

钢厂利润回升令供给端承压

黑色产业链

内容提要:

- ◆ 进入 2016 年以来，“改革题材”持续发酵，尤其是国务院发声要削减钢铁产能 1.5 亿吨，令钢铁行业在新年开启超跌反弹。但改革并非短期一蹴而就，需要时间静待效果发酵，因此市场对于改革题材的炒作必将回归现实。
- ◆ 2015 年全国粗钢产量和表观消费量同比均有 4-5% 的下降，钢铁行业寒冬已至。2016 年 1 月供需双降的格局仍在延续，但随着钢厂利润的回升，春节之前螺纹的供给微弱增加，而贸易商囤货令市场短期需求回暖，供需格局短暂好转。
- ◆ 我们认为钢价回升对钢厂开工率的刺激是较为平淡和短促的，春节因素下钢厂难以大胆增加供给，而传统季节性消费淡季将制约钢价需求。
- ◆ 钢材出口量在年底大幅攀升对钢价形成一定支撑，但如此高位的出口水平几乎没有继续增加的空间。
- ◆ 铁矿石进口量持续小幅攀升，1 月到港量及库存压力有所增加，除非钢厂开工率在春节后有较大提升，预计 2 月份铁矿石供给端压力难以缓解。
- ◆ 焦炭与焦煤之间的价差不断收缩，焦炭的吨产利润已经消失殆尽。焦炭-焦煤比价回升的套利机会在二季度值得期待。。
- ◆ 螺纹和铁矿石主力 1605 合约前期反弹多单应在春节前夕逐步止盈离场，节后期价或有小幅调整带来的短空机会。

石磊

黑色产业链分析师

从业资格证：F0270570

投资咨询证：Z0009331

TEL: 0516-83831165

E-MAIL:

shilei@neweraqh.com.cn

苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。新纪元期货研究所主管，主攻黑色产业链研究。

近期报告回顾

2016 年度报告:

供需双降过剩延续 严寒之中期盼春风 20151218

周度报告:

螺纹钢: 反弹延续但时间和空间不多 20160125

螺纹钢: 暂获 60 日支撑 重回反弹之路 20160117

螺纹钢: 商品普跌拖累, 反弹或已结束 20160110

螺纹钢: 超跌反弹将延续 偏多操作 20160103

前言

我们在2016年度投资报告中曾经指出，2015年黑色产业链的下跌将至少延续至2016年一季度，2015年12月开启的触底反弹仅为超跌之后的修复，并非基本面好转推动的中线反弹。从盘面来看，走势基本符合预期，2016年首月宏观环境不佳，商品与股指波动率放大，螺纹钢主力合约月度上涨30元/吨收于1814元/吨，铁矿石主力合约则基本与上月持平，交投维持于320元/吨一线。在春节临近的时间窗口中，商家逐步放假进入节日气氛同时雨雪天气增多，市场并未出现冬储行情，但目前坯料库存以及成品库存维持低位，钢铁企业盈利水平修复，挺价心理较强，因此节前期价或维持高位，节后钢厂开工意愿增强，将令供给端承压进而制约期价。

第一部分 中国宏观经济分析

我们在2016宏观年报中曾指出，未来中国经济是“L型”走向，2016年将是中国宏观经济持续探底的一年，而即便在16-17年度经济出现止跌，3-5年内仍将在“L型”的横走阶段，这种“软着陆”方式将给中国提供较为宽裕的改革实施和发展空间，酝酿下一个阶段的中高速增长。

2015年底“供给侧改革”横空出世成为热门概念，进入2016年以来，“改革题材”持续发酵，尤其是国务院发声要削减钢铁产能1.5亿吨，令钢铁行业在新年开启超跌反弹。“供给侧改革”与传统改革手段不同的是，传统手段都是在需求端上面做文章而供给侧改革旨在调整经济结构。“投资、消费、出口”这三驾马车是调节经济的常用项目，而自07年中国经济增速逐年下滑以来，货币和财政不断扩大对三驾马车的宽松政策，实际上对需求的刺激效果已经开始减弱，因为需求不足之下隐含着供需错配。供给侧改革将使要素实现最优配置，提升经济增长的质量和数量。“化解产能过剩、降低企业成本、消化地产库存和防范金融风险是最为关键的4个“歼灭战”，供给侧改革将分别在劳动力、资本、创新、政府4条主线上推进。”而要想获得改革的成果，必先经历改革的阵痛，同时也需要时间静待效果发酵，并非短期一蹴而就的，因此市场对于改革题材的炒作必将回归现实。

从宏观经济增速的走势和改革的发展思路来看，2016年经济下行压力依然沉重，改革将围绕化解过剩产能、降低企业成本、消化地产库存和防范金融风险四大主线展开。黑色产业链产能过剩突出，企业融资成本高，钢铁需求端又和地产行业息息相关，现阶段处于下行通道，直到黑色产业链产能产生质变、地产库存得到消化进入重建库存周期，并且配合经济的反弹，行

业才会焕发新的生机。

第二部分 黑色产业链供需格局

一、螺纹钢——过剩基调下寻求供需变化

2015年全国粗钢产量和表观消费量同比均有4-5%的下降，钢铁行业寒冬已至。2016年1月供需双降的格局仍在延续，但随着钢厂利润的回升，春节之前螺纹的供给微弱增加，而贸易商囤货令市场短期需求回暖，供需格局短暂好转。我们认为钢价回升对钢厂开工率的刺激是较为平淡和短促的，春节因素下钢厂难以大胆增加供给，而传统季节性消费淡季将制约钢价需求。钢材出口量在年底大幅攀升对钢价形成一定支撑，但如此高位的出口水平几乎没有继续增加的空间。

1、产销双降格局加速

粗钢产销双降的幅度在2015年底逐渐加快，钢铁行业严冬难。11月全国粗钢产量6331.50万吨，较10月大幅下降281.04万吨，12月产量数据略有回升，为6437.20万吨，2015年全年粗钢产量80053.24万吨，较2014年的81330.06万吨下降1.57%，降幅比2016年报中0.8%的预期有所扩大。而11月份全国粗钢表观消费量为5407.48吨，较前期预估值5727.56万吨大减320.08万吨，同比2014年11月减少0.16%，12月表观消费量预期也相应下调至5400.00万吨，全年表观消费量总计预估值调整为69436.50万吨，同比下降5.07%，国内钢铁消费量的降幅显著大于粗钢产量降幅。

表1. 粗钢产量低于预期，产量增速下滑但仍高于消费量增速

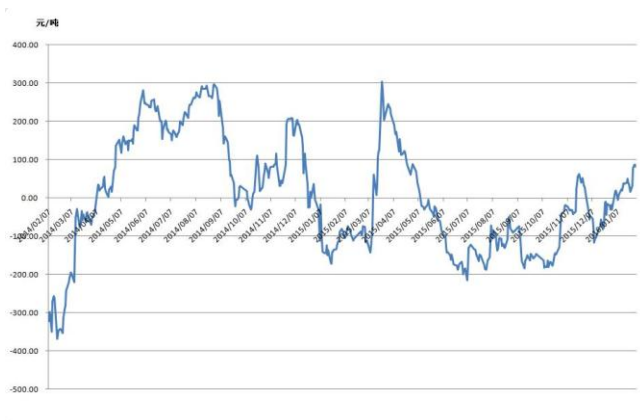
	粗钢月度产量（万吨）			粗钢月度表观消费量（万吨）		
	2015年	2014年	同比（%）	2015年	2014年	同比（%）
1月	6,858.36	6,872.75	-0.21	5,890.37	6,342.04	-7.12
2月	6,194.64	6,207.65	-0.21	5,457.62	5,836.57	-6.49
3月	6,948.00	7,024.70	-1.09	6,258.51	6,493.30	-3.62
4月	6,891.00	6,883.77	0.10	6,109.97	6,277.42	-2.67
5月	6,995.00	7,043.24	-0.68	6,128.07	6,373.15	-3.85
6月	6,895.00	6,929.39	-0.50	6,073.31	6,299.83	-3.60
7月	6,584.00	6,832.41	-3.64	5,662.21	6,105.95	-7.27
8月	6,694.00	6,891.01	-2.86	5,767.68	6,191.10	-6.84
9月	6,612.00	6,754.05	-2.10	5,526.45	5,995.13	-7.82
10月	6,612.54	6,752.00	-2.07	5,754.81	5,958.48	-3.42
11月	6,331.50	6,330.00	5.93	5,407.48	5,416.08	-0.16
12月	6,437.20	6,809.10	-1.80	5,400.00	5,857.84	-7.82
年度E	80,053.24	81,330.06	-1.57	69,436.50	73,146.88	-5.07

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2、吨钢生产利润回升，钢厂开工率降速趋缓

黑色系列商品的过剩在2015年末得以延续，但吨钢生产利润自亏损区域重回盈利区域。我们利用炼铁-炼钢-轧钢的公式【生铁吨制造成本=（1.6×铁矿石+0.5×焦炭）/0.9，粗钢吨制造成本=（0.96×生铁+0.15×废钢）/0.82，HRB400螺纹钢吨制造成本=粗钢+合金成本+轧制成本=粗钢+250元/吨】，利用现货市场相应原料价格来测算轧钢利润。尽管螺纹钢价格在2014年深度下挫，由于原材料焦炭价格跌幅与螺纹相当同时铁矿石价格跌幅远胜螺纹钢，因此炼钢仍有可图。但2015年一季度后期钢厂利润出现大幅回落，之后的三个季度除11月初外几乎全部陷于亏损，并且吨钢亏损几乎维持在100-200元/吨区间，截至2016年1月，吨钢生产的利润已经回升至100元/吨左右，这令钢厂的开工率降速逐步趋缓，截至1月29日全国高炉开工率报于73.9%，我们预期钢厂开工情况在节前近期不会有明显的回升，因此供钢材供给端仍然限于紧缩的状态，但春节之后开工率将受利润驱动有所恢复，令供给端承压。目前我国社会库存水平不足去年同期的80-90%，市场普遍不愿进行冬储，年前社会库存将保持低速增长状态。

图1. 钢厂利润出现较大回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图2. 高炉开工率继续下滑但有微弱拐头迹象



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

3、主要用钢行业增速明显放缓

房地产企业在2015年的状况相比较2014年要有所回升，由于房价工资比跌落至近10年的低位，商品房销售出现回暖。数据显示，截至2015年12月末，商品房销售面积累计128494.97万平方米，比10月末增加2596.85万平方米，环比有显著增加，较去年同期相比增加7846.42万平方米，涨幅6.5%。商品房销售自2014年大幅下降跌入谷底后似有回升之意，这一现象也可以通过商品房的库存数据得到印证。国家统计局数据显示，2015年1-12月全国商品房待售面积为71853.00万平方米，尽管仍在增加周期，累计同比上涨15.6%，但涨幅较去年同期的26.1%大幅下降10.6%。随着宏观经济的逐步触底，房地产行业在2016年将进一步好转，对于黑色产业链是最为重要的利好。

表 2. 房地产行业数据延续微弱好转

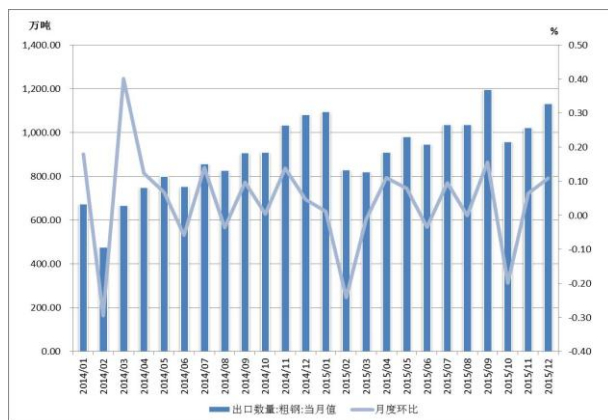
用钢行业	细分	15年1-12月(%)	14年1-12月(%)	同期增减(%)
基建行业	基础设施建设投资完成额累计同比	17.29	20.29	-3.0
	房地产开发投资完成额累计同比	1	10.5	-9.5
	土地购置面积累计同比	-31.7	-14	-17.7
建筑行业	房屋新开工面积累计同比	-14	-10.7	-3.3
	房屋施工面积累计同比	1.3	9.2	-7.9
	房屋竣工面积累计同比	-6.9	5.9	-11
	房屋销售面积累计同比	6.5	-7.6	+14.1
	房屋待售面积累计同比	11.2	25.6	-14.4

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

4. 出口：年底冲高随后回落风险加大

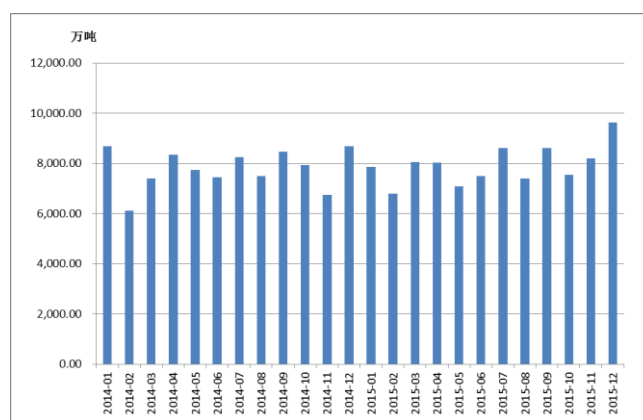
由于低价优势，钢材出口量继 2014 年大幅增加为钢价形成支撑后，在 2015 年延续攀升态势。海关总署最新数据显示，2015 年 12 月我国出口钢材 1133.82 万吨，较上月增加 111.58 万吨；1-12 月我国累计出口钢材 11976.72 万吨，同比增长 22.9%。钢材进出口方面仍然为净出口，2015 年全年较 2014 年大幅增加 22.9%至 11976.72 亿吨，随着钢价的回升，价格优势的逐步消失令高位的钢材出口量难以再见，需求端的支撑并不强劲。

图 3. 粗钢出口同比大幅回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. 铁矿石进口量攀升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

二、铁矿石——供给小幅增加、需求大幅收缩

2015 年，整个钢铁行业自下而上的全面过剩，钢铁行业终端需求下滑，钢厂逐步减产，对于原材料端的消费日渐低迷，铁矿石价格还受到进口矿的巨大冲击，疲弱不堪，这种局面在 2016 年上半年将日趋显著。2015 年全球铁矿石的供应仍在增加，只是增量结构发生改变，高成本的非主流矿山正在逐渐退出市场，而这部分缺口正被主流矿的增产而填补。国内外铁矿石价差扩大，2015 年中国铁矿石进口量呈增长态势，尽管 2016 年将会有更多高成本矿退出，国际

矿山并未有减少输出的动能，总体供给或小幅增加。需求端通过我们对于 2016 年粗钢产量的预估进行测算，将同比大幅减少。

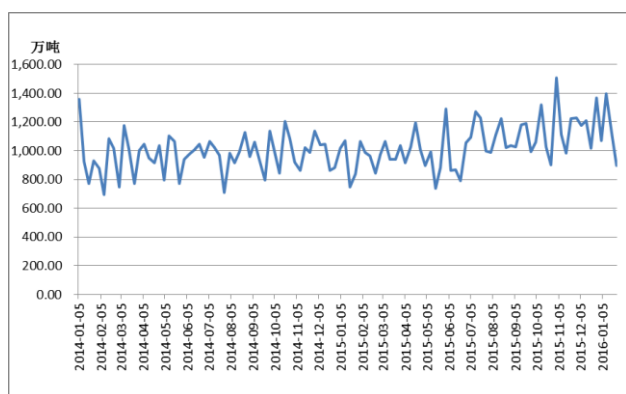
1、铁矿石进口压力仍在增加

国家统计局数据显示，2015 年 12 月，我国进口铁矿石 9626.95 万吨，较上月大幅增加 1413.8 万吨，环比增长 17.2%，同比增长 10.8%；1-12 月我国累计进口铁矿石 95332.17 万吨，同比增长 2.2%。12 月铁矿石进口均价 51.28 美元/吨，较上月下降大幅下降 6.03 美元/吨。世界银行预测 2016 年铁矿石的平均价格预计为每吨 42 美元，较去年 55.80 美元的水平下跌 25%。

2、港口库存高企、后期到港压力较大

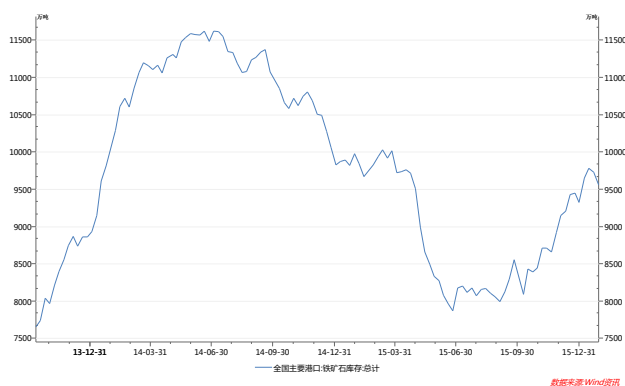
我们在年报中曾指出，2015 年进口铁矿量同比去年增加 1900-2000 万吨，年末的澳洲、巴西进口订单要到 1 月才会陆续到港，因此 2016 年初的铁矿石供给压力会增加。全国港口铁矿石日到港量在 12 月至 1 月整体水平有所提升，铁矿石供应量增加，加之春节长假期间全国钢厂生产受限，铁矿石港口库存压力在 1 月 15 日当周达到阶段高点 9778 万吨，再度逼近一亿吨大关，这种情况在 2 月份并不会出现实质性好转。

图 5. 铁矿石日到港量



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 6. 铁矿石港口库存



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

三、焦化行业供需同步下滑相对平衡

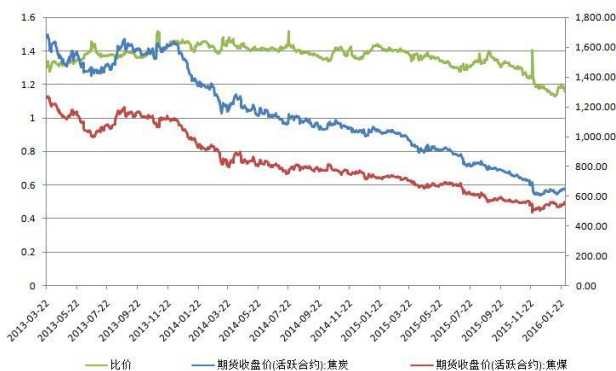
焦炭、焦煤同样陷于产销双降的格局，焦炭的供需过剩量在 2016 年有扩大趋势，而焦煤由于进口量的收缩，供需趋于紧平衡。但双焦始终处于黑色产业链中较为弱势的低位，需求和定价权掌握在下游钢铁企业手中，钢厂对于焦炭、焦煤的采购始终保持谨慎态度，库存水平较低。

焦炭、焦煤的价格除了被动跟随螺纹、铁矿的走势之外，两者的比价也存在操作机会。焦炭与焦煤随着两者价格（期货活跃合约收盘价）的不断走低，焦炭/焦煤比价自 2015 年初的 1.44 逐渐下滑至 6 月底的 1.29，随后焦炭、焦煤价格在年中出现新一轮跳水，比价震荡回升至 8 月底的 1.4 左右，然后两者比价再度走低，目前已经回落至 1.2 之下。根据焦炭的生产流程，正常情况下，焦炭与焦煤的比价应在 1.35-1.4 之间，目前的比价水平过低，从价差水平

来看，焦炭与焦煤之间的价差不断收缩，从455元/吨的高位缩小到不到100元/吨。这充分显示出焦炭的吨产利润应该已经消失殆尽，焦化企业陷入亏损，焦炭-焦煤比价回升的套利机会在二季度值得期待。

焦化企业开工率与焦炭/焦煤比的走势较为相近，进入2016年以来持续走低，大型焦化厂（产能>200万吨）开工率截至1月22日仅74%，中型焦化厂开工率触及68%创阶段新低，小型焦化厂开工率维持70%以下的地位，由此我们可以看出，焦化企业在近两年的熊市中利润遭受巨大挤出，陷于亏损境地，小型企业受到的冲击最为严重，大中型企业的抵御能力相对较强，同时焦化企业对产能的调节相比较下游钢企更具弹性。

图 7. 焦炭焦煤比价



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 焦化企业开工率



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 总结展望和操作策略

对于黑色产业链，我们依然维持年报中的观点，2016年仍然面临需求进一步放缓的现实，也将接受淘汰落后产能、产业结构调整的巨大挑战，供给端和需求端均有不同程度的收缩，行业仍在熊市征途中。2016年的“春天”还是值得期待的，我们预计经过一季度末至二季度一整个寒冬的“藏蛰”，宏观经济和黑色产业链基本面将探至阶段性底部，钢铁产能收缩、需求渐渐回暖，铁矿石进口在一季度对市场的冲击消散，配合稳健的货币政策，两者形成共振将为市场带来反弹动能。2015年12月开启的触底反弹仅为超跌之后的修复，并非基本面好转推动的中线反弹。从盘面来看，走势基本符合预期，2016年首月宏观环境不佳，商品与股指波动率放大。在春节临近的时间窗口中，商家逐步放假进入节日气氛同时雨雪天气增多，市场并未出现冬储行情，但目前坯料库存以及成品库存维持低位，钢铁企业盈利水平修复，挺价心理较强，因此节前期价或维持高位，节后钢厂开工意愿增强，将令供给端承压进而制约期价。

操作上：螺纹和铁矿石主力1605合约前期反弹多单应在春节前夕逐步止盈离场，节后期价或有小幅调整带来的短空机会。

螺纹1605合约上方压力位：1900元/吨

铁矿1605合约上方压力位：330元/吨

免责声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

营业网点

总部

全国客服热线：400-111-1855
 业务电话：0516-83831113
 研究所电话：0516-83831185
 传真：0516-83831100
 邮编：221005
 地址：江苏省徐州市淮海东路153号
 新纪元期货大厦

广州营业部

业务电话：020 - 87750826
 传真：020-87750825
 邮编：510080
 地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

杭州营业部

业务电话：0571- 85817186
 传真：0571-85817280
 邮编：310004
 地址：杭州市绍兴路168号
 1406-1408室

无锡营业部

业务电话：0510- 82829687
 传真：0510-82829683
 邮编：214000
 地址：无锡市天山路8号1301室

北京东四十条营业部

业务电话：010-84263809
 传真：010-84261675
 邮编：100027
 地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

苏州营业部

业务电话：0512 - 69560998
 传真：0512 - 69560997
 邮编：215002
 地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

业务电话：021- 61017395
 传真：021-61017336
 邮编：200120
 地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

南通营业部

电话：0513-55880598
 传真：0513 - 55880517
 邮编：226000
 地址：南通市环城西路16号6层
 603-2、604室

南京营业部

业务电话：025 - 84787996
 传真：025- 84787997
 邮编：210018
 地址：南京市玄武区珠江路63-1号

常州营业部

业务电话：0519 - 88059976
 传真：0519 - 88051000
 邮编：213121
 地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

重庆营业部

业务电话：023 - 67917658
 传真：023-67901088
 邮编：400020
 地址：重庆市江北区西环路8号1幢
 8-2号