



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来



南华期货研究 NFR

2016 商品年报

黑色金属

消耗战

摘要

1、2015 年，黑色金属板块的表现熊冠整个商品期货市场，在疲弱的宏观大周期下，房地产延续下行，基建托底亦难改钢价颓势，钢铁行业 2015 年呈现显著通缩态势，上半年云里雾里，下半年水深火热，尽管四季度以来钢厂遭遇停产潮，但在产能过剩的情况下，经济增速放缓导致的需求塌方是导致钢价及上端炉料跌势难止的根本原因。

2、我们认为这一格局在 2016 年将会延续，大周期的经济衰退和国家调整经济结构的方向决定了下游需求的调整仍需时日，尽管矿山扩张步伐放缓，但供需错配的根本矛盾以及不断下移的边际成本将导致矿石价格持续下探，整个黑色产业链打响底部消耗战。

3、在跨年度的投资上，我们重点推荐单边趋势性做空铁矿石，螺纹钢则易受减产及环保成本的炒作出现阶段性反弹。另外，考虑到明年减产炒作、环保成本增加等因素的影响，可以考虑配置钢矿对冲以及跨板块对冲的策略。

南华期货研究所

曹扬慧 Z0000505

cyh@nawaa.com

0571-87839251

助理分析师:

马燕

0571-87839259

mayan@nawaa.com

第 1 章	回首 2015	4
1.1	2015 年黑色金属熊冠期市.....	4
1.2	问题出在产能？不，是需求的塌方！	5
1.3	当亏损撞上环保，供给侧改革是方向.....	7
第 2 章	煤焦——以时间换空间	9
2.1	行业洗牌进入白热化阶段	9
2.2	下游粗钢产量见顶回落.....	11
2.3	铁锈时代，以时间换空间	12
第 3 章	铁矿石——内忧外患、延续下行	13
3.1	2016 年供应端孰增孰减？	13
3.2	钢材缩量，矿石 2016 需求下降.....	16
3.3	矿石过剩犹存，去产能从中游蔓延至上游.....	16
第 4 章	钢材——凛冬至，去产能在路上	17
4.1	2016 年钢铁产量沿弧顶下滑.....	17
4.2	需求演变：失之东隅，难收桑榆.....	18
4.3	供需矛盾继续，寒冬中寻出路	19
4.4	钢铁投资机会分析.....	20
南华期货分支机构.....		21
免责声明.....		23

图表目录

图 1.1.1: 南华各品种指数涨跌	4
图 1.1.2: 南华黑色产业链指数整体延续跌势	5
图 1.1.3: 跌势一致的情况下波动显差异	5
图 1.2.1: 2015 年 1-10 月粗钢产量环比变化-1.33%	6
图 1.2.2: 2015 年 1-10 月粗钢表观消费量环比-5.24%	6
图 1.2.3: 2015 年去库存速度较 2014 年明显下降 (万吨)	6
图 1.2.4: 钢厂库存居于近五年高位 (万吨)	6
图 1.2.5: 钢铁供应下降不及主要下游需求 (%)	7
图 1.2.6: 主要用钢行业增速明显放缓 (%)	7
图 1.3.1: 2015 年三季度钢企盈利恶化明显	8
图 1.3.2: 截止 11 月底, 全国钢厂关停产地图	8
图 2.1.1: 焦炭期货价格延续下行	10
图 2.2.2: 煤炭行业主营业务收入及利润下滑明显	10
图 2.1.3: 焦炭 1-11 月产量累计同比为-5.5%	10
图 2.1.4: 焦化行业开工率今年明显降低	10
图 2.1.5: 焦煤价格延续下行	11
图 2.1.6: 炼焦煤库存始终保持低位 (单位: 万吨)	11
图 2.2.1: 钢铁行业大周期见顶	12
表 2.3.1: 2016 年煤焦价格预测表	13
图 3.1.1: 国产矿量价齐跌	14
图 3.1.2: 唐山地区国产精粉价格重挫	14
图 3.1.3: 主流矿市场占有率提升明显	14
图 3.1.4: 截止 11 月末, 普氏跌幅超 32%	14
图 3.1.5: 四大矿山 2016 年到岸成本 (单位: 美元/吨)	15
图 3.1.6: 全球主要矿山成本曲线图	15
图 3.1.7: 2016 年国外主要矿山增量 (单位: 万吨)	15
图 3.1.8: 矿山发货一季度最低, 四季度最高	15
图 3.1.9: BDI 在底部震荡, 运价在矿石成本中占比不断增加, 下降空间有限	16
表 3.3.1: 2016 年矿石供需平衡表	17
表 4.1.1: 2016 年钢厂新增产能近 1500 万吨 (单位: 万吨)	18
图 4.2.1: 从销售至新开工传导周期增长	19
图 4.2.2: 出口增量预期难持续	19
表 4.3.1: 2016 年钢材供需平衡表 (单位: 亿吨)	19
表 4.4.1: 2016 年螺纹钢价格预测表 (元/吨)	20

第1章 回首 2015

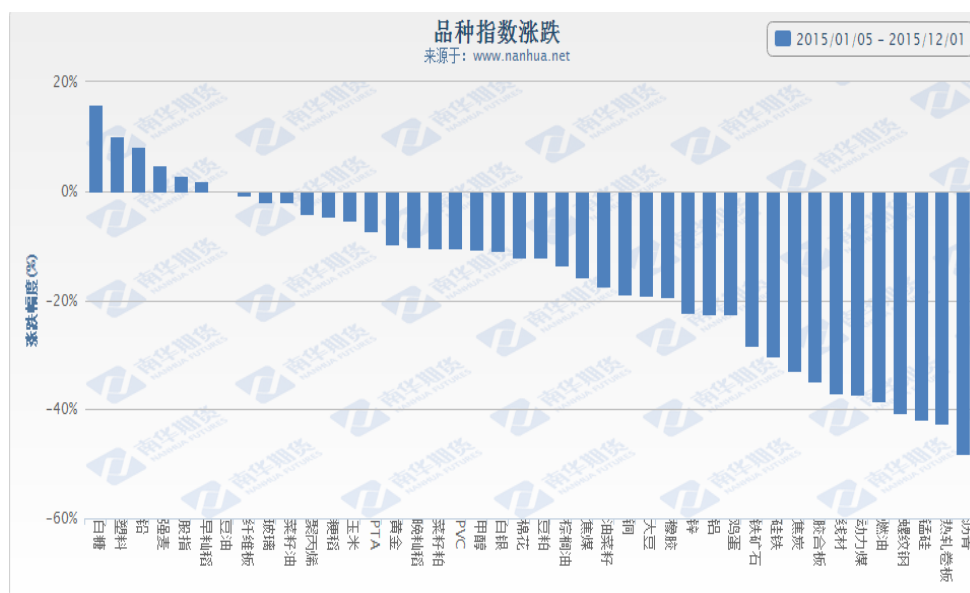
1.1 2015 年黑色金属熊冠期市

2015 年，中国产业继续分化，前三季度第二产业增速降至 5.8%，四季度 GDP 更是大概率破 7。在疲弱的宏观大周期下，房地产延续下行，基建托底难改钢价颓势，钢铁行业 2015 年呈现显著通缩态势，上半年云里雾里，下半年水深火热，尽管四季度以来钢厂遭遇停产潮，但在产能过剩的情况下，经济增速导致的需求塌方是导致钢价及上端炉料跌势难止的根本原因。

接下来，我们从全产业链的视角来盘点一下钢材及上端炉料在 2015 年的整体表现。

从整体期货市场这一年的表现来看，除白糖、塑料、铅等品种出现不同幅度的上涨外，市场整体表现跌多涨少、易跌难涨，而且黑色金属板块更是下跌板块中的重灾区。

图 1.1.1：南华各品种指数涨跌



资料来源: wind 南华研究

观察南华品种指数自年初以来的相对价格走势可以看出，2015 年钢铁行业呈现显著通缩态势，钢铁走势呈现先扬后抑，上半年云里雾里，下半年水深火热，跌有理，涨无道。

2015 年钢铁行业较 2014 年行情恶化许多：一是销量、价格双双同比大幅下降，造成钢企营业收入锐减，业内减产乃至关停高炉成为常态；二是成材跌幅大于炉料，整个黑色板块中螺纹跌幅最大，铁矿石和焦炭次之，相对而言焦煤跌幅最小，尽管趋势一致，但品种波动表现出较大的差异性。

总体来看，2015 年黑色金属板块出现了两波比较明显的反弹，一波是以矿石 05 合约多头逼仓为导火索的报复性反弹，时间短且幅度小，另一波则是在 7.9 股灾之后由股市领航的反弹，反弹趋势整体持续到 9.3 阅兵结束，这波反弹时间长且幅度大，波及范围也比上一波要广。但自此之后的黑色金属板块则迎来了一波酣畅淋漓的跌势，在淡季

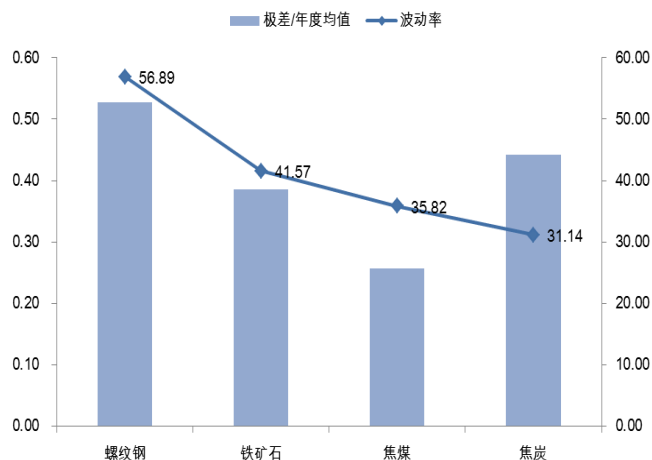
+缺需求+亏损的尴尬处境下，钢材价格一度打到钢厂肉痛，部分钢企伤及现金流，钢材跌到钢坯价、钢坯跌到白菜价，整个四季度的钢厂现状基本上可以用缺需求、减产以及亏损这三个词语来概括，板块内各品种走势则基本可以用势空见惯、四大皆空来概括，只是在下跌速度和波动上有所差异而已，现实就是这么残酷。

图 1.1.2：南华黑色产业链指数整体延续跌势



资料来源：南华研究

图 1.1.3：跌势一致的情况下波动显差异



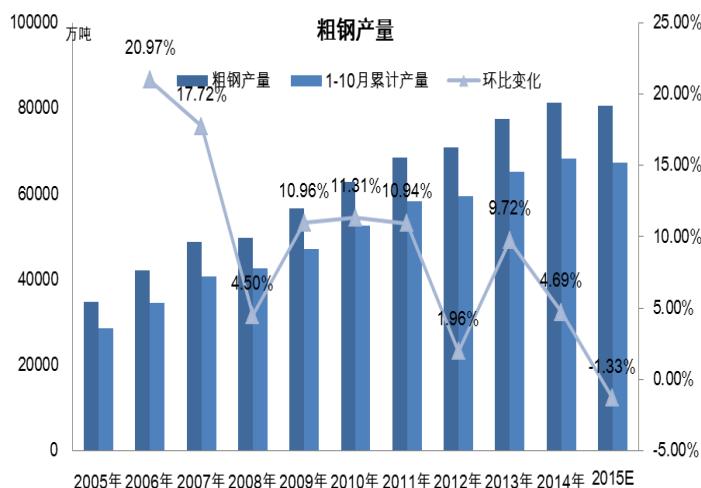
资料来源：南华研究

1.2 问题出在产能？不，是需求的塌方！

如果说 2014 年钢市下跌的根源是供应过剩，那么到了 2015 年，钢铁行业粗钢产量首次下滑，由于亏损不断扩大，大量钢企主动削减产量，行业主要矛盾已由供给过剩转为需求不足。受国内宏观经济增速下滑及经济结构调整影响，钢铁行业的下游领域如房地产、机械、汽车等领域均出现产销下降，下游需求的塌方导致钢铁行业出现量价齐跌、销售收入大减的现象。

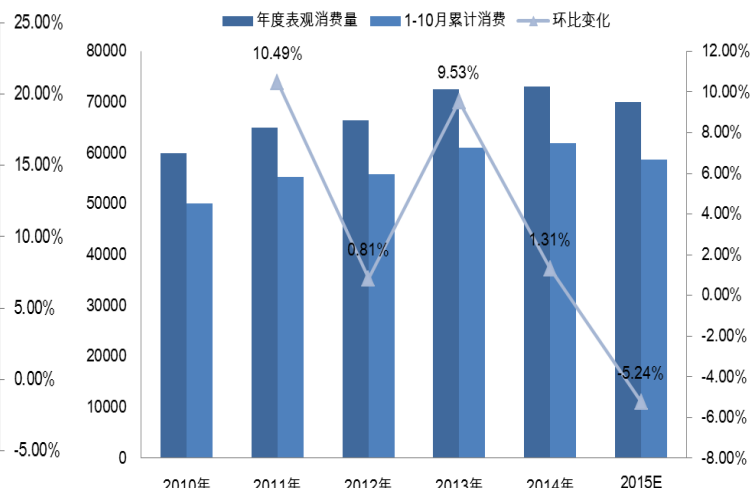
其一，需求萎靡不及产量收缩。2014 年中国粗钢产量约为 8.13 亿吨，2015 年中国粗钢产量首次出现下滑，预期全年粗钢产量为 8.04 亿吨左右。2014 年 1-10 月份中国粗钢产量为 6.82 亿吨，2015 年 1-10 月全年粗钢产量为 6.73 亿吨，环比变化为 -1.33%。2014 年中国粗钢表观消费量约为 7.31 亿吨，2015 年预期全年粗钢表观消费量为 7 亿吨左右。2014 年 1-10 月份中国粗钢消费量为 6.19 亿吨，2015 年 1-10 月全年粗钢表观消费量为 5.86 亿吨，环比变化为 -5.24%。对比之下发现表观消费量的降幅要远快于供给端的收缩。值得注意的是，今年钢材的出口在一定程度上缓冲了钢材需求的疲弱，今年的粗钢产量 8 亿吨中，大约有 1 亿吨左右时出口到国外的。但是，中国钢材的出口凭借的是低价优势，大量出口引起了海外市场的不满，受国外需求减弱以及贸易摩擦增多的影响，近月钢厂出口难度明显加大。据统计，1-9 月海外向中国钢铁产品发起的贸易救济调查就多达 29 起，其中反倾销调查 22 起，反补贴调查 1 起，“双反”调查 3 起，反规避调查 3 起。这些国家中过半是中国钢材出口前十位的国家，导致的直接后果是，10 月中国钢铁出口量环比 9 月减少约 20%。

图 1.2.1: 2015 年 1-10 月粗钢产量环比变化-1.33%



资料来源：南华研究

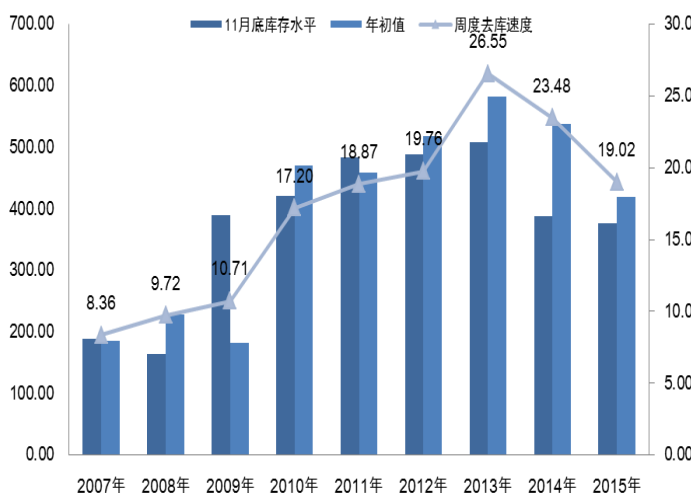
图 1.2.2: 2015 年 1-10 月粗钢表观消费量环比-5.24%



资料来源：南华研究

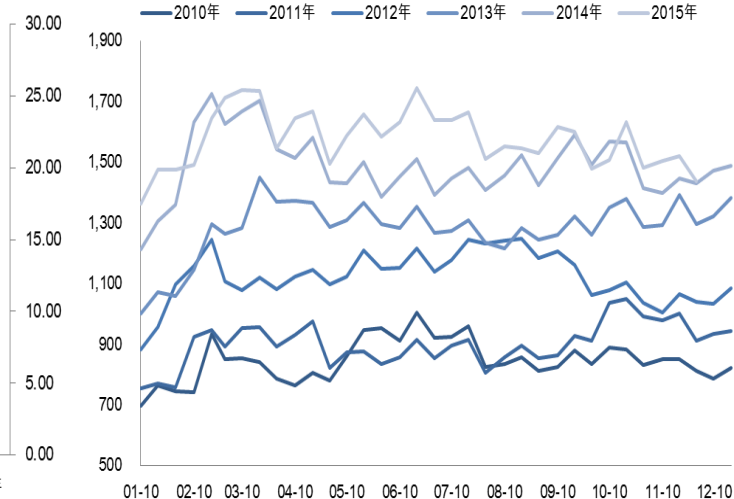
其二，降价促销，库存难降。对比年初与 11 月末的钢材库存我们发现，截止 11 月 27 日，全国螺纹钢社会库存为 376.52 万吨，较年初减少 42.88 万吨，已然处于年度最低水平。除此之外，我们选取每年库存的最高值计算社会库存的周度去库存速度后会发现，今年社会库存去化速度环比去年出现较大降幅。单纯从库存变化的角度或许感受不到特别的差异，我们再考虑年初至今的价格跌幅，大家或许就会倍感凄凉。截止 11 月末，上海三级螺纹钢价格为 1770 元/吨，较年初的 2670 元/吨下跌了 900 元/吨，跌幅为 34%，同样是 11 月末，天津三级螺纹钢价格为 1770 元/吨，较年初的 2480 元/吨下跌了 29%。价格的跌幅与库存的降幅两相对比之后我们不难发现，库存的价格弹性明显下降，降价促销降库存的逻辑怕是支撑不了多久了。

图 1.2.3: 2015 年去库存速度较 2014 年明显下降（万吨）



资料来源：南华研究

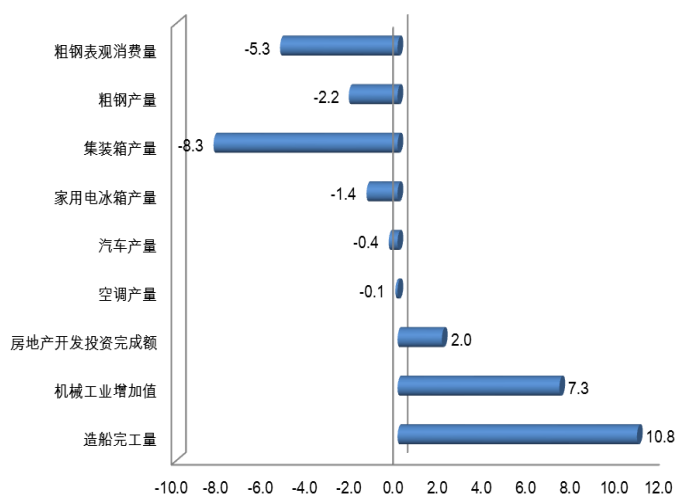
图 1.2.4: 钢厂库存居于近五年高位（万吨）



资料来源：南华研究

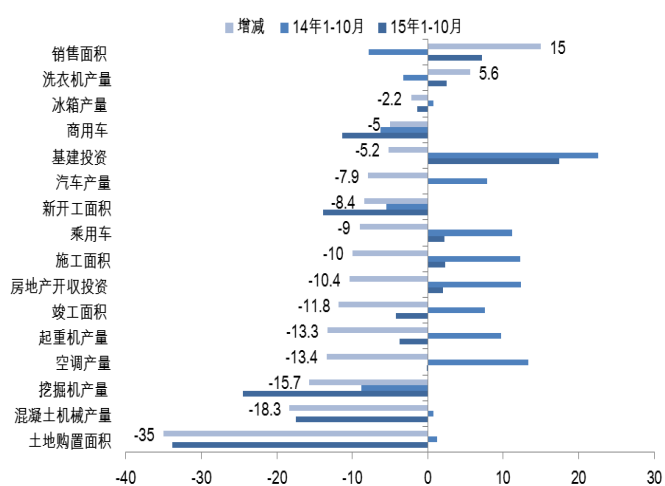
其三，主要下游用钢行业增速明显放缓。除基建投资表现相对较好外，其余用钢行业同比增长速度低于上年，部分如机械、商用车、空调等甚至出现负增长，导致用钢需求同比下降 5.3%，降幅远大于粗钢产量的下降。从下游行业的降幅来看，房地产、机械及汽车等权重较高的下游行业是需求端的重灾区。

图 1.2.5：钢铁供应下降不及主要下游需求（%）



资料来源：wind 南华研究

图 1.2.6：主要用钢行业增速明显放缓（%）



资料来源：wind 南华研究

1.3 当亏损撞上环保，供给侧改革是方向

1.3.1 钢企持续亏损，企业分化加剧

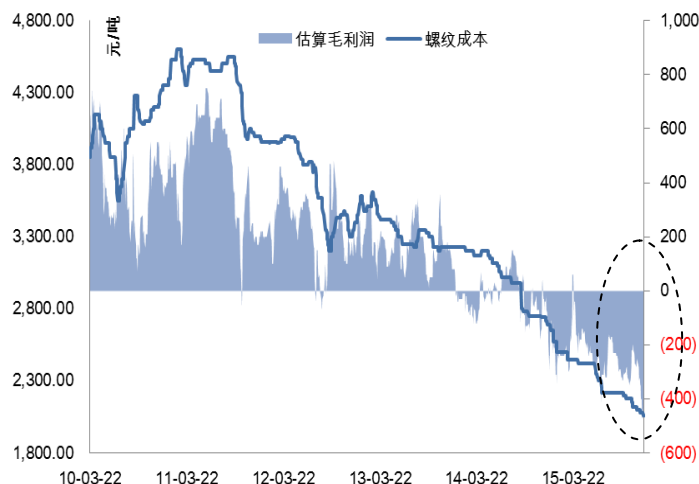
2015 年 1 至 10 月，大中型钢铁企业累计亏损 386.38 亿元，其中主营业务亏损 720 亿元，101 家大中型钢铁企业中 48 家亏损，亏损面扩大至 47.5%，平均销售利润率-1.5%。纳入钢协统计的大中型钢铁企业中，10 月份盈利情况继续下滑，其中利润收入为-125.16 亿元，环比下降 25%，主营业务收入亏损 148.8 亿，环比下降 27.8%，主营业务月度销售利润率为-5.37%，再创年内亏损历史新高。

在行业产能停止增长的大前提下，引发亏损主要矛盾由供给过剩转为需求不足，然而在短期需求难以提振的情况下，降低产量和削减产能成为行业的自我救赎之道。与政策或者环保去产能、降低产量相比，市场低价是去产能、产量的最有效措施，螺纹钢价格自年初以来走出了下行波浪曲线，且下行时段及幅度远大于反弹时段及幅度，每一次深度下探都是对产能的一次洗盘。

一旦钢价跌破公司的现金成本线，钢企往往考虑关停高炉，由于高炉重启费用高昂且可重启次数有限，因此可视为产能淘汰，如八一钢铁上半年主动关停在南疆的高炉，涉及产能约 300 万吨，攀成钢主动关停产能 200 万吨等。

截止 2015 年 11 月底，全国已经关停的粗钢产能达 5978 万吨（全国粗钢产能至少仍在 11 亿吨以上，2015 年粗钢产量预计在 8 亿吨左右）。年关临近，不时传出钢企裁员放假等消息，预计仍将有一些中小钢铁企业将全面停产。

图 1.3.1： 2015 年三季度钢企盈利恶化明显



资料来源：南华研究

图 1.3.2： 截止 11 月底，全国钢厂关停产地图



资料来源：中联钢 南华研究

另外，尽管行业普遍亏损，但是企业之间的分化也在加剧，国企与民企之间、民营企业内部均存在一定的分化，一样的效益，不一样的市场，今年关停的大部分产能都来自于中小民营钢企。

民营钢企之间强弱分化，成本把控能力是关键

根据近期河北省工商联的调研显示，被调研的民营钢企已由过去高增长时期难以拉开差距，变为强者更强、弱者更弱的竞争格局，且两极分化严重。一批亏损严重且资产负债率高的企业正加速淘汰出局。其调研显示，今年 1 至 9 月，被调研的 69 家民营企业有 44 家盈利，且盈利额最高的前 10 名企业前 9 个月共盈利 25.76 亿元，占 44 家盈利企业盈利总额的 62.18%。25 家民营钢企亏损，且亏损额最多的前 10 名企业前 9 个月共亏损 37.89 亿元，占 25 家亏损企业亏损总额的 84.85%。

成本把控能力的优劣是造成钢企盈利两极分化的关键。9 月份，河北省十大盈利钢铁企业的生铁成本大多数在每吨 1200 至 1300 元之间，如普阳、沧州中铁、港陆、明芳、纵横等 5 家盈利企业生铁成本平均为每吨 1263.15 元。而十大亏损企业的生铁成本大多数在每吨 1300 至 1400 元之间，如承德盛丰、九江、松汀、承德建龙、唐山国丰等 5 家亏损企业，生铁单位成本平均为每吨 1367.58 元，比前面 5 家盈利企业生铁成本高 104.43 元。

国企钢厂去产能，行政手段是关键

对于国企钢厂而言，据我们了解到的情况来看，国企钢厂是行业中的亏损主力，产能过剩最为严重，未来也将是产能去化的主要承担者。与民企相比，其高出的成本主要在于管理成本，国企三项费用较重，以某些钢厂为例，国企钢厂因三项费用产生的吨钢成本要比民企高出 200 元左右，有些钢厂甚至更多，可见在盈利捉襟见肘的当前，国企钢厂生存之艰难。

国企钢厂亏损的原因除了成本因素以外，还有另外一个重要的原因就是市场失灵，而且钢铁行业的市场失灵是由于竞争的不公平性导致的。产能过剩本不可怕，可怕的是当产能过剩撞上市场失灵，市场失灵就会导致国企钢厂陷入“越亏损越生产”的怪圈。这主要是由于在一定程度上国企钢厂承担着税收、就业等社会责任，关闭钢铁厂产能极

为困难；首先，地方政府为了保护就业和税收，不许钢铁厂关门。其次，银行要求钢铁厂维持营运，以免产生大笔坏帐。再来，钢铁厂也担心流失市场份额，害怕一旦停止产出，之后要重启生产代价较大。种种因素导致中国钢铁行业陷入“囚徒困境”，产能迟迟无法缩减。

不公平的市场竞争往往会导致逆向淘汰，鉴于钢铁行业存在的这些问题，笔者认为行政手段在国企钢厂去产能的道路上将发挥重要作用。建立公平竞争的市场环境，以产品质量和环保作为硬性指标来要求国企和民企，同标准、严要求，实现优胜劣汰，由政府出面来辅助解决失业员工的就业安置和债务问题，如此才能实现行业的良性发展。

1.3.2 环保助力去产能，供给侧改革是方向

2015 年元月，号称史上最严的新《环境保护法》实施，通过环保手段淘汰清理不合规产能，是战术上的重要变化。全国范围内，对去产能政策和新《环境保护法》执行的较好的是河北省，如唐山市从 8 月开始对环保不达标的钢企执行数倍惩罚性电价。今年年初以来的钢材的这波强势反弹就是由山东临沂地区的环保减产触发的，据了解，以唐山地区瑞丰钢厂为例，今年由于环保法的实施吨钢成本要比之前高出 200 元左右，可见，在钢价不断下跌之际，环保成本对钢厂的经营也带来了一定的挑战。

今年总理在经济工作专家座谈会上讲话表示“加大政府引导和金融支持，尊重市场规律，推动兼并重组，加快落后产能淘汰和‘僵尸企业’退出”，均表明中央开始进一步重视钢铁等过剩产业供给侧改革问题。尽管供给侧改革对于当前产能过剩的钢铁行业来说是一个解决方案，但方案是否有效一方面取决于政府如何解决行业背后承载的社会责任，另一方面也受到供需双向发力、重新匹配的时间考验。

第2章 煤焦——以时间换空间

2.1 行业洗牌进入白热化阶段

2012 年是中国煤炭行业从“黄金时代”到“铁锈时代”的一个转折点，受国内外经济增速放缓、节能减排要求提高等诸多因素影响，2012 年下半年煤炭行业进入“铁锈时代”。如今已经进入调整的第四个年头了。回顾今年以来煤焦期货的价格表现，焦炭活跃合约从年初的 1063 一路下行，最低下探至 600 左右，上下波动 30%左右的幅度，焦煤的跌幅略小于焦炭，年内最高 744，最低 494，均值 640，上下波动幅度在 15%~20%之间，整体走势是跌易涨难。

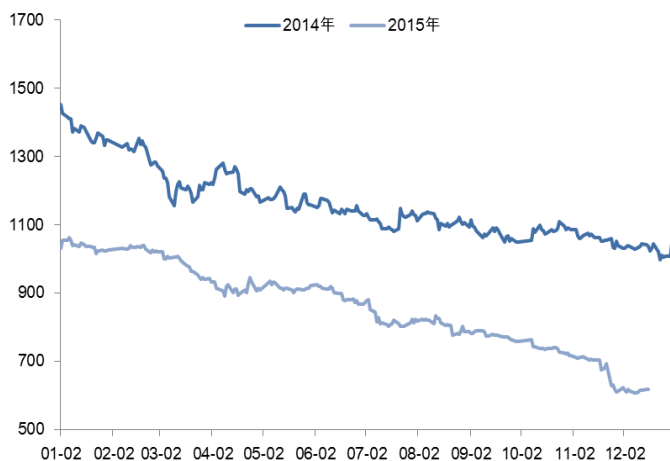
2.1.1 焦炭——产能退出难解过剩困局

价格的不断下行是倒逼行业去产能的重要手段。从供给端看，1-10 月焦炭产量 3.77 亿吨，同比下降 5.1%。独立焦化厂在产销压力增加下亏损加剧，保持较低产能利用率，个别企业因经营困难而退出市场。预估 2015 年产量 4.5 亿吨，同比下降 5.6%。1-10 月累计出口焦炭 756.4 万吨，同比增长 13.8%，仅占产量的 2%，预估全年累计出口 900 万吨，小幅增长的出口量暂不能缓解国内供需压力。

今年前 10 个月，煤炭库存已经连续 46 个月超过 3 亿吨，全国规模以上煤炭企业实现利润同比下降 62%，行业亏损面达到 80%以上，国有煤炭企业整体由去年盈利 300

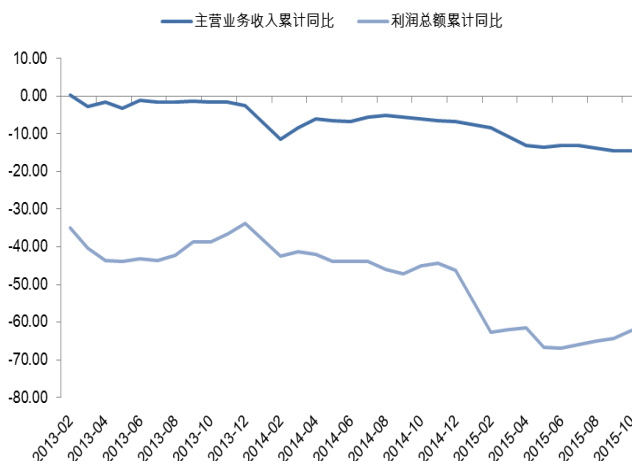
亿元转为亏损 223 亿元，黑、吉、辽、冀、鲁、皖六个省市出现全行业亏损。四季度亏损面仍在继续扩大，特别是老矿区、老企业经营更加困难。

图 2.1.1: 焦炭期货价格延续下行



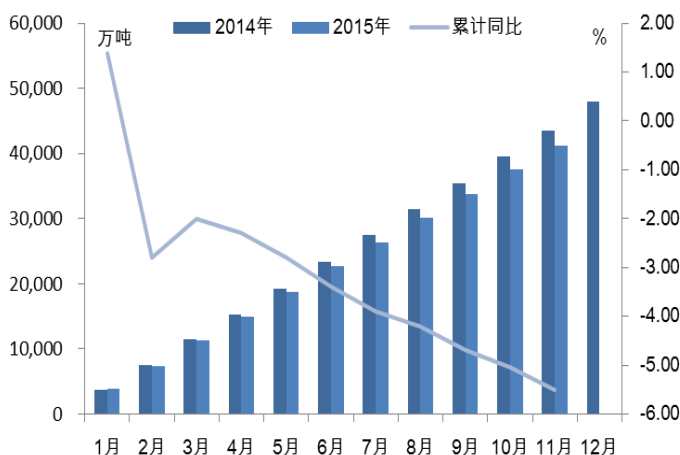
资料来源：南华研究

图 2.2.2: 煤炭行业主营业务收入及利润下滑明显



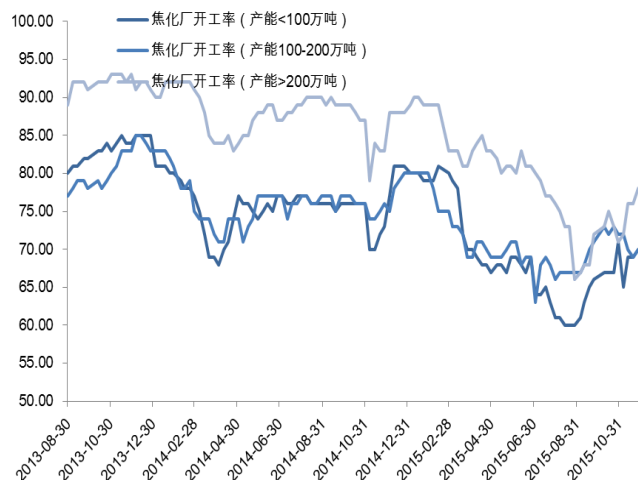
资料来源：南华研究

图 2.1.3: 焦炭 1-11 月产量累计同比为-5.5%



资料来源：南华研究

图 2.1.4: 焦化行业开工率今年明显降低



资料来源：南华研究

焦化行业开工率今年明显降低，东北地区第二、三季度持续徘徊在 50%，其他地区徘徊在 60-80%，这反映出焦化行业非常不景气，部分中小厂停产，可能已全行业亏损，即使考虑到焦化企业的非焦经济，也不能拯救独立焦化行业，资本在撤离。我国是世界上唯一存在“独立焦化行业”的国家，这种产业布局长期看不合理，因为从能源效率角度：发达国家绝大多数焦炭生产能力布局在钢铁企业内部，目的是充分利用焦炭生产过程中副产物（水煤气、粗苯、焦油等）、余热于钢铁生产过程中。我国焦炭过剩产能可能仍有上亿吨，焦炭价格不经过漫长下跌与底部盘整是不会有大级别反弹的，此过程可能还要 2 至 3 年。

总体而言，2015 年对焦炭来说依旧是以时间换空间，产能退出难解产能过剩的困局，价格下行、企业亏损严重，《中国煤炭消费总量控制规划研究报告》建议，“十三五”末中国应该通过兼并重组、淘汰落后产能，将煤矿企业数量由 2015 年的 6390 家压缩到 3000 家以内。这意味着一多半的煤炭企业将退出市场。

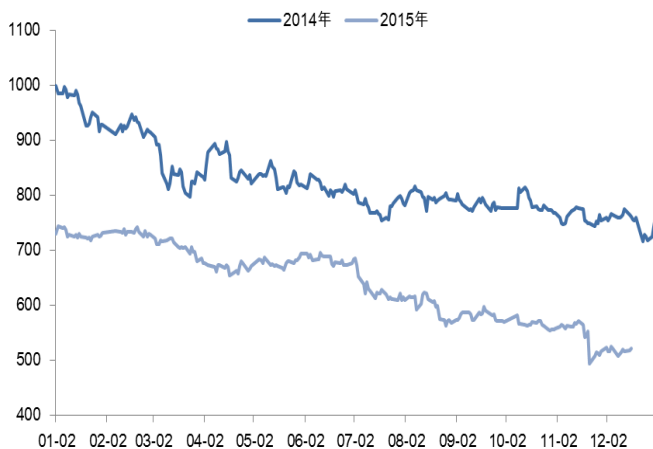
2.1.2 焦煤——限产窘境，缓解过剩

供应方面，1-10 月原煤产量 30.4 亿吨，降幅 4.15%。国家淘汰落后产能且要求限产保价，各个省市严格控制新增产能并控制大中型煤矿产量。1-10 月炼焦精煤累计 4 亿吨，同比下降 5.4%。进口方面，2016 年 1 月 1 日起，焦煤进口关税调整为零，澳洲进口煤或较今年有所增加，但国内经济下行格局已定，国内需求低迷、粗钢产量见顶回落毋庸置疑，预计 2016 年进口煤炭增量较为有限。

我们观察到：1、今年随现货下跌，进口比国产焦煤供给下降更大比例；2、“需求决定生产”，没有人愿意把大笔资金拴在看跌的库存商品上，银行和集团公司股东再一次“落井下石”。这些因素反映到衍生品市场上，期货价格可能出现短期暴跌，但中长期会在一定程度上回归基本面，谨防超跌反弹。

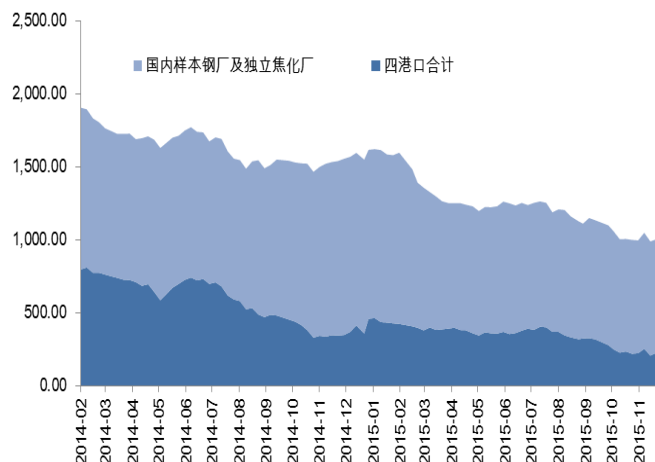
库存方面，通常流通领域库存降低往往是现货看涨的信号，但这一次不是。2015 年下半年，由库存观察，港口库存的减少与价格下跌似乎违背通常规律。钢厂、焦化厂总库存总体小幅度下降，但四港口合计库存从 7 月中旬约 400 万吨下跌到 11 月中旬约 250 万吨，说明中间商努力降低库存，回笼资金，收缩业务，看跌后市。

图 2.1.5：焦煤价格延续下行



资料来源：南华研究

图 2.1.6：炼焦煤库存始终保持低位（单位：万吨）



资料来源：南华研究

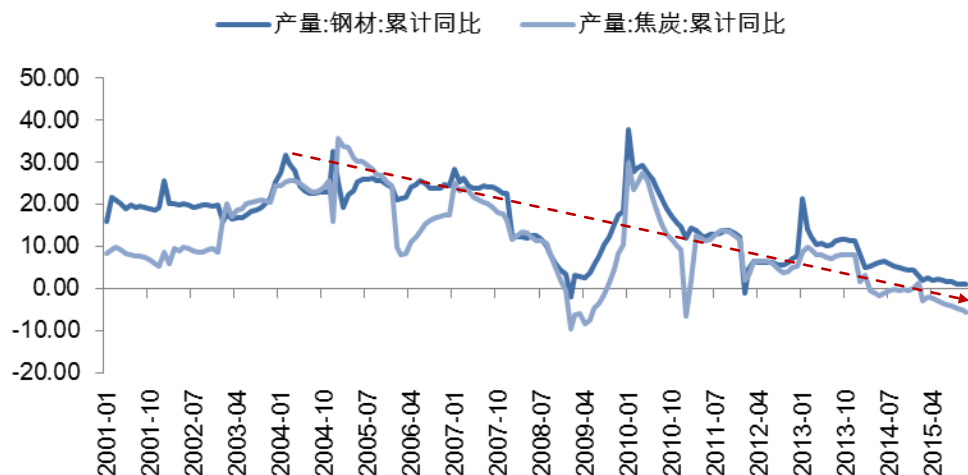
展望 2016 年，焦煤、焦炭延续量价齐跌的格局概率较大，上下游皆面临产能过剩、亏损严重的窘境，底部消耗战将持续上演。

2.2 下游粗钢产量见顶回落

下游煤焦需求方面，主要下游行业的钢铁产量见顶回落，钢铁行业大周期见顶回落。据国家统计局统计，11 月我国粗钢、生铁和钢材产量分别 6332 万吨、5367 万吨和 9396

万吨，同比分别下降 1.6%、下降 0.8%和增长 2%，我们预计，2016 年粗钢产量在 7.75 亿吨左右，以吨钢消耗 0.5 吨焦炭的生产工艺来估算，2016 年焦炭需求量下滑 3.5%左右。

图 2.2.1：钢铁行业大周期见顶



资料来源：南华研究

2.3 铁锈时代，以时间换空间

中游行业看宏观，上游行业看需求，在整体经济下行的大趋势下，2016 年煤焦行业预计供需双双收缩，供应继续调整，需求同步下行，整体供需矛盾犹存，市场何时否极泰来，关键取决于淘汰落后产能的进展。

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，焦炭行业基本亏损面占 80%，受油价大跌的影响，副产品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，化工产品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。降税费和运输成本带来的煤炭下跌空间在 100~150 元/吨左右，整体思路依旧是偏空为主，遇快跌则谨防超跌反弹，遇慢涨则考虑做空，注意换月，建议只做主力合约。

按照国务院和国家发改委要求，“十三五”期间煤炭行业的一项重要任务就是加强供给侧管理“去产能”，拟建立退出机制，清理“僵尸企业”，加快推进兼并重组。据此，有机构预测将有超半数企业退出市场。

目前价格不断下跌来自于“供过于求”的基本面，庞大的产能（包括在建产能）来自我国十余年以投资为导向的经济发展思路，短期需求下降由于政府主动调整经济结构

的战略，固定资产投资增速持续下降，国家逐步淘汰落后过剩产能，鼓励高新技术产业发展，鼓励消费。面对新形势，国家主席习近平明确指出“在适度扩大总需求的同时，加强供给侧结构调整”。可见未来焦炭，乃至诸多产能过剩行业的产品需求几年之内不会明显放大，国家积极推动体制机制改革，扩大内需，鼓励消费，转变增长方式，来实现经济结构的转型升级。

表 2.3.1：2016 年煤焦价格预测表

	焦煤		焦炭	
价格	2015 年	2016E	2015 年	2016E
高点	744	620	1063	800
低点	494	470	606	520
均值	640	500	857	700
波动区间	250	150	457	280

资料来源：南华研究

第3章 铁矿石——内忧外患、延续下行

2015 年，铁矿石在下游钢厂需求疲弱以及进口矿扩张冲击依旧的内忧外患之下，无论是国产矿还是进口矿，均延续了 2014 年的下行态势。2016 年，中国经济下行格局基本确定，钢铁行业将继续承压宏观经济的弱势冲击。受此影响，各大机构普遍预计明年我国用钢消费量下降 3%，而铁矿供应下降幅度恐不及需求端，过剩格局延续。因此，预计 2016 年铁矿石下行格局延续，估计全年价格波动区间在 30~50 美金之间，均价在 38~42 美元/吨之间，年度低点预计大概率会出现在四季度。

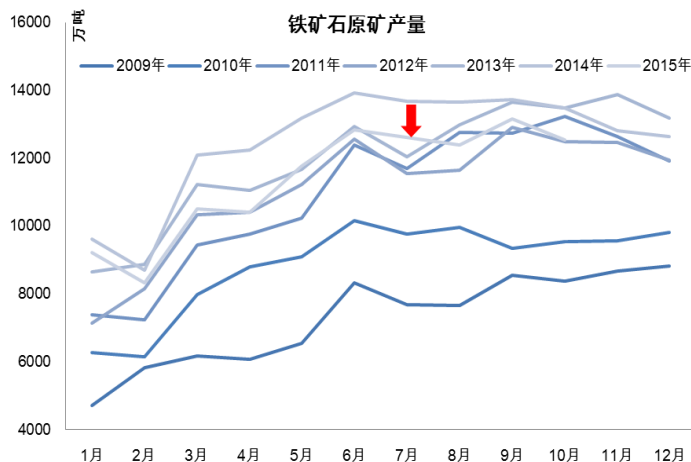
3.1 2016 年供应端孰增孰减？

2016 年，注定是不平凡的一年。如果说，2015 年是主流矿博弈处于白热化的阶段，那么 2016 年矿山之间的角逐将更趋激烈，国产矿也将延续 2015 年量价齐跌的噩梦，铁矿石将在本行业恶性竞争与钢铁行业加速洗牌的双重夹击之下跌跌撞撞的下行。

3.1.1 2015 年国产矿量减价跌，国产矿山步履维艰

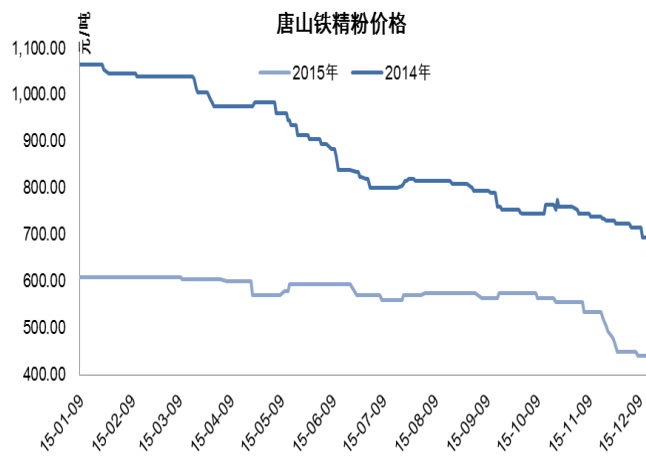
2015 年，产能过剩由下游的钢铁行业逐步蔓延到上端的炉料，覆巢之下无完卵，国产矿在这一年量减价跌，国产矿山步履维艰。以唐山铁精粉为例，年内降幅 170 元/吨，降幅达 26%，据统计今年国产精粉较去年减少 9000 万吨至 2.6 亿吨。2016 年，国产矿的市场份额将继续挤压，预计明年将会有 5000~6000 万吨左右的矿石退出市场。

图 3.1.1: 国产矿量价齐跌



资料来源：南华研究

图 3.1.2: 唐山地区国产精粉价格重挫

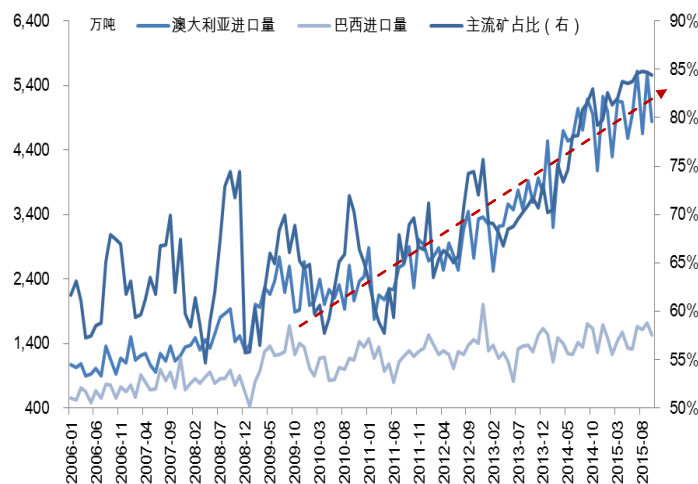


资料来源：南华研究

3.1.2 进口矿博弈加剧，主流矿 2016 年扩产降本

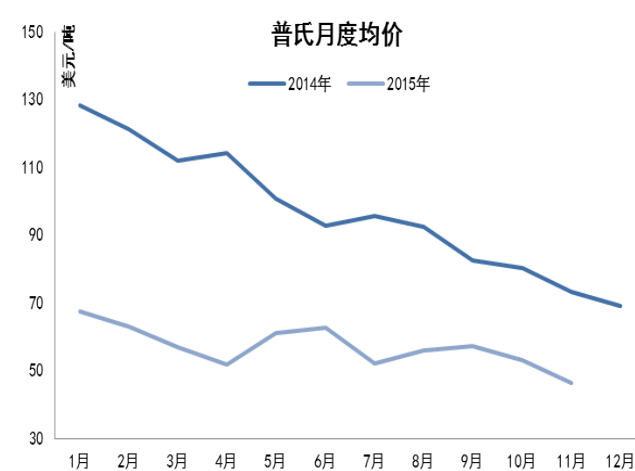
2015 年，进口矿山整体依扩产计划进行生产，主流矿尤其是四大矿山依靠其成本及垄断优势加速占领市场份额，矿石走势不断下行，以普氏为例，年初至 11 月底，普氏下跌幅度达 32%，整体而言，具有跌势狠、反抽猛的特点。

图 3.1.3: 主流矿市场占有率提升明显



资料来源：南华研究

图 3.1.4: 截止 11 月末，普氏跌幅超 32%



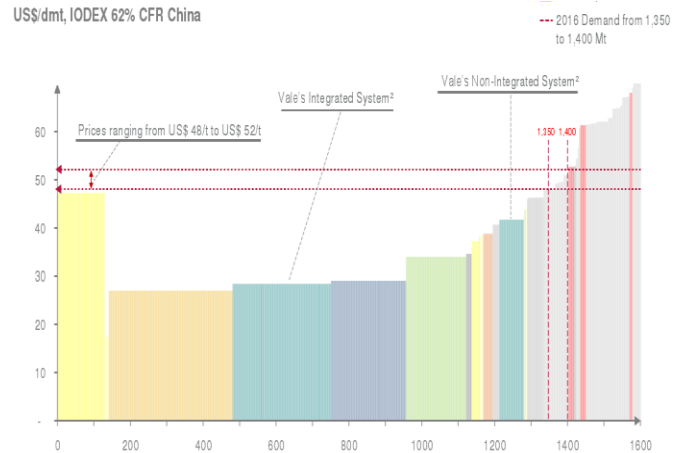
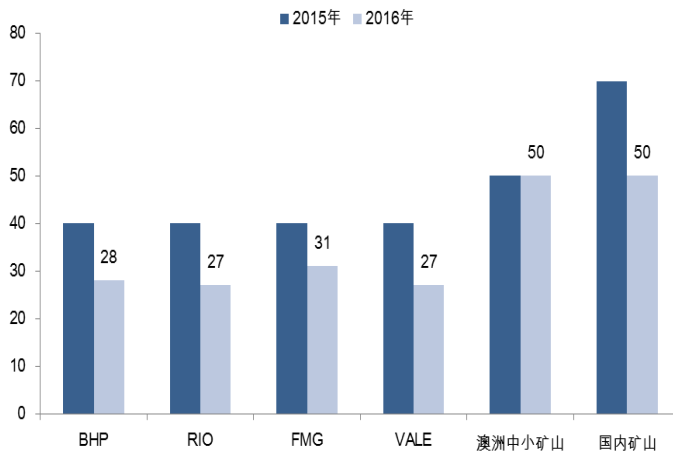
资料来源：南华研究

2016 年，主流矿之间的博弈将更趋激烈。首先，从扩产步伐上看，2016 年四大矿山扩产步伐不变，但增量明显收缩，四大矿山中增量主要集中在两拓，根据财报显示，2016 年 VALE 产量预期由去年的 3.4 亿吨上调到 3.4~3.5 亿吨，增量上限是 1000 万吨，另外 RIO 和 BHP 预估各自有 1000 万吨左右的增量，其中 VALE-SIID 项目 2016 年预

估增产 1500-2000 万吨；Royhill-2016 年预估增产 2000 万吨；Minas-RIO-2016 年预估增产 600 万吨，因此，粗略估算 2016 年全球主要矿山的增量在 3500~4000 万吨。

图 3.1.5： 四大矿山 2016 年到岸成本（单位：美元/吨）

图 3.1.6： 全球主要矿山成本曲线图

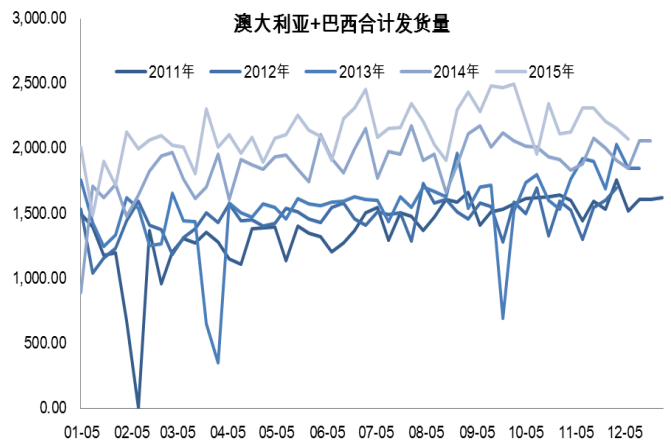
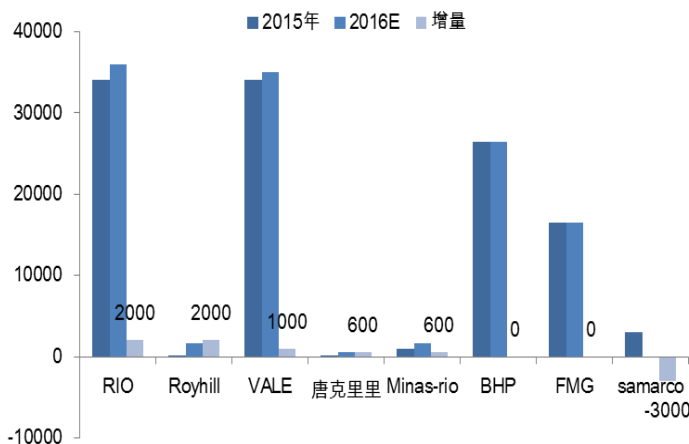


资料来源：南华研究

资料来源：ValeDay2015 南华研究

图 3.1.7： 2016 年国外主要矿山增量（单位：万吨）

图 3.1.8： 矿山发货一季度最低，四季度最高



资料来源：南华研究

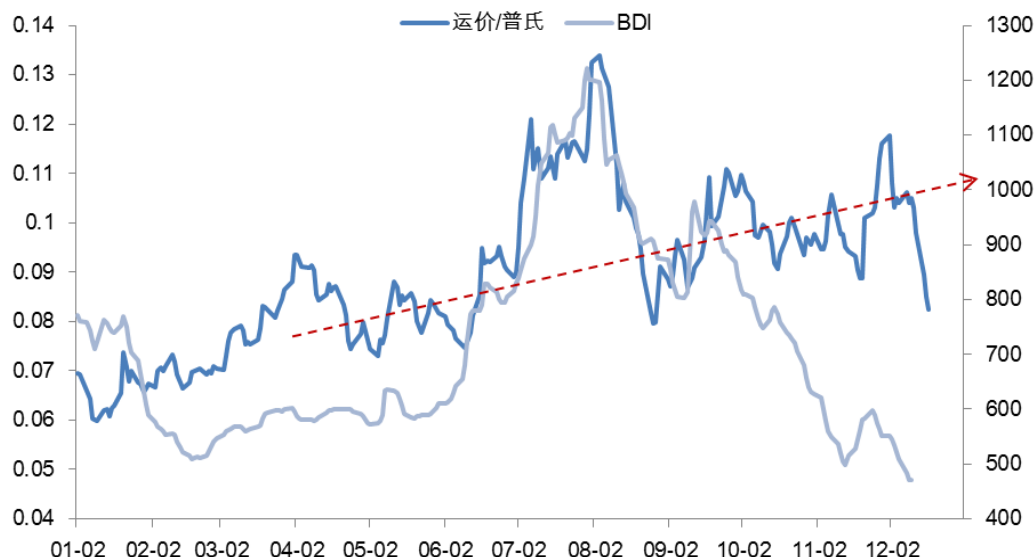
资料来源：南华研究

从发货节奏上看，发货量具有一季度最低、四季度最高的季节性特点，从扩产项目的达产情况来看，当前淡水河谷 SIID 项目当前完成进度为 77%，预计明年下半年开始出货。另外，山钢集团唐克里里矿山(Tonkolili)目前已经复产，1 月初装船陆续到港，按每月三船估算明年出口 600 万吨左右。

从矿山的成本上来看，2016 年国外主流矿山的成本将进一步下降，其中 FMG 的边际成本为 31，相对来说 VALE 和 RIO 较低，边际成本均为 27 美金左右，BHP 成本为 28-29 美金，主要矿山的成本与当前普氏相比仍具有较为明显的优势。

从海运费来看，2015 年 BDI 整体呈现低位盘整态势，且运费占矿石成本的比重不断增加，就目前来看，淡水河谷运费目前 9 美金，差不多占比 25%，预计后期进一步下降的空间不大。

图 3.1.9：BDI 在底部震荡，运价在矿石成本中占比不断增加，下降空间有限



资料来源：南华研究

3.2 钢材缩量，矿石 2016 需求下降

终端需求方面，2016 年房地产市场预计前低后高，预计一线城市与三四线城市之间的分化仍将加剧，从人口大周期的角度看地产颓势未尽，地产投资与新开工继续下行，明年房地产市场预计前低后高。另外基建、汽车、机械等下游行业托底意愿犹存，但难抵房地产下行缺口。

另外，下游钢厂方面，2016 年是钢厂去产能元年，目前钢厂亏损严重，钢厂陆续有检修及停产计划，但年末资金压力大，今年底至明年初是很多钢厂的生死存亡关键点，去产能毫无疑问，只不过是速度快慢的问题。

冶金工业规划研究院 12 月 7 日发布的 2016 年我国和全球钢材需求预测成果报告显示，2015 年我国钢材实际消费量为 6.68 亿吨，同比下降 4.8%；2016 年我国钢材消费量预计为 6.48 亿吨，同比下降 3%。2015 年全球钢材需求为 15.13 亿吨，同比下降 2%；2016 年全球钢材需求为 14.99 亿吨，同比下降 0.9%。

3.3 矿石过剩犹存，去产能从中游蔓延至上游

综合来看，明年铁矿石市场供需双双走弱，去产能将从中游的钢铁行业向上蔓延至上游的铁矿石市场上来。根据我们的测算，2016 年矿石进口增量至少有 3500 万吨，国产精粉退出 5000-6000 万吨，粗钢产量下降约 3%，折算下来矿石需求预计下降 4000

万吨左右，那么明年铁矿石的过剩量预计在 1500 万吨左右，基本面矿石供需驱动明年依旧向下。

表 3.3.1: 2016 年矿石供需平衡表

2016 年供需平衡表			
供给		需求	供需缺口
澳洲、巴西主要矿山增量	国产矿		
+3500	-6000	-4000	+1500

资料来源：南华研究

去产能是通过价格的不断下行来实现的，钢铁如此，铁矿石亦是如此，明年综合来看矿石的供需驱动、成本驱动都是向下的，政策驱动方面有供给侧改革和环保，中期驱动依旧向下，因此，下跌依旧是 2016 年矿石价格的主基调，预计价格运行区间在 30~50 之间，价格中枢预计在 38~42 美元/吨之间，短期或受人民币贬值等突发事件、发货节奏、矿山亏损减产等干扰因素产生小反弹，但反弹幅度有限，考虑到钢厂四季度惯例检修以及矿石发货季节性高点，预计铁矿石价格低点出现在四季度的概率较大。

第4章 钢材——凛冬至，去产能在路上

4.1 2016 年钢铁产量沿弧顶下滑

中小民营钢企为产能淘汰压力点，2015 年淘汰钢铁产能 6000 万吨

前文我们已经提到，年初截止到 12 月份初，当前国内已经淘汰出局的钢铁产能有 6000 万吨有余，并且在年底至春节前的这段时间，预期还会有一批中小钢厂将被淘汰出市场。目前，国内钢铁生产企业有 500 多家，其中民营钢企 400 多家，年产量大致是国有、民营各占一半。民营企业中，产能 1000 万吨以上的 7 家，300 到 1000 万吨的 43 家，100 万吨到 300 万吨的不到 200 家，100 万吨以下的近 200 家。按照工信部将要发布的《钢铁工业转型发展行动计划（2015-2017）》，未来经过三年努力压缩 8000 万吨钢铁产能，经过兼并重组，钢铁企业数量控制在 300 家左右。从上面可知，200 家小钢企几乎全是民营钢企，并且正是未来三年的产能淘汰压力点所在。

不管是之前的产能淘汰政策，还是新《环境保护法》，主要针对的是小规模民营钢企。然而在“跌跌不休”的价格压力下，民营和国企钢铁产能正在遭遇无差别的清洗——即使是那些原本不在产能淘汰序列的国企产能也被关停。

2016 年新增炼钢产能 1497 万吨，预计 2016 年粗钢产量降幅 3%左右

据中联钢统计，明年预期有近 1500 万吨的新增产能将投产，但是无论是相较于未来三年去产能 8000 万吨左右的政策目标，还是考虑到钢铁产能的结构性过剩，2016 年钢铁总产量延续弧顶下滑的趋势是相对确定的，预计 2016 年钢铁产量继续下降约 3% 左右至 7.75 亿吨。

那么，对于钢铁产能的淘汰，不断下行的钢价已成为淘汰钢铁产能的主要手段，但由于钢铁企业承担的税收、GDP、就业等社会成本过高的原因，钢铁去产能的过程并不顺利。2015 年 10 月以来，国内政府官员开始在多个场合提及供给侧改革，加快淘汰僵尸企业，有效化解过剩产能，增加有效供给，推动产业升级。

表 4.1.1: 2016 年钢厂新增产能近 1500 万吨（单位：万吨）

钢厂	容积	产能	投产时间
A	5050(1#)	410	2015 年 9 月
B	4500	380	2015 年 9 月
C	2500	210	2015 年 8 月
D	Corex-3000 炉	150	2015 年 6 月
E	2*1800	220	2015 年 9 月
F	1780	190	2015 年 11 月
G	1080	110	随时投产
H	1*610	66	2015 年底 2016 年初
I	5050 (2#)	410	2016 年 6 月
J	5100 (1#)	420	2016 年年底
K	一期	500	2016 年
L	5100(2#)	420	2017 年
M	5500 (1#)	460	2017 年年底
N		317	不详, 至少 2017 年
O	二期	300	2017 年

资料来源：中联钢 南华研究

但供给侧改革能否挽救这个疲软的市场还存在诸多的不确定性，主要因为以下几点：1、目前价格的决定性因素在需求端，并非产能过剩，也非库存下降，钢价的迭创新低的背后归根结底是因为需求端的收缩程度要快于供给端的修正速度。2、就改革方向来看，本轮“供给侧改革”作为中国经济结构性改革的重要部分，其核心关键点包括化解产能过剩、消化房地产库存、降低企业成本等几个方向。但是，化解产能过剩是个漫长且艰难的问题，而消化房地产库存是今年一直在进行的事情，房地产销售转好，地产商仅仅是实现财务上的好转，并未将销售回笼的资金投入到地产投资和新开工上来，当然，没有新开工也就更不会有钢铁需求的转好，再者降低企业成本无异于钢铁成本重心的下移，因此，从改革的发力点来看，供给侧改革对于解决钢铁行业目前的囚徒困境或许利好有限。另外，供给侧不合理以及国企改革等均是钢铁企业一直都在尝试解决的事情，见效慢、耗时长、涉及的方面错综复杂，短期而言，供给侧改革对钢铁行业利好或许有限，不可期望过高。

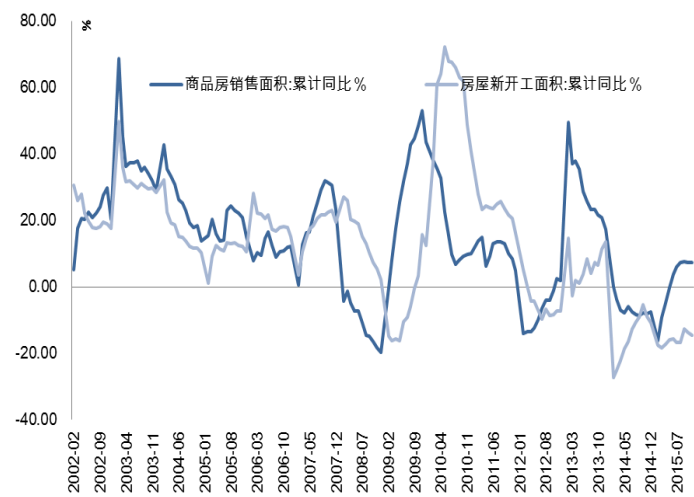
4.2 需求演变：失之东隅，难收桑榆

鉴于我国目前处于稳增长、调结构以及去产能的大周期中，整体经济处于“L 型”，市场普遍预期 2018 年甚至到 2019 年是中国经济走势的转折点。2016 年经济下行格局基本确定，下游主要用钢行业整体需求依旧偏弱，全年用钢量预计在 6.6 ~6.7 亿吨左右。

房地产方面，尽管下半年以来房地产销售持续转好，但是前文已提到，只有新开工的见底回升才会实实在在的带来用钢需求的转好，房地产的持续回暖从销售端传导至投

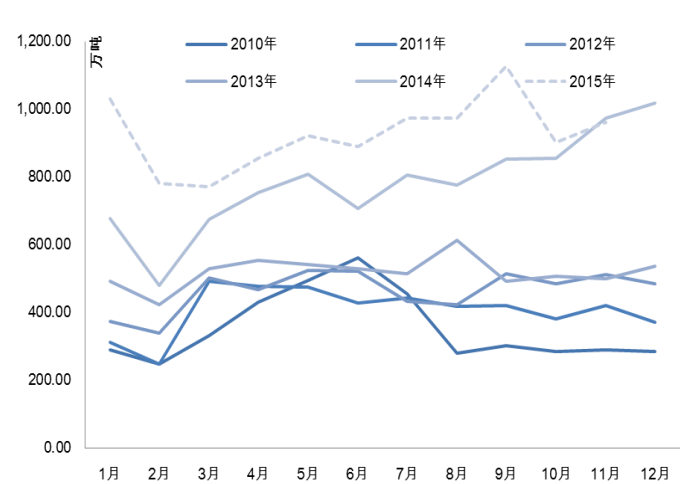
资端是一个缓慢的过程，根据历史规律，房地产调整一般要 3-5 年，考虑到 2014 年 2 月已经开始调整，且目前房地产从销售到新开工的传导周期较以往明显拉长，房地产低迷至少还需要两年左右的时间，因此明年投资大概率回落。

图 4.2.1： 从销售至新开工传导周期增长



资料来源：南华研究

图 4.2.2： 出口增量预期难持续



资料来源：南华研究

出口方面，2016 年相较于今年，预计明年出口在一亿吨左右，主要关注以下两点：

1、2016 年 1 月 1 日起部分商品进出口关税将进行调整，其中，自 2016 年 1 月 1 日起适当降低生铁、钢坯等商品的出口关税。现行出口关税为 25% 的生铁和钢坯产品，2016 年开始将下调到 20%，其中高纯生铁出口关税则由 25% 下调到 10%，虽然钢材出口关税暂未调整，但市场对此预期较强。但目前来看，对钢材出口利好相当有限，因为出口关税下调仅将影响到中国总出口中相对较小的一部分。以 2015 年 1-10 月期间为例，受到这一出口关税下调影响的产品仅包括 141659 吨生铁和 6524 吨钢材产品。

2、贸易摩擦增多且价格优势进一步削弱。国内钢企遭遇的反倾销事件逐渐增多，尤其是欧美国家频繁对中国钢材产品实行反倾销抵制中国低价钢材，预计 2016 年可能会出现更多反倾销措施以及贸易争端。

4.3 供需矛盾继续，寒冬中寻出路

综合来看，2016 年经济下行格局基本确定，钢材供需矛盾犹存，预计全年钢材过剩量在 1000~1500 万吨左右。

表 4.3.1： 2016 年钢材供需平衡表（单位：亿吨）

2016 年钢材供需平衡表					
供给			国内需求	出口	供需缺口
粗钢产量	新增产能	淘汰产能			
7.75	0.15	0.2~0.3	6.6~6.7	1.0	0.10~0.15

资料来源：南华研究

在供需矛盾持续的大周期下，2016 年钢材供给端的调整预期难抵需求端的下行，趋势依旧向下。在钢价整体趋势向下的格局下，类似今年四季度的钢厂消耗战将持续上演，需要关注阶段性利好及季节性反弹需求，预计年内高点出现在二季度，低点出现在四季度，1500~1600 之间是深水区，关注 1500 附近的支撑线，重点关注环保、减产等热点事件炒作对于钢价的影响。

4.4 钢铁投资机会分析

4.4.1 单边策略分析

以螺纹钢为例，我们采用成本加成的方法对 2016 年的价格的运行区间进行预测：

螺纹钢期货=炉料成本+加工费用+其他费用+合理利润-基差

2015 年螺纹钢主力期货的平均价格约为 2150，最高 2620，最低 1626，上下 25% 左右的波动区间。

截止到 12 月中旬位置，2015 年普氏指数的均价为 56 左右，最高 72，最低 38，上下也是 25% 左右的波动区间，在 2016 年铁矿石价格在 40 左右的远期价格结构的情况下，以铁矿石导致的螺纹钢现货的下行空间为 180 左右（ $15 \times 6.1 \times 1.17 \times 1.65$ ）；焦炭和焦煤由于下游行业疲弱预计下行趋势不改，但整个黑色产业链行情都处在下行趋势当中的深水区，预计 2016 年焦炭平均价格下行区间在 10~15% 左右，导致钢价成本支撑的弱化均值大概在 100 左右，另外假设 2016 年其他费用变化不大（基于目前的行业现状，财务费用下降，管理费用及环保成本将进一步上升），合理利润在明年加速去产能的情况下，预计难有明显回升，以河北地区为例，今年平均毛利润为-200，在优势淘汰之后较今年小幅回升 50，基差较今年预期下降 50 左右，这样可以得到螺纹钢期货 2016 年均价较 2015 年下降 280 元/吨左右，整体呈现前高后低的走势，单边依旧以逢高抛空的策略为主。

表 4.4.1：2016 年螺纹钢价格预测表（元/吨）

2016 年螺纹钢价格预测表		
价格	2015 年	2016E
高点	2620	2200
低点	1626	1450
均值	2150	1850
波动区间	994	750

资料来源：南华研究

4.4.2 对冲策略

2016 年整个黑色产业链在低价冲击下整体去产能格局由下游行业逐渐蔓延至上端原材料，考虑到明年钢铁行业生存更加困难、转型升级更加迫切，在会议经济的冲突下预计环保炒作将进一步升级，钢矿比价整体将呈现趋势性上涨的格局。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88200279

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话: 0577-89971820

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 709 室
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

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 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: 0931-8805310

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

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、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 802
电话: 022-88371079

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: 021-68400692

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

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

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

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 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 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 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

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（魏瑶电话）

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

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 2104-2107 室
电话：0592-2120366

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

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

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

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：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net