

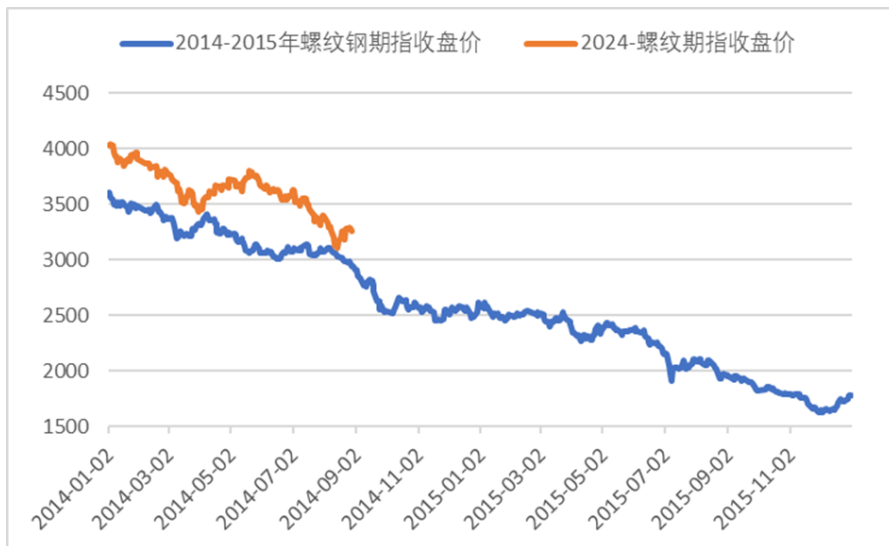
## 浅析当前黑色金属市场与 14-15 年的异同

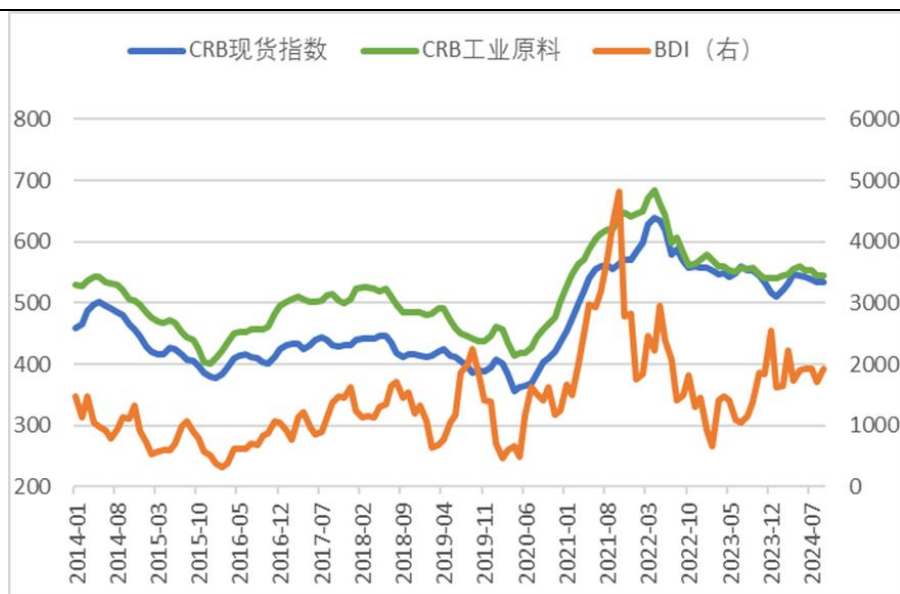
黑金深耕-深度专题

曹颖 黑色金属首席分析师 Z0012043

韩惊 黑色金属高级分析师 Z0016553

在地产板块等需求疲弱的持续拖累下，黑色产业链内的产品近两年都经历了价格重心的持续下移，因此市场增加了很多对于当前与 2014-2015 年类似之处的讨论。如果从螺纹钢的期货指数收盘价来看，今年的价格走势的确与 14-15 年存在相似的地方，也同为供应持续过剩的市场格局。但今年黑色系市场走势真的会如 14-15 年那样走持续“负反馈”式深度下跌么？笔者也认为不尽然，例如将 CRB 商品价格指数和海运价格指数中的 BDI（波罗的海干散货指数）与 14-15 年相比较的话，二者都已呈现出不同程度的中枢抬升，海运费尤为如此。这与能源供应格局、国际贸易格局等变动离不开干系，本文就这些因素虽不展开分析，但试图从黑色金属产业链和钢材终端需求自身出发进一步探讨市场的异同之处。



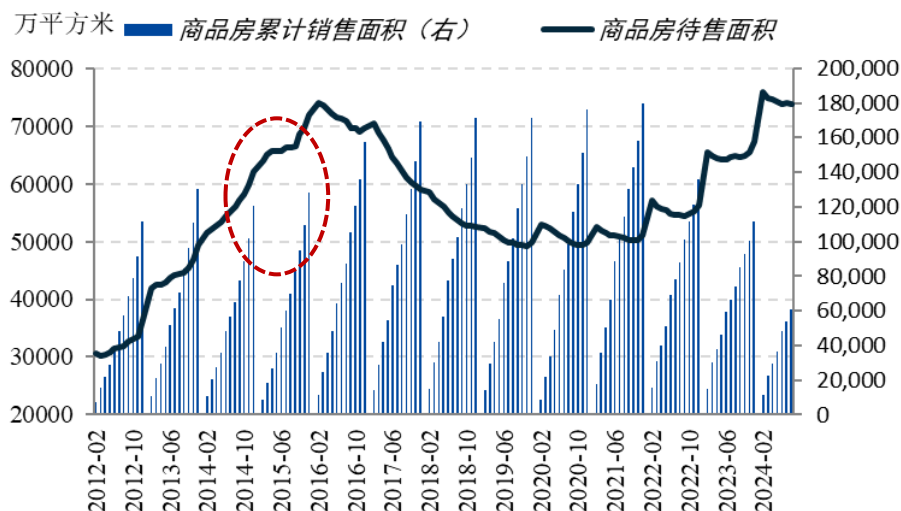


数据来源: mysteel, wind

### 1. 建筑板块需求的异同

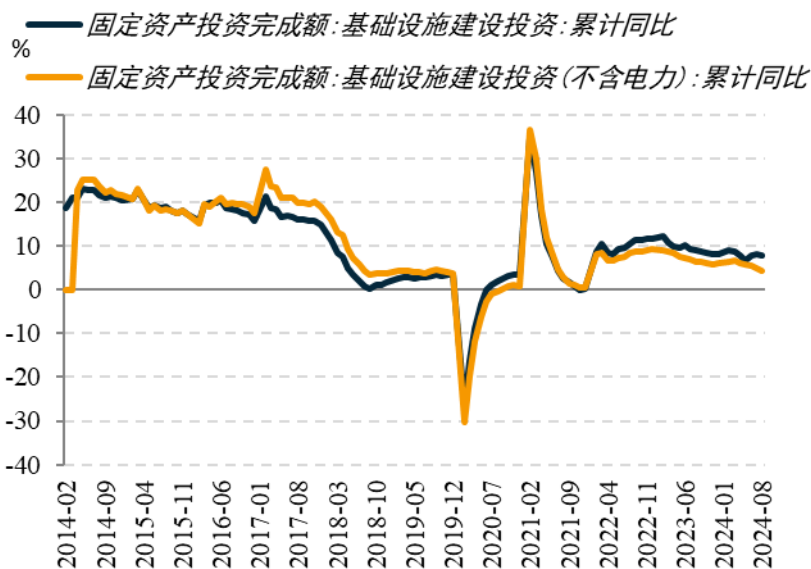
众所周知，建筑行业是钢材最重要的一大需求板块，囊括了房地产和基建两个主要需求流向。当前房地产行业与 2014-2015 年存在较明显的相似之处，行业都处于快速且持续的被动累库周期。从全国商品房待售面积来看，14-15 年该数据自 5 亿增至 7 亿平方米，而今年 8 月这一数据为 7.38 亿平方米。但不同之处在于，14-15 年地产的快速累库源自高供应叠加弱需求的双重影响，而近几年的地产累库压力主要来自于需求走弱的单方面冲击。从地产新开工数据来看，14-15 年地产年度新开工面积自 18.0 亿平方米降至 15.4 亿平方米，而 23 年这一数据已经降至 9.5 亿平方米，预计今年仍会呈现两位数的同比下滑。

结合当前居民部位的杠杆率等数据来看，地产销售的下滑态势较难扭转，预计受到货币政策的刺激效果也会有所弱化。而在当前的行业背景下，销售周转不佳会直接造成地产行业新开工、施工等工作强度下滑，这对于钢材，尤其是建筑钢材需求的冲击是较为明显的。



数据来源: mysteel

而作为传统“托底”项的基建，其不含电力的年投资增速也已从14-15年的20%左右降至当前的5%不到的水平。考虑到地方政府化债的大背景尚未改变，因此我们对今年基建投资增速也不宜做过高的预期，且以新基建为主的投资流向也对钢材需求的强度稍有降低。所以整体来看，建筑板块的钢材终端需求甚至是比14-15年还要更弱一些的，这也是市场倾向于将二者趋势进行比较的根本原因。

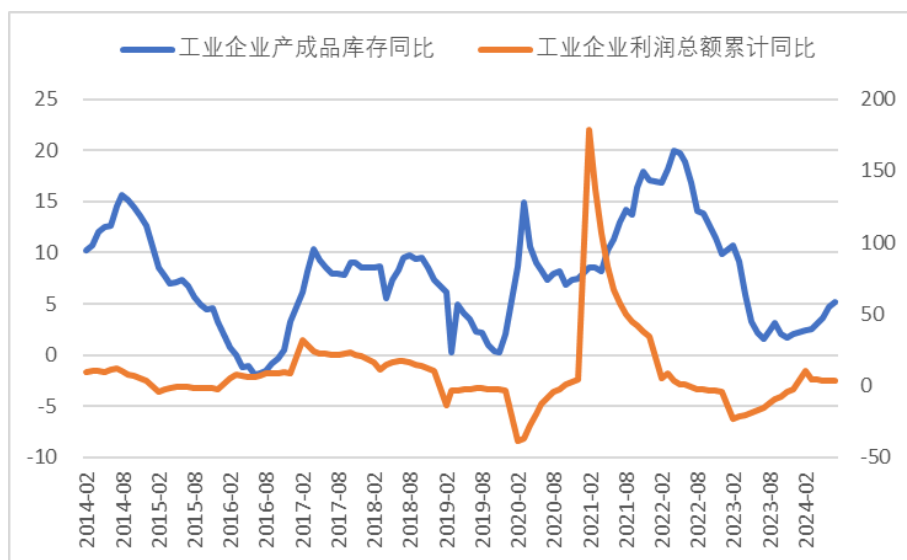


数据来源: wind

## 2. 制造业及出口板块需求的异同

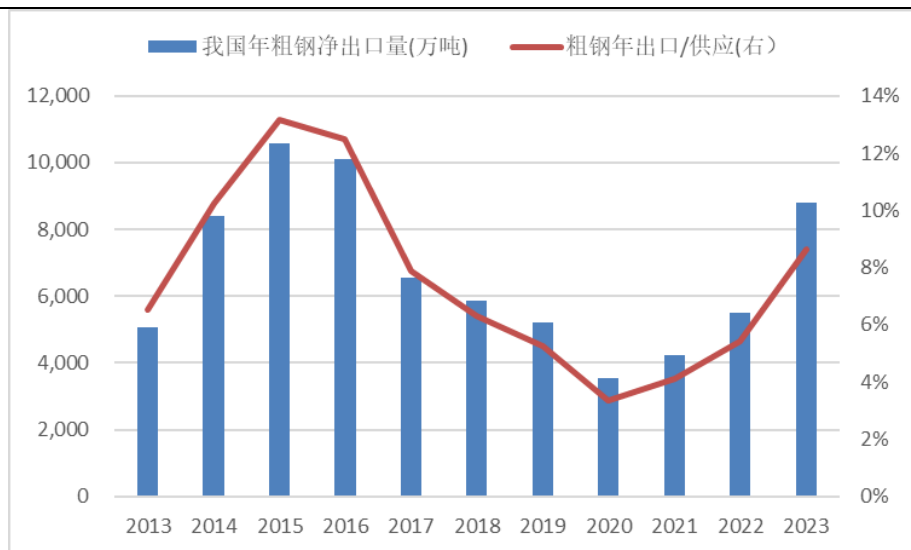
制造业作为钢材终端需求中另外一个重要组成部分，其细分领域众多。伴随着我国制造业的不转转型升级，其产销还是体现出一定的韧性，成为钢材需求的重要支撑。主要的钢制品需求行业产量也已有了较为明显的增长，如我国汽车年

产量已从 2014 年的 2372.5 万辆增至 2023 年的 3011.3 万辆，家用电冰箱年产量也从 8796.1 万台增至 9632.3 万台，造船年完工量从 3905 万载重吨增至 4232 万载重吨。从整体来看，制造业相较 14-15 年类似的地方在于工业企业利润并不佳，但今年工业企业利润还未显著走差。此外，工业企业的产成品库存也相较 14-15 年有比较明显去化，库存压力整体来看并不算严峻。



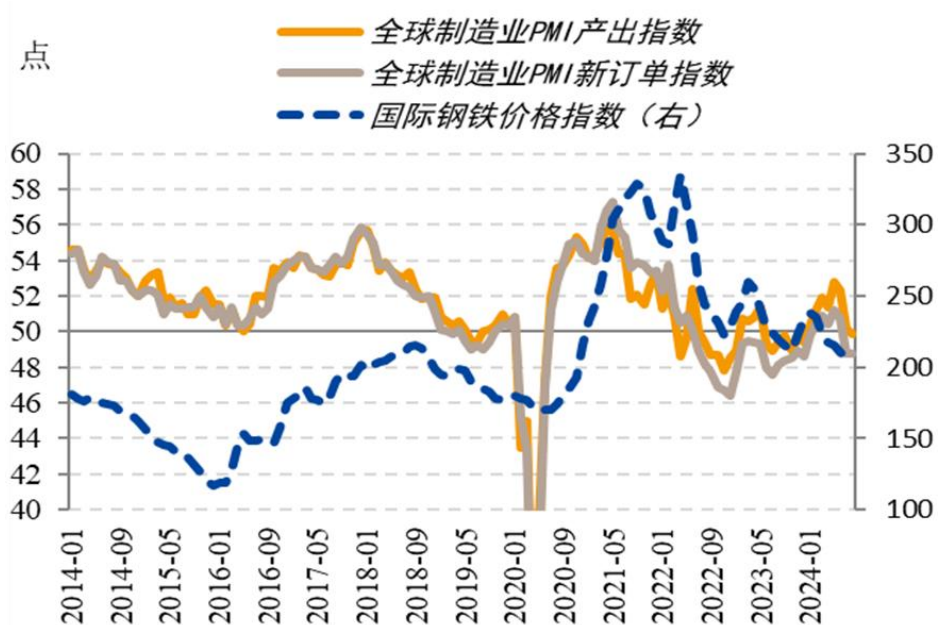
数据来源：wind

而从粗钢的净出口数据来看，虽然今年粗钢净出口规模可能将再次突破亿吨，与 2015 年的出口规模相当。但相对 14-15 年来说，我国粗钢目前的出口占比并不高，仍有抬升的空间，但这一空间主要靠不断的降低价格所换来的出口激增。从出口对象国来看，当前的主要出口对象仍与 2015 年类似，仍为越南、韩国、菲律宾等周边国家。少许差异在于，“一带一路”沿线国家部分替代了此前的欧洲市场份额。



数据来源: mysteel

此外,从全球制造业景气度来看,当前全球 PMI 已经处于荣枯线以下,相较于 14-15 年情况更为偏衰退格局。但从国际钢铁价格指数来看,又要比当时高不少,这与碳税、人力成本等抬升都离不开干系。所以相较于 14-15 年来看,我国制造业对于钢材需求的韧性仍是较为夯实的,不会直接崩塌;而钢材出口虽然面临着来自海外衰退和贸易摩擦等多重考验,但只要具备足够的出口价格优势,仍存在潜在出口空间。

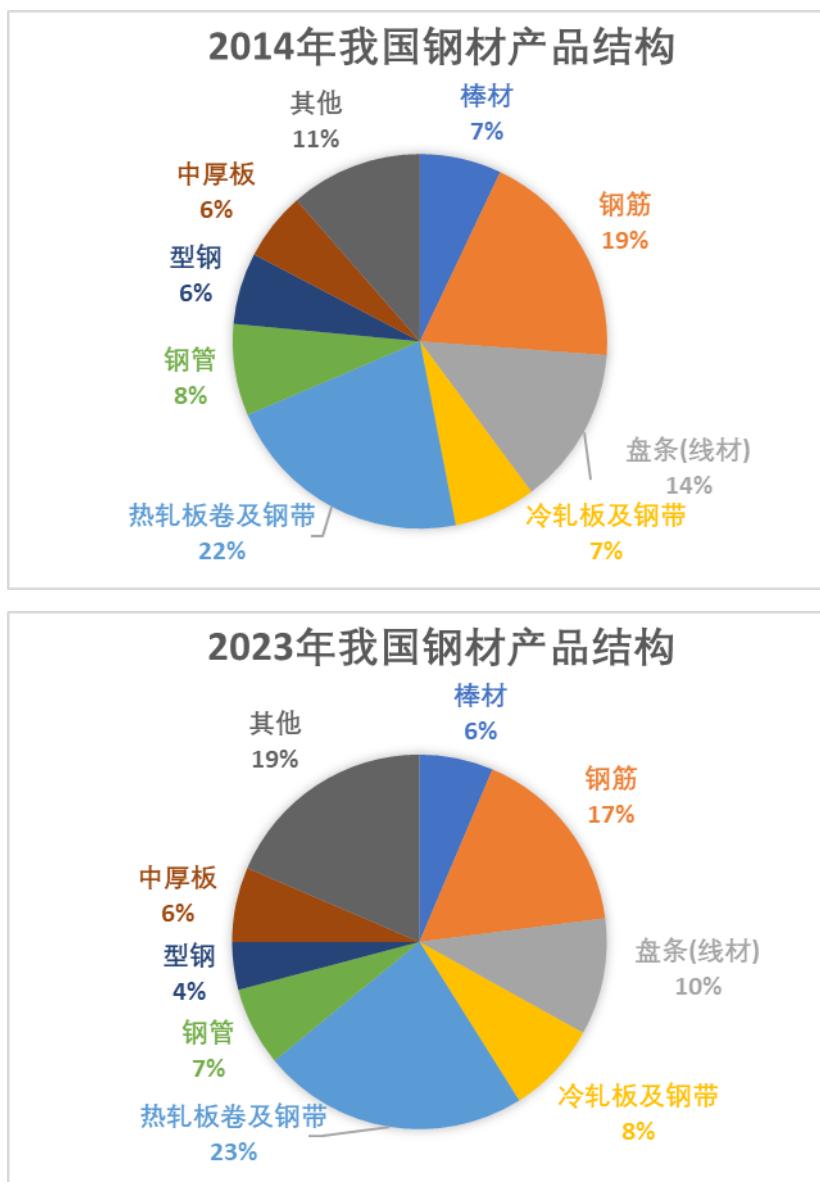


数据来源: mysteel

### 3. 钢材供应的异同

伴随着炼钢产能的置换更新,以及建筑钢材需求的持续趋弱,我国钢材市场

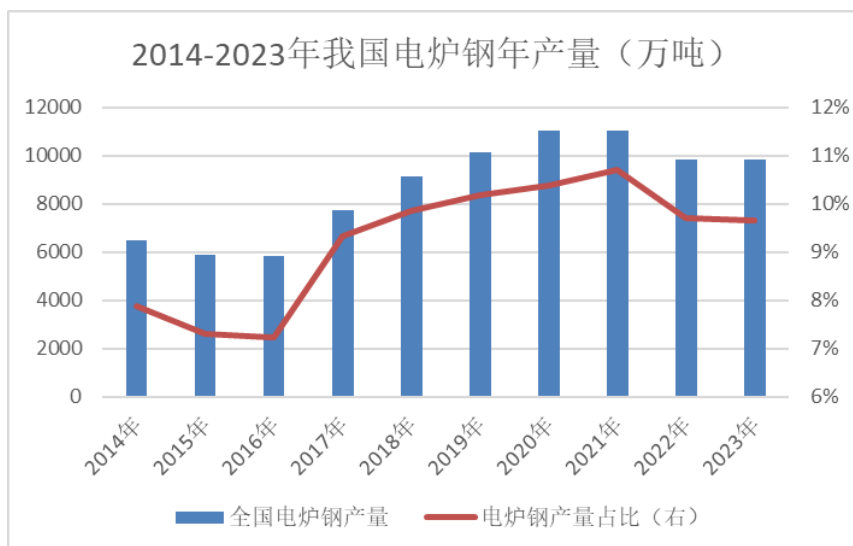
的供应规模和品种格局也都发生了变化。2014-2015 年，我国粗钢年产量自 8.2 亿吨降至 8.0 亿吨，而 24 年我国粗钢产量预计仍处在 10 亿吨左右。这种绝对供应水平的抬升，一方面源自表外产量的消失，一方面终端需求仍是存在一定程度的增长的。而从产品结构来看，当前我国钢材已经逐步从钢筋、线材等传统建筑钢材品种上部分转移至其他工业材，今年仍会更进一步的转移，所以对于建筑板块需求的依赖度会进一步下滑。



数据来源：wind

而从长短流程来看，随着电炉钢产能的大规模更新换代，当前短流程钢厂的供应规模及市场占比相较 14-15 年都有了显著的增长，而短流程炼钢的特点就在于其对利润的敏感度更甚。虽然从到货量来看，今年废钢的供应较为充裕，但处

于低价位时，电炉钢产量仍然能够提供较为明显的边际减产作用。所以整体来看，粗钢有效产能及供应绝对水平虽然相对 14-15 年有所抬升，但边际产量的调节灵活性是有所增加的，这导致当前钢材市场估值缺乏持续向下崩塌的绝对性供应过剩力量。



数据来源：富宝资讯，mysteel

#### 4. 铁矿石供应的异同

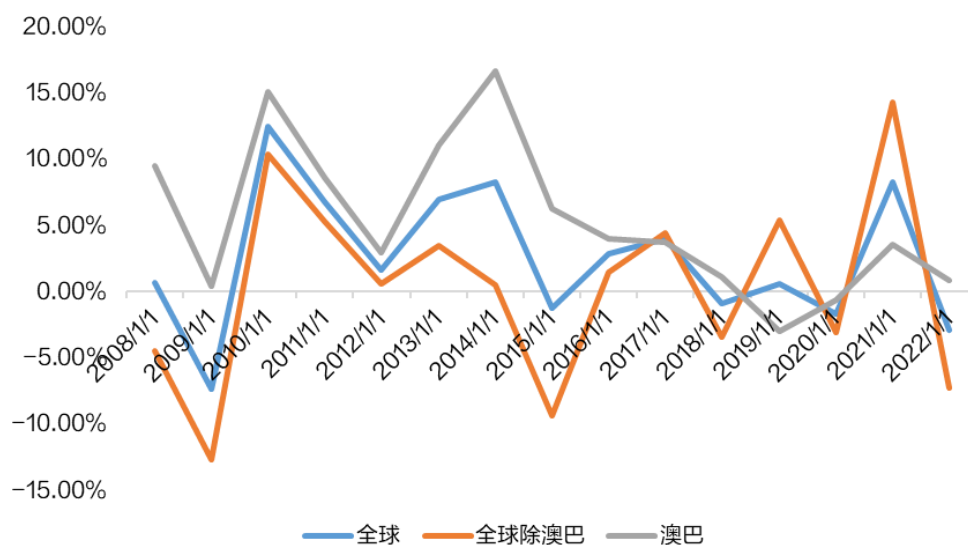
铁矿石方面，目前与 14-15 年比较类似的点在于供给端都处于扩产周期，而需求面临着走弱的压力，不同之处主要是在于 2014 年供应增速更快，四大矿山大量低成本的优质铁矿石进入市场并抢占份额，而今年铁矿供应增长更加温和，除了四大矿山外，非主流也有不少增量释放，成本支撑相对更高。

2008 年以后受四万亿的刺激，钢材需求连续几年都保持较快增速，而由于铁矿石供应的释放存在一定滞后，所以 2010 年之后的两年时间铁矿供需逐步偏紧。受此影响，四大矿山随后加大了资本投入，并在 2012 年左右达到资本投入的高峰。由于矿山存在建设周期，所以当时大量的资本投入并没有立即形成有效供应，而是在 2014 年左右开始释放并进入市场。所以我们看到四大矿山的供应增速在 2014 年达到高峰，并且在随后的几年内仍然继续释放直到 2019 年巴西溃坝事件的发生。澳巴大量低价铁矿石产能的释放，在行业低迷的时候抢占了较多的市场份额。与此形成对比的就是除了澳巴以外的全球其他国家的铁矿供应增



速在 2014 年就下降至接近 0 附近，并且在 2015 年转为大幅负增长，之后几年至今的产量也仅仅保持住没有进一步收缩的震荡波动，并没有出现趋势增产的情况。

全球铁矿产量增速

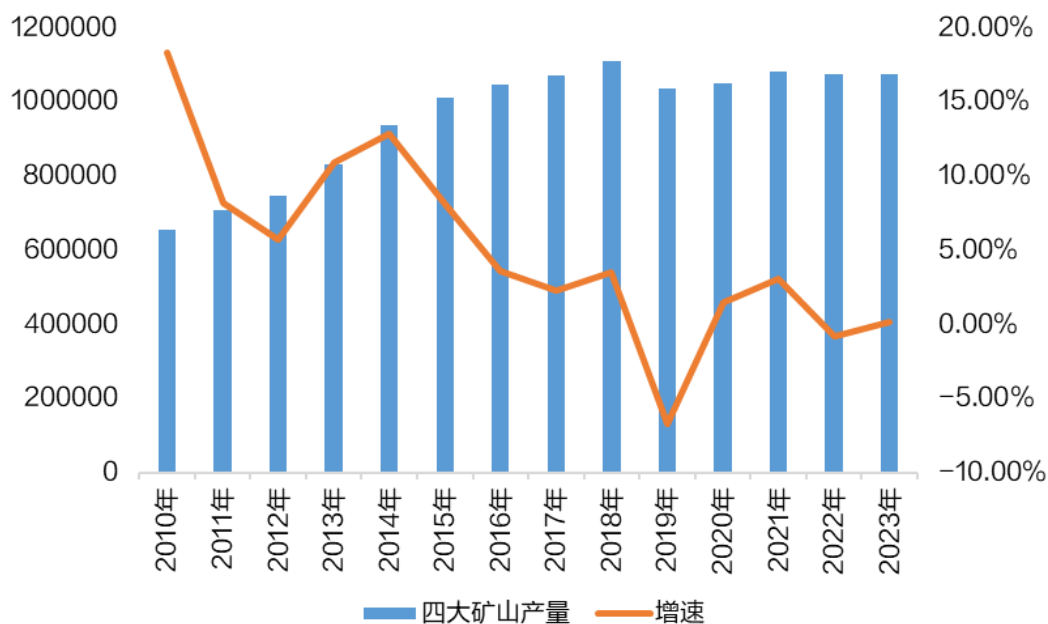


数据来源: Mysteel, 国投期货整理

2014-2015 年市场上对于铁矿石最主要的关注点之一就在于成本支撑到底在哪。当时铁矿石和今年一样都处于扩产周期，虽然说 14 年之后由于铁矿价格的快速下跌，大量高成本矿山被挤出市场，但站在 14 年的时间点可能并不会预料到供应会出现如此剧烈的出清。由于当年供应增速更快，增量主要来自于低成本的四大矿山，所以平均生产成本持续下降，铁矿石价格也是一路跌破非主流矿山成本，直到逼近 FMG 的到岸成本线附近才出现止跌。而今年供应增速更加温和，并且增量的释放除了四大以外，非主流也有不少增量释放，所以成本支撑相对更高。这也决定了在平均生产成本并没有出现大幅下降的情况下，铁矿的价格也很难出现当年一样的大幅坍塌。

四大矿山产量及增速（千吨）

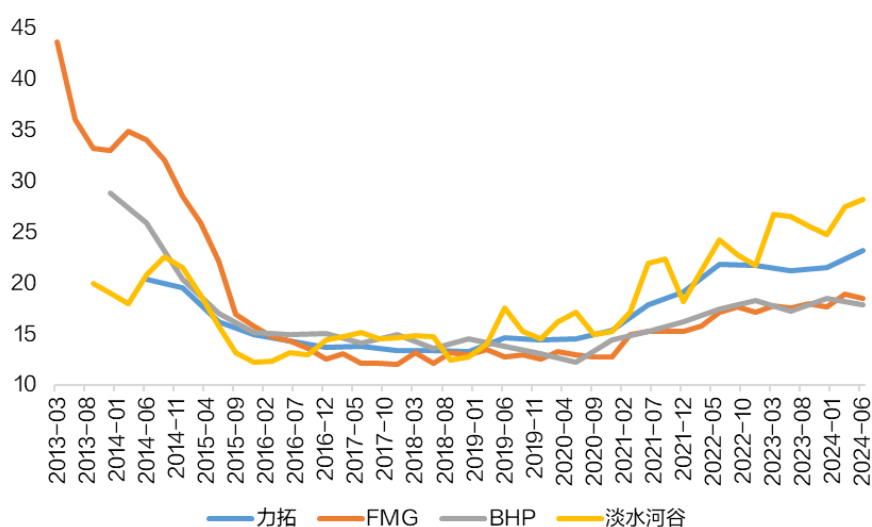




数据来源：Mysteel，国投期货整理

从四大矿山的现金成本曲线来看，2013 年开始随着生产规模的扩大和成本控制能力的提升，四大矿山的生产成本开始持续下行。FMG 作为四大矿山中的后起之秀，其 2012 年末的现金成本还高达 50 美金，但此后伴随着激进的产能扩张，其现金成本在 2017 年末已经快速下降至了 12 美金左右，成为四大矿山中成本最低的企业。近几年四大矿山成本则在开采难度上升、人力和燃料成本增加等因素的影响下出现持续抬升。

四大矿山现金成本（美元）

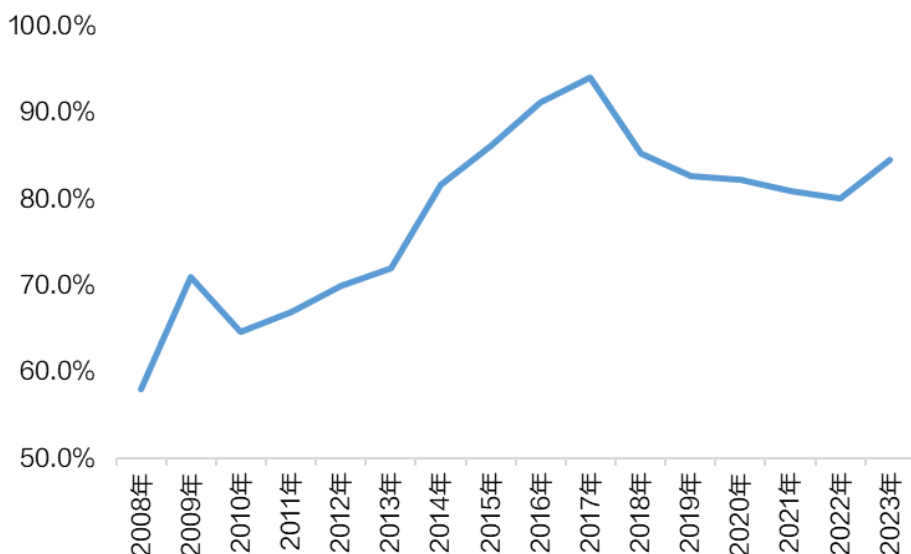


数据来源: Mysteel, 国投期货整理

一般来说铁矿的现金成本包括开采、处理以及运输到港口的费用,而到岸成本还需要加上海运费、特许权使用费和管理费用,如果算完全的盈亏成本的话还需要加上利息支出和矿山维持性资本支出等,最后还需要考虑水分和品味的折算。以当年四大矿山中成本最高的FMG为例,2015年四季度FMG的现金成本在16美金左右,到岸成本在25美金左右,盈亏成本在40美金左右。而由于FMG的矿石品味较低,与普氏62%指数相比存在折价,所以在算上品味折价和水分换算后,2015年铁矿石美金价格一路跌破40美金,这其实已经大幅跌破了FMG算上折旧摊销等的盈亏成本线,并且离到岸成本也算不上太远。而目前四大矿山的现金成本相比当年已经出现了明显增加,并且海运费也出现大幅上升,所以成本支撑已经明显上移。并且目前铁矿石的供应过剩程度相比当年更轻,暂时也还看不到大幅减产并冲击四大矿山成本线的可能,铁矿石的价格也很难出现当年一样的持续大幅坍塌。

对于国内的企业来说,受四大矿山低成本铁矿的冲击,大量的国内矿山也被挤出市场。2015年我国近20年以来铁矿石原矿产量首次出现负增长,与此对应的是铁矿石进口量的持续走高,进口依赖度从2013年的70%左右最高上升至90%以上,而其中我国从澳洲巴西两国进口的占比也从2013年的不到70%上升至了2015年的84%左右,国内钢厂的烧结矿的进口矿配比也出现大幅增加。此外港口库存方面也存在一定相似性。国内的港口库存在2014年中达到当时的历史新高1.16亿吨,而目前港口库存虽然不是历史新高,但也是同期高位,压力同样较大。不同点在于,2014年下半年港口库存开始出现大幅去化,我们认为这主要是受到了国产矿大幅减产的影响,港口的进口矿开始转移并弥补了这部分减量,而目前国产矿并没有大幅减产的基础,所以港口库存也很难出现明显去化。

铁矿石进口依赖度估算

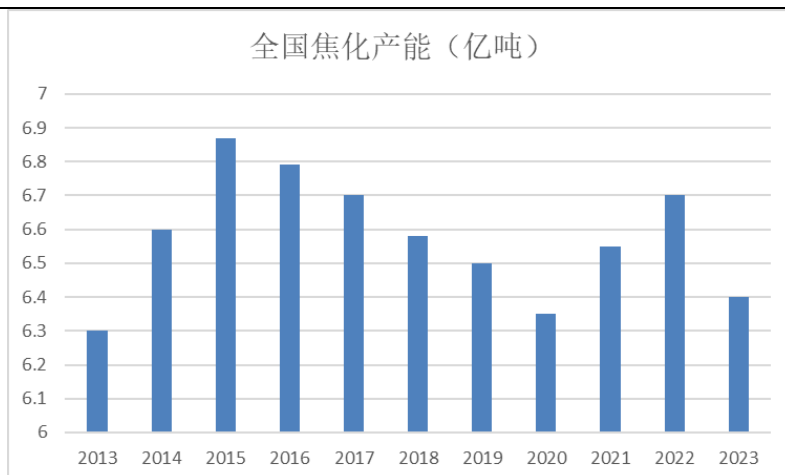


数据来源：Mysteel，国投期货整理

## 5. 焦炭供应的异同

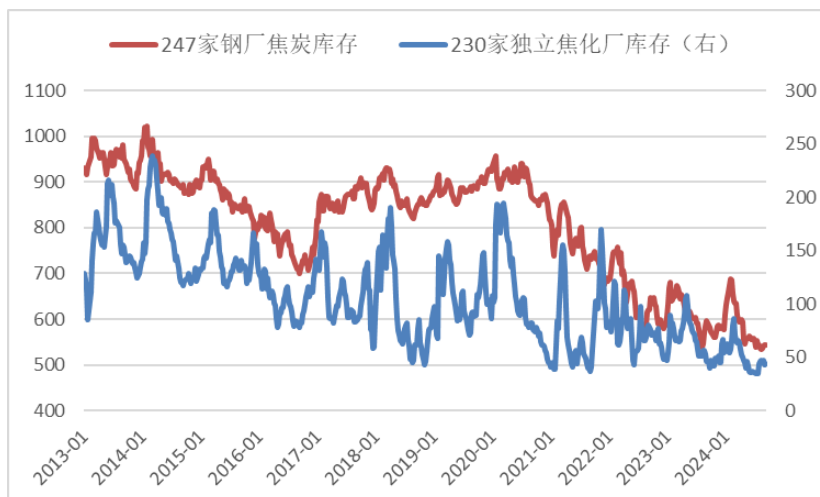
焦化行业作为黑色金属产业链中碳元素的中间环节，当前其产能过剩的格局相较 14-15 年的确也很类似。当时山西产准一级湿熄焦出厂价格从 2014 年初的 1280 元/吨最低跌至 2016 年初的 530 元/吨，而当前这一价格仍处于约 1450 元/吨的水平。价格中枢的抬升，一方面主要来自于碳元素成本的上移推动，另一方面也源自焦化产业规模及结构的改进升级。

单纯从全国焦化行业的产能来看，如今我国有效的焦化产能约在 6.4 亿吨左右，据 Mysteel 调研统计全国冶金焦在产产能约 5.65 亿吨，预计 2024 年焦化产能净新增 1693 万吨。而 14-15 年全国焦化行业仍处于较为无序的产能扩张期，全国焦化产能规模甚至在 2015 年已经接近 7 亿吨的水平。所以当时不仅是显著的产能过剩，且处于新产能仍在陆续集中投放的状态。当时为了抢占市场份额及保持企业资金链条不断裂，很多焦化厂即使面临现金流成本亏损都尽可能的维持生产。然而如今经历了供给侧改革后的产能更新迭代后，我国焦化行业的无效产能显著减少，焦化产能利用率已经抬升至 70-75%，且干熄焦产能占比已过半（这会导致表内焦炭产量有所压缩）。此外，干熄焦和顶装焦的产能也会不同程度的增加炼焦成本。



数据来源：整理自市场公开信息

再从行业库存格局来看，如今焦化行业上游和下游库存相较 14-15 年的水平都已经历过持续主动的降库。这与长期的产业链盈利水平差和市场预期持续不佳有关，总之当前焦化行业的库存压力相较此前有了一个显著的舒缓，这一方面导致下游补库缺乏持续性，不支持大幅度的补库式上涨（如冬储），另一方面也导致持续的抛压并不足。并且中间环节“蓄水池”干涸后，销售不佳就会直接导致产端累库压力骤增，所以会倒逼焦化企业更注重以销定产，从而加速焦炭市场的供需再匹配效率。基于这些市场格局的变化，焦炭价格的弹性受到压缩，当前的焦炭市场也很难再呈现出 14-15 年的持续亏损下破的节奏。

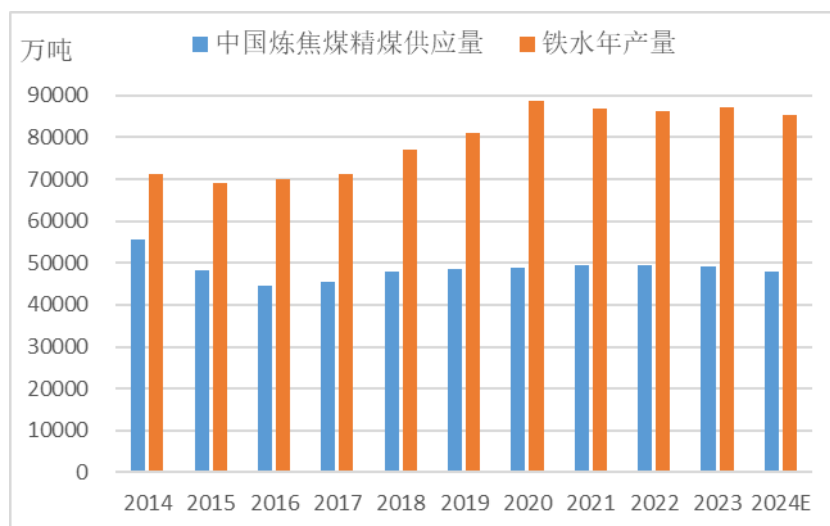


数据来源：mysteel

## 6. 炼焦煤供应的异同

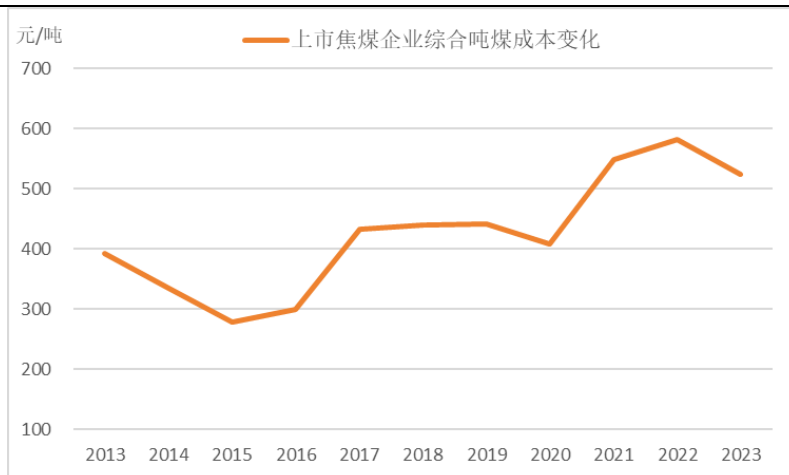
黑色金属产业链中，估值相较 2014-2015 年价格底部最远的品种无异于炼焦煤，尤其优质主焦煤。参照 CCI 柳林低硫主焦煤指数来看，该指数自 2014 年末的 775 元/吨降至 2016 年一季度的最低值 520 元/吨，而当前这一指数仍然高至 1580 元/吨（2021 年四季度曾最高达到 4100 元/吨）。

相较 14-15 年的炼焦煤供应格局，国内煤矿已经历了范围颇广的资源整合。虽然数据层面的炼焦煤产能可能有所扩张，但结合无序超产、“黑煤”销售等层面来看，如今我国炼焦精煤的供应“天花板”相较 14-15 年实际上是有所下移的。从汾渭能源估算的炼焦精煤数据来看，2014-2015 年我国炼焦精煤产量分别为 5.6 亿吨和 4.8 亿吨，而我们预计今年该产量仍将处于 4.8 亿吨左右，所以整体的供应规模是十分相似的（但铁水年产量已有显著上移）。



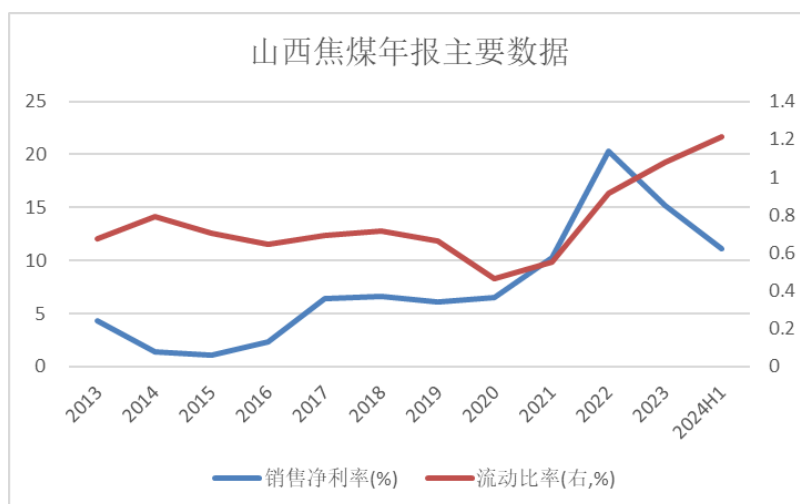
数据来源：汾渭能源，mysteel

再来看市场最为关心的国内焦煤矿成本，我们参照了几家上市的焦煤企业年报数据（如下图），可以看到如今商品煤吨煤成本相较 14-15 年已有了较为显著的上移。这里面涉及很多成本的抬升，如人力成本、环保成本、安全设施、智能化设备等等。并且伴随着煤矿开采年限的增长，不少焦煤矿的采选率都有了不同程度的下滑，相应增加精煤的生产成本。当然了，当前炼焦煤价格相较多数焦煤矿成本尚有距离，但 14-15 年的低位估值已经基本遥不可及了。



数据来源：国投证券

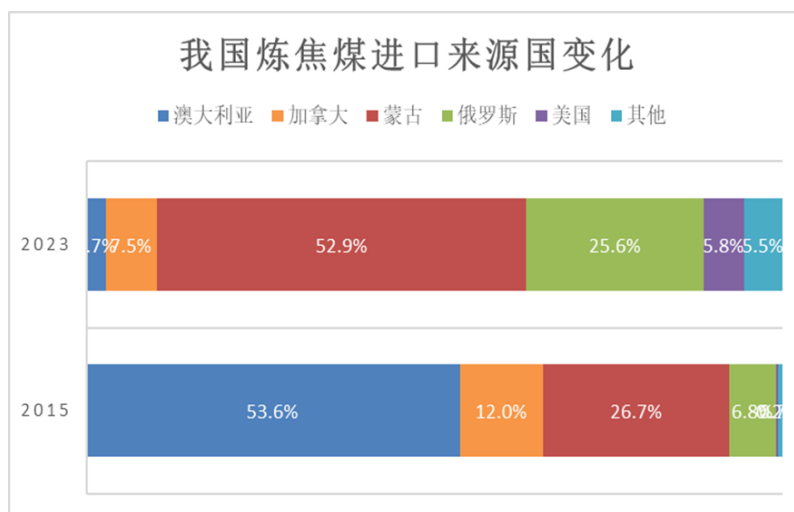
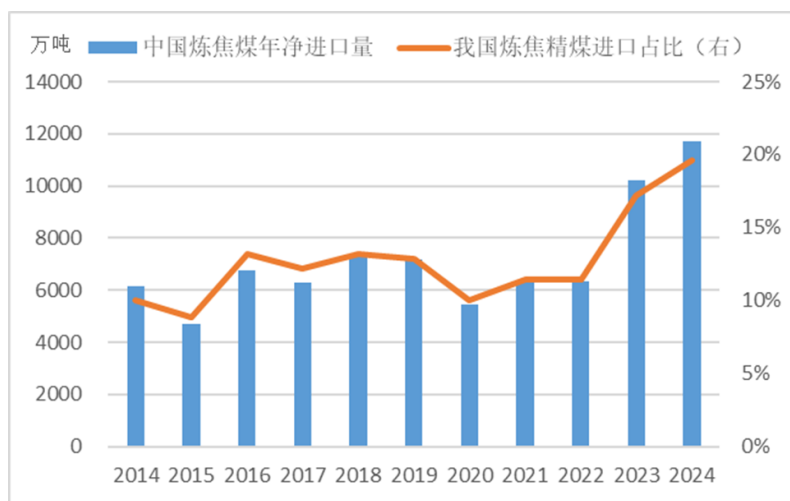
此外，国内焦煤矿经历了供给侧改革以及国际能源危机、俄乌战争等因素所带来的持续高煤价、高盈利之后，行业的负债有了显著的改善。参照山西最具有代表性的大型国有焦煤企业来看，山西焦煤销售净利率自 2020 年后开始飙升，企业的流动比率已经有了显著改善，这代表着企业的短期偿债能力大幅优化。而民营煤矿的盈利大概率更佳，因此整个国内焦煤矿都已经极难重现 14-15 年那般大幅跌破煤矿生产成本也只能被动维持生产的状态。



数据来源：上市公司年报

当然了，炼焦煤进口市场相对 14-15 年来说也出现了显著的变化。预计今年我国炼焦煤净进口量能够超亿吨，折算的进口依赖度已经增长至 17%，而 14-15 年这一数值在 10% 左右。进口的主要来源国也有所变化，从 14-15 年的澳煤为主、蒙古煤为辅，变为如今的蒙古煤为主、俄罗斯及澳煤为辅，这与蒙古煤炭运输优化以及俄乌战争扰动都有关系。由于蒙古煤进口价格体系已经演变为季度长协+

电子竞拍一单一议相结合的模式，因此后续焦煤市场估值的阶段性底部还需要参照澳煤海运煤成交价格以及蒙古煤季度长协价的调整幅度。



数据来源: mysteel

总结来看，黑色系目前所面临的市场格局的确和 14-15 年有类似的地方，但也仍然存在很多细节上的差别。终端需求方面，建筑板块对钢材的需求相较 14-15 年压力更甚，制造业和出口仍存在些许韧性起到一定的需求弥补作用。而当前黑色金属产业链供应格局也发生了一些变化。一是当前黑色金属不像 14-15 年还处于产能扩张期，在供给侧改革之后，产业链各环节都经历了一段高红利时期，当前黑色系供应端的负债率已经显著下降，不再会轻易出现跌破现金成本也依然保持生产的动作。二是成本的切实抬升，如能源价格、海运费都已经有了不同程度的抬升，尤其煤矿经历了安全设备升级及人力支出增加等多重因素的影响，相较 14-15 年已经有了价格重心的上移。三是今年缺乏像 14-15 年那样的显著预期差，市场在持续悲观的底色下经历了去贸易化，主动



去库存化，因此补库诉求不持续的另一面，也会带来持续抛售动能的不足，以及倒逼产端亏损减产等行为。所以综合来看，当前黑色系虽然也面临与 14-15 年类似的需求熊市格局，但供应匹配和成本端还是存在一些不同程度的差异，因此我们认为当前黑色系行情不会像当年那样一蹴而就式的崩塌，尤其铁水成本很难快速跌回至 14-15 年区间。我们更倾向于黑色金属产业链正处于一个比较漫长且持续的熊市，其间也会存在些许阶段性的供需错配式反弹。



数据来源：mysteel，国投期货估算

## 【免责声明】

本研究报告由国投期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。