



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

王泽勇

投资咨询证号:

Z0014820

联系人: 盛明星

从业资格证号:

F3060519

联系人: 金翊翀

从业资格证号:

F3061467

需求韧性仍在，政策主导供应

摘要

螺纹: 上半年螺纹钢价格基本呈现先扬后抑后盘整的走势。目前螺纹钢产量相对偏高，但下半年碳中和下的限产预期依旧较强，叠加目前螺纹钢炼钢利润回落至盈亏线以下，钢厂自发减产预期也有所发酵，从季节性角度来看，下半年螺纹钢供应仍有较强缩减趋势。螺纹需求仍有较强韧性，但预期增速将会有所放缓，首先是房地产投资在房住不炒的背景下，三条红线限制房企融资，房企高周转模式转变，拿地意愿显著降低，同时销售增速回落也给房企带来较大的资金回款压力，新开工增速下行确认，当前房地产投资韧性主要依赖于体量较大的施工维持，下半年房地产耗钢将会呈现增速逐渐回落的态势，2021年作为十四五规划开局之年，基建投资仍将得到重要支持，但随着经济的持续好转和通胀预期的升温，作为逆周期调节的基建增速也将逐渐趋于平稳。总的来说，下半年螺纹钢将呈现供需双弱的局面，但我们认为需求韧性仍在，而供应端在低利润和碳中和下的限产预期影响下仍将继续驱动螺纹钢价格低位回升。

热卷: 上半年热轧卷板价格基本呈现先扬后抑后盘整的走势。虽然唐山限产持续执行，开工率处于偏低区域，但受其他钢材主产区增产影响，热卷产量在5-6月持续回升，目前热卷产量相对偏高，随着热卷利润的快速回落，以及钢厂板材订单的下滑，钢厂自发减产预期有所升温，叠加碳中和下的限产预期依旧较强，下半年热卷供应仍有较强的减量预期。下游制造业延续复苏态势，PMI持续位于枯荣线之上，制造业景气度仍在，随着板材价格的大幅调整，下半年仍将会带来板材的主动补库需求，其中汽车行业上半年受缺芯影响，但下半年大概率将逐渐开始好转，家电、机械等产销增速表现也尚可，同时国外板材价格仍在持续上涨，外需仍有望延续高增长，热卷需求中长期向好，维持逢低入多思路。

铁矿: 今年上半年供应端发运较为平稳，年中发运冲量虽不及预期，但目前供应端总体压力不大。而需求上存在走弱预期，随着近期钢材价格回落使得钢厂利润再度收缩，后期需关注亏损是否会倒逼钢厂增加停产检修计划。另外则是限产政策扰动，尤其目前临近建党100周年庆典，近期限产消息频多，秦皇岛、山西、京津冀等地接连开展环保限产行动，若限产执行严格，则铁矿石需求易受冲击。铁矿石后期走势，我们认为将随着供增需减矛盾的积累，铁矿石的中期下行压力较大。

焦炭: 目前供需小幅偏紧，整体库存偏低。下半年仍有1700万吨产能净增加，相比当下焦炭日均产量将增加4万吨左右。在当前焦企利润可观的情况下，

产量能维持在高位。考虑到假设山东去产能 1300 万吨，焦炭供应相比当前仍有小幅增量。而需求端，目前传言下半年粗钢同比需减量 2000 万吨，而下半年废钢增量仍较大，能维持较好的性价比，所以粗钢减量更多需要靠铁水的下滑。如果严格执行去粗钢政策，下半年铁水下滑幅度至少在 5% 以上，减量在 12 万吨级别以上。即使政策不及预期，但是在钢厂低利润的情况下铁水增量空间并不大。因此下半年焦炭供需难以出现紧张格局，逢高做空为主。

焦煤：目前进口几乎处于历史低位，而特殊时期下国内部分煤矿也处于停限产中，焦煤供应处于最紧张时候。蒙古疫情爆发中，虽然口岸司机疫苗接种率较高，但是后期的通关回升仍较为困难。澳煤进口政策传言有放松，但是中澳关系严峻下增幅有限。国内安检即将放松，但是前期山西煤矿超产比较严重，即使安全检查放松产量相比高峰提升空间已经不大。整体看下半年供应将边际改善，但产量增幅空间有限。需求端，受到焦企产能投放影响，焦煤需求稳步向好。因供应小幅回升影响，下半年焦煤供需偏紧格局边际走弱，但仍有缺口，整体走势相对偏强。

风险点：货币政策政策大幅收紧，国际关系紧张，金九银十需求大幅不及预期，环保限产政策宽松，澳煤进口放开，山东山西去产能超预期。

目录

第 1 章	宏观与钢材需求.....	7
1.1.	房地产投资韧性较强，但增速回落趋势较为明显.....	9
1.2.	基础设施投资逐渐放缓.....	12
1.3.	制造业景气度维持，但边际也有放缓.....	14
1.4.	钢材出口与进口.....	19
1.5.	需求小结.....	20
第 2 章	钢材供给与库存.....	20
2.1.	钢铁行业碳达峰、碳中和的必要和长期性.....	20
2.2.	行业利润与产量.....	23
2.3.	需求和库存.....	26
2.4.	基差及月间情况.....	30
2.5.	钢材小结.....	31
第 3 章	铁矿石.....	32
3.1.	铁矿石行情回顾.....	32
3.2.	铁矿四大矿山发运总体保持平稳.....	32
3.3.	限产减产目标不变 铁矿需求存在减量预期.....	36
3.4.	铁矿石库存结构化矛盾仍存.....	38
3.5.	铁矿石小结.....	40
第 4 章	焦煤焦炭.....	40
4.1.	煤焦行情回顾.....	40
4.2.	焦煤产量及库存.....	41
4.3.	炼焦煤进口.....	44
4.4.	焦企产能.....	46
4.5.	焦企利润及产企产量.....	47
4.6.	焦炭进出口及库存.....	49
4.7.	煤焦总结.....	52
第 5 章	策略建议.....	53
5.1.	策略.....	53
5.2.	风险提示.....	53
	免责声明.....	54

图表目录

图 1.1: 主要经济体的 M2 增速	7
图 1.2: 中国货币增速	8
图 1.3: 中国社融增速	8
图 1.4: 国内物价指数	9
图 1.1.1: 房地产投资增速	9
图 1.1.2: 房地产资金来源	10
图 1.1.3: 新开工、施工、竣工	10
图 1.1.4: 期房占比	11
图 1.1.5: 房企拿地和销售面积增速	12
图 1.1.6: 居民中长期贷款	12
图 1.2.1: 基建增速	13
图 1.2.2: 基建分项增速	13
表 1.2.1: 近三年政府工作报告关于财政政策的表述	13
图 1.2.3: 专项债月度发行量	14
图 1.3.1: 中国 PMI	15
图 1.3.2: 主要发达国家 PMI	15
图 1.3.3: 中汽协汽车产量当月值	16
图 1.3.4: 船舶订单累计增速	17
图 1.3.5: 主要家电产量累计增速	17
图 1.3.6: 主要家电出口增速	18
图 1.3.7: 工程机械销量增速	18
图 1.3.8: 工程机械销量保持旺盛	19
图 1.4.1: 国内外钢材价格对比	19
图 1.4.2: 钢材出口当月值	20
图 1.4.3: 钢材进口	20
图 2.1.1: 钢铁行业碳排放占比较高	21
表 2.1.1: 高炉产业链碳排放	21
表 2.1.2: 电炉产业链碳排放	22
表 2.1.3: 测算钢铁行业碳排放	22
表 2.1.4: 产能置换与投放计划	22
图 2.1.2: 唐山地区高炉开工率	23
图 2.2.1: 铁水产量	23
图 2.2.2: 钢厂开工率及产能利用率	24
图 2.2.3: 螺卷周产量	24

图 2.2.4: 螺卷现货即期炼钢利润.....	25
图 2.2.5: 螺纹现货电炉炼钢利润.....	25
图 2.2.6: 独立电弧炉开工率和产能利用率.....	25
图 2.2.7: 螺卷盘面利润.....	26
图 2.3.1: 螺纹钢、热卷周表需.....	26
图 2.3.2: 螺纹钢库存.....	27
图 2.3.3: 热卷库存.....	27
图 2.3.4: 杭州螺纹出库与库存.....	27
图 2.3.5: 建材成交.....	28
图 2.3.6: 北京、上海建材成交.....	28
图 2.3.7: 广州、成都建材成交.....	28
图 2.3.8: 华东华北建材价差.....	29
图 2.3.9: 水泥开工率.....	29
图 2.3.10: 华北、华东水泥开工率.....	30
图 2.4.1: 上半年价格回顾.....	30
图 2.4.2: 螺卷基差.....	31
图 2.4.3: 螺卷月间价差.....	31
图 3.1.1: 铁矿石主力基差.....	32
图 3.2.1: 四大矿山产量与增速.....	33
图 3.2.2: 澳洲矿山发货量季节性.....	33
图 3.2.3: 澳洲矿山发运至中国季节性.....	34
图 3.2.4: 巴西矿山发货量季节性.....	35
图 3.2.5: 国产矿山铁精粉产量.....	35
图 3.2.6: 不同规模国产矿山铁精粉开工率.....	35
图 3.3.1: 进口铁矿砂及精粉矿累积值.....	36
图 3.3.2: 钢厂开工率及铁水产量.....	37
图 3.3.3: 铁矿石日均疏港量.....	38
图 3.4.1: 钢厂进口矿库存及进口矿烧结粉总日耗.....	38
图 3.4.2: 块矿与粉矿价差.....	39
图 3.4.3: 品种间价差.....	39
图 4.1.1: 焦炭基差走势.....	41
图 4.1.2: 焦煤基差走势.....	41
图 4.2.1: 原煤产量.....	42
图 4.2.2: 炼焦煤产量.....	42
图 4.2.3: 炼焦煤煤矿及港口库存.....	43

图 4.2.4: 炼焦煤焦化厂及钢厂库存.....	44
图 4.3.1: 炼焦煤进口量.....	45
图 4.3.2: 澳煤进口量.....	45
图 4.3.3: 蒙煤进口量.....	46
图 4.4.1: 焦化产能变动情况.....	47
图 4.5.1: 山西吨焦利润.....	47
图 4.5.2: 焦钢利润对比.....	48
图 4.5.3: 焦企开工率.....	49
图 4.5.4: 焦炭供应需求对比.....	49
图 4.6.1: 焦炭出口.....	50
图 4.6.2: 焦炭出口.....	50
图 4.6.3: 独立焦化厂及港口焦炭库存.....	51
图 4.6.4: 钢厂及总焦炭库存.....	52

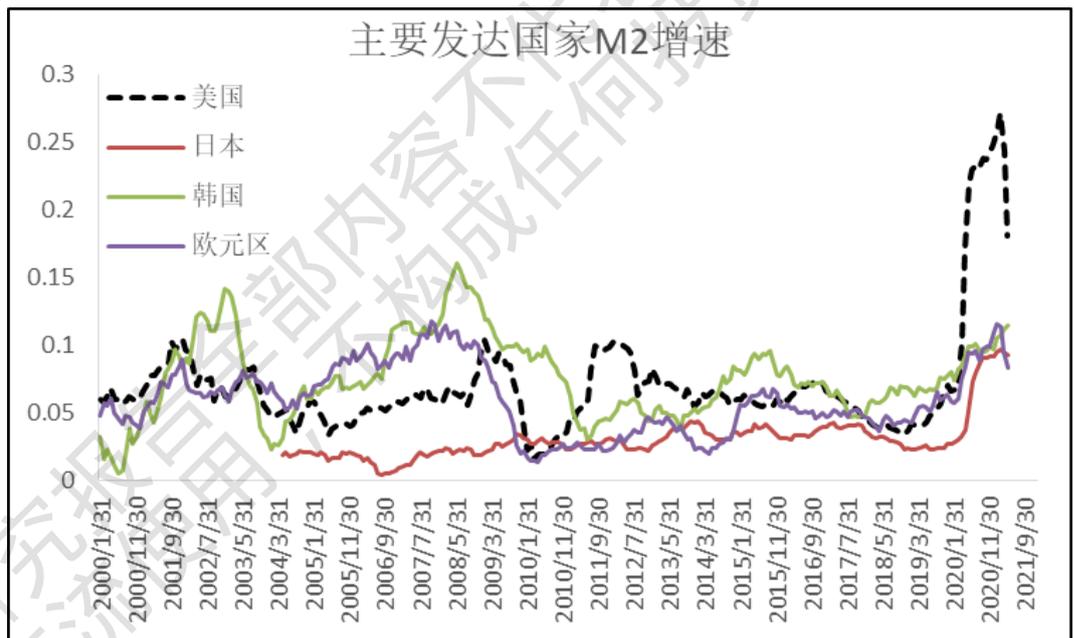
研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

第1章 宏观与钢材需求

去年疫情初期，发达国家央行就以超宽松货币政策，来应对经济停滞和金融动荡，其中美联储累计扩表约 3.7 万亿美元，并提出平均通胀目标的新型政策框架，强调就业比通胀更重要，财政政策上美国大幅举债超 5.7 万亿美元，同时欧洲和日本央行分别扩表 3.9 万亿美元和 1.2 万亿美元，海外主要发达经济体的刺激政策促使全球通胀预期的上升。

美联储的货币政策对全球资本市场有着极其重要的影响，6 月 23 日美联储主席鲍威尔称，目前美国的通胀率以及高通胀的持续时间超出了此前预期，但美联储目前的首要任务仍然是全面广泛的经济复苏，而不是迫于通胀压力立即提高利率。早在 6 月 17 日美联储议息会议偏鹰派，事隔一周之后又偏鸽派，美联储的观点在不断发生变化，一方面反映了美联储内部声音的不协调，另一方面反映出美联储主席在稳定市场预期，鸽派信号仍会给我国带来持续性的输入型通胀。

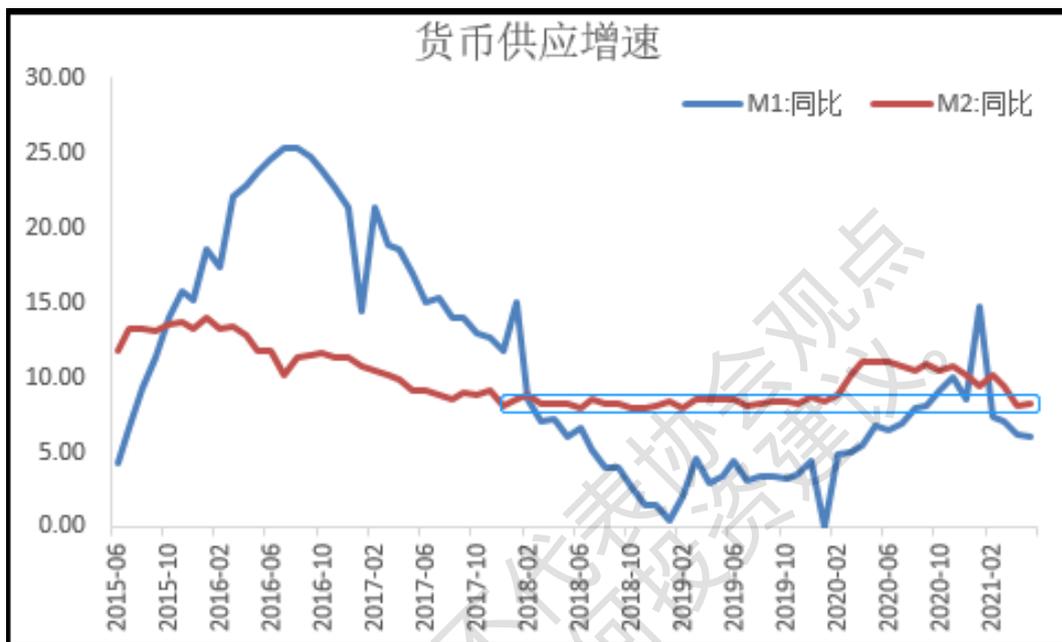
图 1：主要经济体的 M2 增速



资料来源：Wind 南华研究

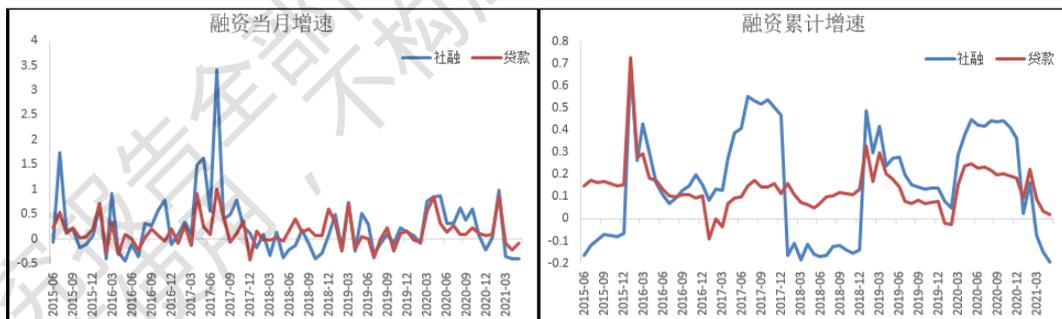
反观国内，货币政策相对审慎，且具有对未来风险的前瞻性，由于国内疫情最早得到控制，经济恢复较快较好，宽松的货币刺激政策也得到及时地退出，从经济回升趋势看，我国经济内生动力比较强劲，疫情期间的政策效果也在持续发挥作用，市场信心明显修复。在经济逐渐好转的情况下，前期应对疫情冲击的逆周期调节政策或将逐步回归到常态，货币政策也及时趋于稳健。

图 2：中国货币增速



资料来源：Wind 南华研究

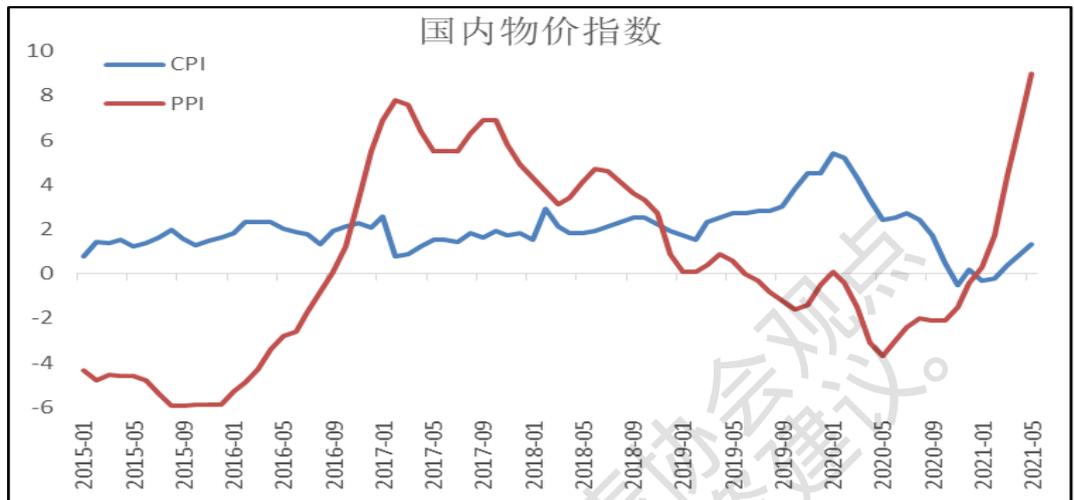
图 3：中国社融增速



资料来源：Wind 南华研究

目前我国是全球最大的原材料进口国家，受到国外输入性通胀影响十分明显，统计局公布 5 月 PPI 同比上涨 9%，涨幅扩大 2.2 个百分点，创 2008 年 10 月以来新高，CPI 同比上涨 1.3%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，大宗商品价格持续暴涨，国内制造业压力凸显，同时我国也是最大的贸易加工出口国，由于疫情的特殊情况，我国出口也大幅增加，许多国外订单转移至国内，也造成原料需求的进一步回升，加剧 ppi 的上行，ppi 的上行已经收到市场的广泛关注，针对原料价格上行给下游企业造成的压力，有关部门也逐渐开始重视，针对性较强的预期管理和政策管控逐步落实。

图 4：国内物价指数



资料来源：Wind 南华研究

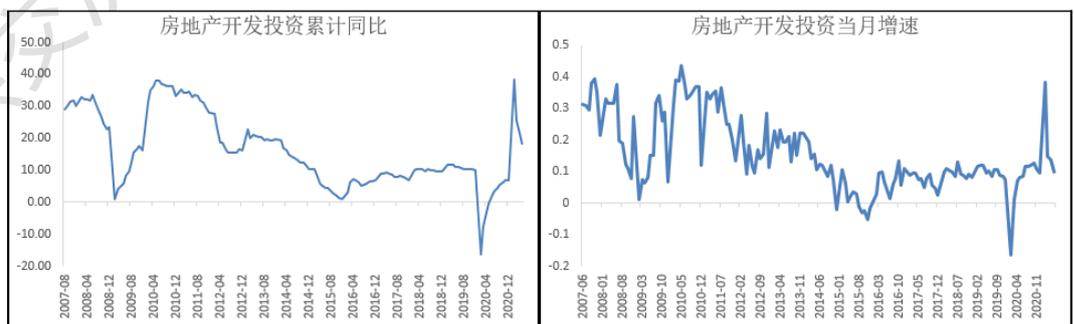
此外中美贸易问题尚未解决，拜登上台之后，中美博弈加剧，金融市场各类资产将会出现明显的高波动特征。

总的来说，我们认为输入性通胀仍将持续影响，而国内目前仍具备货币和财政政策大幅收紧的条件，或将逐渐偏重于防范金融风险，央行将精准调控，在十四五开局之年加强对重点领域、薄弱环节的定向支持。

1.1. 房地产投资韧性较强，但增速回落趋势较为明显

2021 年 1-5 月，全国房地产开发投资 54318 亿元，同比增长 18.3%，去年同期受到疫情影响项目普遍停工，低基数是同比大幅增长的主要原因，排除疫情影响，比 2019 年 1-5 月份增长 17.9%，两年平均增长 8.6%。随着政策对房企融资监管不算加强和房住不炒背景下购房政策的持续约束和规范，房地产投资增速有望在近几年从高增速逐渐趋于平稳。

图 5：房地产投资增速



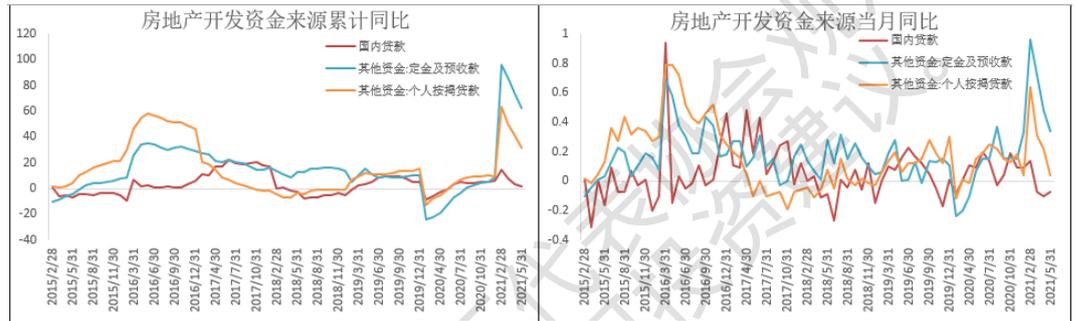
资料来源：Wind 南华研究

2021 年 1-5 月份，房地产开发企业到位资金 81380 亿元，同比增长 29.9%，比 2019 年 1-5 月份增长 22.0%，两年平均增长 10.5%。其中，国内贷款 10873 亿元，增长 1.6%，

利用外资 25 亿元，下降 26.5%，自筹资金 22686 亿元，增长 12.8%，定金及预收款 31738 亿元，增长 62.9%，个人按揭贷款 13400 亿元，增长 32.0%。

随着融资监管的日益规范严格，房地产企业的融资已经越来越难，国内贷款增速显著放缓。房企高度依赖销售回款，自筹资金、定金及预收款以及个人按揭贷款增速仍相对较高，是拉动房企到位资金增速回升的主要原因，国内贷款自去年 8 月起，受到房企三道红线影响增速放缓，这就促使房企更加依赖加速去化的方式缓解资金压力，个人按揭贷款、定金及预收款的占比或将持续走高，新增投资意愿不断减弱。

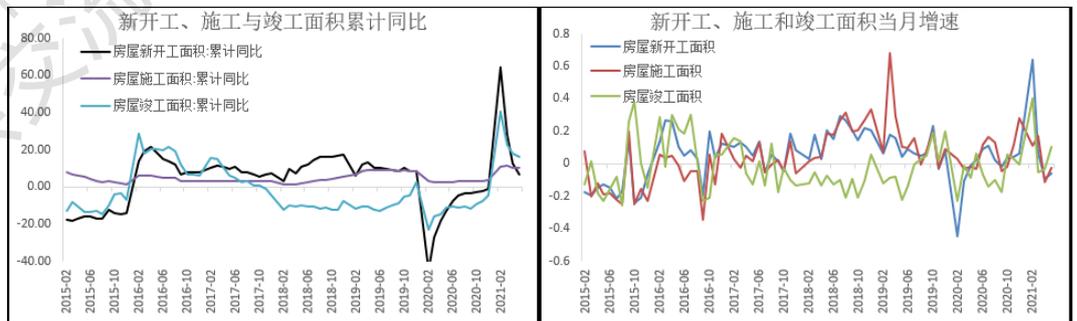
图 6：房地产资金来源



资料来源：Wind 南华研究

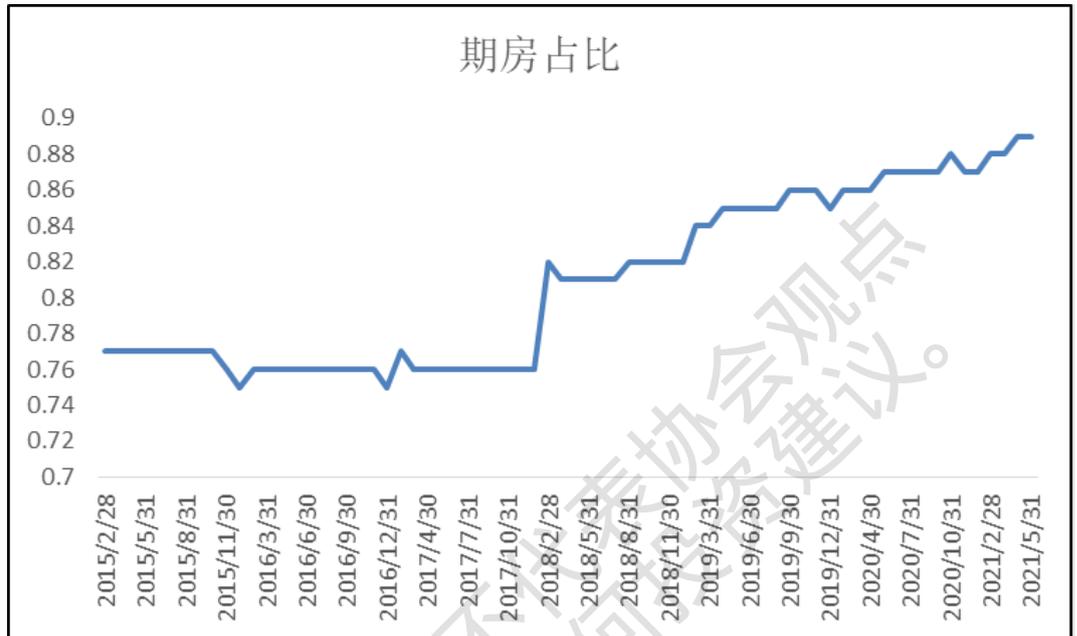
房地产投资分项指标分化也比较明显，2021 年 1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 839962 万平方米，同比增长 10.1%，其中住宅施工面积 593318 万平方米，增长 10.5%，房屋新开工面积 74349 万平方米，增长 6.9%，其中住宅新开工面积 55515 万平方米，增长 9.1%，房屋竣工面积 27583 万平方米，增长 16.4%，其中住宅竣工面积 19880 万平方米，增长 18.5%。2021 年 1-5 月房地产投资的主要支撑仍在于存量施工环节，新开工增速的下行趋势逐渐确认，融资三道红线约束下，房企融资依然承压，多以抢施工、促回款为主，房地产投资在融资监管的背景下有望继续延续施工韧性，同时房企也为改善融资指标将继续加大储备土地的建设开发，此外由于 17-20 年均处于高周转模式下的期房销售高峰，房地产行业积累了较大体量的施工项目，施工和竣工面积增速有望继续保持较强韧性，继续支撑钢材需求。

图 7：新开工、施工、竣工



资料来源：Wind 南华研究

图 8：期房占比

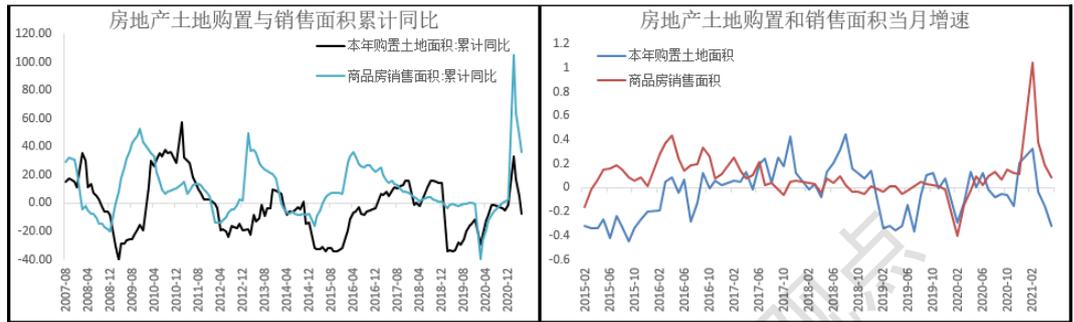


资料来源：Wind 南华研究

房地产开发过程当中，涉及融资的包括拿地、开发、销售的环节，开发是为了提前获得销售回款，回笼资金降杠杆，拿地是房地产企业加杠杆的过程，随着三条红线监管的落实执行，房地产企业拿地的增速逐渐趋于回落，此外也受到集中供地的影响，目前地方政府的供地依旧偏少，造成土地溢价率高、成交率高的局面，如果未来供地面积有所改善，也将会缓解房企拿地增速下滑的局面，土地成交也将稍有改善。

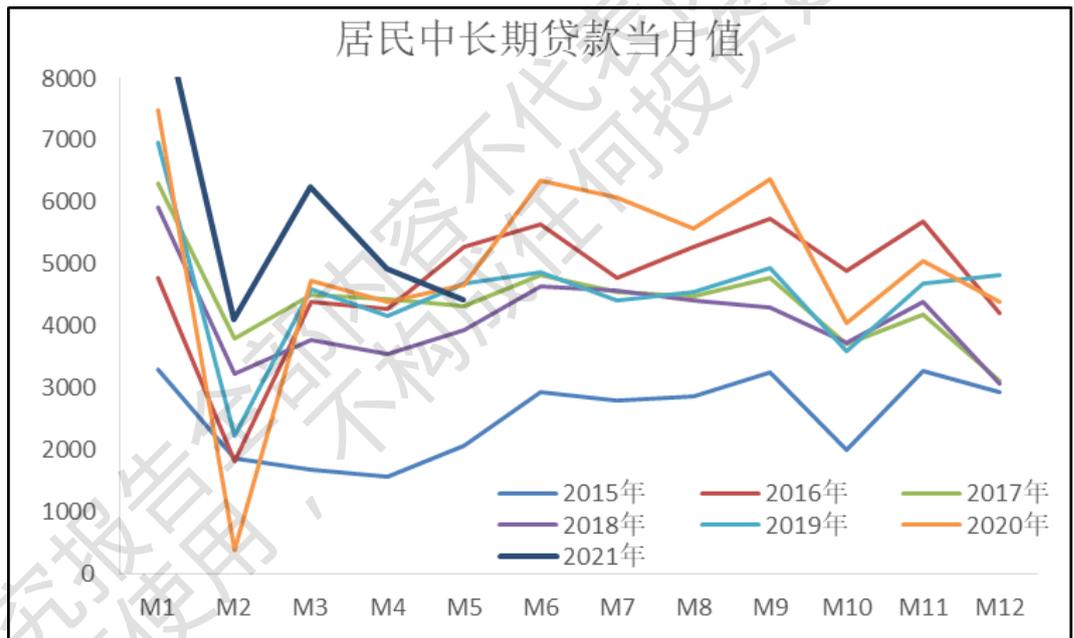
2021 年 1-5 月份，房地产开发企业土地购置面积 4396 万平方米，同比下降 7.5%，5 月单月同比下滑至-31.6%，土地成交价款 1931 亿元，下降 20.5%。房企销售增速也基本呈现较为明显的回落态势，2021 年 1-5 月份，商品房销售面积 66383 万平方米，同比增长 36.3%，比 2019 年 1-5 月份增长 19.6%，两年平均增长 9.3%。商品房销售额 70534 亿元，增长 52.4%，比 2019 年 1-5 月份增长 36.2%，两年平均增长 16.7%。其中，住宅销售额增长 56.5%，办公楼销售额增长 24.9%。在部分地区限购限售等政策持续影响之下，销售增速也逐渐回落，且从季节性来看，回落幅度略超预期，但我们认为，在通胀预期和限价政策下，二手房溢价仍偏高，销售增速很难出现持续偏弱的局面，总体上下半年增速或将略低于上半年，全年正增长。在房企拿地和销售面积等前置指标均出现较为明显的回落趋势影响下，房地产投资增速当前主要受存量施工影响，未来大概率将呈现缓慢回落态势。

图9：房企拿地和销售面积增速



资料来源：Wind 南华研究

图10：居民中长期贷款



资料来源：Wind 南华研究

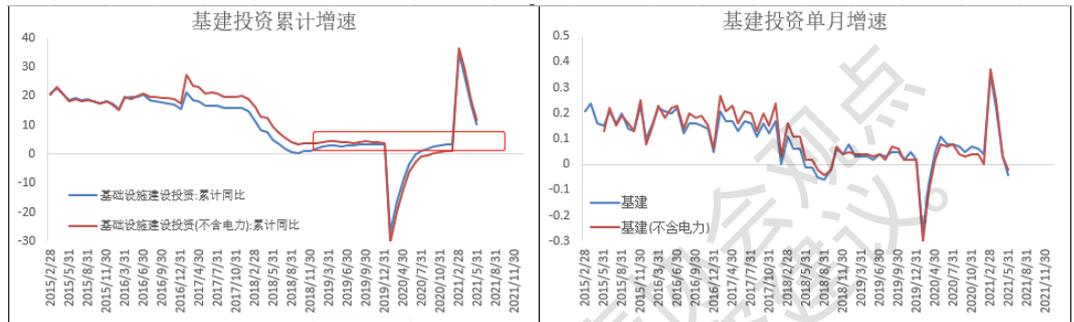
综上所述，我们认为房地产投资韧性主要依赖于当前体量较大的存量施工，下半年将继续支撑房地产耗钢需求。今年以来，房地产行业坚持房住不炒的总基调，限购限售政策抑制投机炒作，房地产销售增速趋于回落，同时对房企融资监管不断规范强化，在房企销售回款逐渐下滑以及集中供地仍偏少的影响下，房企拿地也逐渐趋于回落，随着前端指标拿地和销售增速的逐渐回落，未来房地产投资增速大概率逐渐开始下滑。

1.2. 基础设施投资逐渐放缓

疫情影响去年基数较低，也就造成今年固定资产投资和基建投资增速均呈现大幅提升，2021年1-5月份，全国固定资产投资193917亿元，同比增长15.4%，比2019年1-5月份增长8.5%，两年平均增长4.2%。虽然基建投资延续高增长，但增速也呈逐月递减趋势，总体国内经济运行良好，市场通胀预期偏强，逆周期调节必要性有所降低，1-5月

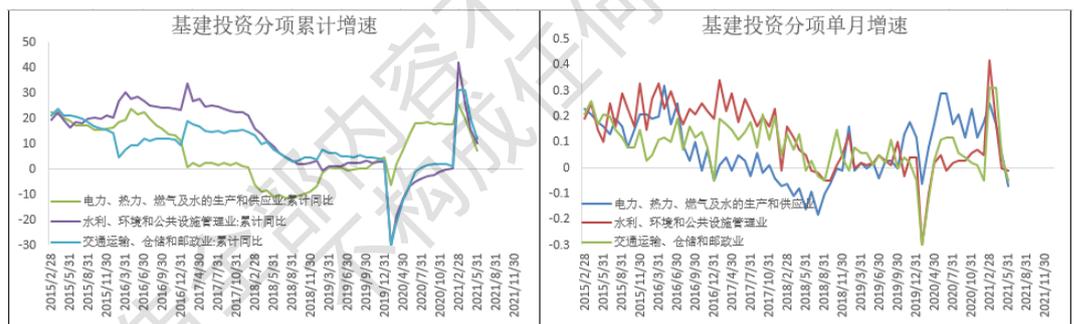
份，基础设施投资同比增长 11.8%，两年平均增速为 2.6%，比 1-4 月份提高 0.2 个百分点。其中，水利管理业投资增长 15.4%，公共设施管理业投资增长 8.7%，道路运输业投资增长 10.6%，铁路运输业投资增长 7.1%。我们认为，下半年基建增速将逐渐回归至 2018-2019 年低增速的局面。

图 11：基建增速



资料来源：Wind 南华研究

图 12：基建分项增速



资料来源：Wind 南华研究

按照年初十四五规划纲要内容，十四五期间，基础设施仍为重要建设内容之一，但投资结构将不断优化，投资空间持续拓展，主要建设领域包括“两新一重”重大工程、城镇化建设、区域一体化、生态园林建设等，基础设施、市政工程、农村建设和民生保障等多个领域，补短板仍待加快需求，建筑行业政策支持力度仍强劲，作为十四五的开局之年，基建耗钢需求有望得到较强支撑。

从资金来源上来看，根据年初政府工作报告，今年新增专项债额度总计 36500 亿元，新增专项债规模依然维持在历史高位，有利于稳投资、补短板，但赤字率有所降低，新增专项债额度也相比去年减少 1000 亿元。

表 13：近三年政府工作报告关于财政政策的表述

	2019 年	2020 年	2021 年
总基调	积极的财政政策要 加力提效	积极的财政政策要 更加积极有为	积极的财政政策要提质增 效、更可持续
赤字率	2.60%	3.60%	3.20%
赤字规模	2.76 万亿	3.76 万亿	无具体表述

财政支出	大于 23 万亿	无具体表述	财政支出总规模比去年增加
专项债	2.15 万亿	3.75 万亿	3.65 万亿
基建	中央预算内投资 5776 亿, 完成铁路投资 8000 亿、公路水运投资 1.8 万亿	中央预算内投资 6000 亿, 新增铁路建设资本金 1000 亿	中央预算内投资 6100 亿, 继续支持促进区域协调发展的重大工程, 更多向惠及面广的民生项目倾斜

资料来源: 公开资料整理 南华研究

在项目相对较多的情况下, 专项债的释放、到位, 有助于基建端用钢需求释放, 2021 年 5 月专项债发行超过 3500 亿元, 发放进度有所加快, 目前仍剩余近 3 万亿限额待发放, 预计 6-10 月月均发放将超过 5000 亿元, 基建端用钢需求的企稳将发挥一定的托底作用。

图 14: 专项债月度发行量



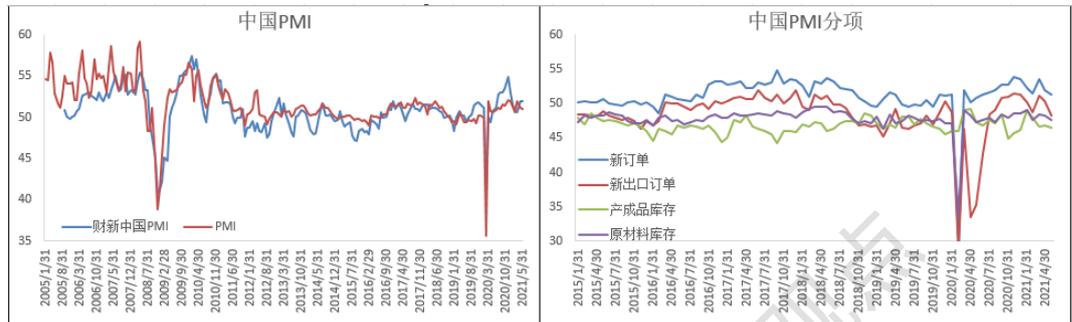
资料来源: Wind 南华研究

总的来说, 基建作为逆周期调节的重要抓手, 同时今年也是十四五规划开局之年, 相关重大工程建设有望迎来开工建设, 带动基建投资增长, 但随着国内经济稳步恢复, 疫苗不断投放带来的全球经济复苏, PPI 等物价指数大幅上行, 通胀压力逐渐加大, 财政政策刺激边际上或有收紧趋势, 地方政府专项债增幅或将缩小, 我们预计全年基建投资将会延续低速平稳的态势。

1.3. 制造业景气度维持, 但边际也有放缓

中国 5 月财新制造业 PMI 较上月 51.9 微升 0.1 个百分点至 52, 为 2021 年以来最高值, 从分项数据来看, 5 月新订单指数录得 2021 年内高点, 新出口订单指数则继续攀升至 2020 年 12 月以来高点。

图 15：中国 PMI

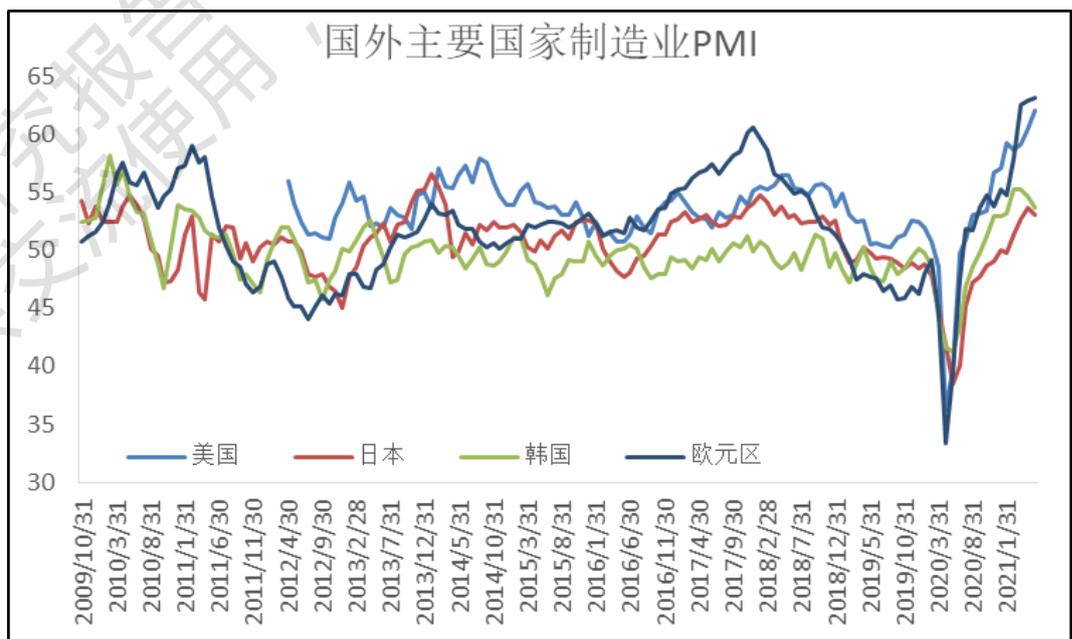


资料来源：Wind 南华研究

但统计局 5 月制造业 PMI 为 51，较上月微降 0.1 个百分点，且呈现生产扩张加快而需求增长放缓的局面，两者出现了背离，统计局 PMI 表明生产强、订单弱，而财新 PMI 表明生产弱、订单强，侧面反映中小企业产需情况与大中型企业总体上出现分化。总体而言，制造业继续保持扩张，海内外需求强劲，供给稳步恢复，就业市场保持稳定，制造业景气度仍维持较高水平，后疫情时代经济恢复动能犹在。

美国 5 月制造业采购经理人指数从上月的 60.7 升至 61.2，数据表现强于 60.9 的市场预期，连续 12 个月维持扩张表现，连续第 12 个月增长，分项数据来看，订单和供应商交付分项指数表现均较为强劲，而库存指数表现偏弱却凸显经济需求强劲，生产和就业项高位回落，原材料和劳动力短缺限制了生产，由于零部件和工人短缺造成的工人缺勤和短期停工继续限制着制造业的增长潜力。虽然，生产项和就业项限制了美国制造业的增长潜力，但是美国制造业表现依然超预期强劲，为经济复苏提供动力，带动经济继续修复，制造业表现已基本接近到疫情前的正常水平。

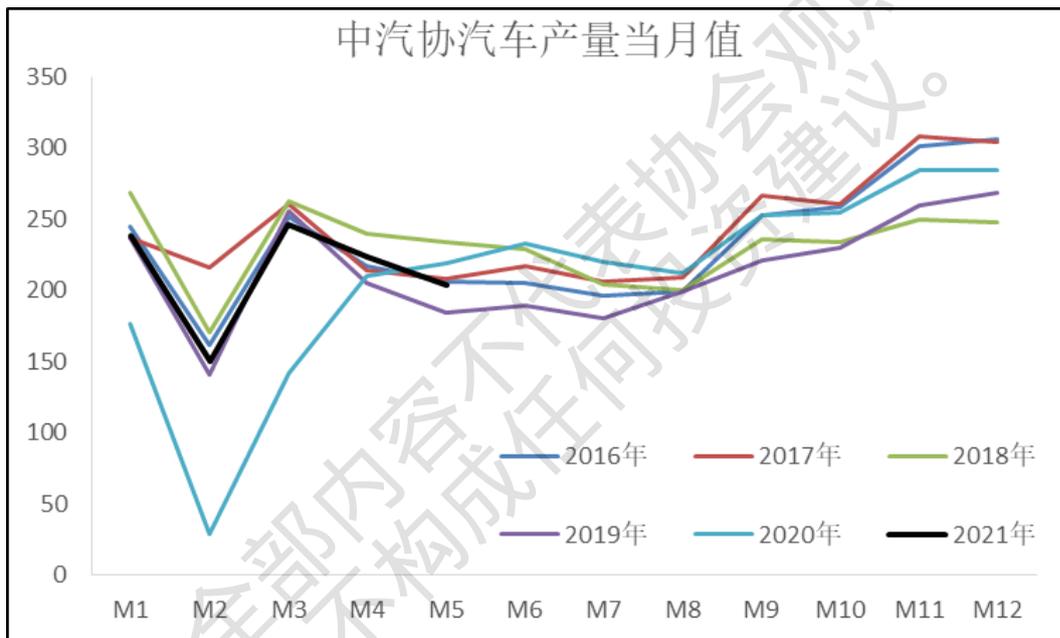
图 16：主要发达国家 PMI



资料来源：Wind 南华研究

中汽协发布 5 月汽车产销数据，2021 年 5 月，我国汽车产销分别为 204.0 万辆和 212.8 万辆，环比下降 8.7%和 5.5%，同比下降 6.8%和 3.1%，但与 2019 年同期相比，5 月产销同比分别增长 10.3%和 11.1%，其中产量增幅比 4 月扩大 1.6 个百分点，销量增幅比 4 月回落 2.4 个百分点，2021 年 1-5 月，汽车产销分别完成 1062.6 万辆和 1087.5 万辆，同比分别增长 36.4%和 36.6%，增幅比 1-4 月继续回落 17 和 15.2 个百分点，与 2019 年同期相比，产销同比分别增长 3.6%和 5.8%，增幅比 1-4 月扩大 1.5 和 1.3 个百分点。

图 17：中汽协汽车产量当月值



资料来源：Wind 南华研究

商用车销量下降幅度较大主要是因国六标准切换所致，乘用车销量下降则来自供给端，因芯片短缺，自主品牌和外资品牌生产节奏均有所放缓，不过，5 月汽车出口继续呈现良好发展态势，刷新当月产销历史记录。

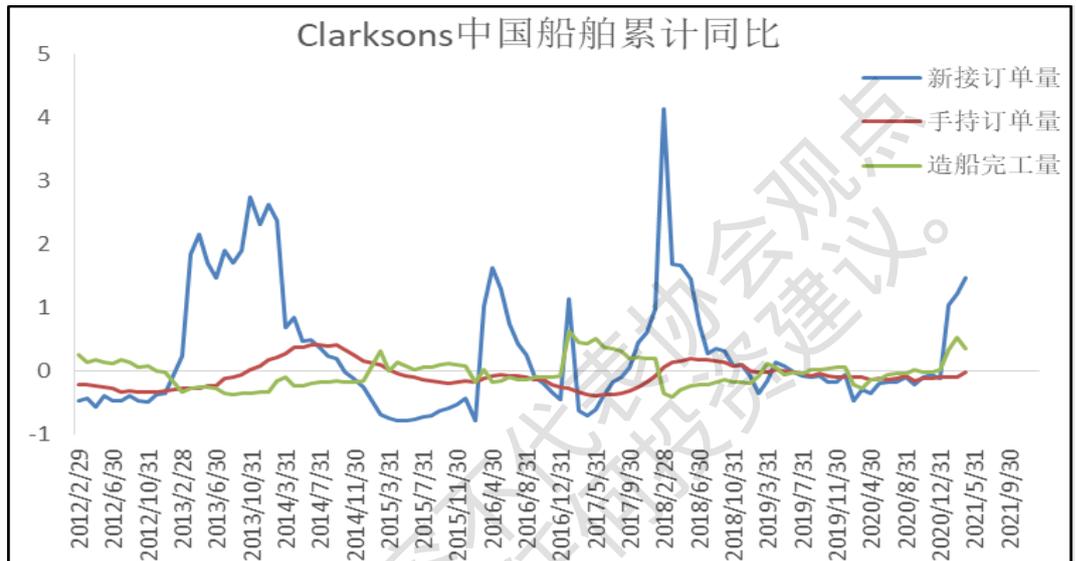
目前我国在车用芯片领域的进口占比达到 90%，汽车运行过程中最为关键的系统芯片，其生产技艺几乎被海外厂家掌握，不过我国的汽车芯片市场规模也将有新的突破，我国企业也在加紧入局汽车芯片生产，二季度汽车芯片短缺将达到最高峰，但我们估计汽车芯片断供情况将在下半年开始缓解，全年有望抹平影响，明年汽车芯片供应有望恢复正常。

展望未来，我国经济内生动能依旧强劲，汽车消费也有望继续延续增长。但全球疫情和经济形势仍然复杂，芯片供应问题也给汽车产业发展带来一定困难，同时原材料价格大幅上涨进一步加大企业成本压力，下半年汽车产销增速或仍将会有小幅回落，但总体产销水平仍将处于相对高位。

在全球造船市场整体修复的背景下，中国造船企业承接新订单大幅增加，手持订单扭转近年来整体持续下滑态势，集装箱船运输市场持续改善，大型集装箱船订单陆续释放，2021 年 1-5 月份，全国造船完工 1686.4 万载重吨，同比增长 26.6%，新承接新船订单 3273.8 万载重吨，同比增长 182.6%，5 月底，手持船舶订单 8500.4 万载重吨，同

比增长 6.4%，比 2020 年底手持订单增长 19.5%。我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 41.1%、53.3%和 46.8%，1-5 月份，我国造船三大指标国际市场份额以载重吨计和修正总吨计都保持世界领先。

图 18：船舶订单累计增速

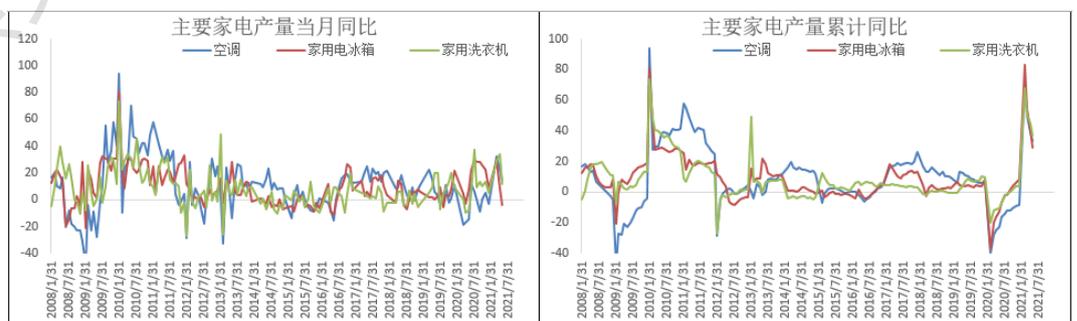


资料来源：Wind 南华研究

产业在线数据显示，2021 年 4 月空调产量 1595.9 万台，同比增加 9.9%，在去年同期低基数的影响下，同比增速大幅提升，销量 1527.6 万台，同比增加 6.5%，增速持续提升，内销 759.50 万台，同比增加 7.1%，内销同比增速提升明显，外销 768.1 万台，同比增加 5.8%，外销同比增速环比有所回落。4 月洗衣机产量 534.5 万台，同比增长 11.7%，销量 544.7 万台，同比提升 11.3%，其中内销 351.1 万台，同比增加 5.80%，外销 193.7 万台，同比增长 22.8%。4 月冰箱产量 719.9 万台，同比增长 6.4%，销量 717.7 万台，同比上涨 8.8%，其中内销 329.1 万台，同比下降 5.3%，外销 388 万台，同比增长 24.7%，外销同比增速回暖明显。

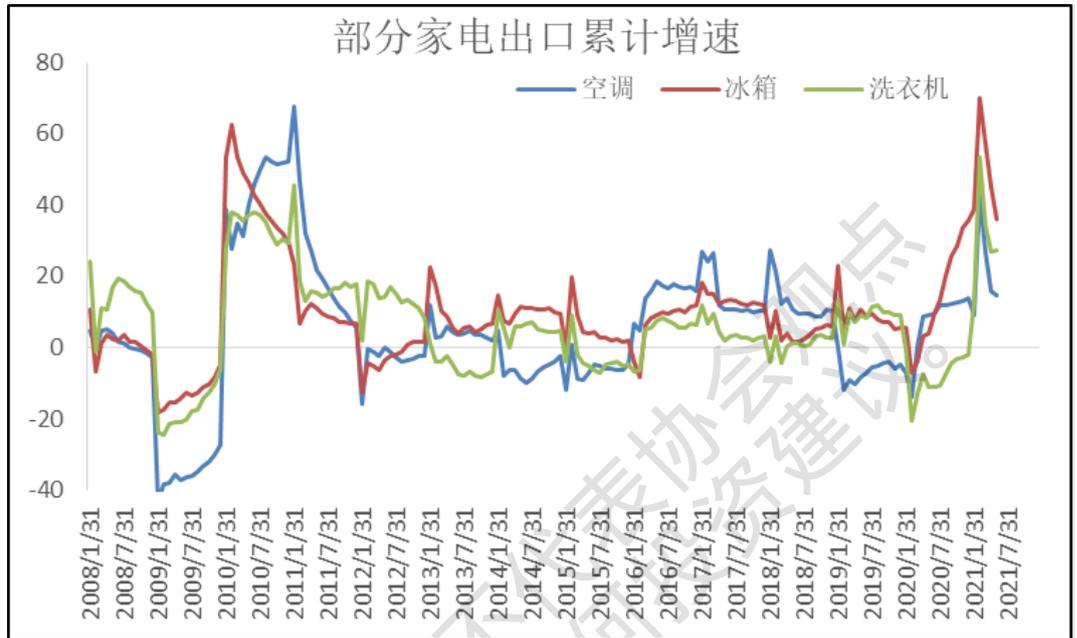
疫情过后，房地产销售及竣工数据回归常态的趋势仍有望带来家电需求的复苏，在房地产好转预期下，预计行业有望边际改善，行业景气度持续提升。

图 19：主要家电产量累计增速



资料来源：Wind 南华研究

图 20：主要家电出口增速

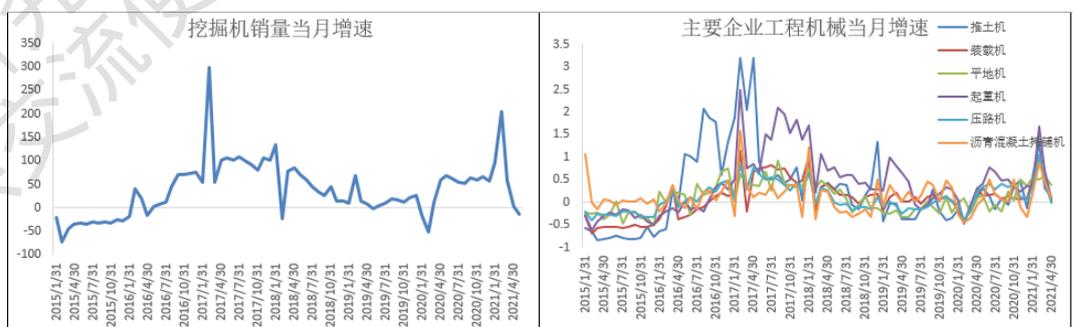


资料来源：Wind 南华研究

受施工季节性影响，5 月挖掘机销量为 2.72 万台，同比下降 14.3%，是 15 个月来首次负增长国内销售增速同比下降 25.2%，呈现加速下滑态势，出口继续保持高增长，同比增长 132%，1-5 月，我国共销售挖掘机 200733 台，同比增长 37.7%，其中国内 176735 台，同比增长 31.7%，出口 23998 台，同比增长 106%。

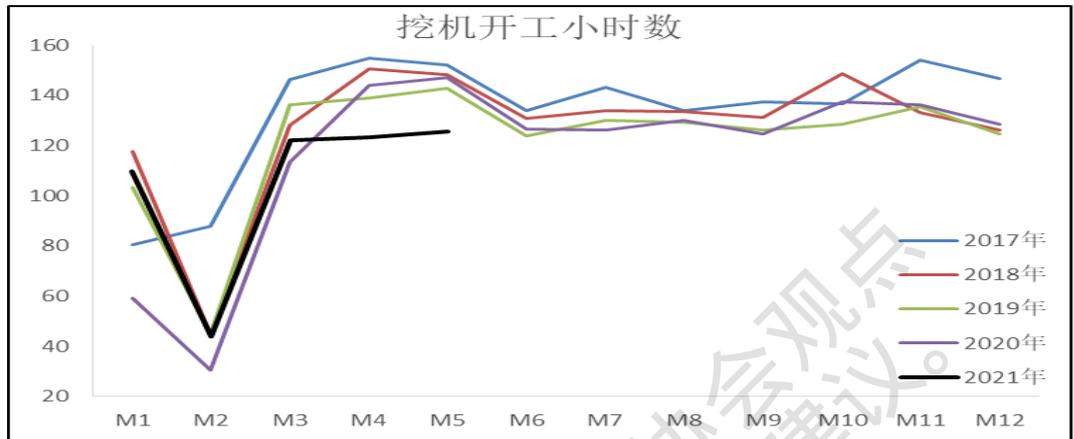
随着疫苗普及后全球疫情逐步缓解，国内外经济恢复性增长势头仍会继续保持，市场对挖掘机等工程机械的需求也会逐渐由爆发式增长变为合理稳定式的需求增长，今年全球经济向好的趋势将会更加明显，工程机械产销增速将从高增速逐渐趋稳。

图 21：工程机械销量增速



资料来源：Wind 南华研究

图 22：工程机械销量保持旺盛



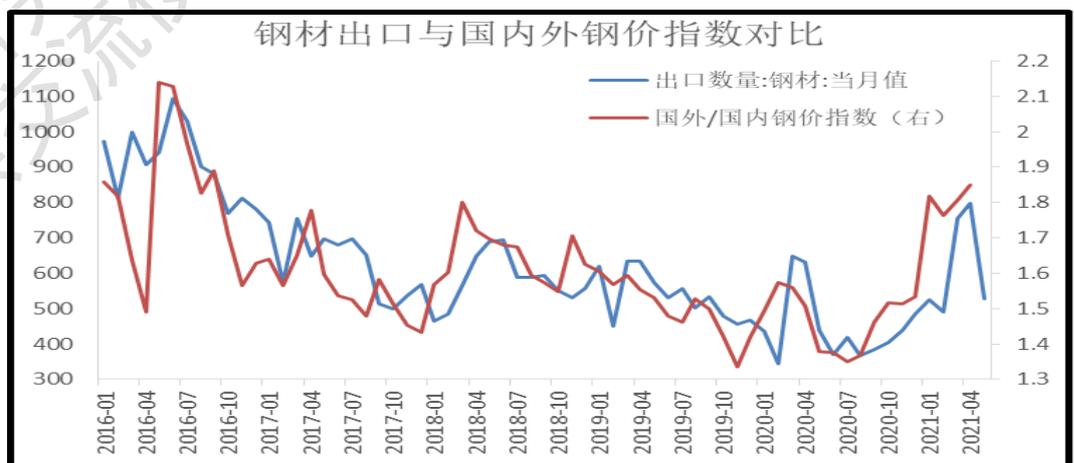
资料来源：Wind 南华研究

1.4. 钢材出口与进口

海关数据显示，1-5 月，我国出口钢材 3092.4 万吨，同比增长 23.7%，进口钢材 609.7 万吨，同比增长 11.6%，5 月当月出口钢材 527.1 万吨，同比增长 19.8%，环比减少 270.2 万吨，与 2019 年同期相比有所下降，进口钢材 120.6 万吨，同比减少 5.8%，环比略有增长。中国钢材出口环比回落一方面是基于国内市场价格大幅波动导致内外价差变化带来的影响，另一方面部分钢材产品的出口退税被取消也对 5 月出口产生了一定的抑制作用。

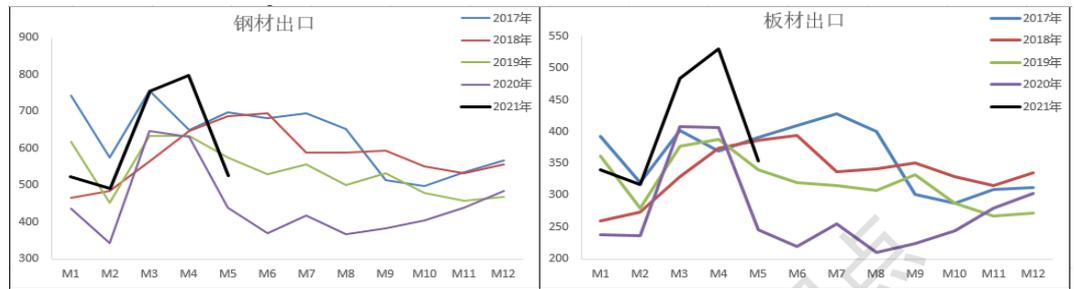
目前海外市场需求偏强、中国国内市场价格企稳的背景下，中国钢铁业新出口订单可能在下半年再度回升，钢材出口或继续保持较大规模。但同时也要注意，随着国外产能的释放，资源紧张局面也在有所缓解，但内外价差持续存在影响下，出口仍将保持旺盛，但高增速或将有所小幅回落。

图 23：国内外钢材价格对比



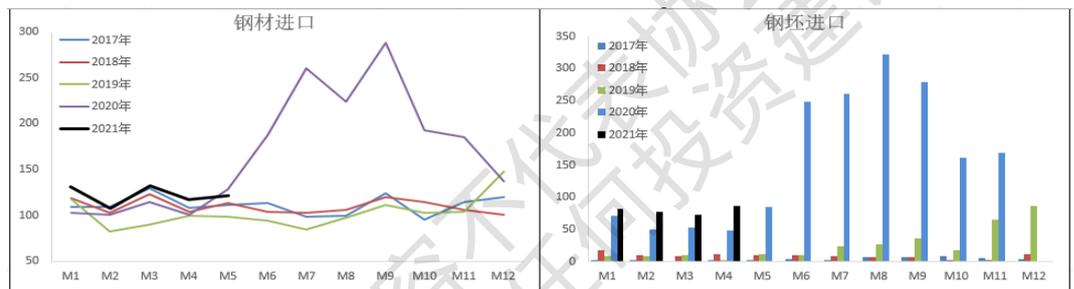
资料来源：Wind 南华研究

图 24：钢材出口当月值



资料来源：Wind 南华研究

图 25：钢材进口



资料来源：Wind 南华研究

1.5. 需求小结

基于对主要钢材下游行业走势的判断，我们预期 2021 年钢材需求从 3-4 月份的高增速逐渐开始趋缓，需求韧性依旧存在，新开工下行确认，存量施工提供房地产和基建耗钢韧性。具体来看，房地产行业仍将继续坚持房住不炒的总基调，严查违规融资流入房地产行业，在三条红线融资监管要求下房企去杠杆压力较大，房企拿地和销售增速均呈现回落态势，高周转模式下累积的存量施工面积赶工提供房地产耗钢韧性，房地产耗钢下半年将会呈现增速逐渐回落的态势；基建方面仍将受到政策支持，但随着经济的持续好转，作为逆周期调节的基建增速将维持平稳小幅增长，继续发挥托底作用；机械方面，工程机械行业产销在经济回暖仍有望保持较快增长，但增速或将也从高增速逐渐回归平稳；汽车行业中长期复苏向好；出口虽阶段性转弱，但海外复苏未尽，出口仍将维持较高同比增速，延缓国内需求高增速的回落趋势。节奏上，6-7 月是钢材需求的传统淡季，用钢需求有季节性转弱预期，下半年总体仍将保持韧性，钢材需求增速回落趋势将会偏缓。

第2章 钢材供给与库存

2.1. 钢铁行业碳达峰、碳中和的必要性和长期性

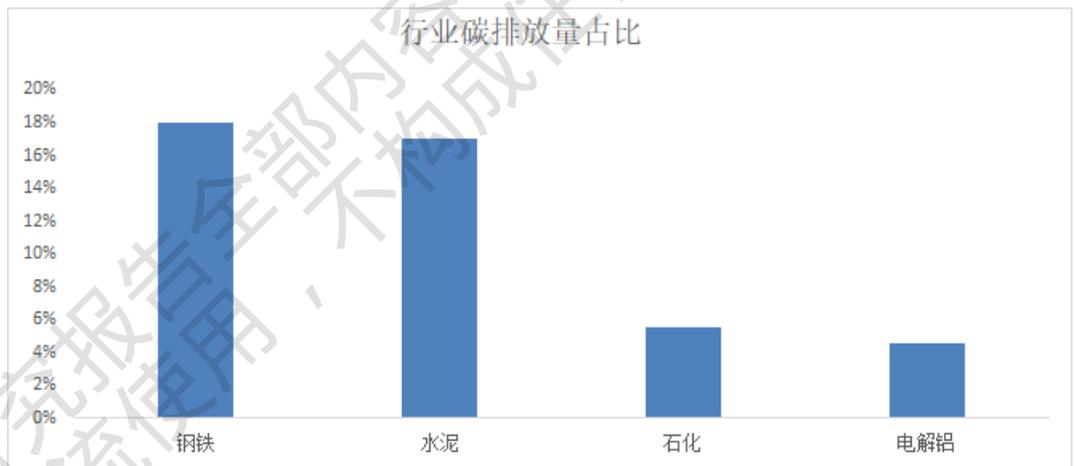
碳达峰是指全球、国家、城市、企业等主体的碳排在由升转降的过程中，碳排放的最高点即碳峰值。碳中和是指人为排放量与通过植树造林，碳捕捉与封存 (CCS) 技术等人为吸收汇达平衡，狭义上指二氧化碳排放，广义也可指所有温室气体排放。

2020 年 9 月 22 日，习近平主席在联合国一般性辩论时宣布中国二氧化碳排放量力争在 2030 年达到峰值，2060 年前实现碳中和。2020 年 12 月 12 日，习近平主席在气候雄心峰会上进一步提出了中国国家自主贡献新举措，即到 2030 年单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源资源占一次能源消费比重将达到 25%左右，森林蓄积量比 2005 年增加 60 亿立方米，风能、太阳能发电量将达到 12 亿千瓦以上。

中国已处于工业化后期并逐步向后工业化阶段迈进，具备了实现“双碳目标”的底气。我国固定资产投资占 GDP 比重的拐点已经出现，固定投资的需求也趋于减少，依赖粗放地投资拉动经济增长的模式越来越难以为继。我国城镇化率已于 2019 年突破 60%，城镇化的速率已经出现明显的放缓，无论是未来城镇化的空间还是城镇化的增速均十分有限。因此，当下提出“碳达峰、碳中和”，源于中国经济社会的深刻变化。按照发达国家的发展规律，一般进入工业化后期或者后工业化阶段，以服务业为主的第三产业将成为经济的支柱产业，整个社会对能源消费的依赖将会相对降低，单位碳排放亦将逐步降低，对照中国当前产业结构的发展趋势，显然也正在朝低碳这一方向发展。

我国目前的碳排放总量位居全球第一，且近年来碳排放量仍在连年上升，碳排放形势较为严峻。钢铁行业作为传统的高能耗行业，是国内碳排放大户，碳排放量位居制造业首位，在国内碳达峰和碳中和的战略目标下，钢铁行业也面临着严峻的挑战。

图 26：钢铁行业碳排放占比较高



资料来源：公开资料整理 南华研究

根据冶金工业规划院测算，我国钢铁行业碳排放量占整体制造业碳排放量的 18%左右，是碳排放量最高的工业门类。传统的高炉产业链，不单单造成了自身炼钢的碳排放，还带来了上游焦化厂和铁矿烧结造球的碳排放，整条产业链合计导致的吨钢碳排放约 2.62 吨。独立电弧炉产业链自身碳排放较小，耗电远低于其他制造业，整条产业链合计导致的吨钢碳排放为 0.66 吨。

表 27：高炉产业链碳排放

高炉产业链碳排放	高炉炉料	焦炭	喷吹煤	其他	焦炭上游	烧结	炼钢	轧钢	铁渣钢渣	粗钢留存	焦副留存	总碳排放
吨钢碳	1.5	1.14	0.35	0.00	0.22	0.48	0.44	0.1	-	-	-	2.62

排放				5	4		8		0.00	0.01	0.11	
									57		5	

资料来源：SMM 公开资料整理 南华研究

表 28：电炉产业链碳排放

电炉产业链碳排放	电炉炉料	废钢	电级	其他	电极上游	耗电上游	轧钢	钢渣	粗钢留存	总碳排放
吨钢碳排放	0.08	0.0107	0.059	0.011	0.01	0.48	0.1	-0.002	-0.01	0.66

资料来源：公开资料整理 南华研究

根据相关统计，2020 年炼钢产业链整体碳排放达到了 21.77 亿吨，同比增 7.8%，增速继续扩大，并不符合碳达峰计划中增速放缓的要求，十四五内钢铁行业碳排放已无提升空间，2021 年钢铁行业碳排放下滑将是碳达峰计划重中之重。

表 29：测算钢铁行业碳排放

	电炉产业链碳排放	高炉产业链碳排放	合计	占行业比例	电炉产业链碳排放增速	高炉产业链碳排放增速	合计增速
2017 年	7275	185963	193238	19.30%			
2018 年	8707	188187	196894	19.50%	0.196838	0.011959	0.01892
2019 年	9365	192618	201983	19.80%	0.075571	0.023546	0.025846
2020 年	9738	207977	217715	21.10%	0.039829	0.079738	0.077888

资料来源：产量*碳排放系数，单位：万吨 南华研究

但近两年处于产能置换投放的高峰期，今年二三季度仍将有部分产能计划投产。若 2021 年钢铁产业链新增产能顺利投产并达到满产，碳排放增速和占比将会降一补扩大，目前大概率会通过控制产能投产或长流程钢材减产来控制钢铁行业碳排放量，目前我们看到，一方面工信部制定新的产能置换方案，一方面部分区域限产持续执行，在政策逐渐影响下，未来粗钢产量下降趋势或将长期存在。

表 30：产能置换与投放计划

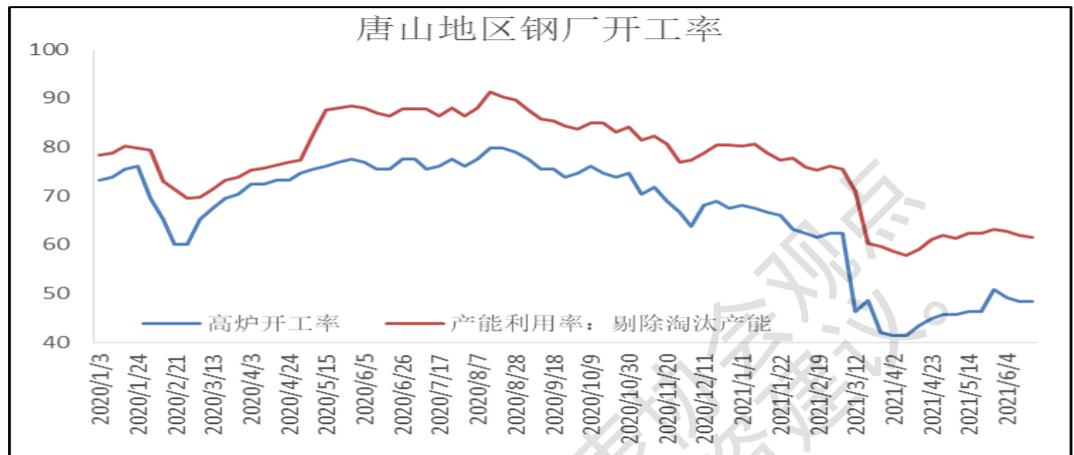
	新建粗钢产能	新建铁水产能	新建粗钢产能调整	新建铁水产能调整	淘汰粗钢产能	淘汰铁水产能
2021Q2	1462	1374	1754	1649	955	558
2021Q3	860	1585	1032	1903	110	304
2021Q4	1836	1188	2203	1426	1770	1526

资料来源：Mysteel 南华研究 备注：调整*1.2，单位：万吨

碳排放背景下，唐山作为国内钢厂重镇，限产政策也频繁公布，执行力度也明显加强，截至 3 月 21 日，唐山市相关部门执行全年钢企限产减排措施方案，全力督导钢铁企业落实执行到位：执行时间：自 3 月 20 日 0 时至 12 月 31 日 24 时，执行范围是：全市全流程钢铁企业（首钢迁安、首钢京唐除外）。减排要求：按照 30-50% 的减排比例。从执行跟进情况来看，钢企已经严格按照要求进行高炉的停限产，唐山高炉开工率持续

处于相对偏低水平。

图 31：唐山地区高炉开工率



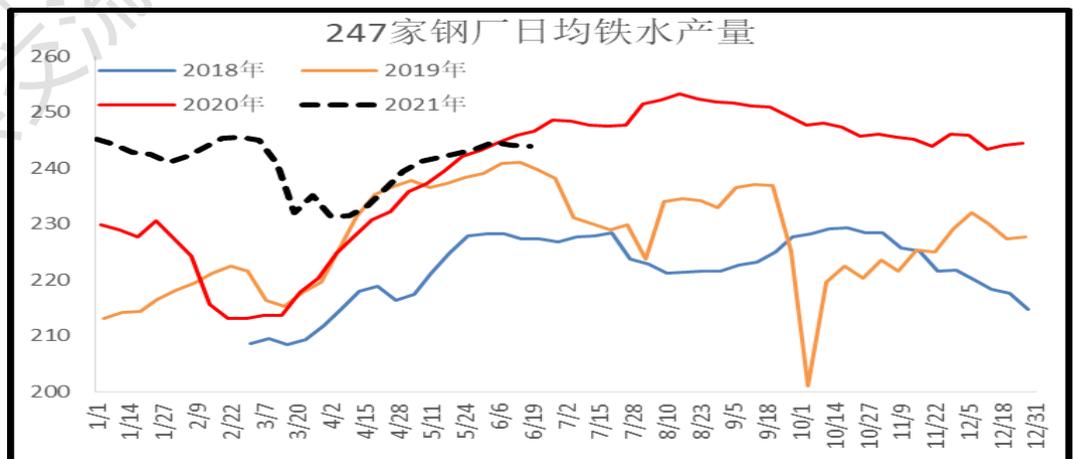
资料来源: Mysteel 南华研究

2.2. 行业利润与产量

一季度高炉铁水出现显著回落，一方面是长流程炼钢利润处于偏低水平，另一方面唐山限产初期对钢厂铁水产生较大影响。二季度随着碳中和下的限产预期逐步升温，叠加旺季需求表现较好，钢材价格出现显著回升，利润也开始大幅增加，钢厂生产积极性逐渐增强，进而唐山以外的其他钢材主产区产量出现显著上行，其次，因为利润的大幅增加，也导致钢厂通过增加中高品味矿石的入炉配比以及提高废钢添加比例的方式去增产，实际成材产量基本上延续回升态势。

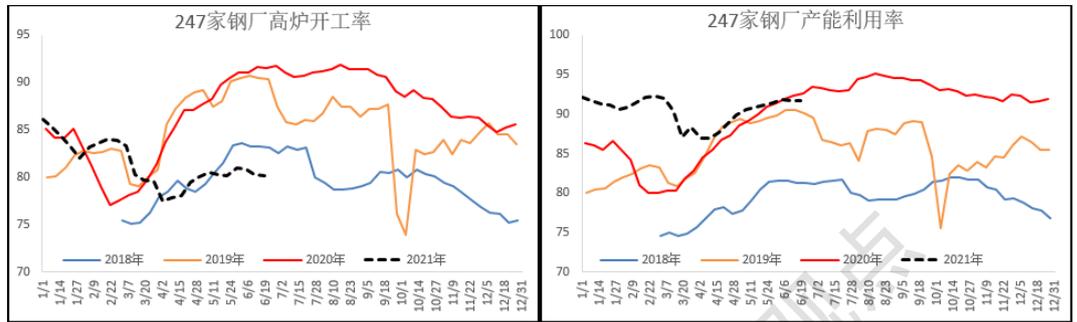
随着 5 月 12 号有关部委对钢价持续大幅上涨的持续关注，多次召开会议监管大宗商品价格的快速上涨和过度投机，市场价格出现大幅回落，钢材的高利润也再度下滑至盈亏线附近，随着利润的下滑，铁水产量上升趋势也逐渐放缓，截至 6 月 18 日，已经连续两周回落。

图 32：铁水产量



资料来源: Mysteel 南华研究

图 33：钢厂开工率及产能利用率

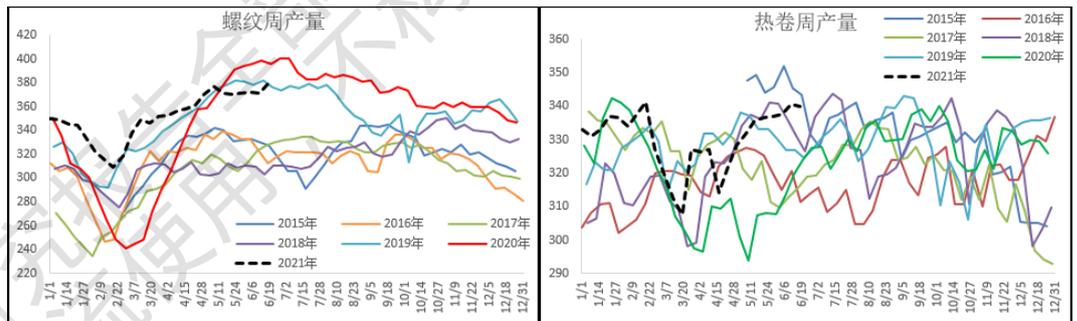


资料来源：Wind 南华研究

成材产量上半年基本保持快速回升，但螺纹和热卷的产量运行趋势上有分化，首先是唐山限产主要是以板材为主，所以热卷产量率先出现回落，其次电炉钢利润在5月份之前也出现明显回升，造成上半年电炉钢产量的趋势大幅增加，贡献螺纹产量上半年的主要增量，然后由于其他钢材主产区因为利润的明显回升积极增产，而热卷的利润表现更好，卷螺差持续扩大刺激铁水更多的流向板材，所以板材产量也在5月份出现趋势性回升。

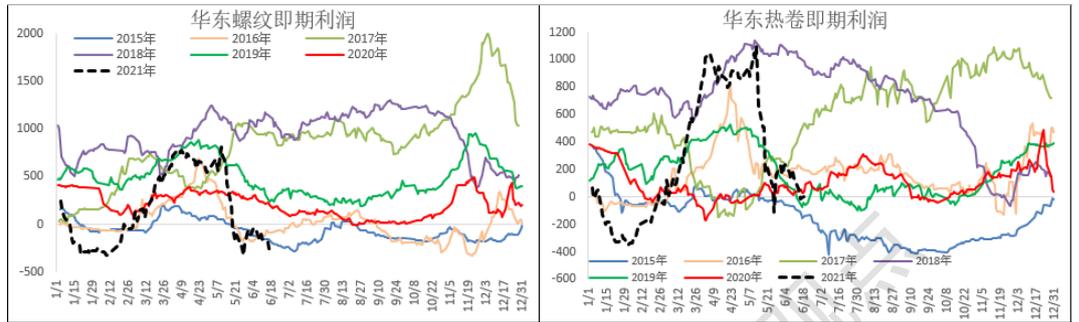
随着监管的加强和淡季因素等影响，炼钢利润运行至偏低区域，钢厂淡季自发减产也将逐渐增多，且从季节性角度来看，成材产量上升趋势将逐渐趋缓，下半年大概率逐渐回落。

图 34：螺卷周产量



资料来源：Wind 南华研究

图 35：螺卷现货即期炼钢利润



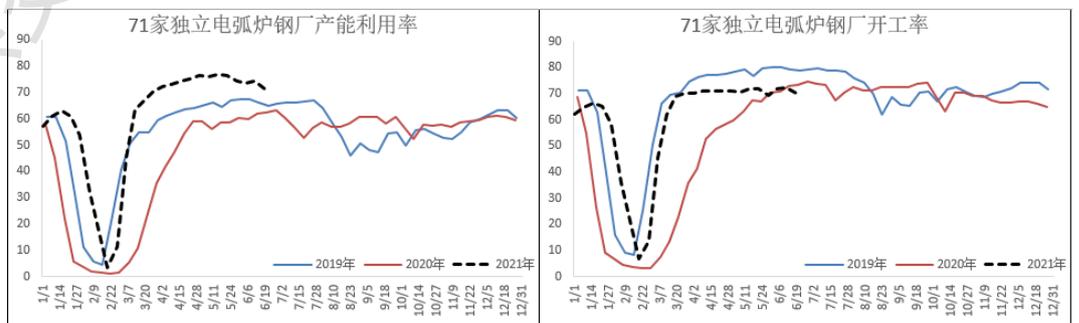
资料来源：Wind 南华研究

图 36：螺卷现货电炉炼钢利润



资料来源：Wind 南华研究

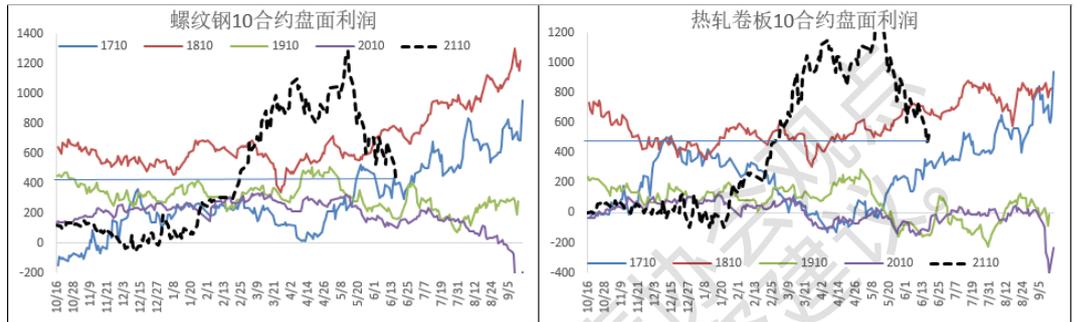
图 37：独立电弧炉开工率和产能利用率



资料来源：Wind 南华研究

盘面利润高于现货利润，一方面来自于市场对于下半年钢铁行业碳中和下的限产预期依旧较强，另一方面成材基差偏弱，原料贴水幅度较大，也就造成盘面利润持续高于现货即期利润，当前盘面利润在 400 元/吨左右，相对适中，下半年大概率围绕在当前盘面利润水平上下波动。

图 38：螺卷盘面利润

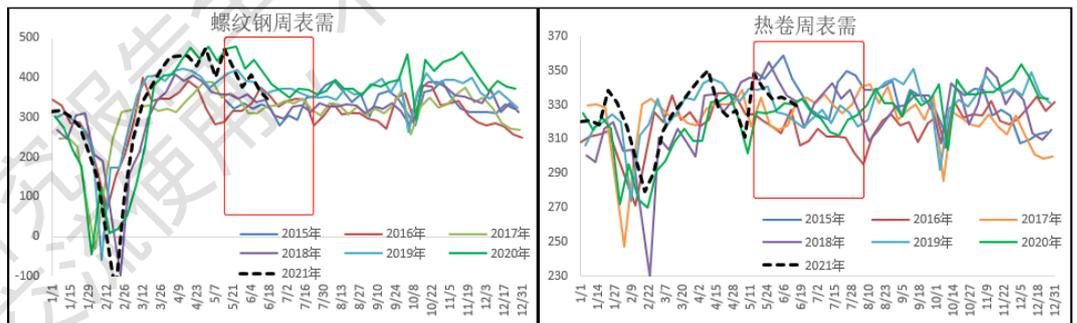


资料来源：Wind 南华研究

2.3. 需求和库存

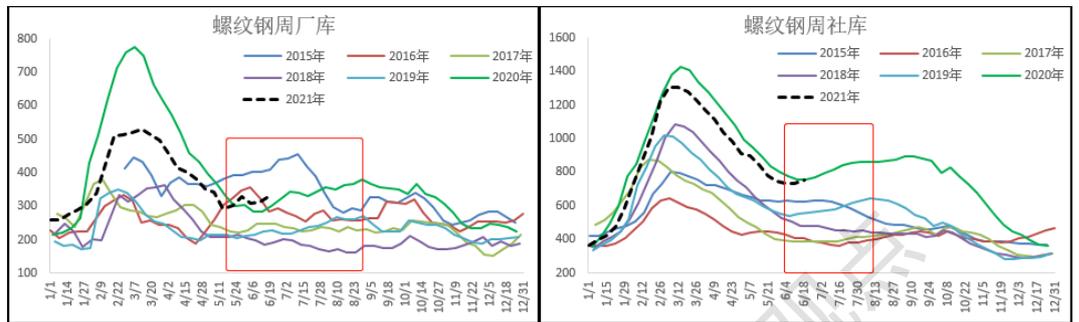
自 5 月中下旬开始，钢材表观需求就出现较为明显的下跌趋势，淡季库存趋于累积，叠加当前政策监管依旧较严格的影响下，市场交投情绪持续偏弱，从季节性淡季持续时间来看，需求最差的时间预计在 7 月中旬左右，如果届时钢材价格仍偏弱，或将刺激一部分投机情绪的释放，我们认为，需求韧性依旧较强，金九银十同样值得期待。

图 39：螺纹钢、热卷周表需



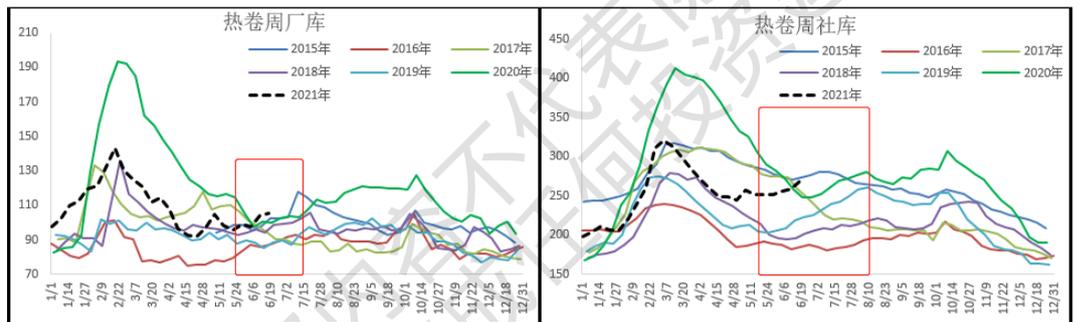
资料来源：Mysteel 南华研究

图 40：螺纹钢库存



资料来源：Mysteel 南华研究

图 41：热卷库存

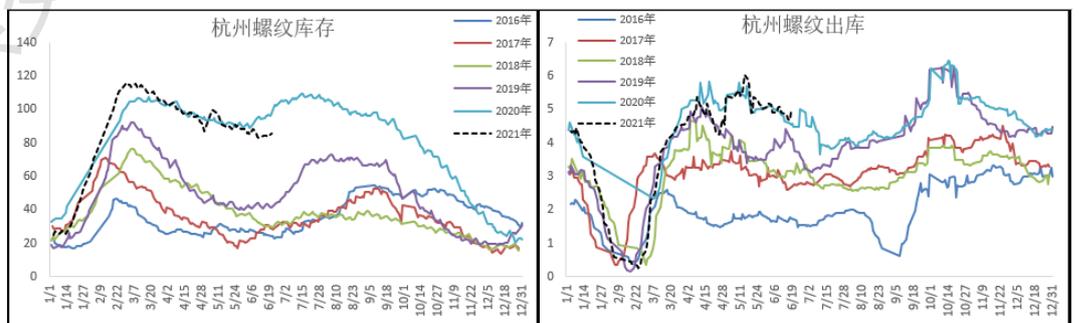


资料来源：Mysteel 南华研究

库存上，热卷社库累积早于建材，主要原因在于 5 月上旬钢价运行至高位，制造业对价格相对敏感，板带需求受高价影响显著放缓，表需下滑明显影响，随着价格快速回落，出现较短的一小波补库，但面临传统淡季影响，同时产量也处于相对高位，库存率先出现较为明显的累积。今年钢材累库较往年略早，主要还是受到上半年钢价持续上涨的影响，5 月份高价导致需求延后或将在淡季逐步释放，对于需求不宜过分悲观。

杭州需求受亚运会前赶工影响，出去相对较好，库存累积较往年有所延后，且相对去年高库存来说，当前淡季背景下，杭州库存仍在延续库存去化，预计下半年仍将向好。

图 42：杭州螺纹出库与库存



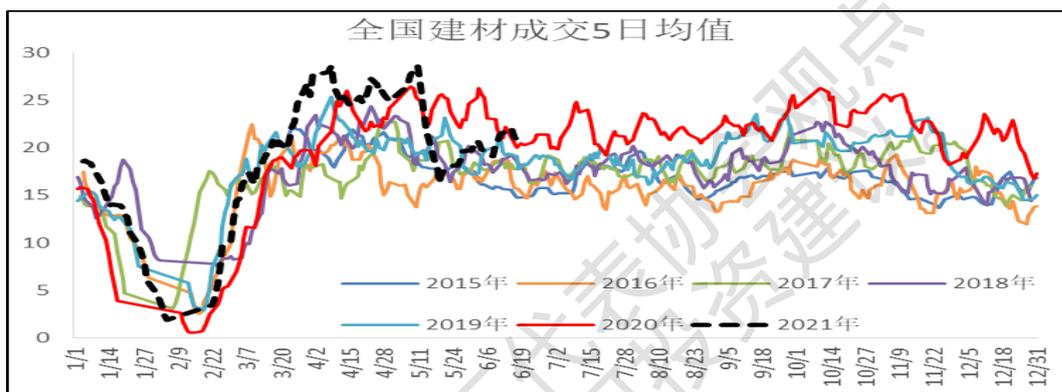
资料来源：公开资料整理 南华研究

从建材成交情况来看，今年 3-4 月建材成交总体水平高于往年同期，但随着价格监

管和市场打压投机囤货等影响，市场情绪降温，交投出现快速回落，但价格在高位下滑逐渐趋稳震荡后，市场回归理性，低价区域成交也有所回暖，目前处于淡季正常水平，分区域来看，华东南表现尚可，华北一般，西南偏差，从近期的区域价差也有所体现。

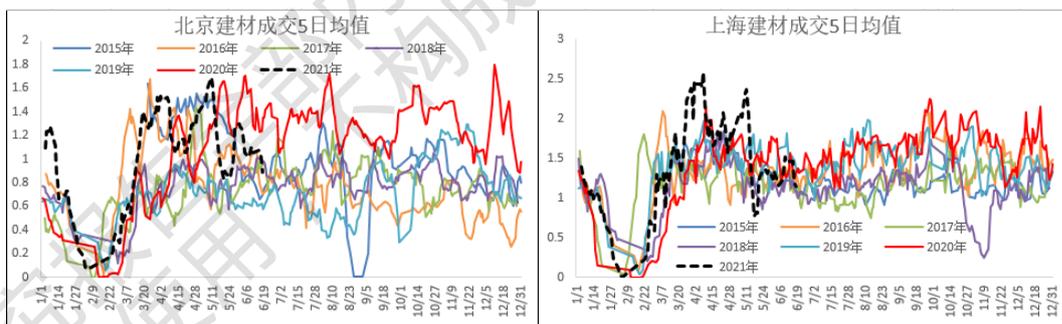
目前淡季成交总体表现尚可，价格目前处于偏低水平震荡，随着淡季需求的进一步回落，投机需求或将在7月中旬逐渐开始有所起色，成交仍将有较强复苏趋势。

图 43: 建材成交



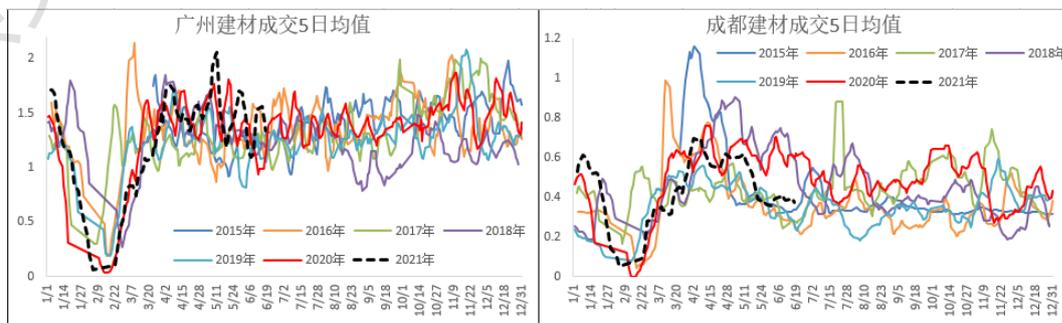
资料来源: Mysteel 南华研究

图 44: 北京、上海建材成交



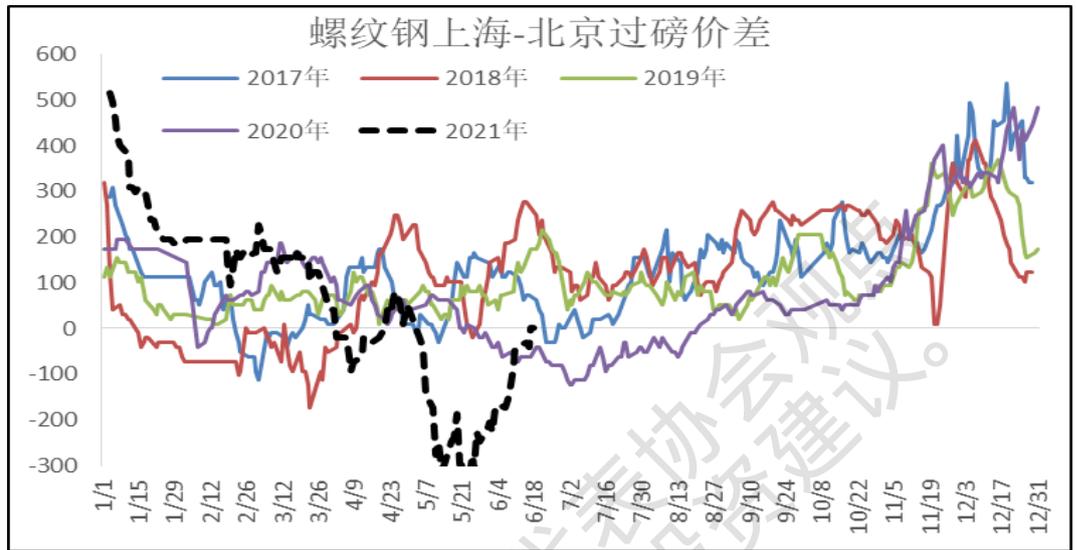
资料来源: Mysteel 南华研究

图 45: 广州、成都建材成交



资料来源: Mysteel 南华研究

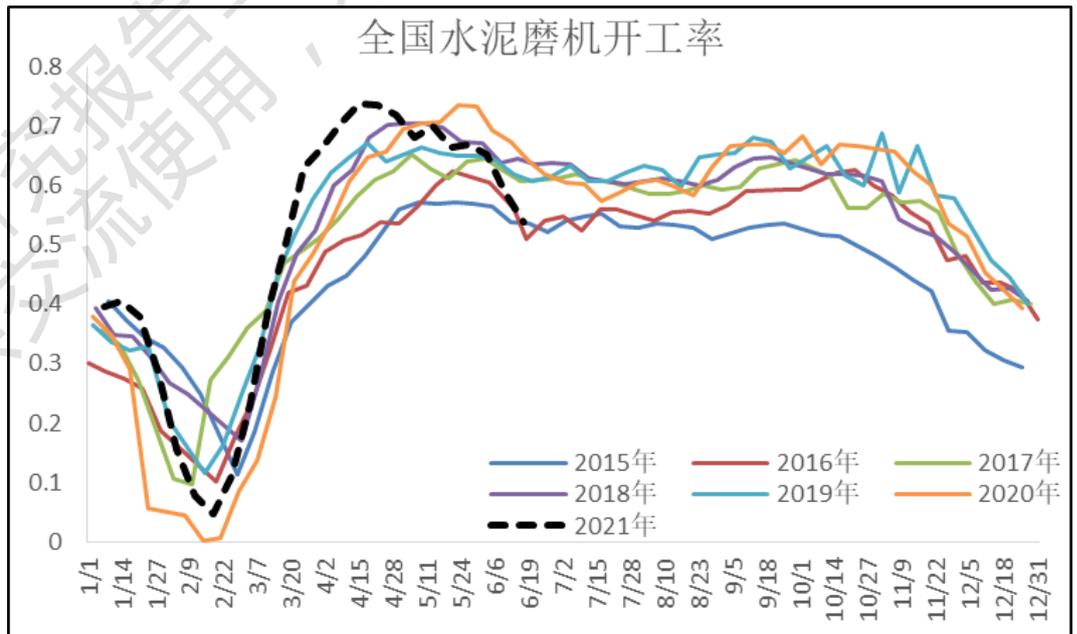
图 46: 华东华北建材价差



资料来源: Mysteel 南华研究

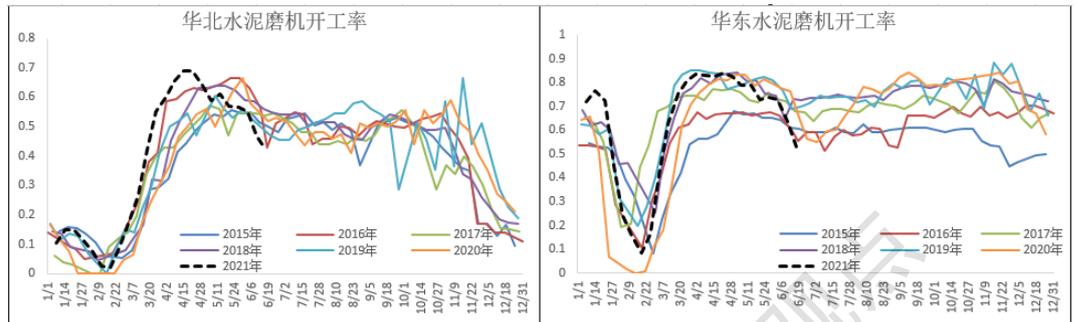
水泥作为反应建筑钢材终端需求的另一重要因素，今年水泥开工特征同样反映出较为明显的季节性特征，上半年回升趋势良好，且出现较为明显的同比增量，显示上半年旺季需求旺盛，和表需、成交等指标验证，而随着钢价进去高价区域，工程项目也受到显著影响，部分区域工地出现施工放缓的情况，同时淡季因素也开始逐渐累积，水泥开工应声而下，目前跌至偏低区域，也反映当前终端需求偏弱的局面。

图 47: 水泥开工率



资料来源: 卓创资讯 南华研究

图 48：华北、华东水泥开工率

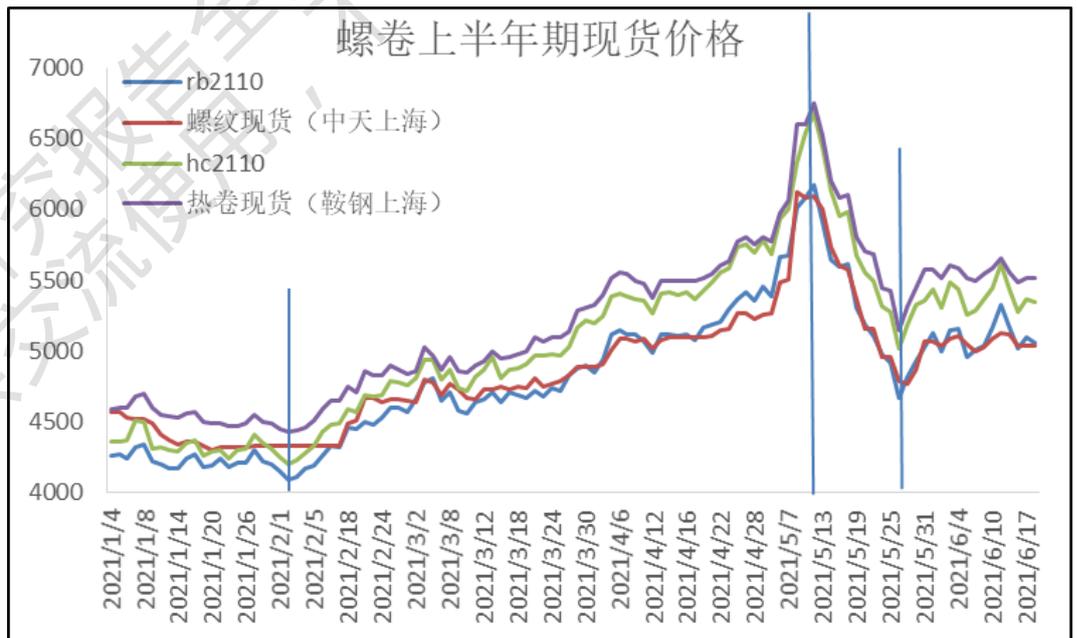


资料来源：卓创资讯 南华研究

2.4. 基差及月间情况

上半年钢价运行主要分为三个阶段，第一阶段是春节后至5月中旬的趋势上涨，主要原因来自三个方面，一是宏观环境和政策的宽松氛围推动全球经济的复苏和通胀预期大幅上行，二是需求韧性继续保持，内需表现偏强，外需同比增量也比较明显，三是碳中和下的限产预期强烈，唐山执行全年限产，开工率出现显著回落。第二阶段是5月中旬至下旬的价格大幅回落，主要原因在有关部委对大宗商品涨价的持续关注，钢价上涨对工程和下游制造业均产生显著影响，同时市场投机情绪恶化，囤货现象普遍，进一步给市场造成资源短缺的假象，在监管的影响下，价格出现快速回落。第三阶段是6月开始的震荡，一方面是成本支撑，一方面是低价区域市场成交有好转迹象。

图 49：上半年价格回顾



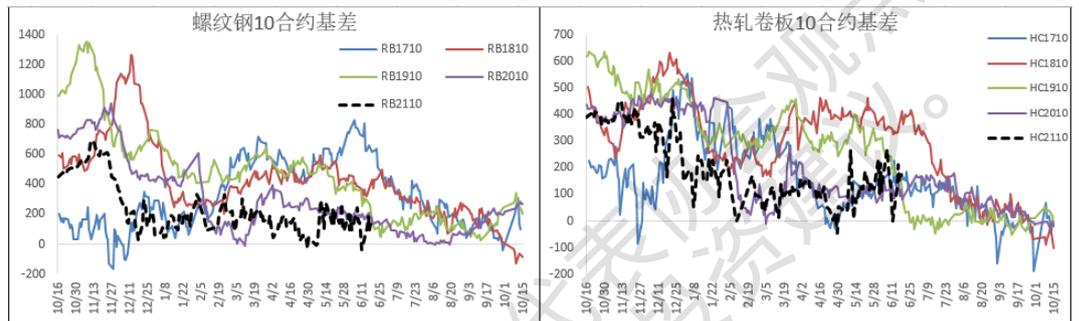
资料来源：Wind 南华研究

基差水平总体保持逐年递减的趋势，市场期现参与者不断增多，熨平基差的区间震

荡幅度，螺纹钢 2110 合约基差峰值仅 600 元，但基差波动加剧，目前现货运行总体偏弱，淡季因素影响明显，投机需求尚需等待，而盘面波动较大，一方面限产预期叠加成本支撑，同时市场消息和情绪多变，期货价格呈现较为明显的被动，也就造成基差不稳定，目前基差总体处于偏低水平。

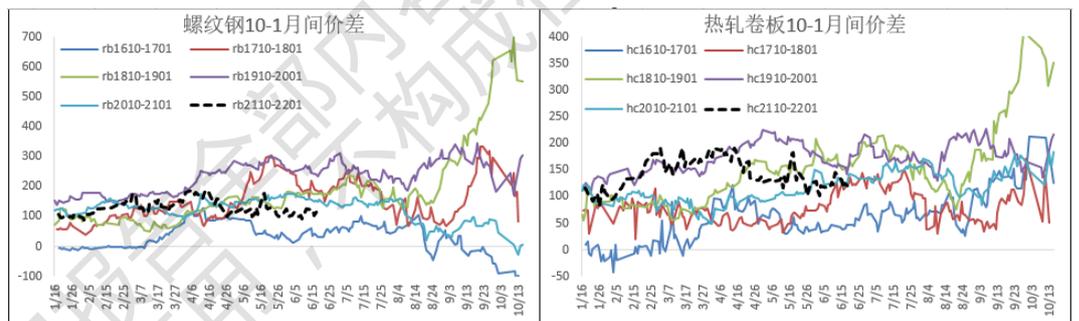
月间价差趋势不明显，碳中和背景下的限产预期持续影响，但近期淡季因素明显，基差偏弱，产量总体处于高位，在此背景下，月间趋势并不明显。

图 50：螺卷基差



资料来源：Wind 南华研究

图 51：螺卷月间价差



资料来源：Wind 南华研究

2.5. 钢材小结

2021 年是十四五规划开局之年，经济有望延续回升态势，内生动力逐渐向好，随着国内经济的显著复苏，部分刺激政策也将明显放缓，同时国际形势复杂多变，不稳定性不确定性明显增加，国内政策急转弯概率较低，总体上我们预计，美联储存有货币收紧预期，但暂时不会过快，国内宏观政策将会边际有所收紧但不急转弯，仍将保持一定的支持力度。

具体到钢材需求方面，钢材消费仍有较强韧性，首先房地产投资在房住不炒的背景下，对房企融资和居民贷款购房的监管仍在不断规范加强，三条红线监管下，高周转模式转变为存量施工赶工，但新开工增速下行确认，领先指标房企拿地和销售面积增速均延续回落趋势，下半年房地产投资增速仍将继续依赖于存量施工保持韧性，但增速将趋于回落。其次基建投资方面，2021 年作为十四五规划开局之年，相关重大工程有望保持旺盛，但从资金支持和投放来看有所趋缓，随着经济的复苏趋势良好，基建虽有望继续

增长，但增速将会有所放缓。最后制造业景气度仍在，复苏仍将会带来板材的主动补库需求，板材价格中长期将受到提振，其中汽车行业上半年受缺芯影响，但下半年将逐渐复苏向好，家电、机械等产销增速表现也尚可，同时国外板材价格仍在持续上涨，外需仍有望延续高增长，热卷需求中长期向好。

供应方面，上半年限产基本不及预期，唐山限产被其他区域增产所替代，但钢铁行业是国内碳排放大户，碳排放量位居制造业首位，未来碳中和大概率仍将继续推进落实，对钢材供应形成明显的抑制，同时促使钢铁行业有望长期维持较好的利润水平。

第3章 铁矿石

3.1. 铁矿石行情回顾

2021 年铁矿石自二季度以来价格和钢价齐飞，一再突破前期高点，涨幅大于成材，最大至 47%，普氏价格也冲破 200 美元，基差高位宽幅震荡。矿价维持强势的主要原因有：在全球经济复苏的情况下，钢铁需求明显增加，从而带动铁矿石的需求和价格。中国港口库存的中高品味铁矿石结构存在短缺，钢厂在高利润驱使下为快速增产，对高品位铁矿石的需求维持高位，加上淡水河谷供应恢复缓慢，进一步加剧了铁矿石的结构性矛盾，从而推动了铁矿石的价格。限产预期驱动下，国内钢价大幅走强，钢厂吨钢利润一度高达近千元，利润传导导致铁矿石价格居高不下。目前短期内铁矿石供应压力不大，但下游利润状况不佳且限产政策扰动市场，铁水后续边际回落的可能性在增大。整体看，后续边际上供增需减可能性更大，但贴水保护及结构性矛盾仍存在，限产减产政策未落实前主要以跟随成材为主。国家层面则非常重视铁矿石价格过快上涨的问题，目前采取的政策会抑制和减少对铁矿石的投机行为，对铁矿石价格过快上涨具有一定的降温作用。但从节奏上来看需要矛盾的累积，一方面需要看减产政策的实际执行情况，另一方面也需要观察终端需求启动节奏，后期铁矿石或将迎来供需和价格的拐点。

图 52：铁矿石主力基差



资料来源：Wind 南华研究

3.2. 铁矿四大矿山发运总体保持平稳

2021 年上半年四大矿山发运受极端天气影响明显较小，发运总体相对维持平稳，增量主要来自巴西淡水河谷。澳洲二季度港口集中检修角度，导致其财年末发运冲量不及

预期，但按照以往规律，临近季末矿商会冲量，2020 年澳洲和巴西 6 月发运量环比分别增加 7.48%和 24.5%，关注季末发运情况。我们估计铁矿供应未来增量会较大，根据钢联调研显示 2021 年铁矿石供应仍将维持较强增速，同比增加 1.3 亿吨，主要由于疫情或不可抗力事故停产的矿山陆续复产，以及在高矿价下新项目投入市场，预计新项目增量在 2800 万吨左右。

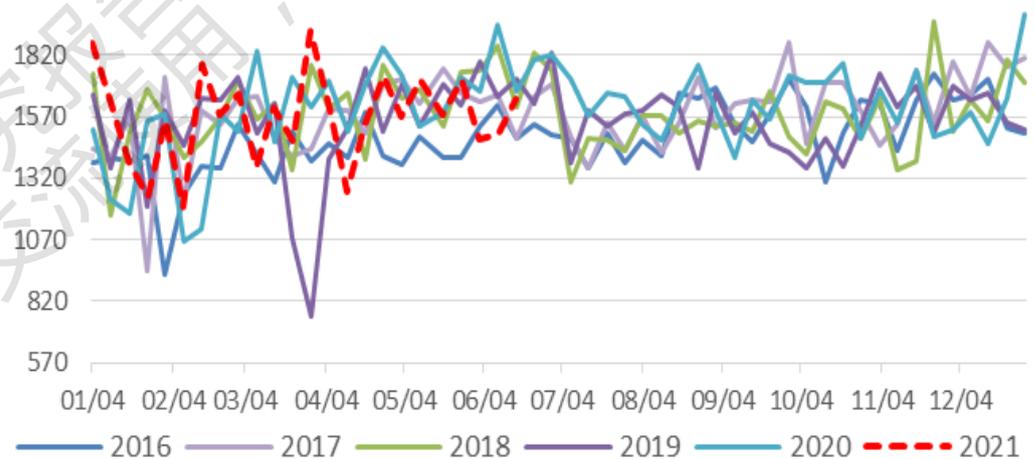
图 53：四大矿山产量与增速



资料来源：Wind 南华研究

图 54：澳洲矿山发货量季节性

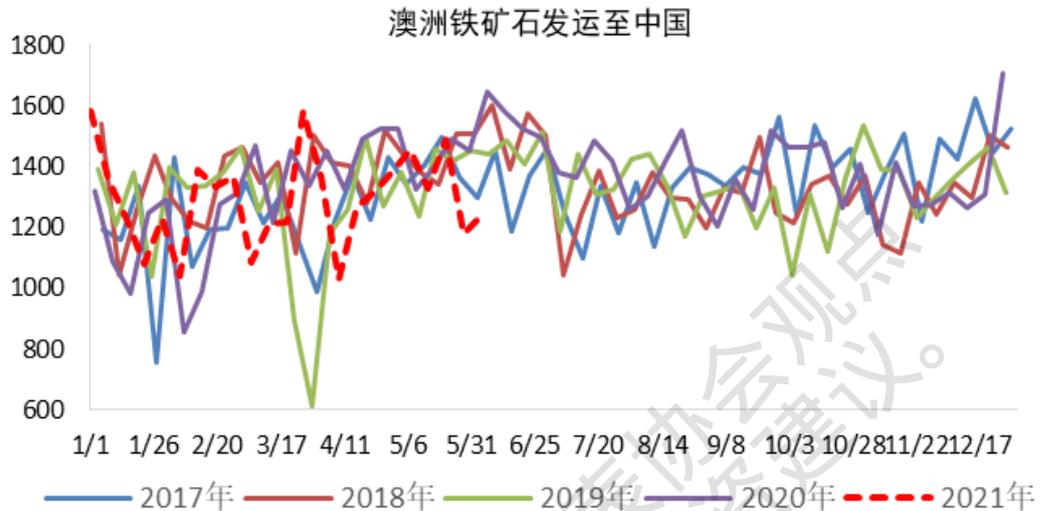
澳洲发运量季节图



资料来源：Mysteel 南华研究

此外，自去年四季度以来，海外钢厂逐步复产，发运至中国的铁矿石比例进一步下降，海外需求对铁矿石供应端的分流效应进一步显现，但国内铁矿石港口库存仍出现回升态势，从而也侧面验证了海外铁矿石供应回升。

图 55：澳洲矿山发运至中国季节性



资料来源: Mysteel 南华研究

澳矿 4 月进口平稳，其中三大矿山表现相对疲软，力拓由于 4 月份受到飓风袭击，发运受影响严重，但全年目标并未改变。5 月由于港口泊位检修，力拓发运仍显疲软，但其余二大澳矿大运均保持稳定。今年澳洲 FMG、Roy Hill、Mineral Resources 以及 Mount Gibson 等矿山在原油生产项目基础上仍有增产空间，但增量预计有限。必和必拓 2021 年年中将投产 South Flank 项目，产能 8000 万吨，将替补杨迪产量。去年 12 月初 FMG 交付首批 Eliwana 矿山的铁矿石，该矿区预计年产能 3000 万吨干选处理。力拓今年 PB 粉的减量可能远超市场预期的 700 万吨，减量可能达到 2000 万吨，为保证 PB 粉质量，将品质较差的粉块分离出来，增加 SP10 粉与块和 RTX 的供应量，西澳皮尔巴拉地区西安吉拉斯和罗布谷矿山也将于 2021 年投产来代替供应枯竭部分。随着二季度末的临近，澳洲发运也将迎来季节性高峰，届时将缓解中品澳矿的结构性矛盾。

淡水河谷 2021 年官方指导铁矿石产量为 3.15-3.35 亿吨，根据目前公司的产能为 3.22 亿吨/年，并计划于 2021 年底恢复至 3.5 亿吨/年。Samarco 经 5 年停产，于 2020 年 12 月顺利复产，预计今年球团产量达 700-800 万吨，5 年内产能实现 1400-1600 万吨。6 月 4 日淡水河谷发布新闻稿称，其已根据当地劳工监督局停止了位于马里亚纳综合体的维多利亚和米纳斯铁路的 Fabrica Nova 分支列车的运行，这导致廷博佩巴加工场所生产的铁矿石运输将受到影响，因此淡水河谷决定临时暂停该工厂的生产活动，预计影响的铁矿石粉矿日均影响量约 3.3 万吨。其二，阿莱格里亚矿区部分内部通道将被关闭，预计影响的铁矿石粉矿日均影响量约 7500 吨。目前产量恢复的较为缓慢，恢复时间暂未明确，这进一步加剧了国内铁矿石的结构性矛盾，在不出现其他突发性事件的情况下，预计今年巴西铁矿石供应总体仍将呈小幅增量。

图 56: 巴西矿山发货量季节性

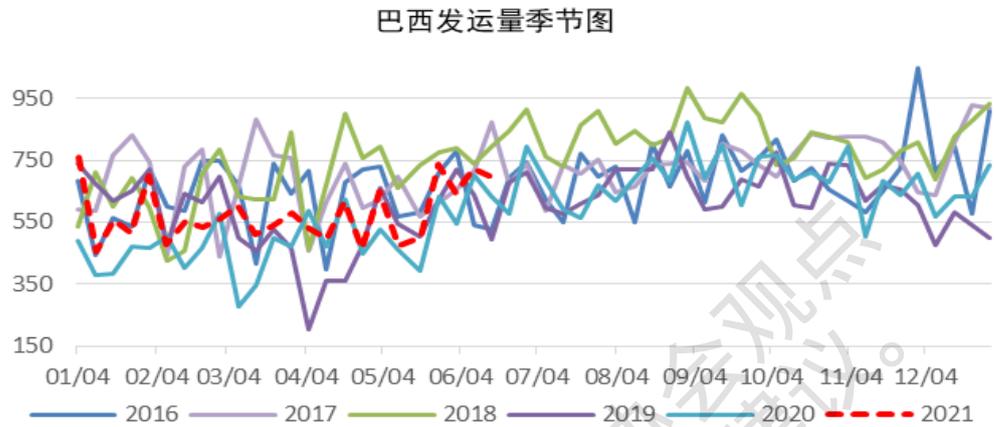


图 57: 国产矿山铁精粉产量

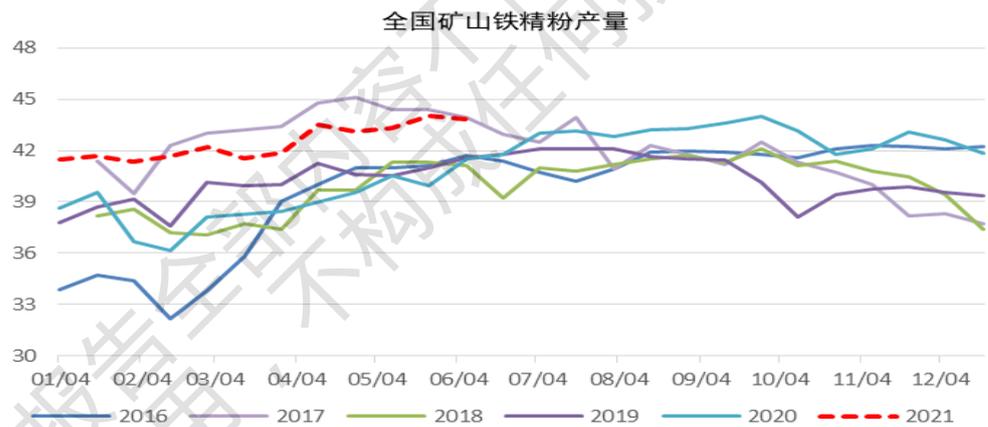


图 58: 不同规模国产矿山铁精粉开工率

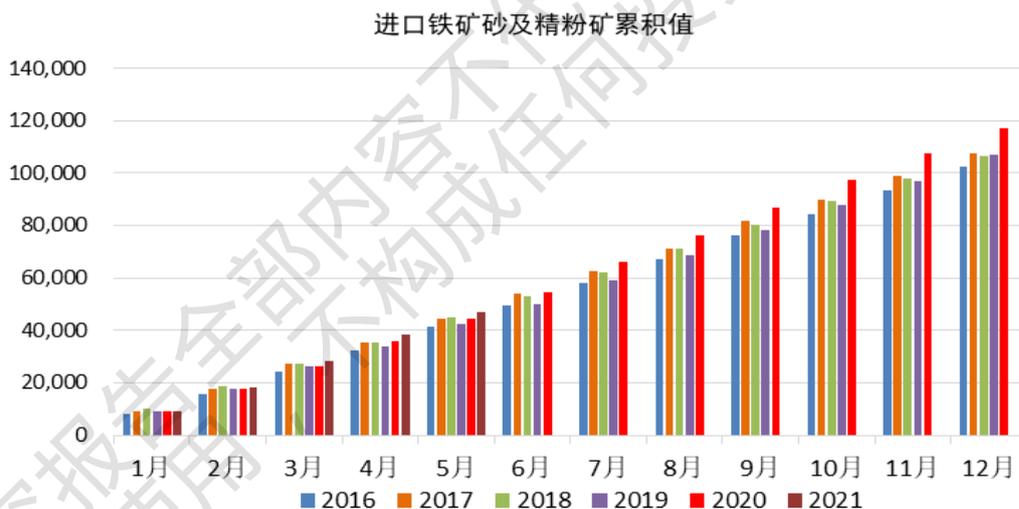


前 5 月我国生铁产量同比增长 5.4%，铁矿石进口同比增速为 6%，为满足生铁生产需求，推测国产矿增产 2.6%左右。6 月中旬，代县事件使山西全省地下矿山停产，国家矿山安全监察局要求达不到三级要求的矿山企业要限期停产整改，如若内矿长时间的停产必将严重影响钢厂生产情况。一些选厂因原料不足已出现被迫停产现象，使得国产高品矿供应受到冲击，引发市场对铁矿石供应担忧，导致贸易商心态较好，挺价意愿偏强。从数据上看，目前全国矿山铁精粉日均产量仍在较高位水平，预计今年国产矿虽仍呈增量态势，但增量空间或将有限。

3.3. 限产减产目标不变 铁矿需求存在减量预期

根据海关总署最新数据显示，2021 年 1-5 月份，我国进口铁矿石 4.72 亿吨，同比增加 6.0%，进口额为 750.15 亿美元，同比增加 85.7%。1-5 月份中国铁矿砂及其精矿进口均价为 159.01 美元/吨。其中，5 月份铁矿石进口均价达到 174.00 美元/吨。

图 59：进口铁矿砂及精粉矿累积值



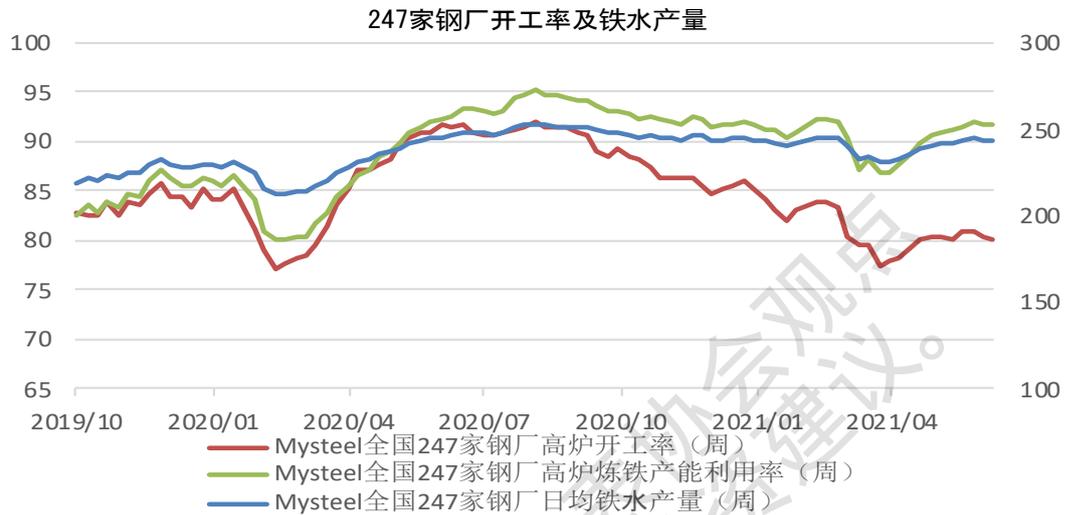
资料来源：Wind 南华研究

上半年在旺盛消费需求下，钢铁及钢材产量仍呈现较大增长空间，强劲需求依旧是支撑矿价的主要逻辑。统计局数据显示，1-5 月份我国生铁累积产量为 3.8 亿吨，同比增长 5.4%，生铁增量为 1946 万吨，对应铁矿石需求增量为 3110 万吨。

5 月中旬钢材价格因政策扰动迎来大幅下跌，钢厂利润持续收缩，但并未引发钢厂大面积停产检修，高炉产能利用率维持高位，钢厂日均铁水产量和进口矿日耗均回升至 3 月唐山限产前水平，铁矿终端消耗强劲。

6、7 月份钢材将进入传统淡季，随着钢厂利润大幅被压缩，以及后期全国钢产量或将收缩，钢厂采购铁矿石的频率和数量也将趋于谨慎。

图 60：钢厂开工率及铁水产量



资料来源：Mysteel 南华研究

2021 年碳中和成为市场关注热点，而钢铁冶炼则是碳排放较高的行业，压低碳排放首当其冲受到影响。同时工信部多次提到要压减粗钢产量，根据国家发改委 2021 年 4 月消息，今年粗钢产量压减工作将在巩固提升钢铁去产能成果基础上，统筹考虑“六稳”工作、落实“六保”任务、碳达峰碳中和长远目标节点要求以及钢铁行业平稳运行的过因素，避免“一刀切”，确保实现全年粗钢产量同比下降。

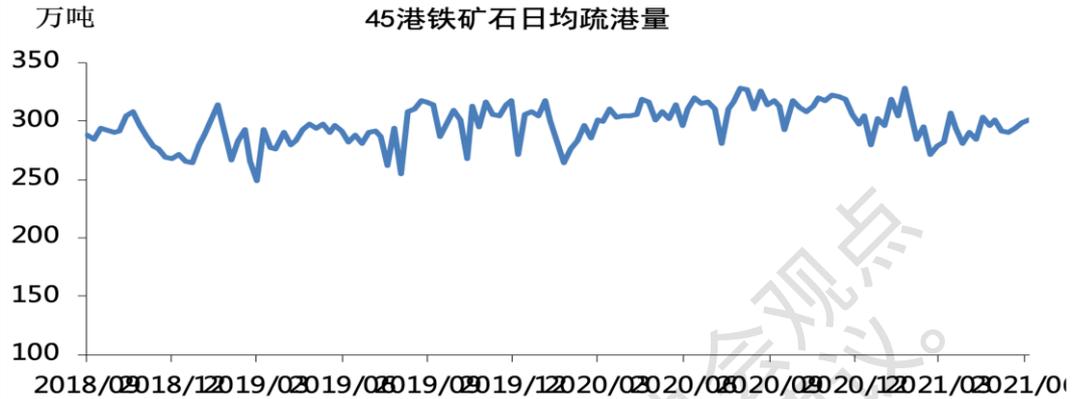
回顾 3 月份唐山执行限产以来，铁矿石需求确实受到显著冲击。3 月 19 日唐山发育新的限产减排措施草案后，预计影响铁水产量 3555 万吨，与 2020 年实际产量比，同比下降幅度约 2000 万吨左右。

不管是落实碳中和、碳达峰的目标，还是进行粗钢产量调控，对原料端的抑制是明显的。我们预计 2021 年下半年国内生铁产量将迎来明显减量。在达到未来 6 个月产量不超过去年的要求下，江苏徐州也已扩大列入限产范围内，生铁月度产量需达到环比减量 2.1%，对应日均产量为 9.1 万吨。

此外，矿石需求存在走弱预期。一方面随着近期钢材价格回落使得钢厂利润再度收缩，螺纹更是出现亏损的情况，后期需关注亏损是否会倒逼钢厂增加停产检修计划。另一方面则是限产政策扰动，尤其目前临近建党 100 周年，近期限产消息频多，秦皇岛、山西、京津冀等地接连开展环保限产行动，若限产执行严格，则铁矿石需求易受冲击。

叠加政策上，国家发展改革委价格司与市场监管总局价监竞争局多次对铁矿石交易展开调研，国家支持铁矿石现货交易平台健康发展，鼓励相关市场主体依法合规交易，同时将密切关注现货交易价格变化，及时排查异常交易和恶意炒作行为，对达成实施垄断协议、散播涨价信息、哄抬价格、囤积居奇等行为将依法予以严厉处罚并公开曝光，维护良好市场秩序，对铁矿石价格也将形成一定的压制。

图 61：铁矿石日均疏港量



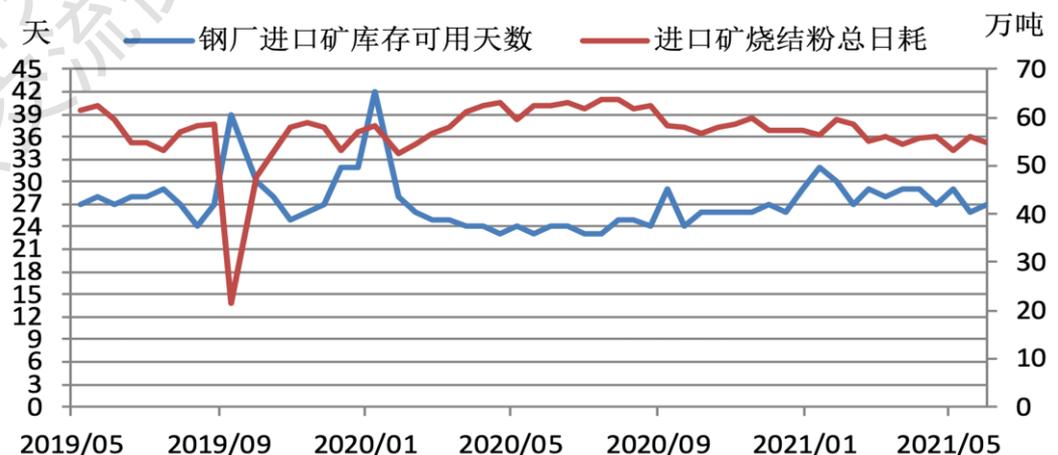
资料来源：Wind 南华研究

若下半年国内严格执行压减粗钢产量，海外需求增量难以弥补国内需求减量。世界钢协数据显示，1-4 月除中国外全球生铁产量为 1.51 亿吨，折日均产量为 126.34 万吨，如果后期产量能恢复至 2019 年高位水平，对应日均生铁产量增量为 5.58 万吨，也较难抵消国内铁矿石需求的减量，这将对铁矿石价格形成压制。

3.4. 铁矿石库存结构化矛盾仍存

按照季节性规律，钢厂一般春节期间较快消耗库存，持续去库一段时间后随着高炉复产，钢厂补库节奏较为缓慢但具有持续性。而今年虽然春节后钢厂进口铁矿石库存有所下降，但下降后迅速回升。根据钢联数据显示，今年钢厂进口矿库存为 11691 万吨，同比增加 1114 万吨，增幅达 10.53%。全国钢厂库存和库销比明显提高，自 3 月底，钢厂进口矿库销比也开始高于去年同期水平，同比增幅达 12.29%。

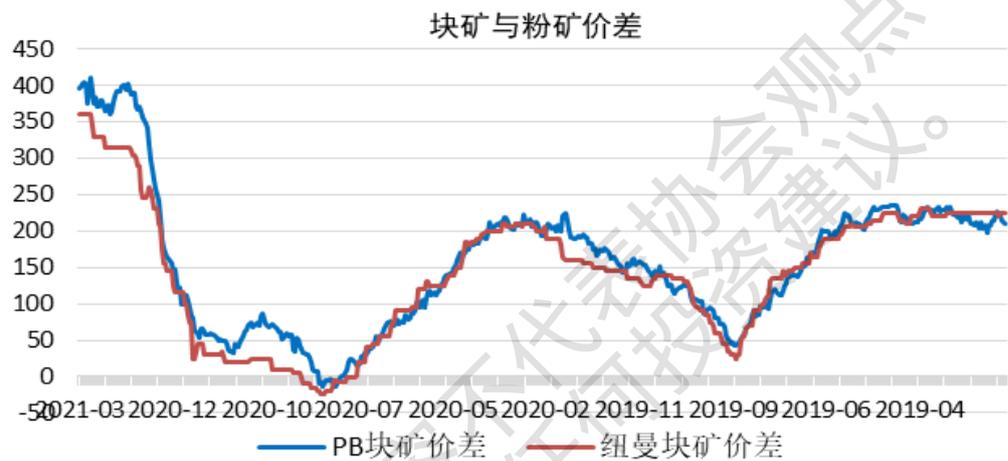
图 62：钢厂进口矿库存及进口矿烧结粉总日耗



资料来源：Wind 南华研究

2021 年上半年在限产政策及强劲需求的带动下，铁矿石港口中高品矿库存持续下降，且结构性问题仍未得到缓解，这使得铁矿石价格一再得到支撑。由于年中发运冲量不及预期，巴西粉矿和高品澳矿库存迟迟未见累库。不过值得关注的是，在钢厂即期利润再度收缩的情况下，入炉品种存在结构调整的可能性，而当前中低品位库存较高，若增加中低品位矿使用量，品种间结构性矛盾问题利好趋势将转弱。

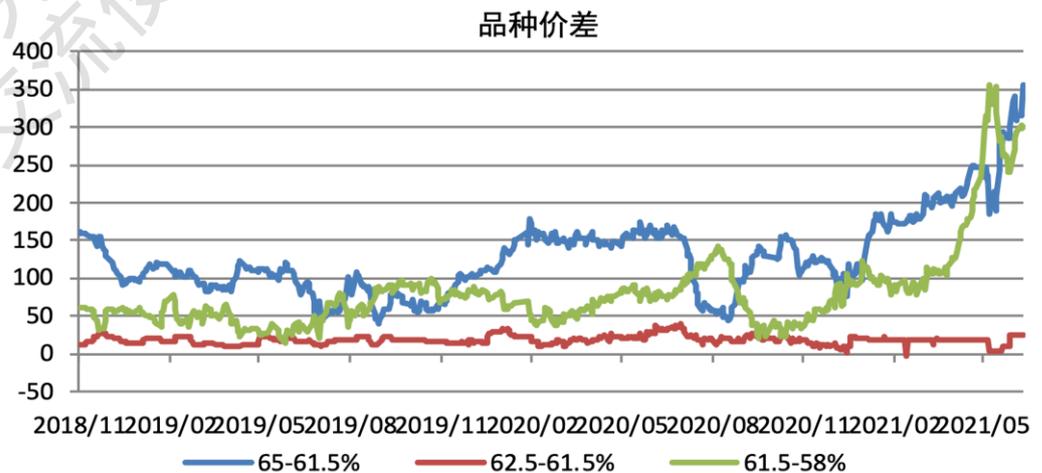
图 63: 块矿与粉矿价差



资料来源: Wind 南华研究

今年粉矿需求受高炉及烧结端限产力度较大影响走弱，边际上中品矿走弱情况最为严重，中品澳矿库存再度拉升。当前烧结矿的入炉比例处于近年来的绝对地位水平，粉矿溢价水平偏低，在一定程度上限制了其后续价格的下行空间，盘面价格有一定的支撑。而球团及块矿需求大增，两者库存持续下降，预计今年球团和块矿的溢价情况将居高不下。

图 64: 品种间价差



资料来源: Wind 南华研究

3.5. 铁矿石小结

今年上半年供应端发运较为平稳，年中发运冲量虽不及预期，但目前供应端总体压力不大。6月中旬，代县事件使山西全省地下矿山停产，导致国产高品矿供应受到冲击，供应端的波动，使得铁矿石库存结构性矛盾暂难得到缓解，引发市场对铁矿石供应担忧。铁矿石需求上存在走弱预期，一方面随着近期钢材价格回落使得钢厂利润再度收缩，螺纹更是出现亏损的情况，后期需关注亏损是否会倒逼钢厂增加停产检修计划。另一方面则是限产政策扰动，尤其目前临近建党 100 周年庆，近期限产消息频多，秦皇岛、山西、京津冀等地接连开展环保限产行动，若限产执行严格，则铁矿石需求易受冲击。短期内需求维持强劲和品种结构性利好支撑矿价，且盘面期价有贴水保护，铁矿石走势相对偏强。但对于铁矿石后期走势，供应未来存在增量预期，而国内粗钢减产和碳中和政策驱动下，铁矿石需求将面临减量，同时海外需求增量难以弥补国内需求减量，我们认为将随着供增需减矛盾的积累，铁矿石的中期下行压力较大。

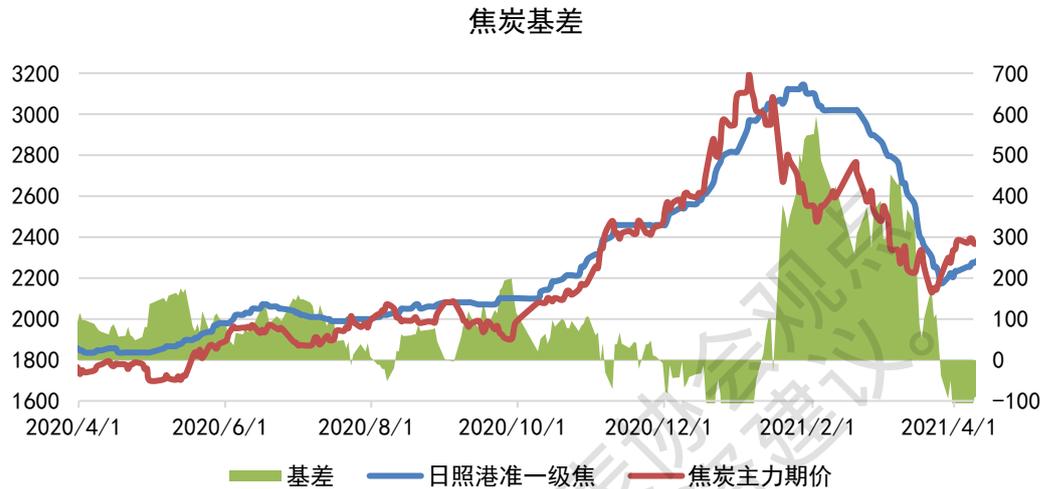
第4章 焦煤焦炭

4.1. 煤焦行情回顾

焦炭，一季度初焦企产能淘汰告一段落，同时新增焦炉逐步投产，供应预期开始增加。而钢厂已经处于盈亏平衡附近，叠加终端淡季高炉开工出现下滑。焦炭供需最好的时候将逐步过去，盘面预期先行大幅贴水。虽然春节期间海外商品纷纷走强，情绪带动下盘面出现反弹。但是节后焦企高利润下供应持续在高位，而需求回升较慢，焦炭供需逐步走向平衡。且现货也开始逐步走弱，叠加一季度末碳达峰碳中和政策影响以及唐山限产下，铁水回升不及预期，盘面在反弹修复贴水后震荡下跌。二季度初焦炭现货大幅下跌后焦企利润急剧下滑，生产积极性下滑以及新增投产进度放缓。而钢厂虽有限产政策但铁水产量同比仍偏高，同时有利润的情况下开工仍在回升。叠加贸易商抄底以及山西焦企环保限产影响，盘面稳步持续上涨。二季度中在政策作用，以及焦企环保退出下盘面快速大幅下跌接近成本附近。随后山西焦企环保、山东焦企去产量影响下，供应回升幅度偏慢。而焦炭需求逐步好转，钢厂库存回升幅度不大。焦炭供需紧平衡，在成本支撑下盘面再次上涨。整体看，上半年焦炭波动幅度大，但走势流畅。

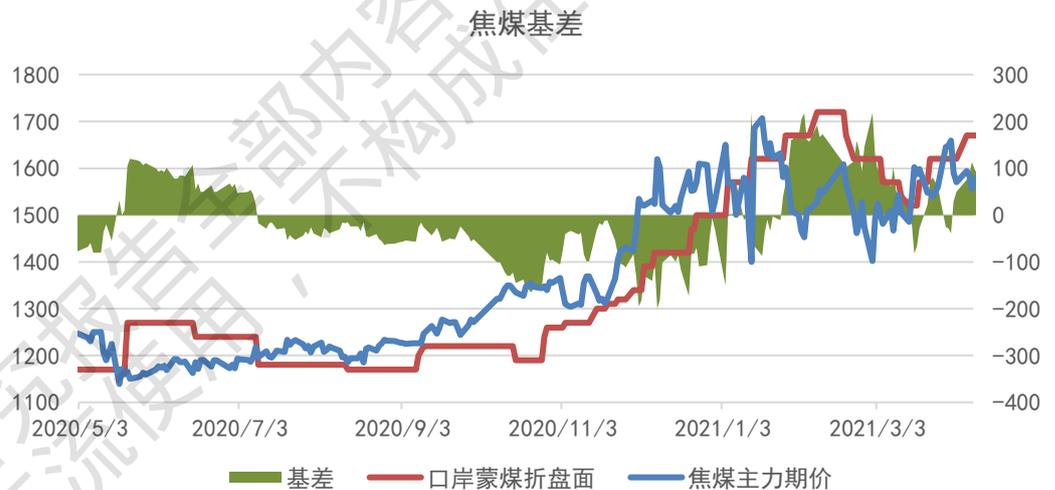
焦煤，一季度在国内煤矿普遍不放假生产预期以及蒙煤通关车辆回升下，供应支撑减弱。同时整个黑色走弱，焦煤跟跌。但是在焦企产能持续投产下需求端有支撑，因此走势相对偏强。节后受宏观氛围影响小幅走强，但是随后煤矿复产较快下供应同比偏高，且下游开始季节性去库，供需走弱下盘面持续下跌。一季度末内蒙古部分洗煤厂因耗能问题停产一个月以及两会期间安检加强，供应有收缩预期。同时蒙煤通关回升较慢，澳煤通关依然受限，供应支撑下煤价企稳。二季度随着终端逐步回暖，下游补库以及内产供应持续偏紧，进口低位下盘面不断上涨。虽然受到政策打压，盘面价格短期快速回落。但是在供应难以释放，且安全检查严格下部分主产区甚至停产，进口因蒙古疫情影响出现下滑，供应整体收缩。而需求在高利润刺激下游采购补库以及焦企产能投放的情况下稳步向好，盘面再次回涨。

图 65: 焦炭基差走势



资料来源: Wind 南华研究

图 66: 焦煤基差走势



资料来源: Wind 南华研究

4.2. 焦煤产量及库存

据国家统计局数据显示, 2021 年 5 月份, 生产原煤 3.3 亿吨, 同比增长 0.6%, 上月为下降 1.8%, 比 2019 年同期增长 0.6%, 两年平均增长 0.3%, 日均产量 1053 万吨。1-5 月份, 生产原煤 16.2 亿吨, 同比增长 8.8%, 比 2019 年同期增长 9.8%, 两年平均增长 4.8%。今年同比大幅增加主要在于去年因疫情影响, 煤矿复产多为延迟, 整体产地开工率低位基数较低引起。同时今年煤炭保供政策下, 春节假期普遍不放假生产, 产量偏高。但随后因为煤矿安全检查以及环保督查影响, 产量难以出现释放, 增幅开始下滑。今年 1-2 月份, 全国原煤日均产量 1047 万吨, 而五月增幅仅 0.5%。可以看出即使两者

均处于保供增产期间，但是后续产量增幅不明显。由于国产大矿可以有效调节的产能不多，而新建煤矿投产仍需时间，因此产量难以在短时间内快速增长。而且 5-6 月煤矿事故较多，临近大庆安全检查异常严格，河南山西等地煤矿均出现停产状况。部分正常煤矿生产也较为谨慎，煤矿产量甚至出现下滑。

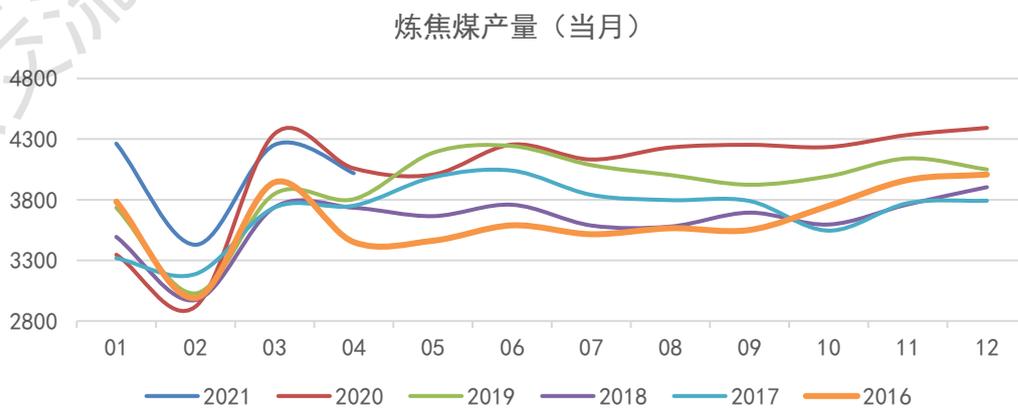
从下半年看，当下河南煤矿部分处于停产中，煤与瓦斯突出的炼焦煤核定产能在 3700 万吨。虽然相关停产矿井在通过安全验收后可恢复生产，但在非常时期目前停产均严格执行。同时山西部分地区安全等级属于 D 类煤矿已经停产，C 类矿井中少数煤矿有停、限产情况。山西目前 D 类煤矿有 1.7 亿吨产能，C 类煤矿有 3.2 亿吨产能。从目前看可能在 7 月中旬就有所放松，但是前期山西煤矿超产比较严重，即使安全检查放松产量相比高峰提升空间已经不大。且今年是煤矿安全专项整治三年行动方案中的集中攻坚阶段，今年加大专项整治攻坚力度。因此后续即使全面保供，但是考虑到安检压力与长期超产，产量增幅有限。

图 67: 原煤产量



资料来源: Wind 南华研究

图 68: 炼焦煤产量

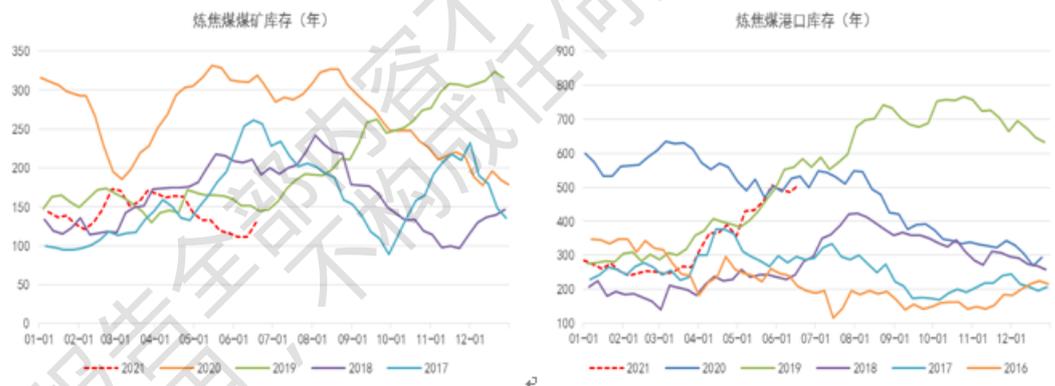


资料来源: Wind 南华研究

从炼焦煤煤矿库存来看，虽然今年 1-2 月煤矿保供以及过年期间普遍不放假生产，供应偏高。但是下游高利润以及新增焦炉持续投产下，需求较好补库动力较足。煤矿库存压力不大，在 150 万吨徘徊，处于正常区间。虽然后期下游季节性去库，有小幅累库。但在主产区安全环保大检查下，库存累积幅度并不大。往年看二季度都是累库周期。但今年在进口紧张以及国内煤矿事故多发，安全检查较多下煤矿开工偏低甚至停产，叠加焦企高利润以及产能持续投放，库存低位持续下滑。从下半年看，焦企产能仍将有望可观增幅，下游补库采购积极性不错。而煤矿增产空间有限下，下半年煤矿库存仍将在低位徘徊。

截止 6 月 18 日 Mysteel 统计的沿海港口进口焦煤库存 507 万吨，同比去年持平，但环比一季度大幅增加，处于相对高位。去年由于疫情国内煤矿供应有所偏紧，进口开始放松，港口焦煤库存处于高位。但今年澳煤几乎全面停止进口下，一季度港口库存持续处于低位。二季度虽然澳煤进口也几乎为零，但是滞港澳煤库存都已经计算到港口库存，导致港口库存大幅增加，尽管这些煤不允许通关。从下半年看，后续澳煤进口政策也难以放开，且到港较少，港口库存高位持稳为主。

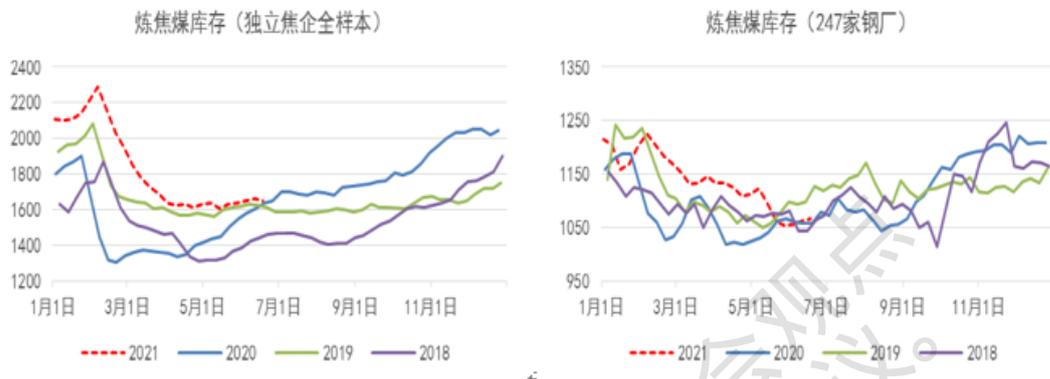
图 69：炼焦煤煤矿及港口库存



资料来源：Mysteel 南华研究

下游炼焦煤库存季节性特征较为明显，年初下游节前补库下，库存高位小幅增加。年后下游开始季节性去库，二三季度库存变动不大，直到四季度以及年末下游开始补库，今年也是如此。年初进口偏紧，国内煤矿安全检查下供应相对偏紧。同时焦企高利润以及后期新增产能投放下，焦企补库较为积极。库存同比增幅明显，从年初的 2050 万吨持续增长到 2280 万吨。而钢厂利润偏低下补库动力一般。年后供应同比偏高，焦化厂开始季节性去库。叠加焦企利润快速大幅缩水，去库幅度较大且持续时间较长。从高位下滑了 700 多万吨，最低至 1600 万吨左右。随后二季度，焦企补库动力下滑，库存持续走平。今年钢厂利润不断下滑，目前处于盈亏平衡点，年后钢厂持续去库，目前钢厂炼焦煤库存基本处于低位。从下半年来看，虽然目前炼焦煤供应处于低位，后期能缓慢恢复，但空间也有限。同时焦企产能不断投放，利润也较好的情况下有极大的意愿来提高库存。钢厂利润一般以及下半年压减产量压力较大下，补库动力较为一般，按需采购为主。

图 70：炼焦煤焦化厂及钢厂库存



资料来源：Mysteel 南华研究

4.3. 炼焦煤进口

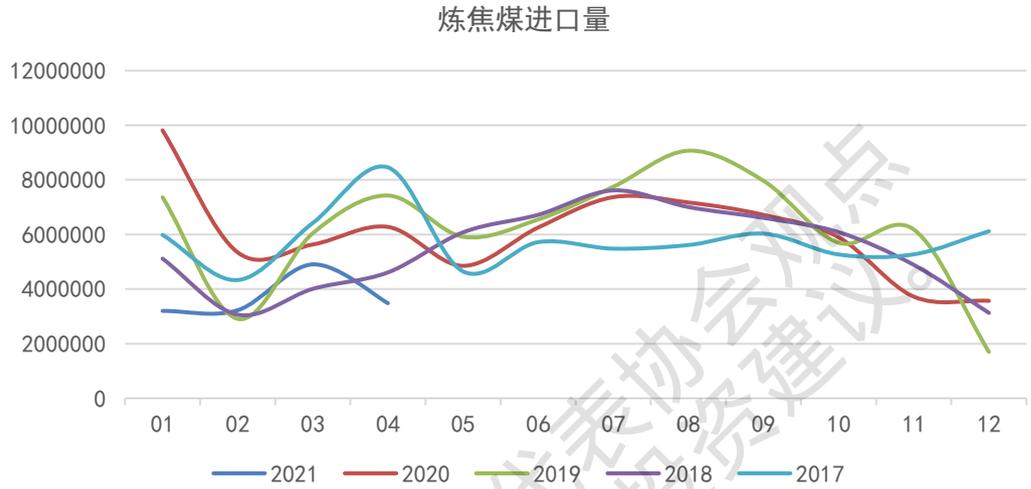
海关总署发布的最新数据显示，2021 年 1-4 月份进口炼焦煤 1481.56 万吨，较去年同期大幅减少 1233 万吨，下降 45.27%。1-2 月份进口炼焦煤 642.7 万吨，较去年同期大幅下滑 880.68 万吨，同比下降 58.1%。今年煤炭进口并未像往年一样，由于年底未通关的进口煤集中在年初通关，导致 1-2 月份进口量大增。同时从去年 10 月开始停止澳大利亚煤炭卸货和通关后，到目前澳煤进口政策仍未放松。且蒙古疫情爆发，政策管控下蒙煤通关回升不及预期，持续处于低位。

分国别来看，1-4 月从蒙古进口炼焦煤 669.99 万吨，较去年同期增加 319.99 万吨，累计同比大幅增长 91.1%，蒙古已经是我国第一大焦煤进口国。受到疫情影响，甘其毛都口岸从去年 2 月 10 日起停止了煤炭运输，导致进口大幅下滑。而今年 1-3 月甘其毛都日均通关车辆在 400 辆左右，期间最高达到 600 车以上。但是随着蒙古疫情确诊病例持续增加，口岸管控进一步加严，4-6 月日均通关车辆只有 110 车左右，目前因疫情甚至开始闭关。从下半年看，虽然目前口岸司机疫苗接种率较高。但是口岸疫情时有发生，参考上半年通关的回升速度，后期的通关车辆回升仍较为困难，难以回到正常水平（800-1000 车）。

澳煤方面，今年因澳煤进口政策持续收紧，澳洲发往中国的煤炭量几乎为零。而去年同期接近 1920 万吨。虽然传言 7 月初将放开到港澳煤通关，但从下半年看，影响澳煤进口的仍是中澳间的关系，目前看中澳关系改善概率较低，澳煤进口政策仍难以放开。随着澳煤进口的急剧减少，中国寻求进口煤炭的多样化，其他国家的煤炭逐步出口到国内。1-4 月从美国进口焦煤 221 万吨，去年同期 32.9 万吨。从俄罗斯进口焦煤 219.3 万吨，去年同期 192.7 万吨。从加拿大进口焦煤 260 万吨，去年同期 173.8 万吨。可以看到美国焦煤进口增量非常明显，4 月进口美国炼焦煤 97.5 万吨，美国成为单月进口最多的国家。但是远水解不了近渴，美国炼焦煤开采以及运输成本较高，随着海运煤价格回升美国炼焦煤增量恐有限。同时在质量和规格上与澳煤仍有一定的差距。总体来看，焦煤进口关键还是在蒙煤以及澳煤，其他国家虽有增量但难以弥补。而蒙煤在疫情影响下，下半年通关回升速度仍偏缓。澳煤上半年即使国内高煤价但仍不放松进口，中澳关系僵

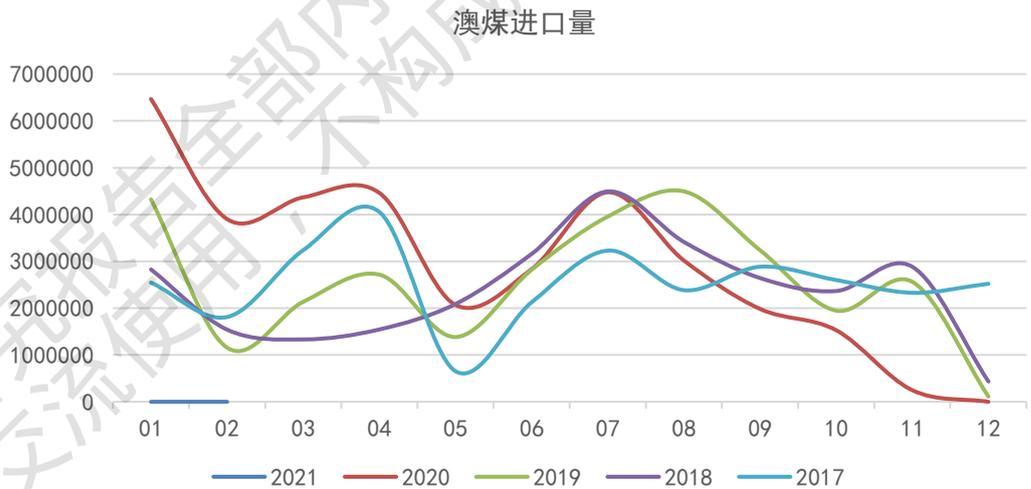
局下半年澳煤进口仍低迷。

图 71: 炼焦煤进口量



资料来源: Mysteel 南华研究

图 72: 澳煤进口量



资料来源: Mysteel 南华研究

图 73: 蒙煤进口量



资料来源: Mysteel 南华研究

4.4. 焦企产能

2020 年是焦企去产能大年, 2020 年全国淘汰焦化产能 6100 万吨, 新增 3600 万吨, 净淘汰接近 2500 万吨。而 2021 年是焦企投产大年, 预估 2021 年将新增 6800 万吨产能, 淘汰 3300 万吨, 净增加接近 3500 万吨。其中 1-5 月已经净增加 1450 万吨产能, 下半年仍有 1700 万吨产能净增。今年净增加的产能将去年淘汰的产能全部覆盖, 甚至多出 1000 万吨产能。从投放节奏来看, 三季度是产能投放高峰期, 基本到 8 月就能把去年淘汰产能全覆盖。按投产出焦来算年底基本能弥补去年缺口, 因此四季度整个焦炭供应压力较大。同时从目前来看, 新增产能正常开工率明显比旧高炉要高, 最高能接近 120%。

从最新的一些主产区政策来看, 山东发布的 2021 年全省焦化产能和产量压减工作方案中提到, 到 2021 年底全省焦化产能由 4600 万吨压减到 3300 万吨左右, 焦钢比降至 0.4 左右, 产量控制在 3200 万吨。其中产能压到 3300 万吨和产量控制在 3200 万吨基本有所矛盾。产能压到 3300 万吨是根据国家的以钢定焦政策来推算, 一旦执行下半年将淘汰 1300 万吨产能, 将再次导致焦炭存在明显缺口。但是政策中留有余地, 因整套装置无法部分拆除等技术因素确实无法关停的, 必须严格按照认定合规产能和产量控制目标组织生产。更多的认为今年是要求产量控制在 3200 万吨, 而此政策是山东省自己制定, 同时去年也执行了该政策。从统计局数据来看, 去年山东焦炭产量在 3160 万吨左右, 今年 1-4 月山东共生产焦炭 1114 万吨, 同比小幅降低。如果控制在 3200 万吨产量, 下半年减量并不多。但是从钢联数据来看, 去年山东生产 4000 万吨焦炭, 焦化产能利用率需要达到 84% 左右, 整体开工偏高。

山西省需确保全省焦化建成产能在 14768 万吨规模基础上只减不增, 从钢联数据来看, 目前山西产能 1.18 亿吨。即使后面新增 1300 万吨产能, 合计在 1.32 亿吨左右, 仍有小幅增长空间。

图 74：焦化产能变动情况

2021焦化产能变动情况															
产能情况	1月	2月	3月	4月	5月	1-5月汇总	6月	7月	8月	9月	1-9月汇总	10月	11月	12月	汇总
淘汰	396	220	343	352		1311	60	70	75	170	1686	336		1280	3302
新增	966.25	378.75	300	534	609	2788	508	625	441	751	5113	562.5	377.25	743	6795.75
产能净增加	570.25	158.75	-43	182	609	1477	448	555	366	581	3427	226.5	377.25	-537	3493.75

资料来源：Mysteel 南华研究

4.5. 焦企利润及产企产量

上半年焦企利润在 300 元/吨-1000 元/吨之间波动，最高利润率接近 60%。从年初开始，焦炭供需偏紧下现货连续提涨 4 轮，焦企利润也从 600 元/吨继续扩大达到峰值 1000 元/吨以上。随着去年四季度焦炭产能逐步投产以及节后终端需求恢复缓慢，铁水产量尚未回升下，焦炭供需逐步走向过剩。同时钢厂利润低位，普遍处于盈亏平衡点下钢厂开始打压焦价，焦炭连续快速下跌，焦企利润回到低点 300 元/吨附近。二季度在焦企环保限产以及新投产放缓刺激下，焦价再次上涨接近前期高点。但是由于成本端焦煤上涨幅度更大，利润扩大有限。目前焦炭现货处于相对高位，焦企利润仍可观，普遍在 600 元/吨-800 元/吨。而上半年钢厂利润基本在 0 元/吨-600 元/吨之间波动，前期焦炭高价以及终端淡季下，多处于盈亏平衡点。年后随着终端逐步复苏，钢厂限产预期以及焦炭价格大幅下滑下，利润有所好转。二季度钢厂限产预期强化，虽然成本全面抬升，但利润仍达到上半年顶峰。随后钢价在政策压制下快速回落，而成本端下滑幅度有限，钢厂再次处于盈亏平衡点。可以看到，整个焦钢利润从去年焦炭供需紧张时的劈叉到年后的逐步修复，到目前政策压制下的再次劈叉，焦钢利润拉扯频繁且趋势性强。

从下半年来看，在当前焦企高利润的情况下，开工仍将处于高位。同时新增焦炉开工率普遍比前期的旧高炉开工率要高，叠加焦企产能持续投产，焦炭供应压力仍较大。而需求端，政策上下半年粗钢同比减少压力逐步增加，现实上钢厂低利润下生产积极性也有影响。目前焦炭供需紧平衡，下半年难以向紧张格局发展，大概率走向逐步平衡甚至小幅过剩，因此焦钢利润将逐步修复。

图 75：山西吨焦利润



资料来源：Mysteel 南华研究

图 76: 焦钢利润对比



资料来源: Mysteel 南华研究

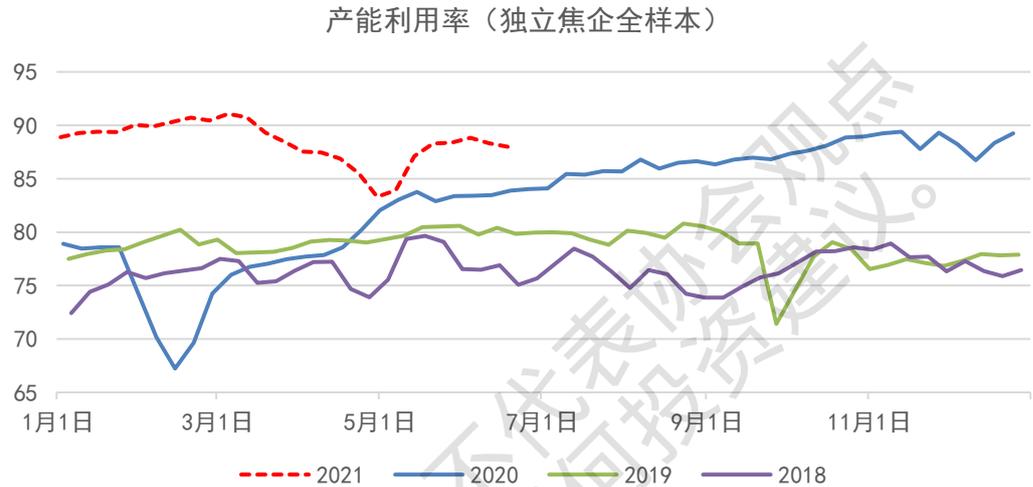
2021 年 1-5 月, 全国累计生产焦炭 19818 万吨, 累计同比增长 5.9%, 相比 19 年也有小幅增加。去年因疫情, 原料紧缺以及运输问题, 焦炭产量偏低。而今年在高利润以及新增产能投产刺激下, 新焦炉普遍处于高开工率, 焦炭供应增量明显。目前独立焦企全样本剔除淘汰产能的利用率稳定在 88%, 三月最高达到 91%。而目前产能明显多于三月且利润仍处于高位, 因此当前有部分焦企受到了环保限产的影响。考虑到新增产能投产从出焦到 2 个月内接近满产, 当月投产的新焦炉相应地往后移两个月。以及假设环保限产维持目前力度新焦炉开工 88%而淘汰的老焦炉开工在 85%, 预计到三季度末焦炭日均产量相比当下要增加 4.2 万吨, 四季度增加 4 万吨。在目前焦企利润可观的情况下, 产量能维持在高供应。但随着供需逐步走向宽松, 焦企或将达到盈亏平衡点附近, 开工率也将随之下调, 四季度供应或比预估的要有所下调。

从铁水产量来看, 1-5 月全国累计生产铁水 37990 万吨, 累计同比增加 5.4%。从 mysteel 公布的 247 家数据来看, 上半年日均铁水产量基本维持在 240.4 万吨, 去年日均在 228.9 万吨左右, 同比增幅 5.02%。目前传言下半年粗钢同比需减量 2000 万吨, 去年 7-12 月累计粗钢产量 55398 万吨, 日均 302.7 万吨。那今年下半年政策要求不能超过 53398 万吨, 即日均低于 291.8 万吨, 同比下滑 3.6%。今年上半年 1-5 月日均粗钢 313.3 万吨, 达到目标日均需减量 21.5 万吨, 环比下滑 6.8%。今年上半年因添加废钢性价比以及技术原因, 粗钢增幅相比铁水非常明显。而下半年废钢增量仍较大, 仍能维持较好的性价比, 所以粗钢减量更多需要靠铁水的下滑。如果严格执行去粗钢政策, 下半年铁水下滑幅度至少在 5%以上, 减量在 12 万吨级别以上, 达到日均低于 229 万吨, 而去年下半年日均铁水产量在 247.8 万吨。

焦炭供需情况来看, 目前焦炭供需平衡甚至有小幅度偏紧。下半年由于高利润以及新增产能持续投放, 焦炭日均产量将增加 4 万吨以上。相对应的铁水增加在 10 万吨左右, 将达到 253 万吨左右。而日均铁水产量 250 万吨就基本处于高位, 考虑到下半年粗钢同比下滑以及废钢增量, 铁水下滑空间较大。虽然目前政策预期一再降低, 从年初的全年粗钢同比不增, 到 5-12 月粗钢同比不增, 以及到目前下半年粗钢同比下滑 2000 万吨,

限产幅度逐步降低。但即使如此，下半年铁水增幅要有较为困难。而考虑到山东去产能 1300 万吨，焦炭供应相比当前仍有小幅增量。因此下半年焦炭供需难以出现紧张格局，更多地需关注焦企环保限产以及利润下滑后的减产幅度。

图 77：焦企开工率



资料来源：Mysteel 南华研究

图 78：焦炭供应需求对比



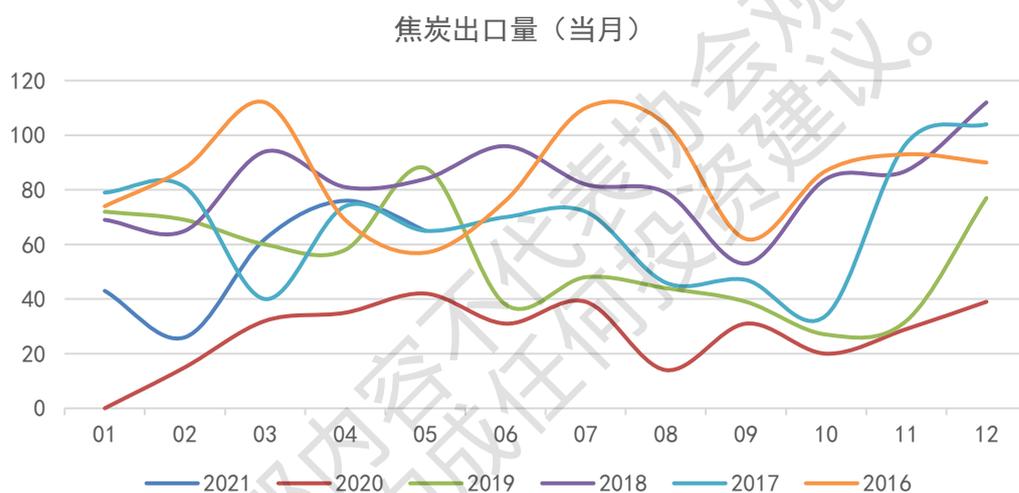
资料来源：Mysteel 南华研究

4.6. 焦炭进出口及库存

2021 年 5 月，我国出口焦炭及半焦炭 65 万吨，同比增长 76.3%。1-5 月累计出口 272 万吨，累计同比大幅增长 87.5%。去年因疫情影响，国外钢材需求较差。同时澳煤价格低位，海外进口澳煤生产比进口国内焦炭性价比高，焦炭出口持续在低位。而今年

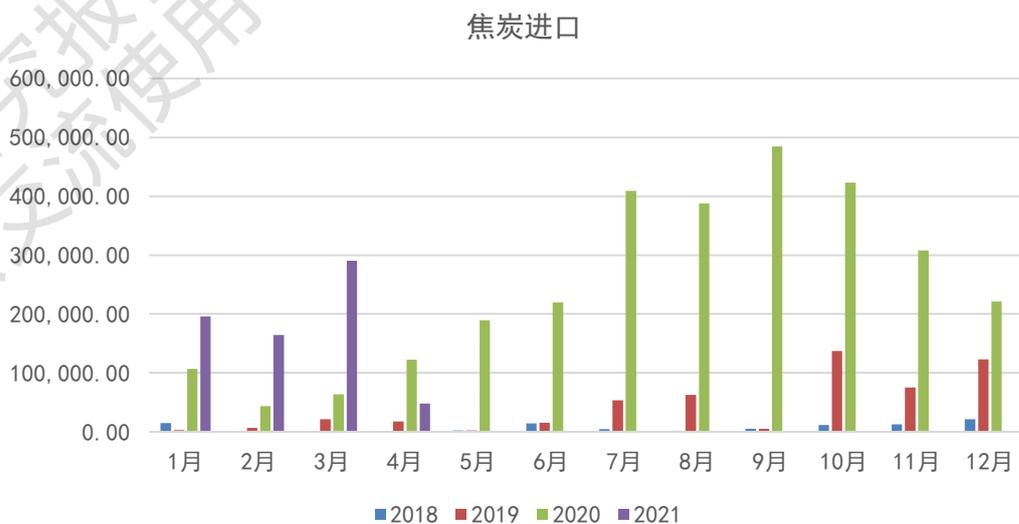
1-5 月随着海外疫情好转，需求逐步恢复，焦炭出口明显有所好转。4 月进口焦炭 4.8 万吨，同比环比均出现大幅下滑，1-4 月进口焦炭 69.8 万吨，同比增加 107%，但相比去年下半年月均 38 万吨进口已经开始大幅下滑。去年因海外经济差，而国内经济率先恢复且焦企去产能下供应偏紧，进口增幅非常明显。而今年上半年随着海外经济恢复以及国内焦炭供需缺口缓和，焦炭进口已经明显出现下滑，今年 4 月尤其明显。从下半年看，国内焦炭供需逐步走向小幅过剩，焦炭现货价格持续下滑。而海外经济复苏，出口价格有所好转，焦炭出口量仍将继续回升，而进口将回归常态。

图 79：焦炭出口



资料来源：Mysteel 南华研究

图 80：焦炭进口



资料来源：Mysteel 南华研究

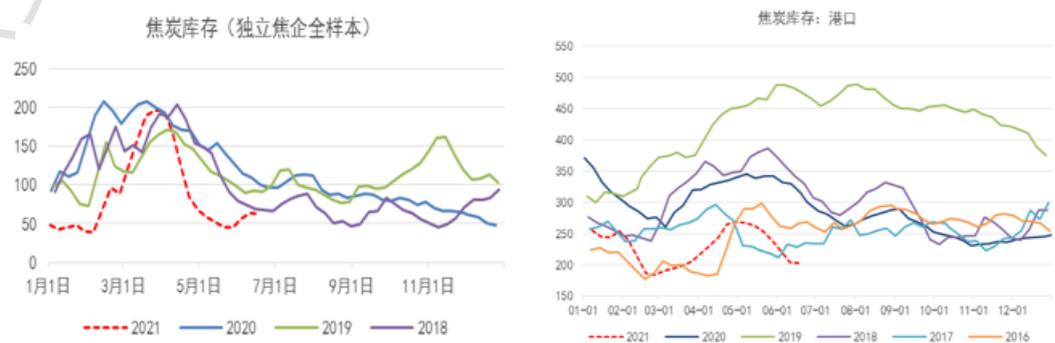
焦炭库存方面，一季度焦炭总库存整体缓慢回升，前期钢厂生产积极性尚可，需求高位。而供应逐步回升的情况下，供需相对平衡，总库存持稳。后期随着终端淡季，碳达峰政策出台下唐山限产逐步常态化，需求受到压制。而供应端新增焦炉不断投产且高利润下供应快速回升，供需逐步走向小幅宽松，总库存持续累积。二季度焦炭总库存逐步下滑，现货大跌下焦企利润快速下滑，同时山西环保限产影响焦炭产量出现减量。钢厂虽有限产，但不及预期，铁水产量缓慢回升。焦炭供需小幅偏紧下库存持续下滑。随后焦炭产量虽有增加，但铁水仍持续上涨，不过增速明显放缓。焦炭供需保持紧平衡下，库存小幅下滑。从目前看，焦炭供应需求均处于相对高位，供需保持紧平衡。下半年粗钢减量政策大概率出台，废钢性价比高以及增量明显下，铁水减量压力较大，后期焦炭需求持续受到压制。同时新焦炉产能趋势性增加且开工率普遍较高，供应回升。但也有山东焦企减量和山西去产能政策干扰，不过焦炭供需难以处于紧张格局，总库存压力仍较大。

分库存来看，钢厂库存偏低。一季度初因雨雪天气以及疫情影响，运输受限下钢厂到货不佳，库存下滑。后期焦炭供应在产能释放以及高利润支撑下压力较大，焦企发运加快。而钢厂需求一般下，库存开始累积。二季度钢厂缓慢恢复生产，但焦企环保限产干扰下回升偏慢。叠加贸易商囤货，钢厂到货较差，库存持续下滑。目前焦炭供需紧平衡下，钢厂库存回升偏慢。下半年在钢厂生产受限，以及焦企供应缓慢回升下，钢厂到货能好转。

港口库存方面，上半年库存整体偏低。一季度初焦炭价格高位，贸易商拿货成本较高，囤货积极性不高。同时焦炭出口及南下资源较多，库存低位持续下滑。一季度末以及二季度初焦企发运增加下，库存低位有小幅回升。同时贸易商抄底囤货，库存持续回升。二季度后期焦炭价格高位以及发运倒挂下，贸易商开始出货，港口库存高位下滑。从目前看，发运仍倒挂贸易利润低迷下囤货积极性不高，不过港口库存处于低位。

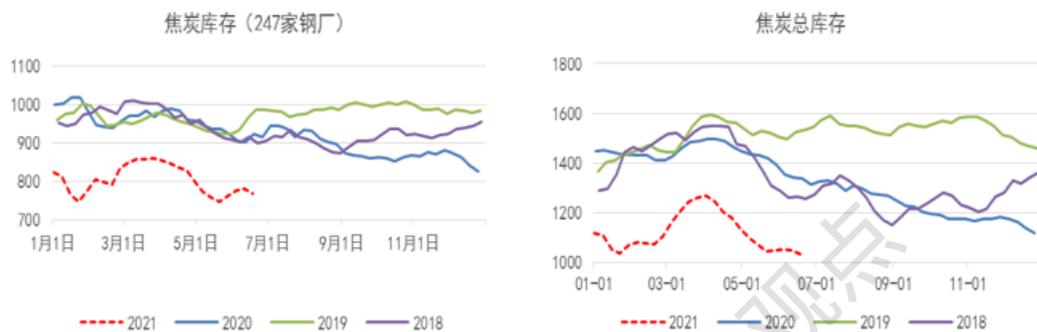
一季度初焦炭供需持稳下，焦化厂库存压力不大。随着新增产能逐步投产焦炭供需逐步走向小幅过剩，同时钢厂采购积极性一般控制到货量以及投机性需求薄弱下，焦企库存持续快速累积。二季度在贸易商抄底囤货以及山西焦企环保限产影响下，供应下滑。焦炭供需格局好转，库存持续下滑。目前看焦企库存处于低位，下半年焦炭供需仍处于小幅过剩阶段，至少不会紧缺情况下焦企库存压力较大。

图 81：独立焦化厂及港口焦炭库存



资料来源：Mysteel 南华研究

图 82：钢厂及总焦炭库存



资料来源：Mysteel 南华研究

4.7. 煤焦总结

焦炭，目前供需小幅偏紧，整体库存偏低。下半年仍有 1700 万吨产能净增加，相比当下焦炭日均产量将增加 4 万吨左右。在前焦企利润可观的情况下，产量能维持在高位。考虑到假设山东去产能 1300 万吨，焦炭供应相比当前仍有小幅增量。而需求端，目前传言下半年粗钢同比需减量 2000 万吨，而下半年废钢增量仍较大，能维持较好的性价比，所以粗钢减量更多需要靠铁水的下滑。如果严格执行去粗钢政策，下半年铁水下跌幅度至少在 5% 以上，减量在 12 万吨级别以上。即使政策不及预期，但是在钢厂低利润的情况下铁水增量空间并不大。因此下半年焦炭供需难以出现紧张格局，逢高做空为主。

焦煤，目前进口几乎处于历史低位，而特殊时期下国内部分煤矿也处于停限产中，焦煤供应处于最紧张时候。蒙古疫情爆发中，虽然口岸司机疫苗接种率较高，但是后期的通关回升仍较为困难。澳煤进口政策传言有放松，但是中澳关系严峻下增幅有限。国内安检即将放松，但是前期山西煤矿超产比较严重，即使安全检查放松产量相比高峰提升空间已经不大。整体看下半年供应将边际改善，但产量增幅空间有限。需求端，受到焦企产能投放影响，焦煤需求稳步向好。因供应小幅回升影响，下半年焦煤供需偏紧格局边际走弱，但仍有缺口，整体走势相对偏强。

第5章 策略建议

5.1. 策略

成材下半年需求韧性仍在，但增速回落预期升温，但供应端仍将继续围绕碳中和背景下的限产政策，供应缩减预期仍强，因此，我们认为，目前低利润下成材价格仍有一定上涨空间，其中螺纹 01 合约高点预期在 5800 元/吨，热卷 01 高点在 6200 元/吨，但当前淡季因素依旧明显，预计供需最差的时间将出现在 7 月中下旬，综合考虑我们，螺纹 01 合约运行区间[4500, 5800]，热卷 01 合约运行区间[4800, 6200]，铁矿石 01 合约运行区间[900, 1200]，焦炭 01 合约[2350, 2950]，焦煤 01 合约[1750, 2150]。

套利上，中长期多钢厂利润，多螺纹（或热卷）空铁矿空焦炭；多热卷空螺纹。铁矿石 9-1 正套继续持有。

5.2. 风险提示

货币政策大幅收紧，国际关系紧张，金九银十需求大幅不及预期，环保限产政策宽松，澳煤进口放开，山东山西去产能超预期

研究报告全部内容仅代表投资建议，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点