

需求为舵，利润为锚



走势评级： 螺纹钢/热轧卷板:震荡
报告日期： 2019 年 12 月 31 日

顾萌 资深分析师(黑色产业)
从业资格号： F3018879
投资咨询号： Z0013479
Tel: 8621-63325888-1596
Email: mcng.gu@orientfutures.com

★建材需求尚有余温，制造业回升慢变量：

2020 年在稳房价基调下，房地产调控放松概率有限。由于高周转的持续以及由此带来的存量施工需求，房地产用钢需求仍将维持一定韧性，但高周转带来的再库存风险值得关注。地方专项债的集中发行预计将对上半年基建投资形成拉动，但总量增量空间依然存疑。制造业出现边际好转，景气回升仍是慢变量。海外需求反弹信号并不明确，外需仍显疲弱。

★钢材供应增幅收窄，电炉利润提供估值依据：

我们预计产能置换带来的 2020 年有效产能增量约 2500 万吨。由于利润空间收缩，钢厂继续提升生产效率的动力减弱，2020 年粗钢产量同比增速预计将下降。而由于边际产能供应弹性的增加，电炉利润仍是判断钢价合理估值的重要参考。近期板材利润回升使得铁水略向热卷转移，但我们认为 1H20 长、板材利润尚未出现逆转。

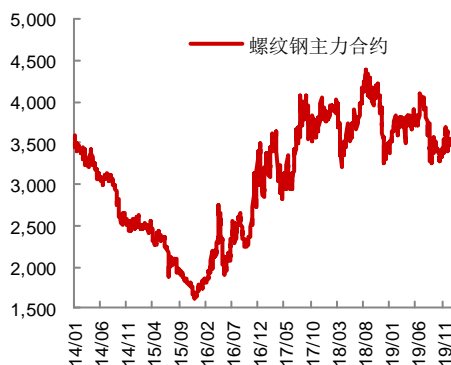
★2020 年钢材市场展望及投资建议：

2020 年钢材市场供需矛盾并不明显，我们认为需求波动是引领价格方向的核心驱动，而电炉成本和利润则是为钢材期现货价格锚定合理估值区间的参照。预计螺纹钢及热卷主力合约价格的主要运行区间为 3100-3900 元/吨。上半年需求偏强，5 月合约合理定价料将高于华东电炉成本。不过市场对春季行情普遍乐观，加之近期钢厂原料补库力度提升，也需要关注行情抢跑的风险。另外，以正套为主的跨期套利策略虽未转变，但由于钢材供应弹性的增加，需要更加关注正套的安全边际，核心区域电炉亏损或是介入正套较好的时点。

★风险提示：

钢价大幅上行风险在于需求端超预期；大幅下行风险在于房地产需求大幅回落，成本端出现坍塌。

主力合约行情走势图（螺纹钢）



主力合约行情走势图（热轧卷板）



目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1、2019 年钢材市场回顾..... | 6 |
| 2、建材需求尚有余温，制造业回升慢变量 | 7 |
| 2.1、房地产犹存韧性，但高周转带来再库存风险..... | 7 |
| 2.2、基建投资前高后低，总量回升幅度有限 | 14 |
| 2.3、制造业边际好转，上行驱动尚显不足 | 17 |
| 2.4、海外制造业仍显疲弱，外需尚无明确起色 | 22 |
| 3、钢材供应增幅收窄，电炉利润提供估值依据..... | 23 |
| 3.1、产能置换接力效率提升，钢材产量增幅预计收窄 | 23 |
| 3.2、供应弹性逐渐增加，以电炉利润衡量钢价估值..... | 26 |
| 3.3、铁水略向板材转移，利润尚无趋势逆转 | 28 |
| 4、2020 年钢材市场展望及投资建议..... | 30 |
| 4.1、钢材市场运行逻辑展望——需求为舵，利润为锚 | 30 |
| 4.2、远期曲线结构尚难转变，正套需关注安全边际 | 32 |
| 5、风险提示..... | 33 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 2019 年螺纹钢现货价格区间震荡..... | 6 |
| 图表 2: 2019 年热卷现货价格区间震荡..... | 6 |
| 图表 3: 2019 年螺纹钢基差率窄幅运行..... | 6 |
| 图表 4: 2019 年螺纹钢远期曲线略有平坦化..... | 6 |
| 图表 5: 螺纹钢库存表需比依然处于低位..... | 7 |
| 图表 6: 江苏电炉成本为螺纹钢现货提供支撑..... | 7 |
| 图表 7: 4Q19 制造业 PMI 有企稳迹象..... | 8 |
| 图表 8: 4Q19 发电量增速出现反弹..... | 8 |
| 图表 9: 本轮 M1 增速的回升相当温和..... | 8 |
| 图表 10: 信贷呈现缓慢回升的态势..... | 8 |
| 图表 11: 新建住宅价格下跌城市数量略有增加..... | 9 |
| 图表 12: 二手房住宅价格下跌的城市数量增加..... | 9 |
| 图表 13: 70 个大中城市二手房价格整体仍环比回升..... | 9 |
| 图表 14: 房贷利润小幅回升, 但仍处于较低水平..... | 9 |
| 图表 15: 商品房销售面积在零增长附近徘徊..... | 10 |
| 图表 16: 2H19 房屋新开工及施工面积增速缓慢回落..... | 10 |
| 图表 17: 土地购置面积并不明显领先于新开工..... | 11 |
| 图表 18: 土地购置费与建筑工程投资略有此消彼长..... | 11 |
| 图表 19: 现房与期房销售面积再度出现明显分化..... | 12 |
| 图表 20: 期房销售占比持续提升..... | 12 |
| 图表 21: 开发商到位资金受定金及预收款影响增加..... | 12 |
| 图表 22: 定金与预收款在到位资金中占比逐渐提升..... | 12 |
| 图表 23: 定金及预收款受期房销售的影响较大..... | 13 |
| 图表 24: 自筹资金与商品房销售并非同周期变化..... | 13 |
| 图表 25: 从新开工到竣工的传导明显不畅..... | 14 |
| 图表 26: 预计 2020 年房屋竣工面积增速转正..... | 14 |
| 图表 27: 商品房待售面积降幅逐渐收窄..... | 14 |
| 图表 28: 商品房待售面积存在由降转升的风险..... | 14 |
| 图表 29: 2019 年基建投资增速小幅回升..... | 15 |
| 图表 30: 基建相关行业固投增速反弹力度不一..... | 15 |
| 图表 31: 2H19 交运行业固投增速多出现下滑..... | 15 |

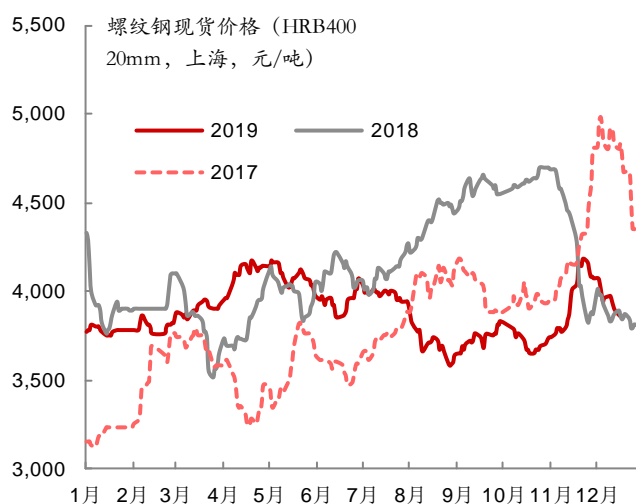
| | |
|--|----|
| 图表 32: 2H19 全国铁路固定资产投资回落..... | 15 |
| 图表 33: 公共财政收入增速的下滑压制支出..... | 16 |
| 图表 34: 土地出让金收入有小幅反弹..... | 16 |
| 图表 35: 2019 年地方政府专项债发行额明显增加..... | 17 |
| 图表 36: 地方政府专项债中基建类用途比例依然较低..... | 17 |
| 图表 37: 制造业 PMI 及相关分项有企稳迹象..... | 18 |
| 图表 38: 制造业主要细分行业固投增速小幅反弹..... | 18 |
| 图表 39: 2H19 汽车产量增速回落幅度收窄..... | 18 |
| 图表 40: 汽车经销商高库存有所去化..... | 18 |
| 图表 41: 现房销售领先于乘用车销量变化..... | 19 |
| 图表 42: 商用车销量降幅明显好于乘用车..... | 19 |
| 图表 43: 商品车销量与制造业 PMI 变动较为一致..... | 19 |
| 图表 44: 2H19 工程类重卡销量出现回升..... | 19 |
| 图表 45: 三大白家电销量受商品房销售面积影响..... | 20 |
| 图表 46: 冰箱库存处于中性水平..... | 20 |
| 图表 47: 洗衣机处于低库存状态..... | 20 |
| 图表 48: 家电出口依然维持一定增长..... | 20 |
| 图表 49: 挖掘机产量受房地产影响相对较大..... | 21 |
| 图表 50: 挖掘机产量受基建投资的影响并不明显..... | 21 |
| 图表 51: 2019 年手持船舶订单量整体下滑..... | 21 |
| 图表 52: 全球船舶订单量均处于回落状态..... | 21 |
| 图表 53: 钢材出口依然维持负增长的状态..... | 22 |
| 图表 54: 2H19 板材出口依然有明显的下滑..... | 22 |
| 图表 55: 中国向东南亚国家钢材出口继续萎缩..... | 23 |
| 图表 56: 除韩国外, 多数钢材需求国制造业尚未见起色..... | 23 |
| 图表 57: 多数产钢国粗钢产量还处于下行期..... | 23 |
| 图表 58: 内外价差环境不利于热卷出口..... | 23 |
| 图表 59: 2019 年粗钢日均产量维持高增速..... | 24 |
| 图表 60: 2H19 多数趋于粗钢产量同比增幅收窄..... | 24 |
| 图表 61: 中钢协会会员单位高炉利用系数略高于去年..... | 25 |
| 图表 62: 中钢协会会员单位转炉废钢料消耗略有提升..... | 25 |
| 图表 63: 2019 与 2020 年产能置换新增及淘汰钢铁设备规模..... | 25 |
| 图表 64: 2019 年底前新增产能投产规模相对有限..... | 26 |
| 图表 65: 2020 年置换计划新增产能投产进度..... | 26 |
| 图表 66: 2H19 废钢与铁水成本差距再度扩大..... | 26 |
| 图表 67: 长短流程炼钢成本差距也明显扩大..... | 26 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 68: 钢坯与废钢价差处于近几年低位 | 27 |
| 图表 69: 华东地区电炉盈亏平衡线对现货影响较大 | 27 |
| 图表 70: 长流程螺纹钢产量弹性有所增加 | 28 |
| 图表 71: 短流程螺纹钢产量体现出较大弹性 | 28 |
| 图表 72: 近期热卷利润再度高于螺纹钢 | 28 |
| 图表 73: 2019 年冷热价差整体处于低位 | 28 |
| 图表 74: 2019 年热卷产量并未出现明显增量 | 29 |
| 图表 75: 2019 年冷轧产量整体低于去年 | 29 |
| 图表 76: 2019 年多数时段热卷库存低于去年 | 29 |
| 图表 77: 2019 年冷轧库存明显低于去年 | 29 |
| 图表 78: 螺纹钢表观消费量开始季节性回落 | 30 |
| 图表 79: 热卷表观消费量则相对稳定 | 30 |
| 图表 80: 近期 2005 合约基差出现迅速收敛 | 31 |
| 图表 81: 12 月以来钢厂铁矿石库存明显上升 | 31 |
| 图表 82: 12 月以来钢厂焦炭库存也有所上升 | 31 |
| 图表 83: 2020 年三种产量假设下螺纹钢库存推演 | 31 |
| 图表 84: 钢材近远月基差波幅或收窄 | 32 |
| 图表 85: 预计上半年螺纹强于热卷的现象尚难改变 | 32 |

1、2019 年钢材市场回顾

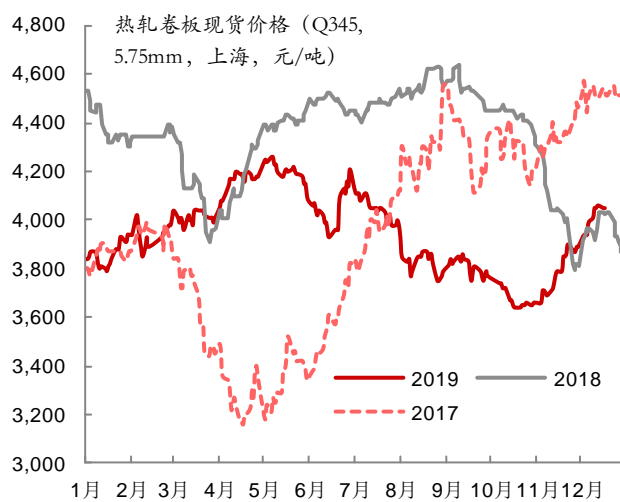
2019 年钢材现货价格波动率较过去两年收窄，且没有呈现明显的趋势性。上海地区螺纹钢与热卷现货价格全年基本在 3550-4200 元/吨和 3600-4300 元/吨区间内震荡。此外，从基差角度，以螺纹钢 1 月合约为例，上半年 2001 合约基差率强于 1901 合约，而下半年整体弱于 1901 合约，也显示出上半年螺纹钢现货强于下半年。同时，2019 年螺纹钢基差依然维持在比较高的水平，基差率的波动幅度也较往年略有收窄。

图表 1：2019 年螺纹钢现货价格区间震荡



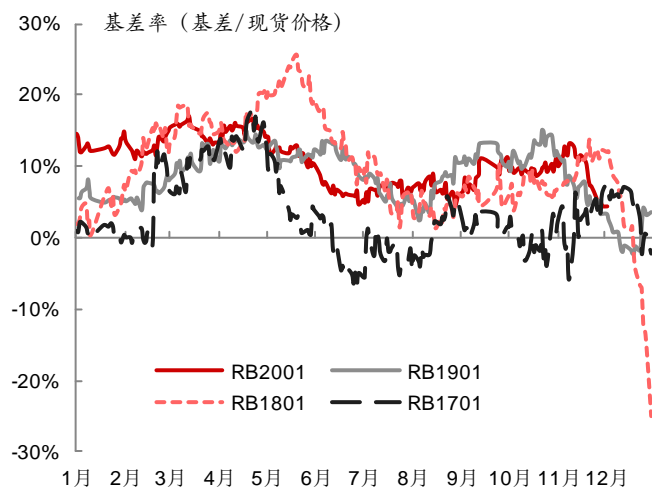
资料来源：Wind（数据截至 2019/12/18）

图表 2：2019 年热卷现货价格区间震荡



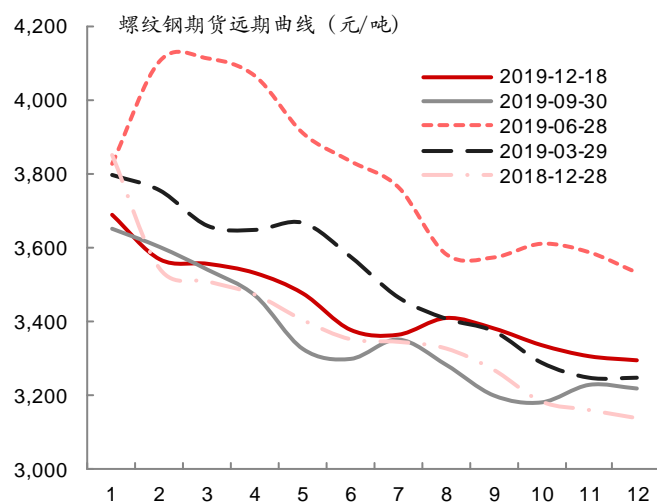
资料来源：Wind（数据截至 2019/12/18）

图表 3：2019 年螺纹钢基差率窄幅运行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/18）

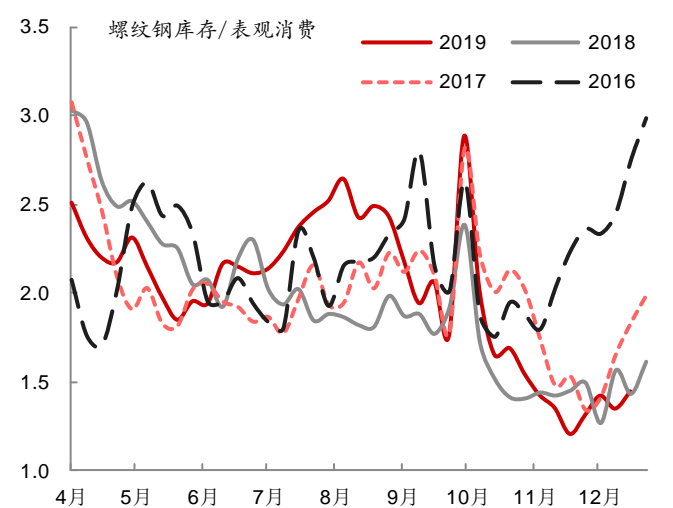
图表 4：2019 年螺纹钢远期曲线略有平坦化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/18）

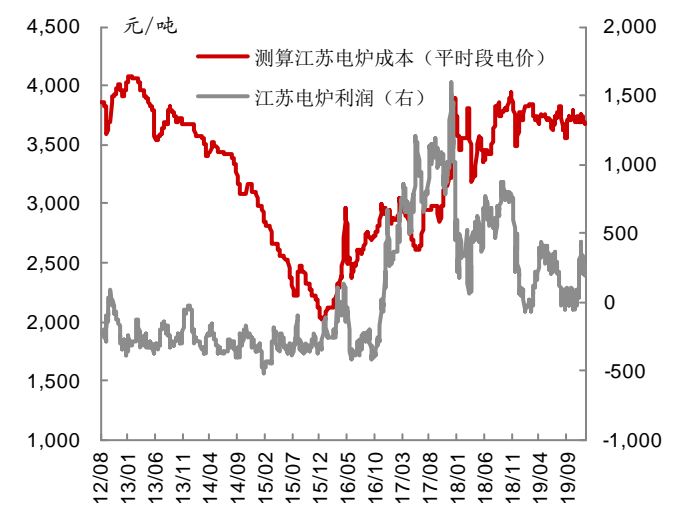
同时，钢材期货合约的远期曲线在过去的一年中依然延续 back 结构，但远期曲线也在逐渐平坦化。我们以每个季度最后一个交易日螺纹钢的远期曲线来做比较，除了 6 月底市场出于对唐山地区高炉环保限产加严的预期而大幅拉升了 8-10 月合约价格外，基本呈现逐季走平的特征。从 2019 年钢材期现货价格运行的特征来看，一方面，强现实、弱预期的特点并没有出现明显的改变，尤其是螺纹钢库存消费比多数时段还低于过去几年，也使得基差率依然维持在 10% 左右的水平。但另一方面，随着电炉产能的增加，钢材尤其是长材供应的弹性明显提高。电炉拥有丰厚利润和大量亏损减产的难度都比较大，使得现货价格的波动降低，同样也是导致远期曲线逐渐走平的重要原因。

图表 5：螺纹钢库存表需比依然处于低位



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/19）

图表 6：江苏电炉成本为螺纹钢现货提供支撑



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/18）

2、建材需求尚有余温，制造业回升慢变量

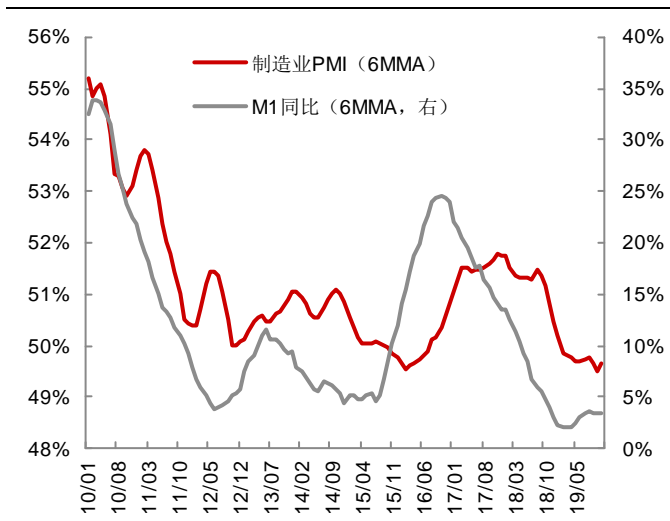
2.1、房地产犹存韧性，但高周转带来再库存风险

2019 年四季度，国内经济数据有一定企稳的迹象。多数经济数据在 10 月份出现低点后，11 月有所反弹，但表现仍存在一定的分化。工业生产在三季度末似乎已经开始出现回暖的迹象，工业增加值同比增速年内低点出现在 8 月，此后整体有小幅回升。而反映工业需求的发电量增速下半年也有所反弹，尤其是沿海六大电厂的日均耗煤量下半年同比开始由负转正。固定资产投资增速在 11 月只是没有进一步下行，回升态势尚不明显。制造业 PMI 在 11 月回升到荣枯线以上，而以往从 M1 同比增速回升到制造业景气度回升一般需要 6 个月以上的时间。而 M1 增速的低点出现在 2019 年 1 月，也意味着制造业的确也存在着企稳的迹象。从数据上看，国内经济进一步下滑的压力有所缓解，不过目前回升的力度还比较温和。

作为全面建成小康社会和“十三五”规划收官年，2020 年国内政策的首要目标依然是维持经济增速的稳定。12 月中央经济工作会议依然强调“稳字当头”，继续实施积极的财

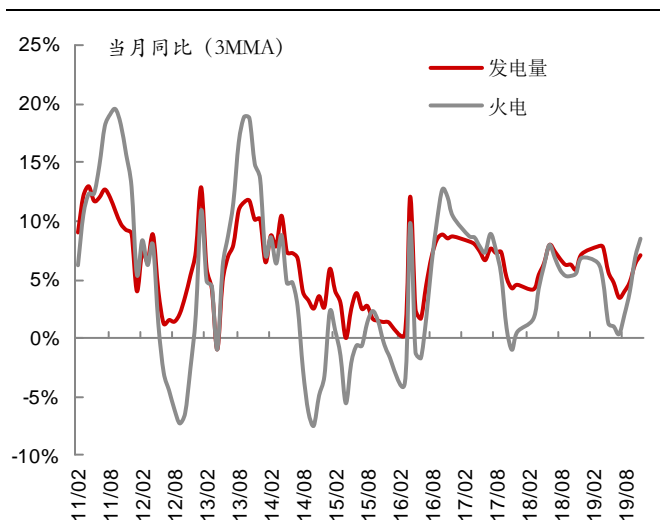
政政策和稳健的货币政策。从货币政策的角度看，2019 年货币和信贷增速均有所回升，但与 2010 年以来的两轮宽松周期相对比，目前货币以及信贷增速的提升都非常温和，2020 年大幅宽松的可能性也比较有限。

图表 7：4Q19 制造业 PMI 有企稳迹象



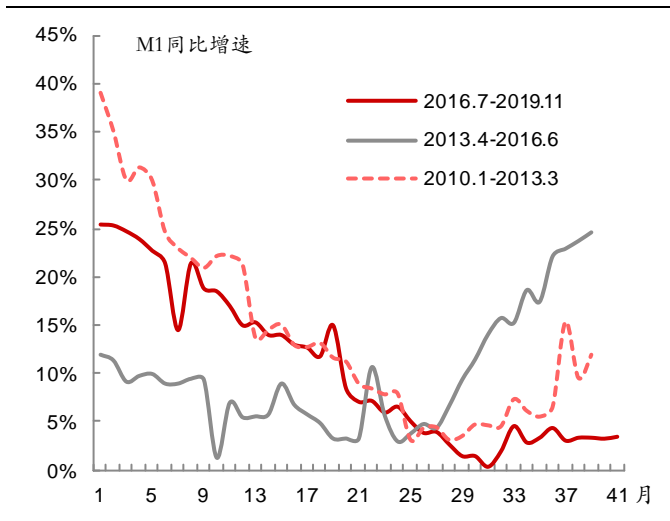
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 8：4Q19 发电量增速出现反弹



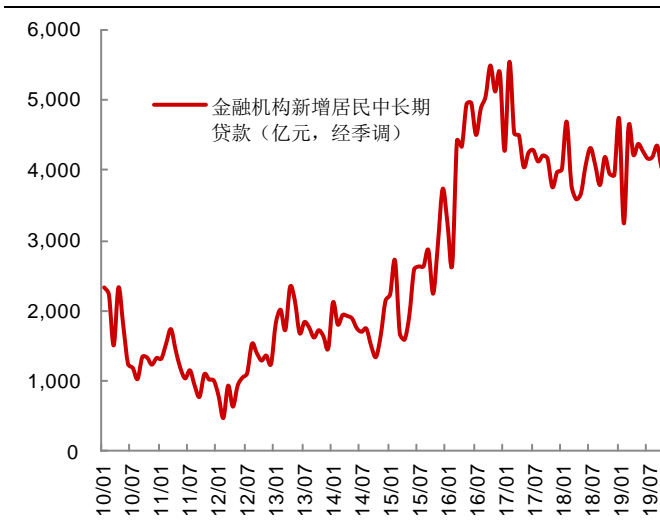
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 9：本轮 M1 增速的回升相当温和



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 10：信贷呈现缓慢回升的态势

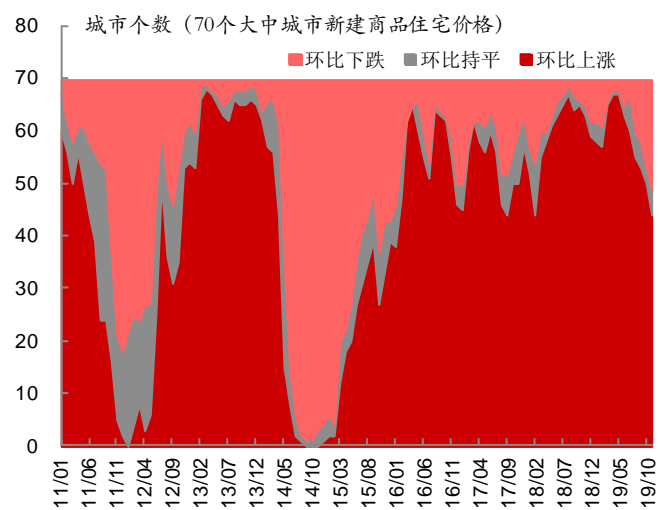


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

从房地产行业来看，政策依然在稳增长和稳房价之间进行平衡。根据融 360 数据显示，2019 年房贷利率上半年小幅回落后，下半年再度略微上行，但依然处于低利率的环境。而在国家统计局统计的 70 个大中城市中，下半年新建商品住宅以及二手房价格环比下

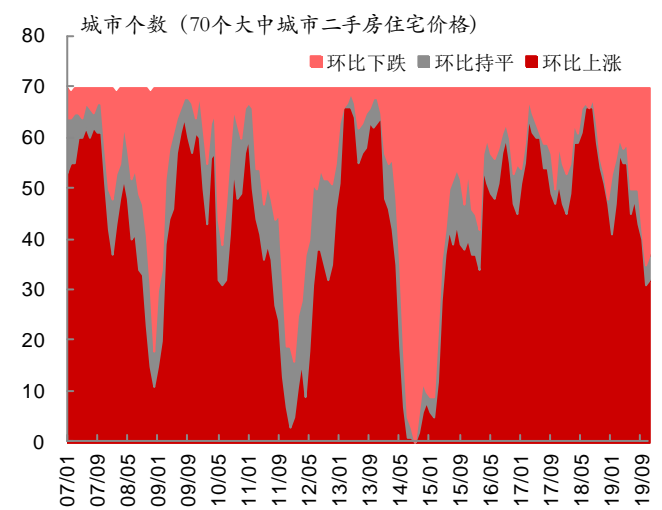
跌的城市数量均有所增加，二手房价格环比下跌的城市数量更多。不过，由于房价环比下跌的幅度比较微弱，平均来看二手房平均价格仍呈稳中略涨的态势。整体来看，政策的导向依然是维持房价和商品房销量的相对稳定。一方面要控制房价回落的幅度，另一方面，从本轮房价上涨的时间和幅度来看，居民部门继续加杠杆面临的风险也相当之大。此外，由于国内经济出现了一定企稳的迹象，“房住不炒”、“因城施策”的房地产调控政策基调在 2020 年很难出现根本的转向。

图表 11：新建住宅价格下跌城市数量略有增加



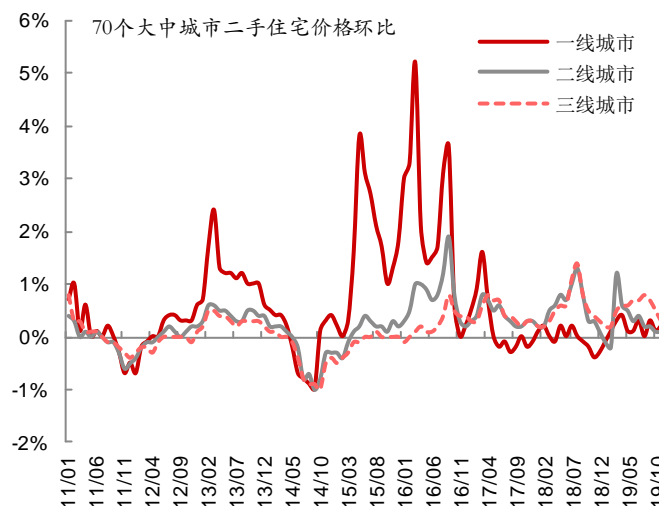
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 12：二手房住宅价格下跌的城市数量增加



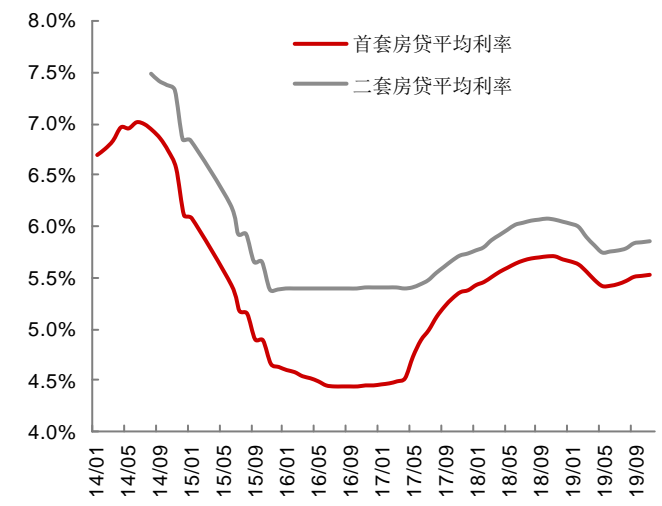
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 13：70 个大中城市二手房价格整体仍环比回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 14：房贷利润小幅回升，但仍处于较低水平

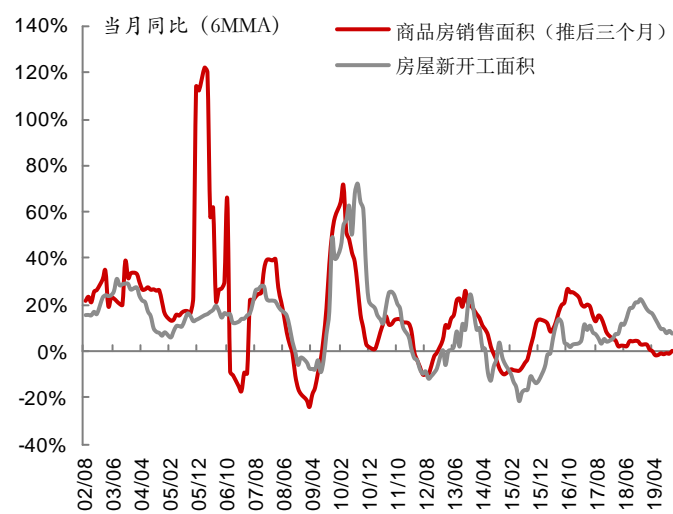


资料来源：融 360（数据截至 2019/11）

受房地产调控政策的影响，商品房销售面积自 2019 年以来单月基本在零增长附近徘徊。而房地产新开工及施工面积单月数据虽然有较强的波动，也对市场预期形成了明显扰动。但如果平滑来看，下半年房屋新开工面积增速整体呈下滑的态势，施工面积增速还处于高位运行。

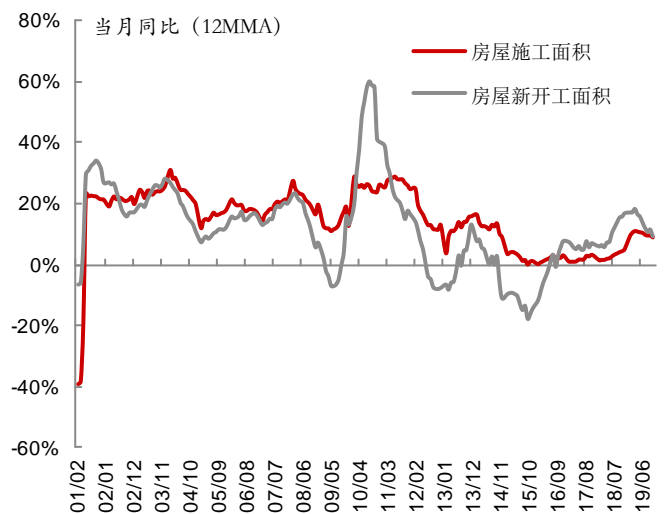
如果将商品房销售面积以及土地购置作为新开工的领先指标，那么房屋新开工增速应当更早且更为明显的出现下滑。但我们认为，在一定程度上应当重新审视房地产开工建设与拿地和销售指标的逻辑关系。首先，虽然市场存在先拿地再开工的逻辑预期，但从历史数据上看，土地购置面积与房屋新开工面积增速并不存在明显的领先关系，甚至 2009 年以来的几轮周期中，新开工面积的增速变化是领先于土地购置面积的。即房地产周期刚开始启动的阶段，开发商对于加大拿地力度还抱有比较谨慎的态度，往往销售和开工建设启动的时点会早于拿地。在周期回落的阶段，两者同步性相对更高，但接近终端的环节对市场变化也会更为敏感。另外，如果从土地购置费与建筑工程投资之间的关系来看，在 2013 年之前，两者基本呈现同向的变动关系。也意味着在此前房地产的上行和下行周期中，土地和建筑工程的投资会呈现一致性的变化。但 2016 年以来，两者似乎开始呈现此消彼长的状态。从房地产开发投资增速的变化看，房地产周期波动的幅度在逐渐变得平缓。而由于开发商融资环境依然处于偏紧的状态，加之地价的上涨，开发商也在拿地和建筑施工的投资上进行权衡和分配。从 2017 年到 2018 年上半年，房地产投资明显向拿地倾斜。而 2018 年中以来，土地购置费增速下降，而建筑工程投资增速则逐步提升。2019 年下半年，土地购置面积同比降幅再度出现一定收窄。而在房地产政策倾向趋稳，开发商融资环境也并未出现明显变化的情况下，两者依然可能延续此消彼长的关系。

图表 15：商品房销售面积在零增长附近徘徊



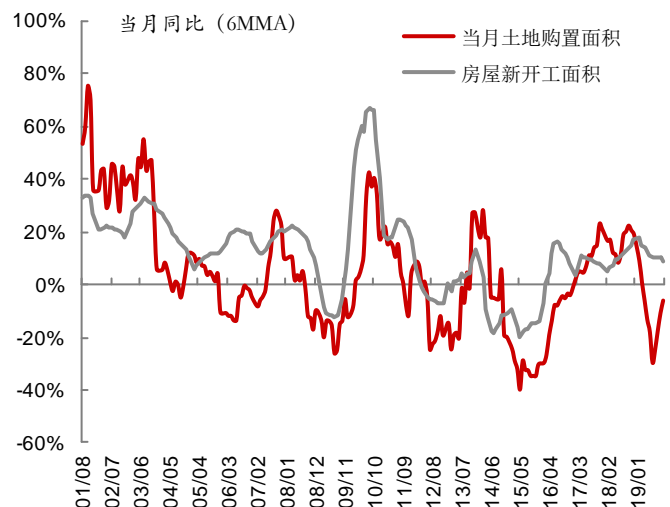
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 16：2H19 房屋新开工及施工面积增速缓慢回落



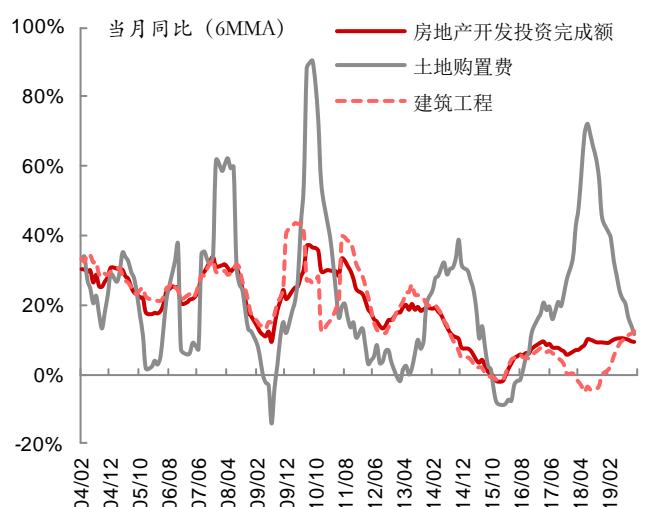
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 17: 土地购置面积并不明显领先于新开工



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 18: 土地购置费与建筑工程投资略有此消彼长

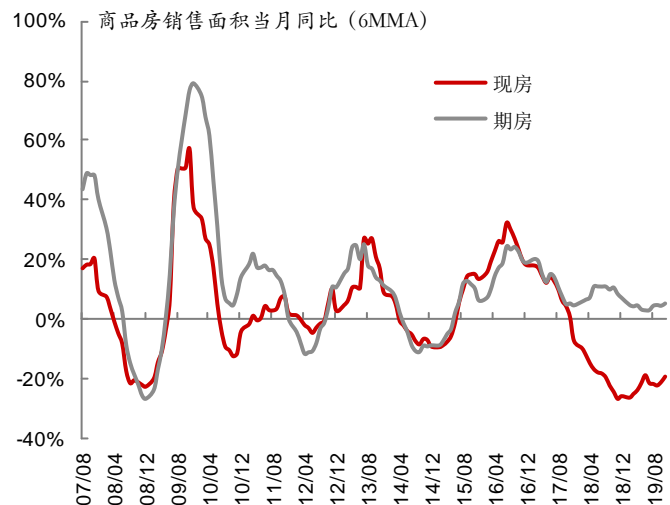


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

而 2018 年下半年以来, 商品房销售与新开工之间则更多的体现为互相影响的关系。从商品房销售的结构上来看, 期房销售面积所占的比重在 2018 年下半年后基本上升了 10 个百分点, 而期房和现房的销售增速也出现了近 10 年来最长时间的分化。出现这种分化的核心原因在于房地产开发商到位资金结构的变化。在房地产开发资金结构中, 自筹资金和定金及预收款为两项主要的资金来源, 目前比重均在 33% 左右。定金及预收款与商品房销售尤其是期房销售面积的变化周期高度一致。而自筹资金则反映房地产企业的筹融资能力, 与商品房销售并未呈同周期变化, 且同比变动的幅度较定金预收款相对温和。尤其是 2012 年之前, 自筹资金基本稳定在 20% 以上的同比增速, 即便是在房地产销售下行周期定金及预收款大幅负增长的阶段, 也能够一定程度上起到对冲开发商资金紧张状况的作用。

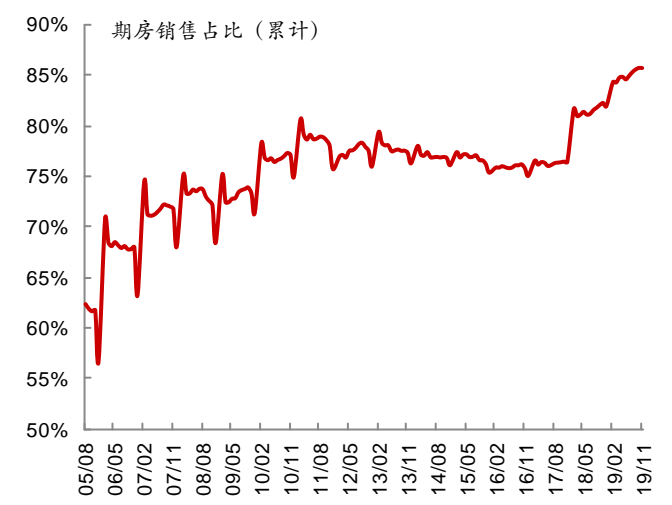
但是随着房企筹融资环境的收紧, 自筹资金增速逐渐下滑, 而开发商则需要定金及预收款收入保持相对稳定的增速以维持整体资金状况的稳定。从资金结构比例上看, 我们也看到 2016 年以来定金及预收款在房地产开发资金来源中的占比有明显的提升。而要保持定金及预收款的增速, 则要求商品房销售依然维持增量。一方面, 在期房与现房销售分化的格局下, 只有期房销售保持一定的增量才能维持商品房销售的稳定; 另一方面, 期房销售的模式缩短了开工建设到销售回款的周期, 近似于以商品房开发前期投入来撬动销售回款, 在筹融资环境依然偏紧的状况下仍是房地产企业改善资金状况的途径之一。因此, 短期来看房地产企业也很难放弃高周转的模式, 这也使得了新开工依然具有一定的韧性。即若房地产调控政策不放松, 新开工、商品房销售与房企资金之间在一定程度上已经是“唇齿相依”的关系。在高开工建设传导到竣工增加, 导致商品房屋库存上升前, 高周转模式还是能够带来正反馈的。但其中主要的潜在风险依然在于高开工带来的再库存风险。

图表 19: 现房与期房销售面积再度出现明显分化



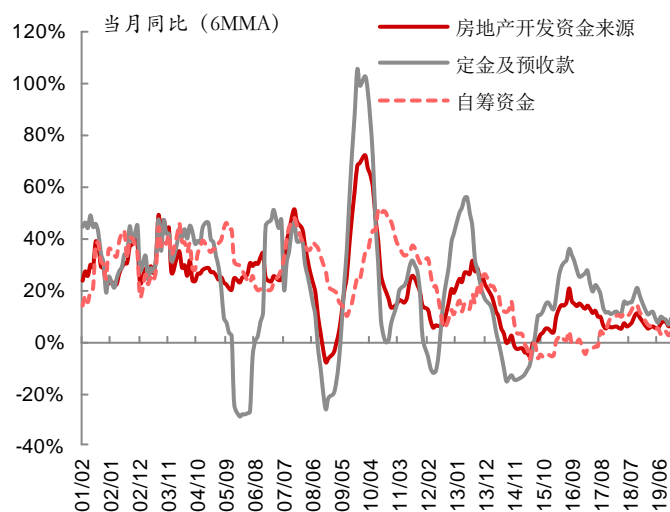
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 20: 期房销售占比持续提升



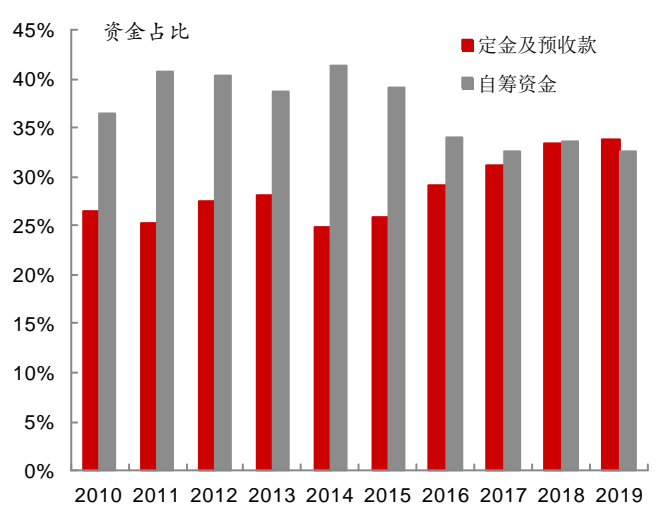
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 21: 开发商到位资金受定金及预收款影响增加



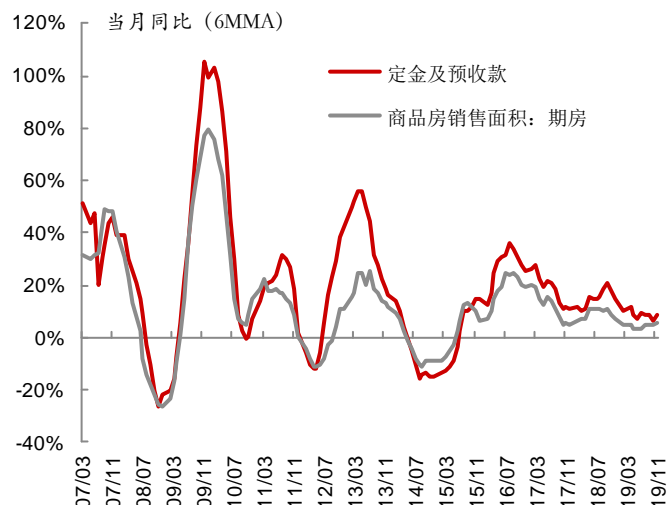
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 22: 定金与预收款在到位资金中占比逐渐提升



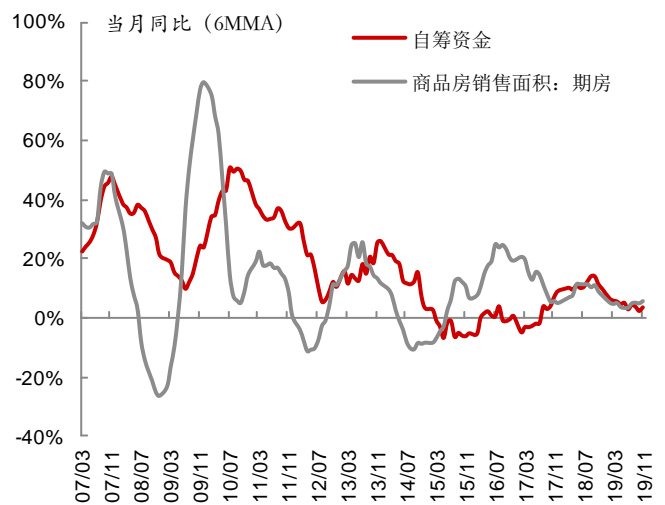
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (2019 年截至 11 月)

图表 23：定金及预收款受期房销售的影响较大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 24：自筹资金与商品房销售并非同周期变化



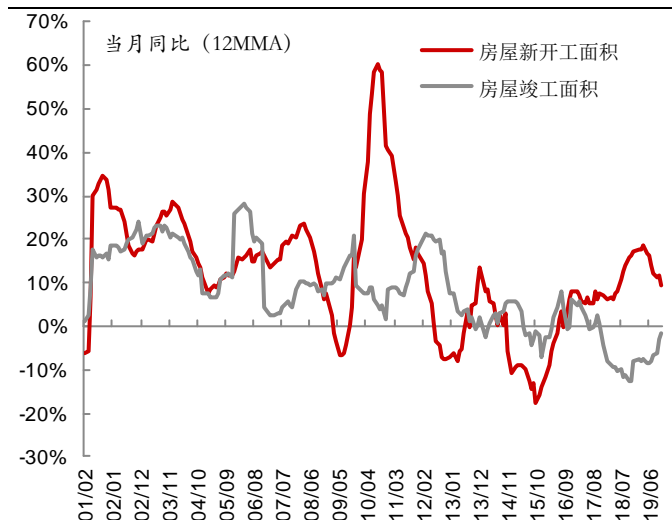
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

由于高开工以及施工周期的延长，本轮从新开工面积增速回升到竣工面积回升的周期明显拉长，2019 年 8 月才开始出现单月竣工面积同比的转正。而从扣减掉竣工面积后的房屋施工面积变化趋势来看，2020 年竣工大概率会延续回升的势头。而由于此前从开工建设到竣工的传导不畅，房屋竣工面积始终处于大幅负增长的状态，也使得商品房待售面积持续下降。而我们也看到，2018 年二季度以来，随着销售面积增速的下滑，商品房库存的环比降幅在逐渐的收窄。2019 年下半年，随着竣工面积同比增速开始缓慢由负转正，部分月份的商品房待售面积降幅已经回落到单月 100 万平方米左右的水平。

在商品房销售面积持稳而竣工回升的情况下，房地产企业若延续高周转模式也终将遇到瓶颈，即商品房销售难以承接竣工增加的规模，使得库存再度上升。从当前来看，房屋施工面积与商品房销售面积的比值自 2018 年回升以来仍处于较高的水平。同时从目前商品房库存下降的速度来看，2020 年有可能看到库存的拐点。不过，由于房屋施工、竣工和商品房销售的统计口径有比较大的差异，出现库存拐点的时点还难以确定。如果一旦出现拐点，市场也会再度审视高周转模式的持续性。

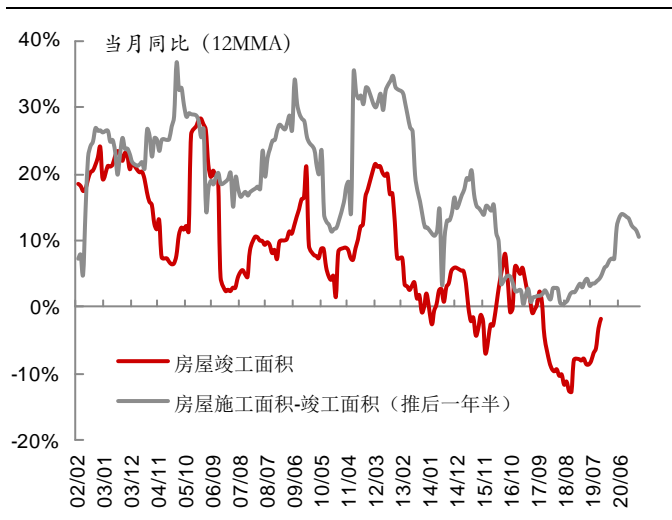
从节奏上看，我们认为在商品房库存尚未看到拐点之前，房屋新开工面积增速还很难出现大幅的回落，预计仍会处于整体温和下滑的状态。同时，前期的高开工带来的施工规模对于建筑用钢需求也依然存在支撑。而若稳房价的政策基调不出现改变，也意味着房地产销售市场从增量市场转向存量市场，高开工高周转模式也必然会遇到瓶颈。因此，我们对于上半年房地产用钢需求仍抱有相对乐观的态度，但在 2020 年全年的持续性目前还很难断言，需要关注库存的变化情况。

图表 25：从新开工到竣工的传导明显不畅



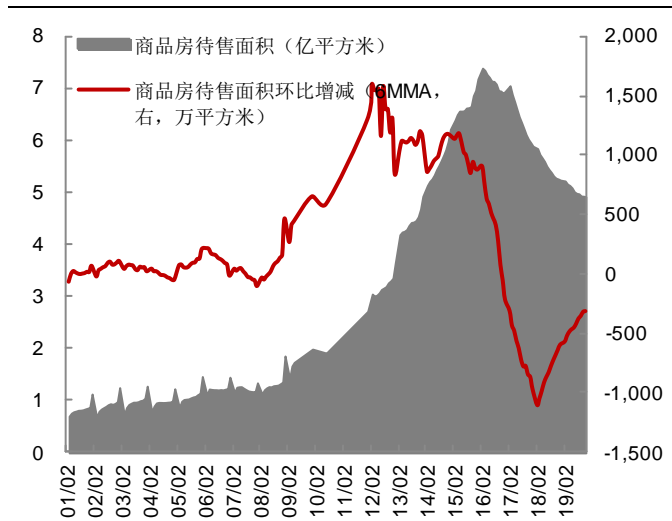
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2019/11）

图表 26：预计 2020 年房屋竣工面积增速转正



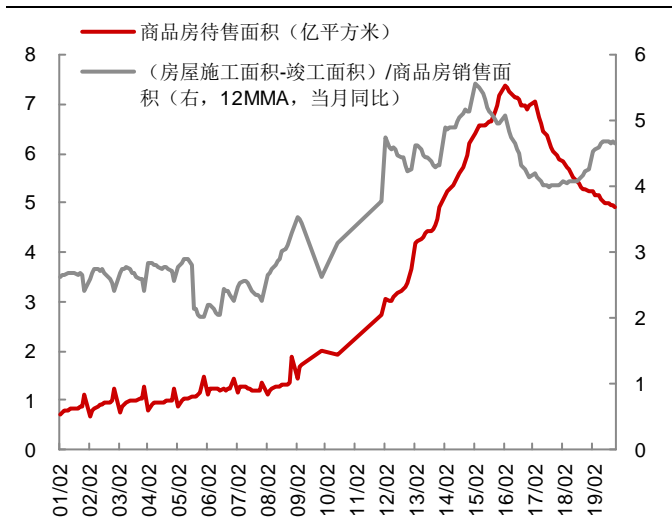
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2019/11）

图表 27：商品房待售面积降幅逐渐收窄



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2019/11）

图表 28：商品房待售面积存在由降转升的风险



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2019/11）

2.2、基建投资前高后低，总量回升幅度有限

2019 年基建投资虽有小幅回升，但回升幅度依然相当温和，1-11 月国家统计局统计的含电力的基础设施建设投资累计同比仅为 3.47%。从基建涉及的主要行业固定资产投资完成额的变化来看，2H19 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速反弹较为明显，而交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业固定资产投资增速的回升则相当温和。

相较于电力热力和水利环保行业，交运行业对于钢材需求的拉动更为明显。但从交运细

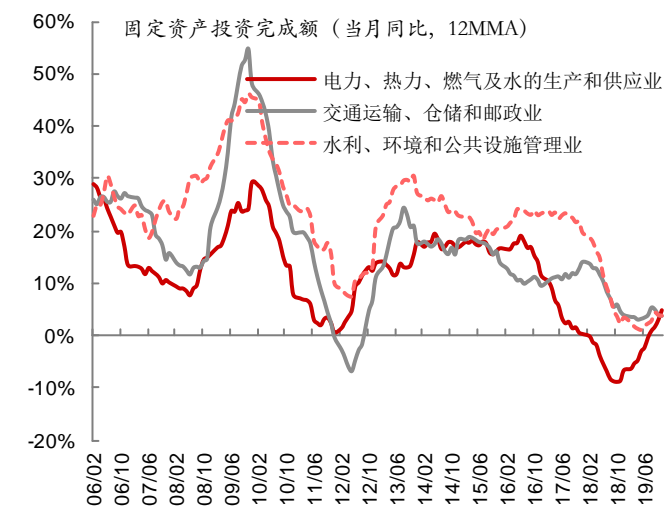
分行业的固投增速来看，除了道路运输业之外，2019年下半年铁路运输业、水上运输业和航空运输业的固投增速均有比较明显的下滑。铁路总公司披露的全国铁路固投完成额在经历了上半年的高速增长后，下半年也转向了负增长。根据交通运输部规划，2020年铁路、公路水路和民航投资分别为8000亿、1.8万亿和900亿元，而据交通运输部的统计，2019年上述三项投资预计分别为8000亿、2.3万亿和950亿元，2020年计划投资额还略有减量。由此来看，2020年基建总体能够发力的程度也并不十分乐观。

图表 29：2019 年基建投资增速小幅回升



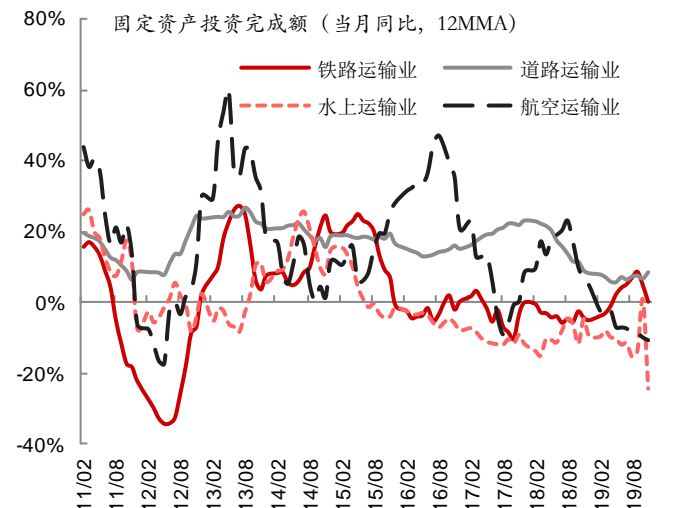
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2019/11）

图表 30：基建相关行业固投增速反弹力度不一



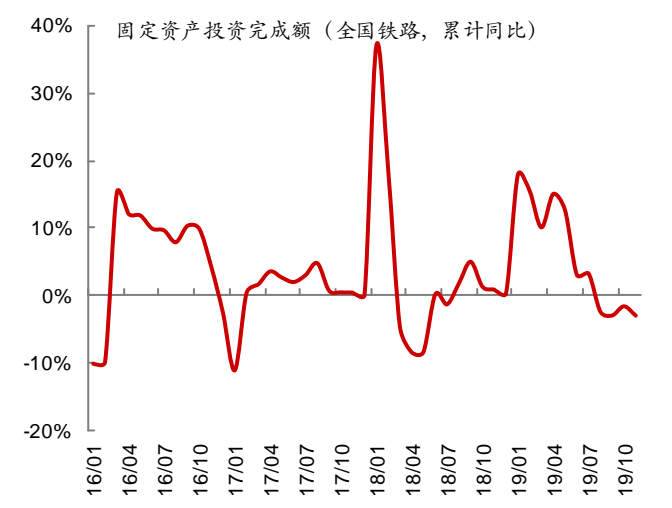
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2019/11）

图表 31：2H19 交运行业固投增速多出现下滑



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2019/11）

图表 32：2H19 全国铁路固定资产投资回落



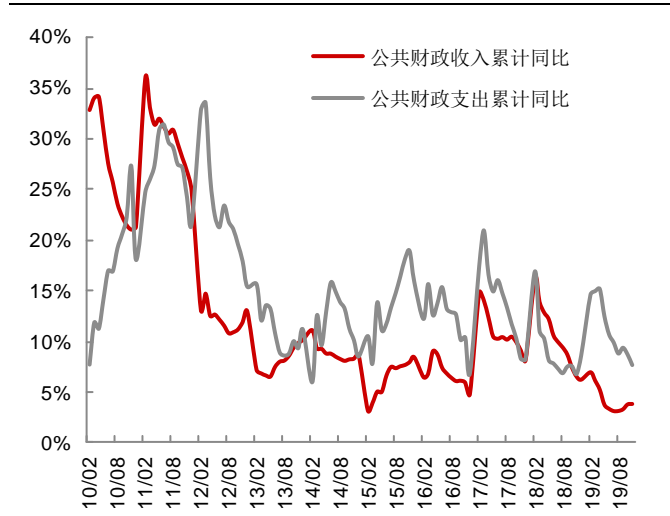
资料来源：Wind（数据截至2019/11）

制约基建发力的核心因素在于资金层面的“捉襟见肘”。公共财政收入增速依然延续回落态势，在政府财政赤字没有加码的情况下，对财政支出的空间也形成制约。而由于下半年拿地情况有所好转，土地出让金收入略有回升，也带动地方本级政府性基金收入增速由负转正。然而，在房地产调控没有明确放松，商品房销量增幅空间不大的情况下，也很难期待土地市场会出现明显好转，土地出让金收入预计还将处于低速增长的格局。

地方政府专项债方面，截至12月20日，2019年地方政府专项债合计新增发放规模约2.15万亿（不包括置换债券），与2018年相比增加了约6700亿元。虽然规模大幅上升，但其中用于基建领域的规模依然相当有限。我们大致将2018年以来新增的地方政府专项债分为土地储备、棚户区改造以及基建类用途。而归于基建类用途的专项债中，还有一部分比例用于乡村振兴、科教文卫等对钢材需求拉动比较有限的领域。即便从相对广义的基建用途专项债来看，2019年用于基建相关领域的地方政府专项债也仅有7500亿左右，占总新增规模的比重不到35%。对比2018年，用于相对广义的基建类领域的金额约为5800亿元，2019年增加的幅度并不是很大。

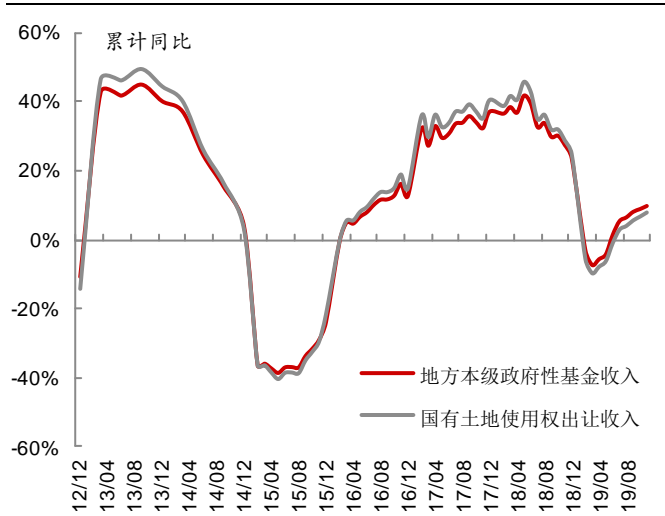
9月国务院常务会议提出提前下达2020年专项债额度，财政部也在11月下达了1万亿的新增额度，目前来看提前下达的额度多数会在明年一月初发行。从节奏上看，2019年上半年专项债集中发行的时点主要是在3月和6月偏季末的时点，一季度累计发行新增地方专项债合计6676亿元，如果扣除土地储备和棚改用途，基建类用途的地方政府专项债合计约1857亿元。而根据国务院的要求，2020年首批专项债重点投资的领域主要在铁路、轨交、城乡电网等偏基础设施建设的领域。财政部也印证了地方拟提前下达的专项债券重点用于上述用途，即2020年初发行的专项债用于基建领域的比重将有明显的提升。若首批发行的1万亿左右专项债中80%左右用于基建领域，则将超过2019年全年的水平。因此预计2020年上半年基建领域的投资和相应开工情况将有较为明显的好转。

图表 33：公共财政收入增速的下滑压制支出



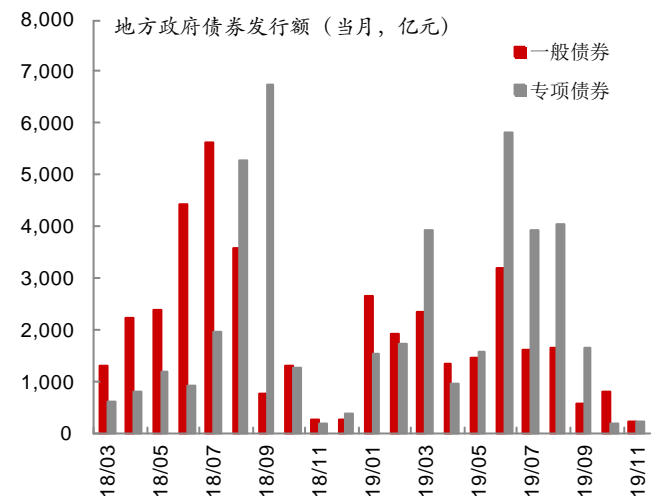
资料来源：财政部（数据截至2019/11）

图表 34：土地出让金收入有小幅反弹



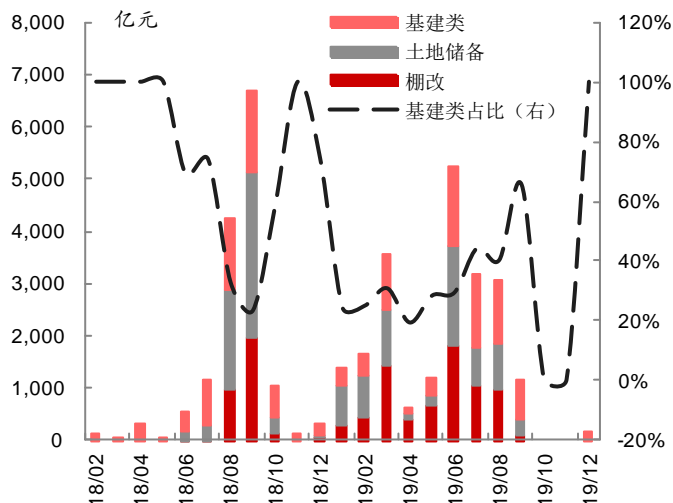
资料来源：财政部（数据截至2019/11）

图表 35: 2019 年地方政府专项债发行额明显增加



资料来源: 财政部 (数据截至 2019/11)

图表 36: 地方政府专项债中基建类用途比例依然较低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/20)

不过同时值得关注的是, 2020 年地方政府专项债的提前投放影响的是基建投资总额还是仅仅是资金投放的节奏。如果在年初第一批发行专项债后, 后续发行依然主要集中在土储和棚改用途, 那么专项债对于基建投资总量的拉动作用依然相对有限, 且可能会造成上半年集中投放, 而后续乏力的问题。目前专项债用途结构是否会出现整体调整还很难有明确的定论, 我们预计上半年资金的集中投放或将带动基建投资增速出现比较明显的回升, 对相应领域的用钢需求也会形成拉动, 但无论是从交运相关行业 2020 年的计划投资额还是专项债结构的不确定上, 基建发力的持续性依然有很大的疑问。

2.3、制造业边际好转, 上行驱动尚显不足

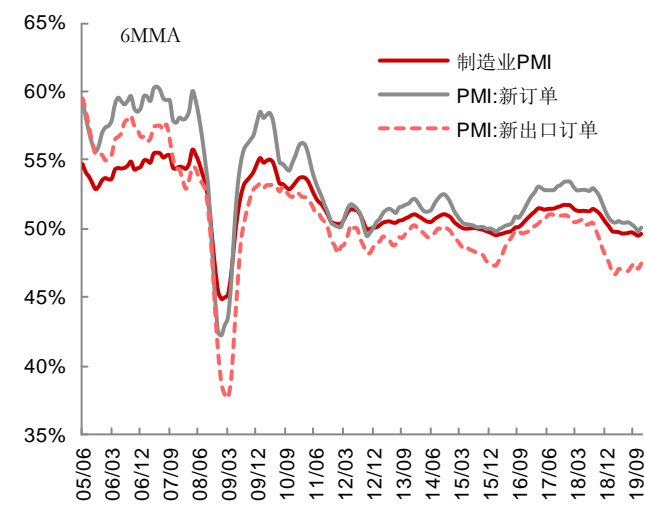
2019 年下半年制造业出现了一定企稳的迹象。制造业 PMI 和新订单指数都呈现出底部震荡的状态。而由于中美贸易谈判出现缓和, 新出口订单分项筑底反弹的迹象则相对更为明显。另外从固定资产投资来看, 四季度制造业以及相关细分行业的投资完成额的确也出现了一定回升或降幅收窄的现象。总体来看, 若 2020 年中美贸易谈判没有再度恶化的趋势, 制造业整体环境会较 2019 年有一定的好转。

在制造业细分行业中, 汽车和家电在一定程度上受到房地产市场景气程度的影响。汽车方面, 中汽协的数据显示, 2019 年下半年乘用车及商用车的产销量同比降幅均开始收窄, 1-11 月乘用车和商用车产量累计同比分别下降 10.63% 和增加 0.22%, 汽车经销商库存系数也整体出现了边际的转好。乘用车方面, 商品房销售面积尤其是现房的销售面积对于乘用车销量增速有较为明显的领先性。从逻辑上来看, 商品房购置的增加可能也会随之带来汽车购置和置换需求。另外, 汽车的购置需求可能也在一定程度上源于房价上涨带来的潜在财富效应。而 2019 年下半年现房销售面积的同比降幅虽然有所收窄, 但幅度也比较有限。加之“因城施策”的房地产调控政策对于商品房销量和房价依然形成抑制,

即便未来可能会出台拉动汽车消费的相关政策，我们认为乘用车市场还难以出现明显的起色。

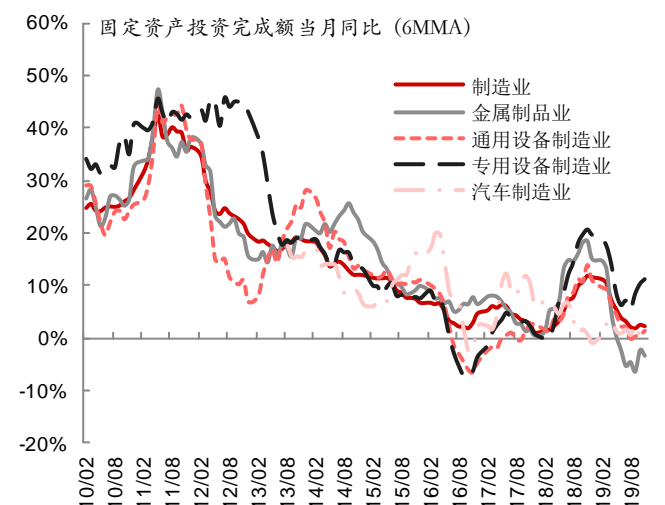
商用车市场的表现则相对好于乘用车。虽然商用车同样受到房地产周期的影响，但其受影响程度明显低于乘用车。整体来看，商用车销量与制造业 PMI 尤其是新订单指数有较强的同步变化。此外，从重卡销量结构来看，下半年工程类重卡的销量也出现回升。由于制造业整体出现企稳迹象，加之若 2020 年上半年基建投资有所增加，预计对商用车需求将会形成一定支撑。

图表 37：制造业 PMI 及相关分项有企稳迹象



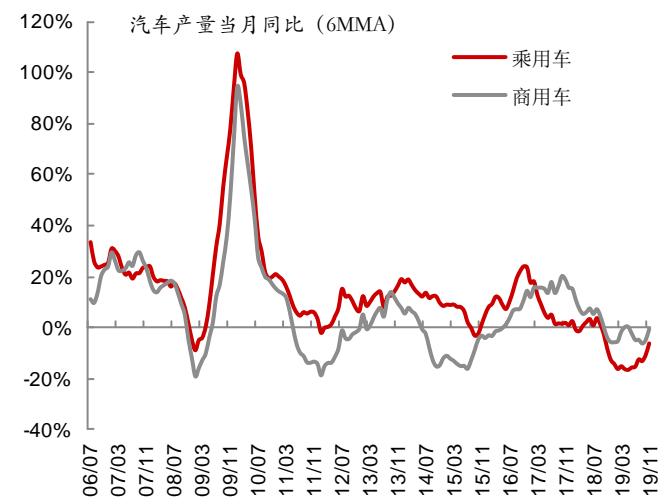
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 38：制造业主要细分行业固投增速小幅反弹



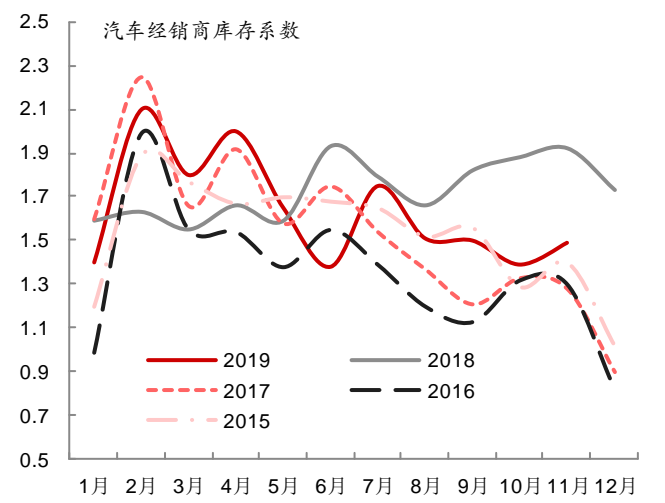
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 39：2H19 汽车产量增速回落幅度收窄



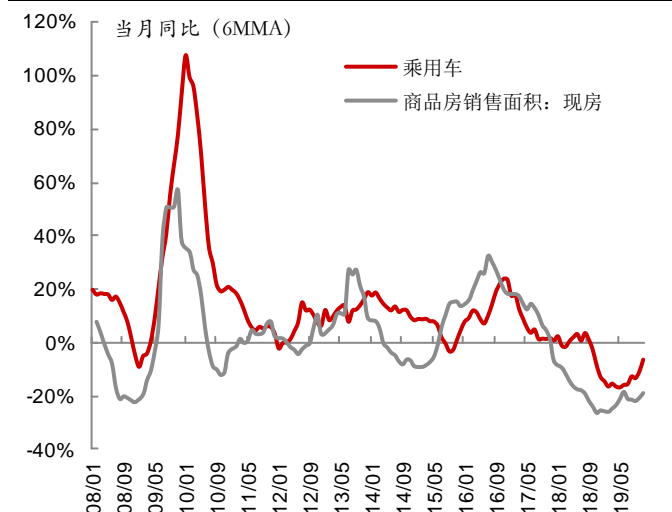
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 40：汽车经销商高库存有所去化



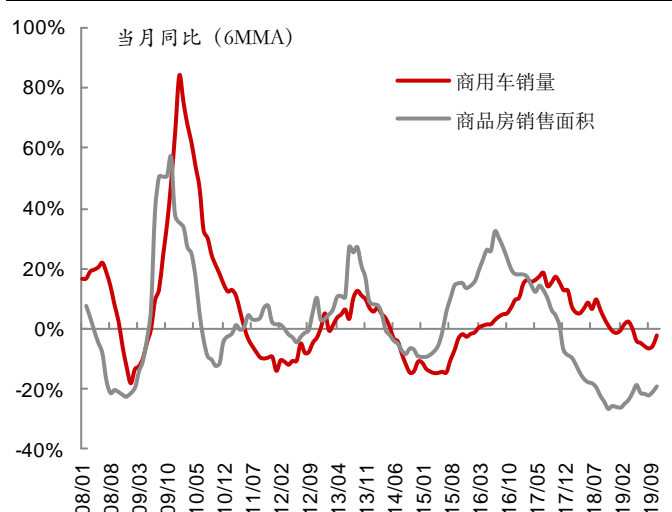
资料来源：中汽协（数据截至 2019/11）

图表 41: 现房销售领先于乘用车销量变化



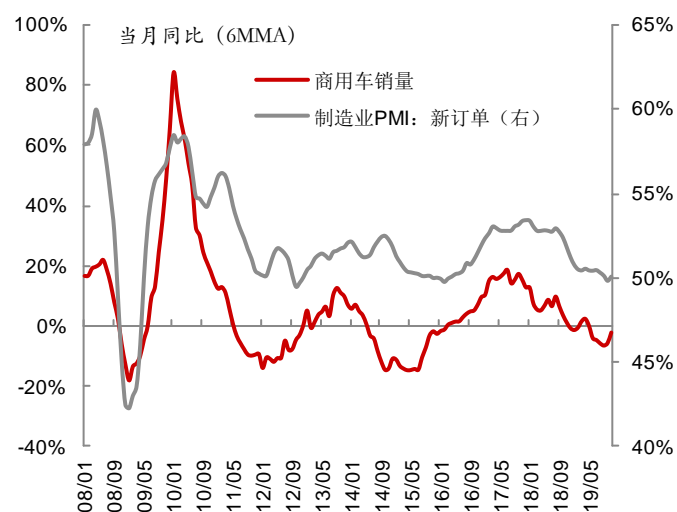
资料来源: 中汽协, 国家统计局, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 42: 商用车销量降幅明显好于乘用车



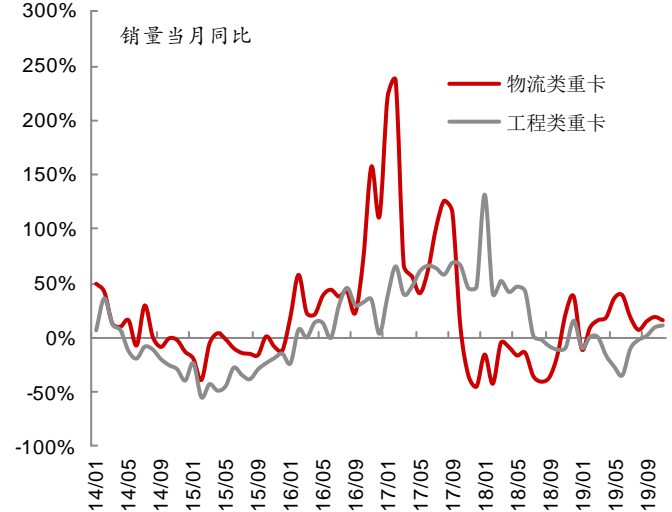
资料来源: 中汽协, 国家统计局, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 43: 商品车销量与制造业 PMI 变动较为一致



资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 44: 2H19 工程类重卡销量出现回升

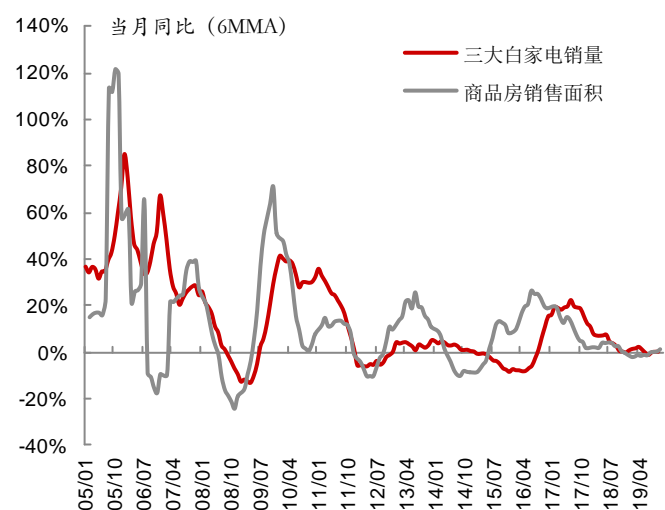


资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

家电方面, 根据产业在线数据, 1-10 月家用空调、冰箱和洗衣机三大白家电累计销量同比微增 0.15%, 产量同比增加 1.14%。整体来看, 家电销量增速同样略微滞后于商品房销售周期, 这也意味着家电产销量在商品房销售走平的阶段大概率维持较为平稳的水平。而三大白家电库存水平略有差异, 产业在线统计的空调库存依然处于偏高水平, 尚有一定的去库存压力, 而冰箱和洗衣机则处于相对低库存的环境。此外, 从外需角度来看, 即便贸易环境紧张, 2019 年家电出口量依然维持着一定的同比增速。我们预计 2020

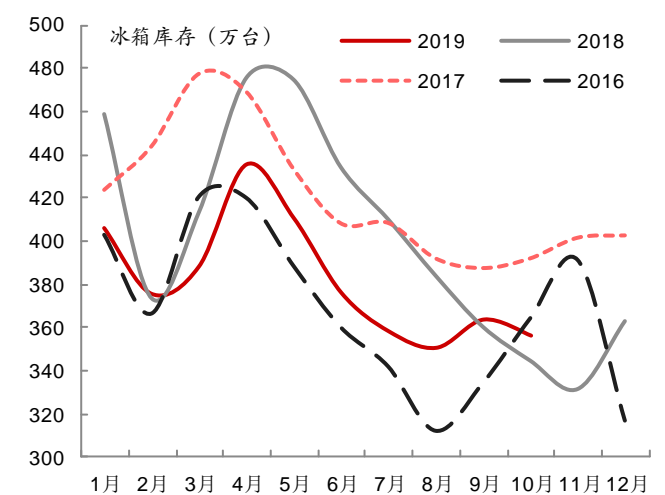
年家电产销量依然会延续小幅增长的状态,但由于房地产市场对于家电需求的拉动较为有限,家电用钢也难以出现明显的上行周期。

图表 45: 三大白家电销量受商品房销售面积影响



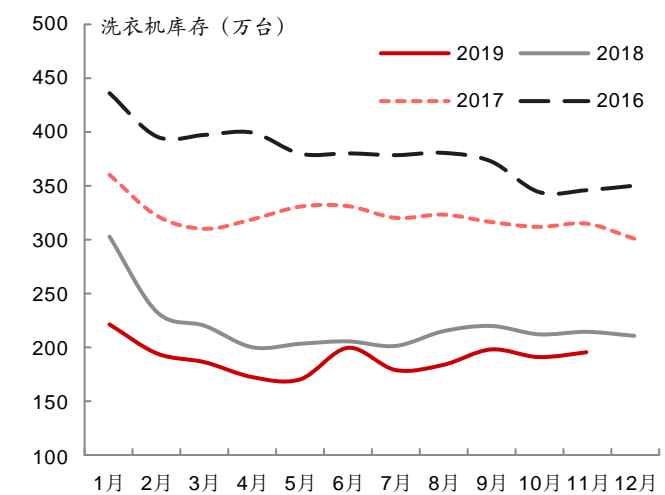
资料来源: 产业在线, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 46: 冰箱库存处于中性水平



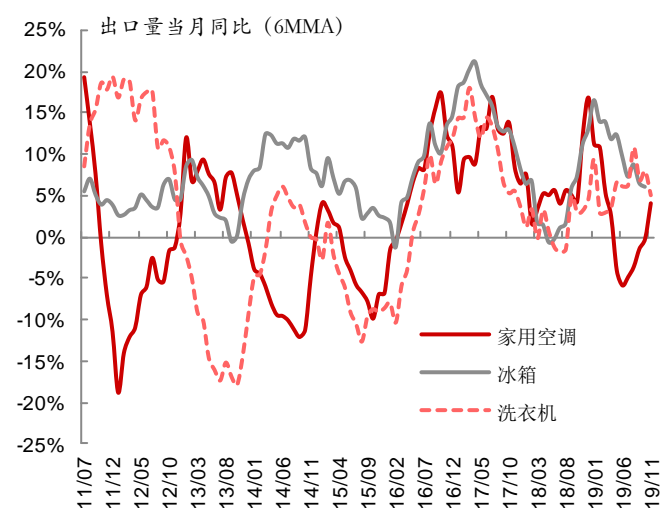
资料来源: 产业在线 (数据截至 2019/10)

图表 47: 洗衣机处于低库存状态



资料来源: 产业在线 (数据截至 2019/11)

图表 48: 家电出口依然维持一定增长



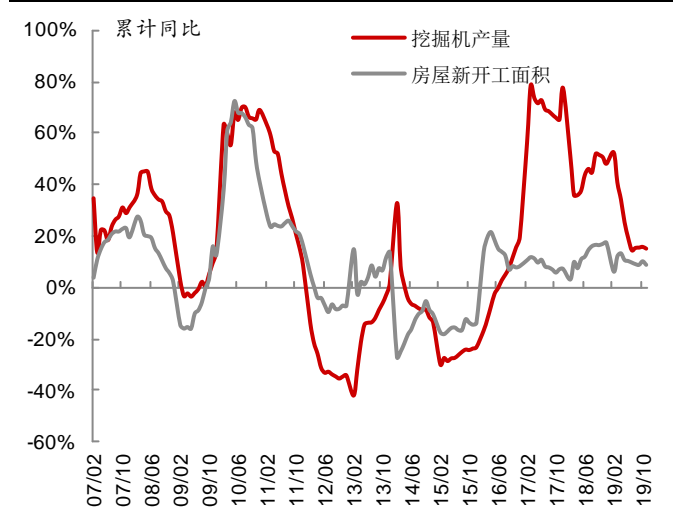
资料来源: 产业在线, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

机械船舶方面, 2019 年以挖掘机为代表的工程机械类产品产量依然维持较高的增速, 但挖掘机产量较 2017-2018 年同比增速已经出现放缓。不同于市场传统认为基建类需求是带动工程机械需求回升的主要因素, 我们认为基建相关主要行业的固投增速对挖掘机产量并没有非常明显的引导作用, 即便 2008-2012 年基建投资似乎领先于挖掘机产量的变

化,但其中存在相当长的滞后期。而房地产新开工对工程机械产销量的带动则相对更为明确,我们认为近几年挖掘机产量同比大增也主要源于房地产开工建设需求的旺盛。而由于房地产新开工面积增速在趋势上依然有下滑的风险而短期内尚存一定的韧性,我们认为2020年机械类品种用钢需求仍将维持增加,但增速有回落的风险。

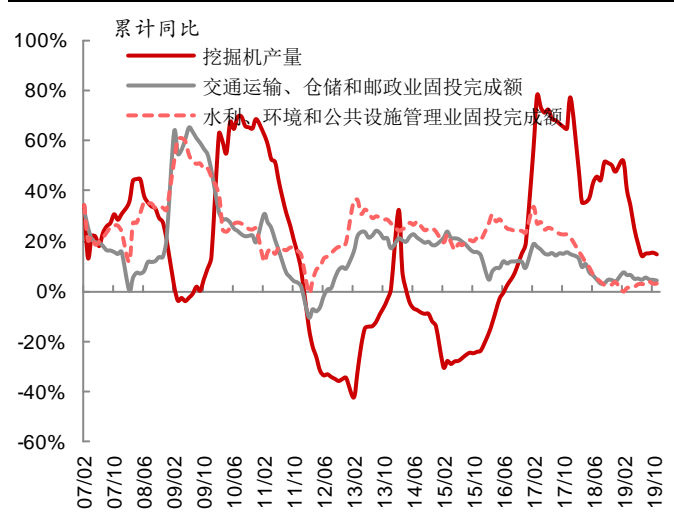
而船舶方面,根据工信部的数据,2019年我国造船完工量有小幅同比增量,但手持船舶订单和新增订单依然维持负增长。同时,从全球角度看,船舶订单量均出现下滑,也意味着2020年造船用钢需求预计会有所萎缩。

图表 49: 挖掘机产量受房地产影响相对较大



资料来源: 国家统计局 (数据截至 2019/11)

图表 50: 挖掘机产量受基建投资的影响并不明显



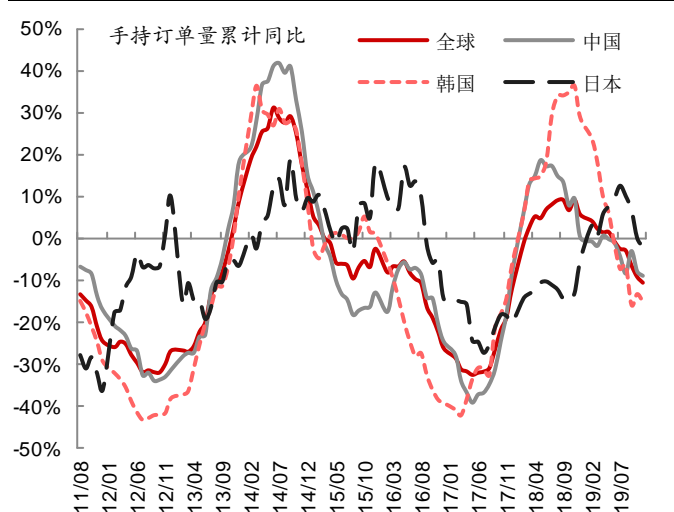
资料来源: 国家统计局 (数据截至 2019/11)

图表 51: 2019 年手持船舶订单量整体下滑



资料来源: 工信部, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 52: 全球船舶订单量均处于回落状态



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

总体来看，随着制造业 PMI 出现企稳回升的迹象，2020 年制造业方面的用钢需求预计会较 2019 年有一定的边际好转。我们预计家电、机械用钢需求将有一定的增量，汽车方面乘用车仍有可能小幅回落而商用车预计有所回升，而船舶用钢需求则下行压力。总体来看，制造业用钢需求或有小幅的反弹，但我们也并未看到很强的向上驱动。

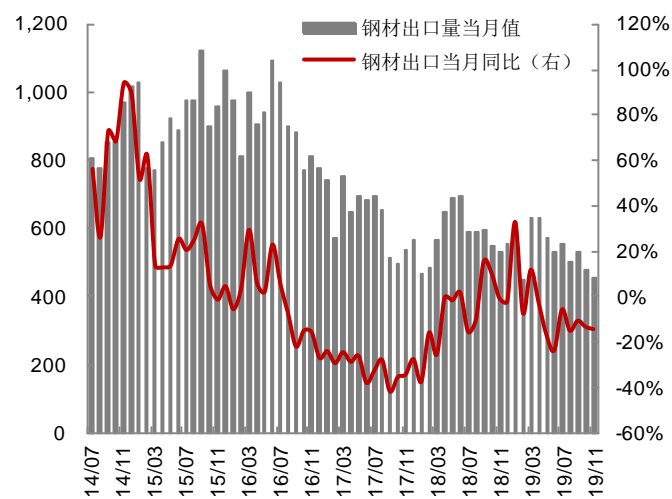
2.4、海外制造业仍显疲弱，外需尚无明显起色

2H19 钢材外需持续疲弱，钢材出口延续同比下降的格局。季调后棒材出口量维持低位震荡，而板材出口仍明显回落。分国别来看，除了至韩国和印尼的钢材出口量出现了一定回升外，其他主要的出口目的国均呈现出口量降幅扩大或增速回落的状态。

导致外需趋弱的主要因素在于 2019 年下半年全球制造业都出现较为明显的下行压力，海外钢材走弱导致内外价差环境再度恶化，尤其不利于板材的出口。除了成材价格的弱势外，铁矿石、海运煤以及海外钢坯等原燃料和初期产品均出现明显下跌，一度导致钢坯资源流入中国的问题。

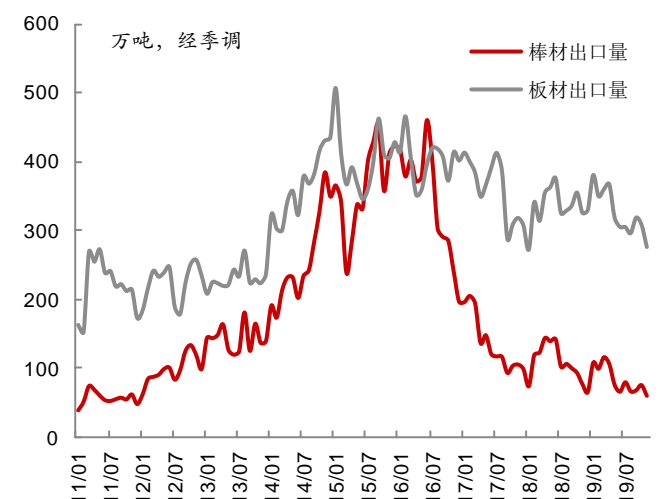
随着市场对中美贸易摩擦不确定性有所缓和，多数东南亚国家 10 月制造业 PMI 创近几年低点后，在 11 月出现了反弹。但单月 PMI 的反弹可能还不足以表明制造业的气温回升。如果从三个月移动平均的角度看，亚洲和东南亚主要国家中也只有韩国出现了相对明显的制造业反弹迹象。此外，海外主要产钢国多数也还处于产量收缩的周期。目前来看，中国钢材价格依然处于价格高地的位置，而 2020 年海外制造业是否能够出现反弹还有很大的不确定性，钢材出口环境还尚未看到转好迹象。

图表 53：钢材出口依然维持负增长的状态



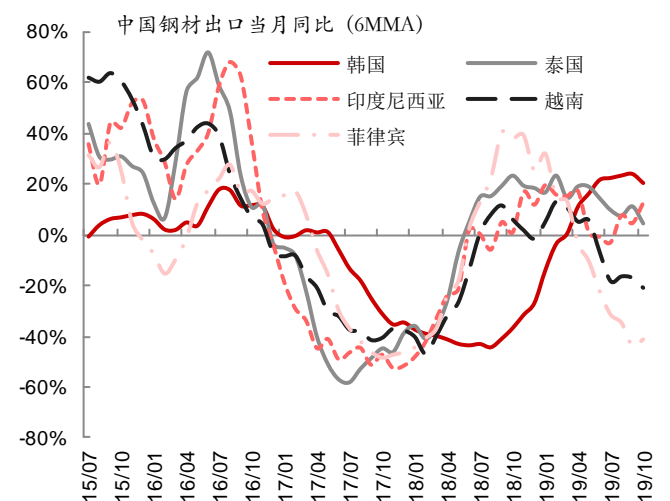
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 54：2H19 板材出口依然有明显的下滑



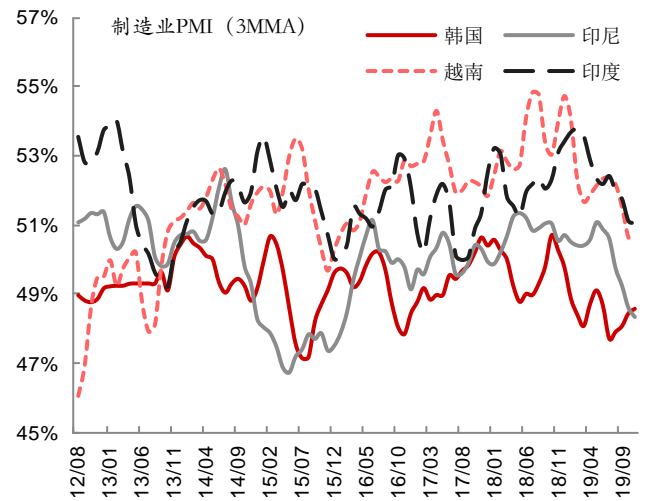
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 55: 中国向东南亚国家钢材出口继续萎缩



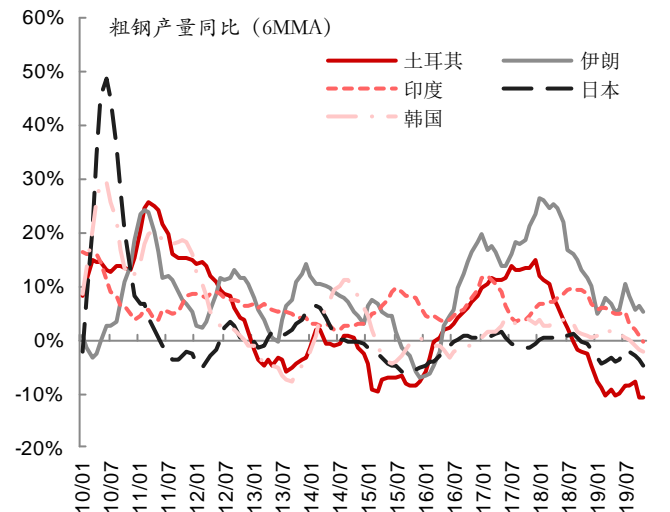
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 56: 除韩国外, 多数钢材需求国制造业尚未见起色



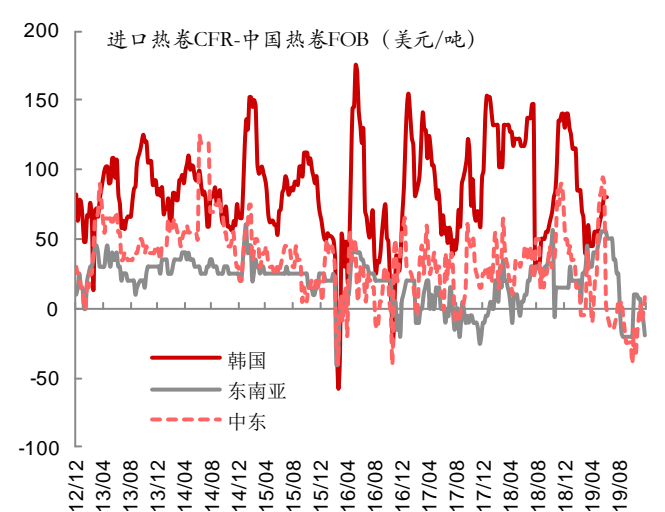
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 57: 多数产钢国粗钢产量还处于下行期



资料来源: WSA, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

图表 58: 内外价差环境不利于热卷出口



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/27)

3、钢材供应增幅收窄, 电炉利润提供估值依据

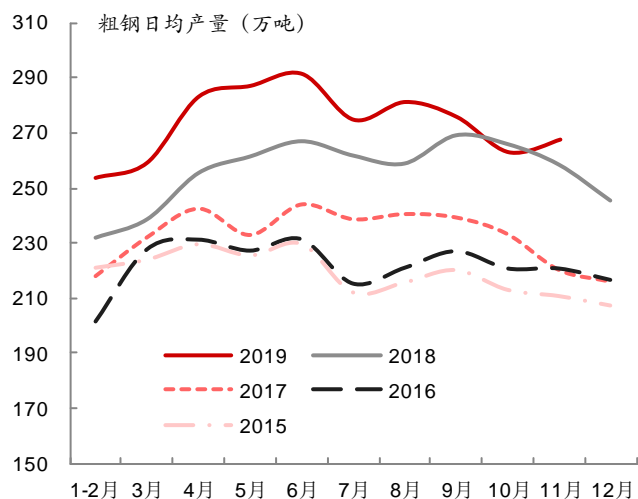
3.1、产能置换接力效率提升, 钢材产量增幅预计收窄

2019 年钢材市场呈现高需求与高产量并存的格局, 尤其是房地产用钢需求的旺盛带动建筑钢材产量出现大幅增长。1-11 月粗钢日均产量 270.71 万吨/天, 较 2018 年全年 254.32 万吨/天的水平增加了 16.39 万吨/天, 对应年化粗钢产量增量近 6000 万吨。

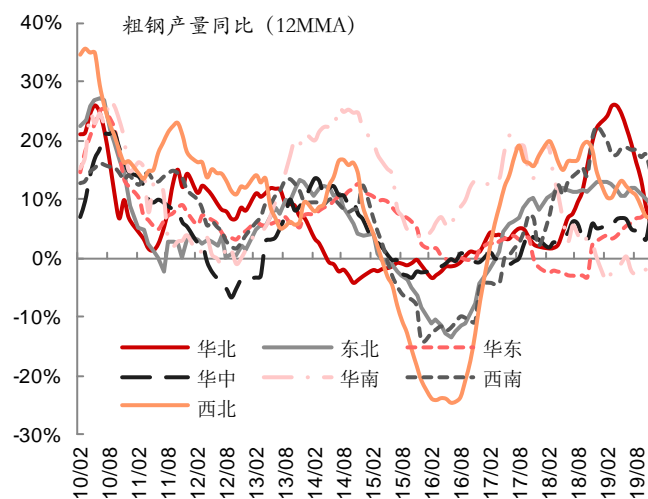
从原料的角度来看, 铁元素增量主要来源于废钢与铁矿石。废钢方面, 根据富宝资讯统

计，2019 年全国废钢产量预计约为 2.32 亿吨，较 2018 年增加约 1600 万吨。以 7% 左右损耗估算，约能够提供粗钢增量 1488 万吨。而铁矿石消费的增量则是市场存在较大争议的问题，如果按照海关总署的进口数据来看，1-11 月铁矿砂及精矿的进口量则同比下降 1.04%，仅从铁矿进口量变化的角度，与今年生铁和粗钢产量的增速难以吻合。但如果从 Mysteel 的高频数据来推算，2019 年截至 12 月 20 日当周，45 港口铁矿石日均疏港量约为 291 万吨/天，而 2018 年全年铁矿石日均疏港量约为 274 万吨/天，疏港量年化增加 6223 万吨。同时，45 港铁矿石库存从 2018 年末的 1.42 亿吨下降到 1.27 亿吨，港口去库 1464 万吨。若不考虑钢厂库存的增减，铁矿石全年消费量大致增加了 7687 万吨。以平均铁品位 58% 来估算，大约能够提供增量铁元素 4458 万吨。而这与废钢提供的增量相加也同样接近 6000 万吨。此外，我们也可以从焦炭需求的变化上来印证铁矿石提供的铁元素增量。在考虑了焦炭产量、出口以及库存的变化后，我们大致推算 2019 年国内冶金焦消费量增加了 2511 万吨，对应能够带来的铁水增量约 5000 万吨。

虽然从全年来看，生铁和粗钢产量均有大幅增加，但 2019 年产能置换相关的新增产能投产的规模并不高。根据各省工信厅公示的置换产能情况进行梳理，2019 年四季度前投产的新增高炉产能约 756 万吨，全年电炉投产规模约 1017 万吨。即便两部分产能都能够充分释放，也仅能提供粗钢产量增量的三分之一。我们认为，带动 2019 年粗钢产量增加的最重要的因素仍是在产钢铁冶炼设备运行效率的提升。2019 年中钢协会会员单位的高炉利用系数增幅仍有小幅提升，1-11 月平均水平较去年增加 1.08%。同时，转炉平均废钢料消耗从 2019 年 125 千克/吨提升到 132 千克/吨，转炉利用系数增加约 2.2%。上半年设备利用系数的提升直接带来了生铁和粗钢产量的大幅增加。而下半年由于钢材利润的压缩，也导致高炉利用系数、废钢添加以及电炉产能利用率均出现回落，使得粗钢供应环比下降、同比增幅收窄。如果分区域来看，下半年以河北为代表的华北区域粗钢产量同比增幅大幅收窄，只有华东地区产量同比增幅略有扩大。

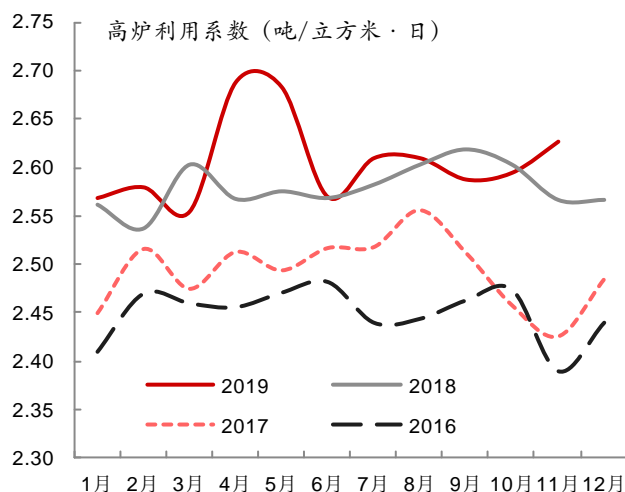
图表 59：2019 年粗钢日均产量维持高增速


资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 60：2H19 多数趋于粗钢产量同比增幅收窄


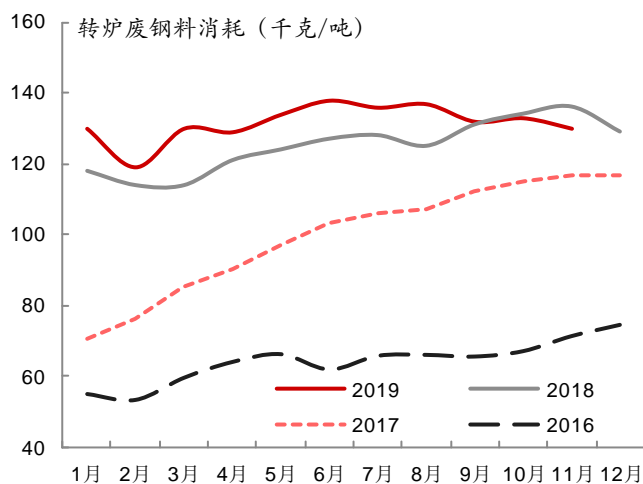
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院（数据截至 2019/11）

图表 61: 中钢协会会员单位高炉利用系数略高于去年



资料来源: 中国钢铁工业协会

图表 62: 中钢协会会员单位转炉废钢料消耗略有提升



资料来源: 中国钢铁工业协会

相较于 2019 年, 2020 年则是钢铁冶炼设备置换投产的大年。我们根据各省工信厅公示的产能置换方案进行统计, 2020 年有比较明确计划投产的高炉、转炉和电炉产能分别为 6,822 万吨/年、5,188 万吨/年和 2,202 万吨/年, 对应淘汰高炉、转炉和电炉产能分别为 8,395 万吨、7,208 万吨和 1,681 万吨。虽然产能置换使得名义生铁和粗钢产能都有所下降, 但从过去两年实际产量变化来看, 淘汰设备带来的供应减量非常有限。

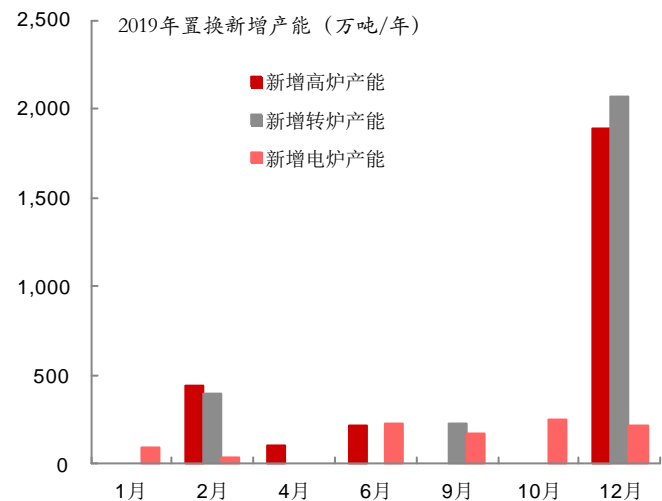
不过, 从计划投产进度和节奏上来看, 2020 年计划投产的绝大部分产能依然集中在年末释放。在不考虑设备投产进度提前的情况下, 对 2020 年钢铁产量能够带来有效增量的主要是两部分, 即 2019 年下半年和 2020 年上半年投产的钢铁冶炼设备。我们以这两部分产能在 2020 年分别带来 70% 和 50% 的有效产能增量来进行估算, 预计 2020 年粗钢有效产能增量在 2,500 万吨左右。另外, 若 2020 年钢铁利润没有明显的回升, 我们也可以认为钢铁冶炼设备的利用效率以及长流程的废钢添加量同样没有进一步提升的动力。即 2020 年钢铁供应的潜在增量将主要源自于新增产能的投放, 有效产能的提升空间预计在 2.5% 左右。

图表 63: 2019 与 2020 年产能置换新增及淘汰钢铁设备规模

| 年份 | 高炉 | | 转炉 | | 电炉 | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 新增 | 淘汰 | 新增 | 淘汰 | 新增 | 淘汰 |
| 2019 | 2,649 | 3,697 | 2,700 | 3,614 | 1,017 | 578 |
| 2020 | 6,822 | 8,395 | 5,188 | 7,208 | 2,202 | 1,681 |

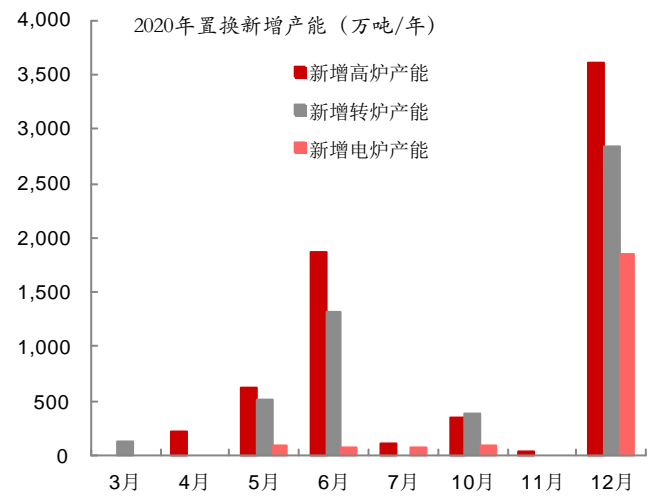
资料来源: 各省工信厅, 东证衍生品研究院

图表 64: 2019 年底前新增产能投产规模相对有限



资料来源：各省工信厅，东证衍生品研究院

图表 65: 2020 年置换计划新增产能投产进度

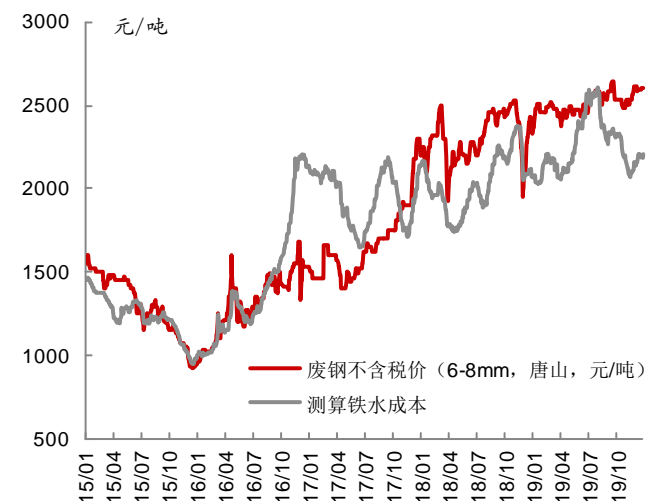


资料来源：各省工信厅，东证衍生品研究院

3.2、供应弹性逐渐增加，以电炉利润衡量钢价估值

2019 年随着铁矿石价格的大起大落，废钢与铁水的相对成本也发生了很大的变化，上半年铁水成本一度与废钢价格基本接近，也导致长短流程成本曲线也出现了扁平化。但下半年随着矿价的大幅回落，废钢与铁水成本价差再度走阔。以江苏地区为例，下半年短流程与长流程的螺纹钢成本差异再度回升到 300-500 元/吨左右的水平。

图表 66: 2H19 废钢与铁水成本差距再度扩大



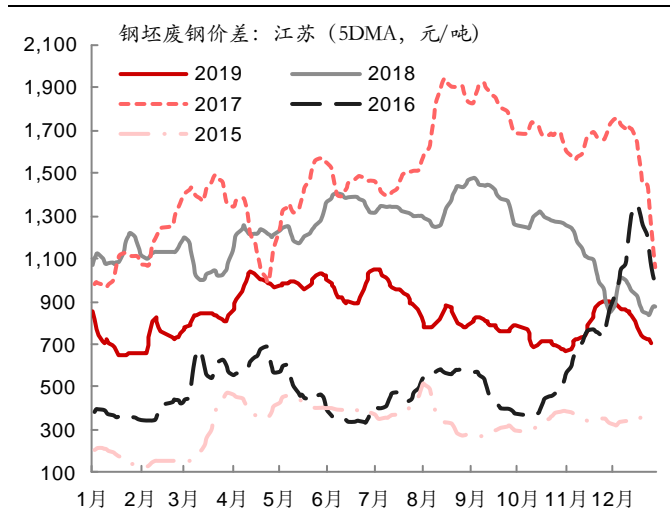
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/26）

图表 67: 长短流程炼钢成本差距也明显扩大



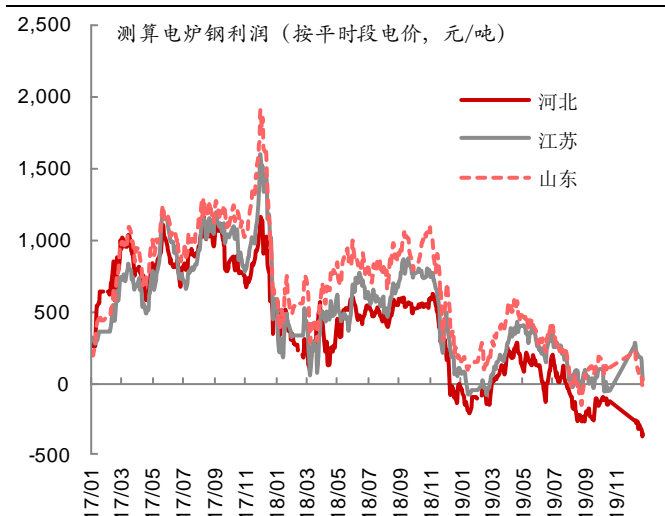
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/26）

图表 68: 钢坯与废钢价差处于近几年低位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

图表 69: 华东地区电炉盈亏平衡线对现货影响较大



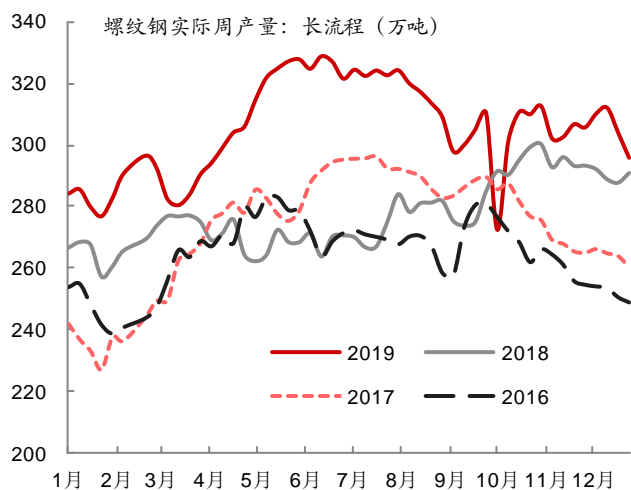
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

随着置换钢铁产能的逐渐投产以及电炉产能的增加, 2019 年钢材整体利润水平出现了明显的变化。2017-2018 年基本是全行业都有比较丰厚利润的时段, 而 2019 年高成本电炉产能开始出现盈亏平衡甚至亏损的现象。从目前的高成本区的电炉利润情况来看, 我们测算的河北电炉钢下半年多数时段已经处于没有利润的状态, 华东地区的江苏和山东省电炉的利润是当前市场最为敏感的区域, 也意味着 2019 年下半年市场的需求状况来说, 华东地区电炉如果出现亏损停产, 供给还不足以满足现时需求。

那么, 未来电炉成本对于钢价尤其是建筑钢材的支撑作用也将取决于两方面, 一是需求的变化将使得市场的边际产能发生怎样的变化。二是主要成本项废钢供应偏紧的状态是否依然会延续。从需求的角度来看, 我们认为房地产高周转的循环短期还没有看到出现逻辑断裂的信号, 也意味着目前需求大幅下行的风险也还比较有限, 明年上半年华东地区电炉钢利润依然是钢价很重要的观测指标, 在需求旺季阶段华东地区电炉还应当有一定的现货利润。废钢供应方面, 根据富宝资讯的预测, 2020 年国内废钢产出预计在 2.5 亿吨左右, 较今年的水平增加约 2000 万吨, 增幅还比较温和。而由于目前制造业也只是出现一定企稳反弹的迹象, 回升的持续性依然有待观察, 也还无法期待折旧废钢出现大幅的增量。因此, 我们认为 2020 年电炉钢成本支撑的作用还不会出现明显的弱化。不过如果下半年建材需求开始出现回落的压力, 则需要关注电炉定价区前移的问题。

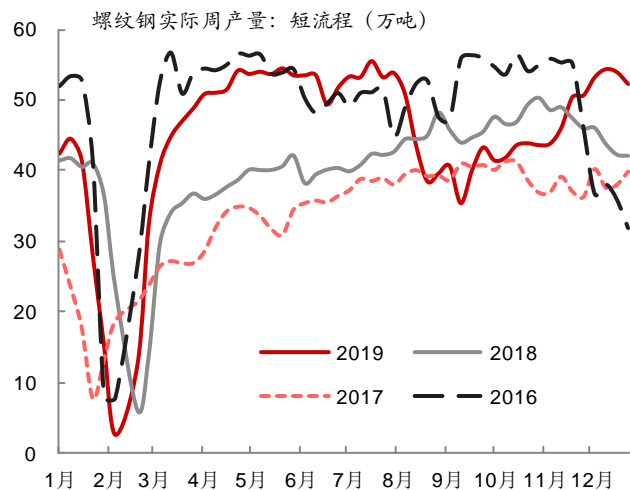
而从另一方面来看, 随着电炉产能的增加以及钢厂对于供应调节能力的提升, 钢材供应尤其是长材产量的弹性较此前年份有明显的增加。2019 年二季度之后, 如果剔除国庆假期环保限产阶段, Mysteel 调研的长短流程螺纹钢实际周产量的高低点分别为 329 万吨、300 万吨和 55 万吨、35 万吨, 产量变化的空间分别在接近 10% 和 35% 的水平。这也意味着利润的上下行带来的供给弹性都会比较大, 在电炉利润对钢价有支撑的同时, 电炉的利润空间也将被逐渐压窄, 即现货价格的波动性将会下降。

图表 70: 长流程螺纹钢产量弹性有所增加



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

图表 71: 短流程螺纹钢产量体现出较大弹性

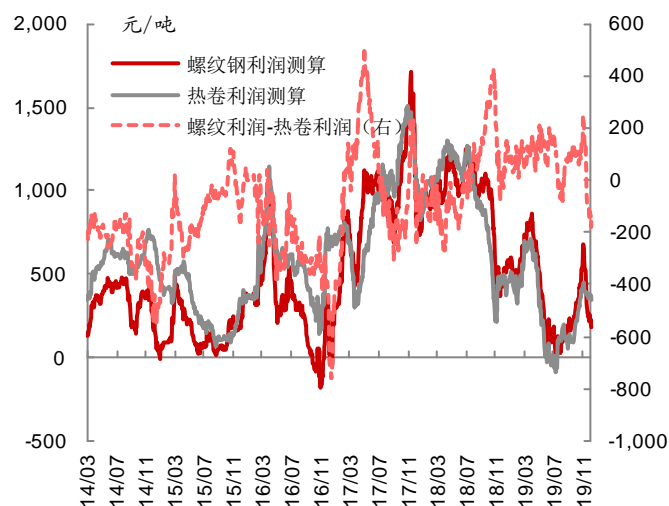


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

3.3、铁水略向板材转移，利润尚无趋势逆转

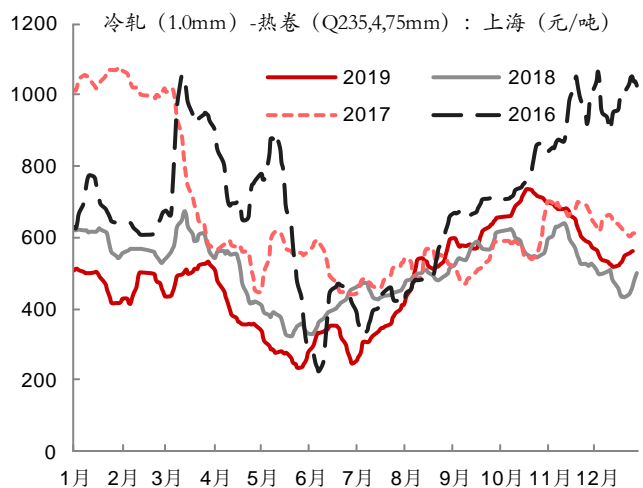
2019 年由于建材需求旺盛而制造业较为疲弱，加之外需不振，螺纹钢利润在绝大部分时间都好于热卷。导致热卷虽然有大量新增产线的投产，但由于铁水明显向螺纹钢倾斜，热卷实际产量的增加则相当有限。同样，不仅是热卷产量增幅有限，冷热价差在全年大部分时间内都处于近几年低位，加工利润不足使得冷轧产量明显低于去年同期。钢厂对于板材生产意愿的下降也导致 2019 年板材出现了较大幅度的去库存。

图表 72: 近期热卷利润再度高于螺纹钢



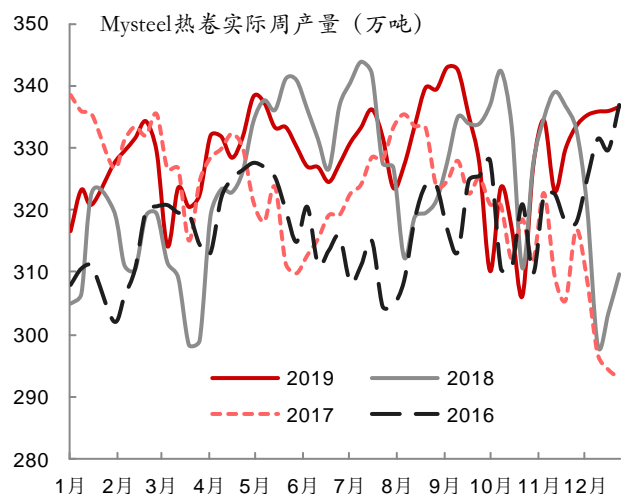
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

图表 73: 2019 年冷热价差整体处于低位



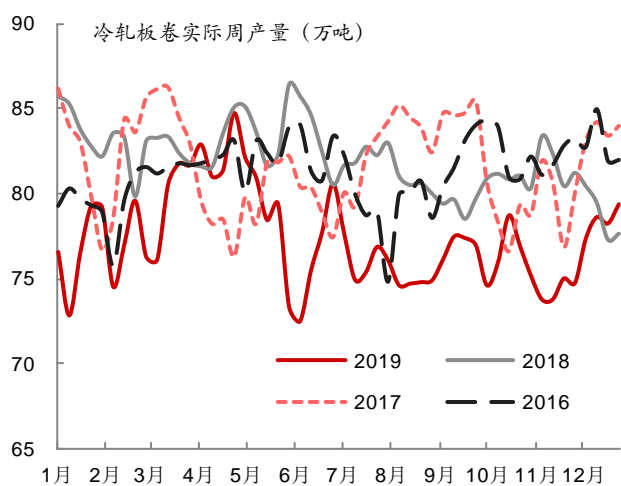
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

图表 74: 2019 年热卷产量并未出现明显增量



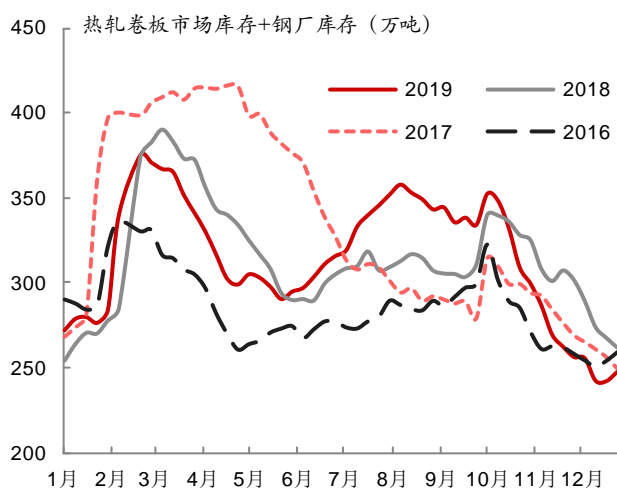
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

图表 75: 2019 年冷轧产量整体低于去年



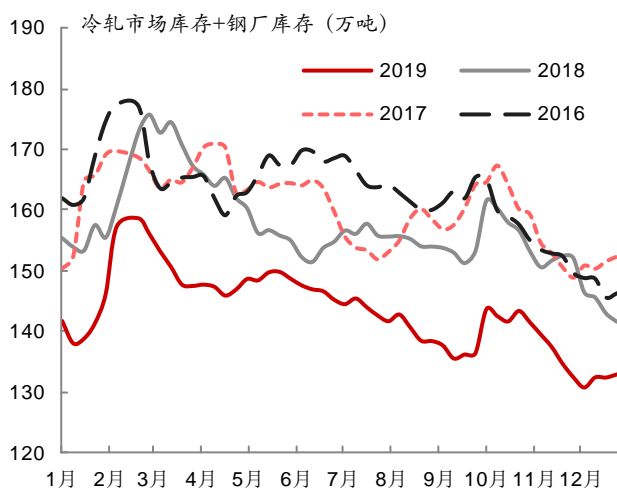
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

图表 76: 2019 年多数时段热卷库存低于去年



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

图表 77: 2019 年冷轧库存明显低于去年



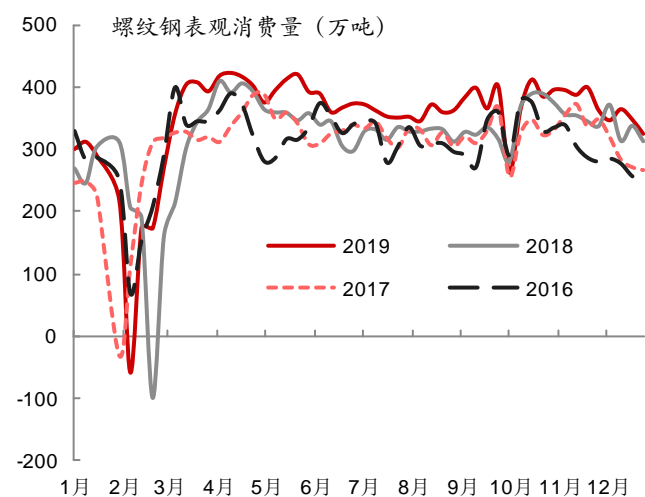
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/12/26)

长材和板材利润快速逆转的原因除了 2019 年全年两者供给的分化外, 还在于临近年末长材需求已经如期季节性走弱, 而板材的需求依然比较稳定。利润的再度分化也导致近期铁水开始出现切换回板材的迹象。可以预见的是, 在长材的季节性淡季, 铁水转换可能仍将继续进行。

但同时, 我们认为目前板材利润的回升还不足以代表长材和板材利润趋势性的逆转。首先, 在制造业需求的回升幅度上, 我们目前也并不抱有非常乐观的态度, 而反观建材的需求预计在 2020 年上半年依然会呈现一定的增长。其次, 2019 年长材供应虽然有很大

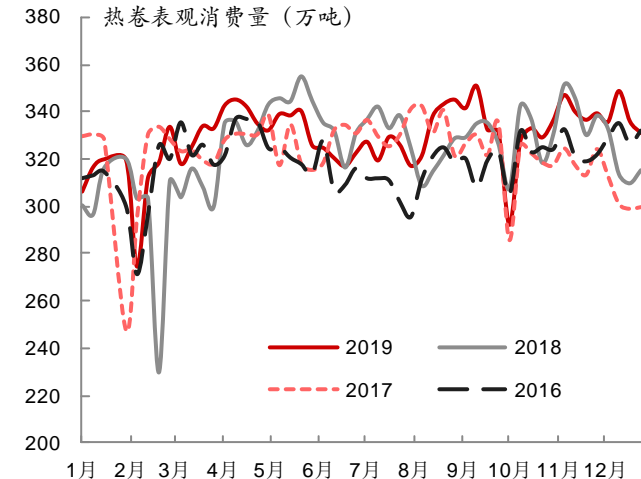
的突破，但其供应弹性同样很大，意味着边际产能的调节相对灵活。而板材则缺乏相对灵活的边际供应，一旦铁水明显向板材调节则需要关注需求的承接能力。我们认为上半年还难以出现卷螺利润趋势逆转的现象。

图表 78：螺纹钢表观消费量开始季节性回落



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/26）

图表 79：热卷表观消费量则相对稳定



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/26）

4、2020 年钢材市场展望及投资建议

4.1、钢材市场运行逻辑展望——需求为舵，利润为锚

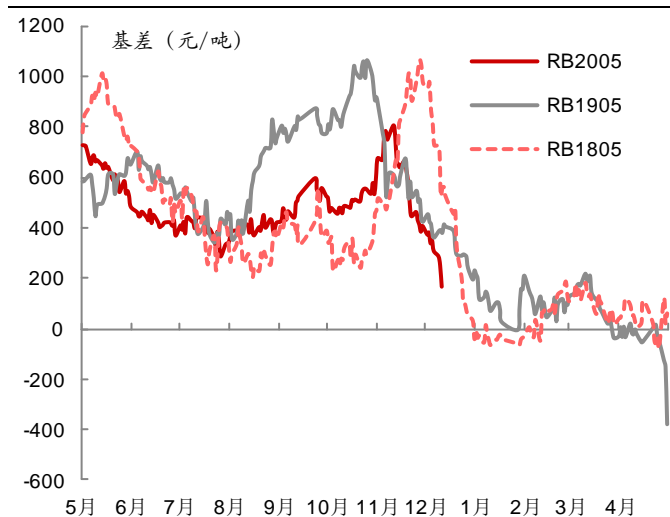
我们认为 2020 年钢材尚不至于出现明显的供需矛盾。根据我们的估算，供应端约有 2.5% 左右的有效产能增加空间，且边际供应存在较大的弹性，收缩和释放的节奏相对灵活。而从需求端来看，房地产投资及开工建设的用钢需求依然存在增量，基建投资在上半年或有一定发力，制造业同样有边际回升的迹象，但需求也同样缺乏明显的趋势上行动力。因此，我们将 2020 年钢材期现货价格的主要运行逻辑总结为“需求为舵，利润为锚”，即需求的波动是引领行情方向的核心驱动，而电炉成本和利润则是为钢材期现货价格锚定合理估值区间的参照。

在钢价驱动方面，若目前地产政策上没有明显的调整，上半年房地产和基建需求依然会处于偏强的状态，而下半年的不确定性则会增加。因此上半年钢价在华东电炉成本附近会受到支撑，向上的驱动相对更强，而在随之带来供应的释放后，则会出现向下的修复。从估值角度，我们认为即便在需求上行阶段，华东现货电炉利润上限可能在 300-400 元/吨，期价在略高于电炉成本的水平。而在市场相对悲观的情况下，期价依然可能趋于高炉成本。综合来看，我们认为 2020 年螺纹钢和热卷主力合约价格的主要运行区间为 3100-3900 元/吨。

目前来看，上半年市场最大的风险在于目前已经比较强烈的一致预期。在 2019 年四季度前期，贸易商和钢厂都对后市持有较为悲观的态度，但在钢价触底回升后，市场情绪

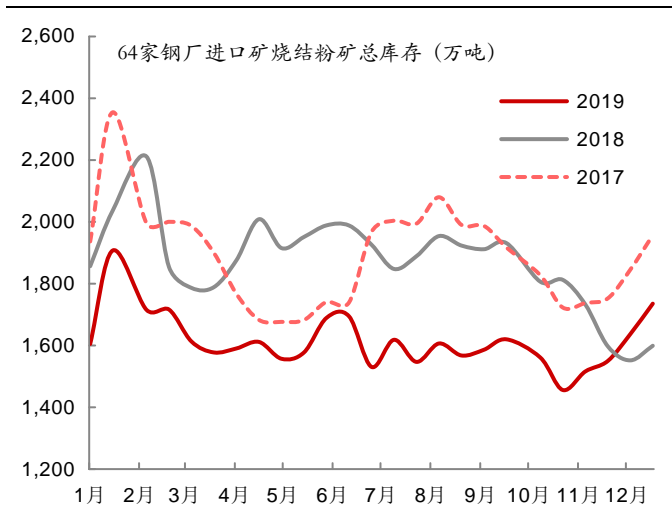
开始出现明显的缓和。我们能够从两方面看到市场情绪转变的迹象：一是螺纹钢 2005 合约在 12 月出现了迅速的基差收敛，当前基差水平与近三年 5 月合约相比都处于较低水平。基差收敛的速度与 1805 合约较为接近。二是 11 月以来钢厂也开始比较积极的进行原料补库，包括铁矿和焦炭在内的原料库存都出现了明显提升。其中虽然存在季节性的补库和春节较早的因素，但对照钢厂在 2019 年全年对铁矿的低库存策略，近期库存的迅速上升也意味着钢厂比较看好明年春季的行情。同时值得关注的是，今年钢厂的原料库存变化与 2017 年同期非常类似，而 2017 年末到 2018 年初，春季供需错配带动钢价上涨同样是市场的一致预期。

图表 80：近期 2005 合约基差出现迅速收敛



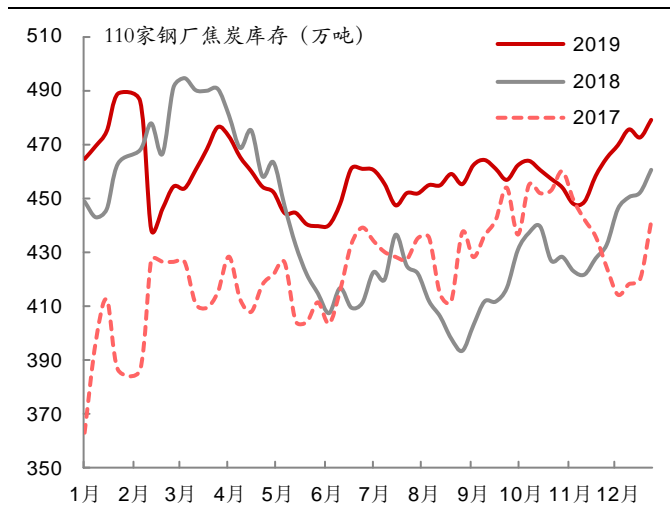
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/26）

图表 81：12 月以来钢厂铁矿石库存明显上升



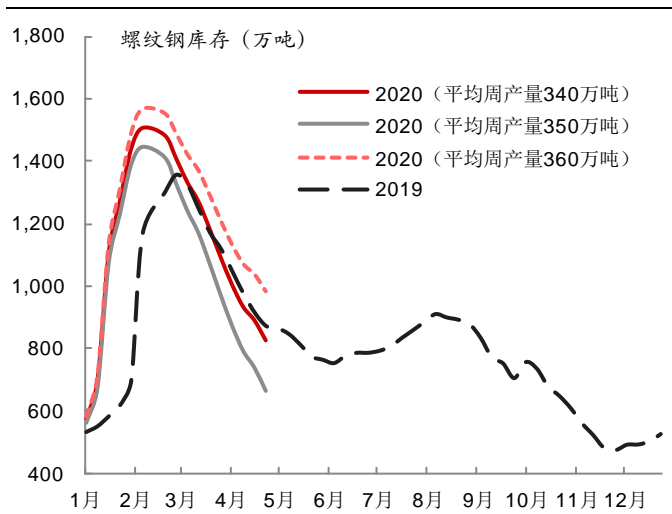
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/27）

图表 82：12 月以来钢厂焦炭库存也有所上升



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/27）

图表 83：2020 年三种产量假设下螺纹钢库存推演



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

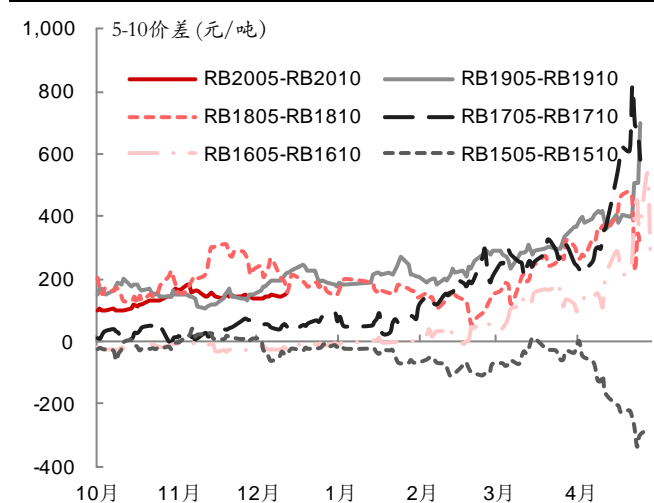
较为积极的原料补库在一定程度上代表了钢厂对明年上半年的利润预期较好、生产意愿较高，因此为了防范原料价格上涨或供应紧张而选择了提前备货。若市场形成了一致的乐观情绪而春季需求不及预期反而可能造成钢价的下跌，这也是 2018 年春季曾经发生的行情。我们也对明年春季的螺纹钢库存变化做了简单的推演，2019 年螺纹钢平均周度表观需求较 2018 年约增长 10%。2020 年我们对一季度表观消费量以 2019 年农历同期水平增长 5% 来估计，分别以螺纹钢平均周产量 340、350 和 360 万吨来测算。发现在 350 万吨的平均周产量下，螺纹钢库存的变化形势与 2019 年基本相当。而在 2019 年，350 万吨的螺纹钢周产量对应华东地区电炉还是处于有盈利的状态。但在华东电炉持续盈利的情况下，11 月周产量也曾经上升到 360 万吨以上。若以 360 万吨的平均周产量和 5% 的表需增速来推算，螺纹钢库存就将逐渐高于去年同期。

基于以上库存推演，我们也要提醒投资者关注 5 月合约可能存在的一致预期抢跑风险。即便从当前的供需基本面看，2005 合约依然应当是一个偏强的合约，但目前已有迹象反应市场情绪转向对春季集体乐观。若 5 月合约价格在开春前反弹至华东电炉成本附近，则建议投资者关注潜在的回落风险。

4.2、远期曲线结构尚难转变，正套需关注安全边际

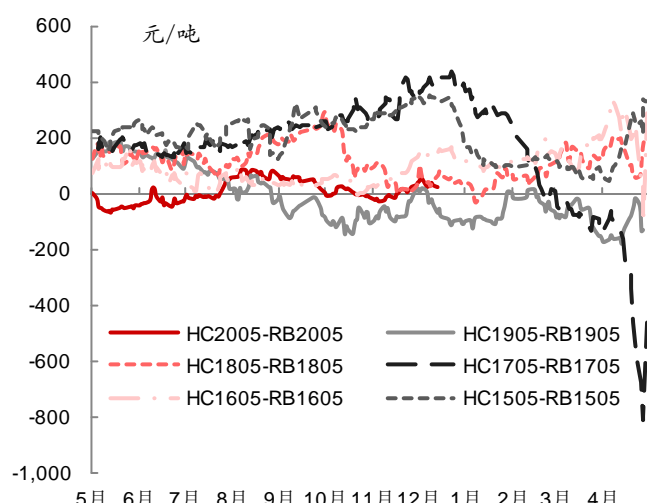
由于钢材现货尚未进入趋势下行的阶段，远期曲线的 back 结构依然存在。但供应弹性的增加也将导致近远月价差扩张的空间收缩。因此，钢材跨期套利策略并未完全脱离正套的大框架，但需要更加关注正套的安全边际。我们依然建议可以逢低尝试 5-10 和 10-1 正套。从时点上来看，核心区域的电炉利润开始亏损会是介入正套比较好的时点。

图表 84：钢材近远月基差波幅或收窄



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/27）

图表 85：预计上半年螺纹强于热卷的现象尚难改变



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2019/12/27）

另外，在卷螺价差方面，虽然近期热卷现货利润明显高于螺纹，但我们认为制造业需求的回升仍是一个慢变量，2020 年上半年建材的需求整体依然好于板材。加之近期出现了铁水由长材转向板材的迹象，我们建议逢高做缩卷螺差。

5、风险提示

钢价大幅上行风险在于需求端超预期；大幅下行风险在于房地产需求大幅回落，成本端出现坍塌。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

| 走势评级 | 短期（1-3 个月） | 中期（3-6 个月） | 长期（6-12 个月） |
|------|------------|------------|-------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 |
| 看涨 | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% |
| 震荡 | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% |
| 看跌 | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 |

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

顾萌

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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。本人不曾因，不因，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com