

# 合金：变的不是基本面，而是人心

——创元研究黑色金属行情策略周周谈

创元研究黑色金属合金研究员

杨依纯

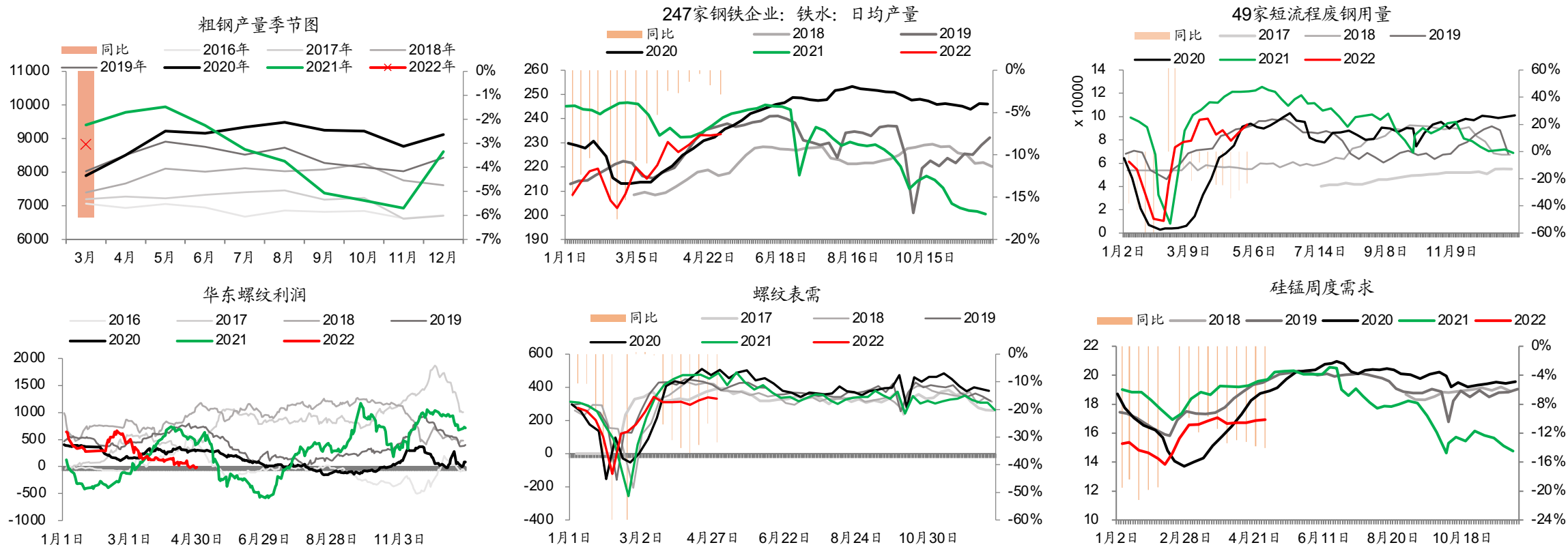
## 黑色及宏观驱动，合金估值回调

- 高估值承压、低估值安全边际优势凸显：硅锰相对硅铁抗跌，双硅价差回调近40%
- 合金本轮下跌始于4/19，较前高11340、9170，两者跌幅分别为硅铁13.5%、硅锰7.7%
- 硅铁三波大跌均为外部驱动：分别对应4/19粗钢压减、4/25股市大跌、4/27发改委部署煤炭长协监管



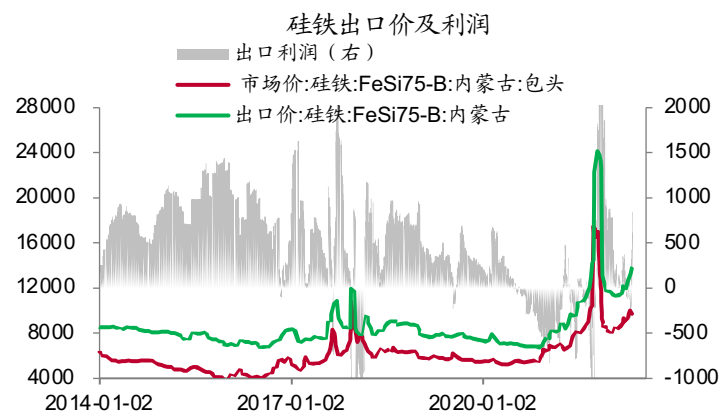
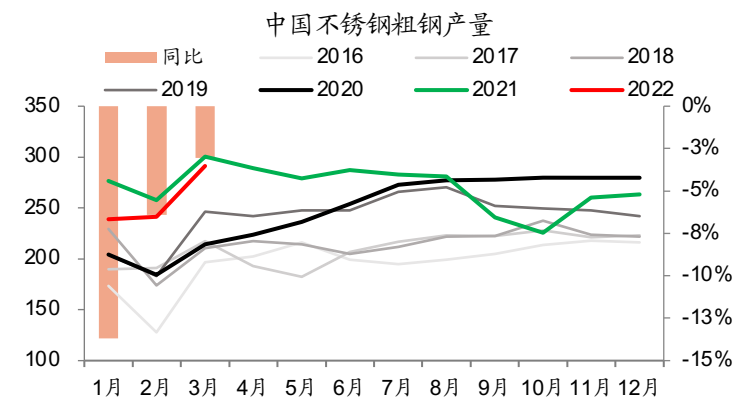
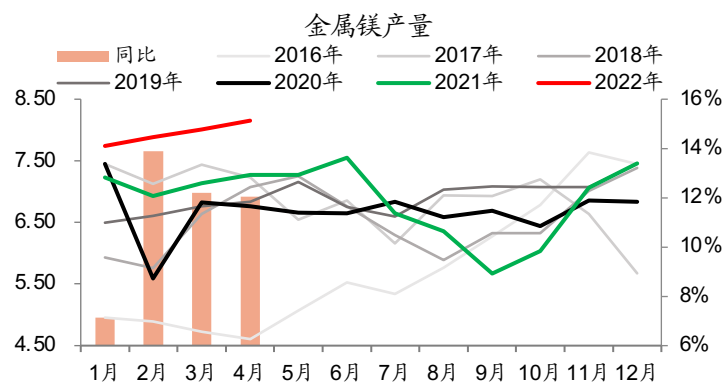
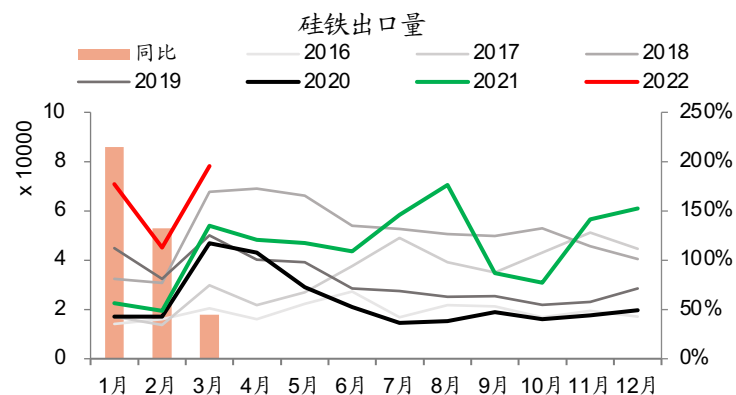
## 1. 需求：粗钢压减定基调，炼钢需求趋见顶

- 4/19发改委对粗钢压减作出官方定调，虽市场早有预期，但原料仍承压回调。
- 原料炼钢需求基本见顶：粗钢产量去年10.33亿吨，今年一季度同比-10%为2.43亿吨，后三季度将以7.89亿吨同比+4%为顶，月均8770万吨相对3月8830万吨产量说明钢厂增产空间明显不足。



## 2. 需求：非钢拉动是亮点，出口持续为关键

- 硅锰需求高度集中炼钢一端故而疲软，而硅铁另有三成非钢需求拉动。
- 出口为硅铁需求主推项，其持续性为关键：一季度净出口与金属镁产量增速102%、11%，两者占硅铁需求12%、18%，对应分别形成6%、2%的正向拉动，对冲粗钢减量后录得1%正增。全年预估：出口若维持现有体量即可贡献6%的需求增量，金属镁增产与粗钢压减效力可基本对冲。



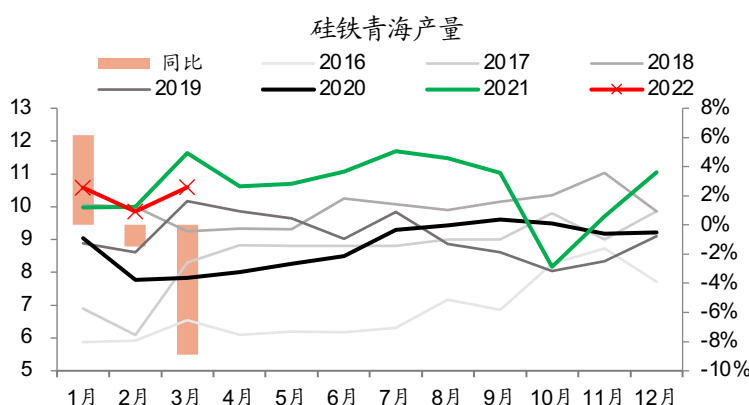
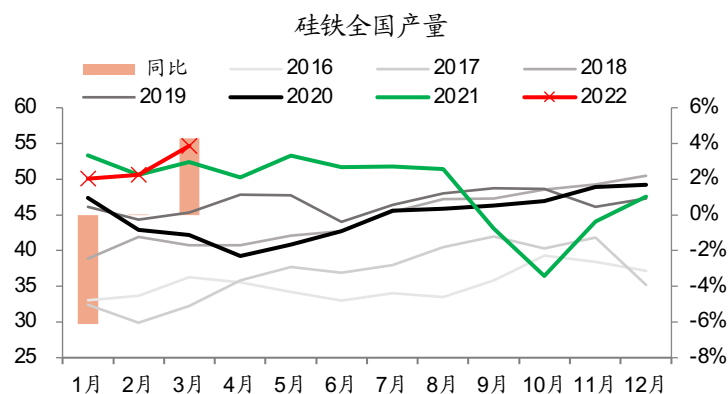
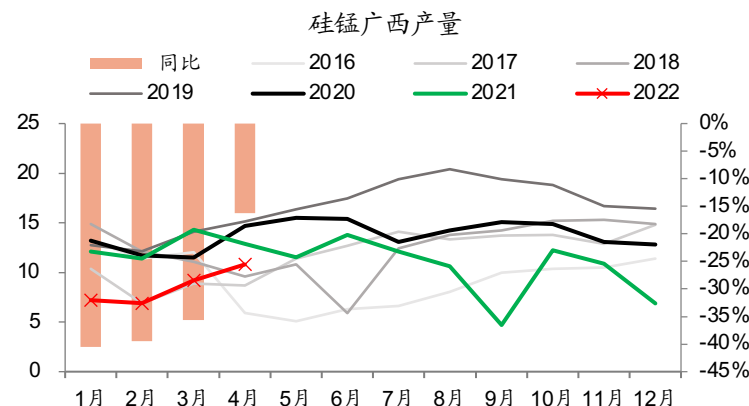
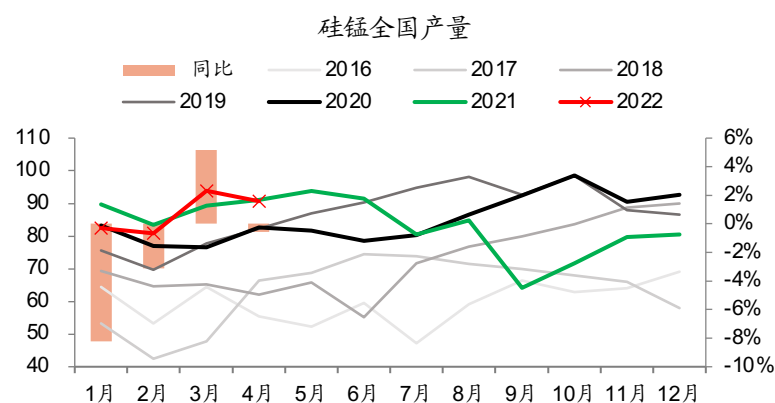
硅铁一季度需求情况

	净出口	金属镁需求	不锈钢需求	粗钢需求	总需求	金属镁产量	不锈钢产量	粗钢产量
Jan-21	6.88	8.90	2.63	31.59	50.01	7.74	238.92	7,897.90
Feb-21	4.46	9.07	2.65	31.59	47.78	7.89	241.28	7,897.90
Mar-21	7.65	9.21	3.20	35.32	55.38	8.01	291.27	8,829.49
22Q1	18.99	27.18	8.49	98.50	153.16	23.64	771.47	24,625.29
21Q1	9.42	24.48	9.19	108.79	151.88	21.29	835.08	27,197.50
同增	9.57	2.70	(0.70)	(10.29)	1.28	2.35	(63.61)	(2,572.21)
同比	102%	11%	-8%	-9%	1%	11%	-8%	-9%
需求占比	12%	18%	6%	64%	100%			
需求拉动	6%	2%	0%	-7%	1%			



## 3. 供给：能耗双控让位，关注限制类淘汰

- 碳中和为稳增长让位，能耗双控导向的被动减产不再，今年主要关注内蒙截止年底的限制类产能淘汰（硅锰体量较小）。
- 产能淘汰有望对硅铁供给形成5%以上减量：截止3月估算在产炉型中内蒙限制类约7.86万吨，占内蒙半数、全国15%量级，考虑地方政府已公布的西金矿冶和双龙实业两项置换方案，可对冲5.1万吨约9.5%的产量损失，供给影响可能在5%以上，且时间集中在四季度。

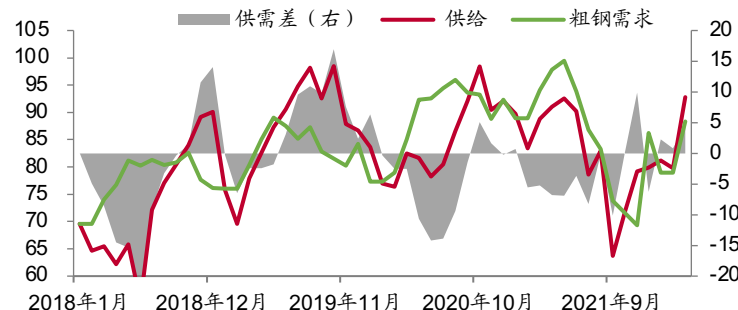


硅铁内蒙限制类炉型在产及置换情况			
企业名称	3月开工情况(台)	产量(吨)	产能置换计划
西金矿冶	45000*4	13000	48台合计61.47万吨产能按1.33:1减量置换为46.12万吨硅铁产能
西金矿冶	36000*4	10000	
西金矿冶	25500*8	14800	
西金矿冶	25000*8	14500	
西金矿冶	18000*18	23500	
西金矿冶	12500*2	15550	
西金矿冶	7500*8	4650	12500*10产能置换为电石
乌海君正	63000*6	27400	
乌海君正	12500*4	3600	
浩领能源	12500*4	4600	
太西煤集团	12500*2	2000	12500*10产能置换为电石
金洲冶炼	12500*2	2000	
内蒙鑫鑫化工	12500*2	1500	
包头铭丰	25500*2	4600	
包头升华	12500*1	900	12500*10产能置换为电石
包头金鹏稀土	17500*1	1400	
内蒙古青川	12500*1	1000	
正能化工	25000*1	3400	
内蒙合计		148400	出让未开工硅铁产能16.44万吨按1:1.34减量置换15.1万吨硅铁产能
全国总计		540000	
25000及以下		78600	
占内蒙		53%	
占全国		15%	置换增量合计
鄂尔多斯西金矿冶置换		38433	
乌拉特前旗双龙实业置换		12583	
置换增量合计		51017	

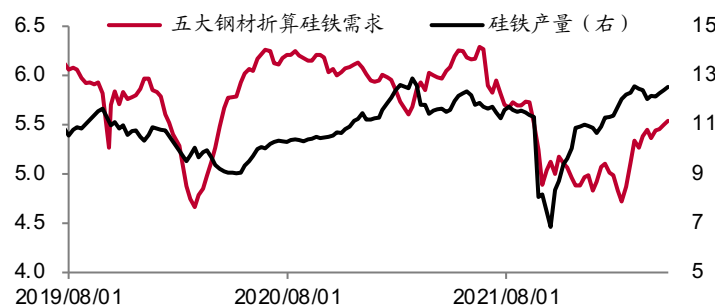
### 4. 供需：短期边际与中长期平衡表略有劈叉

- 中长期：硅铁紧平衡，硅锰偏宽松。
- 短期：边际上硅铁转弱、硅锰转强，差异原因在于供给端（钢联口径硅锰减产、硅铁增产，利润导向下的硅锰检修、硅铁由97硅转产）

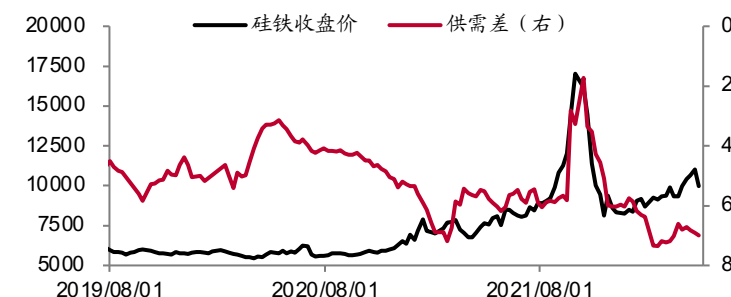
硅锰月度供需平衡表



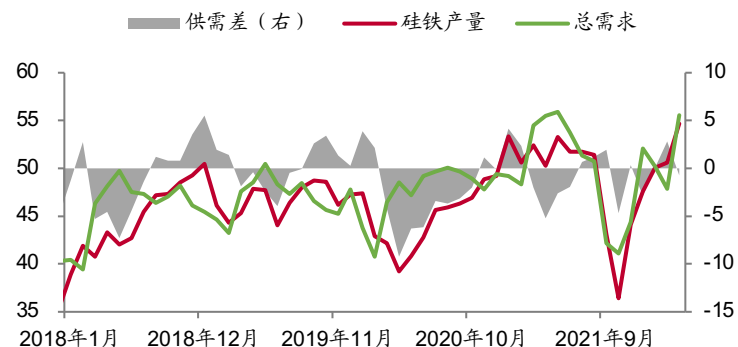
硅铁周度产量与炼钢需求



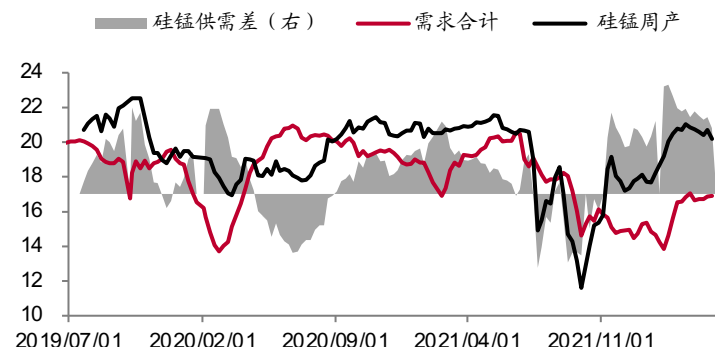
硅铁炼钢供需差及价格对照



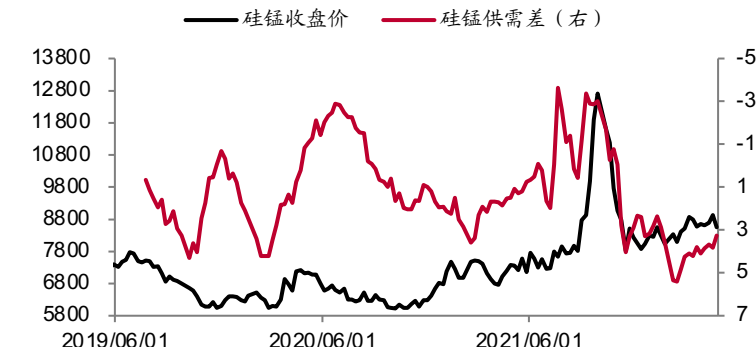
硅铁月度供需平衡表



硅锰周度供需

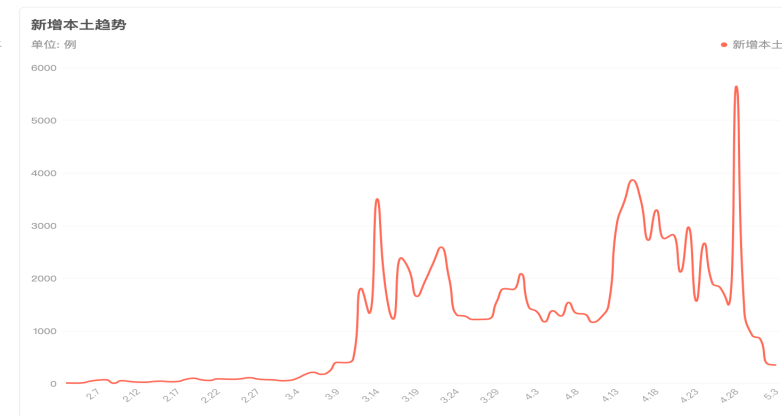
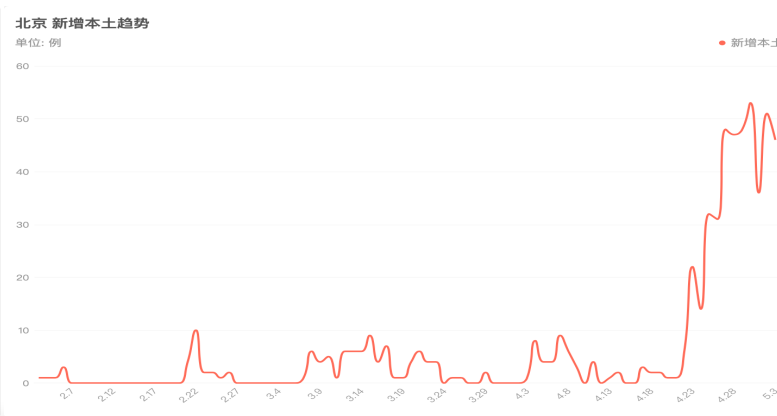
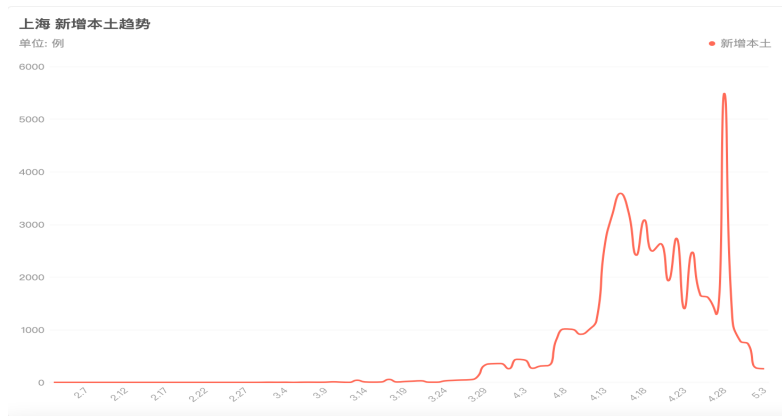


硅锰周度供需差与价格对照

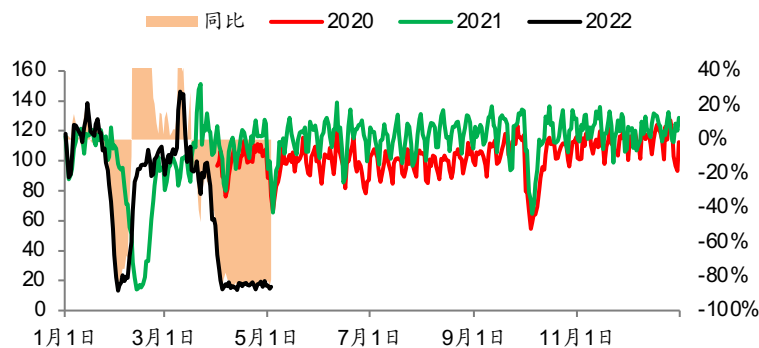


## 1. 疫情：多省接连爆发，物流改善缓慢

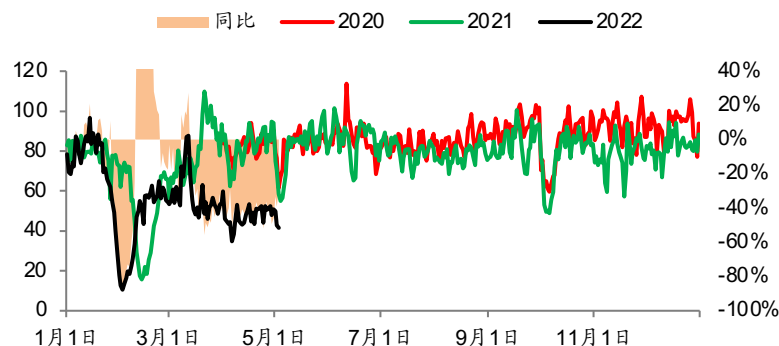
- 新增：上海4/15拐点显现，北京仍处高位，五一后河南又有抬头。
- 物流：全国物流改善缓慢，上海虽已开始复工复产但货运仍低于同期80%以上，北京同比-30%以上，抑制下游需求回归。



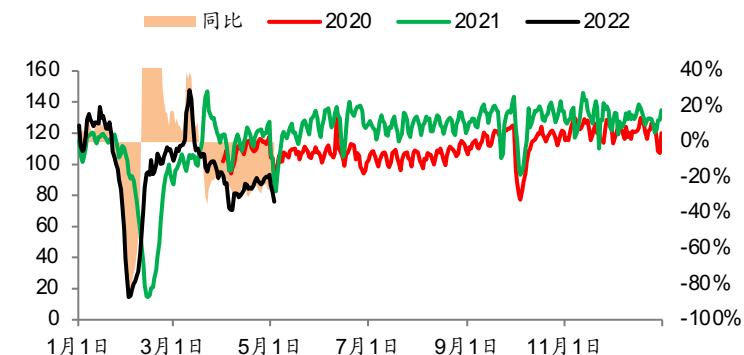
整车货运流量指数: 上海



整车货运流量指数: 北京



整车货运流量指数



## 2. 资本市场：

- 风险：国内外形势复杂，经济下行压力加大，内部面临疫情频发、房地产低迷、中小微企业生产困难、就业形势严峻；外部面临输入性通胀、美联储加息、地缘冲突等情况。
- 表现：今年以来全球股市普跌、商品大涨，上证于4/25跌破3000点，南华工业品指数同日大跌，直到政治局会议提振市场信心才基本修复。



## 429政治局会议：

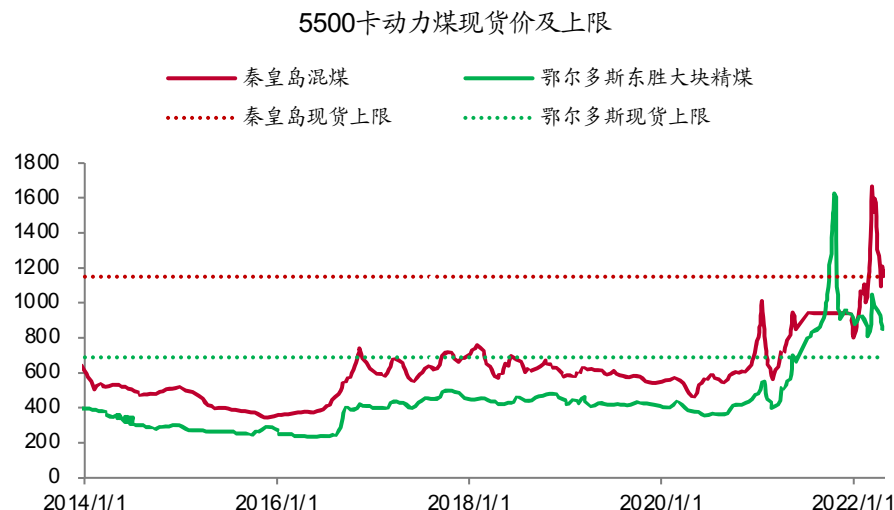
- 形势判断：疫情要防住、经济要稳住、发展要安全。
- 政策基调：加大宏观政策调节力度，努力实现全年经济社会发展预期目标
- 疫情：坚持动态清零，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响；
- 物流：坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通；
- 物价：做好能源和粮食保供稳价工作；
- 房地产：坚持房住不炒，因城施策，支持刚性和改善房需求，优化预售资金监管，促平稳软着陆；





## 3. 煤炭：中长协合理区间，现货溢价50%上限

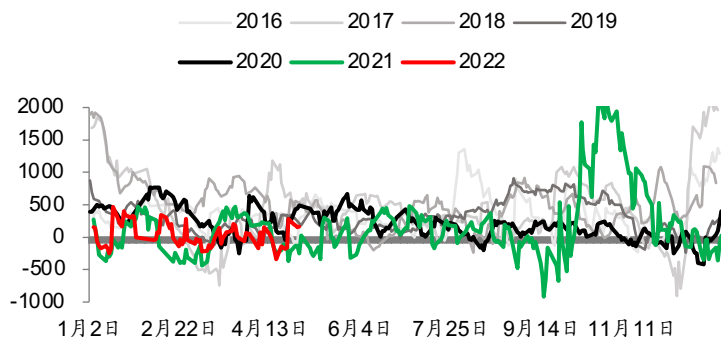
- 2/24《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》：自5/1起实施，中长协合理区间秦皇岛5500卡下水煤570-770、山西、陕西、蒙西出矿价370-570、320-520、260-460元/吨，**4/27**专项部署抓好改革落地。
- 4/30《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》：捏造涨价信息、散布涨价信息、囤积居奇、无正当理由或变相大幅度提高价格（a、中长协超国家或者地方有关文件明确的合理区间上限的；b、现货售价超中长协合理区间上限50%的——秦皇岛5500卡下水煤1150、山西、陕西、蒙西出矿价855、780、690元/吨）。
- 通过中长协监管控价方式保证电厂燃煤成本重回低位，但也给出市场煤50%的溢价空间



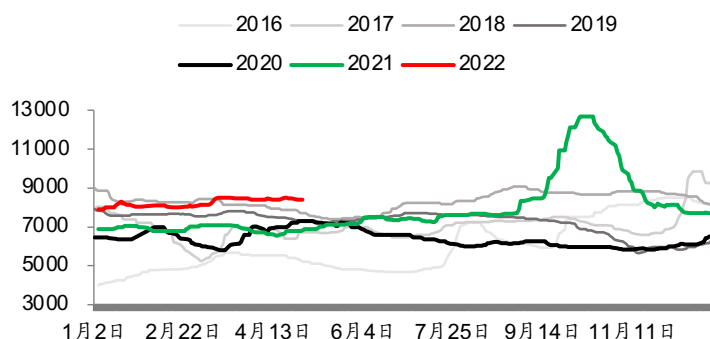
## 1. 静态：现货偏稳，基差偏高

- 现货：整体偏稳，内蒙出厂硅铁9700、硅锰8400，河钢定标硅铁+450为10500、硅锰+50为8850
- 基差：硅锰波动远小于硅铁，硅铁升水因消息面走扩，又因兑现不及预期叠加宏观走弱后快速回吐（兰炭整改停产+西金产能置换）

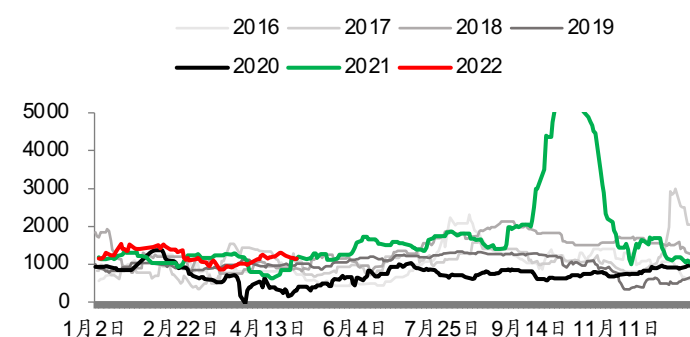
硅锰主力基差



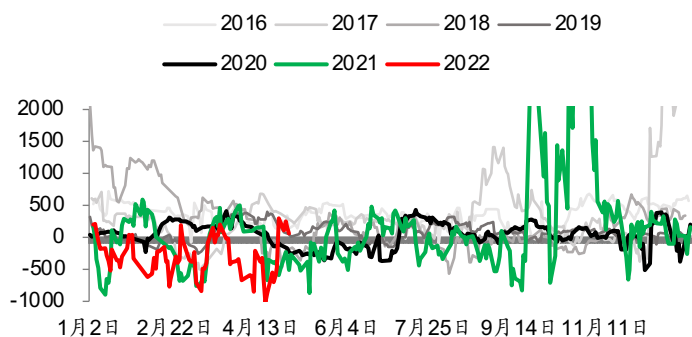
内蒙硅锰现货价格



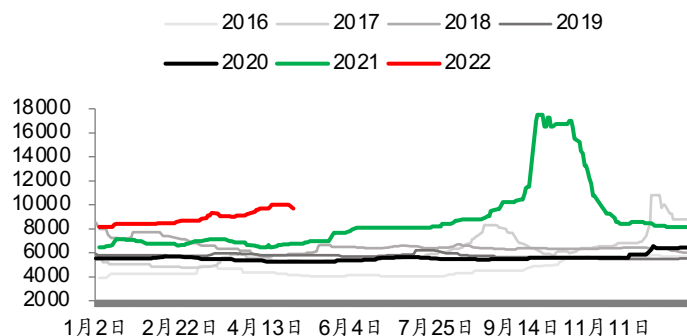
内蒙硅锰现货利润



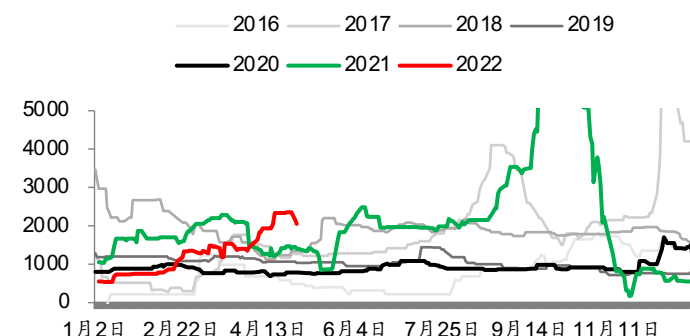
硅铁主力基差



内蒙硅铁现货价格

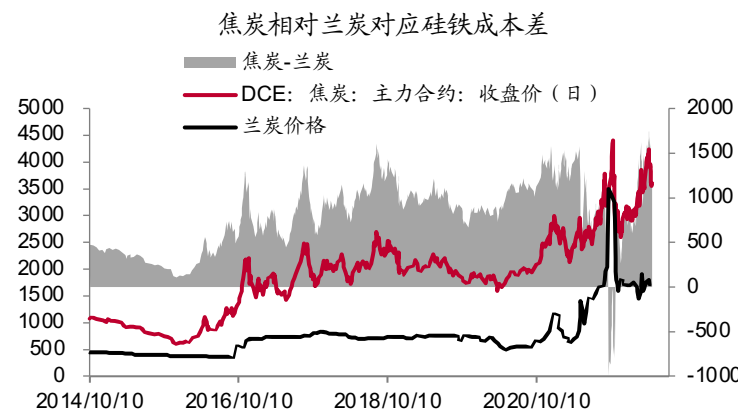
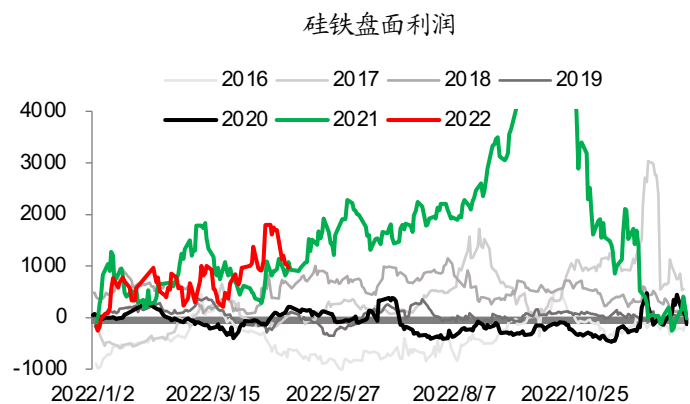
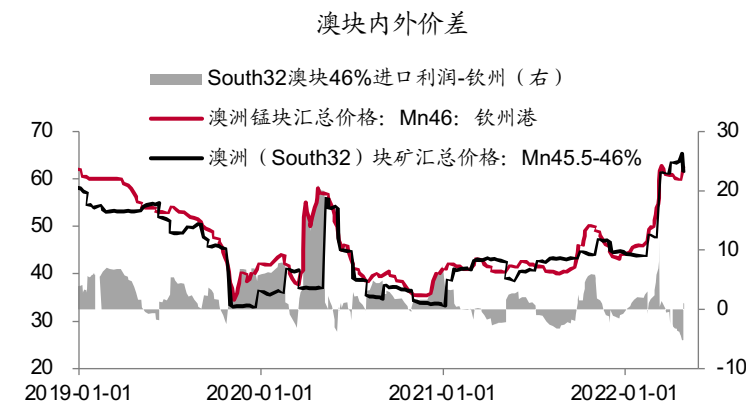
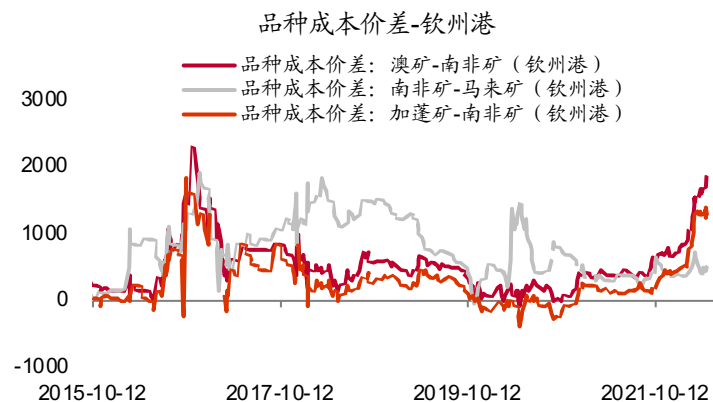
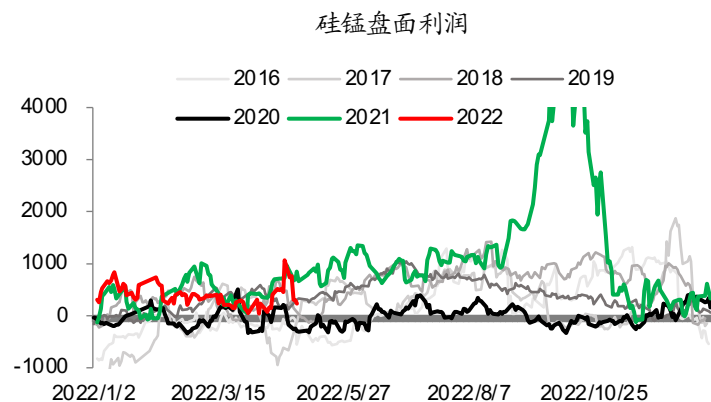


内蒙硅铁现货利润



## 2. 动态：硅锰成本定价不变，硅铁消息溢价基本回吐

- 硅锰：盘面边际成本定价逻辑未变，以广西0.78电费计算成本支撑在8550一线，其中高低品价差贡献250左右
- 硅铁：以焦炭折算盘面利润回归1000的前期区间上沿水平，消息面估值溢价基本回吐
- 后期：硅锰关注广西电费及锰矿结构化矛盾能否打开下方空间，硅铁关注焦炭及自身供需预期兑现



- 对于合金来说，本轮估值回调是以黑色及宏观悲观情绪驱动为主，自身估值及边际变化为辅，共同作用形成的结果；
- 原料炼钢需求受制于粗钢压减政策，但硅铁因非钢需求拉动及年底产能淘汰两相预期，基本面较硅锰更为健康；
- 在不变的基本面与变化的市场情绪叠加交易后，合金估值从静态角度趋于偏低、动态考虑煤炭后相对中性；
- 市场情绪消化后基本面交易将重回补位，国内经政治局会议提振信心上证及南华工业品已修复4/25跌幅，但海外赢弱，合金下杀幅度有限；
- 中长期维持硅锰宽幅区间、硅铁趋势行情判断，短期弱势震荡。后续市场情绪关注疫情防控、物流打通以及经济修复情况，合金自身关注硅锰广西电费及锰矿结构化矛盾能否打开下方空间、硅铁方面焦炭及自身供需预期兑现。
- 风险提示：疫情防控及宏观经济不及预期，煤炭估值进一步下压



**【免责声明】**本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本  
报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和  
完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所  
载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成  
对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本  
报告的版权归本公司所有，未经书面许可，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，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删  
节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者  
承担。

# 謝謝觀賞

致谢