

# 神华期货2019年下半年黑色策略报告

## 黑色：铁矿上涨有时尽，钢厂限产无绝期

神华研究院 鲁力

摘要.....	- 1 -
一、行情回顾.....	- 2 -
1.1 螺纹走势回顾.....	- 2 -
1.2 焦炭走势回顾.....	- 3 -
1.3 铁矿走势回顾.....	- 3 -
二、黑色产业格局.....	- 4 -
2.1 钢铁去产能持续与限产不断.....	- 4 -
2.2 焦化去产能方兴未艾.....	- 9 -
2.3 铁矿石供给缺口仍在.....	- 12 -
三、2019年下半年黑色行情展望与投资策略.....	- 14 -
3.1 行情展望.....	- 14 -
3.2 技术与策略.....	- 15 -

## 摘要：

**螺纹：**供给方面，在上半年环保力度不严的情况下钢材产量再创新高。需求方面，上半年房地产和基建的超预期需求难以持续至全年。在下半年环保限产常态化情况下，螺纹有望维持供应偏紧的格局，价格易涨难跌。

**焦炭：**上半年环保力度不严的背景下焦炭供需两旺，维持高位区间震荡。下半年在北方钢厂逐步限产背景下，预计焦炭需求降低，焦炭重回供过于求格局，在焦化行业无大规模限产的背景下，焦炭维持偏弱震荡。

**铁矿：**上半年，淡水河谷溃坝事故，直接导致淡水河谷 2019 年大幅减产。铁矿石由供需平衡转为供不应求。下半年主流矿商铁矿石发货量有望增加，钢厂环保限产有望常态化，对铁矿需求有望减少，尽管仍无法改变铁矿石供不应求的格局，但可以缩小供应缺口。

## 一、行情回顾

### 1.1、螺纹走势回顾

图 1-1： 2019 年上半年螺纹钢主力合约走势



资料来源：文华财经，神华研究院

2019 年春节后以来，钢材处于产销两旺的状态。一季度地产赶工持续、基建投资回升的背景下，钢材终端需求表现强劲，在钢材产量再创新高的背景下，仍支撑钢价持续走强。6 月下旬，唐山空气质量重回倒数第一，唐山市发布限产文件，造成钢价持续快速上升。

## 1.2、焦炭走势回顾

2019 年上半年，焦化行业限产不及预期，焦炭产量维持高位，下游钢铁产量屡创新高，焦炭呈现供需两旺。港口焦炭库存快速积累，长期维持在历史高位。上游焦煤价格相对平稳，焦炭上涨受高产量高库存制约，下跌受炼焦成本制约，呈现 1950-2200 区间震荡态势。5 月初，环保部在“回头看”中点名山西各地焦化产业升级改造存在的各类问题，J1909 合约突破 2200，最高上涨至 2362 后回落。

图 1-2：2019 年上半年焦炭主力合约走势



资料来源：文华财经，神华研究院

## 1.3、铁矿走势回顾

2019 年上半年，铁矿石是商品期货市场上涨幅最大的品种，主力连续合约上涨幅度高达 68.9%。行情的引爆点是北京时间 2019 年 1 月 26 日凌晨，淡水河谷发生溃坝矿难。之后铁矿石受矿难导致的减产预期而上涨，在淡水河谷 brucutu 矿区停产与复产来回炒作而不断震荡上行，随着淡水河谷大幅减产由预期逐步转为现实，国内港口铁矿石库存持续降低，铁矿石 I1909 合约从矿难发生前的 510 元/吨上涨至 6 月底的 838.5 元/吨。

图 1-3：2019 年上半年铁矿主力合约走势



资料来源：文华财经，神华研究院

## 二、黑色产业格局

### 2.1、钢铁去产能持续与限产不断

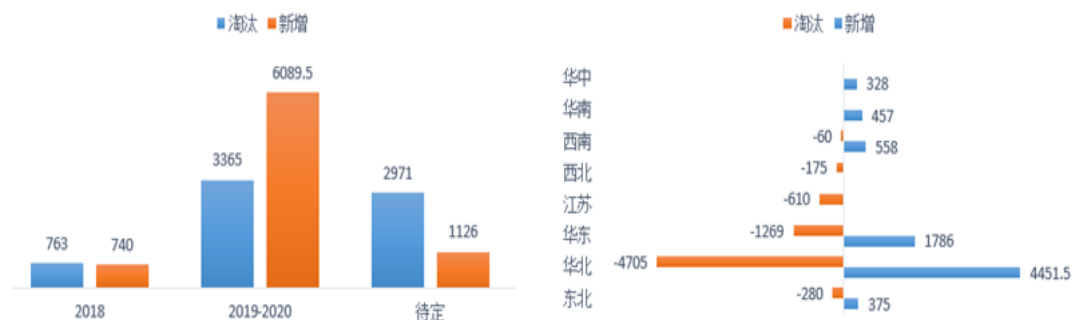
《钢铁工业调整升级规划(2016—2020 年)》提出“十三五”期间，粗钢产能在现有 11.3 亿吨基础上压减 1 亿—1.5 亿吨，控制在 10 亿吨以内，产能利用率由 2015 年的 70%提高到 80%。2016-2018 完成“十三五”期间压减粗钢产能 1.5 亿吨的上限目标任务，提前两年完成去产能目标任务。

2019 年 5 月 9 日，国家发改委网站发布了《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》，2019 年大方向是统筹考虑钢铁行业兼并重组、转型升级、布局优化等工作，深入推进化解钢铁过剩产能。尚未完成压减粗钢产能目标的有关地区、有关中央企业，要继续坚持运用市场化、法治化办法，力争在 2019 年全面完成目标任务。

尽管“十三五”的粗钢产能压减计划量已经完成，但河北地区的“十三五”的粗钢产能压减计划量并未完成。根据《河北省钢铁行业去产能工作方案（2018—2020 年）》，为确保完成“十三五”去产能任务，2019-2020 年各市至少压减炼钢产能 347 万吨、炼铁产能 1054 万吨。

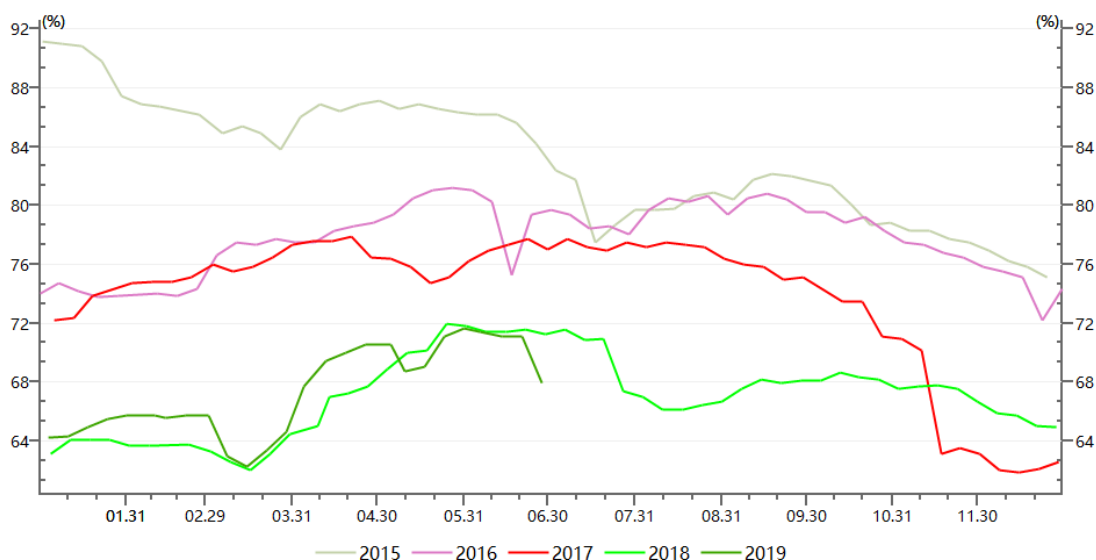
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》要求，到 2020 年，河北省钢铁产能控制在 2 亿吨以内。要达到这个目标，除了完成河北地区的“十三五”粗钢产能压减

计划量外，根据《河北省钢铁行业去产能工作方案（2018—2020 年）》，还需要推进减量置换项目建设，推进部分地区钢铁产能转移退出，对全省 0-100 吨以下转炉和 0-1000 立方米以下高炉全部实施减量置换改造升级，推进城市钢厂搬迁这 4 种途径来压减产能。

**图 2-1：国内高炉产能变化统计**


资料来源：Mysteel，神华研究院

国内目前已禁止新增产能，未来产能变化主要以置换形式进行，目前唐山、邯郸、山西等地均在陆续开展钢厂从城市搬迁至港口，老旧小高炉置换大高炉的方向推进。而较多置换产能大多最快于 2019 年底左右投产，对 2019 年产量影响较小。因此在 2019-2020 年河北地区的去产能力度仍将维持较高的强度。

**图 2-2：全国高炉开工率**


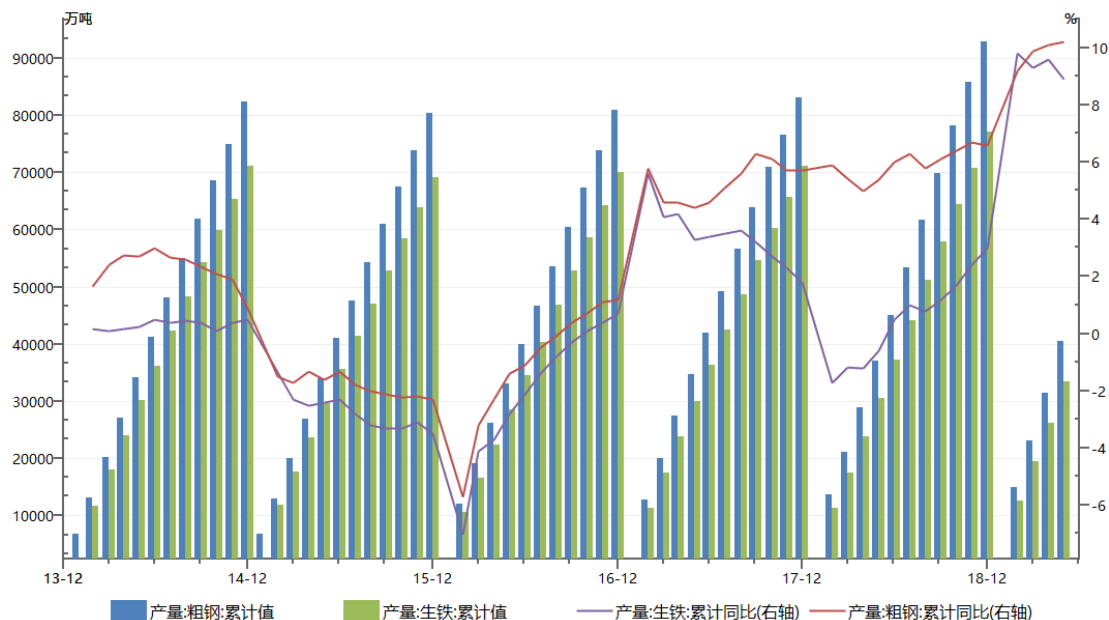
资料来源：Wind，神华研究院

2019 年 5 月我国粗钢产量 8909.1 万吨，同比增长 10%；1-5 月粗钢产量 40487.9 万吨，同比增长 10.2%。2019 年 6 月 28 日，Mysteel 提供的高炉开工率在 68%左右，受近期唐山地区大幅限产影响，开工率低于去年同期水平。

从粗钢产量与生铁产量持续新高，同比增速为近几年新高。我们可以看出，粗钢产量与生铁差距在逐渐扩大，主要原因是转炉加废钢比例增加和电炉产量增

加，导致粗钢增速远高于生铁。目前钢厂环保设备逐步完善，其生产受到环保的直接影响将有所缩小。预计 2019 年在“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的工作目标下，粗钢产量有望上升，但上行空间有限。

**图 2-3：粗钢产量与生铁产量**



资料来源：Wind，神华研究院

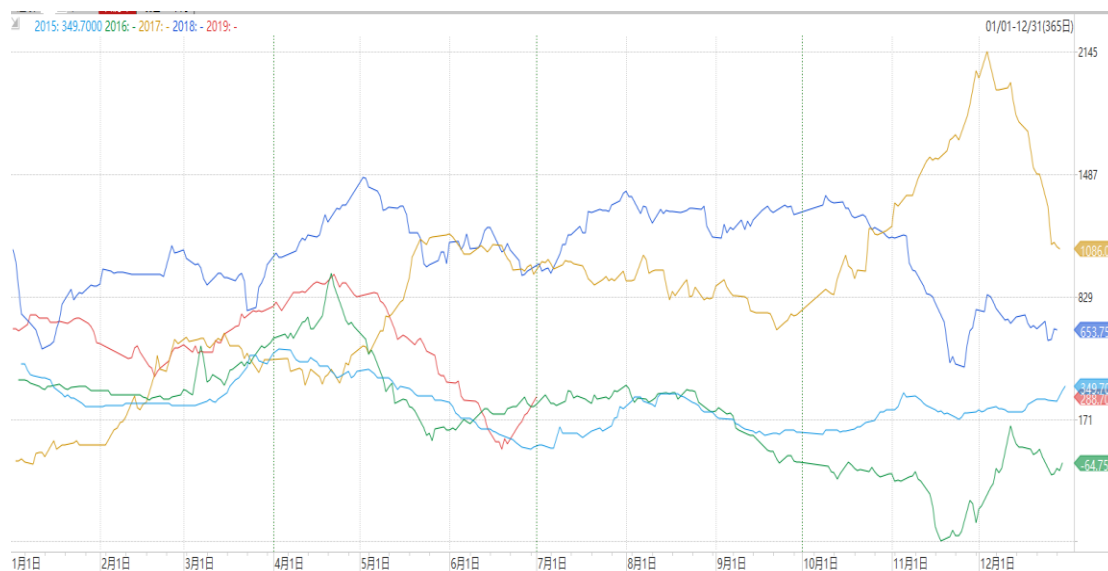
2019 年限产文件多，持续时间长。以唐山为例，唐山在 3 月底曾提出《唐山市重点行业 2019 年第二至三季度错峰生产实施方案》，4-9 月需要进行非取暖季限产，但从实地调研和钢联统计的高炉开工数据来看，执行情况比较宽松。导致空气质量较差，5 月份唐山空气质量重回重点城市倒数第一。6 月 23 日唐山市政府印发的《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》，分类评级为 A 的钢厂限产比例 20%，其余钢厂限产比例 50%，执行时间暂定 8 月 1 日之前。8 月 1 日之后，视全市空气质量和气象条件情况再决定上述停限产措施是否延续执行。据测算该通知合计月度影响铁水量约 516 万吨，减少品种产能约 468 万吨。8 月份以后唐山地区高炉可能会小幅复产，但预计在建国 70 周年大庆之前，整体环保形势偏紧。建国 70 周年大庆之后就是 2019-2020 年采暖季限产。因此预计高炉开工率 8 月初略有反弹之后就要承压下行了，难以回到年内高点了。

2019 年上半年，房地产市场总体呈现平稳回落态势，各类物业销售面积均呈负增长态势，土地购置面积和土地成交价款均大幅下降，住宅投资热与商办类物业投资冷的现象仍然延续。虽然 3、4 月份各地房屋销售情况呈现“小阳春”态势市场预期有所好转，但 5 月份的市场数据回落说明楼市回暖尚不稳定，预计接下来房地产市场有可能会进入新一轮的调整期。

基建投资资金的主要来源之一是国家预算内资金。国家预算内资金主要来源于全国一般公共预算支出。今年财政支出节奏明显前移，其中与基建投资相关性

更强的中央本级财政支出一季度累计同比达 14.6%，远高于年度预算 8.7%的水平，创 2016 年以来的新高，交通运输等基建类支出保持高增速，成为稳增长的重要发力点。但今年政府加大了减税降费力度，财政收入承压，累计财政赤字创近年同期新高，基建投资后继乏力。

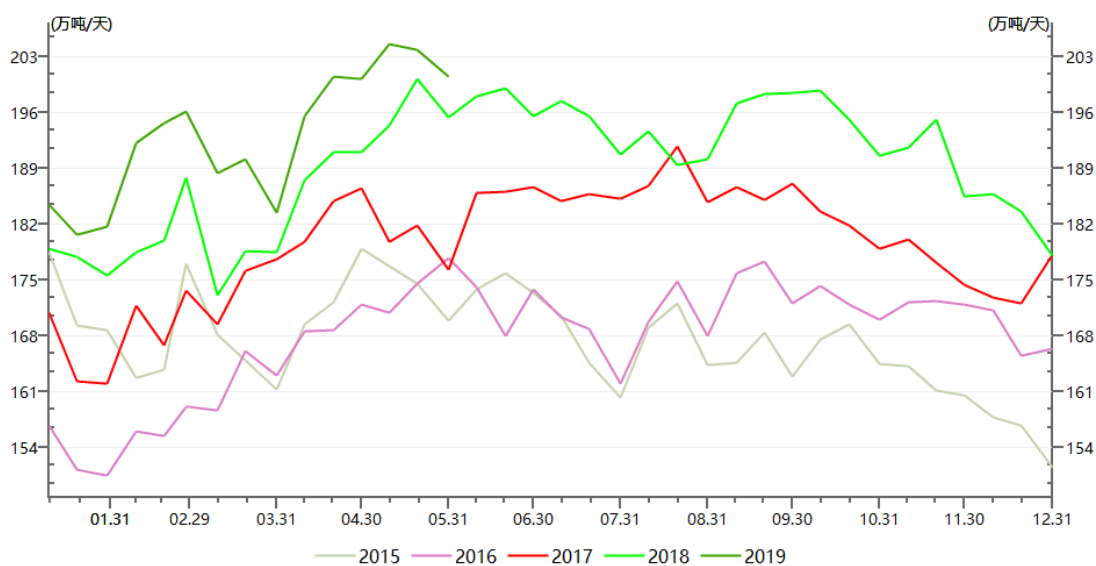
图 2-4：螺纹钢吨钢利润



资料来源：Wind，神华研究院

2019 年上半年，螺纹钢受基建和房地产需求超预期的影响，在钢铁产量再创新高的同时，钢材消费保持旺盛，钢材现货价格呈现窄幅波动整体上涨的局面。尽管钢材现货价格与近几年同期相比差异不大，但由于原材料成本的大幅攀升，特别是铁矿石价格持续大幅上涨，造成吨钢利润持续减少，2019 年 6 月中旬吨钢利润达到近 5 年同期最低水平。

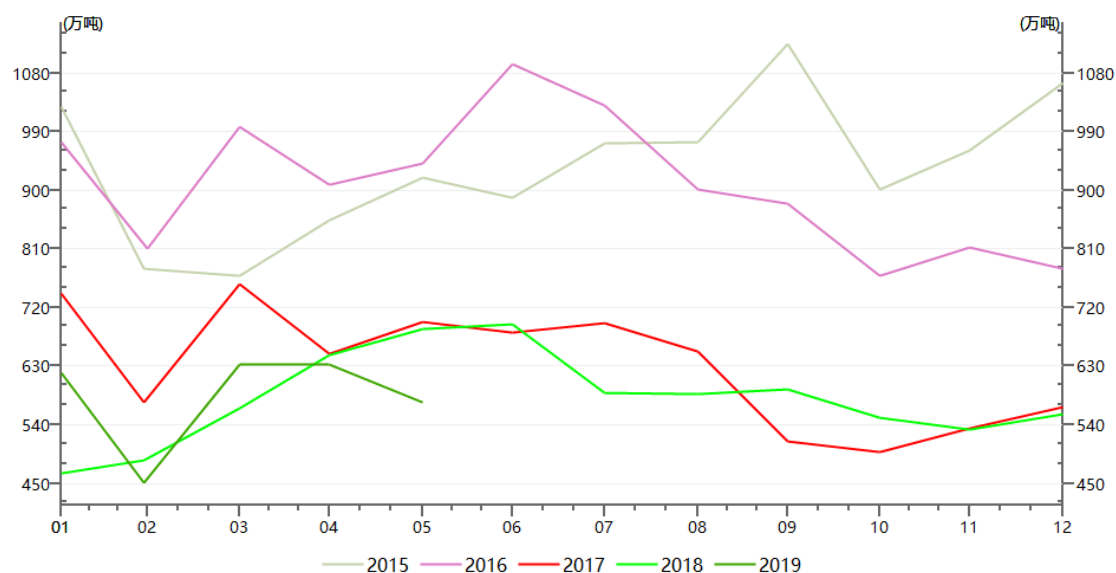
图 2-5：重点企业粗钢日均产量



资料来源：Wind，神华研究院

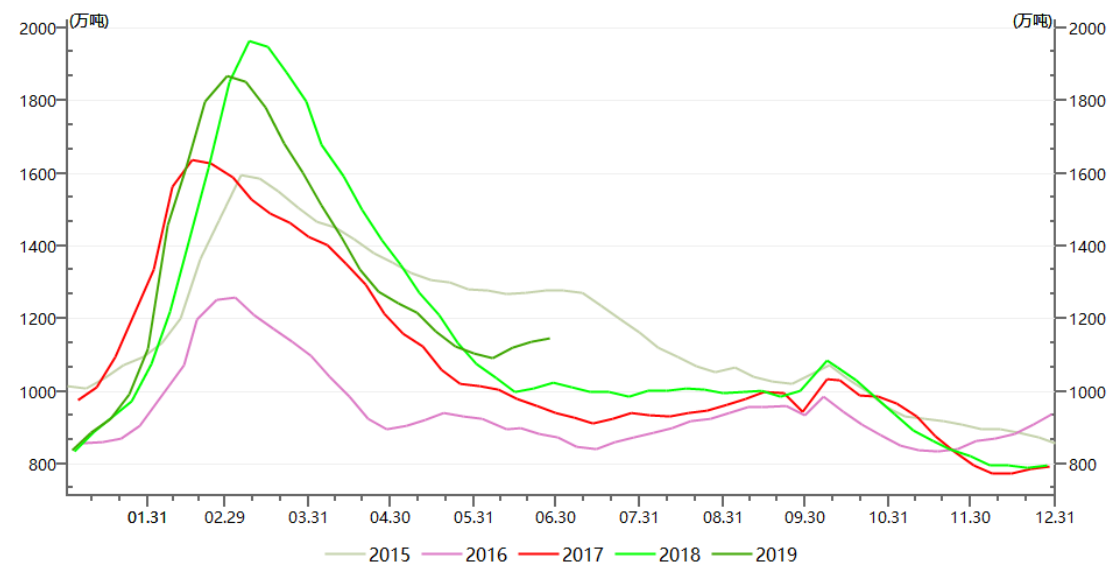
当前，粗钢日均产量为近五年新高，钢材出口量为近五年同期最低。在上半年房地产与基建需求均超预期的背景下，钢材供需两旺，但主要钢材社会库存和螺纹钢社会库存均为供给侧改革以来的同期最高水平。

图 2-6: 钢材出口数量



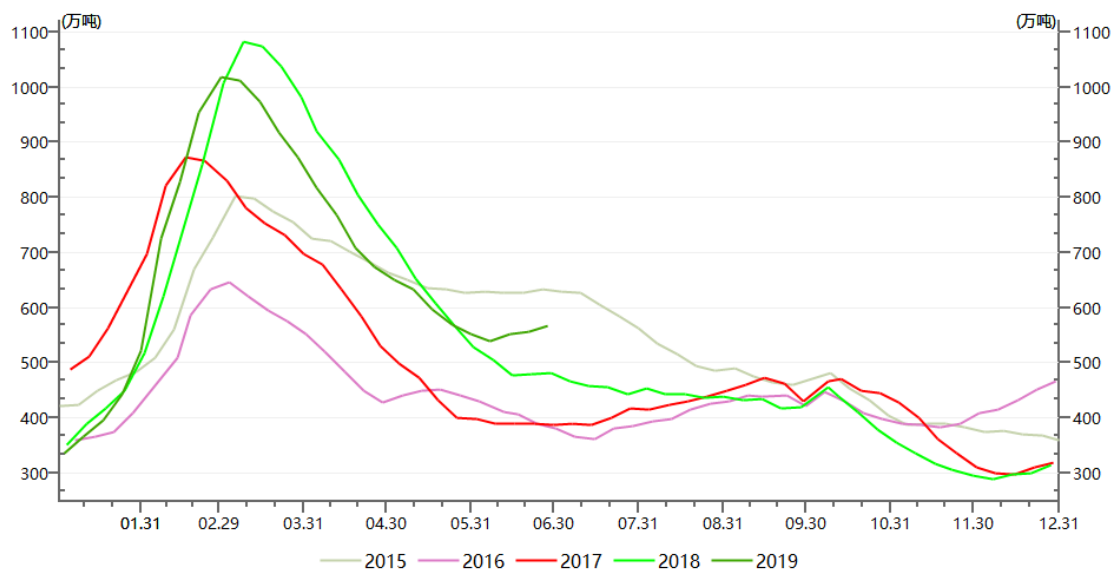
资料来源: Wind, 神华研究院

图 2-7: 主要钢材社会库存



资料来源: Wind, 神华研究院



**图 2-8：螺纹钢社会库存**


资料来源：Wind，神华研究院

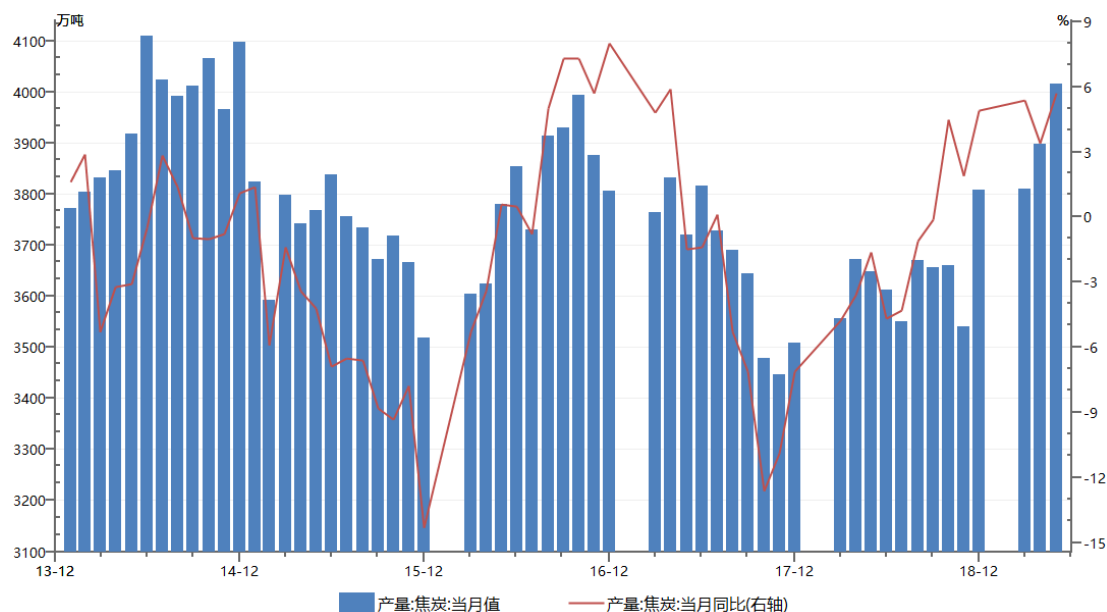
由于房地产市场总体呈现平稳回落态势，基建通过财政和地方债等多种手段加大投资，但基建投资增速受财政赤字影响难以持续维持高增长。预计 2019 年下半年，钢材需求量要弱于上半年。下半年在 70 周年大庆前预计环保形势会更严峻，国庆之后又面临采暖季限产，预计下半年钢材供应量要少于上半年。整体来看，2019 年下半年钢材供需矛盾并不突出，供需关注的重点仍是限产政策！重点关注华北地区的各类限产措施及限产实际执行情况。

## 2.2、焦化去产能方兴未艾

在 2019 年年报《转型升级正当时，钢方唱罢焦登场》中我们预计 2019 年焦炭需求基本持平，焦炭供应受焦化行业转型升级影响有所减少，焦炭价格中枢上移。从 2019 年上半年实际情况来看，焦化行业供应增加，焦炭需求有所增加，焦炭的价格中枢上移。年报中预期的供应有所减少并未在 2019 年上半年发生，主要原因是山西地区环保限产不及预期，转型升级未严格执行。

据国家统计局数据显示，2019 年 5 月份，全国焦炭产量 4016.3 万吨，同比增长 10.08%。2019 年 1-5 月份全国焦炭产量 19113.7 万吨，同比增长 8.55%。由焦炭月度产量与同比增速图我们可以看到 2019 年焦炭的月度产量与 2018 年相比大幅增加。主要原因是 2019 年上半年河北地区和山西地区环保限产力度有所下降，焦炉生产率长期维持在 80% 以上，大幅高于 2018 年同期。在产能差异不大情况下，2019 年上半年焦炉高生产率导致焦炭产量大幅增加。

图 2-9: 焦炭月度产量与同比增速



资料来源: Wind, 神华研究院

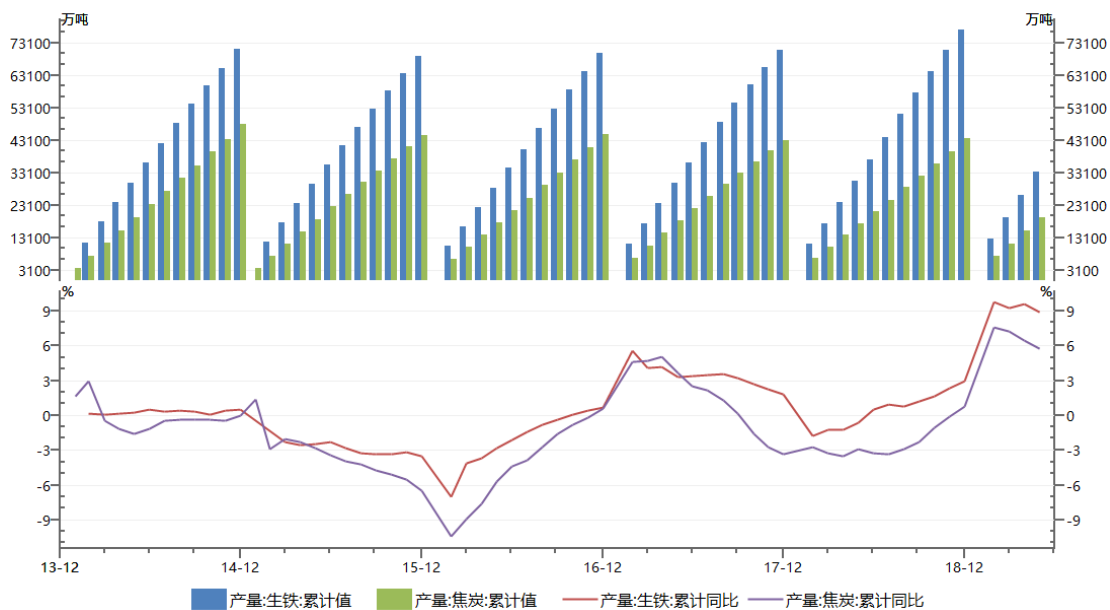
图 2-10: 独立焦化厂焦炉生产率



资料来源: Wind, 神华研究院

2019年5月全国生铁产量7219万吨,同比增长6.6%。据此测算,5月份生铁日均产量为232.87万吨,环比增加0.1万吨/日。1-5月累计生铁产量为33534.7万吨,同比增长8.9%。从生铁与焦炭的产量来看,生铁与焦炭产量同步增加,焦炭产量增速略低于生铁产量增速,铁焦比持续下降。

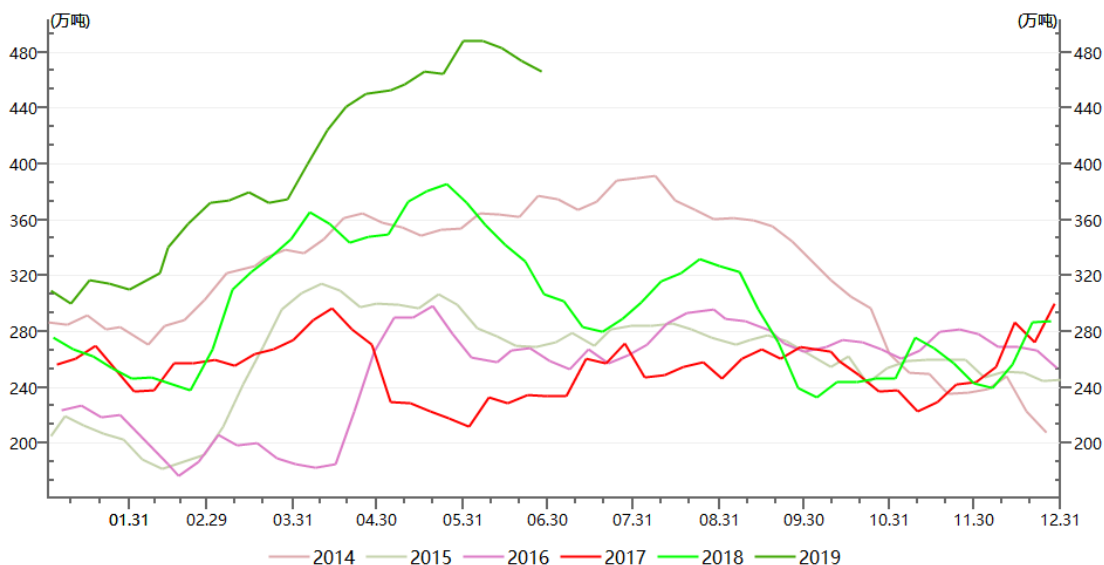
图 2-11: 生铁、焦炭产量与同比增速



资料来源: Wind, 神华研究院

截止 2019 年 6 月 28 日, 整体焦炭库存 963.05 万吨。其中, 焦炭四大港口库存 466 万吨, 国内样本钢厂焦炭库存 460.85 万吨, 独立焦化厂焦炭库存 36.2 万吨。尽管港口焦炭库存远超历史同期水平, 但由于焦化厂库存下降至低位, 焦企有挺价意愿。

图 2-12: 焦炭港口库存



资料来源: Wind, 神华研究院

尽管 2019 年上半年焦化行业转型升级不及预期, 但焦化行业转型升级的产业政策并未发生改变。焦炭主产区山西要进行焦炉升级改造, 京津冀及周边地区地区要实行“以钢定焦”, 江苏的独立炼焦企业在 2020 年前全部退出仍将是焦化行业转型升级的工作重点。

2019 年下半年，焦炭主产区限产将围绕河北省印发的《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》以及《山西省打赢蓝天保卫战 2019 年行动计划》展开。河北省将按照不低于 1.25: 1 进行焦化行业产能置换，山西、河北均将加快 4.3m 焦炉淘汰速度，在 2020 年底将全面关停 4.3m 焦炉。

随着唐山等地高炉开始限产，结合下半年环保形势，预计下半年焦炭需求弱于上半年。焦炭将由当前供需两旺过渡到供过于求，若下半年焦化行业转型升级和环保限产不能有效落实，焦炭价格将面临较大的下行压力。

### 2.3、铁矿石缺口依旧

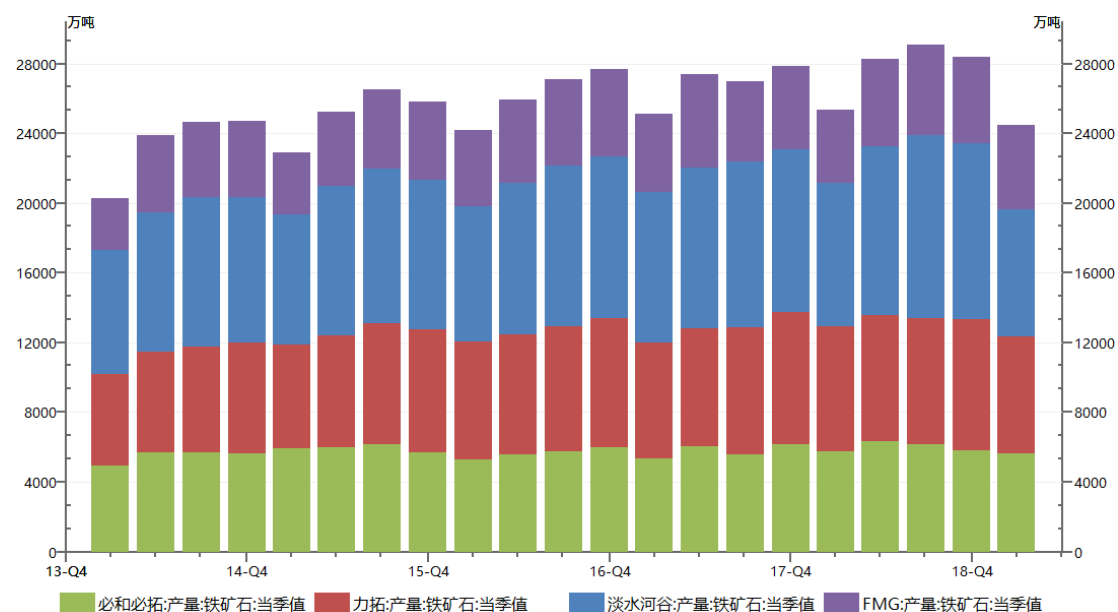
淡水河谷原计划 2019 年销量由 2018 年 3.65 亿吨增至 3.82 亿吨，溃坝事故发生后，淡水河谷将 2019 年铁矿石及球团销售量目标大幅下调至 3.07-3.32 亿吨。以销售目标中位数 3.2 亿吨计算，淡水河谷 2019 年铁矿石销售量比 2018 年降低了 4500 万吨。

力拓宣布将皮尔巴拉 2019 年铁矿石目标发运量从之前的 3.33-3.43 亿吨调整为 3.2-3.3 亿吨，相比前期减少 1300 万吨。

必和必拓和 FMG 这两家公司的年度目标是按财年公布，探讨两家公司的供应增量意义不大。罗伊山增产 500 万吨粉矿至 6000 万吨计划从 2019 年延期至 2020 年。英美资源的 Minas-Rio 铁矿预计于 2019 年生产 1900 万吨，比 2018 年增加 1500 万吨。

2019 年上述主流矿山相对 2018 年产量合计减产 4300 万吨。铁矿石的高价格会促进成本较高的非主流矿复产，但复产需要时间。

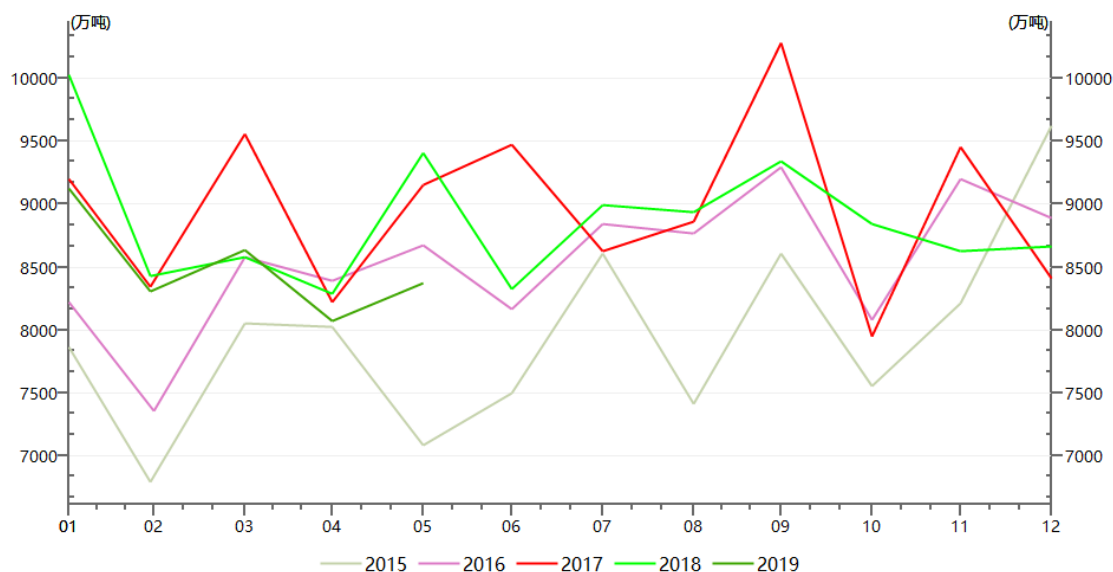
图 2-13：四大矿山季度产量



资料来源：Wind，神华研究院

从四大矿山的季度产量可以看出，2019 年 1 季度四大矿山合计产量 2.436 亿吨大幅减少，略高于 2016 年 1 季度的 2.414 亿吨，为近三年同期最低水平。

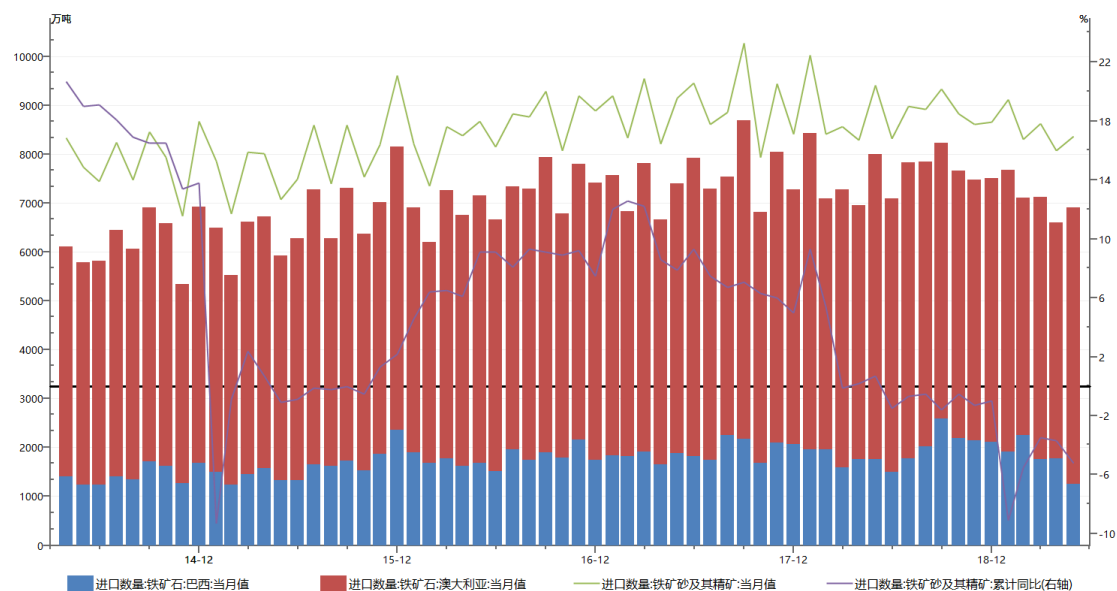
图 2-14: 铁矿石月度进口量



资料来源: Wind, 神华研究院

2019 年铁矿石月度进口量比 2018 年同期进口量有所降低，为最近三年最低进口水平。2019 年上半年全球铁矿石存在较大缺口，由于淡水河谷和力拓产量下降叠加南半球台风季双重影响导致主流矿山发运减少，国内进口量大幅降低。

图 2-15: 铁矿石月度进口量分布

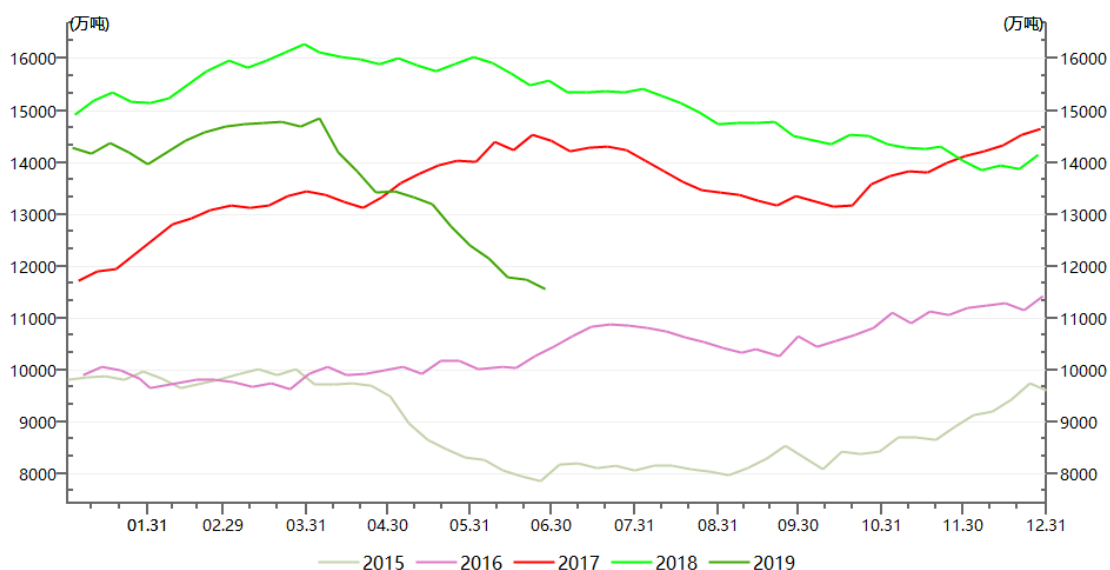


资料来源: Wind, 神华研究院

从进口国别来看，从巴西进口铁矿石持续减少。减少主要原因是淡水河谷收溃坝事件影响大幅下调 2019 年产量计划。从铁矿石累计同比来看，2018 年 3 月以后，铁矿石累计进口量开始同比下降。结合港口库存来看，港口库存在 2018

年 3 月 30 日达到 1.628 亿吨历史最高库存后开始转势降库存。港口铁矿石库存变化方向与铁矿石进口数量累计同比高度相关。

图 2-16: 港口铁矿石库存



资料来源: Wind, 神华研究院

铁矿石港口库存在 2018 年 3 月份结束了多年持续增长的趋势, 开始港口铁矿石去库存。2019 年上半年铁矿石进口量减少, 同期下游钢铁行业产量创历史新高, 对铁矿石需求持续增加, 导致港口铁矿石库存不断减少。2019 年 6 月底库存为 1.157 亿吨, 比 2018 年底 1.416 亿吨减少 2590 万吨。

铁矿石全球供给减少的情况下, 铁矿石需求将是后续影响铁矿石走势的重要因素。以 6 月 23 日唐山市政府发布《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》为例, 该限产通知影响铁水产量 516 万吨/月, 折合减少铁矿需求 825 万吨/月。考虑到华北地区限产区域逐渐增多, 70 周年国庆前环保形势严峻, 国庆后又进入 2019-2020 年采暖季限产。铁矿石需求测算面临着较大的环保政策不确定性。

## 三、2019 年黑色行情展望与投资策略

### 3.1、行情展望

2019 年在“保增长”和“不一刀切”的背景下, 环保限产执行力度下降, 尽管河北地区仍有去产能任务, 但由于高炉开工率仍有一定上行空间, 2019 年上半年粗钢产量持续新高。需求端上半年房地产和基建超预期, 但难以持续, 预计下半年螺纹钢需求缓慢下降。供给端最大的不确定性来自各地环保限产政策, 和环保执行情况。以唐山为例, 目前《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》执行至 8 月 1 日, 之后视空气质量决定是否延长限产期限。在 70 周年国庆前,

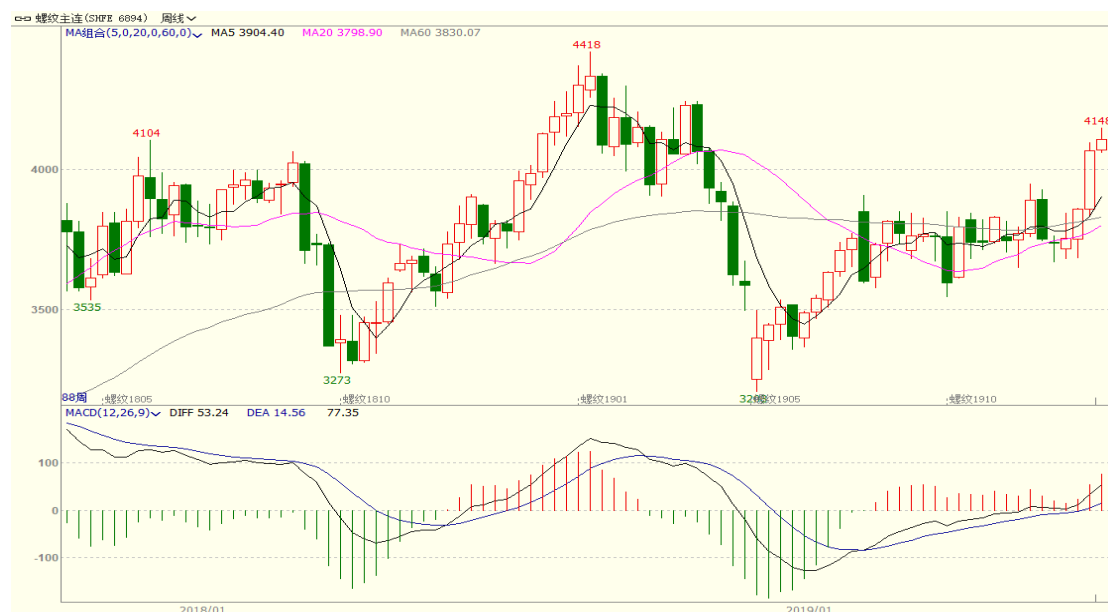
大概率京津冀地区会出台大力度的限产措施来改善空气质量。国庆之后又开始一年一度的采暖季限产。限产政策一个接一个，对钢材产量的具体影响要结合实际限产力度进行跟踪与调整。预计下半年钢厂环保限产常态化，钢材供应偏紧，钢价易涨难跌。

上半年粗钢产量增加，焦炭需求增加，由于上半年焦化行业环保力度一般，焦炉生产率维持高位，焦炭维持供需两旺，焦炭今年价格中枢高于去年。考虑到下半年钢厂环保限产常态化，预计下半年焦炭需求减少。焦炭将由当前供需两旺过渡到供过于求，若下半年焦化行业转型升级和环保限产不能有效落实，焦炭价格将面临较大的下行压力。

淡水河谷受溃矿影响2019年产量大幅下降，brucutu矿区尽管近期有望复产，但形成产量投放市场仍需要时间，从全球来看铁矿石短期内是存在供应缺口。这也是今年以来铁矿石大幅上涨的主要原因。由于短期内铁矿石的供应量无法大幅增加，下半年铁矿石走势主要看铁矿石需求，在下半年钢厂限产常态化背景下，铁矿石需求有望下降，考虑到下半年矿山发货增加，国内铁矿维持供不应求格局，大门供需缺口有望有所缓解。

### 3.2、技术分析策略

图 3-1：螺纹钢主力合约周线走势图



资料来源：文华财经，神华研究院

螺纹钢突破 60 周均线，仍处于上涨趋势，下方支撑为 3700，上方压力位 4400。结合螺纹钢当前供需平衡，下游需求缓慢下滑，供应受环保限产影响较大，操作思路为回调做多，建议回调至 3900 附近做多。

风险点：1.环保限产不及预期；2.下游需求不及预期。

图 3-2：焦炭主力合约周线走势图



资料来源：文华财经，神华研究院

焦炭周线为震荡上行，下方支撑位 1850，上方压力位 2350。结合焦炭未来转型升级供应减少的基本面，操作思路为逢低做多，建议焦炭回调至 2000 下方，尝试做多。

风险点：1. 焦化行业去产能不及预期；2. 高炉开工率大幅下滑。

图 3-3：铁矿石主力合约周线走势图



资料来源：文华财经，神华研究院

铁矿石周线持续上涨，均线正向发散，处于上涨趋势当中，近期创 5 年以来新高，预计未来铁矿石高波动率仍将延续，重心持续上移。由于铁矿石短期供应缺口依然存在，淡水河谷大规模复产增产仍需时日，高价格下非主流矿供应增加，



铁矿石近强远弱格局仍将持续。当前价格走势下，单边操作难度较大，建议以买近卖远正向套利为主。

风险点：1.铁矿产量超预期；2. 高炉开工率大幅下滑。

#### 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！

