

投资咨询资格号：  
证监许可[2012]112

黑色产业链品种  
投资策略报告

2022 年 7 月 24 日

**分析师：**

裴红彬  
黑色首席分析师  
期货从业资格： F0286311  
投资咨询资格： Z0010786  
联系人：盛世龙  
期货从业资格： F03091804  
联系电话：0531-81678995  
E-mail：  
peihongbin225@163.com  
客服电话：400-618-6767  
公司网址：  
<http://www.ztqh.com>

**中泰期货研究所****中泰期货服务号****报告摘要**

■ 在疲弱的需求压制下，近期钢材价格明显下跌，挤压钢厂利润，直到亏损。随着亏损面的扩大，钢厂减产明显增加，目前看，螺纹钢的减产力度比较大，而热卷大厂减产仍少，在弱势利润下，钢厂能否继续减产，本文通过对比利润和产量数据，对后期减产路径进行推演，以期给出概率更大的可能，从新评估后期的供需结构。

**■ 一、需求疲弱，压制钢厂利润****■ 1、需求状况分析：**

■ 从螺纹钢和热卷的表现消费以及日度成交数据上，我们不难看出，今年上半年，钢材需求表现并不理想，甚至可以用很差来形容，即使在宏观预期很好的情况下，旺季不仅没有兑现旺季需求，反而旺季变成淡季的需求强度。

**2、利润走势分析：**

从 2016 年的供给侧改革开始，钢材利润一直处于偏好的状态，很少能打到钢厂亏损。2019 年开始，随着置换产能陆续投产，钢材供需重新进入供应充足的年代，但疫情给了全世界刺激需求的机会，而我们的能耗双降和去产量政策，给了钢价疯狂上涨的机会，更给了利润大幅波动的机会。

今年年初的时候，在偏强的宏观预期下，在严格的采暖季限产和冬奥会限产下，钢材价格表现一直偏强，钢材利润也一直在偏好水平。但随着采暖季限产和冬奥会限产结束，钢厂逐渐复产，粗钢产量节节攀升，而钢材旺季需求并没有兑现预期，钢材价格持续下滑，钢材利润进入持续的下降通道，直到近期连续亏损。而随着近期钢厂减产明显增加，钢材利润有回升的迹象，特别是电炉，恢复较为明显。

**二、钢厂减产已经在路上，但还不够，且品种分化**

年后，随着采暖季限产和冬奥会限产结束，粗钢产量和钢材产量都明显恢复，特别是粗钢产量恢复到较高水平。但废钢的性价比一直不高，废钢添加逐步下滑，钢材产量明显没有恢复到高位水平。随着利润的下滑，特别是进入 6 月，钢厂开始降低入炉品味，通过降负荷，降低粗钢产量，钢材产量随之下降。

**三、钢厂释放进一步减产路径推演**

通过钢材产量和钢材利润的对比，我们不难看出，钢材产量和钢材利润往往呈现负向关系，钢材产量高的时候，利润往往在低位；而钢材产量低的时候，利润往往在高位。

从近期的走势看，没有行政干预的情形下，通过市场调节，需求端改变供大于求的路径，已经得到市场的普遍否定，只有通过钢厂减产，供应收缩，来改变当下的供需格局，解决当下的供需矛盾，进而给钢材利润。

钢厂减产已经走了一大步了，特别是螺纹钢，从高位的 309 万吨的周产量，到现在的 230 万吨周产量，降幅高达 25.56%，减产已经改善偏弱的供需格局了；而热卷从高位的 327 万吨周产量，到现在的 306 万吨周产量，降幅只有 6.42%，热卷的减产还没有改变偏弱的供需基本面。

如果热卷钢厂继续减产，在需求不变的情况下，热卷也会进入迅速去库的阶

段，整体的钢材供需继续改善，旺季到来，会加速去库，钢价进入明显的上升通道；如果因为利润的改善，钢厂复产，从螺纹的角度，即使目前的产量基础上恢复 10%，也不会改变供需向好的局面，但热卷如果不继续减产，如果还有复产，去库困难，供需仍会持续有压力，即使旺季到来，螺纹驱动上涨，也会压制整体钢价反弹空间。

通过以上路径推演，更加合理的情形是钢厂继续减产，给旺季涨价以强驱动，带来钢厂利润的持续扩张；但目前就恢复了利润，钢厂提前复产，一方面压制钢价反弹空间，另一方面在压制原料价格上重新丧失话语权，即使反弹，也要压制钢厂利润。因此，钢厂作何选择，应该还是比较清楚的。

#### ■ 四、策略建议

- **趋势：**关注钢厂能否进一步减产，如果减产力度扩大，可以大胆参与旺季反弹行情；如果不进一步减产，或者产量有所恢复，旺季反弹空间有限，等待供需数据更加明朗，再决定参与方向。
- **套利：**卷落差趋势性偏弱，如果热卷减产增加，可以阶段性参与做多卷落差；盘面利润反弹有点快，如果不能进一步减产，会有回落，减产增加继续扩张；如果钢材现货有走强迹象，10/01 盘面正套可以择机参与。
- **套保：**期现套保可以观望，等待盘面再次走强，给升水建仓的机会。
- **风险提示：**能耗双控及去产量政策的变化；宏观政策的变化，对需求影响的预期；疫情变化对供需两端的影响；海外地缘政治变化的影响。

# 钢厂全面亏损，减产自救进行时

## ——2022 年 7 月钢材投资策略报告

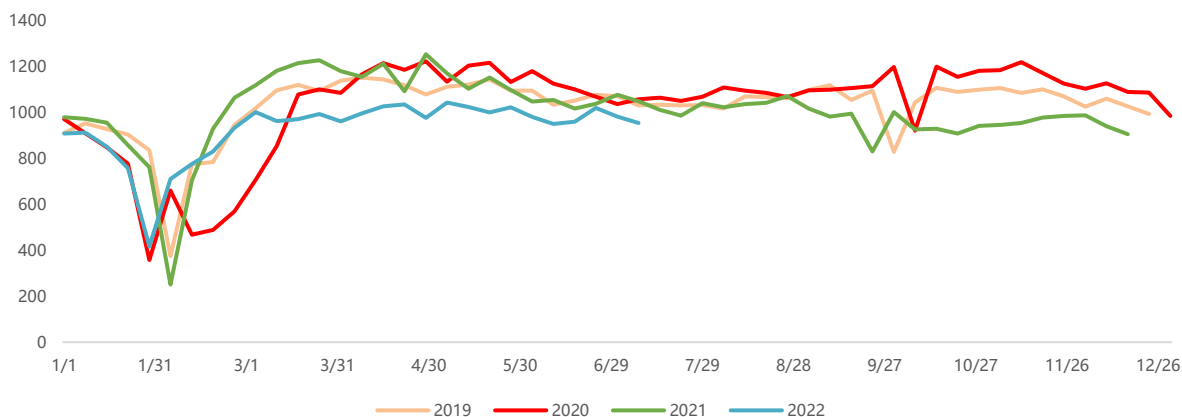
在疲弱的需求压制下，近期钢材价格明显下跌，挤压钢厂利润，直到亏损。随着亏损面的扩大，钢厂减产明显增加，目前看，螺纹钢的减产力度比较大，而热卷大厂减产仍少，在弱势利润下，钢厂能否继续减产，本文通过对比利润和产量数据，对后期减产路径进行推演，以期给出概率更大的可能，从新评估后期的供需结构。

### 一、需求疲弱，压制钢厂利润

#### 1、需求状况分析：

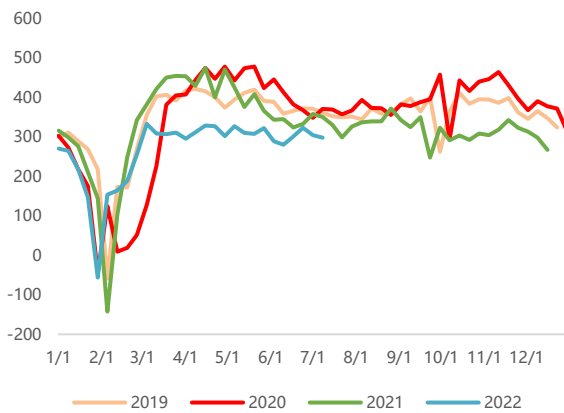
- 从螺纹钢和热卷的表观消费以及日度成交数据上，我们不难看出，今年上半年，钢材需求表现并不理想，甚至可以用很差来形容，即使在宏观预期很好的情况下，旺季不仅没有兑现旺季需求，反而旺季变成淡季的需求强度。影响的因素有很多，归纳下来如下几个因素影响更加直接：
- （1）去年下半年的房地产调控政策，导致今年地产的开春需求明显受到压制，特别是今年的施工，不仅没有达到正常年份水平，还要远低于市场预期。这对螺纹钢的需求，给了特别明显的冲击。
- （2）海外需求明显坍塌。虽然从我们的出口数据上，还不能看出海外的需求下滑，但俄乌战争，海外大宗商品冲高后，明显压制需求，价格冲高回落，订单急剧下滑，并且海外高通胀带来的加息周期已经到来，大宗商品进入周期性下跌通道。
- （3）疫情影响较为明显。特别是 4、5 月份，不仅上海和上海周边的钢材需求受到影响，全国影响同样明显。
- （4）制造业下滑明显。不管是因为出口订单减弱，还是内需趋缓，制造业影响较为明显，下游企业成品库存高企，原料采购积极性弱，明显压制工业用材的需求。虽然汽车和家电的生产情况有所恢复，但市场普遍的反馈是成品库存仍有压力，热卷的需求强度的释放仍受压制。
- （5）基建投资落地缓慢。从上半年的基建投资数据上也能看出，虽然基建还是稳增长的锚，但今年基建的投资增速并不及预期，主要是因为疫情影响和资金落地仍然偏慢。

图表 1： 钢联五大品种表观消费（周度）（单位：万吨）



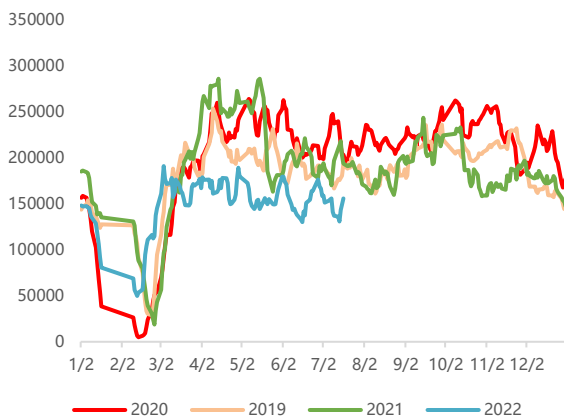
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 2：钢联螺纹表观消费（周度）（单位：万吨）



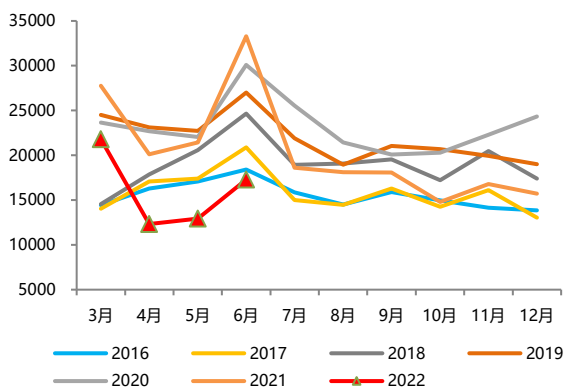
来源：Msteel，中泰期货整理

图表 4：钢联建筑钢材成交量（MA5）（单位：吨）



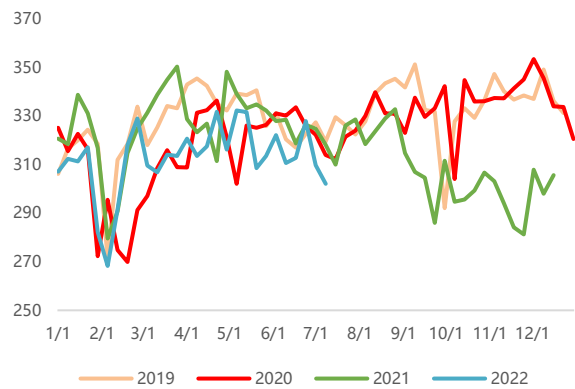
来源：Msteel，中泰期货整理

图表 6：房屋施工面积：当月值（单位：万平方米）



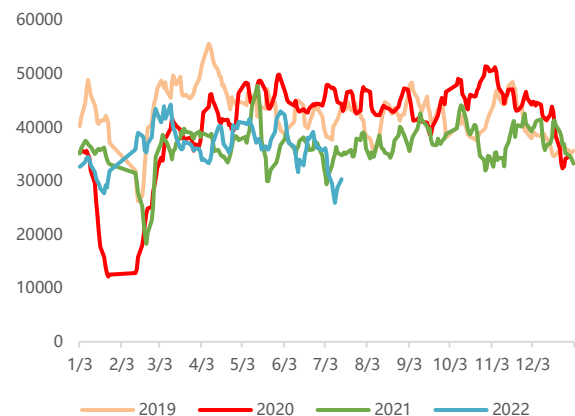
来源：Wind，中泰期货整理

图表 3：钢联热卷表观消费（周度）（单位：万吨）



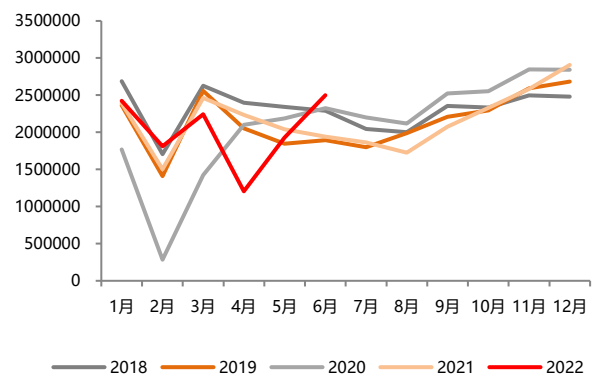
来源：Msteel，中泰期货整理

图表 5：钢联热卷：成交量：（MA5）（单位：吨）



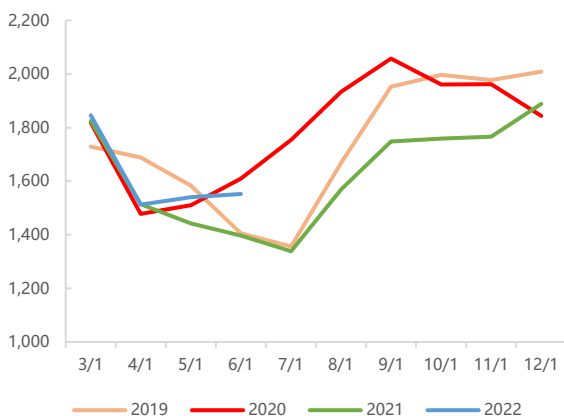
来源：Msteel，中泰期货整理

图表 7：产量：汽车：当月值（单位：辆）



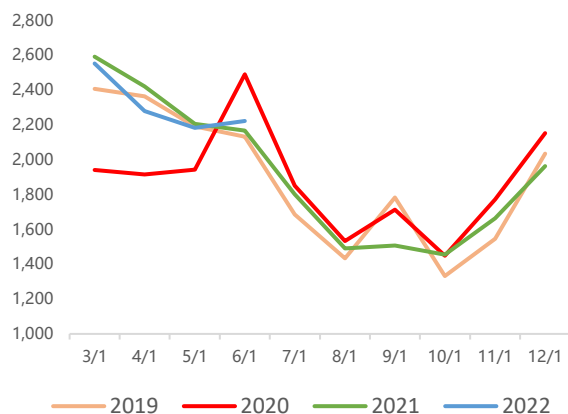
来源：Wind，中泰期货整理

图表 8：产量:彩电:当月值 (单位：万台)



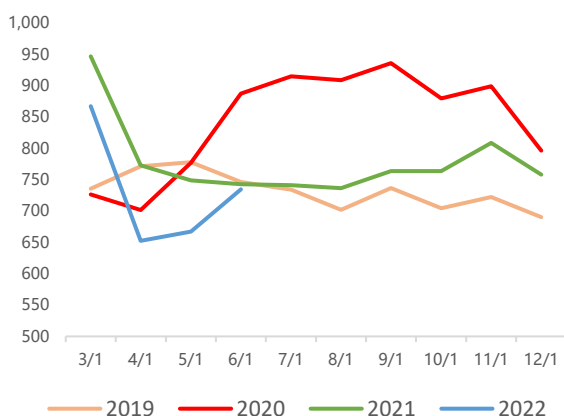
来源：Wind，中泰期货整理

图表 9：产量:空调:当月值 (单位：万台)



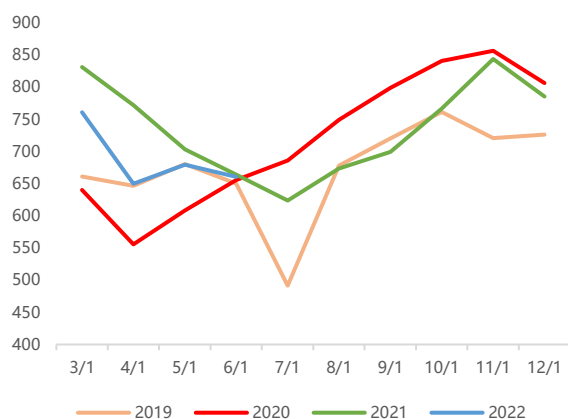
来源：Wind，中泰期货整理

图表 10：产量:家用电冰箱:当月值 (单位：万台)



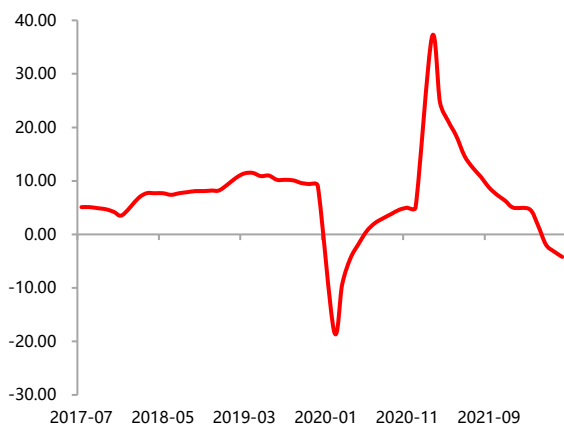
来源：Wind，中泰期货整理

图表 11：产量:家用洗衣机:当月值 (单位：万台)



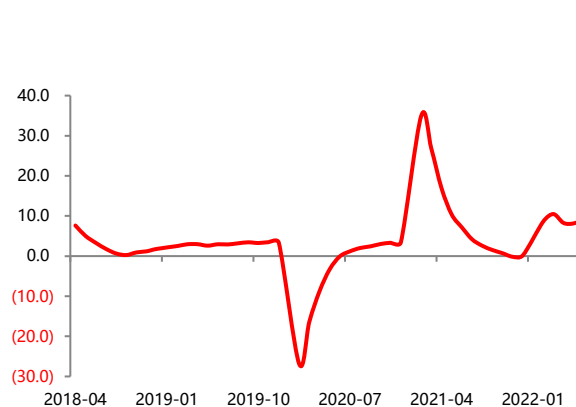
来源：Wind，中泰期货整理

图表 12：房地产投资:累计同比 (单位：%)



来源：Wind，中泰期货整理

图表 13：基建投资增速:累计同比 (单位：%)

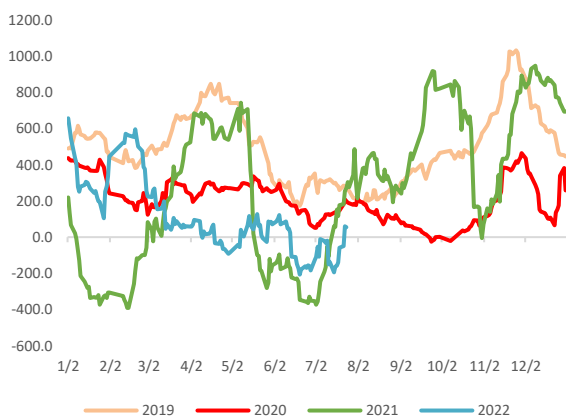


来源：Wind，中泰期货整理

## 2、利润走势分析：

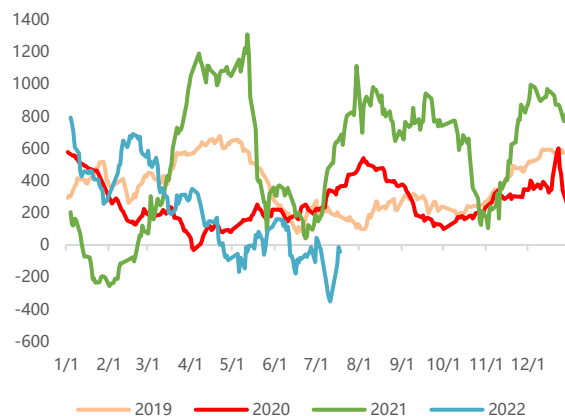
- 从 2016 年的供给侧改革开始，钢材利润一直处于偏好的状态，很少能打到钢厂亏损。2019 年开始，随着置换产能陆续投产，钢材供需重新进入供应充足的时代，但疫情给了全世界刺激需求的机会，而我们的能耗双降和去产量政策，给了钢价疯狂上涨的机会，更给了利润大幅波动的机会。
- 今年年初的时候，在偏强的宏观预期下，在严格的采暖季限产和冬奥会限产下，钢材价格表现一直偏强，钢材利润也一直在偏好水平。但随着采暖季限产和冬奥会限产结束，钢厂逐渐复产，粗钢产量节节攀升，而钢材旺季需求并没有兑现预期，钢材价格持续下滑，钢材利润进入持续的下降通道，直到近期连续亏损。而随着近期钢厂减产明显增加，钢材利润有回升的迹象，特别是电炉利润，恢复较为明显。

图表 14：上海螺纹钢高炉利润模型（单位：元/吨）



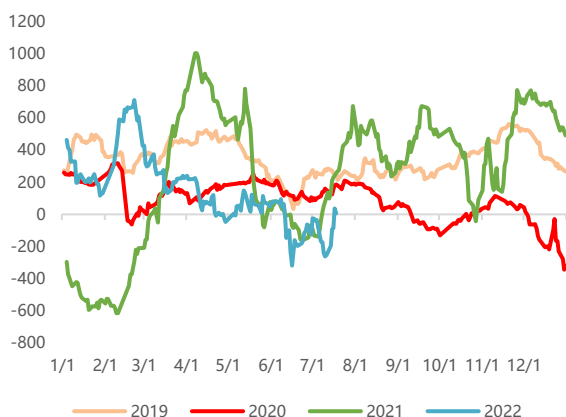
来源：中泰期货整理

图表 15：上海热卷模型利润（单位：元/吨）



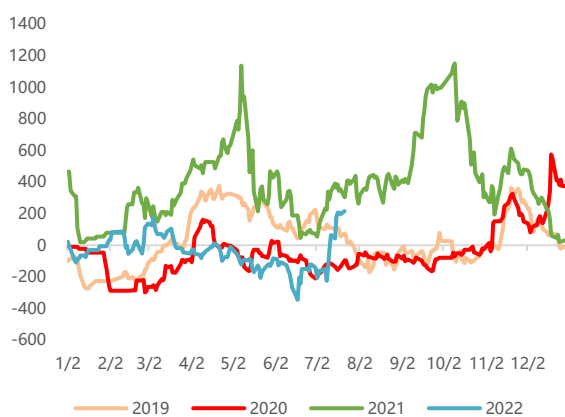
来源：中泰期货整理

图表 16：唐山钢坯利润模型（单位：元/吨）



来源：中泰期货整理

图表 17：上海螺纹钢电炉模型利润（单位：元/吨）

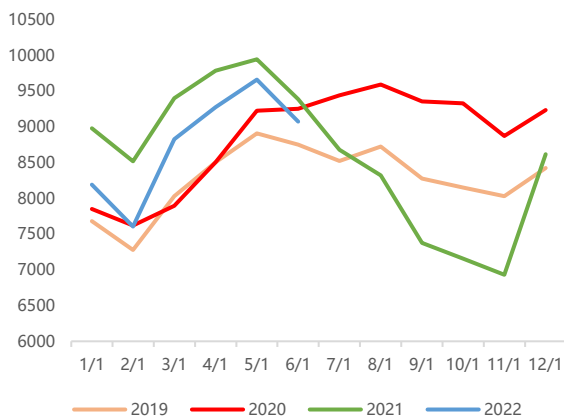


来源：中泰期货整理

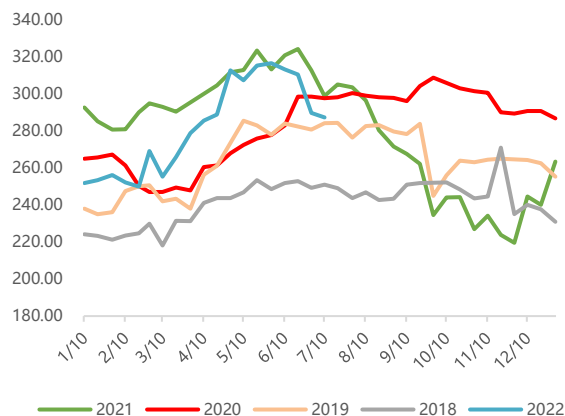
## 二、钢厂减产已经在路上，但还不够，且品种分化



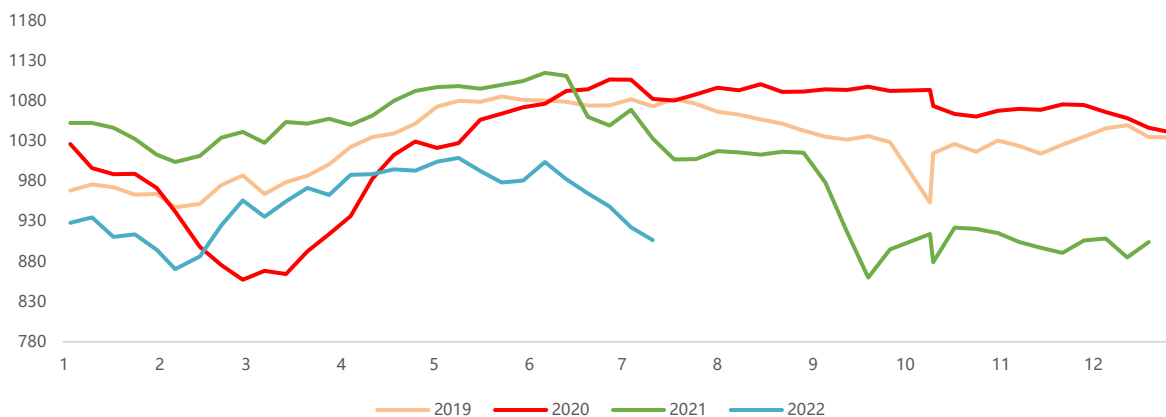
- 年后，随着采暖季限产和冬奥会限产结束，粗钢产量和钢材产量都明显恢复，特别是粗钢产量恢复到较高水平。但废钢的性价比一直不高，废钢添加逐步下滑，钢材产量明显没有恢复到高位水平。随着利润的下滑，特别是进入6月，钢厂开始降低入炉品味，通过降负荷，降低粗钢产量，钢材产量随之下降。
- 而从品种上看，螺纹产量降幅更为明显。螺纹中小型钢厂占比居多，电炉影响更为明显，减产影响更为直接；而热卷大厂占比较多，减产并不明显，虽然产量下降，但降幅明显要小。

**图表 18：产量:粗钢:当月值 (单位: 万吨)**


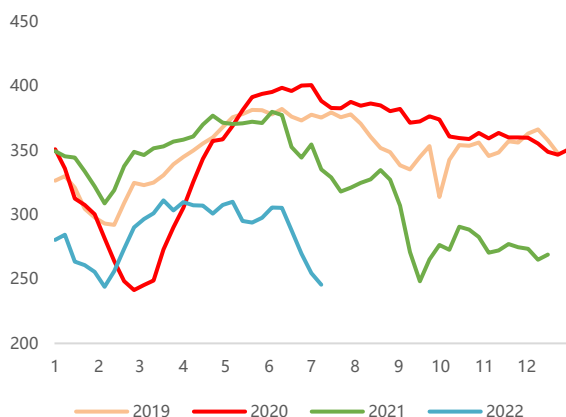
来源: Msteel, 中泰期货整理

**图表 19：旬预估日均产量:粗钢: (单位: 万吨)**


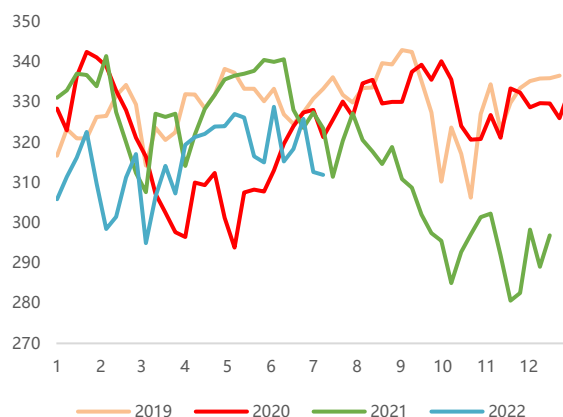
来源: Msteel, 中泰期货整理

**图表 20：钢厂周产量-五大品种合计 (单位: 万吨)**


来源: Mysteel, 中泰期货整理

**图表 21：钢厂周产量-螺纹（万吨）**


来源：Msteel，中泰期货整理

**图表 22：图表 8：钢联钢厂周产量-热卷（万吨）**


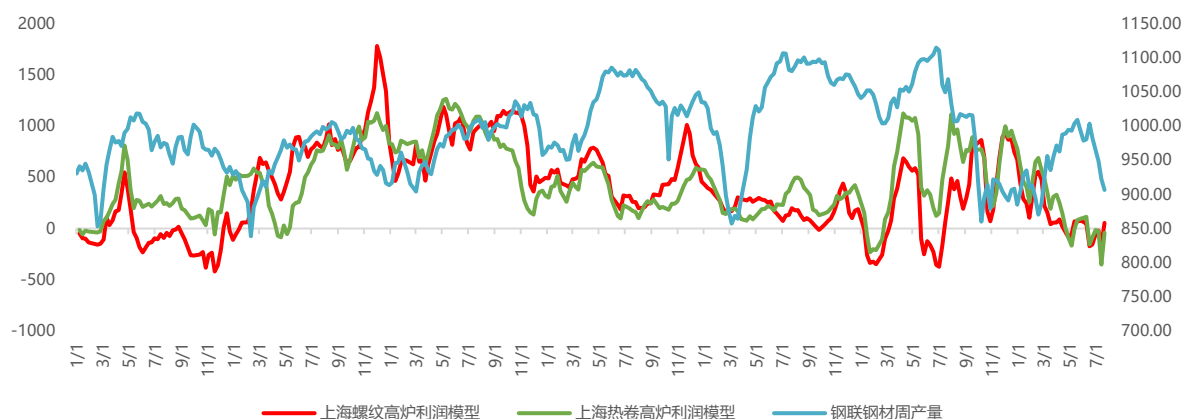
来源：Msteel，中泰期货整理

### 三、钢厂释放进一步减产路径推演

- 通过钢材产量和钢材利润的对比，我们不难看出，钢材产量和钢材利润往往呈现负向关系，钢材产量高的时候，利润往往在低位；而钢材产量低的时候，利润往往在高位。
- 从近期的走势看，没有行政干预的情形下，通过市场调节，需求端改变供大于求的路径，已经得到市场的普遍否定，只有通过钢厂减产，供应收缩，来改变当下的供需格局，解决当下的供需矛盾，进而给钢材利润。
- 钢厂减产已经走了一大步了，特别是螺纹钢，从高位的 309 万吨的周产量，到现在的 230 万吨周产量，降幅高达 25.56%，减产已经改善偏弱的供需格局了；而热卷从高位的 327 万吨周产量，到现在的 306 万吨周产量，降幅只有 6.42%，热卷的减产还没有改变偏弱的供需基本面。
- 如果热卷钢厂继续减产，在需求不变的情况下，热卷也会进入迅速去库的阶段，整体的钢材供需继续改善，旺季到来，会加速去库，钢价进入明显的上升通道；如果因为利润的改善，钢厂复产，从螺纹的角度，即使目前的产量基础上恢复 10%，也不会改变供需向好的局面，但热卷如果不继续减产，如果还有复产，去库困难，供需仍会持续有压力，即使旺季到来，螺纹驱动上涨，也会压制整体钢价反弹空间。
- 通过以上路径推演，更加合理的情形是钢厂继续减产，给旺季涨价以强驱动，带来钢厂利润的持续扩张；但目前就恢复了利润，钢厂提前复产，一方面压制钢价反弹空间，另一方面在压制原料价格上重新丧失话语权，即使反弹，也要压制钢厂利润。因此，钢厂作何选择，应该还是比较清楚的。



图表 23： 钢材产量（单位：万吨）和钢材利润（单位：元/吨）对比



来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

#### 四、策略建议

- 趋势：关注钢厂能否进一步减产，如果减产力度扩大，可以大胆参与旺季反弹行情；如果不进一步减产，或者产量有所恢复，旺季反弹空间有限，等待供需数据更加明朗，再决定参与方向。
- 套利：卷螺差趋势性偏弱，如果热卷减产增加，可以阶段性参与做多卷落差；盘面利润反弹有点快，如果不能进一步减产，会有回落，减产增加继续扩张；如果钢材现货有走强迹象，10/01 盘面正套可以择机参与。
- 套保：期现套保可以观望，等待盘面再次走强，给升水建仓的机会。
- 风险提示：能耗双控及去产量政策的变化；宏观政策的变化，对需求影响的预期；疫情变化对供需两端的影响；海外地缘政治变化的影响。

**免责声明：**

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货投资咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，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，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。