

## 散尽的盛宴

### 摘要

- 2014 年黑色金属经历了近 5 年来最凶猛的一波跌势，国内需求增速的急速下滑和海外铁矿石巨量的投产共同驱动了这波酣畅淋漓的跌势，而焦煤焦炭价格因需求低迷也呈现了单边趋势性下跌走势，下半年在国家强制性干预下价格有所企稳。
- 我们认为 2015 年这一格局将延续，大周期的经济衰退和国家调整经济结构决定了需求见顶回落的趋势性方向，矿仍然处于供应大周期中，跌势不止，牛市宴席人散尽。
- 跨年度的投资上，我们重点推荐单边趋势性做空螺纹钢和铁矿石，而焦煤焦炭在供应端存在政策的不确定性较大。另外可以配置钢矿对冲、跨板块对冲和跨市场对冲的长期组合投资策略。



智慧创造奇迹  
一流的咨询，卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

第 1 章	基本观点与策略.....	4
1.1.	基本观点：黑色供需大格局难改注定熊市尚未结束.....	4
1.2.	投资策略推荐.....	4
1.3.	风险提示.....	4
第 2 章	铁矿石——洗牌进入白热化阶段.....	5
2.1.	大型矿山增产计划继续推进.....	5
2.2.	谁将被淘汰出市场.....	6
2.3.	需求低迷难以扭转供需过剩格局.....	8
2.4.	铁矿石价格走势特征分析与投资机会.....	10
第 3 章	煤焦——去产能路漫漫.....	10
3.1.	需求难增长供应成变数.....	10
3.2.	煤炭行业改革或打开焦煤新一轮降价空间.....	12
第 4 章	钢材——苦尽甘来盈利拐点确认向上.....	13
4.1.	消费增速将进一步回落.....	13
4.2.	钢铁行业产能限制确认行业盈利拐点.....	16
4.3.	钢铁投资机会分析.....	17
	南华期货分支机构.....	19
	免责声明.....	20



## 第1章 基本观点与策略

### 1.1. 基本观点：黑色供需大格局难改注定熊市尚未结束

我们认为 2015 年钢铁行业会延续需求不足、上游供应冲击导致成本坍塌的价格运行逻辑。尽管房地产行业在政策的刺激下会出现一个中周期的拐点，但是整体对黑色需求的带动缺乏足够的支撑力，而基建、汽车、机械制造、轻工等其他领域同样面临需求失速的风险，钢材出口在退税取消的局面下很难有实质性的再增长，因此我们认为 2015 年钢铁行业需求与 2014 年基本持平。上游焦煤、铁矿石的供应压力依然巨大，在运输、税费等方面减负的情况下，价格下行的空间也陆续被打开，因此产业链螺旋式的下行走势在 2015 年将延续，大周期熊市格局不改！

### 1.2. 投资策略推荐

#### 1.2.1. 单边趋势性机会

我们认为明年钢材需求增速稳中有降，而上游煤炭、铁矿石供应过剩还在加剧，价格几乎没有反弹空间，因此明年钢价在需求拉动不足+成本支撑弱化的双轮驱动下跌势延续是大概率事件。因此我们首推的依然是单边趋势性做空市场化程度较高、空间更为明确的螺纹钢和铁矿石，煤炭行业由于容易受到国家政策的强行干扰，下跌的空间和节点具有较强的不确定性。

铁矿石我们认为普氏明年的主要波动区间在 50-60 美元，平均价格在 55 美元左右，较年初跌幅超 20%，波动较今年放缓。从供应冲击的时点上，第二季度的投产量巨大，跌速有望较快，而下半年走势有望相对平缓。

螺纹钢期货大致的运行范围在 2080-2820，整体呈现前高后低的走势。

#### 1.2.2. 对冲型交易机会

产业链内部的对冲交易机会我们推荐两个：

第一，做多钢厂利润。由于钢铁行业产能受到控制，产能利用率回升，钢厂盈利能力增强，同时受环保、劳动力成本上升等因素的影响，在中间的加工费用上回得到体现。在大周期熊市中，矿价依然会领跌黑色链，钢矿比价趋势性上涨的格局未变。

第二，跨板块对冲。我们认为明年能源化工行业供应冲击加剧，利润空间目前较大，同时面临煤炭、石油等上游原料成本坍塌的风险，趋势性下跌空间较大，可以进行跨板块对冲交易。

### 1.3. 风险提示

我们认为明年宏观经济下行是大概率事件，国家主动的战略型调整经济结构和内生周期性下行叠加，因此国内钢材的消费增速难有起色，但是国家经济的首要任务之一是

稳增长，一旦经济下滑加速，会采取提高基建投资、保障房投资进行对冲下行风险，因此需求端依然存在较大的不确定性。

全球经济变数依然较大，今年下半年新兴市场国家和发达国家经济走势分歧加大，国内出口面临很大的不确定性，对钢材出口也会产生很大的影响。出口的形势变化也会直接导致国家对宏观调控政策的运用，从而对钢铁下游行业产生影响。

## 第2章 铁矿石——洗牌进入白热化阶段

2014 年全球铁矿石价格大跌，虽然产能产量过剩在我们的年初计划之中，但是跌幅远超过我们当时的估计，其中一个原因是因房地产低迷、基建增速放缓引起国内需求增速骤降，还有另外一个重要因素在于供给端，内矿对价格的敏感性不足，外矿替代内矿是一个较长时间的过程。在终端需求疲弱的局面下，我们认为铁矿石的基本面难以出现实质性的扭转，大型矿山通过增产打压价格以此挤占市场的策略不会发生变化。价格难以出现实质性的扭转。2014 年铁矿石行业竞争加剧，大型矿山通过增产扩大规模效应，达到摊低固定费用的目的。而一些边缘矿山在铁矿石持续暴跌中，盈利能力大幅下滑，随着亏损的加剧，未来关闭的矿山数量将继续增加。

### 2.1. 大型矿山增产计划继续推进

2014 年最大的铁矿石新增供应地为澳大利亚，其次为巴西，其他主要铁矿石产地的供应量都出现了不同程度的下滑。今年矿山增产集中在四大矿山，根据上市公司公布的财报显示，力拓的产能至 2015 年将达 3.6 亿吨、必和必拓今后两年将扩产至 2.6-2.7 亿吨、FMG 的产能也将在 2016 年增至 1.8 亿吨。

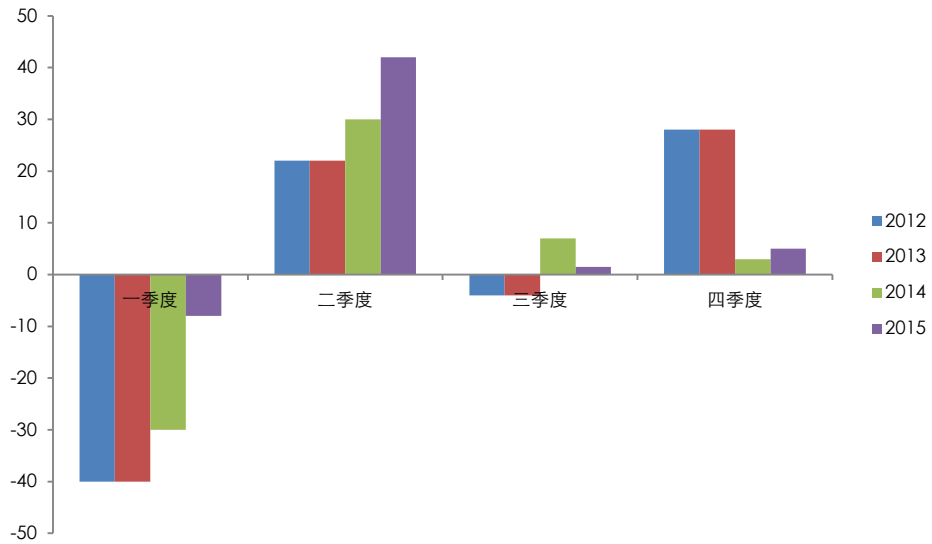
表 2.1.1 2015 海外矿山扩产计划

	花旗银行	伍德麦肯兹
力拓	5400	4950
必和必拓	1500	600
FMG	700	500
VALE	3000	1950
其他	5100	979
合计	15700	8979

备注：伍德麦肯兹的数据为新增出口的数据，为算上本土消化的量

我们估算 2015 年主流矿山增产的幅度至少在 1 亿吨以上，乐观估计可以达到 1.3-1.5 亿吨，如果情况比较糟糕，预计产能新增 1-1.1 亿吨。其中投产的高峰集中在二季度，与今年的情况相似。

图 2.1.1：年化供应过剩量在 2015 年上半年继续加剧

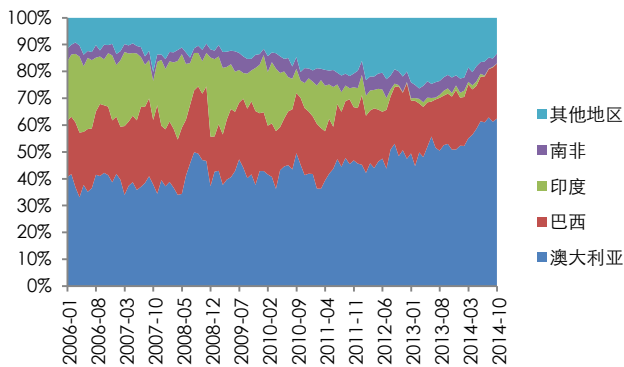


资料来源：南华研究 Citi Research

## 2.2. 谁将被淘汰出市场

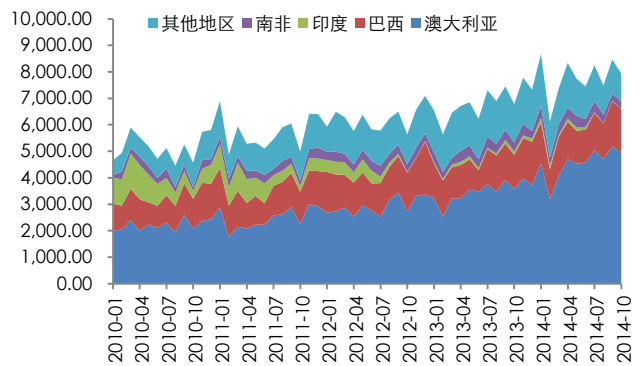
2014 年全球新增的矿山产能大约为 1.5 亿吨（假设按照目前的价格估算，若明年价格暴跌不排除部分矿山投产延迟），主要集中于澳洲三大矿山，巴西，以及非洲部分新兴矿山。从中国进口铁矿石的结构可以看出各国铁矿石的竞争力。

图 2.2.1 我国铁矿石进口结构变化



资料来源：南华研究 海关总署

图 2.2.2 澳洲进口份额持续大幅攀升



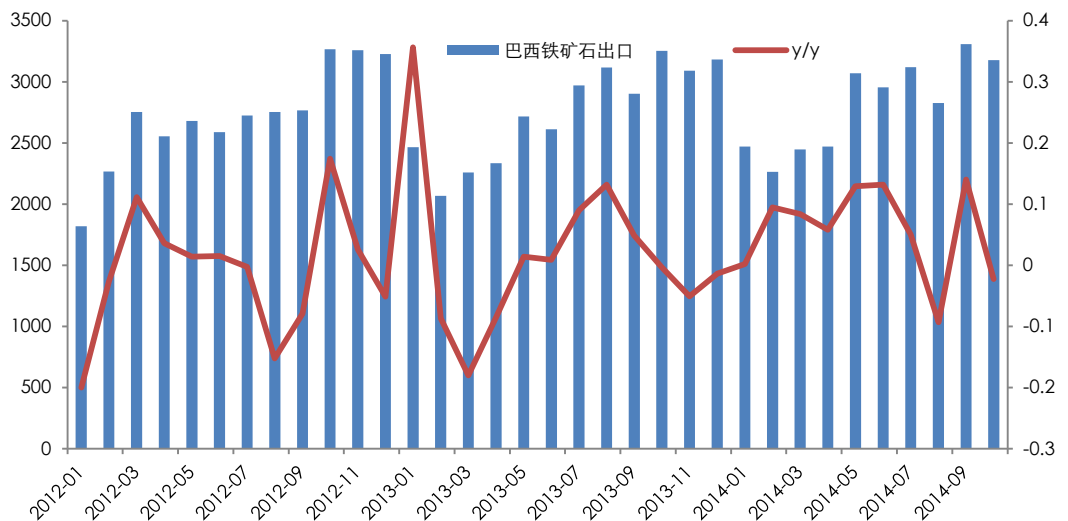
资料来源：南华研究 海关总署

澳洲矿山。由于力拓、必和必拓、FMG 的持续扩产，澳洲在全球铁矿石市场上的份额持续攀升，受益于其高品质的铁矿、规模化开采、一体化的基础设施、离主要消费地东北亚的运距短等一系列的优势，澳洲矿山的竞争力还在提升。中国进口来自澳洲的矿石份额从去年年底 50% 增长至三季度 62% 左右，其速度令人咋舌。澳洲矿山投产主

要集中在上半年，包括 FMG 的 Solom on Hub I-Firetail 矿达产，总产能至 1.55 亿吨，力拓 Orebody24 和 Jimblebar 扩产计划达产，增产 3800 万吨/年，力拓主要在原有 Brokman、Nammuldi 等矿上进行扩建项目的完工。2015 年力拓是澳洲增产的主力军，上半年产能将达到 3.6 亿吨，力拓 2013 年现金成本仅为 20.8 美元，预计新增产能将进一步摊薄现金流成本。另外必和必拓和 FMG 都有不同程度的增产计划。除了三大矿山外，澳洲其他中小矿山也面临亏损的境地。

巴西矿山。巴西在 2012、2013 年中出口停滞，增速分别为-1.3%和 1%，今年巴西铁矿石出口开始出现了回升，1-10 月份的累计出口同比增速达到 5.29%，其中 Minas Rio 和 vale 的扩产是主要原因。我们认为 2015 年巴西的投产会小幅加速，淡水河谷在卡拉斯加的项目投产是主要的因素，预计投产规模在 3000 万吨/年左右。明年淡水河谷预计增产 3000 万吨左右。

图 2.2.3 巴西供应量在 2014 年小幅恢复增长



资料来源：南华研究 海关总署

表 2.2.1 淡水河谷产量情况（百万吨）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (E)	2015 (E)
西部	1	1	4	6	6	6	6	6
南部	81	55	75	76	80	78	78	78
东南部	115	89	117	120	116	111	111	113
北部	97	85	101	110	107	111	120	151
合计	294	230	297	312	309	306	315	348

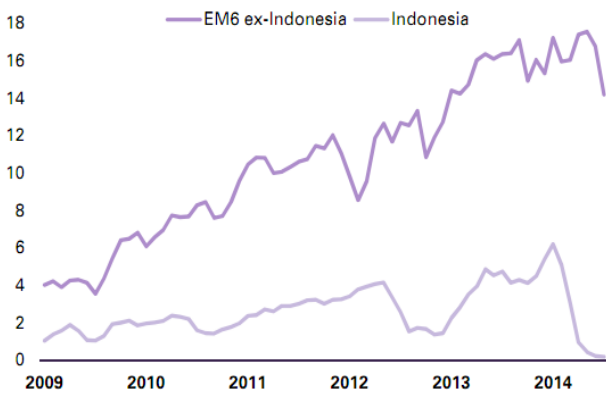
资料来源：南华研究

其他主要矿石供应商。因出口禁令的限制，印尼对中国的铁矿石出口已经急剧下滑，从年初年化 2000 万吨出口量降至几乎为 0。而墨西哥和伊朗打击非法采矿也对出口构



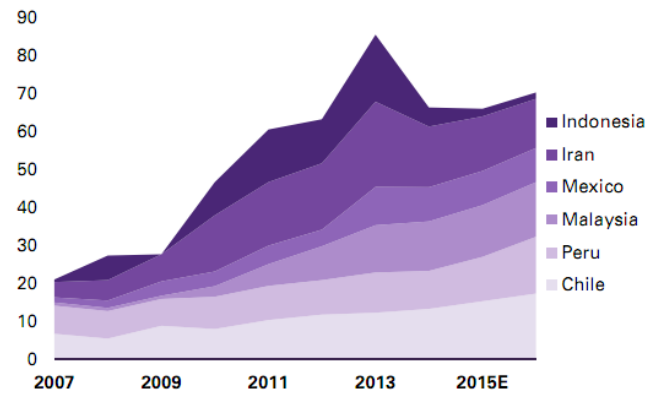
成了一定的限制。从非传统四大矿业国家的年化进口量已经从 1 月份的峰值 2.35 亿吨下降至 10 月份的 1.26 亿吨，几乎下降了一半。从印度进口铁矿石已经几乎为 0，而南非的市场份额也在逐步下滑，单月进口量已经不足 300 万吨。由于这些国家的矿山开采成本普遍高于巴西和澳洲的大型矿山，而且品位偏低（环保和成本因素），离中国的运距较远，预计 2015 年市场份额将继续下滑，有望在目前的基础上再下滑一半以上，年化进口数量在 6000 万吨以下，对全球铁矿石贸易市场的影响力进一步减弱。我们认为这些国家的增产数量十分有限，淘汰的矿山产能将大于新增产能的数量。

图 2.2.4 海外非主流矿遭到挤压



资料来源：南华研究 高盛

图 2.2.5 主矿供应维持小幅增长



资料来源：南华研究 高盛

利用成本曲线推算中期价格的底部并不是可取的办法。虽然从利润上而言，当价格突破成本后，生产商会因为亏算进行减产或者停产，从而对供应产生积极影响而促使供需回到均衡位置，但是仔实际操作中并不以为然：首先，成本是一个动态的概念，不仅仅是完全成本曲线本身会因为企业通过压缩经营成本、提升规模化摊低固定开销而发生变化；其次，汇率、航运价格、国家对矿业征税也会引起曲线的平移；最重要的一点是，企业的经营具有粘性，对价格的反应就有滞后性，在弱周期中大量企业会维持亏损经营以等待复苏周期的到来，只有亏损达到一定程度后才会关闭矿山。

### 2.3. 需求低迷难以扭转供需过剩格局

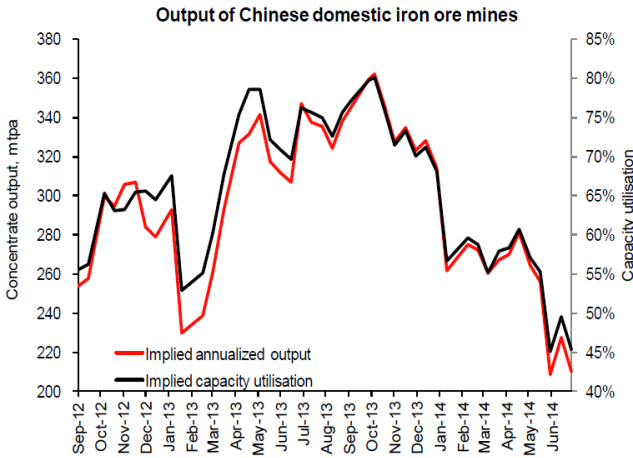
根据我们下文对钢材消费的分析，我们认为明年粗钢的消费与今年持平的概率较大，意味着新增的铁矿石供应需要通过挤占原有高成本矿作为代价。

我们认为明年国内铁矿石需求零增长的情况下，海外新增的低成本优质矿会绝大部分涌入国内市场，从而进一步替代海外非主流矿和国内矿。今年国内 1-11 月铁矿石进口同比增加 13.32%，全年预计进口增量达到 1.08 亿吨，其中今年港口库存增加 1627 万吨，对内矿的挤占达到 9173 万吨（生铁产量同比增速为 0）。预计 2015 年海外部分新增矿替代海外非主流矿，其中 60-80%会涌入国内市场，预计明年的进口矿将增加



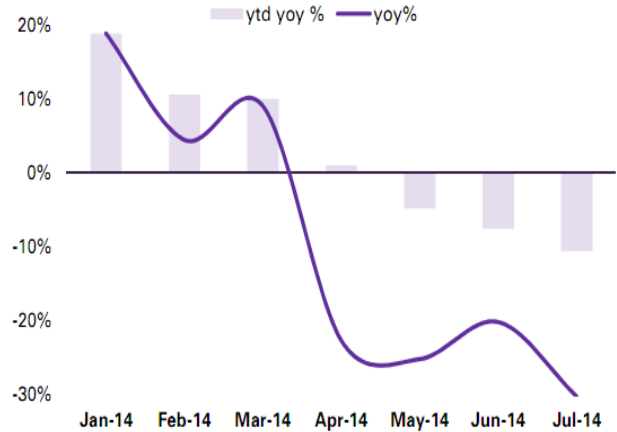
6000 万吨以上，乐观估计超过 8000 万吨，整体供需过剩的格局难改，对内矿的挤占也更加激烈，预计挤占的内矿数量在 6000-8000 万吨。在贸易商不断外流的情况下，港口的库存容纳新增矿的空间已经不大。

图 2.3.1 内矿加速被挤压



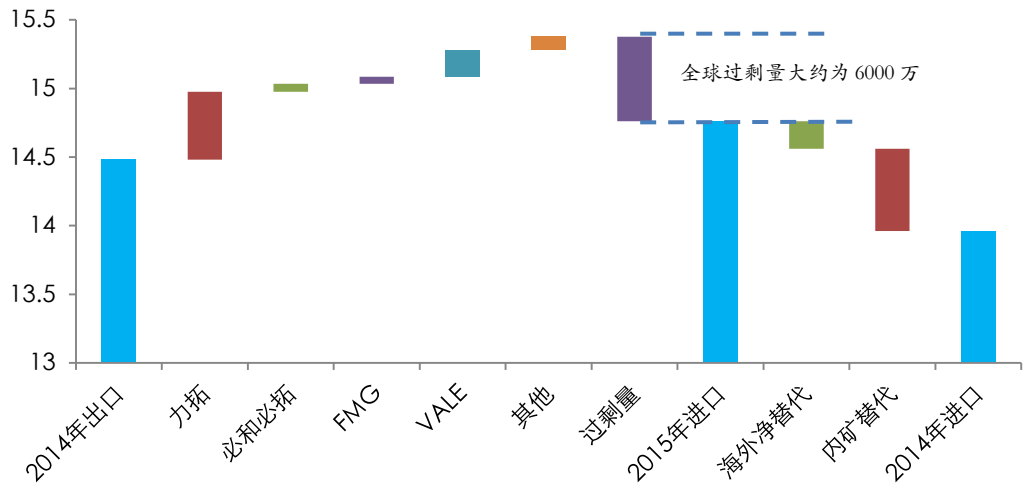
资料来源：南华研究 麦格理

图 2.3.2 内矿产量累计同比和当月年化同比下降明显



资料来源：南华研究 高盛

图 2.3.3 全球 2015 年铁矿石全球贸易供应过剩格局延续



资料来源：南华研究 麦肯兹

## 2.4. 铁矿石价格走势特征分析与投资机会

铁矿石的需求价格弹性是极低的，这主要被动取决于全球经济的发展周期和产业发展现状，受自身价格涨跌的影响小。在主消费地中国面临需求增速下滑后，铁矿石的走势主要取决于供应端，因此我们可以将之定性为是供应端驱动的行市。2013 年后全球已经进入到供应全面释放的周期，2014 年供需紧张的矛盾得到彻底解放，铁矿石的超级牛市周期宣告结束，在未来较长一段时期内铁矿石供应过剩将是一种常态。

我们也可以从 2014 年铁矿石的价格运行特征中看到：首先，单边价格呈现大幅下跌走势，普氏指数全年最大跌幅在 50% 左右；其次，在下跌过程中缺乏反弹力度，由于供应缺乏弹性而且库存适中处于高位，年内缺乏有效持续的反弹，反弹的幅度小而且周期短，而且每次反弹的波幅呈现递减的走势，也就是熊市中价格弱势形成了一致性预期，一旦反弹就容易遭受抛售；第三，事件驱动型的短期快速暴跌少，以震荡缓慢下行的走势为主。

我们认为在需求端增速不足，新增矿山投产产能较大的情况下，铁矿石的熊市依然会持续，但是在下跌中，由于价格逐渐靠近铁矿石生产商的成本密集区，下跌的速度有望逐渐放缓，相对跌幅较 2014 年会缩窄。但是如果亏损的产能关闭滞后，铁矿石跌幅或超出我们的预期。另外在下跌中出现较强反弹的概率是比较低的，港口的高库存状况会长期存在，一旦出现明显反弹，抛售量和进口量就会产生压制。

从绝对价格看，我们认为明年铁矿石的平均跌幅较 2015 年初相比会在 25% 以上，大致的运行区间维持在 50-60 美元，其中最低有望下探至 40 美元左右，全年运行均价在 55 美元。

## 第3章 煤焦——去产能路漫漫

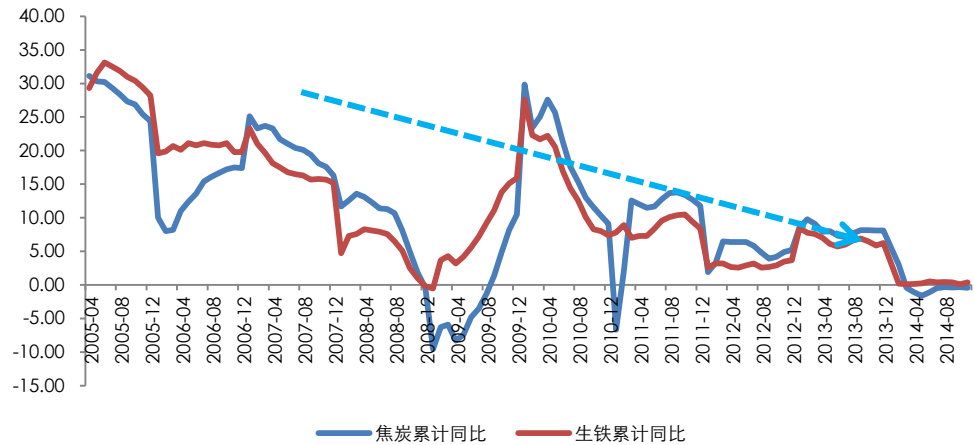
### 3.1. 需求难增长供应成变数

随着我国钢铁行业总量逐渐见顶，上游焦化行业也面临发展瓶颈的问题。今年 1-11 月份我国焦炭产量同比下跌 0.4%，同期生铁产量同比增 0.4%。今年 1-11 月份焦炭及半焦出口 754 万吨，较去年同期增长 92%，出口在很大程度上消化了国内过剩的供应。

钢铁行业需求已经达到顶峰，焦化需求已经临近天花板。在需求不济的局面下，今年供应主导了焦煤和焦炭行情的走势。上半年 1-6 月份国内焦煤产量同比增速 4.9%，下半年国家采取多种措施控制煤炭供应，促使焦煤供需压力得到缓解，7-10 月份产量同比增速为-1.35%。

8 月中旬，国家收改委陆续出台救市政策，21 日发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为》的通知，将处罚执行煤炭生产规划的煤炭企业。如果收现煤炭企业超能力生产，将会面临罚款。

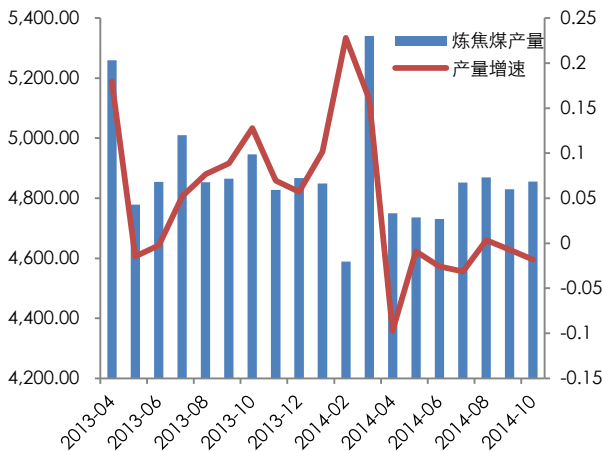
图 3.3.1 钢铁行业大周期见顶



资料来源：南华研究 wind

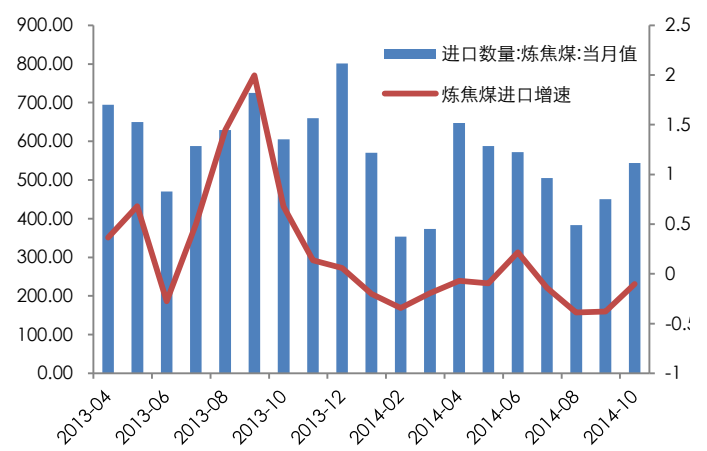
除了控制国内煤炭超产之外，通过提高关税限制国外煤炭进口，缓解煤炭行业的供需压力，这也促使价格逐渐开始企稳。

图 3.3.2 焦炭消费见顶



资料来源：南华研究 wind

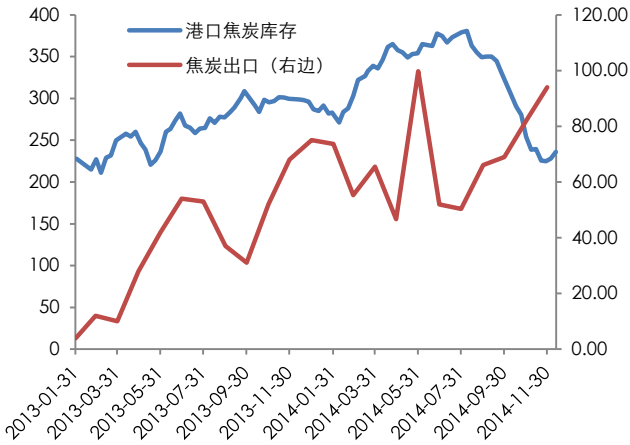
图 3.3.3 下半年进口炼焦煤下滑



资料来源：南华研究 wind

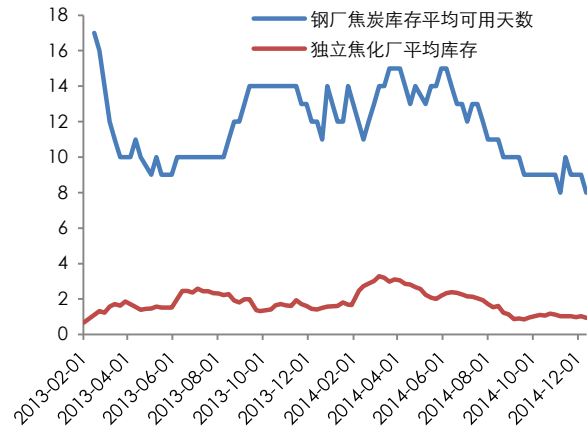
通过全行业限产、限进，下半年焦煤和焦炭的供需压力得到不同程度缓解，焦煤和焦炭库存拐点出现，下半年维持供需弱平衡。

图 3.3.4 出口加快缓解港口焦炭库存压力



资料来源：南华研究 wind

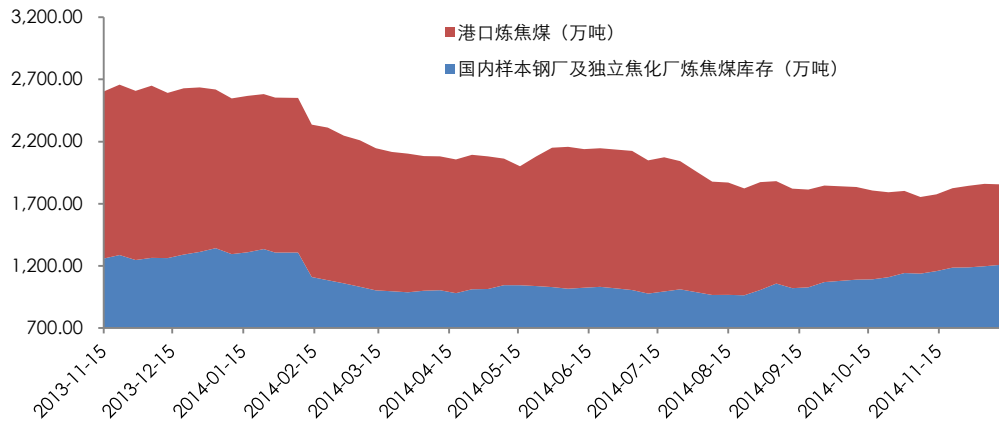
图 3.3.5 钢厂焦化厂焦炭去库存



资料来源：南华研究 wind

受国内炼焦煤供应压力持续增加的影响，内外炼焦煤价差缩窄，进口炼焦煤价格优势减少，4-8 月份炼焦煤进口数量持续走低，港口库存一路下滑。另外焦化厂和炼钢厂的焦煤维持刚需库存，整体库存遭到压缩。

图 3.3.6 炼焦煤下半年去库存较为充分



资料来源：南华研究 wind

在强制性的减产和产业链去杠杆后，焦煤焦炭下半年的压力得到缓解，价格维持平稳走势，另一面需求不足，缺乏提价动力。

### 3.2. 煤炭行业改革或打开焦煤新一轮降价空间

由于终端需求不旺，焦煤焦炭行情的焦点集中在供应端，供应端主要涉及以下几个

问题：

第一，成本下行的空间有多大？

第二，缺乏国家的强制减产，供应是否将回升？

第三，其他因素对煤焦的影响有多大？

从目前了解到的情况看，焦炭行业基本维持整体零利润，受油价大跌的影响，副产煤焦油和粗苯的价格在今年下半年大幅走低，而甲醇同样出现了深跌的走势，化产价格疲软对当前盈利能力疲弱的焦化厂影响是非常大的。因此降成本还需要看焦煤。我们认为焦煤的成本主要来源于两块：一，是税费改革；二，运输成本。降税费和降运输带来的煤炭下跌空间在 50-100 元/吨左右。

今年下半年由于国家对煤炭行业进行了强制性的减产，使得煤炭供需压力缓解，我们有理由相信 2015 年国家对于煤炭行业的干预依然存在，尤其是临近“十二五”末节能减排压力巨大，对煤炭的消费会有一定的控制，相应对供应端也会采取一定的措施。

除了国内煤炭行业的改革以外，海外的炼焦煤冲击还将持续，2014 年新兴市场国家的经济开始恶化，煤炭行业的出口竞争将进一步加剧。

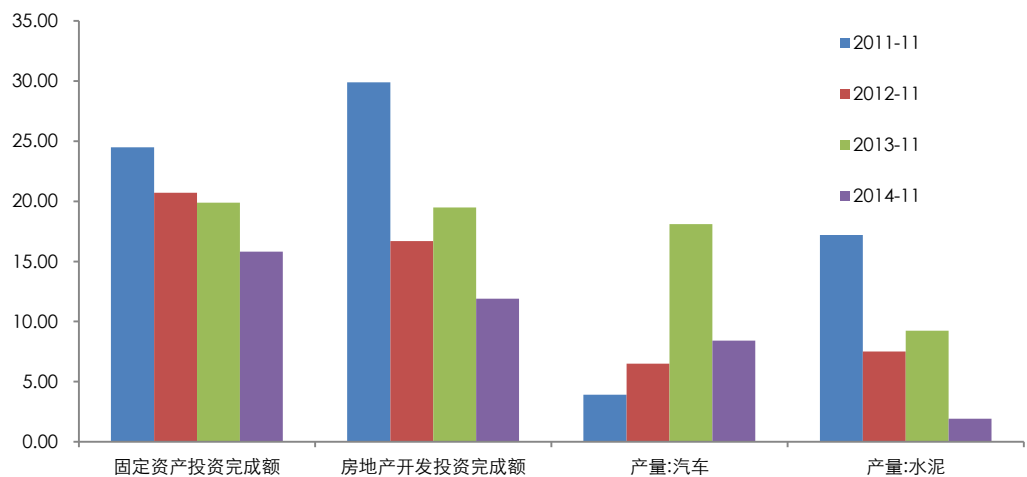
## 第4章 钢材——苦尽甘来盈利拐点确认向上

### 4.1. 消费增速将进一步回落

受基建增速下滑、房地产低迷的影响，今年我国钢材市场需求整体不旺，其中内需增长停滞，出口受内外钢价扩大的刺激，全年维持高速增长。

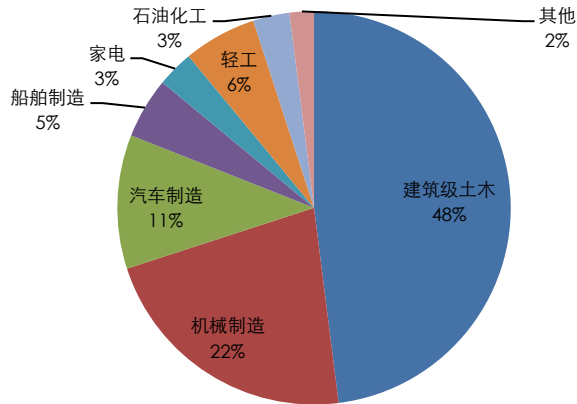
我国经济正处于三期叠加的周期，经济下行压力较大，加上国家主动调整经济结构，传统领域的投资增速下滑明显，1-11 月固定资产投资增速为 15.8%，较去年同期下降 4.1 个百分点，降速加快，其中主要受到房地产行业的拖累。

图 4.1.1 钢铁下游增速全面放缓（%）



资料来源：南华研究 国家统计局

图 4.1.2 钢铁下游消费结构

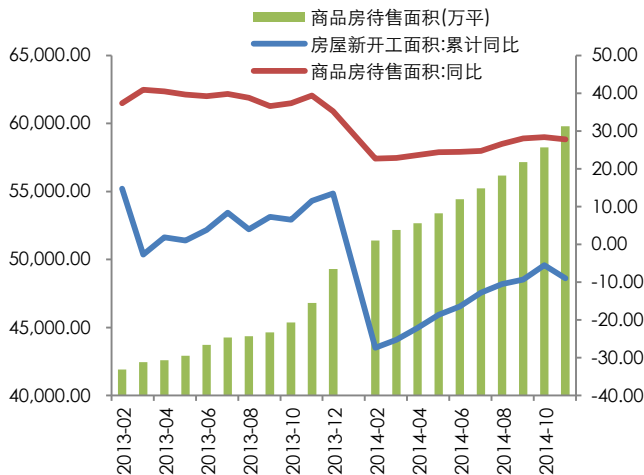


资料来源：南华研究 中联钢

汽车、家电、机械制造等行业的增速同样开始放缓，我们认为经过前些年的高速发展，制约传统制造业的因素正在逐步积累。对内，汽车、家电等消费的基数已经非常庞大，增速放缓不可避免；对外，除了美国之外的发达国家和绝大部分新兴市场经济表现疲软，复苏不及预期，未来出口受阻难以避免。从行业自身的发展角度看，随着传统行业生产成本的攀升，产能过剩加剧导致毛利率下滑，对钢材的消费能力难以避免地走低。

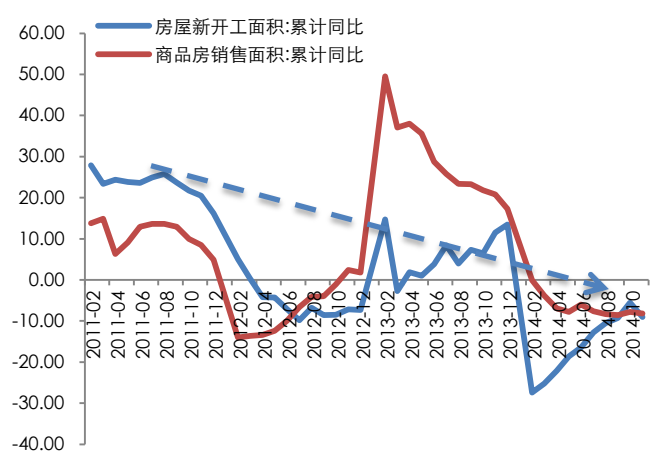
明年我们认为房地产增速依然难有实质性的回升，虽然今年下半年央行货币政策进一步宽松，明年降息降准的步伐还将进一步加快，房地产市场的成交会逐步企稳回升，但是需要注意的是房地产大周期的投资增速下滑是趋势性的，房地产的库存量处于一个非常高的位置，这也就决定了即使房地产销售、投资触底回升，其反弹的力度也是比较有限的，反弹的高点会低于前一个周期的峰值。

图 4.1.3 地产高库存影响明年需求复苏



资料来源：南华研究 麦格理

图 4.1.4 地产大周期下行

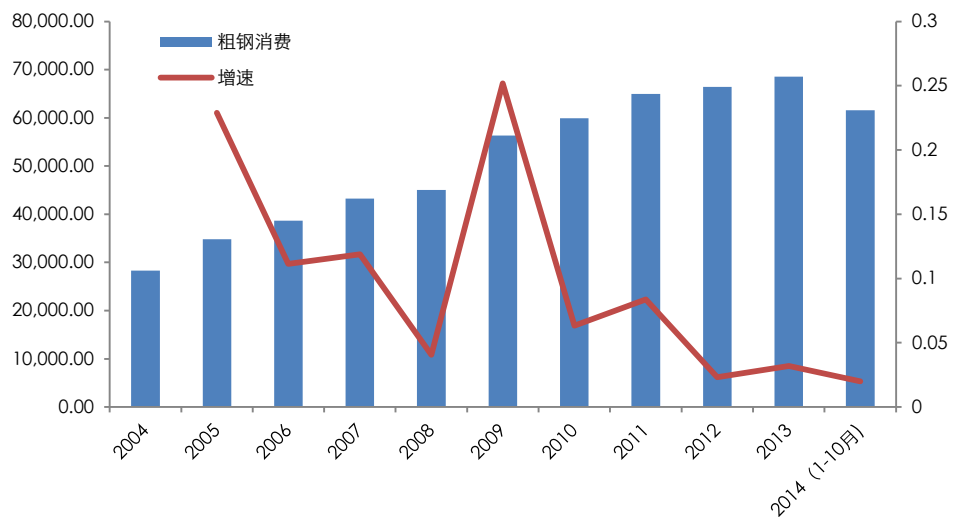


资料来源：南华研究 高盛

基建方面，难以扭转消费颓势。2014 年经济下行压力增大，我国加强了在铁路、机场、水利、电网等领域的投资，其中铁路领域投资的增速最为迅猛，尤其是 10 月份以后发改委加速了对铁路项目的审批。但是这些领域对钢铁行业的消费拉动并不是很大。

汽车、机械制造及轻工。制造业对钢材消费保持了相对稳定的增长，但是从我国汽车的产销增速、远洋运输景气度、固定资产投资增速和房地产销售等一些数据中可以看到这些领域的增长同样在不断的放缓，预计 2015 年增速较 2014 年继续小幅回落的概率较大。

图 4.1.5 国内粗钢消费增速不足



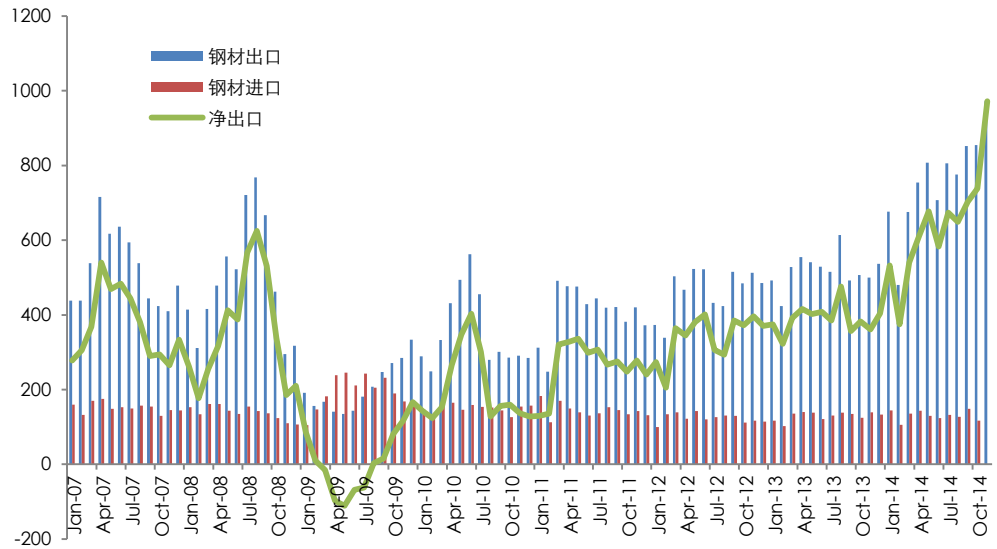
资料来源：南华研究 wind

纵观国内消费，受房地产市场拖累，粗钢消费量同比历史性出现了下滑的走势。而 2015 年随着 GDP 增速继续下行，单位 GDP 钢材消费弹性的走弱，预计国内粗钢消费增速继续小幅回落的可能性较大。

钢材出口。2014 年钢材出口同比大幅攀升，1-11 月累计出口同比增长 46.8%，平均单月 760 万吨，占国内粗钢产量的 11.22%，对今年粗钢消费增长的拉动十分明显。在内需拐点出现的情况下，出口成为拉动钢材消费增长的关键因素。2015 年含硼钢出口退税取消的可能性已经非常大，目前出口的钢材中 40% 是含硼钢（退税率在 5%—13%），取消退税短期内国外还很难马上弥补这块市场的空白，未来我国或鼓励优质钢材出口，升级优化出口钢材结构。因此，明年钢材出口维持高位的概率较大，较继续增长的概率小，很大程度上受中国出口占全球钢材贸易比重过大和全球经济低迷的影响。



图 4.1.6 钢铁下游增速全面放缓 (%)



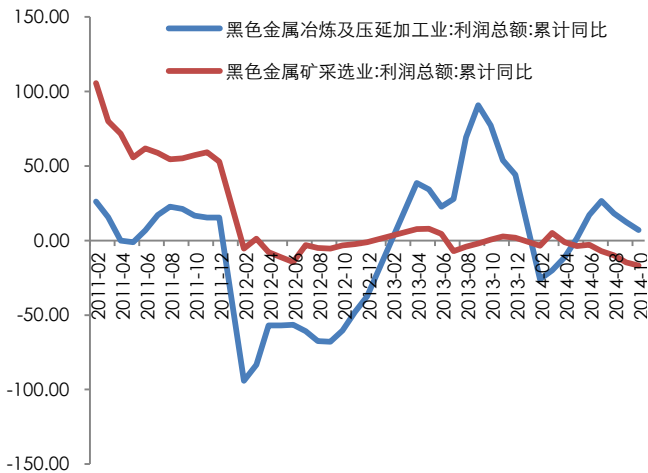
资料来源：南华研究 海关总署

因此，综合国内消费和出口，我们认为明年我国粗钢消费增速与今年基本持平的概率较大，但是如果经济下滑超预期，预计需求将出现负增长。

## 4.2. 钢铁行业产能限制确认行业盈利拐点

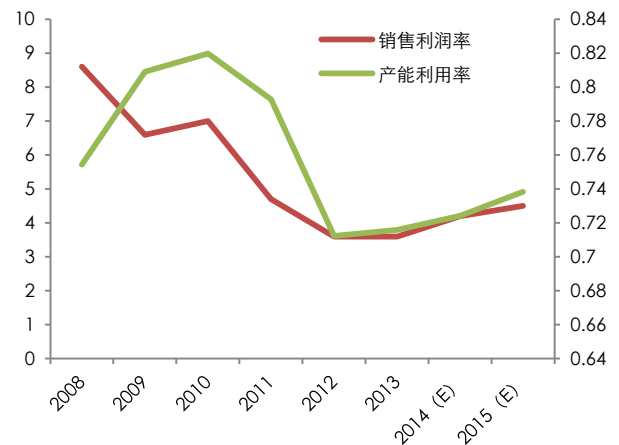
2014 年钢铁行业的盈利能力得到显著提升，我们认为这与行业的产能利用率的提升有着直接的关系。2013 年国家开始强制限制新增炼铁炼钢产能，同时利用行政、环保等手段不断淘汰落后产能，致使行业的整体产能规模并没有出现增长，产能利用率的拐点出现。

图 4.2.1 下游冶金盈利逐渐恢复



资料来源：南华研究 国家统计局

图 4.1.2 利润伴随产能利用率继续小幅增长

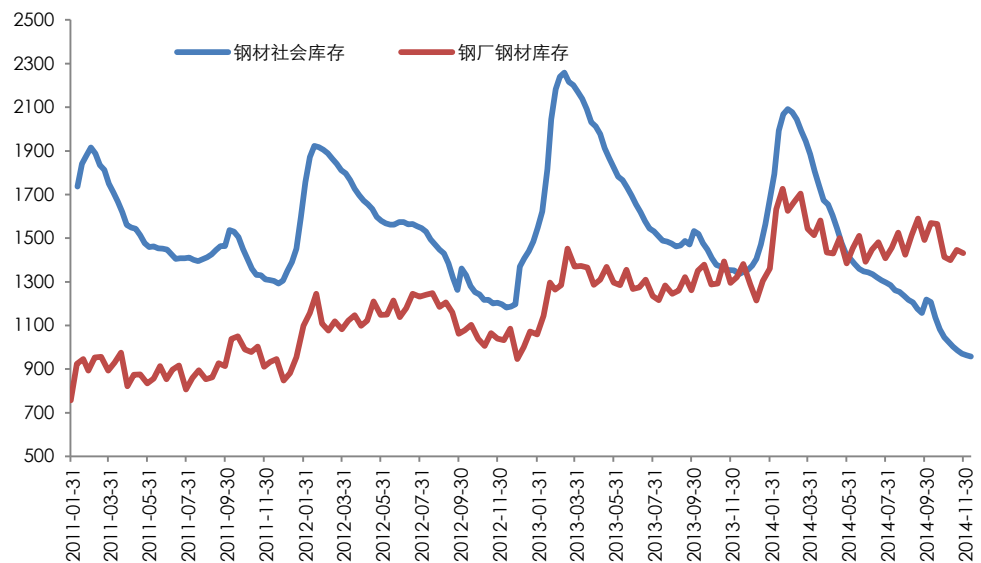


资料来源：南华研究 国家统计局

对比利润和产能利用率我们可以看到行业在 2012 年已经触底，2013 年回升，2014 年继续小幅走高，但是在终端需求增速疲软的前提下，盈利能力恢复的速度较慢。

除了产能利用率的提升外，我们认为社会库存的下降一定程度上提升了钢厂的议价能力，大量货源集中在钢厂，社会库存的下降导致蓄水池作用的消退，钢材现货的商品属性增强，库存作为平抑供需短周期矛盾的作用在下降，今年钢价的季节性走势特征已经十分明显，这也是我们在投资中需要关注的非常重要的一点。

图 4.1.3 钢材库存从贸易商流向钢厂



资料来源：南华研究 中钢协

## 4.3. 钢铁投资机会分析

### 4.3.1. 单边趋势做空机会分析

以螺纹钢为例，我们采用成本加成的方式对 2015 年价格的运行区间预测：

$$\text{螺纹钢期货} = \text{炉料成本} + \text{加工费用} + \text{其他费用} + \text{合理利润} - \text{基差}$$

2014 年螺纹期货的平均价格约为 3010，最高 3583，最低约为 2400，上下 20% 的波动区间。

2014 年普氏的均价约为 95 美元（假设剩下两个月的均价为 75 美元和 71 美元），那么铁矿石导致的现货螺纹下行空间为 462 元（ $40 \times 6.1 \times 1.17 \times 1.62$ ）；焦炭由于焦煤供应过剩和国内税费改革、澳洲焦煤进口关税下调的影响，继续趋势性下行成为可能，2014 年的跌幅在 30% 左右，由于成本支撑较 2014 年明显，预计 2015 年焦炭平均价格下行

的空间大约在 15-20%左右，导致钢价成本支撑弱化的均值为 105 元/吨，另外假设其他费用变化不大（财务费用下降、管理费用、环保成本等上升）；而合理利润在国家控制产能的情况下，较 2014 年继续小幅回升 50 元/吨；基差假设较 2014 年下降 50。这样可以得到螺纹的均价较 2014 年或下降 560 元/吨左右，均价在 2440 元/吨。按照 15% 的上下波动区间，大致的运行范围在 2080-2820。整体呈现前高后低的走势。

#### 4.3.2. 钢矿对冲交易分析

由于钢铁行业产能受到控制，产能利用率回升，钢厂盈利能力增强，同时受环保、劳动力成本上升等因素的影响，在中间的加工费用上回得到体现。在大周期熊市中，矿价依然会领跌黑色链，钢矿比价趋势性上涨的格局未变。

## 南华期货分支机构

### 杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)  
 电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)  
 电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

### 宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)  
 电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

### 郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)  
 电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

### 温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)  
 电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

### 北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼  
 电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室  
 电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
 电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层  
 电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

### 天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室  
 电话: 022-88371080; 88371089

### 南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号  
 电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

### 广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 728-729 室  
 电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

### 永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼  
 电话: 0579-89292768

### 余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室  
 电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室  
 电话: 0592-2120370

### 上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)  
 电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

### 台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)  
 电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

### 大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)  
 电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

### 兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)  
 电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

### 成都营业部

成都市西下顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)  
 电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

### 绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室  
 电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

### 慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室  
 电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)  
 电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

### 上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼  
 电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

### 沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层  
 电话: 024-22566699

### 芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室  
 电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

### 重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20  
 电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层  
 电话: 0351-2118016

### 普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号  
 电话: 0663-2663886

## 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。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)