

## ▶ 年报 · 钢材

# 产业转换，钢材价格重心下移

倍特期货 · 研究发展中心

2018年12月28日

2019年,钢铁产业进入转换期,政策红利效应大减,伴随着经济下行压力增大,需求下滑,供应居高,矛盾的积累对价格将形成下行压力。需求是否出现超预期变化,将对市场和价格形成主要影响或冲击。

### 相关报告:

《2018年报-钢材:巩固供给侧改革成果,供需寻求新平衡2017-12-22》

### 分析师:刘明亮

投资咨询证号: Z 000067 2

联系电话: 028-86269235

微信/ QQ: 236594269

### 要点:

- ◆ 供给侧结构性改革政策红利效应大减
- ◆ 利润收缩,告别高利润
- ◆ 供需平衡转换,由紧平衡转向松平衡
- ◆ 库存周期转换,进入被动累库期
- ◆ 原料供需松平衡,成本缺乏硬支撑

观点和操作策略:对2019年螺纹钢期货走势持“偏空”看法,预计螺纹钢主力合约以3300为中枢,在2600-4000间波动的可能大;铁矿石主力合约以470为中枢,在380-560间波动的可能大。

风险提示:本报告中的所有观点仅代表个人看法,不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息,不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市,应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

# 一、基本因素分析

2019 年黑色金属市场运行的逻辑线索是什么？主导因素又会是什么？

2019 年经济面临较大的下行压力，货币政策空间有限，财政政策主要看地方政府专项债发行规模。钢铁产业进入转换期，一是供给侧结构性改革政策红利大好期已过，效应大减；二是毛利由暴利向正常利润转换；三是供需平衡由紧平衡向松平衡转换；四是库存周期转换。

供给端，置换产能和电炉钢新产能陆续投放，利润仍不错，环保改造不搞一刀切的影响降低，产量预计居高难下，供给压力会逐渐显现。

需求端，从房地产投资领先指标和目前市场降温态势来看，房地产投资增长将会回落；而在去杠杆大背景下，基建投资增长难以有效对冲房地产投资增长回落。建筑钢材需求下滑是比较确定的；关键是看房地产投资增长回落力度，以及基建投资增长低位能回升多少进行对冲？

资金等其他因素，大规模的刺激政策难见，流动性仍然会偏紧，资金层面难活跃，金融资本也不会大量配置在螺纹等黑色系上。外部存在较大的不确定性，一方面是全球经济不景气，二是贸易战的持续，会加大金融市场动荡，黑色系等商品也会受到市场情绪的扰动影响出现波动加大。

2019 年，钢材市场运行的主要逻辑线索，应着眼阶段性需求的变化，以及供需矛盾的显现。一旦需求下滑超出预期，或需求启动不及预期，而供应居高，将给价格形成很大下行压力。需求是否出现超预期变化，或将成为钢材市场和价格走势的主导因素。

## （一） 供给侧结构性改革政策红利效应大减

### 1. 粗钢产量同比预计小幅下滑，总量居高

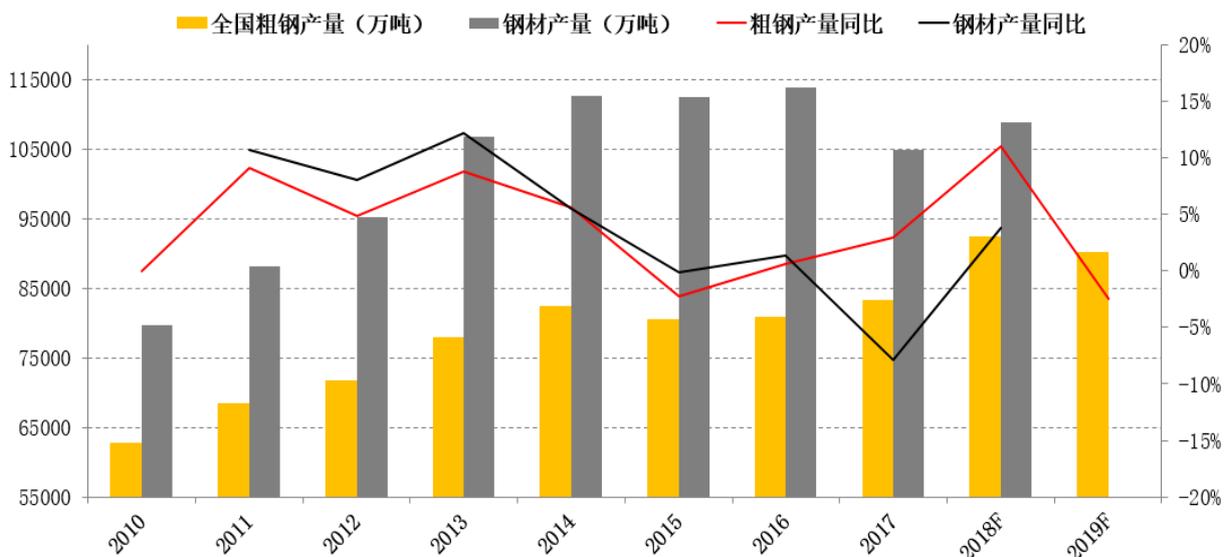
2018 年在需求良好、高利润驱使下，1-11 月全国粗钢产量 8.57 亿吨，全年预计粗钢产量 9.23 亿吨，较去年同比增长 11%，创近 10 年来增幅最大纪录。当然其中一部分增幅来自与打击“地条钢”后，之前未计入统计范畴的产量计入统计的影响。

根据冶金工业规划研究院最新预测，2019 年全国粗钢产量预计 9 亿吨，较 2018 年同比下降 2.5%。2010-2018 年以来，全国粗钢产量除 2015 年出现负增长外，其余年份均是正增长。2019 年全国粗钢产量同比下降幅度稍大于 2015 年，但因为 2018 年基数大，绝对量预计下降 2300 万吨，总量仍会保持在 9 亿吨水平。

打击“地条钢”后，由于大量电弧炉未投产，2017年钢材产量出现负增长。随着电弧炉新增产能投放使用，2018年钢材产量同比回升，预计2018年全年钢材产量10.88亿吨，较去年同比增长3.81%。

供给侧结构性改革推行三年以来，淘汰落后产能1亿多吨，已提前完成“十三五”规划任务，也意味着钢铁行业供给侧改革政策红利好时期已过，红利效应将会大减。而随着新增产能继续投放使用，尽管预计产量阶段性会受需求下滑抑制，利润驱使下，以及钢厂资产负债情况好转后，承受风险和亏损能力增强，生产的动力仍会保持并较强。预计2019年钢材保持正增长，总产量居高；供给压力会显现，下半年供给压力会更突出化；电炉钢成本会阶段性成为短流程钢材产量一大制约因素。

图 1：近年全国粗钢和钢材产量



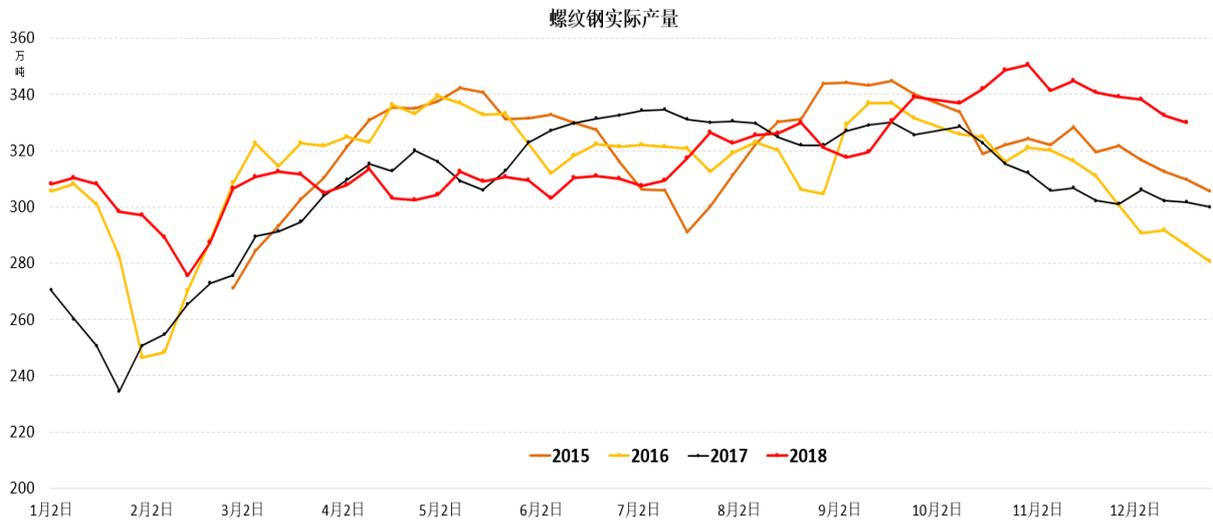
数据来源：冶金工业规划研究院，倍特研发

## 2. 建筑钢材产量高企

2018年1-11月钢筋产量1.91亿吨，线材产量1.33亿吨；全年预计钢筋产量2.05亿吨，线材产量1.41亿吨，钢筋和线材合计产量较2017年同比增长4.82%。从每周螺纹钢实际产量图来看，2018年二、三季度周度产量低于2017年外，一、四季度均高于2017年，而且2018年四季度以来产量创近四年新高，突破350万吨，一直保持较去年同期高出10%的水平。

在利润仍可观，2019年上半年房地产投资需求仍会保持一定韧性的情况下，预计螺纹、线材产量高位难下，尽管相比2018年同期水平可能会有下降，但仍会明显高于往年同期水平。

图 2: 近年全国螺纹钢实际产量



数据来源: Mysteel, 倍特研发

## (二) 利润收缩, 告别高利润

2017 年二季度中之后, 矿石、焦炭原料价格下跌, 钢材价格稳中上涨, 使得钢厂即期吨钢毛利突破千元并一直保持。高利润主要来自需求强劲, 供给侧结构性改革深入推进之后, 阶段性出现供需紧平衡, 而高炉提高废钢加入, 电炉钢新产能陆续投放, 铁矿石自身供需矛盾突出化, 铁矿石价格处于相对低位, 成本偏低。

钢材新国标执行后, 钒等微合金加入, 成本上升 100-300 元不等。随着 2018 年 11 月中旬之后现货价格持续快速下跌, 钢厂即期毛利跌破千元, 快速收窄, 一度降到 400 元附近。电炉钢全部用废钢的即期利润 2017 年底也上了千元, 打击“地条钢”之后, 从 2017 年 7 月到 2018 年 12 月, 电炉钢全部用废钢的即期利润均值在 500 元左右; 2018 年 11 月中旬之后, 伴随着钢材价格快速下跌, 电炉钢即期利润从 500 元下降到 12 月底的亏损 100 元左右。导致钢厂长流程和短流程炼钢毛利快速下滑, 主要是需求转淡, 市场预期转弱, 成品材价格跌幅明显大于矿石、焦炭、废钢等原料的跌幅所致。

持续高利润使钢厂资产负债率大大降低, 经济效益好转之后, 为了能达到新的环保要求, 不进入环保限产名单和提高限产达标级别, 加大环保投入, 纷纷上马新设备和改造设备。为了能达到最优经济效益, 高钢价和高利润推动技术改进, 钢厂一方面提高入炉矿石品位, 另一方面提高废钢比例, 最大可能减少环保限产的影响, 使得粗钢产量 2018 年同比出现大幅增长。

随着经济下行压力增大，需求相对下滑，而供给端，技术改进后的高产量，电炉钢等新产能的继续投放，供给将维持高位，预计居高难下。供需转向松平衡，成材现货价格将承压下行，钢厂将告别持续在千元以上的暴利时代，利润将较 2018 年明显收窄。钢厂利润收窄之后，会将压力向上游焦化、矿山传导，通过挤压上游利润而将钢厂利润维持在相对好的水平。因此，尽管告别暴利，有利润就有生产动力，将支撑产量居高难下。

**图 3：近年螺纹钢厂毛利和电炉钢利润**



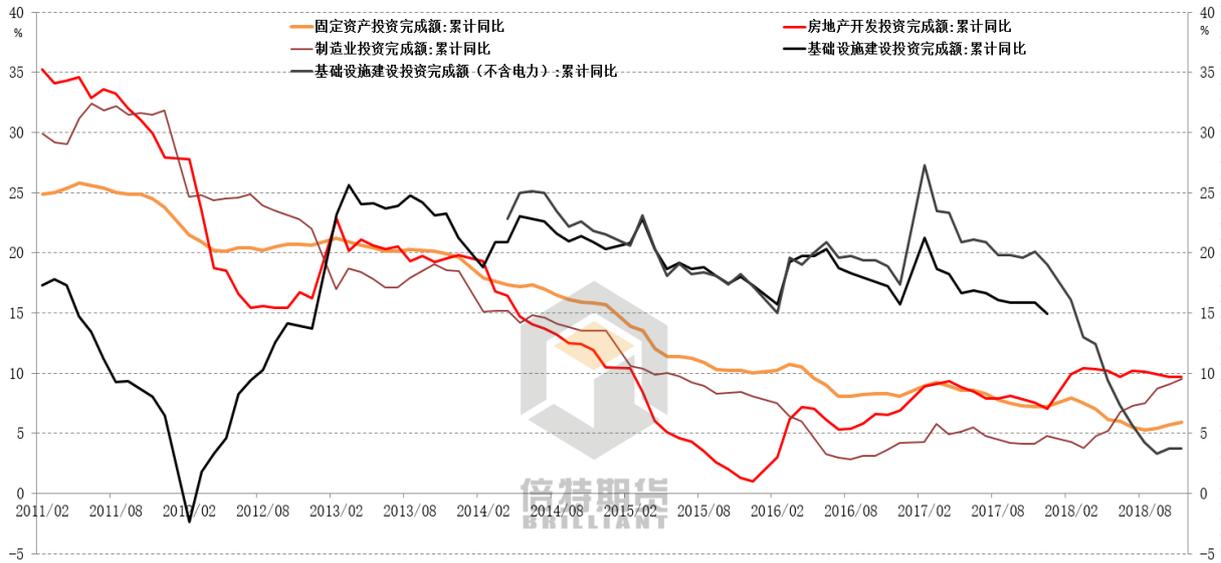
数据来源：Mysteel，倍特研发

### （三） 供需平衡转换，由紧平衡转向松平衡

2018 年固定资产投资增长下滑，滑至 5.3% 低点，直到三季度末开始小幅回升。主要是受基建投资持续大幅下滑拖累，基建投资同比增长由 2017 年 20% 以上水平滑至 2018 年第三季度的 3.3%，下滑态势堪比 2011 年；2018 年基建投资增长下滑主要靠制造业投资增长明显回升和房地产投资增长稳定在 10% 部分对冲。

2019 年，制造业投资增长预计会保持韧性，新产能置换建设活动放缓等因素下，回升力度会转缓。基建投资增长将继续保持筑底回升态势，但力度预计有限，不能期望过高。尽管 2019 年财政政策要加力提效，但工作重点在降税减费，基建能在多大程度上发力补短板，主要看地方政府专项债发行规模，用于基建的资金量和到位情况；目前预计基建投资增长难以像 2012 年一样大幅回升，对冲房地产投资和制造业投资增长的下滑。因此，固定资产投资增长预计仍会徘徊在低位，回升力度有限。

图 3：固定资产投资增长



数据来源：Wind 资讯，倍特研发

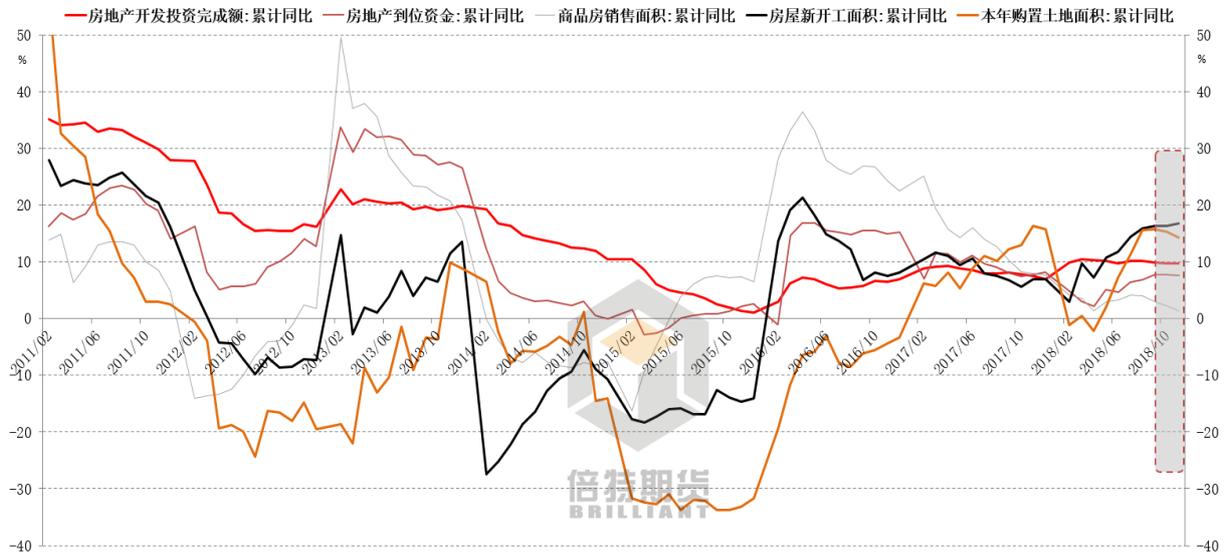
2018 年房地产投资增长一直平稳的保持在 10%的水平，尽管三季度之后销售面积同比增长转入持续下滑走势，但由于新开工面积、土地购置面积同比增长保持回升态势并维持相对高位，到位资金维持增长态势，使得房地产投资增长略有 0.5 个百分点的回落，但幅度不大。

随着去杠杆、严监管政策的推进，即使 2019 年会宽信用，但房地产投资资金会偏紧，2018 年四季度以来房地产到位资金同比增长也开始出现回落态势。而居民加杠杆后，购买力也明显下降，随着房地产销售市场降温，房地产投资的领先指标之一土地购置面积增长也出现下滑。预计 2019 年房地产投资增长总体出现下滑，考虑到传导时滞效应，上半年会保持一定韧性和延续性，下半年下滑的压力会较明显。

房地产投资增长下滑，制造业投资增长放缓或回落，基建投资增长回升力度预计有限，具有不确定性，意味着 2019 年对建筑钢材需求来讲，将面临下滑压力，至于下滑力度主要看房地产投资增长的回滑态势和基建投资增长能否较好的回升起到有效的对冲作用。

因此，如前文所述，供给将居高难下，供给压力显现；而需求转入下滑，建筑钢材供需紧平衡格局已在发生变化，而 2019 年供需转入松平衡是较为确定的。最大的变数在需求端，需求阶段性的变化，特别是需求阶段性的下滑幅度将成为建筑钢材价格走势的一大主导因素，需求的变化将是需要重点跟踪关注的线索。

图 5：房地产投资增长领先指标

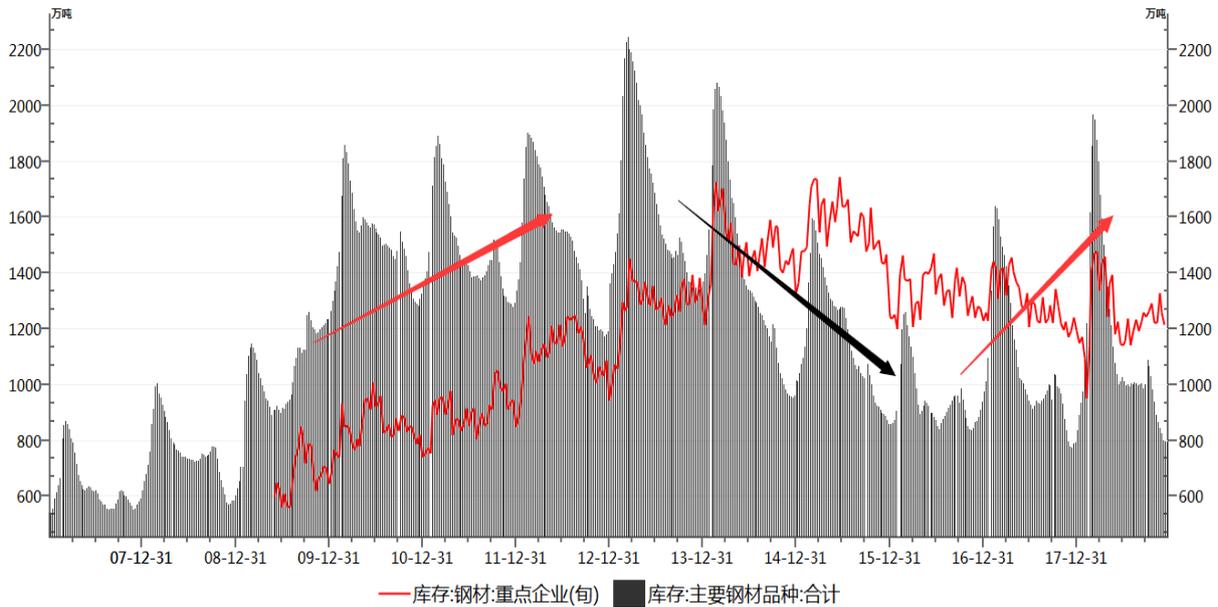


数据来源：Wind 资讯，倍特研发

#### （四） 库存周期转换，进入被动累库期

商品价格走势与库存周期关联性很强，补库周期往往量价齐升，去库周期往往量价齐跌。2016 年开春之后钢价大涨，随后开启涨势，供需错配是主因，持续补库也是很重要的推动因素。纵观近十年情况，2009 年四万亿刺激政策也开启一轮补库周期，欧债危机爆发拖累全球经济下滑，转入去库周期。从图 6 可以看到，2012 年有异常，库存大幅增加，跟当年稳增长刺激政策有关，推动补库。2013 年社会库存下降，钢厂库存还在继续上升，这是去库存周期开始前的被动累库，往往是中间商开始去库，而产量居高，库存积压在生产端。当生产端库存累积到厂家承受不起时，被迫开始减产，开始慢慢的去库存周期。通过上文分析，2019 年供给预计居高难下，随着需求下滑，进入累库期，因为中间商囤货意愿不强，库存主要向钢厂端累积，而钢厂这几年效益好之后，承压能力增强，所以预计进入被动累库期。

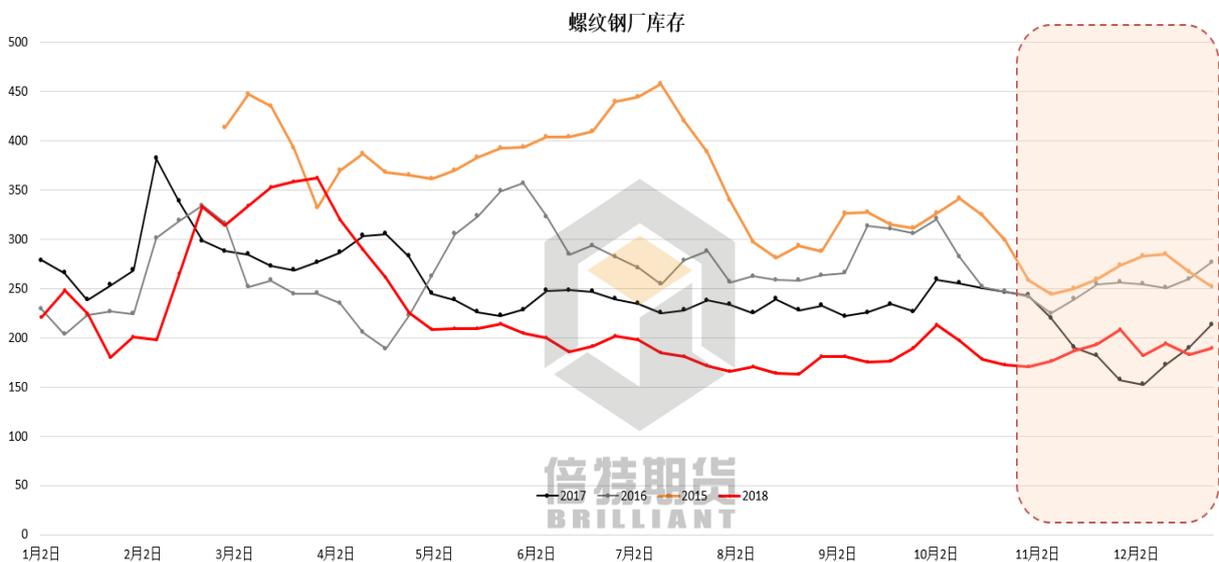
**图 6：钢材库存周期情况**



数据来源：Wind 资讯，倍特研发

螺纹钢厂库存 2018 年 11 月开始出现累积情况，从了解的情况看贸易商 2019 年春节前冬储意愿不强，一方面是对开春后市场预期不乐观，另一方面是去年部分贸易商高价冬储遭遇开春大跌，损失很大，影响 2019 年冬储积极性。目前钢厂利润尽管大幅下降后仍较为可观，钢厂虽然有检修计划，但产量预计难大幅下降，库存将会在钢厂端累积起来。从数据来看，2018 年 2、3 月钢厂端库存也出现累积，一度上 360 万吨，高出 2017 年同期 80 多万吨。2019 年贸易商冬储意愿低，产量居高，春节后钢厂端库存累积情况预计会大于 2018 年同期水平。

**图 7：螺纹钢厂库存情况**



数据来源：Wind 资讯，倍特研发

### （五）原料供需松平衡，成本缺乏硬支撑

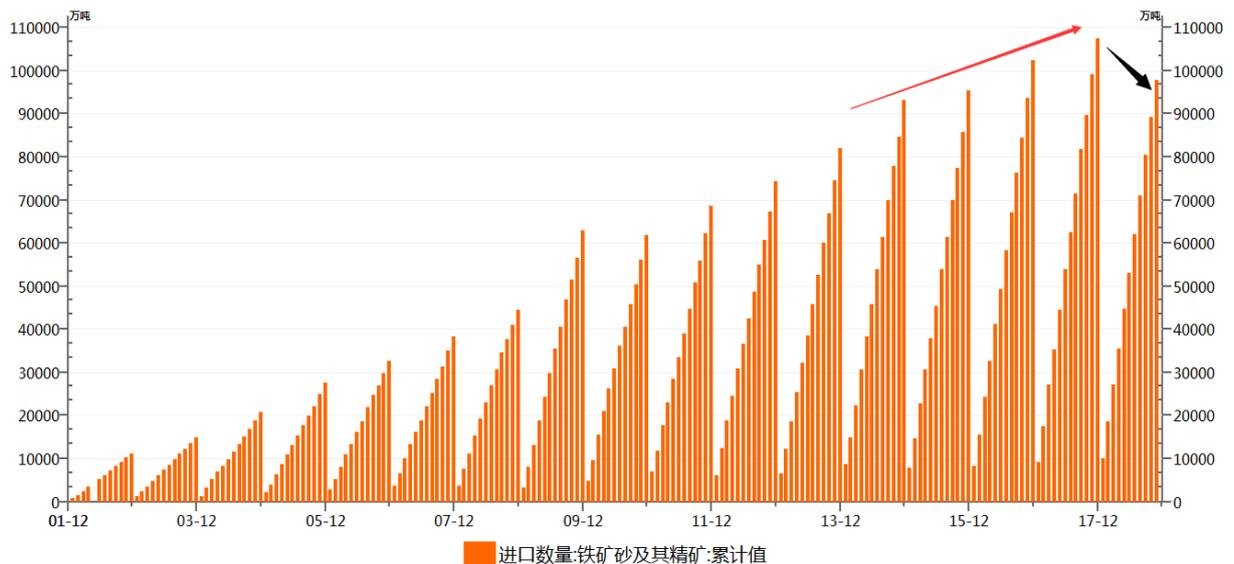
原料方面，尽管粗钢产量 2018 年出现同比大幅增长，但 2018 年前 11 个月，我国进口铁矿石 9.78 亿吨，同比下降了 1.3%。2017 年，我国进口铁矿石 10.75 亿吨，对外依存度高达 88.7%。2018 年矿石进口量下降，主要是电炉钢继续投产后，废钢的大量使用降低了铁矿石的用量。据冶金规划院的预测，2018 年废钢的使用量增加大约替代了 6000 万吨铁矿石的消费。

冶金规划院预计 2018 年铁矿石消耗量（品位 62% 的成品矿）12.06 亿吨，同比增 1.6%；2019 年铁矿石消耗量 11.47 亿吨，同比下降 4.9%。随着电炉炼钢产能的进一步投放使用，2019 年废钢替代消费量预计会继续增加，进口铁矿石较 2018 年仍会处于同比下降状态。

供应端来看，2019 年巴西矿预计有 1500-2500 万吨增量，澳大利亚必和必拓预计有 200-800 万吨增量，力拓和 FMG 产量预计持平，国外主要矿山预计合计有 1700-4800 万吨增量。因此，在供应有增需求下滑的情况下，2019 年国内铁矿石供需仍会维持松平衡。

国外主要矿山新产能仍在继续投放过程中，未来两年巴西仍会维持快速增长，增量约 7500 万吨，澳大利亚约有 2 亿吨新增量。考虑到其他国家铁矿石消费增加，会分流部分进口矿。就国内情况来看，铁矿石供需松平衡将会维持，难以实质改变，也成为制约矿石价格上行的主要压力。

**图 8：历年进口铁矿石情况**



数据来源：Wind 资讯，倍特研发

冶金规划院预计 2018 年全年钢铁行业在产量增长 11.0% 的情况,能源消费总量同比增长仅 8.9%; 2019 年能源消费总量同比下降 3.4%。随着节能新技术的使用,电炉钢投放的增加,钢厂提高入炉矿品位降低焦化等因素,焦炭的使用比例会下降。而焦化厂这几年效应好起来后,纷纷进行环保达标改造和落后产能淘汰置换,未来环保限产影响会减小,供给影响随之减弱。

因此,从矿石、焦炭供需来看,总体上供需难以吃紧,矿石维持供需松平衡,焦炭供需情况会有改善,均对价格不利。在经济面临下行压力,下游成品材需求下滑后,钢价重心下移,会进一步压缩利润,下游钢厂会把压力向上游原料传导,而矿石、焦炭供需状况决定了成本缺乏硬支撑,会随下游钢材调整。

## 二、技术分析

2018 年钢材价格再创 2016 年以来新高,期货盘面螺纹量仓并没有明显扩起来,自 8 月底高位下跌,出现 2016 年上涨趋势以来最大调整,月线级别头部形态较明确,周线中期均线首度转平向下,技术上跌破 2016 年以来上升通道下缘,转入下跌调整走势。螺纹期货上量仓下降,主要是经历 2017 年大部分时间的震荡煎熬,赚钱效应大大下降,金融资本参与量减小。正是因为金融资本参与量减小,2018 年螺纹期货走势区间震荡减小,跟随基本面波动,趋势和大波段走势更流畅,虽然 11 月也出现基差拉得过大的情况。

2019 年,金融资本预计难以大量配置在螺纹等黑色系品种上,期货盘面波动也会主要跟随基本面。基于上文对宏观与基本面的分析,预计螺纹期货价格重心下移,波段式下跌,螺纹期货指数以 3300 为中枢,上下 700 点左右,即 2600-4000 间波动的概率大。

图 9：螺纹钢期货指数走势



资料来源：文华财经，倍特研发

### 三、结论

供给端，置换产能和电炉钢新产能陆续投放，利润仍不错，环保改造不搞一刀切的影响降低，产量预计居高难下，供给压力会逐渐显现。粗钢产量预计较 2018 年同比下降 2-3%左右，钢材产量保持正增长。

需求端，从房地产投资领先指标和目前市场降温态势来看，房地产投资增长将会回落，而在去杠杆大背景下，基建投资增长难以有效对冲房地产投资增长回落。建筑钢材需求下滑是比较确定的；关键是看房地产投资增长回落力度，以及基建投资低位能回升多少进行对冲？。预计钢材消费较 2018 年同比下降 2-3%左右，建筑钢材消费下降 1-2%左右。

库存，伴随着产量居高难下，需求下滑，库存会被动累积。贸易商冬储和囤货意愿降低，库存主要向钢厂端累积。

原料，国外主要矿山 2019 年新增产能增量不是很大，但国内电炉炼钢产能的继续投放，废钢的替代使用会进一步增加，铁矿石仍然维持供需平衡难改。焦化环保改造后，达标增加，环保影响降低。下游成材价格一旦持续下行，利润收窄，会向上游原料传导，而原料端供需平衡难以对成本形成硬支撑。

资金等其他因素，大规模的刺激政策难见，流动性仍然会偏紧，资金层面难活跃，金融资本也

不会大量配置在螺纹等黑色系上。外部存在较大的不确定性，一方面是全球经济不景气，二是贸易战的持续，会加大金融市场动荡，黑色系等商品也会受到市场情绪的扰动影响出现波动加大。

综合以上分析，对 2019 年螺纹钢期货走势持“偏空”看法，预计螺纹钢主力合约 3300 为中枢，在 2600-4000 间波动的可能大；铁矿石主力合约以 470 为中枢，在 380-560 间波动的可能大。

## ❖ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

### 欢迎扫描二维码



### 倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	<a href="http://www.btqh.com">www.btqh.com</a>