**新常态下的钢厂利润**

**——大商所山东地区铁矿石调研专题报告**

**要点**

* 大商所组织的铁矿石调研于12月1日-12月4日在山东地区展开，通过实地调研了解到，目前调研钢厂吨钢毛利维持在400元/吨左右，净利10%左右。今年以来，由于铁矿石产能的释放，矿价持续走低，钢厂成本重心下移，钢厂扭亏为盈，利润维持高位（大商所8月铁矿石调研专题报告已详细分析）。那么，对于明年的钢厂利润是否能继续维持？是否能成为一种新常态？春节前后，随着螺纹终端需求的走弱，是否会出现钢厂利润的阶段性压缩？
* 趋势判断：综上所述，对于钢材、铁矿石等黑色产业品种依然保持相对弱势的观点，尤其是当前钢材需求呈现季节性走弱，钢价从目前至3月初整体维持震荡走低的格局；而铁矿石或在1月初因钢厂补库出现小幅反弹，整体依然处于震荡下行的趋势。2015年铁矿石继续保持增产，供需过剩格局仍将延续，但铁矿石的跌势并不顺畅，减产因素成为反弹又一因素，明年铁矿石的波幅也将缩小。而明年钢厂高毛利或继续保持，成为行业新常态。
* 操作策略：1、春节前后需求季节性走弱 阶段性做空钢厂利润；

2、2015年钢厂高毛利或成为常态，但单边空铁矿石操作难度加大，建议多螺纹空矿石对冲操作。

分析师：

翁鸣晓（钢材、铁矿、铁合金）

执业资格号：F0237860

电话：0571-87782536

E-mail:wengmingxiao@xhqh.net.cn

撰写时间：2014年12月10日

# 新常态下的钢厂利润

**——大商所山东地区铁矿石调研专题报告**

大商所组织的铁矿石调研于12月1日-12月4日在山东地区展开，在北京期货商会以及山东万宝集团的协助支持下，本次调研对象主要涉及青岛港、日照港两个港口的四个港区，包括青岛港前港、董家口码头、日照港、岚山港；山东地区一家钢厂、三家日照地区铁矿石贸易商；从而深入了解当前钢厂、矿石贸易商的经营状况以及对于铁矿石采购的进度，港口库存结构等。

通过实地调研了解到，目前调研钢厂吨钢毛利维持在400元/吨左右，净利10%左右。今年以来，由于铁矿石产能的释放，矿价持续走低，钢厂成本重心下移，钢厂扭亏为盈，利润维持高位（大商所8月铁矿石调研专题报告已详细分析）。那么，对于明年的钢厂利润是否能继续维持？是否能成为一种新常态？春节前后，随着螺纹终端需求的走弱，是否会出现钢厂利润的阶段性压缩？

**一、8月至今钢厂毛利呈现先抑后扬**

今年4月以来，随着铁矿石价格的持续走低，钢厂成本重心不断下移，钢厂逐步实现扭亏为盈，上半年毛利率一度（8月初，正值大商所唐山地区铁矿石调研）达到9%以上。而进入8月中下旬，由于旺季需求预期的落空，市场需求有所走弱，钢价快速下跌，利润快速压缩至1%左右。而进入四季度，由于环保等因素的影响，矿价继续走低，而钢材由于市场资源紧张导致价格坚挺，钢厂利润再度快速上升至当前的9%左右。因此，可以看到，今年钢厂整体处于盈利状态，且毛利处于高位，一改多年亏损的局面。8月至今，由于钢材需求端的变化以及四季度面临的环保问题，使得钢厂毛利呈现先抑后扬的格局。

**图表1：现货吨钢毛利率测算（单位：元/吨，%）**

注：铁矿石采取30天移动平均测算以模拟钢厂原料约30天左右的库存周期。

资料来源：新湖期货研究所

**二、钢矿产能投放错配延续 钢厂高毛利或成行业新常态**

无论是国内矿山还是四大矿山，2012-2017年均处于集中扩产周期中，与粗钢产能的扩产阶段出现错配的情况仍将延续，因此，钢厂高毛利的状态或将成为钢铁行业的新常态。

对于2015年，全球铁矿石产能将继续释放，而国内粗钢产能仍处于调整阶段；而钢材需求方面，国内需求增速或将继续放缓，但一带一路政策或拉动基建对于钢材的消费，今年出口很大程度上缓解了国内的供需压力，虽然对于出口退税政策是否取消，但目前来看，钢厂出口意愿仍将较强；整体来看，需求增速放缓但不会出现下滑。因此，明年钢厂利润仍将维持，由于钢材需求的阶段性变化或将对钢厂利润产生影响。

**1、2015年铁矿石产能继续释放 产能错配延续**

无论外矿还是内矿，增产周期尚未结束。外矿预计集中投产期至2017年，而其中2014-2015年增量最大，目前矿价预计2015年增量达到1.4亿吨左右。从调研了解，目前矿价已跌至70美元/吨附近，使得FMG都有较大的压力，明年矿山减产或将频频出现，预计除中国外，减产约5000万吨，但中短期仍难以扭转铁矿石供需过剩的格局。

**图表2：2012-2015年四大矿山产能产量（单位：亿吨）**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2013产能 | 2014产能 | 2015产能 | 成本 |
| Vale | 3.3 | 3.6 | 3.8 | 22.1(C1) |
| Rio Tinto | 2.6 | 2.9 | 3.6 | 20.8（C1） |
| BHP | 1.95 | 2.25 | 2.45 | 27.5（C1） |
| FMG | 1.2 | 1.55 | 1.6 | 32(C1),51(完全成本) |

注：C1为运营成本，即从矿山到发运港的成本，单位：美元。

数据来源：公司公告 新湖期货研究所

而国内的粗钢产能来看，目前仍处于调结构的状态，政策上淘汰落后产能，不再新批新增产能，采取以产能置换的方式来控制产能。据业内专业人士反映，黑色行业资金仍然不受银行的青睐，银行仍在不断收紧行业资金，这也加快了行业自身的淘汰机制。因此，国内产能预计仍将呈现低速增长的状态。因此，铁矿石产能与粗钢产能错配仍将延续，因此，钢厂利润的存在是合理的。

**图表3：国内铁矿石供需增长及平衡状态（单位：万吨，%）**

注：2015年全球预计新增产量约1.4亿吨，预计除中国外减产5000万吨，中国减产5500万吨精粉，增产1200万吨，国内进口量为全球增量部分的65%进行测算。

资料来源：新湖期货研究所

**2、国内钢材需求增速仍将放缓 钢厂毛利或维持**

目前国内经济处于调结构的转型期，经济增速放缓的迹象，而国内支柱性行业房地产业将逐步步入调整期，预计2015年仍将处于低迷的状态。近期国家提出的一带一路政策或将拉动国内基建的钢材需求，而工业行业中机械、汽车等行业处于相对稳定的格局。而出口方面，今年出口很大程度上缓解了国内钢材的供需压力，而目前是否取消出口退税政策尚不明确，但目前钢厂出口意愿仍较强，且国内价格仍有出口优势，因此，出口或仍能维持。因此，钢材终端需求或随着国内经济增速的放缓而放缓，需求整体仍以增长为主，不会出现下降。个人认为，钢厂利润结构相对合理，毛利仍将维持，国内钢厂经营状况或因资金状况而出现分化。

**图表4：国内粗钢产量与表观消费量及同比（单位:万吨，%）**

资料来源：新湖期货研究所

**3、新常态下钢厂利润变化的逻辑**

对于后市钢厂利润的判断可简化为对于螺纹与铁矿石两个产业品种间比价的判断，即两者基本面强弱的对比。螺纹供需包括粗钢的产量以及下游终端和中间需求的变化，铁矿石的供需包括铁矿石的供给以及粗钢（生铁）的产量与库存调整。因此，其核心因素是钢材终端需求的变化、粗钢产量的变化、铁矿石供给端的变化。其中钢材终端需求以及铁矿石供给端的变化是主要变量，而粗钢产量的变化主要取决于这两个变量的情况。

若终端需求走弱，则成品供需走弱，铁矿石强于成品，利润走低；产量回落导致铁矿石需求走弱，若铁矿石产量维持或增产，铁矿石供需走弱，成品将强于铁矿石，利润走高。这种模式下，将以矿价的达到新的平衡才能使跌势结束。而矿价在增产阶段若想达到新的平衡势必将挤出高成本部分的产能。因此，内外矿价差、矿山减产情况明年需要重点关注。

而目前矿石过剩状态下，港口库存高位使得钢厂维持低库存，因此，钢厂即使毛利丰厚的状态下也没有出现集中性的补库，补库因素可能仅仅构成阶段性的反弹，难以对中长期的铁矿石供需格局产生影响。因此，新常态下钢厂利润变化的逻辑主要关注钢材终端需求是否走弱和矿山减产情况。

**三、需求淡季来临 钢厂利润或阶段性压缩**

根据上述钢材利润变化逻辑，四季度末至明年三月初，由于钢材需求的季节性走弱，钢厂利润是否会出现阶段性的压缩？

**1、铁矿石供给持稳 直接需求较好 补库需求不强**

**（1）铁矿石供给相对稳定**

11月，铁矿石进口量出现了环比快速下滑，主要原因在于铁矿石需求的走弱，一方面，由于APEC会议的停产使得铁矿石直接需求受到重创；另一方面，由于持续下跌的矿价以及银行资金的不断收紧，使得矿石贸易商主动降低采购需求，压低库存。

而对于后期的铁矿石供给预计整体维持稳定，从外港发货量与国内到港量来看，依然处于高位。同时，临近一季度，南半球出现飓风等灾害性天气的可能性较大，但由于今年出现厄尔尼诺现象，因此，天气情况较为理想，或对外矿的生产与发运影响有限。国内矿方面，受成本的压制，国内矿山开工率持续降低，尤其是中小矿山，同时，临近年底，部分矿山也将出现季节性的减产，但国内矿山库存持续走高，或难以对铁矿石供给产生实质性的影响。因此，整体来看，铁矿石供给在三月前整体保持稳定。

**图表5：国外港口发货量及国内港口到货量（单位：万吨）**

资料来源：我的钢铁 新湖期货研究所

**图表6：国内矿山库存持续累积（单位：万吨）**

资料来源：我的钢铁 新湖期货研究所

**（2）铁矿石直接需求较好 补库需求不强**

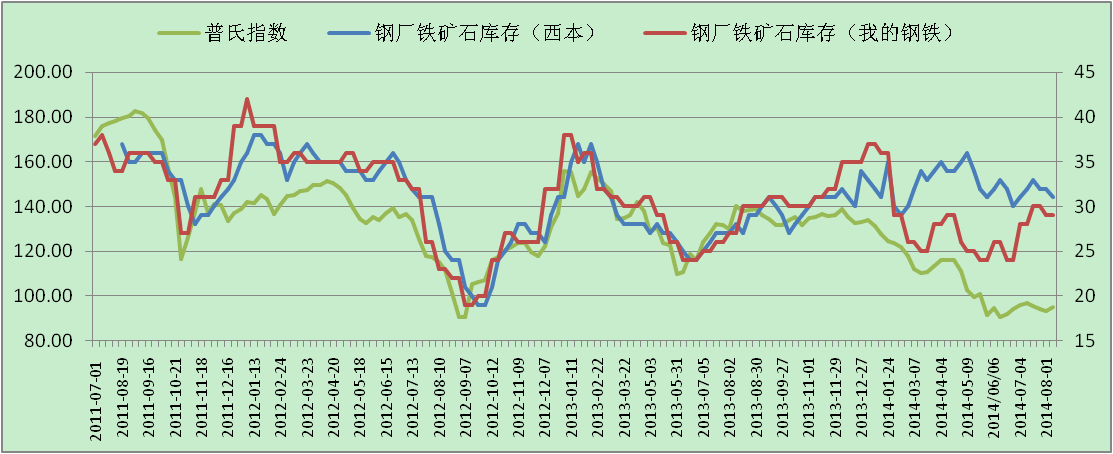
经历了11月中上旬的APEC会议停产后，高炉开工率全面快速回升至前期高位附近，且目前钢厂毛利丰厚，除非再度执行环保政策，否则难以出现主动性减产，因此，铁矿石的直接需求快速回升。

而补库需求方面，冬储概念已经淡化，从此次调研也再度证实了这一说法。原因在于，首先，矿价的持续下跌，市场依然看空后市，钢厂补库意愿不强；其次，行业资金紧张，即使近期央行降息，但仍未改变银行对于钢铁行业的资金控制，因此，资金问题制约了补库的条件。从此次调研的情况来看，部分矿贸商甚至因资金紧张而暂时退出铁矿石贸易，钢厂资金的紧张程度也超出笔者的预期。再次，港口库存高位，钢厂补库渠道稳定；第四，运力相对宽松。往年钢厂冬储的一方面原因是因为运力紧张的问题，而从此次调研了解到，目前无论是火运还是汽运，运力均宽松，且当前汽运运费低于火运。综合来看，钢厂补库意愿不强。

**图表7：唐山及全国高炉开工率（单位：%）**

资料来源：新湖期货研究所

**图表8：钢厂原料库存与矿价（单位：天）**



资料来源：wind 我的钢铁 新湖期货研究所

**图表9：港口铁矿石库存（单位：万吨）**

资料来源：新湖期货研究所

**2、钢材供给高位 终端需求走弱 补库需求不强**

钢材方面，根据上述情况，当前钢材供给依然维持高位，供给压力不减。而需求方面来看，终端需求将随着季节性需求的走弱而走弱，尤其是1-2月，钢价压力明显；出口方面，由于对于明年出口退税取消的预期以及订单的减少，12月的出口或出现环比下滑。而补库需求方面，由于当前市场预期依然偏弱，而且市场资金紧张，库存后期或出现被动性上升，难以出现补库行情。

**图表10：水泥产量及同比（单位:万吨，%）**

资料来源：新湖期货研究所

**图表11：沪终端线螺采购量（单位:万吨）**

资料来源：新湖期货研究所

**3、淡季时节的钢厂利润判断**

四季度末，随着终端需求的走弱，成品材需求将逐步走弱，而在资金紧张以及经济增速下滑的背景下，贸易商备货需求的意愿不高，因此，成品材需求整体走弱。而对于铁矿石来说，虽然钢厂维持低库存策略，但其需求仍然刚性，因此，铁矿石需求状况好于成品。而供给端预计基本持稳，整体格局来说，铁矿石强于成品，钢厂利润或将逐步收窄。

**四、结论及操作策略**

综上所述，对于钢材、铁矿石等黑色产业品种依然保持相对弱势的观点，尤其是当前钢材需求呈现季节性走弱，钢价从目前至3月初整体维持震荡走低的格局；而铁矿石或在1月初因钢厂补库出现小幅反弹，整体依然处于震荡下行的趋势。2015年铁矿石继续保持增产，供需过剩格局仍将延续，但铁矿石的跌势并不顺畅，减产因素成为反弹又一因素，明年铁矿石的波幅也将缩小。而明年钢厂高毛利或继续保持，成为行业新常态。

**1、需求季节性走弱 阶段性做空钢厂利润**

综上所述，由于年底钢材需求呈现季节性走弱，而供给维持高位，供需明显走弱，钢厂维持当前的高毛利并不合理，因此，这个阶段钢厂利润或走弱，建议近期可关注做空利润的机会。

（1）入场时机：螺纹现货矛盾突现，现货价格走弱，盘面利润建议在150-200元/吨左右。

（2）风险因素：环保因素建议止损

（3）止盈：盘面利润至负建议止盈，或时间至3月初。

**图表12：盘面利润与现货利润**

资料来源：新湖期货研究所

2、**2015年整体思路：多螺纹空矿石**

根据上述分析，明年铁矿石供需格局依然处于过剩格局，且过剩幅度继续扩大，因此，钢厂高毛利将成为常态。虽然铁矿石依然是偏空的观点，但跌势已趋缓，且波动幅度缩小，做空风险加大。因此，建议多螺纹空矿石进行对冲操作。

（1）入场时机：3月中下旬关注该头寸的情况，建议进场的RB/I为4.5左右。

（2）风险因素：矿山大幅减产，使得供需格局达到新的平衡；钢材出口退税取消导致出口量大减，导致国内供需失衡。

（3）止盈：两者比价5.2-5.5左右。

**图表13：盘面螺纹与铁矿石比价**

资料来源：新湖期货研究所

**新湖期货研究所 翁鸣晓**

**2014年12月10日**

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

