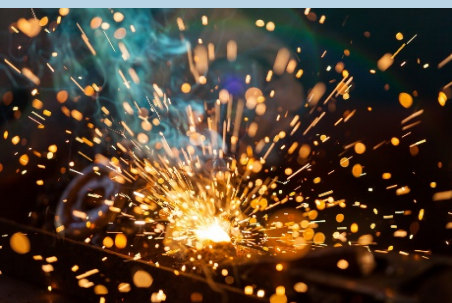




供需双弱，反弹仍有空间

摘要

螺纹：三季度螺纹钢价格宽幅震荡。受环保限产以及能耗双控影响，螺纹钢产量三季度回落幅度较大，虽然目前螺纹钢利润相对偏高，但随着 10-11 月进入粗钢产量平减攻坚期，螺纹钢供应仍有较强缩减预期，四季度产量下行仍有一定空间。中期地产需求下行趋势基本确认，房住不炒背景下，三条红线限制房企融资，房企高周转模式转变，恒大事件持续发酵，房企观望情绪浓厚，拿地意愿显著降低，土地流拍现象逐渐蔓延，同时销售增速持续回落也给房企带来较大的资金回款压力，新开工增速长短期下行确认，当前房地产投资韧性主要依赖于体量较大的施工维持，同时四季度经济下行较大，投资消费出口均不容乐观，逆周期调节预期仍在，专项债投放有望加速，基建增速或有小幅回升托底经济。总的来说，四季度螺纹钢将延续供需双弱的局面，限产政策依旧主导，且需求缓慢下行背景下仍存有阶段性边际改善预期，钢价仍将有反弹空间。

热卷：热卷受环保和能耗双控影响，产量也出现一定程度下行，但从下滑幅度和速度上均不及建材，目前热卷利润处于偏高水平，钢厂生产积极性较好，但一方面各省市限产政策依旧严格且有加强趋势，大型板材企业均有公布限产检修计划，另一方面随着卷螺差的持续偏弱运行，铁水分流也将会造成热卷产量的偏弱趋势，在 10-11 月处在全年粗钢产量平控攻坚期的背景下，热卷产量下滑趋势大概率仍将继续延续。制造业 PMI 持续回落，景气度明显下滑，汽车、家电等产销增速持续回落，出口偏弱，一方面受国外复工复产，国际钢价升势放缓影响，一方面也受到国内退税政策取消影响，造船订单虽有回升，但趋势或难长期存在，板材下游需求四季度难言好转。综合来说，热卷供需相对平衡，四季度价格仍将呈现跟随建材，弱于建材的局面。

铁矿：三季度铁矿大幅下跌，以 01 合约为例，从 7 月中旬高点 1132.5 元/吨最低跌至 606 元/吨，价格几近腰斩。期间 8 月底和 9 月底有小幅反弹，目前收于 721.5 元/吨左右。整个三季度铁矿基本都在走政策逻辑，限产政策愈演愈烈，甚至超预期加严，铁矿的需求也超预期走弱，与黑色板块其他品种分化严重，跌跌不休。展望四季度，从 1-8 月份来看粗钢减产政策效果十分明显，9 月后超预期加严，11 月底有望达到全国粗钢同比不增的目标，另外最近“能耗双控”的政策推进也有助于加快限产节奏。关于今年的底部，我们还是给到 80 美金-100 美金的区间，这是我们对历史港存和普氏指数得出的结论，也是一些国产矿和国外非主流矿的成本区间，多头很有可能在这个区间布局。关于底部的时间点，我们倾向于认为出现在 11 月底，届时可能会完成全国粗钢减产同步不增的目标，再加上冬季采暖季未到，铁矿可能会达到近年的价格底部。之后观察限产力度是否放松以及钢厂补库节奏来判断后续走势。总得来说中长期还是偏空为主，但是要注意交易节奏。

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

夏莹莹

投资咨询证号：

Z0016569

盛明星

从业资格证号：

F3060519

李春阳

从业资格证号：

F03086646

杨思琦

从业资格证号：

F03087406

焦炭：四季度进入钢焦博弈阶段，目前受累于终端需求整体走弱，叠加市场有降价预期，下游追高库存意愿不强。一方面各地环保督察继续施压供应回落，另一方面原料煤价格仍较高，成本支撑较强且焦化利润微薄，导致产地焦企抵触降价情绪明显。下游钢厂受制于环保及能耗管控停限产较为明显，同时市场对焦炭价格多有看降预期，影响钢厂采购存在一定观望情绪，按需采购为主。整体看，随着下游需求走弱，焦企出货放缓，厂内库存小幅累积，国庆节前维稳为主，节后需谨慎观望现货市场态度。四季度应关注钢厂需求恢复情况，库存累积情况以及现货松动程度。如四季度初出现大幅回调，焦炭中长期仍具有做多价值。

焦煤：目前进口几乎处于历史低位，严格安全检查下国内部分煤矿也处于停限产中，但焦煤供应最紧张的时候已经过去。蒙古疫情反复，虽然口岸司机疫苗接种率较高，但是后期的通关大量回升仍较为困难。澳煤今年通关基本无望。国内矿端安全检查“十一”节后即将放松，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，重点关注蒙煤进口增量情况。需求端，山东、山西地区焦企节后有修复预期，但若焦炭在终端的打压下回调，焦煤价格则会再次承压。四季度，焦煤供需偏紧格局边际走弱，部分配煤品种产能恐会被动力煤挤占，配煤价格后期将以维稳为主。后期应关注主焦现货价格松动情况。

风险点：货币财政政策大幅收紧，国际关系紧张，环保限产政策明显放松，澳煤进口放开，“钢焦博弈”钢厂议价能力增强。

目录

第 1 章	宏观与钢材需求	8
1.1.	房地产投资中期回落趋势基本确认	10
1.2.	经济下行压力较大，逆周期调节预期增强	14
1.3.	制造业景气度下滑，成本影响显著	16
1.4.	钢材出口与进口	20
1.5.	需求小结	21
第 2 章	钢材供给与库存	22
2.1.	钢铁行业碳达峰、碳中和的必要和长期性	22
2.2.	从环保到能耗双控	23
2.3.	行业利润与产量	33
2.4.	需求和库存	37
2.5.	基差及月间情况	41
2.6.	钢材小结	42
第 3 章	铁矿石	43
3.1.	铁矿石行情回顾	43
3.2.	供给：发运量总体较为平稳，供给端故事较少	44
3.3.	需求：限产逻辑主导行情，需求实质性减少是下跌主因	48
3.4.	库存：港口库存持续累积，铁矿由供需平衡向供需宽松转变	50
3.5.	铁矿石小结	53
第 4 章	焦煤焦炭	54
4.1.	煤焦行情回顾	54
4.2.	焦煤产量及库存	55
4.3.	炼焦煤进口	57
4.4.	焦企产能	59
4.5.	焦企利润及产企产量	60
4.6.	焦炭进出口及库存	63
4.7.	煤焦总结	65

第 5 章	策略建议	66
5.1.	策略	66
5.2.	风险提示	66
免责声明		67

图表目录

图 1.1: 部分发达经济体 M2 增速.....	8
图 1.2: 美国 CPI 环比与同比数据.....	8
图 1.3: 国内货币供应增速	9
图 1.4: 社融累计和当月增速.....	9
图 1.5: 国内物价指数	10
图 1.1.1: 房地产投资增速.....	11
图 1.1.2: 房地产资金来源.....	11
图 1.1.3: 新开工、施工、竣工	12
图 1.1.4: 期房占比	12
图 1.1.5: 房企拿地面积累计和当月增速	13
图 1.1.6: 房企销售面积累计和当月增速	13
图 1.1.7: 居民中长期贷款.....	14
图 1.2.1: 基建增速	14
图 1.2.2: 基建分项增速	15
图 1.2.3: 挖掘机开工小时数	15
图 1.2.4: 专项债月度发行量	16
图 1.2.5: 2021、2020 年专项债投向.....	16
图 1.3.1: 中国 PMI	17
图 1.3.2: 主要发达国家 PMI	17
图 1.3.3: 中汽协汽车产销增速	18
图 1.3.4: 中汽协汽车产量当月值.....	18
图 1.3.5: 船舶订单累计增速	19
图 1.3.6: 主要家电产量增速	19
图 1.3.7: 主要家电出口累计增速.....	19
图 1.3.8: 工程机械销量增速	20
图 1.4.1: 国内外钢材价格对比	21
图 1.4.2: 钢材出口当月值.....	21
图 2.1.1: 钢铁行业碳排放占比较高	22
表 2.1.1: 高炉产业链碳排放	23

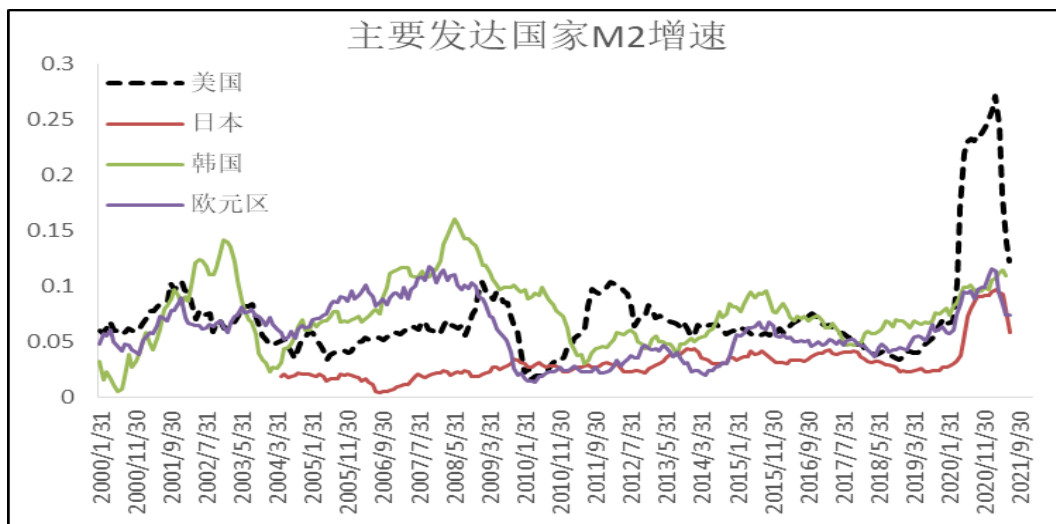
表 2.1.2: 电炉产业链碳排放	23
表 2.2.1: 全国主要省市 8 月份钢材产量同比增速	23
表 2.2.2: 历年京津冀秋冬限产方案对比	24
表 2.2.3: 9 月份钢产限产检修和限产消息	25
图 2.1.1: 2021 年上半年各地区能耗双控完成情况晴雨表	29
表 2.2.4: 近期全国钢厂停产情况	30
图 2.3.1: 日均铁水产量	33
图 2.3.2: 钢厂开工率和产能利用率	34
图 2.3.3: 电弧炉开工率和产能利用率	34
图 2.3.4: 螺卷周产量	35
图 2.3.5: 螺卷价差	35
图 2.3.6: 螺卷现货即期利润	36
图 2.3.7: 螺纹电炉利润	36
图 2.3.8: 螺卷盘面利润	37
图 2.4.1: 螺纹钢、热卷周表需	37
图 2.4.2: 螺纹钢库存	38
图 2.4.3: 热轧卷板库存	38
图 2.4.4: 杭州螺纹出库与库存	38
图 2.4.5: 螺纹钢南北价差	39
图 2.4.6: 建材成交	39
图 2.4.7: 华东建材成交	39
图 2.4.8: 华北华南建材成交	40
图 2.4.9: 水泥开工率	40
图 2.4.10: 华北、华东水泥开工率	40
图 2.5.1: 上半年价格回顾	41
图 2.5.2: 螺卷基差	42
图 2.5.3: 螺卷月间价差	42
图 3.1.1: 铁矿石主力基差	43
图 3.2.1: 四大矿山产量与增速	44
图 3.2.2: 澳洲矿山发货量季节性	45

图 3.2.3: 澳洲矿山发运至中国季节性	45
图 3.2.4: 巴西矿山发货量季节性	46
图 3.2.5: 国产矿山铁精粉产量	46
图 3.2.6: 不同规模国产矿山铁精粉开工率	47
图 3.3.1: 进口铁矿砂及精粉矿累积值	48
图 3.3.2: 钢厂开工率及铁水产量	48
图 3.3.3: 铁矿石日均疏港量	49
图 3.4.1: 钢厂进口矿库存及进口矿烧结粉总日耗	51
图 3.4.2: 块矿与粉矿价差	51
图 3.4.3: 品种间价差	52
图 4.1.1: 焦炭基差走势	54
图 4.1.2: 焦煤基差走势	54
图 4.2.1: 原煤产量	55
图 4.2.2: 炼焦煤产量	56
图 4.2.3: 炼焦煤煤矿及港口库存	56
图 4.2.4: 炼焦煤焦化厂及钢厂库存	57
图 4.3.1: 炼焦煤进口量	58
图 4.3.2: 澳煤进口量	58
图 4.3.3: 蒙煤进口量	59
图 4.4.1: 焦化产能新增淘汰情况统计	60
图 4.5.1: 山西吨焦利润	60
图 4.5.2: 焦钢利润对比	61
图 4.5.3: 焦企开工率	62
图 4.5.4: 焦炭供应需求对比	63
图 4.6.1: 焦炭出口	63
图 4.6.2: 焦炭出口	64
图 4.6.3: 独立焦化厂及港口焦炭库存	64
图 4.6.4: 钢厂及总焦炭库存	65

第1章 宏观与钢材需求

发达国家央行以超宽松货币政策，来应对经济停滞和金融动荡，但随着疫情的好转和通胀的上行，加息预期也在不断增强，美联储 6 月议息会议即已讨论了缩减购债事宜，发达经济体虽继续维持宽松立场，但货币增速也已经出现了较为明显的下滑，而部分新兴经济体已开始加息，以应对通胀、资本外流、汇率贬值等压力。

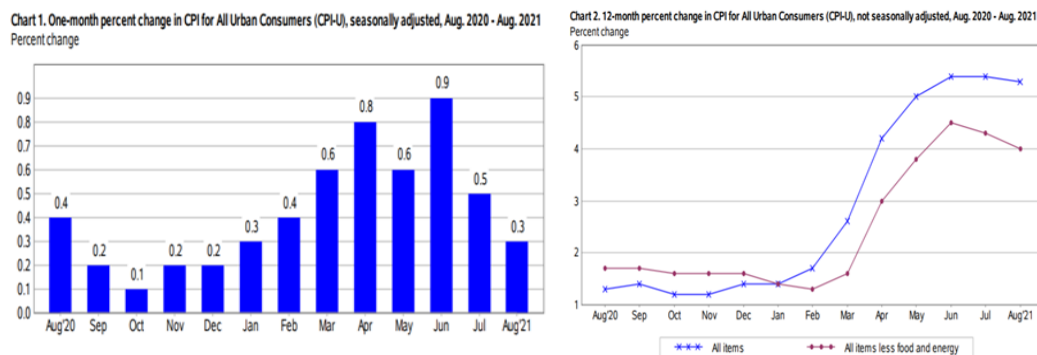
图 1：部分发达经济体 M2 增速



资料来源：Wind 南华研究

美国劳工部公布的数据显示，美国 8 月 CPI 连续第 15 个月上涨，8 月 CPI 同比上涨 5.3%，略低于预期的 5.4%，连续第 4 个月同比增长超过 5%，8 月 CPI 环比增长 0.3%，低于预期的 0.4%，环比涨幅为 7 个月以来最低，较前值 0.5% 回落，市场分析认为，8 月 CPI 暗示美国通胀或已见顶，这支持了美联储“高通胀只是暂时的”的观点，通胀趋缓意味着市场预判美联储将有更大余裕在更长的周期内减持超宽松货币政策，美联储将不会在近期宣布缩减购债，输入型通胀仍将持续。

图 2：美国 CPI 环比与同比数据

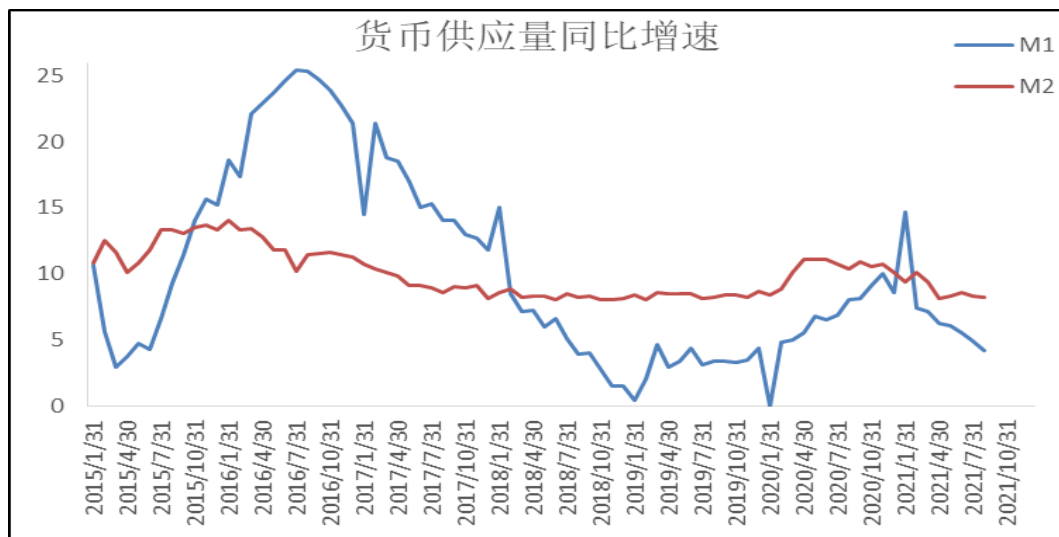


资料来源：美国劳工部

国内央行货币政策相对审慎，且具有对未来风险的前瞻性，8 月份社融增量 2.96 万

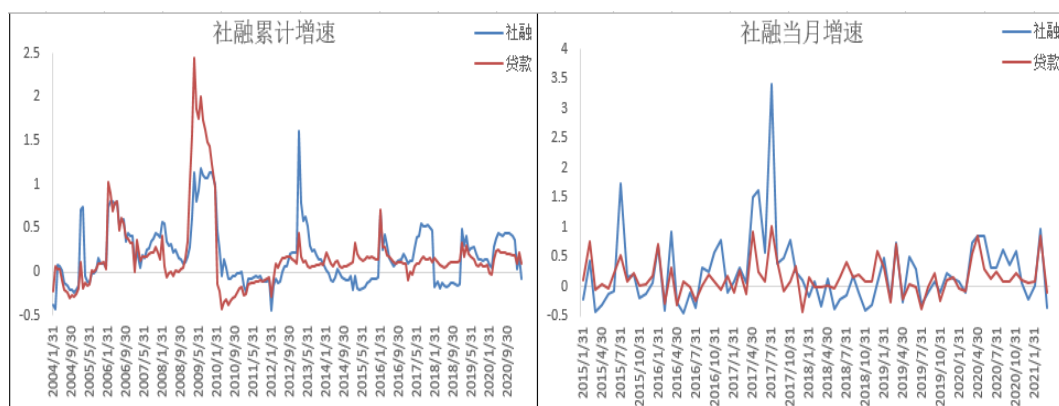
亿元，比上年同期少增 6295 亿元，新增人民币贷款 1.22 万亿元，比上年同期少增 631 亿元，货币供应量 M1、M2 分别同比增长 4.2%、8.2%，增速较上月末分别低 0.7 和 0.1 个百分点，社融不及预期，增速接近十年低点，由于当前经济下行压力逐渐增大，消费、投资、出口均表现较弱，四季度货币政策大概率边际有所宽松，但不会大水漫灌，会继续加大结构性调整力度，支持小微企业和下游制造业，逆周期调节将不断发挥托底作用。

图 3：国内货币供应增速



资料来源：Wind 南华研究

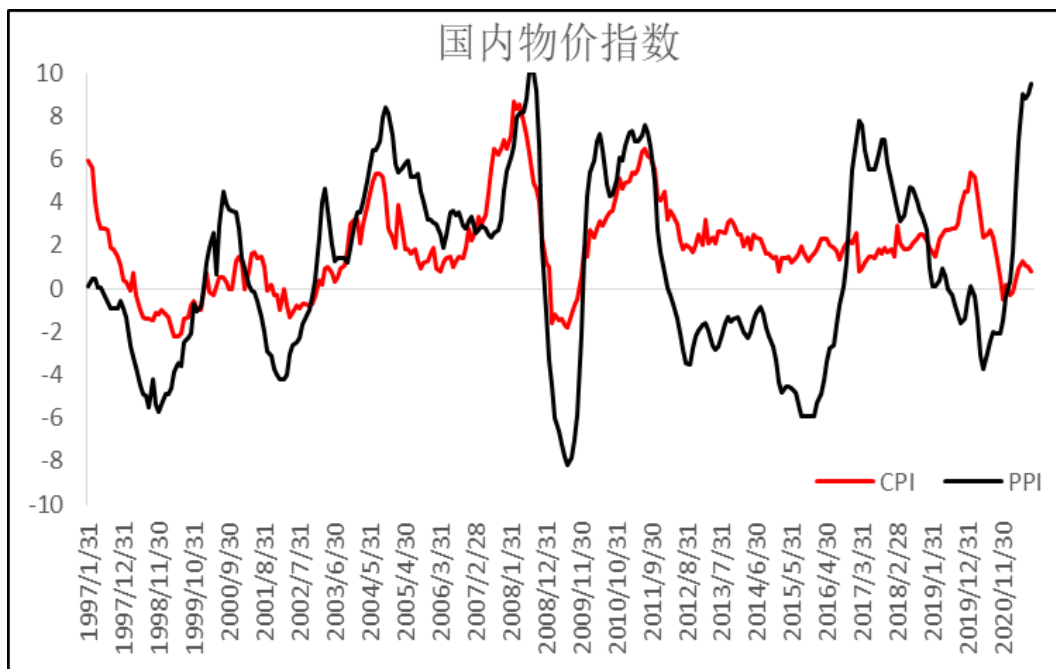
图 4：社融累计和当月增速



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，国家统计局公布 8 月中国物价数据，CPI 环比 0.1%、同比 0.8%，PPI 环比 0.7%、同比 9.5%，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，由于碳中和下的环保限产以及能耗双控影响，也造成原料供应的进一步收缩，加剧 ppi 的上行，ppi 的上行已经受到市场的广泛关注，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，定向的支持政策有望在四季度实施。

图 5：国内物价指数



资料来源：Wind 南华研究

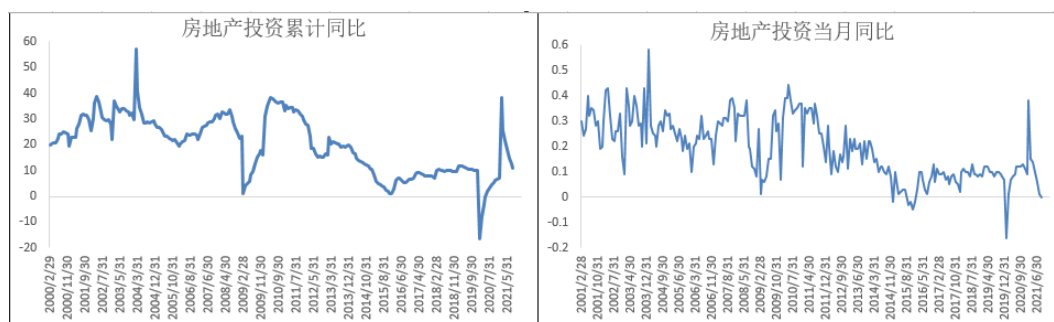
总的来说，我们认为输入性通胀仍将持续影响，而国内随着经济下行压力逐渐增大，金融风险尤其是房地产行业不断升温，货币和财政政策大概率将会边际有所宽松，通过精准调控，在十四五开局之年加强对重点领域、薄弱环节的定向支持。

1.1. 房地产投资中期回落趋势基本确认

2021 年 1-8 月份，全国房地产开发投资 98060 亿元，同比增长 10.9%，比 2019 年 1-8 月份增长 15.9%，两年平均增长 7.7%。其中，住宅投资 73971 亿元，增长 13.0%。自房住不炒提出以来，房地产调控持续推进，今年步伐越发加快，随着政策对房企融资监管不算加强和购房政策的持续约束和规范，行业进入去杠杆周期，房地产投资增速在近几年从高增速逐渐趋于平稳。

8 月房地产投资增速进一步下滑，土地成交、新开工、施工数据环比继续走弱，竣工数据良好，销售增速持续下滑，房价涨势趋缓，地产调控效果进一步显现，房企资金明显紧张，并且个别大型地产公司债违约，地产景气程度明显回落，房地产耗钢需求明显减弱，但地产施工仍有持续性，尤其是近几年高周转模式下积累了大量的施工存量，仍将维持房地产耗钢需求韧性，因此不会出现断崖式下滑。

图 6：房地产投资增速

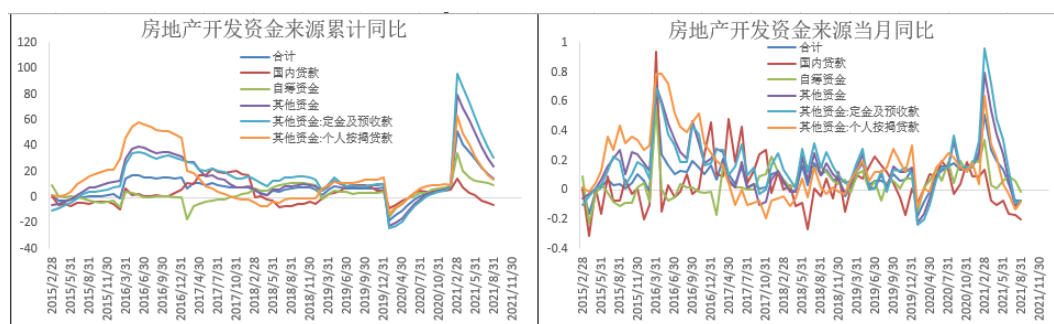


资料来源：Wind 南华研究

2021 年 1-8 月份，房地产开发企业到位资金 134364 亿元，累计同比增长 14.8%，比 2019 年 1-8 月份增长 18.1%，两年平均增长 8.7%。其中，国内贷款 16918 亿元，下降 6.1%，利用外资 53 亿元，下降 47.5%，自筹资金 40773 亿元，增长 9.3%，定金及预收款 50997 亿元，增长 31.3%，个人按揭贷款 21490 亿元，增长 13.4%。

从去年开始，房地产调控重点转向金融端，随着市场环境和监管政策的变化，房地产信贷增速明显放缓，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累计增速虽也呈回落趋势，但仍相对较高，维持当前房企的到位资金韧性。资金到位情况的持续转差，造成高负债下的房企经营压力越来越大，新增投资意愿不断减弱。

图 7：房地产资金来源



资料来源：Wind 南华研究

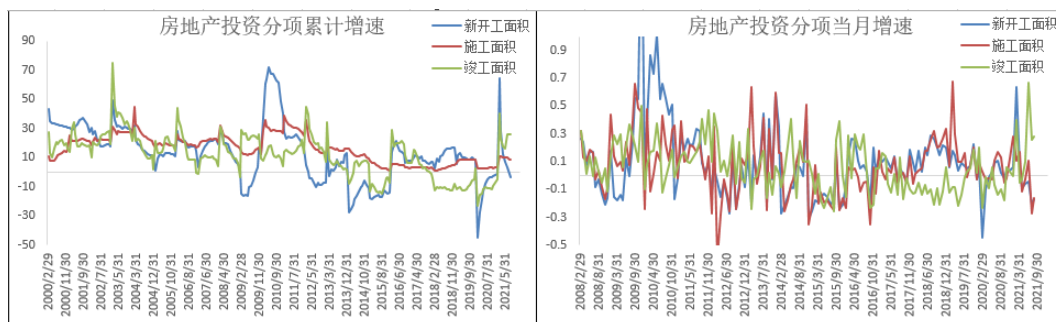
房地产投资分项指标持续分化，2021 年 1-8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 909992 万平方米，同比增长 8.4%，其中住宅施工面积 644336 万平方米，增长 8.8%。房屋新开工面积 135502 万平方米，下降 3.2%，其中住宅新开工面积 100765 万平方米，下降 1.7%，房屋竣工面积 46739 万平方米，增长 26.0%，其中住宅竣工面积 33771 万平方米，增长 27.4%。

2021 年 1-8 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，8 月单月增速降至-17%，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，在销售也表现遇冷的现状下，房企对后市预期审慎下进一步减缓了项目新开速度和施工强度。

房地产投资在融资监管的背景下有望继续延续施工韧性，新开工和施工增速下行趋

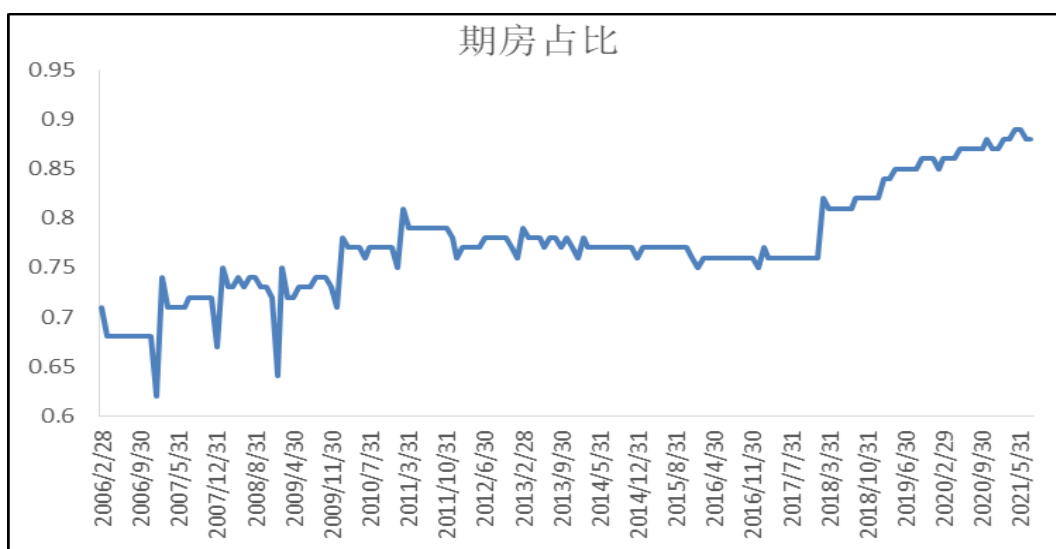
势基本确认，引导房地产投资缓慢下行，由于 17-20 年均处于高周转模式下的期房销售高峰，房地产行业积累了较大体量的存量施工项目，施工面积有望继续保持韧性，房地产耗钢需求缓慢下行趋势基本确认。

图 8：新开工、施工、竣工



资料来源：Wind 南华研究

图 9：期房占比



资料来源：Wind 南华研究

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偏少和限价的影响，房地产企业拿地意愿更低。

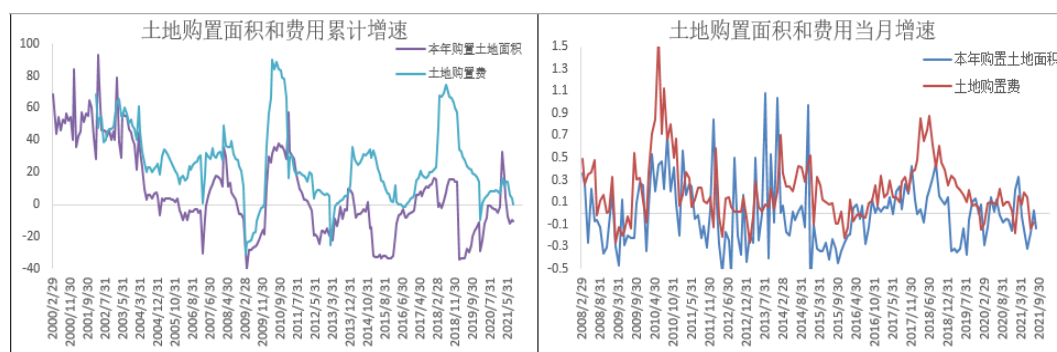
今年全国第一次土地集中供应时，部分城市依然竞拍激烈、溢价率高。但从今年 8 月开始的全国第二轮集中供地开始，全国不少城市住宅用地流拍率大幅上升。截至目前已完成第二轮集中供地的 8 个城市，累计超过 100 宗地直接流拍，占全部供地总数的比例超过 30%，这样的情况已经类似于 2007 年下半年，其中，杭州第二批集中供地 10 宗地块，最后有 9 宗因为报名房企的数量没有达到规定的 3 家以上，无法进入正式竞价环节。合肥第二次集中供地 17 宗地块中有 5 宗因故终止，成都第二批集中供地 75

宗地块有 17 宗因故终止，沈阳第二批集中供地的 46 宗土地中，只有 10 宗土地有房企报名。

2021 年 1-8 月份，房地产开发企业土地购置面积 10733 万平方米，同比下降 10.2%；8 月单月同比下滑至-14%，土地成交价款 6647 亿元，下降 6.2%。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，2021 年 1-8 月份，商品房销售面积 114193 万平方米，同比增长 15.9%，比 2019 年 1-8 月份增长 12.1%，两年平均增长 5.9%。其中住宅销售面积增长 16.5%，办公楼增长 3.7%，商业营业用房增长 2.1%。商品房累计销售额 119047 亿元，增长 22.8%，比 2019 年 1-8 月份增长 24.8%，两年平均增长 11.7%。

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 10：房企拿地面积累计和当月增速



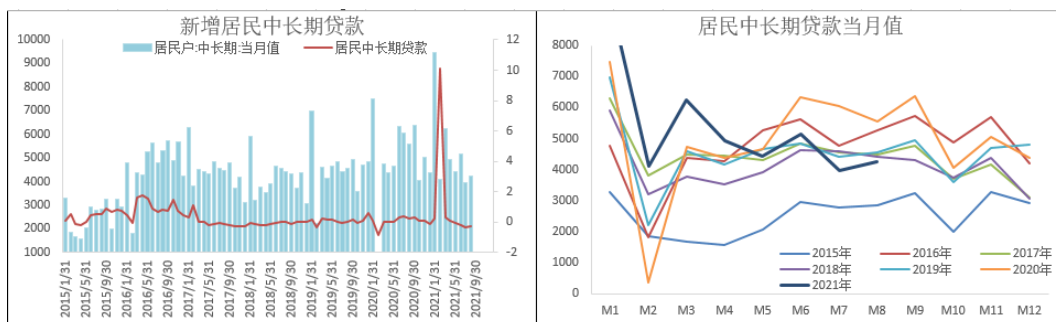
资料来源：Wind 南华研究

图 11：房企销售面积累计和当月增速



资料来源：Wind 南华研究

图 12：居民中长期贷款



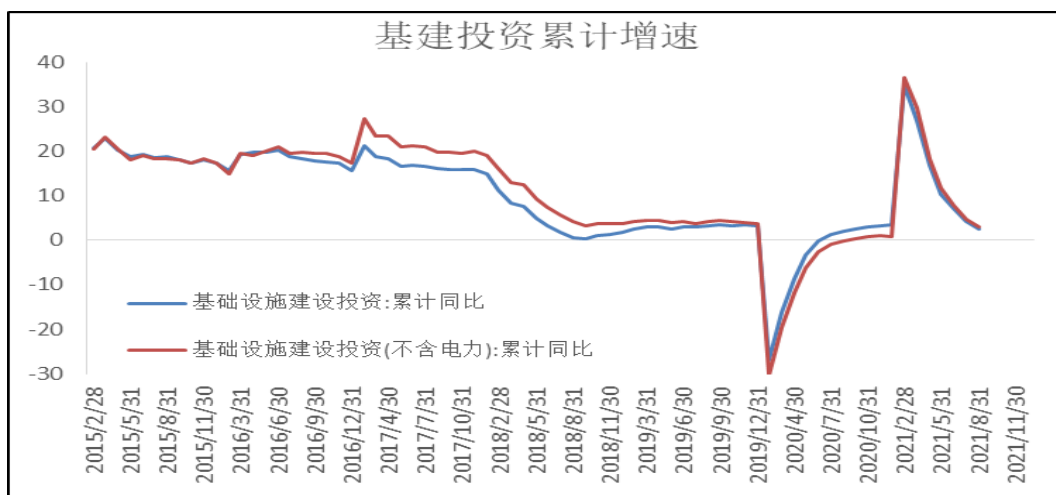
资料来源：Wind 南华研究

综上所述，我们认为房地产投资韧性仍依赖于当前体量较大的存量施工，四季度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，房地产销售增速下滑趋势较为明显，同时对房企融资监管不断规范强化，三条红线影响日益显著，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，中期房地产投资增速大概率保持缓慢回落态势，下行趋势基本确认。

1.2. 经济下行压力较大，逆周期调节预期增强

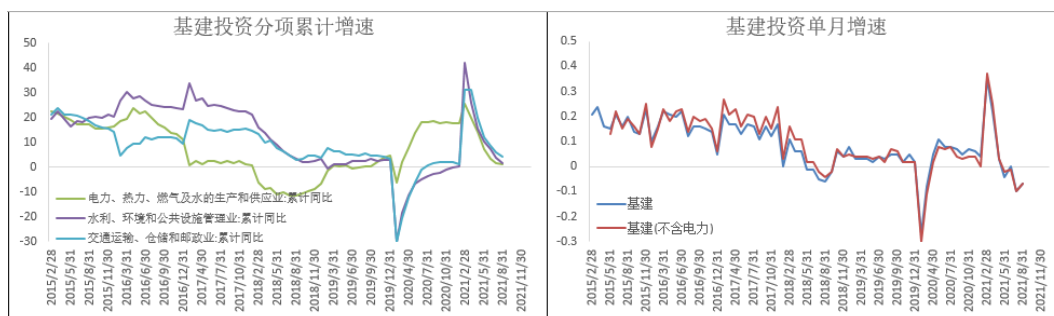
四季度前基建到位资金明显紧张，基建工程回款难度增加，施工受到明显影响，投资增速持续细化，9 月份国家明显释放积极信号，四季度基建有望托底经济，改善经济下行压力。2021 年 1-8 月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 2.9%，其中水利管理业投资增长 7.3%，公共设施管理业投资增长 0.7%，道路运输业投资增长 2.1%，铁路运输业投资下降 4.8%，虽然基建累计增速继续保持回落趋势，但 8 月份单月增速-7%，较上月-10%略有好转。

图 13：基建增速



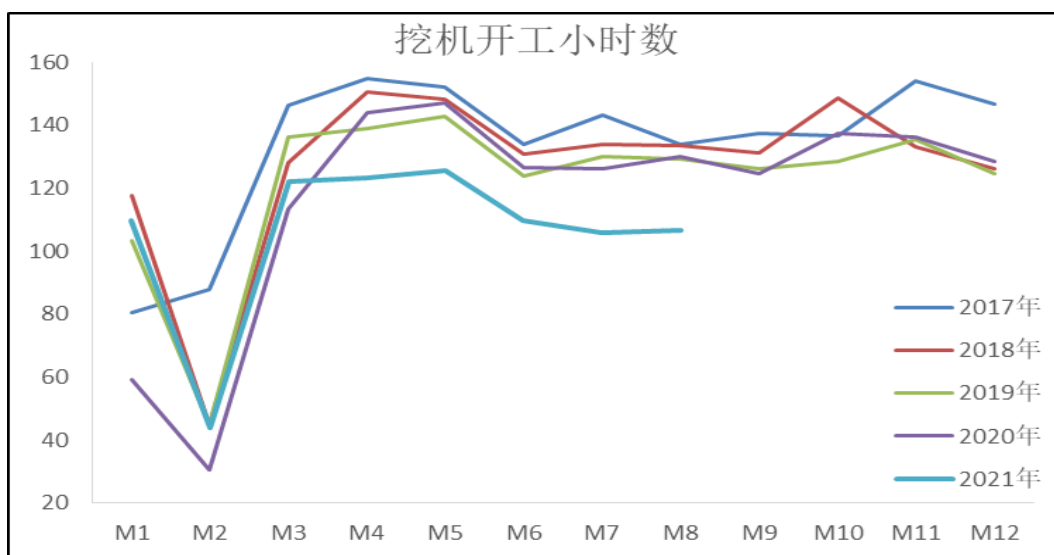
资料来源：Wind 南华研究

图 14：基建分项增速



资料来源：Wind 南华研究

图 15：挖掘机开工小时数



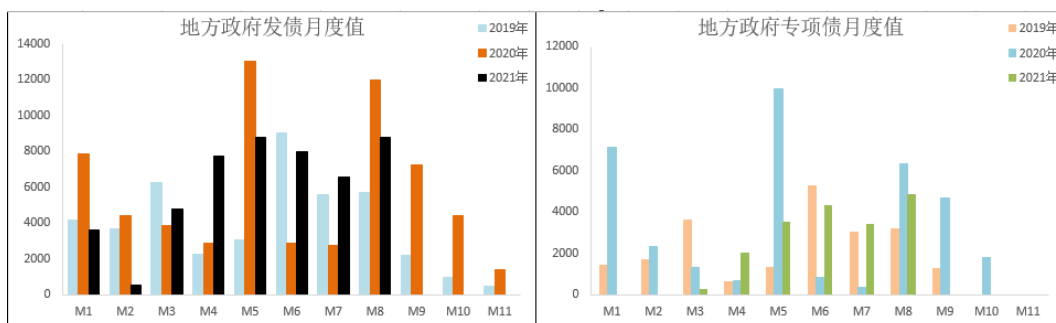
资料来源：Wind 南华研究

在国家发展改革委9月份召开的专题新闻发布会上,国家发展改革委投资司副司长、一级巡视员吕文斌介绍,今年上半年专项债券发行进度较去年放缓,但下半年发行的专项债券规模将高于去年同期,有助于稳定基础设施等领域投资增长,国家发展改革委将按照职责分工,指导督促各地方认真做好专项债券项目准备等工作,发挥好专项债券带动扩大有效投资的积极作用。从措辞表达来看,考虑到今年1-3季度经济增长尚好,基建依然难以看到明显增量,而四季度起至明年,经济下行压力增加,又逢党的二十大即将召开,逆周期调控或将才会有较明显的发力。

截至2021年8月底,新增专项债发行1.84万亿元,新增专项债发行占2021年全年限额的51.2%,发行节奏较2020年同期(77.2%)整体偏慢,一方面是上半年稳增长压力不大,另一方面是项目审核严格、优质项目不多、优先续作旧债、地方政府去杠杆等因素影响。8月地方政府债券发行额8797亿元,为年内新高,7月雨季结束后,基建的需求明显回升,赶工期的情形增多,国家从政策和资金上,都对基建投资给予了明显的支持,基建对钢材的需求也逐渐转好。近期几次重要会议再提跨周期,提到要加速债券发行,做好今明两年宏观政策衔接,形成实物工作量,体现了稳增长和防风险的平衡。

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。

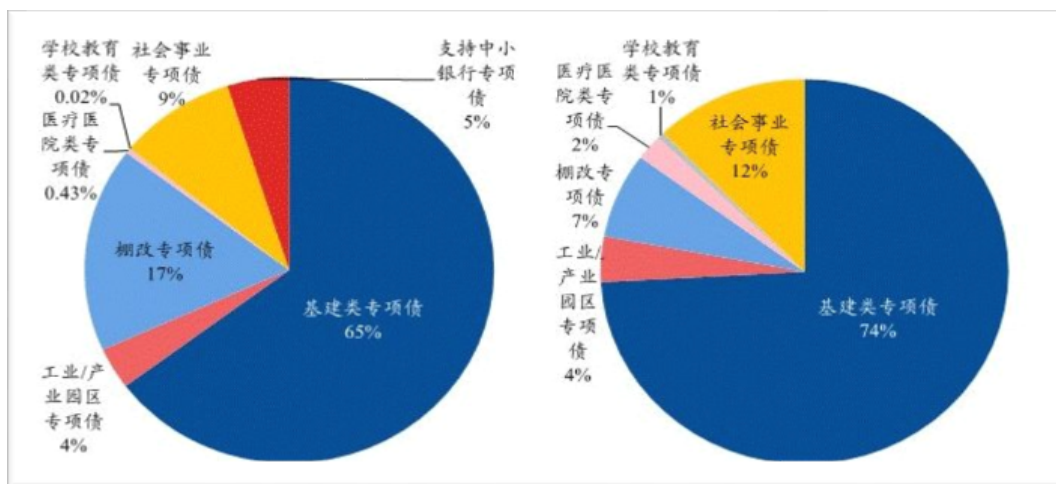
图 16：专项债月度发行量



资料来源：Wind 南华研究

2021 年 1-8 月合计来看，受棚改专项债挤压影响，2021 年 1-8 月有 65% 的专项债投向基建领域，较 2020 年同期（占比 74%）有所降低，同时棚改专项债占比为 17%，较 2020 年同期（占比 7%）明显增加。

图 17：2021、2020 年专项债投向



资料来源：Wind 南华研究

总的来说，基建投资在 8 月呈现触底迹象，下滑趋势或将放缓，随着资金情况的改善，专债的投放有望加速，预计基建投资会有反弹，但对于基建增速的回升幅度不宜过分乐观，大概率是托而不举的状态。

1.3. 制造业景气度下滑，成本影响显著

国家统计局公布 8 月 PMI 数据，制造业 PMI 为 50.1%，较上月回落 0.3 个百分点，虽处于扩张区间，但是扩张力度连续 5 个月走弱。从细分指标来看，制造业景气情况下

滑主要是因为市场需求持续减弱。8月新订单指数为49.6%，比上月回落1.3个百分点，今年来首次位于收缩区间；新出口订单指数为46.7%，较上月回落1个百分点，连续四个月位于收缩区间，外需持续回落。从价格指数看，主要原材料购进价格指数为61.3%，较上月回落了1.6个百分点，但仍处于高位，同时高频数据显示，近期中国沿海散货运价指数有所回升，制造业企业采购成本压力依然较大，8月工业利润增速可能会进一步回落，8月财新中国制造业PMI降至49.2，较7月下降1.1，进一步确认经济的下行压力。

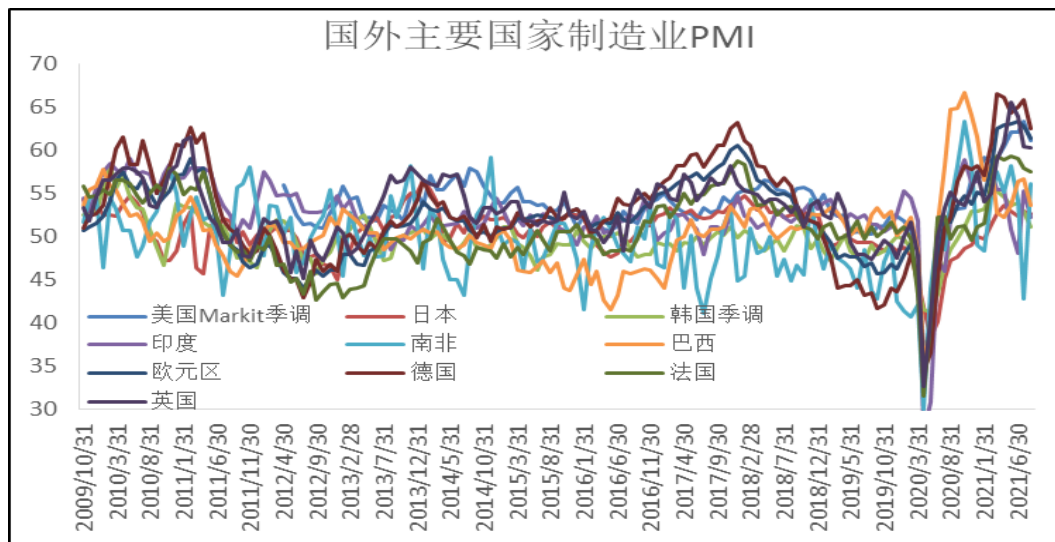
图 18：中国 PMI



资料来源：Wind 南华研究

8月份全球制造业PMI为55.7%，较上月下降0.6个百分点，连续3个月环比下降，全球制造业PMI连续下降，表明全球制造业增长动能趋弱，世界经济复苏趋势逐步放缓。新冠变异病毒的传播导致疫情在许多国家反复是全球经济复苏趋势放缓的重要影响因素，且随着时间的推移，一些经济刺激政策效果逐渐减弱，全球经济下行压力逐渐增大。

图 19：主要发达国家 PMI

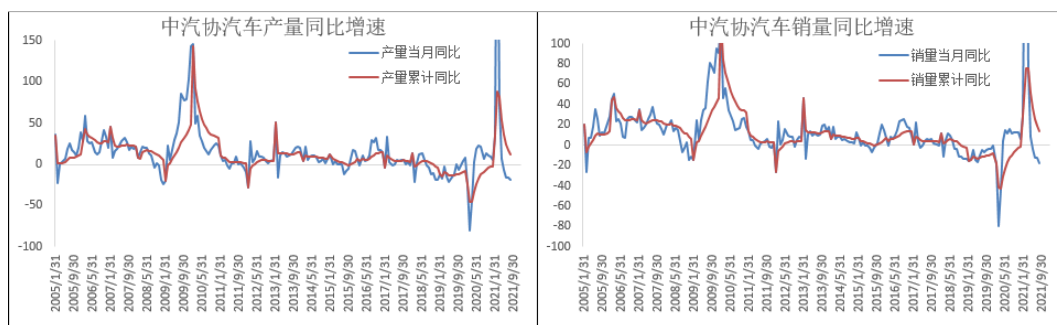


资料来源：Wind 南华研究

中国汽车工业协会发布的最新一期产销数据显示，2021年8月，我国汽车产销总体延续了下降势头，且同比降幅比上月有所扩大，8月我国汽车产销分别达到172.5万辆和179.9万辆，环比下降7.4%和3.5%，同比下降18.7%和17.8%。中汽协表示，一方面马来疫情加剧导致车规级芯片生产供应紧张，企业芯片短缺现象进一步加剧，同时受同

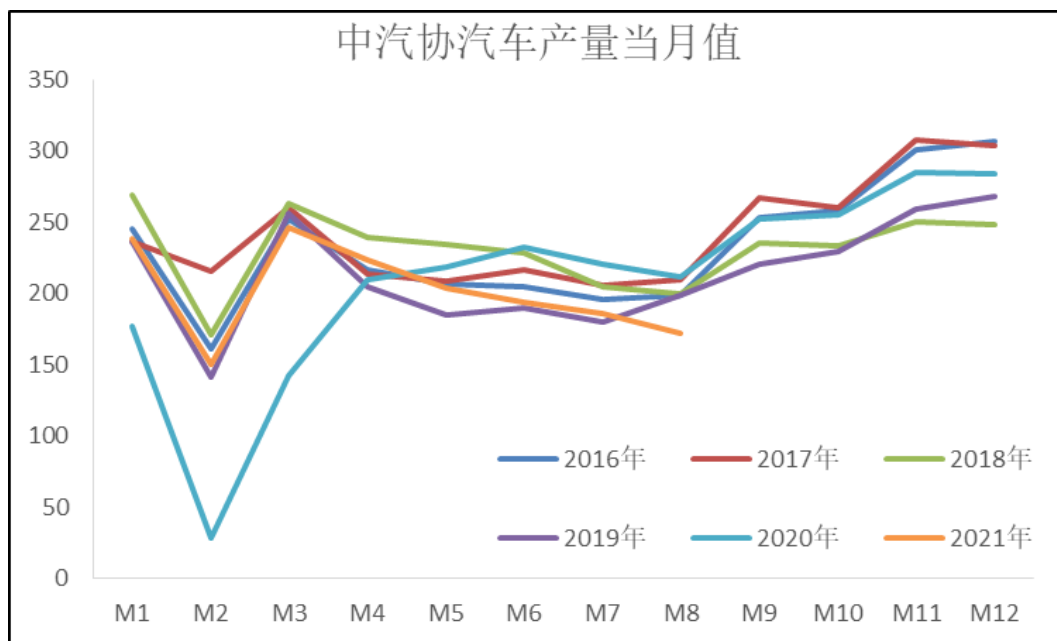
期基数较高影响，乘用车产销同比降幅比上月有所扩大，另一方面，国六排放法规切换造成的短期市场波动继续影响货车需求，商用车产销因而延续了快速下降趋势。自 5 月份以来，我国汽车产销已经连续 4 个月下滑，尽管全行业都遭遇着芯片短缺带来的冲击，但新能源汽车市场依然跑赢大市，产销环比和同比继续保持增长，8 月产销环比和同比继续保持增长，产销量首次超过 30 万辆，再创历史新高，分别达到 30.9 万辆和 32.1 万辆，环比增长 8.8% 和 18.6%，同比增长均为 1.8 倍。

图 20：中汽协汽车产销增速



资料来源：Wind 南华研究

图 21：中汽协汽车产量当月值



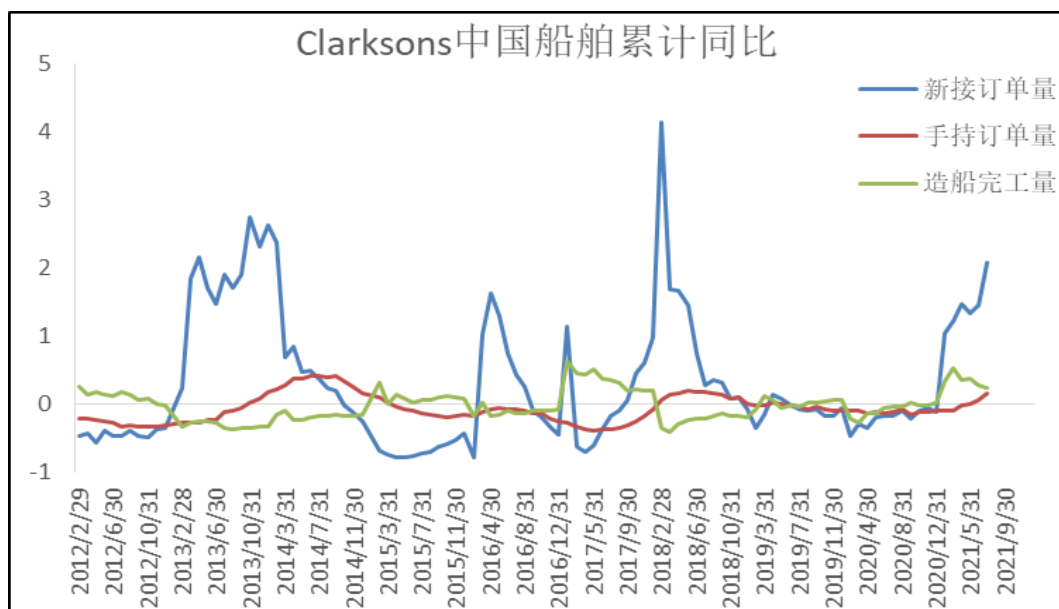
资料来源：Wind 南华研究

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，四季度汽车产销增速或仍将延续回落趋势。

中国船舶工业行业协会的数据显示，2021 年 1-8 月，我国的新承接船舶订单量同比大增 2.27 倍，至 4911 万载重吨，占全球新接订单量的 51.84%，截至 2021 年 8 月末，

我国的手持船舶订单 9147 万载重吨, 相当于全球总量的 46.51%, 同比增长 26%, 较 2020 年末的手持订单增长 28.6%。早在 2020 年, 全球运力其实处于过剩状态, 运价指数处于低位水平, 疫情对供应链的影响导致了短期的物流供需不平衡, 在当前疫情相对好转后, 市场对于新运能的需求未必如当前紧张, 当目前这批新产能投产后, 未来的新增订单将会逐渐回落, 短期造船耗钢需求仍将维持较高景气度, 但中期随着新产能的投放, 耗钢需求也将逐渐转弱。

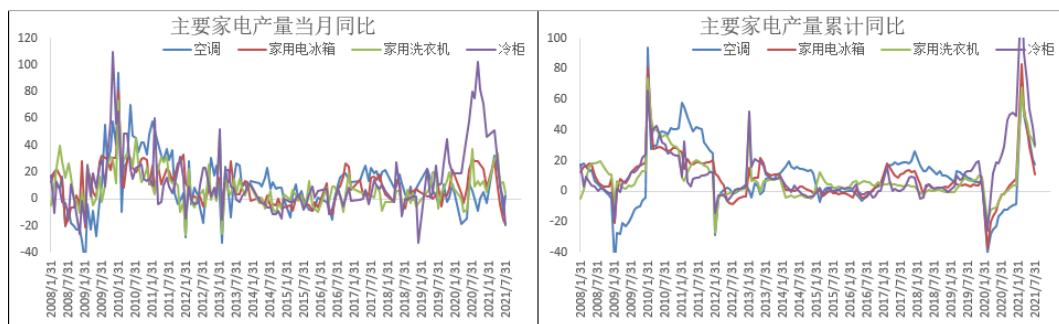
图 22: 船舶订单累计增速



资料来源: Wind 南华研究

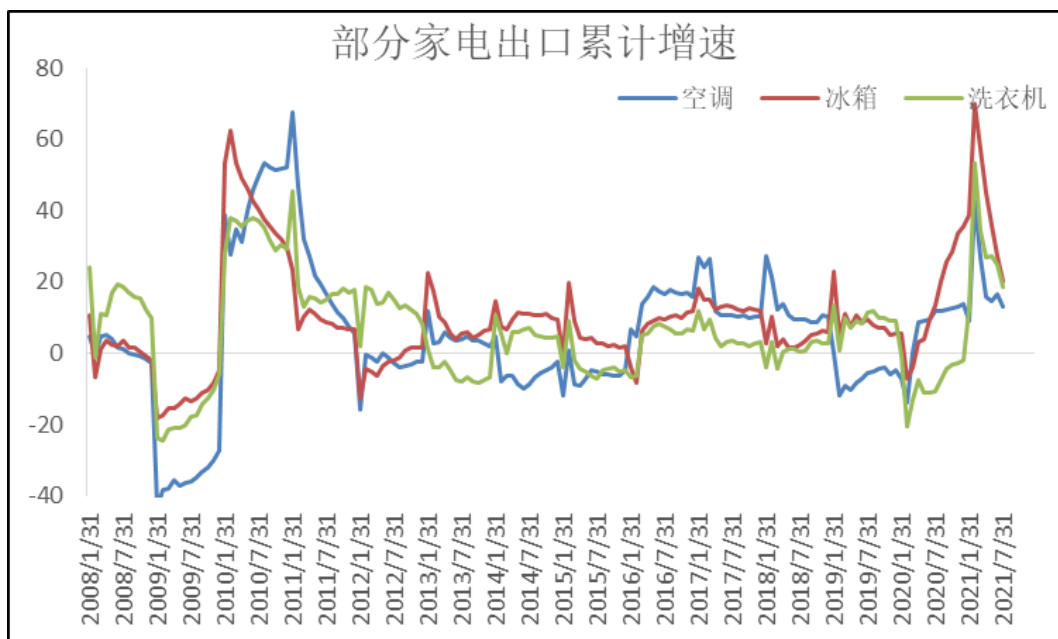
国家统计局数据显示, 2021 年 8 月, 我国空调产量 1491.2 万台, 同比增长 4.3%, 1-8 月累计产量 15219.8 万台, 同比增长 15.6%。8 月冰箱产量 736.4 万台, 同比下降 19.0%, 1-8 月累计产量 5913.5 万台, 同比增长 6.7%。8 月洗衣机产量 673.8 万台, 同比下降 10%, 1-8 月累计产量 5591.5 万台, 同比增长 22.6%。8 月彩电产量 1569.4 万台, 同比下降 19.3%, 1-8 月累计产量 11588 万台, 同比下降 3.0%。家电增速基本延续回落趋势, 出口增速也出现一定幅度的下滑, 当前板材下游内外需均表现持续转弱。

图 23: 主要家电产量增速



资料来源: Wind 南华研究

图 24: 主要家电出口累计增速

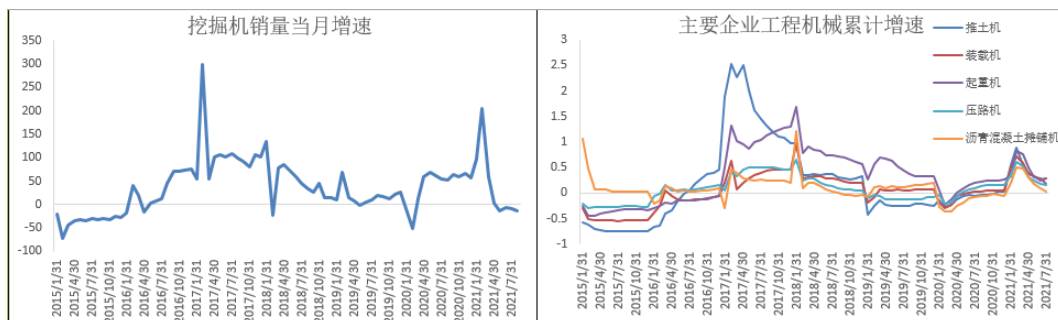


资料来源: Wind 南华研究

中国工程机械工业协会对 25 家挖掘机制造企业统计,今年 8 月销售各类挖掘机 1.8 万台,同比下降 13.7%,1-8 月,统计企业共销售挖掘机 25.9 万台,同比增长 23.2%,其中,国内 21.8 万台,同比增长 14.8%,出口 4.09 万台,同比增长 102%,国内挖掘机单月销量延续了近四个月的下滑态势,且 8 月同比降幅进一步扩大。

去年挖掘机销量的反弹主要体现了设备更新和海外需求支撑,今年至今挖掘机销量的下滑则体现了设备更新结束和海外需求见顶后,国内基建投资偏弱和房地产高位回落、新开工不足的影响,随着当前市场经济下行压力较大,逆周期调节预期不断增强,专债投放也有望加快,在此背景下,挖机等工程机械销量下行趋势或将有所放缓。

图 25: 工程机械销量增速



资料来源: Wind 南华研究

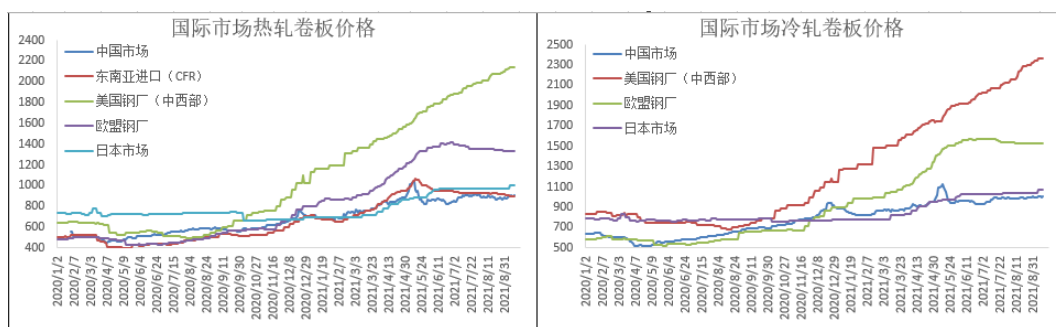
1.4. 钢材出口与进口

海关总署数据显示,8 月中国出口钢材 505.3 万吨,同比增长 37.3%,环比减少 13.6%,

1-8 月累计出口钢材 4810.4 万吨, 同比增长 31.6%, 8 月中国进口钢材 106.3 万吨, 同比下降 52.5%, 1-8 月累计进口钢材 946.0 万吨, 同比下降 22.4%。今年上半年受部分钢材出口退税调整影响, 部分钢厂及大型国贸商抢出口致使 3、4 月份出口量无论是同比还是环比都出现了不小的增幅, 五月份退税政策发布使得热卷出口量大幅下降, 随后冷镀等未调整退税品种接力, 虽然 6 月份环比小幅增加, 但在 7、8 月份整体出现回落, 8 月份出台所有品种退税取消后, 出口量下降至年初水平。

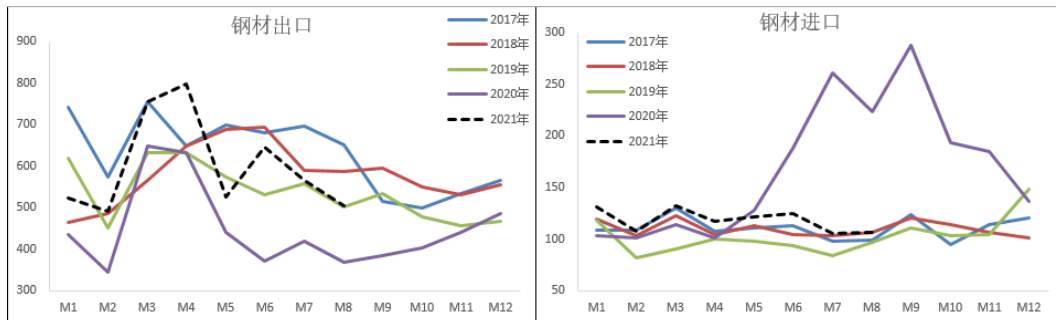
短期来看出口征税可能性不高, 预计九月及四季度月均出口量将保持在 500 万吨左右, 不会出现大幅度缩减。

图 26: 国内外钢材价格对比



资料来源: 钢联数据 南华研究

图 27: 钢材出口当月值



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 年钢材需求中期下行趋势基本确认, 短期需求韧性依赖于体量较大的存量施工以及经济下行压力较大带来的逆周期调节预期。具体来看, 房地产行业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较为明显的回落态势, 土地流拍现象逐渐蔓延, 房企心态谨慎悲观, 叠加恒大事件持续发酵, 房地产耗钢需求中期下行趋势基本确认; 基建方面, 随着经济下行压力较大, 专债有望加速下发, 四季度作为逆周期调节的基建增速或将有所提升; 机械方面, 在设备更新结束和海外需求见顶后, 国内基建投资偏弱和房地产高位回落、新开工不足的影响下, 工程机械行业产销下滑趋势或将延续, 但逆周期调节预期不断增强, 四季度下滑趋势将有所放缓; 汽车、家电受房地产销售增速回落影响, 仍将继续趋弱; 随着钢材所有品种退

税取消后，出口量也降至年初水平，短期来看出口征税可能性不高，预计四季度月均出口量将保持在 500 万吨左右，不会出现大幅度缩减。节奏上，9-10 月仍是钢材需求的传统旺季，用钢需求有季节性偏强预期，叠加逆周期调节预期，四季度虽然需求将延续偏弱格局，但韧性尚存，钢材需求回落幅度将会相对缓慢。

第2章 钢材供给与库存

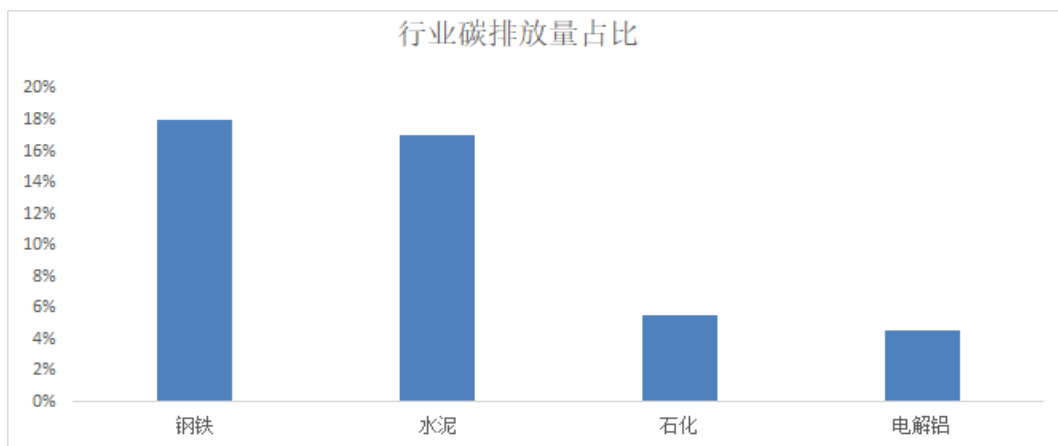
2.1. 钢铁行业碳达峰、碳中和的必要性和长期性

碳达峰是指全球、国家、城市、企业等主体的碳排放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。

早在 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，2021 年 7 月 6 日，习近平总书记在出席中国共产党与世界政党领导人峰会发表主旨讲话时指出，中国共产党将履行大国大党责任，为增进人类福祉作出新贡献。中国将为履行碳达峰、碳中和目标承诺付出极其艰巨的努力，为全球应对气候变化作出更大贡献。

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 28：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 29：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 排放	1.5	1.14	0.35	0.00 5	0.22 4	0.48	0.44 8	0.1	- 0.00 57	- 0.01	- 0.11 5	2.62

资料来源：公开资料整理 南华研究

表 30：电炉产业链碳排放

电 弧 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	0.010 7	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。

2.2. 从环保到能耗双控

碳排放背景下，环保限产政策不断趋严，主要钢材主产区均出现一定程度的减量。

表 31：全国主要省市 8 月份钢材产量同比增速

省份	2021 年 8 月产量	2021 年 1- 8 月累计产 量	单 月 同比	累 计 同比	2020 年 8 月产 量单月同比	2020 年 1-8 月产 量累计同比
河北	1809	15781	- 21.9%	-6.1%	7.5%	2.0%
江苏	972	8345	-8.6%	5.7%	2.1%	-2.0%

山东	539	5646	- 24.9%	6.5%	8.3%	1.8%
辽宁	630	5325	-7.0%	6.0%	10.3%	4.0%
山西	543	4649	-5.5%	8.9%	11.9%	7.6%
广西	277	2573	- 10.9%	18.7%	94.9%	81.5%
湖北	257	2572	- 17.2%	17.0%	15.3%	5.3%
安徽	281	2557	- 11.7%	5.8%	9.7%	12.8%
广东	280	2553	-4.6%	20.4%	7.1%	1.4%
河南	234	2443	- 29.4%	7.2%	4.0%	5.5%
内蒙古	297	2120	6.9%	6.8%	14.6%	14.4%
湖南	217	1882	-3.9%	10.2%	8.5%	5.3%
四川	216	1877	- 11.0%	4.7%	11.5%	1.8%
福建	199	1772	-8.5%	8.3%	6.9%	4.8%
江西	226	1758	-2.3%	1.0%	11.1%	4.2%
云南	183	1686	-3.1%	19.2%	2.9%	-0.6%
陕西	128	1087	-6.8%	9.6%	7.5%	4.4%

资料来源：统计局 南华研究

2021 年 9 月初，工信部、生态环境部发布《关于开展京津冀及周边地区 2021-2022 年采暖季钢铁行业错峰限产的通知》（征求意见稿）。一般来说，具体行业的秋冬季限产方案由地方政府根据各地产业情况单独或顺带多个行业一起发布，但今年秋冬季限产方案是首次国家部委针对钢铁行业制定的，由工信部牵头起草，生态环境部门配合执行的文件，对口部门直接是“2+26”+汾渭平原省市的工信部门和生态环境部门，在具体限产阶段划分上，文件对钢铁行业错峰生产分为 2 个阶段实施，第一阶段是 11 月 15 日-12 月 31 日，目标是完成产量压减任务；第二阶段是次年的 1 月 1 日至采暖季结束，目标是确保大气污染物排放量达标，错峰比例不低于 30%。总的来讲，一是要确保产量真下降，二是确保环保总量指标真达标。

表 32：历年京津冀秋冬限产方案对比

日期	京津冀秋冬季限产方案
2016 年	环境保护部以全国大气污染防治部际协调小组的名义发了一份文件《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017 年）》，文件中首次提出在重污染天气应对时“严格控制钢铁等重点行业的污染物排放，明确具体工艺流程和停限产措施。”文件以北京、天津、河北省为主体，“2+4”城市（北京、天津、保定、廊坊、唐山、沧州）为重点进行限产。

2017 年	生态环境部联合多部委及京津冀政府发布《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，首次提出要在“2+26”城市，即京津冀大气污染传输通道城市对钢铁行业实施部分错峰限产，明确要求“石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%，以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。”
2018 年	生态环境部联合多部委及相关省市发布《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，内容与 2017 年的方案类似，2018 年的限产方案其实更多的是宏观指导意见，首次不再对具体城市、具体行业提出具体的限产比例，只提出空气指数的总体目标，限产行业和比例由各地方政府自行把握，自此，各地方政府分别各自出台限产方案，比如钢铁重镇唐山、邯郸，以及河南、山东等。
2019 年	生态环境部联合多部委及相关省市印发《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，内容与 2017 年、2018 年大同小异。区别在于强调了钢铁行业超低排放改造的要求，比如清洁运输、重点省份超低排放比例要求等，首次提出对钢铁行业进行分级，并根据分级情况区别限产方式和限产时间、限产比例等。
2020 年	生态环境部联合多部委及相关省市印发《京津冀及周边地区、汾渭平原 2020-2021 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，首次将汾渭平原纳入秋冬季攻坚方案的重点地域，文件基本没有提出针对钢铁行业的具体限产措施，只是提出“经评估确认全面达到超低排放要求的，经钢铁协会按程序公示后，纳入动态清单管理，在重污染天气预警期间执行差异化应急减排措施，对在评估监测工作中弄虚作假的钢铁企业和评估监测机构，一经发现，取消相关优惠政策，企业应急绩效等级降为 D 级。”

资料来源：公开资料整理 南华研究

表 33：9 月份钢产限产检修和限产消息

时间	事件
2021.8.30	市场传闻，近期发改委等四部委联合开会。会议内容：1、回溯 7-8 月限产各省份限产情况，重点关注敦促产量下滑低的省份，部分省市钢铁限产节奏太慢，有部分企业存在投机心理。2、要求企业 11 月底前各省份尽量完成全年限产目标，12 月份会集中考核，查漏补缺。
2021.8.30	广西地区因加强能耗双控，对当地钢铁企业实施限产要求，其中柳钢、广西盛隆、广西贵港，承担 2021 年粗钢压减任务，在 9 月份排产计划的基础上，再压减 20% 的产量。另外永达、德源、贵丰金属、西南

	特钢、桂平钢铁等钢铁 9 月份产量，不得超过 2021 年上半年平均月产量的 70%，以及 9 月份用电负荷，不得超过 2021 年上半年平均月用电负荷的 70%。
2021.8.31	唐山市为持续巩固空气质量改善成效，有效推动空气质量持续改善，为实现全年退后十目标奠定坚实基础，9 月份钢铁行业执行以下减排措施：钢铁行业。除首钢迁钢、首钢京唐 2 家 A 级企业，河钢 乐钢在建项目外，19 家在产钢铁企业按照《唐山市钢铁行业企业环境问题专项治理方案》要求，执行总量减排 30%措施。
2021.9.1	环保督察组在山东巡回检查工作，各钢厂严格按照限产执行，要求企业 11 月底前各省份尽量完成全年限产目标，12 月份集中考核，查漏补缺。
2021.9.1	邯郸市大气污染防治工作领导小组办公室发布《邯郸市 2021 年 9 月、10 月重点行业生产调控方案》的通知，要求自 2021 年 9 月 1 日至 2021 年 10 月 31 日，钢铁行业限产比例在 7、8 月份基础上加严 4.4 个百分点，按管理绩效分步关停 20 座 1000 立方米以下高炉，20 座 100 吨以下转炉，9 月底前关停 50%以上，采暖季前关停 70%，年底前全部关停。
2021.9.2	宝武集团接到通知，要求 11 月前完成全年产量不超去年的目标，钢厂需要重新调整生产计划，9-11 月减产力度会更大，实际减产幅度可能在 1900 万吨左右。

2021.9.6	鞍钢计划对鲅鱼圈 4038m ³ 高炉进行自 9 月 23 日开始为期 70 天的检修，影响铁水产量约 63 万吨。
2021.9.6	江苏省开展 2021 年年综合能耗 5 万吨以上企业专项节能监察行动，范围包括全省年综合能耗 5 万吨标准煤以上 323 家企业、综合能耗 5 万吨标准煤以上 29 家“两高”项目、2020 年以来投产的综合能耗 5000 吨标准煤以上存量两高”项目，涉及焦化、钢铁、建材、有色、煤电等行业，监察时间为 9 月 8 日-9 月 30 日。本次专项节能监察行动中发现的违反节能法律法规行为、达不到强制性能效限额标准要求、未严格执行节能审查意见、违规使用国家明令禁止使用的高耗能设备等违法违规情况，综合运用依法处罚、信用惩戒、阶梯电价等措施，责令立即停止生产，限期整改，对不能改造或逾期不整改的，依法依规上报省政府责令关停。
2021.9.6	市场传闻江苏即将执行双控，控煤+控钢，部分钢厂已接到通知
2021.9.9	钢铁行业两大重磅文件《钢铁行业碳达峰实施方案》及《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见》预计在今年底前正式发布。钢铁产能控制、钢铁产品进出口等行业政策均有较大变动，政策重心逐步从“去产能”转向“压产量”，旨在深化钢铁行业供给侧结构性改革，切实推动钢铁工业实现由大到强的转变。
2021.9.9	徐州金虹于 9.18-10.8 全厂检修，预计影响盘螺产量 9.6 万吨；沙钢计划 9.16-9.30 对两条棒材线轮流检修，预计影响螺纹产量约 3.64 万吨。

	为了严控能耗指标，盐城联鑫钢铁加大减产力度，计划 9.10-10.10 全厂停产检修。
2021.9.9	江苏省关于印发工业和信息化厅坚决遏制“两高”技改项目盲目发展工作方案的通知
2021.9.10	江苏省工信化厅副厅长戚玉松率队到中天钢铁开展省能耗双控（能耗总量和强度双控）管理工作专项督查，中天钢铁表示 9 月份开始，将继续严格管控生产节奏，坚决完成 8、9 月共 20 万吨标煤的压减任务，同时把压减能耗指标当做一项政治任务来抓，不折不扣、坚决完成。
2021.9.13	省委常委会召开会议研究我省贯彻意见，审议《关于云南贯彻落实新发展理念有关情况的报告》、《关于遏制“两高”项目盲目发展坚决完成能耗“双控”目标任务的指导意见》，研究部署有关工作。
2021.9.14	市场传闻，江苏、福建、广东、广西，开始对用电大户限制用电到上半年月均的 40%。浙江主要电炉厂陆续通知减产 50%，华宏、万泰、冠富、富钢等，另外宁钢 10-11 月集中检修，减 30 万吨。
2021.9.16	江苏徐钢为响应政府号召，高标准、高质量完成集团“双控”目标管理工作，我司决定即日起停产半个月，请生产部门做好生产设备停产及检修工作。
2021.9.20	广西召开加强能耗双控工作部署会议，统一部署下半年工信系统加强能耗双控工作，公布广西钢企实施产能压减政策。对当地钢铁企业实施限产要求，其中柳钢、广西盛隆、广西贵港，承担 2021 年粗钢压减

	任务，在 9 月份排产计划的基础上，再压减 20% 的产量。另外永达、德源、贵丰金属、西南特钢、桂平钢铁等 9 月份产量，不得超过 2021 年上半年平均月产量的 70%。9 月份用电负荷不得超过 2021 年上半年平均月用电负荷的 70%。
--	--

资料来源：公开资料整理 南华研究

能耗双控制度即能源消费总量和强度双控制度，按省、自治区、直辖市行政区域设定能源消费总量和强度控制目标，对各级地方政府进行监督考核。国家发改委的能耗双控考核实施红黄绿灯预警机制：红灯为一级警告，表示形势十分严峻，指未完成进度目标，且与目标值差距大于 10%；黄灯为二级预警，表示形势比较严峻，指未完成进度目标，且与目标值差距在 10% 以内；绿灯为三级预警，表示完成双控进度目标的地区，说明进展总体顺利。

今年 8 月 17 日发改委印发了《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，从能耗强度看，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏 9 个省能耗强度同比不降反升，10 个省份能耗强度降低率未达到进度要求，全国节能形势十分严峻。文件要求，能耗强度不降反升的 9 省，对所辖能耗强度不降反升的地市州，今年暂停国家规划布局的重大项目以外的“两高”项目节能审查，并督促各地采取有力措施，确保完成全年能耗双控目标特别是能耗强度降低目标任务。

图 34：2021 年上半年各地区能耗双控完成情况晴雨表

2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地 区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青 海	●	●
宁 夏	●	●
广 西	●	●
广 东	●	●
福 建	●	●
新 疆	●	●
云 南	●	●
陕 西	●	●
江 苏	●	●
浙 江	●	●
河 南	●	●
甘 肃	●	●
四 川	●	●
安 徽	●	●
贵 州	●	●
山 西	●	●
黑 龙 江	●	●
辽 宁	●	●
江 西	●	●
上 海	●	●
重 庆	●	●
北 京	●	●
天 津	●	●
湖 南	●	●
山 东	●	●
吉 林	●	●
海 南	●	●
湖 北	●	●
河 北	●	●
内 蒙 古	●	●

资料来源：发改委 南华研究

一方面,部分省份上半年能耗双控未能达标,近期为了完成3季度目标而集中限产,另一方面,因为电力供给不足,部分省市也不得不采取用电指标分解、错峰用电等政策,从而9月份出现全国范围内多数钢厂集中检修限产,产量出现较为明显的回落。

表 35: 近期全国钢厂停产情况

山 东	山钢 9 月产量大幅下降, 10 月份型钢计划减产 6 万吨, 11、12 月份中型线产量计划大幅压减, 减产持续到 2022 年 3 月份。莱钢 1 条带钢生产线于 9.22 起停产检修, 预计停产 546 天, 日均影响热轧带钢产量 0.23 万吨, 影响总产量 125.58 万吨。西王 9.20 对 2 座高炉进行为期 15 天闷炉, 2 条棒材、1 条线材产线停产, 预计影响建筑钢材产量 6000 吨/天。鲁丽执行限产 50%左右的力度, 2 条棒材轧线检修, 10 月份再看情况。广富 2 座 750 高炉、2 座 60 电炉于 9.20、
--------	--

	1 座 100 电炉、1 条带钢产线起停产检修，分别影响日均铁水产量 0.46 万吨、日均粗钢产量 0.26 万吨、日均粗钢产量 0.21 万吨、日均热轧带钢产量 0.11 万吨。潍坊特钢 9.20 棒材轧线停产，高炉、电炉间歇性生产，计划 9.26 复产，影响 2 万吨棒材产量。富伦 9.21 轧线全停，高炉正常但未能满产。山东传洋 2 座烧结机、3 座高炉、2 座转炉、1 条型材生产线、1 条带钢生产线窄带分别于 9.20 停产检修 20 天，分别日均影响烧结矿产量 0.6 万吨、日均铁水产量 0.6 万吨、日均粗钢产量 0.74 万吨、日均型材产量 0.3 万吨、日均热轧带钢产量 0.3 万吨。石横特钢 1 座 1350 立方米高炉 9 月初开始即停产检修，日均影响铁水产量 0.33 万吨。
浙	华宏、万泰、冠富、富钢等电炉厂陆续通知减产 50%。宁钢 10-11 月集中检修，
江	减 30 万吨。
江	沙钢暂时先停 4 条棒材生产线，后期可能调整到板材。永钢螺纹产线按 3.5 折
苏	打折（正常情况打 5-6 折），计划 10 月对棒二生产线检修 8 天，预计影响螺纹产量约 2 万吨。南钢计划减产，减幅、时间未定。中天减产 10%，正常检修已执行，主要停盘螺线。盐城联鑫炼铁、炼钢、轧钢全停。宏泰 9.15 开始炼铁、炼钢、轧钢全停。金虹炼铁、炼钢、轧钢全停。徐钢 1 座 2100，1 座 1280 高炉停产，1 条轧钢 AB 棒、2 条棒线停产，对外炼铁、炼钢、轧钢全停，目前 1 座 2100 高炉正常运行，轧钢全停。镇鑫 9.15 对外报两棒、两线全停，目前实际上轧钢产 1000-2000 吨/日（停产 75%），炼铁停 450、1080 各一座。华宏（中新） 2 座 1280，轧钢 2 棒 2 线停产。连云港亚新 9.12 轧钢限产 50%，目前外售钢坯。连云港兴鑫通知限产 50%，目前检修停产 30%。龙江全停一个月。

	长强停 1 个 500 高炉到月底。新三洲计划月底检修 1 个 500 炉子 50 天。华西高炉减风量，降低产量影响 30%，已执行。龙腾有检修计划，时间待定。恒润高炉全停。西城限电 63%。
湖南	涟钢计划于 9.27 起对一座 2800m³高炉检修 15 天，预计影响铁水产量 0.65 万吨/天。
江西	新余钢厂9 月份 1 条棒线和 1 条线盘产线轮流停产，预计影响建筑钢材产量 8-10 万吨。
云南	钢厂减产集中在 9 月 15 日-9 月 30 日，省内 7 家主要建筑钢企产量均要求继续压缩，涉及 17 条螺纹钢产线，12 条盘螺产线，其中目前已停产或即将停产的螺纹钢产线有 8 条，不饱和生产螺纹钢产线 7 条，已停产或即将停产的盘螺产线 5 条，不饱和生产盘螺产线 5 条，整体受影响的产线占比 86.2%。按照各钢厂后期的减产幅度，预计 7 家主导钢厂螺纹钢总的产能利用率降至 34.46%，总的盘螺产能利用率降至 30.57%左右。昆钢安宁公司 9.20 本部基地除球团外的各生产线依次安全、顺利永久性关停。
贵州	贵州省能源局印发关于 2021 年贵州省有序用电方案，近期贵州省各电炉企业均收到响应通知，继续错峰用电，较前期更加严格，部分电炉企业限电时间达 12 小时/日，日均影响产量 5300 吨，达电炉企业日均产量的 42%，具体解除时间待定，高炉企业暂未受影响。
广东	广东粤北联合计划自 10.1 开始对 630m³高炉进行检修一个月，预计影响铁水量 6.2 万吨。乐从钢铁大世界仓库实行“开五停二”，即每周 5 天正常生产，每周

	有两天早 8 点到晚 11 点停产，乐从周边实行“开四停三”，即每周有三天早 8 点到晚 11 点停产。佛山地区管厂受到较大影响，预计影响焊管、镀锌管周产量达 1.45 万吨之高。广东地区目前实行错峰限电，避开高峰期用电等措施来减负荷。
四川	四川德胜 9.19 起对 2 号高炉停产检修至年底，11 月中旬起对 1 号和 3 号高炉停产检修至年底，四季度减少铁水产量近 40 万吨。
广西	广西召开加强能耗双控工作部署会议，统一部署下半年工信系统加强能耗双控工作，公布广西钢企实施产能压减政策。柳钢、广西盛隆、广西贵港承担 2021 年粗钢压减任务，在 9 月份排产计划的基础上，再压减 20% 的产量，永达、德源、贵丰金属、西南特钢、桂平钢铁等 9 月份产量，不得超过 2021 年上半年平均月产量的 70%，9 月份用电负荷不得超过 2021 年上半年平均月用电负荷的 70%。

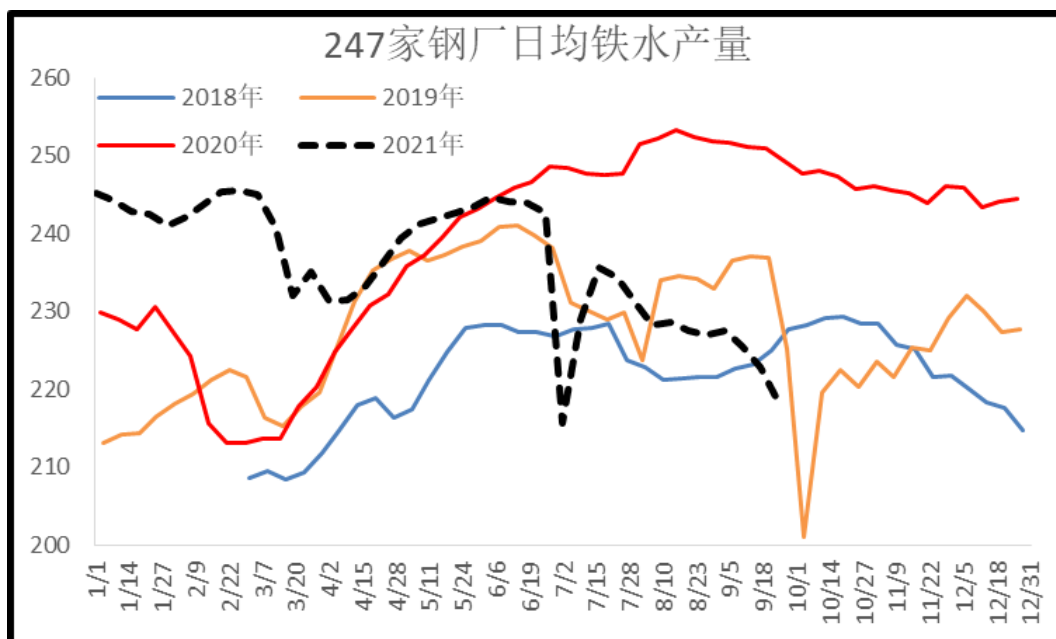
资料来源：公开资料整理 南华研究

早在 9 月份之前，钢铁行业就受工信部粗钢产量平减影响，近来逐渐从环保限产升级至能耗双控，独立电炉厂与建材轧线等环节因耗电强度较大，受到明显影响，建材周产量显著下滑至近几年低位。9 月份各省市更多是为了完成能耗双控目标，4 季度虽然限产限电大概率仍将延续，但较 9 月或有边际改善。

2.3. 行业利润与产量

自 7 月建党 100 周年庆开始，高炉铁水即出现显著回落趋势，碳中和下的粗钢产量平减以及 9 月开始的能耗双控政策是主要驱动因素，主要省市钢材产量出现较为明显的同比回落，截至 9 月底，247 家钢厂日均铁水产量降至 218 万吨，同比去年下滑 12%，环比 6 月底下滑 9%。

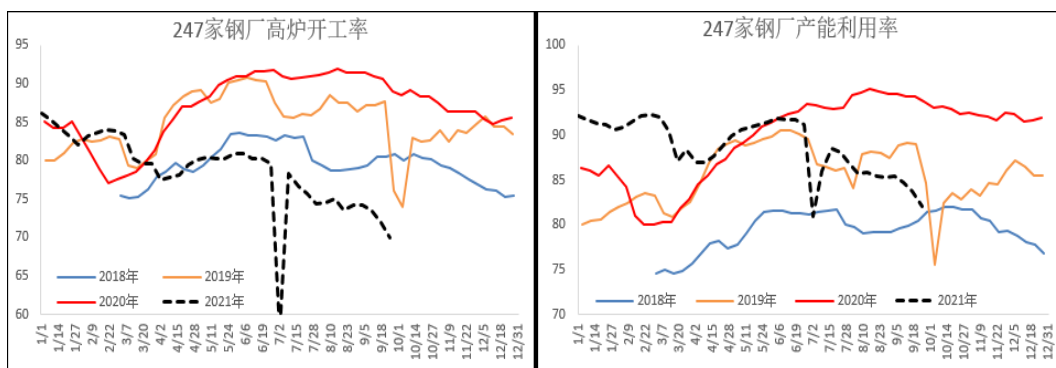
图 36：日均铁水产量



资料来源：钢联数据 南华研究

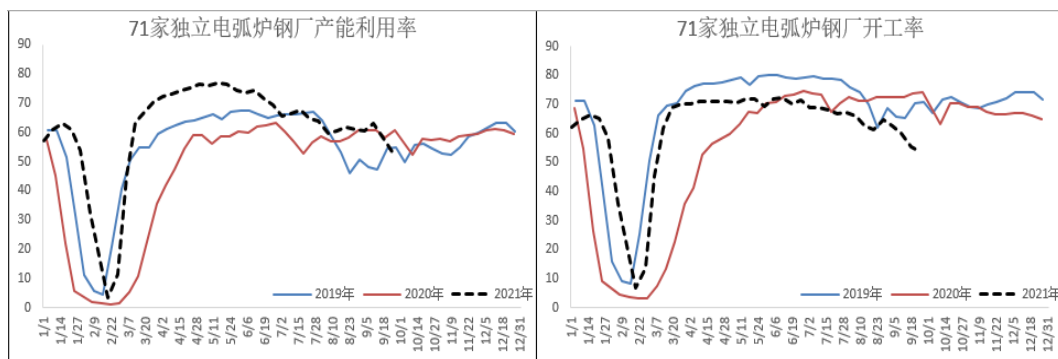
钢厂开工率和产能利用率也均出现明显回落趋势，其中开工率已经降至近 4 年新低（不考虑 7 月建党 100 周年庆典的短暂停产），截至 9 月下旬，钢厂开工率降至 69.92%，较去年同期下滑 21.5%。

图 37：钢厂开工率和产能利用率



资料来源：钢联数据 南华研究

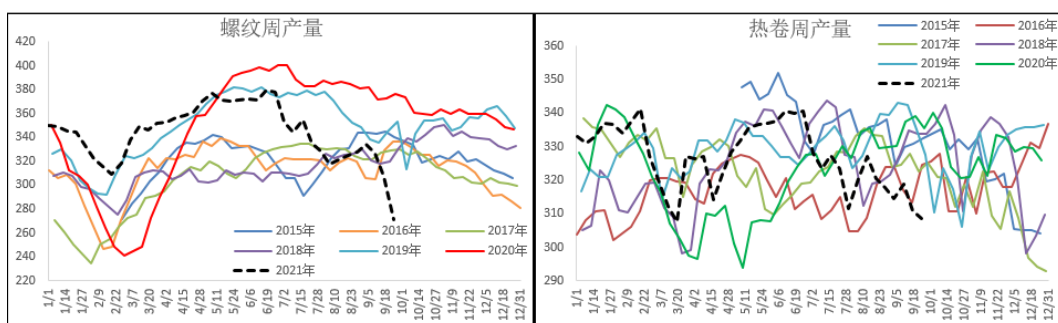
图 38：电弧炉开工率和产能利用率



资料来源：钢联数据 南华研究

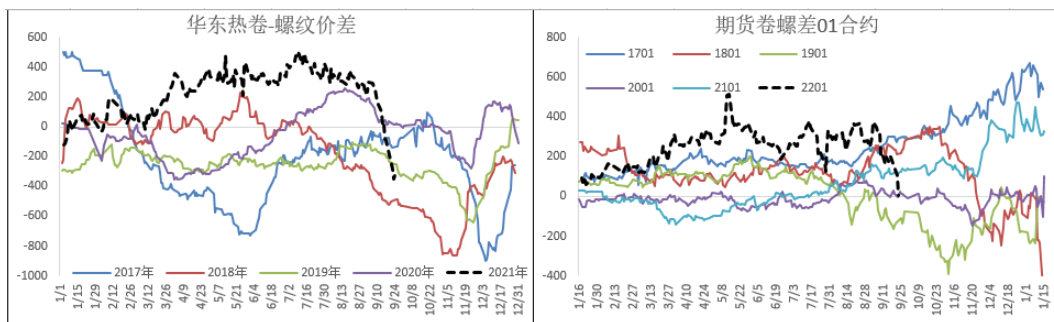
成材产量也出现较为明显的回落态势，截至 9 月下旬，螺纹周产量降至 271 万吨，同比去年回落 28%，环比 6 月下旬下滑 28%，9 月因为江苏能耗双控对钢厂限产力度增大，造成螺纹周产量环比 9 月初降 19%，降幅显著加快。热卷产量回落趋势基本和螺纹一致，截至 9 月下旬，热卷周产量降至 308 万吨，同比去年回落 8%，环比 6 月下旬下滑 9.2%，环比 9 月初下滑 3%，限产政策作为当前钢铁行业的主要矛盾，螺卷产量降幅出现较为明显的差异，螺纹产量下滑幅度远大于板材，也就成为卷螺差大幅偏弱，以及螺纹利润升势强于热卷的主要驱动因素。

图 39：螺卷周产量



资料来源：钢联数据 南华研究

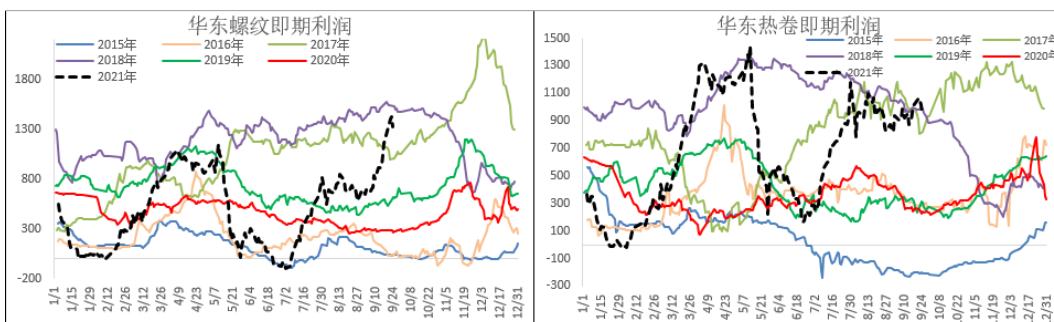
图 40：螺卷价差



资料来源：钢联数据 南华研究

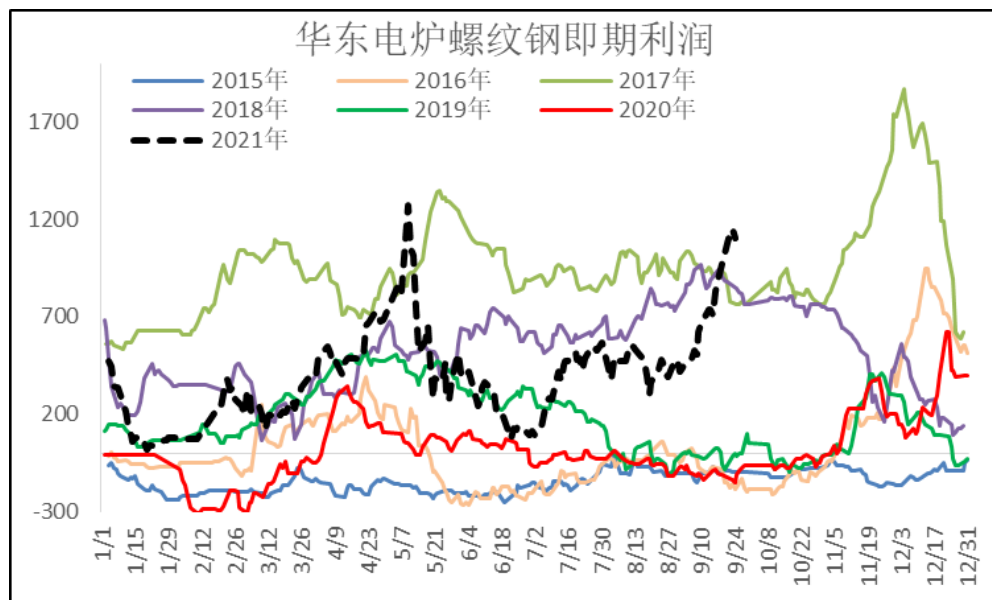
因为钢材行业目前供应端主要受到政策影响，在环保和能耗上均有相关文件约束，政策限产造成利润大幅回升，但利润处于高位缺无法刺激产量的回升，短期市场供需自发调节能力失效，利润也将持续处于高位，随着限产政策的变化在高位摆动。

图 41：螺卷现货即期利润



资料来源：钢联数据 南华研究

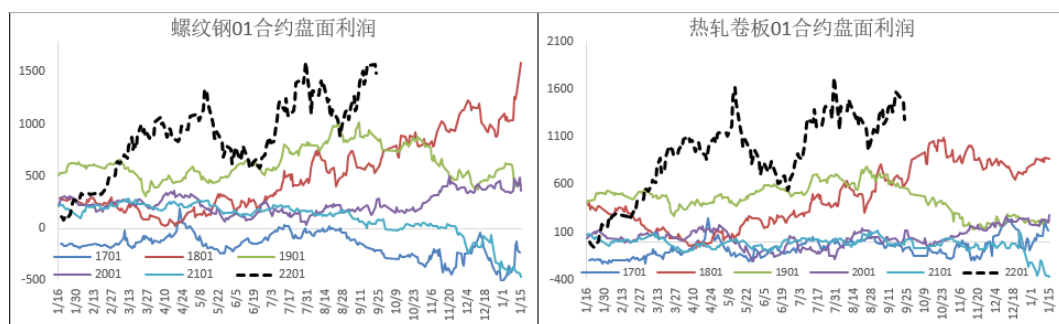
图 42：螺纹电炉利润



资料来源：钢联数据 南华研究

盘面利润高于现货利润，一方面来自于市场对于钢铁行业碳中和下的限产和能耗双控预期依旧较强，产量下行加速，另一方面原料贴水幅度远大于成材，也就造成盘面利润持续高于现货即期利润，当前盘面螺纹利润在 1500 元/吨左右，热卷在 1300 元/吨左右，相对偏高，继续上行仍有空间，一方面产量仍有下行空间，另一方面需求悲观预期或将在 4 季度有所改善，但盘面利润上行空间或逐渐有限。

图 43：螺卷盘面利润



资料来源：钢联数据 南华研究

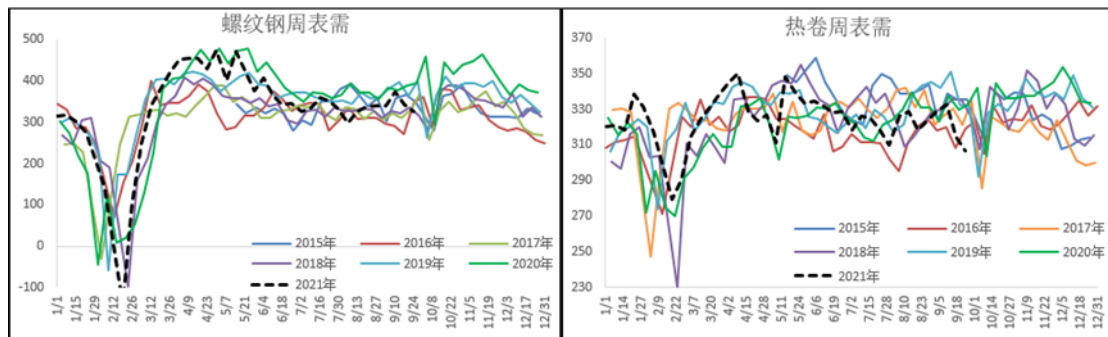
2.4. 需求和库存

供应端限产虽然主导价格变化趋势，但需求同样偏弱，也就抑制了价格上行的空间，当前传统金九银十消费旺季，下游需求仍较疲软，周表需回升驱动不足，终端需求保持弱势，投机需求在限产力度加大背景下相对活跃，成交表现尚可。

需求近期最弱的月份主要集中在 7-8 月，一方面是传统淡季，高温、疫情、台风持续影响，另一方面，因限产强化，钢价拉升，高价抑制需求较为明显，造成 7-8 月需求持续降至近几年同期低位水平。

目前终端需求仍未有明显改善，市场预期悲观，房地产需求受政策影响持续偏差，房企悲观，制造业 PMI 持续下行，螺卷表需回升趋势放缓，在 9 月下旬再度回落。

图 44：螺纹钢、热卷周表需

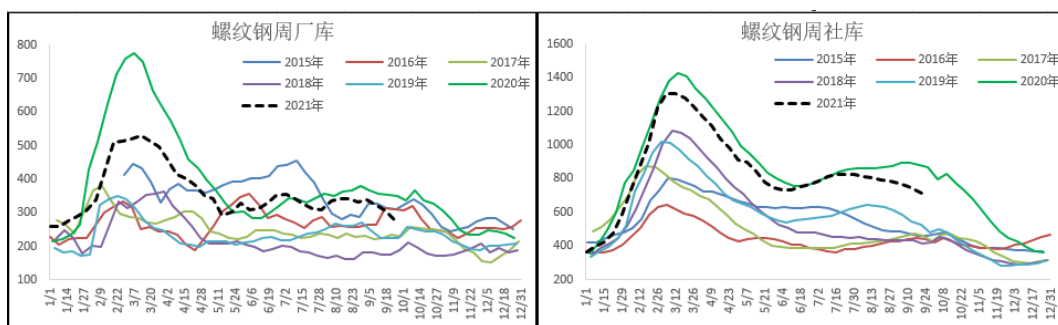


资料来源：钢联数据 南华研究

因限产影响，供应回落大于需求下滑，也就造成螺纹库存相对来说保持较快的回落

趋势。

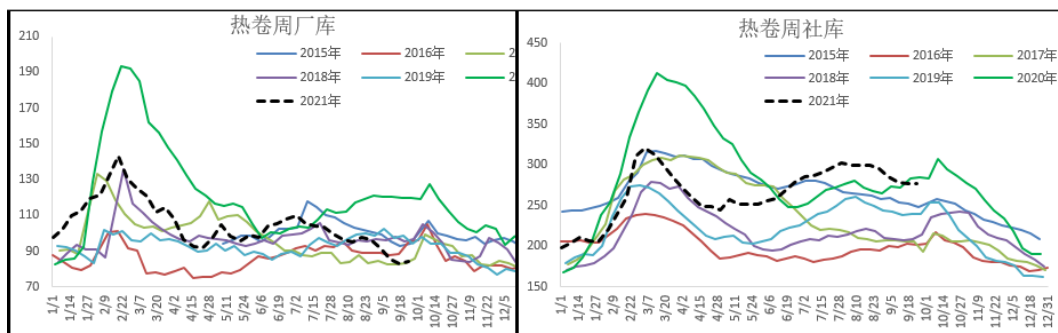
图 45：螺纹钢库存



资料来源：钢联数据 南华研究

热卷库存相对来说仍偏高，其中受限产影响，钢厂生产确实受到较大影响，厂库处于低位，但终端需求未能改善，社库处于历史同期高位，仍未能出现明显的库存去化趋势，但从历史同期来看，社库去化大概率在国庆节后有所改善。

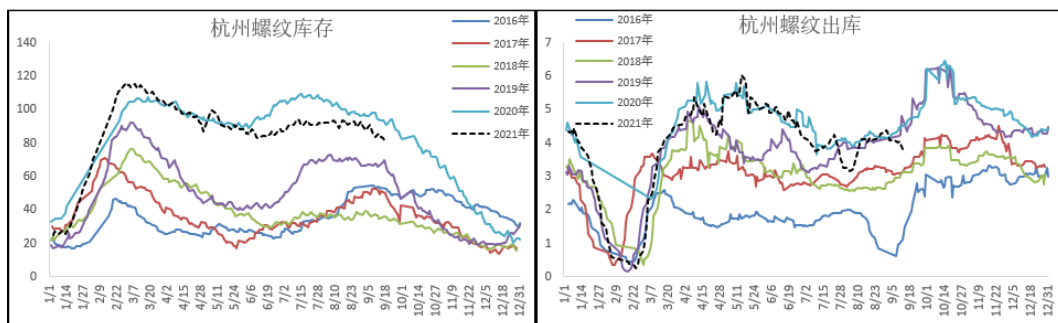
图 46：热轧卷板库存



资料来源：钢联数据 南华研究

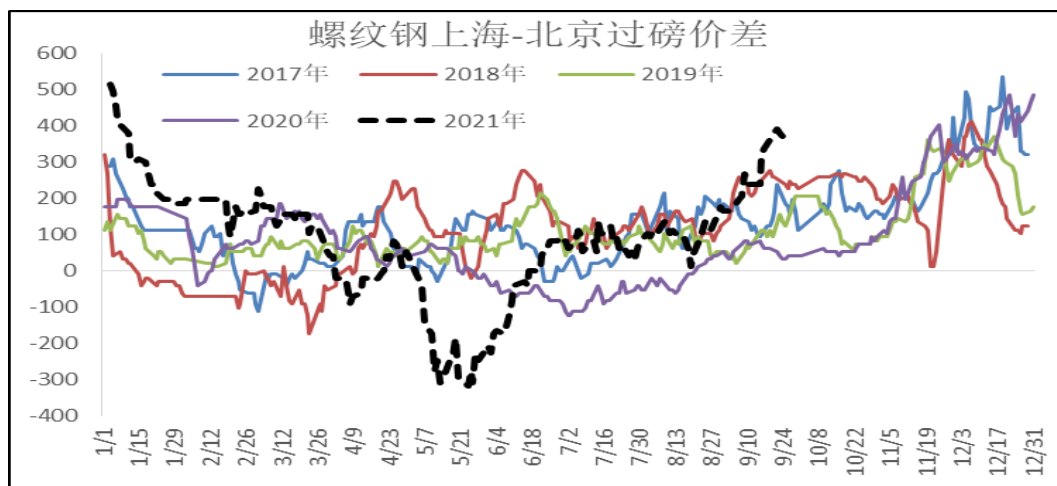
杭州作为全国主要的建材消费地，其建材库存相对偏高，9 月下旬出库水平也相对转差，其中主要原因还是高价影响，江浙能耗双控对建材影响较大，造成华东价格明显升高，南北价差持续扩大，高价对本身就不是很好的需求抑制作用较为明显。

图 47：杭州螺纹出库与库存



资料来源：公开资料整理 南华研究

图 48：螺纹钢南北价差

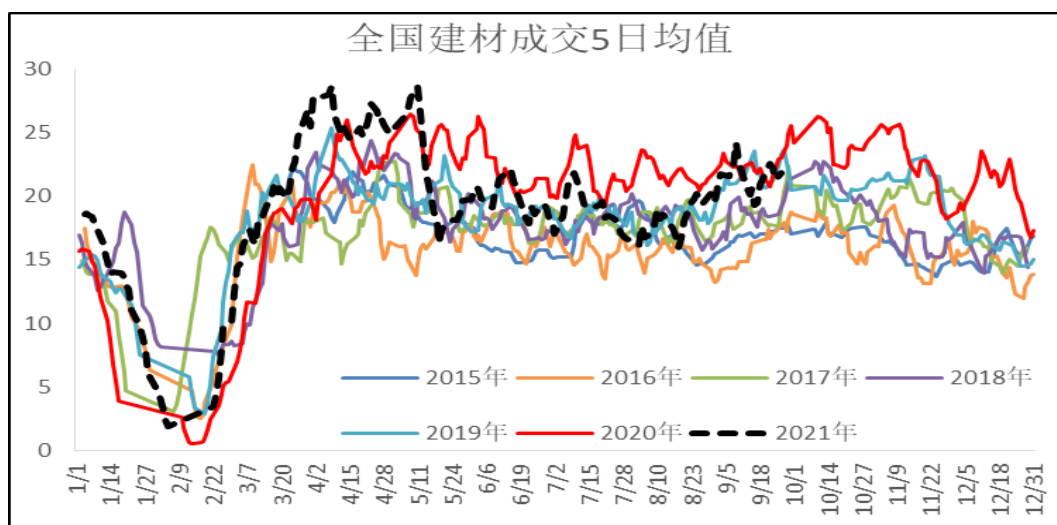


资料来源：钢联数据 南华研究

从建材成交情况来看，和表需走势较为接近，但随着9月份能耗双控的持续影响，产量缩减预期再度强化，尽管终端需求偏弱，但市场投机情绪旺盛，成交表现较好，从区域上看也比较明显，华东成交强于华北和华南。

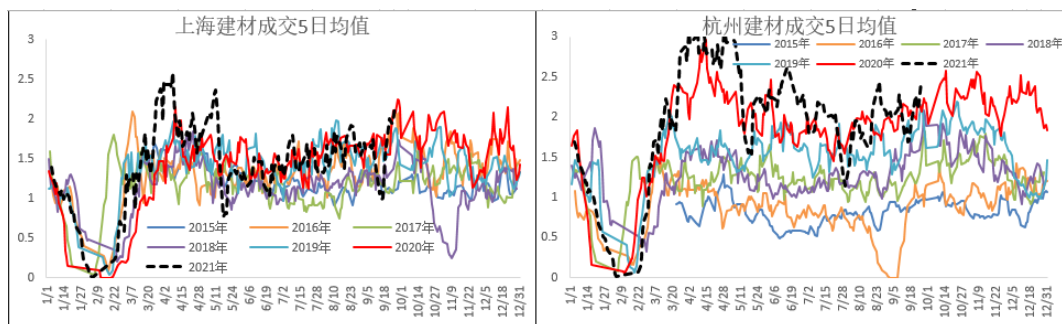
目前市场对中期需求较为悲观，短期终端需求表现也暂无亮点，投机需求起到主要支撑作用，限电也对一些施工项目产生影响，需求总体偏差，抑制价格上行，但我们预期悲观需求在四季度仍有望环比改善，旺季需求或将在10月有较好表现。

图 49：建材成交



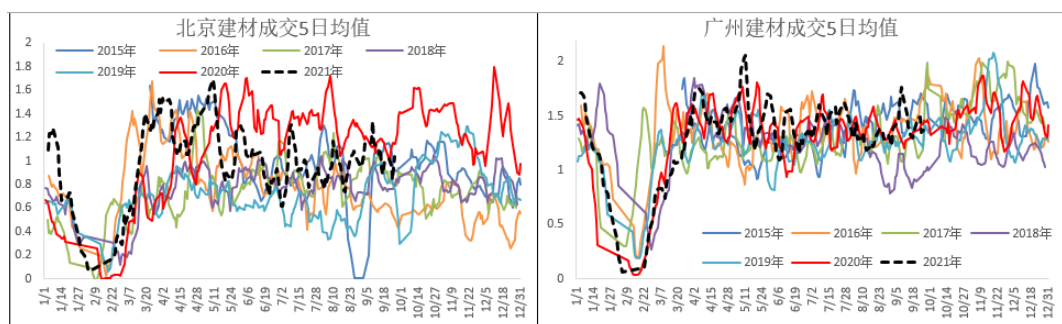
资料来源：钢联数据 南华研究

图 50：华东建材成交



资料来源：钢联数据 南华研究

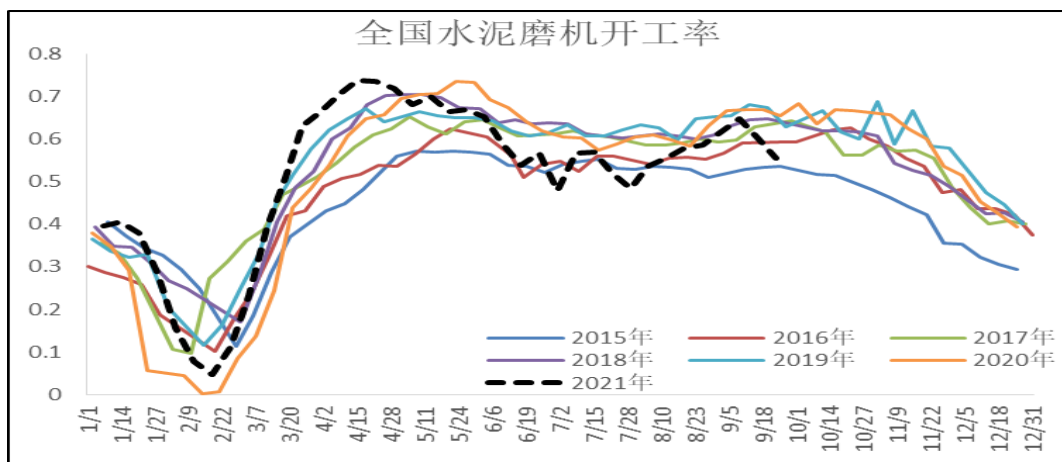
图 51：华北华南建材成交



资料来源：钢联数据 南华研究

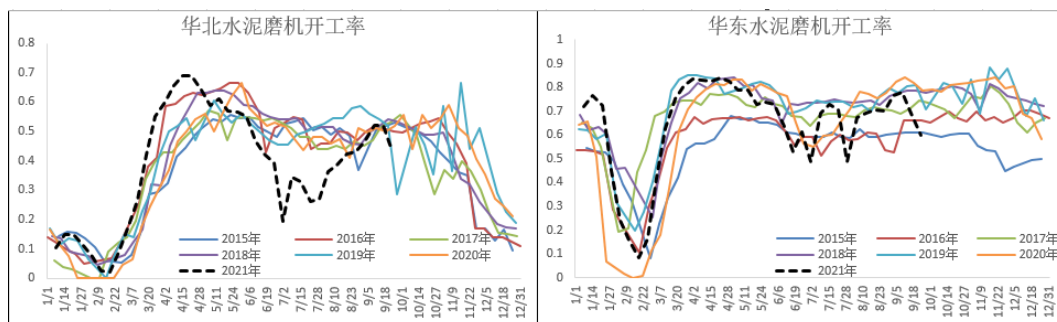
水泥作为反应建筑钢材终端需求的另一重要因素，今年水泥开工特征同样反映出较为明显的季节性特征，水泥开工率和表需走势基本一致，8 月以来维持近一个多月的好转，但随着市场价格回升，能耗双控对下游建筑业也产生一定程度的影响，9 月中旬开始，水泥磨机开工率出现回落，从绝对开工率水平来看，处历史同期低位。

图 52：水泥开工率



资料来源：卓创资讯 南华研究

图 53：华北、华东水泥开工率

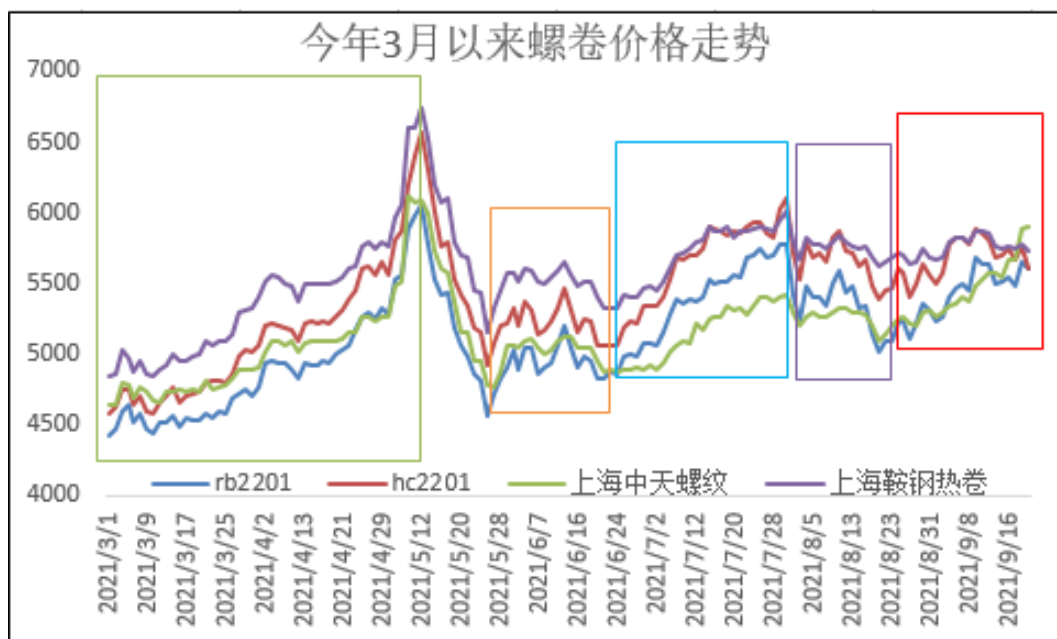


资料来源：卓创资讯 南华研究

2.5. 基差及月间情况

年初以来，钢材价格走势相对主线明确，以限产为主导，以需求为辅，首先是春节后至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。然后是5月中旬至下旬的价格大幅回落，主要原因在相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。然后是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。7月份上涨主要依赖于粗钢产量平减预期的再度增强，钢材产量出现明显的回落趋势，尤其是100周年庆后钢厂开工率下行幅度较快。8月份再度面临保供稳价和价格监管，叠加宏观房地产数据继续恶化，钢价再度回落。步入9月，能耗双控对江浙一带的钢厂生产产生较大影响，建材产量相比于7月出现幅度更大速度更快的下滑，同时投机需求活跃，旺季预期较强，钢价再度回升。

图 54：上半年价格回顾

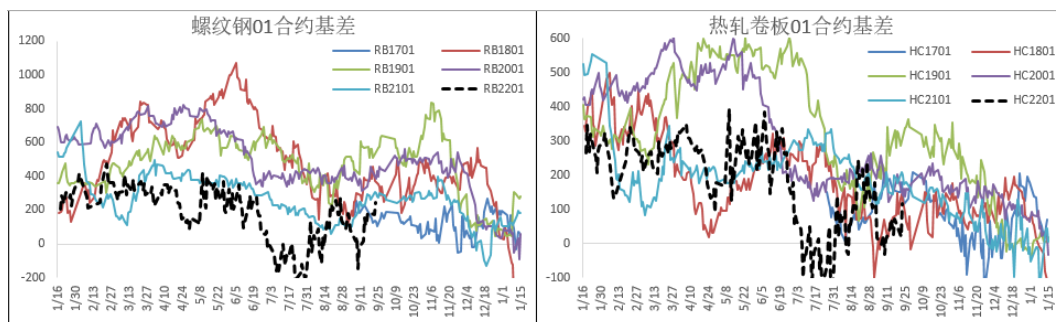


资料来源: Wind 南华研究

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 2201 合约基差峰值仅 400 元, 但随着限产政策、价格监管以及宏观需求走弱等预期和现实基本面供需产生比较明显差异的背景下, 基差出现易于往年的情况, 基差波动加剧, 步入 9 月现货总体平稳运行, 而盘面波动较大, 供需双弱背景下, 盘面价格相对偏弱, 基差出现明显的低位支撑回升趋势。

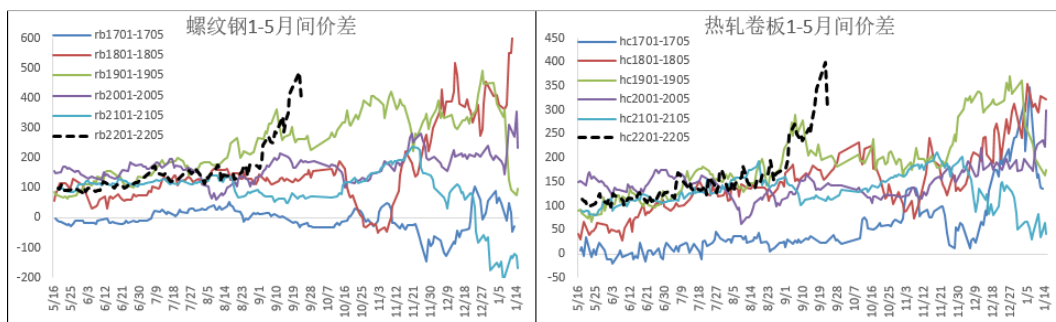
月间价差也异于往年, 主要是限产政策对 01 合约的影响较大, 而 4 季度存有旺季验证和逆周期调节预期, 中期地产需求走弱主要反映在远月合约上, 也就造成了 9 月份月间价差的显著扩大, 随着粗钢产量平减进入攻坚期, 月间价差走扩驱动仍在。

图 55: 螺卷基差



资料来源: Wind 南华研究

图 56: 螺卷月间价差



资料来源: Wind 南华研究

2.6. 钢材小结

钢铁行业供应和需求均受政策扰动较大, 2021 年绝对价格和相对价格走势和波动也异于往年, 同时国际形势复杂多变, 不稳定性不确定性明显增加, 美联储存有货币收紧预期, 但暂时不会过快, 国内宏观政策边际仍将有所收紧但不急转弯, 国内经济下行压力较大, 在四季度仍将保持一定的支持力度。

具体到钢材需求方面, 中期需求下滑基本确认, 但四季度仍将存有较强韧性。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, 新开工增速下行确认, 恒大事件持

续发酵，房企悲观，领先指标拿地延续回落趋势，销售面积增速也持续下滑，房企回款压力较大，中期地产耗钢需求下行确认。其次基建投资方面，9月之前，基建资金较为紧张，专债投放较慢，随着经济下行压力逐渐增大，专项债投放有望加快，基建增速在四季度或将有所回暖。最后制造业 PMI 持续回落，下游需求较差，同时上游原料挤压利润叠加限电影响，制造业需求改善仍需等待，同时国外板材价格上升趋势放缓，出口下滑也值得担忧，热卷需求近期仍将继续偏弱。

供应端的限产政策仍是钢材市场的主要矛盾，7月1日建党100周年以后，钢厂开工率、产能利用率、铁水产量均出现明显下滑趋势，步入9月，能耗双控再度对江浙一带钢材主产区产量产生较大影响，产量同比和环比回落幅度均较大，产量的下滑明显大于需求的回落，供需双弱背景下才有钢材价格持续处于高位的现状，四季度碳中和下的粗钢产量压减和能耗双控大概率仍将继续推进执行，对钢材供应仍将形成明显的抑制，供应紧缺仍将继续驱动价格回升，钢厂利润也有望持续处于高位。

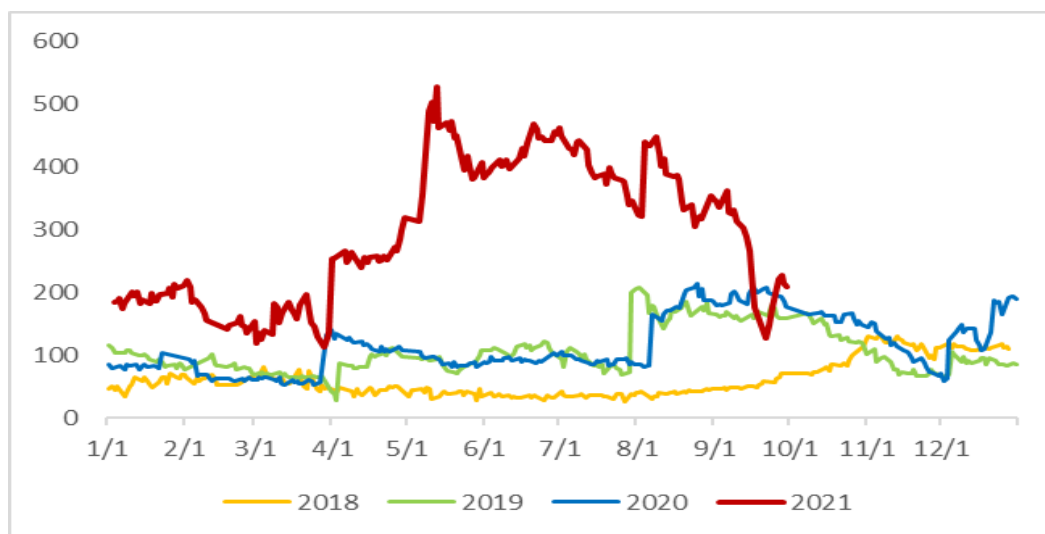
第3章 铁矿石

3.1. 铁矿石行情回顾

2021 二季度铁矿一度创下历史新高，普氏指数达到 233 美元，随后虽然回落，但是也维持着 1000 元/吨左右的高位。然而自 7 月份中旬以来，铁矿揭开了下跌的序幕。在 7 月中旬之前，铁矿估值高位，驱动相对不明确，因此行情表现为高位震荡；7 月中旬开始，限产逻辑逐渐发酵，多地发布限产政策，铁矿本身估值处于高位，在基本面转差、政策面打压的情况下，被基本面政策面双杀，走出一波急剧下跌，01 合约从 1100 元/吨左右的高位一路下跌至 8 月中旬的 780 元/吨左右；之后在 8 月底铁矿迎来小幅反弹，幅度大概在 100 元/吨左右，主要原因是月底交货的“刚需”，外加一些想抄底的投资力量，我们对这波反弹的判断是投机因素多于刚需因素，真正的刚需并没有来临。进入 9 月份，限产突然加严，“京津冀”限产的发布，江苏、广西等地“双控”的管制，加剧了铁矿需求的恶化，导致铁矿进一步大跌，01 合约一度深跌至 606 元/吨左右，距离 7 月份高点价格几近腰斩。9 月底中秋节后，铁矿又迎来一波小幅反弹，不过对比 8 月底的反弹，此次反弹的刚需因素偏多一些，多数钢厂的库存处于低位（虽然并不紧缺），临国庆前少量补库，再加上澳洲一些非主流矿、FMG 的 soloman 矿区停产炒作，铁矿节前最后一个交易日一度涨停，不过随后又很快回落。

纵观铁矿三季度的行情，其跌幅之大、跌速之快属于铁矿历史上少有。特别对比黑色板块双焦、动力煤、铁合金等品种大涨创历史新高的行情，铁矿的下跌也显得格格不入。这种“分化”行情的背后，也突出了我国想要优化钢铁行业格局、改善钢铁行业利润的决心。展望四季度行情，我们依然对铁矿维持偏空的看法，底部价格给到 80-100 美元，底部的时间可能出现在 11 月份左右。策略上，单边逢高做空；套利方面考虑到春节补库等因素，可以关注铁矿 0105 正套；期权方面推荐购入铁矿深度虚值看跌期权并长期持有。

图 57：铁矿石主力基差

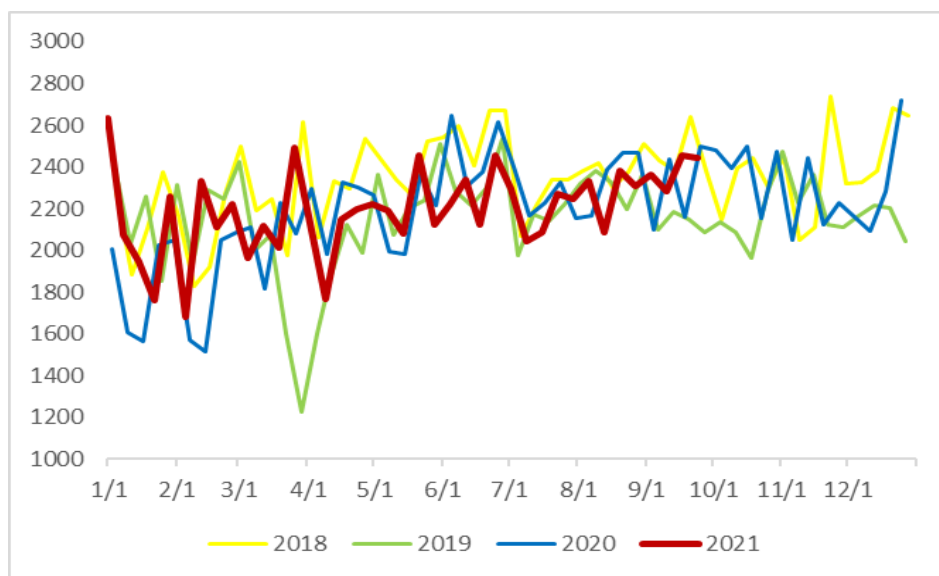


资料来源：Wind 南华研究

3.2. 供给：发运量总体较为平稳，供给端故事较少

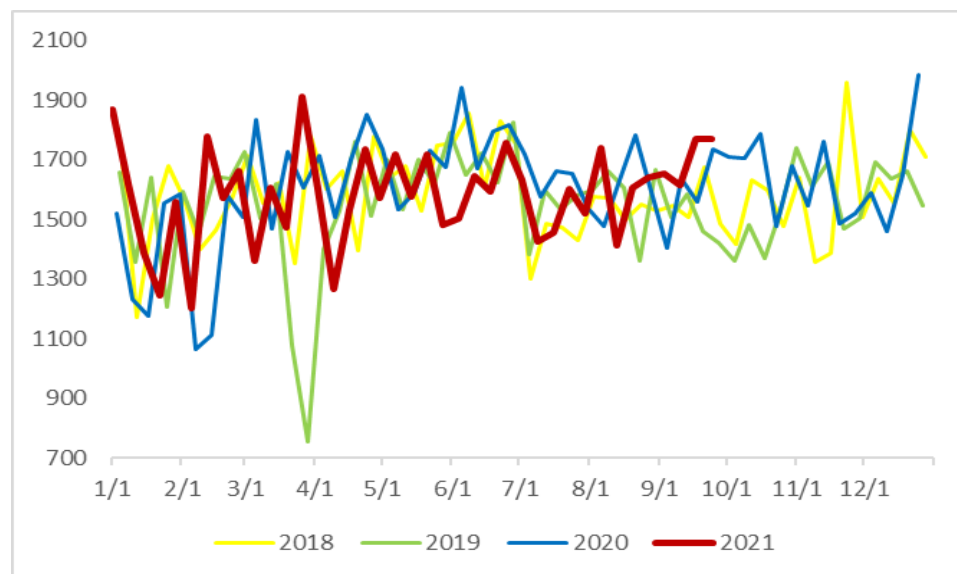
2021 年三季度澳巴发运量回升明显。四大矿山方面，淡水河谷今年目标维持在 3.15-3.35 亿吨不变，1-8 月份销量为 19218 万吨，后续完成有一定压力；BHP 财年目标为 2.78-2.88 亿吨，1-8 月份销量为 19065 万吨，目前完成情况良好，预计后续完成压力不大；力拓目标量 3.25-3.4 亿吨，但是力拓今年发运不及预期，1-8 月份销量为 19689 万吨，目前来看如果要完成财年目标，四季度发运量压力很大，力拓宣传今年只能完成目标下限；FMG 财年目标（2020 年 7 月至 2021 年 6 月）为 1.78-1.82 亿吨，目前已经超额完成目标，下一财年目标量 1.8-1.85 亿吨，预计今年后半年发运量维稳。

图 58：澳巴发运量（单位：万吨）



资料来源：Wind 南华研究

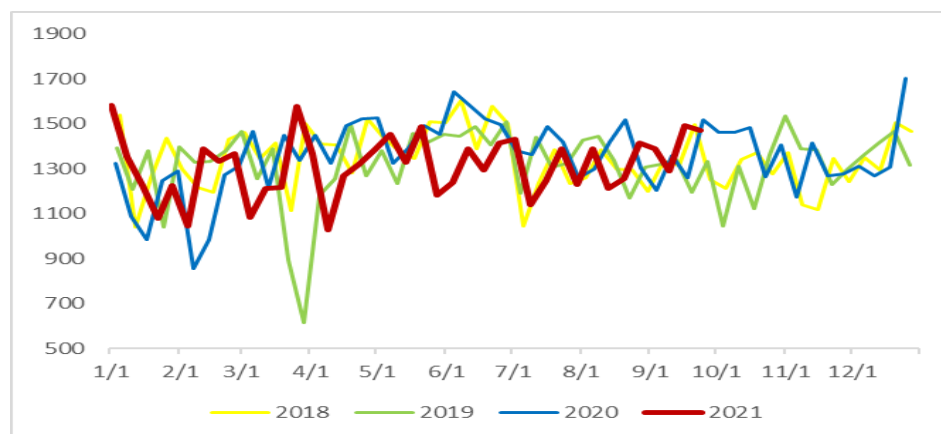
图 59：澳洲矿山发货量季节性（单位：万吨）



资料来源：Mysteel 南华研究

澳洲三大矿山方面，FMG 和 BHP 今年目标发运量的完成情况较好，如果四季度没有特殊情况，基本可以完成财年目标。但是力拓三季度前半段的发运量不及预期，导致澳矿发运低于历年平均水平。三季度后半段力拓发运回升明显，抬高了发运量重心，不过下半年力拓完成财年目标的压力还是比较大。如果力拓按量完成财年目标，澳矿后续的发运量还会进一步提升。另外 9 月份铁矿的急剧下跌，导致澳洲一部分高成本的非主流矿生产困难。9 月 17 日，Venture Minerals 矿业公司表示鉴于目前铁矿石价格下滑，该公司暂时停止该矿区的采矿活动，该矿区的量大概在 400 万吨左右，相对影响较小；另外节前沸沸扬扬的 FMG Solomon 铁矿停产事件，预计在之后的一周内就可以复产，影响的量大概在 50—80 万吨左右，如果情况没有进一步恶化，该事件影响较小。总之截止目前国外矿山的停产炒作都没有太大影响。考虑到四大矿山的成本只有 20 美金-30 美金，铁矿价格大跌下，首当其冲的还是非主流高成本的矿山。从目前的澳巴发运来看，主流矿山并没有受到市场下跌的明显影响，因此预计后期发运量并不会减少。

图 60：澳洲矿山发运至中国季节性（单位：万吨）

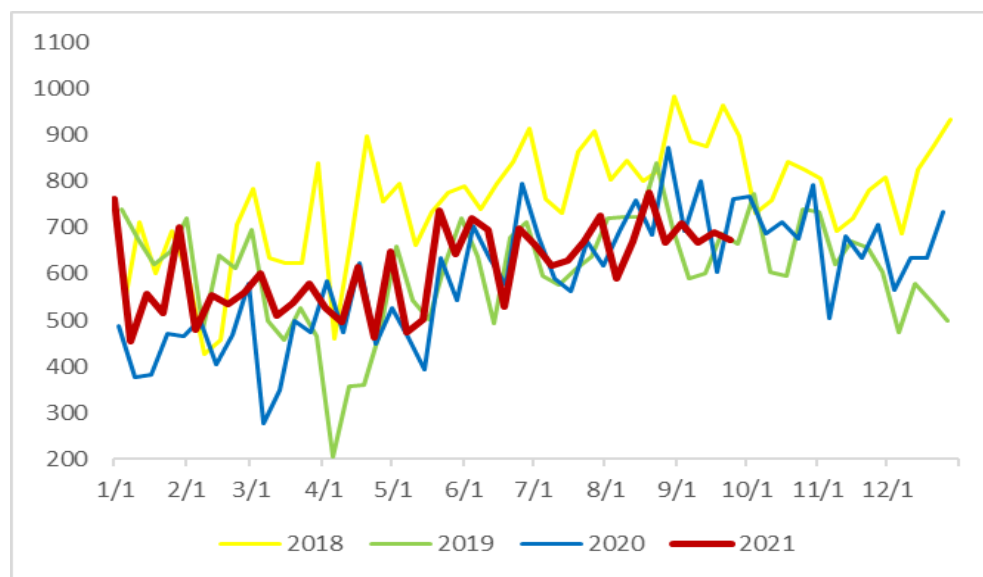


资料来源：Mysteel 南华研究

跳出基本面来看，中澳关系的博弈也是导致铁矿大跌的重要因素。长期以来，中国钢铁都面临着三大痛点：①行业产能大于需求，供给相对过剩；②行业集中度低，对外采购原料无话语权，中游销售竞争激烈；③外矿依存度高，资源安全问题突出，行业利润大量被国外矿山侵蚀。尤记得在上一个十年，中国钢铁开始走下坡路，这三个问题尤为突出，彼时的铁矿贸易商和钢厂，都被矿价的涨跌牵动着心，可谓极其被动。今年上半年铁矿的高额价格为澳洲输送了大量利润，国内钢铁产业的利润被国外矿山侵蚀，对我国钢铁行业发展极其不利。因此限产政策的推出，一方面有利于国内钢铁行业的优化，去除掉多于产能，另一方面有利于利润回流国内。自然而然，铁矿的大跌也是限产政策的目的之一，今年后半年在双焦屡创历史新高的情况下，钢厂利润还能维持历史高位，矿价的打压功不可没。

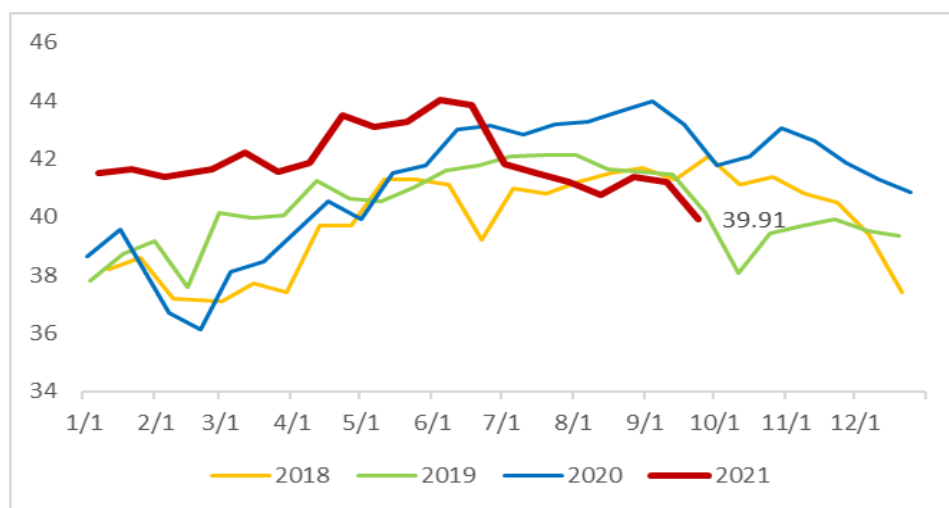
淡水河谷 2021 年官方指导铁矿石产量为 3.15-3.35 亿吨，目前 vale 的产能恢复还是较为缓慢，今年的发运量对比前两年处于居中位置，但是远不如 19 年矿难发生前的发运量。9 月份 vale 提出可能会将财年目标下调 3000 万吨，此消息还未进一步落实，短期内影响有限。不过，从四大矿山的观点来看，对铁矿的看空预期比较一致。以英国商品研究所 CRU 的观点来看，铁矿在随后的三到四年里都处于一个下行趋势。

图 61：巴西矿山发货量季节性（单位：万吨）



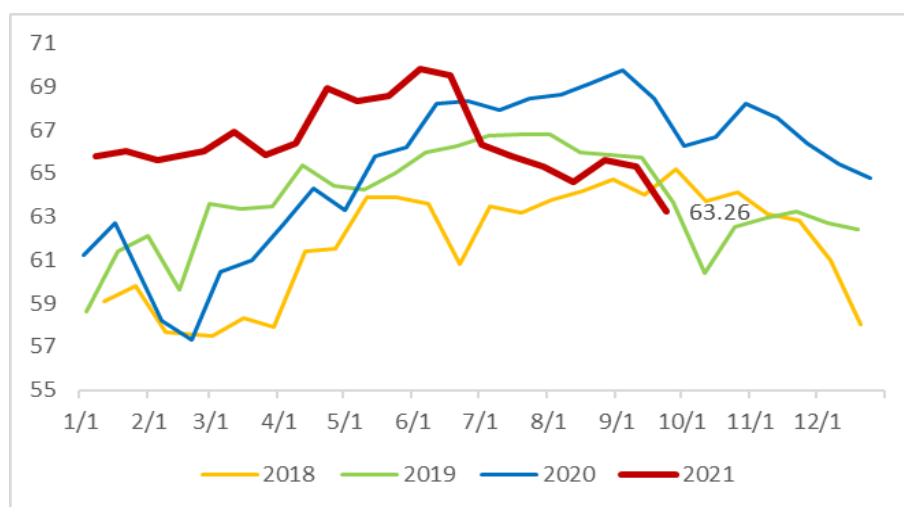
资料来源：Mysteel 南华研究

图 62：国产矿山铁精粉产量（单位：万吨/天）



资料来源: Wind 南华研究

图 63: 126 家矿山企业 (266 座矿山): 产能利用率 (单位: %)



资料来源: Wind 南华研究

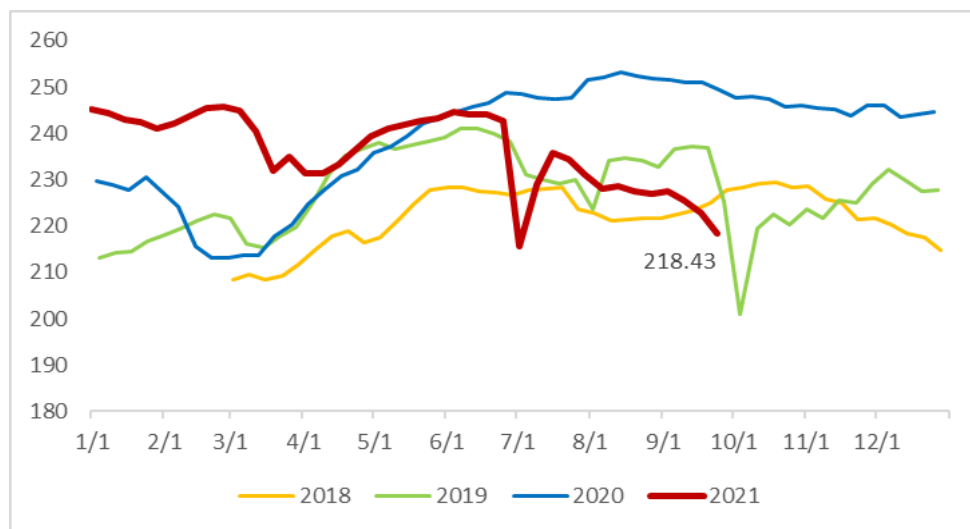
今年我国国产矿的增量也相对有限, 铁矿这一波下跌过程中, 国产矿的跌幅相对进口矿较小, 但是也受到了一些影响, 三季度产量下降明显。另外最近“双控”“限电”等因素对于一些矿山有影响, 因此后期的产量也不容乐观。国产矿一直以来的缺点便是品位低、开发成本高, 但是在近几年的改革之下有所改观。今年“两会”期间, 多位钢铁协会的政协委员提出要开发国产矿的供应, 自然资源部回应了政协委员的提案, 明确支持国产铁矿资源的开发, 国产矿的开发值得期待。

总之, 三季度供给端的故事有限, 今年的主要逻辑也不在供给端。后续如无重大事件发运量还是维稳或小幅增加为主, 但是要谨防铁矿价格快速下跌下非主流矿的减产。

3.3. 需求：限产逻辑主导行情，需求实质性减少是下跌主因

自七一大庆以来，铁水产量再也没有回到大庆前的水平。铁矿的需求在政策的打压下有实质性的减少，不管是从铁水产量还是高炉开工率都可以明显观察到需求的下行。截止 9 月 30 日，铁水日均产量为 218.43 万吨，处于历年低位，目前铁水产量的下降还没有见底，铁矿的需求疲软短期难以转势。

图 64：日均铁水产量（单位：万吨）

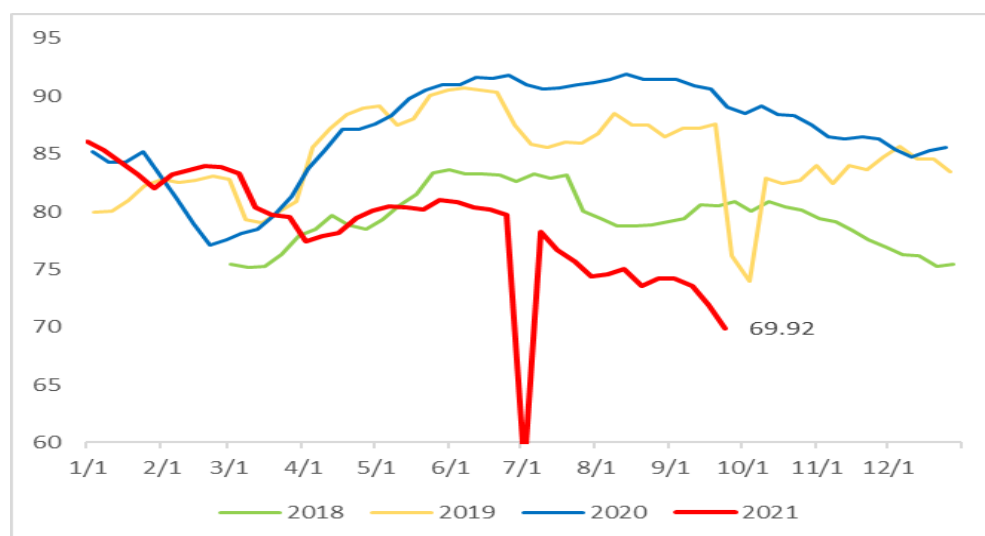


资料来源：Wind 南华研究

整体的限产节奏以 9 月份为划分。前期主要是粗钢压减政策的推出，9 月份以来“双控”“限电”政策又推波助澜，江苏、广西等地的限产停产进一步打压了铁矿的需求，反应到盘面上，也出现了铁矿和其他黑色品种背离的现象。

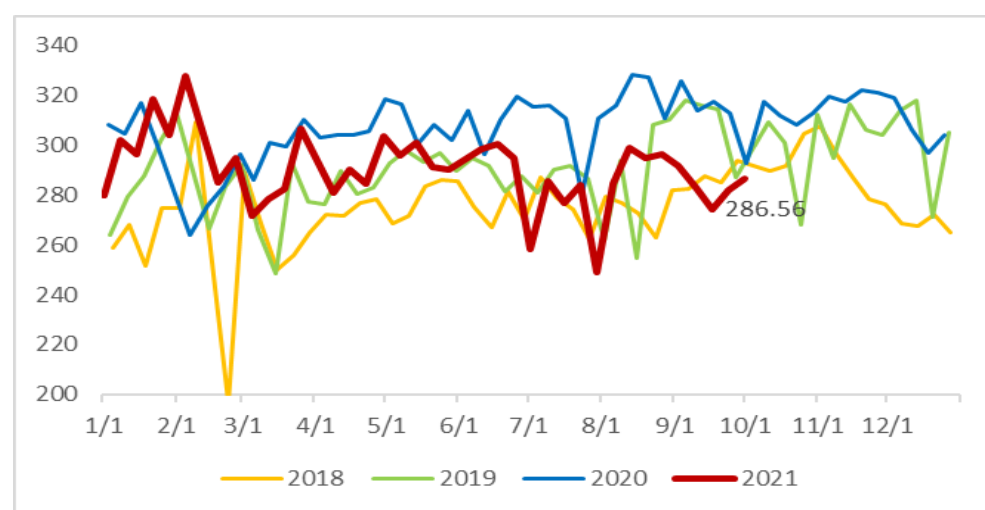
纵观全年，钢铁行业主要受三条政策影响，即“能耗双控”、“两高”项目源头防控以及粗钢压减政策。目前双控和粗钢压减两政策产生共振，导致多地限产停产。从四季度来看，“双控”政策可能会持续到 11 月份左右，而粗钢压减政策会贯穿整个四季度。目前按照政府要求，今年全年减产要达到 3000 万吨，完成时间不能推迟到 12 月底，也就是说要在 11 月底前完成任务，目前 8 月份完成不及预期，9 到 11 月份要完成 6000 万吨的减产任务，总体压力比较大，因此钢材和铁矿的分化行情依然会持续，11 月前铁矿的需求看不到转势的迹象。

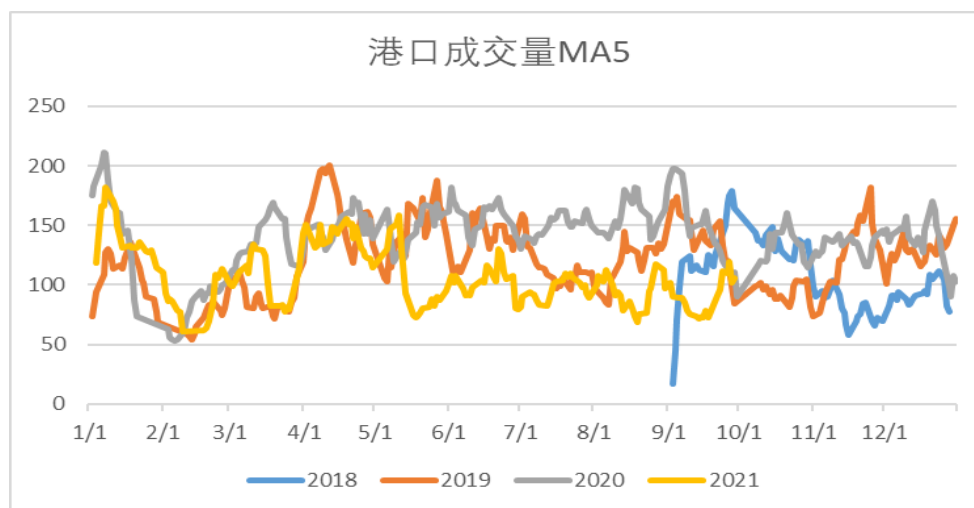
图 65：247 家钢铁企业：高炉开工率：中国（周）



资料来源：Mysteel 南华研究

图 66：铁矿石日均疏港量（单位：万吨）&港口成交量（单位：万吨）





资料来源：Wind 南华研究

从疏港量来看，疏港量总体处于历年偏低位置。此外今年疫情的扰动也对库存产生一定影响，压港量由于疫情和天气原因也一直高居不下，后续疫情缓解，如果疏港量继续维持低位，可能会导致压港转化为港口库存，导致库存进一步累积。

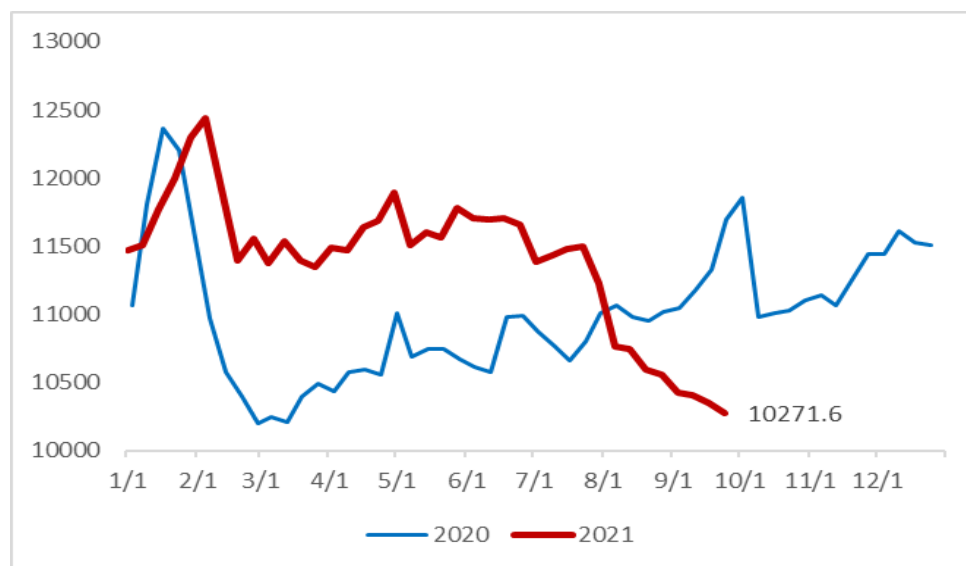
港口成交量持续低迷。我们注意到港口成交量的趋势和铁矿价格有相对较高的相关性，今年5月份价格大幅回调后，成交量再也没有回到高位，甚至处于历年低位，这可能也预示出了铁矿需求疲软，供需转弱的情况。整个三季度成交量都处于历年低位，两次反弹分别出现在8月底刚需交货、9月底节前补库等事件段，相应的盘面也有较大幅度的反弹。后续我们可以密切关注这一指标作为验证数据，如果成交量持续下跌并保持低位可能预示铁矿需求的进一步转弱。

3.4. 库存：港口库存持续累积，钢厂主动去库，铁矿由供需平衡向供需宽松转变

通常来讲，钢厂的补库具有节奏性和持续性，每逢节假日（如国庆、春节等）都会进行一部分补库。但是整个三季度由于铁矿价格的超预期下跌，导致钢厂对补库一直处于观望态度，钢厂库存快速下降。即使钢厂利润处于高位，但是受于政策扰动以及后期矿石需求较差的预期，旺季下钢厂的补库意愿不强，大多数按需采购，或者节前少量补库。

铁矿的快速下跌也带来一定的恐慌情绪，部分钢厂持续抛售长协矿来降低库存。不过尽管钢厂的库存处于低位，但是并没有十分紧缺，特别是伴随铁水产量和钢厂开工率下降，铁矿后市的预期也偏弱，从库存周期来讲，这个“主动去库存”的阶段目前还未结束，特别是当前“双控”政策加严，再叠加缺煤情况下的“限电”等情况，短期铁矿需求难有起色。真正的库存拐点，我们倾向于认为出现在11月份左右。届时如果完成全年粗钢产量同比不增的目标，外加钢厂启动春节前的补库节奏，钢厂的库存可能才会进入累积阶段。至于国庆后的复工复产，在当前政策依然趋严的情况下，对铁矿的需求提振预计有限。

图 67：钢厂进口矿库存（单位：万吨）

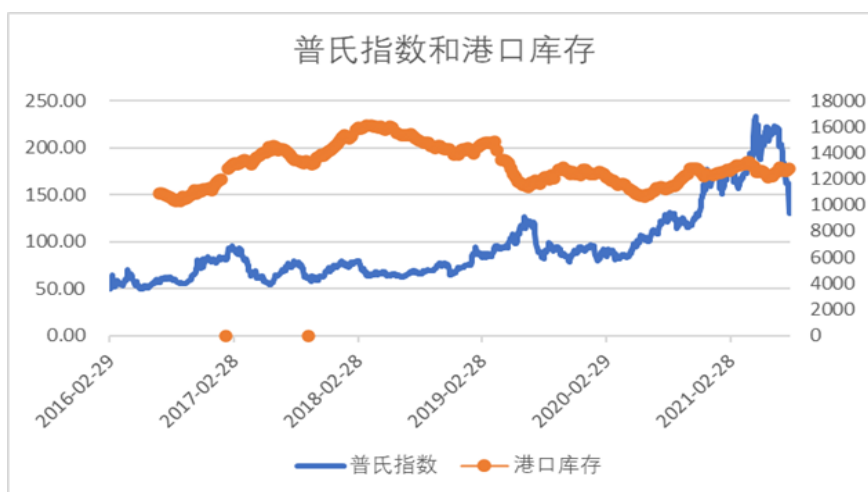
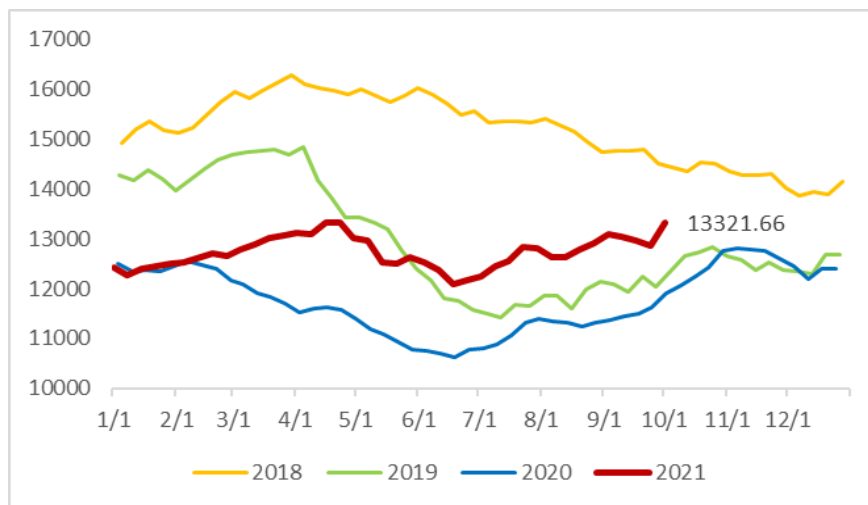


资料来源：Wind 南华研究

港口库存三季度持续累积，目前的港存为 13321.66 万吨，相较于今年 7 月份环比增加 8.88%，相较去年同期同比增加 11.88%。自 2019 年巴西矿难以来，目前港存处于新高位置。持续累积的港存体现了铁矿供需平衡向供需宽松转变。考虑到后期发运量的提示和需求的持续变差，港存大概率会进一步累积。另外今年由于疫情和港口政策的影响，压港量一直居高不下，这部分压港量未来也会逐渐释放转化为港存，导致库存的进一步累积。

关于今年铁矿价格的底部，我们从历史港口库存来进行比照，推断可能的价格底部。我们的平衡表推测出今年的港口库存大概累库至 1.45 亿吨-1.6 亿吨左右。从历史上来看，近年的库存高点在 2018 年 4 月份左右，库存达到了 1.6 亿吨以上，彼时对应的普氏价格为 65 美元左右。但是当时还没有发生巴西矿难等事件，因此结合今年情况，我们给出的底部在 80 美金-100 美金左右。这个区间也是多头布局的有利区间。

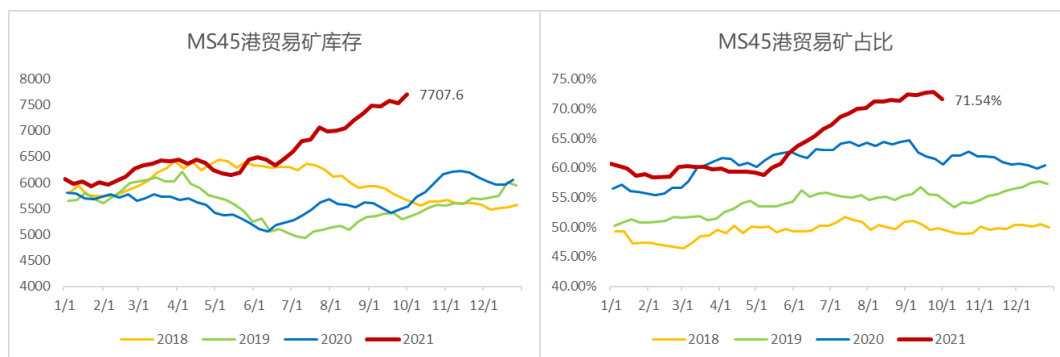
图 68：港口库存（单位：万吨）&普氏指数与港库历史对比



资料来源: Wind 南华研究

作为对比数据，港口贸易矿占比创下历年新高，钢厂的铁矿大量流入贸易商手中。9 月份以来，随着“京津冀”限产政策出炉、各地限产落地，以及江苏等地“双控”政策加码，限产的超预期加严引起了市场恐慌，贸易商抛货情绪浓重，现货迅速崩盘，PB 粉一度跌至 700 元/吨以下。中秋节后恐慌情绪有所退散，铁矿价格小幅反弹。中长期来看，限产政策仍将持续，这会对铁矿造成长时间的打压。

图 69：港口贸易矿占比（单位：万吨&）



资料来源: Wind 南华研究

3.5. 铁矿石小结

今年供给端的故事较少, 尽管铁矿价格的快速下跌影响了一部分非主流矿的生产, 但是截止三季度为止还没有产生重大影响。特别是对于低成本的主流矿而言, 市场的下跌并没有影响其发运量, 因此四季度如果没有重大事件, 发运量还是维稳或者小幅上涨为主。

限产政策造成的需求端减少是主导三季度的主要逻辑。日均铁矿产量、高炉开工率、铁矿日耗量, 这些需求数据的持续下滑都彰显了限产政策的威力。目前限产政策还在持续推进, 三季度限产放松的假设被完全证伪, 政策打压高价铁矿、改善行业格局的决心可见一斑。展望四季度的政策, 短期内由于最近“双控”“限电”下的限产停产可能还会持续一段时间, 同时考虑到冬奥会等因素, 长期的限产政策预计还会继续推进, 铁矿的需求会持续承压。

关于今年铁矿价格的底部, 我们给到了 80 美金到 100 美金左右。一是从历史价格与港口库存对比, 我们对照 2018 年左右库存高位的数据, 叠加巴西矿难等因素, 给出这样的价格底部; 二是从成本角度考虑, 除了四大矿山外, 国外大部分的矿山完全成本在 60 美元以下, 加上目前 20 美元左右的海运费 (澳大利亚至青岛), 成本的支撑大概在 80 美元左右。考虑到今年海外需求增量有限, 在中国需求急剧减少的情况下, 铁矿在 500 元/吨-600 元/吨左右的价格趋于合理。

总之, 我们今年依然维持对铁矿偏空的看法, 但是还是主要交易节奏问题, 谨防供给端矿山的炒作。策略上, 单边短期震荡为主, 可以逢高轻仓试空; 套利方面我们前期推荐做多螺矿比, 但是如果国庆节后钢材大幅上涨可以适量减仓, 另外考虑到春节补库等因素, 可以适度介入铁矿 0105 正套; 期权方面可以买入铁矿虚值看跌期权并长期持有。

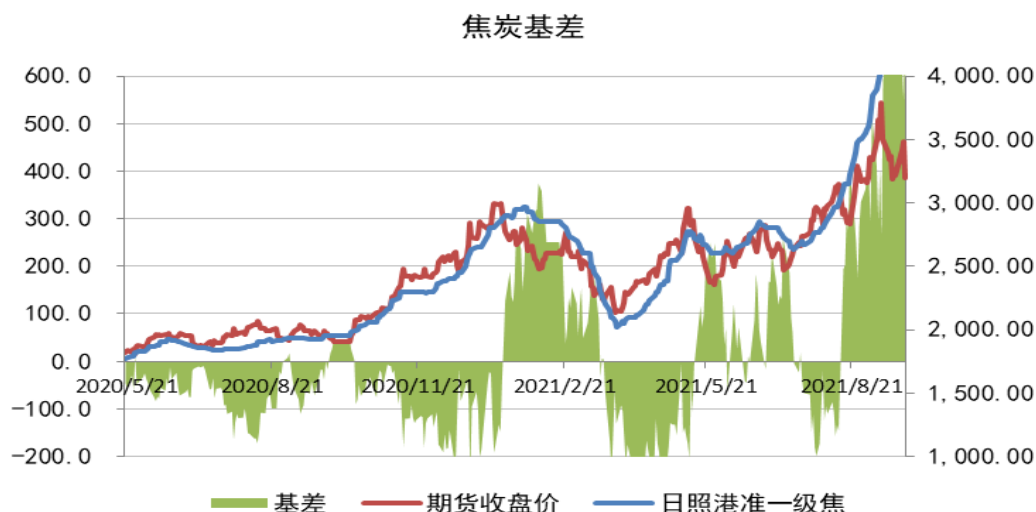
第4章 焦煤焦炭

4.1. 煤焦行情回顾

焦炭，第三季度焦炭表现出乎意料，在被焦煤上涨抬升成本后，第十一轮提涨已经落地，累计涨价 1560 元/吨，而需求端钢厂利润较好，对十一轮涨价也都予以接受，但第十二轮涨价似乎不能顺畅落地，下游钢厂对于涨价提出降价要求，现货价格有松动迹象。焦炭盘面目前的支撑逻辑也从被动的成本抬升逐渐转至区域限产供给减量。山东地区焦化企业开工率断崖式下跌至 40%，山西地区也较为严重。一旦供给端供应恢复目前焦炭成本支撑较强，在库存低位，钢厂仍有补库的需求的情况下，下方空间有限。虽然从数据上看，有边际修复迹象、累库的预期，但短时山东地区的焦企限产支撑仍存。整体上，焦炭三季度盘面表现较好，来到高位震荡，但同时也加剧了政策风险，市场恐高心理严重。

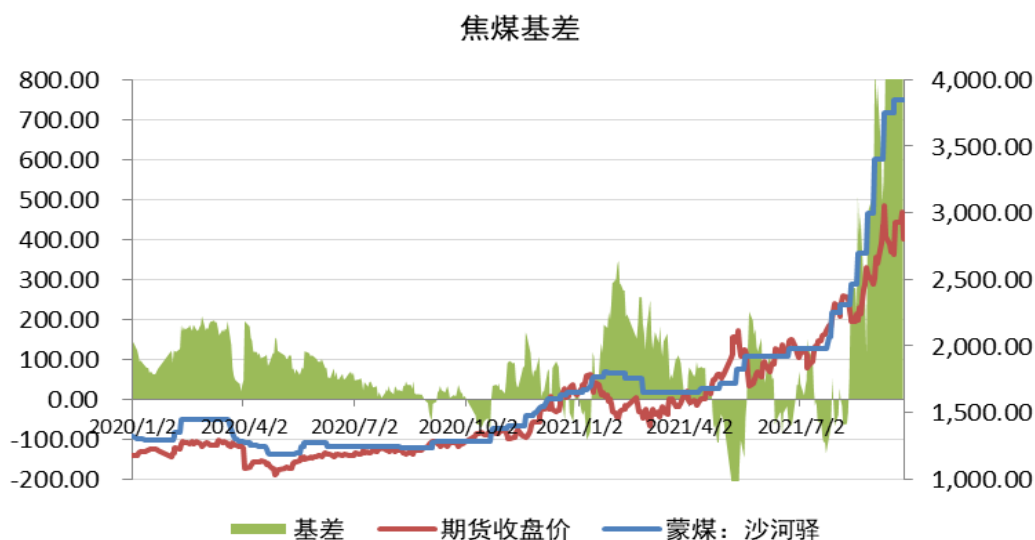
焦煤，第三季度焦煤快速提价，部分优质煤种价格坚挺。供应方面，进口焦煤在澳煤缺失的状况下仍以蒙煤为主，但蒙煤因疫情通关车辆持续低位，加拿大、美国以及俄罗斯海运煤进口量已达高位，进口增量有限；国产焦煤方面产量持续恢复，但三季度产量距离前一季度产量均值仍有 5% 的缺口，因矿端安全检查较严，产量难有增量。需求端方面，焦炭山东厂因环保督察组开工率不佳，焦煤在第三季度末尾出现库存累积现象；终端需求因“双限”、“双控”下滑严重，焦煤受累于需求持续转弱，在三季度末尾现货出现松动，拍卖煤流拍现象增多，恐高位回落。

图 70：焦炭基差走势



资料来源：Wind 南华研究

图 71：焦煤基差走势

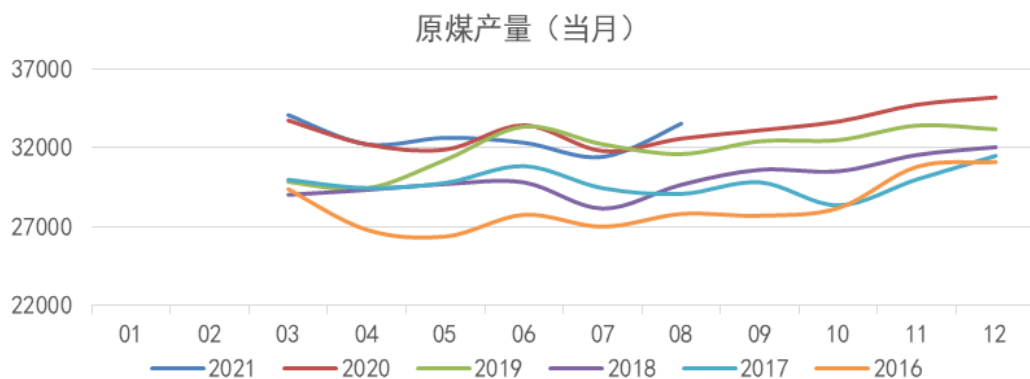


资料来源：Wind 南华研究

4.2. 焦煤产量及库存

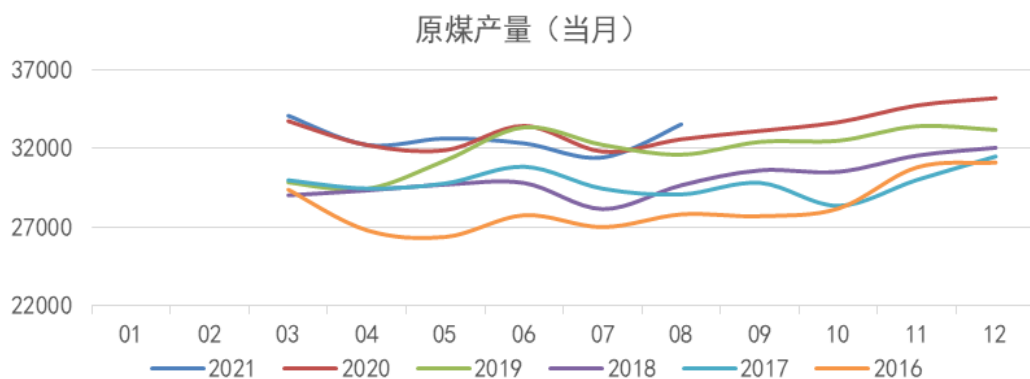
根据煤炭运销协会统计，8 月份原煤产量约为 3.35 亿吨，同比增长 2.9%，环比增长 6.7%；炼焦煤产量约为 3.9 千万吨，同比下降 7.1%，环比上涨 2.01%；1-7 月份，原煤生产 19.6 亿吨，基本与去年同期持平；焦精煤累计生产 2.79 亿吨，较去年同期增加 900 万吨。今年产量增加的主要原因是去年因疫情影响，煤矿复产多为延迟，整体产地开工率低位基数较低。同时今年煤炭保供政策下，国内产量偏高。但随后因为煤矿安全检查以及环保督查影响，产量难以出现释放，增幅开始下滑。今年三季度以来，增幅不太明显，由于国产大矿可以有效调节的产能不多，而新建煤矿投产仍需时间，因此产量难以在短时间内快速增长。而且由于二季度煤矿安全事故较多，安全检查异常严格，因安全问题停掉的煤矿复产时间长，5-6 月煤矿事故较多，临近“七一”安全检查异常严格，三季度复产矿较少，预计十一后或有少许开工；目前，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。虽三季度开始放松，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。因此第四季度即使全面保供，但是考虑到安检压力与长期超产，产量增幅有限。

图 72：原煤产量



资料来源：Wind 南华研究

图 73：炼焦煤产量

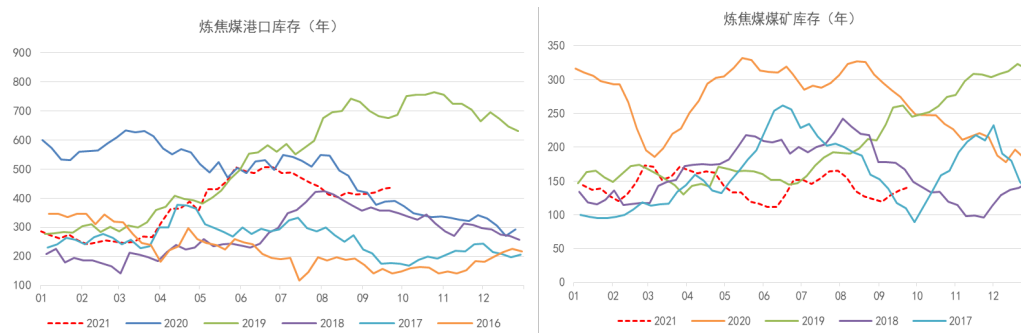


资料来源：Wind 南华研究

煤矿库存来看，下游库存开始累积，主要原因归咎于下游焦化厂限产扰动以及终端需求走弱。煤矿库存压力不大，在 150 万吨上下徘徊，处于正常区间。虽有小幅累库。但在主产区安全环保大检查下，库存累积幅度并不大。第四季度在煤焦高位回落后，下游补库叠加冬储需求，可能会再次使库存进入到去库趋势中。而煤矿增产空间有限下，四季度煤矿库存仍将在低位徘徊。

截至 9 月 24 日 Mysteel 统计的沿海港口进口焦煤库存 437 万吨，处于相对高位价格，主要原因是集港利润不高导致成交不积极；三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，导致港口库存持续高位不下。四季度，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。

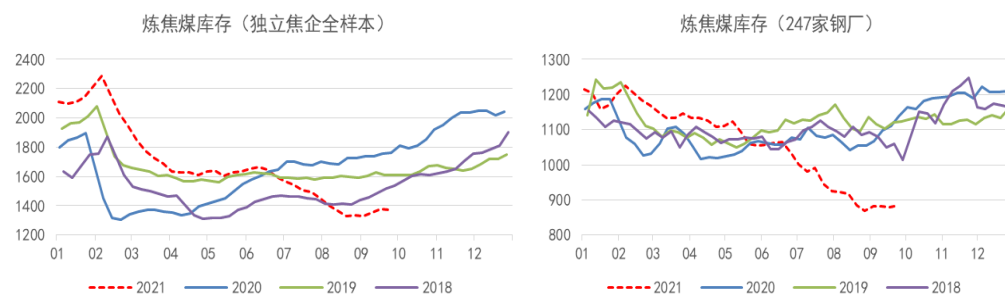
图 74：炼焦煤煤矿及港口库存



资料来源: Mysteel 南华研究

下游炼焦煤库存持续历史低位运行,但是库存最紧张的时候基本已经过去,有转势向上的趋势。按照下游库存的季节性趋势规律: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累库。今年大概率也是如此,在三季度末尾已经出现了累库趋势,在下游需求持续走弱的情况下,四季度低位库存有望上升。

图 75: 炼焦煤焦化厂及钢厂库存



资料来源: Mysteel 南华研究

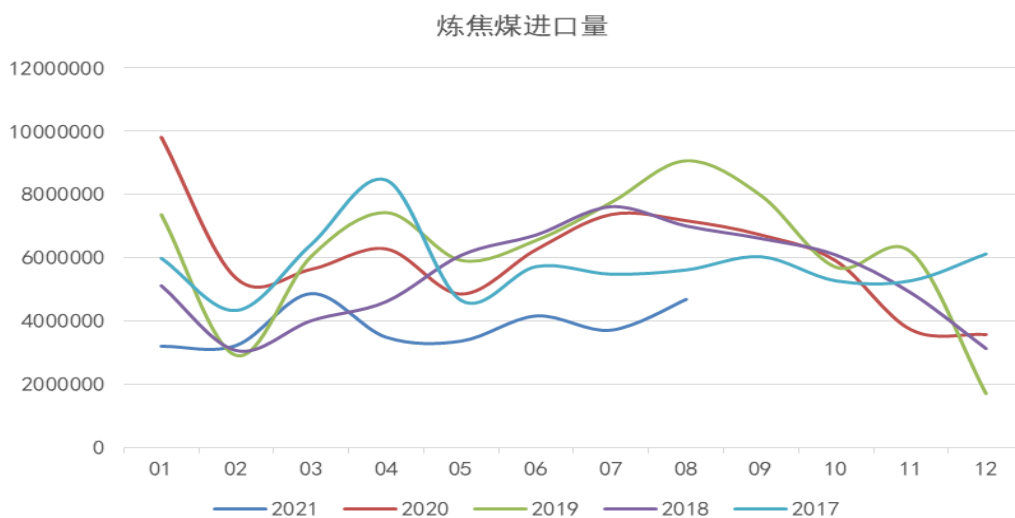
4.3. 炼焦煤进口

海关总署发布的最新数据显示,8月进口炼焦煤468万吨,较去年同期大幅下降30%,1-8月累计进口炼焦煤约3000万吨,较去年1-8月同期减少2200万吨。分国别来看,1-8月880万吨蒙煤进口量,较去年同期减少100万吨,蒙古已经是我国第一大焦煤进口国。受到疫情反复的影响,通关口岸开关不稳定,通关车辆持续低位。今年1-3月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,三季度日均通关车辆数只有150车左右。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,四季度可以维持最低每日200车的通关量,难以回到正常水平(500车以上)。

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,但三季度并未放开,四

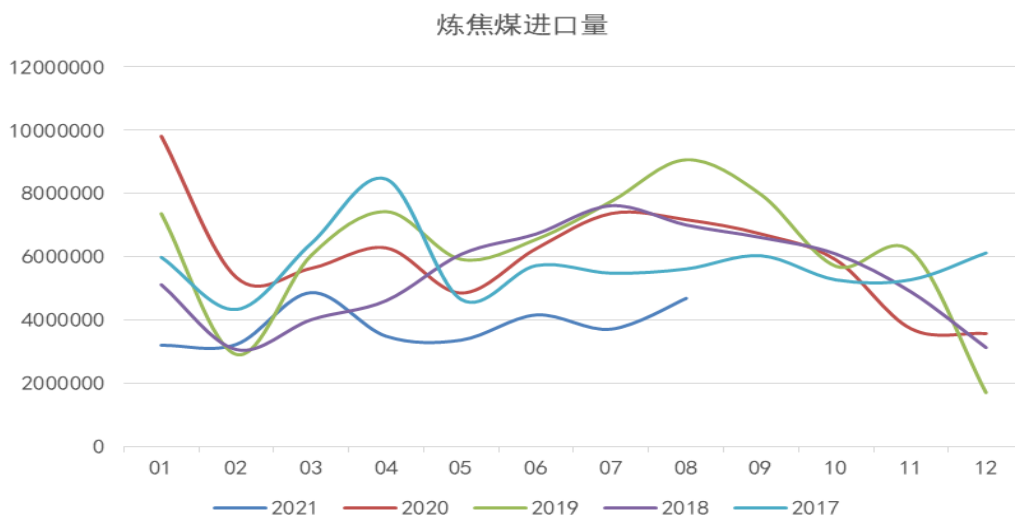
季度预计放开澳煤进口无望，影响澳煤进口的仍是中澳间的关系，目前看中澳关系改善概率较低，澳煤进口政策仍难以放开。随着澳煤进口的急剧减少，中国寻求进口煤炭的多样化，其他国家的煤炭逐步出口到国内。美国、俄罗斯、加拿大三个国家的进口煤数量已经远远超过去年同期，预计 9 月份进口数量可达 300 万吨，高位进口量有望持续到年底。总体来看，焦煤进口关键还是在蒙煤以及澳煤，其他国家虽有增量但难以弥补。而蒙煤在疫情影响下，下半年通关回升速度仍偏缓。澳煤上半年即使国内高煤价但仍不放松进口，中澳关系僵局下下半年澳煤进口大概率无望。

图 76: 炼焦煤进口量



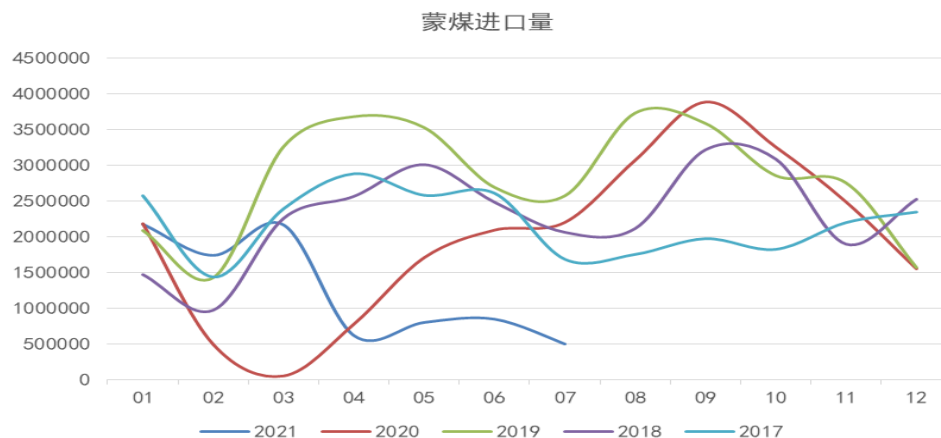
资料来源: Mysteel 南华研究

图 77: 澳煤进口量



资料来源: Mysteel 南华研究

图 78: 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。其中一、二季度净新增 1964 万吨, 而三季度原本预计净新增 1251 万吨, 但实际上只增加了 565 万吨, 新增产能工作大面积滞后, 预计四季度新增投产进度也会相应延后。如果按照目前的计划, 到四季度末尾, 预计净新增 2966 万吨焦化产能, 在需求目前被压缩到极致的情况下, 四季度整个焦炭供应压力较大。

从一些最新的主产区情况来看, 山西新增焦化投产时间大面积延后从 7 月以来尤为明显, 7 月 20 日中央第一生态环境保护督察组向山西省反馈督察情况: 对于焦化行业, 总结起来主要问题是: 1、能耗双控形势严峻, 2020 年焦化行业煤耗高位, 被特别关注; 2、违规上马“两高”项目, 多数新建、在建焦化项目手续不全; 3、吕梁、晋中、运城等地在建、拟建焦化项目因为手续不全等原因停工整改、完善手续, 预投产时间明显延后; 拟建焦化项目论证必要性、可行性, 综合评估后, 按国家要求分类处置。目前新增项目都在停滞状态, 应关注四季度批复情况。

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。更多的认为今年要求产量控制在 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。近日中央第二生态环境保护督察组进驻山东省开展生态环境保护督察, 督察组进驻时间为 1 个月, 8 月 26 日—9 月 26 日。本次环保检查涉及到各焦企核定煤耗指标使用情况, 现山东焦企煤耗指标基本已用完或接近用完, 后续企业生产如何安排, 企业仍在积极沟通中。

图 79：焦化产能新增淘汰情况统计

-+-, □扛潮□覃尉□□□□阿菟擄埃按3踣□□□窰				
蜚□	□□	覃尉	悔覃尉	仙□
逼振握	404	, 3++	3/,	
掺振握	. 0-	, /20	, , -.	
毕振握	, /0	2, +	010	覃尉樾潮祥□□□留
裳振握	, /. 1	, 32.	/. 2	
□悛	-34-	0303	-411	

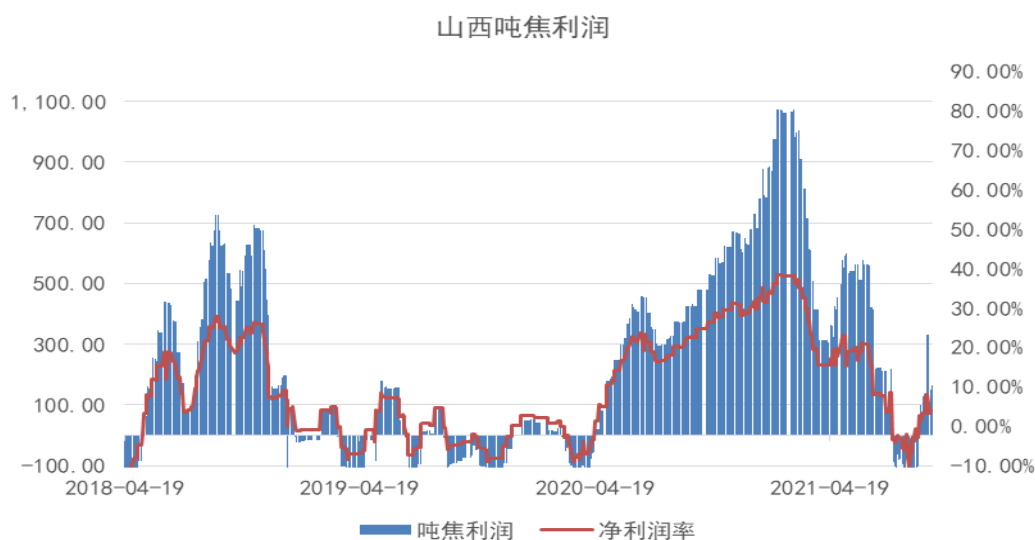
资料来源：Mysteel 南华研究

4.5. 焦企利润及产企产量

截至目前焦企共提涨十一轮，全部落地，累计提涨 1560 元/吨。焦煤的疯狂上涨严重挤压焦企利润，即使提涨十一轮，多数焦企利润仍在盈亏边缘浮动。在今年一季度，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；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；三季度，随着焦煤价格飞涨，焦企利润再次来到盈亏边缘，故继续提涨；但在三季度末尾，随着需求端逐渐走弱，下游对焦炭高价出抵触情绪，但焦炭协会建议：“国庆节前焦炭价格应该维稳为主，对于个别要求降价企业，将会停发焦炭。”目前正处于“钢焦”博弈中，现货略有松动，但在焦煤价格未出现明显调整之前，焦炭价格不会出现大跌。

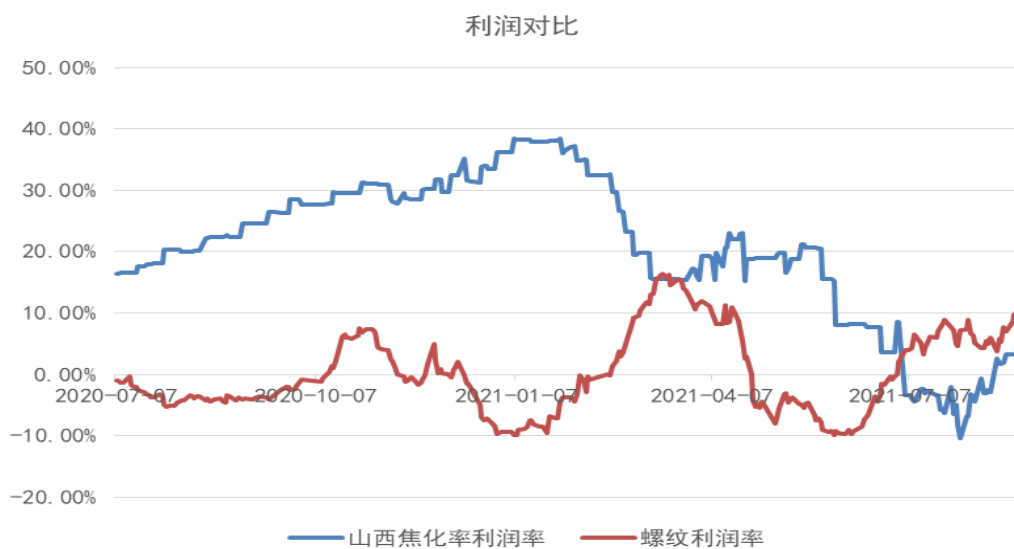
利润方面，三季度在焦煤成本抬升下，焦炭利润快速回落，在 200-300 元/吨附近徘徊。可以看到，整个焦钢利润从去年焦炭供需紧张时的劈叉到年后的逐步修复，到三季度政策压制下的再次劈叉，最后到目前的重新趋于一致上涨，焦钢利润拉扯频繁且趋势性强。从四季度来看，目前焦企利润尚可，开工率除了部分产区有“双限”及环保政策扰动，其余均在比较正常的位置。尤其在山东、山西的部分产区，扰动较为严重，但有望四季度恢复部分。需求方面，四季度粗钢同比减少压力逐步增加，铁水产量持续下降，但继续下降的空间有限。目前焦炭供需紧平衡，四季度如保持严格的限产节奏，焦炭供需将会进一步好转。

图 80：山西吨焦利润



资料来源: Mysteel 南华研究

图 81: 焦钢利润对比



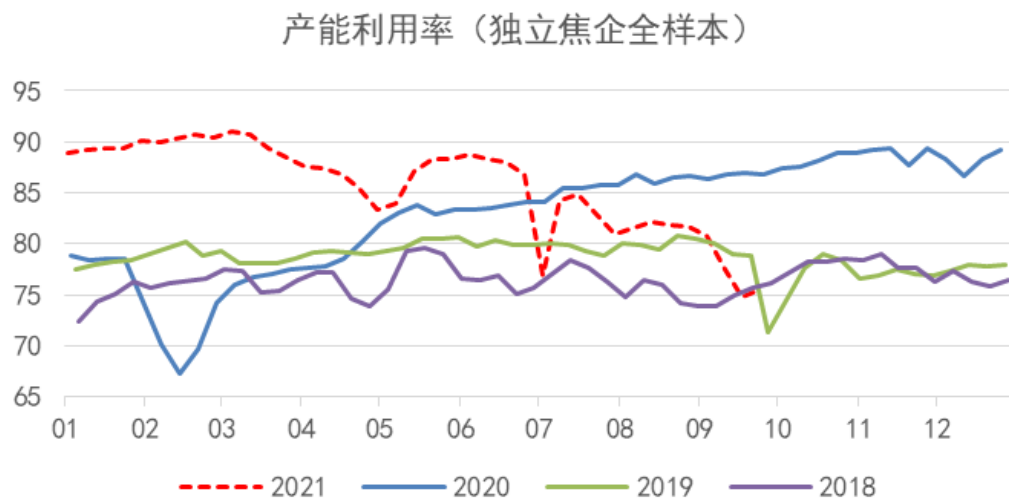
资料来源: Mysteel 南华研究

2021 年第三季度, 全国累计生产焦炭 1524 万吨, 环比去年减少了 100 万吨。今年由于党庆以及严格限产、环保等政策, 使第三季度表现不佳。目前独立焦企全样本剔除淘汰产能的利用率下跌至 75%, 二季度时最高达到 90%。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 75%而淘汰的老焦炉开工在 85%, 预计到四季度末焦炭日均产量相比当下要增加 3 万吨左右。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，截止目前，铁水日均产量下降到了 218 万吨，而从 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。目前的铁水产量已处在低位，给焦炭需求带来了不小的压力。如果严格执行去粗钢政策，四季度铁水日均产量下降空间不大，四季度铁水日均有望维持在 220 万吨的位置。

焦炭供需情况来看，目前焦炭供需平衡甚至有小幅偏紧。四季度如果目前受扰动产区恢复一半生产水平，焦炭日均产量将增加 3 万吨以上。需求方面，考虑到下半年粗钢同比下滑以及废钢增量，铁水下滑空间有限。虽然目前政策反复，从年初的全年粗钢同比不增，到 5-12 月粗钢同比不增，以及到目前的“拉闸限电”限电控能耗，电力供应再次收紧。但即使如此，下半年铁水大幅度下降仍较为困难。因此四季度焦炭供需难以出现较紧张格局，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 82：焦企开工率



资料来源：Mysteel 南华研究

图 83: 焦炭供应需求对比

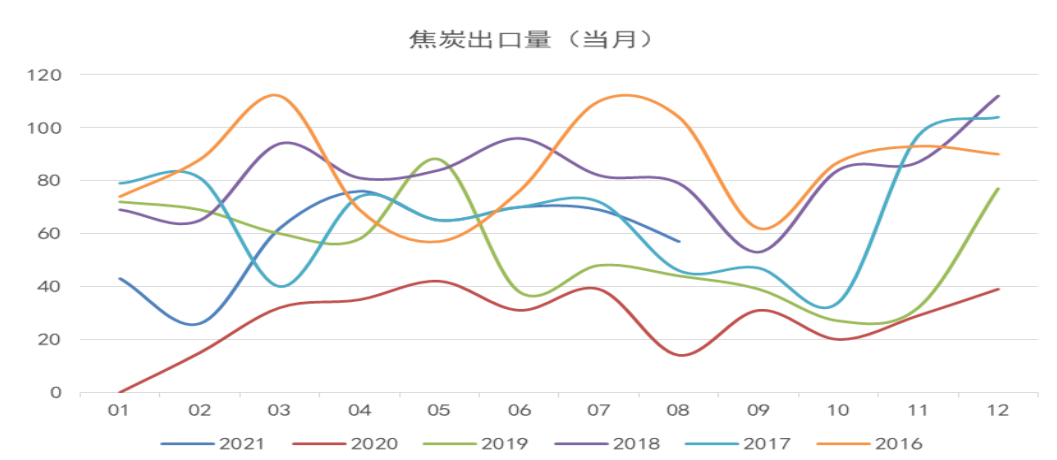


资料来源: Mysteel 南华研究

4.6. 焦炭进出口及库存

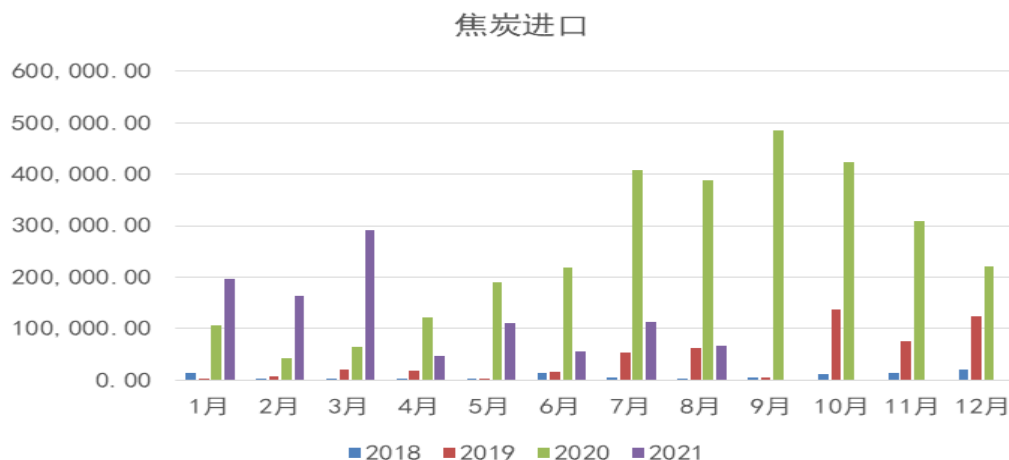
2021 年 8 月, 我国出口焦炭及半焦炭 57 万吨, 同比增长 75%。1-8 月累计出口 468 万吨, 累计同比大幅增长 104%。去年因疫情影响, 国外钢材需求较差。同时澳煤价格低位, 海外进口澳煤生产比进口国内焦炭性价比高, 焦炭出口持续在低位。而今年 1-8 月随着海外疫情好转, 需求逐步恢复, 焦炭出口明显有所好转。进口方面, 4 月进口焦炭 6.6 万吨, 同比、环比出现小幅下滑, 1-8 月进口焦炭累计 100.43 万吨, 但相比去年 150 万吨进口已经开始大幅下滑。去年因海外经济差, 而国内经济率先恢复且焦企去产能下供应偏紧, 进口增幅非常明显。而今年随着海外经济恢复以及国内焦炭供需缺口缓和, 焦炭进口已经出现下滑。四季度, 如果国内需求持续不振, 供给逐步恢复, 焦炭出口将会进一步增加, 进口将会进一步回落。

图 84: 焦炭出口



资料来源: Mysteel 南华研究

图 85: 焦炭出口



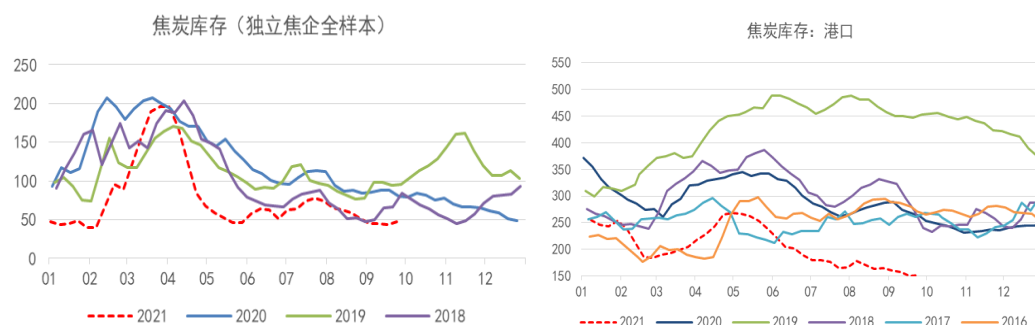
资料来源: Mysteel 南华研究

焦炭库存方面,在二季度焦炭总库存加速下滑的情况下,三季度库存整体维持低位运行。焦炭供需小幅偏紧下库存持续下滑。从目前看,焦炭供应需求均有走弱的态势,供需保持紧平衡。四季度初,铁水减量压力较大,后期焦炭需求将持续受到压制。但焦炭供应端,如果山西、山东供应端扰动因素消除,产能恢复一半,则供需会慢慢转向宽松。

分库存来看,钢厂库存偏低。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。三季度钢厂前期加速去库,后期因需求走弱,价格飞涨,钢厂库存有转向累库的趋势。在四季度初,关注现货价格情况,现货价格有松动的情况下,钢厂到货情况可以好转。

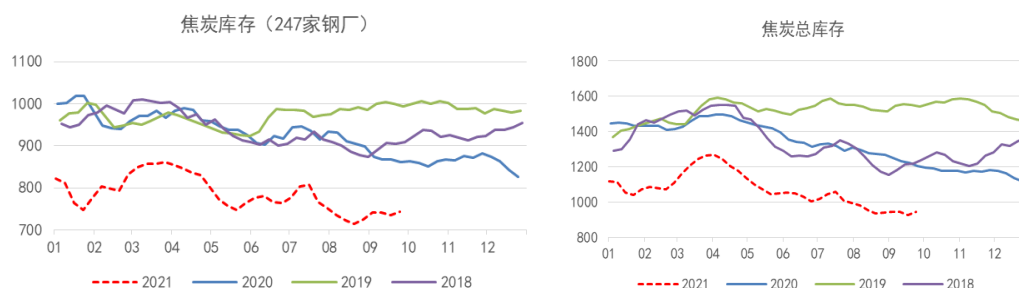
港口库存方面,库存整体偏低。二季度后期焦炭价格高位以及发运倒挂下,贸易商开始出货,港口库存高位下滑。三季度,因集港利润不佳,港口到货及成交均有不佳。未来四季度,发运仍倒挂贸易利润低迷下囤货积极性不高,港口库存应持续低位运行状态。

图 86: 独立焦化厂及港口焦炭库存



资料来源：Mysteel 南华研究

图 87：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，三季度从现货大涨到下游抵触情绪初显现，焦炭企业也从亏损逐渐转为微利。目前处在钢焦博弈的阶段，一方面各地环保督察继续施压供应回落，另一方面原料煤价格仍较高，成本支撑较强且焦化利润微薄，导致产地焦企抵触降价情绪明显。下游钢厂受制于环保及能耗管控、停限产较为明显，同时市场对焦炭价格多有看降预期，影响钢厂采购存在一定观望情绪，追高库存意愿不强，按需采购为主。整体看，随着下游需求走弱，焦企出货放缓，厂内库存小幅累积，国庆节前维稳为主，节后需谨慎观望现货市场对于价格的态度。四季度应关注钢厂需求恢复情况，库存累积情况以及现货松动程度。如四季度初出现大幅回调，焦炭中长期仍具有做多价值。

焦煤，目前进口几乎处于历史低位，严格的安全检查下国内部分煤矿也处于停、限产中，但焦煤供应最紧张的时候已经过去。蒙古疫情反复中，虽然口岸司机疫苗接种率较高，但是后期的通关大量回升仍较为困难。澳煤今年通关基本无望。国内矿端安全检查“十一”节后即将放松，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，重点关注蒙煤进口增量情况。需求端，山东、山西地区焦企关注节后产能恢复情况。因终端需求走弱，下半年焦煤供需偏紧格局边际走弱，但优质主焦仍有缺口。

第5章 策略建议

5.1. 策略

成材四季度仍将有供应主导，采暖季限产和能耗双控仍将持续影响供应，需求端存有边际改善预期，我们认为，成材价格仍有一定上涨空间，其中螺纹 01 合约高点预期在 5900 元/吨，热卷 01 高点在 6100 元/吨，预计供需缺口最大的时间将出现在 11 月，综合考虑我们，螺纹 01 合约运行区间[5200,5900]，热卷 01 合约运行区间[5400,6100]，铁矿石 01 合约运行区间[900, 1200]，四季度煤焦充分回调后，逢低布置多单，焦炭 01 合约[2950, 3650]，焦煤 01 合约[2450, 2950]。

套利上，鉴于当前盘面利润偏高，不宜追高，但中期仍可逢低多钢厂利润，多螺纹（或热卷）空铁矿空焦炭；鉴于四季度建材基本面好于热卷，仍可以逢高空卷螺差，月间价差上，鉴于需求中期下滑，1-5 正套仍可以逢低买入。铁矿石 9-1 正套继续持有。

5.2. 风险提示

货币财政政策政策大幅收紧，国际关系紧张，环保限产政策明显放松，澳煤进口放开，“钢焦博弈”钢厂议价能力增强。

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的日期的判断，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