



报告日期：2021年10月6日

## 基本面依然偏紧，硅锰价格偏强

## 铁合金周度报告

### 摘要：

9月份硅锰合金供给受限产政策范围扩大影响再次加快下滑，产量下降幅度达到37%。而同期粗钢产量下降幅度仅为6.5%，8种钢材产量下降15%。硅锰合金供给端下滑程度明显大于需求端，在库存上表现为：企业库存大幅下降，仓单变化不大，钢厂库存也在下降。虽然10月份粗钢产量受限产政策压制不会大幅好转，但粗钢产量下降幅度难以赶超硅锰产量的下降幅度，10月份硅锰供需基本面依然偏紧。目前，市场给出的硅锰合金估值非常高，但高估值的本质是硅锰合金供需基本面的严重错配，利润大幅走扩符合供需基本面严重错配的典型特征。10月份硅锰产量仍会下降，供需基本面维持偏紧格局，为高估值提供强力支撑。整体预判，10月份硅锰价格依然维持强势，01合约重点关注10200-11200元/吨附近强支撑。

### 风险提示：

限产政策松动、多头大幅减仓

作者：赵永均

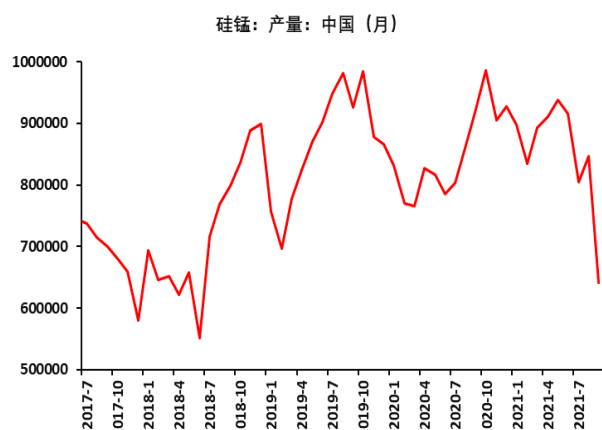
电话：023-81157295

期货投资咨询号：Z0014584

## 一、硅锰合金供给快速下滑

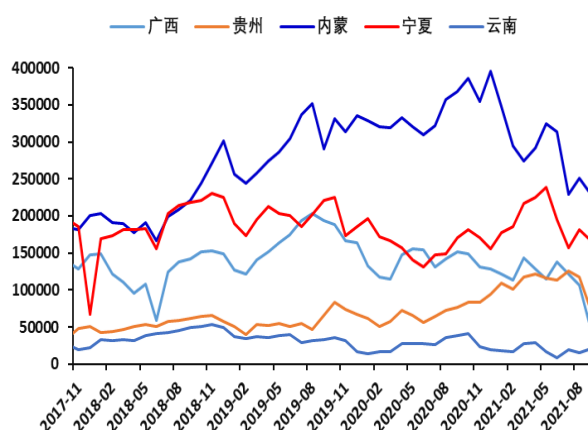
从月度硅锰产量来看：9月份全国产量64.15万吨，环比下降20.57万吨。各主产区情况来看：内蒙产量22.9万吨，环比下降2.2万吨；宁夏产量16.6万吨，环比下降1.6万吨；贵州产量7.2万吨，环比下降4.6万吨；广西产量4.7万吨，环比下降5.9万吨；云南产量2.1万吨，环比增加0.6万吨；其他地区产量10.65万吨，环比下降6.87万吨。整体来看，硅锰限产政策正在快速兑现，月度产量数据创3年来新低。

图1：全国硅锰产量（吨/月）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图2：主产区硅锰产量（吨/月）



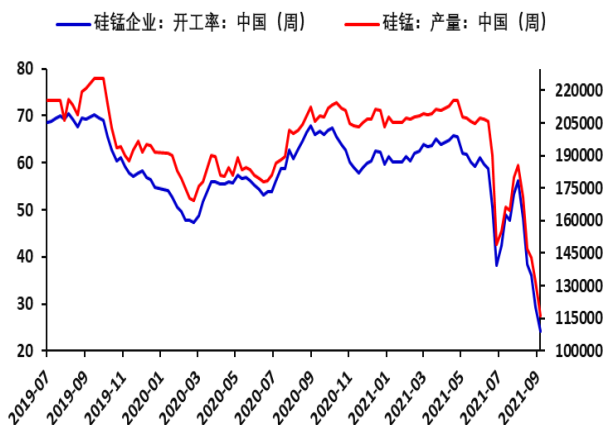
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

本次各地硅锰合金限产政策陆续出台、快速落地，直接推动力量是发改委于8月12号印发的《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》。此外，9月11号发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，方案中明确提出：对能耗双控目标完成不力的地区加大处罚问责力度。上半年能耗双控不理想的硅锰主产区宁夏、广西、云南和贵州考核压力较大，铁合金限产政策短期不会放松。

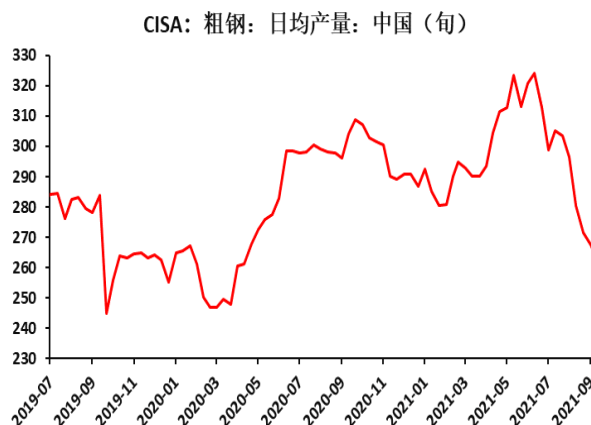
因此，10月份硅锰产量仍有下降空间，特别是宁夏。与内蒙、广西、贵州硅锰产量变化对比来看：内蒙产量较年内最高值（2020年12月）下降了42%；广西产量较年内最高值（2021年3月）下降了67%；贵州产量较年内最高值（2021年7月）下降了42%；宁夏产量较年内最高值（2021年5月）下降了30%，且上半年产量一直在增加。宁夏地区硅锰产量变化情况可以大体推断当地能耗双控压力非常大。9月24日，宁夏发改委召开“双碳”“双控”和遏制“两高”项目盲目发展专题会议，提出：加快出台能耗“双控”管控目录，提高铁合金、电石、水泥等高耗能行业准入和淘汰标准，为淘汰腾退提供政策依据。9月28日，宁夏中卫召开“双碳”“双控”工作专题会议，提出：要深刻认识“双碳”“双控”工作的严峻形势。宁夏硅锰限产政策有趋严预期，预判宁夏硅锰产量仍有3万吨左右的下降空间。

从周度样本企业生产情况来看：10月1日硅锰当周产量11.61万吨，环比下降1.58万吨；开工率24.21%，环比下降5.16%。根据周度产量数据推算9月份样本企业产量为59.42万吨，样本外企业产量4.73万吨。若样本企业周度产量保持在当前水平，则10月份样本企业产量51.39万吨，样本外企业产量同比例减小为

4.09 万吨，估算 10 月份全国产量为 55.48 万吨，环比减少 8.67 万吨。结合宁夏能耗双控工作的压力，就供给端来看，我们预判锰硅产量在 10 月份仍有 11 万吨左右的下降空间，供给仍将下行 17% 左右。

**图 3：硅锰产量（吨/周）与开工率（%）**


数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

**图 4：粗钢产量（万吨/日）**


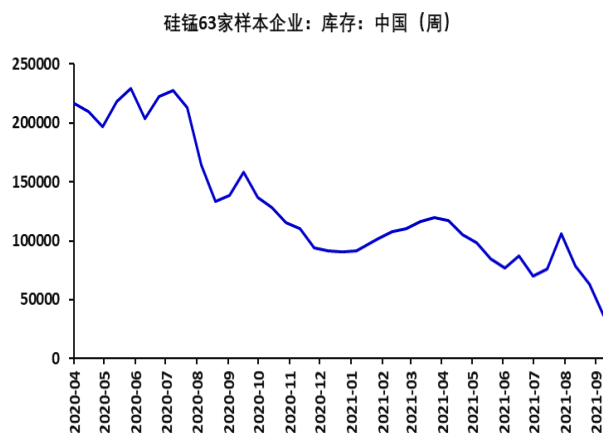
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

## 二、硅锰合金供给下滑程度大于需求

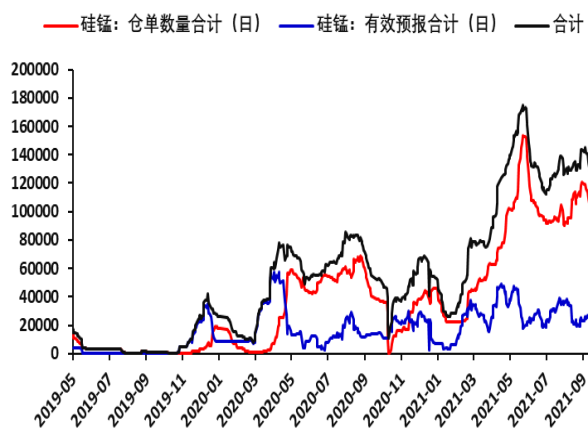
需求端来看：钢铁工业协会旬度数据显示，9 月中旬日均粗钢产量 262.15 万吨，较 8 月中旬下降 18.21 万吨；周度数据显示，9 月最后一周 8 种钢材产量 859.88 万吨，较 8 月最后一周下降 153.06 万吨。两种数据都显示硅锰合金下游需求在下降。

但是，通过对比硅锰产量和需求的下降幅度来看，供给端下滑程度更大。一方面，硅锰和粗钢产量实质下降都起始于 6 月份。自 6 月份开始，锰硅产量下降幅度达到 46%，而粗钢产量下降幅度仅为 19%，8 种钢材产量下降 23%，供给端的下滑程度明显高于需求端。此外，9 月份硅锰合金供给受限产政策范围扩大影响再次加快下滑，产量下降幅度达到 37%。而同期粗钢产量下降幅度仅为 6.5%，8 种钢材产量下降 15%。因此，无论是从今年 6 月份内蒙和宁夏限产开始，还是 9 月份限产范围扩大至广西和贵州开始，供给端下滑程度均大于需求端。虽然 10 月份粗钢产量受限产政策压制不会好转，但粗钢产量下降幅度难以赶超硅锰产量的下降幅度，10 月份硅锰供需基本面依然偏紧。

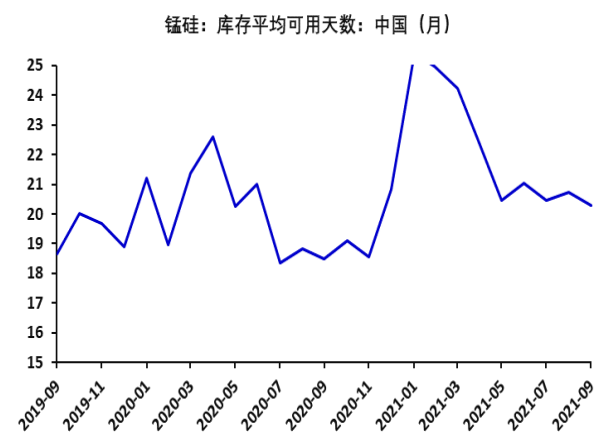
对比各环节硅锰库存来看：6 月份开始企业库存小幅增加，仓单库存大幅下降，钢厂平均可用天数变化不大，但考虑到粗钢产量大幅下降，间接反映了钢厂库存在下降。6 月份开始硅锰供需基本面确实偏紧，库存下降主要体现在仓单和钢厂两个环节。9 月份企业库存大幅下降，仓单变化不大，钢厂库存也在下降。9 月份开始锰硅供需基本面仍然偏紧，库存下降主要体现在企业和钢厂两个环节。仓单量在两个时间节点的变化与盘面升贴水的转化有关，9 月份盘面贴水严重，仓单占企业销售比例下降。而企业库存在两个时间节点的变化与上下游生产消耗均有关，6 月份下游钢厂限产后优先消耗钢厂库存，但 9 月份硅锰供给再次大幅度下滑带动企业库存走低。整体库存变化情况与“硅锰供给下滑程度大于需求”是一致的。

**图 5：硅锰企业库存（吨）**


数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

**图 6：硅锰仓单库存（吨）**


数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

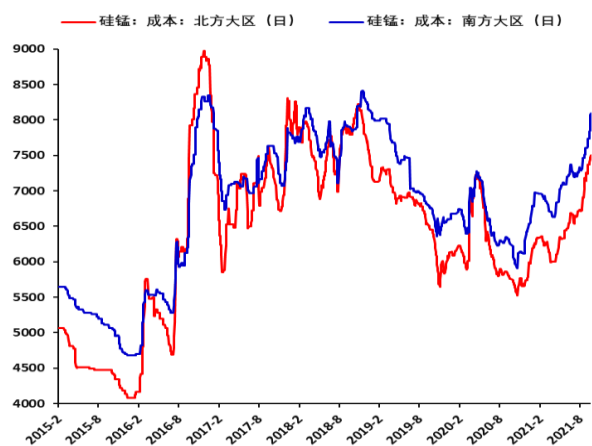
**图 7：硅锰钢厂库存平均可用天数（天）**


数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

### 三、估值新高但有支撑

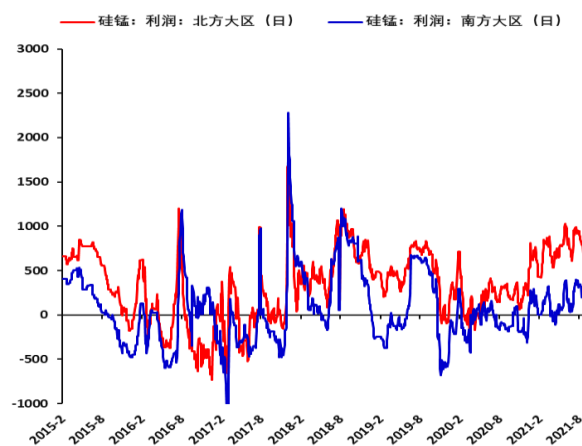
9 月份硅锰合金现货价格大涨 4000 元/吨，达到 12000 元/吨，创出历史新高。本轮价格大涨最大的特点在于利润暴涨，9 月份利润大涨 3600 元/吨。现货价格和利润均创历史新高，市场给予的估值是非常高的。但是高估值的本质是硅锰合金供需基本面的严重错配，利润大幅走扩是供需基本面严重错配的典型特征。2016 年硅锰合金持续上涨来源于成本端焦炭和锰矿的持续上行，价格走跌需要成本下移带动，与本轮价格大幅上涨的驱动因素有本质区别。2017 年 12 月硅锰合金价格大涨来源于利润大幅走扩，对应硅锰产量下滑 20% 需求下滑 8%，供需基本面也是偏紧的。但此后，2018 年一月份产量大幅反弹，硅锰产量下滑程度不足 10%，供需偏紧的基本面得到大幅改善，价格走低。而现在供给端仍然受限，10 月份产量仍会下降，供需基本面维持偏紧格局，为高估值提供强力支撑。

图 8：硅锰成本（元/吨）



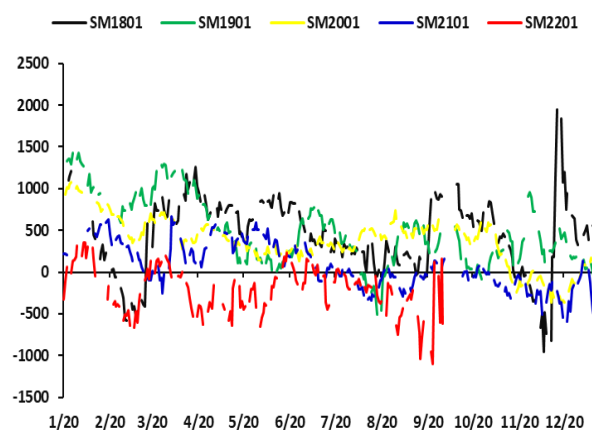
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 9：硅锰利润（元/吨）



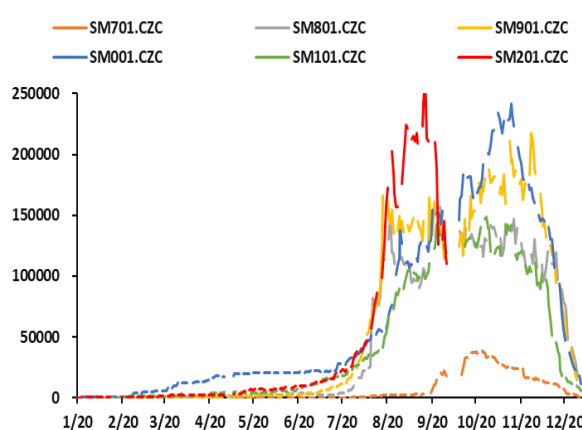
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 10：硅锰 01 合约基差（元/吨）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 10：硅锰 01 合约基差（元/吨）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

盘面估值方面，截至 9 月 30 日 01 合约基差-610 元/吨，略高于现货。10 月份硅锰产量仍会下降，供需基本面维持偏紧格局，为盘面价格继续上涨创造有利环境。目前，硅锰价格能否继续上涨，除了基本面因素外，多头信心至关重要。硅锰 2201 合约自 9 月 15 日持仓异常程度达到极限后，大幅减仓至正常水平。整体减仓过程来看，持仓下降，价格大涨 1900 元/吨，说明空头信心不足，但多头也有兑现利润的需求。细节来看，9 月 24 号和 9 月 29 号持仓大幅下降、价格走跌，说明多头减仓为主。按照近 5 年历史规律来看，10 月份持仓三年增加两年不变。如果国庆之后，持仓大幅下降，对于 10 月份价格继续上涨都是不利的。因为，若价格上涨表明空头止损会缺乏对手盘，若价格下跌表明多头信心不足。因此，节后需要重点关注持仓变化。目前供需基本面并不支持空头主动增仓打压价格，整体还是对多头有利。

## 联系我们

名称	地址	邮编	电话
中信建投期货有限公司	重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼	400015	023-86769605
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元	200122	021-68765927
济南分公司	济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室	250011	0531-85180636
湖南分公司	长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903室	410011	0731-82681681
大连分公司	辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座2901号房间	116023	0411-84806336
河南分公司	郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房	450008	0371-65612397
河北分公司	廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层	065000	0316-2326908
深圳分公司	深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦11I	518048	0755-33378759
杭州分公司	浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室	310020	0571-87380613
宁波分公司	浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室	315100	0574-89071681
西安分公司	西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G	710075	029-89384301
重庆渝北分公司	重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号	401120	023-67380500
上海浦东分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室	200120	021-68597013
四川分公司	成都市武侯区科华北路62号（力宝大厦）1栋2单元18层2、3号	610041	028-62818701
重庆分公司	重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6	400014	023-86769600
北京朝阳门北大街营业部	北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室	100027	010-85282866
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室	330003	0791-82082702
广州东风中路营业部	广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房	510030	020-28325286
漳州营业部	福建省漳州市龙文区九龙江大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号	363000	0596-6161588
合肥营业部	安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室	230011	0551-2889767
上海徐汇营业部	上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室	200030	021-64040178
武汉营业部	武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼13层1301-06、07号	430021	027-59909521
南京营业部	南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座	210016	025-86951881
北京北三环西路营业部	北京市海淀区中关村南大街6号9层912	100086	010-82129971
太原营业部	山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室	030006	0351-8366898
广州黄埔大道营业部	广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406	510630	020-22922102
北京国贸营业部	北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间	100026	010-85951101
方顿物产（重庆）有限公司	重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室	400015	023-86769662

## 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：**400-8877-780**

网址：**www.cfc108.com**