

宁夏双控预期尚未打满，把握回调下的布局机会

锰硅4月投资策略总结及5月展望

招商期货研究所
黑色金属组
杨依纯

2021年5月

CMF  招商期货

- 元旦以来的盘面表现已充分展示内蒙双控对合金的价格传导过程，即中轴上移的宽幅震荡，价格节奏在现实供给弹性与双控减产预期博弈中反复。只要内蒙双控持续该目标强度即以上趋势难以打破，除非其他产区跟进或下游限产再度加码给出突破驱动。
- 无论价格、产量还是利润都已回归至年初水平，判断硅锰为筑底过程中，价格已到反弹驱动未到。当前时点市场对方向分歧较大，看多看空者兼而有之，两相区别在于交易逻辑的时间线长短，主要是基于短线现实基本面弱势和中长线低估值的矛盾。硅锰在内蒙双控常态限制之下，供给总量变化不大，基本面节后因需求季节性回升有所改观，反之盘面走势劈叉为前期高估值的修复回归，中长期来看已跌入低估值区间，无论供给边际盘面利润还是锰系相对螺纹估值。但短期反弹驱动仍显不足，其一受锰系高库存制约，包括锰矿港口库存及硅锰钢厂及交割库库存，其二政策预期减弱，粗钢全年负增长的总量控制相对内蒙单一产区双控更加有力。
- 阶段性下跌尾部追空参与价值不高，盘面已落入中长期低估值区间，成本支撑6700附近可轻仓布局远月多单，或前期多单继持有。
- 风险提示：下游减产再度加码、内蒙双控力度减弱、海外用锰需求回落

1. 行情回顾：节奏一波三折，宁桂政策预期驱动反弹

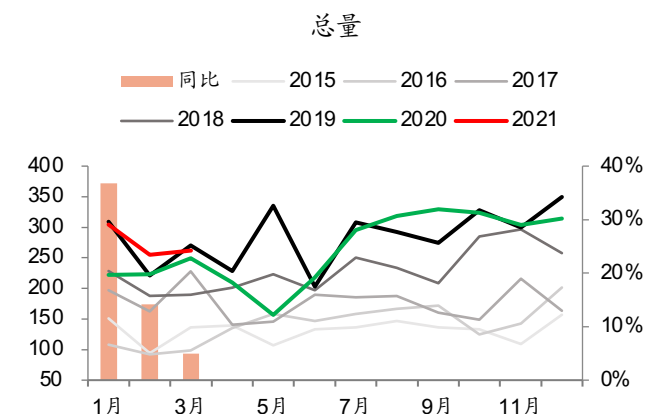
锰硅主连：



- 长线：年内表现为中轴上移的宽幅震荡区间，中轴上移——成本洼地减产带动均值走高，宽幅震荡——逻辑上供给端内蒙单一产区双控限产与下游粗钢总量控制负增长之间的矛盾将限制上顶，且通过供给弹性补充以套保盘涌入方式带来阶段性回调，反之矿拖底作用坚实，维持合金成本支撑明确、顶部由政策力度测试决定的判断。
- 节奏：
 - 上行由政策预期触发：一波12/20-1/5—内蒙能耗双控预期；二波2/4—内蒙差别电价；三波4/6-4/15—宁桂能耗双控预期
 - 下行由供给弹性打压：一波1/20—内蒙减产不及预期；二波3/6—内蒙以外产区增产补充；5/13—黑色联动打压估值
 - 4月：上旬价格已打至成本支撑一线；中旬—宁桂双控驱动反弹；下旬—震荡等待期

2.1 锰矿进口：一季度+18%，3月环比变化不大

CMF	2020年2月	2021年2月	2021年3月	3月同比	3月环比	2020年3月累计值	2021年3月累计值	累计值同比	累计值同期增量
总量	249.50	254.98	262.01	5%	3%	695.22	821.37	18%	126.14
南非	117.45	114.42	131.15	12%	15%	296.74	374.19	26%	77.45
澳大利亚	26.39	37.91	42.15	60%	11%	107.55	130.06	21%	22.51
巴西	43.67	21.88	14.55	-67%	-33%	86.03	60.30	-30%	(25.74)
加纳	-	28.35	12.15	#DIV/0!	-57%	27.43	74.69	172%	47.26
加蓬	37.27	38.47	35.85	-4%	-7%	106.55	119.22	12%	12.67
非主流	24.74	13.96	26.16	6%	87%	70.91	62.90	-11%	(8.01)

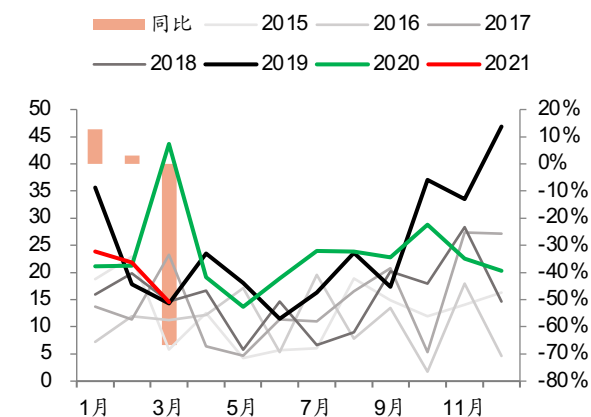
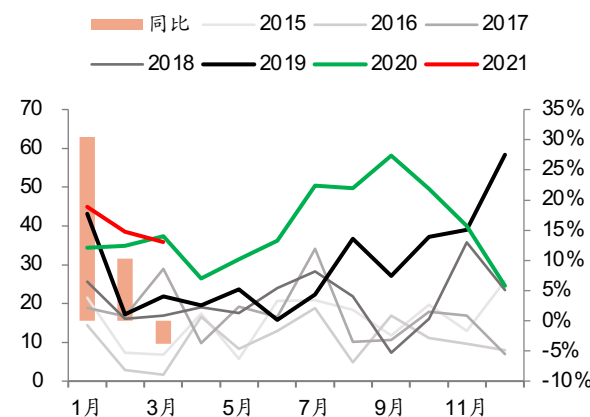
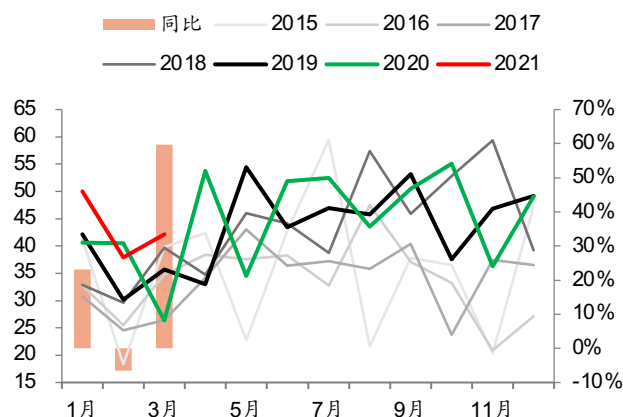
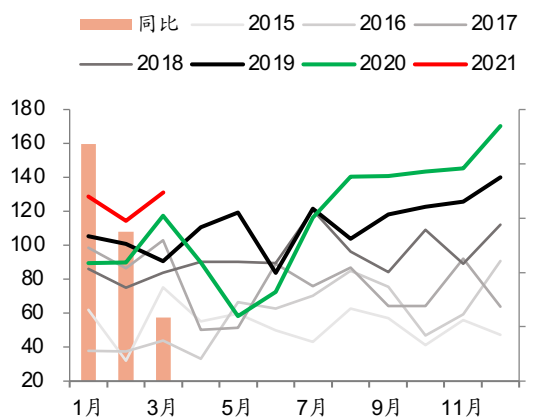


南非

澳大利亚

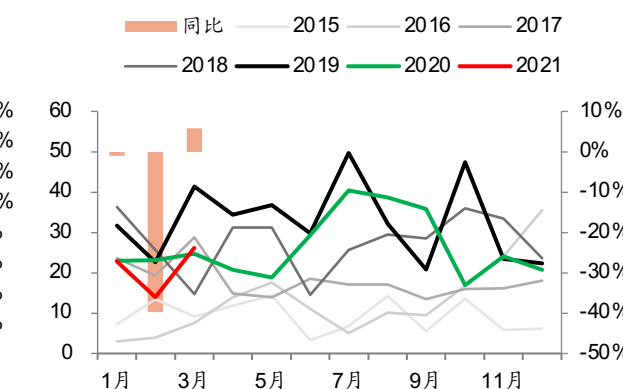
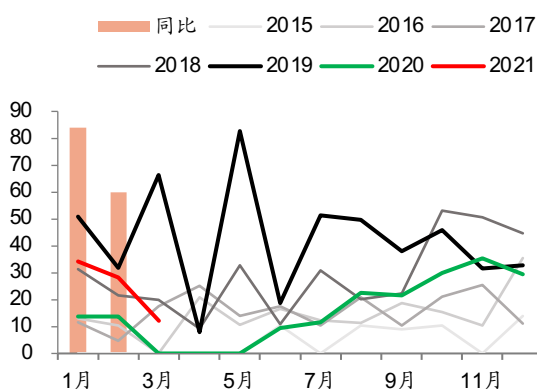
加蓬

巴西



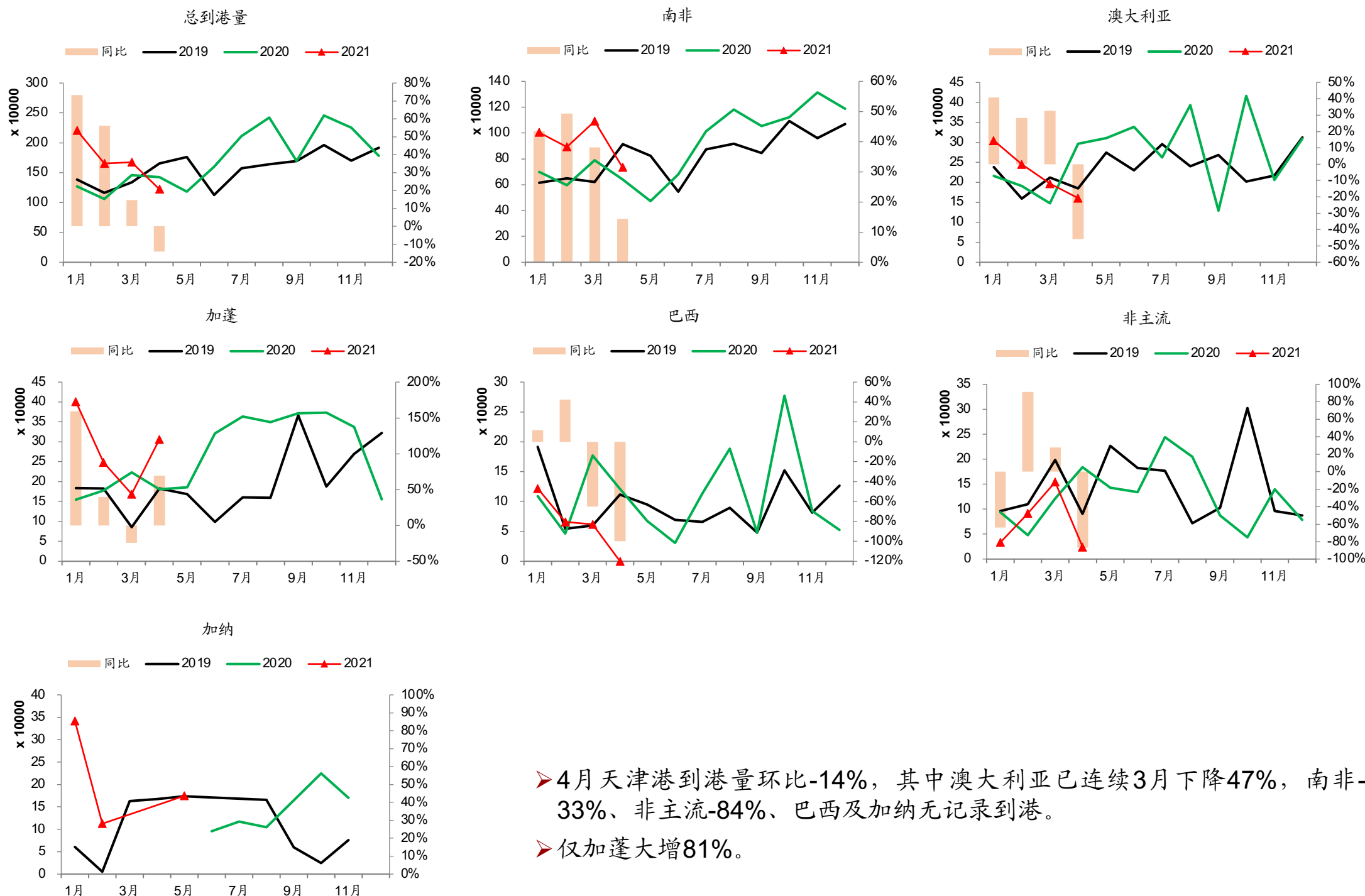
加纳

非主流



- 3月锰矿进口量环比+3%为262万吨，各矿种增减互现。
- 单月同比增幅降至5%，累计+18%，除巴西和非主流外均有增量。
- 警惕加纳进口持续恢复，同比+172%。

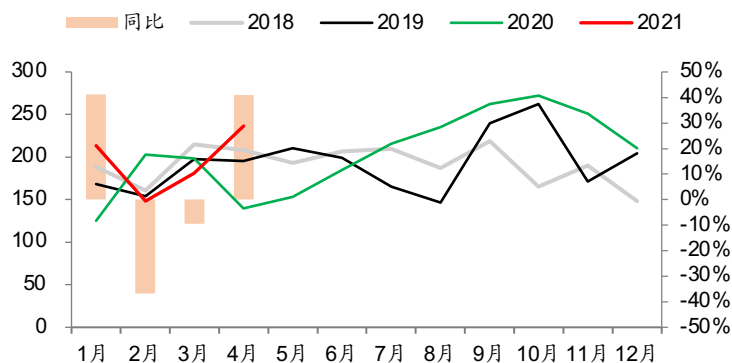
2.2 锰矿到港：4月天津港到港下降，除加蓬以外均有下滑



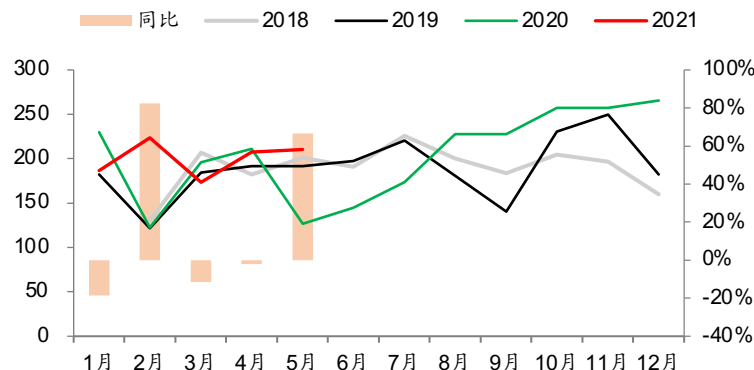
- 4月天津港到港量环比-14%，其中澳大利亚已连续3月下降47%，南非-33%、非主流-84%、巴西及加纳无记录到港。
- 仅加蓬大增81%。

2.3 主流矿发运：4月发运回升推测5月到港微增，中澳关系紧张已有影响

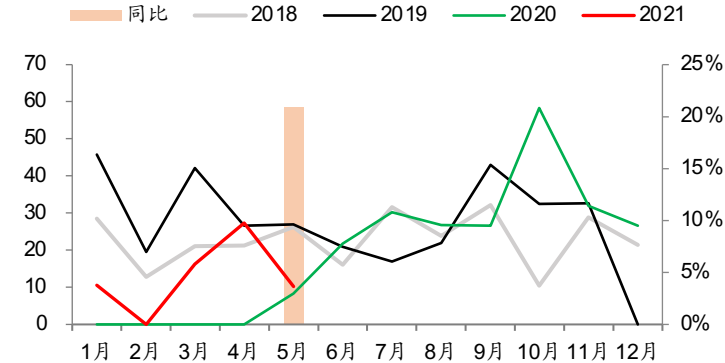
四大主流矿合计发运



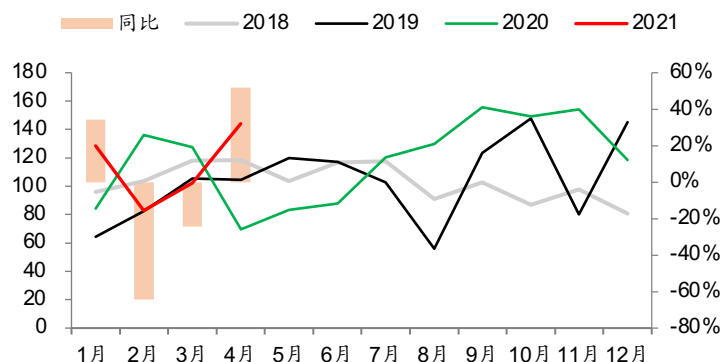
四大主流矿合计到港



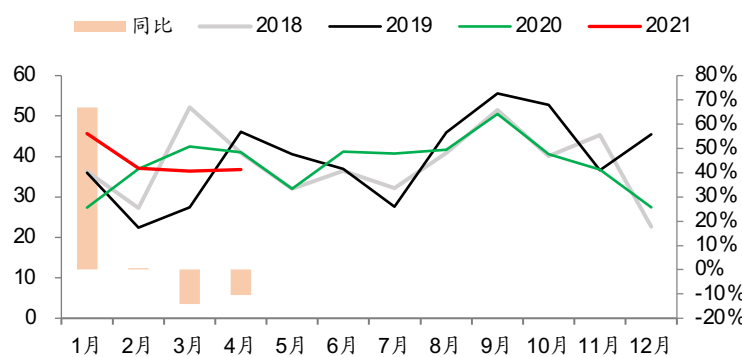
加纳发运



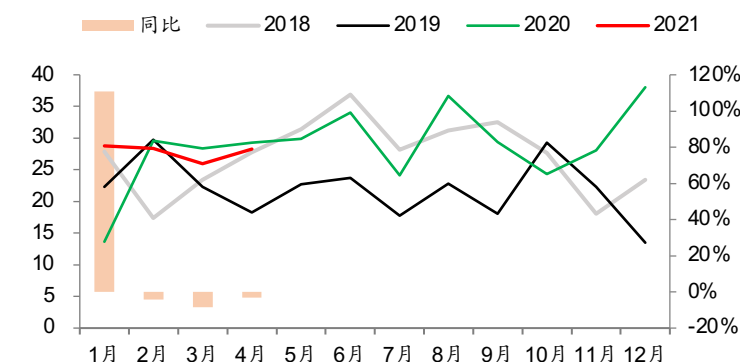
南非发运



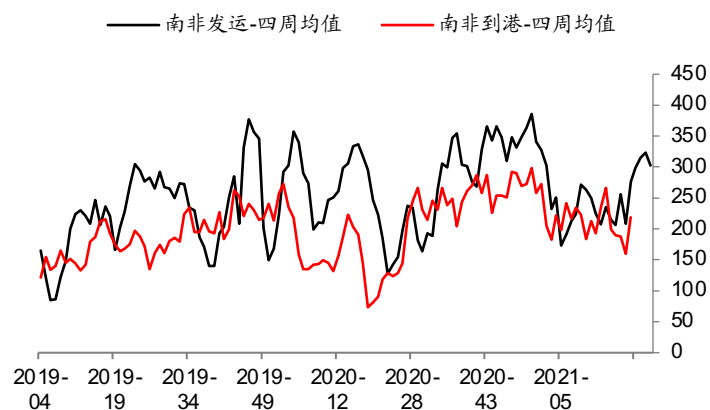
澳大利亚发运



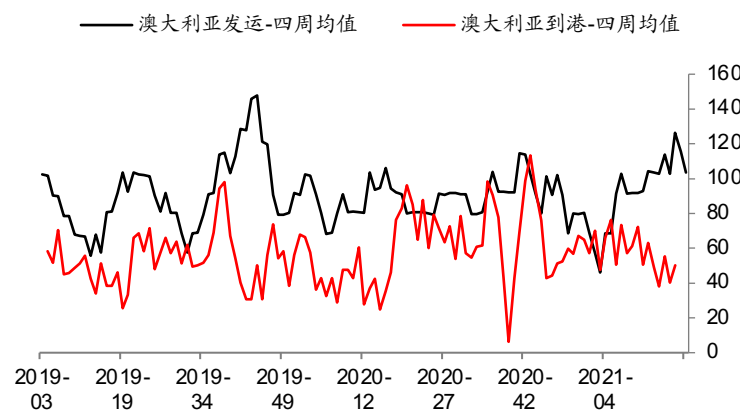
加蓬发运



南非锰矿-平移四周



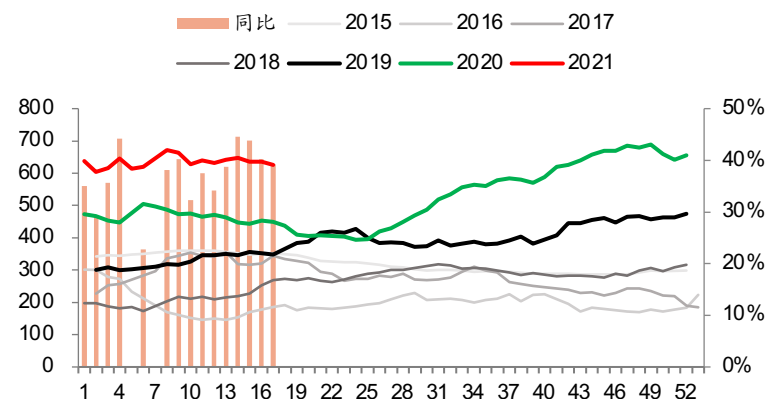
澳大利亚锰矿-平移两周



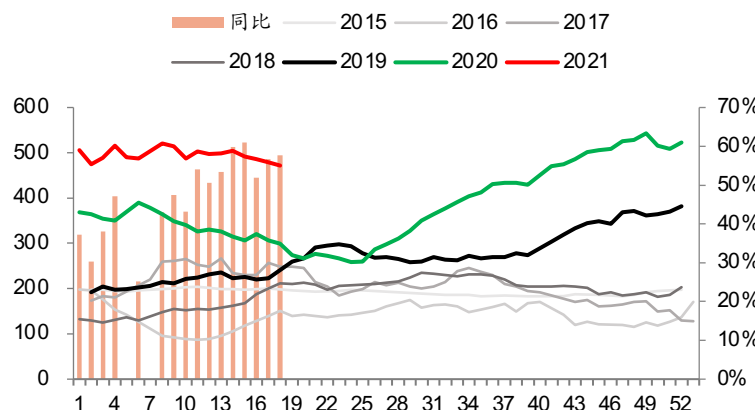
- 主流矿发运4月继续环比回升30%，其中澳大利亚及加蓬变化不大，增幅贡献集中在南非和加纳身上，南非+41%、加纳+67%。
- 推算5月到港微增。
- 澳大利亚发运与到港超过两个月的劈叉说明中澳关系紧张对澳矿进口已发生实质影响。

2.4 港口库存：4月连续去库32万吨，投机需求开始抬头

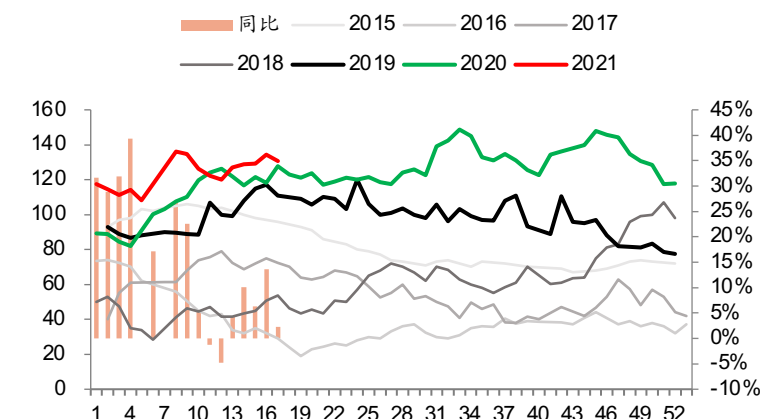
锰矿库存：港口合计



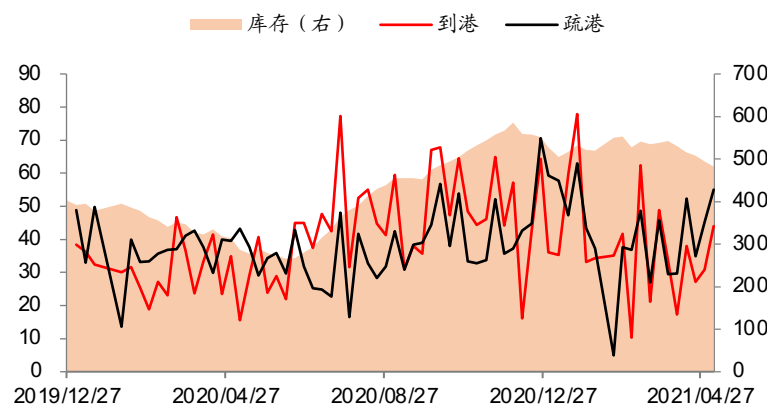
锰矿库存：天津港



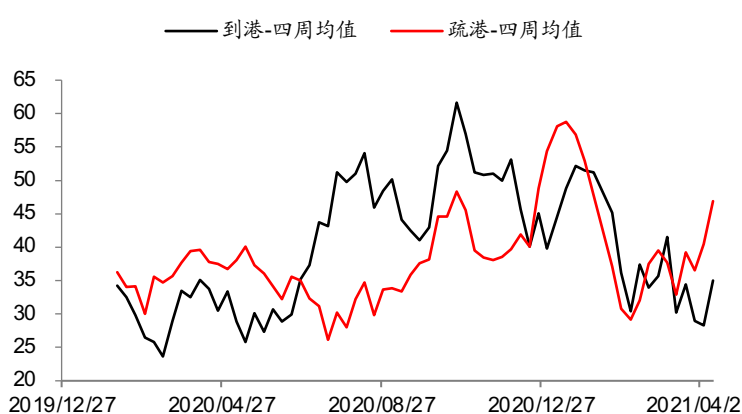
锰矿库存：钦州港



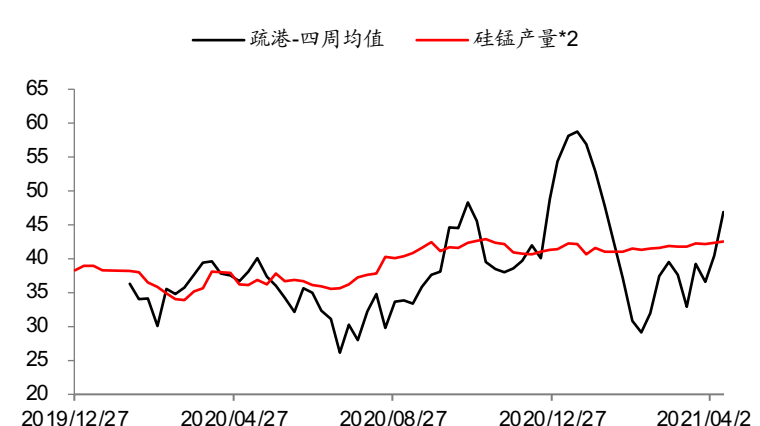
天津港库存



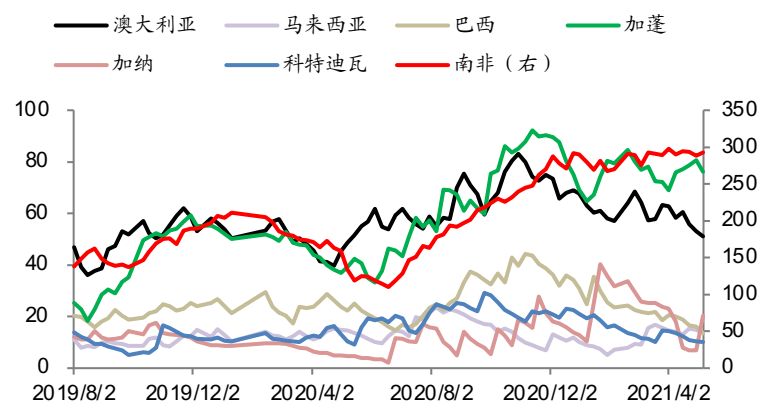
天津港到港及疏港量



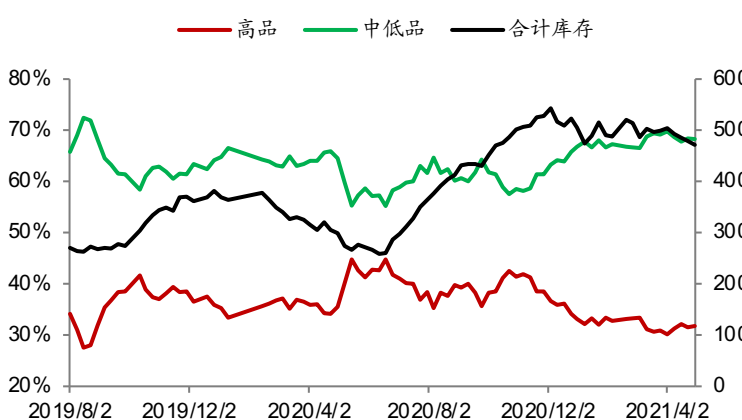
投机需求趋势



天津港分矿种库存

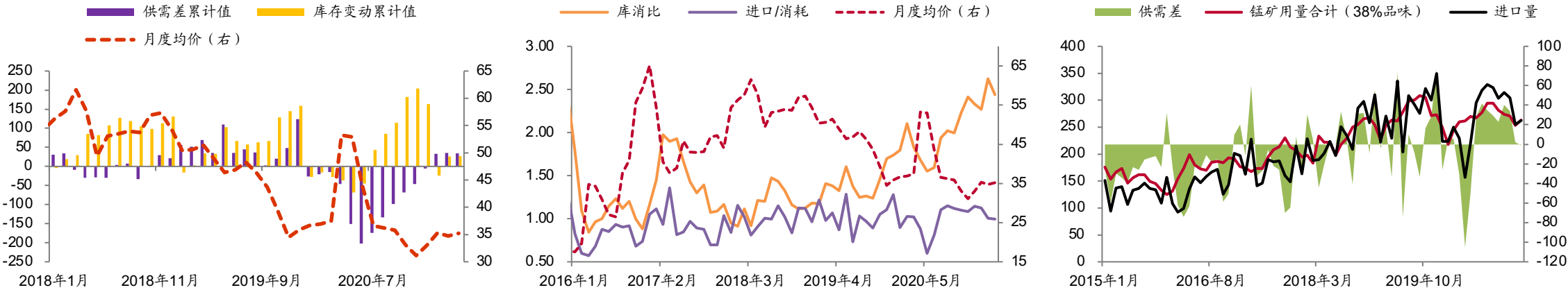


天津港品味库存



- 4月天津港崭露去库趋势，四周累计去库32万吨至472万吨。
- 到港与疏港劈叉实现连续去库，5月起两者同增但囤货投机需求明显抬头。
- 锰矿有结构化趋势但尚未凸显，其中高品占比降至32%低位。

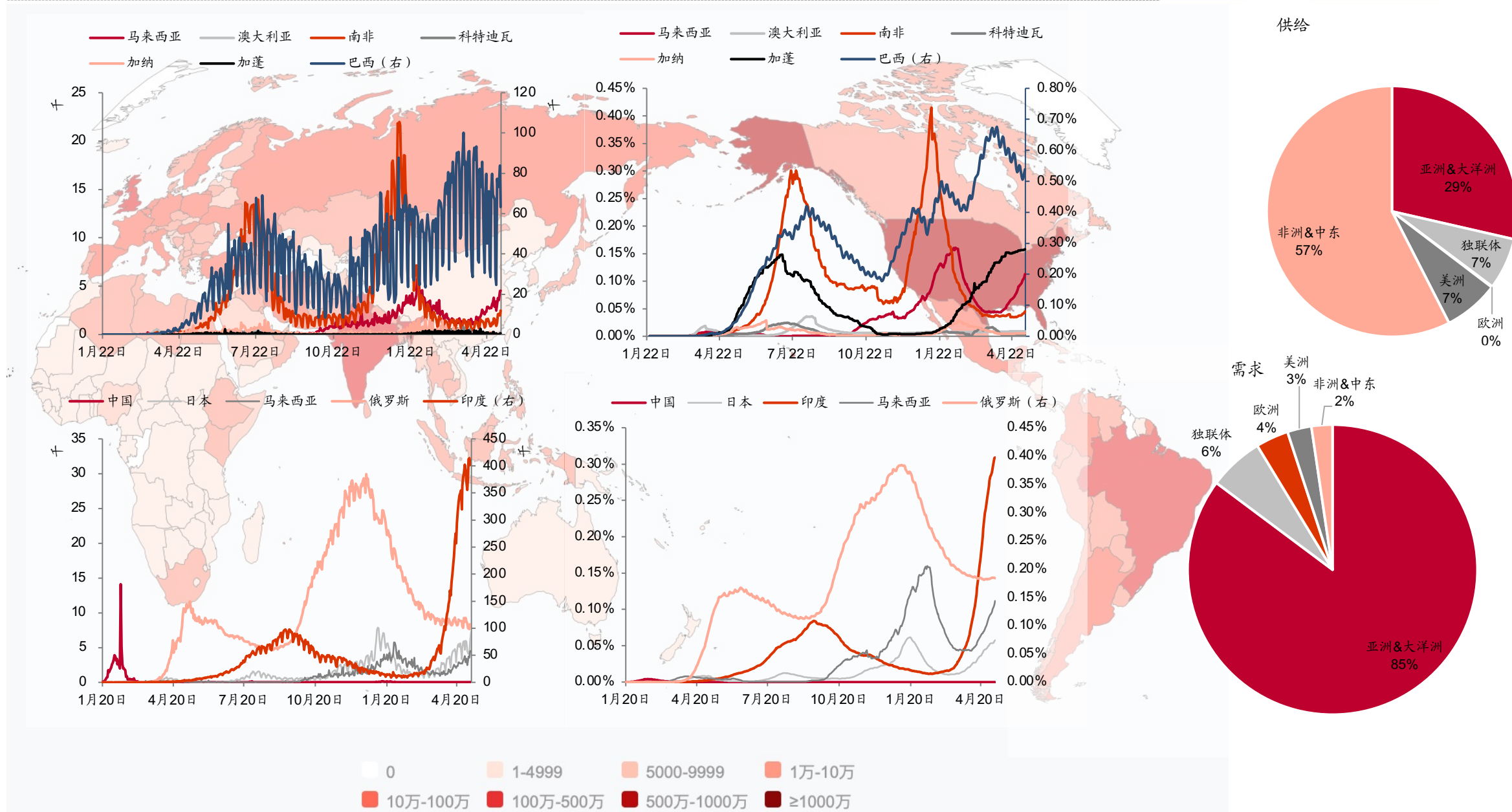
2.5 国内供需：一季度基本平衡，4月打开供给缺口



CMF		锰矿进口量								锰合金产量			
	1季度	进口合计	澳大利亚	巴西	加纳	加蓬	南非	非主流	剔除加纳	锰铁产量	电解锰产量	硅锰产量	锰合金合计
锰含量			45%	44%	27%	44%	36%	30%		70%	99.5%	64.5%	
	2020	696	107	86	27	107	297	71	669	45	28	264	337
湿吨	2021	821	130	60	75	119	374	63	747	53	30	290	373
	同比	18%	21%	-30%	172%	11%	26%	-11%	12%	16%	8%	10%	11%
	2020	269	48	38	7	47	107	21	262	37	33	200	270
金属吨	2021	311	59	27	20	52	135	19	291	43	36	220	299
	同比	16%	21%	-30%	172%	11%	26%	-11%	11%	16%	8%	10%	11%

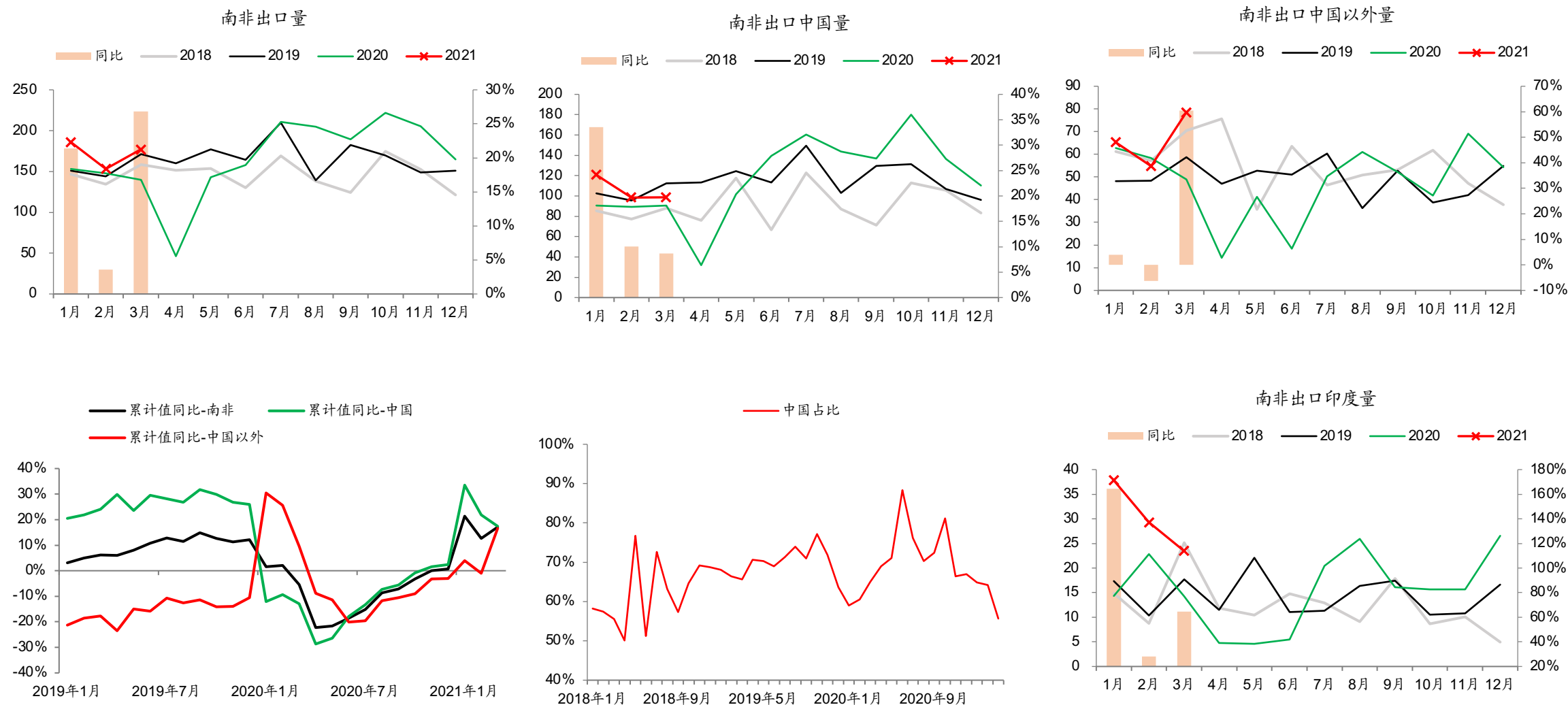
- 相对数：一季度进口量同比+18%，锰合金需求+11%，剔除加纳矿之后同比+12%的供给增幅与需求相当。
- 绝对数：测算一季度锰矿需求月均值262万吨，相较273万吨的进口月均值，基本供需平衡，与港口库存持稳趋势一致。
- 在3月平衡态基础上，4月由于进口量下降打开缺口。

2.6 海外疫情：局部地区仍有反弹，印度疫情对需求略有拖累



➤ 锰矿主要供需国家疫情仍有局部反复，前期巴西及加蓬已有转好但马来西亚及日本再次走高，尤其印度自3月初二次爆发以来持续失控，单日新增已超40万例，多地重启封锁措施对锰矿海外需求复苏有所拖累。

2.7 南非出口：海外需求复苏持续分摊国内供给压力

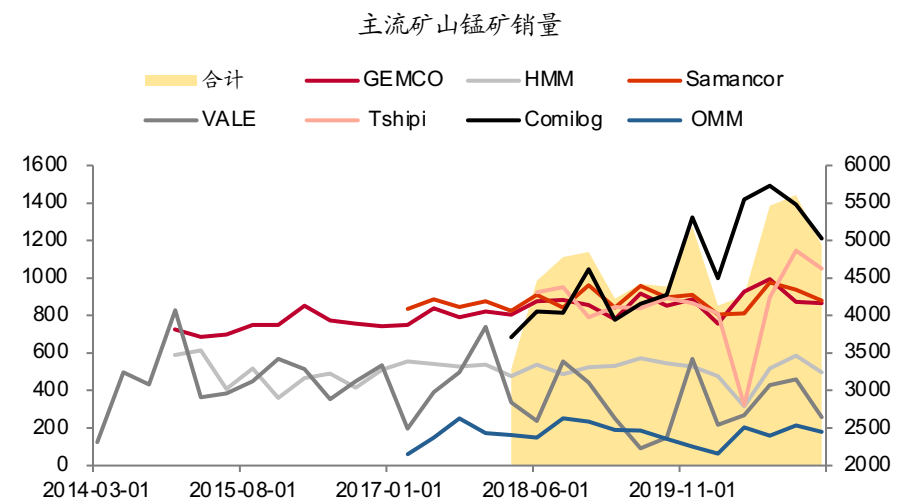
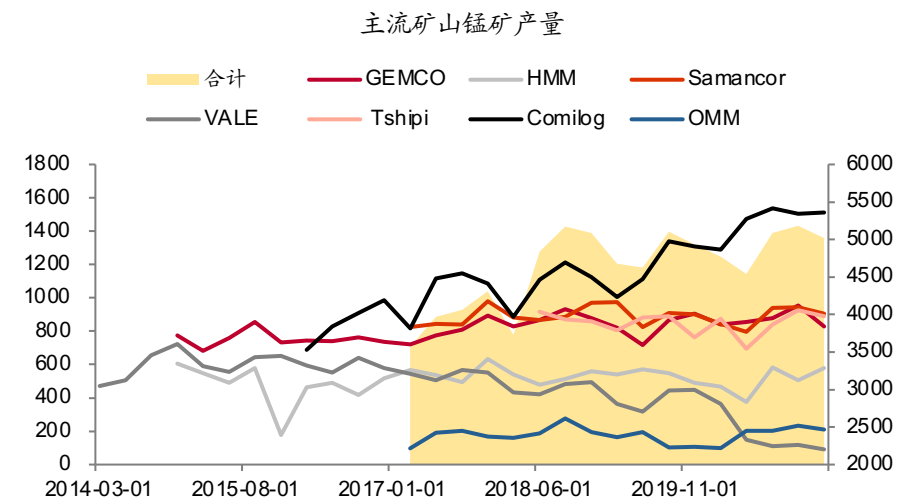


- 与监测发运趋势相似，2月出口量环比+16%为177万吨，因同期封国影响同比增至+27%，累计值同比+17%。
- 其中出口中国占比连续降至56%，出口印度量环比-20%与当地疫情影响相关，对中国供给的分摊作用来自欧美及亚洲需求复苏

2.8 矿山巨头：一季度雨季影响减产，后续增量集中在ComilogCMF 招商期货

矿山巨头季报汇总：

国家	公司/母公司	年	产量	销量	目标
南非	Tshipi	2020	87.4	81.2	
	Jupiter	2021	89.1	105.2	
		同比	2%	30%	
	HMM	2020	46.6	47.6	
	South32	2019	58	49.7	FY21:220 (+17%)
		同比	24%	4%	
澳大利亚	GEMCO	2020	84.1	75.5	
	South32	2021	89.2	86.5	FY21:350 (+1%)
		同比	6%	15%	
	Samancor	2020	84.2	84.3	
	Anglo American	2021	90.45	87.8	
		同比	7%	4%	
加蓬	OMM	2020	10.0	6.5	
	OMH	2021	21.08	18.1	
		同比	112%	178%	
	Comilog	2020	128.8	100.0	
	Eramet	2021	151.2	121.2	2021年达产700 (+21%)
		同比	17%	21%	
巴西	VALE	2020	36.3	21.9	
	VALE	2021	9.1	25.8	
		同比	-75%	18%	
合计		2020	477.4	417.0	
		2021	508.2	494.3	
		同比	6%	19%	



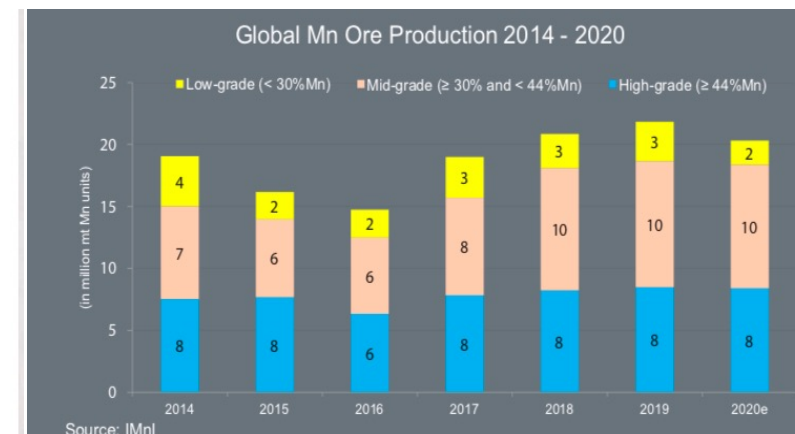
- 主流矿山一季度产量环比-3%、销量-12%，主要为南半球雨季影响，排除季节性因素，产量同比+6%、销量+19%。
- 供给指导：两家矿山上调产量指导，加蓬Comilog今年预计+21%达产700万吨，南非HMM21财年环比+17%达产220万吨（即上半年+32%为111.4万吨），从历史趋势来看，近三年除了巴西矿减产及加蓬持续增产以外，其余南非及澳大利亚矿变化并不明显，当前VALE的Azul矿山尚未复产、南非已恢复至疫情前水平，增量贡献将集中在Comilog身上（仅提供2.8%增量）。

2.9 全球供需：一季度去库，今年海外补库将分摊国内压力

Mn Ore Supply & Demand in March 2021

(in '000 net mt Mn units)	Supply	MoM % Change in Supply	YoY % Change in Supply	YoY % Change in supply since Jan.	Demand	MoM % Change in Demand	YoY % Change in Demand	YoY % Change in demand since Jan.	Supply & Demand Balance
Africa & Middle East	1,229	31%	35%	16%	47	23%	24%	0%	1,182
Asia & Oceania	407	6%	10%	-6%	1,462	4%	13%	13%	-1,055
Americas	105	16%	-23%	-31%	54	3%	-3%	-40%	51
C.I.S.	72	17%	-1%	-9%	129	13%	6%	-2%	-57
Europe	2	3%	44%	42%	73	5%	-7%	3%	-71
World	1,816	22.7%	22.0%	-3.4%	1,765	5.5%	11.3%	10.5%	50

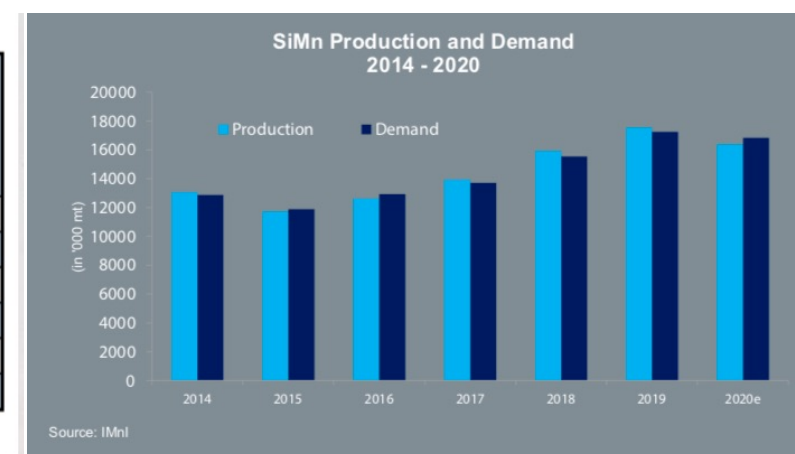
Source: International Manganese Institute (IMnI)



SiMn Supply & Demand in March 2021

(in '000 mt)	Supply	MoM % Change in Supply	YoY % Change in Supply	YoY % Change in supply since Jan.	Demand	MoM % Change in Demand	YoY % Change in Demand	YoY % Change in demand since Jan.	Supply & Demand Balance
Asia & Oceania	1,280	2%	16%	16%	1,226	2%	15%	13%	54
C.I.S.	104	14%	-1%	-11%	60	9%	5%	1%	44
Americas	34	-6%	-12%	1%	69	9%	1%	-33%	-36
Europe	32	18%	-20%	-7%	101	13%	17%	1%	-69
Africa & Middle East	26	4%	46%	25%	31	15%	15%	0%	-5
World	1,476	2.5%	13.3%	13.1%	1,487	3.5%	13.7%	10.5%	-11

Source: International Manganese Institute (IMnI)



➤ 2020:

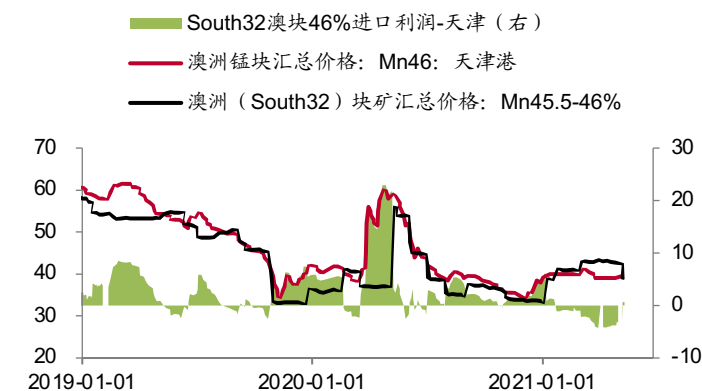
- 全球—下游粗钢产量基本持平的基础上，中游硅锰-7%、上游锰矿-7%——全球锰矿去库
- 国内—下游粗钢+5%的基础上，中游硅锰-2%、上游锰矿进口（剔除加纳）+2%——国内锰矿垒库

➤ 一季度:

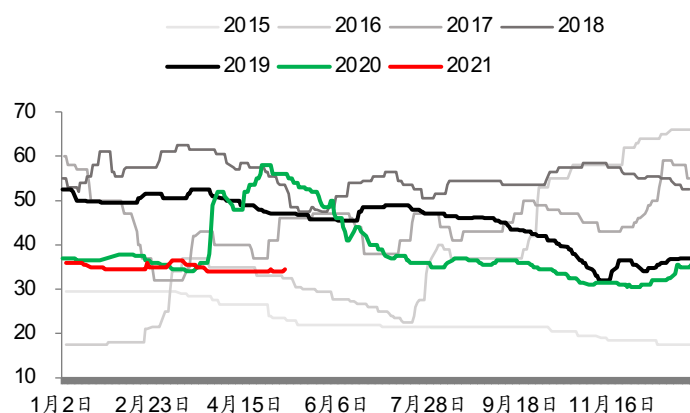
- 全球—下游粗钢产量+10%基础上，中游硅锰+13%、上游锰矿-3.4%——全球锰矿去库
- 国内—下游粗钢+16%的基础上，中游硅锰+11%、上游锰矿进口（剔除加纳）+12%——国内锰矿去库

2.10 矿山报盘：海外去库与国内平衡的矛盾导致进口利润长期微薄

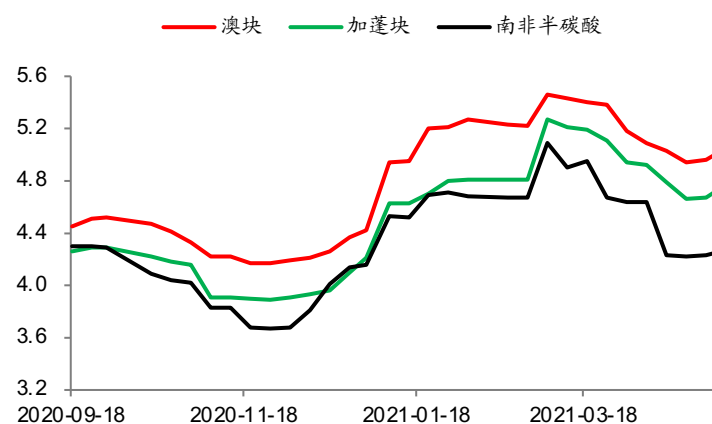
矿山	产品	Jun-21	May-21	Apr-21	Mar-21	Feb-21	Jan-21	Dec-20
Comilog	Mn44.5%加蓬块	4.6	4.85	5.35	4.8	4.65	3.95	3.95
	Mn43%加蓬籽		4.65	5.1	4.55	4.4	3.7	3.7
UMK	Mn36%南非块	4.2	4.7	4.7、5.2	4.05	3.69	3.85	4.25 (4.05)
Tshipi	Mn36%南非块	4.54	4.42	5.08	4.85	4.62	3.9	3.85
	Mn45%澳块	5.04	5.53	5.53	5.3	4.98	4.25	4.5、4.42、4.25
South32	Mn46%澳籽	4.79	5.26	5.26	5.04	4.74	4.03	4.26、4.18、4.03
	Mn37.5%南非块	4.5			4.95、4.8	4.5	3.8	4.1、3.9
CML	Mn>46% 澳块			6.1				



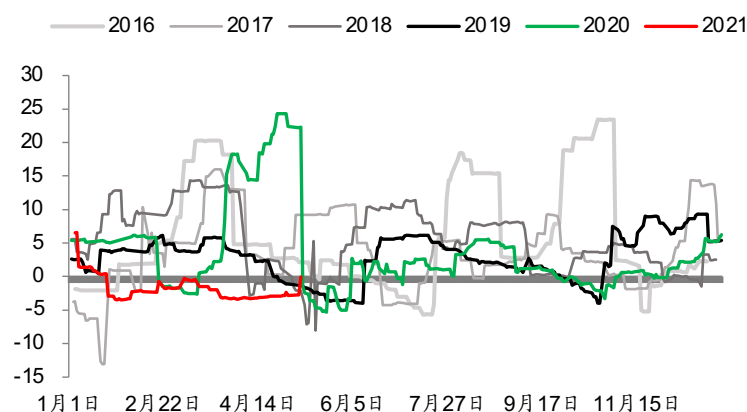
南非半碳酸天津港现货价格季节图



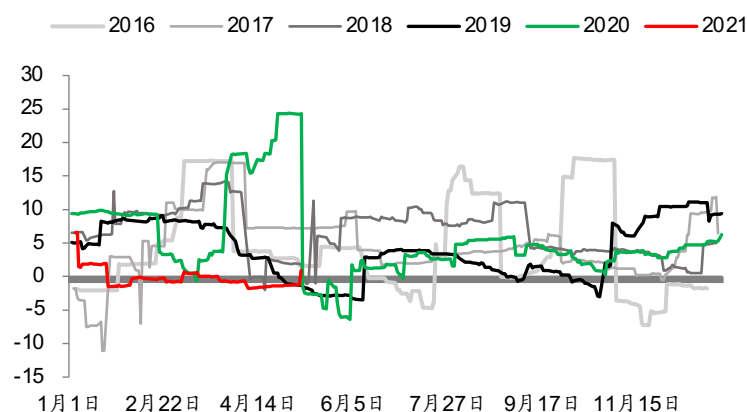
锰矿远期现货美元价格



南非半碳酸矿进口利润 (天津港)



南非半碳酸矿进口利润 (钦州港)



- 海外去库与国内平衡之间的矛盾——导致现货矿维持了长达5个月的底部价格、长达3个月的进口倒挂。
- 5月起期现劈叉修复价差，倒挂情况得到扭转，矿山6月期矿报盘集体补跌，港口连续去库带动现货有1元/吨度探涨。
- 远期现货美金价格五一后优先反弹，Tshipi跟进调涨3%至4.54美元/吨度。
- 澳矿5.04、加蓬4.6、南非半碳酸4.5美元对应39、35.8、34.5元一线进口成本支撑较强。

锰矿：

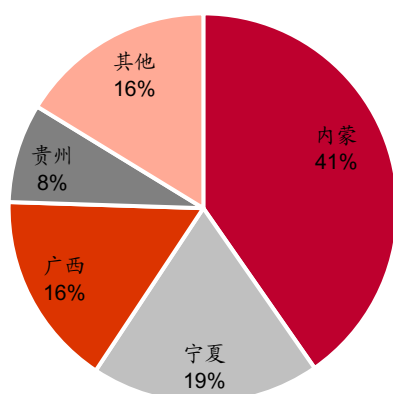
- 去年在全球去库、国内垒库的背景下表现为锰矿库存向中国的集中转移，今年海外需求复苏下的锰矿补库需求将分摊国内的供给压力。原先锰矿具备全球去库下的成本推升预期，但结合国内能耗双控影响降至中性判断。同时海外强、国内弱的矛盾将长期制约进口利润处偏低水平，从而进一步限制进口量。
- 发改委决定无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动之举，为占比17%的澳矿进口带来政治风险，虽已有现实影响和结构矛盾趋势但尚未形成规模之前难以成为趋势上涨驱动。
- 一季度南半球产区雨季对冲了部分印度疫情冲击，同时国内格局有所改善，天津港连续去库之下矿价已有探涨之意，同时期矿价格亦有反弹，进口成本支撑依然明确。产业链角度锰矿估值偏低，中长期仍有上涨空间及潜力，但短期尚未看到趋势性驱动。

3.1 地方能耗：前三大产区已有双控制约，宁桂一季度超标点名

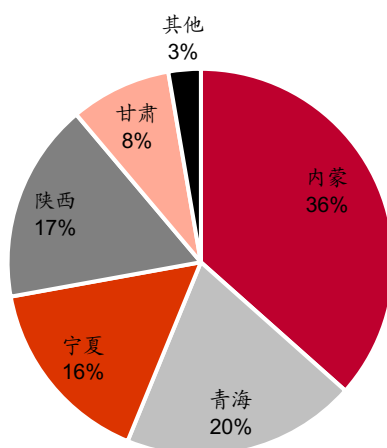
十三五能耗目标分省完成情况

	强度			总量			综合排序
	2019累计降幅	2019累计十三五目标完成度	十三五能耗强度降低目标	2019累计增幅	2019累计十三五目标完成度	十三五能耗增速目标	
宁夏	-7%	-52%	14%	29%	106%	28%	30
内蒙	-9%	-67%	14%	16%	83%	19%	29
浙江	14%	81%	17%	11%	89%	12%	27
广东	14%	80%	17%	10%	81%	12%	27
广西	11%	81%	14%	12%	61%	19%	26

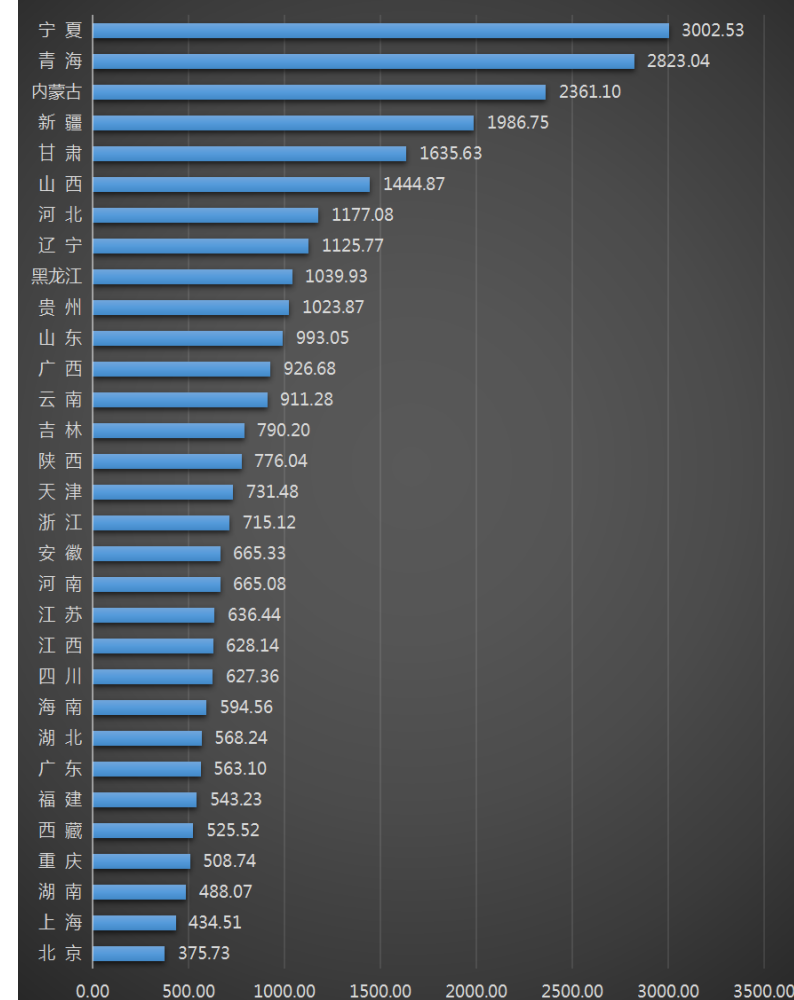
硅锰供给占比



硅铁供给占比



单位GDP电耗排行
(千瓦时/万元)



- 十三五蒙宁超标严重，能耗强度不降反增，其中内蒙被点名优先下达双控目标并落实，若维持单一产区双控现状，则下一成本优势产区宁夏将面对来自内蒙的能耗转移，压力较大。
- 其他产区存在跟进预期，宁夏广西双控目标文件在4月中旬相继出台，至此硅锰前三大主产区且供给占比过七成已有双控制约。一季度宁夏单位GDP电耗位列全国第一，发改委环资司召开部分节能形势严峻地区谈话提醒视频会议，点名广西、云南、宁夏在内的一季度能耗强度不降反升省区，督促进一步加大能耗双控工作力度，确保完成本地区年度能耗双控目标任务，上一次被点名是去年9月的内蒙。

3.2 政策解读：宁夏强度目标强于内蒙，重点工作相似度颇高

铁合金主产区能耗双控相关政策文件——CMF

地区	内蒙	宁夏	广西
文件	《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》的通知	关于印发《2021年度能源消费总量和强度双控目标任务及重点工作安排》的通知	《关于坚决遏制高耗能高排放项目盲目建设的通知》
发文单位	内蒙发改委、工信厅、能源局	宁夏发改委	广西发改委
发文时间	2021/3/9	2021/4/15	2021/4/6
能耗双控目标	2021年单位GDP能耗-3% 能耗增量控制在500万吨标煤左右（增速在1.9%左右） 单位工业增加值能耗-4%以上	2021年单位GDP能耗-3.3% 能耗增量控制在260万吨标煤以内	十四五能耗强度-13.5% 能源消费增量1170万吨标煤 (年均强度-2.86%，总量增234万吨标煤)
坚持和完善能耗双控制度	严格节能审查约束	严格执行包括铁合金在内的高耗能项目产能等量或减量置换；坚决遏制两高一上高耗能项目必须符合国家产业政策能效达到国内先进水平；项目盲目建设；开展两高项目排查，对不符的提出分类处置意见。	切实加强规划与能耗双控衔接
	全面实施工业能效预算管理	淘汰落后和化解过剩产能	严控两高项目新增产能，确有必要建设的，能耗指标要实行等量或减量置换，能效达到国内先进水平
	落实重点用能单位节能主体责任	强化重点用能单位节能管理	严禁违法违规新上两高项目建设
	控制高耗能行业产能规模	加强分析预警	未按实施办法规定进行节能审查或未通过的固资项目，责令停止建设或生产使用，并限期改造
	提高产业准入标准	开展用能预算管理	对于项目主要产品能效水平低于本行业能耗限额准入要求的，要立即停工整改
加快淘汰化解落后和过剩产能	新建高耗能项目，在满足本地区能耗双控要求前提下，须达到国家先进水平	制定用能预算管理制度，将各级地市建立用能预算制度、落实管理措施纳入能耗双控考核	
	铁合金：25000千伏安及以下矿热炉原则上2022年底前全部退出，符合条件的可按1.25:1实施产能减量置换	新建高耗能项目单位产值能耗要达到国内先进水平	
	2021-2023年重点对铁合金等高耗能行业重点用能单位实施节能技术改造，分年度至少按照40%、40%、20%进度完成单位产品能耗达到国家限额标准先进值	加强节能审查事中事后监管、开展审查意见落实情况监督检查	
引导能耗要素合理流动	调整部分行业电价政策和电力市场交易政策 自备电厂缴纳政策性交叉补贴（蒙西0.01、蒙东0.02） 对铁合金在内的八个行业实行差别电价，2021年限制类+0.1（22、23年在现行水平+30%、+50%） 限制类企业或装置用电停止参与电力市场交易	严格执行阶梯电价、落实差别电价和惩罚性电价政策。对铁合金在内的八个行业限制类和淘汰类企业或装置实施差别电价，对单位产品能耗超限额的企业实行惩罚电价。	
	强化监测预警和应急调控	严格落实价格政策	
强化能力建设	落实能耗双控监测预警和会商调度机制，实行月度监测、季度预警		

颜色备注：
橙色：宁蒙共有
绿色：宁蒙桂共有
蓝色：内蒙特有

黄橙红逐级递增

- 三大产区能耗强度目标：宁夏>内蒙>广西，能耗增量目标：宁夏<内蒙
- 双控重点工作内容求同存异，宁蒙共性在于措施相似：建立用能预算制、重点单位单位工业增加值能耗-4%、实施差别电价、制定能耗预警制度；差异在于内蒙更为明确且严格：内蒙减量置换vs宁夏等量或减量置换、内蒙明确两万五及以下炉型22年底全部退出。广西限制类产能占比80%，但双控重点工作仅涉及限制两高盲目建设。

3.3 内蒙模式：差别电价+应急预案+用能预算

地区	行政级别	日期	文件	发文单位	能耗双控目标		主要措施：加快推进高耗能行业结构调整			
					单位能耗	能耗总量	控制高耗能行业产能规模	提高产业准入标准	加快淘汰化解落后和过剩产能	加快重点高耗能行业节能技术改造步伐
内蒙	1	2020/12/20	关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施（征求意见稿）	内蒙发改委		新增能耗控制在500万吨左右，待发改委正式下达目标后再及时拆解	不再审批铁合金新增产能项目，对2020年底前已批复但尚未开工的一律停建或缓建		2万5及以下矿热电炉原则上2021年全部退出（2020年底前生产特种合金除外）	2021-2023年重点对铁合金等行业实施改造，力争改造后单位产品能耗达到国家能耗限额标准先进值，至少按40%、40%、20%进度完成全部改造任务
		2021/2/25	关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施（征求意见稿）	内蒙发改委	单位GDP能耗强度下降3%	新增能耗控制在500万吨左右，能耗总量增速控制在1.9%左右，单位工业增加值能耗（等价值）下降4%以上。	不再审批铁合金新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。	新建高耗能在满足本地双控目标前提下，须达到国内先进水平	2万5及以下矿热电炉原则上2022年底前全部退出；符合条件的可按1.25:1实施产能减量置换。（淘汰类和2020年连续停产1年以上的企业不得进行产能置换。）	
		2021/3/9	《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》的通知	内蒙发改委、工信厅、能源局						
国家限制类两万五及以下										
乌兰察布	2	2021/1/8	关于加强能耗双控工作推动高耗能产业高质量发展的函	乌兰察布工信局	全市单位GDP能耗下降3.2%	能源消增量控制在44万吨标准煤以内	取消用电负荷	半密闭按2020年12月份实际用电量-47%预算管理，全密闭同12月按2020年12月实际用电量-50%（为	按2020年12月份实际用电量下达用电指标	
察右前旗	3	2021/1/12	察右前旗重点用能工业企业能耗“双控”工作方案	察右前旗政府	全旗单位GDP能耗下降3.4%	能耗总量只减不增	按2020年12月实际用电量-50%（尽快消化库存原料单台不限）	按2020年12月实际用电量-50%（两台限一，单台不限）	按2020年12月实际用电量-50%	按2020年12月实际用电量-35%
		2021/3/5	察右前旗关于进一步加强重点用能企业能耗“双控”工作的通知	察右前旗能耗双控领导小组工作室			取消用电负荷	2021/4/30前陆续关停	实施用电预算管理确保完成双控任务	
丰镇	3	2021/1/23	关于报送丰镇市能耗“双控”工作方案的函	丰镇市人民政府	单位GDP能耗下降3.4%	能耗总量只减不增	全部限电停产	半密闭完成双控指标并尽快完成升级改造*每户企业只允许一台生产（2月底未完成即停产）	全密闭完成双控指标*目前限产20%	
包头	2	2021/3/12	关于印发《包头市能耗双控（一季度）红色预警响应措施》的通知	包头市能耗双控应急指挥部办公室	全年目标：全市单位GDP能耗下降3.2%	全年目标：能源消增量控制在95万吨标准煤以内，能耗总量增速控制在1.94%以内	触发红色预警：依法依规对34户铁合金企业全面停产、关停自备电厂部分机组、对限制类企业实行限产			
		2021/5/12	关于对我市部分高耗能企业实行合理用电管理的函	包头市工信局	一季度目标：全市单位GDP能耗下降3.2%	一季度目标：能源消增量控制在23.75万吨标准煤以内，能耗总量增速控制在1.94%以内	继续执行停电措施	对符合国家产业政策的部分高耗能行业，即日起按照不突破企业产能的80%控制用电负荷		

内蒙古自治区能耗双控应急预案（2021年版）——CMF

编制目的

编制依据

完善自治区能耗双控应急响应体系，落实盟市能耗双控主体责任，确保完成年度能耗双控目标任务。

《内蒙古自治区发展和改革委员会关于下达各盟市2021年能耗总量和强度双控目标的通知》

以单位GDP能耗下降低于全区或本地区年度目标任务，能耗增速高于本年度增速目标作为各级别预警启动的基本条件

2月中旬规模以上企业单位工业增加值能耗下降率

每季度单位GDP综合能耗下降率低于全区节能目标（下降3%）

前三季度单位GDP综合能耗累计下降率低于当年节能目标（下降3%）

备注：意见函中21年全区单位GDP能耗强度下降3%，新增能耗控制在500万吨左右，待发改委正式下达目标后及时分解

预警分级

由低级到高级分别为黄色（Ⅲ级）、橙色（Ⅱ级）和红色（Ⅰ级）预警

黄色预警

低于3.9%

差距在0.3%-1%（不含）

差距在0.5%以内（不含）

橙色预警

低于3.8%

差距在1%（含）-2%（含）

差距在0.5%（含）-1%（含）

红色预警

低于4%

差距在1%-2%（含）

差距在0.5%（含）-1%（含）

预警发布

当预测未来能耗双控目标可能达到预警条件时，自治区、盟市人民政府应提前1个月以上发布预警信息

各盟市人民政府按属地管理原则组织建立能耗双控应急预案，将所有重点高耗能企业纳入应急节能项目清单。

应急响应

Ⅲ级响应措施

1、采取降低生产负荷、错峰生产、提前检修、加强节能等措施

Ⅱ级响应措施

1、化工、冶金、水泥、发酵等行业采取停产措施

2、限制高耗能项目节能审查

3、控制户外广告照明用电

Ⅰ级响应措施

1、按照能耗双控应急节能清单，严格落实各项节能措施

2、暂停高耗能项目节能审查

3、严格控制户外广告照明以及城区景观照明用电。

内蒙差别电价政策				
	电网		自备电厂	
	限制类	淘汰类	蒙西	蒙东
2021年电价+	0.1	0.3	0.01	0.02
硅锰成本+	400	1200	40	80
硅铁成本+	800	2400	80	160
2022年电价+	0.13	0.39		
硅锰成本+	520	1560		
硅铁成本+	1040	3120		
2023年电价+	0.15	0.45		
硅锰成本+	600	1800		
硅铁成本+	1200	3600		

- 内蒙作为首个能耗双控政策出台及落地区域，具有示范及指导作用
- 差别电价：限制类+0.1元/度，2022年、2023年在现行水平上分别提高30%、50%，自备电厂缴纳政策性补贴蒙西0.01元/度。
- 应急预案：保证双控节奏平衡，月度监测季度预警，二级以上响应即触发停产
- 用能预算：分拆三级能耗目标，并以用电量为预算管理指标，具体措施为分炉型实施限产

3.4 宁夏双控：全区及中卫强度不降反升，点名要求加强力度

宁夏双控政策时间线梳理（铁合金相关部分）——CMF						
出台时间	政策	发文部门	重点工作	重点内容	备注	
2021/4/15	关于印发《2021年度能源消费总量和强度双控目标任务及重点工作安排》的通知	宁夏发改委	工作目标	2021年单位GDP能耗-3.3%，能耗增量控制在260万吨标煤以内 坚决遏制两高项目盲目建设	与内蒙相似度颇高	
			调整产业结构 加快推进重点领域节能 健全完善能耗双控制度	淘汰落后和化解过剩产能 强化重点用能单位节能管理 加强分析预警与督促约谈		
			完善价格财税政策	严格落实价格政策		
2021/4/27	关于印发《2021年全市能源消费总量和强度双控及煤炭消费总量控制重点工作安排》的通知	石嘴山市节能和化解过剩产能工作办公室	工作目标	石嘴山市单位 GDP 能耗同比下降 4%，能耗增量控制在 55 万吨标准煤以内 坚决遏制“两高”项目盲目建设		
			调整产业结构，腾出用能空间 加快推进建筑、交通运输、公共机构等领域节能 加强节能基础能力建设	加快淘汰落后产能和化解过剩产能 推进节能技改提升工程 强化重点用能企业节能管理		
			2021年沙坡头区能源消费总量和强度双控目标任务及重点工作安排（征求意见稿）	沙坡头区单位GDP能耗同比下降5%，能耗增量控制在6万吨标准煤以内 坚决遏制“两高”项目盲目建设		
2021/5/7	自治区节能和化解过剩产能办公室就能耗“双控”工作约谈中卫市和宁东管委会	资源节约和环境保护处	调整产业结构 健全完善能耗双控制度 加强节能基础能力建设	淘汰落后产能和化解过剩产能 开展用能预算管理 加强分析预警与督促约谈	我区“十四五”节能形势异常严峻，完成节能目标压力巨大 一季度，中卫市、宁东基地能耗大幅增长，单位工业增加值能耗快速上升，能耗强度目标进度严重滞后 进一步加大对能耗“双控”工作力度，进一步完善能耗“双控”考核政策，加强能耗预警管控，深化重点用能单位节能管理，认真开展“两高”项目排查清理，确保完成年度目标任务。	点名中卫进度严重滞后，要求加强整改
			现状			
			目标			
2021/5/11	宁夏回族自治区发展改革委关于印发2021年有序用电方案的通知	宁夏发改委	有序用电方案	宁夏电网电力电量平衡情况已由“电力电量富余”转变为“电量富余、部分时段电力存在缺口”的现象	按照政府批准的限电序位表及先错峰、后避峰、再限电、最后拉路的顺序安排有序用电 将电力紧缺分为四个等级，并制定分级调控预案。 原则上选择淘汰落后产能、耗能超标、不符合产业准入条件以及铁合金、电石、碳化硅等传统工业企业参与错峰、避峰、限电。	每年常规文件 电网最大调控负荷指标环比+12.6%
			有保有限、确保重点 分级调控 有序用电序位			
			最大调控负荷指标为438万千瓦，共分为四级，分别为：73（5%）、146（10%）、292（20%）、438（30%）万千瓦。			
2021/5/12	自治区发展改革委调研指导能耗“双控”工作	政府投资项目评估与节能中心	负荷指标分配 已完成	自治区发展改革委已将宁夏能耗在线监测系统数据资料上报国家发展改革委，率先完成了自治区平台与国家平台的对接	进一步加大能耗“双控”工作力度，确保完成能耗双控目标任务 各地高度重视能耗双控工作，但与“十四五”期间国家对节能工作提出的要求相比，面临的形势严峻，节能压力巨大，需要继续加大节能工作力度。 一要充分认识严峻形势，二要加强能耗预警管控，三要严格控制新上“两高”项目建设，四要抓好煤炭消费总量控制工作	
			下一步	加快滞后重点用能单位在线监测系统建设进度，争取6月底前全部完成建设任务，实现数据实时传输。同时，切实做好数据管理、数据分析等相关工作，为加强能耗“双控”形势分析和预测预警、细化碳达峰政策措施、制定节能相关标准等提供数据支撑。		
			目的 发现 要求			

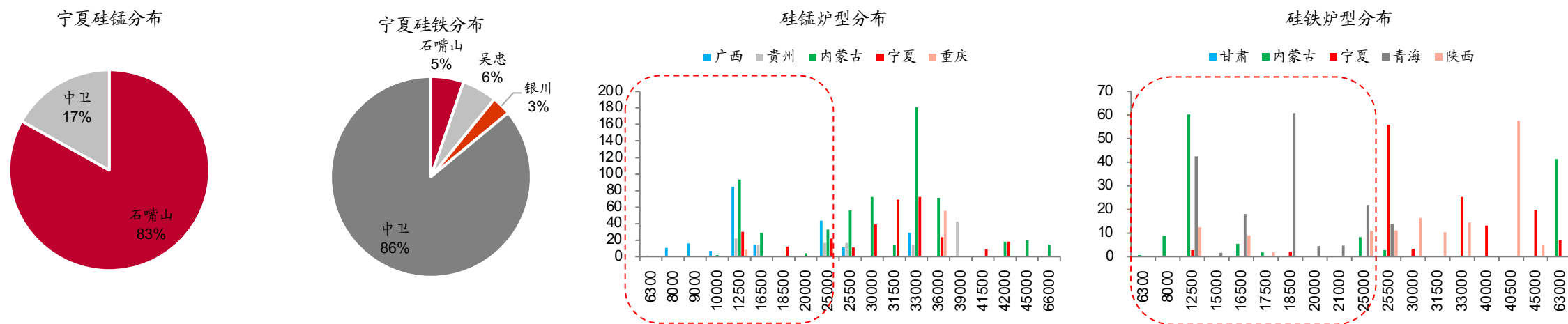
- 能耗特点：能耗总量低、强度高、年复合增长率高，一季度宁夏单位GDP电耗全国第一。
- 双控目标：4/15出台全区目标为总量+260万吨标煤、强度-3.3%，分解至合金主产区石嘴山及中卫市强度较严为-4%，两地分别于4/27、5/7召开市县级别会议并明确三级目标。
- 双控节奏：宁夏及中卫5月中旬分别被国家发改委环资司、宁夏发改委点名，一季度强度大增之下节能压力巨大，督促加强工作力度，保证完成全年目标。
- 评论：中卫类似一月初的乌兰察布，在全区超标下被拿出来当典型，其他区域有望跟进。宁夏双控预期难以证伪，且拖延时间与极端动作发生概率呈正相关，宁夏已损失了5个月的调控时间，后续月均摊薄1.7倍的目标任务。

资料来源:铁合金在线，华创证券，招商期货研究所

3.5 宁夏分布：中卫硅铁石嘴山硅锰，硅铁炉型领先于硅锰

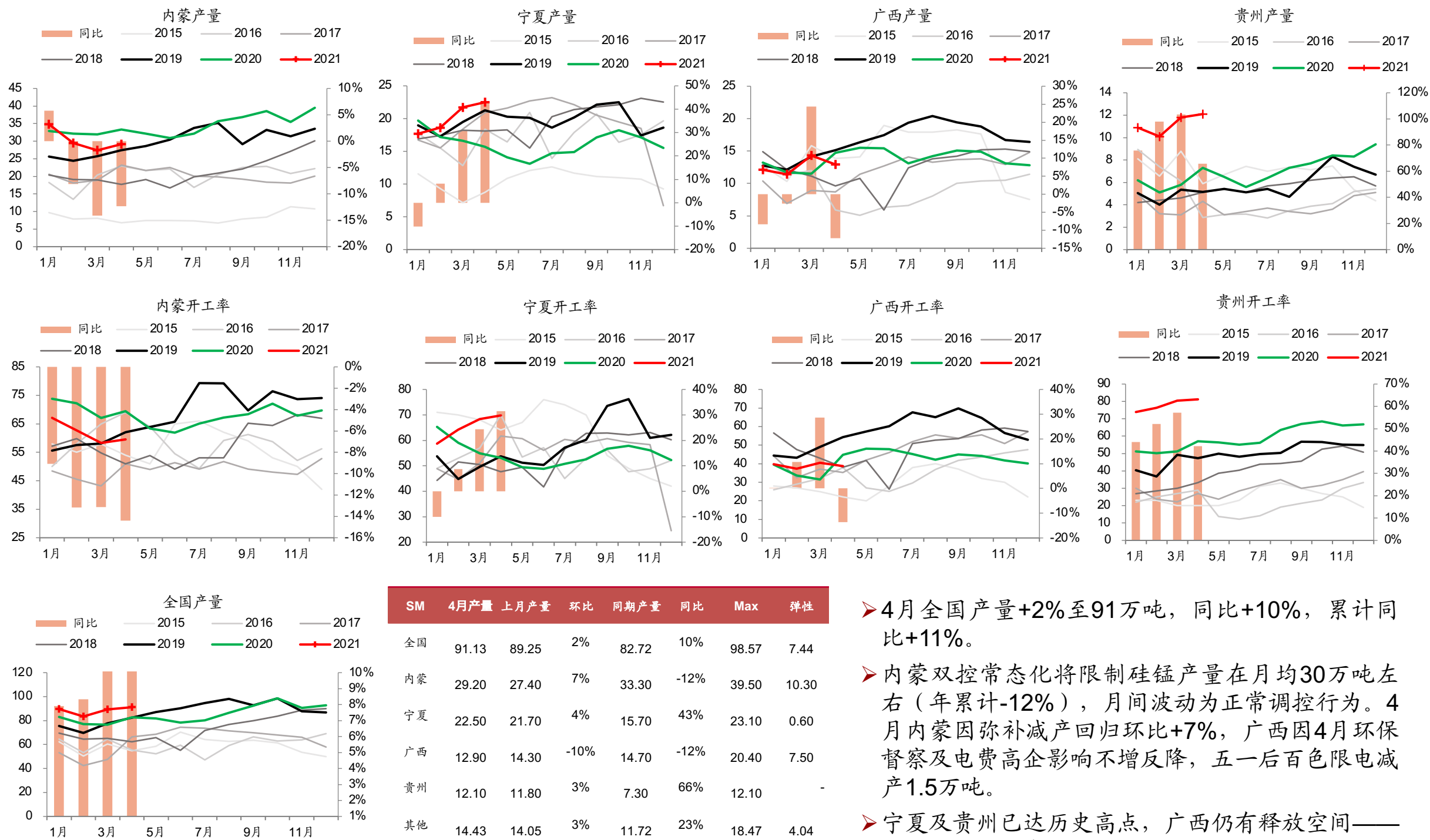
	2021年宁夏能耗总量和强度双控目标				2020年双控			2019年双控	
	能耗增量(万吨标煤)	单位GDP能耗强度(%)	工业能耗增量(万吨标煤)	工业用电量(亿千瓦时)	能源消费量(万吨标煤)	增量(万吨标煤)	单位工业增加值能耗(%)	能源消费量(万吨标煤)	单位工业增加值能耗(%)
全区	260.0	(3.3)	235.0	191.2	7,137.6	311.2	(1.1)	6,826.4	0.5
银川市(不含宁东基地)	25.0	(2.5)	22.3	18.1	451.2	52.9		398.3	
石嘴山市	55.0	(4.0)	49.0	39.8	1,533.2	167.1	(2.3)	1,366.1	(0.9)
吴忠市	35.0	(2.5)	31.2	25.3	601.8	(29.0)	(14.5)	630.8	(7.2)
固原市	10.0	(2.5)	8.9	7.2	144.1	21.4	8.2	122.7	19.4
中卫市	40.0	(4.0)	35.6	29.0	914.7	(48.4)	(6.1)	963.1	0.6
宁东基地	100.0	(6.3)	89.0	72.4	3,493.5	147.5	4.4	3,346.0	(1.3)
备注:	规模以上工业企业用能占比约89%								
	1万千瓦时=1.229吨标准煤								

2021年石嘴山市能源消费总量和强度双控及煤炭消费总量控制重点工作安排(4/27)					
	能耗增量(万吨标煤)	单位GDP能耗强度(%)	能耗总量(万吨标煤)	能耗增速(%)	用电增速(%,按占能耗比重的45%)
全市	55	(4.00)	2,246	2.51	5.58
大武口区	10	(1.90)	270	3.85	8.55
惠农区	25	(4.35)	1,038	2.47	5.48
平罗县	20	(4.76)	938	2.18	4.84
2021年沙坡头区能源消费总量和强度双控目标任务及重点工作安排(征求意见稿)(5/7)					
沙坡头区	6	5			



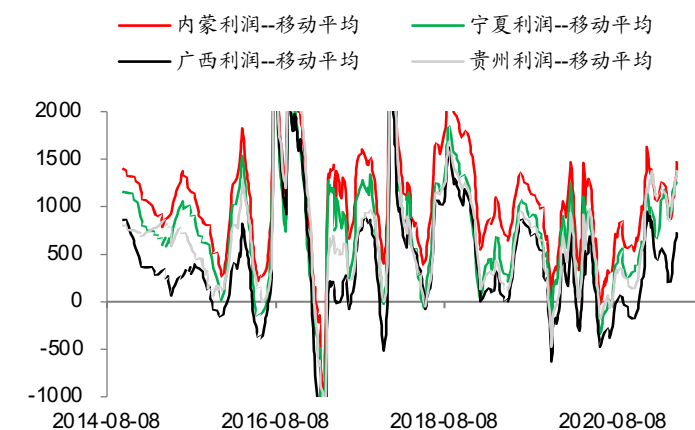
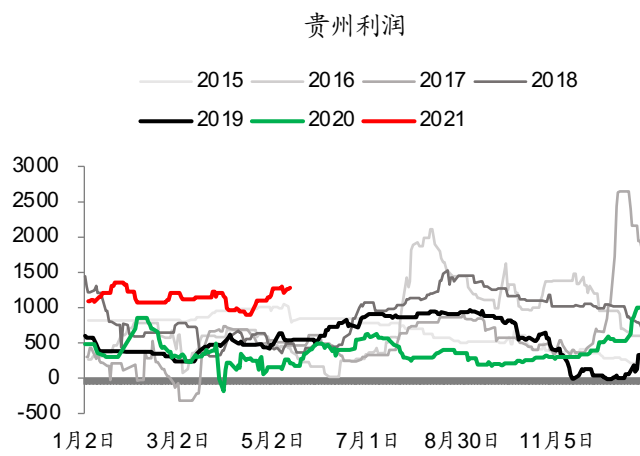
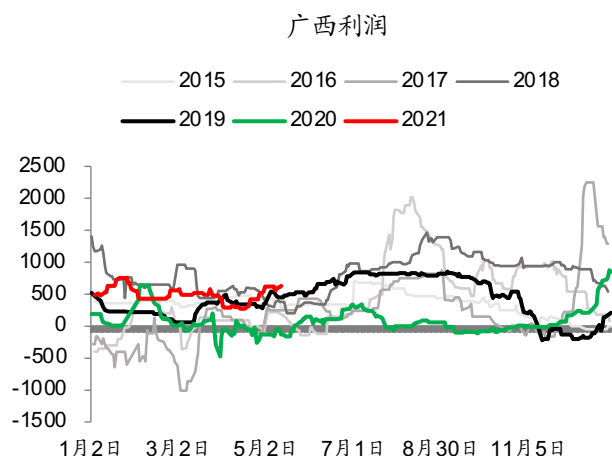
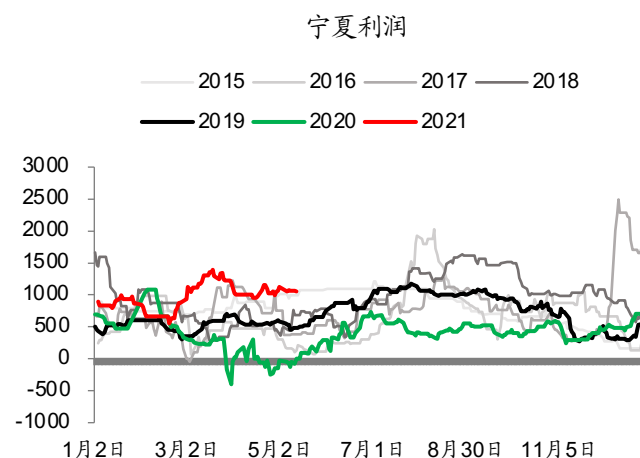
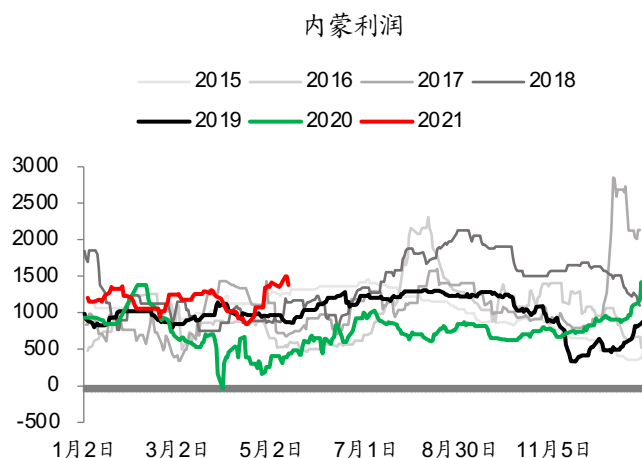
- 区域分布：宁夏硅铁86%集中于中卫，硅锰83%集中于石嘴山。
- 炉型分布：宁夏硅铁炉型领先于硅锰，硅铁已几无两万五及以下炉型（占比3%约0.4万吨），硅锰仍有少数（占比20%约4.6万吨）。
- 双控目标：以能耗增量目标折算增速为石嘴山+2.5%、平罗+2.18%，若参考内蒙计算模式，即按用电占能耗45%折算，用电预算应该分别控制在石嘴山+5.58%、平罗+4.84%的增速以内。
- 推论：中卫由于被点名限产预期优先走强，支撑了近日硅铁相对硅锰价差，但是若参考内蒙模式——两万五及以下炉型的限制类实行国网停电及差别电价，且按炉型分级限产，则整体硅锰影响大于硅铁。

3.6 区域供给：全国维稳90万吨，广西因限电及高电费尚未释放



- 4月全国产量+2%至91万吨，同比+10%，累计同比+11%。
- 内蒙双控常态化将限制硅锰产量在月均30万吨左右（年累计-12%），月间波动为正常调控行为。4月内蒙因弥补减产回归环比+7%，广西因4月环保督察及电费高企影响不增反降，五一后百色限电减产1.5万吨。
- 宁夏及贵州已达历史高点，广西仍有释放空间——为供给边际即盘面定价标的。

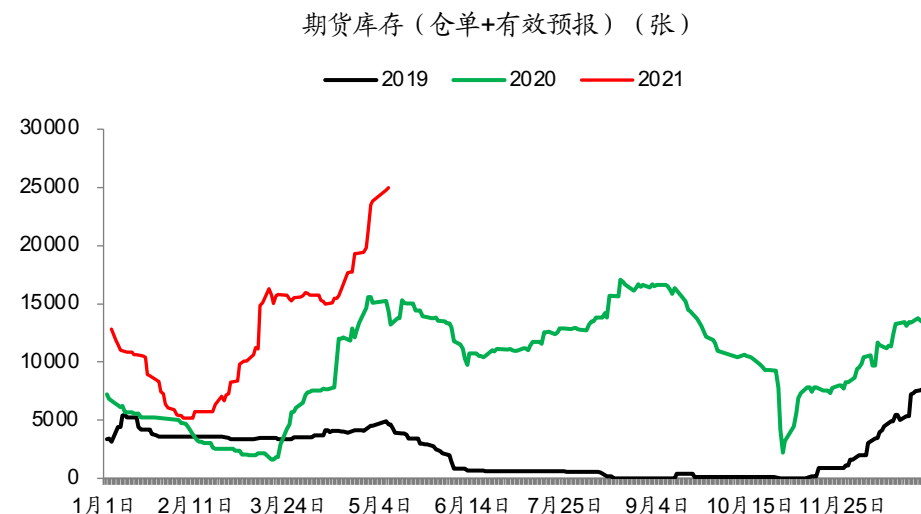
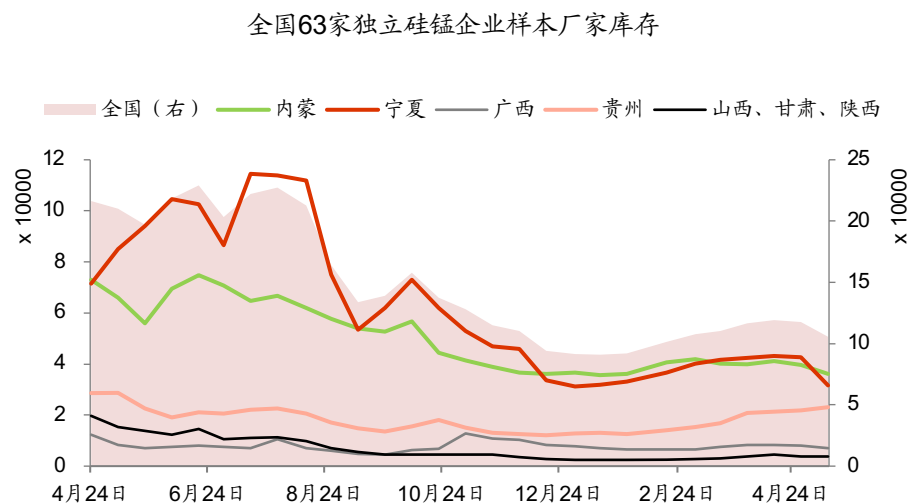
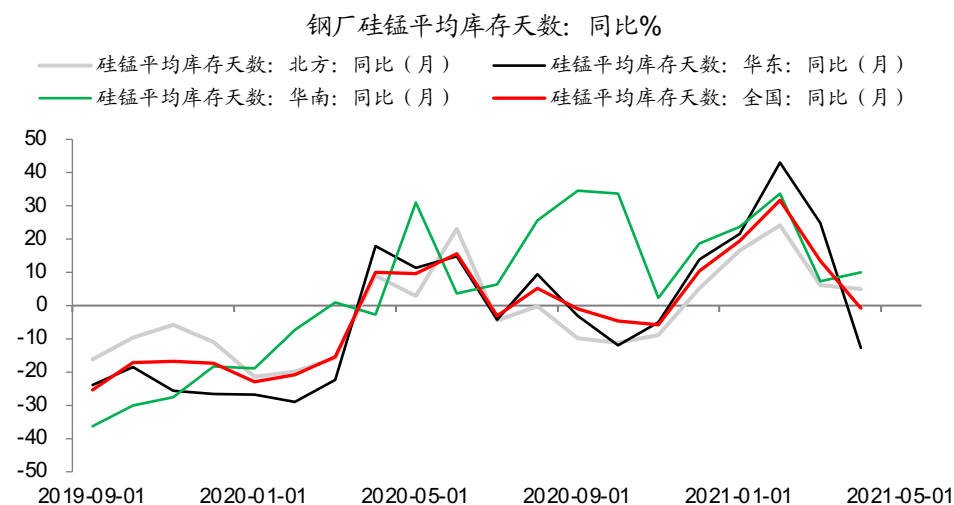
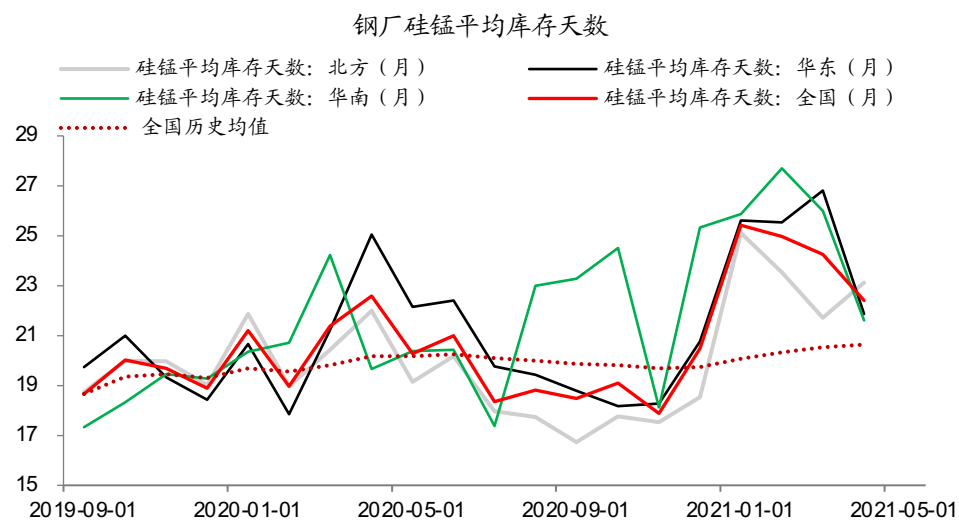
3.7 硅锰利润：产业利润明显改善，但广西仍盈亏自负



CMF	2021/5/12	2021/4/12	涨跌幅	2021/3/12	涨跌幅	2021/2/10	涨跌幅	2020/5/12	涨跌幅
硅锰现货报价: 内蒙古	7,025	6,625	6%	7,075	-1%	6,800	3%	7,175	-2%
硅锰现货报价: 广西	7,100	6,600	8%	7,075	0%	6,950	2%	7,175	-1%
南非锰块: Mn37Fe5: 天津港	35	34	3%	36	-1%	37	-4%	55	-36%
南非锰块: Mn38Fe5: 钦州港	37	36	3%	37	-1%	35	6%	54	-32%

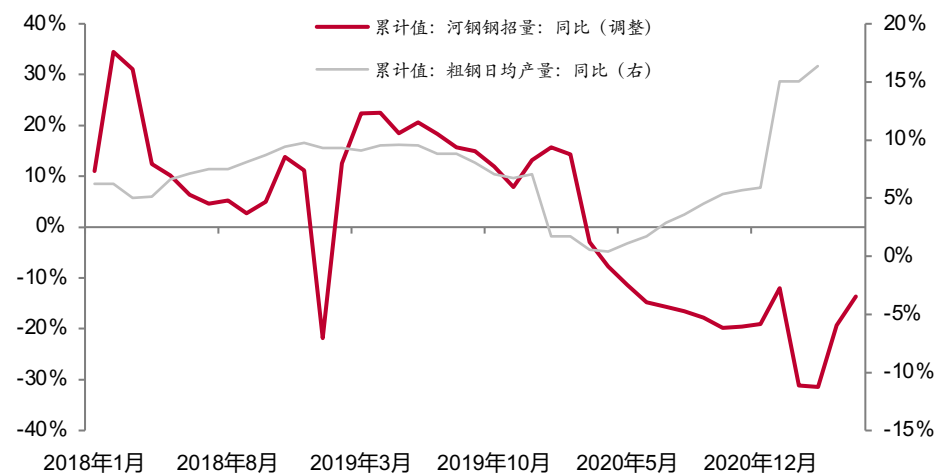
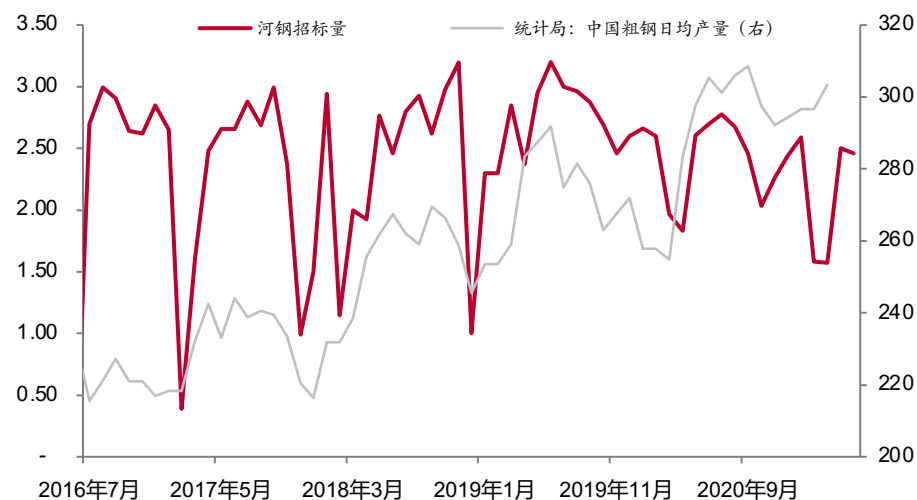
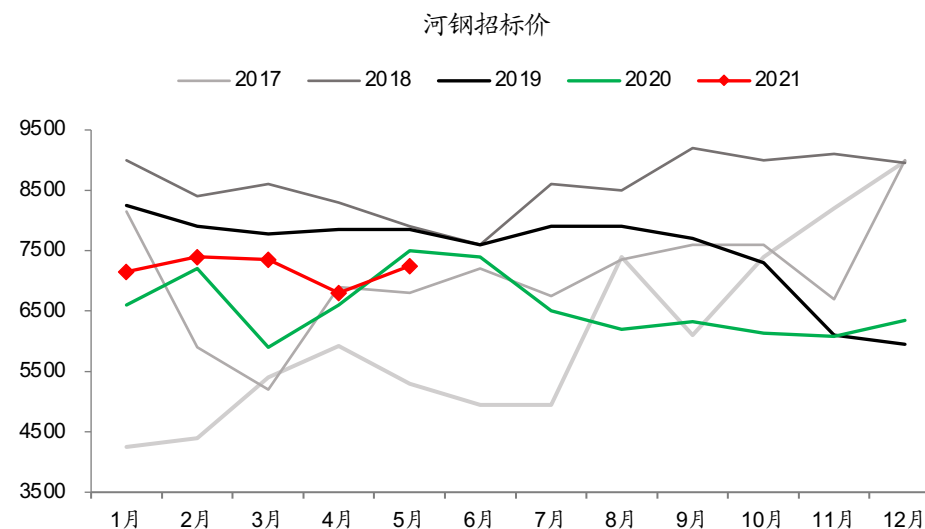
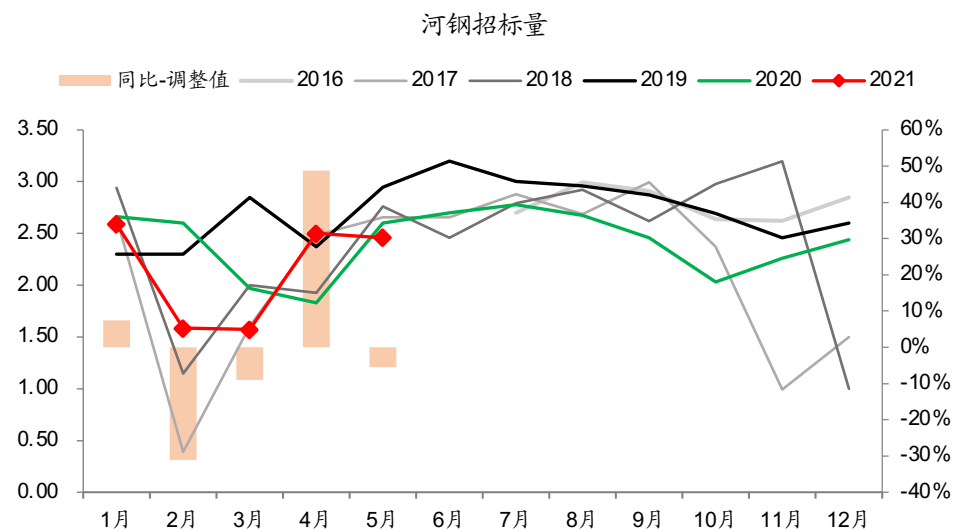
- 今年核心矛盾集中在硅锰能耗双控身上，锰矿维持底部震荡，区别于近两年的利润每况愈下，产业利润水平明确拉高
- 在经历了一波供给弹性释放及双控政策空窗期间共振的阶段性利润回调之后，目前由现货价格反弹带动再次迈入利润扩张区间，理论边际利润蒙宁贵三地均已过千，广西在500上下，广西实际成本在7000一线，成交价格下微亏或打平。

3.8 硅锰库存：盘面交易政策预期升水，钢厂库存向交割库转移



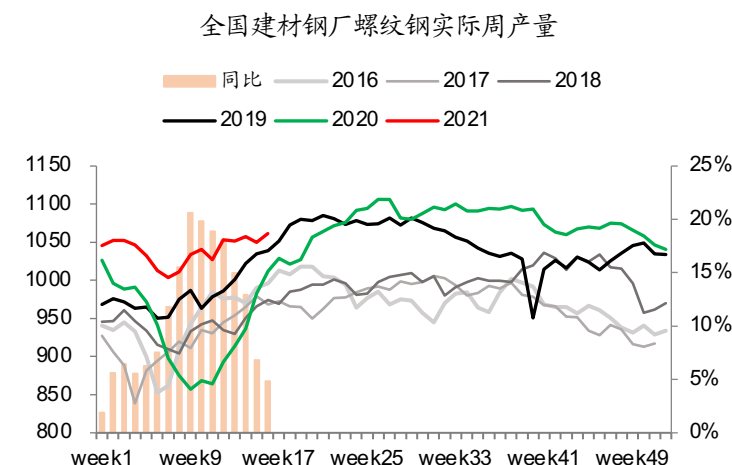
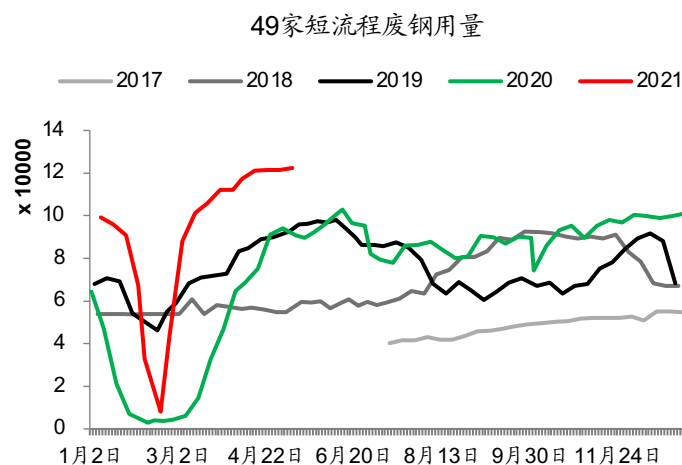
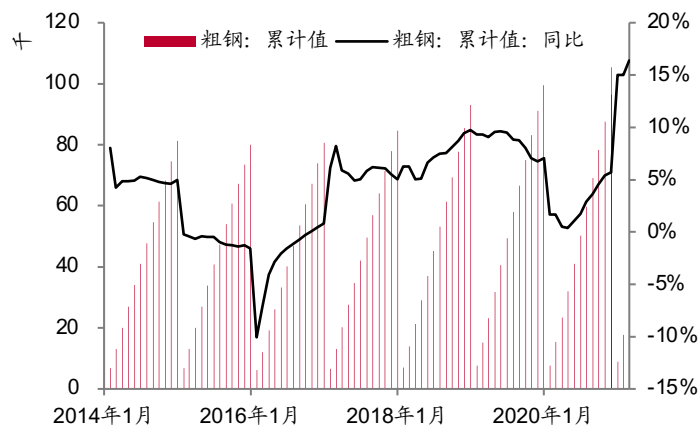
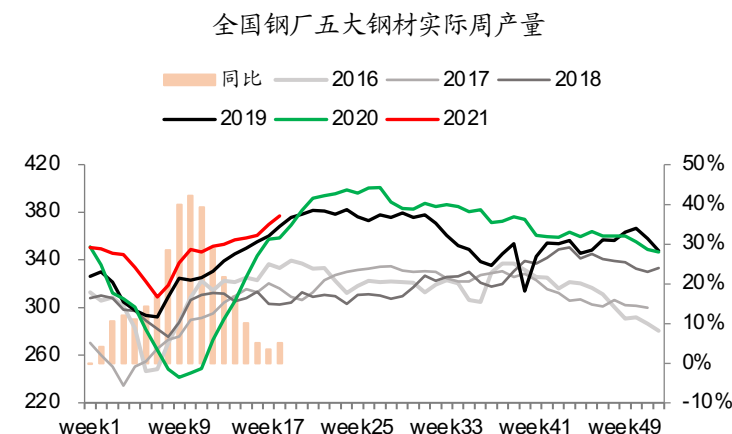
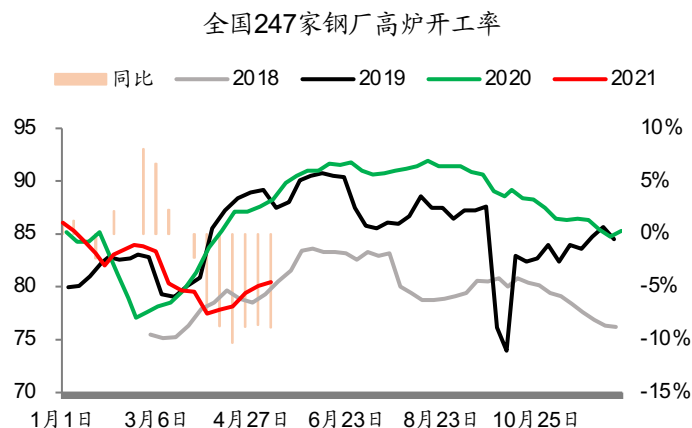
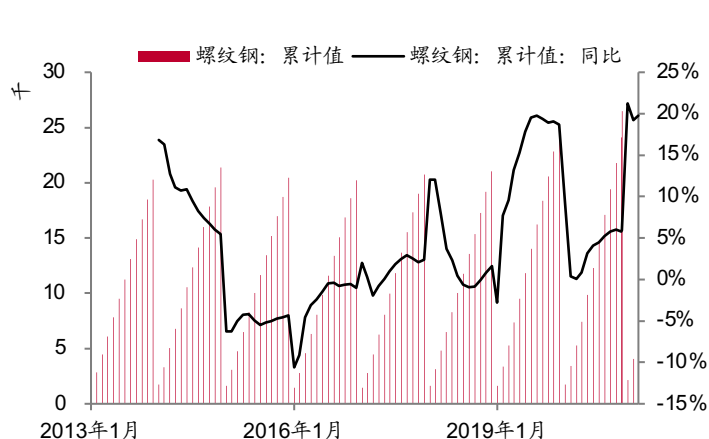
- 盘面交易政策预期升水，带动钢厂库存大幅向交割库转移。
- 4月钢厂库存大降，全国平均库存天数环比-8%为22.4天，虽仍高于历史均值9%，但今年首次低于同期水平。
- 合金厂库存基本持稳在12万吨以下，5月上旬去库降至10万吨。
- 盘面长达一个月的持续升水吸引了5万余吨仓单跑步入场，期货库存连创新高至13万吨，其中注册仓单1.72万张、有效预报8793张。

3.9 硅锰钢招：河钢定标略超预期，与卖方交割之间存在博弈



- 河钢5月钢招时间拖延至节后展开，前一月集中补库后本月招标量-400吨至2.46万吨，同比-5%，累计同比-14%，从招标量与粗钢产量增幅的敞口来看，今年钢厂对硅锰招标呈消极态度。
- 7100询价后落定7250元/吨，高于南方主流价格7150-7200元一线，超出市场预期，体现出与卖方交割之间的博弈。

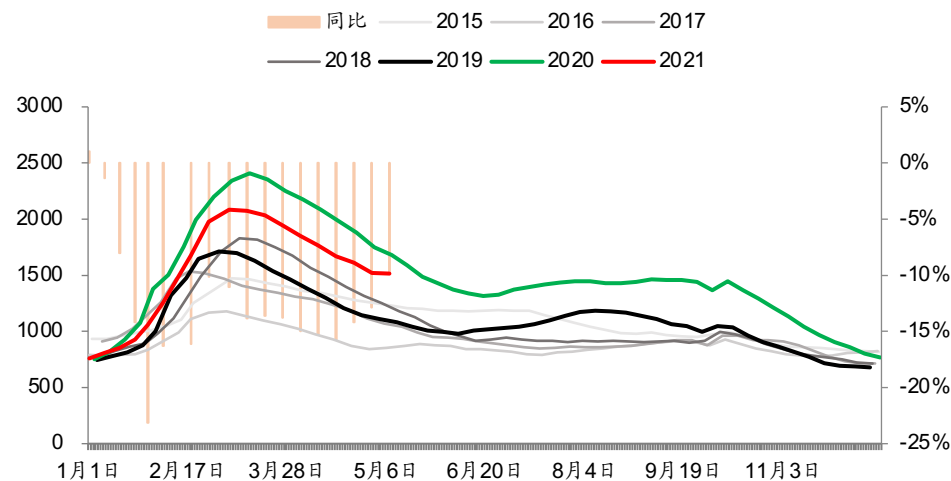
3.10 下游开工：现实需求良好，零增长要求下仍有5%的减产预期



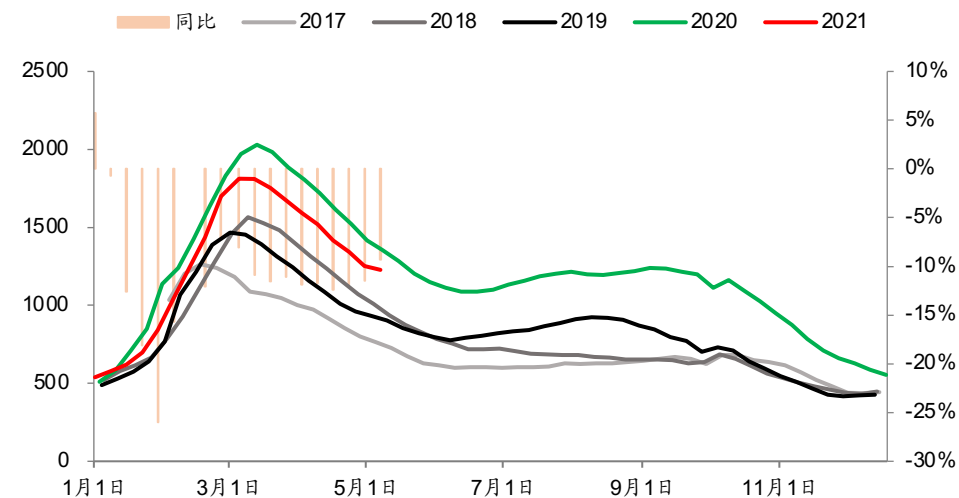
- 一季度硅锰现实需求良好，螺纹产量累计+20%，粗钢+16%。
- 三月下旬高炉开工因唐山减排限产逆季节性下滑至77.47%，但预期之中在高利润传导下短流程及其他产区供给弹性回补，钢材产量稳定增长。
- 按工信部粗钢产量负增长要求，假设零增速下，2-4季度仍需减产3830万吨即5%。

3.11 终端需求：除季节性环比回升以外，维持相对高水平

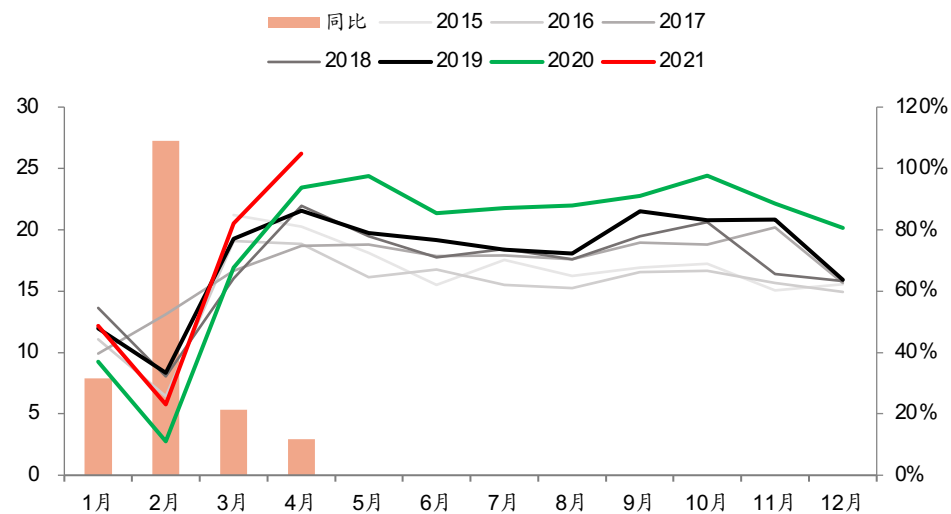
中国主要钢材库存：合计



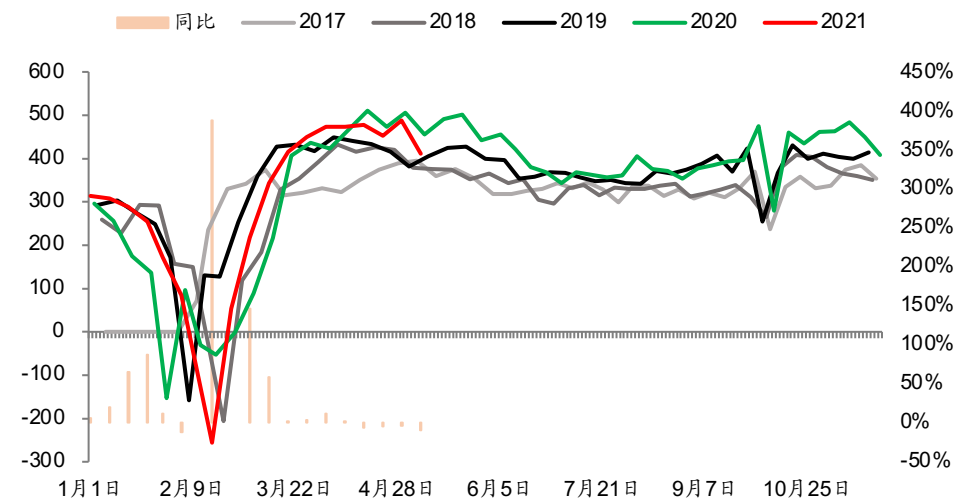
中国螺纹钢库存：132城市



全国建筑钢材成交量：237家主流贸易商：月均

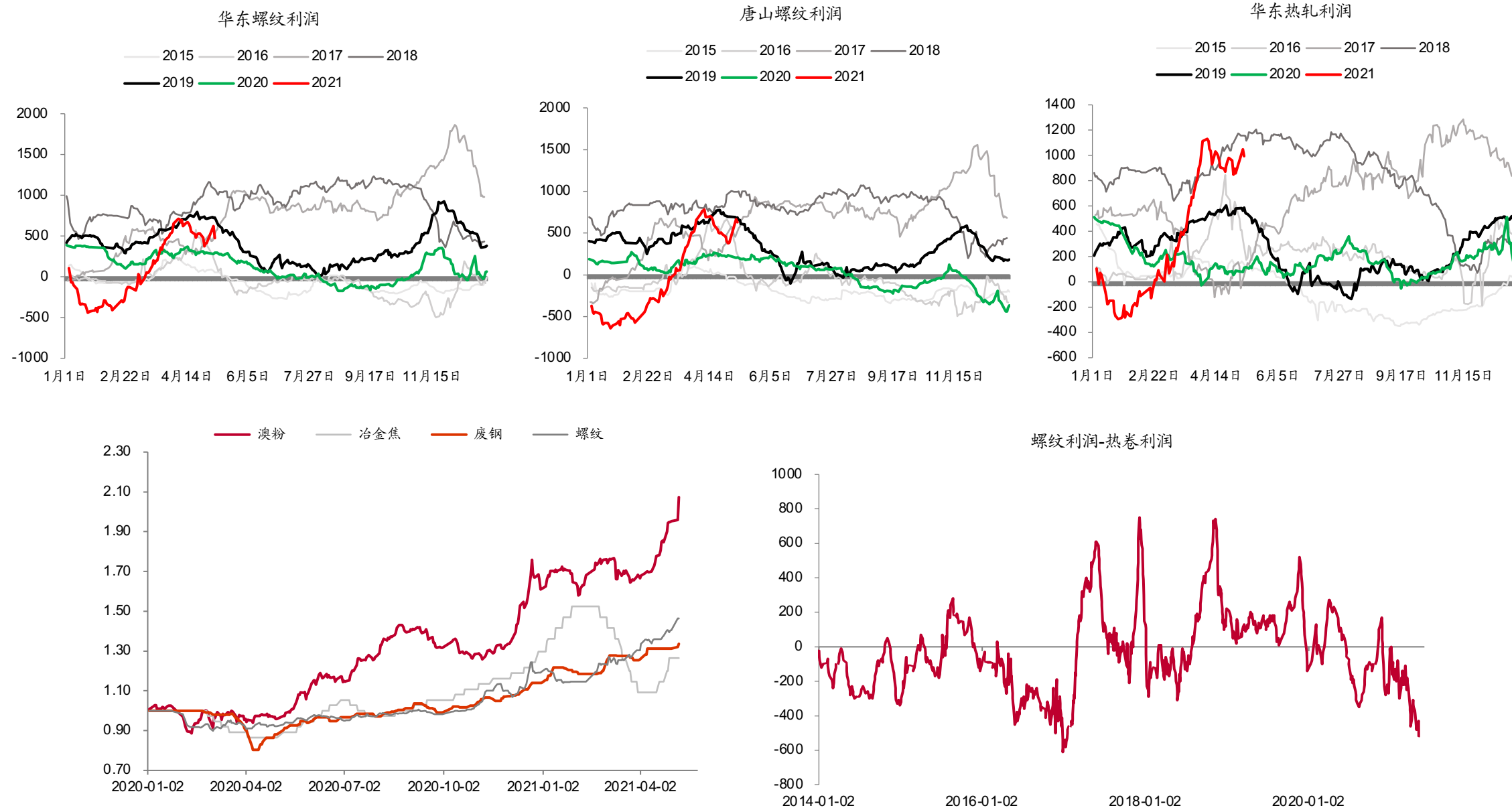


螺纹测算周度表需



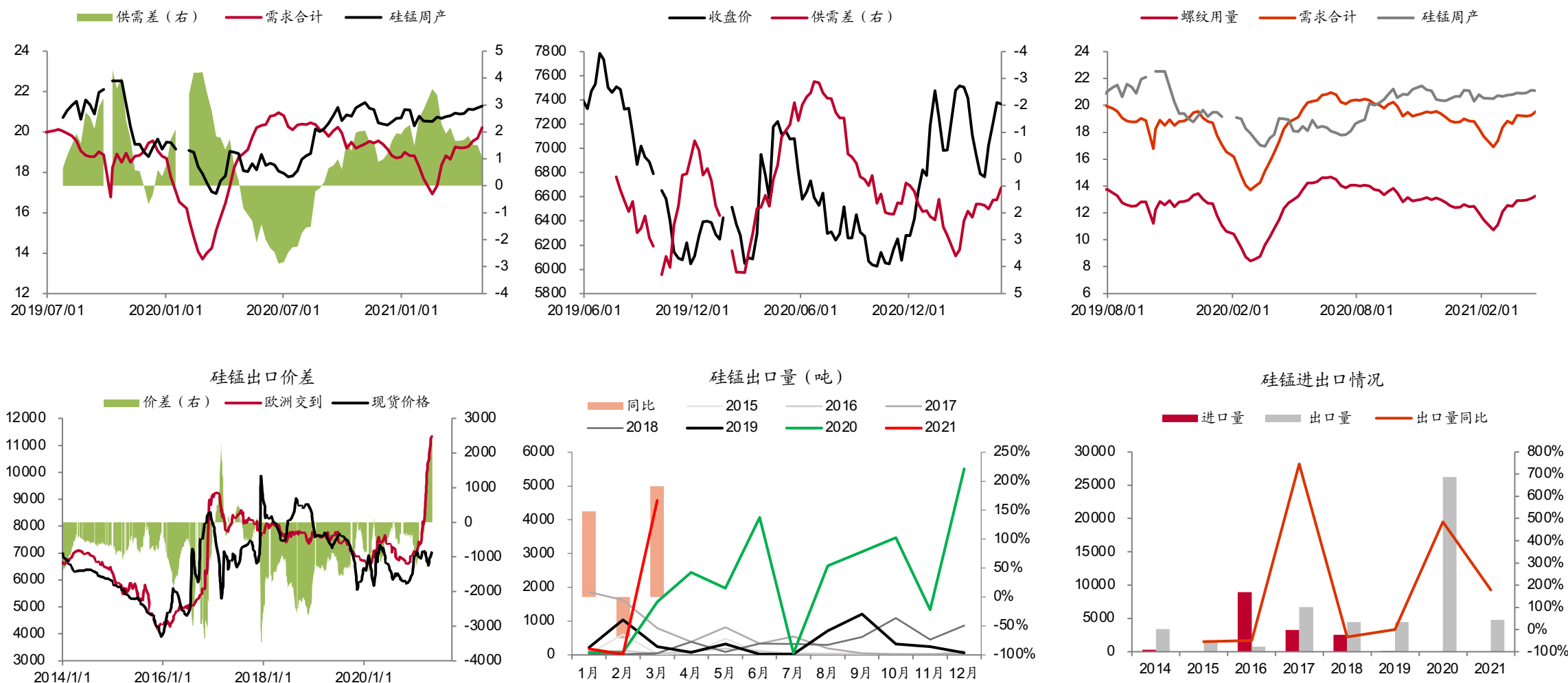
➤ 终端需求维持高水平，除季节性环比回升以外，较疫情前的2019年增幅也扩大至22%。

3.12 钢厂利润：成材利润高位震荡，为原料让价基础



➤ 受益于减排限产及终端需求向好矛盾，成材利润大扩，4月因铁矿夺利见顶震荡，下游利润水平为原料提供让价基础。

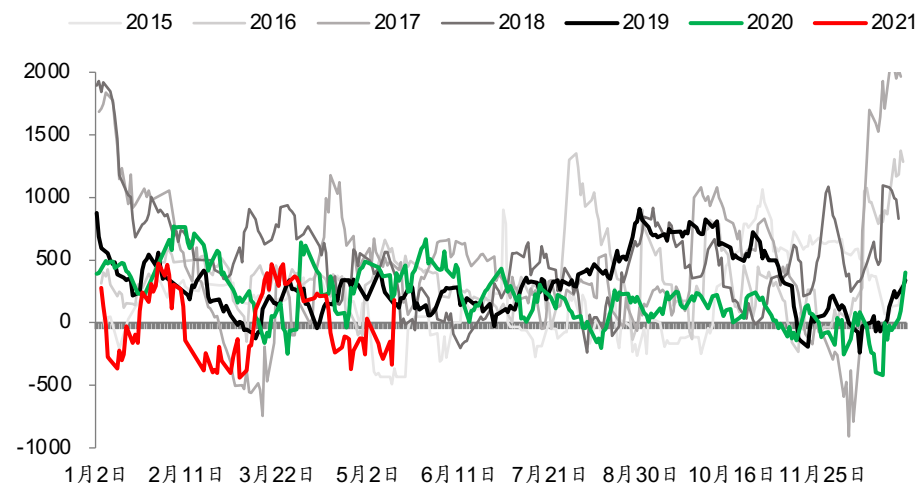
3.13 硅锰供需：现实基本面并不差，双控时间错配将创造趋势机会



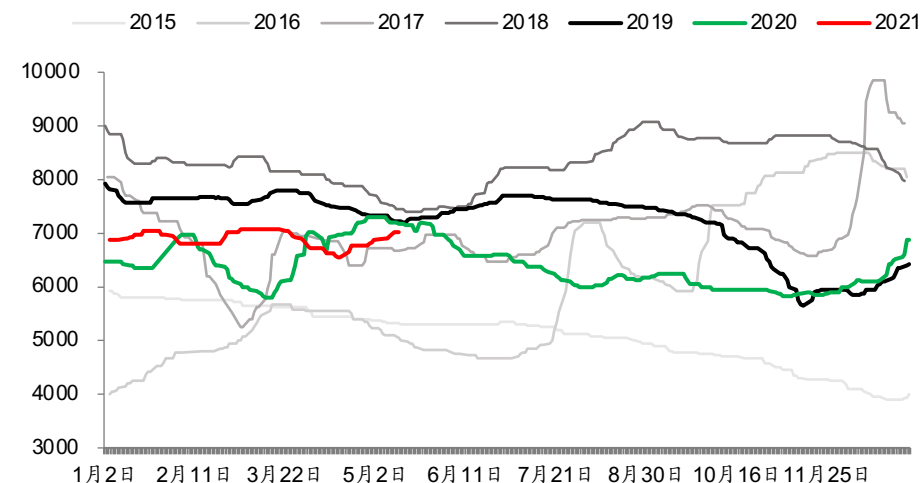
- 今年硅锰实际基本面并不差，在内蒙古双控常态化制约下，可见下游钢材环比增幅大于硅锰，供需差持续下降。
- 盘面的来回波动更多体现的是预期与现实的定价漂移，政策预期层面多空交织，粗钢减产与宁夏双控时间上的错配可带来驱动机会。
- 海外硅锰价格大涨不容忽视，多年罕见的出口窗口打开带动出口量同比接近翻倍，若维持当前出口量则去年同比+50%，对需求有0.14%的边际提振至0.3%。

3.14 盘面估值：黑色联动回调错杀，估值再次回归低位

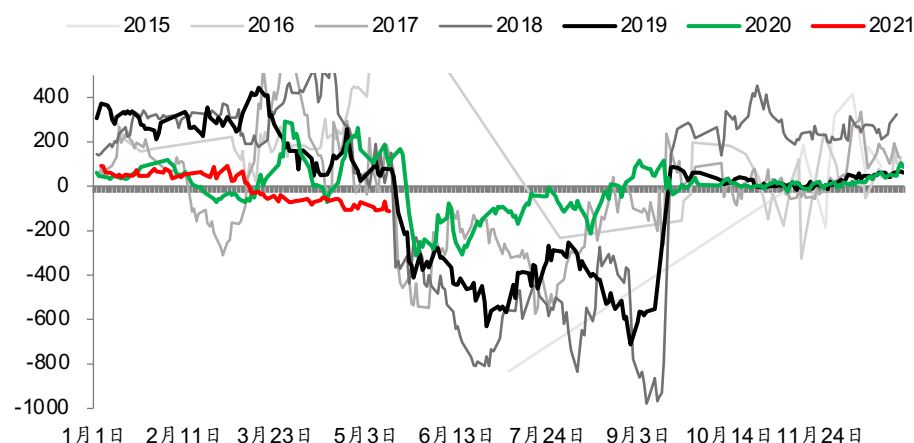
锰硅主力基差季节图



内蒙硅锰现货价格季节图



5-9价差

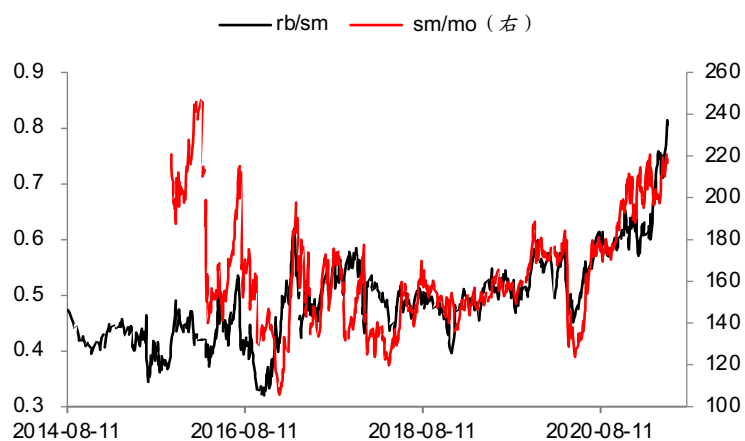
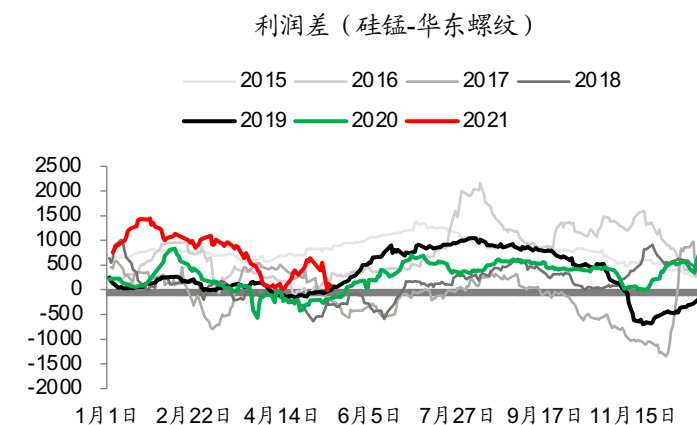
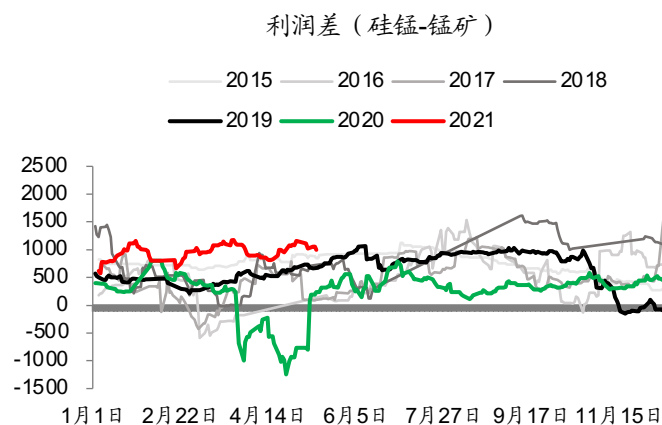
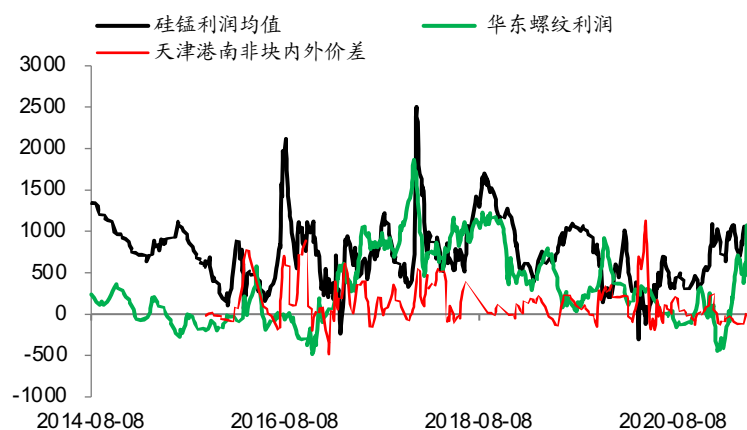


硅锰供给边际盘面利润



- 自宁桂双控文件释出后转向交易政策预期，但弱现实因政策久未落地维持贴水结构，而预期利多与现实利空的僵持加剧带动反套逻辑。
- 5/13起，黑色五一归市速涨之后在美国通胀预期抬头、国内调控动作频发及下游承接能力走弱共同作用下集体杀估值，期现劈叉之间，相对7300的仓单成本盘面转至贴水结构，广西盘面成本6800左右，在宁夏双控尚未交易完毕下明确落入低估值区间

3.15 产业链估值：锰系相对螺纹估值偏低



➤ 锰系相对螺纹估值偏低，从价格绝对数来看，螺纹相对硅锰及硅锰相对矿价比值均拉至历史高位，从产业链利润分配来看，硅锰相对锰矿利润偏高，硅锰相对螺纹利润很低，中下游减产体现为对上游锰矿的利润挤压，中长期矿价有回升空间。

4. 策略推荐：宁夏双控预期尚未打满，把握回调下的布局机会

- 中长期：我们认为今年合金由于成本支撑价格底部明确，反之顶部由政策力度测试决定。前期走势已明示逻辑上供给端内蒙单一产区双控限产与下游粗钢总量控制负增长之间的矛盾将限制上顶，且通过供给弹性补充以套保盘涌入方式带来阶段性回调，价格于宽幅震荡区间难以形成突破，故基本维持右侧等待成本支撑一线布局长线多单、结合左侧回调买入、逢高估值兑现利润的短线操作。
- 短期：盘面在现实与预期定价中来回博弈，当前碳中和仅唐山和内蒙示范区双控限产无法解决供给弹性矛盾，内蒙双控常态及广西限电之下硅锰现实基本面并不差，但是预期多空交织，粗钢产量若达负增要求仍有5%的减产预期，同时宁夏一季度能耗超标点名要求加强力度，两者释放及落地时间有望带来错配机会。
- 该轮大幅回调并非合金自身驱动，而是受宏观情绪及国内调控影响下的黑色系集体杀估值，硅锰已落入低估值区间，在宁夏双控难以证伪且继续发酵时具有中长期配置价值，建议在黑色情绪释放完毕后逢低介入多单。
- 风险提示：下游减产再度加码、内蒙双控力度减弱、宁夏政策久未落地

杨依纯：招商期货合金研究员，负责锰硅上下游产业链分析，注重基本面研究，具有期货从业资格（证书编号：F3066708）。

邓文哲：招商期货钢矿研究员，FRM，英国格拉斯哥大学投资基金管理硕士，具有期货从业资格（证书编号：F3059493）及投资咨询资格（证书编号：Z0014624）。2017 年大商所“十大期货投研团队”成员，主要负责黑色系产业链研究，擅长基本面分析和逻辑推理，专注发掘基本面驱动的套利交易策略。

谢谢!

重要声明：《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。