



中融汇信期货投资研究中心

2020 年年度策略报告

【黑色金属】



商品走势评级

品种	评级
螺纹钢	看跌
铁矿石	看跌

范国和

从业资格号：F3058776

投资咨询号：Z0014795

Email: fanguohe@zrhxqh.com

地址：上海市东育路 255 弄 5 号 B 座 29 层

网址：www.zrhxqh.com

电话：021-51557588

投资咨询业务资格：

吉证监许【2013】1 号



供需偏宽松 价格重心或下移

核心观点

- **供给续增：**综合估计新增及退出高炉，2020 年长流程高炉炼铁预期将净退出产能约 2000 万吨。同时，2020 年亦为转炉炼钢集中置换期，预计净退出约 4000 万吨。但因技术效率提升及实际投产集中于 12 月，2020 年置换产能预期继续扩张。综合估算，2020 年国内长短流程实际产能或达两千万吨，呈实际增长之势。2020 年废钢供应紧张格局持续，价格预期仍强劲。电炉开工预期仍是调节供应的核心因素，钢材供应预期上有顶下有底。
- **需求小幅改善：**我国人均基础设施存量偏低，仅相当于西方发达国家的 20%-30%，具备提升空间。基建用钢有望成为 2020 年钢铁需求亮点。制造业用钢需求亦有望增长，但房地产用钢需求增速预期回落。
- **铁矿石供给趋宽松：**伴随复产及扩产，铁矿供应最紧张的时期已经过去，2020 年预期偏向宽松，四大矿商产量预期普遍维持增长，预估增量约六千万吨。非主流矿及国产矿亦仍有增产动力。
- **产能压减置换影响焦炭供需格局：**江苏、河北、山东、山西焦化产能去化集中于 2020 年，如果届时产能压减置换执行有效，焦炭供给或适当收缩。但由于焦化产能相对于产业链上下游都更加分散，且产能过剩问题总体突出，焦炭供需总体格局预期仍偏弱。

策略观点

趋势策略建议逢高卖出螺纹、热卷、铁矿；
套利策略关注卷螺价差回归机会。

风险提示

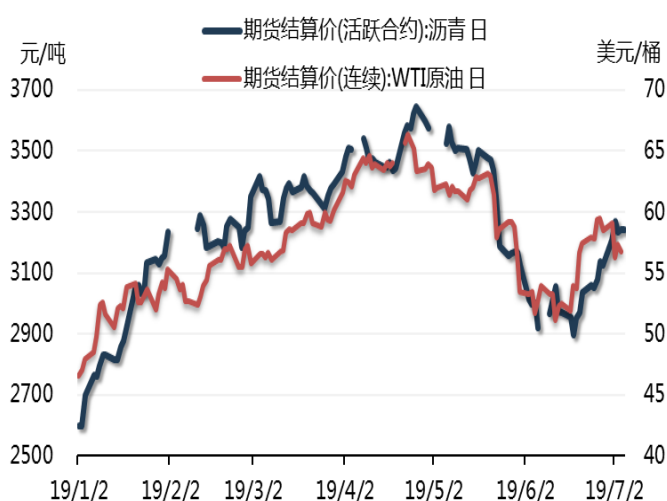
- 1) 贸易磋商及经济前景不确定；
- 2) 房地产政策的不确定。

一、黑色产业行情回顾

鉴于 2015 年钢铁行业全行业亏损，产能严重过剩，钢材价格亦跌至谷底。2016 年 2 月国发 6 号文开始，供给侧改革开启，通过取缔“地条钢”，合规企业盈利持续改善，行业供需关系改善亦带动钢价现货价格从 1675 的低点回升到近 5000 的高点，螺纹钢吨钢盈利则从-500 元/吨最高回升至 2000 元/吨的高位。

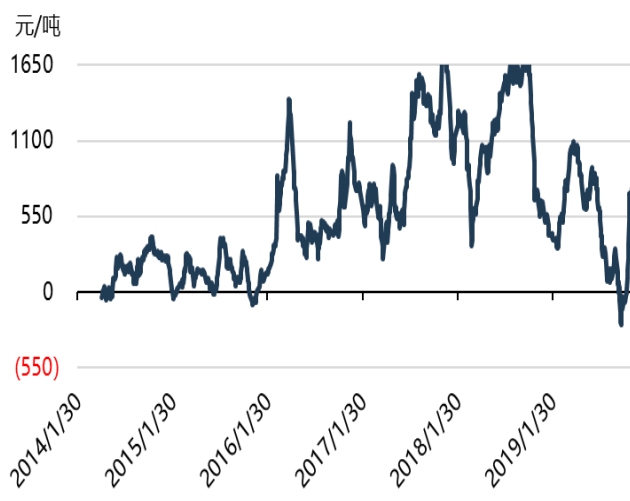
回顾 2019 年，钢材价格先涨后跌。螺纹钢现货价格在上半年维持高位，主要是由于一季度融资宽松以及一季度房地产超预期。此后，二季度开始铁矿等原料端受巴西 VALE 尾矿库溃坝事故及澳洲飓风的影响，钢价继续走强。但自 7 月开始，溃坝事件影响弱化，内地房地产调控趋紧，资金来源受限，钢价明显回调，螺纹期价从 4000 元的高位降至 10 月最低不足 3300 元。不过，11 月以来经济“稳增长”优先，外加环保减产及房地产需求韧性的影响，库存去化超预期，带动钢价反弹至 3500 元以上。

图 1 2019 年钢材价格走势



数据来源：Wind 资讯

图 2 钢材利润前高后低(成本滞后一月)

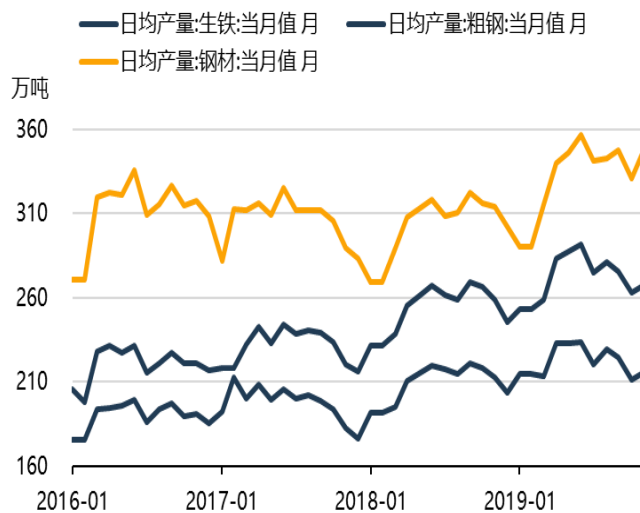


数据来源：Wind 资讯

同时，2019 年我国粗钢日均产量频创新高，单月日均产量明显高于去年同期。国家统计局数据显示，截至 11 月，我国生铁、粗钢、钢材产量分别为 7.39 亿吨、9.04 亿吨、11.05 亿吨，比去年同期增长 4.4%、5.5%、9.1%。粗略估算，全年生铁、粗钢、钢材产量分别达到约 8.1 亿吨、9.8 亿吨、12.1 亿吨。结合逾 5000 万吨的净出口，粗钢表观消费量达至 9.25 亿吨左右，再创历史新高。

原料端方面，在钢铁产量持续增长的背景下，2019 年铁矿石市场主要受供应因素影响，包括 VALE 尾矿库溃坝减产复产及澳洲飓风的影响，带动价格宽幅波动，整体呈现前强后弱的格局。而且，上半年 Rio Tinto 和 BHP 亦下调铁矿石产量目标，带动内地期价从 500 元最高升至 880 元，下半年 VALE 宣布逐渐恢复 2000-4000 万吨产能，矿价最低回调至 600 元以下，目前持稳于 650 元附近。总体而言，铁矿价格重心上移，保持了 2016 年以来的上升势头，不过升幅放缓，如巴西 66% 铁精粉价格 2019 年升幅持于 10% 左右，低于 2017 年 26% 的水平。

图 3 2019 年生铁、粗钢、钢材日均产量增加



数据来源：Wind 资讯

图 4 铁矿与焦炭价格前强后弱



数据来源：Wind 资讯

不过，2019 年焦炭价格整体弱于 2018 年，且波动幅度更低。前 9 月焦炭期价主要在 1850-2150 元/吨区间内窄幅波动，10 月中旬以来，受高库存等因素影响，焦炭价格继续走弱，连创年内新低，最低探至 1700 以下，但 11 月下旬以来受山东、山西产能压减政策影响，价格回升至 1850 上方。

虽然焦炭价格弱于 2018 年，但由于铁矿石是原料成本主体，所以综合成本仍同比出现大幅增长，特别是三季度集中消化高成本矿，造成业绩下滑明显。根据钢联数据，2019 年前三季度，螺纹钢吨钢毛利分别为 741 元/吨、728 元/吨、400 元/吨。四季度截至 12 月 6 日，螺纹钢吨钢毛利为 562 元/吨，较三季度有所好转，但同比仍下滑明显。同期热轧卷板吨钢毛利分别为 652 元/吨、658 元/吨、436 元/吨、457 元/吨，长材毛利略好于板材。

二、2020 年螺纹钢供需格局偏弱

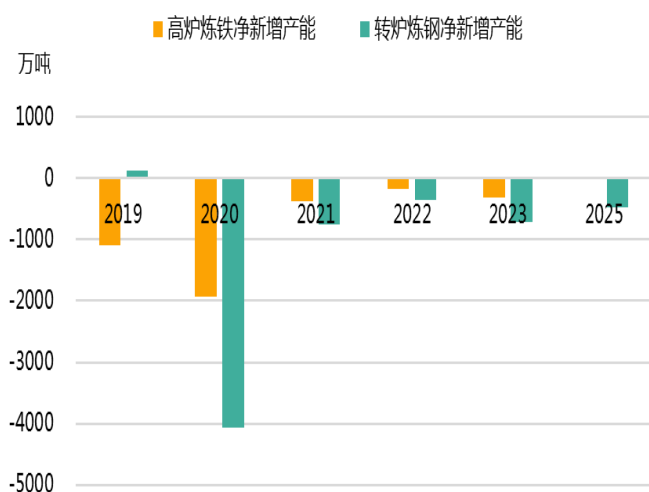
伴随钢铁行业去产能阶段性结束，后续产能影响边际弱化，但供给端仍面临产能置换新增、技术提升带动效率增加及环保政策的连续性影响。

（一）产能置换难改实际产能增长趋势

2016 年开始我国淘汰了 1.45 亿吨粗钢产能并清除了 1.4 亿吨地条钢产能，进而带动钢铁行业盈利的大幅提升，同时引发新的投资热情，2019 年前 11 个月，黑色金属矿采选业固定资产投资增速已扭负为正，冶炼及压延加工业投资增速则高达 27.1%。剔除新增环保设备投资外，新建设备或将以产能置换的形式呈现出来。

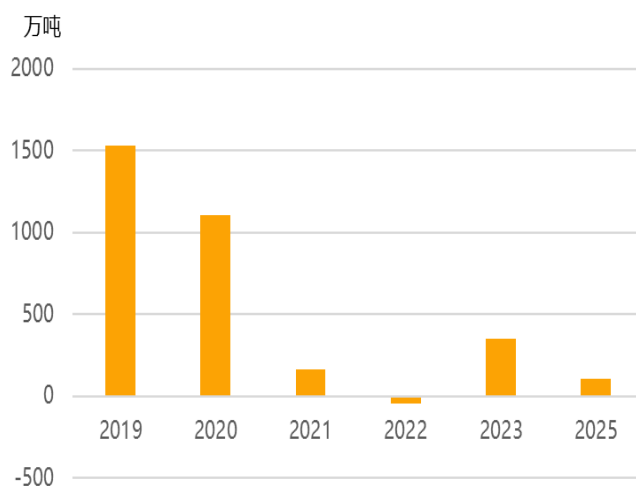
根据 2017 年末工业和信息化部发布的《钢铁行业产能置换实施办法》，置换比例京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域要继续执行不低于 1.25:1 的要求，其他地区由等量置换调整为减量置换。目前全国已发布过百项产能置换方案，2019-2025 六年间共计划新建高炉产能约 2.6 亿吨，淘汰产能约 3 亿吨，净退出高炉产能约四千万吨。不过，置换产能已主要集中于 2018-2019 年建设，后两年预期将进入投产高峰。就 2020 年来看，综合估计新增及退出高炉，长流程高炉炼铁预期将净退出产能约 2000 万吨。时间点上，净退出主要集中于明年年底，上半年仅净退出约 400 万吨。

图 5 2019-2025 年长流程产能置换



数据来源：各地工业主管部门

图 6 2019-2025 年短流程净增产能



数据来源：富宝资讯

同时，2019-2025 六年间转炉炼钢产能预计净退出逾 6000 万吨，其中 2020 年亦为集中置换期，预计净退出约 4000 万吨。就地域来看，河北是产能调整最为集中的省份，设备将主要从 1000 立米以下的小高炉转换为 1000 立米以上的大高炉。短流程产能方面，综合新建、拆除及转炉置换产能，六年间预计新增产能约 3200 万吨，其中 2019-2020 年为主要新请务必阅读正文之后的免责声明

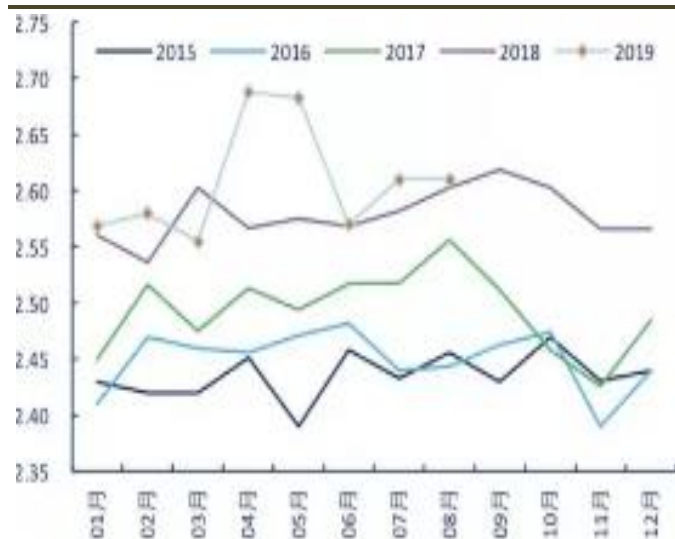
增年份，分别为 1500 万吨、1100 万吨左右。

但需要指出的是，置换产能是根据设计规范计算出合理范围内的上限理论值，并不反映实际产能，实际减量置换效果低于理论值。首先，2020 年 12 月投产的置换产能对于当年生产基本没有影响，而 2019 年置换投产产能继续释放。

其次，技术效率的提升亦协助置换产能实际继续扩张，因为近几年钢厂加大技术改造力度，在产产能生产效率大幅提高。中钢协数据显示，2019 年 1-8 月会员钢企高炉利用系数平均为 2.61，最高为 4 月的 2.69，而 2014 年至 2017 年基本在 2.46 左右，增幅达到 6%。会员钢企转炉利用系数平均为 30.73，最高为 5 月的 32.64，而 2014 年至 2017 年平均为 27.49，增幅高达近 12%。同时，电炉方面，康斯迪（Consteel）电炉和量子电炉等新型装备同样实现技术指标大提升。

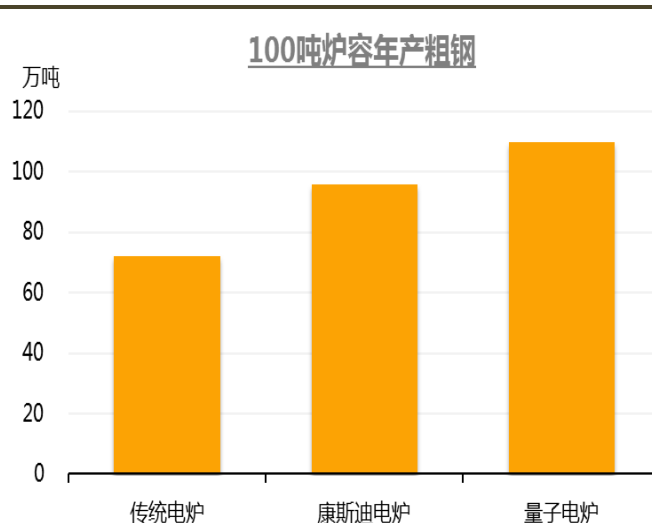
因此，综合效率方面的因素，名义置换产能虽然下降，但实际产能降幅低于理论测算，甚至不降反增。而且，被置换的设备一般在新设备建成投产前拆除，部分设备或早已停产，这些产能通过产能置换将形成实际产能的增加，预估存在几百万吨。据此综合估算，2020 年国内长短流程实际产能或达两千万吨，呈实际增长之势。

图 7 钢协会会员企业高炉系数大幅提升



数据来源：中钢协

图 8 新型电炉装备效率明显提升



数据来源：中融汇信期货

（二）环保限产影响趋弱

环保是近几年钢铁行业供给端另一个重要因素，其中秋冬季限产影响最明显。每年采暖季 11 月 15 至次年 3 月 15 日，京津冀等地区钢厂都会采取部分停限产的手段来保证空气质量。限产效果也随着政策调整反复波动，2017-2018 年采暖季实行统一限产 50%，效果最为明显，共减少产量约 3100 万吨，空气质量全面达标。如果按照 2+26 城市计算影响产量，整

个采暖季约影响 4800 万吨产量，其中差值主要是钢厂添加废钢提升了产量。

2018-2019 年政策发生变化，取消了之前对于各行业明确的限产比例，改为总目标考核，力度总体弱于 2017 年，对产量影响较小。最终实施秋冬季限产的三个区域全部未完成目标。

2019 年-2020 年采暖季方案已经下发实施，限产要求较去年更灵活，主要根据天气情况应急性限产。不过，措施灵活背景下，执行效果一般偏差，频繁灵活停限产也会加大难度，大幅增加企业生产成本。截止目前来看，本轮限产实际效果并不乐观。但是，2020 年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的收官之年，如果连续两年采暖季空气质量不达标，预计将影响三年行动计划的最终成效。因此，后续环保限产的执行力度及政策仍值得积极关注。

表 1 采暖季环保限产目标

地区	PM2.5 同比			重污染天数同比		
	2018-19 目标	2018-19 实际	2019-20 目标	2018-19 目标	2018-19 实际	2019-20 目标
京津冀	-3%	+6.5%	-4%	-3%	+36.8%	-6%
汾渭平原	-4%	4 城同比上升	-3%	-4%	+42.9%	-3%
长三角	-3%	10 城未完成， 其中 5 城反升	-2%	-3%	基本完成	-2%

数据来源：生态环境部，中融汇信期货

（三）短流程钢价提供边际支撑

尽管近几年持续供给侧改革，但国内粗钢产量总体增长，一方面除了产能利用率提升外，还在于钢价抬升，高成本产能增长，废钢消耗占比持续提升。此前地条钢成本最低。从 2017 年上半年打击地条钢之后，市场出现较多废钢资源，短期废钢供应过剩，带动钢厂大量添加废钢。因此，电炉替代地条钢产能大增。外加高炉废钢添加大幅上升，废钢贡献的铁元素成为了高成本的边际量。相比而言，按照成本从低到高各工序排位依次为：高炉铁水—转炉添加废钢—电炉钢。目前，废钢贡献铁元素已经占粗钢产量 20%。再基于短流程电炉生产相对灵活，停产复产简单，废钢对粗钢产量的调节能力已大大增加。一旦钢材价格下跌，电炉率先停产，将有望形成明显的成本支撑。

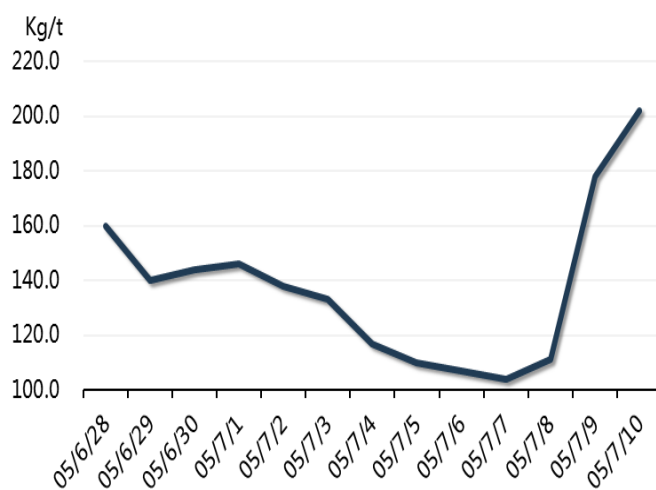
一般而言，电炉钢成本比长流程高 300-500 左右。目前我国电炉年产能约 1.7 亿吨，其中独立电炉产能约 1 亿吨，单单该项产能利用率变动 20 个百分点即可影响粗钢产量变化 2000 万吨。2019 年，电炉产能利用率即大幅波动，有效调节了产能的释放。2020 年仍有逾千万吨电炉净增量，电炉调节能力将进一步增强。此外，长流程钢厂中废钢比例变动亦对产量影响明显。2019 年我国生铁产量预计超过 8 亿吨，如果长流程工序废钢比例变动 3%，粗

钢产量变动亦超过 2000 万吨。总体而言，废钢调节粗钢产量效果明显。

2019 年以来，废钢价格持续坚挺，除了需求韧性增长外，还缘于废钢供应问题。国内 80% 废钢来自废钢回收，其中企业加工废钢和社会折旧废钢分别占 25% 和 55% 左右，但今年制造业疲弱令厂房拆迁、设备折旧等废钢量减少，两项废钢来源均供应偏紧张。

就 2020 年来看，预计废钢供应紧张格局持续，价格预期仍强劲。首先，全球经济疲弱背景下，制造业景气度难以改观，废钢紧张的格局短期内难以根本改变。其次，废钢产业链议价权趋于增加。由于相对短缺的大背景，废钢价格下跌一定程度会令废钢基地捂货不出，下游收废钢作坊也会减少废品收购，令钢厂到货减少。再次，钢厂的废钢库存较低，对废钢供应弹性忍耐度偏低。

图 9 废钢单耗大幅提升



数据来源：中钢协

图 10 废钢价格坚挺



数据来源：Wind 资讯，中融汇信期货

因此，2020 年电炉开工预期仍是调节供应的核心因素。利润下降后，电炉或率先减产支撑钢材价格，但利润好转后电炉将立刻恢复开工。钢材供应预期上有顶下有底。不过，从长期来看，由于废钢是存量供应，历史存量废钢的释放使得废钢供应存在自然增长，但如果终端需求走弱，废钢供需面将改变，钢价长期走弱的风险仍然存在。

(四) 财政强支持，基建需求前景乐观

基建投资是国内钢材的主要消费领域，占比 25-30%。伴随宏观经济增长压力增加，稳增长政策再度优先，着重强调加强基础建设投资，支撑政策亦不断落地。首先，2019 年 6 月起，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，主要是国家重点支持的铁路、国家高

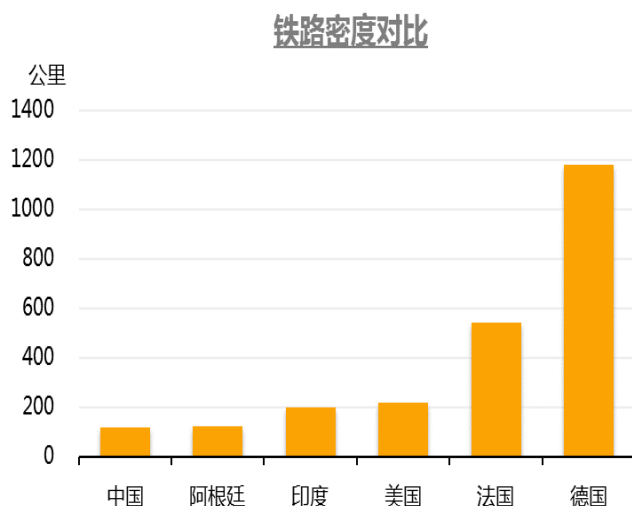
速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，打破以往“债务性资金不得用于项目资本金”的限制。

其次，11月20日国务院发布了《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由25%调整为20%。以2018年项目及3倍杠杆测算，下调资本金比例可额外撬动逾1.5万亿基建投资。

再次，11月27日财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元。提前下发新增专项债限额有利于地方政府今年年前进行相关项目的前期准备，从而在明年年初可迅速实现项目的投放。

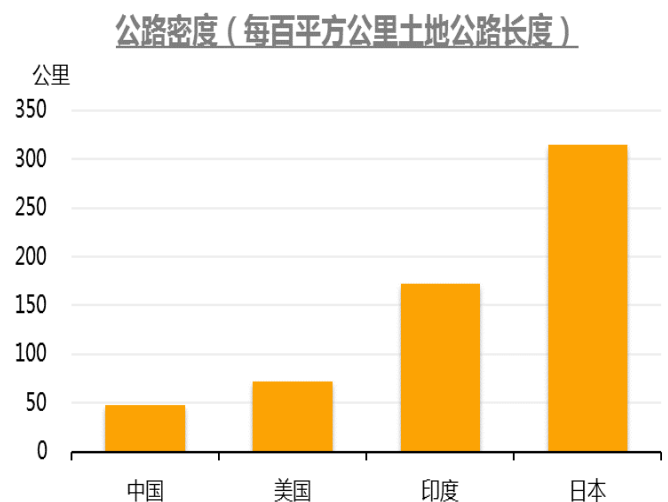
值得指出的是，近期国家发改委强调我国人均基础设施存量低，仅相当于西方发达国家的20%-30%，并且在交通、水利、能源、生态环保、社会民生等基础设施领域仍存在不少短板。交通方面，2018年，国内铁路路网密度为136公里/万平方公里（按照营业里程口径），同比增加3.7公里/万平方公里，但较海外主要发达国家如德国、法国、美国等仍存在一定差距。此外，国内公路人均保有量约34公里/万人低于美国（超200）、日本（约96）及德国（约78），高速公路人均保有量看，国内约103公里/百万人低于美国（约307）、德国（约105）。

图 11 我国铁路密度小于发达国家 (km/万 km²)



数据来源：国家统计局，中融汇信期货

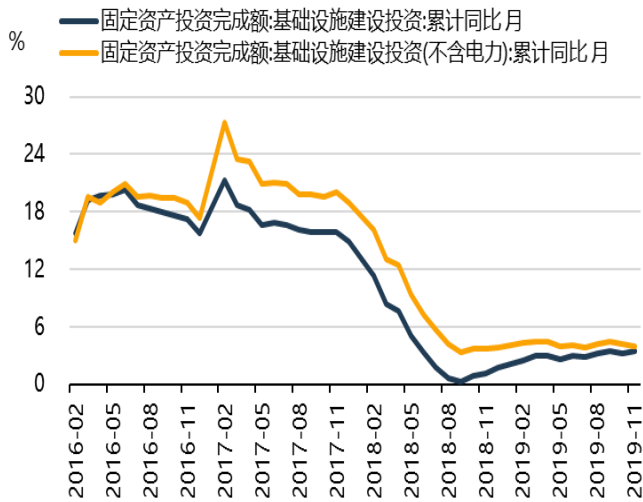
图 12 国内公路密度仍具较大提升空间



数据来源：Wind，中融汇信期货

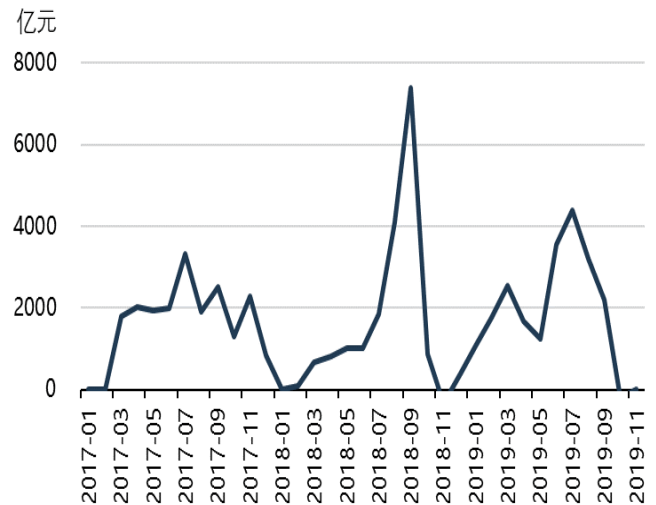
总体来看，我国基础设施领域投资仍有很大空间和潜力。资金方面，去杠杆转变为稳杠杆，资管新规过渡期极可能延长，资金瓶颈亦有望破除。再考虑2020年为“十三五”收官之年，基建项目抢工期诉求较强，外加基建单位投资用钢强度近三年来明显提升，基建用钢有望成为2020年钢铁需求亮点。

图 13 基建投资稳步回升



数据来源：国家统计局，中融汇信期货

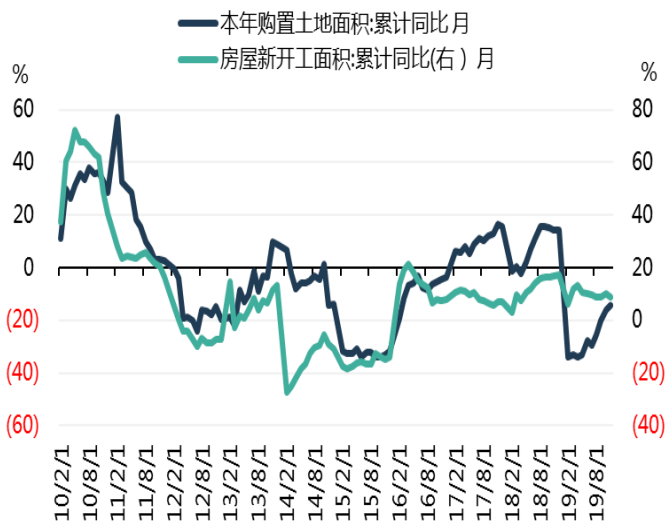
图 14 地方政府专项债规模



数据来源：Wind，中融汇信期货

（五）地产用钢需求增速预期回落

图 15 土地购置领先新开工



数据来源：Wind，中融汇信期货

图 16 期房销售与新开工增速



数据来源：Wind，中融汇信期货

房地产开发是国内钢材的第二大需求，一般占比 20-25%。按开发流程来看，从土地获取到项目开工通常间隔 6-9 个月，项目开工到房产预售间隔 6-9 个月。而房地产开工前期是钢材消耗量最为集中的时间段，因此，房屋新开工面积增速变化对钢材需求变化有着更重要的影响。2019 年地产赶工等因素使房屋新开工面积增速保持较高水平。不过，从 2019 年初开始，我国购置土地面积明显负增长，前 7 个月累计负增长近 30%，此后虽有好转，但截止 11 月仍负增长 14.2%。此外，期房销售也是新开工较为有效的领先指标，但后市总体偏

请务必阅读正文之后的免责声明

弱为主。再考虑“房住不炒”的基调不变,预期新开工面积增速的回落存在着一定的必然性。

(六) 制造业投资或受益于库存周期改善

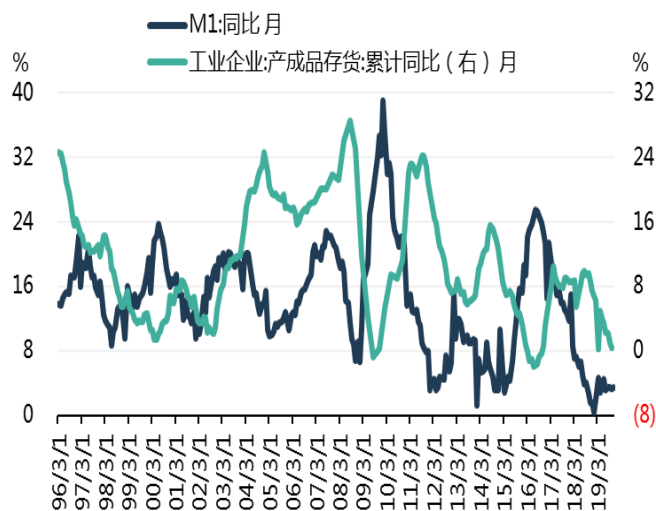
2019 年以来,制造业固定资产投资增速保持低位,前 11 月累积增速仅为 2.5%,为 2004 年以来最低,其中,与钢材消费紧密相关的汽车行业固定资产投资增速为-0.4%。展望 2020 年,基于库存周期将从去库末期转换为增库,预期制造业投资有望改善。首先,国内库存周期一般持续 39 个月,而本轮周期已持续 41 个月。其次,金融数据亦预示补库周期有望开启。M1 一般领先于产成品库存 12 个月,从今年年初开始,M1 的同比增速开始回升,也是产成品库存有望进入补库周期的信号。此外与经营性融资相关度最高的中长期信贷有明显的提升,企业融资环境改善对需求会有明显的提振。再次,PPI 已现企稳回升迹象,预示工业制造或改善。

图 17 固定资产投资增速历史低位



数据来源: Wind, 中融汇信期货

图 18 M1 领先于库存周期



数据来源: Wind, 中融汇信期货

值得一提的是,汽车行业产销持续低迷,低基数背景下,2020 年有望改善:首先,汽车库存经过一年的消化已回归合理水平,从 2018 年 7 月的 151.6 万辆下降至 2019 年 11 月的 107.1 万辆。其次,新增增值税税率于 2019 年 4 月执行,折扣让利消费有望持续发酵。再次,部分限购城市牌照放开,有望刺激汽车消费。总体而言,制造业投资稳中偏强,有望带动钢材消费增长,其中尤以板材为主。

三、铁矿石供给趋宽松

2019 年全球铁矿石供给波动加剧，预期年供应量 21-22 亿吨，总体低于预期，主要是巴西溃坝与罢工及澳大利亚飓风等因素使得供应负增长，年初 VALE 溃坝共影响约 9280 万吨产能，最终带动四大矿 2019 年供应减少逾 6000 万吨约 10%，中国进口量则减少 550 万吨或约 6%。而上半年我国生铁产量增速 8.4%，供需错配带动矿价大涨，上半年普氏 62%铁矿石价从年初最高上涨约八成。

不过，矿难带动铁矿石价格暴涨，矿山复产明显。其中，2019 年上半年 VALE 即复产 3000 万吨产能。三季度开始，全球非主流矿进口量亦陡增，叠加 VALE 部分矿山复产，中国铁矿进口量同比增加了 4.6%。总体而言，2019 年铁矿石供需缺口约 3000 万吨。

图 19 VALE 矿难影响回顾



数据来源：生态环境部，中融汇信期货

伴随复产及扩产，预计铁矿供应最紧张的时期已经过去，2020 年预期偏向宽松，四大矿商产量预期普遍维持增长，预估增量约六千万吨：

VALE 目前除 Timbopeba 矿区 1280 万吨产能未复产外，其余三大矿区受影响停产产能均已陆续复产。据估 2020 年 Vale 总体销量比今年增加 0.25 亿吨，且不会有大规模补库，明年对全球的净增量贡献约为 0.25 亿吨。

2019 年力拓销量约为 3.27 亿吨，10 月 31 日公司预计 2020 年 will 比 2019 年总销量上浮 5%，因此明年销量区间在 3.36-3.47 亿吨，均值约 3.42 亿吨，比今年增加 0.15 亿吨。

必和必拓预计 2020 财年（2019.7-2020.6）总体销量目标有望再次回到 2.73-2.86 亿吨，中值为 2.8 亿吨，比 2019 财年实际产量增加约 0.1 亿吨。

FMG2020 财年（2019.7-2020.6）铁矿的剥采比有望维持在 1.5，即出矿率会有所提升，2021 财年（2020.7-2021.6）公司的投产项目是 ELiwana 铁矿，预计 2020 年 12 月投产，该铁矿属于干选矿，预计年产 3000 万吨。假设 12 月初就可以顺利投产的话，预计将增加 0.025 亿吨产量。综合估算，FMG2020 年铁矿供应增加约三四百万吨。

此外，2020 年非主流矿和国产矿仍有增产动力。依据矿山投入到投产 1.5-2 年的时间估算，经历 2016-18 年持续快速下滑后，全球非主流矿产能继 2019 年企稳后，2020-21 年依然处于产能投放平稳期。非主流矿中值得一提的是印度粉，印度一度是世界第三大铁矿出口国。此前关税上调影响了出口，但 2016 年开始，其铁矿石开采和出口政策开始趋于宽松，2019 年国际铁矿供应出现明显的缺口，降成本成了国内钢厂的首要目标，价格低廉的印度粉矿竞争力提升。据 Mysteel 统计，今年 1-10 月份印度出口至中国铁矿石总量为 1888 万吨，同比增加 50%，出口总量则达 2511 万吨，同比增加 62%，全年出口大概率重返近五年高位。考虑国内钢厂盈利已从高位回落，预期 2020 年印度精粉供应仍存提升动力。

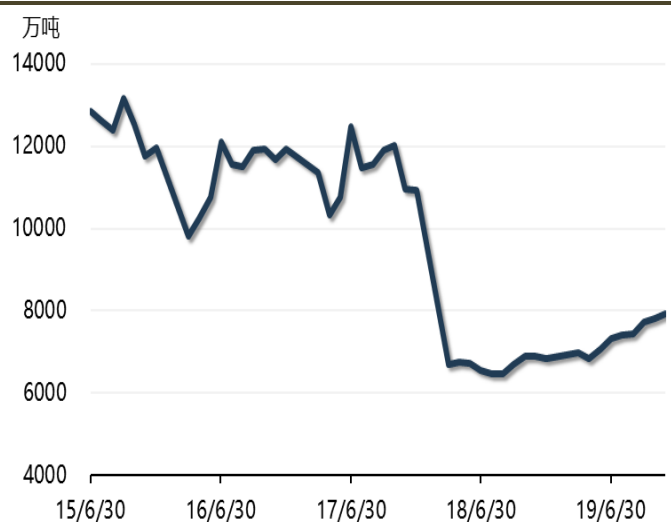
国产矿方面，国内矿资源禀赋差，矿山复产周期长，供应量释放较慢。不过，2019 年进口矿价格的持续高位使得钢厂对国产矿的需求出现明显增加，加上减税降费政策，国内铁矿采选行业效益增加，如 1-11 月规模以上铁矿采选企业实现利润 228 亿元，同比增长 171%，国产矿山受利好提振复产明显增多。截止 11 月，全国原矿产量共 79179 万吨，环比去年同期上涨 7416 万吨，折合铁精粉预计全年增加超过 2000 万吨，2020 年该等趋势仍有望延续。

图 20 铁矿采选业利润大增



数据来源: Wind, 中融汇信期货

图 21 国内原矿产量稳步增长



数据来源: Wind, 中融汇信期货

四、焦炭：产能压减置换影响供需格局

约八成焦炭用于烧结炼铁，其余则用于铁合金、化工、铸造等。目前，影响焦炭供给最核心的因素在于环保停减产政策。2018 年 6 月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出“重点区域加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右”，因此，相关主产区环保加严，大量独立焦化厂开始被取缔。

分地区而言，江苏出台《关于加快江苏省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见》，要求“深入推进‘263’专项整治行动，切实强化炼焦行业的整治工作，有效降低全省钢铁行业综合能耗水平。2018 年底前，沿江地区和环太湖地区独立焦化企业全部关停，其他地区独立炼焦企业 2020 年前全部退出。2020 年底前，除沿海地区外，钢焦联合企业实现全部外购焦(5000m³以上的特大型高炉炼钢企业可保留与之配套的 2 台 7 米以上焦炉)。就执行层面来看，2018 年江苏已退出 455 万吨产能，如果按照 2020 年后续的退出目标，预计仍需压减 1152 万吨产能。2019 年以来江苏焦化去产能动作有所放缓，预计剩余去产能任务或将集中在明年完成。

河北省则要求在 2020 年底前全省所有炭化室高度 4.3 米的焦炉全部关停、并要求坚持关小促大，严格实施产能减量置换（不低于 1.25:1）。该省当前焦化产能 8500 万吨，落后产能 1800 万吨，若减量置换，需压减焦化产能 400 万吨。不过，其主要时间节点在 2020 年，今年影响有限。

山东省 7 月初明确了 2019 年、2020 年分别压减焦化产能 1031 万吨、655 万吨即共计 1686 万吨的目标，7 月 22 日更公布了 24 家重点企业明细，总体相当于去除山东地区 4.3 米及以下的全部焦炉产能，并要求 2020 年压减任务力争提前到 4 月底前完成，超出市场预期。近期，山东省再度发布《关于焦化产能压减及违规项目停建停产工作的通知》，要求按照时间节点要求落实炭化室高度小于 4.3 米及热回收焦炉产能压减工作，确保按期完成焦化产能压减任务。此次发文预示着 12 月底前山东需压减关停焦炭产能 846 万吨，明年上半年亦面临强力压减产能的压力。

山西省 8 月份发布了《焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》，提出实施焦化行业三年升级改造行动，到 2022 年，先进产能占比达到 60%以上。具体要求省内焦化产能控制在 1.47 亿吨以内，当前山西在产焦化产能与文件要求的产能目标基本一致，方案执行或对有效焦化产能总量影响有限。相比之下，影响更多体现在结构上。当前山西省内焦化装备产能比例为大机焦 26%、普通机焦 66%、热回收焦炭产能 8%，若按方案至 2022 年底大机焦产能占比达 60%，则此后需置换的落后产能将达到 5000 万吨左右，因此后续产能

置换节奏值得密切关注。

表 2 焦化产能结构（亿吨）

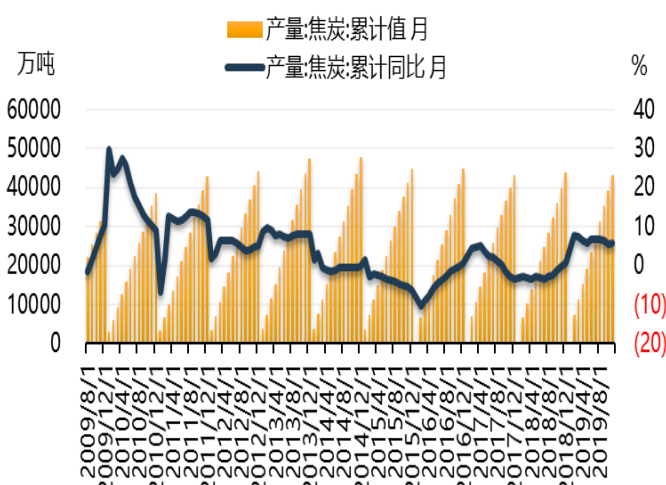
总产能	钢厂焦化	独立焦化	干熄焦	湿熄焦	碳化室高度	产能	占比
5.5	1.84	3.66	1.5	4	热回收	0.09	1.64%
					4.3	2.11	38.36%
					5.5	1.87	34%
					6 以上	1.43	26%

数据来源：Mysteel，中融汇信期货

还值得一提的是，方案明确 2018 年底前完成焦炉淘汰的，焦化产能按现有 100%置换；2019 年底前完成淘汰的，按现有 90%置换；2020 年底前完成淘汰的，按现有 80%置换；2020 年后完成淘汰的，按现有 50%置换。递减排量置换预期将影响产能置换节奏，尤其是 2020 年。近日，山西省更批复了太原等五市压减过剩焦化产能的方案，涉及产能 3700 万吨，4.3 米以下产能去化时间提前至 2020 年 10 月实现，其中临汾 2019 年先压减 248 万吨产能。因此，明年山西压减产能压力较大。

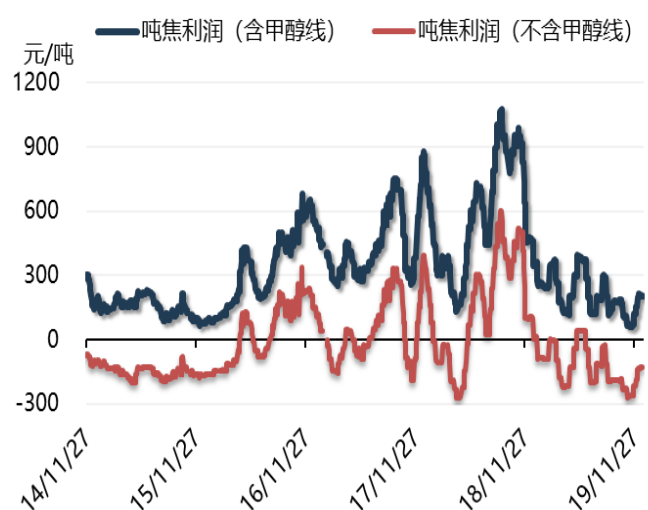
总体而言，2020 年焦化行业去产能力度及落地情况是最大的不确定因素。2018 年底，我国焦炭产能 5.5 亿吨，产量 4.4 亿吨，山西、河北、山东三大焦炭主产地产量分别为 9256、4747、2099 万吨。如果 2020 年产能压减置换执行有效，焦炭供给或适当收缩。不过，由于焦化产能相对于产业链上下游都更加分散，且产能过剩问题总体突出，焦炭企业话语权最弱，利润易受到上下游挤压，外加宏观总体需求偏弱，焦炭供需总体格局预期仍偏弱。

图 22 焦炭产量增速居偏高区间



数据来源：Wind，中融汇信期货

图 23 焦化企业吨焦利润偏低



数据来源：Wind，中融汇信期货

五、策略推荐

（一）趋势策略：逢高卖出

受制于全球经济疲弱及房地产“房住不炒”严格调控基调，黑色产业系需求整体偏弱，但总体具备时间和品种上的差别，时间上上半年基建投资托底概率大，有望对冲房地产行业的弱势，品种上制造业前景相对改善，有助于板材需求释放。此外，废钢的调节令产量供给具备弹性，产能过剩仍有节奏上的缓和。总体而言，钢价 2020 年预期重心下移，或呈现前高后低格局，品种上，长材弱于板材。

原材料方面，铁矿供给总体趋向过剩，相对偏弱。焦化产业方面，主要关注主产地压减产能进展，供需短期或有改善，但中长期面临需求弱势的压力，预期跟随成材价格重心下移。焦煤一方面受制于焦化产能压减，并面临进口焦煤涌入及国内焦煤产量释放的压力，供需格局难以扭转，价格走势预期总体承压。

（二）跨品种套利关注卷螺价差回归

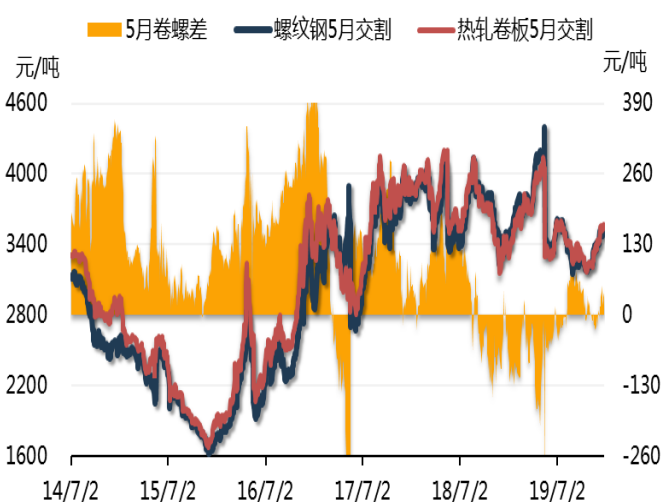
2020 年随着房地产竣工增速的回升，家电需求或得到提振，汽车行业则受惠于低基数及政策激励等因素，亦有望恢复需求，板材预期相对更强。根据统计，自上市以来，卷螺差 5 月合约平均在 100 元以上，但近年来整体偏低，建议关注卷螺价差回归的机会。

图 24 汽车制造业投资增速有望低位反转



数据来源：Wind，中融汇信期货

图 25 卷螺差持续偏低



数据来源：Wind，中融汇信期货

（三）期权策略分析

铁矿石为黑色产业链第一个具备场内期权的产品，目前持仓量认沽认购比 66.6%，成交量认沽认购比为 92.6%，市场偏向弱势。基于铁矿供给恢复的格局，价格重心大概率下移，节奏上可能出现前高后低，建议关注 9 月看跌期权的买入机会。

请务必阅读正文之后的免责声明

免 责 声 明

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信期货力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信期货不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。未经中融汇信期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

商品走势评级体系

走势评级	中期（3-6 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%，+5%
看跌	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上

备注：本体系涨跌幅度仅为参考，不作为投资依据，具体请仔细阅读免责声明。