

# 新湖研究 2021 年 11 月

## 目录

主办：新湖期货研究所

编委：马文胜 杨熙东

黄仟庭 李 强

陈 涛 黄雪莲

金玉卫 陈 清

统编：柳晓怡

责任编辑：李 强 刘英杰

孙匡文 刘 健

李明玉 姚 瑶

姜秋宇 陈燕杰

姜 威 曹 凯

严丽丽 柳晓怡

孙昭君 施潇涵

李瑶瑶 薛扬明

王博艺 陈 曦

黄月亮 霍柔安

孙鹏飞 叶宸甫

章 颀 李甘雨

余 典 陈冠华

### 商品策略

新湖有色金属 11 月报.....	1
钢材：旺季需求证伪，成本支撑趋弱，成材偏空 .....	43
铁矿石：供需结构偏松仍将持续，中低品价差难以 收窄下矿石仍有一定下行空间.....	56
双焦：政策控价力度强，压港澳煤部分放行，双 焦向下寻底.....	64
能化：能源化工集体走弱.....	79
农产：油脂继续高位运行 油强粕弱暂难改.....	212
软商品 11 月报.....	239

### 金融期货

股指：政策调控影响显著，气候政策方向不变.....	260
---------------------------	-----

### 投行观点

从加拿大到美国的原油运输管道容量增加，将取 代部分铁路运输.....	286
---------------------------------------	-----

### 重要数据

### 专家风采

## 新湖有色金属 11 月报

### 要点

分析师：

孙匡文（铝）

从业资格号：F3007423

投资咨询从业证书号：Z0014428

电话：021-22155609

E-mail:sunkuangwen@xhqh.net.cn

李瑶瑶（铜、镍）

从业资格号：F3029554

投资咨询从业证书号：Z0014443

电话：021-22155692

E-mail:liyaoyao@xhqh.net.cn

柳晓怡（锌）

从业资格号：F3041999

投资咨询从业证书号：Z0015277

电话：021-22155633

Email:liuxiaoyi@xhqh.net.cn

撰写日期：2021 年 10 月 31 日

**铜：**年内国内铜市场消费受限电等因素影响，新能源装机量将难以达到年初的预期，叠加国内房地产投资走弱，预计后续铜消费整体表现较弱。不过全球铜显性库存处于历史低位。另外在原油及天然气价格居高不下的背景下，全球通胀处于高位。虽然铜消费表现较弱，但预计在低库存以及高通胀支撑下，铜价难以大幅下挫，预计后续铜价维持震荡运行。

**铝：**受西南枯水期、北方秋冬采暖季大气污染防治措施压力等影响下，年内国内电解铝产量仍受压制，供应端不确定性仍较大。相对而言，前期旺势受压制的消费随着价格大幅回落及主要消费地限电解除有望逐步释放，消费旺季延后。这对铝价提供支撑。不过短期煤炭政策面引发的市场情绪波动仍较大，使得短期价格仍大幅波动。但预计煤价及相关干预政策对市场情绪的影响将边际减弱，价格回归基本面主导。因此预计 11 月期货铝价有望企稳反弹，操作建议逢低建立多单。

**锌：**短期欧洲冶炼厂暂无扩大停产消息，情绪回归，但能源价格高企，中期仍不排除减产可能，且今年海外锌矿新产能释放不及预期，预计供应过剩概率大幅走低。国内高价加限电下消费低迷，加上持续抛储补充，库存缓慢回升，相对表现弱于外盘。整体上来看，供应端对锌价影响及敏感度明显高于需求端，近期国内外需求增速虽有放缓，但仍有订单待释放，刚需仍存。预计 11 月锌价下方支撑仍较强，仍处于易涨难跌状态，低位可考虑适当做多。密切关注海内外生产变化

**镍：**受限电影响不锈钢厂整体处于降负荷生产状态，拖累镍消费。因电价上涨国内镍铁成本上涨以及镍铁限产，镍铁价格持续走高，对镍价有一定支撑；虽然因需求下降镍矿价格近期有所下跌，但菲律宾苏高里矿区已进入雨季，后续镍矿发货量将持续收缩；镍原料端供应整体偏紧。而纯镍库存依然处于低位。在供应端偏紧以及低库存的背景下，预计后续镍价仍延续偏强运行，可考虑逢低建立多单。

## 铜：低库存高通胀，铜价延续震荡运行

### 一、10月行情回顾

10月铜价先扬后抑。国庆期间原油及天然气价格持续上涨引发市场对全球通胀的担忧，再加上欧洲锌冶炼厂减产造成锌价飙涨引爆有色行情，同时在全球铜库存处于低位的背景下，LME 注销仓单节后激增至 90%以上，LME 铜现货报价短期内快速走高，LME 铜现逼仓行情，铜价大幅走高；10月19日伦敦金属交易所（LME）开始对铜交易进行调查并采取了一些措施，铜价高位回落；之后在煤价连续跌停的冲击下铜价持续回落至前期震荡平台。截止29日收盘，沪铜主力2112合约收于70540元/吨，月内涨4.01%。伦铜收于9544美元/吨，月内跌6.66%。

图表1：沪铜主力合约走势图（日K线）



资料来源：文华财经行情软件

图表2：伦铜合约走势图（日K线）



资料来源：文华财经行情软件

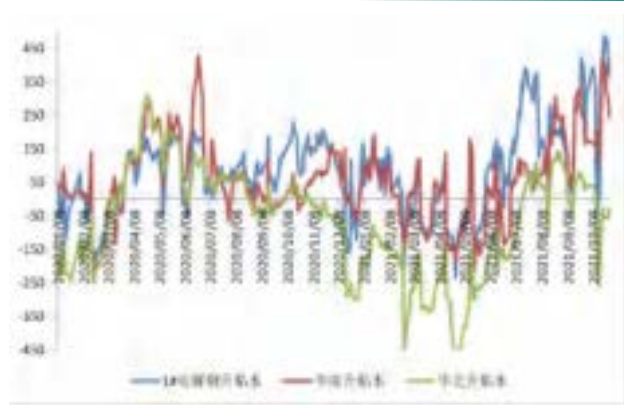
### 二、铜供应

10月沪伦比值降至7.2附近，因LME铜升水大幅走高，进口盈利窗口关闭而且进口亏损幅度较大，月内平均进口亏损1170元/吨。废铜方面，受铜价大幅走高带动，精废价

差快速扩大至三千以上，之后跟随铜价回落至 1500 元/吨附近。铜价大幅拉升识，高价下换现情绪增加，废铜货源流通不错，下游的利废企业按需补货；之后随着铜价持续回落，废铜贸易商惜售情绪明显上升，出货意愿下降。下游线缆企业趁低采购，废铜制杆厂家订单不错，原料库存不多的企业需积极备货，但市场货源不多，采购不足，而前期储备较多原料的企业则继续消化库存，采购意愿不高。总体来看，经过前期高价，市场货源集中释放后，以及铜价持续下跌下，市场货源供应减少，预期逐渐过渡、恢复至供需偏紧情况，预计后续精废价差将进一步收窄。

10 月海外矿企陆续公布三季报，多家矿企三季度铜产量下滑，并且调降其 2121 年目标产量。10 月 SMM 铜矿加工费 TC 小幅回落，截止 10 月 29 日 TC 报 62.84 美元/吨，较 9 月底下降 2.46 美元/吨。Rio Tinto 下调铜产量指导量 2-9 万吨至 69-71 万吨；Antofagasta 年铜产量指导量减少 2 万吨至 71-74 万吨；Anglo American 铜产量指引量上限减少 2 万吨至 65-66 万吨；MMG 铜产量指导量减少 1.5 万吨为 34.5-35.5 万吨；2021 年 3 季度，Vale 铜总产量 6.92 万吨，同比减少 21%，环比减少 5.7%，Vale2021 年铜产量指引量为 29.5-30 万吨；3 季度，MMG 铜总产量为 9.12 万吨，同比减少 10.73%，环比减少 2.59%；MMG 2021 年铜产量指导量为 34.5-35.5 万吨，较原铜产量指导量 36-37 万吨减少 1.5 万吨；Anglo American 2021 年铜产量指引量为 65-66 万吨，较之前的产量指引量 65-68 万吨，上限减少 2 万吨，3 季度铜产量为 15.65 万吨，同比减少 6%，环比减少 7.8%；2021 年 3 季度，First Quantum 三季度铜产量为 20.99 万吨，环比增加 5.09%，同比减少 0.73%，First Quantum 的 2021 年铜产量指导量 80-83.5 万吨，较原产量指导量 78.5-85 万吨上限减少 1.5 万吨，下限增加 1.5 万吨。

图表 3：1#电解铜升贴水



资料来源：SMM 新湖期货研究所

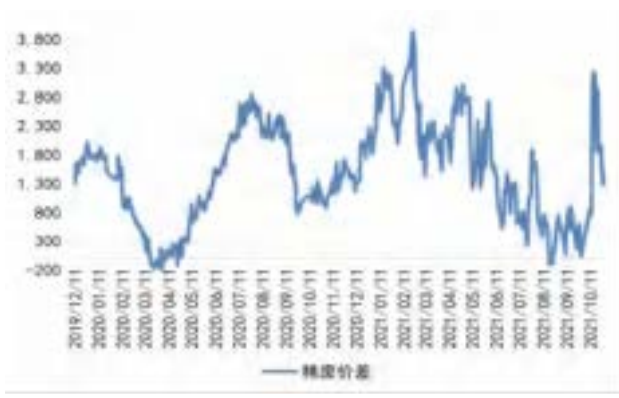
图表 4：铜精矿加工费



资料来源：SMM 新湖期货研究所

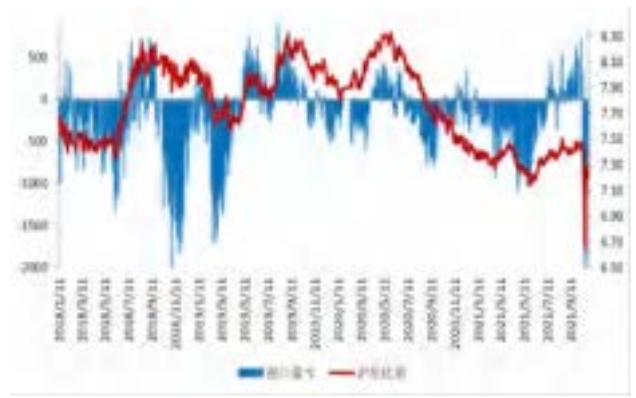


图表 5：精废价差



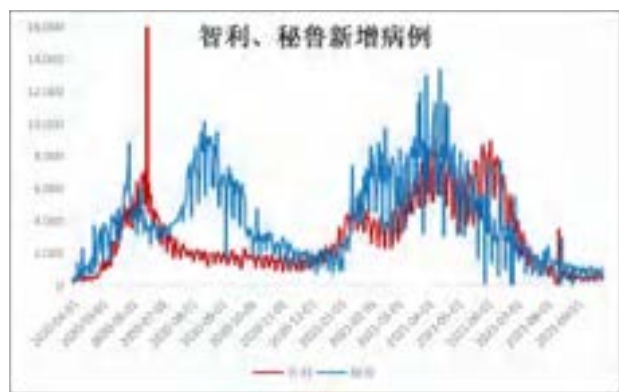
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 6：精铜进口利润



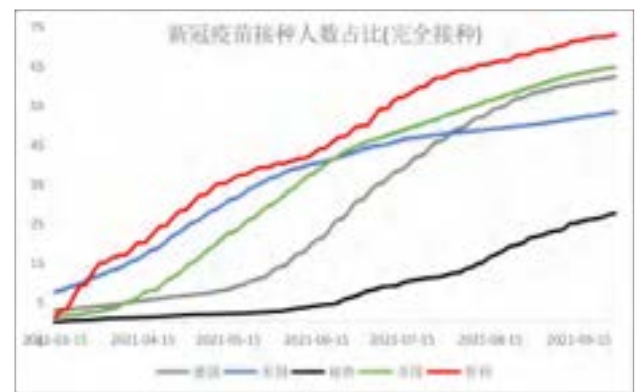
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 7：智利秘鲁新增病例



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 8：全球疫苗接种情况



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 9：智利铜产量



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 10：秘鲁铜产量



资料来源：WIND 新湖期货研究所

SMM 数据显示，9 月国内电解铜产量为 80.29 万吨，环比降低 2.0%，同比增加 0.4%。9 月江苏地区意外收到限电通知，当地冶炼厂自中秋节后产量受到大幅影响，产能利用率不足 30%，叠加起本身检修计划，整体产量影响约 1 万吨；与此同时广西地区部分冶炼厂依旧处于检修中，华南其余部分冶炼厂以及山东地区大多数冶炼厂亦一定程度上受到限电影响波及，产量受到小幅影响；另外 9 月初中央环保督察组入驻华中地区某冶炼厂严查环保问题，使其减少投矿量，大约减产 25%。从 10 月份冶炼厂计划看，虽然广西地区冶炼

厂已逐渐从检修中恢复，但产量依旧处于爬坡状态，距离满产仍有一定差距，与此同时个别华中冶炼厂将检修提前以应对可能到来的限电影响，江苏当地冶炼厂仍将持续受到限电影响，产能利用率将维持维持在50%左右，外加市场冷料供应偏紧使部分冶炼厂被迫小幅减产。SMM预计10月国内电解铜产量为80.3万吨，环比基本持平，同比减少2.3%；至10月份累计电解铜产量为829.32吨，累计同比增长8.9%。

根据海关总署数据显示，2021年9月铜矿砂及其精矿进口211万吨，同比下降1.26%；1-9月累计进口1736.9万吨，累计同比增加6.17%。9月进口精炼铜26万吨，同比下降50%；1-9月份累计进口258.2万吨，同比下降27.4%，1-9月较去年进口共计减少97.7万吨。三季度国内比价逐渐好转，报关进口需求激增下洋山铜溢价也出现大幅上涨，但仍未看见大量电解铜到港，究其原因还是船运紧张。智利、秘鲁等南美国家对中国出口电解铜数量维持稳定，而南非地区仍受到船运、集装箱紧张困扰，发运环节并不顺畅。近洋货物，比如LME亚洲仓库注销出来的仓单货源、日韩冶炼厂的原产铜，也因为船箱紧张问题，船期延迟情况愈加严重，难以如期到达国内。

9月国内阳极铜进口6.4万吨，同比下降37.4%，1-9月累计进口70.4万吨，同比下降1.64%。9月中国进口再生铜13.4万吨，同比增加68.3%，1-9月共进口123.3万吨，同比增长85%。1-9月再生铜进口金属量为98.7万吨，较去年同期增44.3万吨，较2019年下降2.6万吨，较2018年增加8.2万吨。

图表 11：精炼铜月度产量



图表 12：精炼铜累计产量



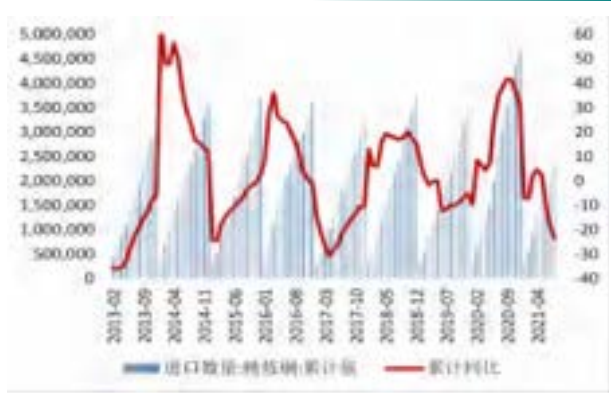
资料来源：SMM 新湖期货研究

图表 13: 精炼铜进口量



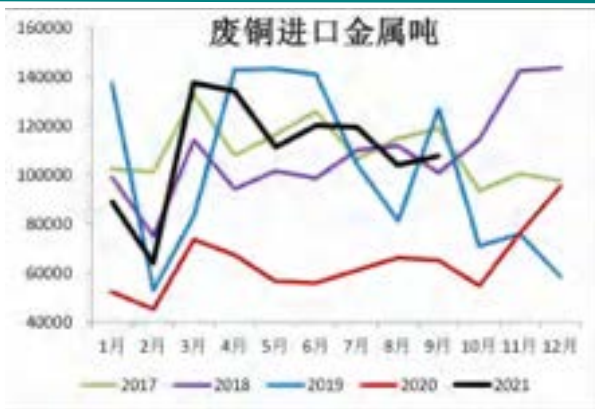
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 14: 精炼铜进口累计值



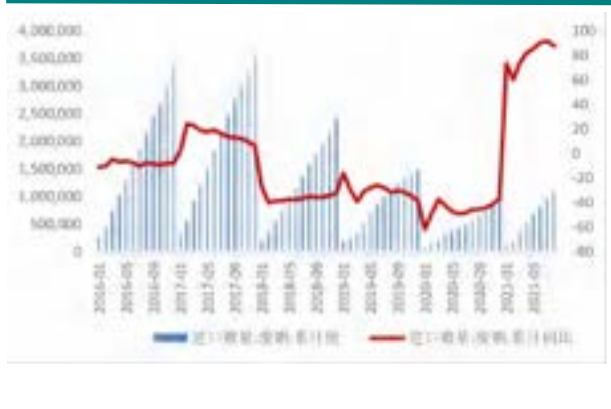
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 15: 废铜进口金属量



资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 16: 废铜进口累计值



资料来源: wind 新湖期货研究所

图表 17: 阳极铜进口量



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 18: 阳极铜进口累计值



资料来源: wind 新湖期货研究所

### 三、铜需求

2021 年 9 月铜表观消费环比增长 3%，同比下降 4.78%；1-9 月表观消费累计同比增长 0.54%至 1010 万吨。

分项来看，1-9 月房地产开发投资同比增长 8.8%，新开工同比下降 4.5%，竣工同比增长 23.4%，销售同比增长 11.3%。从房企加快竣工销售，减少新开工来看，“三道红线”



政策对房企影响较大。9月商品房销售同比下降13.2%；新开工同比下降13.5%；竣工同比增长1%。9月房地产投资数据延续下滑，预计后续在国内对房地产行业的持续调控下，房地产投资将继续走弱。

9月汽车产量同比下降17.9%至207.6万辆，环比回升20.4%。1-9月汽车产量累计同比增长7.5%至1824万辆；9月空调产量同比下降6.9%至1508万台，1-9月累计同比增长13%至16659万台；空调产量大幅下滑一方面是因为国内房地产投资走弱，另一方面由出口大幅下滑造成。9月空调出口同比下降0.5%，1-9月空调出口累计同比增长11.4%。汽车和家电行业作为房地产后周期消费，预计在房地产走弱带动下也将走弱；虽然9月汽车产量环比回升，但汽车缺芯问题年内仍将制约汽车行业，空调出口下滑也拖累空调产量，预计四季度房地产、汽车、空调行业对铜消费将有所拖累。

新能源汽车用消费持续向好，9月新能源汽车产量同比增长141.3%至36.2万辆，1-9月累计同比增长172.5%至228.2万辆；电子信息产业9月有所回落，9月集成电路产量环比回落24%，同比增长17.9%，1-9月产量累计同比增长43.1%；9月出口环比回落7.4%，同比下降3.6%，1-9月出口累计同比增长28.4%。

9月电网投资受限电影响旺季不旺，9月同比增下降16.2%，1-9月累计同比下降0.3%至2891亿元，全年目前4730亿元，1-9月仅完成61%；在铜价走高以及限电影响下，预计年内大概率无法完成4703亿元的目标量。

9月新能源装机环比回落，9月光伏装机环比回落14.6%，同比增长38%至3.5GW，1-9月光伏装机累计同比增长44.3%至25.5GW；9月风电装机环比回落12.6%，同比下降40.4%至1.8GW，1-9月风电装机累计同比增长25.8%至16.4GW。目前风电和光伏装机量仍较低，和年出预计的全年装机40、65GW仍有一定差距，在铜价走高以及限电影响下，预计后续新能源装机也将难以达到年初预期。

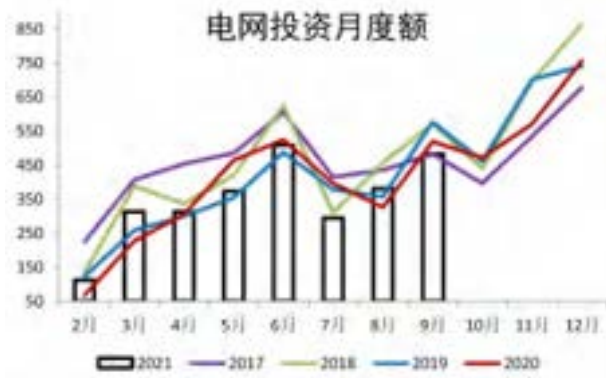
图表 19：国内精炼铜表观消费

日期	SMM精铜产量	进口(吨)	出口(吨)	库存变化(吨)	表观消费	表观消费同比变化	表观累计消费	表观累计消费同比变化
2020-01	72.59	310,000	25,000	168692	84.22	-17.46	84.22	-17.46
2020-02	68.31	291,084	30,456	176921	76.68	-2.41	160.90	-10.92
2020-03	74.37	295,074	31,281	-2220	100.97	17.16	261.87	-1.85
2020-04	75.24	287,853	16,573	-213584	123.73	20.02	385.60	4.25
2020-05	77.01	305,698	9,103	-147968	121.47	25.79	507.07	8.71
2020-06	75.92	493,868	10,942	-20017	126.21	27.63	633.28	12.02
2020-07	74.95	568,580	10,440	73542	123.41	13.70	756.69	12.29
2020-08	81.05	489,002	11,278	44573	124.37	13.66	881.05	12.48
2020-09	80.98	509,817	16,429	65985	123.72	7.23	1004.77	11.81
2020-10	82.16	421,732	19,381	79586	116.44	6.16	1121.22	11.19
2020-11	83.17	333,611	16,870	-37254	118.57	-0.56	1239.79	9.95
2020-12	86.20	307,424	14,542	-1833	115.67	1.80	1355.16	9.18
2021-01	79.83	282,498	21,026	-39014	109.88	30.47	109.88	30.47
2021-02	82.18	275,522	18,604	80393	99.83	30.19	209.71	30.34
2021-03	86.05	339,026	16,522	35401	114.76	13.66	324.47	23.90
2021-04	87.81	319,135	24,002	4511	116.87	-5.54	441.34	14.46
2021-05	85.01	291,378	25,255	32951	108.33	-10.82	549.67	8.40
2021-06	82.93	277,328	25,720	-53017	113.39	-10.16	663.06	4.70
2021-07	83.05	270,054	26,522	-75714	114.97	-6.84	778.04	2.82
2021-08	81.94	251,807	49,967	-122700	114.39	-8.02	892.43	1.29
2021-09	80.29	259,935	13,653	-128865	117.80	-4.78	1010.24	0.54

资料来源：SMM WIND 新湖期货研究所

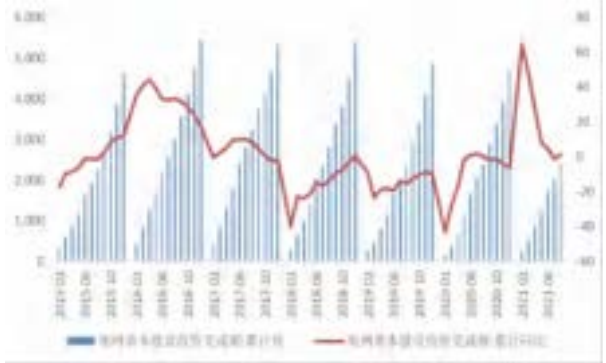


图表 20: 电网投资完成额



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 22: 电网投资累计完成额



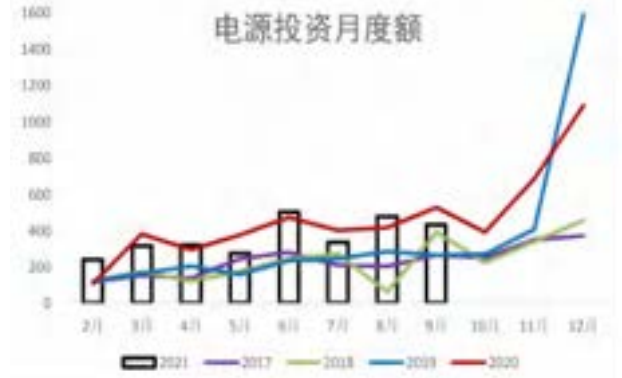
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 24: 风电装机量



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 21: 电源投资完成额



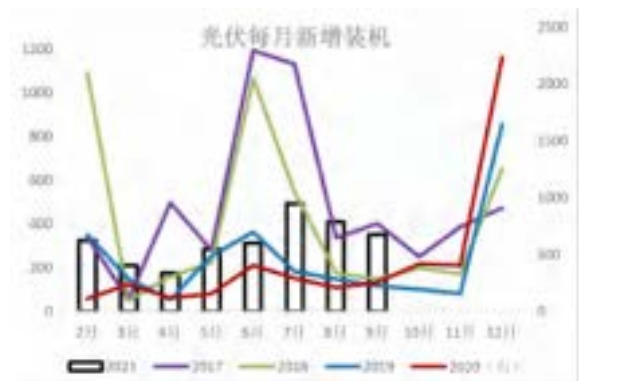
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 23: 电源投资累计完成额



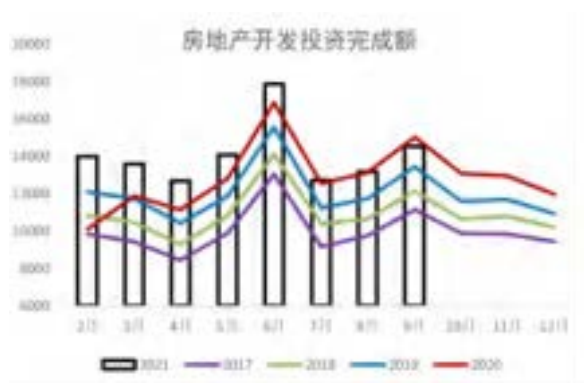
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 25: 光伏装机量



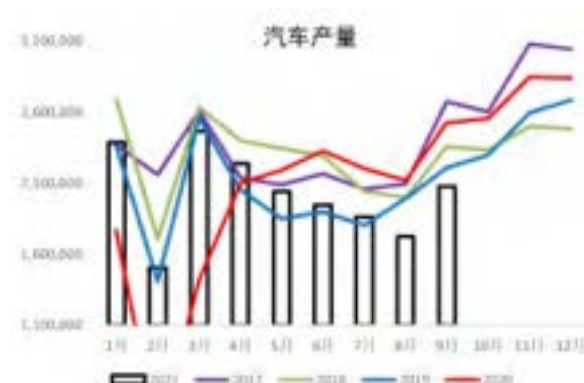
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 26: 房地产投资额



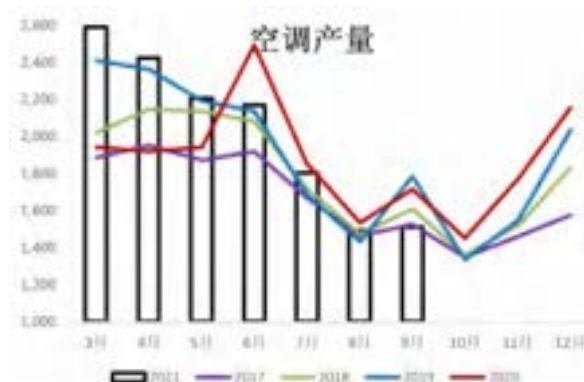
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 28: 汽车产量



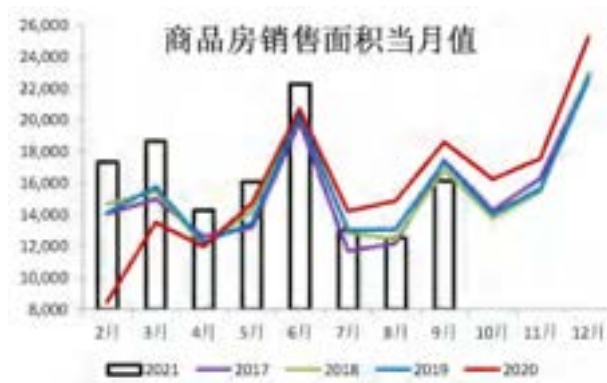
资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 30: 空调产量



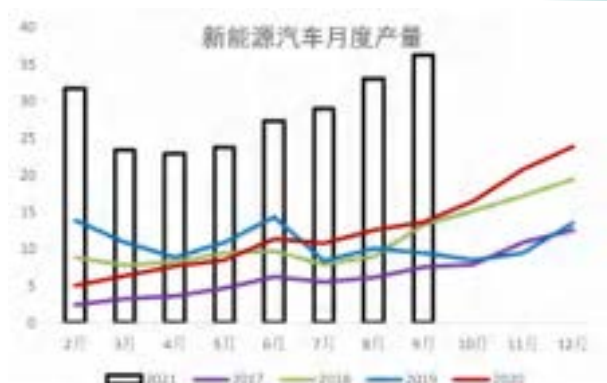
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 27: 商品房销售面积



资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 29: 新能源汽车产量



资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 31: 表观消费季节性图



资料来源: SMM 新湖期货研究所

## 四、库存变化

截至 10 月 29 日, 10 月上旬上期所铜库存较前一个月增加 5802 吨至 4.9 万吨, 其中上海地区增加 4217 吨, 广东地区增加 1141 吨, 江苏地区下降 57 吨, 浙江地区增加 501 吨; 10 月 29 日当周上期所铜库存增加 9488 吨。截至 10 月 29 日, 伦铜库存较前一月下降 7.9 万吨至 14 万吨, 其中亚洲地区库存下降 1 万吨, 欧洲地区下降 6.9 吨; 10 月 29 日当周

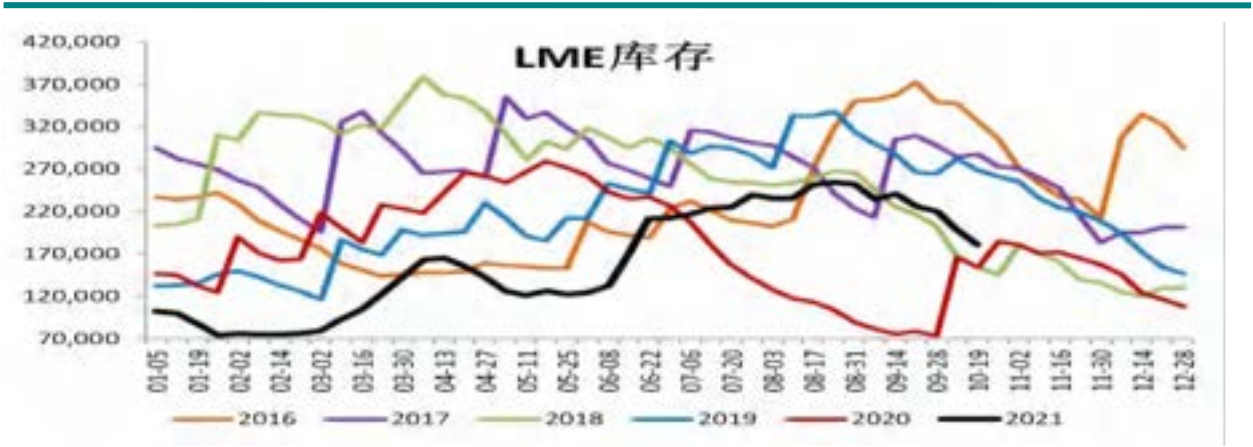
伦铜库存下降 2.1 万吨。COMEX 铜库存较前一月增加 768 吨至 5.7 万吨。由于 9 月进口窗口持续打开，保税区库存清关进入关内，10 月保税区库存较前一月下降 3.1 万吨至 19.1 万吨。

图表 32: 上期所库存变化



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 33: 伦铜库存



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 34: 保税区库存



资料来源: WIND 新湖期货研究所



图表 35：显性库存和保税区库存合计



资料来源：WIND 新湖期货研究所

## 五、行情展望

10月限电仍制约铜企生产，月底江西开始限电，铜下游消费受到一定影响。虽然1-9月光伏及风电装机量较低，后续有发力可能，但在铜价及其他原材料价格大涨造成企业成本攀升的情况下，预计今年新能源装机量将难以达到年初的预期。再加上国内房地产投资走弱，预计后续铜消费整体表现较弱。

10月29日当周上期所铜库存增加9488吨至4.9万吨，但LME铜库存仍大幅下降2.1万吨，全球铜显性库存处于历史低位。另外在原油及天然气价格居高不下的背景下，全球通胀处于高位。虽然铜消费表现较弱，但预计在低库存以及高通胀支撑下，铜价难以大幅下挫，预计后续铜价维持震荡运行。



## 铝：供需基本面好转 铝价企稳回升

### 一、成本坍塌 铝价冲高回落

国庆长假后国内铝市场消费仍未有改善，而供给端限产影响减弱，造成旺季垒库，不过这并未影响价格上涨，因成本接棒供给端驱动铝价再创新高。海外能源危机愈演愈烈之际，国内媒体供应也出现严重缺口，推升动力煤价格暴涨，铝厂用电成本飙升，同时原材料价格也大幅上涨，加剧成本上涨，进而驱动铝价大涨且创历史新高。沪期铝主力 2112 合约最高 24820 元/吨。不过之后国家发改委等重拳出击调控煤价，动力煤价格连日跌停，距前高基本腰斩，驱动铝价的成本也跟随崩塌，拖累铝价暴跌。沪期铝主力 2112 合约自 24000 元/吨以上高位跌至 20000 元/吨以下，最低 19200 元/吨。月末消费改善，累计放缓，价格跌幅收窄，主力合约最终收于 20470 元/吨，当月涨跌超 10%。

图 1：沪铝主力合约走势图（日 K 线图）



资料来源：文华财经 新湖期货研究所

当月外盘铝价走势与国内基本趋同，不过波动幅度较国内小。欧洲能源危机同样引发海外电解铝成本的上涨，导致欧洲部分冶炼厂减产刺激价格上涨。而运输不畅导致供应错配也是铝价不断走强的助推因素。除此以外美元指数震荡走弱也助推铝价上涨。伦交所三月期铝价不断向历史高位靠拢，最高 3229 美元/吨。不过之后国内铝价暴跌，海外也并未出现进一步减产的情况，外盘铝价跟随国内价格大幅回调，不过跌幅较国内小，这造成内外价比值不断走弱。三月期铝价月底收于 2733.5 美元/吨，当月跌 4.39%。

图 2：伦铝电三合约走势图（日 K 线图）



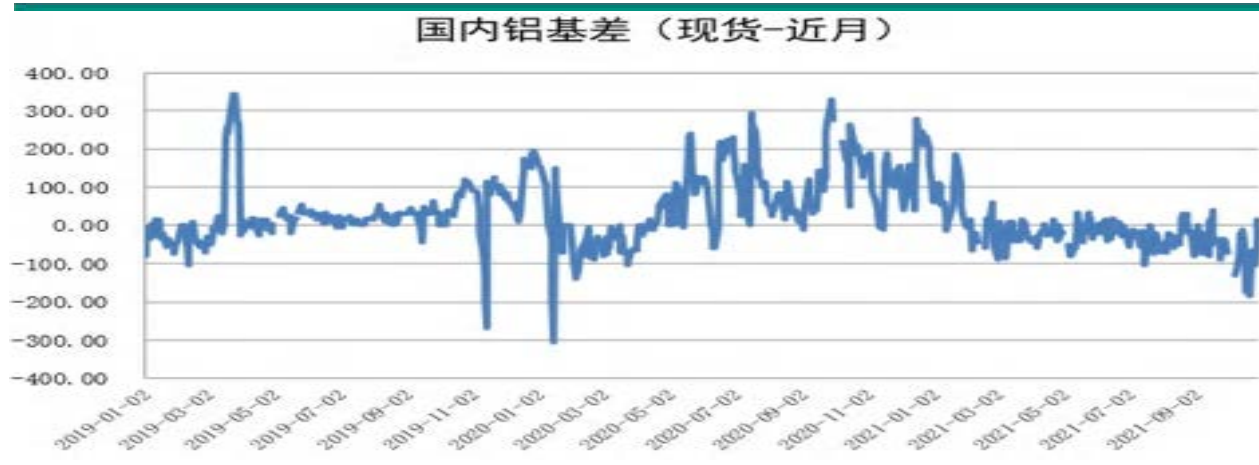
资料来源：文华财经 新湖期货研究所

## 二、基差先跌后涨

10 月前期，不断创新高的铝价及加工厂限电限产，消费持续低迷甚至阶段性进一步走弱，现货市场成交也一度降至冰点。当月下旬，铝价跟随煤价大幅回落，下游加工厂的利润状况改善，而主要铝加工产区限电解除，消费回暖，下游入市采购积极性回升，现货成交改善。现货价格随着期货价格过山车，月初华东、华南两地主流成交价格还在 22700 元/吨，之后快速攀升至 23200 元/吨以上，并进一步攀升至 24000 元/吨以上，最高 24250 元/吨。当月下旬，期货价格暴跌拖累现货价格重挫，现货成交价格也快速跌破 20000 元/吨，月末跌幅收窄，成交交割回升至 20300 元/吨水平。

由于价格波动剧烈，虽然消费好转，但下游接货仍按需采购，未有主动补库的情况，因此现货维持贴水。前期价格飙涨时贴水幅度扩大，贴水一度达到 400。后期价格大幅下挫，现货成交改善，贴水也大幅收窄至 100 左右。

图 3：A00 铝锭长江日均价与连续合约升贴水



资料来源：WIND 新湖期货研究所

### 三、限电影响仍不断 产量继续下降

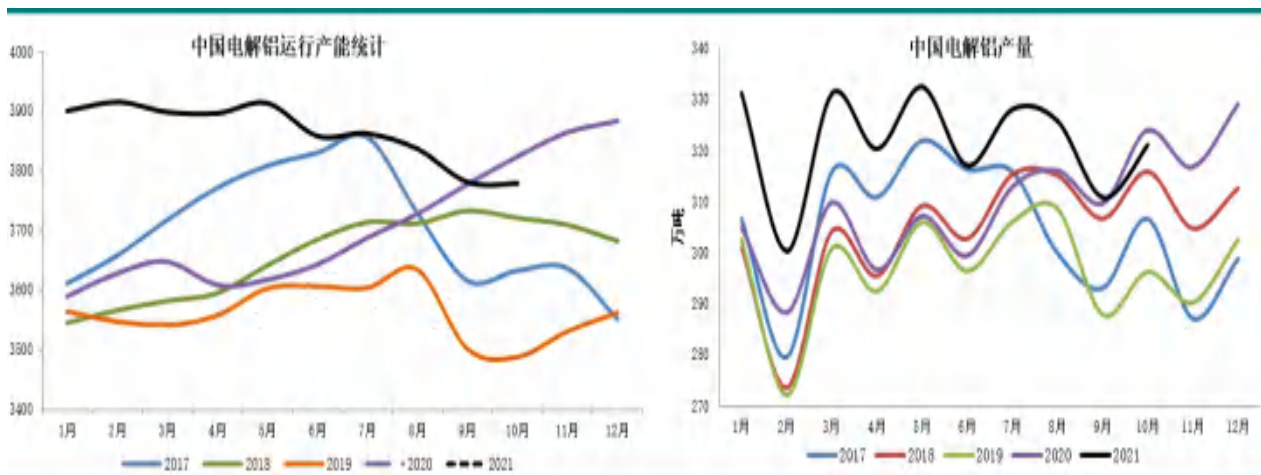
云南、广西限电环节，暂未进一步减产压力，青海也解除限电压产预警。不过10月下旬，贵州再度出现供电紧张的情况，当地电解铝厂再度被要求压产，虽然减产力度尚未定论，而贵州产能相对低，对产量影响暂有限，但这使得总体运行产能仍下降。10月末国内降至3780万吨水平。当月产量320.9万吨，同比首度转降，降幅0.93%。当月日均产量降至10.35万吨水平。1-10月国内累计产量3217.8万吨，同比增4.86%。

表1：2021年国内电解铝减产统计（万吨）

企业名称	建成产能	减产/检修	备注
霍煤鸿骏	86	4	2月
锦联铝材	105	6.5	2月
创源金属	80	11	2月
包头铝业	135	2	3月
东方希望	88	2.5	3月
蒙泰铝业	50	4	3月
大唐国际	30	1.5	3月
云铝	263	65	5月
云南神火	90	11	5月
云南宏泰	25	8	5月
贵州华仁	50	10	6月
云南神火	90	20	7月
云南神火	90	5	7月
云南其亚	35	1.5	7月
云铝	263	15	7月
焦作万方	45	43	7月
永登铝业	8	4.5	7月
广西来宾银海铝业	50	15	8月
榆林新材料	60	30	9月
云南神火	90	17	9月
合计	1583	276.5	

资料来源：新湖期货研究所

图4：国内电解铝运行产能及产量



资料来源：新湖期货研究所

而进口方面，由于进口多数事件处于亏损状态，仅间歇性出现进口窗口打开，这使得进口逐步回落。外强内弱格局抑制进口。

图 5：原铝进口盈亏

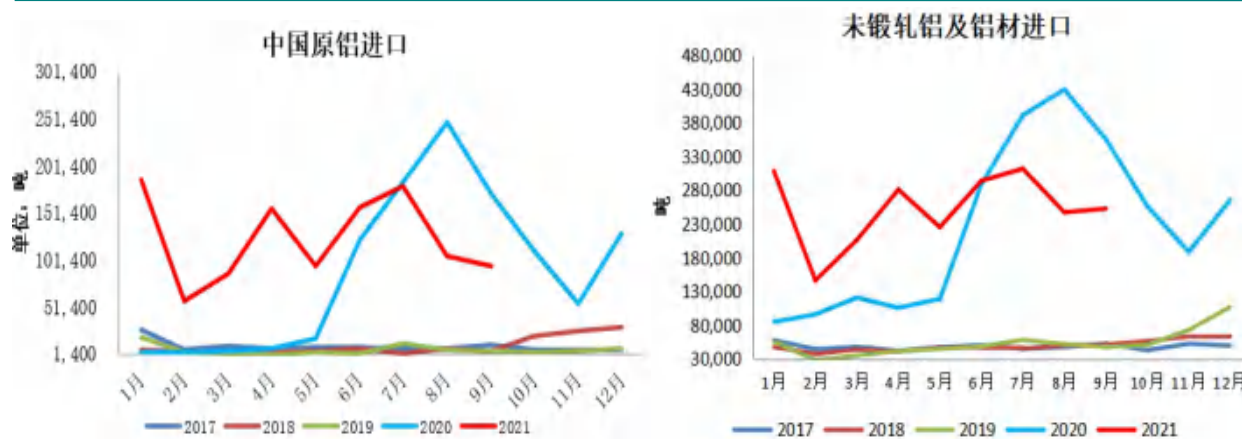


资料来源：新湖期货研究所

海关数据显示 9 月未锻轧铝及铝材进口 25.29 万吨，同比下降 28.96%，1-9 月累计进口 227.53 万吨，同比增 14.2%。

其中当月原铝进口 9.52 万吨，环比下降 1 万吨，同比下降 44.47%。1-9 月累积进口原铝 112.1 万吨，同比增 46.62%。

图 6：未锻轧铝及铝材进口



资料来源：WIND 新湖期货研究所

#### 四、消费缓慢改善

当月中上旬，铝价再度大幅上升并频创新高，进一步压制消费，叠加下游加工厂限电限产，国内整体消费进一步走弱。不过下旬随着价格大幅回调，下游限电多缓解，消费有所改善。

从出库数据看，10 月中上旬出库量远不及预期，国庆长假后也未呈现下游补库而出口量增加的情况。下旬铝价大幅下跌后，下游接货好转，终端市场因前期价格暴涨受抑制的消费也有所释放，表现为主要消费端库存出口量的回升。不过由于价格回调幅度大，下游多以按需采购为主，未有主动补库的情况，反映在月底出口量回升幅度有限。



图7：国内主要消费地铝锭、铝棒出库量统计



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

受价格暴涨导致亏损及限电情况频发影响，国内铝加工企业开工率持续下降，这种9月份表现得尤为明显。SMM数据显示，9月国内铝工业型材企业开工率52.9%，环比下降4个百分点，建筑铝型材企业开工率为50%，环比下降3个百分点。与去年同期相比，二者都下降明显，且均降至近几年的低位。而10月多数时间型材企业维持低开工率。不过下旬价格暴跌后下游开工率呈企稳回升态势。

图8：国内铝型材企业开工率



资料来源：SMM 新湖期货研究所

相对而言，铝板带企业开工率仍处于近几年的高位，但优势已不明显。SMM数据显示9月国内铝板带箔企业开工率在74.65%，环比下降2.6个百分点。当月铝线缆企业开工率下降2.1个百分点至37.88%，仍是近几年同期最低。10月虽然华东、华南等地区限电基本解除，但河南限电严重，严重影响当地铝板带企业的生产，这将影响全国整体开工。

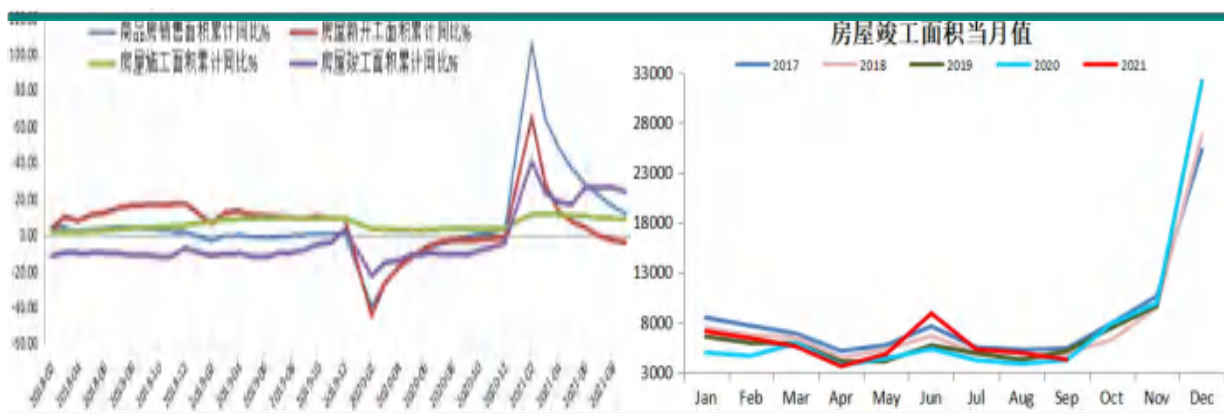
图 9：国内铝板带箔及铝线缆企业开工率



资料来源：SMM Mymetal 新湖期货研究所

终端市场方面，地产作为第一大消费板块，其对整体消费影响甚大。“三条红线”政策影响持续，恒大事件对市场的影响也继续发酵，叠加各项各种材料成本大涨，9月份地产市场继续走弱。统计局数据显示，1-9月房地产开发投资累积计同比增8.8%，增速较1-8月下降2.1个百分点。1-9月商品房销售面积累积计同比增11.3%，增幅较1-8月下降4.6个百分点；同期房地产施工面积累积计同比增7.9%，增速下降0.5个百分点；新开工面积累积计同比降幅扩大，为下降4.5%；同期竣工面积累积计同比仍大增23.4%，较1-8月则下降2.6个百分点。

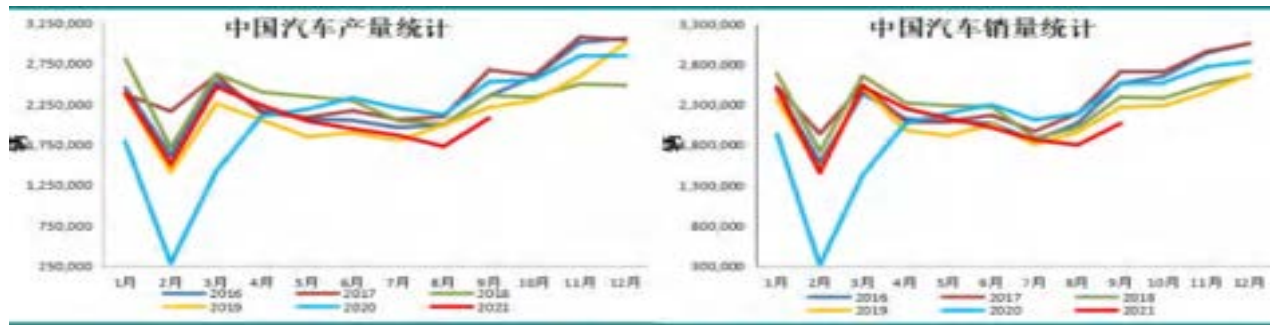
图 10：国内房地产各项指标



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

交通运输为国内原铝第二大消费板块，其中汽车市场占比最大。当前全球芯片短缺局势仍较严重，东南亚芯片产量受疫情影响大，国内汽车芯片供应短缺稍有缓解，使得9月汽车产销环比回升，不过产销量仍处于往年同期低位。中汽协数据显示9月，汽车产销分别达到207.7万辆和206.7万辆，同比下降17.9%和19.6%；前9个月，汽车产销1824.3万辆和1862.3万辆，同比增长7.5%和8.7%，增速继续回落。

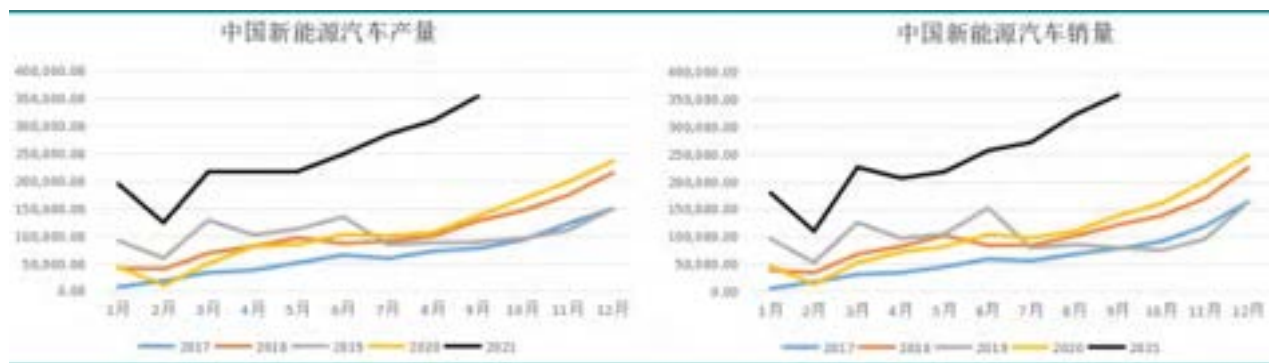
图 11：中国汽车产销量数据统计



资料来源：WIND 新湖期货研究所

9月，新能源汽车产销分别完成35.3万辆和35.7万辆，同比均增长1.5倍。当月，新能源汽车市场渗透率达到17.3%，新能源乘用车市场渗透率更是高达19.5%。前9个月，新能源汽车产销分别完成216.6万辆和215.7万辆，同比分别增长1.8倍和1.9倍，市场渗透率为11.6%。

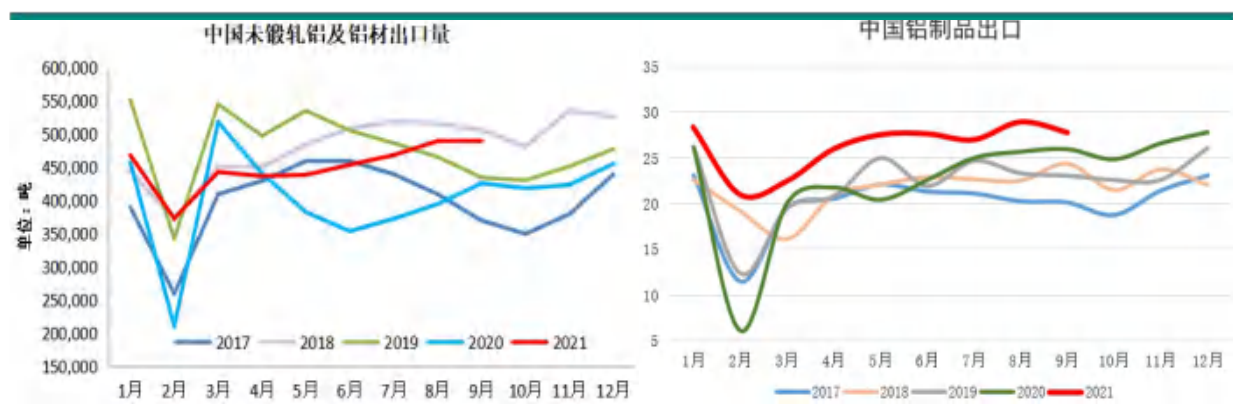
图 12：中国新能源汽车产销统计



资料来源：WIND 新湖期货研究所

铝半成品出口继续回升，因海外消费依旧强劲，而疫情反弹影响海外生产，订单回流国内。海关数据显示9月未锻轧铝及铝材出口42.9万吨，同比增15.36%。1-9月累计出口406.77万吨，累计同比增14.2%。当月铝制品出口27.73万吨，同比增6.57%，1-9月铝制品累计出口236.4万吨，累计同比增21.85%。

图 13：中国未锻轧铝及铝材出口统计（单位：吨）



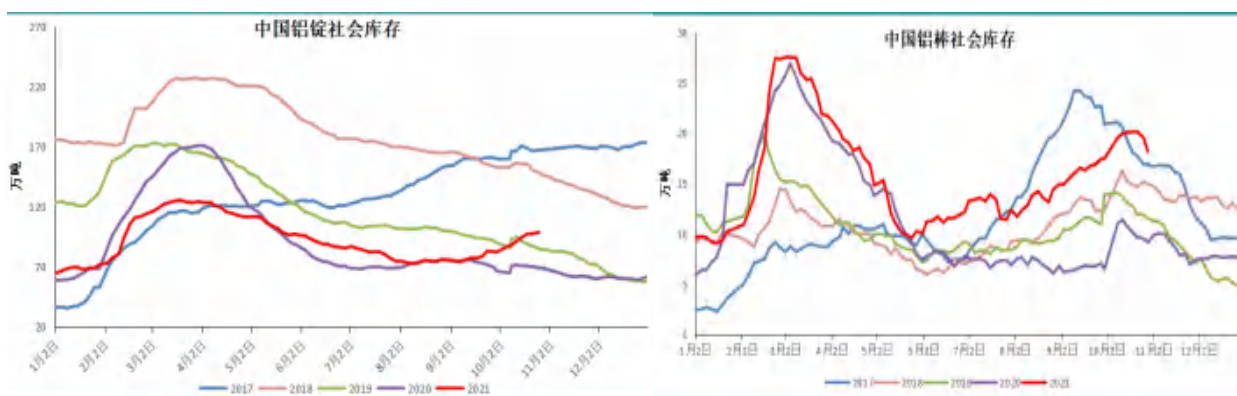
资料来源：WIND 新湖期货研究所



## 五、垒库趋缓

价格暴涨及限电限产抑制消费，而产量降幅放缓，使得10月国内铝锭社会库存异于往年而攀升，其中铝锭社会库存攀升至近100万吨水平，铝棒库存也升至20万吨以上。当月下旬随着华东、华南铝加工主产区限电解除，铝加工厂开工率逐步回升，虽然河南地区仍受限电影响，但下游整体开工趋升，消费向好。而终端房地产市场也传出房贷松口的消息。另外随着价格的大幅回落，市场接受度改善，这也一定程度助力消费改善。供需基本面改善，显性库存垒库放缓。Mysteel 数据显示，截至月末国内主要消费地铝锭库存攀升至98.5万吨，当月增16.2万吨。同期铝棒库存录得18.2万吨，当月增0.75万吨。

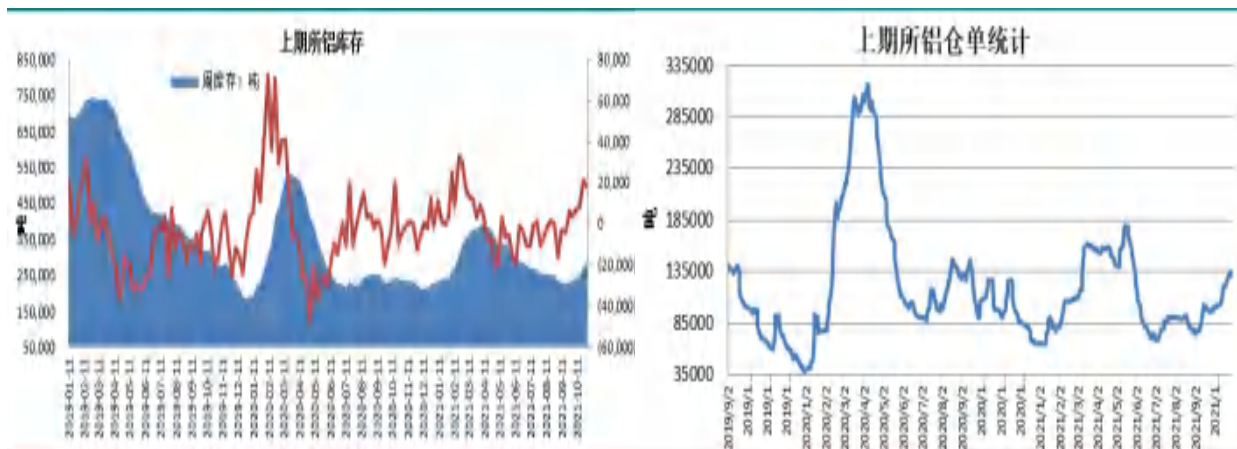
图 14：中国现货市场铝锭库存量统计（单位：万吨）



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

10月国内库存止降转升。上期所铝锭库存自上月末的23.38万吨回升至28.73万吨，当月垒库5.35万吨。当月仓单继续攀升，月末增至13.5万吨，当月增3.58万吨。

图 15：沪铝库存周变化

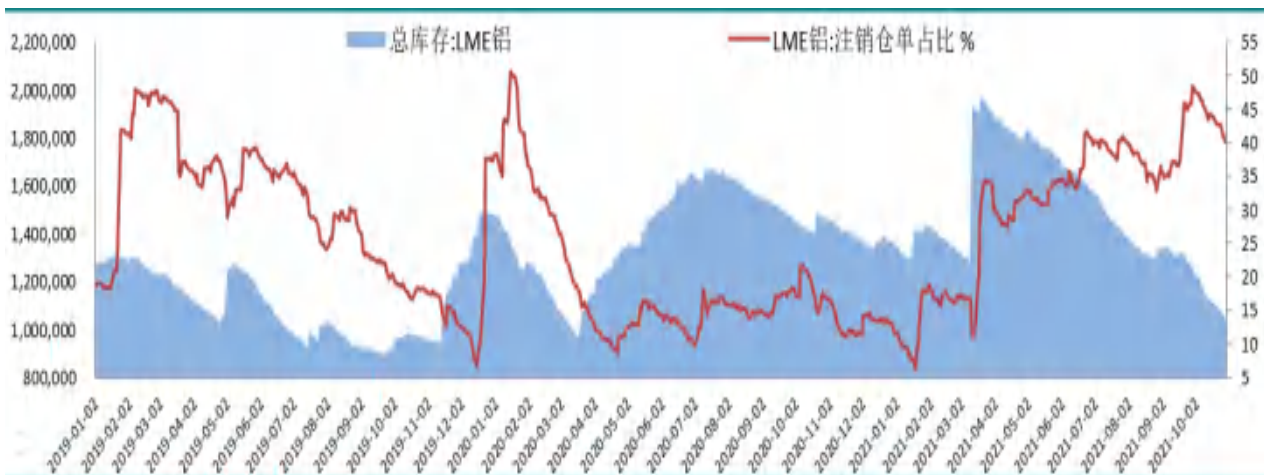


资料来源：WIND 新湖期货研究所

同期，伦交所铝库存则大幅下降19.55万吨，总库存降至104.3万吨。同期注销仓单也大幅下降，当月降17.81万吨至41.75万吨水平。注销仓单占比则降至40.03%。



图 16: 伦铝库存及注销仓单占比变化

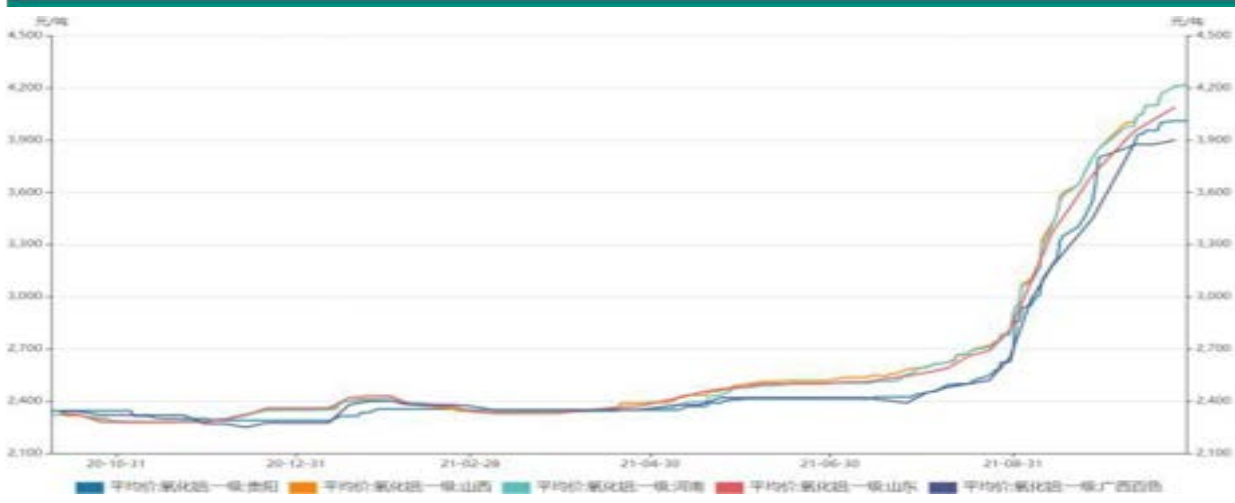


资料来源: WIND 新湖期货研究所

## 六、氧化铝价格高位、电价虽煤价波动 成本变化较大

原材料及能源价格大幅上涨也不断推升国内外氧化铝价格，不过限电引发的限产减弱，而国内电解铝运行产能仍有下降，10 月国内氧化铝价格上涨势头明显放缓。月末煤炭价格的暴跌也使得看涨情绪动摇，月末氧化铝价格出现局部松动的情况，不过均价仍在 4090 元/吨高位，较 9 月末上涨 90 元/吨。

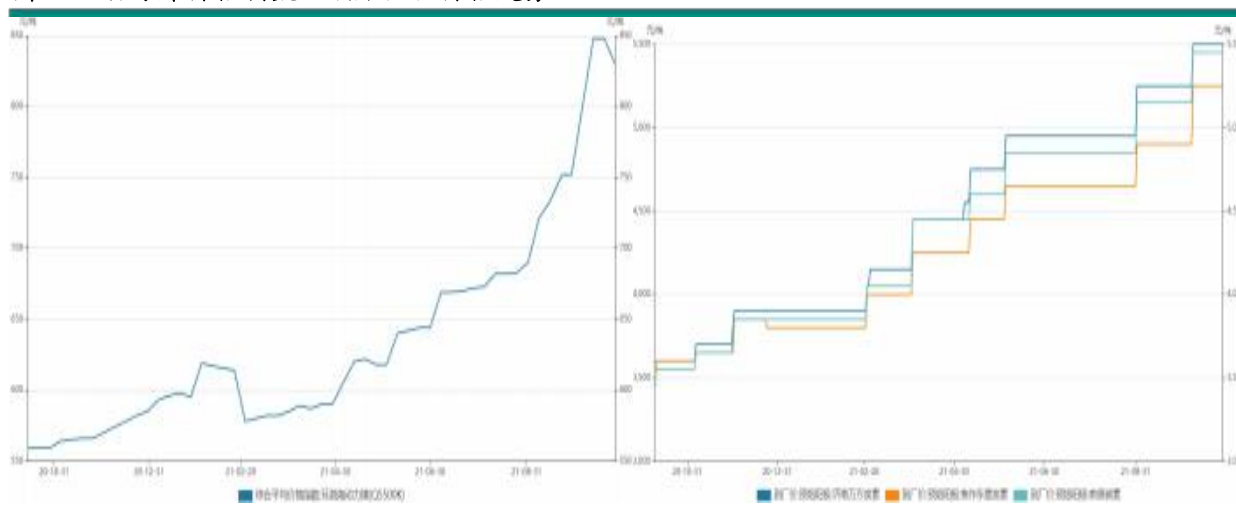
图 17: 国内氧化铝价格走势



资料来源: WIND 新湖期货研究所

同期预焙阳极价格继续攀升，当月涨幅 200-300 元/吨左右。而电力成本则跟随煤价大幅波动，尤其是自备电铝厂变化较大。而网电铝厂之前的优惠电解全部取消，由于电力供应长协的因素电力成本波动较远不及煤炭价格，但电力成本总体大幅上涨。受调控政策影响，国内动力煤价格已基本腰斩，相应的电解铝呈电力成本也跟随大幅下降。但由于动力煤现货价格不及期货价格跌幅，自备电铝厂发电成本实际下降幅度有限，对应铝厂电力成本降幅相对较小。

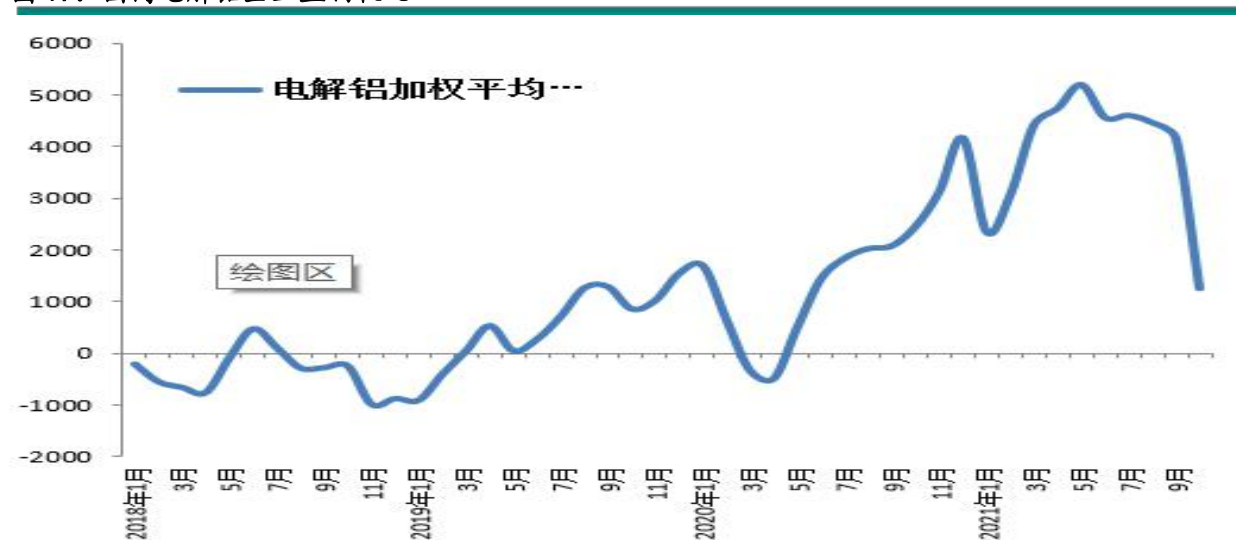
图 18：动力煤价格指数及预焙阳极价格走势



资料来源：WIND 新湖期货研究所

生产成本的大幅攀升波动，也导致电解铝企业利润情况剧烈变化。按即时价格计算，当前国内近 30% 电解铝运行产能已陷入亏损状态，全国整体利润水平大幅下降。不够按月均价计算，10 月电解铝利润仍在 1000 元/吨以上。

图 19：国内电解铝企业盈利状况



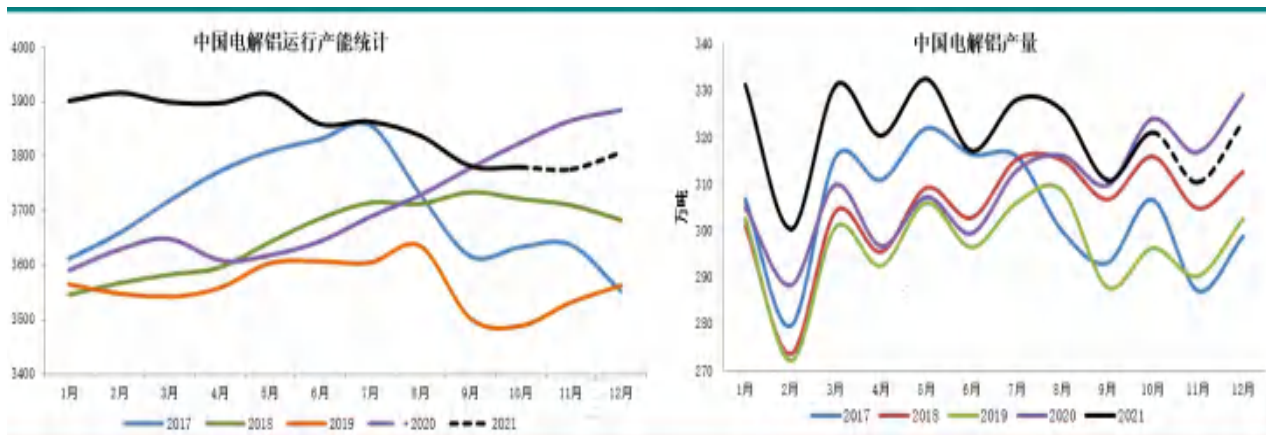
资料来源：WIND 新湖期货研究所

## 七、后市展望

近期海外尤其是美国新冠疫情呈反弹态势，不过着并未令政府加大防控力度，因此欧美等发达经济体经济维持复苏势头。当前海外能源危机仍无明显放缓势头，欧洲地区工人短缺等造成的供应链问题依旧严重。国内经济继续放缓，9 月制造业 PMI 继续下降且不及市场预期。总体看，近期国内外宏观面的多空交织，而 11 月初美联储议息会议将释放什么信号是市场关注的焦点。

基本面看，云南、广西等供电紧张短暂缓解，但枯水期到来，水电发电量减少使得电力供应再度面对不确定性。而北方采暖季到来，空气污染防治压力上升，生态环境部已印发实施《2021-2022年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案》，京津冀及周边地区仍为重点防控区域，叠加冬奥会环保要求，北方多地电解铝可能再度面临压产的情况。而当前采暖及发电用煤供给紧张的局势未有实质性缓解，不排除再度出现局部地区限电的情况发声。因此11月国内电解铝生产仍受干扰，运行产能难有明显回升，产量也将维持低位。而进口方面由于进口窗口持续关闭，进口量也将进一步下降。

图 20：2021 年中国电解铝运行产能及产量预测（单位：万吨）



资料来源：新湖期货研究所

消费端看，铝价暴涨及限电使得消费不仅未呈现“金九银十”的态势，反而原逊于往年同期，环比也明显下降。不过随着主要消费低限电解除及铝价大幅回落，传统旺季被抑制的消费有望逐步得到释放。终端市场看，地产市场近期贷款放方面有边际放松的势头，而汽车市场芯片短缺的情况未有扭转，但国内稍有改善，汽车产销量环比回升。新能源板块继续发力，除新能源汽车产量继续超预期增长外，在政策刺激下年末光伏装机也有望加速攀升。在海外经济仍处于复苏通道的背景下消费有望维持较好状态，支撑出口高增长。

成本方面，由于煤炭市场持续受强干预，煤价持续暴跌，煤价的暴跌也拖累更多原材料成本下跌，氧化铝价格也有高位回落的可能，电解铝成本支撑坍塌。

综合看，受西南枯水期、北方秋冬采暖季大气污染防治措施压力等影响下，年内国内电解铝产量仍受压制，供应端不确定性仍较大。相对而言，前期旺势受压制的消费随着价格大幅回落及主要消费地限电解除有望逐步释放，消费旺季延后。这将使得国内供需基本面逐步好转，显性库存也有望见顶并转为去库。这对铝价提供支撑。不过短期煤炭政策面引发的市场情绪波动仍较大，使得短期价格仍大幅波动。但预计煤价及相关干预政策对市场情绪的影响将边际减弱，价格回归基本面主导。因此预计11月期货铝价有望企稳反弹，操作建议逢低建立多单。

## 锌：情绪回落 供需双弱下宽幅震荡

### 一、10月行情回顾

10月锌价在海外再通胀预期上升下，加上欧洲炼厂意外减产消息加持，引发暴涨行情，沪锌一度连续涨停，涨至2007年以来价格高位，创史上最大单周涨幅纪录。而后情绪回稳加上国内政策影响煤炭价格大幅下挫，成本支撑减弱下，锌价高位迅速回落。整体走出倒V型走势，外强内弱，沪伦比持续下降。整体上，锌价重心仍有上移。截至10月29日收盘，沪锌主连合约收于23470元/吨，一月涨幅4.92%，期间最高27725元/吨，最低22500元/吨；LME3月锌收于3333美元/吨，一月涨幅9.82%，期间最高3944美元/吨，最低2974.5美元/吨。

图1：沪锌主连走势图（日K线）



资料来源：文华财经 新湖期货研究所

图2：LME三月期锌走势图（日K线）



资料来源：文华财经 新湖期货研究所



## 二、锌精矿市场

### 1. 国产锌矿供应波动较小 预计 11 月锌矿 TC 继续小幅回落

从 SMM 统计数据（老样本）来看，2021 年 9 月我国国产锌精矿产量为 32.96 万金属吨，环比下滑 0.99% 或 0.33 万吨，同比上升 6.32%，1-9 月累计产量 267.52 万吨，累计同比增长 9.25%。9 月锌矿产量较 8 月波动不大，其中减量主要由于广东环保督察组入驻，环保限产，内蒙矿山受到“能耗双控”及限电政策影响，产量小幅下调，而另外部分小型矿山逐渐恢复生产，提供了主要增量。

进入 10 月，预计国内锌矿仍有小幅增产。其中内蒙古地区限电等影响结束，于 10 月恢复正常生产，带来主要矿产增量；四川会理铅锌矿由于当地输电线路的调整，影响 10 天生产，导致生产减量。预计 10 月国内锌矿产量约在 33 万吨。另外据了解，湘西华林矿业采矿证落实，计划于 2021 年底恢复生产，将贡献明年主要新产能（设计年产能 12 万吨）。

10 月国产矿及进口矿加工费较上月小幅回落，国产矿 TC 均价下降 100 至 4050 元/吨，进口矿 TC 较 9 月小幅回落 2.5 美元至 80 美元/干吨。目前在国内炼厂限电影响下，需求放缓，但冬储需求仍在，目前厂内原料库存平均水平在 25-30 天，环比变化不大，预计 11 月锌矿 TC 仍有小幅下降可能，给予锌价支撑。

### 2. 海外矿山生产恢复 但增量不及年初预期

海外矿山方面，据 ILZSG 统计，2021 年 8 月全球锌矿产量为 112.71 万金属吨，环比增加 4.80% 或 5.16 万吨，同比上升 4.65%，1-8 月累计产量 850.82 万吨，累计同比增长 58.62 万吨或 7.40%。8 月全球锌精矿产量环比再次上升，但对比 2019 年疫情前生产水平，累计仅增加 0.72 万吨，基本持平，增量大幅不及年初预期。

分矿山来看，上半年环比产量增加最多的矿山是秘鲁 Antamina 矿山，同比 2020H1 增加 8.3 万吨产量；其次是美国的 Red Dog 矿，同比增加 4.7 万吨；以及南非的 Gamsberg 矿山，增加 3.2 万吨产量。而根据海外主要矿企二季报，多数企业下调了今年全年锌矿产量的指引，预计今年锌精矿海外供应的增量比年初预期减少了 15.3 万吨。其中，下调较多的有 1、Glencore: Zhairem 矿因设备问题投产不畅、北美矿山品位下降；2、Vedanta: 印度的矿山由于二次疫情影响，产量略有减少；3、New Century: 原矿品位下降。

整体上，目前来看，全球锌矿生产由于疫情导致的影响在逐步减弱，但由于矿山品位及新产能投放不畅原因，产量增量不及年初预期，预计今年全年锌矿产量接近 19 年水平，四季度仍有望保持稳定产出，新产能大批投放可能仍需等至 2022 年。

### 3. 进口亏损扩大 9 月进口矿环比下滑

据中国海关总署统计，2021 年 9 月进口锌精矿 25.45 万实物吨，环比下降 4.96 万实物吨或 16.3%，同比下降 3.92%。2021 年 1-9 月累计进口锌精矿达 272.16 万实物吨，同

比减少 8.62%。分国别来看，从澳大利亚进口 6.82 万实物吨，占 9 月锌精矿进口总量的 26.8%，位居第一位；从秘鲁进口 4.45 万实物吨，占 17.5%，位居第二位；南非进口 3.98 万实物吨，占 15.6%，位居第三位。国内冶炼厂产量继续下降，对锌精矿的需求下滑，同时进口矿亏损扩大，抑制部分货源流入国内。10 月，国内冶炼厂冬储需求较大，9 月敲定的进口长单开始进口，因此预计 10 月份锌精矿进口量仍维持较高位。

图 3：全球锌精矿产量（千实物吨）



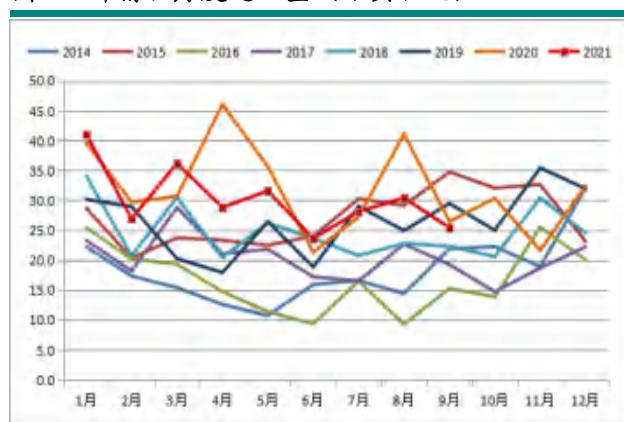
资料来源：ILZSG 新湖研究所

图 4：中国锌精矿产量（万金属吨）



资料来源：SMM 新湖研究所

图 5：锌精矿月度进口量（万实物吨）



资料来源：海关数据 新湖研究所

图 6：锌精矿加工费



资料来源：SMM 新湖研究所

图 7：锌精矿进口盈亏



资料来源：SMM 新湖研究所

图 8：国内矿山与冶炼厂利润



资料来源：Wind 新湖研究所

### 三、精炼锌市场

#### 1. 国内限电影响稍有缓解 但仍有边际影响

据 SMM 统计, 2021 年 9 月国内精炼锌产量为 51.19 万吨, 环比增加 0.3 万吨或 0.59%, 同比减少 6.85%, 2021 年 1-9 月累计产量 455.4 万吨, 累计同比增加 3.06%。9 月国内精炼锌产量不及预期, 主因: 9 月中秋开始, 湖南、广西、云南地区炼厂限电影响加剧。进入 10 月, 国内限电稍有放松, 但仍有边际影响。湖南地区大厂于国庆后陆续恢复正常生产, 但郴州、湘西仍有所限电; 广西地区中旬开始限电放松, 南方有色恢复满产, 华锡 10 月停产运行; 云南地区限电放松, 但进入枯水期后, 部分炼厂下调计划产量; 葫芦岛锌业限电持续, 影响量 10-20%; 下旬开始甘肃白银受到限电影响, 四川源富也受到限电停产。因此总体上, 预计 10 月国内精炼锌产量好于月初预期, 但环比或仍难有大幅增量。

另外, 9 月 27 日国储局宣布第四轮抛储公告, 锌锭抛储量延续 5 万吨, 10 月 9 日完成竞价, 平均折价近 4%。国内持续的抛储填补了短期限电导致的供应减少。目前市场对稳定抛储已有预期, 因此抛储消息对锌价影响有逐渐减弱趋势。

#### 2. 全球能源危机下 海外炼厂意外减产

国际铅锌研究小组 (ILZSG) 数据显示, 2021 年 8 月全球精炼锌产量为 117.32 万吨, 环比上升 0.98%, 同比上升 3.63%, 1-8 月累计产量 931.82 万吨, 累计同比增长 5.10%。7 月修正后单月产量为 116.18 万吨。全球锌锭产量继续创历史同期新高。8 月全球锌市供应缺口收窄至 1.49 万吨, 2021 年 1-8 月, 全球锌锭供应短缺共 7.04 万吨, 而 2020 年同期过剩 28.19 万吨。

消息面方面, 9 月印度斯坦锌业 Chanderiya 铅锌冶炼厂检修延长至 10 月中旬, 将导致锌产量损失约 2.5 万吨。而 9 月下旬开始, 欧洲炼厂持续爆出减产消息。9 月 27 日, Nyrstar 公司削减荷兰锌冶炼厂的产量, 因为欧洲电力价格上涨。没有具体说明将会损失的量。10 月 13 日, Nyrstar 公司宣布将削减旗下欧洲分别位于法国、比利时、荷兰的三家冶炼厂至高 50% 的锌产量, 涉及产能约 70 万吨, 减产影响量约在 3 万吨/月, 约占全球供应量的 2.5%。10 月 15 日, 嘉能可发言人表示, 公司正持续关注目前位于欧洲冶炼厂生产的情况, 决定将适当调整产量, 缩减位于西班牙、德国及意大利三个地区的冶炼厂产量。具体缩减量暂未公布, 涉及产能约 80 万吨, 占全球供应量的 5%。

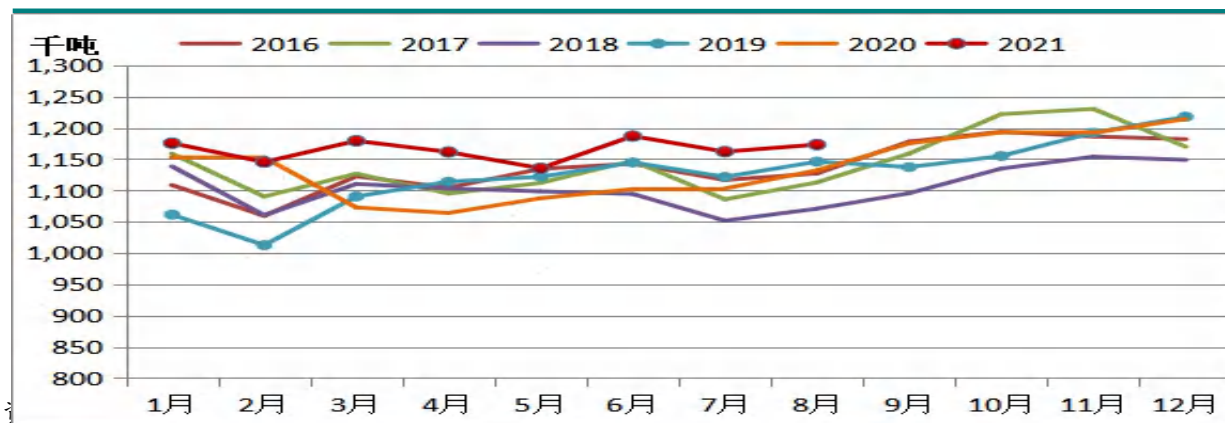
全球能源价格飙涨, 导致海外冶炼成本迅速上升, 冶炼企业的利润受到威胁。欧洲炼厂的意外减产也点燃了 10 月锌价一度暴涨的热情, 创下史上最大单周涨幅纪录。而今年年内, 电价高位下, 不排除其他大厂后续或仍有减产的可能。且除欧洲外, 印度目前缺电情况也较严峻, 不排除印度冶炼厂减产可能性。印度 (主要为印度斯坦锌业旗下冶炼厂) 锌冶炼产能在 86 万吨以上, 占世界供应量 5.6% 左右。

#### 3. 精炼锌进口亏损持续扩大 进口量难放量

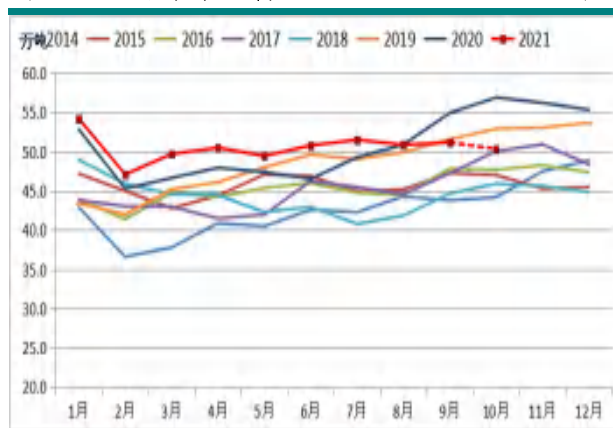


根据海关数据发布，2021年9月我国精炼锌进口量3.26万吨，环比增加19.44%，同比下降26.69%。合计出口精炼锌0.0018万吨，即2021年9月净进口3.26万吨。2021年1-9月累计进口36.18万吨，同比增加1.08%。10月主要进口国为哈萨克斯坦（50.8%）、韩国（27%）、澳大利亚（9.4%）、阿联酋（5.5%）、秘鲁（3.1%）。韩国、哈萨克斯坦环比增幅较为明显，澳大利亚环比降幅明显，阿联酋、秘鲁相对平稳。10月，欧洲炼厂减产，LME0-3转为back结构，而国内抛储，加上消费表现不及预期，锌价外强内弱趋势持续，进口亏损大幅扩大，市场上进口锌散单流入仍有放缓。预计10月进口锌流入量或仍处于3万吨左右低位。

图表 9：全球精炼锌产量（千金属吨）



图表 10：国内精炼锌产量（万吨）



资料来源：SMM 新湖研究所

图表 11：国内冶炼厂开工率



资料来源：SMM 新湖研究所



图 12: 精炼锌进口量 (吨)

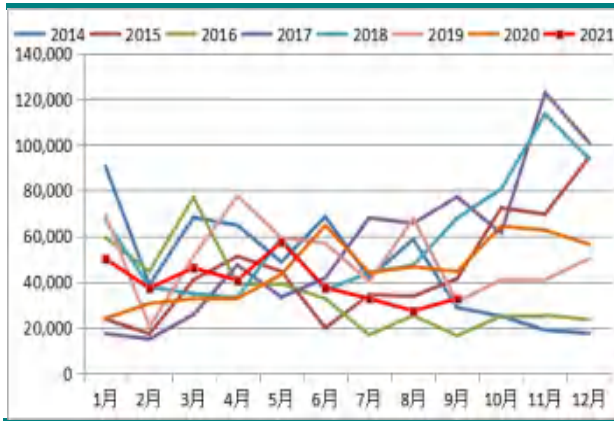


图 13: 精炼锌进口盈亏



资料来源: 海关数据 新湖研究所

资料来源: Wind 新湖研究所

表 1: 我国精炼锌 10 月产量环比变化预估

企业名称	时间	备注	环比影响量
内蒙驰宏	10 月	可能月底复产	1000
葫芦岛锌业	10 月	环保后限电, 影响 10-20%	0
株冶	10 月	限电结束	750
南丹南方	10 月	10 月初限电严重 近期有所放松	-2000
东岭	10 月	小检修	-1300
赤峰中色	10 月	限电持续影响	-1000
宏达	10 月	检修后复产	800
陕西锌业	10 月	检修后恢复至正常	1000
罗平锌电	10 月	枯水季开始	-2000
四环锌锗	10 月	提产	1000
江西铜业	10 月	10 月底计划检修一个月	-2000
湖南三立	10 月	最近限电 50%, 可能持续至月底	-1500
金石矿业	10 月	近期限电结束恢复生产	500
柳州华锡	10 月	停锌保锡	-1500
湖南轩华	10 月	限电陆续结束	1500
河南岷山	10 月	检修	-500
山东恒邦	10 月	检修	-569
泸溪鸿运	10 月	限电恢复	300
新疆紫金	10 月	恢复至满产	3000
其他	10 月		-3338
总计	10 月		5857

资料来源: SMM 新湖研究所

表 2：欧洲锌冶炼厂产能分布

国家	企业	冶炼厂	年产能 (万吨)
比利时	Nyrstar	Balen	28.5
保加利亚	KCM	Plovdiv	7.7
芬兰	Boliden	Kokkola	31.5
法国	Nyrstar	Auby	17.2
德国	Xstrata	Nordenham	16.5
	Reclassified Remelt		3.5
意大利	Glencore	Porto Vesme - Elect	14
荷兰	Nyrstar	Budel	29.3
挪威	Boliden	Norzink	20
波兰	Boleslaw	Boleslaw	8
	Miasteczko Slaskie (ISF)		9
俄罗斯	Chelyabinsk		18
	UGMK	Elektrozink	9.3
西班牙	Xstrata	San Juan de Nieva	49.5
总计			262

资料来源：CRU 新湖研究所

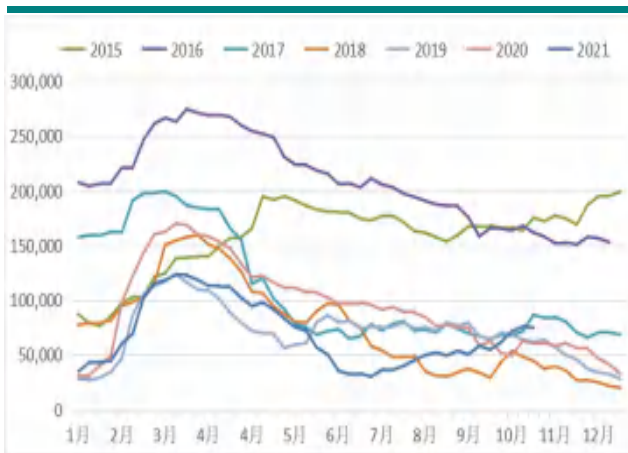
### 1. 国内开启累库趋势 国外去库同样放缓

锌锭库存方面，截至 10 月 29 日，SMM 七地锌锭库存总量为 14.36 万吨，较 9 月 30 日上涨 2.38 万吨，开启累库趋势。上期所库存方面，自 7 月下旬来连续回升，截至 10 月 29 日，上期所库存为 74842 吨，较上月上升 20092 吨，大幅上涨 63.30%。10 月因部分下游受到限电等影响，传统旺季消费不及预期，加上锌价波动加大，下游采购意愿下降，观望增多。

保税区库存方面，截止 10 月 29 日，上海保税区锌锭库存为 2.69 万吨，较上月下降 0.04 万吨，整体波动不大。本月进口进口亏损持续扩大，对进口锌需求下降，而部分锁价货源由保税区提货，直发下游工厂，带动保税区库存小幅下降。

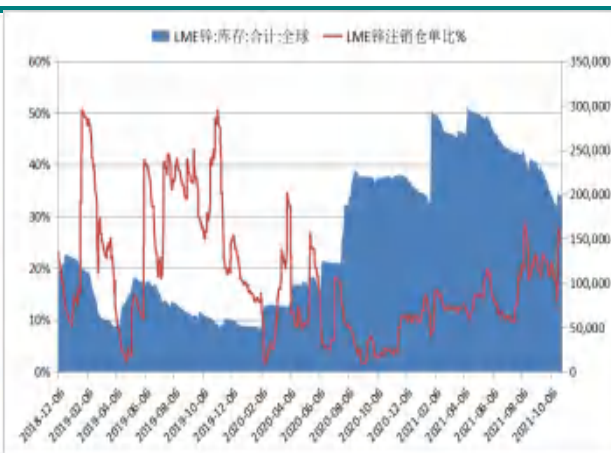
LME 全球锌库存方面，海外消费整体好于国内，LME 库存表现为持续下降，但 10 月去库速度有所放缓。截至 10 月 29 日，LME 锌库存 197,400 吨，较上月下降 11,475 吨，降幅 5.49%。库存变化主要集中在东南亚及北美仓库。月末注销仓单比 24.58%，较上月上升，海外现货升水大幅走高，表现为逼仓趋势。

图 14: 上期所锌库存周变化 (吨)



资料来源: 上期所 新湖研究所

图表 15: LME 锌每日库存变化 (吨)



资料来源: WIND 新湖研究所

图 16: 中国七地锌锭社会库存



资料来源: SMM 新湖研究所

图 17: 长江有色 0# 锌锭平均基差 (元/吨)



资料来源: Wind 新湖研究所

#### 四、下游需求

国内下游消费方面, 9 月国内经济增速步入下行阶段, 加上受到能耗双控及环保政策的影响, 江苏、天津、山东、广东、浙江等地开启限电限产, 对锌下游加工企业生产产生影响, 加上燃料、化工等原材料成本上升, 企业利润压缩, 整体上“金九”消费不及预期, 企业开工率均不同程度下滑。而根据月初排产计划, 10 月因国庆放假及限电影响持续, 下游开工率持续下滑, 加上 10 月锌价实际波动加大, 成本风险下, 下游观望情绪加浓, 预计更加拖累开工。

分板块来看, 镀锌方面, 国庆期间, 国内京津冀地区的工业企业生产受到环保需求限制, 钢企及部分镀锌企业开工率出现明显下滑, 镀锌板成品库存出现小幅累积。下旬因原料价起伏较大, 企业考虑到成本风险, 有意压缩成品库存, 成品库存降低。另外, 全国部分地区限电延续, 其中山东、河南等地限电力度增强, 江苏地区暂停轮停限单, 整体限电对镀锌企业开工仍有影响。镀锌管、镀锌结构件方面, 因锌价波动较大, 加工型企业接单

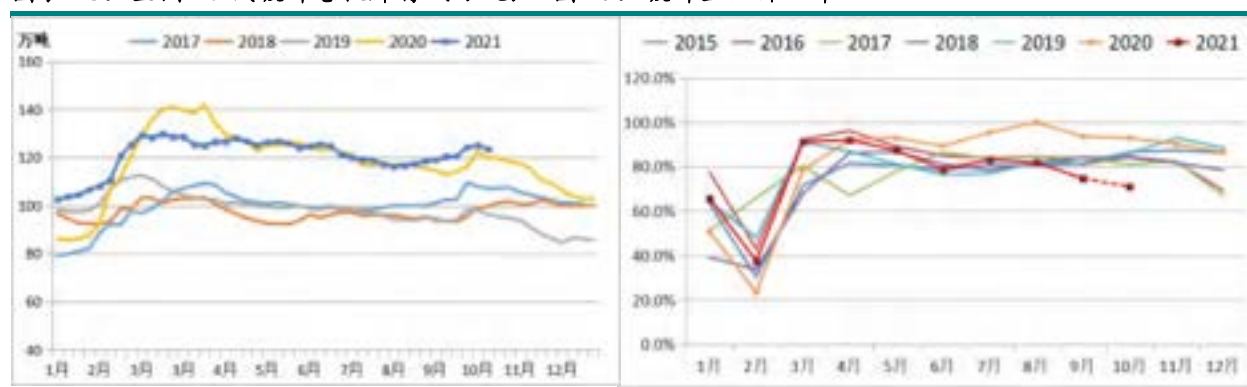
受阻，定价风险较高，但原本的项目订单影响较少，企业开工延续。预计11月限电影响持续，且临近采暖季，环保限制增加，镀锌开工难有起色。

压铸锌合金方面，国庆假期多数合金企业提前放假，开工率明显下滑。但订单情况来看，锌合金订单情况基本走出季节性淡季，卫浴五金以及厨用五金出现明显返升，门窗五金及汽车配件五金分地区来看，华东地区汽车配件、卫浴五金以及家电五金板块景气度小幅回升。预计11月价格回落后，终端采购需求改善，开工率或小幅提升。

氧化锌板块假期前后江苏及山东地区部分氧化锌企业实施限电措施，导致开工程度受限，此外部分山东地区轮胎企业受到限电影响，主要以消耗成品库存为主，开工情况略有下降。总体来看除处于旺季的饲料级氧化锌表现稍显亮眼外，整体氧化锌消费仍以刚需为主，景气度有待提升。预计11月氧化锌企业开工维持震荡走势。

终端方面，9月，国内新建商品住宅价格下跌的城市数量自2015年6月以来首次超过半数，而二手住宅价格下跌的城市数量已接近样本总量的75%。自今年2月房地产开发投资增速迎来小高峰后，开发投资增速持续放缓，已连续7个月收窄。8.8%的投资增速，也是年内首次进入个位数。虽然决策层日前轮番释放信贷微调信号，但随着房地产税等房地产长效机制的加速落地，房地产市场观望程度将进一步加深，楼市供需结构或将迎来一定程度的调整。

图表 18：全国 23 城镀锌卷板库存（万吨） 图 19：镀锌企业开工率

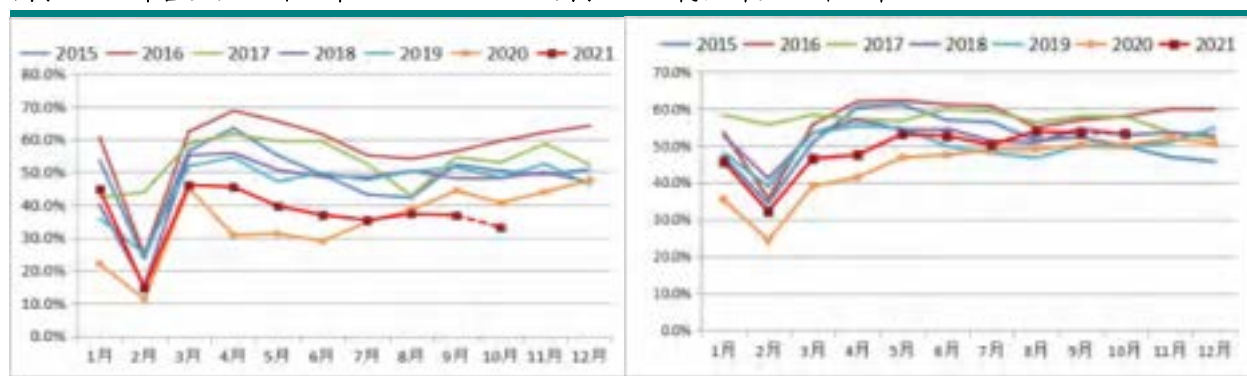


资料来源：钢联 新湖研究所

资料来源：SMM 新湖研究所

图表 20：锌合金企业开工率

图表 21：氧化锌企业开工率



资料来源：SMM 新湖研究所

资料来源：SMM 新湖研究所



## 五、后市展望

基本上，短期欧洲冶炼厂暂无扩大停产消息，情绪回归，但能源价格高企，中期仍不排除减产可能，且今年海外锌矿新产能释放不及预期，预计供应过剩概率大幅走低。国内高价加限电下消费低迷，加上持续抛储补充，库存缓慢回升，相对表现弱于外盘。整体上来看，供应端对锌价影响及敏感度明显高于需求端，近期国内外需求增速虽有放缓，但仍有订单待释放，刚需仍存。

宏观方面，海外市场继续交易再通胀，而国内通胀预期明显降温；国内政策影响下煤炭价格大幅下挫，成本下降压制金属价格。另外，海内外9月经济数据表现走弱，消费下行压力持续增加。

整体上，我们预计锌价11月下方支撑仍较强，仍处于易涨难跌状态，低位可考虑适当做多。密切关注海内外生产变化。

# 镍：供应偏紧低库存，镍价易涨难跌

## 一、10月行情回顾

10月镍价先扬后抑。国庆期间江苏地区不锈钢厂逐步恢复生产，广西地区限产也有所放松，节后镍价强势上涨；之后虽然江苏地区限电又趋严，但在动力煤价格持续上涨，国内市场看多情绪高涨，以及镍铁价格大幅走高和市场对印尼出口政策炒作推动下镍价创历史新高；月底在国家对动力煤价格管控下，商品价格普跌，镍价也持续回落。截止29日收盘，沪镍主力2112合约收于146840元/吨，月内跌1.82%。伦镍收于19635美元/吨，月内涨9.16%。

图表 1：沪镍主力合约走势图（日K线）



资料来源：文华财经行情软件

图表 2：伦镍合约走势图（日K线）



资料来源：文华财经行情软件

## 二、现货市场

9月在限产的背景下，镍需求表现不佳，但由于进口盈利窗口持续打开，进口镍不断流入国内，纯镍库存小幅上升，再加上镍价持续走高，纯镍报价大幅下调，俄镍和镍豆报价转贴水；月底因镍价大幅回落，现货市场交投的大幅好转，其中合金及不锈钢下游企业，

虽然排产依旧不及前期，但考虑到经济性，仍积极询单采购镍板，金川镍和俄镍报价小幅回升，但镍豆报价维持贴水。截至 29 号，金川镍报升水 1500，俄镍报升水 100，镍豆报贴水 200。

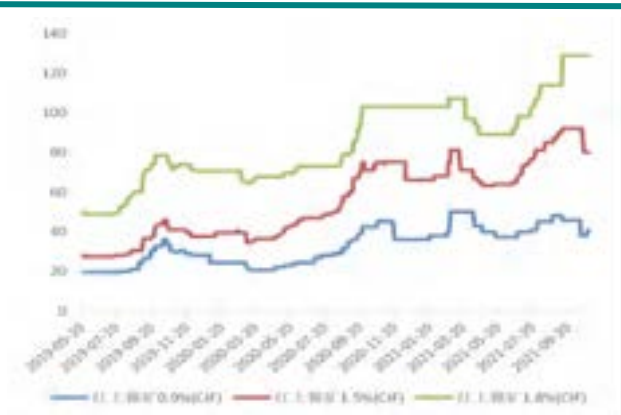
镍矿市场，月内受运力紧张得以缓解影响，船舶租金跌破 3 万，海运费回调，菲律宾三描礼士-中国连云港镍矿海运费由月初 22.5 下降 19 美元/湿吨，而且市场议价有进一步下降趋势。菲律宾苏里高矿区进入雨季，镍矿供给减少，但下游镍铁厂在持续限电政策影响下多降负荷生产，对于原料采购需求下降，月内中低镍矿报价回落；低镍矿报价由 46 降至 41 美元/湿吨，中镍矿价格由 92 涨至 80 美元/湿吨，高镍矿因资源稀缺报价坚挺，月内维持在 129 美元/湿吨。

镍铁方面，月内镍铁厂受限电影响保持降负荷生产状态，叠加煤炭紧缺及辅料价格高位的影响，镍铁供方报价坚挺。月内华东某一体化钢厂紧急采购高镍铁，成交价 1500-1530/镍（到厂含税），华东另一钢厂也以 1525 元/镍采购高镍铁，供方看涨心态得到提振，中高镍铁价格由 1460 涨至 1525 元/镍吨。

不锈钢方面，月内福建、广东限电减产并未放松，市场传华南某不锈钢厂年内复产困难重重，或年底前难复产；江苏限电继续，但松紧略有调节，广西地区限产也有所放松，钢厂整体处于降负荷生产状态；但不锈钢下游需求也表现较弱，月内在煤价走弱带动下不锈钢价格小幅回落。

硫酸镍市场，下游前驱体企业限电影响仍存，对硫酸镍需求一般；供应方面，镍价下跌再加上镍豆进口货源持续流入，现货报价下调，镍豆溶解硫酸镍仍有经济性，对硫酸镍价格有一定拖累，但辅料液碱价格仍处于高位，原料端价格高企支撑硫酸镍成本；月内硫酸镍价格小幅走弱，由 36500 降至 36000 元/吨。

图表 3：镍矿价格



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

图表 4：镍矿价格



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

图表 5：海运费



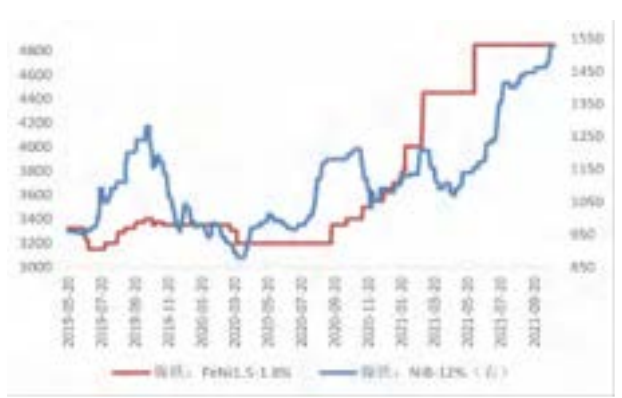
资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

图表 6：电解镍升贴水



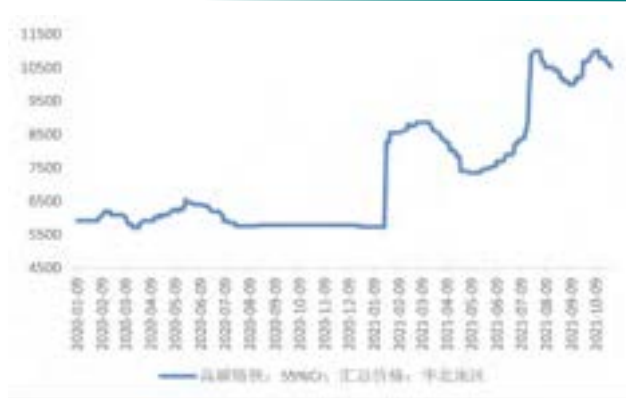
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 7：镍铁价格



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

图表 8：铬铁价格



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

图表 9：硫酸镍价格



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

图表 10：不锈钢价格



资料来源：Mymetal 新湖期货研究所

### 三、镍供应

据海关数据统计，9月镍矿进口568.4万吨，环比下降1.6%，同比下降8.5%。其中自菲律宾进口镍矿量519.5万吨，环比下降4%，同比下降5.4%；自其他国家进口镍矿量40.5万吨，环比增加61.3%；同比下降5.7%。1-9月镍矿累计进口总量3313万吨，同比增加21.3%。

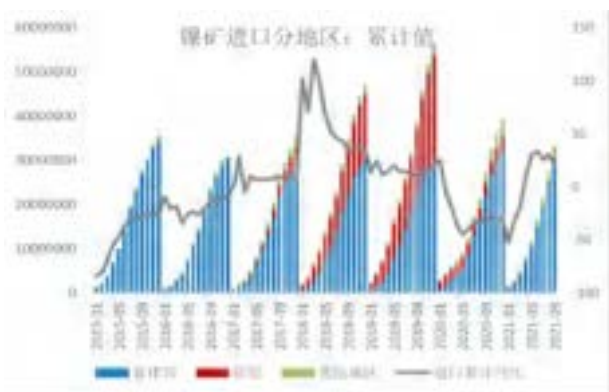


9月国内精炼镍产量14303吨，环比增加2.9%，同比增加14.4%。9月甘肃、新疆地区厂家正常生产中；吉林、天津、山东、广西等地区仍处于停产当中。10月甘肃、新疆地区生产厂家正常生产，其他地区厂家仍处于停产当中。10月国内精炼镍产量预计将基本持平，合计产量14000吨，环比减少2.12%。

9月国内即精炼镍进口量35475.3吨，环比增加21.3%；同比增加162.9%；从进口国别来看，俄镍进口8491.2吨，环比增加470.2%；芬兰镍进口922.9吨，环比增加681.8%；挪威镍2540.1吨，环比减少30.4%；总体来看镍板进口总量（统计俄罗斯、挪威、日本、南非、芬兰五国）13191.5吨，环比增加123.5%。而自澳大利亚与马达加斯加进口的镍豆合计21314.3吨，环比减少4.1%。

图表 11：镍矿进口当月值

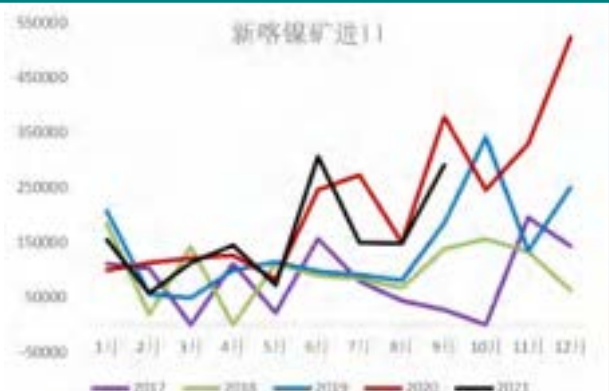
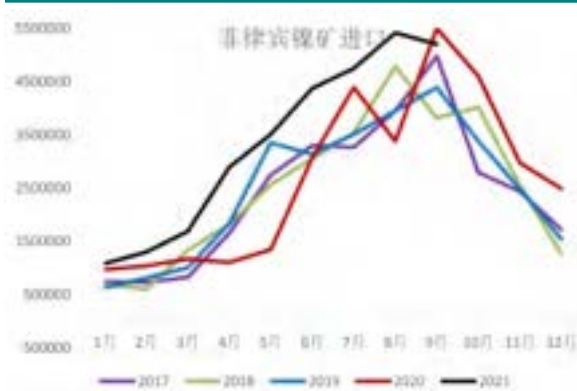
图表 12：镍矿进口累计值



资料来源：WIND 新湖期货研究

图表 13：菲律宾镍矿进口

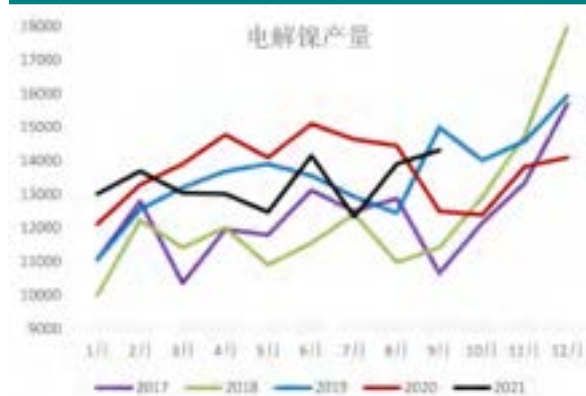
图表 14：新喀镍矿进口



资料来源：SMM 新湖期货研究

资料来源：WIND 新湖期货研究

图表 15: 国内电解镍产量



资料来源: mysteel 新湖期货研究

图表 16: 电解镍进口量



资料来源: WIND 新湖期货研究

据 Mysteel 数据显示 9 月全国镍铁产量环比下降 27.78% 至 2.99 万镍吨, 分品位看, 高镍铁 9 月份产量环比下降 33.7% 至 1.32 万吨, 中镍铁产量环比下降 11.6% 至 1.2 万吨, 低镍铁产量环比下降 40.2% 至 0.47 万吨。1-9 月国内镍铁产量累计同比下降 14.3% 至 35 万吨。9 月份能耗双控政策全面升级, 除广西地区维持以往限电政策减少排产外, 自 9 月中旬开始, 广东、江苏、山东等地的镍铁冶炼厂及一体化不锈钢厂均出现不同程度的停产或减产情况, 镍铁产量严重缩减。其中 9 月下旬广东地区的镍铁及不锈钢生产几近停滞, 江苏地区全面暂停, 山东地区收到降低 20-30% 能耗的通知, 广西、河北、辽宁等地则根据政府通知随时变动用电量及生产情况, 铁厂生产较不稳定。10 月镍铁复产情况或不及预期, 北方因即将进入冬季供暖, 辽宁、内蒙地区的减产或成为常态, 山东地区除限电因素外, 辅料价格大幅上涨也打击了厂家的生产积极性, 广东、江苏等地恢复程度有限, 镍铁供应或将继续趋紧。

2021 年 9 月印尼镍铁产量 7.12 万镍吨, 环比下降 3%; 1-9 月印尼镍铁产量累计同比增长 57.4% 至 62 万镍吨。

据海关数据统计, 9 月国内进口镍铁 30.6 万吨, 环比下降 12.3%, 同比下降 10%。其中自印尼进口镍铁 25.9 万吨, 环比下降 14.6%, 同比增加 0.59%。1-9 月中国累计进口镍铁 280 万吨, 同比增加 13.9%。自印尼进口镍铁量 236.6 万吨, 同比增加 20.1%。

据海关数据统计, 9 月镍湿法冶炼的中间品进口 47295 吨, 环比增加 3.8%; 同比下降 13.4%。1-9 月累计进口镍湿法冶炼的中间品 294233.22 吨, 同比增加 39.76%。

图表 17: 镍铁产量



资料来源: Mymetal 新湖期货研究所

图表 18: 镍铁产量-分品味



资料来源: Mymetal 新湖期货研究所

图表 19: 印尼镍铁产量



资料来源: Mymetal 新湖期货研究所

图表 20: 镍铁进口量



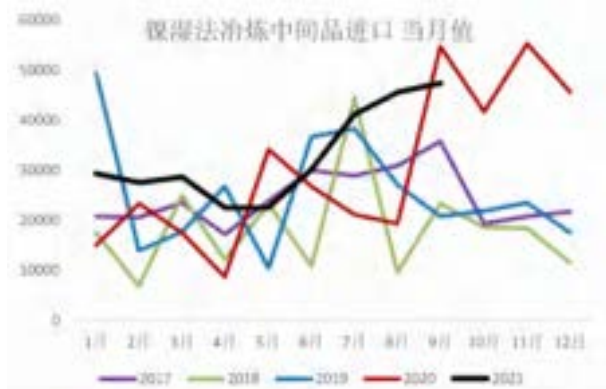
资料来源: Mymetal 新湖期货研究所

图表 21: 印尼镍铁进口量



资料来源: Mymetal 新湖期货研究所

图表 22: 镍湿法冶炼中间品进口量



资料来源: wind 新湖期货研究所

#### 四、镍需求

据 Mysteel 数据显示,9 月份国内不锈钢厂粗钢产量为 237.46 万吨,环比下降 15.6%,同比下降 14.4%;其中 200 系产量 66.35 万吨,环比下降 19.4%;300 系 123 万吨,环比下降 17.30%;400 系 48.03 万吨,环比下降 4.1%。9 月份国内限电减产范围扩大,影响比较大的如江苏、广西、广东等省都是不锈钢厂相对集中的,造成部分设备、产线停产或减产。10 月份国内不锈钢粗钢总排产继续环比下降,主要减在 200 系和 400 系,200 系方面,

福建限电趋严，当地主要钢厂均出现减产，而其他地区也没有明显放松的通知，维持低负荷生产；400系减量主要在山东某钢厂和福建钢厂；300系方面江苏、山西钢厂10月排产略有增加，而福建、浙江等地区略有下降，目前排产计划总体较9月变化不大。

9月国内不锈钢出口环比增加8%至34.3万吨，同比增加30.2%；9月出口量增多，主因宽度 $\geq 600\text{mm}$ 的热轧卷板环比增加3.55万吨，增幅47.31%。1-9月不锈钢累计出口310.1万吨，同比增加28.9%。

今年以来新能源汽车市场表现亮眼，9月国内新能源汽车产量同比增长141.3%至36.2万辆，1-9月新能源汽车累计产228.1万辆，同比增长172.5%。9月三元前驱体产量环比下滑。9月中国三元前驱体产量5.56万吨，环比下降4.6%，同比增加70.6%。9月中下旬，随着湖南、江苏、广东、浙江、福建等省份陆续限电，部分三元前驱体企业生产受限30-50%不等，个别甚至被拉闸生产严重受阻，因此9月三元前驱体产量有所减少。

9月受限电影响硫酸镍产量也有所下降，其中湖南、江西、广东、浙江、江苏、河北等地区均受到不同程度影响，其中湖南地区影响较为明显。现阶段镍豆溶解硫酸镍经济性优于MHP生产硫酸镍，叠加MHP生产硫酸镍的辅料价格快速上涨对其有一定影响，企业更青睐于使用镍豆溶解硫酸镍进行使用。9月湖南地区仍有企业扩产镍豆溶解产能，现在镍豆已成为硫酸镍主要原料，9月硫酸镍原料中镍豆/镍粉原料占比49.5%，原生镍（除镍豆/镍粉）占比35.6%，再生镍占比14.9%。

图表 23：不锈钢产量当月值



资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 24：不锈钢产量分种类



资料来源：SMM 新湖期货研究所

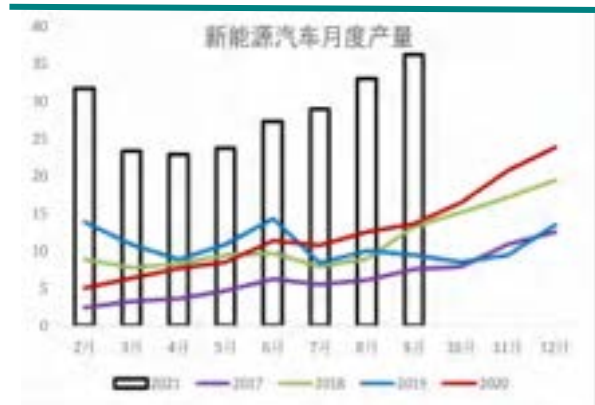


图表 25: 不锈钢出口



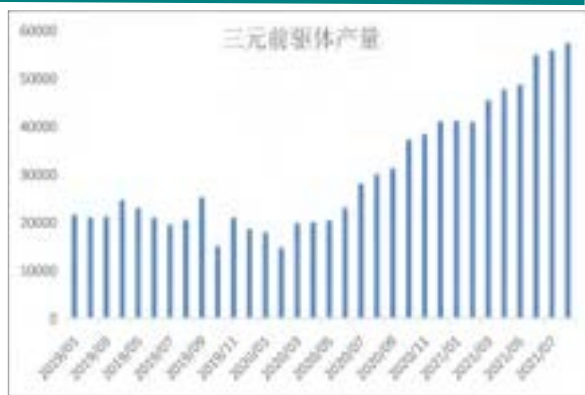
资料来源: wind 新湖期货研究所

图表 26: 新能源汽车产量



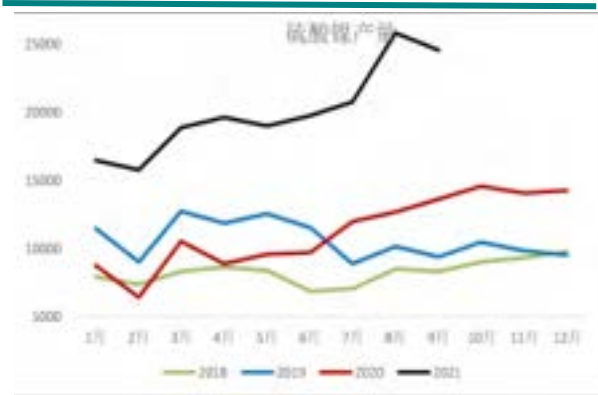
资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 27: 三元前驱体产量



资料来源: wind 新湖期货研究所

图表 28: 硫酸镍产量



资料来源: SMM 新湖期货研究所

## 五、库存情况

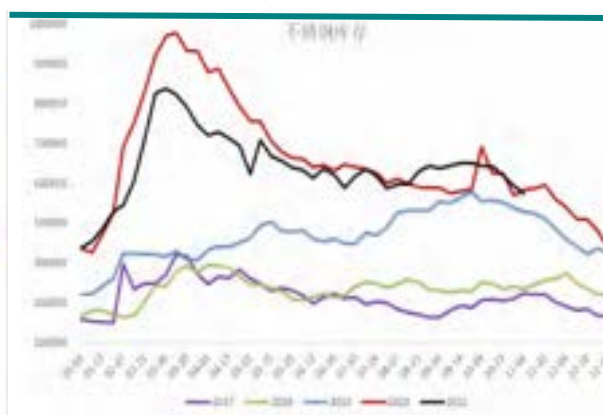
10月镍矿港口增加118万湿吨997.9万湿吨,其中中镍矿增加71万湿吨,低镍矿增加36.8万湿吨,高镍矿增加10万湿吨;10月29日当周镍矿港口库存增加32.4万湿吨。10月国内不锈钢库存下降6.9万吨至57.4万吨;分类别来看300系库存下降9600吨,200系下降4.47万吨,400系下降1.4万吨;10月29日当周不锈钢库存下降1.9万吨。10月上期所库存增加2598吨至7934吨,10月29日当周上期所镍库存增加718吨,目前国内上期所镍库存整体处于历史低位;10月伦镍库存下降1.4万吨至14.3万吨,10月29日当周LME镍库存增加576吨。

图表 25: 镍矿港口库存



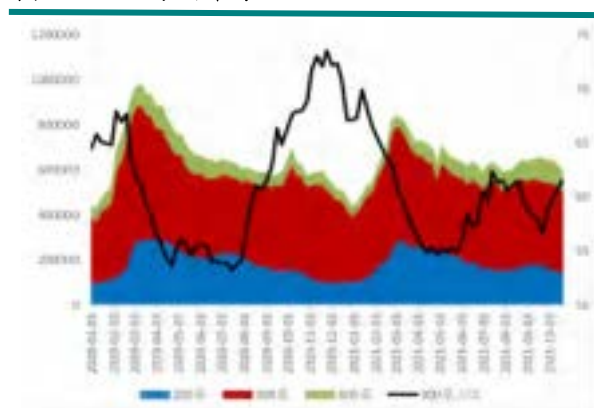
资料来源: Mysteel 新湖期货研究所

图表 26: 不锈钢库存



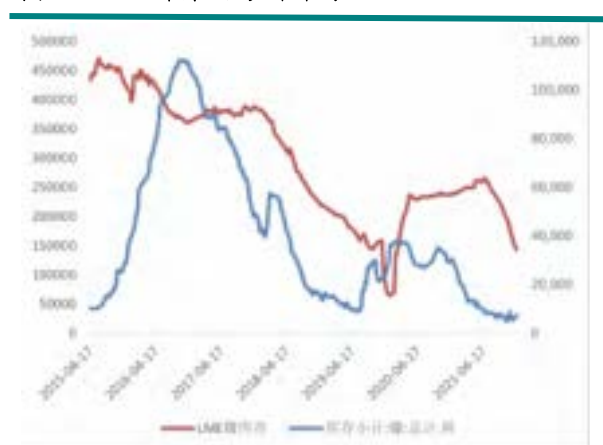
资料来源: Mysteel 新湖期货研究所

图表 27: 不锈钢库存



资料来源: Mysteel 新湖期货研究所

图表 28: 电解镍交易所库存



资料来源: wind 新湖期货研究所

## 六、行情展望

月内福建、广东限电减产并未放松；江苏限电继续，但松紧略有调节，广西地区限产也有所放松，钢厂整体处于降负荷生产状态，但不锈钢下游需求亦受限电影响表现偏弱，上周不锈钢库存继续下降 1.9 万吨，对不锈钢价格存一定支撑，短期不锈钢或延续震荡运行。因电价上涨国内镍铁成本上涨以及镍铁限产，镍铁价格持续走高，对镍价有一定支撑；虽然因需求下降镍矿价格近期有所下跌，但菲律宾苏高里矿区已进入雨季，后续镍矿发货量将持续收缩；镍原料端供应整体偏紧。上周上期所镍库存继续累库至 7934 吨，LME 镍库存也小幅回升，但整体纯镍库存依然处于低位。在供应端偏紧以及低库存的背景下，预计后续镍价仍延续偏强运行，可考虑逢低建立多单。

 作者：

孙匡文，现任新湖期货研究所有色金属研发总监，主要研究铝等金属品种。

李瑶瑶，现任新湖期货研究所研究员，主要研究铜、镍等金属品种。

柳晓怡，现任新湖期货研究所研究员，主要研究锌等金属品种。

## 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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

## 旺季需求证伪，成本支撑趋弱，成材偏空

### 要点：

#### 螺纹：

供给：10月限电力度放松，长短流程钢厂复产，螺纹产量回升。当前能耗双控力度未加码，电炉产量有望继续上升，高炉受到采暖季限产约束，总产量预计保持在低位。

需求：10月需求远低于市场预期，随着气温下降向淡季过渡，11月需求难有好转。

库存：去化速度较慢，11月有累库可能。

基差：期货大跌后现货跟跌，基差大幅上涨后回落，当前处于同期较高位置。

#### 热卷：

供给：10月产线检修较多，产量下降后临近月底小幅回升。受到采暖季粗钢压减要求及唐山等地启动重污染天气应急措施影响，产量预计保持在低位。

需求：限电放松后制造业有所恢复。汽车产销环比好转、家电工程机械数据企稳，出口保持韧性。后续预计保持缓慢复苏态势。

库存：采暖季北方钢厂检修量较大，库存预计继续下降。

基差：期货大跌后现货跟跌，基差大幅上涨后回落，当前处于同期较高位置。

10月盘面驱动主要在于螺纹旺季需求非常差产生的预期差，以及煤炭系一系列保供稳价政策造成的成本端崩塌。11月钢厂进一步限产空间有限，成本端受政策影响波动较大，双焦现货可能提降修复贴水，给出成材现货利润。螺纹需求逐步向淡季过渡，基本面偏空。热卷虽然需求边际回暖，但支撑力度较弱难以走出独立行情。成材预计震荡偏弱，建议逢高做空。

**风险点：**采暖季限产或能耗双控力度超预期、终端需求快速复苏



## 一、行情回顾

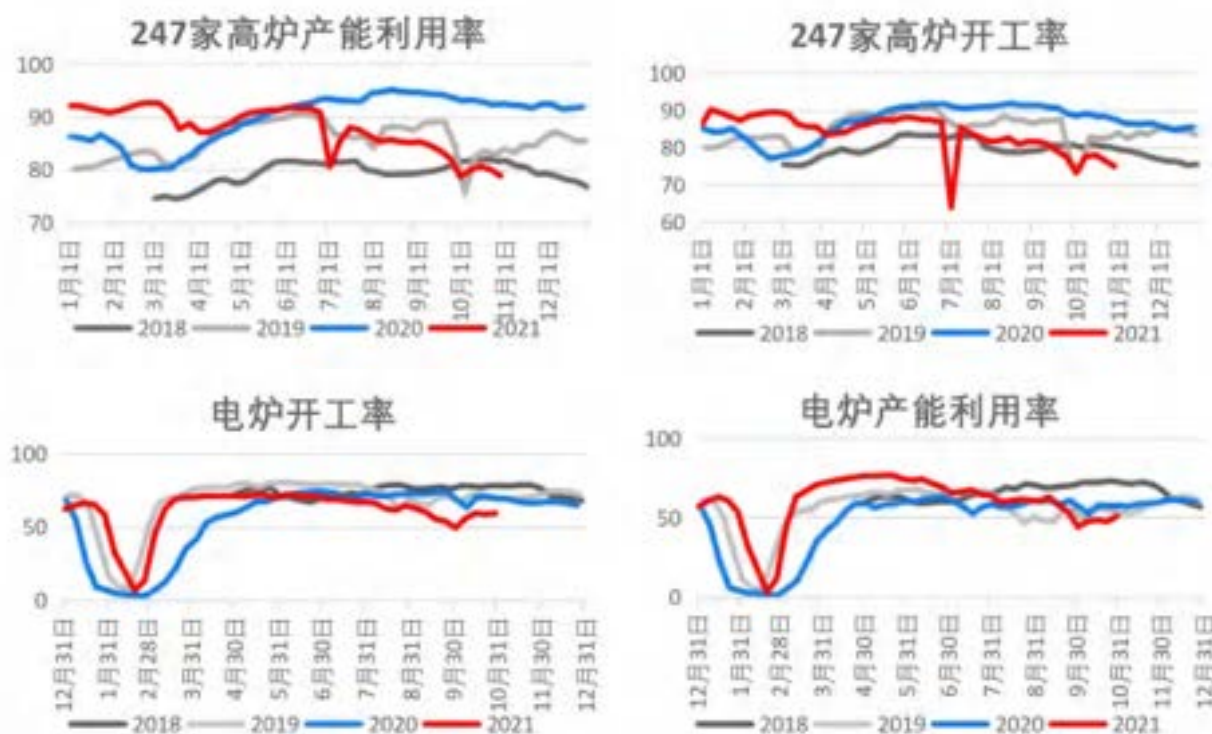
国庆节后螺纹产量回升，需求方面不仅未出现之前市场预期的赶工现象，表需数据甚至低于淡季水平，螺纹失去最主要的支撑因素。同时，煤炭受到政策调控价格大幅回落，钢材成本端崩塌。期螺价格从节后高点 5870 元大幅跌至 4677 元，跌幅超千元。热卷盘面价格跟随螺纹及原料从高点 5895 元跌至 5021 元。因产量持续下降，需求环比好转，基本面强于螺纹，因此跌幅较螺纹小。卷螺差从平水走扩至三四百元。

## 二、供给

10 月两广和江苏限电放松，短流程钢厂电炉产能利用率和开工率明显回升成为螺纹的主要边际增量。长流程方面，高炉节后逐步开始点火复产，产能利用率和开工率有一定回升。下半月随着河南限产限电趋严，山西落实采暖季限产通知，唐山和安阳启动重污染天气应急措施等，高炉产能利用率和开工率重回下降趋势。进入 11 月后，采暖季停限产措施落实北方钢厂检修将开始增加，此外因部分钢厂已开始亏损，自主检修也有增加，主要影响板材产量。

截至 10 月 29 日全国高炉开工率为 74.9%，较 9 月底 77.44% 下降 2.54 个百分点，产能利用率为 78.83%，较 9 月底 82.1% 下降 3.27 个百分点，整体在 9 月限产力度上有所加强，处于同期最低水平。电炉开工率则由 9 月底 53.91% 升至 59.38%，产能利用率跟九月底基本持平。

图表 1：产能利用率&开工率



资料来源：Mysteel、新潮研究所

从产量看，螺纹周度产量由 9 月底 270.97 万吨增至 290.56 万吨，环比增幅 7.23%。其中长流程钢厂增幅 12.95 万吨，短流程钢厂增幅 4.84 万吨，短流程产量占比由 10.99% 升

至 11.04%，体现出能耗双控放松后电炉的增量。热卷周度产量由 9 月底 308.73 万吨降至 292.75 万吨，环比降幅 5.18%，主要是因为 10 月热卷产线检修较多。若能耗双控力度不继续加码，11 月电炉产量预计将增加，利空螺纹。另一方面，采暖季即将开始，山西落实限产措施后，京津冀及周边地区将逐步跟进，叠加部分地区出现重污染天气停限产比例增加，热卷产量预计保持在低位。

图表 2：周度产量



资料来源：Mysteel、新潮研究所

由于 9 月的“能耗双控+节后赶工预期”在 10 月切换成“限产已被定价+需求证伪”，前期一直走的供给收缩大于需求降幅的逻辑已无法支撑现货的高利润。从原料端看，虽然双焦盘面价格大跌，但焦煤供需紧张情况未变，现货价格仍然十分坚挺。综上原因螺纹和热卷的现货毛利从高位回落至正常估值区间。当前部分北方钢厂已开始亏损，钢坯挺价意愿强烈。进入 11 月焦煤可能开始提降修复过高的远期贴水，从而给出成材现货利润，钢厂成本线下移，复产积极性增强，形成利空。

图表 3：利润

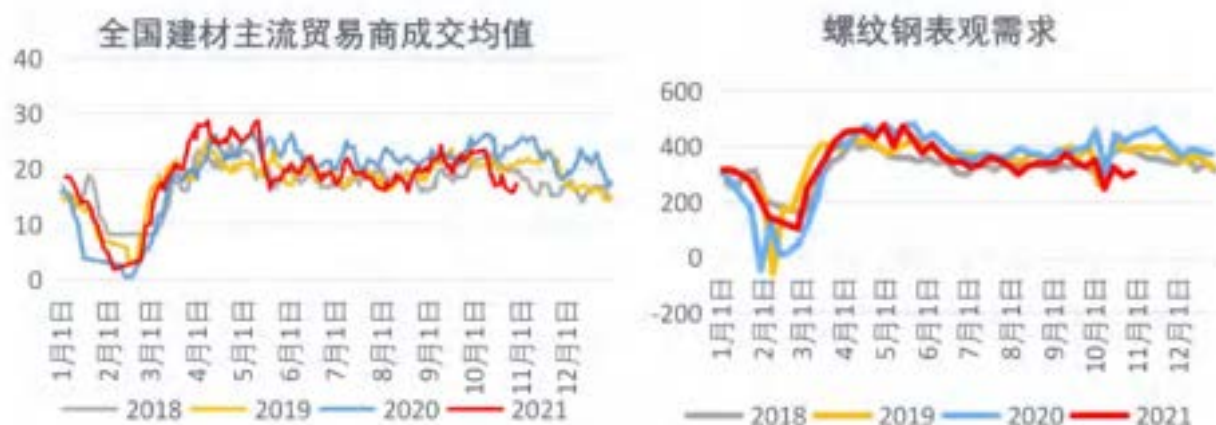


资料来源：Mysteel、Wind、新湖研究所

### 三、需求

#### (一) 螺纹

10月理论上应是螺纹传统旺季，但节后建材成交只有两天超20万吨，全月均值仅17.6万吨，环比9月均值21.63万吨降幅达18.63%。从表观需求看，数据同样较差，基本都在300万吨左右，而去年同期则都在400万吨以上，差距较大。10月全国水泥磨机开工率先升后降，近一方面受到限电影响，一方面因为需求下降，临近入冬施工有提前收尾迹象。分地区看华北开工率上升，主要是由于采暖季及冬奥会前华北出现赶工现象。房地产企业银十销售回款状况不佳，水泥等原材料价格持续处于高位，工地资金链依然紧张，影响存量施工进度，导致螺纹需求呈现“旺季不旺”的局面。

**图表 4：建材成交均值&表观需求**


资料来源：Mysteel、新湖研究所

**图表 5：水泥磨机开工及产量**


资料来源：卓创资讯、新湖研究所

9月房地产数据呈现企稳迹象，商品房单月销售面积环比增加28.65%，新开工面积环比增5.36%。10月融资环境略显放松，部分非热门城市出台稳房价政策，但更多是以“保交房”为主，整个板块的周期下行趋势不改。中原地产数据显示，大部分城市国庆7天整体市场新增成交量都是多年最低，往年出现的长假三四线返乡置业潮在今年国庆节期间毫无出现，三四线城市加速打折现象明显出现。资金回笼困难迫使房企“躺平”，拿地及开工意愿较弱，北京26幅地块因无人报价延期，此外杭州17宗地终止出让。从高频数据推测，10月房地产数据将环比下滑，拿地及新开工等领先指标趋势性走弱利空螺纹长期需求，代表螺纹价格可能已开始步入下降通道。



图表 6：新开工及施工面积



资料来源：国家统计局、新湖研究所

从基建数据看，1-9月基建投资增速继续回落，截至9月财政支出进度为71.7%，低于疫情前的水平，而且支出并未向基建倾斜，农林水事务、城乡社区事务和交通运输三项9月当月同比增速均为负增长。专项债发行提速，9月份新增专项债券发行了5231亿元，占9月发债总额的70.9%，占全年已发新增专项债的24%。但由于优质项目少，且地方隐形债务监管严格，形成实物工作量时间可能晚于市场预期。以政府对跨周期调节的定调，基建后续还是以托底为主，跟房地产一样不会再成为主要驱动。

图表 7：基建投资&专项债发行

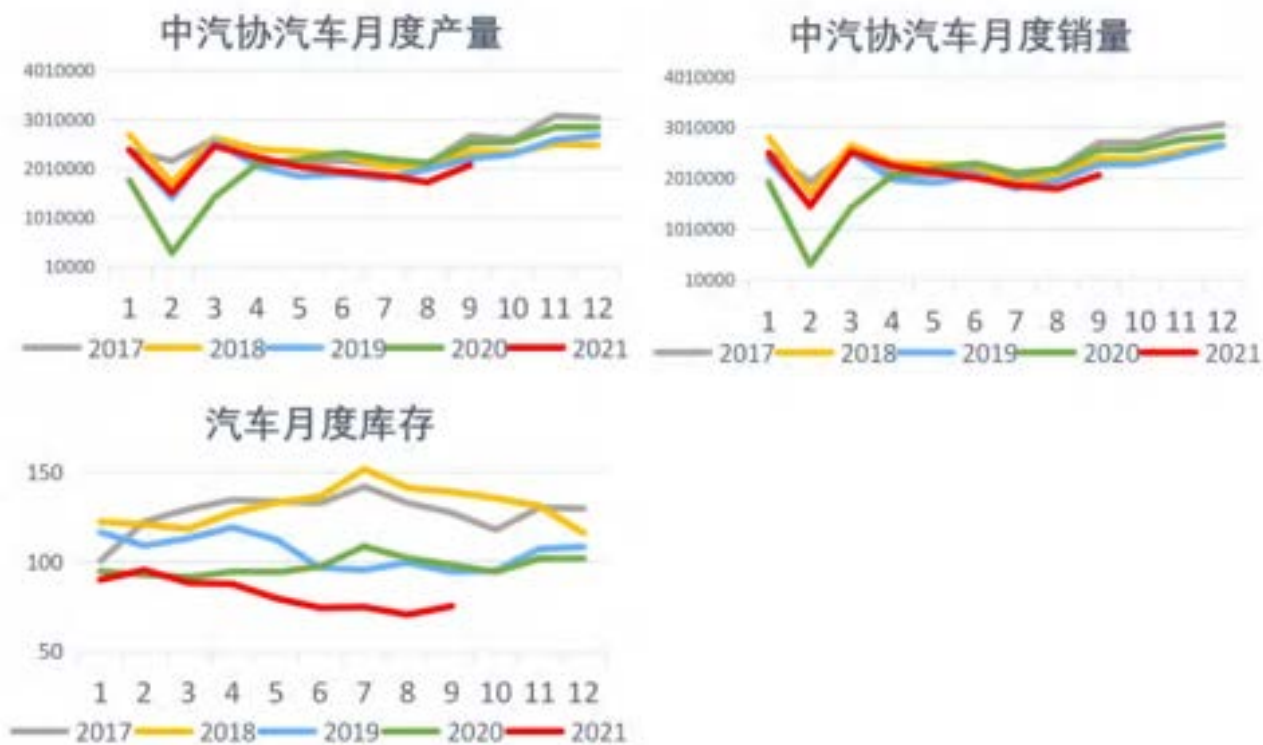


资料来源：国家统计局、Wind、新湖研究所

## (二) 热卷

汽车方面，据中汽协数据9月汽车产销分别完成207.69万辆和206.71万辆，产量环比上升20.37%，销量环比上升14.91%，同比分别下降17.72%和19.42%，产量降幅收窄但销量降幅同比仍在扩大。汽车库存75.1万辆，环比增幅6.68%，同比降幅23.45%，较8月缩窄。环比数据好转表明汽车钢需求最差时期已经过去，随着旺季来临会有一定补库需求。不过汽车芯片供应链长且复杂，目前短缺问题有一定缓解，完全恢复预计要等到明年春节销售高峰之后。

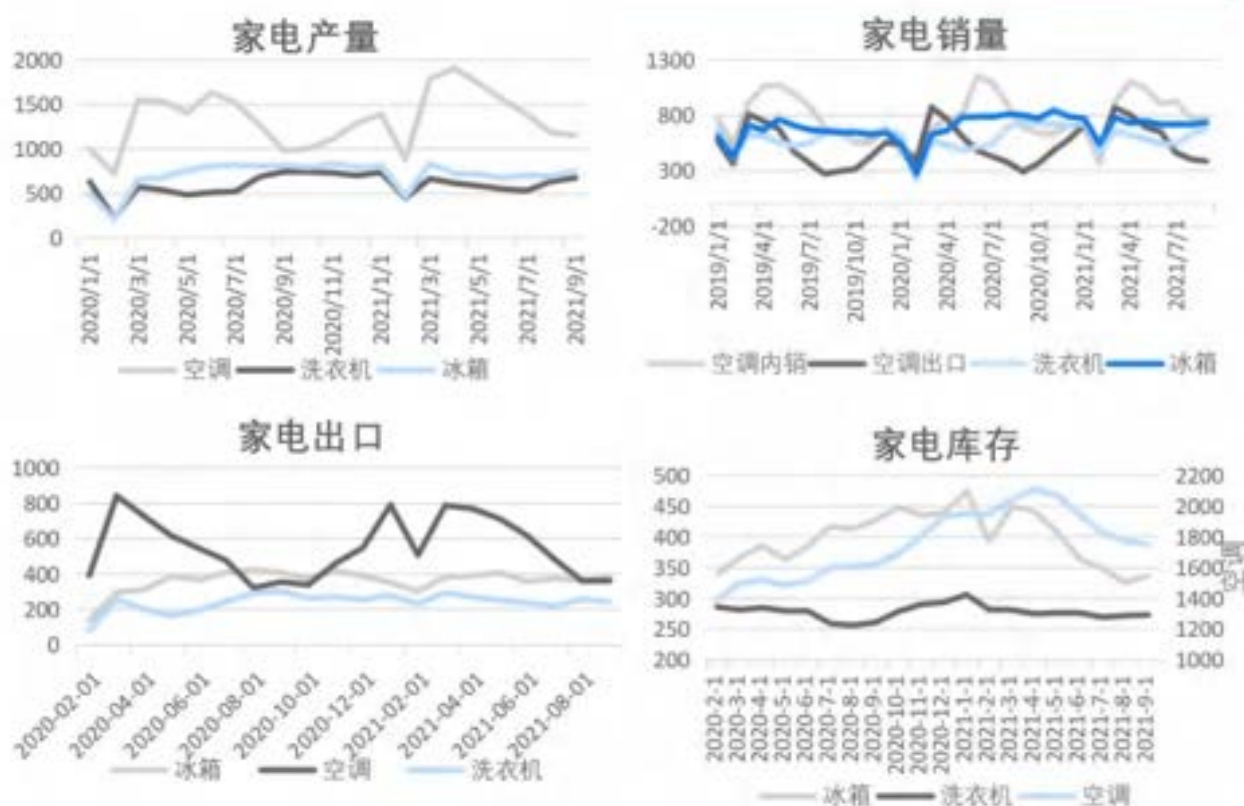
图表 8：汽车产销存



资料来源：中汽协、Wind、新湖研究所

白色家电方面，空调受季节性因素影响，九月产销环比小幅下滑，库存环比降 1.51%。从同比角度看 9 月数据一改前几月颓势，产量同比增 17.5%，内销增 11.34%，出口增 32.53%，库存增 7.7%，表现亮眼。洗衣机和冰箱产销环比好转，同比依然为负。库存方面洗衣机环比增 0.54%，同比降 21.29%；冰箱环比增 3.47%，同比增 4.68%。虽然呈现出需求边际好转的迹象，但受到房地产市场低迷影响，大家电冬季国内需求将弱于往年，难以对板材价格形成有效支撑。

图表 9：家电产销存



资料来源：产业在线、新湖研究所

工程机械方面，据中国工程机械工业协会数据，9月销售各类挖掘机 20085 台，同比降 22.9%；其中国内 13934 台，同比降 38.3%；出口 6151 台，同比增 79%。中小挖销量当月增速-38.66%，较上月下降 5.65%。同比降幅连续四月走阔，反映出基建和房地产市场低迷。重卡销量同比降 60%，仅售约 6 万辆，一方面由于国五到国六的切换透支需求，另一方面则是由于环保限产、货源不足、车多货少、运价低迷、基建工程开工不足等多重因素的影响，年内工程机械需求预计难有改善迹象。

图表 10：挖掘机销量

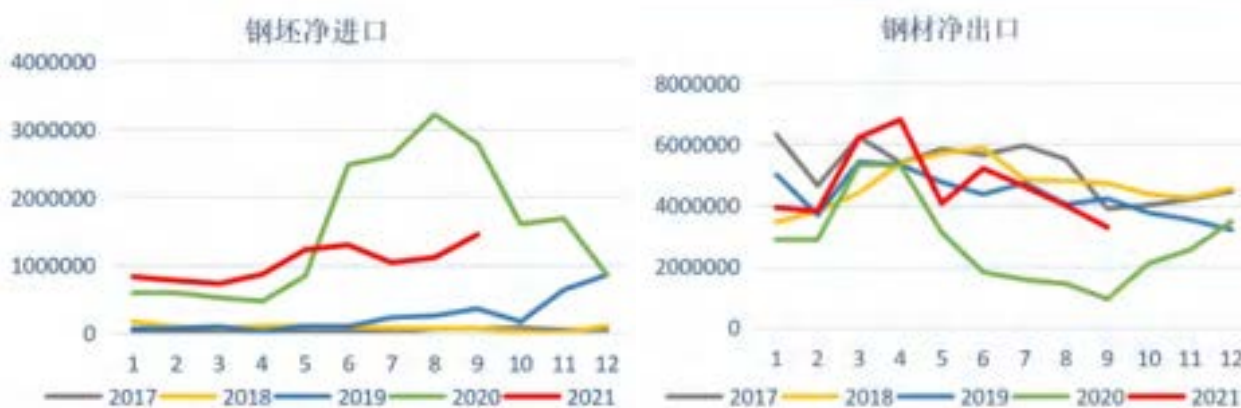


资料来源：CCMA、新湖研究所

## 四、进出口

钢材出口方面，9月钢材净出口361.47万吨，同比增幅284.27%，环比降幅9.42%。随着绝大部分钢材出口退税优惠取消，各类型的板材出口继续保持回落态势。随着欧美经济步入滞涨阶段，前期放水形成的消费快速增长阶段已接近尾声，国外冷热卷价格均出现拐点。制造业出口则仍有韧性，10月出口新订单上行0.4个百分点，为46.6%。主要原因在于劳动力短缺使得供应链恢复速度慢于预期，东南亚疫情控制不稳定使得订单重新回流，加上圣诞节等消费旺季来临。短期内出口预计还将保持着高景气度的状态。进口方面，冷轧和镀层板进口量因制造业恢复有一定增加，钢坯则因为高炉限产趋严铁水不足使得进口量明显增加。

图表 11：钢材进出口



资料来源：国家统计局、海关总署、新湖研究所

## 五、库存

因产量恢复且需求低于往年同期水平，螺纹和热卷库存去化速度趋缓。截至10月29日螺纹总库存为818.52万吨，较9月底环比下降16.69%，同比下降16.61%。热卷总库存为341.39万吨，较9月底环比下降5.47%，同比下降10.97%。11月主要关注采暖季限产力度和能耗双控力度是否会增加，需求端留给螺纹的时间已经不多，拉尼娜造成的冷冬将造成北方工地停工时间提前，热卷同样看不到下游制造业大量补库的契机，11月螺纹有累库可能，热卷受北方钢厂限产影响继续去库但速度偏慢。



图表 12：库存



资料来源：Mysteel、新湖研究所

## 六、价差

基差方面，因成材盘面价格破位下跌，螺纹 01 合约和热卷 01 合约贴水现货且幅度较大，接近 2018 年高位。跟 2018 年不同的是，当时是因现货供需紧张导致现货价格大涨形成高升水，之后通过期货跟涨来修复。而此次则是由于期货大跌形成，因此在基本面未好转的情况下更多将通过现货补跌来修复。月间价差方面，螺纹 1-5 价差因 1 月预期的供需矛盾证伪而回落，热卷 1-5 价差则因冬季限产逻辑更强在回落后又反弹。后续预计在当前位置震荡。从地区价差看，当前南北价差倒挂，随着北方逐渐停工，价差将季节性走高。

图表 13：价差情况





资料来源：Wind、新湖研究所

## 七、政策

根据《两部门关于开展京津冀及周边地区 2021-2022 年采暖季钢铁行业错峰生产的通知》要求的压减量测算，第一阶段执行常规要求即可完成生产任务，第二阶段则需要扩大停限产规模以达到同比降 30% 的要求。近期山西、广西等地以开始执行限产，其余地区将逐步跟进。另外还需关注冬奥会前停限产力度是否会增加。

能耗双控在三季度考核过后，10 月力度未继续加强，后续是否会加码仍待观察。

图表 14：采暖季压减量估算

第一阶段压减量测算：

万吨	河北	河南	山西	山东	天津
2020 年产量	24,976.95	3,530.16	6,637.78	7,993.51	2,171.82
2021 年目标压 减量	2171	-	146	344	-
2021 年产量上 限	22,805.95	3,530.16	6,491.78	7,650	2,171.82
1-9 月产量	17,456.03	2,688.20	5,171.07	6,147.30	1,421.76
10-12 月产量 上限	5,349.92	841.96	1,320.71	1,502.7	750.06
10-12 月日均 产量上限	58.15	9.15	14.36	16.33	8.15

9月日均产量	55.83	7.90	17.40	16.03	4.96
是否达到标准	是	是	否	是	是

### 第二阶段压减量测算：

万吨	河北	河南	山西	山东	天津
2021年1月1日 -3月15日	5,119.60	719.07	1,421.08	1,673.82	360.50
2022年1月1日 -3月15日产量上限	3,583.72	503.35	994.75	1,171.67	252.35
2022年1月1日 -3月15日日均产量上限	48.43	6.80	13.44	15.83	3.41
9月日均产量	55.83	7.90	17.40	16.03	4.96
是否达到标准	否	否	否	否	否

资料来源：新湖研究所

## 八、总结

### 螺纹：

供给：10月限电力度放松，长短流程钢厂复产，螺纹产量回升。当前能耗双控力度未加码，电炉产量有望继续上升，高炉受到采暖季限产约束，总产量预计保持在低位。

需求：10月需求远低于市场预期，随着气温下降向淡季过渡，11月需求难有好转。

库存：去化速度较慢，11月有累库可能。

基差：期货大跌后现货跟跌，基差大幅上涨后回落，当前处于同期较高位置。

### 热卷：

供给：10月产线检修较多，产量下降后临近月底小幅回升。受到采暖季粗钢压减要求及唐山等地启动重污染天气应急措施影响，产量预计保持在低位。

需求：限电放松后制造业有所恢复。汽车产销环比好转、家电工程机械数据企稳，出口保持韧性。后续预计保持缓慢复苏态势。

库存：采暖季北方钢厂检修量较大，库存预计继续下降。

基差：期货大跌后现货跟跌，基差大幅上涨后回落，当前处于同期较高位置。

10月盘面驱动主要在于螺纹旺季需求非常差产生的预期差，以及煤炭系一系列保供稳价政策带来的成本端崩塌。11月钢厂进一步限产空间有限，成本端受政策影响波动较大。螺纹需求逐步向淡季过渡，基本面偏空。热卷虽然需求边际回暖，但支撑力度较弱难以走出独立行情。成材预计震荡偏弱，建议逢高做空。

**风险点：**采暖季限产或能耗双控力度超预期、终端需求快速复苏

新湖黑色组

电话：021-22155603

### 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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。



# 供需结构偏松仍将持续，中低品价差难以收窄下矿石仍有一定下行空间

## 一、价格回顾：供需边际扰动增加叠加海运因素影响，价格震荡偏弱

本月初铁矿石价格在前期低位接近部分非主流矿成本之际遭遇全球海运费暴涨，成本端托底作用下推升价格小幅反弹，叠加市场预期进入 10 月份能耗双控与粗钢压减叠加效应存在阶段性放松可能，矿石价格向上突破，但随着海运费回落及铁水端未见增量情况下价格震荡偏弱；后半月以来，终端需求迟迟不见好转，不仅建筑钢材日成交量远低于往年同期水平，五大钢材表观需求也位于往年同期极低位置，市场信心大幅受挫，偏高的钢厂利润成为市场打击对象，叠加矿石供应端主流矿山宣布四季度削减供应，矿石震荡反弹但在黑色系整体环境偏弱以及港口库存极速大幅累库情况下转而向下探底。

图表 1：10 月大商所 i2201 合约震荡下行



资料来源：Wind，新湖期货研究所

## 二、供应：主流矿山三四季度存在不同程度减量，部分非主流供应持续减少，内矿供应偏弱

10 月以来全球发运相对低迷，澳巴周均发运在 2354 万吨环比 9 月周均下降 320 万吨，较去年同期低 250 万吨。四大矿山相继发布三季度产量报告，其中 BHP 三季度 100%股权计算的季度产量在 7060 万吨，环比减少 3%，同比减少 5%；引起产量下降的原因主要是金布巴矿区翻斗车及火车装载装置的计划内检修带来的，其次是因疫情引发的铁路劳工短缺问题。BHP 表示 2022 财年 100%股权计算的产量目标在 2.78-2.88 亿吨不变，单位成本指引在 17.5-18.5 美元/吨不变。综合来看，BHP 在已经过去的 2021 财年发运目标为 2.76-2.86 亿吨，实际完成在目标上沿 2.84 亿吨水平，表现较为平稳。今年 9 月季度为新财年的开始，年度发运目标较 2021 财年变化不大，整体保持较为平和的节奏。9 月季

度产量因检修和火车司机短缺而下降，预计12月季度检修因素消除但季节性天气影响，发运量或将同比持平，约7000万吨左右。

力拓方面三季度产量为8330万吨（100%权益），环比增加10%，同比下滑4%，并下调了2021年铁矿石出货量预期至3.2亿吨至3.25亿吨之间，低于此前预期的3.25亿吨至3.40亿吨，给出的原因是澳大利亚西部劳动力市场趋紧。力拓前三季度发运量累计为2.375亿吨，按最新目标中值3.225亿吨目标中值计算，四季度产量或将在8500万吨，同比下降4%。

淡水河谷三季度产量8942万吨，同比增长0.8%，环比增加18%，并表示四季度将把低利润率的铁矿石供应量削减400万吨，维持2021年产出指引，但预计产出很可能会处于目标区间（3.15 - 3.35亿吨）的下端。预计四季度淡水河谷产量在8784万吨，环比下降2%，同比增加4%。

FMG三季度铁矿石加工量4840万吨，环比降5%，同比增5%；FY22的发运指导为1.8-1.85亿吨，环比下降属于财年末季节性冲量后回调，同比增长主要主要由于Eliwana项目投产产能逐步释放。按目前的发运量来看，预计发运量维持在目标上沿吗，预计四季度加工量同比持平，约在4400万吨。

非主流矿山方面三季度印度出口的低品矿受到市场继续下跌影响迅速收缩，9月进口量已经下落至109万吨，同比下降76%，预计全年到中国量同比下降23%；南非方面连续四个月进口量保持增加，9月进口量376万吨，同比略低4%，预计全年到中国量下降10%。海关进口量1-9月累计8.42亿吨，累计同比2674万吨，降幅3.1%；预计同比降幅将继续扩大，全年同比或将下降4500万吨，降幅3.8%。

国内矿山方面，据钢联统计1-9月精粉产量累计在20224万吨，累计同比增加128万吨，增量较年初预计的全年1100万吨增量有较大差距，国内矿山方面下半年受到限电及价格下降影响下半年同比增量将十分有限。

图表2：四大矿山累计发运同比持稳

项目	公司	2021年1-43周累计	2020年1-43周累计	变化	幅度
全年发运	淡水河谷	22383	21535	848	4%
	力拓	26156	26973	-818	-3%
	必和必拓	23790	24176	-386	-2%
	FMG	14619	14322	297	2%
	合计	86947	87006	-59	0%
澳洲三大矿山发往中国	力拓	20376	21439	-1064	-5%
	必和必拓	19938	20570	-632	-3%
	FMG	13180	13393	-213	-2%
	合计	53494	55403	-1909	-3%
澳洲三大矿山发往中国比例	力拓	77.9%	79.5%	-1.6%	
	必和必拓	83.8%	85.1%	-1.3%	
	FMG	90.2%	93.5%	-3.4%	
	合计	82.9%	84.6%	-1.8%	

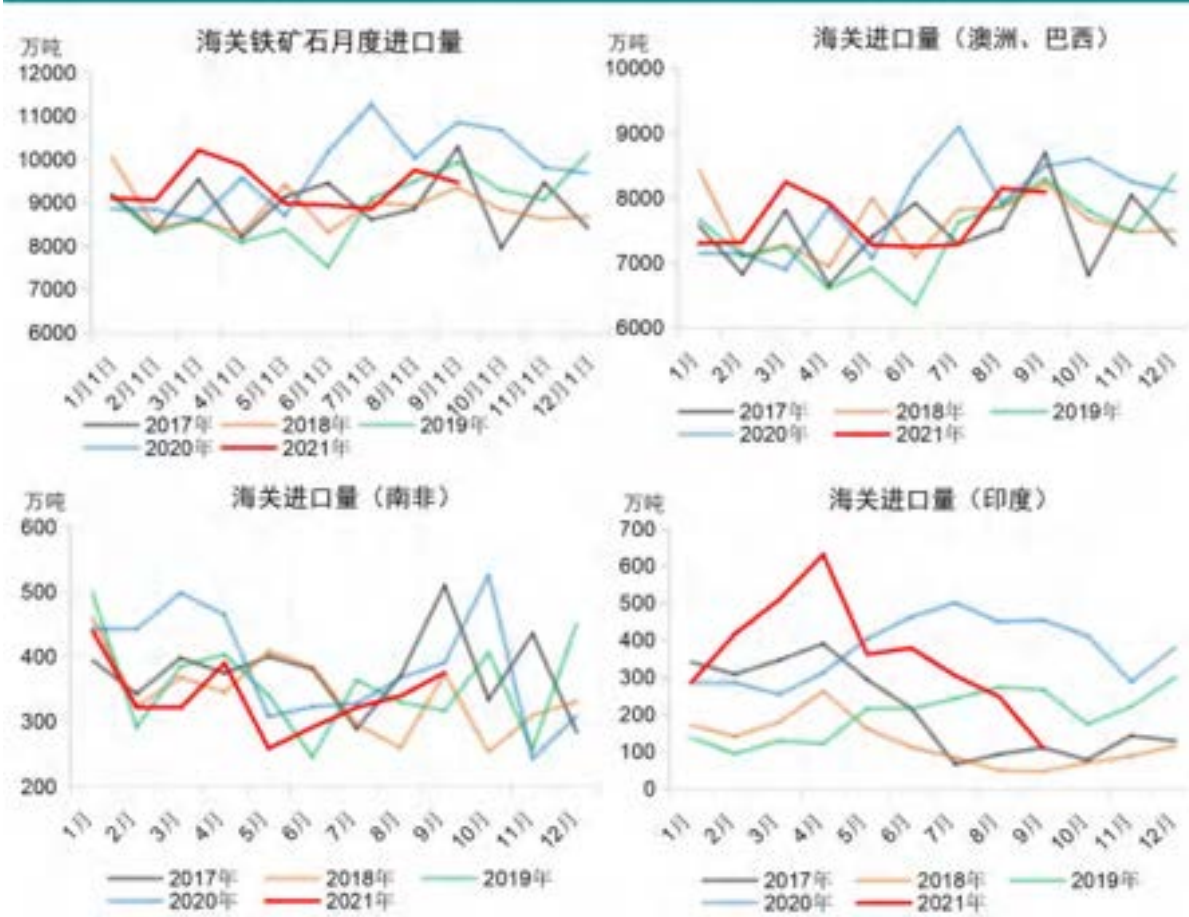
资料来源：Mysteel，新潮期货研究所

图表 3: 非主流国家累计发运同比增加 4541 万吨

国家	2021-43	2021-39	环比变化	2021累计	2020累计	同比变化	幅度
澳洲非主流	269	324	-55	11383	9838	1545	16%
巴西非主流	132	85	47	5858	5081	778	15%
南非	68	54	14	3972	4196	-224	-5%
加拿大	176	116	60	5786	3856	1930	50%
秘鲁	50	56	-6	1519	1221	298	24%
智利	42	34	8	1286	1489	-203	-14%
毛塔	34	26	8	1057	1087	-30	-3%
乌克兰	62	77	-15	2466	1640	826	50%
总计	833	771	62	33328	28408	4921	17%

资料来源: 点钢网, 新湖期货研究所

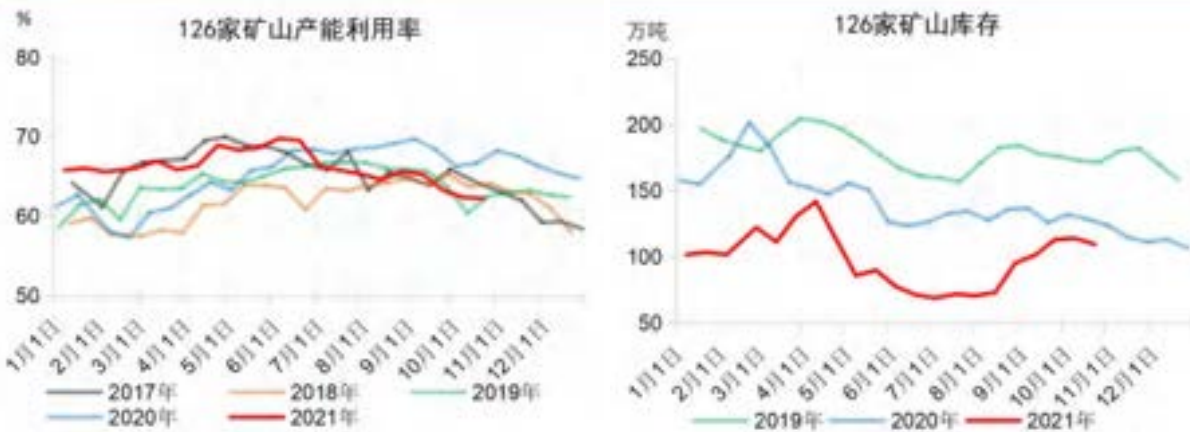
图表 4: 1-9 月海关铁矿石累计进口量同比减少 2674 万吨



资料来源: 中国海关, 新湖期货研究所



图表 5：126 矿山精粉产量与库存



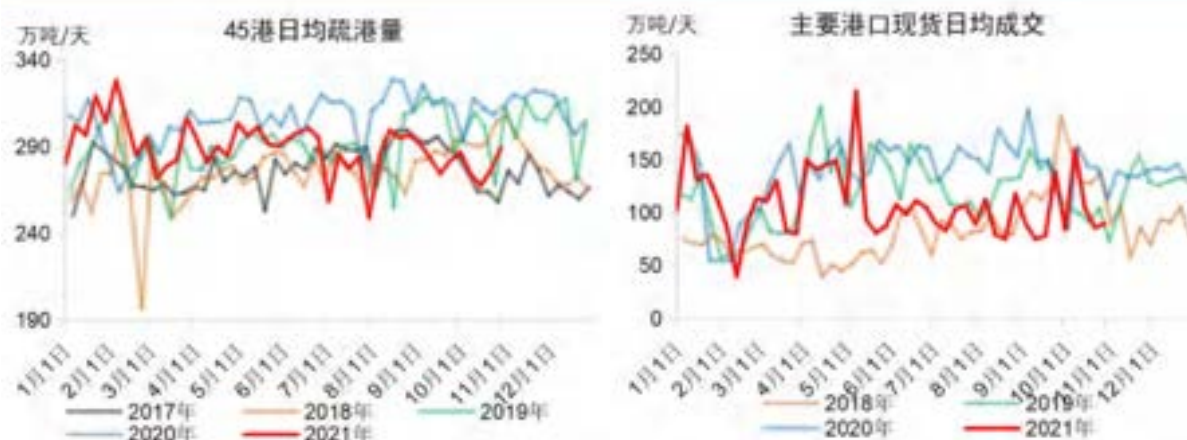
资料来源：Mysteel，新湖期货研究所

### 三、需求：铁水端生产边际放松逻辑证伪，矿石需求维持悲观

铁水端，截至 10 月 29 日，247 家钢厂日均铁水产量平均值为 214.10 万吨/天，较 9 月均值 220.75 万吨下降 6.65 万吨/天，降幅 3%。据国家统计局数据显示，1-9 月生铁产量累计 6.71 亿吨，累计同比下降 1.3%。进入十月初，市场认为经历 9 月需求“冰点”后市场或有阶段性放松，叠加十一节后将有部分原料补库行为，或将带来需求的小幅回升，然而这个预期与数据统计出现偏差，一方面铁水产量并非增加并且环比 9 月更加低迷，另一方面，随着山西临汾、晋城等城市发布当地的秋冬季限产措施以及河北武安、唐山地区应对重污染天气的临时管控措施不断出台，引发市场对于四季度需求情况的重新评估。结合生态环境部将要执行的《2021-2022 年秋季大气污染防治攻坚方案》实施范围上在京津冀及周边地区“2+26”城市和汾渭平原城市基础上，增加河北北部、山西北部、山东东部和南部、河南南部部分城市的情况来看，受限范围内高炉产能约占全国生铁产能的 47%，四季度北方地区需求将持续受到较大打击，预计我国全年铁水产量同比将出现 2000 万吨下降。

海外高炉方面，1-9 月累计产量在 34367 万吨，累计同比增加 4153 万吨。欧盟、日韩产量相较疫情前水平有一定差距，而南美洲、欧洲除欧盟以外地区生铁产量较疫情前水平有明显新增。预计全年增量或将达 4500 万吨。

图表 6：疏港有所回落，港口成交在月底小幅好转



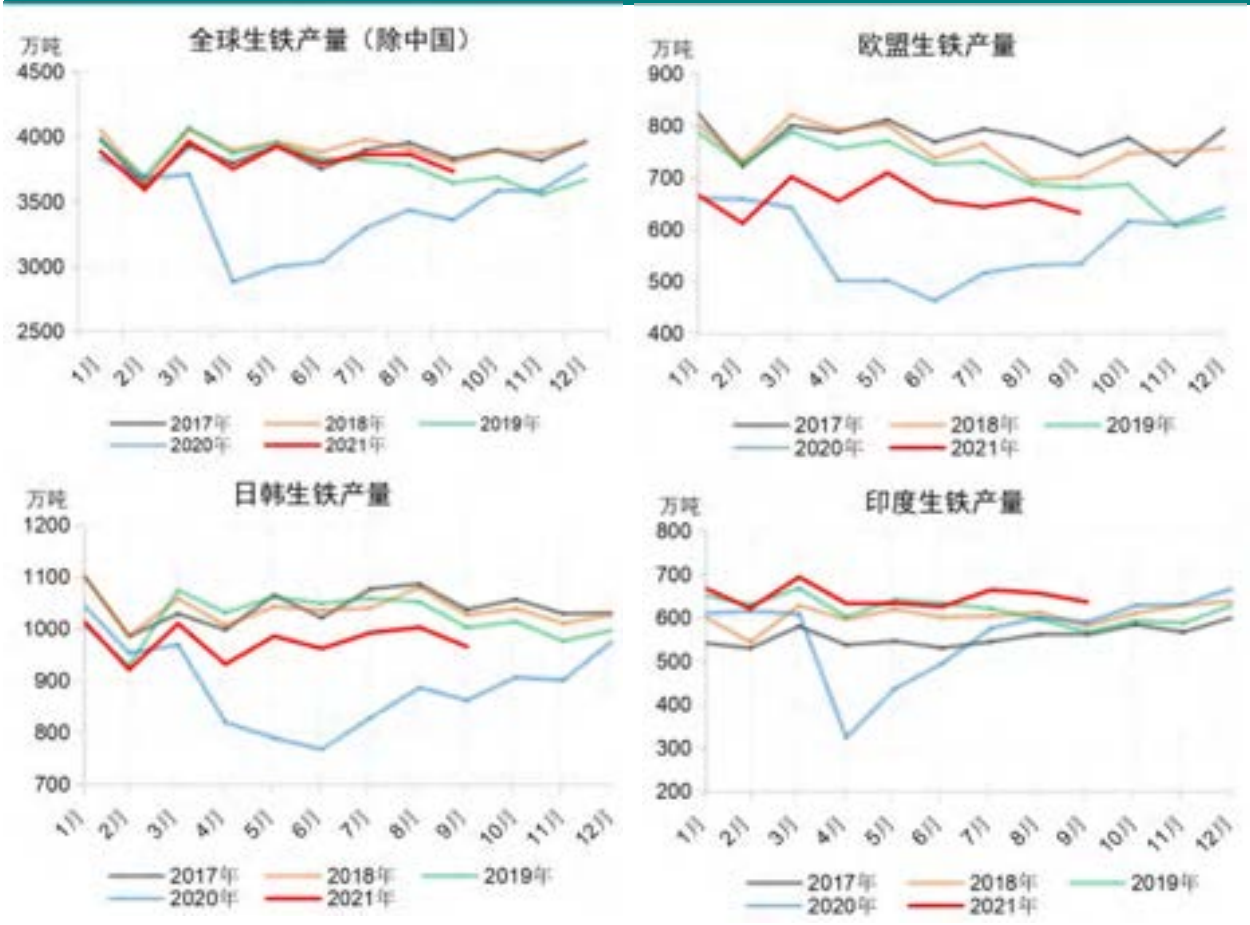
资料来源：Mysteel，新湖期货研究所



图表 7：日均铁水产量和高炉开工率



图表 8：海外高炉生铁产量累计同比增加 3792 万吨



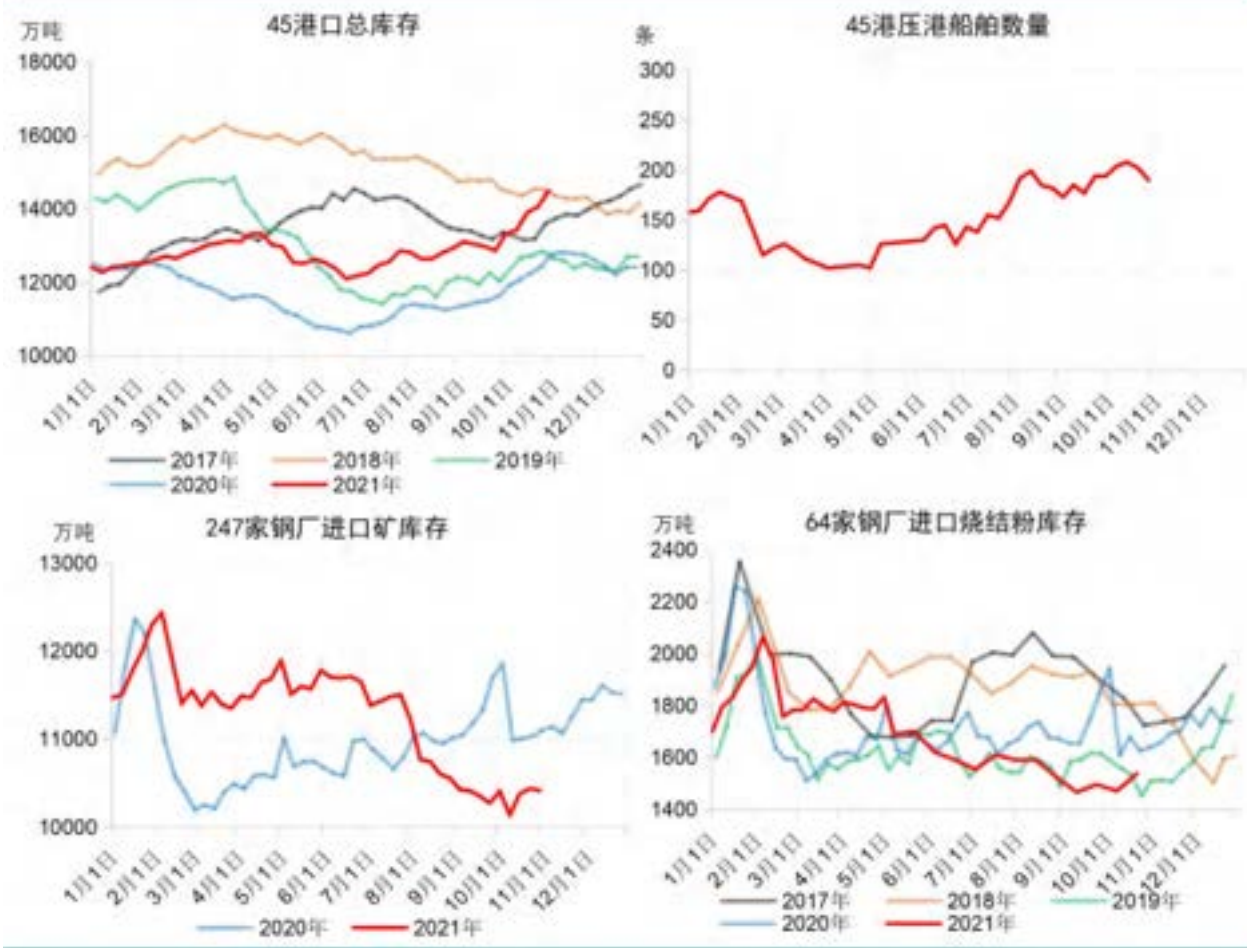
#### 四、库存：港口累库幅度快速扩大，钢厂库存保持低位运行

港口压港情况自 6 月以来一直未能得到有效缓解，十一之后甚至一度达到 208 条的历史新高水平，同时造成了海运运力紧张急剧，海运费极速上涨。截至 10 月 29 日，45 港压港船舶数量在 190 条，较 9 月底减少 4 条。高压港之下，港口库存在天气好转以及卸货

效率得以提升之下快速累库。截至10月29日，45港库存总量达到14491万吨，较9月底累库1170万吨，创下近5年月度累库最快速度。预计未来供应端边际收减力度弱于需求端减量，港库库存有较大概率累库1.65-1.70亿吨之间，达到近年来新高水平。

钢厂方面在粗钢压减政策、加严版采暖季限产以及冬奥会天气管控政策叠加影响之下，预计在明年一季度前都将保持原料端低库存运行。

图表9：港口总库存累库趋势未变，钢厂库存继续下降



资料来源：Mysteel，新湖期货研究所

## 五、价差：01基差及1-5价差平水运行

需求边际放松逻辑被证伪以及供应端45港到港持续保持较好表现之下，现货端呈现较大压力，流动性再度进入较差环境，基差在本月保持盘中升水或平水运行；另外1-5价差方面，两个合约均面临较为严峻的需求弱势情况，供应端预估今年底港库大概率累库至1.65-1.7亿吨水平而明年在部分主流矿山以及中型矿山优化产品结构、逐步推进扩产计划之下，低品矿资源增量有限而中高品资源或将有新的增量，5月合约面临的供应宽松局面难有较大缓解，预计1-5价差仍在保持低位运行，短期较难有驱动方向。

品种间结构来看，随着焦炭价格持续高位，中低品价差修复动力不足；球粉价差也保持在较高水平。

图表 10：基差与期差均在较低位置



资料来源：钢联数据，新湖期货研究所

## 六、结论：供需结构偏松仍将持续，中低品价差难以收窄下矿石仍有一定下行空间

供应端近全球发运连续 4 期处于年均以下水平，其中澳巴 19 港发货量近 4 期均值 2365 万吨，较上一阶段发运量下降 300 万吨，澳巴均呈现发运回落状态；近期到港水平因货物集中到港有所提振，但从发运情况以及到港季节性角度，未来 2-3 周到港情况有持续转弱预期。需求端当前北方地区逐步进入采暖季以及秋冬季重污染天气限产中，铁水端再度回到接近前低位置，在政策压力下偏低运行。尽管主流、非主流矿山持续出现减产动作，但年度平衡表情况来看，铁矿石供应过剩情况仍较为严重，港口有较大概率累库至有数据以来的最高水平，结合当前中低品价差仍在高位且年底前在较难回落下，从方向上来看价格仍有一定下探空间，从节奏上看当前在情绪带动下盘面存在部分超跌反弹动力，建议逢高布空。

新湖期货黑色组  
2021 年 11 月 4 日

## 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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。



# 双焦 11 月报

## 要点

### 焦炭：

供给方面，山东以煤定持续，山西采暖季限产开启，汾阳淘汰 4.3m 焦炉。产量或进一步下降，11 月关注限产落地情况与其他地区产能淘汰情况。

需求方面，10 月粗钢压减持续，铁水产量低位维稳。河北限产进一步趋严，山西仍有限产空间，关注政策情况。11 月铁水预计低位维稳。政策打压煤炭，市场情绪差，成材需求弱，钢厂采购放缓。

库存方面，钢港主动去库，焦企累库，焦炭总库存由升转降。但钢港库存仍偏低，如焦企如预期进一步限产，焦炭预计维持偏紧态势。

### 焦煤：

供给方面，保供仍以动煤为主。压港澳煤通关短期供给将有增量。蒙古国疫情仍严峻，冬奥结束前预计蒙煤维持低位。主焦供需或短暂转平衡。

需求方面，焦化产能投放不及预期，刚性需求随着采暖季限产下降。采购方面因焦煤价格偏高，焦企等待降价后再补库。

库存方面，本月焦钢企库存持续下降，煤矿因运输问题库存回升。全产业库存仍偏低，总库存低位维稳，动煤大幅下跌，配煤供需缓和，但主焦仍存缺口。

### 策略：

焦炭：煤炭控价，成本端回落，贸易商恐高抛货，成材需求差钢厂减量采购，焦炭现货开始高位回落。但基本面或维持偏紧态势，盘面贴水过高，不建议追空。后期如焦煤价格未直接管控，成材需求未过差至钢厂主动减产。近月合约或适度修复过高贴水。远月煤炭供需或将转松，成材需求预期较差，则以逢高空为主。极端行情建议观望。

焦煤：各部委控价言论不断，目前市场担忧或限价至 800，不过 11 月落实概率偏低，市场情绪悲观但较前期有所改善。压港澳煤允许通关，短暂焦煤刚性供需存在转松可能，现货或适度走弱，但焦企仍有冬储补库需求，如未以行政控价，主焦煤下跌幅度或较为有限。策略上与焦炭相近，现货 11 月仍预期回落，回落幅度将大于焦炭，盘面贴水过高不建议追空，在限价 800 落地前，近月或适度修复过高贴水，但整体上会弱于焦炭，也不建议抄底。中线可关注远月逢高做空的机会。

新湖黑色组

电话：021-22155665

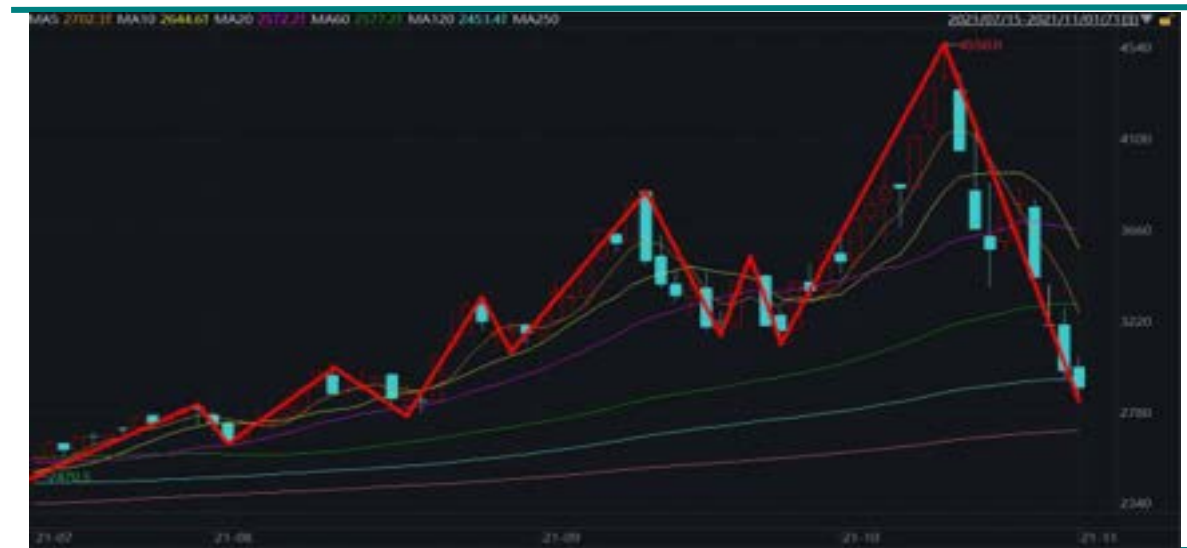
日期：2021 年 11 月 01 日

## 政策控价力度强，压港澳煤部分放行，双焦向下寻底

### 一、期货与现货价格概况

焦炭：10月焦炭期货呈现触趋势反转走势，主要交易煤炭原料成本坍塌与成材触顶逻辑。现货持稳，焦企两度提涨，但钢厂均未接受，且11月有提降打算，目前已有个别焦企接受降价出售。截至10月31吕梁地区准一级焦价格为4010，港口焦炭价格先涨后跌为4250，基本平水产地。目前01盘面大幅贴水现货1600-1700。利润方面，焦企吨焦利润维持在200-300左右。

图表 1：焦炭主力 01 合约期货走势



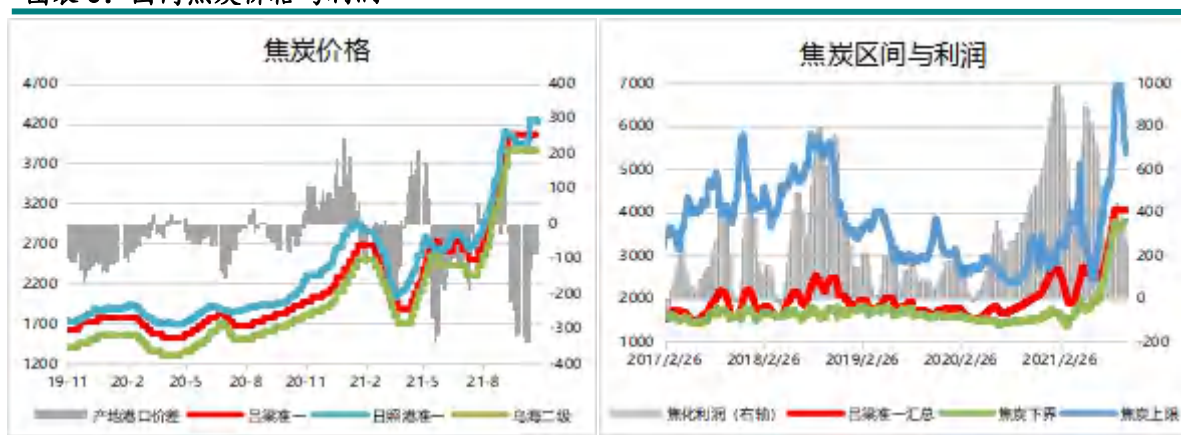
资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 2：国内焦炭价格历史涨跌

焦炭涨跌回顾				
时间	累计涨跌轮数	本轮幅度	累计幅度	日钢准一采购价格
2021/7/27	涨1轮	120	120	2720
2021/8/5	涨2轮	120	240	2840
2021/8/12	涨3轮	120	360	2960
2021/8/17	涨4轮	120	480	3080
2021/8/20	涨5轮	120	600	3200
2021/8/24	涨6轮	120	720	3320
2021/8/29	涨7轮	120	840	3440
2021/9/1	涨8轮	120	960	3560
2021/9/3	涨9轮	200	1160	3760
2021/9/8	涨10轮	200	1360	3960
2021/9/16	涨11轮	200	1560	4160
2021/9/26	钢厂提降1轮	200	失败	
2021/9/27	焦企提涨12轮	200	失败	
2021/10/21	焦企提涨1轮	100	失败	
2021/10/25	焦企提涨1轮	200		

资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 3：国内焦炭价格与利润



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

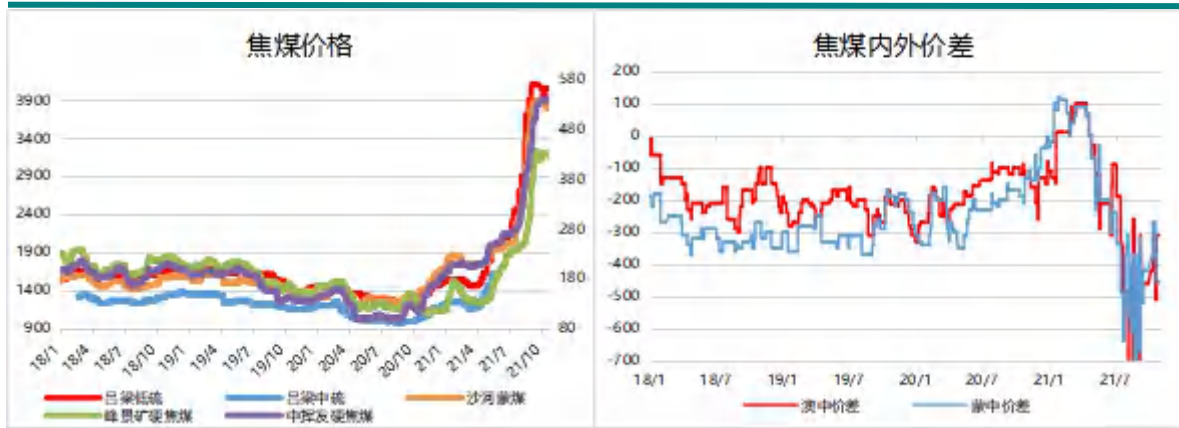
**焦煤：**10月焦煤期货价格同样触顶大跌，现货价格高位维稳月底出现下跌，至下旬柳林低硫主焦报价4050，环比上月跌50元/吨；沙河驿蒙煤报价3795元/吨，环比下跌85元/吨，峰景矿硬焦煤报价424.25美元/吨，环比上月涨8美元/吨。内外价差方面，本月澳煤跟随上涨，澳中价差收窄，蒙中价差变化不大维稳。煤焦比方面，现货目前约为1，处于偏低位置，期货目前约为1.32，绝对值处于偏低位置。

图表 4：焦煤期货价格



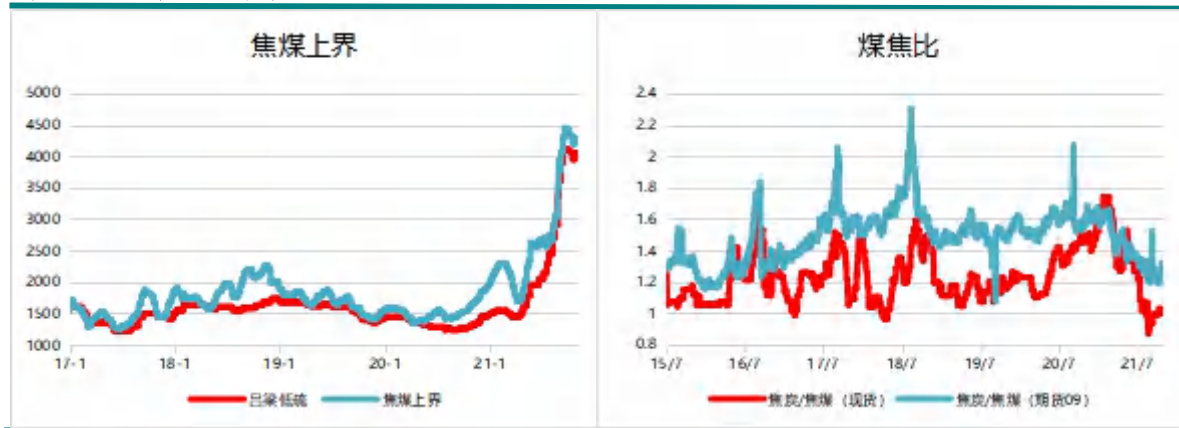
资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 5：焦煤期货价格与进口利润



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 6：焦煤区间与煤焦比



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

基差：

图表 7：煤焦主力 01 合约基差



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

基差方面，本月双焦基差再创历史新高。主要在于煤炭控价与管控煤企利润，盘面提



前大幅下跌，但现货反应较慢，给出较大贴水。

## 二、供应：去产能与采暖季限产焦化产量进一步下降，焦煤产量持稳

### 1) 国内

图表 8：焦炭产量



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

10月统计局口径焦炭产量3718.4万吨，环比下降6%，同比-8%。9月受山东以煤定产进一步执行到位影响，产量大幅下降。进入10月，临汾地区采暖季限产，进一步影响日产约1万吨，内蒙地区受疫情扰动，10月高频数据日产接近疫情初期水平。山西其他地区预计11月陆续开启秋冬季限产，汾阳地区将淘汰310万吨4.3m产能，焦化产量存在进一步下降可能。

图表 9：焦炭新增淘汰产能

2021年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
新增	966	378	455	534	609	278	215	145	290	411	471	782	5534
淘汰	396	220	343	352	0	0	60	0	255	556	100	769	3051
净增减	570	158	112	182	609	278	155	145	35	-146	371	13	2483
20年减量+净增	-1947	-1789	-1677	-1495	-886	-608	-453	-308	-273	-419	-47	-34	

资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

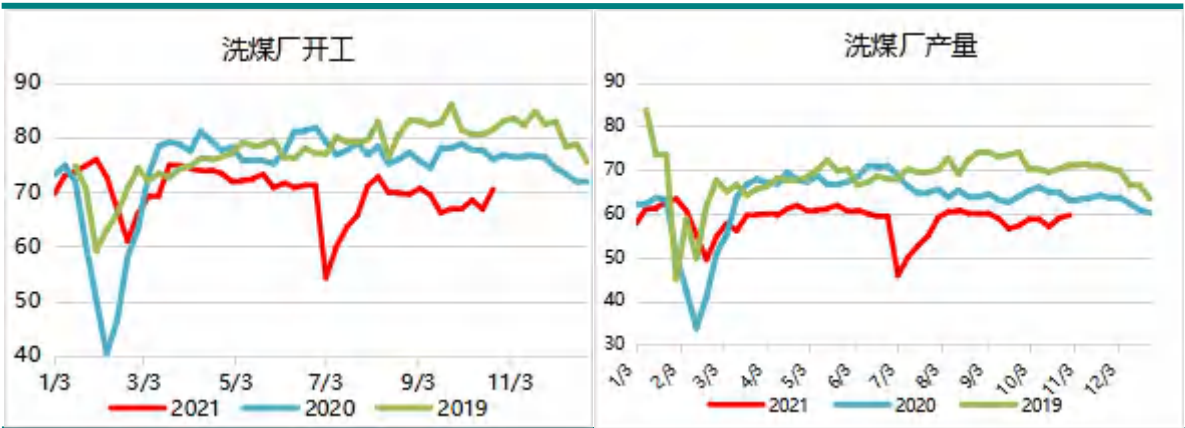
目前整个焦化产能投放方面不及预期，多数待投产能延后，预计至11月底整体产能才勉强补上去年底集中淘汰落后产能的缺口。

图表 10：焦煤与原煤产量



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 11：洗煤厂产量



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

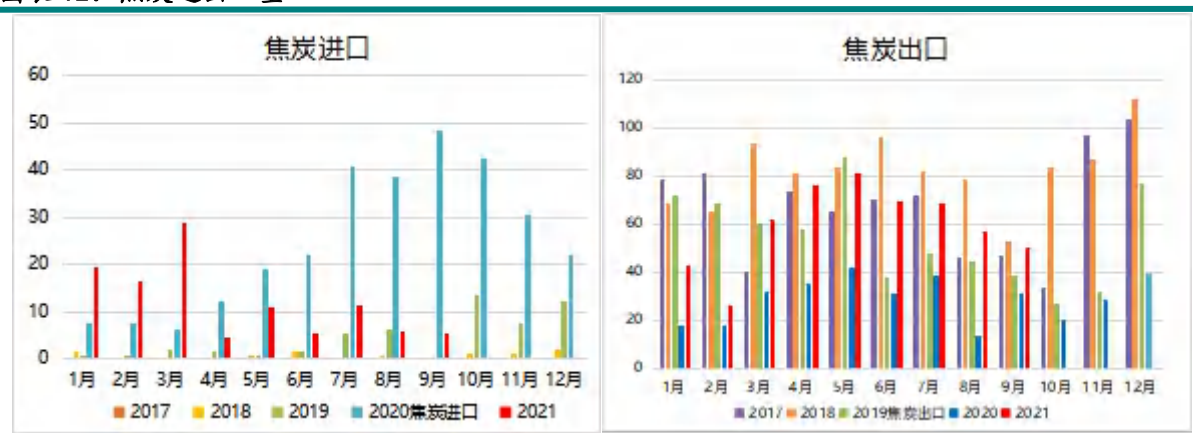
9月原煤产量33410万吨，环比降0.3%，-114.20万吨，同比增0.91%，302.5万吨；8月焦煤产量4175万吨，环比增8.2%，315万吨，同比降1.3%，-56万吨。

9月煤矿事故仍零星发生，整体产量继续受压制。且山东地区传出保供电厂抢占焦煤资源问题，山西地区同样抢占部分焦煤资源。进入10月后，保供仍在持续，煤炭整体产量继续回升，但仍以蒙古地区动力煤增量为主，焦煤并未有明显增量。不过动煤限价后，部分与动煤重叠的配焦煤预计回流，11月焦煤边际供给或有增量。

## 2) 进出口

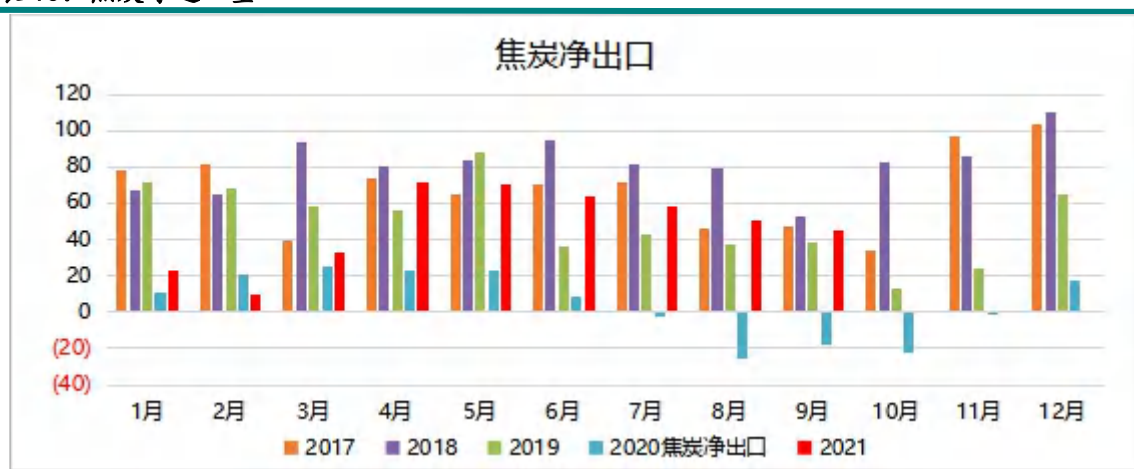
9月焦炭进出口量均小幅下降。净出口量44.7万吨，同比20年升62.1万吨，同比19年升6.2万吨。总量变化对供需影响较小。

图表 12: 焦炭进出口量



资料来源: wind, 钢联, 彭博, 新湖期货研究所

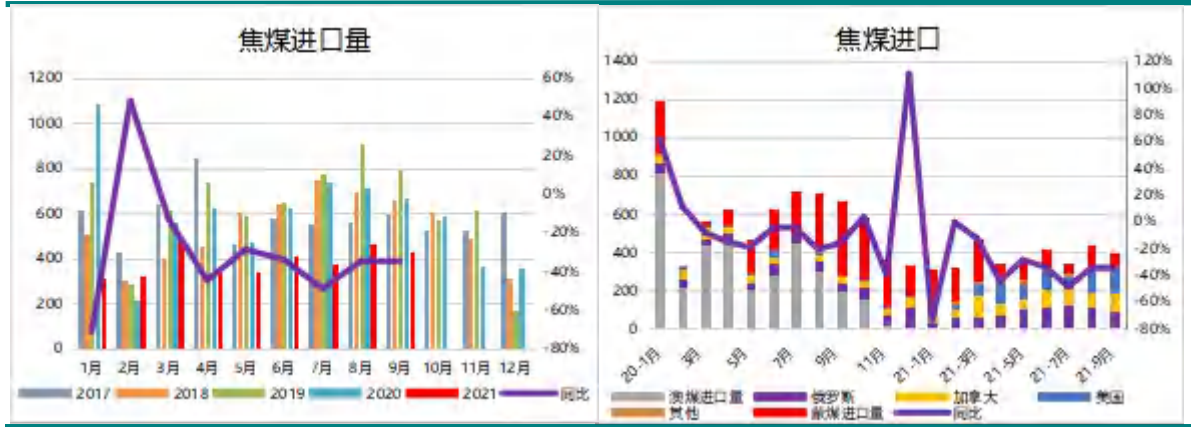
图表 13: 焦炭净进口量



资料来源: wind, 钢联, 彭博, 新湖期货研究所

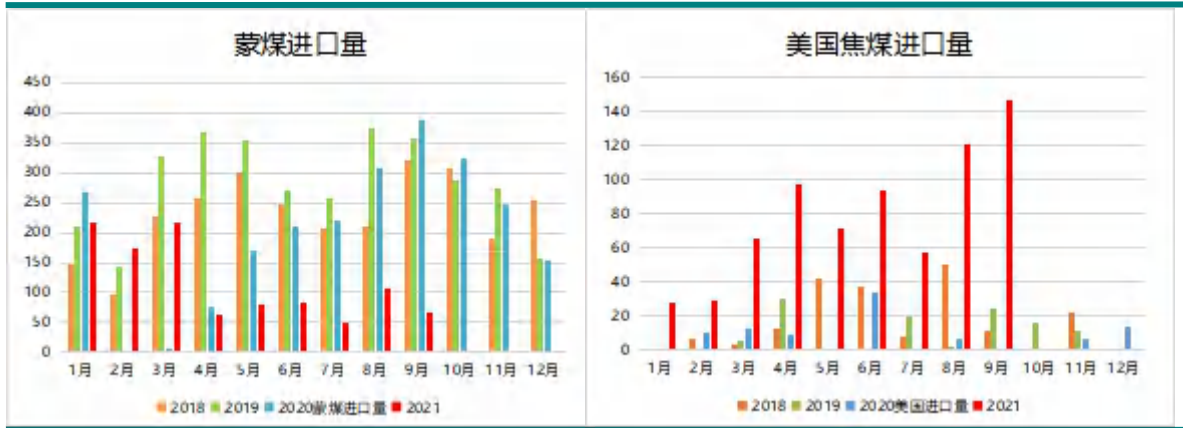
9月焦煤进口量435万吨, 环比降33万吨, 同比-35%, -237万吨; 1-9月焦煤累计进口3508万吨, 同比-41%, -2430万吨。结构上来看同比下降的主要原因还是在于澳煤与蒙煤进口量的萎缩。9月美国继续给予增量, 俄罗斯小幅下降, 加拿大进口维稳。10月海外煤炭呈现紧缺, 澳煤价格跟随上涨, 但主要紧缺资源为动力煤, 不过随着中国提产限价, 海外煤炭价格跟随回落。蒙古国发表声明表示中国冬奥前后疫情管控预计严格, 我国内蒙地区也传出疫情, 在冬奥结束前预计蒙煤贸易难恢复正常。本月下旬部分港口传出压港的澳洲焦煤允许通关, 目前部分货物已经入关, 积压的焦煤量约在500万吨左右, 预计将逐步流入市场, 短期焦煤供需或转为平衡或略宽松。不过电厂库存虽近期回升快速, 但同比仍偏低, 也存在有关部门调查囤积库存, 隐性库存显性化现象, 冬季仍需关注抢占焦煤现象是否再度发生。

图表 14：焦煤进出口量



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 15：蒙古国与俄罗斯焦煤进口量



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 16：蒙古疫情与甘其毛都口岸通关量



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所



### 3) 煤炭事故与调控事件

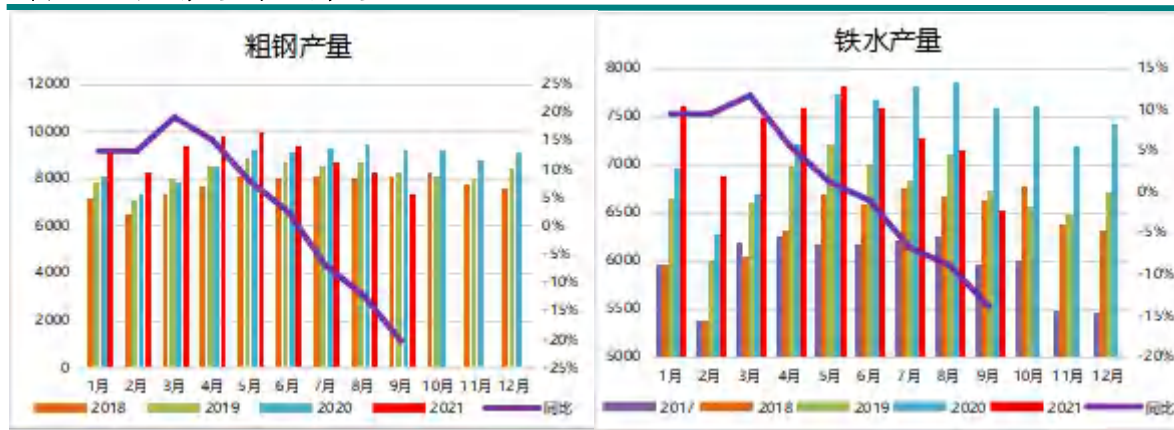
时间	事故
10月11日	陕煤彬长公司胡家河煤矿发生局部冒顶事故，4人死亡。
10月7日	准格尔旗永智煤矿发生机电事故，1人死亡。
10月7日	黑龙江七台河市发生矿难，三人罹难
时间	调控事件
10月13日	市场传宁波幻方量化公司100亿量化基金被管理层强行清盘，导致资金面波动。
10月13日	国家能源局副局长余兵13日说，10月份以来，全国电力供需紧张形势已经有所缓解。
10月13日	国家矿山安监局安全基础司司长孙庆国：预计四季度可增加煤炭产量5500万吨
10月15日	澳煤再度传出通关放行消息
10月15日	山西传出大面积限产50%的传言
10月17日	发改委在港口开展稳价会议
10月18日	矿山安监局：中国将释放超过2亿吨煤炭先进产能，以应对当前能源紧缺形势。
10月18日	甘其毛都蒙方煤炭通关专项行动方案指出，千方百计将煤车提高至600辆/日
10月19日	莆田海关依法退运16.44万吨氟含量超标的进口煤炭
10月19日	榆林市召开了四季度煤炭保供专题会议，民营企业不得超过1500元/吨
10月19日	国家发改委：将充分运用《价格法》规定的一切必要手段，研究对煤炭价格进行干预的具体措施
10月20日	国会会：依法打击煤炭市场炒作 合理控制城市夜景亮化。
10月20日	证监会发言人：坚决抑制过度投机，杜绝资本恶意炒作。
10月21日	国家能源集团煤炭经营公司、中煤集团、晋能控股集团和伊泰集团均做出动力煤保供稳价承诺。
10月21日	市场传G20峰会将降低碳排放目标。
10月22日	国家发改委召开专题会议研究制止煤炭企业牟取暴利的政策措施。
10月25日	发改委赴中央企业调研推动煤炭增产增供
10月25日	发改委：电厂供煤持续大于耗煤，存煤水平快速提升
10月26日	发改委价格司成立联合工作组，对国内具有全国性影响的煤炭价格指数，启动行为评估和合规性审查。
10月26日	国家发展改革委研究建立规范的煤炭市场价格形成机制引导煤炭价格长期稳定在合理区间
10月26日	国家发改委正研究将煤炭纳入制止牟取暴利的商品范围
10月26日	发改委：煤炭价格开启下降通道！
10月26日	国家有关部门严肃清查整顿违规存煤场所
10月27日	国家统计局：做好经济跨周期调节，稳定大宗商品价格，
10月27日	蒙古国外交部部长表示，直到2022年春天冬奥结束前中蒙两国之间不会自由通关。
10月27日	价格司于10月27日上午召开动力煤限价会议，进一步明确限价细节
10月27日	发改委价格司：10/26日下午召集各煤炭企业开展建立规范的煤炭市场价格机制会议。
10月27日	大商所：调整焦煤焦炭各合约当日开仓手数50手。
10月27日	传港口澳煤允许通关。
10月27日	国家发展改革委召开会议研究煤炭企业哄抬价格、牟取暴利的界定标准
10月28日	东北钢厂与广州港部分压港澳煤允许通关。
10月29日	国家发改委：煤炭生产成本大幅低于目前煤炭现货价格，煤炭价格存在继续回调空间。
10月29日	G-20公报草案：致力于大幅减少甲烷排放；将努力避免增加新的煤炭产能。

10月煤炭事故发生的较少。不过政策上打压煤炭价格的力度加大，11月19日晚间有关部门提出了以价格法限制煤炭价格后，整个煤炭系随即触顶回落，虽然前期对煤焦影响没有动力煤直接，但随后有关部门发出了调查市场煤炭价格，与制止煤炭企业牟取过高利润的言论，并且发言调控煤价的次数较为频繁，层级也提高，煤炭三兄弟一路大跌至今。目前最新的可能控价范围为港口价800元/吨左右，不过11月主流煤矿的长协价在800以上，短期控价落地概率下降。

### 三、需求：各地压减持续，铁水产量低位维稳

8月国内粗钢产量8324万吨，同比-12.24%；铁水产量7153万吨，同比-8.93%。1-8月粗钢累计产量7.3亿吨，同比升5.7%，增3946万吨；铁水累计产量5.94亿吨，同比升2.1%，增1200万吨。9-12月粗钢需同比压减约6600万吨，如按8月粗钢与铁水下降比例来看，下降1吨粗钢产量约需下降0.4吨铁水产量。那么落在铁水的压减量约为2640万吨。换算焦炭需求最少同比下降1188万吨，焦煤需求最少同比下降1580万吨。减量能很大程度缓解焦炭与焦煤的缺口。本月各地压减持续，且多地受能耗双控影响，压减略超市场预期，不过以高频铁水来看，钢厂仍有进一步减产空间。

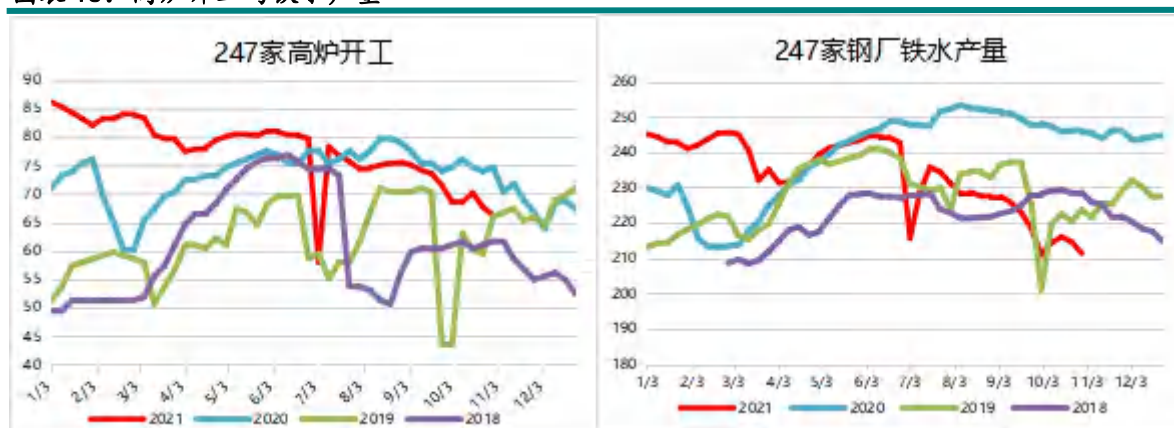
图表 17：粗钢产量与铁水产量



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

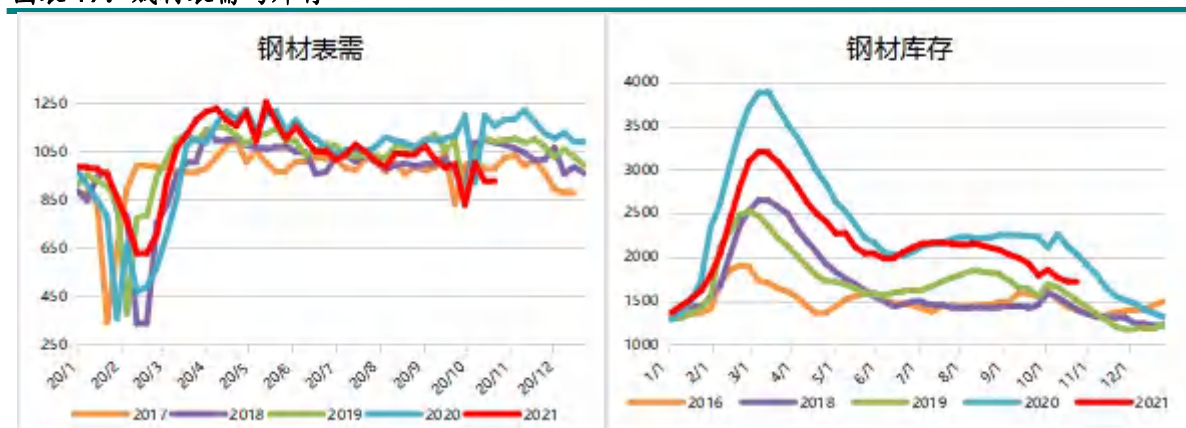
10月成材表需持续不及预期，虽疫情仍继续扰动市场，但主要原因仍在资金不足。最近公布的10月300城销售与拿地数据同样的不及预期，同比增长较上月更差。市场开始把矛盾由供给端转向了需求端。我们仍倾向于认为存量需求仍尚可，11月需求是否改善仍需关注资金面情况，不过今年预计为冷冬，需求季节性走弱或提前两周左右。受益于产量大幅下降，库存并未累积，但去化幅度同比低于去年，如后续未有改善11月存在累库风险，那么将不利于双焦后期修复过高贴水，且或打开进一步下跌空间。利润方面因钢价下跌，利润收缩，目前螺纹毛利约200，换算焦炭理论可上行空间约400，焦煤可上行空间约700。

图表 18: 高炉开工与铁水产量



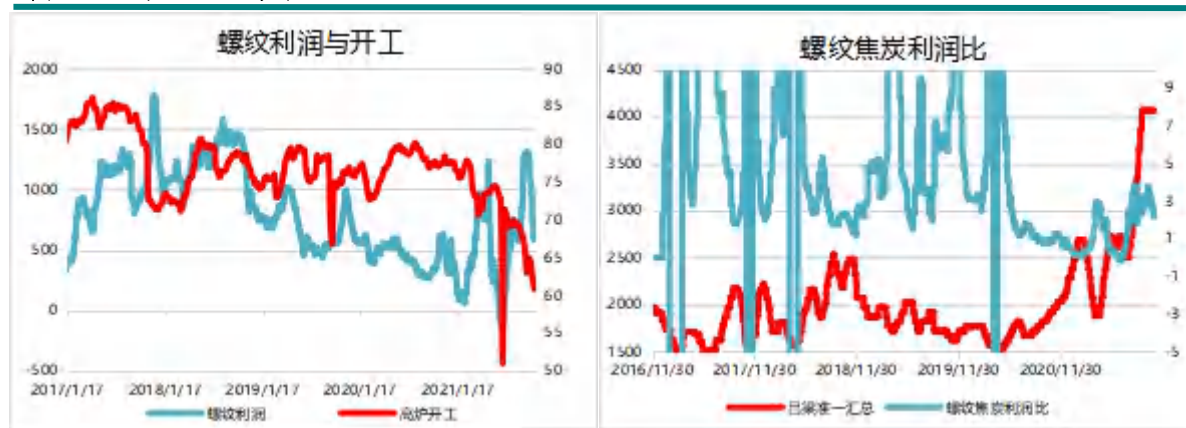
资料来源: wind, 钢联, 彭博, 新湖期货研究所

图表 19: 成材表需与库存



资料来源: wind, 钢联, 彭博, 新湖期货研究所

图表 20: 螺纹利润与开工



资料来源: wind, 钢联, 彭博, 新湖期货研究所



#### 四、库存：焦炭库存转降，焦煤库存持稳

截至10月下旬，焦企焦炭库存为120.78万吨，环比9月升49.82万吨，同比增42.42万吨；247家钢厂焦炭库存729.34万吨，环比降23.62万吨，同比降138.96万吨；港口焦炭库存127万吨，环比降21万吨，同比下降1.4万吨；加总库存为977.12，环比升7.2万吨。

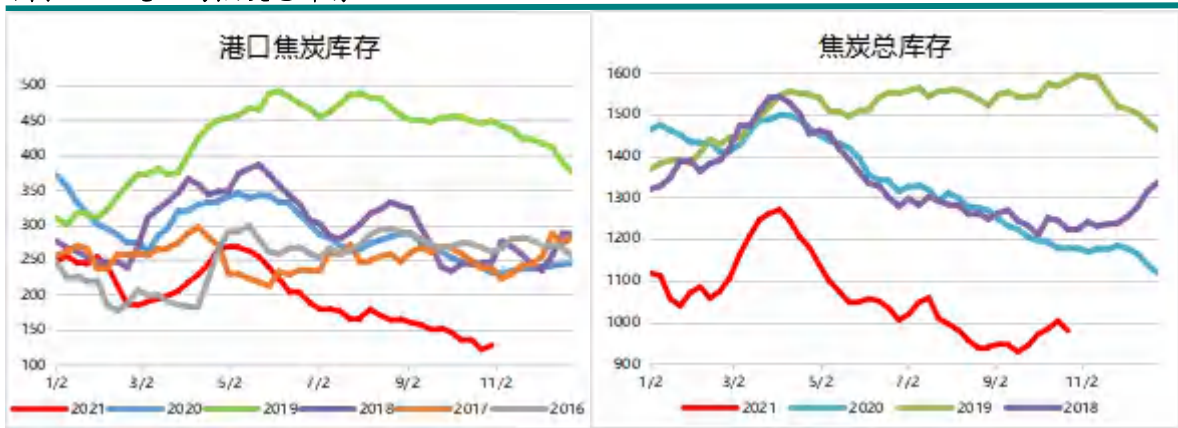
10月的焦炭供需双弱，并由略宽松转为略紧。核心在于焦企采暖季减产的逐步执行，11月后预计限产进一步转严，但转严空间也有限，焦炭或维持略偏紧态势，预计焦炭库存低位维稳。10月焦炭价格提涨失败主要原因在于期货下跌带动现货情绪走弱，贸易商恐慌抛出手头剩余货物，钢厂也放缓采购，意在等待时机打压焦炭价格。目前焦煤供需略转松，配煤大幅下跌，那么焦炭未处于特别紧缺下价格或适度回落，回落空间一方面取决于焦煤下跌幅度，另外取决于钢材表需变化情况。

图表 21：焦企、钢厂焦炭库存



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 22：港口与焦炭总库存

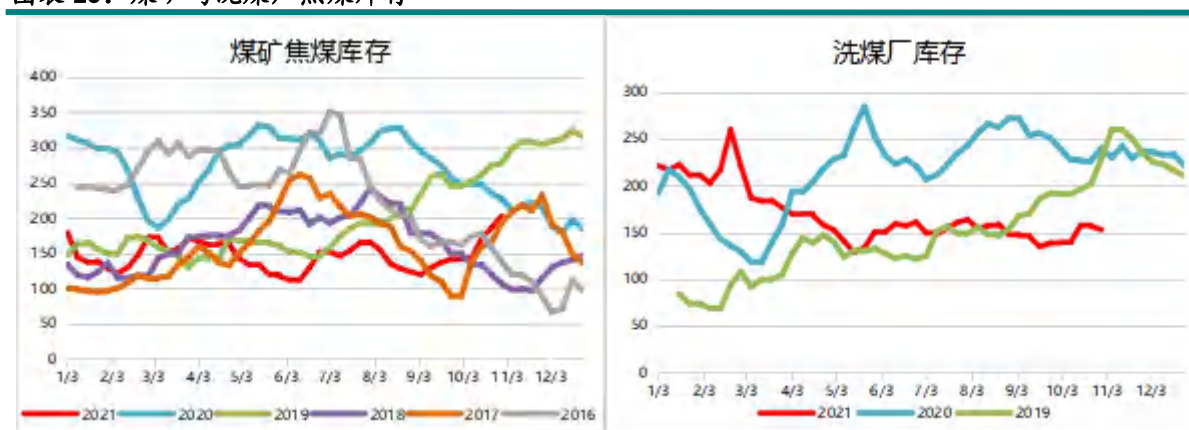


资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所



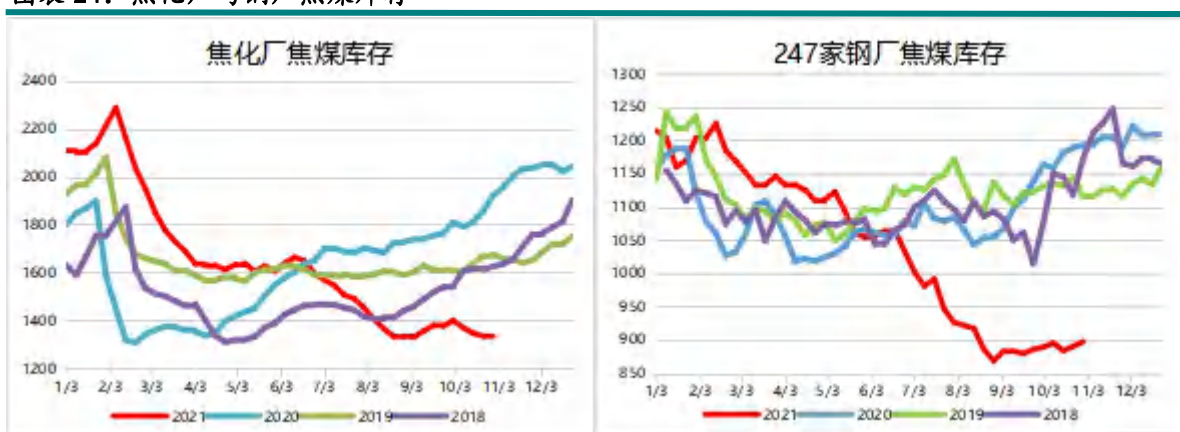
10月供给端维稳，需求端有所下降，总库存小幅累积，焦煤总量上看供需转为略偏松，但结构上主焦仍偏紧缺。11月如压港澳煤均顺利通关主焦供需或短期转向平衡略松。不过以往年数据看焦企已经缓步补库，补至11月中旬，跌价后焦企补库意愿将明显回升，除非对焦煤限价，供给增量影响会被采购需求提升部分对冲，以当前库存水平暂不看焦煤价格大幅回落。

图表 23：煤矿与洗煤厂焦煤库存



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 24：焦化厂与钢厂焦煤库存



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

图表 25：港口与焦煤加总库存



资料来源：wind，钢联，彭博，新湖期货研究所

## 五、行情展望

### 焦炭：

10月焦炭供需双弱，焦企限产略严，处于略微偏紧状态，但由于煤炭端政策限价，市场情绪差，贸易商甩货，成材需求也较差，提涨失败，焦企累库，价格转为下跌。往后看11月铁水日产预计维持210-215万吨区间，山西焦企开启采暖季限产，供需将维持偏紧态势。那么只要焦煤价格并非直接被限价，亦或是成材大幅累库导致高炉大减产，焦炭供需大幅转松。那么即便市场存在对于明年煤炭缓解与成材需求偏弱的预期，焦炭现货回落节奏与幅度也不会太快，冬季钢厂也需适度冬储。短线来看动力煤限价800虽未落实，但政策何时落地也难以猜测，情绪上仍带着双焦下探，不过11月随着情绪淡化，预计盘面将逐步回归基本面。在成本端未限价与成材需求未差至钢厂亏损减产前，预计随着时间推移，盘面或将适度修复贴水。中长线煤炭端供需预计改善，成材需求预计走弱，远月适合逢高做空。大贴水与极端行情建议观望。

### 焦煤：

10月虽然焦煤供需有所改善，但主要下行逻辑在于有关部门频繁干预煤炭价格。进入11月后我们预计在压港澳煤逐步通关下，焦煤供需紧缺或持续改善，同时焦企存在冬季补库需求，刚性供需或转松，但采销供需或持稳。除非行政限价与成材亏损进一步减产，主焦煤价格回落程度较难如盘面般巨大，随着时间的推移或略微修复过高的贴水，以现货价格下跌与盘面上行修复基差，现货下跌幅度或大于盘面反弹力度。政策不明下近月焦煤操作意义不大。远月来看，压港澳煤集中释放后，进口预计回到低位，明年年中前焦煤或回到略紧状态，但随着冬季动煤旺季过去煤炭整体紧缺将进一步改善，焦煤价格或跟随焦炭波动，略强于焦炭，成材需求较差下也同样适合逢高做空。大贴水与极端行情建议观望。

## 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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

## 能源化工集体走弱

### 要点:

施潇涵 (LLDPE、PP)

执业资格证号: F3047765

投资咨询号: Z0013647

邮箱: shixiaohan@xhqh.net.cn

姚瑶 (甲醇)

执业资格号: F0281764

投资咨询资格号: Z0011379

电话: 0571-87782185

E-mail: yaoyao@xinhua.cn

严丽丽 (原油、沥青)

执业资格号: F3030757

投资咨询号: Z0015062

电话: 021-22155621

E-mail: yanlili@xhqh.net.cn

王博艺 (PVC)

执业资格证号: F3062089

投资咨询号: Z0014758

电话: 13366558807

E-mail: wangboyi@xhqh.net.cn

薛扬名 (燃料油、LPG)

执业资格证号: F3064187

投资咨询号: Z0016627

电话: 17317169279

E-mail: xueyangming@xhqh.net.cn

陈曦 (PTA、MEG、PF)

执业资格号: F3065571

投资咨询号: Z0016674

电话: 0571-87782161

E-mail: chenxi@xhqh.net.cn

- **原油:** 需求端, 11月中上旬美国仍然处于消费淡季, 下旬开始馏分油消费有望进入旺季; 中国2021年全年配额已发放, 目前主营炼厂正在积极保供汽柴油; 印度柴油消费有所好转, 原油使用国都在施压增产, 全球油品库存均较低。短期油价震荡为主, 重点关注4号会议结果、美伊谈判进展以及宏观消息的扰动。
- **沥青:** 11月为了保供柴油, 炼厂积极转产焦化料, 大幅缩减沥青产量至220万吨左右。需求端, 随着气温下降, 中下旬需求或进一步走弱。短期来看, 裂解价差或走强。重点关注原油价格变化。
- **燃料油:** 中重质油品产量增加、发电边际转变、柴油支撑低硫, 前期头寸低高硫价差多单已有较大盈利, 但真正进入冬季后, 冷冬、发电等预期将进入验证期, 为避免波动, 可考虑逐步减仓; 若有回调, 可考虑做多低硫燃油裂解价差。
- **LPG:** 气温下降LPG民用需求有望提升, 化工需求也有改善空间。尽管目前冷冬旺季、天然气以及原油等能源价格高位、低库存、低内外价差以及高基差, 对LPG有所支撑, 但内盘受关联品种影响较大, 且能源炒作有进一步降温风险, 未来预期偏弱, 建议观望。
- **甲醇:** 11月甲醇进口预期偏低, 国内产量预计下降, 总供应同比增速预计继续下降。11月下旬需求有一定回升空间。港口库存水平在同比偏低位置。基本面预期尚可, 但成本支撑减弱, 预计后期甲醇价格走势区间震荡。
- **LL/PP:** PE/PP供应增加, 需求转弱, 库存去化情况不佳, 但是随着下游限电的继续放松以及原料价格的回落, 下游可能有一定的补库需求, 成本端目前仍有支撑, 预计11月价格区间震荡, 操作建议短期暂时观望, 等待煤炭企稳。



- **PVC:** PVC 生产成本高企，大幅亏损状态需要恢复。电石仍受能耗双控和限电影响，价格处于高位；下游需求在过去几个月处于刚需状态，对价格的弹性有限，PVC 价格下跌使下游利润恢复，需求或有提升。所以 PVC 生产亏损更可能通过 PVC 价格上涨恢复，但在整体市场环境偏弱，以及需求即将进入淡季的情况下，PVC 价格恢复上涨较为困难，需要时间。
- **苯乙烯:** 产能大增，而下游需求未有明显提升，苯乙烯处于供应相对过剩的状态，非一体化装置利润稳定在-500 至-800 之间的水平，令非一体化装置处在亏损的边缘，苯乙烯价格跟随成本波动。苯乙烯供应受利润调节，而需求受限电缓解影响由前期的偏弱转为偏多，因此苯乙烯价格处于矛盾状态，相对偏多，但没有显著趋势。
- **PTA:** 动力煤的下跌带动了化工板块下跌，TA 的高加工费以及限电放松使 TA 的供应快速恢复，11 月转变为累库格局，基差也贴近无风险套利区间。现阶段成本支撑依然强劲，但是由于供需关系转变上行动力不足，预计维持震荡。后续等待下游负荷恢复，以及终端补库带来的需求回暖，近期暂时观望。
- **MEG:** EG 波动剧烈，主要原因在于成本端的波动。动力煤受到宏观影响连续跌停，EG 因为前期成本炒作也跟随下跌。目前 EG 的风险点除了动力煤以外，还有港口处的浮仓。下游 EG 的备货已经处于同期的中高位置，后续上涨除了成本支撑以外还需要下游的需求配合。目前建议暂时观望。
- **短纤:** 短纤下跌大于 TA，原因在于前期涨幅较大多头获利平仓。目前能耗双控有放松的趋势，但是下游恢复慢于上游，且织造端由于原料成本上涨，染厂价格上调的原因，购买力有所下降。近期短纤产销平淡，下游持观望态度。短纤利润目前还处在较低水平，后期有修复预期，建议做多短纤利润。
- **天然橡胶:** 旺产季库存未有累积，当前天然现货相对乏力，合成橡胶升水天胶幅度偏大对天胶有一定支撑。建议期价升水偏低时逢低买入，后期价格上限看现货中枢。
- **尿素:** 尿素下游需求一般，需关注后期冬储情况和旺季前备货需求情况。上游供应有季节性下降预期，但成本支撑弱化。总体来看，短期供求预期一般。中长期有环保因素、冬储和下游旺季支撑，建议关注 5-9 正套。

## 油价短期震荡为主，关注 OPEC+会议及宏观消息扰动

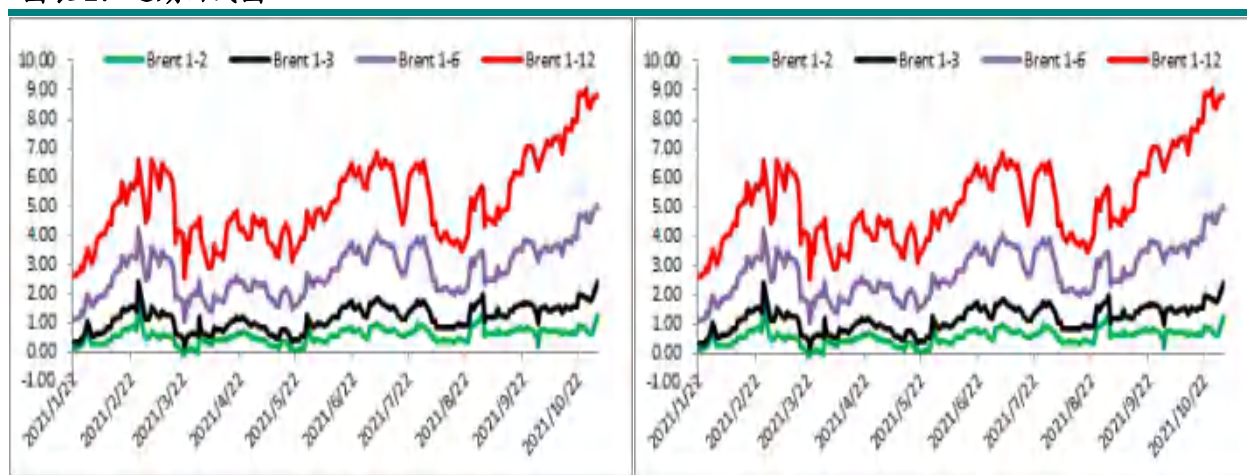
### 一、行情回顾

图表 1：油价走势图



来源：wind 新湖期货研究所

图表 2：远期曲线图

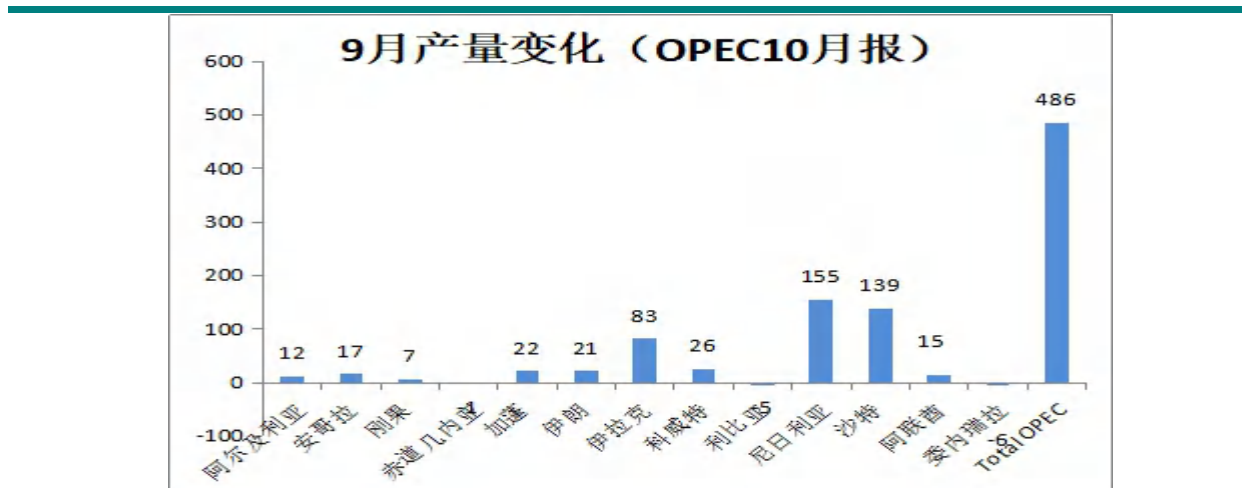


来源：Wind 新湖期货研究所

整个 10 月，油价开启了一轮逆季节性上涨，WTI 涨幅最大，达 11.4%，Brent 涨幅 7.5%，SC 涨幅最小，4.8%。国庆期间，欧洲天然气价格大幅上涨，节后煤炭价格也持续创新高，在全球能源商品均低库存背景下，原油开始讲述需求替代的故事，预计今年冷冬因能源商品短缺或带来 50-100 万桶/日的需求增量。盘中 Brent 最高达 86.1 美元/桶，WTI 最高达 85.1 美元/桶。进入中下旬后，煤炭因国内政策干预及需求不及预期，价格持续下跌，“北溪 2 号”的开启也为天然气降温，大都数工业品出现了明显的回调。但是，原油价格仍然较为抗跌，仅出现了小幅回调。同时，近期月差持续走强。

## 二、11月 OPEC+继续增产 40 万桶/日，关注 4 日会议结果

图表 3：OPEC 原油产量



来源：OPEC 月报 新湖期货研究所

OPEC 10 月报显示，OPEC 9 月产量环比增加 48.6 万桶/日至 2732.8 万桶/日。增量较大的主要尼日利亚和沙特。尼日利亚产量环比增加 15.5 万桶/日至 145.1 万桶/日，沙特产量环比增加 13.9 万桶/日至 967.8 万桶/日。伊拉克产量环比增加 8.3 万桶/日至 413.9 万桶/日，科威特产量环比增加 2.6 万桶/日至 246.8 万桶/日，伊朗产量环比增加 2.1 万桶/日至 250.3 万桶/日，其余国家产量变化不大。

目前，OPEC+会议临近，原油使用大国如美国、中国及印度期望 OPEC+能够积极增产，而 OPEC+主要产油国并没有额外增产的计划，具体需关注会议结果。

## 三、页岩油增速缓慢

EIA 月报显示，7 月美国原油产量 1130 万桶/日，预计受到飓风影响 9 月产量将降至 1060 万桶/日，10 月再次增至 1100 万桶/日，而 12 月将增至 1130 万桶/日。预计 2021 年美国原油平均产量为 1100 万桶/日，2022 年由于页岩油产量增加原油产量将增至 1170 万桶/日。预计墨西哥湾海上油田四季度产量为 150 万桶/日，较上月值下调 20 万桶/日，主要由于 SHELL 的钻井平台受飓风艾达破坏，或在年底前恢复。

10 月 22 日当周，美国原油产量 1130 万桶/日，持稳于上一周；11 月 29 日当周，美国钻井机数 444 座，较四周前增加 16 座。

EIA 钻机效率报告称，美国 11 月页岩油产量将环比增加 7.6 万桶/日至 821.8 万桶/日，

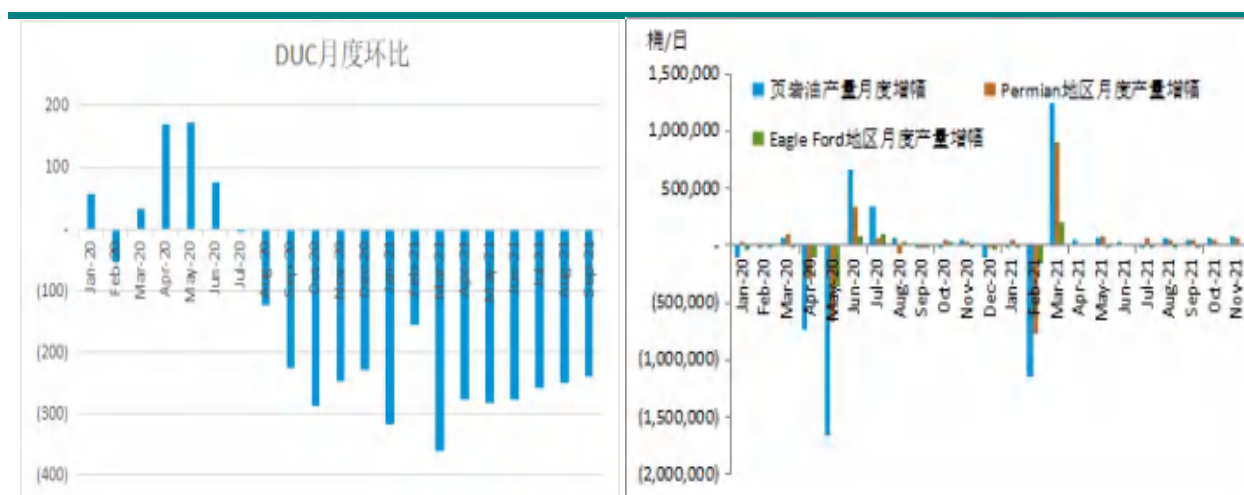
增量主要来自于 PERMIAN 地区，其产量环比增加 6.2 万桶/日至 488.8 万桶/日。目前，美国页岩油产量增长仍主要 DUC 贡献，其数值仍在持续下降中，截止 2021 年 9 月，DUC 为 5385 座，环比减少 241 座，PERMIAN 地区也降至 1869 座。另外，今年严格的资本开支纪律，预计美国页岩油增速仍较为缓慢。

图表 4：美国石油钻井机数及美国原油产量



来源：EIA 彭博 新湖期货研究所

图表 5：DUC 月度环比变化及页岩油产量增幅



来源：EIA 新湖期货研究所

#### 四、美国即将进入消费淡季，中国环比稍有好转，关注第四批配额发放



图表 6: 全美产能利用率

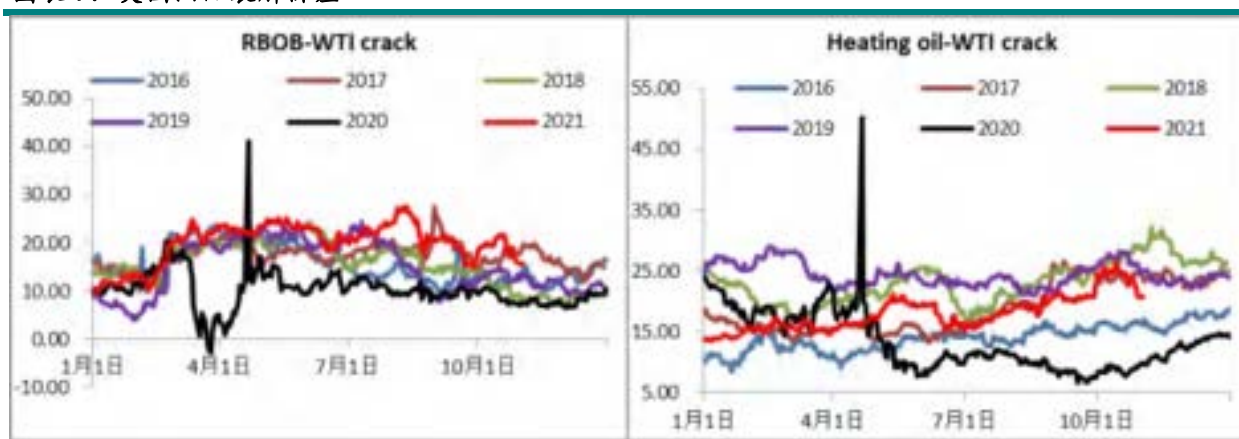


来源: 彭博 新湖期货研究所

10月-11月中上旬是美国消费淡季, 预计下旬进入馏分油消费旺季。目前美国炼厂开工逐渐下滑, 10月22日当周, 美国炼厂开工为85.1%。汽油隐含需求932.3万桶/日, 馏分油隐含需求386.9万桶/日, 汽油裂解价差已明显走弱, 汽油消费仍将进一步走弱。目前, 美国库存普遍偏低, 汽油、馏分油及库欣库存均偏低。

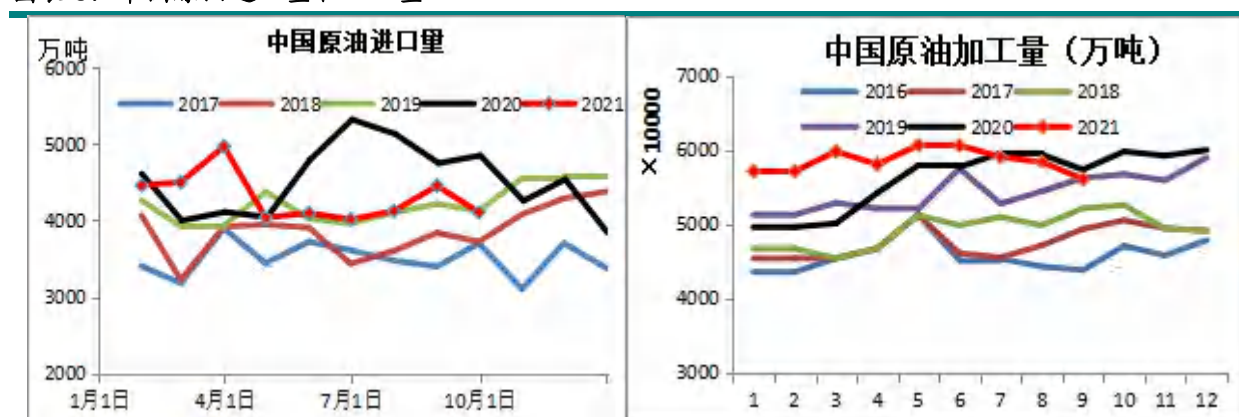
EIA月报预计今年冬天美国家庭所有取暖燃料的平均支出将会大幅增加, 主要是燃料成本高且由于今年冷冬能耗也会更多。根据美国国家海洋和大气管理局的气温预测, 与去年冬季相比, 预计丙烷、取暖油、天然气及电力分别增加54%、43%、30%及6%。美国近一半左右的家庭使用天然气取暖, 预计其支出将增加30%, 如果气温低于预测温度10%, 则支出增加50%, 如果气温高于预测温度10%, 则支出增加22%; 41%的美国家庭使用电力取暖, 在较冷的冬天支出将增加6%-15%, 在较温暖的冬天支出增加10%; 5%的美国家庭使用丙烷取暖, 预计在较冷的冬天支出将增加54%-94%, 在较温暖的冬天支出增加29%; 4%的美国家庭使用取暖油取暖, 预计在较冷的冬天支出将增加43%-59%, 在较温暖的冬天支出增加30%。

图表 7: 美国油品裂解价差



来源: 彭博 新湖期货研究所

图表 8: 中国原油进口量和加工量



来源: 海关总署 新湖期货研究所

**中国积极保供汽柴油。**9月原油进口量4105万吨,环比减少348万吨或7.81%。1-9月累计进口原油3.874亿吨,同比减少6.8%。9月原油加工量5607.4万吨,环比减少230.6万吨或3.95%。1-9月累计加工原油5.27亿吨,同比增加6.36%。成品油方面,9月汽油产量1295.7万吨,柴油产量1291.5万吨,煤油产量307万吨,成品油总产量2894.2万吨,环比减少1.53%,柴汽比小幅增加至1左右,但仍然偏低。

10月国内汽柴油价格大幅上涨,最根本的原因是加工量下滑导致旺季需求时供应反而相对偏紧,尤其是柴油,一方面,下游积极主动补库,户外工程开工也有所支撑,另一方面,部分地区因限电影响,存有柴油发电需求,汽油方面,总体来说,偏刚需。因此,10月汽柴油价格出现了罕见的大幅上涨,柴油涨幅高达2000余元/吨,汽油涨幅达1400元/吨,进入下旬后主营炼厂中石化中石油纷纷出台11月保供排产计划,汽柴油价格也显著回落。

图表 9：山东地炼汽柴油价格



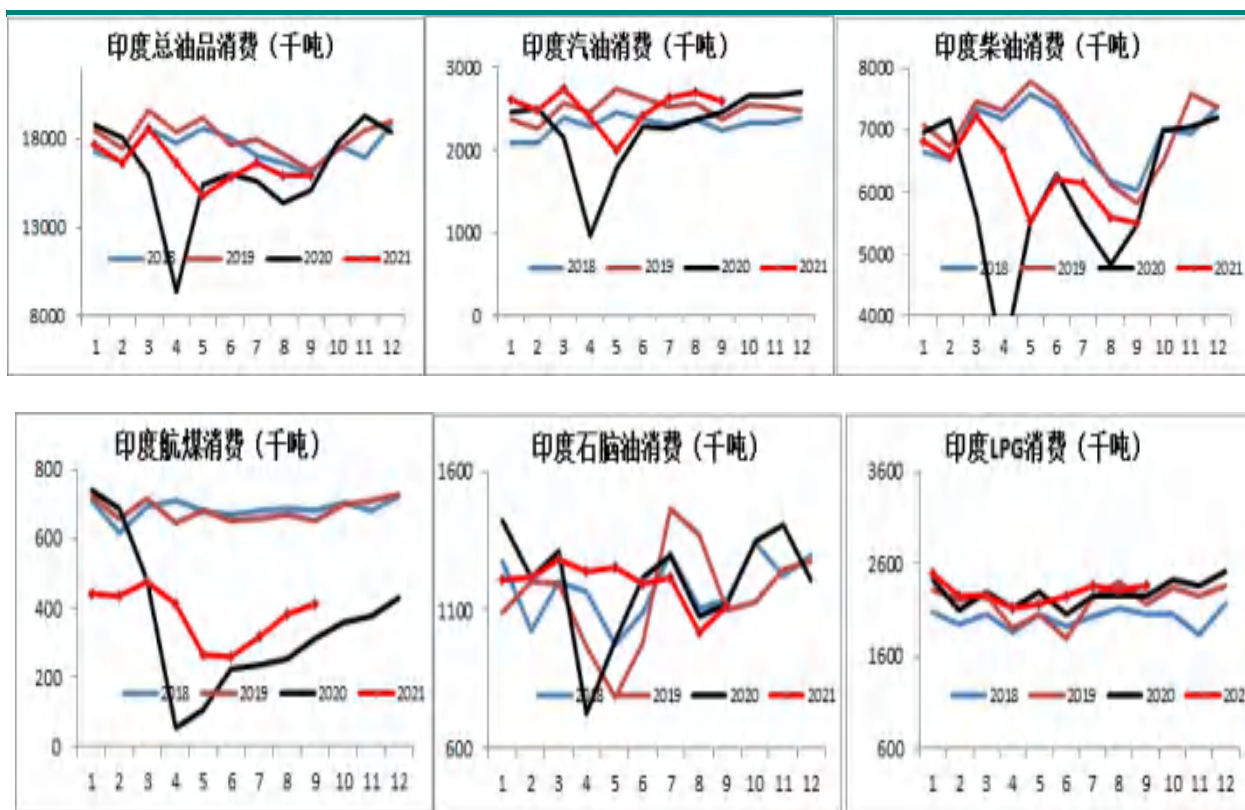
来源：海关总署 新湖期货研究所

10月15日，第四批原油非国营贸易进口允许量最终下发，额度共计1489万吨，叠加前三批16225万吨配额，2021年全年共下发17714万吨。紧接着，10月25日，浙石化最新获批1200万吨原油进口配额，叠加前四批17714万吨配额，2021年全年原油非国营进口允许量增至18914万吨，同比去年总量18455万吨增加459万吨或2.5%，远低于去年年底公布的今年预计值。

**印度柴油消费反弹。**9月油品消费1591.8万吨，同比增加5.21%，环比增加0.05%，仍然偏弱。其中，汽油消费259.8万吨，同比增加6%，环比减少3.52%；柴油消费551.2万吨，同比增加0.46%，环比减少1.66%；航煤消费40.9万吨，同比增加30.47%，环比增加7.73%。

据彭博信息称，近期印度柴油消费反弹，10月上半月印度三大零售商销售了241万吨柴油，仅比2019年低0.9%，环比增加14.5%。通常来说，印度10月和11月，对于使用柴油的卡车来说，是个较为繁忙的季节，主要由于学校重新开学并且农作物收割，增加工业燃料消费。印度柴油消费约占总油品消费的40%，其消费反弹必然带来炼厂开工增加和原油进口量的增加。因此，预计短期印度消费尚可。

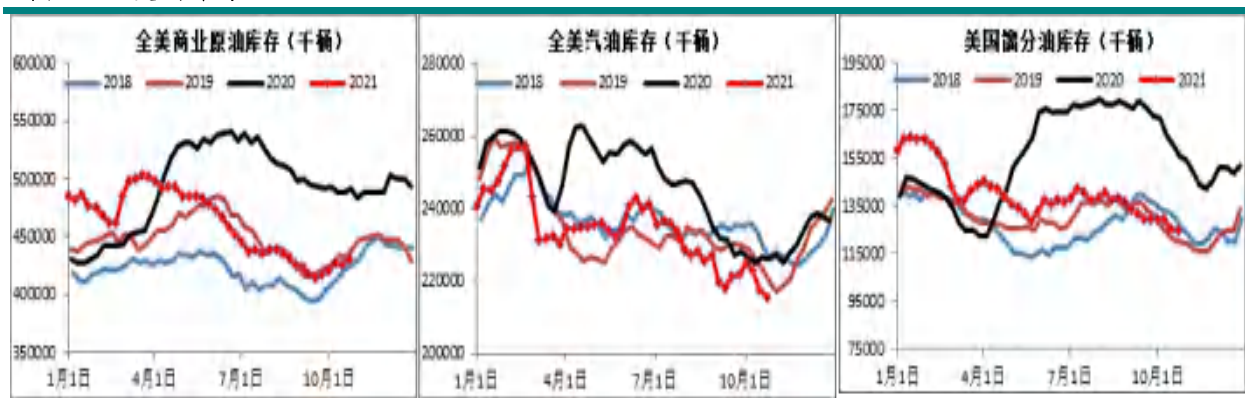
图表 10: 印度油品消费



来源: EIA 新湖期货研究所

## 五、9月库存或持稳

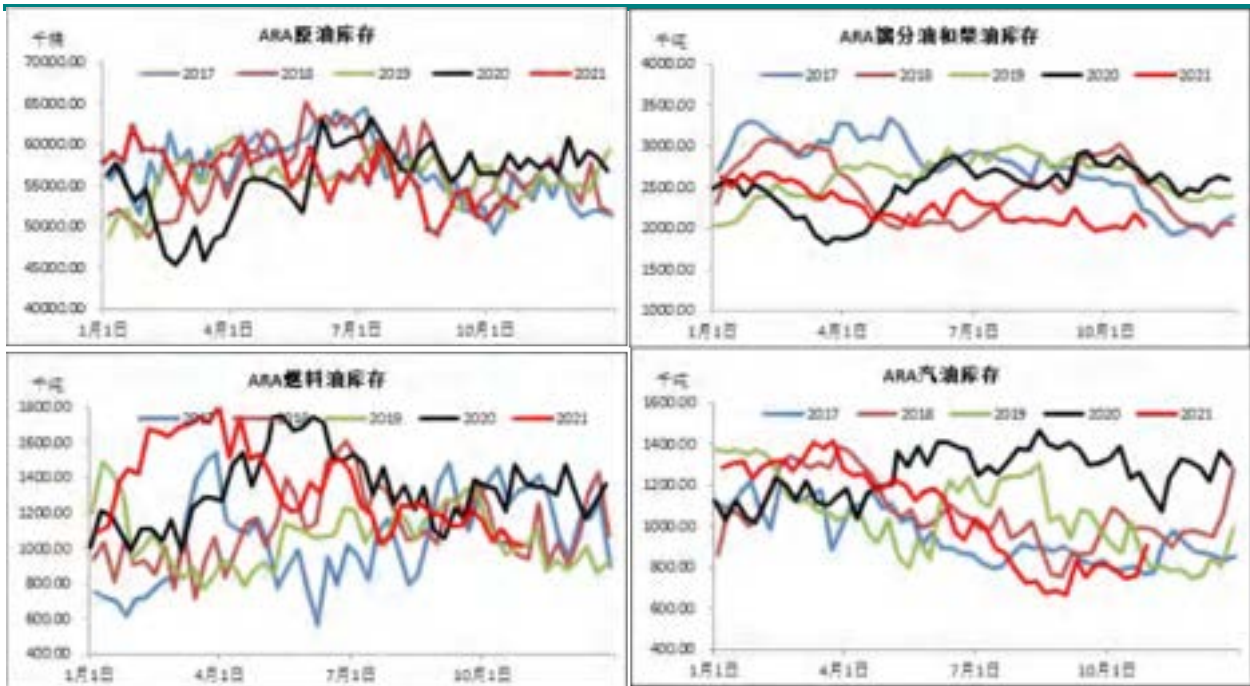
图表 11: 美国库存



来源: 彭博 新湖期货研究所

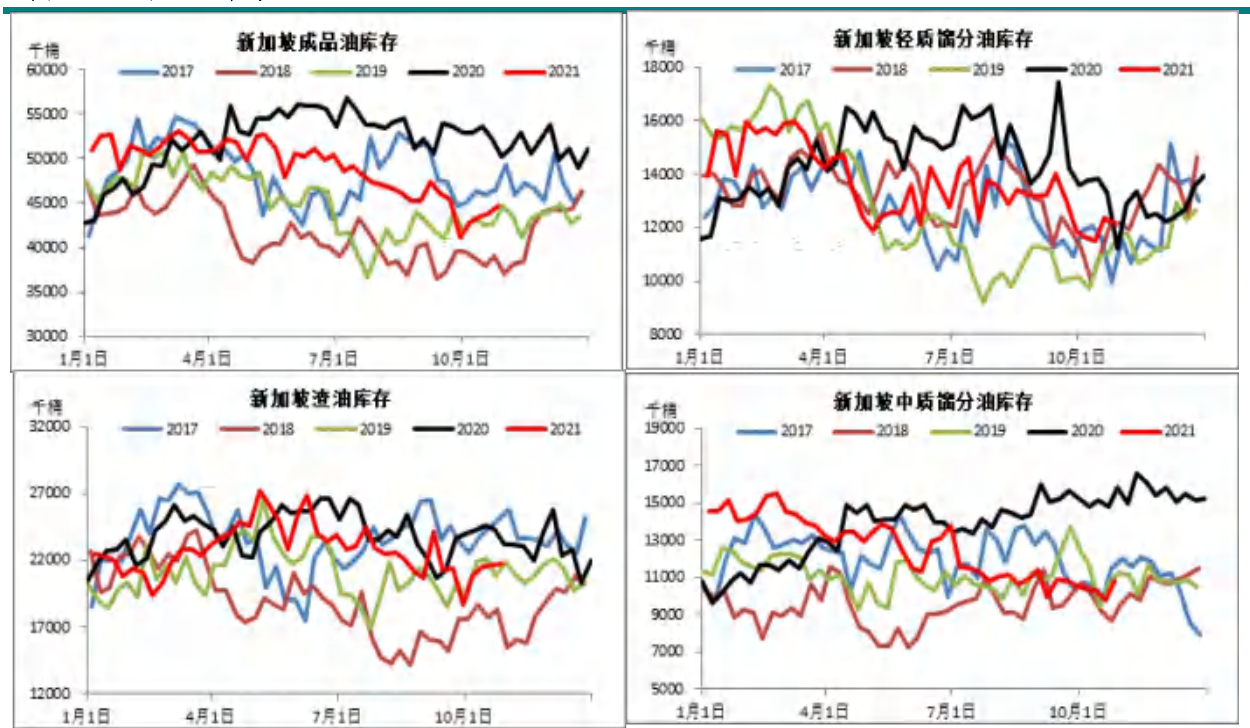


图表 12: ARA 地区库存



来源: 彭博 新湖期货研究所

图表 13: 新加坡库存



来源: 彭博 新湖期货研究所

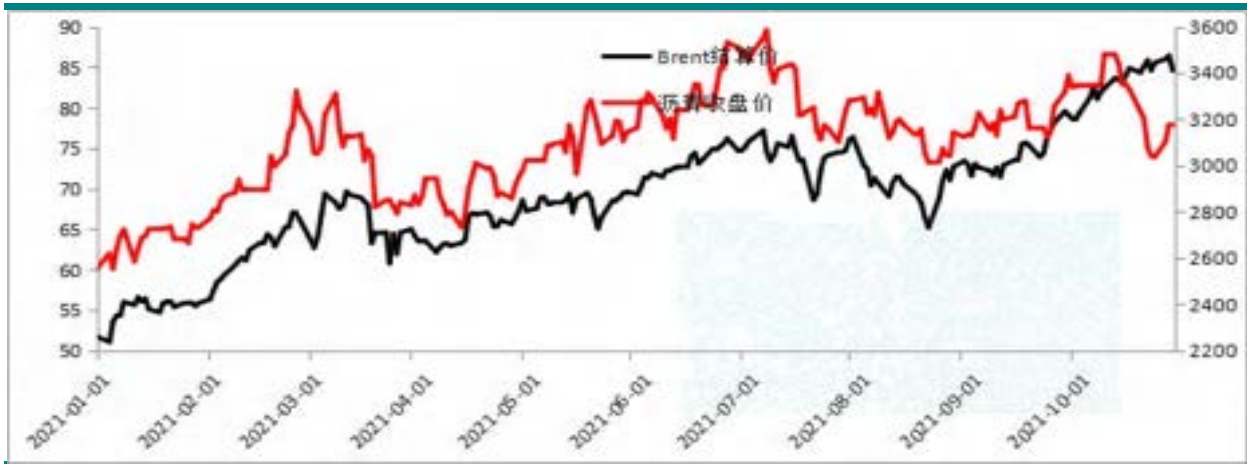
## 六、后市展望

目前，需求端，11月中上旬美国仍然处于消费淡季，下旬开始馏分油消费有望进入旺季；中国2021年全年配额已发放，目前主营炼厂正在积极保供汽柴油；印度柴油消费有所好转。供应端，OPEC+正在执行40万桶/日的增产计划，下一次会议将于11月4日召开，市场预期仍按40万桶/日的产量增产，但是原油使用国都在施压增产，关注4号产量会议结果；美国页岩油增速缓慢。库存方面，全球油品库存均较低。短期油价震荡为主，重点关注4号会议结果、美伊谈判进展以及宏观消息的扰动。

## 11月供应大幅缩减，短期沥青裂解价差或走强

### 一、期货行情回顾

图表 1：月度价格走势



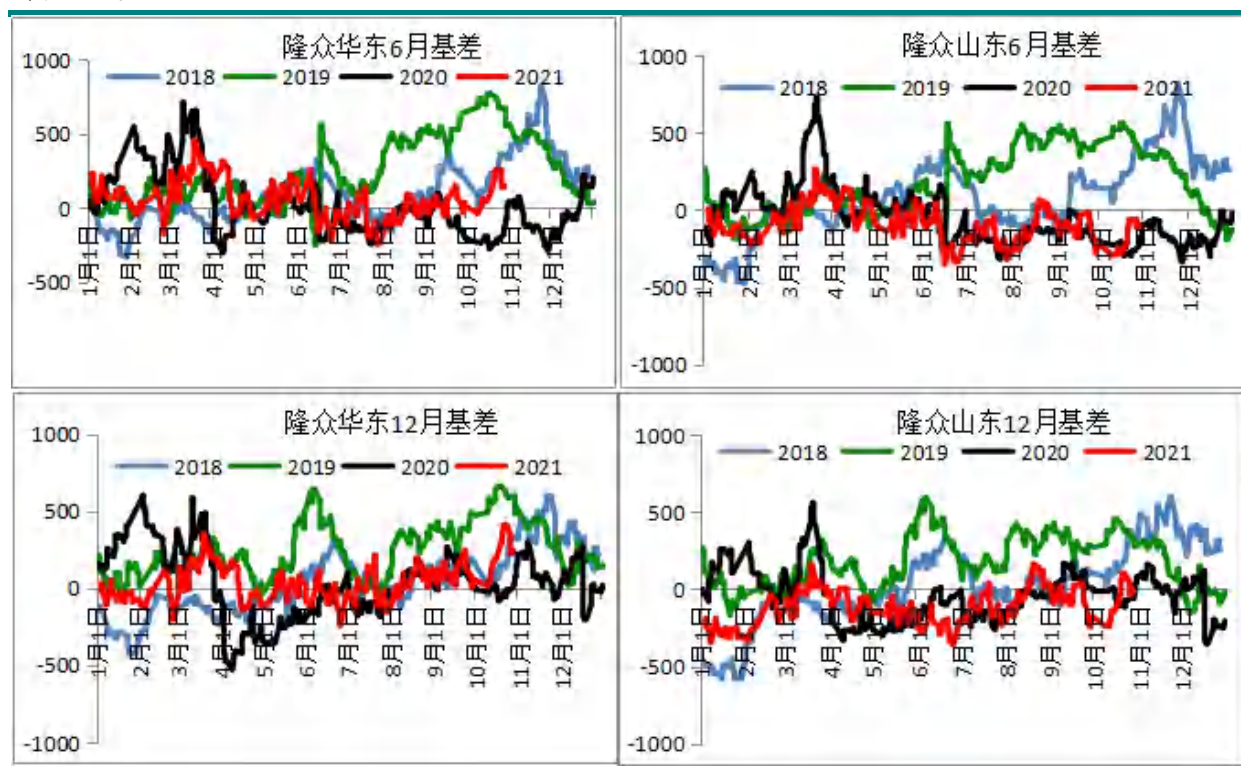
来源：Wind 新湖期货研究所

10月上旬和中旬，原油在其它能源商品带动下，且自身基本面尚可，价格震荡上行，盘中布油突破86美元/桶。月下旬，煤炭价格受国家政策影响及终端需求不及预期，大幅下跌，与此同时，带动煤化工、有色等品种出现了明显的回调，油价似乎也回到了基本面交易的逻辑，近两日出现明显回调。盘面沥青在现货需求不及预期时，月中上旬大幅下跌，进入下旬后，随着供应的进一步收缩，且炼厂出货有所改善，价格出现小幅反弹。截止10月28日，Bu 2112收于3200元/吨，月度跌幅4.36%。12-6价差月中旬大幅走弱至-180元/吨，近期随着炼厂出货好转，又走强至-80元/吨左右。

10月是传统的“金九银十”消费旺季，但仍受制于资金、天气及环保等因素，全国道路需求改善有限。北方地区，东北地区道路沥青处于收尾阶段，船燃及焦化需求尚可；山东地区需求一般，且月中旬受环保检查影响，炼厂出货受限，进入下旬后，随着区内供应收缩且需求环比有所好转，部分炼厂出货出现排队现象；华东地区主力炼厂间歇生产，终端需求一般，且受山东低价资源影响较大；华南地区需求也较为一般。库存方面，炼厂库存及社会库均出现一定程度的去库，主要发生在月下旬，山东地区厂库明显去库。

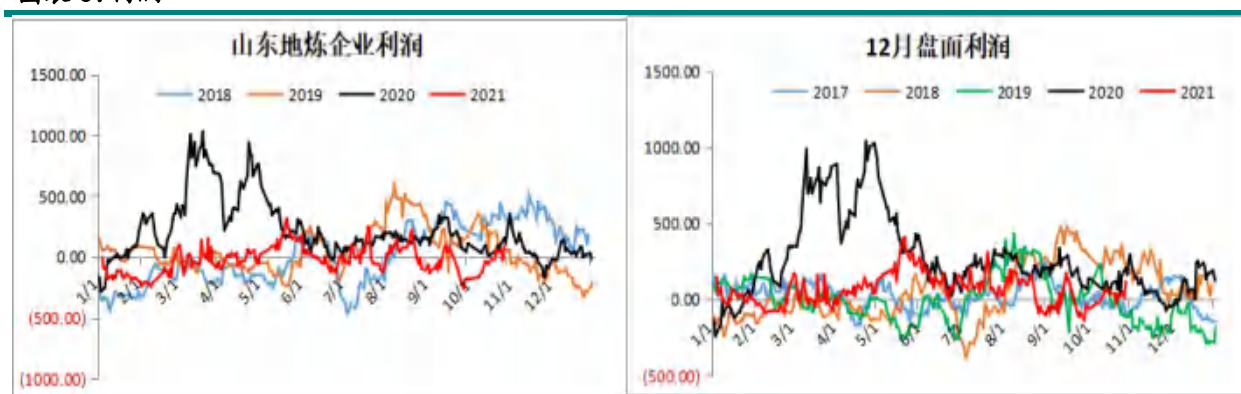
### 二、价差

图表 2: 基差



来源: 隆众资讯 新湖期货研究所

图表 3: 利润



来源: 百川资讯 WIND 新湖期货研究所



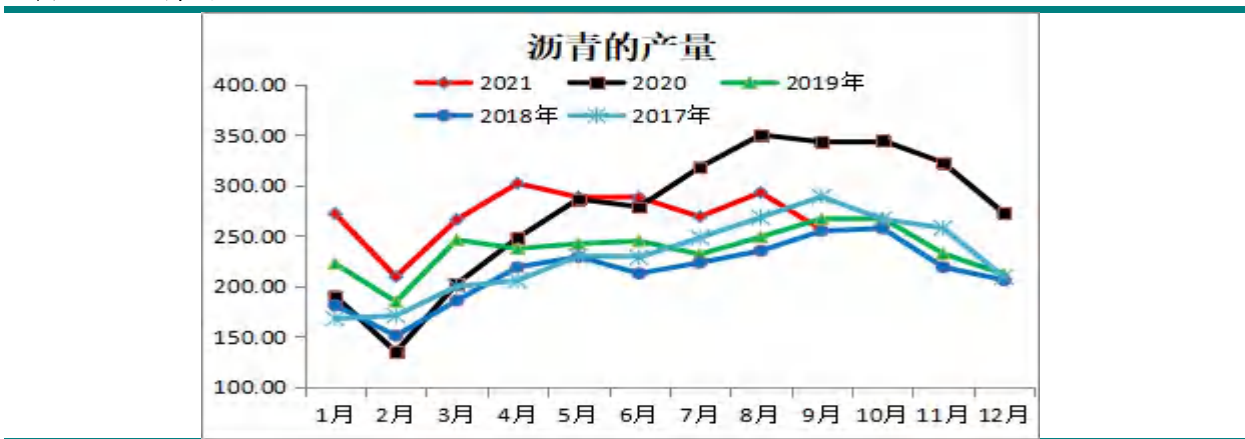
图表 4: 价差



来源：百川资讯 WIND 新湖期货研究所

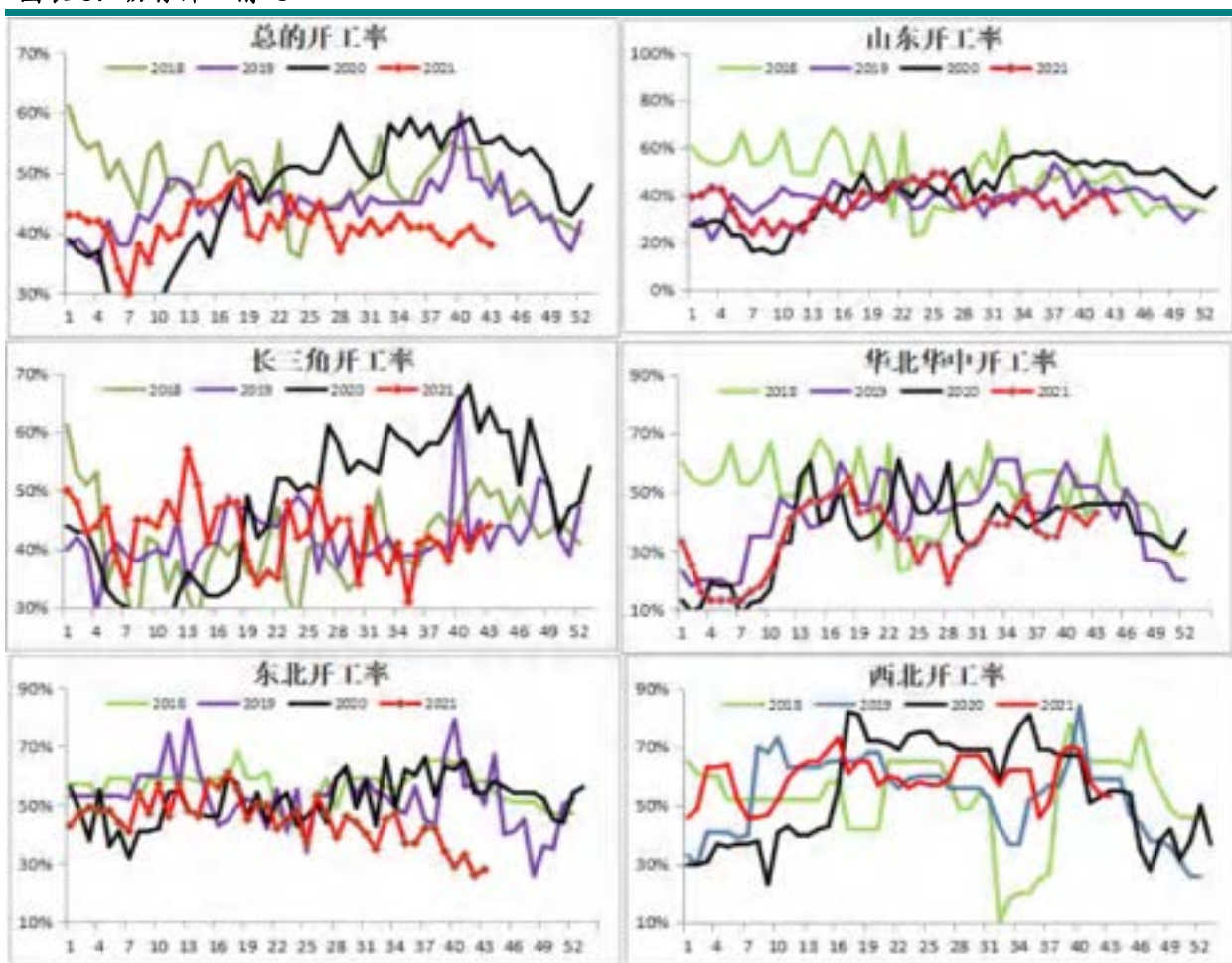
### 三、10月国产沥青产量或持稳于9月，11月大幅下降至220万吨左右

图表 5: 沥青产量



来源：百川资讯 新湖期货研究所

图表 6: 沥青开工情况



来源: 百川资讯 新湖期货研究所

9月国产沥青产量255.73万吨,环比减少37.09万吨,同比减少87.21万吨。1-9月累计同比增量约91万吨。分集团来看,累计同比增量主要集中在地炼,同比增加了60.02万吨。中石化、中石油及中海油分别同比增加54.92万吨、(-21.83)万吨及(-1.99)万吨;分区域来看,累计同比增量主要集中在华北地区和华东地区,同比分别增加了65.19万吨和63.57万吨,其次,西南、华中和西北地区也有少量增量,分别为20.71万吨、11.48万吨和10.09万吨,华南地区同比减少47.45万吨,东北地区同比减少32.55万吨。

10月汽柴油价格继续大幅上涨,带动焦化料价格上涨,其生产利润明显优于沥青。山东地区月初润成恢复生产,齐鲁、海右稳定生产,月中旬供应稳定,19号齐岭南停产,21号京博日产下降,区内供应下降;华北地区月初鑫海石化大装置恢复生产,月中继续转产焦化料,月下旬凯意石化开工负荷小幅增加,中油秦皇岛复产沥青,金承石化停产;华东地区主力炼厂间歇性生产,总体供应偏低;东北地区主力炼厂维持低位开工,供应基本持稳;华南地区主力炼厂低负荷开工,珠海华峰稳定生产,21号广石化停产检修,区内供应下降。根据百川资讯数据,10月炼厂总的开工率四周均值为40%,持稳于9月;长三角地区的开工率四周均值为42%,较9月增加3%;山东地区的开工率四周均值为37%,较9月增

加了2%。预计10月国产沥青产量基本持稳于9月；由于目前国内柴油供应短缺，其价格大幅上涨，沥青需求进一步走弱，主营炼厂积极保供柴油，预计11月沥青产量大幅下降至220万吨左右。

进出口方面，9月进口沥青28.85万吨，出口沥青4.83万吨，净进口量24.02万吨，同比减少9.97万吨。

总体来说，2021年9月累计供应279.75万吨，同比减少97.18万吨或25.8%。10月沥青产量基本持稳于9月产量，预计11月产量或下降至220万吨左右。

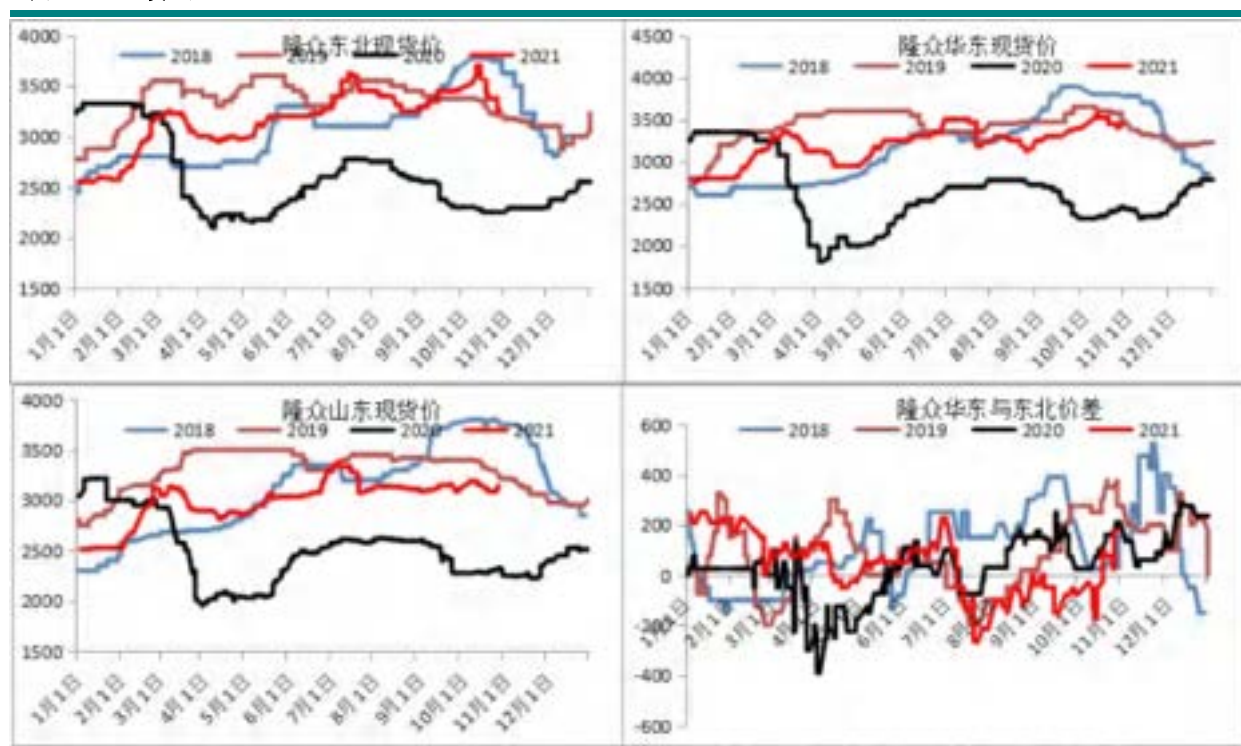
#### 四、11月中下旬需求季节性走弱

10月需求环比改善有限，山东地区仍然是价格洼地，且与华东地区、东北地区都存有极好的区域价差套利关系，因此，山东的低价资源也不断涌向华东地区和东北地区。东北地区月中上旬，部分道路沥青项目在赶工，但也基本接近尾声，船燃及焦化料需求一直尚可；山东地区月上旬需求一般，中旬受环保检查影响，部分炼厂出货受限，下旬区内供应下降，出货有所好转，部分炼厂有排队装车现象，库存明显下降；华东地区需求一般，且区内受山东低价资源冲击，下旬需求稍有改善；华南地区需求总体一般。

10月原油价格强势上涨，现货价格受成本端强有力支撑。中石化分别于10月8日和10月11两次进行调价，月中下旬现货需求一般，中石化价格持稳。10月8日：山东地区齐鲁上调50元/吨，青岛上调70元/吨，华东上调100元/吨；10月11日：华东地区上调50元/吨，山东地区齐鲁上调20元/吨、青岛上调50元/吨；截至10月28日，华东地区主流成交价3250-3600元/吨，山东地区主流成交价3050-3240元/吨。



图表 7: 现货价



来源：隆众资讯 新湖期货研究所

库存方面，10月需求并无明显改善，但是由于10月下旬供应出现下降且需求稍有改善，厂库和社会库均出现了明显的去库。截至10月27日当周，全国厂库总库存104.4万吨，较9月末减少了6.2万吨，降幅主要在山东地区。山东地区厂库50.2万吨，较9月末减少了9.3万吨；华东地区厂库22.7万吨，较9月末增加了3.6万吨；东北地区厂库4万吨，较9月末增加了0.6万吨。社会库方面，截至10月27日当周，全国社会库总库存73.87万吨，较9月末减少了7.28万吨。华东地区社会库26.8万吨，较9月末减少了1.8万吨；山东地区社会库24万吨，较9月末增加了1.3万吨。总库存方面，截至10月27日当周，全国总库存为178.27万吨，较9月末减少了13.48万吨，其中华东地区和山东地区分别为49.5万吨及74.2万吨，分别较9月末增加1.8万吨和减少8万吨，山东地区同比去年同期增加31.6万吨或75%，厂库约为去年同期水平两倍多。

期货库存方面，截至10月28日，仓库库存为11.328万吨，厂库库存为3.37万吨，总库存为14.698万吨，较上月末减少了9.467万吨。

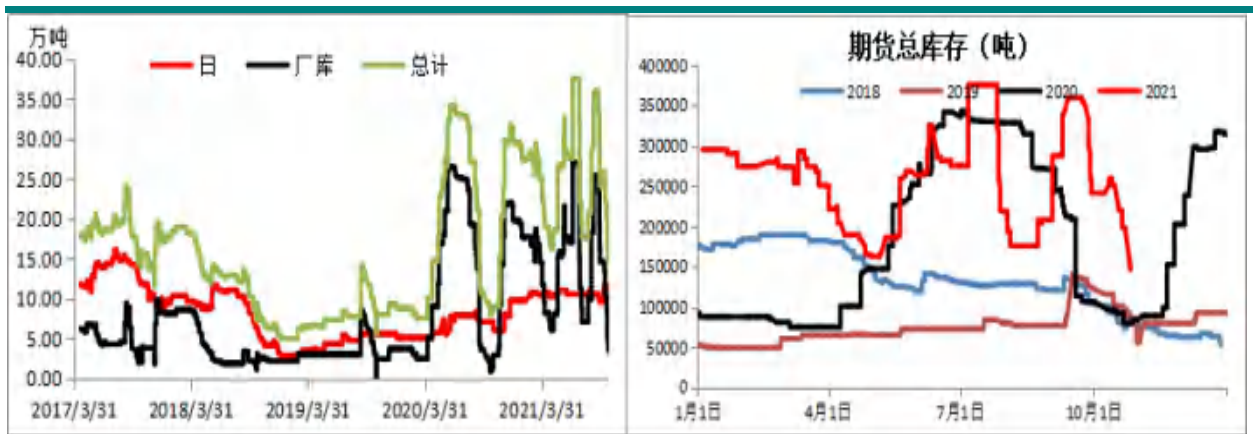


图表 8：隆众库存



来源：WIND 新湖期货研究所

图表 9：期货库存变化



来源：WIND 新湖期货研究所

固定资产投资额同比下降。2021年9月全国固定资产投资 2547.35 亿元，同比减少 2%，

环比增加 12%；西部地区固定资产投资 1183 亿元，同比减少 8%，环比增加 15%；中部地区固定资产投资 646 亿元，同比增加 13%，环比增加 24%；东部地区固定资产投资 718 亿元，同比减少 2%，环比基本持稳。2021 年 1-9 月全国固定资产投资累计投资 18657 亿元，同比增加 4.88%。目前，项目终端仍然普遍反应资金短缺。

展望 11 月，随着气温的下降，需求或呈季节性走弱，主要关注南方地区需求情况。

## 五、后市展望

供应端，10 月汽柴油价格大幅上涨，主要由于供应偏紧，11 月为了保供柴油，炼厂积极转产焦化料，大幅缩减沥青产量至 220 万吨左右。需求端，随着气温下降，中下旬需求或进一步走弱。短期来看，裂解价差或走强。重点关注原油价格变化。

## 燃油：低高硫分化

### 1、行情回顾

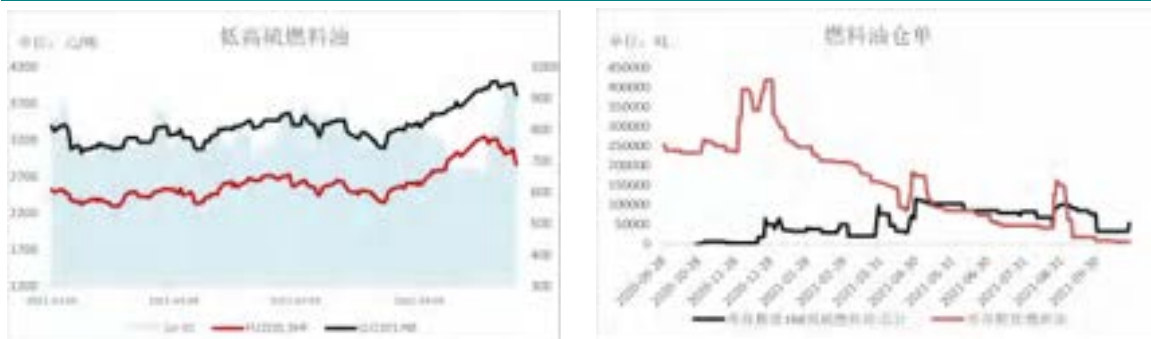
10月，原油供需偏紧、能源炒作延续，国际油价大幅上涨，月末由于部分能源商品炒作降温、伊朗核协议谈判重启等因素，国际油价回落。

现货方面，新加坡高硫 380MOPS 价格跌 17.1 美元至 449.88 美元/吨，贴水从 10 持续下跌至约 0 美元；0.5%低硫燃油涨 36.1 美元至 594.83 美元/吨，贴水总体维持 1-2.5 美元，现货低高硫价差从 90 持续上涨至 145 美元；MGO 较 VLSFO 溢价从 100 上涨至 110 美元/吨；舟山低硫船注油价格与新加坡基本持平，高硫加注油价格大幅上涨。

结构方面，新加坡高硫 380 从 Back 转为平水，近次月价差从 10 下跌至 0；近月高硫燃油 380 与迪拜原油裂解价差从 -4 下跌至 -10 美元/桶；新加坡 0.5%低硫燃油近月掉期维持 Back 并走强，近次月价差从 2 上涨至 4 美元/吨，0.5%低硫与 Brent 裂解价差维持约 9-11 美元/桶。

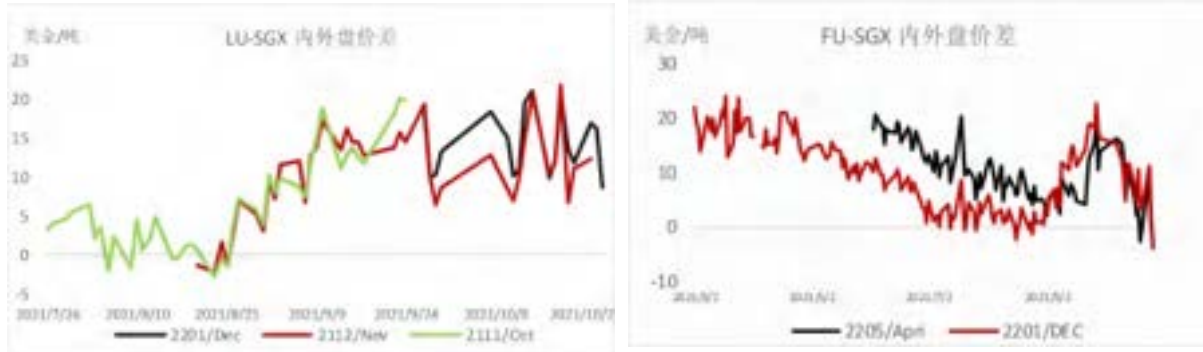
内盘低高硫价差 LU2101-FU2101 从 650 上涨至 930 元/吨。FU 仓单 4360 吨，内外价差随着贴水以及结构的走弱而大幅下降；LU 仓单从 7.5 万吨下降至 5.3 万吨，内外价差震荡。

图表 1：内盘燃油以及仓单



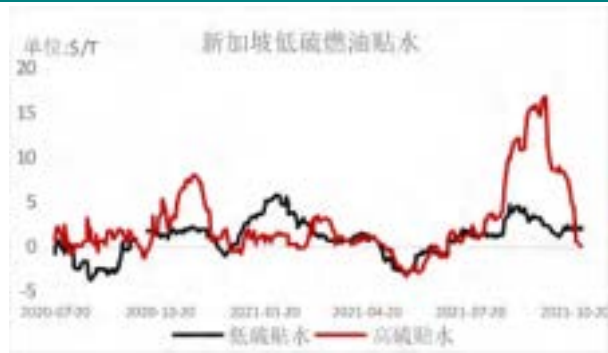
资料来源：Wind 新湖期货研究所

图表 2：内外盘价差

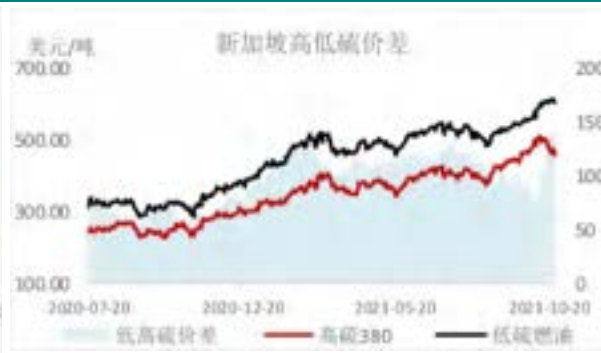


资料来源：Bloomberg 新湖期货研究所

图表 3: 现货贴水

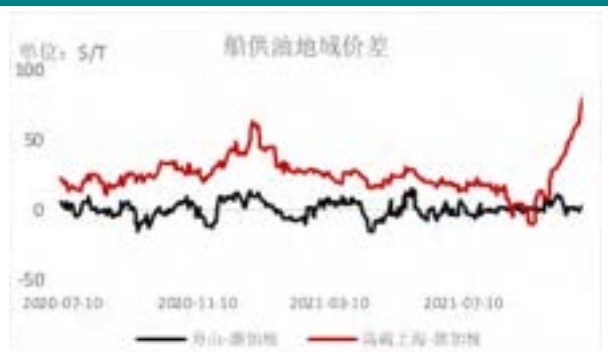


图表 4: 现货价格



资料来源: Wind Bloomberg 新湖期货研究所

图表 5: 船供油价差



资料来源: Bloomberg 新湖期货研究所

图表 6: 新加坡 380 月差



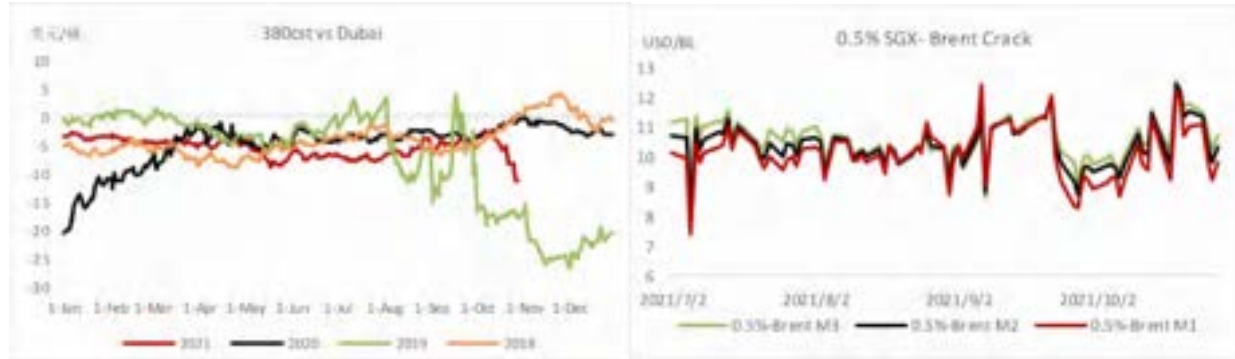
图表 7: 新加坡 0.5%月差



资料来源: Bloomberg 新湖期货研究所

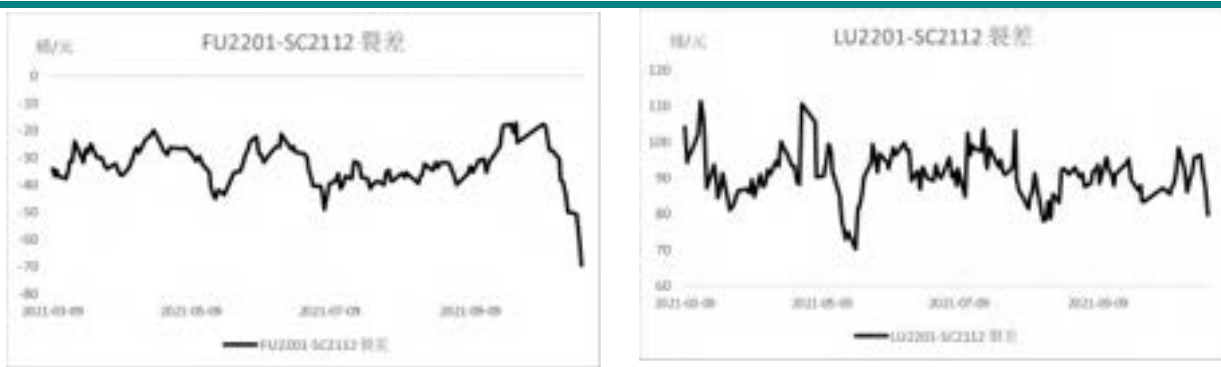


图表 8：新加坡 380 燃油-Dubai 以及 0.5%-Brent 裂解价差



资料来源：Bloomberg 新湖期货研究所

图表 9：内盘裂差



资料来源：Wind 新湖期货研究所

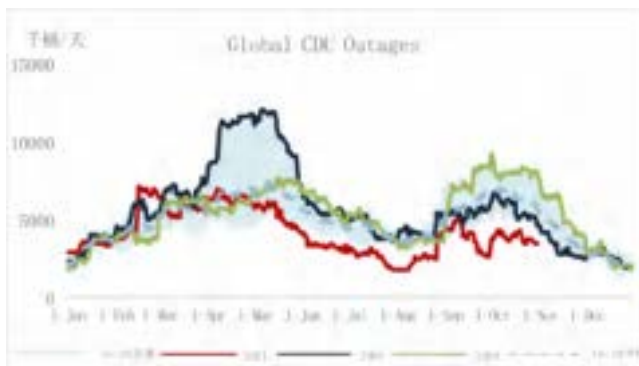
## 2. 燃料油基本面

### 2.1 供应

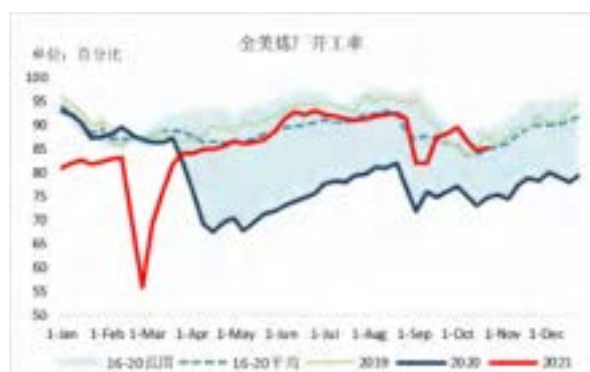
10 月 OPEC+ 维持 40 万桶/日的增产计划，未来中重质油品产量仍将增加；月末消息伊朗与欧盟同意在 11 月底启动谈判，伊朗原油再次回到视线，但短期内完全达成协议的可能性偏低，伊朗石油明年一季度或有可能重回市场；若提前解除制裁，伊朗浮仓以及路上库存将对燃油造成较大冲击。当前检修旺季，一定程度减少燃油产出，后续检修结束，供应将增加。

9 月中国低硫燃油产量约 89.3 万吨，环比下降约 4.6 万吨，同比增长约 19.8 万吨；2021 年 1-9 月低硫燃料油产量约 834.1 万吨，同比增长约 286.6 万吨，涨幅 52.3%。2021 年低硫燃料油出口配额目前共计 1100 万吨，除去中化与浙石化，配额 1029 万吨，剩余配额约 195 万吨，未来需关注是否有新一批的配额发放。

图表 10: 全球一次炼厂中断产能

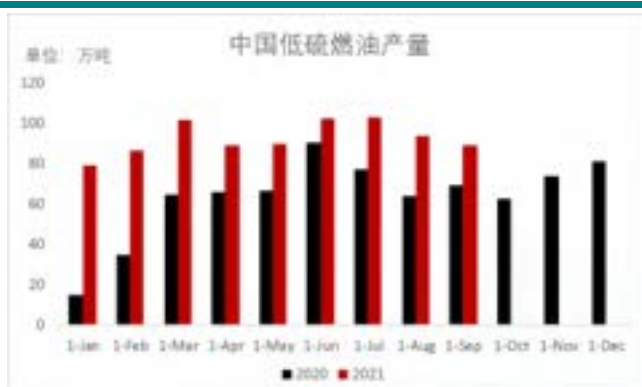


图表 11: 美国炼厂原油开工率



资料来源: Bloomberg 新湖期货研究所

图表 11: 中国低硫燃油产量



图表 12: 俄罗斯燃油出口



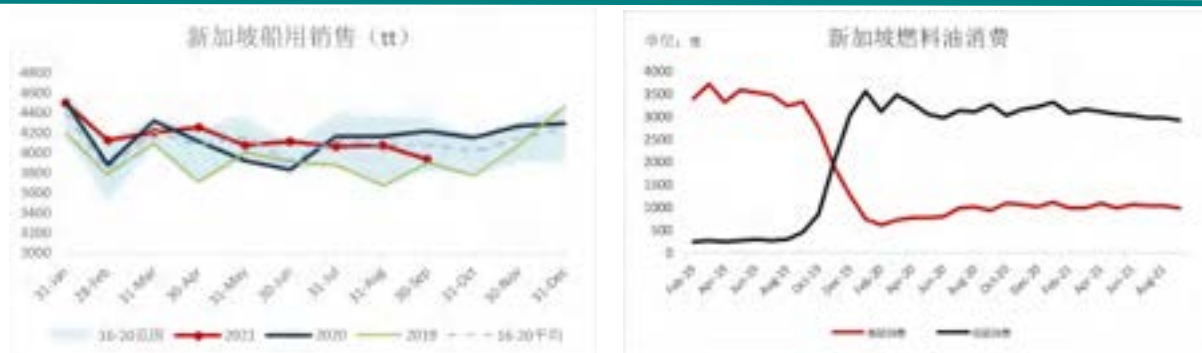
资料来源: Bloomberg 新湖期货研究所

## 2.2 消费

根据 MPA 数据显示, 新加坡船燃市场 9 月份销售量为 393.5 万吨, 环比下降 13.7 万吨, 同比下降 28.1 万; 1-9 月累计消费 3733.5 万吨, 同比增加 20.6 万吨, 涨幅 0.56%。9 月高硫燃油消费 99.6 万吨, 环比下降 5.8 万吨, 占总消费量的 26%, 同比增加 6.2 万吨, 1-9 月累计消费 936.6 万吨, 同比增加 193.5 万吨, 涨幅 26%; 低硫燃油消费量 258 万吨, 环比下降 10 万吨, 占总消费量的 65.6%, 同比下降 31.5 万吨, 1-9 月累计消费 2484.8 万吨, 同比下降 117 万吨, 降幅 4.5%; LSMGO 消费 31.2 万吨, 环比上涨 4.2 万吨, 占比 8.4%。

富查伊拉 9 月份销售量为 63.6 万立方米, 环比下降 6.7 万立, 降幅 9.6%。9 月高硫燃油消费 11.9 万立, 环比下降 1.1 万吨, 占总消费量的 18.7%; 低硫燃油消费量 48.8 万立, 环比下降 5.5 万立, 占总消费量的 76.7%; LSMGO 消费 2.7 万吨, 环比下降 0.1 万立。

图表 15: 新加坡船用燃油消费



资料来源: Bloomberg MPA 新湖期货研究所

根据海关数据, 2021年9月5-7号燃料油进口112.7万吨, 环比下降73.8万, 降幅39.5%, 同比增加41.1万吨; 1-9月累计进口997.3万吨, 同比减少3.9万吨。9月一般贸易进口51.5万吨, 环比减少14.1万吨, 进口量维持高位, 但有所下滑; 此外, 9月稀释沥青进口79.8万吨, 环比增加43.1万吨。随着第四批原油进口配额的发放, 以及稀释沥青经济性的部分回归, 国内直溜燃油进口需求或将下滑, 且海运需求受运费以及港口拥堵影响, 短期略偏弱。

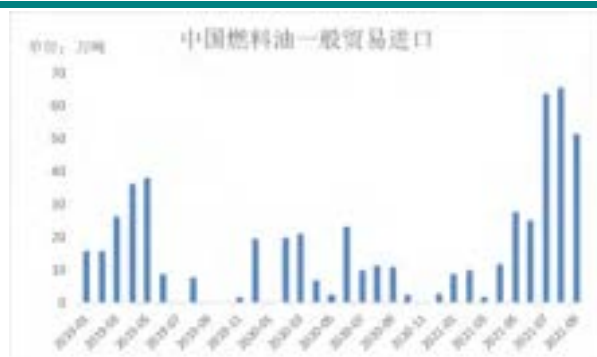
2021年9月5-7号燃料油出口146.9万吨, 环比下降13.8万吨, 降幅8.6%, 同比上涨20.3万吨; 1-9月累计出口1466.7万吨, 同比增加412.7万吨; 国内低硫燃油的生产支撑保税船供油市场。

图表 16: 中国燃料油进出口

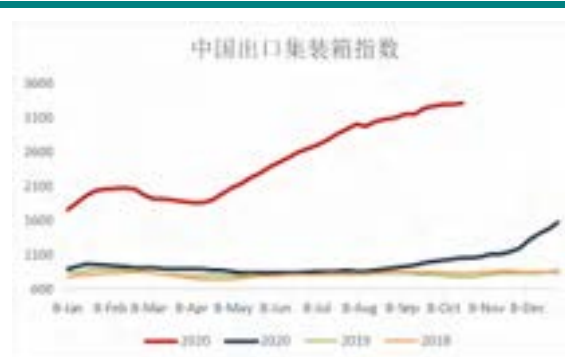


资料来源: 海关总署 新湖期货研究所

图表 17: 中国燃油一般贸易进口



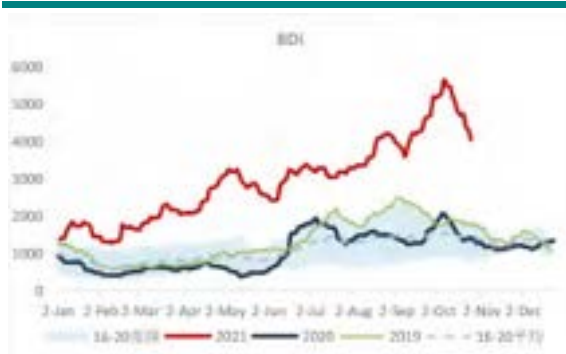
图表 18: 出口集装箱指数



资料来源: 海关总署 Bloomberg 新湖期货研究所

集装箱以及干散货支撑海运需求, 港口拥堵情况并未实质缓解, 船燃需求短期内需求恢复至高点难度略大, 不过目前中国集装箱发往欧美航线运价已止步连续上涨趋势, 集装箱在航数量已经回升 (尽管航速下降), 若运费能够有所下降, 船燃海运需求仍有一定的改善空间; 干散货表现相对低迷, 油轮保持良好。目前高低硫价差已大幅回升, 但集装箱运费仍处于高位, 脱硫装置逻辑仍偏弱; 油轮在低运费下, 逻辑存在, 但需求占比较低。

图表 19: BDI 指数



图表 20: 干散货船舶与航速



资料来源: Bloomberg 新湖期货研究所

图表 21: CTS Container



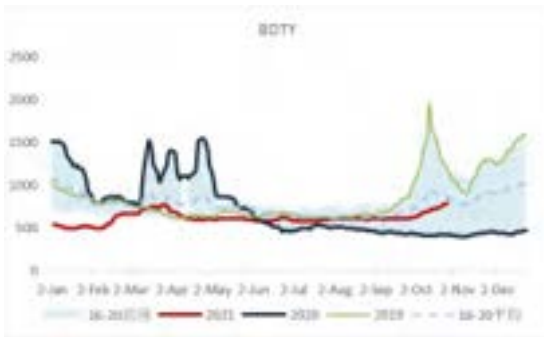
图表 22: 集装箱船舶与航速



资料来源: Bloomberg 新湖期货研究所



图表 23: BDTY



图表 24: 油轮船舶与航速



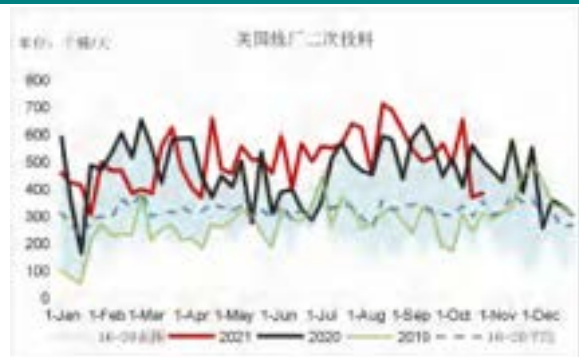
资料来源: Bloomberg 新湖期货研究所

深加工方面, 燃油替代逻辑转弱。美国由于燃油裂差前期上涨、中重质原油产量增加, 经济性严重下滑; 国内由于稀释沥青的回归以及进口配额的发放, 燃油替代逻辑走弱, 需求亦下滑。

图表 25: 印度燃料油净进口



图表 26: 美国二次投料



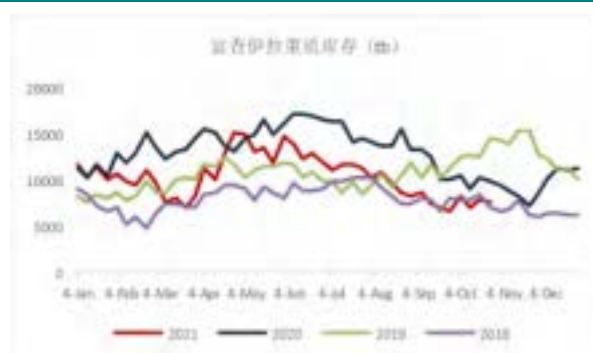
资料来源: Bloomberg EIA 新湖期货研究所

发电方面, 前期为高硫的核心逻辑 (以及相关产品的炒作)。在同等热值的情况下, 亚洲燃油发电替代 LNG 性价比仍突出, 但夏季旺季结束后, 高硫需求大幅走弱, 未来需观察东南亚冬季对燃油的支撑情况; 此外冬季, 东亚地区低硫发 (柴油) 电边际或将增加, 但需观察需求的实质情况, 包括冷冻、天然气等前期炒作预期的落地。

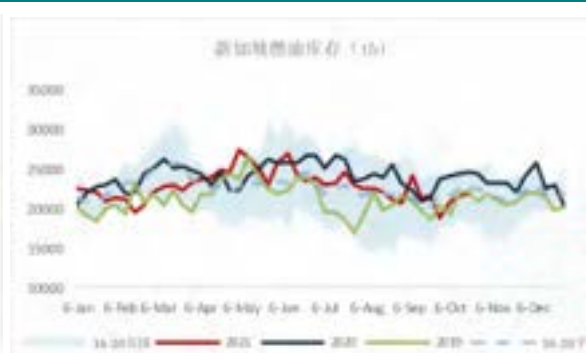
### 2.3 库存

富查伊拉去库至同期低位, 新加坡与西北欧维持约 5 年均值位置。

图表 27: 富查伊拉燃料油库存



图表 28: 新加坡燃料油库存

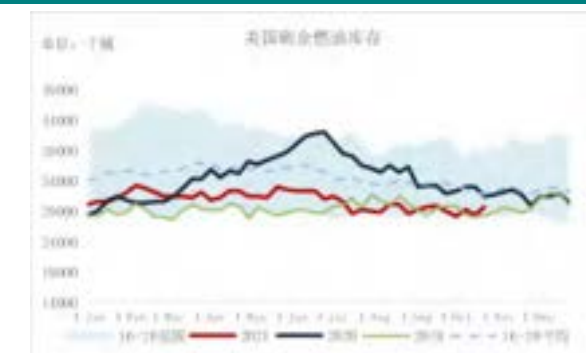


资料来源: Bloomberg Platts IES 新湖期货研究所

图表 29: 西北欧燃料油库存



图表 30: 美国燃料油库存



资料来源: Bloomberg EIA 新湖期货研究所

### 3. 总结

供应方面，OPEC+增产，未来中重质油品产量仍将增加，关注伊朗核谈判进展。需求方面，集装箱、干散货、油轮支撑海运需求，短期偏弱，未来有改善空间；炼厂方面，中国与美国等深加工需求走弱；发电方面，高硫需求走弱，等待冬季对燃油以及低硫发电的提振。

策略方面，由于中重质油品产量增加、发电边际转变、柴油支撑低硫，前期头寸低高硫价差多单已有较大盈利，但真正进入冬季后，冷冻、发电等预期将进入验证期，为避免波动，可考虑逐步减仓；若有回调，可考虑做多低硫燃油裂解价差。

## LPG：受关联品种影响波动较大，建议观望

### 1、行情回顾

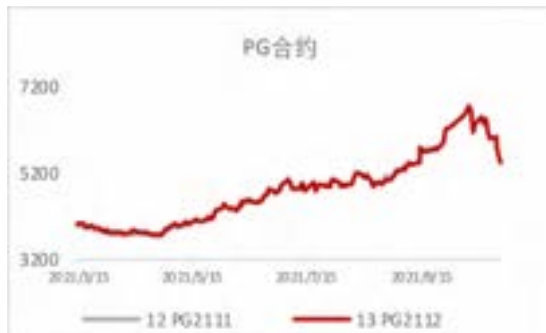
10月，原油供需偏紧、能源炒作延续，国际油价大幅上涨，月末由于部分能源商品炒作降温、伊朗核协议谈判重启等因素，国际油价回落。

10月CP 11月涨26.7美元至838.9美元，涨幅3.2%，盘中一度上涨至865美元以上；FEI 11月涨1美元至852.9美元，盘中一度上涨至910美元，跟随能源相关品种炒作，波动较大。

10月华南、华东折盘面现货上涨900元至6400元/吨，山东地区折盘面涨500元至6050元/吨。

10月内盘PG合约从6200一度上涨至6600元，后跟随相关能源品种炒作降温而大幅波动，月末受内盘情绪影响以及偏弱预期，PG合约大幅下跌至5400元，基差（根据最便宜可交割品）从-1000上涨至1000元以上，内盘大幅升水外盘转变为大幅贴水外盘，仓单增加1984手至8099手。

图表 1：LPG 合约曲线



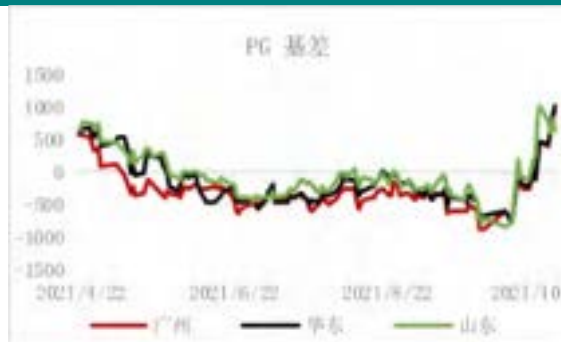
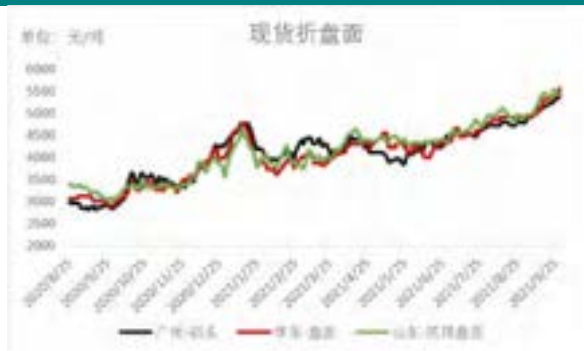
资料来源：大商所 新湖期货研究所

图表 2：广州 LPG 市场价



资料来源：Wind 新湖期货研究所

图表 3：现货折盘面与基差



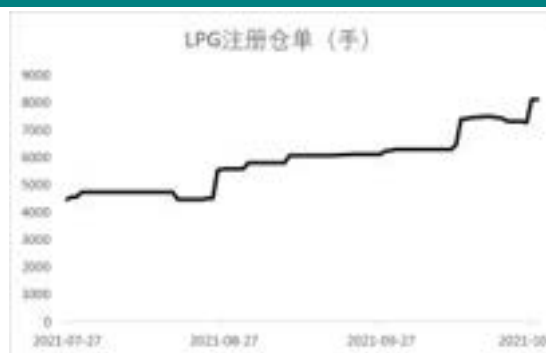
资料来源：新湖期货研究所

图表 4：山东醚后碳四



资料来源：卓创 新湖期货研究所

表 5：注册仓单



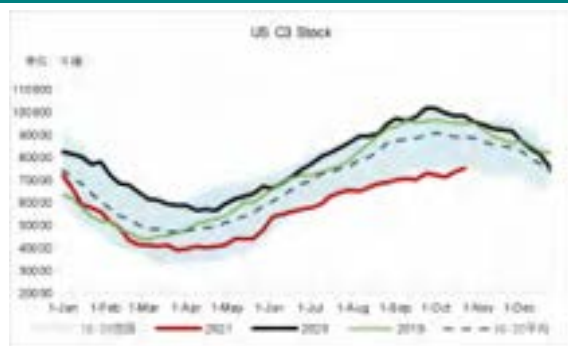
资料来源：Wind 新湖期货研究所

## 2. LPG 基本面

### 2.1 供应

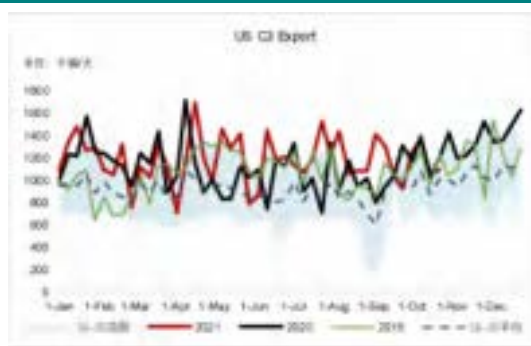
OPEC+持续增产，油田伴生气产量终将增加。美国、日本等多地 LPG 库存位于同期低位，一定程度支撑 LPG。10 月检修旺季，炼厂气产量下降，逐渐进入冬季旺季后，供应端或随炼厂开工上升而上涨。

图表 6：美国 C3 库存



资料来源：EIA 新湖期货研究所

图表 7：美国 C3 出口



根据国家统计局数据，9 月国内 LPG 产量 400.9 万吨，环比下降约 7.4 万吨，同比上涨 27.5 万吨；1-9 月累计产量 3532.2 万吨，同比增加 282.2 万吨。随着原油进口配额的发放，地炼开工从 66% 上涨至 69%；主营炼厂开工率在月中小幅下降至 75% 后重新上涨至 79%，受保供压力，有提量计划。

根据海关数据，9 月国内 LPG 进口量 213.13 万吨，环比上涨 5.1 万吨，同比上涨 35.2 万吨，其中美国货占比达到 40%。1-9 月国内 LPG 累计进口 1857.4 万吨，同比增加 414 万吨，涨幅 28.68%，码头利润较好。

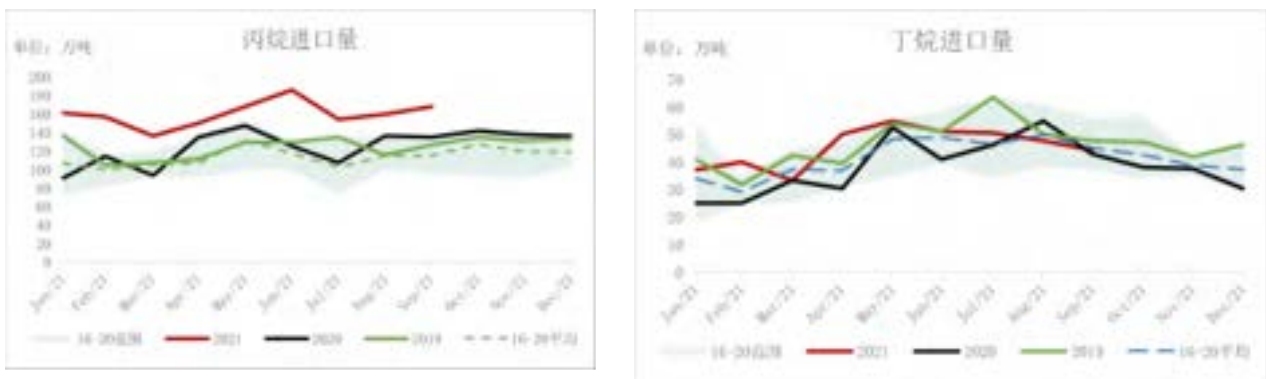


图表 8：炼厂检修

炼厂名称	所在地	检修装置	正常产量	损失量	起始时间	结束时间
珠海裕珑	广东	全厂检修	200	200	2021/7/15	恢复时间未定
广州石化	广东	装置轮检	1400	700	2021/10/23	2021/12/21
海南炼化	海南	全厂检修	950	950	2021/11/1	2021/12/1
石家庄炼化	河北	全厂检修	1000	1000	2021/8/28	2021/10/28
河北中捷石化	河北	全厂检修	140	140	2021/10/19	恢复时间待定
胜利油田	山东	全厂检修	300	300	2021/9/15	2021/11月初
鑫岳炼化	山东	催化装置检修	200	200	2021/9/7	恢复时间待定
垦利石化	山东	全厂检修	300	300	2021/9/15	2021/10/25
华龙化工	山东	催化装置检修	300	300	2021/9/22	2021年10月底
中海外能源	山东	催化装置故障	300	300	2021/10/19	恢复时间待定
高桥石化	上海	全厂检修	800	800	2021/10/8	2021年11月底
延安能源化工	陕西	全厂检修	50	50	2021/9/1	2021/10/17
国能包头煤化工	内蒙	全厂检修	150	150	2021/9/15	2021/10/31
内蒙神华	内蒙	全厂检修	400	400	2021/8/9	2021/11/2

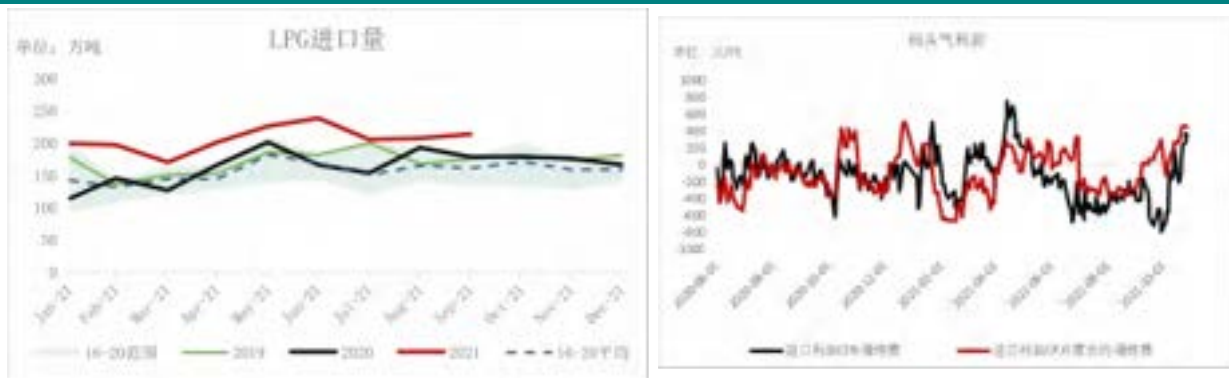
资料来源：隆众 新湖期货研究所

图表 9：丙、丁烷进口



资料来源：海关总署 新湖期货研究所

图表 10：LPG 进口以及华南码头利润

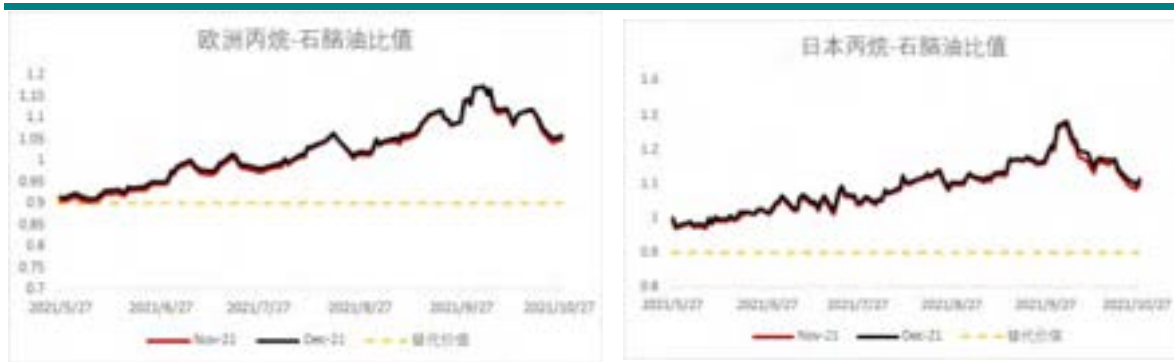


资料来源：海关总署 新湖期货研究所

## 2.2 需求

从化工原料看，LPG 替代石脑油经济性偏低。民用气需求初见进入旺季，若冷冬为真，LPG 取暖需求将有较大提升，反之支撑则有限。

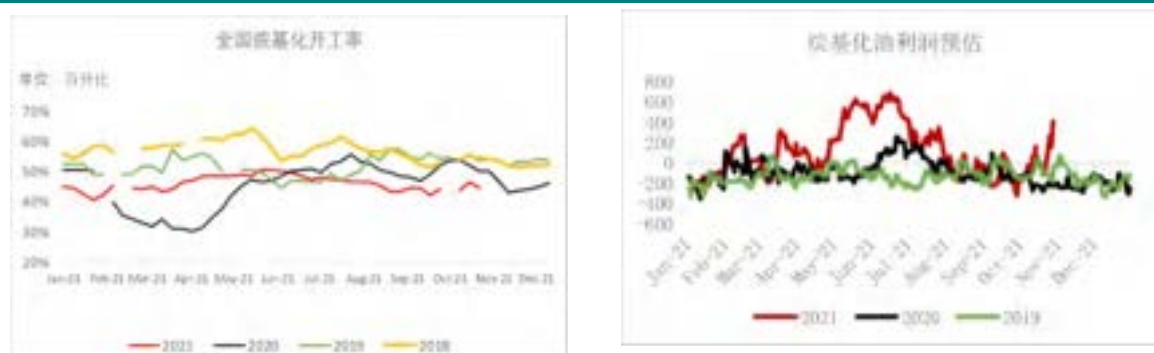
图表 11：丙烷-石脑油比值



资料来源：Bloomberg 新湖期货研究所

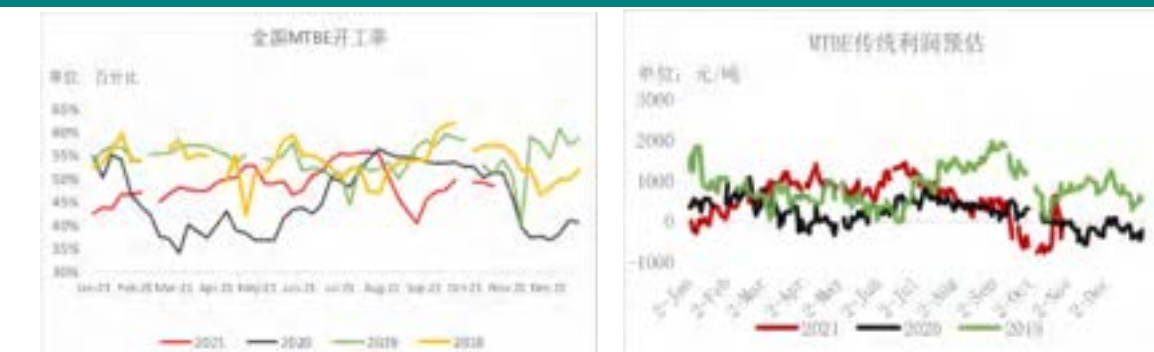
国内方面，逐步进入季节性旺季，且能耗双控缓解后，LPG 民用与化工需求有所提升。化工方面，10 月烷基化开工率提升 1%至 45%，MTBE 开工提升 1.4%至 48.9%，异构开工上升 4.3%至 36.6%，利润均有所上升；PDH 开工提高 17.9%至 84.4%，9、10 月检修大多完毕，政策缓和后开工亦有上升，未来关注四季度新增投产，当前 PDH 利润偏低，不确定性较大。

图表 12：烷基化开工率以及利润



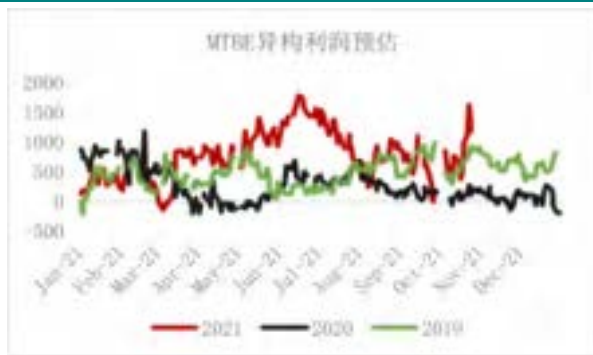
资料来源：卓创 新湖期货研究所

图表 13：MTBE 开工以及利润

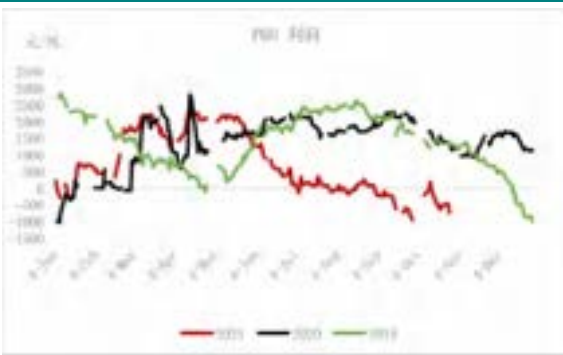


资料来源：新湖期货研究所

图表 14: MTBE 利润



图表 15: PDH 利润



资料来源：新湖期货研究所

## 2.3 库存

华东、华南总体无库存压力。

图表 16: 一级码头库存



资料来源：隆众 新湖期货研究所

## 3. 总结

随着气温的下降，LPG 民用需求有望提升，化工需求也有改善空间。尽管目前冷冬旺季、天然气以及原油等能源价格高位、低库存、低内外价差以及高基差，对 LPG 有所支撑，但内盘受关联品种影响较大，且能源炒作有进一步降温风险，未来预期偏弱，建议观望。

## 甲醇上游成本政策风险加大

### 一、 价格走势回顾

#### (1) 期货走势

图表 1：近期甲醇期货主力合约走势



来源：WIND

10月甲醇期货大幅下跌，基差整体走弱。受能耗双控和原料等问题影响，月初在高位，中旬后上游煤炭市场受干预，价格不断下调，成本塌陷，下游需求承压，市场预期改变，沿海现货和期货价格大幅下跌，内地价格相对偏强。

### 二、 国内供应

2021年9月，国内甲醇产量为568万吨，环比下降11.84%，同比下降1.44%。9月国内大量装置检修，开工降至同期低位。

图表 2：中国甲醇产量趋势（万吨）



来源：卓创，新湖期货研究所

图表 3：甲醇产量季节性（万吨）

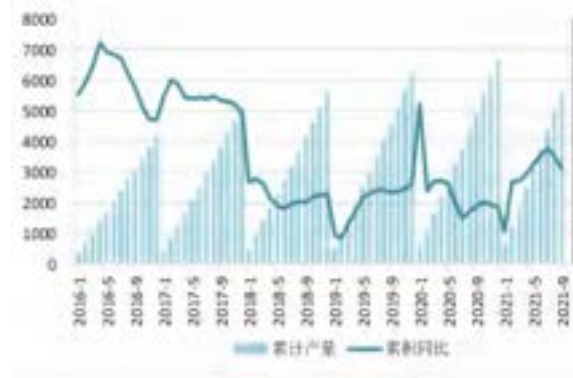


来源：卓创，新湖期货研究所

10月产量预计回升，月内部分前期停车装置恢复，具体来看，西北地区部分装置重启，河南和山东等地区停车仍较多，总体开工较9月有所回升，但仍低于70%。



图表 4: 国内甲醇累计产量



来源: 卓创, 新湖期货研究所

图表 5: 甲醇开工率



来源: 卓创, 新湖期货研究所

图表 6: 西北甲醇装置检修情况

地区	企业	产能	工艺	状态
西北	奥维乾元	20	煤炭	9.18停
	包钢庆华	20	焦炉气	9.8 10.12降负
	赤峰博源	15	焦炉气	7.4降负
	大唐多伦	168	煤炭	9.6停, 10.11出产品, 10.20降负至7成
	国泰	90	煤炭	9.13煤炭问题降负, 9.19半负荷
	金诚泰	60	煤炭	9.24 10.7停
	九鼎	30	煤炭	10.3停
	久泰能源	100	煤炭	9.13消息原料问题降负至7成
	内蒙东华	60	煤炭	10.15原料问题降至半负
	内蒙古博源	100	天然气	计划11月初停
	宁夏长城能源	50	煤炭	8.31 9.29停
	青海中浩	60	天然气	11.1至22年3月停
	荣信	90	煤炭	10.21气化炉故障停
	荣信二期	135	煤炭	10.21 10.25气化炉故障停
	润中清洁	60	煤炭	9.8 10.11停
	神华包头煤制油	180	煤炭	9.15 10.20停
	神华宁煤	252	煤炭	二期25万吨甲醇停
	神木化工	60	煤炭	9.22双控降负至8成
	世林	30	煤炭	7.15停, 9.23重启
	渭河煤化	60	煤炭	9.24 10.13停
	新奥新能化工	120	煤炭	原料和利润问题10.19停
	新疆东辰	18	天然气	7.7停一周
	新疆广汇	120	煤炭	8.11 8.21轮换检修
	新疆天业	30	煤炭	负荷不高
	新疆心连心	15	煤炭	9.15 10.17检修
	新疆新业	50	煤炭	11.6有停车降负计划
	新疆兖矿	30	煤炭	10.15检修
	延安能化	180	天然气/煤	9.1 10.23停
	兖矿榆林能化	130	煤炭	二期9.18停
	易高	30	煤炭	10.10 11.10停
榆林凯越	60	煤炭	双控停车, 计划11月重启	
长青化工	60	煤炭	10.4煤炭问题降至半负荷	
延长兴化	30	煤炭	9.28停	
神华榆林	180	煤炭	8.17 9.29停	
旭峰合源	15	尾气	9.22 9.24停重启负荷一般	
中煤鄂能化	100	煤炭	8.30 9.2短停, 7.8成负荷	
新疆众泰	30	焦炉气	10.25停	

来源: 卓创资讯

图表 6: 华北和华中地区甲醇装置检修情况

地区	企业	产能	工艺	状态
华北	沧州中铁	20	焦炉气	20.6.1停
	定州天鹭新能源	39	焦炉气	10.27环保限产降负30%
	峰峰	30	焦炉气	10.13-11.10停
	宏源	15	焦炉气	20.9停, 无重启计划
	建滔潞宝	40	焦炉气	二期10万吨7.11-8.31停, 一期10万吨7.8短停, 三期20万吨8.31停
	晋煤华昱	120	煤炭	10.19故障停
	晋煤金石	20	煤炭	9.13停
	山西焦化	40	焦炉气	10.29-11.30检修
	唐山中润煤化	20	焦炉气	7.13降负
	天溪	30	煤炭	10.20半负荷, 10.24停
	天泽	40	煤炭	10.17煤炭问题停车, 计划11月上开
	同煤广发	60	煤炭	10.15停, 10.20重启
	五麟煤焦化	10	焦炉气	9.4重启, 10.22停, 计划11月恢复
	孝义鹏飞	30	焦炉气	10.8-10.15停, 负荷一般
	中信焦化	10	焦炉气	20.12.22停
	亚鑫	30	焦炉气	负荷一般
华中	河南鹤煤	60	煤炭	10.11煤炭问题停, 预计到11月初
	煤化中新化工	35	煤炭	10.8煤炭问题停
	心连心	60	煤炭	30万吨9.7停, 60万吨10.6-10.19煤炭问题停, 负荷提升中
	永城龙宇	50	煤炭	6.4停, 7.20恢复
	豫北化工	45	煤炭	20.11.29停
中原大化	50	煤炭	10.14煤炭问题停	

来源: 卓创资讯

图表 6: 山东、华东、西南和东北地区甲醇装置检修情况

地区	企业	产能	工艺	状态
华东	安徽昊源	140	煤炭	60万吨限电停, 乙二醇重启, 80万吨负荷下降20%
	恒盛化肥	32	煤炭	6.20停
	沂州焦化	30	焦炉气	9.12降负, 10月下旬恢复
山东	浙江石化	10	煤炭	9.30停
	华鲁恒升	100	煤炭	10.24煤炭问题降负
	联盟化工	75	煤炭	10.21煤炭问题降负
	鲁西化工	116	煤炭	80万吨1.24停, 10.11重启低负荷
	荣信煤化	25	焦炉气	7.10-8.15停, 9.1焦化限产降负
	滕州盛隆煤焦化	25	焦炉气	1成负荷
	兖矿国宏	68	煤炭	10.20短停, 10.25消息恢复至双炉运行, 10.27停10天
	兖矿国焦	25	煤炭	10.18限产停车
	兖矿集团	20	焦炉气	9月下旬计划检修
	阳煤恒通	20	煤炭	10月中重启
西南	恒信高科	15	焦炉气	8.23停, 10.20左右重启, 10.25四成负荷
	山东联泓	92	煤炭	10.21-11.12一套停
	达州钢铁	20	天然气	一直停车
		30	焦炉气	20万吨11.27检修一个月, 10万吨一直停车
	金赤化工	30	煤炭	
	玖源	50	天然气	10.21降负, 计划11月中停
	昆钢煤焦化	10	焦炉气	3.15停
	泸天化	41	天然气	10.21降负, 计划11月停
	四川川维	80	天然气	9.17-10万吨停
	天福化工	20	煤炭	6.15-7.12停, 9.6-9.14停
	云南先锋	50	煤炭	10.18降负
	云南云维	30	焦炉气	低负荷
云天化	32	煤炭	9.22双控停车	
重庆卡贝乐	85	天然气	85%负荷, 计划11月中下停	

来源: 卓创资讯

10月内地价格大幅高于沿海, 两地价格出现倒挂, 港口货物逆向流入内地。

图表 7: 江苏-内蒙现货及价差



来源: 卓创资讯

图表 8: 江苏-川渝现货及价差



来源: 卓创资讯

2021 年预期投放的新装置较多, 后期山西、内蒙等地区仍有新装置待投放, 但不确定性, 预计产量同比增速持续下降。

图表 9: 甲醇煤制利润估算



来源: WIND 新湖期货研究所

图表 10: 甲醇气头利润估算



来源: WIND 新湖期货研究所

图表 11: 国内甲醇新装置投放及预期

地区	装置	产能	原料	预期投产时间
山东	济宁盛发	20	焦炉气	2021-1
江西	九江心连心	30	煤炭	2021-2
新疆	新疆众泰	20	焦炉气	2021-3
内蒙	中煤鄂尔多斯	100	煤炭	2021-4
广西	广西华谊	180	煤炭	2021-6
山西	山西亚鑫	30	焦炉气	2021-8
内蒙	内蒙黑猫	30	焦炉气	2021年
内蒙	久泰	90	煤炭	2021年
河南	河南延化	30	煤炭	2021年

来源: 新湖期货研究所

### 三、 进口供应

截至 2021 年 9 月，我国甲醇进口量为 87.63 万吨，环比下降 14%，同比下降 29%。1-9 月累计进口量在 864 万吨，同比下降 9.6%。9 月出口量在 6.45 万吨，环比增加，同比增加。

图表 12：中国甲醇净进口量走势



图表 13：进口量季节性



来源：海关总署

来源：海关总署

从 10 月的到港数据来看，预计整体月度进口量仍偏低。外盘装置检修较多，沿海进口到港存在滞港问题，外盘甲醇升水中国，中期进口预期下调。

图表 14：国外甲醇装置运行情况

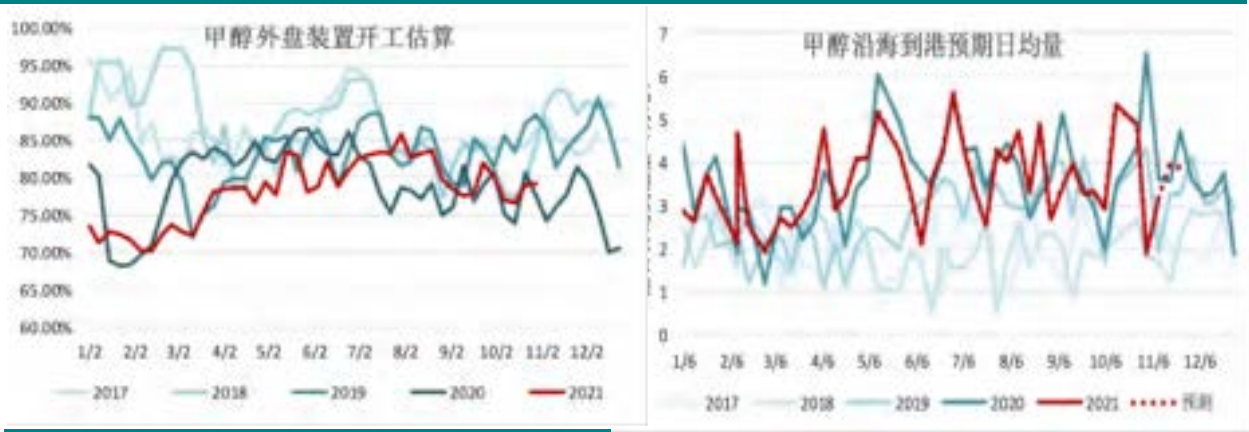
地区	国家	企业	产能	运行情况
东南亚	马来西亚	PETRONAS#1	66	负荷不高
		PETRONAS#2	170	负荷不高
	文莱	BMC	85	稳定
美洲	印尼	KMI	66	正常
		LyondellBasell	78	负荷不高
	美国	METHANEX	200	稳定
		Natgasoline	175	停车至11月
		oci-beaumont	93	稳定
	特立尼达	美联石化	62	正常
		三井德拉斯尼#	130	稳定
		YCI	182.5	高负荷
		METHANEX	180	稳定
	委内瑞拉	MHTL	304	稳定
Caribbean Gas		100	10.25左右停	
metor		160	正常	
中东	智利	supermetanol	72.5	稳定
		METHANEX	87	稳定
	阿曼	SOHAR/ome	105	稳定
		塞拉莱	100	稳定
	埃及	METHANEX埃及	130	稳定
		卡塔尔	QAFAC	85
	沙特	AR-RAZI	490	稳定
		IMC	150	稳定
		伊朗	Bushehr	165
	伊朗	FANAVARAN	100	稳定
Kaveh		230	10.23左右临时停车	
KHARG		66	稳定	
Kimiya		165	稳定	
Marjan		165	稳定	
	ZAGROS#1	165	稳定	

来源：卓创资讯

图表 16：到港预期



图表 15：外盘开工走势



来源：WIND，新湖期货研究所

来源：WIND，新湖期货研究所

图表 17：华东进口利润



来源：WIND，新湖期货研究所

图表 18：国际价差



来源：WIND，新湖期货研究所

2021 年投产确定的外盘装置有美国 YCI 和伊朗 SALABAN，目前消息两套装置均已投产，其中伊朗装置负荷相对偏低。

图表 19：国外甲醇新装置投放及预期

国家	装置	产能规模	原料	投产情况
伊朗	salaban	165	天然气	2021/7
美国	YCI Methanol One	182.5	天然气	2021/7
伊朗	dena	165	天然气	2021年下半年
伊朗	Di Polymer Aryan	165	天然气	2021年
美国	Fairway	40	天然气	2021年
美国	US methanol	19.8	天然气	2021年

来源：新湖期货研究所

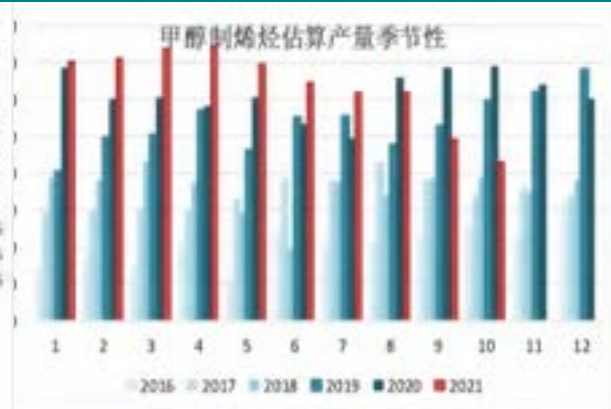
#### 四、 烯烃下游需求

9 月煤或甲醇制烯烃产量约 89 万吨，环比下降 13%，同比下降 18%。9 月内地和沿海多套装置因原料、双控、限电和利润等因素停车或降负，导致烯烃需求大幅缩减。

图表 20: MTO 烯烃产量趋势



图表 21: MTO 烯烃产量季节性



来源：卓创资讯，新湖期货研究所

来源：卓创资讯，新湖期货研究所

图表 22: 烯烃装置运行情况

地区	装置	甲醇规模	烯烃规模	目前状态
东北	康乃尔	0	30	20.10.29停
华东	常州富德	0	33	停车，有重启计划
	南京诚志	50	90	一期稳定，二期10.14停
	宁波富德	0	60	负荷不高
	盛虹斯尔邦	0	83	9.15晚停车
	兴兴能源	0	69	10.24停
	中安联合	170	70	正常
华中	中原石化	0	20	9.27停
	大泽化工	0	16	停车
	鲁西化工	80	30	10.17停
	山东华滨	0	10	有重启计划，待定
	山东联泓	92	34	70%负荷
西北	阳煤恒通	20	29.5	85%负荷
	宝丰二期	180	60	正常
	大唐国际	168	46	9.6停，甲醇恢复
	久泰能源	100	60	10.11MTO压缩机故障停，10.27重后，甲醇7成负荷
	宁夏宝丰	172	60	正常
	蒲城能源	180	68	甲醇 MTO 8成负荷
	青海盐湖	100	30	低负荷
	神华包头	180	60	满负荷
	神华宁煤	352	100	甲醇25万吨停车，MTP正常
	神华新疆	183	68	正常
	神华榆林	180	67	正常
	延安能化	180	60	正常
	延长中煤	180	60	正常
中煤蒙大	100	60	9成负荷	
中煤榆林	180	60	甲醇正常，MTO 9成负荷	
中天合创	360	137	正常	

来源：新湖期货研究所

10月烯烃产量预计仍同比偏低，内地延安能化等装置重启，但大唐等装置烯烃维持停车或降负，甲醇重启外销，中原石化、盛虹斯尔邦等维持停车，诚志二期中旬停车，兴兴下旬再次停车，装置利润亏损为主。11月沿海和内地个别装置有重启计划。

新装置投放方面，渤化和甘肃华亭投放进度预计推迟，预计不会对21年需求有贡献。

图表 23: MTO 装置开工



来源: WIND, 新湖期货研究所

图表 24: 外购甲醇需求



来源: WIND, 新湖期货研究所

图表 25: 西北外购甲醇 MTO 利润估算 (元/吨)



来源: WIND, 新湖期货研究所

图表 26: 沿海外购甲醇制烯烃装置估算利润



来源: WIND, 新湖期货研究所

图表 27: 烯烃新装置投产及复产计划

地区	装置	甲醇	烯烃	投产预期
山东	山东大泽		10	2021年5月重启后停车
新疆	哈密恒友		20	2021年
天津	天津渤化一期		68	2021年
甘肃	华亭煤业	60	20	2021年

来源: 新湖期货研究所

## 五、非烯烃下游需求

9月传统下游需求在122万吨,环比下降4.68%,同比下降7.4%。分行业来看,甲醛产量为48.09万吨,环比下降7.3%,同比下降15%,目前利润和下游需求均较差,部分地区甲醛及下游厂家开工受环保和限电影响,10月甲醛产量预计维持低位。醋酸行业利润同比偏高,9月产量受部分地区限电影响,在66万吨,环比下降1.4%,同比下降1.44%。10月限电影响减弱,开工回升,预计产量增加。9月MTBE产量在106万吨,环比下降2.8%,同比下降4.5%,10月MTBE开工稳定,预计后期产量维持。9月二甲醚产量为15.56万吨,环比下降9.8%,同比下降13%。二甲醚开工低位,10月产量预计维持。从后期来看,10-11月各行业分化,传统下游总需求预计维持。

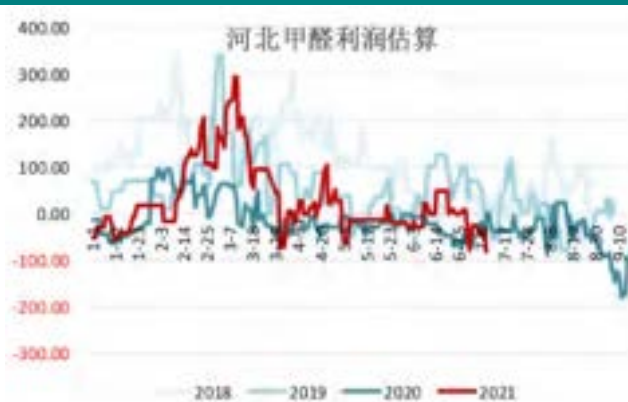


图表 28: 传统下游需求季节性走势



来源: 新湖期货研究所

图表 29: 甲醛利润走势



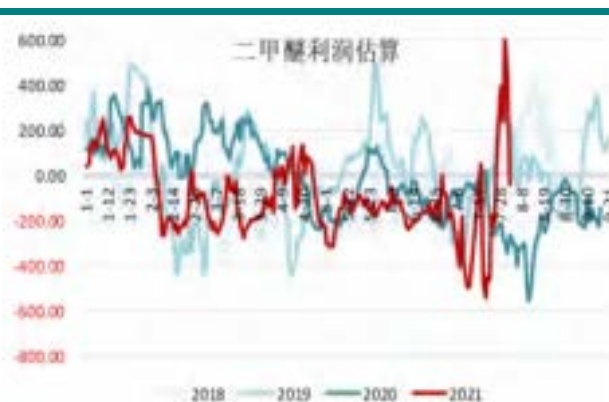
来源: 新湖期货研究所

图表 30: 国内甲醛产量走势 (万吨)



来源: 卓创资讯 新湖期货研究所

图表 31: 二甲醚生产利润走势



来源: 新湖期货研究所

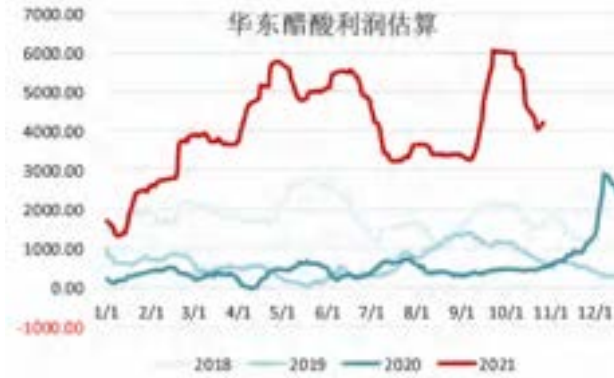
图表 32: 国内二甲醚产量走势 (万吨)



来源: 卓创资讯 新湖期货研究所

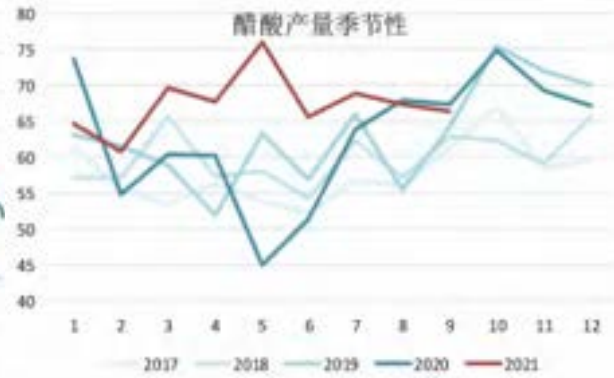


图表 33: 醋酸利润走势



来源: WIND

图表 34: 国内醋酸产量走势 (万吨)



来源: 新湖期货研究所

图表 35: MTBE 利润走势



来源: WIND

图表 36: 国内 MTBE 产量走势 (万吨)



来源: 新湖期货研究所

### 三、港口库存

截至 10 月底, 甲醇港口库存约 92.25 万吨, 较 9 月底下降 7.9 万吨。月内进口到港仍偏低, 沿海地区需求下降, 但因沿海价格与内地倒挂, 部分货物倒流到内地, 提货量高位。11 月供应量预期仍偏低, 沿海下游利润有一定修复, 需求有恢复空间, 预计小幅去库。

图表 37: 港口库存走势



来源: 卓创资讯

图表 38: 可流通库存 (万吨)



来源: WIND

图表 39: 太仓周度提货量



来源: 卓创资讯

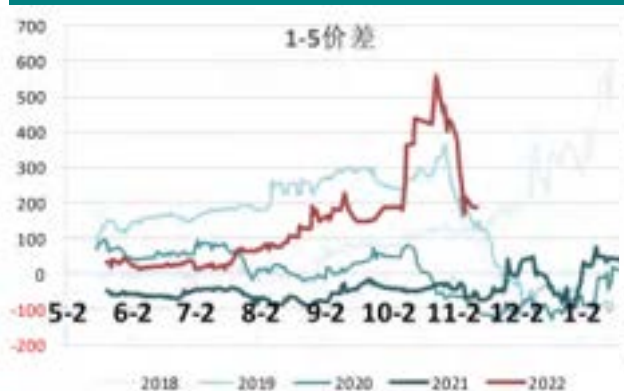
图表 40: 卓创内地厂家库存天数



来源: 卓创资讯

## 六、后期展望

图表 41: 甲醇期货合约间价差



来源: WIND, 新湖期货研究所

图表 42: 甲醇期货合约间价差



来源: WIND, 新湖期货研究所

图表 43: 甲醇期货合约间价差



来源: WIND, 新湖期货研究所

图表 44: 01 基差



来源: WIND, 新湖期货研究所

图表 45: 05 基差



图表 46: 09 基差



来源: WIND, 新湖期货研究所

来源: WIND, 新湖期货研究所

11月甲醇进口预期偏低,国内产量预计下降,总供应同比增速预计继续下降。11月下旬需求有一定回升空间。港口库存水平在同比偏低位置。基本面预期尚可,但成本支撑减弱,预计后期甲醇价格走势区间震荡。

## 短期政策风险加大 中期尿素仍有利多

### 一、期货价格走势回顾

图表 1：尿素期货主力合约走势



来源：文华财经

10月尿素期货价格高位震荡后大幅下跌，现货相对强，基差高位。月内企业库存累积，上游成本塌陷，农需不及预期，出口法检政策落地，市场预期转向。

### 二、国内供应

2021年9月，国内尿素产量为421万吨，环比下降10%，同比下降9.3%。9月上游装置检修因能耗双控和原料问题增加，日产量一度大幅下降。

图表 2：中国尿素产量趋势（万吨）



来源：隆众，新湖期货研究所

图表 3：尿素产量季节性（万吨）



来源：隆众，新湖期货研究所



图表 4：国内尿素累计产量



来源：隆众，新湖期货研究所

图表 5：尿素日产量



来源：隆众，新湖期货研究所

图表 6：山东尿素日产量



来源：隆众，新湖期货研究所

图表 7：尿素华东日产量



来源：隆众，新湖期货研究所

图表 8：华北尿素日产量



来源：隆众，新湖期货研究所

图表 9：西北尿素日产量



来源：隆众，新湖期货研究所

图表 10：华中尿素日产量



图表 11：尿素表观消费量



来源：隆众，新湖期货研究所

来源：隆众，新湖期货研究所

图表 12：国内尿素装置检修情况

企业名称	原料	型号	年产能	停车日期	开车日期
安徽昊源化工集团有限公司	无烟煤	小颗粒	30	2021/10/21	2021/12/31
安徽晋煤中能化工股份有限公司	无烟煤	小颗粒	30	2021/10/17	2021/1/30
安阳中盈化肥有限公司	烟煤	小颗粒	40	2021/10/3	2021/10/9
鄂尔多斯化学工业有限公司	天然气	中颗粒	80	2021/10/20	2021/10/25
鄂尔多斯联合化工有限公司	天然气	小颗粒	95	2021/1/15	待定
甘肃刘化(集团)有限责任公司	天然气	中颗粒	104	2021/1/15	待定
河北省东光化工有限责任公司	无烟煤	大颗粒	70	2021/1/15	待定
河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	无烟煤	大颗粒	15	2021/10/16	2021/1/15
	烟煤	中颗粒	40	2021/10/14	2021/10/20
				2021/10/23	2021/1/7
				2021/10/27	2021/1/7
河南省中原大化集团有限责任公司	天然气	小颗粒	52	2021/1/15	待定
湖北三宁化工股份有限公司	无烟煤	小颗粒	60	2021/10/25	2021/12/31
江苏华昌化工股份有限公司	烟煤	小颗粒	25	2021/10/10	2021/1/10
辽宁北方煤化工(集团)股份有限公司	焦炉气	小颗粒	13	2021/10/25	2021/1/5
宁夏和宁化学有限公司	烟煤	中颗粒	76	2021/10/26	2021/1/5
青海盐湖工业股份有限公司	天然气	小颗粒	33	2021/10/7	2021/10/23
					2021/1/5
青海云天化国际化肥有限公司	天然气	小颗粒	80	2021/1/5	待定
山东华鲁恒升化工股份有限公司	烟煤	大颗粒	30	2021/10/18	2021/1/15
山东联盟化工股份有限公司	烟煤	小颗粒	60	2021/10/14	2021/1/10
山西金泓煤化工有限责任公司	无烟煤	小颗粒	40	2021/10/22	2021/1/15
山西晋丰煤化工有限责任公司	无烟煤	大颗粒	40	2021/10/30	2021/1/30
		中颗粒	40	2021/10/30	2021/1/30
山西晋煤天源化工有限公司	无烟煤	大颗粒	35	2021/10/26	2021/1/6
山西天津煤化工集团股份公司	无烟煤	大颗粒	75	2021/10/1	2022/3/15
				2021/10/26	2021/1/6
			100	2021/10/26	2021/1/6
		小颗粒	50	2021/10/27	2021/1/7
四川美丰化工股份有限公司	天然气	中颗粒	65	2021/1/5	2021/12/5
新疆天运化工有限公司	天然气	小颗粒	70	2021/1/1	未定
新疆中能万源化工有限公司	烟煤	小颗粒	60	2021/10/18	2021/10/28
尧矿新疆煤化工有限公司	烟煤	小颗粒	52	2021/10/15	2021/10/31
中盐安徽红四方股份有限公司	烟煤	小颗粒	30	2021/10/11	2021/10/11
河南心连心化学工业集团股份有限公司	无烟煤	小颗粒	30	2021/10/7	2021/10/10
灵谷化工集团有限公司	烟煤	中颗粒	90	2021/10/23	2021/1/6
河南晋控天庆煤化工有限责任公司	无烟煤	中颗粒	52	2021/10/21	2021/1/4

来源：隆众资讯

10月中上旬尿素上游检修减少，日产量回升，预计10月产量环比增加。11月气头装置将受到限气影响，检修预计再次增加，产量环比预计下降。此外，内蒙乌兰大化肥项目投资推迟，预计新增供应在年内体现概率不大。

图表 13：新装置投放计划

区域	省市	企业	原料	尿素产能	投产时间预期
华东	江西	九江心连心	煤炭	30	2021-2
华中	湖北	湖北三宁	煤炭	80	2021-2
西南	云南	云南祥丰	煤炭	20	2021-2
华东	安徽	昊源	煤炭	80	2021-9
华北	内蒙古	乌兰大化肥	煤炭	120	2021年四季度

来源：新湖期货研究所

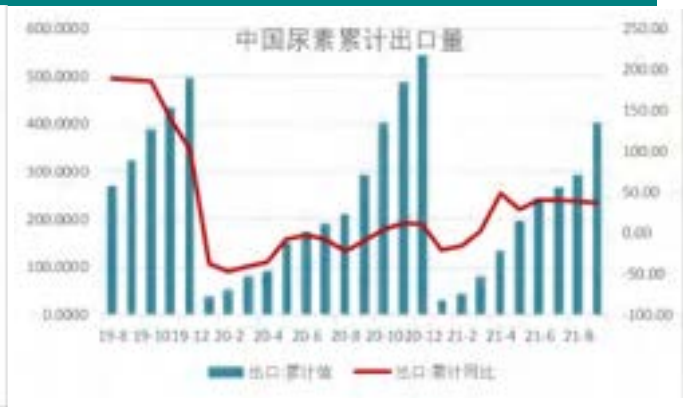
### 三、出口需求

图表 14：中国尿素出口季节性



来源：海关总署

图表 15：尿素累计出口走势



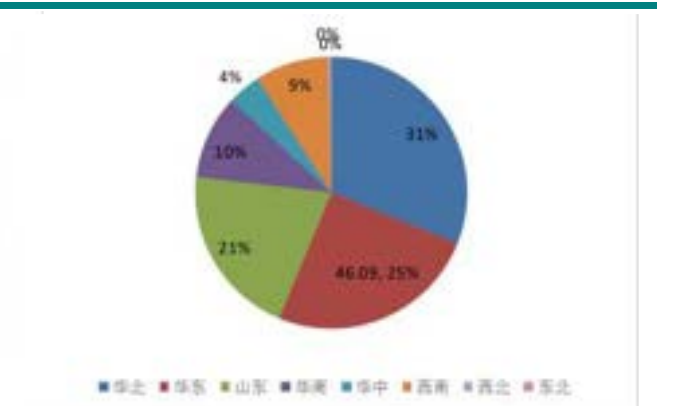
来源：海关总署

图表 16：累计出口去向分布



来源：海关总署

图表 17：累计出口地区分布



来源：海关总署

9月中国尿素出口量为109.15万吨，环比增加317%，同比增加32%。1-9月累计出口402万吨，同比增加37%。

10月出口预计维持高位，前一轮印标10月1日开标，船期截至11月11日，中国货源中标量高。海关尿素出口法检政策已落地，后期出口将受限制。



## 四、国内需求

图表 18：全国尿素企业预收订单情况



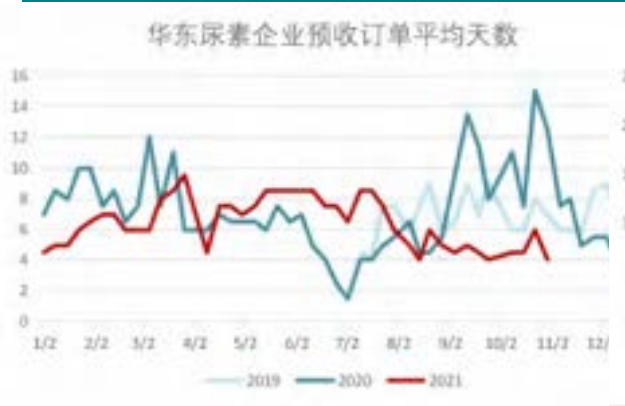
来源：隆众

图表 19：山东尿素企业预收订单情况



来源：隆众

图表 20：华东尿素企业预收订单情况



来源：隆众

图表 21：华北尿素企业预收订单情况



来源：隆众

图表 22：华中尿素企业预收订单情况



来源：隆众

图表 23：西北尿素企业预收订单情况



来源：隆众

受前期北方部分地区降水过多影响，国内秋季农需不及预期。据了解冬储尚未全面开始。工业需求略有回升，但其中复合肥开工仍低于往年同期。总体来看，10-11月需求预期整体



一般。后期关注冬储需求。

图表 24: 复合肥开工率



来源: 隆众, 新湖期货研究所

图表 25: 三聚氰胺开工率



来源: WIND, 新湖期货研究所

## 五、库存

图表 26: 港口库存走势



来源: 隆众

图表 27: 企业库存走势



来源: 隆众

截至 10 月下旬, 企业库存在 62 万吨左右, 高于去年同期 10 万吨。上游日产量走低, 预期后期企业库存累积放缓。港口库存在 21.6 万吨, 较前期下降。受海关政策影响出口存在受限可能, 后期港口库存将维持低位。

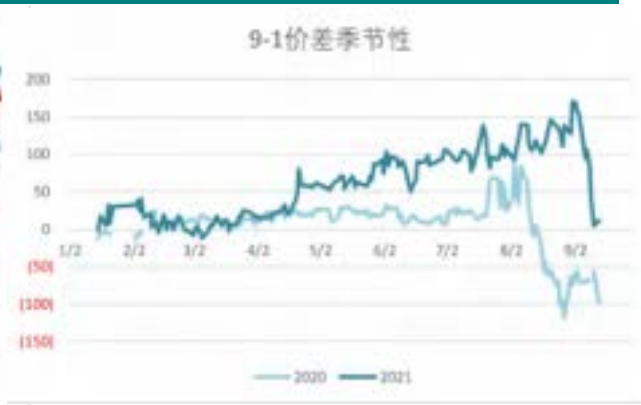
## 六、后期展望

图表 28：基差



来源：WIND，新湖期货研究所

图表 29：尿素期货合约间价差



来源：WIND，新湖期货研究所

图表 30：尿素期货合约间价差



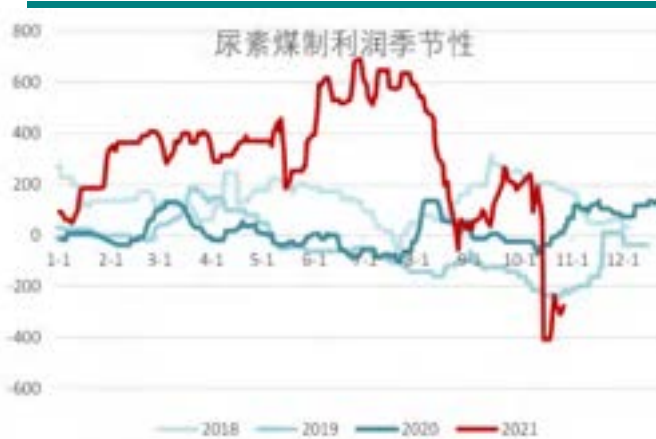
来源：WIND，新湖期货研究所

图表 31：尿素期货合约间价差



来源：WIND，新湖期货研究所

图表 32：无烟煤制尿素利润



来源：新湖期货研究所

图表 33：天然气制尿素利润



来源：新湖期货研究所

图表 34：出口利润



来源：WIND，新湖期货研究所

图表 35：国际价格



来源：WIND，新湖期货研究所

尿素下游需求一般，需关注后期冬储情况和旺季前备货需求情况。上游供应有季节性下降预期，但成本支撑弱化。总体来看，短期供求预期一般。中长期有环保因素、冬储和下游旺季支撑，建议关注5-9 正套。

## L11 月报：预计价格区间震荡

主要观点：

10月PE价格先涨后跌。国庆假期结束，由于上游原料价格强势运行，PE成本支撑较强，PE价格强势运行，随后受到政策影响，煤炭价格大幅走弱，PE成本支撑松动，市场情绪降温，PE价格走弱。

进入11月，PE计划检修装置继续减少，前期因限电或者利润情况而降负的装置逐渐恢复，再加上按照季节性来说，年底PE进口量一般会出现翘尾，PE进口量可能会有所增加，预计PE整体供应增加。PE下游需求旺季逐渐步入尾声，下游农膜开工预计下滑，预计下游需求走弱。除此之外，目前PE整体库存水平不低，特别是石化库存，自国庆后去库一直不顺畅，这也说明PE下游需求不佳。不过PE成本仍有一定支撑，近期PE油制生产利润快速走低，目前已处于较低水平。

总体来看，PE供应增加，需求转弱，库存去化情况不佳，但由于上游生产利润处于较低水平，PE成本仍有一定支撑，预计11月PE价格区间震荡，操作建议短期暂时观望，等待煤炭企稳。



## 基本面分析:

### PE 新料供应 1-9 月累计同比减少 2%

国内 PE 新料 1-9 月累计总供应 2812 万吨，同比减少 2%；9 月单月供应量 307 万吨，环比减少 5%。（详见图 5-图 6，表 1）

国产料（请见图 1-图 2）1-9 月累计产量 1686 万吨，同比增长 14%；其中 LL 累计产量 708 万吨，同比增长 20%；LD 和 HD 累计产量同比分别增长 3%和 12%。PE 新料的自给率较低，在 60%左右。

进口料（请见图 3-图 4）1-9 月累计进口量 1126 万吨，同比减少 18%；其中 LL 累计进口量 384 万吨，同比减少 14%；LD 和 HD 累计进口量同比分别减少 4%和减少 30%。

图 1：中国 PE 月度产量

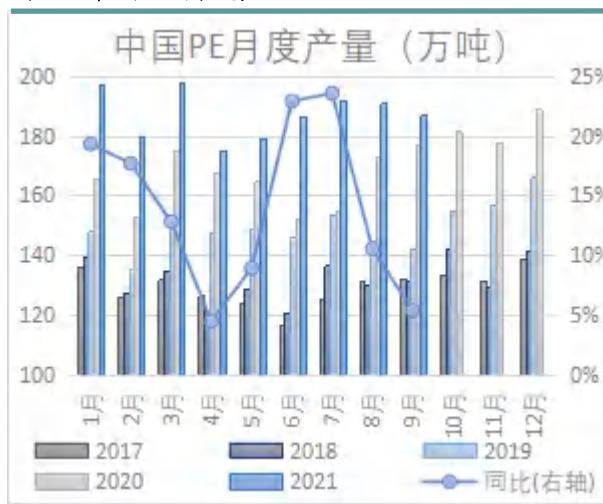
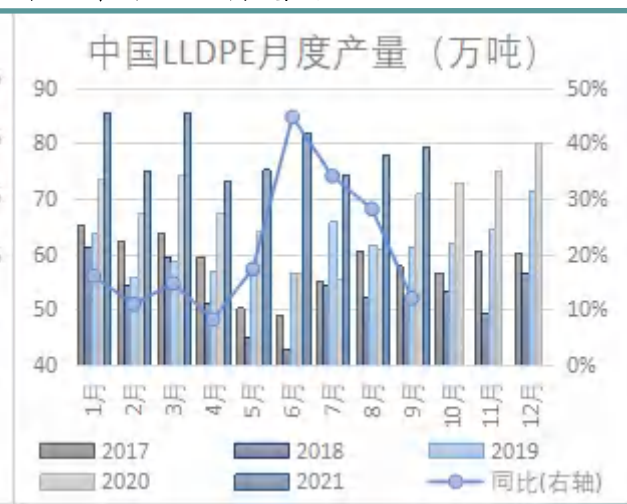


图 2：中国 LLDPE 月度产量

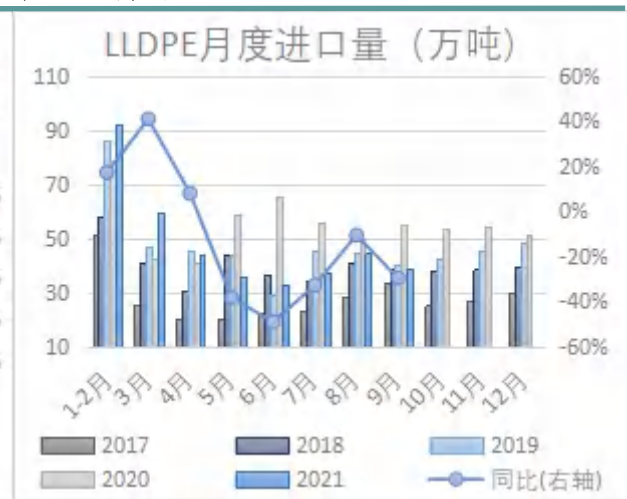


资料来源：卓创资讯、新湖研究所

图 3：PE 月度进口量



图 4：LL 月度进口量

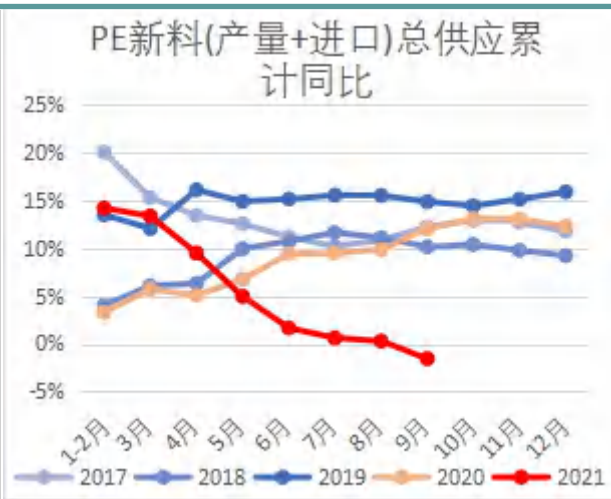


资料来源：海关总署、新湖研究所

图 5: PE 新料 (产量+进口) 月度总供应



图 6: PE 新料 (产量+进口) 月度总供应累计同比



资料来源: 海关总署、卓创资讯、新湖研究所

表 1: 2021 年 1-9 月 PE 供应结构

2021年1-9月PE供应结构						
	国产			进口		
	数量	占比	同比	数量	占比	同比
新料	1686	60%	14%	1126	40%	-18%

资料来源: 海关总署、卓创资讯、新湖研究所

### 11 月浙石化二期计划投产

2021 年, 内盘有大量 PE 产能投放计划, 并且国内新产能大多为轻烃制和民营企业产能, 而外盘的 PE 产能投放时间多有推迟。

国内方面 (请见表 2), 目前浙石化二期 45 万吨全密度装置与中韩石化二期 30 万吨 HD 装置已顺利投产。11 月有浙石化二期 35 万吨 HD 装置计划投产。

国外方面 (请见表 3), 由于 PE 自给率较低, 因此外盘产能投放十分重要。受疫情和自然灾害等意外因素影响, 今年外盘装置投产多有推迟, 目前阿曼 88 万吨装置和韩国 130 万吨装置已投放。

表 2：2021 年国内 PE 新装置

时间	PE装置	公司	产能	投产时间	当年有效产能月份	当年有效产能
2021	LD/EVA	延长中煤榆林能化(延长中煤二期)	30	2021年1月	11	28
	FDPE	华泰盛富	40	2021年4月	8	27
	HDPE	卫星石化	40	2021年5月	7	23
	FDPE	海国龙油	40	2021年5月	7	23
	HDPE	兰州长庆	40	2021年8月	4	13
	FDPE	兰州长庆	40	2021年8月	4	13
	FDPE	独山子塔里木	30	2021年9月	3	8
	HDPE	独山子塔里木	30	2021年9月	3	8
	HDPE	中韩石化二期	30	2021年9月	3	8
	FDPE	浙石化二期	45	2021年9月	3	11
	HDPE	浙石化二期	35	2021年11月	1	3
	LDPE	浙石化二期	40	2021年12月	0	0
	HDPE	镇海炼化	60	2021年12月	0	0
总计			500			164

资料来源：IHS、卓创资讯、隆众资讯、新潮研究所

表 3：2021 年国外 PE 新装置

时间	PE装置	公司	产能	投产时间	当年有效产能月份	当年有效产能
2021年	HDPE	阿曼 OQ S.A.O.C	44	2021年5月	7	26
	LLDPE	阿曼 OQ S.A.O.C	44	2021年5月	7	26
	LLDPE	韩国 LG Chem	60	2021年6月	6	30
	HDPE	韩国 LG Chem	20	2021年6月	6	10
	HDPE	韩国 GS Caltex	50	2021年8月	4	17
	LLDPE	印度 HPCL Mittal Energy	40	2021年12月	0	0
	HDPE	印度 HPCL Mittal Energy	85	2021年12月	0	0
总计			343			108

资料来源：IHS、卓创资讯、隆众资讯、新潮研究所

从有效产能增量看（请见图 7-图 9），2021 年全球有效产能增量 706 万吨，同比增加 5.7%，是近五年的最高水平。其中国内有效产能增量 356 万吨，同比增加 17.3%；国外有效产能增量 350 万吨，同比增加 3.4%。



图 7: 国内 PE 有效产能增量

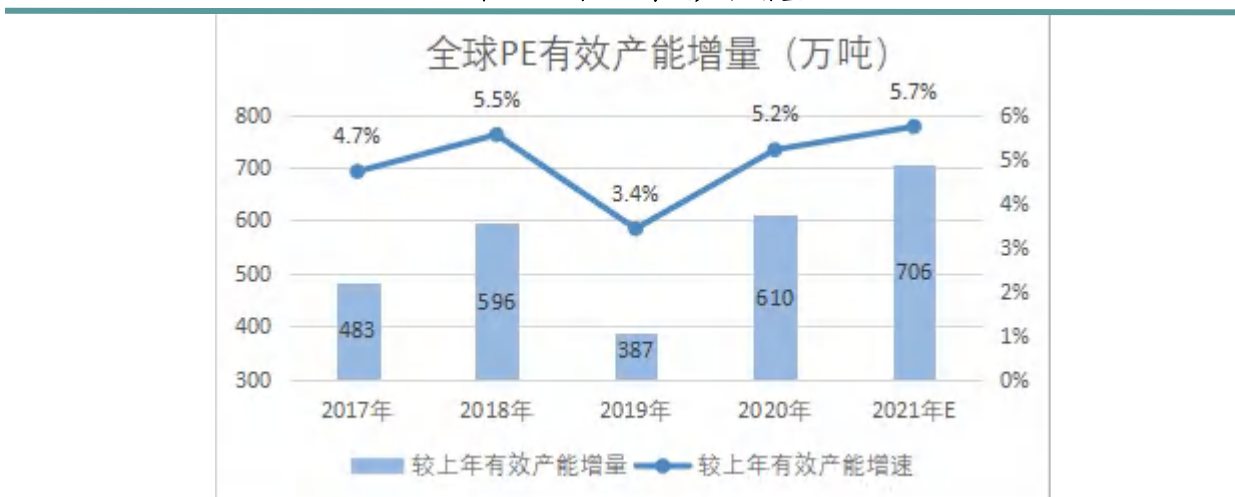


图 8: 国外 PE 有效产能增量



资料来源: 卓创资讯、IHS、新湖研究所

图 9: 全球 PE 有效产能增量



资料来源: 卓创资讯、IHS、新湖研究所

我们预估了 2021 年 10-12 月 PE 的供应量(请见表 4), 在进口量一直保持在较低水平并且上游降负装置未能完全重启的情况下, 预计 11 月新料总供应环比减少 3%。10 月部分上游装置因利润不佳以及原料缺失等多种原因而出现降幅的情况, 这些降负的装置中有部分已经逐渐恢复至正常负荷, 随着各地限电政策的环境以及生产利润情况的好转, 预计 01 合约上供应压力可能高于预期。



表 4:2021 年 PE 供应预估

2021年PE供应预估													
国产新料	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
2020	166	153	175	168	165	152	155	173	177	182	178	189	2032
2021	197	180	198	175	179	187	192	191	187	200	192	203	2281
上月环比	5%	-9%	10%	-11%	2%	4%	-3%	-0%	-2%	7%	-4%	6%	
当月同比	19%	18%	13%	1%	9%	23%	24%	11%	5%	10%	8%	7%	12%
累计同比	19%	19%	16%	13%	13%	14%	15%	15%	14%	13%	13%	12%	
新产能	延长中煤30      华泰盛雷40      海国龙油40      卫星石化40      兰州长庆80      中韩石化30      浙石化45      塔里木60												
进口新料	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	118	118	149	136	165	183	167	155	182	172	163	145	1854
2021	148	109	166	124	113	104	113	131	120	115	115	115	1471
上月环比	2%	-27%	53%	-25%	-9%	-8%	9%	16%	-8%	-5%	0%	0%	
当月同比	25%	-8%	11%	-9%	-32%	-43%	-32%	-16%	-34%	-33%	-29%	-21%	-21%
累计同比	25%	8%	9%	4%	-4%	-12%	-16%	-16%	-18%	-20%	-21%	-21%	
新产能	阿曼88      韩国130      印度125												
新料总供应	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	284	271	324	304	329	335	322	328	359	354	341	334	3886
2021	345	289	363	299	292	291	305	322	307	315	307	318	3752
上月环比	3%	-16%	26%	-18%	-2%	-0%	5%	6%	-5%	3%	-3%	4%	
当月同比	22%	6%	12%	-2%	-11%	-13%	-5%	-2%	-14%	-11%	-10%	-5%	-3%
累计同比	22%	14%	13%	9%	5%	2%	1%	0%	-2%	-3%	-3%	-3%	

资料来源：卓创资讯、IHS、新湖研究所

表 5:2021 年 PE 分合约供应环比增速预估

2021年PE分合约供应环比增速						
	产量	产量环比	进口	进口环比	新料总供应	总供应环比
2020年9-12月 (2101合约)	726		662		1388	
2021年1-4月 (2105合约)	750	3%	546	-18%	1296	-7%
2021年5-8月 (2109合约)	749	0%	460	-16%	1209	-7%
2021年9-12月 (2201合约)	782	4%	465	1%	1247	3%

资料来源：卓创资讯、IHS、新湖研究所

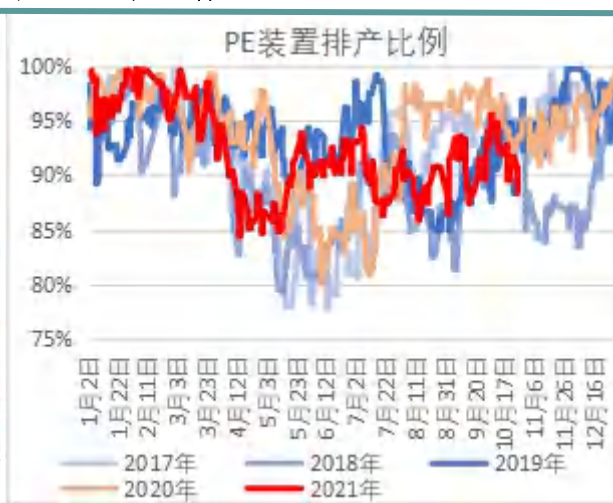
### 11 月检修损失继续下降

根据已知检修计划，11 月计划检修的 PE 装置明显减少，检修产量损失环比继续下滑（请见图 10）。根据目前已知的检修计划来看，11 月暂时没有新增的大修装置。除此之外，10 月有不少装置因为各种因素出现降负的情况，近期有部分装置已经逐渐恢复到了正常负荷，预计 11 月 PE 供应环比有所增加。

图 10: PE 装置检修月度产量损失



图 11: PE 装置排产比例



资料来源: 根据公开数据整理

图 12: LL 排产比例



资料来源: 卓创资讯、新湖研究所

### 上游成本支撑仍存

10月受政策影响煤炭价格大幅下跌, PE价格随之下行, 但目前煤制盘面利润仍然处于较低水平。除煤制之外, 油制生产利润同样不佳。近期原油价格一直维持在较高位, 而PE价格下跌, 油制利润明显收窄, 目前已经处于历史较低水平。因此PE仍有一定的成本支撑。

图 13: 煤制盘面利润



图 14: LL 主力合约与布伦特主力合约



资料来源: wind、新湖研究所

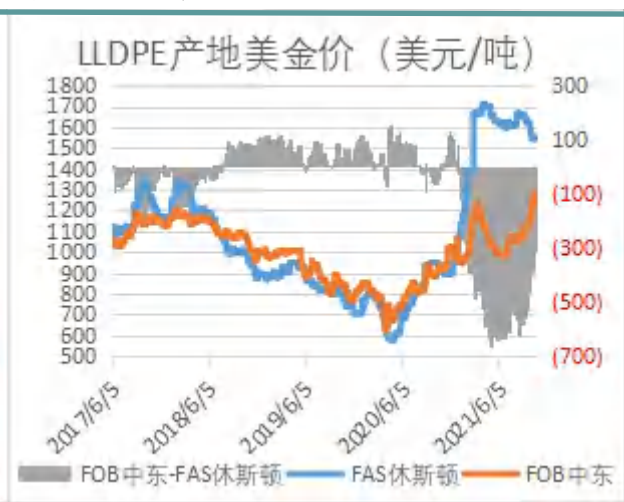
### PE 进口供应保持低位

10 月 PE 外盘价格保持偏强运行, LL 进口窗口基本保持关闭的状态, 进口货源增量有限。由于船期等因素, 10 月的进口价格主要反映的是 2 个月以后的进口情况, 预计一直到 12 月 PE 的进口量都将处于较低的水平。不过按照 PE 进口量的季节性来看, 一般到年底外商为了减少库存会出现甩货的行为, 因此 11 月 PE 进口供应可能环比会有小幅的提升, 但还是处于同比较低水平。

图 15: LLDPE 进口区域美金价



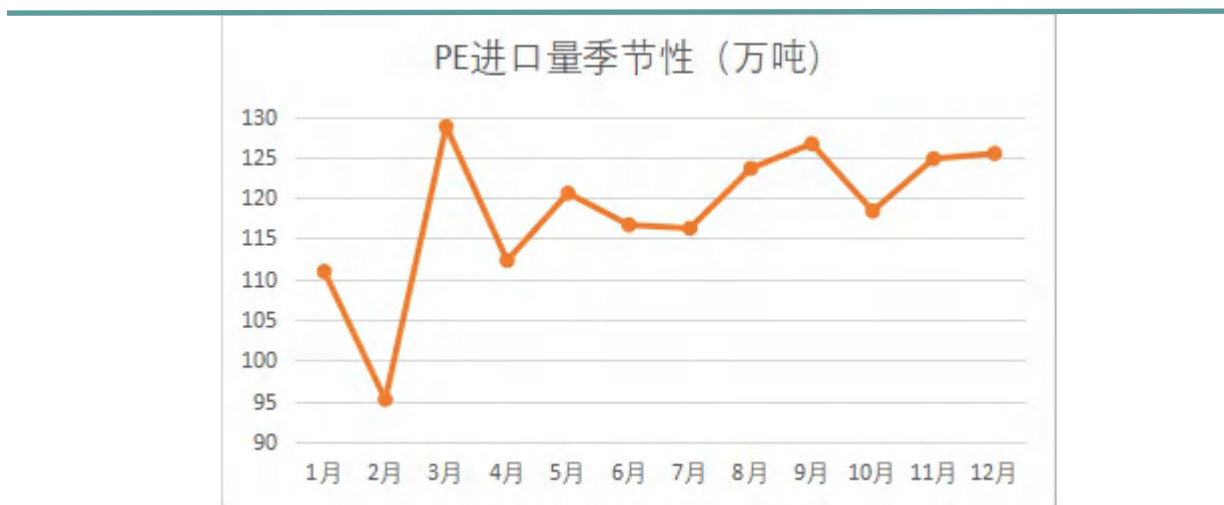
图 16: LLDPE 产地美金价



资料来源: wind、新湖研究所



图 17: PE 进口量季节性



资料来源: wind、新湖研究所

### 11 月 PE 需求旺季逐渐结束

根据今年 1 至 9 月的表需增速来看 (请见图 18), 可以看出今年 1 到 9 月份 PE 的下游需求与往年相比明显偏弱, 其表需增速已经是负增长的情况了, 也就是说 1 到 9 月 PE 下游整体需求情况较弱。

10 月原本是 PE 下游农膜的需求旺季, 但农膜订单跟进不顺畅, 开工明显弱于往年。包装膜开工处于较低水平, 下游订单跟进水平不佳。今年由于受有序用电以及利润情况不佳等因素的影响, 部分地区的下游工厂开工受限, PE 整体下游负荷弱于往年, 需求旺季表现不明显。

进入 11 月, 农膜行业的传统需求旺季步入尾声, 农膜开工走弱, 部分地区限电情况稍有放松, 但是今年新订单情况不佳, 包装膜开工提升空间有限, 预计 11 月 PE 需求环比走弱。

图 18: PE 表需增速

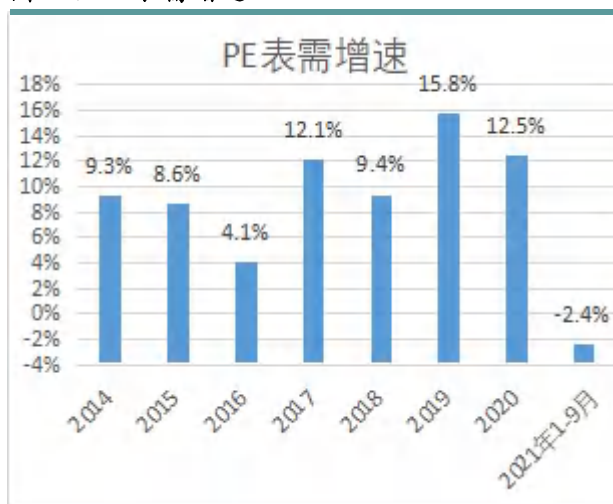


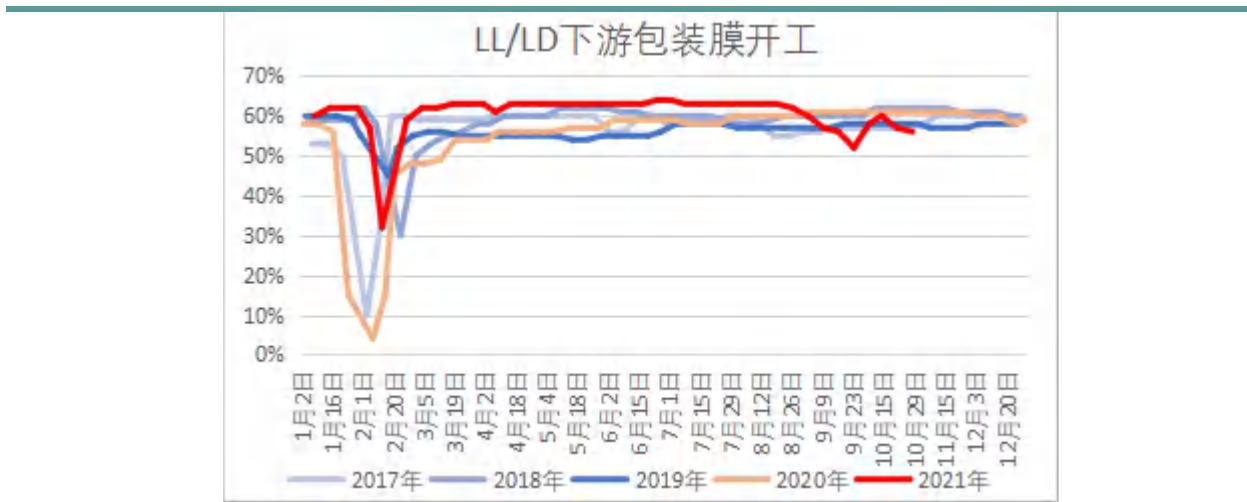
图 19: LL/LD 下游农膜开工



资料来源: 卓创资讯、海关总署、新湖研究所



图 20: LL/LD 下游包装膜开工



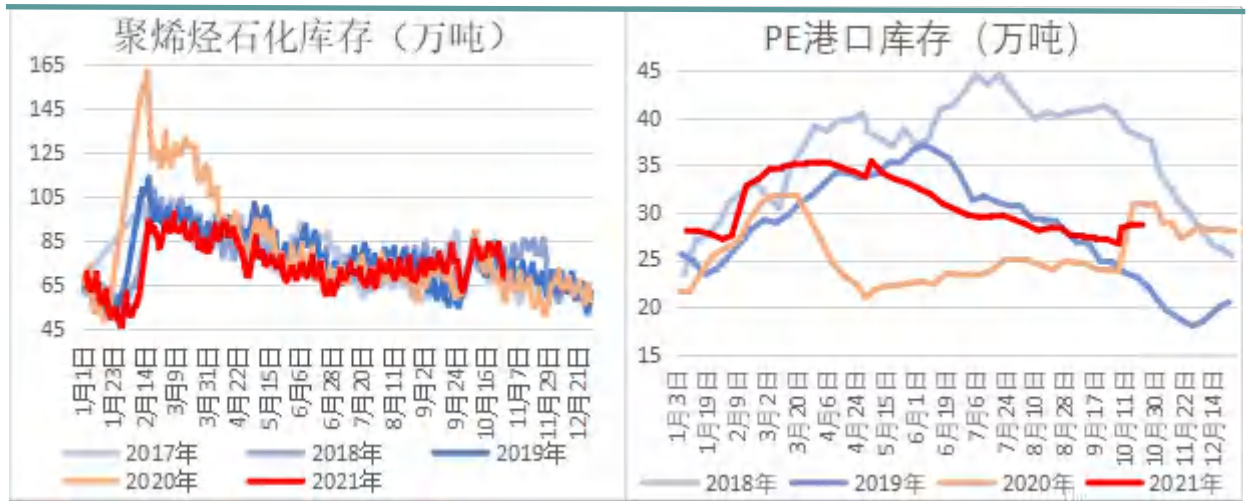
资料来源: 卓创资讯、海关总署、新湖研究所

### PE 整体库存去化不佳

虽然前期部分上游生产装置有降负的情况, 导致 10 月 PE 的供应偏弱, 但是 PE 整体库存去化情况并不顺畅。一般来说在国庆假期后, PE 下游进入需求旺季, 下游需求好转, 库存去化速度较快, 但是实际上, 今年国庆节后, 聚烯烃整体库存去化并不顺畅。目前石化库存处于正常水平 (请见图 21)。在进口量较低的情况下, 港口库存持续累库 (请见图 22)。贸易商库存有所消化, 但社会库存水平仍然较高。下游接货意愿偏弱, 基本维持低库存运行。不过随着原料价格的下跌, 下游接货意愿稍有好转, 可能会有一定的补库需求。

图 21: 聚烯烃石化库存

图 22: PE 港口库存



资料来源: 卓创资讯、新湖研究所

## 估值分析：

**产业链利润：上游油制利润偏低；LL 进口窗口关闭；下游利润较好**

上游利润（请见图 23）：油制利润出现明显下滑，目前处于偏低水平，大约在 200 元/吨左右。

进口利润（请见图 24-图 26）：LL 外盘报价 1248 美元/吨，折算人民币 9750 元/吨，LL 的进口窗口关闭。

下游利润（请见图 27-图 28）：PE 下游农膜利润回升。

图 23：LL 油制生产利润



图 24：LL 进口利润



资料来源：wind、新湖研究所

图 25：LD 进口利润



图 26：HD 进口利润



资料来源：wind、新湖研究所

图 27: 山东地膜加工费



图 28: 山东双防膜加工费

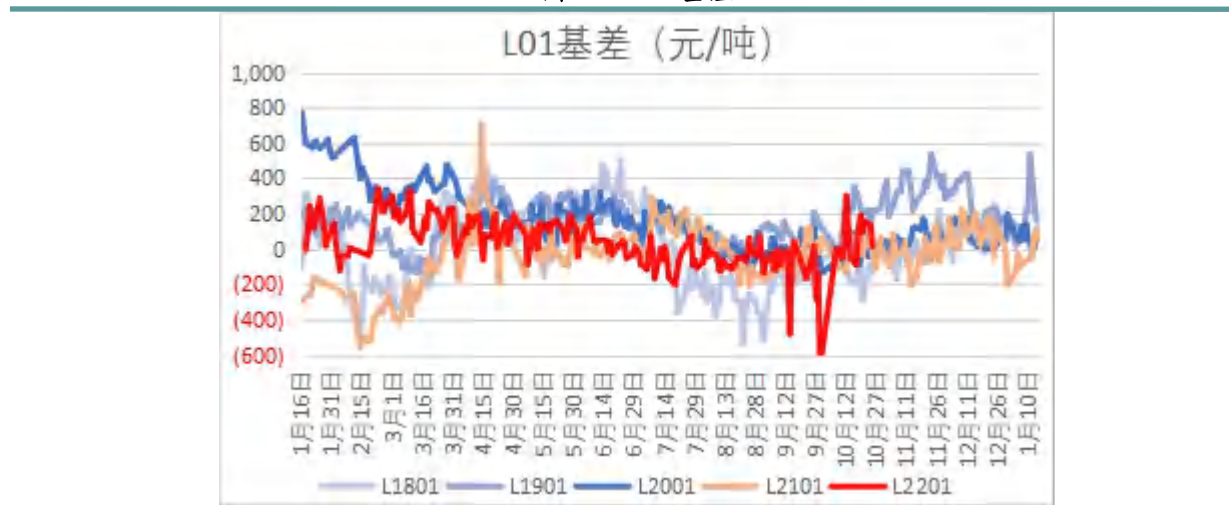


资料来源: Wind、卓创资讯、新湖研究所

### 01 合约平水现货

由于上游动力煤由于政策原因大幅下跌, PE 盘面价格随之下跌。由于下游接货意愿偏弱, 现货价格偏弱, 01 合约基差走弱, 基本与现货平水。

图 29: L01 基差



资料来源: Wind、新湖研究所

### 跨月价差: 1-5 价差收窄

05 合约贴水 01 合约 40 元/吨左右。由于煤炭价格大幅下跌, PE 成本支撑松动, 市场看涨情绪降温, 01 合约与 05 合约之间的价差快速收窄。



图 30: L01-L05 价差



资料来源: Wind、新湖研究所

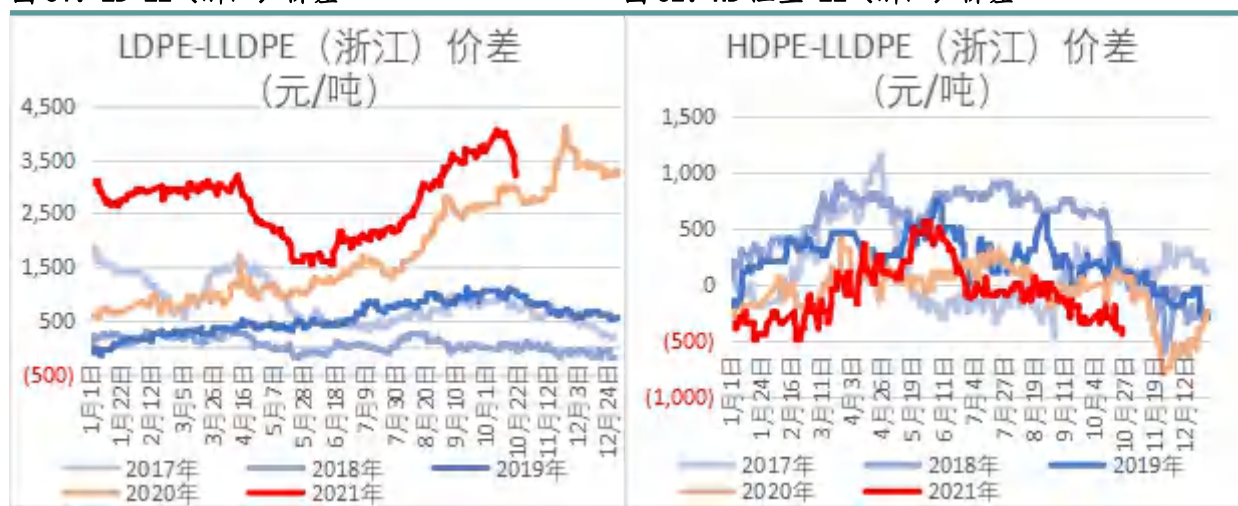
**非标品-标品价差: LD 价格回落, HD 偏弱**

近年, 全球 LD 新产能一直较少, 因此 LD 长期升水 LL。10 月 LD 检修装置减少, 进口量环比有所增加, LD 供应增加, 然而由于原料价格高企, LD 下游需求走弱, LD 价格回落, 与 LL 间价差收窄。(请见图 31)

HD 由于下游需求不佳, 价格偏弱, 与 LL 间贴水扩大 (请见图 32)。

图 31: LD-LL (浙江) 价差

图 32: HD 注塑-LL (浙江) 价差



资料来源: Wind、新湖研究所

**新回料价差收窄**

由于新料价格大幅下跌, 新回料价差收窄。(请见图 33-图 34)



图 33: PE 新回料价差



图 34: PE 一级回料价格走势



资料来源: Wind、新湖研究所

**新湖观点:**

10月PE价格先涨后跌。国庆假期结束,由于上游原料价格强势运行,PE成本支撑较强,PE价格强势运行,随后受到政策影响,煤炭价格大幅走弱,PE成本支撑松动,市场情绪降温,PE价格走弱。

进入11月,PE计划检修装置继续减少,前期因限电或者利润情况而降负的装置逐渐恢复,再加上按照季节性来说,年底PE进口量一般会出现翘尾,PE进口量可能会有所增加,预计PE整体供应增加。PE下游需求旺季逐渐步入尾声,下游农膜开工预计下滑,预计下游需求走弱。除此之外,目前PE整体库存水平不低,特别是石化库存,自国庆后去库一直不顺畅,这也说明PE下游需求不佳。不过PE成本仍有一定支撑,近期PE油制生产利润快速走低,目前已处于较低水平。

总体来看,PE供应增加,需求转弱,库存去化情况不佳,但由于上游生产利润处于较低水平,PE成本仍有一定支撑,预计11月PE价格区间震荡,操作建议短期暂时观望,等待煤炭企稳。

分析师:新湖期货能化团队

日期:2021年10月29日

## PVC 月报

### 主要观点

#### 价格

10 月 PVC 价格冲高后大幅回落，1 月合约在 10 月 12 日达到最高点 13380 元后，受电价改革、煤炭价格下跌等因素影响大幅下跌，在 10 月 28 日达到最低 8790 元。价格从高位回落最多 4590 元，或 34.3%。

#### 供应

10 月政策、煤炭价格、电力供应、电石价格、PVC 价格之间产生很大分化。电石价格继续创新高，10 月下旬一度达到 8000 元，外购电石的电石法 PVC 生产利润达到-4300 元，此前利润长期保持在 100 元左右，极低的利润水平应当是需要回归的。10 月检修量有所下降，主要由于限电情况略有缓解，并且中下旬检修量逐渐下降，PVC 开工从最低位 63.2% 提升至 70.32%，总体仍然处于相对低位。预期在电石价格高企和供应不足的情况下，PVC 开工仍难以显著提升。

#### 需求

10 月仍是传统的需求旺季，随着限电有所缓解，下游制品企业开始复工，华南限电解除需求恢复，华东持续限电，但开工负荷仍然不高，10 月下旬北方天气转冷，需求逐渐进入淡季。但 10 月中下旬 PVC 价格大幅下跌，下游制品企业利润将有所恢复，预期将有一定的需求增量使需求总体保持平稳增加。出口利润随 PVC 价格下跌大幅扩大，预期有一定出口需求。

#### 库存

10 月初库存达到 19.65 万吨，是除 2020 年疫情外的往年同期最高水平，之后小幅下降至月底的 16.38 万吨，仍处于往年同期水平。

#### 预期

PVC 价格下跌，但生产成本高企，大幅亏损状态应当是需要恢复的。电石仍受能耗双控和限电影响，价格处于高位；下游需求在过去几个月处于刚需状态，对价格的弹性有限，PVC 价格下跌使下游利润恢复，需求或有提升。所以 PVC 生产亏损更可能通过 PVC 价格上涨恢复，但在整体市场环境偏弱，以及需求即将进入淡季的情况下，PVC 价格恢复上涨较为困难，并且需要时间。

王博艺

执业资格号：F3062089

投资咨询资格号：Z0014758

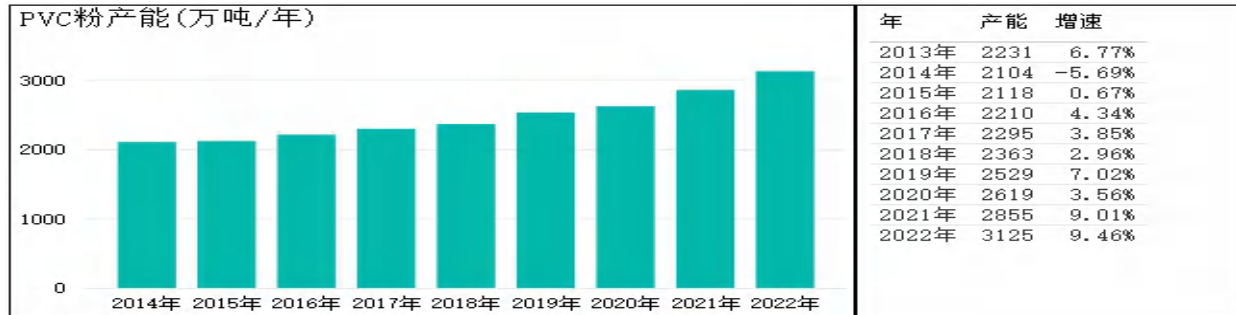
电话：0571-87782191

邮箱：wangboyi@xhqh.net.cn

2021 年 10 月 29 日

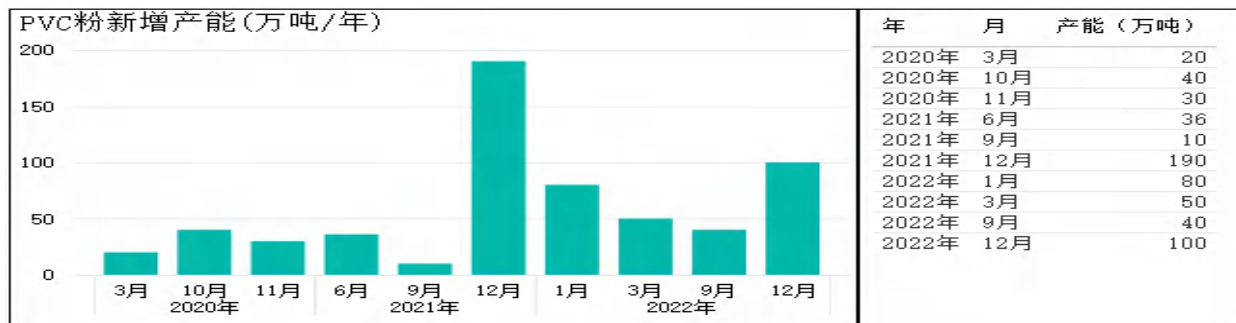
## 一、新增产能情况

图：PVC 年度产能



数据来源：卓创资讯、新湖期货研究所

图：PVC 新增产能



数据来源：卓创资讯、新湖期货研究所

表：PVC 新增产能计划

企业	年	月	工艺路线	产能 (万吨)	所在省份	备注
金川新融	2021年	6月	电石法	6	甘肃省	20万吨总产能先开6万吨，4月底投料试车，6月投产。
浙江嘉化	2021年	6月	乙烯法	30	浙江省	6月试车，7月开工逐步稳定，8月下旬正式投产
上海氯碱	2021年	9月	乙烯法	10	上海市	计划2021年8-9月份投产，特种树脂
德州实华	2021年	12月	姜钟法	20	山东省	2021年5月份试车，后期停车
甘肃新川	2021年	12月	电石法	20	甘肃省	2020年11月8日复产10万吨，未能开启，2021年复产20万吨
聚隆化工	2021年	12月	乙烯法	40	河北省	2021年9月做好投产准备工作，8月试车
山西瑞恒	2021年	12月	电石法	10	山西省	已初步具备投产条件，具体投料时间尚不确定。
陕西金泰	2021年	12月	电石法	60	陕西省	计划2021年试车，具体待建设进度而定，2021年年底
信发铝电	2021年	12月	电石法	40	山东省	计划2021年年底一期40万吨投产，总规划80万吨

数据来源：卓创资讯、新湖期货研究所

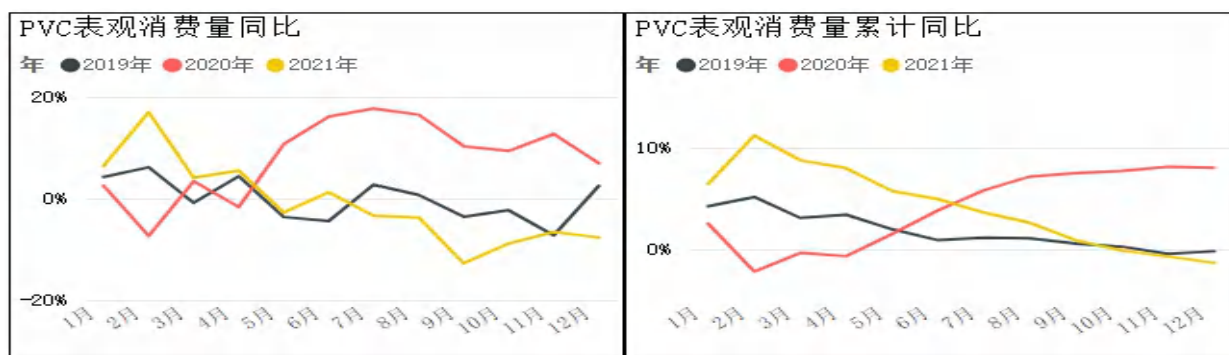
## 二、表观消费量

预期 PVC 表观消费量同比和累计同比预计在 2 月将达到较高水平，由于 2020 年年初疫情影响产量，之后逐渐恢复正常水平，数据的异常对供应不产生实质影响，预期 2021 年 PVC 供应总体符合季节性规律。

1 月 PVC 产量首次突破 200 万吨，达到 200.45 万吨，由于海外供应短缺，出口量较大，净出口 8.77 万吨，表观消费同比为 6.43%。2 月 PVC 产量 185.87 万吨，净出口 12.5 万吨，由于去年疫情影响，表观消费累计同比为 11.19%。3 月电石供应短缺、PVC 调降负荷，并且仍有出口需求，表观消费量仅有 176.9 万吨，产量 196.27 万吨，净出口 19.35 万吨，表观消费累计同比 8.76%。4 月 PVC 产量 189.54 万吨，净出口 22.47 万吨，表观消费累计同比为 7.97%；5 月 PVC 产量 188.77 万吨，较 4 月有所下降，由于检修量较高，净出口 19.54 万吨，保持较高水平，表观消费量累计同比 5.73%；6 月 PVC 产量 193.16 万吨，净出口下降至 10.53 万吨，表观消费量提升，累计同比 4.93%；7 月 PVC 产量 187.33 万吨，净出口下降至 2.62 万吨，表观消费量受产量下降影响，累计同比 3.6%。8 月 PVC 产量 186.05 万吨，净出口下降至 2.08 万吨，表观消费量受产量下降影响，累计同比 2.6%。9 月 PVC 产量大幅下降至 159.21 万吨，净出口 5.4 万吨，表观消费量受产量下降影响，累计同比 0.87%。

全年来看，对高能耗企业生产的限制将是长期趋势，表观消费累计同比相对较高主要受去年产量不足影响，进入下半年能耗双控的作用开始体现在数据上，随着 PVC 产量下降，表观消费累计同比在 9 月下降至 0.87%。

图：PVC 表观消费量同比和累计同比



数据来源：Wind 资讯、卓创资讯、新湖期货研究所