



情绪市暂告一段落 期现回调等待供需检验

2月期间我们走访了唐山、山东两地多家钢厂、贸易商、和焦化企业。总体来看，市场对当前的高价格、高利润表示谨慎。钢厂策略以正常采购原料，积极兑现成品利润为主。贸易商高位接货谨慎，囤货热情放缓。经历2月中上旬的囤货行情之后，3月份进入到真实供需检验期。以北方为首的高杠杆贸易商开始甩货，期现短期都将回调，建议买螺抛矿对冲。

基于以往中频炉开工的季节性规律，中频炉供应收缩尚未在市场完全反应，3-4月份螺纹出现供需缺口依然是大概率事件。但考虑钢厂铁水转换、多用废钢、高炉复产等信号，看空中长期10月螺纹利润。

华泰期货研究所 黑色金属组

许惠敏

黑色商品研究员

☎ 021-68758689

✉ xuhuimin@htfc.com

从业资格号：F0284366

投资咨询号：Z0010706

徐轲

黑色金属研究员

☎ 021-68758689

✉ xuke_zzzhx@htfc.com

从业资格号：F0290365

投资咨询号：Z0011125

相关研究：

情绪市告一段落 弱势回调等待需求验证

2017-3-6

高利润刺激粗钢生产，关注3月需求端表现

2017-3-6

钢厂利润高位运行 煤焦期货逐渐走强

2017-3-6

调研之唐山篇：北方真实需求平淡，钢厂反馈谨慎

真实需求平平淡淡，投机需求火爆

据钢厂和贸易商反馈，目前唐山当地真实需求表现平淡，没有太差，但也未见超预期的利好。投机需求很高，贸易商蓄水池快速扩大。从贸易商当前心态看，大部分仍是看多，只是在上涨时点和涨幅上有分歧。据反馈，以往一般真实需求和囤货需求各占 50%，目前投机需求比例在 70%。

需求分布上，房地产需求未见亮点。京津冀基建需求由于受到两会影响，重点项目要等到 3 月中旬才会逐步开工，当地需求集中释放概率减小，但需求周期被拉长。

唐山当地囤货品种中，以带钢库存为主。目前唐山带钢库存 150 万吨，去年最高 50 万吨，15 年同期也只有 100 万吨。炒作带钢的现象从去年下半年开始逐渐显现。此轮现货涨价过程中，带钢也是第一个异动的品种。（带钢 145 型号多用作脚手架，是新开工的提前指标）。与其他钢材品种不同的是，该品种实货交易中杠杆极高，且交易不规范，泡沫很大。

钢厂对高利润表示谨慎，产能利用率接近上限

贸易商投机热情较重，但钢厂情绪却显得谨慎，甚至可以说偏悲观。据了解，当前唐山地区成本最高的企业吨钢盈利也有 200 元/吨，高着达 1000 元/吨。钢厂悲观的逻辑在于，成品社会库存高，钢厂利润又非常高，产量必然快速增加从而吞噬当前的高利润。

图 1：华北地区螺纹钢利润变动 单位：元/吨



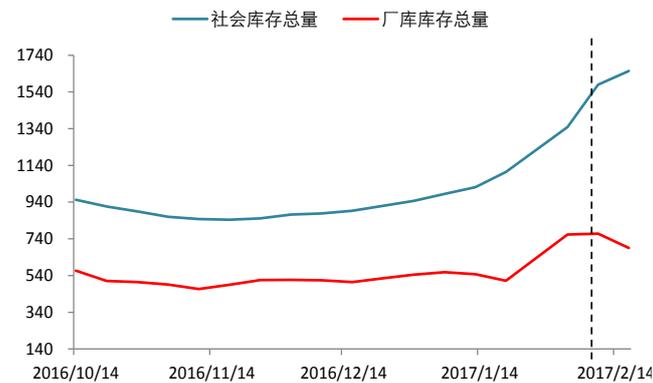
数据来源：Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图 2：华东地区螺纹钢利润变动 单位：元/吨

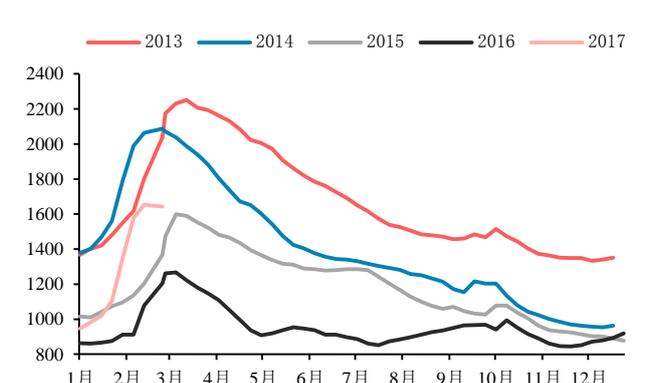


数据来源：Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

钢厂与贸易商的情绪差异可以从成材库存变化中得到印证。春节后，钢材社会库存快速堆积，但钢厂成材库存变化不大。钢厂以稳定出货，兑现利润为主。

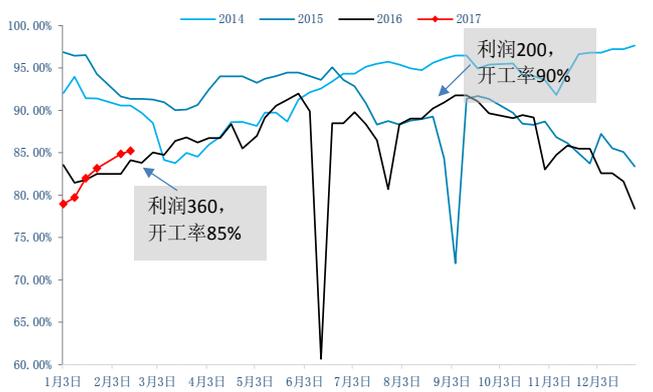
图 3：钢厂以及贸易商库存变动 单位：元/吨


数据来源：Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

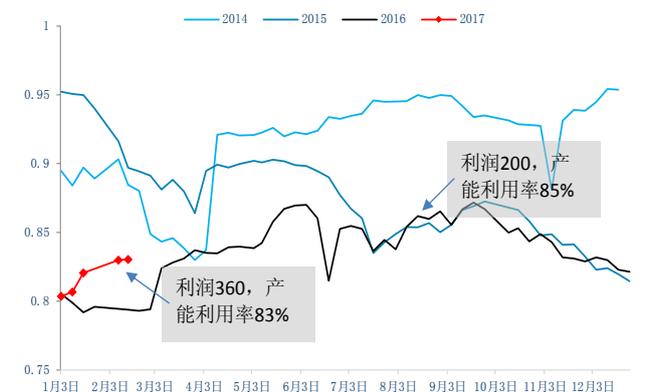
图 4：钢材社会库存季节性 单位：元/吨


数据来源：Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

开工方面，当地钢厂基本都满产，开工率 85%。且各种增产手段都在使用。后期即使有增产，空间也有限。值得注意的是，传统钢铁人认为的下跌逻辑最重要的一环就是供应跟上打压价格。但如今在普遍 300-400 利润，唐山接近满产的条件下，价格依然坚挺。是否意味着，产能真的出现的偏紧的状况（对比去年 200 的利润，唐山就有 90% 的开工）？

图 5：唐山高炉开工率 单位：元/吨


数据来源：Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图 6：全国高炉开工率 单位：元/吨


数据来源：Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

废钢增产刚开始，钢厂原料库存正常

据反馈，从去年12月份开始，河北钢厂用废钢量开始增加。但目前仅仅是趋势开始，尚未见大规模采用。目前多用废钢的钢厂多是原来就用的企业，原本不用废钢的还没有开始使用。据某钢厂反馈，通过多用废钢，提升了铁水产量约2%-3%。但由于很多企业没有相关的技术经验和采购渠道，废钢增产之路较为缓慢。

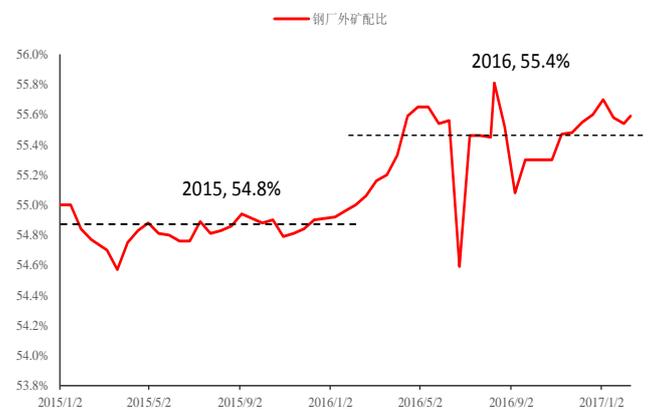
中高品矿依赖度提高，从全唐山的成品材结构来看，经历了14-15年长材的持续亏损后，当地企业陆续缩减长材轧线，转而生产热卷和带钢。目前唐山地区产量以热卷和带钢为主，长材很少。随着品种的升级换代，客观上钢厂对中高品矿的依赖度在上升。

提高矿品位增产，部分钢厂有这样的动机。但这一动机实则是不理性。当前高-低品位矿价差已经有200，使用低品矿成本上已经更有优势（部分钢厂也已经这么做）。因此，利润最大化目标下，无限采用高品好矿以增产的逻辑是不可靠的。

结构性问题只能作为矿价上涨的因素之一，钢厂认为最主要的原因还在于贸易商垄断。且钢厂普遍认为当前矿价过高。

图7：钢产外矿配比

单位：%



数据来源：Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图8：高低品位矿价差

单位：元/吨



数据来源：Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

钢厂反馈，目前钢厂成品材库存极低（谨慎情绪下积极出货兑现利润）。原料库存基本处于正常略高，焦炭库存15天，铁矿石库存2周-20天。由于生产利润很高，对原料价格采用随行就市方式采购，但认为矿价偏高。

图 9: 钢厂外矿库存天数

单位: 天



数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图 10: 钢厂焦炭库存天数

单位: 天



数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

对焦炭价格趋势, 钢厂和焦化厂略有分歧。钢厂认为焦炭价格即将见底, 焦化厂心态却更为悲观, 认为跌势仍未结束。

焦化厂利润与开工, 目前山西亏损 100 元 (考虑焦化副产品), 河北盈亏平衡或略有亏损。但由于亏损期不够长, 尚未看到焦化厂限产

焦化厂库存, 目前钢厂原料库存颇高, 焦化厂尤其是山西焦化厂成品库存也高。焦炭去库存趋势尚未结束。

图 11: 焦化厂焦炭库存

单位: 万吨



数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图 12: 焦化厂焦煤库存

单位: 万吨



数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

一致认为焦煤将补跌, 且本周国内焦煤价格已略有松动。这一预期在煤矿、焦化厂和钢厂之间达成高度一致。由于主流煤矿库存较低, 从去年 12 月以来, 大型煤矿一直挺价。但随

着元宵后民营煤矿复产，后期供应压力将有所增加。叠加蒙煤、澳煤低价冲击，国内煤价降价较为确定。

图 13: 焦化厂利润

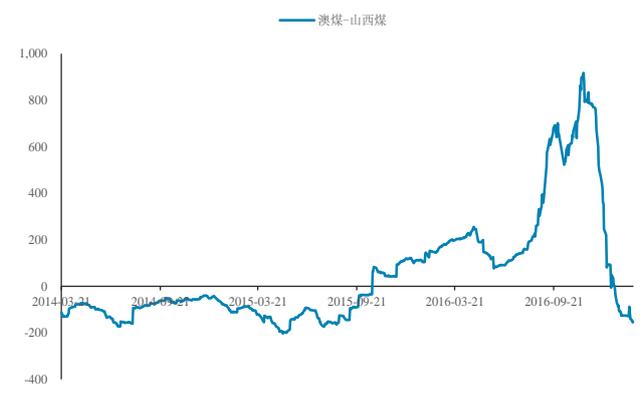
单位: 元/吨



数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图 14: 海外国内煤价差

单位: 元/吨



数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

环保常态化，17 年博弈有效粗钢产能退出

环保限产常态化，对钢厂实际影响小于焦化厂唐山方面，环保限产已经进入常态化，且随着限产次数的增多，钢厂对此的适应能力也在提高。

环保环节上，限产主要集中在焦化厂、轧材、钢厂烧结和工地施工等，煤矿一般不受影响。执行效果上，焦化厂限产执行好于钢厂。下游工地由于分散，执行效果也一般。目前预期两会之前仍将会限产，但估计是一般环保限产的力度，不会出现闷炉。

超载风波随着大卡的补充，目前已经进入稳定期。汽运、铁路运力目前均有富余。

据钢协反应，当地僵尸产能已经基本出清，中频炉也全部关停。后面去产能将触及到实际在产产能。目前去产能详细名单尚未定，如何关停仍在博弈当中。2017 年，唐山当地去产能大约 1000 万吨。

煤炭 276 政策目前方案尚未完全落定，大致思路为。3 月份-8 月份恢复 276，但先进产能和高效产能不执行。9 月到 17 年 3 月继续执行 276。

276 政策对焦煤基本无影响。虽然有的煤矿同时生产焦煤和动力煤。但同时拥有这两种煤矿的多是国企，国企都在先进产能名单中。

调研之山东篇：情绪放缓等待3月供需检验

情绪放缓，库存偏低位

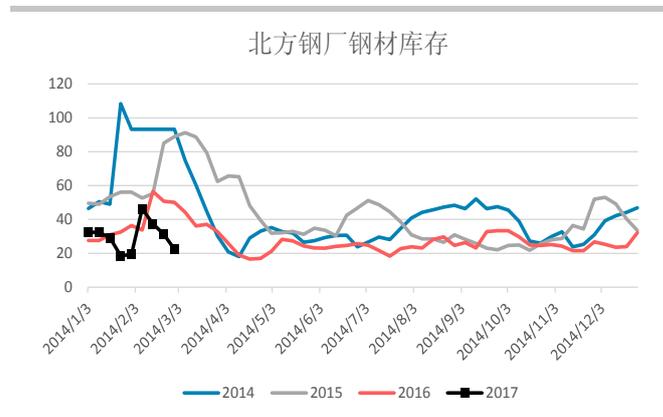
山东是春节后涨价最快最有力的城市，以3.2日价格计算，山东螺纹3950，高于河北的3850，也高于上海的3760。

山东地区主产螺纹，当地的供需缺口主要源自供应端的过快收缩，包括中频炉（约1000W产量），三德等几家环保停产。需求端表现一般或者略略好于去年同期。分项看，基建需求从去年四季度以来持续释放，房地产需求平。

随着盘面持续调整，现货情绪由2月中旬的狂热转向冷静。钢厂、贸易商以主动出货、兑现利润为主。

市场情绪最热的在2月中旬，随着高位涨势乏力，以及下游囤货热情减退。市场情绪较前期明显放缓，但对后市依旧乐观。钢的信心主要源自低库存，据统计，当前山东钢厂成品材库存不到20W，且仍在下降。

图 15： 北方钢厂钢材库存 单位：万吨



数据来源：Wind 联合钢铁网 华泰期货研究所

焦炭趋稳，高低品矿替代显现

山东地区钢厂焦炭降库存基本全部完成，目前库存总量维持在正常10天左右，后期打算维持这一量。焦化厂库存方面，山东无库存、河北和山西仍有部分库存。我们造访的几家焦化企业，由于煤化程度高，亏损幅度不大。目前山东焦化行业基本亏损，近期开始有限产。

焦化厂焦煤去库存也基本到位，节前焦化厂补库较多，可用天数在 30 天左右，目前已经持续降到 10 天的正常水平。从 2 月份以来，业内一致预期煤矿将降价。这主要来自外媒的低价冲击和国内煤的供应释放。但目前看来，煤矿虽开始有降价，但幅度和节奏远低于此前预期。原因有三：一是好的主焦煤库存不高；二是小的地矿由于两会目前还没有复产，要等到 3.15 之后；三是 276 政策炒作。

当前煤矿利润仍在高位。我们走访的两家企业，成本在 300 元/吨，吨煤毛利 300-400 元/吨。洗煤成本 10-几十不等。

山东当地煤是地下煤矿，所以环保对煤矿生产么有影响。但环保会限制煤矿的运输环节。而河北当地要求企业在 18 年之前，全部转为干熄焦工艺。我们调研中，有两家企业都在进行湿熄焦向干熄焦的改造。据反馈，干熄焦改造对企业资金、配套处理设备要求较高。只有 200W 以上的焦化厂才具备改造的经济可行性，60-80W 的小厂难以形成规模化生产，因此，这一趋势预计中长期会淘汰一批小焦化厂。我们走访的两家煤矿企业均以气煤为主，气煤由于有很高的挥发分和中度的粘结性，可用于炼焦也可用于发电。在焦化厂配煤比例中占比不大，作为配煤边际量，可以作为炼焦煤市场价格的风向标。气煤占炼焦煤比例较大，约 14%。

在我们走访的两家企业中，均表示目前动力煤销售好，但焦煤走两不佳。目前两家的库存都集中在气煤，库存压力下，其中一家从 3 月 1 日开始降价 60 元/吨。动力煤销售良好。企业实际生产中，可以对气煤和动力煤的比例进行一定调整。按照利润来讲，煤矿洗煤成本低，以气煤销售最为划算。但考虑库存压力，煤矿也会通过调节回收率调节气煤和动力煤的产量。比如，当前形势下，其中一家煤矿多出了动力煤。

目前山东地区高低品铁矿的替代略有显现，但规模不大。大部分钢厂并未调整高低品位矿配比。

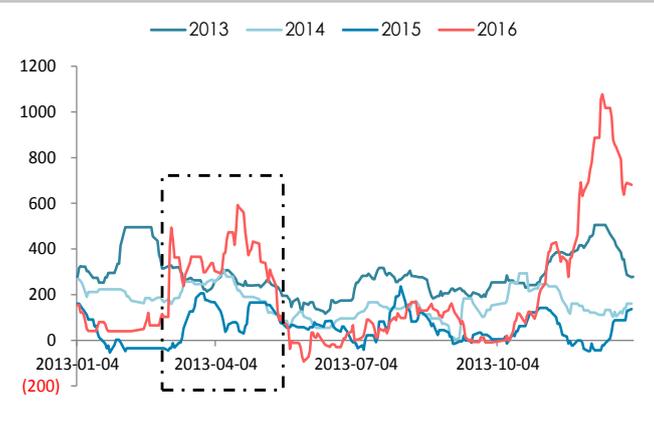
废钢配比大幅增加，这点在国企也民企之间出现分化。国企增加幅度较少，目前配比还在 3%，民企配比幅度已经从原来的 7%-8%到 13%-14%。企业废钢货源主要来自当地或周边采购，目前供应并不紧张。企业废钢配比主要源自工艺和决策效率差异。

3 月中频炉停产影响初现，煤炭 276 完全恢复可能性极低

高额利润下，我们调研的钢厂全部处于满产状态。考虑地域因素，环保限产对山东整体影响不大。调研过程中经常可以在厂内看到环保检查组，但企业表示对生产无影响。但据侧面了解，一些只有 200-300W 的小钢厂因为环保因素可能被持续限产。目前山东中频炉已经全停，但还没有拆除。具体量难以估算，按照市场主流测算，产能在 2000W，产量在 1000W。据贸易商反馈，以往市场中充斥着中频炉生产的地条钢，目前由于厂家停产已经采购不到。这些地条钢采用贴牌生产的方式，外观和正规厂家完全相同，难以辨别。中频炉开工完全

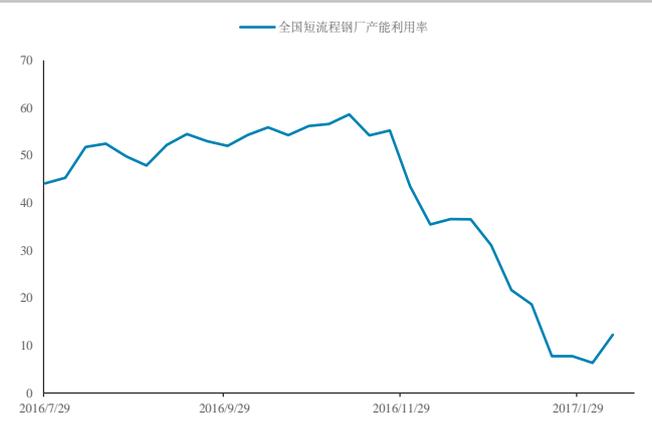
跟着利润来，去年当地3月份中频炉开始开工，4月份全部满产。因此，中频炉停产对产量的实质冲击尚未在现货上体现。

图 16: 中频炉利润季节性 单位: 元/吨



数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

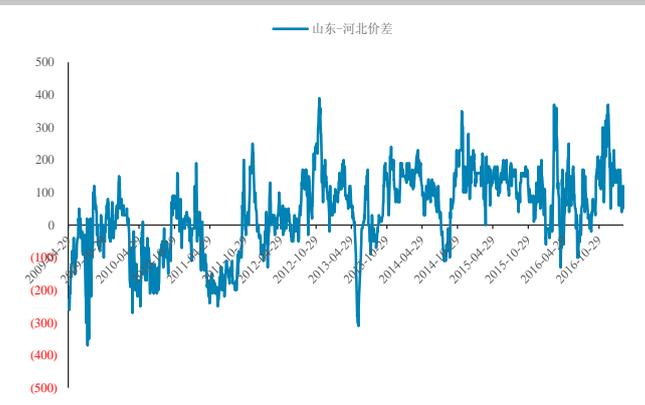
图 17: 短流程开工率 单位: %



数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

山东地区局部供不应求基本确定。但对于盘面来说，我们更关心的是这一局部性缺口放在全国能否被填补。据贸易商反馈，在 14-15 年，河北建材在当地也能占到 30-40% 的份额。一旦山东较河北价差超过 100，外埠建材将开始大规模流入。关注后市这一贸易流是否打开。这也是局部缺口能否填补的重要现象之一。

图 18: 山东河北钢材价差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 联合钢铁网 华泰期货研究所

关于 276 政策，我们也和相关煤焦企业进行了详细探讨。整体来看，由于动力煤已经快触及红线，供暖季后继续执行 276 政策的可能性极低。依山东地区来看，276 对当地影响虽不及山西、陕西和内蒙，但依然有很大冲击。按去年的情况，276 执行后缩减山东煤矿供应 650W，其中 300W 是气煤。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htgwf.com