

成本需求共同主导 低利润成常态

——2020 年下半年铁合金策略报告

报告要点

总结：硅铁、硅锰供给能力充足，受到的供给扰动略有差异，需求侧共同受钢材主导。目前钢材产量较高，合金需求旺盛，而合金厂产量增幅小于需求，供需有小幅错配，短期内或延续反弹。利润修复后，合金产量将放量，硅铁有降电费可能，锰矿成本也并不牢固，叠加钢材需求的阶段性走弱，中期双硅价格有走弱压力，合金行业低利润将成为常态。

摘要：

硅铁：短期延续反弹，中期有走弱压力。

短期来看，自 3 月份以来硅铁价格大幅下行，硅铁行业已进入部分亏损阶段，行业整体产量低于去年同期，产量的恢复慢于下游钢材，钢材产量仍维持高位。5 月份以来，硅铁价格上涨，产量的恢复仍较低，目前供需略微偏紧，供需仍有小幅错配，在需求的带动下，硅铁价格有望继续反弹。

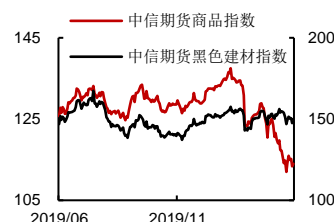
中长期来看，硅铁产能相对过剩，而下半年也有降电费预期，将拉低硅铁成本，若钢材需求出现阶段性走弱，带动钢材产量下降，上游硅铁行业供给调整相对被动且滞后，硅铁行业将整体呈现供给宽松的格局，硅铁利润空间将长期保持低位，价格波动的弹性逐渐减小。

硅锰：成本需求共同主导 低利润成常态。

短期来看，锰矿供应端扰动较多，南非放松疫情管控以来，市场预期走弱，但需求端仍较为旺盛，海外锰矿供应仍存在不确定性，国内硅锰产量也已有所下降，供需维持偏紧状态。在成本与需求的共同推动下，硅锰价格有望止跌反弹。

中长期来看，黑色产业链回归需求主导，高利润刺激锰矿产出，锰矿的短缺或不可持续，硅锰供给能力较高，高供给矛盾未能根本解决，仍面临来自供给宽松与下游需求阶段性走弱的双重压力，硅锰行业将长期保持相对低利润运行。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



黑色建材研究团队

研究员：
曾宁
021-60812995
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

周涛
021-60812984
从业资格号 F3018906
投资咨询号 Z0011749

任恒
021-60812993
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

联系人：
辛修令
021-60812973
从业资格证 F3051600

李世朋
010-58135949
从业资格号 F3047240

姜秀铭
021-60812982
从业资格号 F3062206

目录

摘要：	1
第五部分 硅铁：短期延续反弹，中期有走弱压力.....	3
一、硅铁需求：需求重点在钢材，总体较为平稳，	3
1、炼钢端：钢材产量较高，硅铁需求稳定	3
2、金属镁：镁供给过剩，硅铁需求较弱	3
3、出口端：海外需求低迷，出口难有起色	4
二、硅铁供应：供给量能力充足，受利润调节有错配.....	4
三、硅铁展望：短期维持反弹，中期有走弱压力.....	5
第六部分 硅锰：成本需求共同主导 低利润成常态.....	5
一、硅锰需求：钢材产量稳定，需求难以承接产量	5
二、硅锰供应：供给能力较强，低利润下产量减少	6
1、行业整体低利润，产量增幅小于需求	6
2、锰矿供应扰动不断，可能存在预期差	6
三、硅锰展望：成本与需共同主导，硅锰低利润成常态	7
免责声明	9

第五部分 硅铁：短期延续反弹，中期有走弱压力

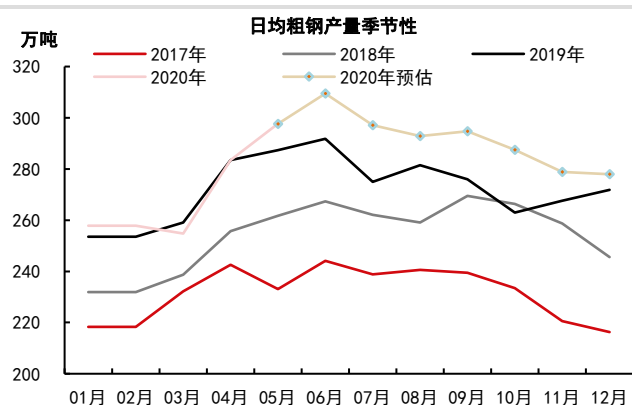
一、硅铁需求：需求重点在钢材，总体较为平稳，

1、炼钢端：钢材产量较高，硅铁需求稳定

在硅铁的下游中，钢铁行业消费占比超过 60%，主要用于炼钢环节，是硅铁最重要的需求来源。而钢材的产量又取决于终端需求情况，如上文钢材部分所述，地产端总体偏稳，基建增量较多，因此整个黑色终端需求虽有季节性隐忧，但下滑斜率或并不大。钢厂生产存在惯性，钢材产量的变化滞后于终端需求，因此下半年硅铁需求将总体较好，预计钢材产量同比保持 5% 左右的正增长。

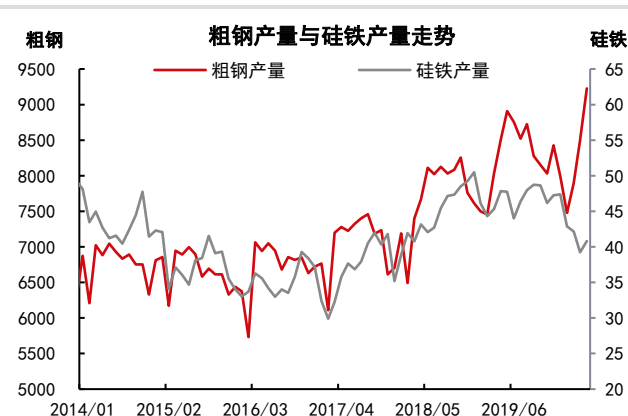
从需求的节奏来看，当前终端需求有回落，钢材厂内库存开始累积，但长、短流程钢厂均积极生产，7-8 月份需求仍保持高位，后期将有季节性回落，而且自二季度以来，钢材产量与硅铁产量出现劈叉，这将导致 7-8 月份钢招需求并不弱，后期随着钢材产量的阶段性下降，硅铁需求才有走弱。

图 1： 月度粗钢产量预估



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 2： 粗钢产量与硅铁产量走势

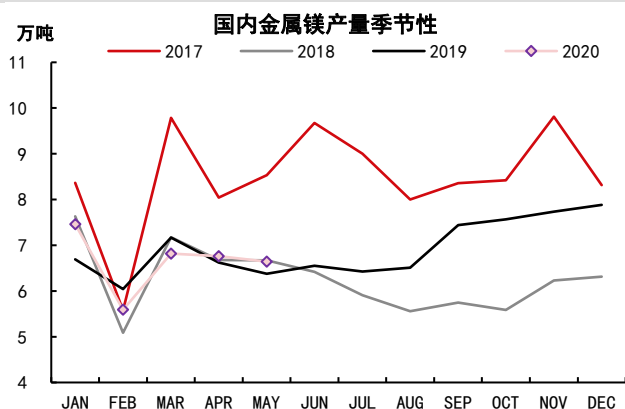


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、金属镁：镁供给过剩，硅铁需求较弱

硅铁的下游消费中，金属镁消费占比在 15% 左右，主要消耗 75 硅铁。2020 年 1-5 月份，国内金属镁产量 33 万吨，与去年同期基本持平。但国内金属镁产量在世界的占比超过了 80%，下游需求来看，主要是汽车行业，有超过半数的金属镁用于出口。在海外疫情加速蔓延的情况下，海外经济受到了较大影响，全球制造业陷入低迷，中国的制造业出口也受拖累，导致金属镁出口形势较为不利，订单减少在 50-70%，即使海外开始复产复工，但订单恢复情况并不好，预计整个下半年金属镁出口将难有起色。目前金属镁价格已跌至 13000 元/吨，金属镁企业利润微薄，若价格继续下行，将导致高成本产能退出市场，进而影响上游硅铁需求。

图 3： 金属镁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 4： 金属镁现货价格走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

3、出口端：海外需求低迷，出口难有起色

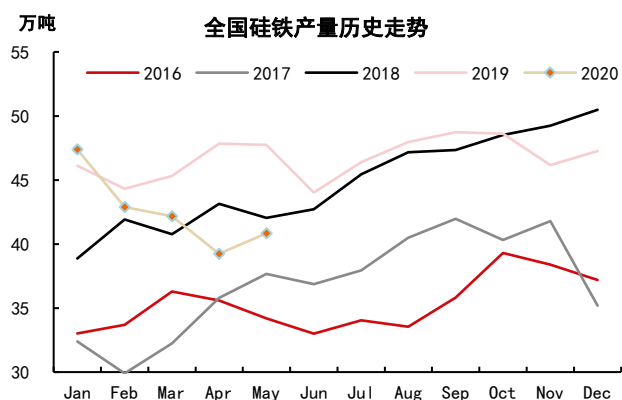
一直以来，我国是硅铁净出口国，但 2018 年以来硅铁出口市场持续低迷，出口量不断下降，主要是硅铁属于海关的“两高”出口商品，出口关税仍维持在 20%，另外国际市场需求相对低迷，竞争激烈，实际订单较少。2020 年 1-4 月份，国内硅铁累积出口 11.7 万吨，同比下降 30%，在海外疫情蔓延，出口形势不利的情况下，预计下半年硅铁出口量依旧难有起色。

二、硅铁供应：供给量能力充足，受利润调节有错配

近年来，国内硅铁产能不断上升，硅铁行业整体供给能力充足，而实际的供给量主要由钢招量及行业利润调节，由于供给调节的滞后性，往往会出现短暂的错配。2020 年 1-5 月份，全国硅铁产量 213 万吨，同比下降 8.1%，直到 5 月份硅铁产量才开始增长，而下游钢材产量同比保持正增长。

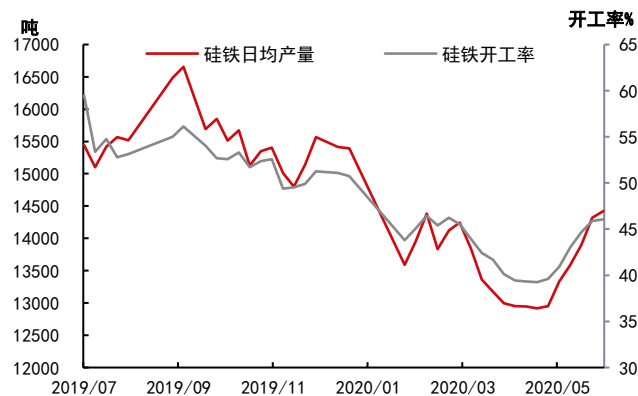
下半年，影响硅铁产量的主要是行业利润，且西北地区有降电费预期，若能落地成本端将明显下降，硅铁长周期过剩格局不变，但供需的短暂错配，需要时间修复，预计 7-8 月份硅铁维持偏紧状态，后期随着产量增加，将转入宽松。

图 5： 硅铁月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 6： 128 家硅铁企业开工率



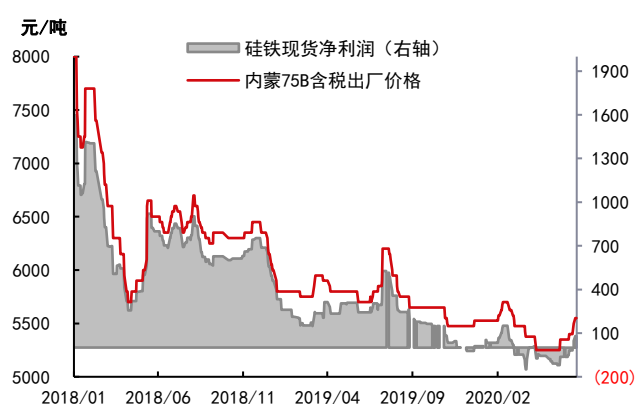
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

三、硅铁展望：短期维持反弹，中期有走弱压力

短期来看，自3月份以来硅铁价格大幅下行，硅铁行业已进入部分亏损阶段，行业整体产量低于去年同期，产量的恢复慢于下游钢材，钢材产量仍维持高位。5月份以来，硅铁价格上涨，产量的恢复仍较低，目前供需略微偏紧，供需仍有小幅错配，在需求的带动下，硅铁价格有望继续反弹。

中长期来看，硅铁产能相对过剩，而下半年也有降电费预期，将拉低硅铁成本，若钢材需求出现阶段性走弱，带动钢材产量下降，上游硅铁行业供给调整相对被动且滞后，硅铁行业将整体呈现供给宽松的格局，硅铁利润空间将长期保持低位，价格波动的弹性逐渐减小。

图 7： 硅铁价格与硅铁现货利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 8： 硅铁利润与钢材利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

第六部分 硅锰：成本需求共同主导 低利润成常态

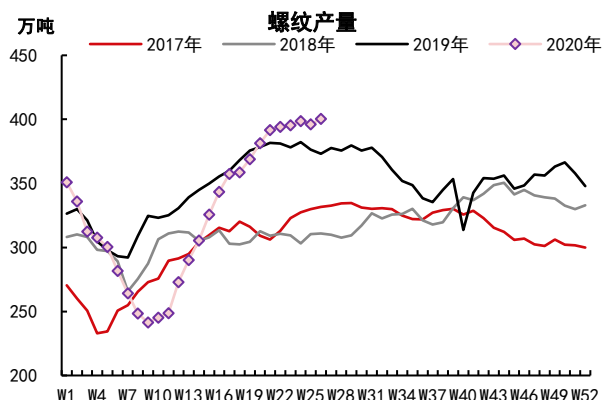
2020年上半年，硅锰价格大幅波动，主要受锰矿成本端影响，同时供需层面也有小幅错配，下半年的硅锰行业可能有哪些变化，锰矿又将如何影响价格涨跌，在此我们予以分析：

一、硅锰需求：钢材产量稳定，需求难以承接产量

硅锰合金的下游较为单一，全部消费集中在钢铁行业，近一半的产量用于下游螺纹钢生产，结合我们前文对终端需求及建材需求的判断，2020年下半年粗钢产量仍将维持在较高水平。

从需求节奏来看，二季度以来需求集中爆发，钢厂生产意愿较高，虽然当前处于淡季，近几周来需求环比回来，但钢厂生产的惯性将继续保持，7-8月份螺纹钢产量回落幅度或有限，硅锰需求将总体保护高位，后期随着钢材产量的季节性下降，硅锰需求也将同比例下降。

图 9： 螺纹钢产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 10： 粗钢产量与硅锰产量走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

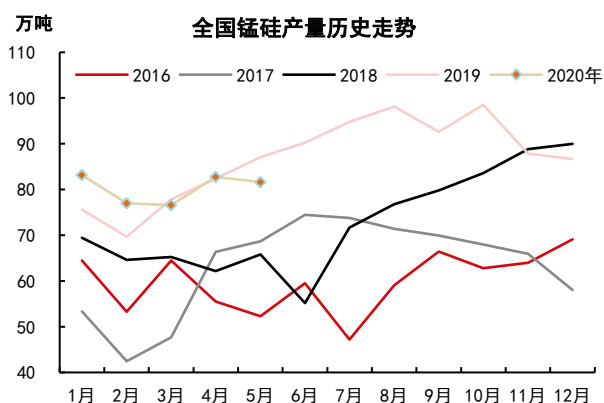
二、硅锰供应：供给能力较强，低利润下产量减少

1、行业整体低利润，产量增幅小于需求

2020年上半年，硅锰价格波动较大，主要受成本推动，特别是3月份南非疫情封国以来，锰矿价格涨幅超过70%，而硅锰价格上涨低于锰矿，导致锰矿价格的上行侵蚀硅锰加工利润，虽然在5月份以来锰矿价格下跌，但硅锰价格跌幅也更大，特别是使用现货矿较多的高成本工厂，生产积极性降低。

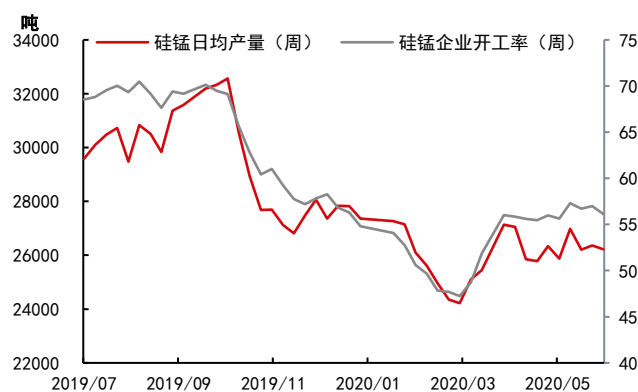
2020年1-5月份，全国硅锰产量401万吨，同比增幅为2.2%，产量增幅小于粗钢产量增幅，环比2019年底的产量有大幅下降。从周度合金厂开工率来看，今年开工率始终未超过60%，总体水平较低。下半年来看，影响硅锰供应的是行业利润，预计在锰矿成本与合金价格的共同引导下，硅锰利润维持低位波动，产量难有大幅提升，同时生产调节较为灵活，产量也难有大幅下降。

图 11： 硅锰月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 12： 硅锰合金厂开工率与日产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

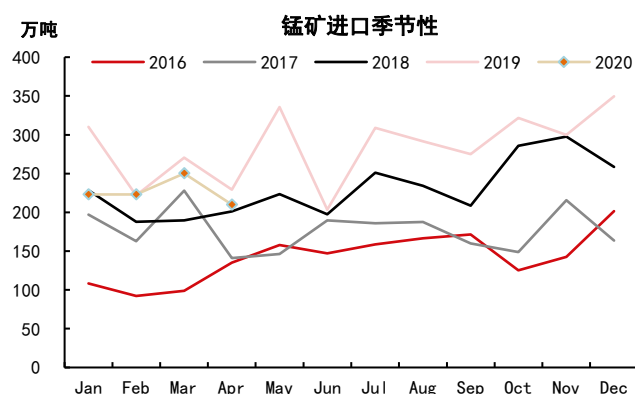
2、锰矿供应扰动不断，可能存在预期差

锰矿作为硅锰生产的主要原料，进口依存度较高，2020年上半年海外疫情的

蔓延，又影响了锰矿的供应，特别是南非长达 5 周的封国，导致南非锰矿出口量大幅下滑，国内锰矿价格大幅上涨。随着南非降低疫情防控等级，开始恢复经济，锰矿的发运逐步放开，国内锰矿价格又有大幅下降，半碳酸价格从高位时的 58 元/吨度降至 40 元/吨度。整体来看，锰矿市场存在较大的预期差，供年初到供应过剩，到 3-4 月份供应短缺，再到目前对锰矿过剩的担忧。

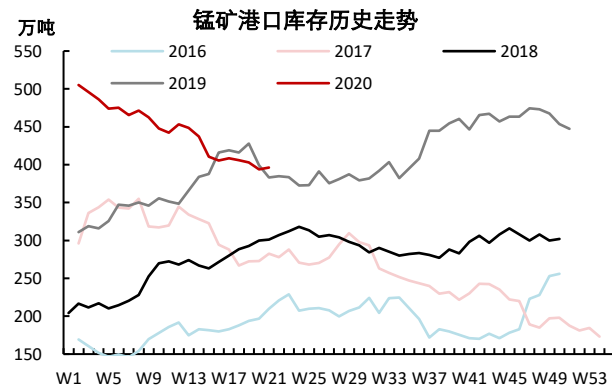
目前南非疫情仍未得到有效控制，锰矿的发运也未完全恢复正常，即使有其他区域发货量的增加，下半年锰矿供应仍存在较大的不确定性。2020 年 1-5 月份，国内锰矿进口量 907 万吨，同比去年减少 12%，南非进口量 383 万吨，同比减少 5.9%，考虑到南非封国主要 4 月份发运，在 5-6 月份进口数据体现。天津港锰矿库存已降至 260 万吨，低于去年同期，预计 7 月份仍维持去库存状态。

图 13： 国内锰矿进口季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 14： 锰矿港口库存季节性（天津+钦州+连云港）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

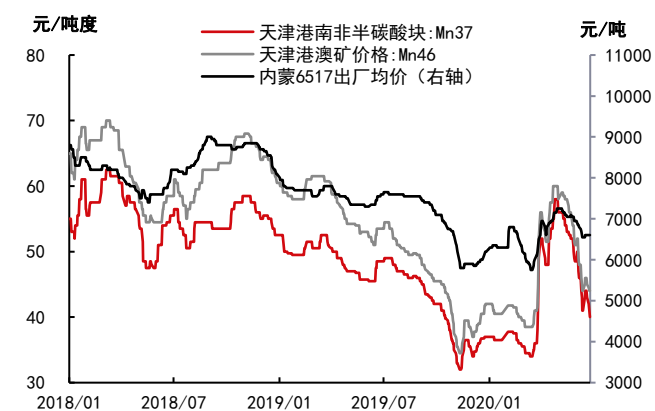
长周期来看，锰矿价格较高，刺激非主流矿山的产出，且随着南非、澳洲、巴西、加蓬等地锰矿供应的增加，锰矿相对过剩的局面并未根本改变，分歧点在于节奏的差异。由于短期需求较为旺盛，供应端并未明显放量，库存仍在去化，我们认为锰矿不具备单边下跌的驱动，仍有止跌反弹的可能，后期过剩因素显现后，锰矿价格可能再次进入下跌周期。

三、硅锰展望：成本与需共同主导，硅锰低利润成常态

短期来看，锰矿供应端扰动较多，南非放松疫情管控以来，市场预期走弱，但需求端仍较为旺盛，海外锰矿供应仍存在不确定性，国内硅锰产量也已有所下降，供需维持偏紧状态。在成本与需求的共同推动下，硅锰价格有望止跌反弹。

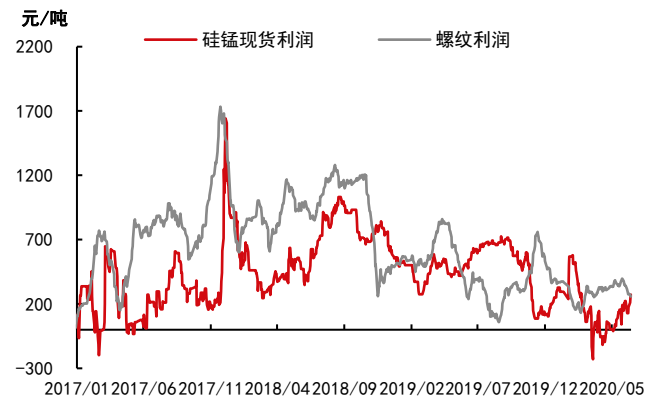
中长期来看，黑色产业链回归需求主导，高利润刺激锰矿产出，锰矿的短缺或不可持续，硅锰供给能力较高，高供给矛盾未能根本解决，仍面临来自供给宽松与下游需求阶段性走弱的双重压力，硅锰行业将长期保持相对低利润运行。

图 15： 锰矿现货价格走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 16： 硅锰合金现货利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信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。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>