

# 高不成低不就——高抛螺来低吸矿

神华研究院 鲁力

## 目录

摘要.....	- 2 -
第一部分 2017 上半年行情回顾.....	- 3 -
1.1、螺纹钢行情回顾.....	- 3 -
1.2、铁矿石行情回顾.....	- 4 -
第二部分 2018 年下半年钢材利润下滑的逻辑.....	- 5 -
2.1、供给端高炉、电炉增量.....	- 5 -
2.2、需求房地产基建企稳但增速下滑趋势难改.....	- 7 -
2.3、汽车家电机械船舶整体上增速有限.....	- 9 -
2.4、钢材库存下降接近尾声，近期或有拐点.....	- 10 -
第三部分 2018 年下半年铁矿石区间震荡逻辑.....	- 12 -
3.1、高品位矿供应增大.....	- 12 -
3.2、钢厂需求增量有限，废钢替代增加.....	- 14 -
3.3、生产端过剩压制，钢厂高利润支撑.....	- 14 -
第四部分 2018 年下半年展望、策略与风险点.....	- 16 -
4.1、2018 年下半年螺纹钢与铁矿石展望.....	- 16 -
4.2、2018 年下半年螺纹钢与铁矿石交易策略.....	- 16 -
4.3、需要关注的风险点.....	- 16 -

## 摘要

### 钢材:

宏观方面,中美贸易摩擦将长期存在。供应方面,环保仍是钢材产量最大限制因素,吨钢利润维持高位情况下,高炉、电炉产量均有提升空间。需求方面,地产基建增速下滑,机械、家电、汽车和船舶行业增速稳定,整体来看预计下半年需求略有下降。当前库存已降至合理区间,基差维持高位,预期吨钢利润会逐步回落,钢价大概率高位震荡。

### 铁矿石:

宏观方面,人民币汇率受中美贸易摩擦和美联储加息的压力较大。供应方面,外矿发货充裕,国内大型矿山开工尚可。需求方面,受环保影响,高炉开工率提升缓慢。库存方面,钢厂外矿库存重回偏高水平,港口库存始终处在历史高位。吨钢利润维持高位使得短期内铁矿下方空间暂难打开,铁矿石供需格局决定上方空间有限。预期下半年铁矿石受汇率影响会企稳上行,总体维持低位震荡格局。

### 下半年策略:

当前螺纹处于震荡区间上沿附近,建议在3800上方做空,止损3880,止盈3530;铁矿石处于震荡区间下沿,建议在450下方做多,止损430,止盈495;在7月份钢材库存未出现大幅增加情况下,可尝试RB1810-RB1901价差扩大机会。

### 主要风险点:

贸易战对经济格局影响;下半年资金状况;国内改革进程;房地产调控;环保限产执行情况;下游需求远超预期。

## 第一部分 2017 上半年行情回顾

### 1.1、螺纹钢行情回顾

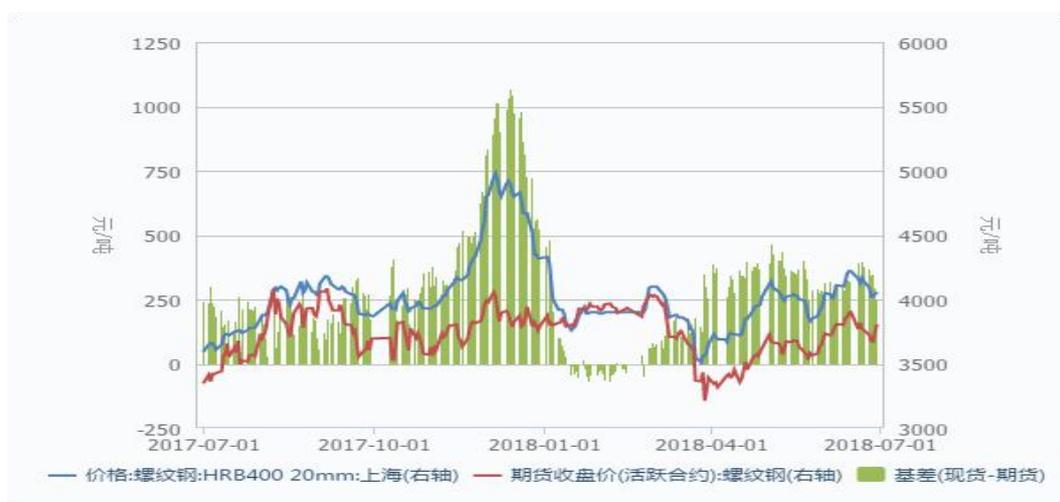
螺纹钢在 2018 年上半年基本是走一个 V 型反转。春节前后高位盘整，随着取暖季供应超预期，节后社会库存创历史新高，春节后消费启动偏晚，加上中美贸易摩擦冲击，钢价一度跌至电炉钢生产成本附近。从 3 月底开始终端需求集中爆发，叠加非取暖季限产和环保限产影响供应，钢材库存降速远超历史同期，5 月份钢材库存降至历史同期最低，螺纹钢走一个 V 型反转。尽管中美贸易摩擦风波不断，但对钢材影响有限，6 月份螺纹钢价格再次回到年内高位。

图 1-1：螺纹钢主力合约价格走势



资料来源：文华财经、神华研究院

图 1-2：螺纹钢主力合约期现价差图



资料来源：Wind、神华研究院

## 1.2、铁矿石行情回顾

铁矿石是2018年上半年最弱黑色系品种。3月初，铁矿石受中美贸易摩擦冲击大跌，之后铁矿石在底部盘整。在供应方面，外矿供应维持持续上升态势，港口铁矿库存不断创造新高，并始终处在历史高位附近，其中高品位矿占比持续上升。在需求方面，高吨钢利润叠加环保限产导致废钢用量提升，废钢对铁矿的替代导致粗钢产量上升，铁水产量下降，铁矿需求不振。铁矿石维持供给过剩的供需格局，导致铁矿石上方空间较小。由于下游钢材利润高企，铁矿石价格下方支撑较强。尽管近期人民币大幅贬值造成铁矿企稳反弹，但总体上铁矿上下空间有限。

图 1-3：主力合约价格走势



资料来源：文华财经、神华研究院

图 1-4：铁矿石主力合约期限价差图



资料来源：Wind、神华研究院

图 1-5：铁矿石现货



资料来源：Wind、神华研究院

## 第二部分 2018 年下半年钢材利润下滑的逻辑

### 2.1、供给端高炉、电炉增量

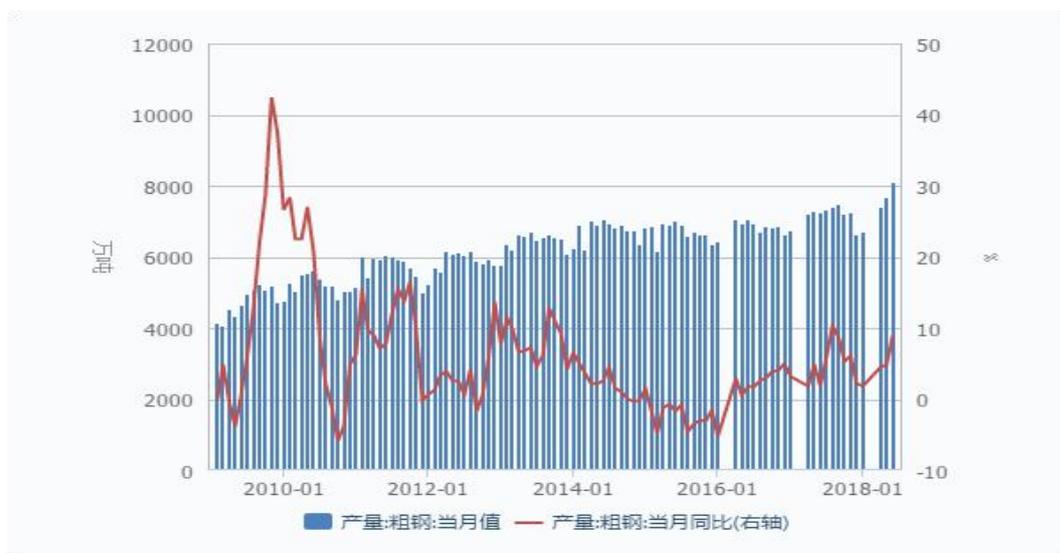
据国家统计局数据，5 月份我国粗钢、生铁和钢材产量分别为 8113 万吨、6689 万吨和 9707 万吨，同比分别增长 8.9%、增长 4%和增长 10.8%；日均产量分别为 261.71 万吨、215.77 万吨和 313.13 万吨，日均环比分别增长 2.4%、增长 2.6%和增长 1.8%。5 月份粗钢、生铁和钢材年化产量分别为 95524 万吨、78758 万吨和 114292 万吨。1-5 月我国粗钢、生铁和钢材产量分别为 36986 万吨、30559 万吨和 43467 万吨，同比分别增长 5.4%、下降 0.6%和增长 6.2%。

图 2-1：生铁产量与同比增速



资料来源：Wind 资讯、神华研究院

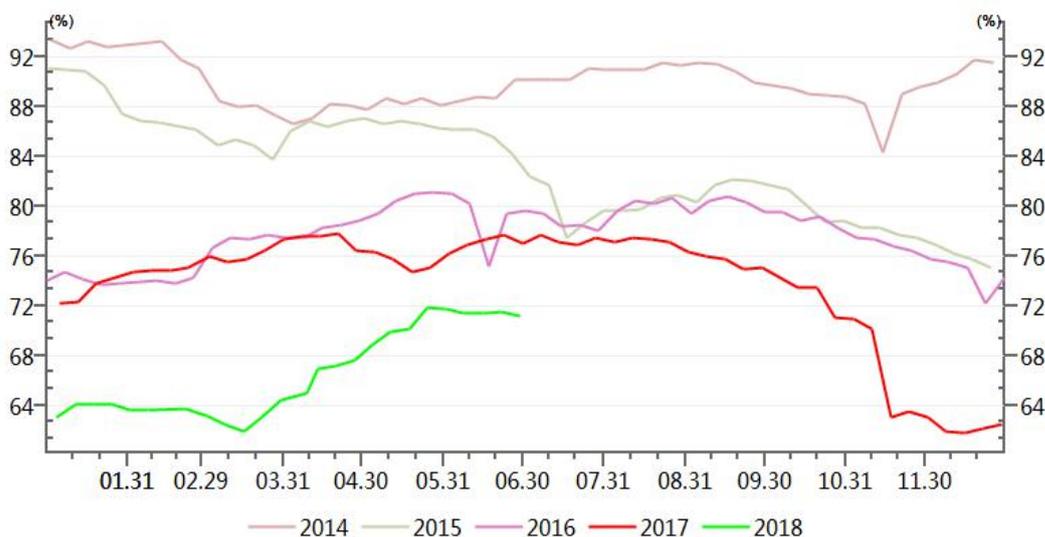
图 2-2：粗钢产量与同比增速



资料来源：Wind 资讯、神华研究院

受环保因素影响，今年钢厂高炉开工率普遍低于往年，6月29日，全国高炉开工率71.27%，与往年同期相比还是存在较大的提升空间。下半年粗钢产量方面的变量因素主要在电炉。目前国内共有电炉钢产能约1.4亿吨，预计今年电炉钢的产量在0.95-1亿吨之间，其中螺纹钢产量占比达到80%左右。2018年全年电炉钢新增产能约2700万吨，其中在下半年投产约2000万吨。

图 2-3：钢厂高炉开工率



资料来源：Wind 资讯、神华研究院

受环保因素影响，螺纹钢吨钢利润从2017年初以来长期维持在高位，2018年上半年吨钢利润为历史同期最高，高吨钢利润刺激了钢企提高高炉开工率。预期下半年螺纹钢吨钢利润有较大的压缩空间。

图 2-4：螺纹钢吨钢利润



资料来源：Wind 资讯、神华研究院

## 2.2、需求端房地产基建企稳但增速下滑趋势难改

从数据上看，2018年1-5月房地产投资同比增速10.2%，较1-4月基本持平，其中5月单月增速9.9%。上半年房地产业表现整体超预期，房地产开发投资维持高位。当前地产商资金压力有所改善，5月房地产开发企业到位资金增速回升至5.1%。在资金状况改善和秋冬季受环保压力停工风险增大的共同影响下，房地产新开工加速，施工淡季预期转弱，地产整体的建筑施工体量仍处高位。

图 2-5：房地产市场累计同比

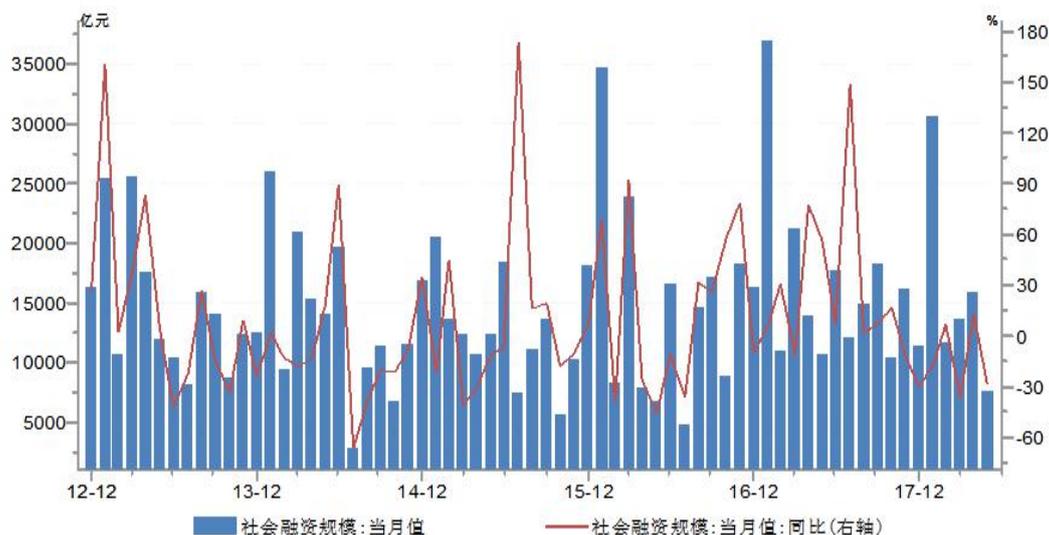


资料来源：Wind、神华研究院

去年下半年以来，受土地价格回升带动，房地产投资名义和实际增速出现明

显背离，今年1季度名义增速高达10.4%，但实际增速仅3.7%，未来地价涨幅回落，势必导致地产投资名义增速下滑并向实际增速收敛。后期房地产的压力仍主要来自政策层面，房地产市场风险预期依然存在。

图 2-6：社会融资规模及增速



资料来源：Wind、神华研究院

1-5 月份，全国固定资产投资规模约 21.6 万亿元，同比增长 6.1%。究其主要原因，在于基建投资增速的下行。前 5 个月基建投资同比增长 9.4%，其中 5 月单月增速下滑转负至-1.2%，导致前五个月增速相较前 4 个月回落 3 个百分点。基建投资中不同领域分化差异较大。电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降 10.8%，降幅扩大 2.4 个百分点；铁路运输业投资下降 11.4%，降幅扩大 2.5 个百分点；道路运输业投资增长 14.8%，增速回落 3.4 个百分点。

图 2-7：固定资产投资及累计同比

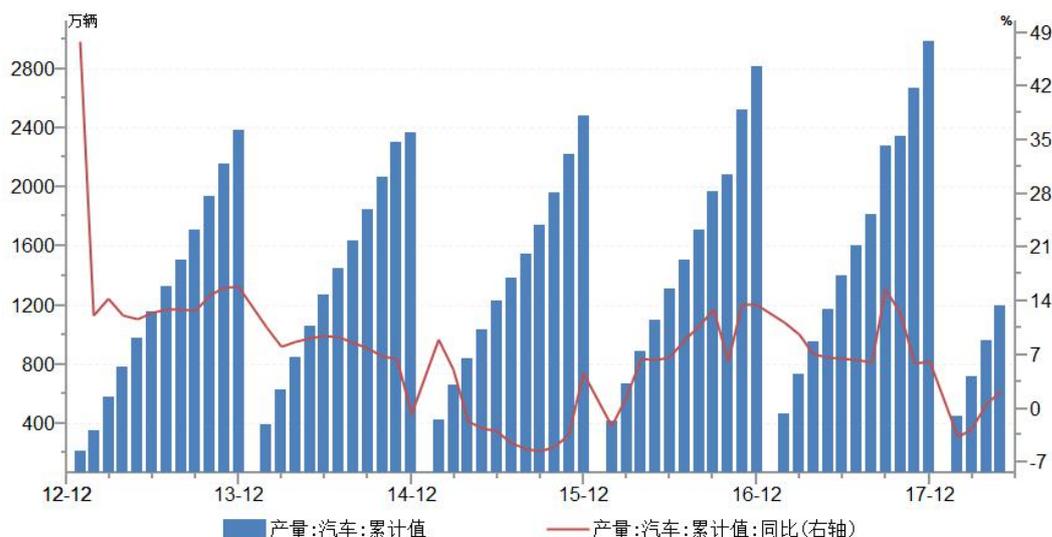


资料来源：Wind、神华研究院

## 2.3、汽车家电机械船舶整体向好但增速有限

2018年1-5月，我国汽车产销1176.8万辆和1179.2万辆，产销量比上年同期分别增长3.8%和5.7%。1到5月中国汽车产销量增速比1-4月提高0.9个百分点，总体表现良好。下半年进口车购置税减免落实后，将对国内汽车销售形成一定冲击。

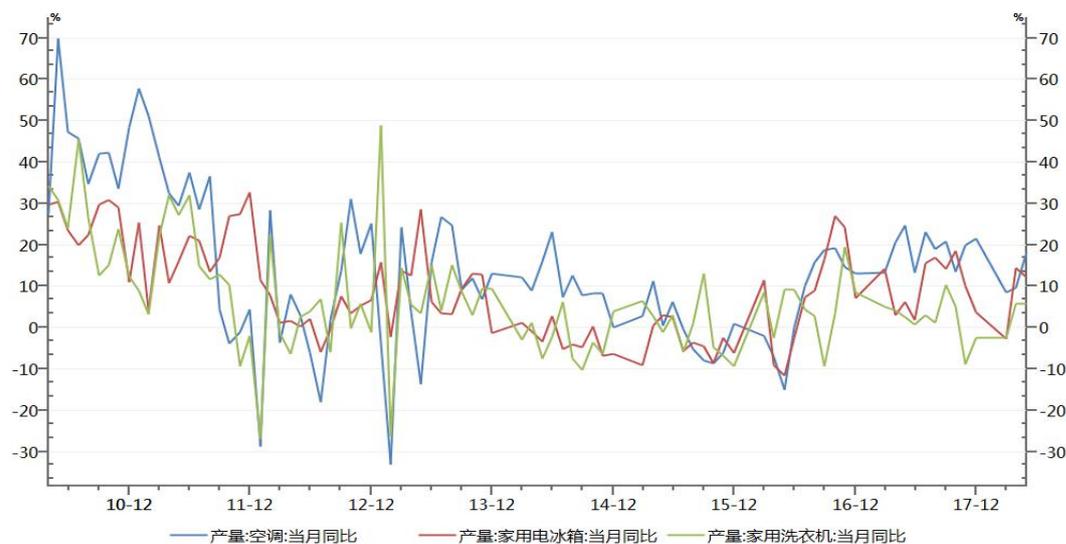
图 2-8：汽车产量及累计同比



资料来源：Wind、神华研究院

2018年1-4月家用电冰箱累计生产2513.2万台，同比增长2.3%；房间空气调节器累计生产7031.2万台，同比增长12.9%；家用洗衣机累计生产2371.6万台，同比下降0.2%。家电行业总体维持增长，增长幅度有限。

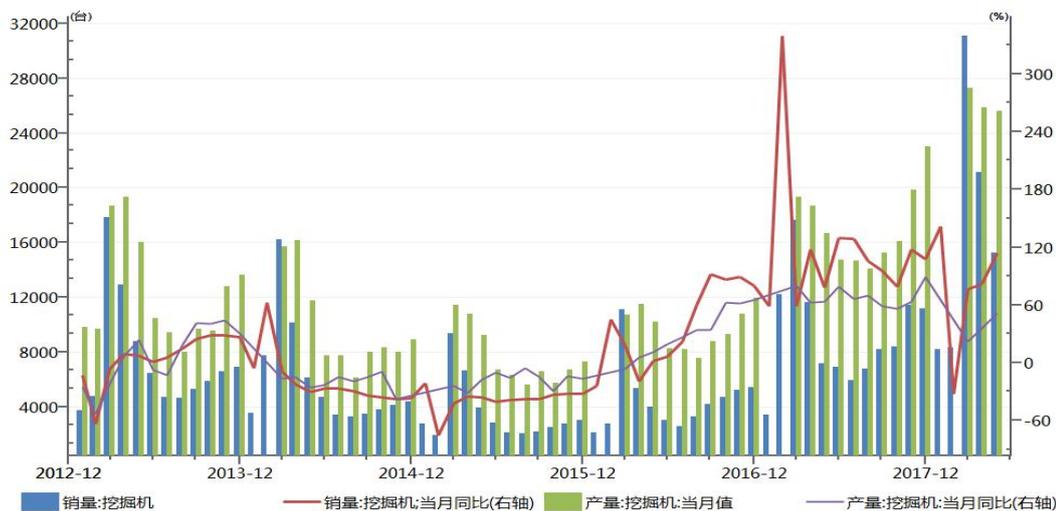
图 2-9：家电产量当月同比



资料来源：Wind、神华研究院

国家统计局数据显示，2018年5月份国内挖掘机总产量水平为25618台，同比增长51.60%。5月份液压挖掘机销售总量达到15257台，同比增长113.77%。工程机械维持较高的产销增速，但产销增速波动较大。但去年基数较大，更新换代之后后期工程机械的产销压力增大。

图 2-10：挖掘机产销与当月同比

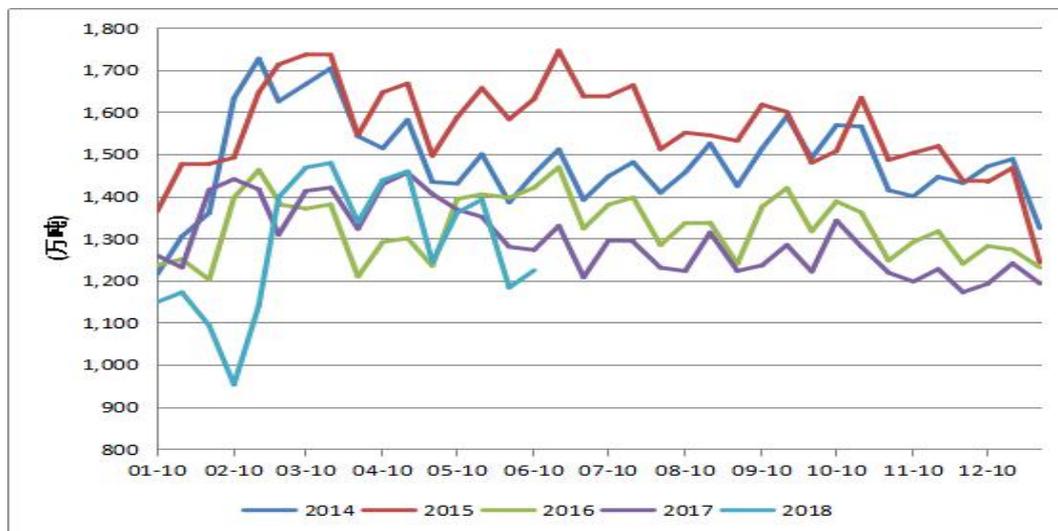


资料来源：Wind、神华研究院

2018年1-5月，全国造船完工1643万载重吨，同比下降28.3%；承接新船订单1968万载重吨，同比增长99.6%；5月底，手持船舶订单8903万载重吨，同比增长7.5%，比2017年年底增长2.1%。承接新船订单和手持船舶订单稳定增长。

## 2.4、钢材库存下降接近尾声，近期或有拐点

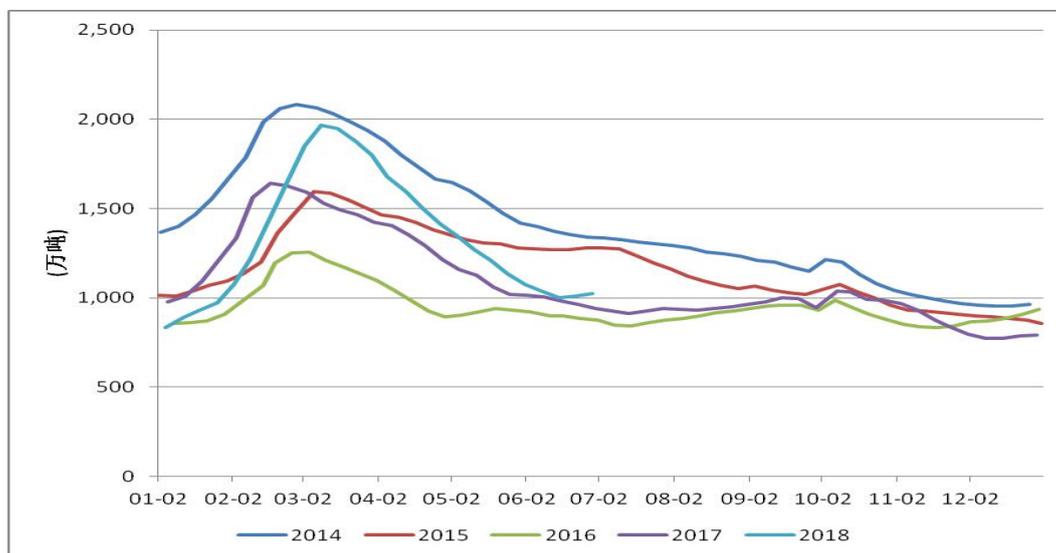
图 2-11：重点钢厂旬度库存



资料来源：Wind、神华研究院

6月上旬重点钢铁企业钢材库存量为1223.97万吨,旬环比增加40.92万吨,上升3.46%。重点钢企旬度库存处于近5年同期最低点。截至6月28日,钢材社会库存环比增加1.54%至1025.28万吨,同比增长9.15%。

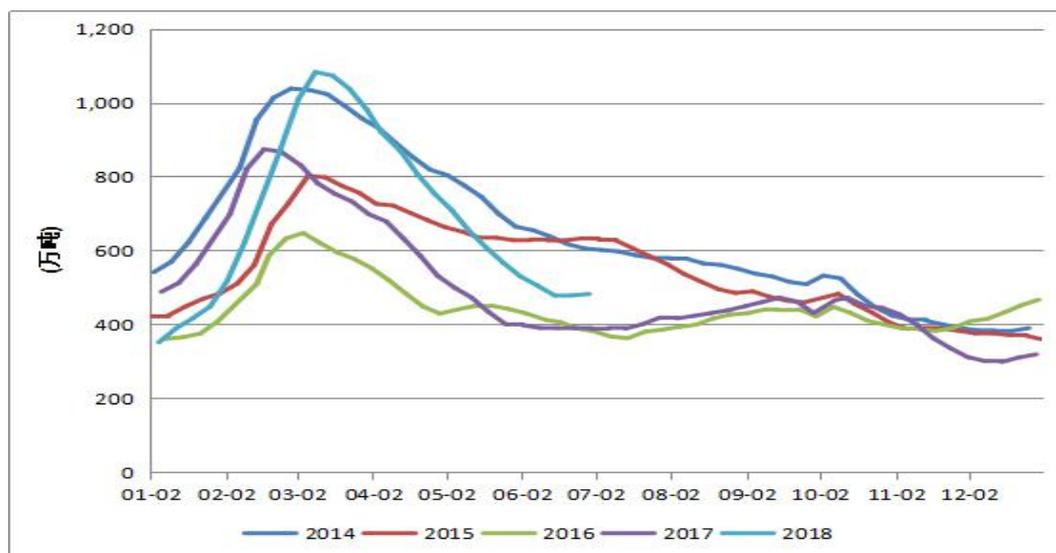
图 2-12: 钢材社会库存



资料来源: Wind、神华研究院

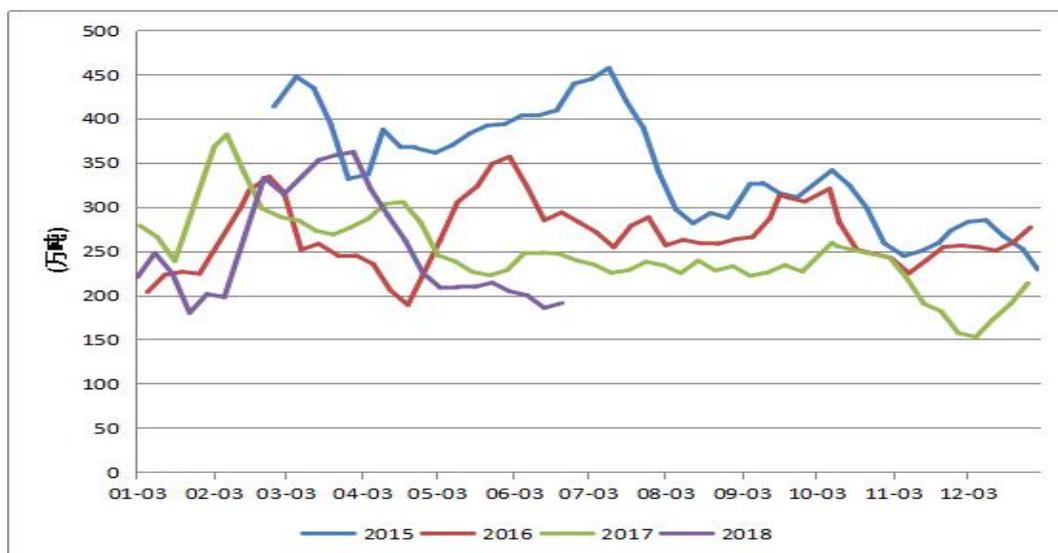
截至6月28日,螺纹钢社会库存481.9万吨,环比增加3.67万吨,钢厂库存201.43万吨,环比上升10.61万吨。螺纹钢社会库存在今年春节后创出了历史新高,春节后由于终端需求超预期,去库存速度远超往年。目前螺纹钢社会库存维持在近五年平均水平,但螺纹钢社会库存量与2016和2017年同期相比仍高出20%以上。

图 2-13: 螺纹钢社会库存



资料来源: Wind、神华研究院

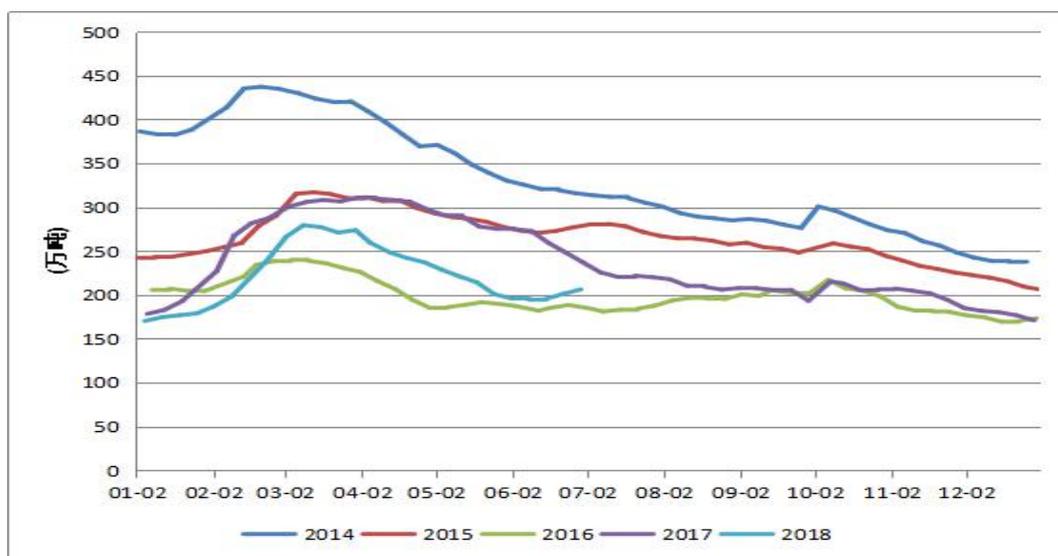
图 2-14：螺纹钢厂库库存



资料来源：Wind、神华研究院

热轧卷板社会库存 206.13 万吨，环比上升 4.96 万吨，钢厂库存 99.02 万吨，环比上升 0.55 万吨。热卷库存目前处于近年低位。

图 2-15：热卷社会库存



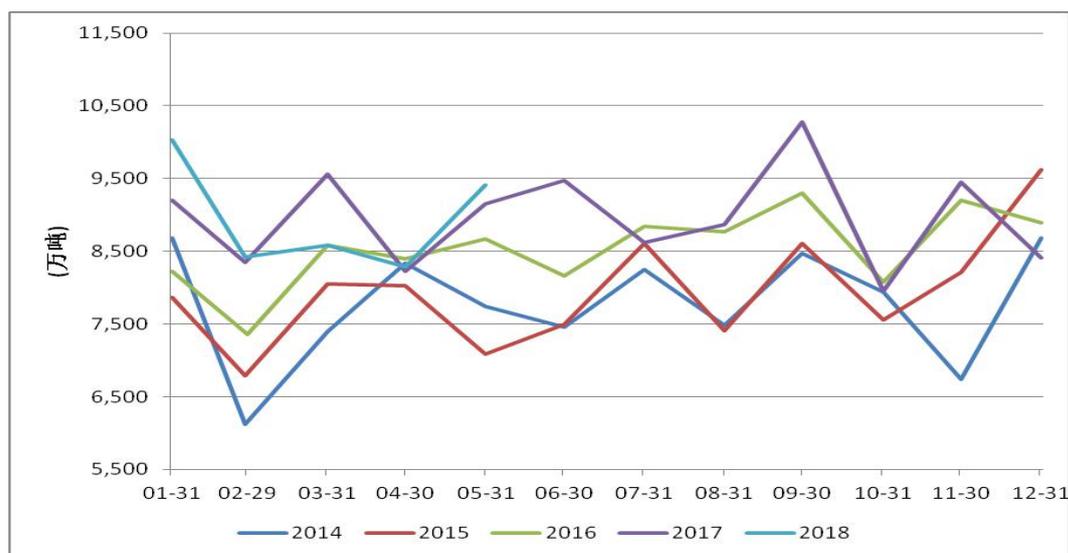
资料来源：Wind、神华研究院

## 第三部分 2018 年下半年铁矿石区间震荡逻辑

### 3.1、高品位矿供应增大

2018 年一季度全球主要矿山产量 3.31 亿吨，环比去年四季度下降 3626 万吨，2017 年一季度环比 2016 年四季度下降 5644 万吨。矿山整体产量基本持平，高低品矿结构性调整。

图 3-1：铁矿石月度进口量



资料来源：Wind、神华研究院

2018 年前 5 月，澳洲铁矿石累计发运 3.41 亿吨，同比增 2045 万吨。详细来看，力拓累计发运 1.39 亿吨，同比增 812 万吨；BHP 累计发运 1.14 亿吨，同比增 770 万吨；FMG 累计发运 0.69 亿吨，同比增 465 万吨；其他矿山累计发运 0.17 亿吨，同比基本持平。巴西前 5 月累计发运 1.41 亿吨，同比降 35 万吨；Vale 累计发运 1.24 亿吨，同比增 350 万吨。综上，前 5 月澳洲巴西发运同比增 2010 万吨。

力拓增产 1000-1200 万吨，必和必拓增产 600-800 万吨，FMG 产量与去年持平，淡水河谷增产 1500 万吨，RoyHill 增加 1250 万吨。海外矿山巨头仍在增产周期中，除了在今年保持增产外，未来几年也会持续高供应状态。以淡水河谷为例，其 S11D 项目产量计划显示，预计 2018 年生产 5000 万吨，到 2020 年产量逐渐增加至 9000 万吨，铁矿供应过剩仍将是市场常态。

表 1：四大矿山产量预估（亿吨）

	2014	2015	2016	2017	2018 (E)
RIO	2.88	3.25	3.35	3.28	3.4
BHP	2.04	2.33	2.27	2.68	2.74
FMG	1.24	1.65	1.65	1.7	1.7
Vale	3.32	3.4	3.45	3.67	3.82
合计	9.48	10.63	10.72	11.33	11.66
增量%		12.13%	0.85%	5.69%	2.91%

资料来源：神华研究院

四大矿山中，增量主要集中在中高品矿。矿山增加高品矿开采，原因仍是逐利驱动，去年我国钢厂面对严格的环保限产以及自身利润高企时，做出了增加高品矿采购的举措，高品矿溢价持续拉大，引发矿山增加高品矿开采。高品粉矿供应压力增加，2017 年澳洲发往中国主流高品粉矿共计 3.03 亿吨，较 2016 年增

加 2091 万吨。2018 年一季度澳洲高品粉矿同比增加 950 万吨至 7842 万吨，2018 年高品粉矿预计增加 2800 万吨。可以预期中高品矿石结构短缺的矛盾在今年大概率不会再现。

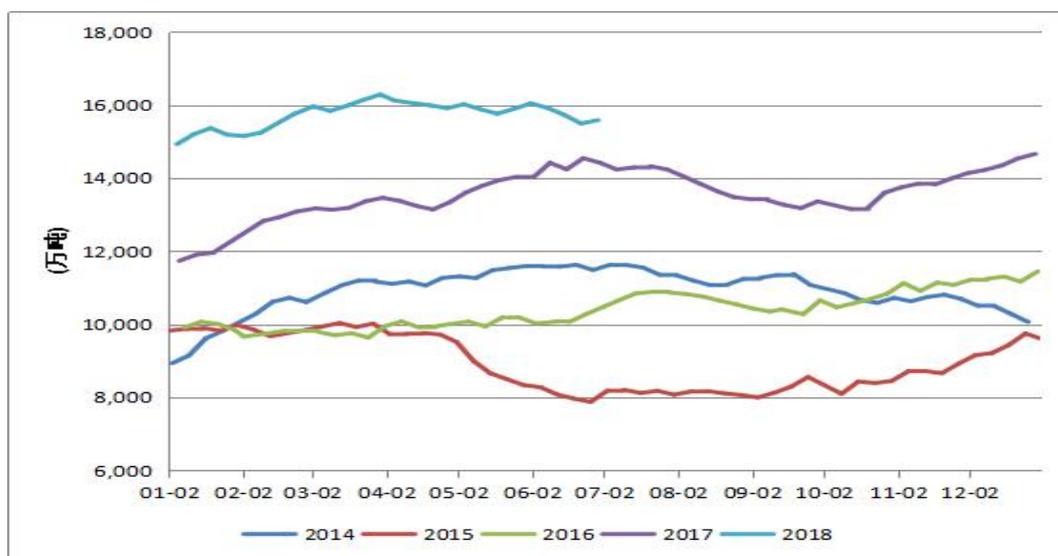
### 3.2、钢厂需求增量有限，废钢替代增加

2016 年和 2017 年，由于供给侧改革的逐步推进改善了钢厂的生产经营状况，带动了铁矿的上涨。而 2018 年供给侧改革仍将延续，环保限产依旧是影响钢铁产量的重要因素。但由于限产措施逐步精确到钢铁行业的重大污染环节，使得今年限产不再局限于高炉环节，对污染更大的烧结环节加大了限制力度，这将直接影响铁精粉烧结量，减少铁矿石需求。此外，政府在两会上再次彰显了淘汰落后、高污染产能，发展先进环保产能的决心。对钢铁冶炼行业而言，电炉炼钢相对高炉炼钢有环保优势，属于政策所扶持和鼓励引导冶炼方式。电炉炼钢的主要原料是废钢，配比可达 70-100%，没有高炉炼铁环节，废钢直接对铁矿进行了替代。今年 1-5 月我国生铁产量减少 0.6%，粗钢产量却增长超过 5.4%，最主要的原因是大量的废钢用于电炉炼钢导致铁水产量降低的同时粗钢产量仍大幅增长。

### 3.3、供需格局决定价格上限，到岸成本与下游利润决定价格下限

铁矿石港口库存从 2016 年初 1 亿吨左右上涨至今年 3 月底 1.63 亿吨，近年来港口铁矿石库存持续增加，在每年三季度库存降低，第四季度库存大幅增加。四季度库存增加的原因主要是钢厂因为环保限产原因降低了对铁矿石的需求，造成港口铁矿石库存增加，预计 2018 年年底铁矿石港口库存达到 1.7 亿吨。

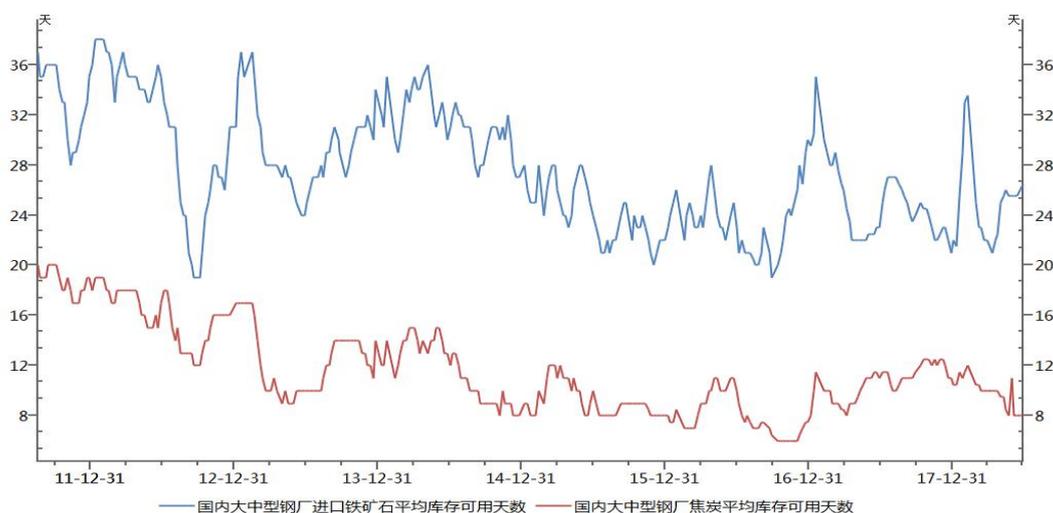
图 3-2：铁矿石港口库存



资料来源：Wind、神华研究院

4月下旬开始钢厂开始有原材料补库动作，但随后钢厂铁矿库存天数连续2月维持在25天以上，钢厂铁矿库存水平处于高位，结合铁矿港口库存偏高，供给仍处于偏过剩状态，铁矿石现货预计偏弱运行，向上空间有限。从5月份铁矿行情走势结合铁矿自身基本面来看，年内500一线压力基本较难突破。

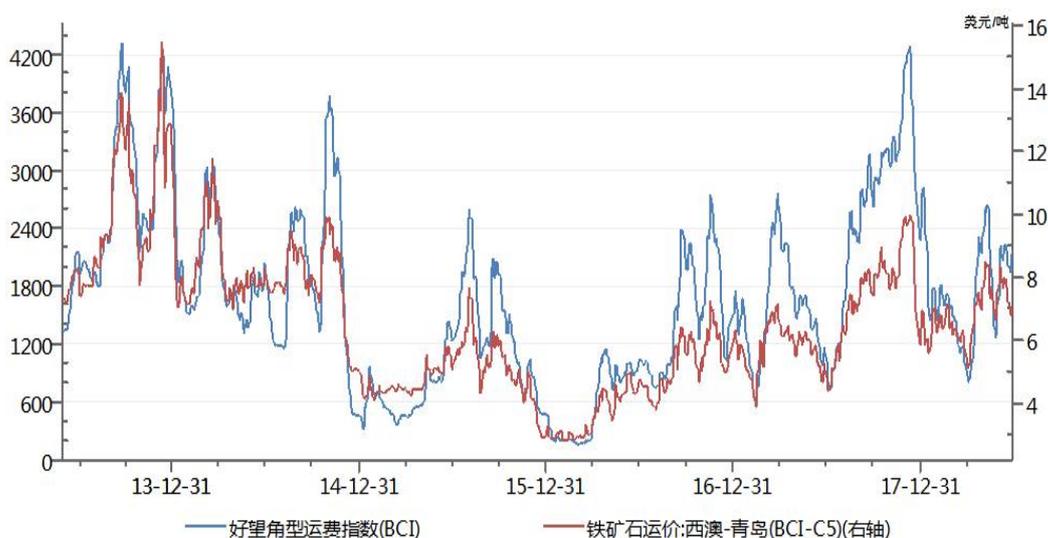
图 3-3：钢厂原材料库存平均可用天数



资料来源：Wind、西本新干线、神华研究院

随着原油价格逐步攀升，海运费有望随之逐步提高。海运费上涨，低品位铁矿石到岸成本逐步抬升。目前，FMG 发往我国的成本为 55 美元/吨，折算成 62% 品位国内港口价格为 440 元/干吨。2017 年 6 月至今，盘面多次测试 FMG 成本，均得到支撑。除非钢材需求大幅萎缩，否则，铁矿石价格难以有效跌破 440 元/吨。向上突破需要人民币汇率大幅贬值，向下则是钢厂利润缩至 500 元以下。

图 3-4：海运指数



资料来源：Wind、神华研究院

## 第四部分 2018 年下半年展望、策略与风险点

### 4.1、2018 年下半年螺纹钢与铁矿石展望

钢材吨钢利润将下滑。高利润背景下，前期受环保影响的钢厂将陆续复产，前期产能置换的新项目将逐步投产，叠加电炉炼钢利润充足，预期下半年钢材产量将进一步增加。在地产基建下行大背景下，黑色系下半年难有起色。现阶段，钢材成品库存维持在近几年低位，基差维持在较高水平，短期内行情下行空间有限。预期后期出现钢材厂库和社会库存明显累积，钢材价格有望再次下跌到电炉钢生产成本附近，在这个过程中吨钢利润逐步压缩。预期下半年螺纹钢期货在 3900-3300 区间震荡。

铁矿维持区间震荡。供应上，主流矿商对高品位矿增产明显，港口库存维持高位；需求上，下半年采暖季限产对铁矿石需求有较强的抑制作用。总体来看，目前铁矿供求格局仍是黑色系中最差，后期改善幅度有限，上方 500 一线压力较大，下方由于现阶段钢材利润较好，对矿价存在一定支撑。预计铁矿下方支撑位在 440。预计下半年铁矿石期货维持 440-500 区间震荡。

### 4.2、2018 年下半年螺纹钢与铁矿石交易策略

由于我们预期螺纹钢和铁矿石下半年均为区间震荡，而当前螺纹处于震荡区间上沿附近，建议在 3800 上方做空，止损 3880，止盈 3530。铁矿石处于震荡区间下沿，建议在 450 下方做多，止损 430，止盈 495。；

受环保因素影响，预期下半年采暖季仍然会出现钢企限产、工地停工的情况。工地停工预期会导致，在采暖季之前出现抢工期的现象，造成螺纹需求集中在采暖季前释放，我们预期 RB1810 合约强于 RB1901 合约。因此在 7 月底库存未出现大幅增加情况下，可尝试 RB1810-RB1901 价差扩大机会。

### 4.3、需要关注的风险点

环保限产执行情况；钢材下游需求；贸易战对经济格局影响；汇率；国内改革进程；下半年资金状况；房地产调控。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归神华研究院所有。在未获得神华研究院书面授权下, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“神华研究院”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险, 入市须谨慎!