

政策东风渐起，黑色攻守易型

——黑色金属 2021 年二季度策略报告

报告要点

随着政策东风的渐起，黑色金属中的成材和原料也将攻守易型，过去两年受到压制的钢材将成为强势的品种，而原料将成为产业链中的弱势品种。从二季度来看，我们认为国内外需求将共振向上，将驱动钢价攀登新的高峰。但钢价冲高后可能面临回落，一方面是二季度需求可能到达高点；另外一方面，原料的供给在下半年可能进一步释放，成本端存在大幅下行风险。

随着碳中和的提出，黑色金属市场迎来了新一轮的逻辑切换。在“碳达峰、碳中和”的长期大战略下，工信部“粗钢产量同比下降”的政策成为了影响黑色金属的主要逻辑。我们认为“碳中和”战略有望长期改变钢铁企业的供给格局，钢铁行业的产能峰值将现，而原料的供给将进入扩张周期，钢铁行业受到原料挤压利润的格局将被改变，黑色金属中的成材和原料也将攻守易型，过去两年受到压制的钢材将成为强势的品种，而原料将成为产业链中的弱势品种。

我们基于全年碳中和的大背景下，结合二季度各品种基本面的变化，得出以下结论：

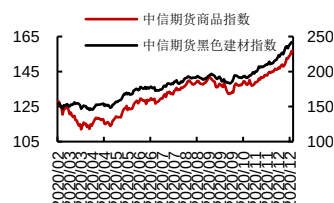
钢材：二季度再攀高峰，谨防冲高回落。我们认为需求决定方向，供给决定弹性。从钢材的需求来看，国内外经济复苏的趋势延续，叠加供给受限，钢价有望在二季度再攀高峰：

从基建需求来看，财政偏向积极，基建用钢平稳增长。在财政偏向积极、去年新增在建工程逐步过渡到用钢阶段的背景下，我们预计基建端用钢需求将保持 3-5% 的温和增长，且在逆周期调节作用淡化后，基建端用钢需求的弹性将有所下降。

从地产需求来看，赶工压力犹在，需求韧性犹存。房企更加依赖销售回款，预计新开工后的赶工行为对今年上半年的建筑业用钢需求仍有较强支撑。在融资受限以及期房面临到期交付的双重压力下，赶施工、赶交付为地产端用钢需求韧性延续提供了重要保障。预计地产端用钢需求全年大概率保持正增长，中性预估 2% 左右。

从制造业和出口需求来看，出口逐步回落，补库支撑板材需求。从库存周期的运行阶段来看，以美国为代表的发达国家补库动力将得以延续，国内制造业仍处于恢复阶段，补库需求未尽；同时中长期贷款连续保持较高增速，随着企业盈利的改善，制造业投资有望继续走强。我们中性估计制造业和出口全年用钢需求增速将达到 8% 左右。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



黑色建材研究团队

研究员：
曾宁
021-60812995
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

辛修令
021-60812973
从业资格号 F3051600
投资咨询号 Z0015754

任恒
021-60812993
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

因此总体来看，二季度国内外需求将共振向上，将驱动钢价攀登新的高峰。但二季度钢价再攀高峰之后可能冲高回落，一方面是地产端用钢需求在下半年可能边际转弱，国内外的补库周期可能在年中达到高点，二季度需求可能到达高点；另外一方面，原料的供给在下半年可能进一步释放，成本端存在大幅下行风险。

铁矿：内在驱动减弱，关注环保限产与钢厂高利润博弈。整体来看，铁矿自身驱动已逐渐走弱，而环保限产成为了影响铁矿供需基本面的关键因素，如果政策放松，原料易涨难跌；如果政策持续严格执行，铁矿初期因过剩持续承压，但只要国内外的需求不变，海外增产使得铁矿的供需重回政策不执行的情况，价格也将补涨。从目前的情况来看，二季度环保限产的力度不会超过三月份，铁矿价格在前期受到压制后补涨的概率很大。但从中长期来看，随着碳中和的逐步落实，国内粗钢产能的扩张进入了尾声，铁矿即使再度上涨也将成为强弩之末，中长期来看可能将逐步转入高位震荡的格局并逐步走熊。

焦炭：回归合理利润，高点逐步下移。焦炭产能长期方向趋于过剩，但产量可能有阶段性错配，目前焦炭高利润有所收敛，过度累库后也有减产，随着旺季需求的启动，钢厂、贸易商采购将转为积极，焦化厂将进入去库周期，带动期现价格阶段性反弹。长期看由于高炉受到的政策打压更大，焦炭需求受到抑制后，随着焦炭新增产能的逐步投产，供需趋于过剩，将压制焦炭反弹高度。预计焦炭绝对价格在1800-2600区间波动，高点将逐步下移，总体以反弹抛空的思路对待。

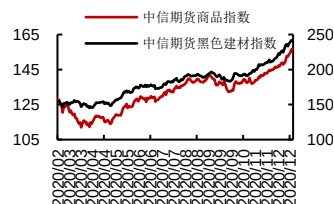
焦煤：供需长期向好，价格驱动向上。国内焦煤产量持续受到安全检查的影响，进口量也持续偏低，主焦煤结构性紧张的矛盾仍然存在。即使考虑到粗钢产量压减政策，在焦炭投产期，焦煤需求也较为平稳，整体来看供应端的减量更大，焦煤价格在二季度可能驱动向上，总体维持回调买入的思路。

硅铁：产地政策驱动，反复震荡式上涨。二季度硅铁真实需求弱稳，供应又受能源管控影响。内蒙减产强化了市场对供应减量的担忧，但宁夏、青海等区域并无政策跟进，3月份以来期现价格均有下跌，期货的基差压力已释放；在需求全面启动后，若产地再出限产政策，硅铁有望重新走强，预计将反复震荡，抵抗式上涨。

硅锰：政策成本双驱动，硅锰价格有支撑。二季度硅锰的关键在于产地能耗政策，碳中和背景下，硅锰供需两端均受影响，供应受到的扰动可能更大；海外钢厂复产，外盘锰矿涨价下，成本端支撑较强。因此硅锰价格将保持相对偏强，若锰矿成本坍塌、产地限产完全解除，硅锰才会进入趋势性下跌，这些因素尚未出现。

风险因素：“碳中和”背景下压减粗钢产量的政策将成为交易的核心逻辑，因此主要关注的风险因素是政策的执行力度，预计终端需求的强度是否弱于预期。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



黑色建材研究团队

研究员：
曾宁
021-60812995
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

辛修令
021-60812973
从业资格证 F3051600
投资咨询号 Z0015754

任恒
021-60812993
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

目录

第一部分 “碳中和”背景下，钢铁行业迎来新变局.....	5
第二部分 不变：复苏延续，需求有望保持正增长.....	6
一、基建：财政偏向积极，基建用钢平稳增长.....	6
二、地产：赶工压力犹在，需求韧性犹存.....	7
三、制造业和出口：出口逐步回落，补库支撑板材需求.....	10
四、钢材总结：二季度再攀高峰，谨防冲高回落.....	11
第三部分 铁矿：环保限产与钢厂高利润博弈.....	12
一、铁矿供应：非主流矿产能不断投产，铁矿供应明显放量.....	12
1、主流矿山：四大矿山基本持稳，发往中国比例逐渐回落.....	13
2、国产矿：生产明显恢复，产量同比增加.....	15
3、非主流矿：进口量跟随价格反弹，后续保持高位运行.....	15
4、铁矿供应小结：非主流矿产能不断投产，铁矿供应明显放量.....	16
二、铁矿需求：终端需求持续释放，环保限产压制铁水.....	17
1、国内铁矿产能持续释放，海外铁水产量明显恢复.....	17
2、“碳中和”政策压制铁水产量.....	17
1、如工信部的政策不执行，相关结果同静态假设。.....	19
2、如工信部政策有效执行.....	19
三、铁矿总结：内在驱动减弱，关注环保限产与钢厂高利润博弈.....	19
第四部分 焦炭：回归合理利润，价格大区间波动.....	20
一、焦炭需求：炼铁产能扩张，碳中和政策压制高炉.....	20
1、环保限产范围扩大，焦炭真实需求受压制.....	20
2、限产下投机需求较少，旺季补库需求阶段性释放.....	20
3、焦炭出口端：国外钢铁产能恢复，焦炭出口量增多.....	21
二、焦炭供给：长期供应趋于过剩，可能有阶段性错配.....	22
1、新增产能释放，长期供应趋于过剩.....	22
2、环保问题依然存在，供给端政策风险需警惕.....	22
3、进口：海外钢铁产量增加，焦炭进口量减少.....	22
三、焦炭市场展望：回归合理利润，价格重心趋于下移.....	23
1、供需总结：长期供需趋于过剩，旺季可能有错配.....	23
2、市场展望：回归合理利润，价格重心趋于下移.....	23
第五部分 焦煤：供需维持紧平衡，价格驱动向上.....	24
一、焦煤需求：二季度需求维持高位，长期需求趋势减少.....	24
1、国内需求：焦化产能利多短期需求，长期需求趋于减少.....	24
2、海外需求：海外钢材产量恢复，国际焦煤需求好转.....	25
二、焦煤供给：政策端有风险，供应总体紧平衡.....	25
1、国内：煤矿产能平稳，政策影响产能释放节奏.....	25
2、进口：进口政策调控，总体进口量减少.....	26

三、焦煤市场展望：供需维持紧平衡，价格驱动向上.....	27
1、供需总结：供应减量，实现供需再平衡.....	27
2、市场展望：长期供需紧平衡，价格驱动向上.....	27
第六部分 铁合金：产地政策驱动，反复震荡上涨.....	28
一、硅铁：产地政策驱动，反复震荡式上涨.....	28
1、硅铁需求：需求重点在钢材，总体较为平稳.....	28
2、硅铁供应：供给政策偏紧，供应量或有收缩.....	30
3、硅铁展望：政策驱动持续，硅铁有望重新走强.....	30
二、硅锰：政策成本双驱动，硅锰价格有支撑.....	31
1、硅锰需求：限产或成常态，硅锰需求弱稳.....	31
2、硅锰供应：受产地政策影响，总体紧平衡.....	32
3、硅锰成本：海外钢厂需求复苏，锰矿价格保持高位.....	33
4、硅锰市场展望：政策成本双驱动，硅锰价格有支撑.....	33
免责声明.....	35

2017-2018 年在供给侧改革的红利下，钢铁行业经历了持续的高利润，刺激了钢铁行业真实产能的大幅扩张，随着在 2018 年四季度环保限产的放开，粗钢产量开始大幅增长，推动原料价格大幅上涨，而钢材利润持续受到原料价格上涨的压缩。过去两年，粗钢产能扩张背景下，成本的上升成为了市场的主逻辑。

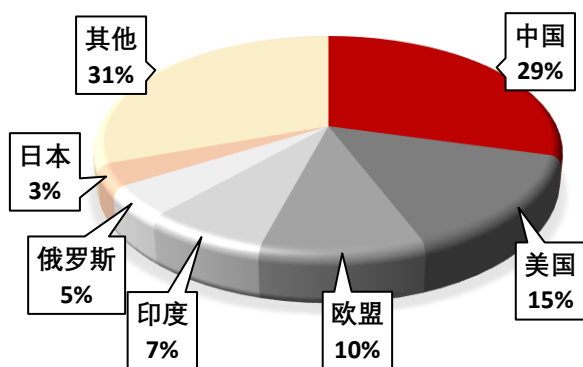
但随着碳中和的提出，黑色金属市场迎来了新一轮的逻辑切换。在“碳达峰、碳中和”的长期大战略下，工信部“粗钢产量同比下降”的政策成为了影响黑色金属的主要逻辑。“碳中和”被视为供给侧改革的 2.0 版本，我们认为“碳中和”战略有望长期改变钢铁企业的供给格局，钢铁行业的产能峰值将现。由此，钢铁行业受到原料挤压利润的格局将被改变，而原料的供给将进入扩张周期。随着政策东风的渐起，黑色金属中的成材和原料也将攻守易型，过去两年受到压制的钢材将成为强势的品种，而原料将成为产业链中的弱势品种。

在钢铁行业迎来新的发展格局、黑色产业链迎来逻辑转换之际，我们力求立足于“碳中和”的大背景，通过对限产政策实际影响的模拟，推演新的供需平衡，全方位探讨在新的供需格局中各个品种的运行方向，并对黑色金属整体走势进行系统性展望。

第一部分 “碳中和”背景下，钢铁行业迎来新变局

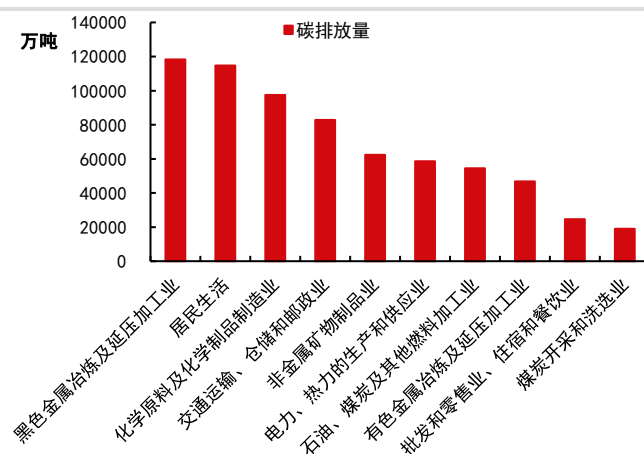
我国年二氧化碳排放量将近 100 亿吨，相当于美国的 2 倍、欧盟的 3 倍。在应对全球变暖这一关乎全人类命运的重大课题下，我国作为负责任大国理应有所担当。国家领导人于 2020 年 9 月七十五届联大提出我国要力争 2030 年实现碳达峰、2060 年实现碳中和。参考发达国家经验，从碳达峰到碳中和普遍需要 50-70 年时间，我国的目标时间紧任务重，更需要各环节的严格落实。

图 1： 中国碳排放占全球比重近 29%



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 2： 各行业碳排放总量概览



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

钢铁行业及上下游产业链碳排放量占比排放总量比例将近 1/5，因此在“碳中和”的大背景下，钢铁行业进行碳减排首当其冲。从中长期视角考量，随着“碳中和”相关政策的不断落地和持续深入，对钢铁行业的利润格局和生产结构均将

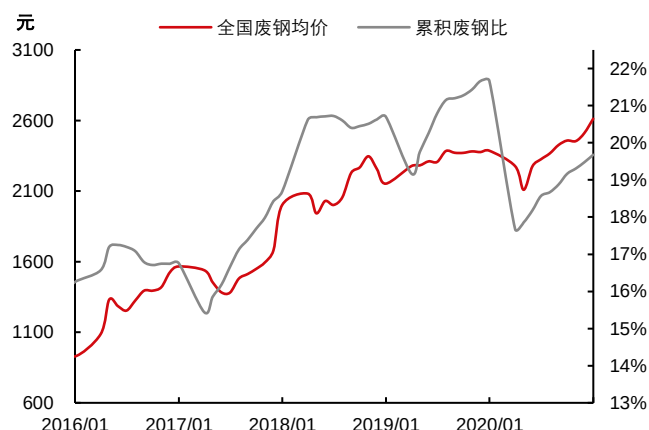
产生深远影响。一方面，粗钢供给将持续受限，原料需求也将受到挤压，钢企的利润中枢有望长期上移。另一方面，钢铁生产结构也会有所调整。工信部《关于推动钢铁行业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》提出，“到 2025 年，电炉钢产量占粗钢总产量比例提升至 15%以上，力争达到 20%；废钢比达到 30%”，可见从碳减排的角度来看，主要受限的将是高炉炼铁以及与之相匹配的炼焦、烧结等环节，长远看有利于废钢比的提升。

图 3： 炼钢利润快速上行



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 4： 累积废钢比逐步回升



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

从年度视角来看，我们需要更加关注政策的落地节奏和实际执行情况。去年年底，工信部提出“确保 2021 年粗钢产量相较于 2020 年同比下降”，奠定了对供给端进行压缩的基调；3 月以来，唐山限产力度不断加强、时间拉长至全年，且环保限产也有逐步蔓延至华东、西北等钢材或炼钢原料主产区的趋势。碳中和背景下，愈演愈烈的环保限产也在不断强化工信部政策落地的预期，盘面已经率先反应，后续走势需要现实的进一步配合。因此我们在尝试在这一背景下，对黑色金属新的供需平衡格局进行构建。

第二部分 不变：复苏延续，需求有望保持正增长

一、基建：财政偏向积极，基建用钢平稳增长

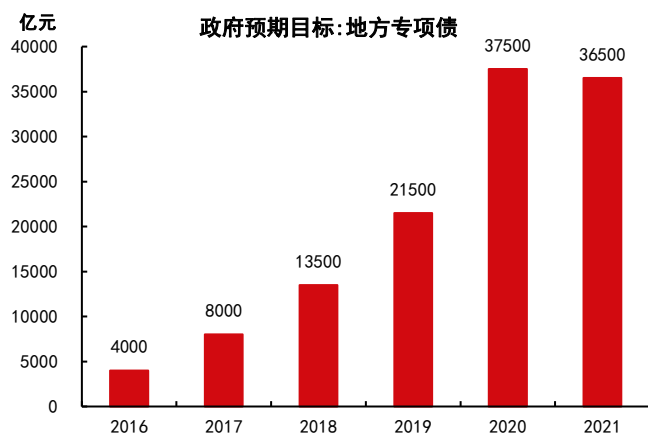
基建作为一项逆周期调节手段，在疫情的冲击已经基本缓解、经济处于向上修复阶段的过程中，对其投资增速不宜过于乐观。但在财政偏向积极、去年新增在建工程逐步过渡到用钢阶段的背景下，基建端用钢需求仍有正向增量。

一方面，从最新政策来看，“两会”政府工作报告仍然要求“保持宏观杠杆率稳定”，政策面急转弯风险不大，同时从计划财政赤字率 3.2%、地方政府专项债 3.65 万亿的发行计划来看，财政政策仍然偏向积极。另一方面，一般而言基建项目要经历 2-4 年的施工周期，通常从项目开工到进入用钢阶段有半年左右的时间间隔。去年疫情初期基建项目申报量大幅增长，从主流基建公司的订单来看，

全年增长达 22%，因此目前已经开工在建的基建项目相对较为充裕，在资金配合到位的情况下，在建工程有望迅速释放用钢需求。

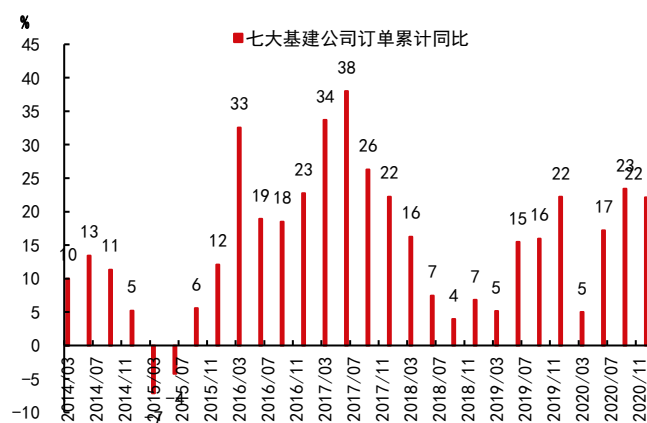
2021 年财政安排的 3.65 万亿地方政府专项债截至 3 月 26 日仅发行 264 亿元，参考往年专项债融资节奏，预计今年的专项债将于 4-10 月集中发放，且政府工作报告中明确今年的专项债将重点投向在建工程，有利于基建端用钢需求的快速释放。同时需注意，今年对于专项债使用明显淡化了其作为撬动杠杆的资本金作用，而重点强调优先支持在建工程以及生态环保、社会保障事业等民生领域，因此其对于基建投资增速的拉动作用也不宜过分高估。整体来看，我们预计基建端用钢需求将保持 3-5% 的温和增长，且在逆周期调节作用淡化后，基建端用钢需求的弹性将有所下降。

图 5： 地方政府专项债目标超预期



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 6： 基建新增订单



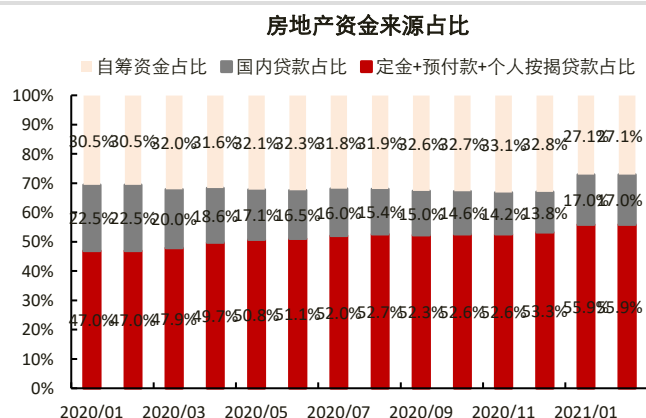
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

二、地产：赶工压力犹在，需求韧性犹存

地产政策“稳”字当头。去年 8 月，针对地产企业提出融资“三道红线”，划分“三线四档”进行管理；去年 12 月，发布银行放贷集中管理制度，对不同类别银行个人住房贷款占比上限提出要求。为了防范地产市场过热风险，监管部门通过降企业杠杆打压资金需求，又通过约束银行放贷限制资金供给，供需两端夹击下，房企融资受到明显压制。

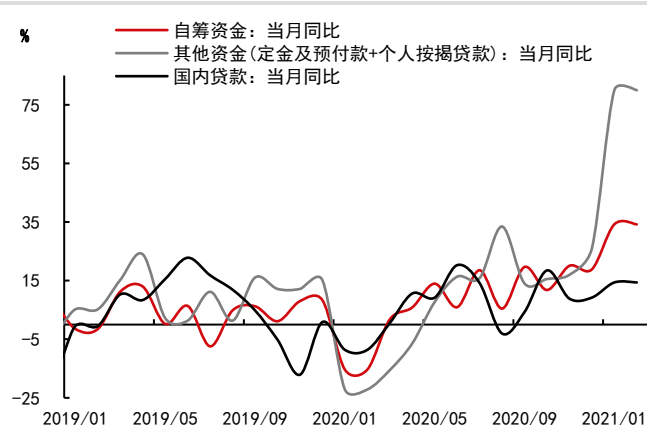
从地产企业的应对策略来看，房企更加依赖销售回款，地产开发资金来源中，销售回款占比从去年年初的 47% 逐步扩张至目前的 55.9%。同时，疫情后的货币宽松对地产销售的正向驱动仍在延续，今年 1-2 月销售面积同比 2019 年增长 23.1%，说明地产自身需求仍有较强韧性，有利于快速回款，为企业的赶工行为提供资金支持。

图 7： 房企更加依赖销售回款



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 8： 地产销售回款增速大幅超过其他资金来源

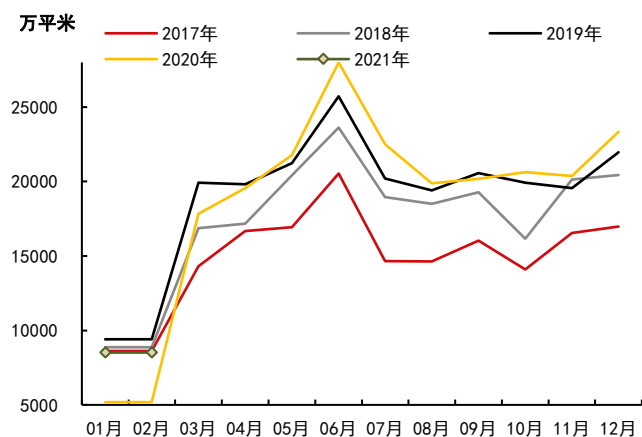


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

要维持较高的销售增速，一方面要有与之相匹配的推盘策略，另一方面也敦促地产企业对新开工的土地加快赶工，以达到预售标准。因此去年下半年以来，新开工在较高基数的情况下仍保持了一定正向增长，考虑到新开工之后半年的地下施工阶段用钢强度较高，因此预计新开工后的赶工行为对今年上半年的建筑业用钢需求仍有较强支撑。今年 1-2 月新开工同比 2019 年有小幅负增长，我们认为可能与房企优先保障受疫情影响的停缓建工程的复工有关，预计随着资金逐步到位，上半年新开工增速有望进一步恢复，存量土地赶开工对地产用钢需求的支撑有望延续。

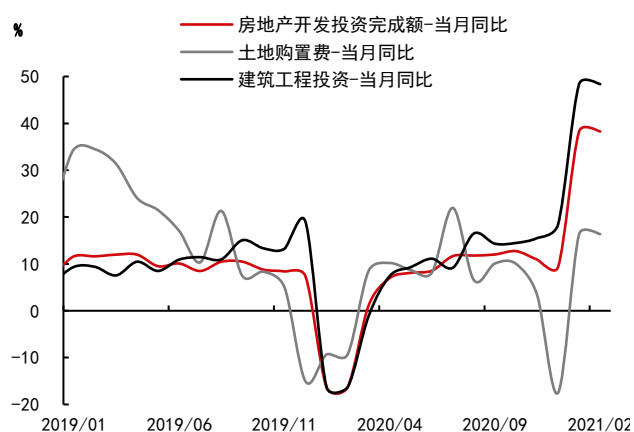
在融资受限以及期房面临到期交付的双重压力下，建筑工程投资增速高企，说明有限的资金也在向存量施工阶段倾斜，赶施工、赶交付为地产端用钢需求韧性延续提供了重要保障。一般而言，从期房销售到竣工交付有 30 个月左右的时间传导，从 2016 年开启的期房销售高峰累积的交付压力将长期存在，在可以预见的时间内，存量施工的赶交付行为对地产端用钢需求的支撑有较好的延续性。同时，受疫情影响而停缓建的工程加紧复工将进一步推升施工阶段的赶工强度，而“三道红线”带来的去杠杆压力也要求房企加快在建工程的竣工结算、确认收益，存量施工向竣工转化速度加快也将成为地产用钢需求稳定的基础。

图 9： 去年下半年以来新开工保持正增长



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 10： 建筑工程投资增速高企

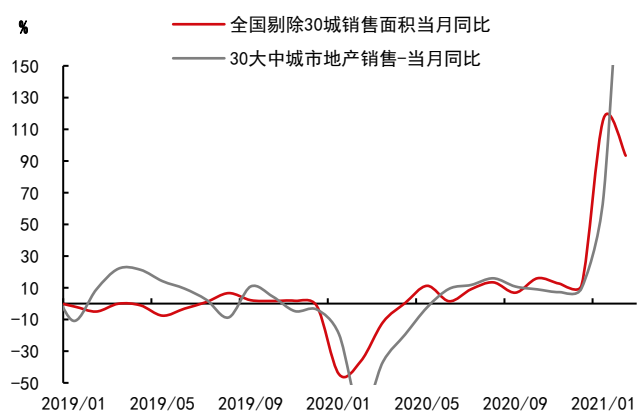


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

地产端用钢需求面临的主要风险主要来自于房企拿地的持续下行以及对于销售高增速持续性的担忧。从地产前端来看，在控制负债的压力下，房企拿地更为谨慎，去年8月之后百城成交土地面积增速持续回落，土地成交领先实际支付一年左右，因此未来土地购置费对地产投资的拖累尚未显现。但从时间传导来看，当前新开工更多依赖前几年高周转期的库存土地，房企拿地持续回落可能会在三季度之后逐步影响新开工的增速。地产销售目前仍处于高景气状态，较高的销售增长为地产各环节的施工提供了有力的资金支持。但这也构成了远期的隐忧，随着货币政策逐步回归常态，一旦销售出现趋势性回落，在国内贷款和自筹资金均受限的情况下，赶工强度将会受到资金的拖累。

整体来看，我们认为地产韧性犹存，赶工压力将有力支撑上半年的用钢需求。虽然远期新开工可能会受到拿地走弱的拖累，但一方面开工后的半年用钢强度有延续性，另一方面大量的存量施工面积会降低用钢需求的回落斜率。考虑到去年一季度受到疫情扰动新开工基数较低，我们预计地产端用钢需求全年大概率保持正增长，中性预估 2%左右。

图 11： 地产销售高景气持续



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 12： 拿地增速持续回落或拖累新开工增速



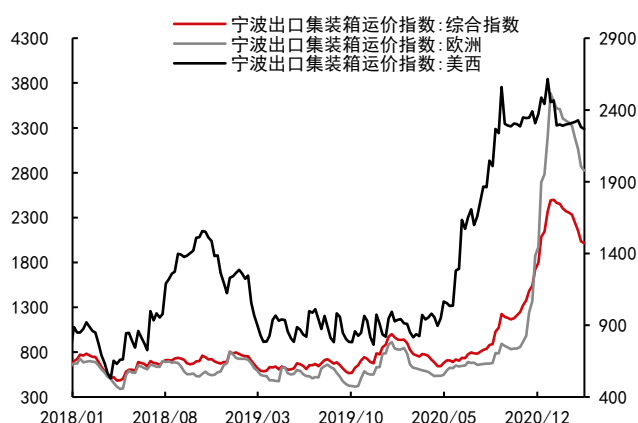
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

三、制造业和出口：出口逐步回落，补库支撑板材需求

国内的制造业与出口关联紧密，且两者均为板材的主要需求领域，因此我们把出口和制造业的需求合并分析。

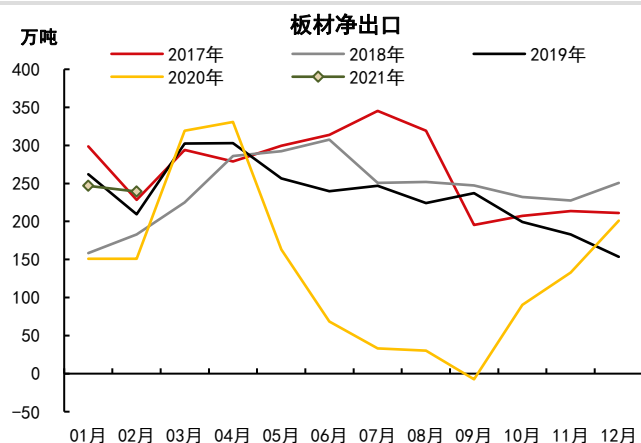
去年4月以来，海外供应链在疫情下受损，而需求则受到财政刺激支撑，由此产生的供需缺口部分转移至中国，因此我国出口持续强于预期。去年10月之后，随着海外制造业逐步复苏而上游原料生产相对滞后，海外工业企业补原料库存的需求强烈，进一步带动中国板材的直接出口，直接出口与间接出口共振，大幅推升了板材需求。进入2021年，板材直接出口已经恢复至疫情前年份的正常水平；但随着海外制造业恢复以及新的产能扩张，间接出口有回落隐忧，虽然2月出口增速高达155%，但我们认为出口高增速主要得益于基数效应以及在手订单的支撑，而PMI新订单和新出口订单均出现回落，主要航线的集装箱运价指数也均出现了见顶回落，我们预计间接出口的强度后期将有所减弱。

图 13： 集装箱运价指数见顶回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

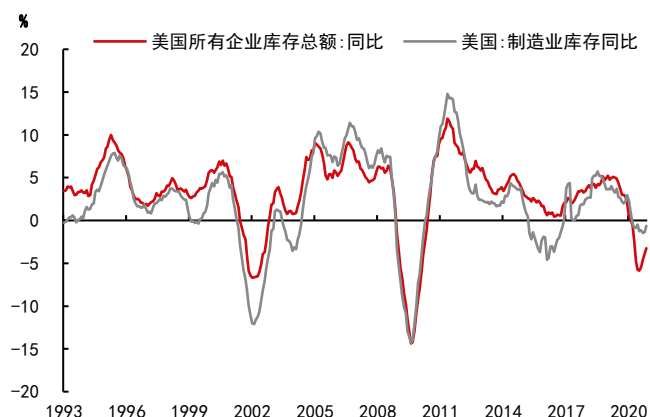
图 14： 板材直接出口恢复正常水平



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

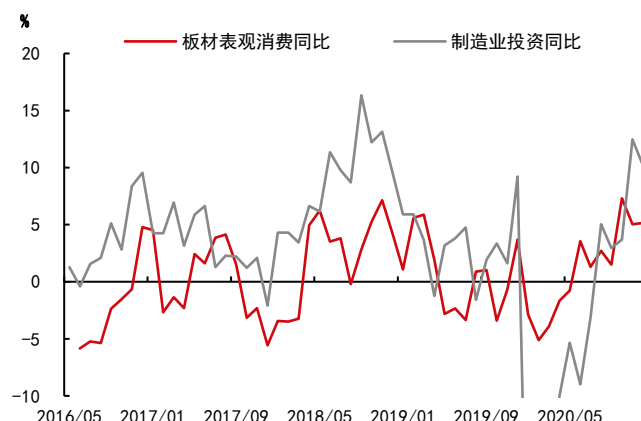
虽然出口端有边际转弱预期，但海外的持续补库仍将为板材需求带来增量。从库存周期的运行阶段来看，以美国为代表的发达国家制造业库存仍处于低位回升阶段，但新增订单已经连续几个月回升，在今年海外经济整体向上修复的背景下，预计补库动力将得以延续，从而提振全球定价的品种，用于制造业出口的板材价格将受到支撑。从国内来看，制造业仍处于恢复阶段，补库需求未尽；同时中长期贷款连续保持较高增速，随着企业盈利的改善，制造业投资有望继续走强。在海内外需求共振的背景下，预计板材需求仍将较为旺盛，考虑到去年一季度的低基数缺口，我们中性估计制造业和出口全年用钢需求增速将达到8%左右。

图 15: 美国库存周期处于底部回升阶段



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 16: 板材表观消费与制造业投资



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

四、钢材总结：二季度再攀高峰，谨防冲高回落

基于前述假设，我们按照三大主要行业对今年国内的粗钢需求进行加权计算，粗略估计总需求将取得 4% 左右的正增长。如果工信部要求粗钢产量同比下降的政策严格执行，即使粗钢产量同比零增长，粗钢也存在 4000 万吨的供需缺口，钢价重心将趋于上行。从全年来看，政策压减的产量仍然是未知数，但我们认为粗钢的供给受到抑制将是大势所趋。

供给决定弹性，需求决定方向，总体来看，我们认为从国内外的需求来看，二季度总体仍然是趋于向上。从国内来看，我们认为上半年地产和基建需求将比较稳定，制造业和出口需求将维持较强；从海外来看，随着疫情的好转，欧美经济将继续复苏，海外主动补库周期将持续提振板材需求。总体来看，二季度国内外需求将共振向上，将驱动钢价攀登新的高峰，这个逻辑和我们在去年底的年报《登高望四方，但见山与河》中的结论一致。

但二季度钢价再攀高峰之后可能冲高回落，一方面是地产端用钢需求在下半年可能边际转弱，国内外的补库周期可能在年中达到高点，二季度需求可能到达高点；另外一方面，原料的供给在下半年可能进一步释放，成本端存在大幅下行风险。

我们将在接下来的章节中重构政策落地假设下的黑色金属供需平衡，并对各品种的价格走势进行动态推演。

第三部分 铁矿：环保限产与钢厂高利润博弈

一、铁矿供应：非主流矿产能不断投产，铁矿供应明显放量

2021 年四大矿山增产约 3700 万吨，其中主要以淡水河谷恢复产能为主，澳洲三大矿山发运则保持稳中有增的节奏。

非主流矿山中，第一种情况以英美资源、CSN、Cliffs 等为代表，2020 年遭受了疫情或暴雨的影响，铁矿业务受限，预计 2021 年排除干扰后，大约能提供 1500 万吨的产量增量；第二种情况以印度、塞拉利昂及澳大利亚等国非主流矿为代表，多为 2014 年之前因为矿价低迷而关停的老矿，由于铁矿石价格已持续拉升至高位，也刺激了这些老矿区纷纷投产。2021 年将是非主流矿百花齐放的一年，预计将至少提供约 6000 万吨的铁矿供应增量。

此外，我国国产矿受制于资源、环保等因素影响，产能增加有限，预计今年主要填补今年因为疫情而带来的缺口，产量增加约 800 万吨。

综上，2021 年全年预计铁矿供给增量约 10500 万吨，若铁矿价格仍能保持当前水平持续运行，将会有越来越多的非主流矿产能投产。

图 17：2021 年铁矿供应预估

国家	矿山	产量（万吨）			原因
		2020	2021	增量	
澳大利亚	力拓	33100	33450	450	新财年目标预计恢复至 3.25-3.4 亿吨
澳大利亚	必和必拓	28450	28600	150	新财年目标预计提升至 2.9 亿吨
澳大利亚	FMG	17750	17750	0	新财年目标预计维持在 1.75-1.80 亿吨
巴西	淡水河谷（Samarco）	30250	33325	3100	新财年目标 3.15-3.35 亿吨
澳大利亚	罗伊山	6000	6000	0	产能不变
澳大利亚	MRL	1653	2253	600	产能扩张
澳大利亚	Roper Bar & Frances Creek	20	270	250	高价刺激
巴西	托克	1650	1750	100	消除暴雨影响
巴西	CSN	2650	3120	470	消除暴雨影响
巴西、南非	英美资源	6050	6550	500	消除疫情影响
乌克兰	Ferrexpo	1125	1200	75	原计划
美国	Cliffs	1787	1937	150	消除疫情影响
印度	总出口			1000	高价刺激
中国	总产量	28300	29100	800	消除疫情影响及产能提升
	其他非主流			2900	高价刺激
	合计			10545	

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

1、主流矿山：四大矿山基本持稳，发往中国比例逐渐回落

淡水河谷 2020 年的生产运营情况并没有改善多少，虽然有部分矿区复产增产，但 Brucutu 等矿区运营不及预期以及新冠疫情的影响，使其全年完成铁矿产量仅 3 亿吨，基本与 2019 年持平。

2021 年淡水河谷产能预计将增加至 3.5 亿吨，但新的财年目标仅为 3.15-3.35 亿吨，产量仅增加约 1250-3250 万吨，若把 Samarco 考虑在内，则预计增加产量约 2075-4075 万吨。

根据图表，由于淡水河谷主要矿区集中在 2021 年年中复产，预计其产量释放也将集中在下半年，大约占全年增产的 66%。

图 18： 淡水河谷矿区现状

矿区	年报预期	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
S11D	2021 年有望持续增产	112	119	131	139	500
Serra Norte and Serra Leste	已于 2020 年 11 月复产，2021 年将不断提升产能	101	107	118	125	450
Vargem Grande Complex	2021Q2 提升至 3600 万吨，Q3 提升至 5300 万吨	104	237	392	472	1206
Fabrica	2020Q4 复产 200 万吨，2021Q2 再提升 400 万吨	45	95	157	167	463
Brucutu	2021Q4 提升 1700 万吨	0	0	0	311	311
Timbopeba	2021Q1 提升 700 万吨	89	230	183	194	696
Fazendão	正常生产	0	73	37	0	110
Itabira	尾矿处理限制产能，2021 年产量将有所下滑	-201	-214	-135	-250	-800
潜在影响		-112	-119	-131	-139	-500
合计		138	528	752	1020	2438

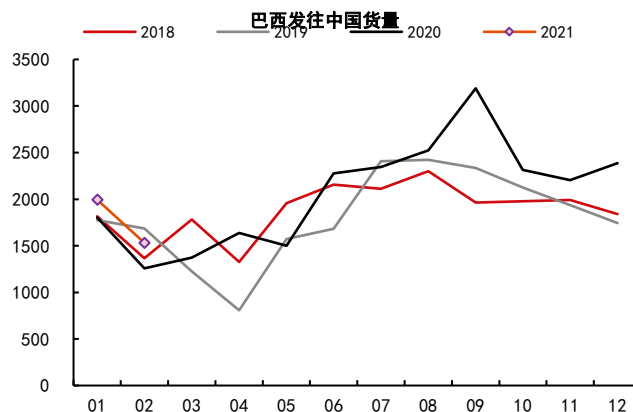
数据来源：公司公告 中信期货研究部

一季度淡水河谷发运明显较前两年平稳，基本维持小幅区间波动，总发运量同比也有所增加，预计二季度发往中国同比增加 835 万吨。

此外，尽管海外国家疫情尚未完全消退，但经济仍在持续复苏当中，海外铁水产量也基本恢复至往年正常水平，巴西发往中国比例开始回落。

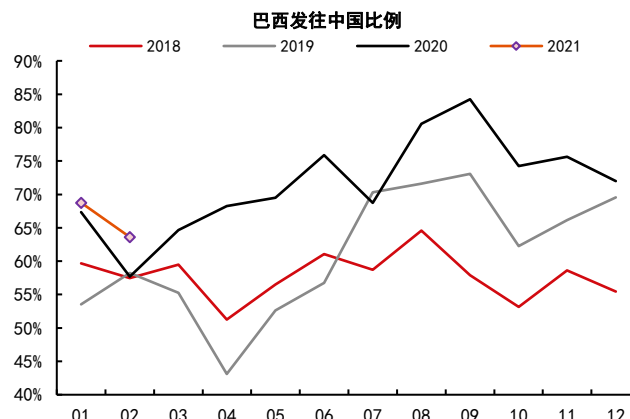
2 月份巴西发往中国比例为 63.3%，虽然同比仍居于高位，但主要是由于淡水河谷发往混矿点马来西亚减少所致，而巴西发往东南亚、欧洲等地的比例仍在增长，预计后期巴西发往中国比例将介于 2019 与 2020 年之间的水平。

图 19: 巴西发往中国货量



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 20: 巴西发往中国比例



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

澳洲方面, 三大矿山发运均较为平稳。必和必拓由于上半财年发运较多, 且一季度仍受到 Mining Area C 维修计划的影响, 高基数效应下发运同比并未有明显增量, 且预计二季度发运同比仍难有增量。FMG 同理, 一季度发运并未有明显增量, 二季度也将保持这一情况, 此外, FMG 将其财年目标由 1.75-1.8 亿吨上调至 1.78-1.82 亿吨, 基本符合预期。力拓由于去年遭受热带气旋的影响发运较低, 尽管今年 3 月中旬有小型火灾短暂影响了其运营, 但在低基数效应下一季度同比增量仍较为明显, 预计二季度发运仍将保持稳中有增。二季度必和必拓发运同比将有所下行, 预计同比下降 368 万吨, 而力拓和 FMG 二季度发运同比均有增加, 分别增加 94 和 150 万吨。

综上, 四大矿山二季度发运预计环比增加 3749 万吨, 同比增加约 711 万吨, 但由于海外经济的复苏, 发往海外比例有所提高, 预计四大矿山发往中国同比将下滑 344 万吨。

图 21: 四大矿山二季度供应预估

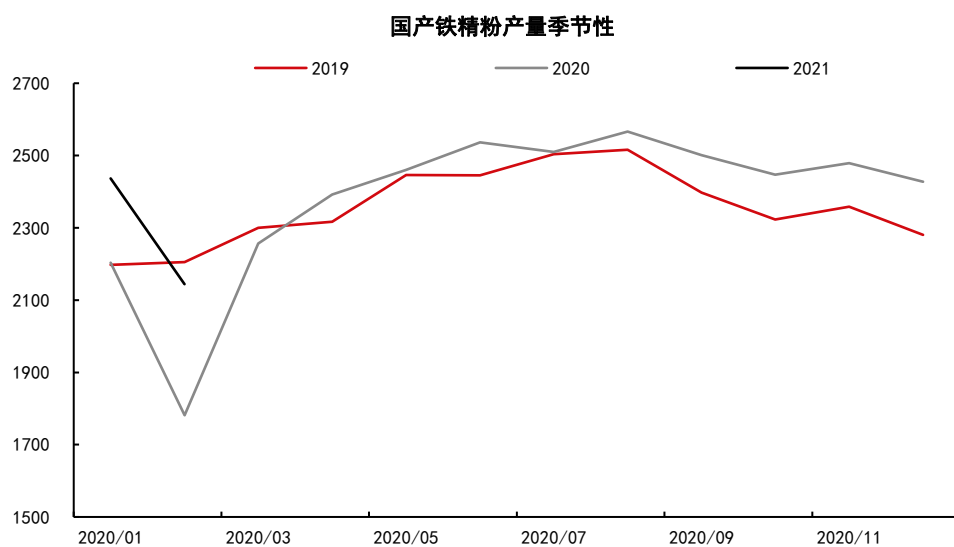
单位: 万吨	2021Q2	2021Q1 预估	环比	2020Q2	同比	预计发至中国同比	财年目标
力拓	8762	7500	1262	8668	94	-200	2021 年运量目标
皮尔巴拉							3.25-3.4 亿吨
必和必拓	7337	6750	587	7705	-368	-400	2021 财年产量目标
							2.73-2.86 亿吨
FMG 发	4880	4050	830	4730	150	46	2021 财年运量目标
							1.78-1.82 亿吨
淡水河谷	7595	6525	1070	6760	835	210	2021 年产量目标
							3.15-3.35 亿吨
合计	28574	24825	3749	27863	711	-344	

数据来源: 公司公告 中信期货研究部

2、国产矿：生产明显恢复，产量同比增加

根据钢联数据，2021 年 1-2 月份全国 332 家矿山企业国产铁精粉累计产量 4338 万吨，累计同比增加 564 万吨，同比增加不到 15%。当前国产矿生产已完全恢复，在去年低基数效应下增量较为明显。分地区来看，今年铁精粉增量主要来自于华中与华南地区。

图 22：332 家样本国产矿山铁精粉产量季节性（万吨）



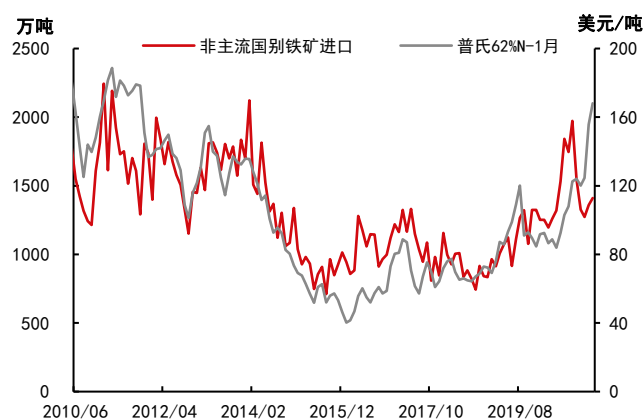
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

3、非主流矿：进口量跟随价格反弹，后续保持高位运行

非主流矿进口大部分时候与普氏价格成正比，今年铁矿价格继续走高，非主流矿进口也一直在增加，1-2 月份非主流矿进口同比增加 270 多万吨，且主要集中在印度、乌克兰等国，加拿大和智利矿进口到中国的量均保持在历史高位。此外，澳巴等地非主流矿也有明显提升，且大都是 2014 年因矿价低迷而关停的老矿区。

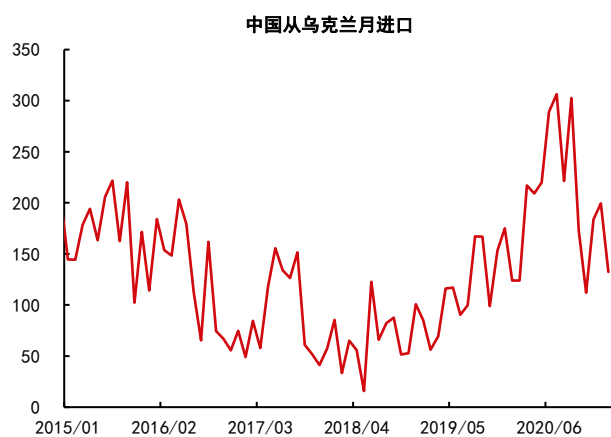
由于当前铁矿价格持续在 150 美金以上高位震荡，预计后续非主流铁矿进口同比也将保持高位。

图 23： 非主流国别铁矿进口与普氏价格



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 25： 乌克兰铁矿进口



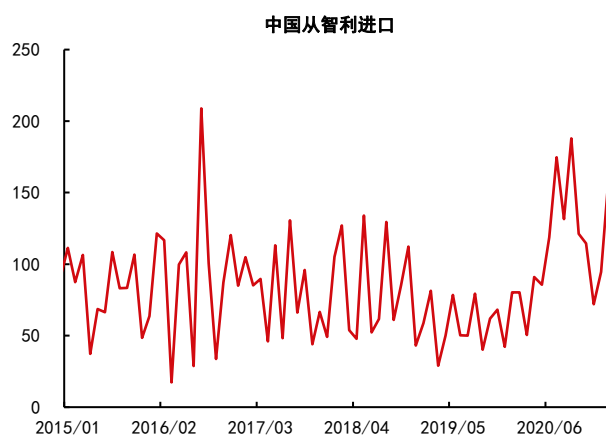
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 24： 印度铁矿进口与普氏价格



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 26： 智利铁矿进口



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

4、铁矿供应小结：非主流矿产能不断投产，铁矿供应明显放量

2021 年四大矿山主要以淡水河谷恢复产能为主，澳洲三大矿山整体保持稳中有增，而且由于海外经济的持续恢复，主流矿山发往中国的比例有所回落，这也将二季度的四大矿山发运中有所体现。

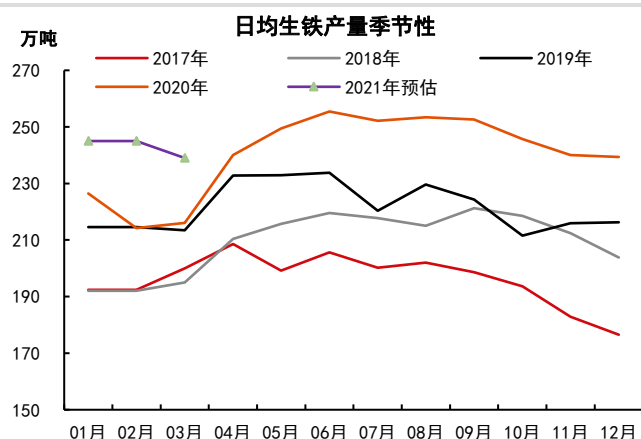
而今年铁矿总供应增量主要来自于非主流矿。一方面暴雨或疫情影响的减弱使得非主流矿受损产能开始恢复，另一方面高利润的刺激使得很多老矿区重新投产，而且在较高的贸易利润下，也刺激了以印度为代表的非主流矿大量涌入中国，因此，在非主流矿的推动下，铁矿供应较往年已经明显放量。

二、铁矿需求：终端需求持续释放，环保限产压制铁水

1、国内铁矿产能持续释放，海外铁水产量明显恢复

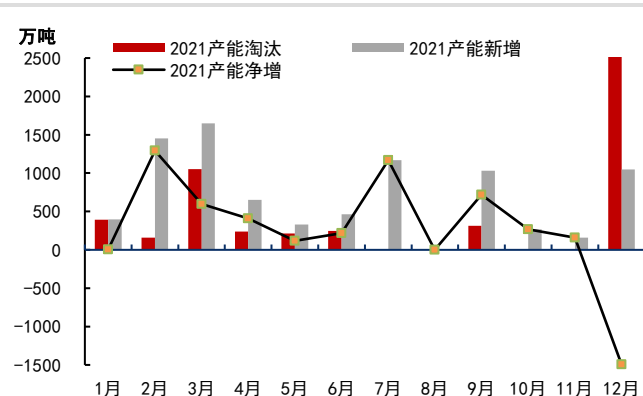
新增产能投放以及存量产能技术进步，使得我国的生铁产能不断扩张，且今年国内需求强劲复苏，成材利润扩张，若没有环保限产政策，预计 2021 年国内铁水产量将增加约 2000 万吨，折合铁矿需求约 3350 万吨。

图 27： 日均铁水产量季节性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

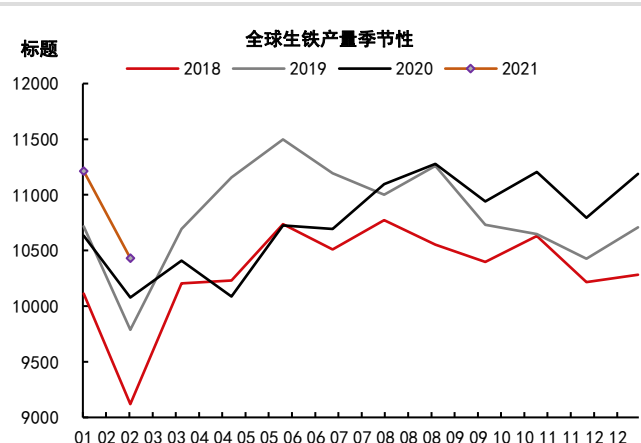
图 28： 国内高炉淘汰新增情况



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

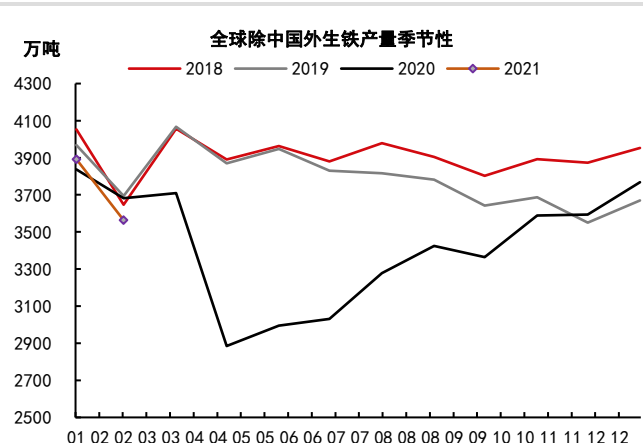
海外经济复苏势头强劲，铁水产量已恢复至往年正常水平，我们 2021 年预计铁水增量 4400 万吨（2020 年下降约 4400 万吨），折合铁矿需求约 7050 万吨。整体来看，全球生铁增量 6400 万，折合铁矿需求增加 10400 万吨，

图 29： 全球生铁产量季节性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 30： 全球除中国外生铁产量季节性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、“碳中和”政策压制铁水产量

2020 年 9 月七十五届联大，我国提出力争于 2030 年碳达峰、2060 年碳中和。钢铁业炼行业是碳排放最高的行业，压低碳排放首当其冲受到影响，工信部已经

4 次提到要压减粗钢产量，而当前最能直接体现“碳中和”政策的就是唐山地区环保限产。

3 月 2 日晚间《唐山市 3 月份大气污染综合治理攻坚月方案》公布；

3 月 11 日，生态环境部部长暗访唐山市，发现部分企业存在重污染天气应急响应期间未落实相应减排要求、生产记录造假等问题，对 4 家企业绩效评级全部降为 D 级，暂扣排污许可证，唐山环保升级，部分企业减产整顿。

3 月 19 日，唐山发布新的限产减排措施草案，除首钢京唐、首钢迁安外，7 家企业 3 月 20 日-6 月 30 日执行 50%限产，7 月 1 日-12 月 31 日执行 30%限产，其余 16 家企业 3 月 20 日-12 月 31 日执行 30%限产，预计影响全年铁水产量 3555 万吨，与 2020 年实际产量比，同比下降幅度约 2000 万吨。

由此可见，“碳中和”政策在我国势在必行，也将持续压制我国的铁水产量，因此我们假设了几种情况来判断“碳中和”政策对铁矿石供需基本面的影响。

静态假设：不考虑进出口对钢材供需的调节

如果工信部要求今年粗钢产量同比下降的政策未有效执行，则国内铁元素基本可以维持供需平衡。但随着外部经济复苏，海外粗钢和铁元素有需求增量，在成本支撑增强叠加终端需求带动下，钢价中枢将继续上移，直至海外需求增量出现边际转弱。

对于铁矿而言，2021 年全球铁矿供给增加约 10500 万吨，海外铁矿需求增加 7050 万吨（按照 4400 万吨的铁水产量恢复假设），若多余铁矿运往中国，则国内铁矿总供给增加约 3450 万吨，而国内需求将增加约 3350 万吨，国内供需差为 100 万吨，基本持平。所以，如果没有政策干扰，铁矿今年基本维持供需平衡状态。

图 31：国内铁矿供需平衡预估—政策放松：铁水产量增 2000 万吨

项目	海外需求增量	全球铁矿供给增量	国内供给增量	国内需求增量	国内供需差
铁矿供需平衡测算	7050	10500	3450	3350	100

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

如果政策有效执行，假设 2021 年粗钢产量同比持平，因我们对今年粗钢需求预估增加 4000 万吨，则供需之间存在巨大缺口，钢材利润将大幅上升，另一方面原料端将出现过剩，废钢和铁水均将受到打压，碳中和背景下铁水产量下降更多：若国内铁水产量同比持平，2021 年铁矿供需过剩 3450 万吨；若国内铁水产量同比下滑 1000 万吨，则国内铁矿需求同比下滑 1670 万吨，铁矿过剩 5120 万吨；若国内铁水产量同比下滑 2000 万吨，则国内铁矿需求同比下滑 3350 万吨，铁矿过剩 6800 万吨。因此，若“碳中和”政策 2021 年严格执行，铁矿石将面临严重的过剩格局。

图 32：国内铁矿供需平衡预估—政策有效执行，铁水产量下降

项目	海外需求增量	全球铁矿供给增量	国内供给增量	国内铁水增量	国内需求增量	国内供需差
铁矿供需平衡测算	7050	10500	3450	0	0	3450
				-1000	-1670	5120
				-2000	-3350	6800

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

动态假设：考虑进出口对钢材供需的调节

1、如工信部的政策不执行，相关结果同静态假设。

2、如工信部政策有效执行

2020 年，我国钢材总出口量为 5367 万吨，如果 2021 年国内粗钢需求增加，而供应不变，则粗钢将存在巨大的供需缺口。钢材价格将大幅上行，而进口由于海外需求恢复，2021 年难以增加，钢材出口将大幅下降；

若环保限产持续严格，铁矿初期将因铁水产量受限而受到打压，但如果终端需求如我们预期的明显增长，则国内的供需缺口将使得中国钢材出口大幅减少，海外高炉将提产以弥补中国出口减少的供应，从而消化中国过剩的铁矿，价格止跌，因此，铁矿的价格将取决于全球铁元素的需求情况，如果全球粗钢需求保持增长，则铁矿将经历先抑后扬的走势。

三、铁矿总结：内在驱动减弱，关注环保限产与钢厂高利润博弈

整体来看，随着淡水河谷运营的恢复、非主流矿产能跟随高矿价释放，铁矿 2021 年供应明显放量，供需缺口已大幅收窄，港口库存去库不及预期，内在驱动逐渐走弱，难以再有独立行情。

环保限产已成为了当前影响铁矿供需基本面的重要外在因素，如果政策放松，海内外经济继续复苏，粗钢和铁元素有需求增量，原料易涨难跌；如果政策持续严格执行，铁矿初期将因过剩持续承压，但只要全球铁元素需求不变，随着钢价和钢材利润大幅上涨，海外将会增产使得铁矿的供需重回政策不执行的情况，价格也将补涨。从目前的情况来看，二季度环保限产的力度不会超过三月份，铁矿价格在前期受到压制后补涨的概率很大。但从中长期来看，随着碳中和的逐步落实，国内粗钢产能的扩张进入了尾声，铁矿即使再度上涨也将成为强弩之末，中长期来看可能将逐步转入高位震荡的格局并逐步走熊。

第四部分 焦炭：回归合理利润，价格大区间波动

焦炭在经历了 2020 年的大幅上涨，然而在 2021 年一季度，期现价格却出现了“过山车”式的下跌，核心在于碳中和成为黑色市场交易的主逻辑，在唐山环保限产趋严、焦炭产能释放的背景下，焦炭供需转为相对过剩，价格表现相对弱势。展望二季度，我们认为即使焦炭产能方向为长期过剩，但产量未必过剩，超跌后仍有阶段性错配的可能，在此我们予以详细分析：

一、焦炭需求：炼铁产能扩张，碳中和政策压制高炉

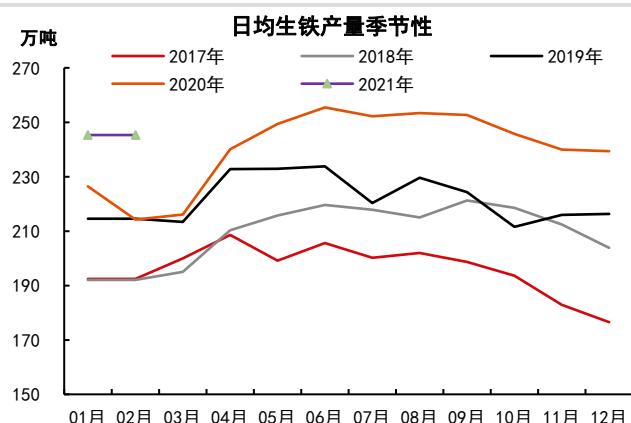
1、环保限产范围扩大，焦炭真实需求受压制

实际上，近几年钢铁行业也处在产能置换期，根据钢联的统计，2021 年将有 3000 万吨以上的高炉产能净增，另外随着高炉技术的进步，实际生产能力普遍高于设计能力，高炉的实际产能是不断增加的。

二季度是终端需求的回升期，若政策端的大幅限产不能持续，高炉的真实产量将有明显回升，铁水日产量也可能回到去年的高点 255 万吨左右。

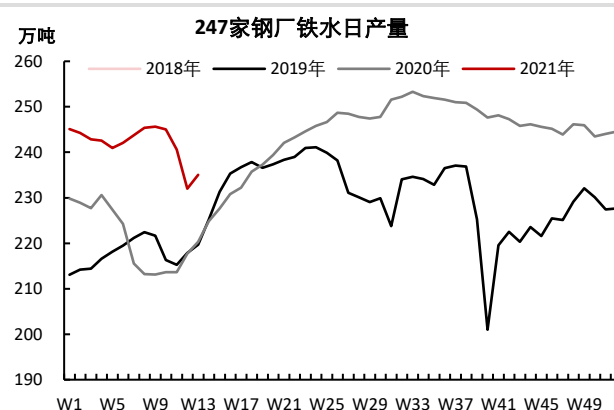
但今年最大的变量在于政策，目前唐山高炉限产严厉，甚至要求全年限产，日均铁水影响量超过 10 万吨，247 家钢厂铁水日产量已降至 235 万吨。从政策导向及各地环保政策来看，若要实现全年粗钢产量下降的目标，在废钢、电炉产量增加的情况下，高炉产量将减少，为了实现这一目标，二季度可能继续执行限产，因此，最大的风险是限产范围扩展至全国，那么焦炭需求将长期受到压制。

图 33： 日均生铁产量季节性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 34： 247 家钢厂铁水日产量



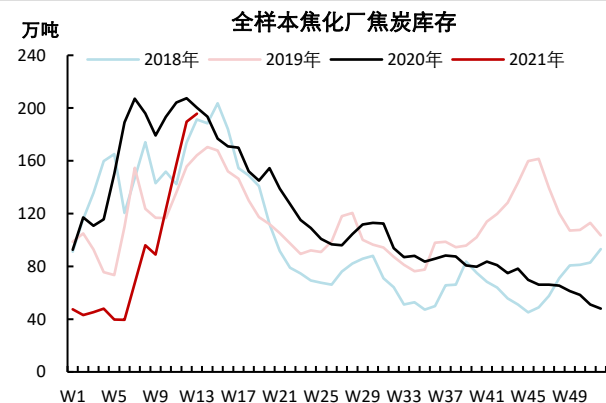
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、限产下投机需求较少，旺季补库需求阶段性释放

一季度，特别是春节过后，是焦炭的季节性累库期，今年 3 月份唐山限产扩大，而焦炭新产量却在不断投放，供需出现错配而导致过剩，焦炭累库的幅度也

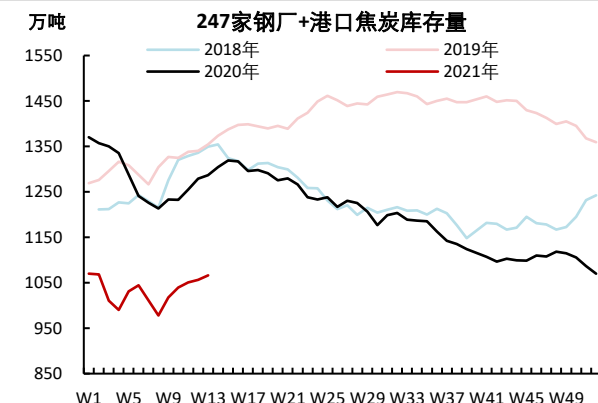
更大，独立焦化厂库存已接近 200 万吨，钢厂也控制到货、贸易商选择观望，阶段性买盘的停滞，放大了焦炭价格的波动。

图 35： 独立焦化厂库存季节性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 36： 247 家钢厂+港口库存季节性



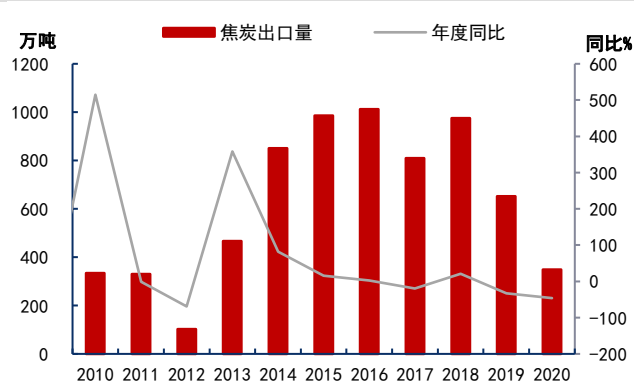
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

二季度来看，旺季需求或如期释放，铁水产量还可能受到限产政策的影响，市场端钢厂的生产意愿较强，对焦炭的控制到货减少，目前钢厂库存、港口贸易商库存均低于往年同期，因此若出现需求、政策端的边际松动，补库需求将阶段性释放，进而带动焦炭价格企稳、甚至反弹。

3、焦炭出口端：国外钢铁产能恢复，焦炭出口量增多

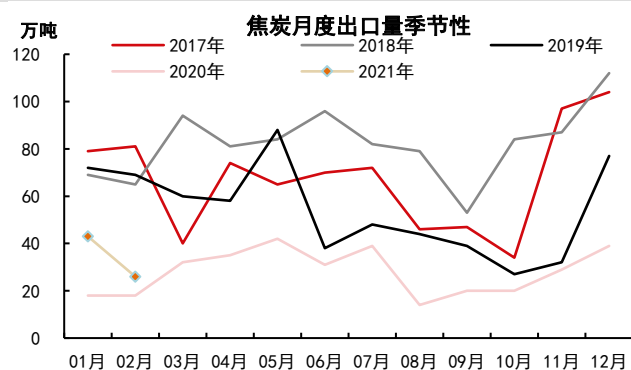
2020 年焦炭累计出口 349 万吨，较去年同期减少 303 万吨。但进入 2021 年，随着海外需求的复苏，海外钢厂提产后，对焦炭原料的需求也在增多，叠加国内碳中和政策导致的焦炭供需宽松，焦炭出口利润转正，东南亚、日本等国订单数量也在增多。1-2 月焦炭出口量达到 69 万吨，预计二季度焦炭出口量继续增加，月度出口量可能在 30 万吨左右。由于出口在总产量中的占比过小，对国内焦炭需求难以形成明显拉动。

图 37： 焦炭年度出口量情况



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 38： 焦炭月度出口量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

二、焦炭供给：长期供应趋于过剩，可能有阶段性错配

1、新增产能释放，长期供应趋于过剩

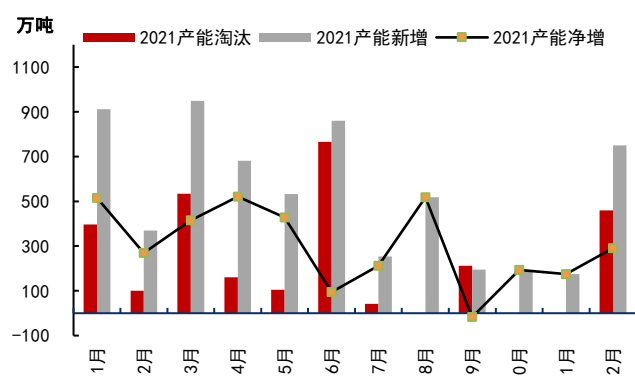
虽然 2020 年去产能的集中执行，导致了焦炭产能的阶段性紧张，但这种供应缺口，长期来看不可持续，原因在于这两年产能置换期，落后产能淘汰后，仍有较多的新产能等待投产，而碳中和压减粗钢产量政策引导下，高炉的产量又受到抑制，因此焦炭产能长期走向过剩的风险并未化解。

根据 mysteel 的统计，2021 年焦炭新增产量约 6500 万吨，产能淘汰约 2700 万吨，产能净回补 3800 万吨，其中二季度产能新增 1200 万吨以上。因此，从生产能力角度看，二季度焦炭产量有 2-3 万吨的提产空间，长期供应趋于过剩。

2、环保问题依然存在，供给端政策风险需警惕

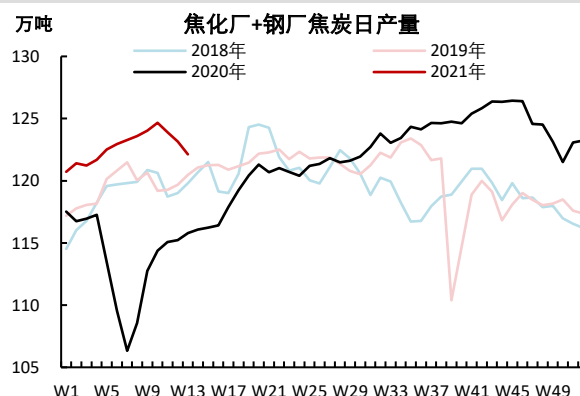
焦化行业虽然不是最大的碳消费主体，但却是碳的主要来源行业，也是污染较重的行业。一方面会受到下游控制粗钢总产量的倒逼影响，另一方面各省也在控制焦化产能的规模，并努力提高环保水平。3 月底山西、内蒙陆续有环保检查的消息出现，另外采暖季结束未能淘汰的 4.3 米焦炉也可能在二季度淘汰，因此不能完全排除二季度焦化行业也出台供给侧政策，改变当前的产能产量阶段性过剩的预期，进而与需求端出现共振，出现阶段性的供需错配。

图 39： 2021 年焦炭产能变化



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 40： 焦化厂+钢厂焦炭日产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

3、进口：海外钢铁产量增加，焦炭进口量减少

2020 年焦炭累计进口 298 万吨，2021 年在海外经济复苏、生铁产量增加的情况下，海外市场可出口的焦炭量将减少。2021 年 1-2 月，焦炭进口量仅 36 万吨，进口量主要有日本、俄罗斯、东南亚等国，已明显低于 2020 年下半年的进口水平，在国内供需整体偏宽松的环境下，进口量可能继续减少，焦炭进一步转化为内需性品种，二季度进口对供需的影响并不大。

三、焦炭市场展望：回归合理利润，价格重心趋于下移

1、供需总结：长期供需趋于过剩，旺季可能有错配

供应来看，焦炭新增产能加速释放，2020 年集中去产能导致的产能缺口已基本弥补。二季度仍有新增产能，焦炭产能长期过剩的趋势难以改变。但二季度产量未必长期过剩，原因在于若焦炭被打压至亏损后，增产动力减弱，另外供给端也有政策扰动的风险，不排除二季度出现阶段性供应紧平衡。

需求来看：钢铁也处于产能置换期，高炉实际产能扩张，但碳中和、工信部也是强调粗钢产量同比下降的大背景下，钢厂受到的政策约束更强，而废钢供应量稳步提升，压缩铁水产量空间。终端需求释放后，贸易投机、钢厂补库带动下，焦炭需求可能有阶段性好转，长期需求走弱的趋势不变。

图 41： 2021 年焦炭年度供需平衡预估

年份	焦炭产量	冶金焦产量	生铁产量	净出口	净出口同差	焦炭总需求
2020	47142	42428	88752	51	-549	48040
2021年铁水持平	49142	44228	88752	300	249	48289
2021年铁水（-1000万吨）	49000	44100	87752	400	349	47939
2021年铁水（-2000万吨）	49000	44100	86752	500	449	47589

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

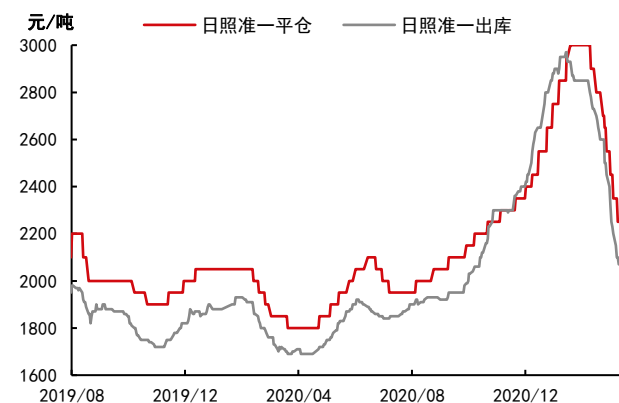
2、市场展望：回归合理利润，价格重心趋于下移

一季度焦炭新产能释放，而高炉在淡季又大幅限产，焦炭供需转为阶段性过剩，现货提降 800 元/吨，期货最高跌幅超过 900 元/吨，目前焦炭高利润已有所收敛，焦化厂库存过度累积后也有减产，随着旺季需求的全面启动，在下游需求的带动下，钢厂、贸易商采购将转为积极，焦化厂也将进入去库周期，带动期现价格阶段性反弹。若二季度各地仍执行高炉限产，将压制焦炭反弹高度。

碳中和政策将深刻改变黑色产业链，黑色产业各品种供需将进入市场与政策共同主导的阶段，长期看由于高炉受到的政策打压更大，焦炭需求受到抑制后，随着焦炭新增产能的逐步投产，焦炭的高点将逐步下降，由于煤炭端供应问题可能一直存在，成本端存在一定支撑，以港口焦炭价格为例，预计焦炭绝对价格在 1800-2600 区间波动。

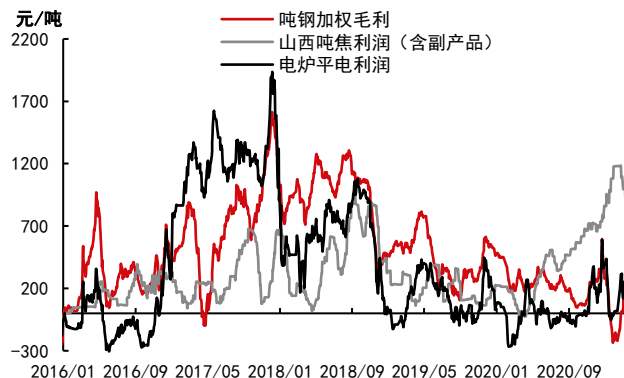
黑色板块整体利润水平将有所提升，特别是钢厂利润，扩大的幅度可能更多，原料端品种利润或有压缩，但焦炭作为内需性品种，在焦煤端供应收缩、成本难以坍塌的情况下，预计利润水平回归合理区间，也难以出现全行业的亏损情况。预计长期利润中枢将下移至 200 元/吨。

图 42： 港口焦炭价格



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 43： 钢材利润与焦炭利润的关系



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

第五部分 焦煤：供需维持紧平衡，价格驱动向上

回顾 2020 年一季度焦煤走势，期现价格均有明显下跌，主要是受春节前后供应增加及下游焦化厂集中去库的影响，另外焦炭的持续下跌，也影响了焦煤市场的整体预期。进入二季度，我们认为随着海外需求的复苏，国内焦炭产能的恢复，焦煤需求端向好，供应端的安全生产、进口通关政策，将持续影响焦煤供应，在下游转入补库周期的情况下，焦煤供需将总体紧平衡，价格或重回企稳上涨。

一、焦煤需求：二季度需求维持高位，长期需求趋势减少

1、国内需求：焦化产能利多短期需求，长期需求趋于减少

2021 年是钢铁、焦化行业的产能集中置换期，如上文所述，若无行政端的强制压减粗钢、生铁产量，预计高炉产能净增均 2000-3000 万吨，焦炭产能净增 3600 万吨，二季度焦炭产量还有增产空间，另外焦炭还保有部分利润，暂不会进入减产状态，这有利于提升焦煤需求总量。

考虑到压减粗钢产量的政策影响，若二季度限产仍较严，铁水产量将继续维持在低位，焦炭也会受到高炉需求减量的压制，焦煤真实需求将以弱稳为主。但相比于真实需求的变化，阶段性的库存周期变化，对供需、价格的影响更大。

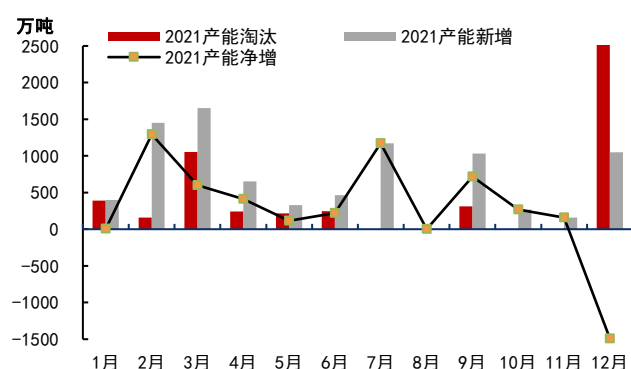
一季度是下游焦化厂、钢厂的集中去库期，基于煤矿供应预期较好，降低库存资金占用的考量，焦化厂库存可用天数从 20 天下降至 16 天左右，可能还有部分降库空间，预计 4 月份进入按需补库周期，另外不同煤种间的库存也有分化，主焦煤库存相对偏低，焦化补库也更为积极，这将带动焦煤现货价格走强。

2、海外需求：海外钢材产量恢复，国际焦煤需求好转

从全球焦煤的供需来看，随着全球经济逐步从疫情中复苏，海外钢铁产量恢复，对焦煤的需求也有明显提升，若海外铁水产量恢复 2019 年水平，则 2021 年环比增量 3000-4000 万吨，对应焦煤需求增量约 2000 万吨。

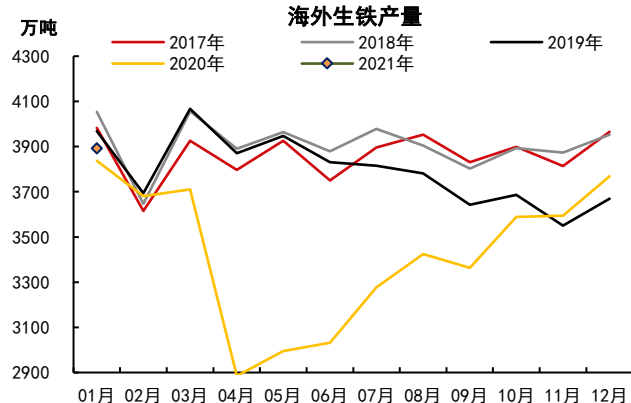
从 2021 年 1-2 月的海外铁水产量看，1 月份日均产量 125 万吨，2 月份日均产量 127 万吨，表明海外钢铁供应在不断恢复，国际焦煤市场可能回暖，但由于国内煤炭进口政策的限制，国内-国际市场有所割裂，同时海运煤市场的澳煤与非澳煤市场也有所割裂，中国严格限制进口，也将抑制国际焦煤的反弹，国际市场焦煤价格与国内市场价格并不同步，因此存在较大的不确定性。

图 44： 2021 年国内高炉投产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 45： 全球生铁产量季节性（除中国）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

二、焦煤供给：政策端有风险，供应总体紧平衡

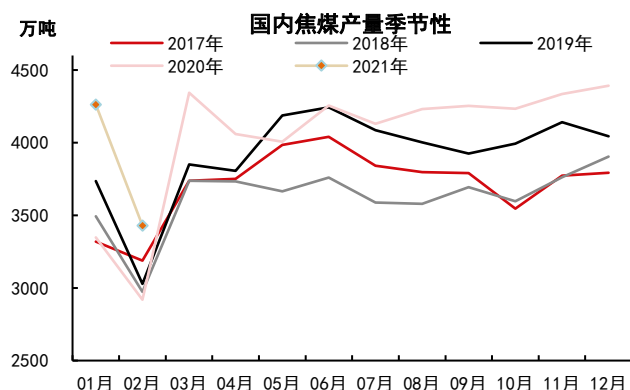
1、国内：煤矿产能平稳，政策影响产能释放节奏

2020 年全国焦煤产量 4.85 亿吨，累计同比 3.1%。分区域来看，焦煤供应增量主要在山西，2020 年山西省产量增加 1000 万吨，而山西以外的省份则有减量。

2016 年供给侧改革以来，煤炭行业已基本完成去产能淘汰任务，目前焦煤有效产能约 11 亿吨（原煤产能），在供应能力充足的情况下，政策端的安全监管情况，将成为国内焦煤产量变化的重要影响因素，今年是建党 100 周年，预计 2021 年的煤矿安全监管或强于 2020 年，这对国内煤矿产能的释放有部分抑制。

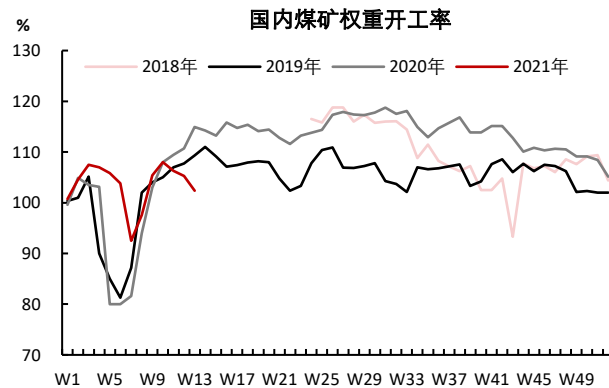
目前国内煤矿的权重开工率普遍超过 100%，部分甚至超过 120%，即依靠超产保证下游供应，这是以牺牲安全为前提的，长期来看不可持续，3 月 25 日山西发生煤矿事故，省内的安全检查也较多，因此预计二季度超产行为将进一步抑制，国内端产量难以回到去年的高位，可能有小幅减量。

图 46： 国内焦煤月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 47： 国内焦煤煤矿权重开工率



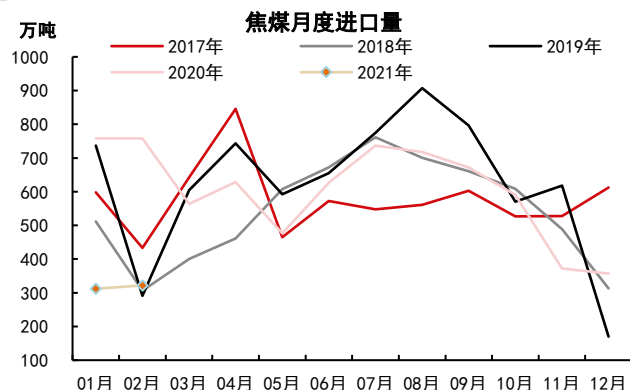
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、进口：进口政策调控，总体进口量减少

2020 年焦煤累计进口 7262 万吨，同比减少 2.6%。进口焦煤是重要的供给补充，也是良好的煤炭价格调节措施，且进口焦煤多为优质主焦煤，进口量占到主焦煤需求的量 25%以上，总体来看焦煤也属于对外依存度较高的资源品。

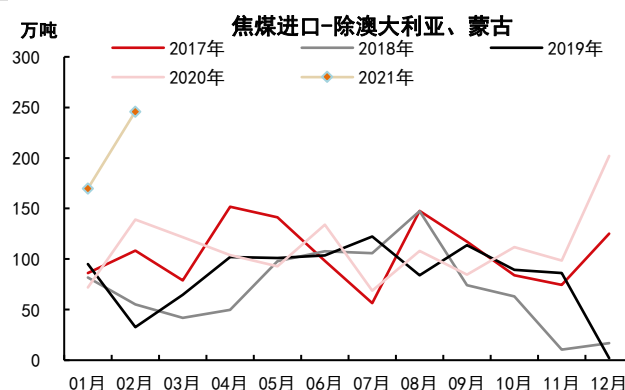
而焦煤进口量、进口节奏，很大程度上取决于政策，从 2020 年 7 月份开始，澳大利亚焦煤的通关就已严格限制，在中澳关系紧张的情况下，通关预期未能兑现。2021 年 1-2 月份澳煤进口量仍然为零，虽然加拿大、俄罗斯等国的进口量有增加，仍难以完全缓解国内主焦煤的供应紧张问题。

图 48： 焦煤月度进口量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

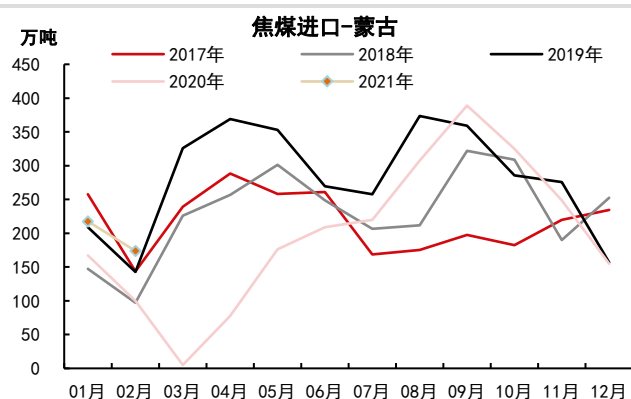
图 49： 焦煤月度进口量-除澳洲 蒙古



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

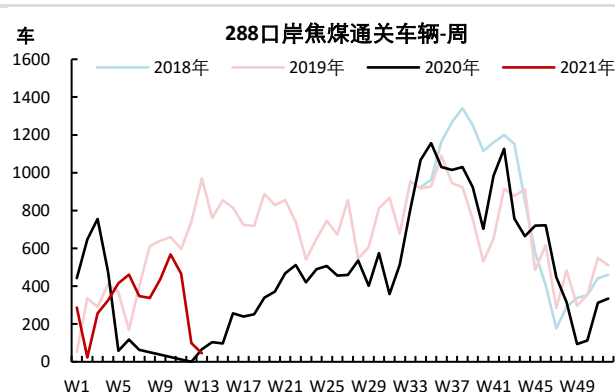
2020 年的蒙煤进口 2377 万吨，同比减 30%大幅降低，主要原因是疫情影响，3 月份一度闭关，直到 8 月份开放绿色通道，蒙煤通关量才恢复至高位，11 月份随着疫情的二次爆发，蒙煤通关量再次降至低点。2021 年 1-2 月份，蒙煤通关量 392 万吨，略高于往年同期，但三月中旬，蒙古运输司机再次发生疫情，口岸通关量降至 100 车以下，而蒙古国疫情反复，而口岸运输汽运为主，预计疫情问题将持续影响蒙煤通关，二季度即使有好转，也难以达到 1000 车左右的高点。

图 50： 月度焦煤进口情况-蒙古



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 51： 288 口岸焦煤周度通关



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

三、焦煤市场展望：供需维持紧平衡，价格驱动向上

1、供需总结：供应减量，实现供需再平衡

供应来看：二季度一般是焦煤国内供应的回升期，但今年国内政策节奏与往年稍有差异，更加强调安全。在建党 100 周年，能源反腐、安全生产的大背景下，预计煤矿超产进一步抑制，因此国内焦煤产量的增量有限，不排除继续减量。而进口端澳洲被长限制，蒙古又受疫情影响，其他国家的增量难以弥补蒙澳两国的减量，焦煤总体供应预计呈紧平衡状态。

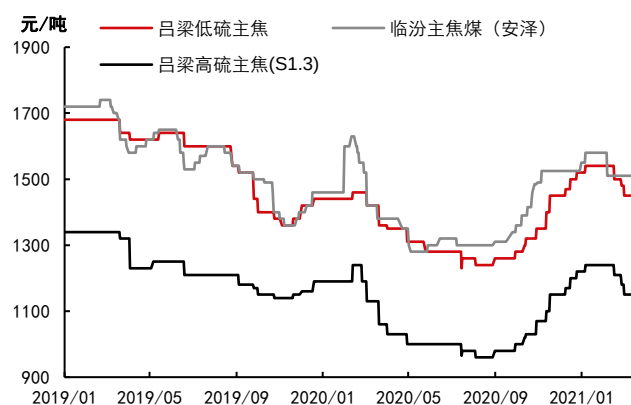
需求来看，虽然碳中和、压减粗钢产量下的焦煤长期需求是减弱的，但焦炭仍在投产周期，焦企有利润状态下减产意愿不强，下游焦化厂集中去库结束后，二季度重回补库也将增多，风险点在于焦化、高炉的限产范围扩大。我们总体认为二季度焦煤需求稳中向好。

2、市场展望：长期供需紧平衡，价格驱动向上

短期来看，一季度焦煤的弱势下跌，主要是由于煤矿春节放假减少，节后的下游集中去库存导致。目前来看，下游的集中去库已接近尾声，二季度将转入正常采购，焦煤供应增加的预期也未能兑现，一方面国内产量持续受到安全检查的影响，另一方面进口量持续偏低，主焦煤结构性紧张的矛盾仍然存在。而需求端，即使考虑到粗钢产量压减政策，在焦炭投产期，焦煤需求也较为平稳，整体来看供应端的减量更大，焦煤价格在二季度可能驱动向上。

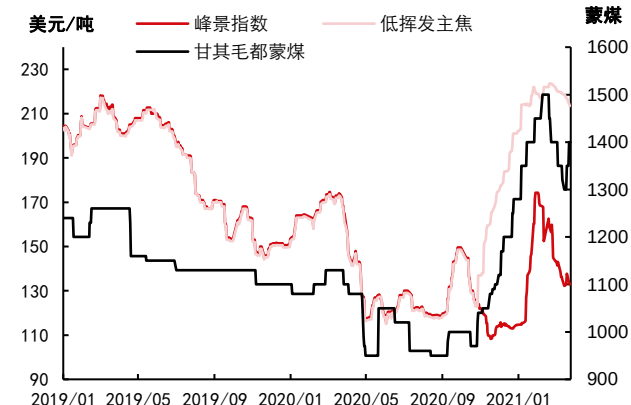
从中长周期角度看，焦炭产量的减少，将导致焦煤需求减弱，但国内焦煤的供应弹性主要由政策决定，依靠煤矿超产实现的下游保供不可长期持续，焦煤进口占比过高的问题，也将有缓解，焦煤供需的长期供需平衡，将由国内控制超产、进口减量来实现，这样焦煤难以进入长期的过剩状态，仍会受益于国家煤炭政策，保持一定的利润空间，可能利润水平高于焦炭。

图 52: 国内主焦煤价格



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 53: 进口焦煤价格



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

第六部分 铁合金：产地政策驱动，反复震荡上涨

一、硅铁：产地政策驱动，反复震荡式上涨

回顾硅铁 2021 年一季度的走势，整体呈现宽幅震荡，重心抬升，全行业保持高利润状态，核心驱动在于硅铁行业的供给侧政策，今年碳中和、控能耗成为行业热点，硅铁作为高耗能产业，受到的影响更大，而需求端总体平稳，展望二季度，我们认为产地政策对硅铁供应的影响，仍然是硅铁市场的主要矛盾：

1、硅铁需求：需求重点在钢材，总体较为平稳

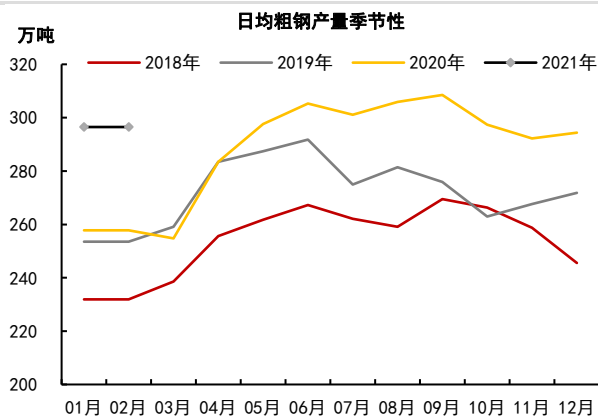
1.1 炼钢端：钢材产量受政策压制，硅铁需求弱稳

在硅铁的下游中，钢铁行业消费占比超过 60%，是硅铁最重要的需求来源。2021 年 1-2 月份，全国粗钢产量 1.75 亿吨，同比增长 13.1%。

今年是后疫情时代的经济复苏期，粗钢需求处于高位，但粗钢产量会受到碳中和、工信部压减粗钢产量政策影响，硅铁主要用于炼钢端，因此若粗钢产量同比持平，钢铁行业对粗钢的需求也将持平、甚至小幅增长，原因在于高炉受到抑制，电炉钢产量增多，边际利好硅铁需求。

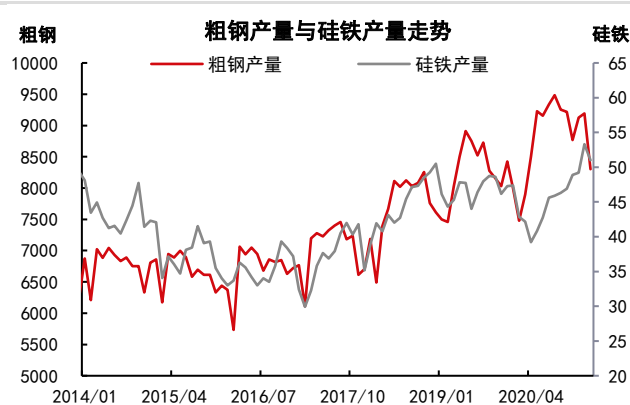
从需求节奏来看，一季度唐山限产严厉，这无疑压低了硅铁总需求量，二季度是终端需求的旺季，若考虑到政策端的限产，因一季度粗钢产量同比已增加 1000 万吨以上，二季度粗钢产量环比增量可能较少，但在需求的拉动下，粗钢产量也难以下降。因此，预计硅铁需求总体稳定，跟随钢材产量或有季节性走强。

图 54： 月度粗钢产量预估



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 55： 粗钢产量与硅铁产量走势



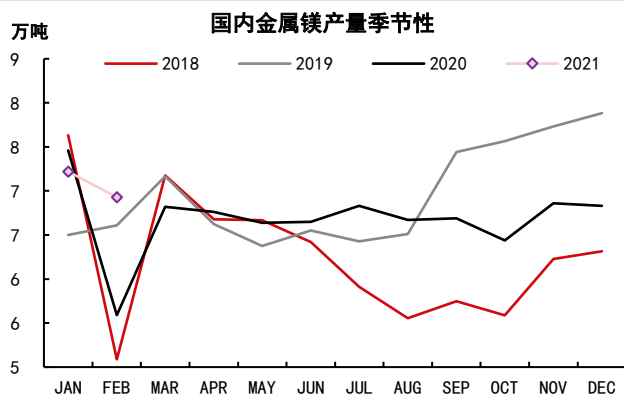
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

1.2、金属镁：镁需求回暖，硅铁需求增多

硅铁的下游消费中，金属镁消费占比在15%左右。2021年1-2月份，国内金属镁产量14.2万吨，同比增8.4%，由于国内金属镁产量在世界的占比超过了80%，多应用于汽车行业，且出口占比较高。

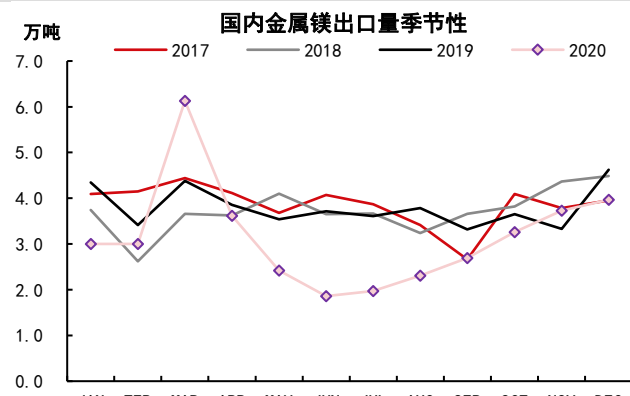
2020年下半年以来，随着汽车等行业的恢复，金属镁出口增多，金属镁价格从12000元/吨上涨至15300元/吨，工厂盈利丰厚，陕西金属镁主产区成本优势明显，产量对价格的弹性偏低。2021年随着海外复产复工，国内消费刺激，预计二季度汽车、出口需求将继续恢复，金属镁对硅铁的需求或维持稳定状态。

图 56： 金属镁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 57： 金属镁出口量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

1.3 出口端：海外钢铁产量恢复，硅铁出口增加

一直以来，我国是硅铁净出口国，2020年国内硅铁净出口25.3万吨，同比下降24%，既有国际钢铁产量下降，需求回落的原因，又有市场竞争激烈的原因。

从2020年下半年以来，海外市场钢铁产量已逐步回升，出口报价也有提高，出口价涨至1450美元/吨，2021年1-2月份，国内硅铁出口达到4.1万吨，同比增32%，由于海外市场价格更高，国内硅铁出口优势明显，预计2021年硅铁出口

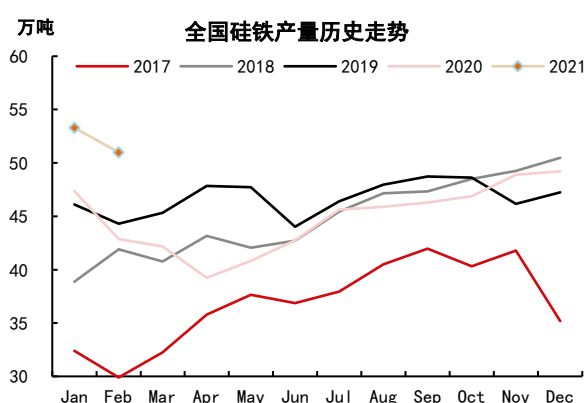
环比可能有部分增量。

2、硅铁供应：供给政策偏紧，供应量或有收缩

近年来，国内硅铁产能不断上升，产能利用率维持在 50-60%，处于相对过剩的状态，实际供需平衡主要受硅铁生产利润调节。但 2020 年底，内蒙“双控”政策打破了合金市场宁静，随着《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》的落地，在“碳达峰”、控能耗的大背景下，硅铁作为典型的高耗能产业，迎来了被动的供给侧改革，硅铁供应主导因素转为产地政策及行业利润共同调节，内蒙产量的下降，导致了行业整体利润的抬升，宁夏、青海、甘肃区域产能利用率提高后，对硅铁产量有补充，行业供应也并未紧缺。

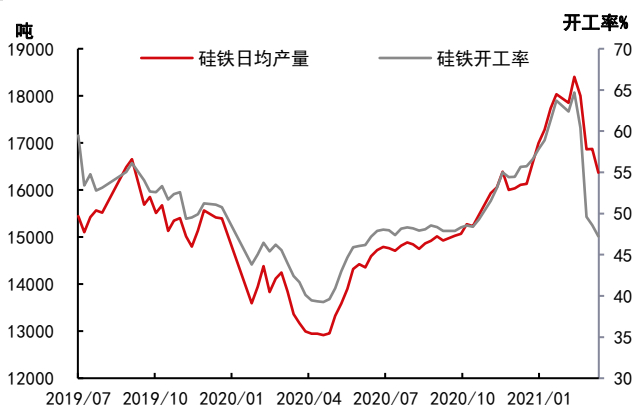
2021 年 1-2 月份，全国硅铁产量 105 万吨，同比增 15%，预计二季度的关键在于产地政策，内蒙能耗总量和能耗强度未完成控制目标，2021 年要求单位 GDP 能耗降 3%，预计限产、限电政策仍将持续，风险点在于其他省份的双控政策跟进，预计硅铁产量总体保持紧平衡状态。

图 58： 硅铁月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 59： 136 家硅铁企业开工率

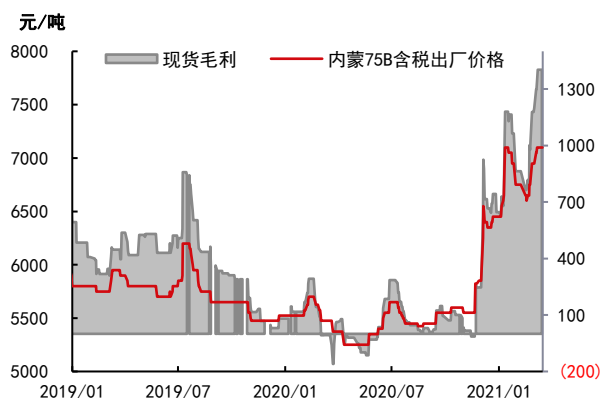


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

3、硅铁展望：政策驱动持续，硅铁有望重新走强

二季度，终端需求回归、唐山维持限产背景下，硅铁真实需求总体平稳，供应又受能源管控影响，供需预期较好。内蒙合金厂停产，供应出现明显减量，强化了市场对供应减量的担忧，但宁夏、青海等区域并无政策跟进，3 月份以来期现价格均有下跌，期货的基差压力已释放；预计在需求全面启动后，若产地再出限产政策，硅铁有望重新走强，预计将反复震荡，抵抗式上涨。

图 60： 硅铁价格与硅铁现货利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 61： 硅铁利润与钢铁利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

二、硅锰：政策成本双驱动，硅锰价格有支撑

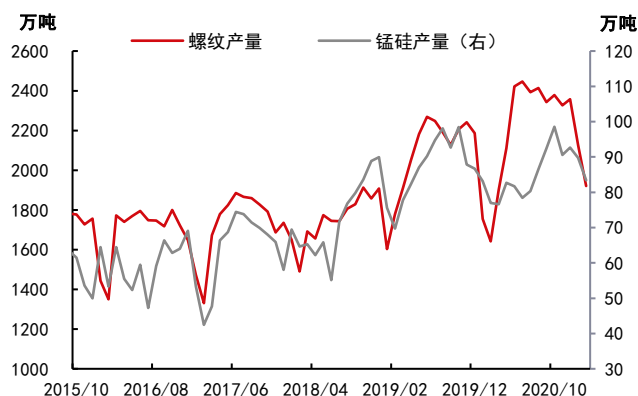
回顾 2021 年一季度，硅锰价格宽幅震荡，现货价格 1-2 月份涨幅 500 元/吨，主要受内蒙双控政策预期驱动，同时锰矿端成本也有支撑，随着 3 月份下游限产，钢招不及预期，内蒙政策预期减弱后，硅锰价格也有回落，跌幅在 250 元/吨，对于 2021 年二季度的硅锰市场，我们认为供给政策和成本是关键：

1、硅锰需求：限产或成常态，硅锰需求弱稳

硅锰合金的下游较为单一，全部消费集中在钢铁行业，近一半的产量用于下游螺纹钢生产，今年最大的变量在于政策，目前唐山高炉限产严厉，甚至要求全年限产，日均铁水影响量超过 10 万吨。从政策导向及各地环保政策来看，若要实现全年粗钢产量同比下降的目标，限产范围有扩展至全国的风险，那么硅锰总量需求将难有增量，甚至有可能有回落。

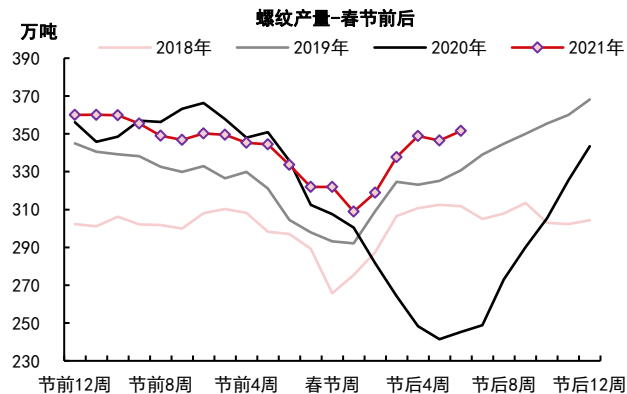
从硅锰最大需求主体螺纹钢来看，核心在于地产需求，2020 年地产销售、施工数据较好，核心在于货币宽松、“三道红线”政策下企业保开工施工，以回笼资金。预计地产用钢韧性在上半年持续，另外今年专项债总量较高，随着资金下发，基建项目也将保有韧性，二季度在旺盛需求、钢厂高利润驱动下，即使有政策端的限产，预计钢铁产量维持在高位平台期，难有大幅下跌。

图 62： 螺纹产量与硅锰产量走势



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 63： 螺纹钢产量季节性



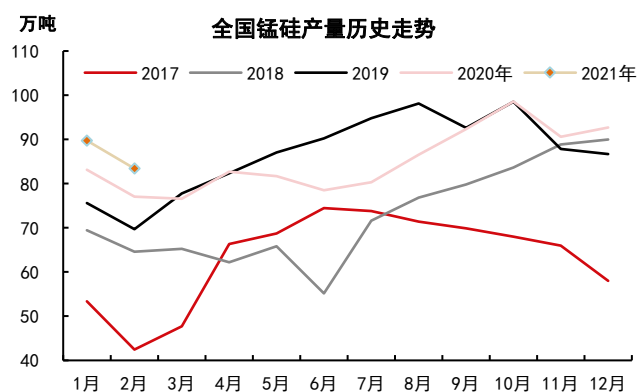
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

2、硅锰供应：受产地政策影响，总体紧平衡

供应方面，今年最大的影响因素是产地政策，今年2月份内蒙因能耗强度降低和能耗总量均未完成“十三五”目标而被国务院点名批评，同时内蒙《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》也要求对合金电价予以差异化管控，随后乌兰察布等地区有限电跟进，目前内蒙“双控”及限电政策进入常态化，产能释放受限，但其他区域产能有补充，宁夏、广西、云南等区域产量上升，全国范围内的总体供应减量并不明显。

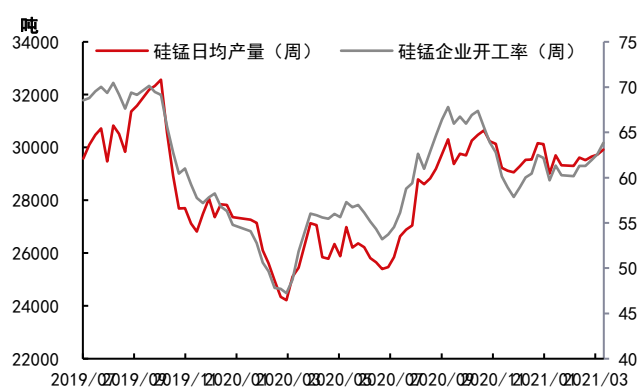
因此，第二季度的关键是产地政策变化，若内蒙无进一步趋严，再叠加新产能的投放，硅锰供应紧张的预期难以长期持续，但3月26日内蒙古工信厅发布《关于进一步严格高耗能高污染项目布局的通知》，提出不再审批铁合金、电石新增产能项目，乌兰察布4月份也维持限电政策，不排除政策进一步收紧的可能，我们总体认为二季度硅锰供需将呈紧平衡格局。

图 64： 硅锰月度产量季节性



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 65： 硅锰周度产量情况



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

3、硅锰成本：海外钢厂需求复苏，锰矿价格保持高位

近期国内港口市场略显低迷，天津港南非半碳酸跌至 34 元/吨度，澳矿 39.5 元/吨度。受海外需求较好推动，外盘锰矿报价继续上涨，South32 2021 年 5 月澳块报 5.53 美元/吨度，较上月报价持平。

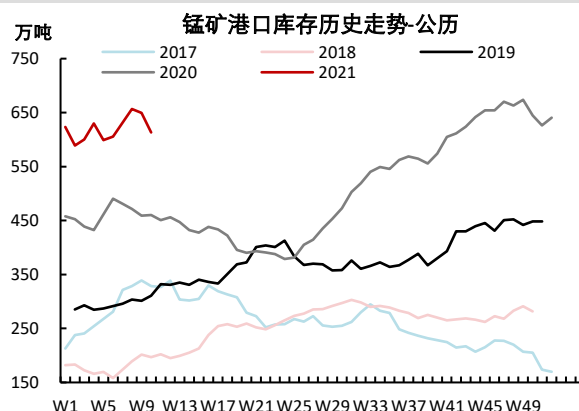
虽然目前港口锰矿库存较高，3 月钢招不及预期，合金厂采购需求较为低迷。但中长期来看，海外钢厂复工，全球锰矿总体消费增加，在内海外市场拉动下，锰矿经历阶段性低迷后，或延续上涨，风险可能在下半年需求回落后才会显现。

图 66： 进口锰矿价格情况



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 67： 国内锰矿库存情况（天津+钦州）



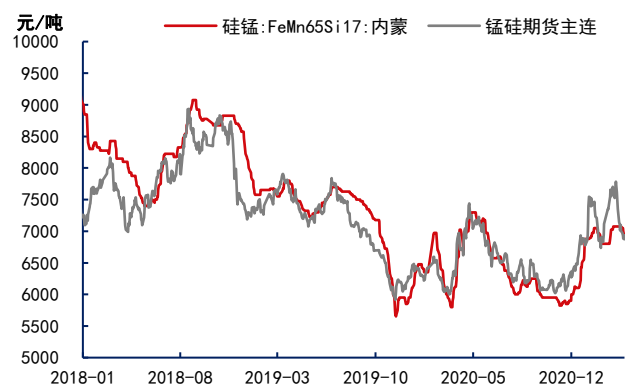
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

4、硅锰市场展望：政策成本双驱动，硅锰价格有支撑

3 月份以来，随着内蒙限产预期推动的减弱，供应减量不及预期，而下游唐山限产又对需求予以压制，钢招价格也不及预期，硅锰期现价格出现连续下跌。硅锰期货市场波动明显大于现货市场，目前期价已跌至贴水，基差压力已基本释放，预计短期内继续调整，等待政策进一步兑现。

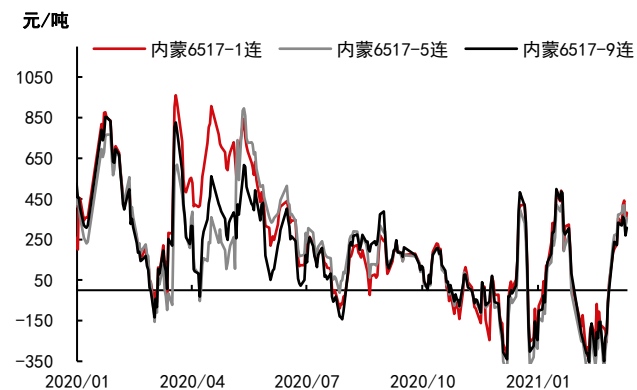
碳中和政策影响下，供需两端均受影响，暂时来看供应端受的扰动更大；国内锰矿探涨，外盘锰矿涨价下，成本端较稳。因此二季度硅锰价格可能重新上涨，硅锰价格将保持相对偏强，若出现需求大幅走弱、锰矿成本坍塌、产地供应限产完全解除，硅锰价格才会进入趋势性下跌，暂时来看这些因素尚未出现。

图 68： 硅锰期现价格



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 69： 硅锰基差走势



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>