

触底回升

摘要

2015 年上半年钢市延续漫漫熊途，黑色系一季度下跌，二季度反弹，不少品种春节后纷纷创出近几年的新低。在价格跌跌不休的背后，不仅有需求的孱弱，也有供给过剩的冲击。

2015 年上半年，供给端产量增速明显放缓，据我们粗略估算，全球及中国的预估粗钢产量与去年相比小幅回落，粗钢产量告别过去高增长的时代。

从消费需求来看，今年上半年钢材需求表现偏多，即使在需求旺季 3~5 月份，钢价也并没有出现像样的反弹。不过作为主要钢材下游的房地产业略显复苏迹象，基建下半年或再度发力。

从成本角度看，除了铁矿石表现相对抗跌以外，焦炭、焦煤以及成材价格均不断震荡探底，钢铁行业盈利状况从 3 月下旬开始不断恶化。下半年预计铁矿石的价格将有所松动，行业吨钢毛利有望触底后小幅回升

总体来看，下半年预期钢价走势将呈现震荡筑底后小幅回升的走势。一方面，虽然资源供应增速放缓，但是需求端回落的速度要远超供给，而且经济下行压力犹存，但是下游房地产市场复苏迹象明显，基建下半年料将继续发力，或将提振下半年的钢材市场需求。

南华期货研究所

曹扬慧

0571-87839251

cyh@nawaa.com

助理研究员：

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

第 1 章	钢价供需基本面分析	3
1.1.	上半年：钢材需求偏弱，市场预期较为悲观	3
1.2.	一带一路助力钢市过剩产能走出去，钢材需求远期向好	5
第 2 章	下半年钢材市场运行环境分析	9
2.1.	资金——钢铁行业资金面依旧趋紧	9
2.2.	房地产——投资、到位资金下降抑制钢材需求，但回暖信号乍现	10
2.3.	一带一路助力钢铁行业化解产能过剩压力	11
2.4.	基础建设——下半年或将发力	11
2.5.	美元持续走强概率不大	12
第 3 章	钢铁成本与利润因素分析	12
3.1.	上半年铁矿石触底回升，下半年重回弱势	12
3.2.	焦炭产量增速放缓，底部震荡阶段	13
3.3.	建材成本核算：利润空间堪忧	14
第 4 章	钢材投资策略	14
4.1.	观点总结	14
4.2.	期货交易策略	15
4.3.	期权交易策略	15
	免责声明	17

第1章 钢价供需基本面分析

1.1. 上半年：钢材需求偏弱，市场预期较为悲观

进入 2015 年，国内钢市供过于求的矛盾未有根本改观，宏观经济各项指标的下滑使得经济增长疲态尽显。

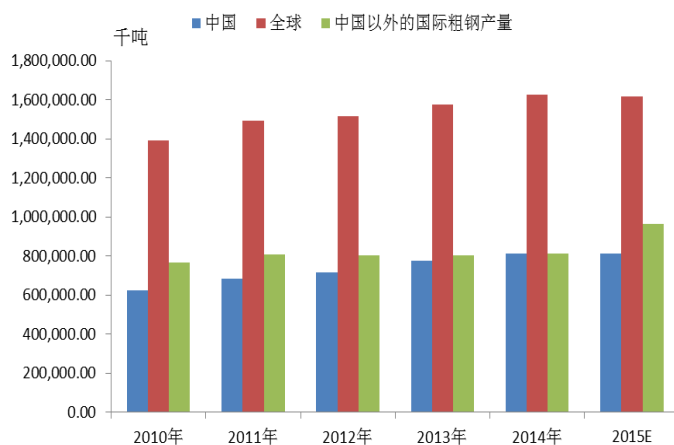
春节前，尽管央行频繁释放流动性，但对实体经济产生的实际影响并不大，资金基本上还是停留在金融体系内部，因此，节前的钢价基本维持震荡格局。但是在年后，在炉料端铁矿石市场暴跌引发的恐慌之下，需求尚未乏力，螺纹钢跟跌，持续阴跌一周，创出了年内的次低点。随后，进入 4 月份，随着下游工地的逐渐开工，旺盛的需求带动钢价一度反弹，然而在今年，旺季不旺的特征尤为明显，反弹幅度极为有限，其反弹高度甚至未能触及到春节前的支撑点位，可见需求端的收缩不可小觑。接下来的 5-6 月份，对钢厂来说是煎熬的，以铁矿石为代表的炉料与成材走势不断分化，致使钢厂的盈利状况不断恶化，部分钢厂亏损一度到了警戒线附近，且下游需求日渐萎靡，但考虑到年中资金大考，钢厂忍痛保持生产，供需矛盾越加尖锐，期价不断下探，再创年内低点，或许，只有钢厂实质的减产才能促使钢价不断探底，但是去产能是个漫长而又艰辛的过程，或许只有真的痛了，钢材价格才能出现转机。

2015 年的下半年，钢价究竟将何去何从，首先我们来梳理一下钢材市场的基本面。

国际粗钢产量增速趋缓，中国粗钢产量同比下降

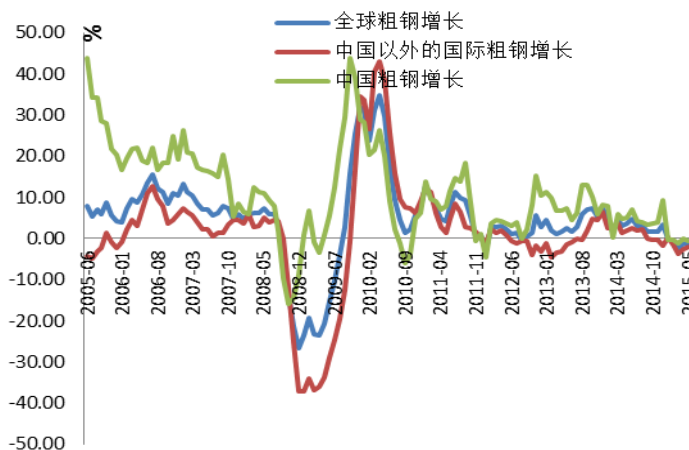
据统计，2015 年 1-5 月份全球粗钢产量为 674,329.79 千吨，按照月平均产量进行估算，预计今年全球粗钢产量为 1618391.496 千吨，预估中国粗钢产量为 813278.64 千吨，中国以外的经济体产量预估值为 962605.848 千吨，与去年相比，中国及全球粗钢产量均出现小幅回落。总体来看，钢铁产量的高速增长正变得难以持续，无论国内、国际粗钢产量增速均变为负数，粗钢产量增速明显放缓。

图 1.1.1：中国粗钢产量增速显著放缓



资料来源：南华研究

图 1.1.2：全球粗钢产量增速放缓



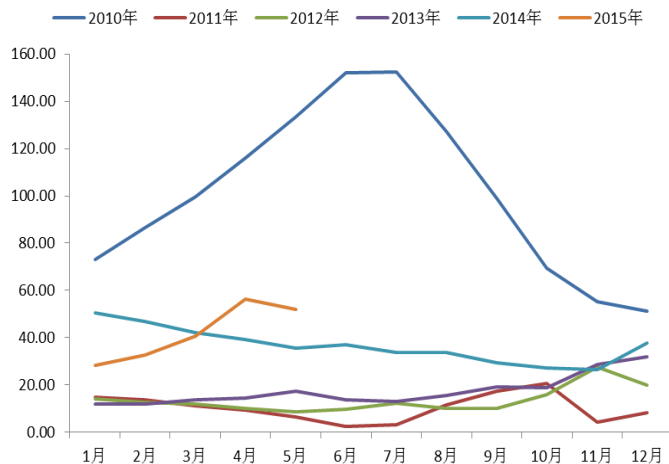
资料来源：南华研究

钢材出口超预期增长，上半年钢材供应压力不大

1、钢材出口好于往年

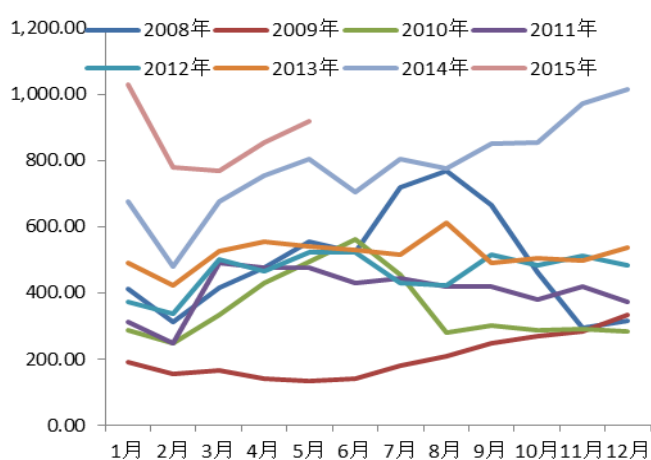
根据海关统计数据显示，2015 年 1-5 月份我国钢材出口量累计为 4351.98 万吨，去年同期为 3394.27 万吨，累计同比增长率为 28.20%。今年 5 月份当月我国钢材出口量为 920.44 万吨，去年同期为 807.14 万吨，当月及累计同比均出现了一定程度的上浮，说明出口在一定程度上消化了中国钢材市场的产能过剩。

图 1.1.3：钢材出口数量累计同比增速



资料来源：南华研究

图 1.1.4：钢材出口好于往年

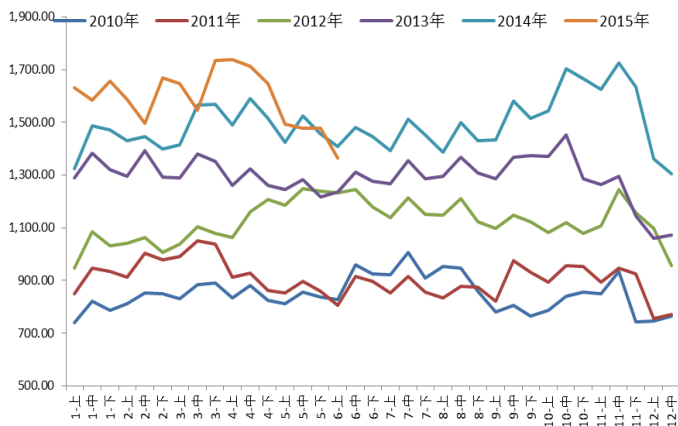


资料来源：南华研究

2、今年钢厂库存明显高于往年，低社会库存成为新常态

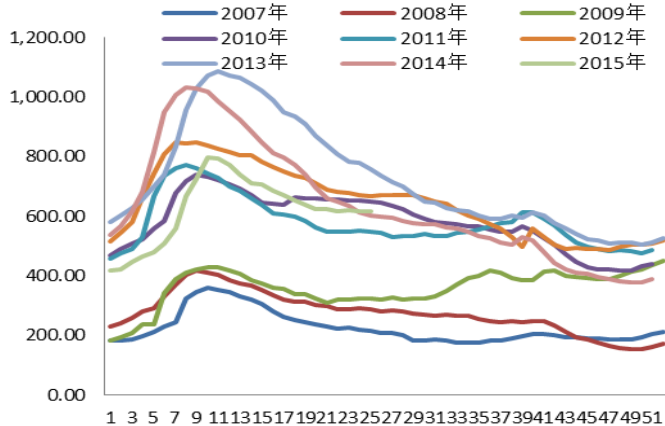
与往年不同的是，今年钢材的库存主要集中在钢厂，高钢厂库存、低社会库存成为了钢铁行业的新常态，在这个新常态的背后，反映了钢材的滞销以及钢厂持续面临较大的资金面压力。

图 1.1.7：今年钢厂维持高库存



资料来源：南华研究

图 1.1.8：低社会库存成为钢铁行业新常态



资料来源：南华研究

据统计，6 月上旬重点钢企库存为 1630.91 万吨，同比增加 12.25%，另外，从历年的

重点钢企库存走势可以看出，与往年同期水平相比，今年重点钢企的库存水平明显高于往年，钢贸商的缺位与当前不断走下坡路的钢价以及政策对于产能过剩行业的不支持休戚相关。因此，即使在下半年，如果钢铁行业需求不出现明显改观的话，钢厂高库存的状态预计短期难以改观，而且生产、库存以及出口在任何一方面发生不利变动，都可能引发新的供需失衡。

观察钢材的社会库存会发现，今年钢材的社会库存相对低于往年同期水平。从钢材社会库存的季节性可以看出，每年的3月中旬左右以后，大中城市的螺纹钢社会库存都会持续下降，这是钢材社会库存的季节性特点。尽管今年钢材的供应压力不大，供需基本处于弱平衡的状态，但是今年社会库存的去库存速度明显慢于往年，从下图可以看出，低社会库存已成为今年钢铁行业的新常态。

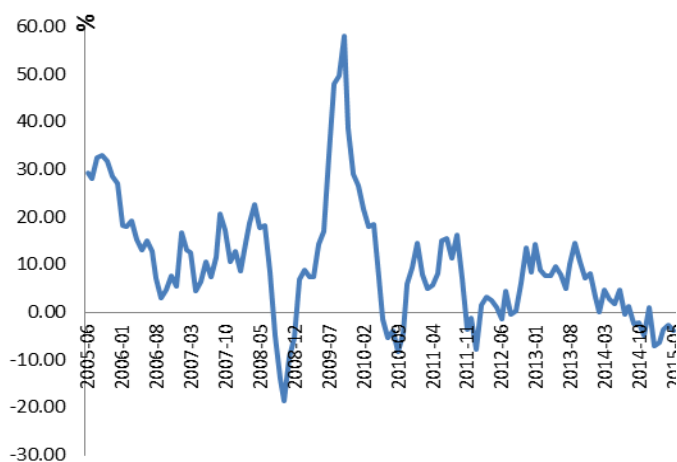
库存是反映供需的综合指标，今年钢材市场呈现高钢厂库存、低社会库存的新常态的背后，预示着今年钢材市场钢厂产成品滞销、社会库存蓄水池功能的消逝以及钢铁行业需求的不断恶化。即使在下半年，钢铁行业在年中资金大考结束后，逐渐开始减产检修等计划来暂时的调节供需矛盾，但是若如产能过剩以及经济增速下行的现状不发生改变，那么钢价基本上也是延续三季度下行、四季度反弹的节奏了。

1.2. 一带一路助力钢市过剩产能走出去，钢材需求远期向好

自3月中旬起，钢材现货价格并不理会期货市场的涨涨跌跌，反反复复，在下游工地需求转好的带动下，开启了一波反弹，但是美好总是短暂的，随着下游需求的证伪，现货价格重回弱势。

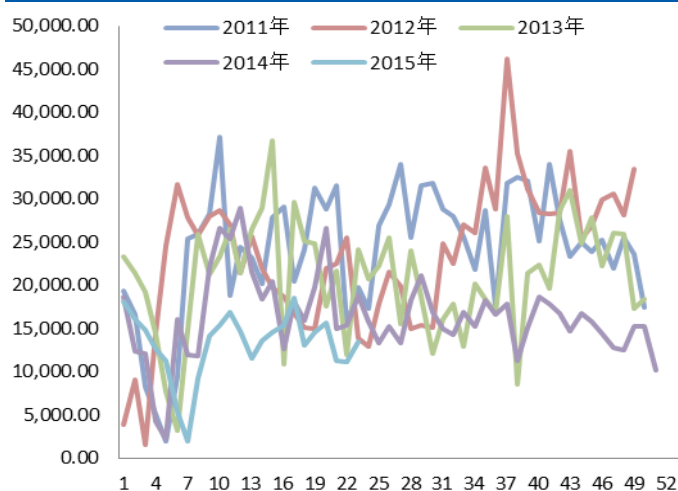
统计数据显示，2015年5月份我国粗钢表观消费量为6128.07万吨，当月同比为-3.85%，同比增速为负，2015年1-5月份我国粗钢表观消费量为29,844.54万吨，2014年同期为31,322.48万吨，同比增长率为-4.72%。另外从上海地区的线螺采购量的走势来看，虽然每年进入梅雨季节以及夏季高温时期线螺需求量均会出现一定程度的回落，但是今年上海地区的需求也明显低于往年，可以看出，今年钢材市场的需求端出现了一定的问题。

图 1.2.1：粗钢表观消费量同比增速下滑



资料来源：南华研究

图 1.2.2：上海线螺采购量相对往年偏低



资料来源：南华研究

接下来，我们从钢材市场的下游来分析一下今年钢材市场的需求端存在的问题。钢材

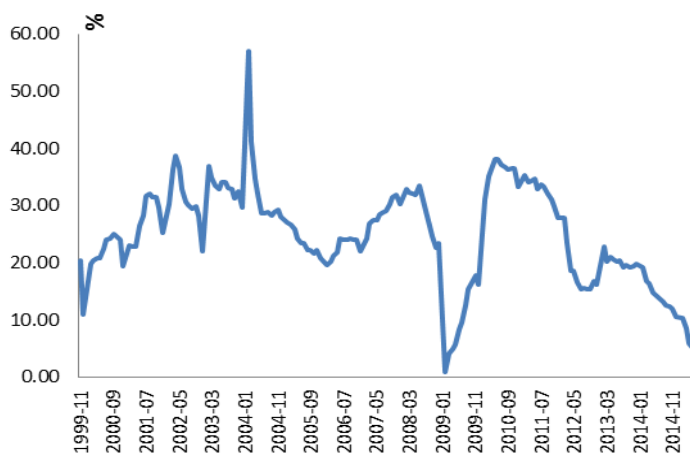
市场的下游比较分散，螺纹钢的下游主要是房地产和基建，热轧和板卷是船舶和机械，冷轧则主要是汽车。

房地产市场企稳复苏，城市之间走势分化

2015 年上半年，5 月份房地产开发投资完成额累计同比为 5.1%，上半年以来投资增速逐月递降。但是从各分项指标来看，2015 年 5 月份商品房销售面积累计同比增速为-0.2%，4 月份同比增速为-4.8%，环比增速收窄 4.6%；商品房新开工累计同比增速为-16%，4 月份累计同比增速为-17%，环比增速收窄 1.3%；库存方面，5 月份商品房待售面积累计同比增速为 23%，4 月份累计同比增速为 24.7%，环比增速下降 1.7%。从各分项指标可以看出，房地产销售、新开工均有所转好，尤其是 5 月份以来商品房待售面积首次下降，可见 3.30 楼市新政效果明显，当前房地产市场企稳回升已成为共识。一般来说，房屋销售转好领先于新开工，而新开工转好会带动上游钢铁行业的消费量。但是在实际中，由于房地产销售往往是先销售既有的存量，实际上商品房竣工面积累计同比增速才是钢铁行业需求向好的先行指标，一般领先 6 个月，新开工往往是重卡和挖掘机的先行指标。统计数据显示，2015 年 5 月份我国商品房竣工面积累计同比增速为-13.30%，4 月份累计同比增速为-10.50%，环比增速变化为-2.80%，房屋竣工面积延续下行态势，说明螺纹钢需求转好尚需时日。

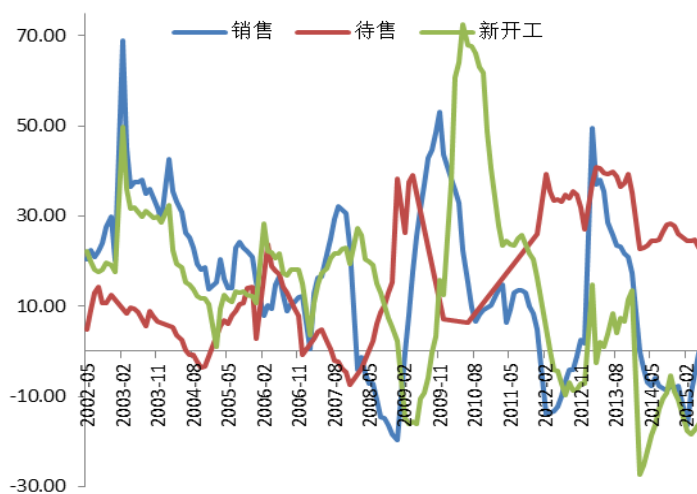
分城市看，房地产回暖最明显的是以深圳为代表的一线城市，二三线城市则延续年初的下行态势。据统计，70 个大中城市新建住宅价格指数当中，2015 年 5 月份一线城市新建住宅价格指数当月同比为-0.5%，其 4 月份当月同比增速为-3.3%，降幅收窄 2.8%，一线城市新建住宅价格指数 5 月份环比增速为 2.8%，其 4 月同期为 0.9%，增幅扩大 1.9%，增长趋势明显；而 5 月份二、三线城市新建住宅价格指数当月同比分别为-5.9%、-6.6%，其 4 月份当月同比增速分别为-6.2%、-6.6%，二线城市降幅略有收窄，三线城市基本持平。可见，房地产市场的复苏主要体现在一线城市上，二三线城市则救市效果相对较弱，城市之间分化加剧。

图 1.2.3：房地产开发投资额累计同比继续向下



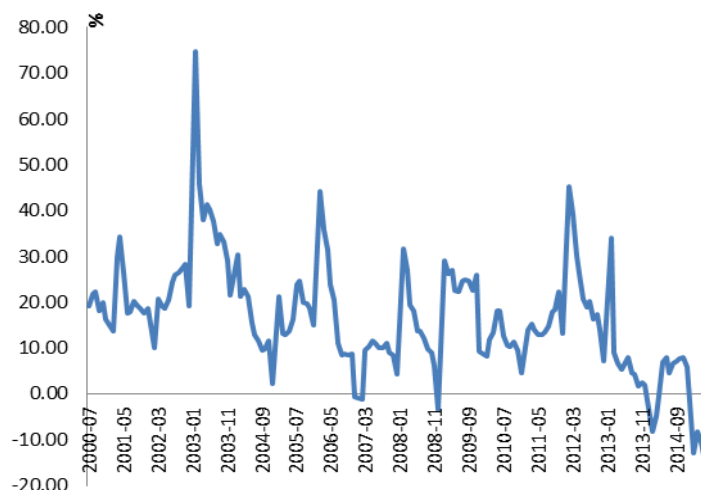
资料来源：南华研究

图 1.2.4：销售和新开工跌幅收窄



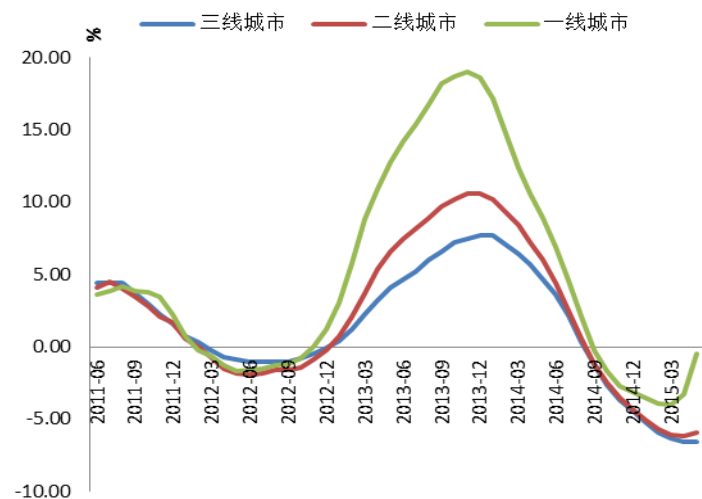
资料来源：南华研究

图 1.2.5：商品房竣工面积延续下行态势



资料来源：南华研究

图 1.2.6：城市之间分化，一线转好，二三线延续下行



资料来源：南华研究

一带一路助力基建，下半年或发力

根据国家发改委网站信息，5月18日以来共批复超逾4500亿元基建项目，未来还将有一系列稳增长工程包陆续落地，包括今年将超过4300亿元的网络建设投资。同时，不少地方PPP项目推进速度正在加快，一些几百亿甚至几千亿的项目开始上马。

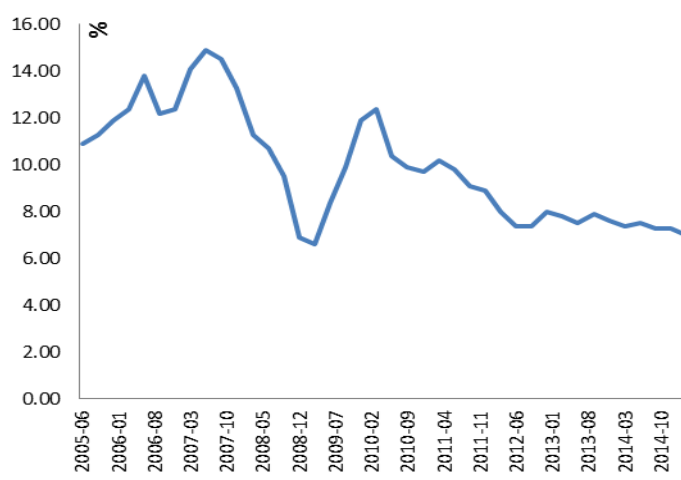
多项宏观经济指标显示，当前稳增长压力较大，加快基建项目投资是稳增长最有效的方法。业内人士指出，今年要完成7%的GDP目标，基建投资增速至少要达到25%，规模达到14万亿，意味着后二个季度的基建投资将较第一、二季度明显回升。

图 1.2.7：2015年5月基建投资累计同比为18.66%



资料来源：南华研究

图 1.1.8：2015年一季度中国GDP增速为7%



资料来源：南华研究

另外，5月13日，国务院常务会议决定，新增5000亿元信贷资产证券化试点规模，试点银行腾出的资金要用在刀刃上，重点支持棚改、水利、中西部铁路等领域建设。金融支持加码，货币政策一再发力是各地推进项目实施的关键一环。

根据国家统计局公布的数据显示，2015年5月份基建投资累计同比增速为18.66%，自今年3月份以来持续三个月延续下行态势，虽然基建不断加码，但是目前实际施工进度有待考证。2015年一季度我国GDP当季增速为7.0%，为了完成7.0%的GDP增速，预期后面两个季度的基建投资将进一步加码。

可见，目前国家稳增长预期明确，下半年基础建设是重点，势必拉动钢材之需求，或将成为钢价反弹的发动机。

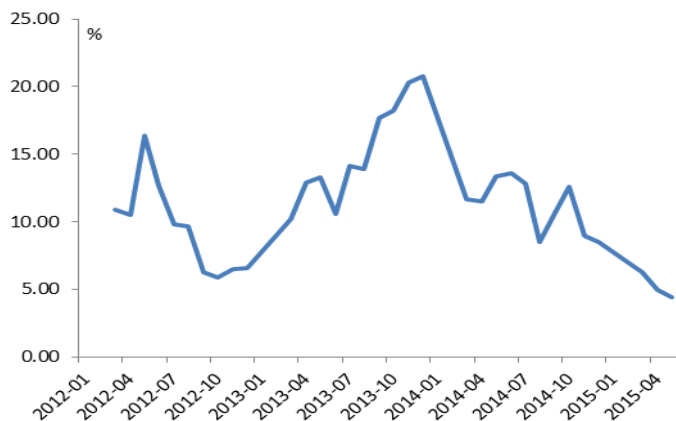
中国车市失速，板材需求遇冷

中国是全球最大的汽车销售市场，但是，由于中国经济增长放缓、大城市实施牌照限制、以及中国本土汽车厂商竞争激烈，外资高档汽车厂商现在遇到了麻烦，其来自中国的收益正逐渐下滑。

中国车市情况确实不乐观。今年5月，中国汽车销量连续第二个月同比下降。中国汽车工业协会公布数据显示，5月国内汽车产销量同比分别下降6.2和6.9个百分点，环比分别下降5.6%和4.6%至196.42万辆和190.38万辆。继4月分别环比下降8.9%和11%后，5月产销量双双回落到200万辆下方。

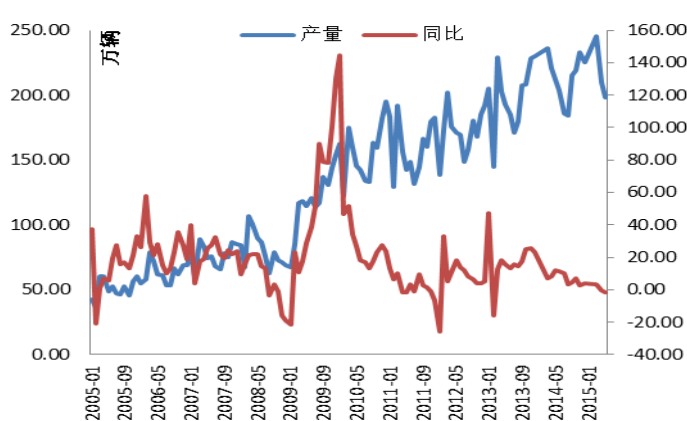
另外，2015年5月份，我国汽车制造业工业增加值当月同比为4.4%，继4月环比下降0.6%，今年上半年以来增速持续下降。制造业的疲弱，亦拖累上游板带材的价格。今年以来，我国板带材的价格延续疲弱下行的态势，板带材与制造业联系最为紧密，冷轧板带价格在季节性需求旺季的也难以上涨，热卷价格仅出现一波小幅反弹，随后也基本延续震荡下行的态势，以至于1.0mm冷轧与5.75mm之间的价差呈现出先涨后跌的态势。板带材价格的回落与今年制造业的相对疲软有直接的关系，今年5月份制造业PMI为50.2%，高于荣枯线50以上，环比上涨0.1%，较今年1、2月份出现明显回升，说明持续的宽松的货币政策正在逐渐影响到经济层面，钢材的需求是结构性的，来自制造业的需求后期或将逐渐得到改善。

图 1.2.9：汽车制造业工业增加值持续下行



资料来源：南华研究

图 1.2.10：汽车产量增速为负



资料来源：南华研究

第2章 下半年钢材市场运行环境分析

我们认为，以下宏观经济大势将深刻影响下半年的钢材市场：

2.1. 资金——钢铁行业资金面依旧趋紧

尽管下半年货币环境预期持续宽松，但是对于钢铁行业来说依旧是远水解不了近渴。

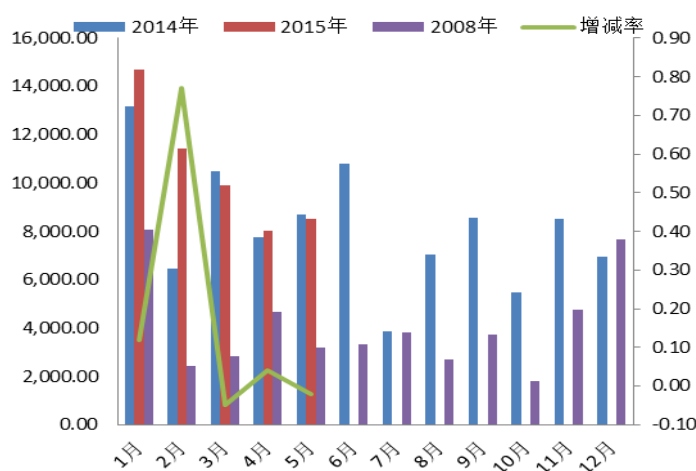
据统计数据显示，2015 年 5 月社会融资规模为 1.22 万亿元，环比 4 月份增加 1696 亿元，与去年同期相比减少 1813 亿元；1-5 月社会融资规模总额为 6.87 万亿元，比去年同期减少 1.69 万亿元。社融规模年比下降，说明下游需求活跃度有限。

从利率的角度来看，我们以上海银行间同业拆放利率来看，6 月 24 日上海银行间同业拆放利率隔夜 SHIBOR 值为 1.338，年同比下降 1.633%，较 2014 年均值下降 1.434%。一方面说明央行连续降息和降准的动作已显效，银行流动性比较宽松，即使面临年中考核也并未像 2013 年那样承受巨大的流动性压力；另一方面也反映出，资金大量停留在金融体系内部。

另外，6 月 24 日，在国务院常务会议上，通过了《中华人民共和国商业银行法修正案（草案）》。删除贷款余额与存款余额比例不得超过 75% 的规定，将存贷比由法定监管指标转为流动性监测指标。存贷比取消后主要对于中小银行来讲是明显利好，能够让银行更有自主权的去选择客户和贷款的投放方向、数量等，更好的放贷，也会刺激实体经济，尤其是小微企业和消费者。

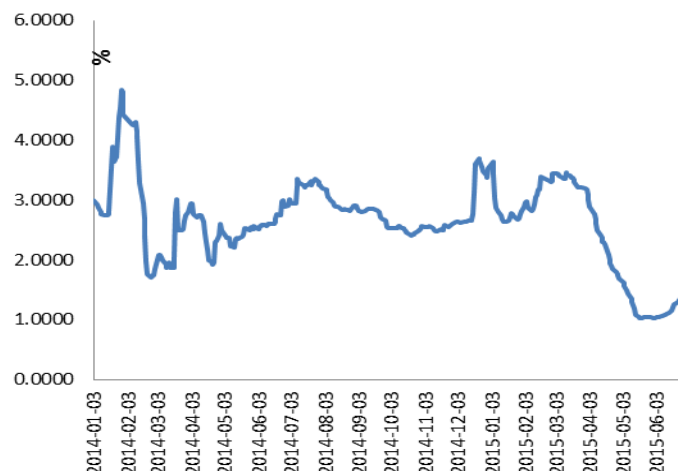
无论是从社会融资规模、隔夜 SHIBOR，还是删除存贷比红线，银行均有意将资金引入实体经济，但是钢铁行业却无任何受益，其核心因素是钢铁行业属于三高行业，不属于受银行亲睐的行业范围。国家高层要求银行限制对钢铁等产能过剩行业贷款的审批，包括钢贸信贷危机以来的银行自主性严格控制钢贸流通企业的放贷。实际上，钢铁行业通过正常融资渠道获得资金的能力被大幅削弱，供血不足，下游工地表现得尤为明显。

图 2.1.1：社会融资规模同比少增



资料来源：南华研究

图 2.1.2：上海银行间同业拆放利率（隔夜）



资料来源：南华研究

2.2. 房地产——投资、到位资金下降抑制钢材需求，但回暖信号乍现

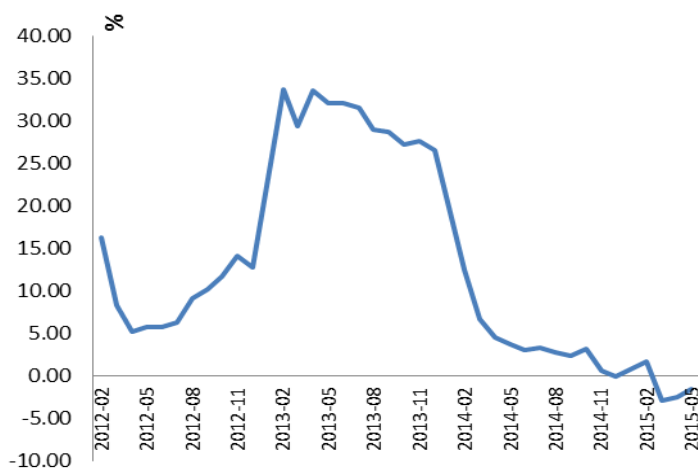
2015 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 32292 亿元，同比名义增长 5.1%，增速比 1-4 月份回落 0.9 个百分点。其中，住宅投资 21645 亿元，增长 2.9%，增速回落 0.8 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。

1-5 月份，房地产开发企业房屋新开工面积 50305 万平方米，下降 16.0%，降幅收窄 1.3 个百分点。房地产开发企业土地购置面积 7650 万平方米，同比下降 31.0%，降幅比 1-4 月份收窄 1.7 个百分点；土地成交价款 2192 亿元，下降 25.8%，降幅收窄 3.3 个百分点。

1-5 月份，房地产开发企业到位资金 45966 亿元，同比下降 1.6%，降幅比 1-4 月份收窄 0.9 个百分点。

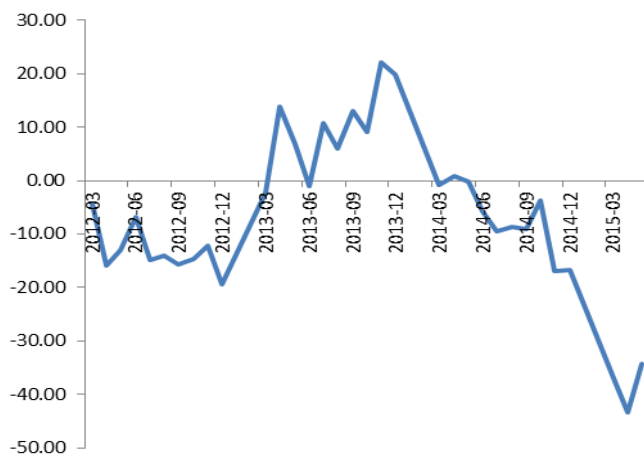
但是，2015 年以来，尽管房地产行业依旧表现不佳，无论从开发投资增速，还是房屋新开工面积，又或者是开发企业土地购置面积来看，均呈现出下降态势，其主要受以下两个因素的影响：1、以房地产带动中国经济发展的模式已经显现疲态，据不完全统计，目前中国住房空置率至少 20%，三四线城市住房空置率更高，这也是今年上半年以来一线城市与三四线城市之间走势分化的主要原因；2、2014 年以来，国家严打房地产以及严抓反腐，两大购房大户——炒房团和政府官员均已离场，2015 年国家对于房地产虽有放松迹象，但其吸引资金能力大幅降低。基于这个原因，预计今年下半年房地产市场并不会急转回升，但是我们不可否认的是，房地产市场正在企稳回升，从房地产固定投资的销售、新开工以及待售面积来看，其跌幅均在不断收窄，房地产市场最黑暗的时光已经过去，尽管下半年房地产行业迅速回暖或不可期，但是，房地产的逐步回暖终将慢慢传导至中游钢铁行业上。

图 2.2.1：房地产开发到位资金增速为负



资料来源：南华研究

图 2.2.2：40 个大中城市土地购置面积增速跌幅收窄



资料来源：南华研究

2.3. 一带一路助力钢铁行业化解产能过剩压力

2013 年 9 月和 10 月，中国国家主席习近平在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的重大倡议，得到国际社会高度关注。中国国务院总理李克强参加 2013 年中国—东盟博览会时强调，铺就面向东盟的海上丝绸之路，打造带动腹地发展的战略支点。加快“一带一路”建设，有利于促进沿线各国经济繁荣与区域经济合作，加强不同文明交流互鉴，促进世界和平发展，是一项造福世界各国人民的伟大事业。

“一带一路”建设是一项系统工程，要坚持共商、共建、共享原则，积极推进沿线国家发展战略的相互对接。为推进实施“一带一路”重大倡议，让古丝绸之路焕发新的生机活力，以新的形式使亚欧非各国联系更加紧密，互利合作迈向新的历史高度，中国政府特制定并发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。该文件提出，要拓展相互投资领域，加大煤炭、油气、金属矿产等传统能源资源勘探开发合作，积极推动水电、核电、风电、太阳能等清洁、可再生能源合作，推进能源资源就地就近加工转化合作，形成能源资源合作上下游一体化产业链。

在 APEC 会议上，国家主席习近平提出了加强互联互通、深化“一带一路”合作的一系列建议，中国还将出资 400 亿美元成立丝路基金，为“一带一路”沿线国基础设施建设、资源开发、产业合作等有关项目提供投融资支持。

“一带一路”基础建设投资大，能源、高铁、核电等装备制造会带来大量钢铁需求。在“一带一路”沿线 64 个国家中，钢材净进口国占 70% 以上，是我国钢材出口的重要目标市场。“一带一路”可推动钢厂“走出去”，在外建厂缓解国内产能过剩的局面，还可利用国外部分地区优越的矿产资源，减少成本。

综合来看，“一带一路”对钢铁业来说是一重大利好，确实对国内钢铁的用钢需求以及化解钢铁行业的过剩产能起到一个提振的作用，但是这个提振力度有多大，目前难以说明，唯有拭目以待，有待进一步观察。

2.4. 基础建设——下半年或将发力

根据华尔街见闻报道，5 月 18 日以来共批复超逾 4500 亿元基建项目，未来还将有一系列稳增长工程包陆续落地，包括今年将超过 4300 亿元的网络建设投资。同时，不少地方 PPP 项目推进速度正在加快，一些几百亿甚至几千亿的项目开始上马。

5 月上旬在发改委举行的宏观经济形势与政策发布会上发改委固定资产投资司副司长罗国表示，近期可能会推出新的一批重大工程包。根据实际情况，不断充实完善和动态调整的重大工程包，把一些符合方向、具备条件的重大项目及时补充进来，形成“四个一批”，即“实施一批、核准一批、储备一批、谋划一批”。

多项宏观经济指标显示，当前稳增长压力较大，加快基建项目投资是稳增长最有效的方法，政府不断加码基建的意图也是想通过基建的发力来对冲房地产市场的不断下行。2015 年第一季度的 GDP 增速是 7.0%，今年要完成 7% 的 GDP 目标，基建投资增速至少要达到 25%，规模达到 14 万亿，2015 年 5 月份的基建增速为 18.66%，这意味着后面二个季度的基建投资将较第一、二季度明显回升，基建还需进一步加码。

另外，5月13日，国务院常务会议决定，新增5000亿元信贷资产证券化试点规模，试点银行腾出的资金要用在刀刃上，重点支持棚改、水利、中西部铁路等领域建设。金融支持加码，货币政策一再发力是各地推进项目实施的关键一环。

可见，目前国家稳增长的意图明确，下半年基础建设是重点，势必拉动钢材之需求，或将成为钢价反弹的契机。

2.5. 美元持续走强概率不大

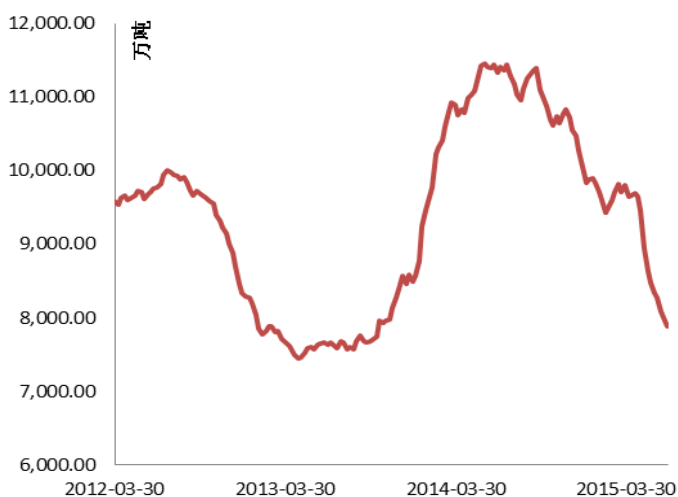
美国经济复苏正在逐渐稳定，但是增长的趋势可能让美联储改变现有政策。最新的美联储议息会议表明，因恶劣天气和港口罢工等原因，美国今年一季度经济数据走低，令本月加息的预期延后。美联储主席耶伦在6月会议上表示，加息之前，要看到“决定性”的经济增长证据。美联储曾表示，即使加息，加息的幅度也是“缓慢的”“渐进式的”。

第3章 钢铁成本与利润因素分析

3.1. 上半年铁矿石触底回升，下半年重回弱势

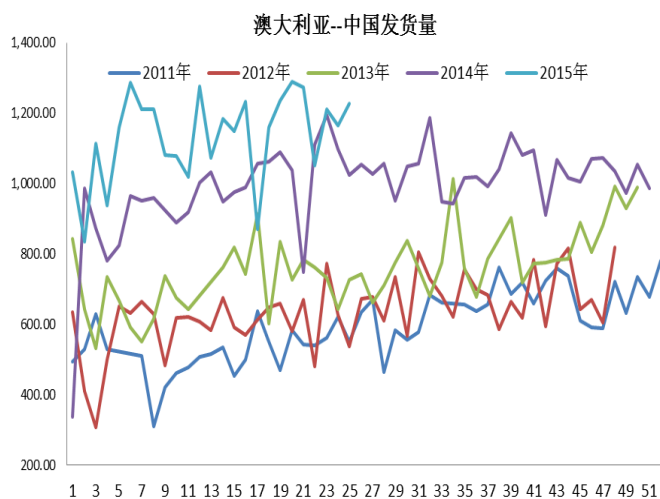
2015年上半年以来，国内铁矿石港口库存量从年初的1亿吨左右持续回落至6月中下旬的8000万吨不到，库存相比较去年下半年的高位库存已出现明显的回落，其主要原因是铁矿石贸易商对于库存和价格的控制能力要远远强于钢厂，而且年后钢厂开工持续回升，铁矿石需求端存在支撑。但是，熬过年中资金大考之后，钢厂对于铁矿石需求或有所降温，而且目前尽管北方港口到货量偏低，但是当前的巴西、澳大利亚铁矿石的发货量较往年处于相对高位，后期铁矿石港口库存由降转升将是大概率事件，这种局面决定了我国下半年铁矿石的去库存任务依旧艰巨。

图 3.1.1：上半年铁矿石库存高位回落



资料来源：南华研究

图 3.1.2：铁矿石港口库存后期有望止跌回升



资料来源：南华研究

3.2. 焦炭产量增速放缓，底部震荡阶段

焦炭价格在 2015 年上半年呈现出震荡下跌、迭创新低的走势，价格重心不断下移，在这种背景下，焦炭行业的供需矛盾较以往有所缓解，焦炭价格基本呈现震荡寻底的走势。

焦炭产量增速放缓，供需趋于弱平衡

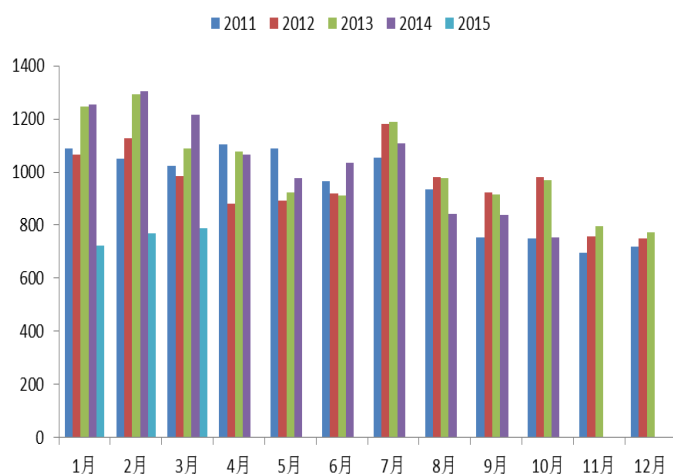
从今年上半年以来，焦炭价格从年初的 1127 元/吨附近一路走低，5 月份焦炭走势基本持平，截止 6 月 17 日，焦炭连续合约的收盘价为 824 元/吨，跌幅超 30%，焦炭价格重心的不断下移，但下半年预期跌速将趋缓。

根据国家统计局数据，1-5 月份我国焦炭产量 18,727.92 万吨，去年同期为 19,171.78 万吨，比去年同期下降了 2.32%。我们按照 1 吨生铁需要消耗 0.5 吨焦炭来估算，1-5 月份我国生铁产量为 29,712.00 万吨，折算为焦炭需求量为 14856 万吨，同期焦炭的供给量为 18,727.92 万吨，供应过剩约 3871.92 万吨，相对于去年来讲宽松状况略有改善。在国际煤炭市场不景气的情况下，进口煤也对煤炭价格造成较大冲击。澳大利亚是我国最大的煤炭进口国，因油价下跌，澳大利亚煤炭漂洋过海来到中国的运费和中国从北方港口运到南方的运费相差不大，对煤市有一定冲击。中澳自贸区协定近期达成，澳大利亚进口煤炭将逐步享受零关税政策，对煤炭市场可能造成新的冲击。

但是，为了扶持煤炭行业的发展，国家陆续出台了一些稳增长政策，宏观政策方面，“一带一路”等国家层面的顶层制度设计，将给国内过剩的产能拓展新的市场空间。“一带一路”沿线大多是新兴经济体和发展中国家，基建投资需求巨大。粗略估算，2020 年之前，该计划有望每年带动我国钢材需求 4800 万吨，从而间接带动焦炭需求 2400 万吨，这将明显改善国内钢材和焦炭的总体需求。

我们预计进入三季度之后，随着 6-9 月份电荒的出现，焦化厂可能会有停产检修安排，焦炭宽松的状况获得以缓解，但是进入高温期后，钢铁行业的减产检修也会趋多，下游生产减少，而且焦化厂的话语权较小，预期供应宽松的状况将维持下去。

图 3.2.1：焦炭供应过剩程度好于往年



资料来源：南华研究

图 3.2.2：焦炭价格重心不断下移



资料来源：南华研究

因此，总体来看，今年下半年焦炭价格将处于震荡寻底的态势当中，第四季度有可能随着钢材的触底反弹小幅回升，但上行之路定会比较坎坷，难有较大的反弹。

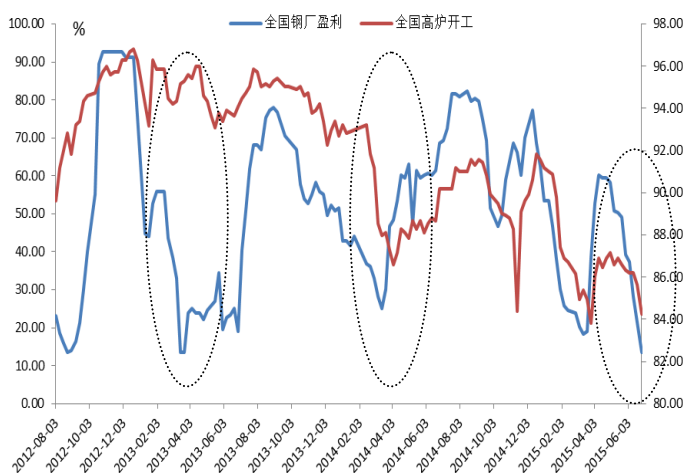
3.3. 建材成本核算：利润空间堪忧

我们以 1 吨生铁需要消耗 1.65 吨铁矿石和 0.5 吨焦炭为计算依据，按照 6 月中旬的国内铁矿石价格核算，原材料之后一个半月进行计算，目前河北地区钢材的成本价为 2455.88 元/吨，钢厂亏损大约 319.33 元/吨，钢厂的盈利状况较差，6 月中下旬左右全国及河北地区盈利钢厂占比不及 20%，钢厂也是苦不堪言。

今年的钢厂不比往年，钢材价格一跌再跌，出厂价格调了又调，钢厂的日子也不好过。上半年以来，年初到春节之前的这段时间里，钢厂的吨钢毛利处于相对历史地位，节后随着下游工地的陆续施工，钢材期现货价格均迎来了一波小幅反弹，钢材的利润也逐渐回暖，但是好景不长，今年需求端出现了严重的问题，缺乏需求支撑的钢价转头向下，行业盈利凄凄惨惨戚戚。

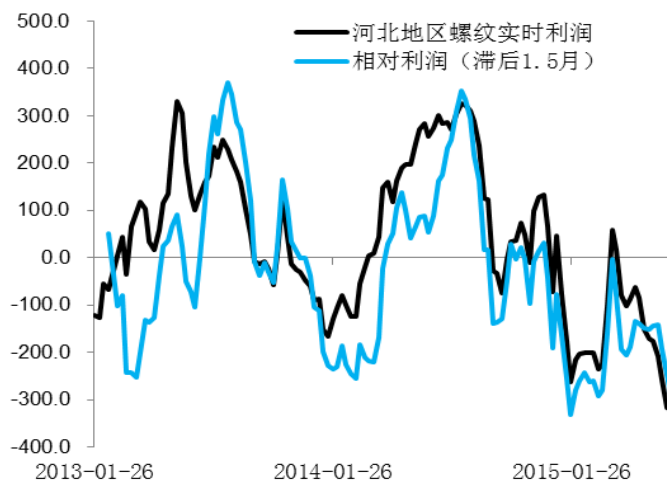
对比往年钢厂盈利与高炉开工率可以看出，钢厂后期只会减产不会增产，进入下半年钢厂度过年中资金大考之后，钢厂减产预期不断增强，下半年预期钢厂利润将有所修复。

图 3.3.1：钢厂减产预期不断增强



资料来源：南华研究

图 3.3.2：上半年河北地区钢厂亏损居多



资料来源：南华研究

第 4 章 钢材投资策略

4.1. 观点总结

综上所述，我们认为 2015 年下半年钢材价格呈现触底回升的走势。因为一方面，虽然资源供应增速放缓，但是需求端回落的速度要远超供给，而且经济下行压力犹存，但是另一方面，下游房地产市场复苏迹象明显，基建下半年料将继续发力，或将提振下半年的钢材市场需求。因此，预计钢市进入四季度触底反弹的概率较大。

4.2. 期货交易策略

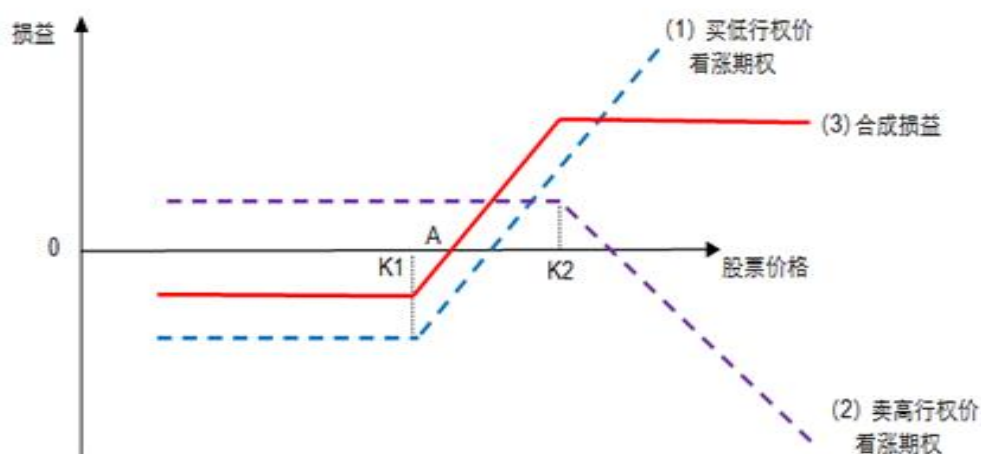
单边策略：第三季度依旧是钢铁需求的淡季，且当前螺纹钢有超跌迹象，行业盈利状况较差，对比往年钢厂利润与开工状况，我们认为钢厂检修减产将是大概率事件，因此，在看多钢厂利润以及后期矿石到货预期增加的大背景下，单边策略建议做空铁矿石 1601 合约。第四季度螺纹钢反弹的概率较大，且中长线钢材回暖预期增强，建议逢低布局螺纹钢 1601 长线多单。

对冲策略：中长线看多钢厂利润，建议在远月多螺纹钢空铁矿石做多钢厂利润。

4.3. 期权交易策略

根据我们对下半年钢材价格走势的判断，投资者可以考虑买入虚值的看涨期权，或者考虑买入牛市价差期权，即买入低行权价（K1）的看涨期权，同时卖出高行权价（K2）的看涨期权，这样既可以达到抄底螺纹钢的目的，而且也不用付太多的期权费。报价可以参考南华场外螺纹钢期权报价平台。

图 4.1.1、牛市价差组合——看好下半年的钢市行情，但又不用付太多的期权费



资料来源：wind 南华研究

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号
电话: 0663-2663886

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，但我公司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公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、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