

钢厂利润再度回落，谨防卷板需求压力

——中泰期货钢铁市场季度报告（夏季展望）

主讲人：裴红彬
期货从业资格号：F0286311
交易咨询证书号：Z0010786
联系电话：0531-81678625 18615516873
公司地址：济南市市中区经七路86号证券大厦15、16层
客服电话：400-618-6767
公司网址：www.ztqh.com

目录

CONTENTS

1 定性：熊市or新周期？

2 节奏：预期与现实，淡旺季

3 黑色估值和驱动分析

4 后期行情展望和建议



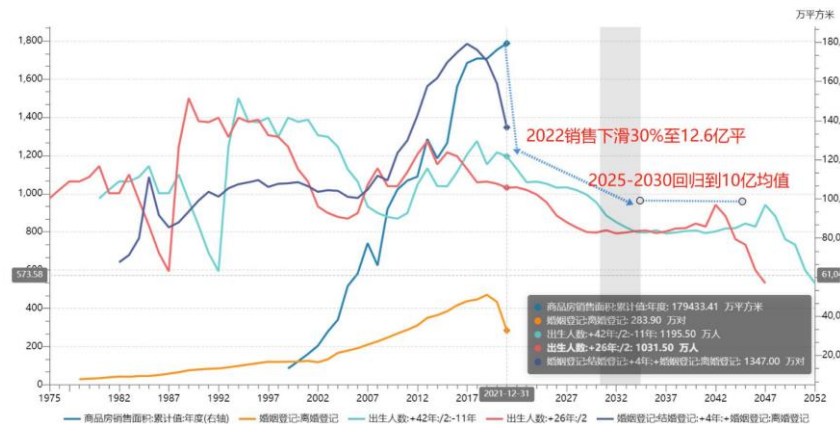
PART 01

定性：熊市，
or新周期？

1定势：房地产（库兹涅兹）周期类似于1990年代末

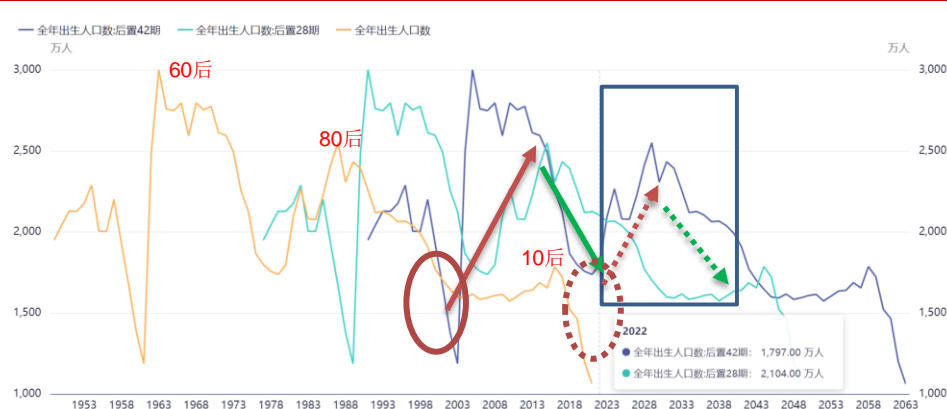
- 房地产周期：“长期看人口、中期看土地、短期看金融”。
- 人口：建国后婴儿潮：建国后，60后，80后，二胎三胎.....；28岁左右刚需，42岁左右改善住房+消费力高峰
- 旧周期终结：2000-2021年，60后改善需求叠加80后刚需置业，造就房地产为代表的超级建筑业周期22年；2022年超级周期结束。
- 当下国内地产周期看，类似于90年代末至2000初
- 房地产政策放开，但是效果不明显，后期仍需观察（三道红线到三支箭，白名单，保交楼，老旧小区改造，“三大工程”建设.....）

图表：人口和建筑业（房地产）周期表现 2000-2022 年



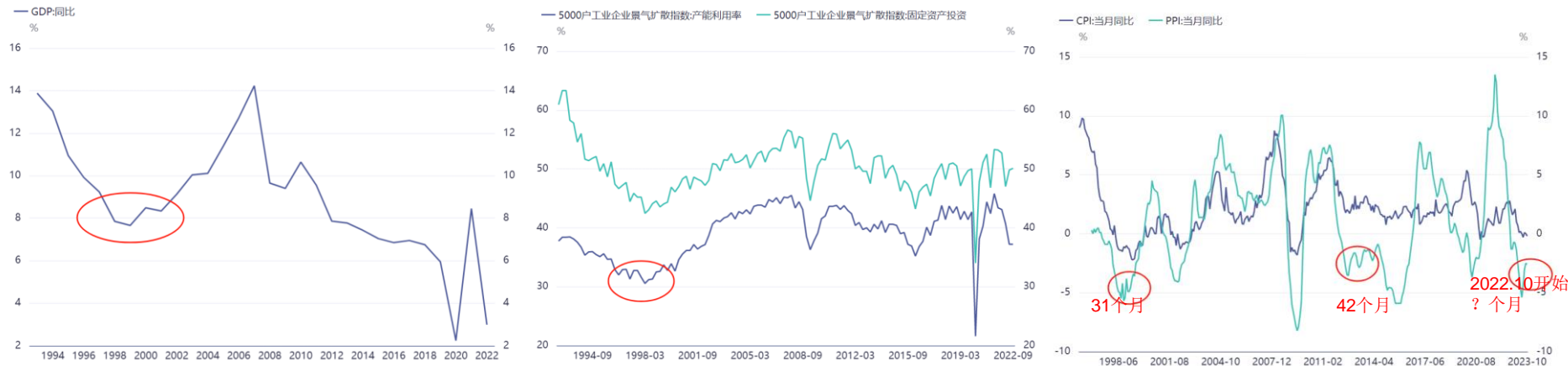
数据来源: wind, 中泰期货整理

图表：2023 或开启新一轮房地产弱势周期 2023-2045



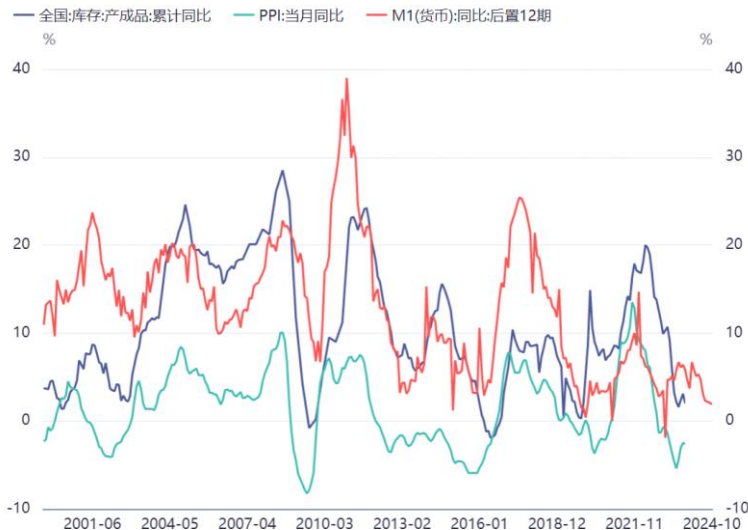
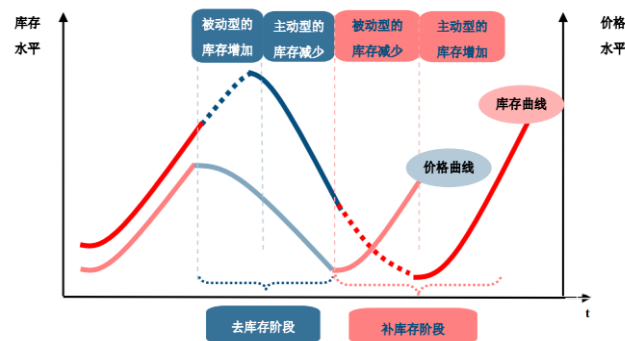
数据来源: wind, 中泰期货整理

- 市场表现相似：1990年代末，我国也曾面临内部转型和外部压力的挑战、经济增长明显放缓。
 - 1997年，我国刚刚经历一轮通胀治理、价格水平趋于正常，但过度扩张埋下的隐患并未解决。亚洲金融危机爆发后、**出口形势快速恶化**，供需失衡下经济增速连续两年“破8”、1999年GDP同比增速降至7.7%。**价格水平也持续下降**，1997-1999期间PPI连续31个月负增长。
- 破局方式相似：依靠结构性改革、辅以扩张性宏观政策，我国成功跨越转型阵痛期、重返高增长轨道。具体举措(地产、外需需求+国企、金融等供给侧改革)：
 - **住房、国企、金融**改革
 - **负债坏账**——特殊国债
 - **对外开放**——一带一路
- 改革转型或者宏观转暖**需要较长时间**。把1997年作为转型的起始点、经济用了6年时间才实现突围，2003年GDP重返两位数增长。

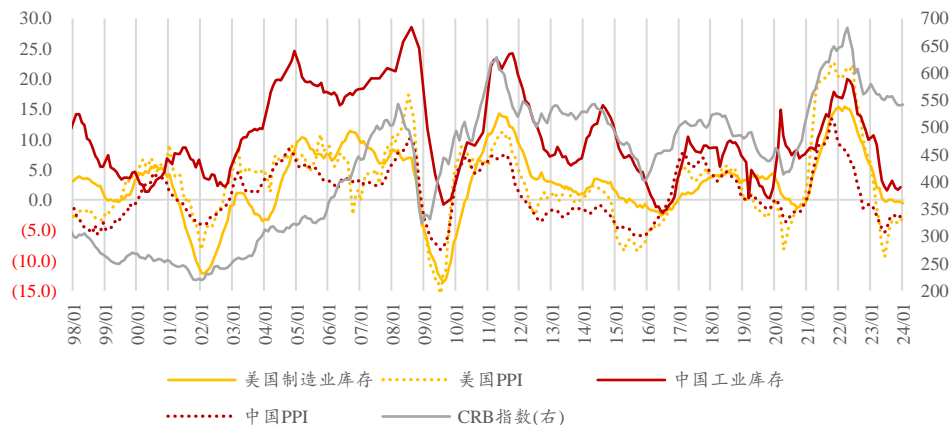


定势：库存周期：预计从被动去库到主动补库，但是强供给下弱补库难以提升价格

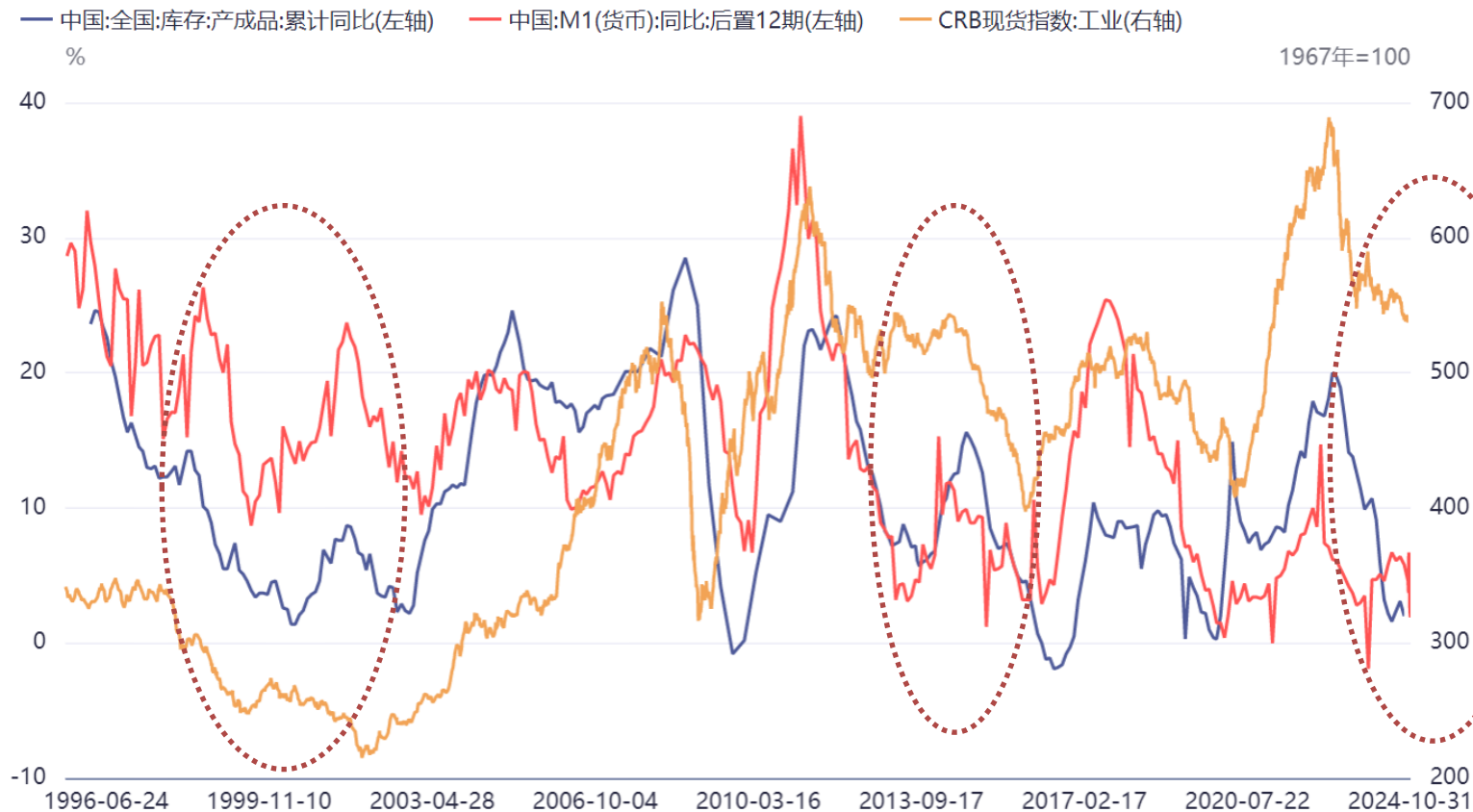
- 库存周期的本质和逻辑传导应该为，货币供给影响经济增长水平，因而影响物价水平。工业企业的原材料库存的变化，跟整个的流动性的M1是一个正相关的关系，并且M1要领先大约一年时间。
- 从M1同比数据来看，2023年下半年库存周期从主动去库到被动去库转化，2024年预计从被动去库到主动补库，利于大宗商品（预期）价格反弹，但是弱补库难以提升商品价格（类似于2014或90年代末）。



中国和美国库存周期与大宗商品（%，点）



定势：库存周期：弱补库难以提升价格，甚至强供给会造成跌价



定势：房地产周期难以逾越——90年代末大宗商品价格走势对比

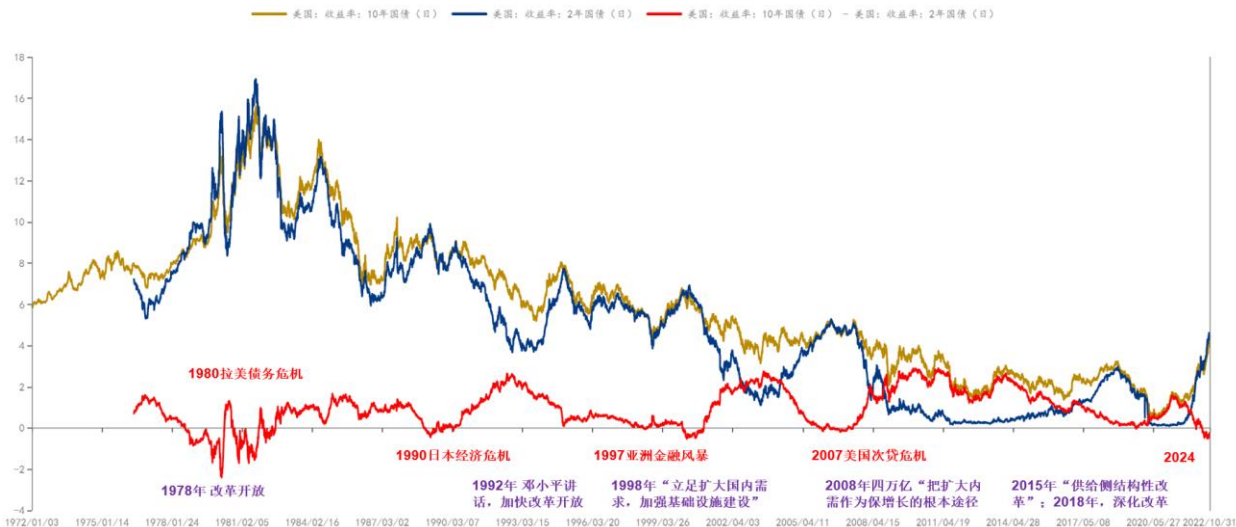


请务必阅读正文之后的声明部分

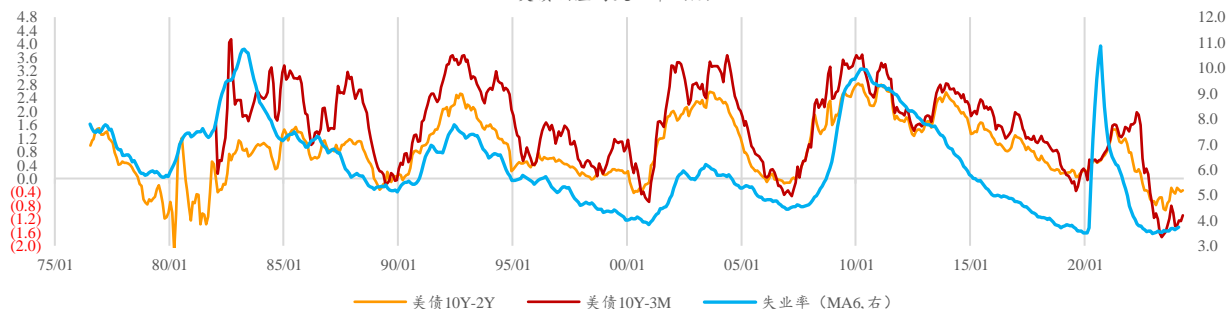
详细分析看年报

数据来源：文华财经 中泰期货研究所整理

定势：经济软着陆与硬着陆之争——历史经验得不出软着陆的结论，2024/2025均是考验年

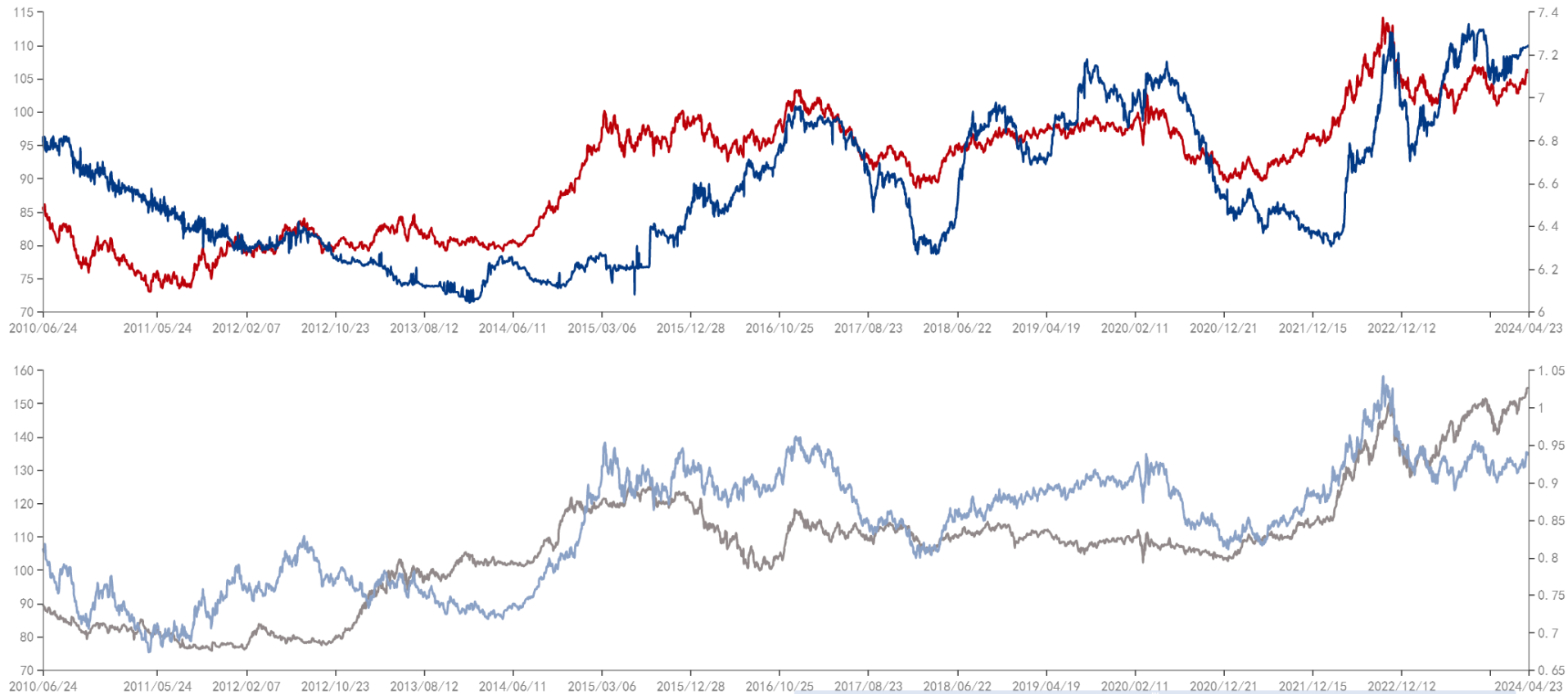


美债利差与失业率（%）

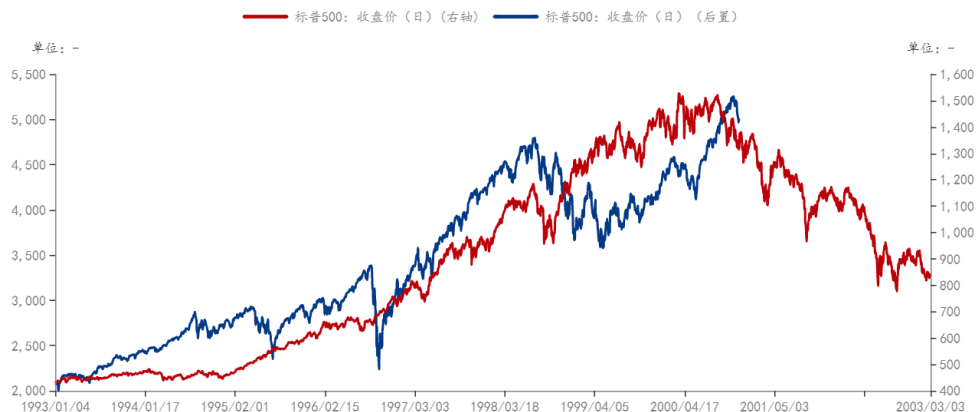


- ◆ 本轮美债10Y-3M利差倒挂大约170bp
属于历史极值，过去基于经济周期或者外部冲击等不同原因，10Y-3M月度均值倒挂，后边美国经济比较难实现软着陆。
- ◆ 利差下行并倒挂的速度快，后期对应失业率回升的速度也相对较快，从这一角度来看历史数据并不支持美国经济软着陆的结论。

— 美国：美元指数收盘价（日） — 汇率：美元兑人民币（日） — 汇率：美元兑日元（日） — 汇率：美元兑欧元（日）



定势：90年代末与当下的对比（2000年互联网金融泡沫VS 当下AI）



◆ 从历史数据来看，利差倒挂或者接近倒挂到标普周期500见顶时间间隔最短9个月，最长23个月，平均间隔约16个月。本轮10Y-3M利差倒挂时间为2022年11月开始倒挂为-43bp，根据历史经验线性外推的观测时间，平均数外推时间为2024年一季度末与二季度初的时间段。从目前数据这个时间可能会延后，我们认为迟到不等于缺席。

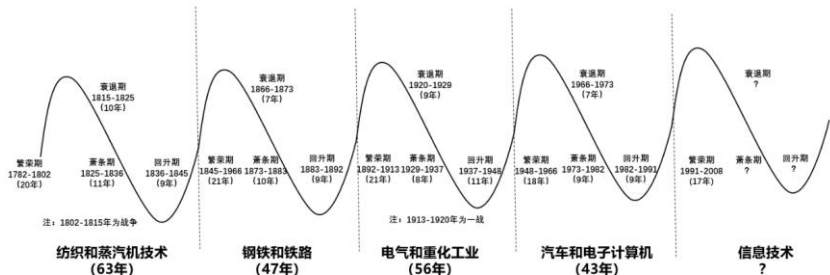
◆ 美股的加速可能不是机会而是风险。2024年将持续看到，美国实体的韧性以及就业和服务业的松动，2024年美国经济的回落有两股力量共同决定，服务业的下降VS实体的回升。排除掉所有数据干扰，进入补库末期，美国经济迎来大考。

定势：康波周期——康波萧条期第一轮滞涨进入尾声，目前正处于消灭通胀过程中

2019-2028年大概率处于经济康波周期的萧条期。

- 1990-2019过去30年的低通胀、高增长的时代彻底结束，全球进入了高通胀、低增长时代。
- 康波萧条期特征：周金涛对萧条期的描述是“以一次滞涨展开，滞涨之后就是消灭通胀的过程”。
- 2019年以来，因疫情冲击，全球货币放水经历了一段滞涨；2022年以来，缓解通胀，各央行激进加息，目前处于消灭通胀的过程当中。留意再刺激或者地缘博弈，造成第二轮通胀？

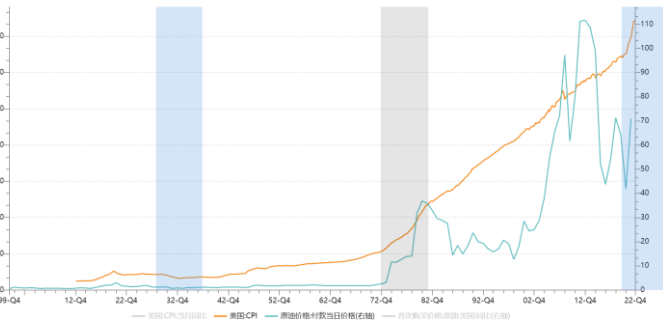
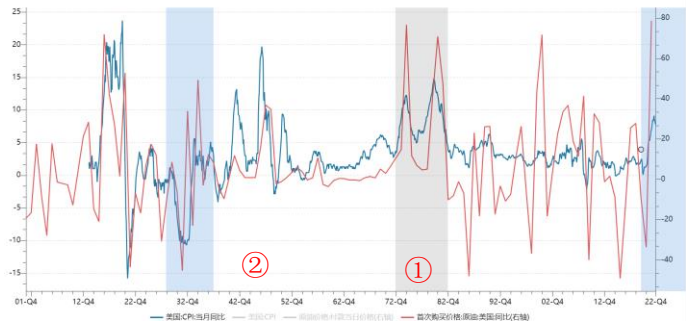
历史上的五轮康波周期



资料来源：荷兰经济学家霍布森·杜根

	标志性技术创新	繁荣期	衰退期	萧条期	复苏期
第一次长波	纺织工业和蒸汽机 (63年)	1782-1802 (20年) (1788年、1793年、1797年经济危机)	1815-1825 (10年) (1803-1815年拿破仑战争) (1810-1814年、1816年、1819-1922年经济危机)	1825-1836 (11年) (1826-1828年俄土战争) (1825年经济危机)	1836-1845 (9年) (1837-1843年经济危机)
第二次长波	钢铁和铁路 (47年)	1845-1866 (21年) (1847-1850年、1857-1858年经济危机)	1866-1873 (7年) (1870-1871年普法战争) (1867-1868年经济危机)	1873-1883 (10年) (1877-1878年俄土战争) (1873-1879年、1882-1883年经济危机)	1883-1892 (9年) (1890-1893年经济危机)
第三次长波	电气、化学、汽车 (56年)	1892-1913 (21年) (1900-1903年、1907-1908年经济危机)	1920-1929 (9年) (1914-1918年一战) (1914年金本位制结束)	1929-1937 (8年) (1931年9.18事变) (1929-1933年大萧条)	1937-1948 (11年) (1939-1945年二战)
第四次长波	集成电路、计算机和航空航天 (43年)	1948-1966 (18年) (1948-1952年、1957-1958年经济危机)	1966-1973 (7年) (1971-1973年布雷顿森林体系崩溃)	1973-1982 (9年) (1973年中东战争) (1973-1975年、1979-1982年经济危机)	1982-1991 (9年) (1990-1992年经济危机)
第五次长波	信息技术和智能手机 (46年?)	1991-2007 (16年) (1997-1998年、2000年经济危机)	2007-2019 (12年) (2008年美国金融危机、2010年欧债危机)	2019-2028? (9年) (2022年俄乌冲突) (2020-2023年新冠疫情)	2028-2037? (9年)

图表：近两次康波萧条期CPI和原油等大宗商品表现



数据来源：wind，中泰期货整理

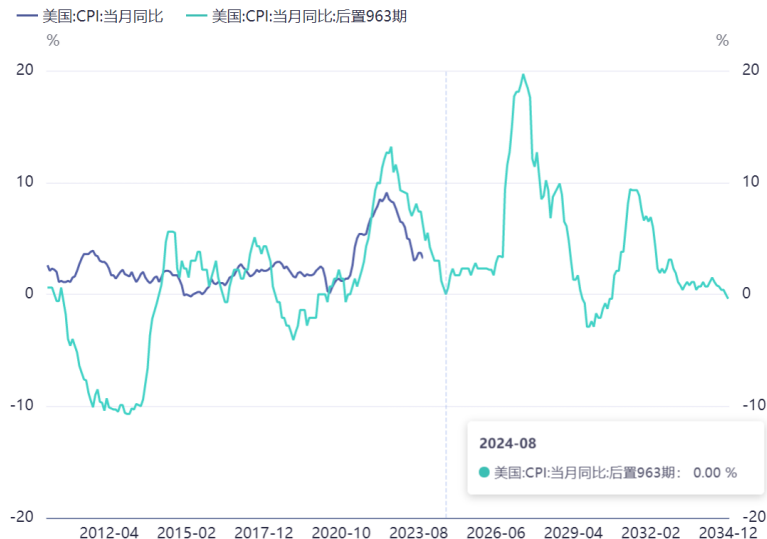
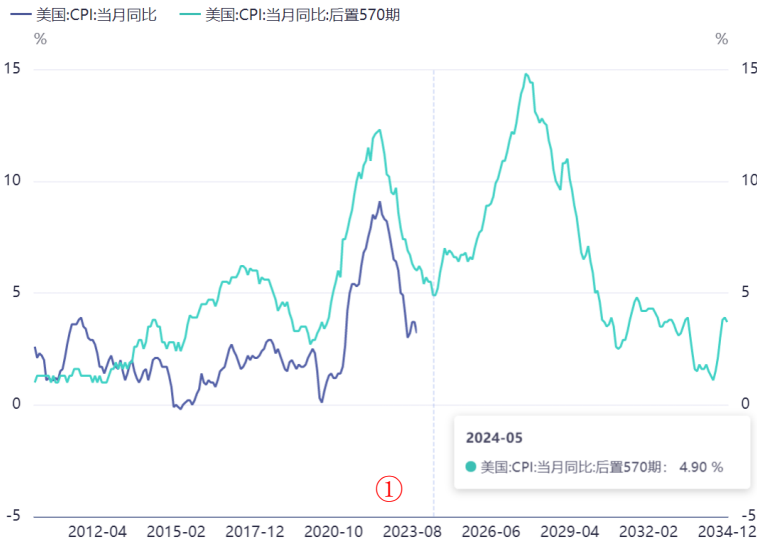
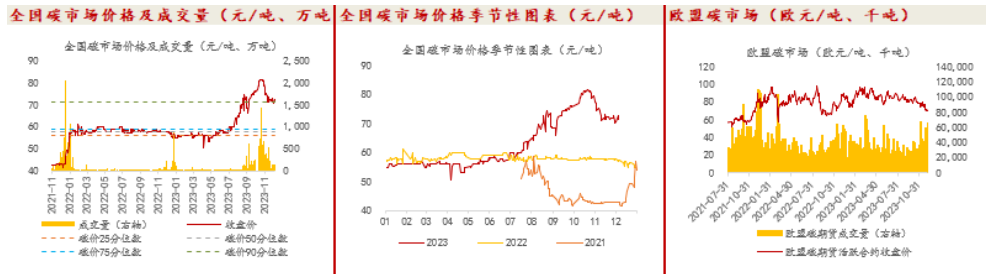
数据来源：IFinD 中泰期货研究所整理

大通胀历史对比

- ①1970-1980年代，中东战争，石油危机
- ②1930大萧条和二战期间

目前从历史类比来看，当前的康波周期环境类似于1973-1982年代，2024年或类似于1976-1977年。后几年，或反转进入下一轮再通胀？

驱动因素：地缘战争 or 30-50（60）双碳目标？



■ **经济周期及影响小结：明年整体经济周期环境定性为经济周期下行的弱补库周期，商品价格易反弹但难持久。**

- 康波周期（50-60年），2019-2028年或类似于1973-82年代。2024年中，或反转进入下一轮中长期再通胀（如果有战争地缘因素、可能性会大大提升），**但是在通胀前再筑底难以避免。（2024阶段利空，长期有大通胀利多可能）**
- 地产周期（20年），2022-2025年或类似于90年代末期（1998-2002）。经济阶段性复苏和强预期可能带动商品价格反弹，但人口因素决定经济转型和复苏需要较长时间，大宗商品筑底过程将较为漫长。**（政策预期利多，但是几年内会反复筑底）**
- 资本投资周期（7-10年），市场投资信心依然不足，2024年或类似于90年代末或2014年。阶段性弱复苏难以提升全市场信心。（盈利有改善，但是**信心仍需恢复，中性**）
- 库存周期（3-4年），2023年下半年库存周期从主动去库到被动去库转化，2024年预计从被动去库到主动补库，利于大宗商品（预期）价格反弹，但是弱补库难以提升商品价格**（预期利多，但是现实来看，难以兑现，类似于2014或90年代末）**。

■ **2024年，预计依然是强政策（预期），弱复苏（现实）。历史上类似90年代末或者2014年。所以，强预期形成阶段反弹后，还会回落筑底。**

- 低库存叠加补库，大宗商品价格易反弹。
- 反弹空间有限且难以持久。一是本轮库存周期大概率为弱补库，从领先于库存周期一年的M1同比数据来看，2024年库存也存在再度回落的可能；二是市场投资信心依然不足。
- 假如有战争等地缘因素影响，或者行政性的供给约束，可能会放大补库的力度，从而加大商品价格反弹的空间。

- 一、整体要求：稳中求进、以进促稳、先立后破；但是没有强刺激。
 - 总基调增加积极：2024年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。2023年“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”
 - “积极的财政政策要适度加力、提质增效；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效；要增强宏观政策取向一致性。”两个政策“适度”，表明明年经济没有大水漫灌强刺激。
 - 先立后破：或是在纠偏2021，针对新经济而言，比如碳达峰下的新能源，预计会刺激新经济；然后市场化破除旧经济、传统经济？
- 二、重点工作：
 - 头号任务：2024年以科技创新引领现代化产业体系建设；2023年为扩大内需。明年扩大内需变为第二任务。
 - 工作节奏：抓住一切有利时机，利用一切有利条件，看准了就抓紧干，能多干就多干一些，努力以自身工作的确定性应对形势变化的不确定性。
 - 商品相关：积极稳妥推进碳达峰碳中和，强调了绿色低碳；但是稳增长下，供给或依然是次要矛盾。

	2023-2024	2022-2023	2021-2022	2020-2021
经济工作重心	明年要围绕推动高质量发展，突出重点，把握关键，扎实做好经济工作。	明年经济工作千头万绪，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作	明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前	明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要更加注重以深化改革开放增强发展内生动力，在一些关键点上发力见效，起到牵一发而动全身的效果。
国家经济工作的主要方向	一是以科技创新引领现代化产业体系建设。 二是着力扩大国内需求。 三是深化重点领域改革。 四是扩大高水平对外开放。 五是持续有效防范化解重点领域风险。 六是坚持不懈抓好“三农”工作。 七是推动城乡融合、区域协调发展。 八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。 九是切实保障和改善民生。	一是着力扩大国内需求； 二是加快建设现代化产业体系； 三是切实落实“两个毫不动摇”； 四是更大力度吸引和利用外资； 五是有效防范化解重大经济金融风险。	一是宏观政策要稳健有效； 二是微观政策要持续激发市场主体活力； 三是结构政策要着力畅通国民经济循环； 四是科技政策要扎实落地； 五是改革开放政策要激活发展动力； 六是区域政策要增强发展的平衡性协调性； 七是社会政策要兜住兜牢民生底线	一是强化国家战略科技力量。 二是增强产业链供应链自主可控能力； 三是坚持扩大内需这个战略基点； 四是全面推进改革开放；五是解决好种子和耕地问题； 六是强化反垄断和防止资本无序扩张； 七是解决好大城市住房突出问题； 八是做好碳达峰、碳中和工作。
产业链级商品相关的表述	要以科技创新推动产业创新.....提升产业链供应链韧性和安全水平.....加快传统产业转型升级。积极稳妥推进碳达峰碳中和，加快打造绿色低碳供应链。 加快建设新型能源体系.....提高能源资源安全保障能力。 培育壮大新型消费，稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。	优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。 “加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产”，“提升国家战略物资储备保障能力”，“提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力”	实现碳达峰碳中和，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。要增强国内资源生产保障能力，加快油气等资源先进开采技术开发应用。 要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合。要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价。	要抓紧制定2030年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。 要加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。要继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。
请	数据来源：新华网 中泰期货整理			

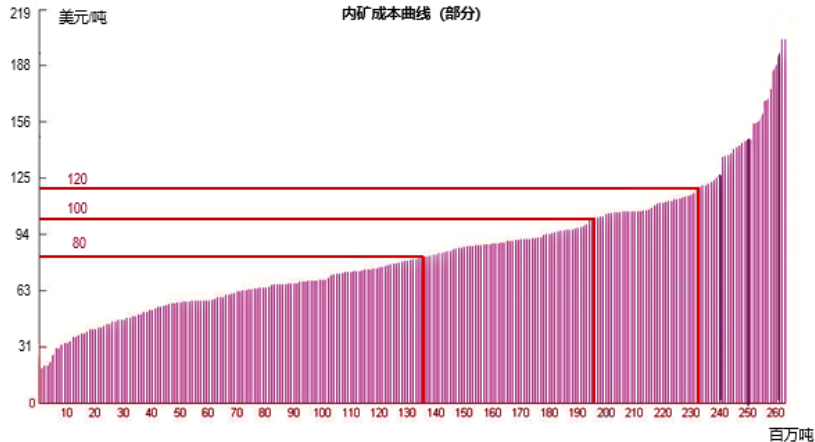
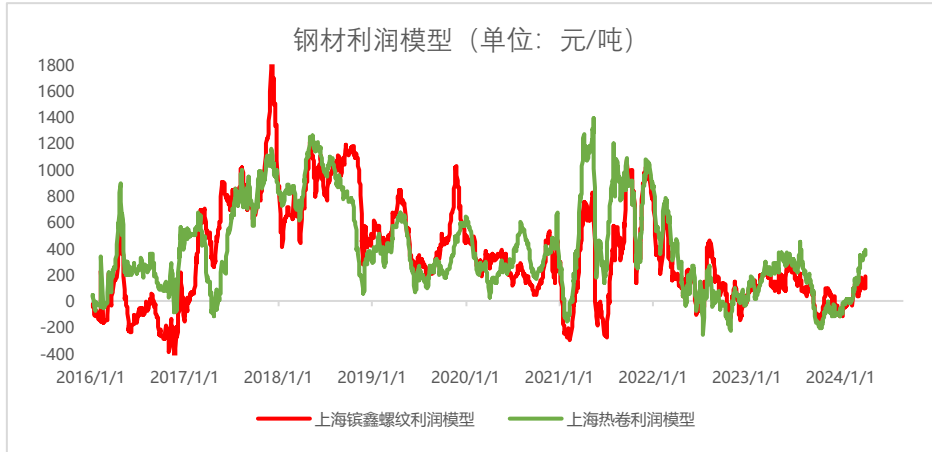
- 2016年以来，以去产能和控产量为主抓手的供给侧政策对黑色市场行情影响深远。但2022年以来，我们认为黑色商品以供给影响的主要矛盾面临修正，重回需求主导，2022-2023年供给政策基本没有主动作为，符合我们的判断。
- 展望2024年，工业稳增长仍是主基调，供给侧干扰可能较低。根据工信部年底的全国工业和信息化工作会议精神。年度工作总体要求和重点任务情况，以及过去两年的情况对比如下表所示。从整体要求来看，总体要求基本维持不变，工业平稳增长仍是第一个重点任务，同时重点强调了高质量发展。

工信部年度工作精神及与去年对比

会议时间	2023年12月21日	2022年12月31日	2021年12月20日	2020年12月28-29日
总体要求	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，统筹高质量发展和高水平安全，大力推进新型工业化，实施制造业重点产业链高质量发展行动，提升产业科技创新能力，改造升级传统产业，巩固提升优势产业，培育壮大新兴产业，前瞻布局未来产业，支持中小企业专精特新发展，加快建设以科技创新为引领、先进制造业为骨干的现代化产业体系，为中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供坚实物质技术基础。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展， 统筹发展和安全，以推进新型工业化 为统领，锚定制造强国和网络强国建设目标， 把稳定工业增长放在突出位置 ，锻长板、补短板、强基础、育集群、保民生、促安全， 加强传统产业改造升级 ，培育壮大新兴产业，促进中小企业发展，提升重点产业链自主可控水平，增强信息通信服务供给能力， 加快制造业数字化转型 ，全力保障重点医疗物资生产供应，提升行业治理能力，促进工业经济稳定向好，实现质的有效提升和量的合理增长，筑牢经济大盘“压舱石”，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步提供有力支撑。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，构建新发展格局，推动高质量发展， 坚持以供给侧结构性改革为主线 ，聚焦制造强国和网络强国建设目标， 把工业稳增长摆在最重要的位置 ，统筹推进强链补链、技术攻关、数字化转型和绿色低碳发展，加大对中小企业支持，提升信息通信服务供给能力，促进工业经济平稳运行和提质升级，保持制造业比重基本稳定，提升制造业核心竞争力，筑牢经济“压舱石”。	坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题， 以深化供给侧结构性改革为主线 ，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，坚持系统观念，更好统筹发展和安全，着眼制造强国和网络强国建设全局，把推进产业基础高级化、产业链现代化摆在突出重要位置，落实“六稳”“六保”任务要求，增强重点产业和关键环节自主可控能力，更好支撑国民经济运行在合理区间，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党100周年。
重点任务（黑色产业相关）	要围绕高质量发展，突出重点、把握关键，抓好十二个方面重点任务。 一是全力促进工业经济平稳增长 。二是全面实施制造业重点产业链高质量发展行动。三是提升产业科技创新能力。四是加快改造提升传统产业。五是巩固提升优势产业领先地位。六是加快培育新兴产业。七是推动信息通信业高质量发展。八是推动工业绿色低碳发展。九是促进中小企业高质量发展。十是优化国防科技工业体系布局。十一是支持部属高校“双一流”建设。十二是提升行业治理现代化水平。	着重抓好四个方面工作：一是 加大稳增长政策供给和落实力度 。二是聚焦重点行业和地区，稳住工业增长基本盘。三是全面实施“十四五”系列规划，提振制造业有效投资。四是 积极扩大消费 ，以高质量供给引领创造新需求。 没有提及碳达峰 。重点抓好五个方面工作：一是提高重点产业链自主可控能力。二是深入推进产业基础再造。三是巩固优势产业领先地位。四是狠抓传统产业改造升级。培育一批具有资源掌控力和国际竞争力的龙头企业，大力推进企业技术竞争和设备更新，深入实施智能制造工程，全面推行绿色制造，锻造新的产业竞争优势。	一是 着力提振工业经济，为稳定经济大盘提供有力支撑 。二是加快推进基础和关键领域创新突破，进一步增强产业链供应链韧性。三是加大对中小企业的纾困帮扶，促进企业专精特新发展。统筹落实系列惠企政策，着力解决中小企业困难问题。四是强化应用导向，提升信息通信服务供给能力。五是推动制造业数字化转型向纵深拓展，增强产业发展新优势新动能。 六是实施工业领域碳达峰行动，稳步推进产业绿色低碳转型。实施工业能效、水效提升计划。坚决遏制“两高”项目盲目发展。	一是推动基础和关键领域创新突破。聚焦基础技术和关键领域，大力提升制造业创新能力。二是着力稳定和优化产业链供应链。全面系统梳理我国制造业发展状况，开展制造业强链补链行动，推动全产业链优化升级。 围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降 。三是加快制造业数字化转型。四是大力推动信息通信业高质量发展。编制实施网络强国建设行动计划，有序推进5G网络建设及应用。五是加大支持中小企业发展。六是坚定落实改革开放举措。七是做好常态化疫情防控保障支撑。八是科学制定工业和信息化领域“十四五”规划。

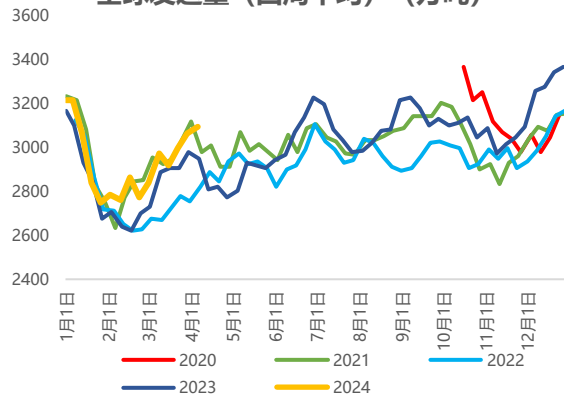
数据来源：工信部 中泰期货整理

- 熊市三部曲
 - 去泡沫、打利润、**降成本**
 - **降库存**、**减产量**、去产能
- 现在到哪了？
 - 目前仍在降库存-降成本阶段，中游减产量已经在路上，去产能在后面。
 - 1、**原料减产甚至去产能**才是真正的负反馈。
 - 2、从原料绝对价格看，焦煤铁矿石还有一定空间，**支撑在多少？？**

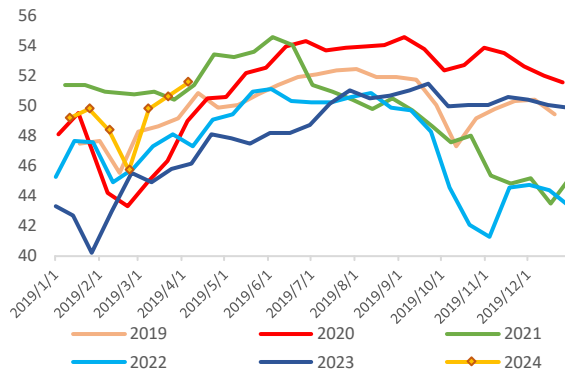


定性：降库存到中游减产量，上游尚未开始

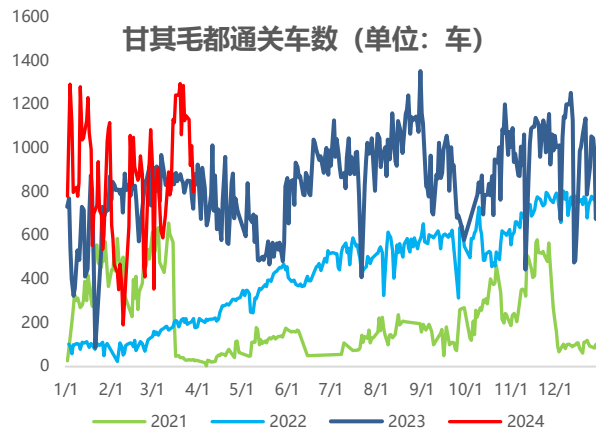
全球发运量（四周平均）（万吨）



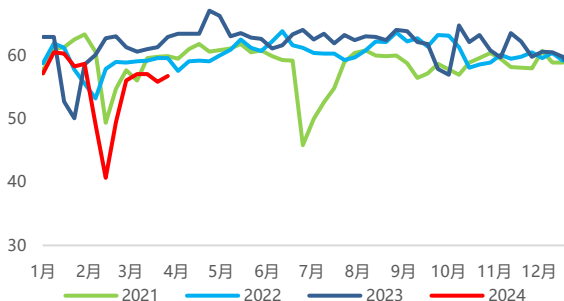
矿山铁精粉日均产量：186家（万吨）



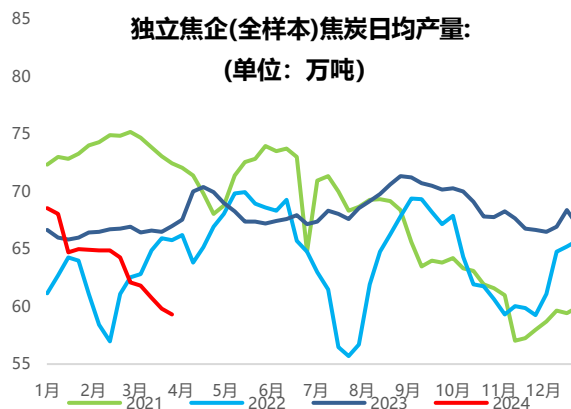
甘其毛都通关车数（单位：车）



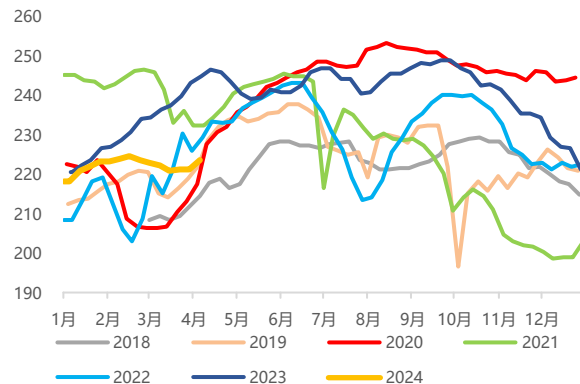
样本洗煤厂（110家）精煤日产量（单位：万吨）



独立焦企(全样本)焦炭日均产量：（单位：万吨）



全国247家钢厂日均铁水产量（万吨）

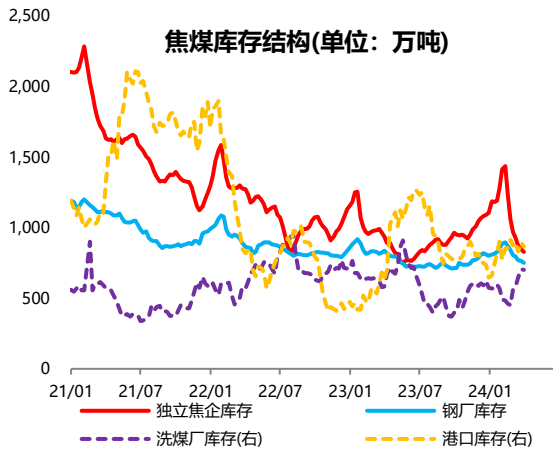


定性：降成本，去库存，上游原料库存回升是成本支撑转弱标志

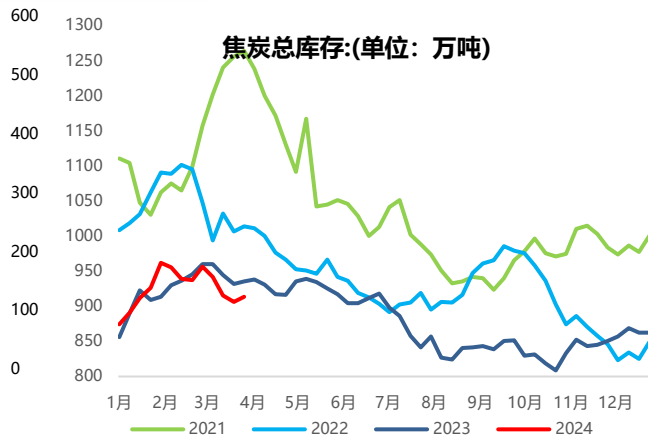
铁矿石港口+钢厂总库存（周度：万吨）



焦煤库存结构(单位：万吨)



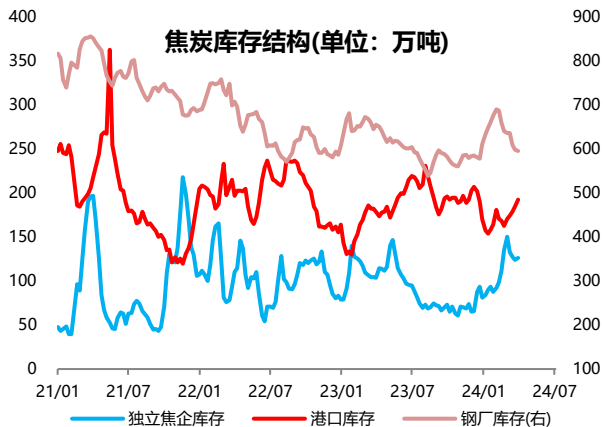
焦炭总库存:(单位：万吨)



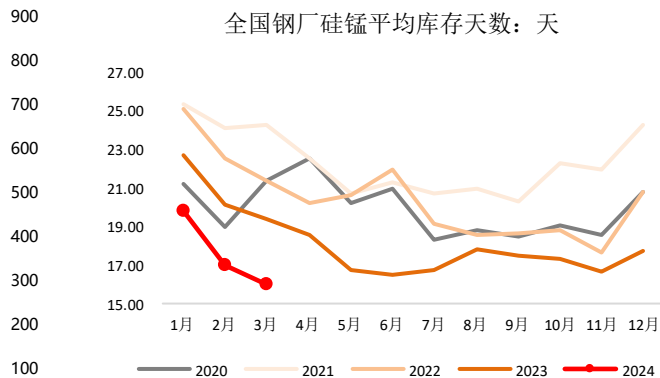
铁矿石库存分归属（周度：万吨）



焦炭库存结构(单位：万吨)



全国钢厂硅锰平均库存天数：天





PART 02

节奏：预期现实，淡旺季

节奏：淡旺季逻辑，黑色政策预期和现实驱动博弈（今年的异同点？）（2023年12月）

2022年11月以来，黑色市场行情主要驱动及逻辑：

- 第一个阶段是强预期阶段。黑色市场表现最为强势，反弹空间较大。具体为11月初至12月中旬，包括外交进展、疫情优化、地产放松、政治局会议召开等。
- 第二个阶段是预期修正阶段，12月中旬到春节。中央经济工作会议之后预期开始降温，黑色整体高位震荡，品种开始有所分化。
- 第三个阶段“预期兑现”过渡。三月份以来宏观预期转向叠加现货需求转弱，黑色震荡下行



2024年节奏如何把握？ 2023.12

- 相同点：旺季回落（弱现实），淡季反弹（强预期）
- 不同点：反弹提前2个月，且明年没有疫情后回补，美联储的加息降息影响

1、回调或者下跌可能会提前反应？一季度下跌已经兑现 ✓

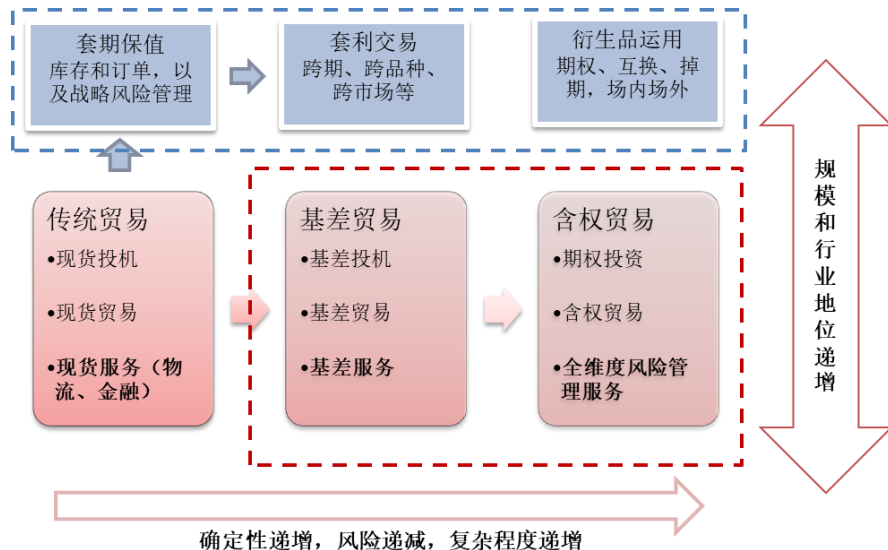
- 2、疫情需求的回补？何时结束，关注家电汽车等需求
- 3、海外风险还是机会？美联储加息降息



2023年12月初预测黑色顶部出现

节奏1：黑色市场定价逻辑发生了明显变化☆

- 当前的黑色市场参与者和定价逻辑跟前几年相比发生了较大的变化。
- 一是现货市场，期现深度融合，基差定价已具有较大的市场规模，**导致期货盘面引导甚至主导了现货的定价，也就是预期引导现实定价**，看着传统的现货逻辑做交易往往比较被动。
- 二是期货市场，资金容量大幅增加，**4年时间大约增长了3倍**，**金融资本力量的介入，增大了价格波动的弹性**，并且在主力合约换月等时期，往往引领市场进行定价。
- 综合下来，**商品的交易定价逻辑变为了：买预期，卖现实**。价格表现变为：**淡季（累库周期）涨价，旺季（降库周期）跌价**。



节奏1：价格表现淡季（累库周期）涨价，旺季（降库周期）跌价



节奏1：开春项目开工节奏慢、项目少、强度低；但盘面已经有体现

- 截至3月5日（农历正月廿五），百年建筑调研全国10094个工地开复工率62.9%，农历同比减少13.6个百分点；劳务上工率57.5%，农历同比下降10.7个百分点；资金到位率44.7%，环比提升3.1个百分点。
- 据Mysteel不完全统计，2024年2月，全国各地共开工8100个项目，环比增长1.63%；总投资额约54473.09亿元，环比基本持平；前2月合计总投资约10.88万亿元。

表1：2021-2024年百年建筑调研春节后全国建筑工地开复工数据

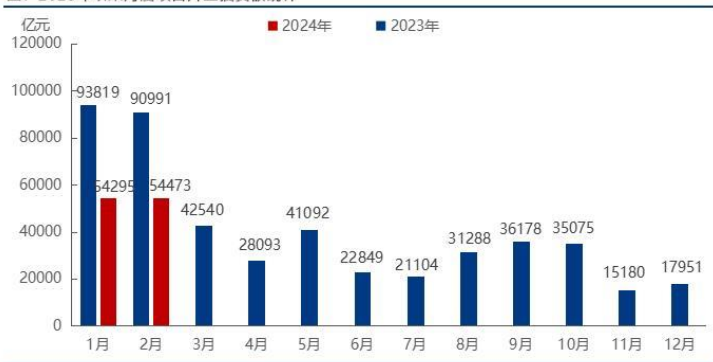
指标 时间	开复工率				劳务上工率			
	2021年	2022年	2023年	2024年	2021年	2022年	2023年	2024年
第1期（正月初十）	17.5%	27.3%	10.5%	13.0%	23.5%	25.7%	14.7%	15.5%
第2期（正月十七）	48.6%	51.0%	38.4%	39.9%	48.7%	60.2%	43.3%	38.1%
第3期（正月廿四）	86.9%	69.6%	76.5%	62.9%	83.6%	70.8%	68.2%	57.5%
第4期（二月初二）	93.8%	80.4%	86.1%		96.9%	81.2%	83.9%	

数据来源：百年建筑

注1：受节假日影响，24年调研日历顺延一天

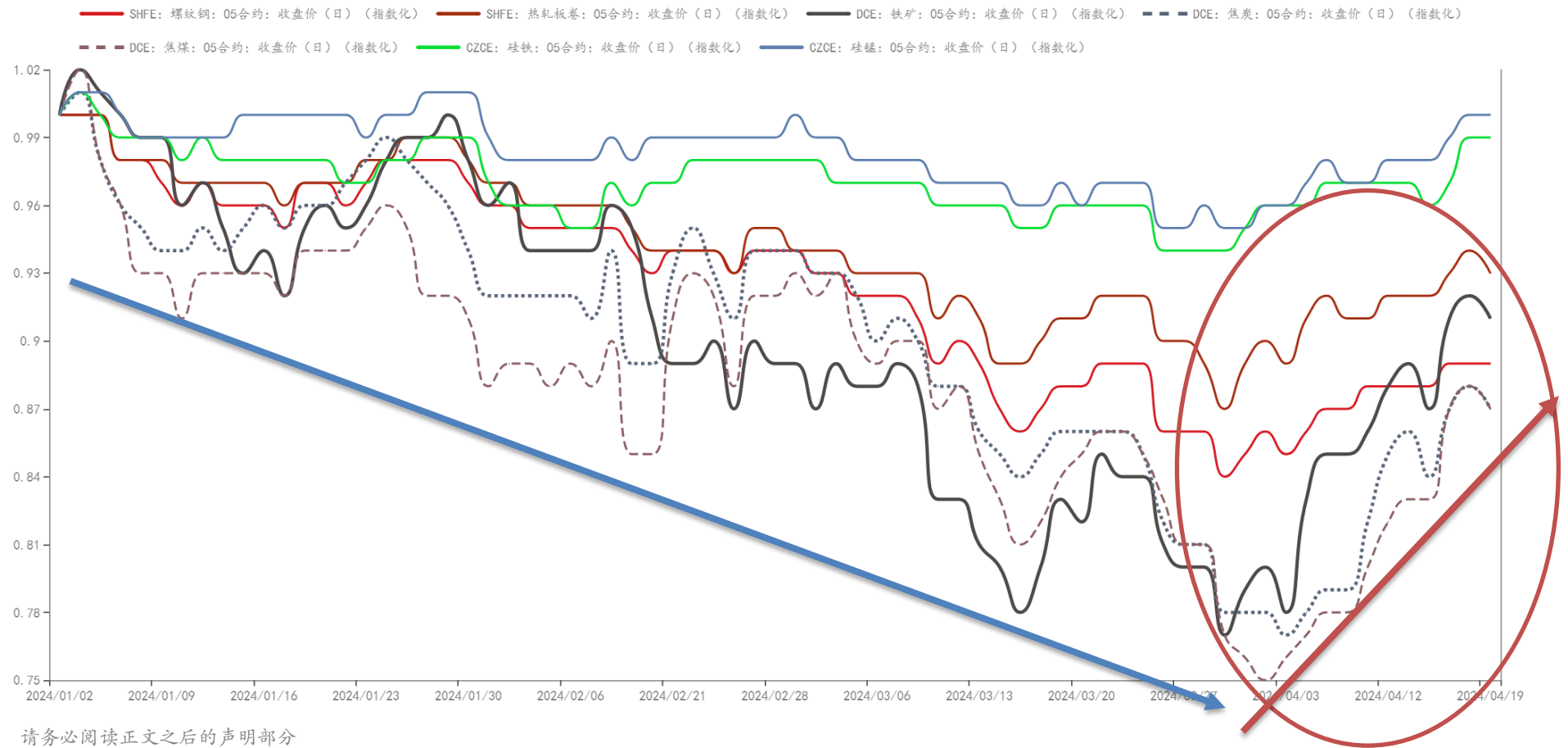
注2：样本说明：调研样本覆盖187家建筑施工头部企业，共10094个工地，工地总数同比下降17%。其中，房地产类项目占比27%，非房地产类项目占比73%。分区域看，华东占比50%；华南占比18%；西北11%；华北占比10%；华中占比7%；西南占比3%；东北占比1%。

图：2023年以来月度项目开工投资额统计

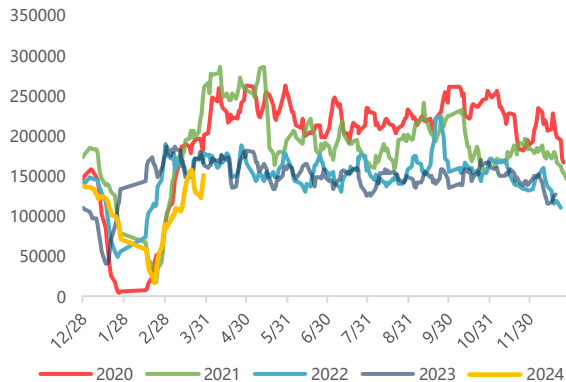


数据来源：Mysteel根据公开资料整理

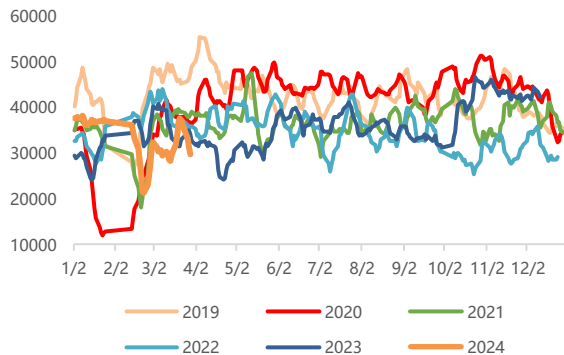
回顾今年以来的黑色行情：一季度回落，负反馈、降成本3月底兑现；4月份已经反弹修复至节后



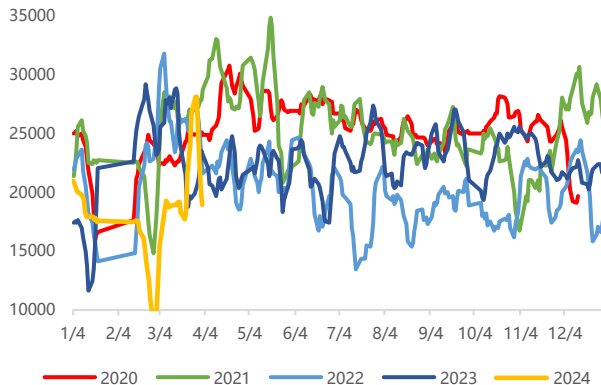
钢联建材:成交量: (MA5) (单位:吨)



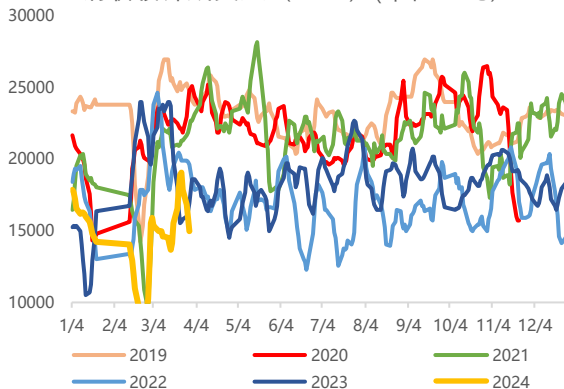
钢联热卷:成交量: (MA5) (单位:吨)

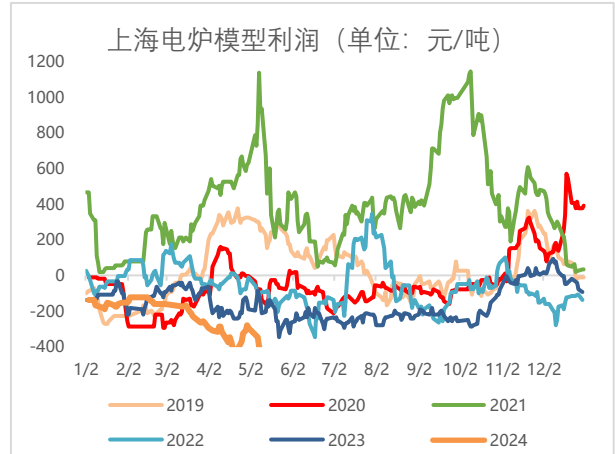
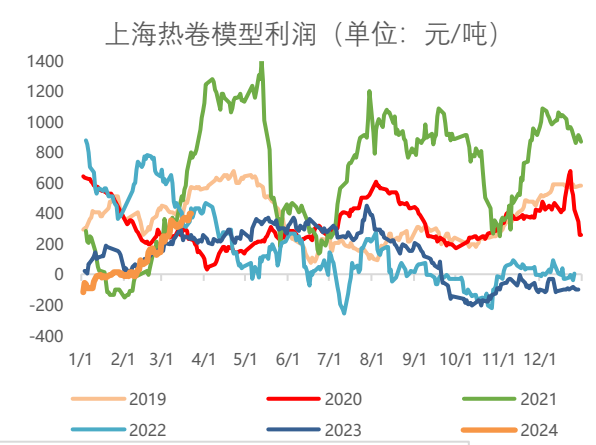
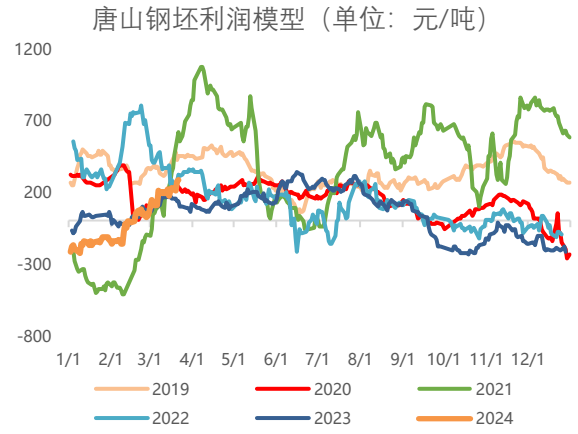
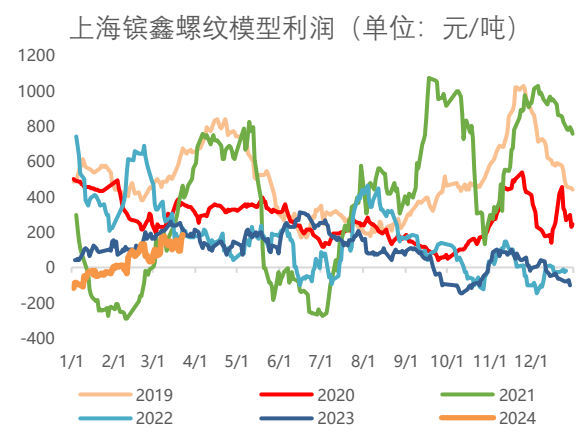


钢联冷轧成交量 (MA5) (单位: 吨)



钢联镀锌成交量 (MA5) (单位: 吨)



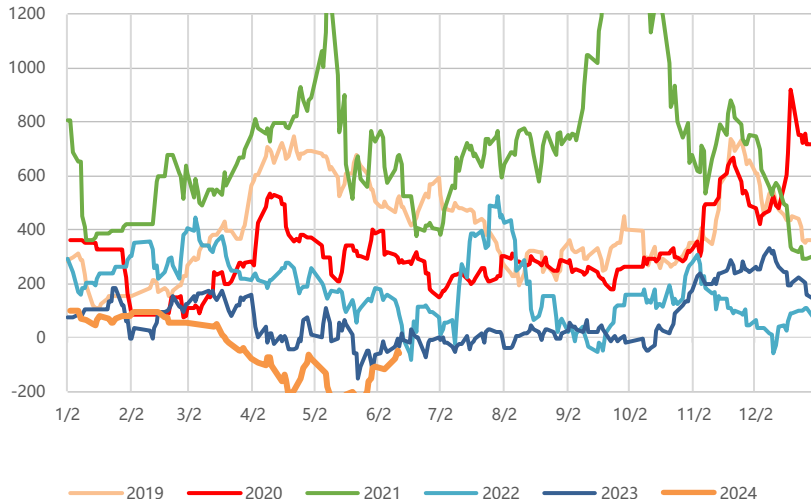


成本估值：螺纹钢成本实际在3500，价格已经反弹到平电3700左右

螺纹钢价格与钢材不同生产工艺成本（元/吨）



上海电炉模型平电利润（单位：元/吨）



	成本						
	华东高炉螺纹	华东RB谷电成本	华东RB平电成本RB	华东RB峰电成本	螺纹主力	上海热卷成本	热卷主力
2024年4月10日	3264	3476	3711	3872	3583	3394	3741
2024年4月19日	3417	3501	3736	3898	3675	3548	3835
	利润						
	螺纹盘面利润	华东高炉螺纹	华东电炉平电RB	上海热卷利润	热卷盘面利润	唐山钢坯毛利	
2024年4月10日	212	266	-153	396	320	286	
2024年4月19日	86	223	-57	312	196	242	

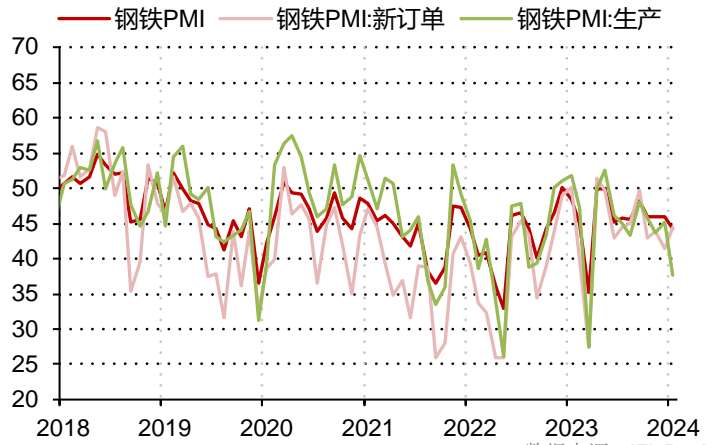
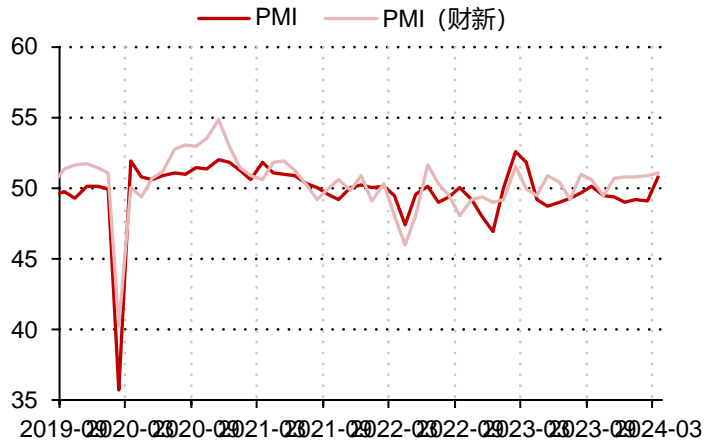
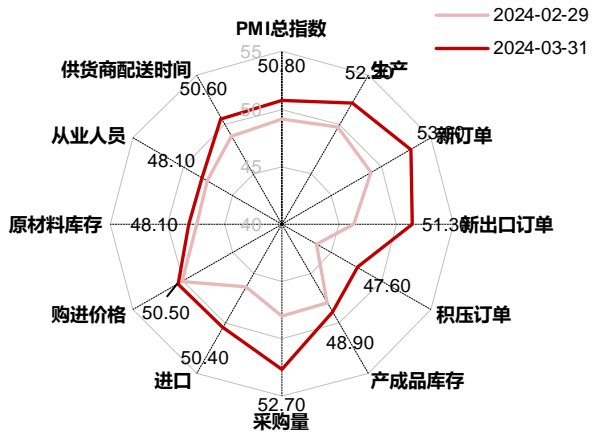


PART 03

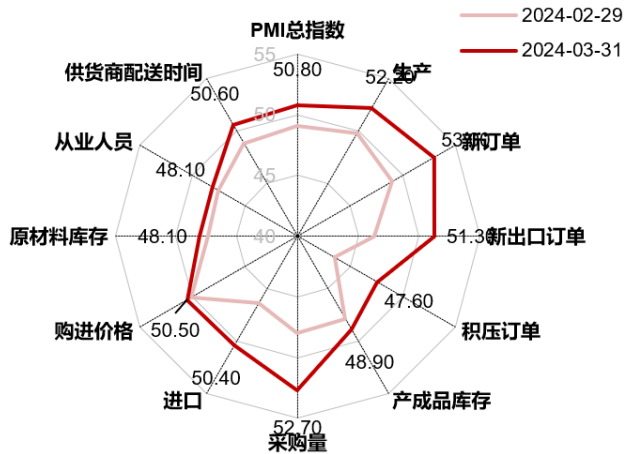
驱动和估值：
卷板隐忧和海外风险

驱动1：需求能否持续？PMI显示需求依然弱势，行业PMI订单低迷拖累生产

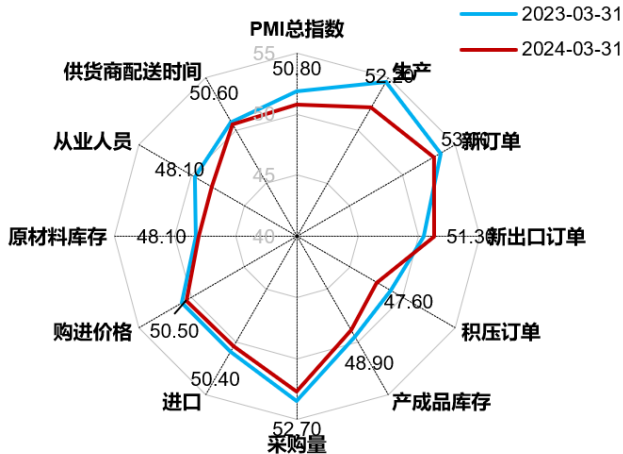
- 3月份，制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，比上月上升1.7个百分点，高于临界点，制造业景气回升。
- 据中物联，据中物联，2024年3月份全球制造业PMI为50.3%，较上月上升1.2个百分点，结束了连续17个月50%以下的运行走势，重回50%以上的扩张区间。
- 从中物联钢铁物流专业委员会调查、发布的钢铁行业PMI来看，2024年3月份为44.2%，环比下降1.8个百分点，显示钢铁行业继续弱势运行。分项指数变化显示，春节假期结束后，钢铁行业市场需求复苏缓慢，生产端有所下滑，带动原材料采购下降，原材料价格整体下降，钢材价格持续下行。预计4月份，钢材市场需求弱势恢复，钢厂生产或有一定回升，原材料和钢材价格震荡偏弱运行。



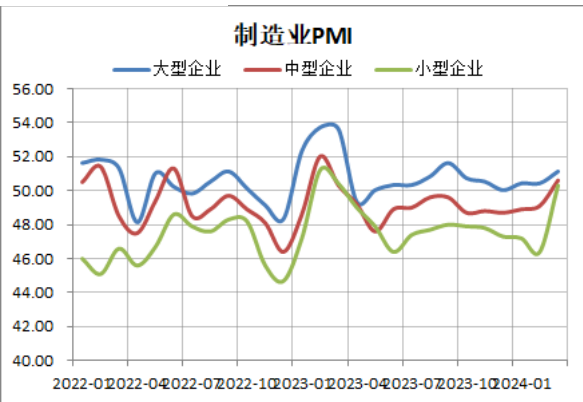
PMI分项指数

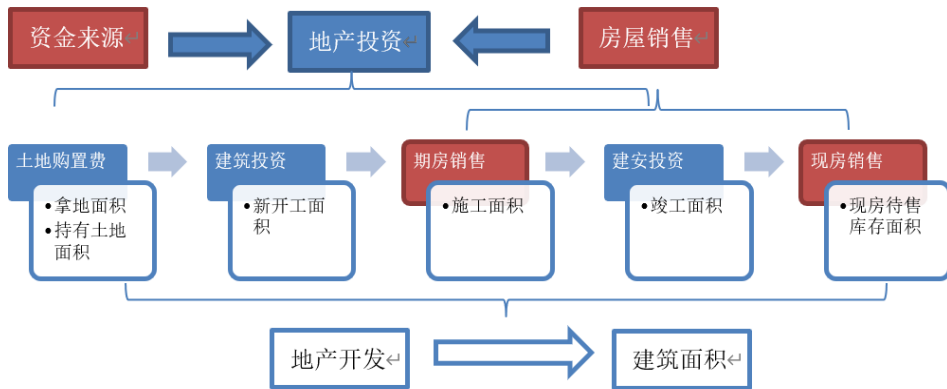
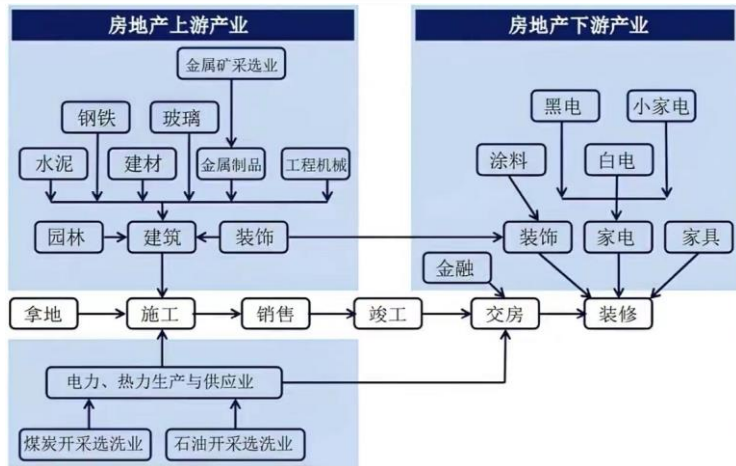


PMI分项指数

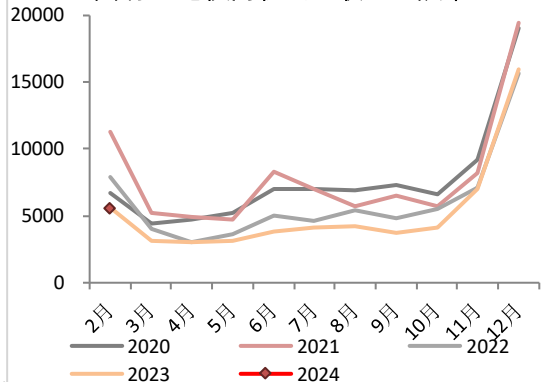


制造业PMI

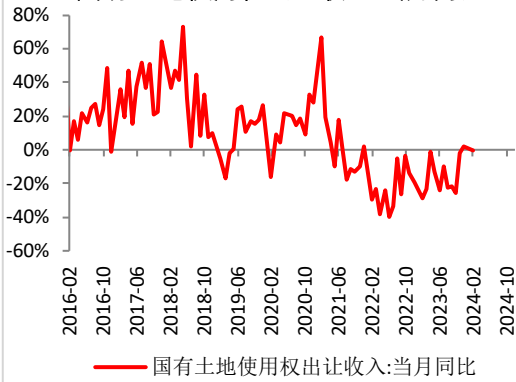




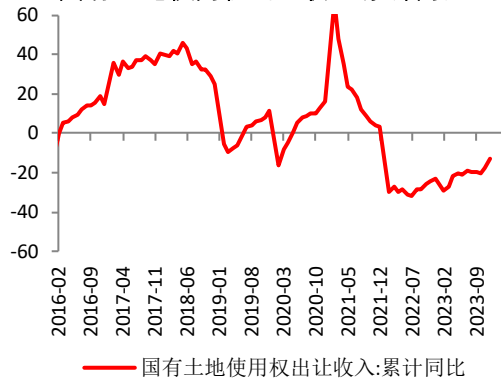
国有土地使用权出让收入:当月值

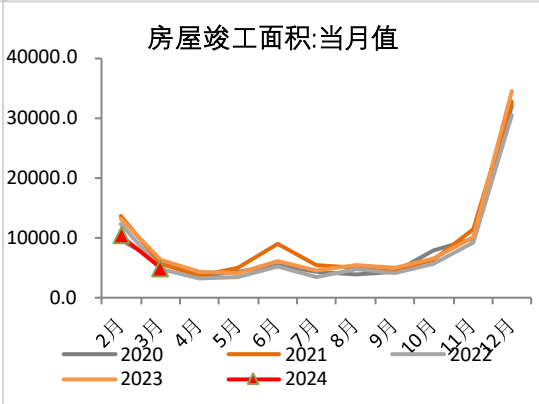
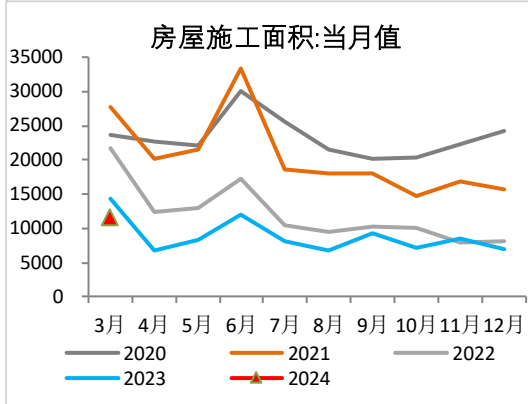
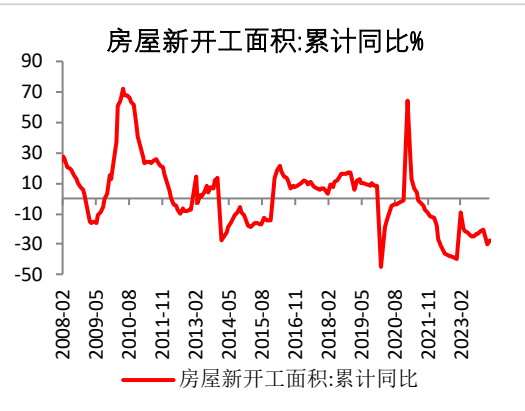
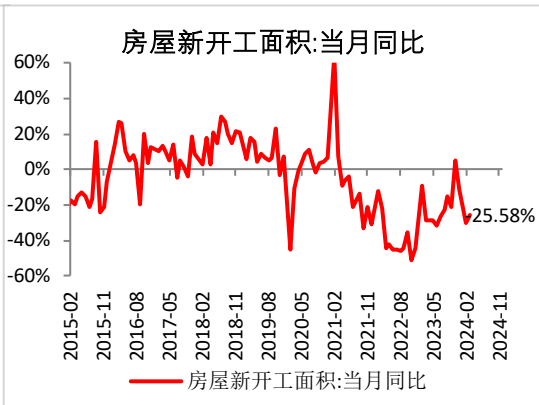
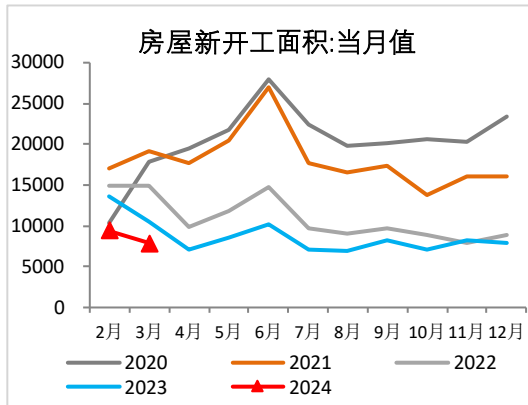


国有土地使用权出让收入:当月同比



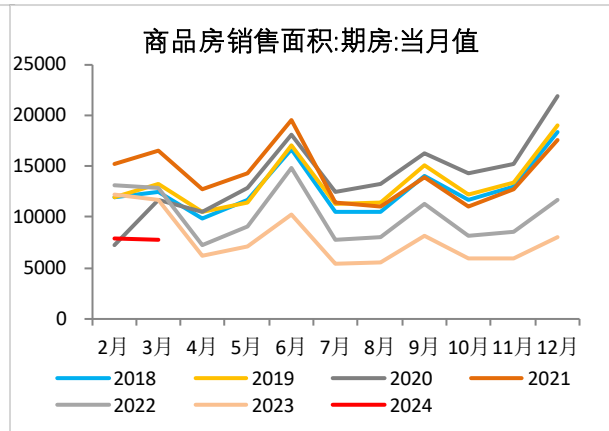
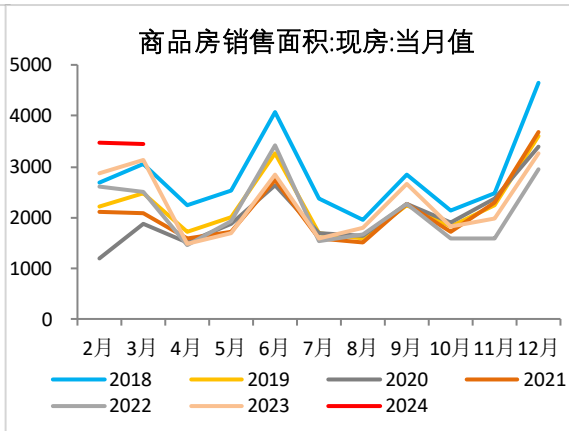
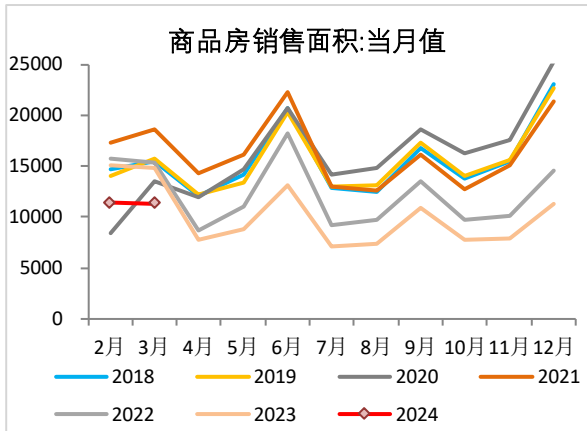
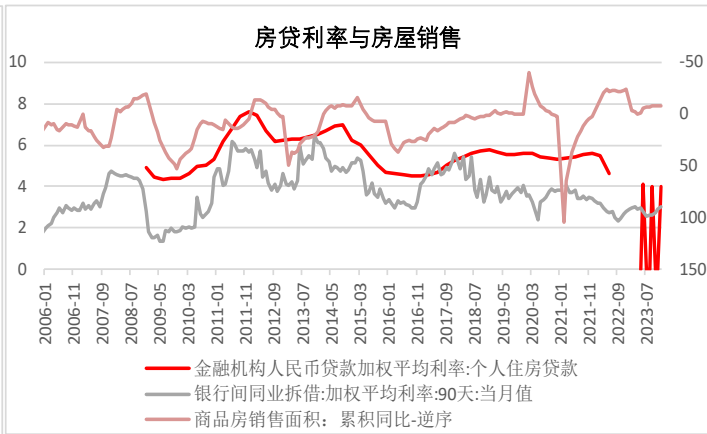
国有土地使用权出让收入:累计同比%



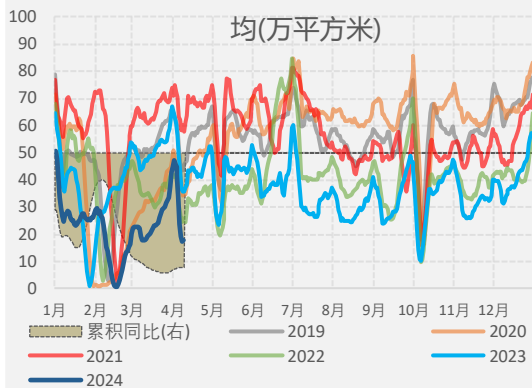


房地产新开工

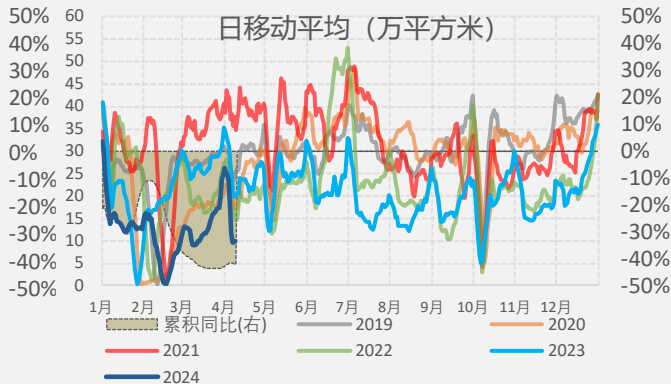
2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	同比
17746	18814	10370	17037	14967	13567	9429	-30.5%
16869	19915	17833	19126	14871	10554	7854	-25.6%
17164	19824	19565	17742	9901	7099	#N/A	#N/A
20411	21231	21765	20444	11889	8503	#N/A	#N/A
23626	25725	28004	26940	14795	10157	#N/A	#N/A
18964	20207	22495	17660	9643	7090	#N/A	#N/A
18513	19417	19885	16554	8995	6922	#N/A	#N/A
19290	20574	20173	17442	9705	8232	#N/A	#N/A
16171	19928	20628	13793	8954	7053	#N/A	#N/A
20140	19560	20366	16083	7910	8279	#N/A	#N/A
20447	21959	23348	16076	8955	7920	#N/A	#N/A



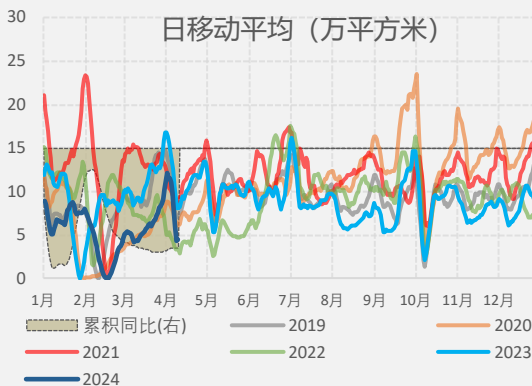
30大中城市:商品房成交面积:7日移动平均(万平方米)



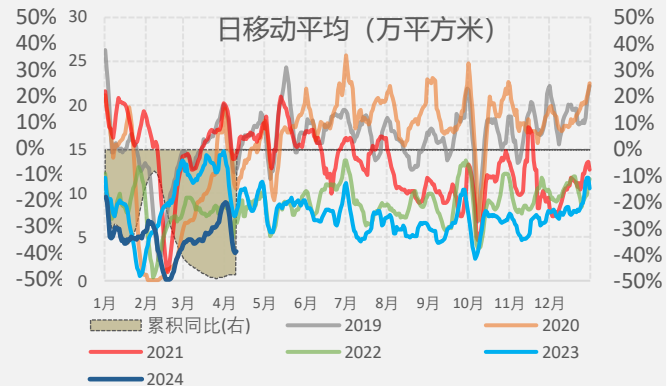
30大中城市:商品房成交面积:二线城市:7日移动平均(万平方米)



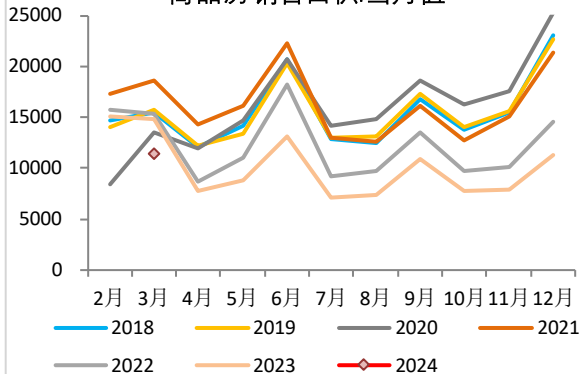
30大中城市:商品房成交面积:一线城市:7日移动平均(万平方米)



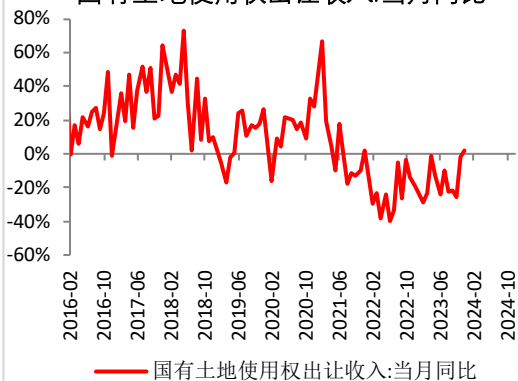
30大中城市:商品房成交面积:三线城市:7日移动平均(万平方米)



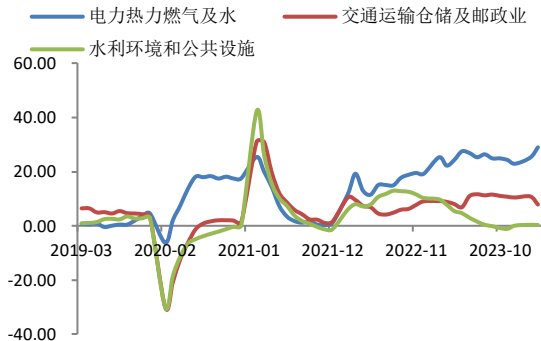
商品房销售面积:当月值



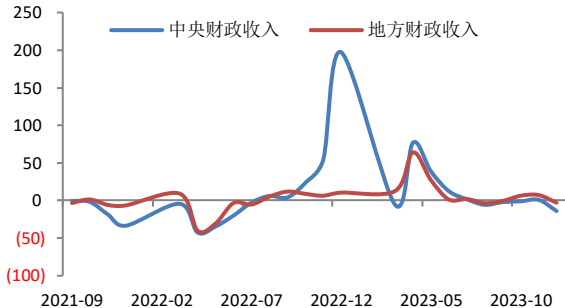
国有土地使用权出让收入:当月同比



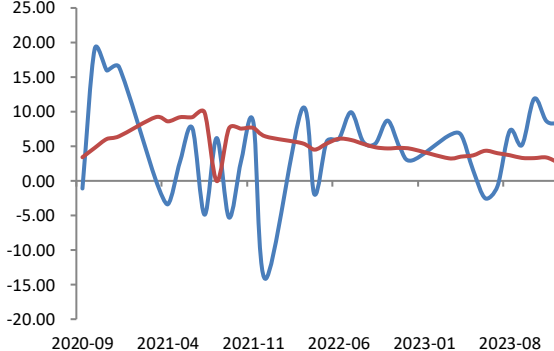
基建分类投资增速:累计同比



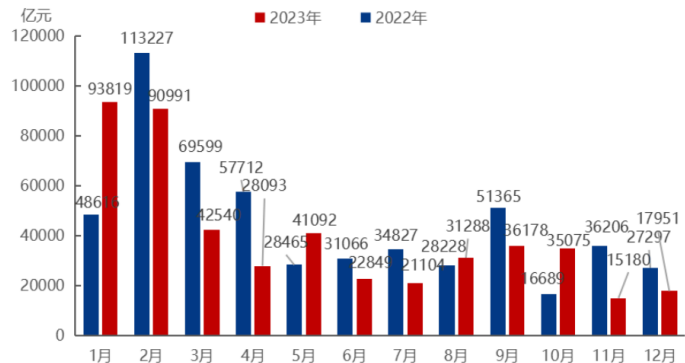
公共财政收入同比增速



公共财政支出同比增速 PPP项目投资额同比增速

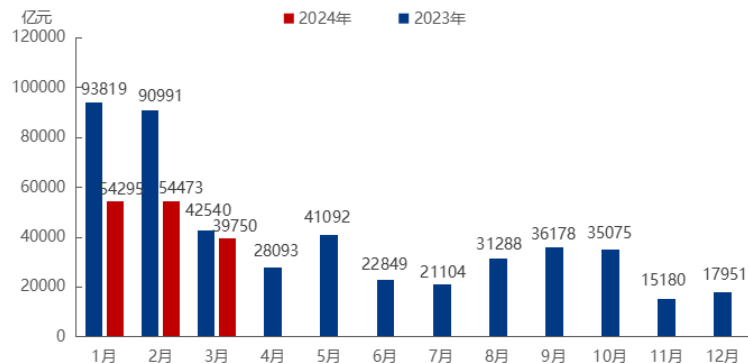


图：2022年以来月度项目开工投资额统计



数据来源：Mysteel根据公开资料整理

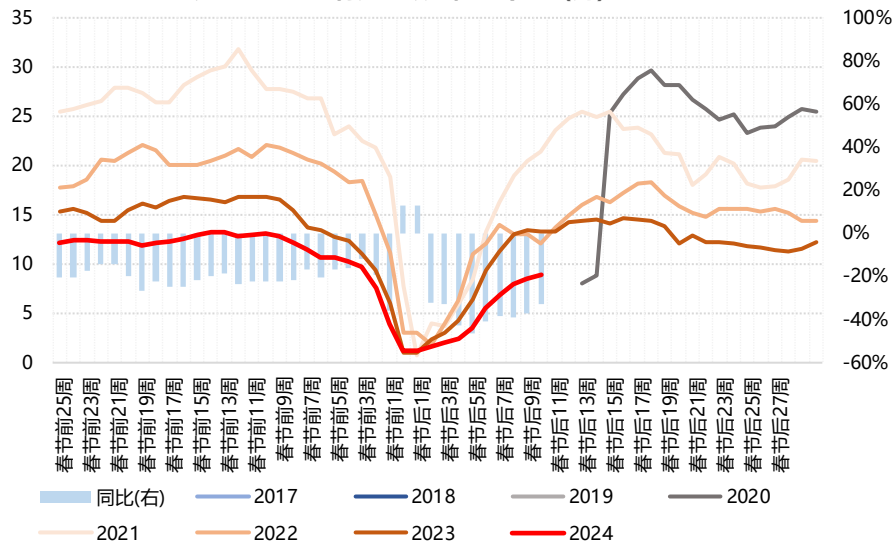
图：2023年以来月度项目开工投资额统计



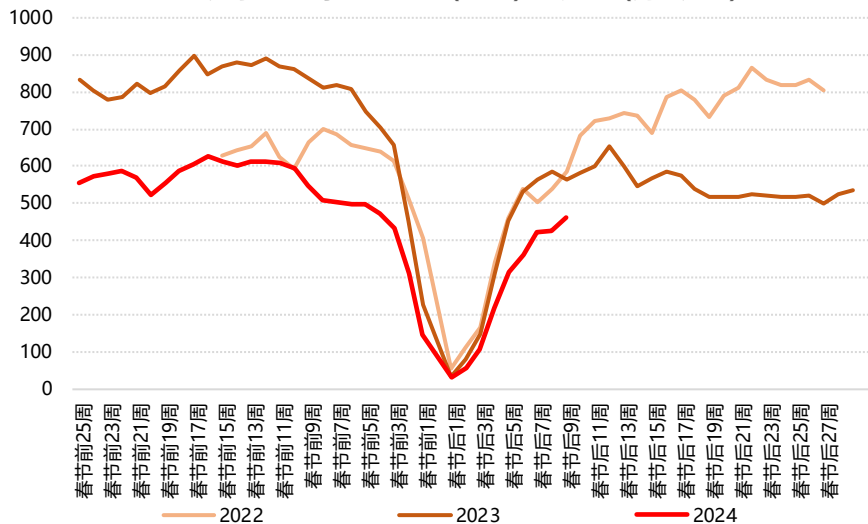
数据来源：Mysteel根据公开资料整理

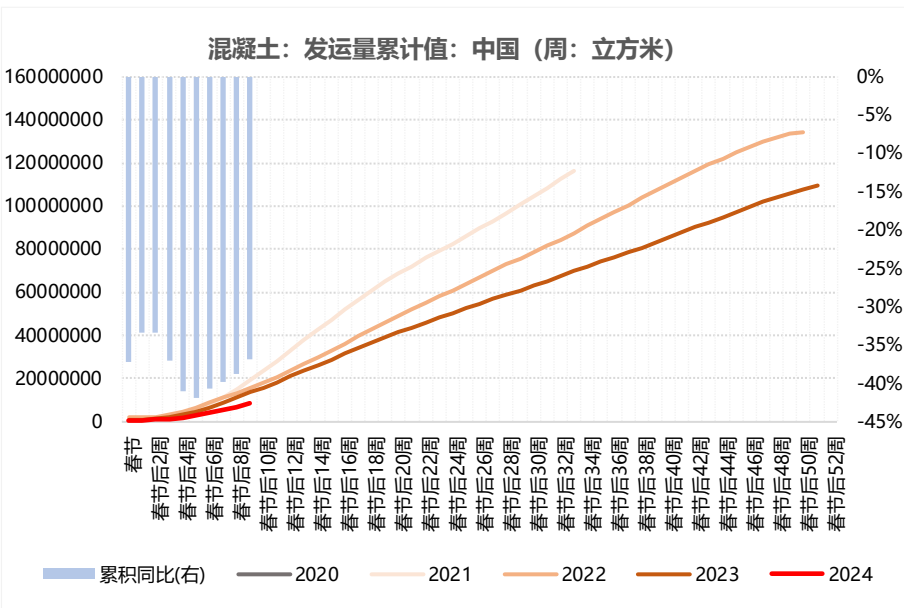
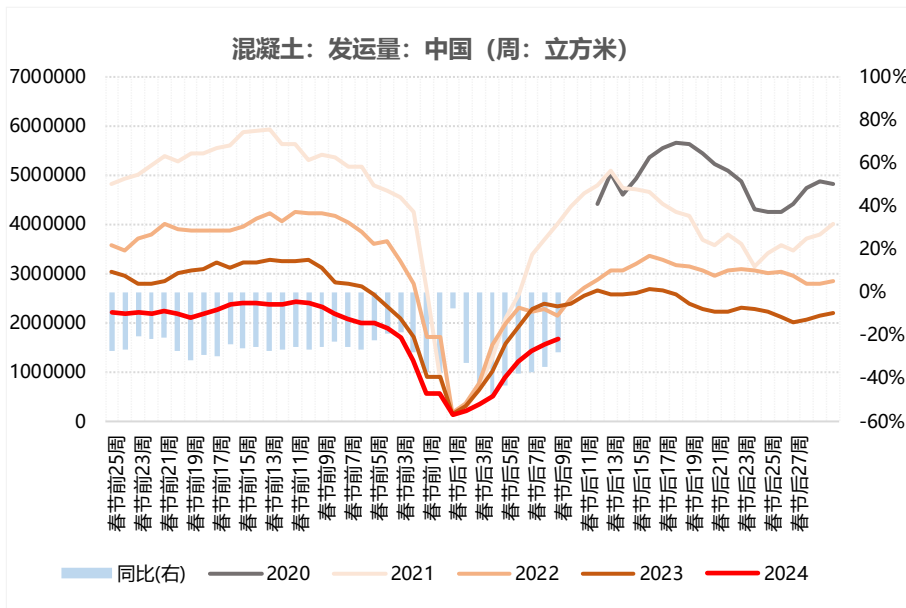
据Mysteel不完全统计，2024年3月，全国各地共开工7884个项目，环比下降2.67%；总投资额约39749.56亿元，环比下降27.03%；前3月合计总投资约14.85万亿元。

混凝土：产能利用率预测值：中国（周）

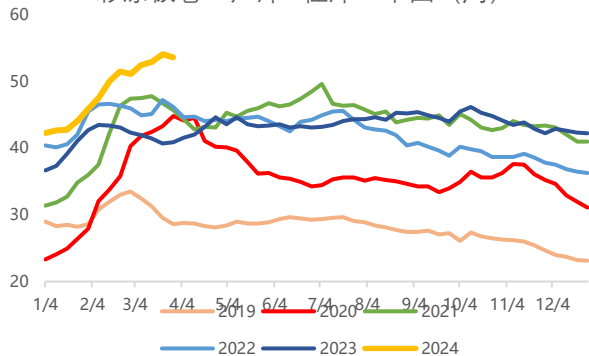


百年建筑网：250家水泥企业（43%）出库量（周：万吨）

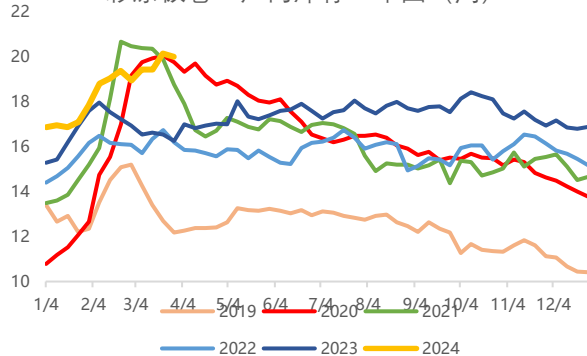




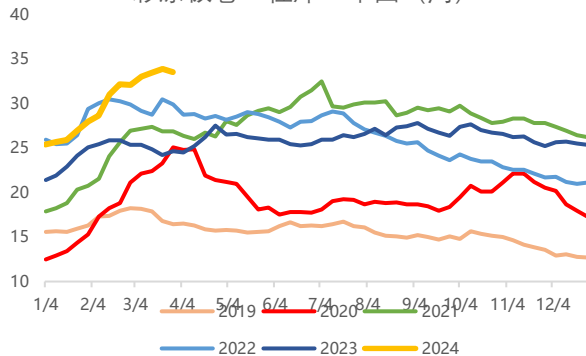
彩涂板卷：厂库+社库：中国（周）



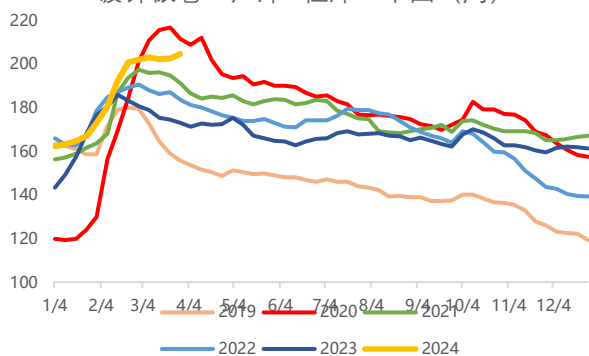
彩涂板卷：厂内库存：中国（周）



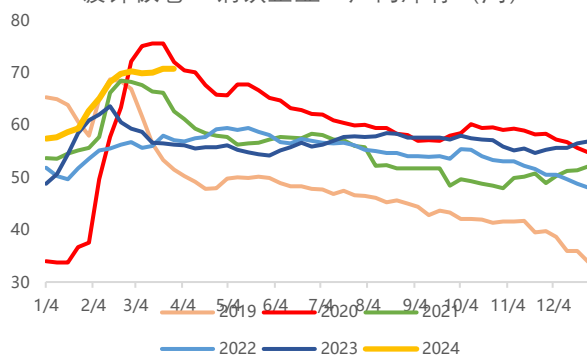
彩涂板卷：社库：中国（周）



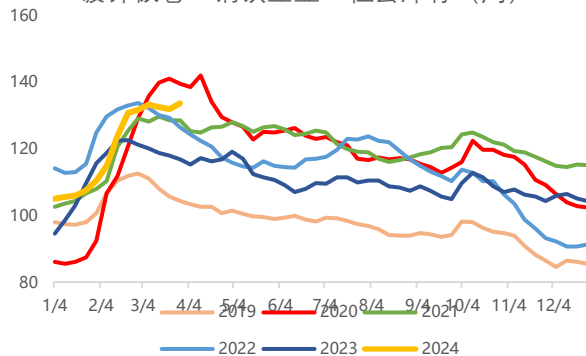
镀锌板卷：厂库+社库：中国（周）

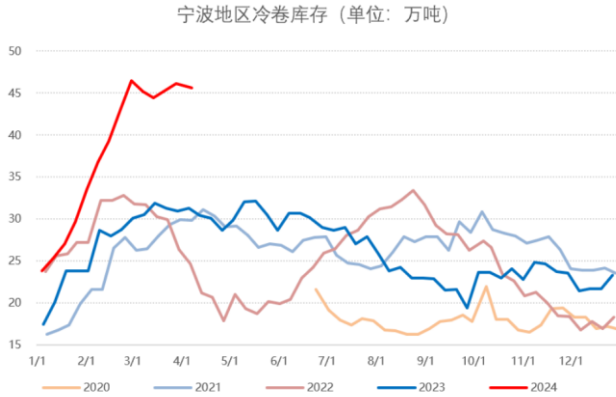
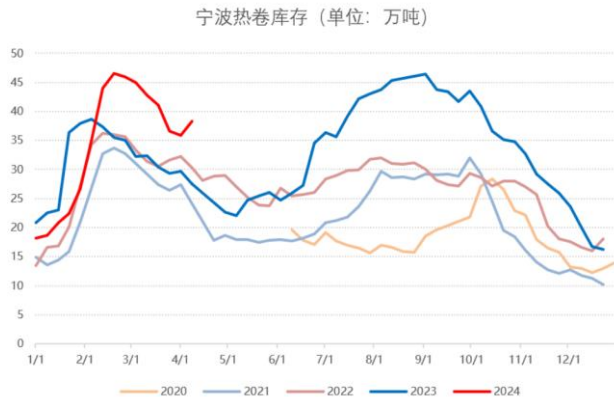
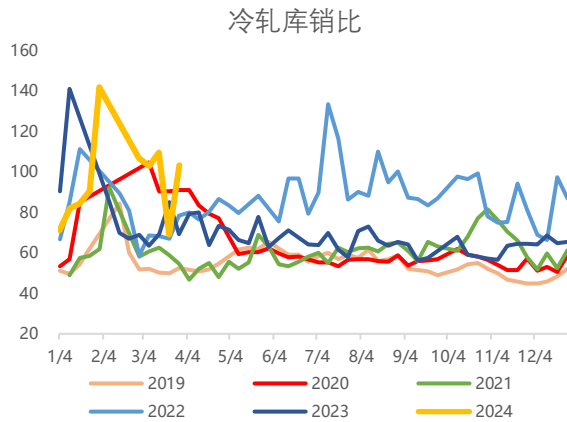
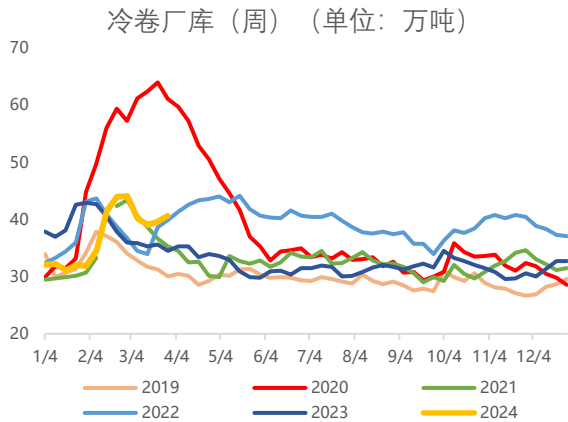
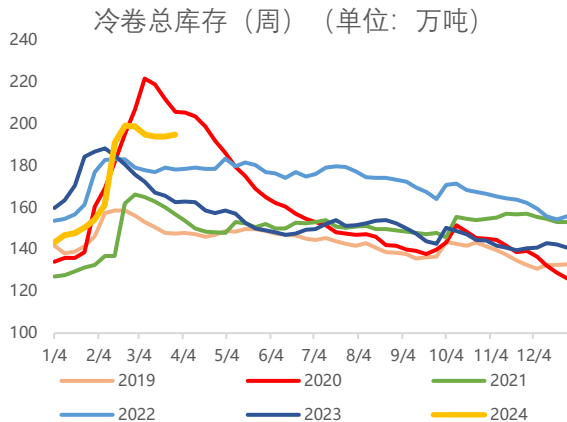


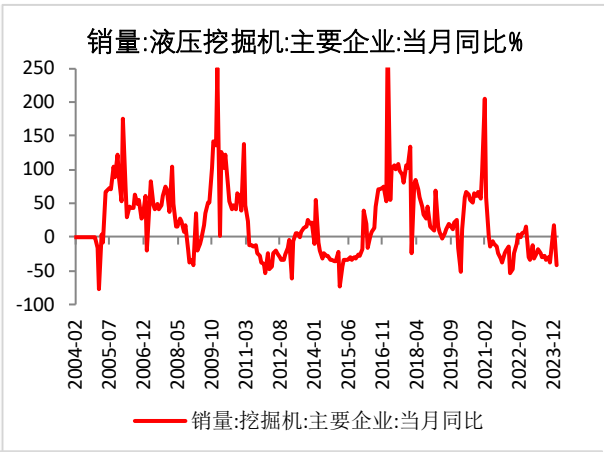
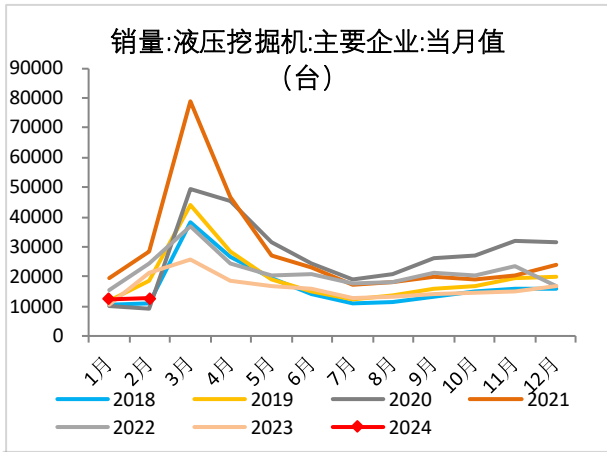
镀锌板卷：钢铁企业：厂内库存（周）



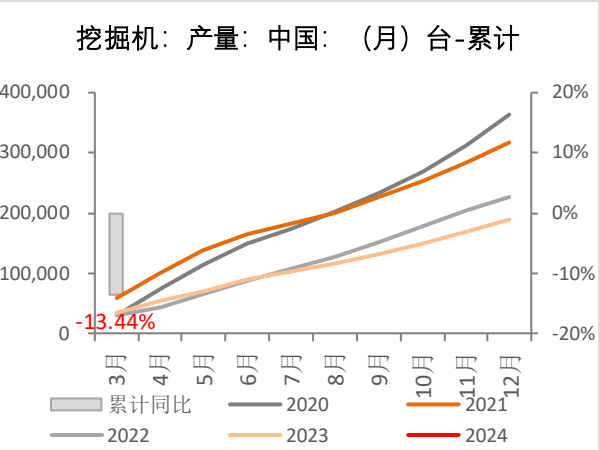
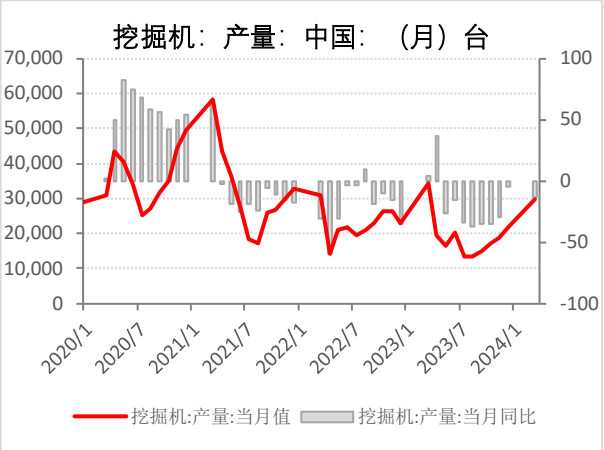
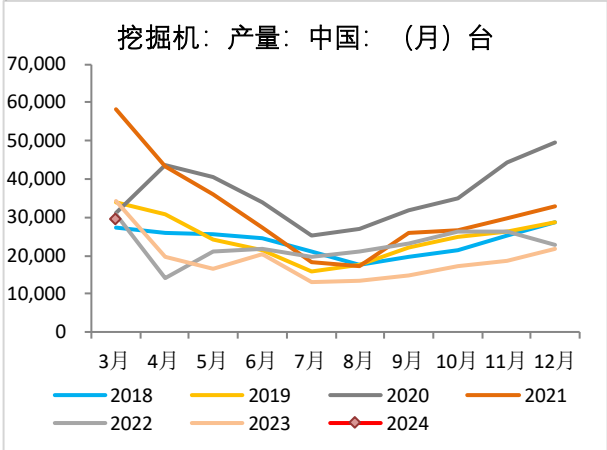
镀锌板卷：钢铁企业：社会库存（周）



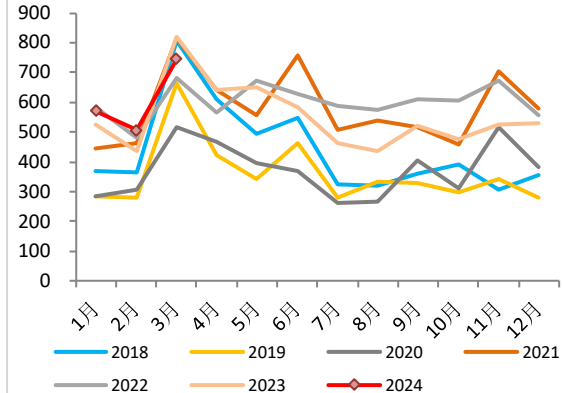




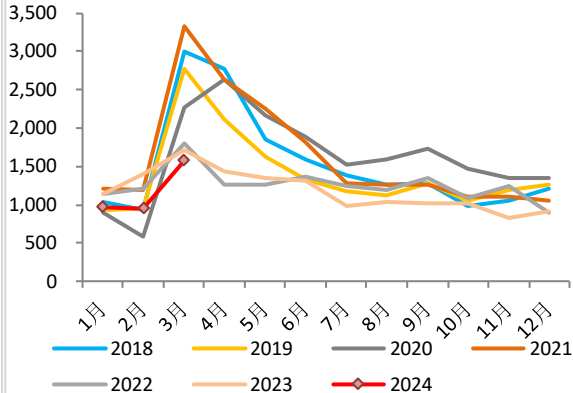
3月中国挖掘机产量29746台，
同比下降13.5%。2024年一季度，
我国挖掘机累计产量70437
台，同比下降6.3%，降幅较1-2
月扩大6.1个百分点。



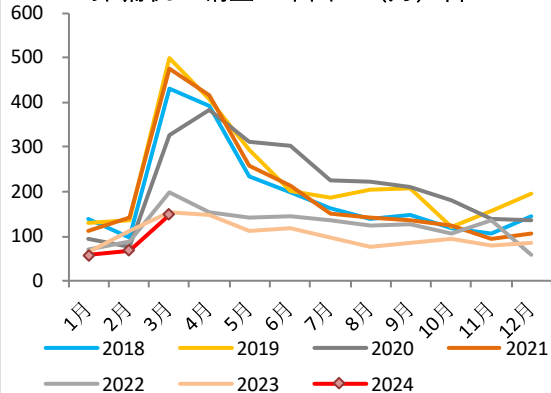
平地机：销量：中国：（月）台



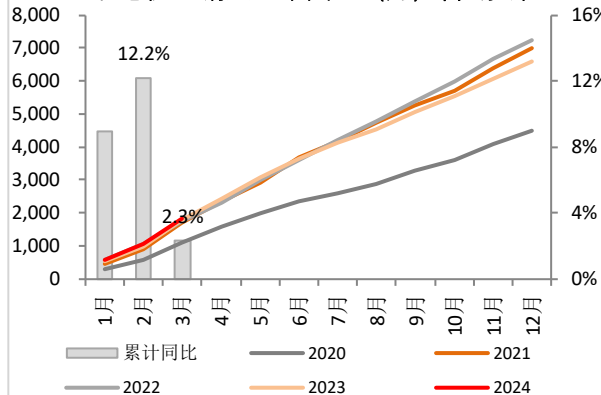
压路机：销量：中国：（月）台



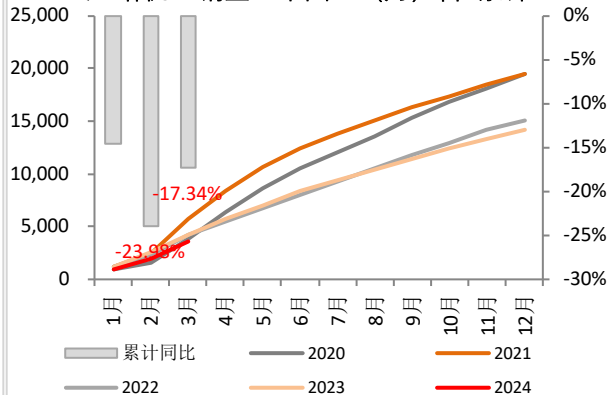
摊铺机：销量：中国：（月）台



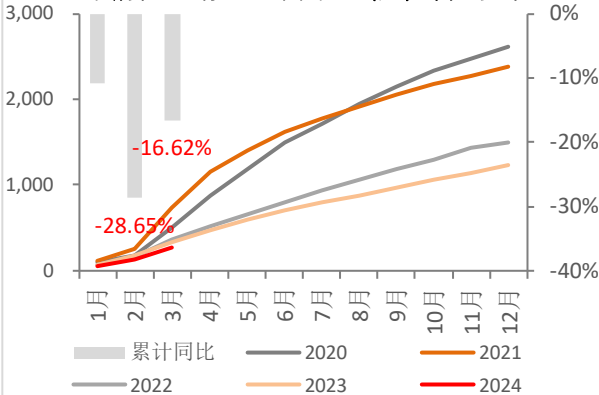
平地机：销量：中国：（月）台-累计



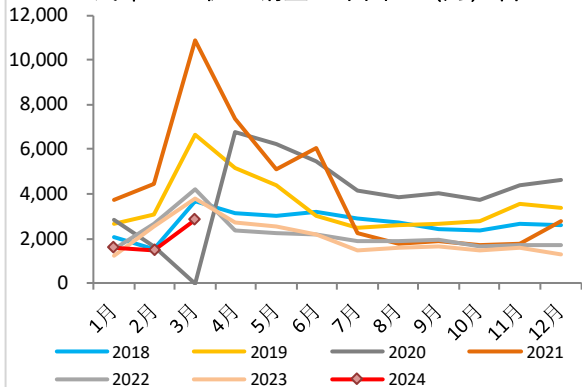
压路机：销量：中国：（月）台-累计



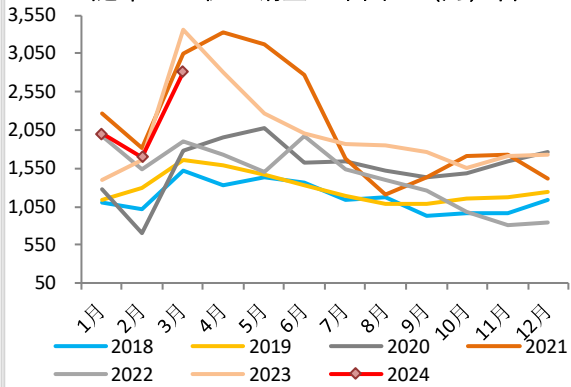
摊铺机：销量：中国：（月）台-累计



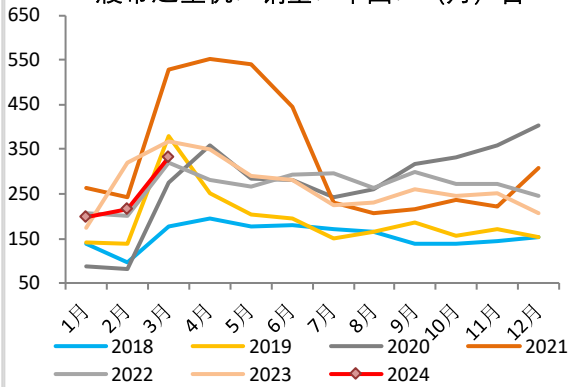
汽车起重机：销量：中国：（月）台



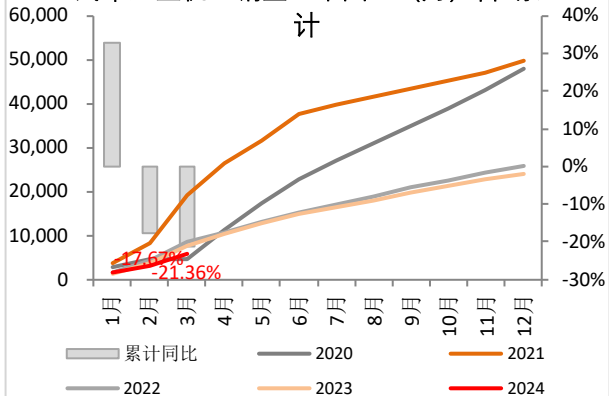
随车起重机：销量：中国：（月）台



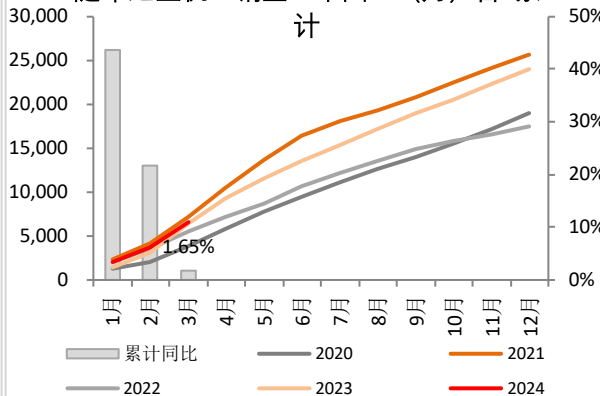
履带起重机：销量：中国：（月）台



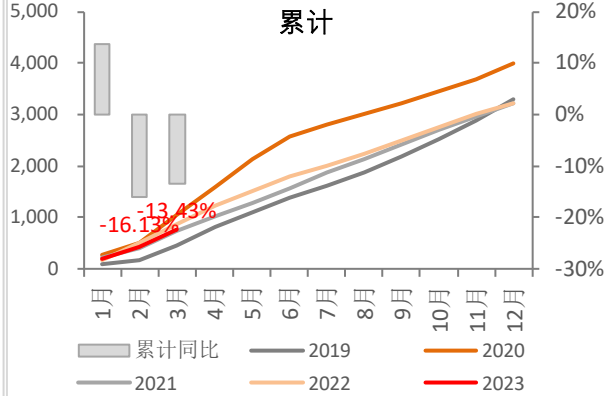
汽车起重机：销量：中国：（月）台-累计



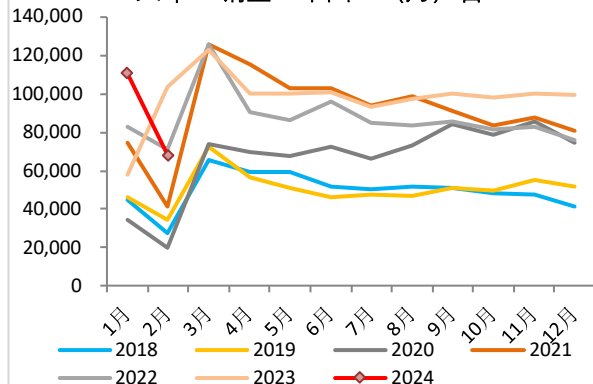
随车起重机：销量：中国：（月）台-累计



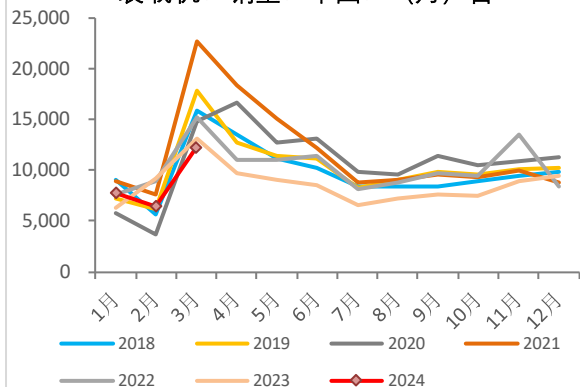
履带起重机：销量：中国：（月）台-累计



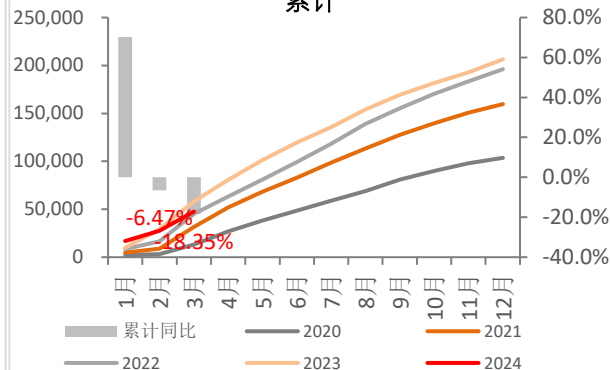
叉车：销量：中国：（月）台



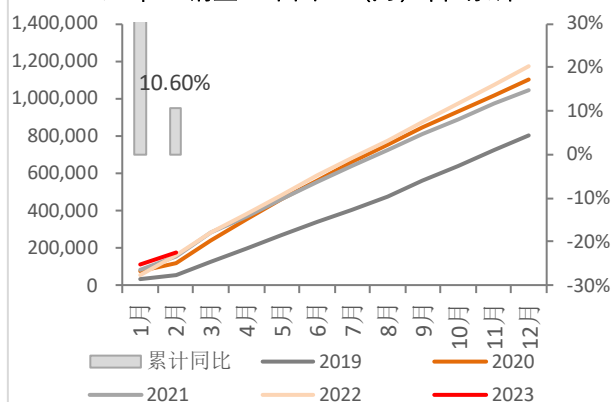
装载机：销量：中国：（月）台



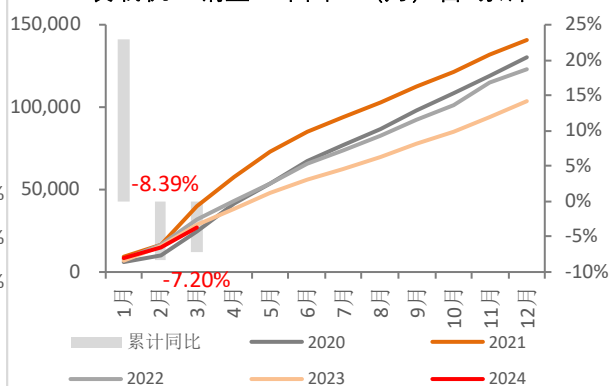
升降工作平台：销量：中国：（月）台-累计



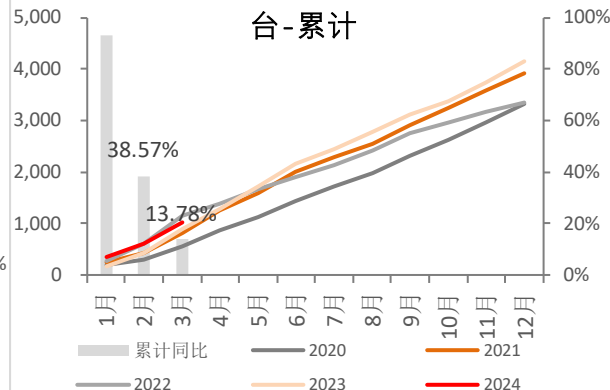
叉车：销量：中国：（月）台-累计

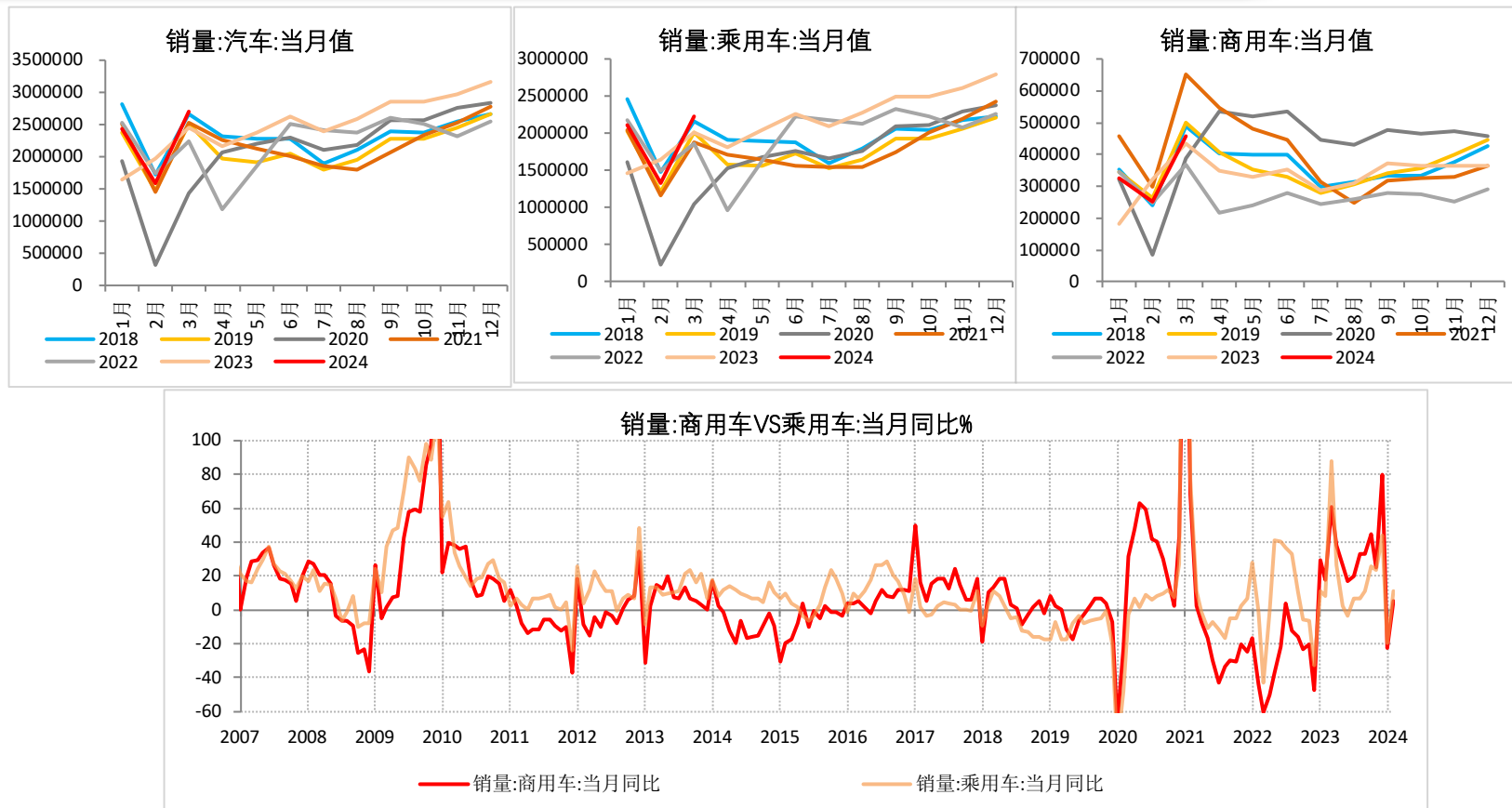


装载机：销量：中国：（月）台-累计

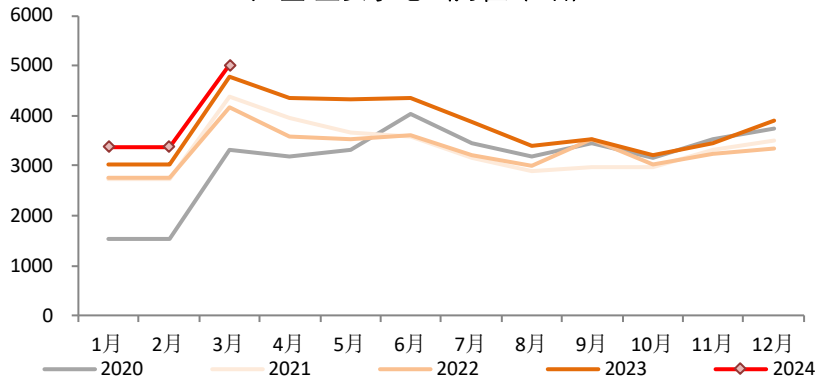


高空作业车：销量：中国：（月）台-累计





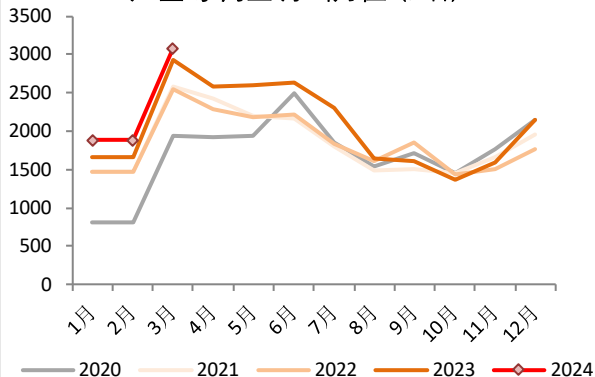
产量:主要家电:当月值 (万台)



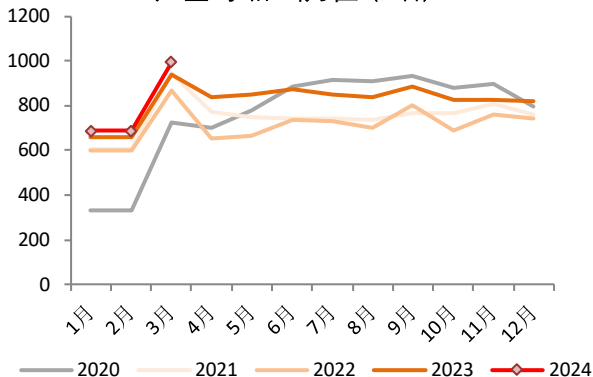
产量:主要家电:累计同比%



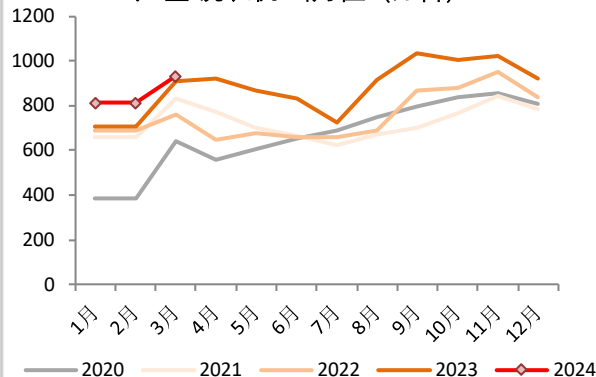
产量:家用空调:当月值 (万台)



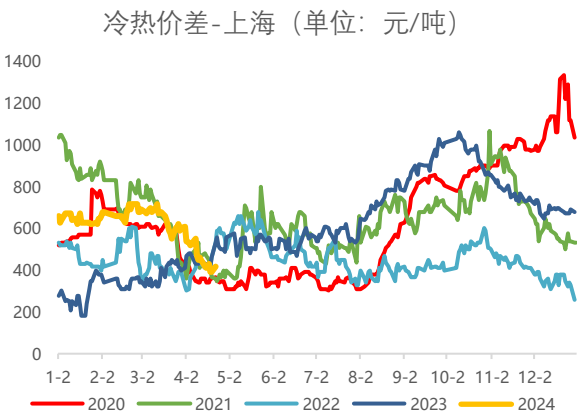
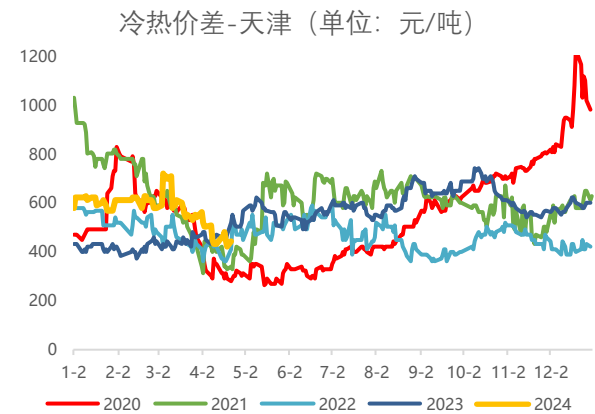
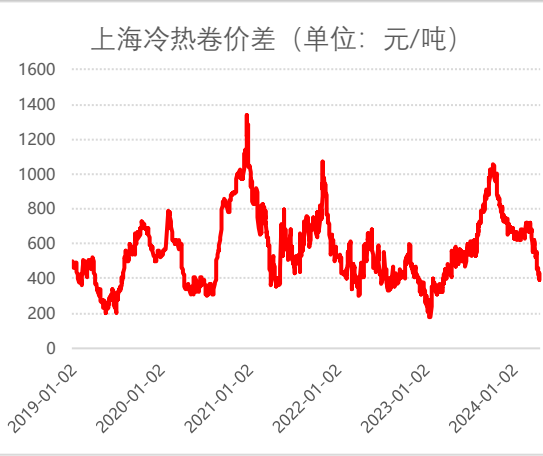
产量:冰箱:当月值 (万台)



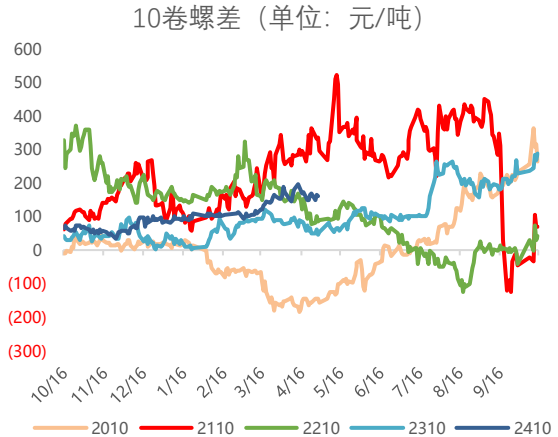
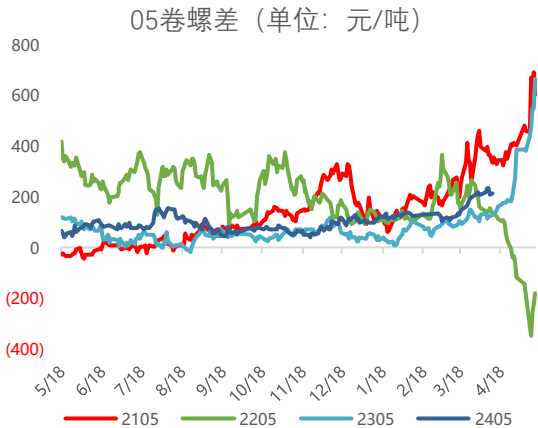
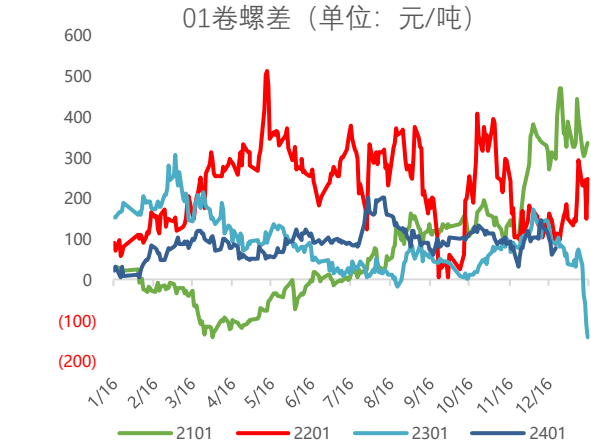
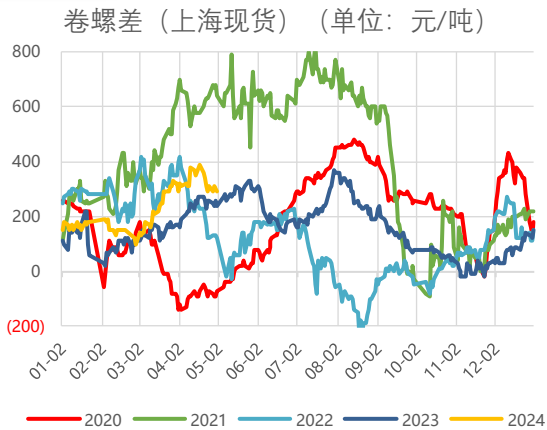
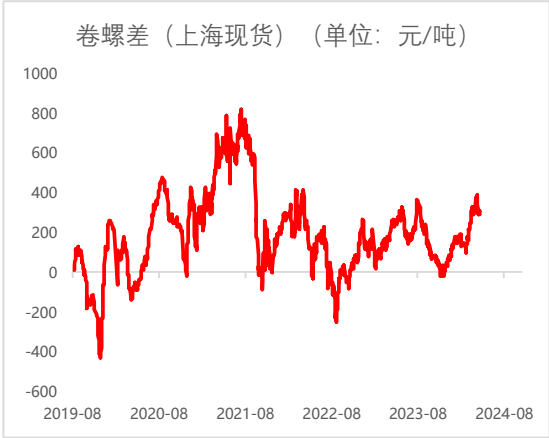
产量:洗衣机:当月值 (万台)



	冷热价差		
	天津	上海	乐从
2024年4月10日	430	460	590
2024年4月19日	440	420	540

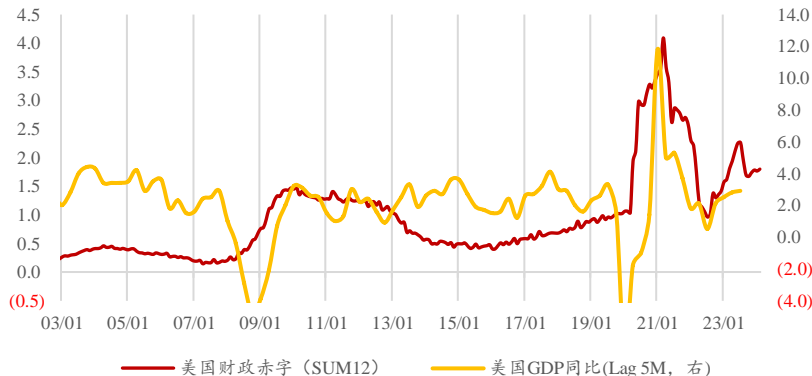


	卷螺差			
	HC-RB1月	HC-RB5月	HC-RB10月	上海现货
2024年4月10日	137	251	158	340
2024年4月19日	145	269	160	290

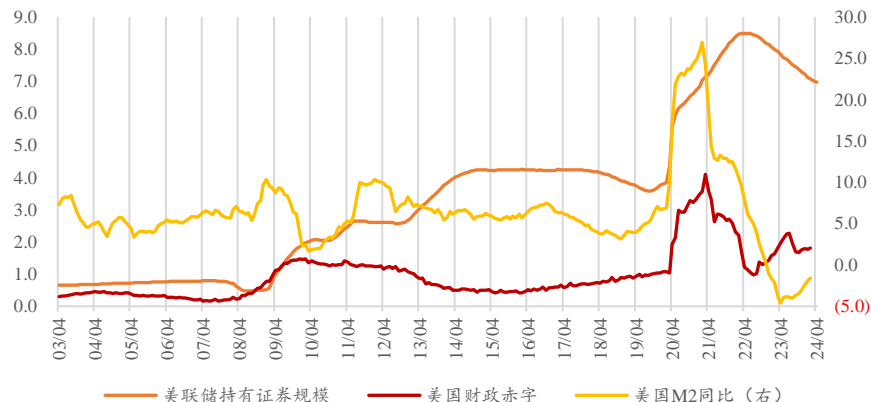


驱动2：海外干扰，外部环境，宽财政利多短期，紧货币利空远期

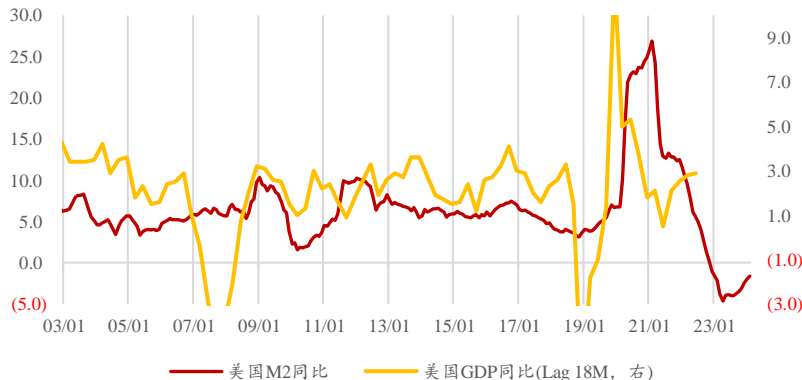
美国财政赤字与GDP（万亿美元，%）



美国财政赤字规模与美联储货币政策（万亿美元，%）



美国M2同比与GDP（%）



- ◆ 美联储加息+缩表的政策，但财政赤字规模上升明显超出市场预期。
- ◆ 宏观政策来看，货币政策和财政政策对经济传导的时滞有明显差异，财政政策时滞更短。从历史上统计数据看，**美国财政领先美国经济大约5个月，货币方面M2增速领先经济大约1年半时间。**2022年以来的这次美国财政扩张速度也明显超出财政扩张长期趋势线，因而美国快速的财政扩张一定程度上抵消了货币政策收紧对经济的拖累作用。

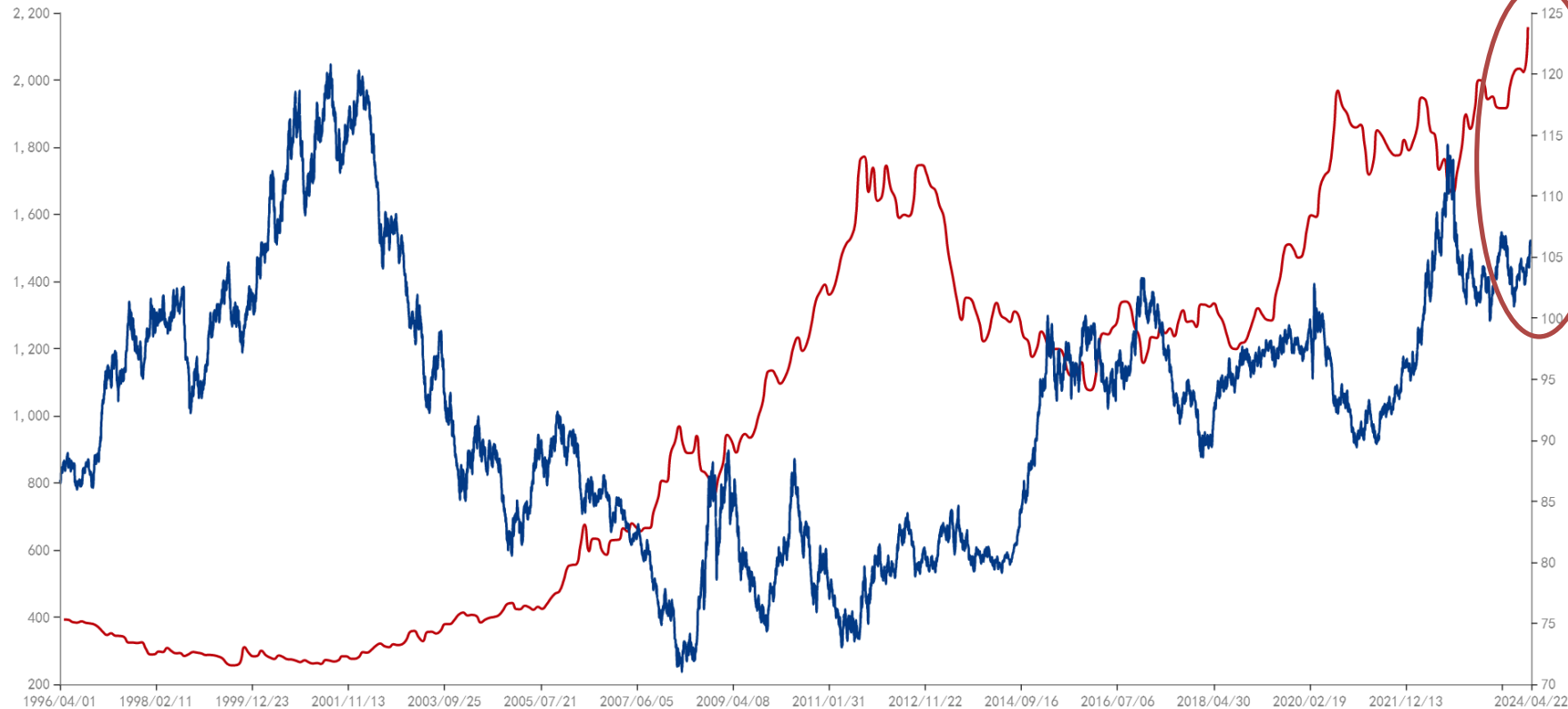
会议时间	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	91.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	59.5%	35.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	29.9%	48.5%	19.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	21.7%	42.9%	28.0%	5.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.0%	30.5%	36.7%	18.7%	3.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	6.7%	23.3%	34.5%	25.0%	8.8%	1.2%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.3%	14.3%	28.4%	30.2%	17.6%	5.3%	0.6%
2025/3/19	0.1%	1.9%	9.4%	22.2%	29.4%	23.2%	10.8%	2.7%	0.3%

数据来源：CME，中泰期货研究所（灰黄色为时间2024.4.5市场交易的降息路径）

- ◆ 会议声明与经济预测：上修核心通胀，年内仍降息三次。3月会议声明基本只字未改。
经济预测方面：
 - ✓ 大幅上修2024年经济增长预测，由1.4%至2.1%。
 - ✓ 维持2024年PCE通胀率预测为2.4%，**上修核心PCE通胀率0.2个百分点至2.6%**。
 - ✓ 小幅下修2024年失业率预测0.1个百分点至4.0%。
 - ✓ 维持2024年政策利率中值为4.6%，对应年内降息三次；上修2025年和2026年政策利率中值，分别为3.9%和3.1%，对应分别减少一次降息；上修长期政策利率水平，由2.5%至2.6%。
 - ✓ 点阵图显示，**认为年内降息不超过2次的人数（即政策利率不低于4.75-5%区间的人数），由8人上升至9人**，险些超过认为降息幅度不低于3次的人数（10人）；最激进的降息预期是年内降息4次，而上一期是降息6次。

— World Bank: 黄金：价格（月） — 美国：美元指数收盘价（日）（右轴）

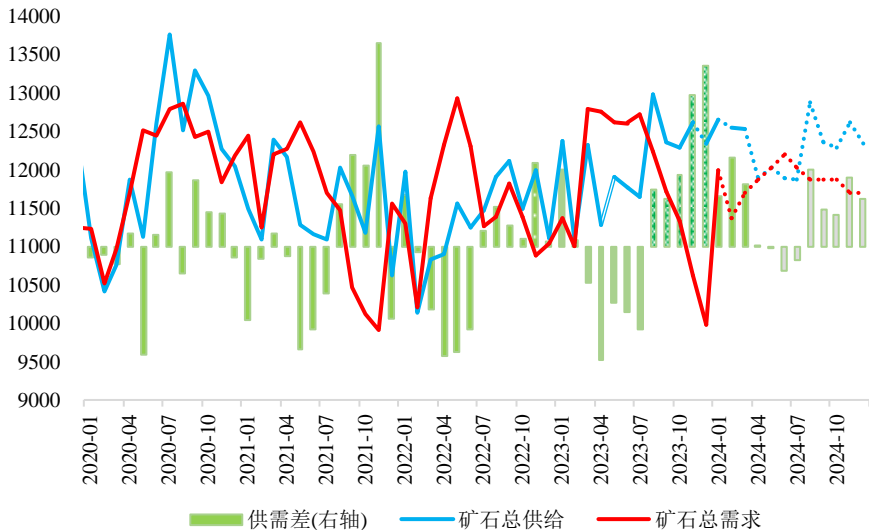
单位：美元/金衡盎司



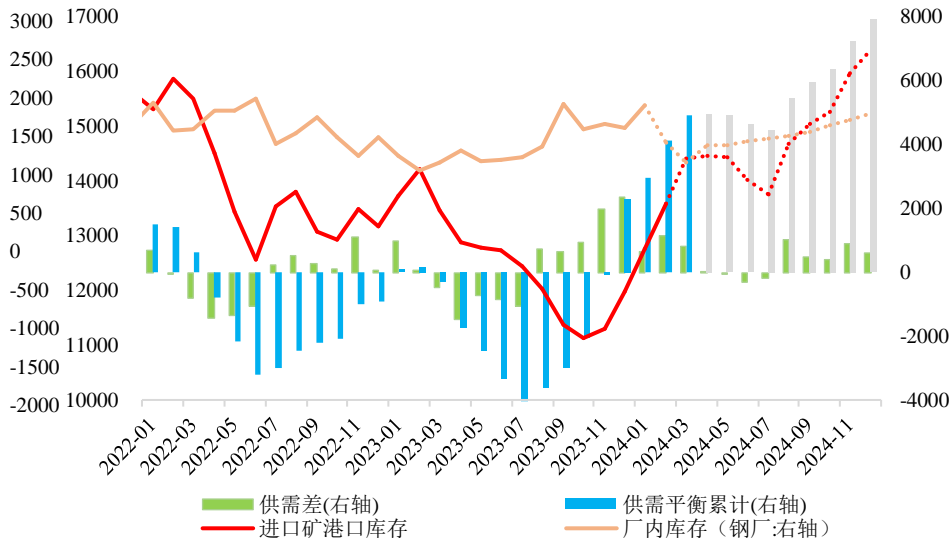
铁矿石供需平衡推演：一季度累库超预期，二季度关键取决于需求

- 展望2024年，2024 年国内铁矿石供给预计增加2500万吨（3000万吨修正后*）；国内生铁产量预计小幅回落-0.5%（-1%修正后*），整体国内铁矿预计存在约3500万吨（5000万吨修正后*）的过剩。从库存推演来看，铁矿石上半年供需整体平衡（实际上半年累库超预期），供给过剩和矿石累库预计主要在下半年。钢厂内部库存保持平稳略增，港口45钢矿库存预计年底预计达到1.65亿吨的水平。
- 自2024年年初至今，铁矿石全口径库存从1.65亿吨增加到1.8亿吨，增幅近1500万吨；从10月份低点至今库存增加幅度2500万吨。
- 预计二到四季度总累库幅度3500万吨；二季度，预计整体平稳，但取决于未来钢材需求支撑铁水的产量，假如需求不济，累库可能会提前。

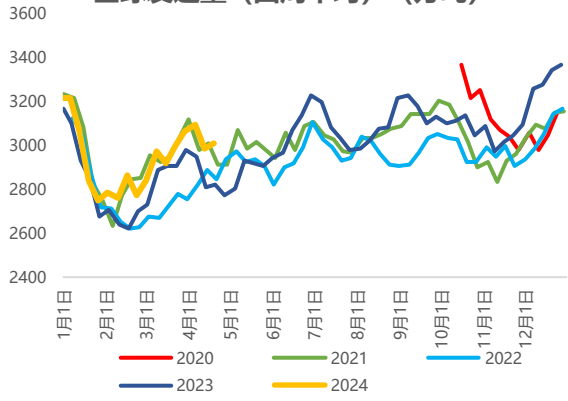
铁矿石供需平衡表（单位:万吨）



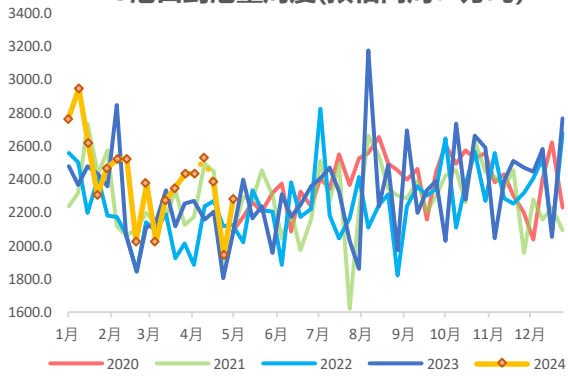
铁矿石供需平衡和港口库存推演（单位:万吨）



全球发运量（四周平均）（万吨）



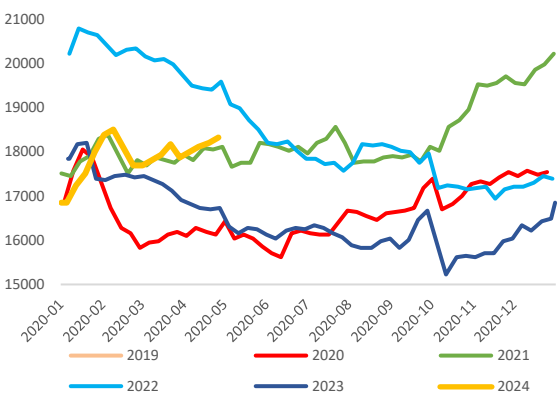
45港口到港量周度(预估两周: 万吨)



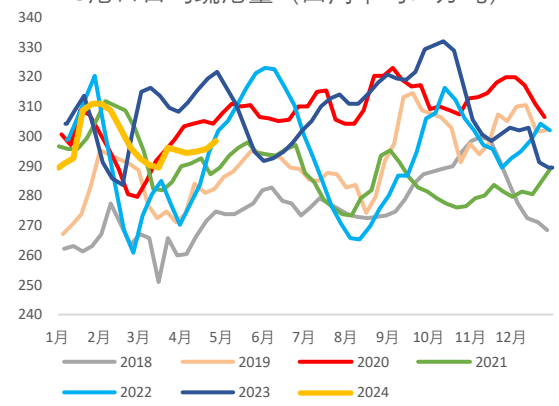
铁矿石港口+钢厂总库存（周度：万吨）



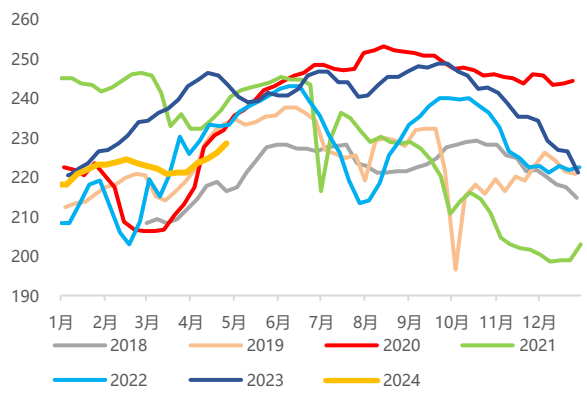
铁矿石港口+钢厂总库存（周度：万吨）



45港口日均疏港量（四周平均：万吨）



全国247家钢厂日均铁水产量（万吨）



5-6月份 铁矿石策略建议：矿价高位存压力



铁矿石核心供需数据一览

驱动因素	因素分项	主要变化概述	预期评价	重要程度
基差	基差价差	期货基差收敛，对盘面中性； 绝对价格回落至我们预期的中位水平 （预估年内铁矿石80-145美元，当前118.5） 下游钢厂盈利有所回落，高低品价差平稳	0	☆☆☆
供给	发运到港	全球铁矿石发运回升， 历史季节性来看，后期发运或环比回升 到港量回升，后期 预计未来两周环比回落	-1	☆☆☆☆
需求	消费成交	钢厂日均铁水产量 229 左右，环比增加；铁矿石疏港平稳，疏港预计低位小幅回升 成交表现尚可，钢厂补库预计进入尾声	1	☆☆☆☆☆
库存	上游矿山 中游港口 下游钢厂	全口径库存小幅增加，重点观察后期库存变化； 海外港口库存小幅增加，国内精粉库存回落； 国内港口库存小幅增加 钢厂厂内库存增加，观察补库持续性	-1	☆☆☆☆☆
综合策略	行情综述	伴随 铁矿石价格反弹 ，绝对价格已经修复至中位水平。供需来看，全球铁矿石发运在高位， 后期到港量预计环比小幅回落 ，钢厂 开工需求继续回升 ， 可能存在短期利多 。但近期钢厂利润回落较多，长期看，需求和补库持续性取决于下游需求。目前来看，下游螺纹需求恢复至季节性旺季，但是卷板下游比如冷轧、镀锌等需求有回落可能。 综合来看，铁矿石反弹后不宜追多，激进者空单持有或继续逢高做空。	-1	上期为1
	策略建议	趋势： 建议不追多，逢高做空参与，880-900强压力 期现： 正套参与 跨期： 观望		
	风险提示	外矿供给受影响		

铁矿石供给	本期	上期	环比增减	去年同期	同比增减	同比%
全球发运量	3010.3	2392.2	618.10	2938.20	72.10	2.5%
19港澳洲发运量	1829.7	1446.7	383.00	1807.50	22.20	1.2%
19港巴西发运量	626.2	472.7	153.50	590.20	36.00	6.1%
非澳巴发运量	554.4	472.8	81.60	540.50	13.90	2.6%
47港到港量	2541.9	2663.60	-121.70	2351.50	190.40	8.1%
45港到港量	2388.8	2528.4	-139.60	1808.70	580.10	32.1%
363矿山精粉日产	51.83	51.61	0.22	48.11	3.72	7.7%
进口矿总供给：45港到港/0.95	2514.53	2661.47	-146.95	1903.89	610.63	32.1%
总供给推算：45港到港/0.95+精粉/0.77	2985.7	3130.7	-144.95	2246.06	739.64	32.9%
铁矿石需求	本周	上周	环比增减	去年同期	同比增减	同比%
247钢厂进口矿日耗	279.47	276.60	2.87	295.35	-15.88	-5.4%
247钢厂生铁日产	228.72	226.22	2.50	243.54	-14.82	-6.1%
114钢厂烧结进口矿日耗	108.83	110.39	-1.56	114.09	-5.26	-4.6%
64钢厂烧结进口矿日耗	57.09	57.36	-0.27	57.24	-0.15	-0.3%
47港日均疏港量	315.26	313.50	1.76	339.96	-24.70	-7.3%
45港日均疏港量	300.96	300.80	0.16	324.16	-23.20	-7.2%
铁矿石总日成交	201.3	226.2	-24.90	154.00	47.30	30.7%
港口现货成交量	106.3	103.5	2.80	92.20	14.10	15.3%
矿石远期成交量	95	122.7	-27.70	61.80	33.20	53.7%
进口矿总消耗：进口矿日耗/0.948*8	2358.4	2334.2	24.22	2492.4	-134.01	-5.4%
总消耗推算：生铁/0.948*1.65	2786.6	2756.2	30.46	2967.18	-180.56	-6.1%
铁矿石库存	本周	上周	环比增减	去年同期	同比增减	同比%
海外7港库存	1476.50	1392.60	83.90	1413.40	63.10	4.5%
47港矿石库存	15444.11	15223.47	220.64	13547.99	1896.12	14.0%
45港矿石库存	14759.11	14559.47	199.64	12886.99	1872.12	14.5%
247钢厂总库存	9379.93	9364.56	15.37	9293.29	86.64	0.9%
45港贸易矿库存	8943.10	8838.48	104.62	7434.00	1509.10	20.3%
45港247钢厂港口库存	5816.01	5720.99	95.02	5452.99	363.02	6.7%
247钢厂厂内库存	3563.92	3643.57	-79.65	3840.30	-276.38	-7.2%
363矿山精粉库存	100.16	101.74	-1.58	140.47	-40.31	-28.7%
进口矿总库存：45港贸易矿/0.95+247厂库/0.948	19308.23	19181.89	126.34	17628.31	1555.43	8.8%
总库存推算：进口矿总库存+363精粉/0.77	19438.31	19314.02	124.29	17810.74	1627.57	9.1%
铁矿石供需差						

评价标准：打分区间为【-3，3】，利多为正分，利空是负分
（1）现实项是指对数据本身的变化进行打分，比如判断本周库存是减少的，那么就是正分，判断依据的数据最好具有一致性和连贯性；
（2）预期项（本评价只为预期项）是对本分项对盘面价格利多或利空的影响判断。
比如预期到库存减少比较多，现实打分是2分，如果认为库存对盘面其实没影响，那么预期项可能0分。



PART 04

展望和建议：
L或U底部

- **风险提示：**海外宏观造成的需求侧风险，地缘博弈造成供给影响。



交易逻辑

4月份以来，下游钢材成交好转，并且钢厂盈利好转，带动钢材和原料价格阶段性正反馈，使得黑色出现了明显反弹。部分市场人士认为当下行情已经反转，**我们认为当前反转的可能性很低。并且，从钢厂近期接单来看，已经开始显现压力，建议不追多，多单止盈或趋势做空。**

难以反转是因为：首先，大宗再通胀预期主要逻辑一是需求结构性的利好，比如新能源、家电等，但我们认为房地产带来的负面效应尚未结束；二是货币贬值以及超发带来的再度通胀，我们认为再通胀需要宏观风险的释放，也就是需要先释放债务、宏观等利空信息。其次，买单出口严查近期影响较大，唐山博兴等地出口已经受到明显影响。最后，关注供给方面已经逐渐形成产量和库存，特别是注意热卷增产带来的潜在压力，以及需求的持续性待观察。去年以来的需求回补可能面临结束，关注可能的“预期差”。

压力体现是因为：首先，市场可能预期4月底政治局会议精神，预计在一季度增速目标尚可的情况下，也难以出台新的刺激政策，政策预期或落地甚至证伪；从钢材需求端来看，从钢材下游各产业来看，**房地产高频销售数据同比下滑超过-40%**；地产销售低迷加上多数保交楼项目接近尾声，房屋新开工3月同比-25.6%；**部分基建等工程项目施工强度提升**，但因为地方债务等约束，对需求的落地不乐观，从混凝土的出库数据可以进行印证（**同比下滑依然-30%多**）。制造业等卷板类需求维持，不过不同品种分化严重，工程机械需求低迷；家电、汽车、电力、新能源等需求表现较好；但是有个隐忧就是**镀锌、彩涂和冷轧下游库存降库较慢，加工价差逐步回落，当前冷热价差回到了400左右，未来可能会影响卷板需求，值得持续关注**。钢材出口3月份数据表现较好，但是因为**买单出口严查近期影响较大，唐山和博兴等地卷板出口影响较大，预计出口将在5月份受到明显影响。从近期成交和需求看，持续性不足，叠加钢厂增产较多，上周钢厂在手订单少了3-4天，预计新接订单压力或在5月份开始显现。**

从钢材品种估值来看：从成本和利润来看，成本提升，加上**利润仍有回落空间，将利空钢材盘面估值**。目前华东长流程螺纹成本3450左右，利润150+；热卷成本3550，利润250+；测算螺纹钢谷电成本3500，平电大约3700左右；因为焦炭提降和铁矿石价格回升，钢材利润回落，后期压力要关注热卷下游压力。当前基差再度走弱，煤焦、螺纹远期升水等，**期现资源正套将后期利空盘面。**

趋势判断

当前文华黑色指数141（反弹超预期）；预计压力142左右，支撑135-130，122

趋势方面，预计反弹面临压力。

套利方面，**做空卷螺价差继续持有；买煤矿空钢材套利，逢高做空钢厂生产利润持有。**

期现方面，现货压力下反套行情主导，期货升水正套参与。

期权方面，**建议钢材投机或持有现货的库存卖出看涨建仓**，或者前期卖出的跨式期权持有。

风险提示：地缘政治影响，下游需求超预期。

后期判断：难反转，压力142，目标135；远期目标130，120



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交易咨询业务资格（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。

谢 谢



中泰期货股份有限公司 研究所

电话: +86-0531-81678625

Email: peihongbin225@163.com

公司地址: 济南市市中区经七路86号证券大厦15、16层

客服电话: 400-618-6767

公司网址: www.ztqh.com