

从唐山调研看近期黑色运行逻辑

——黑色中国行（唐山篇）

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

结论：3月上旬，中信期货黑色团队前往唐山调研了解当地产业情况。当前唐山仍处于采暖季限产期间，钢厂生产强度偏低，需求仍未恢复。后期复产确定性高于需求复苏，钢价面临调整风险。原料的供应瓶颈处在煤焦端，铁矿落地利润亏损也限制了港口现货的流动性。在复产驱动下，钢材利润仍有收缩风险。

摘要：

钢材：供需恢复偏缓，预期延续强势。当前唐山黑色产业链仍处于供需恢复前期，复产确定性相对强于需求复苏，钢价面临调整风险。但近期俄乌冲突持续，若海外钢材缺口持续冲击国内钢材市场，增加出口关税或成为抑制出口的手段，同时也能达到控产量的目的。虽然在最近一周卷螺价差大幅上升，但短期钢厂不会进行转产调配卷螺产量，因此卷螺价差在出口驱动减弱之前，仍将偏强运行。唐山地区的钢坯紧缺预计持续全年，预计会成为钢材供应恢复的瓶颈。

风险提示：旺季需求超预期释放、钢厂复产加快（上行风险）；终端需求不及预期（下行风险）

铁矿：内外价差持续扩大，补库驱动逐步减弱。近期外盘走势强于内盘，内外价差维持较高水平。巨大的落地亏损也限制了港口贸易库存的去化。但后期严格的堆存费征收标准执行，有望缓解囤积居奇现象。进口矿短期到港偏低，同时北方钢厂进入复产周期，铁矿基本面短期延续供弱需强格局。不过港口钢厂库存已升至去年5月水平，同时高层持续关注铁矿高价，铁矿上行空间预计有限。

风险提示：复产力度加强（上行风险）终端需求改善不及预期，高层监管力度加强（下行风险）



黑色建材研究团队

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

俞尘泯
021-61051109
从业资格号 F03093484
投资资格号 Z0017179

进入3月，全国终端需求逐步进入验证期，同时北方钢厂生产也进入限产解除的关键节点。对于原料来说，虽然在发改委的持续关注铁矿高价下，矿价出现阶段性回调，但上周铁矿价格重回强势，逼近前高，复产预期持续发酵；双焦除了钢厂复产逻辑外，也受海外冲突影响，进口受阻进一步导致供需紧张推升价格。为更好梳理当前产业情况，我们于上周前往钢铁重镇唐山，了解当地钢厂生产情况及终端需求的恢复力度，力求更好把握今年上半年的黑色运行逻辑。

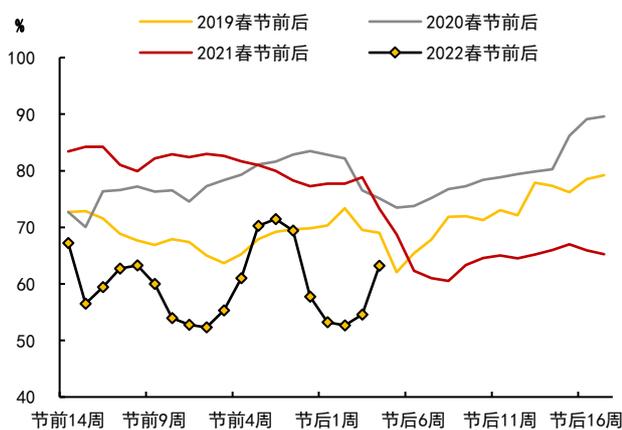
一、钢材：供需恢复偏缓，预期延续强势

1、采暖季限产持续，北方需求尚未回归

2月20日后，随着冬奥会的胜利闭幕，北方钢厂进入复产期，铁水产量出现回升。但根据我们调研了解，当前唐山钢厂生产强度并未完全恢复，预计集中复产仍将发生在3月15日的北方采暖季结束后。当前唐山的高炉产能利用率虽然仍未回到春节前水平，但已高于去年区域减产维持的60%左右水平，后续复产空间将取决于今年的产量政策。

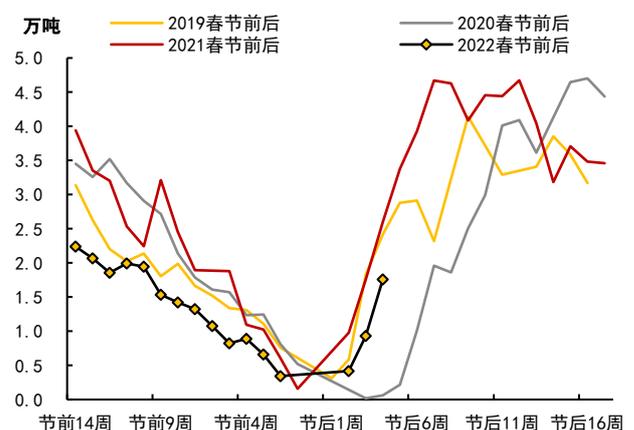
根据我们了解的情况，当前北方钢厂在采暖季结束后的复产没有限制；但部分企业开始担心高层为控制原料价格、保证今年“稳增长”的顺利推进，存在提前布局控制产量的政策。我们认为当前时点出台控产量指导的可能性较低，后期则需持续跟踪。

图 1：唐山高炉产能利用率：%



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 2：北方周均建材成交：万吨



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

据我们调研了解，去年华北地区终端需求的复苏时间点在4月初，而唐山在3月后还会有倒春寒，整体复工节奏仍有较大制约。从目前的北方建材成交数据来看，需求表现低于除2020年以外年份，这与我们了解到的房建企业资金紧张，整体需求回升不佳相吻合。预计后期随着北方温度回升，长材需求有望逐步回升，但短期将继续受制于资金因素，3月需求高度将低于去年同期水平。

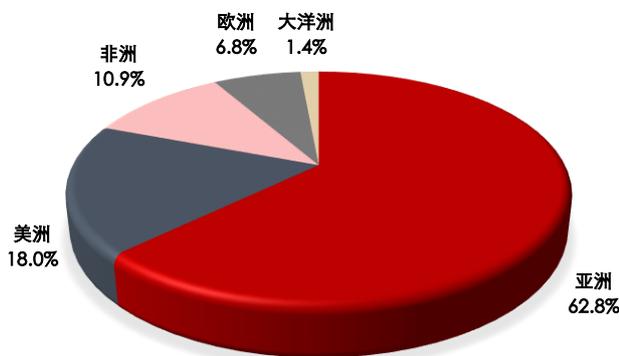
2、俄乌冲突影响需持续观察，钢坯偏紧格局难改

上周俄乌冲突持续发酵，市场传闻多家大型钢厂接到大量热卷出口订单。我们在最新报告《俄乌冲突如何影响黑色市场》中也提到，俄乌冲突对欧洲钢材供给冲击较大，在地缘战争冲突未能有效缓和前，短期国际市场采买情绪高涨，这也将推升国内市场热情。

但我们与唐山当地的卷板出口贸易商交流了解到，目前的出口订单主要集中在大型国企手中，且订单大都来自于欧盟、独联体，来自于东南亚的出口订单并未出现明显上升。同时从当地的进口价格上来看，欧盟及独联体的价格涨幅也领先于东南亚地区。当前俄乌冲突对卷板的冲击仍在前期发酵阶段，尚未导致海外热卷贸易流的全面紧张，俄罗斯受制裁以及乌克兰出口航线中断的影响需继续跟踪。一旦影响持续，或会导致东南亚卷板价格补涨，刺激新一波出口订单。

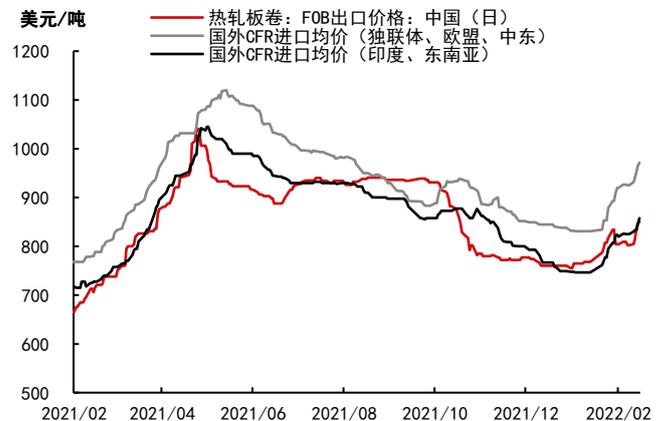
此外在上周的走访中，我们了解到部分大型钢企已要求出口贸易商向海外采购方提示增加关税的风险，并将相关税费转嫁给海外买家。目前加税消息尚未被证实，但参考去年平控产量及下调出口退税额度的政策组合拳，在外部通胀输入风险增大的情况下，存在通过降低国内钢材出口竞争力，减少钢材出口继而控制产量的可能。后续政策变化也值得紧密跟踪。

图 3： 中国钢材出口-分区域



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 4： 国际热卷价格走势：美元/吨

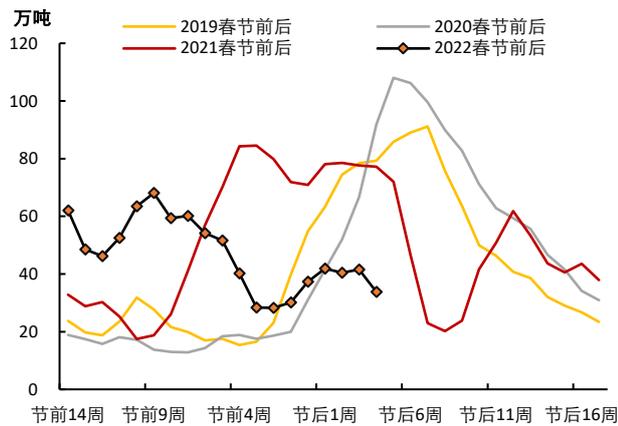


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

我们在此次调研中也了解到，部分唐山钢厂有新上热轧产线的计划，并表示如果维持当前的限产强度，厂内铁水产量并不能支持轧线产能的完全释放。

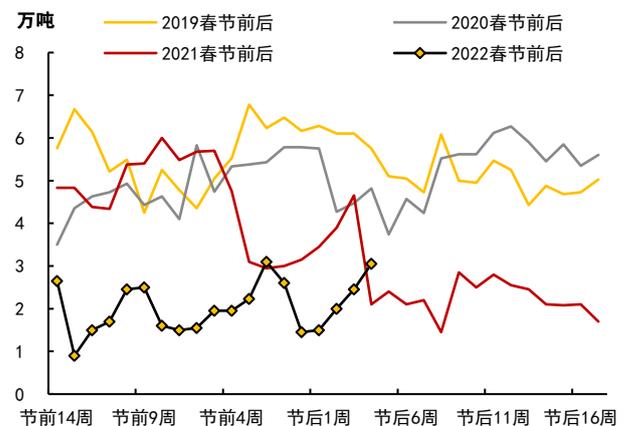
目前唐山地区钢坯的社会库存受制于限产影响，整体库存处在同期低位。同时即使后期高炉全面复产，钢坯的外销量最多只能当前的 3 万吨/天提高至 4 万吨/天，远低于往年 6 万吨/天的峰值。结合前文提到的新上轧线对铁水的需求增加，预计唐山地区全年钢坯紧缺格局将难以改变，或成为北方钢材供应恢复的瓶颈。

图 5： 唐山钢坯库存：万吨



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 6： 唐山钢坯日均外卖量：万吨



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

综上，当前唐山黑色产业链仍处在供需恢复前期，复产确定性相对强于需求复苏，钢价面临调整风险。但近期俄乌冲突持续，若海外钢材缺口持续冲击国内钢材市场，增加出口关税或成为抑制出口的手段，同时也能达到控产量的目的。虽然在最近一周卷螺价差大幅上升，但短期钢厂不会进行转产调配卷螺产量，因此卷螺价差在出口驱动减弱之前，仍将偏强运行。唐山地区的钢坯紧缺预计持续全年，预计会成为钢材供应恢复的瓶颈。

风险提示：旺季需求超预期释放、钢厂复产加快（上行风险）；终端需求不及预期（下行风险）。

二、铁矿：内外价差持续扩大，补库驱动逐步减弱

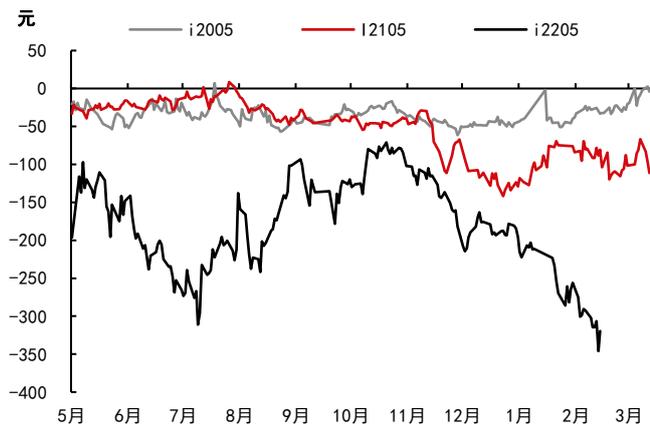
1、海外交易复产，美金货落地持续亏损

近期发改委持续关注铁矿石的高价，对矿价的管控措施持续升级。但上周铁矿石价格再次大幅上涨，内盘价格一度接近前期高点。在此次反弹中，我们认为矿价的上涨主动力来自于海外，从内外盘价差以及主流澳粉的落地亏损情况跟踪来看，上周均出现较为明显的扩大：内外盘价差已经超过去年 7 月极值，而 PB 粉落地亏损也已持续超过 4 个月。

据我们了解，由于内外价差的持续倒挂，部分矿贸易商库存中仍有去年年底至今的美金船货，导致港口部分铁矿资源缺乏流动性。但暂拟于 4 月开始征收堆存时间超过 60 天以上港口堆存费的政策，或改善长期库存的现象，达到释放贸易商过高库存的目的。

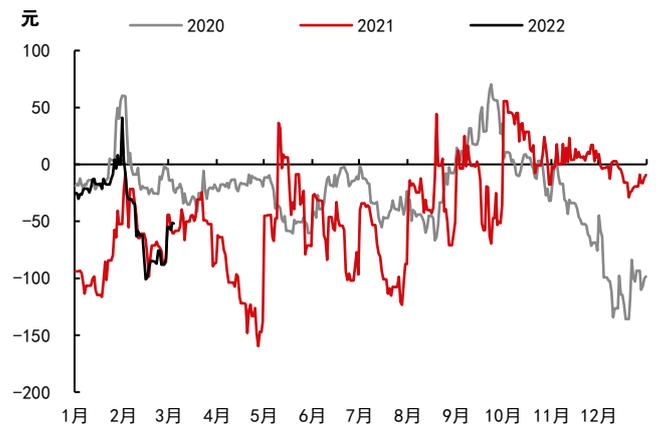
此外，海外掉期的远期曲线近期大幅走缓，上周一度出现正向结构，复产预期的交易已逐步进入验证期。回顾历史，掉期远期曲线的走缓往往领先于矿价的下跌；叠加政策扰动，铁矿价格存在较大回落风险。

图 7： 连铁 05 合约与新交所 04 合约价差：元/吨



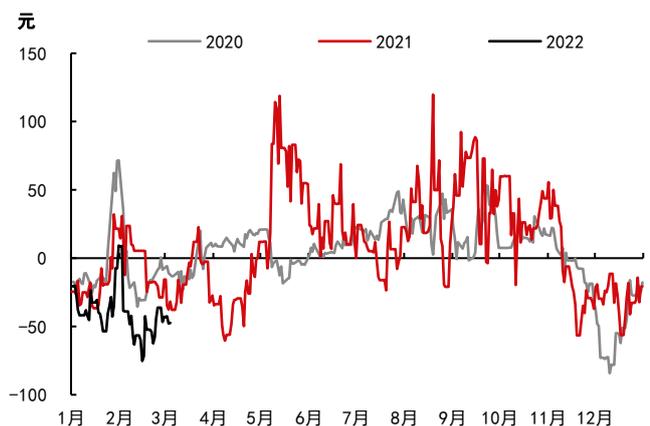
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 8： 超特粉落地利润：元/吨



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 9： PB 粉落地利润：元/吨



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 10： 新交所铁矿石远期价差与掉期曲线：美元/吨



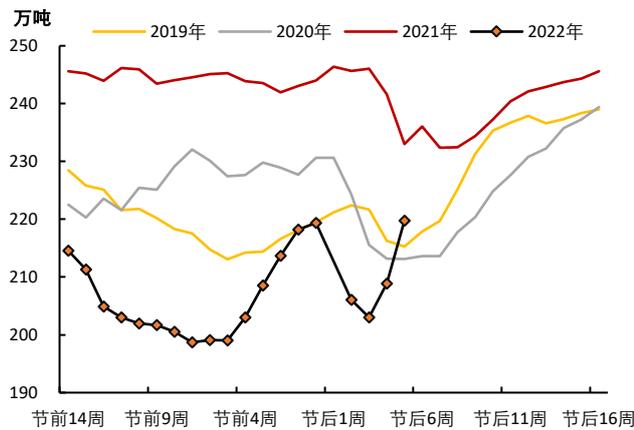
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、复产预期支撑矿价，钢厂补库驱动有限

我们从钢厂下属的原料贸易公司了解到，目前唐山钢厂的炉料库存较低，或仅能维持当前生产强度。同时随着 3 月 15 日采暖季限产结束日期的临近，钢厂正逐步计划进行库存采购，对铁矿石铁矿有提振作用。从跟踪的全国铁水产量来看，高炉生产仍具有向上空间：若按照全年铁水平控的要求线性外推，复产后的日均铁水产量需要恢复到 235 万吨以上，相较于上周 220 万吨的铁水尚有 7% 的增量空间。

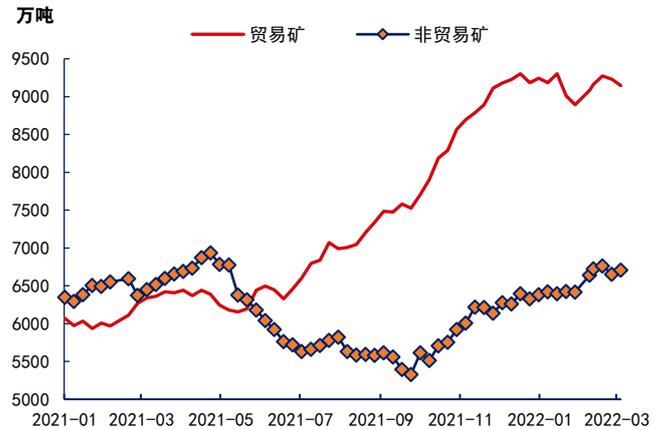
但通过跟踪港口进口铁矿石的库存结构，港口非贸易矿（属于钢厂）的铁矿库存已恢复至去年 5 月：对应于 240 万吨日均铁水的库存水平。虽然从区域上来看，华北及华东仍有补库空间，但钢厂的连续补库或已出现一定透支。后期铁矿需求的增量仅来自于铁水的提升，向上驱动预计将在复产推进期间逐步减弱。

图 11: 全国铁水产量: 万吨



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 12: 港口库存结构: 万吨



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

综合来看，近期外盘走势强于内盘，内外价差维持较高水平。巨大的落地亏损也限制了港口贸易库存的去化。但后期严格的堆存费征收标准执行，有望缓解囤积居奇现象。进口矿短期到港偏低，同时北方钢厂进入复产周期，铁矿基本面短期延续供弱需强格局。不过港口钢厂库存已升至去年5月水平，同时高层持续关注铁矿高价，铁矿上行空间预计有限。长期矿价重心的下移仍需等待基本面的转变，我们认为在海外地缘政治冲击之下，增加钢材出口关税或是当前控制钢铁产量继而减少铁矿需求的有利抓手。

风险提示： 复产力度加强（上行风险）终端需求改善不及预期，高层监管力度加强（下行风险）。

双焦方面，在我们的交流中了解到目前北方产业主流与我们观点基本一致：均表示目前钢厂焦炭库存较低，补库需求大；同时贸易商也在大量抢购焦炭，钢厂采货困难，预计港口焦炭价格持续坚挺。同时在我们专题报告《俄乌冲突如何影响黑色市场》中，也提示投资者需要关注俄罗斯焦煤出口受阻造成的国际煤炭市场资源阶段性紧张，也将会对我国的焦煤供应格局产生冲击。随着复产推进，我国或将再次面临主焦煤阶段性紧缺，进而推升煤焦成本，引发双焦的剧烈波动的行情。

展望后市，我们认为钢厂复产将带动煤焦需求，原料上涨挤压钢厂利润。后期观察终端需求情况，若钢材价格难以持续上涨，待钢厂利润收窄较多后，煤焦上面面临压力，可能转入高位震荡走势。

风险提示： 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、进口资源持续紧张（上行风险）。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本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所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

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会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且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。本报告不应取代个人的独立判断。本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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

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