

2023 年 3 月 17 日

Expertsoffinancialderiv
ativespricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：杨彦龙

• 从业资格编号 F03103782

• 投资咨询编号 Z0018274

邮箱：yangyanlong@jinxinqh.com



钢厂利润复盘（一） ——以史为镜，可以知兴替

内容提要

正利润之下，开工率会大幅提升，产能利用率系数也维持在较高水平，同时更倾向于使用高品矿和提高废钢使用量，从而使得钢材产量大幅提升；此时，若下游需求强劲，带动库存不断去化，则正利润会不断被加持，钢厂现金流充沛，完成正循环；如果需求不济，则厂库累积，钢厂销售放缓，挺价意愿降低，钢材价格不断下调，利润压缩，直至亏损.....

对于钢铁行业所面临的“囚徒困境”，规划中提到要加快推动实施兼并重组，提升产业集中度；力争前 5 位钢铁企业产业集中度达到 40%，前 10 位钢铁企业产业集中度达到 60%；同时严禁以任何名义新增产能，严防“地条钢”死灰复燃和已化解过剩产能复产。

对于铁矿而言，应该“开源”和“节流”两手抓；“开源”则是规划中提到的要加强资源保障，到 2025 年铁金属国内自给率达到 45%以上，国内年产废钢资源量达到 3 亿吨，海外权益铁矿占进口矿比重超过 20%；同时要引导短流程炼钢，到 2025 年电炉钢产量占粗钢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%；而“节流”，则是聚焦在“双碳”目标之下的粗钢压减，又回到钢铁行业自身的供给侧改革上面。

风险提示

宏观景气度；行业政策；终端改善力度；外围情绪影响

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

内容提要	1
操作建议	错误! 未定义书签。
风险提示	1
一、 基本简介	4
二、 行情回顾	5
(一) 2012-2015 年——至暗时刻，一片哀嚎	5
(二) 2016-2018 年——刮骨疗毒，治理顽疾	8
(三) 2019-2020 年——平地风波，原料凸起	14
(四) 2021-2023 年——大起大落，盛极而衰	16
三、 以史为鉴	19
重要声明	23

图表

图 1: 利润调节钢厂生产	4
图 2: 钢厂盈利率 (%)	5
图 3: 固定资产投资累计同比 (%)	6
图 4: 粗钢产量 (万吨, %)	6
图 5: 黑色系主要品种指数合约收盘价 (元/吨)	7
图 6: 重点钢企利润总额 (万元)	7
图 7: 重点钢企销售利润率 (%)	8
图 8: 重点钢企亏损数量 (户)	8
图 9: 2016-2018 年钢铁行业重大政策一览	9
图 9: 2015 年房地产重大政策一览	10
图 10: 2016 年房地产重大政策一览	11

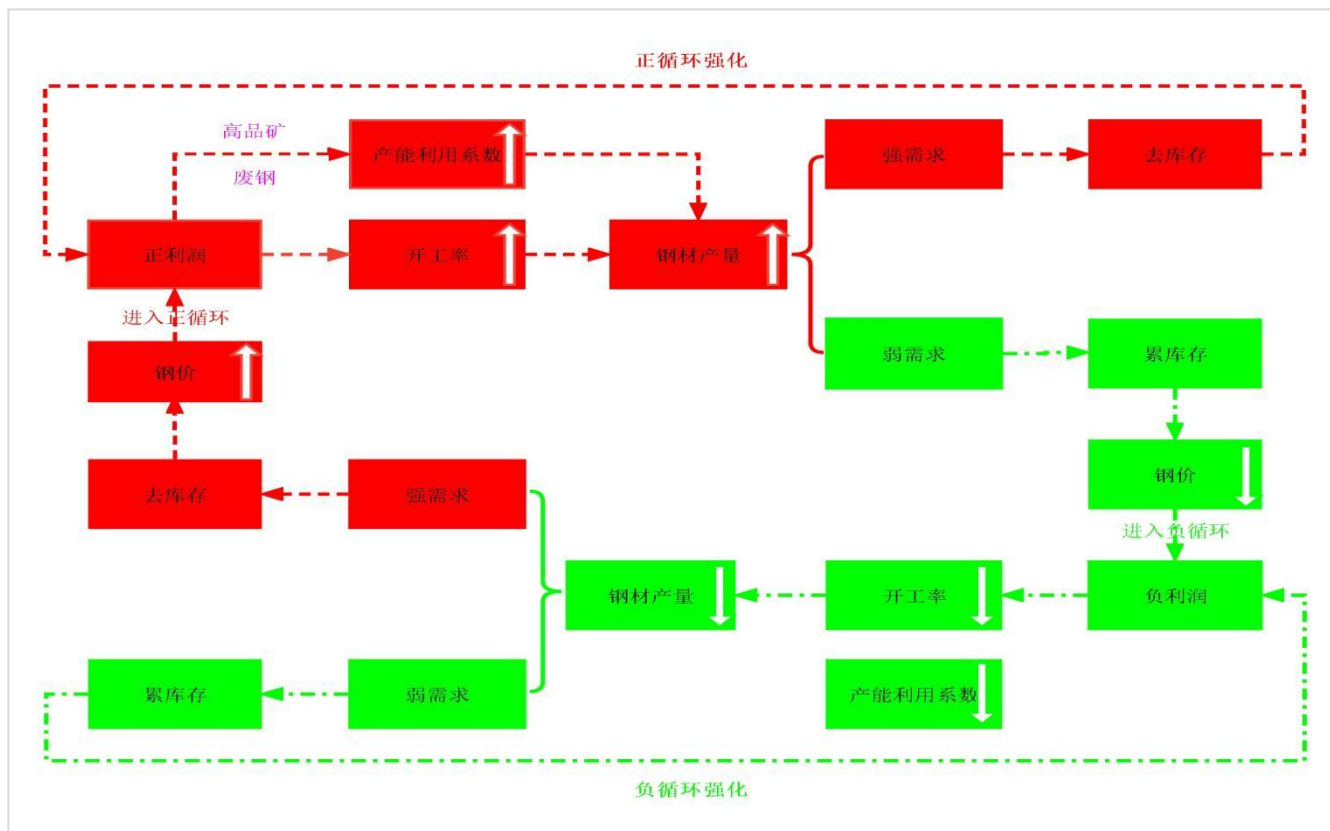
图 11: 2017 年房地产重大政策一览	12
图 12: 2018 年房地产重大政策一览	12
图 13: 房地产开发投资及新开工累计同比 (%)	13
图 14: 部分上市钢企净利润 (亿元)	13
图 15: 黑色金属冶炼和压延加工业利润总额 (亿元, %)	14
图 16: 黑色金属冶炼和压延加工业资产负债率 (%)	14
图 17: 黑色系指数合约收盘价 (元/吨)	15
图 18: 澳巴 14 港铁矿发运量 (万吨)	16
图 19: 卷螺毛利 (元/吨)	16
图 20: 独立焦企炼焦煤库存 (万吨)	17
图 21: 247 家钢厂炼焦煤库存 (万吨)	18
图 22: 焦炭全样本库存 (万吨)	18
图 23: 独立焦企吨焦盈利 (元/吨)	18
图 24: 64 家钢厂进口烧结用矿粉库存 (万吨)	19
图 25: 64 家钢厂平均不含税铁水成本 (元/吨)	19
图 26: 钢铁行业固定资产投资累计同比 (%)	20
图 27: 钢铁上下游行业利润总额累计同比 (%)	20
图 28: 中国钢铁行业集中度	21
图 29: 澳洲铁矿出口量 (亿吨, %)	22
图 30: 巴西铁矿出口量 (亿吨, %)	22
图 31: 电炉钢产量占比 (%)	22

一、基本简介

利润，是企业发展的基石，对于企业生产至关重要；从商品研究的角度看，利润可以很好的反映出该商品在产业链中所处的估值状态。

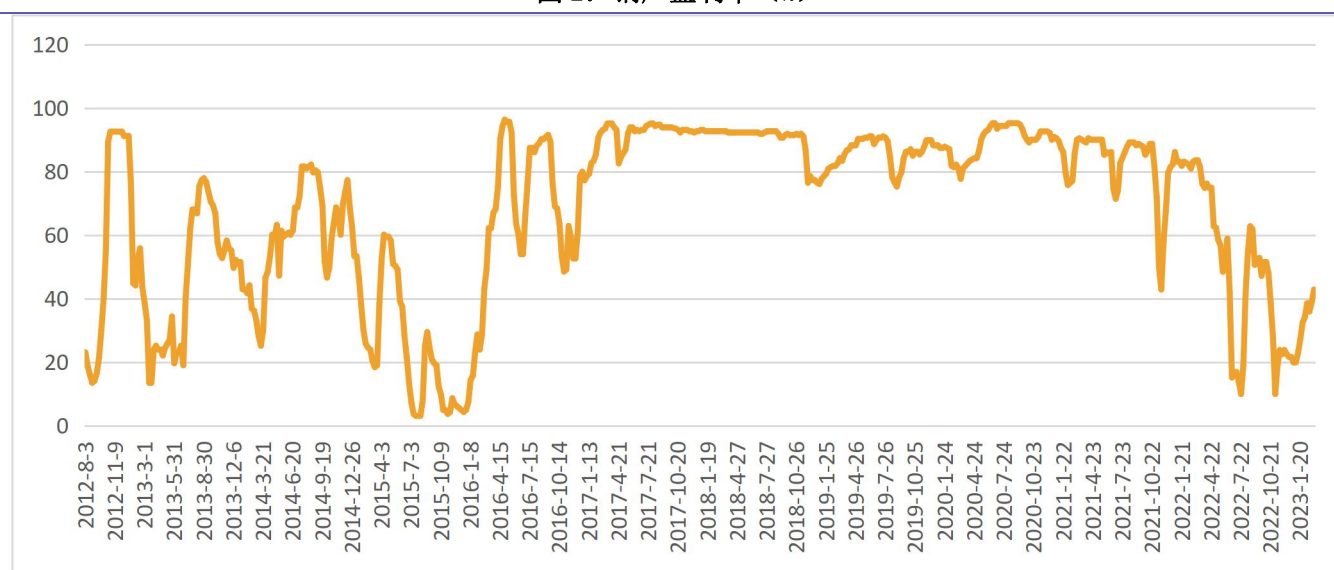
对于钢厂来说，正利润之下，开工率会大幅提升，产能利用率系数也维持在较高水平，同时更倾向于使用高品矿和提高废钢使用量，从而使得钢材产量大幅提升；此时，若下游需求强劲，带动库存不断去化，则正利润会不断被加持，钢厂现金流充沛，完成正循环；如果需求不济，则厂库累积，钢厂销售放缓，挺价意愿降低，钢材价格不断下调，利润压缩，直至亏损；在亏损之下，钢厂则会主动进行停产检修，开工率和产能利用率逐步下降，产量缩减，进入负循环；此时，如果下游需求转好，则供需错配之下库存再次去化，支撑钢价上调，再度回到正循环之中；如果下游弱势延续，则库存累积，继续负循环，直到需求转好。

图 1：利润调节钢厂生产



资料来源：优财研究院

图 2：钢厂盈利率（%）



资料来源：Mysteel，优财研究院

二、行情回顾

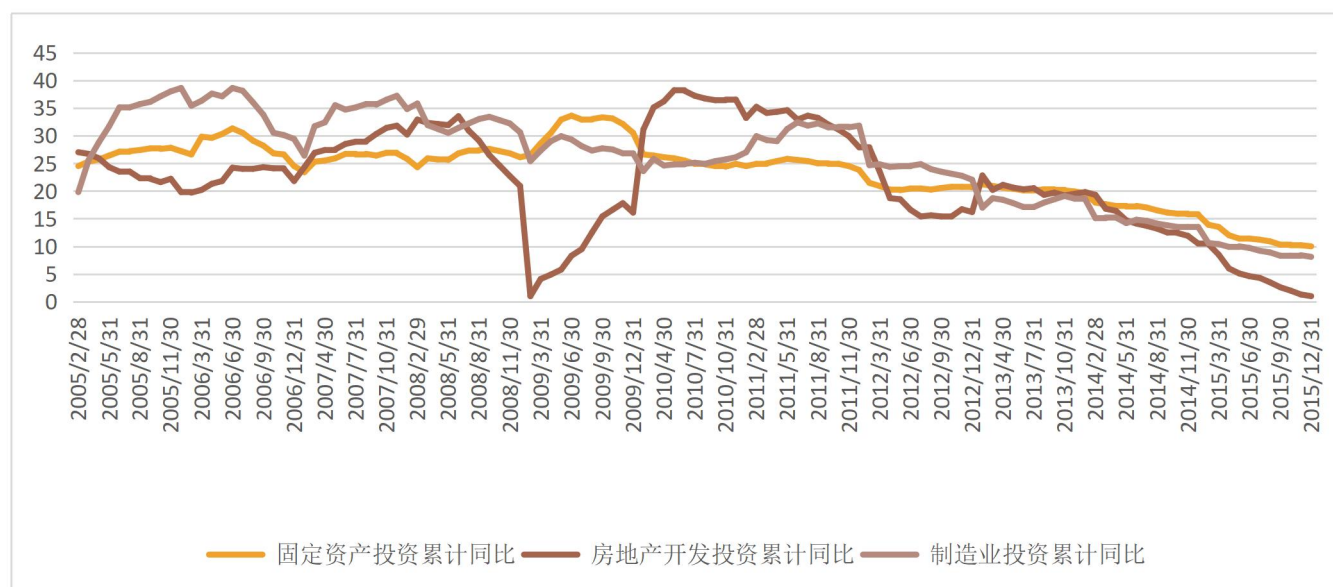
（一）2012-2015 年——至暗时刻，一片哀嚎

在 2008 年之前，我国钢铁行业处于快速扩张的阶段，基建房地产双轮驱动，固定资产投资累计同比维持在 25% 左右，房地产开发投资累计同比从 20% 一路上行至 35%，钢铁行业需求大幅增长，粗钢产量节节攀升；2008 年全球金融危机之后，国内出台 4 万亿刺激措施，钢铁产能如雨后春笋般涌现，中频炉乱象频发；到 2011 年，我国粗钢产量达到 6.8 亿吨，同比增幅达 7.54%；而钢价也顶着压力反弹，扭转了 2008 年下半年大幅亏损的局面。

2011 年开始，面对 CPI 同比增速 5% 以上的高通胀局面，央行果断收紧货币政策，不断上调存款准备金率和基准利率，信贷监管加严；同时房地产进入以“限购”、“限价”、“限贷”为主的全面调控阶段，钢价从高位震荡走弱；进入 2012 年，“钢贸商事件”放大市场恐慌，华东地区钢贸企业资金链断裂，出现大面积、集中地信贷违约和贸易违约的情形，钢贸商破产跑路的现象比比皆是，很多钢贸企业被连带追诉；此后，银行开始严控对于钢铁企业的授信，抽贷力度前所未有；2014 年，银行对钢铁全行业计划放贷额度

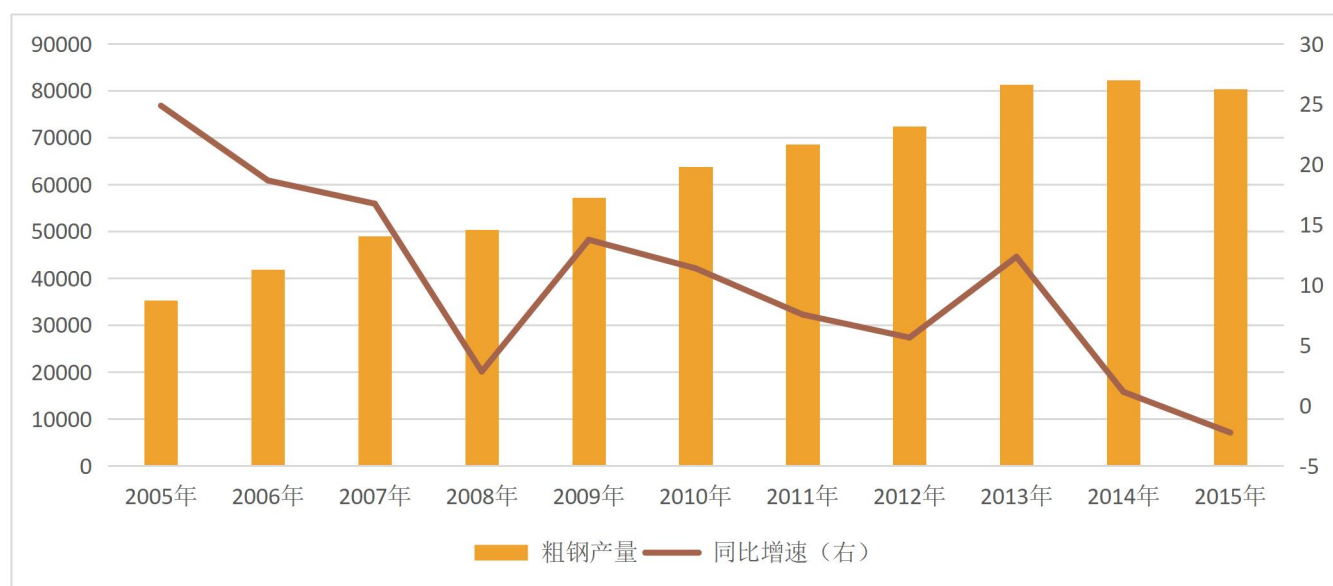
1.5 万亿元，但到年底抽贷 1500 亿元，占总额度 10%，且大多数为民营钢企，导致民营钢企平均融资成本高达 15%；而当时外围市场同样不容乐观，希腊主权债务危机爆发，至 2010 年蔓延至整个欧洲，欧债危机来袭，发达经济体财政捉襟见肘，世界经济增长乏力；雪崩时，没有一片雪花是无辜的，内外交困之下，钢材行业迎来长达四年之久的漫漫熊途。

图 3：固定资产投资累计同比（%）



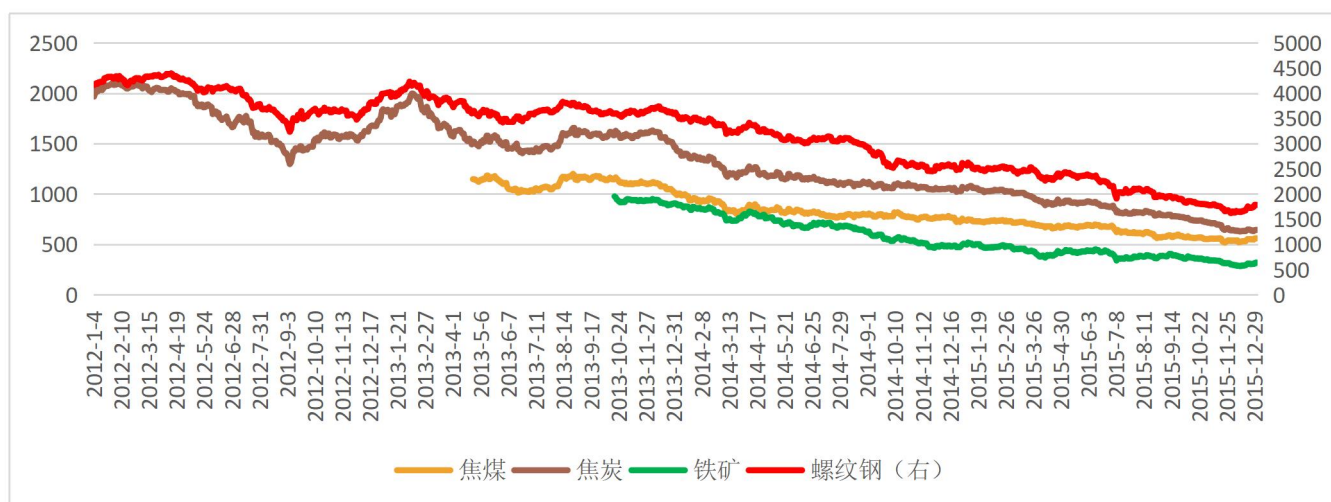
资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 4：粗钢产量（万吨，%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

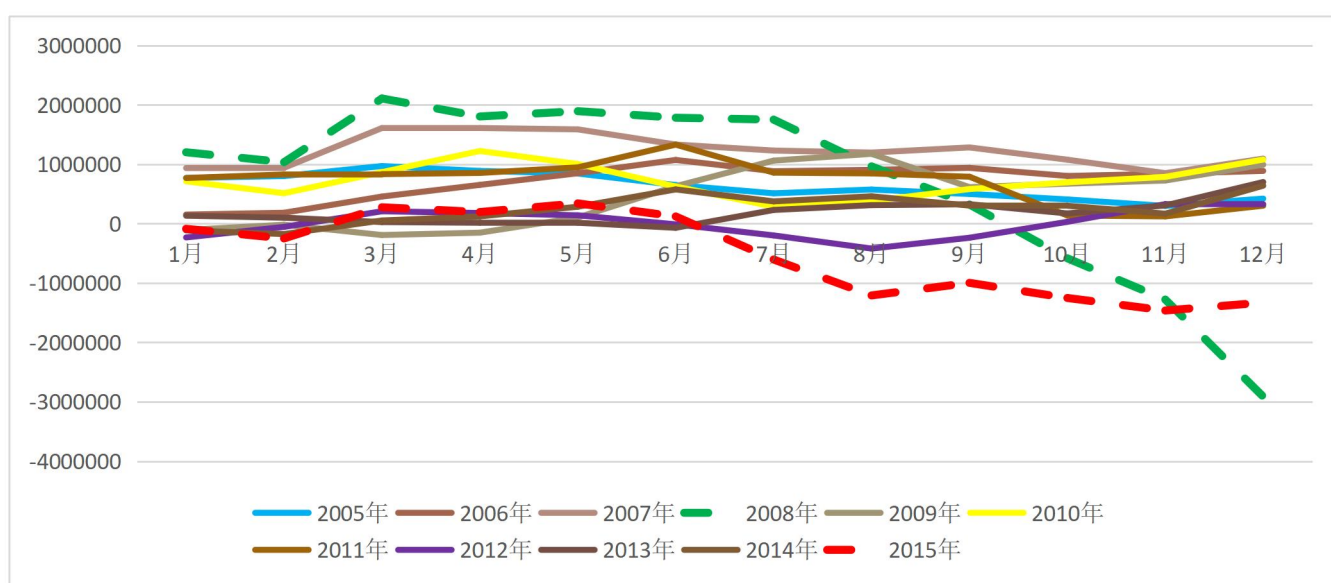
图 5：黑色系主要品种指数合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

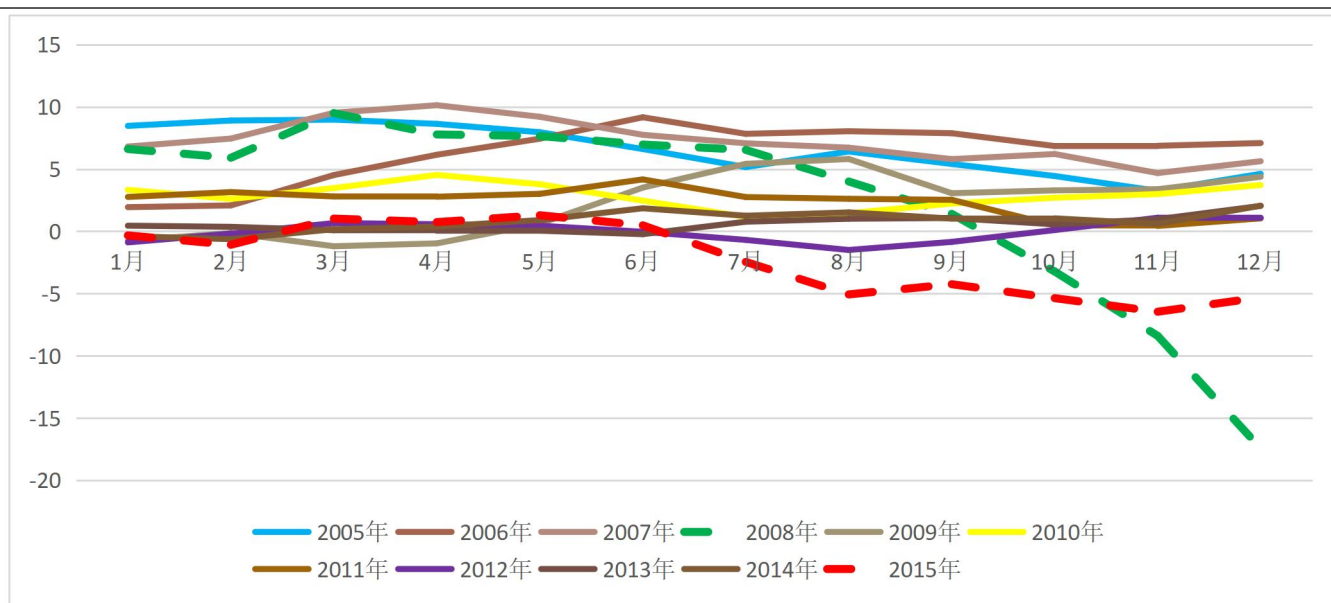
至 2015 年初，我国统计的粗钢产量为 8.2 亿吨，而这当中还有接近 1 亿吨的地条钢未纳入统计范围；一边是跌至白菜价的钢材，一边是大幅扩张的产能，行业面临严重的危机；同时被称为史上最严的新《环保法》开始实施，吨钢成本陡增 200 元/吨左右，这使得利润进一步压缩；据中钢协统计重点钢企数据显示，2015 年，钢企利润总额为负 625.57 亿元，同比大幅下降 305.48%，亏损面为 50.5%，销售利润率一度达到 -6.46%，亏损企业数量达 62 家；仅 2015 年一年的亏损，就远超过 2012-2014 年三年间累计 549.11 亿元利润总额。

图 6：重点钢企利润总额（万元）



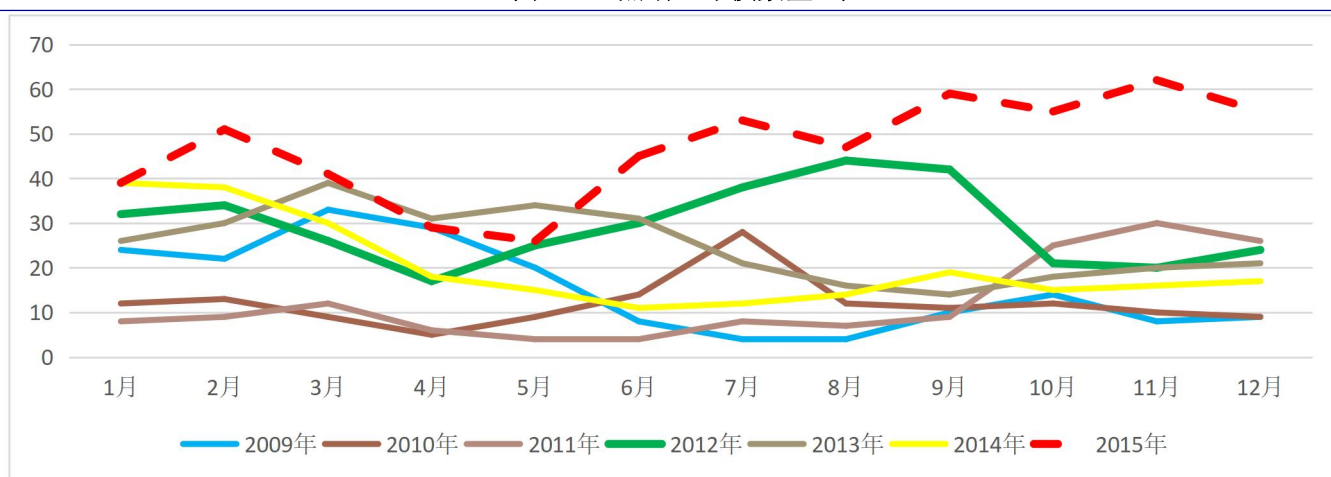
资料来源：中钢协，优财研究院

图 7：重点钢企销售利润率（%）



资料来源：中钢协，优财研究院

图 8：重点钢企亏损数量（户）



资料来源：中钢协，优财研究院

（二）2016-2018 年——刮骨疗毒，治理顽疾

从供给侧角度看，从 2016-2018 年，是政策重点发力的三年；一系列组合拳下来，截止到 2018 年底，钢铁行业提前两年完成了化解过剩产能 1.5 亿吨以上的目标任务，取得了阶段性成果；彻底清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能，“劣币驱逐良币”的现象得到遏制，市场环境更加公平有序；行业集中度明显提升，CR10 增 3.17PCT 至 37.30%。

图 9：2016-2018 年钢铁行业重大政策一览

时间	部门/会议	主要内容
2015年	中央经济工作会议	2016年主要抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务；一是积极稳妥化解产能过剩；二是帮助企业降低成本；三是化解房地产库存；四是扩大有效供给；五是防范化解金融风险。
2016年	国务院	2月1日，《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》印发，明确提到从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1亿—1.5亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产业结构得到优化；主要任务是严禁新增产能、化解过剩产能、严格执法监管、推动行业升级。
	工信部	10月28日，《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》印发，明确提出到“十三五”末，钢铁工业供给侧结构性改革取得重大进展，实现全行业根本性脱困。
2017年	中钢协等五协会	2月13日，《关于支持打击“地条钢”、界定工频和中频感应炉使用范围的意见》印发，明确了工频和中频炉使用范围。
	发改委	5月13日，《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》印发，要求坚定不移处置“僵尸企业”，以更加严格的标准坚决淘汰落后产能，坚决清理整顿违法违规产能，坚决控制新增产能。
	国务院	5月和8月，两次大规模督导、核查和验收，依法取缔“地条钢”企业，涉及产能约1.4亿吨。
	环保部	3月30日，《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》印发，要求唐山、邯郸、安阳等重点城市对钢铁企业实施分类管理，按照污染排放绩效制定错峰停产方案，采暖季钢铁产能停限产50%。
	环保部	7月27日，《排污许可证申请与核发技术规范钢铁工业》印发，要求京津冀及周边“2+26”城市、长三角、珠三角区域于2017年年底前完成许可证的申领，其他地区应于2018年年底前完成的申领。
2018年	国务院	1月1日，《钢铁行业产能置换实施办法》正式施行，办法中对置换方法、退出产能、新增产能等各方面都做出了详细的规定。
	环保部	1月16日，《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》印发，要求自2018年3月1日起，京津冀大气污染传输通道城市（即“2+26”城市）行政区域内，国家排放标准中已规定大气污染物特别排放限值的行业以及锅炉的新建项目，开始执行特别排放限值。
	国务院	6月27日，《打赢蓝天保卫战三年行动计划》印发，经过3年努力，大幅减少主要大气污染物排放总量，协同减少温室气体排放，进一步明显降低细颗粒物(PM2.5)浓度；明显减少重污染天数，明显改善环境空气质量，明显增强人民的蓝天幸福感。
	唐山市	7月20日起为期43天减排攻坚战限产。
	生态环境部	9月27日，《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》印发，要求全面完成2018年空气质量改善目标；2018年10月1日至2019年3月31日，京津冀及周边地区细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降5%左右，重度及以上污染天数同比减少5%左右。

资料来源：根据新闻整理，国家部委网站，优财研究院

从需求侧角度看，从2015年开始，面对经济下行压力加大问题，央行连续10次降准降息，释放流动性；同时楼市和基建大幅回暖，房地产开发投资累计同比从2015年底1%大幅回升至10%；棚改货币化政策出台，更是大幅带动有效投资，在2016-2019年四年间全国棚改总计完成投资约6.26万亿元。

图 9：2015 年房地产重大政策一览

时间	部门/会议	主要内容
2015年	证监会	1月15日,《公司债券发行与交易管理办法》发布,将公司债发行主体大大增加,从上市公司拓展至除地方融资平台以外的所有公司制法人;审批机制也进行了改革,公开发行实行核准制,非公开发行实行备案制。
	央行	2月5日、4月20日、6月28日、9月6日、10月24日连续下调存款准备金率,大型金融机构存款准备金率由20%下调至17%。
	央行	3月1日、5月11日、6月28日、8月26日、10月24日下调基准利率0.25个百分点,一年期贷款利率由5.6%下调至4.35%。
	央行、住建部、银监会	3月30日,《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布,规定对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房,最低首付款比例调整为不低于40%;使用住房公积金贷款购买首套普通自住房,最低首付20%;拥有一套住房并已结清贷款的家庭,再次申请住房公积金购房,最低首付30%。
	财政部、国税总局	3月30日,《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》发布,规定个人将购买不足2年的住房对外销售的,全额征收营业税;个人将购买2年以上(含2年)的非普通住房对外销售的,按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税;个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的,免征营业税。
	国务院	6月30日,《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》发布,要求2015—2017年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1800万套(2015年580万套),农村危房1060万户(2015年432万户);积极推进棚改货币化安置,创新融资体制机制,推动政府购买棚改服务,推广政府与社会资本合作模式,发挥开发性金融支持作用。
	国税总局	7月14日,《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》发布,个人在办理无偿赠与与不动产、土地使用权免征营业税手续时,可以不用再向税务部门提交有关赠与与公证材料;个人以离婚财产分割、赠与特定亲属、赠与抚养人或赠养人三种方式,无偿赠与不动产、土地使用权时,可直接申请免营业税。
	住建部等六部门	8月19日,《关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》发布,取消外商投资房地产企业办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本金的要求;境外机构在境内设立的分支、代表机构(经批准从事经营房地产的企业除外)和在境内工作、学习的个人可以购买符合实际需要商品房。
	住建部、国开行	8月26日,《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》发布,要求落实棚改货币化安置目标和项目,按照原则上不低于50%的比例确定本地区棚改货币化安置目标;实行差别化信贷政策,对实行货币化安置的项目,要加大贷款支持力度。
	住建部、财政部、央行	8月31日,《关于调整住房公积金个人住房贷款购房最低首付款比例的通知》发布,规定对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭,再次申请公积金贷款购买住房的,最低首付款比例由30%降低至20%。
	国务院	9月14日,《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》发布,房地产开发项目最低资本金比例有所调整,保障性住房和普通商品住房项目维持20%不变,其他项目由30%调整为25%。
	发改委	9月16日,《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》发布,取消境内企业发行外债的额度审批,实行备案登记制管理。

资料来源：根据新闻整理，国家部委网站，优财研究院

图 10：2016 年房地产重大政策一览

时间	部门/会议	主要内容
2016年	央行、银监会	2月2日,《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》发布,在不实施“限购”措施的城市,居民首次购买普通住房的商业性个人住房贷款,最低首付款比例为25%,各地可向下浮动5个百分点;对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房,最低首付款比例调整为不低于30%。
	央行、住建部、财政部	2月17日,《关于完善职工住房公积金账户存款利率形成机制的通知》发布,职工住房公积金账户存款按照归集时间区分利率档次,当年归集和上年结转的分别按活期存款和三个月定期存款基准利率计息,目前分别为0.35%和1.10%;此次调整后,职工住房公积金账户存款利率将统一按一年期定期存款基准利率执行,目前为1.50%。
	央行	3月1日,普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,大型金融机构存款准备金率由17%调整为16.5%。
	财政部、国税总局	5月1日,《营业税改征增值税试点实施办法》发布,建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人,纳入试点范围,由缴纳营业税改为缴纳增值税;提供交通运输、邮政、基础电信、转让土地使用权等,税率为11%;提供有形动产租赁服务,税率为17%。
	国务院办公厅	5月17日,《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》发布,要求实行购租并举,加快培育和发展住房租赁市场,发展住房租赁企业、鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务;对个人出租住房的,由按照5%的征收率减按1.5%计算缴纳增值税;对个人出租住房月收入不超过3万元的,2017年底之前可按规定享受免征增值税政策;
	上交所	9月28日,《关于实施房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》发布,对房企发行公司债券实行“基础范围+综合评价指标”的分类监管标准;“基础范围”是房地产企业申报公司债券应当符合的基础条件;综合指标评价是对符合基础要求的房企企业作进一步分类,根据指标划分为正常类、关注类和风险类,从而提高房企发债门槛。
	北京市	10月19日,《促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》发布,要求进一步完善差别化住房信贷政策,加强对房地产开发企业及其销售行为的管理;购买首套普通自住住房的首付款比例不低于35%,购买首套非普通自住住房的不低于40%(自住型商品住房、两限房等政策性住房除外);对拥有1套住房的居民家庭,再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住住房的,无论有无贷款记录,首付款比例均不低于50%;
	银监会	11月12日,《关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知》发布,银监会通过对房价上涨过快的热点城市银行业金融机构进行专项检查,对调控政策落实到位等违法违规行为,采取相关监管措施;机构范围包括16个房地产价格上涨过快热点城市的银行业金融机构,检查内容为被查机构截至2016年9月末与房地产有关业务情况;可根据实际情况适当追溯或延伸。
	发改委	11月17日,《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》发布,严格限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目(用于保障性住房、棚户区改造、安置性住房项目除外)。
	中央经济工作会议	12月16日,中央经济工作会议首提坚持“房住不炒”的定位;综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段,加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制;既抑制房地产泡沫,又防止大起大落。

资料来源：根据新闻整理，国家部委网站，优财研究院

图 11：2017 年房地产重大政策一览

时间	部门/会议	主要内容
2017年	住建部、财政部、国土资源部	1月10日，《关于进一步做好棚户区改造工作有关问题的通知》发布，强调要加速推进棚改，依法依规控制棚改成本，科学规划棚改腾空的土地，注重配套和环境建设；优先安排出让棚改腾空的土地，同步推进产业发展；明确2017年棚户区改造新开工600万套的目标任务。
	北京市	3月17日，《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》发布，要求普通住房首套房首付款比例不低于35%，购买非普通住房的首付款比例不低于40%；二套房普通住房的首付款比例不低于60%，购买非普通住房的首付款比例不低于80%；暂停发放贷款期限25年（不含25年）以上的个人住房贷款（含住房公积金贷款）；此后，新一轮调控政策蔓延全国，密集程度前所未有。
	厦门	3月25日起，居民新购买住房，需在取得产权证后满2年方可上市交易；此后，福州、广州、青岛、东莞等几十个城市都出台了限售政策，限售期多为2-3年。
	中共中央、国务院	4月1日，中共中央，国务院印发通知，决定设立河北雄安新区；雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新3县及周边部分区域，以特定区域为起步区先行开发；起步区面积约100平方公里，中期发展区面积约200平方公里，远期控制区面积约2000平方公里。
	住建部	5月20日，《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》发布，明确提出直辖市、市、县人民政府要建立住房租金发布制度，定期公布分区域的市场租金水平等信息，引导当事人合理确定租金价格；在租金缴纳方面，为减轻承租人集中支付租金的压力，征求意见稿规定，除当事人另有约定外，承租人应当按月支付租金；对住房租赁合同中未约定租金调整次数和幅度的，征求意见稿规定出租人不得单方面提高租金。
	银监会	5月23日，《2017年信托公司现场检查要点》发布，提到将违规开展房地产信托业务将列入检查要点，重点关注信托公司是否变相向房地产开发企业融资、规避监管；“股+债”项目中是否存在不真实的股权或债券。
	住建部	7月18日，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》发布，要求人口净流入的大中城市发展住房租赁市场，建设政府住房租赁交易服务平台；并选取广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等12个城市作为试点单位。
	国土资源部、住建部	8月21日，《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》发布，要求建设租赁住房供应，缓解住房供需矛盾，构建购租并举的住房体系，建立健全房地产平稳健康发展长效机制；首批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆，成都等13个城市开展试点。
	发改委、住建部	10月16日，《关于开展商品房销售价格行为联合检查的通知》发布，决定部署开展全国商品房销售价格行为联合检查，专项检查的时间为10月30日至11月30日；检查对象为房地产开发企业和房地产中介机构，对房地产开发企业在售楼盘和房地产中介机构门店商品房销售价格行为进行检查；发改委、住建部将选择部分省（区、市）开展交叉检查。
	银监会	12月23日，《关于规范银信类业务的通知》发布，强调房地产信托业务合规性，禁止银行理财和信托资金通过银信业务违规流入房地产市场。

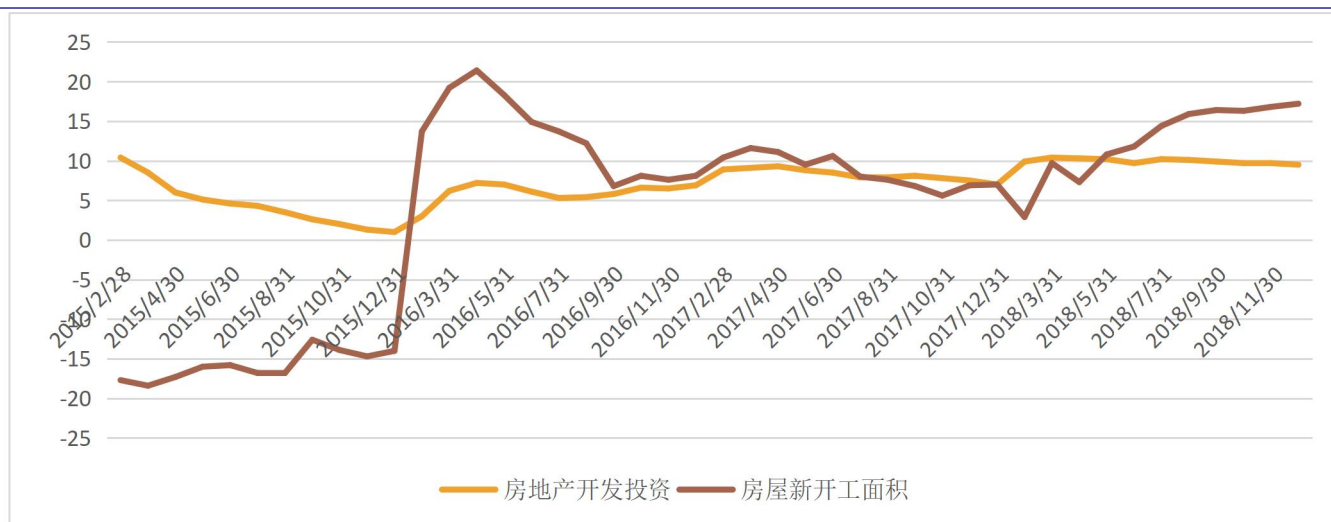
资料来源：根据新闻整理，国家部委网站，优财研究院

图 12：2018 年房地产重大政策一览

时间	部门/会议	主要内容
2018年	财政部、住建部	4月2日，《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》发布，旨在完善地方政府专项债管理，规范棚户区改造融资行为，坚决遏制地方政府隐性债务增量，2018年在棚户区改造领域开展试点；有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度，发挥政府规范适度举债改善群众住房条件的积极作用。
	央行	4月25日，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行和外资银行人民币存款准备金率1个百分点以置换中期借贷便利并支持小微企业融资，此后大型金融机构存款准备金率由16.5%调整为15.5%。
	证监会、住建部	4月26日，《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》发布，加快培育和发展住房租赁市场特别是长期租赁，鼓励发行住房租赁资产证券化产品。
	银监会	5月4日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》发布，限制资管产品多层嵌套、资金和资产期限错配，通道类信托规模将持续收缩，而主动管理类地产信托将承接需求外溢。
	发改委	5月17日，《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》发布，规范房企境外发债资金投向，主要用于偿还到期债务，避免债务违约；限制投资境内外房地产项目、补充运营资金等。
	银监会	5月31日，《银行业金融机构联合授信管理办法（试行）》发布，为抑制过度融资行为，有效防控企业信用风险，要求各银监局辖内试点企业数量原则上不得少于10家，落实联合授信试点工作。
	住建部	住房和城乡建设部有关局负责人7月12日表示，要因地制宜推进棚改货币化安置；商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地方，应有针对性地及时调整棚改安置政策，采取新建棚改安置房的方式；商品住房库存量较大的地方，可以继续推进棚改货币化安置。
	发改委	12月13日，《关于支持优质企业直接融资，进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》发布，提到要支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券；符合条件的企业申报发行优质企业债券，实行“一次核准额度、分期自主发行”的发行管理方式。

资料来源：根据新闻整理，国家部委网站，优财研究院

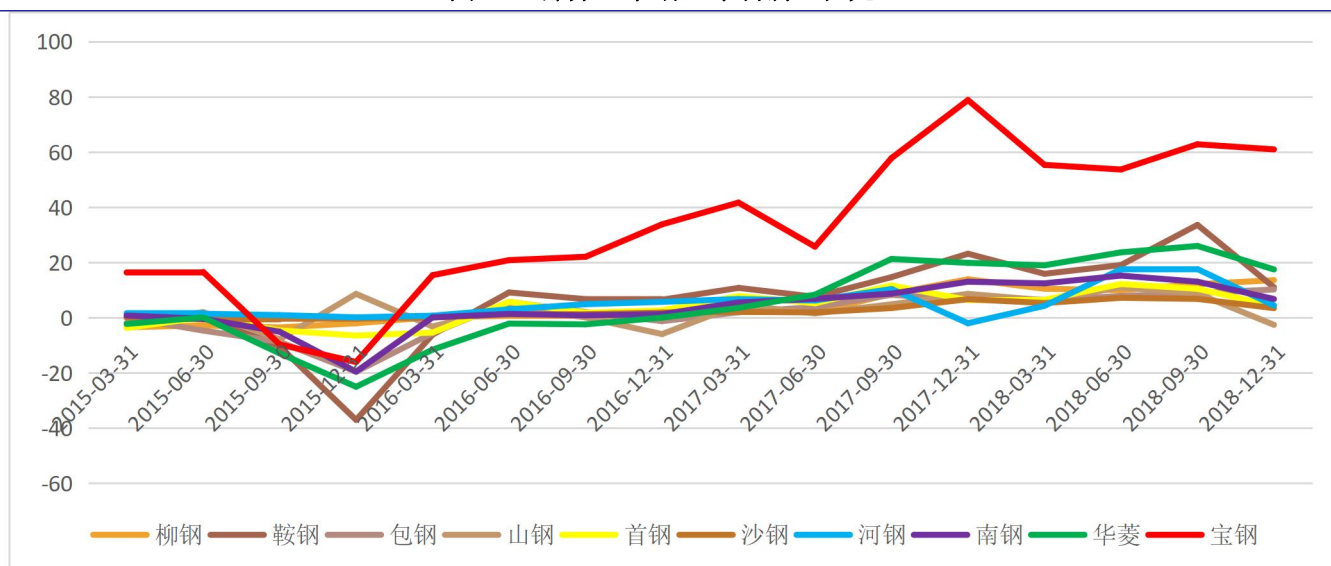
图 13：房地产开发投资及新开工累计同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

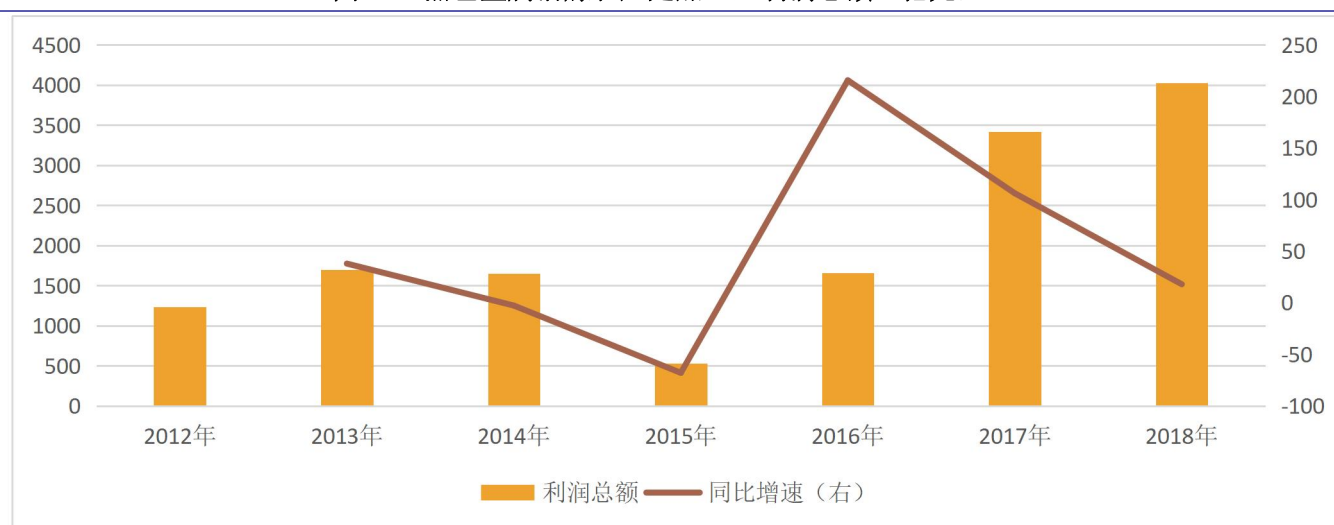
至 2018 年，据中钢协数据显示，会员企业实现工业总产值 3.46 万亿元，同比增长 14.67%；实现销售收入 4.11 万亿元，同比增长 13.04%；盈利 2862.72 亿元，同比大幅增长 41.12%；销售利润率 6.9%，达到工业行业平均水平；资产负债率 65.02%，同比下降 2.63 个百分点，超过半数的会员钢企资产负债率下降到 60%以下；钢企盈利大幅改善，螺纹钢长流程毛利三年均值 932 元/吨，热卷毛利三年均值 784 元/吨。

图 14：部分上市钢企净利润（亿元）



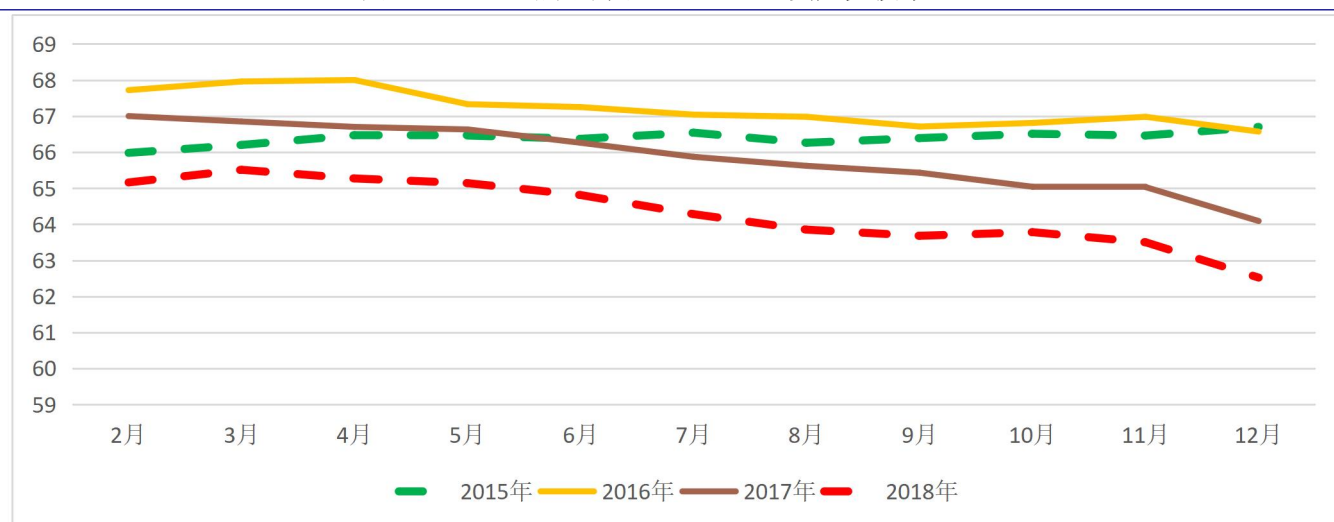
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 15：黑色金属冶炼和压延加工业利润总额（亿元，%）



资料来源：统计局，优财研究院

图 16：黑色金属冶炼和压延加工业资产负债率（%）



资料来源：统计局，优财研究院

（三）2019-2020 年——平地风波，原料凸起

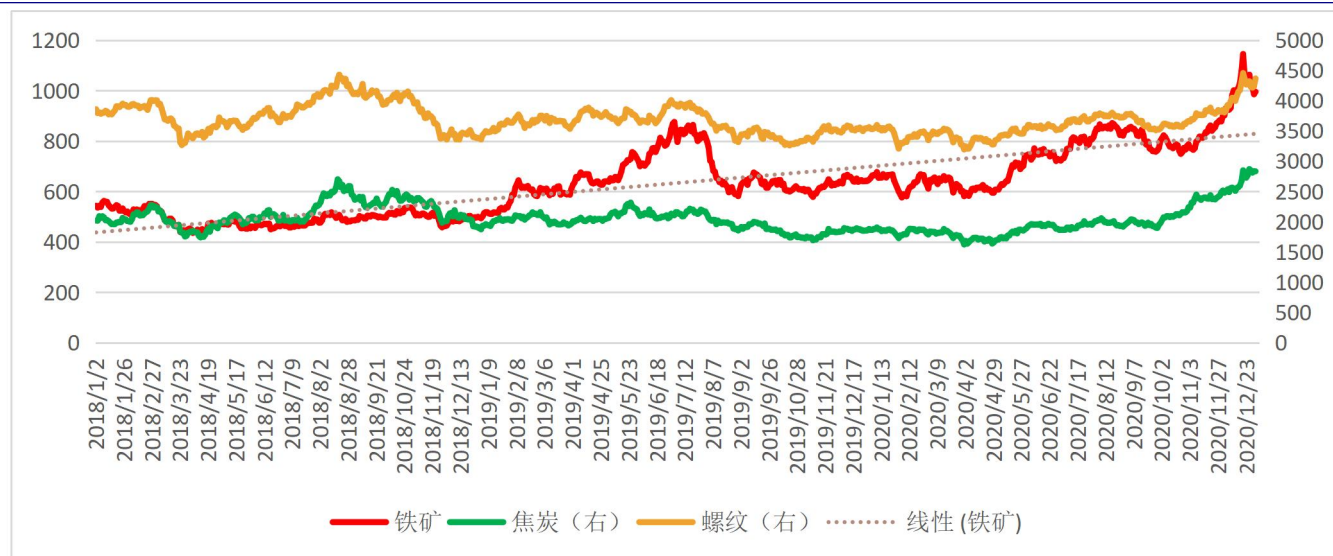
进入 2019 年，政策上以巩固去产能成果，严防地条钢死灰复燃，严格控制产能置换为主；但是部分前期置换产能开始投放，实际产能仍有扩张，部分僵尸产能再度站上舞台，短期过剩有所加剧；同时原料端价格飙升，受到淡水河谷溃坝事故和澳洲飓风事件的影响，国内进口铁矿石现货贸易价从 1 月末的 670 元/吨，一路飙升至 7 月 3 日的 964 元/吨，增幅达 43%；10 月到 12 月末，进口铁矿石价格稳定在 730 元/吨左右；全年进口铁矿石平均价格为

92 美元/吨，同比上涨 36.1%；另外，废钢价格从 4 月份起持续上涨，到 11 月份达到 2453 元/吨，为近三年来的最高点；成本大幅抬升，钢厂利润压缩严重。

2020 年，突如其来的疫情再度导致外矿供给收缩，供需错配之下铁矿价格中枢再度上移，普氏 62% 铁矿价格指数更是创下近 9 年来新高；据中钢协数据显示，全年进口矿粉采购成本 793 元/吨，同比增加 10.4%，国产铁精粉采购成本 785 元/吨，同比增加 11.4%；除了疯狂的铁元素之外，碳元素也不遑多让；5 月份，山东省“以煤定产”政策落实，要求 2020 年全省焦炭产量不超过 3200 万吨，对钢焦联合企业、装置产能 100 万吨及以上企业、装置产能 100 万吨以下企业、碳化室高度 4.3 米的上市企业原则上分别按照核定产能的 76%、70%、60% 和 60% 确定每个企业的产量控制目标；11 月份，澳煤禁令开始，更是进一步放大对于原料端短缺的担忧。

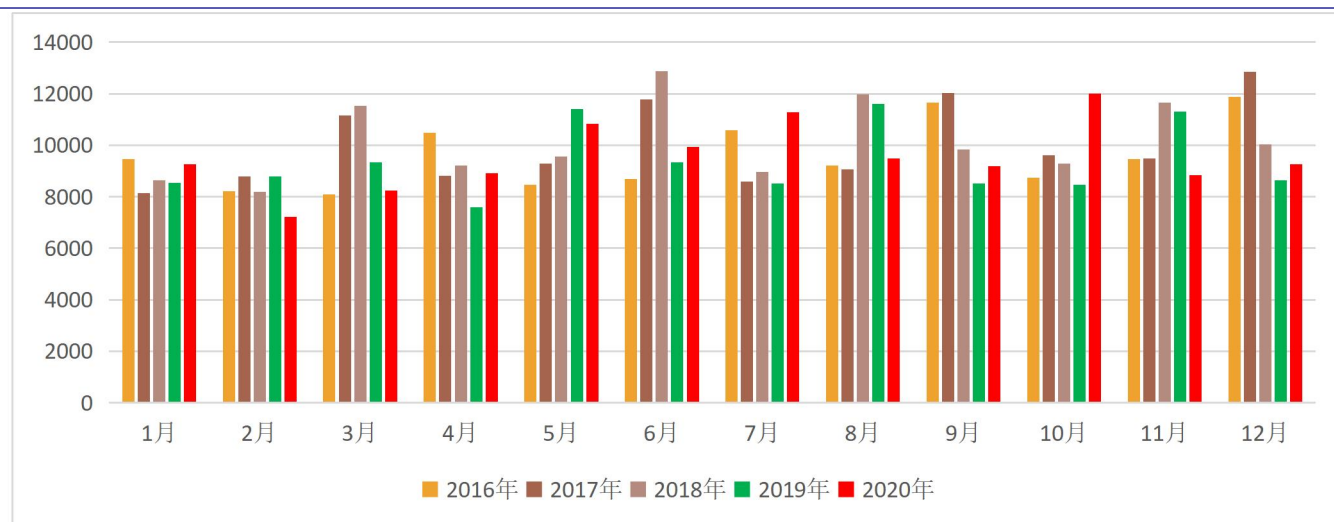
由于“黑天鹅”事件频出，原料端首当其冲；同时 2019-2020 年又是置换产能集中投放时间段，2020 年粗钢产量再创新高达到 10.65 亿吨，同比增加 7%；焦矿涨幅远大于成材，吨钢利润 500 元左右，重心明显下移。

图 17：黑色系指数合约收盘价（元/吨）



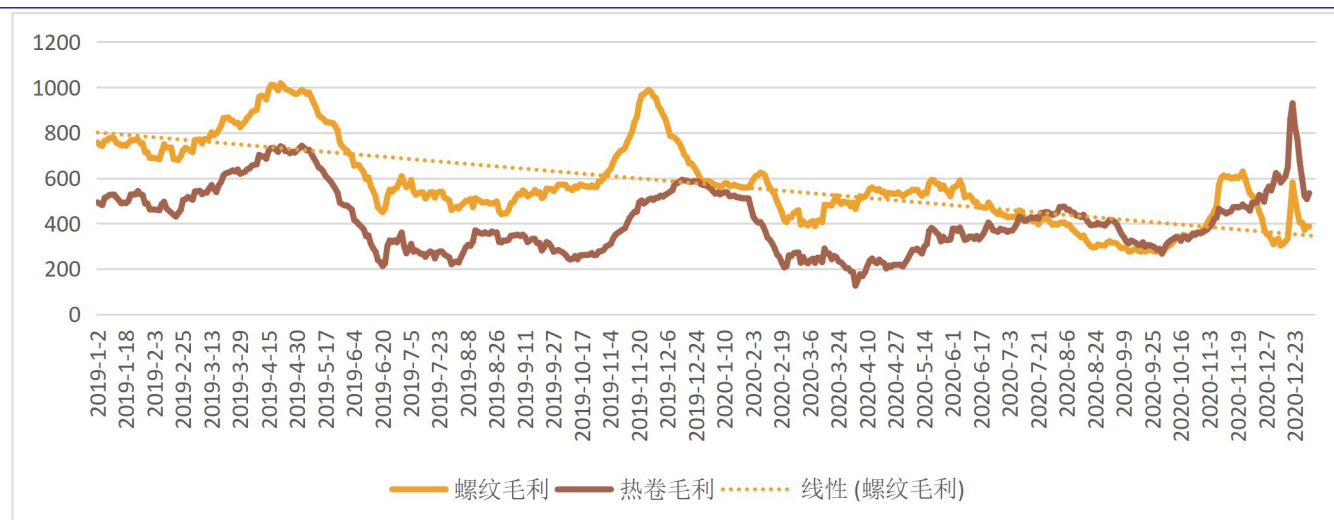
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 18: 澳巴 14 港铁矿发运量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 19: 卷螺毛利 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

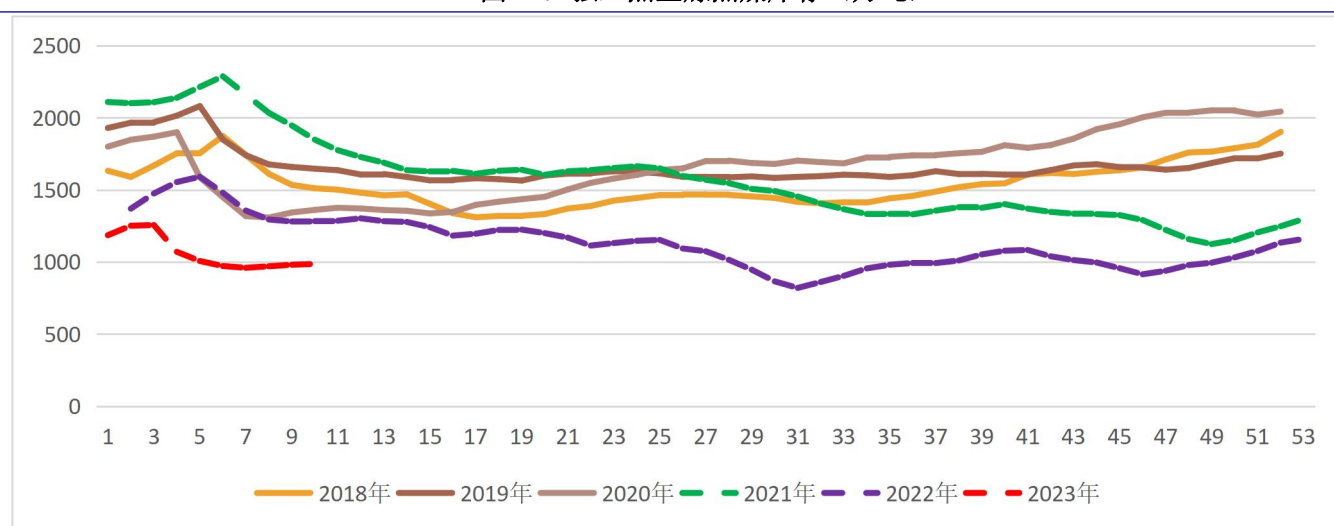
(四) 2021-2023 年——大起大落，盛极而衰

进入 2021 年，粗钢压减、“双碳”目标、能耗双控、去产能“回头看”、保供稳价、纠正“运动式”减碳等词汇充斥大宗商品领域，尤其是黑色系；由此也拉开了钢厂利润大开大合、波澜壮阔的一年；整个上半年，海外宽松叠加原料端修复缓慢，同时唐山限产发酵，供给收缩预期强化，外需走强，钢价创历史新高；钢厂利润也大幅扩张至 1500 元/吨左右，接近 2018 年供给侧改革后的水平，属于高光时刻；但是进入 5 月份开始，钢价大幅攀升导致

下游生产企业成本抬升，多数民营小微企业停摆；国常会提到大宗商品保供稳价，淡季效应显现，钢价大幅回调，钢厂利润跟随回落，陷入亏损；7月下旬开始，随着钢厂自主减产范围扩大，各地减产政策的逐步出台以及高层对于高矿价的屡次打击，铁矿应声回落；同时供给利好仍在，钢价最后一冲，钢厂利润也再度接近 1200 元/吨附近，昙花一现之后，再难望其项背。

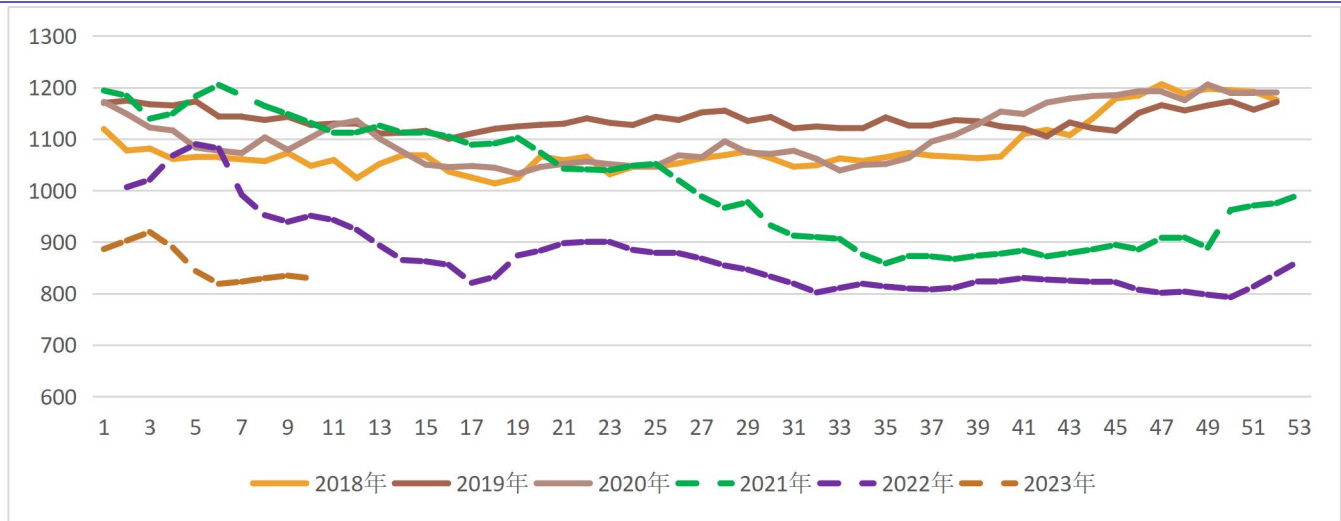
2022 年上半年，原材料阶段性短缺问题持续持续发酵，俄乌战争更是加剧了供给不足的问题，原料库存持续走低；煤炭缩量导致焦炭成本大幅抬升，同时下游强预期之下钢厂复产较为积极，煤焦价格快速飙升；至 4 月份，焦煤主连反弹接近 1150 元/吨，焦炭主连反弹接近 1413 元/吨；而铁矿受到印度提到出口关税的影响再度反弹至 6 月份上旬，达到年内高点；而反观成材，受到疫情、地产走弱等因素的影响，跌幅远大于原料端；据中钢协数据显示，2022 年重点钢企实现营业收入 65875 亿元，同比下降 6.35%；实现利润总额 982 亿元，同比下降 72.27%；国家统计局数据显示，2022 年黑色金属冶炼和压延加工业营业收入为 87147 亿元，同比下降 9.8%；利润总额为 365.5 亿元，同比下降 91.3%。

图 20：独立焦企炼焦煤库存（万吨）



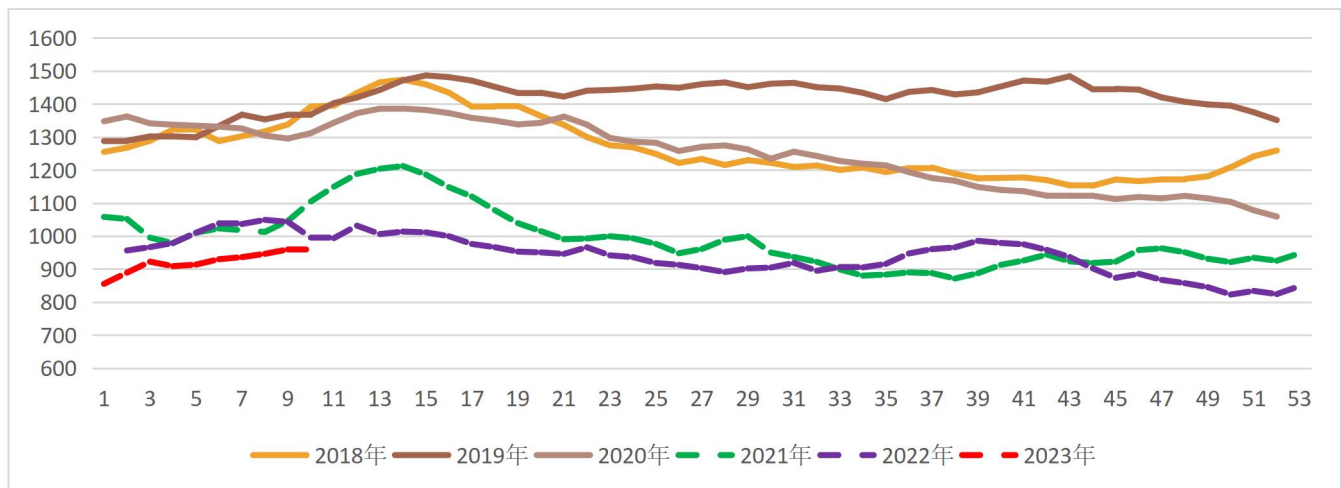
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 21: 247 家钢厂炼焦煤库存 (万吨)



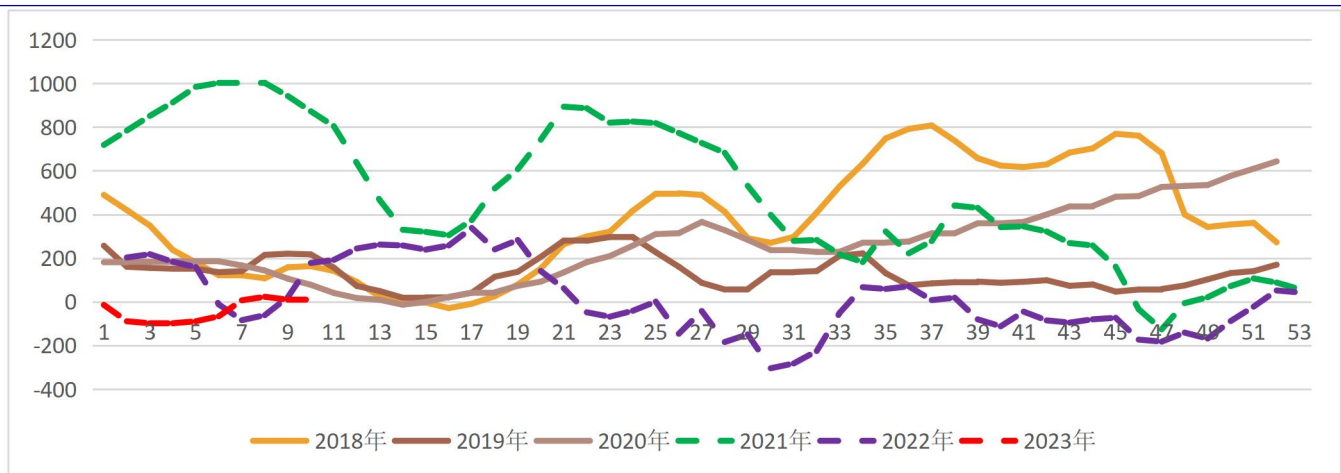
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 22: 焦炭全样本库存 (万吨)



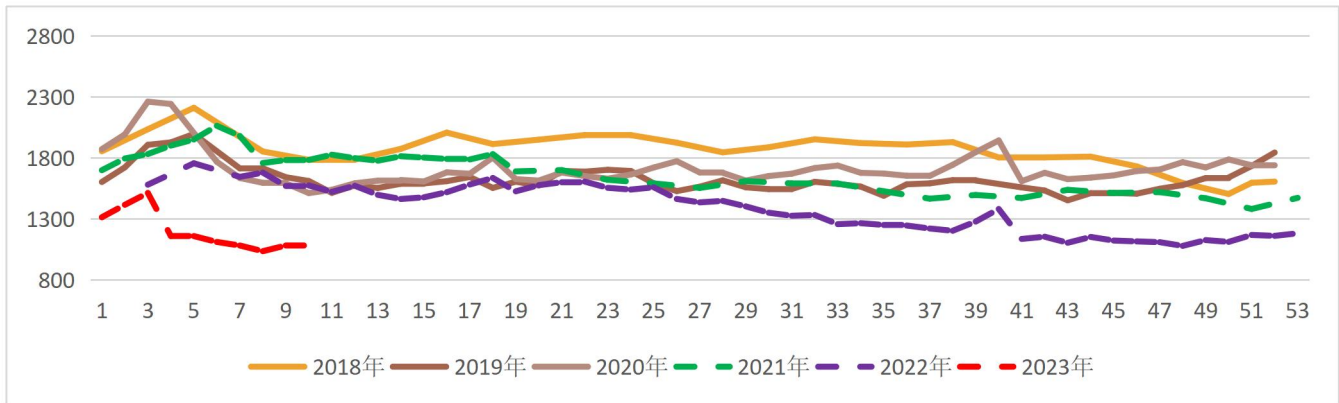
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 23: 独立焦企吨焦盈利 (元/吨)



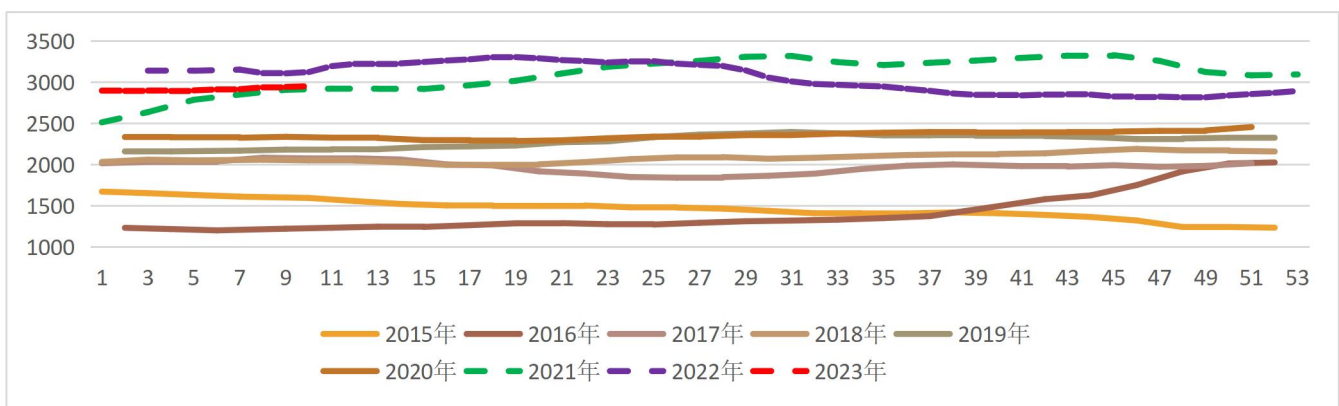
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 24：64 家钢厂进口烧结用矿粉库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 25：64 家钢厂平均不含税铁水成本（元/吨）



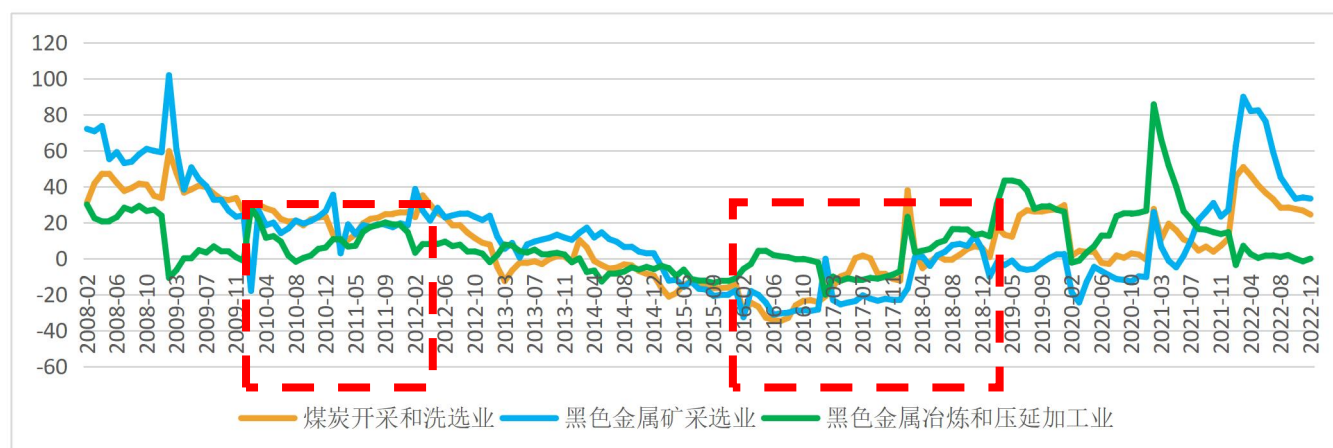
资料来源：Mysteel，优财研究院

三、以史为鉴

至此，前文回顾了从 2008 年金融危机过后至今 15 年的钢厂利润情况；总结可知，2016 年和 2021 年是两个明显的分水岭。

在 2016 年以前，经济周期性下行，所谓“覆巢之下无完卵”，大宗商品也不例外；而钢铁行业自身产能又严重过剩，屋漏偏逢连夜雨，整个行业大面积亏损，深陷泥潭；面对全行业的供需错配以及结构性矛盾问题，则是通过强有力的行政手段进行落后产能以及过剩产能的出清，以壮士断腕的决心和勇气，坚定不移的推进供给侧改革；由此，钢铁行业也集体奔赴“小康”。

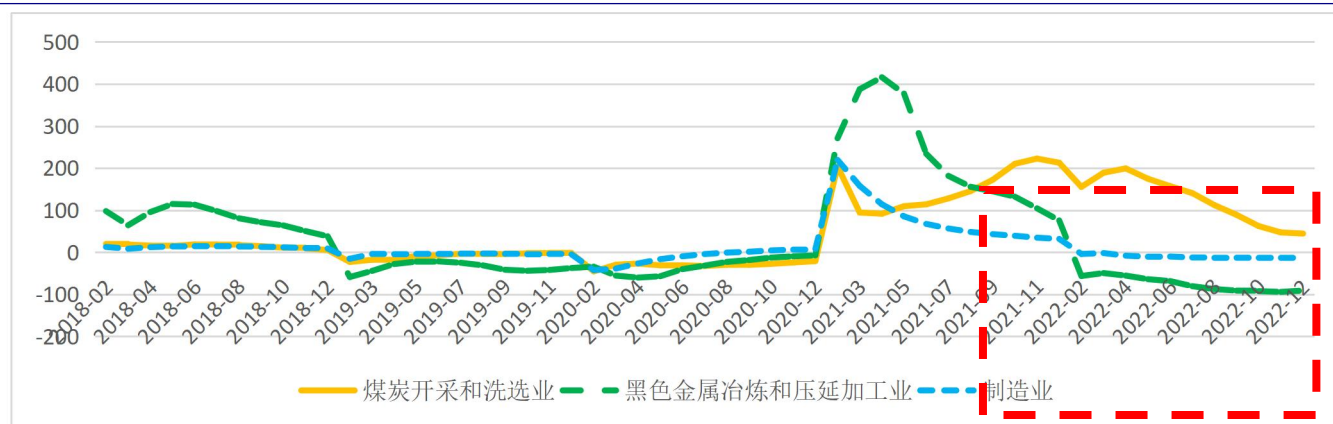
图 26：钢铁行业固定资产投资累计同比（%）



资料来源：Mysteel，优财研究院

而 2021 年至今，除了需求不济之外，更多的是成本大幅上涨所致，导致利润被上游侵蚀，产业链利润分配不均；修复路径更多是通过钢厂自主性的减产检修、行政性压产、政策保供稳价以及原料端产能释放来完成；而这当中，又有两个问题亟需解决，一个是钢厂主动减产中的“囚徒困境”，另一个则是铁矿对外依赖度过高的问题（澳煤进口已经放开，焦煤问题缓解）。

图 27：钢铁上下游行业利润总额累计同比（%）



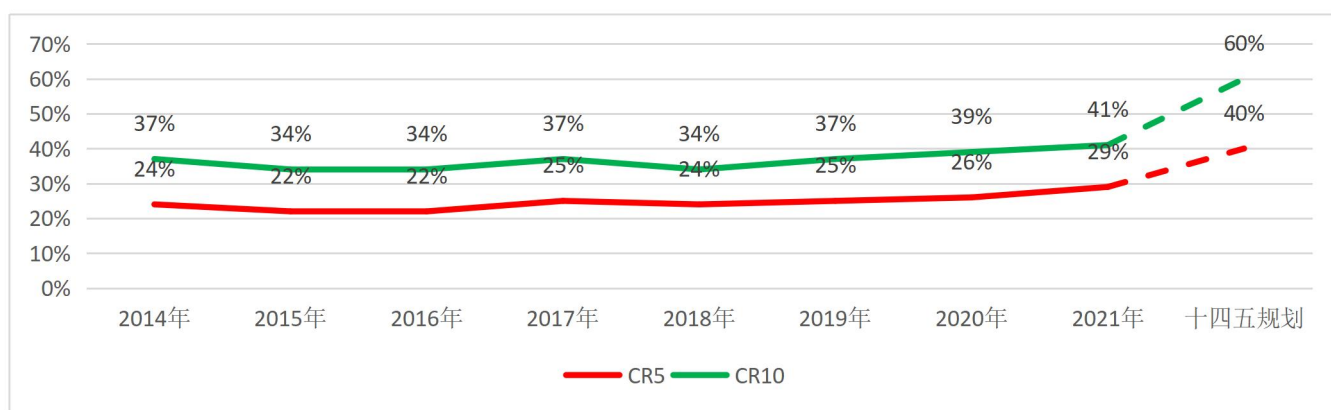
资料来源：Mysteel，优财研究院

上述提到钢铁行业所面临的两个问题，钢铁行业“十四五”规划中作出了明确的指示。

对于钢铁行业所面临的“囚徒困境”，更多集中在供给侧改革上面；规划中提到要加快推动实施兼并重组，从根本上改变部分地区钢铁产业“小散

乱”局面，提升产业集中度；打造若干家世界超大型钢铁企业集团以及专业化一流企业，力争前 5 位钢铁企业产业集中度达到 40%，前 10 位钢铁企业产业集中度达到 60%；同时严禁以任何名义新增产能，严防“地条钢”死灰复燃和已化解过剩产能复产；要尽早处理僵尸产能，引导钢铁企业摒弃以量取胜的粗放发展方式；要健全防范产能过剩长效机制，充分利用现代化技术巩固钢铁去产能工作成果；推进产业间耦合发展，构建跨资源循环利用体系，力争率先实现碳达峰，行业超低排放改造完成率达到 80%以上。

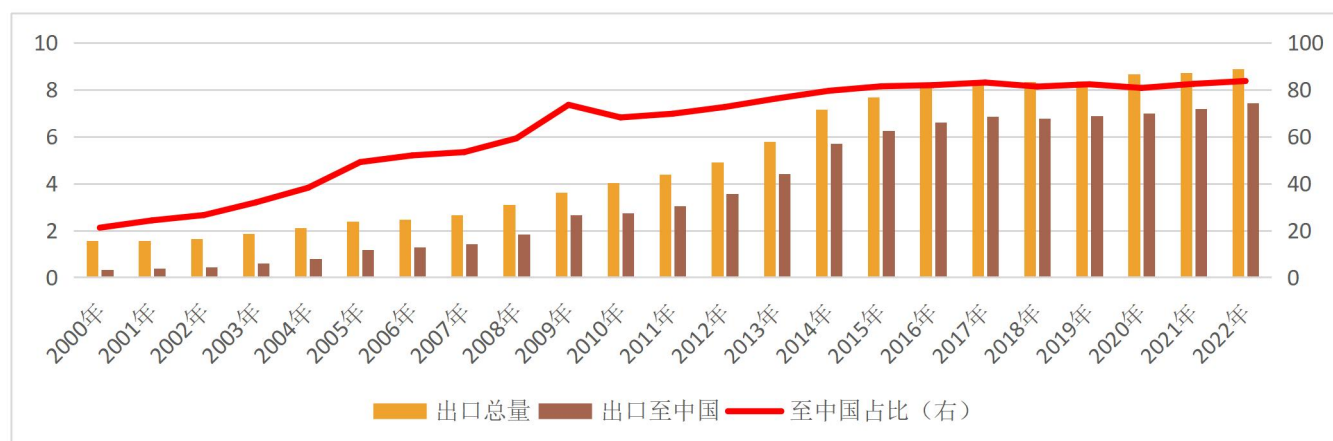
图 28：中国钢铁行业集中度



资料来源：Mysteel，优财研究院

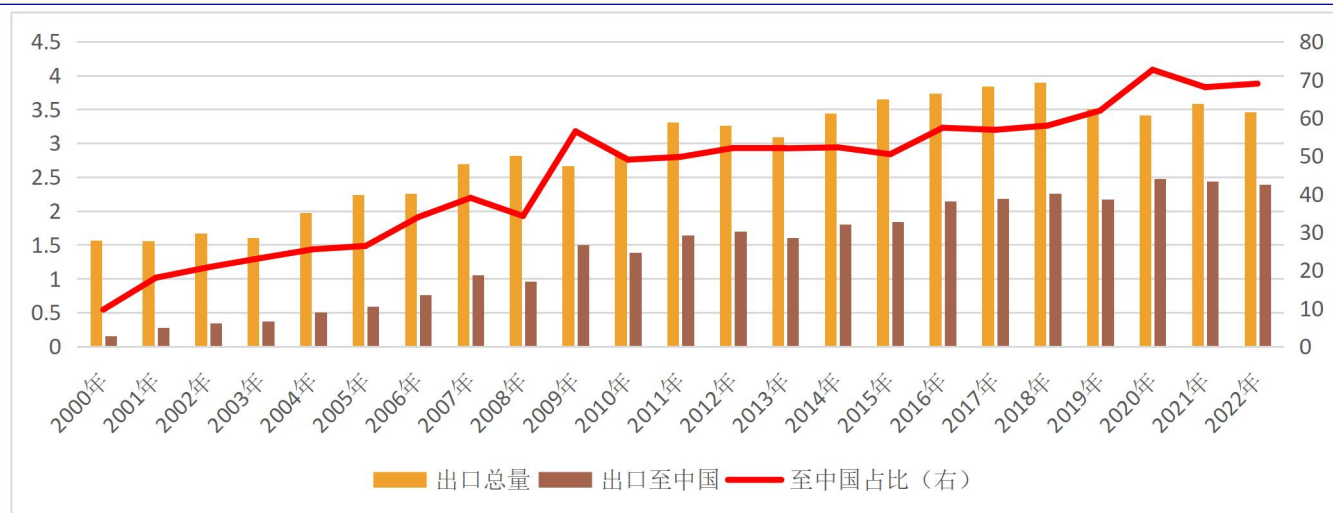
对于铁矿而言，我国对外依存度长期在 80%以上；作为铁矿石最大的需求国，却只是价格的被动接受者，在定价中没有话语权；而要解决该问题，应该“开源”和“节流”两手抓；“开源”则是规划中提到的要加强资源保障，到 2025 年铁金属国内自给率达到 45%以上，国内年产废钢资源量达到 3 亿吨，打造 1-2 个具有全球影响力和市场竞争力的海外权益铁矿山，海外权益铁矿占进口矿比重超过 20%；同时要引导短流程炼钢，到 2025 年电炉钢产量占粗钢总产量比例提升至 15%以上，力争达到 20%，废钢比达到 30%；同时“基石计划”中也提到要通过国产矿、境外权益矿、废钢资源的开发，用 2-3 个“五年计划”，从根本上解决资源短板问题，实现对铁矿石供给和价格的话语权；而“节流”，则是聚焦在“双碳”目标之下的粗钢压减，又回到钢铁行业自身的供给侧改革上面。

图 29: 澳洲铁矿出口量 (亿吨, %)



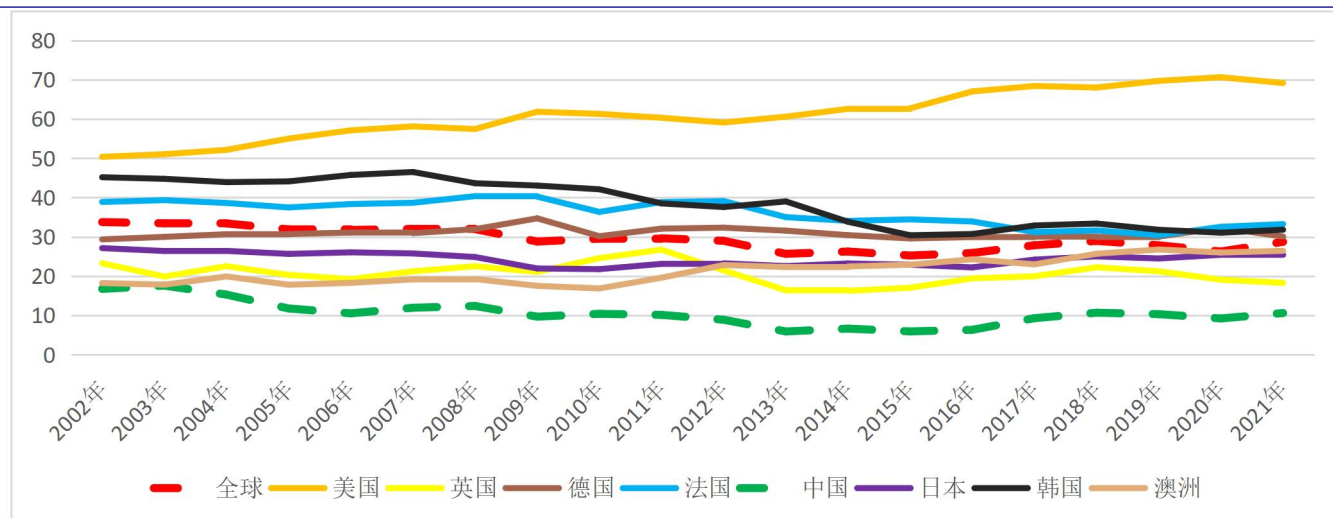
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 30: 巴西铁矿出口量 (亿吨, %)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 31: 电炉钢产量占比 (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>