

## 不锈钢厂亏损对产量影响几何？

混沌天成研究院

工业品组

联系人：胡悦

☎：13761138047

✉：huyue@chaosqh.com

从业资格号：F3050247

## 观点概述：

1. 不锈钢厂上月的利润水平，对不锈钢厂产量具有指导意义
2. 当不锈钢利润亏损超 200 元/吨时，钢厂采取减产的可能性大。
3. 从边际产量看，当公司不锈钢产品较为丰富时，会根据每种产品的利润对产量进行调整，因此 300 系不锈钢亏损相较其他品种更大时，公司会进行减产。若公司仅生产 300 系不锈钢，生产处于亏损时，并不会致使公司立即减产，仅当亏损持续时间较长，且亏损较大时，公司减产力度大。

综上，我们认为不锈钢厂亏损会促使其减产，而利润水平对于下一个月产量的指导意义更强。边际产量的减少依赖于高成本且产品不局限于 300 系的不锈钢厂，据我们调研的 30 家不锈钢厂中，属于高成本且产品不限于 300 系的产能占比为 10%。目前不锈钢厂平均亏损较大，若 4 月下旬亏损仍无法修复，我们认为 5 月不锈钢厂产量将维持 4 月水平，甚至出现小幅减产。

## 风险提示：

不锈钢下游需求大增  
不锈钢厂利润大增

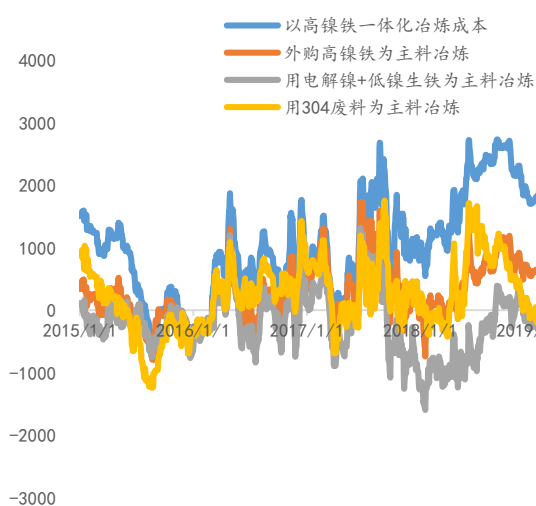
混沌天成期货研究院



## 一、 不锈钢行业 80%产能处于亏损状态，行业平均亏损 600 元/吨

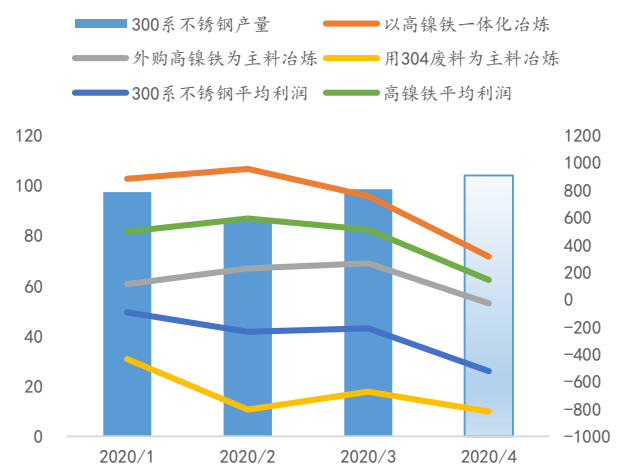
2020 年 3 月，300 系不锈钢利润亏损不断扩大，除一体化冶炼（产能占比 20%左右）仍有利润，其余钢厂均处于亏损状态，3 月不锈钢厂平均亏损为 524 元/吨。当前 4 月的不锈钢厂亏损较 3 月进一步扩大，平均亏损超 600 元/吨，不锈钢厂亏损虽有所修复，但 80%产能仍处于亏损状态，若 4 月下旬不锈钢厂未能扭亏为盈，预计 5 月产量将有所下滑，推动不锈钢厂利润的修复。

图表 1：2020 年不锈钢利润情况（元/吨）



数据来源：混沌天成研究院

图表 2：2020 年不锈钢利润与产量情况（左：万吨；右：元/吨）



数据来源：混沌天成研究院

## 二、 行业亏损会引发减产吗？

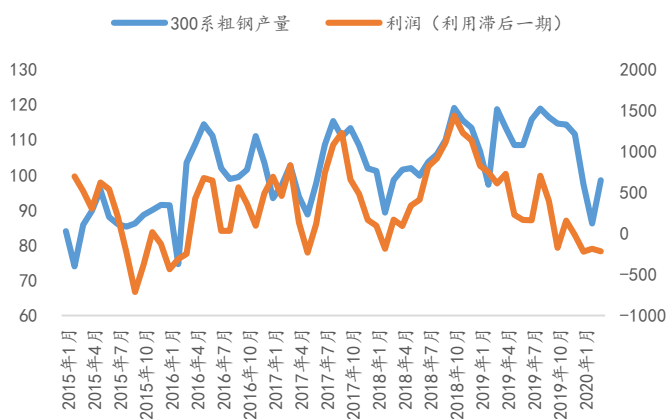
### 1. 行业利润是产量的先行指标（提前一期）

我们统计了 2015 年至今的 304 不锈钢产量与月均利润相关性，行业利润处于亏损状态的时间在 20%左右，平均利润为 330 元/吨，月度产量集中在 80-120 万吨，平均值为 101 万吨。当不锈钢处于亏损，产量大部分集中在 80-100 万吨，当不锈钢厂处于盈利，产量大部分集中在 100-120 万吨。我们将 300 系利润滞后一个月与产量进行对比，可以发现，300 系产量与不锈钢产量相关性较高。线性拟合结果为  $y = 21.615x - 1848.2$ ,  $R^2 = 0.268$ , 其中  $y$  为不锈钢厂平均利润,  $x$  为不锈钢

月度产量。由此，不锈钢当月的生产利润对于下月的产量计划更具指导意义。当亏损较大时，不锈钢厂将进行减产，尤其当平均亏损大于 200 元/吨时，减产可能性更大。

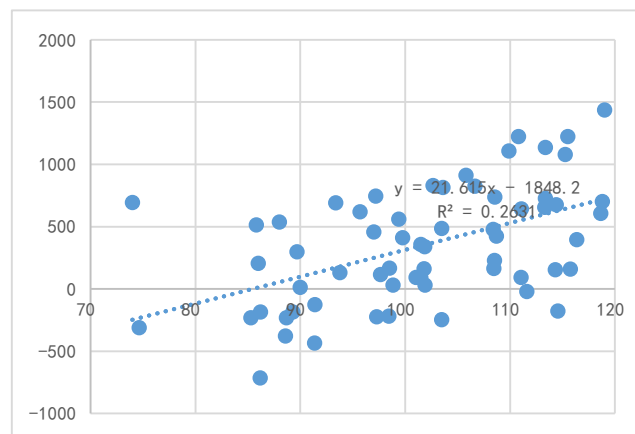
排除季节性因素，2017 年 3 月中旬至 5 月上旬，不锈钢厂处于亏损状态，平均亏损 251 元/吨，最大亏损至 589 元/吨，产量自 3 月的 102 万吨，逐步下滑自 4 月的 93.78 万吨，5 月减少至 88.68 万吨。3 月平均利润为 132 元/吨，4 月平均亏损为 232 元/吨，5 月逐步转为盈利。进一步验证不锈钢厂由于利润影响而减产具有一定滞后性。

图表 3: 300 系不锈钢产量与利润 (右: 万吨; 左: 元/吨)



数据来源: 混沌天成研究院

图表 4: 304 不锈钢产量与滞后利润相关性



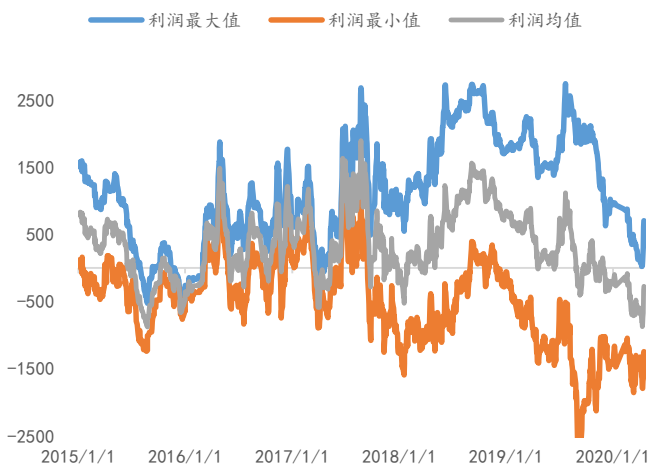
数据来源: 混沌天成研究院

## 2. 边际产量的减少依赖于高成本且产品不局限于 300 系的不锈钢厂

由于冶炼方式的不断优化，冶炼成本逐步降低。原料方面，高镍铁与低镍铁及电解镍的价差逐步扩大，相较于使用低镍铁及电解镍，高镍铁原料的生产经济效益更大，不同不锈钢厂的冶炼利润差异逐步扩大，目前大部分不锈钢厂以高镍铁作为原料生产的产能高达 65%。过去五年内，不锈钢平均利润处于亏损的时期较少，行业利润较为可观，因此也造成新增低成本产能逐步扩大。

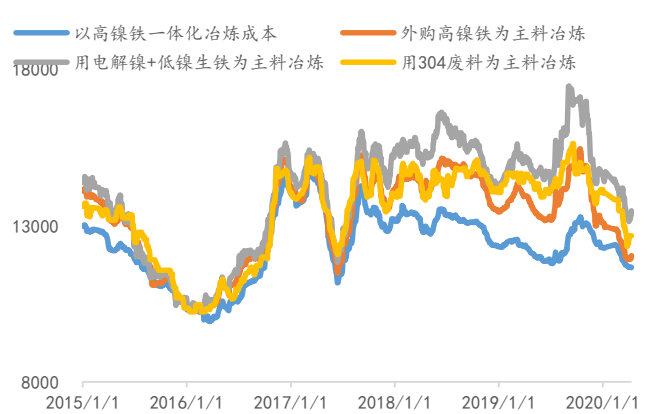
不锈钢成本的急速分化，导致不同原料配比的不锈钢厂利润差异急速扩大，不锈钢厂是否减产更多依赖于边际产能，以及高成本的不锈钢厂。

图表 5: 304 不锈钢热轧利润 (元/吨)



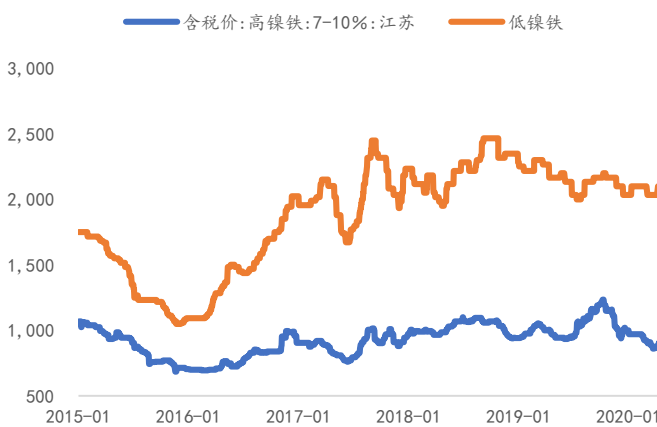
数据来源: 混沌天成研究院

图表 6: 304 不锈钢热轧成本 (元/吨)



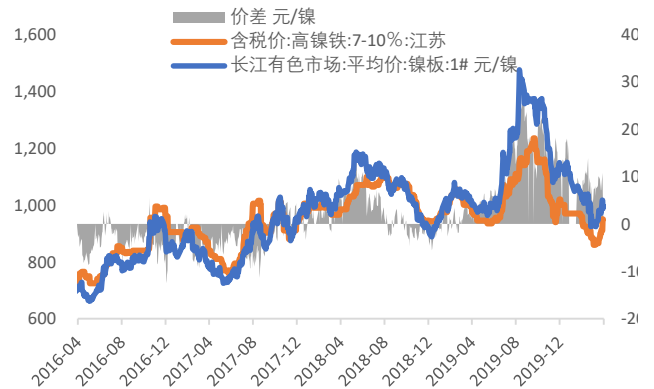
数据来源: 镍吧, 混沌天成研究院

图表 7: 高镍铁与低镍铁价差 (元/镍)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

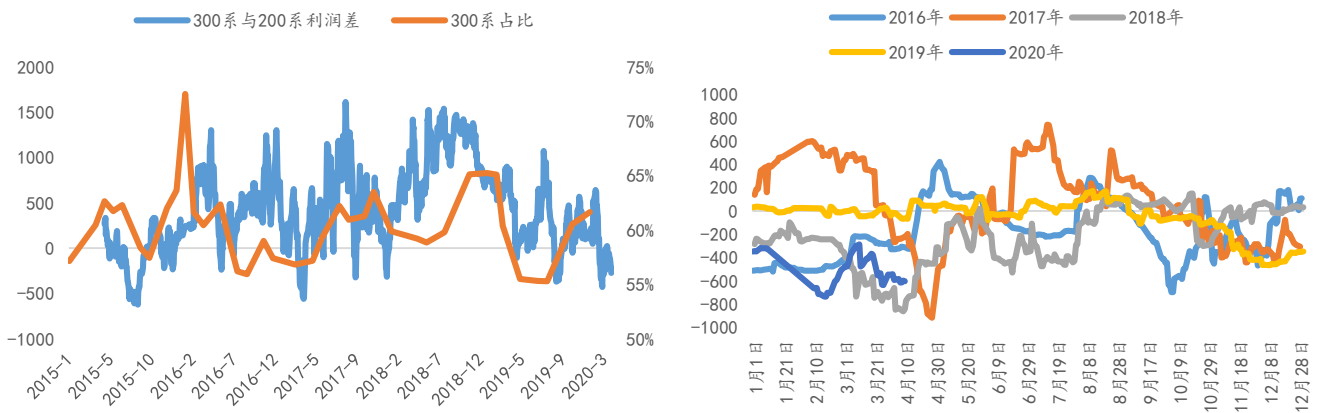
图表 8: 镍铁与镍板价差 (元/镍)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

300 系的生产利润相较 200 系更可观, 且 300 系的应用领域及需求量更大, 因此 300 系产量的占比平均在 60% 以上。由于 200 系与 300 系的生产可以转换, 根据历史情况, 当 300 系利润不及 200 系时, 产量占比有所下滑。可见, 不锈钢厂会根据 300 系及 200 系的经济效益, 自由切换产量的比例。

图表 9: 200 系与 300 系利润差及产量占比 (左: 万吨) 图表 10: 200 系不锈钢热轧生产利润 (元/吨)

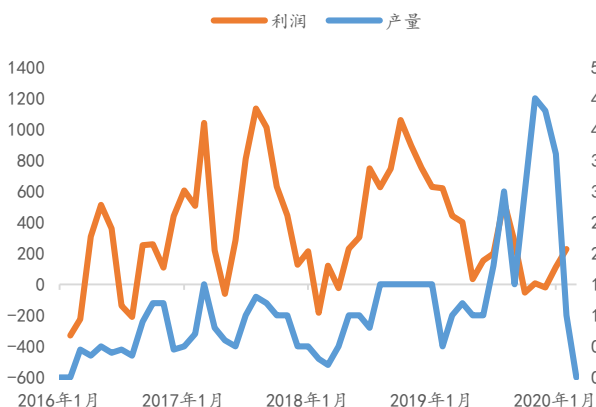


数据来源: 镍吧, 混沌天成研究院

数据来源: SMM, 混沌天成研究院

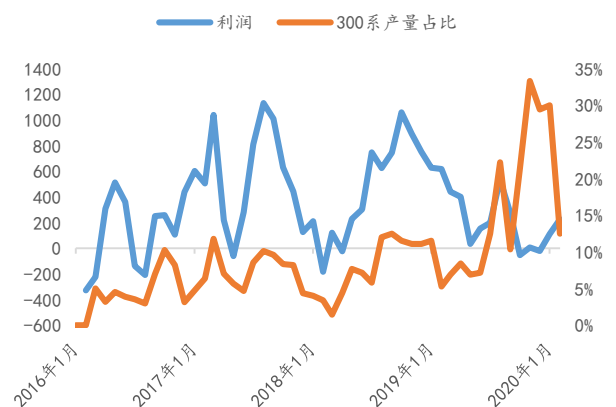
不锈钢 A 企业年炼钢产能在 180 万吨左右, 产品包括 200 系、300 系及 400 系, 主要以生产 400 系为主, 300 系产量占比较小, 冶炼主要为外采高镍铁, 且议价能力弱, 利润处于平均利润之下。将利润滞后一个月与产量进行拟合, 2018 年 2 月 A 企业 300 系利润处于亏损, 平均亏损超 200 元/吨, 300 系产量仅 0.2 万吨, 占公司不锈钢粗钢总产量仅 1.5%, 而 300 系产量占总产量平均值为 8.8%, 300 系产量占中国总产量仅 0.2%, 平均值为 1%。由此, A 企业由于冶炼 304 成本更高, 利润处于行业一般水平之下, 其产量对于利润的反应更显著, 调节较大。

图表 11: 不锈钢 A 企业产量与利润相关性 (右: 万吨; 左: 元/吨)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

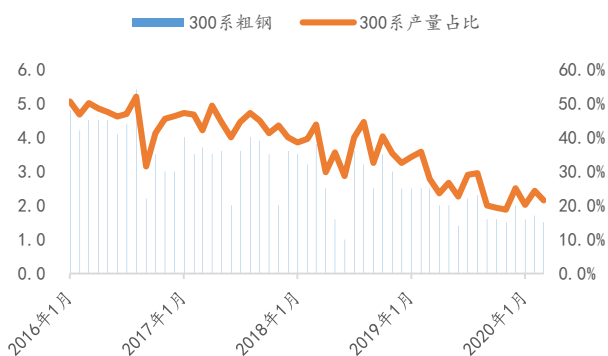
图表 12: 不锈钢 A 企业 300 系产量占公司总产量比与利润相关性 (右: 万吨; 左: 元/吨)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

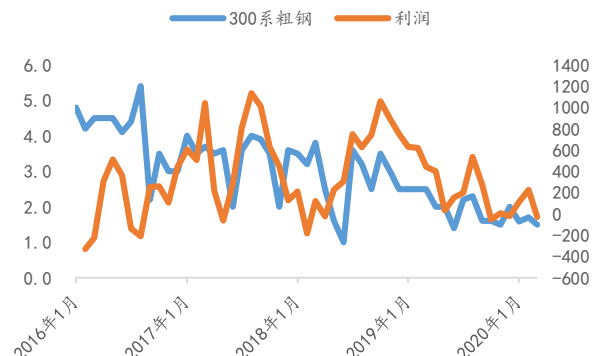
不锈钢 B 企业年炼钢产能在 120 万吨左右，产品包括 300 系及 400 系。公司拥有自有矿山，可开采铁矿石，因此铁矿石成本较一般企业低 50-100 元/吨，而公司需要外采高镍铁，议价能力差，因此公司 300 系生产利润相较于 400 系利润低，其产量逐步调整为不含镍的 400 系不锈钢。对比 300 系利润情况及公司 300 系产量看，利润亏损期间，300 系产量环比减量较少，18 年 6 月，300 系产量处于历史低位，而不锈钢利润处于盈利水平，公司产量与利润的相关性偏低，300 系产量的逐步下调主要为公司自身对于业务的调整。

图表 13：不锈钢 B 企业 300 系产量与其占比（万吨）



数据来源：Wind, 混沌天成研究院

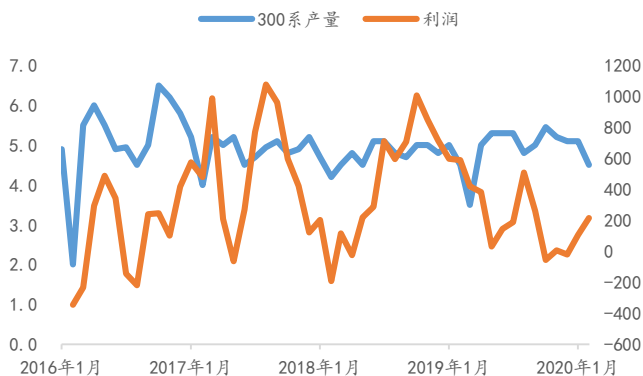
图表 14：不锈钢 B 企业 300 系产量与利润相关性（左：万吨；右：元/吨）



数据来源：Wind, 混沌天成研究院

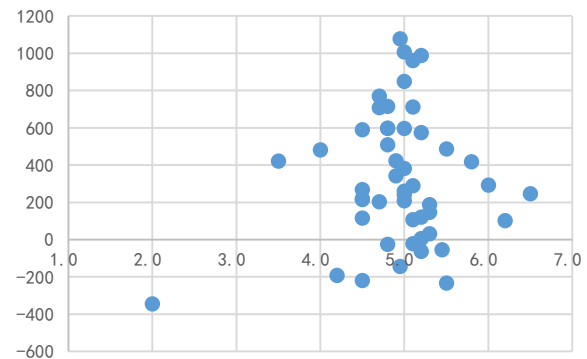
不锈钢 C 企业年炼钢产能在 70 万吨左右，仅生产 300 系。公司生产规模小，外采高镍铁进行冶炼，议价能力差，成本较高。公司 300 系不锈钢平均月产量 4.9 万吨，产量最低为 2 万吨，最高为 6.5 万吨。从过去历史情况看，当公司平均亏损超过 300 元/吨，其减产接近 3 万吨，当亏损在 200 元/吨附近，公司减产少于 1 万吨，当亏损少于 200/吨，公司基本不减产。

图 15: 不锈钢 C 企业 300 系产量与利润 (左: 万吨; 右: 元/吨)



数据来源: 混沌天成研究院

图 16: 不锈钢 C 企业 300 系产量与利润相关性



数据来源: 混沌天成研究院

对比三家不锈钢企业产量与利润关系, 我们可以发现, 当公司不锈钢产品较为丰富时, 会根据每种产品的利润对产量进行调整, 因此 300 系不锈钢亏损时, 公司会进行减产。若公司仅生产 300 系不锈钢, 生产处于亏损时, 并不会致使公司立即减产, 仅当亏损持续时间较长, 且亏损较大时, 公司减产力度大。我们认为, 主要原因为不锈钢厂新增产能大, 竞争高, 市场份额容易流失, 因此企业对于减产行为较为谨慎。

### 三、结论

1. 不锈钢厂上月的利润水平, 对不锈钢厂产量具有指导意义
2. 当不锈钢利润亏损超 200 元/吨时, 钢厂采取减产的可能性大。
3. 从边际产量看, 当公司不锈钢产品较为丰富时, 会根据每种产品的利润对产量进行调整, 因此 300 系不锈钢亏损相较其他品种更大时, 公司会进行减产。若公司仅生产 300 系不锈钢, 生产处于亏损时, 并不会致使公司立即减产, 仅当亏损持续时间较长, 且亏损较大时, 公司减产力度大。

综上, 我们认为不锈钢厂亏损会造成其进行减产, 而利润水平对于下一个月的产量指导意义更强。边际产量的减少依赖于高成本且产品不局限于 300 系的不锈钢厂, 据我们调研的 30 家不锈钢厂中, 属于高成本且产品不限于 300 系的产能占比为 10%。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 联系我们

---

#### 混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

---

#### 公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：0755-23998230

---

#### 上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

---

#### 北京分公司

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

---

#### 云南分公司

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100979

---

#### 湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层(5)办号

联系电话：027-85610809

---

#### 四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际2002/2003

联系电话：028-83221309

---

#### 南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

---

#### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

---

#### 混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道826号904室

联系电话：021-61063216

---

#### 混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1500号东方大厦1002c-2室

联系电话：021-58810170



---

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200

---