

CIFCO 黑色金属 钢材

策略报告·不定期

中国国际期货·研发产品系列 2024年3月18日 星期一

估值已经偏低 但驱动尚未到来

内容摘要：

正如我们前述所提，当前市场关注的焦点仍是需求拐点何时到来。从目前的数据看，钢材还在累库，虽然幅度有所收窄，但尚未看到去库的情况，高库存的压力尚未得到解决，成材依旧缺乏上涨的驱动，但从期货盘面交易情况看，当前黑色各品种估值尤其是近月合约的估值已经偏低，负向结构下近月空头的动能逐渐减弱。尤其是五月合约螺纹持仓累积到了历史最高水平，未来任何一方的减仓都可能会带来较大的市场波动。具体操作上，远月升水格局下，套保空单可逐步止盈或移仓至远月合约以增厚收益。结构性交易方面，近月估值偏低的条件下可轻仓买入合约正套头寸尤其是贴水格局下的炉料端的合约正套头寸。另外，随着需求旺季的来临，若后续需求端数据发力，则意味着本轮跌势将触及尾声，产业链负反馈的逻辑也将随之结束。

投资有风险，入市需谨慎！

中期研究院

www.cifco.net

黑色建材研究团队

郭佳

投资咨询号：Z0019991



目 录

一、铁水产量恢复依旧偏慢.....	3
二、成材去库时点仍未到来.....	4
三、钢厂补库意愿持续下降.....	5
四、合约估值已处于相对低位.....	7
五、下游利润修复仍需时日.....	8
六、观点总结及操作建议.....	9

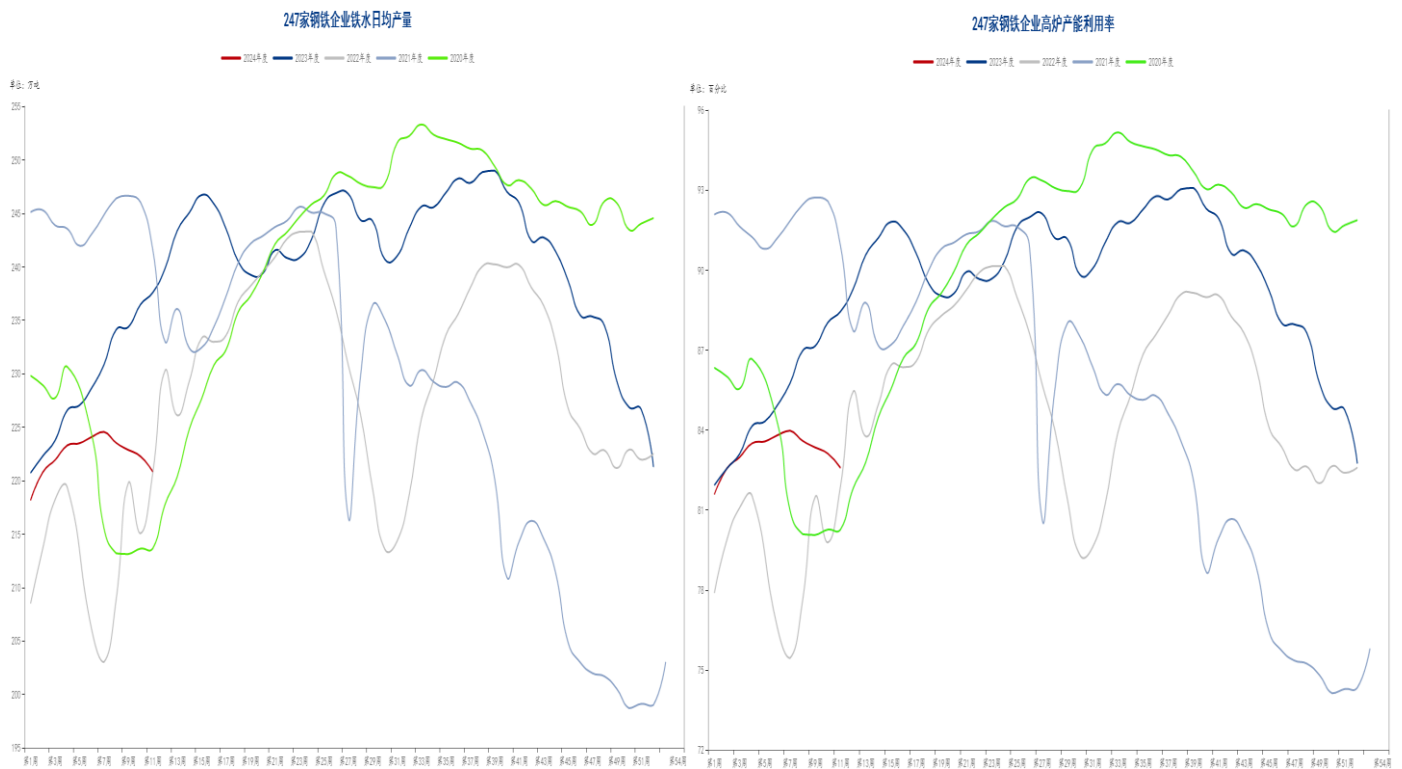


1. 铁水产量恢复依旧偏慢

随着需求旺季的到来，各地工厂陆续复工复产，但是今年开复工率不及预期。至3月中旬，百年建筑调研的全国 10094 个工地开复工率为 75.4%，农历同比减少 10.7 个百分点；劳务上工率 72.4%，农历同比减少 11.5 个百分点，节后第四周开复工和劳务上工率农历同比下降，且环比改善偏慢，进一步证明了新开工项目总量较少，需求整体偏弱。在此局面下，钢厂亏损的局面仍在延续，钢厂生产积极性一般，铁水产量恢复偏慢，钢联公布的最新一期数据显示，247 家钢铁企业高炉产能利用率为 82.58%，同比下降 6.63 个百分点，日均铁水产量为 220.82 万吨，同比减少 16.76 万吨，降幅 7.05%，铁水产量有持续回落的态势。

图1-1：247家钢铁企业日均铁水产量（万吨）

图1-2：247家钢铁企业高炉产能利用率（%）



资料来源：钢联数据端，wind 资讯，中期研究院



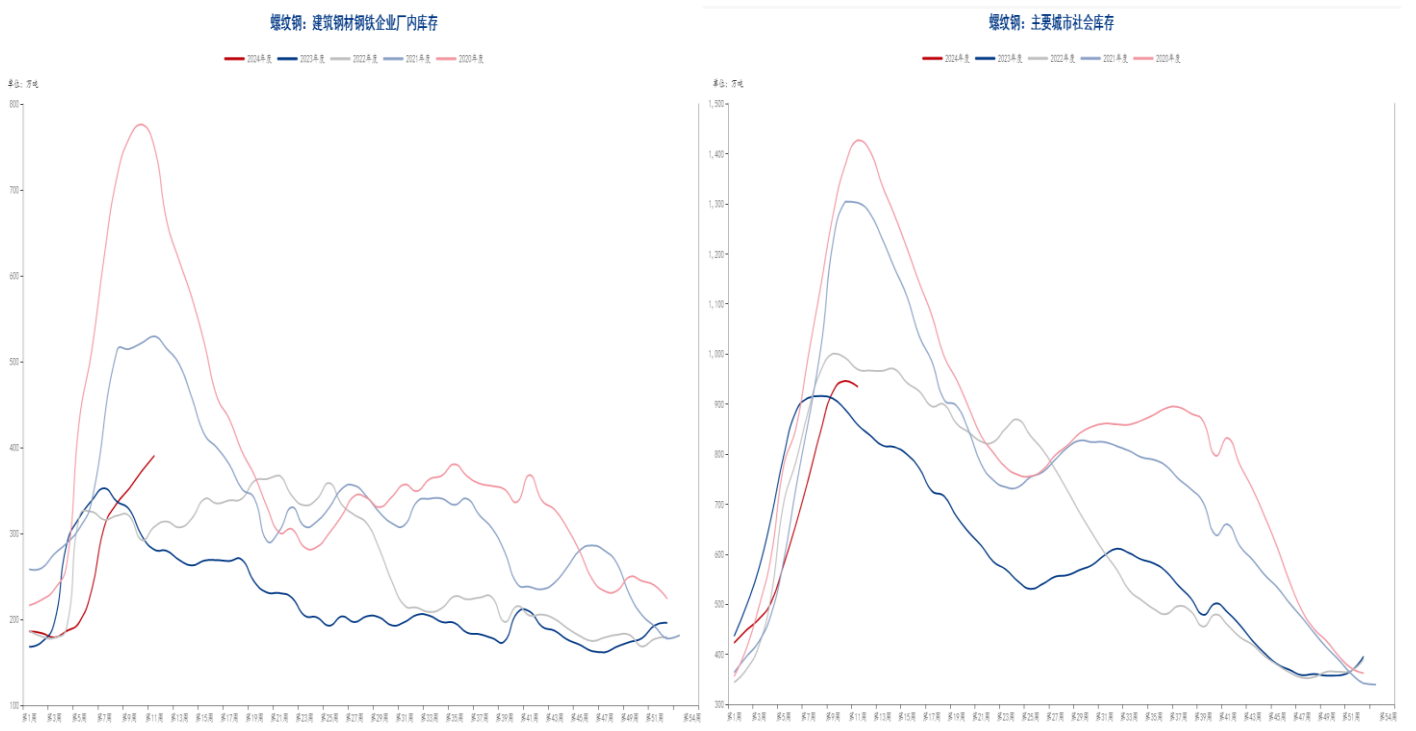
2. 成材去库时点仍未到来

最新一期钢联库存数据显示，五大品种库存总量为 2505.97 万吨，周环比增 18.44 万吨，增幅 0.7%。其中建材库存周环比增 15.09 万吨，增幅 0.9%；板材库存周环比增 3.35 万吨，增幅 0.4%。上期库存总量为 2487.53 万吨，周环比上涨 2.2%。其中建材库存周环比增 52.58 万吨，增幅 3.26%；板材库存周环比增 0.7 万吨，增幅 0.08%。从目前累库情况看，库存增幅虽有放缓但市场预期的去库时点仍未到来。

从库存结构看，目前螺纹钢库存已连续第十六周累库，但当前螺纹产量偏低，预计总库存后续或开启去库阶段。热卷韧性依旧较强，总库存虽有所累库，但供需矛盾暂时不大且下游订单尚可，库存相对健康。

图2-1：螺纹主要钢厂厂内库存（万吨）

图2-2：螺纹主要城市社会库存（万吨）

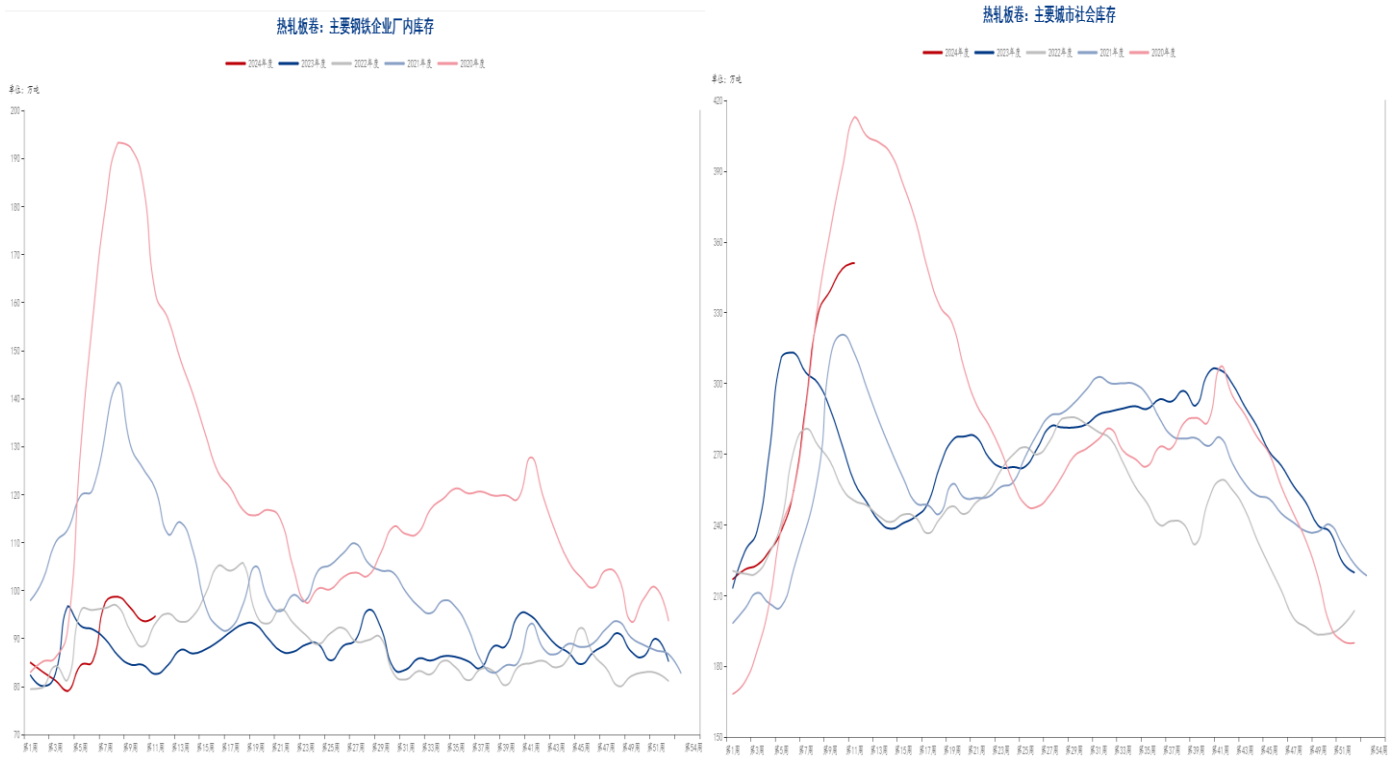


资料来源：钢联数据端，wind 资讯，中期研究院



图2-3：热卷主要钢厂厂内库存（万吨）

图2-4：热卷主要城市社会库存（万吨）



资料来源：钢联数据端，wind 资讯，中期研究院

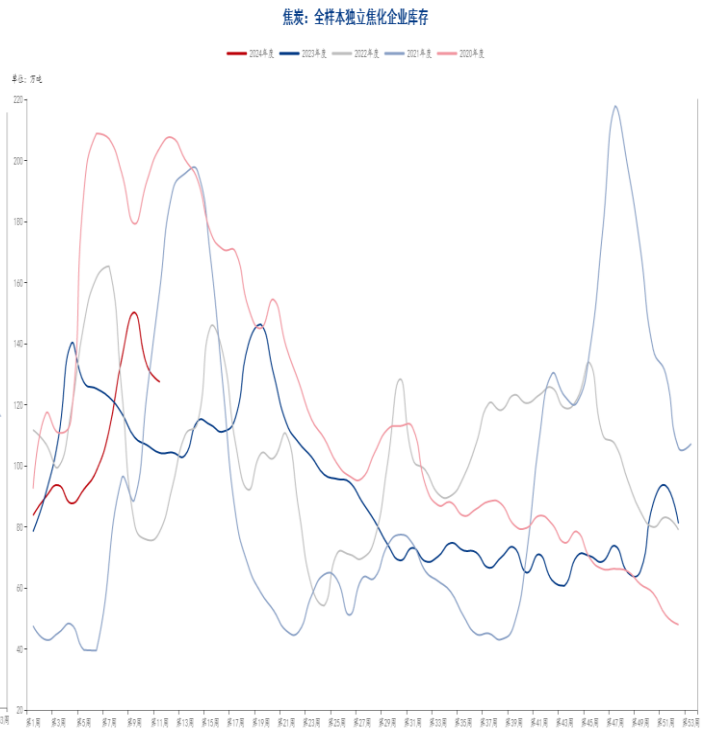
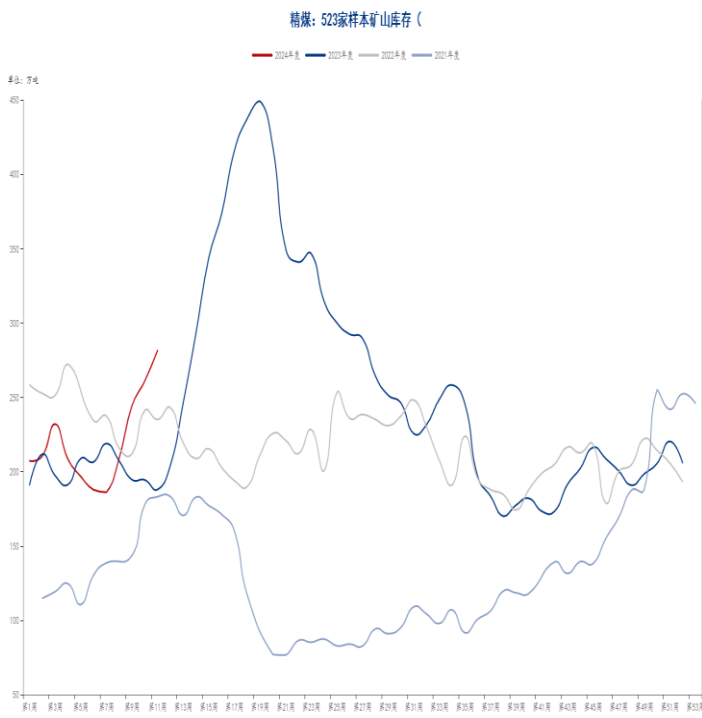
3. 钢厂补库意愿持续下降

随着下游需求的走弱和铁水产量的回落，钢厂对炉料的采购转向谨慎，市场拿货的意愿也持续降低，炉料销售持续承压，上游开始出现累库局面。最新一期钢联统计的数据显示，523 家样本矿山企业精煤库存 281.59 万吨，环比回升 20.64 万吨。247 家钢厂焦化厂炼焦煤库存为 772.81 万吨，较月初下降 33.96 万吨，247 家钢厂焦炭库存为 609.03 万吨，较月初下降 26.8 万吨，钢厂库存小幅下降，全样本独立焦化企业库存为 127.47 万吨，较月初下降 22.74 万吨。综合来看，钢厂近补库意愿偏弱，对炉料价格形成了一定的利空，而炉料价格的下跌也成为了钢价近期回落的重要因素。



图3-1：矿山企业炼焦煤库存（万吨）

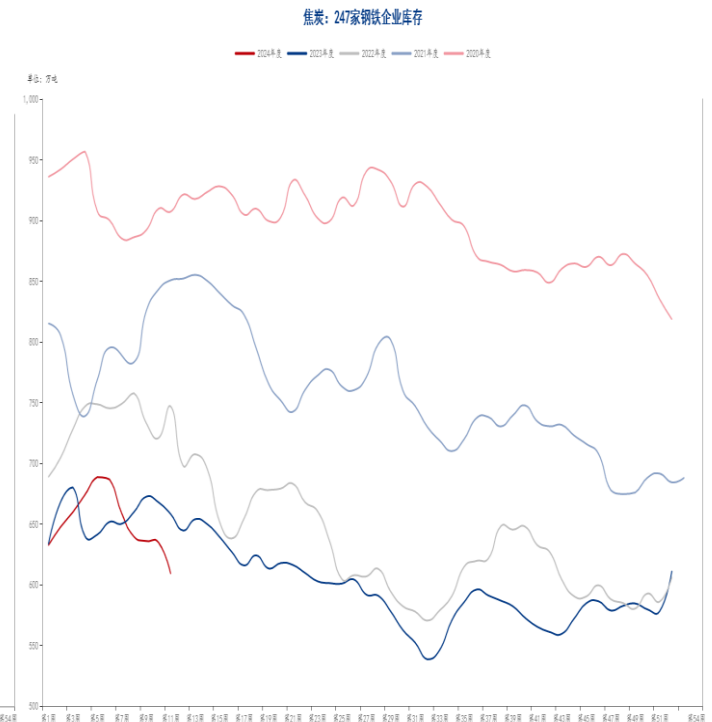
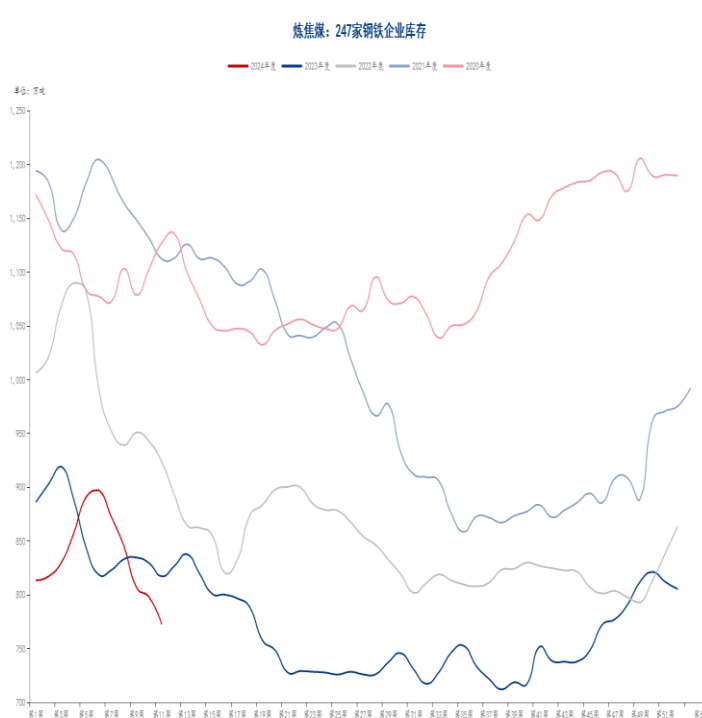
图3-2：样本焦化企业焦炭库存



资料来源：钢联数据端，wind 资讯，中期研究院

图3-3：247家钢厂炼焦煤库存（万吨）

图3-4：247家钢厂焦炭库存（万吨）



资料来源：钢联数据端，wind 资讯，中期研究院

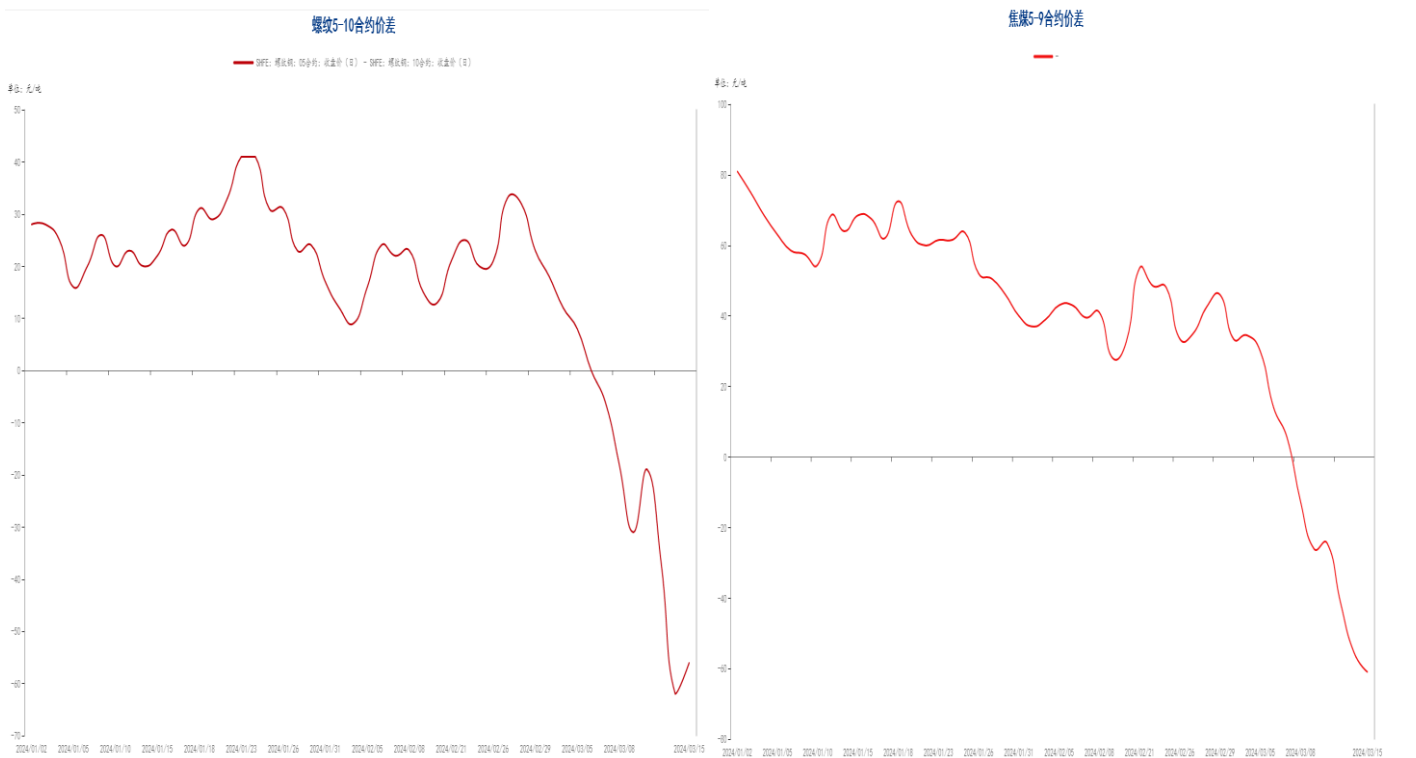


4. 合约估值已处于相对低位

当前黑色产业链主要品种 9 月合约除铁矿石以外均已升水 5 月合约，近远月合约价差结构已经呈现明显的负向结构，合约估值已经明显处于低位。从钢联最新一期统计的期货合约价差来看（以合约收盘价计）当前螺纹钢 5-10 合约价差为-56 点。焦煤 5-9 合约价差为-61 点，在此格局下近月合约的空头交易价值正逐渐降低，对于套保而言近月合约的空单套保收益也正逐渐转弱。

图4-1：螺纹钢5-10合约价差

图4-2：焦煤5-9合约价差



资料来源：钢联数据端，wind 资讯，中期研究院



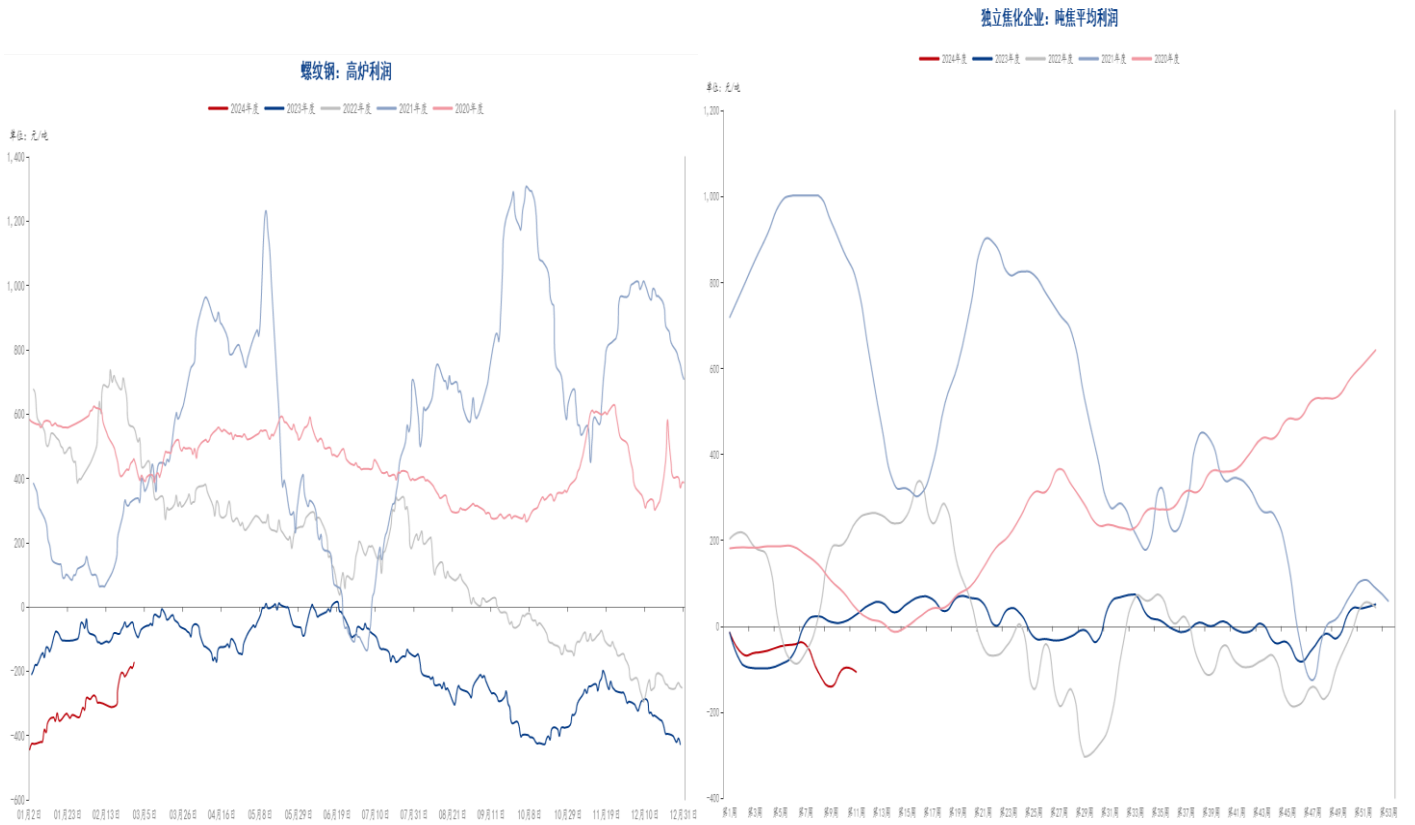
5. 下游利润修复仍需时日

焦化利润：节后钢厂炉料采购意愿持续走低，焦炭价格连续提降，至本月中旬已提降五轮并且市场预期仍有进一步提降的可能，焦炭价格下降导致焦化利润回落。最新一期钢联调研数据显示，独立焦化企业吨焦利润至-107元/吨，焦化利润较月初有所回升但焦化厂仍处于亏损的局面。

钢厂利润：近期钢价虽有下行但炉料价格持续走弱导致钢厂利润有所回升，从钢联调研统计的螺纹钢生产利润数据看，至3月中旬螺纹钢高炉生产利润为-171.14元/吨，电炉利润为-434.98元/吨，高炉利润较电炉有明显的修复。不过总体来看，钢厂亏损的局面仍在持续，下游利润的修复可能仍需时日。

图5-1：螺纹钢-高炉利润

图5-2：独立焦化企业吨焦利润（元/吨）



资料来源：钢联数据端，wind 资讯，中期研究院



6、观点总结及操作建议

正如我们前述所提，当前市场关注的焦点仍是需求拐点何时到来。从目前的数据看，钢材还在累库，虽然幅度有所收窄，但尚未看到去库的情况，高库存的压力尚未得到解决，成材依旧缺乏上涨的驱动，但从期货盘面交易情况看，当前黑色各品种估值尤其是近月合约的估值已经偏低，负向结构下近月空头的动能逐渐减弱。尤其是五月合约螺纹持仓累积到了历史最高水平，未来任何一方的减仓都可能会带来较大的市场波动。具体操作上，远月升水格局下，套保空单可逐步止盈或移仓至远月合约以增厚收益。结构性交易方面，近月估值偏低的条件下可轻仓买入合约正套头寸尤其是贴水格局下的炉料端的合约正套头寸。另外，随着需求旺季的来临，若后续需求端数据发力，则意味着本轮跌势将触及尾声，产业链负反馈的逻辑也将随之结束。

分析师承诺

本人（或研究团队）以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

**研究报告不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议。**

联系我们

境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层

客服热线 95162

分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州
南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁

官方网站 www.cifco.net

风险子公司

中期国际风险管理有限公司

北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号

客服热线 010-65807861

境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司 | 中国中期证券有限公司

香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 楼 2903 室

客服热线 (852)25739868

4001 200 939

官方网站 hk.cifco.net

