

【申银万国期货】强预期弱现实，关注需求启动节点

——3 月份螺纹钢铁矿期货投资策略报告

2021 年 2 月 26 日

分析师

李公然

从业资格号：F3074720

投资咨询号：Z0015508

电话：021-5058 5802

邮箱：ligr@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

摘要：

- 市场目前处于弱现实强预期的环境下。现实层面最近无论是成材的库存、成交其仍处于淡季的水平下，杭州螺纹库存突破 110 万吨，5 大材的库存也比去年春节同期高出 450 万吨左右。库存绝对量有一定压力，节后钢材日均成交目前也未明显恢复，且投机需求居多。从目前的复工复产进度来看，人员到位率 3 成左右，需求还没有正式启动。现实比较差也是钢厂利润即使在节后螺纹涨了 300 多元，焦炭降价 100 元/吨的情况下，利润也仅仅是 100 元/吨左右的水平。这个利润水平在往年旺季的环境下是明显偏低的，特别是在今年返工潮可能来的比较早的情况下，开工的节奏可能会比往年快，库存结构所导致的抛压也比较少。3 月上旬见到库存拐点后，去库 90 万吨以上算是符合预期，若去库节奏没有展现出超季节性的表现，钢材整体的表现也将偏弱。
- 从目前基本面的种种迹象来看，我们认为今年金三银四需求兑现的概率较大，在这种情况下，我们认为成材的价格有支撑，也保有一定利润的情况下，铁水产量基本很难出现主动的减量，所以原料的价格弹性在金三银四的时间段内或将高于成材，特别是目前盘面贴水较大，且透支了一部分提降预期的焦炭。

核心因素评定表：

核心利多因素	影响力演化方向	评级
金三银四内需复苏	趋强	★★★★
海外疫情逐步恢复	趋强	★★★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
钢材去库进程不及预期	平稳	★★
钢材绝对库存相对偏高	平稳	★★
综评：焦炭 5-9 正套，远月钢材利润做扩（热卷-焦炭）		

注：“★★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。

目 录

一、3 月操作策略	3
1、焦炭正套策略	3
2、远月钢厂利润做扩策略	3
二、行情分析	4
1、行业动态	4
2、行情图解	5
3、热点问题	13
三、交易逻辑	13
1、焦炭正套策略	13
2、远月钢厂利润做扩策略	14
四、风险提示	14

一、3 月操作策略

1、焦炭正套策略

从目前基本面的种种迹象来看，我们认为今年金三银四需求兑现的概率较大，在这种情况下，我们认为成材的价格有支撑，也保有一定利润的情况下，铁水产量基本很难出现主动的减量，这就给了炉料价格一定的支撑。综合钢焦两端新增产能的投放力度来看，焦化厂在 1 季度存在回吐部分利润的条件，但鉴于新增产能-淘汰产能-生铁投放新增焦炭需求的量较小（日均 1 万吨不到，目前的供需缺口不考虑出口问题大约在 11 万吨/天），且目前盘面已反映大部分焦价提降预期，我们 J05 合约在一季度的走势总体持谨慎乐观态度。

2、远月钢厂利润做扩策略

中长期来看，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。另外，碳中和政策对高炉减产的压力也将更为利多产量大部分来自高炉的热卷，而焦炭在 3 季度后新增产能对供给的补充会逐步显现，焦价收到供给端的支撑或将有所减弱，若政策上对今年粗钢产量只减不增的要求有进一步的表述，远月钢厂利润将有较大的走扩空间。

二、行情分析

1、行业动态

➤ 韩国钢企提高产能利用率：

根据外媒报道，韩国钢铁生产商现代制铁和浦项制铁正在急于提高产能利用率，以满足国内外日益增长的需求。据悉浦项制铁决定将原定于 3 月 8 日至 13 日在南海岸光阳的冷轧钢厂的检修工作推迟到 4 月，以满足不断增长的需求。第二钢铁公司现代钢铁公司还提前制定了维修计划，并于年底完成了维修工作。此举是由于中国钢铁出口下降，国际钢铁价格趋于稳定，以及对建筑用钢材国内需求增加的预期。

➤ 和发集团 100 万吨热卷项目投产：

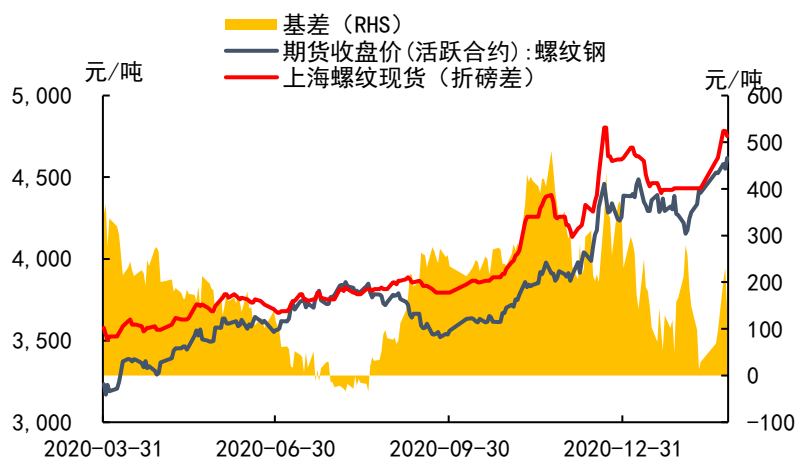
截止 2021 年 2 月 20 日上午，第 100 万吨热卷在和发集团 Hoa Phat Dung Quat Steel 钢铁厂正式投产。在经过 9 个多月的投产以来，越南和发集团热卷产量已达 100 万吨。据达涅利集团的专家介绍，达涅利集团一直是和发集团轧钢生产线设备的生产和安装承包商，上述产量创下了世界上一家板材厂的生产纪录，世界上很少有生产线能在如此短的时间内达到 100 万吨热卷的产量。另据了解，Dung Quat 钢厂的 CSP 设备于 9 月份投产，开始生产热卷，钢厂 2 期扩建工程项目的设备也已将成投产。工厂最后一座高炉即 4 号高炉（产能 100 万吨/年）于 2021 年初投产，和发集团还将于 2021 年第二季度投产产能 100 万吨/年的线材轧机。此外 Dung Quat 钢厂运营设备还包括烧结机、球团设备、产能 300 万吨/年高炉、产能 400 万吨/年炼钢设备、产能 450 万吨/年方坯连铸机和产能 200 万吨/年螺纹钢和线材轧机。

在经历了1月份终端需求淡季引发的黑色系整体负反馈后，铁水产量的韧性打破了从成材到原料的负反馈路径，叠加对年后市场需求的乐观预期，2月份黑色系整体呈现震荡上行态势。其中铁矿、热卷、螺纹钢涨幅居前，截至2月24日主力合约分别上涨15.6%、10.9%、9.4%。华东主流螺纹钢现货价格节后上涨340元/吨至4640元/吨。目前RB05合约贴水135元/吨（2.8%）。

铁矿受到淡季国内铁水产量未有明显下降的支撑，叠加上1季度海外钢厂高炉复产对铁矿需求的提振预期，在1季度整体的外矿发运淡季内，市场对节后旺季铁矿的去库有较为乐观的预期。伴随着黑色整体的多头氛围，铁矿2月I2105合约上涨152.5元/吨（15.6%），普氏62%上涨16.5美金（10.5%）。

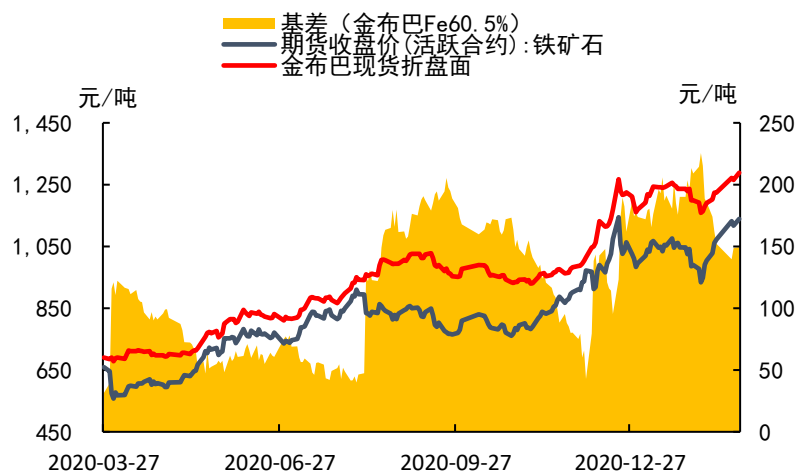
2、行情图解

图1：螺纹钢期现行情回顾（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

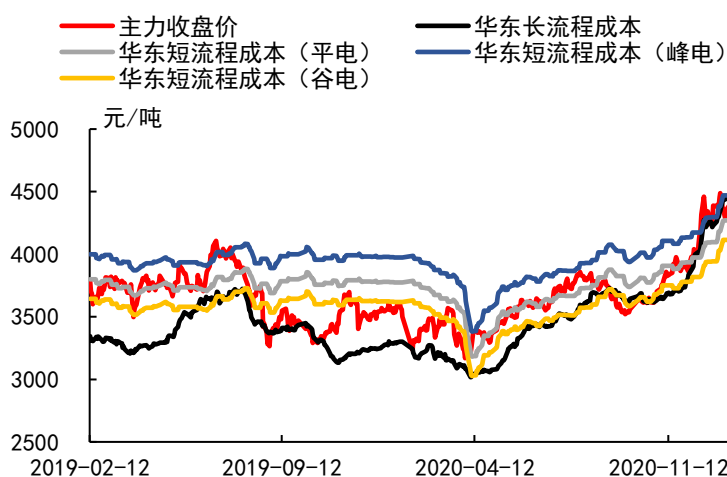
图2：铁矿石期现行情回顾（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从黑色系下游成材的估值上看，目前华东地区螺纹现货长流程即期利润 30 元/吨左右。短流程利润 310 元/吨。05 螺纹盘面利润 208 元/吨。在市场对旺季需求较为乐观的预期下，虽然目前终端需求仍在淡季，但盘面对钢厂利润的走扩已经打出了一定的预期。

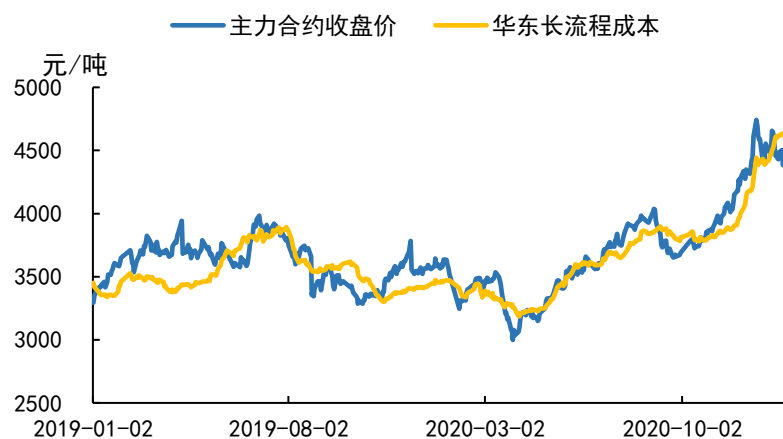
图 3：螺纹钢期现货价格 VS 成本（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

同样的，目前华东地区热卷现货长流程即期利润 50 元/吨左右。05 热卷盘面利润 357 元/吨。由于螺卷库存比在近期的逐步抬升，且短流程复产后对螺纹供给的冲击大于热卷，所以盘面也给了热卷利润更高的估值。

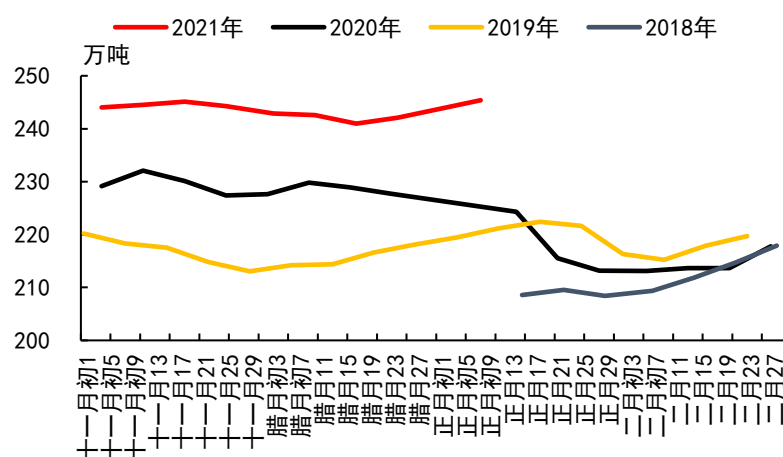
图 4：热卷期现货价格 VS 成本（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从春节前后两个月淡季的时间窗口去观察，得益于钢厂资金较为充裕，叠加对明年开工后需求的乐观预期，今年在淡季铁水产量始终保持了较强的水平，春节前后两周的247家钢厂铁水产量均在240万吨以上，较往年的弄里同期高出20万吨左右，对应的螺纹产量也比往年高出10万吨（3.3%）的水平。

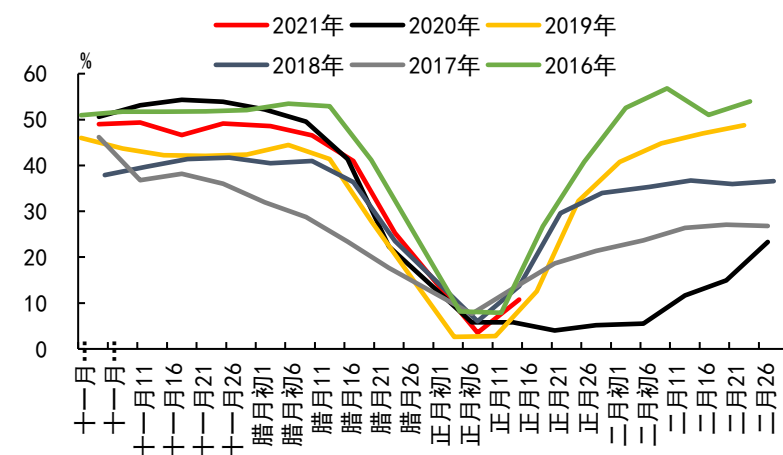
图 5：247 高炉铁水日均产量（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

虽然短流程的利润较好，但依然呈现出了季节性的减产，幅度和往年同期基本一致。也正是由于目前电炉相对于高炉更高的利润，之后的季节性复产也会对螺纹的供给端形成一定的补充，预计从目前的4万吨/周恢复到节前50万吨/周不到的水平。

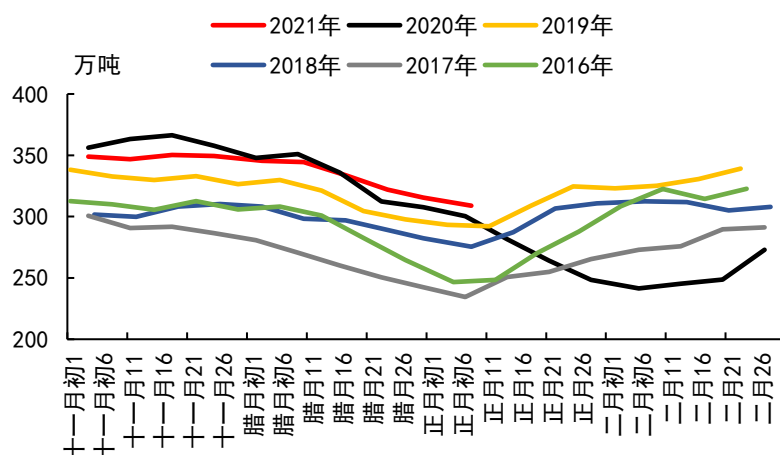
图 6：螺纹钢短流程产量（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从螺纹钢整体的产量来看，春节期间的减产均由短流程贡献，截止2月26日，长流程螺纹产量较节前恢复3万吨，螺纹产量短期的低点预期已经出现，节后第二周开始螺纹产量将逐渐回升，但近期唐山环保政策有加严的迹象，且在碳中和的政策方针下，粗钢实现产能和产量双降的政策演变路径依然有较强的不确定性，若粗钢产量被限制，盘面的成材利润将会有较大的上行空间。

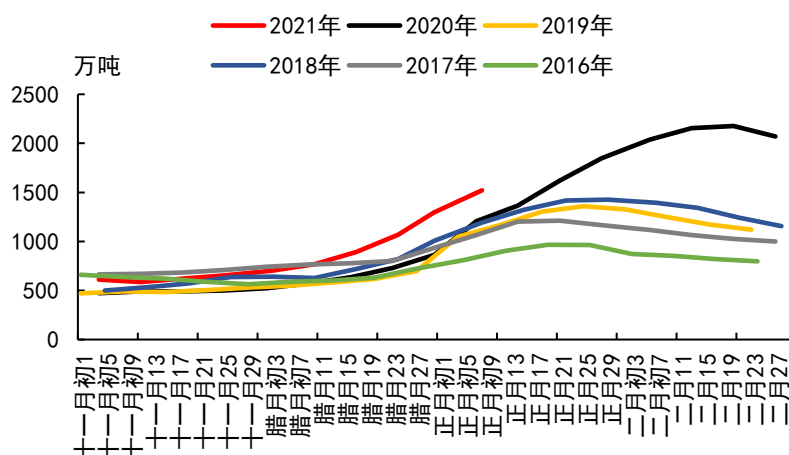
图 7：螺纹钢周度产量（万吨/周）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从今年春节期间的累库绝对量上看，截止到2月24日，钢厂库存514万吨，较去年同期农历同期基本持平。较2019年高出175万吨（50%）。社会库存1221万吨，较去年和前年同期分别高出370和394万吨（48%）。从春节后第一周的库存占比看，今年厂库占总库存的比重（34%）稍大于2019年（30%），显示出今年的冬储资源更集中在钢厂端。但节后在终端需求淡季，以投机需求为主的背景下，社库的累库幅度较大。

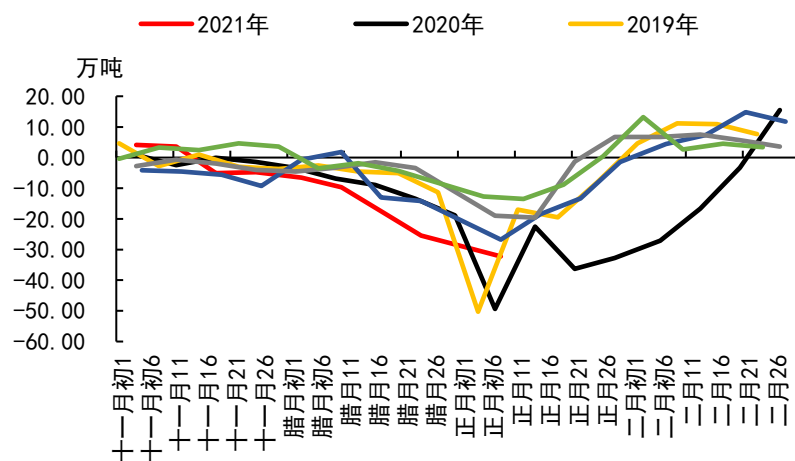
图 8：螺纹总库存（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

从今年春节期间的累库幅度上看，春节期间日均 32 万吨的累库低于 20 年的 19 年的水平（50 万吨左右），这也是节后黑色系整体高开的原因之一。但从节后首周的累库量来看，日均累库 31 万吨，没有展现出超季节性的乐观表现。

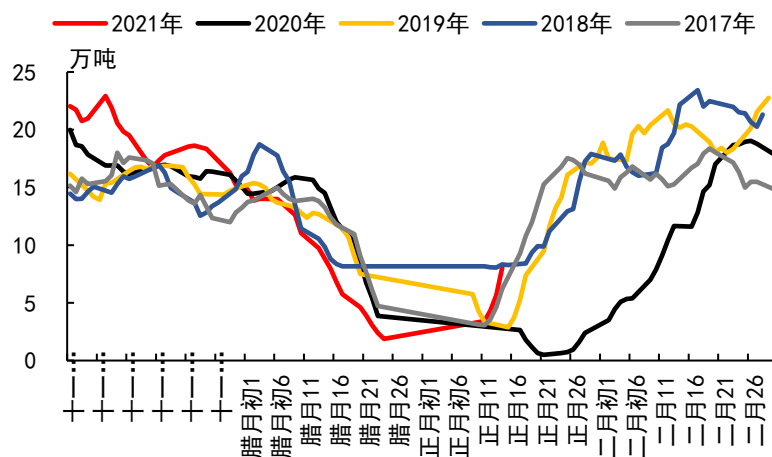
图 9：螺纹日均去库（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

从高频成交量的角度来看，目前成交量水平依然在 10 万吨以下，且以投机需求为主。结合下游复工复产的情况来看，虽然目前调研的施工单位的复工率已达到 60% 以上的水平，但人员的返岗率依然只有 30% 左右，在人员没有到位的前提下，复工复产的速度预计也不会明显加快。关注正月十五以后的人员到岗情况以及成交的恢复速率。

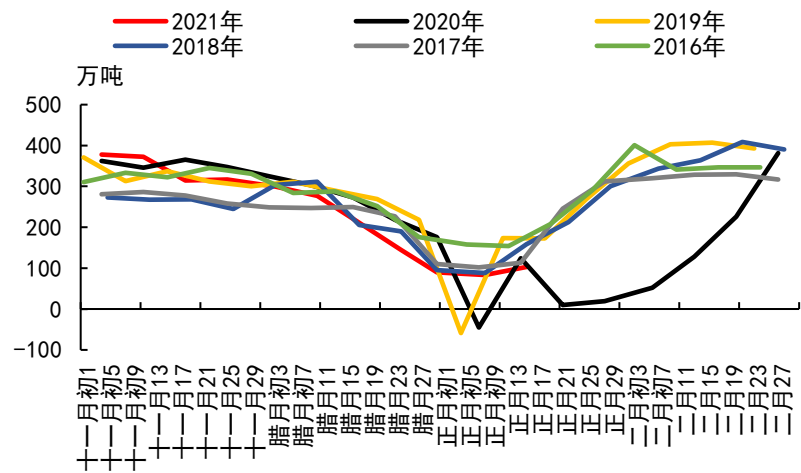
图 10：全国终端建材成交量（吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

从表需的角度看，本周表需 102 万吨，较 2019 年同期偏低 70 万吨左右。现实暂时并没有预期的乐观，这也导致节后现货钢价短期跳涨后近期出现了涨势乏力的迹象。从往年需求开启和库存去化的时间点看，3 月中上旬库存见顶后的去化速度将是市场关注的重点，届时若现实需求没有展现出超季节性的表现，那么螺纹盘面也将出现一定的回调。

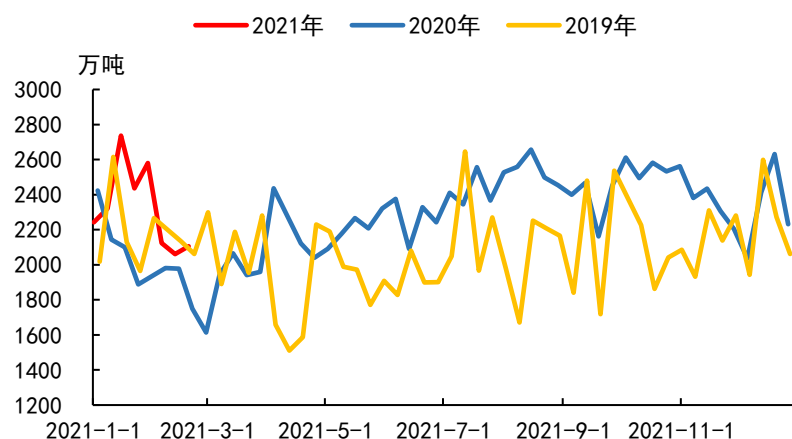
图 11：螺纹钢表观需求（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

受到 12 月底开始澳巴发货量的逐渐减少，2 月的港口到货量也出现了比较明显的下降，截止 2 月 19 日，北方 45 港到港量 2107 万吨，较 1 月底下降 630 万吨。目前澳洲气旋影响基本结束，而今年巴西的降雨量目前看也基本正常，预计澳巴发运在 1 季度将维持正常的季节性，1 月底开始澳巴发货量已经有明显抬头，预计在 3 月初的到港量上将有所体现。

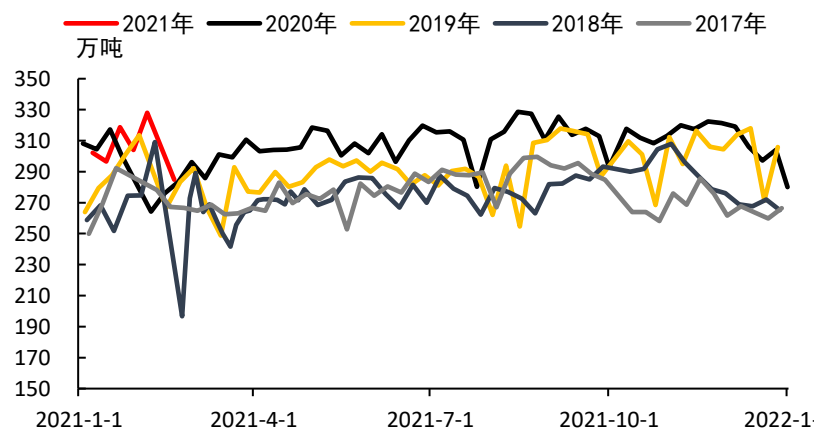
图 12：铁矿石北方港到港量（万吨）



资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

从疏港量上看，2 月 19 日我国 45 港铁矿石疏港量 284 万吨，春节期间下降了 43 万吨，但由于铁水产量的韧性，在终端需求的支撑下，疏港量依旧处于往年来较高的位置。在后期钢厂补库正式开启后，疏港量将有进一步提升的空间。

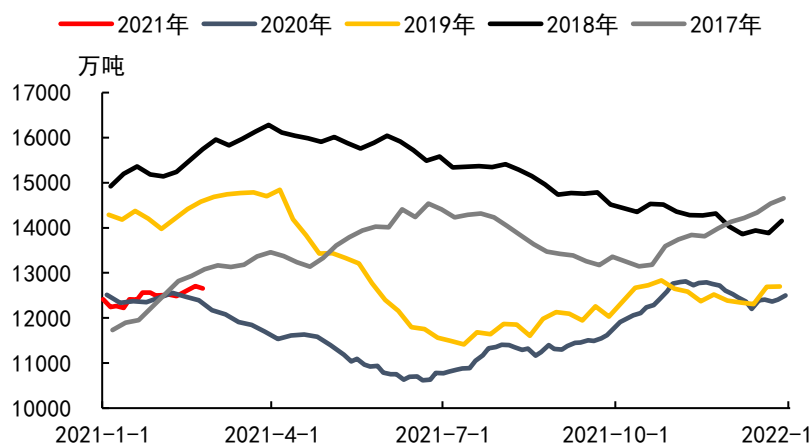
图 13：铁矿石北方港疏港量（万吨）



资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

在到港和疏港量均下降的背景下，港口铁矿库存小幅回升，年初至今由 1.24 亿吨增加至 1.27 亿吨，其中还有一部压港隐形库存转显性的贡献。同比来看绝对库存量仍处于往年同期低位，较 2020 年小幅高出 4889 万吨。

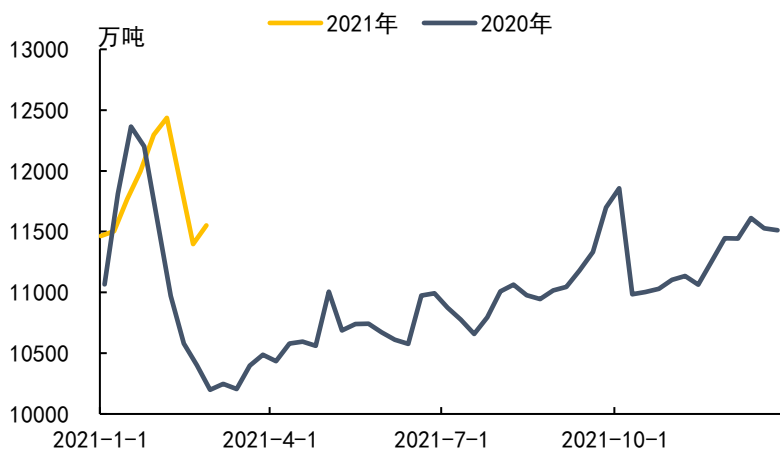
图 14：铁矿石北方港库存（万吨）



资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

钢厂目前正处于春节后炉料去库的窗口期内，今年钢厂铁矿库存峰值于去年相近，在 1.24 亿吨左右。从库存的绝对量上看，目前较去年同期高出 1351 万吨，仍有一定的去库空间，而由于钢厂日耗的高企，钢厂铁矿库销比基本与去年同期持平，短期内钢厂缺乏补库的积极性，预计仍将以消耗库存为主，进入开工旺季后随着铁水产量的进一步提升，3 月中下旬后钢厂对铁矿的补库或将拉动铁矿的价格。

图 15：247 家钢厂进口铁矿库存（万吨）



资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

3、热点问题

- 中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，纲要提出，加快建设 20 个左右国际性综合交通枢纽城市以及 80 个左右全国性综合交通枢纽城市。推动智能网联汽车与智慧城市协同发展。目标到 2035 年铁路将达 20 万公里左右，公路 46 万公里，高等级航道 2.5 万公里左右。
- 压缩粗钢产量，废钢行业以及电炉企业或迎来重要发展期。另外，2020 年，《钢铁产能置换实施办法》（征求意见稿）公布，其中大力鼓励钢企发展电炉短流程炼钢，意味着后期发展电炉炼钢将是一种趋势，更是完成节能减排的重要措施。
- 2 月 24 日，淡水河谷官方发文表示，撤销 Itabira Complex 矿区的 Itabiruçu 矿坝紧急状态。Itabiruçu 矿坝现在已经符合法律安全参数。

三、交易逻辑

1、焦炭正套策略

从目前基本面的种种迹象来看，我们认为今年金三银四需求兑现的概率较大，在这种情况下，我们认为成材的价格有支撑，也保有一定利润的情况下，铁水产量基本很难出现主动的减量，这就给了炉料价格一定的支撑。综合钢焦两端新增产能的投放力度来看，焦化厂在 1 季度存在回吐部分利润的条件，但鉴于新增产能-淘汰产能-生铁投放新增焦炭需求的量较小（日均 1 万吨不到，目前的供需缺口不考虑出口问题大约在 11 万吨/天），且目前盘面已反映大部分焦价提降预期，我们 J05 合约在一季度的走势总体持谨慎乐观态度。

2、远月钢厂利润做扩策略

中长期来看，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。另外，碳中和政策对高炉减产的压力也将更为利多产量大部分来自高炉的热卷，而焦炭在 3 季度后新增产能对供给的补充会逐步显现，焦炭收到供给端的支撑或将有所减弱，若政策上对今年粗钢产量只减不增的要求有进一步的表述，远月钢厂利润将有较大的走扩空间。

四、风险提示

针对上述交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

1、旺季需求恢复偏慢，高库存引发黑色负反馈

在现实需求没有完全恢复的情况下，黑色系的估值的高位对金三银四的需求恢复进度提出了较高的要求，在预计今年库存峰值仅次于 2020 年的高位下，若需求恢复偏慢，或将引发需求偏弱-高炉减产的负反馈逻辑，使得钢价走势承压。

2、货币流动性边际收紧

市场对全球复苏背景下的大放水导致的通胀预期升温的非常明显。10 年期美债收益率以及 10 年期 TIPS 的隐含通胀率均处于较高水平。若美联储在下半年流动性收紧，将在一定程度上打压黑色系的整体估值水平。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，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。