

## 【申银万国期货】 减产逐步落地，或可做多钢厂利润

### ——2 月份螺纹铁矿期货投资策略报告

2021 年 1 月 28 日

分析师

李公然

从业资格号：F3074720

投资咨询号：Z0015508

电话：021-5058 5802

邮箱：[ligr@sywgqh.com.cn](mailto:ligr@sywgqh.com.cn)

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号  
 宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：[www.sywgqh.com.cn](http://www.sywgqh.com.cn)

#### 摘要：

- 从黑色系下游成材的估值上看，目前华东地区主流螺纹现货报价 4300 元/吨，盘面和现货价格低于华东地区的长流程成本线（4562 元/吨）。同样的，华东地区主流热卷报价 4470 元/吨，也以低于 4717 元/吨的成本线。利润的大幅压缩使得今年的冬储价格缺乏吸引力，贸易商今年冬储积极性下降，且有不少钢厂选择自储。这一情况使得库存累计主要发生的钢厂端。在钢厂掌握大部分钢材资源的库存结构下。鉴于目前市场对节后开工季需求较为乐观的预期，若终端用钢需求恢复偏慢，或宏观政策出现边际收紧，那么目前的库存结构将给钢厂造成较大的库存和资金压力，届时或将出现钢厂低价转移成材资源或减产保价的行为，对原料需求造成一定的压力。策略上建议多成材（热卷）空原料（铁矿/焦炭）的套利操作。
- 中长期来看，地产在土地待开发存量较大，且销售增速不减的情况下，新开工在上半年的需求韧性依旧，基建投资在财政空间边际收紧且投放比重倾斜的影响下，更多呈现托底态势，并不是下游需求的主要拉动力量；而制造业需求受到工业企业利润回升的带动以及主动补库周期的加持，预计将略强于建筑业需求增速。另外，碳中和政策对高炉减产的压力也将更为利多产量大部分来自高炉的热卷，05 合约卷螺差做扩推荐中长期持有。

#### 核心因素评定表：

核心利多因素	影响力演化方向	评级
钢材价格跌至成本线下	趋强	★★★
外矿发运到港后期边际回落	平稳	★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
终端需求季节性转弱	趋强	★★★
宏观政策边际收紧	平稳	★★
综评：多成材（螺纹、热卷）空原料（铁矿），螺卷价差走扩		



申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究

## 目 录

一、2 月操作策略 .....	3
1、多成材空原料 .....	3
2、多热卷空螺纹 .....	3
二、行情分析 .....	4
1、行业动态 .....	4
2、行情图解 .....	5
3、热点问题 .....	13
三、交易逻辑 .....	14
1、多成材空原料 .....	14
2、多热卷空螺纹 .....	14
四、风险提示 .....	15

## 一、2月操作策略

### 1、多成材空原料

从黑色系下游成材的估值上看，目前华东地区主流螺纹现货报价 4300 元/吨，盘面和现货价格低于华东地区的长流程成本线（4562 元/吨）。同样的，华东地区主流热卷报价 4470 元/吨，也以低于 4717 元/吨的成本线。利润的大幅压缩使得今年的冬储价格缺乏吸引力，贸易商今年冬储积极性下降，且有不少钢厂选择自储。这一情况使得库存累计主要发生的钢厂端。在钢厂掌握大部分钢材资源的库存结构下。鉴于目前市场对节后开工季需求较为乐观的预期，若终端用钢需求恢复偏慢，或宏观政策出现边际收紧，那么目前的库存结构将给钢厂造成较大的库存和资金压力，届时或将出现钢厂低价转移成材资源或减产保价的行为，对原料需求造成一定的压力。策略上建议多成材（热卷）空原料（铁矿/焦炭）的套利操作。

### 2、多热卷空螺纹

中长期来看，地产在土地待开发存量较大，且销售增速不减的情况下，新开工在上半年的需求韧性依旧，基建投资在财政空间边际收紧且投放比重倾斜的影响下，更多呈现托底态势，并不是下游需求的主要拉动力量；而制造业需求受到工业企业利润回升的带动以及主动补库周期的加持，预计将略强于建筑业需求增速。另外，碳中和政策对高炉减产的压力也将更为利多产量大部分来自高炉的热卷，05 合约卷螺差做扩推荐中长期持有。

## 二、行情分析

### 1、行业动态

#### ➤ 印度矿业部门发文刺激铁矿石生产：

由于印度钢铁行业面临原料短缺的问题，当地矿业部门已提议修改政策，以刺激铁矿石生产。其中在通过拟议的《2021 年矿产（原子能和碳氢化合物能源矿产除外）特许权（修正案）规则》中，如果矿山承租人未能连续三个季度维持最低发运量标准，州政府可以在给予合理的听证机会后终止矿山采矿权租赁。2020 年 3 月，在经过 7 到 8 个月的矿山采矿权拍卖之后，这些矿山中的几个成功竞标者仍未开始生产。此外，一部分矿山没有将产量以及发运量保持在规定的水平上。矿产部认为，该激励措施将鼓励充分开采区块的承租人将其投入运营并尽早开始生产，从而增加该国的矿产产量。

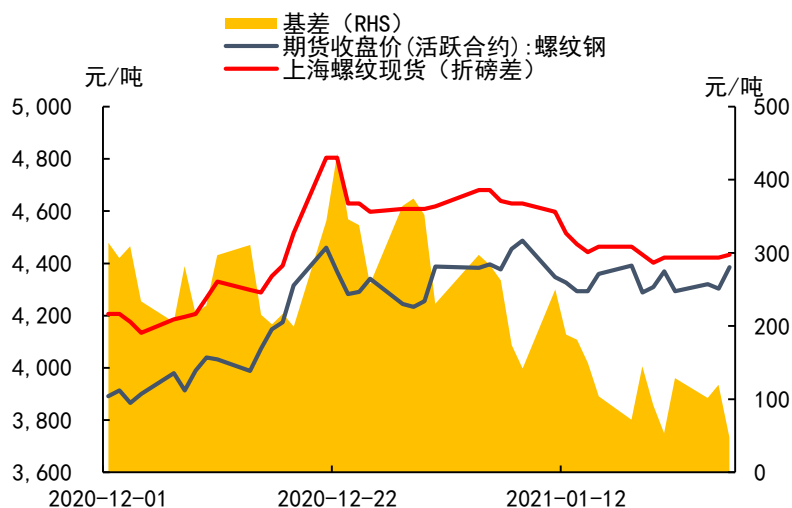
#### ➤ 广东严厉打击穿水建筑钢材以及其他违反新国标建筑钢材产品：

卓钢链讯，广东省钢铁协会联合广东省建设工程标准定额站、中国宝武韶关钢铁、阳春新钢铁、珠海粤钢等省内相关部门及省内主导钢厂于 2021 年 1 月 26 日在珠海召开了“广东建筑钢材主流品牌第十次联席会”。联席会议决定：将于 2021 年 3 月初与会方将协同广东省质监局，广东省工商局及相关媒体依照建筑钢材新国标标准，全面清查省内建材产品的执行情况，严厉打击穿水建筑钢材以及其他违反新国标建筑钢材产品。以此，进一步肃清省内劣质钢材的产经销渠道，助力实现广东省钢铁行业的高效健康发展。

1 月螺纹钢期现价格经历了 12 月份的加速上行后，伴随着海外需求的边际转弱，叠加国内施工淡季的影响。螺纹现货价格开始进入下行通道。截止到 1 月 27 日，上海螺纹现货价格由 1 月初的 4540 元/吨下跌至 4300 元/吨。螺纹 05 合约 1 月份在 4290-4500 元/吨的区间内窄幅震荡运行。

## 2、行情图解

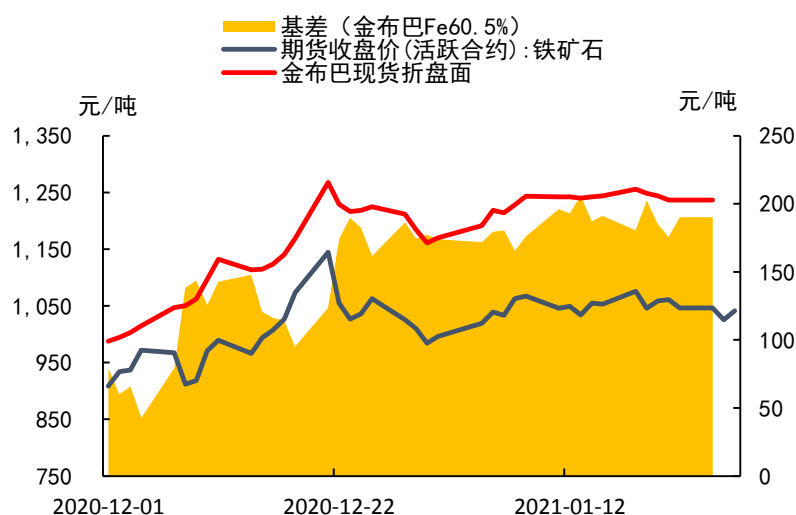
图 1：螺纹钢期现行情回顾（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

11-12 月，在国内长流程开工高位维稳，冬储补库拉动铁矿需求，叠加 12 月开始的海外加速复产也加剧了市场对铁矿石未来供需缺口扩大的预期，12 月铁矿期现价格加速上涨并连续创出新高。但 1 月份在国内终端需求明显走弱，成材进入类库通道的背景下，伴随着外矿发运到港的回升以及海外需求复苏进程的边际放缓，铁矿价格涨势放缓，呈现高位震荡走势。1 月 I2105 合约在 1000-1080 元/吨之间震荡，普氏 62% 指数在 164-175 美金/吨之间震荡。

图 2：铁矿石期现行情回顾（元/吨）

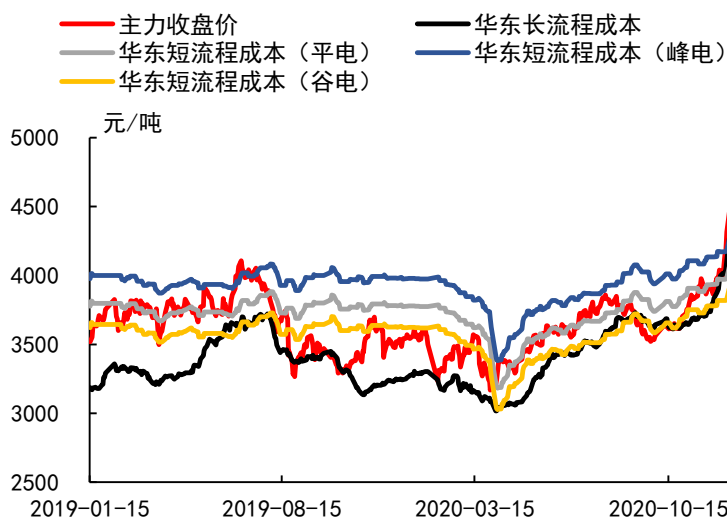


资料来源：Wind，申万期货研究所

✦ 从黑色系下游成材的估值上看，目前华东地区主流螺纹现货报价 4300 元/吨，盘面和现货价格低于华东地区的长流程成本线（4562 元/吨）。

✦ 同样的，华东地区主流热卷报价 4470 元/吨，也以低于 4717 元/吨的成本线。而在华东螺纹电炉成本线 4261 元/吨（平电）的水平下，短流程螺纹仍保有 30 元/吨的小幅利润。

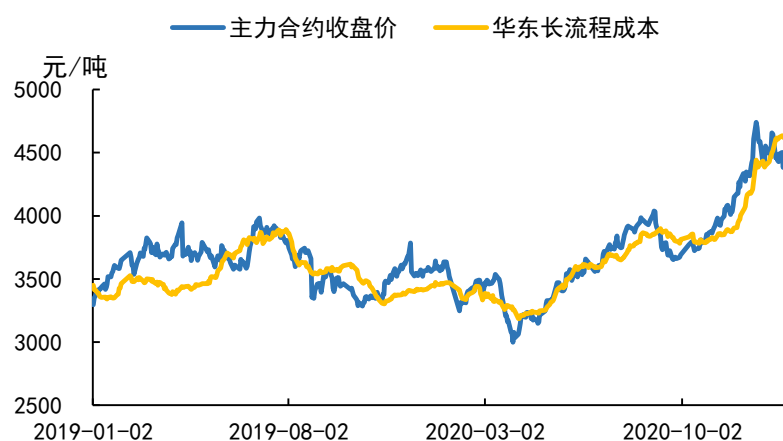
**图 3：螺纹钢期现货价格 VS 成本（元/吨）**



料来源：Wind，申万期货研究所

✦ 从静态的估值角度看，目前热卷和螺纹盘面价格已降至成本线已下。在将步入春节停工季的背景下，失去了电炉的成本保护，高炉检修预计将逐步被提上日程，陕钢近期也开始相应号召而减产，预计春节前螺卷产量的天花板已经出现，后期产量将逐步下降。

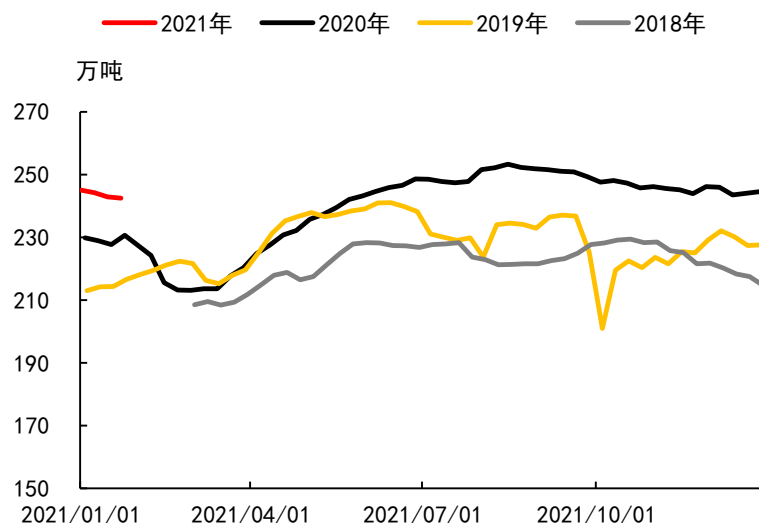
**图 4：热卷期现货价格 VS 成本（元/吨）**



料来源：Wind，申万期货研究所

✚ 截止到1月22日，247家高炉日均产量243万吨，较去年同期高出15万吨左右，但环比上延续了缓慢下行的趋势。在目前华北地区长流程钢厂连续亏损的情况下，预计铁水产量年前将维持下行的态势。

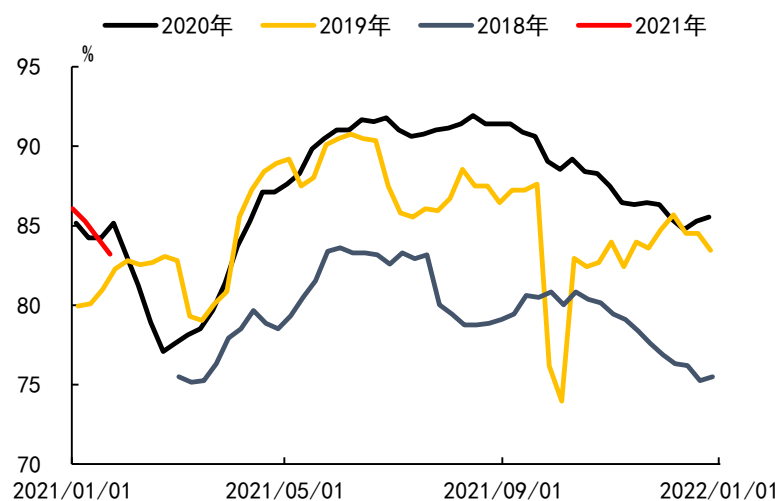
图 5：247 高炉铁水日均产量（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

✚ 从高炉开工率的角度看，截止到1月22日，247家钢厂高炉开工率83%，已经低于往年同期2个百分点，且环比看，开工率下降的斜率较前期更加陡峭，显示出钢厂在亏损状态下检修的意愿在边际加强。

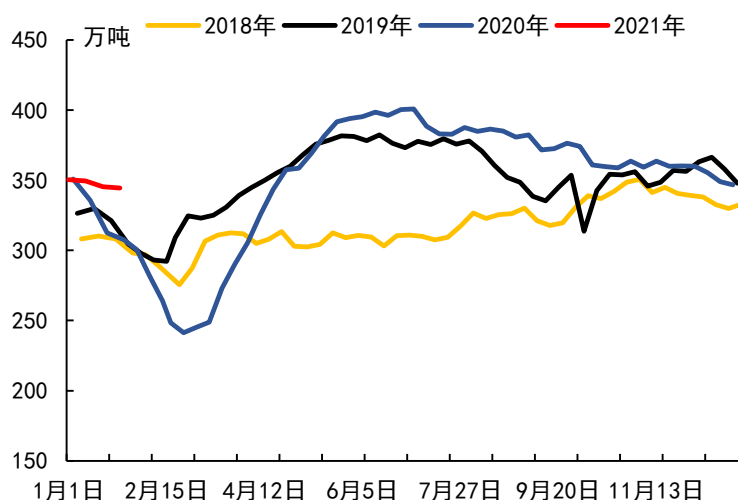
图 6：247 家高炉开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从螺纹本身的供给量来看，自12月中旬起就一直处于下行通道，截止到1月22日，螺纹周产量已经降至344万吨，较12月中旬环比下降10万吨。从季节性和目前各品种的利润分布来看，螺纹的产量在1月预计将继续偏弱，且随着春节的临近，1月减产力度将逐步加大。

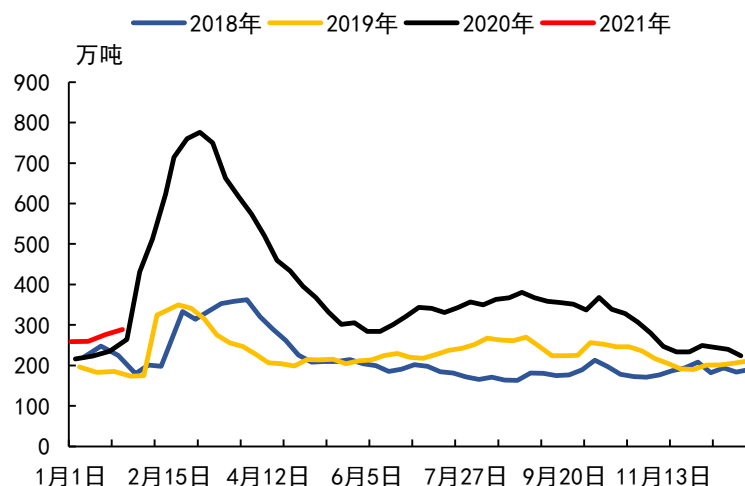
图 7：螺纹钢周度产量（万吨/周）



资料来源：Wind，申万期货研究所

自1月上旬开始，陆续有上游钢厂发布冬储政策，螺纹社会库存也开始进入累库通道，标志着贸易商冬储进程的开启。但由于原料价格的高企，钢厂目前利润已处于16年以来的最低水平，钢厂利润的大幅压缩使得今年的冬储价格明显高于往年，下游贸易商冬储的意愿也明显下降。

图 8：螺纹钢厂库库存（万吨）

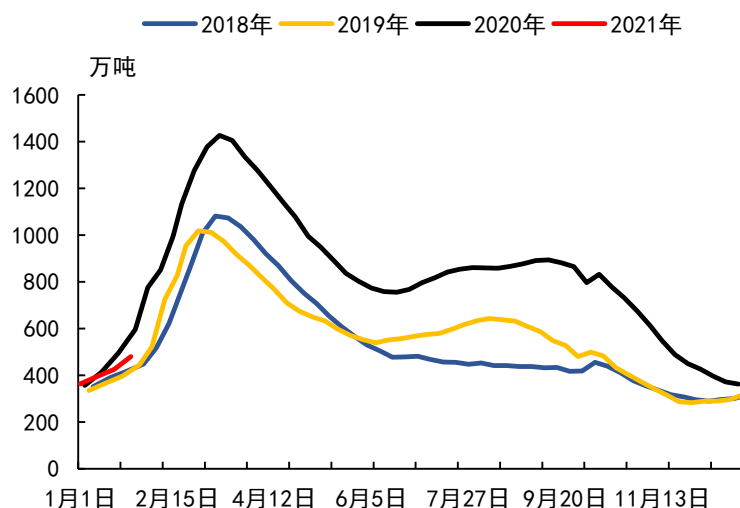


资料来源：Mysteel，申万期货研究所



冬储价格缺乏吸引力使得贸易商今年冬储积极性下降，且有不少钢厂选择自储。这一情况使得库存累计主要发生的钢厂端。截止1月22日，社会库存的累库幅度不及往年，同比水平也已经低于2020年116万吨，而钢厂库存较去年高出22万吨。

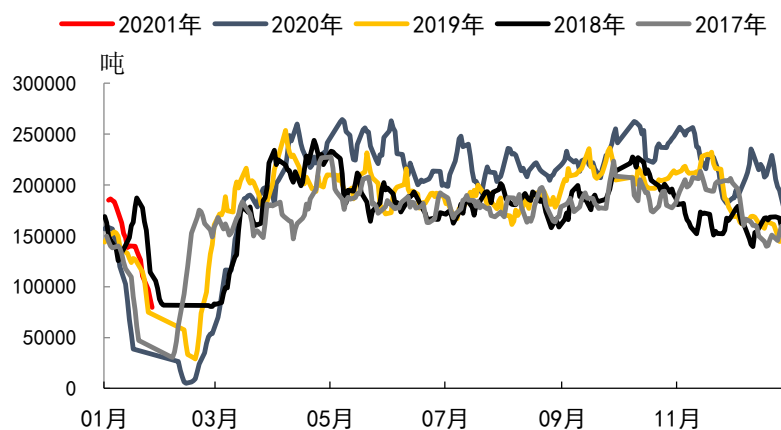
图 9：螺纹钢社会库存（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

在钢厂掌握大部分钢材资源的库存结构下。鉴于目前市场对节后开工季需求较为乐观的预期，若终端用钢需求恢复偏慢，或宏观政策出现边际收紧，那么目前的库存结构将给钢厂造成较大的库存和资金压力，届时或将出现钢厂低价转移成材资源或减产保价的行为，对原料需求造成一定的压力。

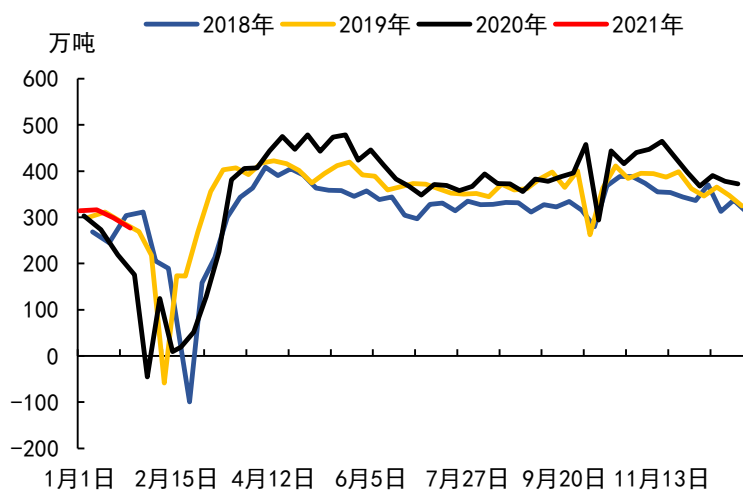
图 10：全国终端建材量（吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

从表需的角度看，由于去年春节时间偏早且节前武汉疫情逐渐发酵的，春节前的表需缺乏一定可比性。19 年春节时间与 21 年较为接近，对比两年的表需水平，1 月 22 日 277 万吨的表需水平较 19 年略偏低。所以现阶段黑色系整体的国内需求韧性支撑已经基本不存在，季节性规律开始逐步主导市场，需求偏弱将是 2 月份黑色系整体绕不开的症结。但需要关注在今年就地过年的政策下春节期间的施工情况以及累库幅度。

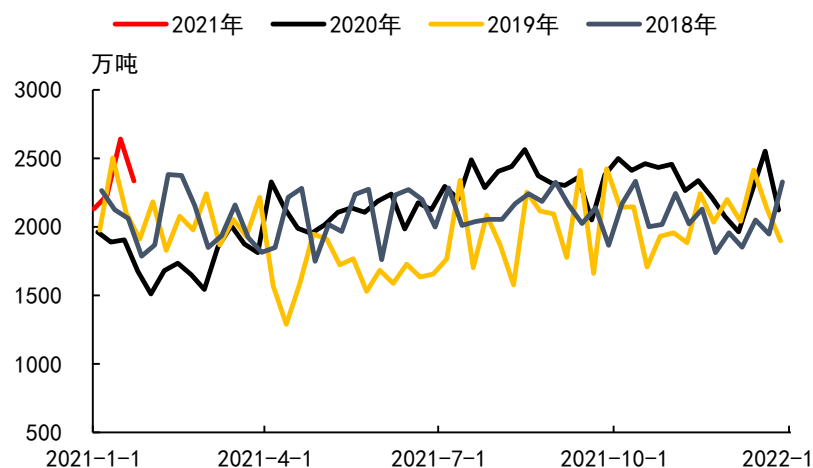
图 11：螺纹钢表观需求（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

受到 12 月中旬以来海外矿山发运的上量，1 月以来铁矿北方港口到货量快速上升，一度创出 18 年来的新高。1 月 22 日，26 港铁矿到港量 2335 万吨，同比去年高出 659 万吨，但相比于 1 月中旬高点已经环比下降 307 万吨。考虑到 1 月开始澳巴发货量已经开始下行，后两周的铁矿到港或将继续下降，铁矿供给端的压力有望边际放缓

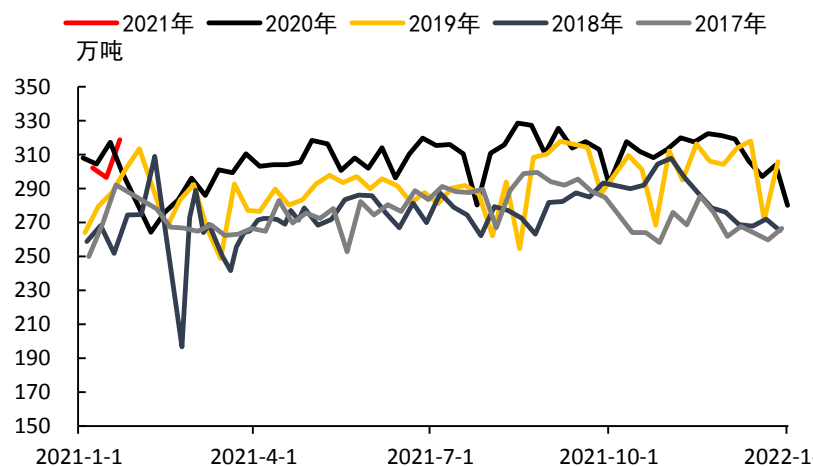
图 12：铁矿石北方港到港量（万吨）



资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

从疏港量上看，1 月 22 日我国 45 港铁矿石疏港量 319 万吨，较 12 月底回升 38 万吨。虽然铁水产量总体处于下行态势，但钢厂基于可用天数低位的考虑在港口进行了冬储补库操作，钢厂库存在 1 月回升了 252 万吨。

图 13：铁矿石北方港疏港量（万吨）

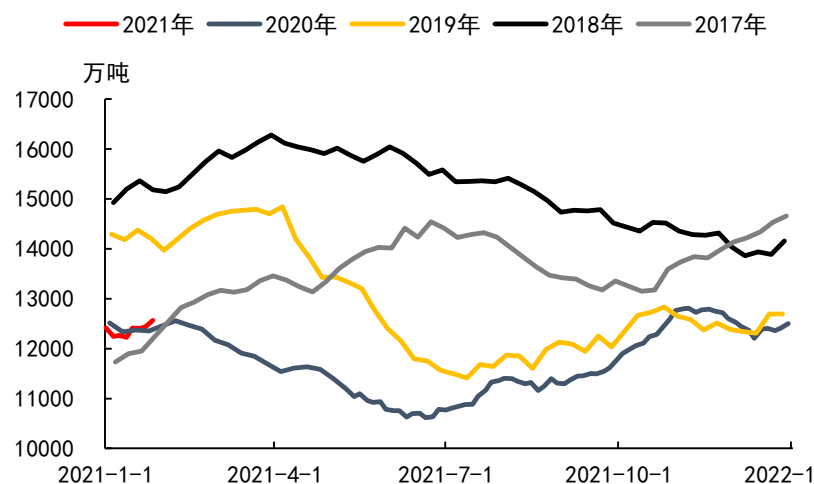


资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

45 港铁矿库存 1 月小幅累积，截止到 26 日，45 港铁矿库存累计 150 万吨，较去年同期小幅高出 200 万吨，总体库存不存在压力。分结构看，中高品粉矿库存依然偏低，虽然后期随着压港的逐渐缓解，港口铁矿总体库存或有进一步累积的可能，但粉矿库存结构性偏紧的问题依然没有得到明显缓解。

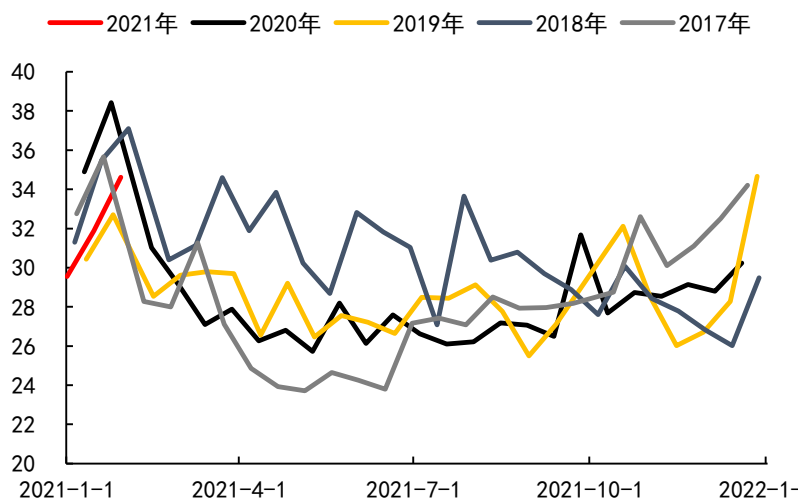
从近几年钢厂铁矿冬储周期内铁矿现货价格的变化规律可以看出，除了 2019 年外，在 16-18 年的补库周期内，普氏指数均随着钢厂烧结粉矿库存的回升而走高，涨价幅度在 16-18 美金/吨左右。目前钢厂烧结粉矿库存可用天数在 34 天左右，钢厂对铁矿的冬储补库已经接近尾声，短期内铁矿现货价格遭受的来自需求端的压力将逐步显现。

图 14：铁矿石北方港库存（万吨）



资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

图 15：64 钢厂进口粉矿库销比（万吨）



资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

### 3、热点问题

#### ➤ 陕钢集团检修信息：

近一段时间以来，铁矿石价格暴涨并创近 8 年新高，严重偏离基本面；焦炭价格连续上涨十多轮，并有进一步上涨的趋势；原料端带来了生产制造成本的急剧上升，部分区域钢企已处于亏损区间。

陕钢集团响应陕晋川甘论坛倡议，为践行绿色，低碳，高质量发展。计划一季度销售淡季组织检修，其中龙钢 5 座高炉及轧线轮换检修 30 天，影响钢材产量 20 万吨；汉钢 2 号高炉检修 70 天，同步安排轧线检修，影响钢材产量 50 万吨；一季度合计影响产量 70 万吨。。

#### ➤ 大商所调整铁矿石交割品及升贴水：

1 月 27 日，大商所发布关于调整铁矿石期货仓储费的通知，根据《大连商品交易所交割管理办法》第七十四条，铁矿石期货仓储费由 0.5 元/吨·天调整至 0.3 元/吨·天，自 2021 年 10 月第一个交易日起施行。增设本钢精粉、IOC6、Kumba 及乌克兰精粉为铁矿石期货可交割品牌，相应升贴水分别为 0 元/吨、-20 元/吨、10 元/吨、65 元/吨；

调整现有铁矿石期货可交割品牌升贴水，上述增设可交割品牌及调整后的升贴水自 I2202 合约起实施。。

## 三、交易逻辑

### 1、多成材空原料

从黑色系下游成材的估值上看，目前华东地区主流螺纹现货报价 4300 元/吨，盘面和现货价格低于华东地区的长流程成本线（4562 元/吨）。同样的，华东地区主流热卷报价 4470 元/吨，也以低于 4717 元/吨的成本线。利润的大幅压缩使得今年的冬储价格缺乏吸引力，贸易商今年冬储积极性下降，且有不少钢厂选择自储。这一情况使得库存累计主要发生的钢厂端。在钢厂掌握大部分钢材资源的库存结构下。鉴于目前市场对节后开工季需求较为乐观的预期，若终端用钢需求恢复偏慢，或宏观政策出现边际收紧，那么目前的库存结构将给钢厂造成较大的库存和资金压力，届时或将出现钢厂低价转移成材资源或减产保价的行为，对原料需求造成一定的压力。策略上建议多成材（热卷）空原料（铁矿/焦炭）的套利操作。

### 2、多热卷空螺纹

中长期来看，地产在土地待开发存量较大，且销售增速不减的情况下，新开工在上半年的需求韧性依旧，基建投资在财政空间边际收紧且投放比重倾斜的影响下，更多呈现托底态势，并不是下游需求的主要拉动力量；而制造业需求受到工业企业利润回升的带动以及主动补库周期的加持，预计将略强于建筑业需求增速。另外，碳中和政策对高炉减产的压力也将更为利多产量大部分来自高炉的热卷，05 合约卷螺差做扩推荐中长期持有。

## 四、风险提示

针对上述交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

### 1、铁水产量继续上行

目前铁水产量的相对高位叠加钢厂的冬储补库是铁矿需求的两大支撑，若后期钢厂没有因为亏损+淡季需求回落而继续减产，则炉料的需求将重新获得支撑，做多钢厂利润的策略也将失效。

### 2、海外需求大幅度回升

除了国内高炉对铁矿的需求支撑外，海外长流程的复工复产以及原料补库也是影响海外矿价的重要因素。若海外需求短期内大幅度回升，欧美和日韩等国家对铁元素的分流将削弱我国的外矿供给，对矿价形成明显提振。

## 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本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买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。