

兴证期货·研发中心

2018 年 12 月 10 日 星期一

黑色研究团队

李文婧

从业资格编号：Z0010649

投资咨询编号：F3024409

韩惊

从业资格编号：Z0012908

投资咨询编号：F3010931

联系人

李文婧

021-20370977

liwj@xzfutures.com

蒋馥蔚

021-68982745

从业资格编号：F3048894

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

对 2019 年的钢材市场价格我们没有盘面贴水 20% 那么悲观。我们认为 2019 年看得见的手会继续起到作用。环保、去产能对生产的影响；需求面货币及财政的影响会直接导致钢市的走势变化。

我们认为 2019 年高炉企业利润会略有回落，但有一定保持，电炉利润会在价格低位时频繁击穿再出现反弹。

我们认为 2019 年钢材市场的波动性会比 2018 年小一些。由于利润略回落，则电炉成本会成为成本支撑。

我们认为 2019 年钢材市场会有成本支撑的出现。原料供应会阶段性不足，尤其看好焦炭、废钢，造成钢材价格的底部。

我们整体认为 2019 年的钢材现货价格会比 2018 年略低，上海年度均价从 4000 元/吨下降至 3800 元/吨。期货市场价格由于目前价格体现了悲观预期，或许震荡为其主基调，螺纹钢指数合约区间在 3200-4000 之间波动。2019 年初或许因为电炉开工不多库存积累不多，开春后基建地产支持需求，1-4 月以震荡小涨为主，5-6 月由于供应回升价格回落。

也非常需要关注政府出台的各种政策及其实施，但如果宏观风险加大，美元指数飙升，国内 GDP 断崖式下降，不排除钢价大幅回落的可能。

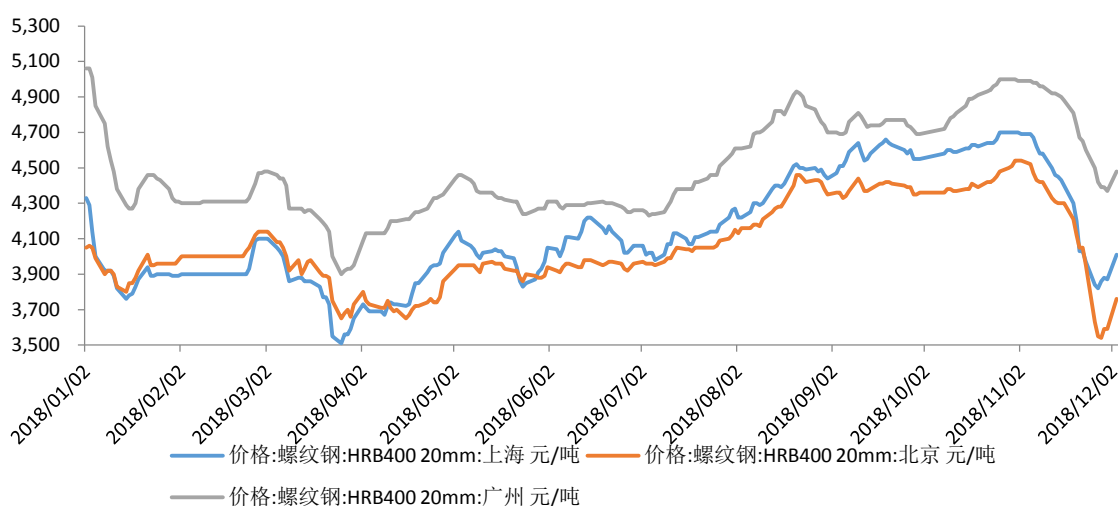
目前钢材市场仍然中国一家独大，但也需要关注印度美国的增幅较快可能导致后期和中国争夺钢铁的原料。

1. 2018 年走势回顾

1.1 钢材现货市场走势回顾

2018 年螺纹钢现货总体走出高位震荡的格局，划出一个反 N 字型走势。在年初由于高利润下钢材增产量高于市场预期，库存出现大量积累，导致了 3 月价格的暴跌。但随后需求复苏，价格回暖，到了 8 月市场环保限产加剧，现货价格继续攀升至 10 月底见顶。11 月随着期货率先回落，现货价格也一落千里。

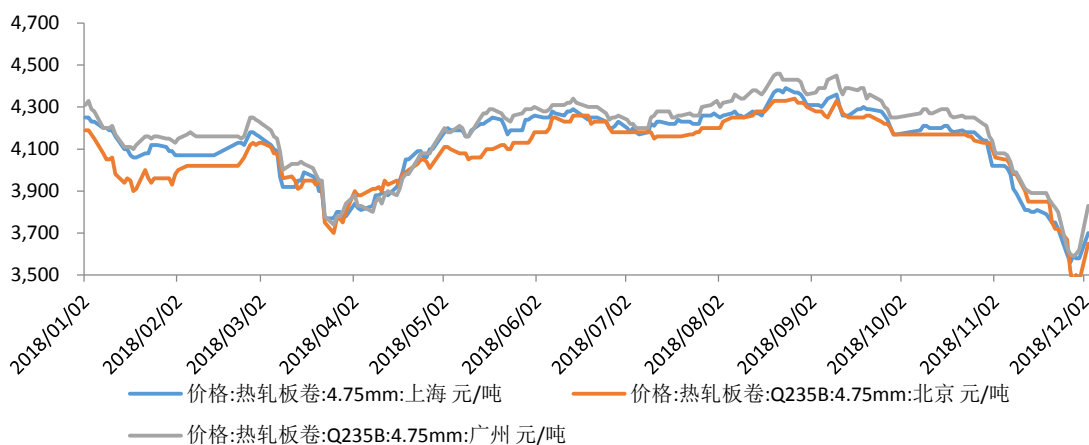
图 1：螺纹钢现货价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

热卷走势节奏与螺纹类似，但下半年开始热卷走势明显偏弱。在 8 月见顶后连续回落，并在 11 月出现加速。

图 2：热轧卷板现货价格走势



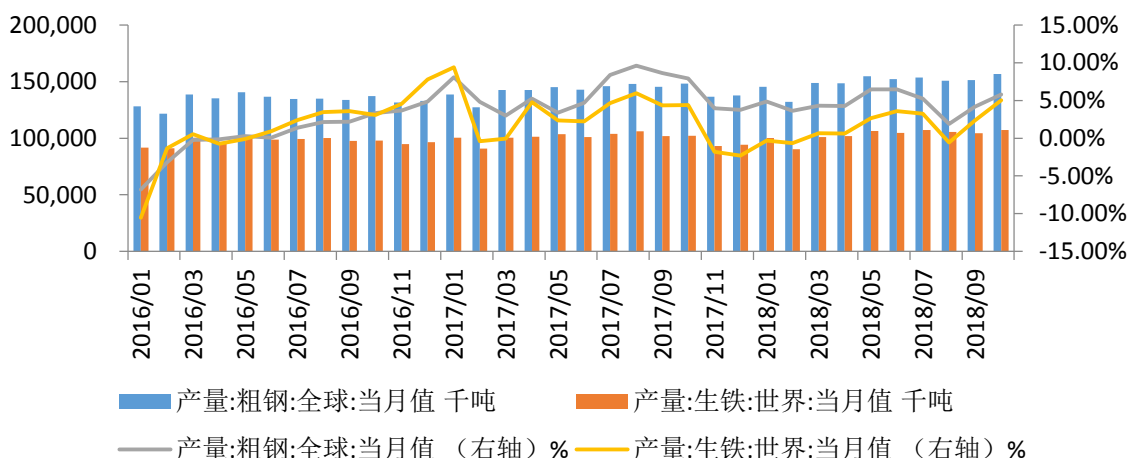
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 行业供给面分析

1.1 全球视野下的钢材供给

2018 年全球钢材供应增幅不错。1-10 月粗钢产量为 14.9 亿吨，增幅 4.7%；1-10 月生铁产量 10.3 亿吨，增幅 1.7%。中国产量略超过世界一半为 7.7 亿吨，其次为印度。

图 3：全球粗钢、生铁的产量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

印度 2018 年产量首次超过日本跃升全球第二。2018 年 1-10 月印度粗钢产量 8843 万吨，虽然仍然只有中国的 11.4%，但由于其国内经济发展势头较好，目前增速达到 5.5%，预计向上势头不变。印度同期生铁产量 5906 万吨，增幅 7.1%，增速快过粗钢增幅，导致印度对原料的需求增加较多。虽然印度本身是铁矿的生产大国，但其需求未来的增长可能导致与中国在原料方面形成竞争关系。

除了需要关注印度的变化之外，美国经济复苏状态良好使得美国钢铁业出现复苏。2018 年 1-10 月美国粗钢产量 7174 万吨，增幅 5.1%，这个表现在发达国家中十分亮眼。

目前来说中国在全球领域内的钢铁行业仍然是一家独大的格局，但仍需要关注未来其他国家的表现。由于中国国内普遍实行的环保以及去产能的政策，所以一些钢铁产能往一带一路沿岸国家转移，有望在未来形成供应增量，削弱中国出口钢材的优势。

全球钢铁业内直接还原铁的产量不多，2018 年 1-10 月产量 687 万吨，但增速较快为 11.8%。由于焦炭和废钢资源的稀缺，我们预计直接还原铁的市场未来仍然有较快的增长空间。

1.2 国内产能变化

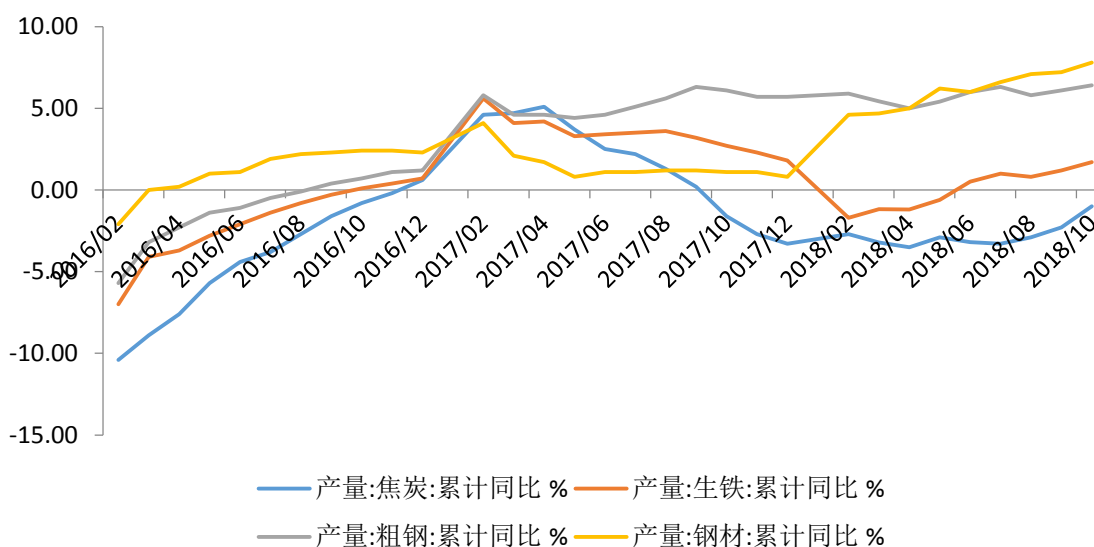
为了严禁钢铁行业新增产能，推进布局优化、结构调整和转型升级，自 2018 年 1 月 1 日起，《钢铁行业产能置换实施办法》正式实施。数据显示，“十三五”的前两年，钢铁完成去产能已超过 1.15 亿吨，距离“十三五”1.5 亿吨的上限目标，还剩几千万吨的规模，预计 2018 去产能任务 2500 万吨。根据 2018 年钢厂合规高炉产能约 9.5 亿吨，电炉产能约 1.5 亿吨，其中 2018 年

增加 2300-2400 万吨。年初的产能置换方法实施预计投产的高炉多数集中在 2020 年以后，对目前的钢材产能影响不大。

1.3 国内产量的变化

今年生铁、粗钢和钢材的产量出现了明显的分化，而且再从焦炭、铁矿的产量来推生铁的产量其中的差异也比较大。我们认为这是由于去年去地条钢造成的产量扰动，以及高炉对应增加对废钢的使用造成的。由于统计局口径的变化，2018 年 1-10 月生铁产量 64506.4 万吨，增长 7.0%；粗钢产量 78245.0 万吨，数据增长 10.3%；钢材产量 91843.9 万吨，数据增长 1.74%。

图 4：各品种累计同比增速变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

可以看到产业链上各品种的产量增幅是差异较大的，剔除库存、进出口、铁矿入炉品味的变化，预计钢铁产业链增加了 5000 万吨废钢的用量，是产业链增速最大的部分。

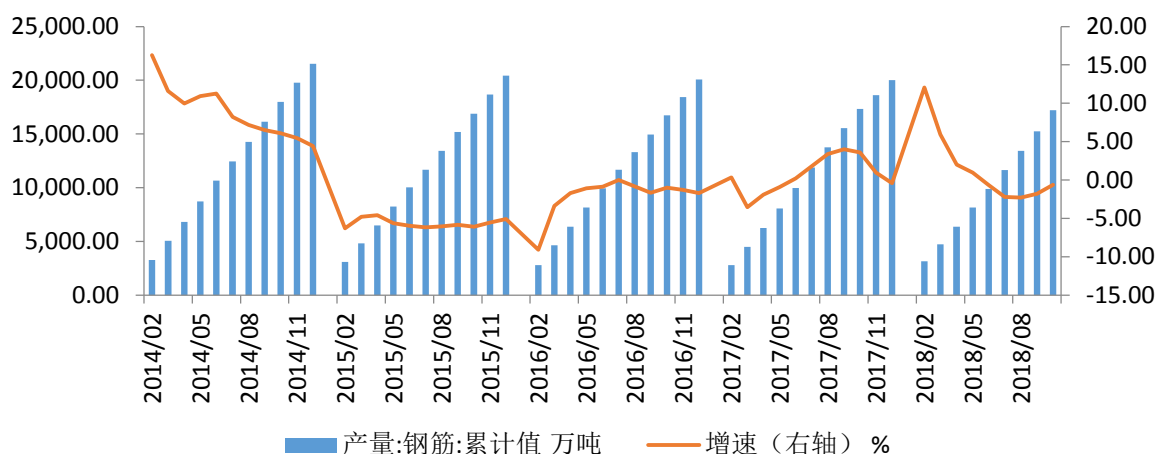
一般来说,我们分析钢铁行业的供给总体看粗钢的产量增速。但 2017 年之前中频炉生产的粗钢并不计入统计局的数据，但是该粗钢会加工成钢材重新纳入统计口径。在 2017 年之后，中频炉关停对粗钢、钢材的统计数据造成了扰动。因此我们认为 2017、2018 年可能需要看钢材的增量来分析其中供给的变化。

再分析钢材产量的口径，由于统计局公布两个数据，一个是钢材的产量，另一个是钢材产量的增速，如果用当期产量数据除以去年同期产量数据会和统计局公布的产量增速的数据差异较大，这往往是由于统计口径发生了变化。我们认为由于环保以及去产能造成了企业数量的减少，在产企业的产量增加并不代表整体市场的产量增长，因此我们用产量数据相除来获得真实产量增长的同比数据。这样 2018 年 1-10 月钢材供给的增速从数据的 7.8% 下降至 1.74%。表明 2018 年中国钢材的供给实际增长比较小。

再从品种上来看，2018 年三月由于长材带领的一波下跌力度较大，加之环保限产的地域范围扩大对长材影响更大。2018 年从品种上来说，出现长减板增的情况。1-10 月钢筋产量为 17211.4

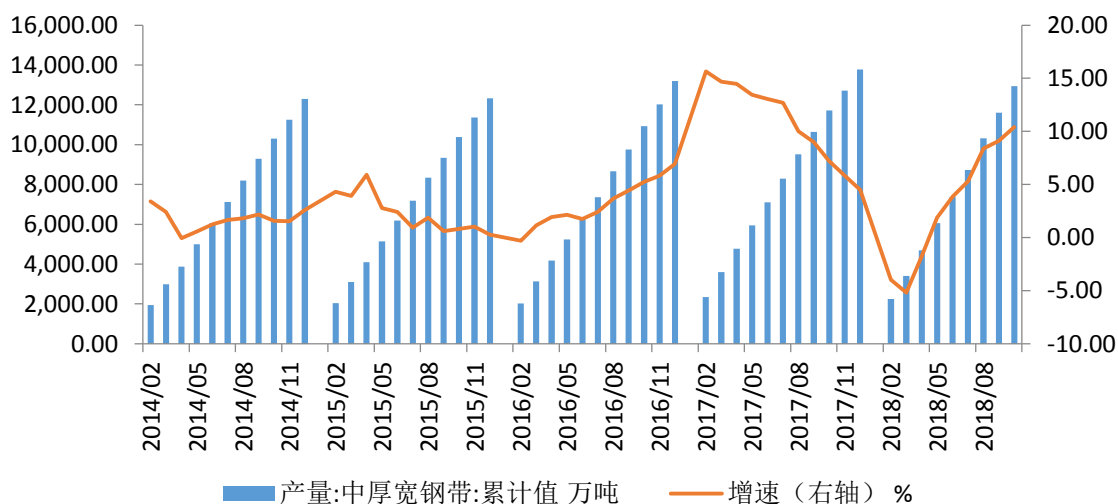
万吨，累计减少了 0.6%，但 1-10 月中厚宽钢带产量增长 10.4% 达到 12933.2 万吨。

图 5：钢筋产量及变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：中厚宽钢带产量及变化



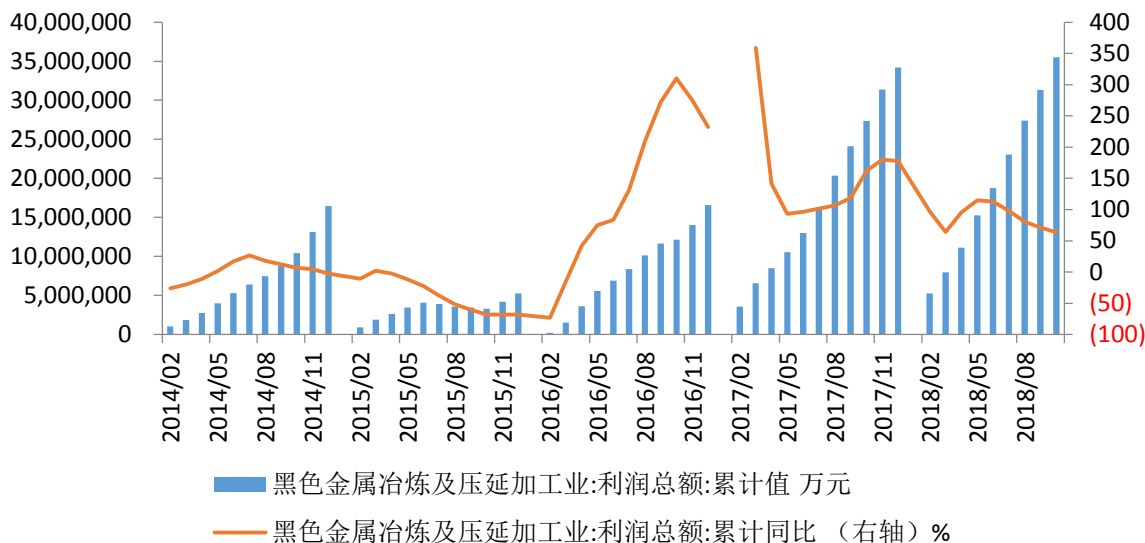
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 钢铁行业开工率及利润

2018 年中国钢铁行业利润暴好。由于中国政府实行了对新增产能的严格控制以及对在产产能的环保限产。因此钢铁产业链上焦化、炼钢、炼铁的产能都出现稀缺。高利润对钢厂生产的刺激达到极致，但产能仍然无法释放。短流程这边，虽然 2018 年仍有 2300-2400 万吨产能释放，但力度总体还是较小，未能撼动供应受限的事实。

2018年1-10月黑色金属冶炼及压延行业的利润总额为3552.8亿元,比去年同期增长63.7%。是2015年的10.8倍。

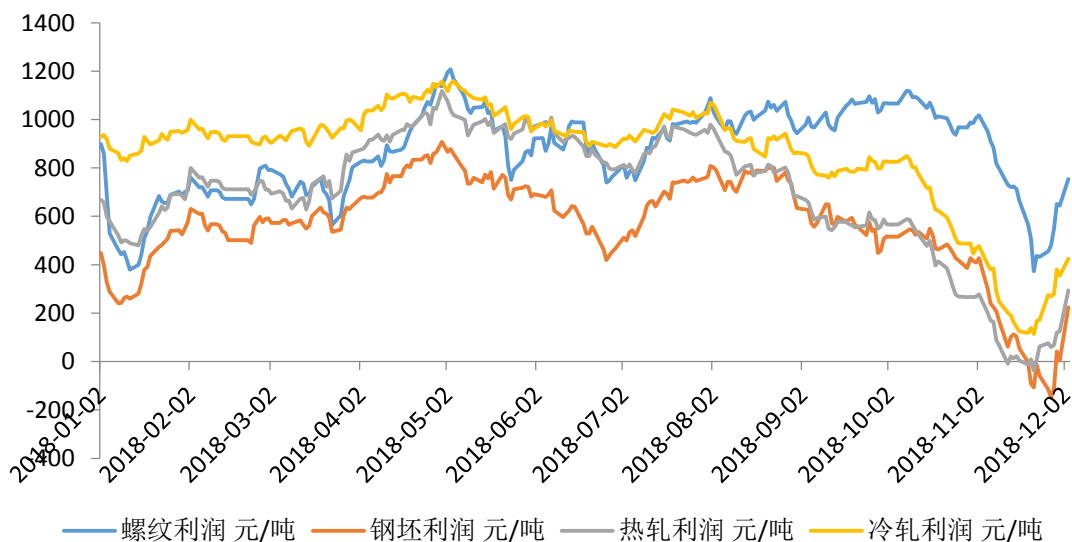
图7: 历史利润对比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

通过我们的模型来看各品种, 各流程的毛利。2018年1-10月长流程钢厂利润极好, 都为正, 但在11月底由于暴跌部分品种利润转负但很快反弹。

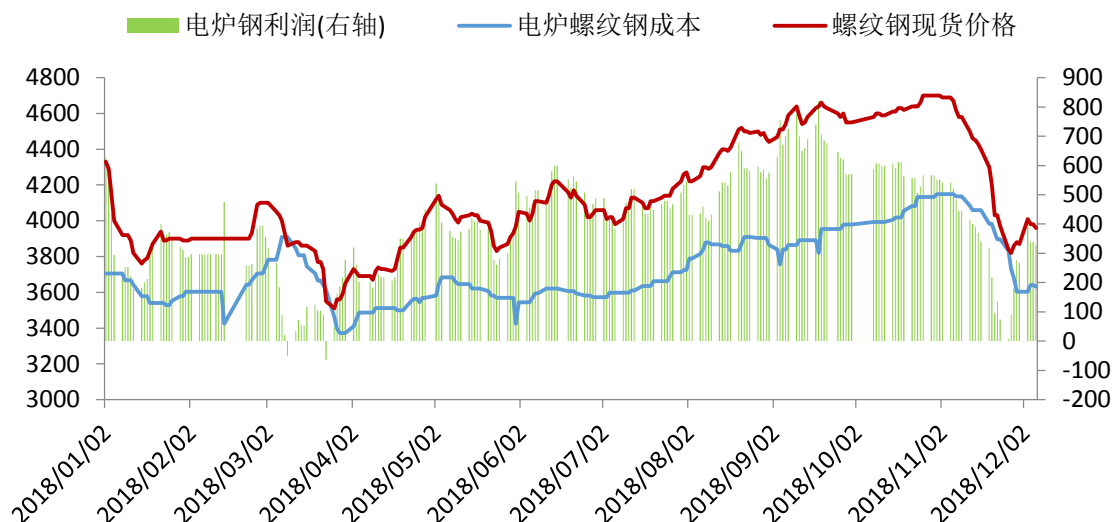
图8: 各品种长流程利润



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

短流程钢厂在3月底和11月底有利润低潮。但总体也能保持不错的利润。

图 9：电炉螺纹钢利润

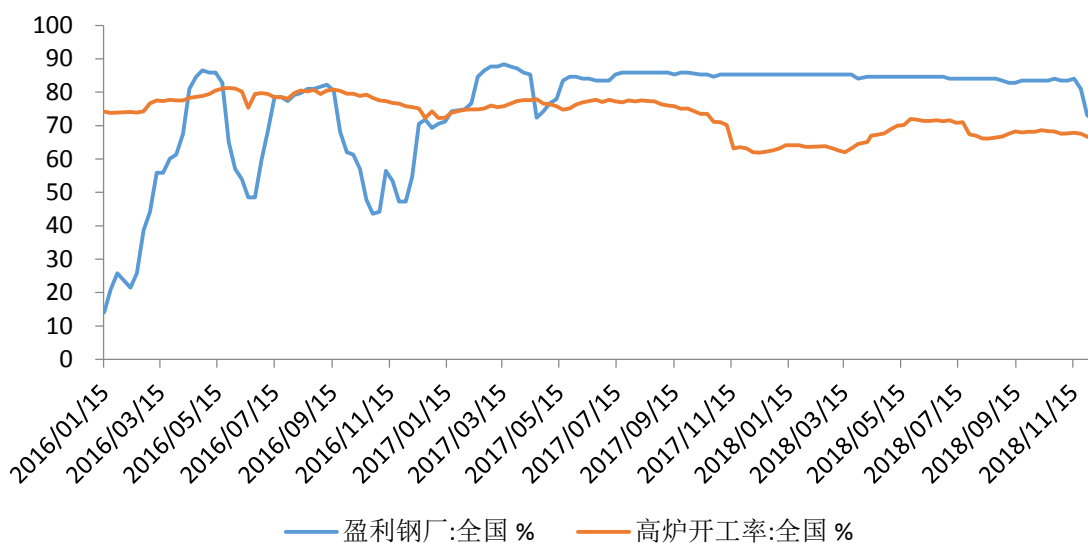


数据来源：Wind，兴证期货研发部

在利润极好的前提下，高炉开工率却受到限制。主因是 2018 年度环保进程的推进。2018 年度环保力度有一个范围的扩大，首先是从原来的华北京津冀，扩大到全国，通过三年蓝天保卫战计划的出炉，重点区域扩至汾渭、华东地区，这些也都是焦炭、钢材的主产区。使得高炉开工一直无法抬升。环保虽然是长期的进程，但由于政府的工作重点转变，下半年开始着重保民生，因此环保不再搞一刀切，使得冬季环保限产力度有所减弱。

我们预计 2019 年环保仍然会持续，只是力度可能要看天气以及整体经济的变化，如果经济下行压力较大，我们认为环保进一步趋严的可能性不大。

图 10：某机构统计的钢厂盈利比例和开工率

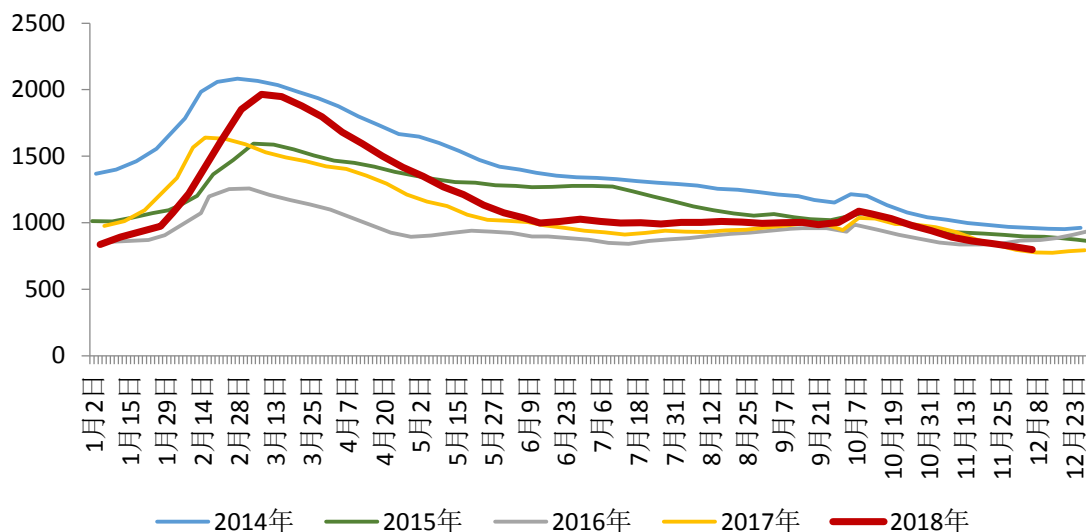


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.5 库存波动加大

2018年钢材库存的变化主要特点为淡季上升快，旺季下降快。我们认为这种情况的发生主要是由于在中频炉消失对市场的生产调节能力出现了减弱。在淡季由于高炉、电炉企业仍然有利润继续生产导致堆积了较多库存，在旺季产能增长不足导致库存下降会特别快。我们认为这种情况的发生预示产能方面可能仍然还有瓶颈的存在。

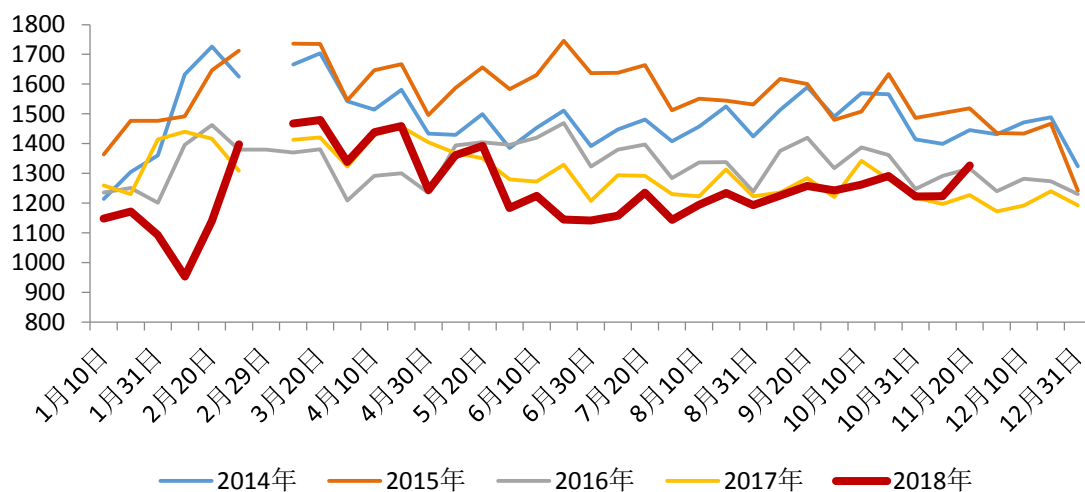
图 11: 钢材社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018年钢厂库存压力仍然不算大。虽然11月的暴跌使得库存少量积累，但高利润维持后钢厂压力小，没有太大的去库空间。

图 12: 重点钢厂库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.6 未来钢材供应

我们发现 2018 年的钢材供应受到了：产能增长较少（电炉 2300 万吨）、环保压力较大、原料没有增长（焦炭、铁矿负增速，废钢大增）的情况。使得增速仍然很有限。

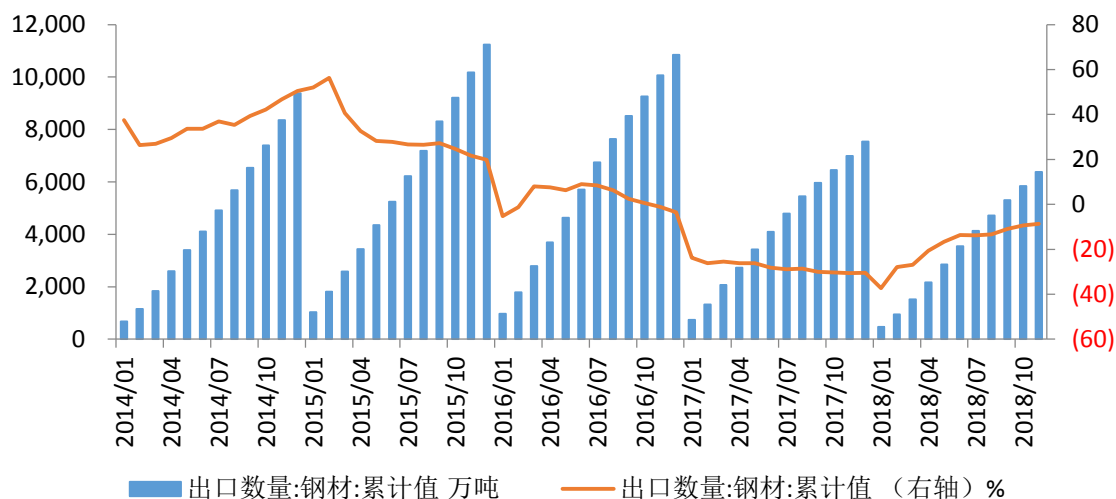
展望 2019 年，我们认为产能增长仍然会非常谨慎，由于严控新增产能，钢铁产能置换多数在 2020 年后实现，对 2019 年没有压力。环保压力可能较 2018 年有所放松，但需要观察天气以及经济的变化，仍然存在变数。原料方面焦炭可能因为政策性原因成为增产的瓶颈，废钢的增长较多，但价格偏高，潜力不明。我们总体对 2019 年钢铁产业产量的增长持谨慎的态度，高利润刺激高生产的链条由政策把控，在乐观情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 8%；在普通的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 5%；在环保趋严的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 2%。

3. 行业需求面分析

3.1 出口降幅趋缓，全球视角需求仍需看中国

2018 年 1-11 月我国钢材出口累计量为 6377.8 万吨，增速-8.7%，降幅收窄 0.8%。2018 年我国钢厂高企的利润使得钢价在国际上竞争力下降。国内的高价也制约了钢厂出口的积极性。但 2018 年仍然有相当数据的钢材出现出口，体现了我国的钢铁行业竞争力。我们预计 2019 年钢材出口可能和 2018 年相当，但如果国内价格出现明显下行，出口的竞争力可能出现回升。

图 13：出口降幅趋缓



数据来源：Wind，兴证期货研发部

钢材的全球格局呈现中国一家独大，其余国家起伏不定的局面。从需求的角度来看，也是印度和美国预计在 2019 年会有较好的表现。但印美两国的基数和中国比起来较低，因此中国仍然是全球钢材需求最重要的分析点。

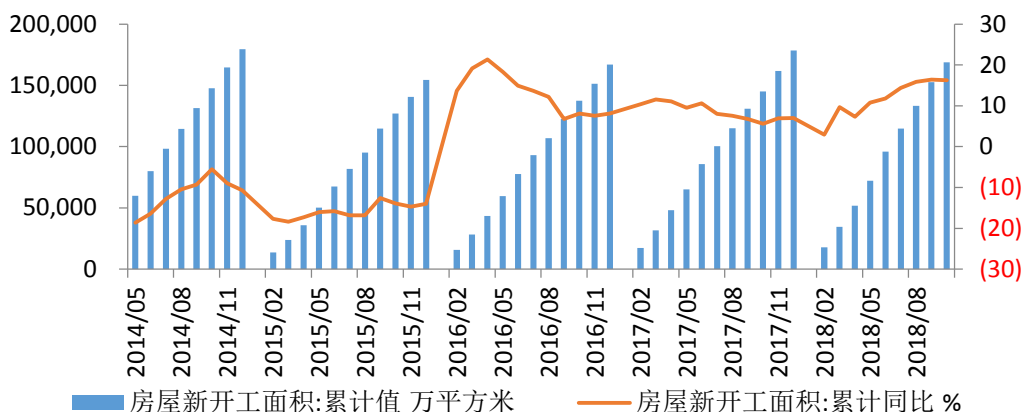
2018 年中美贸易争端再起，中国对美直接出口的钢材量很少，但中国对美出口的间接量较大，约为 6000 万吨左右。因此中美贸易争端如果走势不利会削弱我国的出口竞争力，对钢材的

需求产生较大的负面影响。

3.2 房地产一枝独秀

2018年国内的房地产仍然处于扩张的状态，支撑起了钢材的需求。国家对地产的调控态度随着经济的下行也由紧转松。目前我们很难确定房地产在2019年一定会大幅下行，从眼睛看到的真实情况来看，房地产新屋开工的增速仍然高企，对未来1-2年的钢铁需求有正面作用。全国对买房致富的观点也没有本质上的扭转。社会仍然期待国家会放松房地产调控支撑经济发展。

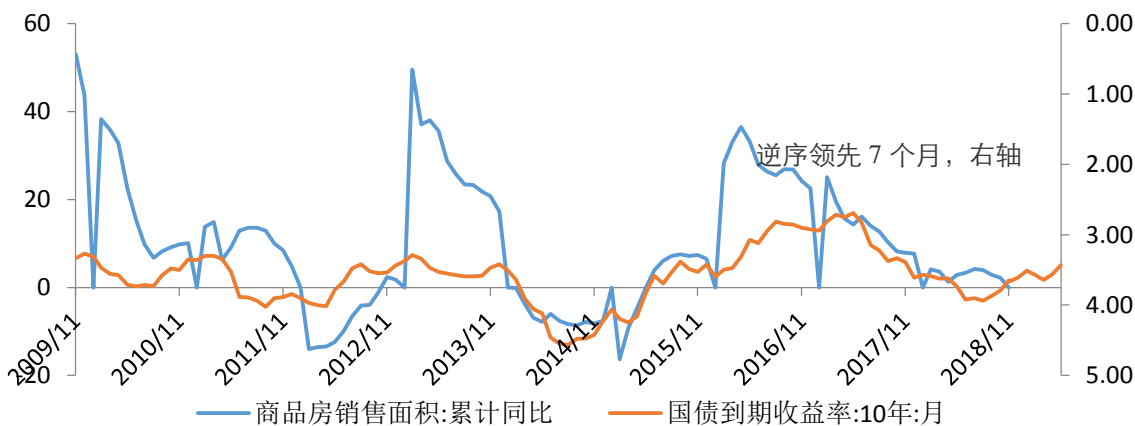
图 14：房地产一枝独秀



数据来源：Wind，兴证期货研发部

房地产是否继续下行可能仍然依赖货币政策以及调控政策方面的变化。首先如果货币层面趋于放松，则有利于促进销售回升；其次三四线城市棚改等政策对需求也起到了关键的作用，到目前为止仍然有许多小城市的房价仍在上涨中，原因就是拆迁户的钱还没用完，棚改是否马上趋严值得关注，我们认为在经济下行趋势中可能还是得以持续；再次本轮房地产调控并没有全国范围内普遍调控，政府小心翼翼地控制着房地产的预期，不想地产崩盘，也不想过快上涨，犹豫中对调控的提法变少，近期部分地区房贷利率回落，政府会议不再提调控房地产。

图 15：销售数据回落但持续性存疑

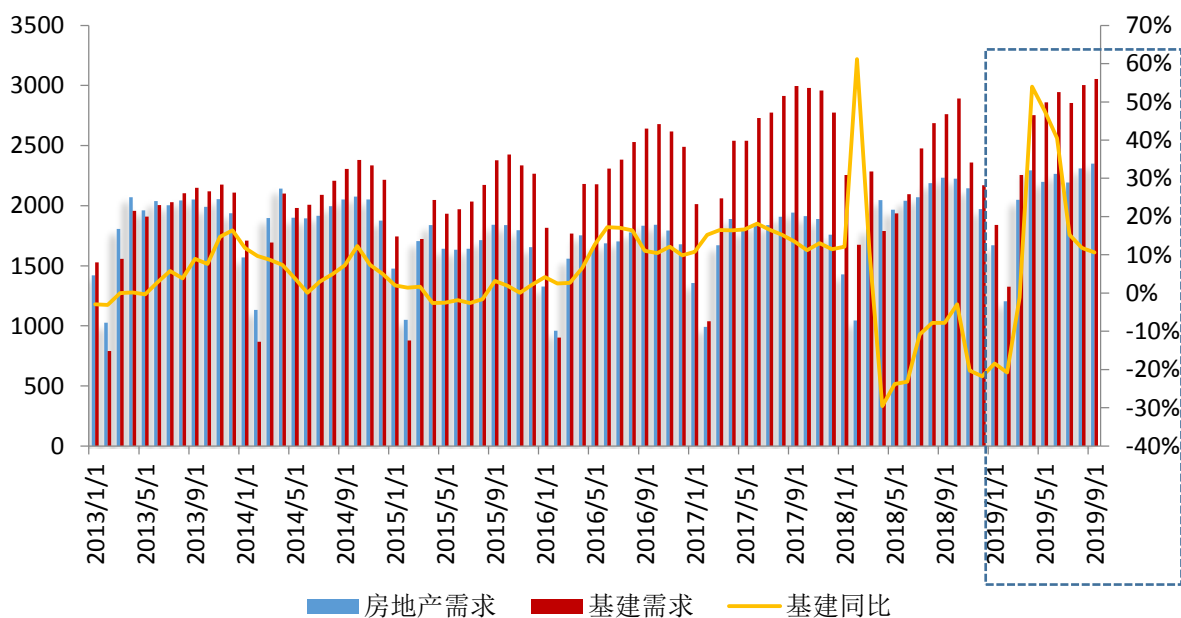


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 基建情况不佳但我们预期 2019 年有望回升

2018 年基建超乎预期地差。年初许多分析人士看多 2018 年的基建看空地产，但实际上由于政府上半年力行去地方政府和国企杠杆，基建首当其冲受到挤压，而房地产却很有韧性。从数据来看，2018 年 1-10 月固定资产投资完成额累计增速为 3.7%，相比往年 10% 以上的增速大幅趋缓。但我们认为 2019 年经济下行压力大，国家力推基建，则基建必须回升支持经济发展。资金曾经是基建回落的主因，我们认为 2019 年地方政府专项债有望支撑基建回升。我们对基建和房地产的用钢量作了测算如下。

图 16: 预计基建用钢回升 (万吨, %)



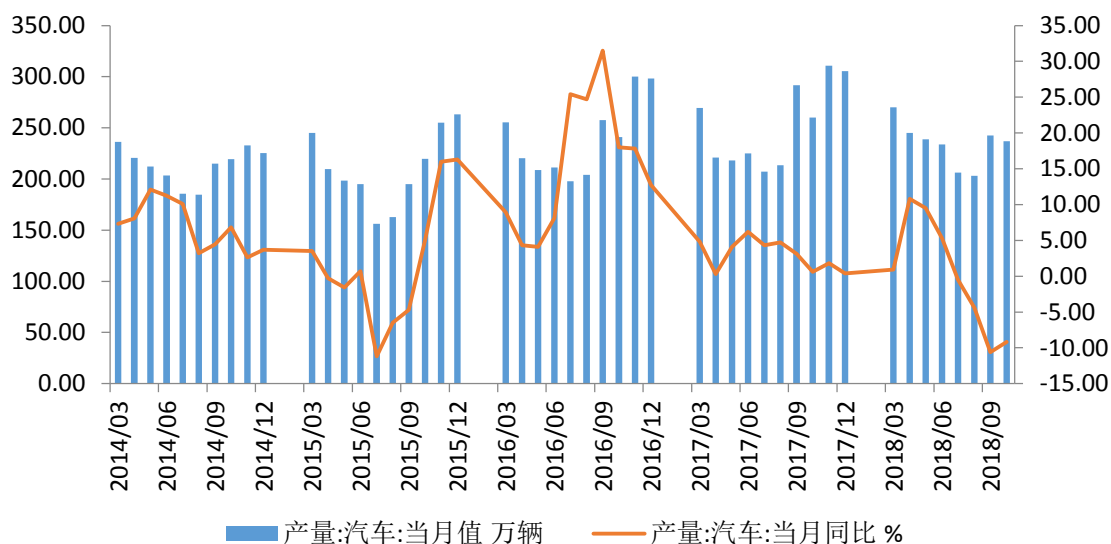
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.4 汽车回落, 家电结构性分化

2018 年汽车行业非常差, 对下半年冷系产品产生了直接的拖累。1-10 月, 汽车产销分别完成 2282.6 万辆和 2287.1 万辆, 产销量比上年同期分别下降 0.4% 和 0.1%。产销量增速持续回落, 为今年以来的首次负增长。此外汽车库存也有所累积, 2018 年 10 月达到 135.4 万辆, 比 7 月的历史高位 151.6 万辆略有回落, 但仍然处于历史高位附近。

关于汽车我们认为中国汽车消费峰值预计还未到来。但是随着税收优惠的退出, 以及前期透支需求, 汽车 2019 年预计维持不温不火的状态, 没有强刺激可能很难大幅回升。但对钢材的需求仍然会保有一定的体量, 不至于加剧恶化。

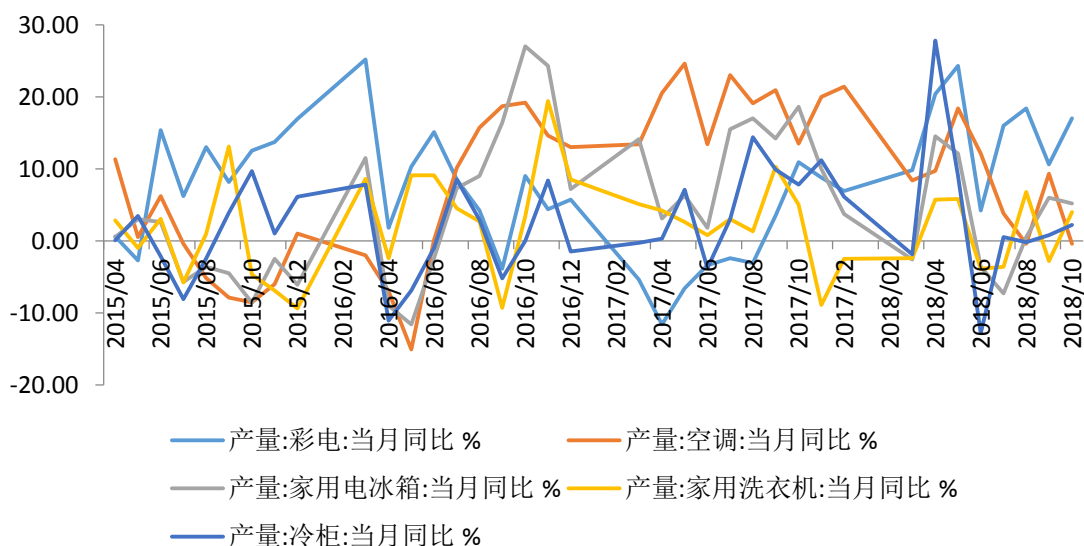
图 17: 汽车产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

家电的情况更为复杂一些。按道理房地产好, 家电不会太差。但今年家电出现了分化。可以体现出部分家电较好, 部分较差。2018 年彩电产量大幅增长 10 月产量增速达到 17.0%; 空调增速回落, 但库存不高, 且时有反弹; 但冰箱、洗衣机、抽油烟机较差。我们认为这是由于居住户型变大导致的。

图 18: 家电产量增幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.5 需求展望

2019 年我们预计钢材需求有较强的变数。房地产的增长受制于地产政策的变化, 基建的回

升则需要债务的发力。由于实体经济的低迷，国内增长动力匮乏，如果需要刺激消费，维护就业，则政府宽货币、宽财政的力度会延续甚至加大。从货币的角度来说，我们认为，货币政策的持续放松需要面临汇率的压力，在美国强势的关口宽货币会导致汇率的下行，则货币层面宽松的程度还存在不确定性。财政方面，其实收支已经有较大赤字，但如果把赤字率按照赤字/GDP来看，我国确实还有宽财政的空间。市场近期呼声较高的减税、宽财政如果实施到位。我们认为钢材需求方面乐观来看，还有 10% 的需求增速；如果较为中性的条件下，需求增速预计 5%；如果各方制约，政府希望通过去杠杆来完成经济周期，则需求增幅可能转负。

4. 总结

对 2019 年的钢材市场我们没有盘面贴水 20% 那么悲观。我们认为 2019 年看得见的手会继续起到作用。环保、去产能对生产的影响；需求面货币及财政的影响会直接导致钢市的走势变化。

我们认为 2019 年高炉企业利润会略有回落，但有一定保持，电炉利润会在价格低位时频繁击穿再出现反弹。

我们认为 2019 年钢材市场的波动性会比 2018 年小一些。由于利润略回落，则电炉成本会成为成本支撑。

我们认为 2019 年钢材市场会有成本支撑的出现。原料供应会阶段性不足，尤其看好焦炭、废钢，造成钢材价格的底部。

我们整体认为 2019 年的钢材现货价格会比 2018 年略低，上海年度均价从 4000 元/吨下降至 3800 元/吨。期货市场价格由于体现了悲观预期，或许震荡为其主基调，螺纹钢指数合约区间在 3200-4000 之间波动。2019 年初或许因为电炉开工不多库存积累不多，开春后基建地产支持需求，1-4 月以震荡小涨为主，5-6 月由于供应回升价格回落。

也非常需要关注政府出台的各种政策及其实施，但如果宏观风险加大，美元指数飙升，国内 GDP 断崖式下降，不排除钢价大幅回落的可能。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。