

大雪满弓刀

摘要

我们认为，明年流动性稳健偏紧的政策会延续；房地产投资和制造业增速将维持回落趋势，但是无大幅滑坡风险；基建投资增速持稳或小幅回落，黑色系商品整体需求增长温和放缓。

2018年钢材的矛盾在总体的供求格局，我们预期全年供求平衡，阶段性矛盾比较明显，主要在于环保限产对产量的阶段性抑制。如果环保限产延续到3月中旬，则春季需求季节性复苏，钢材库存大降，钢价和钢厂利润有望重新上涨。但是伴随产量逐步释放，4月以后将重回平衡甚至阶段性过剩，11月重新环保限产会重新改变供求格局。钢铁产能利用率高位，供给侧改革稳步推进和环保常态化，将支撑钢价和钢厂利润。

限产会导致螺纹价格弹性大于热卷，限产时螺纹更紧缺，但热卷转产螺纹空间有限，热卷受螺纹带动但弱于螺纹；而复产后螺纹下跌空间更大，螺纹弱于热卷。2018年，螺纹现货（上海 HRB400 20mm 折过磅）区间3000-4800元/吨，全年均价可能落在均值3900元/吨以下，因为限产结束后钢价预期将明显回落；热卷（上海武钢4.75mm）3200-4500元/吨，全年均价小幅低于螺纹；钢价重心较当前下移。

2018年铁矿石供给稳步提升，需求相对保持平稳，整体小幅过剩但压力不大，钢厂的采购补库节奏成为主导行情的主要因素，而铁矿石结构性矛盾依然突出。根据推算，伴随着钢厂的春季复产和高利润拉动下，铁矿石需求在将逐步回升至高位，高品矿仍将有亮眼表现。虽然2018年矿山进一步加大高品矿供应量，但供应弹性较小，焦点仍在需求端。另一方面，环保压力常态化和产能减量置换的原则下，都将对铁矿石需求有所抑制。近两年中国钢厂和港口库存回升明显的背景下，钢厂阶段性采购回落，也会明显抑制铁矿石需求。综上，我们判断明年的矿价总体上呈前高后低，区间在55-80美金，均值在65美金（普氏62%指数）。

2018年煤焦供需紧平衡，安全检查和环保限产政策将贯穿整体行情。焦炭的供需阶段性错配、钢厂的补库节奏及投机性需求将对行情起到主导作用，导致价格宽幅波动；焦煤的主要受下游补库和安全检查影响。在限产政策下一二级焦炭的价差以及高低硫主焦煤价差将进一步扩大。受上半年复产和提前补库，以及下半年终端需求稳中有降影响，明年煤焦总体上呈现先扬后抑的走势，日照港准一级焦炭价格区间在1700-2700元/吨，日照港山西产主焦煤报价1350-1750元/吨。

单边策略：明年一季度，钢材春季去库存预期将带动钢价重新走强，同时复产预期支撑炉料需求，黑色整体逢回调做多，首选螺纹、铁矿；三四月可能迎来拐点，关注逢高做空钢价和钢厂利润的机会；三四季度交替时，环保限产或将再次成为市场焦点，需要重点关注。明年焦价区间宽幅波动，超涨超跌后都具备一定操作价值。

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华研究

李晓东

lixiaodong@nawaa.com

0571-88393740

投资咨询职业资格号

Z0012065

王泽勇

wangzeyong@nawaa.com

0571-89727505

从业资格号

F3035049

杨雅心

yangyaxin@nawaa.com

0571-87839255

从业资格号

F3025703

套利与对冲方面：一季度关注产业链5-9（10）正套，3-4月钢厂利润冲高后的做空利润套利；但是产业格局改善和环保常态化将支撑钢厂利润维持在适当高位，如果利润跌到300以下，可以择机做多。

风险提示：宏观经济和终端需求超预期，钢铁产能置换、环保政策的实施情况，煤炭的安全检查和进出口政策变动情况。

目录

第 1 章	宏观和终端需求	5
1.1.	房地产投资将延续回落	5
1.2.	基建投资延续平稳	9
1.3.	制造业有一定下行压力，但总体稳健	11
1.4.	主要下游消费行业情况	13
1.5.	钢材出口	16
第 2 章	钢材供给与库存	17
2.1.	行情回顾	17
2.2.	产能	18
2.3.	产能利用率、利润	18
2.4.	螺纹、热卷、钢坯产能、产量、库存	20
2.5.	粗钢供求平衡	23
2.6.	钢材小结	25
第 3 章	铁矿石	25
3.1.	铁矿石 2017 年行情回顾	25
3.2.	季节性限产和电弧炉置换影响铁矿石需求	26
3.3.	2018-2019 年新增产能稳步提升	27
3.4.	海运景气度回升，增大运输成本	30
3.5.	供需平衡表	31
3.6.	港口库存结构与品位价差	32
3.7.	交割贴水与质量调整	34
3.8.	铁矿石小结	36
第 4 章	焦煤焦炭	36
4.1.	行情回顾	36
4.2.	高利润及钢厂环保限产下，焦铁比将继续下降	36
4.3.	供给侧结构性改革，焦煤供应小幅增长	38
4.4.	山西焦煤长协价有助于稳定明年炼焦煤市场价格	40
4.5.	蒙古国新政府上台，蒙煤进口将有改观	41

4.6.	煤炭运力明年整体偏紧	43
4.7.	炼焦利润和环保政策互相干扰焦化开工率	43
4.8.	焦炭出口量将继续小幅回落	45
4.9.	库存情况.....	46
4.10.	2018 年供求平衡预估.....	48
4.11.	煤焦小结.....	48
第 5 章	策略与风险	49
5.1.	单边策略.....	49
5.2.	套利与对冲策略.....	49
5.3.	风险提示.....	49
	南华期货分支机构	50
	免责声明	52

第1章 宏观和终端需求

2017 年，宏观经济总体表现良好，超出了年初的估计。一季度，因为去年末工业品价格普遍上涨导致的补库存延续，一些行业库存有一定的积压，4、5 月金融去杠杆导致流动性偏紧，商品房销售在调控政策继续收紧下大幅下滑，令市场对宏观预期悲观，多数商品在去库存的压力下，价格大幅回落。但是伴随地产、基建投资和制造业的维持稳健表现，市场发现经济和下游需求出乎意料的好，PPI 开始企稳回升，进入三季度，在经济表现依旧良好，多数行业经历供给侧改革后，产能过剩局面改善，产业格局优化，结合环保督查的助推，商品价格迎来新一轮上涨。4 季度后，因为“采暖季”环保限产范围扩大，钢铁、水泥、电解铝、玻璃等行业纷纷受到限产预期和现实的冲击，商品上下游价格开始分化，并且波动加大。

我们认为，明年国内金融监管依然会维持严厉，中央经济工作会议强调“管住货币供给总闸门”，把“打好防范化解重大风险攻坚战”放在“三大攻坚战”首位。目前利率维持高位，社融增速回落，都表明受到流动性偏紧压缩，实体经济也在去杠杆，我们认为流动性稳健偏紧的政策，会在 18 年得到延续，进而对于实体经济融资和投资，将有一定的压制，而通过定向宽松等手段支持实体经济融资。房地产方面，我们认为居民前期加杠杆后，房价估值显著走高，加上多数一二线城市库存偏低，地产调控政策不会放松；商品房销售维持负增长，进而地产投资将维持回落趋势；但是开发商库存低，并且今年土地增库存，叠加明年依然有棚户区改造和公租房投资，对地产投资起到一定支撑，总体无大幅滑坡风险。基建投资增速继续回落，中央政府对地方政府举债融资管控依然严格，对基建项目批复也呈审慎态度；制造业受地产、基建投资放缓拖累，面临一定回落压力，其中工程机械、汽车和家电产销增速都面临周期性回落。综上，明年地产、基建投资和制造业增长整体都面临一定回调压力，但是经过供给侧改革，产业格局改善，且多数行业库存水平健康，会起到一定支撑作用。商品的整体需求增速有一定回落预期。

1.1. 房地产投资将延续回落

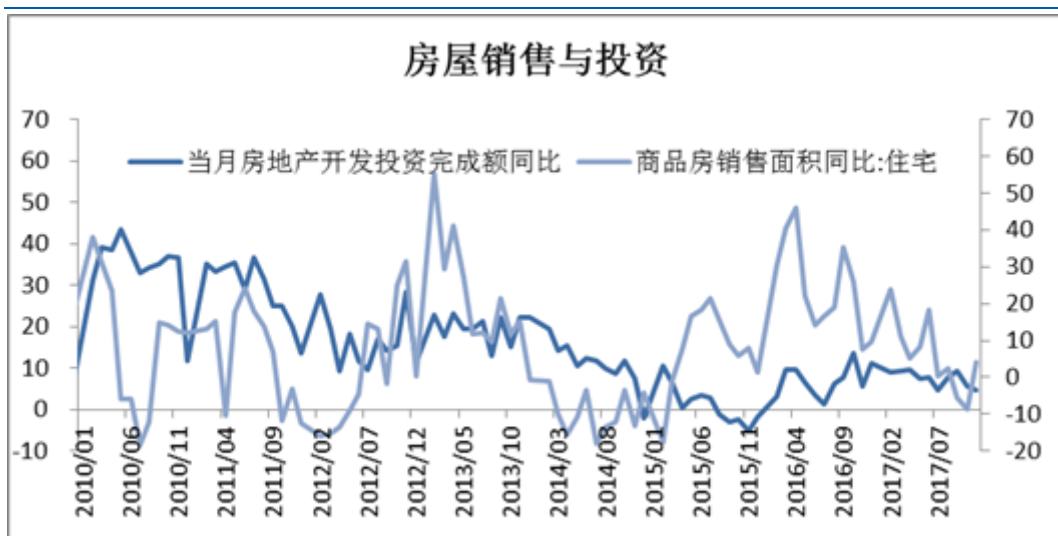
房地产销售一般领先投资 1-2 个季度，但这一轮销售见顶回落，已经一年有余，因为库存去化良好，因此投资持续保持了稳健增长，但是近期商品住宅销售增速回落到负数，资金回笼速度放缓，地产投资回调的压力越来越大，增速已经连续回落，后续有望延续下行。当然，整体库存水平低，依然有望对投资提供支撑，并且，根据住建部文件，2018 年约仍有 500 万套棚户区改造目标，多地也在大力推进公租房政策，也将对投资有一定支撑。

我们认为，地产限购限贷政策全面放松预计要 19 年下半年甚至 20 年，主要基于三点理由：1）目前楼市估值偏高，不支持立刻放松。我国的楼市调控政策基于“政策放松——房价涨、居民加杠杆——调控收紧——房价上涨放缓、居民收入涨，居民降杠杆——新一轮放松”这样的规律。如今刚刚经历房价大涨，居民加杠杆阶段，目前人均收入增速放缓，居民降杠杆需要更长的时间（估计本次需要 2-3 年），因此不会立刻放开调控政策；2）目前多数一二线城市大量去库存，库存位于低位，政策放松不得，否则房价将迅速迎来大涨，需要库存进一步积累，才有政策放松的基础；3）在以上两点的支撑下，本届政府施政更关注民生，习主席 19 大再次强调“房子是用来住的”，中央经济工作会议重申“保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，政策延续性决定了短期不会放松调控。我们预期 2018 年紧缩的调控政策不会放松，2019 年后各地会逐步根据自身情况进行调整。

1-11 月土地购置面积累计增长 16.3%，增幅环比持续扩大。即目前的库存低支撑开发商主动再库存，土地购置面积增加，与此同时，政策限制囤地（超 1 年收费，2 年收回），因此今年购置的土地将支撑明年开工。但是，若销售继续放缓，即使开工后，开发商也会延长建设周期，压缩投资。

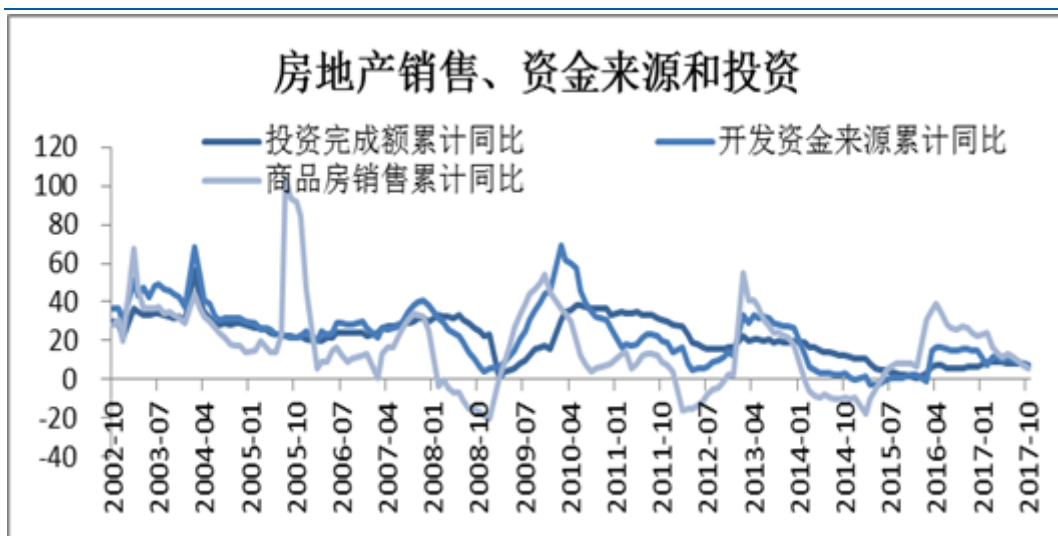
此外，中央经济工作会议也指出“强调加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，发展住房租赁市场特别是长期租赁，支持专业化、机构化住房租赁企业发展，意在保障住房供给……”，2018 年仍有约 500 万套棚户区改造住房（5 月 24 日，国务院常委会议确定，2018 年到 2020 年 3 年棚改攻坚计划，再改造各类棚户区 1500 万套），将支撑投资开工，公租房投资也为投资提供支撑。

图 2.1：近两年库存水平明显回落



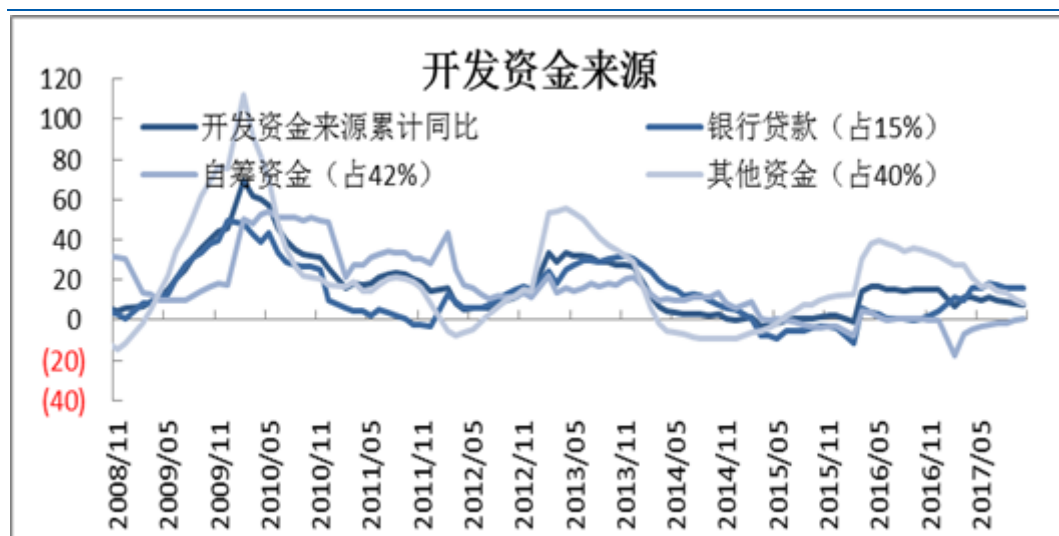
资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.2：销售回落将延长资金回笼周期，进而压制投资



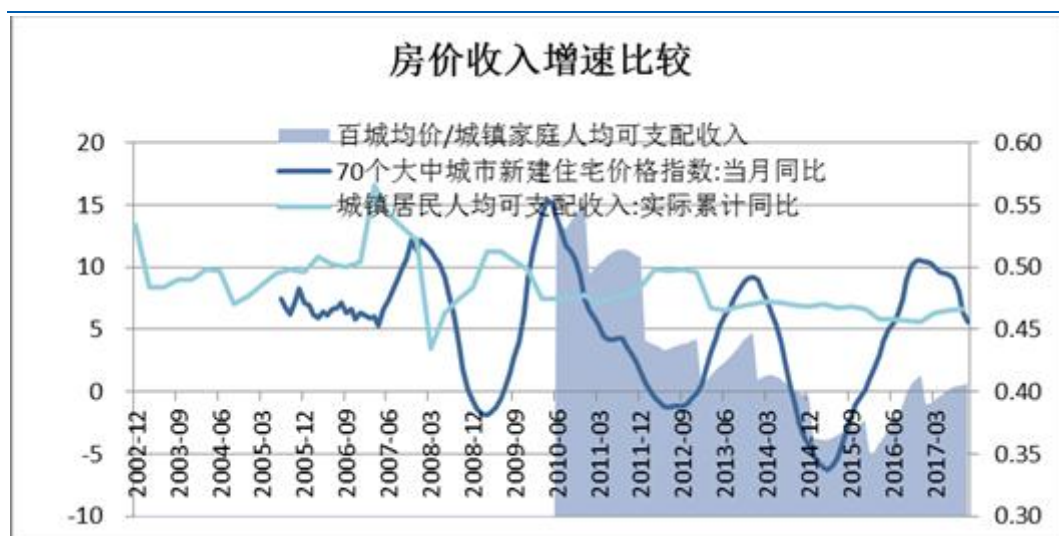
资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.3：房地产开发资金来源占比



资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.4：销售回落将延长资金回笼周期，进而压制投资



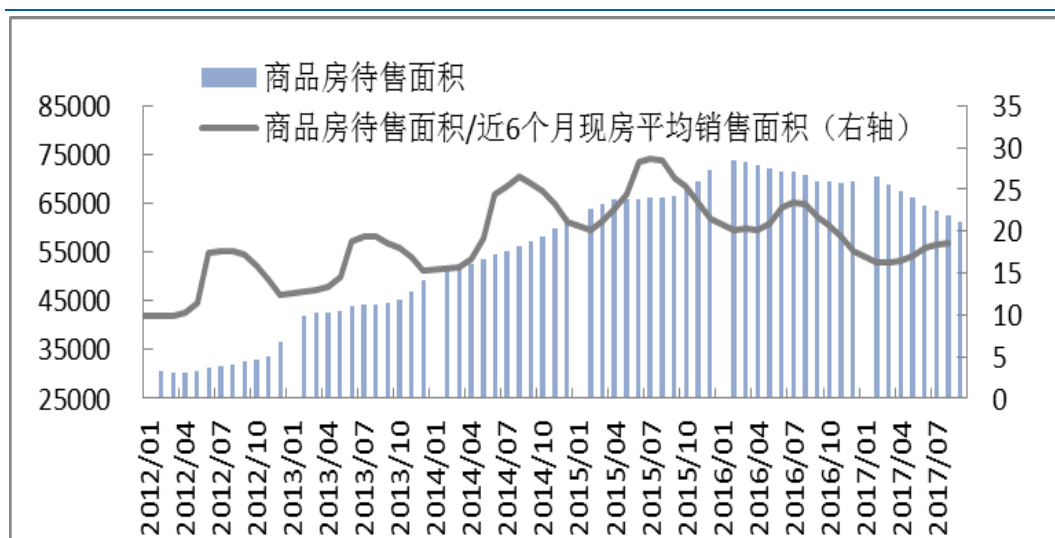
资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.5：库存去化良好，短期需要控制销售，进而再库存



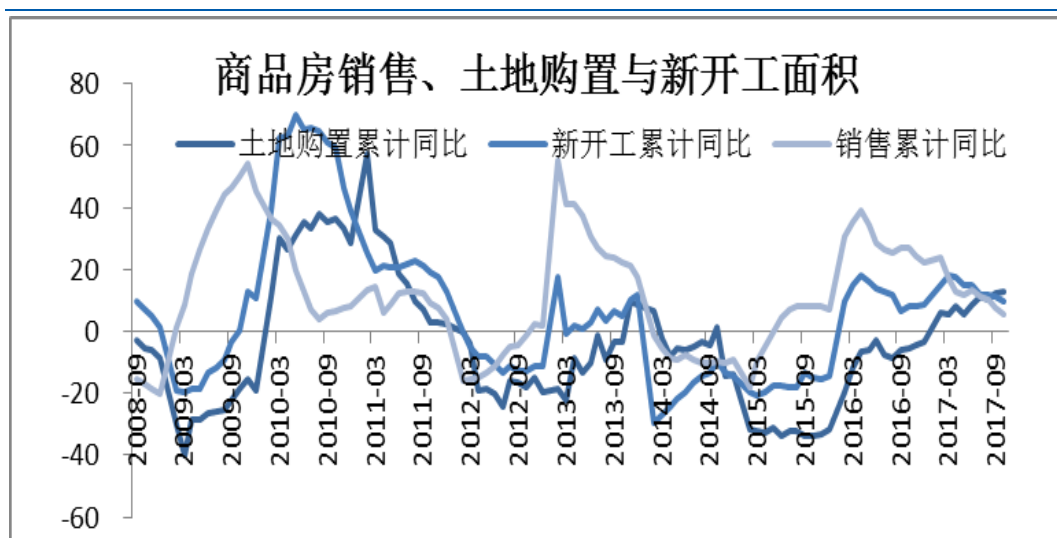
资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.6: 近两年库存水平明显回落



资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.7: 土地再库存会支撑一定新开工



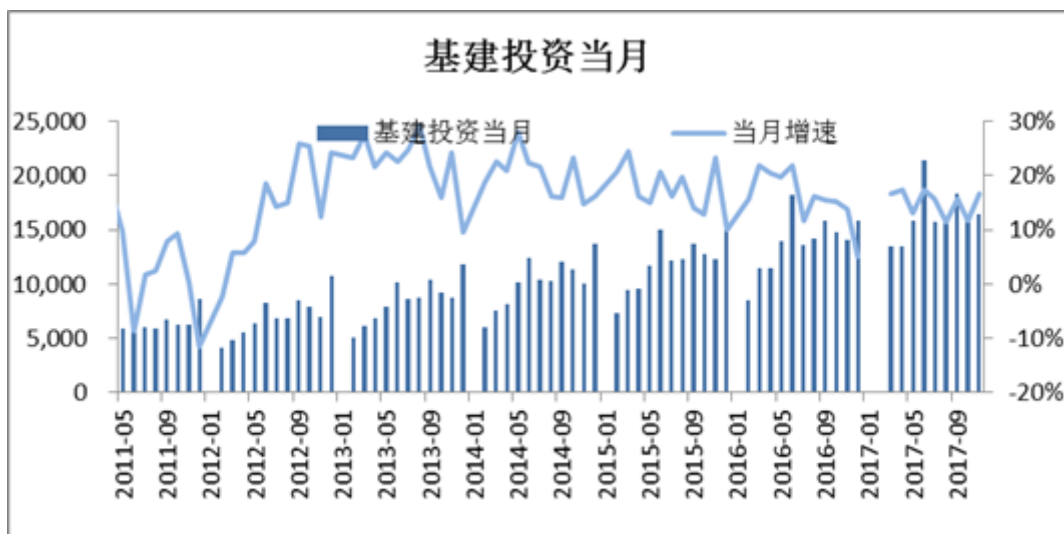
资料来源：国家统计局、南华研究

1.2. 基建投资延续平稳

基建投资增速延续回落。首先，宏观经济稳健运行，基建投资稳增长的需求不强；其次，目前各级政府的施政重点在于供给侧改革，在于环境治理，而非传统的简单盯住 GDP 增长，地方政府大量投资基建的激励不足；再者，地方财政收入增速逐步放缓，对基建支出构成一定约束，今年中央多次发文，对地方政府融资做出规范，叠加“谁举债谁负责”的原则，地方政府财源也受到一定约束。11 月发改委叫停各地地铁项目批复，进一步表明对基建的审慎态度。虽然 11 月基建增长明显，但是年底工程加快建设属于正常现象。因此，明年基建增速有望维持稳健，或小幅回落。

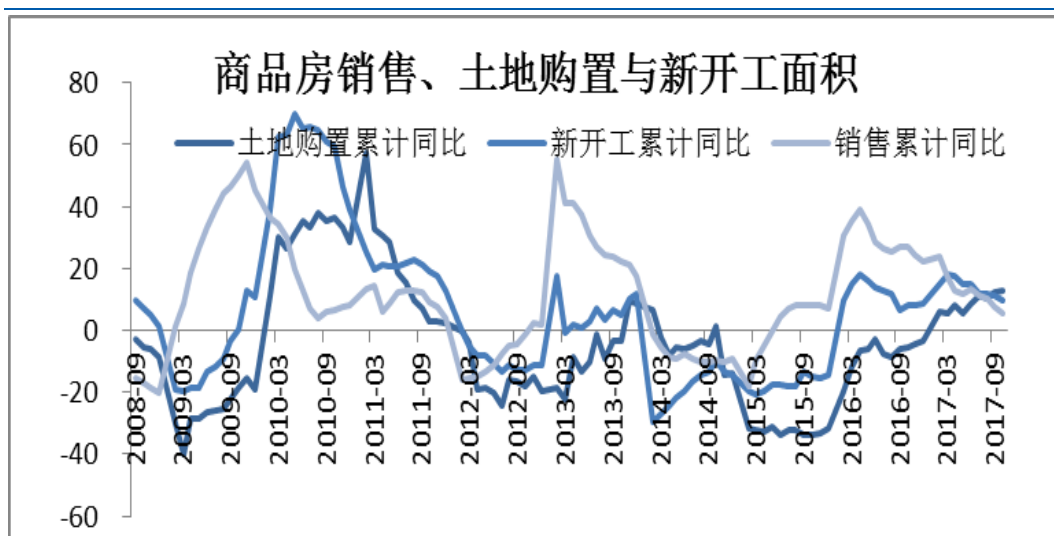
PPP 方面，总入库数，总投资纷纷放缓，截止 2017 年 10 月，总入库数 14059 个，环比首次出现回落；总投资今年以来增长也明显放缓，落地率小幅攀升至 37.4%。根据发改委最新叫停多地地铁项目，监管对 PPP 项目“名股实债”依然持坚定的否定态度。此外，据了解，经历去年一些地方政府主推的 PPP 集中落地后，具体操作层面仍面临诸多难题，比如，许多地方政府专业人员配备不足，为了完成指标，一些项目强行包装成 PPP 项目，但经济效益性、投资回报期都不明确等。后续 PPP 投资继续增长面临一定挑战。

图 2.8：基础建设投资（亿元）



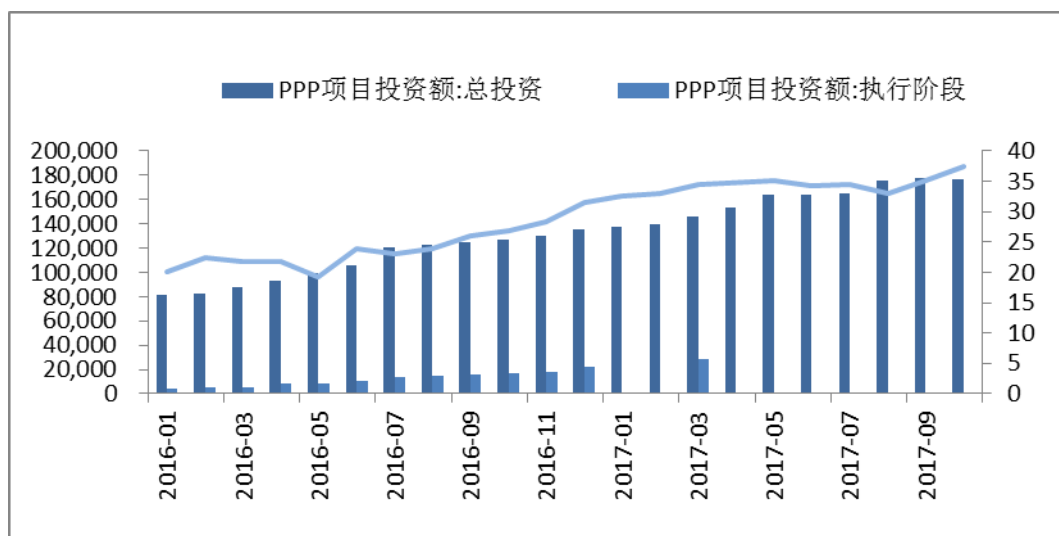
资料来源：wind 南华研究

图 2.9: PPP 财政收入增速放缓，限制基建投资支出



资料来源：国家统计局、南华研究

图 2.10: PPP 投资放缓



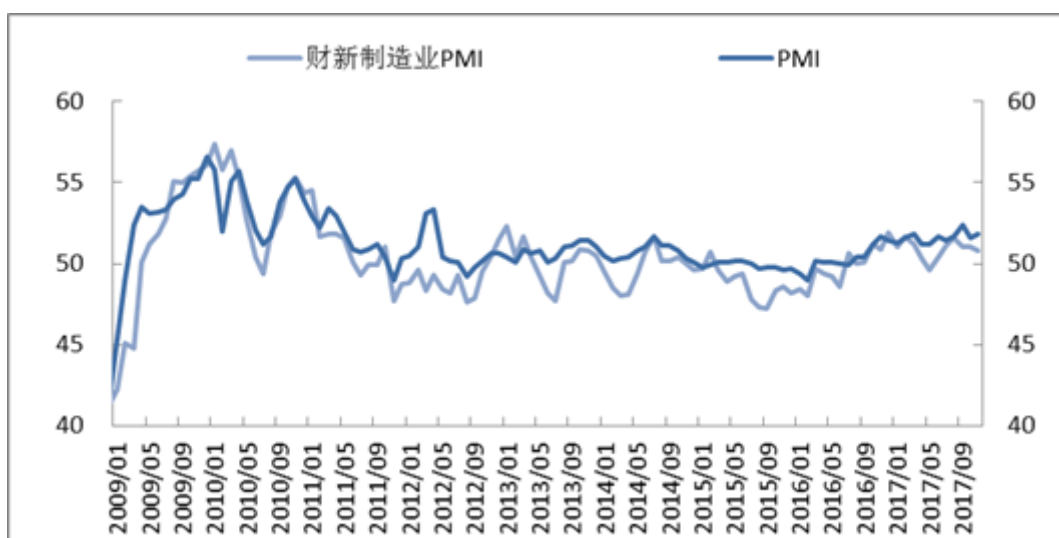
资料来源: wind 南华研究

1.3. 制造业有一定下行压力，但总体稳健

11 月财新制造业 PMI 继续回落，(财新反应更灵敏)，并且房地产和基建投资降温影响下，制造业有一定向下调整的压力。但经历了 11 年以来的深度调整，叠加供给侧改革，大部分行业整体格局 (产能和库存) 都明显改善，对制造业提供支撑。

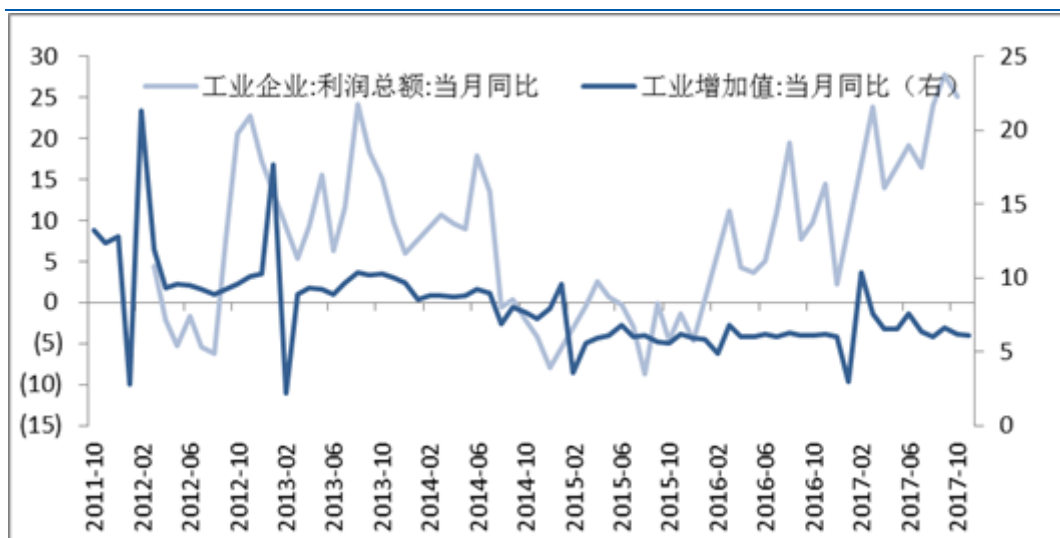
工业企业的补库要滞后价格，南华工业品指数一般领先工业企业产成品库存半年左右，并且目前库存水平整体中性，价格仍未见顶回落，或支撑明年上半年有一定补库需求。

图 2.11: 制造业总体平稳运行



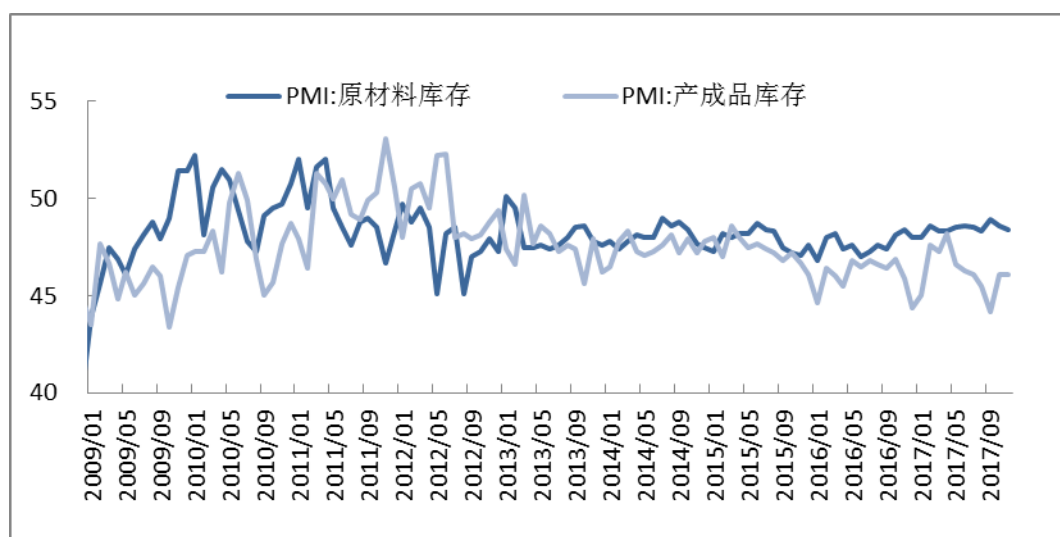
资料来源: 国家统计局 南华研究

图 2.12: 工业增加值回落，企业利润见顶



资料来源：国家统计局、南华研究

图 2.13: 产成品和原料库存无压力



资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.14: 滞后价格的下游补库需求或仍将提供支撑



资料来源：国家统计局、南华研究

1.4. 主要下游消费行业情况

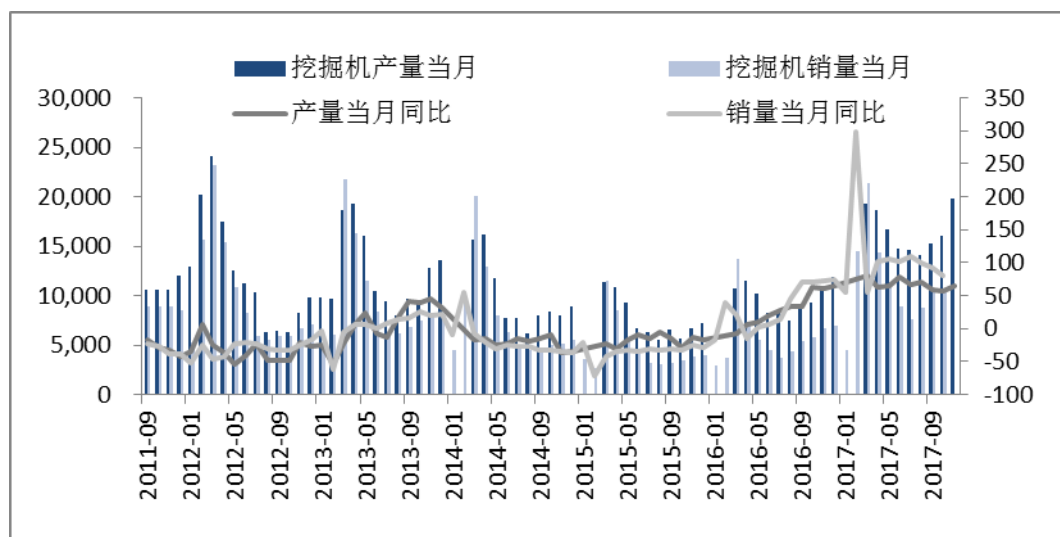
工程机械，如挖掘机、重卡等，今年保持了超高的产销增速，然而，伴随地产投资开工回落，目前已经呈现出一定的回落迹象，未来有望延续回落趋势。

家电，同样受去年地产销售良好带动，产销两旺，家电销售滞后商品房销售一个季度左右，而家电生产又滞后家电销售一个季度左右，受地产周期影响，预计未来产销将呈现逐步回落的局面。

汽车在购置税政策刺激热潮消退后，今年产销维持低迷，尤其下半年，预计未来明年仍保持低速增长。

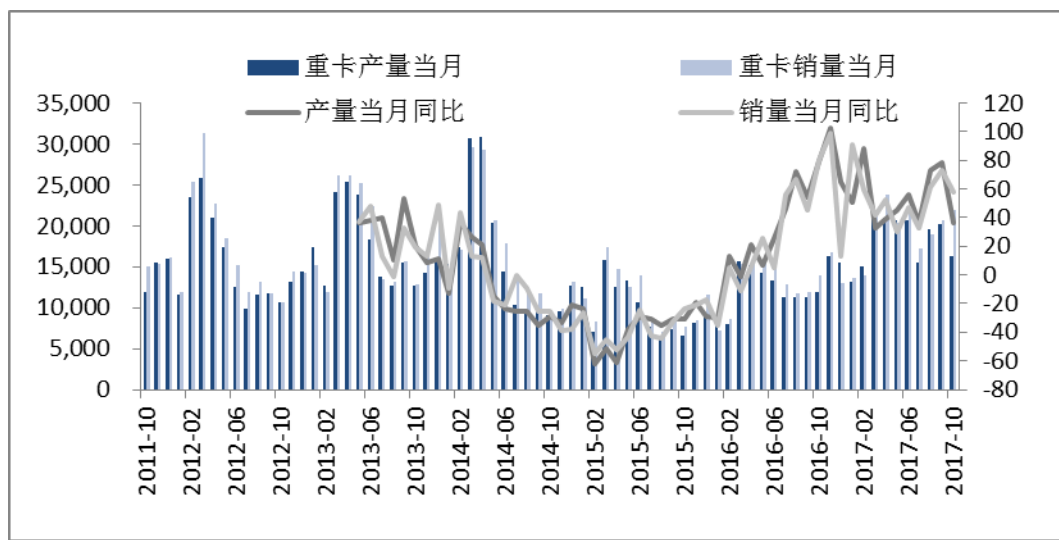
伴随全球贸易回暖，航运业长期整合，集装箱业逐步回暖，未来有望维持产销两旺。

图 2.15：挖掘机继续保持强劲增长



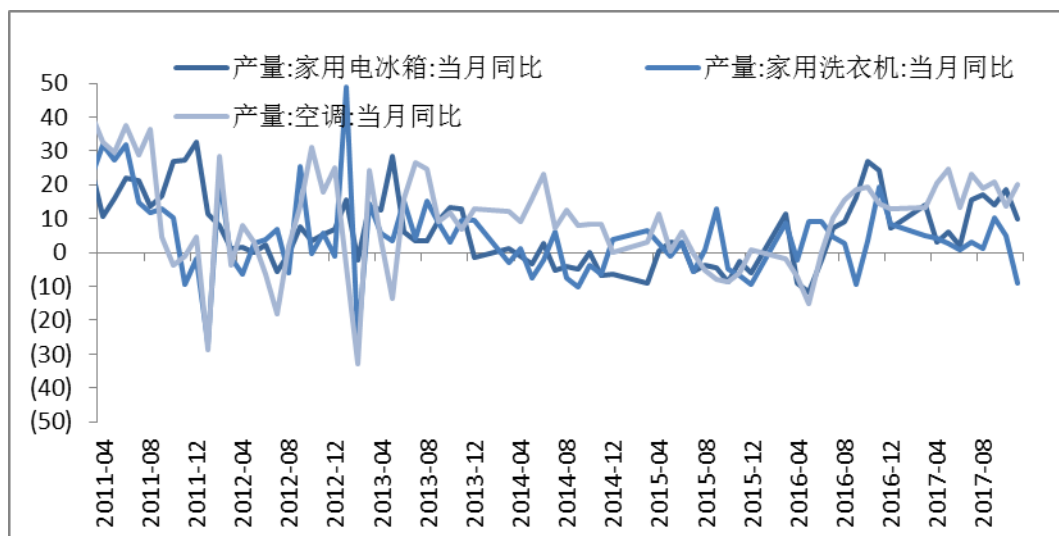
资料来源：中国汽车工业协会 南华研究

图 2.16: 重卡一方面受建筑业带动, 一方面受运输政策影响, 产销两旺



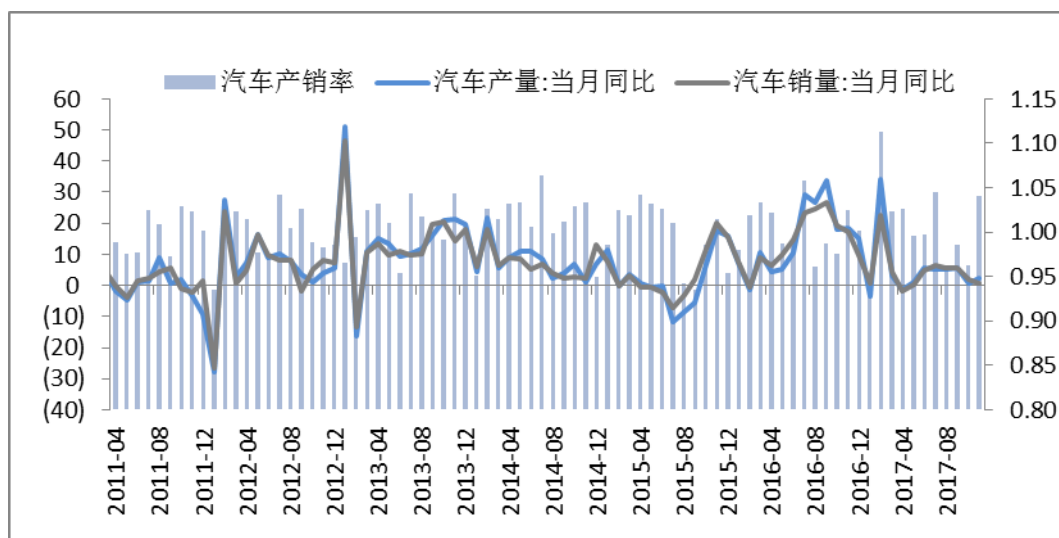
资料来源: 中国汽车工业协会 南华研究

图 2.17: 家电受房地产周期影响, 预期回落



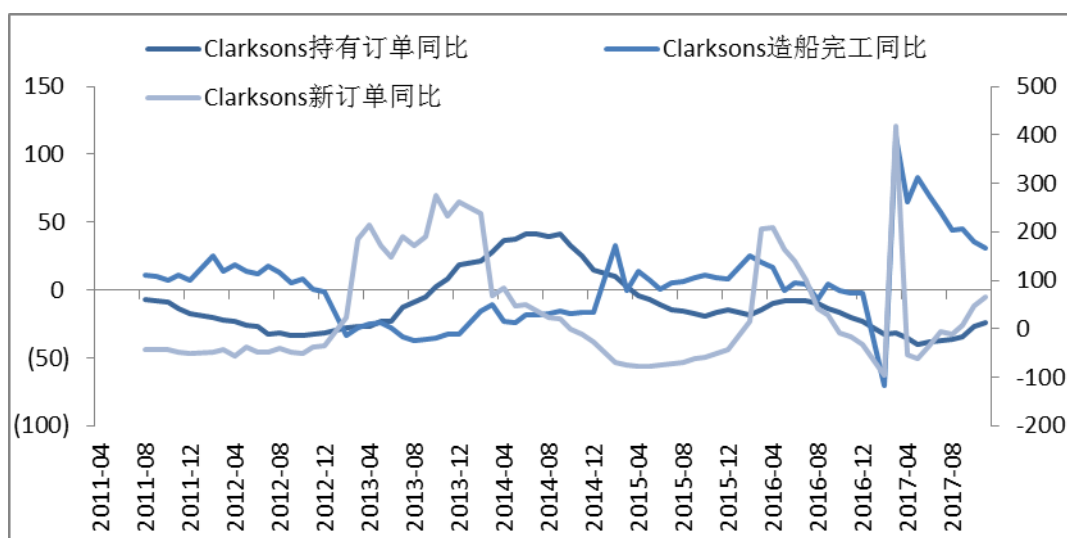
资料来源: 国家统计局 南华研究

图 2.18: 汽车去库存, 政策效应后消化期, 产销增速可能继续回落



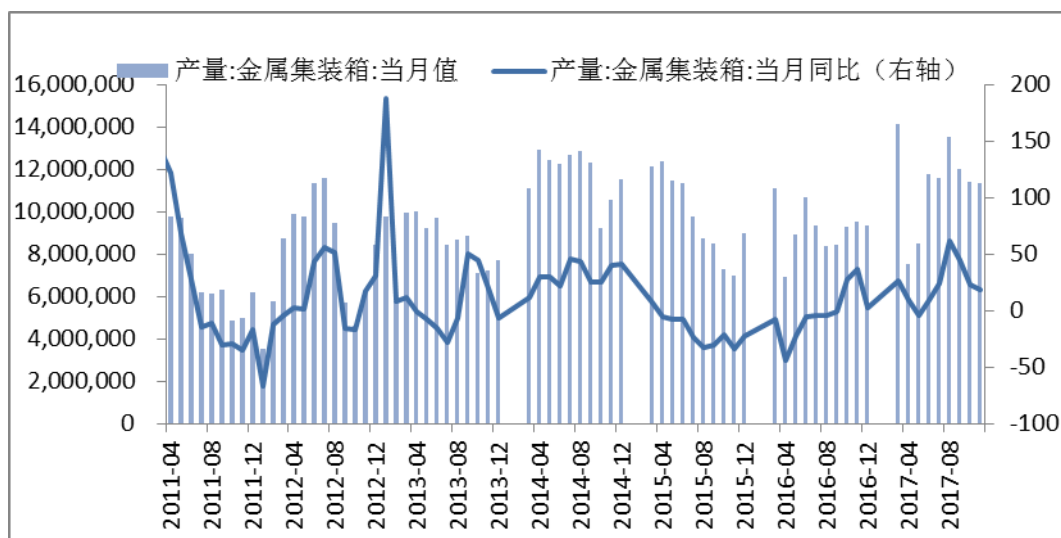
资料来源：中国汽车工业协会 南华研究

图 2.19: 造船业稳步复苏



资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.20: 集装箱制造维持强势复苏



资料来源：国家统计局 南华研究

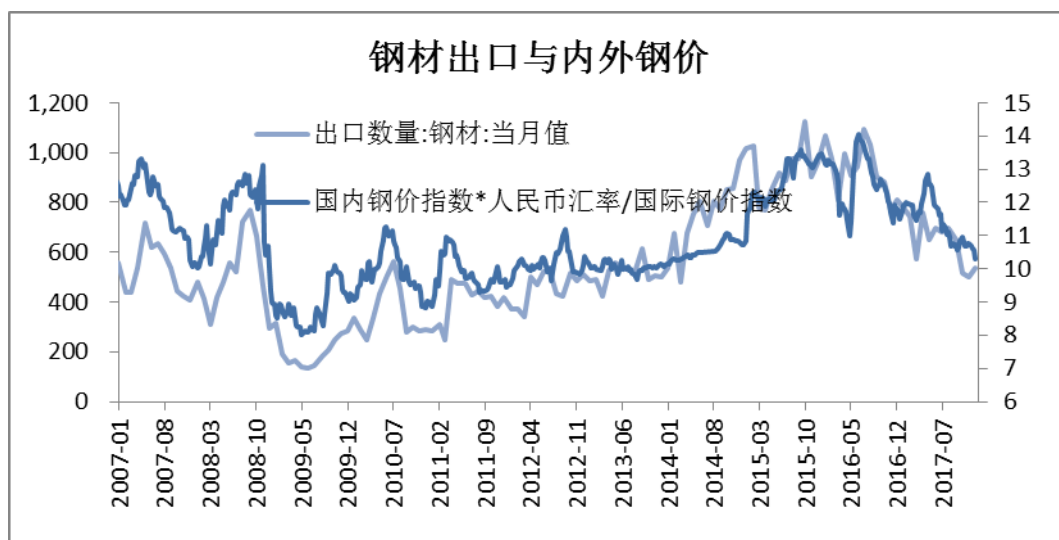
1.5. 钢材出口

今年以来，由于国内钢材供应偏紧，国内钢价表现强于国外，钢企资源优先供应国内，加上人民币升值的影响，今年钢铁出口量大幅下滑。截至 11 月，国内累计出口钢材 6996 万吨，同比下降 30.9%，11 月份出口钢材 535 万吨，同比下降 34.1%。

根据财政部最新发文，自 2018 年 1 月 1 日起，将取消取消钢材等产品的出口关税。根据招商证券测算，取消钢材预计拉动 2018 年（主要是螺纹、线材、棒材）出口量 454 万吨。不过另一方面，目前大多数钢材出口皆绕道含铬合金钢等途径，享受退税，真正走普碳钢材出口的寥寥无几。所以出口关税取消预计带动出口量非常有限。

通过调研了解到，华东地区几家大型钢厂都表示，目前出口量主要是为了维持客户关系和出口渠道，压缩空间已经非常有限。2018 年，因国内钢材整体紧平衡的预期仍然存在，钢材出口有望延续同比回落局面，不过如果阶段性国内供应宽松，结合国际经济形势继续改善，出口有可能在某些月份保持良好增长。

图 2.21：钢材出口维持弱势



资料来源：国家统计局 南华研究

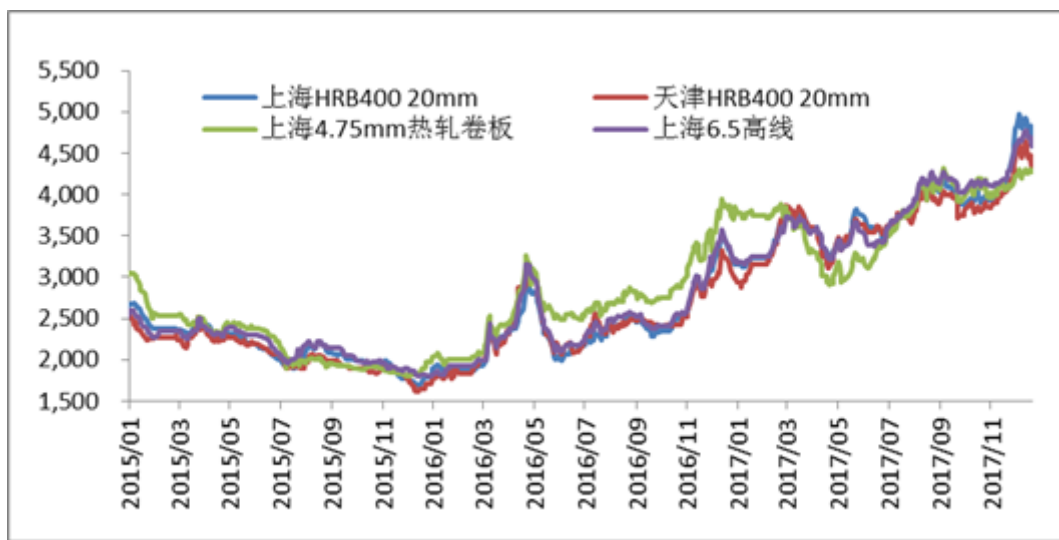
第2章 钢材供给与库存

2.1. 行情回顾

今年钢材在去产能和淘汰地条钢的政策支撑下，整体大幅上涨，走出一轮波澜壮阔的牛市。虽然上半年在宏观预期悲观和去库存压力下，板材大幅下跌，但是进入5-6月以后，清理地条钢产能推动长材价格大幅上涨，带动了板材产能转向长材，板材继而跟随走强。十月份后，在北方“采暖季”环保限产高压和需求淡季不淡的多重利好下，期现价格持续上行，上海地区三级大螺纹现货价格一度上涨至5000元/吨上方，热轧卷板价格也上涨至4300元/吨。

在钢价走强的同时，我们关注到两个显著的特点：一是今年螺纹大部分时间都强于热轧卷板，今年5月份现货螺卷价差曾达到500元以上，主要是淘汰地条钢影响，螺纹偏强，而热卷受库存压力较弱，12月以来因为环保限产对螺纹影响更强，现货螺卷价差再度扩大至690元/吨；二是钢材的区域价差扩大，螺纹表现尤为明显，11-12月以来，螺纹上海天津地区价差一直在300-400元，广州上海地区价差则在0-300元左右，主要原因是钢材单价上涨后，波动也增加，兼之各地区矛盾变化不一，海运运力紧张导致区域价格传递不及时，所以区域价差经常短期出现大幅波动也就不难理解。

图 3.1：钢价走势



资料来源：Wind 南华研究

2.2. 产能

“十三五”期间，钢铁去产能的总体目标是1亿吨至1.5亿吨，在2016年去产能达6500万吨的基础上，2017年去产能5000万吨在三季度又提前完成，两年累计去产能1.15亿吨。如果考虑1.7亿吨“地条钢”产能（不完全统计）的淘汰，那么去产能已经大大超目标完成。在“采暖季”环保限产之前，8-10月份，市场总体接近供求平衡，库存变化不大，而吨钢毛利1000-1200元/吨，表明钢铁产能过剩的局面已经完全改变。调查数据也显示，剔除淘汰产能后的全国163家钢厂产能利用率在90%以上（Mysteel），产能利用率和利润双双处于高位，正是产能紧平衡的表现。

放眼2018年，工信部最新表态，钢铁去产能目标已经基本完成，后期将主要以产能置换的形式来实现优化钢铁产业结构，鼓励沿海和内陆多以电弧炉的形式，来替代华北地区高炉产能，缓解空气污染压力。根据我的钢铁网统计，2017年在产电弧炉产能其中在产产能约为8660万吨，停产产能约为1560万吨，新投产电炉产能2650万吨（截止2017年10月）。其中生产螺纹、线材、钢坯的电炉有106套，总产能约4630万吨。2018年预计新增电弧炉产能2370万吨（2017年11-12月在建870万吨，2018年新建1500万吨），产能增速在2.4%，电炉产能投放受到石墨电极和变压器短缺限制，投产进度仍有一定变数。

2.3. 产能利用率、利润

上半年在供给侧改革去产能、淘汰地条钢的政策红利下，钢材价格和毛利润率大幅走高，吨钢毛利在下半年以来，一度超过千元，刺激钢厂高炉产能利用率持续位于高位，甚至有钢厂因为连续生产时间过长，检修不及时而引发生产事故。但是8-10月钢材库存并未明显增加，表明供求整体处于紧平衡状态。

11月中旬以来，伴随北方进入“采暖季”，唐山、石家庄、邯郸、安阳四个城市环保限产政策执行严格，高炉产能利用率被动大幅下降，唐山产能利用率降到39.85%，河北到51.11%，全国到71.96%（-13.3%）。与此同时，库存大幅下降至历史低位，引发钢价大涨，螺纹吨钢利润上涨至2200元/吨。近期伴随北方进入冬季，供求矛盾有所缓解，库存止降并小幅回升。

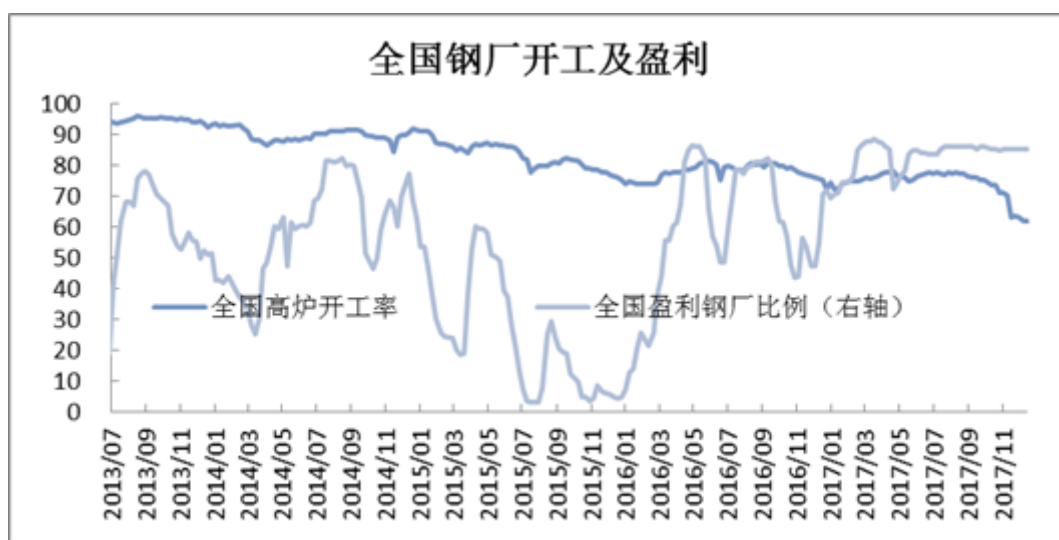
我们看到，在环保限产之前，产能利用率位于高位，7-9月全国163家钢厂剔除淘汰产能的利用

率为 90.06%。钢厂吨钢毛利润虽然高达千元以上，钢厂通过增加废钢等手段增产，但是整体供求格局依然是紧平衡，出口维持小幅下降。而 2018 年新增产能非常有限，产能增速在 2.4%，产能利用率依然有望维持在高位。

而环保限产会明显造成供应紧缺。中央经济工作会议将污染防治作为“三大攻坚战”之一，环保要求不会放松，2018 年环比限产依然有望维持严格态势。

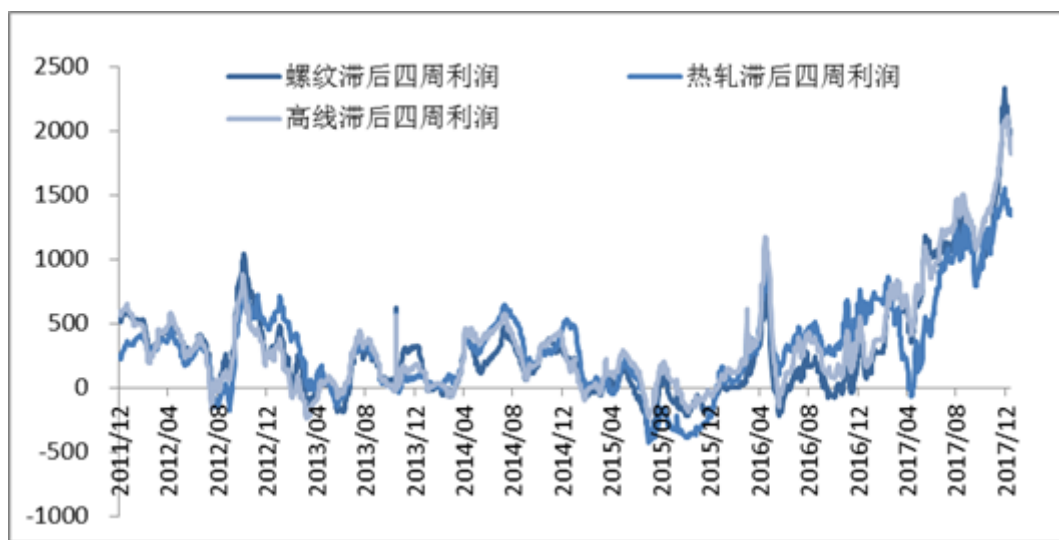
此外，在生产各个环节添加废钢，依然是钢厂增产的主要方式之一。2016 年生铁粗钢比为 0.867，今年年初，淘汰中频炉后，铁钢比维持在 0.860 左右，随后伴随废钢使用率提升，目前的铁钢比下降到 0.830。各个钢厂添加废钢的技术能力不同，添加比例也各异（有的钢厂可以提升至 35% 以上），因此无法测算废钢使用率进一步上升的空间。从 9-11 月统计局粗钢生铁产量显示，铁钢比维持在 0.830，没有进一步下降。据调研反馈，大多钢厂表示提升空间基本接近极限，少部分钢厂仍有提升能力。

图 3.2: 全国盈利钢厂比例和高炉开工率



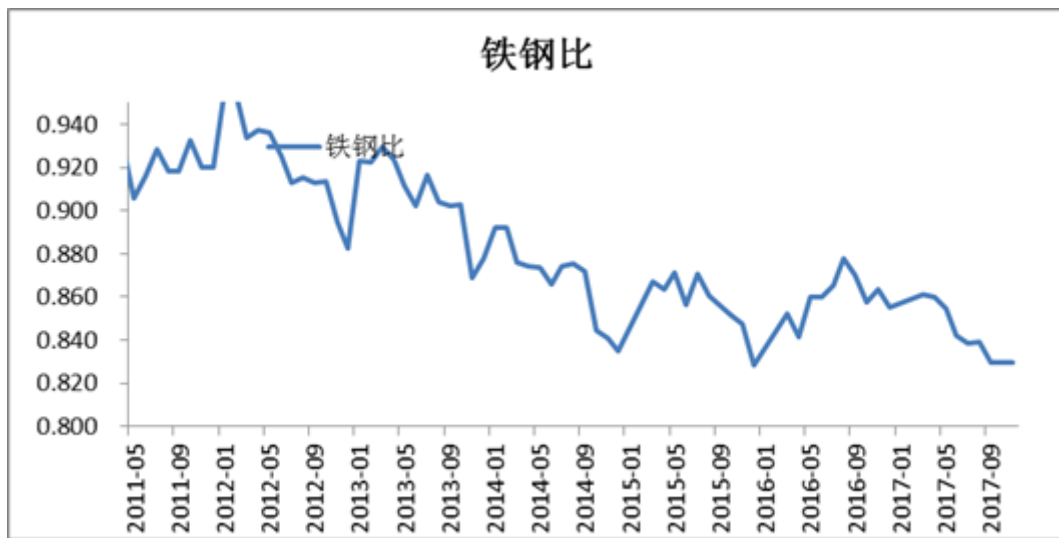
资料来源：Wind 南华研究

图 3.3: 政策红利下，吨钢毛利润大幅走高



资料来源：南华研究

图 3.4：废钢使用率上升，铁钢比下降



资料来源：南华研究

2.4. 螺纹、热卷、钢坯产能、产量、库存

2017 年大多数时间，热卷都弱于螺纹，主要原因是，据不完全统计，淘汰地条钢产能产量中，长材占比接近 8 成。因此 6-8 月份，螺纹大幅上涨，螺卷差一度扩大到 500 元以上，带动热轧产线的铁水流向螺纹产线，进而拉动了热轧卷板上涨。11 月中旬后环保限产，同样对螺纹生产企业限产更多，因为螺纹生产企业规模偏小，环保评级偏低，而生产板材的以大钢厂大高炉为主，要承担一定的供暖任务，因此限产导致螺卷价差重新扩大至 600 元以上，再次出现螺纹拉动热卷上涨的现象。但是，11-12 月这次螺卷差扩大对热卷价格拉动有限，主要因下半年以来，螺纹利润一直好于热卷，有转产能力的钢企，基本已经实现转换，剩余转换空间有限。

根据 Mysteel 调查统计，国内拥有螺卷两条产线的钢铁企业共 15 家，包含螺纹钢轧线产能 3700 万吨，热卷轧线产能 9000 万吨，其他轧材能力 8600 万吨；依据推算，2017 年 1-11 月份样本企业螺纹钢产量增长 181 万吨，热卷产量下降 125 万吨，可以看出螺纹与热卷产量在个别月份有“此消彼长”的趋势。

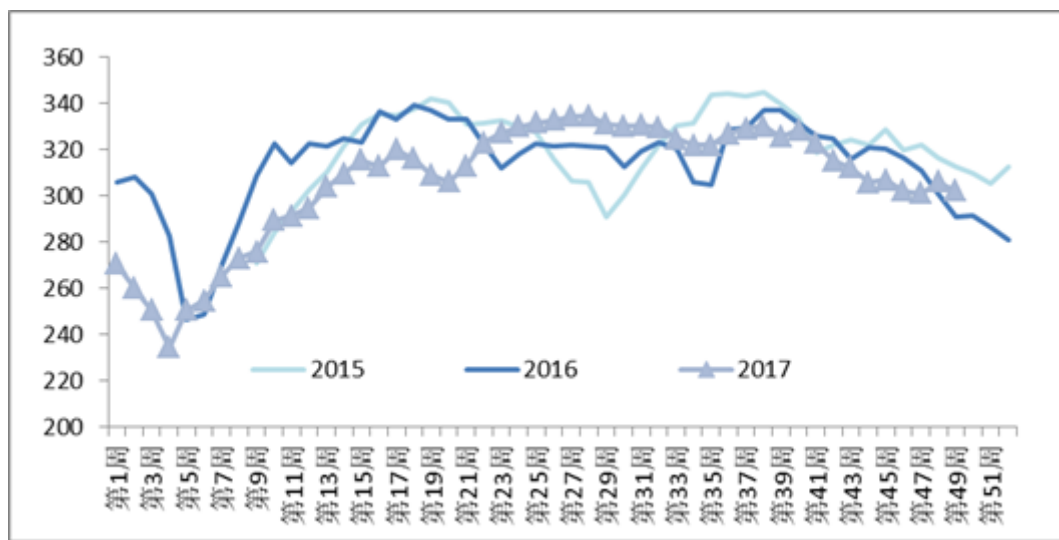
新增产能方面，2018 年全国计划新增的 16 套电炉，产能约 1500 万吨，主要产品均为螺纹。此外 2018 年预计将新增 10 套螺纹钢轧机设备，产能共计 1060 万吨。热卷轧机新增产能约 1000 万吨。相比于高炉和电炉产能，螺纹、热卷轧线产能比较充裕。

钢坯方面，据 Mysteel 调查统计，全国主流钢坯外销企业样本 76 家，年外销量约 5300 万吨左右（占比为唐山 47%、江苏 17%、武安 8%，山东 8%）。资源以本地消化为主，部分辐射周边及华东、华南地区。唐山地区钢坯外销企业样本 20 家，样本占比 90% 以上，全年外销量约 2500 万吨，基本流向本地及周边地区的型钢、带钢、建材的轧钢厂，也有少量南下贸易量。销售模式以钢厂直供与协议量为主，部分特殊规格采取订单模式。今年因淘汰地条钢和环保限产，导致钢坯供应紧张，钢坯库存大幅下降。11 月以后，因为唐山地区轧线煤改气，随后天然气价格大幅上涨甚至停供，导致轧材成本大涨，对螺纹钢价又构成了助推。但是总体轧线产能较为充裕，近期环保部和能源局通过各种手段缓解能源紧张，预计采用天然气轧材的成本也将回落。

明年钢材的矛盾依然在整体，而螺纹价格弹性大于热卷。主要原因是，环保限产依然对螺纹供应

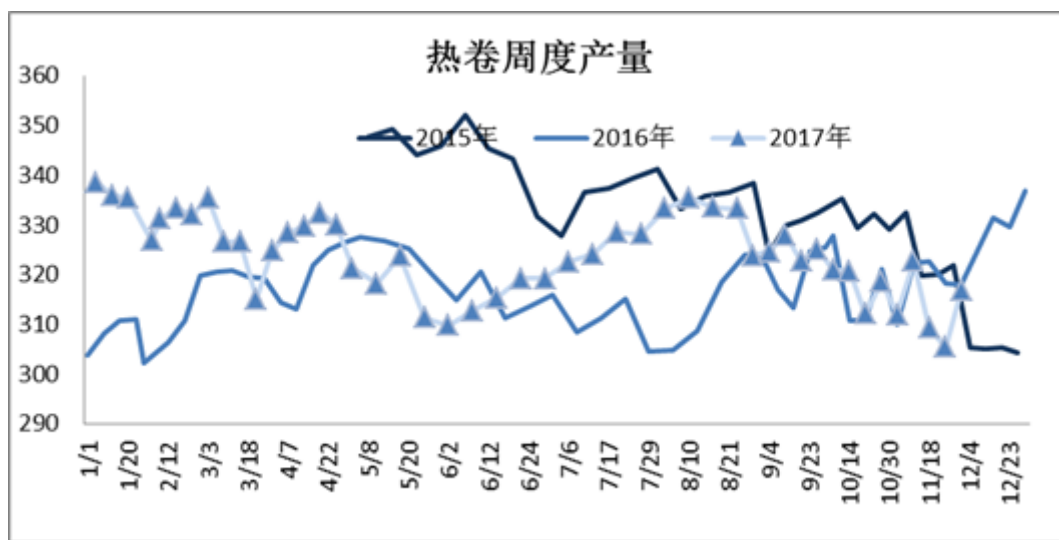
形成明显抑制，当春季需求回升时，螺纹依然存在较大矛盾，而热卷转产螺纹的能力有限；当环保限产放松时，螺纹供应回升，供求矛盾缓解，价格也有大幅回落的风险。

图 3.5: 螺纹产量持续高位，但 10 月以后明显回落（万吨）



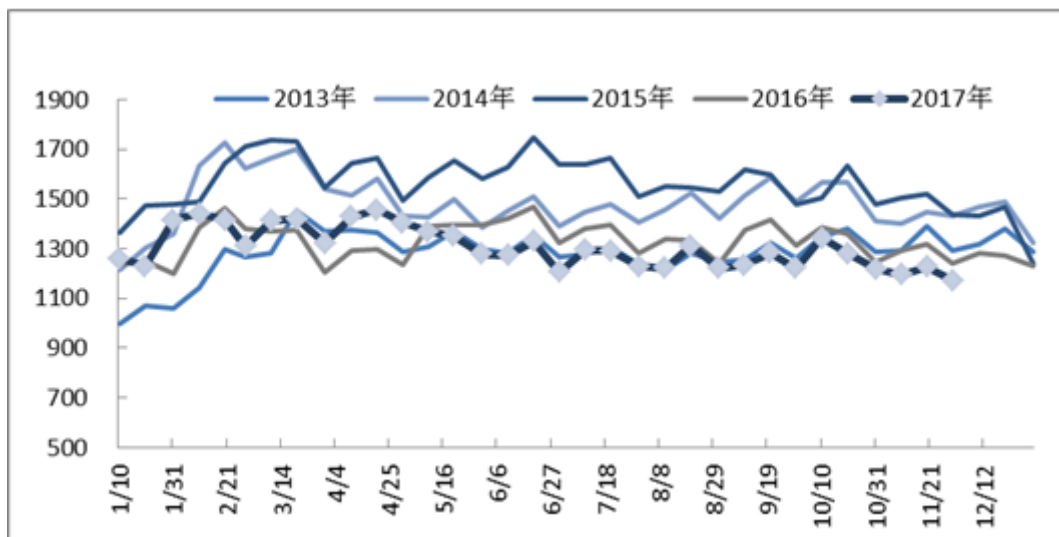
资料来源: Mysteel 南华研究

图 3.6: 热卷周度产量受限产影响较小（万吨）



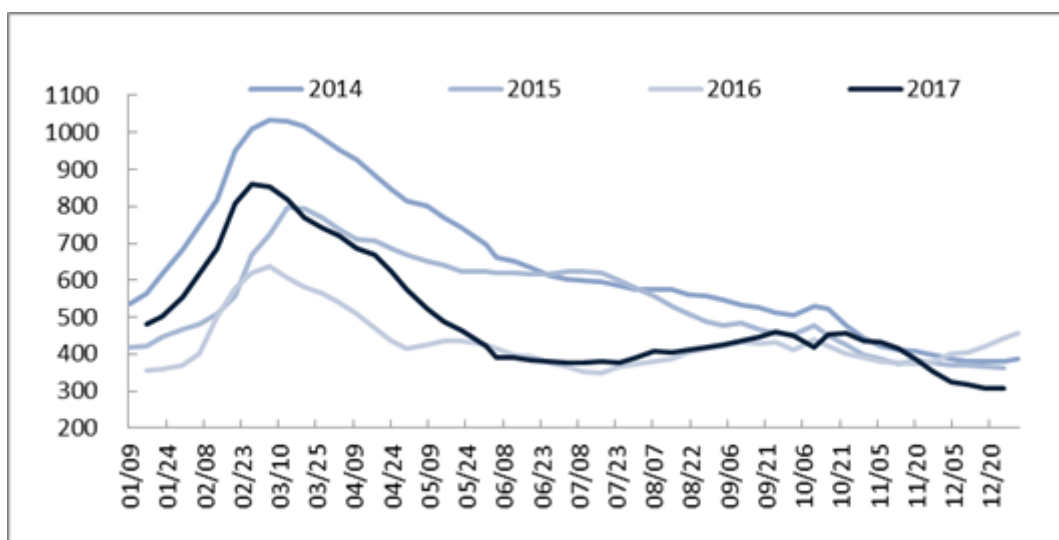
资料来源: Mysteel 南华研究

图 3.7: 钢材钢厂库存维持在近 5 年低位（万吨）



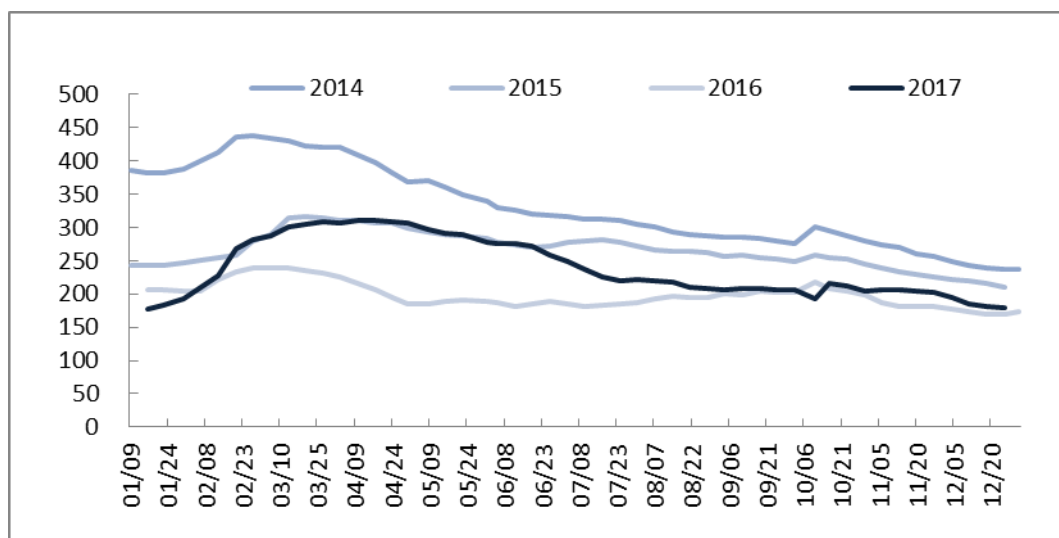
资料来源: Wind 南华研究

图 3.8: 螺纹钢社会库存降至历史低位 (万吨)



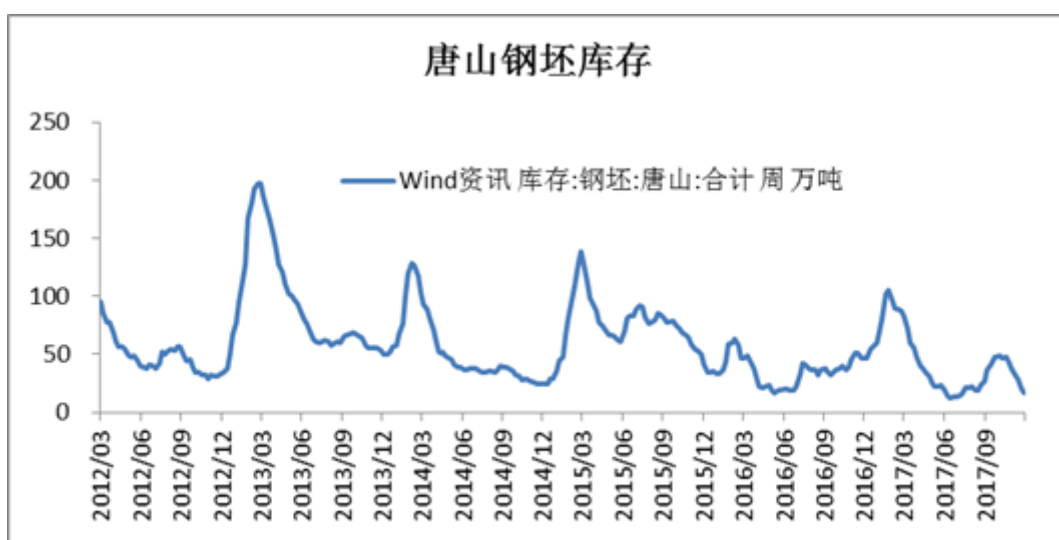
资料来源: Mysteel 南华研究

图 3.9: 热卷库存降幅较小 (万吨)



资料来源: Mysteel 南华研究

图 3.10: 钢坯库存同样下降到历史低位 (万吨)



资料来源: Mysteel 南华研究

2.5. 粗钢供求平衡

2018E 估算假设如下:

- 1) 2017 年上半年, 供求两端加入了表外的估计值, 1-2 月月均 500 万吨, 3-4 月 300 万吨, 5-6 月 100 万吨;
- 2) 2018 年需求与 2017 年持平;
- 3) 2018 年产量峰值比 2017 年 7-8 月的产量峰值上升 2%;
- 4) 2018 年 1-3 月 15 日, 限产按照当前程度推算, 假设限产不会放松, 16 日后逐渐放松, 但是考虑钢厂达到满产需要 1-2 周 (提前烘炉), 因此按照限产至 22 日算, 之后达到满产;
- 5) 2018 年冬季限产程度按今年情况推算;

6) 2018 年出口, 出口本身就是国内钢材供求矛盾的函数; 上半年因国内缺口明显, 因此净出口预估为小幅下降, 7-10 月份国内供求矛盾缓解, 出口阶段性回升;

7) 此外, 2017 年 12 月粗钢产量按 9 月产量 $\times 0.7811/0.9006 \times 1.02$ 估算, 为 6354 万吨; 净出口估计小幅下降至 360 万吨。

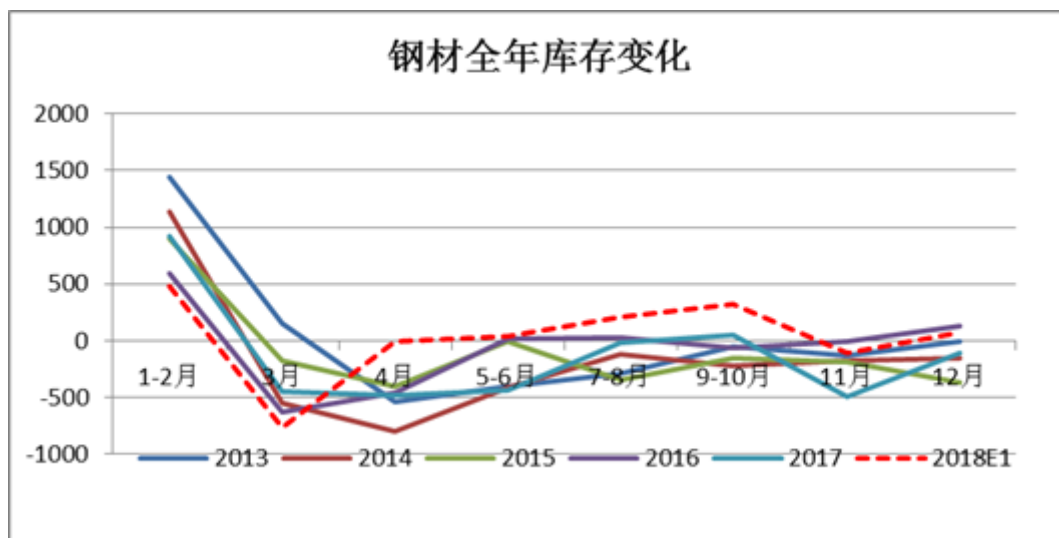
由估算结果可见, 对于明年的供求矛盾, 主要关注点在于以下三点: 一, 环保限产何时放松, 如果严格限产到 3 月 15 日, 加上钢厂恢复满产需要一定时间, 3 月库存仍存在大幅下降的风险, 1-2 月合计累库存幅度约为 950 万吨, 3 月下降约 760 万吨, 结合当前钢厂库存本身就处于历史低位, 则届时钢材仍将出现一定程度的供不应求 (类似 2016 年春季); 如果环保限产提前放松, 有助于缓解供求矛盾, 华北在 2 月后雾霾天气出现的频次就非常低了, 届时需要关注环保限产执行情况; 二, 明年的产能和产量增幅, 正如前文所述, 我们认为明年产能增量有限, 叠加钢厂继续提高废钢使用率, 我们估算产量在今年 7-8 月的高位上再上升 2%; 如果产量增速超出预期, 有助于缓解供求矛盾; 三, 明年的需求情况, 我们的假设是明年需求同比持平, 主要是基于前面对宏观和终端需求的判断, 具体需求情况仍然有一定变数。总体上 5 月后供求矛盾明显缓解, 而 7-10 月有库存上升的压力。

图 3.11: 2017-2018 钢材供求平衡预估 (月均: 万吨)

2017年									
月均	1-2月	3月	4月	5-6月	7-8月	9-10月	11月	12月E	全年
实际需求	5469	7326	7288	7236	6868	6758	6689	6098	80755
产量	6938	7500	7578	7374	7431	7209	6615	6354	85951
净出口	550	626	541	578	576	397	421	360	6150
全库存增加	919	-452	-251	-440	-13	54	-495	-104	-954
2018年E1 (需求与2017年持平, 限产不变)									
月均	1-2月	3月	4月	5-6月	7-8月	9-10月	11月	12月	全年
实际需求	5469	7326	7288	7236	6868	6758	6689	6098	80063
产量	6245	6866	7580	7580	7580	7580	7077	6574	86064
净出口	300	300	300	300	500	500	500	400	4700
全库存增加	476	-760	-9	44	211	321	-112	76	1301

资料来源: Mysteel 南华研究

图 3.12: 2017-2018 钢材供求平衡预估 (月均: 万吨)



资料来源：Mysteel 南华研究

2.6. 钢材小结

我们认为，2018 年钢材的矛盾在总体的供求格局，预期全年供求平衡，而阶段性矛盾比较明显，主要在于环保限产对产量的阶段性抑制。如果当前的环保限产严格执行到 3 月中旬，则冬季库存回升较慢，而春季需求季节性复苏，将导致钢材库存大幅下降，钢价和钢厂利润有重新大幅上涨的动力。但是伴随产量逐步释放，4 月将重回供求平衡，而 5 月以后可能开始出现阶段性过剩，钢价低点可能出现在年中或三季度，这种情况直到 11 月重新环保限产可能才会缓解，具体过剩情况视明年需求情况而定，对于产量，我们认为会在今年基础上小幅增长。但是，产能利用率高位，供给侧改革依然稳步推进，加上不定期的环保督查影响，钢材难以出现大幅过剩的局面，总体钢价和钢厂利润有望保持在较高水平。限产会导致螺纹价格弹性大于热卷，限产时螺纹更紧缺，但热卷转产螺纹空间有限，热卷受螺纹带动但弱于螺纹；而复产后螺纹下跌空间更大，螺纹弱于热卷。

我们对于价格区间的判断，螺纹现货（上海 HRB400 20mm 折过磅）区间 3000-4800 元/吨，全年均价可能落在均值 3900 元/吨以下，因为限产结束后钢价预期将明显回落；热卷（上海武钢 4.75mm）3200-4500 元/吨，全年均价小幅低于螺纹；钢价重心较当前下移。

风险在于：环保限产具有不确定性，终端需求大幅好于预期，产量增长不急预期。

第3章 铁矿石

3.1. 铁矿石 2017 年行情回顾

2017 年铁矿石在趋势上走出三波震荡走势，但三轮上涨动力逐次减弱。年初矿价冲高回落，钢厂补库意愿偏低，港存一路大增，市场氛围惨淡。但是随后，因为中频炉逐渐清理，钢厂利润持续走高刺激了高品矿的需求，矿石结构性矛盾再度加强，矿价走出近 200 点的反弹，创出年内次高点。目前矿石供给端仍保持稳定增产，整体走势严重依赖需求端的响应，矿价在采暖季限产预期的影响下转为承压下行。11 月后，矿石受成材需求超预期带动，再次小幅反弹，但上涨过程并不流畅。

图 4.1：铁矿石期现价格走势及基差情况



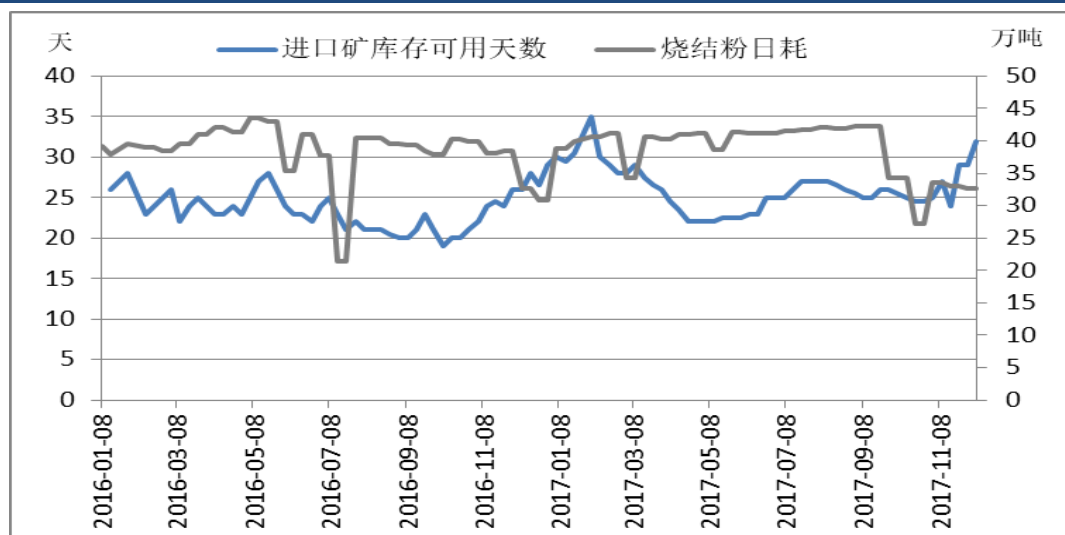
资料来源：wind 南华研究

3.2. 季节性限产和电弧炉置换影响铁矿石需求

承接上文钢材部分的分析，随着中国钢铁工业的产能扩张进入峰值期，铁矿石需求相对平稳，而在供给侧改革和环保限产的政策压力下，铁矿石需求又存在明显的阶段性波动。2017 年淘汰落后产能和取缔中频炉之后，钢厂产能利用率基本维持在高位，对铁矿石的需求量也保持高位。但采暖季的环保限产政策力度加强，钢厂按照相应限产比例关停高炉，根据我们的估算影响铁水产量共计 3100 万吨，进而整个采暖季影响铁矿石需求 5180 万吨。

钢厂烧结粉日耗量直接反映了钢厂对铁矿石的实际消费量。2017 年全年钢厂利润稳定在超高水平，钢厂均在现有生产条件下最大限度的提高铁水产量，烧结粉日耗基本保持在 35 万吨以上，而阶段性的政策因素则使烧结粉日耗大幅下降。特别是采暖季环保限产期内华北普遍通过限烧结炉作业的方式控制污染，烧结粉日耗量大幅下降 23%。

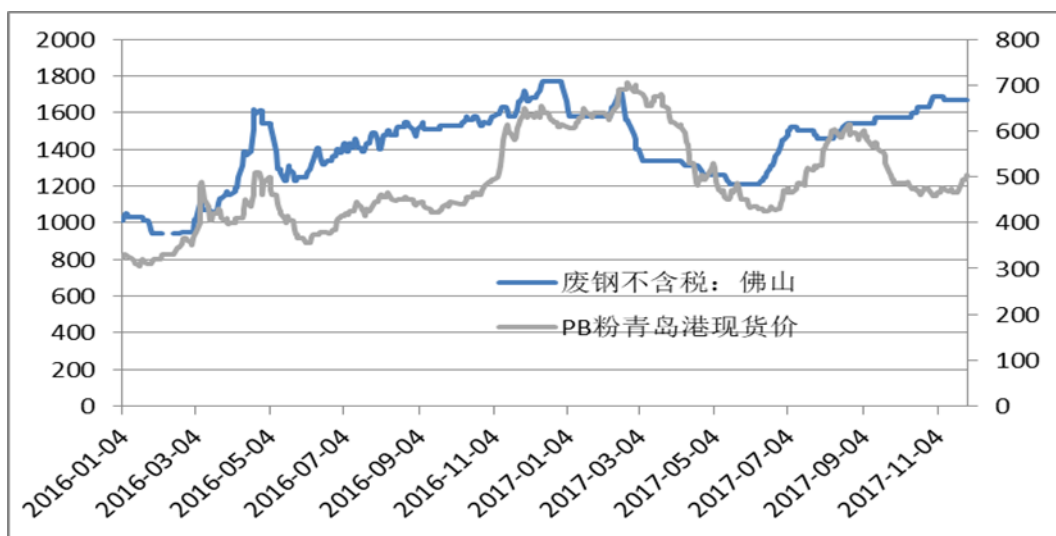
图 4.2: 钢厂烧结粉日耗与进口矿库存可用天数对比（万吨）



资料来源：wind 南华研究

而在产能置换方面，电弧炉成为产能置换的主要方向，部分淘汰的长流程钢厂通过短流程钢厂进行置换，原料上废钢对铁矿石的替代效应有所增强。2017 年国内共投复产电弧炉设备 2650 万吨，2018 年还有约 2000 万吨增量，从重废资源和铁矿石的价格走势上可以看到，2017 年中随着电弧炉产能的兴起，废钢与铁矿石价格的关联度明显下降，废钢价格持续上涨也反映出需求持续增加、供需偏紧对价格的有效支撑。

图 4.3：PB 粉港口现货价与废钢现货价走势对比

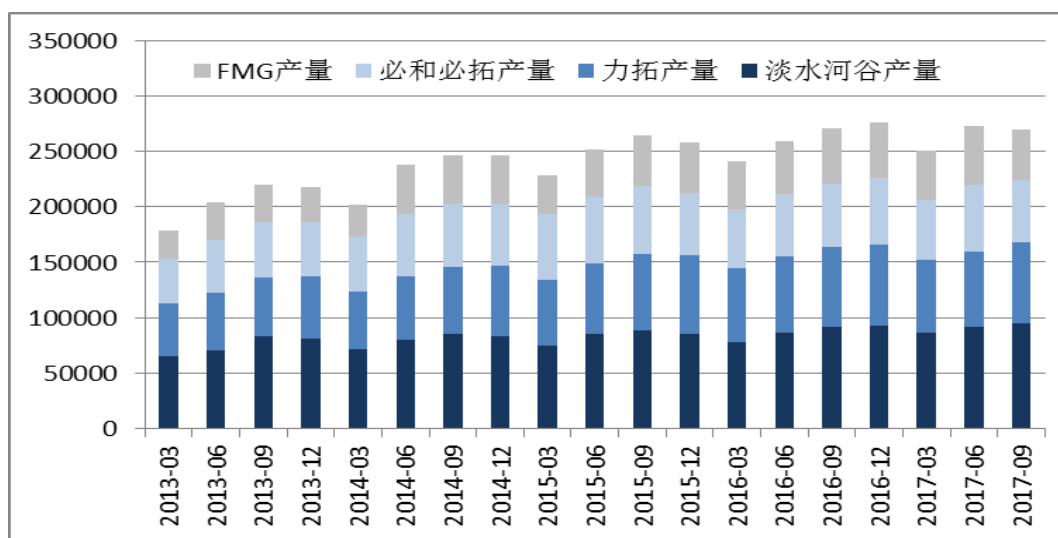


资料来源：wind 南华研究

3.3. 2018–2019 年新增产能稳步提升

海外矿山新增产能方面，2017 年前三季度，淡水河谷、力拓两大矿山的产量保持稳步提升，且三季度增幅有所扩大，这主要得益于淡水河谷的 S11D 和力拓的 Silvergrass 两个主要的新矿山项目均已达产，而必和必拓、FMG 三季度产量则出现明显回落，最新公报显示未来两家公司均没有大的增产计划，后期必和必拓年度产量继续稳定在 2.7 亿吨上下，FMG 年度产量则稳定在 1.7 亿吨。由于低品矿的市场竞争力持续下滑，对 FMG、阿特拉斯、Roy hill 等主产中低品矿的矿山具有较大的销售压力，也影响了其部分扩产项目的进展，例如英美资源的 Minas Rio 增产计划再度延后至 2019 年。而 2018 年 S11D 和 Silvergrass 项目的进入规模量产阶段，产量明显释放，其中淡水河谷 S11D 预计产能增至 5000–5500 万吨，主要以卡粉、或用于和南部粉混矿生成高品质巴混的形式投放市场。力拓预计增产 1000 万吨，主要集中在主流 PB 粉。由于新矿山的资源禀赋和开采条件均较为良好，2019–2020 年期仍有 1000 万吨以上的增产空间。

图 4.4：四大矿山季度产量（千吨，%）



资料来源: wind 南华研究

图 4.5: 各大矿山增产计划及主要矿种 2018 年的增产情况

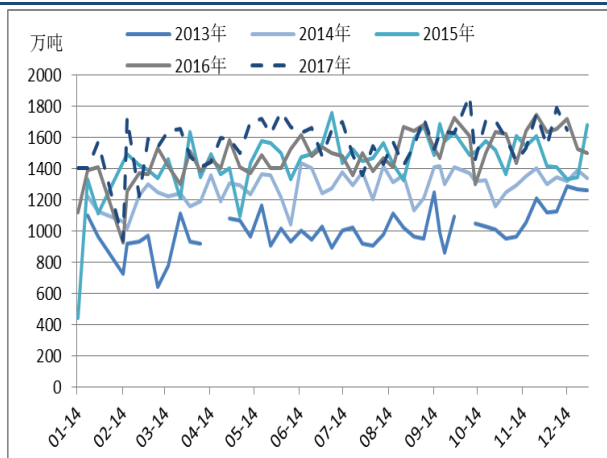
主要矿山	扩产项目	产能: 2017 (百万吨)	产能: 2018E (百万吨)	主产矿种	增产: 2018E(万吨)
Vale	S11D	360-380	410-420	卡粉	+1000
				巴混	+1750
				高硅巴粗	-500
Rio Tinto	Silvergrass 项目 Koodaideri 扩产 计划 (2019 年待 定)	330	340	PB 粉/块	+800
				杨迪粉	基本持稳
				罗布河粉	基本持稳
BHP	执行第六阶段扩 产计划	275-280	275-280	纽曼粉/块	基本持稳
				金步巴粉	基本持稳
FMG		170	170	混合粉、西部粉	基本持稳
英美资源	Minas Rio 扩产延 后	57	57-61	——	小幅增产
阿特拉斯	减产	14.4	9-10	阿特拉斯粉	小幅减产
Hancock Prospecting	Roy hill	40	45	罗伊山粉	+300

资料来源: Bloomberg 南华研究

海运发货方面, 因为矿山产量稳步增长, 2017 年上半年矿山周度发货量均值约 1540 万吨, 较 2016 年小幅上升 140 万吨, 主要由于年中是矿山财年报表的节点, 有冲量完成既定发货计划的需要。巴西方面, 下半年发货量开始明显增加, 这也反映出新矿山项目产能的释放, 这部分供给增量将在 2018

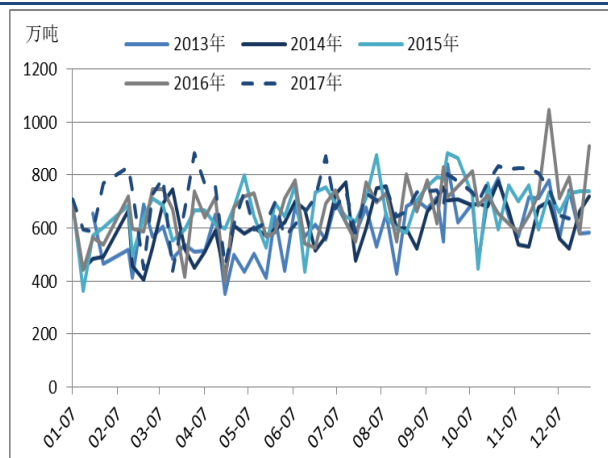
年继续稳步释放，巴西发货量的均值有望提升至 700 万吨以上。同理，2018 年西澳发货量的均值将小幅提升至 1600 万吨。

图 4.6: 澳大利亚铁矿石发货量季节性 (万吨)



资料来源: wind 南华研究

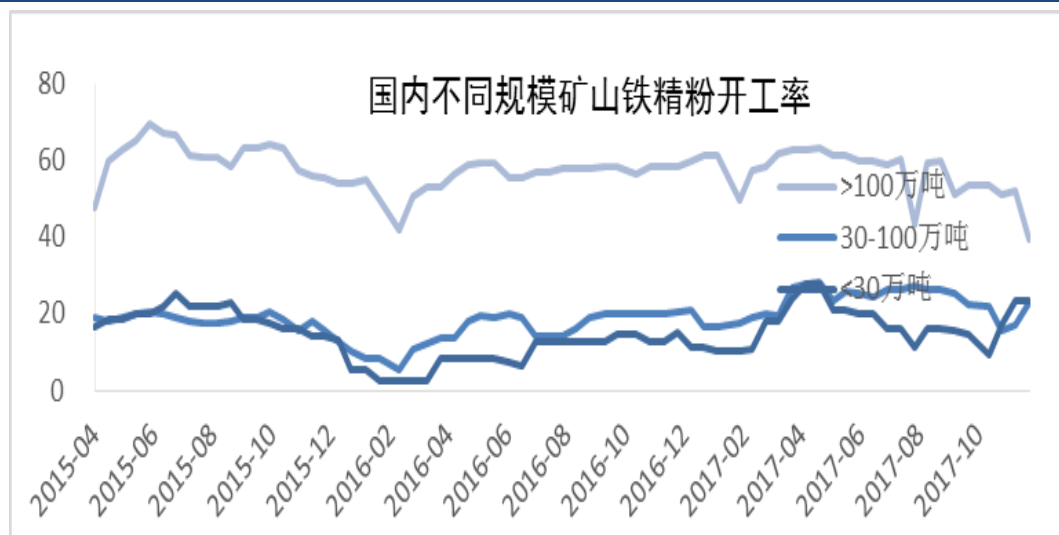
图 4.7: 巴西铁矿石发货量季节性 (万吨)



资料来源: wind 南华研究

国产矿方面, 由于高品矿溢价持续高位, 国产 66%品位铁精粉销量较好, 刺激了矿山的生产动力。2017 年国内矿山开工率基本维持在偏高水平, 产量总体平稳, 进入采暖季后, 因环保检查严格, 华北主产区部分矿山停产, 开工和产量出现明显下滑, 国产铁精粉月均产量相应下滑 8%至 200 万吨。国产矿的增产空间有限, 产量弹性不大, 而最重要的是, 环保限产对产量可能有小幅冲击, 我国对铁矿石的进口依存度将继续维持在 85%以上水平。

图 4.8: 国产铁精粉开工率 (%)

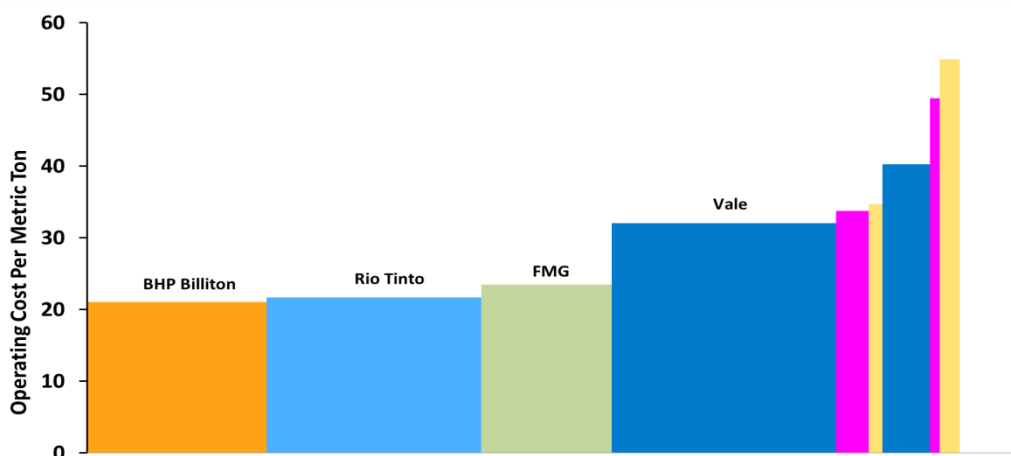


资料来源: wind 南华研究

3.4. 海运景气度回升，增大运输成本

从成本方面考虑，四大矿山仍然具有绝对的成本优势。两拓和 FMG 的完全成本均低于 30 美元，必和必拓经过连续六个阶段的降本增效计划，目前完全成本为 21 美元，淡水河谷由于新开矿山的投入较大，一定程度推高了其完全成本，目前完全成本明显高于西澳，达到 32 美元，但随着 S11D 项目进入规模化量产，成本将有所摊薄，因此 2018 年四大矿山仍没有明显的成本压力。西澳、印度、非洲等部分非主流矿仍处于成本线附近，产量的边际变化对总供给影响较明显。特别在非主流矿销售承压的情况下，中小矿业公司的现金流承压明显，导致部分矿山扩产计划推迟。

图 4.9: 主要矿山完全成本（美元/吨）

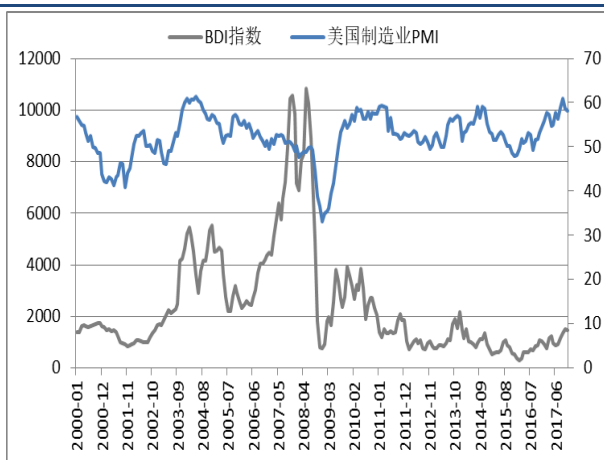


资料来源：Bloomberg 南华研究

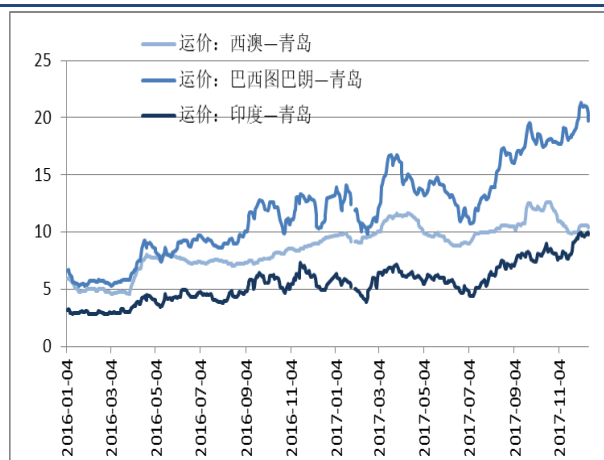
今年，海运费大幅上涨已经成为影响国际贸易类大宗商品成本的重要因素。作为全球第二大贸易量的大宗商品，海运费占据铁矿石到岸成本中比重开始大幅攀升。波罗的海干散货指数（BDI 指数）是反映航运业景气度的重要指标，从该指数走势来看，2008 年金融危机之后，国际航运业一落千丈，持续低迷至 2016 年。而 2016 年起，BDI 指数出现连续近两年的缓慢回升。世界经济的景气度和贸易规模对航运业的发展具有重大影响，2016 年以来 BDI 指数逐步走出低迷与以美国为代表的发达国家实体经济逐步转好密切相关。2018 年，世界经济复苏的前景更加明朗化，也使得航运业具备了进一步反弹的动力，而航运市场的复苏直接带动了铁矿石运费的上涨，2017 年巴西图巴朗至青岛港的海运费由 11 美元涨至超过 20 美元，西澳至青岛的海运费一度超过 10 美元。巴西铁矿石的运距接近西澳运距的一倍，运费的波动和涨幅都明显大于西澳，如果 2018 年海运费进一步上涨（比如油价延续走强进一步支撑），将影响巴西矿的市场竞争力。中小矿山多以租船运输，海运成本上升，会加剧其竞争劣势，进而加大其现金流和减产的压力。对矿价重心抬升有一定支撑作用。

图 4.10: BDI 指数与美国制造业 PMI 指数走势

图 4.11: 铁矿石海运费波动情况



资料来源: wind 南华研究



资料来源: wind 南华研究

3.5. 供需平衡表

通过年度供需平衡表的估算可以看出,供给端 2018 年主要矿山共增产约 4500—4800 万吨,西澳、印度、伊朗、非洲等地也有少量非主流矿增产,但由于成本压力,非主流矿的增产节奏受限。

而需求端,2017 年去产能共淘汰高炉在产产能 2600 万吨,实际影响产量 1100 万吨,并且,虽然 11—12 月受到环保限产影响,生铁产量大幅回落,11—12 月因采暖季环保限产预计影响铁矿石需求近 2000 万吨,表现为 10 月以来,中国港口库存被动上升。但 2017 年,中国生铁产量预计仍同比增长 1.2%,主要是中频炉淘汰后,钢厂利润高位,钢厂想尽一切办法增产。2018 年,随着采暖季限产结束,3 月中下旬停产高炉陆续复产,铁矿石需求出现明显增长并将达到年内峰值。后期因钢厂利润有望维持高位,钢厂对铁水产量增长的诉求依然非常强烈,铁矿石需求保持小幅增长。另一方面,2018 年有 1500 万吨新增高炉置换产能 (Mysteel),并且环保压力常态化也将抑制铁矿石需求。总体上,我们预估 2018 年中国生铁产量增长 1.3%,进而支撑铁矿石需求增量 1300 万吨。

2017 年中国进口量预计约 10.8 亿吨,同比增长 5.9%,主要因钢厂利润高企,有主动增库存需求,尤其是高品位矿需求,而低品位矿进口因长协采购因素,表现为被动上升。2016—2017 连续两年进口保持高增长,国内库存回升,表现为一定的库存压力,尤其是低品位矿,而高品位矿结构性偏紧的局面却仍然存在。预计 2018 年中国钢铁行业有望维持中高的平均利润水平,因此对铁矿石维持良好的进口需求,但是港口库存和环保限产压力可能会施压进口,总体上预计 2018 年进口持平或小幅回落。

从全球的供需平衡来看,世界钢铁协会预计 2018 年全球钢铁产量将增长 1%,其中发达经济体的粗钢产量也有 1—2% 的增幅,除中国外其他新兴经济体的钢铁产量有小幅增加,其中以印度和巴西为代表,两国 2018 年的粗钢产量增速预计分别达到 7% 和 4%,巴西铁矿石产量的自供比重增加,印度进口量增加,新兴经济体钢铁产量提升基本可以消耗铁矿石的增量。我们预测,2018 年全球除中国外生铁产量增长 2%,进而带动铁矿石需求增长 1530 万吨。全球铁矿石需求增长 2830 万吨左右(折 62% 品位)。

因此,2018 年全年铁矿石有不到 1% 的过剩量,如果考虑矿山生产干扰率会造成产量下降的风险,那么全年基本供求平衡。但是,需要注意的是,中国近两年持续上升的库存,在钢厂利润上涨时,可以表现为需求,在钢厂利润回落时,也可以转化为供给,进而施压矿价。

图 4.12: 2018 年铁矿石海运市场供求平衡预估

供给（海运市场）	单位	2016	2017E	2018E	2019E
全部产能（折62%铁分位）			1478	1523	1558
产能增量			48	45	35
需求合计（折Fe62%）	（百万吨/年）	1401	1483	1506	1531
中国生铁产量	（百万吨/年）	701	708	715	722
YOY		0.7%	1.0%	1.3%	1.0%
中国进口量	（百万吨/年）	1021	1082	1059	1070
YOY		7.1%	5.9%	-2.1%	1.0%
中国库存增量		47.5	36.5	0	0
中国实际进口需求		973.5	1046	1059	1070
其他国家需求	（百万吨/年）	524	540	551	567
其他国家进口增速	%	2.5%	3.0%	2.0%	3.0%
过剩/短缺		29	-5	17	27

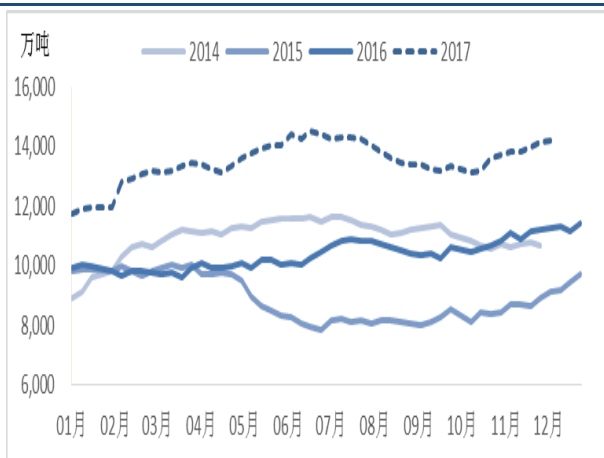
资料来源：wind 南华研究

3.6. 港口库存结构与品位价差

铁矿石港口库存自 16 年 10 月开始一路攀升，2017 年 7 月增至 1.45 亿吨的峰值水平。随后经过短暂的去库存后，12 月重回 1.4 亿吨上方。库存月均较 2016 年增加 3000 万吨以上。从库存类型来看，港口协议矿和贸易矿的库存量均持续增加，但贸易矿库存增速较前两年明显加快，贸易矿占港存比重由 30%增至 37%，特别是 7 月之后，协议矿库存由 9700 万吨降至 8300 万吨，而贸易矿库存继续稳步提升，反映大钢厂和大贸易商的备货意愿逐步平稳，而中小贸易商的投机性需求则持续回升，叠加矿石结构性矛盾阶段性加剧，铁矿石贸易环节的风险有所增大。

考虑到 2018 年矿山增量有明显的增加，预计 2017 年港存将继续增加，库存将长期维持在 1.4 亿吨上方。但随着国内去产能的落实，高炉炼钢量除了少量产能置换，整体对铁矿石的需求已基本平稳，协议矿采购量和库存量将逐步平稳，矿价的大幅波动又使得贸易商承担的风险增大，抑制投机性需求，因此矿石的港口库存增长的空间也较为有限，库存总量在 1.4—1.45 亿吨区间波动。

图 4.13：铁矿石港口库存（万吨）



资料来源：wind 南华研究

图 4.14：协议矿、贸易矿港口库存（万吨）

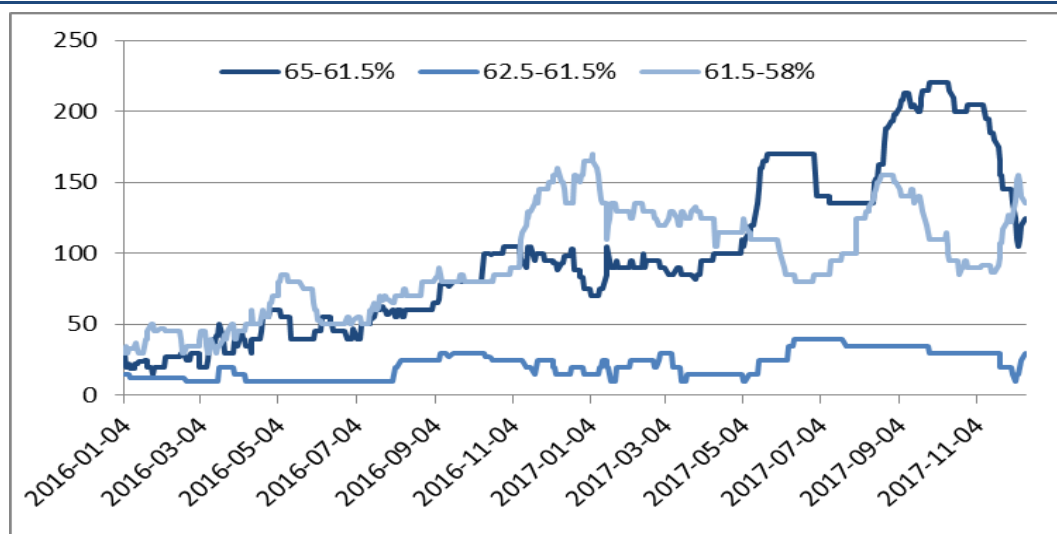


资料来源：wind 南华研究

结构性矛盾的阶段激化仍然是明年铁矿石市场的主要关注点。供需双方在高品矿上的博弈力度增大，并经过博弈确定一个相对均衡的动态区间。2017 年尽管矿价整体波动剧烈，但以 PB 粉和混合粉为基准的 61.5% 与 58% 品位价差始终维持在 100 以上，而 65% 与 61.5% 品位价差更是由 100 上涨至 220，近期才有所回落，反映了钢厂在超高利润持续的情况下希望通过提高入炉品位增加铁水产量，矿石的结构性矛盾在 2017 年全年都相对突出。而 2018 年由于力拓将进一步增大 PB 粉的供应量，61.5% 与 58% 品位价差或将阶段性回落至 100 以下。另一方面随着 S11D 项目持续增产，淡水河谷混矿质量将进一步提升，卡粉的性价比有所回落，整体的品位价差有所回落。但随着高品矿整体供应的增加，钢厂对不同矿种选择的倾向性和各品种矿供应的稳定性仍将造成结构性矛盾。

如果单就矿石性能指标考虑，卡粉的铁产量高于 PB 粉 5—7%，PB 粉的铁产量高于超特粉 10%（综合矿石品位、典型值烧损率和冶炼成本等因素），如果钢厂吨钢毛利维持在 1000 以上，钢厂就具有充分的提高铁水产量的动力，而考虑到钢厂的配料习惯，卡粉最大配比量平均在 10%，理论上卡粉的需求量还有较大的上升空间。而如果钢厂利润回落至 500—1000 水平，理论上只有当高品矿溢价回落至 120 以下投入产出上才具有经济效益。因此只要吨钢毛利继续保持高位或小幅下降，高品矿供需矛盾仍将阶段性的激化。

图 4.15：高低品矿价差波动（万吨）



资料来源：wind 南华研究

块矿溢价情况也是结构性矛盾的一个关注点。目前主流块矿包括 PB 块和纽曼块两种，块矿的产量较粉矿偏低，因此相比较下港口货源阶段性紧缺的情况出现的概率更大。而从需求方面考虑，块矿的优势在于提高铁水产量，而劣势在于会降低炉温，相应的增加了冶炼成本，根据调研统计，高炉中块矿配比目前平均占比在 10% 左右，最高可达到 20%，综合来看，块矿溢价上涨仍将在 2018 年阶段性出现。

图 4.16：块矿溢价波动



资料来源：wind 南华研究

3.7. 交割贴水与质量调整

铁矿石结构性矛盾导致高低品位价差扩大，利用低品位矿交割出现套利空间，因此交割标的逐步由 PB 粉转为金布巴粉、罗伊山粉、托克粉等低品矿，交割结算价一般比主流 PB 粉贴水 50 左右。为引导交割品更好的向主流品种集中，9月13日大商所发布《关于修改铁矿石期货合约质量标准的通知》，对交割标准品以及替代品的相关指标和升贴水进行调整，加大了对硅、铝等杂质的扣罚水平。根据最新的交割品质量要求，原有的可交割矿种范围中，仅剔除了托克粉等少量矿种，而巴粗（硅高）、罗伊山粉（硅高、硫高）、金布巴粉（硅高、铝高）等矿种的扣罚有不同程度提高，有利于 PB 粉贴近主流的交割标的。新的交割标准将从 1809 合约开始执行，1805 和 1809 合约的交割过程中存在交割标准调整造成的升贴水差异。

图 4.17：交割规则修改前后主要可交割资源的升贴水情况

	品位	杂质含量	根据原指标计算的升贴水 (元/吨)	根据修改后指标 计算升贴水 (元/吨)
PB 粉	61.50%	二氧化硅:3.6% 三氧化二铝:2.3% 磷:0.08%	-8.5	-8.5
罗伊山粉	61%	二氧化硅:5.02% 三氧化二铝:1.03% 磷:0.036% 硫:0.06%	-26	-31
高品金布巴粉	61.3%	二氧化硅:4.48% 三氧化二铝:2.92% 磷:0.07% 硫:0.035%	-18	-21

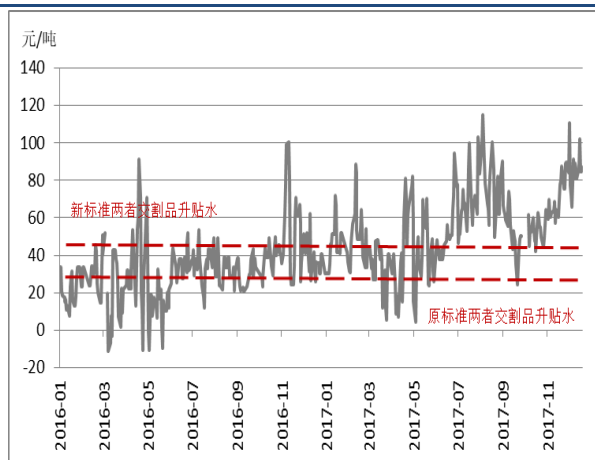
低品金布巴粉	60.50%	二氧化硅:5.02% 三氧化二铝:3.22% 磷:0.07% 硫:0.035%	-39.5	-51
高品巴粗	63.50%	二氧化硅:3.5% 三氧化二铝:1.3% 磷:0.04%	15	15
低品巴粗	60.6%	二氧化硅: 6.45% 三氧化二铝: 1.92% 磷:0.07% 硫: 0.057%	-53	-72

数据来源：国家统计局 南华研究

通过对现货市场流通的这几种可交割矿种的品质进行跟踪，可以发现金布巴和巴粗无论从品位还是杂质含量方面都较为不稳定，目前金布巴粉的品位在 60.5%到 61.3%之间波动，硅和铝的含量也不稳定。巴粗的波动性更大，品位差别从 60.6%到 63.5%不等，高硅巴粗的硅元素含量高达 6%以上。品质波动较大使得港口现货市场上 PB 粉与金布巴粉、巴粗的价差 2017 年一路上行，最高时都超过 100。根据原有交割标准，PB 粉交割时仅升水低品金布巴粉 31，升水低品巴粗 44.5，远小于现货市场的价差，卖方用符合规定的较差品质金布巴、巴粗交货并在现货市场套利理论上存在 50 以上的利润空间。

而根据新的交割规则，交割时 PB 粉对低品金布巴粉的升水扩大到 42.5，对低品巴粗的升水扩大到 63.5，明显压缩了期现套利的空间。但是 1809 合约及之后的主力合约交割标的能否重回主流 PB 粉仍存在几方面的不确定因素：第一，要关注临近交割期港口实际流通的可交割资源量；第二，如果金布巴粉、巴粗明年能否稳定的提升矿石品质，依然是很有竞争力的交割品；第三，如果矿石品种间的结构性矛盾阶段性激化，导致 PB 粉与两者的价差再次拉大到出现套利空间，卖方仍会选择金布巴或巴粗交货。2018 年交割规定调整之后只能相应减小但不能避免交割中的风险。

图 4.18: PB 粉、金布巴粉现货与交割折算价差



资料来源：wind 南华研究

图 4.19: PB 粉、巴粗现货与交割折算价差



资料来源：wind 南华研究

3.8. 铁矿石小结

2017 年铁矿石供给稳步提升，需求相对保持平稳，整体仍然维持总量过剩的状态，钢厂的采购补库节奏成为主导行情的主要因素。由于钢厂持续超高利润，为保证铁水产量，采购逐步向高品矿石倾斜，铁矿石结构性矛盾长期存在，激发了矿价阶段性上涨。2018 年矿山进一步加大了高品矿供应量，但矿石结构性矛盾仍将阶段性主导市场节奏。根据供需平衡表的推算，伴随着钢厂的春季复产，铁矿石需求在上半年将回升至高位，对矿价形成支撑。尽管目前来看明年相关产业政策尚不明确，但环保压力常态化和产能减量置换的原则下，都将对铁矿石需求有所抑制，综上，我们判断明年的矿价总体上呈前高后低，均值在 65 美元，波动仍较大。

第4章 焦煤焦炭

4.1. 行情回顾

焦煤方面，2017 年炼焦煤市场整体保持高位宽幅震荡。上半年，炼焦煤市场震荡下行，焦煤主力从 1180 点下跌至六月底的 948 点，跌幅为 19.7%，内盘山西产京唐港主焦煤库提价（含税）上半年下跌 250 元。震荡下跌的主要原因是 2017 年后，国家在煤炭政策方面有所放松，从去产能政策转变为了保供应政策，取消了 276 工作日制度，随后炼焦煤产量开始增加，供应变宽松。三季度后炼焦煤开始一波强势的反弹，一路上涨至三季度末，焦煤主力从 948 点上涨至 1412 点，涨幅达到 48.9%，内盘山西产京唐港主焦煤库提价（含税）三季度累计涨 250 元。大幅上涨的主要原因是焦化厂利润好转，焦化厂开工维持高位，而煤矿自身因环保和安全检查，供应偏紧，支撑煤价上涨。进入四季度，炼焦煤首先大幅下跌然后企稳反弹。9-10 月份，炼焦煤大幅下跌主要原因是焦企库存高位，供暖季焦化厂环保限产，导致炼焦煤需求大幅下滑。但从 11 月开始至今，受到下游焦企利润好转以及冬储补库预期，焦煤市场价格开始止跌企稳，小幅反弹。

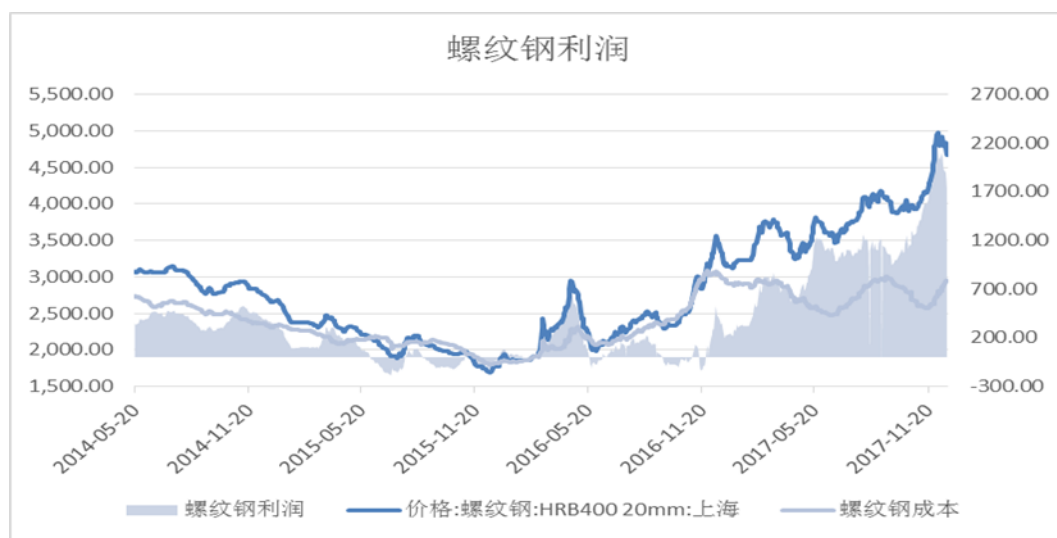
焦炭方面，2017 年焦炭市场整体走势类似焦煤，但波动幅度以及走势都强于焦煤。上半年，整体供需较为平稳，焦炭市场震荡小幅下跌，焦炭主力从 1537 点跌至 1420 点，山西产天津港一级冶金焦平仓价（含税）下跌 250 元。进入下半年，焦炭波动增大，大起大落。三季度，焦炭开启了一波走势凌厉的上涨，焦炭主力从 1420 点一路上涨至 2336 点，涨幅 64.5%。焦炭现货价格也从六月初开始到八月底连续提涨九轮，累计涨幅达到 660 元/吨。主要原因是钢厂高利润，而焦化厂处于亏损边缘叠加焦化厂低库存，钢厂高开工率下不断接受焦炭提涨。但是到了四季度，焦炭大变脸，主力在两个月的时间内从 2332 点跌到了 1684 点，焦炭现货价格共降 9 次，累计降幅 700 元/吨。主要在于焦化环保限产不及预期，而钢厂库存处于高位。进入 11 月后，因焦化厂亏损主动限产以及贸易商囤货刺激投机性需求的增加，导致焦炭库存出现拐点，焦炭企稳后再次启动上涨行情。截至 12 月 18 日，焦炭六轮提涨，共计 600 元。

4.2. 高利润及钢厂环保限产下，焦铁比将继续下降

如上文所述，今年螺纹钢供给受到取缔地条钢和环保限产的严格限制，整个供应端偏紧，助推了钢价的大幅上涨，钢企利润整年都处于一个超高的水平。在开工率受限的情况下，钢厂通过提高铁矿品味，转炉添加废钢来增加产量。导致了 2017 的焦铁比呈螺旋下滑趋势，比 2016 年下降了 4 个百分点。对于明年，供给侧改革，去产能政策将继续执行，但边际作用大概率会减弱，同时电弧炉也有一

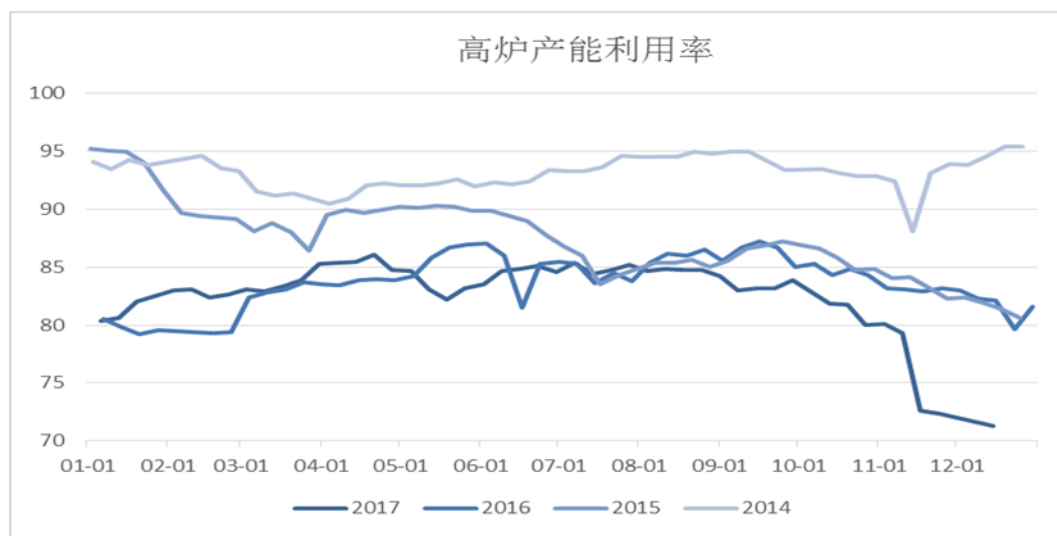
定的增量投放。整体来说,明年吨钢毛利润大概率将从超高水平回落,但仍将处于高位,企业生产动力仍强。虽然明年电弧炉有增产,但同时去地条钢政策仍将继续执行,整个生铁产量预计将于今年持平。但由于明年钢厂的高利润以及环保限产的常态化,钢厂仍将通过添加废钢,提高入炉铁矿品味,增加焦炭质量来降低焦铁比,使得焦炭需求将呈现小幅下滑的趋势。

图 5.1: 螺纹钢利润



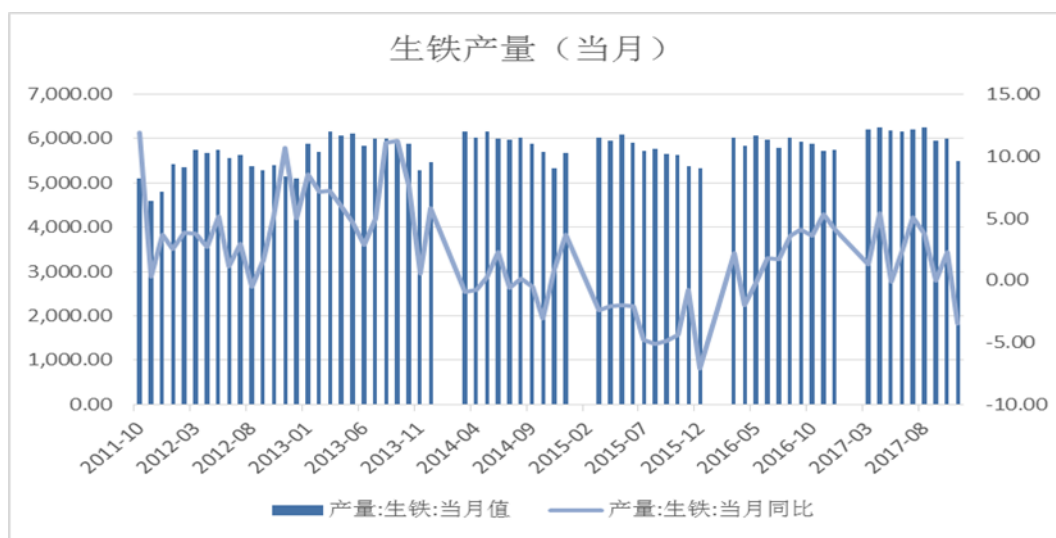
资料来源: wind 南华研究

图 5.2: 高炉产能利用率



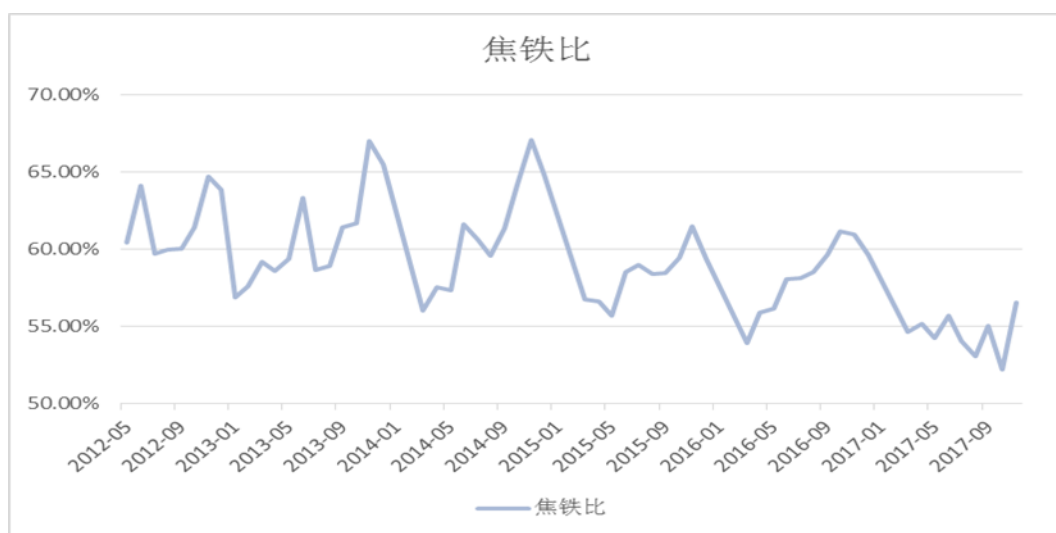
资料来源: wind 南华研究

图 5.3: 生铁产量 (当月)



资料来源：wind 南华研究

图 5.4：焦铁比



资料来源：wind 南华研究

4.3. 供给侧结构性改革，焦煤供应小幅增长

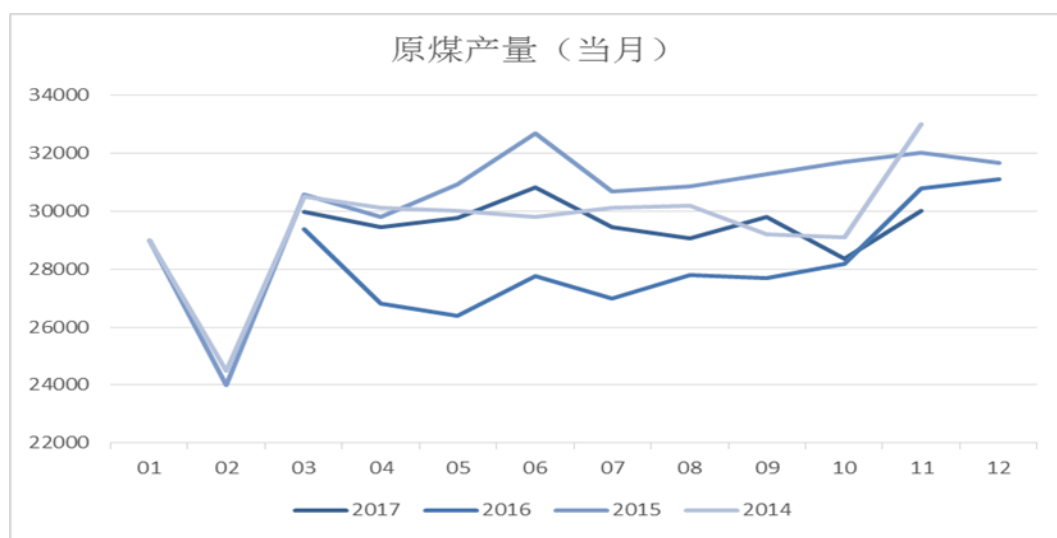
2017 年原煤 1-11 月产量 31.36 亿吨，预计全年产量 34.4 亿吨，同比增长 2.4%。炼焦精煤 1-10 月产量 3.69 亿吨，同比增长 3.9%。煤炭产量同比大幅增长主要是由于今年 4 月份发改委解除了 276 个工作日制度，煤矿开始恢复 330 个工作日生产制度，煤炭供应量开始上升。发改委和能源局 2016 年发布《煤炭工业发展“十三五”规划》，提出“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，到 2020 年，煤炭产量 39 亿吨。预计明年原煤产量增速 1.7-2.6%左右，产量预计 35.09 亿吨，根据炼焦原煤占比 31%和精煤洗出率 41%计算，明年炼焦精煤产量预计达到 4.46 亿吨。

根据中国煤炭工业协会会长王显政的介绍，目前我国煤矿总产能 51-52 亿吨/年，其中形成能力的有效产能 39 亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能 12-13 亿吨/年左右。2016 年我国去煤炭产能 2.9

亿吨以上，在今天的 11 月 14 日，国家统计局介绍今年我国煤炭去产能年度目标已经超额完成，两年里累计去煤炭产能 4.4 亿吨以上。根据汾渭能源的统计，分煤种来看，2017 年动力煤退出产能 1.11 亿吨，炼焦煤退出产能 0.36 亿吨。由于“十三五”期间计划淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，未来三年每年还有 3.6 亿吨的产能需要淘汰，按照每年平均来计算，2018 年需要淘汰 1.2 亿吨产能。淘汰落后产能将继续对煤炭市场的供应产生影响，同时先进产能也将逐步投放，十九大报告中也提出要继续深化供给侧结构性改革。国家统计局公布了 2017 年 6 月前的煤矿在产和在建设项目，2017 年上半年已竣工达产新增产能 9000 万吨左右，加之下半年部分建设项目投产、部分优质产能核增，全年合计可新增产能约 2-3 亿吨，2018 年新增产能在 1.6 亿吨左右。但先进产能投放进度具有一定的不确定性，取决于政策的执行力度。总体来说明年煤矿产能将比今年有所增加。

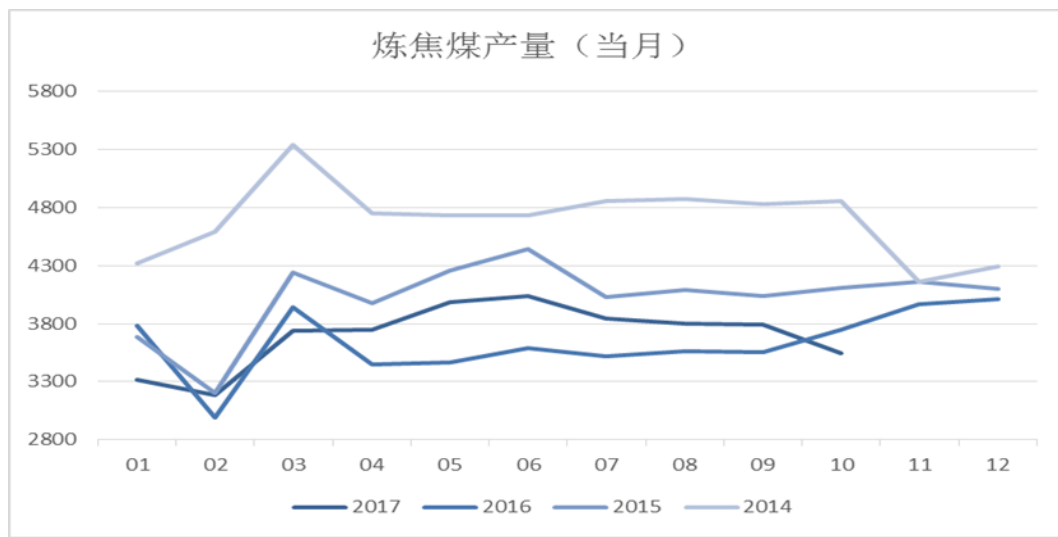
今年以来安全生产、环保限产成为限制产量释放的一个重要因素，并且对煤价提供了强有力的支撑。3 月份，国家安监总局发布消息称，国家安监总局、国家煤矿安监局决定在全国开展煤矿全面安全“体检”专项工作，时间从 3 月开始，持续到 2017 年年底。在 7 月份至 10 月份，为了党的十九大胜利召开营造稳定的安全生产环境，在全国范围内开展了安全生产大检查。临近年末，煤矿又将以保安全生产最为首要目标，产量释放将受到一定的限制。断断续续的安全生产、环保限产对炼焦煤产量的释放造成了一定的影响。从目前来看，明年煤矿的安全生产、环保限产将成常态化。

图 5.5: 原煤产量（当月）



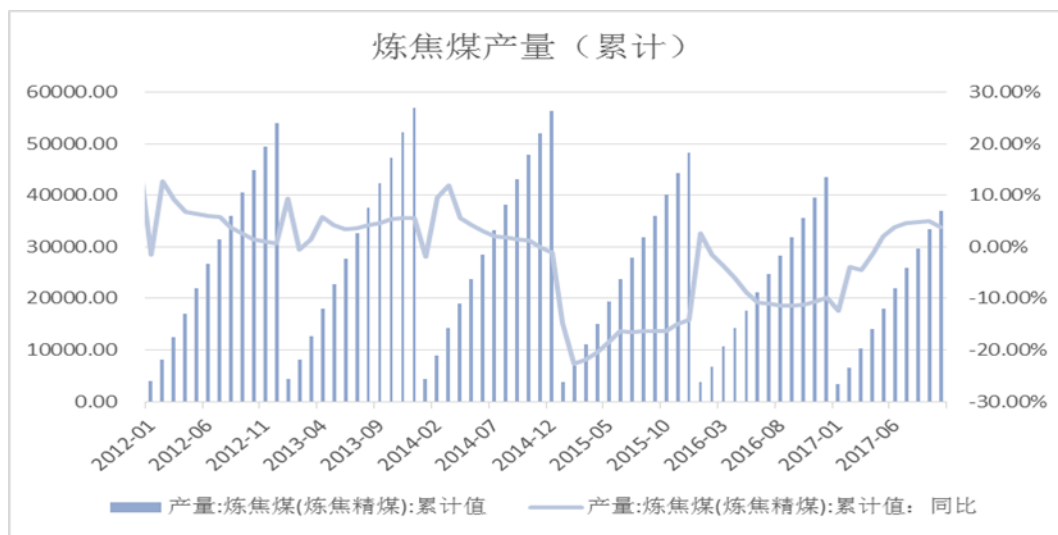
资料来源：wind 南华研究

图 5.6: 炼焦煤产量（当月）



资料来源：wind 南华研究

图 5.7：炼焦煤产量（累计）



资料来源：wind 南华研究

4.4. 山西焦煤长协价有助于稳定明年炼焦煤市场价格

2017 年 11 月 22 日，山西焦煤集团在秦皇岛举办 2018 年度长协客户座谈会暨中长期战略合作客户签约仪式，与 20 余家客户签订了中长期战略合作协议。根据协议，2018 年长协价格将维持 2017 年基础价格不变，其中主焦煤价格为 1320 元/吨。同时山西焦煤集团计划推出其炼焦煤行业指数，后期根据指数变化做相应价格调整。还提高了长协销售比例，2018 年将新增 3 家长协钢厂客户，长协销量比例达到 85%，这有助于稳定炼焦煤市场价格，还加强了山西焦煤集团在炼焦煤市场的话语权。2018 年长协用户回款方式发生了重大改变，由承兑调整为现汇，提升现金回款比例，这从侧面反应了煤矿对明年炼焦煤市场行情的看好。

4.5. 蒙古国新政府上台，蒙煤进口将有改观

数据显示 1-10 月份炼焦煤累计进口量为 5806 万吨，同比增加 19.4%。上半年 4 月炼焦煤累计达到 2519 万吨，同比大幅增加 50.2%。其中从澳洲进口炼焦煤 2563 万吨，同比增长 9.3%，从蒙古进口炼焦煤 2172 万吨，同比增长 24.3%。澳煤和蒙煤合计占进口焦煤的 83%。

由于上半年受炼焦煤价格高影响，进口炼焦煤大幅增加，尤其是蒙古焦煤。为了留住供给侧改革的红利以及和蒙古国方面的一些政治因素，我国从 7 月份开始采取了限制劣质进口煤的措施，同时延长了蒙煤的通关时间，环渤海港口限制汽运，随着打压进口煤政策的持续进行，下半年炼焦煤进口大幅下降。对于煤炭进口，我国在十三五规划中明确提出了一些规则，加强炼焦煤进口；严格控制低热值煤、高硫煤等劣质煤进口。

从明年来看，虽然目前口岸附近有严重交通堵塞，整体通关车辆处于低位，蒙煤运输受到限制，短时间内也难以恢复。但是随着 10 月份蒙古国新政府的正式组建，12 月份我国外交部长会见蒙古外长，政治矛盾有所缓解，明年蒙煤进口相对于今年下半年的大幅限制将有所改观。对于澳煤，由于今年下半年环渤海港口全面停止煤炭汽车集港和疏港运输，这一政策明年将继续执行下去，虽然目前允许 LNG 运输，但近期天然气价格大涨，LNG 运力紧张，采暖季期间澳煤进口将受限。同时从现在到明年 1、2 月份是澳洲雨季，且又是飓风高发季节，澳洲港口运煤将受到一定的影响，明年春季受到运力的缓解，飓风季节的过去，澳煤进口将逐渐改善。而且明年澳煤产量将有 8% 的增量，整体供应偏宽松，价格较山西煤具有一定的优势。

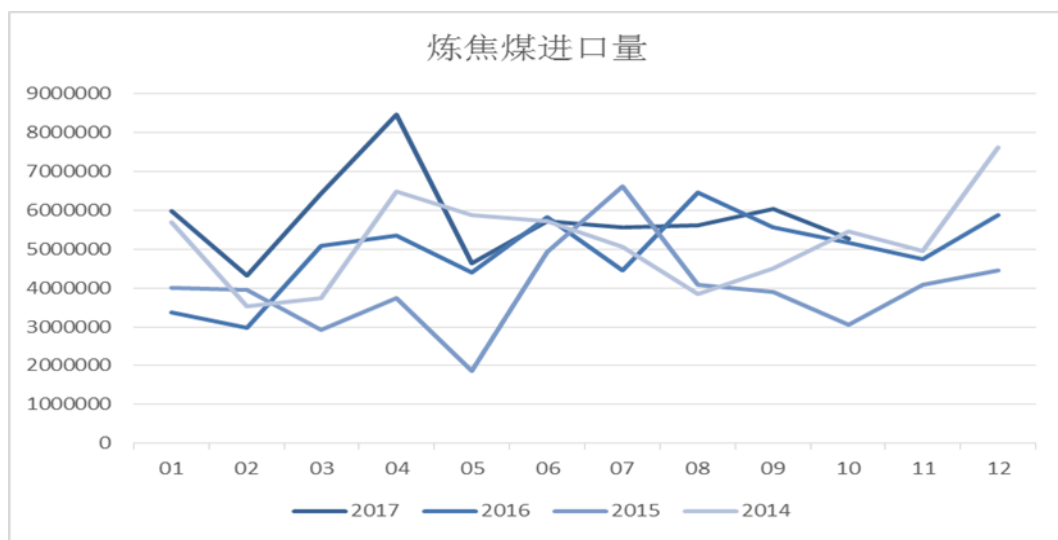
总体来看，今年进口炼焦煤前高后低，明年进口炼焦煤数量将与今年总体相持平或有小幅增加。

图 5.8：炼焦煤进口量



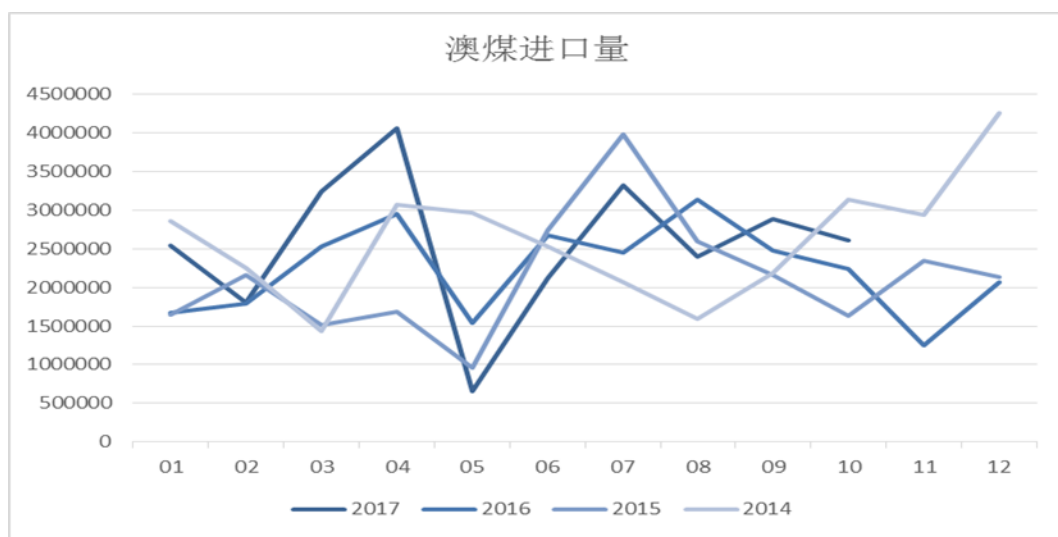
资料来源：wind 南华研究

图 5.9：炼焦煤进口量（当月）



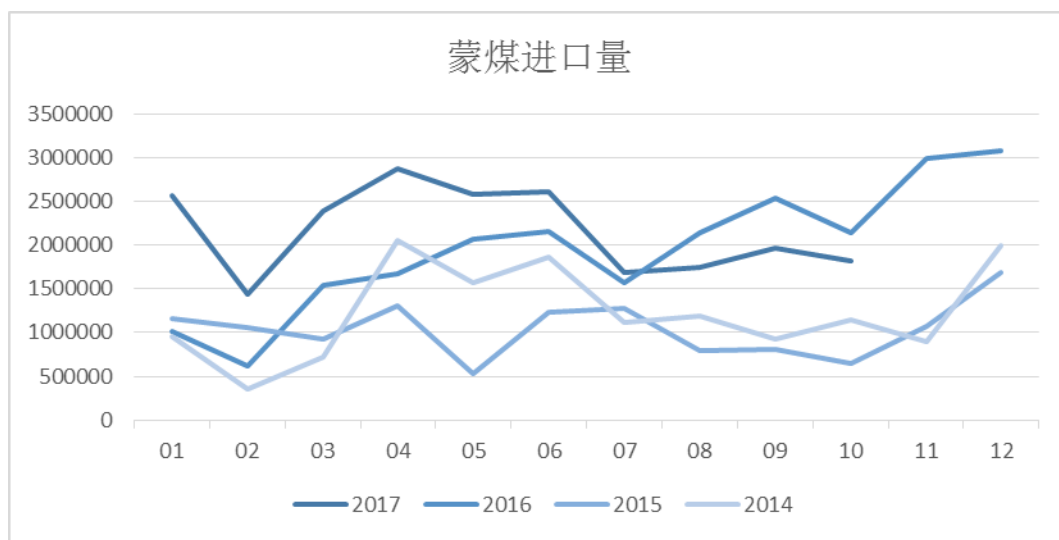
资料来源: wind 南华研究

图 5.10: 澳煤进口量 (当月)



资料来源: wind 南华研究

图 5.11: 蒙煤进口量 (当月)



资料来源: wind 南华研究

4.6. 煤炭运力明年整体偏紧

今年以来,随着煤炭市场需求大幅增加和南方部分地区小煤矿关闭退出力度超出预期,煤炭生产、运输格局发生明显变化。煤炭释放先进产能和产量向山西、陕西、内蒙地区集中,带来了铁路运输需求也随之向上述地区的太原、呼和、西安铁路局集中。2018 年煤炭产能、铁路运输需求进一步向以上地区集中,铁路运力处于局部宽松、整体偏紧的局面。一个原因是煤炭主产地外运通道能力偏紧。明年晋陕蒙地区,预计新增煤炭铁路外运需求超 1 亿吨。目前,晋陕蒙地区铁路外运的主要陆路通道运输能力已基本饱和。另一个原因是主型车辆季节性偏紧。虽然铁路已购置了部分车辆,但按照明年煤炭增量需求及市场波动考虑,预计高峰期敞车仍有较大缺口。

加上今年国家加强京津冀及周边地区大气污染治理,强化对公路汽车运输煤炭排污治理,禁止港口汽运,使得到达京津冀及周边地区的汽运煤炭大量转移到铁路运输,使西煤东运、北煤南调的长距离、跨区域的运输需求大幅增加。明年该政策仍将持续,虽然允许 LNG 汽车运输,但目前采暖季天然气供应紧张,造成其价格大涨,使得煤炭汽运再一次陷入困境。

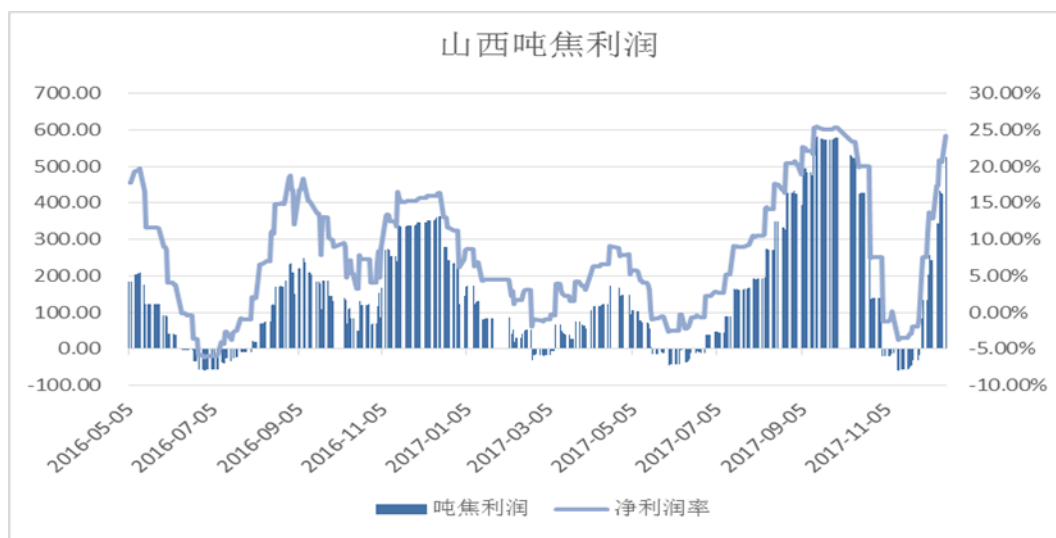
4.7. 炼焦利润和环保政策互相干扰焦化开工率

整体看今年在钢厂高利润以及焦化行业不断去产能的情况下,独立焦化企业的话语权有所增强,炼焦利润比往年改善不少。在今年 1 月份和 5 月份,焦化企业处于亏损,相应地开工率也在这个时间段处于下滑中。而在 7 月份和 8 月份,焦化利润持续增长,保持在一个较高水平,此时的开工率虽然处于高位,但受到环保限产以及产能释放受限的影响,整体开工率难以上升。11 月份和 12 月份同样面临着环保限产的压力,虽然盈利幅度不断扩大,但开工率整体却处于一个低位状态。

近年来,环保部门针对焦化行业出台了多项新标准和新政策,焦化企业必须采用更先进工艺实施提标改造以达到新的环保要求,致使很多环保不达标的焦化厂纷纷关停,从目前政策来看明年国家淘汰落后产能目标依然不会改变,明年焦化厂产能总体偏紧。虽然目前整个焦化行业布局分散,行业集中度不高,独立焦化企业多,物流成本高。但在今年 11 月,山西发改委印发了《山西省焦化产业布局意见》,为了深化焦化行业供给侧结构性改革,加快推进全省焦化产业技术装备升级和上下游产业链集聚发展,计划用 5-10 年时间,打造 6 个五百万吨级和 6 个千万吨级重点焦化产业园区,将山西省

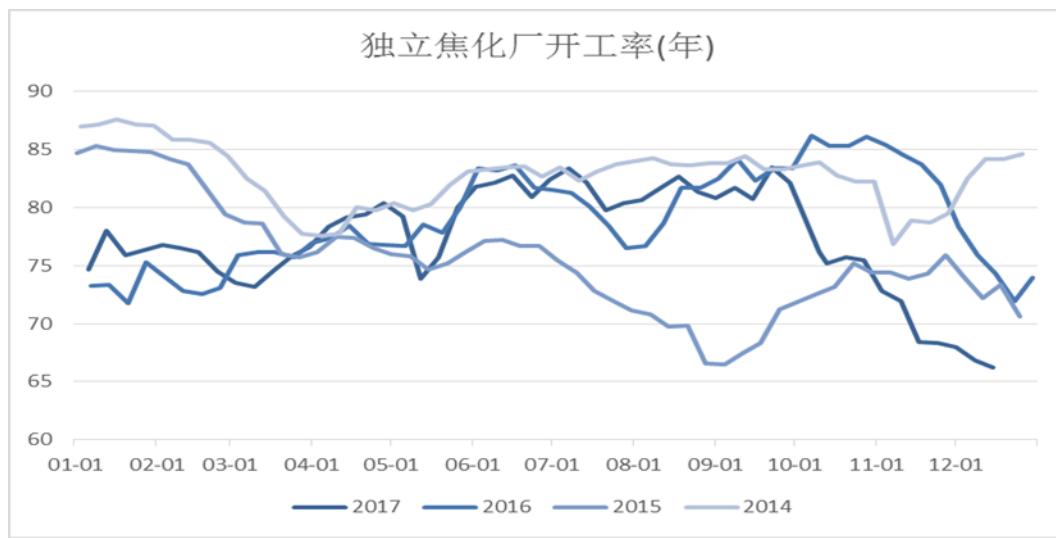
建成全国乃至全球最有竞争力和话语权的焦化产业基地，未来焦化行业集中度将不断提高。随着焦化行业集中度的提高以及明年产能的偏紧，有助于焦化企业在明年整个产业链的利润分配中提高自己的话语权。目前，焦化行业自身在环保压力下，产业格局改善，虽然焦化企业小而分散的局面没有彻底改观，但产能过剩情况明显好转，产能利用率维持高位。同时，供应曲线陡峭，一旦出现亏损，产量即开始明显收缩，因此焦化利润得到支撑。由于明年环保限产的常态化，将会成为限制开工率进一步释放的重要影响因素，预计明年采暖季仍会出台相关的环保限产政策。不过，从今年看，焦化厂开满后，产量还是会小幅过剩，所以明年焦化行业的产业格局有待进一步整合优化，才能对焦价和焦化厂利润提供更强有力的支撑。

图 5.12：山西吨焦利润



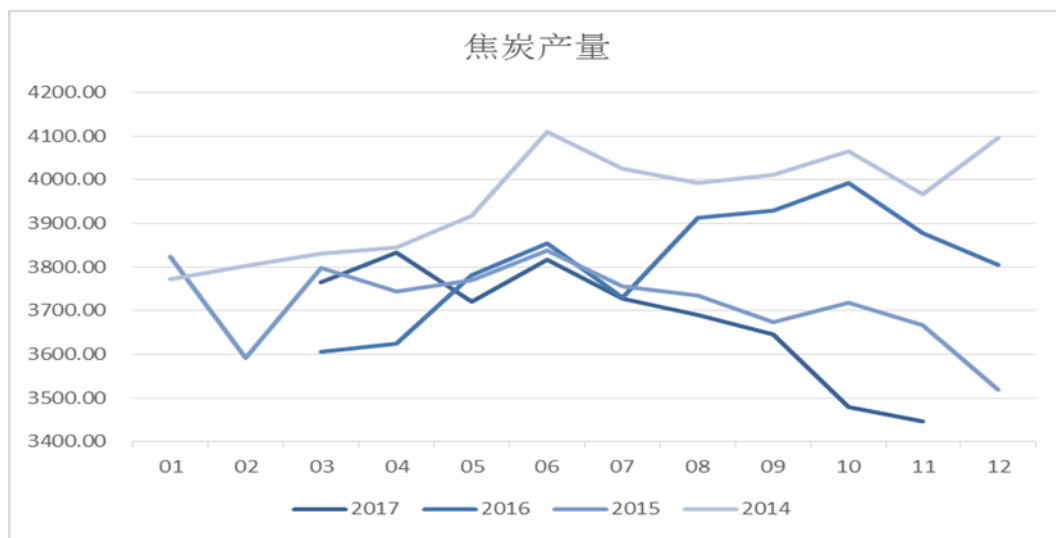
资料来源：wind 南华研究

图 5.13：独立焦化厂开工率



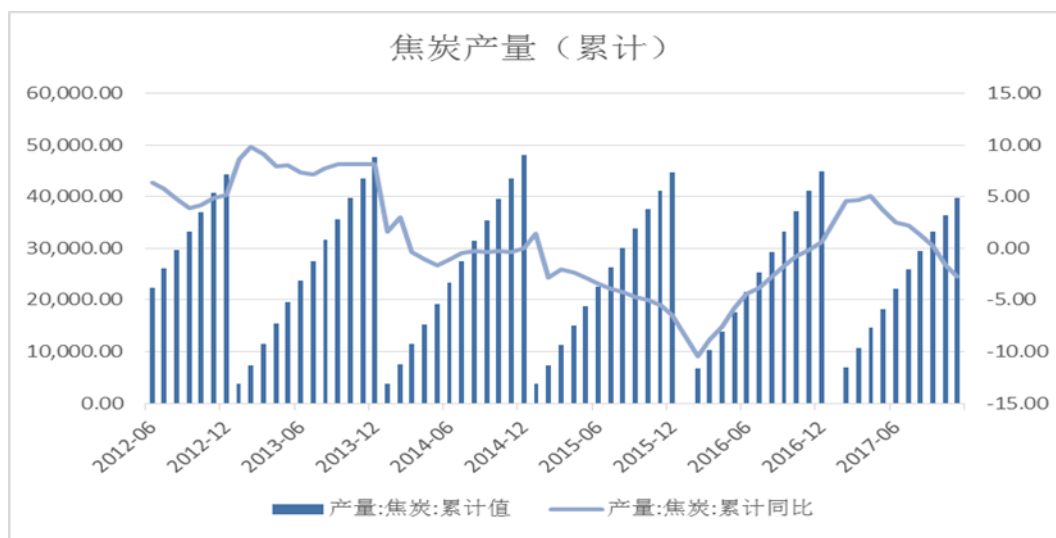
资料来源：wind mysteel 南华研究

图 5.14: 焦炭产量 (当月)



资料来源: wind 南华研究

图 5.15: 焦炭产量 (累计)



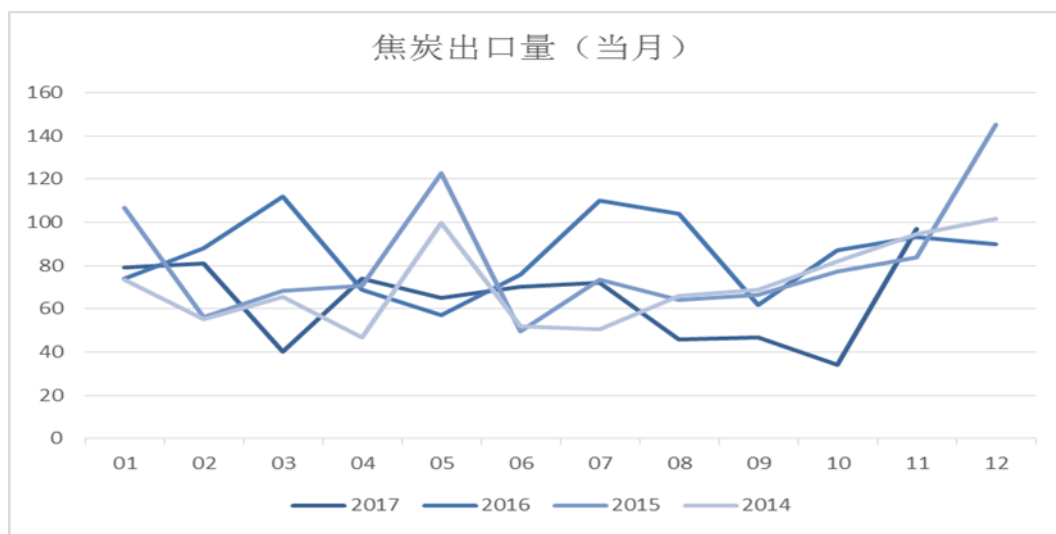
资料来源: wind 南华研究

4.8. 焦炭出口量将继续小幅回落

2017 年 11 月份, 中国出口焦炭及半焦炭产品 97 万吨, 较上月增长 185.3%。11 月份焦炭出口数量创下 2017 年以来的最高值。11 月份出口大幅增长的原因是焦炭现货价格 9 轮下跌, 而海外焦炭价格跌幅较小, 国内焦炭价格具有一定的优势, 伴随着 12 月份焦炭价格的大幅上涨, 12 月焦炭出口将回落。1-11 月份, 全国焦炭出口总计 705 万吨, 同比去年减少 216 万吨, 降幅达到 23.5%。其中印度、日本出口量下滑幅度超过了 60%, 去年印度和日本的出口量占了我国出口量的 40% 以上。今年出口大幅下滑的第一个原因在于印度从 2016 年年底开始对进口的焦炭征收反倾销税, 而且这一政策将持续 5 年。另一个原因在于日本从 2017 年开始, 部分焦炉已经结束检修, 开始重新恢复供应, 预

计明年焦炉仍在恢复供应，对我国焦炭需求将减少。而且港口禁止汽运煤，出口焦炭的成本也相对增加。综上所述，明年焦炭出口将会小幅下滑。

图 5.16: 焦炭出口量（当月）



资料来源：wind 南华研究

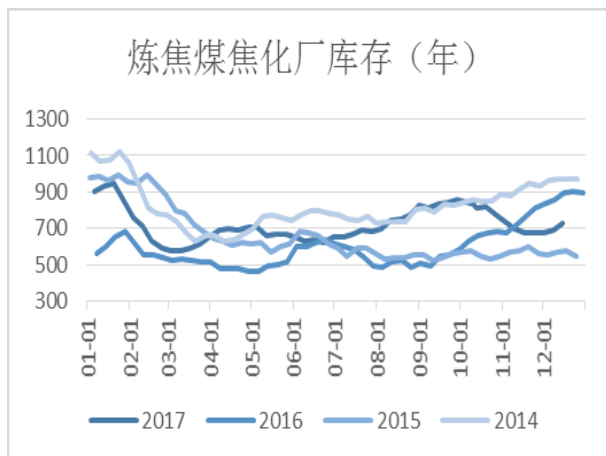
4.9. 库存情况

从目前的炼焦煤库存周期看，下游焦化厂处于一个明显的补库周期中，主要在于进入冬季，北方煤炭运输偏紧。由于焦化厂3月份底开始逐步复产，从年后到3月份需要对炼焦煤进行补库。目前钢厂焦化库存比较合适，暂时按需补库。临近年底，煤矿以保安全生产为主要目标，没有产量上的压力，库存也开始逐渐下滑。目前澳洲处于雨季，整个煤炭集港比较困难，且前期由于港口禁止汽运，限制进口配额，炼焦煤港口库存比较低。

钢厂焦炭库存目前比较适中，钢厂按需采购，不急于补库，但明年春季钢厂开始复产，未来焦炭价格有所回落后有补库需求。焦化厂库存目前处于一个低位，但随着部分焦化厂放开限产政策，且焦化盈利扩大的情况下库存大概率将会回升。港口库存前期由于贸易商投机性需求及出口需求，库存大增。随着短期焦价上涨贸易商有出货动力且未来出口有回落，港口库存大概率将逐步下降。

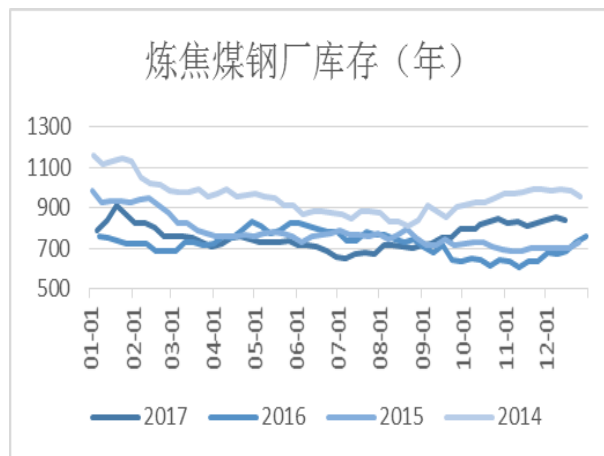
图 5.17: 炼焦煤焦化厂库存

图 5.18: 炼焦煤钢厂库存



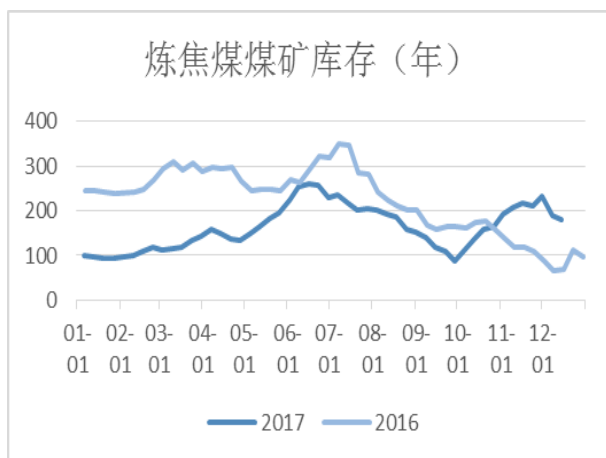
资料来源: wind 南华研究

图 5.19: 炼焦煤煤矿库存



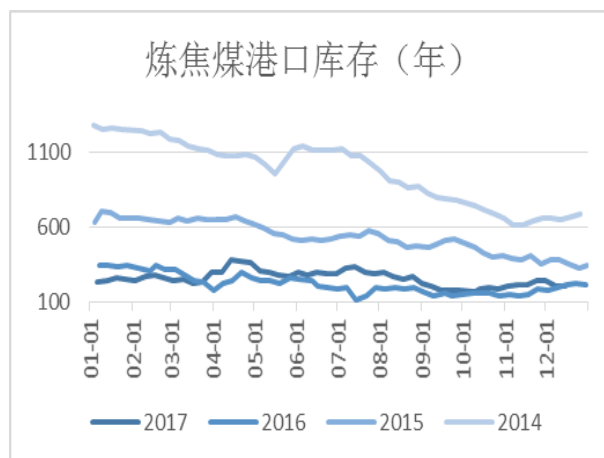
资料来源: wind 南华研究

图 5.20: 炼焦煤港口库存



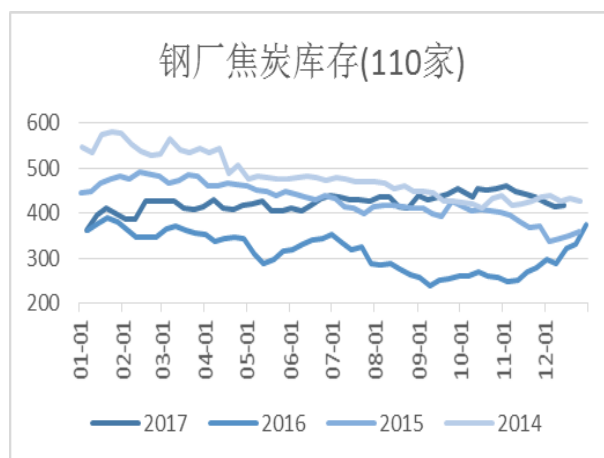
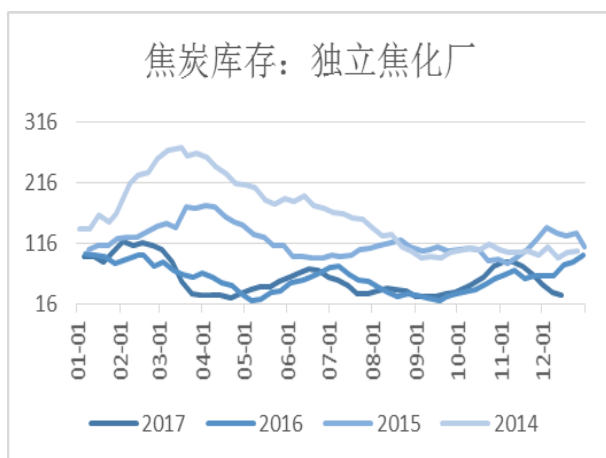
资料来源: wind 南华研究

图 5.21: 独立焦化厂焦炭库存



资料来源: wind 南华研究

图 5.22: 钢厂焦炭库存



资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

4.10. 2018 年供求平衡预估

根据前文预计 2018 年原煤产量将达到 35.88 亿吨，炼焦精煤产量达到 4.46 亿吨，但鉴于明年安全检查和环保限产的常态化，预计炼焦精煤供应量或将小于上述预估量。进口方面，明年澳煤供应有将近 8% 的增量，海运煤总体供过于求，蒙煤因新政府上台，政治关系改善，通关紧张将有所缓解，预计炼焦煤进口量比今年有小幅增长，总体在 0.7 亿吨。对于明年焦炭的产量，我们认为环保限产政策仍将执行，我们计算执行 6 个月的环保限产得出焦炭供应量在 4.32 亿吨，利用今年的煤焦比计算出明年的炼焦煤需求量在 5.16 亿吨。明年钢厂预计限产 4 个月，根据生铁产量以及预计明年的焦铁比继续降低 1% 计算出焦炭的需求量在 4.27 亿吨。同时由于明年印度继续对焦炭征收反倾销税，日本焦炉恢复供应，焦炭出口仍会继续下滑，预计出口量在 700 万吨。

图 5.23：煤焦供需平衡表

炼焦煤	2016	2017E	2018E	焦炭	2016	2017E	2018E
供应量	4.36	4.45	4.46	供应量	4.49	4.33	4.32
进口	0.59	0.68	0.70	需求量	4.53	4.30	4.27
需求量	5.35	5.15	5.16	出口	0.10	0.08	0.07
供需缺口	-0.40	-0.02	0.00	供需缺口	-0.14	-0.05	-0.02

资料来源：wind 南华研究

4.11. 煤焦小结

2018 年煤焦供需紧平衡，安全检查和环保限产政策将贯穿整体行情。焦炭的供需阶段性错配、钢厂的补库节奏及投机性需求将对行情起到主导作用，导致价格宽幅波动；焦煤的主要受下游补库和安全检查影响。在限产政策下一二级焦炭的价差以及高低硫主焦煤价差将进一步扩大。受上半年复产和提前补库，以及下半年终端需求稳中有降影响，明年煤焦总体上呈现先扬后抑的走势，日照港准一级焦炭价格区间在 1700–2700 元/吨，日照港山西产主焦煤报价 1350–1750 元/吨。

第5章 策略与风险

5.1. 单边策略

明年一季度，钢材春季去库存预期将带动钢价重新走强，同时复产预期支撑炉料需求，黑色整体逢回调做多，首选螺纹、铁矿；

三四月可能迎来拐点，关注逢高做空钢价和钢厂利润的机会；三四季度交替时，环保限产或将再次成为市场焦点，需要重点关注。

明年双焦整体供求平衡，焦煤的主要矛盾在于下游补库，焦炭的供需阶段性错配可能导致焦炭宽幅波动，超涨超跌后都具备一定操作价值。

5.2. 套利与对冲策略

一季度关注产业链 5-9（10）正套，3-4 月钢厂利润冲高后的做空利润套利；但是产业格局改善和环保常态化将支撑钢厂利润维持在适当高位，如果利润跌到 300 以下，可以择机做多。

5.3. 风险提示

宏观经济和终端需求超预期，钢铁产能置换、环保政策的实施情况，煤炭的安全检查和进出口政策变动情况。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

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

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

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

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省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

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 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

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