

华泰期货研究院 黑色及建材组

2019 年黑色商品春季行情展望及投资策略

——供给与消费的赛跑

报告摘要

➤ 钢材供应只会迟到不会缺席

从全年来看,生铁和粗钢产量将继续增加。全年炼铁新增产量 1500 万吨,废钢新增 1500 万吨。短期来看,炼铁产能依然较为紧张,主要表现在铁水成本仍低于废钢价格。并且企业利润压缩后,降低入炉品位,从而减少产量。随着环保限产结束,4 月份钢材供应增加,需求仍保持高位。旺季消费和库存下降符合预期。

➤ 钢材下游能否托住钢材消费

今年消费并不悲观,整体需求增加 0-2800 万吨,出口增加 1000 万吨;房地产稳中向好,基建发力有望超预期,汽车、家电全年堪忧,造船行业有望进一步恢复,机械受制于出口增速归零,跟随地产大周期来研判,预计整体消费上半年尚可,下半年将主要看政策力度。从短期来看,房地产、基建带动下需求强劲,挖掘机销量得到进一步验证;4 月份将复产增多、供应增加;库存下降符合预期,静待库存进一步下降。

➤ 钢铁原料还能强多久——铁矿

Vale 事件加速了铁矿供需失衡,整体由供过于求向供不应求转变;近期澳洲和巴西铁矿石发货量有所减少已经在现实中有所体现。国内高炉限产放松,以及目前钢厂库存少,将会直接带来消费的增量,一旦钢价企稳,铁矿石具有较强的价格爆发力,铁矿有望成为 2019 年相对价格表现最强的黑色品种。

➤ 钢铁原料还能强多久——焦炭

焦炭受上下游夹击,行业好坏很大程度依赖于国家政策。从目前来看,政策力度明显弱于煤炭行业供给侧改革。4.3 立方米以下焦炉占到全行业 46% 的产能,两年内完成,需要焦化企业高利润做保障。多省市发布了钢焦匹配的产能规划,江苏、河北、山东、河南严格限制独立焦化的同时,均要求做到以钢定焦,江苏甚至要求大部分钢企焦炭全部外采,由此,均会导致焦炭产能的明显收缩。需求端,随着高炉限产的放松,焦炭需求必将随之增加,一旦供给端出现收缩,必然造成更大程度的供需错配。而焦煤长期的向好态势,对焦化成本也将形成强支撑。除此以外,焦炭企业利润受到压缩,减产检修增加。后期走势仍将取决于焦化行业的产业政策及执行情况。

➤ 钢铁原料还能强多久——焦煤

供给无增量,不排除阶段性减量。我国对蒙煤和澳煤进口限制的影响下,我国焦煤进口仍难获得增量,并且不排除出现小幅减量。国内煤矿,尤其焦煤的安全、超采检查越发严格,目前,诸多煤矿已大幅减产,主要原因就是降低超采量。2019 年,难有新增矿山,所以,整体国内焦煤供给有减无增。需求端,虽然焦化仍将面临供给侧改革的产量制约,但从焦炭消费端,仍将有 800 万吨左右的增量。焦煤整体依然保持强势,相对价格将表现为黑色最强品种。焦煤盘面对应的是劣质混煤,受仓单压制,从 907 合约之后,

王海涛

☎ 010-64405663

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

赵钰

黑色及建材研究员

☎ 0755-23616492

✉ zhaoyu@htfc.com

从业资格号: F3042576

程霖

黑色及建材研究员

☎ 020-28291644

✉ chenl@htfc.com

从业资格号: F0211361

投资咨询号: Z0001092

孙宏国

动力煤研究员

☎ 021-68755929

✉ sunny@htfc.com

从业资格号: F0233787

投资咨询号: Z0000105

会有明显改善。

➤ 交易逻辑与策略展望

循环做多铁矿：铁矿优良的月间差结构，以及向上的方向，决定铁矿是可以选择循环买入的商品，收益来自于月间差贴水和绝对价位的上涨。

双焦继续等风，买套保准备。

钢材持续降库表明了目前供需仍有较大缺口，并且对应目前的期货高贴水、低价格以及强有力的成本支撑。因此，继续看多成材价格。

铁矿、螺纹正套。螺纹 1910 和 2001 正套可长期持有，1905 和 1910 正套离场。

目 录

一、供应只会迟到不会缺席，但目前产能仍较为紧张	4
1.1、我国近 30 年生铁和粗钢产量增速.....	4
1.2、固定资产投资增速较快，但产能增量有限，目前产能制约仍然存在.....	4
1.3、炼铁利润占成材利润比例较大，炼铁产能紧张.....	5
1.4、废钢价格高于生铁价格，同样说明了炼铁的产能紧张.....	5
1.5、利润下降，入炉品位降低，炼铁产能的释放也将受到影响.....	6
1.6、产能置换及兼并重组会释放部分产能，预计新增 1000 万吨.....	7
1.7、今年新增废钢量约 1500 万吨.....	7
1.8、今年 1-2 月份生铁、粗钢产量实际增速大大低于统计局数据.....	7
1.9、4 月份生铁、粗钢产量将有所增长.....	9
二、钢材下游能否托住钢材消费	12
2.1、短期制造业投资低迷，后市可期.....	12
2.2、房地产业稳中向前	13
2.3、基建对钢材的消费将再次形成正拉动，且拉动效应将逐步显现.....	15
2.4、汽车消费依旧低迷 造船仍在回升 家电难有明显起色.....	17
2.5、挖掘机销量增速维持高位，进一步验证短期需求强劲.....	18
2.6、随着利润和价格回落，海外项目增多，今年出口仍将增加.....	19
2.7、短期消费强劲	21
2.8、今年企业利润将回落，悲观预期已经在贴水中体现.....	24
三、钢铁原料还能强多久——铁矿	27
3.1、Vale 溃坝事件回顾，2019 年发货量下降 7000 万吨.....	27
3.2、近期澳洲和巴西铁矿石发货量有所减少.....	29
3.3、由供过于求向供不应求转变，Vale 事件加速了供需失衡.....	31
3.4、钢厂库存少，是近期推动价格上涨原因之一.....	33
四、钢铁原料还能强多久——焦炭	35
4.1、焦炭高开工率、高库存	35
4.2、焦炭受上下游夹击，后续关注行业政策.....	37
五、钢铁原料还能强多久——焦煤	40
5.1、焦煤供给无增量	40
5.2、库存处高位，下一步有望快速下降.....	42
六、交易逻辑与策略展望	45
6.1、成本助推价格 VS 利润压制价格.....	45
6.2、成本将成为钢材价格重要支撑.....	46
6.3、交易策略与建议	48

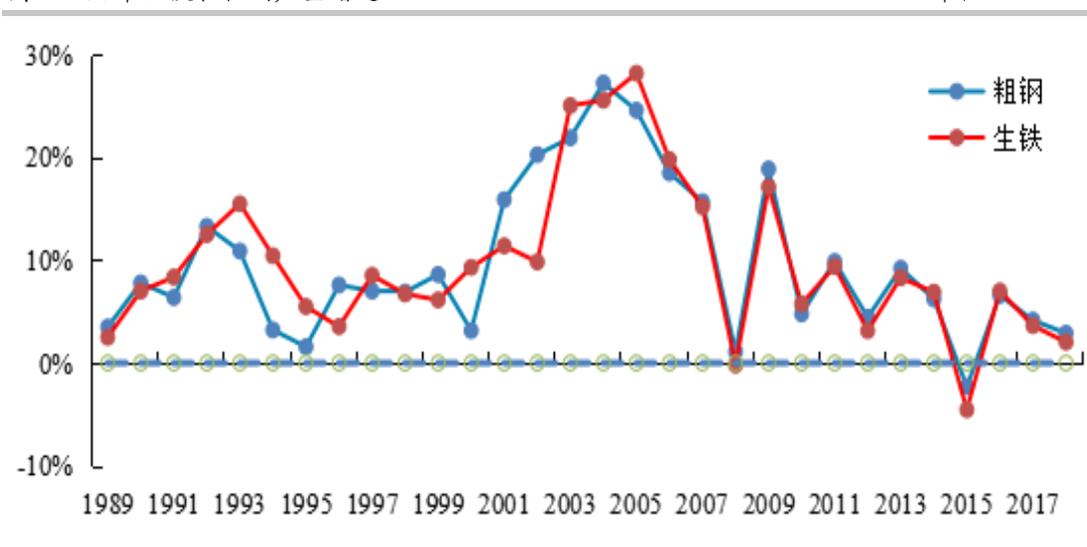
一、供应只会迟到不会缺席，但目前产能仍较为紧张

1.1、我国近 30 年生铁和粗钢产量增速

产量一方面取决于产能，同时也取决于消费量、企业利润和进出口情况。从我国近 30 年来钢铁行业发展经验来看，历年生铁和粗钢产量增速仅在 2008 年和 2015 年出现下滑，其余时间全部为正增长。生产具有一定的惯性，因此除非出现 2008 年（金融危机）和 2015 年（钢材需求大幅度下滑）这种极端情况，否则 2019 年生铁和粗钢产量将会出现正增长，意味着钢铁原料的需求增加。

图 1：历年生铁和粗钢产量增速

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

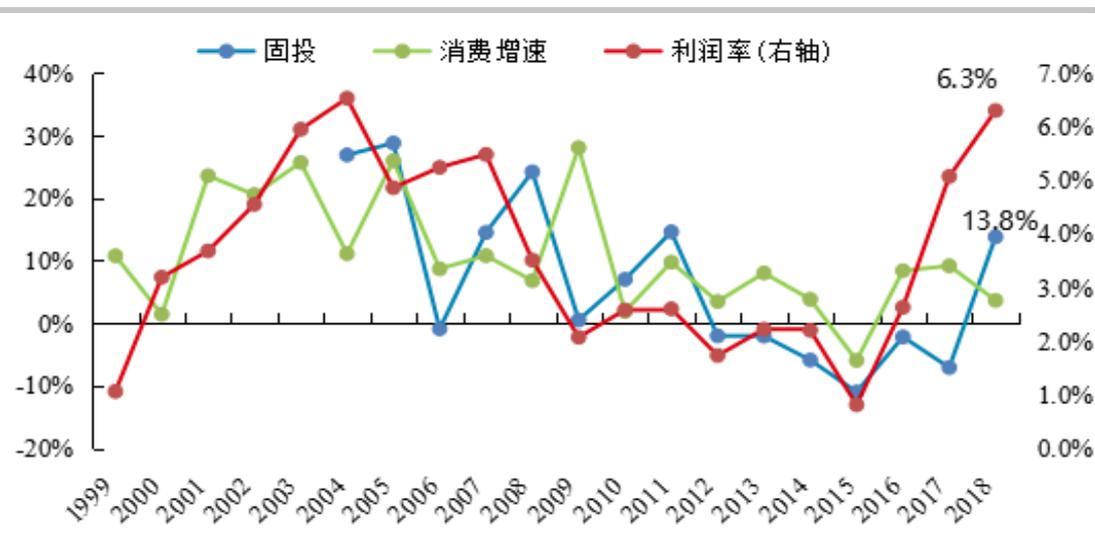
1.2、固定投资增速较快，但产能增量有限，目前产能制约仍然存在

钢铁行业是典型的周期行业，其重要表现是随着消费的增加→价格上涨→企业利润大幅增加→企业扩建产能→消费下滑→价格下跌→产能过剩→企业亏损。从我国近 20 年来钢铁消费增速、利润率和固定投资的关系曲线也可以看出这个规律。2001 年-2008 年期间，消费增速较快，企业利润较高，进而钢铁行业固定投资也增长很快。在 2014 年-2015 年，消费和利润较低，受此影响，固定投资增速减弱。经过 2016 年-2018 年钢铁行业供给侧改革和铲除地条钢的政策实施，产能增长速度逐年减少，企业利润逐年大幅提高，主要原因仍是消费的增长以及供给侧改革对产能指标的严格管控。

2018 年，全国钢铁行业固定投资增速 13.8%，同期河北省增速为 22.3%，占当年全国钢铁行业固投的比例为 24.1%，增量占比达到 36%；作为钢铁产量大省，钢铁供给侧改革的重点省份，河北省的产能置换政策要求最严、环保指标要求最高，因此我们初步推断河北省固定投资的主要任务是环保设备的大量投入，而产能增速并不会很高，产能制约仍然存在。

图 2：近 20 年钢铁消费增速-利润率-固投增速

单位：%



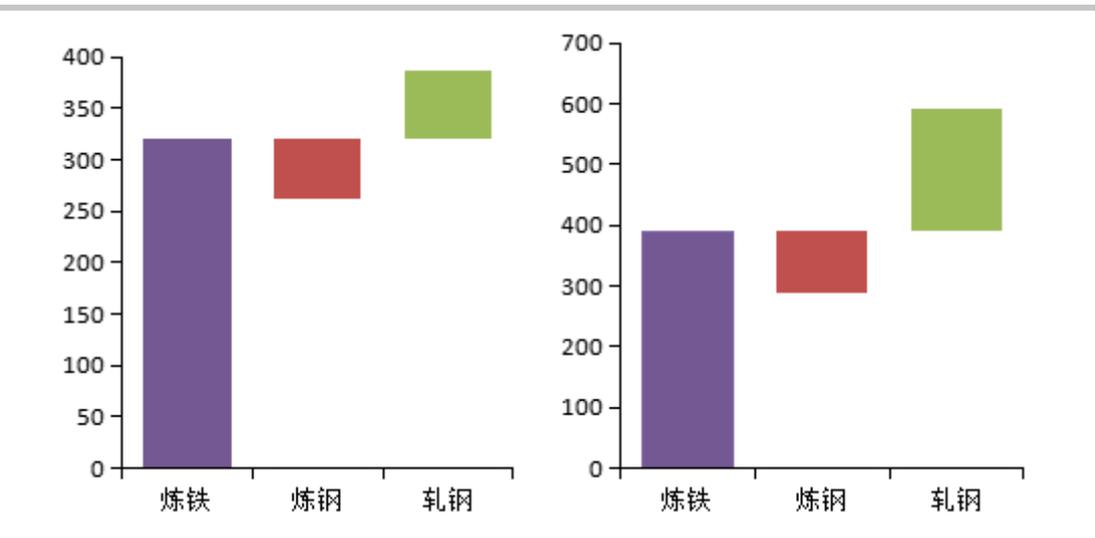
数据来源：Wind 华泰期货研究院

1.3、炼铁利润占成材利润比例较大，炼铁产能紧张

在炼铁-炼钢和轧钢整个生产过程中，炼铁产能最为紧张。经过对河北某带钢企业和河北省某螺纹钢企业的盈利结构进行分析可以看出，目前炼铁环节的利率占整体钢材利率的比例较高，从利润分配情况来看炼铁产能依然紧张。因此未来只有在炼铁环节新增产能才能解决产能瓶颈的问题。

图 3-1：河北某带钢企业盈利结构

图 3-2：河北某螺纹钢企业盈利结构



数据来源：Wind 华泰期货研究院

1.4、废钢价格高于生铁价格，同样说明了炼铁的产能紧张

经过对唐山地区废钢价格和生铁价格进行即期对比来看，目前废钢价格比生铁价格偏高。2 月份唐山地区铁水不含税成本 2200 元/吨左右，同期废钢不含税价格 2500 元/吨。铁水和废钢相

比铁水具有明显的物理热、化学热，并且比废钢干净（Zn、Pb、Cu 等元素含量少）等优点，在铁水成本大大低于废钢的情况下，仍然大量使用废钢也表明了炼铁产能的紧张。未来随着炼铁产能的增加和废钢供应量的增多价差将收窄。

图 4：唐山地区废钢价格和生铁即期成本 单位：元/吨

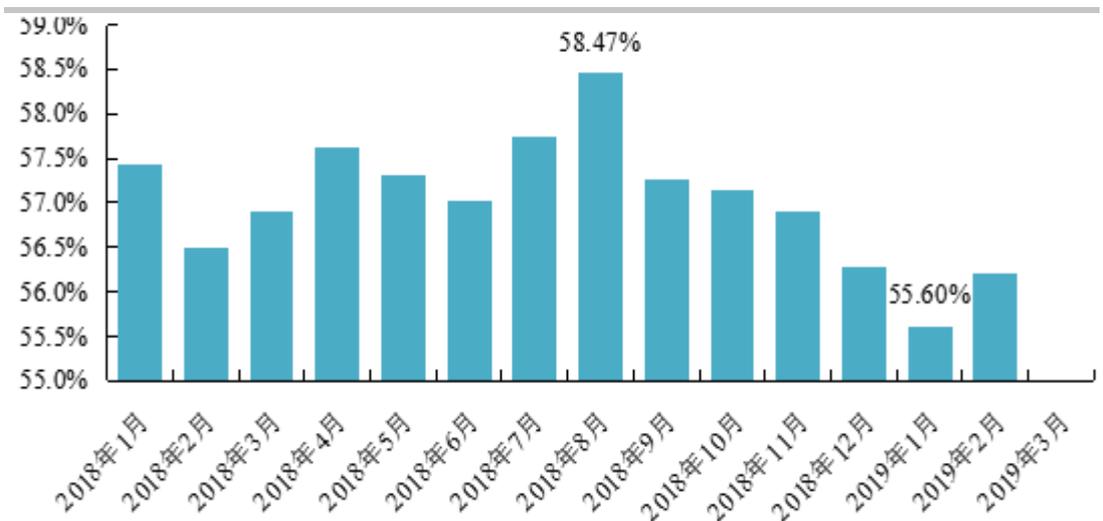


数据来源：Wind 华泰期货研究院

1.5、利润下降，入炉品位降低，炼铁产能的释放也将受到影响

如果钢铁企业利润减少或者亏损，会通过降低成本来提高盈利能力。其中降低成本最重要的一个手段就是降低入炉品位，同时也降低了铁水的产量。一般来说高炉入炉提高 1%，焦比降低 2%，产量增加 3%。下图为唐山某钢铁企业一年多来的入炉品位，其中，由于 19 年 1 月份利润较低，入炉品位降低至 55.60%，与 2018 年 8 月份 58.47% 的最大值相差 2.87%，可见随着企业利润的下降或者亏损，炼铁产能的释放也将受到影响。

图 5：唐山某钢铁企业入炉品位 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

1.6、产能置换及兼并重组会释放部分产能，预计新增 1000 万吨

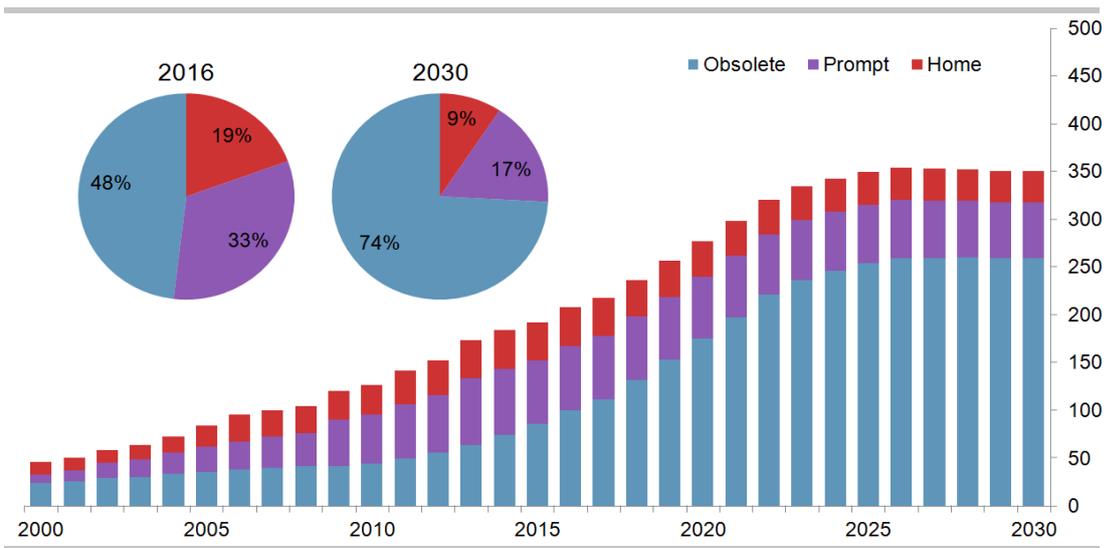
目前仍有部分炼铁新增产量，其中包括部分企业产能置换以及部分企业兼并重组导致的产能利用率的提高。从目前国内新建或搬迁项目执行来看，预计炼铁产量新增 1000 万吨左右，主要包括部分产能置换项目中前期停产的产能，在新项目建成投产后造成的产量的增加，比如首钢京唐二期、三期、山钢日照二期、纵横丰南项目等。另外，还有部分公私企兼并重组，如德龙兼并渤海钢铁集团，势必将会产生效益的提升。从产品结构来看，目前产能置换项目达 2 亿多吨，产能置换项目中板卷产线居多。

1.7、今年新增废钢量约 1500 万吨

除了炼铁产能增加外，废钢每年仍有一定的增量。近几年我国每年新增废钢量大约 1500 万吨。其中，测算 2018 年废钢消费产生量 2.15 亿吨，新增 1700 万吨。从 2001 年至 2007 年期间，我国粗钢产量增速显著提高，2004 年增速达到了最大值，2009 年后增速逐年显著下降，因此我们预测废钢产量峰值约在 2022-2025 年，峰值量将超过 3.5 亿吨，每年将可替代铁矿 2500 万吨左右。

图 6：我国废钢产生量及来源渠道

单位：百万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

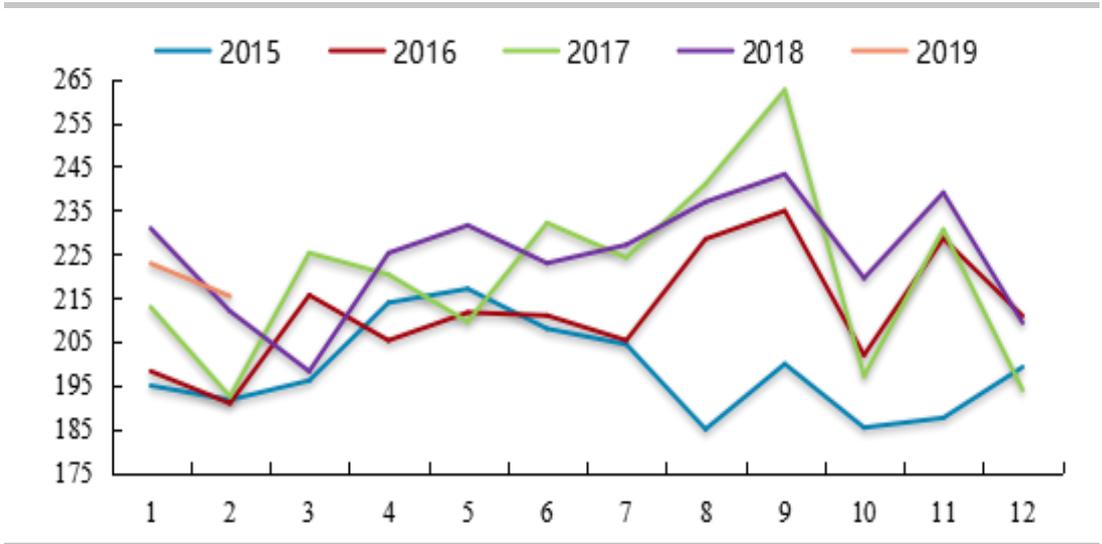
1.8、今年 1-2 月份生铁、粗钢产量实际增速大大低于统计局数据

2018 年四季度，随着环保限产的逐步放松，钢材供给开始快速恢复，生铁产量保持了 6% 以上的高增长。2018 年 12 月份全国生铁日均产量约 211 万吨/日，同比增长 9.0%。2019 年 1-2 月份受利润的压制，生铁产量同比略低于去年，下降 1.1% 左右。我们测算的废钢产量同比增 1.4%，因此我们判断 1-2 月份粗钢产量低于统计局的增长数据 9-10%。

另外，从铁矿石消费来看，1-2 月份铁矿石进口减少了 5.5%，而库存有所增加，整体看铁矿石的消费在下降，铁矿石消费下降而生铁产量增加，这与实际相矛盾，因此，我们推测 1-2 月份真正的生铁和粗钢产量增速大大低于统计局数据。

图 7: 生铁月度日均产量

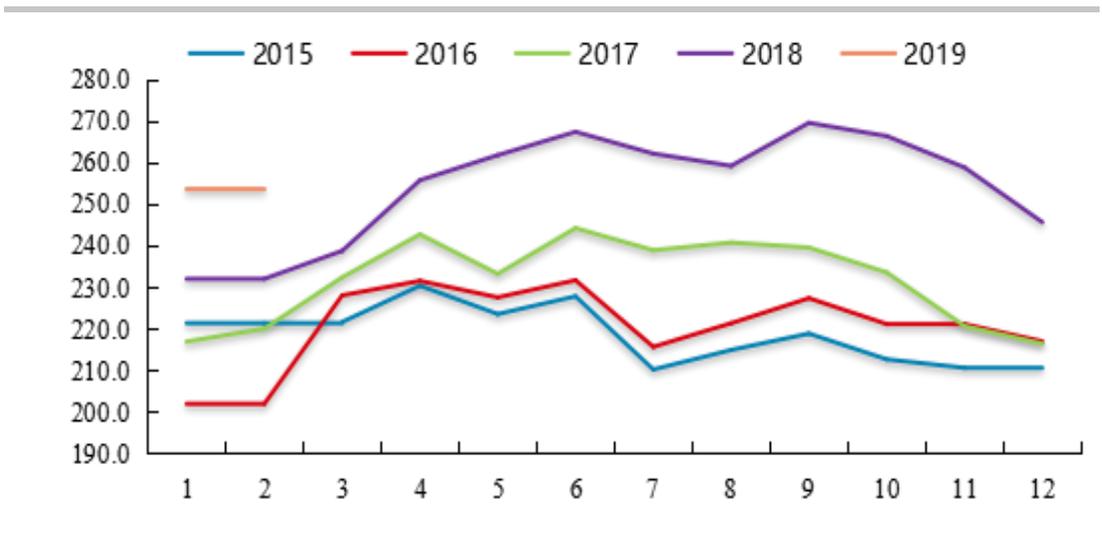
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 统计局粗钢月度日均产量

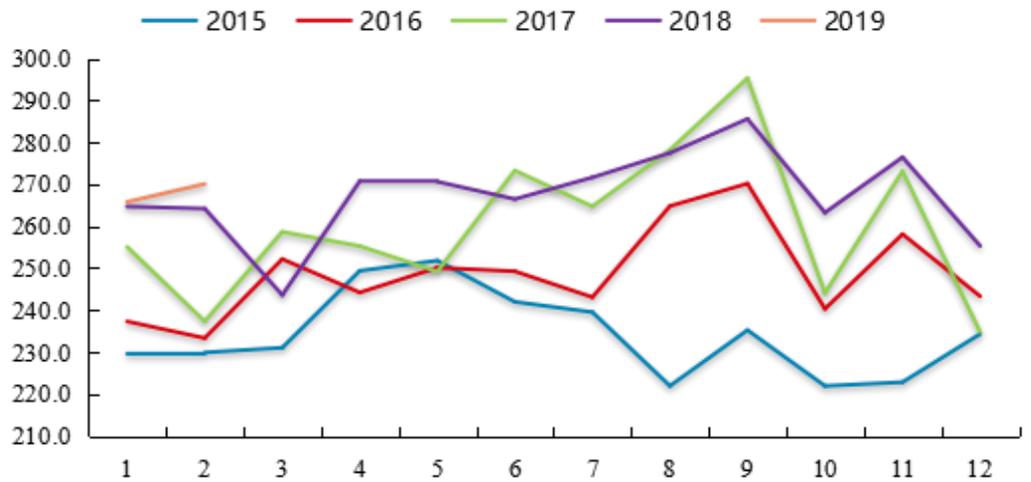
单位: 万吨



数据来源: 国家统计局 华泰期货研究院

图 9：实际粗钢月度日均产量

单位：万吨

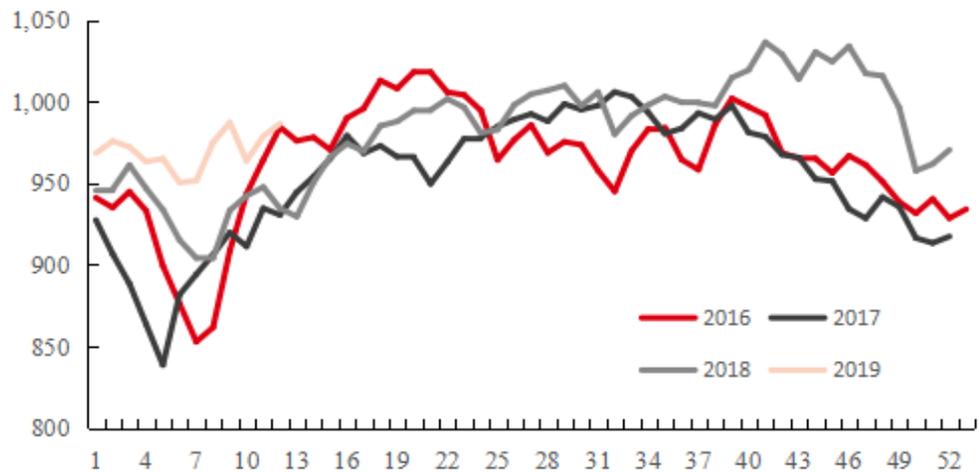


数据来源：Wind 华泰期货研究院

据 Mysteel 统计的五大钢材产量，1-3 月份供应增长比较缓慢，并没有出现异常的增长。进入 3 月份，随着利润逐步扩张，生铁产量有望大幅高于去年同期，尽管供给同比、环比将有所提升，但受总产能限制，产能瓶颈明显，增量有限。

图 10：Mysteel 统计五大钢材产量（周）

单位：万吨



数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

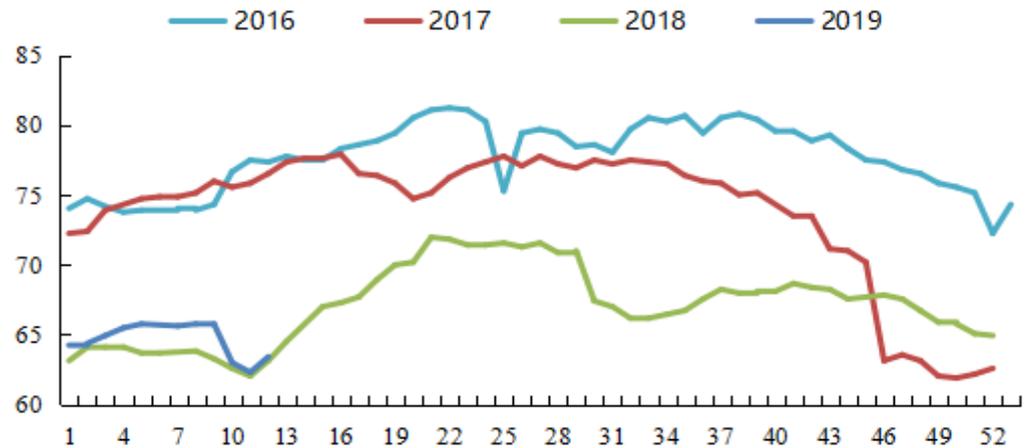
1.9、4 月份生铁、粗钢产量将有所增长

从全国高炉开工率来看，今年 3 月份有所下滑，随着 3 月底秋冬季环保限产结束，4 月份高炉开工将有所释放。目前有 35 家钢厂（45 座高炉）计划复产，预计日均增加生铁产能合计 11.25 万吨；有 4 家钢厂（4 座高炉）计划进行检修，预计减少日均生铁产能合计 1.61 万吨。4 月份限产量相对较小，据 Mysteel 统计数据推算，4 月份整体生铁日均产量将增加 9.64 万吨。

通过对唐山地区去年 1-12 月和今年 1-3 月份日均生铁产量、粗钢产量、高炉产能利用率进行对比, 总体来看, 今年 3 月份产量环比下降, 预计 4 月份环比有所增加, 预计唐山地区 4 月份比 3 月份生铁日增 2 万吨左右。而根据唐山制定的非供暖季节限产方案来看, 4 月份限产量在 62 万吨, 5/6/7 月份则均为 206 万吨。

图 11: 全国高炉开工率

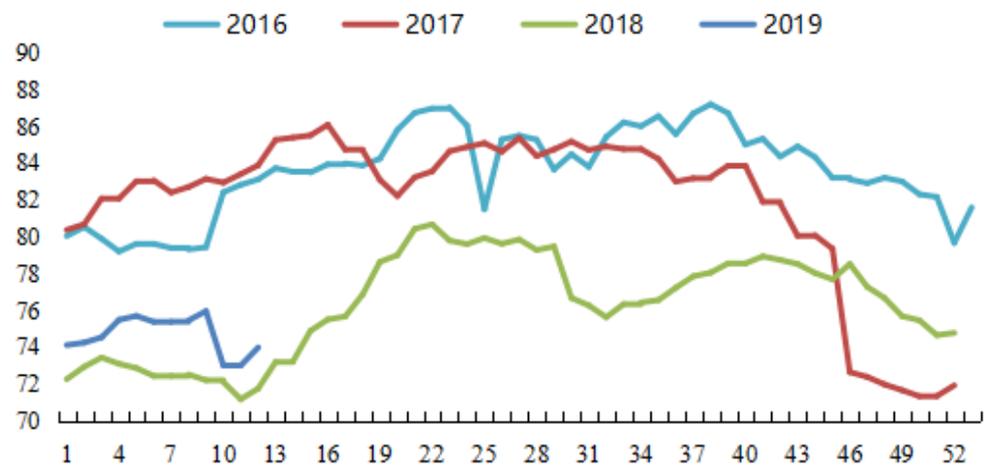
单位: %



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 12: 全国 163 高炉产能利用率

单位: %

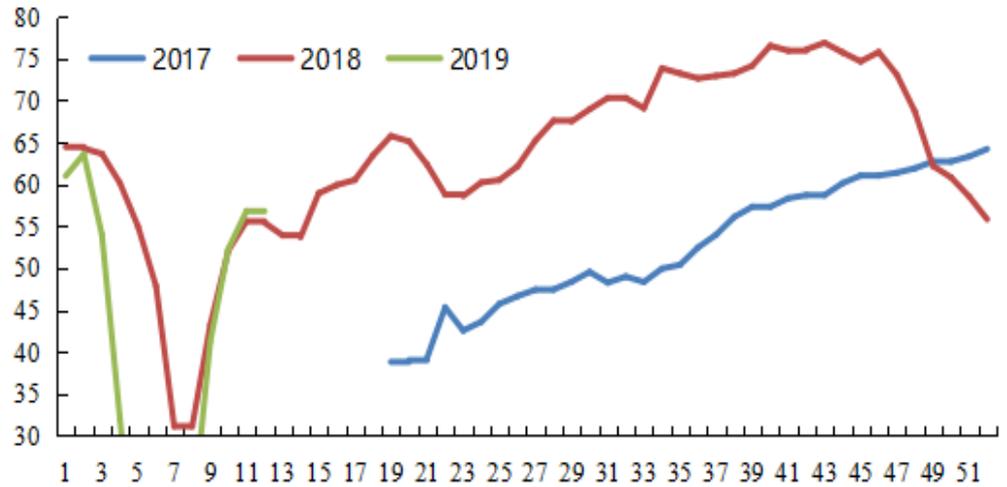


数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

从 53 家电炉企业电炉开工率来看, 目前电炉开工率已经接近同期高位, 但目前废钢价格较高, 电炉企业利润较低, 产能利用率仍有进一步上升空间。不同区域的电炉企业成本差别比较大, 据测算, 螺纹钢和废钢价格价差大约 800 元以上 (电炉钢生产费用: 合金 200 元, 电极 2-3 公斤, 电耗 450 度, 轧制费用 150, 合计 800 元左右), 电炉企业才能盈利, 目前上海的电炉企业基本已经盈利; 随着利润的逐步回升, 电炉产量将逐步得到释放。

图 13: 53 家电炉产能利用率(周)

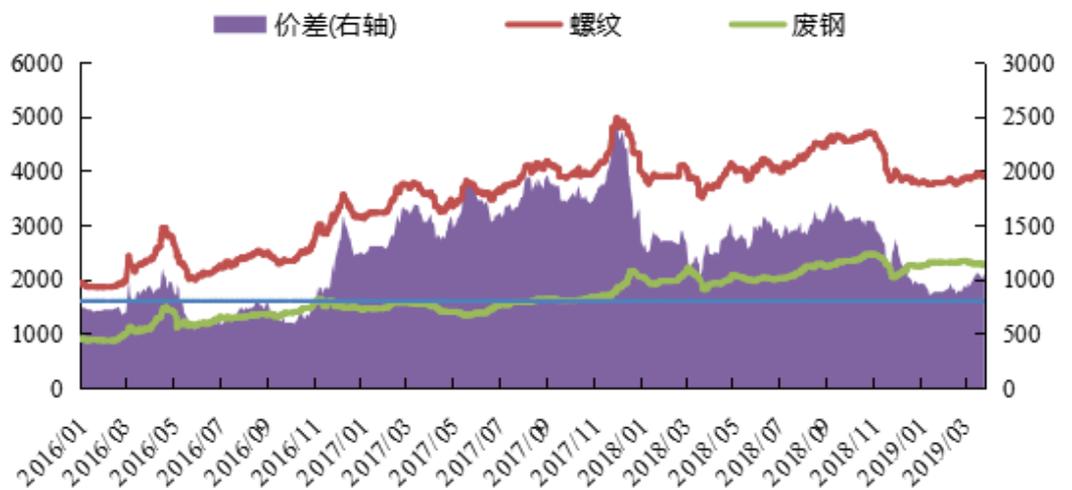
单位: %



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 14: 螺纹废钢价格及价差

单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

另外,受螺纹和热卷利润高低影响,部分有能力的企业已经将热卷产量转移生产螺纹。螺纹钢产量目前占五大钢材产量 33.2%,基本接近最高水平,与去年年末最高值 34.7%相差不大,预计未来增长空间不大。

总体预计全年炼铁新增产量 1500 万吨,废钢新增 1500 万吨。随着 3 月份利润的逐步扩张,以及 3 月底秋冬季环保限产的结束,生铁产量有望环比增加。4 月份供应将环比、同比同时增加。但受总产能限制,产能瓶颈明显,增量有限。

二、钢材下游能否托住钢材消费

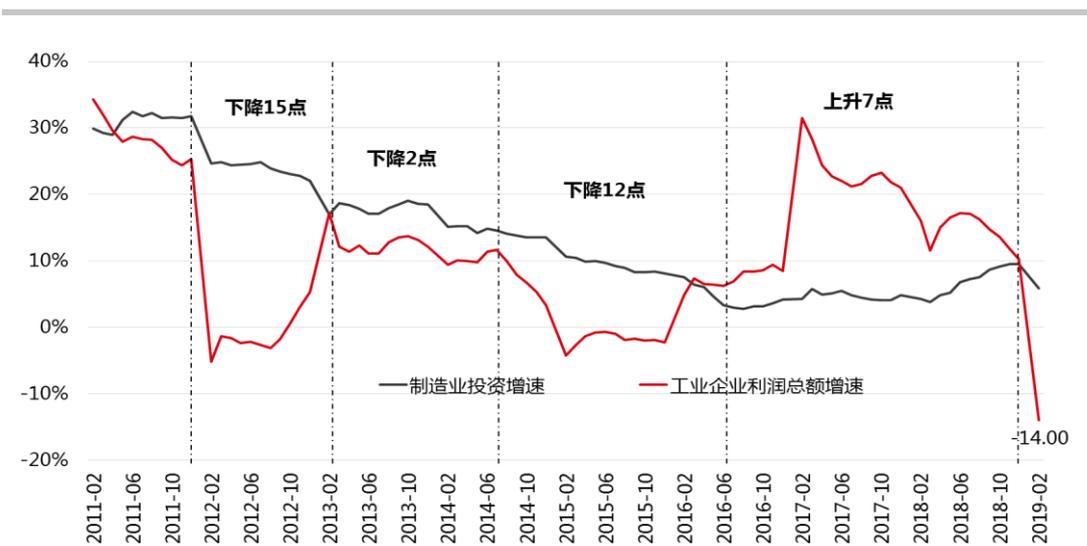
不管从钢材消费的下游八大行业来看，还是从宏观数据来看，钢材消费 80-90% 都由固定资产投资拉动，直接消费和间接出口占比较低。制造业、房地产和基建行业的合计固定资产投资占总投资的 80% 左右，成为拉动钢材消费的主要动力。

2.1、短期制造业投资低迷，后市可期

1-2 月份，制造业盈利同比大幅下降，盈利水平堪忧，同时杠杆率在下降。制造业投资增速主要受到制造业利润的影响，如果利润增速低，则投资增速下降比较快。2016 年-2018 年，工业企业利润水平比较高，制造业投资相对来说没有那么差，并逐步在提高。今年 1-2 月份，企业盈利增速下降 14%，给制造业固定投资披上一层阴影。但 3 月份制造业 PMI 远超预期，达到 50.5，重回荣枯线上方，叠加 4 月份将执行的减税降费政策，对后期制造业盈利将产生很大的积极影响，预计 3、4 月份工业企业利润下降速度有望放缓甚至恢复增长。因此，从短期来看，制造业投资可能所放缓，但中长期来看，有望稳定并逐步恢复增长。

图 15：制造业投资增速和工业企业利润增速对比

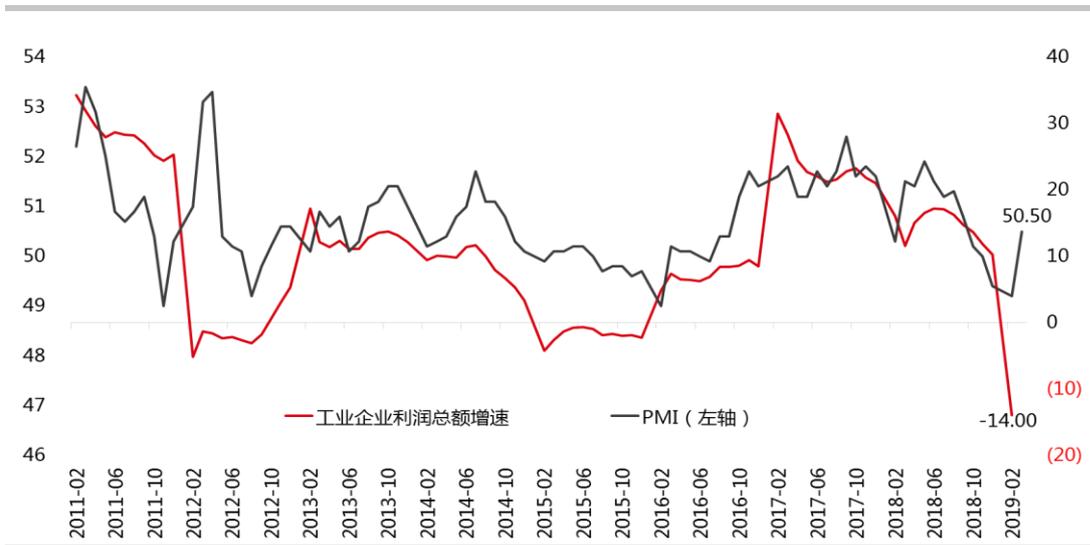
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16: PMI 和工业企业利润增速对比

单位: %



数据来源: 国家统计局 华泰期货研究院

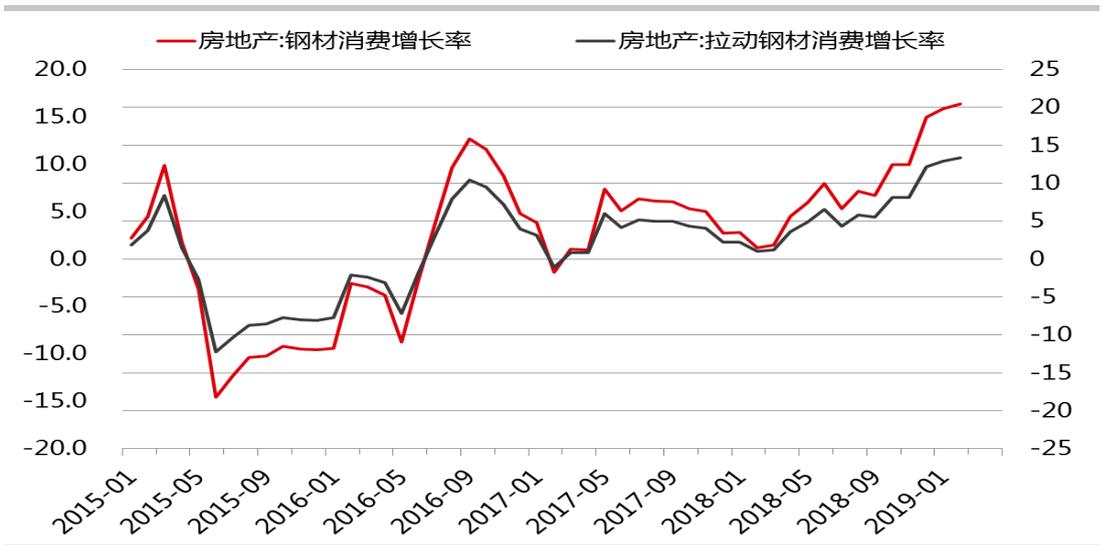
2.2、房地产业稳中向前

房地产一直是拉动钢材消费的最核心行业，此轮钢铁行业的周期上涨，受两个核心因素影响，其中之一是房地产的火爆，特别是三四线城市棚改货币化的杠杆效应，二是钢铁产能产量的收缩。2018年，房地产拉动钢铁消费3.1个百分点，也是本轮钢铁行业火爆周期的燃料。

从短周期来讲，地产销售为最领先指标，销售向开工传导，一般需要半年左右时间。而新开工向钢材消费传导，也需要5-6个月的时间。2018年下半年的高开工率保证了钢材消费不会戛然而止，房地产销售、新开工和施工的周期轮动和不同步，形成了2018年地产行业钢材消费的超高增长，超高新开工，也将托起2019年一季度与二季度不会出现钢材消费断崖下滑。3月份全国地产销售需求反弹，量升价稳。不论在环比还是同比上，都有一定的提升，也是一个积极的信号。

图 17: 钢材消费增长率与房地产拉动钢材消费增长率关系

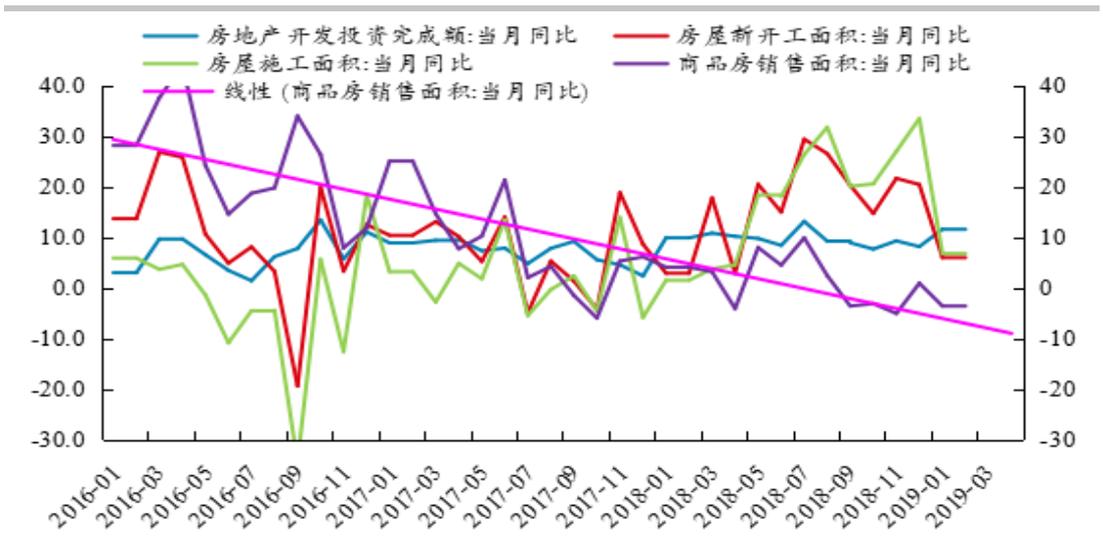
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 房地产增长情况

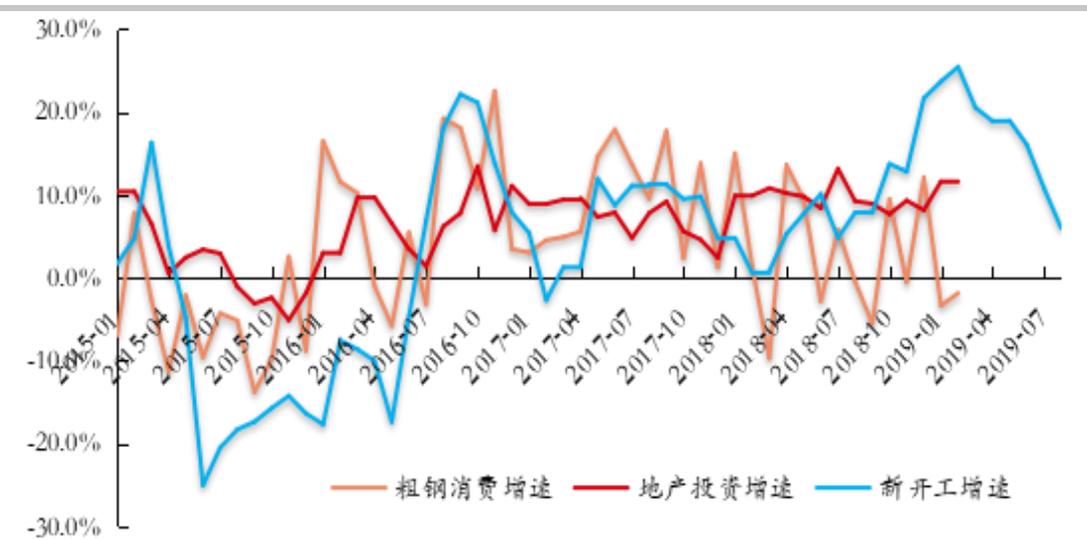
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

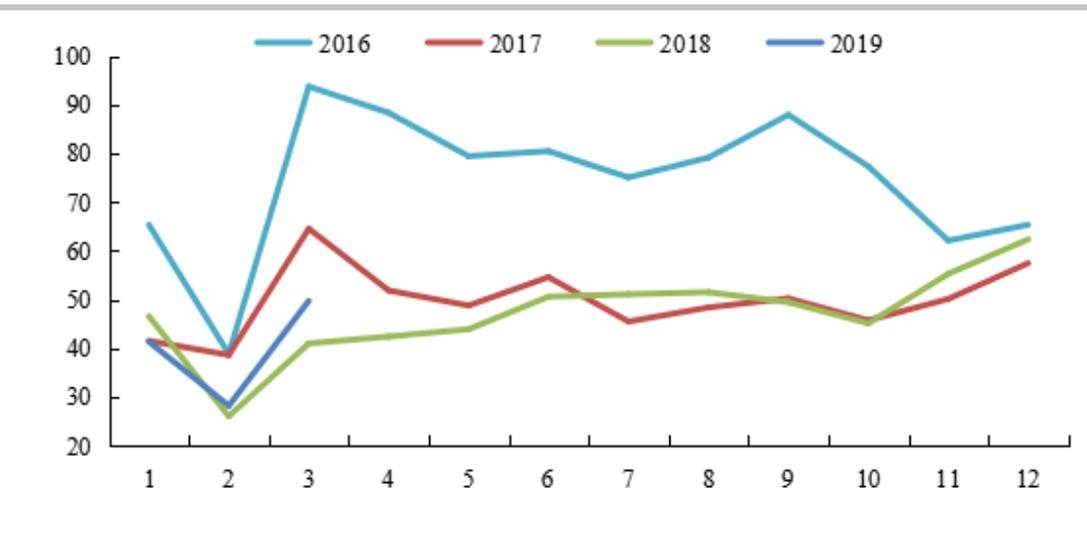
图 19：粗钢消费增速与地产投资增速、新开工增速关系

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20：30 大中城市商品房成交面积（月）



数据来源：国家统计局 华泰期货研究院

2.3、基建对钢材的消费将再次形成正拉动，且拉动效应将逐步显现

基建对经济的主要作用是对冲经济下滑，起到托底作用。从历史来看，基建投资增速和螺纹钢价格呈负相关，主要原因在于基建投资大幅增长时期正是经济增长乏力时，这也体现了基建投资的作用。另外，和房地产行业相比基建行业钢材消费较低。

2018 年基建投资增速大幅下滑，对钢材消费的拉动为-0.1 个百分点。今年基建投资增速将有望反弹，或将成为托底经济的主要手段。从可看到的政策，以及政府的态度来推测，2019 年基建将重新扮演托底经济的角色，包括高铁、地铁、杭州亚运会、雄安新区、粤港澳大湾区等建设。下半年对基建投资有比较大的期望，但从以往来看，投资力度有多大，强度有多强，持

续时间有多长,要看整个经济运行情况,以及国家后期的货币财政政策等。整体可以预见,2019年,基建对钢材的消费将再次形成正拉动,且拉动效应将逐步显现。

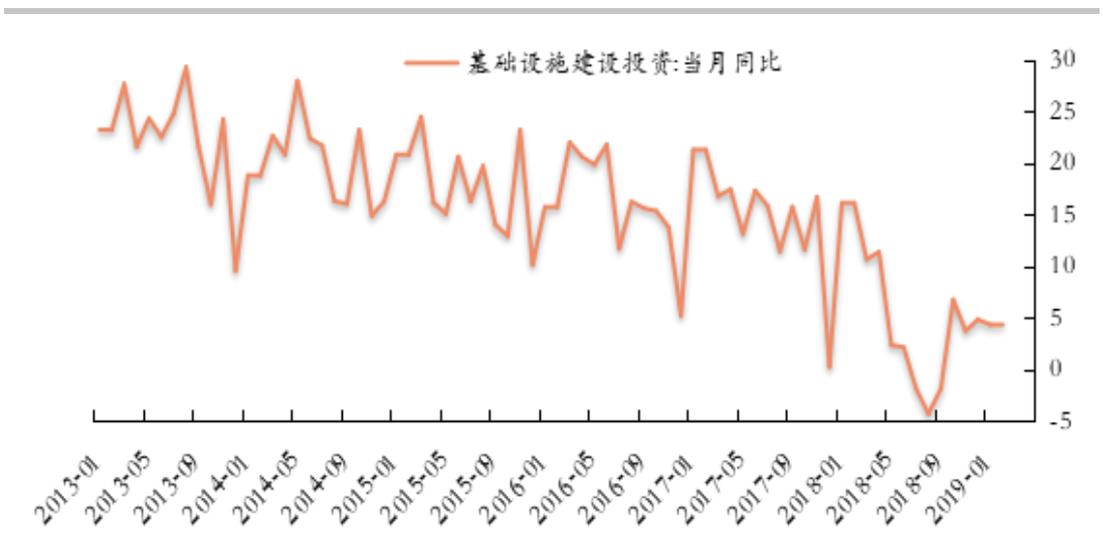
图 21: 地产与钢铁正相关/基建却为负相关



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 基础设施建设投资

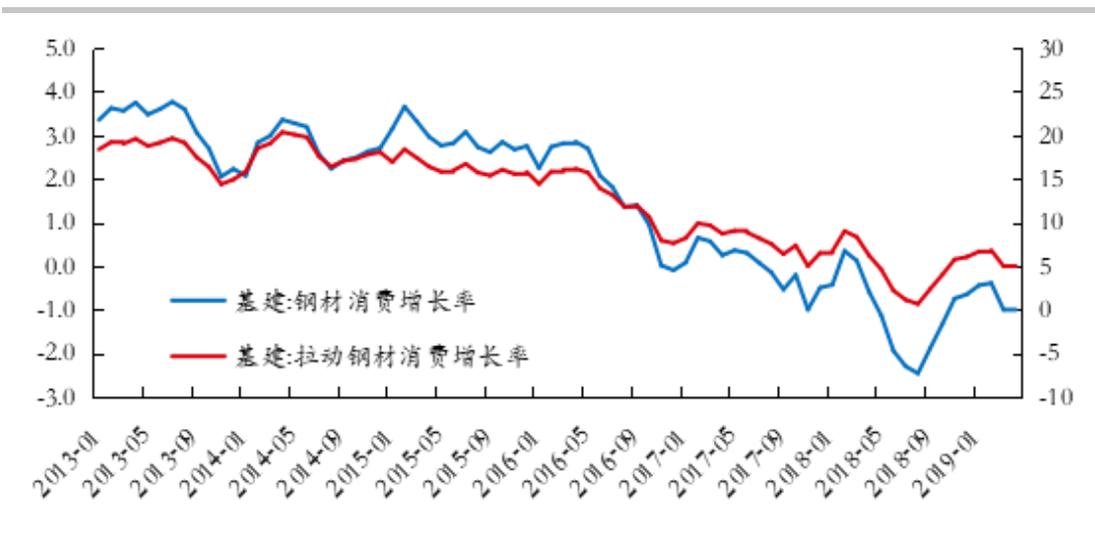
单位: %



数据来源: 国家统计局 华泰期货研究院

图 23: 钢材消费增长率和基建拉动钢材消费关系

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

2.4、汽车消费依旧低迷 造船仍在回升 家电难有明显起色

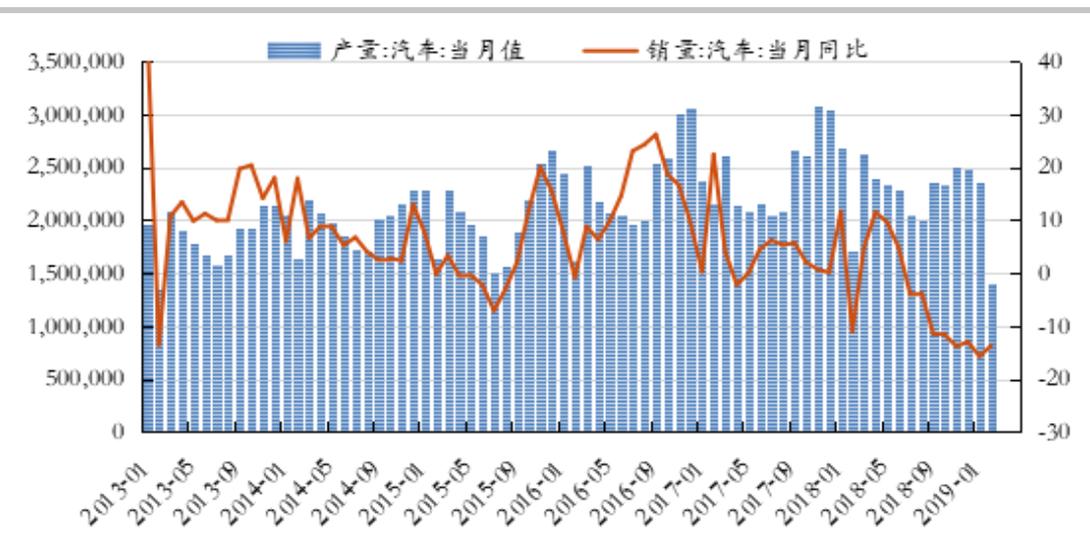
汽车行业目前仍比较低迷,产销量均出现下滑,这将影响钢材,特别是板卷的消费。汽车与房地产销售呈现较高的正相关性,2018年汽车对钢材消费的作用为负拉动,下半年更为明显,除重卡外,其他类型汽车产销量都在回落,成为表现最差的用钢行业。2019年汽车工业仍然不能乐观,预计对钢材消费整体仍将表现为负贡献,只能寄希望于新出台的消费刺激政策。

随着制造业投资的提升,2019机械行业不必过度悲观,造船仍在回升阶段,家电用钢占比较小,预期难有较为明显的干扰,而挖掘机的销量仍保持了较高的增速,3月份销量同比增长17%,4月份行业预期增长10%,这不仅会带动钢材消费,同时也说明了施工项目比较活跃。

机械行业整体行业表现一般,但对钢材消费来讲,仍然表现为正增长。

图 24: 汽车产销量关系

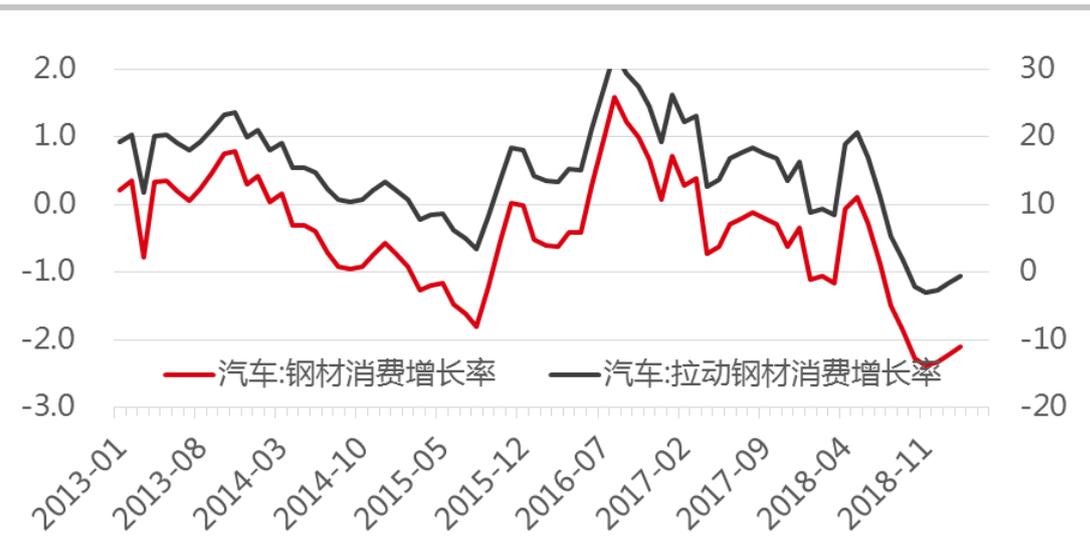
单位: 辆、%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 钢材消费增长率和汽车拉动钢材消费增长

单位: %



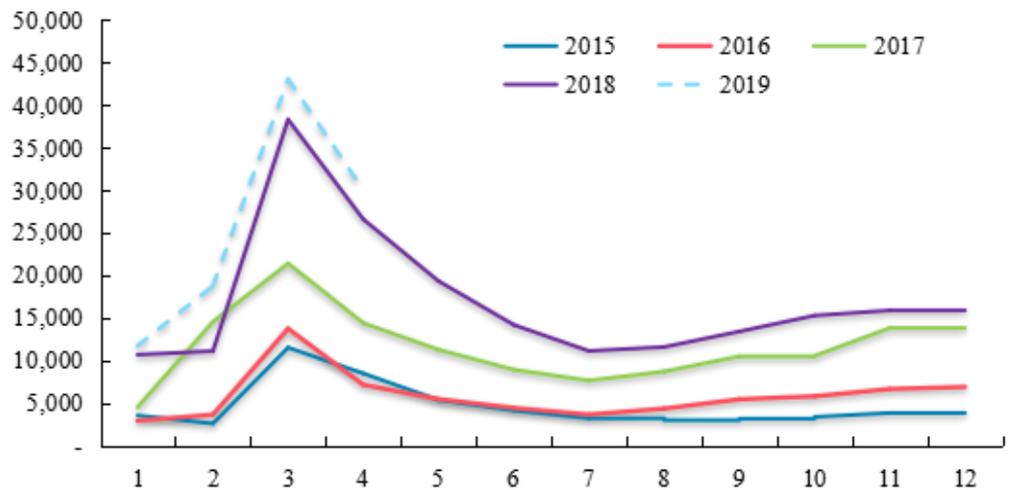
数据来源: Wind 华泰期货研究院

2.5、挖掘机销量增速维持高位，进一步验证短期需求强劲

挖掘机一方面是钢材的消费终端，另外其销量也反应了下游施工的活跃程度。根据市场反应，3 月份挖掘机销量在去年高位的基础上继续同比增长 17% 左右，4 月份预计仍有 10% 左右的增长。进一步验证了目前钢材消费偏强的情况。

图 26: 挖掘机销售量

单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 挖掘机当月销量及同比增速

单位: 辆, %



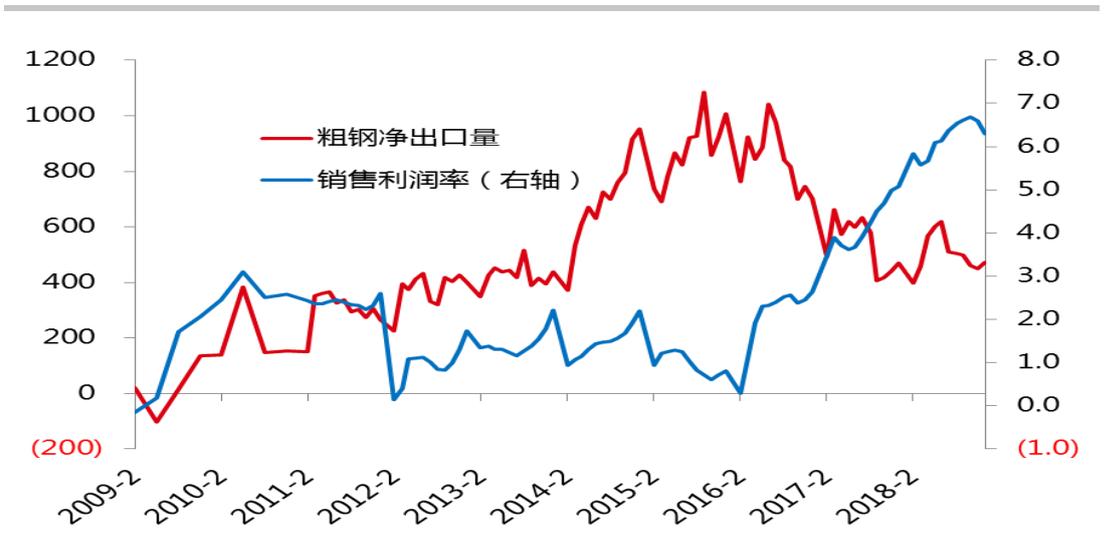
数据来源: Wind 华泰期货研究院

2.6、随着利润和价格回落，海外项目增多，今年出口仍将增加

我国钢材出口已由 2015 年的峰值 1.12 亿吨减少到 2018 年的 7000 万吨以内,2018 年粗钢净出口减少 680 万吨,主要原因是国内钢材利润和价格逐年增加。但我国钢铁企业竞争力仍然很强,除了具有生产成本优势外,还具有产业链优势、人才优势、技术优势等等,在国际市场上依然拥有足够的竞争力。随着我国钢铁企业利润的高位回落,出口退税的上调和增值税下调,也将进一步刺激我国钢材的出口,预计未来两年,我国钢材出口将呈现稳步增长的趋势,将成为缓解国内供应压力的重要手段。2019 年 1-2 月份,我国钢材出口增长基本符合预期。

图 28: 粗钢出口和销售利润率的关系

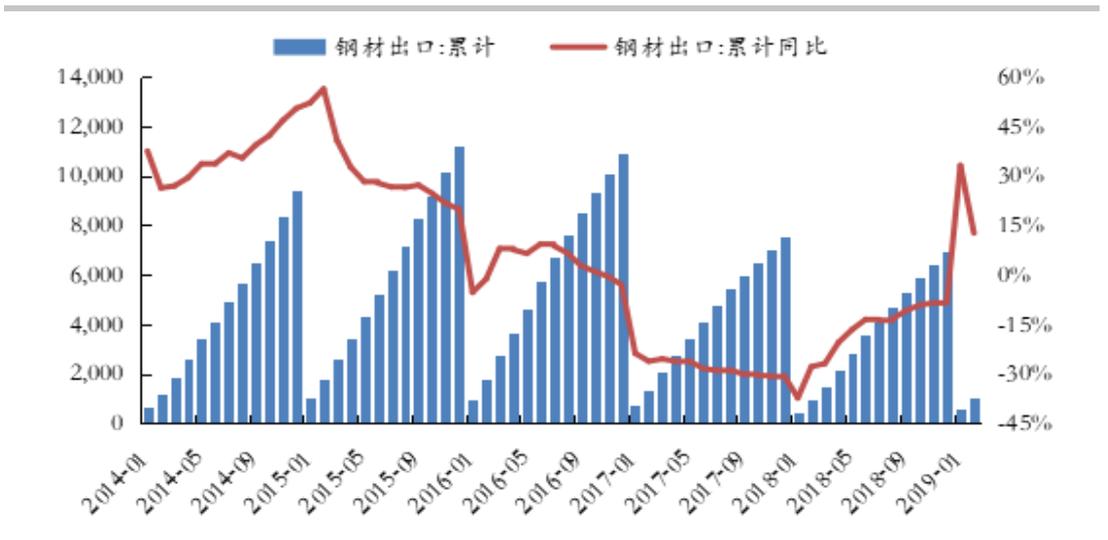
单位: 万吨, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 钢材出口累计及同比增速

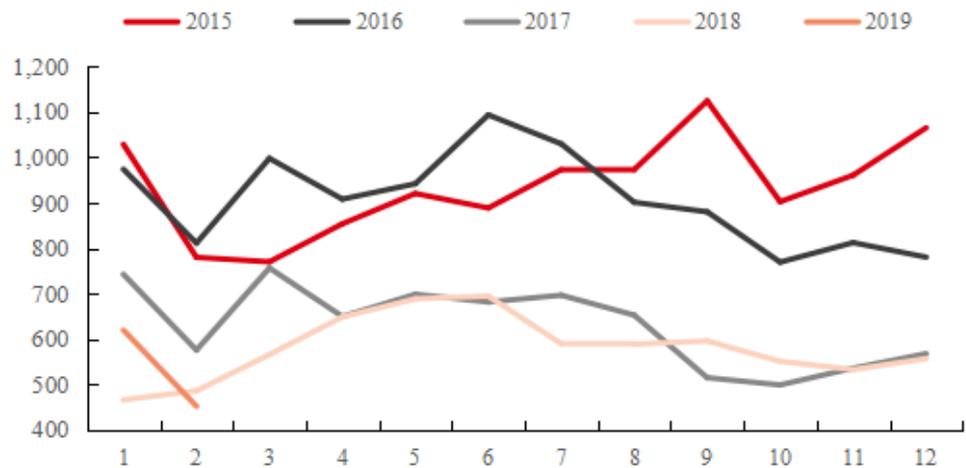
单位: 吨, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 粗钢月度出口

单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

由于近三年国内钢铁企业盈利能力大幅增加,带动了全球钢铁环境转好,导致我国以外新建项目较多,根据统计全球在建项目 8800 万吨,计划建设 2240 万吨。其中,还有一部分是国内企业在海外建设,随着这些项目的开工建设,可能会影响国内钢材出口。

表 1 全球在建产能及计划建设

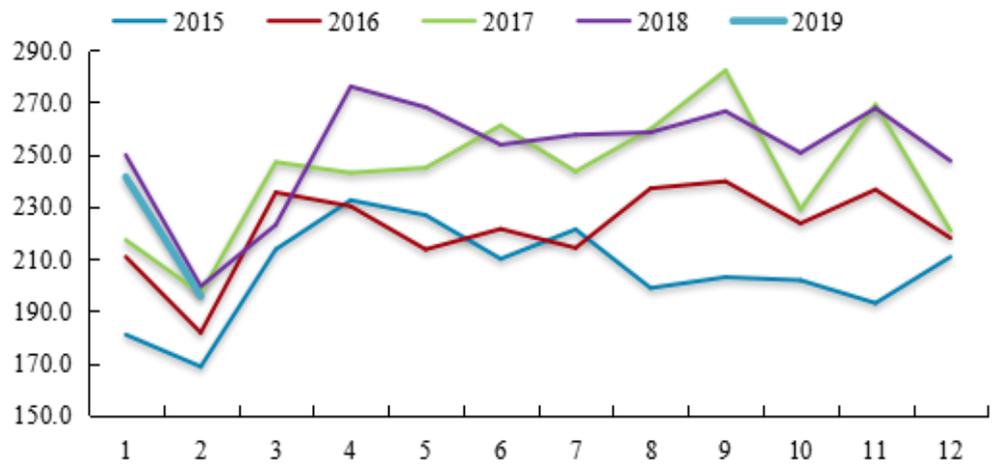
区域	2017	2018	2019-2021	
			在建	计划建设
非洲	39	41.6	2.9	1.8
亚洲	1484.9	1473	53.4	10
独联体	142.9	142.4	1.8	1
欧洲	274.4	274.4	4.3	1
拉美	74.7	74.7	0.2	1.4
中东	64.4	67.3	25.1	2.7
北美	153.8	154.4	0.3	4.5
澳洲	6.4	6.4	0	0
全球	2240.5	2234.2	88.00	22.40

2.7、短期消费强劲

今年 1-2 月份消费淡季特征明显,粗钢消费回落明显,同比出现了负增长,整体消费同比小幅下降 1.7% 左右,但 3 月消费大幅转强。从 Mysteel 五大钢材周度消费量可以看出,基本符合预期。由于调降增值税的影响,上周螺纹钢的销售有一个短暂的下滑,但本周数据显示消费增加。从建材成交数据来看,短期螺纹钢消费符合预期,建材消费启动顺畅。但目前库存仍处高位,去化速度合理,钢材各品种库存消化速度相当,符合预期。分区域来看,华东和华南的消费基本已经到达峰值,北方地区还有一定增量。因此,4 月份产量将由所增加,但消费不差,预计库存将会继续大幅下降。

图 31: 实际粗钢日均消费

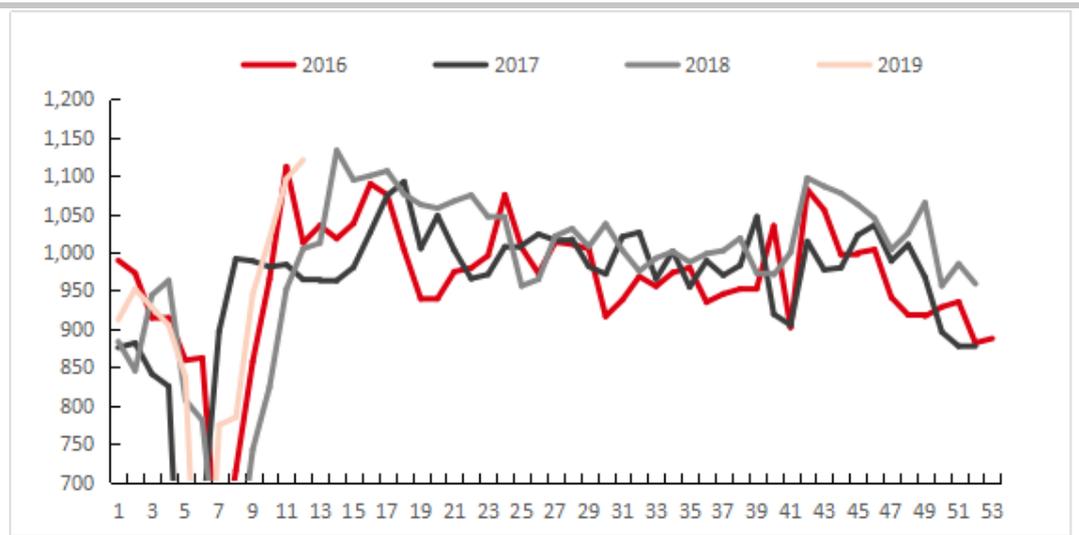
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: Mysteel 统计五大钢材消费量(周)

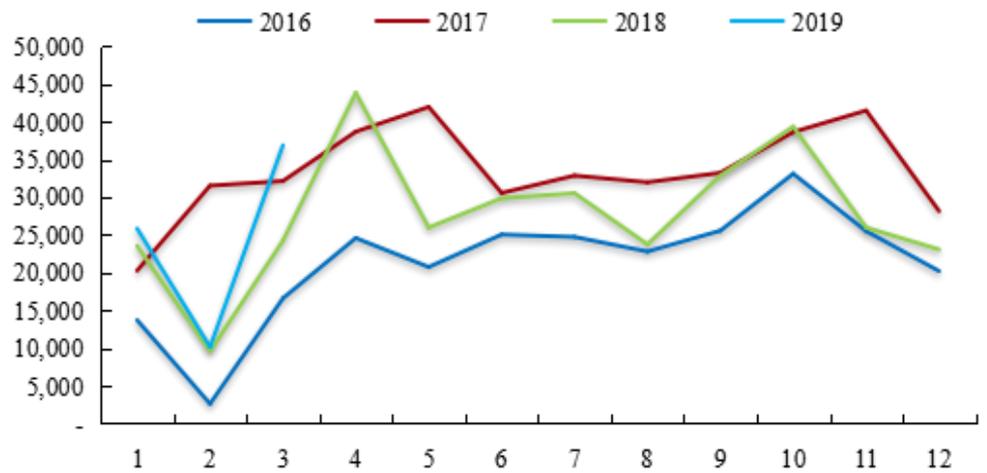
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 线螺采购量:上海(月均值)

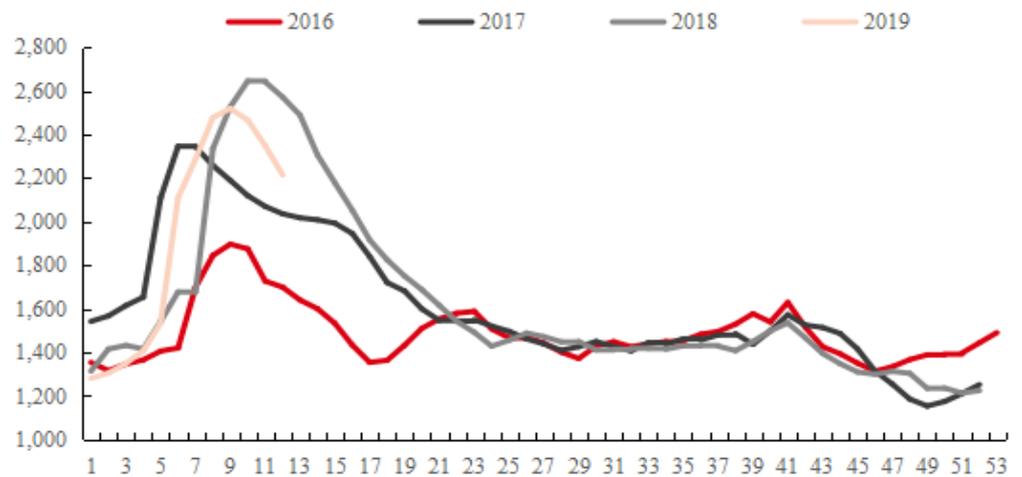
单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 五大钢材:合计总库存(周)

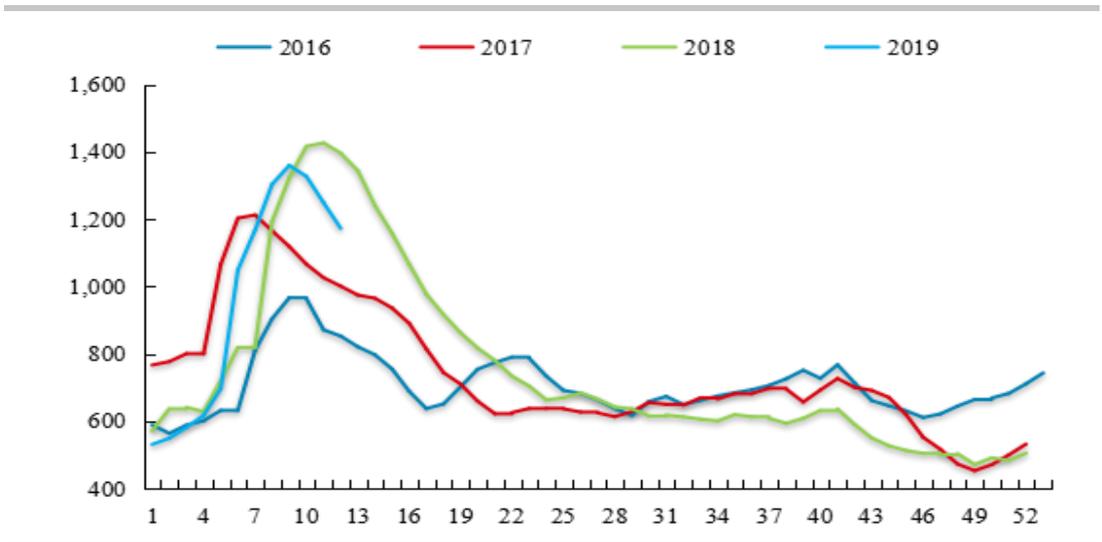
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 35: 螺纹钢:合计总库存(周)

单位: 万吨



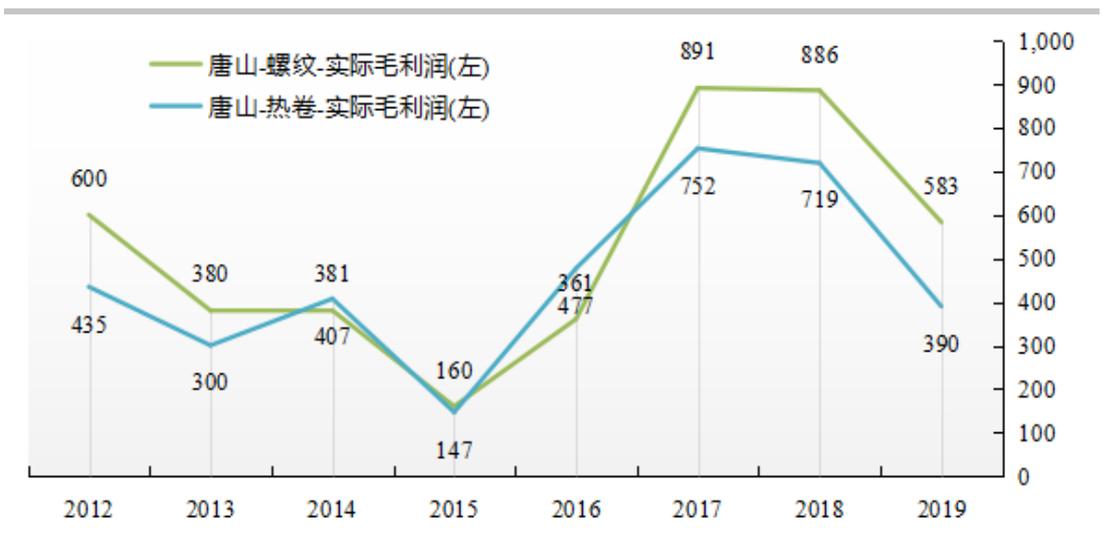
数据来源: Wind 华泰期货研究院

2.8、今年企业利润将回落，悲观预期已经在贴水中体现

从唐山优质企业螺纹与热卷年度毛利润均值来看，目前的毛利润已经为近3年最低，与2017年和2018年相比，钢企利润大幅回落。从二级市场也可以看出，在全部行业中市盈率仅次于银行行业，钢铁板块估值在所有行业最低，A股估值最低的20家上市公司有12家钢铁企业。悲观预期已经在估值中有所体现。钢材期货悲观预期主要体现在基差（升贴水）上，目前看，螺纹钢贴水比较大，而且是在目前现货价格不到4000元的情况下，因此，悲观预期体现在深贴水中有所体现。

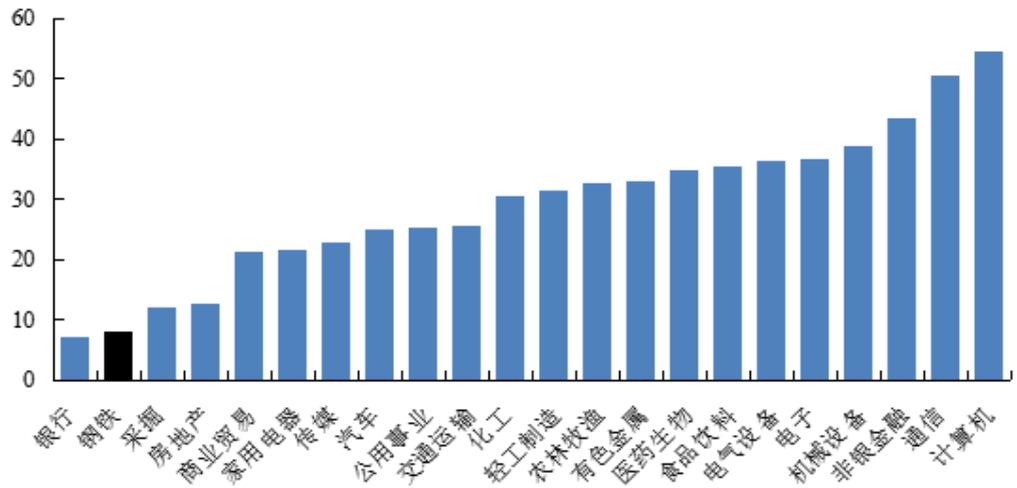
图 36: 唐山优质企业螺纹与热卷年度毛利润均值

单位: 元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 37: 主要行业市盈率中值

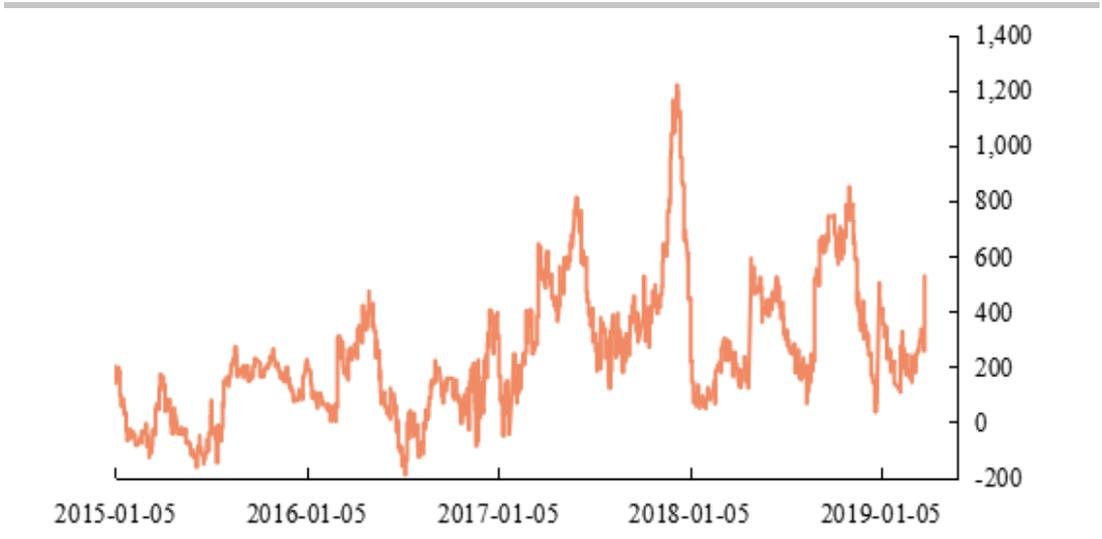


数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 2 沪深两市排名前 20 低市盈率个股

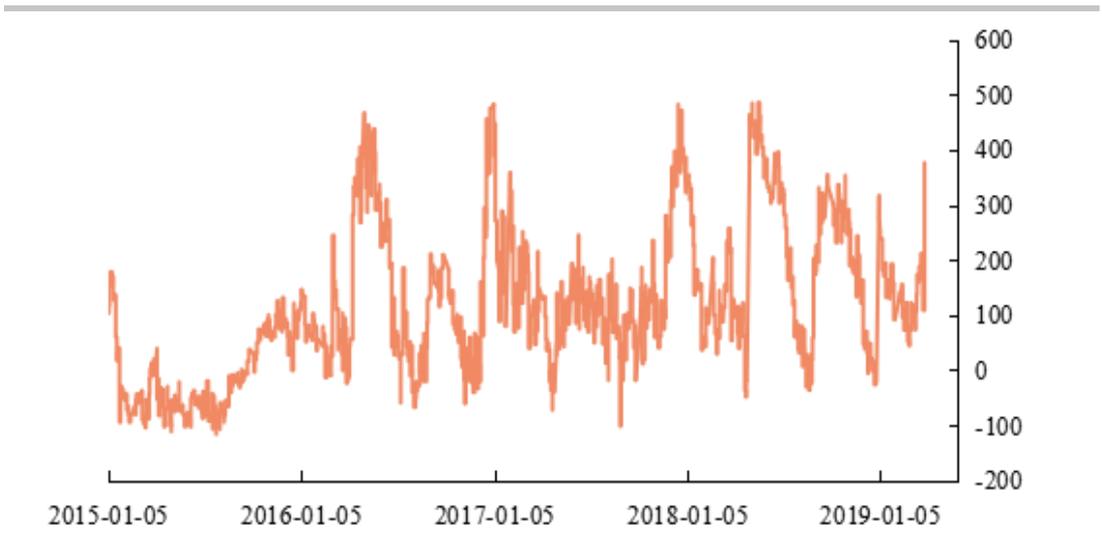
序号	上市公司	市盈率 TTM	序号	上市公司	市盈率 TTM
1	深康佳 A	2.51	11	ST 安泰	4.16
2	*ST 长生	2.65	12	韶钢松山	4.18
3	*ST 抚钢	3.18	13	柳钢股份	4.37
4	华菱钢铁	3.37	14	太钢不锈	4.47
5	新钢股份	3.41	15	南钢股份	4.56
6	方大集团	3.43	16	安阳钢铁	4.71
7	兰州民百	3.91	17	光明地产	4.88
8	广宇发展	3.95	18	长园集团	4.95
9	中交地产	4.05	19	马钢股份	5.04
10	三钢闽光	4.14	20	鞍钢股份	5.19

图 38: 螺纹基差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 39: 热卷基差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

总的来看,今年消费充满挑战但并不悲观。整体需求增加 0-2800 万吨;钢铁企业利润下降,出口增加 1000 万吨;供需受下一步的环保限产情况随时调整。分行业展望:

- 房地产拉动钢铁产能 1.5%, 上半年远高于下半年
- 基建拉动 0.5%, 上半年弱于下半年, 有望超预期
- 汽车和家电, 全年堪忧
- 造船: 行业有望进一步恢复
- 机械: 受制于出口, 增速归零

跟随地产大周期来研判, 预计整体消费上半年无忧, 下半年将主要看政策力度。

表 3 各行业钢材消费拉动百分比

行业	2018 年	2019 年
房地产	3.1%	1.5%
基建	-0.1%	0.5%
汽车与家电	-0.3%	-0.2%
造船及集装箱	0.2%	0.2%
机械等其他	0.7%	0.0%
整体钢材消费	2.9%	2.0%

从短期来看，房地产、基建带动下需求强劲，挖掘机销量得到进一步验证；4 月份将复产增多、供应增加；库存下降符合预期，静待库存进一步下降。

三、钢铁原料还能强多久——铁矿

从中期来看，铁矿价格上涨是必然的。主要体现在 2016-2018 年钢材消费的大幅增长带动了生铁产量的增长和铁矿消费的增长。同期铁矿供给也有一定的增量。2019 年，生铁产量将继续增长，意味着铁矿消费的增长。而同期全球铁矿项目基本全部投产，增量有限(除 S11D 外)。另外，随着去年冬季环保限产的放松，导致铁矿需求增加，铁矿港口库存也有 1000 万吨左右的下降。也就是说 2018 年四季度已经出现了铁矿石的供应缺口。

另外，毫无疑问全球铁矿资源丰富，非主流矿也大量存在。但这部分非主流矿只有在铁矿价格大幅上涨后才能释放出来。因此，在非主流矿大幅复产之前的供需错配是价格上涨的时间窗口。

3.1、Vale 溃坝事件回顾，2019 年发货量下降 7000 万吨

1 月 30 日，淡水河谷表示，公司将停止 10 座大坝的运营，退出将在未来 3 年内完成。相关决定每年将影响到 4000 万吨的铁矿石，几乎影响整个南部系统和东南部系统（影响未充分显现）。

2 月 5 日淡水河谷宣布将暂停东南系统中 Minas Centrais 矿区中的 Brucutu 矿山的生产，该矿山年产能 3000 万吨，为 Vale 第二大矿山，复产时间未知（影响已确定）。Brucutu 的暂停运营不包含在此前 4000 万吨的停产计划内。

3 月 15 日，淡水河谷再发公告称，受 Ouro Preto 当地法庭裁决影响，其将停止 Doutor 大坝的使用，Timbopea 矿山的生产运营也将中止，年产量 1280 万吨。Doutor 矿区不属于之前计划关停的十座矿区范围之内，是法庭命令另外关停的矿区。

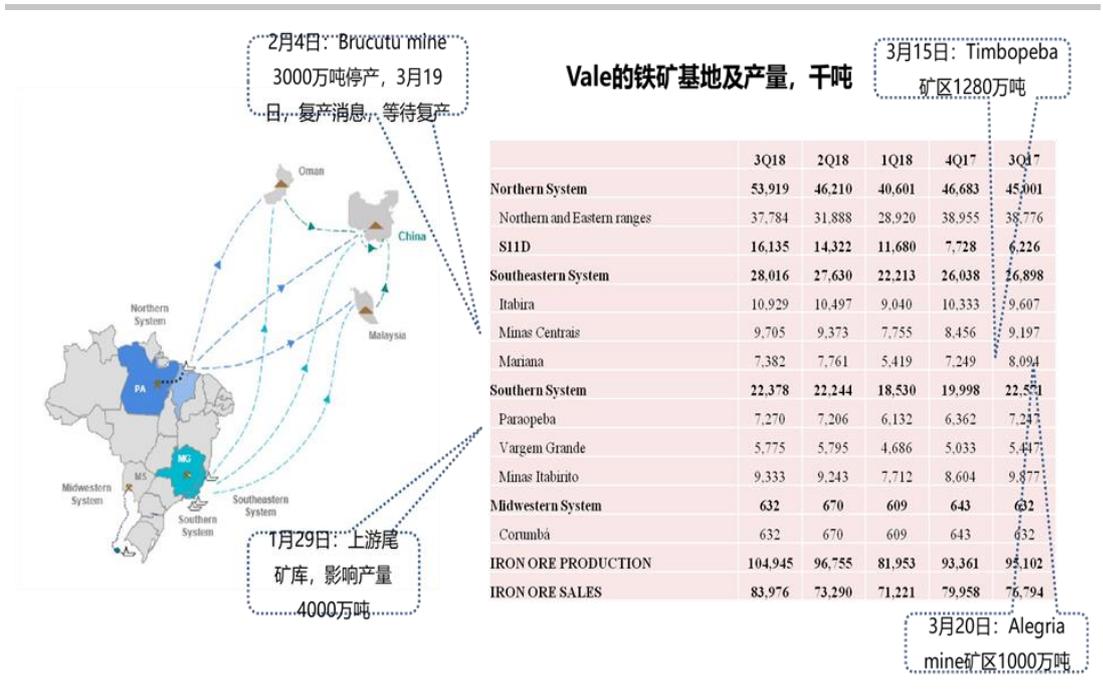
3 月 25 日，巴西法院下达对 VALE 尾矿坝生产禁令，包括：Paracatu, Lavra Azul, Diç ão Leste, Mosquito, Cobras, Sul, Sabi á B3, Estrada de S ão Gon çalo, Principal , Capta ção, Pocilga, Athayde dam 等尾矿。因此，Brucutu 矿区不能按此前计划重新运营。

3月26日，Vale 公布四季报：2019年1月25日 Feijão 矿区发生溃坝事故后，可能影响铁矿石年化产量9280万吨。其中4000万吨影响量来自 Feijão, Vargem Grande 及 Fábrica 综合矿区关停；3000万吨影响量来自 Brucutu 矿区关停；1280万吨影响量来自 Timbopeba 矿区关停；1000万吨影响量来自 Alegria 矿区关停。由于 Fábrica 及 Vargem Grande 球团厂关闭，导致球团影响量达1100万吨。

除了影响 Vale 产量外，类似的上游尾坝矿在 CSN 和 Anglo American 也存在，预计影响800万吨产量，因此溃坝事故对整个巴西铁矿产量产生影响。

图 40: Vale 矿山矿产及其停产情况

单位：千吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 4 Vale 矿山矿产及其停产情况

生产系统	地区/洲	矿区/项目	产能 (万吨)	矿山	产能 (万吨)	备注	停产日期
Southeastern System	Minas Gerais	Itabira Complex	4100	Caue Mine			
				Minas Do Mejo Mine			
				Conceicao Mine			
	Minas Gerais	Minas Centrais complex	3500	Brucutu Mine	3000	已关停/很快开启?	
				Agua Limp Mine			
				Gongo Soco Mine			
			Apolo Mine				
Minas	Mariana	2800	Timbopeba Mine	1250	暂时关停	3月16日	

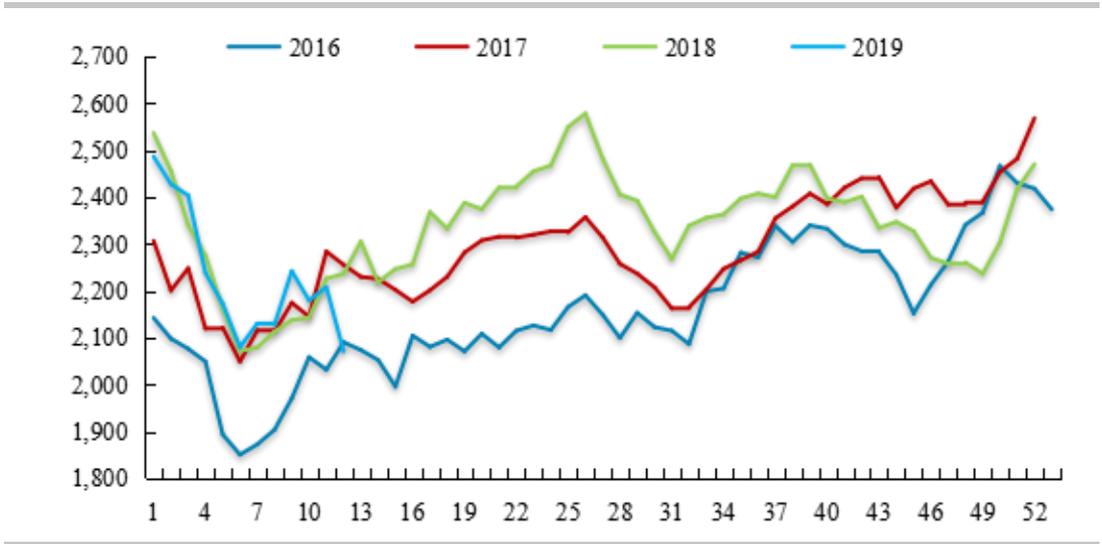
	Gerias			Fazenda Mine			
				Alegria Mine	1000	暂时关停	3月20日
Southern System	Minas Gerias	Paraopeb a	2800	Jangada Mine	600	相同尾矿坝	
				Mina Feijao Mine	850	事故矿区	1月25日
				Mar Azul Mine			
				Capao Xavier Mine			
				Fabreca Nova Mina	150		2月19日
				Alto bandeira Mine	600	相同尾矿坝	
	Minas Gerias	Vargem Grande	2200	Aboboras Mine	1300	相同尾矿坝	2月4日
				Capitao do Mate Mine		相同尾矿坝	
				Tamandua Mine		相同尾矿坝	
				Vargem Grande mine	900	相同尾矿坝	2月19日
	Minas Gerias	Minas Ttabirito	3500	Pico/sapocado/Galinheiro Mines			
				Segredo Mines	1350	相同尾矿坝	
				Joao Pereira Mines		相同尾矿坝	
已停产合计					6200		
要求停产产量					10000		
可能停产产量					3800		

3.2、近期澳洲和巴西铁矿石发货量有所减少

图 41 显示了澳洲和巴西近期的发货量，巴西减产叠加澳洲飓风，近期发货量同比、环比均有所下降，Vale 的发货量达到近几年较低水平，受此影响，我国 1-2 月份铁矿进口整体表现不佳，同比下降明显。

图 41: 澳+巴发货量(5周移动平均)

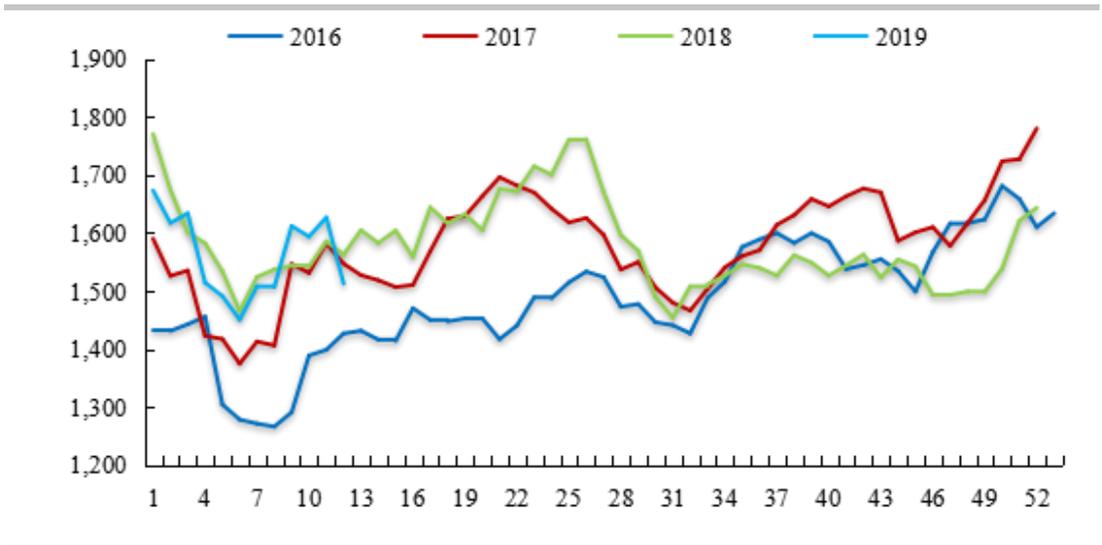
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 42: 澳大利亚发货量(5周移动平均)

单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 43: Vale 发货量(5 周移动平均)

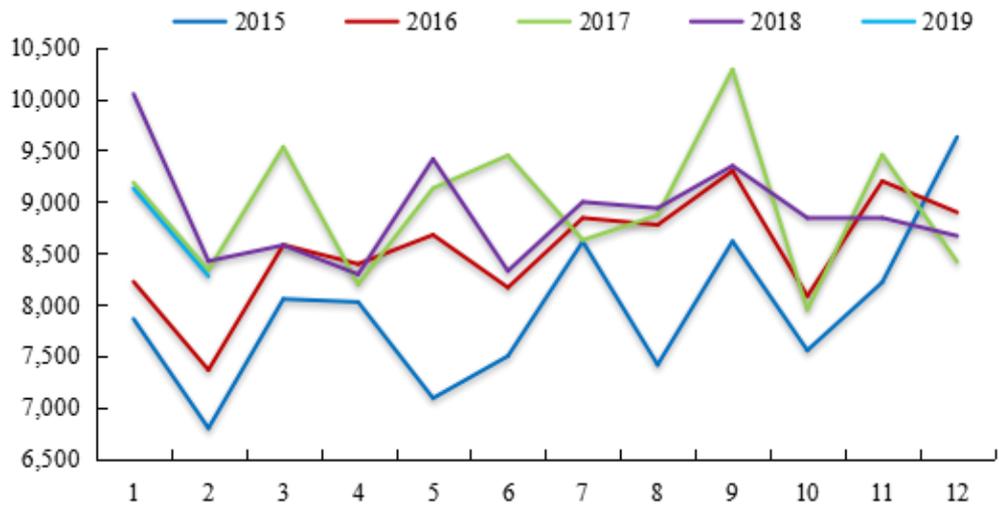
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44: 铁矿石月度进口量

单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

3.3、由供过于求向供不应求转变，Vale 事件加速了供需失衡

在 Vale 溃坝事故之前，我们已经对铁矿判断偏乐观，因为铁矿新增产能并不多，2018 年非主流铁矿供给增量停滞，表现出较为明显的负增长，南非、印度、伊朗、乌克兰均呈现供给下降的状态。澳洲和巴西两个国家增产较为明显，其中 Vale S11D 项目和 Roy Hill 是增产较为明显的两个矿山。2019 年，四大矿山供给增量在 3000 万吨左右，但非主流矿仍有明显减量，同时考虑东南亚和印度、南美地区的消费增量，留给我国的供给增量几乎没有。但在需求方面，2019 年将出现很多增量，从图 1 中已经判断生铁和粗钢产能都将较 2018 年有所增加。在去年四季度环保政策不及预期之后，铁矿港口库存已经下降 1000 万吨。Vale 溃坝事故之后，减产已确定，由此全球全年铁矿有望看到供给零增长或明显负增长，铁矿供应缺口进一步扩大。

图 45 为预测的 2019 年我国及全球铁矿石消费增量情况,表 4 为 2019 年全球铁矿供给增量与减量。从目前来看,2019 年铁矿将整体表现为供不应求,预计全球铁矿供给持平或减量 2000 万吨,海外平或减产 2500,国内平或小幅增产;2019 年我国铁矿消费增量 3000,其他国家铁矿石消费增量 2000,由此推测 2019 年整体铁矿缺口>8000 万吨。我国港口铁矿库存有望从目前的 1.46 亿吨下降到 2016 年底的 1 亿吨以下。如按照全球供给减少 4000 万吨计算,2018 年铁矿平均价格大约为 70 美元,据测算,2019 年铁矿均价将至少提高 18 美金。

图 45: Vale 事故前我国及全球铁矿石消费增量测算

单位: 万吨

中国	铁矿石供给	增量	同比	铁矿石消费	增量	同比	供需差值	全球消费	增量	同比
2013	119707	15073	14.4%	117569	9945	9.2%	2138	198780	9639	5.1%
2014	124317	4610	3.9%	122668	5099	4.3%	1649	209896	11116	5.6%
2015	118334	-5983	-4.8%	118564	-4104	-3.3%	-230	202725	-7170	-3.4%
2016	125735	7401	6.3%	123441	4877	4.1%	2294	211516	8790	4.3%
2017	132246	6511	5.2%	128065	4624	3.7%	4181	213144	1628	0.8%
2018	129990	-2256	-1.7%	130638	2573	2.0%	-648	217802	4659	2.2%
2019	128112	-1878	1.4%	133638	3000	2.3%	-5526	222800	5000	2.3%

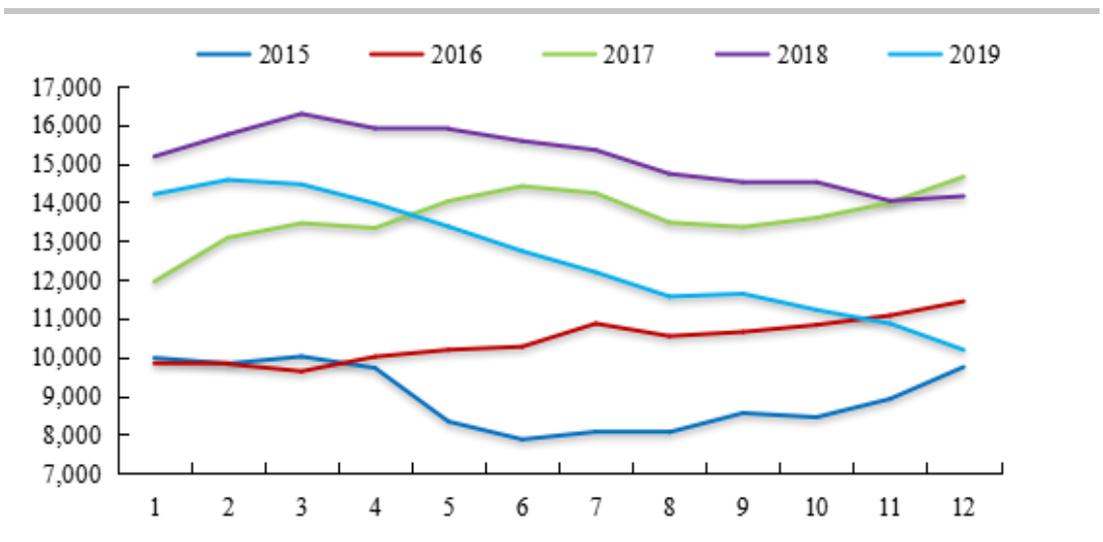
数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 5: 2019 年全球铁矿供应增量与减量 (单位: 万吨)

矿山或矿石供应国	供应增量	备注
巴西	2500	S11D
BHP	400	微增
Rio	-	持平
FMG	140	
澳洲其他矿山	-400	取决于价格涨幅
印度	-	
南非	0~500	取决于价格涨幅
伊朗	-800	美国制裁严厉程度
乌克兰	-	
其他地区	0-100	
我国	-500	国产矿仍受环保干扰
小计	2000	

图 46: 港口铁矿石库存推演

单位: 万吨



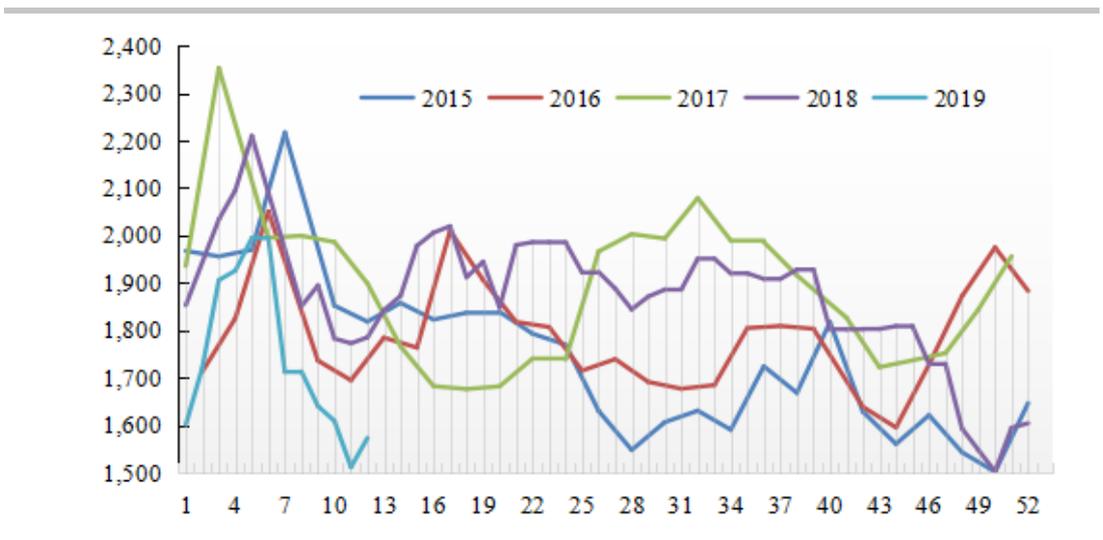
数据来源: Wind 华泰期货研究院

3.4、钢厂库存少，是近期推动价格上涨原因之一

受秋冬季环保限产和春节假期影响，国内钢厂的铁矿绝对库存处于绝对低位，随着4月份秋冬季限产结束并伴随着高炉开始复产，钢厂需对铁矿石原料进行补库，这也是近期铁矿价格走高的原因。随着价格的提高，在成材利润收缩下，高品溢价将明显回落。Vale 事件利于球团溢价，烧结限产支撑块矿溢价。

图 47: 钢厂进口烧结粉矿库存(周)

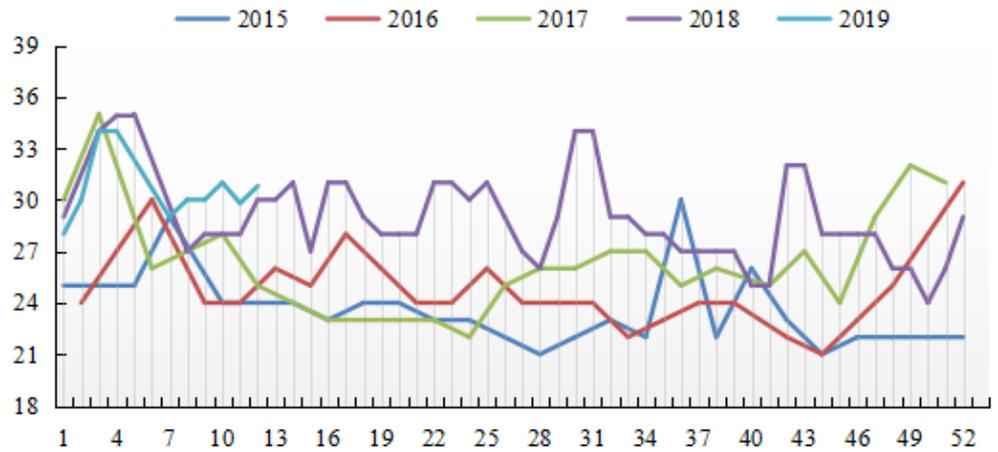
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48: 钢厂进口铁矿可用天数(周)

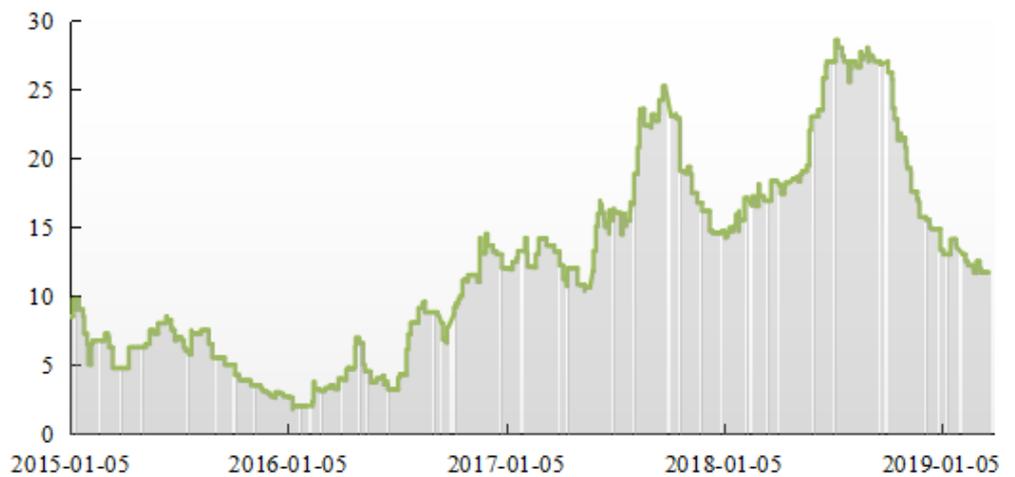
单位: 天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49: 65%与62%价格对比

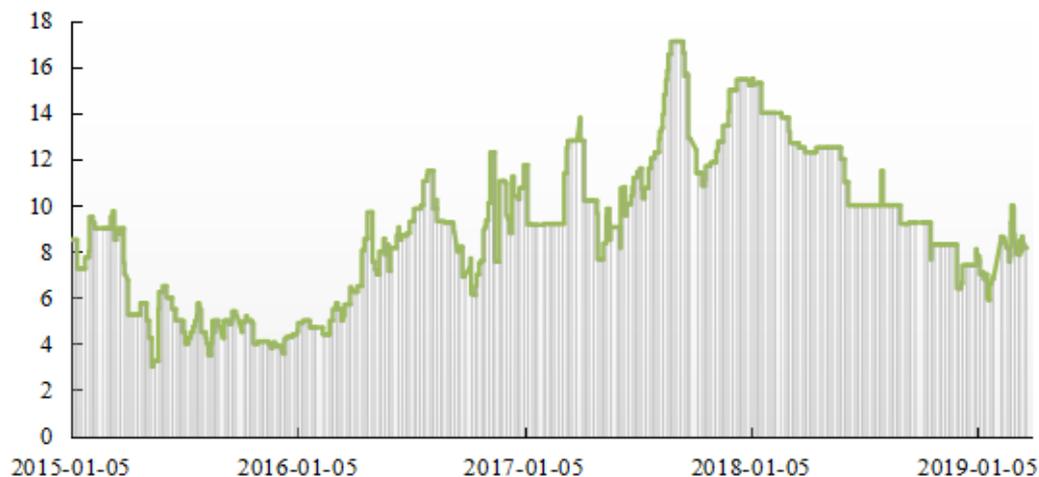
单位: 元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: 62% 与 58% 价格对比

单位: 元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

2019 年铁矿整体研判:

Vale 事件加速了铁矿供需失衡, 整体由供过于求向供不应求转变; 近期澳洲和巴西铁矿石发货量有所减少已经在现实中有所体现。国内高炉限产放松, 以及目前钢厂库存少, 将会直接带来消费的增量, 一旦钢价企稳, 铁矿石具有较强的价格爆发力, 铁矿有望成为 2019 年相对价格表现最强的黑色品种。

铁矿推荐连续奇数合约, 持续买入操作, 循环多单移仓, 或走正套逻辑。

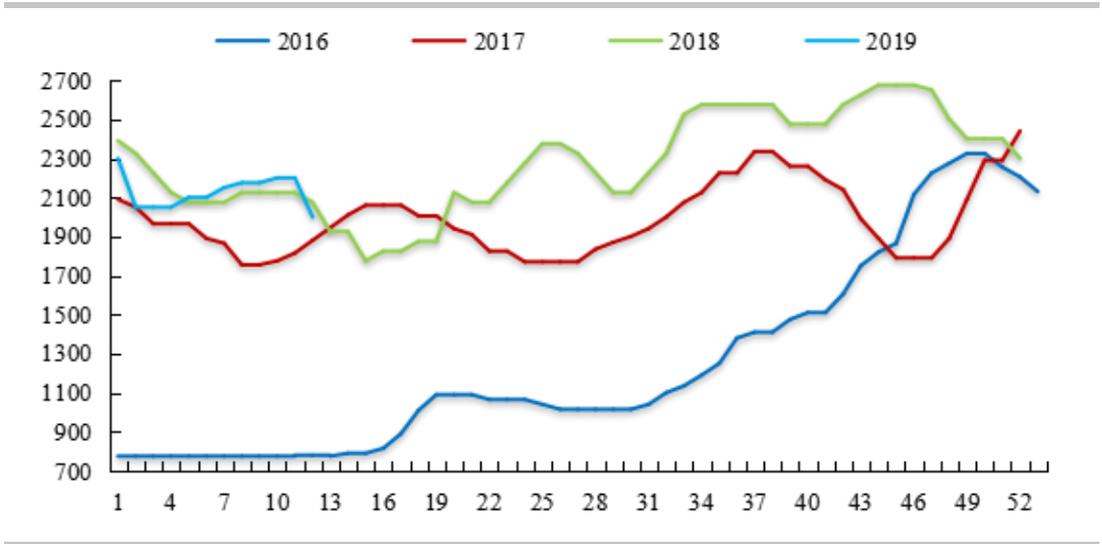
四、钢铁原料还能强多久——焦炭

4.1、焦炭高开工率、高库存

今年的焦炭开工率处于高位, 产量环比增长明显。随着四季度整体环保限产的放松, 焦炭产量将得到明显恢复。春节后, 焦炭库存快速累积。焦厂库存攀升的同时, 港口库存也接近高位, 钢厂焦炭库存基本合理但相对高位, 整体高库存压制了焦炭的价格走势。受印度等海外需求拉升, 我国焦炭出口将继续增长。

图 51: 焦炭港口准一现货价格季节性走势

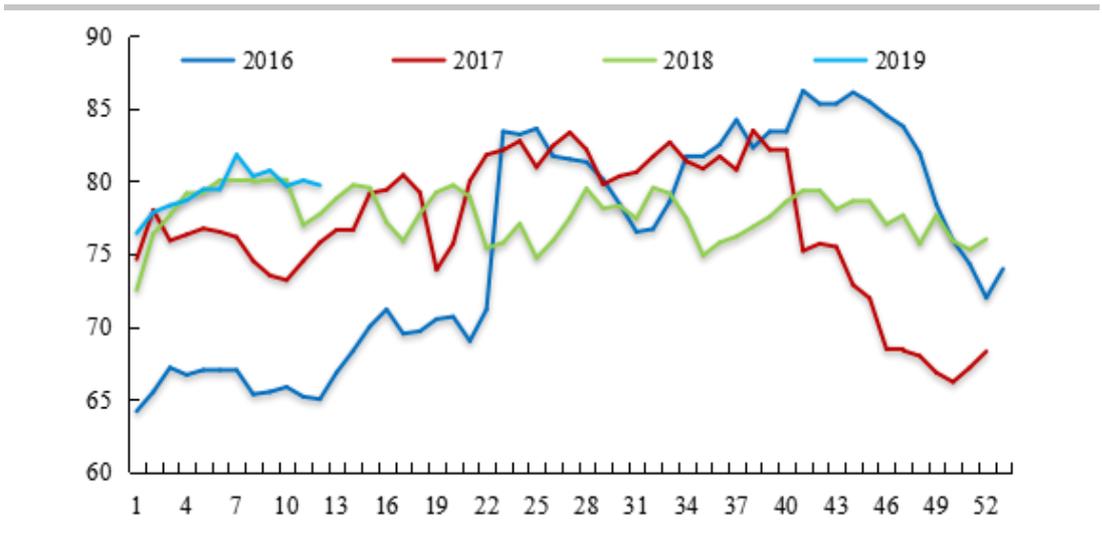
单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 焦炉开工(100家:周)

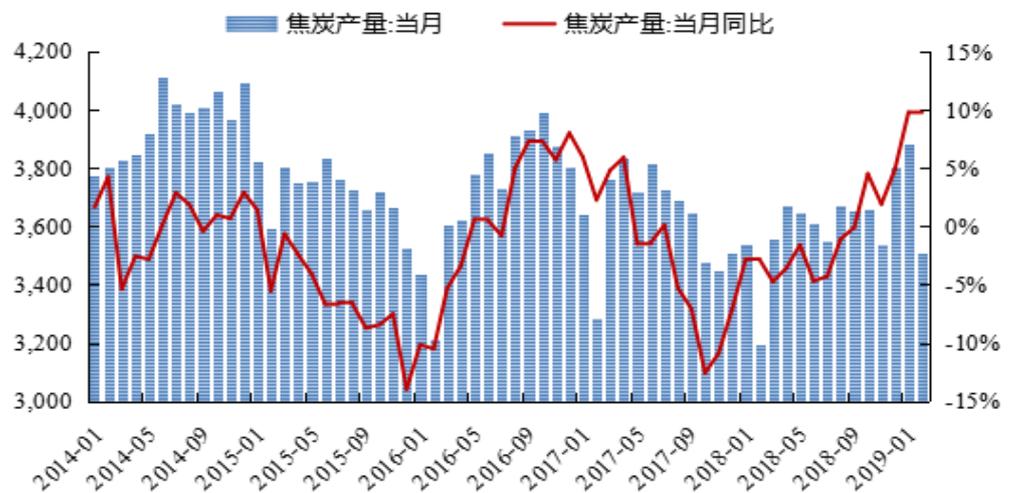
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 53: 焦炭当月产量及同比

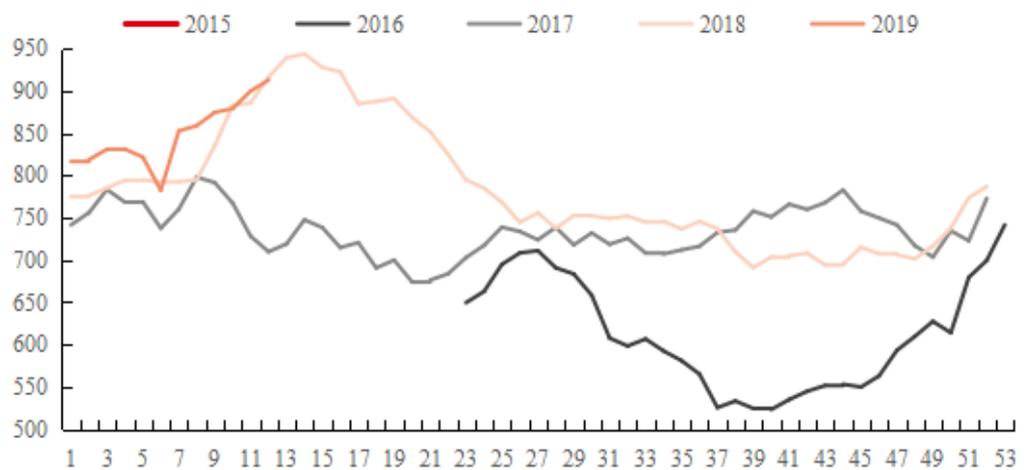
单位: 万吨, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 54: 焦炭各环节库存:合计(周,新口径)

单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

4.2、焦炭受上下游夹击，后续关注行业政策

图 55：煤炭钢铁行业政策路径



数据来源：华泰期货研究院

焦炭受政策影响较大，目前，焦化是整条产业链中最晚开展供给侧改革的子行业。需重点关注以下国家政策：

(1) 未来两年 4.3 米焦炉产能置换

据不完全统计，全国焦化总产能约 5.15 亿吨，2018 年产量约 4.3 亿吨，产能利用率 83.5%。根据我国炼焦行业协会口径，截止 2016 年，4.3 米以下焦化产能为 2000 万吨，占比 3%。4.3 米高度产能仍然是主流，产能占比在 45.1%；5-6 米炭化室占比 39.6%，6-7 米以及 7 米以上的炭化室占比 12.3%。2018 年，山西省焦炭产量为 9256 万吨，占全国总产量 21.1%。河北省焦炭产量为 4747 万吨，占全国总产量的 10.8%。两省合计占比高达 32.0%，河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作。

其中山西省：山西省目前在产焦化产能约 1.3 亿吨，其中炭化室高度 5.5 米及以上的占比约在 30% 左右，按照方案中要求 2020 年炭化室高度 5.5 米及以上占比达到 50% 以上测算，2020 年底前山西省涉及置换的产能约有 2500 万吨左右，另外有 4000 万吨左右 4.3 焦炉的产能需要进行置换。2018 年底前完成焦炉淘汰的，其焦化产能按现有 100% 置换；2019 年底前完成淘汰的，按现有 90% 置换；2020 年底前完成淘汰的，按现有 80% 置换；2020 年后完成淘汰，按现有 50% 置换。如新项目备案后 2 年仍未建成，原有焦炉立即淘汰。对置换自有焦炉实施“上大关小”的新项目，2018 年备案的，按 100% 确定置换产能量；2019 年备案的，按 90% 确定置换产能量；2020 年备案的，按 80% 确定置换产能量。

(2) “以钢定焦”必将大幅压缩焦化产能

河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右的目标，制定“以钢定焦”方案，加大独立焦化企业淘汰力度。陕西也一度提出“以钢定焦”。

表 6: 不同地区铁焦比例

单位: 万吨

	2+26 城市	汾渭平原	长三角	三地合计
生铁产能	34270	2720	13860	50850
全国占比	35%	3%	14%	52%
焦化产能	15940	9550	4950	30440
全国占比	31%	18%	10%	59%

以钢定焦是按省执行还是按市执行对结果影响较大。

表 7: 焦炭、生铁产量及焦炭需求

单位: 万吨

	2018 年产量	占比全国	0.4 焦钢比 焦炭需求	差值
焦炭	43820			
焦炭:河北	4747	10.8%	8558	-3811
焦炭:山东	4098	9.3%	2582	1515
焦炭:河南	2235	5.1%	1004	1231
焦炭:江苏	1472	3.3%	2718	-1245
生铁	77105			
生铁:河北	21396	27.7%		
生铁:山东	6456	8.3%		
生铁:河南	2511	3.2%		
生铁:江苏	6796	8.8%		

通过产量测算, 河北省焦钢比例是远小于 0.4 的, 整体不存在焦炭过剩的问题, 不排除区域内执行独立的政策。

江苏整体焦钢比例在 0.3 以下, 但江苏省明确提出大幅减少独立焦企, 以及部分钢企全部外购焦炭, 由此, 江苏仍将需要进一步压缩焦炭产能。

山东和河南焦钢比例均超过 0.4, 需要分别去掉焦炭产量 1516 和 1231 万吨, 按 80% 的产能利用率来算, 分别需要去掉 1900 和 1550 万吨左右。

(3) 江苏省: 2018 年底前, 沿江地区和环太湖地区独立焦化企业全部关停, 其他地区独立炼焦企业 2020 年前全部退出。

2020 年底前, 除沿海地区外焦钢联合企业实现全部外购焦(5000m³ 以上的特大型高炉炼钢企业可保留与之配套的 2 台 7 米以上焦炉)。徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升, 整合成 2-3 家综合性焦化企业, 压减 50% 的炼焦产能。由此推断, 到 2020 年, 江苏地区的焦钢比例将低于 0.3, 甚至更低。

工信部发布“关于《产业转移指导目录(2018 年本)》的公示”: 山西省引导不再承接炼铁、炼钢、铁合金、焦化产业; 山东省引导不再承接炼铁、炼钢、炼焦产业。

如果上述焦炭行业供给侧改革均得到执行，则未来两年全国焦炭产能将在目前的基础上压缩 8000 万吨的产能，对焦炭供给将产能非常大的冲击。然而，也需要意识到，目前全国仍有较多的焦炭新增项目，根据 Mysteel 统计，2018 投产的产能预计在 1275 万吨左右，2019 年-2020 年，将是产能集中释放的时间点，预计将有 2700 万吨产能集中释放。

表 8：主要省份焦炭产能及退出产能

单位：万吨

	焦炭产能	退出焦炭产能
河北	9151	1000
山西 4 市	4185	3000
江苏	2736	1800
山东	6076	1900
河南	2770	1500
全国	65000	9200
全国（不含山西 4 市）		6200

2019 年我国焦炭消费增量 800 万吨，出口增量预计 100 万吨，合计消费增量为 900 万吨左右。

总的来看，焦炭受上下游夹击，行业好坏很大程度依赖于国家政策。从目前来看，政策力度明显弱于煤炭行业供给侧改革。

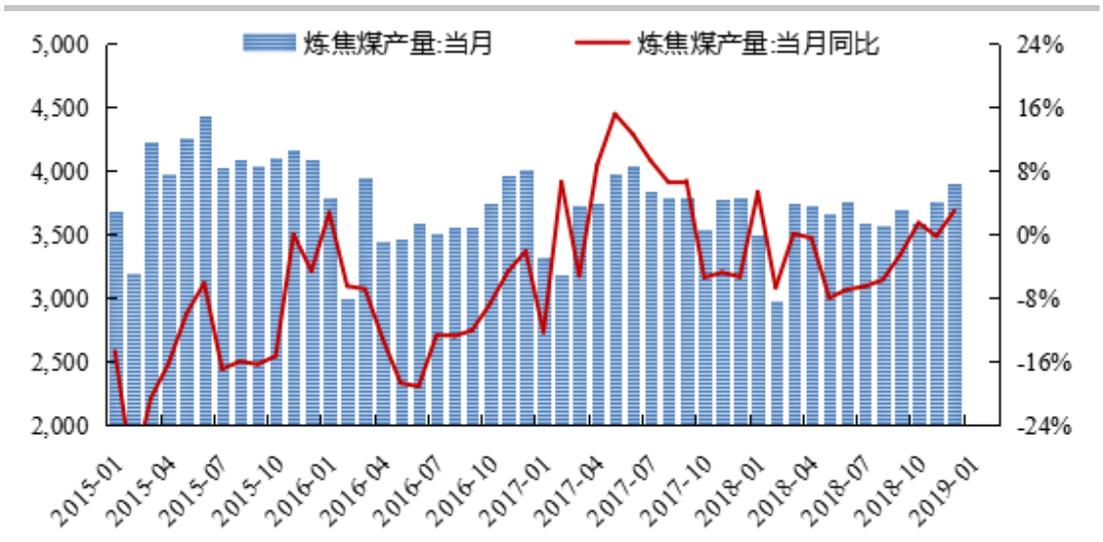
五、钢铁原料还能强多久——焦煤

5.1、焦煤供给无增量

焦煤整体供给一直处于减量状态，国产和进口同步缩量。我国焦煤总进口量接近 7000 万吨，占消费总量的 13.5%。其中澳大利亚和蒙古是我国最大的进口国，合计占 82%。其他主要进口国还包括加拿大、俄罗斯等。2018 年，澳大利亚炼焦煤出口约 1.8 亿吨，占全球冶金煤出口总量的 58%，约 20% 销往我国。如无政策干扰，预计澳洲焦煤未来两年仍有 1000 万吨左右的增量，增量极为有限。10 月 13 日报道：澳大利亚昆士兰州将出台环境资源新规，要求煤企提取用于老旧煤矿恢复治理的“保险金”。昆士兰州是世界上最大的海运煤出口地区。蒙古焦煤储量非常丰富，并且全部低成本露天矿。蒙古煤炭几乎全部出口我国（部分动力煤用于国内发电），所以，运输将是制约蒙煤供给的最核心因素，包括对边境口岸的控制，不确定性非常大。澳洲和蒙古都难以持续获得供给增量。2 月份月末我国进口炼焦煤 292.26 万吨，其中蒙古国进口炼焦煤 142.5 万吨，环比减少 31.54%；主要口岸甘其毛都与策克口岸均有下降，策克口岸环比下降 54.78%。澳大利亚炼焦煤进口 115.57 万吨，环比减少 73.31%。

图 56: 炼焦煤产量及同比 (月度)

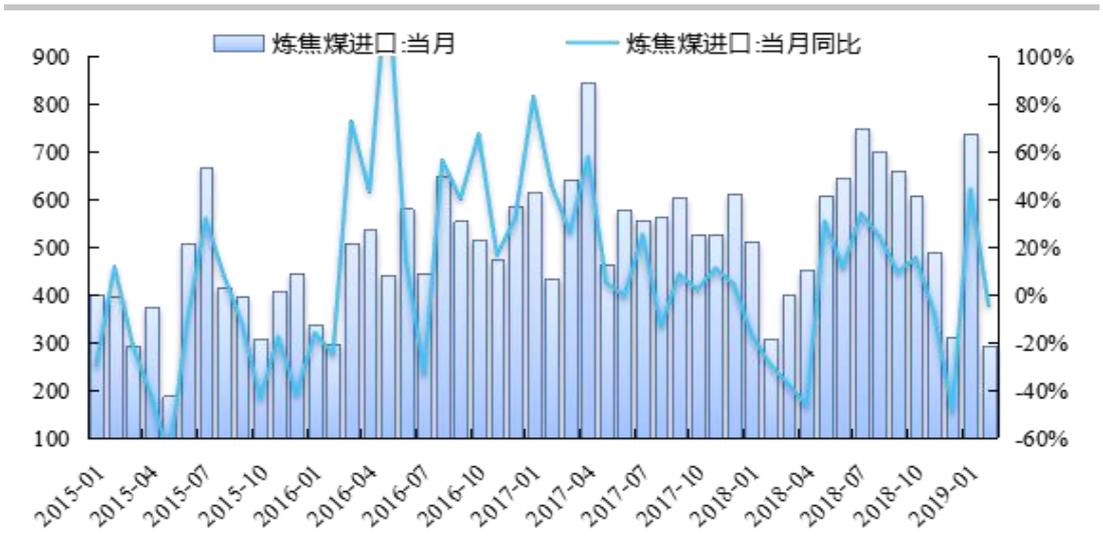
单位: 万吨, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 57: 炼焦煤进口量及同比 (月度)

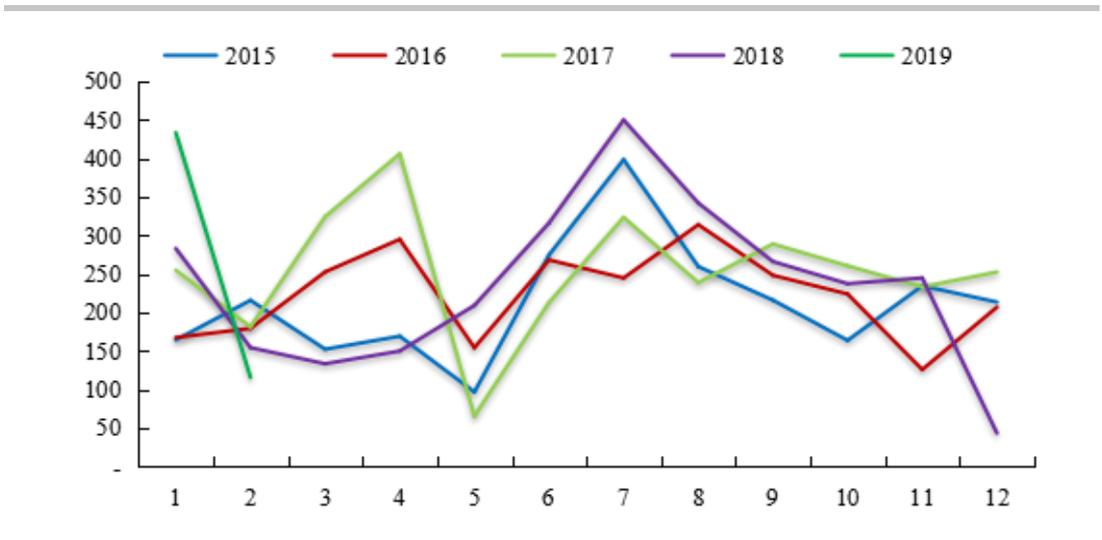
单位: 万吨, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 58: 焦煤进口:澳大利亚

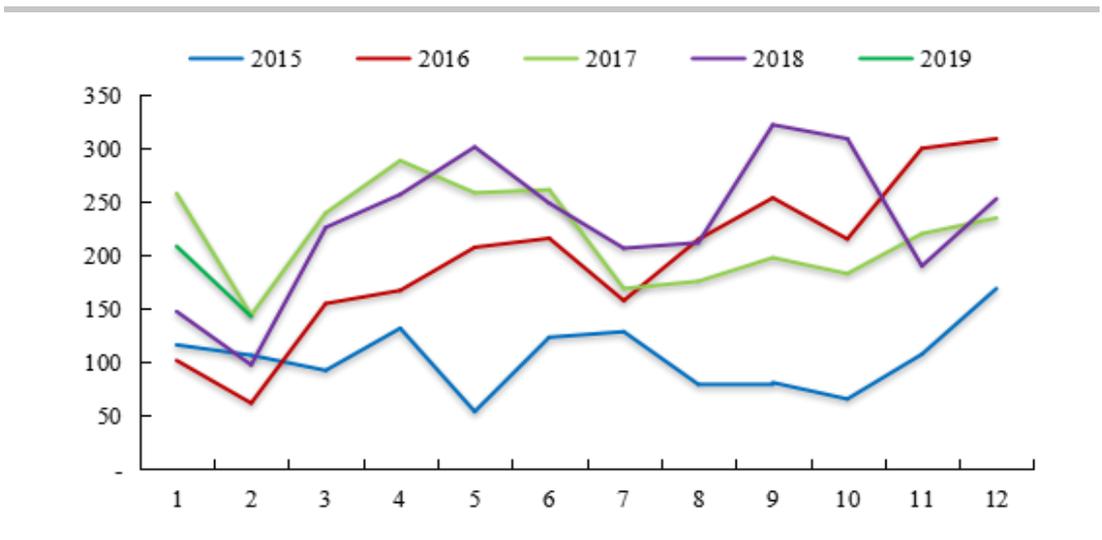
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 59: 焦煤进口:蒙古

单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

5.2、库存处高位，下一步有望快速下降

焦煤整体供需比较偏紧，价格已创历史新高水平，国内焦煤产量自去年年中有所恢复，焦煤进口依然吃紧，但目前库存任处于一个比较高的水平。节后独立焦化厂焦煤库存消化较快，钢厂焦煤库存同比偏高，港口焦煤库存处高位，下一步有望快速下降。焦煤整体库存同比高于去年同期。

图 60: 独立焦化厂:焦煤库存(周)

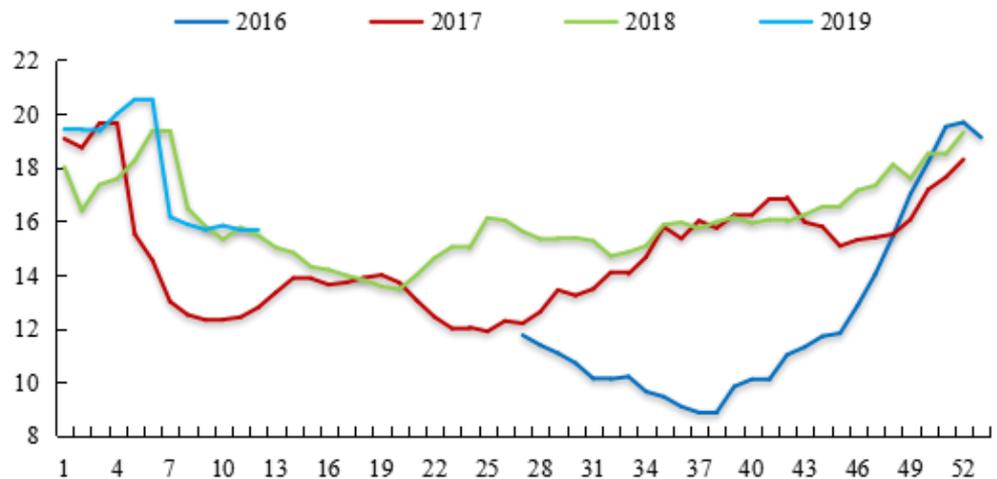
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 61: 焦煤库存可用天数(周)

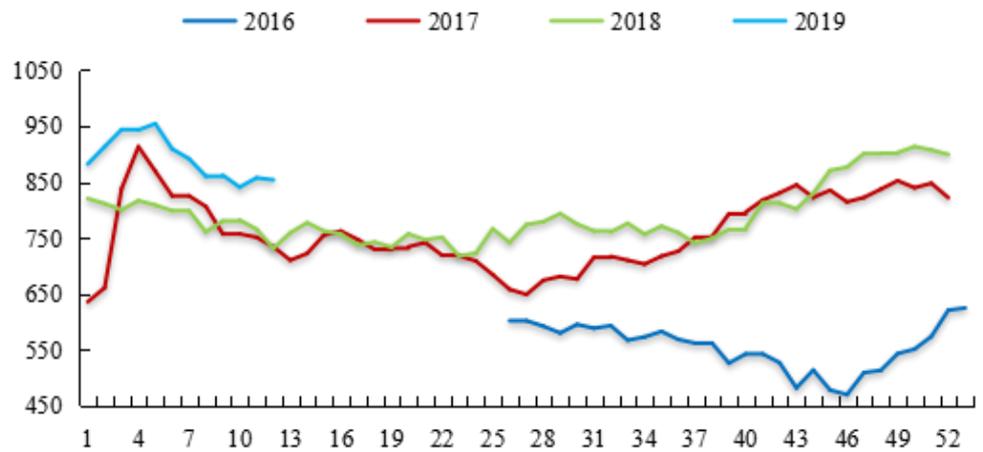
单位: 天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 62: 炼焦煤库存:钢厂焦化

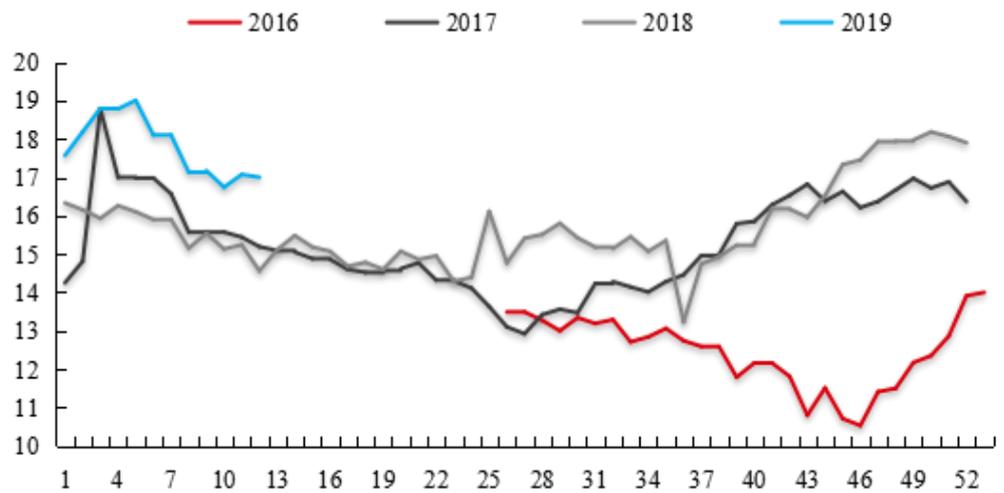
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 63: 炼焦煤可用天数:钢厂焦化

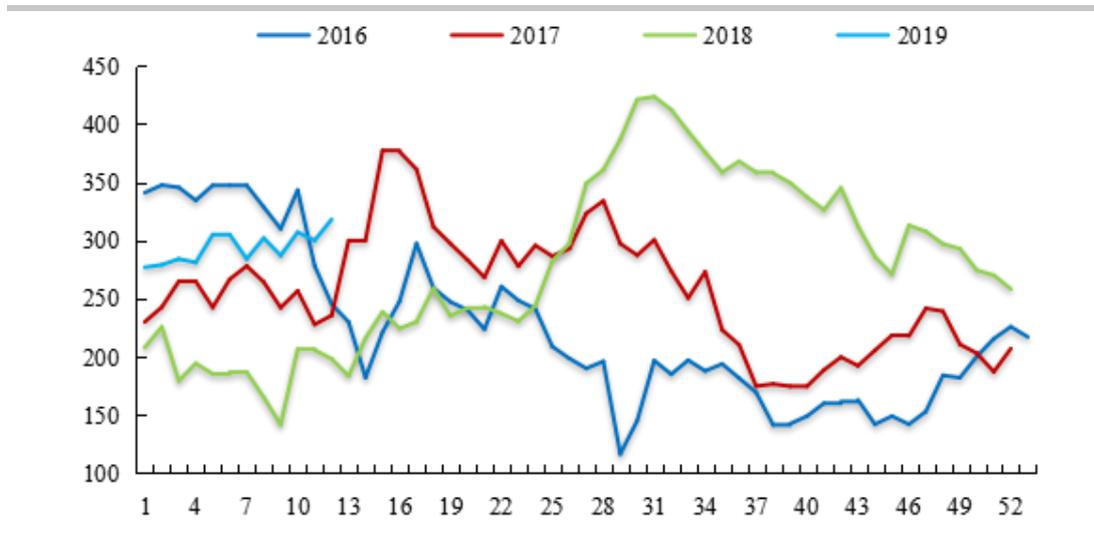
单位: 天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 64：六港合计:焦煤库存(周)

单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2019 年焦煤整体研判：

供给无增量，不排除阶段性减量，有望成为黑色系最坚强商品。虽然澳洲和蒙古均有一定程度的供给增量，但在外围需求增加，以及我国对蒙煤和澳煤进口限制的影响下，我国焦煤进口仍难获得增量，并且不排除出现小幅减量。国内煤矿，尤其焦煤的安全、超采检查越发严格，目前，诸多煤矿已大幅减产，主要原因就是降低超采量。2019 年，难有新增矿山，所以，整体国内焦煤供给有减无增。

焦煤需求端，虽然焦化仍将面临供给侧改革的产量制约，但从焦炭消费端，仍将有 800 万吨左右的增量，仍然需要焦煤的需求增量在 1000 万吨以上。

六、交易逻辑与策略展望

6.1、成本助推价格 VS 利润压制价格

从黑色系商品的整个基本面来看，钢材供应将有所增加，同时对原料的需求也将有所增加。钢材消费仍处于旺季，短期看不到下降趋势，而铁矿供应缺口将逐渐显现。后期行情有两种可能，一种是钢铁企业利润压缩，从而压制原料价格；其二是原料价格上涨，带动钢材价格上涨；对比历史行情，在消费增速下降、产量增速下降期间，铁矿价格保持较高位置，钢铁企业亏损的情况在 2012 年也曾出现过。这意味着，钢铁企业利润的压缩，并不会直接压制原料价格。主要是由于钢材和原料各有基本面支撑，而今年原料，特别是铁矿石供不应求将成为主要趋势。

表 9：产量及利润数据

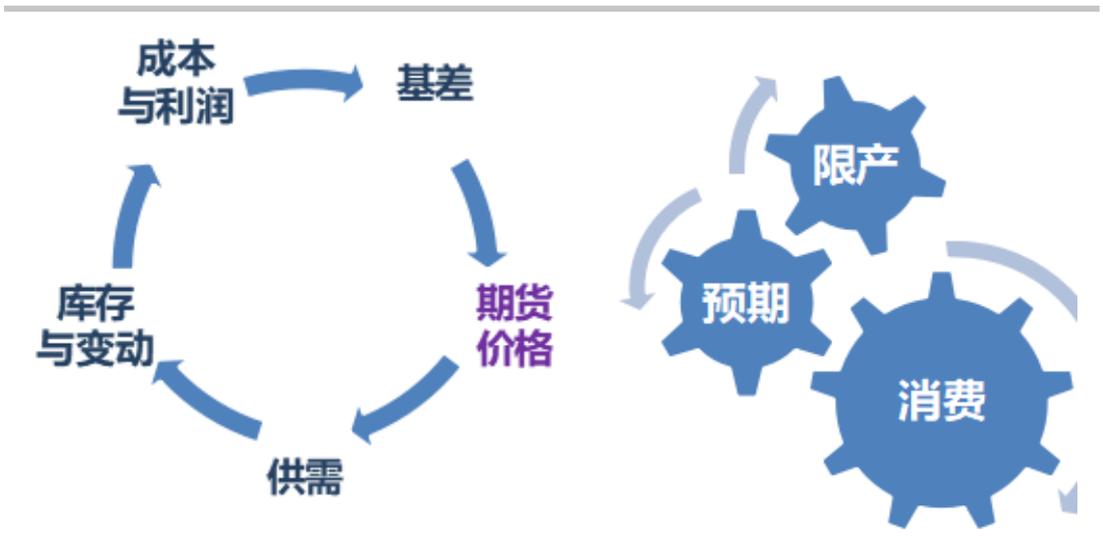
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
生铁产量同比	9.4%	3.1%	8.3%	6.9%	-4.5%	7.0%	3.6%	2.0%	2-3%

粗钢产量同比	9.9%	4.4%	9.2%	6.2%	-2.3%	6.6%	4.2%	2.9%	4-5%
粗钢需同比	9.7%	3.5%	8.0%	3.8%	-6.0%	8.4%	9.2%	3.6%	0-2.0%
铁矿价格指数	149.8	130.0	135.3	96.7	55.5	58.4	71.3	69.5	82.7
上海螺纹	4497	3957	3555	3048	2135	2412	3807	4119	3827
天津准一级焦炭	2064	1803	1553	1202	933	1258	1985	2278	2116
上海热卷	4469	4115	3775	3356	2307	2826	3862	4178	3817
钢铁板块销售净利润率	1.19%	-0.51%	0.48%	0.62%	-6.24%	1.46%	6.02%	9.27%	1.19%

6.2、成本将成为钢材价格重要支撑

在期货价格预测过程中将主要考虑供需关系、库存状况、成本和利润空间、基差等几个因素。其中，供求关系是基础，高的消费增速决定了价格的涨幅，而供给则决定了行业的利润状况。今年铁矿供求关系最为紧张，因此成本成为钢材价格底位的重要支撑。

图 65：螺纹钢期货价格研判逻辑与驱动运行图

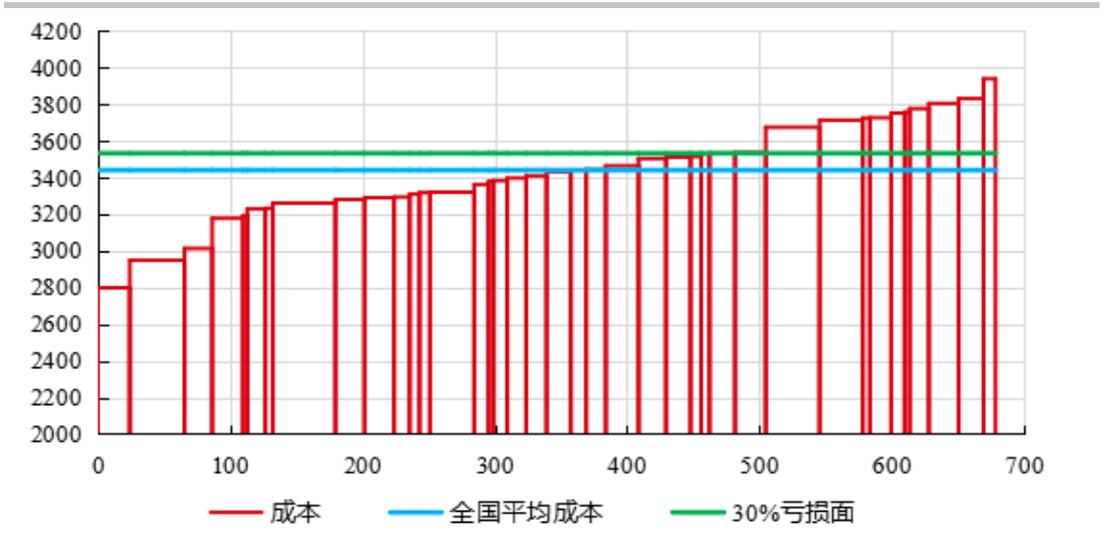


数据来源：Wind 华泰期货研究院

成本在几次螺纹钢价格下跌低点的支撑作用非常明显。下图为 2018 年 11-12 月份螺纹钢成本曲线，对应现货和 1901 合约。可以看出，螺纹成本从 2800-3900 之间，高低差异非常明显，全国平均成本在 3441。如果按 30% 亏损面来算，则价格为 3533 元，而 1901 价格最低点为 3500。

图 66: 11-12 月份全国三级螺纹钢制造成本 (含税)

单位: 元

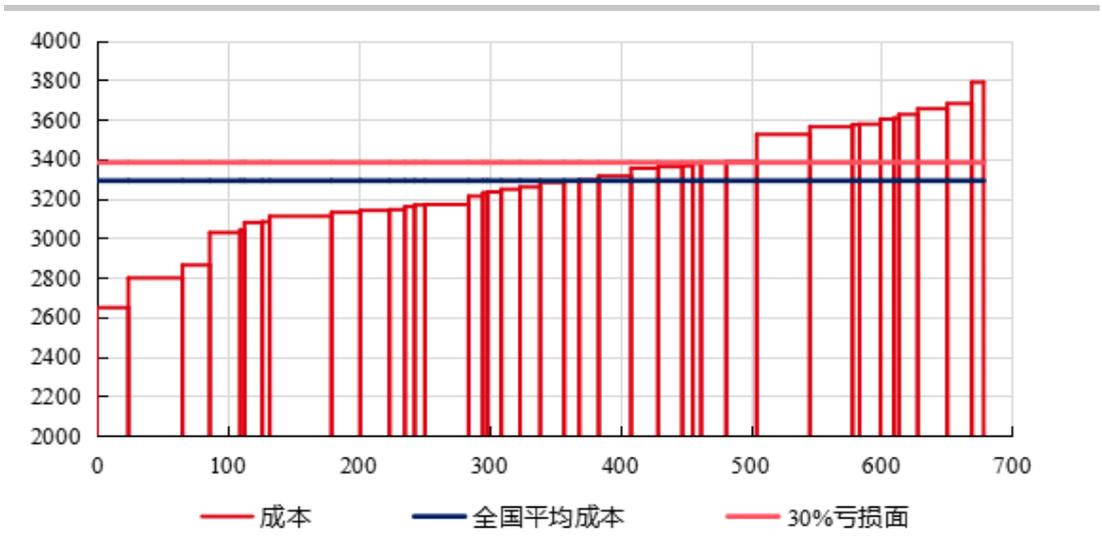


数据来源: Wind 华泰期货研究院

在宏观极度悲观时, 考虑成本下移 300 元左右的情况, 对应 905 合约。此时, 螺纹全成本从 2650-3800 之间, 全国平均成本在 3300, 如果按 30% 亏损面来算, 则价格为 3400。1905 合约节前最低价格也得到了强有力的支撑。

图 67: 成本下移 300 元测算 1905 合约底位

单位: 元/吨

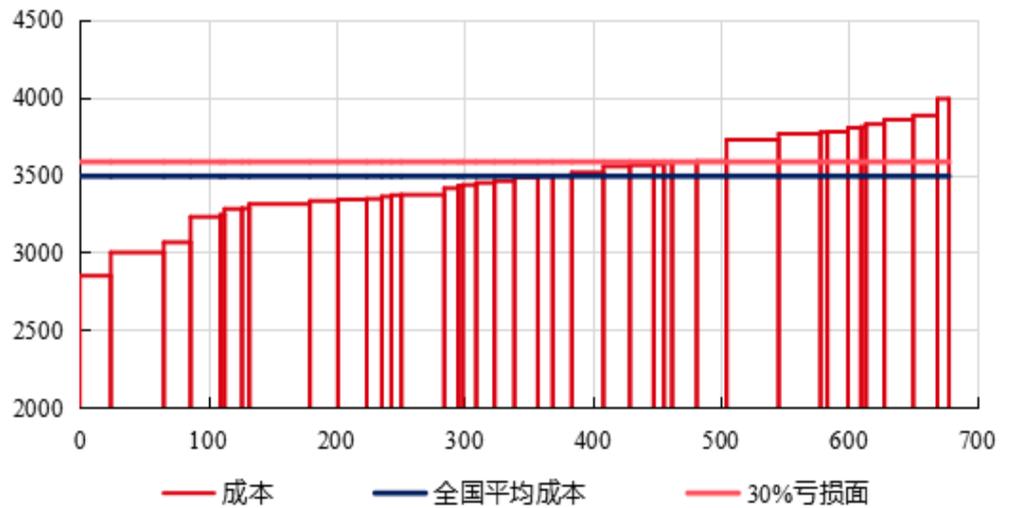


数据来源: Wind 华泰期货研究院

节后原料价格上涨, 与 1 月份的成本相比, 目前整体成本已上移 200, 螺纹全成本从 2848-3990 之间, 全国平均成本在 3491, 如果按 30% 亏损面来算, 则价格为 3583。春节后 905 合约最低价格为 3580, 成本又强力支撑了期货价格。

图 68：成本上移 200 元测算 1910 合约底位

单位：元/吨

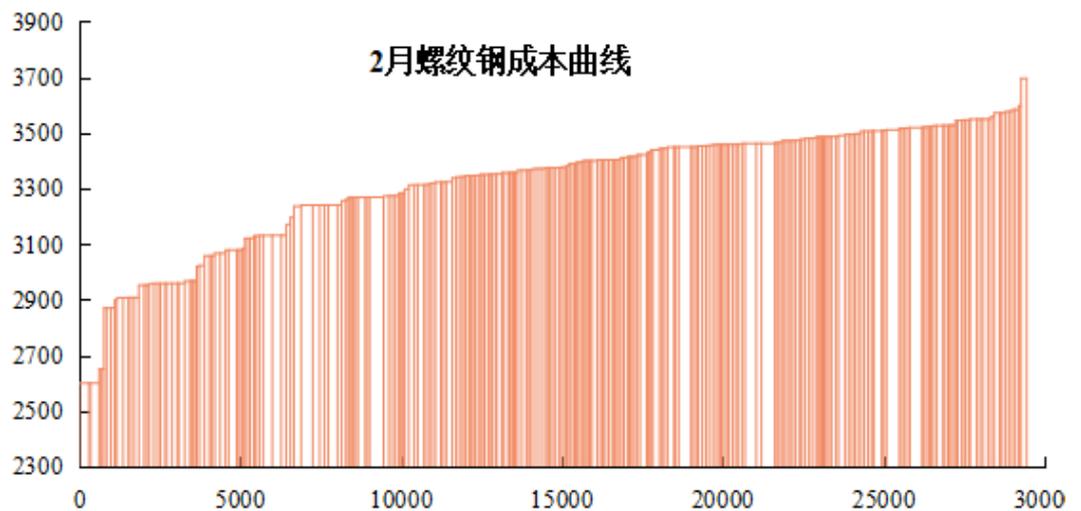


数据来源：Wind 华泰期货研究院

春节后螺纹成本从 3080-3700 之间，高低差异非常明显，全国平均成本在 3377，如果按 30% 亏损面来算，则价格为 3460。对应现货和 910 合约，1910 合约最低价格跌至 3380。

图 69：2 月份全国螺纹钢成本曲线

单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

6.3、交易策略与建议

总的来看，在目前钢材供需两旺，并且短期看不到需求下滑的情况下，以多头思维看待黑色系商品。其中，铁矿最为强势，铁矿优良的月间差结构，以及向上的方向，决定铁矿是可以选择循环买入的商品，收益来自于月间差贴水和绝对价位的上涨。

双焦继续等风，买套保准备。持续降库（供需缺口）、低价格、高贴水、悲观预期、成本强。成材仿佛只有华山一条路可走：价格向上。

铁矿、螺纹正套。螺纹 1910 和 2001 正套可长期持有，1905 和 1910 正套离场。

● 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2019版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com