

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（四季度报）

2019年铁合金四季度报告

作者：合金组

部门：黑色事业部



[在此处键入]

## 核心观点

### 一、供需结构评估

在三季度合金厂供应增加和需求有所减量的情况下，三季度供大于求的矛盾逐渐显现。但四季度整体预期逐渐转差下，四季度会出现消化库存情况。产量上会有所下降，需求并不会出现断崖式下跌。具体品种上看，硅锰四季度前两个月应该以消化库存为主，并且伴随合金厂主动降产，最后会逐渐出现供需紧平衡状态。硅铁四季度前期社会库存较多，主要以消化库存为主。但因硅铁产量供应较为稳定，后期仍然可能出现供应过剩局面。

### 二、四季度行情关注点

19年四季度行情重点应关注供应量的变化问题，在利润空间逐渐被压缩情况下，合金厂是否会有主动减产的可能，从而消化矛盾。就硅锰而言，其锰矿的报价扰动因素较强，锰矿是否会出现止跌是重点关注指标，其原因是：后期随着港口现货价格持续走低，非主流矿进口量减少，而主流矿优势较为明显且多集中在大贸易商手中，抗跌性较强。并且目前的锰矿价格可能出现超跌现象。而硅铁则关注合金厂是否有停产情况或出现避峰状况。

需求方面：因为有采暖季限产预期存在，所以四季度钢厂限产情况也应重点关注。并且目前的钢厂利润处于恢复阶段，是否后期随着钢价下跌钢厂利润水平逐渐被压缩，从而传导致钢厂对合金厂利润打压。

### 三、行情展望及策略

硅锰：四季度从供需角度上看，并不会出现大的供过于求的状况。在库存消化的同时，可能会出现短期内的供求偏紧情况。所以对四季度的行情相对偏谨慎乐观，盘面下面下跌空间有限，但上涨需要部分驱动做支撑。硅铁：四季度行情应该在区间震荡。把握好区间操作机会，若盘面出现升水机会，在社会库存累计的情况下，可以作为空头配置。

## 目录

一、行情回顾.....	4
1.1 三季度价格表现：硅锰现货下跌较慢，期货加快下跌；硅铁期现表现稳定。.....	4
1.2 三季度价格走势：硅锰跌跌不休，硅铁持续走弱后低位盘整。.....	4
二、三季度行情分析及展望.....	5
2.1 硅锰分析及展望.....	5
2.2 硅铁行情分析及展望.....	8
三、四季度行情关注点风险点.....	10
4.1 环保因素对供应端的扰动.....	10
4.2 钢厂利润状况及需求状态.....	10
4.3 策略.....	10
免责声明.....	12

## 一、行情回顾

### 1.1 三季度价格表现：硅锰现货下跌较慢，期货加快下跌；硅铁期现表现稳定。

硅锰方面：期货主力价格从期初 7278 元/吨上涨至最高 7828 元/吨，内蒙古地区现货价格从 7200 元/吨上涨至 7500 元/吨。在硅锰带动下，锰矿价格也随之上涨，天津澳块从 53 元/吨度上涨至 55 元/吨度。但进入 7 月下旬以后，行情逐渐转向，价格重心逐渐下跌持续至今。现货最低价格出现在 7000 元/吨，期货主力合约最低到达 6780 元/吨，弱势行情仍在持续。

硅铁方面：在钢材整体向上的带动下，盘中价格从期初的 5990 元/吨，上涨至 7 月中旬 6432 元/吨。现货价格中卫地区从 5450 元/吨上涨至最高价格 6000 元/吨。但随着粗钢产量逐渐下降，叠加社会库存增多使得盘面下降至低点 5682 元/吨，现货也下跌至 5450 元/吨。此后价格一直在低位盘整，现货价格变化幅度缩小。

表 1：三季度期现数据

		期初值	最高值	最低值	期末值	均值	涨跌幅	振幅
硅锰	硅锰主力	7278	7828	6782	6802	7327	-6.5%	1046
	内蒙现货	7200	7500	7050	7050	7317	-2.1%	450
	宁夏现货	7150	7450	7000	7000	7237	-2.1%	450
	天津澳块	53	55	47	47	51	-11.3%	8
	天津南非	46	49	43	43	46	-6.5%	6
	河钢招标	7600	7900	7600	7700	7780	1.3%	300
硅铁	硅铁主力	5990	6432	5682	5948	5990	-0.7%	750
	内蒙包头	5430	5900	5450	5300	5600	-2.4%	450
	宁夏中卫	5450	6000	5450	5500	5650	0.9%	550
	青海地区	5450	5950	5400	5350	5650	-1.8%	550
	河钢招标	6170	6450	6170	6200	6330	0.5%	280

资料来源：一德黑色事业部

### 1.2 三季度价格走势：硅锰跌跌不休，硅铁持续走弱后低位盘整。

硅锰从 19 年第二季度冲高后，逐渐回落跌跌不休并没有明显的反弹情况。硅锰内蒙古现货报价从季初的 7700 元/吨承兑出厂加工块到月末价格逐渐下跌至 7100-7200 元/吨承兑加工块。而硅铁则表现相对较为平稳，价格在季初冲高后逐渐回落至成本线附近。季初因大厂提价现货价格上涨至 6200 元/吨，后因库存压力价格下跌至 5500 元/吨。

[在此处键入]

图 1 硅锰现货价格走势



图 2 硅铁现货价格走势



资料来源：铁合金在线、一德黑色事业部

资料来源：铁合金在线、一德黑色事业部

我们可以看到，合金两个品种在价格的趋势和表现形式上都呈现出下跌的局面，而引导现货报价重心逐渐下移的原因的变量点是什么？是否四季度这些变量点依然存在影响着行情走势是值得关注的东西。

## 二、三季度行情分析及展望

### 2.1 硅锰分析及展望

#### (1) 供需评估

**供应方面：**从目前公布的产量上看，硅锰 2019 年第三季度的产量在 326 万吨左右，平均每月 108 万吨，环比上看增加 14%同比增加 37%。从主产区上看，本季度广西地区增加较多，环比增加 25%，同比增加 51%。内蒙方面本季度产量增加并不明显，宁夏地区产量增加较多，其原因是内蒙地区受限电影响产能释放，宁夏地区原先停炉再开导致产量有所上涨。

**需求方面：**主要关注钢厂的粗钢产量和螺纹产量，从螺纹产量上看本季度同比上涨了 21.6%，但环比只上涨了 0.55%。这说明螺纹产量已经在本季度逐渐见到顶点，再从粗钢产量上看，本季度同比上涨 6.6%，但环比却下降了 1.22%，目前为止一季度为粗钢产量顶点。从供需的环比增速上看，供应处于正的增速，而需求在逐渐萎缩，三季度出现明显的供大于求的局面。从主要矛盾上讲，供求关系决定了价格出现一路走跌局面。

表 2

产量数据

	上季度	本季度	同比	环比	下季度（预计）
全国	278	326	37.0%	17.0%	300
内蒙	102	109	36.0%	6.9%	100
宁夏	52	63	8.0%	21.2%	55

[在此处键入]

广西	40	50	51.0%	25.0%	40
----	----	----	-------	-------	----

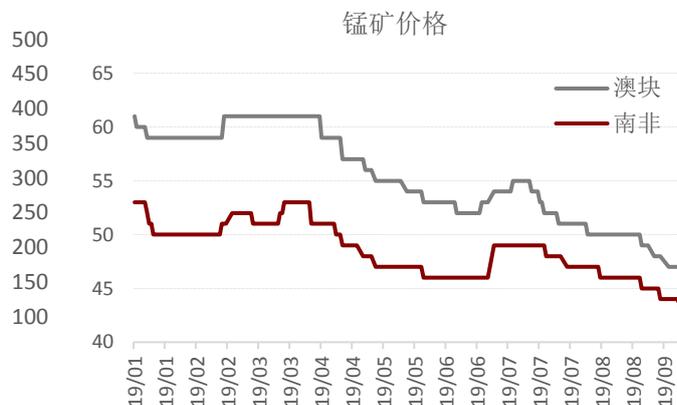
资料来源：铁合金在线、一德黑色事业部

(2) 成本下移导致价格失去支撑

我们从硅锰生产成本上看，锰矿价格从7月中旬开始天津港澳块价格从55元/吨度下跌至目前45元/吨，而南非块从47元/吨度下降至42元/吨度，整体主流矿本季度下跌5-10元/吨度。主流锰矿的报价下跌使得锰矿成本从3700元/吨下移至3360元/吨，整体下跌幅度为340元/吨。而导致锰矿价格逐渐下移的原因是，目前锰矿已经出现供大于求的局面，从港口的库存也可以看出7月到9月的港口库存处于累库阶段，高库存压制现货价格的上涨。

图3 港口库存

图4 锰矿数据



资料来源：钢联、一德黑色事业部

资料来源：wind、一德黑色事业部

(3) 市场心态变化使得价格出现下跌

进入第三季度，随着钢厂利润的走弱，再叠加盘面一直弱势运行。钢材产量创下新高后，随之而来的是人们对供应过剩的担忧。在需求没有再次表现出强势的情况下，钢厂开始打压原料端成本从而维持利润，并且在合金表现出供大于求的情况下，钢厂的库存保持在相对稳定状态，没有出现主动补库情况，使得采购价格有缺乏需求支撑。合金厂方面随着需求逐渐弱化叠加锰矿价格持续走弱，并且硅锰产量屡创新高使得合金厂对未来担忧，着急出货心态较强。目前合金厂不愿意再多留库存，低价出货心态明显。在这种情况下贸易商心态也较为悲观，主动囤货意愿不强。综合来看，目前市场出现，钢厂、合金厂和贸易商都是看跌心态。

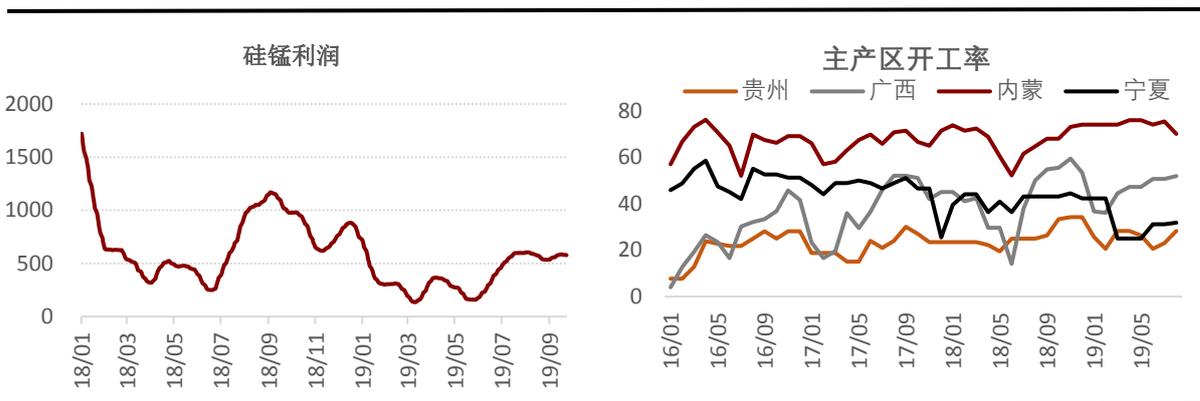
(4) 行情展望

供需结构上看：四季度全国产量我们预期在300万吨左右，四季度相较于三季度而言，  
[在此处键入]

我们认为产量是有所下降，但下降幅度并不会太大。其原因是：第一、从利润上看虽然随着现货价格的逐渐下降，内蒙古的利润水平有所下跌，但整体利润仍然会保持在 200-300 元/吨。第二、开工率上看，主产区仍然保持在相对较高开工率。其中内蒙古地区三季度虽然受到限电影响开工率有所下降，但进入冬季后，在风力较为充足情况下，电力供应应该不成问题。再叠加新增产能逐渐释放，所以内蒙地区产量下降幅度不会太多。第三、南方地区会仍然保持增量，因为广西地区电价下调导致成本下降，南方地区开工率有所提升。

图 5 硅锰利润

图 6 主产区开工率



资料来源：一德黑色事业部

资料来源：铁合金在线、一德黑色事业部

需求方面：我们预测螺纹的产量仍然保持在相对较高位置，但环比仍然是下降趋势。粗钢方面，我们认为本年高点已经出现，后期很难会再次冲破高点，粗钢产量会保持下滑趋势。其原因：第一、螺纹相较于其他品种而言利润水平更高，工厂保利润会选择生产螺纹。第二、四季度面临采暖季限产，粗钢产量会有所下降。总体来看，需求会有下滑但下滑速率会减慢，随着供应的减量供需差会逐渐缩小。

表 3

硅锰供需平衡表

硅锰供需平衡							
	上季度	本季度	同比	环比	预计	预计需求	供需差
螺纹产量	6502	6538	21.60%	0.55%	6211	282	18
粗钢产量	26165.6	25847.3	6.60%	-1.22%	24813		

资料来源：一德黑色事业部

成本支撑及心态方面：随着港口现货价格逐渐走跌，贸易商成本倒挂相对较为严重。在这种情况下，贸易商进口量会逐渐减小，后期港口库存会出现去库的状态，在主动去库的情况下锰矿价格下跌空间逐渐缩小，成本下移速度会相对下降。

[在此处键入]

## 2.2 硅铁行情分析及展望

### （1）供需评估

供应方面：从铁合金在线公布的产量上看，全国 19 年第三季度的产量为 143.5 万吨。同比上涨 5.2%，环比增加 10.1%。但是从主产区上看，宁夏产量同比下降 19%，环比下降 8.8%。内蒙方面，三季度是增产节奏同比上看增加 3%，环比增加 23.8%。甘肃地区同比增加 5%，环比增加 29.7%。其原因是：宁夏地区因有部分厂家检修，叠加利润水平不高使得开工率并不积极。内蒙的增产主要由于某大厂检修完毕基本恢复生产，使得产量增加较为明显。需求方面：从本季来看三大主流对硅铁的需求环比都有不同程度的下降，其中出口环比下降 26.17%，金属镁环比下降 2%，钢厂需求下降 1.22%。但是同比上看，钢厂需求同比上涨 6.6%，出口同比下降 47%。其主要原因为：钢厂随着利润的走弱，粗钢产量有所下降导致需求下滑。出口下滑主要因为关税因素导致内外价差逐渐缩小，出口优势不在出口量下降。所以可以看出，硅铁也是供大于求情况，导致价格一直在低位运行

表 4 产量数据

	上季	本季	同比	环比	下季度（预计）
全国	130.3	143.5	5.2%	10.1%	130
宁夏	26	23.7	-19.0%	-8.8%	25
内蒙	42	52	3.0%	23.8%	50
青海	26.2	26.9	-2.0%	2.7%	26
甘肃	9.1	11.8	5.0%	29.7%	9

资料来源：铁合金在线、一德黑色事业部

### （2）成本支撑导致价格低位徘徊，并且交割库的库存也存在一定支撑

从成本上看，硅铁的成本相对较为固定，根据我们的成本模型可以看出成本在 5500 元/吨，对应的盘面成本在 5800 元/吨，合金厂的生产成本导致现货价格底部有成本支撑，价格很难跌破成本线。但整体的供大于求状况使得其并没有上涨的动力，现货价格在低位徘徊。社会库存方面：6 月降至低点 9692 吨后逐渐反弹，七月中旬到目前 47325 吨增幅达到 388%。主动累库也为价格提供一定的支撑，但高库存也在压制硅铁价格运行，使得现货价格一直在低位盘整。

图 3 硅铁仓单量



图 4 成本及利润



资料来源：郑商所、一德黑色事业部

资料来源：铁合金在线、一德黑色事业部

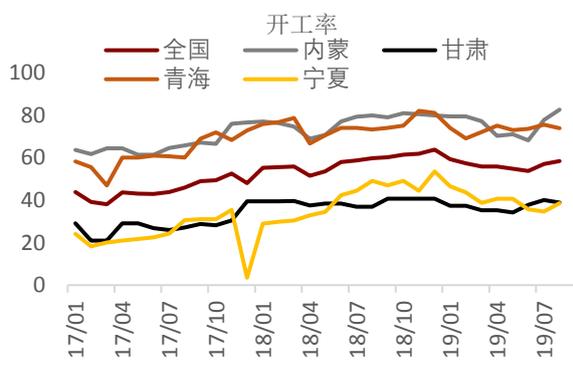
(3) 行情展望

供需角度讲：对第四季度的产量预估上看，我们认为产量有所下降，但下降幅度仍然不大，因为硅铁供应端相对较为稳定，在利润没有到亏损情况下，产量下降空间不是太大。从利润水平上看，目前利润水平在相对低谷水平，随着价格下跌，利润出现亏损合金厂会出现减产，后期利润水平恢复后产量仍会上涨。并且从开工率上看，内蒙开工率和青海开工率一直保持在高位水平，对供应影响较大。

图 5 硅铁利润



图 6 开工率



资料来源：万得、一德黑色事业部

资料来源：万得、一德黑色事业部

需求上看：四季度需求预估上，我们估算钢厂需求会随着产量的下降而下滑，金属镁大概保持相对较为稳定的状态，因为出口已经处于相对较差的时期，后面再继续走弱的空间较小。所以从整体上看我们认为四季度需求为 120 万吨左右，整体供需差在 10 万吨左右，其中 10-11 月份可能处于去库阶段，12 月再次出现累库。

[在此处键入]

表 5

产量数据

	上季	本季	同比	环比	预计	需求	供需差
粗钢	26165	25847	6.60%	-1.22%	24813	120	10
金属镁	21	20.58	0.11	-2.00%	20.7		
出口	10.7	7.9	-47%	-26.17%	8.1		

资料来源：一德黑色事业部

成本及库存方面：四季度成本支撑依然成本，所以现货价格底部是存在支撑的。若现货价格跌破成本线后，合金厂出现减产情况，此时社会库存会出现主动去库阶段。此时的价格相对而言价格仍然会在低位盘整。但在后期若库存消耗后，价格会出现反弹。

### 三、四季度行情关注点风险点

以前我们说三季度主要看需求方，我觉得四季度主要看供应方。因为从目前的环境上看，四季度需求下滑是肯定的，但供应是否出现减量这个却是不确定情况。其原因：第一、合金厂目前仍然有利润存在，开工率仍然保持在高位。第二、需求不会有断崖式下跌，并且需求应该在上半年见顶，下半年大概率是在维持缓慢下跌趋势。但其他的风险点如下：环保因素及电力供应短缺导致合金厂主动减产；钢厂采暖季限产相较前期严格以及钢厂利润快速下滑导致加大对合金的打压。

#### 4.1 环保因素对供应端的扰动

环保因素对供应端的影响主要在内蒙古地区，因为内蒙古地区 2020 年冬季运动会即将举行，在前期会加大对内蒙古地区的环保检查。如果环保检查加严会影响硅锰合金的供应问题。并且内蒙地区本身一直存在电力相对较为紧缺的情况，后期若电力供应仍然存在较大缺口对整个硅锰供应会产生影响。若该风险点发生，供应会出现快速下降而供需会出现紧平衡状态，盘面会出现快速上涨。

#### 4.2 钢厂利润状况及需求状态

从钢厂利润上看，目前钢厂利润仍有利润，但从长期的大环境下看，目前处于利润逐渐收缩的情况，所以后期钢厂打压合金厂利润会更加强烈。随着钢厂利润下降，其产量也会随之下跌，从而影响合金需求。并且四季度面临钢厂面临环保限产情况，在限产因素影响下会扰动对合金需求。所以需求也是一个重点关注的点是评估限产是否严格。

#### 4.3 策略

从上面的分析上看，我们认为四季度合金基本上仍然是供大于求的状况，总体上仍然保

[在此处键入]

持偏空的思维。但是从品种上看，硅锰目前盘面下跌速率较快，盘面处于相对低估的状态，其原因是预期锰矿下跌速率较快，但真实情况锰矿下跌速率并没有我们预期那样快，所以可以考虑正套入场。硅铁相对而言，盘面给出了相对较高的估值，后期期现套利机会增加，可以择时参与。现货盘面，硅铁目前处于相对偏低的估值，若现货处理能力较好可少量购买现货。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

### 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703

Tel: 010-8831 2088

### 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室

Tel: 021-6257 3180

### 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

### 天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室

Tel: 022-5982 0932

### 天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

### 郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

### 大连营业部 116023

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2303、2310号房间

Tel: 0411-8480 6701

### 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间

Tel: 0533-358 6709

### 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号

Tel: 0574-8795 1915

### 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室

Tel: 0315-578 5511

### 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室

Tel: 0535-216 3353/216 9678