

兴证期货.研发中心

2020年9月16日 星期三

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号: F3004203

投资咨询编号: Z0012934

俞尘泯

从业资格编号: F3060627

投资咨询编号: Z0015514

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

9月15、16日两个交易日,黑色全品种出现大幅下挫,其中铁矿跌幅最大,两日累积下跌超过6%,其余品种除焦煤外也有超过2%的回调。

我们认为本次下跌的主要原因是统计局公布的8月地产数据不佳以及终端库存高企、需求表现不及市场预期对市场情绪的打压导致。虽然以铁矿为主的黑色品种已跌破前期低点,但短期进一步下行空间相对有限。

● 我们的逻辑

本轮黑色回调首先的主导因素是15日统计局公布的8月地产新开工数据,环比大幅下降极大影响了市场的乐观信心,叠加终端需求从8月下旬开始的迟滞,盘中开始下挫。

相较于钢材的下跌,铁矿和焦炭的跌幅更大,主要原因还是来自于两者前期的大幅上涨以及整体偏高的利润导致。当前仍高于钢厂利润的焦化利润也将进一步压制焦炭的走势。

但受制于当前的高企基差和现货层面相对抗跌的情况,黑色品种短期进一步下跌的动力和空间有限。

● 风险提示

终端需求持续不济,钢材库存累积,北方限产趋严

报告目录

1. 黑色产业链大跌.....	3
1.1 终端需求迟滞，黑色大幅回调.....	3
2. 终端需求复苏不佳.....	4
2.1 8月地产新开工环比走跌.....	4
2.2 钢材需求相对迟滞.....	5
3. 原料利润高企，库存累积.....	6
3.1 原料利润持续高位.....	6
3.2 铁矿结构性问题逐步缓解.....	7
4. 短期进一步下跌空间有限.....	7
4.1 黑色产业基差较大.....	7

图目录

图 1: 铁矿主力走势：元/吨.....	3
图 2: 螺纹钢 2101 合约走势：元/吨.....	4
图 3: 房地产新开工数据：万平方米 %.....	4
图 4: 螺纹钢社会库存：万吨.....	5
图 5: 建材成交量：吨.....	5
图 6: 螺纹钢（高炉）生产利润与焦化利润（元/吨）.....	6
图 7: 全国港口铁矿库存：万吨.....	7
图 8: 全国港口粉矿库存：万吨.....	7
图 9: 螺纹钢 01 合约基差：元/吨.....	8
图 10: 铁矿 01 合约基差：元/吨.....	8

表目录

表 1: 近两日黑色品种涨跌表现.....	3
-----------------------	---

1. 黑色产业链大跌

1.1 终端需求迟滞，黑色大幅回调

最近两个交易日，受到 8 月地产数据不佳和终端库存高企、需求表现不及市场预期的驱动，黑色全板块大幅下挫。其中铁矿跌幅居前：两日累积跌幅超过 6%；焦炭和热卷的累计跌幅均超过 2.5%；螺纹跌幅达到 2.4%，跌幅最小的焦煤也有超过 1% 的下跌。从盘面走势上看，铁矿主力合约下破 40 日均线，螺纹、热卷及焦炭均逼近 60 日均线，下行趋势逐步显现。本次回调中炼钢原料领跌，也体现了当前钢铁产业利润错配的逐步回归。

表1：近两日黑色品种涨跌表现

	螺纹钢	热轧卷板	铁矿	焦炭	焦煤
9月16日	3,575.0	3,689.0	796.5	1,936.5	1,247.0
9月14日	3,664.0	3,786.0	848.5	1,991.5	1,263.0
涨跌	-89.0	-97.0	-52.0	-55.0	-16.0
涨跌幅	-2.43%	-2.56%	-6.13%	-2.76%	-1.27%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图1：铁矿主力走势：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：螺纹钢 2101 合约走势：元/吨



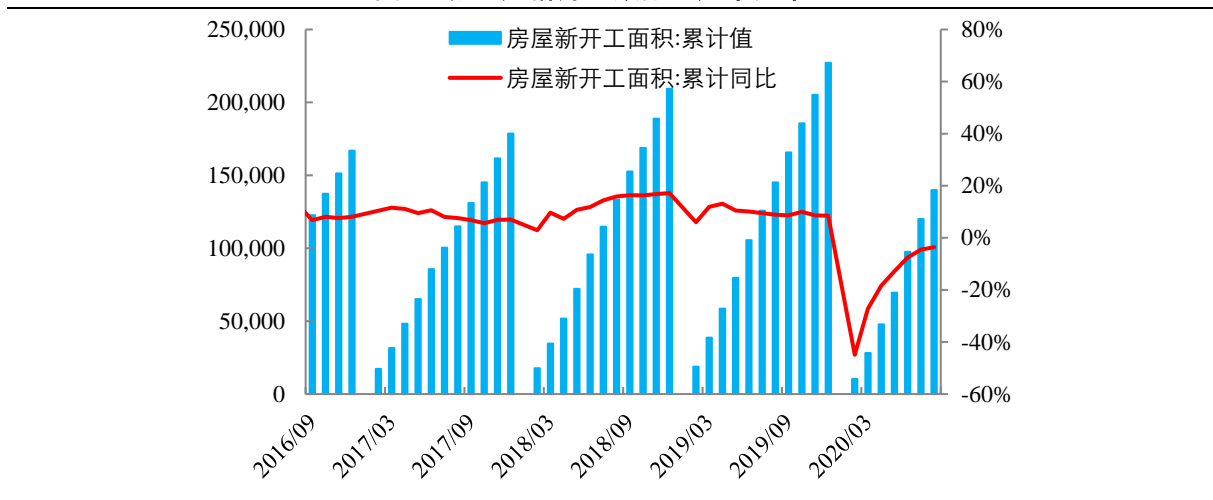
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 终端需求复苏不佳

2.1 8月地产新开工环比走跌

9月15日，统计局公布8月宏观数据：1—8月份，全国固定资产投资（不含农户）378834亿元，同比下降0.3%，降幅比1—7月份收窄1.3个百分点；8月份，规模以上工业增加值同比增长5.6%，增速较7月份加快0.8个百分点；1—8月份，全国房地产开发投资88454亿元，同比增长4.6%，增速比1—7月份提高1.2个百分点。虽然从投资层面，8月的经济数据均有进一步回升的表现，但对于钢材需求有指针作用的新开工数据却出现环比大幅回落：8月单月房屋新开工面积19885.5万平方米，环比7月下降11.6%，相比于往年8月较7月环比回落小于3%的表现，今年8月的地产新开工强度大幅萎缩，验证了8月至今终端开工不佳，库存维持高位的情况。

图3：房地产新开工数据：万平方米 %

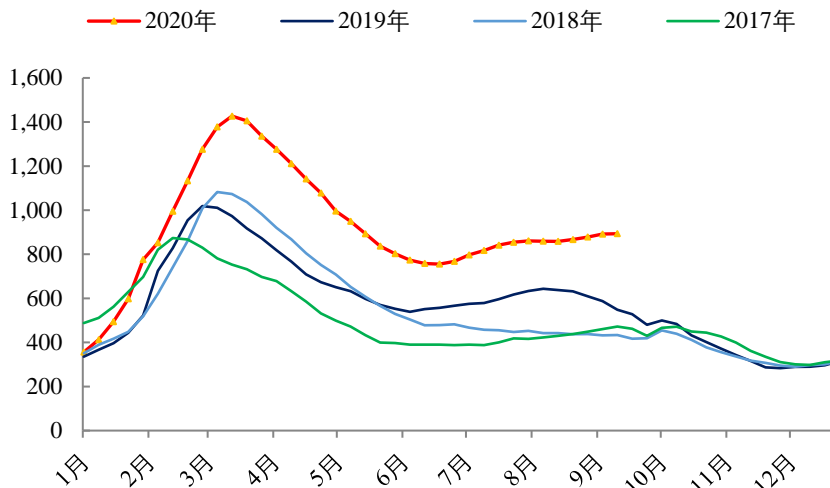


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 钢材需求相对迟滞

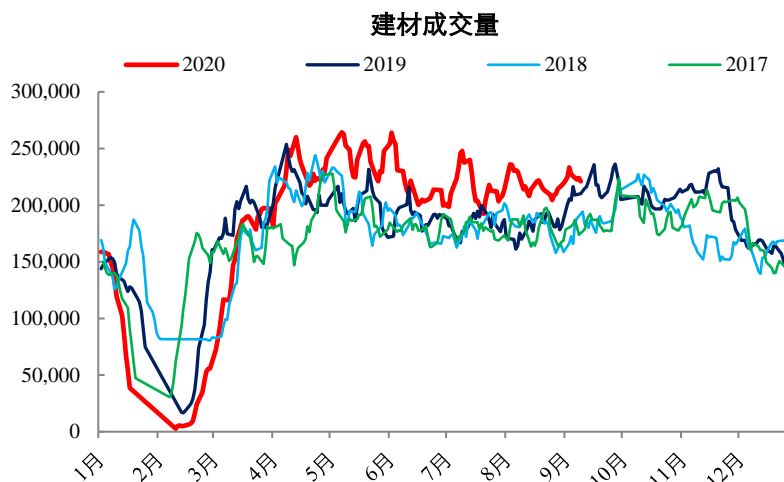
7月以来终端需求出现环比下滑：**截至9月10日，7、8月日均建材成交为21.81万吨，较二季度减少1.23万吨，降幅5.3%**。需求的下降一方面源于7月至今全国多地连续降雨，需求出现季节性回落；另一方面则是终端企业在经过二季度的赶工后，出现资金偏紧的情况，整体开工强度出现下滑。从高频数据来看，上周建材需求环比继续回落，北方需求仍未恢复，本周广州的建材库存也开始重新累积。**截至9月14日，全国螺纹钢社会库存为893.58万吨，环比8月上升34.98万吨，较去年同期增加345.53万吨，增幅63.05%**，长期高位的螺纹钢库存也对前期高位的螺纹钢价格形成较大压制。因此，钢材需求短期难有较大起色，终端库存仍对钢价有较大压力。

图4：螺纹钢社会库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：建材成交量：吨



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

3. 原料利润高企，库存累积

3.1 原料利润持续高位

受到终端需求下滑影响，钢厂利润率明显下滑。**截至9月9日，全国螺纹钢平均长流程利润为49.7元/吨，焦化利润达到270.5元/吨。**从2016年供给侧改革以来，仅在2017年初出现过焦化利润有高于钢厂利润的情况。今年6月以来，整体钢厂利润明显下滑，而焦化利润相对坚挺，并持续高于钢厂利润。当前220元/吨的利润差已是近期的差距极值，**后续存在焦化利润向钢厂利润转让利润的驱动。**

此外，作为原料来源的矿业公司利润也较高：海外四大矿山的铁矿石完全成本低于40美金/吨，折合盘面约350元/吨；即使将中小矿山纳入考量，最高的生产成本也仅为75美金/吨，折合盘面620元/吨，相较于目前的2101合约仍有近200元/吨的利润升水；焦煤的完全成本长期处在700-800元/吨附近，针对目前1200元/吨左右的期价，也有较高的利润率。**本次下跌也是原料跌幅大于钢材，成本端下移的趋势逐步显现。**

图6：螺纹钢（高炉）生产利润与焦化利润（元/吨）



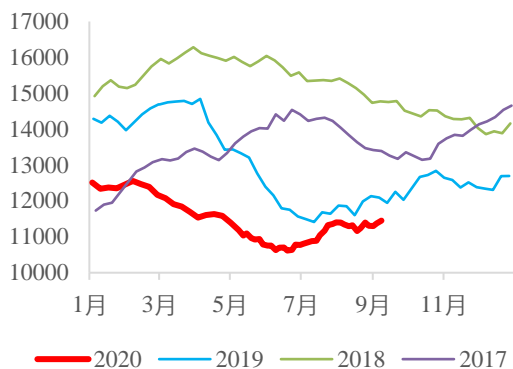
数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

3.2 铁矿结构性问题逐步缓解

截至9月7日，全国45港铁矿石库存为11449.83万吨，环比上升152.16万吨，较6月中旬的今年极值已上升832.67万吨，涨幅7.84%；但当前的整体库存仍处在往年同期低值，同比下降641.83万吨。当前45港的粉矿库存为6927.78万吨，较低值已上升347.28万吨，整体结构性矛盾正逐步缓解。

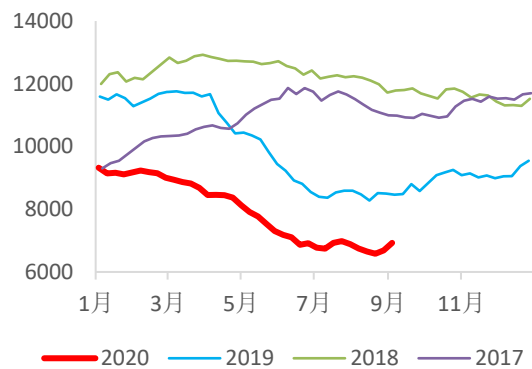
但由于钢厂生产维持高位，以及焦炭价格的大幅上涨，限制钢厂使用块矿替代粉矿；临近国庆，港口将会有较长时间的休假，假期前仍有一定程度补库意愿。但据我们了解，受限于当前高企的矿价，钢厂对铁矿石的补库力度不及往年，限制了节前补库的需求刺激。铁矿石需求端对矿价的支撑作用正逐步减弱。

图7：全国港口铁矿库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：全国港口粉矿库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

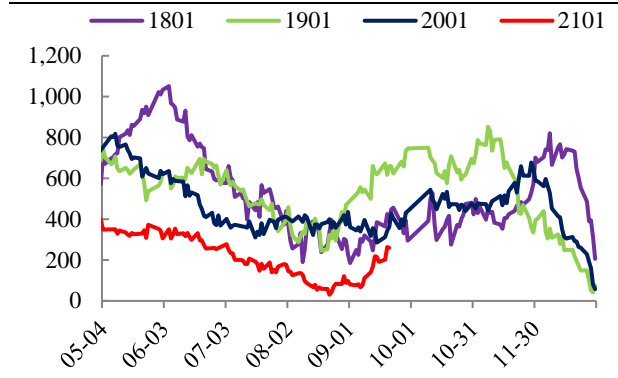
4. 短期进一步下跌空间有限

4.1 黑色产业基差较大

虽然近两日黑色产业链大幅下挫，部分品种已突破前期低点，但短期黑色品种进一步下跌的空间和驱动正在减弱。期货在近两日大幅下挫，但现货市场的跌幅相对有限，螺纹及铁矿01合约的基差均有不同程度的回升：截至9月16日，螺纹2101合约基差为379元/吨，环比8月上升394元/吨；铁矿石2101合约基差为217.5元/吨，环比8月上升70.5元/吨。虽然螺纹钢的主力合约基差仍然低于往年同期，但超过10%的基差率对期货盘面已经形成一定下跌阻力；而目前处在历史高位的铁矿石基差也在一定程度上压缩了进一步下行的空间。

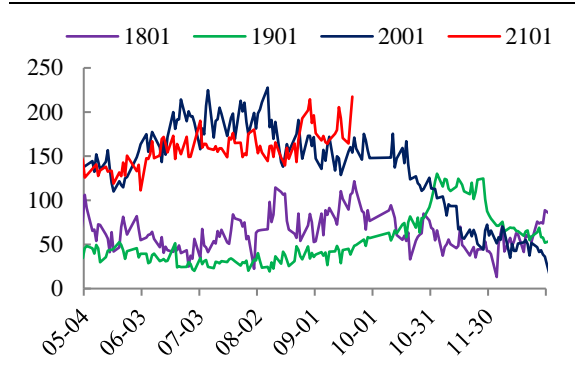
在目前现货市场尚未形成明显崩盘的情况下，黑色期货盘面进一步下跌空间相对有限。

图9: 螺纹钢 01 合约基差: 元/吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图10: 铁矿 01 合约基差: 元/吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。