

远月预期风已起，细看曲径通深林 ——黑色产业篇

2020. 12. 28

远月预期风已起，细看曲径通深林

——2021年黑色金属产业链投资策略展望

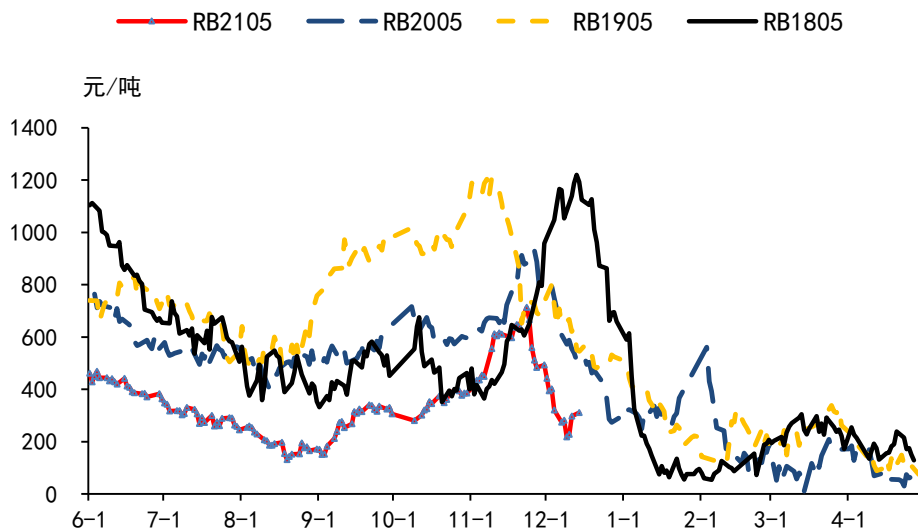
- 钢材主要驱动因素：地产新开工需求，高炉产能释放节奏。
- 供求角度：随着高炉产能的置换投产，2021年生铁、粗钢产能均将有所扩张，但力度较为温和，预计增速在2%左右。地产在土地待开发存量较大，且销售增速不减的情况下，新开工在上半年的需求韧性依旧，基建投资在财政空间边际收紧且投放比重倾斜的影响下，更多呈现托底态势，并不是下游需求的主要拉动力量；而制造业需求受到工业企业利润回升的带动以及主动补库周期的加持，预计将略强于建筑业需求增速。综合来看，预计2021年钢材价格重心中枢将较2020年明显抬升，05合约卷螺差走阔的态势有望在10合约上重演。
- 铁矿主要驱动因素：海外需求恢复节点，矿山发运节奏。
- 供求角度：在国内高炉产能置换投产，以及海外需求复苏和原料补库的双驱动下，铁矿强需求的根基短期不会动摇。且由于全年铁矿供给增量有限，叠加上半年（一季度）到港偏弱的影响，铁矿有可能在该段时间内上演低位去库的情景。另外美元的贬值以及油价对海运费的提振也将对铁矿价格形成支撑，矿价的上行通道并未结束。但放开废钢进口，调节交割制度等政策干预仍然在05合约基差保护消磨殆尽的背景下依然值得警惕。

2020年初至今螺纹行情走势回顾

螺纹2020年期现走势



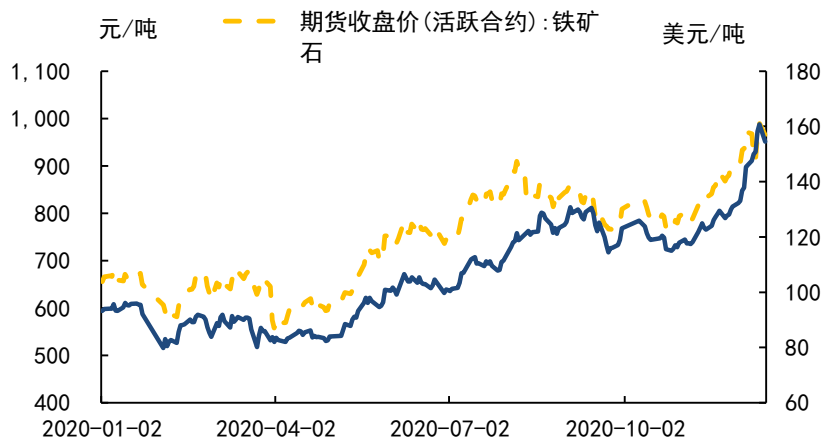
螺纹05合约基差同期历史低位



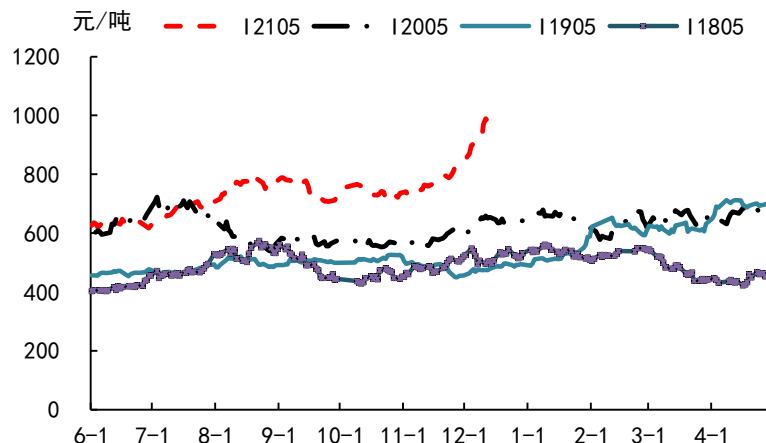
- 1-3月：疫情对需求的扰动为主要矛盾，盘面走势在预期和现实至今来回切换，宽幅震荡；
- 4-8月：宏观、产业共振，终端需求持续发力，在终端需求韧性支撑下，黑色系整体估值抬升；
- 9月-10月中旬：金九高需求预期落空，成材高库存背景下，需求低增速-螺纹减产-炉料成本支撑坍塌的逻辑负反馈；
- 10月中旬至今：银十需求发力+严查穿水螺纹，现货情绪引爆，预期再度切换，期现共振上行；
- 在国内需求韧性得到验证以及2021年海外需求恢复的预期下，11月下旬起，螺矿05合约基差迅速收窄，已明显低于往年同期水平。

2020年初至今铁矿行情走势回顾

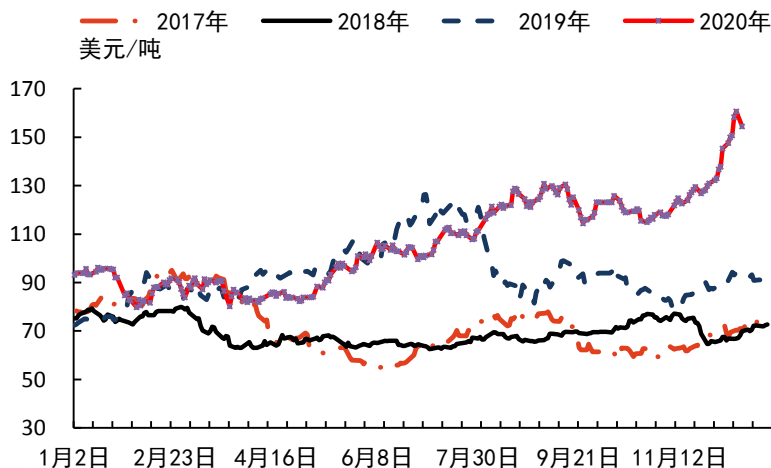
铁矿2020年期走势



铁矿05合约历史新高



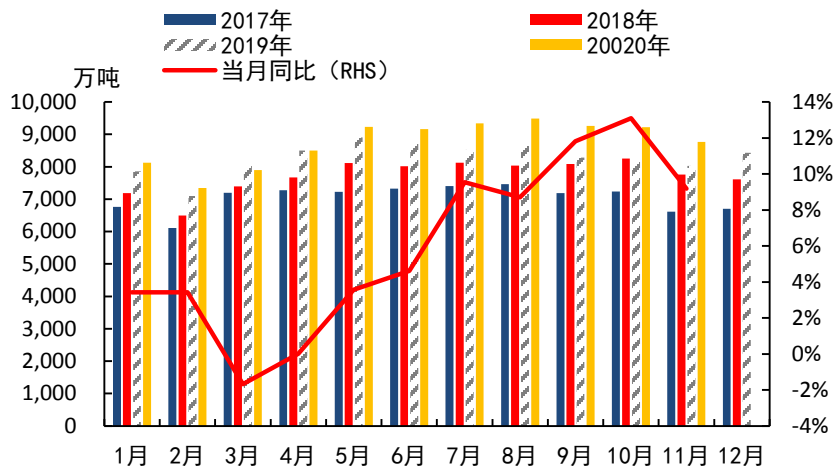
普氏指数



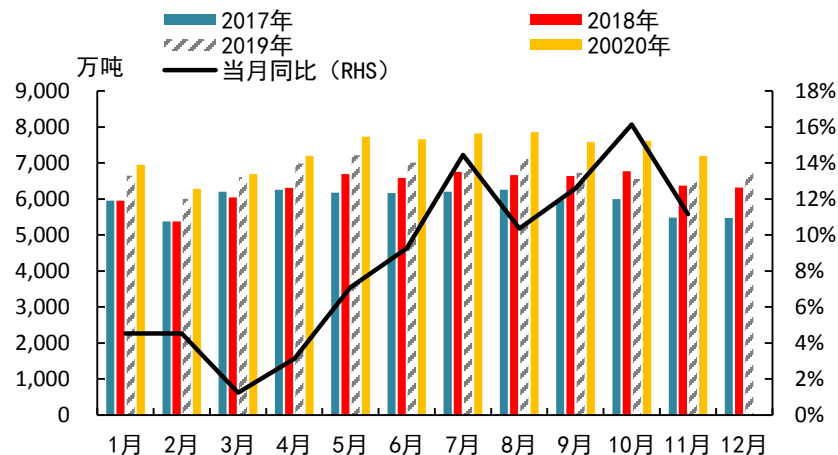
- 铁矿期现货价格2020年总体均呈上行趋势，仅在9月初出现过小幅回调（黑色预期负反馈+粉矿累库）；
- 62%普氏指数自2月3日低点79.8美元上涨至2012年以来历史高位160.7美元/吨，春节后累计涨幅101%；
- 铁矿2105合约一度突破千元大关，截止到12月14日收盘966元/吨，春节后累计涨幅60%。

量价齐增，高价格的核心是高需求

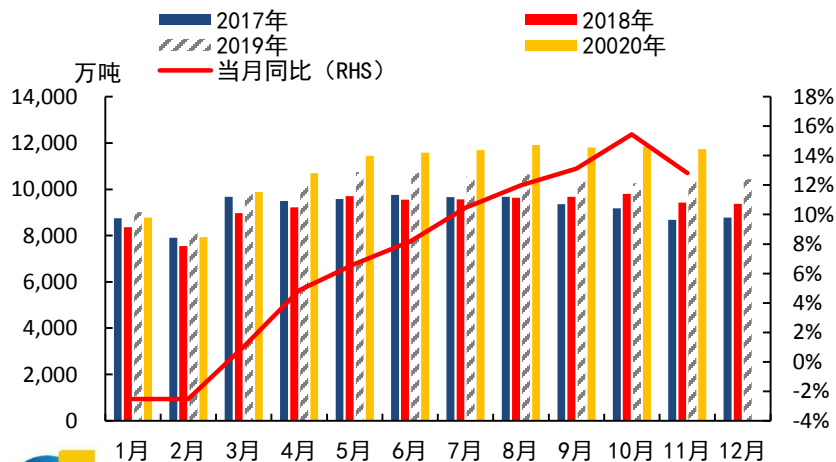
粗钢生铁产量当月同比



生铁产量当月同比



钢材产量当月同比



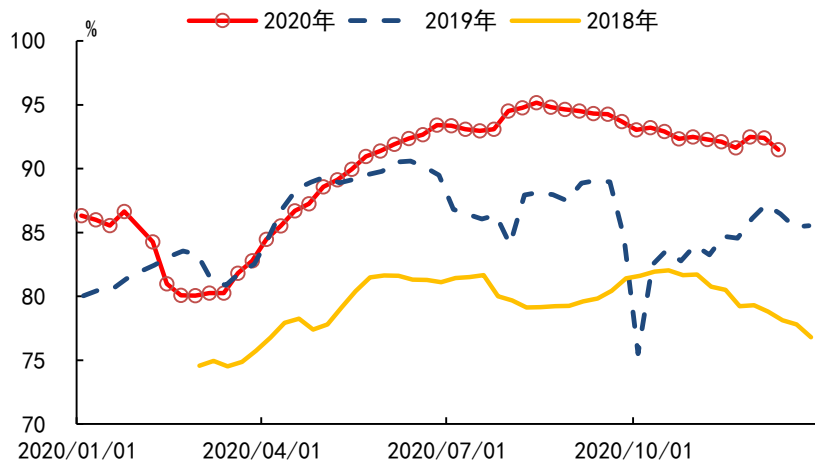
- 1-11月：生铁累计产量8.1亿吨，同比增速4%。
- 1-11月：粗钢累计产量9.6亿吨，同比增速5.5%。
- 1-11月：钢材累计产量12亿吨，同比增速7%。

量价齐增，高价格的核心是高需求

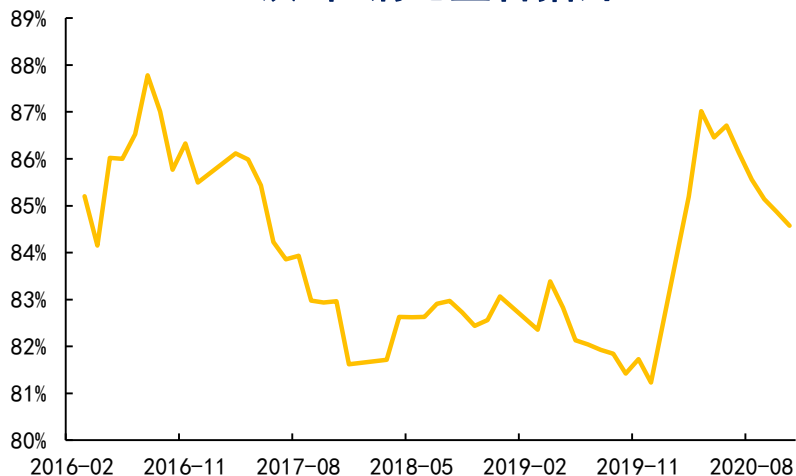
固投增速上行支撑产能扩张



高炉产能利用率维持高位



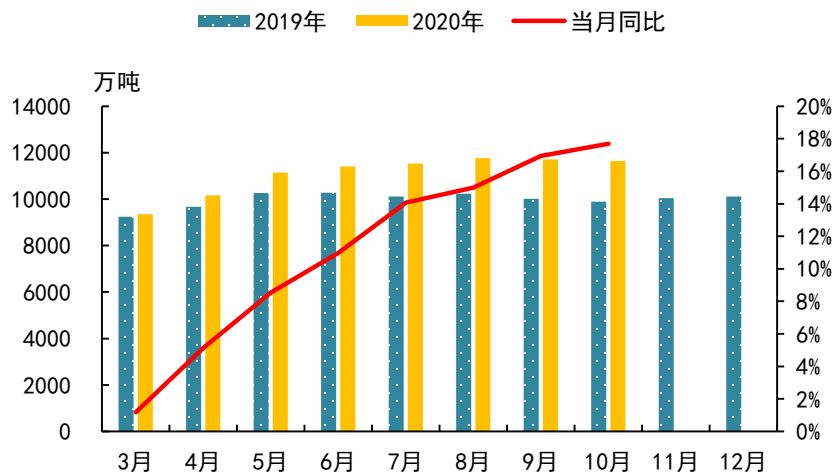
生铁/粗钢比显著抬升



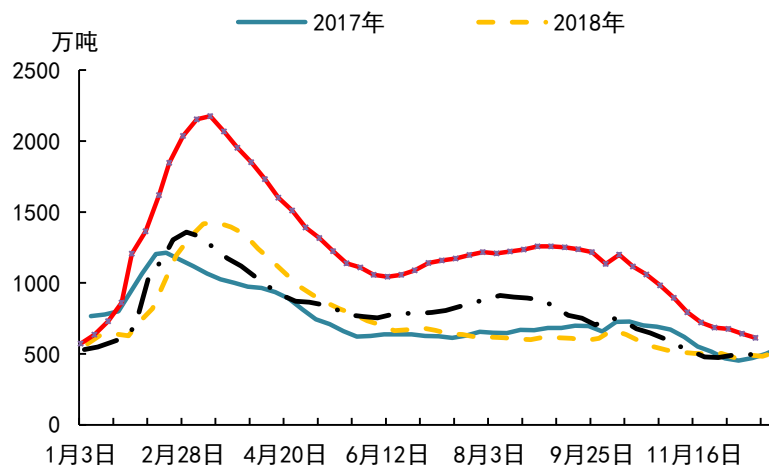
- 黑色产业固投增速连续半年快速回升，一度达到25%增速，支撑了总体的生产能力扩张。
- 生铁粗钢比由2019年年底的81%抬升至85%，叠加废钢全年消耗量增速甚微，废钢添加对产量的扩张影响较小。
- 高炉产能利用率85%抬升至90%

量价齐增，高价格的核心是高需求

粗钢表观消费量

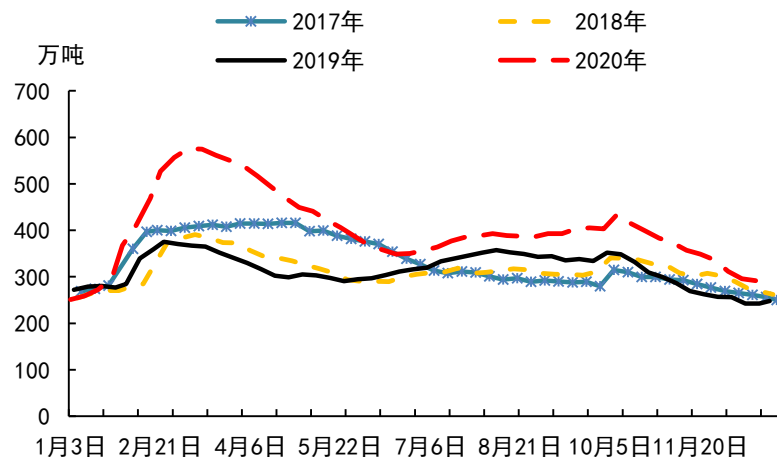


螺纹总库存



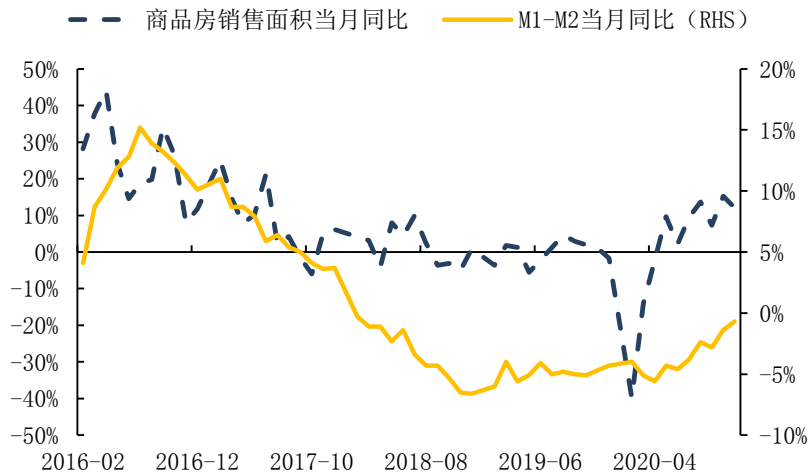
- 一季度表观消费同比下降10%，后两个季度迅速回补，增速分别达到8.3%、15%，预计全面消费将较2019年有10%以上的正增长；
- 强需求带来快速的降库存，螺纹2020年从高点到12月中旬周均去库38万吨，2019年周去库18万吨；热卷2020年周均去库7万吨，2019年周去库2.9万吨；
- 总库存从同比高74%降到同比高20%。

热卷总库存

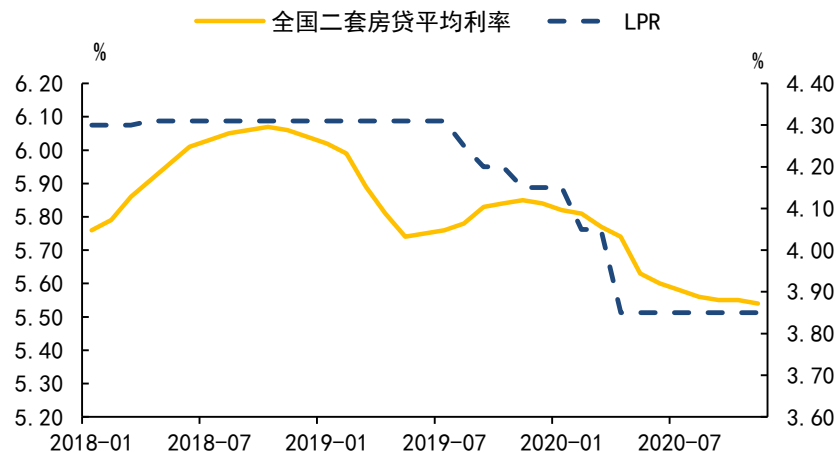


地产：新开工中期韧性依旧，远期隐忧渐显

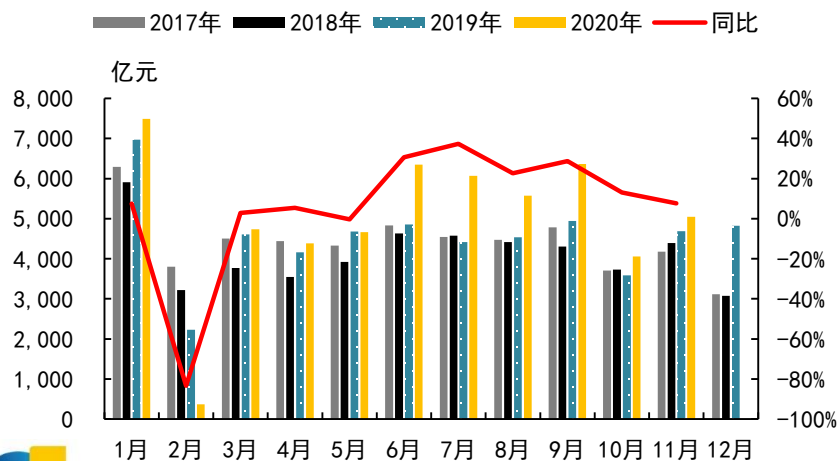
商品房销售面积VS货币增速



商品房销售面积VS货币增速



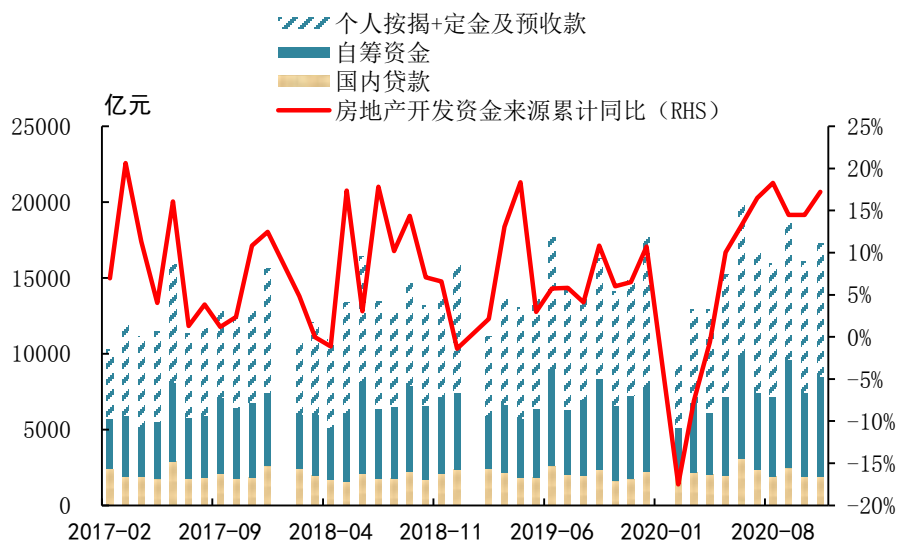
居民新增中长期贷款



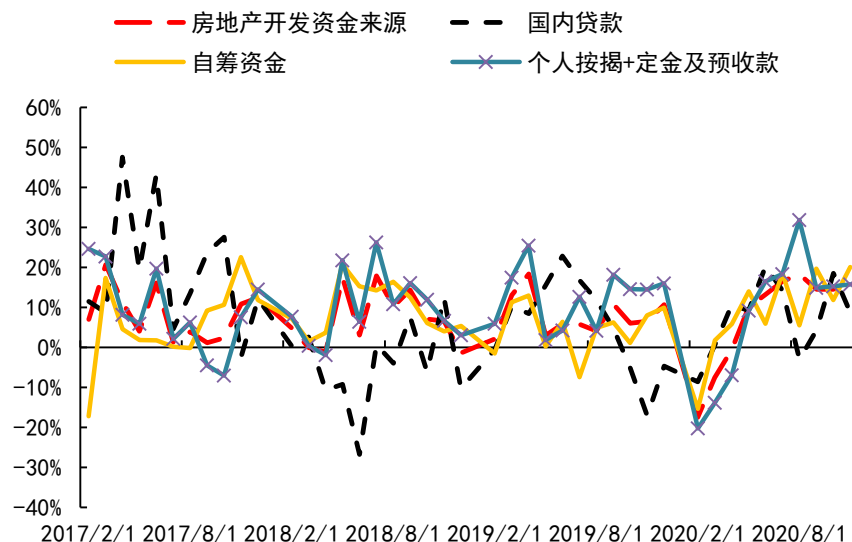
- 2020年宽松的货币政策环境导致在疫情影响告一段落后，居民部门被压制的购房需求迅速回补；
- M1-M2当月同比降幅年初以来持续收窄（-8.4%到-0.7%）；
- 二套房平均利率和LPR也处于下行通道；
- 商品房销售面积5月起由负转正，并持续处于近三年来的高位区间（-39.9%到12.1%）；
- 新开工增速-44.9%到4.2%，投资增速-39.9%到12.1%。

地产：新开工中期韧性依旧，远期隐忧渐显

房地产开发资金来源分项占比



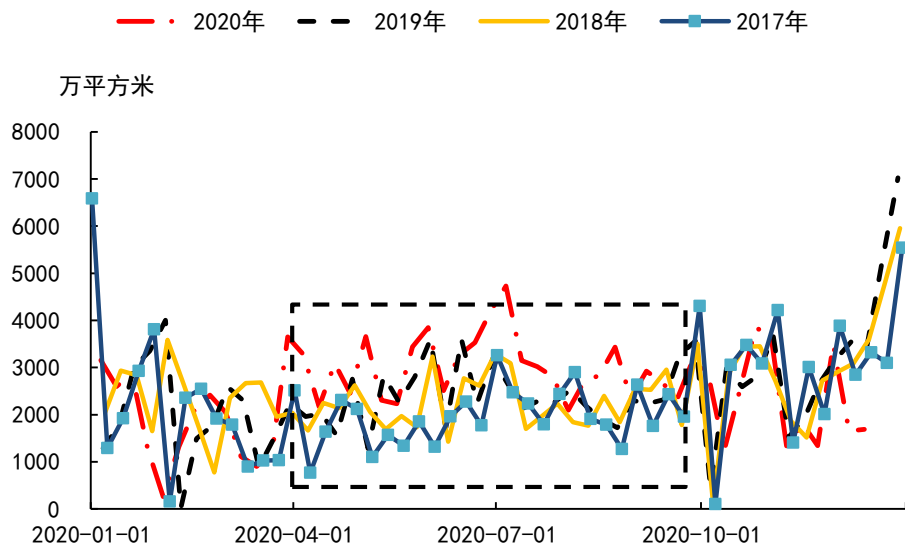
房地产开发资金来源分项占比



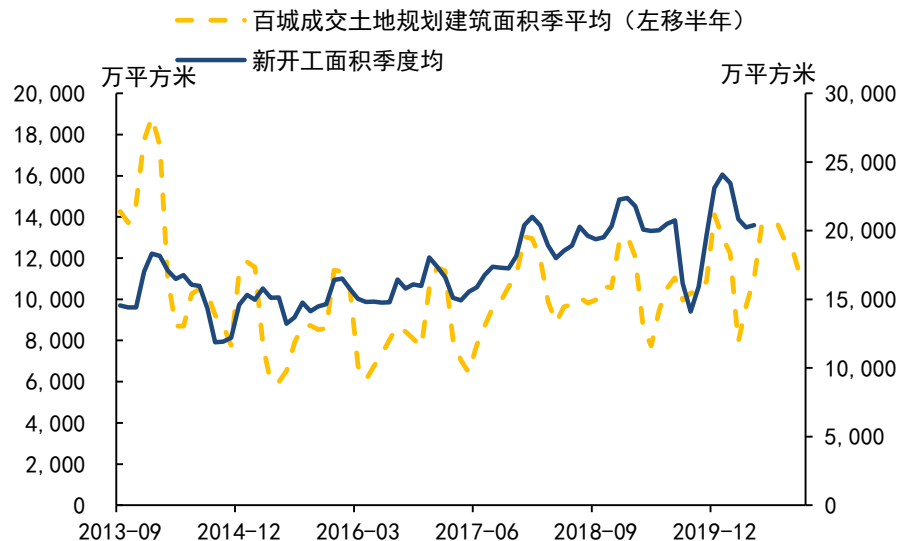
- 8月“三条红线”监管规则出台，地产企业有息负债融资受到管制，在地产融资环境边际收紧的情况下，开源和节流成为房企的主要策略；
- 房地产开发资金来源累计增速自7月以来由负转正，11月当月同比增速达17.2%，处于17年以来的高位区间。国内贷款、自筹资金、定金预收款和个人按揭占总资金来源的97%；
- 自筹+国内贷款2021年增速或将下滑，资金来源依赖于销售环节的定金云收款和个人按揭，房企加快推盘，维持高销售。

地产：新开工中期韧性依旧，远期隐忧渐显

百城成交土地建筑规划面积



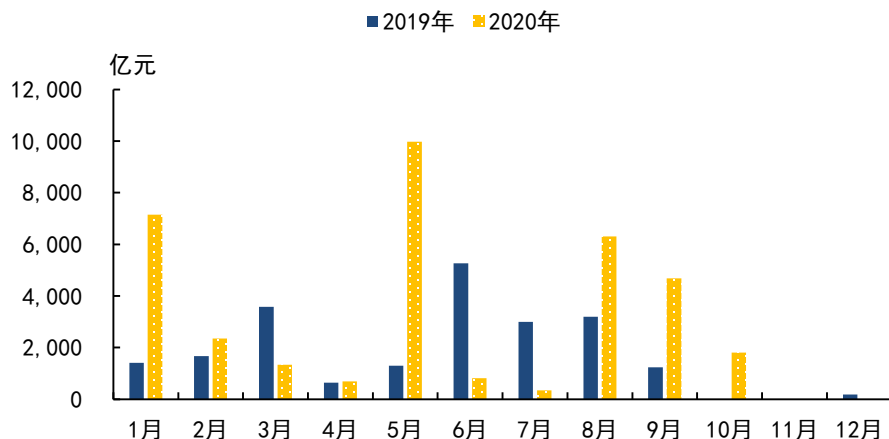
拿地放缓，远期隐忧



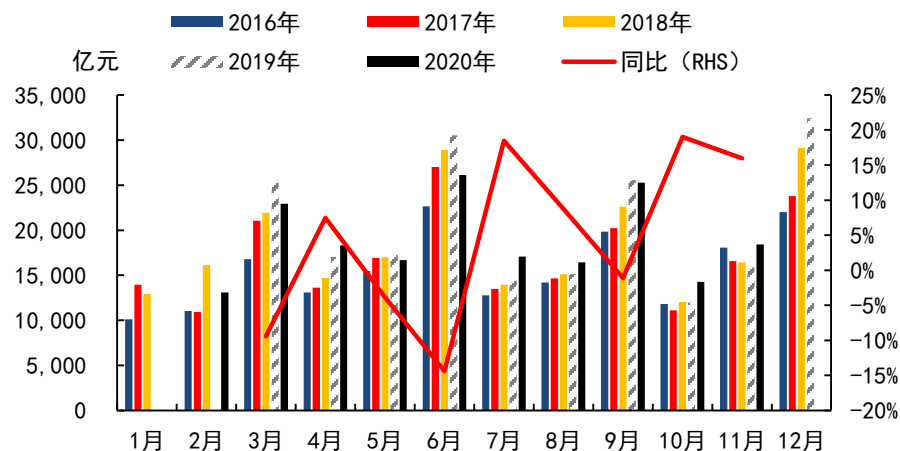
- 百城成交土地规划建筑面积进入9月开始增速逐渐转负，11月当月同比降幅22%，12月同比降幅50%；
- 4-8月份的高拿地和4月以来的强销售支撑2021年上半年新开工需求。

基建：财政空间边际收紧，意义在于托底

地方政府新增专项债发行情况

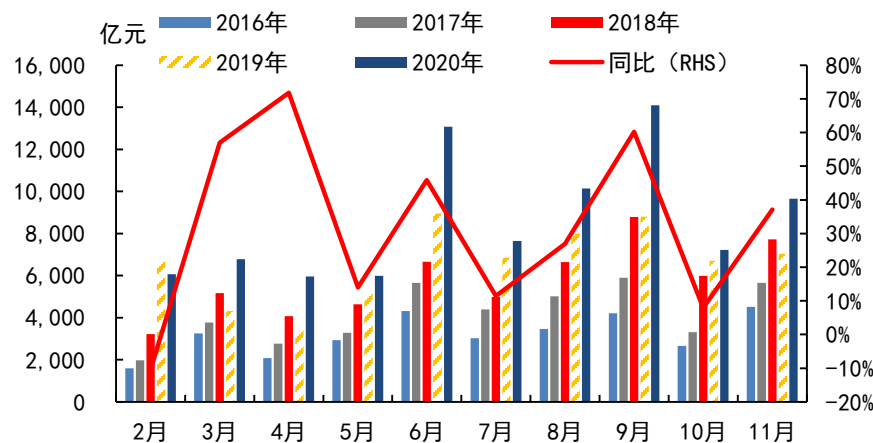


公共财政支出



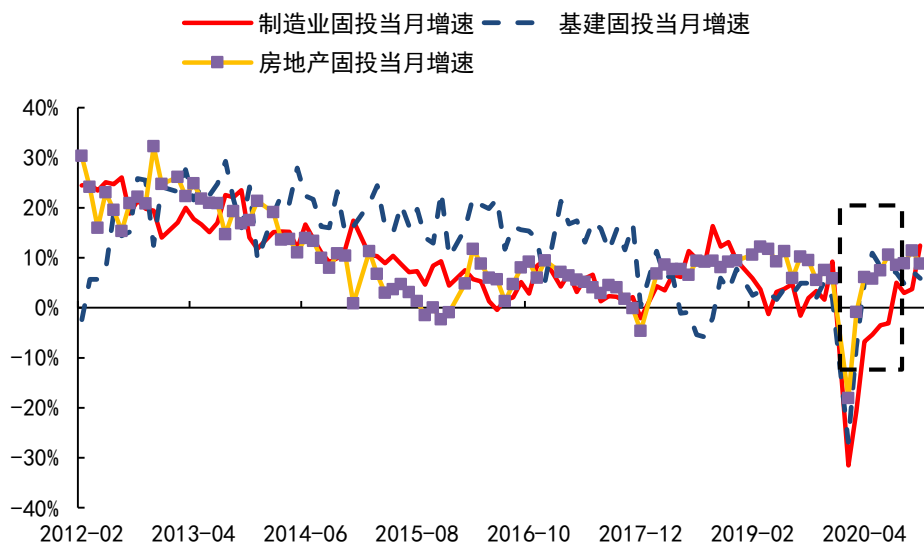
- 3.76万亿的赤字（较2019年增加1万亿）、1万亿特别国债、3.75万亿地方专项债，合计8.51万亿规模；
- 2020年前11个月：地方政府发行专项债3.55万亿，同比2019年增加67%；
- 公共财政支出20.8万亿，同比2019年增加0.7%；
- 地方政府性基金支出9.3万吨，同比2019年增加26.7%。

地方政府性基金支出

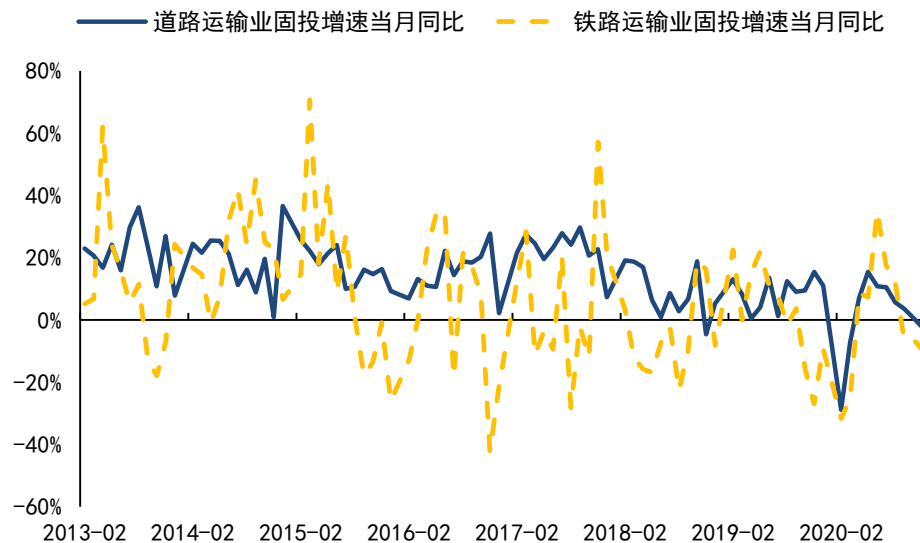


基建：财政空间边际收紧，意义在于托底

基建固投增速跑输整体



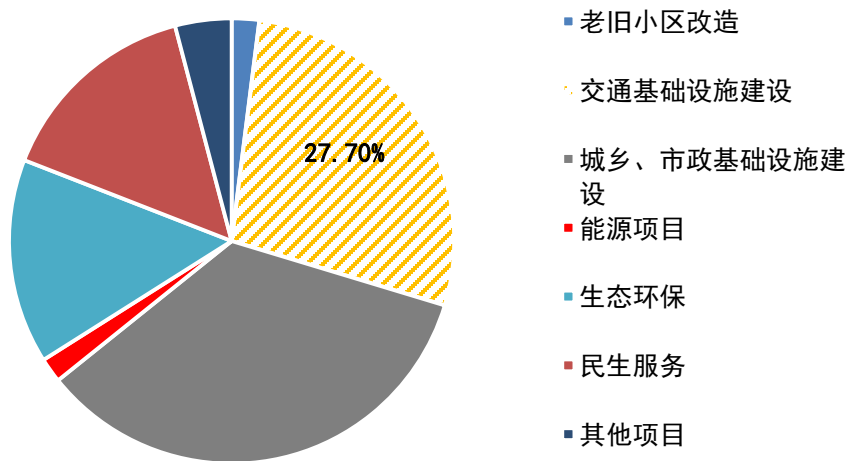
铁路、道路运输固投增速转负



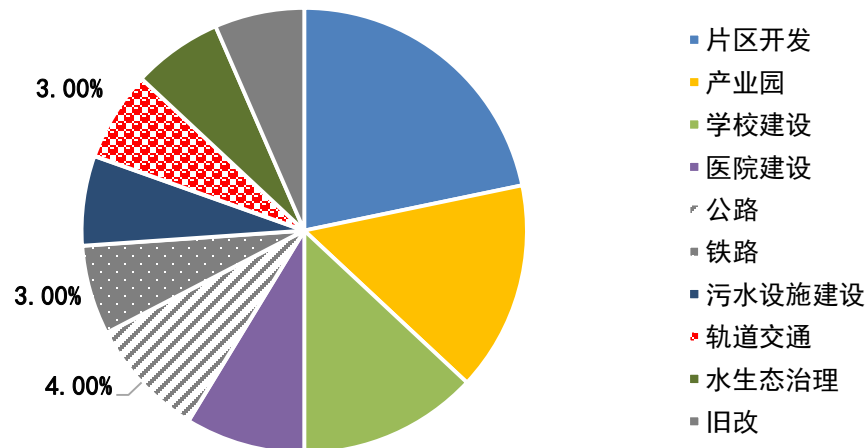
- 在经历了一季度固投增速的大幅下挫后，地产、基建、制造业当月增速从4月起显著抬升、基建固投月均增速达7%以上，处于2018年来高位；
- 迈过了5月的10%的两位数增速关口后，基建当月同比增速开始逐月下滑，到11月的累计同比增速为3.2，跑输地产和制造业。

基建：财政空间边际收紧，意义在于托底

4月专项债细分流向



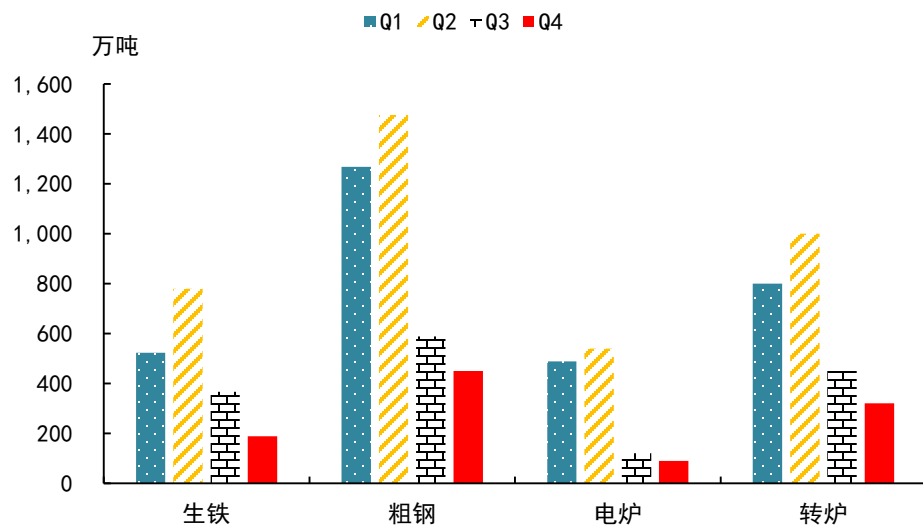
10月专项债细分流向



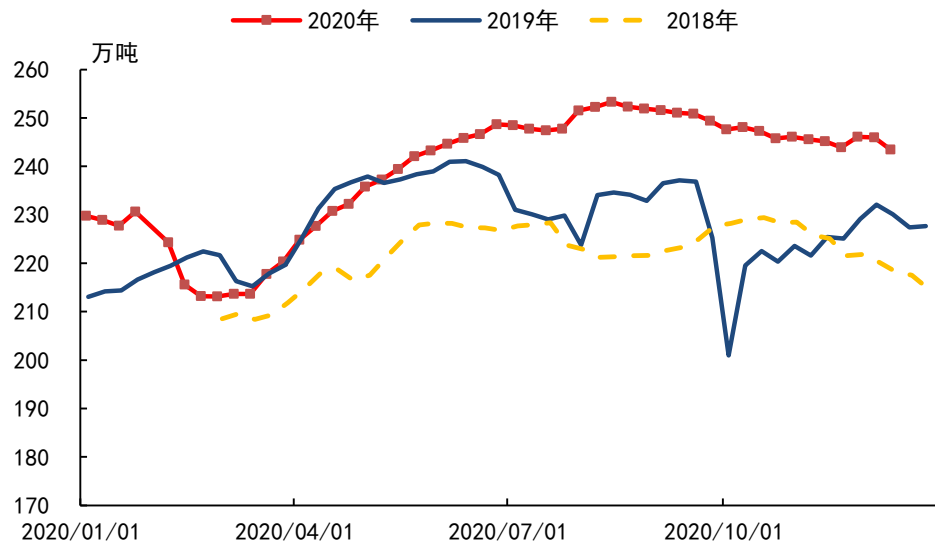
- 3月：2020年全部专项债不得用于土储和棚改等地产相关领域，投向基建的专项债资金比例曾一度接近70%，投向交运比重达28%；
- 5月：有关部门允许地方政府将新发行的专项债纳入棚改在建项目计划；
- 10月发行的5830亿项目收益专项债中有29%投向在建棚改项目，投向基建的比重为42%，交运比重为10%，较4月比重明显下降。

供给释放前高后低，产量温和扩张

2021年产能投放节奏



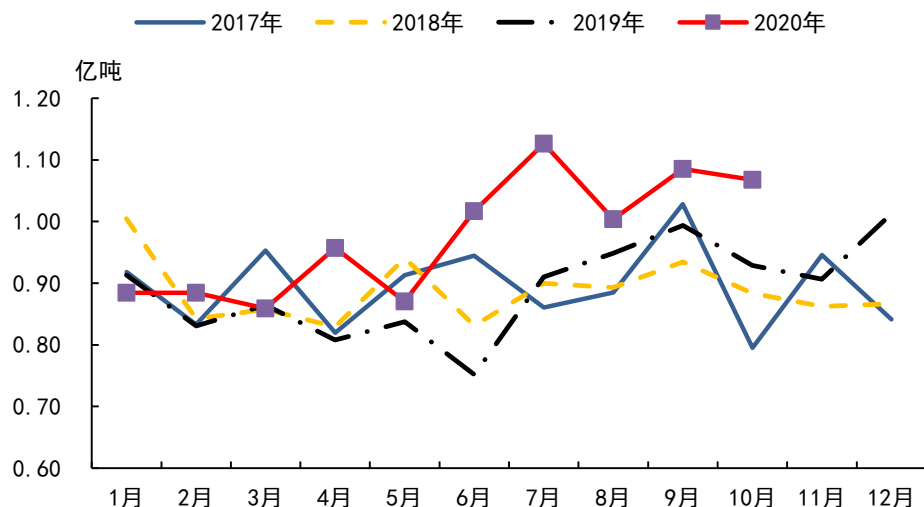
铁水产量仍有上升空间



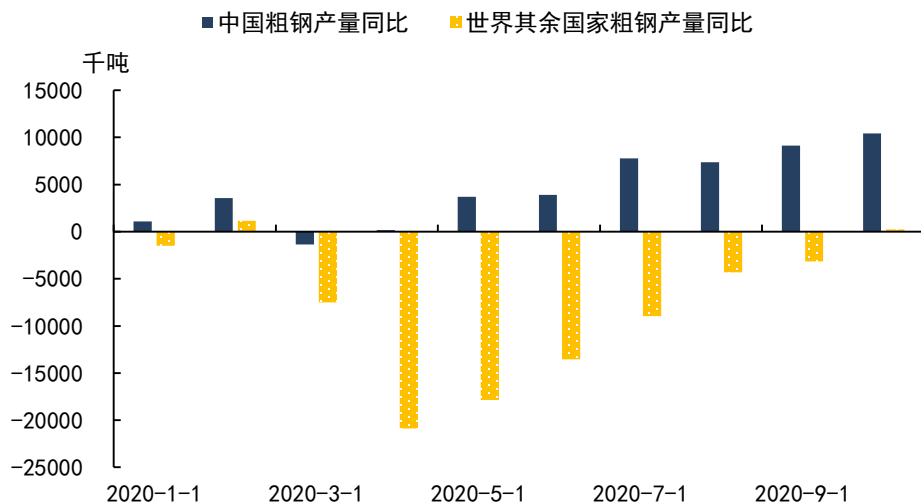
- 根据目前已公布的产能投放进度，2021年上半年的产能净投放量大于下半年，占比大约为7：3；
- 2021年生铁产能净增量2000万吨左右（2%）大约能带来1400万吨左右的生铁产量（1.6%）。

国内生产一枝独秀，外矿资源向中国倾斜

铁矿进口量大幅增加



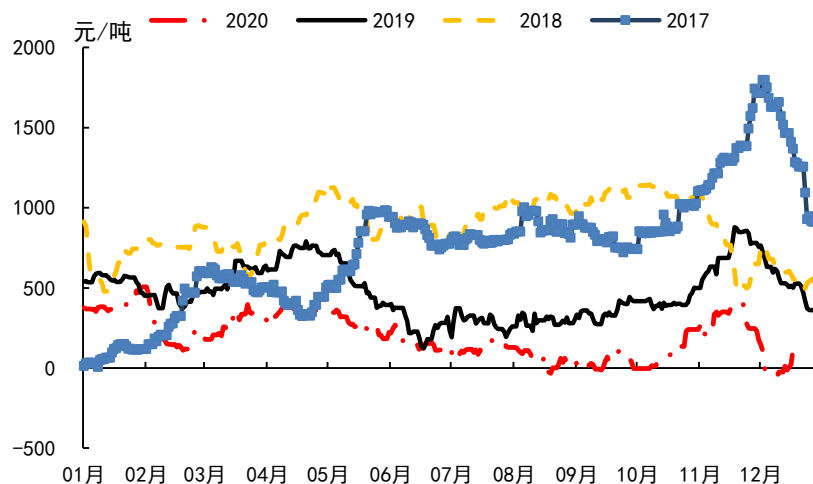
疫情全球肆虐，中国生产一枝独秀



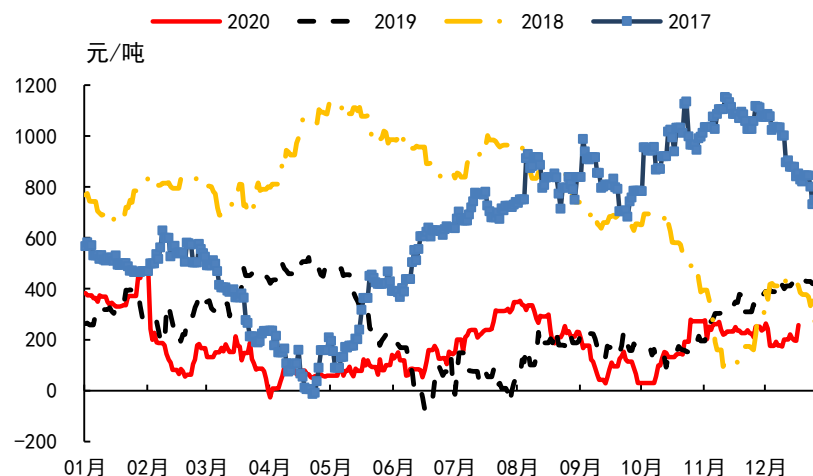
- 6-10月我国进口铁矿石连续5个月超亿吨，7月铁矿进口创下历史新高，累计到10月我国进口铁矿同比2019年增加11%；
- 疫情对全球的钢铁产业生产造成了较大扰动，根据世界钢铁工业协会口径，1-10月我国粗钢产量增加4564万吨，全球粗钢产量（除中国）同比累计减少7636万吨。

国内需求托底，关注海外复苏进度

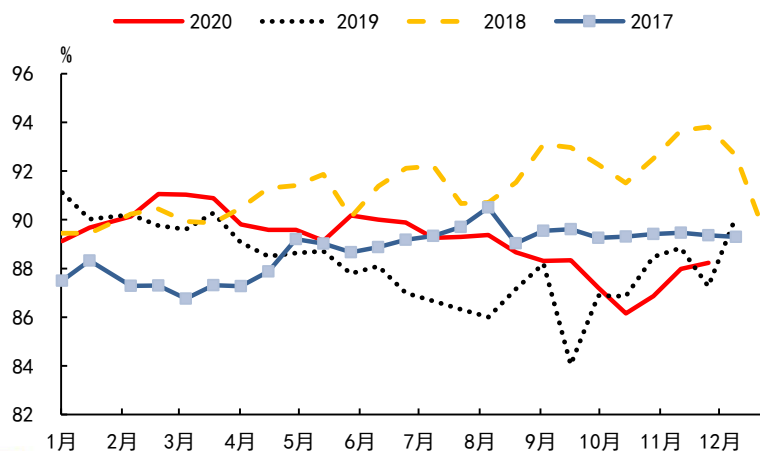
螺纹长流程毛利



热卷长流程毛利



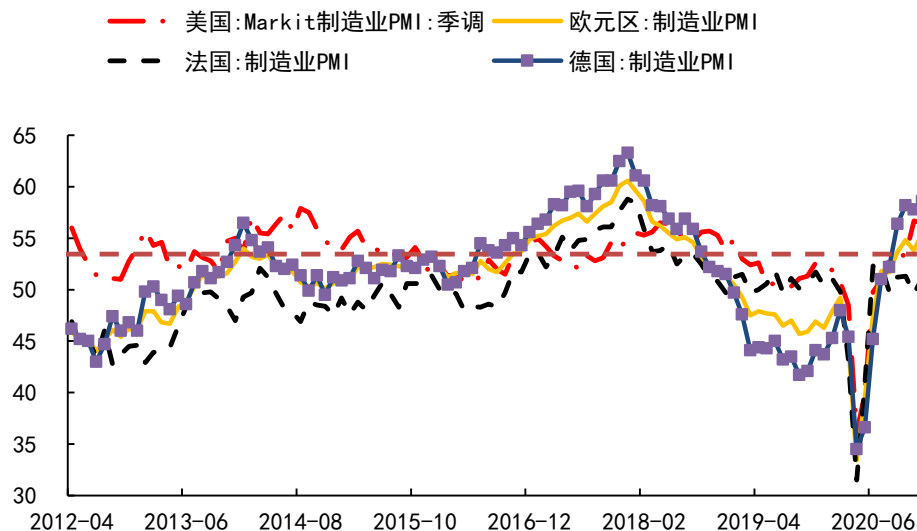
钢厂烧结粉矿配比处于低位



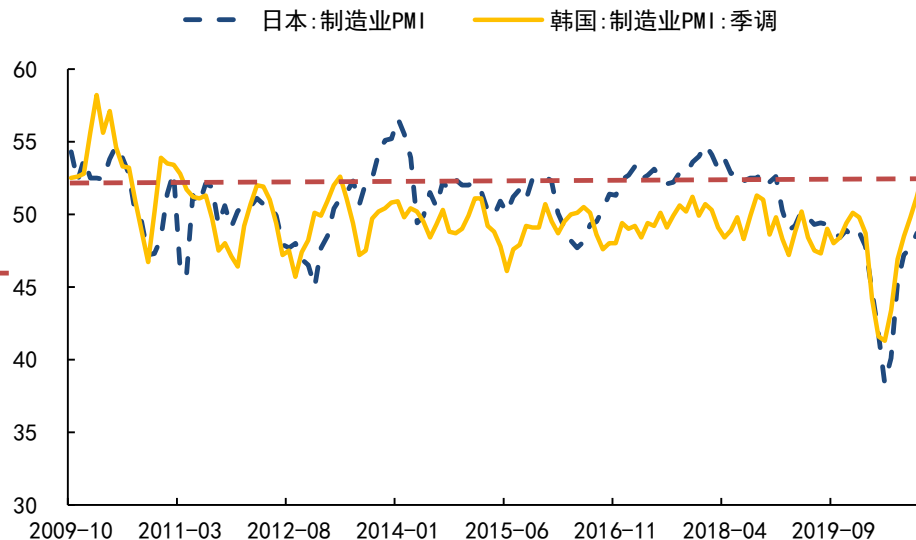
- 当前长流程螺纹利润128元/吨，热卷利润260元/吨，利润角度钢厂没有主动减产动力；
- 7-9月的淡季+亏损增产也体现了预期对钢厂排产的重要性；
- 进口粉矿配比88.2%，处于往年低位。

国内需求托底，关注海外复苏进度

发达经济体PMI指数



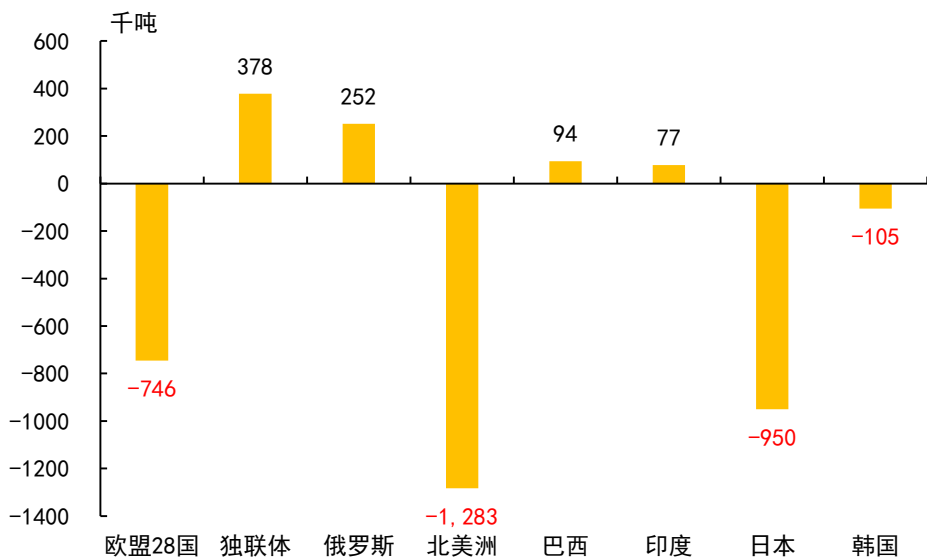
日韩日本PMI指数



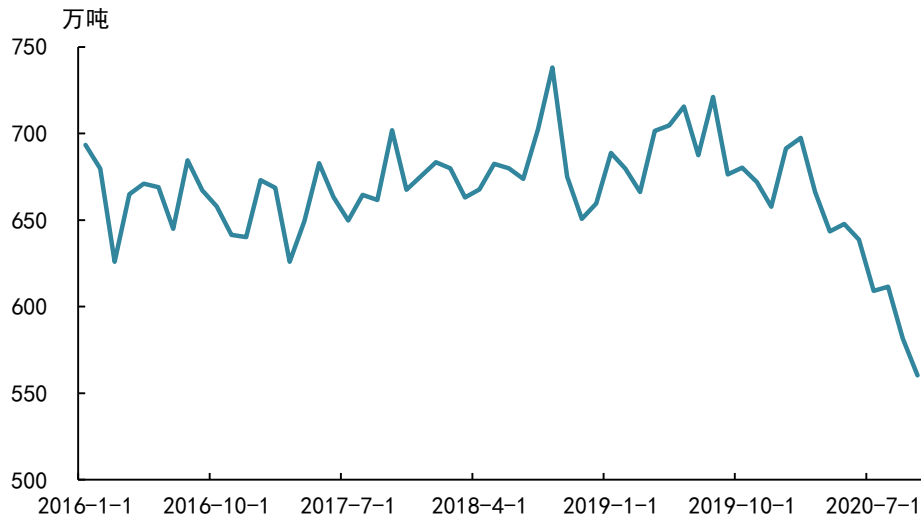
- 德国复苏进程领先发达经济体，欧洲的防控措施2021年春季之前预计难以取消。复苏的重启取决于疫苗生产和投放的速度；
- 韩国PMI于10月迈过荣枯线，日本复苏进程仍然偏慢。

国内需求托底，关注海外复苏进度

世界钢铁生产复苏已显端倪



日本普钢库存



- 海外粗钢产量同比降幅逐月收窄，部分国家已实现正增长；
- 日韩铁矿到港11月下旬以来明显增长，粗钢生产复苏已初见端倪；
- 日本普钢库存16年以来历史低位，经济复苏后成材面临着世界范围内的补库需求。

四大矿山产量梳理-Vale

Vale 3季度季报披露产量（万吨）

Vale矿区	矿山	2019年				2020年		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Northern System	Northern and Eastern ranges	23029	25838	35047	31438	21480	24319	32459
	S11D	17986	15738	15738	19291	18420	18144	24391
Southeastern System	Itabira	9292	8774	9836	8067	6007	5324	6465
	Minas	5191	5243	8849	6600	3649	4190	4394
	Mariana	5095	1839	2010	2352	2133	3207	5448
Southern System	Paraopeba	4447	4589	7109	4997	3648	5873	7064
	VargemGrande	2432	436	2697	4983	3708	5859	7866
	Minas Itabirito	4897	1147	0	0	0	0	0
Mideastern System	Corumba	501	451	802	616	559	645	589
季度总量		72870	64055	86704	78344	59604	67561	88676

- Vale2020年三季度铁矿原矿（不含球团）产量8868万吨，环比**增长31.2%**，同比**增长2.3%**。前三季度累计产量2.16亿吨，同比**下降3.5%**；
- 三季度总销量为7423万吨，环比**增加20.4%**，同比下降12.8%；2020年1-9月份总销量1.9亿吨，同比**下降12.9%**；
- 北部矿区的提产是三季度增量的主要来源S11D增幅34%；
- 2021年morro1、Timbopeba、brucutu、Fábrica、Serra Leste等项目产能2021年陆续投放，将贡献4500万吨左右的产能增量。

四大矿山产量梳理-FMG

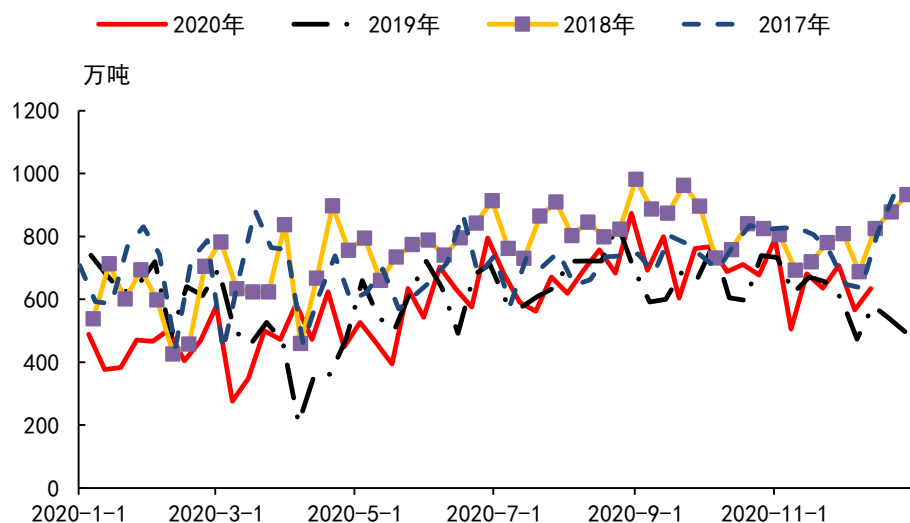
FMG 3季度季报披露产量（万吨）

	2020		2019		2018		2017	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
一季度	4240	4230	4300	3830	3910	3870	4040	3960
二季度	4270	4730	4850	4660	4410	4650	4590	4470
三季度	4600	4430	4510	4220	4290	4020	4710	4400
四季度			4620	4640	4620	4250	4080	4050

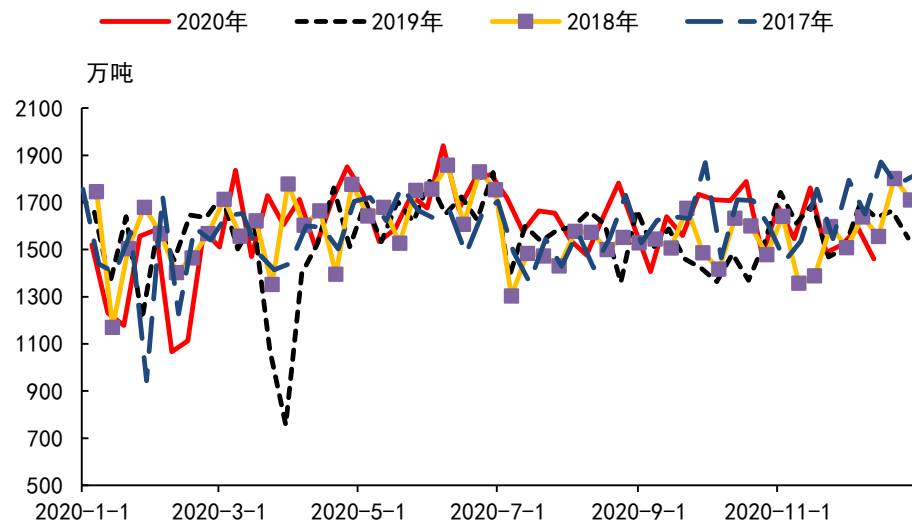
- FMG三季度铁矿生产4600万吨，环比**增长7.7%**，同比**增长2%**；总发运4430万吨，环比**下降6.3%**，同比**增长5%**；
- 财年年度发运量目标在1.75-1.8亿吨，目前完成进度基本正常，季节性上看4季度销量有上行空间；
- 2020年底Eliwana项目投产，贡献1000万吨增量。

供需双增，上半年去库延续

巴西铁矿周度发运



澳洲铁矿周度发运



- 从海外矿山发运节奏和季节性上看，预估2021年上半年的国内铁矿到港量将在2020年低基数的基础上回落2000-2500万吨，且其中大部分集中在1季度；
- 2021全年铁矿供给增量预估5500万吨（Vale+FMG），海外经济复苏根据复苏时间节点地不同带来的分流量大约为1900-3800万吨；
- 国内高炉产能置换也将带来2200万吨左右的铁矿需求增量。

2021年黑色策略总结

推介一

内外需共振复苏，制造业强于建筑业

- 卷螺差逢低多配

推介二

高炉产能置换，铁矿去库周期

- 多铁矿空螺纹，做空05合约钢厂利润

推介三

地产需求韧性叠加海外成材补库

- 铁矿、螺纹2105-2109/2110正套

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本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。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。