

报告日期：2023 年 2 月 6 日

幅度大且流畅的下跌已结束，空单逢低离场

CHINA FUTURES RESEARCH

策略报告

摘要：

春节后第一周，现货价格表现偏稳、期货价格大幅走弱，节前乐观预期有所修正，基差明显走阔，高估值的问题得到大部分修正。未来价格下跌需要压缩利润来实现，而硅铁利润丰厚、硅锰利润中性，利润有一定的压缩空间，且硅铁相对硅锰要大一些。上游工厂库存不及节前预期，大幅降价出货压力一般。而钢厂库存不低，但尚处复产通道中，整体需求中性，短期大幅压缩的空间有限。上游工厂高产量的问题，预计在需求明显下降之后显现，这一点需要在 3 月份再做判断。整体来看，我们认为未来 1-2 周铁合金盘面尚存下跌空间，但流畅性和幅度均不能和春节后的第一周相比。

策略：

前期卖保单逢低离场，硅铁关注 7700-7800 元/吨支撑，硅锰关注 7100-7200 元/吨支撑。

风险提示：

利好政策持续出台、主产区限产

分析师：张少达

投资咨询从业证书号：Z0017566

分析师：楚新莉

投资咨询从业证书号：Z0018419

助理分析师：唐惠琰

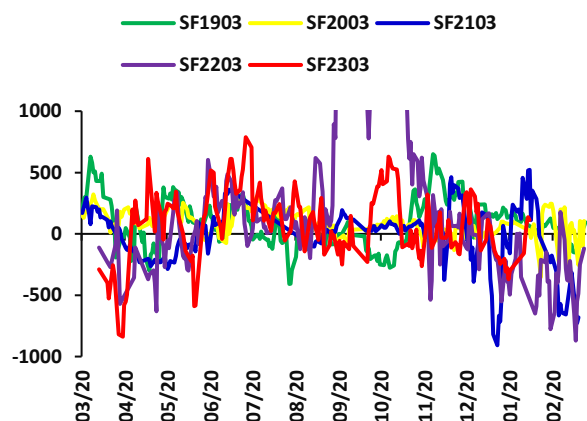
期货从业资格证书号：F3080720

一、春节后最大的变化：高估值开始修复

春节后第一周，期货价格冲高回落，03 合约硅铁最高跌近 800 元/吨、硅锰最高跌近 460 元/吨。在整个下跌过程中，我们尚未看到现货价格的明显走弱，硅铁出厂价跌 50-150 元/吨、硅锰出厂基本无变化。期现价格波动幅度的差异，体现在基差层面硅铁 03 合约贴水 100 元/吨左右、硅锰 03 合约贴水 150 元/吨左右。基差明显修复，节前乐观预期在节后出现了调整，高估值的问题出现明显缓解。

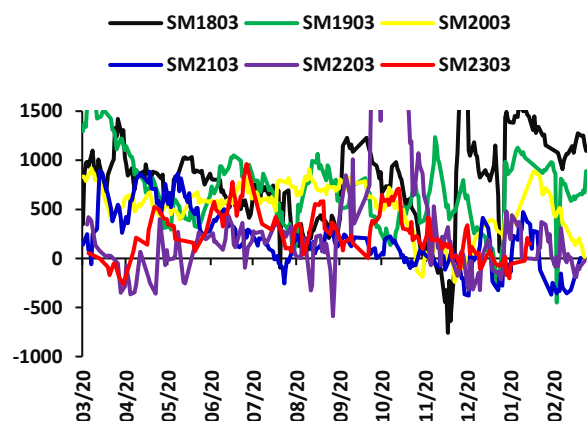
因此，期货价格继续以基差走扩的方式来下跌的难度已经较大、空间已经较小。未来价格能否继续下跌，有赖于期现能否联动下跌，即上游生产利润能否压缩。从目前各主流地区现货生产利润来看：硅铁利润较好，结算电价上涨之后宁夏主产区利润在 500 元/吨左右；硅锰利润中性，宁夏和内蒙等主产区利润在 200 元/吨左右。从利润的绝对水平来看，利润尚有压缩空间，且硅锰有限。

图 1：硅铁 03 合约基差-宁夏出厂价（元/吨）



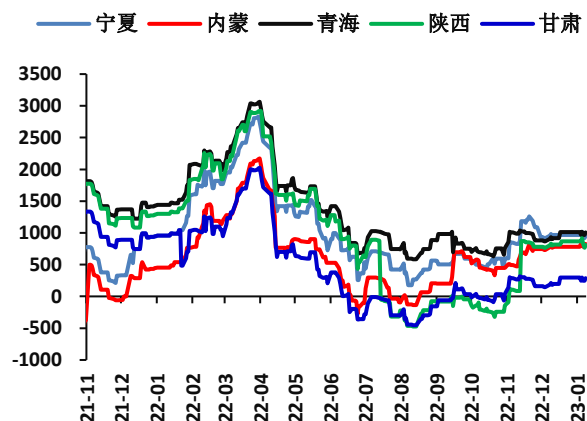
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 2：硅锰 03 合约基差-宁夏出厂价（元/吨）



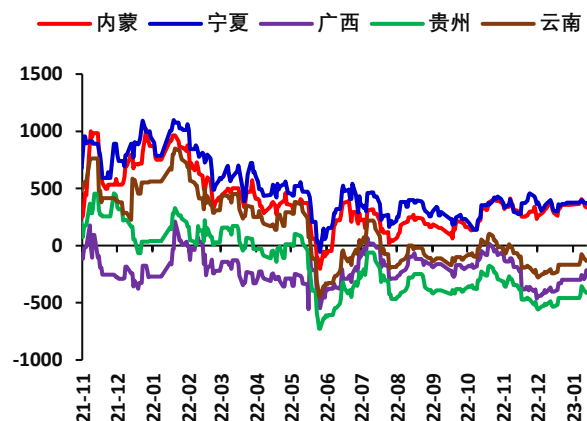
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 3：硅铁生产利润（元/吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 4：硅锰生产利润（元/吨）



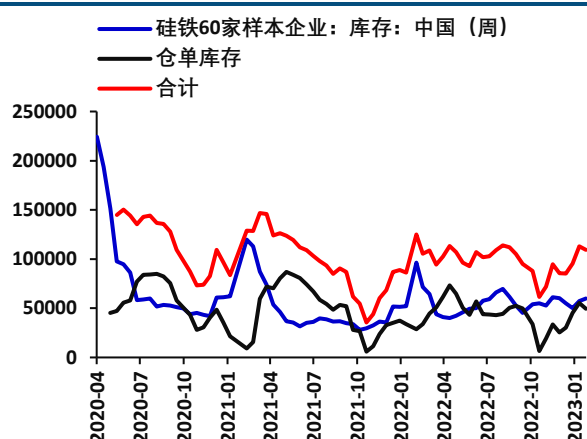
数据来源：Mysteel，中信建投期货

二、上游库存压力累积幅度不及预期

请参阅最后一页的重要声明

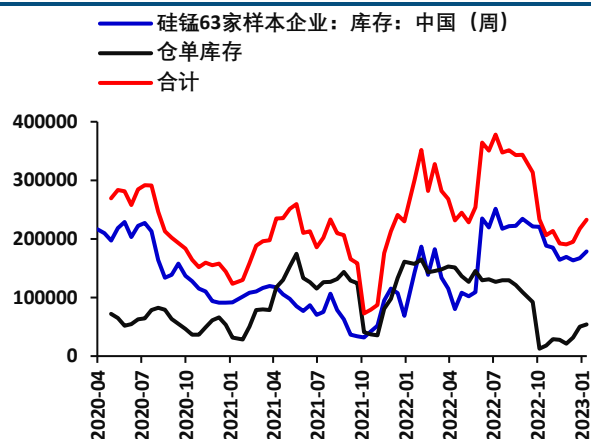
最新数据显示，硅铁上游工厂库存接近 6 万吨，比节前仅增加不足 3000 吨，硅锰上游工厂库存接近 17.9 万吨，比节前仅增加 1 万余吨。本周库存数据预计并非一季度最高值，但也比我们预期的明显偏低，因此，上游工厂明显亏损出货的意愿并不大，这一点将限制 2 月份价格继续走弱的空间。

图 5：硅铁上中游库存（吨）



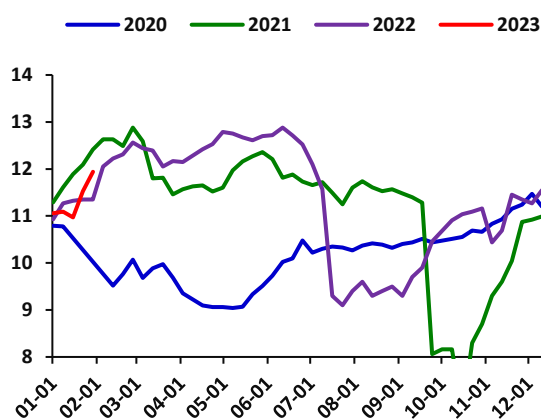
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 6：硅锰上中游库存（吨）



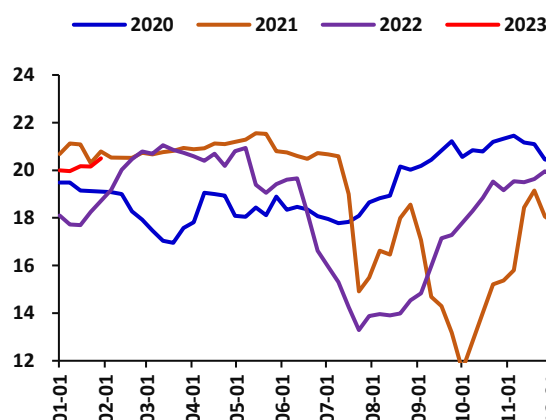
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 7：硅铁周度产量（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 8：硅锰周度产量（万吨）



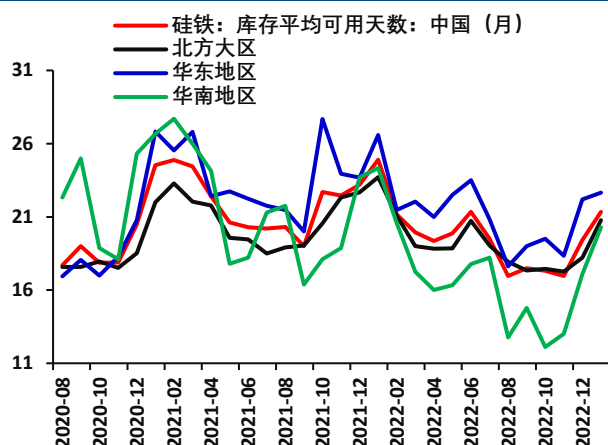
数据来源：Mysteel，中信建投期货

高产量矛盾正在累积，但需下游需求明显走弱来配合。硅铁周度产量 11.94 万吨，环比节前增加 4000 吨左右，硅铁利润不错，未来仍有近万吨的提产空间。硅锰周度产量 20.5 万吨，环比节前增加 3000 余吨，未来亦有小幅增长空间。产量显著增长能否驱动价格大幅下降，关键在于需求端的承接能力。现阶段上游库存压力中性，高产量矛盾仍需累积。

三、钢厂复产空间较大，需求端走弱的空间有限

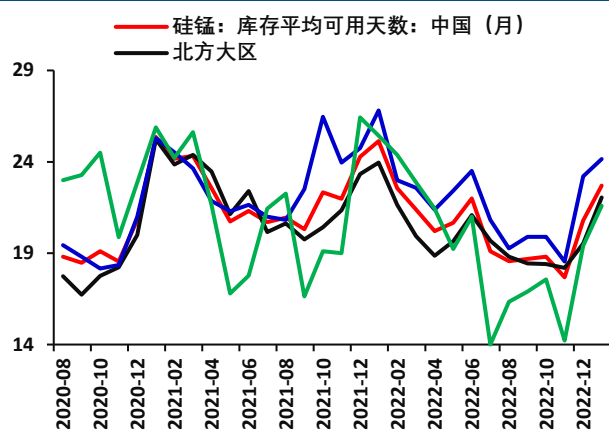
春节后第一周，钢厂采购情绪一般，以消耗库存为主。目前，硅铁钢厂库存可用天数 21.35 天，较节前增加 1.93 天；硅锰钢厂库存可用天数 22.7 天，较节前增加 1.91 天。钢厂端的库存并不低，在显著提产之前，预计仍与销后厂内库存为主，2 月份可能很难看到非常强劲的招标行为。

图 9：硅铁钢厂库存可用天数（天）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

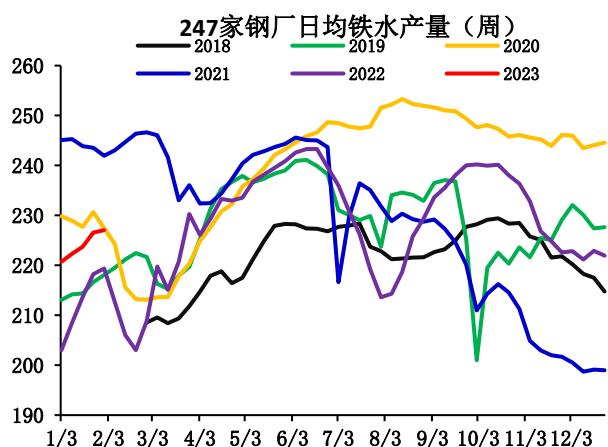
图 10：硅锰钢厂库存可用天数（天）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

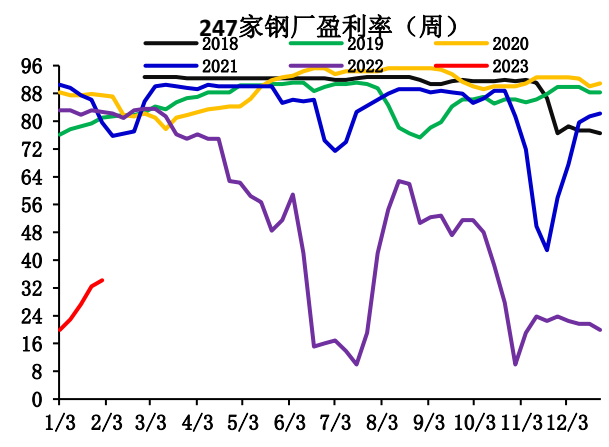
未来钢厂提产会带来一定需求增量。钢厂生产强度偏低，日均铁水产量 227 万吨，离产量高点有 13 万吨左右的距离，也就是说钢厂复产空间还比较大。春节之后钢厂开始季节性提产，虽然现在利润水平偏低，吨钢利润 0 值附近、盈利率略超 3 成，但我们已经观察到前期停产的高炉有复产的安排。所以，整体对需求的评估相对中性。

图 11：铁水产量（万吨）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 12：钢厂盈利率（%）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

四、结论与操作建议

春节后第一周，现货价格表现偏稳、期货价格大幅走弱，节前乐观预期有所修正，基差明显走阔，高估值的问题得到大部分修正。未来价格下跌需要压缩利润来实现，而硅铁利润丰厚、硅

请参阅最后一页的重要声明

锰利润中性，利润有一定的压缩空间，且硅铁相对硅锰要大一些。上游工厂库存不及节前预期，大幅降价出货压力一般。而钢厂库存不低，但尚处复产通道中，整体需求中性，短期大幅压缩的空间有限。上游工厂高产量的问题，预计在需求明显下降之后显现，这一点需要在 3 月份再做判断。整体来看，我们认为未来 1-2 周铁合金盘面尚存下跌空间，但流畅性和幅度均不能和春节后的第一周相比。操作上建议，前期卖保单逢低离场，硅铁关注 7700-7800 元/吨支撑，硅锰关注 7100-7200 元/吨支撑。

联系我们

名称	地址	电话
中信建投期货有限公司	重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 27 楼、30 楼	023-86769605
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元	021-68765927
济南分公司	济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座六层 611、613 室	0531-85180636
湖南分公司	长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 C 座 21 楼 2127-2128 室	0731-82681681
大连分公司	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2901 号房间	0411-84806336
河南分公司	郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房	0371-65612397
河北分公司	廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层	0316-2326908
深圳分公司	深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I	0755-33378759
杭州分公司	浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场 3 幢 702 室	0571-87380613
宁波分公司	浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 F 座 1809 室	0574-89071681
西安分公司	西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G	029-89384301
重庆渝北分公司	重庆市渝北区龙山街道新南路 439 号中国华融现代广场 3 幢 19-1/2 号	023-67380500
上海浦东分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 528 号 2202 室	021-68597013
四川分公司	成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号	028-62818701
重庆分公司	重庆市渝中区中山三路 107 号上站大楼平街名义层 11-A4-A6	023-86769600
北京朝阳门北大街营业部	北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室	010-85282866
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室	0791-82082702
广州东风中路营业部	广州市越秀区东风中路 410 号第 16 层自编 1605C、1605B、1606 房	020-28325286
漳州营业部	福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号	0596-6161588
合肥营业部	安徽省合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室	0551-2889767
上海徐汇营业部	上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室	021-64040178
武汉营业部	武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼栋/单元 36 层 3601 号 02-03 室	027-59909521
南京营业部	南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座	025-86951881
北京北三环西路营业部	北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912	010-82129971
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室	0351-8366898
广州黄埔大道营业部	广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406	020-22922102
北京国贸营业部	北京市朝阳区光华路 8 号 17 幢一层 A113 房间	010-85951101
方顿物产（重庆）有限公司	重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 2603 室	023-86769662
海南分公司	海南省海口市龙华区滨海大道 77 号中环国际广场 10 层 1002 号	0898-68538536
福州营业部	福建省福州市台江区宁化街道振武路 70 号（原江滨西大道北侧）福晟·钱隆广场 18 层 01 商务办公	0591-83625596

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com