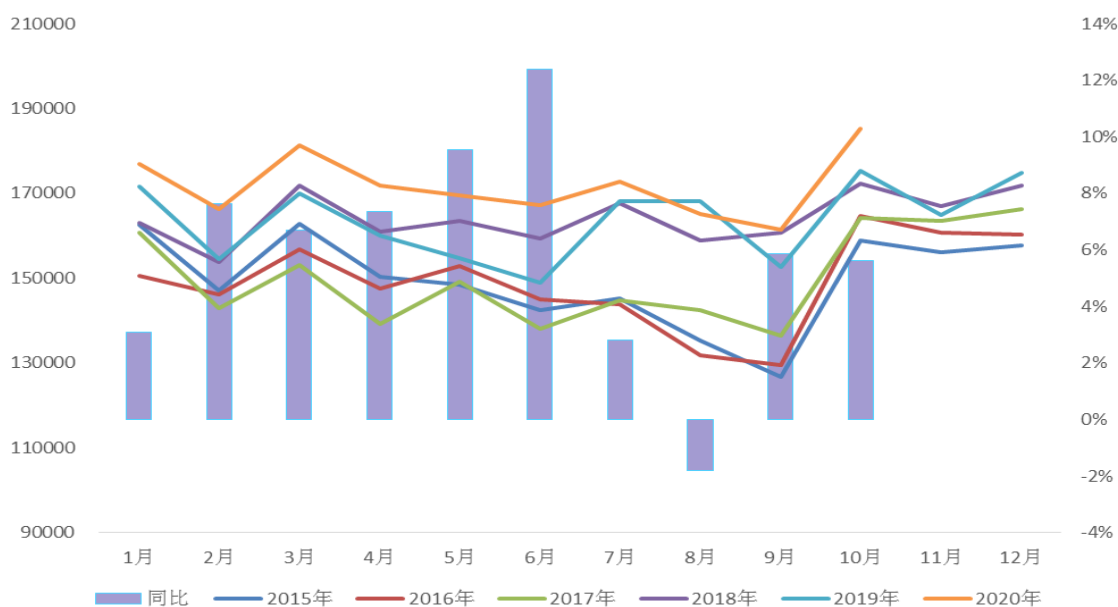
图 4：美国大豆销售（吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

压榨方面，美国国内大豆的压榨数量维持高位。如图 5 所示，美国大豆的压榨量持续维持高位水平，但由于去年基数较高，导致今年压榨增幅放缓。2020 年 10 月，美国大豆压榨量同比大幅增加 6%。总体来看，美国国内大豆需求旺盛，大豆压榨量维持高位。

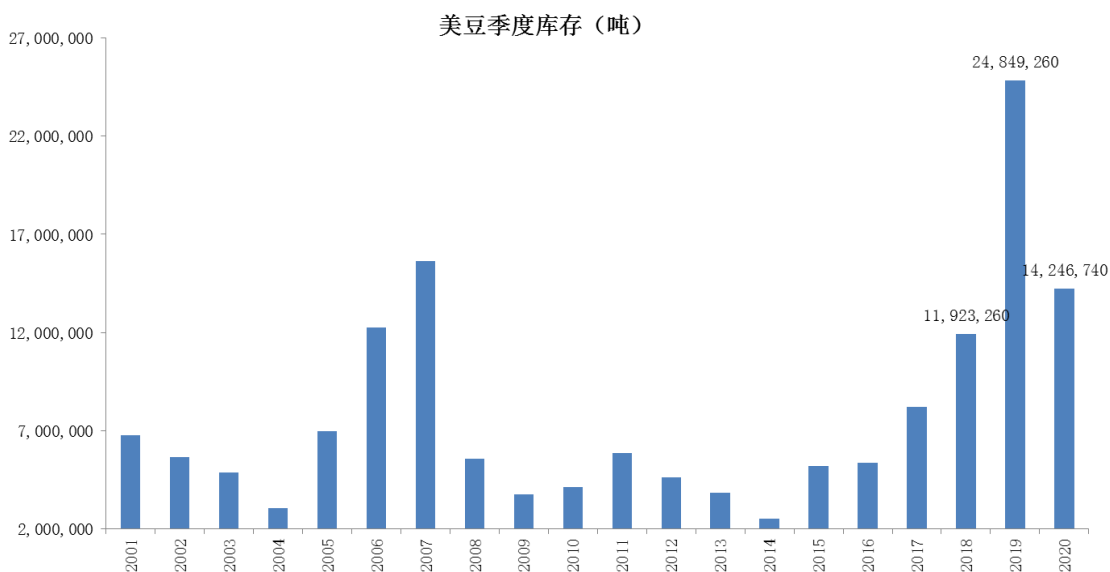
图 5：美国大豆压榨量（千蒲式耳）



数据来源：NOPA、兴证期货研发部

库存方面，截止到 9 月 1 日，美国大豆的季度库存下降至 1425 万吨，回到历史同期的库存区间水平，比去年同期的 2485 万吨减少 1060 万吨。

图 6：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

自 2014 年以来，美国大豆的库存水平不断增加，充裕的库存将给价格带来一定压力。但由于今年全球需求向好，尤其是中国需求大幅增加，使得美国大豆的供求改善，库存逐步进入到常态水平。

综合供求方面信息，2020/21 年度美国大豆产量大幅增加，但由于需求增幅更大，使得美国大豆由供求平衡转向紧平衡状态，美国大豆的库存将逐步下降，给美国大豆价格带来支撑。中美贸易争端缓和，中国对美国大豆的采购可能会继续增加，从而带动美国大豆价格走高。2021 年，美国大豆的种植面积取决于美豆种植收益比较，我们认为种植面积提高的概率更大。

## 2.巴西大豆基本面

美国农业部预期 2020/21 年度，巴西大豆的收割面积达到 3860 万公顷，较 2019/20 年度的 3690 万公顷增加 170 万公顷；在趋势单产预期下，巴西大豆的产量可能达到 1.33 亿吨。巴西大豆的种植面积已经远超过美国，产量超越美国，成为全球大豆产量最大的国家。

最近几年，巴西大豆的种植收益远远高于其他农作物，导致巴西大豆种植面积不断增加。在巴西大豆的种植周期内，巴西大豆出口数量增加且出口价格维持高位。巴西农户在种植收益较好的情况下，继续增加大豆种植面积。如下图 7 所示，在巴西大豆种植的 10—12 月期间，CBOT 大豆期货价格维持震荡偏强，大豆销售的升水维持在 200 美分/蒲式耳以上的水平，保证了巴西大豆种植的收益维持高位。因此，农民会大幅提高大豆的种植面积。

图 7：巴西大豆升贴水报价（美分/蒲式耳）

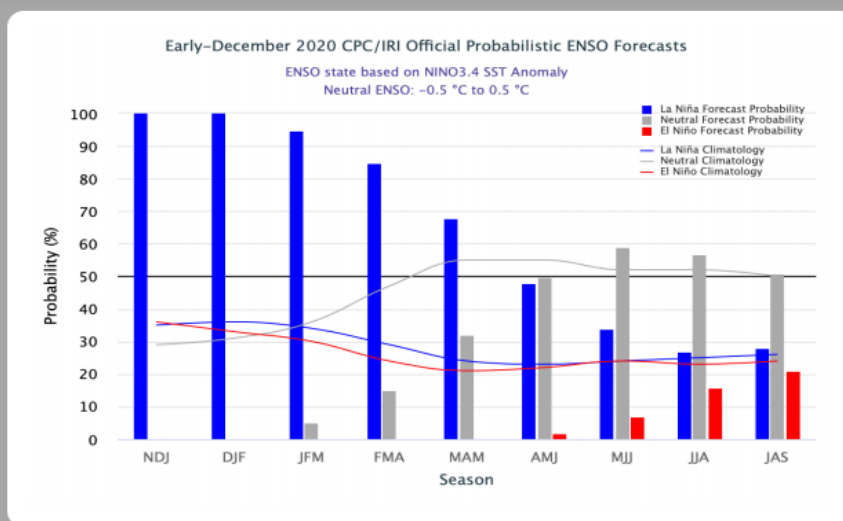


数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

从气候情况看，2021 年夏季以前，全球维持拉尼娜气候的概率比较大，这意味着在南美大豆的生长、收获期内，遇到极端天气的概率大幅增加。从图 8 可以看到，2021 年夏季前，全球持续拉尼娜气候的概率超过 65%，不利于大豆的种植和生长，未来南美大豆的产量可能低于预期。

图 8：全球气候情况

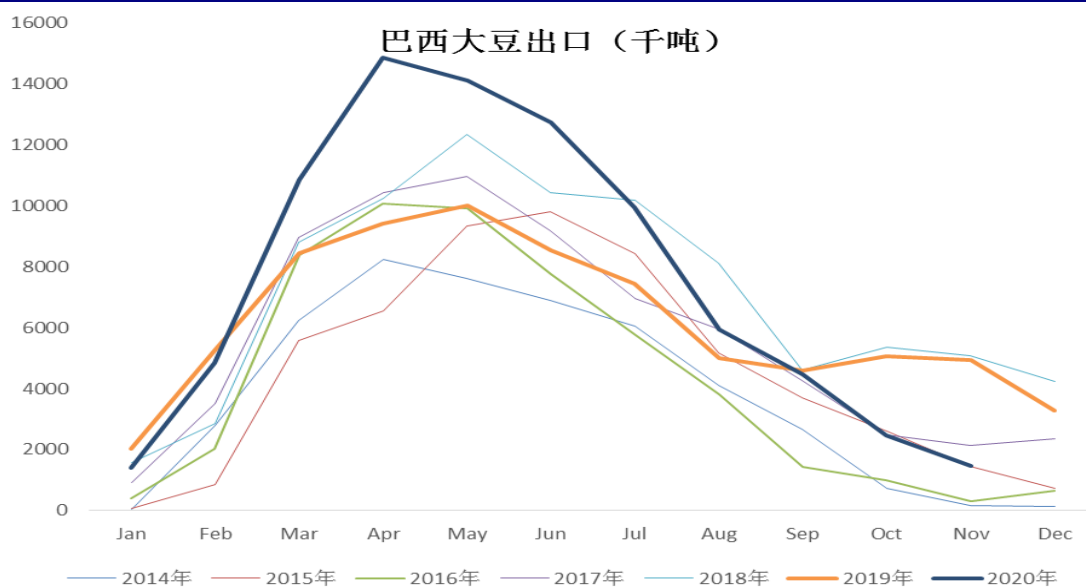
The chances of La Niña are greater than 95% through January-March 2021, with a ~65% chance of continuing through March-May 2021.



数据来源：NOAA、兴证期货研发部

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

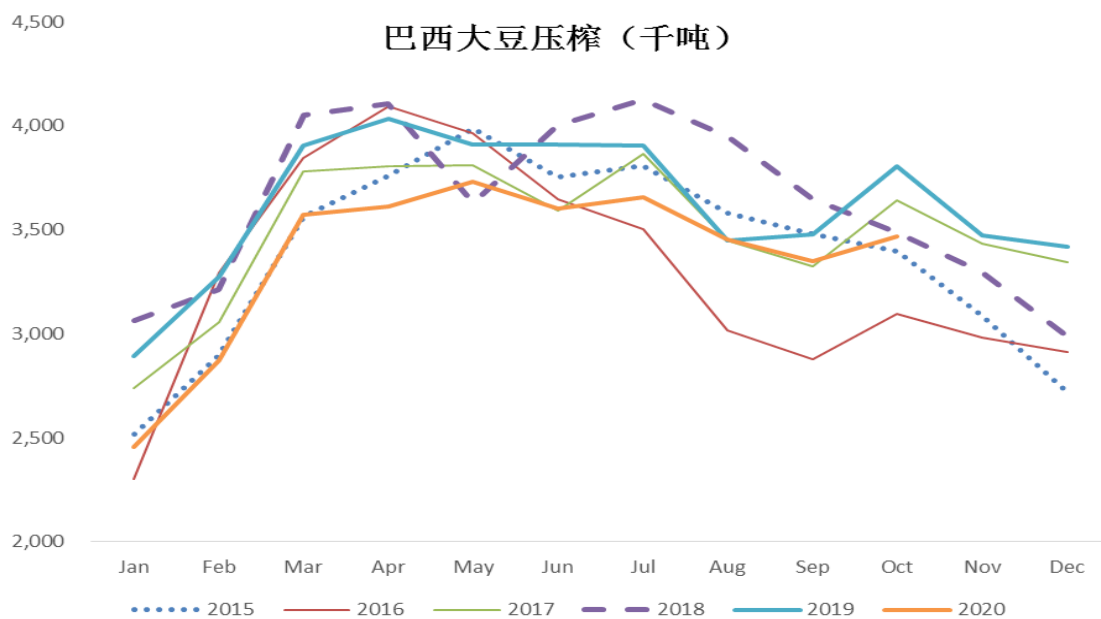
图 9：巴西大豆月度出口量（千吨）



数据来源：Abiove、兴证期货研发部

如图 9 所示，2020 年巴西大豆的出口数据维持高位。3 月以后，中国进口数量维持高位，导致巴西大豆出口数量大幅增加。中美贸易争端使得中国进口美国大豆数量维持低位，进口巴西大豆数量大幅增加。2018 年前 11 个月，巴西大豆出口量达到 7963 万吨，2019 年同期出口量为 7114 万吨，2020 年出口量达到 8311 万吨，较 2019 年增加了 16.8%，创出历史最值。

图 10: 巴西大豆压榨量 (千吨)

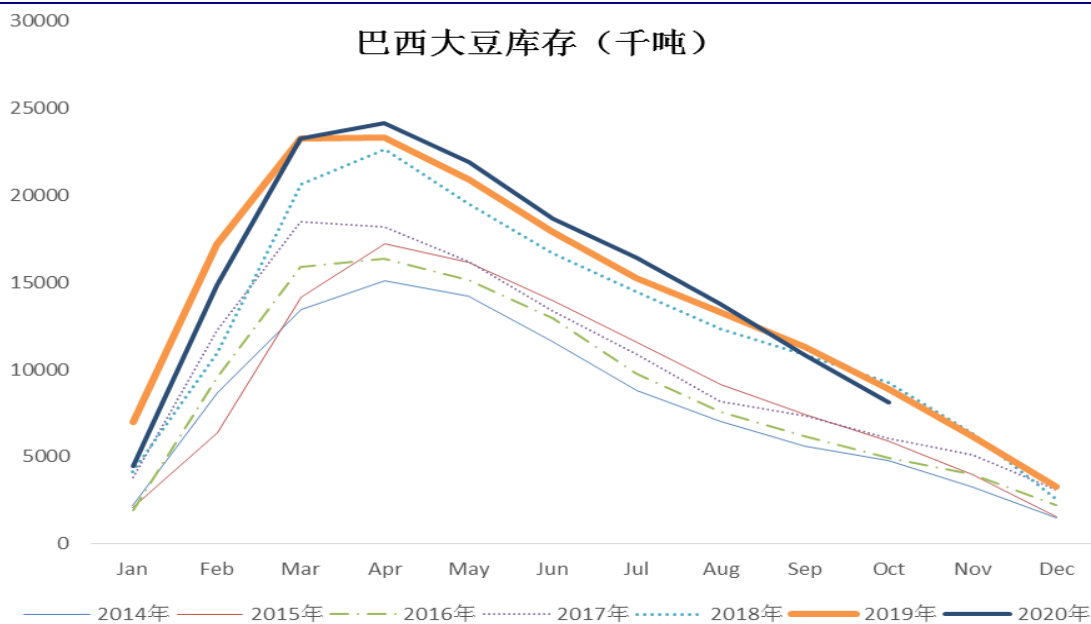


数据来源: Abiove、兴证期货研发部

压榨方面, 巴西大豆的价格相对较高, 抑制了巴西国内大豆的压榨需求。如图 10 所示, 今年巴西大豆的压榨量持续低于去年同期水平。2020 年前 10 个月, 巴西大豆压榨量为 3376 万吨, 低于去年同期的 3656 万吨, 同比压榨量下降了 7.7%。在出口旺盛、价格偏高的情况下, 巴西大豆的压榨数量偏低的状态将会持续。

2019/20 年度巴西丰产, 但随着大量的出口, 大豆库存下降的速度很快。

图 11: 巴西大豆库存 (千吨)



数据来源: Abiove、兴证期货研发部



综合巴西的供求情况，我们认为 2020 年巴西大豆销售仍旧从中美贸易摩擦中获益。巴西大豆丰产，但中国贸易商采购积极，使得巴西的大豆库存迅速下降，大豆销售价格也维持高位，农民获得丰厚的回报。2021 年，中美贸易摩擦可能缓和，中国可能大量采购美国大豆，对巴西大豆的采购数量出现一定下滑；但由于天气影响，巴西大豆的产量可能低于市场预期给大豆价格带来支撑。

### 3. 阿根廷大豆基本面

供应方面，阿根廷是全球第三位的大豆生产国，但由于阿根廷国内压榨行业产能较大，大豆压榨量偏高，导致阿根廷可供出口的大豆数量远远低于美国和巴西。阿根廷大豆的出口量持续低于 1000 万吨。2019/20 年度，阿根廷大豆出现减产，仅仅为 4880 万吨，比去年的 5530 万吨大幅下降 650 万吨。阿根廷大豆价格维持偏高水平，农户的种植收益理想，预期 2020/21 年度，阿根廷大豆的收割面积可能维持 1670 万公顷，与去年持平。阿根廷将大豆、豆油和豆粕的出口税率维持在较高的水平，制约了大豆的出口。由于大豆及其制品出口关税的影响，农户获得的销售收益将被压缩，可能会抑制农户种植大豆的积极性。

需求方面，2010 年以来，阿根廷大豆的净出口量维持在 800 万吨左右；大豆的压榨量从 3300 万吨大幅提高到超过 4000 万吨，导致本国大豆的出口量几无变化。2018/19 年度，由于大豆产量大幅增加，阿根廷大豆的净出口量为 270 万吨。2019/20 年度，阿根廷大豆的产量下滑，但大豆出口量增加，净出口量为 509 万吨。根据美国农业部的预测，2020/21 年度，阿根廷大豆净出口量 300 万吨，维持较低水平。

压榨方面，2019/20 年阿根廷国内大豆的压榨数据大幅下滑，为 3876 万吨。根据美国农业部的预估，2020/21 年度，阿根廷大豆的压榨量达到 3900 万吨。出口关税方面阿根廷大豆及其产品出口关税维持高位，由于大豆及其制品的出口关税要远高于玉米和小麦等农作物，限制了阿根廷农户获得的收益，不利于农户提高大豆的种植面积。

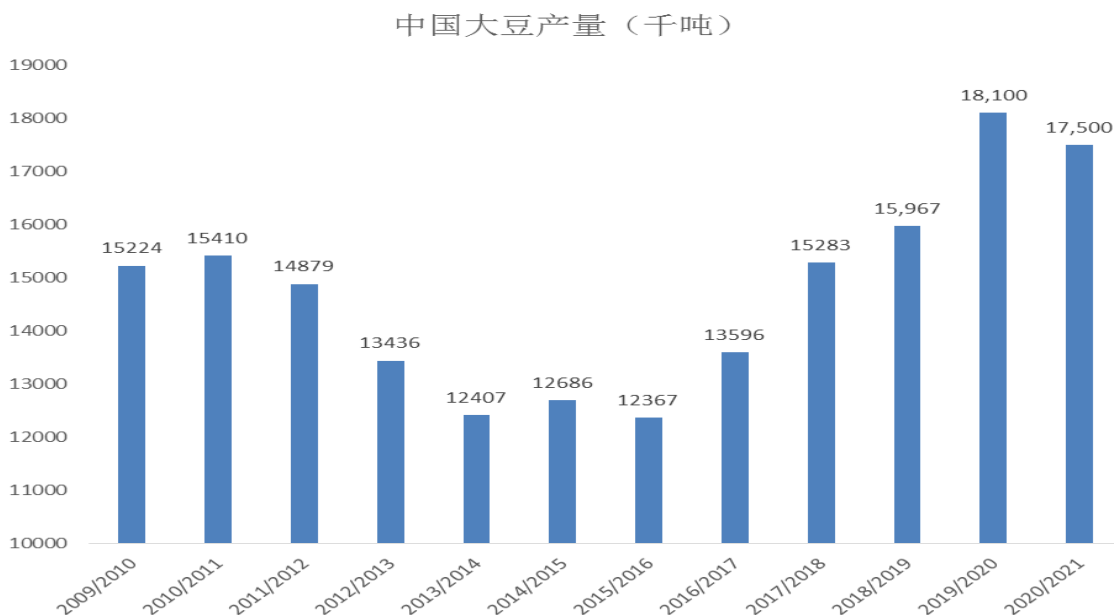
### 4. 中国大豆基本面

通常情况下，我国大豆的产量维持在 1000—1800 万吨区间。我国国内大豆是非转基因大豆，单产相对偏低，种植成本相对较高。国产大豆的出油率低于国外的转基因大豆，主产区黑龙江大豆销往沿海的运输成本偏高，国产大豆在压榨方面的竞争力要低于进口大豆。国产大豆主要用于高蛋白食品豆，当然也有部分民营小型企业主打非转基因的健康品牌，压榨销售非转基因豆油。整体来看，国产大豆的竞争力不足。

供应方面，受农业供给侧改革、中美贸易争端的影响，在政府的支持和鼓励下，我国大豆的种植面积持续增加，大豆产量也稳步增加。补贴方面，2018 年黑龙江省玉米和大豆生产者补贴标准分别为 25 元/亩 和 320 元/亩；2019 年黑龙江省玉米和大豆的种植补贴标准分别为 30 元/亩 和 255 元/亩。2020 年黑龙江省玉米和大豆的种植补贴标准分别为 38 元/亩 和 238 元/亩。大豆的生产者补贴仍旧远远高于玉米，吸引农户扩大大豆的种植面积，国内大豆产量维持高位。

如图 12 是美国农业部预测国内大豆的产量趋势。2020/21 年度，国内大豆种植面积维持历史高位，但受天气影响，单产有所下降，大豆的产量也出现下滑，为 1750 万吨，低于去年的历史高点 1810 万吨。

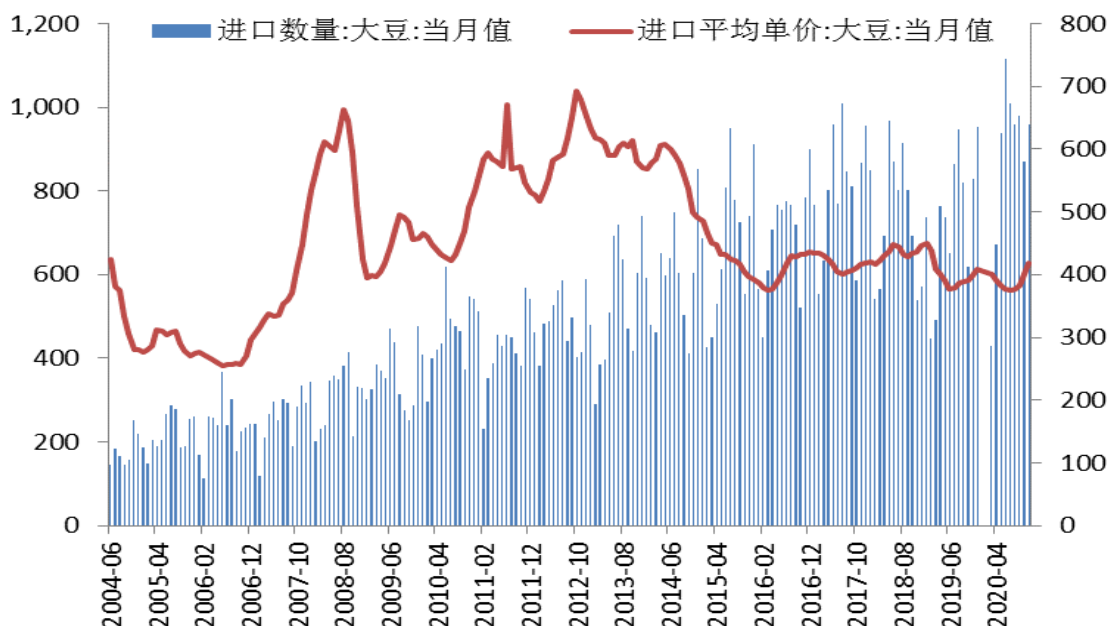
图 12: 中国大豆产量 (万吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

我国是大豆消费量最大的国家,国内大豆的进口和压榨量持续增加。受非洲猪瘟的影响,2018/19 年度,我国豆粕的需求量大幅减少,导致大豆的进口量和压榨量出现下降。2019/20 年度,随着肉蛋禽对饲料需求的大幅增加以及生猪行业的恢复,养殖行业对豆粕的需求量增加超出市场预期,我国大豆的进口量和压榨量创出历史新高。图 13 是我国大豆进口的月度走势。大豆的进口月度数据远高于市场的预期。

图 13: 中国大豆进口量 (万吨、美元/吨)

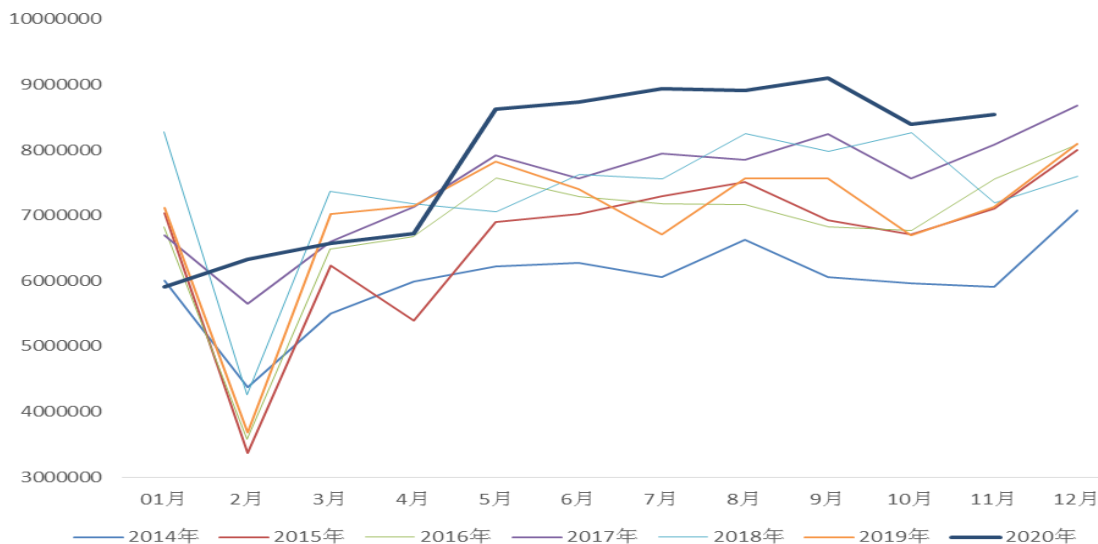


数据来源: Wind、兴证期货研发部

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

大豆又主要以豆粕的需求为主。后非洲猪瘟时期，下游养殖行业持续恢复，对豆粕的需求量不断增加，使得我国大豆的压榨量走高。我们认为养殖行业的恢复还将持续，因此国内大豆的压榨和需求量可能会持续增加。

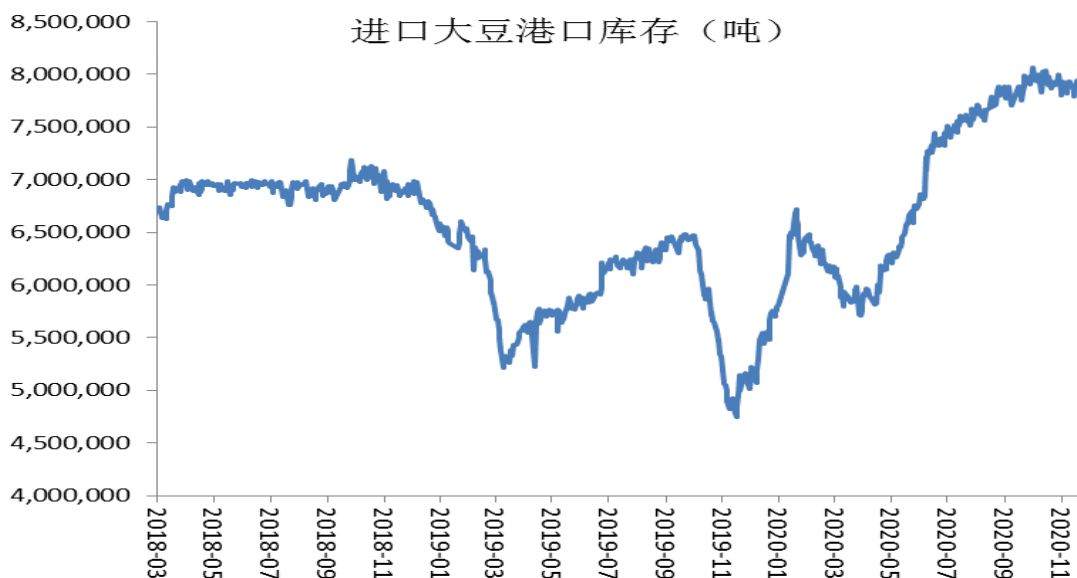
图 14: 大豆压榨量 (吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

库存方面，国内大豆库存持续增加。一方面，由于进口量远超预期，压榨企业大豆库存大幅增加；另一方面，受 2020 年年初“断豆”风波影响，企业备货意愿明显增加。如图 15 所示，我国沿海大豆库存上升到 793 万吨的高位水平。

图 15: 港口大豆库存 (吨)



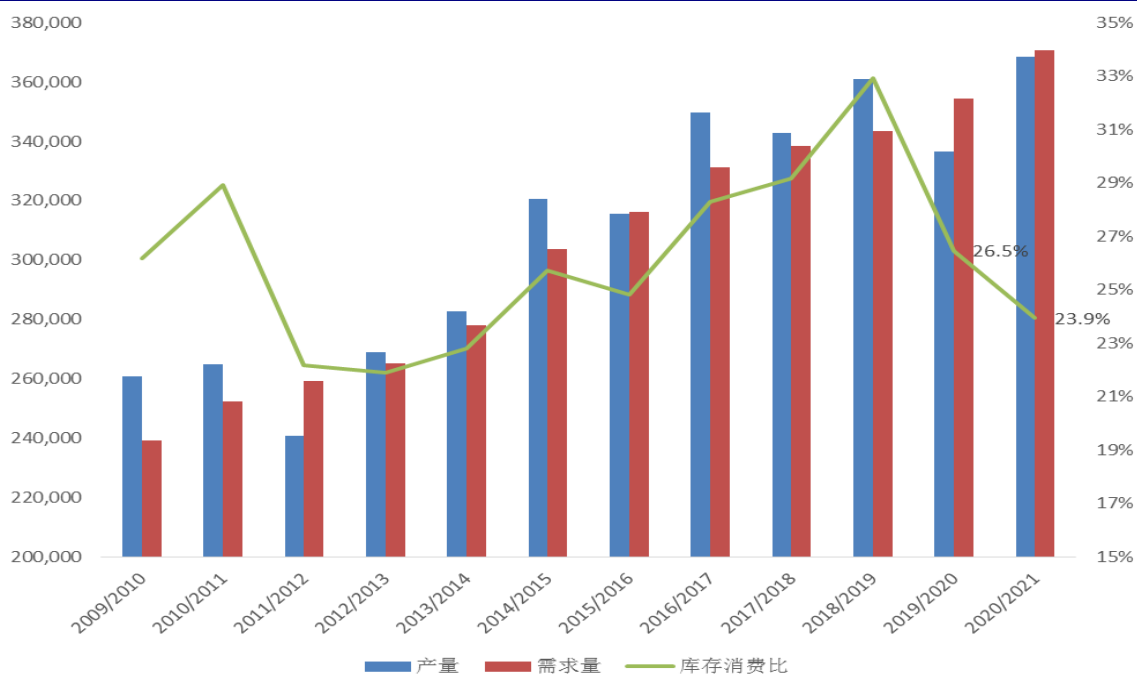
数据来源: Wind、兴证期货研发部

综合来看，国产大豆的产量对价格影响不大；进口大豆的成本低、进口量大，对豆油、豆粕价格走势起决定性影响。后非洲猪瘟时期，下游养殖行业恢复对豆粕需求大幅增加，大豆的进口量和压榨量大幅增长。由于生猪养殖行业仍将持续，我们认为国内养殖业对豆粕的需求将维持旺盛，有利于国内大豆的压榨和消费。

## 5.全球大豆供求分析

从前述分析看，2020/21 年度，美国大豆恢复性增产，南美大豆预期小幅增产，全球大豆供应增加。巴西和阿根廷大豆价格维持高位，农民选择种植大豆的积极性增加，大豆种植面积提高。但由于拉尼娜气候的影响，预期南美大豆的产量将低于市场预期，需要持续关注。如图 16 所示，2020/21 年度，全球大豆供求出现较大缺口，库存消费比大幅下降，有利于大豆价格的走高。

图 16: 全球大豆供求及库消比 (千吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

消费方面，后非洲猪瘟时期，全球养殖行业对豆粕的需求不断增加，对大豆的消费利多。中美贸易争端有所缓解，有利于大豆的贸易流通，对大豆价格利多，但中美贸易谈判可能经历曲折，导致大豆价格大幅波动。综合全球情况，我们认为，全球大豆供应略增、需求稳定增长，供求维持紧平衡状态，利于大豆价格走高。

# 豆粕：节后需求复苏走强

## 1. 豆粕行情回顾

图 17：豆粕指数走势



数据来源:博弈大师、兴证期货研发部

如图 17 豆粕指数合约走势所示，2020 年豆粕价格行情可以分为三个阶段：第一阶段为年初到 2 月，豆粕受需求利空影响，价格震荡偏弱；第二阶段从 3 月持续到 7 月，豆粕受“断豆”风波影响价格出现大幅反弹，维持宽幅偏强震荡行情。第三阶段，下半年养殖业对豆粕需求大幅增加，加上美国大豆出现减产导致大豆价格上涨，中国进口美国大豆数量增加，外盘进口成本大幅走高导致豆粕价格震荡走高并维持高位。

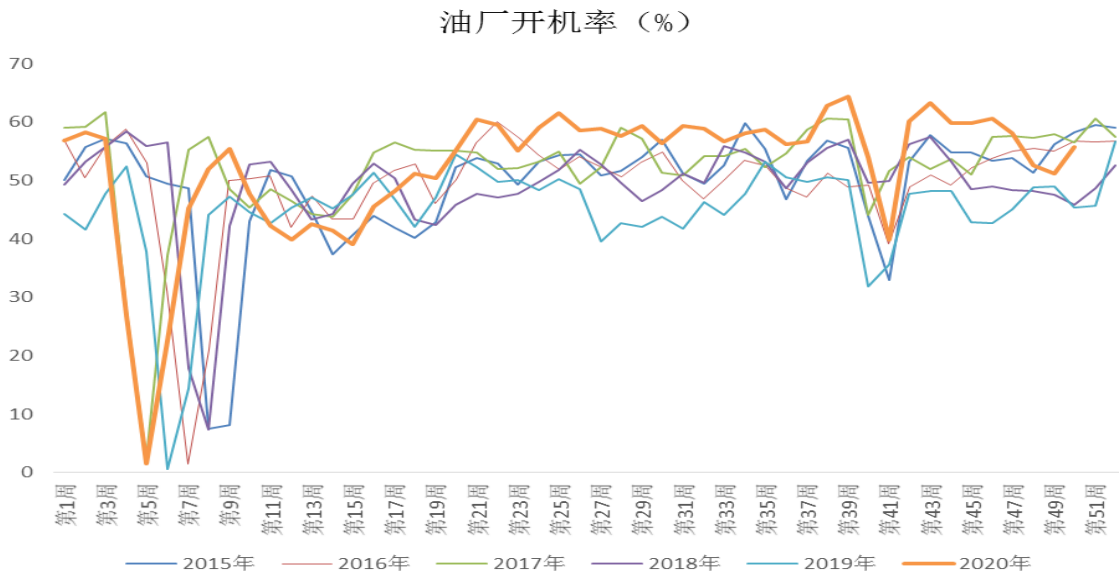
## 2. 豆粕基本面分析

### 2.1 豆粕的供应分析

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

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

图 18: 压榨企业开工率 (%)

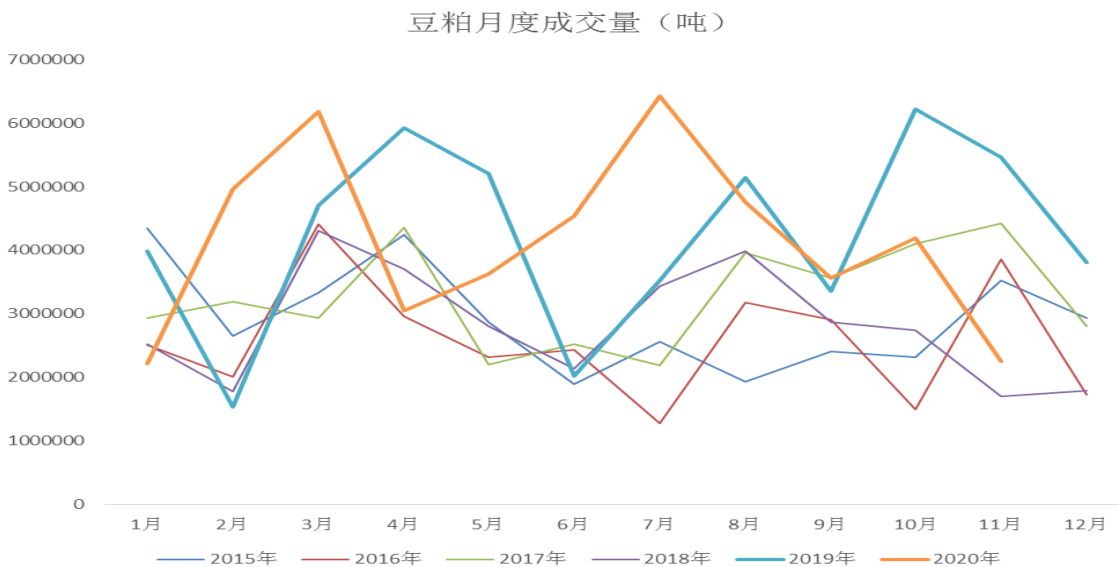


数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

如图 18 所示, 我国压榨企业的开工率走势。整体来看, 2020 年 4 月以来, 受豆粕消费增加, 油厂大幅提高大豆压榨的开工率, 豆粕供应量出现大幅增加。由于国内豆粕、豆油价格上涨, 油厂利润大幅走高。2020 年年底, 养殖行业需求放缓, 豆粕价格震荡转弱, 油厂的开机率出现下滑。春节前后, 体重较大的生猪逐步出栏, 对豆粕和饲料的需求将逐步下滑, 豆粕的消费需求将季节性萎缩, 制约油厂开机率的上升。

从市场成交的情况看, 2020 年我国豆粕的成交量维持较高的水平, 但波动幅度较大, 我们认为这主要是因为肉蛋禽的存栏处于高位, 生猪存栏在快速恢复, 使得豆粕需求大幅提高。

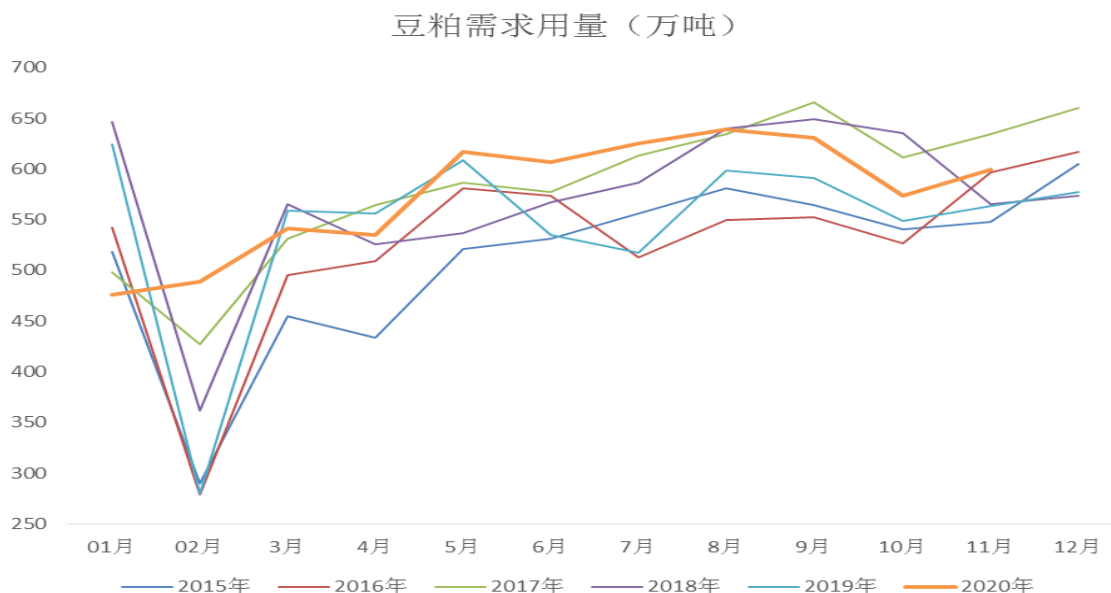
图 19: 全国部分地区豆粕成交量 (吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

2020 年以来，国内豆粕的月度需求量基本处于近几年的中值以上水平。由于养殖行业迅速恢复，尤其是生猪养殖行业恢复较快，豆粕的需求量出现增加。后非洲猪瘟时代，我国生猪行业仍将维持恢复状态，豆粕需求增加的状态还将持续，对豆粕价格利多。

图 20：豆粕需求量（万吨）



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

如图 21 为我国豆粕库存。从图看，自 2020 年 3 月以来，国内豆粕的库存量由最低的 14 万吨大幅上升到 100 万吨以上的水平。由于养殖行业需求恢复，豆粕的常备库存增加。

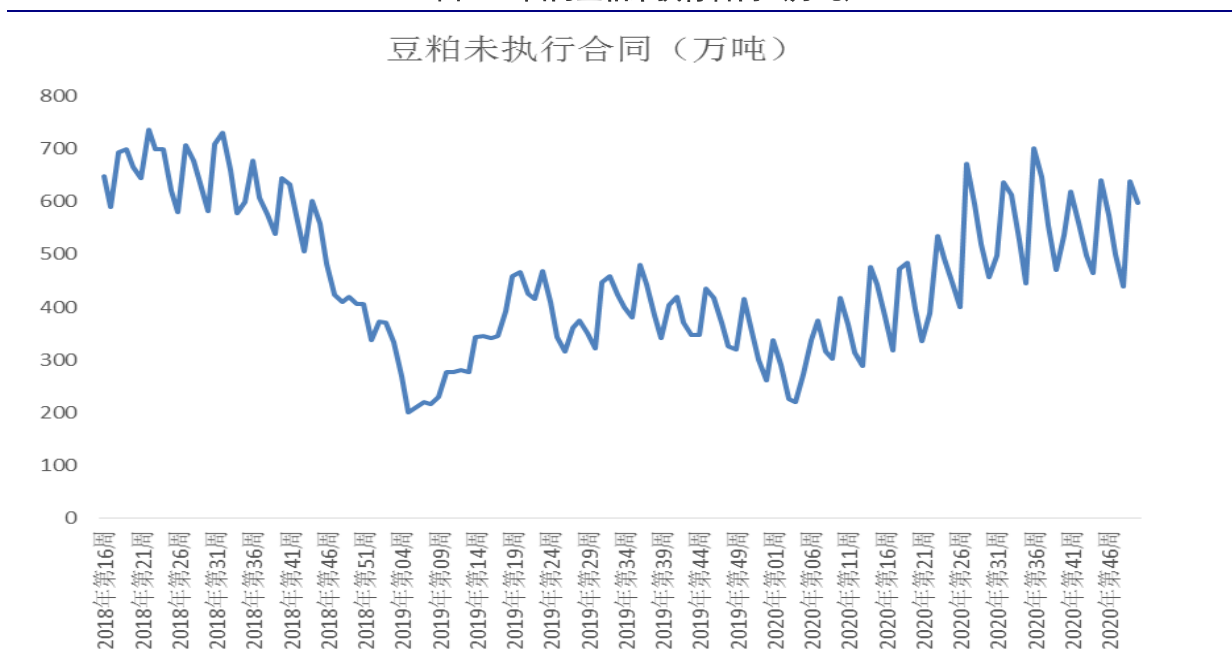
图 21：国内豆粕库存走势（万吨）



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

国内豆粕未执行合同已经由年初最低的 220 万吨大幅提高到了 600 万吨，说明下游对豆粕的远期采购热情较高。

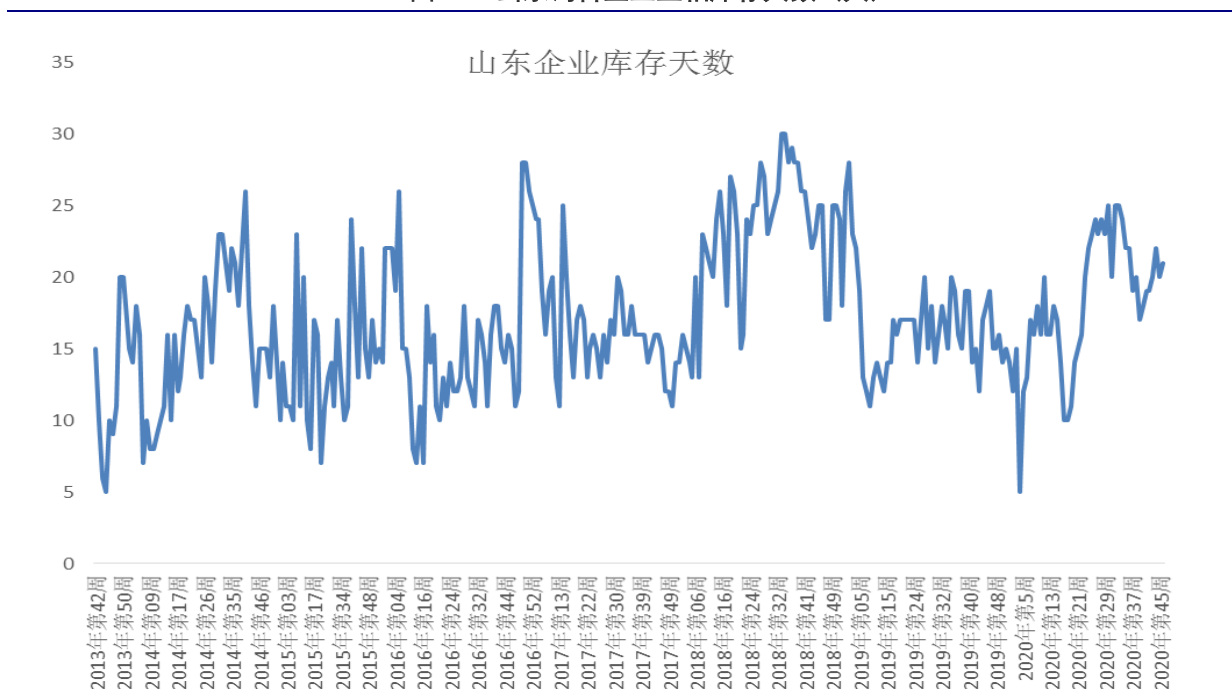
图 22：国内豆粕未执行合同（万吨）



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

如图 23 为山东地区饲料企业豆粕库存天数。可以看到，豆粕库存天数由最低的 10 天提高到 21 天，说明饲料企业对豆粕需求增加，并囤积了较高的库存。

图 23：山东饲料企业豆粕库存天数（天）



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部



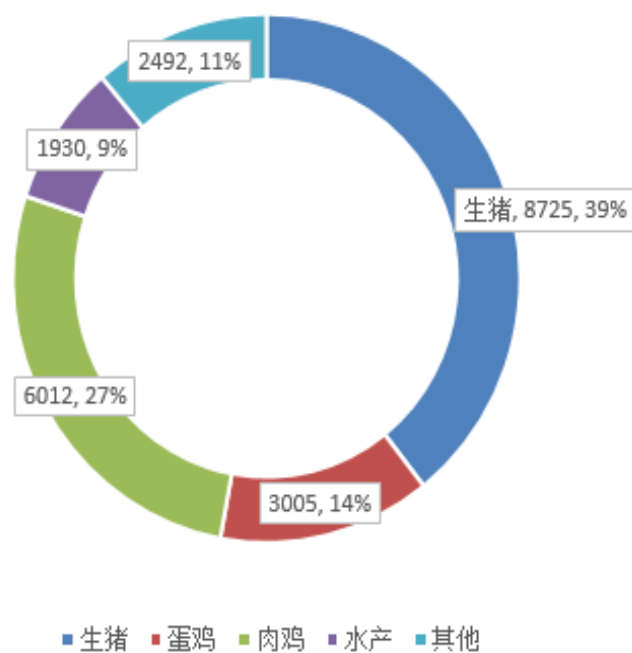
综合来看，后非洲猪瘟时代，养殖行业迅速恢复，对豆粕需求大幅增加，导致油厂开机率维持正常偏高的水平，豆粕的压榨供应量和成交量维持高位，豆粕市场呈现供需两旺的状态。

## 2.2 豆粕的需求分析

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

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

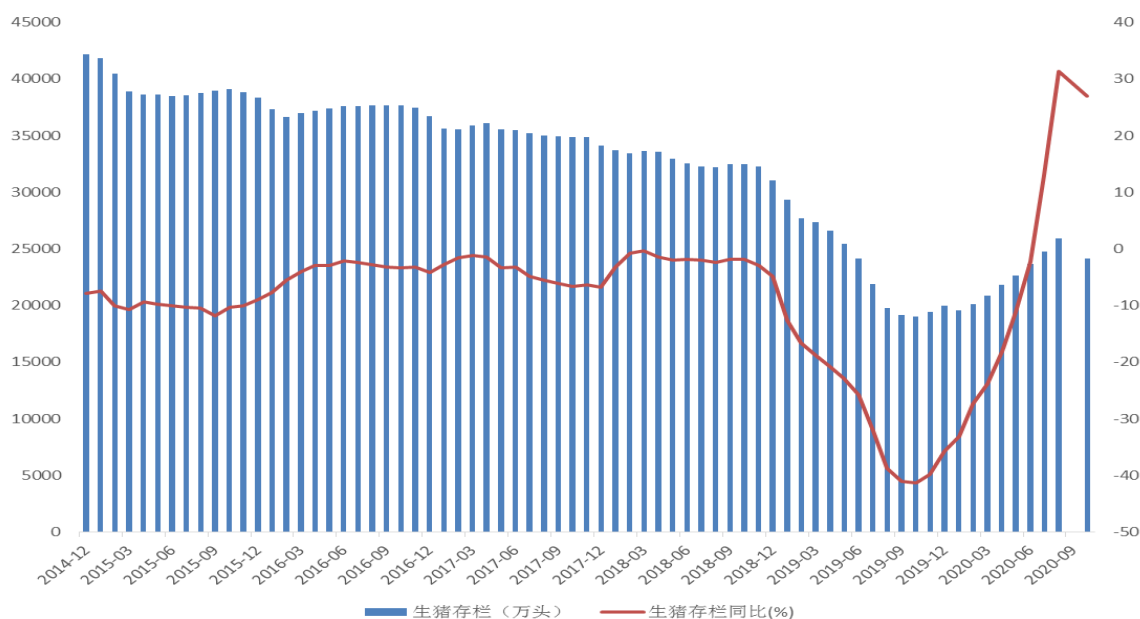
图 24：2016 年全国饲料产量（万吨）



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

首先，分析生猪行业情况。2018 年 8 月，第一起非洲猪瘟在我国辽宁发生，至 2018 年年底已经席卷我国华北、东北主要的生猪养殖大省，使我国生猪存栏损失严重。2019 年全国养猪大省受到非洲猪瘟的影响，生猪存栏和能繁母存栏数量大幅萎缩。2019 年 10 月开始，全国生猪存栏持续恢复。图 25 生猪存栏走势，显示生猪的存栏量持续走高，月度同比超过 30%。生猪存栏量的大幅增加，必然提高对豆粕的需求。

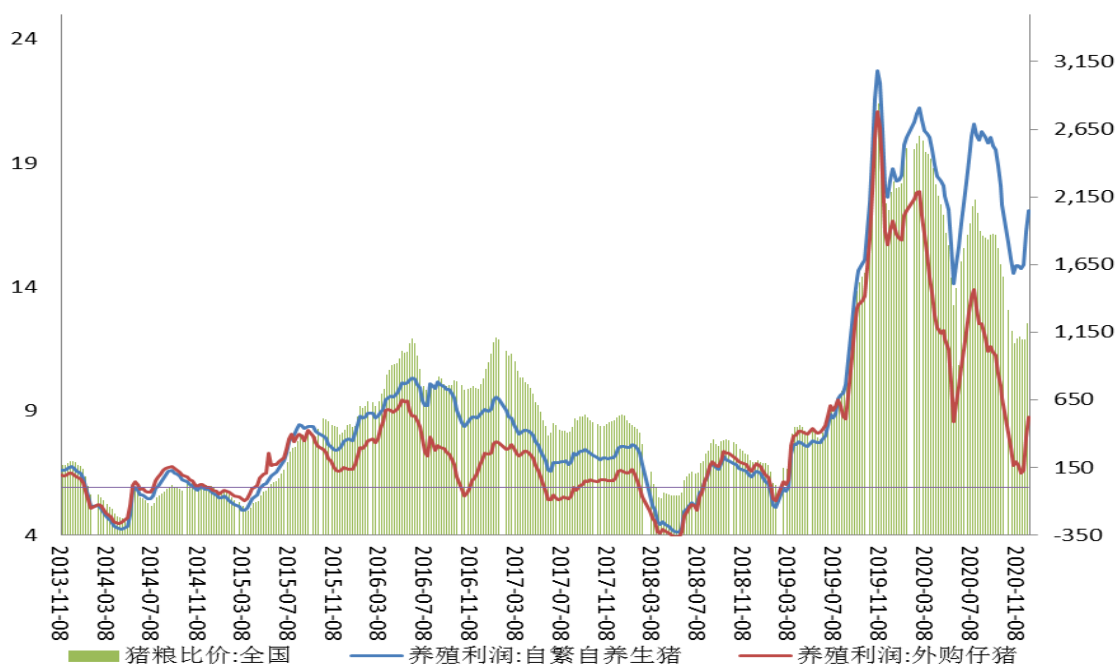
图 25: 生猪存栏量 (万头)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

如图 26 所示, 我国生猪养殖利润仍旧维持较高水平。

图 26: 生猪养殖利润 (元/头)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

我国生猪养殖利润已经远远超出历史的最高利润水平, 生猪养殖进入暴利时期。但由于生猪存栏增速不快, 且非洲猪瘟对行业造成的风险仍旧较大, 未来生猪存栏规模恢复速度仍旧偏低, 养殖利润维持高位的状态将持续。

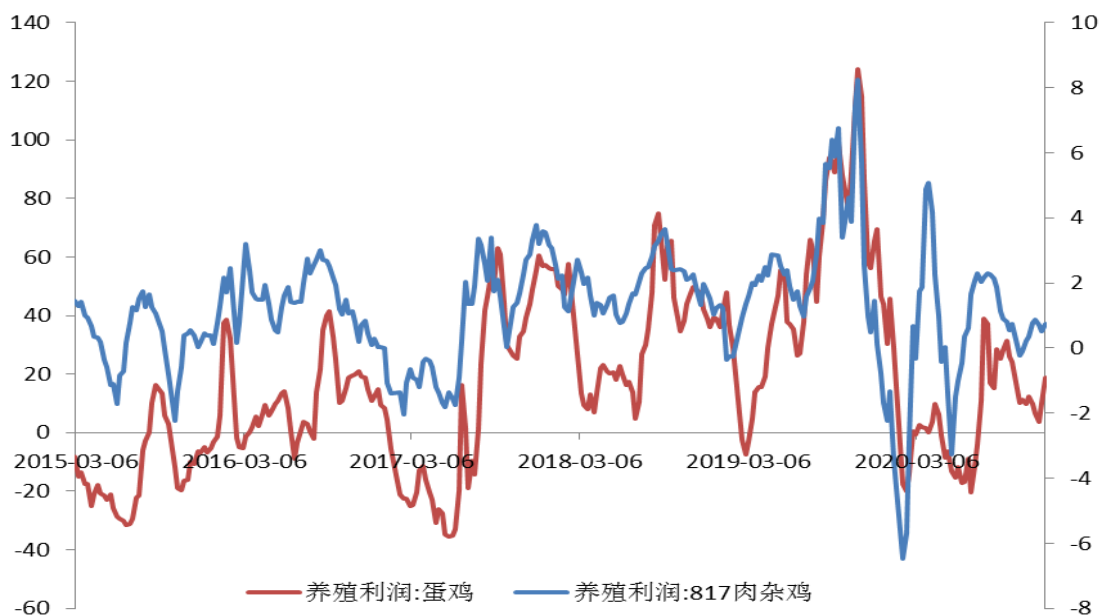
图 27: 仔猪出售毛利 (元/头)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

如图 27 所示, 仔猪的出售毛利维持历史高位。由于仔猪价格高企, 变相大幅提高了生猪养殖的成本, 小企业和散户购买仔猪的热情相对较低。而大企业和集团公司的资本实力雄厚, 抗风险能力强, 仍旧在积极的补充仔猪或能繁母猪的存栏, 未来大企业生猪存栏和出栏的数量仍会大幅增加。整体全国生猪存栏的将继续增加, 有利于对豆粕的需求。

图 28: 肉蛋禽养殖利润 (元/只)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

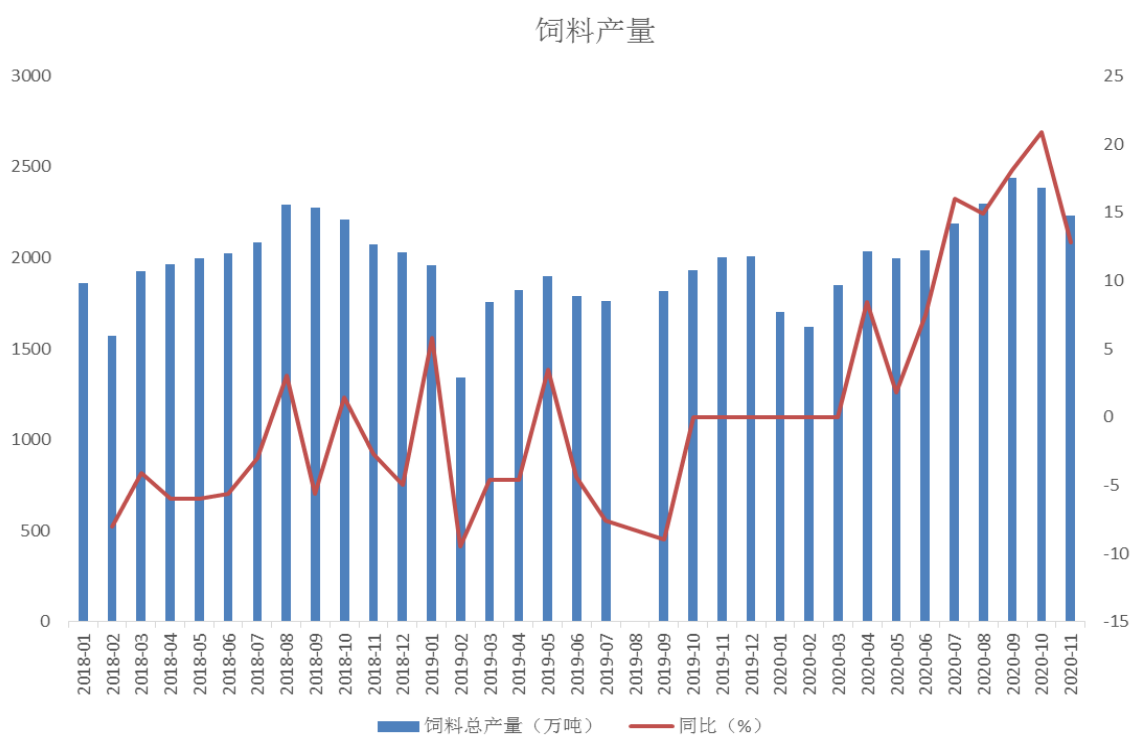
从肉蛋禽的情况看，2018年全国肉蛋鸡的存栏量处于历史偏低的位置。随着行业补栏数量的增加，肉蛋鸡存栏量逐步增加。2019年，非洲猪瘟导致猪肉供求缺口巨大，价格大幅上涨，带动肉禽、蛋禽价格大幅走高，肉蛋禽养殖利润高企，肉蛋禽养殖量大幅提高。2020年，肉蛋禽存栏持续维持高位，对豆粕和饲料的需求旺盛。

我国肉蛋鸡养殖利润维持正常水平。2020年春节以后，肉鸡价格和鸡蛋价格大幅波动，养殖利润出现下滑。目前，鸡蛋和鸡肉的存栏处于偏高水平，对豆粕的需求仍旧偏高。未来猪肉供应维持低位的情况下，鸡肉和鸡蛋的替代作用仍将持续，肉鸡和蛋鸡的存栏数量将维持偏高状态，但增幅相对有限，整体肉蛋禽行业对豆粕的消费需求维持高位。

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

从饲料产量看，2020年以来，饲料产量的持续增加，9月饲料产量创出历史新高，显示出饲料需求的大幅增加的局面。

图 29：饲料产量累计同比 (%)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

综合养殖情况看，生猪养殖行业逐步恢复，后非洲猪瘟时代，生猪和能繁母猪存栏的增加对豆粕的需求利好。肉蛋禽养殖维持正常的利润，肉鸡和蛋鸡的存栏维持高位，但增幅可能放缓。水产养殖受季节性因素影响，在夏季到来之前对蛋白粕需求下降，不利于豆粕的需求。

图 30: 豆粕出口量 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

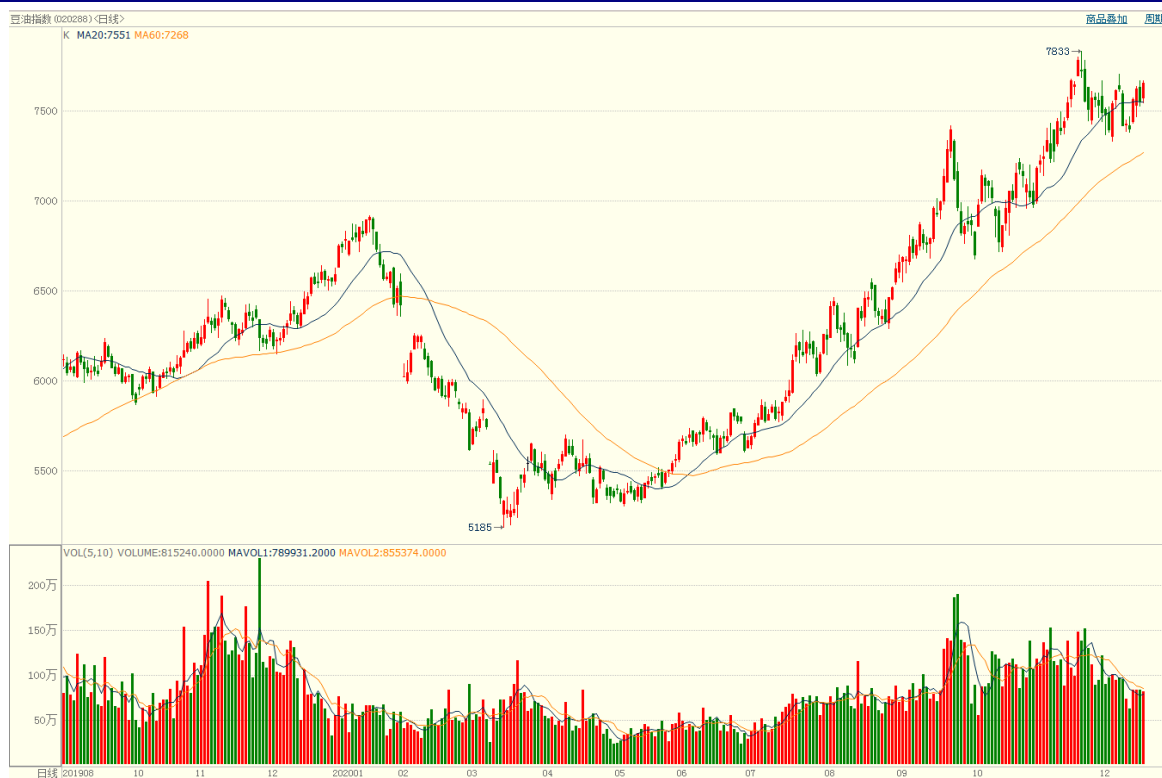
豆粕的出口比重不大，但数量波动较大。如图 30 所示，2020 年以来，我国豆粕的出口量处于偏低的水平。

综合豆粕供求分析，我们认为国内豆粕的需求受生猪存栏恢复的影响出现大幅增加；2021 年，我国生猪的存栏数量仍处于恢复的状态，对豆粕的需求还将增加。肉蛋禽的存栏维持历史高位，但增幅放缓，对豆粕需求的增长贡献不大。整体养殖行业对豆粕的需求将继续增加。2021 年豆粕价格将会震荡偏强。

# 豆油：需求旺盛，价格走高

## 1.豆油行情回顾

图 31：豆油指数走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图豆油指数走势，2020年上半年豆油价格震荡走低，由6800元/吨最低下探至5200元/吨，随后保持近三个月低位区间震荡行情；7月以后，受全球大豆价格上涨带动，豆油的进口成本走高，豆油价格震荡上行。年末是豆油的消费旺季，在减产预期的影响下，春节前后，豆油价格仍将震荡走高。

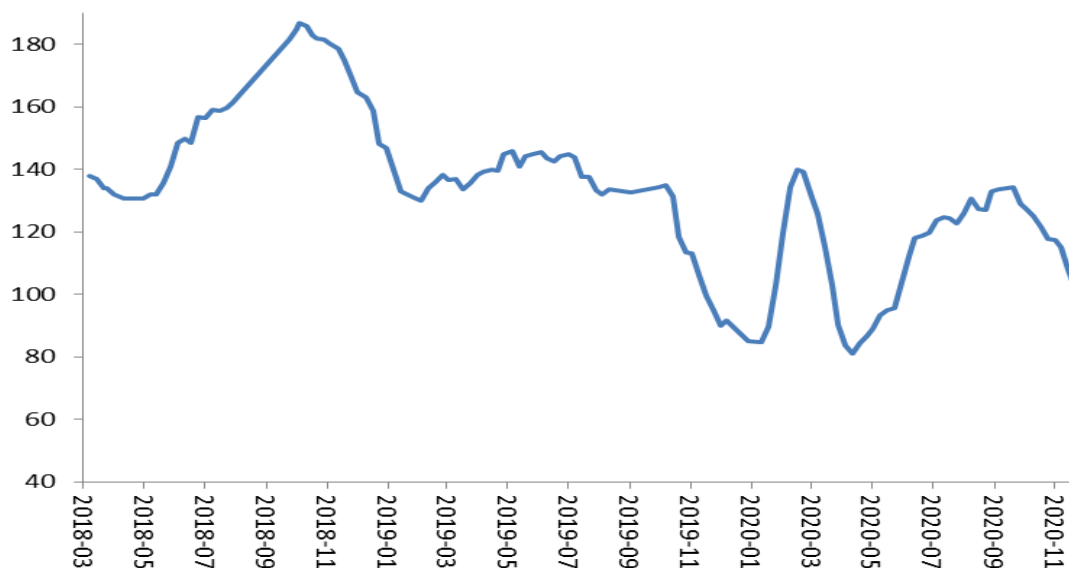
## 2.豆油基本面分析

### 2.1 豆油的供应分析

从国内的情况来看，近年来国内豆油的月度进出口量均处于10万吨以下的水平，对供求影响较小，即便中美贸易争端期间豆油的进口量有所反弹也没有超过10万吨的水平。豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上。由于养殖业的恢复，国内豆粕的需求量出现了大幅增加，国内大豆的进口量和压榨量出现了上涨。豆油的压榨供应量同样出现了一定幅度的增加。

从库存的情况看，如图32所示，全国各地油厂库存下降到103万吨，并且在春节之前随着需求的增加有继续向下的趋势。

图 32: 全国油厂库存 (万吨)

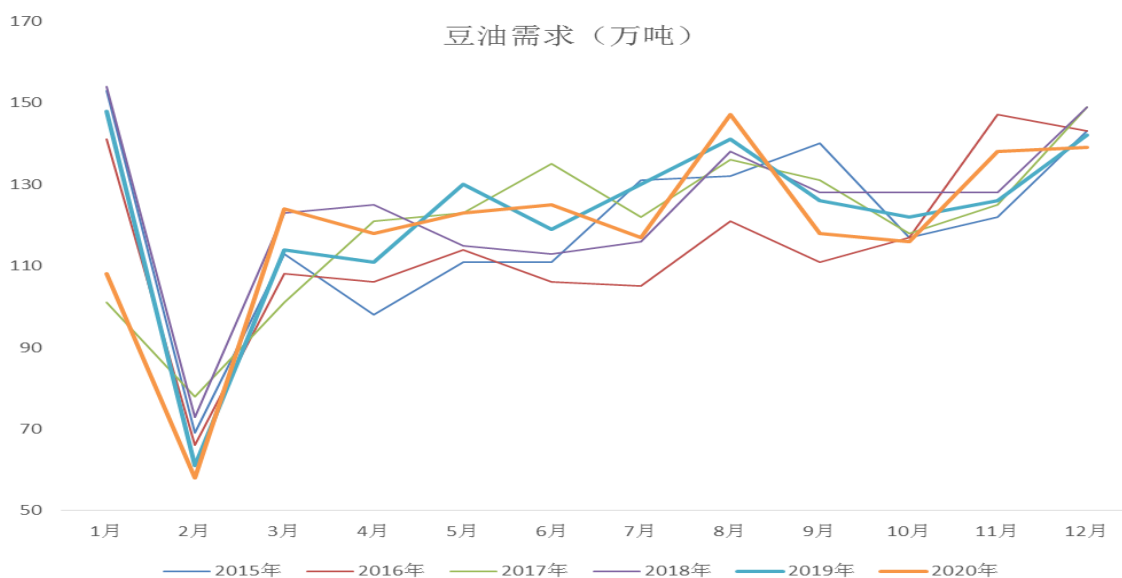


数据来源: Wind、兴证期货研发部

## 2.2 豆油的需求分析

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

图 33: 全国豆油食用消费 (万吨)

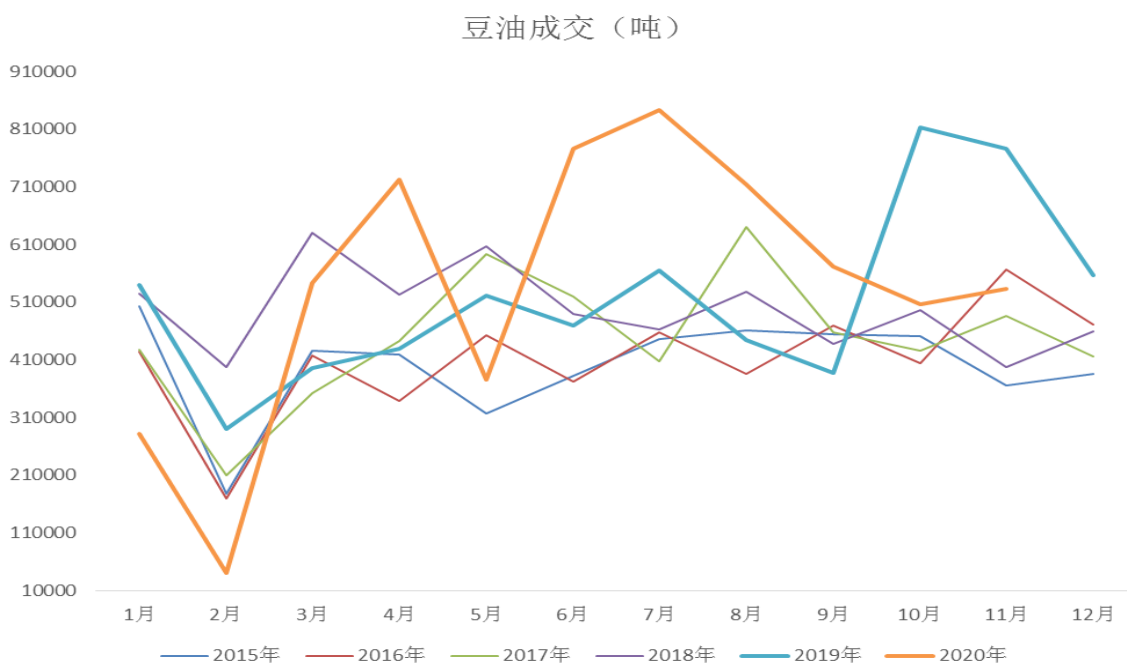


数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

近年来，国内豆油的食用需求增幅相对较快，根据美国农业部的预测，中国仍旧是豆油食用需求增加的主要国家，由 2019/20 年度的 1709 万吨增加到 2020/21 年度的 1869 万吨，增加 160 万吨，增幅接近 9.4%。我们认为，由于油脂处于较高的价格水平，必然会抑制下游的消费。虽然菜籽油、葵花油和棕榈油减产导致全球油脂供应偏紧，豆油的消费出现增加，但增幅可能要低于美国农业部的预测。总体来看，随着收入水平的提高，国内豆油需求逐步增加，但消费增幅放缓。如图 33 显示，我国豆油的食用消费量维持在近年均值偏高水平。

从成交看，2020 年 11 月，全国豆油的成交量低于去年的水平，但处于历史均值区间的上沿。由于国内油脂供求偏紧，豆油的成交维持高位。

**图 34：全国豆油成交走势（吨）**

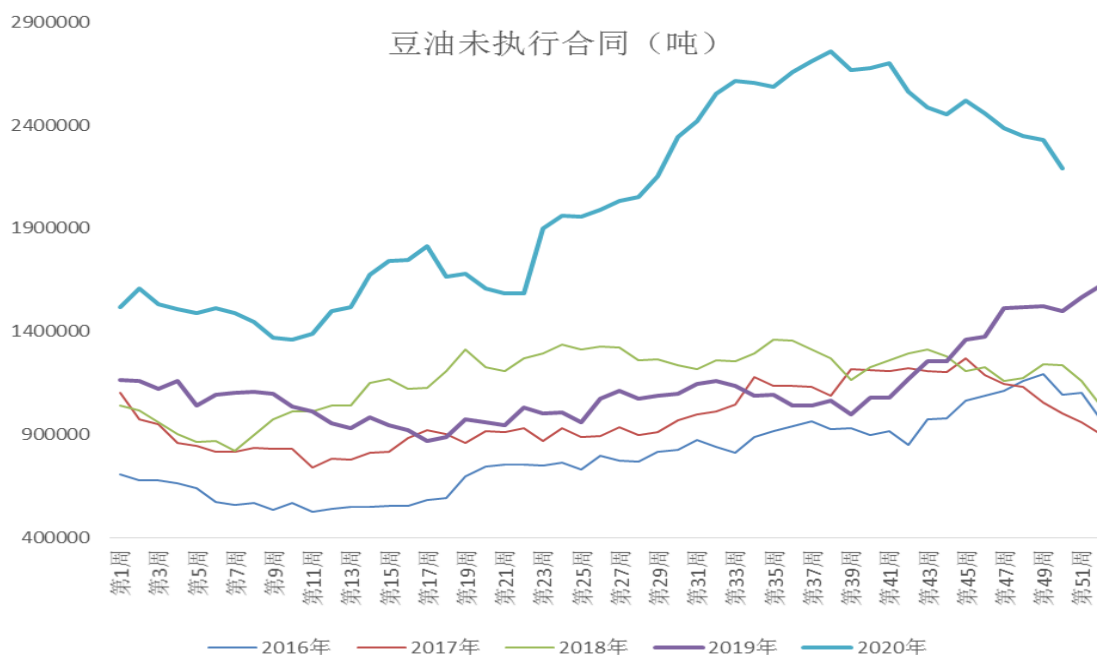


数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

从豆油的未执行合同看，2020 年 6 月以后豆油未执行合同大幅增加，表明市场对豆油前景看涨，大量增加远期豆油的购买；9 月以后，未执行合同开始出现下滑，但仍处于历史高位。



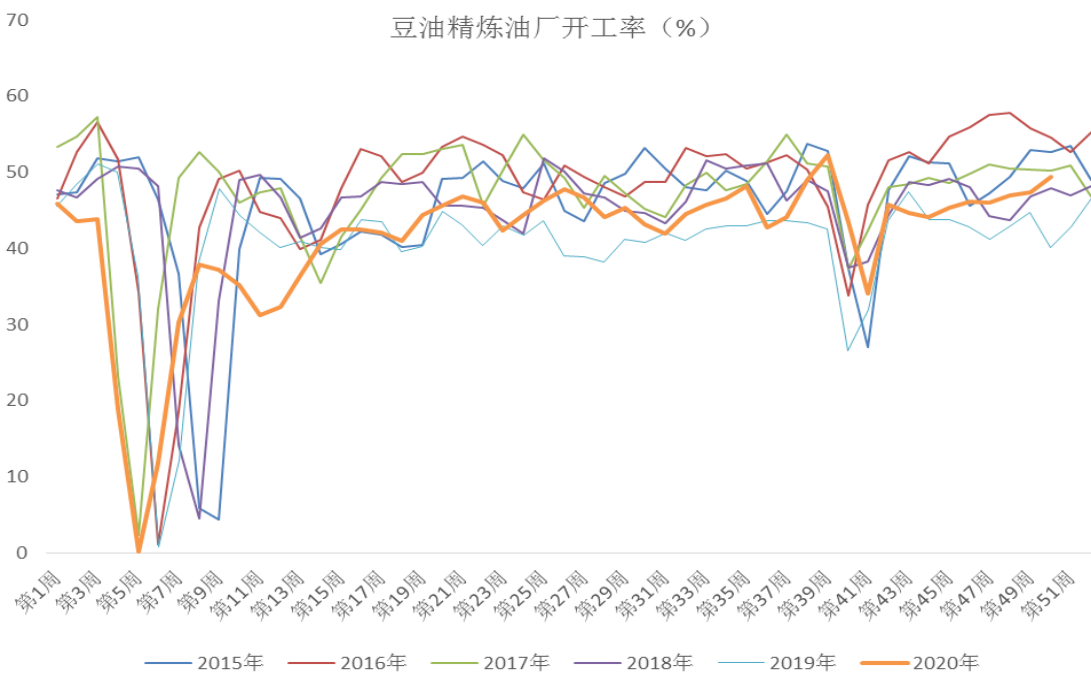
图 35: 全国豆油未执行合同 (吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

从豆油企业精炼看, 2020 年精炼量相对去年有所下降, 处于均值的下沿水平。在棕榈油和菜籽油价格偏高的情况下, 预期后期豆油的需求和精炼量将会有所提高。

图 36: 全国豆油精炼量 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

### 2.3 豆油的后期供求分析

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

从消费情况看，我国是豆油的需求大国，豆油基本用于满足食用需求，与巴西、阿根廷等豆油资源禀赋丰富的国家不同。国内豆油的食用需求相对稳定，随着人民生活水平的不断提高，豆油的消费有所增加。2020 年，新冠疫情导致经济活动放缓，餐饮服务业对豆油的需求出现下滑，但养殖业和食品工业以及下游贸易企业囤积豆油需求增加，导致豆油的需求大幅增加。2021 年全球油脂供求偏紧，国内大豆压榨量维持高位，豆油的供应量处于偏高水平，但增幅受限，全国豆油的供求仍旧处于偏紧状态，豆油价格将震荡偏强。

# 棕榈油：产量增加，棕榈油相对偏弱

## 1. 棕榈油行情回顾

图 37：棕榈油指数走势



数据来源：博弈大师、兴证期货研发部

如上图棕榈油指数走势。2020 年上半年，棕榈油受原油暴跌以及新冠疫情的影响出现持续下跌，由最高的 6450 元/吨下跌至 4300 元/吨。5 月以后，受马来和印尼产量大幅减少的影响，棕榈油库存下滑，价格震荡走高。目前，东南亚主产国产量仍旧偏低，棕榈油价格仍处在上涨趋势之中。

## 2. 全球棕榈油基本面分析

### 2.1 全球棕榈油供应分析

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

#### 2.1.1 印尼棕榈油产量

下图 38 为印度尼西亚棕榈树的收获面积及同比走势。由图看，印尼有近一半的棕榈树是近十年种植，而近 60% 收获面积的树龄低于 10 年，处于单产增加的高峰期。但近年来印尼棕榈油收割面积增幅维持在 4% 以下的低位水平，这与 2008 年后种植面积增幅减少有关。根据 USDA 报告显示，2021 年印度尼西亚棕榈树的收获面积达到 1195 万公顷，小幅增加 1.7%。

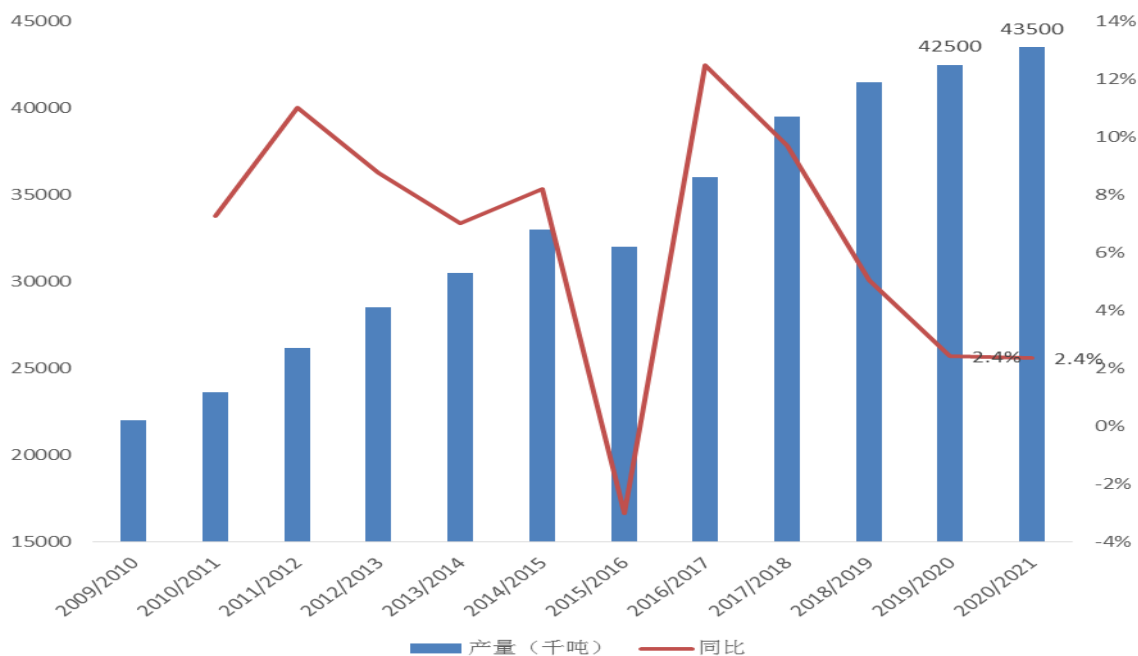
图 38：印尼棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源: USDA、兴证期货研发部

单产方面，目前大部分棕榈树已经进入到单产高峰期，印度尼西亚棕榈油的产量仍旧维持增加的预期。

图 39：印尼棕榈油产量及同比（千吨）



数据来源: USDA、兴证期货研发部

由于 2019 年东南亚地区降雨较少、天气偏干旱，加之农户受种植利润不佳大幅减少化肥投入，导致棕榈油产量下滑。2020 年，印尼的棕榈油产量低于市场预期。部分机构调研认为，2021 年印尼棕榈油受灾害影响减小，产量可能恢复。根据美国农业部的预测，2020/21 年度，印尼棕

桐油的产量由 4250 万吨增加到 4350 万吨，年增加 100 万吨。

### 2.1.2 马来西亚棕榈油产量

2021 年，马来西亚完全成熟的棕榈树的收获面积为 545 万公顷，较去年的 535 万公顷小幅增加 5 万公顷；单产方面，2020 年秋冬季马来西亚棕榈油的单产水平受劳动力缺乏及干旱影响大幅下降。2021 年 3 月以前，马来西亚棕榈油的单产和产量可能继续下滑。

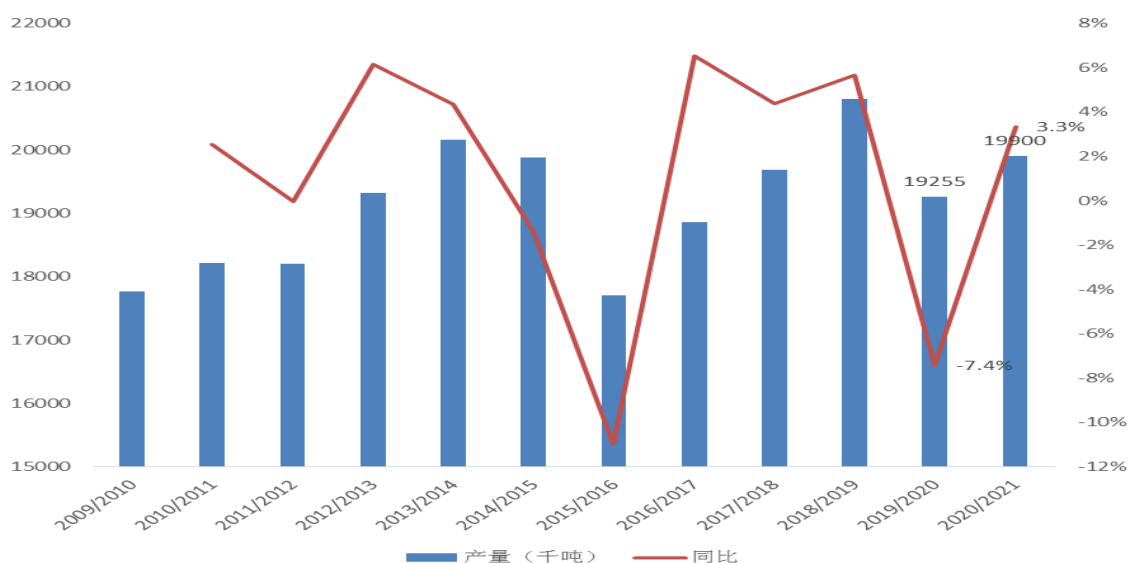
图 40：马来棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源: USDA、兴证期货研发部

2020/21 年度，马来西亚棕榈油面积增加不多，单产水平可能小幅反弹，产量有所恢复。根据 USDA 的数据，2020/21 年度马来西亚棕榈油的产量 1990 万吨，较去年的 1925 万吨增加 65 万吨。我们认为，受劳动力缺乏以及降雨的影响延迟，马来西亚棕榈油的产量会维持偏低水平。

图 41: 马来棕榈油产量及同比 (千吨)



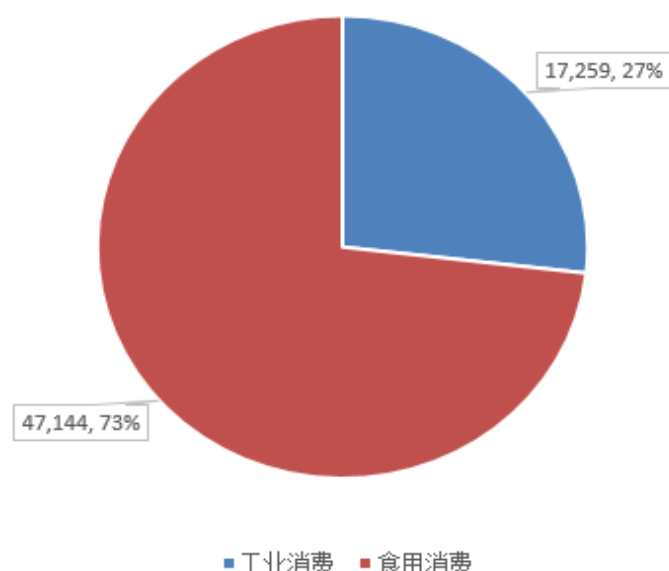
数据来源: USDA、兴证期货研发部

2019/20 年度, 马来西亚和印度尼西亚棕榈油的总产量接近 6050 万吨, 约占全球总产量的 80%; 受干旱天气以及新冠疫情的影响, 马来西亚棕榈油产量出现一定的下降, 印尼棕榈油产量则增幅放缓, 全球棕榈油产量低于预期, 对棕榈油价格利多。

## 2.2 全球棕榈油需求分析

### 2.2.1 棕榈油的食用需求

图 42: 全球棕榈油消费情况 (千吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

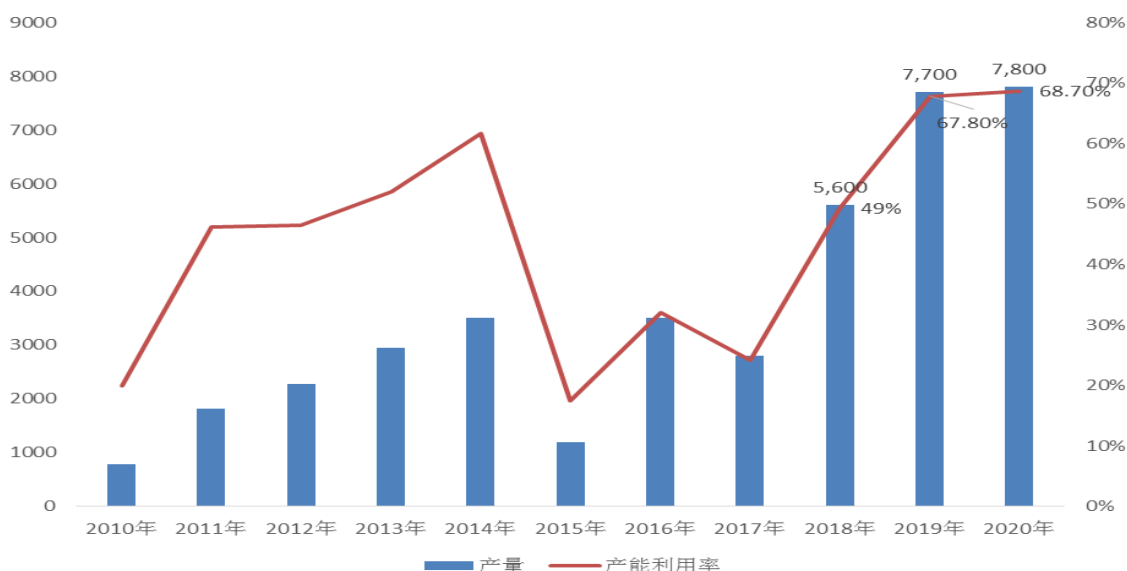
棕榈油的消费主要用于食用, 包括工业食品的消费需求。从近五年的情况看, 棕榈油的食用需求平均增幅接近 5%, 但 2019/20 年度, 油脂整体供给大幅萎缩将制约需求增幅。马来西亚

和印度尼西亚受天气以及疫情的影响，单产和产量将低于市场预期，导致供求关系偏紧，食用需求受到抑制；预期 2020/21 年度，棕榈油价格可能会继续震荡走高，食用需求受到抑制，增幅低于 3%。

### 2.2.2 棕榈油的工业需求

印度尼西亚是棕榈油用于工业生产，尤其是生物柴油生产最大的国家。棕榈油用于化工工业的用量增幅相对稳定，而用于生物柴油的数量则受政策影响较大。下图 43 为印尼生物柴油产量及产能利用率情况，受印尼政府大力提高生物柴油掺兑比例影响，印尼生柴产业的产能利用率大幅走高至 68.7%。印尼政府计划在 2020 年 1 月以后，将生物柴油强制掺兑目标由 20% 大幅提高到 30%，但受到新冠疫情及原油价格暴跌影响，生物柴油的生产亏损大幅增加，政府无力进行如此巨大的补贴，导致印尼生物柴油产量的增加低于预期。

图 43：印尼生物柴油产量及产能利用率（百万升）

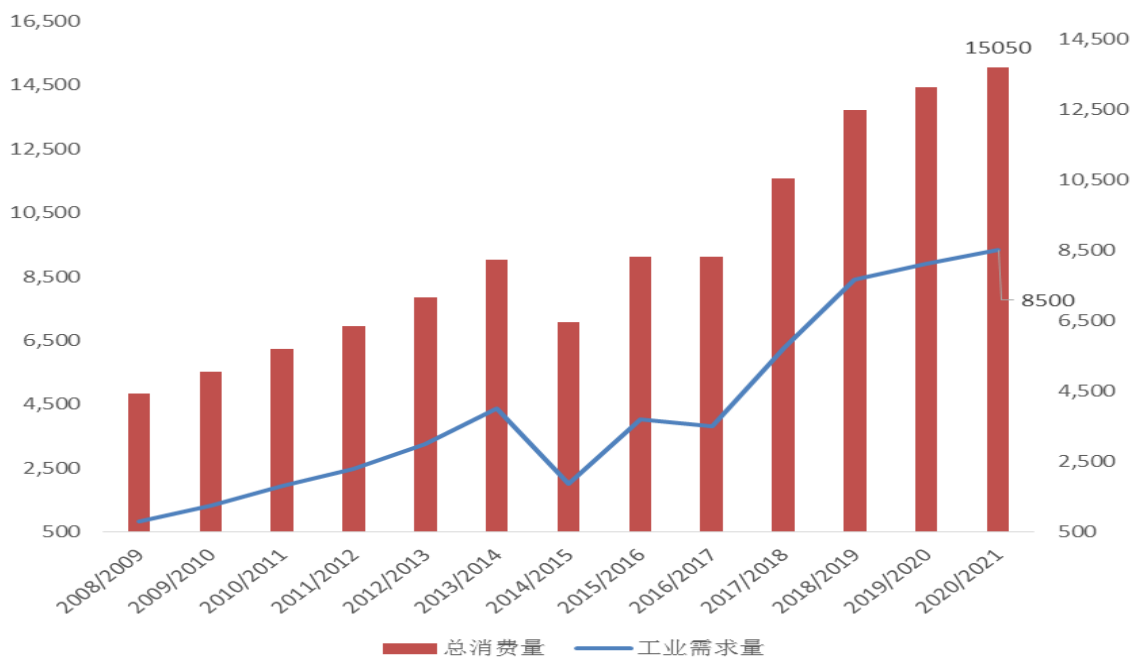


数据来源: USDA、兴证期货研发部

从机构的预测数据来看，2020 年日历年度，印度尼西亚政府将国内生物柴油的掺兑比例由 19.8% 提高到 29.8%，用于生物柴油的棕榈油数量由 515 万吨提高到 618 万吨，整整增加了 113 万吨。由于经济活动大幅下滑，印尼交通运输业中柴油的用量大幅下滑 20% 左右，使得生物柴油的掺兑比率大幅提高。后期随着经济的逐步恢复，印尼柴油用量增加，若保持在 30% 的生物柴油掺兑比例，则需要增加的棕榈油数量超过 100 万吨，我们认为这对印尼的棕榈油供求是一个严峻挑战。印尼政府需要通过出口棕榈油进行征税以对生物柴油产业进行补贴。由于棕榈油价格大幅上涨，生物柴油生产成本增加，可能会抑制生物柴油的生产。综上所述，印尼政府提高生物柴油的掺兑比例将刺激棕榈油需求，但实施的效果可能还有待于后期的验证。

根据美国农业部数据，印度尼西亚棕榈油的工业消费量从 811 万吨增加到 850 万吨。由于经济的恢复以及印尼政府提高生物柴油掺兑比例，工业需求增加幅度可能会远远超出美国农业部的预估，可能超过 900 万吨的水平。

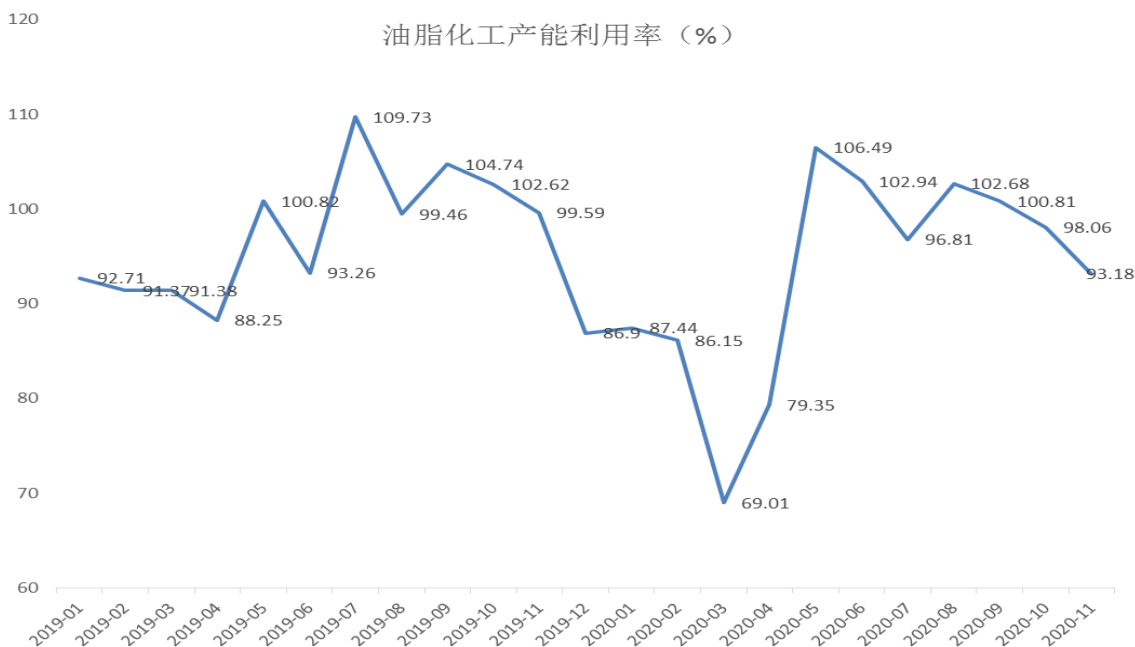
图 44：印尼棕榈油工业消费量及总消费量（千吨）



数据来源: USDA、兴证期货研发部

图 45 是马来西亚油脂化工行业产能利用率情况。

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: MPOB、兴证期货研发部

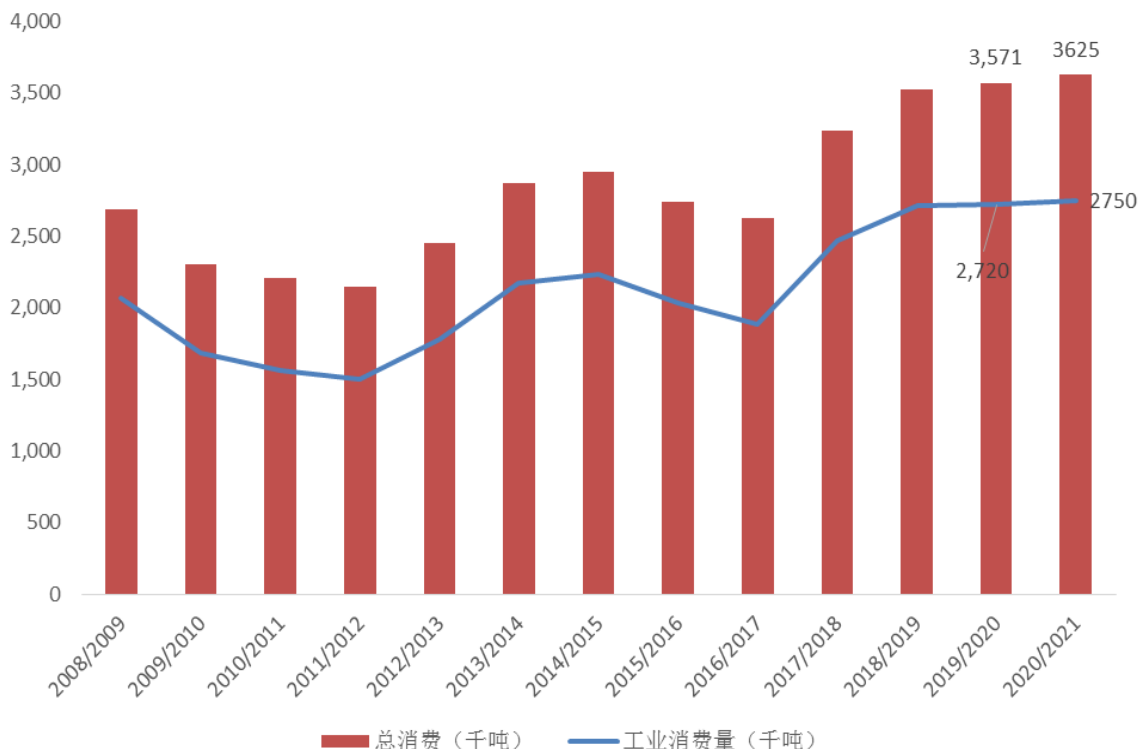
由图看，2020 年 1-4 月，受新冠疫情的影响，马来西亚油脂化工行业的产能利用率大幅下滑到 70% 水平。随着疫情的逐步稳定，5 月油脂化工行业的产能利用率大幅反弹到 106%，而后基本维持在 98% 以上的正常水平。随着对疫情的控制，2021 年马来西亚油脂化工行业将保持



稳定略增的局面，支撑行业对棕榈油的消费需求。

如下图 46 所示，由于经济低迷以及与原油价格偏低制约生物柴油的需求，棕榈油用于工业用途的消费量保持平稳状态。

图 46：马来西亚棕榈油工业消费量及总消费量（千吨）



数据来源: USDA、兴证期货研发部

### 2.3 全球棕榈油供求分析

综合来看，受 2019 年干旱的影响，2020 年马来西亚棕榈油的单产水平出现下滑；2021 年，棕榈油的产量恢复仍不确定，加之新冠疫情导致劳动力缺乏，在收获面积略增的情况下，马来西亚棕榈油的产量出现小幅反弹；印度尼西亚棕榈油单产受到天气利好的影响出现小幅增加，棕榈油产量将出现反弹。全球棕榈油的供给量将维持小幅增加。需求方面，棕榈油的食用需求增幅有限，工业用途的用量、尤其是生物柴油的用量受到马来西亚和印度尼西亚政府提高生物柴油掺兑比例的影响将继续增加，棕榈油的供求维持偏紧张局面。

根据美国农业部的预测，全球棕榈油的供求趋紧，期末库存下滑。如图 47 所示，全球棕榈油的库存下滑到 971 万吨，库存消费比下降到 12.9%。从气候的角度看，2020 年下半年，东南亚地区降雨充沛，尽管短期不利于棕榈油的田间作业影响产量，但中长期却有利于棕榈果的生长，因此，2021 年东南亚地区的棕榈油产量将出现增加。我们认为，棕榈油的供求可能比美国农业部的预期宽松。

图 47：全球棕榈油库存及库消比（千吨）

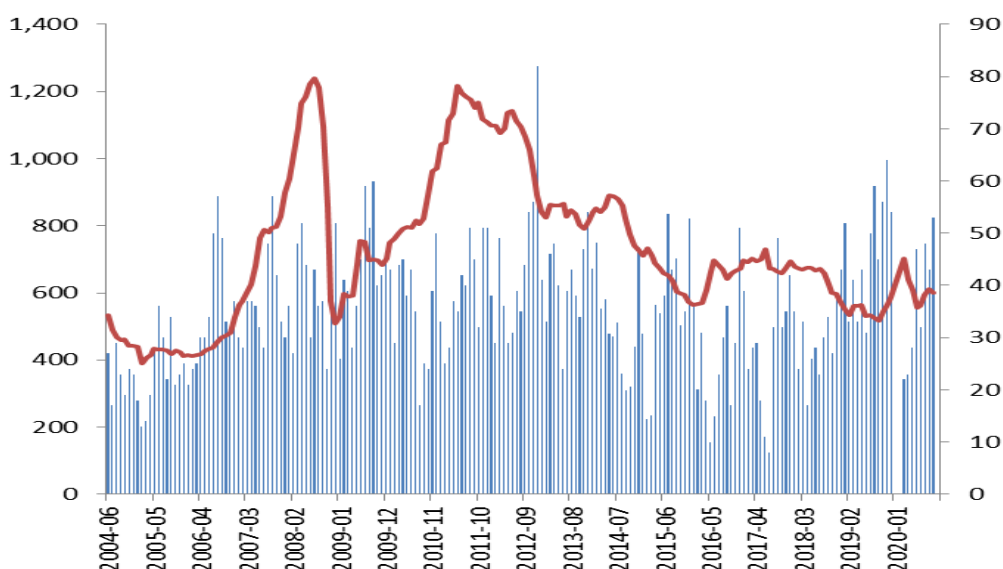


数据来源: USDA、兴证期货研发部

### 3.我国棕榈油产业分析

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

图 48：棕榈油进口量



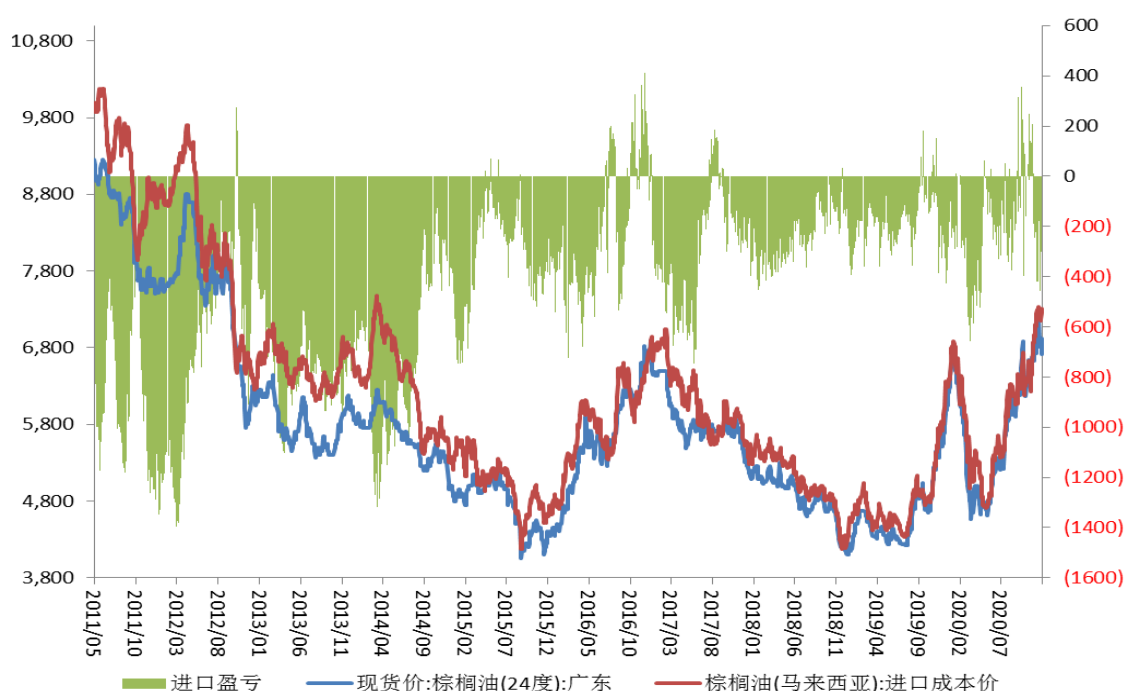
数据来源: USDA、兴证期货研发部

我们认为，棕榈油用于工业方面的需求保持稳定的增长，但家庭食用方面的需求会随着棕榈油、豆油和菜籽油的比价关系发生变化。2020 年，国内大豆压榨量增加，豆油的供应量大幅

增加，但价格维持偏高水平；受中加关系的影响，国内菜籽油的价格维持高位水平，棕榈油对豆油和菜籽油比价处于偏低水平，刺激了棕榈油的消费需求。2019/20 年度，国内进口棕榈油的数量维持高位。2020/21 年度来看，棕榈油的比较仍旧处于偏低的位置，棕榈油的进口量可能仍将处于高位。

从进口盈亏的角度看，我国棕榈油的理论进口利润大部分时间维持负值，在 2008 年生物能源的炒作时期有较长时期的进口盈利；2017 年年初及年中，国内棕榈油的库存只有 30 万吨的历史低位，棕榈油的价格坚挺，进口棕榈油出现盈利，进口量大幅增加。2019 年 9、10 月，2020 年的 9、10 月份，国内棕榈油价格大幅上涨，上涨幅度高于外盘，棕榈油进口出现正向利润，进口量大增。目前，外盘价格上涨高于国内价格上涨幅度，棕榈油的进口利润重新为负，进口量预期下降。

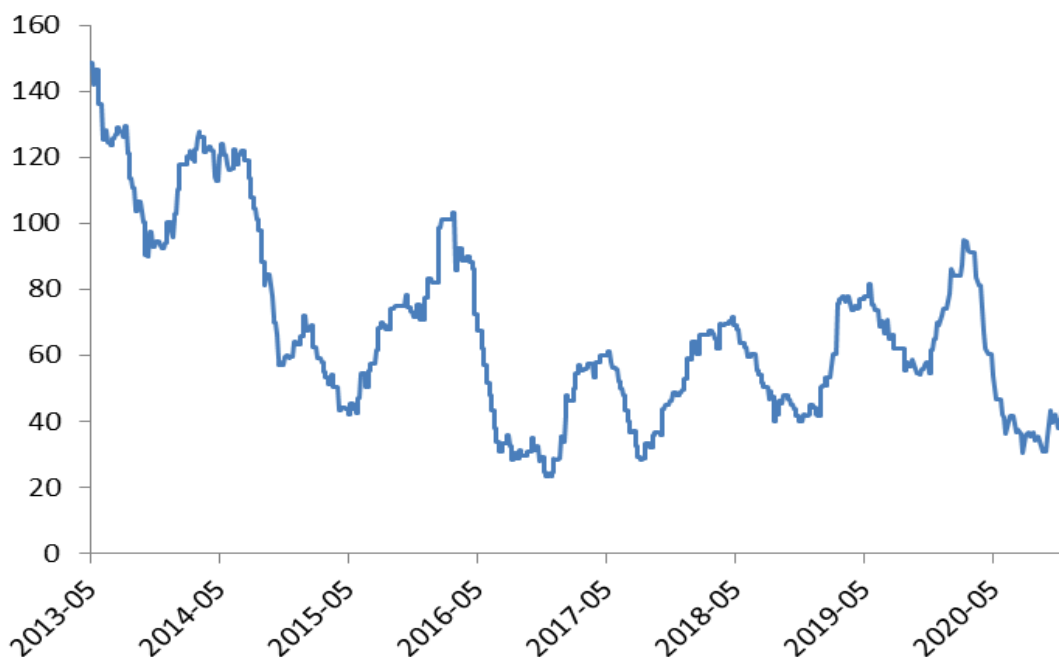
图 49：棕榈油进口价差



数据来源: Wind、兴证期货研发部

从库存的角度看，2016 年我国棕榈油的库存超过 100 万吨。随后，厄尔尼诺气候导致全球棕榈油产量和库存大幅下降，我国棕榈油的库存也大幅走低。2020 年上半年，全球棕榈油供应紧张，国内进口棕榈油库存持续走低，下半年，随着棕榈油进口量的增加，库存出现小幅反弹，目前接近 56 万吨。

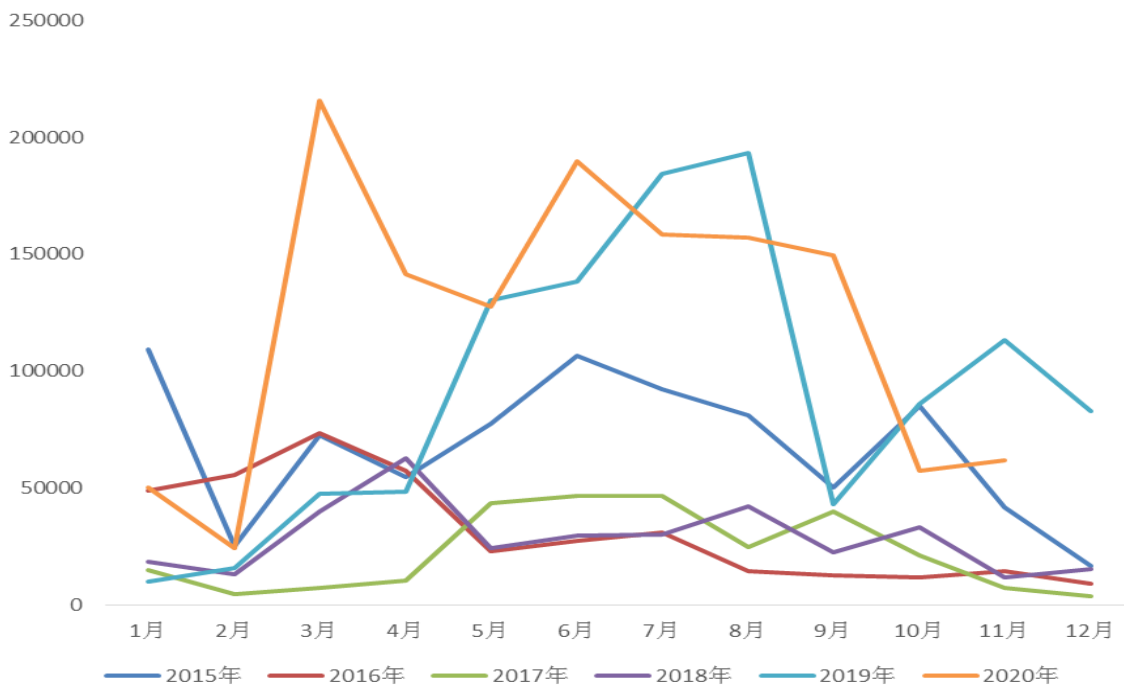
图 50: 棕榈油港口库存 (万吨)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

从成交看, 2020 年 3 月以来, 棕榈油成交迅速放大, 需求增加, 抢占了豆油和菜籽油的市  
场份额。

图 51: 棕榈油月度成交量 (吨)



数据来源:cofeed、兴证期货研发部

从未执行合同看, 2019 年 9 月以来, 棕榈油的未执行合同持续下滑, 说明市场资金对棕榈  
油投资热情下降。

图 52: 棕榈油未执行合同 (万吨)



数据来源:cofeed、兴证期货研发部

综合来看，国内棕榈油的价格已经大幅上涨，终端需求受到了抑制。在国际棕榈油供求预期紧张的情况下，外盘棕榈油价格还将震荡偏强，国内棕榈油进口成本继续走高，未来棕榈油价格会继续走强。从棕榈油的成交量数据和未执行合同数据可以看出，棕榈油的需求开始小幅下滑。中长期，由于全球棕榈油供给将恢复性反弹，供求紧张局面可能会有所缓解。全球油脂供求偏紧，带动价格走高，但棕榈油供求相对宽松，走势相对弱于其他油脂。

## 糖价宽幅震荡

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 后市展望

郑糖方面，预计明年国内产糖量小幅增加，另外明年的甘蔗价格继续维持高位，生产端缺乏利多驱动。

今年食糖进口量大幅增加，明年的进口配额仍未知，不过进口增加的预期已经部分体现在盘面中。今年糖浆进口量突然增加，不过由于走私减少，替代糖源的总量没有增加太多。

总的来看，预计明年供需偏宽松，糖价将围绕成本宽幅震荡，不过由于目前糖价较低，向上的弹性更大。

美糖方面，巴西、印度产量处于历史高位，新榨季产量易减难增。另外巴西干旱、印度补贴政策低于预期均对美糖形成支撑，预计美糖偏强运行。

#### ● 风险提示

极端天气，国内政策变化。

## 1.行情回顾

今年国内糖价震荡下跌，是大宗商品中较弱的品种之一。现货方面，南宁现货价格在年初的时候达到 5950 元/吨，但随后价格震荡走低，年底跌至 5100 元附近，最大跌幅达 14%。

期货方面，春节假期后，国内糖价一度有所反弹，主要是市场对国内外减产抱有信心。随着疫情发酵、油价以及美糖的大跌，内外共振下郑糖期货价格连续下跌。五一节前一周盘面出现快速杀跌，1 月合约最低点跌至 4678 点，随后盘面减仓回升。疫情得到控制后，需求端没有出现明显回暖，现货价格逐步下调，基差从高位回落。

9 月前后，由于结转库存高，进口糖、糖浆数量增加，现货价格持续阴跌带动盘面走低，05 合约价格一度跌破 5000 点，随后减仓反弹。

国外方面，美糖价格走出 V 字反转，价格重新回到 14 美分。年初，受疫情影响，原油价格大幅下跌，巴西提高了制糖比例，弥补了大部分供给缺口，另外巴西雷亚尔贬值也加速了原糖下跌。随着原油反弹以及巴西增产落地，原糖价格出现反弹，价格回到年初的水平。

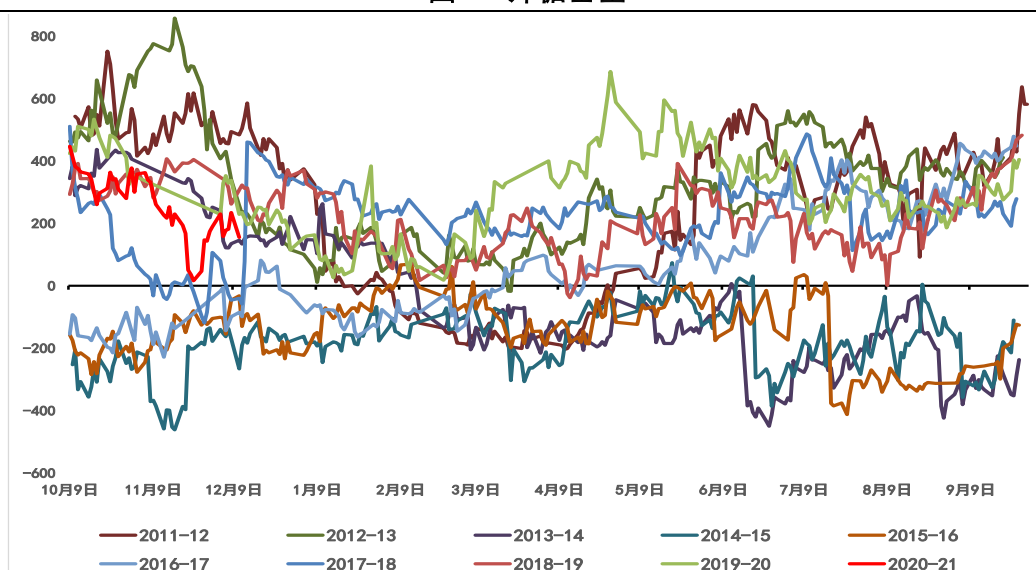
图 1：郑糖主连日线

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



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.国外基本面分析

### 2.1 巴西：增产兑现，产区遭遇干旱

巴西甘蔗业协会的数据显示，2020/21 榨季截至 12 月 1 日，巴西中南部累计压榨甘蔗量达到 5.95 亿吨，同比增加 3.32%；累计产糖 3808.7 万吨，同比增加 44.16%；甘蔗制糖比为 46.3%，去年同期 34.59%；乙醇总产量为 289.1 亿公升，同比减少 8.98%。

图 4：巴西中南部累计甘蔗产量（百万吨）

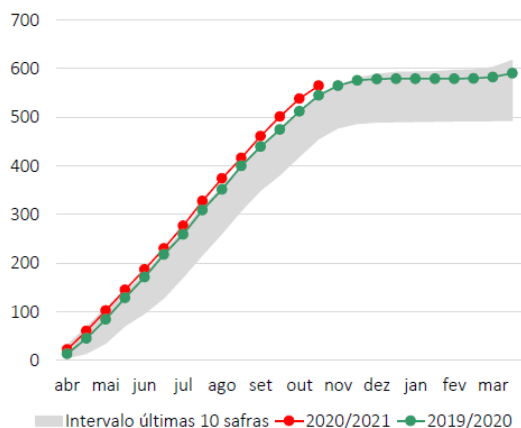
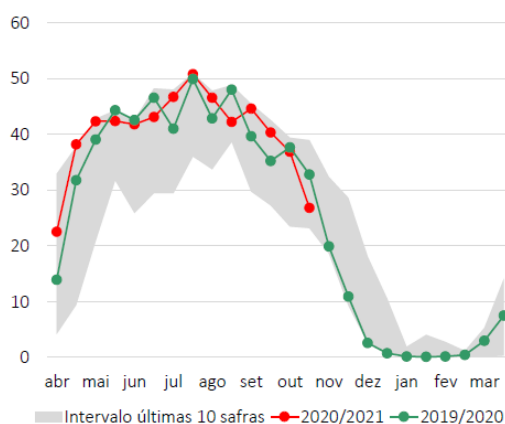


图 5：巴西中南部双周甘蔗产量（百万吨）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

表一：巴西中南部甘蔗产量与种植面积

地区	产量（百万吨）			种植面积（千公顷）		
	2019/20	2020/21	变化	2019/20	2020/21	变化
GO	67.842	69.101	1.9%	869.2	797.8	-8.2%
MG	62.717	66.831	6.6%	811.6	781.1	-3.8%
MS	42.302	40.106	-5.2%	544.2	559.6	2.8%
PR	31.872	31.393	-1.5%	539.6	521.8	-3.3%
SP	320.728	338.237	5.5%	4303.9	4331.9	0.7%
中南部合计	545.006	564.925	3.7%	7013.5	7099.3	1.2%

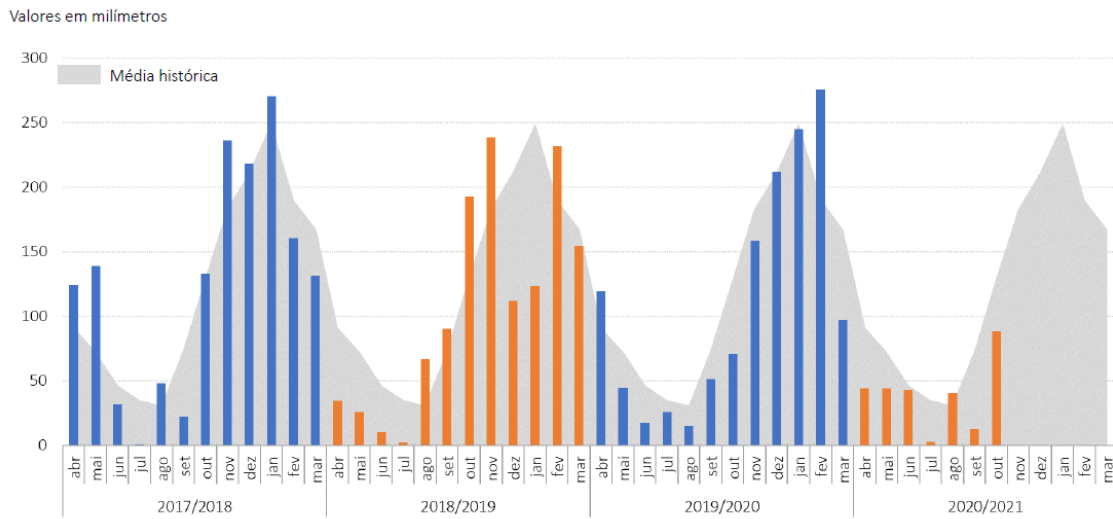
数据来源：Unica，兴证期货研发部

本榨季巴西中南部地区的甘蔗种植面积为 709.9 万公顷，同比增加 1.2%。截止到 10 月，巴西中南部地区的甘蔗单产为 79.6 吨/公顷，同比增加 2.4%。从蔗龄来看，20/21 榨季巴西中南部地区甘蔗的蔗龄同比降低。本榨季的天气和蔗龄都有利于单产的提高。

今年巴西主产区圣保罗的降雨非常少，降雨量处于近几年来最低的水平，这将会影响明年的甘蔗产量。



图 6：巴西中南部每月降雨量（单位：毫米）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

图 7：巴西中南部降雨量分布

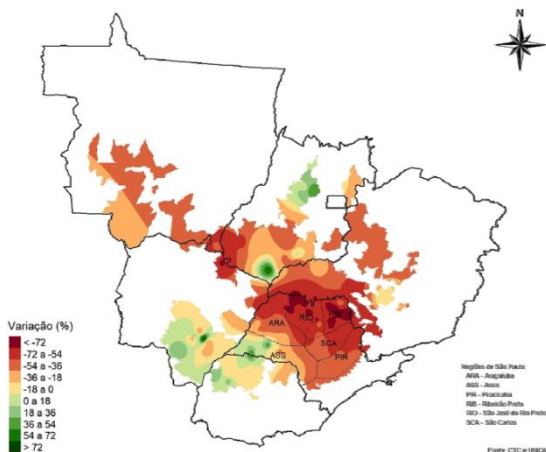
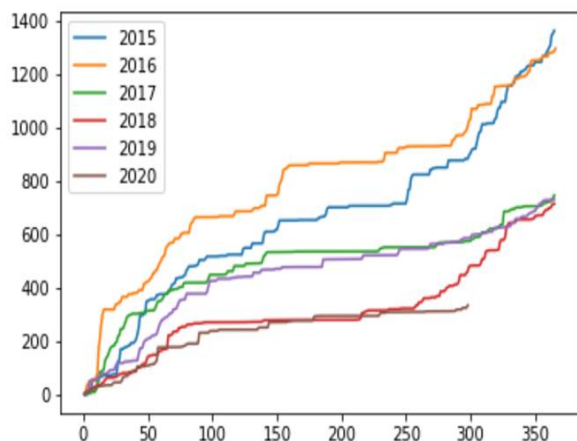


图 8：巴西中南部累计降雨量（毫米）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

价格方面，巴西国内糖价上涨，乙醇价格探底回升。目前巴西糖醇比依然处于历史高位，糖厂制糖比制乙醇更有利，因此下榨季巴西的制糖比可能依旧比较高。不过近期雷亚尔升值，对美糖价格形成支撑。

另一方面，虽然巴西汽油销量环比回升，经济从疫情中有所恢复，但是目前依然处于比较低的水平，表明燃料的整体消费水平偏低，不利于乙醇的价格。

图 9：巴西圣保罗糖价（雷亚尔/50kg）

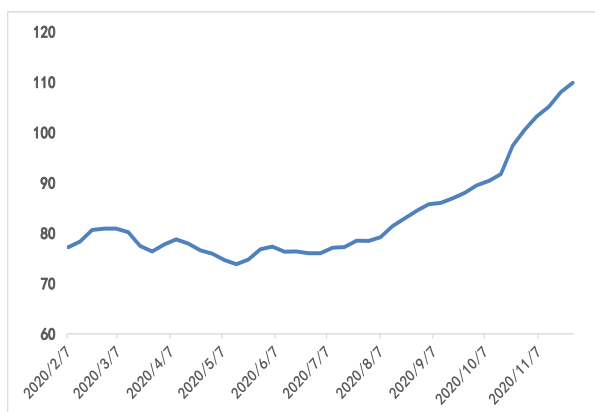
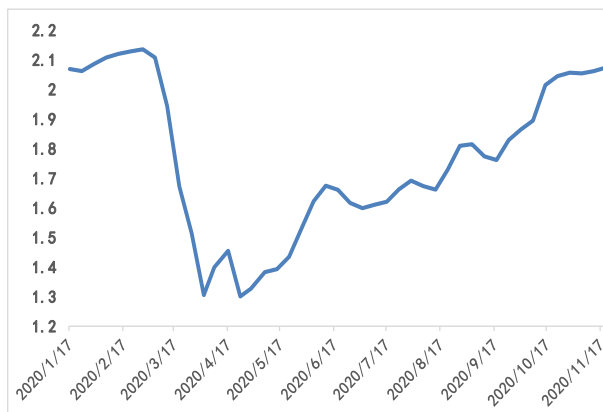


图 10：巴西圣保罗含水乙醇价格（雷亚尔/升）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

图 11：巴西糖醇比

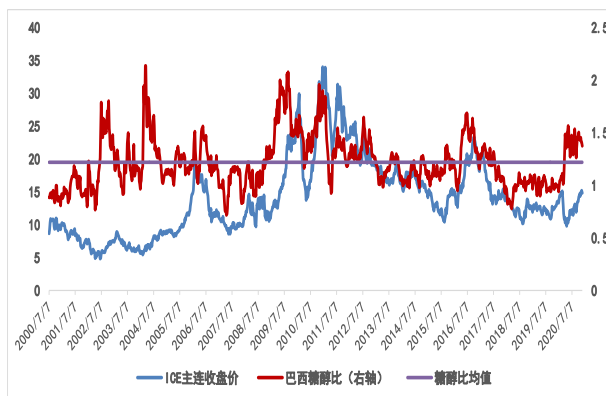
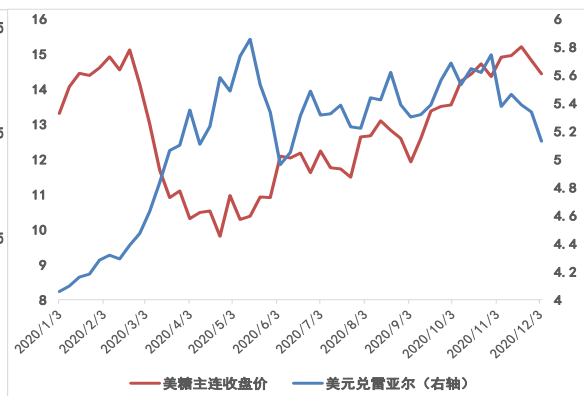


图 12：巴西雷亚尔与美糖价格



数据来源：Unica，兴证期货研发部

图 13：巴西圣保罗乙醇汽油比价

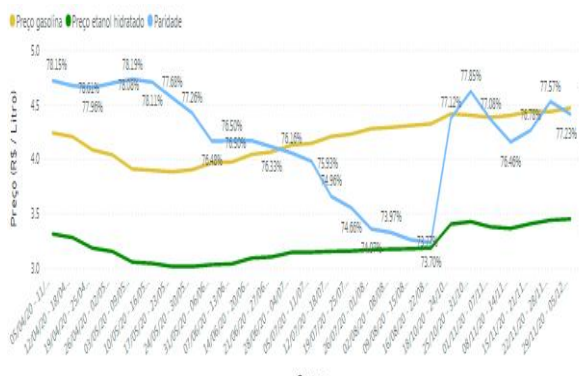
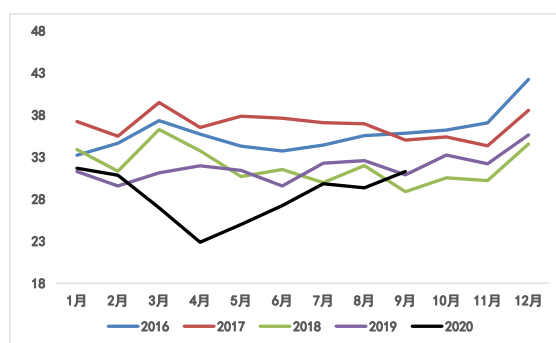


图 14：巴西汽油 C 销量（亿升）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

出口方面，20/21 榨季 4 月-11 月巴西累计出口食糖 2514.81 万吨，同比增加 87.79%。

对于下榨季的产量，目前各个分析机构的预测存在分歧。据报道，DATAGO 预计 2021/22 榨季巴西全国食糖产量同比下降 4.8%至 3965 万吨，预计巴西中南部产糖量同比下降 5.3%至 3600 万吨；预计甘蔗压榨量同比下降 3.6%至 5.75 亿吨，甘蔗制糖比为 46.54%，与本榨季持平。Canaplan 则认为，若巴西中南部甘蔗种植面积下降 15 万公顷，则糖产量在 3340-3430 万吨之间；若甘蔗种植面积下降 25 万公顷，则糖产量在 3300-3380 万吨之间，制糖比例为 45%。

## 2.2 印度：预计新榨季产量回升

美国农业部预计，2020/21 榨季印度食糖产量同比增加 17%至 3370 万吨。由于今年降雨较好，印度马邦和卡纳塔克邦的甘蔗单产增加，预计两个地区的单产在 85-90 吨/公顷。印度农业部预计 2020/21 榨季印度甘蔗的种植面积提高 11%至 528 万公顷，主要由于马邦和卡纳塔克邦的种植面积增加，另外印度部分地区种植了新植蔗，导致单产提高。

需求方面，美国农业部预计新榨季印度食糖需求量为 2850 万吨。疫情期间，印度食糖产业的中下游，包括食品加工企业、饭店、零售商店均受到不同程度的影响。不过网络渠道的销量增加，弥补了线下损失的消费量。由于印度国内提倡更健康的饮食，美国农业部预计印度的食糖消费量增速将放缓。印度的人均食糖消费量从 2014/15 榨季的 20.5 千克下降至 18.5 千克。

出口方面，19/20 榨季，糖厂依靠政府的补贴出口了 600 万吨食糖。在 19/20 榨季的方案中，政府对出口进行了全方位的补贴，其中包括：4400 卢比/吨（59.3 美元/吨）的加工、包装成本，3428 卢比/吨（46.2 美元/吨）的国内运输成本，以及 2620 卢比/吨（35.3 美元/吨）的国际运输补贴。补贴总额合计 10448 卢比/吨（140.8 美元/吨）。

11 月 16 日，印度 2020/21 榨季的补贴政策落地。补贴额度为 5833 卢比/吨（约 79 美元/吨），补贴低于市场预期，但有助于印度食糖出口。印度的大幅度补贴引起其他食糖出口国的抗议，印度在 2020 年 9 月的 WTO 会议上表示，补贴最晚将持续到 2023 年底。2019/20 榨季，印度糖的主要出口目的地是苏丹、伊朗、索马里。

库存方面，美国农业部预计 20/21 榨季印度的结转库存为 1480 万吨，同比增加 2%。其中包括 400 万吨的国储库存。

乙醇方面，印度计划在 2022 年出台强制在汽油中添加 10%乙醇的政策，2030 年底将提高到 20%，19/20 年的比例在 5.2%。

图 15：印度甘蔗及其竞争作物收购价

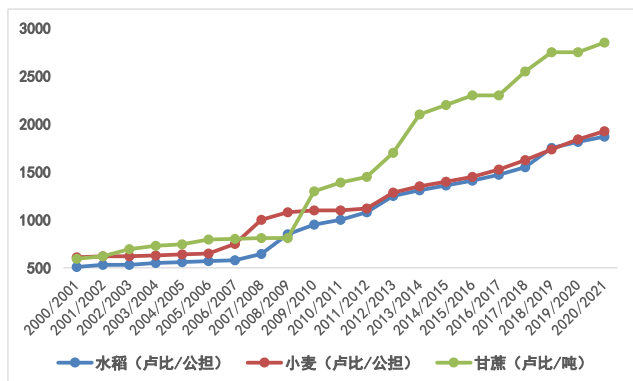
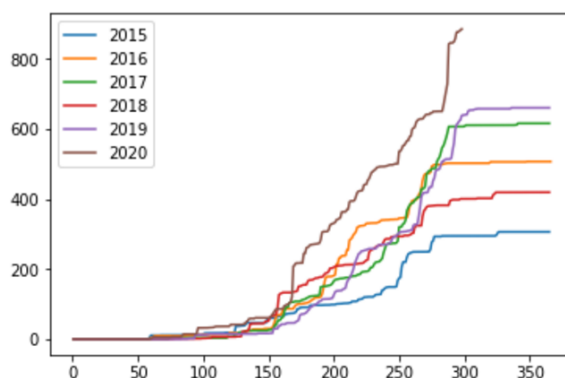


图 16：印度马邦累计降雨量 (mm)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 17: 印度孟买食糖现货价格 (卢比/吨)

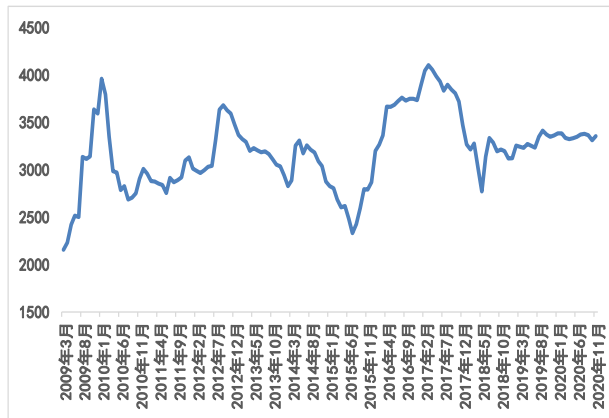


图 18: 印度现货与美糖期货价差 (美元/吨)



数据来源: 印度农业部, 兴证期货研发部

### 2.3 泰国: 产量维持低位

今年泰国甘蔗主产区的降雨依然不是非常理想。虽然 5~8 月份泰国降雨量同比回升, 但随后降雨量减少。不过 5~8 月泰国甘蔗处于需水量较大的阶段, 这一阶段降雨量对甘蔗生长较为关键。另一方面, 从数据来看, 今年泰国水库水位同比继续下降, 处在历史同期偏低水平, 这会对甘蔗的灌溉造成影响。据报道, 嘉利高最新预估显示, 泰国 2020/21 榨季糖产量为 710 万吨, 主要因为农民改种木薯以及干旱。

出口方面, 2019/20 榨季泰国共出口糖 800.54 万吨, 同比减少 19.39%。

另外, 泰国出口到台湾、缅甸的食糖数量大幅减少, 因此流入到我国境内的走私糖数量也减少了。今年 1-8 月泰国出口到台湾和缅甸的食糖数量分别为 13.5 万吨和 7.06 万吨, 同比减少 47%和 54%, 合计减少 20.39 万吨。这主要是由于我国对边境走私加强了管控。

但是今年泰国出口到我国的糖浆数量大幅增加。1-8 月泰国出口到我国 29.18 万吨糖浆, 去年同期 2.31 万吨。糖浆进口增加主要是因为走私糖数量减少以及糖浆进口零关税, 糖浆的成本在 4700 元/吨左右。但是相比食糖, 糖浆的缺点在于存储时间短、存储条件要求高。

另一个现象是泰国的食糖进口量增加, 今年 1-8 月泰国进口食糖 3.25 万吨, 去年同期 120 吨, 泰国进口的食糖主要用于制作糖浆然后出口到中国。

图 19: 泰国甘蔗及其竞争作物收购价

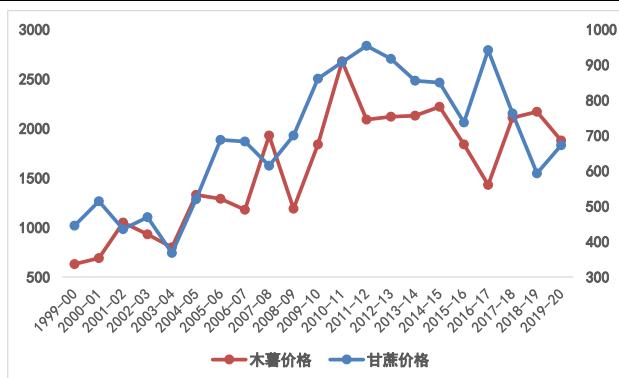
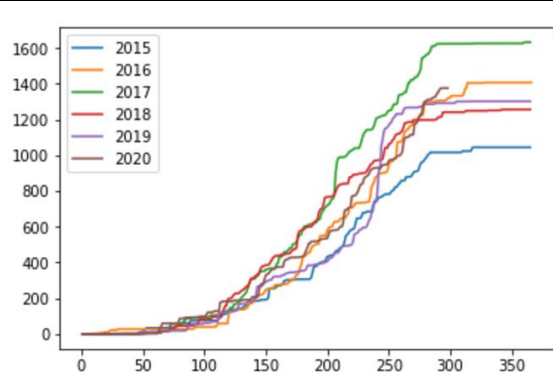


图 20: 泰国中东部累计降雨量 (mm)



数据来源: 泰国农业部, 兴证期货研发部

## 2.4 国外基本面小结

预计明年美糖价格仍然偏强。今年巴西产量大增，但是甘蔗制糖比已经处于历史高位。另外今年巴西干旱，明年甘蔗产量可能减少，因此明年巴西的产糖量大概率同比减少。泰国方面，由于甘蔗价格依然比较低，预计产量维持低位。唯一的利空点在印度，印度的甘蔗收购价格逐年增加，农民种植热情较高，没有天气问题的话，产量将维持高位。虽然新榨季印度的出口补贴策低于预期，但是仍然有利于食糖出口。总的来看，明年各个主产国的产量易减难增，虽然印度库存较高，但出口量也很难同比增加，供给端对美糖形成支撑。另外，目前美糖远月合约贴水，表明市场对未来的供应偏谨慎，如果巴西甘蔗产量超预期减少的话，将会引发美糖上涨。

## 3.国内基本面分析

### 3.1 产销双减，结转库存增加

2019/20 榨季，广西全区共入榨甘蔗 4579 万吨，较上年同期减少 892 万吨；产糖 600 万吨，同比减少 34 万吨；出糖率 13.11%，同比增加 1.59 个百分点。截至 9 月 30 日，广西累计销糖 569 万吨，同比减少 32.3 万吨；产销率 94.83%，同比增加 0.74 个百分点；工业库存 31 万吨，同比减少 1.7 万吨。

云南方面，2019/20 榨季云南共入榨甘蔗 1679.81 万吨，同比增加 49.27 万吨；产糖 216.13 万吨，同比增加 54.64 万吨；出糖率 12.91%，同比提高 0.1 个百分点。截至 9 月 30 日，云南累计销售食糖 195.04 万吨，同比增加 5.6 万吨；销糖率 89.91%，同比降低 1.16 个百分点。

从全国范围来看，本榨季国内产糖 1041.51 万吨，同比减少 3.21；截止到 9 月底，国内糖厂销糖 984.89 万吨，同比减少 5.36%；结转库存 56.62 万吨，同比增加 21.21 万吨。

图 21：广西食糖销量（万吨）

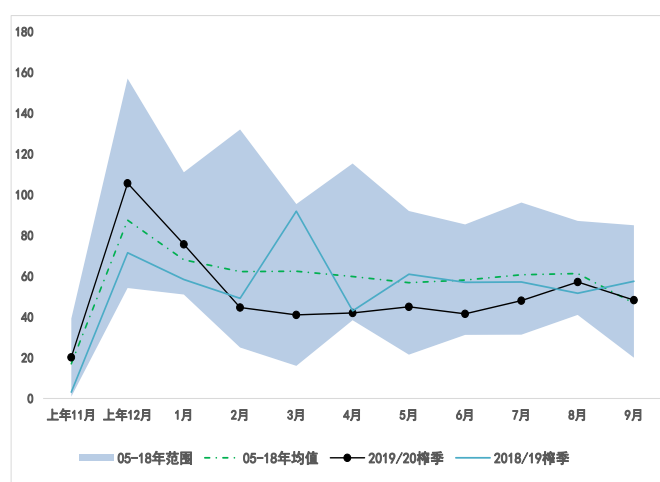
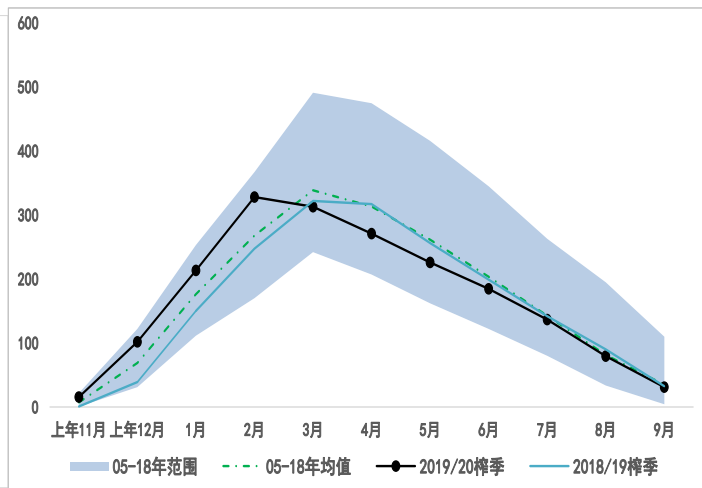


图 22：广西食糖库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23: 全国食糖销量 (万吨)

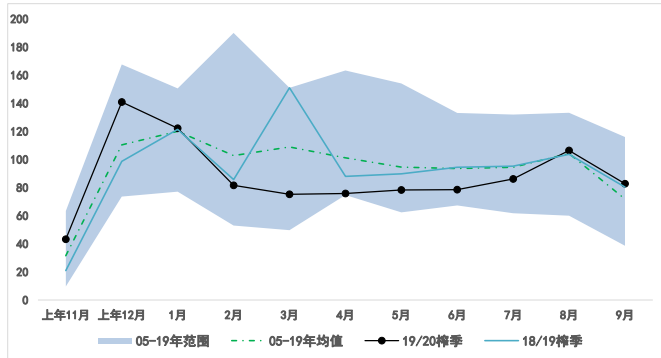
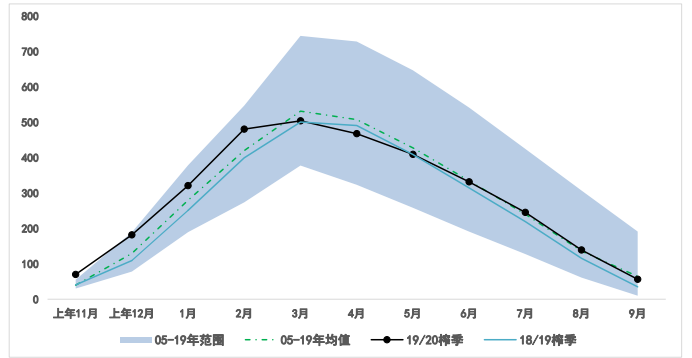


图 24: 全国食糖库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 食糖进口量增加, 糖浆进口增加

受疫情以及进口关税变化的影响, 一季度国内加工糖生产处于停滞状态。随着疫情逐步得到控制以及关税下调, 进口增加, 加工糖产量稳步提升。

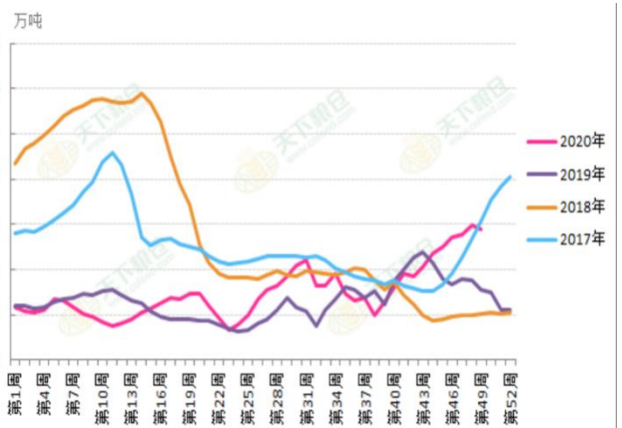
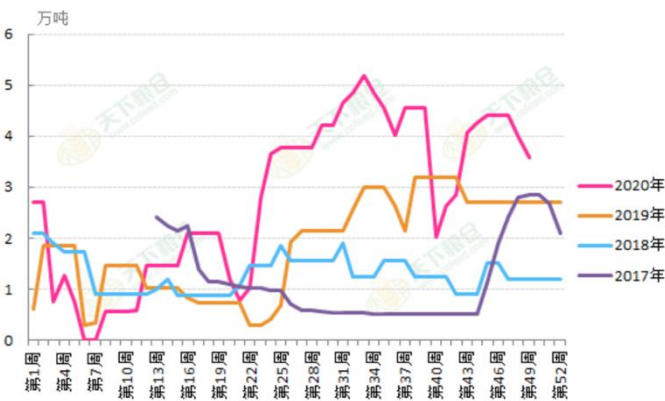
进口方面, 海关数据显示, 2020 年 1-10 月我国累计进口食糖 365 万吨, 同比增加 81 万吨; 2019/20 榨季截至 9 月底, 我国累计进口食糖 375 万吨, 同比增加 51 万吨。

另外, 今年我国的糖浆进口量大幅增加, 海关数据显示, 2020 年 1-10 月我国累计进口糖浆 85.52 万吨, 同比增加 75.98 万吨。

进口利润方面, 今年内外糖价背离, 进口利润减少。

图 25: 加工糖产量 (万吨)

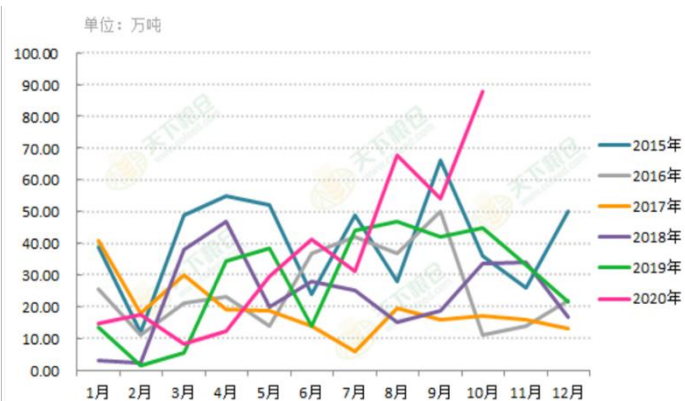
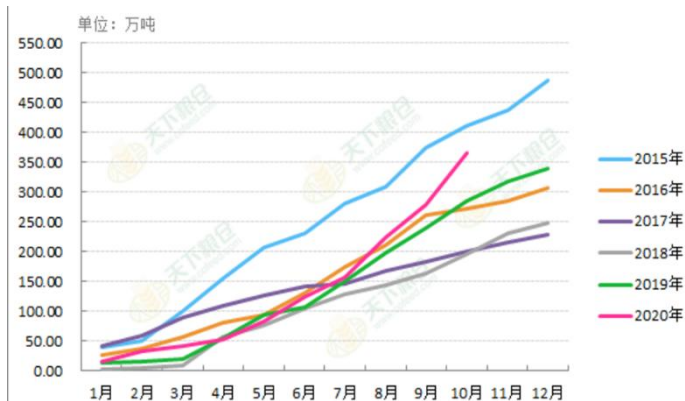
图 26: 加工糖库存 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 27：我国食糖累计进口量（万吨）

图 28：我国食糖单月进口量（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 29：我国食糖进口利润



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 3.3 国产糖销量减少

今年国产糖销量减少主要受两个方面的影响。首先，是受疫情的影响。疫情期间国内经济活动几乎陷入停滞，食糖消费量萎缩。疫情得到控制后，食品类行业恢复得也较慢。这部分是因为消费者收入减少，另一方面也与中下游减少备货有关。之后需求逐步恢复正常。

其次是替代糖源的冲击。今年 1-10 月我国累计进口食糖 365 万吨，同比增加 81 万吨；累计进口糖浆 85.52 万吨，按照 0.75 的含糖度测算，糖浆进口增量替代国内食糖消费量约为 64 万吨。进口糖和糖浆替代了部分国产糖的销量。不过，由于今年国家对边境管控较严，走私糖明显减少，降低了对国产糖销量的冲击。

图 30: 广西云南白糖日成交量

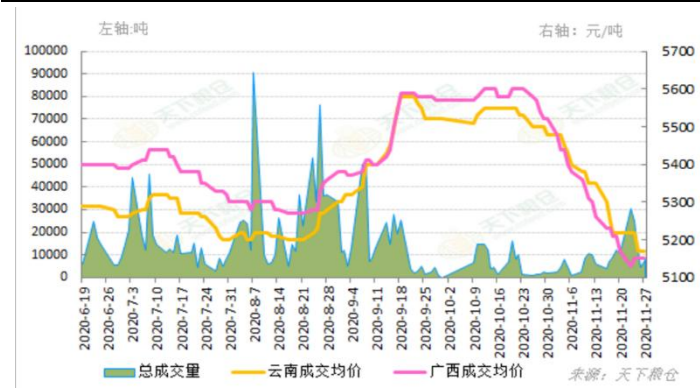
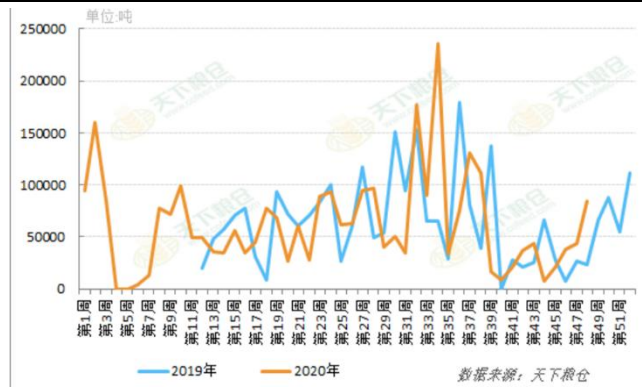


图 31: 广西云南白糖周成交量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 3.4 预计新榨季产量小幅增加

美国农业部的数据显示，预计新榨季国内甘蔗糖产量 925 万吨，同比增加 25 万吨。其中，预计广西产糖量 610 万吨，同比小幅增加 10 万吨。今年 1-5 月广西降雨较好，但是 5 月份广西南部地区降雨量减少，6 月份广西甘蔗进入伸长期，干旱对桂南甘蔗产量造成一定影响。不过，据了解，此次干旱影响范围较小，对产量影响不大。另外，今年桂北降雨较好，甘蔗生长形势较好。

甜菜糖方面，预计新榨季产量 145 万吨，同比增加 5 万吨。

图 32: 广西钦州累计降雨量（毫米）

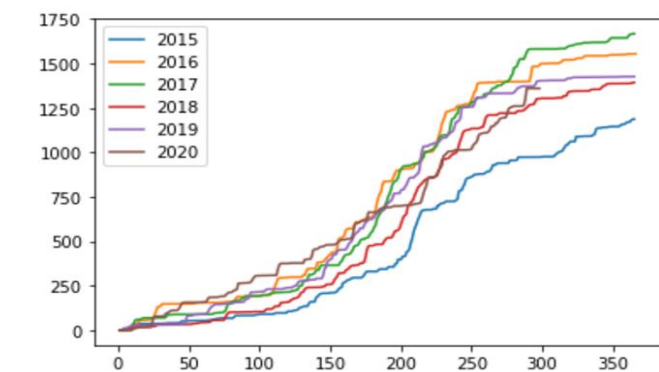
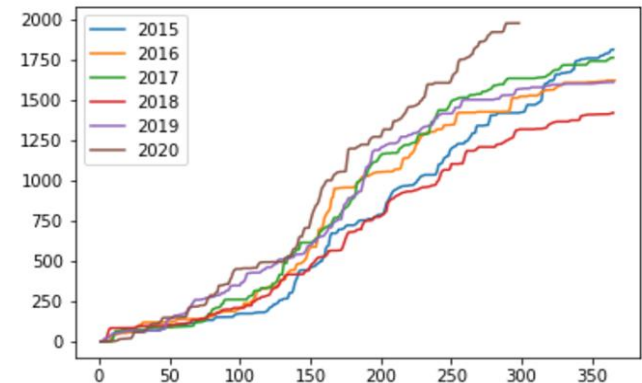


图 33: 广西来宾累计降雨量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 3.5 进口政策仍存在不确定性，但大部分利空已体现

今年进口政策有两个变化，均利空糖价。首先，期三年的贸易保障措施于今年 5 月 22 日到期，配额外进口关税由 85% 恢复为 50%。在国内对进口总量做出限制的情况下，配额外进口成本是国内糖价的支撑价、地板价。关税降低后国内食糖支撑价格下移，对郑糖构成利空。

不过，由于国内合法进口量有限，内外价差并非一定需要收敛。只不过在缺乏利多驱动，看空氛围较浓的情况下，利空国内糖价。从中长期看，国内的供需结构没有发生改变。

第二个政策变化涉及到进口总量的变化，关系到国内的供需结构。6 月 30 日商务部发文，



将配额外食糖纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》，自2020年7月1日起实行进口报告管理。进口配额外食糖的对外贸易经营者，原糖加工生产型企业应向中国糖业协会备案，食糖进口国营贸易企业和其他企业应向中国食品土畜进出口商会备案，并将《关税配额外食糖进口报告企业备案登记表》抄报企业注册地省级商务主管部门，在京中央企业抄报商务部。

从文件内容来看，只是调整了配额外进口糖的管理方式，并没有就市场关心的进口总量做出明确说明。但是在政策公布后，食糖进口量大幅增加，进口量的增加让市场担忧新的进口政策将是一个更宽松的政策。

目前关于明年进口总量仍没有官方消息。不过我们认为，只要没有完全放开进口，即使增加一些进口配额，利空也是有限的。特别是在盘面持续下跌的情况下，利空预期已经部分体现在盘面中。一旦进口政策最终落地，将会出现政策端利空出尽的情况。

### **3.6 如果政策没有新的利空，糖价底部区域已经出现**

如果进口政策没有出现利空的话，糖价的底部区域已经出现。从历史上看，糖价具有比较好的周期性，并且一般围绕成本波动。一般在周期转换的年份，糖价相对于成本会有一个超涨或者超跌，极限幅度一般在15%~20%左右。本榨季以及下榨季广西糖厂的成本在5500元/吨左右，05合约价格最低低点偏离成本的幅度已经较大。

虽然食糖与糖浆进口量增加减少了国产糖的需求，但同时走私减少，部分抵消利空影响。

从外盘看，预计明年美糖价格仍然偏强。今年内外糖价背离，进口利润缩小。目前进口仍有一定利润，并不会影响进口量，不过如果明年内外糖价继续背离的话，将会对国内糖价形成支撑。特别是目前进口增加的预期已经部分体现在盘面价格中，政策端有利空出尽的迹象，进口利润持续缩小将使得价格有较大的向上弹性。

国内方面，糖价上涨最大的问题在于供给端缺乏驱动力。3月31日广西发布了《广西壮族自治区人民政府关于印发广西糖料蔗良种良法技术推广工作实施方案的通知》，对使用脱毒、健康种苗的按新植面积补贴350元/亩，补贴方式主要是补贴供种企业及农民。政策实施后，农民的种植积极性提高，未来广西的种植面积可能保持在相对较高的水平。

去年广西进行了甘蔗价格改革，改革后甘蔗价格长期维持在一个比较高的水平，国内糖价的运行规律发生了一定的变化。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主要原因。当糖价比较低的时候，价格传导到上游，导致甘蔗价格降低，甘蔗的种植面积、食糖的产量就会下降，糖价就会回升，反之亦然。

因此，虽然目前期货价格跌破成本价，但是糖价的下跌没有传导到上游，甘蔗价格依然维持较高的水平。那么如果不出现天气问题的话，新榨季广西的食糖产量可能不会出现明显的减少，这是压制糖价上涨的主要原因。

### **3.6 国内基本面小结**

郑糖方面，预计明年国内产糖量小幅增加，另外明年的甘蔗价格继续维持高位，生产端缺乏利多驱动。

今年食糖进口量大幅增加，明年的进口配额仍未知，不过进口增加的预期已经部分体现在盘面中。今年糖浆进口量突然增加，不过由于走私减少，替代糖源的总量没有增加太多。

总的来看，预计明年供需偏宽松，糖价将围绕成本宽幅震荡，不过由于目前糖价较低，向上的弹性更大。

## 短期反弹，但反转时机未到

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 后市展望

存栏方面，20年鸡蛋价格较弱，导致蛋鸡补栏量减少，淘汰量增加，蛋鸡存栏下降。中秋行情力度不及预期，8月份之后补栏持续下降并创下新低，同时淘汰量上升，淘汰日龄大幅下降，预计21年蛋鸡存栏量将继续下降。

利润方面，在上一个蛋价上涨盈利周期中，养殖户的利润较高，积累了一定的资本。因此，虽然20年上半年利润较低，但持续时间不长，蛋鸡产能的出清还需要一段时间。

短周期看，21年春节前后，鸡蛋现货即将进入淡季，目前上涨行情难以持续。长周期来看，产能出清还需要时间，价格拐点尚未出现。

#### ● 风险提示

禽流感，需求不及预期

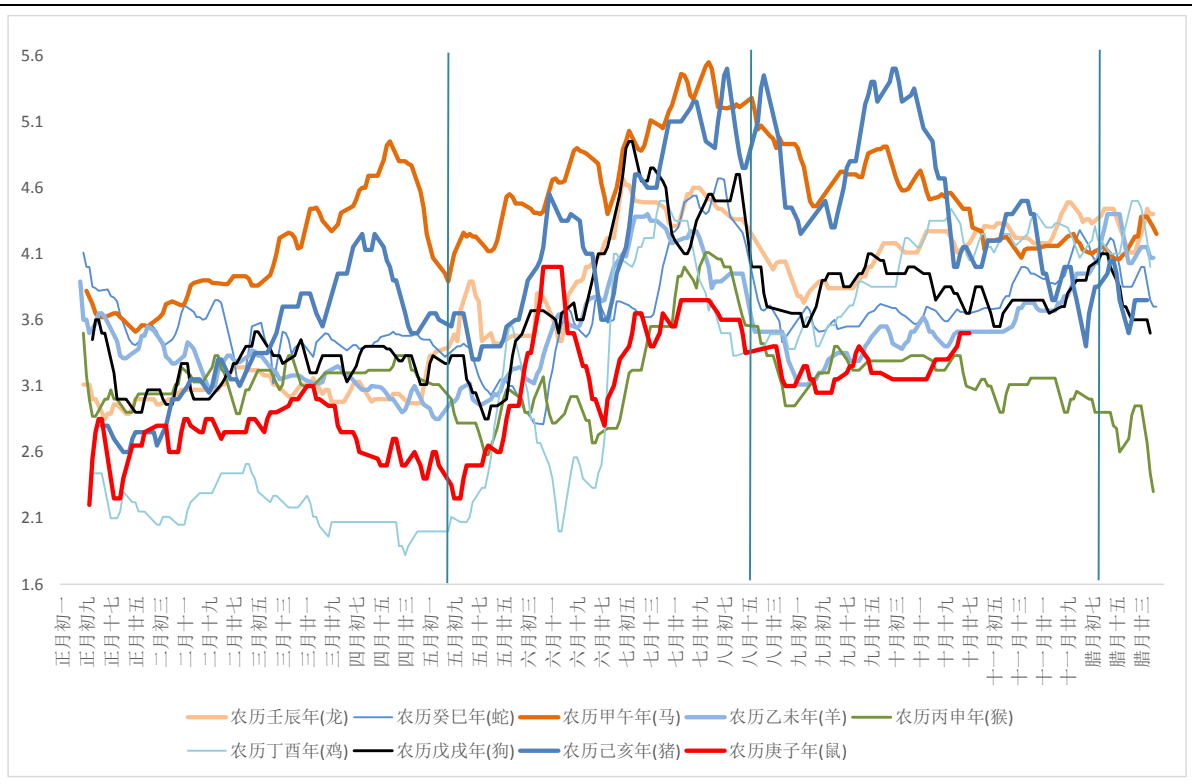
## 1.行情回顾

今年鸡蛋价格走势较弱。受疫情影响，春节过后鸡蛋现货价格回落到 2.6 元/斤。虽然清明节前现货价格反弹至 3 元/斤，但是随后鸡蛋价格没有像往年一样维持震荡，而是一路下跌至端午节，价格最低点达到 2.2 元/斤。中秋行情也没有能够提振鸡蛋价格，中秋行情的价格高点低于节前，这在历史上也是比较少见的。年底在春节备货需求的拉动下，鸡蛋现货价格反弹。

蛋鸡苗价格也大幅下跌。最大跌幅达 56.3%，最低跌至 2.25 元/羽，年底鸡苗价格反弹至 2.6 元/羽。淘汰鸡方面，淘汰鸡价格在中秋行情中反弹至 13 元/公斤，但随后价格回落至 7.6 元/公斤，价格创历史同期新低。

猪肉方面，猪肉价格高位震荡，年底反弹至 33 元/千克；白羽肉鸡价格走势偏弱，中秋节后最低跌至 5.5 元/公斤，创历史新低，年底反弹至 8 元/公斤。

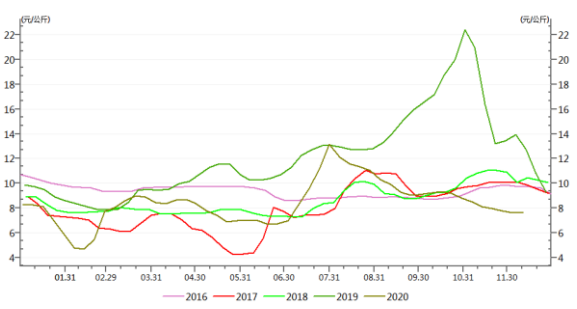
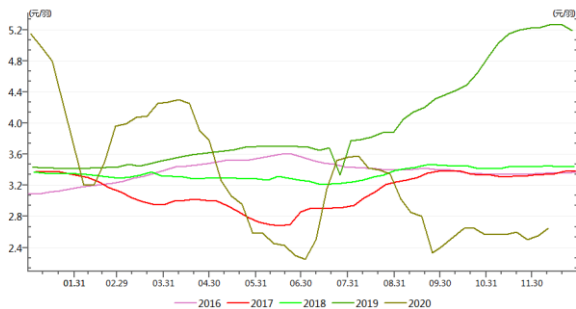
图 1：山东德州鸡蛋现货价格（元/斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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（元/千克）

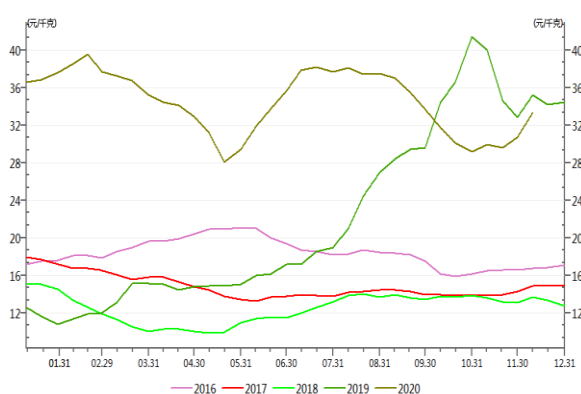
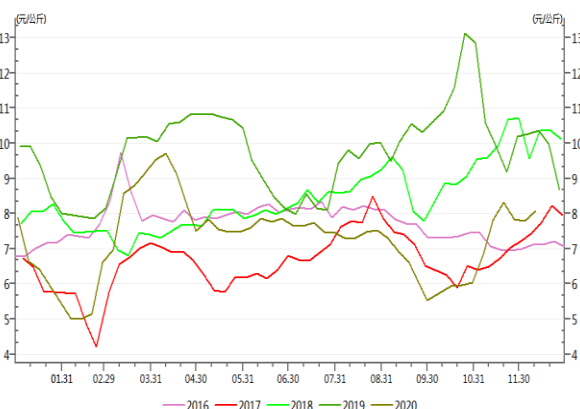


图 5：主产区白羽肉鸡价格（元/公斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2021 年行情展望

### 2.1 存栏下降

天下粮仓的数据显示，截至 11 月底，全国蛋鸡总存栏量为 13.06 亿只，环比降低 3.83%，同比降低 10.18%；其中，在产蛋鸡存栏 11.41 亿只，环比降低 1.89%，同比降低 1.89%；后备鸡存栏 1.65 亿只，环比减少 15.38%，同比减少 43.3%。11 月份蛋鸡补栏量 4657 万只，环比增加 15.53%，同比减少 52.63%；11 月份淘汰量为 9891 万只，环比增加 0.45%，同比减少 11.15%。

从存栏量来看，8 月份之后补栏持续下降并创下新低，同时淘汰量上升，淘汰日龄继续下降并创下新低。主要原因是中秋行情力度弱于预期，蛋鸡低迷，养殖户减少补栏量，同时加大淘汰量。后备鸡方面，存栏 1.65 亿只，同比减少 43.3%，后备鸡较少预示着未来一段时间在产蛋鸡存栏量将继续下滑，预计未来蛋鸡存栏量将继续下降。不过目前蛋鸡存栏量依然处于相对比较高的位置，去产能还需要一些时间。

但是在产蛋鸡存栏依然较高，11 月在产蛋鸡存栏 11.41 亿只，同比只降低 1.89%，这主要是因为主力蛋鸡在鸡群中的占比较高。

图 6：蛋鸡总存栏（单位：亿只）

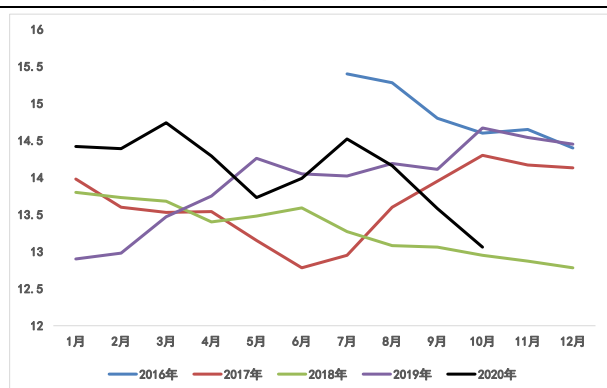
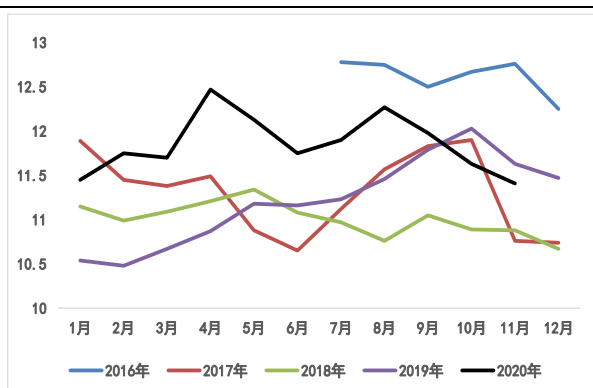


图 7：在产蛋鸡存栏（单位：亿只）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 8: 蛋鸡补栏量 (单位: 亿只)

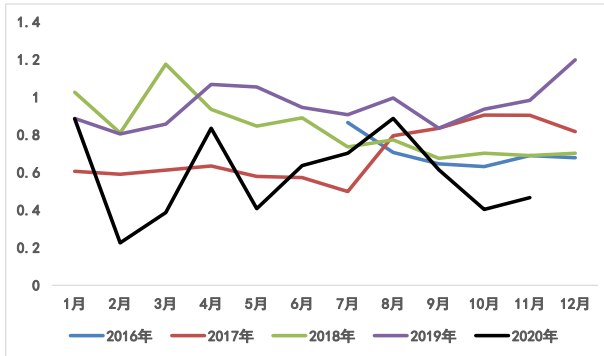
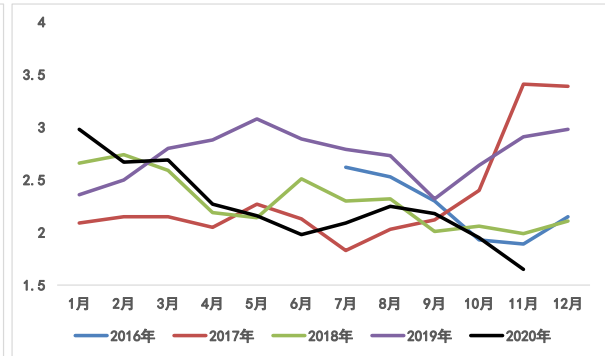


图 9: 后备鸡存栏量 (单位: 亿只)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 10: 蛋鸡淘汰量 (单位: 亿只)

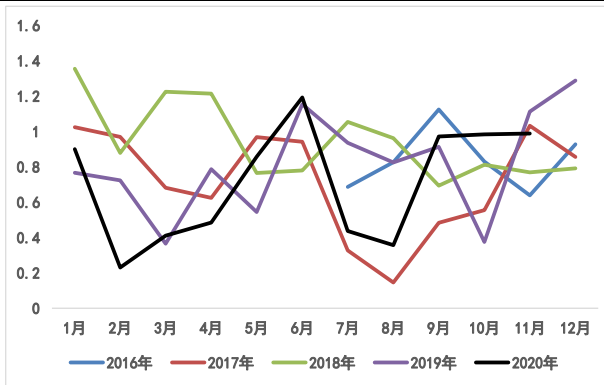


图 11: 样本企业蛋鸡淘汰量及日龄



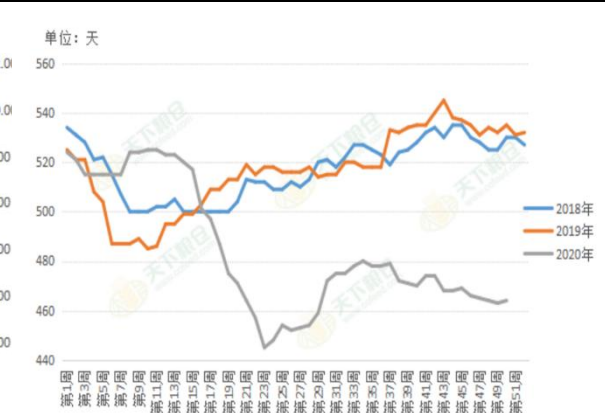
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

从蛋鸡淘汰日龄来看, 今年的淘汰日龄持续下降并创近几年的新低。主要原因是鸡蛋价格低迷, 养殖利润减少, 另外今年中秋行情的力度低于预期, 养殖户加大淘汰力度。但进入年底旺季之后, 鸡蛋价格反弹, 养殖户惜淘意愿增加, 且由于养殖成本增加, 养殖户提价意愿高, 屠宰企业收购难度增加, 预计近期淘汰量减少。

图 12: 淘汰鸡价格与淘汰鸡日龄



图 13: 淘汰日龄同比



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

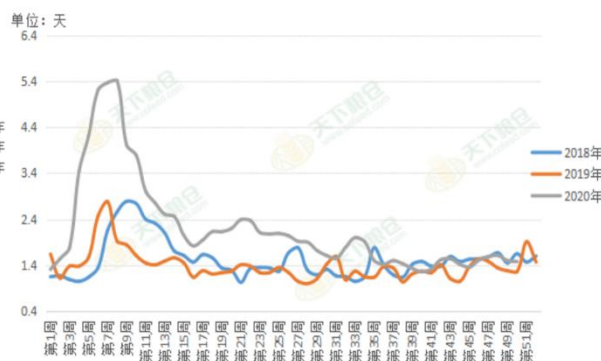
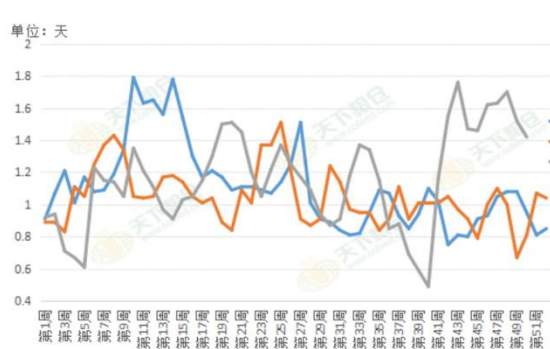
## 2.2 库存整体偏高

库存方面，今年生产环节的库存整体处于偏高位置。年初受疫情的影响，消费陷入停滞，鸡蛋库存大量累积。疫情得到控制后，库存逐步消化，但是速度比较慢，生产环节的库存同比偏高。进入到下半年之后，库存才逐步回落到往年的水平。

流通环节方面，中秋前流通环节库存增加较快，但是中秋行情力度不及预期，贸易商快速去库。国庆节后流通环节库存创下历史新低，随后贸易商集中补库，库存增加。年底前，鸡蛋价格反弹，下游拿货增加，各地走货加快，库存减少。

图 14：鸡蛋流通环节库存天数

图 15：鸡蛋生产环节库存天数



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 2.3 养殖利润下降，但产能出清仍需时间

由于今年鸡蛋价格大幅下跌，蛋鸡养殖处于亏损状态。特别是清明节后鸡蛋价格持续下跌，蛋鸡养殖利润接近 2017 年上半年禽流感时期，养殖利润创历史新低。养殖利润长期处于低位将迫使养殖户退出，从而减少供应，促使价格反弹。2017 年上半年的禽流感与低利润导致大量养殖户退出，现货价格于下半年开始大幅反弹。

但是目前的情况和 2017 年并不完全相同。鸡蛋价格从 2015 年开始进入下跌周期，2015、2016 年的养殖利润都比较低，养殖户的资本被不断消磨，为之后的产能出清奠定了基础，2017 年年初的禽流感是压垮骆驼的最后一根稻草。

而 2017 年下半年开始鸡蛋进入上涨周期，鸡蛋价格在 2019 年中秋行情达到顶峰，在这段上涨周期中，养殖户的利润较高，积累了一定的资本。因此，虽然今年上半年利润较低，但持续时间不长，而且上一个上涨周期养殖户盈利较多，蛋鸡养殖行业很难在短时间内完成出清。

年底鸡蛋现货价格反弹，并且力度较强，市场对于明年鸡蛋价格上涨的预期较强，因此明年年初养殖户可能会增加补栏力度，不利于产能的完全出清。

从盘面利润来看，虽然近期盘面快速反弹，但是由于玉米价格大幅上涨，盘面利润依然较低。

图 16: 蛋鸡实际养殖利润 (元/羽)

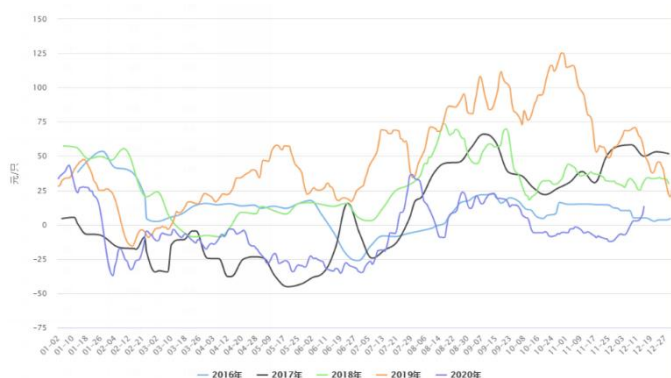
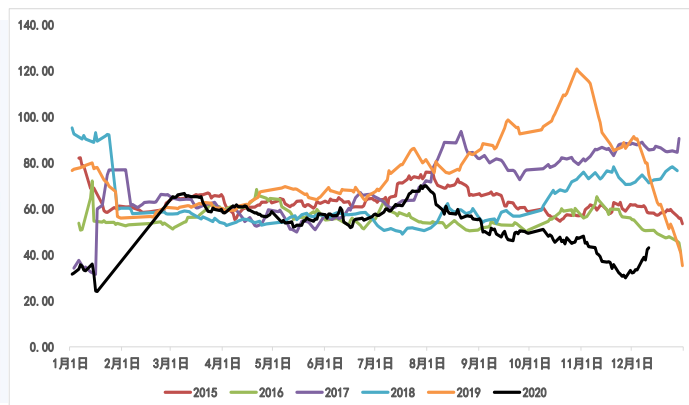


图 17: 盘面利润 (1 月合约) (元/羽)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 18: 盘面利润 (5 月合约) (元/羽)

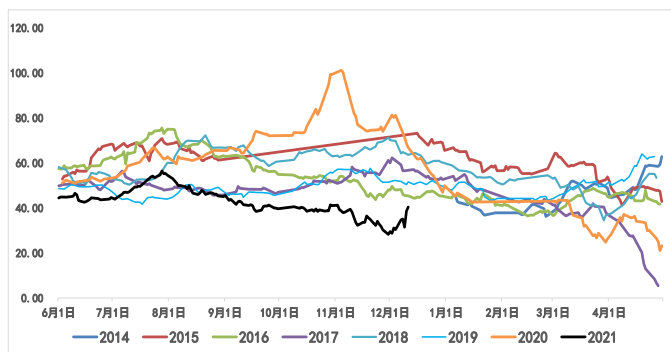
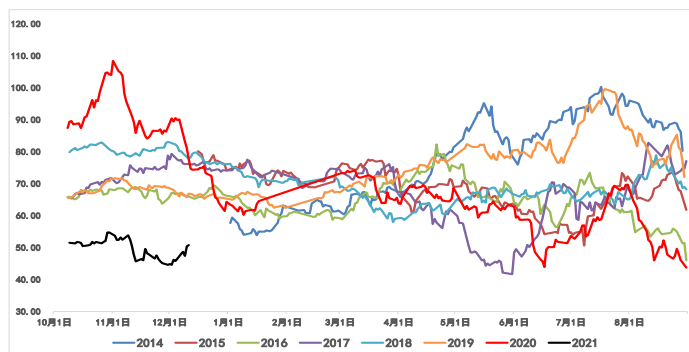


图 19: 盘面利润 (9 月合约) (元/羽)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

## 2.4 短期价格迎来反弹, 但反转时机未到

由于今年补栏较低而淘汰量较多, 蛋鸡存栏量下降, 预计明年上半年将延续这一趋势, 供给端继续改善。但从短期来看, 价格上涨并不具备持续性, 另外从长周期来看, 拐点可能还没有来到。

短期看, 春节备货正在进行中, 备货结束后将进入淡季, 一直持续到明年的清明节前后。因此目前鸡蛋现货的上涨并不具备持续性。

另外, 鸡蛋价格反弹, 养殖户惜淘意愿增加, 且由于养殖成本增加, 养殖户提价意愿高, 屠宰企业收购难度增加, 预计近期淘汰量减少。随着鸡蛋价格反弹, 养殖户的看涨预期增强, 明年年初的补栏量可能会增加。

从长周期看, 在上一个上涨盈利周期中, 养殖户的利润较高, 积累了一定的资本。因此, 虽然今年上半年利润较低, 但持续时间不长, 蛋鸡产能的出清还需要一段时间。另外年底现货价格上涨, 提振了养殖户的预期, 使得淘汰量下降, 同时明年的补栏可能增加, 延缓了产能出清的时间。

总的来看, 蛋鸡的产能出清还需要时间, 长周期的拐点还需要等待。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。