

Delta 病毒冲击下的黑色商品展望

报告要点

Delta 毒株具有传染性强、潜伏期短、病毒载量高等特点，并可能出现“免疫逃逸”。7 月下旬以来，南京疫情爆发，我国每日新增确诊病例重新开始攀升，华东、华中、西南、东北以及北京均出现重点疫区。那么疫情卷土重来会对国内黑色板块产生怎样的影响？我们将为您一一解读。

钢材：疫情抑制短期需求，推升远期宽松预期。短期来看，疫情导致螺纹表观需求以及水泥出货率均出现阶段性下行，并呈现一定超出季节性的情况。从中期而言，疫情反弹作为下半年国内及全球经济所面临的困难已经在决策层考虑之内，疫情散发将助推远期宽松预期。从海外角度考量，欧美疫情再度发酵对于我国工业品出口的影响也在减弱。疫情散发后，钢材市场类似于去年三月的情况，短期国内需求受到抑制，但会推升远期宽松预期，如果疫情防控得当，前期被压抑的需求可能会再度出现类似于去年 4-5 月份式的旺季集中爆发。

铁矿：疫情影响相对有限，铁矿供需趋于宽松。即使没有疫情影响，铁矿总量驱动已经趋于宽松，结构性方面，PB 粉需求被巴西粉、金布巴粉等中高品矿替代，溢价快速下滑，是当前铁矿市场下跌的关键。但 PB 粉溢价经过深度调整后，性价比已重新显现，在较高利润和高焦炭价格的背景下，需关注 PB 粉需求拐点带来的结构性反弹机会。

焦炭：供需紧平衡，运输受阻加速提涨。焦炉、高炉为热态连续化生产，工人较集中，更多是受到政策端限产，难以因疫情停产，但由于生产与消费的地域不均衡，需跨省运输，且焦炭的运输汽运占比较高。目前国内疫情防控升级，多省份要求跨省人员提供 48 小时核酸检测证明，这将部分影响焦炭运输、抬高运费，钢厂到货下降后，将被迫提高价格，若疫情形势恶化，导致运输中断过久，焦化厂库存将被动累库，再度进入降价。

焦煤：政策风险加大，偏紧格局或持续。疫情对国内焦煤产量影响较小，煤炭保供背景下，焦煤产量可能有边际恢复。山西焦煤产量占到了国内产量的一半左右，省内运输依赖汽运，焦煤外运依靠火运，也有部分汽运，山西未出现疫情，只是暂时影响跨省运输，若山西出现疫情对焦煤的影响更大。疫情扰动下，蒙煤的通关量或难以恢复到高位。而下游焦煤库存本身偏低，供应紧张下将加大采购力度，总体判断焦煤供需矛盾下半年难缓解，继续保持谨慎乐观。

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
021-80401753
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

辛修令
021-80401749
从业资格号 F3051600
投询资格号 Z0015754

任恒
021-80401748
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

姜秀铭
021-80401752
从业资格号 F3062206
投询资格号 Z0016472

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

动力煤：旺季市场仍有支撑。近期的国内疫情再次肆虐，整体呈现“多点显现、局部暴发”的特点，对于部分爆发的地区，工商业暂时会受到影响，但全国大部分地区仍旧会按照正常秩序运行，因此阶段性的疫情难以有效影响工商业用电的消耗，而近期的华东沿海日耗显示并未受到明显的影响，因此仍旧以正常逻辑看待。

玻璃：中长期需求持续。从短期情况来看，由于玻璃原片的运输主要以汽运为主，疫情影响下高速部分地区高速封路、跨省外运限制较多，因此市场贸易成交略显低迷。与此同时，疫情扩散情况下，建筑工地存在再次停工风险，建材类品种需求可能都会受到波及，因此疫情的阶段性影响仍需视疫情发展情况来看。

风险因素：终端需求持续超季节性转弱（下行风险）；全年平控产量政策落地（上行风险）



黑色建材研究团队

研究员：
曾宁
021-80401753
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

辛修令
021-80401749
从业资格号 F3051600
投资咨询号 Z0015754

任恒
021-80401748
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

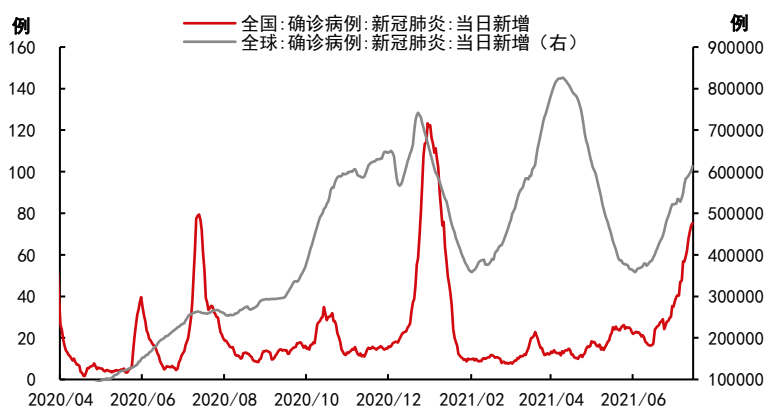
姜秀铭
021-80401752
从业资格号 F3062206
投资咨询号 Z0016472

目录

一、钢材：疫情抑制短期需求，推升远期宽松预期	4
二、铁矿：疫情影响相对有限，铁矿供需趋于宽松	5
三、焦炭：供需紧平衡，运输受阻加速提涨	7
四、焦煤：偏紧格局或持续，价格继续偏强	8
五、动力煤：旺季市场仍有支撑	9
六、玻璃：中长期需求持续	10
免责声明	13

Delta 毒株是新冠疫情开始以来出现的第四种危险变异毒株，最早于 2020 年 10 月于印度被发现，具有传染性强、潜伏期短、病毒载量高等特点，并可能出现“免疫逃逸”。随着 delta 病毒的传播，6 月以来全球新增病例开始出现第三轮反弹，6 月 15 日以传播至全球 80 多个国家和地区，6 月 18 日深圳报告的两例新冠肺炎确诊病例均为 delta 变异毒株，delta 正式入侵我国。7 月下旬以来，南京疫情爆发，我国每日新增确诊病例重新开始攀升，华东、华中、西南、东北以及北京均出现重点疫区。那么疫情卷土重来会对国内黑色板块产生怎样的影响？我们将为您一一解读。

图 1：6 月以来海内外疫情再度发酵



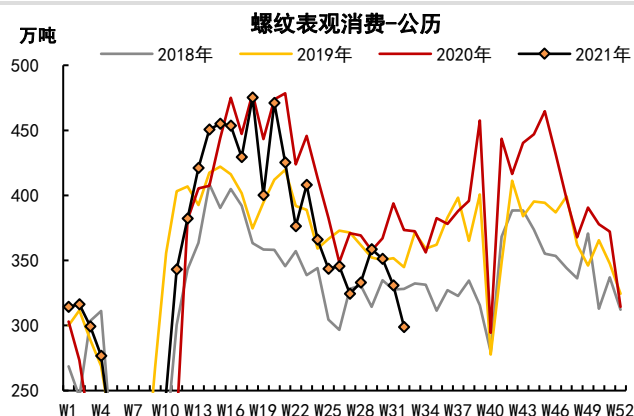
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

一、钢材：疫情抑制短期需求，推升远期宽松预期

7. 30 政治局会议之后，盘面对于现货的升水有所回落，对于减产预期的交易开始逐渐向现实过渡：一方面，市场更为重视现实的减产动作及其对钢材实际供给的影响；另一方面，8 月是钢材需求从淡季向旺季的过渡期，市场将逐步检验旺季需求预期兑现的成色。从短期来看，国内多地疫情散发，对钢材的供需均有一定影响。

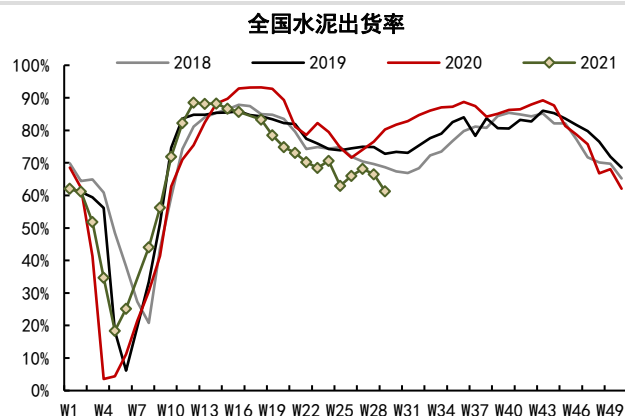
对供给的干扰主要体现在疫情对炼钢原料运输的影响，但当前供给端的主要矛盾是各地推进压减粗钢产量，疫情对生产的影响较为有限。对需求的短期影响相对较为突出，防疫形势相对严峻的部分省市已经开始对工地施工人员进行管理，对近期外来务工人员的使用进行限制；同时多地开展对建筑施工的安全整治专项行动，对于防疫要求落实不到位的工地负责人进行通报批评，并采取工地现场临时停工等措施。从实际影响来看，疫情管控措施确实对近期建筑业需求产生了影响，螺纹钢表观需求以及水泥出货率均出现阶段性下行，并呈现一定超出季节性的情况。

图 2： 螺纹表观消费



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 3： 水泥出货率



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

从中期而言，预计疫情对钢材需求的影响较为有限，一方面我国的疫情管控能力较强、经验充足，疫情新增病例的上升阶段在国内持续时间有限，且经过去年年初疫情的洗礼，短期的影响已经在盘面预期之内。另一方面，7.30 政治局会议已经对下半年经济运行中面临的困难进行了充分预判，会议指出“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻”，并强调“国内经济恢复不稳固、不均衡”。同时会议也针对下半年的经济形势提出了相应的应对措施，强调“要做好宏观政策跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接”、“保持流动性合理充裕”，整体的政策基调开始逐渐转向宽松，财政政策方面也更加积极，稳增长的重要性进一步凸显。从政治局表态来看，疫情反弹作为下半年国内及全球经济所面临的困难已经在决策层考虑之内，疫情散发将助推远期宽松预期。

从海外角度考量，欧美国家经历长达一年半的“战役”，经过几轮疫情反复之后，疫情对工业生产的影响正在逐步下降，因此欧美疫情再度发酵对于我国工业品出口的影响也在减弱。总体而言，不必过分担心疫情对国内钢材需求的影响，而如果欧美政策因疫情反弹而继续保持政策宽松并进行经济刺激，相对更有利于中国出口需求保持韧性。疫情散发后，钢材市场类似于去年三月的情况，短期国内需求受到抑制，但会推升远期宽松预期，如果疫情防控得当，前期被压抑的需求可能会再度出现类似于去年 4-5 月份式的旺季集中爆发。

风险因素：压减粗钢产量等相关政策力度超预期（上行风险），新冠疫情复发的不确定（下行风险）

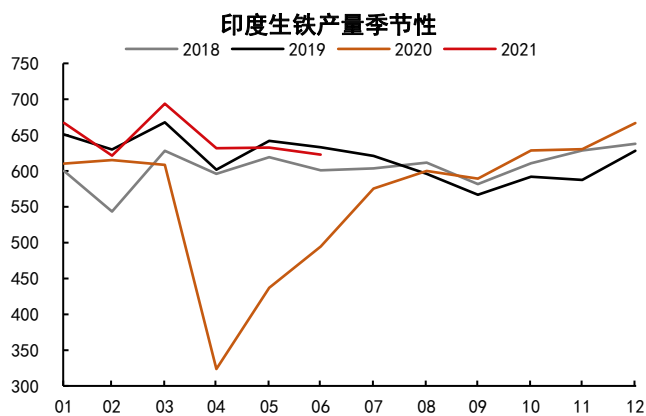
二、铁矿：疫情影响相对有限，铁矿供需趋于宽松

1、疫情对铁矿需求的分析

Delta 毒株最早于 2020 年 10 月于印度被发现，印度疫情在 4 月份开始爆发猛烈。但是我们发现，在疫情爆发高峰期，印度铁水产量只是略有下滑，影响相对有限。

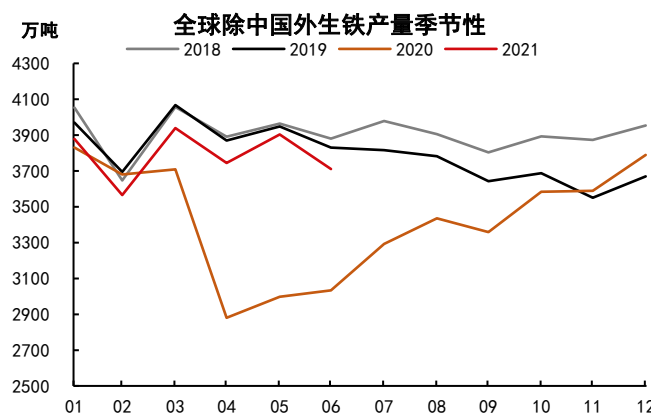
虽然全球疫情爆发猛烈，但在疫苗不断推进的大背景下，各国应对能力较去年有了明显提升，使得疫情对经济的影响明显收窄，反而短流程废钢替代对铁水的影响要更大些。

图 4： 印度生铁产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 5： 海外生铁产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

2、疫情对铁矿供给的分析

根据财报，四大矿山二季度均说明自身遭受了疫情的影响，但必和必拓、FMG 依靠矿区强劲的运营抵消了这一影响，FMG 不仅超额完成了财年目标，更是将新财年目标上调至 1.82-1.85 亿吨。

淡水河谷 6 月曾因疫情被劳工监督局关停 Timbopeba 矿区 9 天，但由于淡水河谷提早新增了生产线，并增加了铁路运力和自动化水平，将影响降到了最低，最终全年产量目标维持不变。

反而是力拓今年宣称只能完成目标的下沿，原因之一就是因为新冠疫情导致的劳工紧张。当然，力拓发运疲软最主要的原因是近两年其本身运营能力较差，缺乏增产动力有关。

综上所述，新冠疫情对主流矿山的供给影响相对有限，对一些非主流，自动化水平低的非主流矿山或有些影响。

3、疫情影响下的供需测算

即使没有疫情和钢厂限产的影响，铁矿石在 2021 年已脱离紧缺格局。如果疫情真的严重影响了国内的需求，叠加我国的钢厂限产政策，使得铁水产量明显下滑，那么铁矿石无疑将严重过剩。

此外，当前疫情也使得港口防疫措施加严，货物通关速度变慢，很容易造成压港快速累积的局面。

铁矿总量驱动已经趋于宽松，结构性方面，PB 粉需求被巴西粉、金布巴粉等中高品矿替代，造成其港存持续累库，溢价快速下滑，是当前铁矿市场下跌的关

键。但 PB 粉溢价经过深度调整后，性价比已重新显现，在较高利润和高焦炭价格的背景下，需关注 PB 粉需求拐点带来的结构性反弹机会。

图 6： 淡水河谷矿区现状

项目	海外需求增量	全球铁矿供给增量	国内供给增量	国内铁水增量	国内需求增量	2020 年国内供需差	2021 年国内供需差
铁矿供需平衡测算	7050	10000	2950	2000	3350	700	300
				0	0		3650
				-2000	-3350		7000
				-4000	-6700		10350

数据来源：公司公告 中信期货研究部

风险因素：源头供给明显收缩（上行风险），终端需求持续弱势（下行风险）

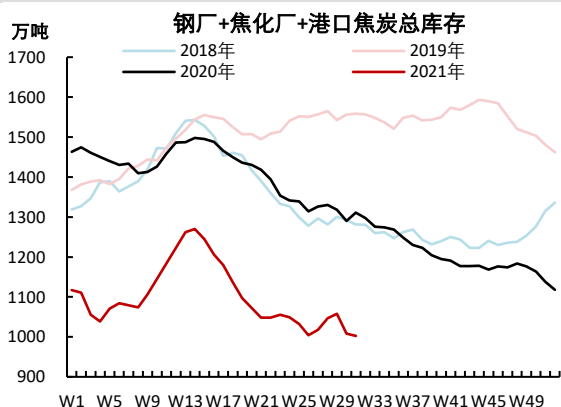
三、焦炭：供需紧平衡，运输受阻加速提涨

无论是焦炭的生产、还是焦炭的消费，均在大型企业，焦炉、高炉为热态连续化生产，工人工也较为集中，更多受到的是政策端限产，难以出现因疫情导致的停产，参考 2020 年的国内疫情，焦化厂钢厂均最大化程度保持稳定生产。但由于焦炭生产与消费的地域不均衡，生产集中在内蒙、山西等地，而消费集中在河北、山东、江苏等地，且焦炭的运输汽运占比较高，内贸运输量的 60%以上依靠汽运，山西焦炭外运主要途径河北、山东等省份。

目前各省份疫情防控形势严峻，山西尚未有疫情发生，但山东烟台发生疫情，各地对人员的管控加强，8 月 3 日，山西省提升疫情管控等级，要求所有自省外入晋返晋人员要立即进行一次核酸检测，甚至多省份要求入境人员提供 48 小时核酸监测证明，但从山西-山东的路程时间也在一天以上，叠加核酸监测的时间，这将部分影响焦炭运输，也将抬高运费，钢厂到货下降后，将被迫提高价格。

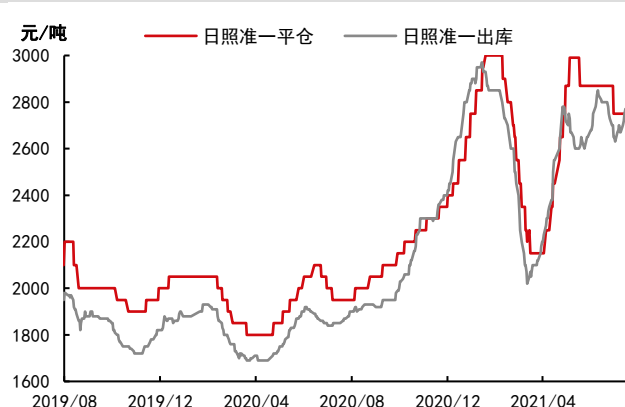
自 2021 年 4 月份以来，焦炭库存连续去化，目前库存处于历史较低水平，5 月份以来，现货每轮提涨提降的幅度也幅缩小，节奏也变的更快，核心在于低库存、供需两端的政策干扰大，焦煤成本又不断抬升，现货价格在高位窄幅波动。这种价格运行状态将在 8 月份延续，供需可能均有恢复，钢铁和焦炭同属国内品种，限产的底层逻辑相似，目前焦炭现货利润 200/吨，钢厂利润恢复至 600/吨，现货已开始第二轮提涨，供需偏紧下，现货可能继续提涨，若疫情形势恶化，导致运输中断过久，那么焦化厂库存将被动累库，再度进入降价状态。

图 7： 焦炭总库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 8： 港口焦炭现货价格



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

风险因素：终端需求不及预期，焦煤成本坍塌（下行风险）；焦炭环保限产超预期、焦煤成本上升（上行风险）

四、焦煤：偏紧格局或持续，价格继续偏强

今年焦煤期现价格不断上涨，核心矛盾在于供给的偏紧，一是国内焦煤产量受制于安全，产能释放低于预期，二是澳煤限制、蒙煤疫情困扰下的进口量锐减。

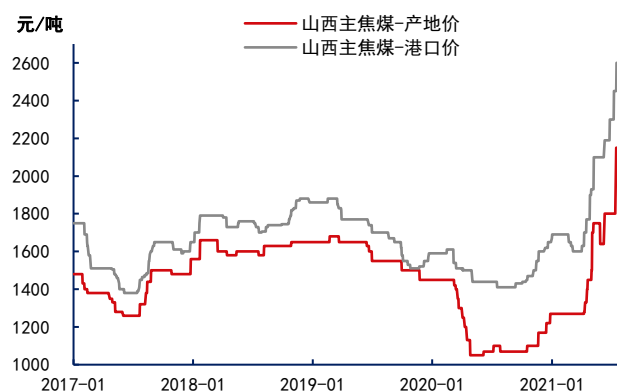
供应方面，若国内疫情形势扩大，对国内焦煤产量影响不大，参考 2020 年春节后的疫情，煤矿保持正常生产，甚至复产快于下游行业，2021 年 2 月份煤矿为保证疫情防控，甚至春节减少放假，这也增加了焦煤的产量。

730 政治局会议强调大宗商品保供稳价，焦煤的生产可能有边际恢复，但焦煤的运输可能受到影响，因为山西省焦煤产量占到了国内产量的一半以上，省内运输依赖汽运，焦煤外运主要依靠火运，但也有部分汽运，山西未出现疫情，只是暂时影响跨省运输，若山西出现疫情对焦煤的影响更大。而进口方面由于疫情持续，蒙煤的通关量或难以恢复到高位。

需求方面，8 月份终端需求尚在淡季，且疫情的蔓延可能影响需求的正常释放，但限产纠偏后，钢厂在保有利润的情况下积极提产，在没有出现被动胀库钱，焦化产量也以恢复为主，预计 8 月份焦煤真实需求相对旺盛，焦炭提涨下，焦化厂、钢厂主动补库，品种间结构性分化持续，主焦煤需求更好。

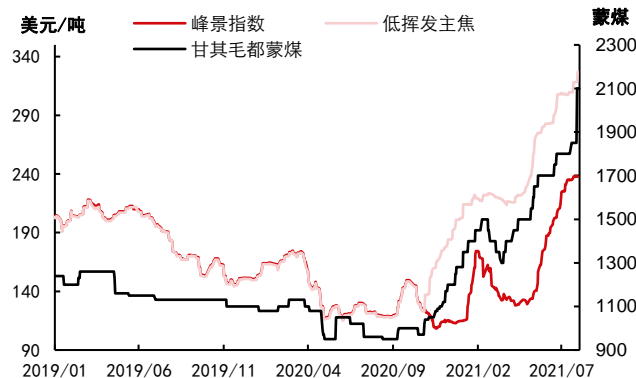
因此，综合焦煤的供需来看，焦煤将继续保持偏紧格局，若国内疫情扩散影响焦煤运输，可能导致阶段性煤矿累库，届时下游焦煤库存更为紧张，焦煤价格仍将保持坚挺，基于黑色整体需求的韧性，受疫情冲击只是阶段性的，国内焦煤保供预期较强，实际增产效果可能低于预期、进口也处于低位的判断，供需矛盾下半年难以缓解，继续对焦煤保持谨慎乐观。

图 9： 国内主焦煤现货价格



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 10： 进口焦煤价格



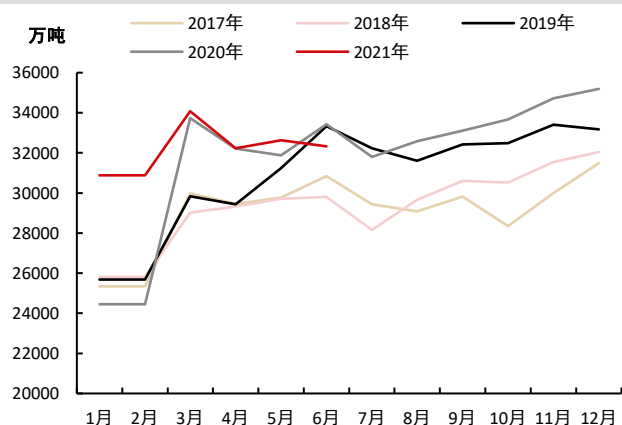
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

风险因素：进口政策放松、煤矿大幅提产（下行风险）；需求超预期、保供增产不及预期（上行风险）

五、动力煤：旺季市场仍有支撑

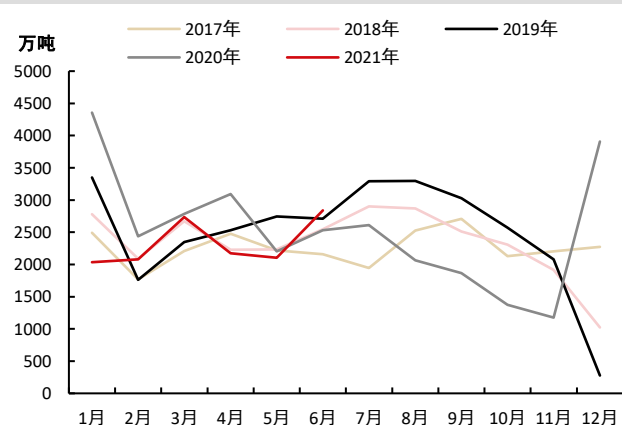
2021 年以来，产地安全生产、环保检查不断，多处煤矿受到影响，内蒙古多座露天煤矿因环保建设问题被关停，陕西煤炭安监局发布查处超产的文件，陕西煤矿超产幅度得以一定程度的控制。但从实际生产数据来看，在保供结束、生产严查的背景下，二季度单月产量超过 3.2 亿吨已经是较高的数据，因为国内合法在产产能不足 40 亿吨，月度理论产量极值是 3.3 亿吨，因此实际的生产情况可能并未受到较大的阻碍。细分省份来看，晋陕蒙三大主产地表现出了不同的特点，政策允许的月超产额度就是 10%，晋陕两地已经达到当前的产能理论极限，内蒙在保供的推动下，预计环比二季度产量增幅也就在 5% 左右。

全国煤炭产量（单位：万吨）



资料来源：Wind CCTD 中信期货研究部

全国煤炭进口量（单位：万吨）



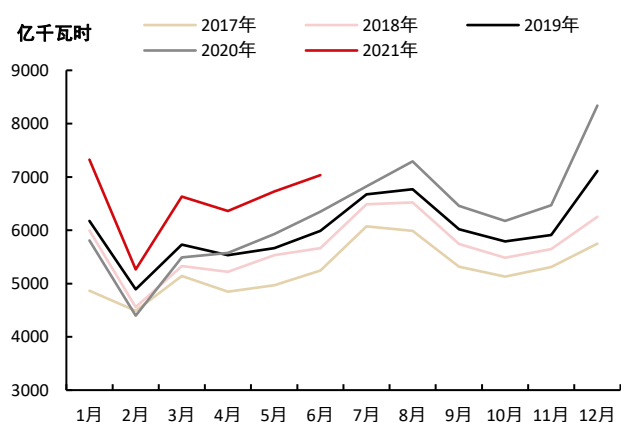
资料来源：Wind CCTD 中信期货研究部

随着疫苗的不断研发推进，以及欧美经济刺激政策的落地，各大经济体开始逐步恢复，市场拉动效应仍在延续，1-7 月份中国制造业采购经理指数（PMI）均在荣枯线以上，即便是 2 月份春节假期效应也没有抵消制造业扩张的进度，因此

带动第二产业 1-6 月份累计用电量达到 2.66 万亿千瓦时，同比增长 18.2%。

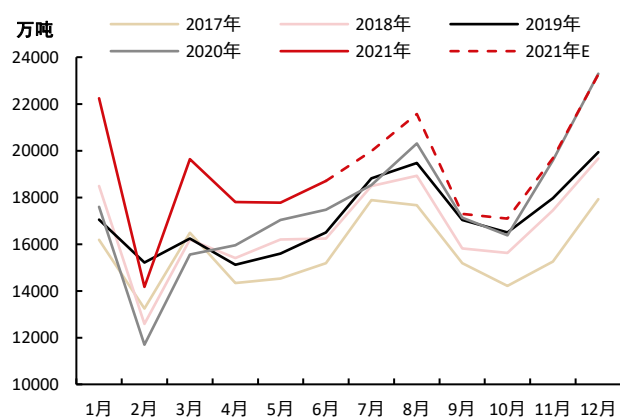
社会用电量的大幅增长，带动了发电量的同步增长，1-6 月份全口径发电量 3.87 万亿千瓦时，增速同样达到 13.7%，而 1-6 月有一个明显的特点，就是清洁能源尤其是水电处于淡季，对火电的挤出效应相对较低，从而导致火电增速超过全口径增速达到 15%。火力发电增量大幅扩张的同时，带来的也是电煤消费量以及动力煤整体消费量的大幅增长，电煤累计消费量超过 11 亿吨，同比 2020 年增加超过 1.5 亿吨。如果叠加全社会其他行业直接燃料用煤量，1-6 月份的动力煤全部消费量同比 2020 年增加超过 2.1 亿吨，消费总量突破 18 亿吨，为历史以来最高值。

全社会用电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind CCTD 中信期货研究部

电煤消费量（单位：万吨）



资料来源：Wind CCTD 中信期货研究部

总体来看，海外经济体在疫情影响下就业恢复仍旧不及预期，美联储对收紧的决心无法有效兑现，流动性宽松局面可能继续维持；而海外就业的低迷继续导致对中国需求的维持，工业制造的韧性仍然存在。能源消耗高基数与双碳政策对产能扩张的压制相互影响，煤炭市场供需环境持续紧张，市场支撑动能依旧较强。但值得提醒的是，煤炭作为大宗资源品，在实体经济中起到最为基础的作用，因此对于该品种国家会持续严格的政策监控，政策顶可能已经出现。

而近期的国内疫情再次肆虐，整体呈现“多点显现、局部暴发”的特点，对于部分爆发的地区，工商业暂时会受到影响，但全国大部分地区仍旧会按照正常秩序运行，因此阶段性的疫情难以有效影响工商业用电的消耗，而近期的华东沿海日耗显示并未受到明显的影响，因此仍旧以正常逻辑看待。

风险因素： 旺季保供超预期（下行风险）；补库需求超预期（上行风险）

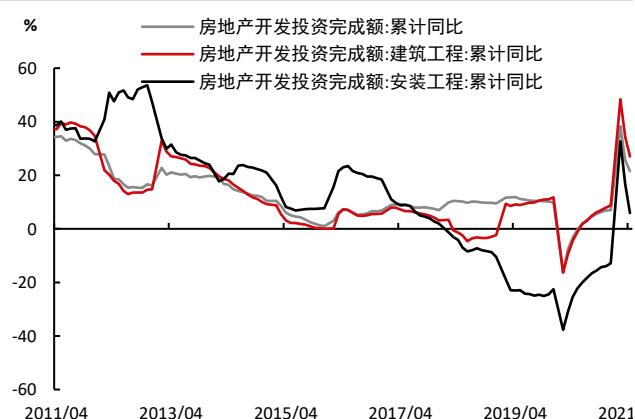
六、玻璃：中长期需求持续

与前端赶工预售对应的就是房屋交付压力的临近，赶工交付压力从 2019 年开始逐步显现，竣工增速开始企稳回升，地产投资中的安装工程也开始回归正增长，而由于 2020 年春季疫情之下的停工，导致施工端继续拖延了 2-3 个月，从

而使得 2021 年地产竣工交付压力更大，尤其是进入到春季，地产施工旺季启动，施工面积与竣工面积均大幅增长。

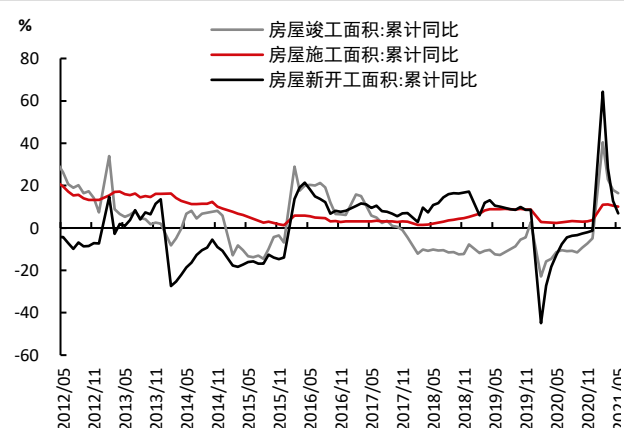
另外按照施工进度与建筑玻璃的惯例，一般都是上半年施工主体工程，下半年门窗安装，因此往年的 3-5 月的春季算是属于淡季，今年的春季市场表现有些淡季不淡的意味，其背后就是疫情后交付时间压力更为紧迫，赶工期进度加快导致。而下半年恰好从季节性角度来讲属于安装工程的旺季，周期性与季节性双重因素导致消费刚需仍然维持。

房地产开发投资增速（单位：%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

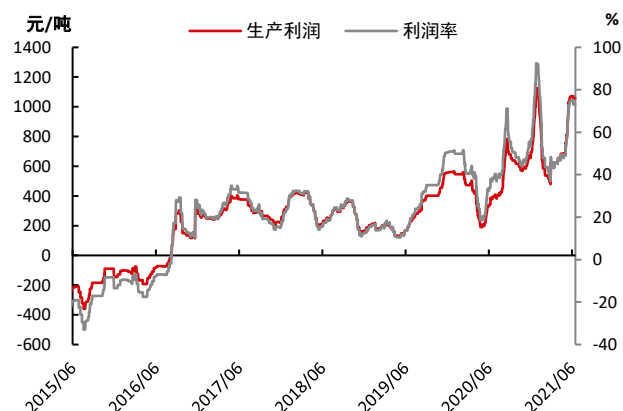
地产施工及竣工增速（单位：%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

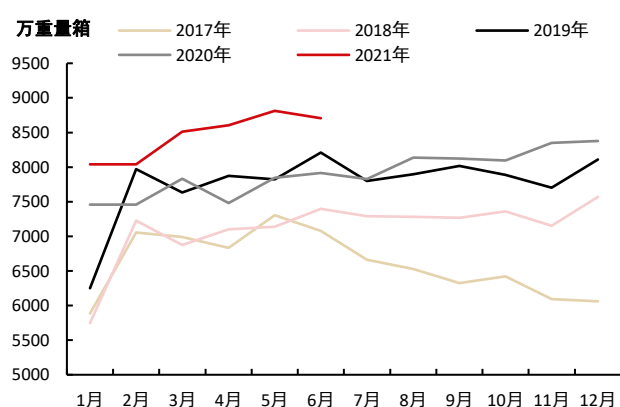
对于玻璃行业来说，终端消费的增长是属于主动型驱动，但原片企业的生产增加却是在面对库存大幅下降、利润明显改善后的应对型工作，而在压减高耗能行业项目的大背景下，像 10 年前那种工业产能无序扩张的场景也不可能出现。按照工信部对浮法玻璃行业的要求，产能只能通过置换的方式进行释放，而不能进行新增量的净增加，290 条生产线可能就是政策背景下的极限产能。根据我们的调查以及数据分析发现，全国在产玻璃生产线连续服役期超过 10 年的保守估计在 15%以上，市场可能会一直存在 30 条线处于冷修阶段，这就意味着 260 条线可能是能实际投产的理论极限，也就意味着在三季度点火之后，未来能继续净增的产能已经很小。

浮法玻璃生产利润（单位：元/吨）



资料来源：Wind 卓创资讯 隆众资讯 中信期货研究部

平板玻璃产量（单位：万吨）



资料来源：Wind 卓创资讯 隆众资讯 中信期货研究部

从短期情况来看，由于玻璃原片的运输主要以汽运为主，疫情影响下高速部分地区高速封路、跨省外运限制较多，因此市场贸易成交略显低迷。与此同时，疫情扩散情况下，建筑工地存在再次停工风险，建材类品种需求可能都会受到波及，因此疫情的阶段性影响仍需视疫情发展情况来看。

但长期角度来讲，无论从宏观环境来看还是产业基本面的根基来看，玻璃市场的基础根基仍然相对扎实，中长期仍然保持相对乐观的态度。再者玻璃属于小众基础工业品，在终端工程建设成本中占比较低，基本不会从成本上影响地产工程的进度，因此在本次政策对大宗商品的调控中只是受到外围环境的波及，待商品平均成本平抑、政策风险缓和后，仍可能会有亮眼的表现。

风险因素：终端需求大幅回落（下行风险）；产能退出超预期（下行风险）

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>