

兴证期货·研发中心

2019年12月20日 星期五

黑色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

蒋馥蔚

从业资格编号：F3048894

俞尘泯

从业资格编号：F3060627

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

黑色产业链成材价格 2019 年宽幅震荡，整体价格重心下移：螺纹钢主力均价 3664 元/吨，环比 2018 年下降 4.29%；热轧卷板主力均价 3620 元/吨，环比 2018 年下降 5.76%。钢材价格在一季度受到成本上移和需求强势支撑下，快速上涨。进入二季度后，钢价基本稳定在一季度高位，但 6 月下旬，钢价受到铁矿的快速走高带动提涨。三季度开始，钢材价格受到整体库存高位和原料回调影响大幅走跌：螺纹 2001 合约较 7 月初期高点最大回落 15.4%；热卷 2001 回落 13.1%。进入四季度后，在环保压力趋紧和需求超预期的支撑下，钢价再次拉涨。其中热卷表现亮眼：截至 12 月 11 日，2005 合约已较 10 月低点上涨 12.8%。

● 后市展望及策略建议

2020 年在供应端方面，将有约 4000 万吨新增净产能投放，但由于投放期主要集中在 2020 年四季度，对前三季度供应影响有限。同时结合产线更新和相对高位利润下企业扩大生产的动力，我们估算 2020 年粗钢产量同比增加约 1500 万吨。

从需求角度看，2019 年钢材需求表现超过我们年初的预期，但进入 2020 年后，虽然宏观经济出现企稳迹象，但我们认为需求保持目前高速增长的概率较小。我们从房地产角度看，2019 年下半年房企拿地数据重新回升，但前期回落缺口尚未弥补，我们预计 2020 年地产开工对钢材需求拉动增长幅度小于 5%；基建投资有望在地方债扩大发行和政策扶持下，重新出现快速增长，但对钢材需求拉动幅度或有限；制造业方面，虽然 2019 年 11 月 PMI 出现复苏，但我们观察到制造业企业利润率仍未明显好转，2020 年制造业或有一定企稳，但大幅



走高概率较低。

2019 年钢厂利润出现明显下滑，高炉吨钢利润较 2018 年减少超过 50%。根据我们对供应和需求的判断，2020 年钢厂利润将维持在较低位置，年度波动区间在 [50,550] 之间。

展望 2020 年，我们认为钢价走势的压力较大，重心下移或是主旋律。根据利润评估，2020 年螺纹钢期货主力价格运行区间预计在 [3100,3800] 之间。

报告目录

1. 2019 年走势回顾.....	4
2. 供应：2020 年四季度供应集中增加.....	5
3. 需求：2020 年需求韧性支撑钢价.....	16
4. 期现价差：振幅收窄，价格发现作用增加.....	27
5. 2020 年行情展望：钢价重心下移，走势前高后低.....	28

1. 2019 年走势回顾

黑色产业链成材价格 2019 年宽幅震荡，整体价格重心下移：螺纹钢主力均价 3664 元/吨，环比 2018 年下降 4.29%；热轧卷板主力均价 3620 元/吨，环比 2018 年下降 5.76%。钢材价格在一季度受到成本上移和需求强势支撑下，快速上涨。进入二季度后，钢价基本稳定在一季度高位，但 6 月下旬，钢价受到铁矿的快速走高带动提涨。三季度开始，钢材价格受到整体库存高位和原料回调影响大幅走跌：螺纹 2001 合约较 7 月初期高点最大回落 15.4%；热卷 2001 回落 13.1%。进入四季度后，在环保压力趋紧和需求超预期的支撑下，钢价再次拉涨。其中热卷表现亮眼：截至 12 月 11 日，2005 合约已较 10 月低点上涨 12.8%。

图1：螺纹钢主力价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

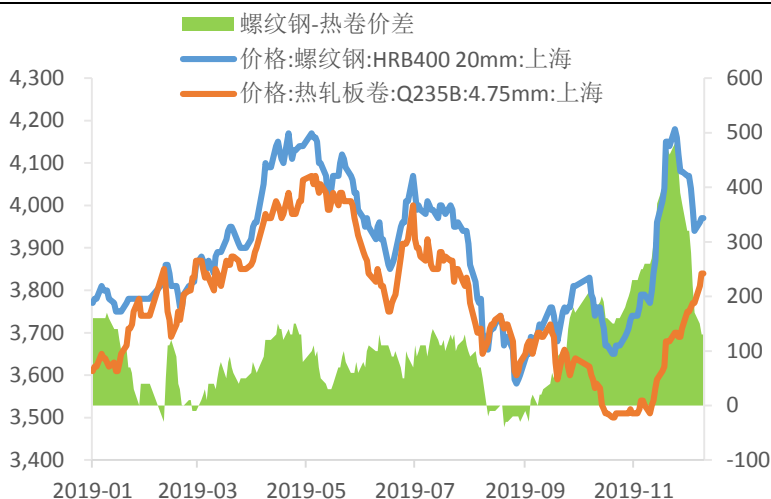
图2：热轧卷板主力价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

现货方面，截至 12 月 13 日，螺纹钢 HRB400 20mm 上海现货价格为 3950 元/吨，较年初的上半年价格低位 3770 元/吨上涨 180 元/吨。全年螺纹钢均价为 3886 元/吨，较 2018 年下降 5.67%；热轧板卷 4.75mm 上海现货价格为 3840 元/吨，较年初的价格低位上涨 230 元/吨，涨幅 5.54%。热卷价格均价 3774 元/吨，较 2018 年下降 7.76%。整体来看，2019 年上半年钢材走势受到原料大幅波动影响，偏强运行；下半年则受制于需求表现和库存走势，走出深“V”行情。全年钢价重心较 2018 年有所下移。

图3: 螺纹钢现货与热轧板卷现货价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

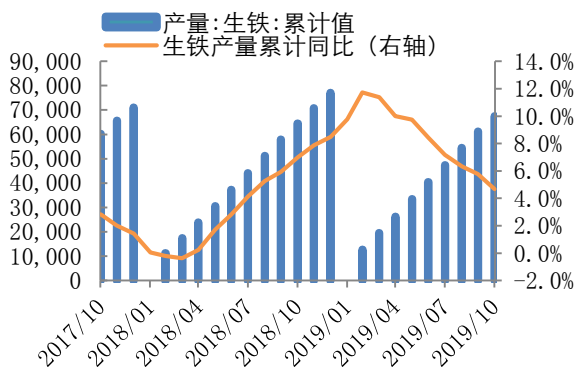
2. 供应: 2020 年四季度供应集中增加

2.1 供应回顾

2.1.1 生铁供应: 增幅放缓

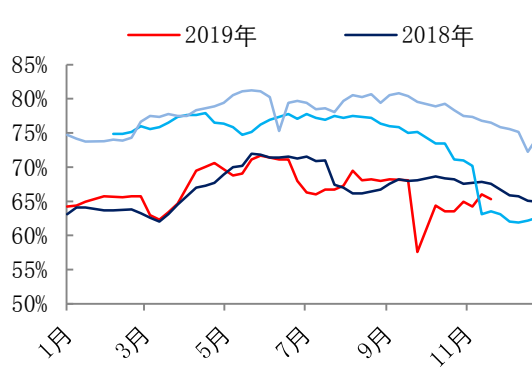
2019 年 1-10 月我国生铁累计产量为 6.75 亿吨, 同比增长 4.7%, 但进入三季度后期, 生铁产量增速明显回落: 9 月及 10 月生铁产量分别环比 8 月下降 5.43% 和 7.86%: 回落的主因是为确保国庆阅兵, 北方钢厂执行短期限产。整体来看, 2019 年生铁产量维持增长, 但全年增速在下半年呈现回落态势。我们预计 2020 年生铁产量增速将在 5% 以内。

图4: 我国生铁累计产量 (万吨)
增速 (% , 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图5: 高炉开工率 (%)

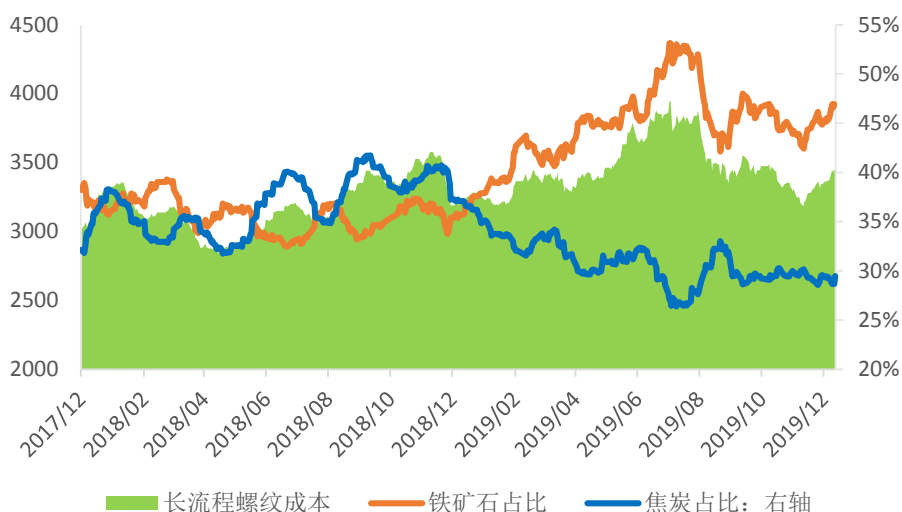


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至12月13日,全国高炉开工率为65.88%,较年初上涨2.62%,较2018年同期上升0.97%。2019年全年高炉平均开工率为66.58%,同比2018年下滑1.57%。目前全国高炉开工率虽然受到环保限产影响,出现季节性回落,但钢厂利润高企,处于相对高位。虽然高炉开工率同比出现回落,但在高炉利润为正的背景下,高炉基本处于满负荷生产,产能利用率处在高位。因此整体来看,全年高炉开工率虽有下滑,但生铁产量仍环比增加。

2019年高炉生产螺纹钢成本受到铁矿石上涨,快速增加:截至12月11日,长流程生产成本为3446.98元/吨,同比年初增加221.9元/吨;2019年平均成本为3472.05元/吨,同比2018年增长282.46元/吨。我们观察成本中的成分变化,发现今年铁矿石在成本中占比有明显增加:截至12月13日,铁矿石在成本中占比为46.4%,较2018年底上升8.6个百分点;而焦炭在成本中占比下降6.4%。

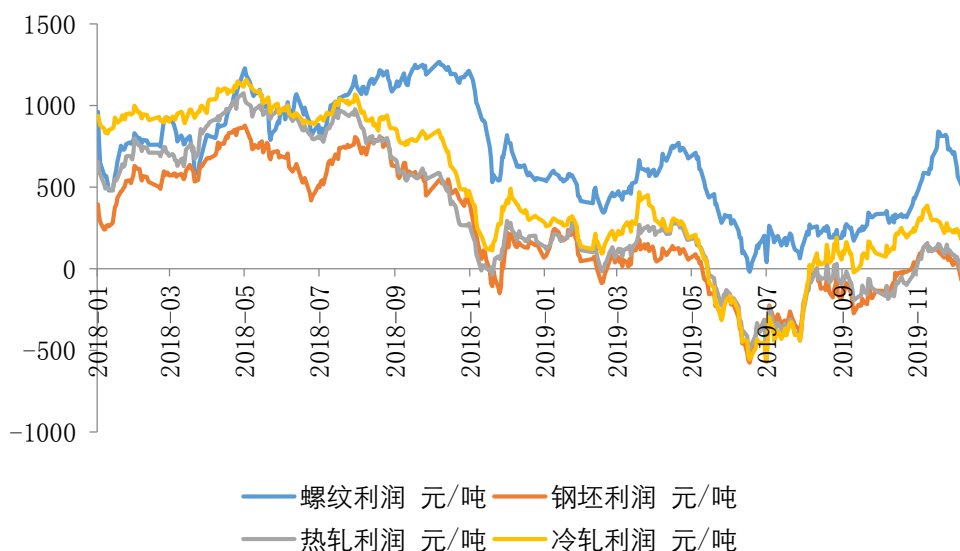
图6: 长流程钢材成本(元/吨)成本占比(%，右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

由于2019年钢价重心下移和成本提涨,钢材利润较2018年出现较大幅度的下滑:截至12月13日,螺纹钢长流程利润为109.75元/吨,同比2018年同期回落141.3元/吨;2019年螺纹钢长流程平均利润为410元/吨,较2018年下降518元/吨,降幅达到55.6%。除了螺纹钢外,钢坯平均利润为5元/吨,利润下降577.06元/吨;热卷利润为-20元/吨,下降678元/吨;冷轧平均利润为75元/吨,下降749元/吨。进入四季度后,由于下半年各地钢厂积极限产以及需求逐步回暖,实际钢材利润出现回升。但随着12月开始季节性需求回落,成材利润收缩,或将延续至2020年。

图7：高炉钢材利润（元/吨）

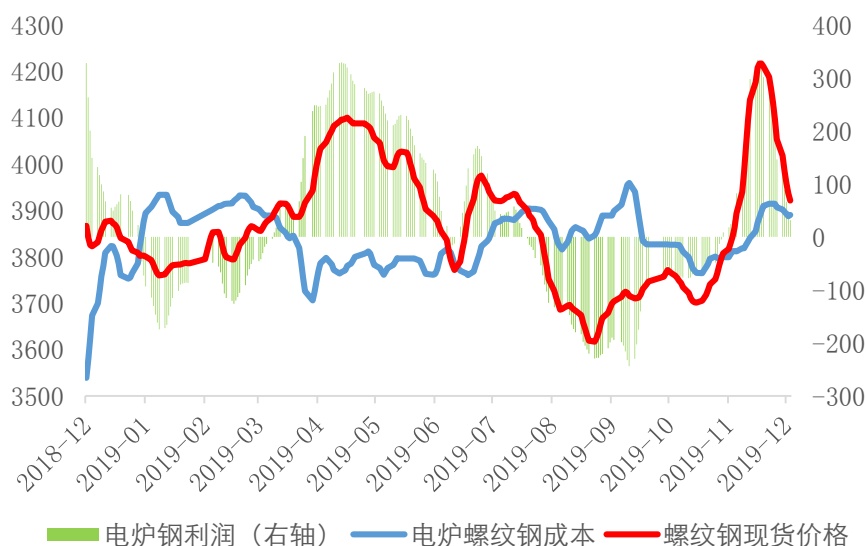


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.1.2 电炉钢利润有限

电炉钢利润在 2019 年上半年出现大幅波动，3 月中旬前受制于废钢价格的高企，电炉生产处在亏损区间。之后随着废钢价格的下行及建材价格的快速上涨，电炉利润扩大至最高点 300 元/吨附近。但进入三季度，随着钢材需求回落，钢价下行压缩利润，电炉钢利润重新转负，倒逼电炉厂限产。进入四季度后，由于钢价重新回涨，电炉利润丰厚，最高扩大至 330 元/吨，超过上半年水平。但进入 12 月后，在需求回落背景下，电炉钢利润明显收缩。截至 12 月 13 日，电炉钢利润为 31.2 元/吨，较极值缩小超过 300 元/吨。2019 年全年电炉钢平均利润为 27.2 元/吨，同比 2018 年下降 343 元/吨。预计 2020 年回落空间有限。

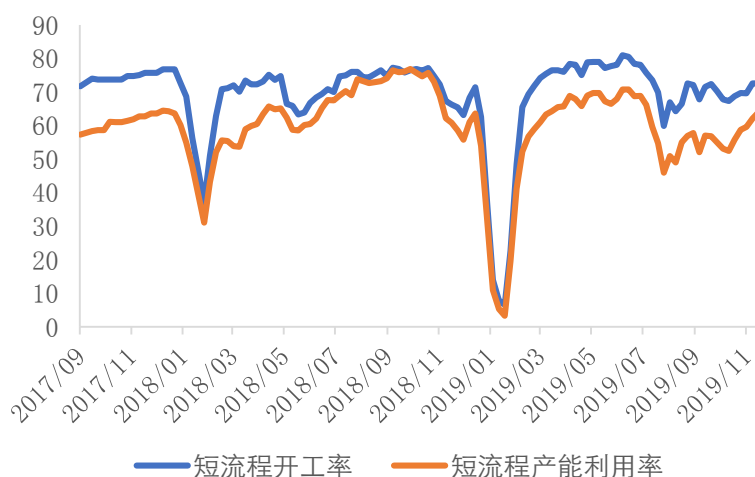
图8: 电炉钢利润 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

电炉钢开工率在春节期间有所下滑后迅速回升，并在5月达到极值，随后略有回落。与利润情况相似，三季度电炉开工率出现收缩。但在四季度，由于利润恢复，开工率逐渐增加。截至12月13日，全国52家短流程钢厂开工率为72.55%，环比2018年同期增加6.23%；产能利用率为63.90%，同比2018年同期增加3.08%。但纵观2019年，受制于钢材利润收缩，平均电炉开工率为66.7%，同比2018年下滑4.00%；平均产能利用率为55.88%，同比2018年同期下降8.07%。

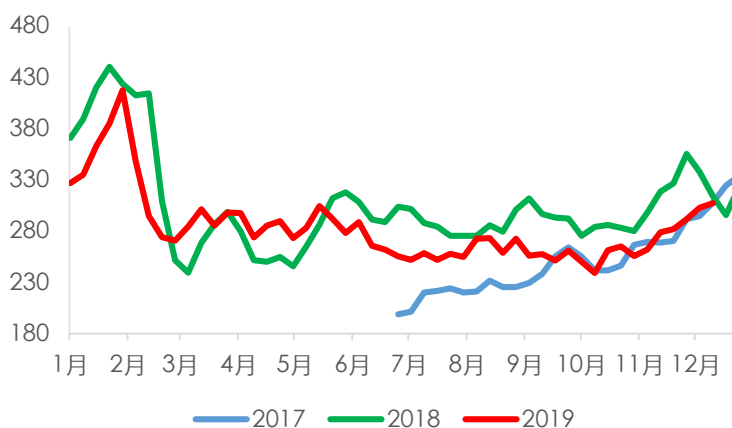
图9: 电炉开工率及产能利用率 (%)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

截至 12 月 13 日，我国钢厂废钢库存为 307.13 万吨，与 2018 年同期持平，处在历史均值。根据季节性分析，四季度开始，废钢库存在电炉钢逐渐停产下，开始快速累积，预计一季度累积的库存将压制废钢价格，或继续降低短流程钢厂成本。

图10: 钢厂废钢库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

近年来电炉产能不断扩大，根据富宝废钢统计：2020 年计划有 2575 万吨电炉产能投产，此外 2019 年有 500 万吨电炉产能由于利润问题推迟至 2020 年投产，因此 2020 年电炉产能仍有较大增量。根据统计，2025 年前，我国电炉产能都将维持增加，叠加废钢协会对电炉炼钢的支持力度，电炉产量将在未来 5 年继续增加。

表1: 电炉投产计划 (万吨)

拟投产年份	拟/已建电炉产能	拟/已拆电炉产能	净变化
2018	1739	130	1609
2019E	1830	190	1640
2020E	3043	468	2575
2021E	320	92	228
2022E	150	-	150
2023E	556	90	466
2025E	103	-	103

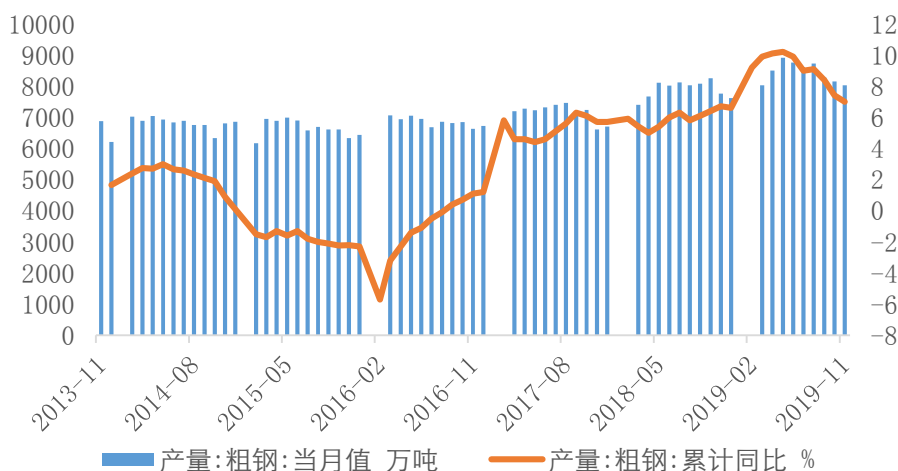
数据来源: 富宝废钢, 兴证期货研发部

2.1.3 粗钢供应: 仍有增加空间

2019 年 11 月粗钢产量为 8029.0 万吨, 同比增加 266.9 万吨, 较年中 5 月峰值下降 757 万吨。1-11 月粗钢总产量为 90418.5 万吨, 同比增加 4680.8 万吨, 增幅 7.0%, 较 6 月 10.2% 的增幅明

显收窄。前文提到的环保限产在下半年力度加强，钢厂利润收缩，粗钢产量增幅回落。根据钢厂利润表现，预计 2020 年粗钢产量增幅将继续收窄，或低于 5%。

图11: 我国粗钢月产量 (万吨) 增速 (%)，右轴

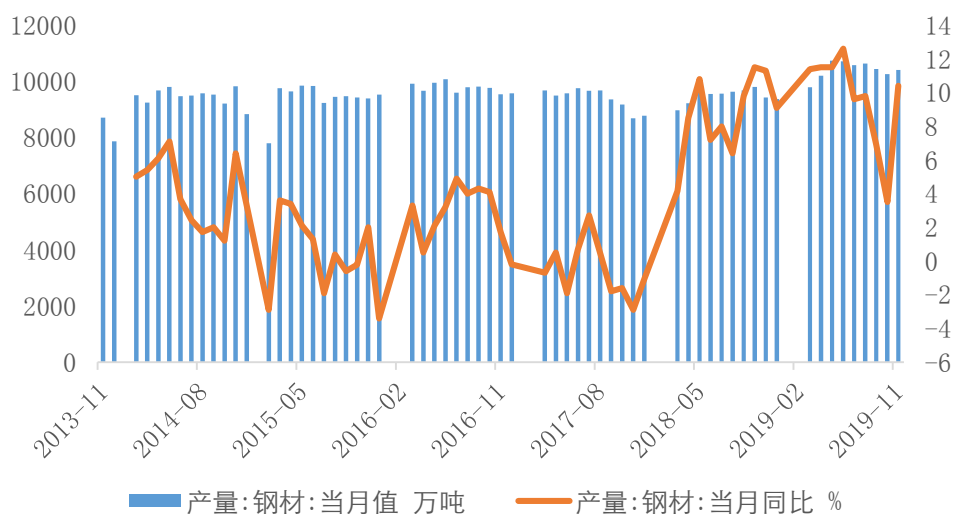


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.1.4 钢材供应: 长材大幅增加

2019年1-11月我国钢材总产量为110474万吨，同比增加9182.1万吨，增幅为10.0%；增幅较上半年收窄1.2个百分点。但收窄幅度低于粗钢产量增幅，主要原因在于国内三季度开始，钢坯利润出现明显收缩，实际产量增幅大幅走弱；但成材端在需求提振背景下，一体化钢材利润维持高位，成材增速向好。但进入2020年后，终端需求的悲观预期，将打压钢材生产表现，预计产量增速或小于5%。

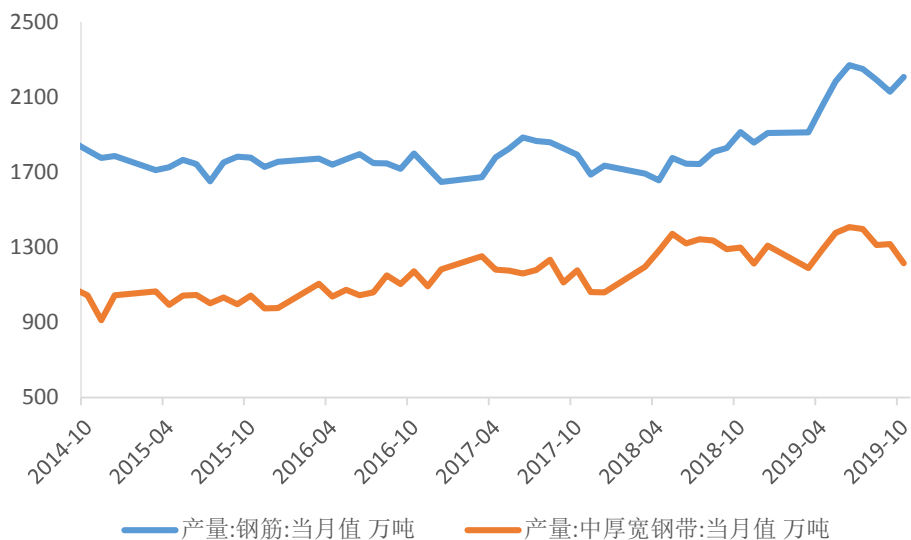
图12: 我国钢材月产量当月值及当月同比 (万吨) 增速 (%)，右轴



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

分钢材品种来看：2019年1-10月，钢筋产量为20695万吨，同比上升18.4%，增速较上半年下降0.9%；同期中厚宽钢带产量12630.9万吨，同比上升10.1%，增速较上半年下降1.8%。钢筋产量受到利润及需求推动，产量增速明显快于板材品种。

图13: 螺纹钢（钢筋）、热轧卷板（中厚宽钢带）产量（万吨）

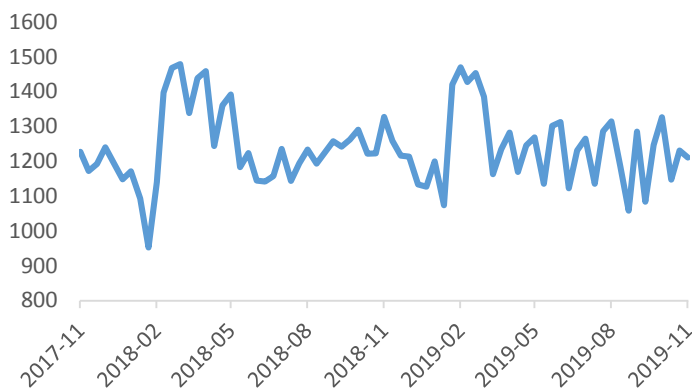


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.1.5 库存表现：季节性出现偏离

2019年11月末，我国钢厂库存为1210.4万吨，较年初增加83.61万吨，低于去年同期116.71万吨。当前钢厂库存在全行业低库存表现下，维持较低水平，对钢价形成一定支撑。

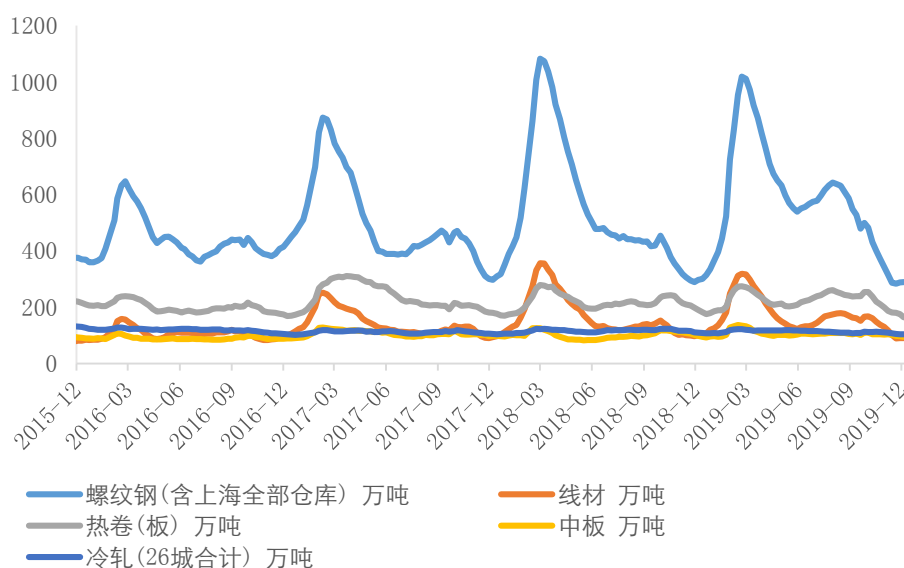
图14: 钢厂库存（万吨）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

今年钢材市场的社会库存变动异于往年：上半年的去库区间缩小，下半年的去库时间段有所扩大。一季度需求的超预期导致产量呈现快速扩张趋势，但随着进入5月后需求逐渐回落，叠加淡季梅雨季节及高温等因素影响，库存出现累积的拐点较往年提前近一个月。但在进入9月后，需求旺季持续时间超过往年，叠加终端市场对需求的悲观预期，全市场低库存运行，社会库存降幅明显。截至12月13日，全国主要钢材品种库存总量为743.56万吨，同比去年同期下降53.16万吨。分品种来看，螺纹钢库存为289.65万吨，同比减少7.23万吨，热卷库存为163.85万吨，环比减少26.67万吨，线材库存90.30万吨，环比下降10.17万吨。

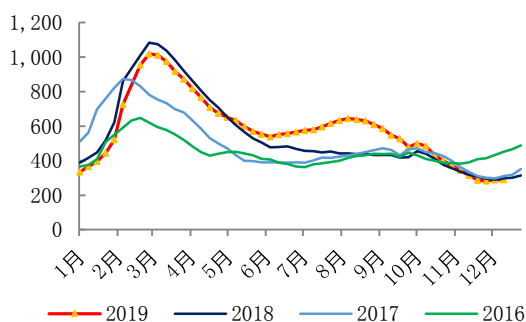
图15：钢材社会库存（含螺纹钢，线材，热轧卷板，冷轧）（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

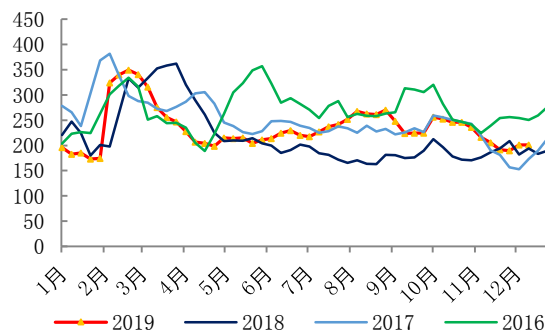
细看螺纹库存，截至12月13日，螺纹钢社会库存289.65万吨，同比2018年下降7.22万吨，环比11月下降8.28%；钢厂库存201.21万吨，同比2018年上涨7.27万吨，环比11月下降1.95%。虽然在三季度螺纹钢库存出现异常的累积，但随着四季度需求企稳，终端库存回落支撑钢价。2019年的钢厂库存基本高于往年水平，从另一侧面说明终端用户接货意愿不足，中期悲观预期较大。

图16: 螺纹钢社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图17: 螺纹钢钢厂库存 (万吨)

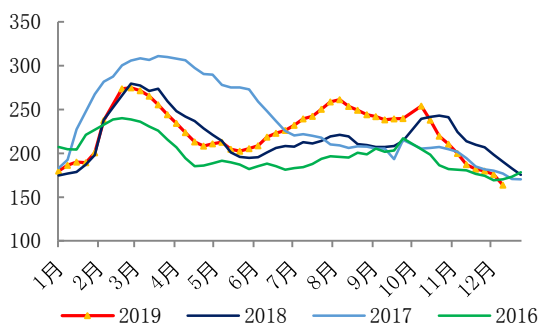


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 12 月 13 日, 热卷社会库存为 163.85 万吨, 同比 2018 年下降 36.67 万吨, 热卷钢厂库存为 78.80 万吨, 同比 2018 年下降 4.57 万吨。进入 12 月后, 热卷库存降幅明显大于螺纹: 社会库存环比 11 月下降 12.35%, 钢厂库存环比下降 4.64%。季节性因素在年末显现, 导致板材需求明显好于长材。

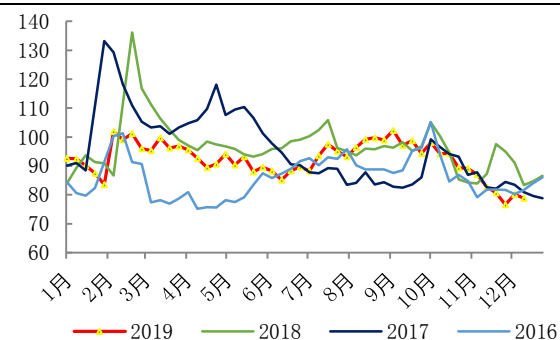
由于 2020 年春节较早, 社会库存累积周期相对提前, 结合北方取暖季将在 3 月中旬才陆续结束, 实际累积量或高于往年。但我们认为 2019 年下半年开始的低库存运行逻辑将持续, 因此在 2020 年终端需求没有出现断崖式下滑的情况下, 下游客户为规避价格风险, 社会库存量或与 2019 年持平或回落, 库存将继续前置在钢厂。

图18: 热轧卷板社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图19: 热轧卷板钢厂库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

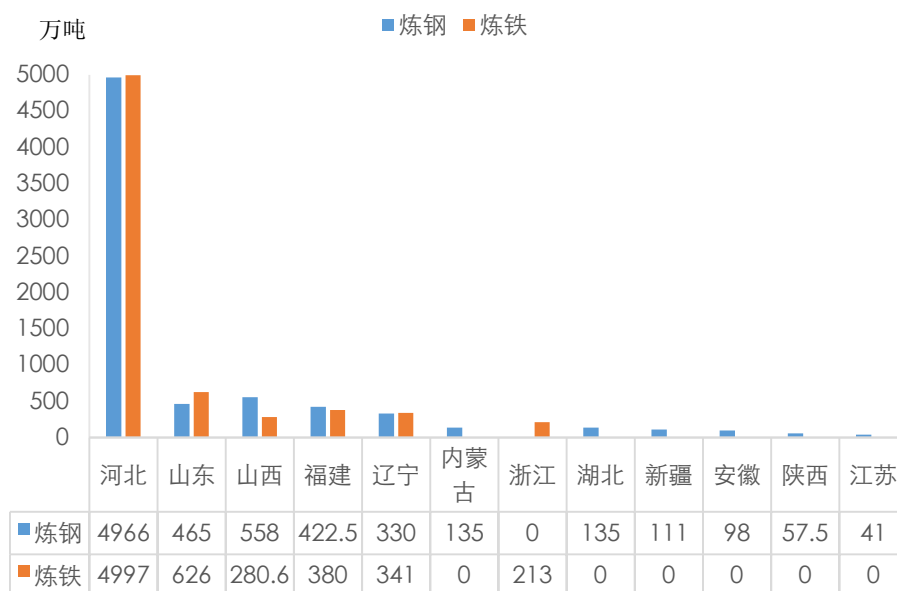
2.2 2020 供应评估: 四季度将有较多增量

2016 年开始, 我国进入第十三个五年计划, 其中“去产能”首次被列为钢铁行业的重点任务之首。根据发改委统计, 截至 2018 年, 钢铁提前完成 2 年完成 1.5 亿吨的“十三五”去产能计划。但部分省份仍存在总量未达标的状态, 因此 2019 年至今全国多省市继续巩固和加强钢铁“去产能”成果。截至 2019 年 11 月中旬, 全国完成钢铁去产能 1800 万吨, 其中河北省完成 1402.55 万吨。根据河北省的三年“去产能”规划, 2020 年仍有 1400 万吨的去产能任务。此外, 江苏

省至 2020 年年底将完成省内钢铁产能整合的计划，预计 2020 年减少产能约 500 万吨。

同时，为了淘汰落后产能，推动钢铁行业转型升级，从 2018 年开始，全国钢铁企业开始进入产能置换周期。根据我们统计，截至 2019 年 11 月底，全国已公示的钢铁置换项目中，涉及新建炼铁产能 2.54 亿吨，炼钢产能 2.88 亿吨，退出炼铁产能 2.78 亿吨，炼钢产能 3.14 亿吨，其中，2019 年已完成退出的炼铁产能为 6401 万吨，炼钢产能 6496 万吨，净退出炼铁产能 1174 万吨，炼钢 78 万吨。进入 2020 年，钢铁产能置换项目将集中上马，预计全年新建 7313.8 万吨炼铁产能，6837.05 万吨炼钢产能；退出炼铁产能 8361.23 万吨，炼钢产能 8648.28 万吨。

图20：2020 年我国拟产产能置换产能（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

虽然根据统计，2020 年通过产能置换的炼钢产能将出现净减少 1811.23 万吨，但我们通过实地走访，发现目前存在以下三种情况，会导致净减少的产能小于公示值：

1. **退出产能已处于停产或关停。**根据我们的实地走访，发现有部分钢厂的置换产能来源于已关停的钢厂，或部分产能已处在停产状态。因此，实际退出的置换产能将会不及文件公示的产能量。根据我们的估算，这部分的产能占比约为退出产能的 15%。
2. **新上设备的利用系数提高。**随着科学技术的提高，高炉、转炉的利用系数会有一定程度提升。根据今年部分实际调研了解，目前有部分钢厂的产能利用率已能达到 120%，远超核定产能。由于目前钢厂利润率丰厚，在此背景下，实际新上设备将拥有超过 100% 的产能利用率。我们估算新上产能会高出核定新增产能约 20%。
3. **申报产能低于实际产能。**我们实地调研发现，部分钢厂上报的退出产能出现漏报的情况。但随着政策执行趋严，实际出现的概率逐渐下降。因此我们不考虑漏报退出产能的情况。

据此，我们核算 2020 年实际退出炼铁产能为 7351.04 万吨，炼钢产能 7107.05 万吨；新增

炼铁产能 8782.56 万吨，炼钢产能 8204.46 万吨。实际净增加炼铁产能 1431.52 万吨，炼钢产能 1097.41 万吨。

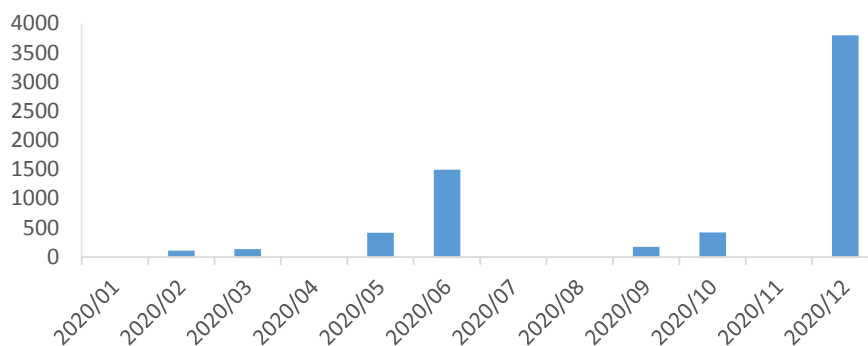
表2： 2020 年产能置换调整表（单位：万吨）

产能类别	炼铁产能	炼钢产能
退出（公示）	8648.28	8361.23
新增（公示）	7318.8	6837.05
净变化（公示）	-1329.48	-1524.18
退出（调整）	7351.04	7107.05
新增（调整）	8782.56	8204.46
净变化（调整）	1431.52	1097.41

数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据统计，2020 年全年的产能置换项目投资主要集中在下半年。其中在 2020 年 12 月完成的产能总量达到 3670 万吨。结合前文中的估算方案，我们预计 2020 年通过新增产能增加的炼铁产量为 500 万吨，炼钢产量为 380 万吨。

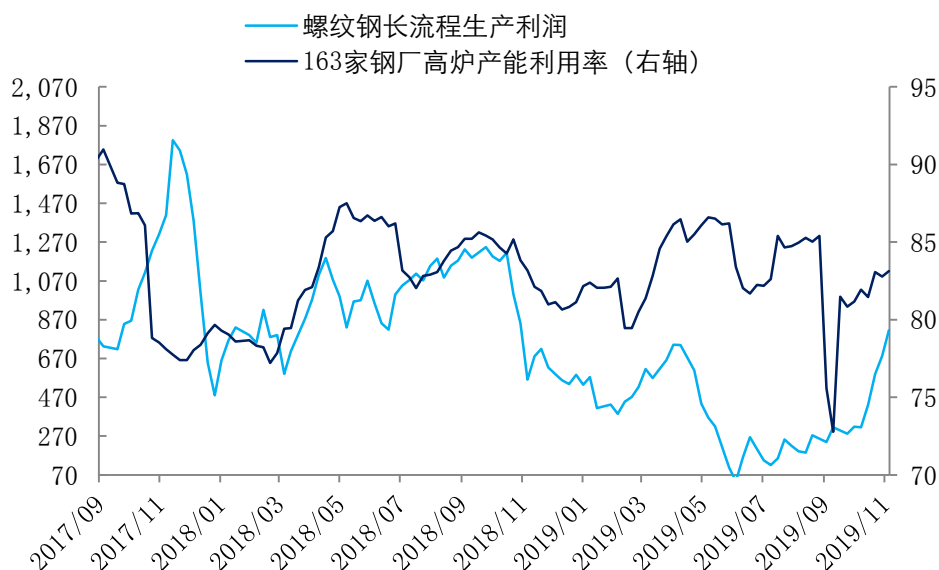
图21： 2020 年我国产能置换投产计划（万吨）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

2019 年钢铁行业受到成本抬升，供给增速高于需求等原因，钢材利润出现明显回落。截至 11 月 29 日，2019 年螺纹钢长流程的平均生产利润为 406.41 元/吨，较 2018 年同期下滑 57.4%；但高炉产能利用率（剔除无效产能）仅同比下滑 0.21%。考虑到 2019 年的国庆限产较严，我们剔除国庆期间的数据后，2019 年的平均产能利用率（剔除无效产能）为 83.28%，环比 2018 年上升 0.27%。因此，在实际钢材生产利润大于零时，利润的变化不会影响钢厂的实际产量。我们判断 2020 年全国大部分钢厂的全年利润都会大于零，并结合设备置换、检修带来的利用系数提升，预估明年的平均产能利用率（剔除无效产能）将有 0.5%左右的增量。

图22: 高炉产能利用率与生产利润 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

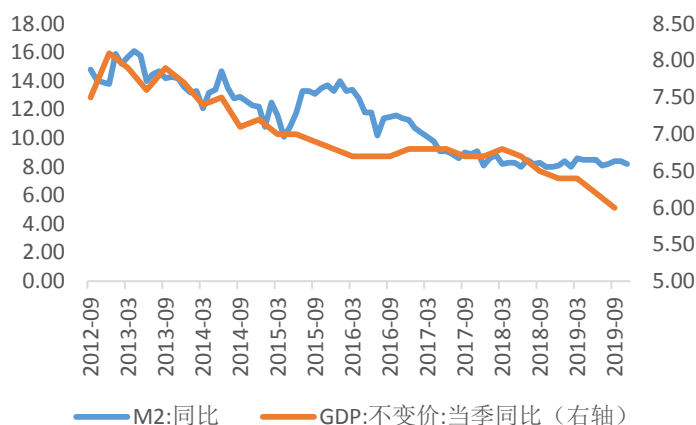
综上, 我们预计 2020 年生铁产量环比 2019 年增加 900 万吨; 结合电炉增量, 粗钢产量环比 2019 年增加 1500 万吨。

3. 需求: 2020 年需求韧性支撑钢价

3.1 宏观数据: 总量企稳

2019 年我国 GDP 增速出现回落: 我国 2019 年前三季度 GDP 累计同比增速为 6.2%, 三季度当季 GDP 同比增速下滑至 6.0%, 低于 2009 年次贷危机时的低点, 为 1991 年以来新低。对比 M2 数据, 我们发现 M2 在 2017 年进入 8 时代后, 基本稳定 8% 的增速以上。M2 与 GDP 增速差也逐渐增大: 2019 年三季度增速差达到 2.4%, 为 2017 年一季度以来新高。M2 增速与 GDP 增速劈叉说明利用资本投资拉动国内经济的边际效用快速递减。我们预计 2020 年货币政策对 GDP 的拉动有限。

图23: M2 与 GDP 同比 (%右轴)

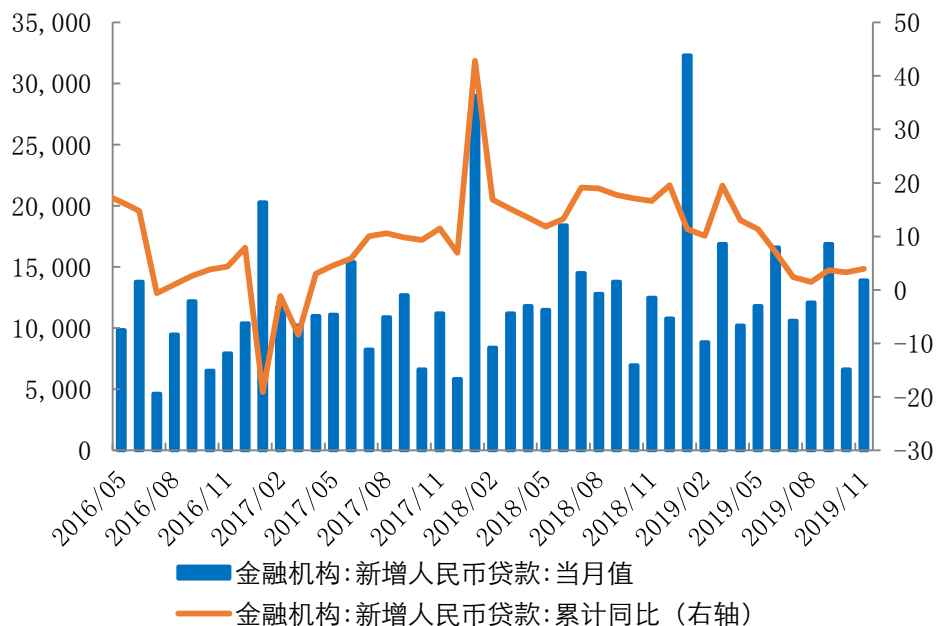


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

12月6日的政治局会议上,明确提出在国内外风险挑战明显上升的复杂局面下,要确保经济运行在“合理区间”;“稳增长”表述较7月有所增加;再提“逆周期调节工具”;要求“加强”基建投资;确保实现“污染防治攻坚战”;同时,为完成第一个一百年目标,2020年要“集中精力办好自己的事”等关键表述。整体来看,政策方向较7月偏向于放松,并未着重提及地产等结构性调整矛盾。结合12月10-12日的中央工作会议中的宽松论调,我们预计2020年一季度货币政策或进一步放松,基建投资将继续增加。

截至2019年11月,全国累计新增人民币贷款156771亿元,累计同比增加3.92%,增速出现一定回升;11月当月新增13900亿元,同比增加11.2%。1-11月居民累计新增贷款67841亿元,占全国贷款比例为43.27%,占比连续10个月上升。其中,居民中长期贷款累计同比录得7.0%的增加,短期贷款累计同比下降19.5%。我们认为今年居民贷款占比的提升主要来自于中长期贷款的提升,而这部分的贷款主要用于住房的抵押贷款。居民购房热情仍然充足,市场资金流动性仍然相对充裕。

图24: 新增人民币贷款 (亿元) 及累计同比 (%右轴)

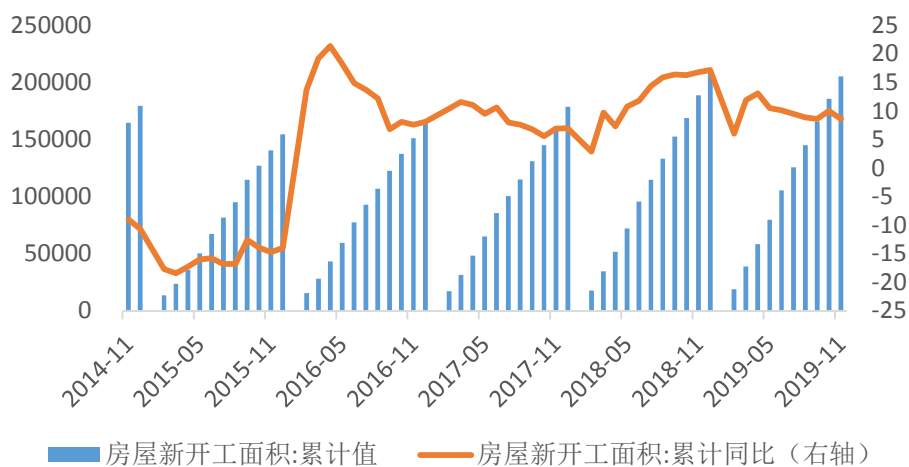


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 行业数据: 地产韧性, 制造业难有全行业转好

2019年1-11月房屋新开工面积为205194万平方米,同比增长8.6%,较10月增速下滑1.4%。11月单月新开工面积为2019年的房地产新开工速度维持高位原因主要得益于一、二线城市的房地产销售回暖,叠加可销售房产库存的低位,刺激了房产企业的开工意愿。虽然进入下半年后新开工面积增速和房屋销售增速出现下滑,但随着土地购置面积在9月出现今年以来首次单月同比正增长,房企信心出现一定恢复。

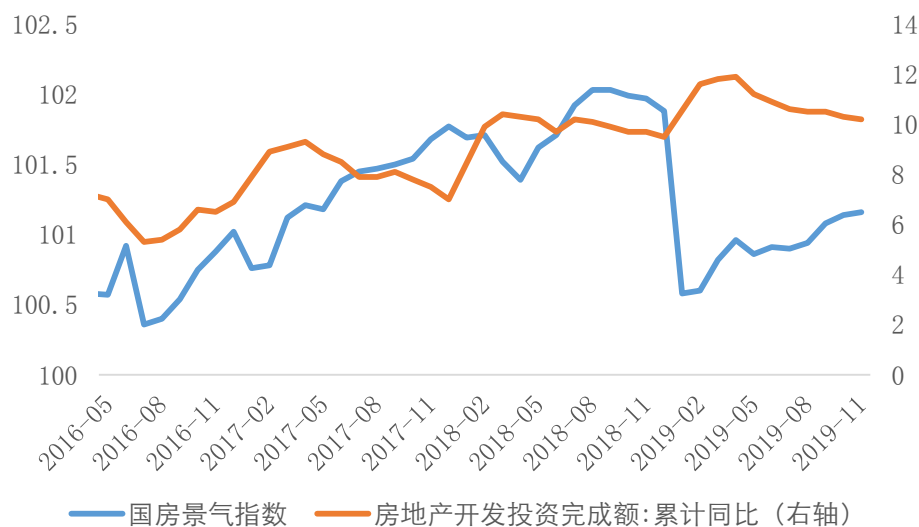
图25: 房屋新开工累计面积 (万平方米) 累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年11月，国房景气指数（全国房地产开发业综合景气指数）为101.16，连续4个月指数扩大。同时，随着景气指数的持续扩大，地产开发投资增速降幅趋缓：截至2019年11月，地产开发投资累计同比为10.2%，较10月下滑0.1个百分点，降幅较10月收窄0.1个百分点。11月单月地产投资额为11661.6亿元，环比10月上升0.57%。景气指数的上涨带动了地产投资的稳步增长，我们预计2020上半年的房地产仍存一定韧性。

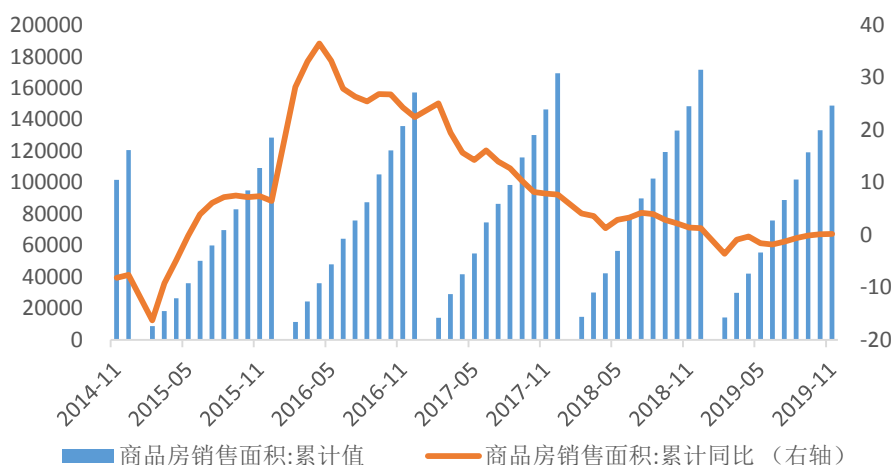
图26：国房景气指数（点） 房地产开发投资额累计同比（%右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

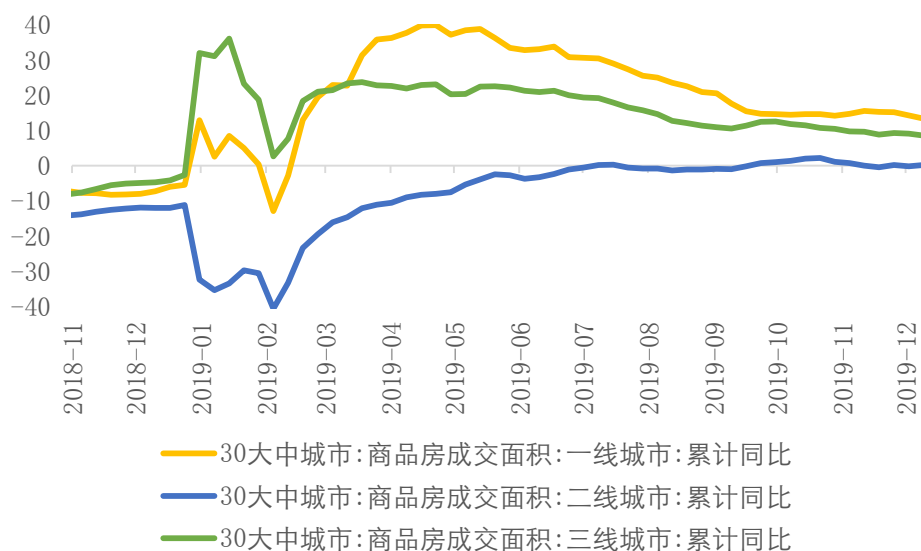
2019年1-11月房屋销售面积为148905万平方米，同比上升0.2%，环比10月增幅上升0.1%。细分地区来看，一、二线城市的销售数据明显回升：截至12月15日，全国30大种城市的房屋销售同比上涨5.06%，大幅领先全国数据；30大中城市中，一线城市销售累计同比增加13.31%，增速较2月低点上升16.18%；二线城市销售增速较2月上升33.49%，而三线城市销售增速仅增加0.98%。我们认为随着全国城镇化的推进以及长江三角洲城市群、粤港澳大湾区等发展规划的出台，未来人口将持续向一、二线流入，大中城市将是地产的主要销售增长点。

图27: 房屋销售累计面积 (万平方米) 累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图28: 30大中城市房屋销售面积累计同比 (%)

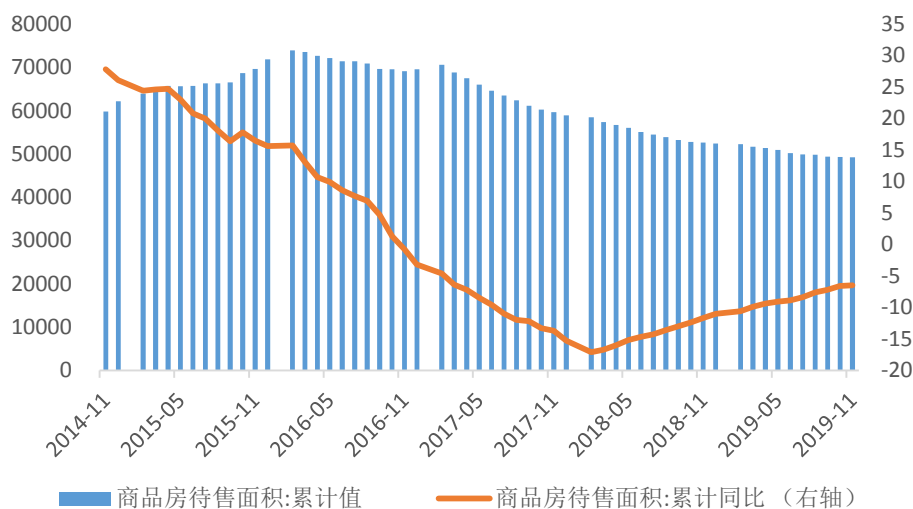


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年1-11月房屋待售面积49221万平方米，同比下滑6.5%，触及2014年以来新低。虽然待售面积的同比降幅较2019年6月收窄2.4%，但仍难改整体基数下降的趋势。

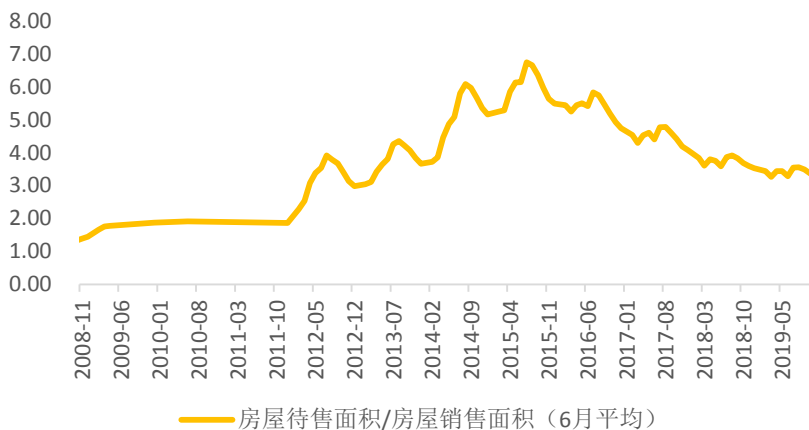
我们通过房屋待售面积与销售面积的比值来观察库存房屋的周转期：截至2019年11月，可供销售房屋的周转期为3.14个月，同比2018年同期下降0.28个月。我们也从平滑数据发现，当前房屋周转期仍处在下行通道。随着房屋待售面积的持续下降，后期或刺激地产商加快竣工步伐，进行短期补库。

图29: 房屋待售累计面积 (万平方米) 累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图30: 房屋待售面积周转期 (月)



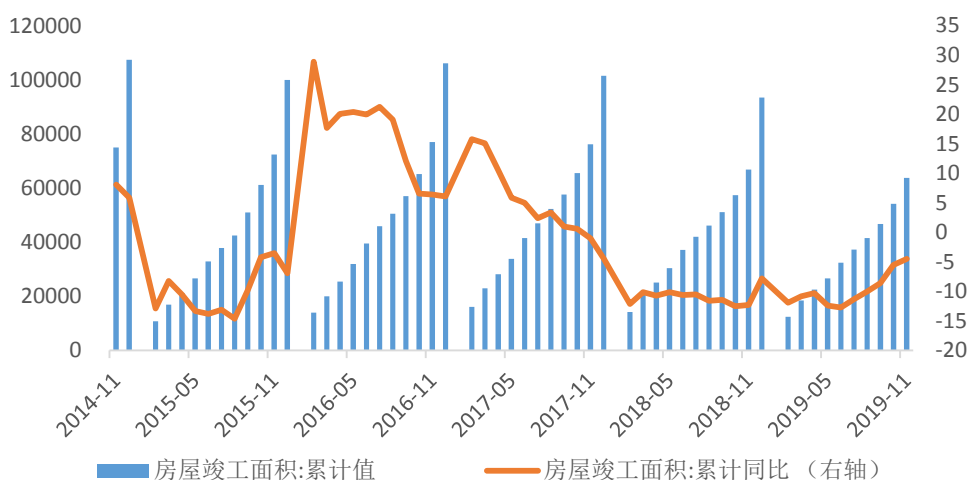
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年的房屋竣工数据在下半年出现一定回升: 2019年1-11月房屋竣工面积为63846万平方米, 同比下降4.5%, 降幅较上半年收窄8.2%; 同时单月竣工面积从2019年8月开始, 连续4个月同比正增长。与我们在半年报中的预测一致: 从2019年下半年开始, 由于预售截至期的临近, 房屋竣工会出现明显回升。虽然在终端销售上, 全国的“因城施策”房屋调控措施依旧限制需求, 但12月的中央经济会议中提出: 要加大城市困难群众住房保障工作, 加强城市更新和存量住房改造提升, 做好城镇老旧小区改造, 大力发展租赁住房。其中的城市更新和存量房改造等表述, 未来在房屋改造和更新领域, 建材需求存在进一步增量的预期。我们认为2020年地产竣工将持续增长, 并挤压待竣工面积库存。

2019 年土地购置面积同比出现较明显回落：截至 11 月，2019 年累计同比增速-14.2%，但较上半年的降幅收窄 13.3 个百分点。从单月数据来看，2019 年 9 月和 10 月的土地购置面积单月同比都有 10% 以上的增幅。虽然 11 月单月数据同比 2018 年下降 0.8%，但仍环比 10 月上升 13.9%。从土地购置面积的回升来看，我们认为房企投资信心正在逐渐恢复。

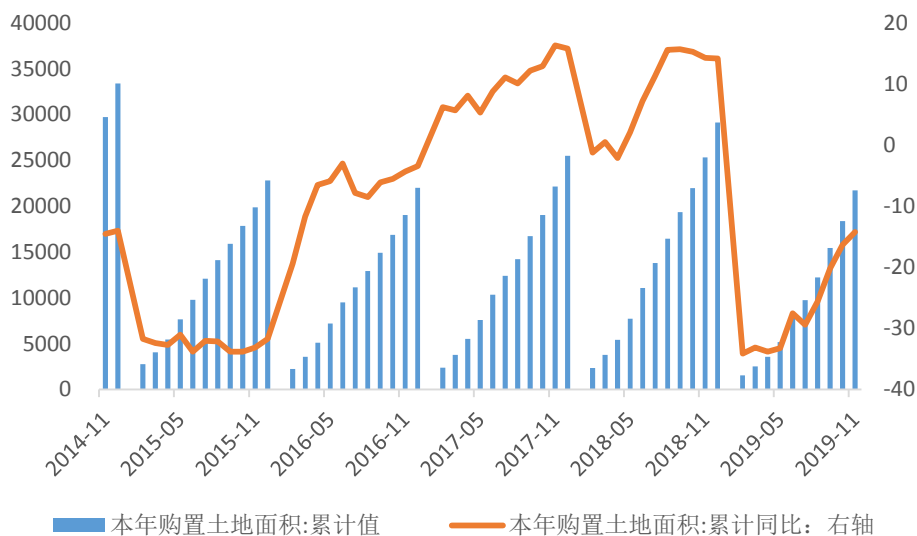
但 2019 年土地购置面积和新开工增速劈叉明显：2019 年 7 月，土地购置面积单月同比增速为-30.1%，而新开工面积单月增速高达 9.6%。回顾往年数据，土地购置面积增速与新开工面积增速相关性较高，土地存量的快速下行限制了未来新开工的高速增长。因此我们预计 2020 年上半年的新开工增速仍将承压下行。

图31：房屋累计竣工面积（万平方米）累计同比（%右轴）



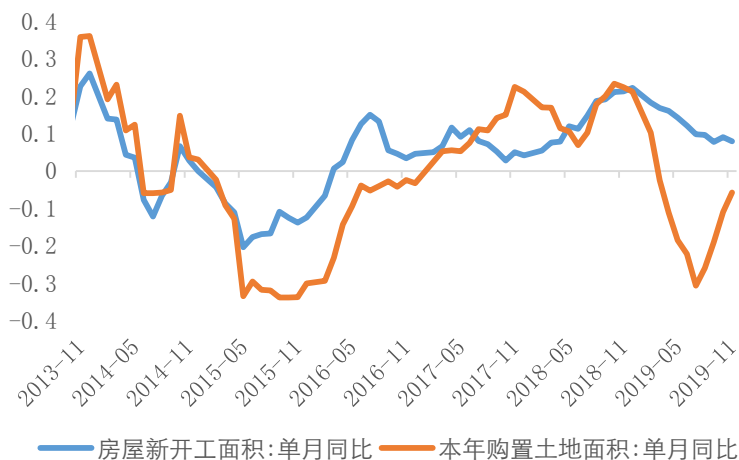
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图32: 购置土地累计面积 (万平方米) 累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

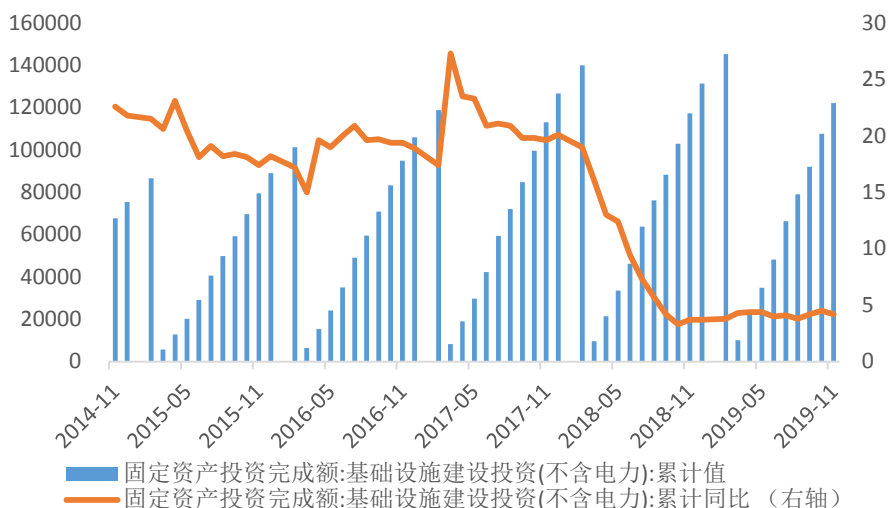
图33: 房屋新开工面积及土地购置面积单月同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年的基建投资完成额明显落后于房地产: 截至 11 月, 2019 年全国基建投资完成额为 136665 亿元, 同比增长 4.0%, 增速较上半年下滑 0.1 个百分点。我们根据 12 月政治局会议中, “加强基础设施建设” 的表述以及 2020 年地方债增加投入 4 万亿, 预计 2020 年基建投资将重点发力, 届时基建需求将在一定程度上托底钢材需求, 但基建增速的回升预计难以弥补房地产的需求回落。

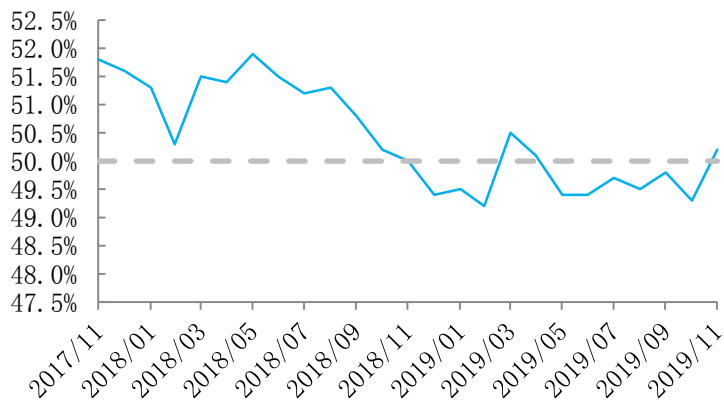
图34: 基建投资累计完成额值 (亿元) 累计同比 (%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

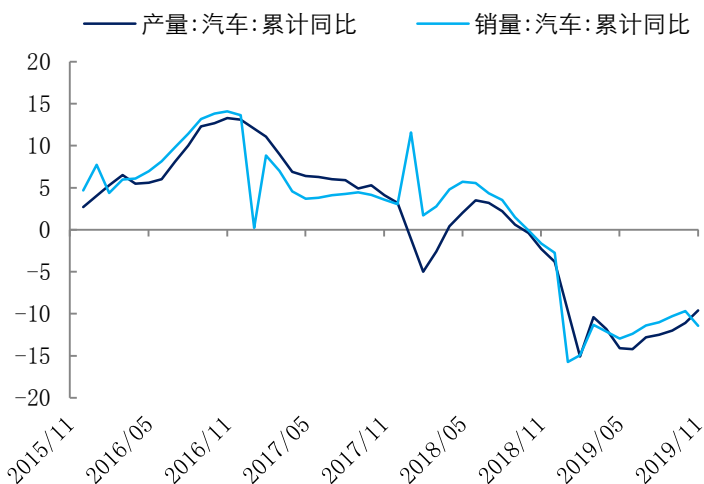
制造业方面, 2019年的颓势在四季度出现一定企稳: 11月的PMI指数时隔6个月以后, 重回荣枯线以上, 收50.2, 较6月上升0.8。汽车行业在经历了上半年的不振后, 出现一定回暖: 1-11月汽车累计产量2285.8万辆, 同比下降9.6%; 汽车销量累计2311万辆, 同比下降9.1%, 其中11月单月产量数据同比2018年上升3.7%, 录得2018年8月以来首次单月正增长, 销量单月降幅也收窄至3.6%。随着中美贸易摩擦的逐渐缓和、知识产权开放等因素, 汽车产销有望在2020年出现企稳回升。

图35: PMI指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

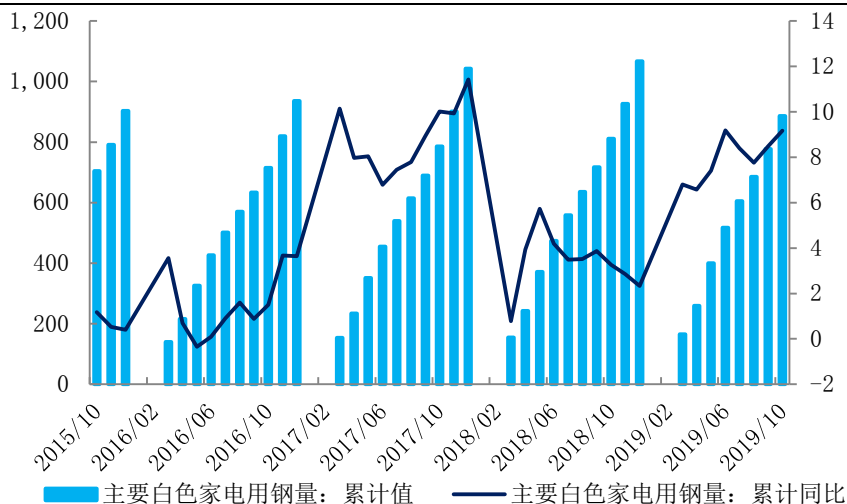
图36: 汽车产量、销量累计同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

相较于汽车行业的下滑, 2019年的家电行业产销数据有明显回升: 1-10月, 彩电累计产量同比减少3.0%, 空调累计产量同比上升6.2%, 电冰箱累计产量同比增加3.8%, 洗衣机累计同比上涨7.6%, 下半年家电产销增幅出现回落。根据我们测算, 1-10月全国家电用钢量为886.09万吨, 同比增长7.63%。2020年随着地产竣工周期开启, 终端家电消费将是稳定内需的主要推手, 预计家电产量能够维持增幅, 对钢铁板材需求形成支撑。

图37: 家电累计用钢量 (万吨) 累计同比 (%右轴)



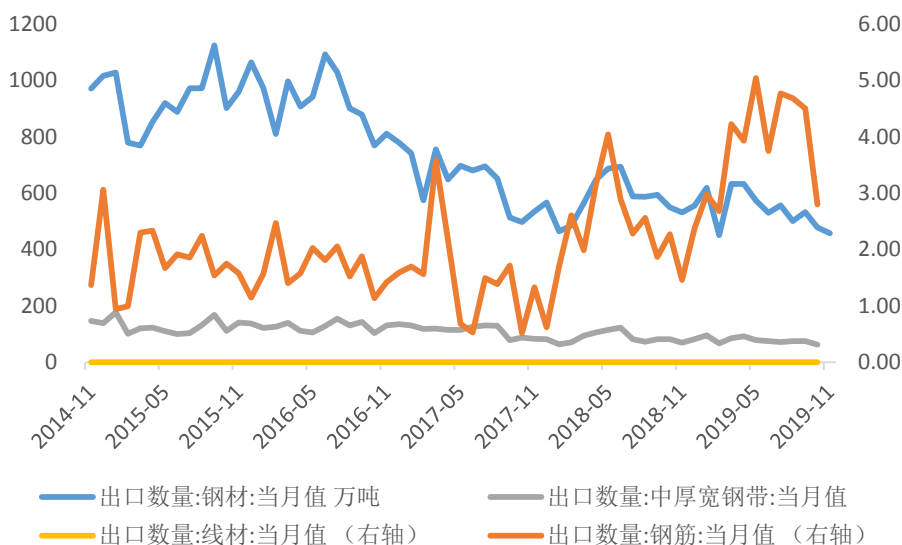
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 出口: 价格倒挂难有增长

2019年1-11月我国共出口钢材5966.3万吨, 同比去年同期下滑6.5%; 其中出口量最多的板材: 1-10月共出口3310万吨, 同比下降1.81%; 棒材出口845万吨, 同比大降25.2%。2019

年 1-11 月进口钢材总量 1082 万吨，同比下降 11.0%。受制于全球贸易摩擦升级，2019 年钢材的进出口总量下滑明显。预计中长期钢材出口难有好转，2020 年出口数据或维持低位。

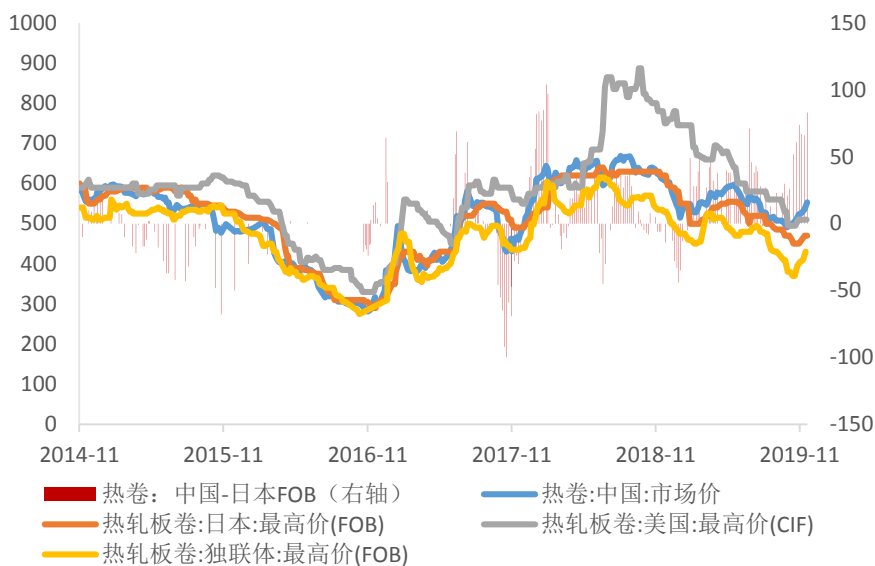
图38：我国钢材产品出口量（万吨） 钢筋出口量（万吨右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

虽然在中美贸易协定签署的背景下，全球贸易格局有一定改善，但我们观察到国内钢材价格明显高于国际钢价，2020 年出口或仍将受阻。截至 12 月 13 日，国内热卷市场价格为 553 美元/吨，日本 FOB 价格为 470 美元/吨，独联体 FOB 价格为 430 美元/吨，美国 CIF 价格为 510 美元/吨，相对于国内热卷都有明显价格优势。我们比较了过去 5 年内，日本与我国热卷的价差变化：2019 年 12 月 13 日我国热卷高于日本 FOB 价格 83 美元/吨，远高于 2015 年-24 美元/吨的差额，2020 年钢材出口将继续受到压制。同时根据全球经济的变化，我们认为 2020 年全球性经济的复苏较难发生，除我国以外的经济体钢铁需求或持续承压，进一步限制钢材品种的出口。

图39: 热卷国际价格比较 (美元/吨) 价差 (美元/吨, 右轴)

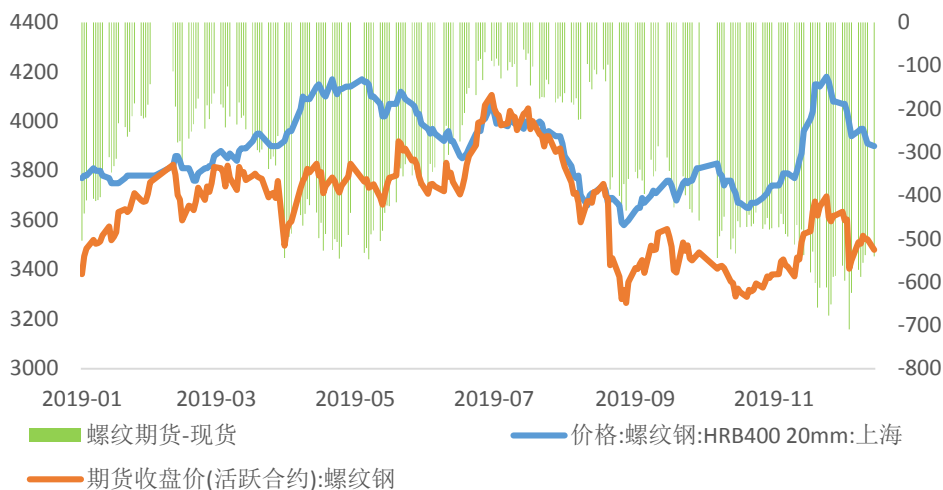


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 期现价差: 振幅收窄, 价格发现作用增加

2019年螺纹钢的期现价差呈现大幅波动: 一季度在期现同涨情况下, 基差收缩; 进入第二季度后, 基差出现明显扩大, 但基差在三季度出现快速收缩; 而在四季度中, 市场对2020年需求的担忧在期货端给出最高超过15%的价差。截至12月13日, 2001合约贴水现货304元/吨, 2005合约贴水现货508元/吨, 仍然有较大贴水。

图40: 螺纹钢期现价差 (元/吨)

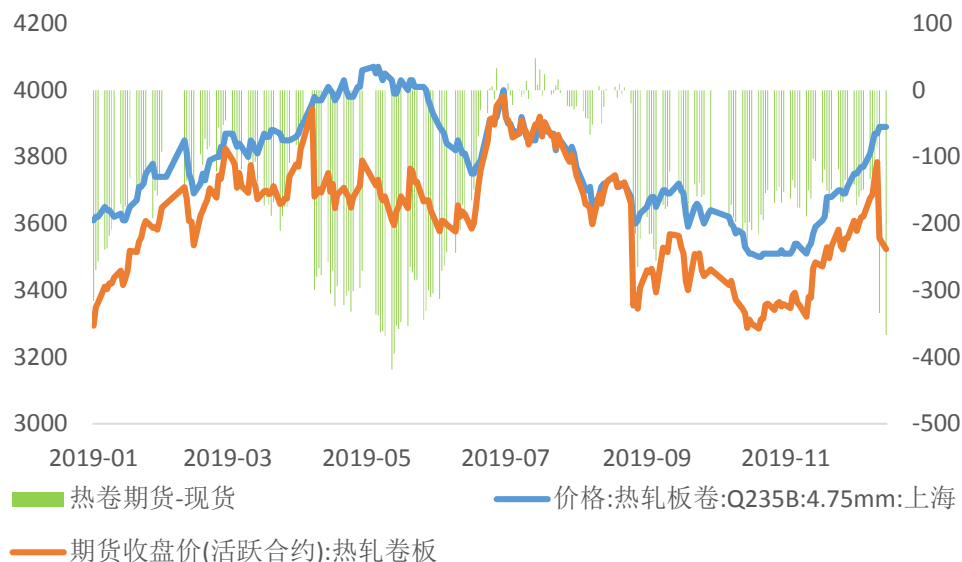


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 12 月 13 日，热卷 2001 合约贴水现货 158 元/吨，2005 合约贴水现货 367 元/吨，贴水幅度明显不及螺纹。

整体来说，2019 年期现价差基本符合季节性变化，整体波动区间小于 2018 年，体现出期货对现货价格发现的作用日益增强。

图41：热轧卷板期现价差（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 2020 年行情展望：钢价重心下移，走势前高后低

2020 年在供应端方面，将有约 4000 万吨新增净产能投放，但由于投放期主要集中在 2020 年四季度，对前三季度供应影响有限。同时结合产线更新和相对高位利润下企业扩大生产的动力，我们估算 2020 年粗钢产量同比增加约 1500 万吨。

从需求角度看，2019 年钢材需求表现超过我们年初的预期，虽然宏观经济出现企稳迹象，但我们认为进入 2020 年后，需求保持目前高速增长的概率较小。我们从房地产角度看，2019 年下半年房企拿地数据重新回升，但前期回落缺口尚未弥补，我们预计 2020 年地产开工对钢材需求拉动增长幅度小于 5%；基建投资有望在地方债扩大发行和政策扶持下，重新出现快速增长，但对钢材需求拉动幅度或有限；制造业方面，虽然 2019 年 11 月 PMI 出现复苏，但我们观察到制造业企业利润率仍未明显好转，2020 年制造业或有一定企稳，但大幅走高概率较低。

2019 年钢厂利润出现明显下滑，高炉吨钢利润较 2018 年减少超过 50%。根据我们对供应和需求的判断，2020 年钢厂利润或维持在较低位置，年度波动区间在[50,550]之间。

展望 2020 年，我们认为钢价走势的压力较大，重心下移或是主旋律。根据利润评估，2020 年螺纹钢期货主力价格运行区间预计在[3100,3800]之间。

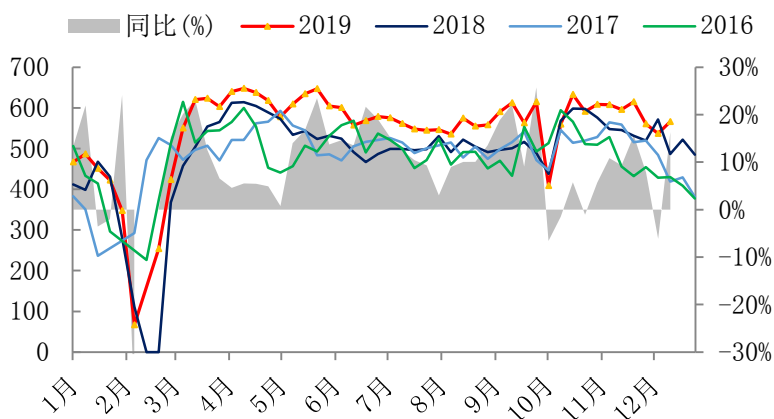
表3: 粗钢供需平衡表 (万吨)

	供应	进口	出口	需求	供需缺口
2020E	99,500	1,500	5,000	99,450	50
2019E	98,000	1,400	6,400	98,829	71
2018	92,826	1,506	7,378	92,914	-88
2017	83,173	1,463	8,004	83,319	-146
2016	80,837	1,431	11,537	80,899	-62
2015	80,383	1,385	11,958	80,409	-26

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

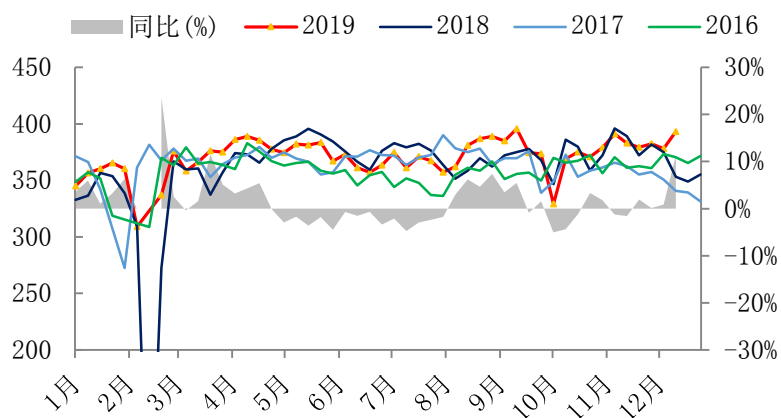
从季节性上分析, 由于供应端压力会在四季度释放, 而较早的春节也会提前累积钢材库存。我们预计一季度钢价在库存累积的背景下, 以下跌为主; 进入二季度后, 随着需求复苏, 终端韧性和供应持稳下, 钢价有望出现反弹。我们认为三、四季度走势将受制于供应端的释放节奏和需求表现: 根据当前的数据预判, 2020年三四季度或在供应增加和需求回落下, 钢价出现缓慢下行的表现。

图42: 螺纹周度表观需求 (万吨) 同比 (%) 右轴



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图43: 热卷周度表观需求(万吨) 同比(%, 右轴)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

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。本报告清晰准确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。