

2023年2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



乍暖还寒时候，最难将息

内容提要

回顾本轮上涨，在去年12月下旬盘面一轮下杀之后，成本支撑显现，同时关于房地产的种种表态引导市场预期，贸易商多看好春节之后的消费，盘面震荡上行；虽然春节前产业放假，淡季下实际成交有限，但是减产力度也较大，产业面相对良好。

而本轮下跌，则是对于节前强预期的向下修正，节后产业矛盾大幅积累，库存高企，缺乏进一步向上驱动的情况下，盘面拐头，回到最初的起点；叠加沪镍大跌，情绪面带动下，颓势难挽。

目前不锈钢处于供需错配下库存大幅累积阶段，成交仍未放量，终端尚待好转；节前乐观预期短时未能兑现之下，贸易商不乏降价以回笼资金，正是乍暖还寒时候；短线在宏观驱动叠加成本支撑之下，难以再次大幅杀跌，但是高库存也压制了上方空间，将维持区间整理，库存去化速度决定了反弹高度。

操作建议

单边：16200元/吨-17220元/吨区间内操作，关注下方成本支撑

套利：空镍不锈钢比价

风险提示

宏观情绪转向；印尼相关政策；消费复苏情况；库存去化情况

目录

内容提要	1
操作建议	1
风险提示	1
一、 行情回顾：宽幅震荡，区间波动	3
二、 产业简析：需求恢复不及供给，过剩格局延续	4
（一） 供给端：全年产能投放量大，2月份增量明显	4
（二） 需求端：终端启动缓慢，或呈前低后高	6
（三） 库存端：超额累库下压力倍增，去库速度尤为重要	8
（四） 成本端：成本支撑显著，将成下方安全边际	10
三、 后市展望：成本支撑与高库存博弈，矛盾待解	11
重要声明	12

图表

图 1: 不锈钢主力合约收盘价（元/吨）	3
图 2: 沪镍主力合约收盘价（元/吨）	4
图 3: 国内粗钢产量及环比（万吨，%）	5
图 4: 印尼粗钢产量及环比（万吨，%）	5
图 5: 中印 2023 年不锈钢新增产能（万吨）	5
图 7: 佛山 304 冷轧周度成交量（农历，吨）	7
图 8: 30 大中城市商品房成交面积（农历，万平方米）	7
图 9: 乘用车厂家日均批发量（农历，辆）	7
图 10: 乘用车厂家日均零售量（农历，辆）	8
图 11: 锡佛两地不锈钢粗钢社库（农历，吨）	8
图 12: 锡佛两地 300 系不锈钢粗钢社库（农历，吨）	9

图 13:锡佛两地冷轧不锈钢社库（农历，吨） 9

图 14:锡佛两地 300 系冷轧不锈钢社库（农历，吨） 9

图 15:不锈钢主力合约收盘价与 304 冷轧生产成本对比（元/吨） 10

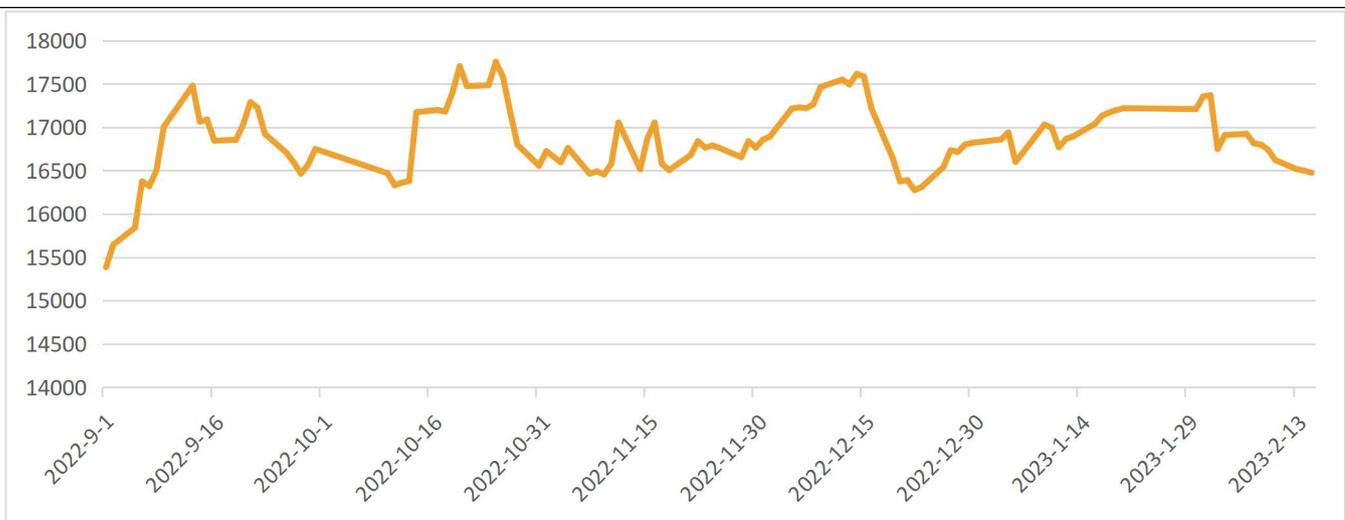
一、行情回顾：宽幅震荡，区间波动

盘面来看，近期不锈钢大幅下行，跌幅超过 5%，抹去此前一个月的涨幅，悲观情绪涌现。

回顾本轮上涨，在去年 12 月下旬盘面一轮下杀之后，成本支撑显现，同时关于房地产的种种表态引导市场预期，贸易商多看好春节之后的消费，盘面震荡上行；虽然春节前产业放假，淡季下实际成交有限，但是减产力度也较大，产业面相对良好。

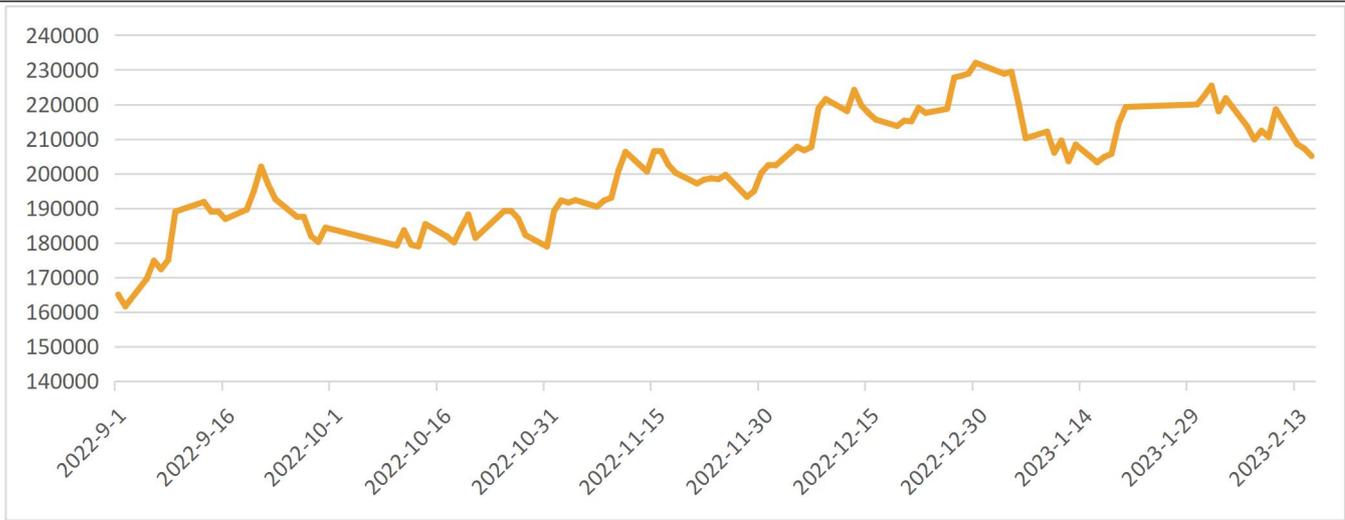
而本轮下跌，则是对于节前强预期的向下修正，节后产业矛盾大幅积累，库存高企，缺乏进一步向上驱动的情况下，盘面拐头，回到最初的起点；叠加沪镍大跌，情绪面带动下，颓势难挽。

图 1:不锈钢主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2:沪镍主力合约收盘价 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

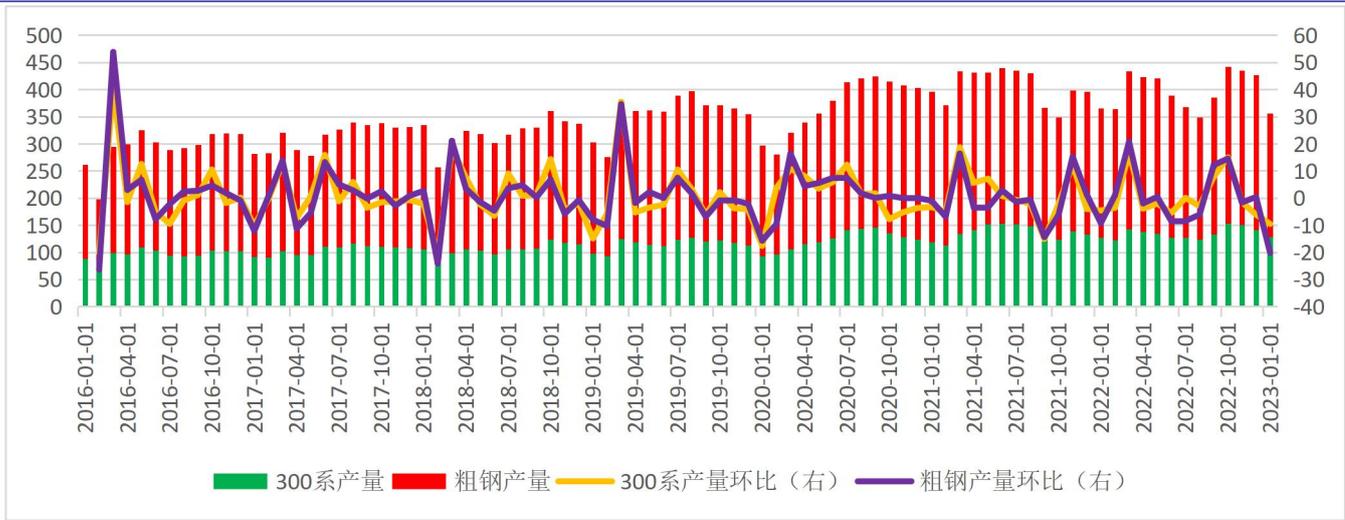
二、产业简析：需求恢复不及供给，过剩格局延续

(一) 供给端：全年产能投放量大，2 月份增量明显

据 Mysteel 数据显示，国内方面，1 月份不锈钢粗钢产量 236.89 万吨，月环比减少 21.9%，其中 300 系 135.94 万吨，月环比减少 12.3%；印尼方面，1 月份不锈钢粗钢产量 28.33 万吨，月环比减少 12.8%；1 月份钢厂受到利润挤压以及假期因素干扰减产力度较大，而 2 月份排产均有不同程度的增加；预计 2 月份国内不锈钢粗钢排产 283.58 万吨，月环比增加 19.7%，其中 300 系 151.57 万吨，月环比增加 11.5%；印尼排产 28.9 万吨，环比增加 2%。

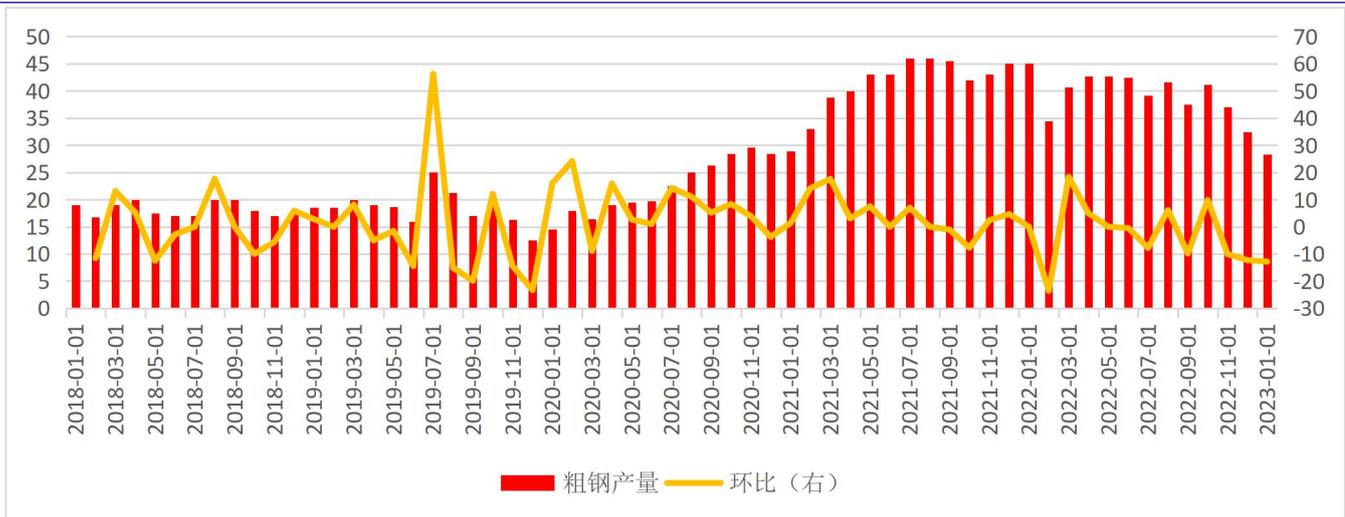
从整个供给角度看，2 月份增量明显，市场资源量充足，分货节奏较大；同时全年产能投放量较大，预计国内 2023 年新增产能在 1115 万吨，印尼新增产能在 400 万吨；实际产量受到利润以及需求调节，或有一定出入，但过剩格局难改。

图 3:国内粗钢产量及环比 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 4:印尼粗钢产量及环比 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 5:中印 2023 年不锈钢新增产能 (万吨)

企业名称	系别	产能 (万吨)	投产时间
内蒙古经安	200系	126	2023年
福建青拓	300系	200	2023年
明拓集团	400系	80	2023年
河北毕氏	200系/300系	139	2023年
山东盛阳	200系/300系	170	2023年
青山+广新	300系/400系	400	2023年及以后
青山 (印尼)	300系	100	2023年
力勤 (印尼)	300系	300	2023年
总计		1115+400	

资料来源: SMM, 同花顺 iFinD, Mysteel, 优财研究院

（二）需求端：终端启动缓慢，或呈前低后高

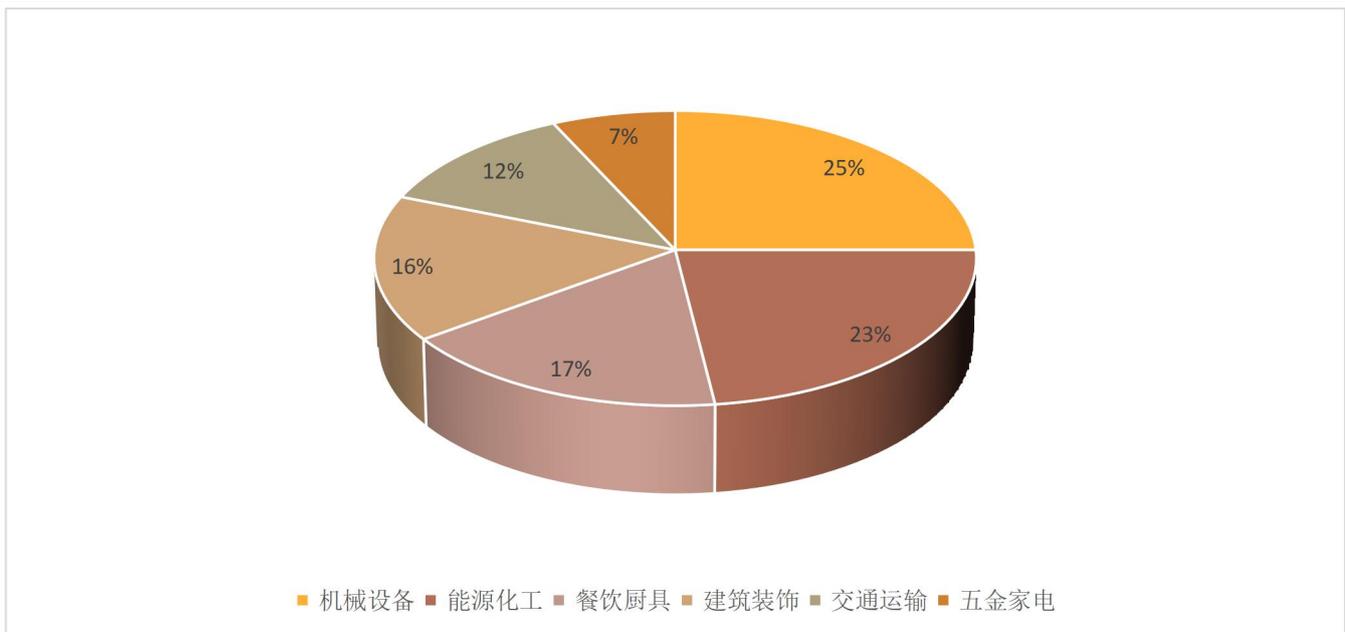
不同于普碳钢需求集中于某一领域，不锈钢作为特种钢，其下游需求高度分散，呈现出定制化的特点，需要通过进一步深加工流向终端，所以其需求更多与整体经济大盘和居民消费息息相关。

通过跟踪春节后终端最新高频数据可知，佛山 304 冷轧不锈钢成交量 8029 吨，同比减少 0.9%，30 大中城市商品房成交面积 252.71 万平方米，同比减少 10.7%，乘用车厂家日均批发量 40734 辆，同比减少 34.08%，乘用车厂家日均零售量 40000 辆，同比减少 14.83%；下游启动偏慢，修复力度不及往年水平。

从百年建筑网调研数据显示，截止 2 月 14 日，全国施工企业开复工率为 76.5%，较上期提升 38.1 个百分点，同比去年（农历正月廿四）提升 6.9 个百分点；劳务到位率 68.2%，较上期提升 24.9 个百分点，同比去年下降 2.5 个百分点；其中华南、西北、从北等地复工率仍大幅低于往年，恢复尚需时日，同时劳务到位率效果不佳，拖累施工进度。

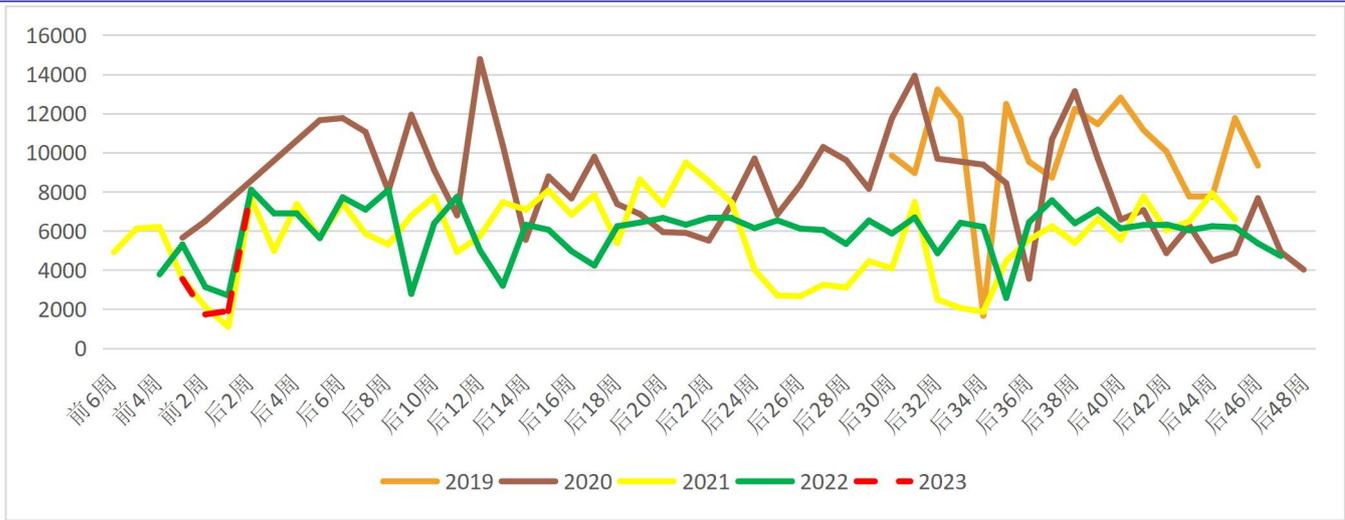
从整个需求角度而言，后续随着一揽子稳经济政策的落实以及去年后置需求项目的发力，下半年情况或较为乐观。

图 6: 不锈钢消费结构 (%)



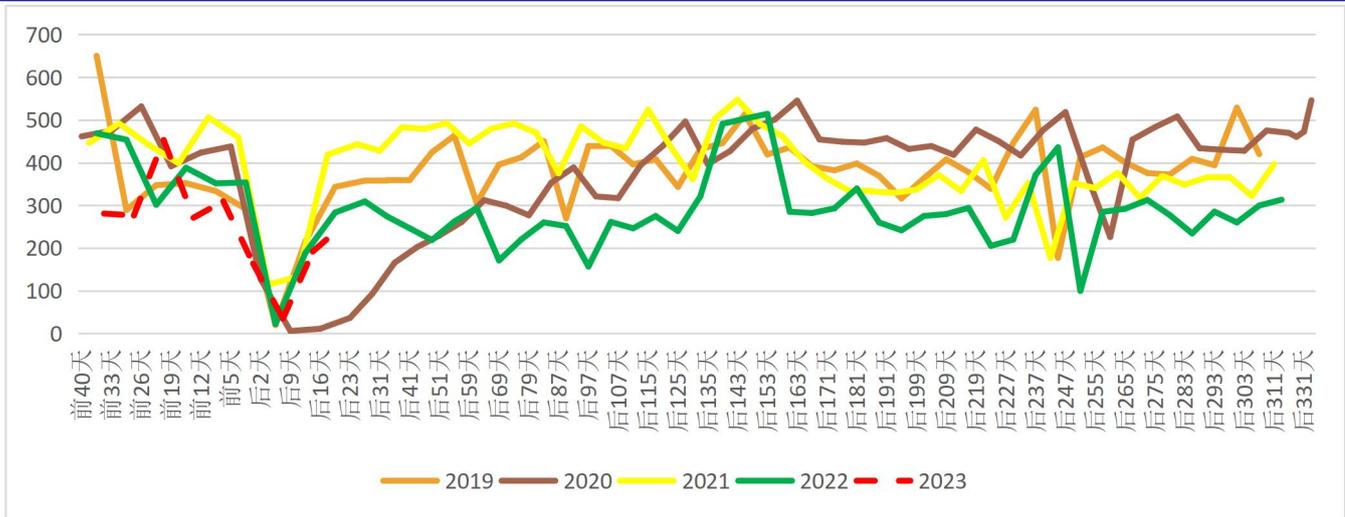
资料来源：优财研究院

图 7:佛山 304 冷轧周度成交量 (农历, 吨)



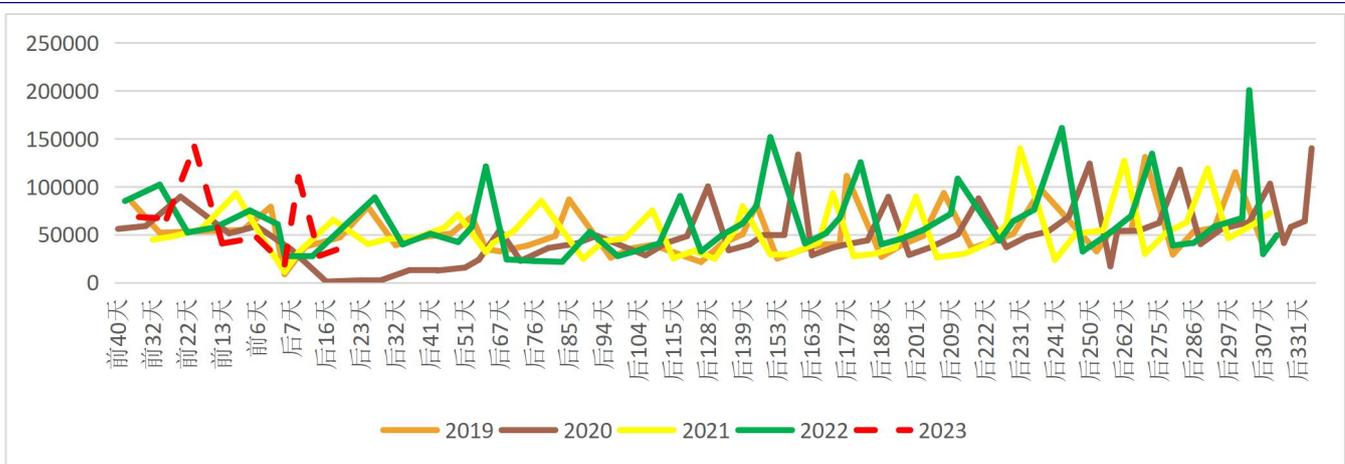
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 8:30 大中城市商品房成交面积 (农历, 万平方米)



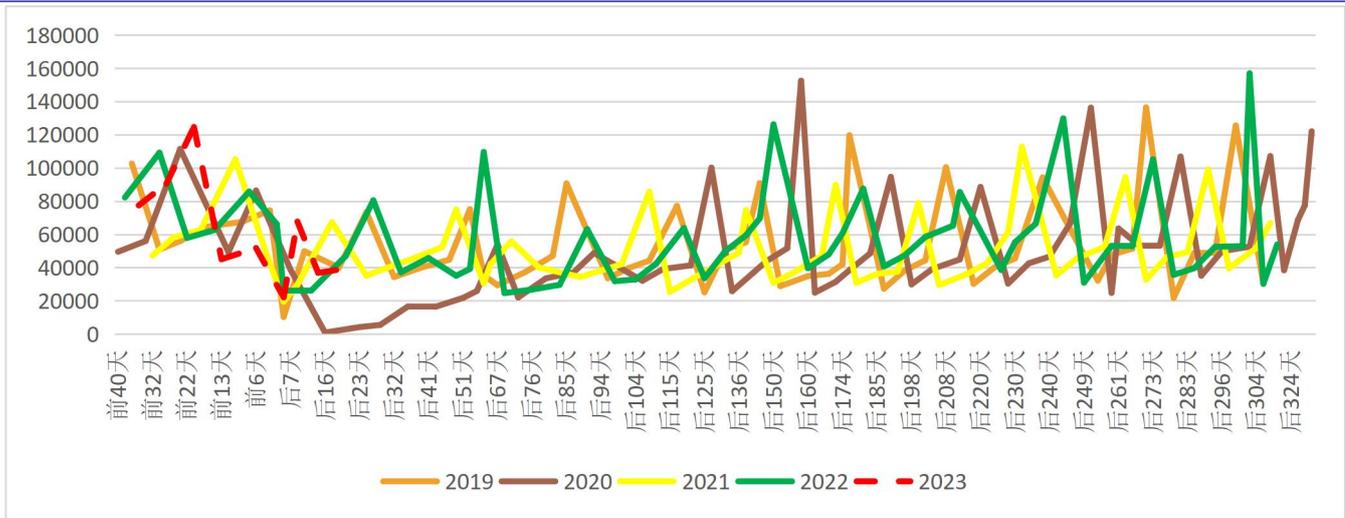
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9:乘用车厂家日均批发量 (农历, 辆)



资料来源: 乘联会, 优财研究院

图 10:乘用车厂家日均零售量 (农历, 辆)



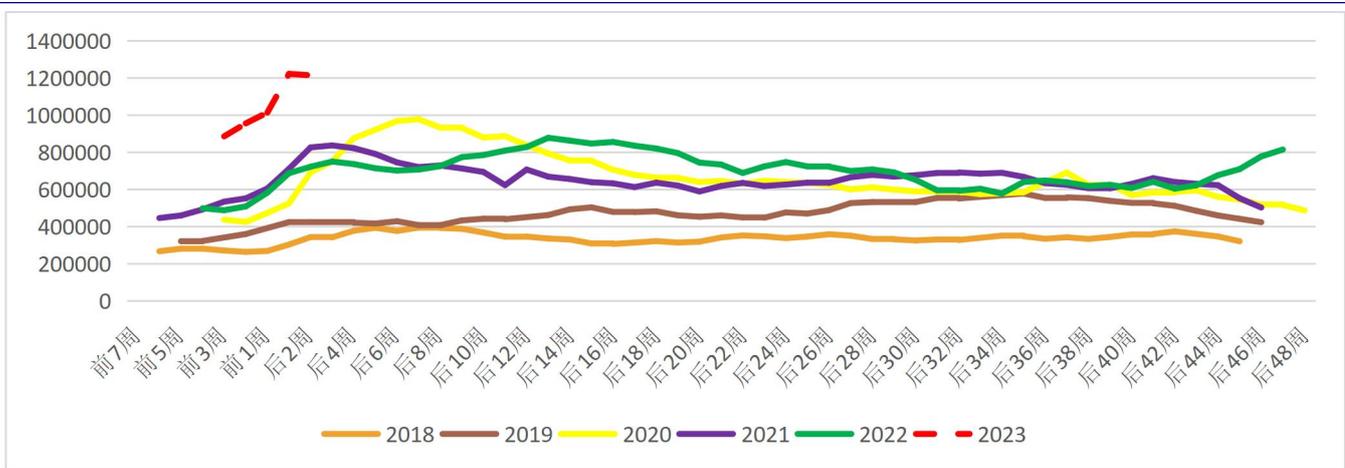
资料来源: 乘联会, 优财研究院

(三) 库存端: 超额累库下压力倍增, 去库速度尤为重要

Mysteel 最新数据显示, 锡佛两地不锈钢粗钢库存 12.15 万吨, 同比增加 76.7%, 周环比减少 0.63%, 其中 300 系 83.51 万吨, 同比增加 72%, 周环比增加 0.38%; 锡佛两地冷轧不锈钢社库 76.98 万吨, 同比增加 62.56%, 周环比减少 2.54%, 其中 300 系 51.91 万吨, 同比增加 63.93 万吨, 周环比增加 0.74%。

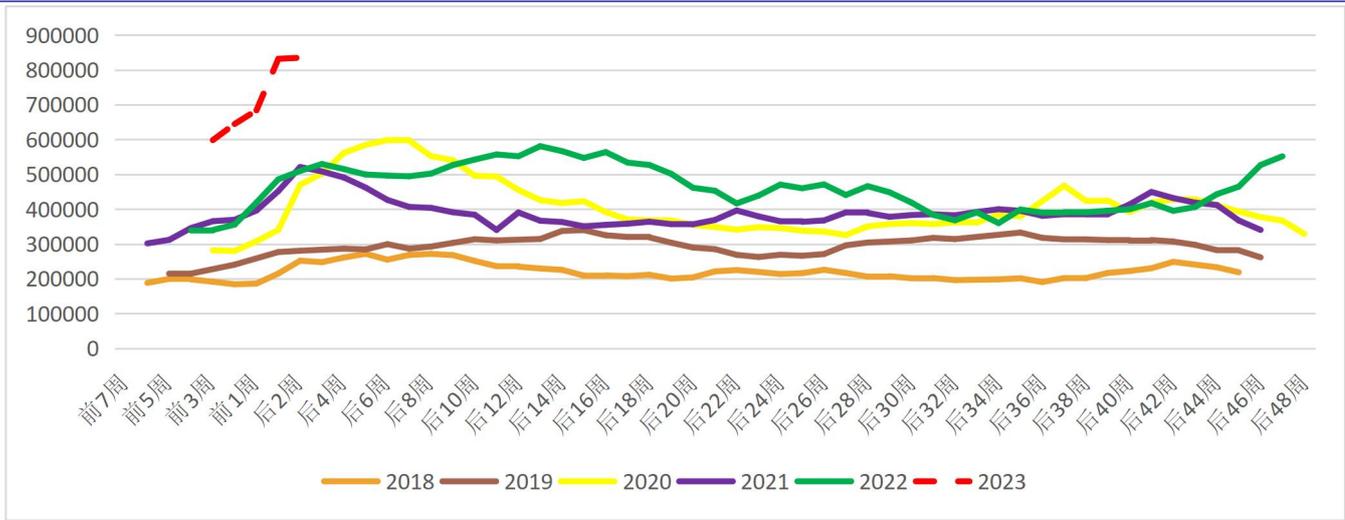
从目前的情况来看, 2 月份国内排产增加, 印尼冷轧现货不断回流, 资源量投放较为充裕, 而下游工厂接单情况不及预期, 维持刚需谨慎采购, 这导致供需进一步错配; 后续消化高位库存将是重要任务。

图 11:锡佛两地不锈钢粗钢社库 (农历, 吨)



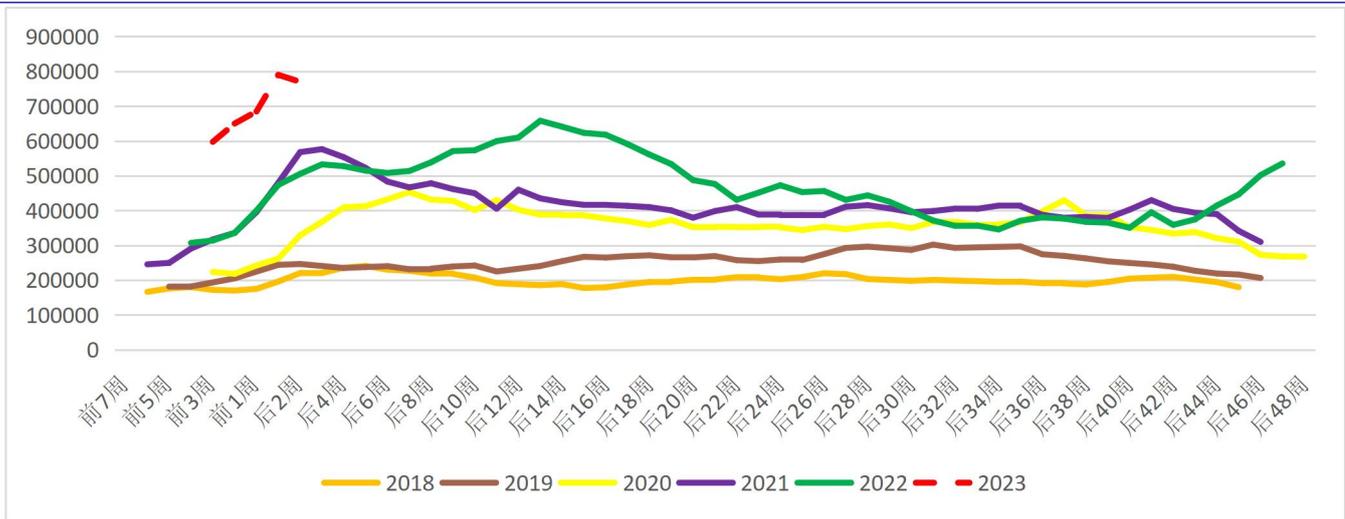
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 12:锡佛两地 300 系不锈钢粗钢社库 (农历, 吨)



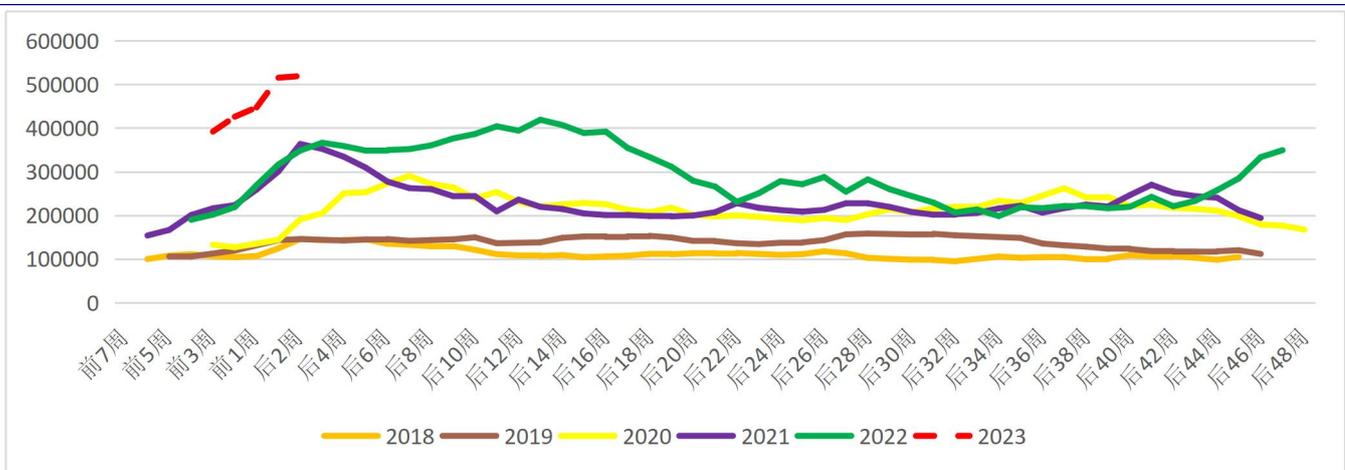
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 13:锡佛两地冷轧不锈钢社库 (农历, 吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 14:锡佛两地 300 系冷轧不锈钢社库 (农历, 吨)



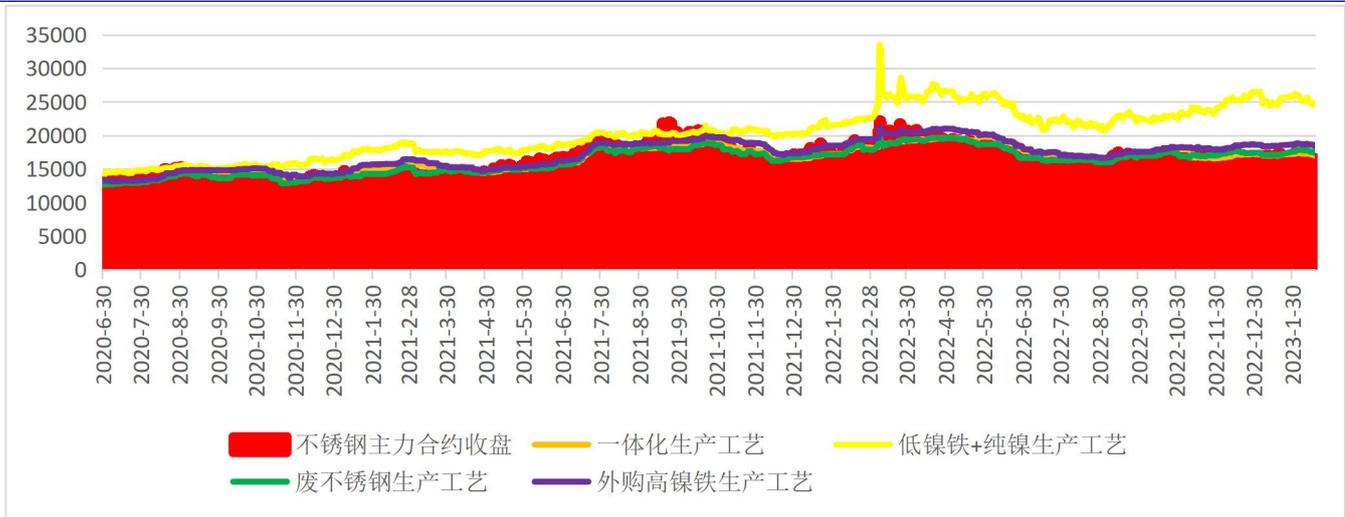
资料来源: Mysteel, 优财研究院

（四）成本端：成本支撑显著，将成下方安全边际

Mysteel 最新数据显示，目前废不锈钢工艺冶炼 304 冷轧利润率 0.8%，外购高镍铁工艺冶炼 304 冷轧利润率-1.2%，低镍铁+纯镍工艺冶炼 304 冷轧利润率-27.5%，一体化工艺冶炼 304 冷轧利润率 3.1%；除废不锈钢以及一体化工艺尚有盈利之外，外购高镍铁以及低镍铁+纯镍工艺均处于亏损状态。

从不锈钢盘面近年来走势看，成本支撑尤为显著，盘面很难大幅低于成本线往下砸；一旦长时间低于成本线，将引发减产预期，从而推动盘面反弹（去年 11 月下旬）；目前盘面再度回调至成本线附近，将成为阶段性安全边际。

图 15: 不锈钢主力合约收盘价与 304 冷轧生产成本对比（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

三、后市展望：成本支撑与高库存博弈，矛盾待解

目前不锈钢处于供需错配下库存大幅累积阶段，成交仍未放量，终端尚待好转；节前乐观预期短时未能兑现之下，贸易商不乏降价以回笼资金，正是乍暖还寒时候；操作上，单边方面，短线在宏观驱动叠加成本支撑之下，难以再次大幅杀跌，但是高库存也压制了上方空间，将维持区间整理，库存去化速度决定了反弹高度，参考区间：16200 元/吨-17220 元/吨；套利方面，镍不锈钢比价处于高估状态，可考虑中线空镍不锈钢比价。

风险提示

宏观情绪转向；印尼相关政策；消费复苏情况；库存去化情况

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。本报告清晰准确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/>