

## 坚定步伐 继续前行

### 摘要

今年二季度，货币政策收紧，房地产调控加码，但在前期销售强劲的带动下，土地购置回暖，地产投资预期将维持稳健；基建投资预计也将保持平稳增长；需求没有大幅走弱风险，但会季节性回落。

钢材，目前钢材库存去化未受到阻力，库存压力不大。主要矛盾仍在供给端，目前可以确定的是6月底中频炉产能全部去除，也就是说导致供应缩量是确定性事件，虽然我们也分析这部分产量有很多种途径来弥补，但这些产能需要一定时间才能予以真正释放，并且5000万吨去产能如果开始执行，则2季度还是有很大可能会出现供需错配问题，结构性行情仍然可期，螺纹钢关注3000附近逢低做多机会。此外，钢厂也将维持一定合理的利润水平。热卷需求疲弱，库存仍在被动增加，短期内卷螺价差修复动力不足。

铁矿石，钢厂利润良好支撑铁矿石需求，尤其是高品位矿，二季度矿山发运将迎来旺季，并且伴随矿山产能进一步释放，供给压力环比继续增加。供求双增的局面下，二季度矿价将维持高位震荡，关注530附近逢低做多机会。

煤焦，“276工作日”政策不再执行，供给会逐步回升，但在去产能和安全检查约束下，供给增量受到限制。钢厂利润良好支撑需求，当前煤焦库存仍在下降，尤其焦炭供给尚未明显回升，二季度煤焦价格仍有走强基础，并且短期内强于钢矿，焦化利润也将继续修复。



智慧创造奇迹  
一流的咨询,卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

#### 南华期货研究所

##### 李晓东

lixiaodong@nawaa.com

0571-88393740

投资咨询职业资格号

Z0012065

##### 范庆田

fanqingtian@nawaa.com

0571-87830532

##### 张勇

0571-87839255

## 目录

<b>第 1 章</b>	<b>宏观驱动或将见顶</b>	<b>4</b>
1.1.	宏观回顾及评述	4
1.2.	房地产再度调控	4
1.3.	制造业维持稳中向好	8
1.4.	基建增速持平去年，全年前高后低	11
1.5.	钢材需求季节性	12
<b>第 2 章</b>	<b>产业面分析—去产能和市场力量的“综合解”</b>	<b>14</b>
2.1.	钢材篇	14
2.2.	铁矿石篇	17
2.3.	双焦篇	21
<b>第 3 章</b>	<b>2017Q2 黑色产业投资策略</b>	<b>27</b>
3.1.	单边策略	27
3.2.	复合策略	27
3.3.	风险提示	27
	<b>南华期货分支机构</b>	<b>28</b>
	<b>免责声明</b>	

## 图目录

图 1.2.1 房地产开发投资完成额.....	4
图 1.2.2 房地产新开工面积.....	5
图 1.2.3 土地购置面积时隔 26 个月后转正.....	56
图 1.2.4 销售重回火热.....	6
图 1.2.5 房价总体平稳.....	6
图 1.2.6 商品房待售面积同比大幅回落.....	6
图 1.2.7 广义库存去化良好.....	7
图 1.2.8 土地成交预示后市投资增速即将下行.....	7
图 1.2.9 利率上行施压地产投资.....	8
图 1.3.1 制造业 PMI 生产和新订单.....	8
图 1.3.2 PPI 强势回升.....	9
图 1.3.3 库存回升开始遭遇压力.....	9
图 1.3.4 汽车产销同比增加，但乘用车大幅回落.....	9
图 1.3.5 重卡依然表现迅猛.....	10
图 1.3.6 受建筑施工带动，挖掘机产销两旺.....	10
图 1.3.7 家电表现良好.....	10
图 1.4.1 今年 1-2 月基建投资保持高速增长.....	11
图 1.4.2 PPP 稳步推进，助推基建（单位：亿元）.....	12
图 1.4.3 财政收支与基建投资.....	12
图 1.5.1 全国建筑钢材成交季节性.....	13
图 1.5.2 中国钢铁表观消费季节性.....	13
图 2.1.1 螺纹钢期现价格走势.....	14
图 2.1.2 钢厂生产利润.....	15
图 2.1.3 钢厂高炉开工及盈利情况.....	15
图 2.1.4 粗钢日均产量.....	15
图 2.1.5 重点钢企钢材库存.....	16
图 2.1.6 钢材社会库存.....	16
图 2.2.1 中国 1-2 月铁矿石原矿产量大增.....	18
图 2.2.2 矿山开工率明显回升.....	18
图 2.2.3 铁矿石高低品位矿价差.....	19
图 2.2.4 铁矿石港口与钢厂库存.....	19
图 2.2.5 铁矿石进口量同比继续大增.....	19
图 2.2.6 铁矿石进口增长迅速，非主流矿进口大增.....	20
图 2.2.7 一季度澳巴发货量创同期历史新高.....	20

图 2.3.1 焦化企业开工率.....	22
图 2.3.2 炼焦煤供给.....	23
图 2.3.3 焦钢企业炼焦煤库存.....	23
图 2.3.4 CR 炼焦煤库存指数.....	23
图 2.3.5 焦炭需求量.....	24
图 2.3.6 焦炭供给量.....	24
图 2.3.7 焦炭库存.....	25
图 2.3.8 高炉开工率.....	25

## 第1章 宏观驱动或将见顶

### 1.1. 宏观回顾及评述

2017 一季度，全球政经形势可以说有喜有忧，错综复杂。美国总统特朗普就任后的一系列举措——“退出 TPP”、“禁穆令”、“建墙”、“新医保法案”——让市场充满期待，也充满争议，在此背景下，美国一季度经济稳健，就业良好，美联储于 3 月再度加息。欧洲同样并不平静，英国正式启动“脱欧”程序，法国、荷兰大选受到广泛关注。

国内方面，“两会”的召开，为市场拨云见日。《2017 政府工作报告》中，主动下调 GDP 增长目标至 6.5%，表明政府淡化增长目标，主动为调结构和供给侧改革留下政策空间；赤字率继续维持 3%，但是继续推进减税，可见政府在经济中的角色，从主动刺激需求，增加投资，转变为让利于民，与供给侧改革的目标相一致；但同时，减税和降低增长目标，对基建投资的需求也下降。1-2 月各项宏观数据表现亮眼，经济稳健运行；货币政策保持稳健，并有进一步趋紧的可能，央行一再重申“挤泡沫”的政策目标，在 MPA 考核的影响下，一季末市场普遍感受到流动性紧张，银行间 7 日隔夜利率持续上涨。地产销售良好，库存进一步去化，并且火热的势头传导至非重点城市，也由此引发了新一轮更广泛的调控；投资、土地购置和新开工表现平稳向好，此前市场担忧的下行并未出现。基建投资保持了高速增长，工业企业利润改善，制造业中工程机械、重卡、家电行业也表现强劲，只有乘用车受政策红利消退影响，表现低迷。

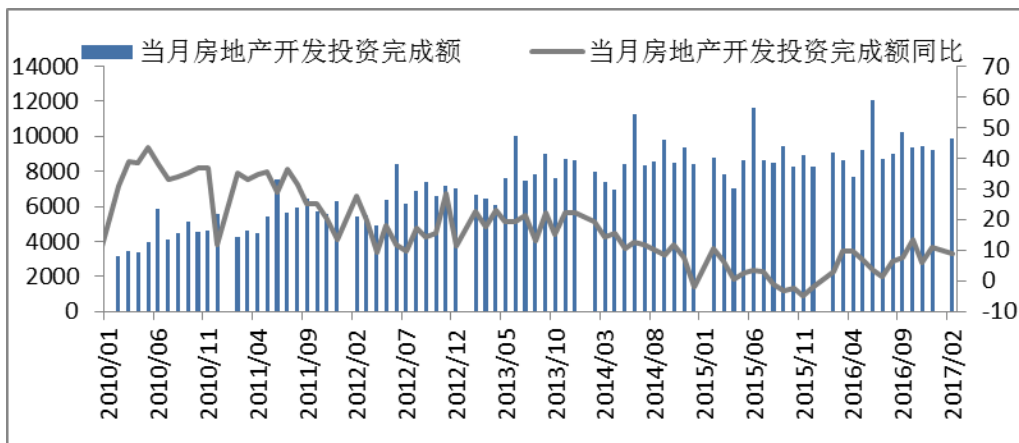
展望二季度，房地产销售良好，库存继续去化，开发商积极拿地，投资和新开工维持强势，虽然调控和货币政策收紧对长期形成利空，但短期并没有大幅滑坡的风险。基建受财政收入回升和 PPP 落地增加支撑，但《政府工作报告》显示出对基建投资需求转弱，基建增速预计维持平稳。制造业一方面受地产基建带动，主要表现在工程机械及其上游；另一方面，PPI 回升向下游传导或面临一定阻力，令企业利润受到压缩，部分企业库存旺季去化受阻。并且，企业主动再库存周期也将进入尾声。在货币政策依然偏紧的背景下，二季度宏观经济有小幅季节性回落的可能，但总体依然无忧。

### 1.2. 房地产再度调控

#### 1. 2017 年 1-2 月，地产投资新开工维持稳健

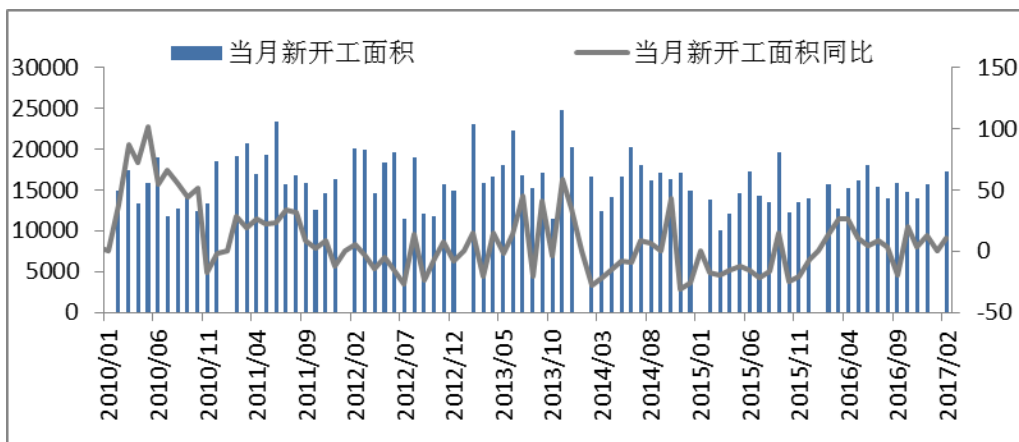
2017 年 1-2 月份，全国房地产开发投资 9854 亿元，同比名义增长 8.9%，增速比去年全年提高 2 个百分点。房屋新开工面积 17238 万平方米，增长 10.4%，增速提高 2.3 个百分点。其中，住宅新开工面积 12410 万平方米，增长 14.8%。

图 1.21 房地产开发投资完成额



数据来源：Wind 南华研究

图 1.22 房地产新开工面积

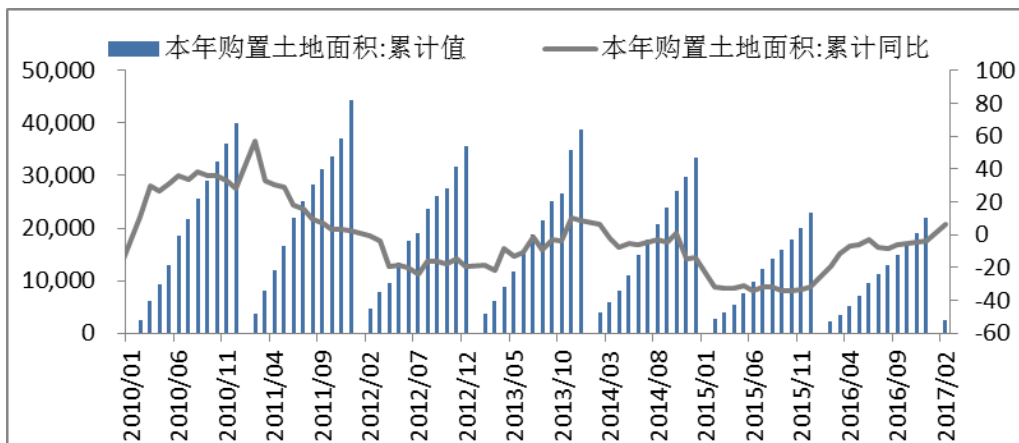


数据来源：Wind 南华研究

## 2. 土地购置回升，开发商积极拿地

土地购置面积增速同比 6.2%，时隔 26 个月后首次由负转正。土地供应成交方面，1-2 月，100 大中城市土地供应 1462 宗（YOY-7.6%），占地面积 6367 万平方米（YOY-2.2%）；成交 1796 宗（YOY+6%），占地面积 7913 万平方米（YOY+15.5%）。可见虽然土地供给依然下降，但成交同比上升，表明开发商拍地意愿良好。溢价率也维持在较高水平。

图 1.23 土地购置面积时隔 26 个月后转正



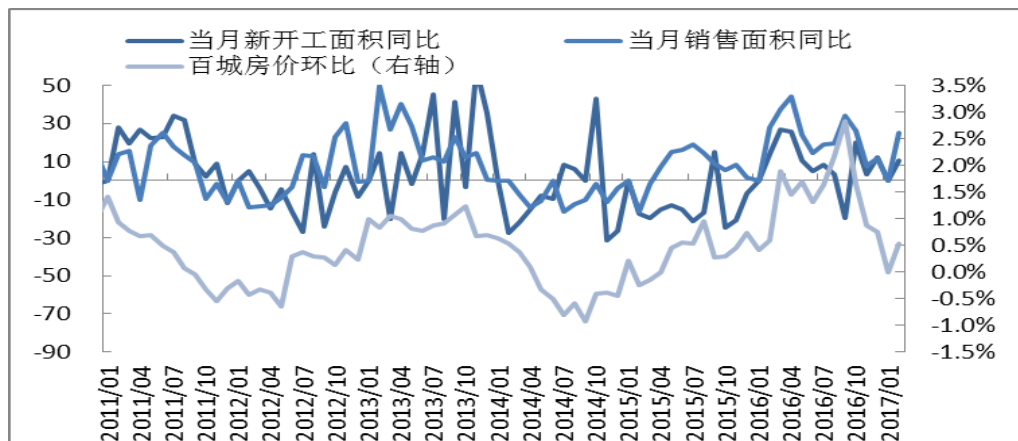
数据来源：Wind 南华研究

### 3. 非重点城市销售加速，房价涨势平稳

1-2 月份，商品房销售面积 14054 万平方米，同比增长 25.1%，增速比去年全年提高 2.6 个百分点。非重点城市商品房销售面积同比增长 35.9%，增速比上年全年加快 14.0 个百分点，去库存情况良好。重点城市房价在 1-2 月趋于稳定。

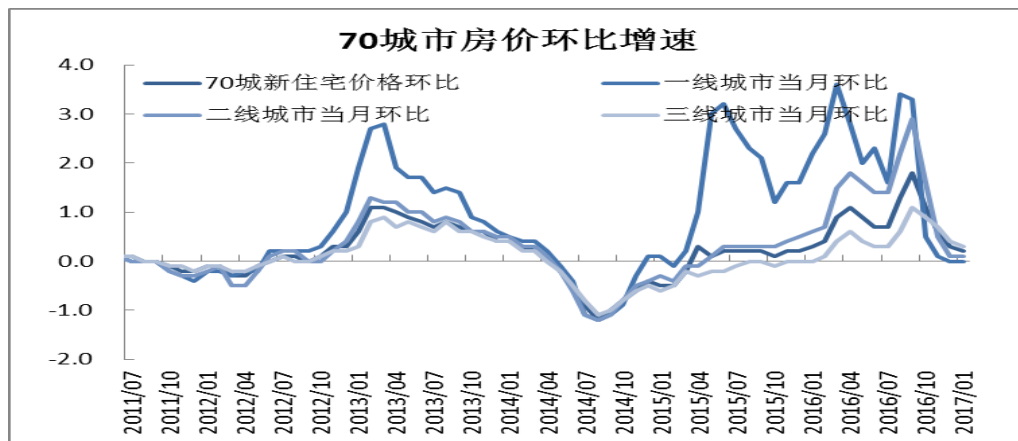
2 月，70 城新建住宅价格环比上涨 0.3%（1 月 0.2%），调控后房价上涨势头明显放缓，但部分三线城市显示出良好的上升势头。此外，一线城市二手房市场近期涨价明显，成交火爆。

图 1.24 销售重回火热



数据来源：Wind 南华研究

图 1.25 房价总体平稳

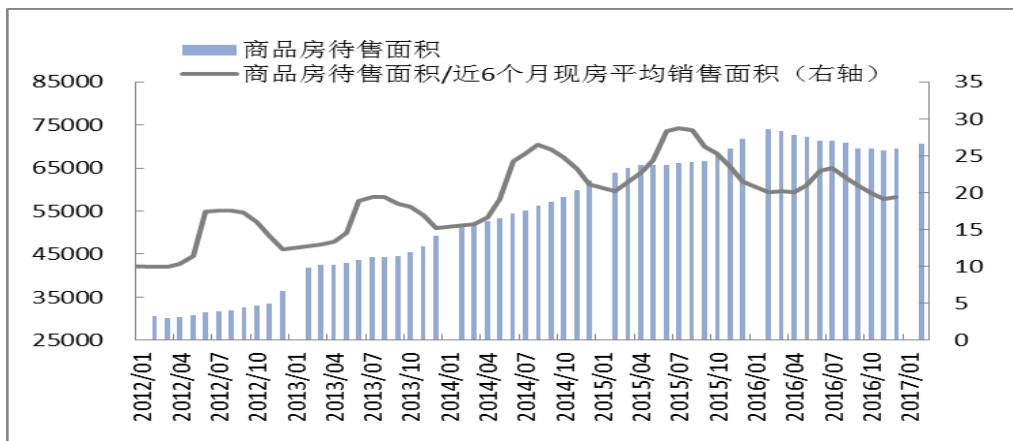


数据来源：Wind 南华研究

### 4. 库存去化良好

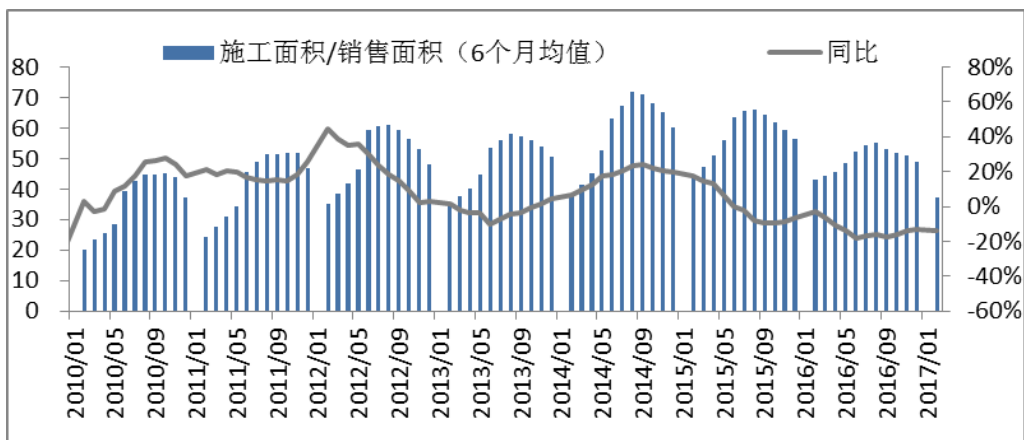
限购政策压制下，一二线城市因销售放缓，库存消费比回升，但绝对库存水平偏低，在下一轮政策放松之前，补库存的需求较强。去年末以来，部分三四线城市销售明显放量，去库存取得一定效果，绝对库存水平持续下降。（注：施工面积/销售面积 6 个月均值，该数值不代表去化周期，但该数值的变化趋势可以反映广义库存库存的去化情况）

图 1.26 商品房待售面积同比大幅回落



数据来源：Wind 南华研究

图 1.27 广义库存去化良好



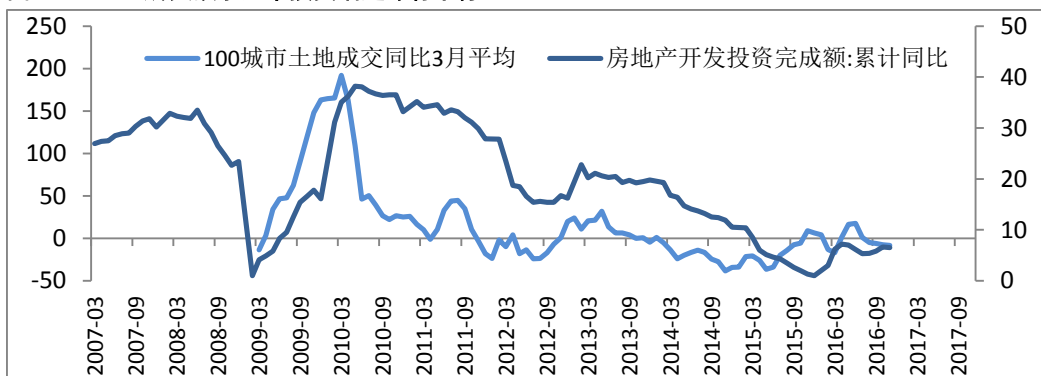
数据来源：Wind 南华研究

### 5. 楼市火爆引发更大范围调控，一二线城市重视增加供给

3 月截止到 26 日为止，全国共有 24 个城市出台或升级楼市限购政策，叠加去年 10 月地产调控，已有超过 40 城出台楼市调控政策。从本轮已实施限购城市来看，楼市调控不仅仅局限于一二线热点城市，就连一些三四线县级城市也加入到本轮的限购大潮中。

但去年以来的地产调控，从需求端着手的同时，一二线重点城市也非常重视土地供给，据不完全统计，近期推出土地数量和面积有所增加，结合此前开发商积极拿地，后市新开工面积有望维持稳健。

图 1.28 土地成交预示后市投资增速即将下行



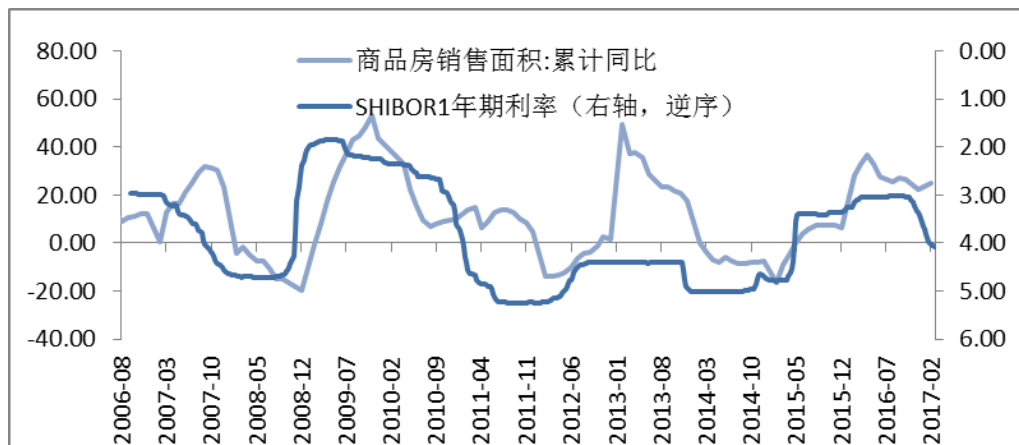
数据来源：Wind 南华研究



## 6. 货币政策收紧，利率回升，长期将压制地产投资

去年中央经济工作会议，将货币政策基调定为“防泡沫”以来，货币政策一直偏紧，春节后，央行两次上调公开市场操作利率 10 个基点，并且逆回购投放明显缩量，也强化了货币稳健偏紧，坚持“防泡沫”的决心。资金成本上升，将对地产销售和地产投资形成压制，最终都作用到地产投资上。回顾历史，利率抬升最终都造成地产投资增速回落，虽然这一传导有时会有一些时滞，但规律性很强。

图 1.29 利率上行施压地产投资



数据来源: Wind 南华研究

## 7. 小结

1-2 月投资和新开工维持稳健，并未如市场预期般下滑，并且开发商拿地积极。销售也维持良好态势，非重点城市销售甚至堪称火热。销售良好导致库存去化良好，但同时也引发了更大范围的调控。

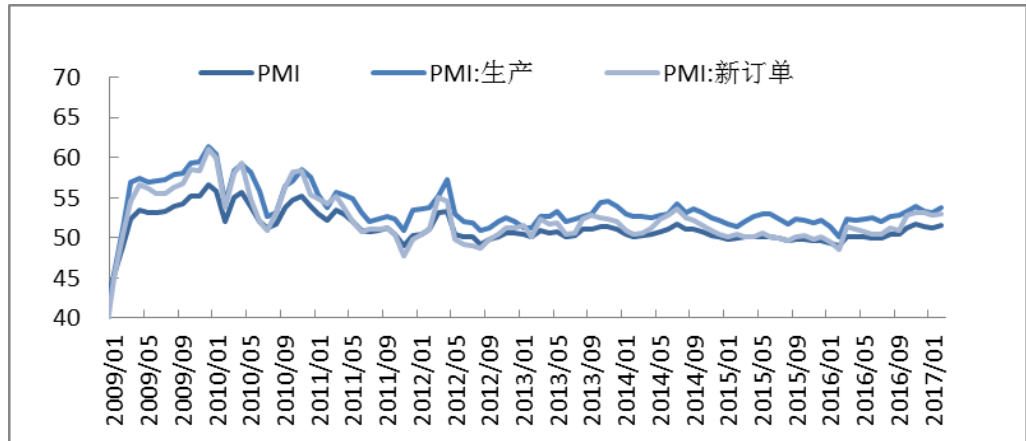
从销售和开发商拿地来看，短期地产投资和新开工将维持稳健，起码没有迅速滑坡的风险，利好钢材需求。但是更大范围的调控仍主要压制销售，叠加货币政策偏紧，资金成本抬升，进而对远期（未来 3-6 个月或更长时间）的投资和新开工不利。

## 1.3. 制造业维持稳中向好

### 1. 制造业总体延续复苏，PPI 强势回升，库存回补遇到一定阻力

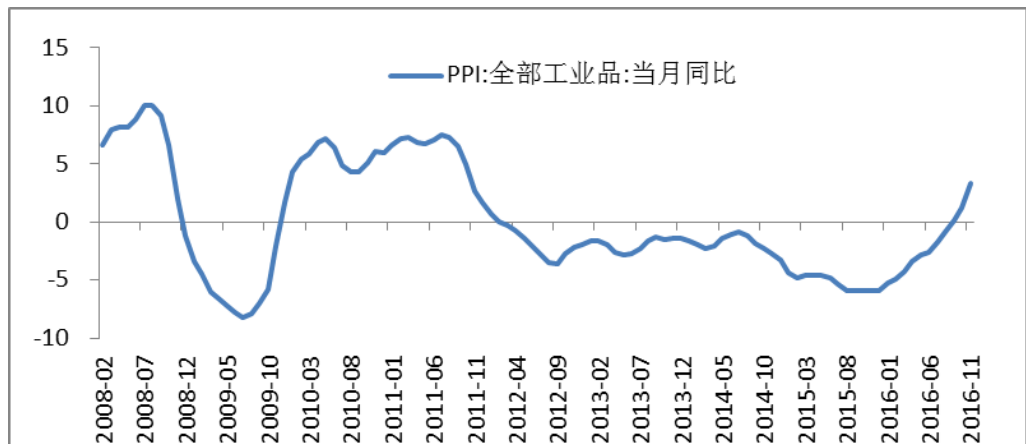
制造业 PMI 继续回升，生产和新订单指数都维持在 2014 年下半年以来的高位。PPI 强势回升，2017 年 2 月 PPI 同比增长 7.8%，增速创 2008 年 10 月以来新高。原材料库存稳步回升，产成品库存近几个月快速回升，部分行业已经显露出一定的去库存压力。

图 1.31 制造业 PMI 生产和新订单



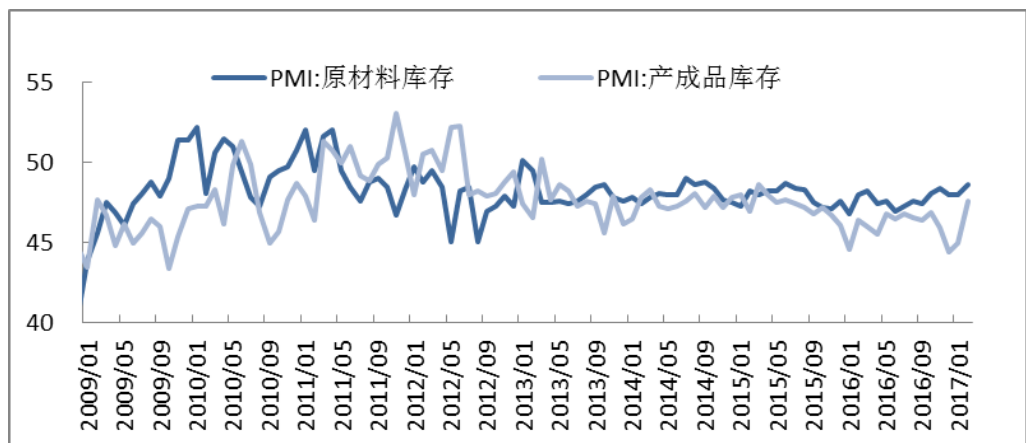
数据来源: Wind 南华研究

图 1.32 PPI 强势回升



数据来源: Wind 南华研究

图 1.33 库存回升开始遭遇压力

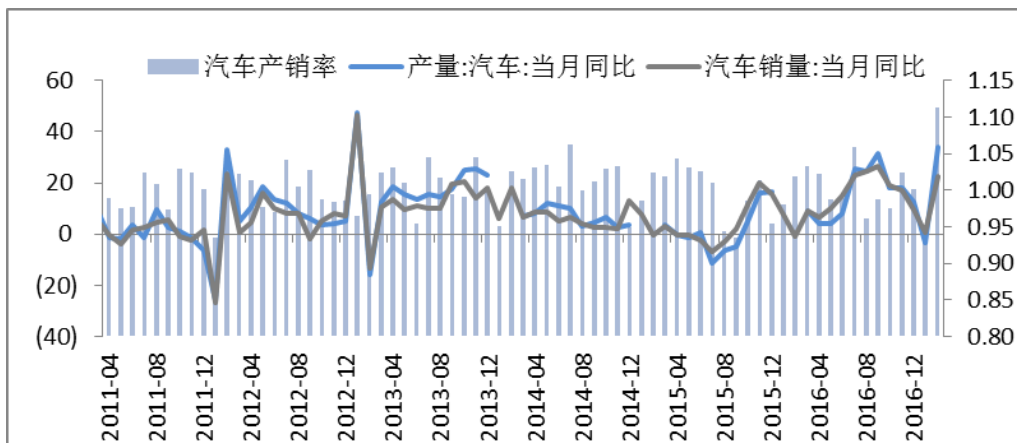


数据来源: Wind 南华研究

**2. 乘用车销售遇阻, 重卡产销强劲, 工程机械和家电表现良好**

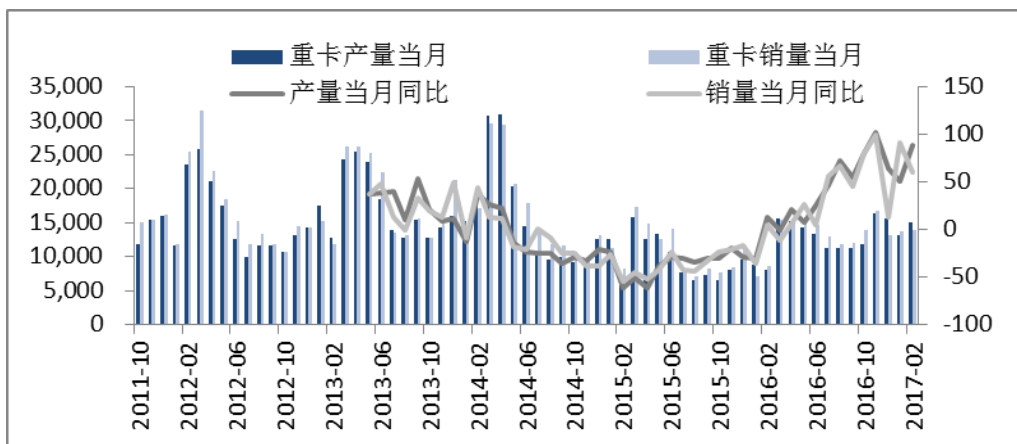
汽车产量同比增长良好, 但主要因重卡数据强劲带动, 乘用车在购置税政策取消后销售放缓, 库存增加; 受地产基建带动, 工程机械产销两旺; 家电总体维持良好势头。

图 1.34 汽车产销同比增加, 但乘用车大幅回落



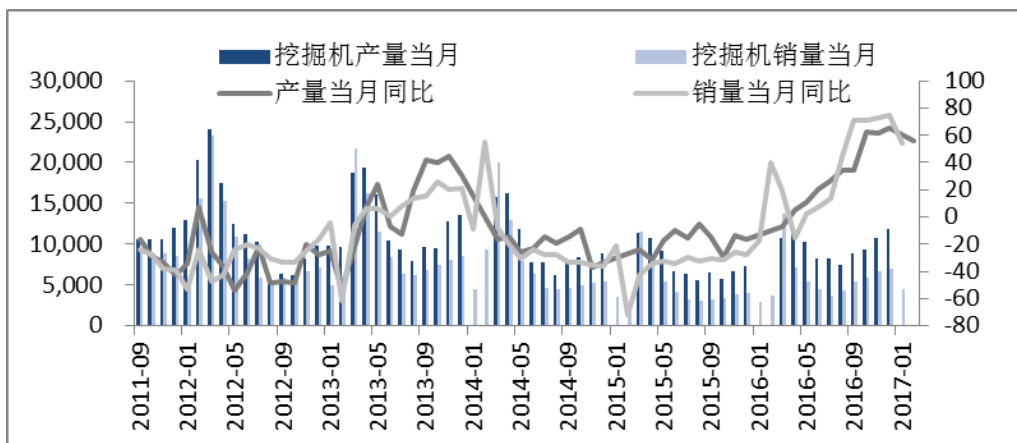
数据来源: Wind 南华研究

图 1.35 重卡依然表现迅猛



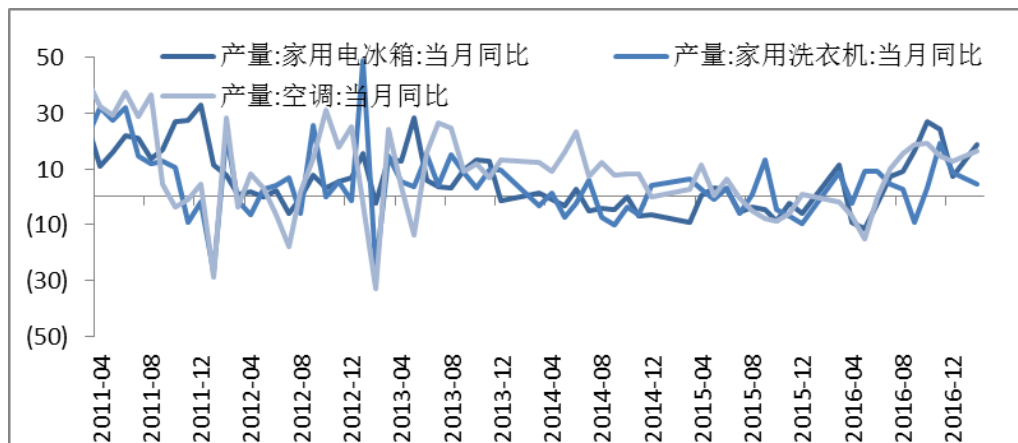
数据来源: Wind 南华研究

图 1.36 受建筑施工带动, 挖掘机产销两旺



数据来源: Wind 南华研究

图 1.37 家电表现良好



数据来源：Wind 南华研究

### 3.小结

制造业延续良好复苏势头，PMI 指数显示订单良好和生产活跃，产成品库存迅速回升，部分行业遭受到一些库存压力。PPI 迅速回升，令企业总体盈利状况得以改善。从分项看，乘用车在政策热潮褪去后，销售降温，库存增加；重卡、工程机械产销两旺；家电维持良好的势头。

制造业延续复苏，但部分行业旺季库存却去化不畅。今年 1-2 月消费数据回落，去年居民加杠杆后消费能力受到一定削弱，如果 PPI 大幅回升不能向下游有效传导，下游的成本回升必将挤压利润，进而生产降温；另一方面，工程机械及其上游受建筑业带动，表现抢眼，但地产大范围调控后，如果投资开工降温，也将反向对工程机械形成压制。

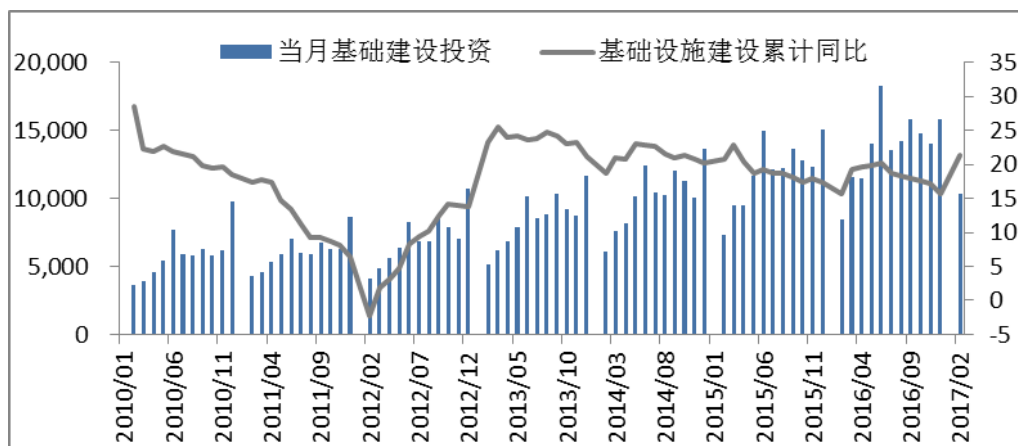
## 1.4. 基建增速持平去年，全年前高后低

### 1. 基建投资强势，PPP 稳步推进

1-2 月，全国基础建设投资累计完成额 10296 亿元，同比增长 21.26%，增速比去年全年增速增加 5.55%。工程机械、重卡数据和微观调研情况也表明，春节后重大工程开工情况良好，基建投资保持强势。

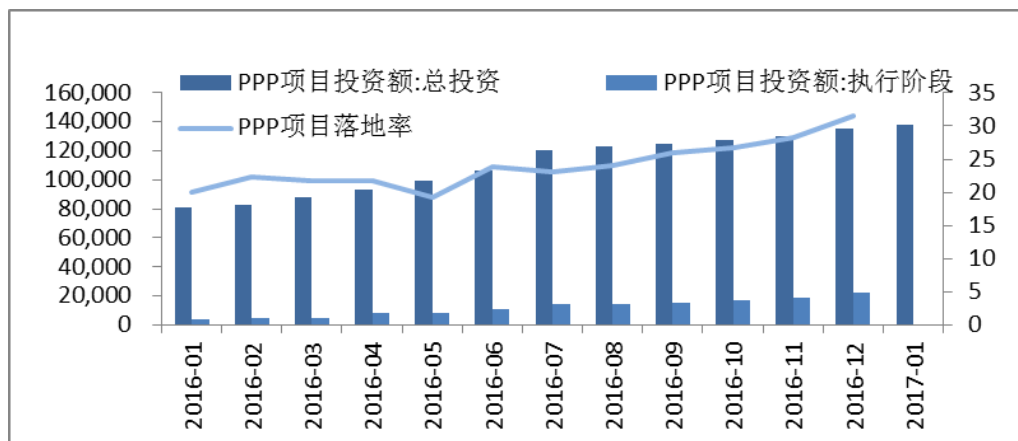
截止 2017 年 1 月，PPP 项目总入库数 11576 个，计划总投资 13.5 万亿，项目入库和总投资增速放缓，落地率上升至 31.6%。2016 年已经执行的项目投资 2.23 万亿，占当年基建投资的 14.7%。

图 1.4.1 今年 1-2 月基建投资保持高速增长



数据来源：Wind 南华研究

图 1.4.2 PPP 稳步推进，助推基建（单位：亿元）



数据来源：Wind 南华研究

### 2. 财政收入增速回升，但政策基调下，基建投资预期有所降温

从财政上看，基建投资占财政支出比重上升。去年营改增后，地方财政税收收入下降，财政支出能力遭遇瓶颈，基建投资增速也跟随出现下滑。今年年初伴随经济好转，财政收入回升，但是《2017 政府工作报告》主动下调 GDP 增速，继续积极推进减税，财政政策从积极扩大财政支出转向让利于民，基建投资仍将在资金来源上遭遇一定限制。

图 1.4.3 财政收支与基建投资



数据来源：Wind 南华研究

### 3. 小结

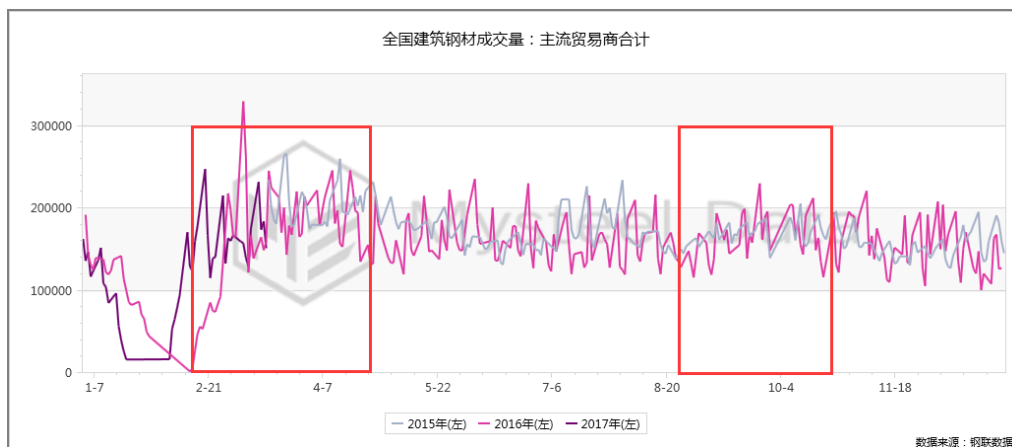
1-2 月基建投资迎来强势开局，PPP 虽然入库放缓，但是落地率上升，去年新落地 PPP 投资 2.23 万亿，占基建比重 14.7%，对基建投资起到有力支撑。财政收入回升，但受到财政政策转向更让利于民（积极减税），而非主动出击的方式，并且宏观经济平稳，对基建稳增长需求弱化。今年基建投资增速有望维持中性，与去年水平相当。

## 1.5. 钢材需求季节性

### 1. 旺季需求见顶，5 月需求季节性回落

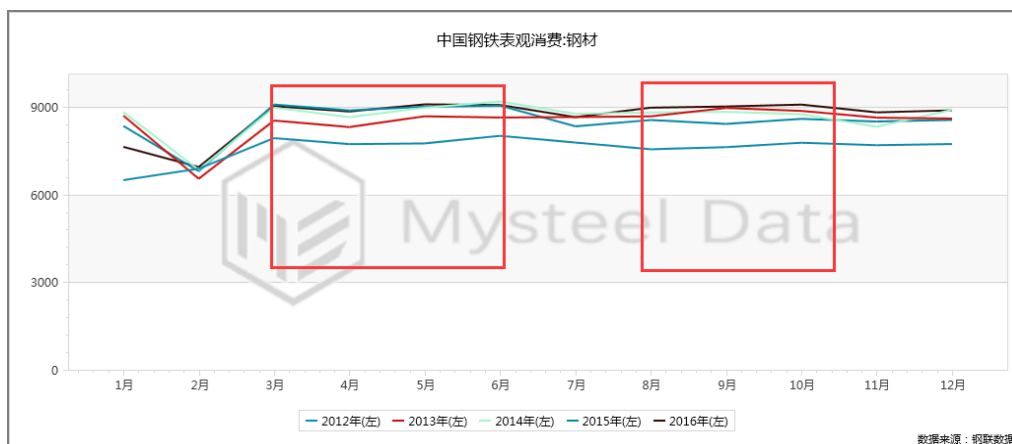
从需求的季节性来看，“金三银四”、“金九银十”是钢材消费的旺季，3 月中旬建筑钢材采购见顶，其后高位持平，至 5 月，下游采购需求有明显的回落。

图 1.5.1 全国建筑钢材成交季节性



数据来源：Wind 南华研究

图 1.5.2 中国钢铁表观消费季节性



数据来源：Wind 南华研究

## 第2章 产业面分析—去产能和市场力量的“综合解”

### 2.1. 钢材篇

从 2017 年 1 季度钢市运行情况来看，整体表现偏强，钢价一度创新高，淡季不淡的同时，旺季也就略显不旺。今年钢材的矛盾点主要在供给端，需求端相对平稳，波动不大，或稳中小幅走弱，对于 2 季度，我们认为需求端表现仍将平淡，但供给端的去产能及中频炉事件将持续发酵，叠加环保因素，炒作题材较多，因此钢价将趋强运行。

#### 2.1.1. 行情回顾

年后钢价直接开始发力，并未等到金三银四旺季需求来临，而当真正传统旺季到来之时，钢价却表现平平，主要原因为旺季需求并未远超预期，库存去化速度一般。如前所述，今年钢市核心点仍然在供给端，2 季度需关注的是去产能进度以及 6 月底之前全部清除地条钢的进程问题，需求表现虽有走弱预期，但这并不会对钢价走势产生根本性影响。

图 2.1.1 螺纹钢期现价格走势



资料来源：上期所 Wind 南华研究

#### 2.1.2. 钢厂利润、开工、产量及库存

从 1 季度钢厂生产利润来看，螺纹表现最好，热轧最差，但整体要好于往年。螺纹生产利润最高，这归功于 6 月底中频炉去除问题，因为中频炉更多生产的是以螺纹钢为主的低端建材，这要是导致螺纹价格一度高于热卷价格的根本原因之一。1 季度螺纹生产利润高者能达数千元，热轧也多达 700-800 元/吨，维持时间也达一个月之久，可见整个钢铁行业确实在稳步转好，对于 2 季度，我们认为钢厂利润仍将维持在正向区间，不应过分看空利润，更加适合的策略是当利润出现回落时做多利润。

从盈利钢厂比例来看，全国钢厂呈稳步上升状态，截止 3 月底，这一比例达 87%，为近几年高点，而年初这一比例只有 70%，钢价的上行致钢厂利润持续走高，也为盈利钢厂数量的稳步增长做出了巨大贡献。

从钢厂开工角度来讲，整体开工并未因钢价的持续上升而出现显著提升，这主要应归因于环保限产。从年初的环保限产到两会召开之际，钢厂实际开工率提升有限，截止 3 月底，全国高炉开工率仅为 77.35%，年初这一数值为 72.24%，2 季度在钢厂利润维持高位情况下，



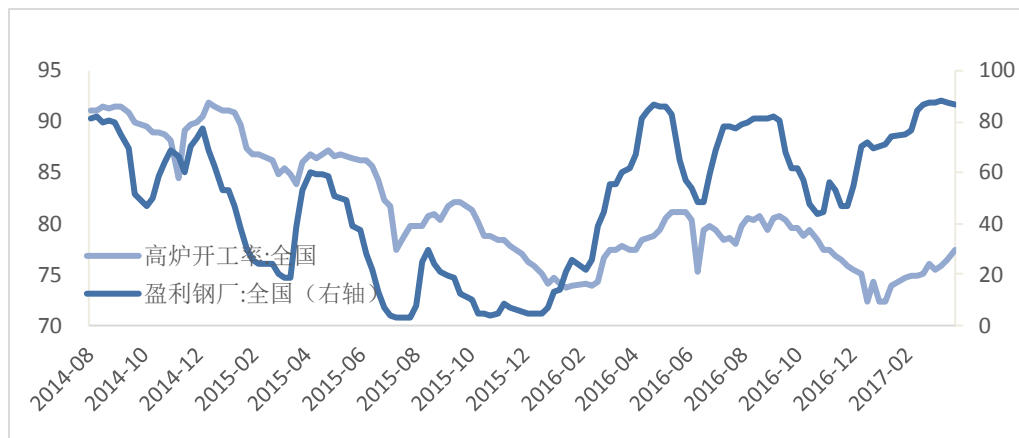
我们认为钢厂开工率可能在原有基础上提升 3 个百分点左右，一定程度上弥补部分因中频炉而造成的供给短缺问题。

图 2.1.2 钢厂生产利润



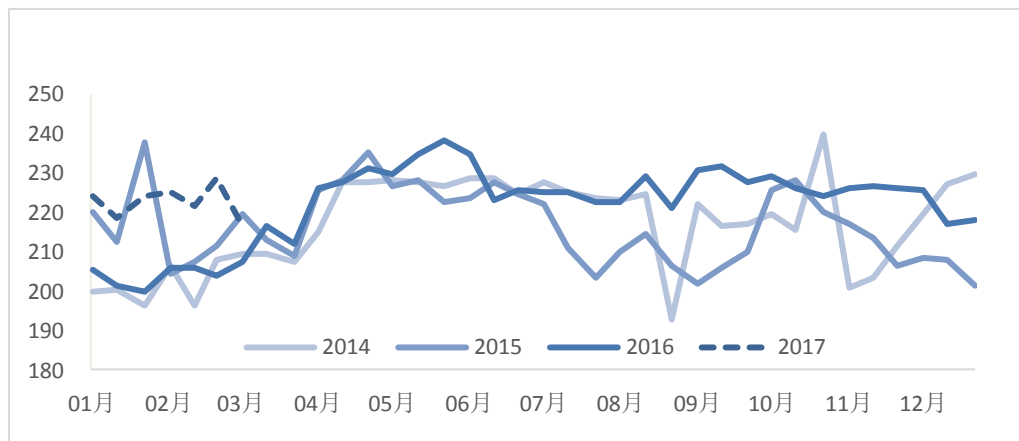
资料来源： Wind 南华研究

图 2.1.3 钢厂高炉开工及盈利情况



资料来源： Wind 南华研究

图 2.1.4 粗钢日均产量



资料来源： Wind 南华研究

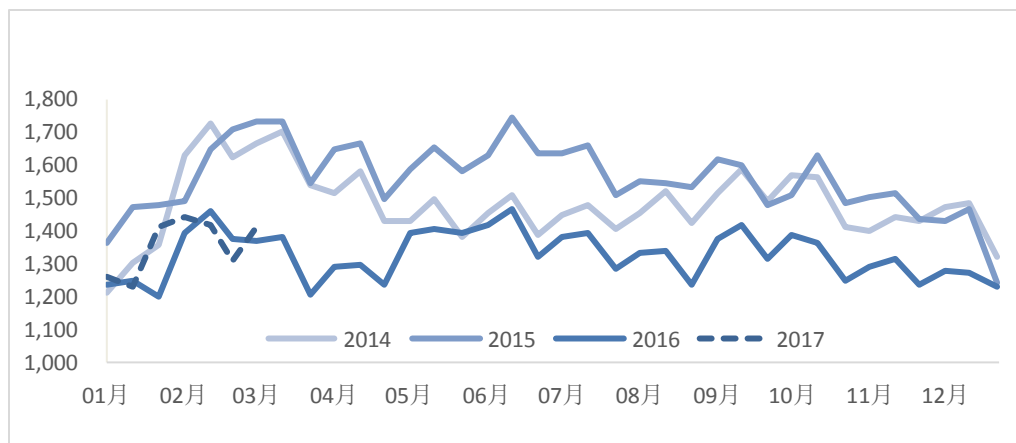
从粗钢日均产量上看，1 季度维持在较高位，均值在 222 万吨，明显高于去年同期产量。



在高利润情及无严格限产情况下钢厂势必会加大生产，这在我们调研过程中也得到证实。

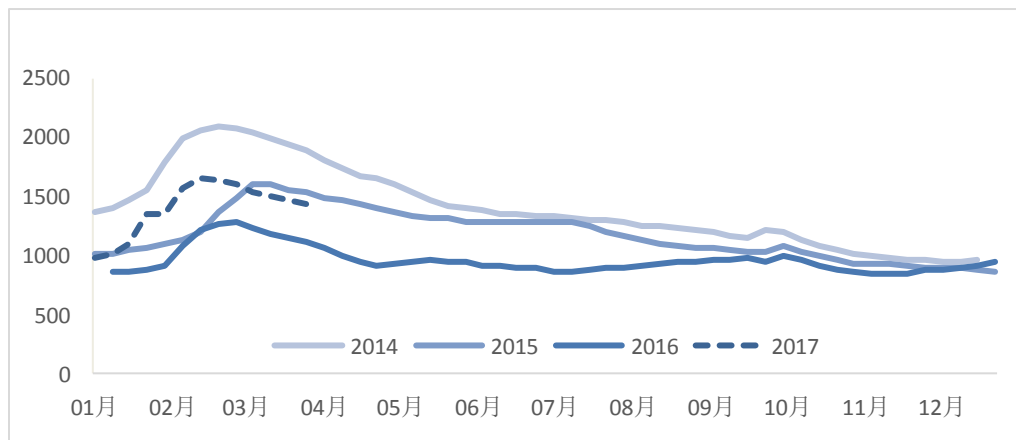
从重点钢企钢材库存来看，与去年同期相比，今年库存相当，只是库存积累时间略有提前，且去化速度不明显，对钢价有一定压制。从钢材社会库存来看，今年则要显著高于去年与前年，因而对钢价有所压制。

图 2.1.5 重点钢企钢材库存



资料来源：Wind 南华研究

图 2.1.6 钢材社会库存



资料来源：Wind 南华研究

### 2.1.3. 中频炉拆除致供给缩量估算

工信部要求今年 6 月底关闭所有中频炉，这对市场冲击很大，也曾导致钢价一路猛涨，2 季度末将是兑现承若之际，我们预测期间中频炉事件可能再次掀起炒作热点，当前，我们应该弄清楚的是这部分产能及产量对市场的冲击力度，而归根结底是量的度量问题，因此我们有必要对其进行一定的估计。

根据 Mysteel 调研，2016 年我国中频炉产能约 1.5 亿吨，产能利用率为 50%，折合粗钢产量 7500 万吨，根据国家政策，这部分产能将在 2017 年 6 月底全部去除，因时间因素，今年上半年这部分产能仍将有 1500 万吨左右产量供应，因此 2017 年将减少 6000 万吨粗钢供应。另据卓创资讯调研数据，全国中频炉钢铁企业约有 200 多家，2016 年中国中频炉粗钢产能为 1.71 亿吨，产量约 7500 万吨。卓创调研覆盖 184 家，调研覆盖率 90%，截止至 3 月 16 日，其中中频炉全部关停的钢企有 175 家，占比为 95%，正常生产的钢企暂时没有（钢铁工

业协会允许的符合要求的中频炉企业不在调研范围之内），时开时关的钢企有 9 家，占比为 5%。另外，在国家严打的中频炉企业中，有 39% 的钢厂中频炉已经拆除，另有 61% 的中频炉暂未拆除，做封停处理。保守估计，今年因中频炉直接减少的粗钢供应为 6000 万吨。

其次，对于中频炉去除的产能与产量，我们认为有以下几点可作为供给补充替代，高炉增产（提升开工与转炉废钢比）、电炉增产、出口转内供等。高炉增产方面，一方面据 Mysteel 调查，当前市场可复产产能约 3,840 万吨，按产能利用率 30% 计算，可增加产量 1152 万吨，另一方面高炉可增加转炉废钢比例来提升产钢产量，2016 年我国高炉转炉废钢比例 11% 左右，当前一些钢厂可将此比例提升至 15%，部分钢厂可提升达 20%，假设过程顺利，这部分产量提升大致在 1500 万吨左右。电炉增产方面，根据 Mysteel 调研，原中频炉企业已经拥有的电弧产能大致在 4500-5000 万吨，预计今年电炉企业增加粗钢供应约在 1800 万吨。出口转内销方面，2016 年下半年，伴随国内钢价走强，出口量明显回落，今年 1-2 月出口量同比下降 468 万吨，因国内钢价高于出口价格，钢厂纷纷转出口为内销。预估今年上半年钢材出口转内销量为 1200 万吨，下半年因去年出口已经下降，出口量降幅有限（且要考虑当时国内外钢价影响），预计下降 300-600 万吨。根据以上估计，2017 供应增量为复产高炉 1152 万吨，增加废钢等增产 1500 万吨，电炉增产 1800 万吨，出口转内销 1200 万吨，合计 5652 万吨，在估算误差范围内，我们认为基本达到平衡状态，或略存一定缺口。

#### 2.1.4. 钢材小结：供给端仍为主要矛盾

通过前文分析，基本可以得到两点结论：一是我们认为 2 季度钢市矛盾点仍在供给端，二是因中频炉去除而导致的供应缩量基本可被其他途径所替代。但其中供给端的变数具有很大的不确定性，尤其是政策面，目前可以确定的是 6 月底中频炉产能全部去除，也就是说导致供应缩量是确定性事件，虽然我们也分析这部分产量有很多种途径来弥补，但这些产能需要一定时间才能予以真正释放，因而 2 季度还是有很大可能会出现供需错配问题，结构性行情仍然可期。

## 2.2. 铁矿石篇

### 2.2.1. 2017-2018 新增产能预计 6000-7000 万吨

2017 年全球铁矿石预计全面新增产能在 6000 至 7000 万吨，与我们年报中统计的一致。增产主要来自 Roy Hill、Vale、英美资源的 Minas Rio、力拓和印度等，以中高品位矿为主（约 5000 万吨）。因矿价高位运行，停产矿山复产积极性较强——虽然受到环保和安全审查约束，但 1-2 月中国原矿产量同比仍大幅增长就可侧面反映这种冲动，这种冲动同样激励着国外的中小矿山，因此全球新增产量可能略超过此前预估。不过，目前暂无机构对这一数字做精确估算。

增产矿山中，Royhill 的增产预计主要集中在下半年，Rio 和 AA 关注一季报披露信息。

表 2.2.1 2017-2018 年全球铁矿石新增产能（单位：百万吨）

所属国	公司	项目	产能: CY2016	产能: CY2017E	增产: CY2017E	增产: CY2018E
Australia	Hancock Prospecting	Roy Hill	23	45	22	10
Australia	Vale	S11D	345	360-380	20	20
Brazil	Anglo American	Minas Rio	16.5	24.5-26.5	8-10	2
Brazil	Rio Tinto	Pilbara	330	335	5	15
	其他		0	8-10	8-10	0
合计			714.5	777.5-781.5	63-67	47

数据来源：Bloomberg 南华研究

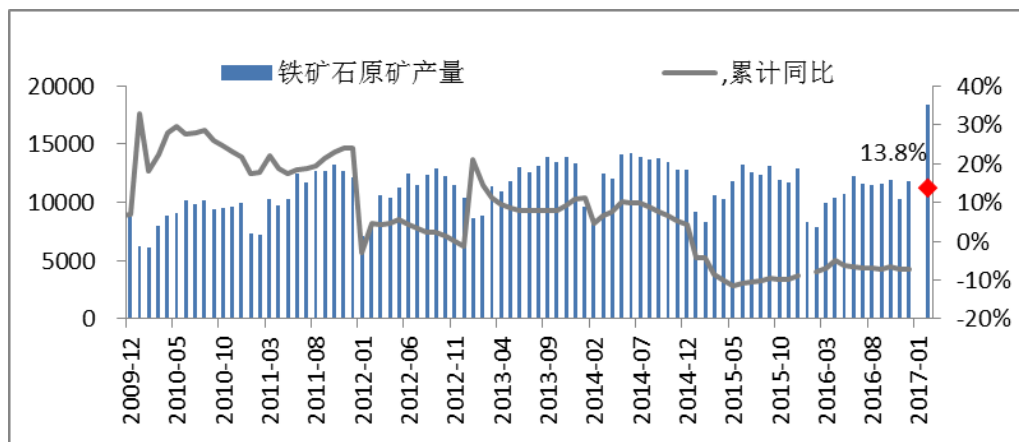
## 2.2.2. 中国矿山复产与增产情况

目前缺少对中国矿山今年整体情况的调研，但作为中国铁矿石生产大省，河北地区（原矿产量占全国总产量 40%左右，精粉产量占全国总产量 25%左右）的调研情况，可以作为重要参考。据 Mysteel 调研，今年河北省新投产产量 550 万吨，复产 910 万吨，停产 600 万吨，净增 860 万吨，产量将达到 7430 万吨。今年有新产能投放的矿山主要是钢厂附属的国营矿山和有经济实力的大民营矿山；复产矿山主要以民营矿山为主，且均为手续齐全矿山，规模以中型（精粉年产量 30-100 万吨）为主。

限制河北地区矿山复产的原因主要有：1) 审批难，一是环保，二是炸药安全；资金为其次。2) 迁安地区大矿的关停对该地区内矿的供应有较大的影响，但今年国营矿山及大型民营矿山有新产能投放，基本将弥补这一部分的损失。

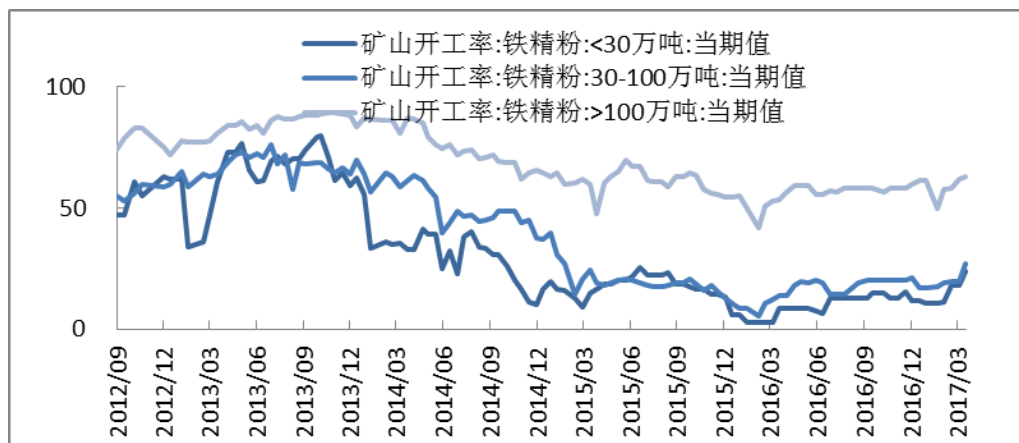
2017 年 1-2 月，我国铁矿石原矿产量 1.84 亿吨，同比大幅增长 13.8%，这一产量也创了历史同期新高，而矿山开工也出现明显回升。在高矿价的激励下，矿山生产积极性高，复产增产效果显著。

图 2.2.1 中国 1-2 月铁矿石原矿产量大增



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.2 矿山开工率明显回升

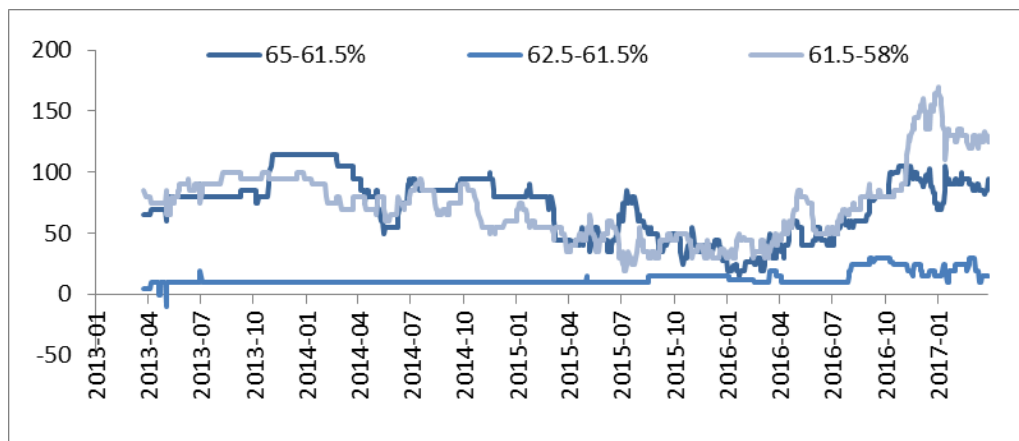


数据来源：Wind 南华研究

## 2.2.3. 高品位矿与钢厂补库需求

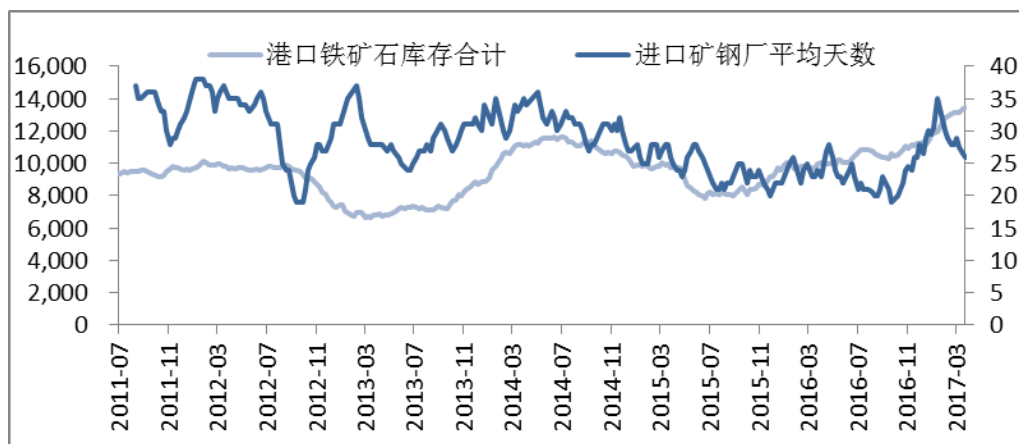
去年因焦炭价格大幅上涨，高品位矿需求增加，带来品位价差一度扩大。虽然价差在去年末达到高估并回落。但是今年伴随中频炉停产，钢厂在高利润激励下，继续增加对高品矿的使用来增产，并且焦炭价格仍维持高位，高品位矿升水依然处于高位，并且只要钢厂利润好，这一格局有望一直延续。

图 2.2.3 铁矿石高低品位矿价差



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.4 铁矿石港口与钢厂库存



数据来源：Wind 南华研究

去年 9 月以来，伴随钢厂利润好转并且更倾向高品位矿资源，采购增加，港口和钢厂进口矿库存持续回升。截止 3 月末，港口库存接近 1.35 亿吨，为历史新高，大中型钢厂库存平均可用天数从 19 天一度回升至春节期间的 35 天。但是，近期伴随货币持续收紧和房地产调控，宏观氛围有所降温，加上钢厂对高矿价的抵触，钢厂纷纷主动调降库存，可用天数从春节期间明显回落。

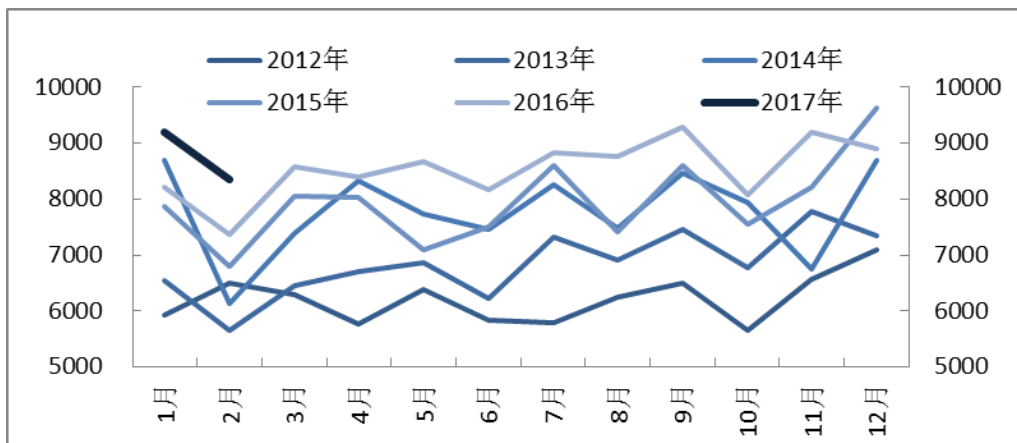
目前钢厂库存已经降到去年偏低水平，但因为港口库存充足令钢厂不用担心短期供应，钢厂缺乏主动补库存的动力。在利润水平良好的支撑下，我们认为钢厂继续降库存的动力也有限，未来库存水平有望维持稳定，按需采购为主。

港口库存创历史新高，据不完全统计，高中品位矿（这里指卡粉、纽曼、PB、麦克、金布巴）比例有所上升，但仍不到 35%，而贸易矿（截止 3 月末，45 个港口贸易矿总量 4394 万吨，占港存约 1/3）中可流通的比例更低，在 20% 以下。因此高中品位铁矿石资源仍然紧俏，受市场青睐。

## 2.2.4. 进口

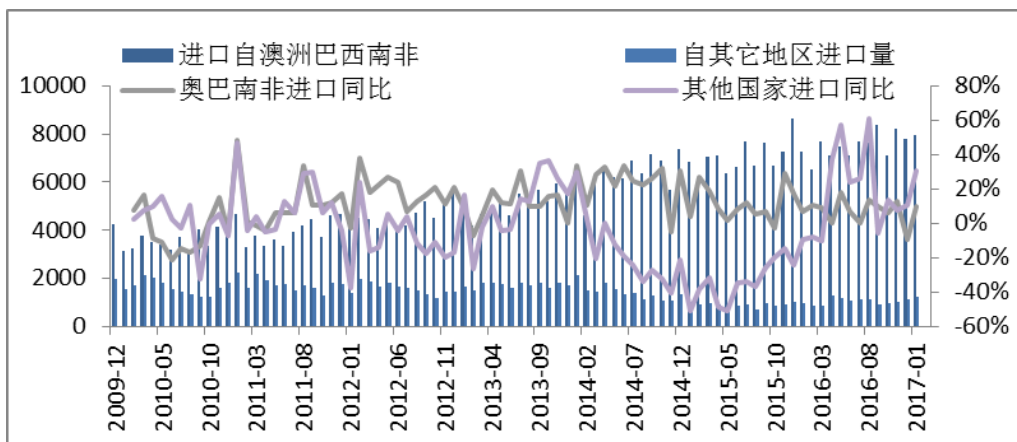
受到钢厂利润好，主动补库存和增加高中品位资源采购影响，去年下半年铁矿石进口量大增。今年 1-2 月，铁矿石进口量 1.75 亿吨，同比增长 12.6%。其中来自非主流矿（澳巴南之外的国家）的增速回升明显。

图 2.2.5 铁矿石进口量同比继续大增



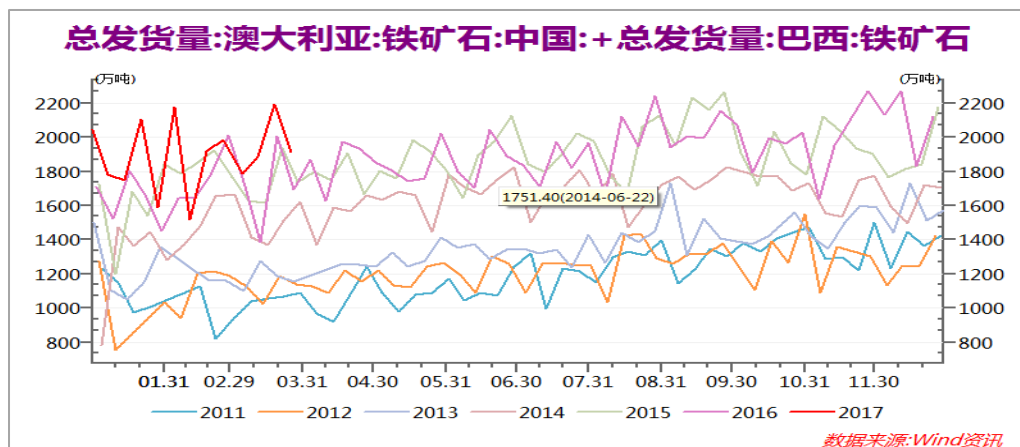
数据来源: Wind 南华研究

图 2.2.6 铁矿石进口增长迅速, 非主流矿进口大增



数据来源: Wind 南华研究

图 2.2.7 一季度澳巴发货量创同期历史新高



数据来源: Wind 南华研究

### 2.2.5. 中频炉关停引致的替代需求

因中频炉关停影响今年钢铁产量预估在 6000-7000 万吨左右。除去近 1/3 中频炉产能可能会被电炉替代（但因为优质废钢短缺，部分钢厂可能通过增加铁水用量来弥补），钢厂还可增加转炉废钢比

增产，并且出口钢材转内销（1-2 月钢材出口减少 468 万吨）来也可补充国内缺口。此外，仍有约 2000-3000 万吨产能需要通过高炉来填补，这就增加了 3400-5000 万吨的铁矿石需求。即使退一步，高炉在环保和去产能等政策因素限制下，无法有效增产，但是此时钢材供给缺口无法弥补，将维持更高利润水平，因此对矿价——尤其是高品位矿——构成支撑。

### 2.2.6. 铁矿石小结：高炉增产和矿山增产对冲

预计二季度，在港口库存偏高的影响下，钢厂补库动力不足，但目前钢厂库存较低，继续下降空间有限，后期以按需采购为主。因钢铁去产能和淘汰中频炉利好支持，并且终端需求近期无忧，钢铁行业有望保持一定合理利润空间。钢厂开工仍有一定上升空间，支撑铁矿石需求，高品位矿仍将受到青睐。

供给方面，二季度矿山发运将迎来旺季，并且伴随矿山产能进一步释放，供给压力环比继续增加。供求双增的局面下，二季度矿价将维持高位震荡，区间 70-90 美金，并且，高中品位矿升水有望维持。期货仍将保持贴水格局。当然，因钢铁终端需求季节性回落，钢价或面临阶段性回调压力，叠加矿山发运增加，港口库存短期继续攀升，因此矿价短期大幅走低的风险也要警惕。但我们认为钢铁行业利润改善和对高中品位矿需求，将长期支持高中品位矿价格。

## 2.3. 双焦篇

### 2.3.1. 行情回顾：

焦煤、焦炭期价阶段性低点出现在 2016 年年末至 2017 年年初。一季度以来，焦煤主力从 1177 元/吨上涨至 1271 元/吨，涨幅 7.99%，最低至 1106.5 元/吨，最高达 1342 元/吨；焦煤现货，内盘山西产京唐港主焦煤库提价（含税）约跌 240 元/吨，跌幅 13.7%，外盘澳产京唐港主焦煤库提价约跌 550 元/吨，跌幅 27.6%。焦炭主力自 1518 元/吨上涨至 1900.5 元/吨，涨幅高达 25.20%，最低至 1442 元/吨，最高达 1938 元/吨；焦炭现货，山西产天津港一级冶金焦平仓价（含税）约跌 255 元/吨，跌幅 11.6%。我们可以清晰看出，整个一季度的煤焦基差逐步收敛，现货价格的动态调整存在较大的滞后性，焦煤内外盘价差的机会也比较多，内外焦煤的价差从内煤贴水 300 元到升水 70 元左右，外煤的价格优势也导致今年一季度进口量大幅增加。

### 2.3.2. 焦煤：去产能与减量化生产政策分析

2016 年全国煤炭去产能计划 2.5 亿吨，最终实际去掉 2.9 亿吨左右，同时采取了大范围的减量化生产措施，即“276 工作日计划”（4-9 月），全国规模以上煤炭企业累计产量也同比大幅下滑 9.4% 至 33.64 亿吨，直接导致了煤焦价格的疯涨。2017 年的两会《政府工作报告》中对 2017 年去产能目标也做了进一步的要求，明确提出要退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，我们认为该计划力度较大，虽然相比去年减少了 1 亿吨的目标，但去产能的难度显著增加，去年去掉的部分煤矿均是停产或者半停产状态。另外，我们将今年已经公布的 6 大省去产能计划与 2016 年相比较，发现 2017 年大省去产能任务仍十分严峻，占总的去产能 44.7%，而同比去年占比 44.5% 几无变化。

表 2.3.1 六大省去产能情况统计



省份	山西	河南	贵州	河北	吉林	云南	总计
2017年	2000	2000	1500	742	314	154	6710 (44.7%)
2016年	2000	2215	2368	1458	1210	1865	11116 (44.5%)

数据来源：南华研究

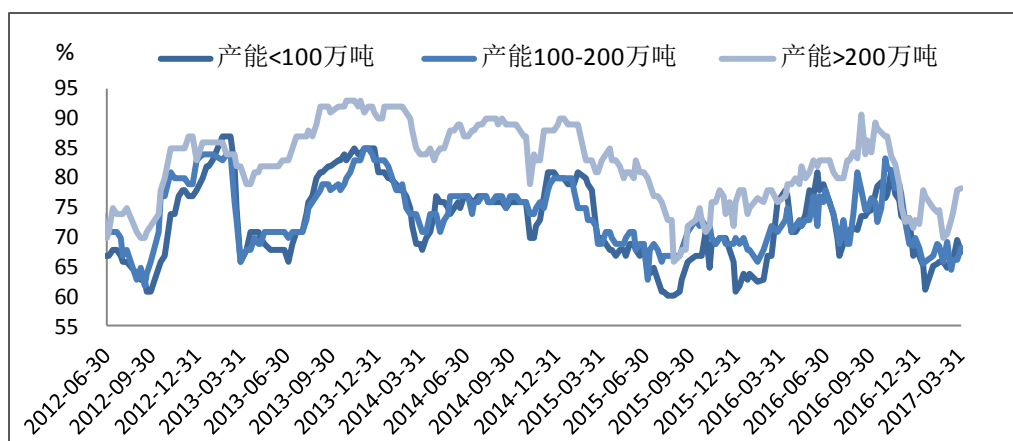
但是，去产能不等于去产量，去年一边去产能一边伴随着大范围的减量化生产，严格执行 276 个工作日，然而煤价的大幅上涨已影响市场的稳定性，自第四季度开始放松“276 工作日”制度，对先进产能矿井（0.85 亿吨）和一级产能矿井（18 亿吨）不再执行 276。目前，我们仍密切关注着“276 工作日”动态，但是，发改委明确表示 2017 年已没有必要再大范围实施煤矿减量化生产措施。基本考虑是：1.先进产能煤矿和生产特殊紧缺煤种的煤矿原则上不实行减量化生产措施；2.煤炭调入数量多、去产能后资源接续压力大的地区，由所在地省级政府自行确定是否实行减量化生产措施，国家不做硬性要求；3.其他地区非先进产能是否实施和如何实施减量化生产措施，有关部门将根据煤炭市场情况，结合煤炭供需区域、布局、运输、品种和季节性需求等因素统筹考虑。

因此，在具体减量政策尚未公布前我们认为，炼焦煤在供暖季结束将不会执行 276 个工作日，至少在先进产能矿井与低硫优质煤将不会执行，供求关系整体趋于宽松，价格难再大幅上涨。在煤炭价格仍处于合理区间（即抑制煤炭价格异常波动所明确的绿色区间）以上范围时，将不会出台减量化生产措施。

### 2.3.3. 焦煤：一季度供应缺口较大，库存逐步消耗

炼焦煤一季度需求端表现不温不火，一方面焦炭产量的确有所增加，但是基于安全检查、环保限产等，独立焦化厂焦炉开工自去年第四季度持续走低以来一直维持在历史低位，按地区和产能划分均在 69%左右，且国内独立焦化厂炼焦煤库存维持相对高位，淡季再补库需求明显不足。

图 2.3.1 焦化企业开工率

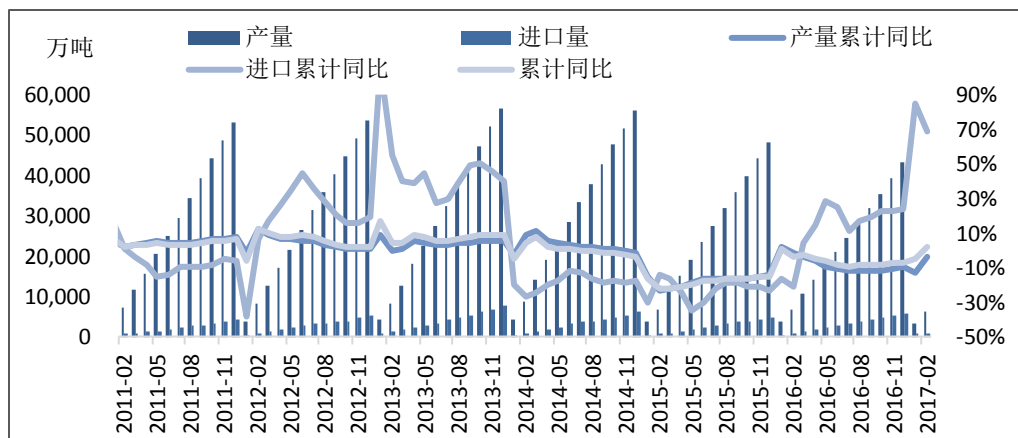


数据来源：wind 南华研究

最新数据显示，1-2 月炼焦煤累计产量为 6506 万吨，同比减少 3.98%，进口量为 1069 万吨，同比增长 68.76%，出口 22 万吨，则前 2 个月我国炼焦煤有效供应约 7553 万吨。与此同时，我国焦炭

1-2 月累计产量为 6926 万吨，同比增长 4.6%，对应的炼焦煤需求量约为 7700 万吨。据此估算，前 2 个月我国炼焦煤的供应缺口在 150 万吨左右。缺口量上同比去年收敛 320 万吨左右，幅度显著，因此炼焦煤上涨动力减弱。

图 2.3.2 炼焦煤供给



数据来源：煤炭资源网 wind 南华研究

自去年第四季度接近年关下游钢焦企业开始补库，炼焦煤的产业链库存（包括煤企、钢焦企业）逐步抬升并伴随价格回落，年后炼焦煤库存逐渐消化，CR 炼焦煤库存指数从 92 下降至 81.3，下降幅度达 11.6%，钢焦企业按照采销平衡模式，相对不低的库存也成为抑制炼焦煤价格上涨幅度的重要因素。

图 2.3.3 焦钢企业炼焦煤库存

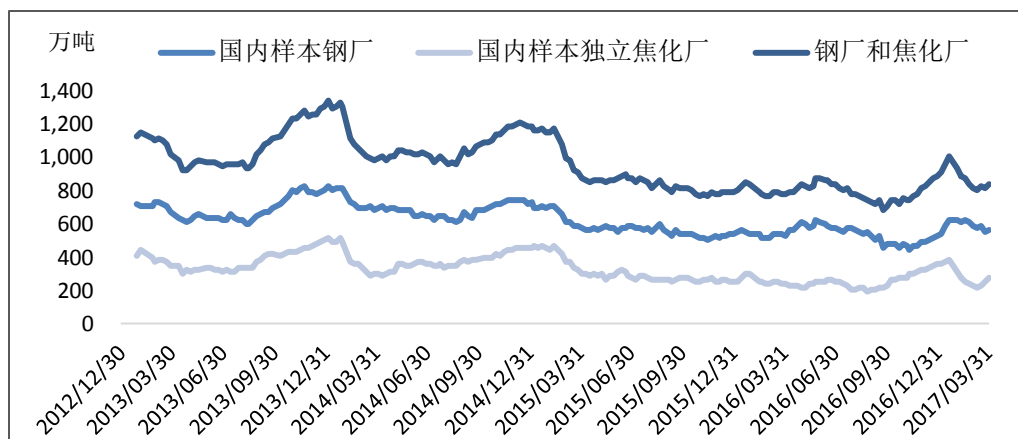
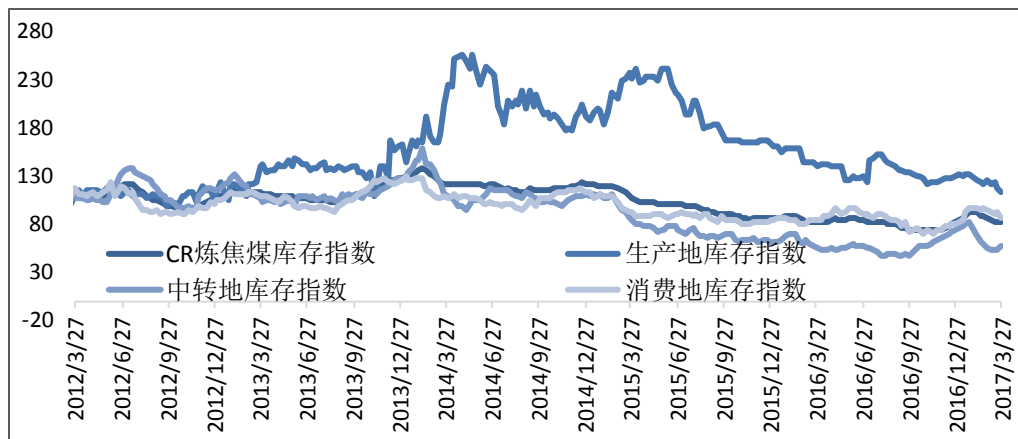


图 2.3.4 CR 炼焦煤库存指数





数据来源：煤炭资源网 南华研究

### 2.3.4. 焦炭：钢厂高利润下，需求良好

焦炭产量方面上文中也提到，我国焦炭 1-2 月累计产量为 6926 万吨，同比增长 4.6%，进口端可忽略不计，虽然焦炉开工相对偏低，但去年同期焦炭因亏损减产更多，因此产量同比仍有增加。另外，1-2 月焦炭及半焦炭累计出口数量为 161 万吨，粗钢产量累计为 12877 万吨，对应焦炭消费量 6438 万吨，则据此推算 1-2 月我国焦炭需求量为 6599 万吨，同比增长 6.19%。但是，我国焦炭的 90% 是用来高炉炼铁的，因此有效供应为 6233 万吨，前 2 个月我国焦炭供应缺口 366 万吨左右，缺口量同比扩大 23 万吨。且 3 月份“两会”结束以来钢厂高炉开工率在高利润驱动下回升速度高于焦炉开工，因此我们认为一季度我国焦炭缺口存在且较大，是支撑焦炭上涨的源动力。

图 2.3.5 焦炭需求量

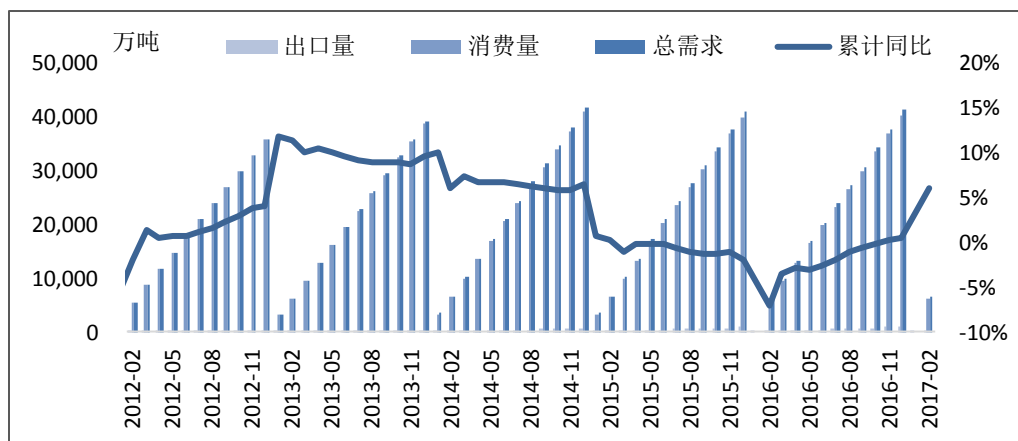
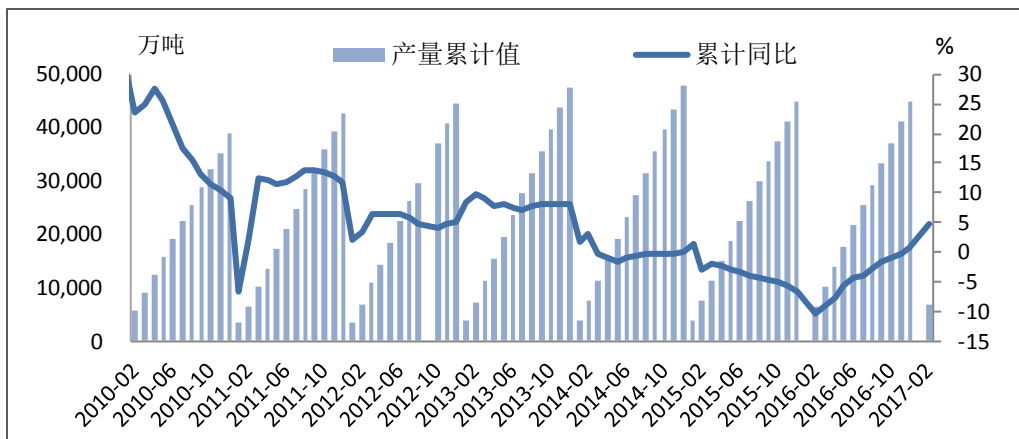


图 2.3.6 焦炭供给量



数据来源：wind 南华研究

### 2.3.5. 焦炭：年前补库，节后消耗较快

由下图可以清晰看出，年前钢厂逐步开始补焦炭库存，是季节性规律，但年后伴随炉料现货价格下跌，下游采购以观望为主，按需采购，逐步消化库存且借此窗口打压焦化厂，增加自身盈利空间。但是，我们需要注意的是随着需求旺季的到来，焦化厂自身的焦炭库存很低甚至为零，钢厂不会单纯以消化库存为主，为稳供应保生产而会加大对焦炭的采购意愿和力度，市场逐渐形成良好氛围。因此，后市我们判断为焦炭库存继续下降中，钢厂高炉开工回升必将加大焦炭刚性需求，让利焦企，上游生产企业焦炭的低库存是现货涨价的有力“武器”。

图 2.3.7 焦炭库存

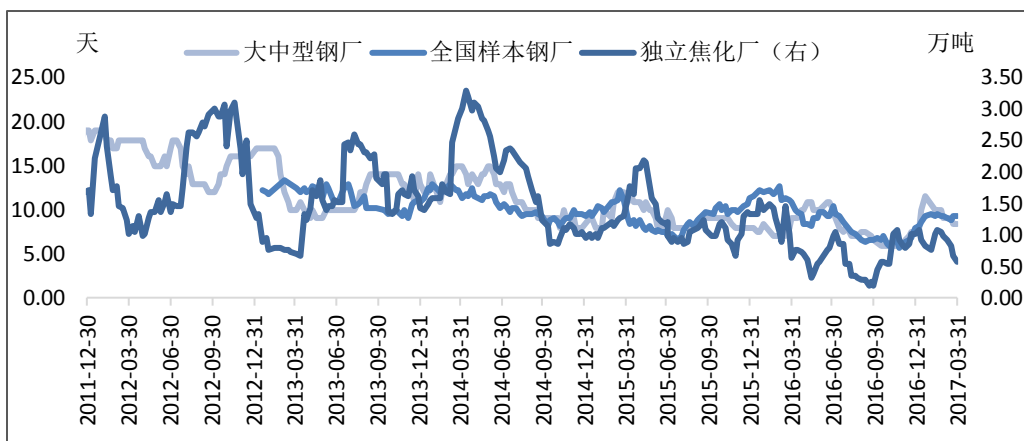
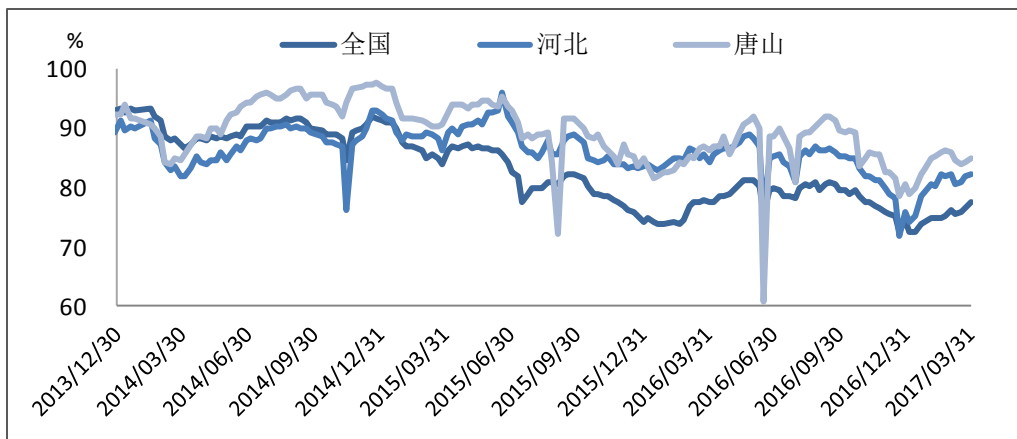


图 2.3.8 高炉开工率



数据来源：wind 南华研究

### 2.3.6. 煤焦小结：短期供求格局良好，长期关注焦煤供给

我们认为，焦煤目前整体呈紧平衡关系，尤其低硫高质量煤种比较紧张。需求端，如上文分析，因钢铁终端需求没有大幅下滑风险，中频炉关停导致钢厂利润良好，后市高炉开工以及焦炉开工仍具有上升空间（虽因环保等限制，过程会有反复），需求端表现依然稳中偏强。但未来的风险点在于“276 工作日”制度的执行情况，若焦煤煤矿不再继续实施大范围的减量化生产，依靠安全检查、环保停产限产以及去产能带来的效果红利控制产量回升，我们认为并不能完全抵消产量的恢复，供应将重回宽松。因此，预计短期库存可能进一步回落，焦煤价格震荡偏强，但后期供给回升的压力或将拖累煤价。

我们认为焦炭表现仍相对强于焦煤，一是基于前文分析，在取消“276 工作日”政策后，焦煤后市供给有回升压力，虽有 5 个月的超层越界检查，而焦炉的复产受利润、环保影响更大，复产会有反复；二是下游钢厂在高利润下高炉复产的节奏偏快，钢铁行业关停的中频炉产能后期会部分通过高炉增产来代替，焦炭需求稳中偏强；三是焦炭产业链上库存状况较好，底气较足，且一季度焦化利润最微薄，需要焦价继续上涨带动焦化复产，才能增加焦煤使用并补充焦煤库存。因此焦炭价格震荡偏强运行。总体上，煤焦难见去年单边行情，结构性机会多。

## 第3章 2017Q2 黑色产业投资策略

### 3.1. 单边策略

二季度，螺纹钢、铁矿石价格将宽幅震荡。RB1710 深度贴水，建议于 3000 附近逢低做多，关注前高压力；铁矿石，I1709 在低于 530 可尝试买入，关注前高压力。如果粗钢产量持续创新高，社会库存消化速度慢于去年同期，则关注逢高抛空螺纹、铁矿石的机会。

焦煤焦炭，短期内震荡偏强，逢回调买入，J1709 参考 1650，JM1709 参考 1150。

### 3.2. 复合策略

跨期套利，方向仍以正套为主，反套只存在阶段性机会。关注 I5-9 正套（价差 60 以内），J5-9 正套（价差 100 以内）机会，临近交割，注意合约流动性风险。关注 I9-1 正套（价差 40 以内），J9-1 正套（价差 50 以内）机会。

对冲套利，目前供求矛盾有所缓解，螺纹钢 10 月 500 元/吨的虚拟利润有一定下调的空间，逢高做空。但看好行业利润维持一定合理水平，利润 300 元/吨以下不建议做空，并可关注做多机会。同样，关注做多 J09/JM09 套利。做多卷螺价差套利，热卷需求疲弱，但生产利润大幅低于螺纹，有部分钢厂热卷转产螺纹，卷螺价差于 0 以下支撑较强，关注热卷库存拐点后，价差有望出现一定回归。此外，关注 J09/ZC09 套利。

### 3.3. 风险提示

宏观经济出现较大下行；  
房地产投资开始大幅回落；  
钢铁、煤炭供给侧改革力度的不确定性；  
人民币贬值超预期。

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室  
 电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室  
 电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801  
 电话: 0577-89971808

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
 电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
 电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼  
 电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
 电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
 电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号  
 电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号  
 金地商务大厦 11 楼 001 号  
 电话: 0931-8805351

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座  
 大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
 电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
 电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
 电话: 010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、811 室  
 电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
 电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
 电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
 电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003  
 电话: 022-28378072

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
 电话: 02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
 电话: 021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
 电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
 电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
 电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房  
 电话: 020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室  
 电话: 0553-3880212

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
 电话: 023-62611588

### 永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
 电话: 0579-89292777

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室  
电话: 0351-2118018

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室  
电话: 0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话: 0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 1 号楼 301、302、312、313 室  
电话: 0573-80703000

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室  
电话: 0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话: 0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话: 0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元  
电话: 0592-2120291

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式  
电话: 0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室 (第 14 层)  
电话: 0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话: 0574-85201116

## 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。