

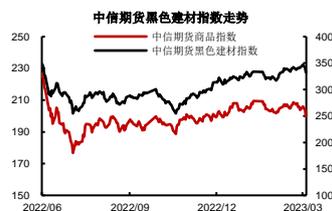
基本面矛盾有限，二季度宽幅震荡

——黑色金属 2023 年二季度策略报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

其中地产需求逐步回升，基建需求维持韧性，制造业需求仍趋势下行。地产方面，受低基数影响，新开工面积有望同比转正，随着商品房销售好转，竣工面积或维持 10% 同比增速。基建方面，社会资金参与度增加，施工端有赶工需求，基建维持较高增速。制造业方面，受消费透支影响，汽车产或仍维持弱势。家电内销同比降幅收窄，外销延续回落，总销售或维持弱势。我们认为二季度黑色品种处于供需双增的格局，多空博弈加剧，将放缓上涨趋势，或表现为宽幅震荡



建材研究团队

研究员：

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

钢材：需求逐步改善，钢材宽幅震荡

需求端，粗钢需求同比上升 2%，其中地产需求逐步回升，基建需求维持韧性，制造业需求仍趋势下行；供给端，短流程产量维持高位，长流程产量缓慢回升。短流程钢厂盈利状况较好，产量或维持高位。长流程钢厂库存压力较小，维持一定利润，但受原料低库存影响，产量或缓慢回升。总体来看，我们认为二季度钢材处于供需双增的格局，多空博弈加剧，将放缓上涨趋势，或表现为宽幅震荡。

铁矿：供需基本面偏强，关注宏观层面风险

二季度海外高炉继续复产，国内进口量维持低位，环比减少 670 万吨；终端需求快速回升，铁矿需求环比改善 2100 万吨。港口维持去库周期，预估二季度末港口库存存在 1.21 亿吨左右，铁矿自身基本面偏强，主要跟随钢材走势。但发改委持续关注铁矿市场运行，叠加海外经济不确定性较高，预计矿价向上空间有限。

焦炭：供需相对平衡，等待钢材指引

终端经济活动延续复苏，高炉仍在复产周期当中，预计二季度铁水产量环比继续改善，下游刚需性采购对焦炭的需求强度形成支撑。供应端，焦化行业置换节奏平稳，焦化利润仍然是制约产量释放的核心要素。总体来看，焦炭供需矛盾将进一步弱化，下游钢材需求将会成为引导焦炭走势的关键。正如前文钢材部分提到的，考虑到地产复苏，基建投资与制造业的向好趋势，我们对于二季度黑色板块需求持谨慎乐观态度，需求向上和低库存仍然是板块估值的有力支撑。但需要注意的是，二季度焦煤供应预计环比改善，国内煤矿产量恢复，进口环境边际宽松，供应压力持续抑制煤焦板块估值，使得碳元素在黑色板块当中成为相对较弱的品种。

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

焦煤：供应预期改善，现实压力渐显

受到利润引导，生铁产量仍有一定上升空间，叠加焦钢企业焦煤低库存，焦煤需求支撑仍在。供应端，国内煤矿开工率季节性回升，蒙煤进口稳中有增，短阶段海运煤进口增量空间有限。总体来看，二季度焦煤供需双增，自身供需矛盾逐步弱化，钢材需求成为影响其价格走势的核心。若钢材需求进一步好转，带动生铁产量持续高位运行，则焦煤产业链低库存将对其价格形成较强支撑。反之，若钢材旺季需求短期见顶，在焦煤供应改善背景下，供需结构将逐步趋于宽松，在黑色板块下跌周期，焦煤的下行压力相对更大。

硅铁：供需格局稍显宽松，成本支撑偏弱运行

二季度，市场对旺季需求仍有期待，钢材下游供需矛盾较小，二季度钢厂生产强度或将稳中有增，支撑硅铁需求；金属镁难以大幅走强。当前供应端扰动较小，煤炭保供主线下，兰炭价格偏弱运行，硅铁生产成本具备下移空间。现货库存压力仍存，销售未见明显好转，下游按需采购为主，预计二季度硅铁震荡运行，关注钢厂需求和成本变化。

硅锰：供应处于同期高位，价格跟随成本为主

二季度旺季需求可期，钢材现实矛盾较小，钢厂生产强度难以大幅下滑，支撑硅锰需求。供给端，政策尚未有供给约束，硅锰产量将主要受行业利润调节，锰矿现货价格难以走强，电力成本稳定，焦炭成本或将存在下行空间。现货库存压力较大，下游按需补库，硅锰价格走势取决于钢厂需求节奏和成本变化，预计二季度震荡运行。

废钢：供需格局健康，走势跟随成材

随着终端经济恢复向好，社会废钢产量将逐渐增加。静态预估，二季度国内废钢供给量约为 5500 万吨，比 2022 年同期增 1000 万吨；需求端：二季度废钢日耗取前两年均值为 63 万吨，库存可用天数在 11 天，二季度末钢厂库存则为 700 万吨，高于当前 575 万吨库存，二季度废钢厂库增 125 万吨。静态看，二季度废钢供需格局趋于宽松。动态看，废钢供需两端调节能力都很强，供给端明显受价格指引。需求端，电炉关停成本低，操作灵活，高炉增减产用废跟随终端需求调节，同样灵活。供需两端的强调节能力使得废钢能始终保持紧平衡状态，预计二季度废钢价格仍然跟随成材。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



建材研究团队

研究员：

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

目录

第一部分 钢材：需求逐步改善，钢材宽幅震荡.....	7
一、钢材需求：基建需求托底，地产需求逐步改善.....	7
1、地产：商品房销售回暖，地产开启复苏起点.....	7
2、基建：资金到位情况好转，基建或维持韧性.....	9
3、制造业与出口：制造业用钢需求提振仍需时日.....	11
二、钢材供给：钢厂维持利润，产量或延续回升.....	13
三、钢材总结：需求逐步改善，钢厂供需双增.....	14
第二部分 铁矿：供需基本面偏强，关注宏观层面风险.....	16
一、铁矿供应：主流矿山发运企稳，非主流发运冲量.....	16
1、主流矿山：降雨影响逐渐解除，矿山运量有望增加.....	17
2、国产矿：环保影响减小，内矿产量逐步增加.....	20
3、非主流矿：干扰因素减少，印矿逐步增量.....	21
二、铁矿需求：高炉逐步复产，铁水产量有所回升.....	21
1、国内：旺季需求较好，铁水产量继续回升.....	21
2、海外：经济压力依然较大，铁水产量缓慢修复.....	22
三、港口库存预估：需求季节性释放，库存持续去化.....	23
四、结构矛盾：超特粉库存低位，印粉有替代的可能.....	24
五、铁矿总结：供需基本面偏强，关注宏观层面风险.....	25
第三部分 焦炭：供需相对平衡，等待钢材指引.....	27
一、焦炭需求：下游高炉复产持续，焦炭需求支撑较强.....	27
1、国内需求：钢材需求回升，高炉复产持续.....	27
2、焦炭出口：出口利润偏低，出口维持弱势.....	28
二、焦炭供应：焦化产能相对充裕，低利润抑制焦企提产.....	28
1、焦炭产能充足，政策限制减弱.....	29
2、供应弹性较大，需求及利润引导生产.....	30
三、市场展望：供需相对平衡，等待钢材指引.....	30
第四部分 焦煤：供应预期改善，现实压力渐显.....	33
一、焦煤需求：高炉复产持续，低库存支撑需求.....	33
二、焦煤供给：国内供应环比改善，进口环境相对宽松.....	34
1、国内：煤矿开工季节性回升，国内供应环比改善.....	34
2、进口：蒙煤进口延续高位，进口环境相对宽松.....	35
三、市场展望：供应增量预期强化，供需偏紧格局缓和.....	36
第五部分 铁合金：终端需求向好，成本支撑下移.....	38
一、硅铁：供需格局稍显宽松，成本支撑偏弱运行.....	38
1、硅铁需求：炼钢需求稳中向好，制镁、出口需求较弱.....	38
2、硅铁供应：产能充裕压制利润，成本稳定较难走强.....	40
3、硅铁库存与展望：现实累库压力仍存，成本决定价格支撑.....	41
二、硅锰：供应处于同期高位，价格跟随成本为主.....	42

中信期货研究|黑色建材二季度报告（黑色金属）

1、硅锰需求：钢厂平稳推进复产，硅锰需求向好发展.....	42
2、硅锰供应：产量跟随需求抬升，锰矿价格偏弱运行.....	43
3、硅锰库存与展望：上游库存难以去化，后市关注成本变化.....	45
第六部分、废钢：供需格局健康，走势跟随成材.....	47
一、废钢供给展望：终端活动向好，废钢产出增加.....	47
二、需求展望：钢厂复产延续，需求预期向好.....	49
三、废钢展望：废钢供需双增，价格跟随成材.....	51
免责声明.....	52

图目录

图表 1: 商品房成交有所改善	8
图表 2: 一二手房销售明显回暖	8
图表 3: 房企拿地意愿仍然较弱	8
图表 4: 新开工面积同比降幅收窄	8
图表 5: 房企资金状况仍然偏紧	9
图表 6: 主体建造施工面积同比持续回升	9
图表 7: 广义基建投资增速较快	9
图表 8: 狭义基建投资增速较快	9
图表 9: 公共财政支出较高	10
图表 10: 投降基建类财政资金比例有所下降	10
图表 11: 专项债发行同比有所下降	10
图表 12: 新增专项债发行进度偏慢	10
图表 13: 企业融资需求增加, 投资意愿增加	11
图表 14: 去年实物工作量受到疫情影响	11
图表 15: 制造业投资维持一定韧性	11
图表 16: 企业仍处于主动去库周期	11
图表 17: 海外需求偏弱, 拖累国内制造业出口	12
图表 18: 汽车库存压力较大	13
图表 19: 汽车产量维持弱势	13
图表 20: 家电销售维持弱势	13
图表 21: 竣工回升或推动家电内销回升	13
图表 22: 日均粗钢产量	14
图表 23: 日均生铁产量	14
图表 24: 短流程钢厂盈利状况较好	14
图表 25: 长流程利润维持利润	14
图表 30: 澳大利亚矿山在建项目	19
图表 32: 国产矿山铁精粉产量预估 (万吨)	20
图表 33: 全国 186 家矿山企业 (363 座矿山)	20
图表 39: 全球生铁产量季节性 (万吨)	23
图表 40: 全球除中国外生铁产量季节性 (万吨)	23
图表 41: 国内铁矿进口及需求	24
图表 42: 铁矿港口库存预估	24
图表 43: 高中品价差与钢材利润	25

图表 44: 超特粉库存较低（万吨）	25
图表 45: 卡粉库存高位去化（万吨）	25
图表 46: 印度粉逐渐起量（万吨）	25
图表 47: 焦炭现货价格走势	27
图表 48: 焦炭期货价格走势	27
图表 49: 国内生铁累计产量及同比	28
图表 50: 247 家钢厂焦炭库存可用天数	28
图表 51: 焦炭出口季节性	28
图表 52: 海外日均生铁产量	28
图表 53: 焦炭累计产量	29
图表 54: 焦炭产量季节性	29
图表 55: 2022 年焦炭产能淘汰与新增统计	30
图表 56: 2023 年焦炭产能淘汰与新增预估	30
图表 57: 全样本独立焦企产能利用率	30
图表 58: 煤焦钢利润分配	30
图表 63: 焦煤现货价格走势	33
图表 64: 焦煤期货价格走势	33
图表 67: 国内焦煤产量季节性-月度	35
图表 68: 煤矿权重开工率季节性-周度	35
图表 103: 废钢供给量与国内经济增速基本吻合	47
图表 104: 255 家钢厂废钢累计到货	48
图表 105: 255 家钢厂废钢到货	48
图表 106: 我国废钢铁进口未见起色	49
图表 107: 进口窗口常年关闭	49
图表 108: 二季度粗钢产量仍将维持高位	50
图表 109: 255 家钢厂废钢日耗	50
图表 110: 长流程废钢日耗跟随铁水波动	50
图表 111: 长流程钢厂废钢日耗	50
图表 112: 长流程废钢日耗跟随铁水波动	50
图表 113: 长流程钢厂废钢日耗	50
图表 114: 2023 年废钢价格走势回顾	51

第一部分 钢材：需求逐步改善，钢材宽幅震荡

一季度钢材市场主要经历了三个阶段：

春节前，宏观预期好转，期价震荡上行。春节前，受地产政策持续放松影响，市场对春节后需求抱有较高期待。同时，钢厂对原料的刚性补库需求较强，成本端支撑较强，期价震荡上行。

春节后两周，现实需求复苏迟缓，期价震荡下行。春节期价商品房销售疲弱，工人复工进度缓慢，钢材需求回升幅度不及预期，市场对旺季需求的担忧压制盘面震荡下行。

春节后第三周至三月中旬，需求快速恢复，期价重回上涨趋势。随着下游需求逐步释放，钢材需求回升幅度较大，旺季需求逐步兑现，期价震荡上行。

当前，市场疑虑钢材需求的持续性，担心二季度的需求无法承接供给的增量，我们将从地产、基建、制造业三方面分析钢材需求持续性如何，并对二季度供需节奏进行展望。

一、钢材需求：基建需求托底，地产需求逐步改善

1、地产：商品房销售回暖，地产开启复苏起点

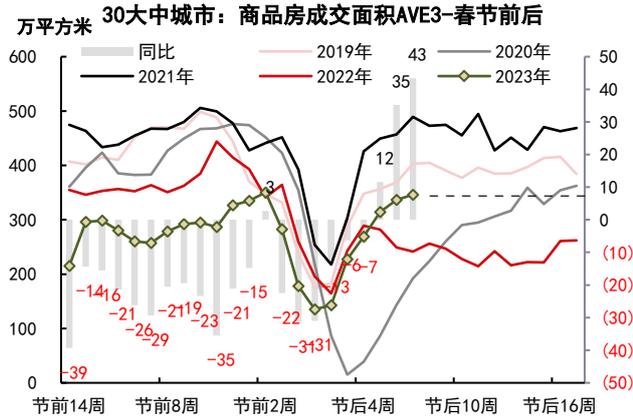
今年以来，商品房销售呈现出逐步回暖的态势。19 城二手房销售同比增长 100%以上，30 大中城市商品房成交同比增长 20%以上。我们认为销售的回暖主要有三点因素：

- 1) 疫情过后，居民的收入预期逐步改善，提振刚性和改善性住房需求。
- 2) 地产政策持续放松，刺激商品房销售改善。
- 3) 期房交付担忧有一定缓解。

近期商品房销售同比增幅较大，我们认为二季度商品房销售复苏有望延续，但同比增幅将有所收窄，原因有二：

- 1) “房住不炒”持续限制投机需求；
- 2) 疫情后积压的刚性购房需求的集中释放短期放大了商品房销售的好转幅度。横向比较销售数据，已逐步接近 2019 年水平，进一步提升将逼近刚需水平，商品房销售增幅或收窄。

图表1：商品房成交有所改善



图表2：一二手房销售明显回暖

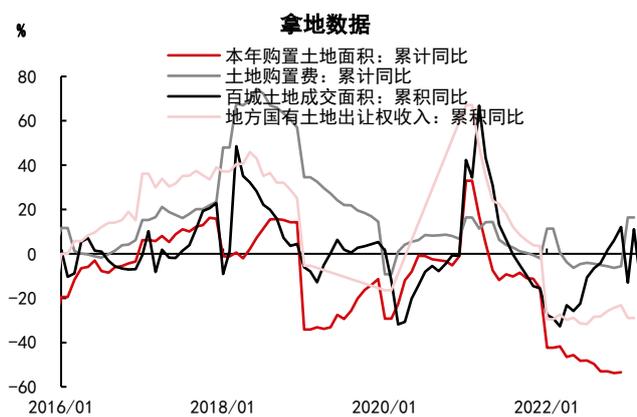


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

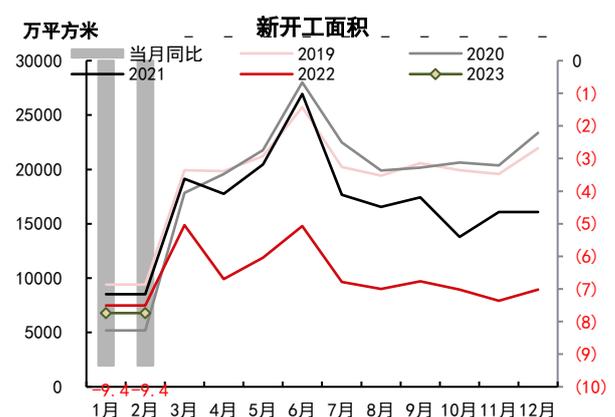
房企拿地意愿仍然较弱，新开工面积同比降幅收窄。统计局口径不再公布本年购置土地面积，但可以从土地购置费数据可以看到增速较快：1-2 月同比增长16%。但因土地出让金分期滞后计入影响，无法反应当期变化，因此我们使用地方卖地收入以及百城土地成交验证房企拿地情况：1-2 月地方政府国有土地使用权出让收入同比下降29%；截至3月17日，1-3月百城土地成交面积同比下降14%，说明房企拿地意愿仍然偏低。新开工面积仍未明显复苏：1-2月新开工面积同比下降9.4%，不过受去年二季度低基数影响，我们预计二季度新开工面积有望同比持平。

图表3：房企拿地意愿仍然较弱



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表4：新开工面积同比降幅收窄

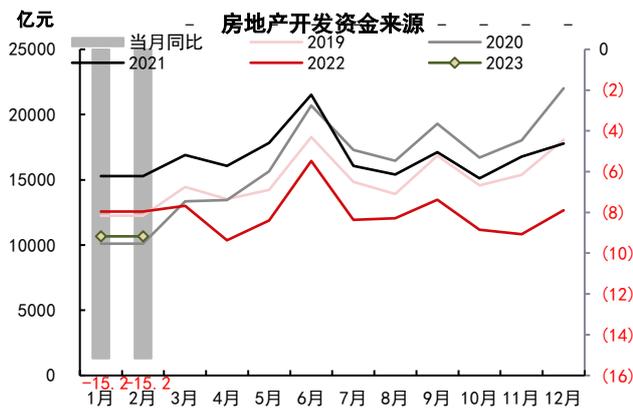


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

房企资金状况仍然偏紧，“保交楼”政策推动竣工面积改善。1-2月房地产开发到位资金同比下降15%，房企资金状况仍然偏紧。地产“三支箭”逐步落地，但受益房企范围仍然较小，国内贷款、自筹资金同比降幅仍分别在-15%、-18%左右，房企信用改善仍需地产销售的持续回暖。不过在“保交楼”政策的持续推动，

以及今年地产销售回暖带来的房企资金改善，1-2月竣工面积同比增长8%，房企逐步复工；根据四象数据，主体建造施工面积同比持续回升。随着政策逐步落地，销售回暖延续，我们预计二季度房企竣工面积有望同比增长5%左右。

图表5： 房企资金状况仍然偏紧



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表6： 主体建造施工面积同比持续回升

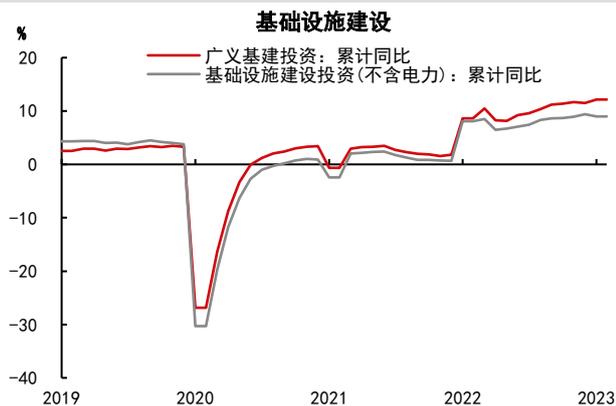


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、基建：资金到位情况好转，基建或维持韧性

基建是稳增长周期的重要发力点，基建投资维持较高增速。1-2月广义基建投资累计同比12.2%，狭义基建投资（不含电力）累计同比9.0%。从用钢量比较大的道路、铁路投资折算耗钢量维持韧性，1-2月同比增长8.8%，增速维持高位。

图表7： 广义基建投资增速较快



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

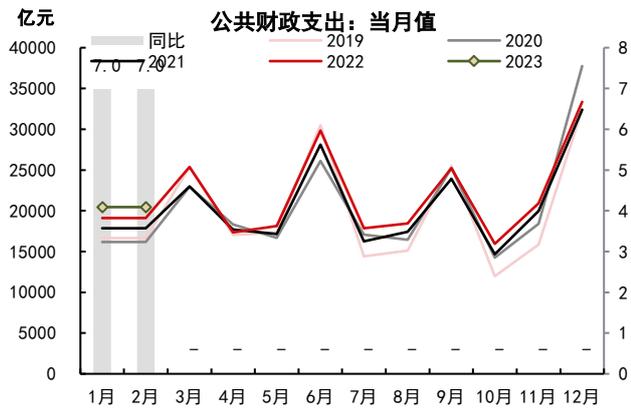
图表8： 狭义基建投资增速较快



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

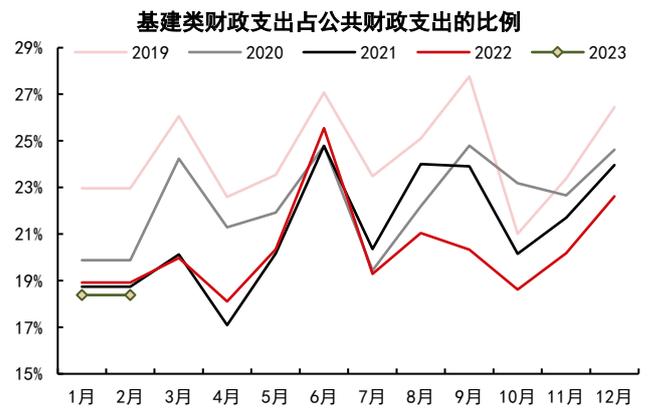
从资金端看，1-2月财政资金的基建支出较弱。一般公共预算支出维持韧性，但投向基建相关支出有所下降。1-2月全国一般公共预算支出40898亿元，同比增长7%，基建相关支出同比增长4%。专项债方面，虽然今年专项债提前批额度提升，但今年专项债发行进度较去年偏慢，1-2月新增专项债发行8344亿元，同比增长-14.1%。

图表9： 公共财政支出较高



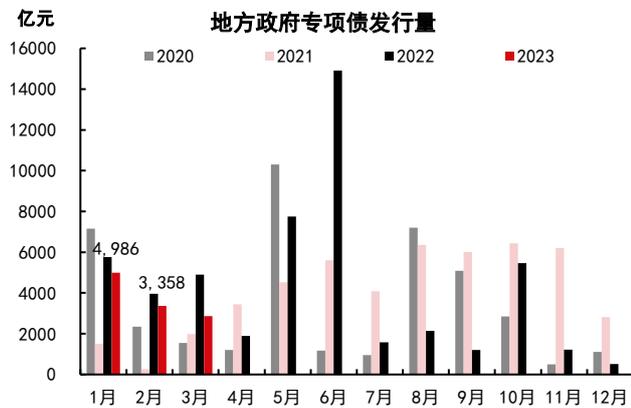
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表10： 投资基建类财政资金比例有所下降



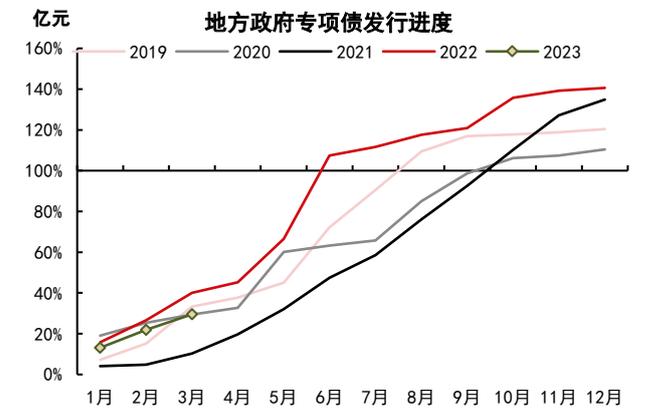
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表11： 专项债发行同比有所下降



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表12： 新增专项债发行进度偏慢

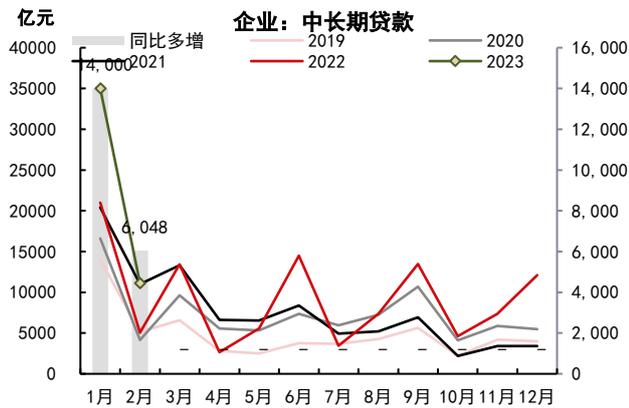


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

但我们认为 2 季度基建增速仍将维持 8%左右的增速，原因主要有三：

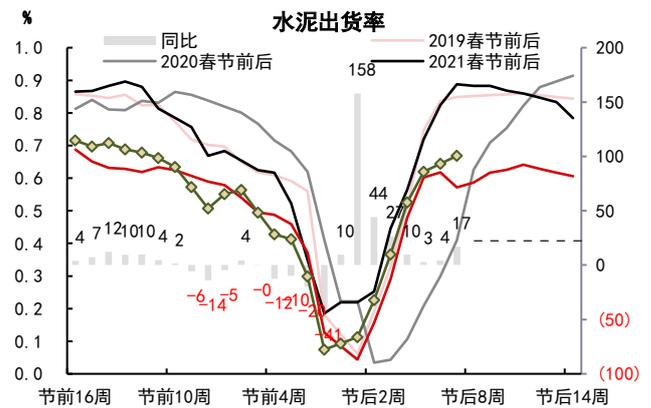
- 1) **疫情影响消退后，社会资金参与意愿显著提高。**去年疫情对企业资金周转产生较大影响，回款周期拉长，企业资金紧张，社会资金参与意愿较低。今年疫情影响消退后，社会资金投资意愿明显提高，1-2 月企业中长期贷款同比多增 1 万亿左右。
- 2) **去年疫情影响到项目的施工进度，施工单位有赶工需求。**去年项目施工受到疫情的较大制约，一方面受运输限制，原料供给不足；另一方面受疫情感染和区域控制影响，工人到位不足，施工强度下降。今年基建施工单位普遍反映资金到位情况有所好转，上半年仍有较强赶工需求。

图表13： 企业融资需求增加，投资意愿增加



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表14： 去年实物工作量受到疫情影响



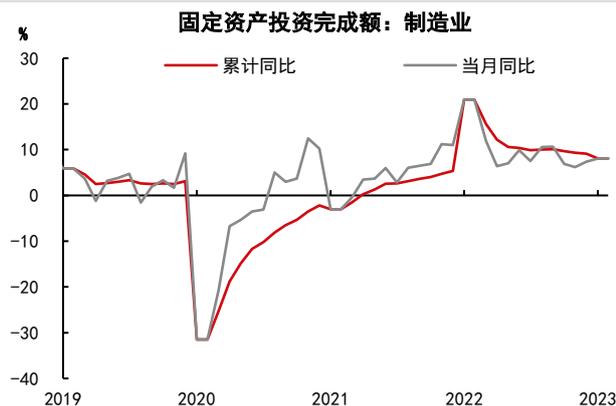
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

3) 财政预算同比增长，公共财政支出以及政府性基金支出或逐步增加。两会提出财政赤字率拟按 3%安排，较去年提升 0.2%，拟安排地方政府专项债 3.8 万亿元，较去年增加 1500 亿，总体财政资金同比有所增长，二季度财政支出有望继续发力。

3、制造业与出口：制造业用钢需求提振仍需时日

制造业投资维持一定韧性。国内方面，从库存周期看，制造业仍处于主动去库周期。2020 年-2021 年，受海内外需求好转影响，工业企业开启了长达 2 年的补库周期，于 2022 年 3 月进入主动去库周期。当前国内经济仍处于弱复苏状态，工业企业利润仍维持下行状态。

图表15： 制造业投资维持一定韧性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

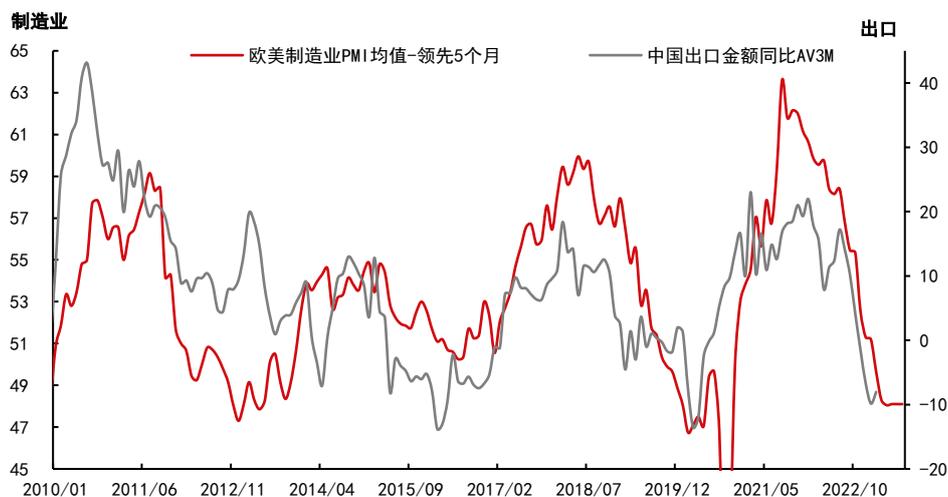
图表16： 企业仍处于主动去库周期



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

海外方面，海外需求偏弱，抑制国内制造业出口。欧美经济体的制造业 PMI 自 2021 年开始持续回落。海外通胀维持高位，预计二季度美联储仍将进行 1-2 轮加息，预期至少 2023 年下半年降息进程也将偏后，这意味着海外需求仍将维持回落的态势，抑制国内制造业出口。

图表17： 海外需求偏弱，拖累国内制造业出口



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

从汽车产量看，汽车购置税透支需求，汽车销量或维持弱势。2023 年 1-2 月汽车产销同比下降 15%左右，出现较大同比降幅，主要原因有二：

1) 各品牌大幅调价，加重消费者观望情绪。2023 年以来，各电车品牌通过官降、渠道、促销礼包、迭代车款等方式调整车型售价。国六 B 排放标准将于 7 月 1 日正式实施，在销售形式不乐观、库存压力较大的背景下，厂家提前进行降价清库存，部分汽车售价大幅下调，加重消费者观望情绪。

2) 2022 年购置税政策的实施透支了部分汽车需求。去年 6 月到年末，乘用车车辆购置税减免政策促进汽车产量明显回升，透支了部分汽车需求。回顾历史，2015-2017 年汽车购置税减免亦透支了汽车销量，购置税减免取消后，汽车销量经历了长达 3 年的持续下降。

展望二季度，受去年需求透支的影响，预计汽车产量仍将维持弱势。

图表18：汽车库存压力较大



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

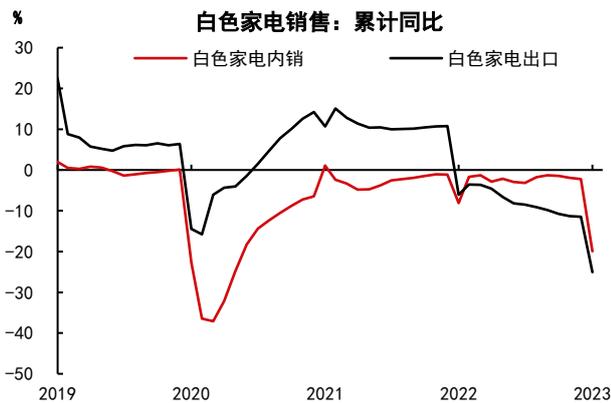
图表19：汽车产量维持弱势



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

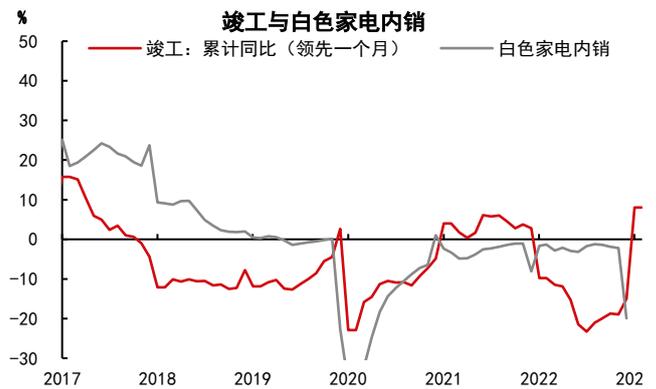
从家电销售看，总销售同比或维持弱势，内销降幅收窄，外销延续回落。内销方面，家电产销与地产周期息息相关，竣工与家电内销同比走势基本一致，随着今年商品房销售的逐步回暖，竣工面积有望回升，拉动家电内销同比降幅收窄。出口方面，国外经济处于下行周期，外销或跟随海外成屋销售延续回落。

图表20：家电销售维持弱势



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表21：竣工回升或推动家电内销回升



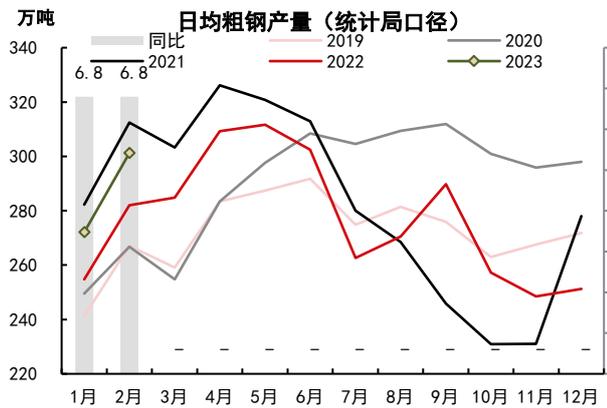
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

从粗钢需求看，新开工面积、竣工面积、铁路和道路基建投资、制造业用钢需求在二季度同比预计分别在 0%、+5%、8%、和-8%左右，预估二季度粗钢需求同比增长 2%左右。

二、钢材供给：钢厂维持利润，产量或延续回升

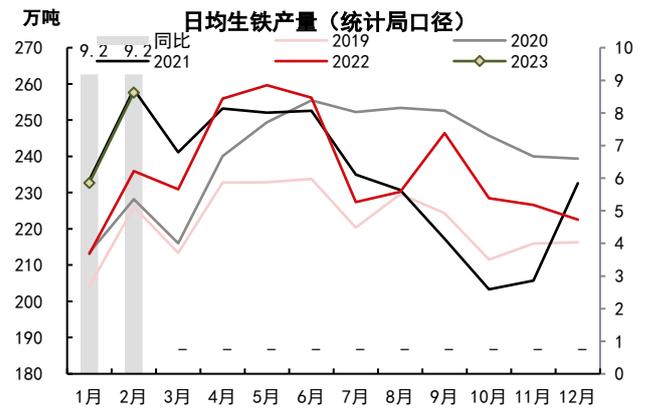
统计局口径，1-2 月粗钢产量 1.69 亿吨，同比增长 5.6%；生铁产量 1.44 亿吨，同比增长 7.3%。去年 11 月至今，中国疫情政策迅速优化，地产政策持续放松，受需求预期影响，钢厂利润持续回升，提高钢厂复产增产意愿。同时，今年一季度粗钢产量的限制政策较少，钢厂维持较高产量。

图表22： 日均粗钢产量



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表23： 日均生铁产量



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

短流程钢厂盈利状况较好，长流程钢厂盈利扩大。就短流程钢厂而言，今年废钢资源紧张有所缓解，废钢的社会库存及钢厂库存均有所回升，废钢供应或进一步增加；短流程钢厂盈利状况较好，预计二季度短流程产量维持高位。就长流程钢厂而言，钢厂维持一定利润水平，钢厂将延续高生产积极性。但部分钢厂产成品库存偏高，存在阶段性出货压力，或在一定程度上限制提产速度，预计二季度长流程产量缓慢回升。

图表24： 短流程钢厂盈利状况较好



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表25： 长流程利润维持利润



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

三、钢材总结：需求逐步改善，钢厂供需双增

需求端，粗钢需求同比上升 2%，其中地产需求逐步回升，基建需求维持韧性，制造业需求仍趋势下行。地产方面，受低基数影响，新开工面积有望同比转正，随着商品房销售好转，竣工面积或维持 10%同比增速。基建方面，社会资金参与度增加，施工端有赶工需求，基建维持较高增速。制造业方面，受消费透支影响，汽车产或仍维持弱势。家电内销同比降幅收窄，外销延续回落，总销售或维持弱势。

供给端，短流程产量维持高位，长流程产量缓慢回升。短流程钢厂盈利状况较好，产量或维持高位。长流程钢厂库存压力较小，维持一定利润，但受原料低库存影响，产量或缓慢回升。

总体来看，我们认为二季度钢材处于供需双增的格局，多空博弈加剧，将放缓上涨趋势，或表现为宽幅震荡。

风险提示：终端需求不及预期（下行风险）；地产政策进一步放松（上行风险）

第二部分 铁矿：供需基本面偏强，关注宏观层面风险

一、铁矿供应：主流矿山发运企稳，非主流发运冲量

二季度，主流矿山发运有望逐渐增加，环比上升 11%，同比上升 1%。由于海外高炉的逐步复产，发往国内的铁矿比例或难以维持高位，我们预计二季度四大矿山发至中国环比增加 2022 万吨，同比增加 303 万吨。国内铁精粉受安全检查等外部影响，供给缓慢修复。

巴西方面，2023 年我们预计淡水河谷产量约为 3.15 亿吨，处在年度产量目标 3.1-3.2 亿吨的中位，目前已完成 14%，处于往年发运完成额的中性位置，若外部干扰较少，淡水河谷全年生产目标完成概率较大。

澳洲方面，三大矿山中仅 FMG 有新项目在持续推进，预计新增产量将在 2023 年二季度得以体现，而其他两大矿山产量稳步提升，整体供给增量有限。

国产矿在国家“基石计划”的大背景下，铁精粉产能有所增加，但受制于矿山的安全事故、环保限产等外部因素影响，今年的国产矿产量或难有放量，我们保守预计 2023 年内矿产量或同比增加 500 万吨左右。

非主流矿山的发运或逐步提升，由于全球经济下行压力有所缓解、地缘政治因素影响减小、印度恢复出口关税；我们预计 2023 全年非主流铁矿发运同比增加 900 万吨左右，到中国量约为 400 万吨左右。

图表26：铁矿月度进口数据（财年已转换）

国家	矿山	产量（万吨）			原因
		2023E	2022	增量	
澳大利亚	力拓	32750	32164	586	年度发运目标维持在 3.2-3.35 亿吨不变
澳大利亚	必和必拓	28700	28476	224	财年发运目标维持在 2.78-2.90 亿吨不变
澳大利亚	FMG	19690	19290	400	财年发运目标提升至 1.87-1.92 亿吨
巴西	淡水河谷	31500	30779	721	年度发运目标维持在 3.1-3.20 亿吨不变
澳大利亚	罗伊山	6200	6200	0	—
澳大利亚	MRL	1880	1804	76	财年发运目标维持在 1720-1880 万吨不变
澳大利亚	GWR	80	77	3	平稳增长
澳大利亚	BCI Minerals	400	370	30	平稳增长
澳大利亚	Champion Iron	1100	997	103	平稳增长
澳大利亚	Grange Resources	516	514	2	平稳增长

巴西	托克	3100	3100	0	保持窄幅区间波动
巴西	CSN	3900	3370	530	年报预估 3900-4100 万吨
巴西、南非	英美资源	6030	5930	100	年度发运目标 5700-6100 万吨
乌克兰	Ferrexpo	800	618	182	逐步恢复产能
印度	NMDC	4600	4220	380	23 财年铁矿产量目标 4600 万吨
中国	总产量	26447	25947	500	消除能源及环保影响
	其他非主流			-500	外部因素干扰
	合计	169693	165156	3337	

资料来源: Mysteel 中信期货研究所

1、主流矿山：降雨影响逐渐解除，矿山运量有望增加

截至 3 月 17 日，一季度四大矿山累计发运 2.09 亿吨，累计同比增加 5%；我们预估四大矿山二季度铁矿供给约为 2.8 亿吨，环比提升 11%，同比上升 1%。由于海外高炉的逐步复产，发往国内的铁矿比例或难以维持高位，我们预计二季度四大矿山发至中国环比增加 2022 万吨，同比增加 303 万吨。

巴西方面，2023 年我们预计淡水河谷产量约为 3.15 亿吨，处在年度产量目标 3.1-3.2 亿吨的中位；假设淡水河谷产量=发运量，根据钢联的高频数据显示，截至 3 月 17 日产量目标已完成 14%，处于往年发运完成额的中性位置，若外部干扰较少，淡水河谷全年生产目标完成概率较大。

回顾 2022 年，上半年淡水河谷受巴西降雨影响以及中西部系统的出售，整体产销情况不及预期。虽然三季度外部干扰因素减少，产销大幅回补，但四季度由于 Serra Norte 的许可证发放延迟及 S11D 的玉砂废料处理及运作表现较差，导致其 2022 年的铁矿总产量下降，未完成年度目标。

进入新的一年，淡水河谷 S11D 矿区、Itabira、以及 Minas Centrais 矿区有望提升生产效率，增加铁矿产量；但由于不是新增产能，且投产项目都处于初步阶段，预计未来 2-3 年，产量才会有明显增幅。

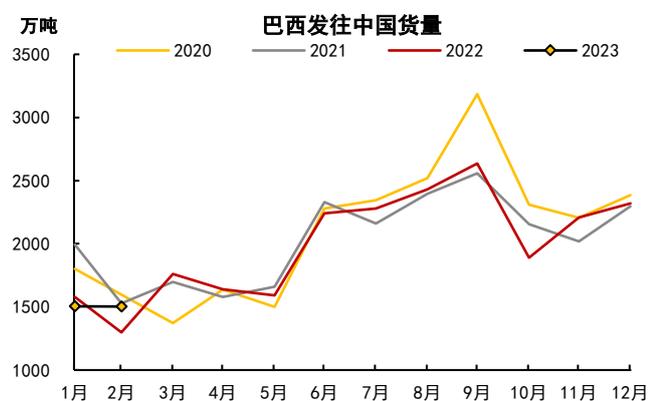
图表27：淡水河谷矿区现状

矿区	财报预期
S11D	新增的破碎机设备将支撑全年产量达到 8000-8500 万吨。
Serra Norte、Serra Leste	Serra Norte 矿区的许可证继续延期，预计影响 10%年产能。
Itabira	继续开展 Itabira 大坝提升工程，届时将继续提高区域内的球团产量。
Minas Centrais	Brucutu 矿区的干加工产量提高。
Mariana	旱季恢复正常生产。
Paraopeba	旱季恢复正常生产；第三方采购量减少。
Vargem Grande	工厂的颗粒饲料利用率提高。

资料来源：公司官网 中信期货研究所

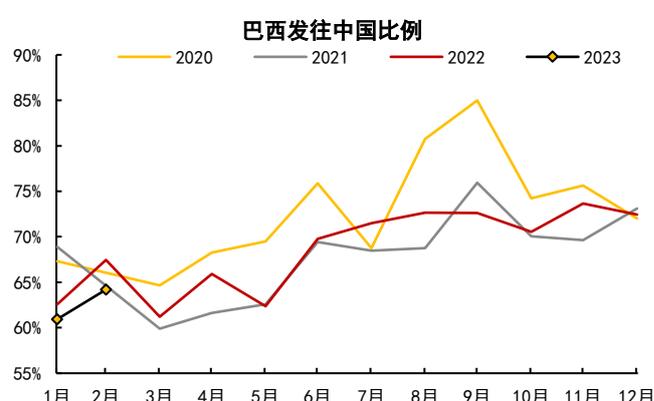
根据月度数据来看，2023 年 2 月巴西发往中国地区比例 64.2%，环比小幅增加 3.25%，同比下降 3.25%。目前海外疫情及通胀预期的好转，部分高炉逐步复产，预计巴矿发往国内的比例仍将维持低位。从数据上看，2 月份巴西发往阿曼、土耳其、墨西哥及欧洲等地区的比例环比回升。即将进入财报季，巴西发运有望逐步增加，但由于海外需求的增加，预计后续我国巴矿的到货增量有限。

图表28：巴西发往中国货量（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表29：巴西发往中国比例（%）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

澳洲方面，三大矿山中仅 FMG 有新项目在持续推进，预计新增产量将在 2023 年二季度得以体现；而其他两大矿山产量稳步提升，整体供给增量有限。

力拓的皮尔巴拉地区，2023 年发运目标保持 3.20-3.35 亿吨不变，我们预计 2023 年的销量可达 3.275 亿吨；目前力拓发运 6847 万吨，同比增加 12%，完成度约为 21%，高于同期 2%。鉴于 Gudai-Darri 项目逐步满产，一季度力拓的发运表现较好，若后续的外部影响较少，力拓有望达成全年目标的上沿。

必和必拓 2023 财年（2022 年 7 月至 2023 年 6 月）总产量目标维持 2.78-2.90 亿吨不变，按照产量目标为 2.87 万吨预估，财年完成度为 72%，略低于同期

水平。目前矿区 South Flank 项目的投产帮助产量提升；Samarco 矿区（必和必拓拥有其铁矿石项目 50%的股权）则维持正常生产；随着天气及检修情况的好转，必和必拓的产销目标有望达成。

FMG 方面发运表现强劲，2023 财年（2022 年 7 月-2023 年 6 月）发运目标维持 1.87-1.92 亿吨不变，以发运目标的上限 1.92 亿吨来计算，FMG 完成度已超 72%，若后续铁桥项目可以顺利投产以及各环节效率提升，FMG 出货量有望超额完成其目标。目前 Iron Bridge 铁桥项目的第一批矿石已被送入加工厂，若一切进展顺利，预计将于第一季度末开始投产，并在 12-18 个月后达到满产运行，届时将为 FMG 新增年产能在 2200 万吨的 67%铁精粉。

图表30： 澳大利亚矿山在建项目

矿山	项目	财报预期
力拓	Gudai-Darri 矿区	预计将在 2023 年达到满负荷生产，年产能可达 4300 万吨。
	Robe Valley 矿区	Mesa A 湿选厂的性能验证工作已完成。
必和必拓	South Flank 项目	年产能目标维持在 8000 万吨。
FMG	铁桥项目	第一批矿石已被送入其加工厂，预计将于第一季度末投产；12-18 个月达到满产状态，主要生产 67%的铁精粉，年产能在 2200 万吨左右。

资料来源：公司官网 中信期货研究所

综上，澳洲三大矿山中，仅 FMG 有新项目在持续推进，预计新增产量将在 2023 年二季度得以体现，而其他两大矿山产量稳步提升，整体供给增量有限；巴西淡水河谷也以提升生产效率来增加铁矿产量为主。根据公司季报披露信息及目前的发运节奏，我们预估四大矿山二季度铁矿供给约为 2.8 亿吨，环比提升 11%，同比上升 1%。由于海外高炉的逐步复产，发往国内铁矿比例或难以维持高位，我们预计二季度四大矿山发至中国环比增加 2022 万吨，同比增加 303 万吨。

图表31：四大矿山四季度供应预估（万吨）

	2023Q2 E	2023Q1 E	环比	2022Q2	同比	预计发至中国环比	预计发至中国同比	财年目标
力拓皮尔巴拉	8151	7965	186	7991	160	149	128	2023年运量目标不变3.20-3.35亿吨
必和必拓	7223	6843	380	7166	57	323	49	财年产量目标2.78-2.90亿吨不变
FMG	5198	4748	450	4950	248	409	225	财年发运目标1.87-1.92亿吨不变
淡水河谷	7263	5500	1763	7411	-148	1146	-96	2023年产量目标不变3.10-3.20亿吨
合计	27834	25056	2778	27518	316	2022	303	

资料来源：公司官网 中信期货研究所

备注：假设必和必拓、淡水河谷产量=发运量

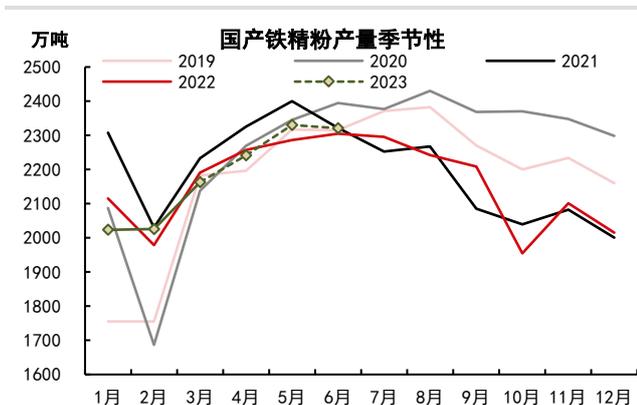
2、国产矿：环保影响减小，内矿产量逐步增加

在国家“基石计划”的大背景下，国产铁精粉产能有所增加，但受制于矿山的安全事故、环保限产等外部因素影响，今年的国产矿产量或难有放量，我们保守预计今年内矿产量或同比增加500万吨左右。

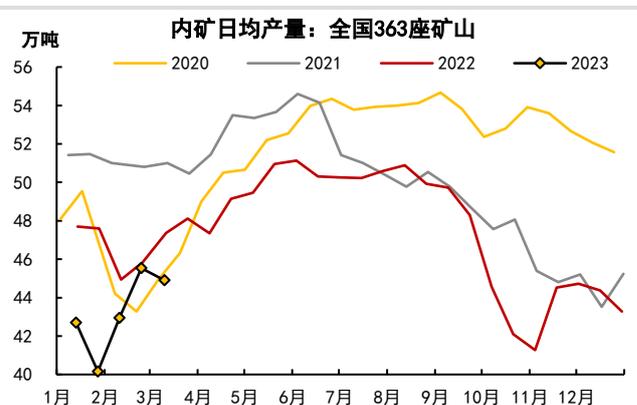
根据钢联数据，2023年1-2月份全国332家矿山企业月度铁精粉累计产量4049万吨，累计同比减少1%。分地区来看，降幅主要集中在华中地区，累计同比下降34%。除安全检查及环保影响生产外，终端需求的下降也导致矿山出货量下降；华北区域环保限产因素减少，累计同比小幅增加1%。

去年国产矿产量受制于疫情、环保、矿山安全事故等因素的影响，全年产量下滑397万吨。目前国产铁精粉产量缓慢提升，由于“基石”计划在2025年国产矿3.7亿吨目标的确定，预计在一系列政策推动下，国内铁矿的增产的潜力有望初步释放。若外部因素干扰较少，国内铁矿生产有望在未来2-3年内维持高速增长。

图表32：国产矿山铁精粉产量预估（万吨）



图表33：全国186家矿山企业（363座矿山）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

资料来源：Mysteel 中信期货研究所

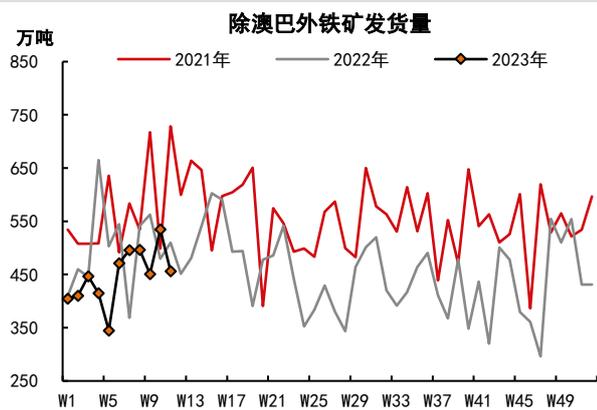
3、非主流矿：干扰因素减少，印矿逐步增量

进入 2023 年，全球经济下行压力有所缓解、地缘政治因素影响减小、印度恢复出口关税，非主流矿山的发运或逐步提升；我们预计 2023 全年非主流铁矿发运同比增加 900 万吨左右，到中国量约为 400 万吨左右。

在通常情况下，非主流矿的进口与普氏价格成正比。自 2022 年以来铁矿价格持续低位，维持在非主流矿的成本线上下，跌价风险导致非主流矿的供应持续下降。根据统计局数据显示，2022 年 12 月非主流矿进口 1098 万吨，环比大幅下降 11%，同比减少 4%，非主流供应主要集中在南非和秘鲁等国。

当前全球经济下行压力缓解，地缘政治影响减小，对于原料的需求或有所改善；若铁矿价格中枢上移，叠加印度下调铁矿出口关税带来的影响，预计后续非主流矿的供给将逐步增量。

图表34： 非主流矿发运量（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表35： 非主流铁矿进口与普氏价格



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

二、铁矿需求：高炉逐步复产，铁水产量有所回升

1、国内：旺季需求较好，铁水产量继续回升

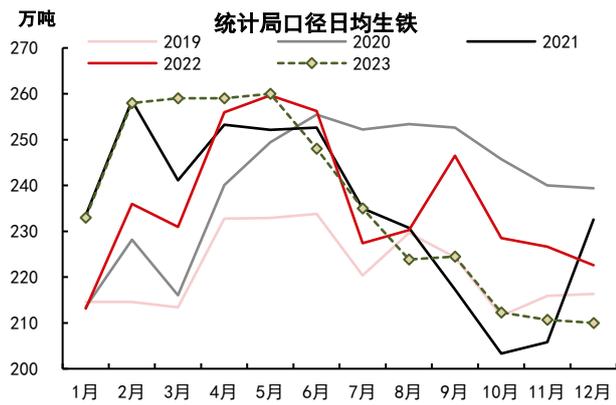
目前国内疫情影响解除，宏观层面定调稳增长，随着成材现实需求大幅好转，黑色板块的强预期逐步兑现到现实，我们预计二季度铁水产量环比提升 6%。但由于钢厂利润偏低，钢厂将始终维持厂内低库存策略；叠加废钢供应的回补，铁矿需求难有大幅回升。

回顾 2022 年，我国铁水产量的大幅波动主要受疫情的散发及缓解后的经济刺激政策影响。但进入四季度后，钢厂盈利率重新回落至低位，刺激政策落地缓慢，导致钢材现实需求仍然疲软，钢厂开始主动减产，铁水产量的提升趋势被打

断。

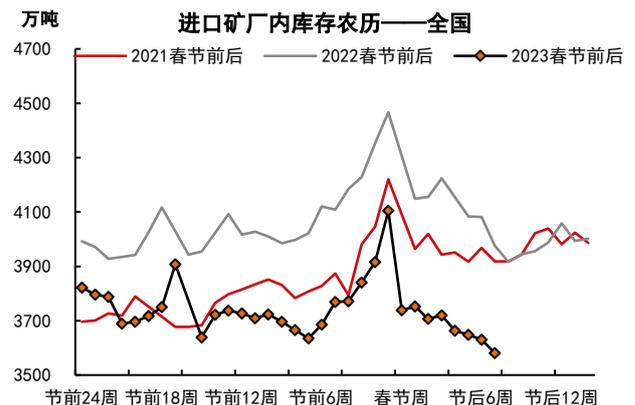
进入 2023 年，国内疫情影响解除，宏观层面定调稳增长，随着成材现实需求大幅好转，黑色板块的强预期逐步兑现到现实。2023 年 1-2 月，统计局口径生铁累计产量 1.44 亿吨，同比大幅增加 9%。我们预计二季度铁水产量环比提升 6%。但由于钢厂利润偏低，钢厂将始终维持厂内低库存策略；叠加废钢供应的回补，铁矿需求难有大幅回升。

图表36： 生铁产量预估（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表37： 钢厂进口矿库存



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

2、海外：经济压力依然较大，铁水产量缓慢修复

进入 2023 年，全球制造业 PMI 小幅回升；同时地缘政治因素影响减弱、海外能源价格下降，在这种情况下，全球工业原料需求缓慢提升，海外高炉出现逐步复产现象。但由于海外经济压力依然较大，美联储的加息进程仍未结束，因此我们预计 2023 年海外铁水产量同比持平，折铁矿需求不变。

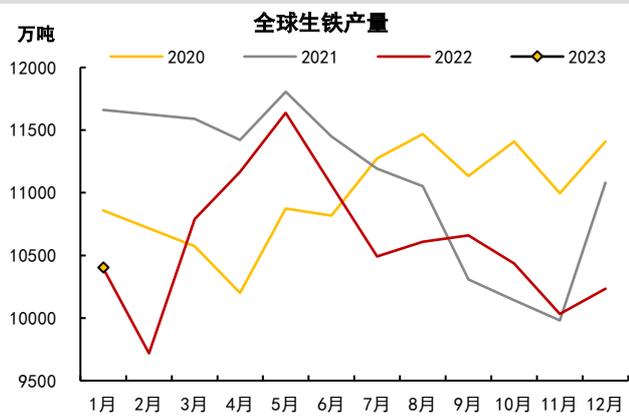
图表38： 全球制造业 PMI 指数

制造业PMI	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
全球	50	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7
美国	47.7	47.4	48.4	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6
欧元区	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2
德国	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4
法国	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2
意大利	52	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3
澳大利亚	未公布	未公布	未公布	44.7	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2
英国	49.3	47	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58
日本	47.7	48.9	48.9	49	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7
中国	52.6	50.1	47	48	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2
印度	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9
巴西	49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6
俄罗斯	53.6	52.6	53	53.2	50.7	52	51.7	50.3	50.9	50.8	48.2	44.1	48.6
南非	48.9	49.2	50.4	59.5	55	49.5	51.9	46.9	49.3	54.9	48.3	59.2	58.7
越南	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54	54.7	51.7	51.7	54.3

资料来源：Wind 中信期货研究所

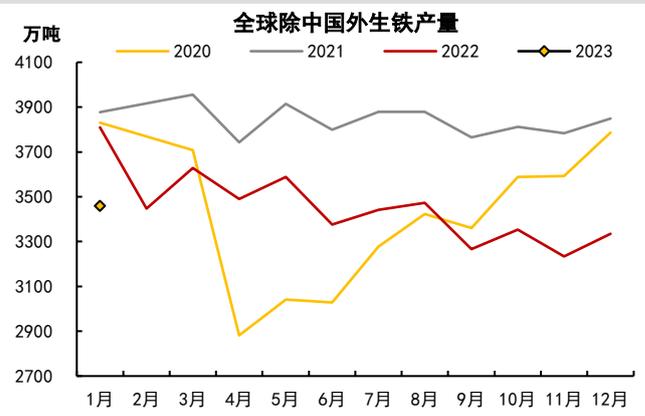
根据国际钢铁协会数据显示，2023年1月份全球生铁产量1.04亿吨，环比增加2%，同比小幅增加0.1%；除中国外1月份生铁产量3459万吨，环比增加4%，同比下降9%，降幅有所收窄。其中，仅阿根廷、德国及土耳其环比有所下降，其余各国铁水产量环比均有不同程度的回补；虽然海外生铁产量依旧处于同期低位，但随着能源价格的下降及海外加息放缓，部分高炉逐步复产，年末整体生铁月产量有望同比转正。因此我们预计2023年海外铁水产量同比持平，折铁矿需求不变。

图表39： 全球生铁产量季节性（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表40： 全球除中国外生铁产量季节性（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

三、港口库存预估：需求季节性释放，库存持续去化

国内宏观层面定调稳增长，现实需求转好；钢厂利润低位回升，高炉继续复产，预计铁矿需求在二季度环比大幅回升2100万吨；叠加海外总进口处于低位，二季度环比减少670万吨，导致港口维持去库周期，预估二季度末港口库存在

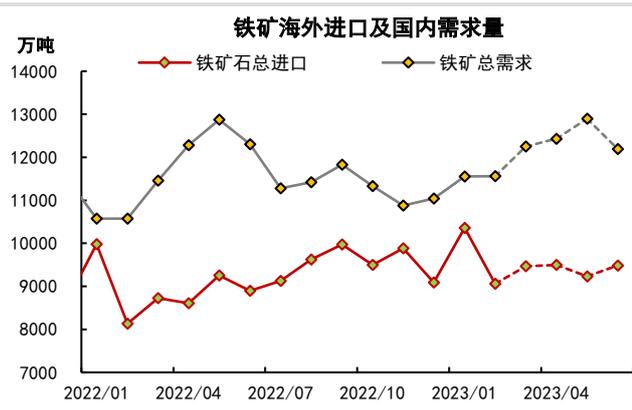
1.21 亿吨左右。

供应端，由于 2022 年末的财报季发运冲量，我国 1 月份的铁矿进口大幅增加，导致一季度整体的海外进口量处于高位。进入 2023 年，澳巴持续受港口检修及天气影响，发运一直处于较低水平。虽然目前外部干扰因素减少，主流矿山发运开始企稳；叠加今年以来铁矿需求较好，价格中枢远超非主流矿山成本线，非主流方面的进口量也有所增加，但受船期以及海外矿山高炉逐步复产的影响，我们预计二季度海外进口量依然较低，环比约下降 670 万吨左右。

需求端，国内疫情影响解除，宏观稳增长政策强劲；伴随着成材现实需求的好转，高炉继续复产。由于钢厂的炉料库存低位，且维持厂内低库存策略，高炉的复产趋势同样可以代表铁矿需求走向，据我们预估二季度铁矿需求约增加 2100 万吨。

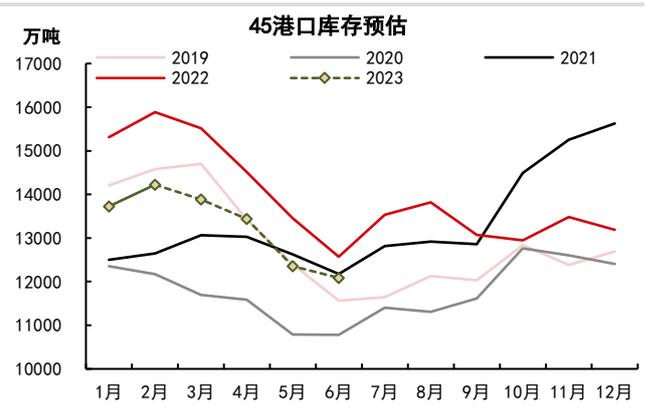
因此，当铁矿需求大幅回补后，铁矿供需阶段性收紧，预估二季度底港口库存将去化至 1.21 亿吨左右。

图表41： 国内铁矿进口及需求



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表42： 铁矿港口库存预估



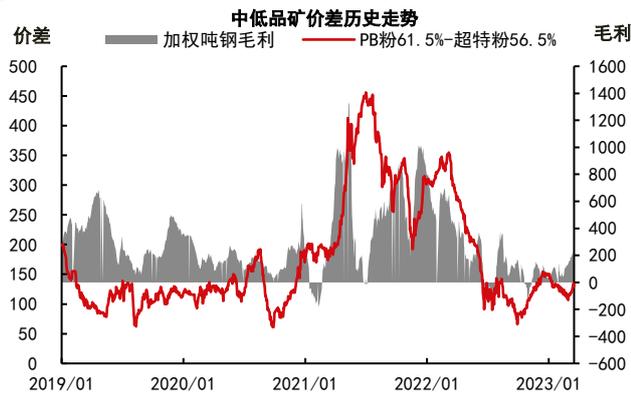
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

四、结构矛盾：超特粉库存低位，印粉有替代的可能

在现实需求不断好转、高炉持续复产、钢厂利润低位回升的背景下，钢厂对于高品矿的需求逐步显现；鉴于高炉炼铁的配矿要求，低品矿的需求也有所回升。由于超特粉、杨迪粉等主流低品矿库存较低，随着印度低品矿的冲量，后续或有替代的可能。

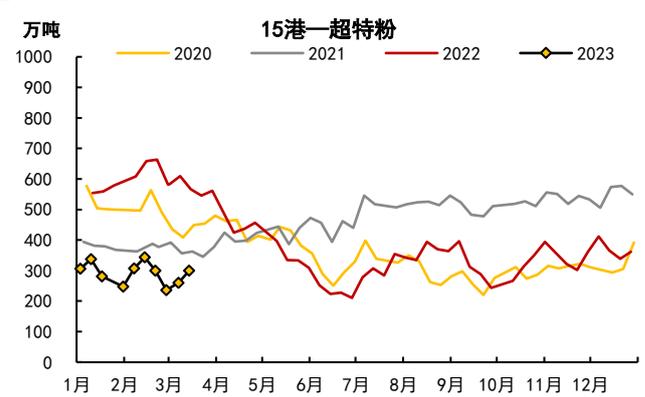
回顾 2022 下半年，由于终端需求的大幅下滑，钢材利润长期维持低位，压制了钢厂对于中高品矿的需求；且低品矿之间可替代性较强，供需相对宽松，钢厂倾向于使用性价比更高的低品矿，中低品矿的价差低位走扩。

图表43： 中低品价差与钢材利润



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

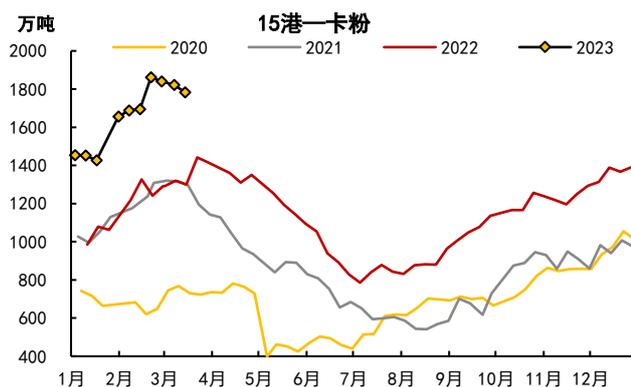
图表44： 超特粉库存较低（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

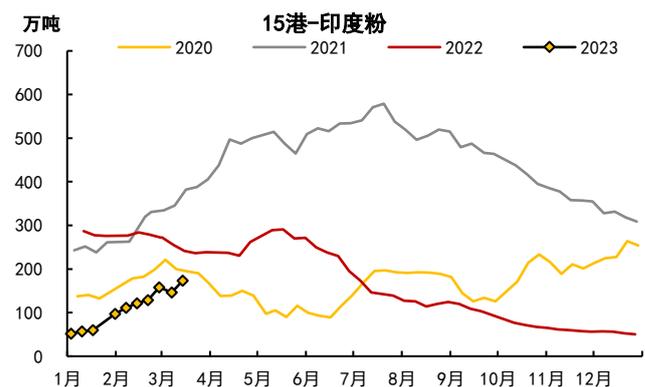
目前，在现实需求不断好转、高炉持续复产、钢厂利润低位回升的背景下，钢厂对于高品矿的需求逐步显现；鉴于高炉炼铁的配矿要求，低品矿的需求也有所回升。由于超特粉、杨迪粉等主流低品矿库存较低，随着印度调低关税，低品矿开始冲量，后续或有替代的可能。

图表45： 卡粉库存高位去化（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表46： 印度粉逐渐起量（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

五、铁矿总结：供需基本面偏强，关注宏观层面风险

供给：二季度四大矿山铁矿供给约为 2.8 亿吨，环比提升 11%，同比上升 1%。由于海外高炉的逐步复产，发往国内的铁矿比例或难以维持高位，我们预计二季度四大矿山发至中国环比增加 2022 万吨，同比增加 303 万吨。

需求：随着成材现实需求大幅好转，黑色板块的强预期逐步兑现到现实，我们预计二季度铁水产量环比提升 6%。但由于钢厂利润偏低，钢厂将始终维持厂内低库存策略；叠加废钢供应的回补，铁矿需求难有大幅回升。

库存：由于钢厂利润低位回升，高炉继续复产，预计铁矿需求在二季度环比大幅回升 2100 万吨；叠加海外总进口处于低位，二季度约环比减少 670 万吨，导

致港口维持去库周期，预估二季度末港口库存在 1.21 亿吨左右。

品种结构：在钢厂利润低位回升的背景下，钢厂对于高品矿的需求逐步显现；鉴于高炉炼铁的配矿要求，低品矿的需求也有所回升。由于超特粉、杨迪粉等主流低品矿库存较低，随着印度低品矿的冲量，后续或有替代的可能。

总体来看，二季度海外高炉继续复产，国内进口量维持低位，环比减少 670 万吨；终端需求快速回升，铁矿需求环比改善 2100 万吨。港口维持去库周期，预估二季度末港口库存在 1.21 亿吨左右，铁矿自身基本面偏强，主要跟随钢材走势。但发改委持续关注铁矿市场运行，叠加海外经济不确定性较高，预计矿价向上空间有限。

长期展望，随着“基石”计划在 2025 年国产矿 3.7 亿吨目标的达成，国内外新投产项目落地，我国铁矿的对外依存度将逐渐转弱；叠加海外矿山的产能增加，铁矿供需平衡将进一步转松，矿价或仍有下行空间。

风险因素：终端需求快速落地，钢厂原料加速补库（上行风险）；需求改善不及预期；非主流供应超预期增加（下行风险）。

第三部分 焦炭：供需相对平衡，等待钢材指引

回顾 2023 年一季度，对于旺季需求的博弈成为黑色板块的交易主线。春节后，地产销售逐步回暖，2 月制造业 PMI 指数超预期，基建投资及项目开工维持韧性，整体抬升钢材旺季需求预期。近期，两会确定 5% 的 GDP 增速目标，使得宏观预期有所松动，海外宏观波动加剧。产业端，钢材供需双增，库存低位运行，伴随高炉复产，焦炭需求向好，焦企开工平稳，焦炭自身供需矛盾较弱，总体跟随钢材走势，呈高位震荡态势。

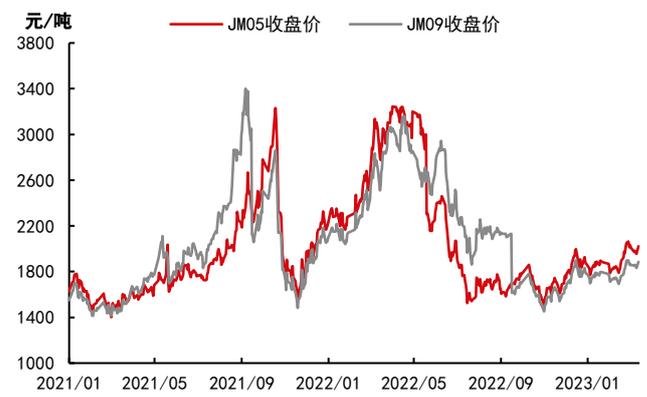
展望二季度，预计焦炭供需相对平衡，影响价格走势的核心变量在于下游钢材需求和炼焦成本。钢材需求复苏预期延续，支撑黑色板块估值，需持续跟踪现实需求能否承接产量高度，警惕供应增速过快导致的钢材库存结构恶化风险。此外，二季度焦煤供应存在增加预期，焦炭下方成本支撑或有转弱风险。

图表47： 焦炭现货价格走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表48： 焦炭期货价格走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

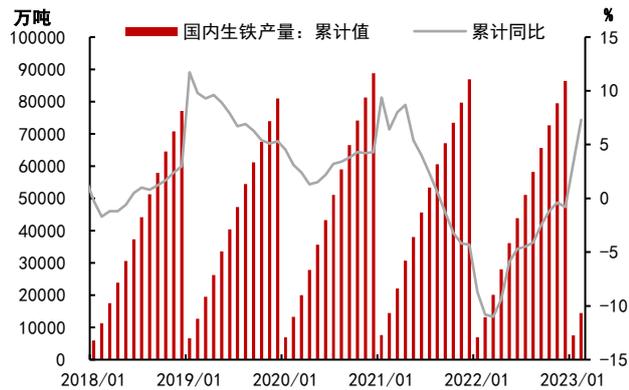
一、焦炭需求：下游高炉复产持续，焦炭需求支撑较强

1、国内需求：钢材需求回升，高炉复产持续

焦炭需求取决于下游生铁产量，2023 年 1-2 月，国内生铁累计产量 14426 万吨，同比增长 7.3%。今年以来，伴随地产融资及销售端宽松政策逐步落地，以及疫情管控解除，黑色板块旺季需求预期向好，叠加年前焦炭提降向钢厂让利，高炉生产积极性较强，铁水产量持续回升，带动焦炭日耗走强。

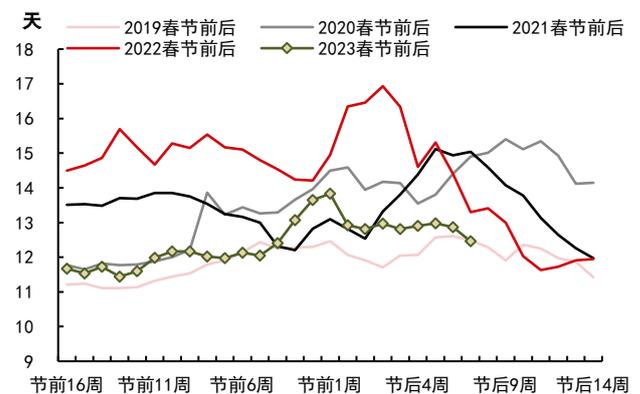
从 1-2 月的经济数据来看，制造业、基建投资延续增长态势，地产投资跌幅收窄，钢材需求预期向上。从产业现实来看，钢材终端需求季节性修复，旺季需求表现大概率好于去年同期。二季度，预计钢材需求支撑较强，加之产业链库存偏低，高炉具备继续复产的驱动。当前钢厂焦炭库存量处于中性水平，钢厂对待焦炭采购相对谨慎，总体保持按需采购策略。伴随铁水产量继续回升，下游刚需性采购将对焦炭需求形成有效支撑。

图表49： 国内生铁累计产量及同比



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表50： 247家钢厂焦炭库存可用天数



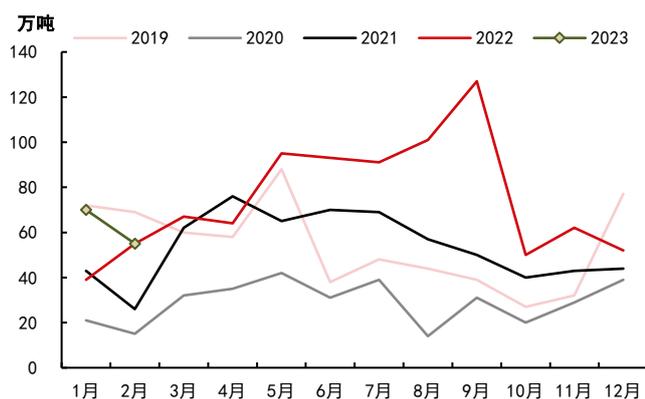
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、焦炭出口：出口利润偏低，出口维持弱势

2022年，我国焦炭累积出口893万吨，同比增长38.7%。受到地缘政治问题影响，国际焦煤价格高企，持续推高海外焦炭价格，叠加人民币贬值影响，焦炭国内外价差扩大，出口订单增量明显。其中，9月单月焦炭出口量127万吨，创近五年单月出口新高。四季度，受制于海外弱需求，我国焦炭出口量环比回落。

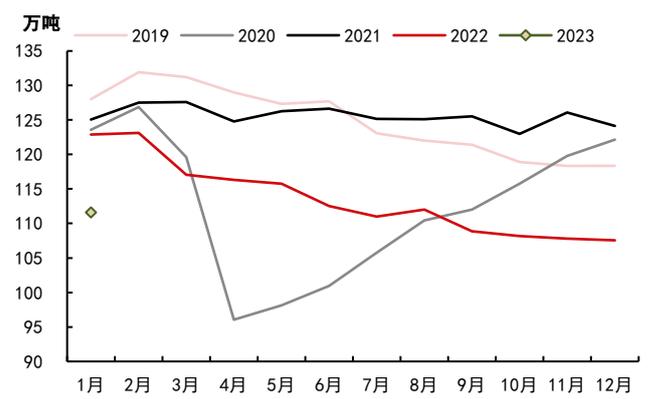
2023年1月，海外日均生铁产量环比修复，同比降幅亦有所收窄。近期，欧洲、印度等地高炉复产持续，预计短阶段海外生铁产量环比继续改善。目前，我国焦炭出口利润较低，港口外贸成交较弱，加之今年东南亚地区有大批新增焦化产能陆续投产，挤占我国焦炭出口市场，预计二季度焦炭出口延续弱势，出口需求在总需求中占比较小，对国内焦炭市场的影响亦相对有限。

图表51： 焦炭出口季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表52： 海外日均生铁产量



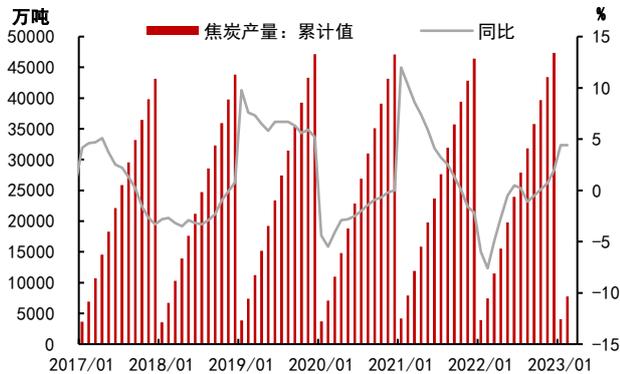
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、焦炭供应：焦化产能相对充裕，低利润抑制焦企提产

2023年1-2月，全国焦炭累计产量为7763万吨，同比增长4.4%，焦炭供应增速较下游高炉增产节奏偏慢。一季度，从焦企开工率的高频数据来看，行业平

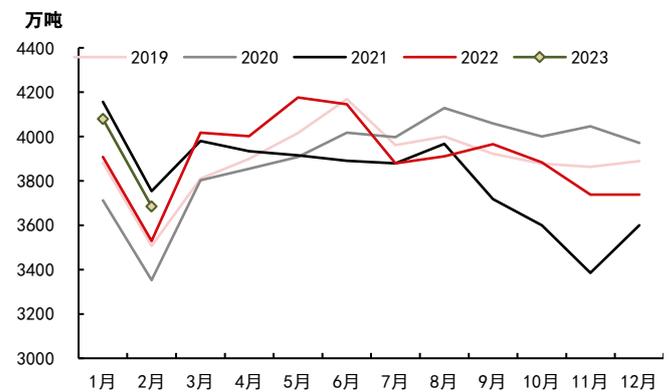
均产能利用率中性偏低，焦化利润偏低，成为制约焦企开工积极性的的重要因素。

图表53： 焦炭累计产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表54： 焦炭产量季节性



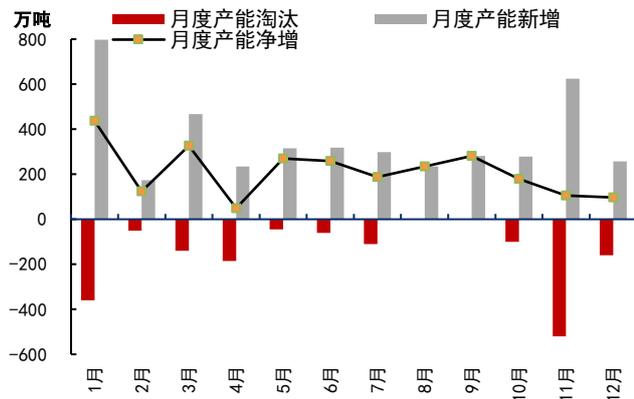
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

1、焦炭产能充足，政策限制减弱

焦化行业供给侧改革以来，焦炭产能的变化一直是市场关注的焦点，在落后产能退出的过程中，焦炭产能阶段性紧张的情况时有发生。目前来看，**焦化产能已经不再是制约焦炭生产的核心要素。**

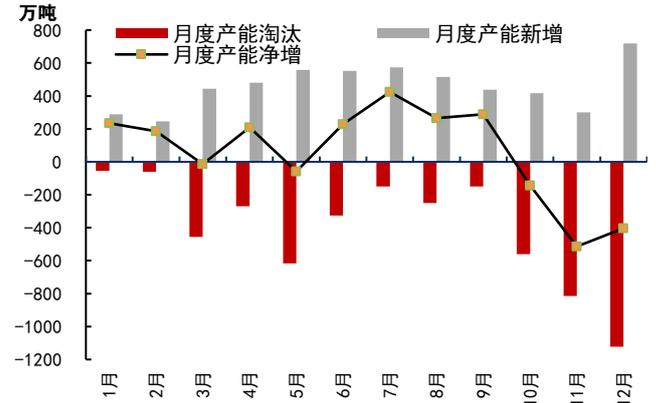
近两年是焦炭新产能的集中释放期，2022 年焦炭产能净增约 2500 万吨，根据 Mysteel 统计，2023 年已淘汰焦化产能 383 万吨，新增 534 万吨，净新增 151 万吨；预计 2023 年淘汰焦化产能 4828 万吨，新增 5527 万吨，净新增 699 万吨。目前，全国冶金焦在产产能 55890 万吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下产能约 11233 万吨，5.5 米及以上产能约 44657 万吨。当前全行业独立焦企产能利用率平均在 75%左右，焦化产能较为充裕。

图表55： 2022 年焦炭产能淘汰与新增统计



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表56： 2023 年焦炭产能淘汰与新增预估



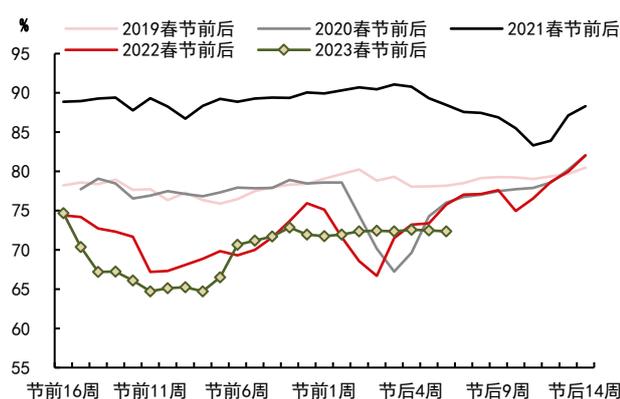
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、供应弹性较大，需求及利润引导生产

回顾近年焦化行业的生产情况，政策性限产、产能约束等外部扰动减弱之后，焦化厂生产主要受到下游需求及焦化利润的引导。2022 年四季度以来，由于下游钢厂利润持续偏低，成本压力向上游转移，焦化利润长期受到抑制，焦企提产积极性有限。今年春节过后，与下游高炉如火如荼的复产节奏形成鲜明对比，独立焦企产能利用率维持中性偏低水平。

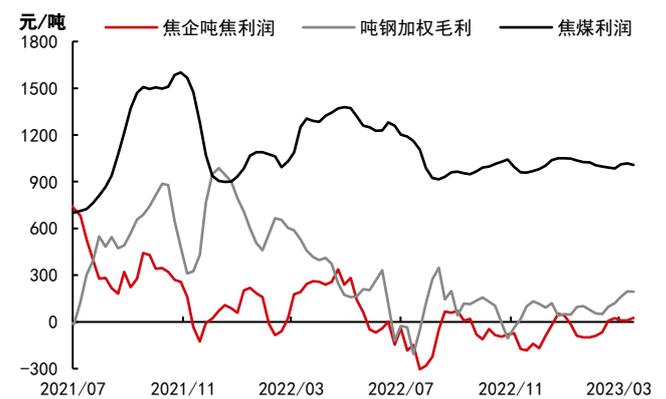
展望二季度，炼焦煤供应增量预期加剧，焦化成本或将有所下移，使焦化利润小幅修复。然而在全行业产能充裕的前提下，焦化利润仍然受到上下游压制，难有大幅走扩空间。预计焦企生产节奏总体平稳，跟随下游需求，实现焦炭供需两侧的动态平衡。

图表57： 全样本独立焦企产能利用率



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表58： 煤焦钢利润分配



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

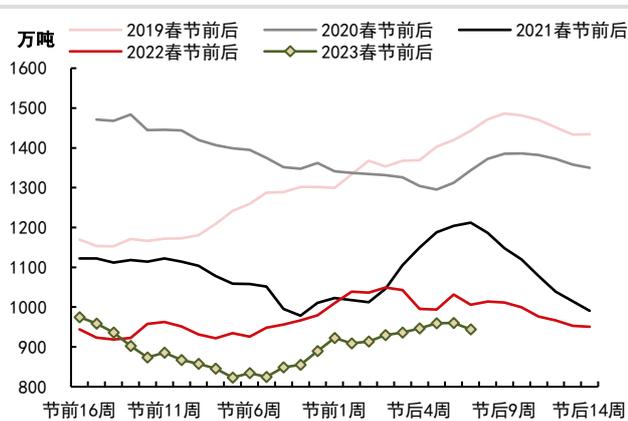
三、市场展望：供需相对平衡，等待钢材指引

2023 年一季度，钢材利润及需求驱动下，高炉持续复产，带动焦炭日耗走强，焦化低利润始终抑制焦企提产积极性。综合来看，需求增速高于供应，焦炭累库趋势缓和，目前库存曲线基本持稳。从库存结构来看，下游钢厂基本维持按需采

购节奏，焦炭库存量处于中性水平，采买积极性不高；由于开工率偏低，上游焦企出货较为顺畅，厂内库存持续去化。全产业链库存自上而下平稳转移，焦钢博弈胶着，现货价格平稳。

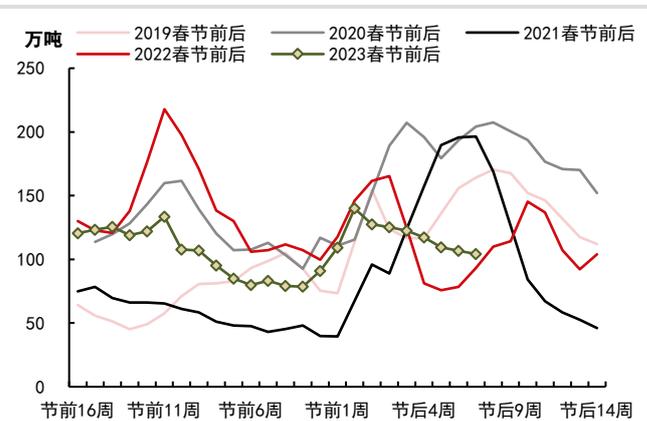
展望二季度，终端经济活动延续复苏，高炉仍在复产周期当中，预计二季度铁水产量环比继续改善，下游刚需性采购对焦炭的需求强度形成支撑。供应端，焦化行业置换节奏平稳，焦化利润仍然是制约产量释放的核心要素。**总体来看，焦炭供需矛盾将进一步弱化，下游钢材需求将会成为引导焦炭走势的关键。**正如前文钢材部分提到的，考虑到地产复苏，基建投资与制造业的向好趋势，我们对于二季度黑色板块需求持谨慎乐观态度，需求向上和低库存仍然是板块估值的有效支撑。但需要注意的是，二季度焦煤供应预计环比改善，国内煤矿产量恢复，进口环境边际宽松，供应压力持续抑制煤焦板块估值，使得碳元素在黑色板块当中成为相对较弱的品种。

图表59：焦炭总库存季节性



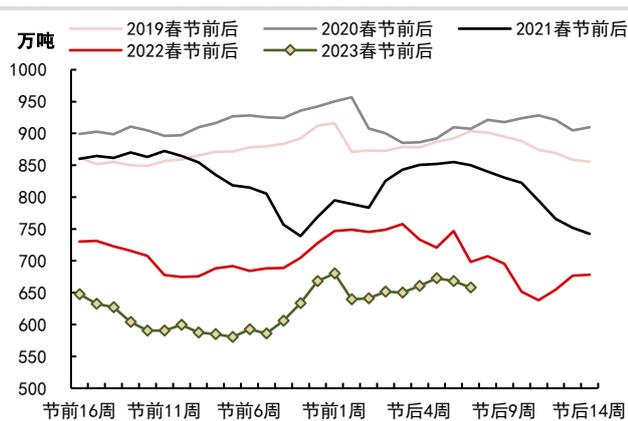
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表60：全样本独立焦企焦炭库存季节性



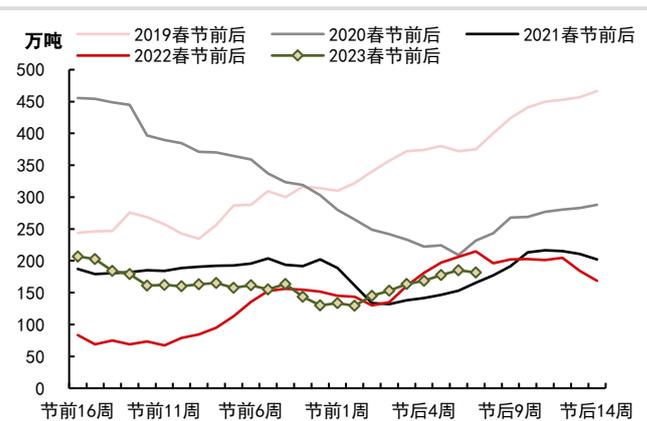
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表61：247家钢厂焦炭库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表62：港口焦炭库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

风险因素：钢材需求不及预期，焦煤成本坍塌（下行风险）；焦炭限产，煤矿安检限产（上行风险）。

第四部分 焦煤：供应预期改善，现实压力渐显

2022年，在煤炭保供稳价的政策背景之下，国内煤矿生产相对平稳。进口端，蒙煤进口逐步恢复，俄煤进口显著增长，补充我国焦煤进口缺口。需求端，国内生铁产量同比小幅下降。我国焦煤供需结构由紧平衡逐步向平衡过度。

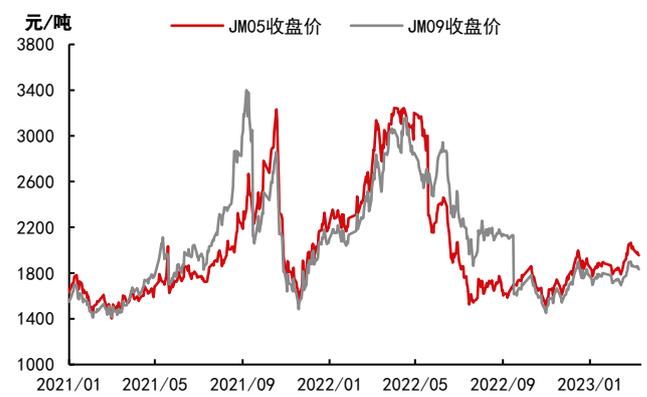
2023年一季度，国内焦煤供应受到煤矿事故扰动，进口端则延续增长态势，焦煤总体处于供需双增的状态，排除突发性事故扰动，焦煤自身矛盾较弱。二季度，焦煤供应预期进一步改善，尤其是进口环境的日益宽松给焦煤远月估值带来压力，使得焦煤成为黑色板块中相对偏弱的一环。后续需持续关注焦煤供应的实际增量，是否会给焦煤供需结构带来更大冲击。

图表63： 焦煤现货价格走势



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表64： 焦煤期货价格走势



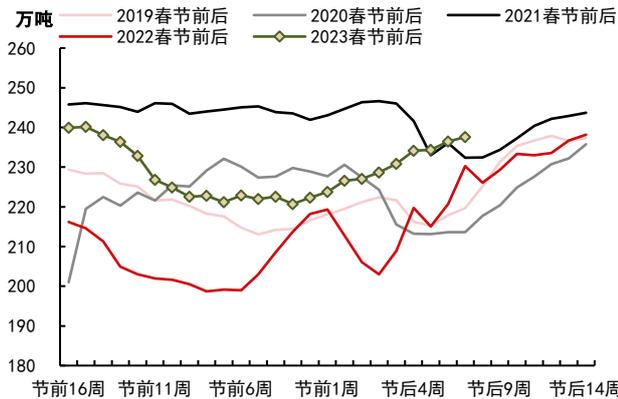
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

一、焦煤需求：高炉复产持续，低库存支撑需求

焦煤需求取决于国内焦炭产量，进而取决于高炉生铁产量，最终由国内钢材需求决定。今年春节过后，钢材现实需求持续回升，带动高炉复产，当前 Mysteel 日均生铁产量已增至 237 万吨，二季度仍有一定增量预期。近期，受制于焦化低利润，焦企生产积极性一般，但总体来看，二季度黑色板块碳元素消耗量环比增长相对确定。

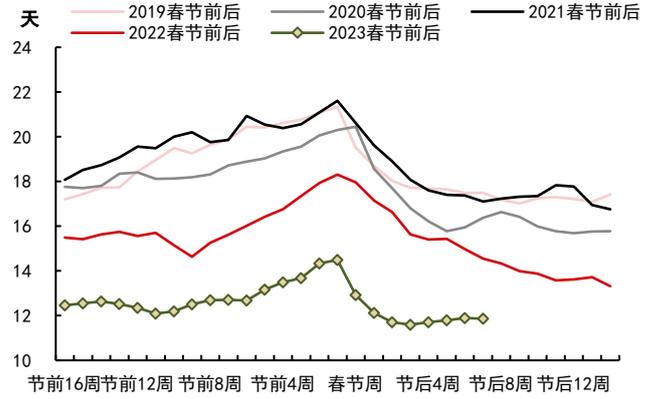
从下游企业焦煤库存来看，去年下半年以来，焦钢企业库存天数整体下降，焦煤产业链低库存已成常态。库存的蓄水池作用弱化，当焦钢企业面临集中复产时，短时抢购需求将会放大焦煤价格弹性。正如 2 月下旬内蒙古阿拉善盟煤矿事故发生后，焦煤供应预期收紧，焦煤低库存催化企业抢购情绪，焦煤现货价格大幅波动。

图表65： 焦炭日均产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表66： 钢厂+焦化厂焦煤库存可用天数



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

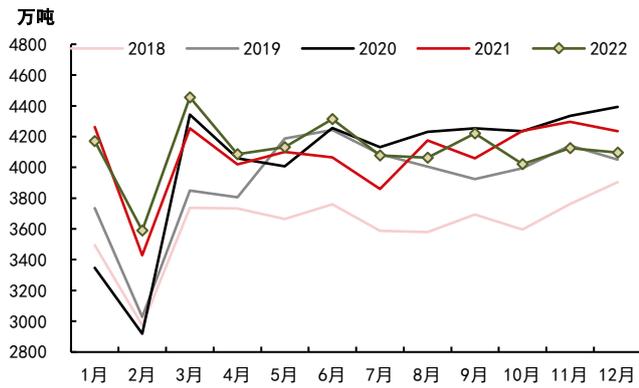
二、焦煤供给：国内供应环比改善，进口环境相对宽松

1、国内：煤矿开工季节性回升，国内供应环比改善

2022年，我国炼焦煤累计产量4.93亿吨，同比增长0.7%。2023年一季度，国内焦煤供应端扰动较多，抑制产量释放节奏。2月22日，内蒙古阿拉善盟发生露天煤矿坍塌事故。事故发生后，各地加强煤矿安全检查工作，内蒙地区部分露天煤矿停产，山西省开展为期百日的矿山安全生产大检查行动，加之两会期间煤矿自主性安检加严，从汾渭统计的高频数据来看，一季度国内焦煤矿开工率整体偏低。

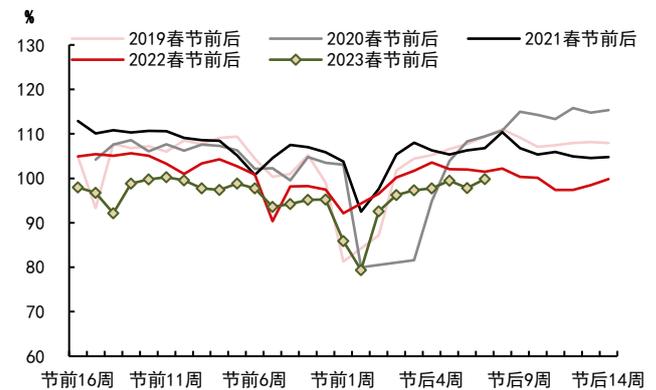
展望二季度，国内焦煤产量大概率环比回升。两会后，煤矿开工率迎来季节性回升，近期有部分用于动力煤保供的中间煤种回流至配焦煤，加之2022年的新增产能陆续释放，国内焦煤供应或将逐步上行。

图表67： 国内焦煤产量季节性-月度



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

图表68： 煤矿权重开工率季节性-周度



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

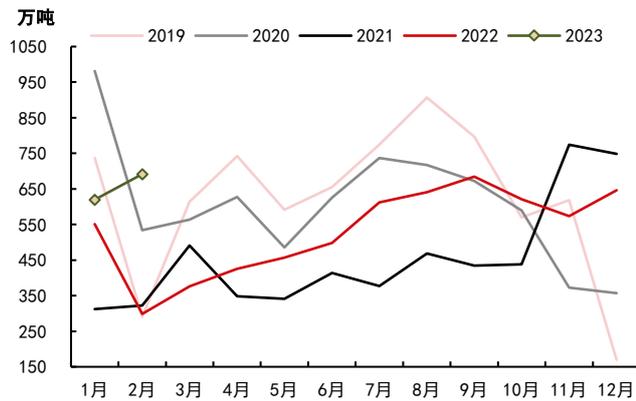
2、进口：蒙煤进口延续高位，进口环境相对宽松

根据海关总署公布的进口数据，2023年1-2月，我国累计进口焦煤1311万吨，同比增长55%。从主要进口来源国来看，蒙古焦煤进口646万吨，占比49%；俄罗斯焦煤进口436万吨，占比33%；加拿大焦煤进口91万吨，占比7%；美国焦煤进口51万吨，占比4%；印尼焦煤进口37万吨，占比3%。

蒙煤方面，预计短期进口量持稳，中长期增量可期。2023年一季度，伴随中蒙口岸疫情防控政策的全面优化，蒙煤通关量稳步提升，甘其毛都口岸单日通关量达到1000车左右，市场对于今年蒙煤进口的增量预期较强，成为抑制焦煤期价上沿的重要因素。结合口岸指定的过货量目标，理想情况下，今年蒙煤进口量或将达到4000万吨，同比增加1500万吨左右。短阶段来看，蒙古矿方推行线上竞拍定价，给中蒙煤炭贸易带来新的不确定性。

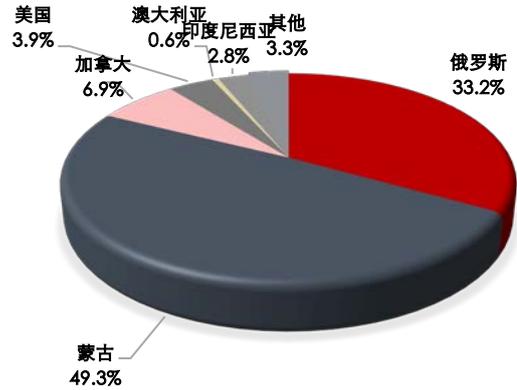
海运煤方面，性价比较差，制约进口放量。澳煤进口解禁落地，冲击国内焦煤市场情绪。一季度，海外高炉持续复产，钢厂补库需求抬升海外焦煤价格。近期，受到海外金融市场情绪冲击，澳煤成交价格有所回落，但相比国内主焦煤而言，进口仍无性价比。短阶段海外高炉延续复产态势，需求支撑仍在，澳煤进口价差难以打开，澳洲焦煤进口对于JM05合约的现实供需结构影响有限。

图表69：焦煤进口量季节性



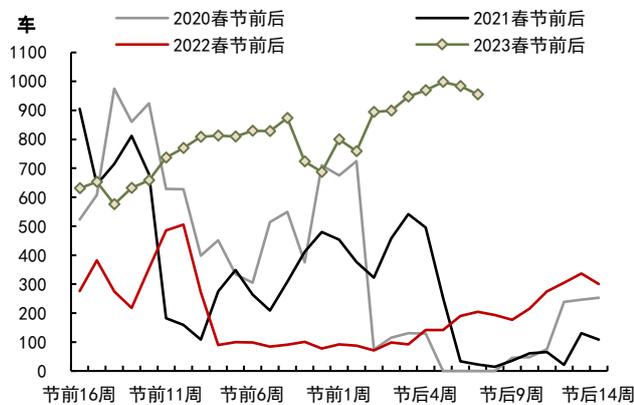
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表70：2023年1-2月我国焦煤进口来源及占比



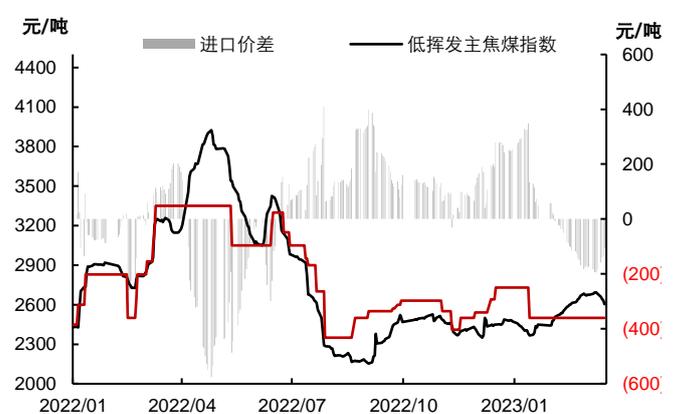
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表71：288口岸蒙煤日均通关量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表72：海运煤进口价差



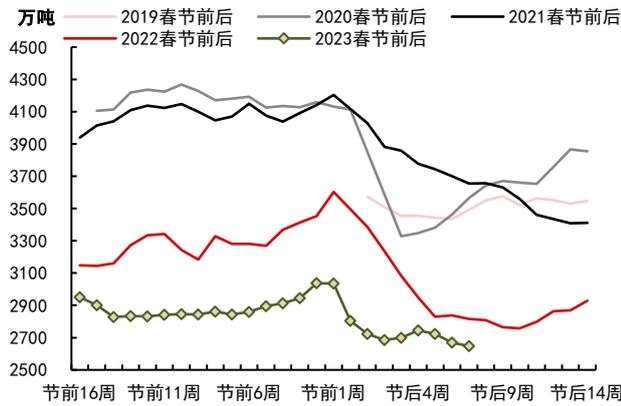
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

三、市场展望：供应增量预期强化，供需偏紧格局缓和

今年一季度，黑色板块需求预期向好，高炉持续复产，煤矿事故带来供应扰动，焦煤出现阶段性供需错配，叠加下游焦煤低库存放大价格弹性，2月下旬，焦煤期现共振上涨，表现强势。进入3月，国内外焦煤供应增量预期强化，加之铁水产量增速放缓，焦煤供需矛盾弱化，库存去化斜率放缓。从库存结构来看，当前焦钢企业焦煤库存天数仍处于偏低位置，库存的蓄水池作用减弱，加剧价格波动风险。

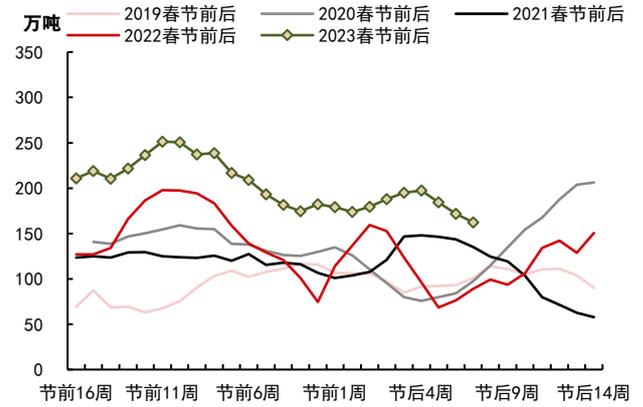
展望二季度，受到利润引导，生铁产量仍有一定上升空间，叠加焦钢企业焦煤低库存，焦煤需求支撑仍在。供应端，国内煤矿开工率季节性回升，蒙煤进口稳中有增，短阶段海运煤进口增量空间有限。总体来看，二季度焦煤供需双增，自身供需矛盾逐步弱化，钢材需求成为影响其价格走势的核心。若钢材需求进一步好转，带动生铁产量持续高位运行，则焦煤产业链低库存将对其价格形成较强支撑。反之，若钢材旺季需求短期见顶，在焦煤供应改善背景下，供需结构将逐步趋于宽松，在黑色板块下跌周期，焦煤的下行压力相对更大。

图表73：焦煤总库存



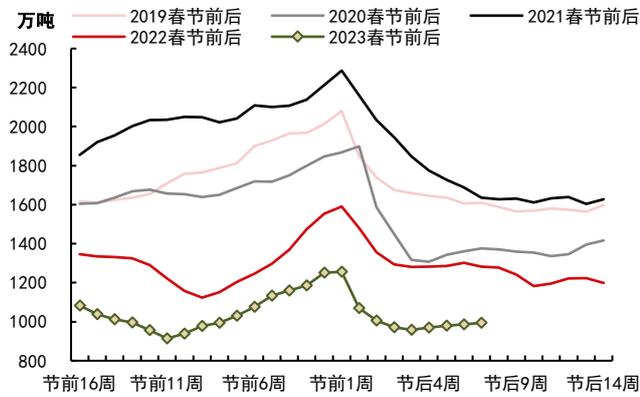
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表74：煤矿精煤库存



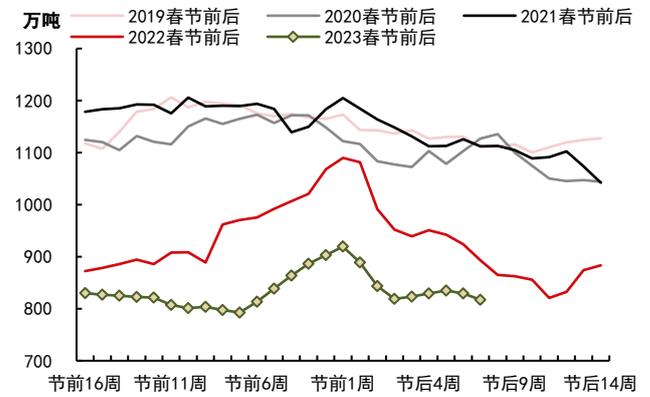
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表75：全样本焦化厂焦煤库存



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表76：247家钢厂焦煤库存



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

风险因素：进口大幅增加、需求不及预期（下行风险）；煤矿安检加严、需求超预期（上行风险）

第五部分 铁合金：终端需求向好，成本支撑下移

一、硅铁：供需格局稍显宽松，成本支撑偏弱运行

2023 年一季度，黑色整体呈现强势上涨态势，硅铁开工率在春节前后小幅走高，复产节奏较快，预期趋于宽松，现货压力加大。由于供需偏宽松，硅铁库存累积幅度较大，致使近期合金厂检修情况增加。

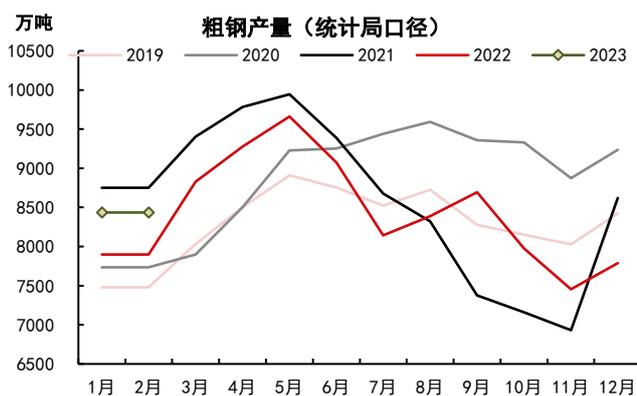
展望二季度，宏观预期整体呈现改善迹象，下游钢材延续去库势头，产量难有大幅下滑空间，需求具备一定支撑；金属镁市场偏弱运行，硅铁海外订单较为一般，出口成交平淡；生产利润压缩后，硅铁价格主要取决于成本端，预计保持区间震荡。

1、硅铁需求：炼钢需求稳中向好，制镁、出口需求较弱

1.1、炼钢端：终端复苏向好，炼钢需求回升

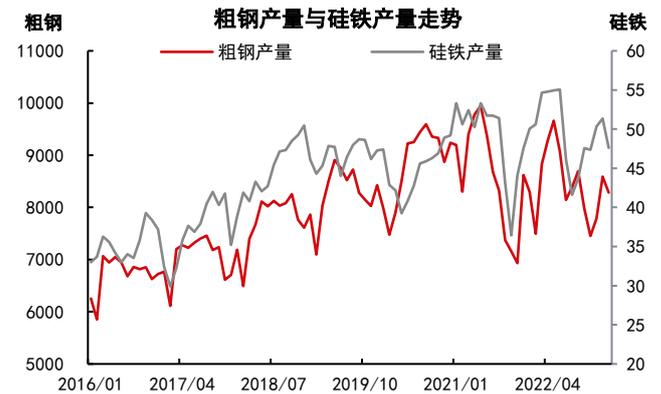
硅铁的下游中，钢铁行业消费占比超过 70%。2022 年，全国粗钢累计产量 10.18 亿吨，同比下降 1.7%；2023 年 1-2 月，粗钢产量 1.687 亿吨，同比增加 1074 万吨，增幅 5.6%。一季度宏观经济复苏势头良好，1、2 月制造业 PMI 重回扩张区间，社融总量数据和房地产成交数据出现较大幅度环比改善，终端于 2 月份中旬后快速复工，五大材表需逐步上行。伴随终端需求向好发展，钢厂利润扩张，平稳推进复产，支撑硅铁需求。

图表77：月度粗钢产量（统计局口径）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表78：粗钢产量与硅铁产量走势



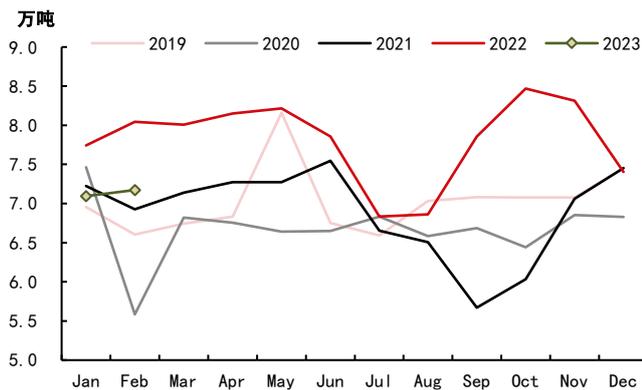
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

展望后市，经济复苏预期较为稳定，市场对钢材旺季需求仍有期待。尽管房企资金改善情况有限，但基建发力确定性依旧良好，若地产前端销售逐渐复苏，二季度新开工或将出现好转。目前钢厂整体产量水平处于中性，存在季节性回升空间，硅铁需求具备一定支撑。

1.2、金属镁：汽车产销偏弱，制镁需求受限

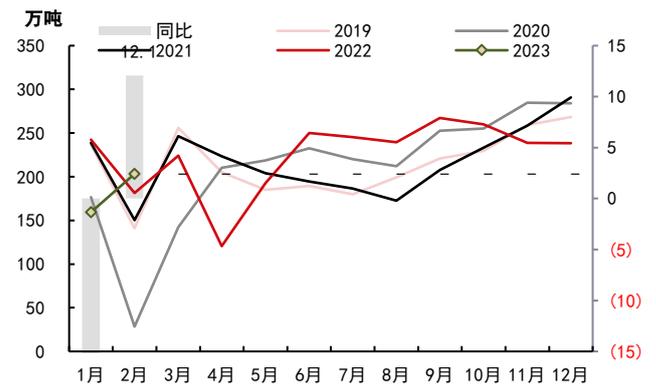
硅铁的下游消费中，金属镁消费占比在 15%左右。2022 年，中国金属镁累计产量 93.75 万吨，同比增长 10.98 万吨，增幅 12.3%；2023 年 1-2 月，金属镁累计产量 14.27 万吨，同比减少 9.6%，其中 2 月份产量为 7.17 万吨，环比小幅增长 0.07 万吨。国内金属镁产量在世界的占比超过了 80%，多应用于汽车相关行业，进入 2023 年，受国内汽车消费补贴退坡影响，汽车前端销售弱势。尽管 2 月汽车产销环比、同比表现良好，但在低基数的情况下，汽车现车市场库存压力依旧较大，车企多选择降价促销。

图表79： 金属镁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表80： 汽车产量季节性



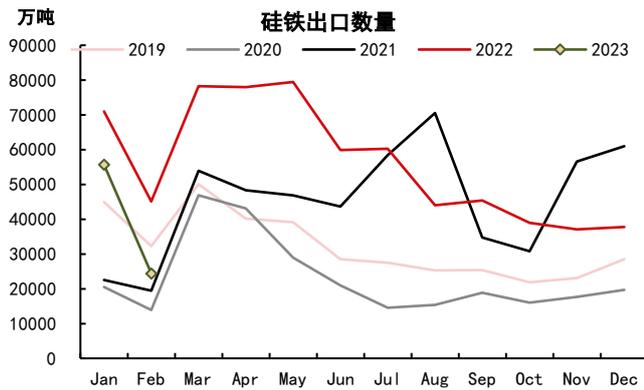
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

展望后市，需关注汽车消费相关政策的落地情况，在汽车前端消费市场回暖之前，金属镁需求难有明显提振，一定程度上制约硅铁需求。

1.3、出口端：加息预期压制，出口维持弱势

2022 年全国硅铁出口 67.5 万吨，同比增长 23.5%，增幅可观；2023 年 1-2 月硅铁出口总量 8.00 万吨，较去年同期减少 3.60 万吨，同比降幅 31.1%，其中 2 月硅铁出口总量 2.44 万吨，较去年同期减少 2.07 吨，同比降幅 46.0%。去年，由于俄罗斯等传统硅铁出口国受海外地缘政治影响出口受限，国内硅铁出口增幅明显。

图表81： 硅铁月度出口量月度季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表82： 硅铁出口利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

近期，受海外通胀影响，美联储货币政策偏鹰，硅铁出口一季度表现偏弱，由于后续加息预期依旧较为强烈，预期出口将延续弱势运行。

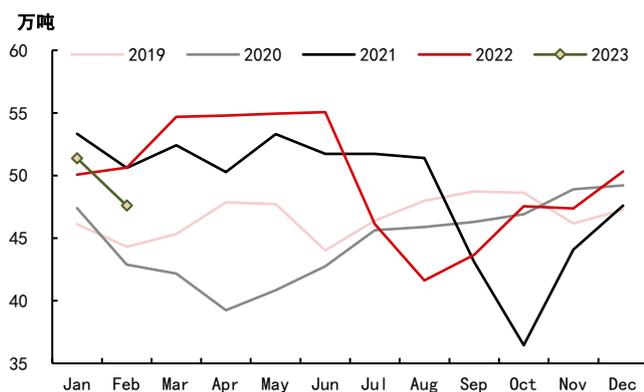
2、硅铁供应：产能充裕压制利润，成本稳定较难走强

2.1、生产端：开工维持低位，利润空间有限

硅铁作为典型的高耗能品种，容易受到供应扰动，但经历 2021 年“能耗双控”导致价格大幅波动后，政策对能耗指标管控力度趋松，硅铁供应目前主要受到利润和需求端的影响。

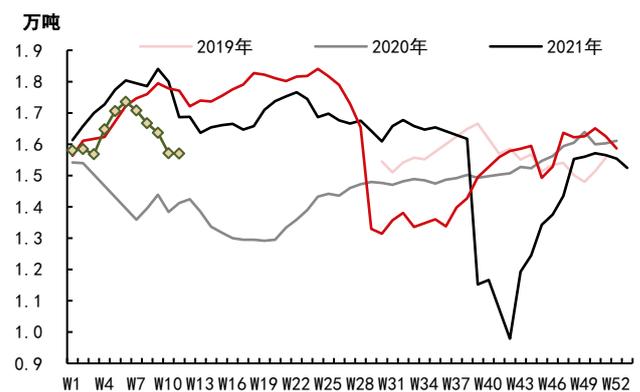
2022 年全年硅铁产量 596.8 万吨，同比增长 1.8%；2023 年 1-2 月，硅铁产量 98.97 万吨，同比去年下降 1.72 万吨，其中 2 月份产量 47.59 万吨，同比去年下降 3.03 万吨，降幅 6.0%。

图表83： 硅铁月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表84： 136 家硅铁企业日均产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

一季度，硅铁产能利用率先高后低。节后合金厂复产速度较快，供应趋于宽松，由于下游需求恢复缓慢，现货逐渐承压；在现实需求较弱的情况下，宁夏等主产区多个生产企业进行检修。目前全国硅铁企业开工率维持在 40%左右，产能较为宽松，行业利润相对有限。二季度传统旺季，硅铁开工可能出现小幅回升，

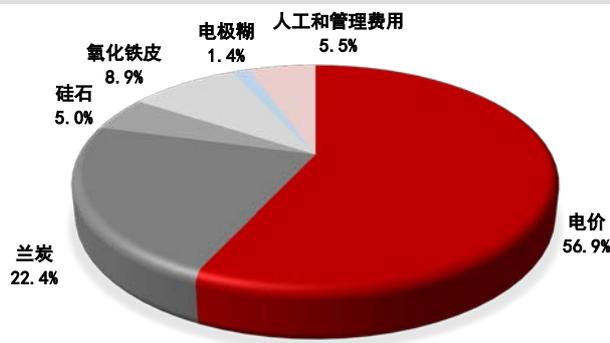
但利润水平改善空间有限。

2.2、成本端：兰炭波动较大，成本稳中偏弱

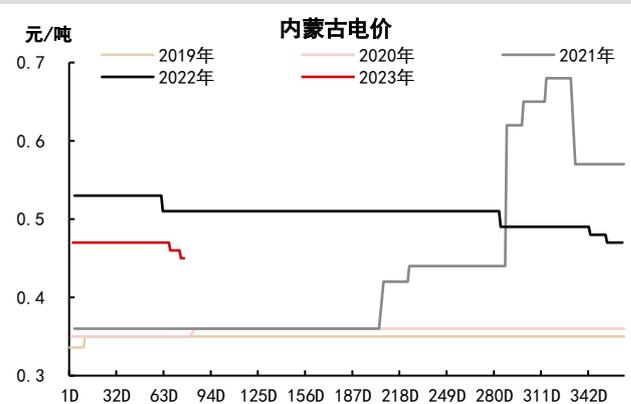
从硅铁的成本结构来看，电费、兰炭、硅石、氧化铁是主要的几个成本项，特别是电费和兰炭，这两项成本占比接近80%。

一季度，硅铁主产区成本波动较大，前期因宁夏、甘肃等地电费小幅上调，生产成本处于高位；2月，原料端块煤供应先松后紧，带动兰炭价格先跌后涨；近期内蒙等地区电费有所下调，带动成本小幅下移。截止3月中下旬，主产区硅铁成本约7220-7320元/吨左右。

图表85：硅铁各项成本占比



图表86：主产区电费情况跟踪



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

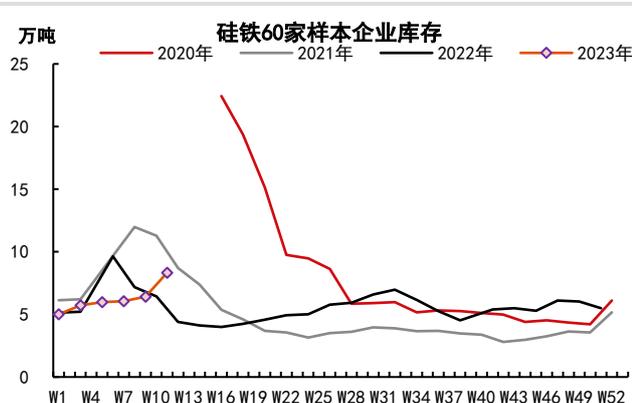
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

由于现阶段煤炭供应仍以保供稳价为主，兰炭和电力价格难以大幅调涨，预计二季度硅铁成本上升空间有限，偏稳运行。

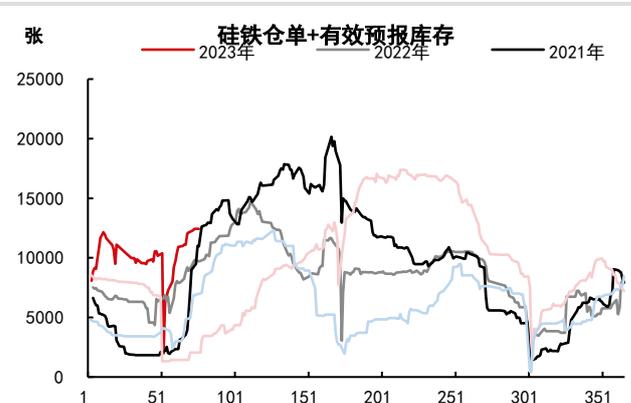
3、硅铁库存与展望：现实累库压力仍存，成本决定价格支撑

春节过后，硅铁现货累库压力较高，仓单与有效预报库存增长速度快于往年同期，上游合金厂库存前期累库平缓，进入3月后有所加速，现实库存压力拖累硅铁盘面估值。

图表87：硅铁企业库存



图表88：硅铁仓单+有效预报库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

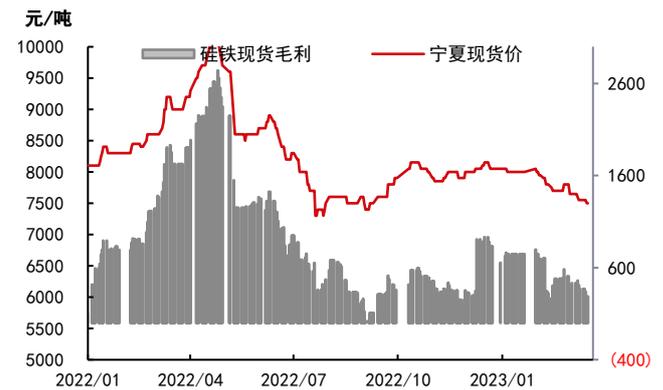
展望后市，市场对旺季需求仍有期待，钢材下游供需矛盾较小，二季度钢厂生产强度或将稳中有增，支撑硅铁需求；金属镁难以大幅走强。当前供应端扰动较小，煤炭保供主线下，兰炭价格偏弱运行，硅铁生产成本具备下移空间。现货库存压力仍存，销售未见明显好转，下游按需采购为主，预计二季度硅铁震荡运行，关注钢厂需求和成本变化。

图表89：硅铁现货价格与钢材利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表90：硅铁现货价格与利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

风险因素：限产执行超预期、环保限产（上行风险）；终端需求不及预期、粗钢压产超预期（下行风险）

二、硅锰：供应处于同期高位，价格跟随成本为主

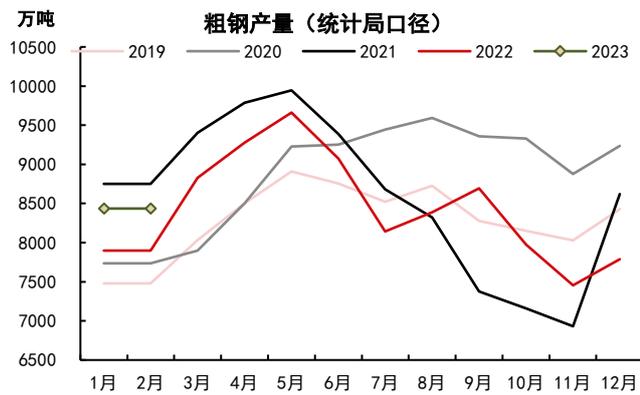
一季度，黑色板块整体走势较为强劲，硅锰下游需求良好，供应较为宽松，成本跟随锰矿价格逐步下移，生产利润进一步好转。由于节后现货库存和上游锰矿库存逐步累积，降库幅度有限，供需整体偏宽松，硅锰价格弱势运行。

展望二季度，下游钢材矛盾较小，钢厂开工难有大幅下滑空间，硅锰需求具备一定支撑，价格主要取决于成本端和利润情况。

1、硅锰需求：钢厂平稳推进复产，硅锰需求向好发展

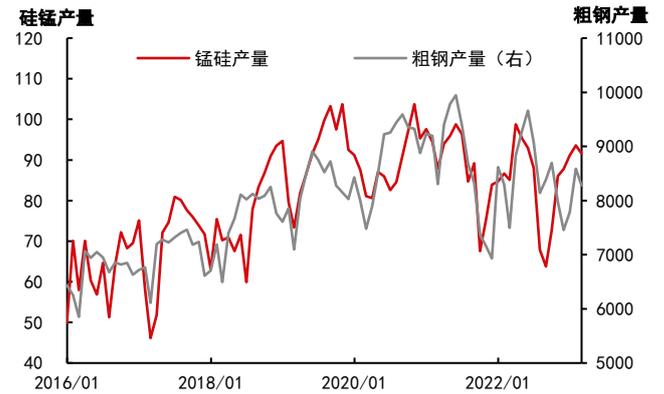
硅锰的下游较为单一，全部消费集中在钢铁行业，近一半的产量用于下游螺纹钢生产。

图表91：月度粗钢产量（统计局口径）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表92：螺纹产量与硅锰产量走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2022年，全国粗钢累计产量10.18亿吨，同比下降1.7%；2023年1-2月，粗钢产量1.687亿吨，同比增加1074万吨，增幅5.6%。一季度宏观经济复苏势头良好，1月、2月制造业PMI重回扩张区间，社融总量数据和房地产成交数据出现较大幅度环比改善，终端于2月份中旬后快速复工，螺纹钢表需逐步上行。伴随终端需求向好发展，钢厂利润扩张，平稳推进复产，支撑硅锰需求。

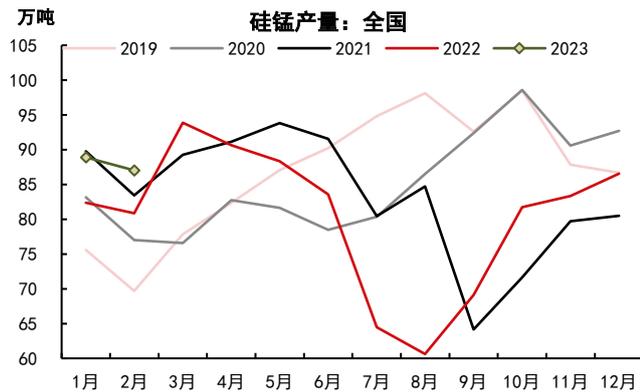
展望后市，经济复苏预期较为稳定，市场对钢材旺季需求仍有期待。尽管房企资金改善情况有限，但基建发力确定性依旧良好，若地产前端销售逐渐复苏，二季度新开工或将出现好转。目前钢厂整体产量水平处于中性，存在季节性回升空间，硅锰需求具备一定支撑。

2、硅锰供应：产量跟随需求抬升，锰矿价格偏弱运行

2.1、生产端：产量稳步提升，同比往年偏高

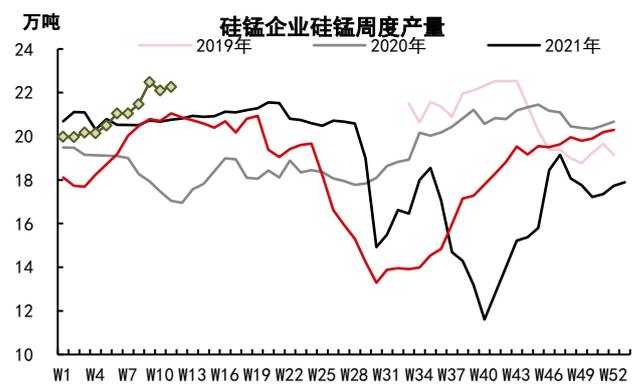
目前政策对于能耗指标的监管较松，硅锰生产主要受自身利润和下游需求的调节。2022年，硅锰全年产量965.4万吨，同比减少34.6万吨，降幅3.5%；2023年1-2月，硅锰累计产量175.9万吨，其中2月产量87.0万吨，环比减少1.88万吨，同比去年增加7.65万吨，增幅9.5%。一季度国内硅锰生产整体呈现稳步回升态势，2月份以来，硅锰产量达到近年来历史同期新高。

图表93：硅锰月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表94：硅锰周度产量情况



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

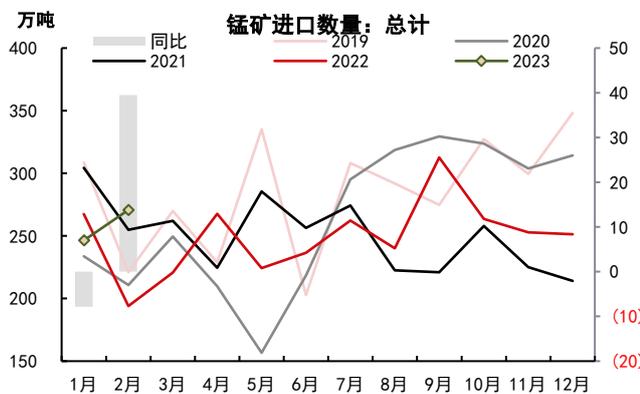
由于目前合金厂利润整体尚可，传统旺季在即，需求向好发展的情况下，二季度或难看到开工率大幅下降，硅锰供应相对宽松。

2.1、成本端：上游供应偏松，成本有所下移

从硅锰的成本结构来看，锰矿、电力、焦炭是最大的三个成本项目。

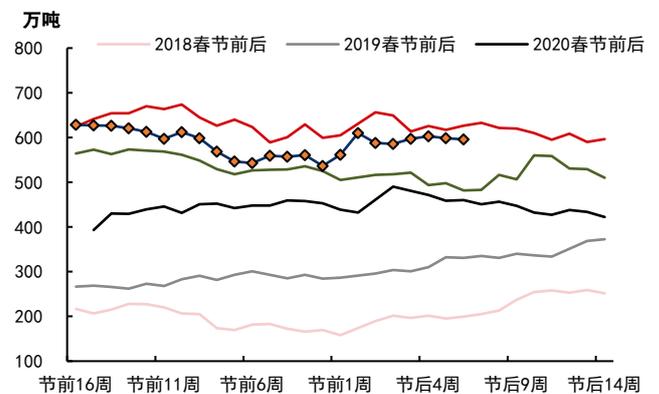
锰矿方面，2022年锰矿全年进口2993.2万吨，同比减少9.8万吨；2023年1-2月，锰矿累计进口517.1万吨，同比增长55.6万吨，增幅12.0%，其中2月进口270.7万吨，环比增长39.5万吨，同比增长76.7万吨，增幅39.5%。

图表95：进口锰矿月度



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

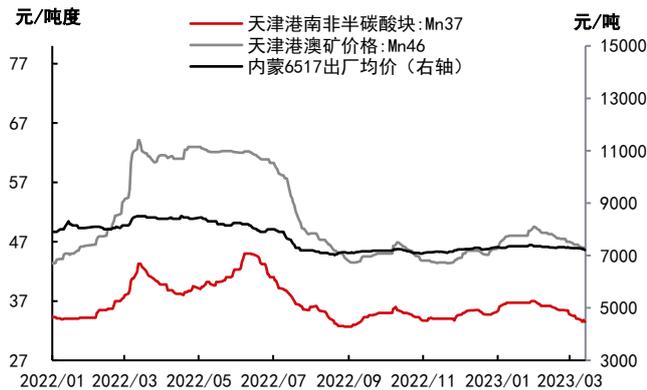
图表96：进口锰矿库存维持高位



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

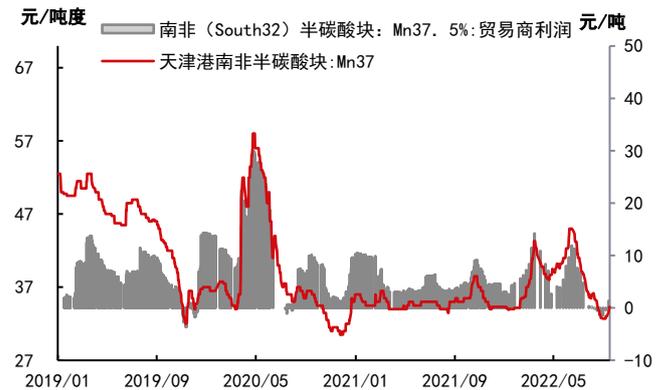
节后锰矿港口库存高位，降库不及预期，在南非加蓬铁路恢复运输后，进口量环比好转，下游对高矿价持谨慎观望态度，按需采购为主，港口锰矿现货价格小幅松动，带动硅锰成本走低。二季度锰矿全球发运进入旺季，叠加目前港口高库存，锰矿价格仍有压力。

图表97： 锰矿价格回落



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表98： 锰矿港口贸易利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

电力方面，一季度电力供应较为充裕，政策面全力保障煤炭供应，电煤价格弱势运行，电厂存煤压力较小，部分主产区电价有所下调。二季度电力消费进入旺季，但考虑到煤炭保供稳价定力仍在，电价难以大幅上涨。

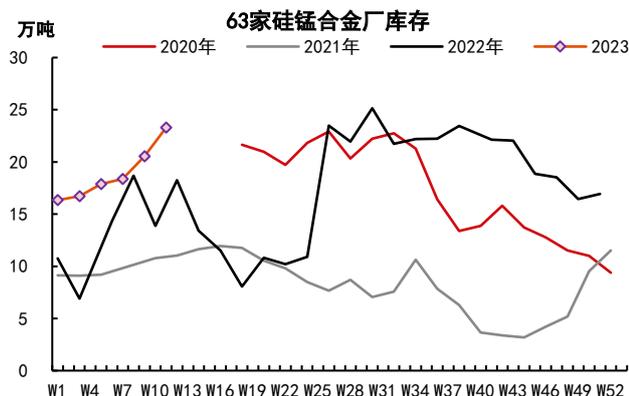
焦炭方面，一季度焦炭价格平稳运行，上游焦煤供应较为宽松，国内煤矿复产节奏快于往年同期，与此同时焦煤进口增量显著，带动焦化厂成本下移。中长期来看，上游焦煤供应宽松格局难改，后续焦炭价格或将偏弱运行。

综合而言，硅锰成本端前景偏弱，锰矿现实库存压力仍存，电力和焦炭成本受煤炭保供稳价政策影响，难以出现大幅上行。

3、硅锰库存与展望：上游库存难以去化，后市关注成本变化

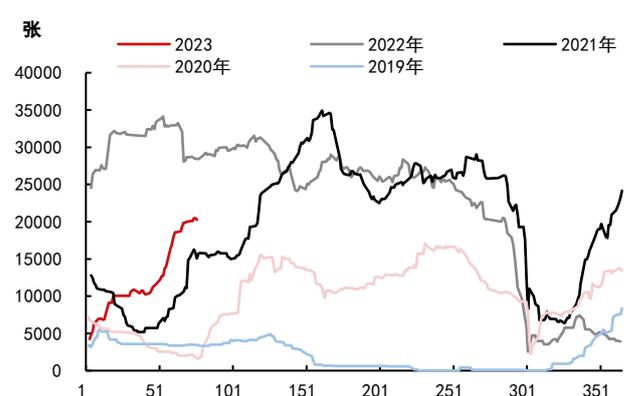
春节过后，硅锰现货累库压力较高，仓单与有效预报库存增长速度快于往年同期，上游合金厂累库速度逐渐加快，现实库存压力拖累硅锰盘面估值。

图表99： 硅锰合金厂库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表100： 硅锰仓单+有效预报库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

展望后市，二季度旺季需求可期，钢材现实矛盾较小，钢厂生产强度难以大幅下滑，支撑硅锰需求。供给端，政策尚未有供给约束，硅锰产量将主要受行业利润调节，锰矿现货价格难以走强，电力成本稳定，焦炭成本或将存在下行空间。

现货库存压力较大，下游按需补库，硅锰价格走势取决于钢厂需求节奏和成本变化，预计二季度震荡运行。

图表101： 硅锰期现价格



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表102： 硅锰现货利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

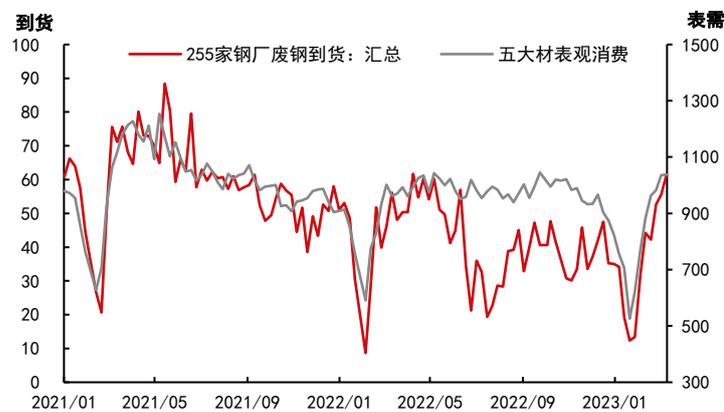
风险因素：限产执行超预期（上行风险）；终端需求不及预期、粗钢压产超预期、锰矿价格下跌（下行风险）

第六部分、废钢：供需格局健康，走势跟随成材

一、废钢供给展望：终端活动向好，废钢产出增加

国内终端产废主要包括三个来源，分别是自产废钢、加工废钢和折旧废钢。自产废钢主要跟随当年粗钢产量，但这部分废钢不会进入社会流通。加工废钢和折旧废钢主要依赖于当前的终端经济活动强度。当经济活动向好时，终端需求得到释放，制造企业订单会增加，设备能够如期折旧回收，旧房拆迁和新房开工活动增强，废钢产出也会相应增加。反之，社会经济活动向弱，终端产废总量将出现下滑。我们以 255 家钢厂的到货量表示废钢供给量，五大材的表观需求代表终端经济活动强度。经过数值拟合发现，两者走势基本一致。

图表103：废钢供给量与国内经济增速基本吻合

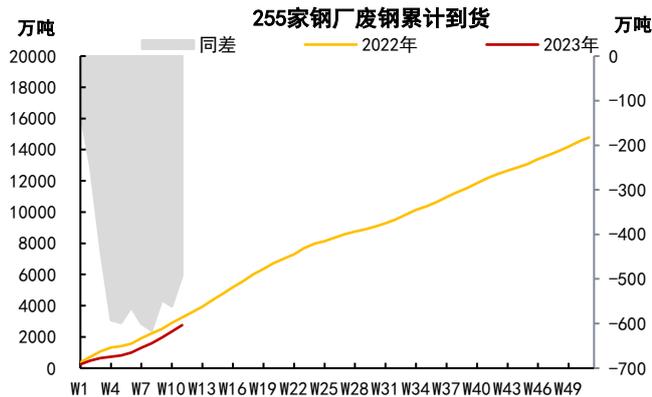


资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

（一）通过第三方数据自下而上预估废钢供给量

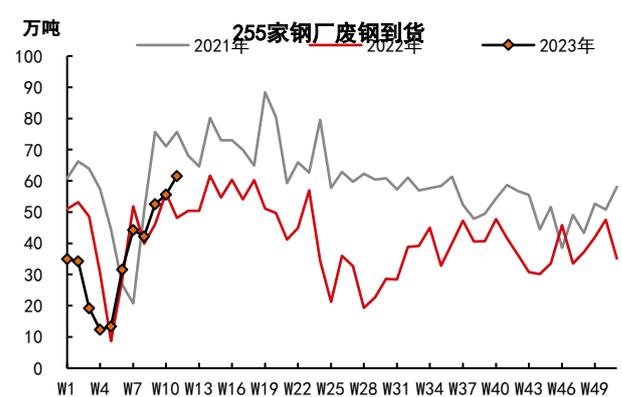
我们选取富宝资讯 255 家钢企样本，因为钢厂自产废钢一般不会进入市场流通，所以样本中仅包含加工废钢和社会折旧废钢。我们分别计算出 2021 年和 2022 年二季度废钢到货量为 6500 万吨和 4500 万吨。2022 年富宝 255 家样本到货量出现明显回落是从 3 月下旬开始的，因为疫情对社会生产、废钢运输均造成一定冲击，使得废钢产出出现了大幅减量。站在当下，一方面疫情对社会废钢产出和运输影响因素消退，另一方面终端经济恢复向好，社会废钢产量将逐渐增加，废钢到货仍有回升潜力。中性预估，二季度废钢供给量约为 5500 万吨，比 2022 年同期增 1000 万吨，比 2021 年同期少 1000 万吨。

图表104：255家钢厂废钢累计到货



资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表105：255家钢厂废钢到货

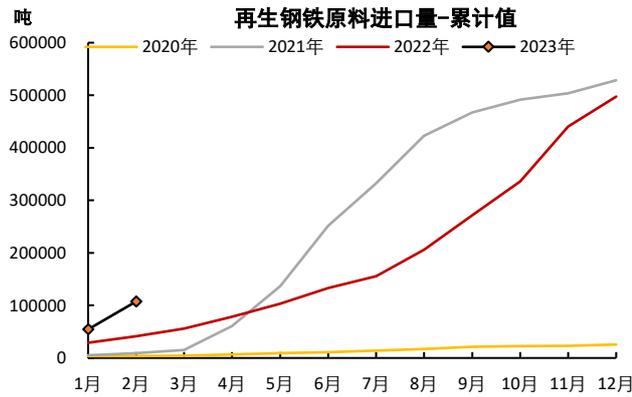


资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

（二）废钢进口未见起色

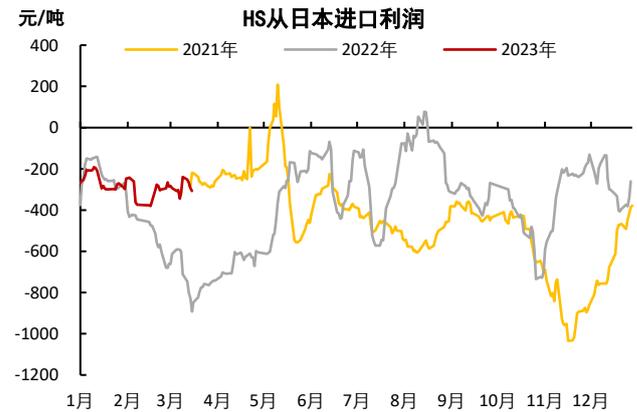
进口废钢方面,2021年和2022年我国废钢进口量分别为55万吨和50万吨,进口量处于极低水平。预计今年二季度废钢进口量依然难有起色,有三方面原因,其一:从2021年1月1日实施的《再生钢铁原料标准》来看,国家标准对进口再生钢铁原料的规格、筛检与加工方式、贮存、检测等均作了严格要求,毛料进口难度较大,且相应的通关检测也会较为复杂,目前进出口贸易的多为品质较好的重废,品质好意味着数量少。其二,目前国际废钢贸易格局已经较为平衡,我国周边的韩国、印度、越南、台湾等地区均为废钢进口的传统大户,周边主要进口方合计年进口量约为2720万吨,约占世界废钢贸易总量的1/3,中国放开进口导致国际资源竞争加剧,抬升国际废钢价格,因此废钢进口的利润窗口难以维持。其三,2月初土耳其发生了强地震,当前处于灾后重建阶段,土耳其以电炉炼钢为主,短期对废钢需求大增。国际废钢总量不变,土耳其需求大增,必然导致其他地区供给减少。综上所述,我们认为在上述三个因素没有得到缓解前,废钢进口量短期难以大幅增加,预估二季度进口约为10万吨。

图表106：我国废钢铁进口未见起色



数据来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表107：进口窗口常年关闭



数据来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

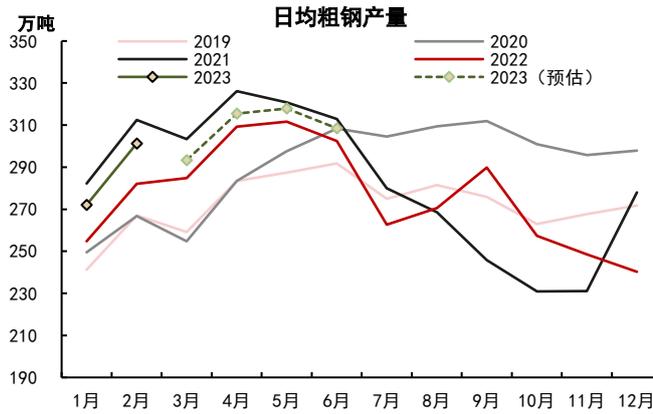
二、需求展望：钢厂复产延续，需求预期向好

政策角度看，2021年4月，发改委、工信部研究所署了2021年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作，粗钢平控作为粗钢产量的强约束逐步发挥效能。2022年4月，发改委等多部门继续开展全国粗钢产量压减工作，明确表示要实现2022年全国粗钢产量同比下降。2023年预计粗钢平控工作将继续开展，但复盘历史，粗钢平控政策落地一般是在下半年，上半年钢厂减产压力有限。

终端需求角度看，二季度中前两个月仍处于钢材需求旺季，在现实需求向好，钢厂利润已经得到阶段性修复的背景下，钢厂或将继续维持复产或高产状态。一方面，高炉钢厂废钢添加量虽然已经快速回升，但废钢比仍未达到前两年同期水平，钢厂增产仍有空间，另一方面，电炉钢厂利润走扩后，钢厂或能维持当前产量。参考富宝资讯255家钢厂样本看，2021年二季度废钢日耗为73万吨，2022年二季度为53万吨，中性预估，2023年二季度废钢日耗取均值为63万吨。

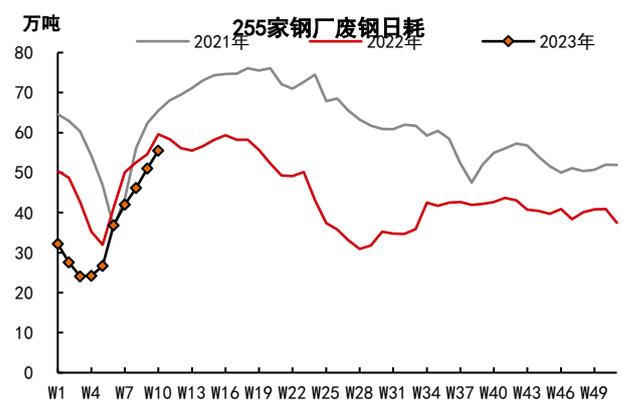
废钢产业链中，钢厂议价能力最强，所以对于废钢具有较强的调节能力，参考往年数据，二季度钢厂主动控制库存可用天数在11天。根据上述推算的63万吨废钢日耗可计算出，二季度末钢厂库存为700万吨，高于当前575万吨库存。二季度废钢厂库增125万吨。静态看废钢供需格局趋于宽松。动态看，废钢供需两端调节能力都很强，供给端明显受价格指引。需求端，电炉关停成本低，操作灵活，高炉增减产用废跟随终端需求调节，同样灵活。供需两端的强调节能力使得废钢能始终保持紧平衡状态。

图表108：二季度粗钢产量仍将维持高位



数据来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表109：255家钢厂废钢日耗



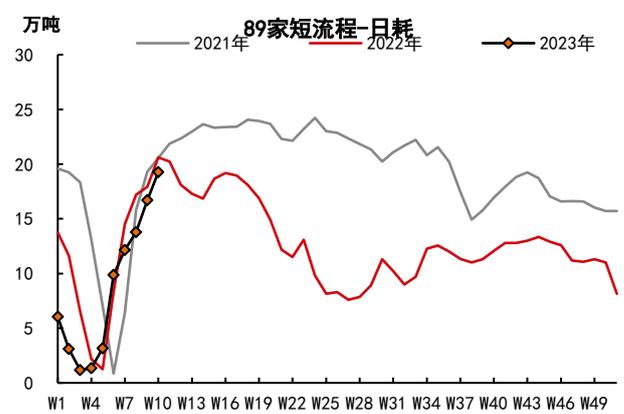
数据来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表110：长流程废钢日耗跟随铁水波动



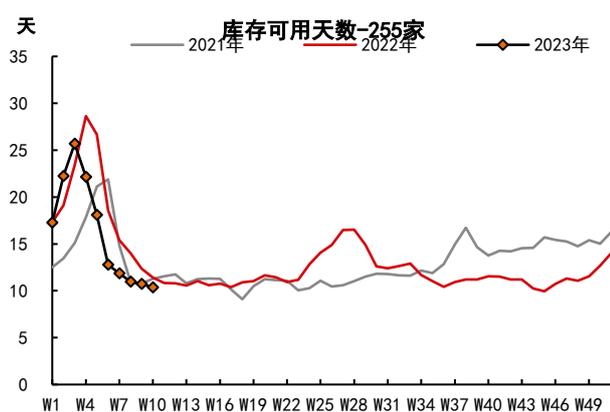
数据来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表111：长流程钢厂废钢日耗



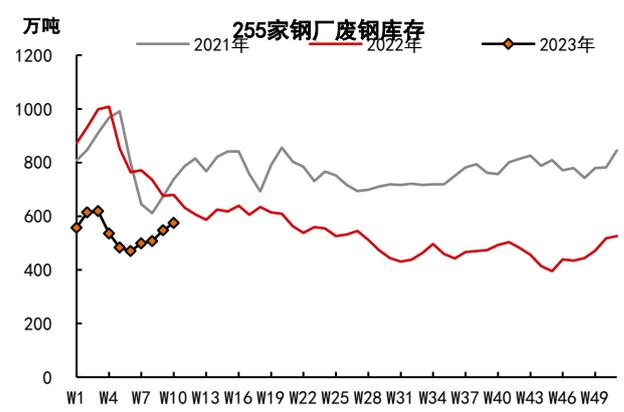
数据来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表112：长流程废钢日耗跟随铁水波动



数据来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表113：长流程钢厂废钢日耗



数据来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

三、废钢展望：废钢供需双增，价格跟随成材

总的来看，随着终端经济恢复向好，社会废钢产量将逐渐增加。静态预估，二季度国内废钢供给量约为 5500 万吨，比 2022 年同期增 1000 万吨，比 2021 年同期少 1000 万吨。废钢进口则受到国内品质把控严格、进口亏损和国际竞争加剧三重因素约束，进口量难以大幅增加，预估二季度废钢进口约为 10 万吨。加总后，预计二季度废钢资源供给总量约为 1000 万吨。需求端来看，2023 年二季度废钢日耗取前两年均值为 63 万吨，库存可用天数在 11 天，二季度末钢厂库存则为 700 万吨，高于当前 575 万吨库存，二季度废钢厂库增 125 万吨。静态看，二季度废钢供需格局趋于宽松。动态看，废钢供需两端调节能力都很强，供给端明显受价格指引。需求端，电炉关停成本低，操作灵活，高炉增减产用废跟随终端需求调节，同样灵活。供需两端的强调节能力使得废钢能始终保持紧平衡状态，预计二季度废钢价格仍然跟随成材。

图表114：2023 年废钢价格走势回顾



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

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 2021 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>