

2023年3月24日

研究员：许亮  
从业证书：F0260140  
投资咨询：Z0002220  
审核：唐韵 Z0002422



上海市虹口区  
东大名路1089号26层  
2601-2608单元



电话  
13818180941



电子邮件  
xuliang@eafutures.com



网站  
eafutures.com

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

## 观点

钢厂开始接到4、5月订单，且减产、降价后库存拐点明确，成本近期也有企稳。

伴随需求缓慢好转，期货可能反弹。

## 基本面

### 供需及原料：

不锈钢是原料决定供给、供给引领需求的行业：长期以来，钢厂在产量和价格之间的动态调节能力很强，也促进了不锈钢需求的持续增长；而在动态平衡中，贸易环节的作用也十分明显。

但2022年，原料维持高位（NPI转产了高冰镍）压制了钢厂的动态调节能力，不锈钢需求出现金融危机以来的首次负增长。

一季度，淡季钢厂减产不坚决，无法抵消弱需求，库存高企，价格追逐成本；二季度，需求回暖可能带来反弹

### 库存：

不锈钢社库去4万吨至95.5万吨。

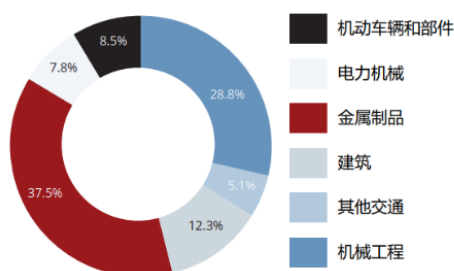
### 价差：

热轧跌400，冷轧跌200，2305合约贴水280。

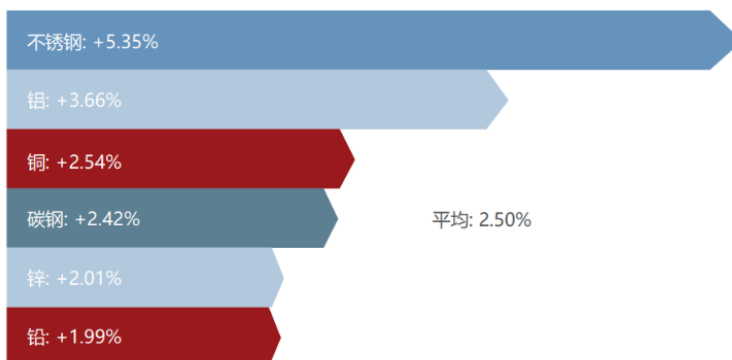
## 产业

不锈钢是一类受益于消费升级的钢材品种，具体来看，随着生活水平和工业水平的提高，偏居民端的金属制品消费和偏工业端的机械制造消费都会逐步增加。因此，不锈钢需求年复合增长率水平要显著高于其他金属产品。

2021年不锈钢分行业消费量



1980-2021年间主要金属的年复合增长率 (%/年)



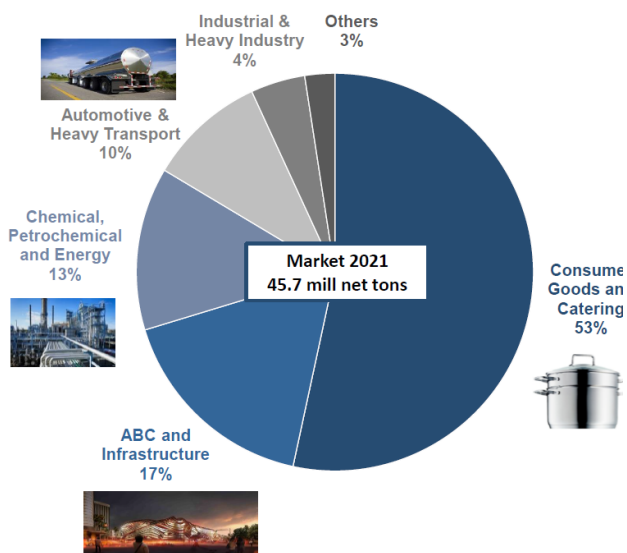
数据来源: ISSF, EAF

另一方面，不锈钢品种多样（分 200 系、300 系、400 系等，各系又有子类，多以卷的形态应用），不同牌号对应不同应用领域（见下表）。因此，终端应用分散多样，也是不锈钢需求可以保持较高增速的关键。但我们也注意到，细分领域众多导致不锈钢产业的需求侧分析失去了主要焦点、给研究工作增添了穷尽难度。

## 2021 年全球终端市场结构 – 扁平材

大约 60% 的不锈钢扁平材产品用于消费品领域

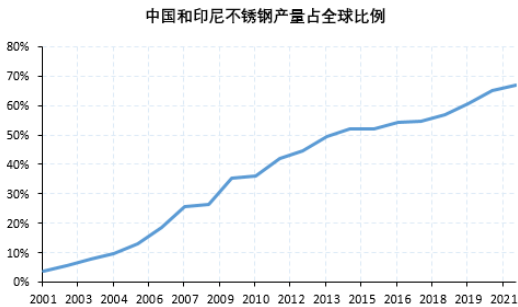
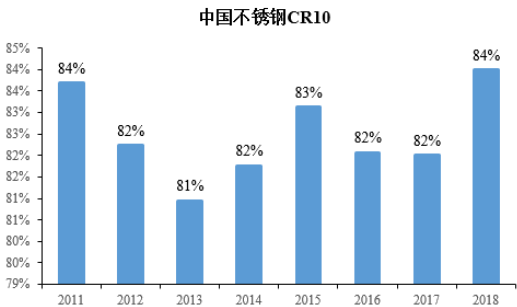
| 2021 Segment                       | Enduse Flat Products Subsegment     | TOTAL ['000 net tons] |
|------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|
| Consumer Goods and Catering        | White Goods                         | 2,652                 |
|                                    | Small Consumer Appliances           | 1,498                 |
|                                    | Kitchenware                         | 10,075                |
|                                    | Commercial Applications & Catering  | 4,937                 |
|                                    | Food & Beverage                     | 3,993                 |
|                                    | Furnishing & Jewellery              | 378                   |
|                                    | Medical & Pharmaceutical            | 433                   |
|                                    | Other Consumer Goods / Medicals     | 405                   |
| TOTAL                              |                                     | 24,371                |
| Chemical, Petrochemical and Energy | Chemical Industry                   | 3,472                 |
|                                    | Oil / Gas                           | 1,101                 |
|                                    | Conventional Power Generation       | 482                   |
|                                    | Renewable Power Generation          | 225                   |
|                                    | Other Chemical, Petrochem. & Energy | 774                   |
| TOTAL                              |                                     | 6,054                 |
| Automotive & Heavy Transport       | Automotive                          | 2,405                 |
|                                    | Heavy Transport                     | 1,598                 |
|                                    | Light Transport                     | 173                   |
|                                    | Other Automotive & Transport        | 188                   |
|                                    | TOTAL                               | 4,365                 |
| ABC and Infrastructure             | Elevators                           | 594                   |
|                                    | Building, Cladding and Structures   | 3,821                 |
|                                    | Public Space Architecture           | 1,569                 |
|                                    | Water Infrastructure                | 841                   |
|                                    | Heating, Cooling, Ventilation       | 403                   |
|                                    | Other ABC and Infrastructure        | 496                   |
|                                    | TOTAL                               | 7,724                 |
| Industrial & Heavy Industry        | Pulp & Paper                        | 138                   |
|                                    | Key Heavy Industries                | 685                   |
|                                    | Industrial Components               | 681                   |
|                                    | Other Industrial & Heavy Industry   | 521                   |
|                                    | TOTAL                               | 2,025                 |
| Others                             | TOTAL                               | 1,112                 |
| Total Consumption                  |                                     | 45,650                |



| 行业       | 应用领域及产品                           | 不锈钢品种及牌号                                                                                  |
|----------|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 金属制品     | 餐厨、日用器皿、五金、保温杯                    | 主要为 201、304、430 等牌号不锈钢，厚度不超过 3mm 等冷轧不锈钢                                                   |
| 建筑       | 室外装修、结构材料及耐腐蚀屋顶、水管、电梯等            | 主要为 201/2B，其次为 304/2B，另外还有 304HL、201HL、439HL 等不锈钢                                         |
| 机械       | 化工设备（包括管道）、运输设备、海工、环保、能源、制药等      | 主要为直径 16~325mm 等 1Cr18Ni9Ti 不锈钢无缝管及配套的不锈钢紧固件；厚度 0.4~3.0mm 的 300 系冷轧不锈钢薄板和厚度 4~6mm 热轧不锈钢中板 |
| 家电电子     | 洗衣机和干燥机内筒、热水器内胆、微波炉内外壳体、冰箱内衬、手机壳等 | 主要为 304、316、409L、430 等牌号不锈钢                                                               |
| 交通（包括汽车） | 排气零部件、发动机紧固件、油箱、汽车装饰板等            | 主要为 409、430、441、429、434、436 等，排气系统用冷轧不锈钢加工而成的异形焊管                                         |

数据来源：SMR，ISSF，EAF

与需求侧高度分散不同，不锈钢行业供给集中度很高，其中中国不锈钢行业 CR10 约 80%，中国加印尼不锈钢产量占全球比例也高达 65%，基本上这是一个由中国企业决定供给的行业。与之对应，近些年中资企业大量布局印尼镍资源，原料产能不断释放，不锈钢供给预计还会在原料支持下保持高速增长。



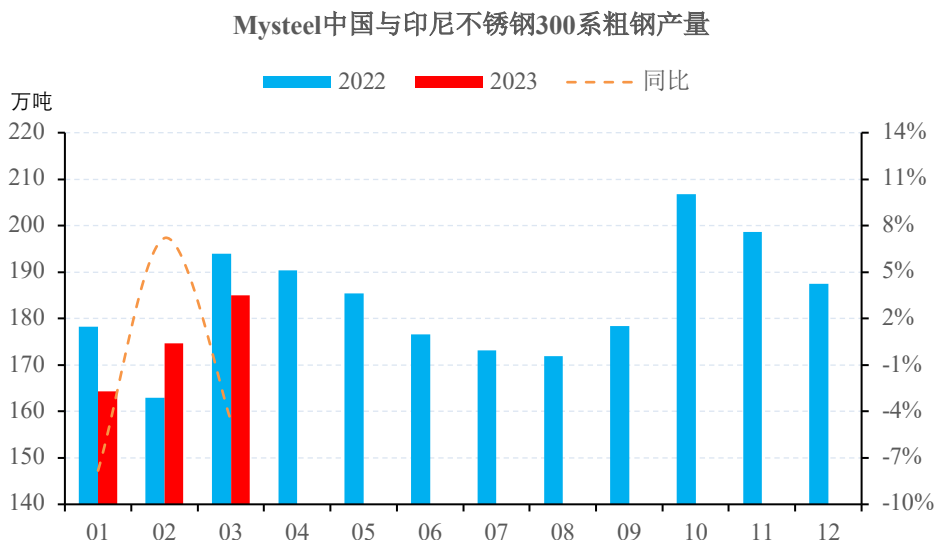
数据来源：ISSF，不锈钢协会，EAF

供需

供需端，我们建议更多从产量角度来分析边际变化，此外，考虑到钢厂对现货市场把控力较强以及国内不锈钢中间贸易环节的投机性，更需关注库存变动背后的发货及接单因素与工厂产量调节的映射。

2023 年 3 月份国内不锈钢厂粗钢排产 301 万吨，预计环比增 7%，同比-3%；其中 300 系 157 万吨，预计环比增 6%，同比增 3%。3 月 10 日调研显示，钢厂 3 月排产有较大下修。

2023 年 3 月份印尼不锈钢粗钢排产 27.5 万吨（300 系），预计环比增 5%，同比减 32%。



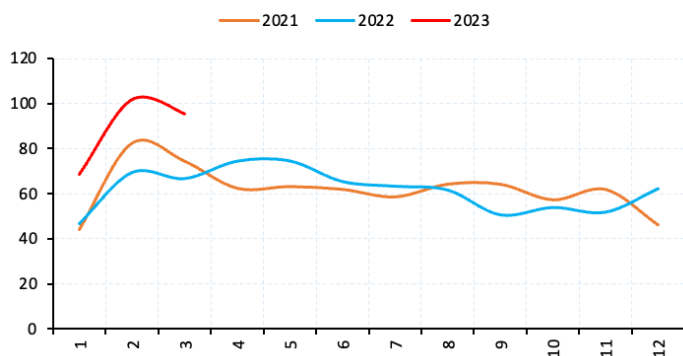
数据来源：Mysteel, EAF

高频数据显示，淡季减产之后，钢厂快速提产，但需求整体偏弱导致库存积压，而钢厂因原料偏高挺价也压制了中游贸易环节的囤货意愿。

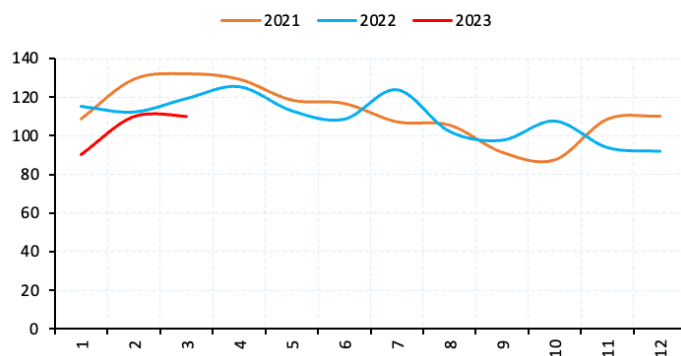
## 库存

截至本周，3 月的两地（无锡、佛山）不锈钢社会库存为 95.5 万吨，较上月减少 6.2%、较同期增加 43%；截至 2 月底，不锈钢工厂库存为 110 万吨，较上月增加 22%、较同期减少 2%。

中国不锈钢社会库存变化



中国不锈钢工厂库存变化



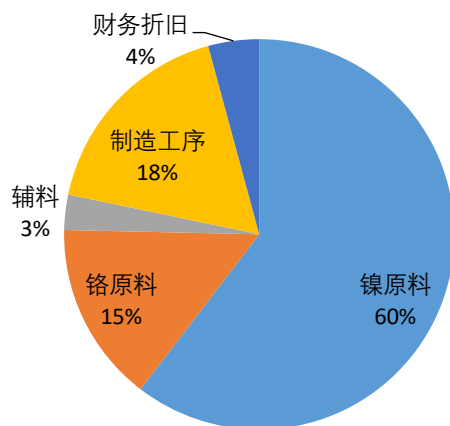
数据来源: Mysteel, EAF

## 原料

不锈钢的耐腐蚀性主要来自于铬, 因此, 铬元素相关供需变化会与不锈钢价格产生联动。

但定价上, 不锈钢与镍价波动更加紧密, 因此, 我们在分析不锈钢价格时, 要高度关注镍价。由于含镍生铁 (即 NPI) 提供的镍元素占到不锈钢中镍元素的 7 成以上 (即占不锈钢原料成本在 45% 以上), 我们的关注重心应放在现货 NPI 价格波动、而非期货镍价格波动上。

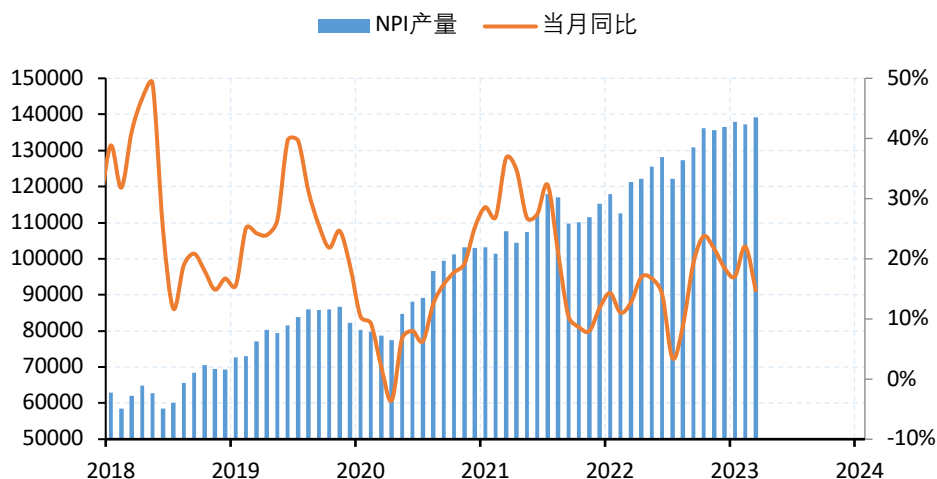
304不锈钢冷轧卷板成本



数据来源: SHFE, EAF

2022 年，中国 NPI 受制于镍矿原料紧张而持续减产，但印尼 NPI 产能不断放量，使得综合产量迈向 14 万吨/月水平（预计 23 年继续向 15 万吨/月水平）。

中国及印尼NPI月度产量



数据来源：Mysteel, SMM, EAF

前期印尼 NPI 工厂罢工等因素有所缓和、产量开始恢复，而不锈钢市场偏弱、热轧盈利收窄，钢厂 NPI 采购价出现下调，目前报 1200 元/镍点。

不锈钢镍原料价格\_按镍点计算



数据来源：Mysteel, Wind, EAF

此外，由于近年来全球镍资源转向印尼，印尼 NPI 产量（包括镍资源总量）已确定性超过中国，成为全球第一大镍生产国，其 2022 年印尼镍供给达全球近 50% 的比例，因此，其产业政策和供给格局变化将对全球镍平衡、乃至不锈钢产生巨大影响，须要高度关注。

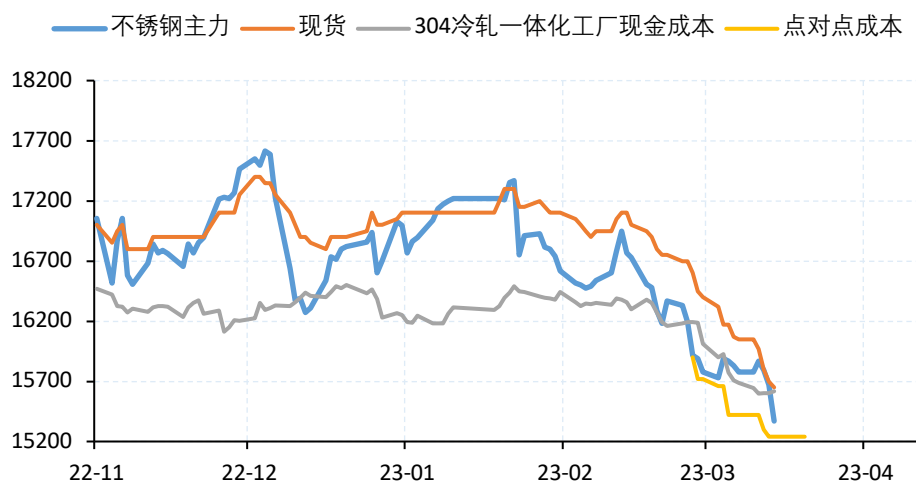
## 价格

不锈钢现货一般按基价报价，不锈钢期货往往锚定基价，这是不锈钢期现长期以来呈现 back 结构的主要原因（若按现货基价计量，实际上目前期现平水）。

本周，不锈钢 304 热轧报 15150，冷轧报 15650（交割地佛山，该价格可直接对标盘面，基差 280）。

目前期货锚定一体化工厂成本（最新为 15619 元/吨，点对点计算为 15240 元/吨）运行，自疫情放开到目前消费恢复以来，期货主力合约基本上运行于现货及成本之间。

不锈钢期现价格及成本



数据来源: Mysteel, EAF