

供增需减 政策托底

摘要

展望下半年，货币政策不会进一步收紧，但房地产销售下行带来的投资回落，趋势仍将延续，但在多数城市库存情况良好的支撑下，投资不会大幅下行；制造业也将跟随出现回调，多数细分行业将跟随调整；因为经济下行风险可控，并且地方政府融资受限，因此基建投资将延续小幅回落。总体上，钢材需求端预期将趋势性走弱，但下行压力不大。

钢材，下半年螺纹钢的市场核心矛盾点在供给，我们认为电炉投产最终会弥补供求缺口，但时间上可能有所延迟。因此，如果“金九银十”旺季预期提前炒作，而供应增加缓慢，螺纹钢价格仍有望震荡走强；但如果后续增产顺利，而需求趋势性回落，钢价将走弱，首先受到冲击的也将是利润。当然，政策的不确定性和环保限产都是支撑钢价的重要因素。尤其在如今钢铁产能利用率维持高位的背景下。相比之下，板材的供求矛盾不大，当前因转产螺纹钢导致的供给收缩，空间已非常有限，而预期后市需求将回落，对板材价格施压。

铁矿石，三季度是矿山生产发运旺季，叠加新增产能投放，供应压力很大，港口库存继续承压，矿价弱势格局难以改变；但更长远来看，大部分中小矿山和非主流矿已经大幅亏损，四季度必将有很多矿山面临减产，因此将对矿价形成支撑，长期看，矿价下行的空间已经相对有限。

煤焦，我们认为焦煤有效供应下半年将稳步提升，主要体现在产量的逐步释放回升以及蒙古与澳洲进口端的冲击，焦炭在供应上的关系基本与焦煤保持一致；需求上，我们整体认为钢铁终端需求下半年有所走弱，并对煤焦施加一定压力。需要提示的风险主要来自于政策端，比如十九大前后期间的安检、冬季雾霾限产等。

对于钢厂利润，我们认为电炉投产有可能导致阶段性供过于求，对钢厂利润构成打压，但总体上钢铁产能利用率依然保持较高水平，加上环保限产等约束，钢厂有望维持适度合理的盈利水平，供给侧改革的成果将得到保证。

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

从业资格号

F3017610

张勇

zyong@nawaa.com

0571-87839255

从业资格号

F3030695

目录

第 1 章	终端—宏观驱动继续走弱，但下行压力有限.....	4
1.1.	宏观回顾及评述.....	4
1.2.	房地产投资面临小幅下行压力.....	4
1.3.	制造业面临一定压力	8
1.4.	基建增速预计延续小幅回落	11
1.5.	钢材出口.....	13
第 2 章	产业面分析—核心矛盾在供给.....	14
2.1.	钢材篇	14
2.2.	铁矿石篇.....	19
2.3.	双焦篇	22
第 3 章	2017 下半年黑色产业投资策略.....	28
3.1.	单边策略.....	28
3.2.	套利策略.....	28
3.3.	风险提示.....	28
	南华期货分支机构.....	29
	免责声明	

图目录

图 1.2.1 流动性紧缩对商品房销售施压	4
图 1.2.2 商品房销售将继续回落	5
图 1.2.3 销售回落将传导至投资	5
图 1.2.4 销售重回火热.....	6
图 1.2.5 土地购置增速回落.....	6
图 1.2.6 自 2013 年以来持续的去库存	7
图 1.2.7 整体库存水平比较健康	7
图 1.2.8 广义库存去化良好.....	7
图 1.3.1 制造业 PMI 生产和新订单.....	8
图 1.3.2 PPI 将进一步回落	8
图 1.3.3 主动增库存周期已经终结.....	9
图 1.3.4 部分行业面临一定库存压力，但整体库存水平健康.....	9
图 1.3.5 汽车政策效应退潮，库存压力显现	10
图 1.3.6 重卡的政策效应也将减退.....	10
图 1.3.7 挖掘机受建筑施工带动产销两旺，但将面临回落压力	10
图 1.3.8 冰箱洗衣机面临回落	10
图 1.3.9 空调有望维持一定强势	11
图 1.4.1 基建投资增速回落显著	11
图 1.4.2 政策基调叠加财政限制，基建投资预期仍有降温	12
图 1.4.3 PPP 助推基建，但力度有所欠缺（单位：亿元）	12
图 1.5.1 钢材出口	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 螺纹钢产量.....	16
图 2.1.6 重点钢企钢材库存.....	16
图 2.1.7 钢材社会库存.....	16
图 2.1.8 板材供求格局良好.....	17
图 2.1.9 板材库存明显回落.....	17
表 2.2.1 2017-2018 年全球铁矿石新增产能（单位：百万吨）	19
图 2.2.1 国产矿面临重新减产压力.....	19
图 2.2.2 矿山开工率开始回落	20
图 2.2.3 铁矿石高低品位矿价差	20

图 2.2. 4 铁矿石港口与钢厂库存	21
图 2.2. 5 铁矿石进口量同比继续大增	21
图 2.2.6 上半年澳巴发货量创同期历史新高	21
表 2.3.1 2017 年 1-4 月炼焦煤供求	22
图 2.3.2 炼焦煤进口	23
图 2.3.3 独立焦化厂开工率	24
图 2.3.4 钢厂高炉产能利用率	24
图 2.3.5 我国焦炭出口量	25
图 2.3.6 独立焦化厂库存	25
图 2.3.7 煤企库存	25
表 2.3.8 各矿区煤企盈亏统计	26
图 2.3.9 焦化利润	26

第1章 终端—宏观驱动继续走弱，但下行压力有限

1.1. 宏观回顾及评述

2017 上半年，虽然国际政治事件频发，美国新总统上任以来，推出了多项颇具争议的政策，而法国也迎来了大选，英国政局出现了意外的变化，韩国总统遭遇弹劾，巴西总统面临腐败丑闻。但在不平常不平静的国际形势下，国内经济总体表现良好，经济增长稳健，一季度 GDP 增速 6.9%，延续回升势头；虽然固定资产投资受基建投资回落拖累，但民间投资出现一定复苏；在经济复苏和供给侧改革的作用下，工业企业盈利能力改善，1-4 月工业企业利润总额累计增长 24.4%，1-5 月工业增加值累计同比增长 6.7%，增速比去年有明显回升；消费延续良好的增长势头，进出口维持强势。

但是，另外一方面，我们也看到，伴随国内货币政策紧缩，房地产调控范围继续扩大，商品房销售开始降温，地产投资增速出现回落；而由于今年对基建投资的需求降温，基建投资增速回落明显，虽然淡化投资在国民经济中的影响，是我国经济转型的长远目标，但短期内投资需求回落必将传导至制造业，事实上我们看到，2 季度包括 PPI、工业企业利润、工业增加值等多项指标已经跟随回落，下半年经济增速仍有回落的风险。不过，经过过去几年的调整，叠加供给侧改革发力，我们看到一些行业产能过剩的局面已经出现显著改善，多数城市地产库存有效去化，经济结构出现一定优化，因此对下半年的经济表现，我们认为虽然下行趋势基本确立，但不应过分悲观。

具体来看，展望下半年，货币政策虽然仍将处于收紧周期内，但无风险利率已经见顶，央行将维持市场处于平稳状态，因此流动性不会对经济产生明显压力，而压力更多来自于投资延续下行趋势并对制造业的冲击上来。我们认为，房地产销售将继续走弱，叠加去年以来投资和新开工回升，楼市库存下降趋势将得到遏制，但库存总体情况良好，因此热点城市楼市预期依然良好，投资和新开工增速将继续回落，但下行压力不大。基建投资将延续增速回落势头；制造业，受地产基建带动，工程机械及其上游将出现回落；而 PPI 和利润的回落也将对生产和库存行为施压。但经过过去几年的调整和供给侧改革后，产能过剩情况缓解，库存总体健康，因此下行的压力同样不大。

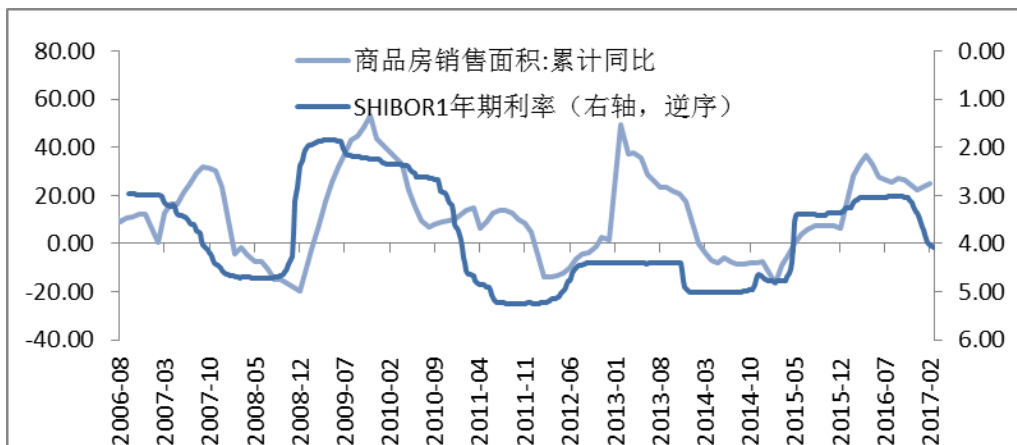
1.2. 房地产投资面临小幅下行压力

1. 流动性紧缩和调控叠加，商品房销售继续承压

1-5 月份，商品房销售面积 54820 万平方米，同比增长 14.3%，增速比 1-4 月份回落 1.4 个百分点。

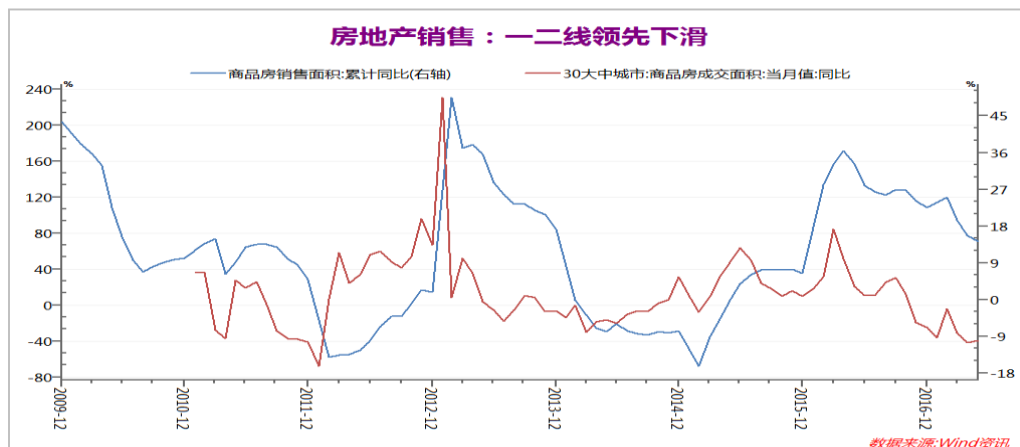
信贷收紧，将对地产销售和地产投资形成压制，最终都作用到地产投资上。回顾历史，利率抬升最终都造成地产投资增速回落，虽然这一传导有时会有一定时滞。此外，地产调控全面收紧。去年 1、2 线调控收紧后，3、4 线放量，但是当前 3 线城市调控收紧，销售也开始见顶回落；历史上看，1、2 线城市对全国商品房销售有一定领先性。

图 1.2.1 流动性紧缩对商品房销售施压



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2 2 商品房销售将继续回落



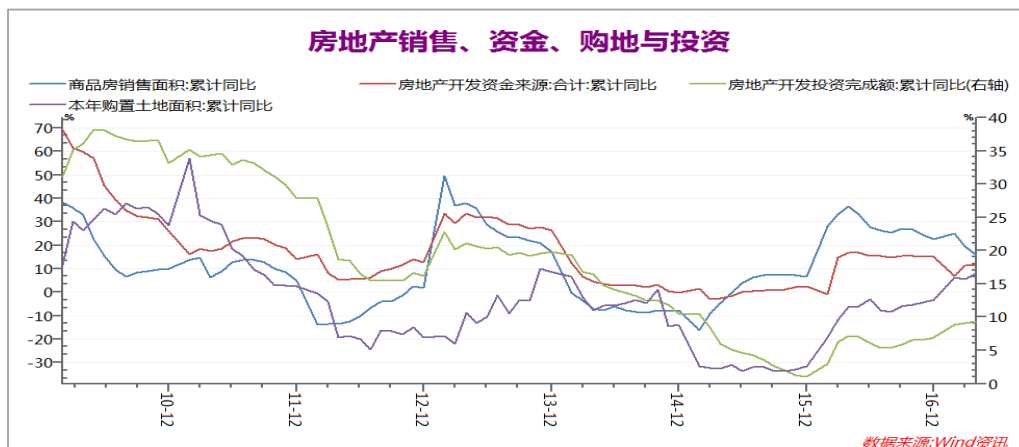
数据来源：Wind 南华研究

2. 销售回落将传导至投资，但房价对投资影响更大

2017 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 37595 亿元，同比名义增长 8.8%，增速比 1-4 月份回落 0.5 个百分点。

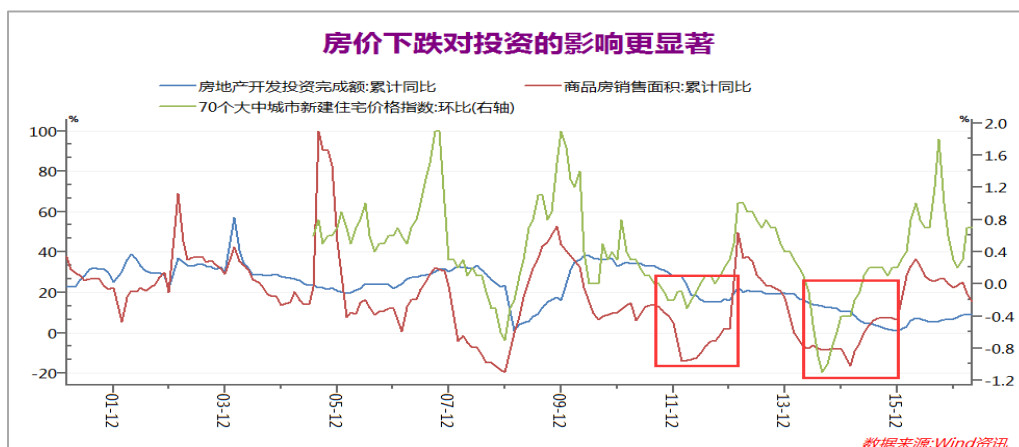
销售回落，开发到位资金回落，必将引起土地购置和投资跟随下降。但是，12 年、14-15 年投资大幅下滑，更多是因为房价下跌。如今库存去化良好，房价下跌的可能性较小，因此投资虽然预期回落，但有望保持一定水平。

图 1.2 3 销售回落将传导至投资



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.4 销售重回火热

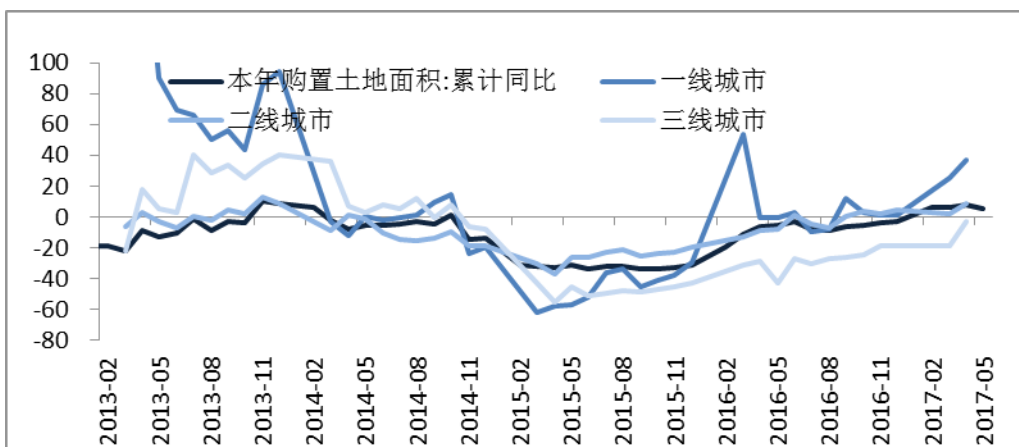


数据来源: Wind 南华研究

3. 土地购置出现回落

受销售降温传导，土地购置增速也出现了下滑。1-5 月份，房地产开发企业土地购置面积 7580 万平方米，同比增长 5.3%，增速比 1-4 月份回落 2.8 个百分点；土地成交价款 3036 亿元，增长 32.3%，增速回落 1.9 个百分点。

图 1.2.5 土地购置增速回落



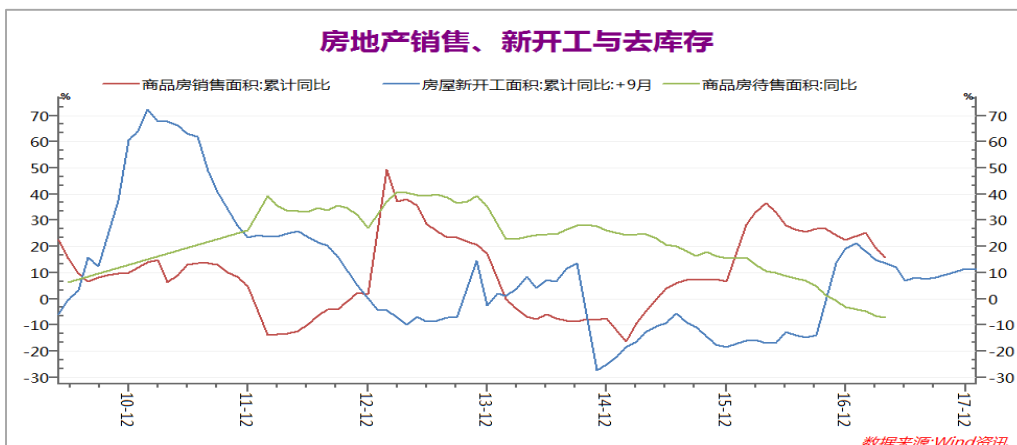
数据来源: Wind 南华研究

4. 库存去化良好，将支撑房价和投资

13 年以来，销售大于新开工，房地产持续去库存。库存下降将支撑房价和投资。

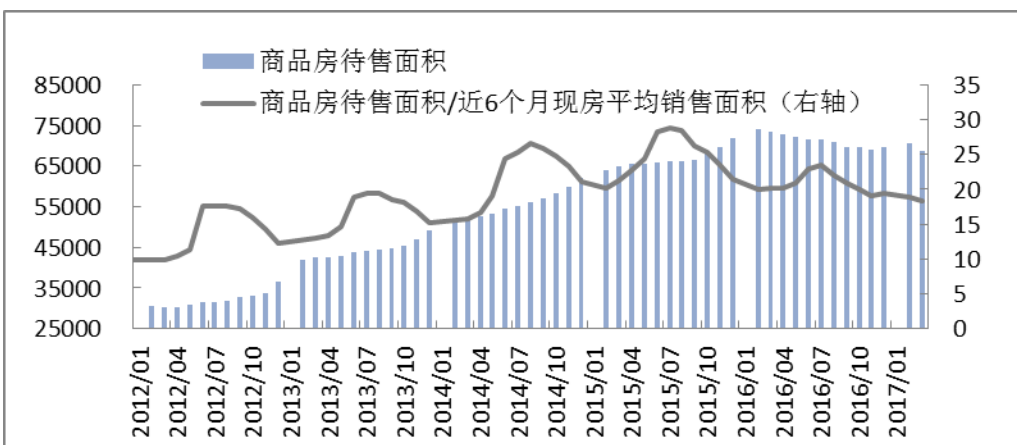
去年末以来，部分三四线城市销售明显放量，去库存取得一定效果，绝对库存水平持续下降。但是伴随销售增速回落，去年以来投资和新开工回升，下半年楼市库存去化周期将出现回升，但是整体开发商的库存水平较为健康。对热点城市楼市的预期依然良好，有利于支撑投资和新开工保持一定稳健的增速。

图 1.2 6 自 2013 年以来持续的去库存



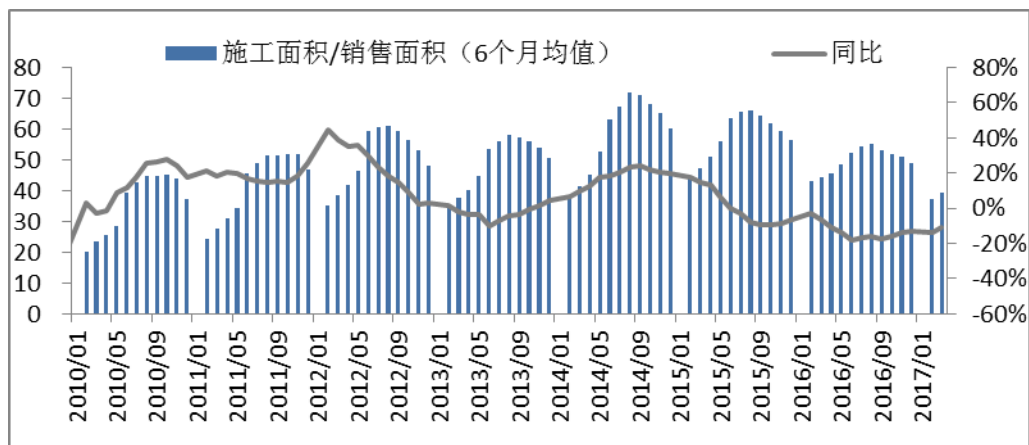
数据来源: Wind 南华研究

图 1.2 7 整体库存水平比较健康



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2 8 广义库存去化良好



数据来源：Wind 南华研究

5.小结

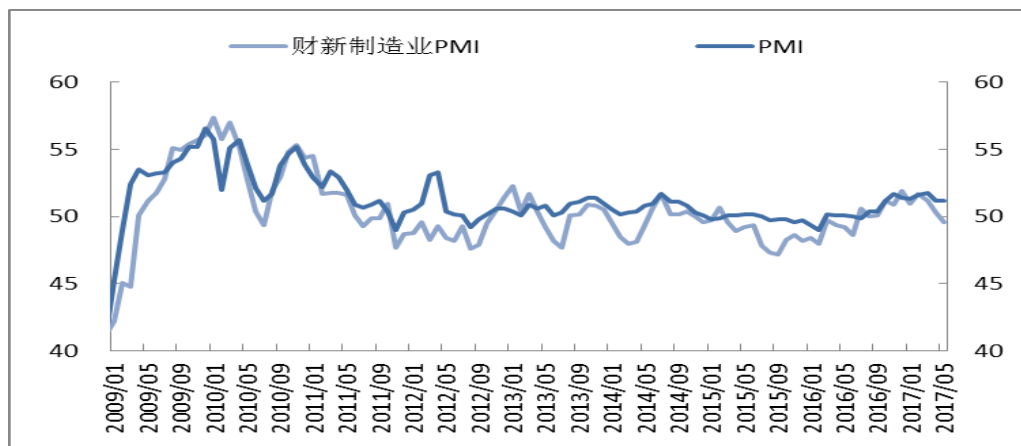
在不断的调控扩围和货币政策收紧双重打压下，楼市销售继续降温，并且5月地产投资增速也首度出现回落，下半年销售回落将进一步施压，地产投资下行的趋势基本确立，但是，由于过去几年的持续去库存，目前热点城市和开发商手中库存较为健康，预期支撑下，地产投资下行的压力有限，全年的投资增速有望维持在5%上下。

1.3. 制造业面临一定压力

1. PMI、PPI 回落，补库存阶段结束，制造业面临回调

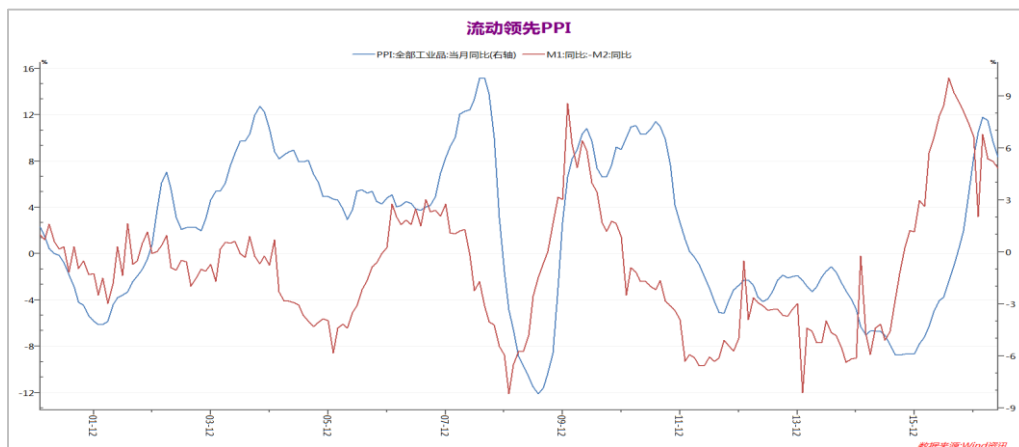
制造业 PMI 见顶回落，生产和新订单指数都同步回落。受到流动性收紧打压，PPI 于 2 月见顶后明显回落。原材料库存和产成品库存出现一定回升，部分行业短期面临一定库存压力，从流动性收紧对库存行为传导来看，去年以来的主动补库存周期已经终结。但总体来看，经过近几年调整，当前整体库存水平较为健康。

图 1.3.1 制造业 PMI 生产和新订单



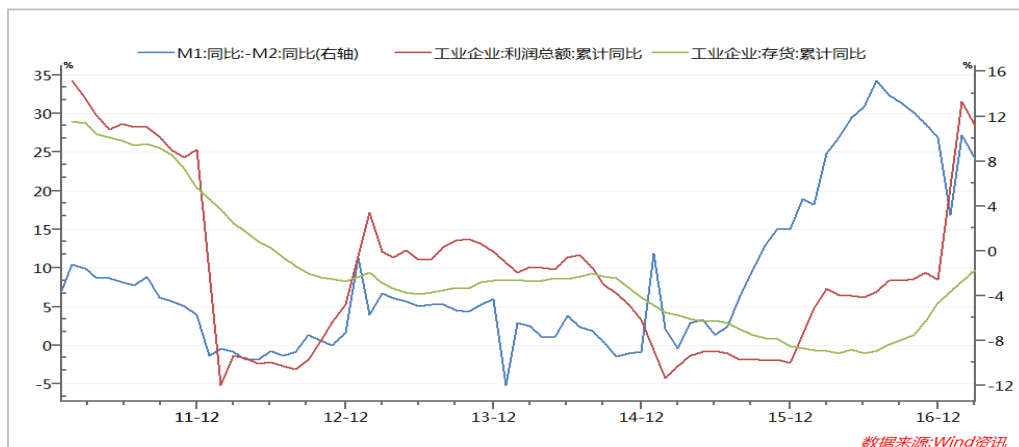
数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.2 PPI 将进一步回落



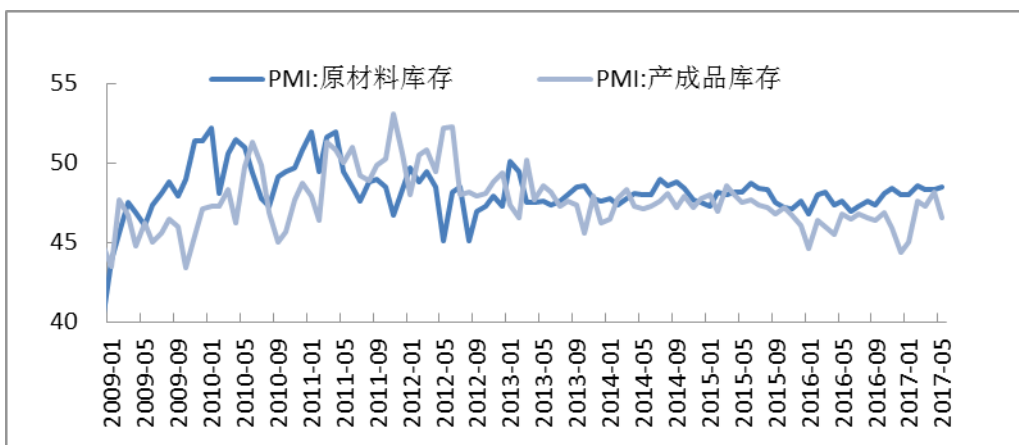
数据来源: Wind 南华研究

图 1.3.3 主动增库存周期已经终结



数据来源: Wind 南华研究

图 1.3.4 部分行业面临一定库存压力, 但整体库存水平健康



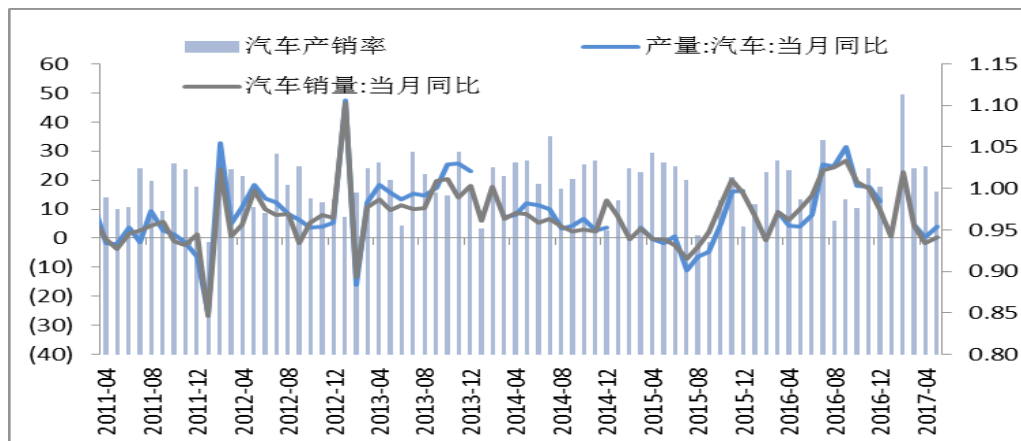
数据来源: Wind 南华研究

2.乘用车销售受阻, 工程机械、重卡和家电都面临回落

去年 1.6 排量以下购置税减半政策, 刺激 2016 年下半年汽车产销大幅增长。今年产销明显下滑, 目前销量回落大于产量, 库存压力显现, 下半年由于基数效应, 销售同比回落压力仍在; 冰箱、洗衣机与地产销售相关性很强, 预计将跟随回落; 空调有一定滞后性, 有望维持强势。造船行业仍然低迷,

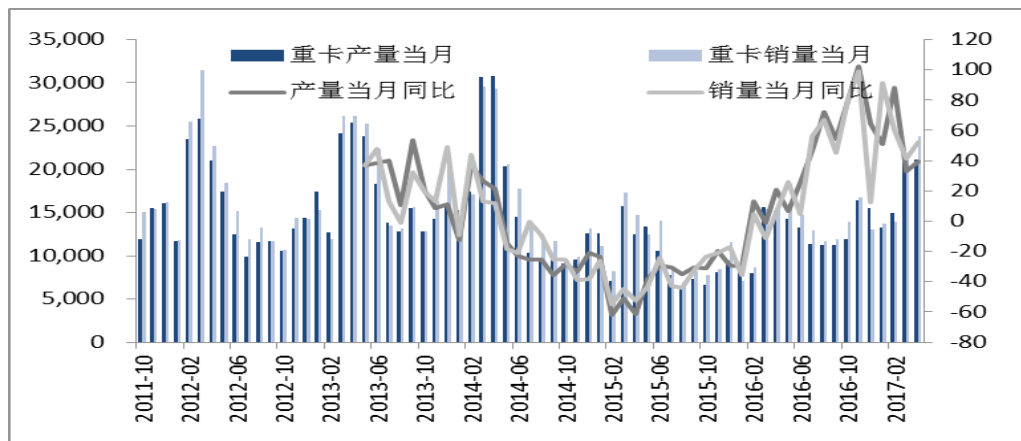
新订单和手持订单量创历史新低。但伴随国际经济贸易好转和海运费上涨，有望持稳回升。集装箱呈现稳步回升势头。

图 1.3 5 汽车政策效应退潮，库存压力显现



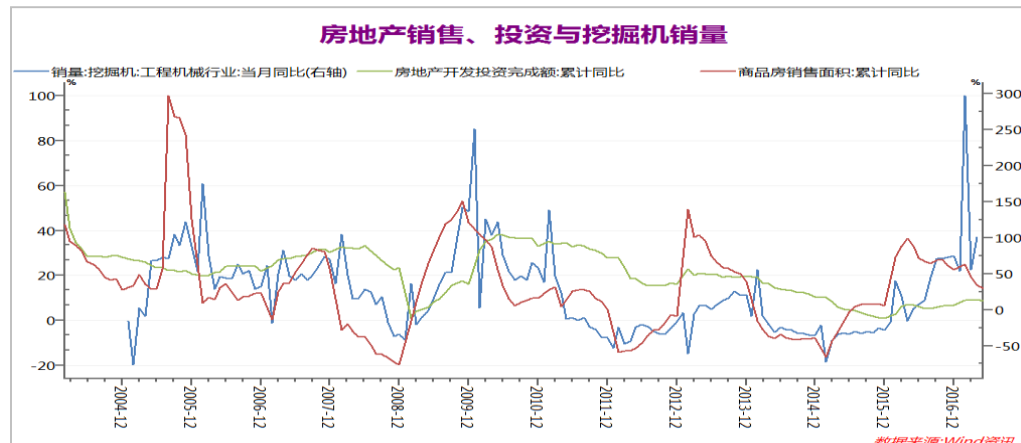
数据来源: Wind 南华研究

图 1.3 6 重卡的政策效应也将减退



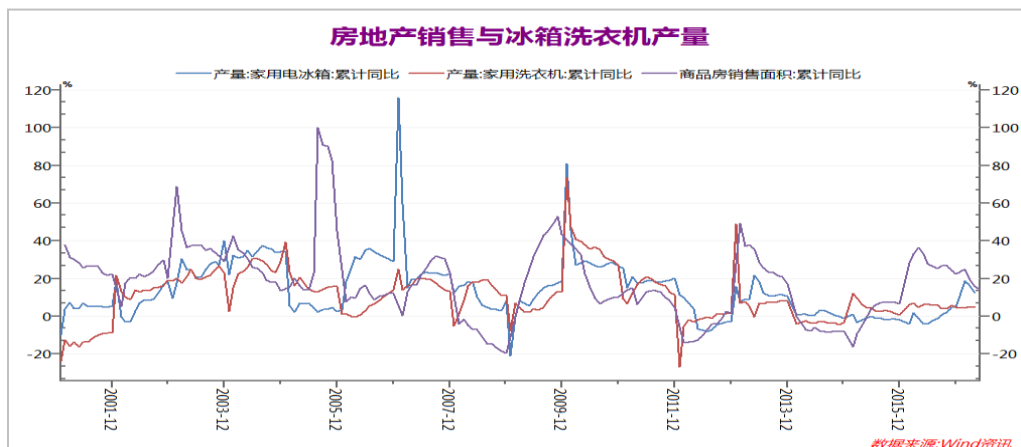
数据来源: Wind 南华研究

图 1.3 7 挖掘机受建筑施工带动产销两旺，但将面临回落压力



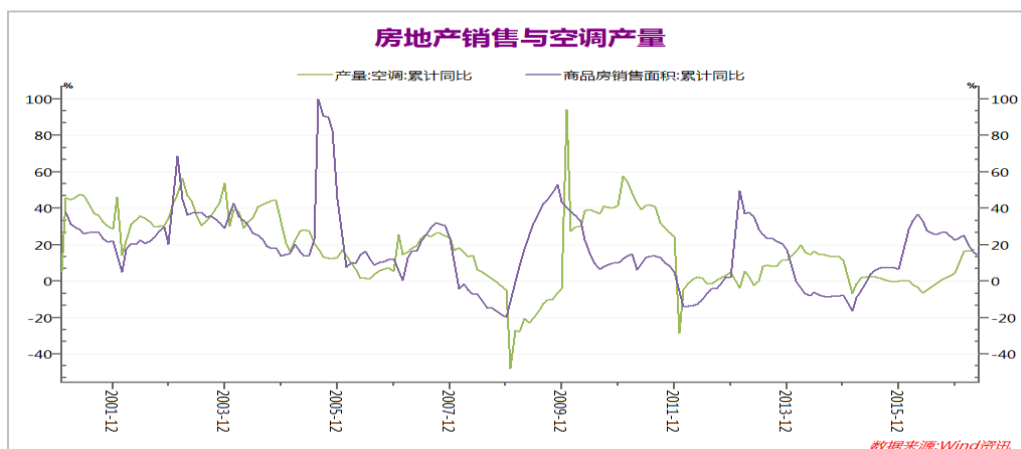
数据来源: Wind 南华研究

图 1.3 8 冰箱洗衣机面临回落



数据来源：Wind 南华研究

图 1.39 空调有望维持一定强势



数据来源：Wind 南华研究

3.小结

信贷收紧，PPI、制造业 PMI、工业企业利润回落，部分行业出现库存压力；加上地产基建走弱预期传导，制造业下半年将面临回落压力。从细分行业来看，大部分行业，或因受到地产带动，或自身政策效应减退，也将面临向下调整的压力。但因为过去几年的调整，加上供给侧改革效应下产能过剩局面缓解，整体库存水平较为健康，因此下行的压力有限，不用过分悲观。

1.4. 基建增速预计延续小幅回落

1.政策预期降温，基建投资进一步回落

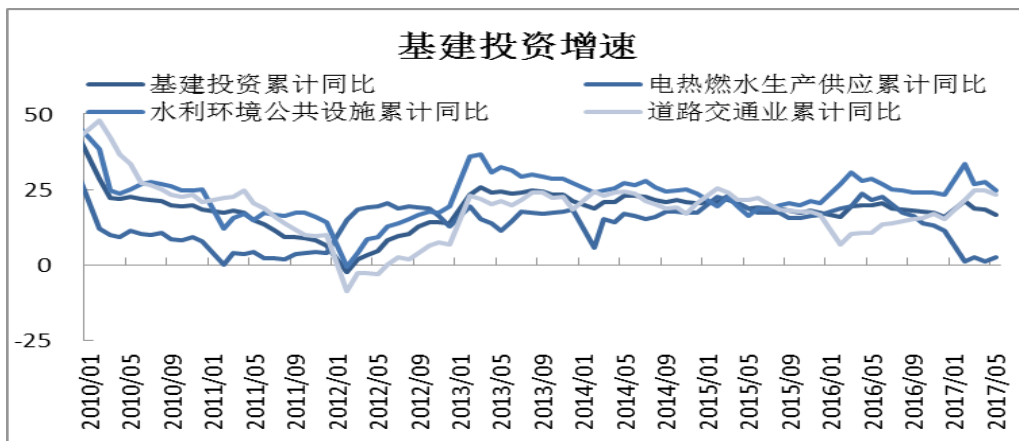
1-5 月，全国基础建设投资累计完成额 53075 亿元，同比增长 16.66%，增速回落明显。

《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。

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。

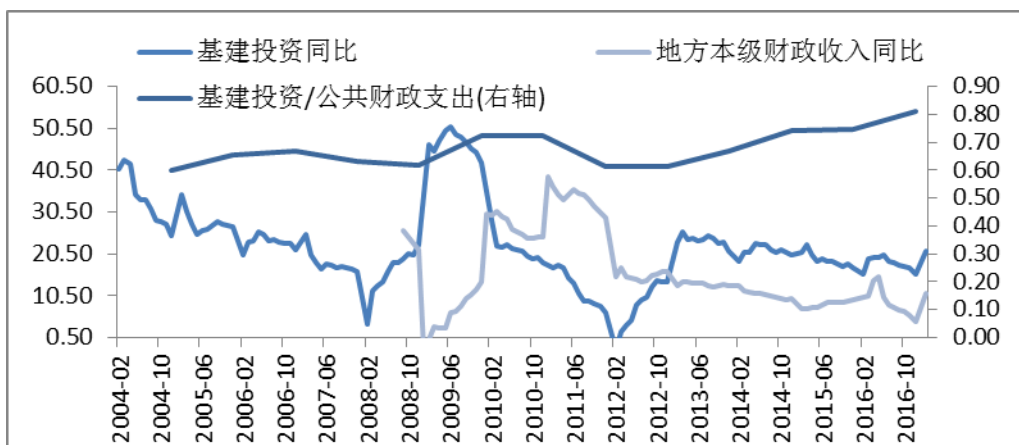
5 月 3 日六部委联合发布“50 号文”，规范地方政府违规举债融资，贯彻金融去杠杆政策意图，对基建投资也将起到冲击。

图 1.4.1 基建投资增速回落显著



数据来源: Wind 南华研究

图 1.4.2 政策基调叠加财政限制, 基建投资预期仍有降温

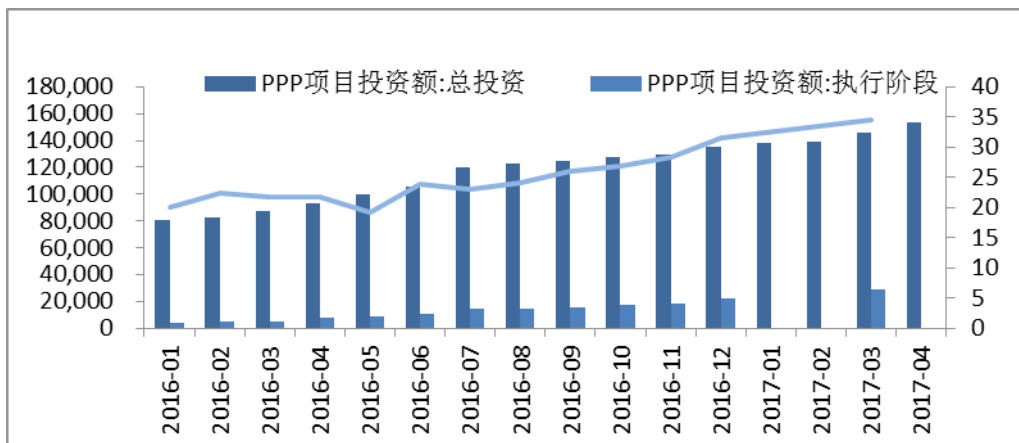


数据来源: Wind 南华研究

2. PPP 助推基建, 但力度有所欠缺

截止 2017 年 4 月, PPP 项目总入库数 12700 个, 计划总投资 15.3 万亿, 今年项目入库和总投资增速放缓。截止 3 月, 落地率上升至 34.5%。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%。PPP 在基建投资中的重要程度不断上升。

图 1.4.3 PPP 助推基建, 但力度有所欠缺 (单位: 亿元)



数据来源: Wind 南华研究

3.小结

2017 年上半年，基建投资迎来强势开局后，一路走弱，5 月累计增速已经较年初回落 4.6% 个百分点。今年政府规划中对基建投资需求降低是主要因素，而限制地方违规举债融资，对基建资金来源构成了一定限制。PPP 在基建中扮演越来越重要的角色，但从目前来看，并没有强劲发力。整体由于今年经济没有大幅下行压力，稳增长需求不强，政府工作报告中已经对今年基建投资定下基调，加上对金融去杠杆的整顿，下半年基建投资增速有望延续小幅回落的态势。

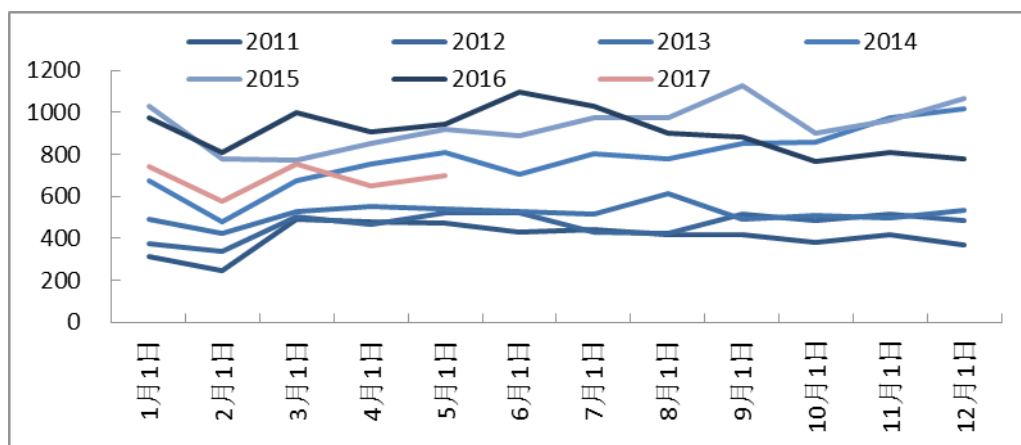
1.5. 钢材出口

1. 出口预计维持平稳

因为国内去产能，钢价表现较强，尤其是建材，出口与国内倒挂，因此钢厂纷纷出口转内销，上半年出口量明显萎缩。

下半年，我们认为钢材供求失衡的矛盾已经得到缓解，出口继续萎缩的可能性较小，有望在目前的水平下保持平稳，如果电炉投产超出预期，钢价大幅下挫，出口可能还在短期迎来回升，缓解内部供给压力。不过我们认为这种情况出现的可能性较小。

图 1.5.1 钢材出口



数据来源: Wind 南华研究

第2章 产业面分析—核心矛盾在供给

2.1. 钢材篇

从 2017 上半年钢市运行情况看，整体呈宽幅震荡格局，旺季不旺，钢材价格承压下跌，淡季不淡，钢价稳中偏强。究其原因，我们认为市场对于旺季预期过高，而淡季则过低，下半年钢市的核心矛盾点在供给端，尤其是电炉的投产量及节奏问题将是主导行情的主要逻辑，需求端则相对平稳，或小幅走弱。原料端，铁矿石基本面难出现实质改善，依旧承压运行，双焦则因 276 政策去除后面面临供给回升，整体亦相对承压。同时，下半年环保等因素会显著多于上半年，炒作题材多，因此钢价也将趋于宽幅震荡。

2.1.1. 行情回顾

上半年钢市宽幅震荡，旺季不旺，淡季不淡，表现在价格上就是淡季时价格上涨，旺季时价格下跌。伴随 6 月底地条钢彻底退出市场，电炉复产进度又因政策不确定性而存一定变数。

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、成本、开工、产量及库存

上半年钢厂利润整体非常可观，从年初开始走高，至 3 月份达阶段高点，螺纹钢吨利润 800 左右，随后出现下滑，至 4 月底达阶段低点 300 左右，随后便展开一波强势上涨，最高点出现在 6 月初的 1100 左右。今年钢厂开启的“印钞模式”要得益于铁矿石价格的单边下跌，同时，地条钢等非法产能得到彻底去除也强有力提振市场，在下游需求良好的情况下，螺纹钢并未出现单边大幅下跌。

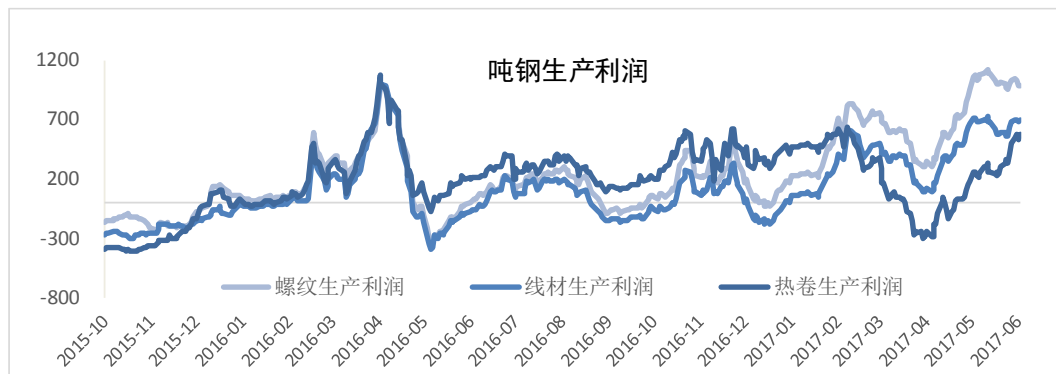
钢厂原料方面，今年铁矿石暴跌，下半年供应压力仍然较大，但这早已成为市场共识，目前价格一定程度上也反应这一悲观预期，在无进一步利空因素压制下，我们不认为铁矿价格会继续大幅下探。焦煤在 276 政策取消后产量预计回升，价格承压，但供给侧改革背景下，煤炭价格也不易出现坍塌行情。因此，钢厂炉料成本或已接近区间下沿，相对成材下方空间较为有限。

从盈利钢厂比例来看，全国钢厂稳中向好，上半年一直维持在高位，最高点出现在 3 月中旬，盈利钢厂比例 88.34%，也为近几年高点，我们认为这样的盈利更多来自于政策红利，下半年的电炉、环保、去产能等因素会不会继续发酵也将对此产生直接影响。

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，一方面因为统计样本本身问题，很多被去除的产能仍然统计在内，目前剔除这部分去除产能后产能利用率基本在 90%左右，

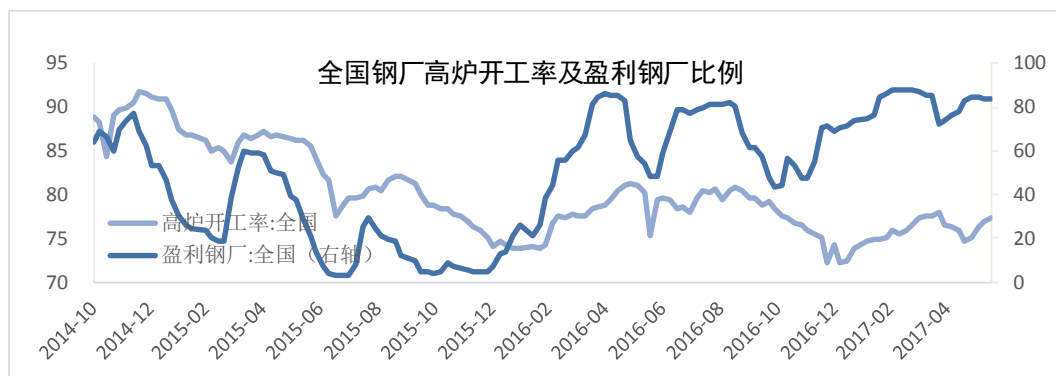
进一步上升空间也相对有限，据调研数据，目前在高利润状况下，钢厂基本都是满负荷生产，甚至一些停滞几年的产能都被重新开启，但这部分量相对有限；另一方面，不定期的环保限产一定程度上也影响到钢厂正常开工。

图 2.1.2 钢厂生产利润



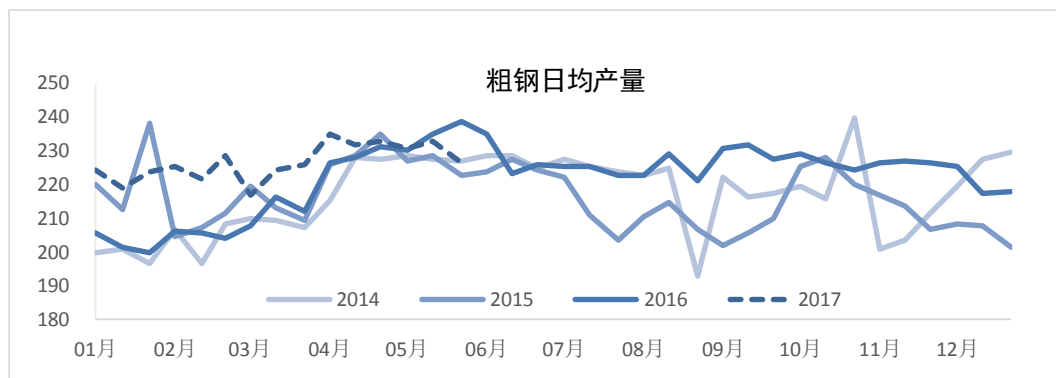
资料来源：Wind 南华研究

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



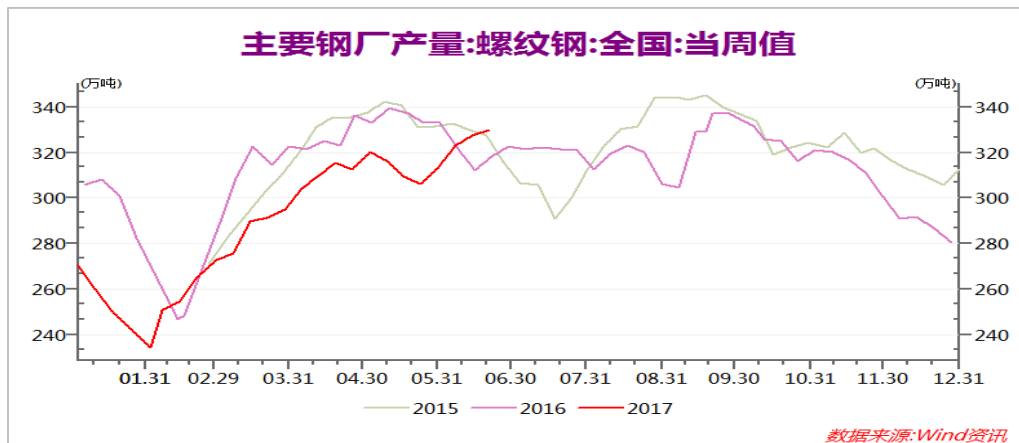
资料来源：Wind 南华研究

从粗钢产量上看，上半年日均产量整体呈现上升状态，且显著高于去年同期，主要因钢厂利润可观，在高利润刺激下，钢厂必然开足马力生产，释放所有可实现产能，因而从钢厂高炉开工角度讲，下半年粗钢产量也难再实现新高。

从重点钢企钢材库存来看，与去年同期相比，今年 2 季度库存去化速度良好，自 4 月份开始库存

去化加速，当前库存已经显著低于去年同期水平，钢厂端出货情况保持良好。从钢材社会库存来看，今年库存已经接近去年同期的历史最低水平，并且 2 季度去化速度则要明显快于去年同期，这也导致钢价在出现下跌后底部支撑明显。

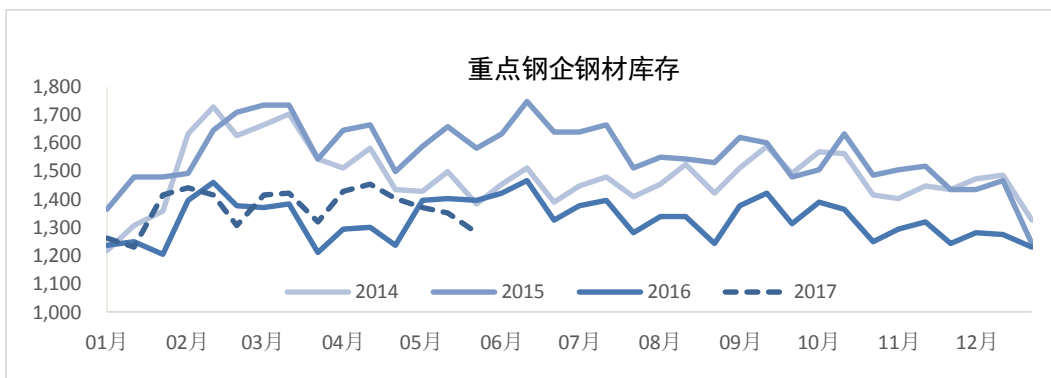
图 2.1.5 螺纹钢产量



资料来源: Mysteel 南华研究

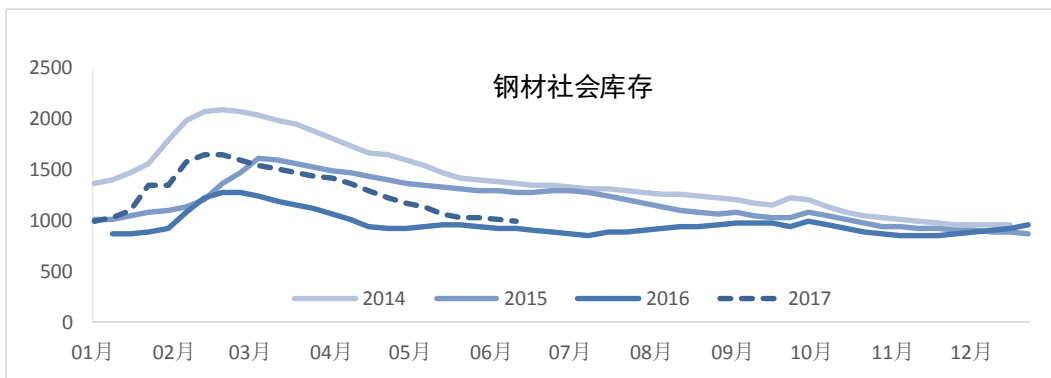
5 月下旬环保放松以来，伴随钢厂复产增产，板材转产，调坯轧材增产以及电炉投产，螺纹产量低位回升约 26 万吨/周，伴随 6 月南方梅雨季来临，终端需求萎缩，螺纹供给缺口弥补，库存甚至出现小幅回升。

图 2.1.6 重点钢企钢材库存



资料来源: Wind 南华研究

图 2.1.7 钢材社会库存



资料来源：Wind 南华研究

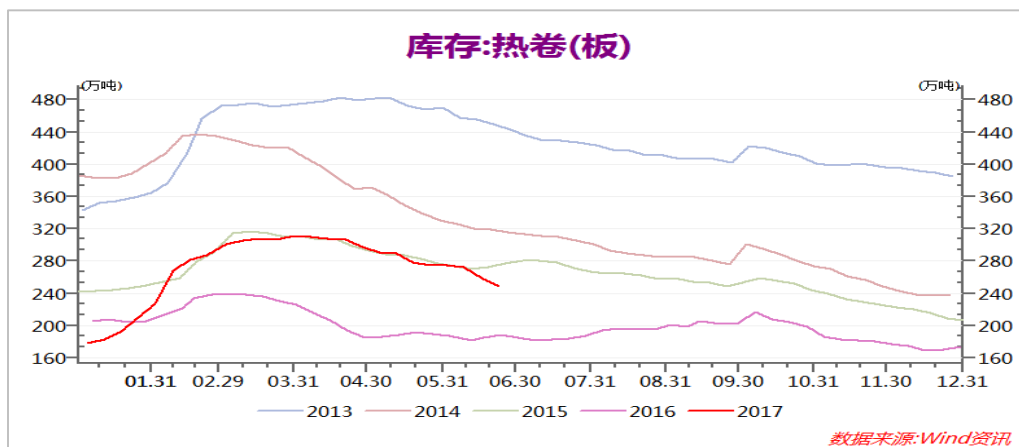
板材一季度增产明显，库存去化受阻，价格一度跌破成本。随后小幅减产，近期虽然环保限产放松，但因为螺纹利润良好，部分板材企业转产螺纹，导致产量小幅回落，但转产空间已经非常有限（预计不超过1万吨/日），板材供给总体平稳，库存小幅下滑，表明供给略小于需求。后市板材的主要矛盾在需求端，预计下半年终端地产和制造业有小幅回落的预期，板材需求也将承压。此外，如果电炉投产超预期，螺纹钢利润回落，板材的供应也可能重新增加。总之，当前也许是板材供求格局最好的时期，将来有可能会出现走弱。

图 2.1.8 板材供求格局良好



资料来源：Mysteel 南华研究

图 2.1.9 板材库存明显回落



资料来源：Wind 南华研究

2.1.3. 螺纹供给端不确定因素较多，行情扰动大

上半年大宗商品暴跌行情更多由宏观因素所致，对于钢材而言，我们认为下半年主导行情节奏的将会是供给端。一方面，供给侧结构性改革将持续推进，去产能仍在路上，同时，下半年环保等因素也将显著高于上半年；另一方面，随着地条钢产能清除最后期限到来，这部分产能将彻底退出市场，部分产能也将由电炉取代，目前市场较为不确定性是这部分产能及产量投产的具体时间与节奏。

螺纹钢利润目前仍在千元之上，且这轮持续时间较长，钢厂可谓是开启“印钞模式”，理论上而言，任何可以增产的方式钢厂一定会勇于尝试且付诸实施，除非触及政策与法律底线。当前钢厂有以下几条增产路径：第一，高炉增产。据了解，钢厂现有高炉产量已接近上限，部分钢厂转炉过程中

废钢比例也基本触及上限，甚至超过 20%这一理论值。目前可复产空间上限在 3000-4000 万吨，除已经复产的产能之外，其余并未有太多复产传闻，这部分多受供给侧改革影响，无法估算；第二，铁水优先转供螺纹产线。前阶段板材利润大幅走弱，有些甚至出现亏损，部分钢厂已将铁水转供螺纹，从相关机构调研统计数据看，这部分量上限在 70 万吨/月，目前无提升空间；第三，新增电炉产能。这部分基本处于市场盲点，各机构预测从 1000 万到 5000 万吨都有。中频炉现在属于违规产能将全部清除，这毋庸置疑，6 月 30 号是最终期限，但其中有一点需要指出，早期有很多中频炉企业在工信部是以电炉资质而报备的，因此，这部分中频炉企业设备被拆除时，理论上可直接置换成电炉产能，在我们调研过程中，东部某地区这一比例大致在 4 至 5 成，全国有电炉资质的企业约为 4500 万吨，截止 6 月底，有 1000-1500 万吨产能已经在产，我们认为仍会有近 2000 万吨产能在 8 月前后投产。此外，目前电极市场缺货，供不应求，价格高，将影响电炉进度，但我们认为电极缺货与阶段性环保有关，可能会延后电炉投产时间，不会成为阻碍电炉生产的核心因素；第四，出口转内销。年初以来，因国内螺纹价格高企，出口将已经实现大部分回流，提升空间已经非常有限。

表 2.1.1 下半年螺纹钢增产方式预估

增产方式	产量（万吨/日）
出口转内销	<0.5
增加转炉废钢比	0.00
高炉复产增产	0.00
板材转螺纹	<0.5
投产电弧炉	3-5
合计	4-6

资料来源：南华研究

整体上，供给方面，高炉增产空间不大，板材铁水转供螺纹产线亦无进一步提升空间，唯一扰动因素便是新增电炉产能，其中又存在太多政策上的不确定性，不易估算。但我们认为，受到诸多因素干扰，电炉投产可能在时间上有一定的延迟，然而预估的合计 3000 万吨左右产能最终大概率投产，最迟有望在 9-10 月份实现增产。目前，螺纹约 330 万吨/周的产量，叠加需求淡季，供求弱平衡。如果“金九银十”旺季预期提前炒作，而供应增加缓慢，钢价仍有望震荡走强；但如果后续增产顺利，而需求趋势性回落，钢价将回归，首先受到冲击的也将是利润。

2.1.4. 钢材小结：核心矛盾在供给

如前文所述，我们认为下半年螺纹钢的市场核心矛盾点在供给，中频炉产能清除后产生一定供需缺口，这部分缺口能否弥补仍存变数，我们认为电炉投产最终会弥补这一缺口，但时间上可能有所延迟。因此，如果“金九银十”旺季预期提前炒作，而供应增加缓慢，螺纹钢价格仍有望震荡走强；但如果后续增产顺利，而需求趋势性回落，钢价将回落，首先受到冲击的也将是利润。当然，政策的不确定性不易把握，并且，“十九大”的召开和进入冬季后，都会有比较严格的环保要求，高炉开工将受到限制。如今，钢铁产能利用率维持高位的背景下（即使考虑电炉产能投产亦然），环保限产将成为支撑钢价的重要因素。

相比之下，板材的供求矛盾不大，当前因转产螺纹导致的供给小幅收缩，空间已非常有限，而预期后市需求将回落，对板材价格施压。

2.2. 铁矿石篇

2.2.1. 2017-2018 新增产能预估

下半年矿山将迎来增产的高峰期，主要增产的项目有 Vale 的 S11D、Roy hill、BHPB、AA(Anglo American)的 Minas Rio、印度果阿邦等。另外力拓的 NIT II、Citic 去年投产的产能，今年将释放。加上其他非主流矿，新增供给在 6000 万吨以上。其中高品位矿超过 5000 万吨。三季度将迎来矿山产能释放高峰，下半年新增供给量约超过 3600 万吨。

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：	产能：	增产：	增产：	Fe 品位%	成本
			CY2016	CY2017E	CY2017E	CY2018E		
Hancock								
Australia	Prospecting	Roy Hill	32	45	10-13	10	60-62	未知
Australia	Rio Tinto	Pilbara	330	335	5	10	pb 粉	26
Australia	BHPB		270	278	6	14	61-62	26
Australia	FMG		168	173	5	0	58	39
Australia	Citic	Sino Iron	12-24	24	5-7	0	65 磁铁矿	>55
Anglo								
Brazil	American	Minas Rio	16	16-18	0-2	8	62	40-42
Brazil	Vale	S11D	349	360-380	20-30	20	65	36
合计					51-68	62		

数据来源：Bloomberg 南华研究

2.2.2. 国外矿山成本分析

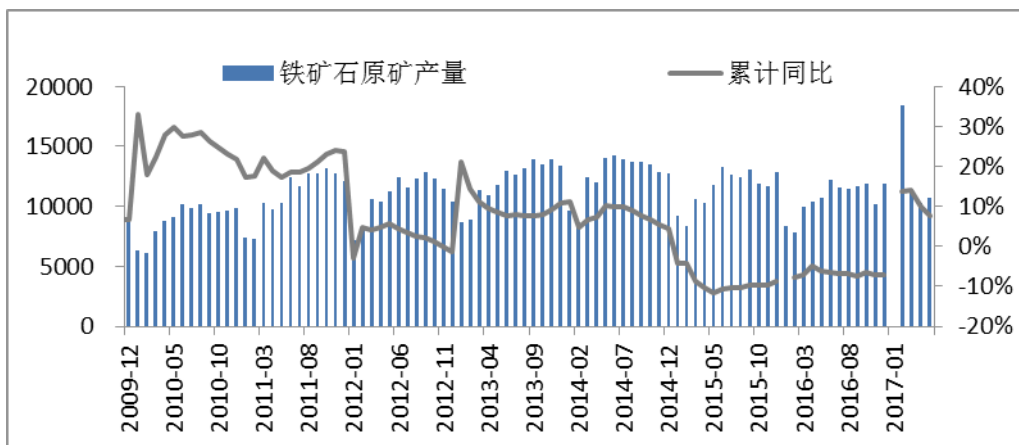
英美资源的 Kumba、Minas Rio 成本为 40-42 美金/干吨（62%Fe），高品矿；Atlas 的完全现金成本为 56 澳元/湿吨，即约 40-44.5 美元/干吨（56-58%Fe）；FMG 的完全现金成本为 29 美元/干吨（56.5-59%Fe），预计实现普氏 62%价格的 75-85%。

目前普氏 58%Fe 为 33 美金/干吨，62%Fe 为 57 美金/干吨。根据普氏 58%Fe 现价，以 Atlas 为代表的广大中小矿山已经大幅亏损，即使考虑部分矿山用衍生品做了保值，其亏损幅度依然较悲观。FMG 目前仍盈利良好，根据普氏 CFR62%Fe 价格折扣 75-85%，62%Fe 普氏报价 39 美金时，FMG 盈亏平衡。（注：未考虑运费下跌和澳元贬值）

2.2.3. 中国矿山复产与减产

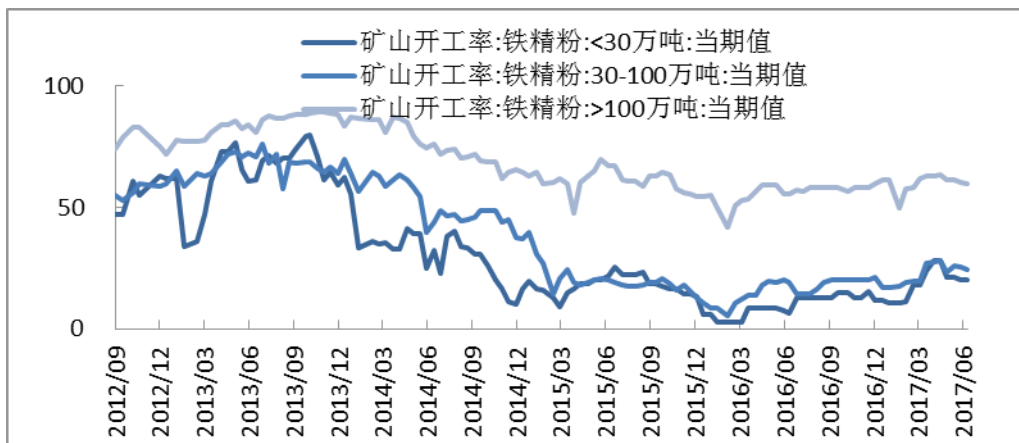
1-3 月全国原矿 29819 万吨，增产 14%，但是 4-5 月，伴随矿价跌，库存积压，产量环比已经出现下滑。目前对国内矿山减产缺乏全面的调研，但伴随矿价回落，各地区矿山开工纷纷下降。伴随国外高品位矿的投产，国产矿面临重新被挤出的压力。

图 2.2.1 国产矿面临重新减产压力



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.2 矿山开工率开始回落

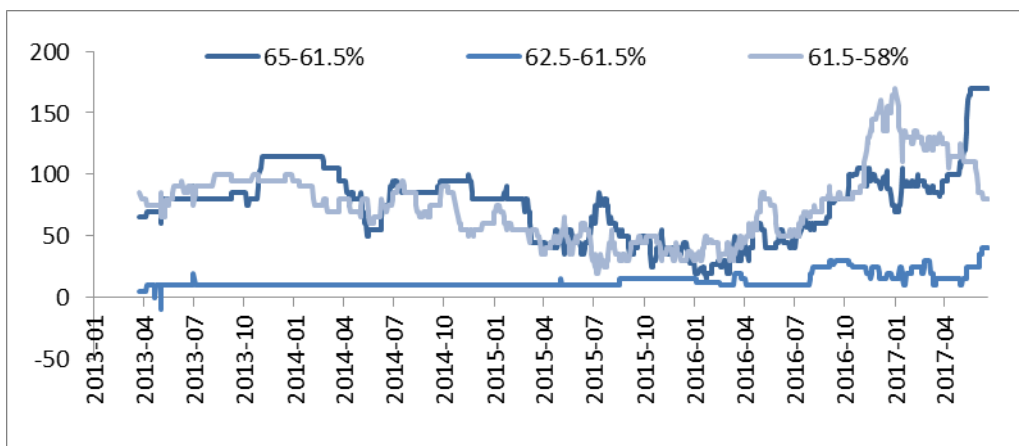


数据来源：Wind 南华研究

2.2.4. 高品位矿供给充足，钢厂补库需求不足

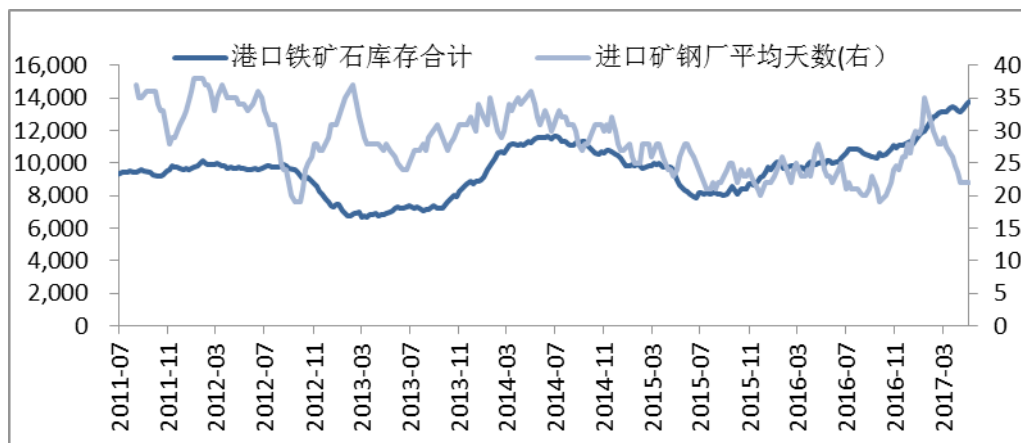
去年因焦炭价格大幅上涨，高品位矿需求增加，带来品位价差一度扩大。虽然价差在去年末达到高估并回落。但是今年伴随中频炉停产，钢厂在高利润激励下，继续增加对高品矿的使用来增产，并且焦炭价格仍维持高位，高品位矿升水依然处于高位，并且只要钢厂利润好，这一格局有望一直延续。

图 2.2.3 铁矿石高低品位矿价差



数据来源: Mysteel 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 6 月末, 港口库存超过 1.45 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, 目前已经回落至 23 天。

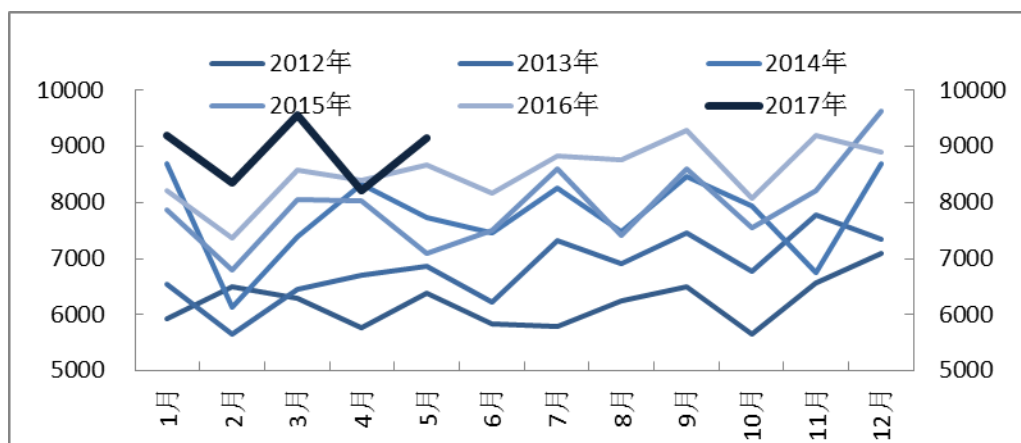
目前钢厂库存已经降到去年偏低水平, 但因为港口库存充足令钢厂不用担心短期供应, 钢厂缺乏主动补库存的动力。在利润水平良好的支撑下, 我们认为钢厂继续降库存的动力也有限, 未来库存水平有望维持稳定, 按需采购为主。

港口库存创历史新高, 据不完全统计, 因高品位矿增产, 港口库存中高品位和中高品位矿(这里指卡粉、纽曼、PB、麦克、金布巴)比例显著上升, 超过 35%。62%Fe 对 58%Fe 铁矿石升水明显回落。

2.2.5. 进口

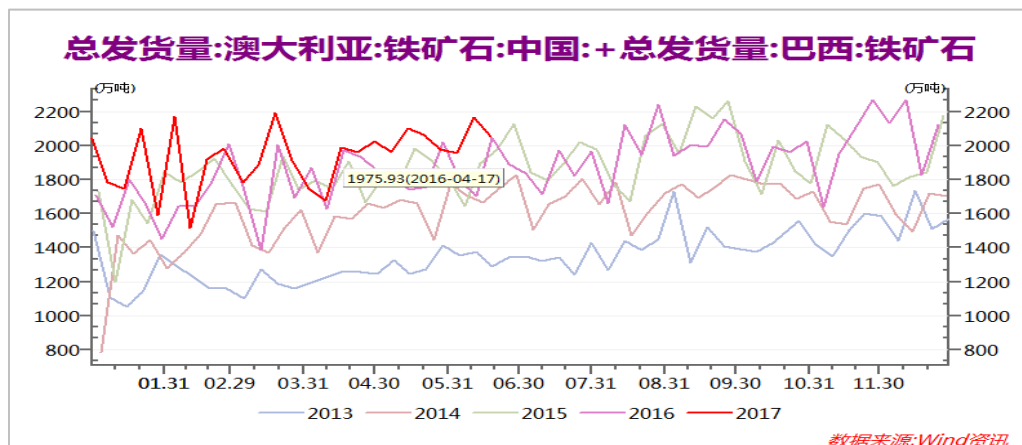
受到钢厂利润好, 主动补库存和增加高品位资源采购影响, 去年下半年铁矿石进口量大增。今年上半年进口量继续保持大幅增长。澳大利亚和巴西发货大增, 并且 3 季度为传统的矿山发货旺季, 供应压力继续增加。

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 上半年澳巴发货量创同期历史新高



数据来源: Wind 南华研究

2.2.6. 铁矿石小结: 供应施压, 远月有减产风险

铁矿新增供给较大, 其中大量为高品位矿, 国内复产后面临重新被挤出的命运; 矿山成本跟去年比没有下降, 甚至在海运费上涨后还有所提高, 当前以 Atlas 为代表性的大多数中小矿山都开始大幅亏损, 四季度或开始面临显著的减产压力, 国内外中小矿山、非主流矿的减产长期将对矿价有一定支撑; 三季度是矿山产能释放高峰, 加上新增供给, 供应压力大, 中国港口库存有继续上升压力, 钢厂缺乏补库动力; 中高品位矿供应增加, 升水将继续面临回落。

总体上, 三季度铁矿石供应压力很大, 加上港口库存的压制, 矿价弱勢格局难以改变; 但更长远来看, 大部分中小矿山和非主流矿已经大幅亏损, 四季度必将有很多矿山面临减产, 因此将对矿价形成支撑, 长期看, 矿价下行的空间已经相对有限。

2.3. 双焦篇

2.3.1. 行情回顾:

经历了 2016 年的“绝代双焦”, 2017 年伊始到目前为止, 双焦已不再绝代, 至少从涨跌幅与波动率来看远不如去年同期, 焦煤京唐港山西产库提价降 370 元/吨, 降幅高达 21%, 天津港准一级冶金焦降 360 元/吨, 降幅为 17% 左右。可见, 黑色产业上的品种也产生了一定分化, 我们认为除了宏观因素影响外, 更多的是产业自身的影响因素所致。

2.3.2. 炼焦煤有效供应逐步回升

1. 276 不再继续执行, 产量反弹

基于 2016 年前 4 月并未实施 276 工作日计划, 今年前 4 月的产量反弹并不明显, 1-4 月累计产 13994 万吨, 同比甚至微幅下降, 但是我们需要看到的是, 根据第 5 个月原煤产量估算, 炼焦精煤 5 月当月产量约 3850 万吨, 即 1-5 月累计产量约 17844 万吨, 同比反而增加 1.2 个百分点, 产量端因为 276 政策的取消带来的回升且产生的拐点较为明显。虽然 276 政策不再执行, 但山西焦煤集团、龙煤集团纷纷提出各自的限产和减产计划, 主要为山西焦煤 6-9 月计划减产原煤 800 万吨, 龙煤集团和淮北矿业计划下半年减产 300 万吨。综上, 我们预计下半年炼焦煤产量将继续回升, 但如果大煤矿减产顺利执行, 对供应压力的缓解将起到一定帮助。

表 2.3.1 2017 年 1-4 月炼焦煤供求

月份	有效供应量	净进口量	炼焦用煤量	供需对比
2017年4月	3751	806	4514	44
2017年3月	3737	635	4428	-56
2017年2月	3188	434	3882	-260
2017年1月	3318	609	4161	-234
合计	13994	2484	16984	-506

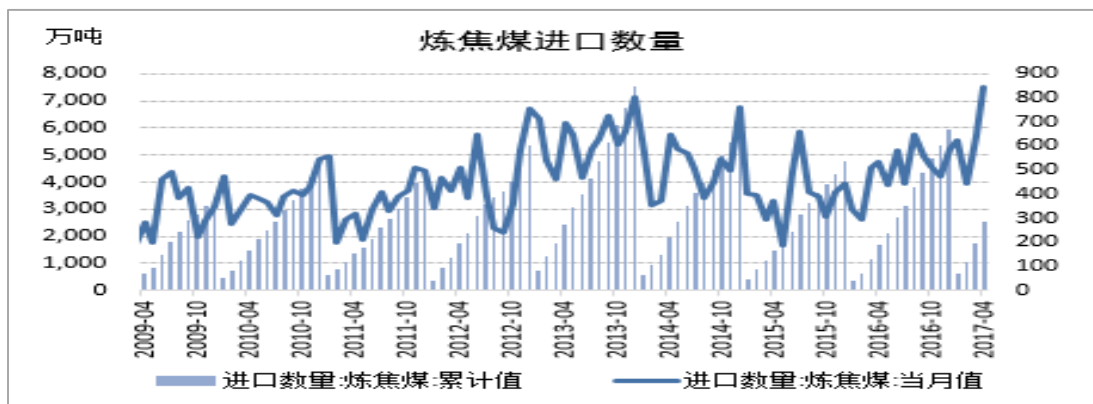
数据来源：煤炭资源网 南华研究

2. 进口端大爆发，抵销消费增幅

根据最新数据显示，1-4 月焦煤净进口量为 2485 万吨，同比增长高达 53%，仅 1 月当月同比即增加了 85%，主要因为国外焦煤价格率先下跌，导致内外煤价差扩大，倒挂成本优势比较明显，进口贸易活跃，其中主要来自于蒙古和澳洲煤，约占进口总量的 83% 左右。事实上单从产量数据上来看增幅并不明显，炼焦煤 1-4 月累计消费量同比还增长 2% 左右，但是因为进口量的原因导致煤焦由紧供需转向供需平衡甚至供给微幅过剩。

另外，具体来看，澳洲今年新增 500 万吨产量，蒙古约 800 万吨，包括美国也有 500 万吨的新增量，预计全球海外在 2017 年有 2500 万吨的炼焦煤新增量，我国是炼焦煤补充性输入国家，重点关注蒙古和澳洲煤即可，若下半年国内价格下跌，导致价格不再内外倒挂，则进口量会有所收窄。

图 2.3.2 炼焦煤进口



数据来源：Wind 南华研究

2.3.3. 环保常态化，效果显著

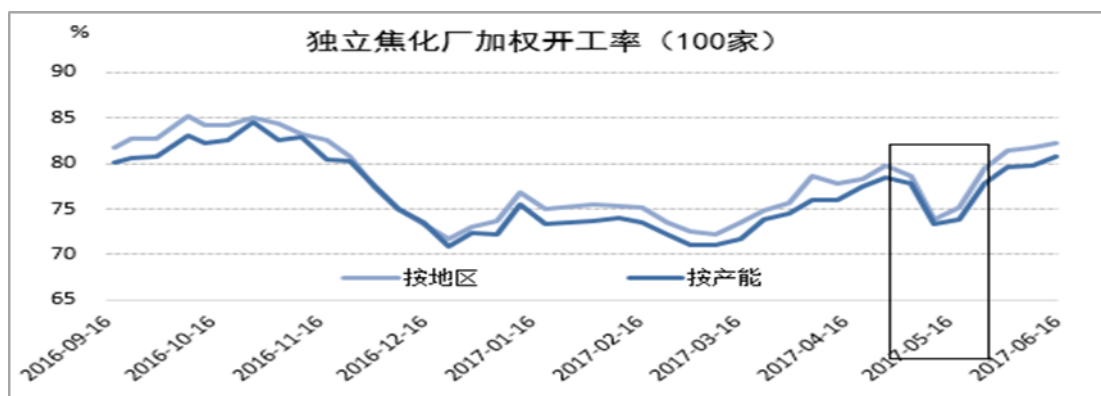
随着 5 月底第三批中央环保督察组进驻满月结束，本批中央环保督察中，7 省份被问责人数已经达到 3037 人，行政拘留和刑事拘留总人数达到 281 人，前三批中央环保督察进驻暂告段落。但是 2017 年是要实现中央环保督察“全覆盖”，并适时开展督察“回头看”，后续在环保方面的压力一直存在，不会就此结束，这也是后市行情带来的不确定因素之一。目前看来，在内蒙古自治区 70 周年大庆，在运输运力和生产方面可能会产生一定影响，另外，在 10 月或 11 月召开的十九大前后期间，包括下半年冬季雾霾、环保限产等均会有明显的阶段性影响，给煤焦带来结构性的上涨机会。

具体落实到焦煤焦炭方面，一是主要表现在原煤不露天、精煤不落地、站台不储煤，集中影响在洗煤厂方面，而煤矿的生产方面几乎不受影响，且主要影响山西等地洗煤厂比较集中地方，像山东等

地区影响有限,因此整体来看环保对炼焦煤供应影响有限;二是焦化厂方面,山西不少地区均有 20%-50% 不等的直接限产力度,或延长结焦出焦时间至 48 小时,另外,对于焦化厂环保设施成本影响较大,一套设备保守估计要上亿元,这种成本增加对于民营为主的焦化厂来说影响很大。

由图可以看出,在 4 月底至 5 月焦化厂焦炉开工率具有明显的下降,5 月焦炭产量 3720 万吨同比还降低 1.5%,环保政策的确起到了很好的直接抑制效果,使得焦炭供给短期受到一定限制。但长期来看,今年 1-5 月焦炭产量累计同比增长 3.7%,也跟随焦煤出现了明显的回升。

图 2.3.3 独立焦化厂开工率



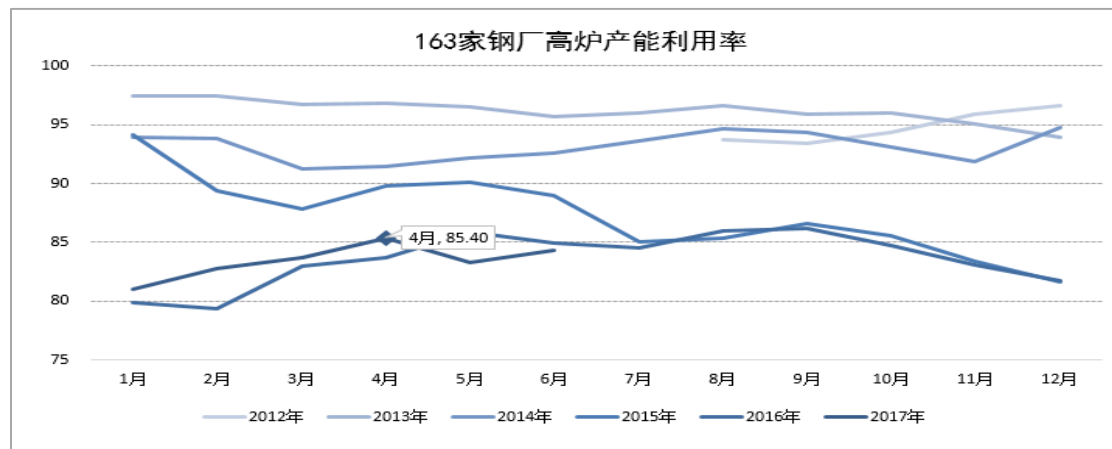
数据来源: Wind 南华研究

2.3.4. 需求增量空间有限

1. 生铁产量创新高, 产能利用空间有限

今年一直以来吨钢利润较高,维持在 400-1000 元/吨,正如上文所述,调研钢厂高炉基本满负荷开工,高炉提升空间有限,对应焦炭需求增量有限,下半年焦炭的刚性需求基本见顶。而且今年的钢铁去产能任务接近完成,后续的影响基本忽略不计,另外后续的电炉、出口内销等钢材供应替代方式对焦煤焦炭无直接的需求关系。

图 2.3.4 钢厂高炉产能利用率



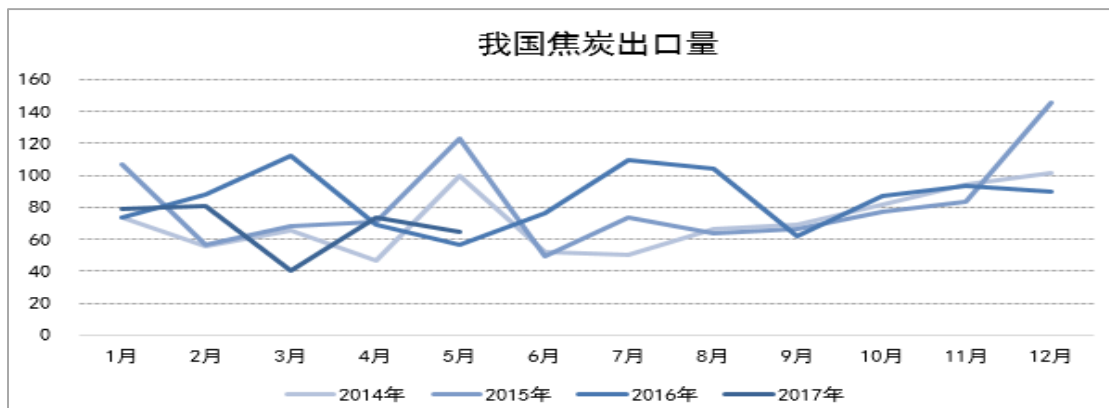
数据来源: Wind 南华研究

2. 出口压力倍增

据海关总署最新数据显示,2017 年 5 月我国出口焦炭及半焦炭 65 万吨,较上月减少 9 万吨;1-5 月累计出口 340 万吨,同比减少 15%。该数据与去年年底市场预测不一致,主要是因为国外焦煤价格

大幅下跌，对焦炭进口需求低于预期；其次，我国焦炭出口方向以日本、印度等东南亚国家为主，其中日本占到了 20-30% 之间，但是日本由于造船需求呆滞，加上来自亚洲钢厂的激烈竞争导致多家钢厂关闭高炉。由此可见，今年焦炭出口需求这块将同比下滑约 10%，初步判断整年出口约 900 万吨。

图 2.3.5 我国焦炭出口量



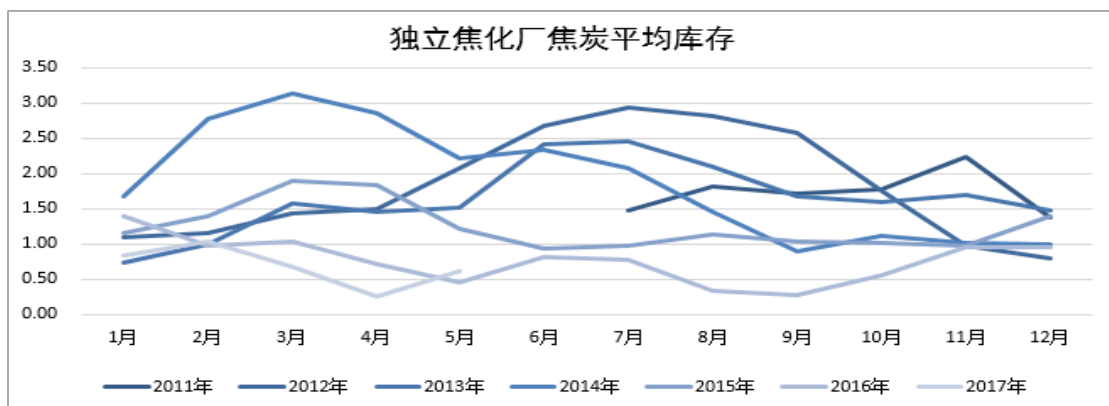
数据来源: Wind 南华研究

2.3.5. 库存低位、利润受挤压

1. 煤焦企业库存相对低位

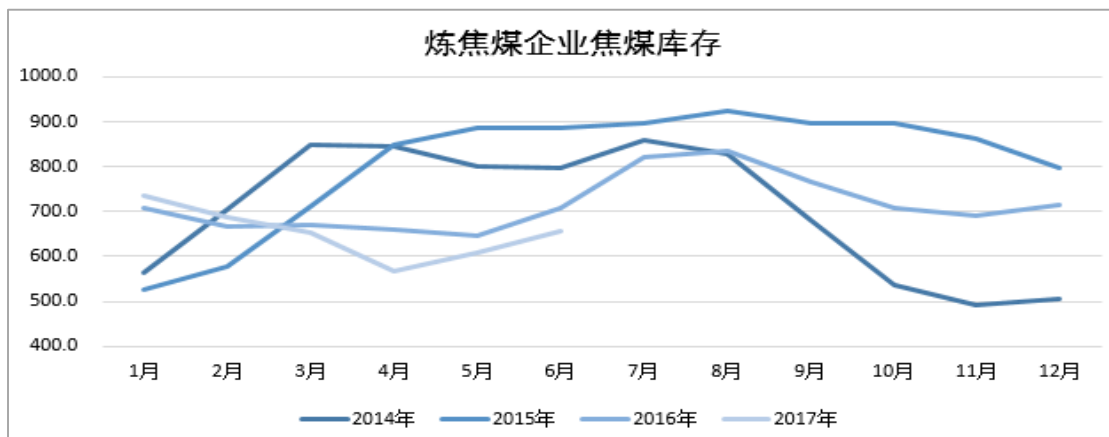
如图所示，我们可以清楚看到今年包括 2016 年我国焦煤生产企业以及独立焦化厂的产品库存均处于历史较低位置，企业保持着相对低位的库存运行，主要因为去年供应短缺导致库存被动下降后，今年虽然放开“276”限制，但在煤矿安全检查和环保等多重因素限制下，供给仍未大幅放量，且需求强劲，供求格局仍然良好，库存较为健康；而焦化企业因盈利水平偏低，并没有启动大规模主动增库存。

图 2.3.6 独立焦化厂库存



数据来源: 煤炭资源网 南华研究

图 2.3.7 煤企库存



数据来源：煤炭资源网 南华研究

对此，我们认为当前相对的低库存是煤焦后市结构性上涨的助推器，也是焦化厂在与下游钢厂博弈过程中的有力武器，对此带来的价格反弹行情不可小觑。

但是，下半年伴随煤矿产量释放，煤企库存预期将出现回升。则对煤价继续施压，并对焦炭的成本端形成拖累。

2. 产业利润“两头重中间轻”

自去年 11 月份以来，各炼焦煤矿区焦煤 100% 盈利，盈利区间在 200-500 元/吨之间，在供给侧改政策红利下有着比较不错的利润，大大减轻了前几年价格下跌亏损严重的窘境；钢厂方面，今年上半年以来随着中频炉清理加快，下游需求带动，造成了螺纹在一定周期内的供需错配，且成本端价格的下跌也扩大了螺纹利润空间，利润达到了历史之最约 1000 元/吨，同样是享受到了政策红利。

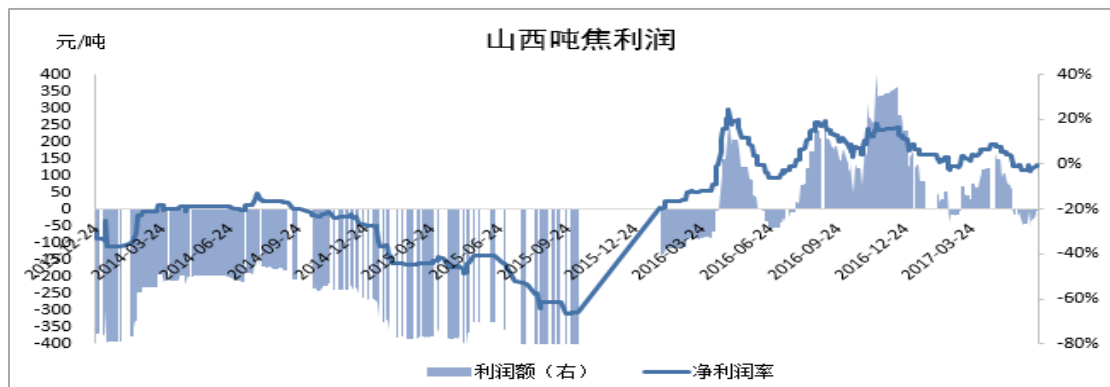
但是，焦化盈利情况如图所示，虽然也享受到了供给侧改革带来的好处，但是其利润远不如同处产业链上的两端企业，根本上市由于焦化厂多为民营企业，集中度低，定价话语权几无。正是如此，在现阶段供需矛盾不是非常突出情况下，成本端的支撑作用短期比较有效，但是一旦上游供应显著回升导致成本价格下跌，带来的必然是产业链上的恶性循环，价格与利润相互负反馈；另外，若钢铁终端需求走弱，也将通过钢厂减产来挤压焦炭，带来焦价的继续下探。

表 2.3.8 各矿区煤企盈亏统计

		各炼焦煤矿区唐山地区盈亏统计									
日期	省份	矿区	盈利			亏损			总计		
			煤矿个数	产能	产能占比	煤矿个数	产能	产能占比	煤矿个数	产能	产能占比
2017年5月	河北	开滦矿区	6	1750	100.0%				6	1750	100.0%
		包头矿区	11	720	100.0%				11	720	100.0%
	内蒙古	乌海矿区（海渤湾区）	46	3780	100.0%				46	3780	100.0%
		乌海矿区（乌达区）	2	290	100.0%				2	290	100.0%
	山西	汾西矿区	24	3235	100.0%				24	3235	100.0%
		离柳矿区	24	3145	100.0%				24	3145	100.0%
		西山矿区	9	1875	100.0%				9	1875	100.0%
		合计	122	14795	100.0%				122	14795	100.0%

数据来源：煤炭资源网 Wind 南华研究

图 2.3.9 焦化利润



数据来源：煤炭资源网 Wind 南华研究

2.3.6. 煤焦小结：供增需减将打压煤焦，但政策环保有支撑

综合分析，我们认为焦煤有效供应下半年将稳步提升，主要体现在产量的逐步释放回升以及蒙古与澳洲进口端的冲击，焦炭在供应上的关系基本与焦煤保持一致；需求上，我们整体认为钢铁终端需求下半年有所走弱，并对煤焦施加一定压力。需要提示的风险主要来自于政策端，比如环保限产，今年的确是非常严厉，以及十九大前后期间的安检、冬季雾霾限产等。

第3章 2017 年下半年黑色产业投资策略

3.1. 单边策略

下半年，螺纹钢价格可能出现前高后低，期价深度贴水，建议于 3400 以上逢高做空 RB1710（或 3200 以上做空 RB1801），目标 2500-2600；热卷价格同样远期看跌，3500 左右逢高做空，目标 2600-2800；关注冬季雾霾限产对钢价的支撑。

铁矿石三季度仍维持逢高抛空操作，区间 350-480；四季度矿价有可能反弹，350 以下关注做多机会。焦煤、焦炭分别在 900、1300 附近做多，在 1300、1900 附近抛空。

3.2. 套利策略

跨期套利，螺纹、热卷 7-8 月仍以正套为主，随后可能存在反套机会。铁矿石跨期套利观望。双焦正套可阶段性介入。

对冲套利，关注逢高做空钢厂利润机会，可于 800 左右做空 RB1710 虚拟利润，或 600 左右做空 RB1801 利润。

煤焦之间的价比具有一定的反复性规律，关注吨焦利润在 1.40 做多煤焦价比，1.70 附近做空。

3.3. 风险提示

房地产投资超预期下滑；

电炉投产不及预期；

钢铁煤炭有关政策的不确定性。

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

台州市经济开发区东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。