



弘业期货
HOLLY FUTURES

工业品事业部

年度报告

橡胶 甲醇 苯乙烯
尿素 玻璃 纸浆

2020

ANNUAL REPORT





目录

橡胶：熊市或将结束，沪胶启航在即	2
摘要	2
1 市场概况	3
1.1 期货市场.....	3
1.2 现货市场.....	4
2 产业基本面——全球天胶供应	5
2.1 ANRPC 天胶种植及开割面积	5
2.2 ANRPC 天胶产量	7
2.3 ANRPC 天胶出口	8
3 产业基本面——国内天胶供应	9
4 产业基本面——国内天胶需求	11
4.1 国内轮胎产销.....	12
4.2 国内汽车产销.....	13
5 产业基本面——国内天胶库存	16
5.1 青岛地区库存.....	16
5.2 国内期货库存.....	16
6 总结与展望	17
6.1 总结.....	17
6.2 展望.....	18
甲醇：年末反弹助力郑醇进入熊市筑底节奏	19
摘要	19
1 市场概况	20
2 产业基本面——上游原料	22
2.1 原油市场.....	22
2.2 国内天然气市场.....	23
2.3 国内煤炭市场.....	25
3 产业基本面——甲醇供给端	25
3.1 国内甲醇生产情况.....	26
3.2 国内甲醇进口情况.....	27
3.3 国内甲醇产能状况.....	28
4 产业基本面——甲醇需求端	29
4.1 新兴下游需求.....	30
4.2 传统下游需求.....	31
5 产业基本面——国内库存	34
5.1 沿海港口库存.....	34
5.2 国内期货库存.....	35
6 总结展望	35
6.1 总结.....	35
6.2 展望.....	36



苯乙烯：产能剧增压制下价格重心难免下移	37
摘要	37
1 市场概况	38
1.1 期货市场	38
1.2 现货市场	38
2 产业基本面——上游原料市场	39
2.1 纯苯	39
2.2 乙烯	40
3 产业基本面——国内苯乙烯供应	40
3.1 国内生产	40
3.2 国内进口	43
4 产业基本面——国内下游需求	43
4.1 EPS	44
4.2 PS	44
4.3 ABS	45
5 产业基本面——国内库存	46
6 总结与展望	47
尿素：交投好转，市场触底反弹	48
摘要	48
1 尿素期货行情回顾	49
2 尿素产业链供需格局	50
3 尿素进出口市场格局	55
4 尿素未来行情研判	57
玻璃：需求仍韧性，玻璃有望再续佳绩	59
摘要	59
1 2019 年行情回顾	60
1.1 玻璃期价先抑后扬	60
1.2 整体供应减少 净产能温和减弱	61
1.3 终端需求缓步增长	62
1.4 成本走低、效益走高	65
2 宏观展望	67
2.1 基建增速修复在即	67
2.2 环保政策压力仍在	67
3 2020 年市场走势分析	68
3.1 市场供给	68
3.2 终端需求	68
3.3 成本变化	69
3.4 环保政策	69
3.5 小结	69
纸浆：库存高居不下，浆价弱势下行	70
摘要	70



1 利空因素占据主导，浆价处于历史低位	71
1.1 期货市场回顾：年初宏观预期向好，随后维持震荡偏弱	71
1.2 现货市场回顾：阔叶压制，木浆现货价格全年下行	72
2 市场供需：全球市场供需平衡，中国市场供大于需	72
2.1 国际纸浆市场行情回顾	73
2.2 我国纸浆市场行情回顾	75
2.3 纸浆下游及相关市场状况	77
3 纸浆行情总结与展望	78
团队成员及联系方式	80
分析师声明	80
免责声明	80



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO.,LTD.

橡胶

熊市或将结束，沪胶启航在即

摘要

2019年对于橡胶产业来说是奇特的一年，本来完美的双重利空压制，被突入其来的真菌灾害和我国轮胎企业对世界其他市场的开发所打破，橡胶下半年在能化品中形成了一枝独秀的价格走势格局，文华沪胶指数早已大幅远离悲观的9000点，甚至年内都没有跌破10500。

展望明年，供给方面负面影响或将延续，需求面也不排除好转可能，技术上，已经走平的年线如果在即将到来的停割期能顺利上拐，那么将非常有利于沪胶走出熊市，当前已经来到底部区间上沿运行的胶价，短期内将有所反复，但受去库态势较好的基本面支撑，中期将有望顺利走出底部区域，对于明年，沪胶有望抬升运行重心进入15000-17000运行区间。

新年快
乐

FONT
DESIGN

1 市场概况

1.1 期货市场

2019 年沪胶期货基本呈现低位大区间运行的筑底格局，全年基本维持在文华沪胶指数 10700-13200 之间运行，算上近年，沪胶在此区间运行已经近两年时间。上半年呈现区间性弱势回跌，下半年呈现区间性回升，四季度末小幅冲高。具体看来，受东南亚主产区停割期临近炒作，年初延续了 2018 年四季度以来的区间性反弹态势，2 月初反弹至 13100 以上，之后受国内汽车市场产销数据打压加之基本面库存高企，迅速回落，二季度开始炒作东南亚出产国限制出口政策，行情再次反弹，但由于限制出口政策执行不利，未达市场预期，三季度再次出现大幅回跌，重新挑战大区间低位支撑，三季度后期受国内天胶去库进程顺畅，加之国内轮胎开工及产量好于预期鼓舞，沪胶开始逐步回升，四季度开始受到泰国真菌灾害炒作刺激在区间技术性回升基础上再次走高，年末主产国利好政策频出，沪胶再次来到低位大区间上沿运行。

图 1：文华橡胶指数



资料来源：文华财经

20 号胶期货于今年 8 月中旬上马，上市后总体态势不错，做多热情较浓，尤其四季度赶上沪胶回升提振，前期不断创出上市以来新高，然而九月期间也经过了一段幅度较大的回跌行情，一度基本回吐上市以来涨幅。具体来看，8 月上市后做多热情较浓，文华 NR 指数一度涨至 10500 的高点，相比上市基准价 9260，涨幅一度达到 13.4%，但 9 月中旬开始迅速回落，一度跌至 9640，10 月国庆节

后回来随沪胶企稳回升，伴随多重利多消息支撑，做多热情再次被点燃，前期创出 11480 的上市以来新高，相比上市基准价，涨幅一度达到 24%，成为四季度非常耀眼的能化期货品种。

图 2：文华 NR 指数



资料来源：文华财经

1.2 现货市场

现货方面，2019 年天胶现货市场报价走势基本跟随沪胶期货，年初前两月上涨，二、三季度回跌，三季度后期至四季度发力走高，目前已经创出年内新高。上海市场国产全乳胶维持在 10000 元/吨至 12350 元/吨之间运行；上海市场泰三烟片维持在 12000 元/吨至 15000 元/吨之间运行，近期创 14900 元/吨的年内高点；青岛市场泰国产 20 号标准胶美金报价维持在 1250 美元/吨至 1550 美元/吨之间运行，近期来到 1480 美元/吨左右的二季度高点附近。

图 3：国内现货报价



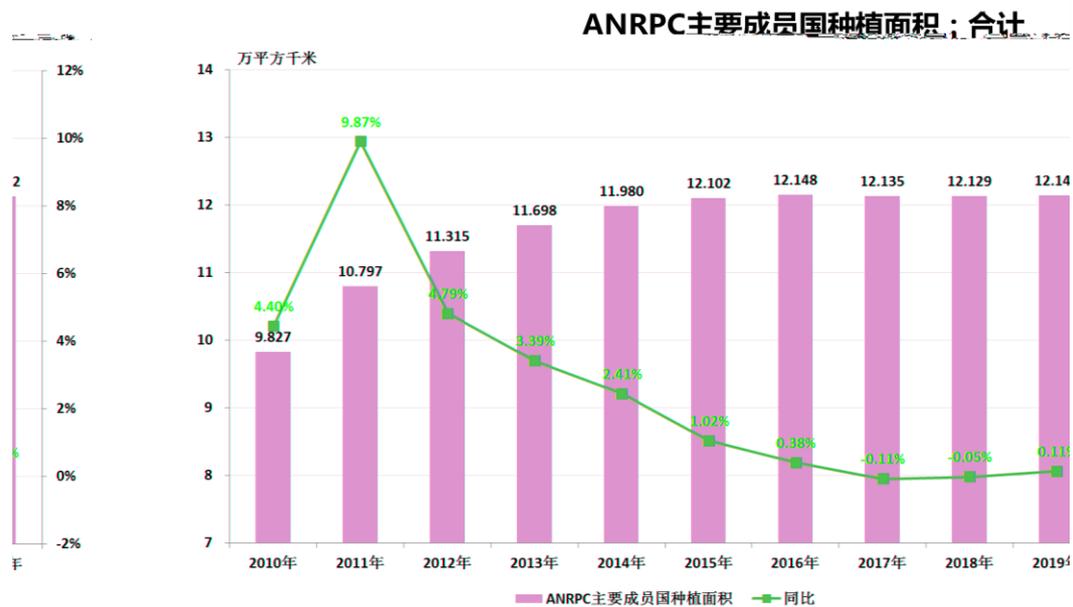
数据来源：Wind

2 产业基本面——全球天胶供应

2.1 ANRPC 天胶种植及开割面积

种植面积方面，2015 年以来，ANRPC 国家种植面积维持多年的增长状态进入停滞阶段，除了 2015 年依然能够维持 1%左右的扩展之外，2016 年几乎持平，2017 年和 2018 年甚至出现微服萎缩，2019 年也仅仅维持 0.11%的微幅增加，2015 年以来的五年时间，天胶种植面积呈现总体稳定态势，基本稳定在 12.1 万平方千米左右。

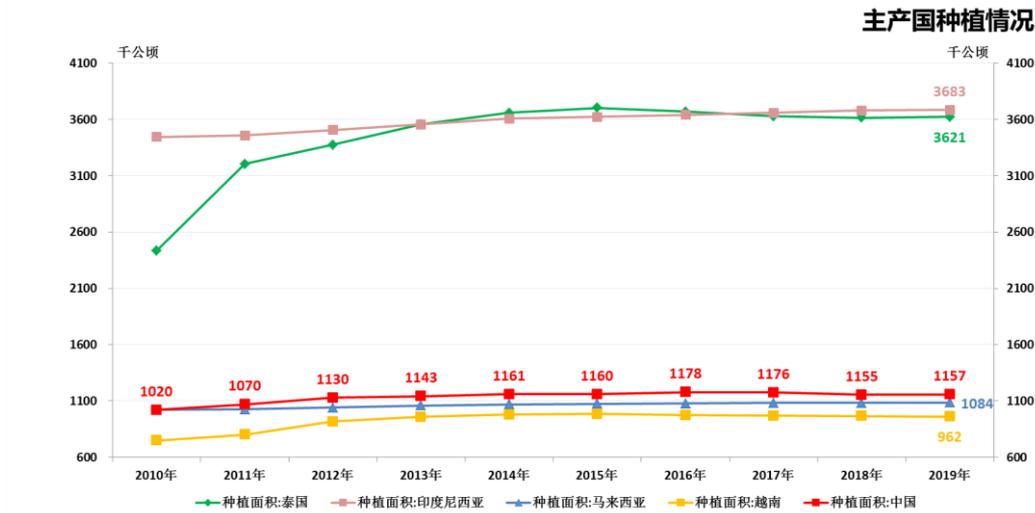
图 4：ANRPC 主要成员国种植面积：合计



数据来源：Wind

主产国种植面积方面，2019 年泰国种植面积达到 362.1 万公顷，相比去年小幅增加 0.7 万公顷，印尼种植面积最大，达到 368.3 万公顷，相比去年增加 0.4 万公顷，马来西亚维持 108.4 万公顷，与去年基本持平，越南相比去年小幅减少 0.48 万公顷降至 96.2 万公顷，国内种植面积总体稳定，2019 年小幅增加 0.2 万公顷来到 115.7 万公顷。

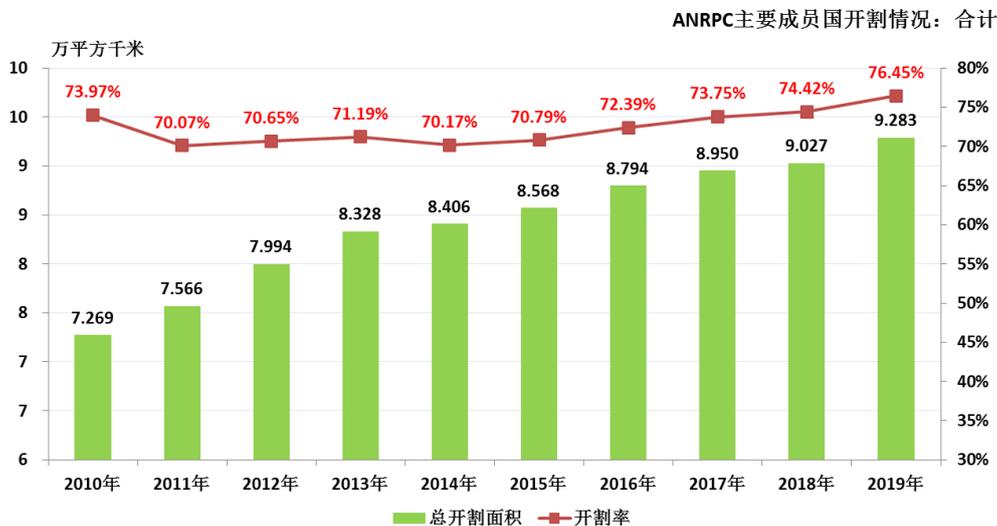
图 5: ANRPC 主产国种植面积



数据来源: Wind

相比种植面积的稳定化, ANRPC 成员国开割面积方面自 2010 年以来一直保持增加态势, 目前总体开割面积已经达到 9.283 万平方千米, 相比去年增加 0.256 万平方千米, 开割率自 2014 年以来一直保持提升态势, 目前已经达到 76.45% 的历史高位水平。

图 6: ANRPC 国家总开割面积

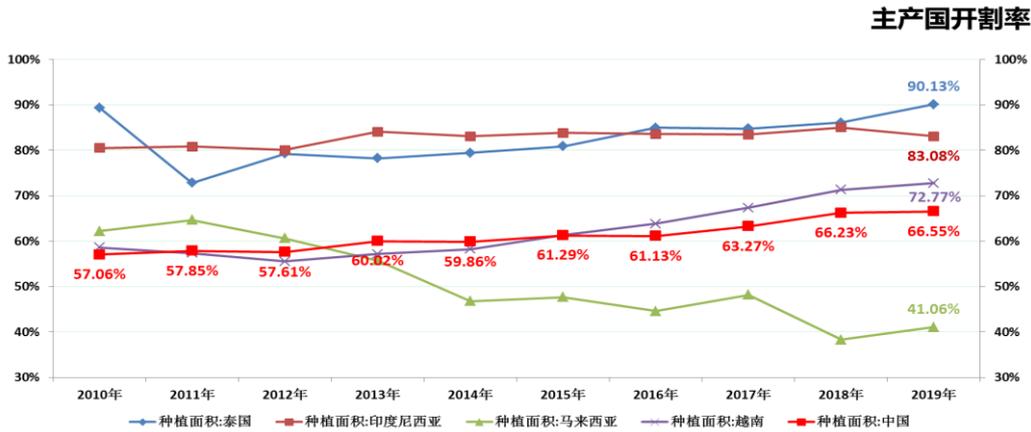


数据来源: Wind

主产国开割方面, 泰国开割率连续三年保持提升, 2019 年开割率居主产国之首, 达到 90% 以上, 印尼次之达到 83% 以上, 但印尼开割率相比去年的 85% 水平下降明显, 马来西亚方面开割率下降最大, 今年只有 41% 左右, 虽然相比去年的 38% 有所提升, 但是相比 2015 年之前 45% 以上甚至 60% 以上的水平, 降幅巨大,

越南提升速度最快，2012 年以来保持了较快的连年提升态势，目前已经来到 73% 左右的水平，国内开割率稳步提升，已经连续 4 年保持小幅增长态势，2019 年开割率达到 66.5% 以上的较好水平。

图 7：ANRPC 主产国开割率



数据来源：Wind

2. 2ANRPC 天胶产量

产量方面，2018 年，ANRPC 国家总体天胶产量达到 1216 万吨的历史创高水平，同比增加 3.28%，然而 2019 年天胶产量结束增长呈现回落，已经成为大概率时间，虽然 ANRPC 数据依然显示到 7 月，但是前七个月的天胶产量降幅已经达到 9% 以上，且月月低于去年同期，尽管三季度中期至四季度都是东南亚主产国的高产季节，但由于下半年东南亚产区生产情况不佳，泰国南部产区还一度真菌灾害，考虑到 2018 年下半年几乎月月达到 110 万吨水平的月度产量，下半年数据翻盘已然不现实，业内多数机构预计降幅在 5% 已经相当保守，悲观预期或达到 10%。

图 8：ANRPC 年度总产量



数据来源：Wind

东南亚主产国方面，泰国今年减产已成必然，今年前七个月累计产量只有 241 万吨，不及去年全年的一半，比去年同期的 283 万吨水平，也大幅下降近 15%，今年产量突破 420 万吨阻力也不小；印尼方面情况也不乐观，前七个月产量达到 189 万吨，刚刚超过去年全年水平 363 万吨的一半，同比去年同期的 215 万吨，降幅也达到 12%，全年产量预计在 320 万吨左右；马来西亚方面，由于割胶面积不断缩水，天胶产量几乎呈现逐年下降态势，2018 年产量已经跌至 60.4 万吨水平，并且自 2013 年产量被越南赶超以来，并无回升迹象，但是其前七月累计产量达到 36 万吨，同比去年的 33 万吨，已经取得增长，今年料将大概率结束产量走跌局势；越南方面，虽然前七月 54 万吨的产量不及去年一半，但同比去年同期的 49 万吨，依然取得明显增长，今年越南或将成为为数不多的产量能够取得增加的产胶国。

图 9：ANRPC 主产国产量



数据来源：Wind

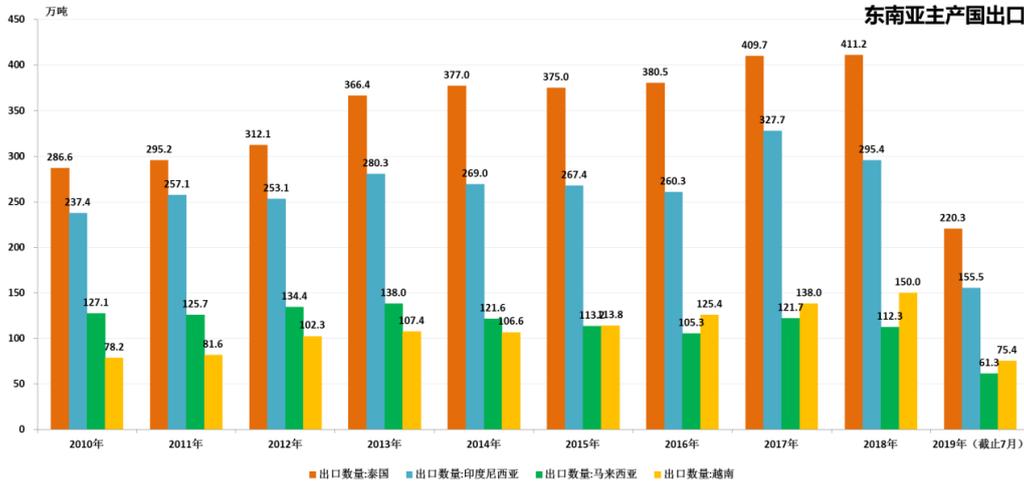
2.3 ANRPC 天胶出口

截止 2018 年，ANRPC 主要成员国合计出口量已将连续两年突破 1000 万吨大关，2018 年共计出口 1007 万吨，虽然不及 2017 年的 1036 万吨，但是依然维持在千万吨级以上，但 2019 年，考虑到大幅减产的可能性，数字大概率重回千万吨级以内，数据上，前七个月的出口仅仅达到 539 万吨，刚刚超过 500 万吨大关，同比去年同期的 587 万吨，已经大降 8.2%。

主产国方面来看，泰国前七月出口 220 万吨，低于去年同期的 247 万吨，降

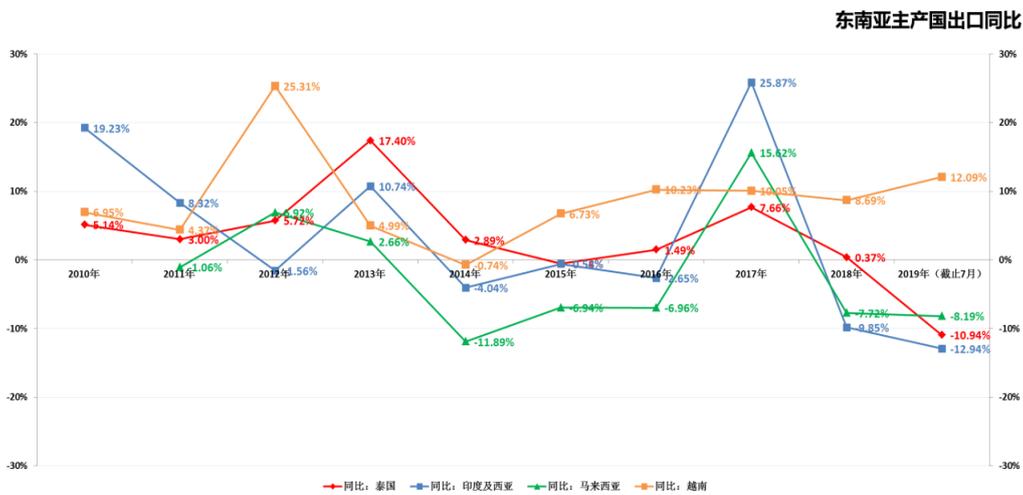
幅 10.92%；印尼前七月出口 155.5 万吨，低于去年同期的 178.6 万吨，降幅 13%；马来西亚前七月出口 61.2 万吨，低于去年同期的 66.8 万吨，降幅 8.2%；越南前七月出口 75.4 万吨，同比去年同期的 67.4 万吨，增加 12%，是为数不多的取得出口及产量双增长的产胶国。

图 10: ANRPC 主产国出口



数据来源: Wind

图 11: ANRPC 主产国出口同比



数据来源: Wind

3 产业基本面——国内天胶供应

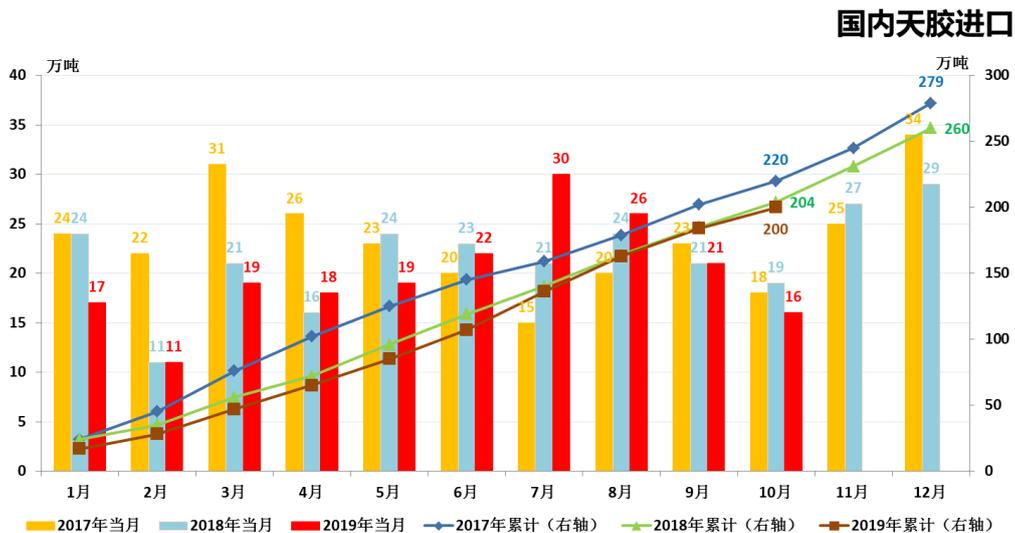
2019 年，国内天胶总体种植面积达到 115.7 万公顷，其中新种面积 5000 公顷，翻种面积 11000 公顷，新种及翻种情况相比往年都不高，开割面积达到 77 万公顷，开割率 66.6%，位于中等水平，今年前七个月供给产胶 30.7 万吨，相

比去年同期的 34.2 万吨，下降 10.2%，不足 2018 年全年产量 83.7 万吨的一半，考虑到下半年是我国产区的高产季节，预计 2019 年产量或将达到 75 万吨左右。

进口方面，根据 ANRPC 统计，2017 年国内各类天胶进口达到巅峰 547 万吨，之后的 2018 年天胶进口结束连年增长，首次出现小幅回落来到 539 万吨，2019 年前七个月，国内累计进口各类天胶产品 274 万吨，同比去年同期阿 298.5 万吨，下降 8.2%，进口下降较为明显。

根据国内海关统计数字，2019 年前 10 个月，中国总共进口天然橡胶 200 万吨，与去年同期的 204 万吨相比，下降 1.96%，进口有所减少，同比 2017 年同期的 220 万吨，降幅达到 9.1%。分月份来看，今年天胶总体进口态势以 7 月为分水岭，7 月之前基本呈现逐月上升态势，7 月之后明显逐月下降，目前只有 4 月、7 月及 8 月进口实现同比增加，其他月份均呈现同比下降情况，四季度后两个月数据预计会随东南亚产量的提升呈现季节性恢复，但要想达到去年和前年水平概率不大，单月进口数据在 25 万吨以上十分有压力。

图 12：国内天胶进口

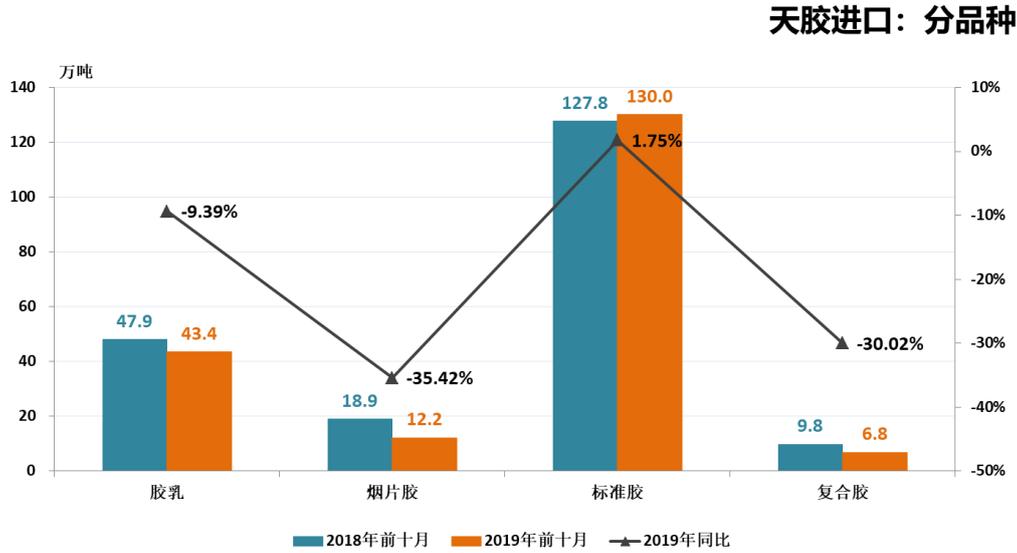


数据来源：Wind

分品种来看，2019 年前十个月品种除了标准胶进口小幅增加外，其余主要品种均呈现大幅下降态势，其中，前十月累计进口标准胶 130 万吨，相比去年同期的 127.8 万吨，小幅增加 1.75%，但前十月累计进口胶乳 43.4 万吨，同比去年同期的 47.9 万吨，下降 9.39%，前十月累计进口烟片 12.2 万吨，同比去年同期的 18.9 万吨，下降 35.42%。另外，2019 年前十个月进口复合胶 6.8 万吨，同

比去年的 9.8 万吨，降幅达 30.02%。

图 13：国内天胶进口（分品种）



4 产业基本面——国内天胶需求

自 ANRPC 统计成员国天胶消费以来，国内消费除了 2015 年出现小幅同比下滑外，其余年份均实现同比增长，2018 年国内天胶消费创高至 567 万吨，并且保持了连续四年的消费增长，2019 年前七月国内累计消费 320 万吨，数据上出现小幅同比下滑，鉴于下半年不优的国内产量预期和进口下降态势，2019 年或将继 2015 年之后再次出现消费下滑，但下滑程度或并不严重，总体消费或将达到 560 万吨水平，预计降幅 2% 左右。

图 14：国内天胶消费

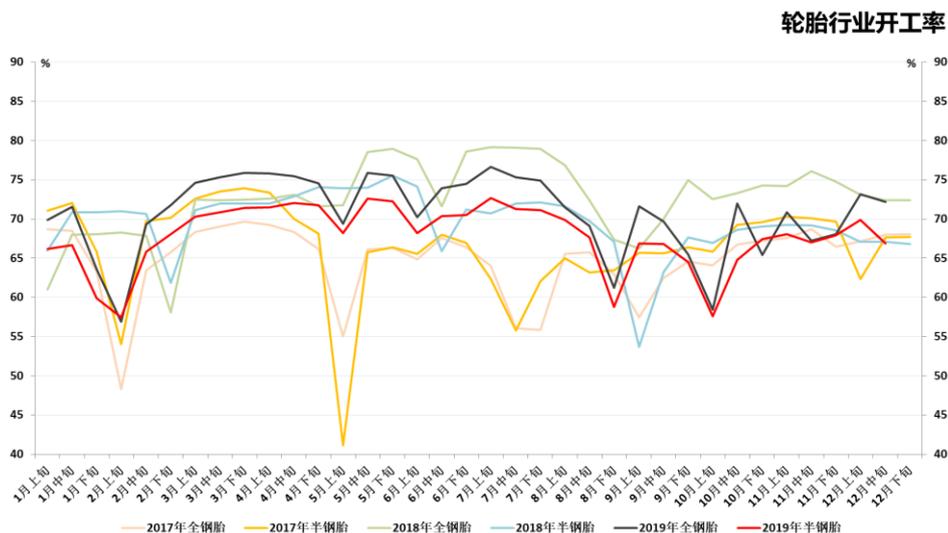


天胶下游需求中，轮胎是第一大户，构成了天胶需求的 70%以上，轮胎行业的景气程度是天胶的需求端的决定性因素，而中国作为全球轮胎第一大生产国，消费了全球最多的天胶，2018 年占比达到 60%左右。国产轮胎产量中，国内消费和出口大约分别占一半，在 2019 年中美贸易阴霾、全球贸易保护主义抬头背景下，由于 2019 年国内汽车行业掉头转冷，内需和外贸压力双双倍增，轮胎行业也着实让人捏一把汗，然而由于国内轮胎企业努力破局，加大多区域市场开发，努力扩展中东、拉美及非洲市场，2019 年轮胎产销还是维持了不错的态势，大幅好于预期，对天胶价格形成了也重要的支撑作用。

4.1 国内轮胎产销

面对多重压力，2019 年我国轮胎行业开工状况运行平稳，全钢胎开工率基本维持在 61%-75%之间，多数时间开工维持在 73%以上，半钢胎开工率基本维持在 57%-73%之间，多数运行重心在 68%以上，虽然全钢胎及半钢胎开工相比去年运行重心下滑明显，但是依然好于 2017 年情况，并且开工率运行振幅明显收窄，开工情况总体向稳定化发展。

图 15：轮胎行业开工状况

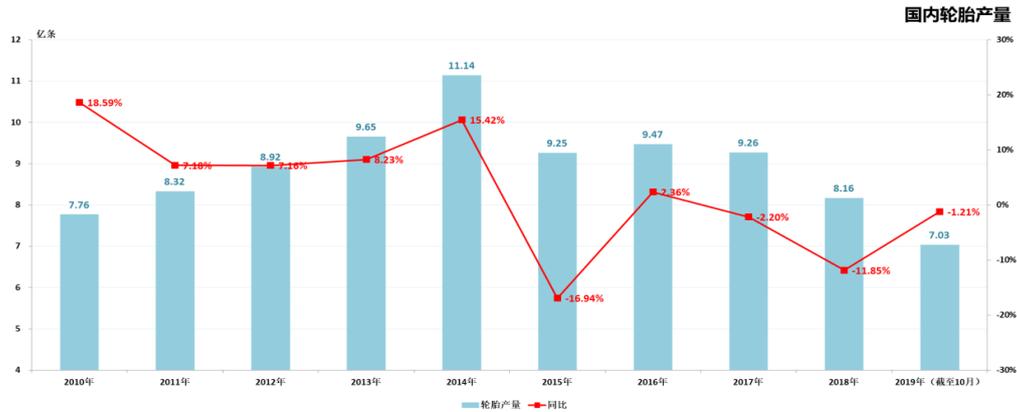


数据来源：Wind

轮胎产量方面，随着近年轮胎行业供给侧改革，产能优化，落后产能淘汰的推进，自 2014 年轮胎产量达到创纪录的 11.14 亿条之后，国内轮胎产量基本呈现逐年下降态势，2018 年产量由 2017 年的 9.26 亿条降至 8.16 亿条，2019 年前十个月国内轮胎累计产量达到 7.03 亿条，而且前十个月基本都呈现月度产量同

比下降的态势，全年要达到去年水平可能性不大，年度或将继续减产，产量降幅预计在 1.5%左右，达到 8 亿条大关仍有难度。

图 16: 国内轮胎产量



数据来源: Wind

轮胎出口方面，虽然轮胎产量在 2014 年以后下降明显，但是轮胎出口并没有明显下降，实际上，自 2015 年以来轮胎出口是连年递增的，2017 年和 2018 年均超过了 2014 年的阶段性高点来到 4.8 亿条以上，2018 年创纪录地达到 4.86 亿条，2019 年前十个月国内轮胎出口累计已经达到 4.16 亿条，同比去年同期的 4 亿条已经增长 4%，距离 2018 年全年的 4.86 亿条，仅差 0.7 亿条，考虑到 11 月及 12 月是季节性轮胎高出口月份，月度出口超 3600 万条问题不大，2019 年预计会再创轮胎出口高点记录。

图 17: 轮胎出口



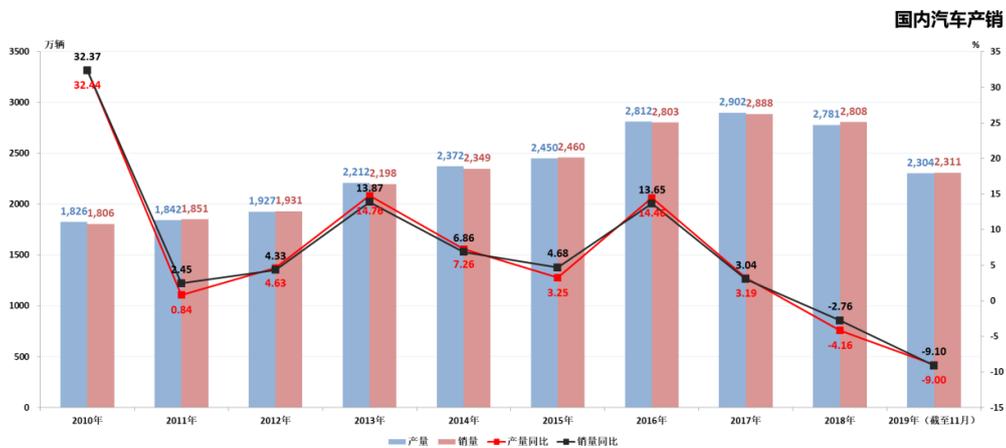
数据来源: Wind

4.2 国内汽车产销

如果说 2019 年国内汽车业即将迎来寒冬有些夸张，那么至少已经冷风嗖嗖。

数据显示,自2017年汽车产销创纪录地达到2902万辆和2888万辆之后,从2018年开始汽车产销开始下滑,2018年产销达到2781万辆和2808万辆,降幅分别为4.16%和2.76%,2019年情况更糟,开局月份产销降幅就纷纷达到10%以上,预示着汽车业寒冬来临,结果前三季度基本维持累计产销10%左右的下滑态势,由于近年金九银十小幅发力,当前累计汽车产销下滑幅度才收敛到10%以内,前十一个月累计产销2304万辆和2311万辆,同比下滑9%和9.1%,2019年对国内汽车行业来说注定是不平凡的一年,三四线品牌车企陷入严重困难的传闻一度甚嚣尘上,但其中多数也绝非空穴来风。

图 18: 国内汽车产销



数据来源: Wind

乘用车方面,2019年乘用车产销的大幅下滑是导致汽车产销总体下滑的决定性因素,数据显示,2019年前十一个月,累计乘用车产销达到1916万辆和1922万辆,同比分别下滑10.59%和10.35%,相比2018年全年下滑5.41%和4.33%的情况,态势恶化严重。

图 19: 国内乘用车产销



数据来源: Wind

商用车方面，2018 年商用车表现顽强，并没有下滑，而是保持了连续三年的增长态势，产销达到 428 万辆和 437 万辆，但是增长幅度收窄至 0.87% 和 4.05%，疲态显现，2019 年前十一月商用车表现基本稳定，逐月累计产销同比在 0 轴上下波动，截至 11 月，累计产销达到 386 万辆和 388 万辆，产量同比增加 0.21%，销量下滑 1.6%，全年要想实现产销同比增加难度非常大。

图 20：国内商用车产销



数据来源：Wind

商用车中的经济风向标重卡方面，2019 年表现稳定，前十个月重卡产销分别达到 94.2 万辆和 98 万辆，同比分别实现 1.97% 和 0.41% 的增长，表现总体稳定，全年预计实现产销同比正增长概率较大，有望连续三年产销维持在 110 万辆大关以上，重卡表现稳定一方面显示了宏观经济的弱稳态势，也给汽车产销大幅下滑背景下的天胶价格走向注入一支强心针。

图 21：国内重卡产销



数据来源：Wind

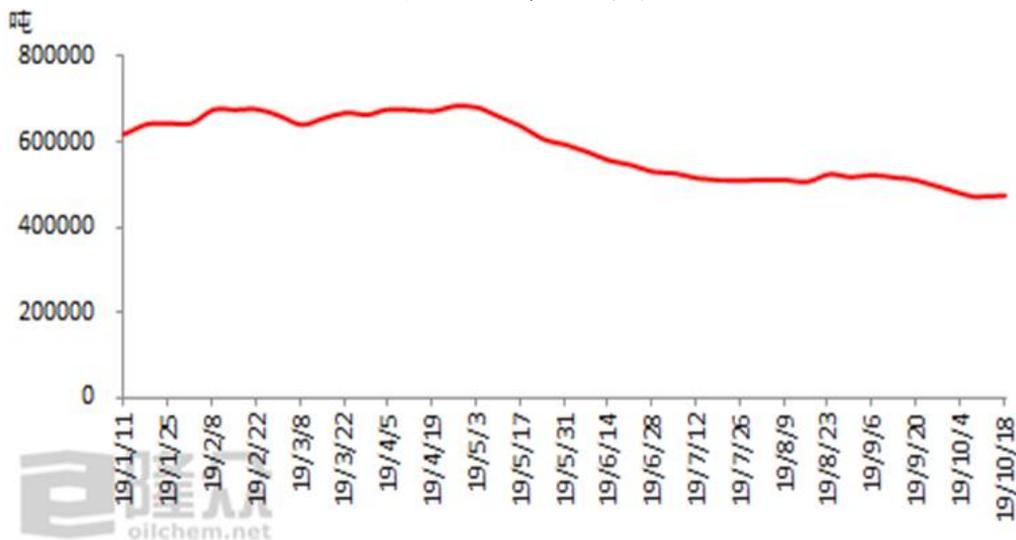
5 产业基本面——国内天胶库存

近年国内天胶库存以去库为主节奏，无论青岛保税区现货库存的变化走势还是国内期货库存相比 2018 年的状态，去库都是几年库存变化的主题。

5.1 青岛地区库存

青岛地区方面，据相关资讯公司统计，截止 10 月中旬，青岛地区天然橡胶一般贸易库存合计 29.24 万吨，月环比下跌 6.61%，青岛地区天然橡胶保税库存合计 18.19 万吨，月环比下跌 7.24%。全年来看，青岛地区库存一季度稳中小幅增加，二季度开始去库，经过两个季度的去库过程之后，库存由 70 万吨附近降至前期的 50 万吨以下，去库近 1/3。

图 22：青岛地区库存

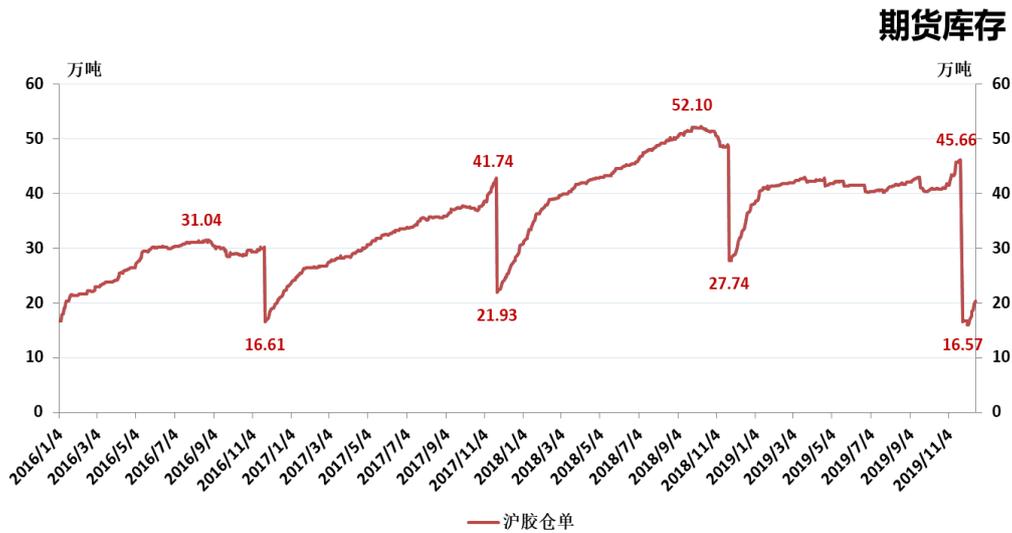


数据来源：隆众资讯

5.2 国内期货库存

期货库存方面，2019 年仓单量相比 2018 年整体下降一个 10 万吨台阶，2018 年的仓单周期由 21.93 万吨增加至 52.10 万吨，创出历史新高，而 2019 年仓单周期中仓单量由 27.74 万吨增加至 45.66 万吨，期间多数时间维持 40 万吨左右，相比 2018 年明显下降一个台阶，近期仓单注销新的仓单周期开始自 16.57 万吨，低于过去五年水平，明年仓单压力相比往年将大幅缓解。

图 23：期货库存状况



数据来源：Wind

6 总结与展望

6.1 总结

2019 年对于橡胶产业来说是奇特的一年，供给端天胶产量本来可以因为主产国天胶割胶面积的持续增加，开割率的提升而继续增产，需求端轮胎需求也本来可以因为中美贸易战背景下的全球贸易保护主义势力抬头导致我国轮胎出口大幅受阻，国内汽车行业产销大降而大幅减少橡胶需求，形成完美的双重利空压制，市场一度悲观地预测橡胶是否还会再去挑战 9000 点支撑。然而，现实却是本来的产量增长预期被突如其来地真菌灾害打破，这场先侵袭印尼和大马，下半年又传入泰国的水霉菌灾害，据报道影响了印度尼西亚 38 万公顷，泰国 5.2 万公顷，马来西亚 5000 公顷的橡胶种植区域，预计将减少 80 万吨的天胶产量，而需求端，尽管我国汽车产销大降，轮胎内需受阻，且中美贸易阴霾背景及贸易保护主义抬头导致我国输美、欧轮胎量下降明显，但由于我国轮胎企业加强了对中东、拉美及非洲的市场开发，2019 年轮胎出口反而有望进一步实现增长，并受此带动，轮胎总产量预计仅小幅下降 1.5%。综合结果反而导致我国橡胶行业经历了长达半年多的去库过程，主要库存指标下降 1/3，形成了下半年橡胶在所有能化品中一枝独秀的价格走势格局，文华沪胶指数早已大幅远离悲观的 9000 点，甚至年内都没有跌破 10500。

技术上来看，沪胶全年基本处于筑底震荡阶段，而且震荡结构相当标准，运行区间也十分规则，基本维持在文华沪胶指数 10700-13100 之间，一季度反弹走势强，二季度回跌走势弱，三季度受到区间下沿支撑转势回升，四季度接力上攻，目前来到区间上沿运行，全年基本围绕年线运行，并使年线呈现重大企稳走平姿态，预示着橡胶持续两年的熊市或将结束

6.2 展望

供给方面，尽管东南亚产胶国正在国际橡胶研究开发委员会等其他组织的帮助下，努力控制真菌灾害，但是事态得到控制并进一步好转需要时间，灾害对产量的负面影响也需要时间来消化，虽然灾害是否会影响明年橡胶供应尚无定论，但上半年天胶产量将大概率继续受到负面影响。另外，限制出口提振胶价依然是主产三国的重要政策口号，尽管今年的实际执行效果很一般，但依然会在氛围上对胶价形成一定支持。

需求方面，由于国内轮胎企业加强了对世界其他市场的开发，而且商业关系具有一定程度的稳定性，对这些市场的轮胎出口料将大概率处在稳定增加阶段，因此尽管国内汽车产销弱化态势难减，但轮胎行业开工及生产并不悲观，而如果中美贸易氛围向好发展，中美、中欧轮胎贸易逐步重回正常轨道，不排除国内轮胎开工及生产再次大幅走强可能。

技术上，已经走平的年线如果在即将逐步到来的停割期能顺利上拐，那么将非常有利于沪胶走出熊市，当前已经来到底部区间上沿运行的胶价，短期内将有所反复，但受去库态势较好的基本面支撑，中期或将有望顺利走出底部区域，对于明年，沪胶有望抬升运行重心进入 15000-17000 运行区间。

风险方面，要警惕中美贸易恶化的可能，也要警惕中东局势、拉美北部局势及北非局势的演变，美伊问题、美委问题以及北非局势的恶化，都将负面影响我国对这些地区的轮胎贸易出口贸易。



甲醇

年末反弹助力郑醇进入熊市筑底节奏

摘要

甲醇 2018 年四季度初以来的这波熊市已经延续了整整一年零一个季度，文华郑醇指数由 3500 点最低跌至近期的 1910 点，跌幅达 45.4%，持续时间和跌幅仅次于上一轮 2014 年至 2016 年的甲醇大熊市。总结来看，持续至今年的这波熊市主要由于国内聚烯烃等石化中间品为代表的石化产品总体价格暴跌导致甲醇制烯烃产能持续增加背景下的悲观开工预期，叠加甲醇进口量激增导致的国内甲醇库存快速累库导致。

展望明年，上游原料市场总体稳定背景下，甲醇价格总体上将得到较好的氛围及成本支撑，然而甲醇进口的持续扩大依然是供给端压制甲醇价格的最重要因素，不仅要关注甲醇海上运输路线会否受到地区战乱阻碍，也要关注我国主要甲醇进口地中东、澳洲及东南亚地区的甲醇装置运行情况。技术上，11 月底以来的反弹，对后续走势将产生较大影响，如果反弹能进一步扩大到 2200 以上，将非常有利于甲醇进入熊市筑底节奏，郑醇明年大部分时间或将在筑底区域运行，核心筑底运行区间预计在文华郑醇指数 2000-2300 之间。

新年快
乐

1 市场概况

2019 年甲醇期货总体延续了 2018 年四季度以来的熊市格局，呈现出多阶段创低态势，总体跌幅比肩 2014 年至 2016 年中期的上一次大熊市，总体表现为甲醇运行价格大区间 1650-3500 之间的区间性下跌走势。具体来看，2018 年四季度快速下跌之后，2019 年前两月表现出企稳迹象，期价在文华郑醇指数 2300-2700 之间窄幅运行，3 月初反弹上冲未果掉头回跌，之后阴跌时长五个月，最终在 8 月跌至 2100 以下，郑醇开始正式挑战 2000 整数关口支撑，之后在此支撑下展开了近两个月的反弹并来到年线附近，10 月受年线压制再次速跌下行，一度跌破 2000 大关创出熊市以来新低 1914，目前，受国内化工品企稳氛围影响，郑醇小幅止跌企稳，暂时维持在 2000 以上反弹运行。

图 1：文华郑醇指数

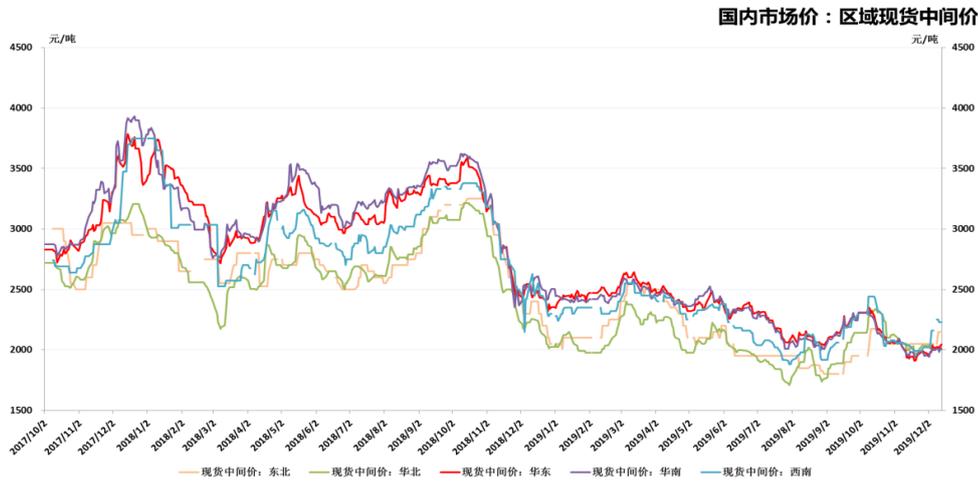


数据来源：文华财经

国内现货方面，2018 年四季度以来，国内甲醇现货价格与期货价格协同下跌，运行重心全线下移，2019 年基本延续了大熊市格局，但跌幅逐渐收窄，总体呈现低位运行格局，期间各地市场纷纷出现不同程度的创底态势，同时各地之间的价差明显收窄。其中，华东地区现货价格由 3 月初的 2600 元/吨以上震荡创低至 11 月中旬的 1900 元/吨附近；华南地区由 3 月初接近 2600 元/吨震荡创低至 11 月中旬的 1950 元/吨附近；华北地区由 3 月初的 2400 元/吨左右一度在 7 月份跌至 1700 元/吨附近；西南地区由 3 月初的 2550 元/吨在 7 月份小幅跌破

1900 元/吨，但进入四季度以后，西南市场运行偏强，价格持续高于华东及华南地区；东北地区走势与华北地区走势接近；西北市场依然是全年价格最低的地区，年中一度来到 1000 元/吨左右运行。

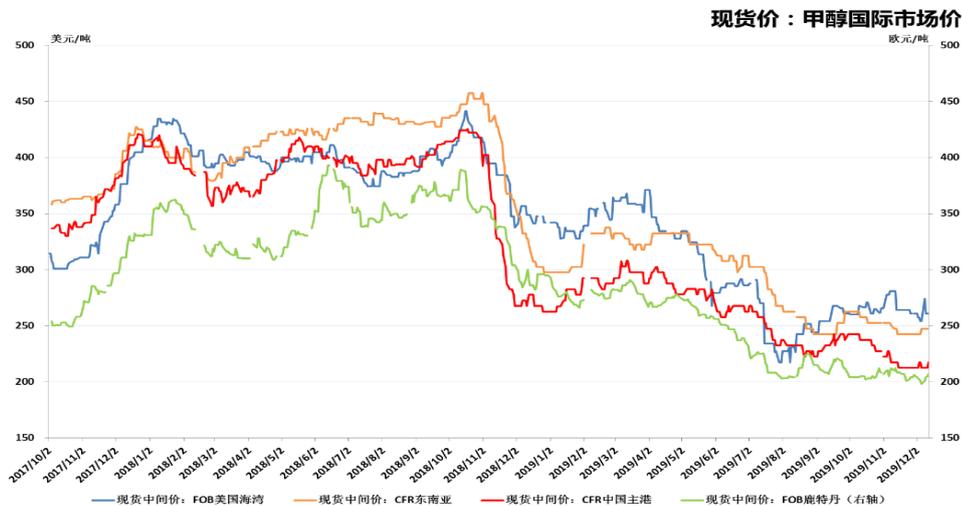
图 2：国内各区域现货报价



数据来源：Wind

国际市场方面，受我国市场价格下行影响，全年国际甲醇价格也呈现下跌态势，其中，FOB 美国海湾报价由 3 月初的 360 美元/吨跌至 9 月份的 240 美元/吨；FOB 鹿特丹报价由 3 月中旬的 290 欧元/吨在 10 月跌至 200 欧元/吨左右；CFR 中国主港由 3 月初的 310 美元/吨最低跌至 11 月的 210 美元/吨左右；CFR 东南亚由 2 月末的 340 美元/吨最低跌至 9 月时的 240 美元/吨左右，目前依然维持在年内最低价位附近运行。

图 3：国际市场报价

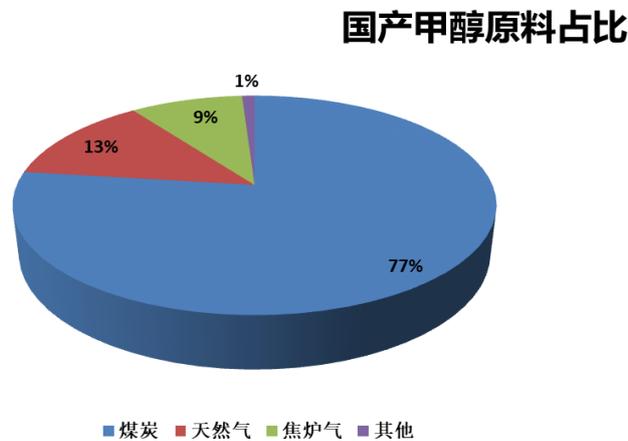


数据来源：Wind

2 产业基本面——上游原料

目前我国甲醇的生产原料主要是煤炭、天然气以及与煤炭行业相关的焦炉气，三者产能中煤炭、天然气原料占比进一步提高，焦炉气原料占比进一步下降，2019年占比分配预期为77%、13%以及9%，另外还有少量以乙炔等为原料的其他甲醇产能，所以甲醇行业的主要直接上游就是煤炭及天然气行业，然而原油虽然很少直接用来生产甲醇，但是原油下游石化烯烃产品却左右着甲醇当前重要下游煤制烯烃的行业价格，所以下面也将介绍一下原油市场的状况。

图 4：2019 年国内甲醇原料预期占比



数据来源：隆众资讯

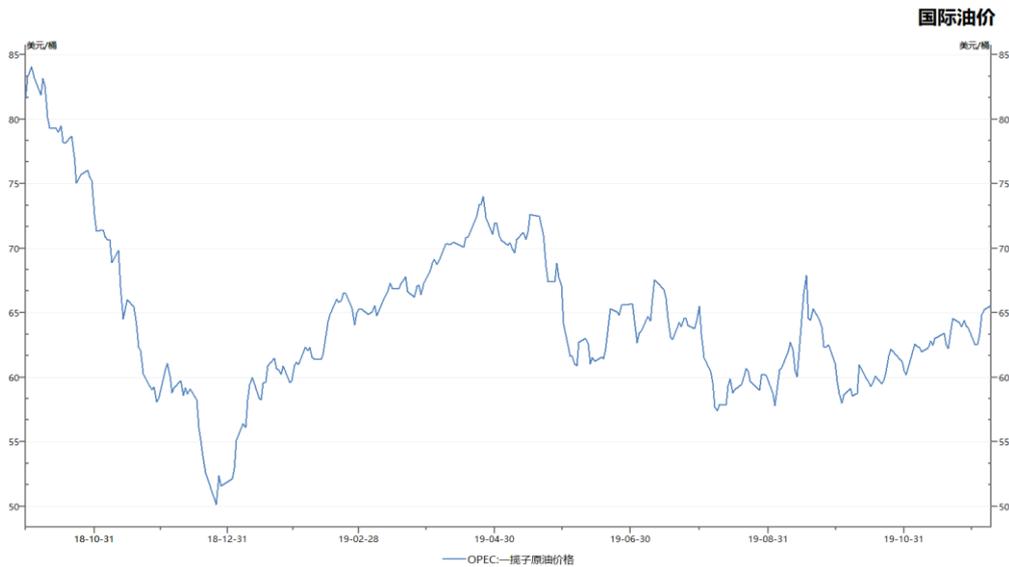
2.1 原油市场

目前的甲醇产业链虽然与原油直接关系不大，但是原油作为石化产品的源头，其价格的变化不仅影响到石化产品的成本，而且也对化工品整体的价格涨跌氛围有举足轻重的作用，进而对甲醇期现货的交易氛围产生重要影响。

在比较明显的间接影响方面，原油价格从两方面可以影响到国内甲醇产业链。一方面就是制烯烃，目前国内低碳烯烃的制取主要有三种工艺路线：一是石脑油制烯烃，二是煤制烯烃，三是丙烷脱氢制烯烃（PDH）。其中以石脑油为原料生产乙烯、丙烯，一直是烯烃制取的主要路线，定价权在石化烯烃一边，而油价对烯烃及聚烯烃定价产生直接的影响，因此也就会影响到国内煤-甲醇-烯烃的开工状况，进而在目前制烯烃甲醇需求已经占到甲醇总需求一半以上的背景下，对甲醇行业的供需产生重要影响。另一方面，国内成品油价格也会对甲醇产业链产生

一定影响，由于我国成品油定价与国际油价挂钩，而无铅汽油的重要添加剂 MTBE 就是甲醇的重要传统下游产品之一，所以油价变动造成的国内成品油需求变动也会通过 MTBE 的供需变化影响甲醇的供需。此外，随着后期国内甲醇汽车的逐步推广，在未来也将会使甲醇的供需与油价产生更为紧密的联系。

图 5：国际原油现货价格



数据来源：Wind

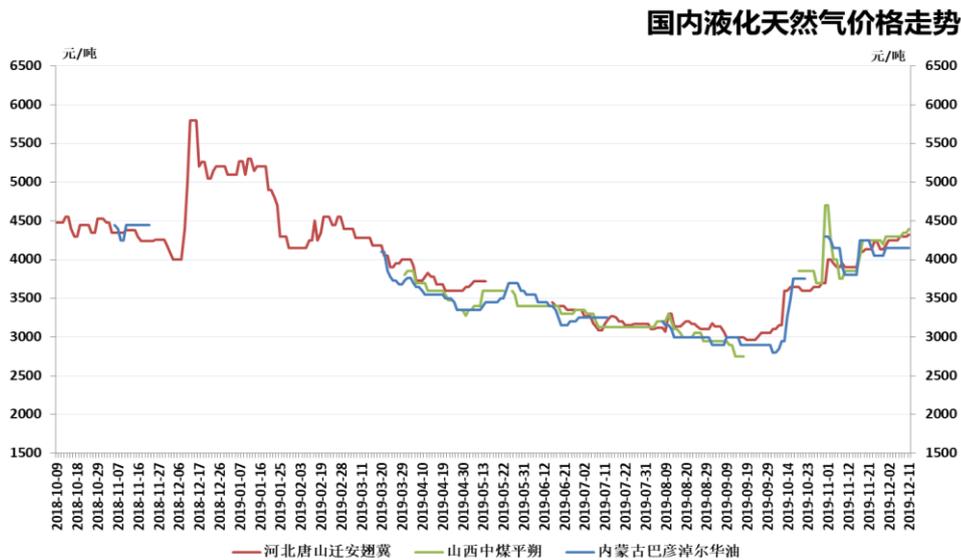
2019 年的油价，走势相对比较简单，基本就是维持自 2018 年三季度下跌以来的企稳震荡行情，由以上 OPEC 现货一揽子价格全年走势可以看出，除了第一季度反弹较为强烈，由 50 美元/桶附近弹至 75 美元/桶附近之外，二、三、四季度行情不大，表现出二季度回落，三、四季度再企稳的总态势，基本维持在 58 美元/桶-68 美元/桶之间，全年炒作重点基本维持美伊冲突、OPEC 减产、土叙边境冲突等中东问题展开，另一方面，美国原油产量的提升和出口的增加也制约了油价的反弹走高。

展望 2019 年，由于美伊关系暂时保持克制，OPEC 减产影响依然重要，土叙边境问题受俄罗斯介入暂时稳定，加之美国大选在即，上半年或将继续保持平稳走强态势，但下半年毕竟中东风险因素犹在，是否会发生恶化也是重大未知数，届时美国大选结束特浪普能否继续执政继续推进其激进政策也具有重大不确定性，油市黑天鹅事件或将增肌，鉴于当前油价运行重心并不高，明年油价总体走势做偏强预判。

2.2 国内天然气市场

天然气作为甲醇的重要生产原料，与甲醇行业关系密切，尤其是国外中东等天然气丰富的地区，甲醇基本都是以天然气作为原料进行生产的，这样就造成国外甲醇成本相对国内甲醇有很大优势，而国内甲醇方面，天然气制甲醇产能占比虽然小幅增加但并不明显，占比 13%左右，且受国内特殊的天然气行业现状影响较大，基本在国内天然气短缺的冬季时间段以及甲醇价格低迷的时间段处于停产状态。

图 6：国内液化天然气价格



数据来源：Wind

2019 年我国国产液化天然气价格基本呈现先跌后弹态势，前三季季度基本延续了 2018 年三季度末以来的弱势下跌行情，国内出厂报价基本跌至 3000 元/吨附近，三季度末开始，气价逐渐走强，已经来到 4500 元/吨左右运行，全年运行重心不高，也没有发生较强烈的大涨大跌行情，基本保持一个非采暖季走弱，采暖季走强的态势。

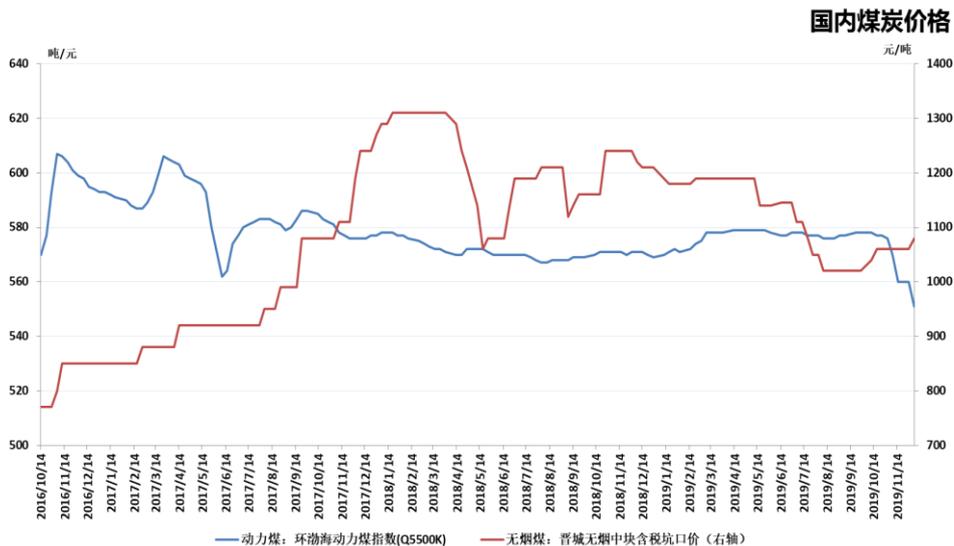
展望 2019 年，一方面国家煤改气政策在北方依然延续并将进一步深入，另一方面，2019 年 12 月中俄天然气管道东线项目的顺利通气，将大幅稳定我国的天然气供应，据悉上述东线管道中方境内管道全长 5111 公里，北起黑龙江省黑河市，途经黑龙江、吉林、内蒙古、辽宁、河北、天津、山东、江苏、上海等地，中俄东线天然气管道工程全线投产后，中国每年从俄罗斯引进天然气将达到 380 亿立方米，相当于 2018 年全年用气量的 14%，占中国进口天然气总量的约 28%，按照合同，俄罗斯在 30 年内将向中国市场供应总量超过 1 万亿立方米的天然气。

供应方面的改观或将明显缓解国内用气紧张的局面，预计明年气价将平稳运行，运行重心不会发生大幅提高，但天然气供应的改善也有利于工业用气下游产业，气头甲醇产量或在后期有所提升。

2.3 国内煤炭市场

煤炭作为我国主要的甲醇生产原料，直接产能占比接近 77%，而与煤炭相关的焦炉气制甲醇产能也占到我国甲醇产能的 9%左右，煤炭市场的行情变化将对我国甲醇行业产生重要影响。

图 7：国内煤炭价格



数据来源：Wind

今年国内煤炭市场总体维持高位运行，上半年态势强于下半年，三、四季度弱势较为明显，动力煤前三季度运行平稳，但是四季度跌幅较为明显，环渤海动力煤指数由 10 月份初的 578 元/吨跌至近期的 551 元/吨，跌幅 4.67%，无烟煤方面全年呈现弱势下行，总体跌幅较大，晋城无烟块煤坑口价由 4 月初的 1190 元/吨一度跌至三季度末的 1020 元/吨，跌幅一度达到 14.28%，四季度以来小幅企稳。

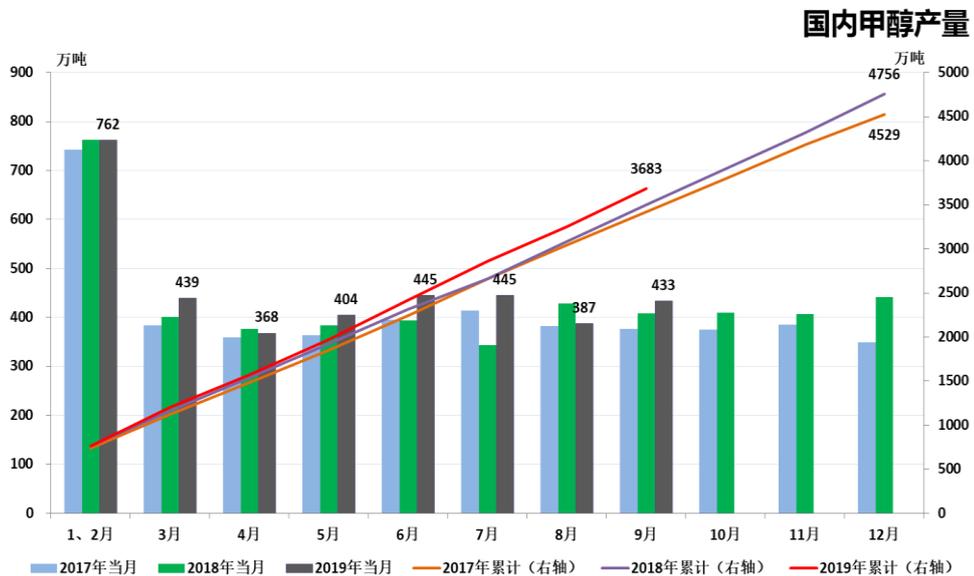
展望明年，煤炭市场或将继续以高位稳定运行为主，煤炭行业经过供给侧改革之后，大幅涨跌行情的出现概率较小。

3 产业基本面——甲醇供给端

3.1 国内甲醇生产情况

今年国内甲醇产量依然随甲醇产能的扩大而协同增加，月度产量除了4月份和8月份出现同比小幅下降情况外，其余月份均呈现同比增加态势，其中3月、6月及7月产量大幅多于去年同期，为今年累计月度产量持续高于去年发挥了重要作用，截止9月末，国内甲醇累计产量达到3683万吨，多于去年同期的3497万吨，同比增幅达到5.32%，四季度产量料将继续大于去年，全年产量有望超过5000万吨。

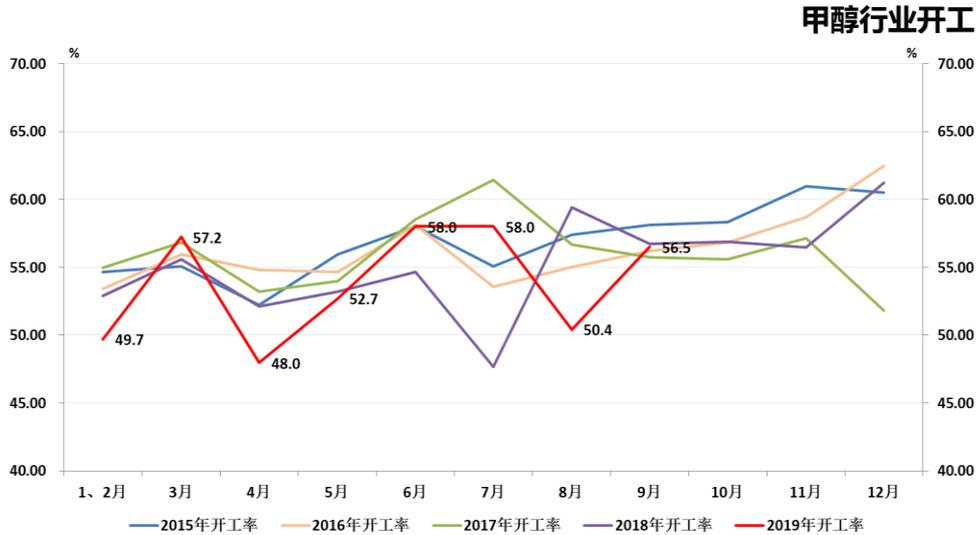
图8：国内甲醇产量



数据来源：Wind

今年甲醇产量的增加，不似往年既有产能增加的因素也由开工率提升的因素，而更多的受益于产能提升，而开工率方面今年明显弱于过去两年，尤其是三季度以后。今年甲醇行业月度开工水平维持在48%-58%的水平之间，开工并不算好，而且今年开工率波动性明显扩大，振幅提升，部分原因是今年安全生产事故较多和国内趋严的环保检查所致，虽然数据公布迟滞，四季度开工率大概率在60%以下，年度总体开工情况趋弱。

图 9：国内甲醇行业开工



数据来源：Wind

行业利润方面，今年煤制甲醇利润总体水平较好，上半年虽然利润不断下降，但受益于较高的甲醇绝对价格水平，西北煤制甲醇并没有出现亏损的情况，而进入三季度，随着甲醇价格的反弹，西北煤制利润出现大幅回升再次来到 500 元/吨左右，而进入四季度虽然甲醇价格再次大幅下跌，但是煤制利润并未明显下降，依然维持在 450 元/吨左右，原因就在于煤炭成本端价格的大幅下降。天然气制甲醇利润方面今年并未有好转，一直维持在亏损水平，上半年随着天然气价格的弱势运行，亏损有所收窄，但是随着三季度以来天然气价格的回升及四季度甲醇价格的回跌，天然气制甲醇利润亏损程度再次扩大，相关数据显示亏损再次来到 450 元/吨以上。

表 1：国内甲醇生产利润监测表

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
西北煤制甲醇	375	572	673	263	503	299	99	49	490.5	473.5	458.5
陕西天然气制甲醇	-363.5	-163.5	-213.5	-413.5	-303.5	-433.5	-613.5	-673.5	-298.5	-498.5	-458.5

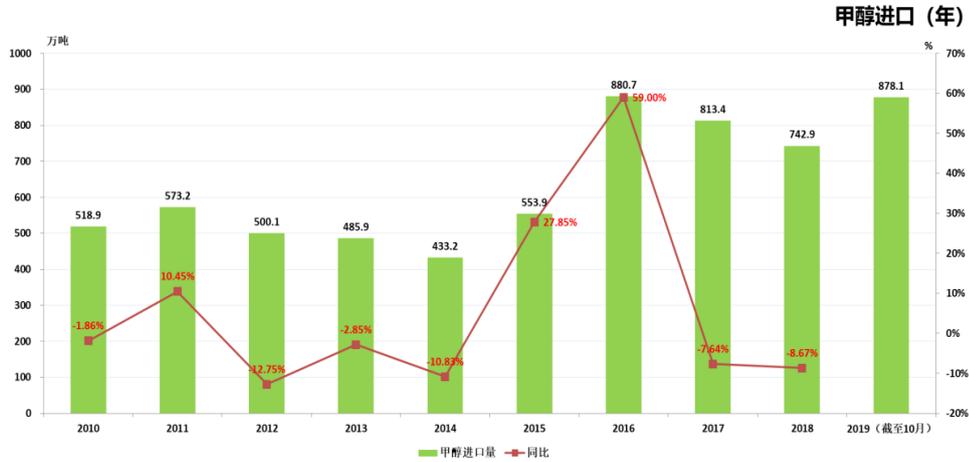
数据来源：隆众资讯

3.2 国内甲醇进口情况

虽然今年国内甲醇价格呈现弱势下行格局，但由于国内甲醇绝对价格水平依然不低，进口利润情况较好，国内甲醇进口量结束过去三年的连续下跌态势，掉头回升，今年有望创历史甲醇年度进口量新高，截至 10 月，国内甲醇进口已经达到 878 万吨，已经高于过去两年全年水平，距离 2016 年创下的 880 万吨年度

进口记录近在咫尺，考虑到年度最后两月的进口情况，今年创进口记录应该是确定事件，年度进口量或将首次超过 900 万吨水平。

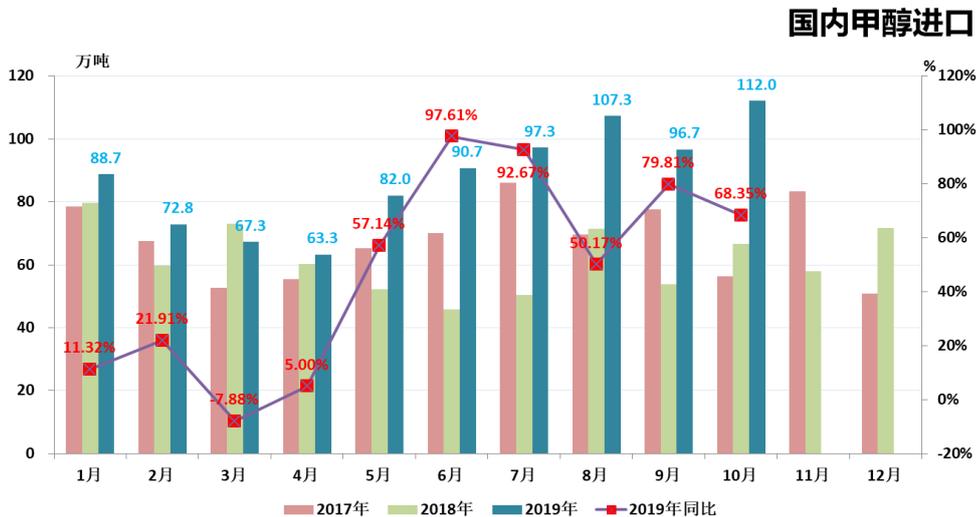
图 10: 国内甲醇进口（年）



数据来源: Wind

月度来看，今年进口旺盛，除了 3 月份进口同比小幅下跌以外，截至 10 月全部实现月度同比增长，而且 5 月以来都实现了大幅增加，同比增长率维持在 50% 以上，6 月同比增加近一倍，绝对水平来看，今年月度进口量基本维持在 60 万吨以上，多数月份维持在 80 万吨以上，8 月及 10 月两度突破 100 万吨大关。

图 11: 国内甲醇进口（月）



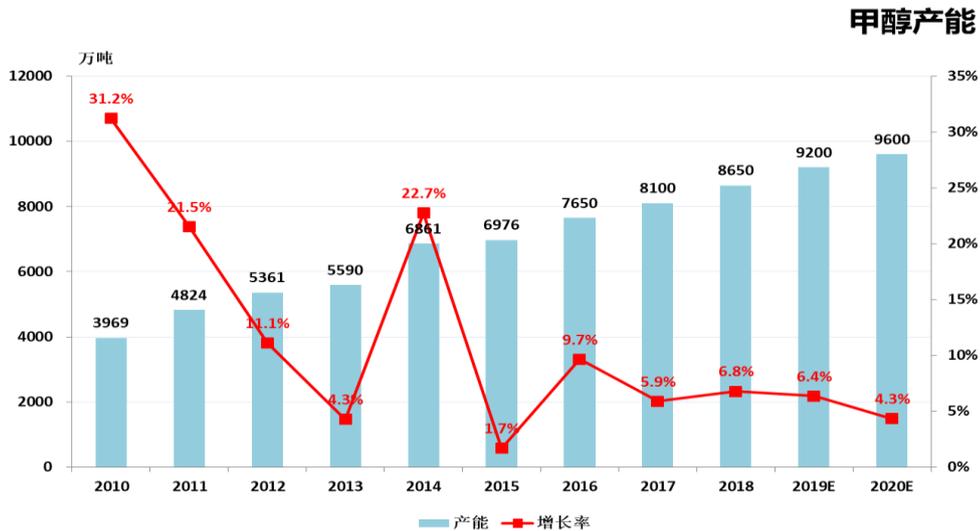
数据来源: Wind

3.3 国内甲醇产能状况

据初步统计，2019 年国内甲醇总产能预计首次突破 9000 万吨大关，总量将

达到 9200 万吨左右，增长率约 6.4%，增速相比 2018 年小幅下降，预计 2020 年增速将进一步放缓，据资讯公司统计测算，2020 年国内甲醇产能或将进一步增加到 9500 万吨以上，但增速将放缓至 4.3% 左右。

图 12: 国内甲醇产能

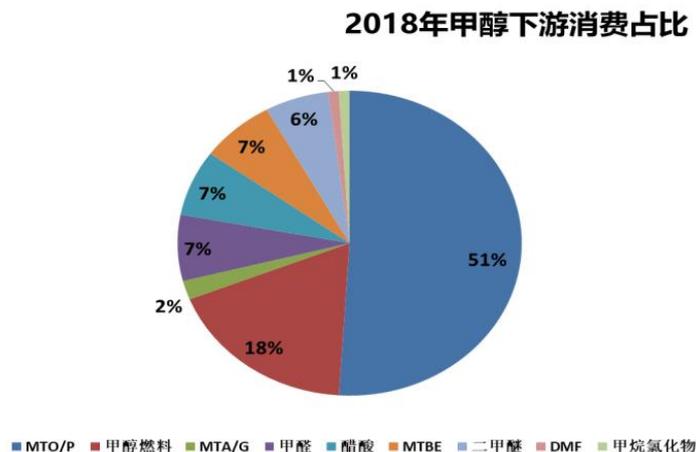


数据来源：隆众资讯

4 产业基本面——甲醇需求端

2019 年，甲醇下游消费继续呈现稳定增加态势，但其中，由于缺乏突破点，传统下游消费或将进一步下降，消费占比进一步被压缩，而新兴下游消费占比进一步上升，制烯烃甲醇消费绝对量和占比都将进一步增加。

图 13: 2018 年国内甲醇下游消费占比



数据来源：隆众资讯

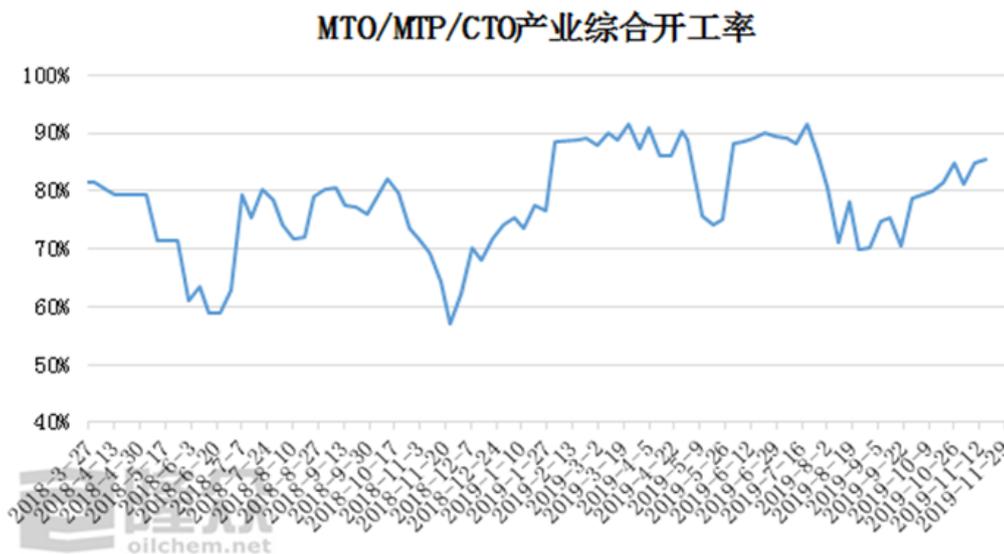
4.1 新兴下游需求

新兴下游主要是指甲醇/煤制烯烃及甲醇燃料需求，尤其是烯烃需求自 2014 年大量投建以来，新兴下游甲醇需求占比就一路上涨，对甲醇价格的影响力也日趋增强，目前，新兴下游甲醇需求占比已经超过 70%，，尤其甲醇制烯烃需求占比已经来到 55%以上，并进一步向 60%靠拢，其对甲醇价格的影响已经大大超过其他下游，占据主要地位。

1、制烯烃需求

2019 年，随着内蒙古久泰、诚志、鲁西集团、中安联合及宁夏宝丰二期等约 5 套共计 240 万吨 MTO 装置相继试车投产，制烯烃甲醇需求进一步提升。尽管今年聚烯烃价格延续了漫长的熊市，跌跌不休，聚乙烯、聚丙烯价格甚至创出多年新低，但甲醇制烯烃行业开工运行尚可，基本维持在 60%-90%的开工水平之间。

图 14：国内煤/甲醇制烯烃综合开工率



数据来源：隆众资讯

虽然聚烯烃价格今年延续熊市，但是制烯烃开工并不弱，并且新装置接连试车上马，原因就在于甲醇制烯烃依然良好的利润水平，据测算，除了今年二季度利润水平下滑明显外，其他三个季度表现亮眼，一季度基本维持 250-750 元/吨水平之间，2 月最高时来到 750 元/吨以上，三季度维持在 300-1200 元/吨之间，8 月最高时来到 1200 元/吨以上，10 月份虽然回落，但目前也反弹至 700 元/吨以上，全年制烯烃利润良好。

表 2：华东 MTO 利润监测表

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
华东 MTO	475	758	267	21	144	-165	817	1208	287	129	742

数据来源：隆众资讯

MTO/P 装置经过连续几年的跌幅增长，尤其近两年的大幅增加，2020 年后增幅将逐步放缓，据统计，2020 年新增装置主要有贵州织金 60 万吨、中沙合资 70 万吨、同煤广发 60 万吨、延长靖边二期 60 万吨等项目。

表 3：2020 年煤/甲醇制烯烃新建产能表（部分）

装置	产能	预计投产时间
贵州织金	60 万吨	2020 年
中沙合资	70 万吨	2020 年
同煤广发	60 万吨	2020 年
延长靖边二期	60 万吨	2020 年

资料来源：隆众资讯

2、燃料需求

甲醇燃料需求通常是指甲醇汽车燃料（目前国内主要是含甲醇比例达 85% 的 M85 型甲醇汽油以及只含甲醇和少量助剂的 M100 型汽车燃料）、甲醇直接燃烧（甲醇锅炉以及甲醇厨房灶具等）所形成的甲醇需求。据粗略统计，截至 2018 年末，甲醇燃料需求比重已经占到甲醇下游总需求的 18% 左右，成为单项甲醇需求中仅次于烯烃需求的第二大项，今年占比将进一步小幅提升，但是由于燃料需求呈现分散化状态而且对甲醇质量要求不一，较为精确的燃料需求统计数据短期难以获得，但是根据国家甲醇网检测，甲醇燃料的月均需求已经由三年前的 30 万吨左右增长到目前的 60 万吨左右，折合年耗各类甲醇 700 万吨以上，后期随着甲醇汽车试点的进一步推广，以及甲醇锅炉及灶具使用规模的进一步扩大，甲醇燃料需求或将进一步增加。

4.2 传统下游需求

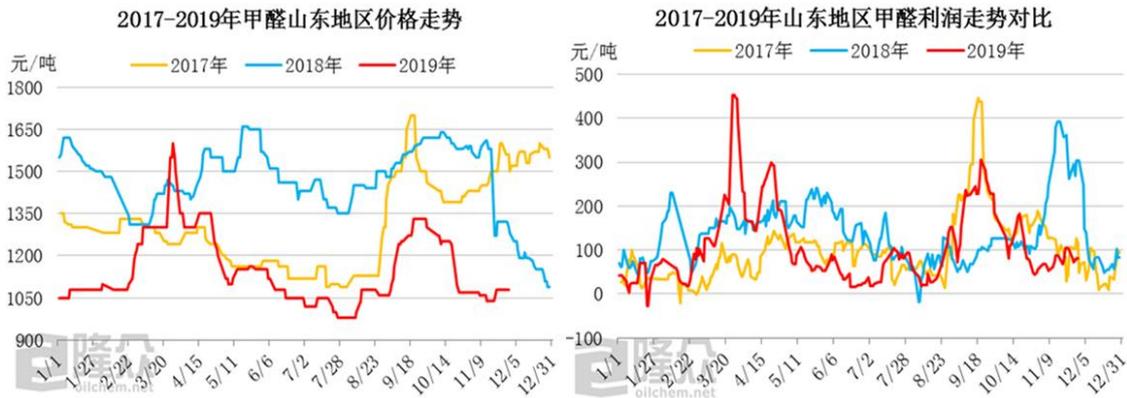
2019 年受甲醇价格下行影响，甲醇传统下游产品价格重心相比去年都有所下降，利润重心相比去年也呈现下降，受环保及安检政策趋严影响，下游整体表现不及去年，下游甲醇消化量及消耗占比或进一步下降。

1、下游主要产品——甲醛

2019 年甲醛运行重心在 1200 元/吨左右，相比 2018 年 1500 元/吨的价格重

心下降较为明显，利润情况在多数时间内也不及去年，除了一季度末二季度初及9月中下旬好于去年，利润达到200元/吨以上，大部分时间利润水平都在0-100元/吨之间运行，而且利润波动性较大，稳定性较差，开工基本上维持在30%以下。

图 15：山东甲醛报价及利润监测

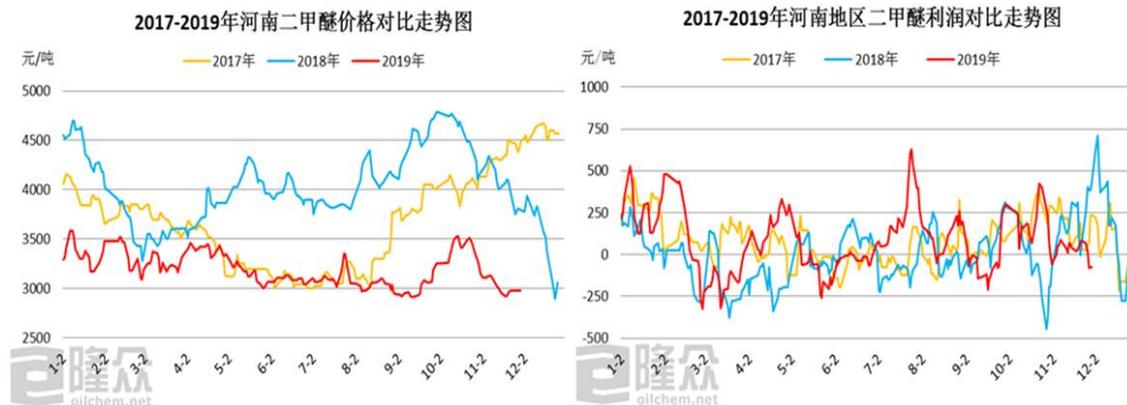


数据来源：隆众资讯

2、下游主要产品——二甲醚

2019年二甲醚运行重心在3200元/吨左右，相比2018年4000元/吨的水平下降幅度较大，2018年全年基本维持在3500-4800元/吨之间，但是2019年基本维持在2900-3600元/吨之间，运行区间大幅下移，但是振幅明显收窄。利润方面，虽然2019年价格下降明显，但是受甲醇成本下降影响，利润水平并没有明显下降，而且全年有接近一半的时间利润好于2018年，三季度初市利润一度达到500元/吨以上，全年利润在0-550元/吨之间运行，振幅相比去年增加明显，开工基本上维持在25%以下。

图 16：河南二甲醚报价及利润监测



来源：隆众资讯

3、下游主要产品——醋酸

2019 年醋酸依然是甲醇下游中开工最好的产品，但受聚酯产业链价格普跌影响，2019 年醋酸价格运行重心相比 2018 年大幅下降，2018 年运行重心在 5000 元/吨左右，但是今年只有 2800 元/吨左右，最高价格也没有超越 3800 元的去年最低位，受价格弱勢影响，醋酸利润水平无法与 2018 年相提并论，2018 年行业利润以 1000 元/吨为底线，基本维持在 1900 元/吨上下，最高时来到 2500 元/吨以上，但是 2019 年基本维持在 1000 元/吨以下，甚至年中短时出现亏损，利润重心基本在 400 元/吨左右，行业开工相比去年正常基本满负荷运行的情况，降幅也较大，今年行业开工基本上维持在 85%-90% 区间。

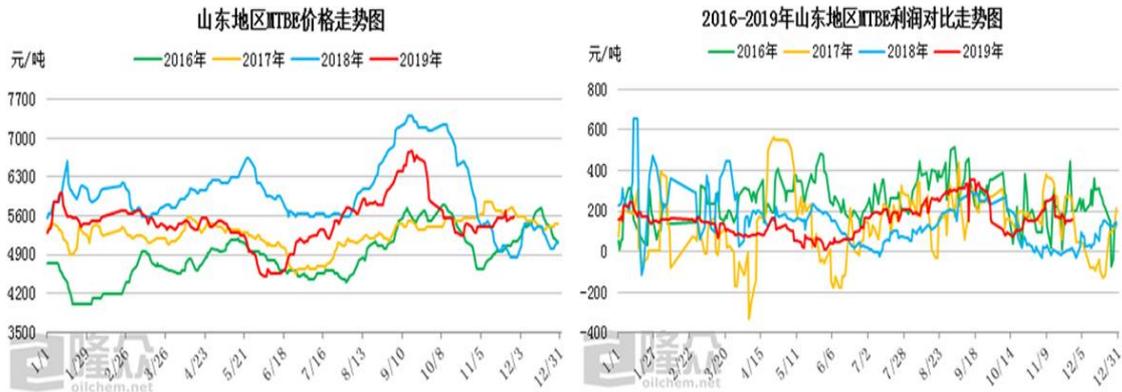
图 17：华东醋酸报价及利润监测



4、下游主要产品——MTBE

MTBE 是甲醇下游需求中较为稳定的一个品种，价格运行及利润情况一直较为平稳，2019 年由于油价以渐窄行三角区间运行，国内成品油价格变化不大，MTBE 需求稳定，价格运行相比 2018 年更趋稳定，振幅收窄，但是价格水平由于原料价格的走跌，相比去年还是出现了一定幅度的下降。2019 年全年运行重心在 5400 元/吨左右，低于去年的 6000 元/吨，价格运行基本维持在 4500-6500 元/吨区间。利润方面，今年利润水平较为稳定，基本在 50-250 之间，利润水平不高，但是震荡幅度也不大，并没有出现亏损的情况，150 元/吨的利润重心相比往年变化也不明显，行业开工较为稳定，基本维持在 50%-60% 之间。

图 18: 山东 MTBE 报价及利润监测



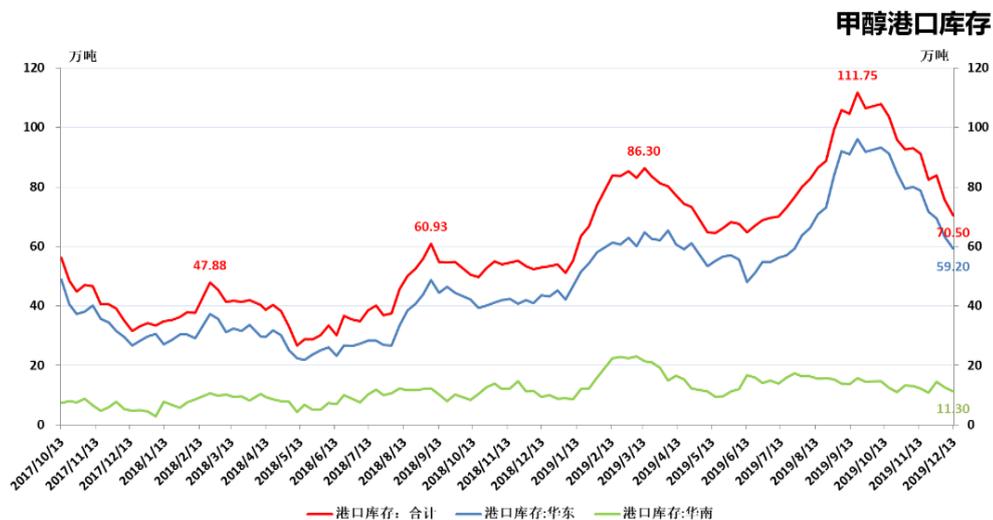
数据来源：隆众资讯

5 产业基本面——国内库存

5.1 沿海港口库存

今年甲醇沿海港口库存大部分时间延续自 2018 年下半年以来的增库态势，沿海港口库存一度在三季度末突破 100 万吨来到 111 万吨以上，其中，华东港口库存在 9 月最高来到 96 万吨以上，华南港口库存在 7 月最高达到 17 万吨以上。进入四季度以来，华东及华南港口库存双双回落，沿海港口库存总量已经降至 70 万吨左右，相比 9 月中旬降幅达到 37%，目前正处在去库阶段，预计去库时间将进一步持续。

图 19: 国内甲醇港口库存

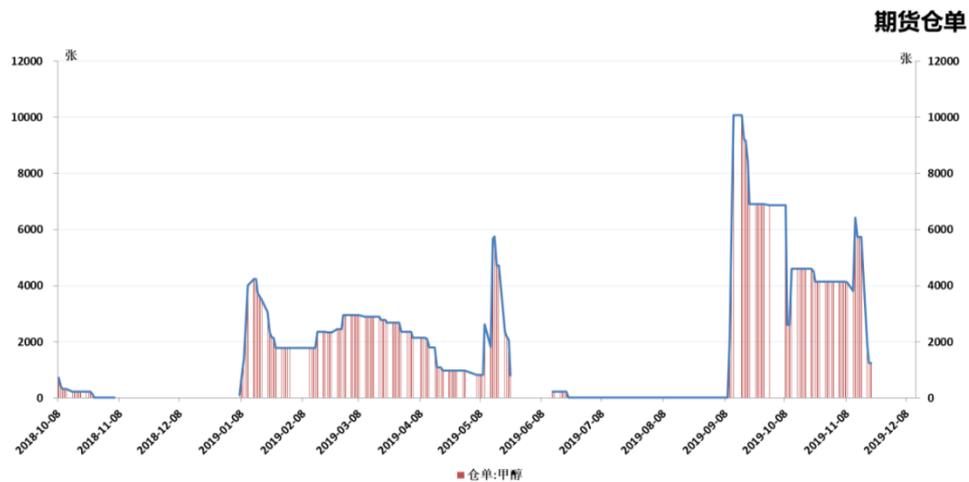


数据来源：Wind

5.2 国内期货库存

期货仓单方面，今年相比往年出现仓单的持续时间较长，全年大部分时间都有仓单存在，并且仓单量相比往年处于高位，其中，上半年仓单量基本在1400-3000张之间，极端时间段达到6000张以上，三季度中期至四季度中期仓单量基本维持在4000张以上，并且有一段时间达到10000张以上。

图 20：国内期货库存



数据来源：Wind

6 总结展望

6.1 总结

甲醇 2018 年四季度初以来的这波熊市已经延续了整整一年零一个季度，文华郑醇指数由 3500 点最低跌至近期的 1910 点，跌幅达 45.4%，持续时间和跌幅仅次于上一轮 2014 年至 2016 年的甲醇大熊市（这波熊市持续时间整整两年，文华郑醇指数由 3470 点最低跌至 1640 点，跌幅 52.7%）。

总结来看，去年甲醇运行强势主要是由于低进口背景下国内甲醇库存的持续性去库以及制烯烃高开工产生的偏强需求导致，而持续至今年的这波熊市则是由于国内聚烯烃等石化中间品为代表的石化产品总体价格暴跌导致甲醇制烯烃产能持续增加背景下的悲观开工预期，叠加甲醇进口量激增导致的国内甲醇库存快速累库导致，既有外部影响，也有内部产业因素。

数据显示，今年除了 3 月份甲醇进口同比小幅下跌外，前十个月其他月份全



部实现同比增长，而且5月以来同比增幅都维持在50%以上，6、7月份甚至同比增加近一倍，9、10月份增幅也维持在68%以上，多数月份绝对进口量维持在80万吨以上，8、10月两度突破100万吨大关，前十个月共计进口878万吨，今年进口超越2016年再创历史新高板上钉钉。而库存数据方面，今年甲醇沿海港口库存延续2018年下半年以来的增库态势，库存量一度在三季度末突破100万吨来到111万吨以上，库存压力空前。

煤/甲醇制烯烃下游产品方面，价格下跌是今年主基调，其中，文华塑料指数由2018年三季度末的9850点跌至近期的7015点，跌幅40.4%；文华PP指数由2018年四季度初的10590点近期创低至7525（并依然处于创低阶段），跌幅28.9%。另外，其他主力化工品期货PTA、燃油等品种也出现了大幅度的下跌，能化品总体处于熊市氛围。

6.2 展望

展望明年，原油市场有望好转，天然气价格回升，煤炭价格虽然小幅趋弱但不具有大跌基础背景下，国内甲醇价格总体上将得到较好的氛围及成本支撑，然而甲醇进口的持续扩大依然是供给端压制甲醇价格的最重要因素。下游需求方面虽然明年继续有MTO新装置投产利好，但是装置综合开工情况将会受到国内聚烯烃产品价格运行态势的影响，在国内聚烯烃产品价格持续熊市背景下，制烯烃需求或并没有装置产能标注的那么乐观。库存方面虽然当前水平依然处于高位，但好在库存总量已经明显掉头下降，后期会否再次上升，一方面要看国内制烯烃行业的开工情况，另一方面也要关注甲醇进口到港情况，这不仅要关注甲醇海上运输路线会否受到地区战乱阻碍，也要关注我国主要甲醇进口地中东、澳洲及东南亚地区的甲醇装置运行情况。

技术上，11月底以来的反弹，对后续走势将产生较大影响，目前反弹已经由文华郑醇指数1914点来到2100左右，如果后续反弹振幅能进一步向上扩大到2200以上，将非常有利于甲醇进入熊市筑底节奏，预计郑醇明年大涨大跌概率不大，运行空间将进一步收窄，大部分时间或将在筑底区域运行，核心筑底运行区间预计在文华郑醇指数2000-2300之间。



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO.,LTD.

苯乙烯

产能剧增压制下价格重心难免下移

摘要

2018年四季度以来，苯乙烯价格整体运行重心相比去年下降明显，至今华东主流价格绝大多数时间维持在9000元/吨以下。9月26日，苯乙烯期货在大商所上市，但并没有给市场带来反弹动力，反而与现货不断协同创低，主要还是受到了苯乙烯弱势基本面及后期产能增量巨大等因素影响。

展望明年，受经济下行影响，三大下游需求后期将受到更大挑战，而未来几年每年都将有大量新产能投产，苯乙烯行业出现结构化降利润将不可避免，苯乙烯价格运行重心的降低和震荡幅度的收窄将是长期运行趋势。但考虑到华东地区不高的库存现状，中短期基本面改善或并不困难，关键就看即将到来的明年一季度表现。技术上，伴随国内化工品期货氛围的好转，苯乙烯期货目前暂时止跌回升，明年行情大概率将维持在期货上市基准价8000以下运行，当然也不排除“魔鬼品种”出现“魔鬼行情”的可能。

新年快
乐

FONT
DESIGN

1 市场概况

1.1 期货市场

9月26日，苯乙烯期货在大连商品交易所上市，但期货的上市并没有给市场带来反弹动力，反而与现货不断协同创低，虽然有上市合约较远、产业资金参与度有待提升等因素，但主要还是受到了苯乙烯弱势基本面及后期产能增量巨大等因素的压制。目前来看，上市之后苯乙烯期货经过一波强势下跌，文华EB指数一度创低至6877点，相比8000的基准价，跌一个半月跌幅达到14%，着实让市场体会了一把什么叫做“魔鬼品种”，近期则随化工品期货一同反弹来到7500附近。

图 1：文华 EB 指数



数据来源：文华财经

1.2 现货市场

现货方面，去年四季度以来，苯乙烯价格整体运行重心相比去年下降明显，至今华东主流价格绝大多数时间维持在9000元/吨以下，但前三季度也基本维持在了7700元以上，然而前期自9月以来的一波下跌却已经跌破了7700元/吨支撑，一度创低至7200元/吨以下，疲态尽显，近期经过小幅反弹，华东现货基准价暂时来到7400元/吨附近。

图 2：苯乙烯现货报价



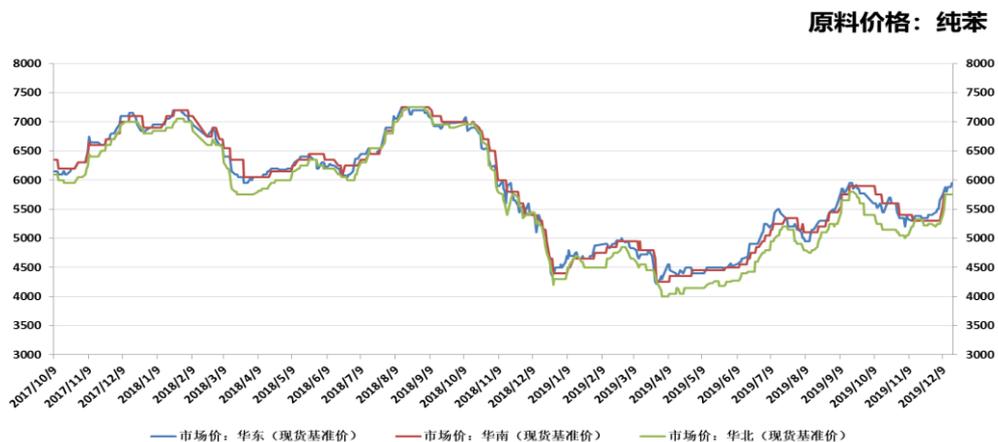
数据来源：Wind

2 产业基本面——上游原料市场

2.1 纯苯

纯苯方面，经过 2018 年第三季度的大幅下跌，今年国内纯苯价格重心相比去年下移明显，二季度价格反弹态势有所偏强，三季度末再次回落，目前再次处在再次反弹过程中，全年价格运行在 6000 元/吨以下已成定局。华东地区纯苯现货基准价由 11 月中旬的 5300 元/吨再次反弹至目前的 5900 元/吨左右，纯苯总体依然处于企稳回升阶段。

图 3：纯苯现货报价

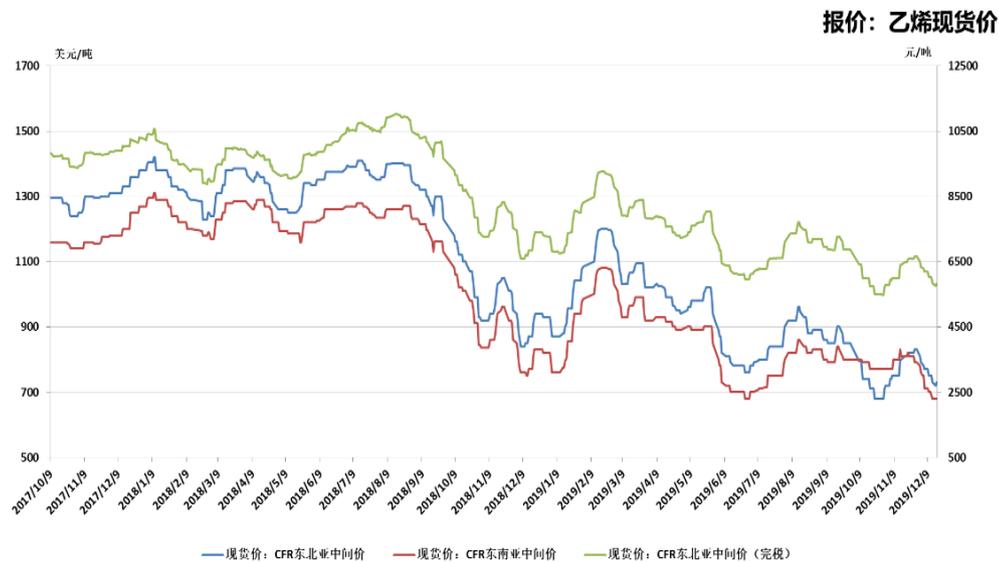


数据来源：Wind

2.2 乙烯

乙烯方面，经过 2018 年第三季度的转势，今年基本维持震荡下行态势，一季度反弹形成的高点 1200 美元/吨恐将成为今年最高点，二、三季度基本维持下跌态势，四季度小有反弹目前再次跌回，10 月末的一波下跌一度跌至 700 美元/吨以下的历史低位水平。CFR 东北亚乙烯价格由 8 月中旬的 961 美元/吨一度跌破 700 美元/吨，在 10 月末来到 681 美元/吨的低位，经过一小波反弹再回落目前暂时维持在 700 美元/吨以上运行。

图 4：乙烯现货报价



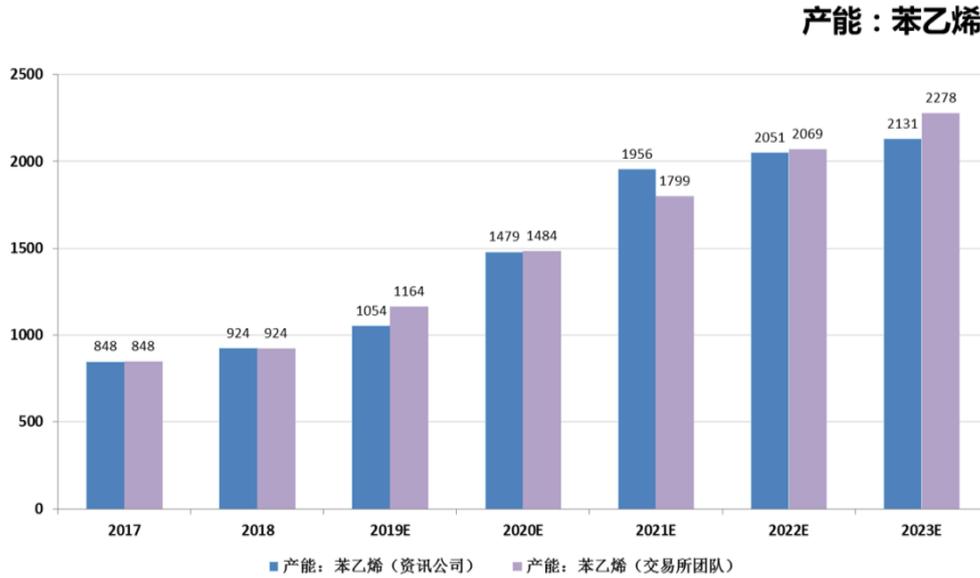
数据来源：Wind

3 产业基本面——国内苯乙烯供应

3.1 国内生产

产能方面，尽管各家机构统计口径存在差别，产能归入年份设定存在差异，导致未来产能增量统计数字有所差异，但基本的态势是相同的，即未来五年是苯乙烯产能大幅增加的年份，预计到 2023 年以后，国内苯乙烯产能将相对于 2018 年现存不足 1000 万吨的产能翻倍增长到 2000 万吨以上，并且未来三年的产能增幅将在每年 300 万吨以上。

图 5：苯乙烯产能



数据来源：大连商品交易所、隆众资讯

国内开工方面，2019 年苯乙烯国内总体开工率总体维持在 2018 年以来形成的 78%-88% 较高水平区间，近期来看，由于国内华东部分多处厂商 10 月以来出现不同时长的检修，10 月中下旬开工率出现区间性快速下降，目前已经再次回升来到 82% 左右的高位水平。

图 6：苯乙烯开工率

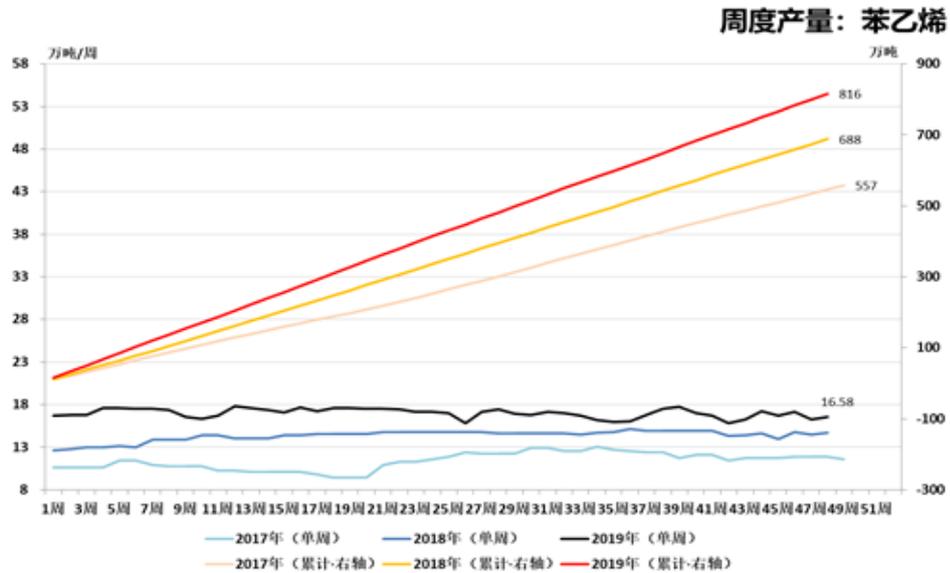


数据来源：Wind

国内产量方面，目前苯乙烯生产接近年度尾声，据监测，最近一周产量达到 16.58 万吨，受苯乙烯产能增加影响，年内周度产量大幅超过 2017 年同期的 11.9

万吨和 2018 年同期的 14.73 万吨；累计产量方面，12 月中旬，全国累计产量达到 816 万吨，已经大幅超过过去两年 557 万吨和 688 万吨的全年产量，相比 2018 年全年产量增长 18.6%。

图 7：苯乙烯产量（周）



数据来源：弘业期货工业品事业部

厂商利润方面，受苯乙烯价格回落影响，四季度以来，国内厂商生产利润相比去年明显下滑，10 月末苯乙烯毛利水平约 230 元/吨左右，无法与去年同期的 1347 元/吨的水平相比，近期则罕见的出现了负利润的情况。

图 8：苯乙烯利润监测

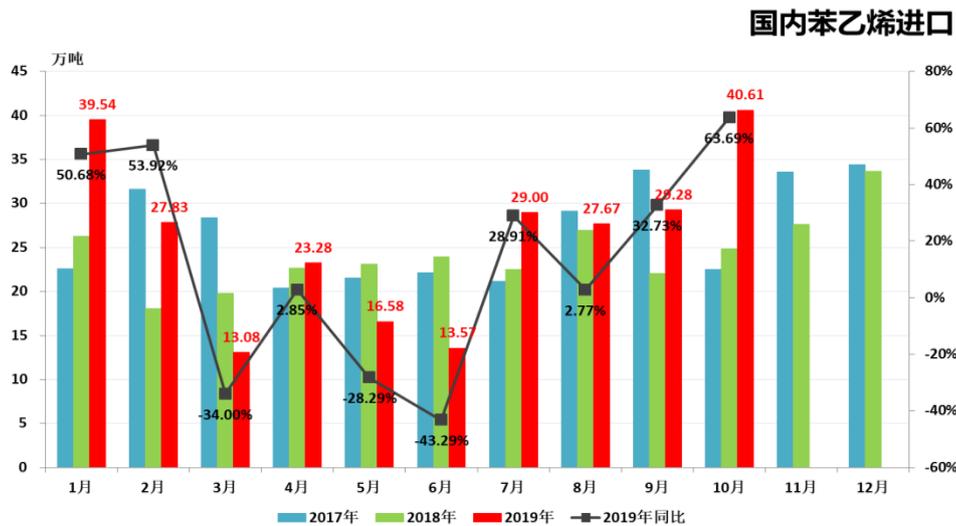


数据来源：Wind

3.2 国内进口

进口方面，据统计，国内三季度进口苯乙烯 86 万吨，相比第二季度的 53.4 万吨，大幅增加 61%，相比去年同期的 71.5 万吨增加超 20%，10 月单月进口创年内新高，达到 40.61 万吨，受三季度以来进口增加带动，前十个月共进口苯乙烯 260.4 万吨，同比去年的 230.1 万吨，大幅增加 13.2%。

图 9：苯乙烯进口

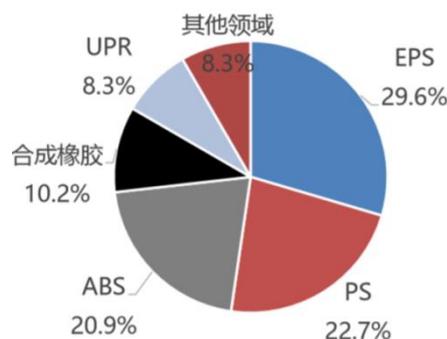


数据来源：Wind

4 产业基本面——国内下游需求

苯乙烯下游消费结构非常分散，直接相关的下游企业数量超过 190 家，各领域企业规模集中度也较低，不存在少数企业垄断消费领域的情况。从下游产品构成来看，EPS、PS、ABS 依然是苯乙烯的三大下游，合成橡胶的苯乙烯消费占比也提升到了 10% 以上。

图 10：2019 年苯乙烯下游消费占比

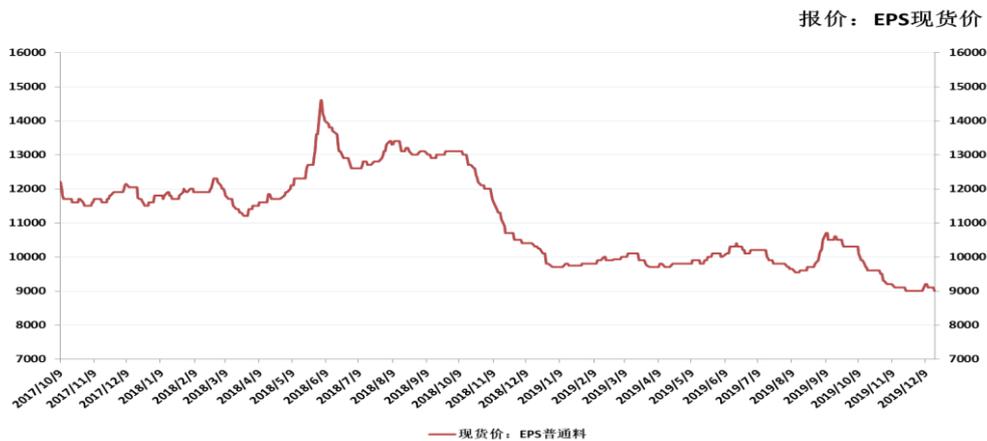


数据来源：大连商品交易所

4.1 EPS

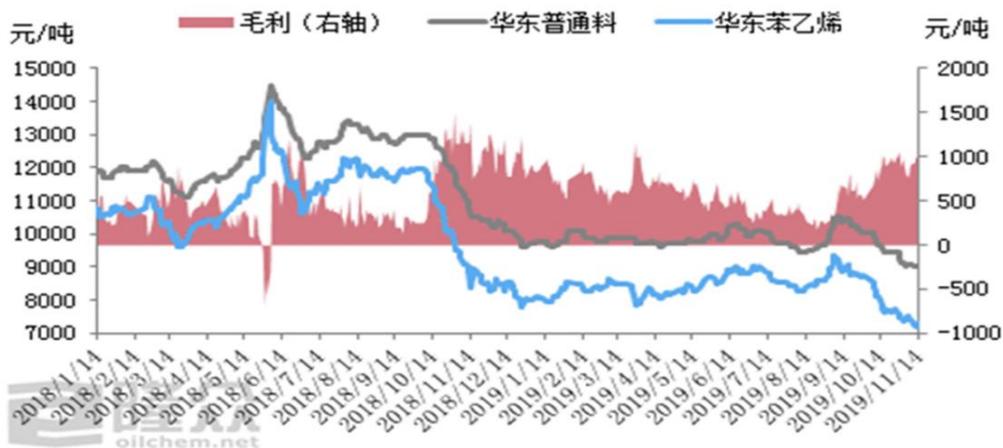
EPS 方面，受苯乙烯价格持续走软影响，国内 EPS 市场总体整理向下，由于 EPS 价格跌幅小于苯乙烯跌幅，所以年内 EPS 总体利润水平尚可。当前来看，华东市场普通料表观统计利润近期也跌至 880 元/吨，虽然绝对水平不低，但相比去年同期 1300 以上的水平，降幅较为明显。

图 11：EPS 报价



数据来源：Wind

图 12：EPS 利润监测



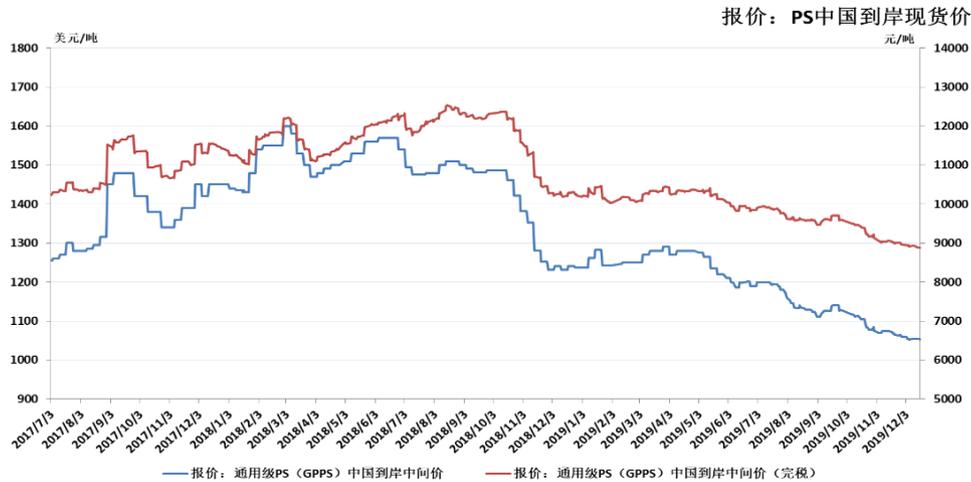
数据来源：隆众资讯

4.2 PS

PS 方面，前期国庆假期成品累库速度较快，节后 10 月市场供应压力较大，进口货源低价冲击令国产普通料价格不断跟跌，国内 PS 市场下跌为主，但由于

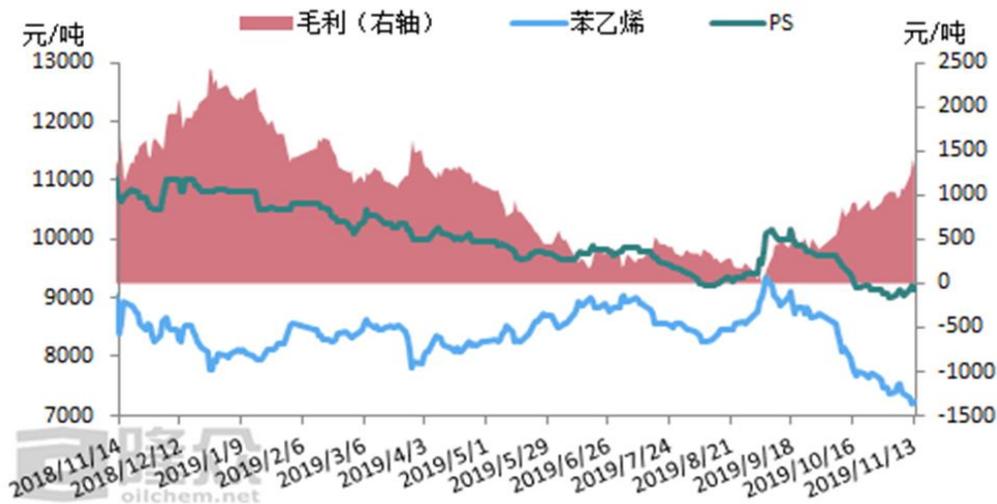
价格相对苯乙烯价格跌幅偏小，表观利润不降反增，近期国内 PS 表观利润平均为 1006 元/吨左右，但依然无法与 2018 年年末时期 2000 元/吨以上的水平相比。

图 13: PS 报价



数据来源: Wind

图 14: PS 利润监测



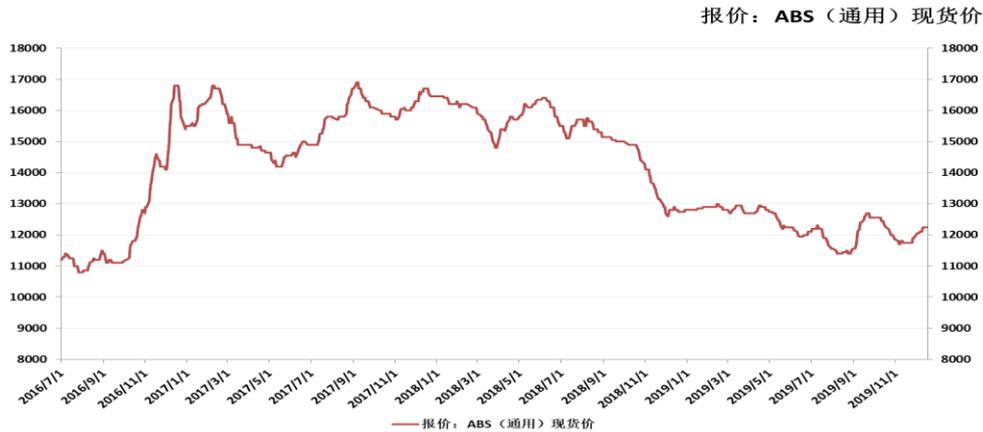
数据来源: 隆众资讯

4.3 ABS

ABS 方面,今年总体位于去年最低价 13000 元/吨以下运行,但没有跌破 10000,表观利润在前三季度基本维持在 1000 元/吨以下运行,甚至大多数时间维持在 500 元/吨以下,10 月国庆假期以来,场内看空情绪浓厚,上游丁二烯、丙烯腈、

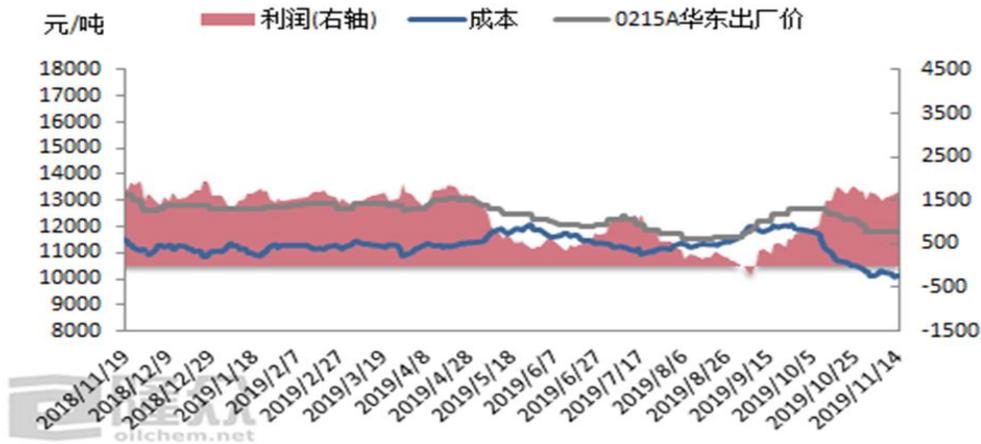
苯乙烯报价全线走跌，成本支撑力度减弱，但由于 ABS 今年总体价格运行区间收窄，ABS 表观利润在原料端下跌明显背景下，并没有出现明显的下降，反而近期回升至 1500 元/吨以上，但暂时的利润刺激并没有弥补价格走跌带来的市场负面影响。

图 15: ABS 报价



数据来源: Wind

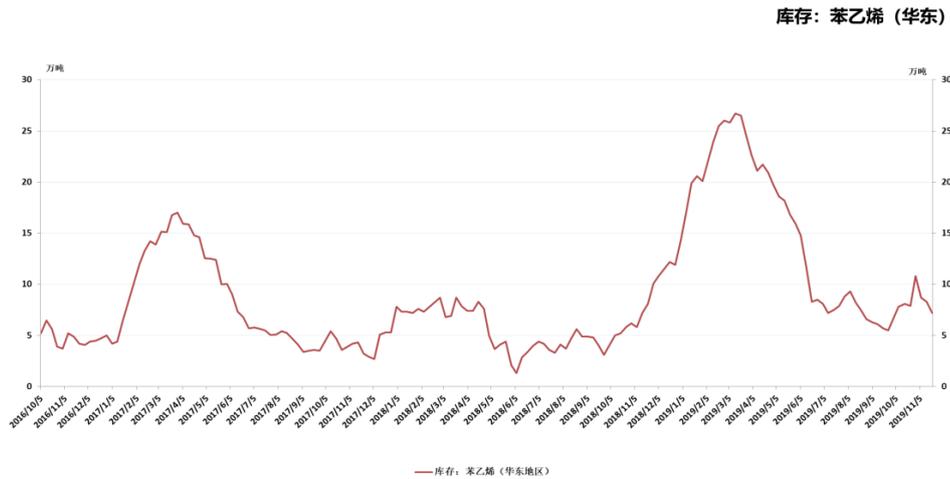
图 16: ABS 利润监测



5 产业基本面——国内库存

华东地区库存统计来看，经过一、二季度的回落，苯乙烯库存相比往年，处于不高的水平，除了 9 月下旬一波回升使得 10 月末短暂来到 10 万吨以上，下半年基本维持在 10 万吨以下的水平，目前再次处于回落阶段，数据显示，截止 12 月 11 日，华东地区库存在 8.2 万吨左右。

图 17：国内库存



数据来源：Wind

6 总结与展望

今年苯乙烯的弱势总结起来主要有以下几个方面的原因：1、上游原料价格弱势下跌，不能在氛围上给予苯乙烯以利多预期；2、国内进口维持高位，加之国内行业开工处于高水平带来的高产量，使得苯乙烯供给状态宽松 3、宏观经济下行导致下游需求不振，三大下游价格集体下行，市场悲观导致下游缺乏亮点。加之二季度中期以来，能源化工品期货处于低迷期，空头氛围浓厚，可以说，苯乙烯上市虽然躲过了油价下跌期，但却踏上了能化品下泄时间点，当然期货的超跌也与交易所较远的合约月份设置有一定关系，较远的合约设计使得处于天然多头的下游产业资金介入存在迟疑。

展望明年，受经济下行影响，房地产、家电市场放缓，汽车市场回落，三大下游需求后期将受到更大挑战，而未来几年每年都将有大量新产能投产，苯乙烯行业出现结构化降利润将不可避免，国内市场也将更趋于竞争化，苯乙烯价格运行重心的降低和震荡幅度的收窄将是长期运行趋势。但考虑到华东地区不高的库存现状，以及苯乙烯高周转的市场特点，中短期基本面改善或并不困难，关键就看即将到来的明年一季度表现（一季度往往能成为年内苯乙烯市场的转折期）。技术上，目前伴随国内化工品期货氛围的好转，苯乙烯期货已经暂时止跌回升，短期内要继续关注反弹幅度，预计文华 EB 指数 7500-7600 将成为短期反弹重要阻力位，明年行情大概率将维持在期货上市基准价 8000 以下运行，当然也不排除“魔鬼品种”出现“魔鬼行情”的可能。



尿素

交投好转，市场触底反弹

摘要

自 2016 年国内供给侧改革开始，尿素行业淘汰落后产能，限制新增产能，总产能持续三年明显下降。据统计，2019 年国内尿素产能 7472 万吨，较 2018 年减少 655 万吨。总产能的下降，加之政策调控，行业开工处于相对较低水平，整体的供需过剩矛盾也暂时得到缓解，行业盈利因此大幅提高。但尿素行业仍处于结构性产能过剩阶段，尤其是随着部分新增产能将在 2020 年集中呈现，供需过剩的压力还是有可能呈现。并且今年 8 月 9 日，尿素期货正式上市，资金面的进入又给市场各方带来不一样的挑战和难度。那么 2019 年国内尿市出现哪些变化？2020 年又会如何发展？

核心内容：

- 1) 跟踪尿素期货上市以来的期价和交易数量，期货市场行情一目了然
- 2) 通过详细跟踪近 10 年尿素产销存等数据，对现货市场深入分析
- 3) 通过多维度解析尿素进出口市场，使进出口市场格局变化了然于心
- 4) 对中国尿素未来供需格局变化进行分析，为企业决策提供理论支撑。

新年快
乐

1 尿素期货行情回顾

2019年8月9日尿素期货在郑州商品交易所正式挂牌交易，上市一个月以来，尿素期货整体运行平稳。各上市尿素期货合约基准价为1850元/吨，由于上市时尿素正处于全年需求淡季，市场对尿素价格偏悲观，上市初期尿素期货大幅下探至1679元/吨。

2019年下半年尿素期货整体价格呈现冲高回落态势。8月底，随着国际埃塞俄比亚、孟加拉国陆续展开招标，市场预计印度招标有望展开，且临近“金九银十”需求小旺季，在需求预期主导下，尿素期货触底反弹，8月29日，突破1800元关口，一度逼近涨停。九月初，基于内需、出口、开工等各方面预期，期价呈现震荡上行态势，最高涨至1843元。

由于11月尿素处于全年需求淡季，市场对尿素价格偏悲观，尿素期价大幅下探，于11月下旬跌破1600元/吨关口，由于该价格靠近价格较高的固定床成本线，因此再度向下探底空间有限。11月底最低跌至1582元/吨，随后受印标支撑，部分厂家有一定出口订单，出货压力有所缓解，市场低价出现上扬，行情短时多以稳中小幅探涨为主，期价重新回到1650元/吨附近。

图1：尿素期货上市以来主力合约结算价和收盘价情况



数据来源：wind

从持仓情况来看，在无消息的刺激下，尿素价格波动有限，上市之后尿素整体持仓变化不大。从成交情况来看，上市首日，尿素期货成交量达到 60 万手，随后尿素成交量逐步减少至 10 万手以下。9 月初，受到印度招标、环保政策等利好消息的影响，成交量显著增加，但印度开标后，价格不及预期，国内需求疲软，使市场预期落空，期货成交量再度降至 10 万手以下。由于 11 月为全年需求淡季，下游需求依旧低迷。印标招标能加大部分出口，但我国尿素成本上缺乏优势，实质性利好有限，成交量进一步减少。预计年后，在工业需求和农需边际转好下，尿素价格波动幅度将扩大，产业链生产企业、贸易企业和需求企业参与期货交易的需求将提升，期货成交量和持仓量也将逐步增加。

图 2：尿素期货上市以来主力合约成交量和持仓量情况



数据来源: wind

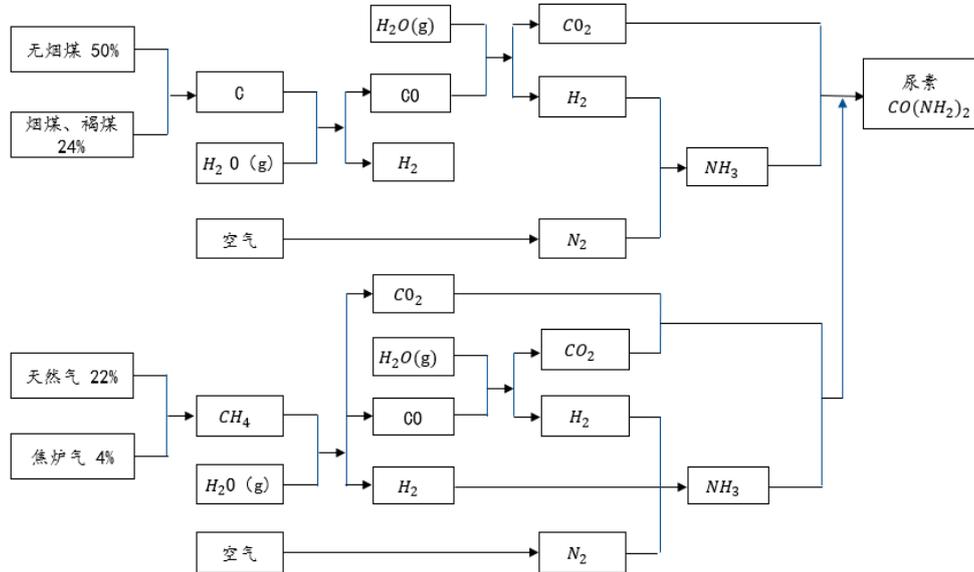
2 尿素产业链供需格局

我国尿素生产原料以煤和天然气为主，近年煤头、气头产能产量出现明显分化。2015 年前，得益于煤炭价格持续走低，煤头尿素产能产量双重增长趋势明显。之后随着环保因素的影响，煤炭价格的提升，产能产量下降。同期，受制于气荒和天然气价格上涨等因素的影响，气头尿素产能产量增长缓慢。2016 年起受国家去产能、环保、煤改气等政策影响，气头尿素产能产量进一步下滑。

2018 年，以无烟煤为原料的尿素产能约占 50%，以烟煤、褐煤为原料的尿素

产能约占 24%；以天然气为原料的尿素（简称“气头尿素”）产能占比 22%；此外，还有少部分尿素产能以焦炉气为原料，约占总产能的 4%。

图 3：尿素生产工艺

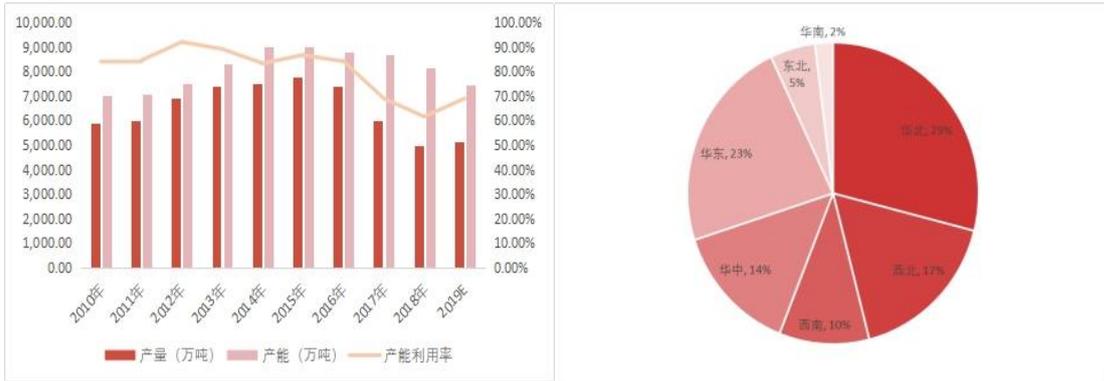


数据来源：wind

目前，我国已成为世界第一大尿素生产国。2015 年尿素产能突破 9000 万吨，达 9132 万吨，产量增长至 7492 万吨，整个行业产能过剩。2016 年开始环保和低利润促使产能持续退出，产能逐年小幅下滑，产量持续下滑明显，产能利用率下降至 70%附近。截至 2018 年国内产能 6800 万吨，产量约 5000 万吨，可能导致供应逐步偏紧。

我国尿素产能主要集中在华北、西北地区，2018 年华北地区产能约为 2240 万吨，占全国总产能的 29%，山东总产能 1005 万吨，占华北地区的 44%，占全国总产能的 13%。西北地区（青海、甘肃、宁夏、陕西）凭借丰富的原料资源优势，新增尿素产能不断释放，2018 年产能达 588 万吨，占全国总产能的 7%。其中新疆、内蒙古产能分别为 725、780 万吨，占全国总产能的 19.3%。此外，西南、华中、华东、东北和华南地区尿素产能分别占全国总产能的 10%、14%、和 23.4%、5%、2.4%。

图 4：2010-2018 年中国尿素产能产量情况 图 5：2018 年中国各区域尿素产量占比情况



数据来源：wind

数据来源：wind

2018 年，我国共有尿素生产企业 123 家，尿素产能在百万吨以上的企业达到 23 家，产能总和达到 3516 万吨，占总产能 42.88%；产能在 50-100 万之间的中型企业 39 家，总产能 2682 万吨，占全国总量的 32.71%；50 万吨以下小型企业 61 家，产能占 24.41%。目前，随着化肥行业的结构调整和行业自身的发展状况，尿素企业呈现大型化、集团化的态势。

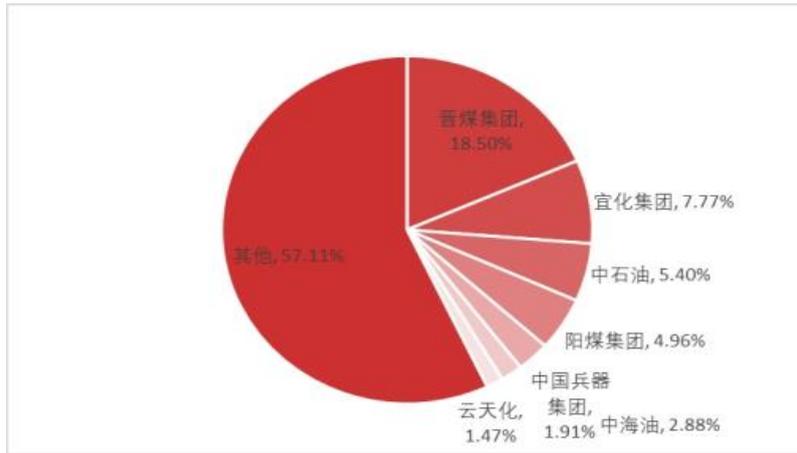
表 1：2018 年尿素生产企业产能概况

项目 (万吨)	企业数	企业	产能	类别
产能 ≥ 200	4	山东瑞星	300	煤制
		山西天泽	220	煤制
		河南心连心	210	煤制
		山西丰喜	200	煤制
100 ≤ 产能 < 200	19	-	-	-
50 ≤ 产能 < 100	39	-	-	-
产能 < 50	61	-	-	-

尿素行业现有的大型生产集团主要有晋煤集团、湖北宜化、阳煤集团、中石油、中国兵器集团和云天化集团等。从 2016-2017 年情况来看，尿素受上游影响较大，煤头企业中，晋煤集团 2018 年产能仍居第一，产能 1514 万吨，占比 18.5%。

2018 年晋煤集团、湖北宜化、阳煤集团、中石油等前七大尿素企业集团总产能为 3510 万吨，占全国总产能的 42.80%，产能及占比较往年略有下滑。从未来发展看，受西北大规模新增产能投放的影响，我国各大尿素集团产能、产量占比将继续下滑，同时因为多数集团内下属 30 万吨以下尿素企业较多，落后产能淘汰的影响将会继续。

图 6：2018 年重点尿素集团产能占比情况

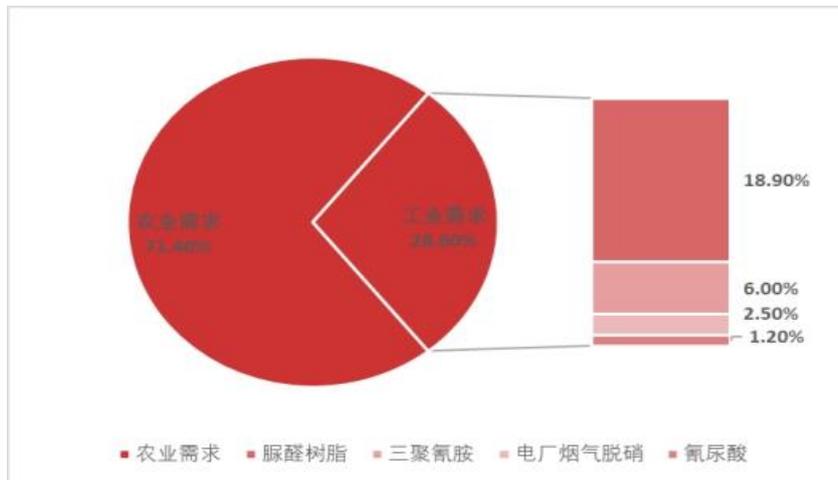


数据来源：隆众资讯

我国尿素下游需求分为农业需求和工业需求。其中农业需求为农作物直接施用和生产复合肥后间接施用，直接施用主要以玉米、水稻等大田农作物为主。工业需求主要分为脲醛树脂、三聚氰胺、三聚氰酸（又名氰尿酸）、烟气脱硝以及精细化工等领域。

我国是世界上最大的尿素消费国，2018 年，我国工农业总需求量 5527 万吨，其中农业领域消费 3965 万吨，占比 71.4%；工业领域消费 1562 万吨，占比 28.6%。

图 7：2018 年尿素下游需求分布情况



数据来源：隆众资讯

尿素消费存在全年生产、季节消费的特点。3、4 月份逐步进入春耕期，尿素呈现出周期性“春耕涨价”现象；6、7 月份是我国传统意义上的备肥用肥旺季：北方大部分地区为玉米追肥准备，南方也将开始水稻用肥，因此尿素价格普遍较高；9 月中下旬开始山东、河南等中原地区的冬小麦用肥，属于用肥量相对

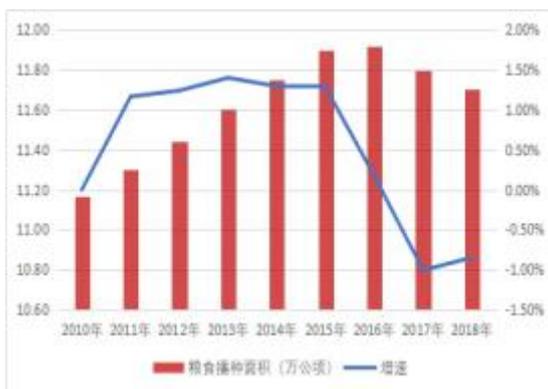
较大的区域性用肥，至 10 月 15 日左右结束。

表 2：尿素消费季节性特点

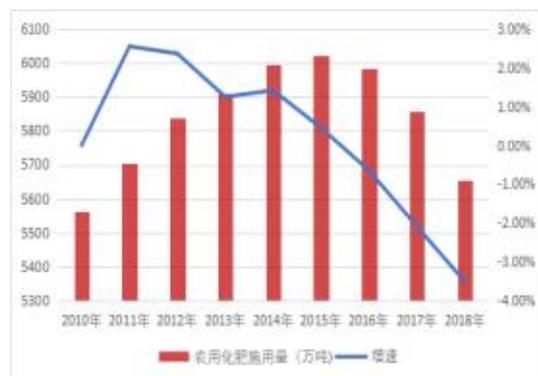
中国尿素用肥旺季时间统计												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
农业用肥旺季			小麦生产区春小麦返青肥（占全年农业用量约 20%）			玉米及水稻等作物追肥（占全年农业用量 50% 以上）			小麦底肥期用肥（占全年农业用量约 20%）			

从联合国粮农组织的统计可以看出，截至 2018 年，中国每公顷耕地的化肥消费量约为 483 千克，大约是日本的 2 倍左右，美国的 3 倍上下。究其原因，主要与我国土地耕种缺乏规模化、科学专业施肥难以推广等因素有关。首先，减少化肥用量的方法在碎片化的农地上难以施展，而由于农民大多兼职进城打工，也倾向于采用“多量少次”的方法集中施肥。不过，由于近年来农产品价格在保护价下调或取消的情况下跌势明显，不少作物的种植面积开始萎缩，叠加国务院在 2016 年便发布土壤污染防治行动计划，要求严控农业污染，减少化肥使用量，因此近年来无论是农用化肥还是复合肥的需求都在持续下滑，使得尿素的表观消费量也开始逐年减少。

图 8：2010-2018 年中国粮食播种面积情况 图 9：2010-2018 年中国农用化肥施用量情况



数据来源：wind



数据来源：wind

从我国主要农作物播种面积来看，稻谷播种面积最多，超过 2000 千公顷。单耗最大是甘蔗和棉花，但体量最大是粮食作物，整体稳定。玉米、稻谷和小麦尿素用量约占主要农作物尿素用量的 84% 左右。近两年国内种植结构调整，鼓励

大豆生产，减少玉米的生产，而大豆对尿素的需求有限。

图 10: 2011-2018 年主要农作物播种面积 图 11: 2011-2018 年每亩尿素折纯用量

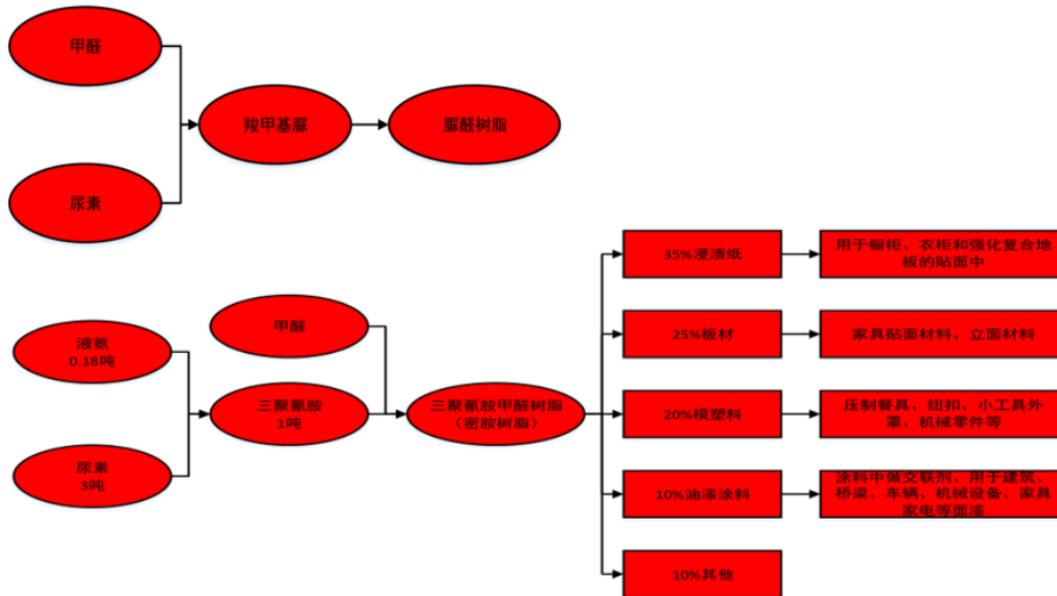


数据来源: wind

数据来源: wind

人造板（脲醛树脂）生产主要集中在华北地区（需求尿素 242 万吨），代表地区为山东临沭和河北廊坊；华南、华中和华东地区分别需求尿素 138、122 和 109 万吨；全年消费偏稳定且持续性较高，对尿素指标无严格要求，多消耗次品。三聚氰胺的消费与脲醛树脂类似，也主要是房地产为主；集中在华北地区（52%），其次是西南（25%），部分尿素是自己生产，外采部分尿素符合国标即可。

图 12: 尿素工业需求生产工艺



数据来源: 隆众资讯

3 尿素进出口市场格局

2001 年 12 月，中国加入世贸组织，根据有关承诺和《化肥进口关税配额管

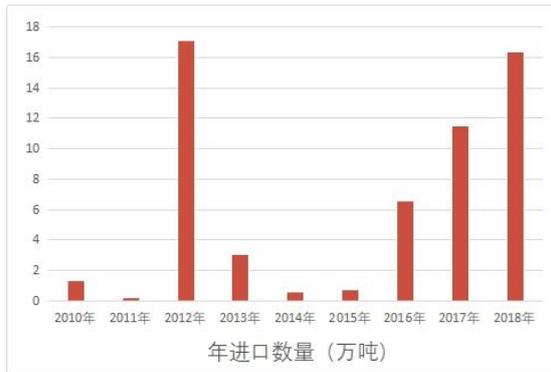
理暂行办法》，国家经贸委规定 2002 年尿素进口配额是 130 万吨，以后每年增加 50 万吨，五年后最终达到 330 万吨。配额内以 4%征收关税，配额外则征收 50%的高额关税。该办法颁布之后的 2002 年，尿素进口 79 万吨达历年来的进口峰值。此后，尿素进口量呈现逐年下降态势，2015 年，尿素进口量仅为 7600 吨，2016 年，尿素进口量增长至 6.58 万吨。2018 年，尿素进口量增长为 16.40 万吨。

之所以出现这样的情况，是因为近几年中国的尿素工业有了飞速发展，尿素生产能力大幅度提高。目前中国为世界第一大尿素生产国，国内尿素产量完全能够满足需求，因此尿素进口量连年减少也在情理之中。

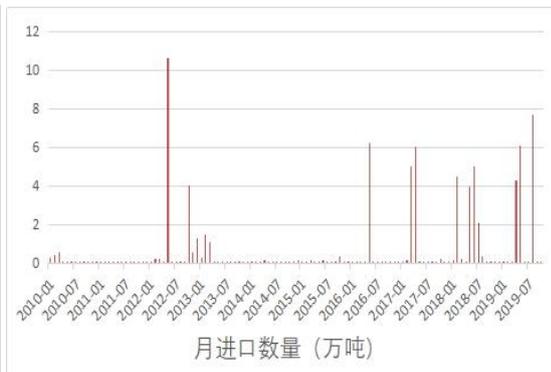
2016 年，尿素进口量增长至 6.58 万吨。2018 年，尿素进口量增长为 16.40 万吨。之所以出现这样的情况源于化肥去产能效果已现，加上环保安全监查压力等因素，都促成了采购模式的变化。随着国内气荒加剧、煤炭价格大幅上涨等，国内尿素价格不断上涨，为低价进口尿素内销创造了机会。

由于 3、4 月份逐步进入春耕期，尿素呈现出周期性“春耕涨价”现象，6、7 月份是我国传统意义上的备肥用肥旺季，因此尿素月进口数量多集中在二三季度。但我国尿素进口依存度比较低，即使在一二季度用肥旺季，进口量最多的月份只有 10 万吨左右。

图 13: 2010-2018 年尿素年度进口量情况 图 14: 2010-2019 年尿素月进口量情况



数据来源: wind



数据来源: wind

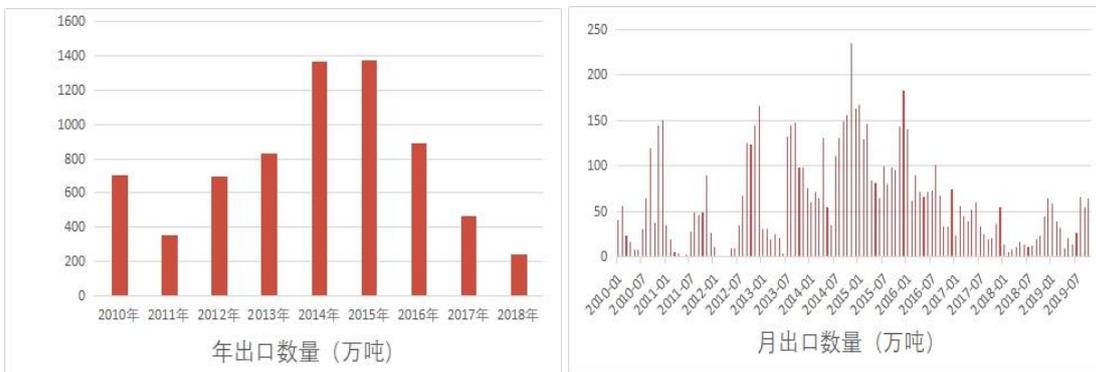
随着国内尿素装置的不断投产，新增产能的不断释放，内贸竞争压力较大，出口成为缓解供货压力的重要方式，从而近年中国尿素出口量整体也呈现增加趋势，2015 年中国尿素出口总量 1375 万吨，创历史新高。

2016 年起，国内尿素出口量呈下降趋势。究其原因：一是国际新产能的增加，国际尿素供过于求格局愈加凸显，中国竞争更加激烈。二是出口价格不理想：我国尿素生产成本一直高于国际水平，出口价格在国际上并不占优势，加之伊朗、

中东等低价尿素冲击。三是印度招标量缩水同比 2015 年减少了近 500 万吨，很大一部分原因是出口印度的量减少加之国内环保限气频频发生，开工低位。中国出口量愈加减少，进口尿素肆意流入市场。

从月度数据看，我国尿素月度出口量主要受到国家设置的不同标准的出口关税税率影响。前几年我国尿素执行淡旺季出口关税区别税率，因此低关税期出口量较多，下半年出口量整体高于上半年，其中 11-12 月主要为保税区港存尿素出口。2017 年，尿素出口实行零关税政策。因此，尿素的月度出口量相对较为平均，月出口量主要受制于出口目的地的尿素需求量。

图 15：2010-2018 年尿素年度出口量情况 图 16：2010-2019 年尿素月出口量情况



数据来源：wind

4 尿素未来行情研判

供给端，2020 年，尿素预计新增产能 400 万吨，清退产能暂无，净新增产能约为 400 万吨，产能增速约为 5.88%，实现 2015 年来首次正增长。2019 年尿素产量预计为 5150 万吨，较 2018 年产量 5000 万吨实现小幅增长。长期来看，我国尿素供给端持续的大规模产能去化暂时告一段落，未来虽然固定床因环保问题或会进一步被升级、改造甚至置换，但产能总供给将会大体持稳，而明年甚至呈现稳中有升态势，虽然化工类生产装置投产多有延期，但明年产能增量依旧维持大概率，且从目前的投产计划来看，明年或许为未来几年的一个相对投产大年。

需求端，2019 年，我国尿素表观需求量 4728 万吨，较去年增长-4.30%，表需增速虽为负值，但较 2018 类似，降幅不大，这主要因持续的产能去化和今年较多的印标导致的高出口量所致，而本身内需依旧较为疲软，此外本身因库存未纳入统计范畴，故导致表需增速虚高，目前掌握情况来看，今年企业库存压力上升，上中游库存和下游手中难以统计的库存，实际表需增速大概率应小于-4.30%。

库存方面，截止至 12 月 5 日，港口库存，大颗粒 14.5 万吨，小颗粒 19.3 万吨，合计 33.8 万吨；分省企业库存合计 64.27 万吨。因出口自 2015 年起重心下滑，故近年港口库存水平持续下滑，而今年港口库存整体水平较 2018 年大体持稳，而企业库存年内来看因需求跟进乏力，持续增加。

2020 年，供给端增量开始有所放量，而需求端工业需求虽有小幅增长预期，但农需或依旧存缩量可能，总体需求并无显著增长点，故明年供需矛盾或会有所增强，固定床虽然利润微薄，但航天炉、水煤浆利润较好，在产能置换后，后期尿素重心仍有小幅下移空间。



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO.,LTD.

玻璃

需求仍韧性，玻璃有望再续佳绩

摘要

2019年的平板玻璃行业效益较好，表现超出预期。2020年供给方面我们认为在高利润驱使下有望温和上涨，需求方面我们认为整个建材行业，尤其玻璃行业作为地产后产业链产品，走势仍将保持乐观。环保压力仍需关注，包括政策对冲的预期以及玻璃行业的供给侧改革，产业升级将逐步加快。上下游企业的产业链整合会增加整个行业的盈利能力，优势会继续向头部企业靠拢。

总体而言，2020年我们看好基建的修复和制造业的补库存，以及地产竣工周期的复苏对玻璃需求的提振。策略上关注季节性和库存周期带来的做多机会。

2020

2022

新年快乐

FONT
DESIGN

1 2019 年行情回顾

1.1 玻璃期价先抑后扬

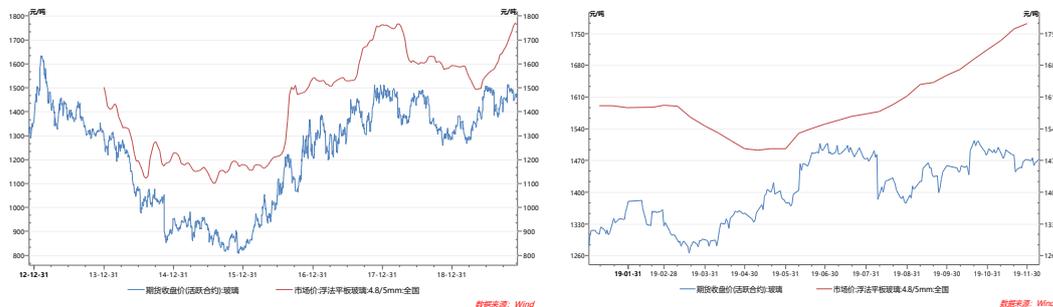
同 2018 年的先扬后抑的走势截然相反，2019 年玻璃市场走出了先抑后扬的行情。承接 18 年四季度末的年内低位，得益于供给侧改革的持续性利好，以及房地产需求稳中有升，外加成本端相对低迷等特点，总体来看 2019 年的平板玻璃行业效益较好，表现超出预期。

现货方面，自 16 年下半年以来，玻璃价格在房地产行业尚可的带动下，呈现低开高走而后区间震荡的格局，整体价格处在 1500-1700 的区间。今年下半年，在沙河停产预期的恐慌情绪中，以及环保检查因素的加持，现货价格一路上涨。

年初季节性特点明显，春节后下游工厂开始返，市场订单表现不及预期，累库明显，玻璃市场价格三四月份逐步回落。二季度尾声，随着华北、华南等地产能减少，以及生产线的集中停产预期，市场价格开始回升到原有水平。6 月环保检查影响 7 条生产线集中冷修，到了七八月份，玻璃进入传统的销售旺季，部分北方地区生产线集中停产预期再次发酵，现货价格开启稳步上升的节奏，一路高歌猛进挺进 11 月。截止到 11 月底全国均价已高达 1680 元。

期价方面，相比于现货价格的热情高涨，节奏上要平稳和保守许多，基本在 1300-1530 之间波动。季节性特点依然明显，期货价格要先于现货价异动。对比下半年开始走强的现货价，期货价从二季度开始即开始走强，7 月末已经透支掉了传统旺季的预期。到了金九银十现货炒的沸沸扬扬，期价却显得过于平静。

图 1 2012-2019 年浮法玻璃期现货价格走势 图 2 2019 年逐月浮法玻璃期现货价格走势



数据来源：wind

1.2 整体供应减少 净产能温和减弱

全国截止到11月末有在产的生产线是234条,在产的产能是93330万重箱。2019年新建生产线相对较少,主要产能变化来自于冷修、停产、和复产的生产线,全年预计在产产能在9.2亿重箱左右。玻璃行业的市场集中度比较低,整个行业前十名的市场占有率有55%左右,前三名的龙头企业对于市场的占有和管控应该还是比较大的发展空间。未来几年当中,整个市场集中度还会有比较大幅度的提高。

图3 玻璃在产产能及产能利用率

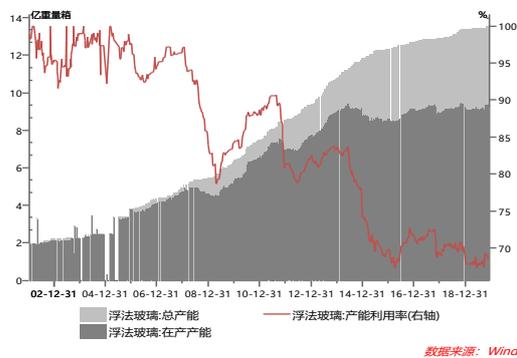


图4 玻璃新增/停产产能日熔量

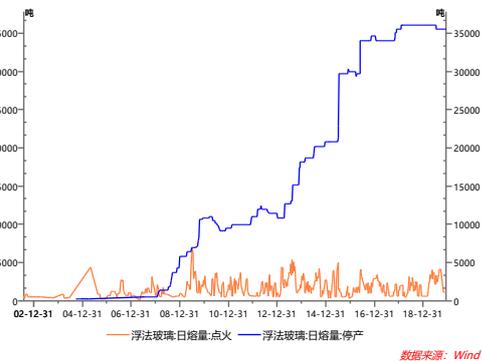


图5 浮法玻璃库存与均价走势对比

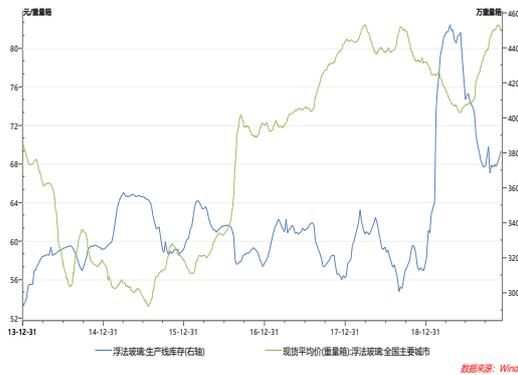
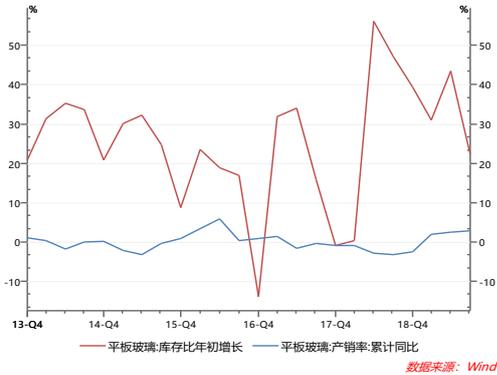


图6 平板玻璃产销率和库存比率



数据来源: wind

2014-2017年平板玻璃行业总产能在供给侧改革大背景下大幅减少,一方面是国内经济增速放缓,另一方面近年来环保日益趋严,将玻璃列入过剩产能,新建生产线审批得到严厉控制。平板玻璃行业开始消化前期高速增长带来的供给过剩的影响。2018年平板玻璃产能增幅有所回升,停产冷修逐渐放缓,而新产能审批愈加严格。

2019 年产能的增减变化并不大，新增产能仅 3 条生产线，对应增加的产能 1530 万重箱。冷修复产生产线 15 条，年化增加产能 6120 万重箱，冷修停产的生产线 19 条，对应减少 7620 万重箱。整体来看供应有所减少，产能利用率也降至 70% 以下。今年以来国内玻璃冷修 10550 吨/天，而复产多达 18 条生产线，涉及日融化量累计有 12410 吨，创下年度复产产能总量的新高。

展望 2020 年，具备点火能力的生产线有 9 条，由于符合产能置换指标才可以进行点火投产，目前看只有三条线具备实际点火可行性，其他点火时间不能确定。冷修复产的生产线有 12 条，预计会有 9-10 条左右生产线具备真正点火能力。此外，达到冷修停产年限的生产线有 18 条，但是这些生产线会否完全冷修，有待市场的检验。目前来看，在玻璃企业利润较好的情况下，冷修大概率可能被延缓。

综合起来看，我们认为 2020 年供给状况依然将处于一个偏紧的状态。产能高峰已然过去，2019 年在 2018 年的基础上有一千万到两千万产能的减少，而 2020 年在 2019 年的基础上或将再有一千万到两千万的减少，供需相对会呈现一个紧平衡的状态。

1.3 终端需求缓步增长

众所周知玻璃需求端来自于三方面，一是房地产，二是汽车，三是出口情况。其中主要贡献来自于房地产，占比高达 75%。玻璃需求主要在房地产施工后期，也就是竣工前需要的产品。因而在预测玻璃需求时需要更为关注房地产竣工面积。

2019 年房地产消费对玻璃行情起到的作用最直观。一城一策政策、年初信贷放量以及棚改项目滞后性等影响，新开工数据虽然下行但总体存量复工施工需求涌现，使得 2019 年房地产市场韧性十足。2019 年房地产投资方面数据，2019 年 1-10 月，房地产开发投资完成额累计达到 10.96 万亿元，同比增加 10.3%。土地购置费 3.56 万亿，同比增长 18.4%，房屋竣工面积与房屋新开工面积剪刀差缩小。此外随着限价政策逐步开放，资金荒导致的停工逐步放松，房企高价库存将逐步入市。过去几年期房的集中销售，存量施工面积将维持较高水平，将继续支撑建材领域的需求，玻璃行业也将大受裨益。

平板玻璃的需求终端除了房地产还有汽车行业，从历史数据上来看，玻璃需

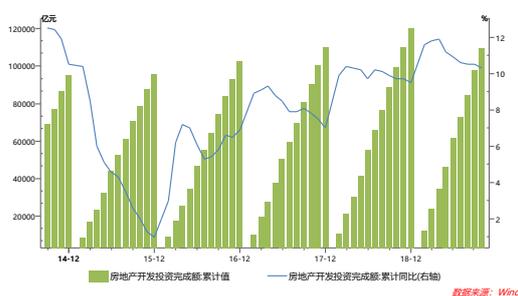
求量同汽车的产量基本呈现同步的正相关性。汽车产量增速上扬会带动玻璃需求增长，然而汽车产量下滑并没有影响到玻璃需求的增长。

2019年1-8月份我国浮法玻璃出口总量47.7万吨，同比减少14.97%；出口总金额2.1亿美元，同比增加4.19%。出口量减少，出口金额小幅增加。一方面是受到国内市场需求较好，厂家增加国内供给的影响，另一方面也是受到贸易摩擦的影响，部分区域出口减少。

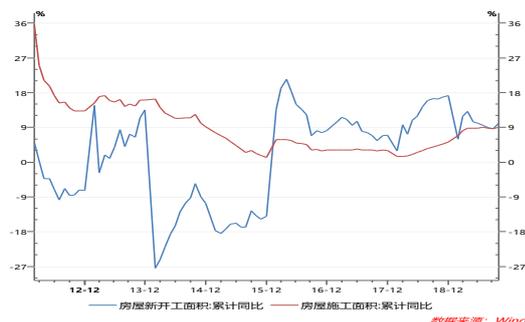
从整国家统计局公布的数据看，2019年1-10月份平板玻璃的产量是77619.9万重箱，同比增加5.2%。此外下游的加工产品像钢化玻璃、中空玻璃和夹层玻璃增量也比较明显。2019年1-10月份中空玻璃产量累计增幅6.3%，钢化玻璃产量累计增幅5.1%。虽然房地产使用面积没有增加，但是对玻璃消费的需求升级，变相增加了。大量中空玻璃的使用增加了单位平方米房地产使用玻璃的系数。从这个层面来看，地产对玻璃的消费支撑仍然偏强。

展望2020年，此前由于房地产调控持续加码，7月房地产融资政策再收紧，市场担心地产投资增速会出现跳水，如果新开工面积难以持续性回暖，那么19年涌现的存量兑现行情难以再现。然而过去的3个月，地产销售面积增速连续保持正增长，而在9月份土地购置面积增速出现了今年以来的首次正增长，这算是一个比较积极的信号，意味着2020年地产投资增速大幅下滑的风险在下降。

图7 房地产开发投资完成额图



8 房屋施工面积和新开工面积：



数据来源：wind

图9 房屋销售面积对比竣工面积图

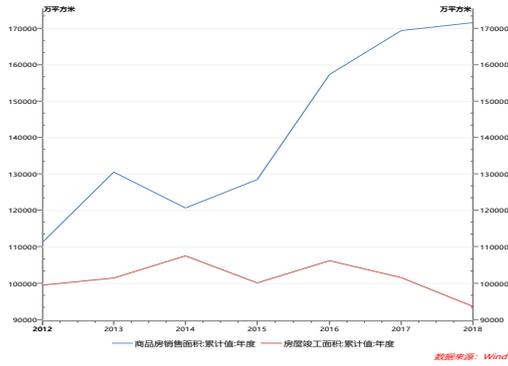
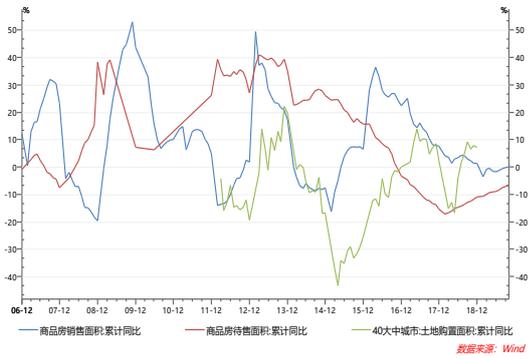


图10 房屋销售面积和土地购置面积增速



数据来源: wind

图11 房屋新开工和竣工面积累计同比与玻璃产量

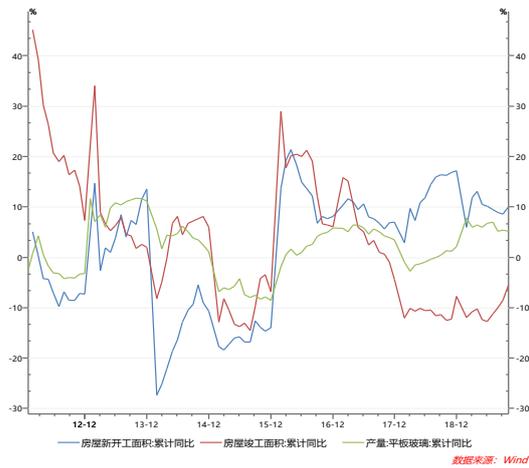
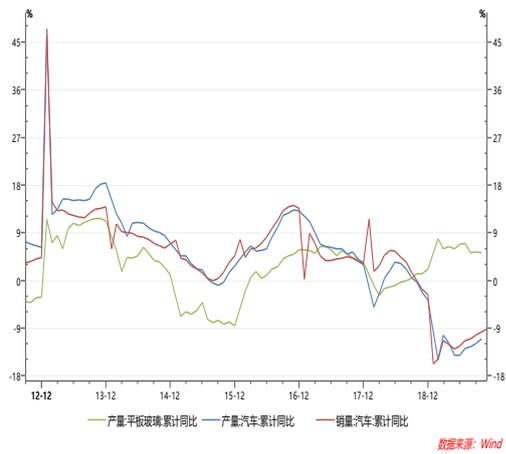


图12 汽车产销量与玻璃累计同比



数据来源: wind

图13 平板玻璃产量及增速

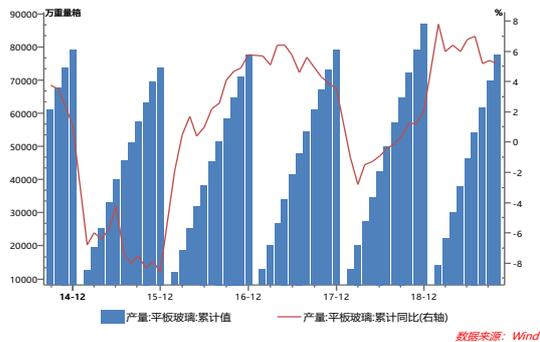


图14 平板玻璃产量(当月值)及增速

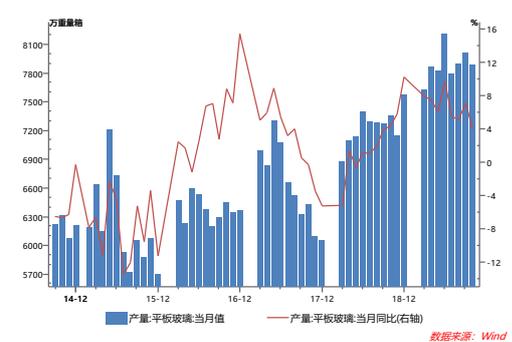
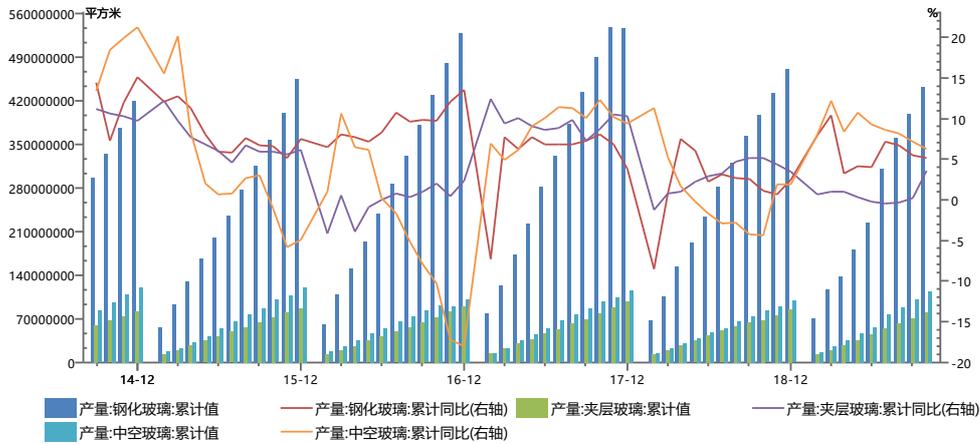


图 15 下游加工玻璃产品产量及其增速



数据来源: Wind

数据来源: wind

1.4 成本走低、效益走高

燃料、纯碱成本是玻璃制造中成本占比最大的两部分。玻璃生产的主要成本来自于原料端的纯碱和石英砂，以及燃料端的煤炭、石油焦或天然气。玻璃的构成 70% 是硅砂，纯碱占生产成本 30% 左右，此外燃料的占比也较大。

通常来看，纯碱全年的价格波动较大，今年纯碱市场价格高开低走，二季度之后持续疲软。此外，今年度天然气价格重心下降，在燃煤成本几乎不变的情况下，这就使得玻璃生产利润持续走高。

除了纯碱之外，玻璃燃料及石英砂成本等都在稳中提升。随着国家环保政策的日益严厉，砂矿的开采也受到了比较大的影响，不少厂家砂矿关闭，石英砂供应呈现一定的缺口，同时采购成本和运输成本也有了明显的上涨，短期内紧缺局面将延续。进入冬季以来，在采暖需求增大以及多地煤改气的背景下，天然气价格再度提升。四季度以来天然气价格上涨幅度超过 50%，重演过去两年四季度上扬行情。由于季节性效应，在明年采暖季结束前，天然气价格料将持续维持强势格局。预计 2020 年，燃料和纯碱价格有进一步上涨的压力。

目前北方地区部分燃煤厂家的玻璃生产成本基本上在 1200 元以上，2018 年最高的时候达到过 1300 多。今年整个生产成本还是有一定的上涨压力，包括环保设备的增加，以及后期超低排放的要求，造成近几年来因环保成本的增加，也

带动玻璃整体生产成本的变化。在环保政策阶段性加紧预期下，总体市场成本难有明显下降空间。

利润方面来看，2019 年以来玻璃行业的效益处于恢复期，相比 2018 年要好一些。按照北方地区燃煤生产企业的生产成本计算，毛利基本上每吨是在 310 元左右，毛利率是 25.8%。很多华南和华东的优秀企业市场售价比较高，成本控制做的也好，毛利水平甚至远高于此。

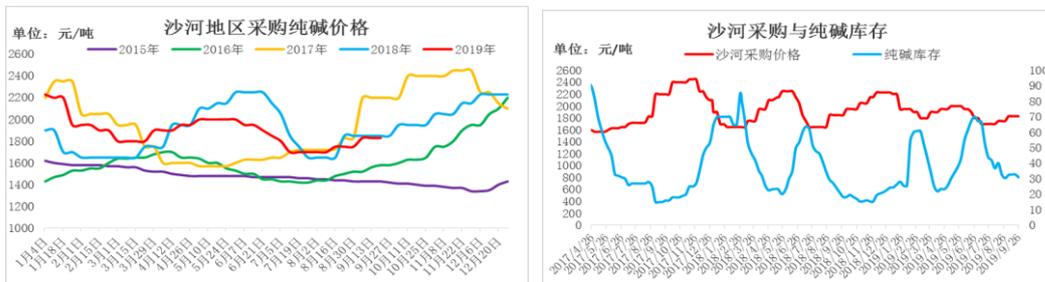
图 16 各生产原料价格波动



数据来源: Wind

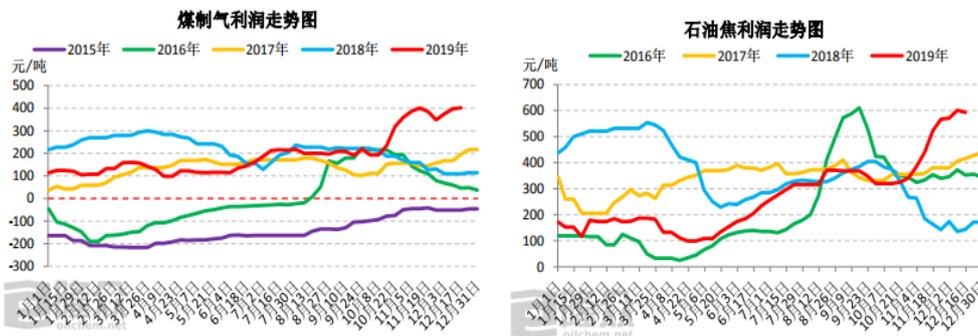
数据来源: wind

图 17 沙河地区纯碱采购价格与库存



数据来源: 隆众资讯

图 18 沙河地区燃煤企业生产利润



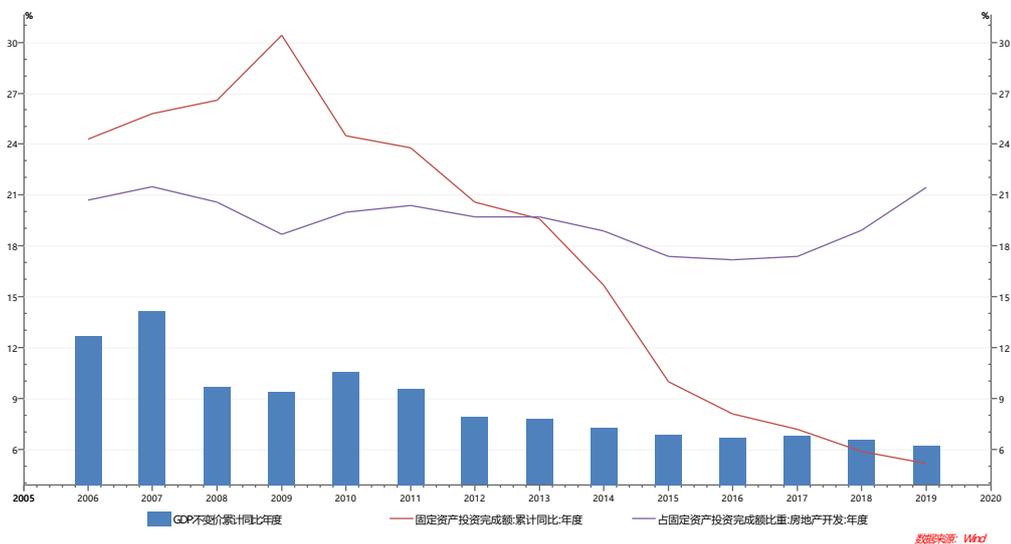
数据来源: 隆众资讯

2 宏观展望

2.1 基建增速修复在即

今年三大投资中的基建投资和制造业投资增速都只有 3% 左右，而 2018 年前 14 年里基建年均复合增长率接近 20%，可以说基建的增长速度从高速变为超低速，这同我们过去两年债务约束机制的建立有着直接的关系。制造业投资仍在低位，在名义 GDP 6% 以上的背景下不到 3% 的制造业投资较为不合理的。2019 年大规模的减税降费政策给制造业释放了盈利空间，此外，经济上前期的去库存已经到了底部区域。基建投资政府一直在强调托底，而制造业投资每年还有基本的折旧更新需求支撑，明年这两部分投资保持增速，甚至向名义 GDP 增长率靠近。另一方面，CPI 依然在走高，未来一年大概率在 3% 以上，这将导致货币政策被掣肘，政策上“稳货币、宽财政”将成为主基调选择。目前我们看到基建项目开工已有回升迹象，明年初新的专项债额度落地将推动基建投资增速修复。明年随着基建扩张，制造业或将出现一轮补库操作，工业品价格反弹也将随之而来。

图 19 GDP 增速及固定资产投资完成额增速



数据来源：wind

2.2 环保政策压力仍在

近两年来国家相关政策较为严格，也增加了严控新增产能，加强环保排放以及提质增效等方面的措施。在环保收紧压制下，沙河地区受到影响最为明显。从

17年11月11条生产线因不满足排污许可问题被迫关停，到近年6月份沙河再次要求无证企业关停，有证企业全年限产16%。再到9月份的《邢台市蓝天保卫战强化攻坚措施责任分工清单》，玻璃企业限产提高到20%，车辆进出也受到严格控制。沙河市场累计涉及14条生产线停产，这些生产线累计占当地产能的26%。

值得注意的是今年沙河燃煤生产线停产事宜从6月炒作到11月，对玻璃现货价格产生了极大影响，最终却只有2条因窑龄到期的生产线停产，剩余4条至今仍未停产。在今年行业高利润背景下，政府补贴难以满足厂家对利润的追逐。因而在非强制关停的政策下，即使环保成本增加，车辆运输成本增加，玻璃厂家停产意愿十分渺茫。

3 2020 年市场走势分析

3.1 市场供给

2019年产能的增减变化并不大，整体来看供应减少了一千万。2020年产能走势我们认为有可能持平。2020年具备点火能力的生产线大概是9条，但是这些生产线还是需要产能置换指标才可以进行点火投产，基本上只有三条线左右具备点火的实际可操作空间。冷修复产的生产线是有12条左右，预计会有9-10条左右生产线具备真正的点火能力。对于冷修停产的生产线，从生产线的寿命能力看有18条，实际冷修停产的生产线可能只有14-15条。这些生产线能否完全冷修，要看市场的价格以及当地环保政策情况。在市场需求和现货价格都很乐观的情况下，生产企业会尽量延缓它的停产时间，所以存在一定的变数。

3.2 终端需求

房屋新开工面积和销售面积持续正增长，和土地购置面积增速出现正增长，房屋竣工面积与房屋新开工面积剪刀差缩小，都是积极信号。随着限价政策逐步开放，资金荒导致的停工逐步放松，房企高价库存将逐步入市。过去几年期房的集中销售，存量施工面积将维持较高水平，将继续支撑建材领域的需求。我们认为地产短仍将利好玻璃消费。预计此外下游的加工产品的增量像钢化玻璃、中空玻璃和夹层玻璃消费的提高，也就对玻璃行业锦上添花。最后2020年随着贸易摩擦逐渐缓和，出口市场也将会有所好转。

3.3 成本变化

今年纯碱市场价格二季度之后持续疲软，此外今年度天然气价格重心下降，在燃煤成本几乎不变的情况下，这就使得玻璃生产利润持续走高。除了纯碱之外，玻璃燃料及石英砂成本等都在稳中提升。随着国家环保政策的日益严厉，砂矿的开采也受到了比较大的影响，不少厂家砂矿关闭，石英砂供应呈现一定的缺口，同时采购成本和运输成本也有了明显的上涨，短期内紧缺局面将延续。预计 2020 年，燃料和纯碱价格有一定的上涨压力。

3.4 环保政策

沿袭 2017 年开启的严厉环保政策，不少生产线已加强了环保监督，虽然当前乃至今后，环保政策对于玻璃供给端的只会严不会松，但后期的影响要弱化很多。今年来看，沙河地区 12 条生产线受到政策影响停产，而其他地区生产线仍然在增加，致使今年整体产能呈现净增长局面。2020 年在供给侧改革的大背景下，区域市场环保政策的严格，包括河北省环保政策的严格，将继续对玻璃行业的供给量起到抑制作用，而该作用效果我们认为是边际递减的。

3.5 小结

今年玻璃行业相对乐观，很多行业数据超出了市场预期。展望 2020 年，我们认为整个建材行业，尤其玻璃行业作为房地产后端产品，走势仍将保持乐观。包括政策对冲的预期以及玻璃行业的供给侧改革，产业升级逐步加快，2020 年的整个市场价格走势和各个区域之间的市场变化非常可期。上下游企业的产业链整合会增加整个行业的盈利能力，优势会继续向头部企业靠拢。

2020 年我们看好基建的修复和制造业的补库存，以及地产竣工周期的复苏对玻璃需求的提振。周期行业要遵循周期波动，我们认为近几年来，整个供给侧改革和应用领域的扩大，将增加行业龙头企业的优势。策略上关注季节性和库存周期带来的做多机会。



纸浆

库存高居不下，浆价弱势下行

摘要

2019年对于纸浆而言，可谓是经历了一波过山车行情。年初之时，受到春节氛围影响，木浆需求回暖，浆价在年初开始上扬，且随着木浆外盘价格提涨，下游提价，浆价突破前期高位，达到5684元/吨。但随着文化用纸旺季接近尾声，利好释放殆尽，一直以来纸浆供应过剩的问题终于开始影响浆价走势。今年以来，木浆的全球库存都是处于近几年的高位，且有明显累库迹象，在这种背景下，一直坚持的外盘价格终于开始下滑。以智利银星为例，Arauco公司5月底公布外盘报价显示，5月份银星外盘价为710美元/吨，但6月银星报价再次下调620元/吨。短短一个月内，外盘报价下跌近100美元/吨。由于木浆是基本依赖于进口的商品，我国本土产量较少，一直以来木浆的定价权都掌握在国外厂商手里，国内企业并没有话语权，因此国内浆价受国外报价的影响较大。且随着下游进入淡季，需求转弱，纸浆期现价格开始同步下跌。期价从年初最高5736元/吨，12月初最低下跌至4378元/吨。

新年快
乐

1 利空因素占据主导，浆价处于历史低位

1.1 期货市场回顾：年初宏观预期向好，随后维持震荡偏弱

2019 年浆价价格重心大幅下移。年初曾有一波阶段上涨行情，2 月前的上涨主要是当时宏观预期回暖所致，纸浆随着整体工业品的反弹也出现了明显的上涨，期货价格才一路上涨至升水现货 250 元以上，打开了期货盘面结构对于进口纸浆产品的无风险套利窗口。二月底，随着需求并未明显恢复，以及套保盘的介入，期货价格转头向下。随着贸易战情况恶化，纸浆 1 月底的低价货源陆续到港等情况的陆续发生，纸浆期、现货价格大幅下跌至 2 季度末，随后在 4500 一线获得支撑，并维持较窄幅的震荡至今。

图 1：2019 年纸浆期货主力合约结算价和收盘价格



数据来源：Wind

从持仓情况来看，2018 年 11 月 27 日，纸浆期货在上海期货交易所挂牌上市。上市一年以来，日持仓量稳定在 20 万吨附近，日成交量季节性波幅较大。上半年纸浆成交量从 60 万吨逐步下滑至 20 万吨，7 月初纸浆价格出现反弹，日成交量最高达 100 万吨，展现了其较高的活跃度。由于 8 月为淡旺季转化阶段，旺季暂无明显启动，纸浆成交量逐步回落至 20 万吨低位。9 月为文化用纸旺季，拉动新一轮行情，成交量逐渐好转，随着市场的利好消化，10 月后纸浆主力合约 SP2001 成交量稳定在 20 万吨附近。这种情况说明资金对当前纸浆展开大行情并不看好，以短线为主。

图 2：纸浆期货主力合约成交量和持仓量情况



数据来源：Wind

1.2 现货市场回顾：阔叶压制，木浆现货价格全年下行

针叶现货价格难以跌破 4500 元/吨的支撑位。核心的原因在于海外浆厂的最高边际成本大致在 550 美金，人民币 4500 元附近。当价格跌近海外浆厂边际成本时，加拿大部分浆厂有减产动作，国内浆厂也借机抄底，对浆价形成了有效支撑。而浆价持续弱势主要原因在于阔叶端，当下阔叶浆库存太高。无论是在上游的企业库存，还是在国内外的港口库存上，阔叶浆的压力要远大于针叶浆以及其他浆种。

在阔叶浆高库存且整个终端需求前景不明的情况下，国内贸易商及中小纸厂不愿意冒险囤货，阔叶浆现货端价格上涨困难，价格持续性偏弱。木浆消耗主要靠文化纸以及生活用纸。文化纸由于产能集中度高，都在国内大型造纸企业手中，文化纸企的原材料采购多以外盘采购为主，国内阔叶浆采购一般是小型的生活纸生产企业。而生活用纸自身产能过剩，企业利润偏低，相对于针叶浆来说，对于原材料明显供应充足的情况下企业的采购追高意愿极低。这也就导致阔叶价格在库存充裕的情况下，上涨动能较低。

阔叶浆高库存还会持续引发外盘报价的下调需求，今年来巴西阔叶浆的压力尤为明显，8月、9月底市场就有巴西浆厂量大让利出货清库的情况。阔叶的加速消化依旧只能寄希望于供应端的低价让利。在进口成本和国内采购意愿库存高企的影响下，阔叶端压力消化还需时日。

2 市场供需：全球市场供需平衡，中国市场供大于需

受到环保政策的影响，我国废纸浆的消耗量逐年递减，同时其替代品木浆的需求上升。但由于我国的林业资源本身比较匮乏，我国木浆产量较低，木浆对外依存度较高。尤其是漂针浆，由于生长在中高纬度地区且生长周期较长，基本100%依赖于进口。根据中国造纸协会以及海关总署统计的数据显示，近几年来我国漂针浆的消费量超过800万吨，主要依靠从北美（加拿大、美国）、俄罗斯、智利等国家和地区进口。与漂针浆相关性较高的漂阔浆的年消费量超过1600万吨，其中一部分来自于国产，但超过50%还是依赖于进口。

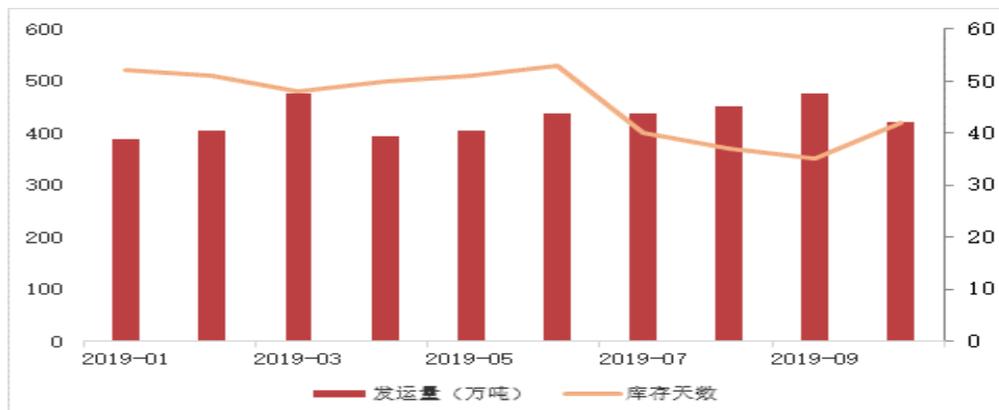
2.1 国际纸浆市场行情回顾

全球角度看，2020年全年并无新增产能。市场不存在大格局上的供应压力。短期看从全球浆厂的变化方向看，当前浆价已处于历史较低水平并且已接近加针和欧针的现金成本，往下空间似乎不大，前期停产检修主要集中在加拿大等地。

2019年9月份世界20个主要产浆国发货量为475.5万吨，环比上升4%，同比上升3.4%。漂白针叶浆的发货量为203.8万吨，比8月的219.5万吨下降。漂白阔叶浆发货量为256.6万吨，比8月份的233.3万吨增加。目前看纸浆消费主要发往了中国，全球经济和贸易放缓导致整体需求不佳，而在未来一年内尚看不到有明显好转迹象。

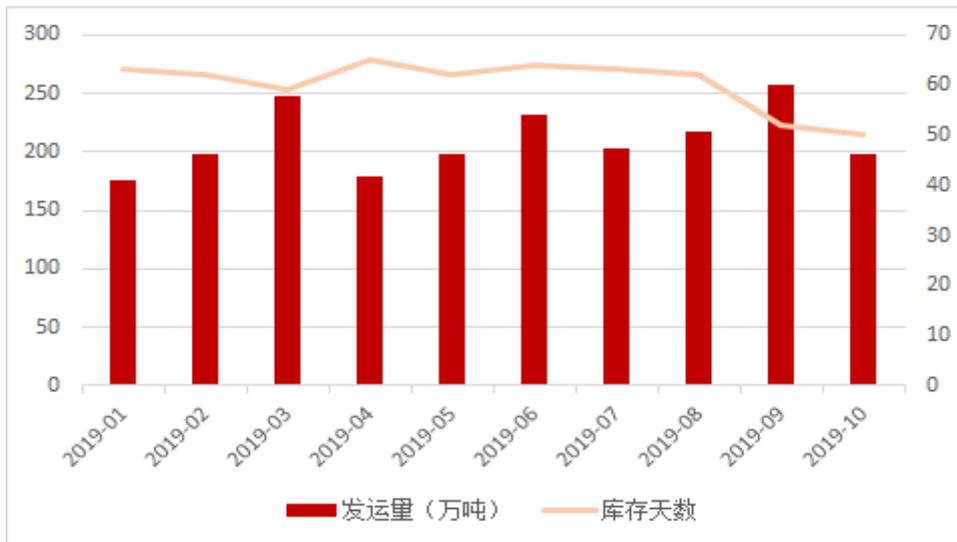
PPPC数据显示，2019年10月全球纸浆(木浆)发运量421万吨，较9月(475.3万吨)下降11.4%，较去年同期增加6.6%。库存42天。发运/产量比率下降至85%。其中针叶浆发运量209.6万吨，库存33天；阔叶浆197.6万吨，库存50天。

图3：2019年全球木浆发运量和库存天数情况



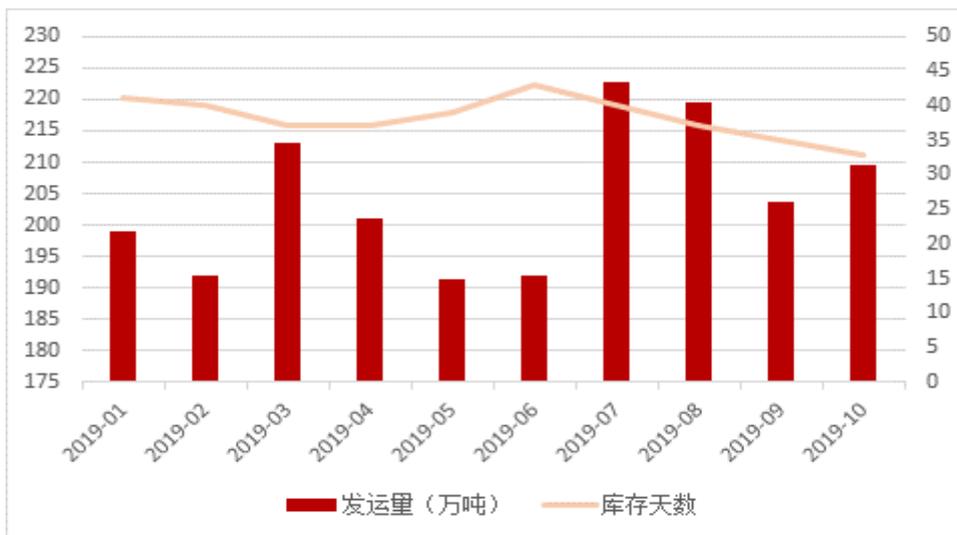
数据来源：卓创资讯

图 4：2019 年全球阔叶浆库存情况



数据来源：卓创资讯

图 5：2019 年全球针叶浆库存情况



数据来源：卓创资讯

11 月份进口木浆现货市场处于去库存阶段，浆价走势各异，其中针叶浆价格累计下跌 50-200 元/吨，本色浆价格维持稳定，化机浆因货少而累计提涨 150 元/吨，阔叶浆价格先扬后抑，最终持平。影响价格走势的因素主要有以下几个方面：第一，国内外纸浆去库存情况不一，10 月全球商品浆库存天数恢复至合理水平，而中国 11 月仅常熟港库存环比下降 23%，业者预期各异；第二，进口木浆外盘持平，减缓浆价下行速度；第三，下游纸厂涨价函对市场有一定支撑作用；第四，下游刚需、压价采买原料，需求无明显增量，抑制浆价走势。

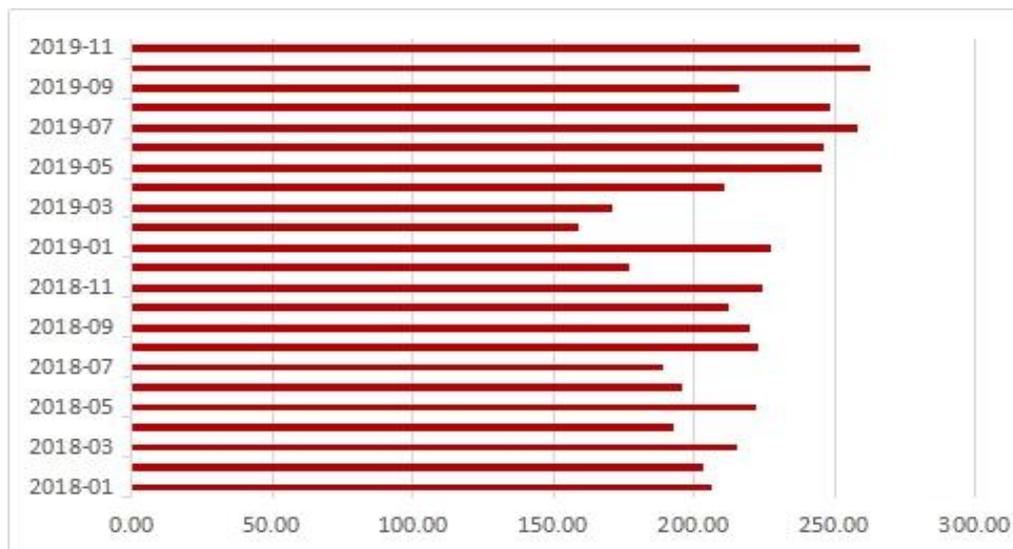
进口针叶浆月均价 4547 元/吨，环比下降 0.68%，同比下降 30.00%；进口阔叶浆月均价 3790 元/吨，环比下降 2.20%，同比下降 34.19%；进口本色浆月均价 4350 元/吨，环比下降 1.69%，同比下降 36.50%；进口化机浆月均价 3820 元/吨，环比上升 1.42%，同比下降 20.86%。

2.2 我国纸浆市场行情回顾

我国纸浆总进口量在 5 月以后同比均呈现持续增加状态，中国进口量大增的原因大致有两点，一方面是全球其他地区需求疲弱，中国作为木浆消费增长主要贡献地区，浆厂在其高库存的背景下加大了对中国地区的销售量。另外，在 6、7 月份也实际出现了国内纸厂在木浆价格历史低位附近的囤货行为、增加了从国外浆厂手中的采购。这两方面原因使得中国进口在整体市场弱势时大幅度增长。进口持续增长加剧了国内的供应压力。当下看，无论是纸厂还是贸易商，备货都是直接跟海外浆厂预定远期货。而前期这部分定的货，后期还会陆续发往中国，后期进口量大概率还将维持较高水平。

2019 年 10 月，漂针木浆进口量 85.90 万吨，较去年 10 月上涨 47.16%，环比增长 7.73%。1~10 月，漂针木浆进口量 737.95 万吨。2019 年，漂针浆进口量总体趋势逐月递增，但明显低于漂阔浆，而漂阔浆进口数量呈现季节性震荡态势。

图 6：纸浆月进口数量统计



数据来源：Wind

图 7：漂针浆和漂阔浆月进口数量统计



数据来源：Wind

由于受到贸易战的影响，2019 年，漂针浆从北美地区进口量有明显下滑。加拿大作为针叶浆最主要的生产国之一，拥有较多品牌，因此其进口量位居第一，占全部进口量的 29%，但较去年全年占比下滑 3%。而由于北美份额的减少，我国从芬兰进口的针叶浆比例从去年的 15% 上升到 18%，位居第二。而美国从 18% 下滑到 15%，智利和俄罗斯均有小幅下降。一直以来，巴西漂阔浆的产能超过了全球产能的 50%，具有较高的垄断性，因此我国从巴西进口漂阔浆的数量远超别的国家，进口占比超过 50%，位居第一。其次是印度尼西亚、乌拉圭和智利，进口占比分别为 23%、7% 和 7%。还有少量进口来自于美国、加拿大、日本等国。

图 8：漂针浆进口情况



数据来源：Wind

图 9：漂阔浆进口情况



数据来源：Wind

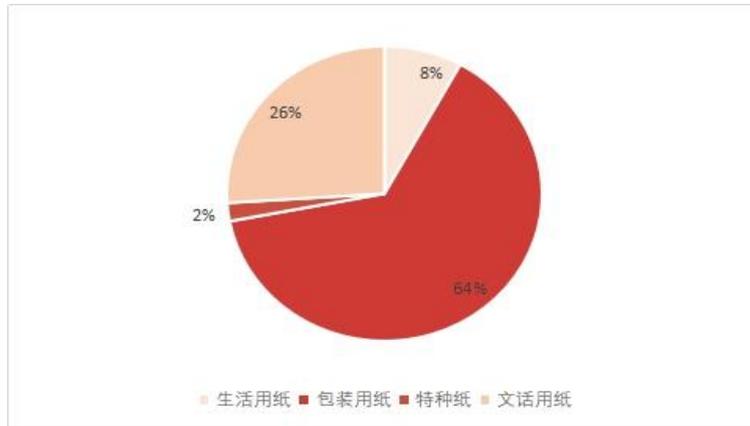
2.3 纸浆下游及相关市场状况

造纸业需求多样，纸品种类繁多，且不同纸品采用的浆种不相同。采用木浆的纸品主要包括双胶纸、双铜纸、白卡纸、生活用纸和特种纸，其它包括包装纸、箱板纸、新闻纸等主要采用废纸浆，且不同纸品在生产过程中所采用的纸浆品种和比例也各不相同，因此在接下来的研究中，我们主要针对与木浆较为相关的几种纸品的需求来进行深入探讨。

2018年，我国纸及纸板消费量10439万吨，较2017年减少4.2%。其中生活用纸901万吨，较去年增加1.24%；包装用纸7636万吨，较去年减少6.31%；文化用纸3173万吨，较去年减少1.76%；特种纸261万吨，较去年增加4.82%。目前来看，下游消费量占比最大的仍是包装纸，其次是文化用纸，但不能发现生活用纸和特种纸的比例正在上升。从具体增速来看，2018年下游整体消费增速较前一年均有所下滑，尤其是包装纸和文化用纸，增速为负。相对表现最好的是特种纸，其增速还能维持在5%左右，生活用纸在近几年也一直维持增长，而文化纸增速自从2013年起一直处于0增长或负增长，包装纸下滑幅度最大。如果按照现有增长趋势发展下去，后期纸品的需求结构将会发生变化，生活用纸和特种纸的消费量将会增长，而文化纸的和包装用纸的需求将会有所减弱，因此各

类浆的使用情况也会有受到影响，废纸浆的需求将会相对减少，而木浆和非木浆的使用量会有所增长，这一影响已经在 2018 年的纸浆消费数据中有所体现。

图 10：各类制品消费情况



数据来源：Wind

3 纸浆行情总结与展望

2019 年，纸浆经历了从历史高位到历史低位的过山车行情。在全球整体供应平稳的情况下，浆价的短期波动主要归因于下游需求走势。在春节旺季和文化用纸旺季之时，浆价上扬，而随着文化用纸旺季接近尾声，利好释放殆尽，下游需求走弱之后，一直以来全球库存高企的情况终于反映到了浆价，外盘挺价失败，浆价在短短一个月內下跌 100 美金/吨，使得期现价格同步下挫。展望 2019 年，虽然目前下游纸品利润率较前期有明显改善，但目前该利好并没有向纸浆端传导，下游仍以刚需采购为主。三季度进入下游淡季以后，下游囤货意愿不高，市场需求持续低迷。11 月份进口木浆现货市场处于去库存阶段，浆价走势各异，其中针叶浆价格累计下跌 50-200 元/吨，本色浆价格维持稳定，化机浆因货少而累计提涨 150 元/吨，阔叶浆价格先扬后抑，最终持平。影响价格走势的因素主要有以下几个方面：第一，国内外纸浆去库存情况不一，10 月全球商品浆库存天数恢复至合理水平，而中国 11 月仅常熟港库存环比下降 23%，业者预期各异；第二，进口木浆外盘持平，减缓浆价下行速度；第三，下游纸厂涨价函对市场有一定支撑作用；第四，下游刚需、压价采买原料，需求无明显增量，抑制浆价走势。

当前浆价虽已处于历史较低水平并且已接近加针和欧针的现金成本，往下空间似乎不大，但消化过剩的库存仍需时日，底部是个较为漫长的过程。国内纸厂

价格低位备货需求持续存在,后期进口量依然维持较高水平,隐形库存大幅升高,国内压力也难以在短期内缓解,预计震荡格局能持续至明年上半年,待下半年需求8月后旺季来临时,价格或有上行动力,因价格处于历史低位,明年以逢低做多思路为主。

团队成员及联系方式

王来富

从业资格证号：F3023634

投资咨询资格证号：Z0013705

邮箱：wanglaifu@ftol.com.cn

武肖茹（研究助理）

从业资格证号：F3064498

邮箱：wuxiaoru@ftol.com.cn

范阿骄（研究助理）

从业资格证号：F3054801

邮箱：fanajiao@ftol.com.cn

联系方式：025-68909231

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。