

终端用量或尚未明显启动，螺纹钢承压下跌的概率较大

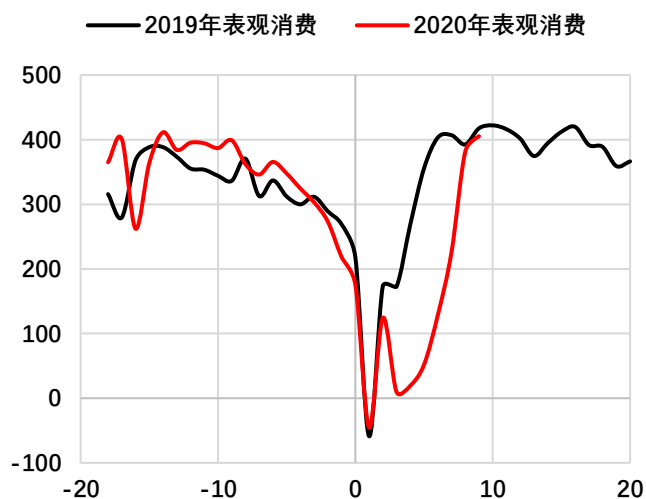
根据最新的螺纹产量、库存数据来看，周度表观消费量达到 405 万吨/周，且与 2019 年农历同期水平基本相当。单纯从周度表观消费快速提高来看，终端需求可能已经快速启动，后期库存可能会得到持续快速去化，螺纹钢价格波动区间可能发生变化。但是，真实情况确实如此吗？

一、表观消费快速提高，但终端用量或尚未明显启动

对于建筑工地而言，一般建材的采购周期可以分为：集中采购期-库存消化期-正常采购期-赶工采购期-冬季收工期。我们注意到 2019 年国庆节后，房地产行业迎来明显的赶工采购期，对比 2018 年国庆节表观消费量明显提升，大约多使用 250 万吨。但是由于 2020 年春节要比 2019 年早一周，建筑工地春节前备货并不充分，建筑工地常备库存可能比 2019 年少。这一点可以从两方面得到验证：一是，春节前 4 周 2020 年的表观消费下降速度明显比 2019 年快，表观消费总共降低约 120 万吨；二是，虽然前 4 周社会库存变化轨迹与 2019 年类似，但钢厂库存要比 2019 年提前累库，库存增加约 170 万吨，库存提前累库说明终端备货不积极。综合分析节前表观消费的下降和钢厂库存的提前累库，可以初步判断 2020 年常备库存可能要较 2019 年低 150 万吨左右。

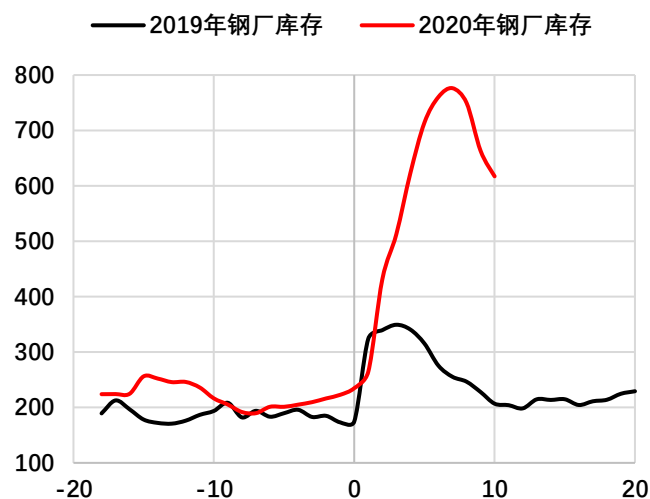
春节后受新冠病毒疫情影响，国内实施严格的物流及人员流动管控措施，汽运、火运等螺纹钢传统运输方式受到严重冲击，导致集中采购期不顺。集中采购期一般有 3 到 5 周左右，在此期间螺纹终端消耗是比较低的，可以将此期间的表观消费看作建筑工地的备货。我们按 5 周计算，2019 年集中采购期总表观消费量约 910 万吨，而 2020 年同期只有 160 万吨左右。因此，2020 年春节前建筑工地常备库存的降低，以及集中采购期备货不畅，共导致 2020 年建筑工地库存减少 900 万吨。此外，2019 年春节后第 6 周开始，周度表观消费量基本稳定在 400 万吨左右，大概处于库存消化期和正常采购期。而 2020 年春节后第 6 周至第 9 周，表观消费量分别达到 128 万吨/周、225 万吨/周、381 万吨/周和 405 万吨/周，我们仍可以把这四周认为是建筑工地的备货，合计约 1139 万吨，即截至目前建筑工地备货量仍较 2019 年多约 239 万吨。因此，4 月初之后的表观消费量才更能反应建筑工地终端使用情况。

图 1： 2019-2020 年春节期间表观消费量（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

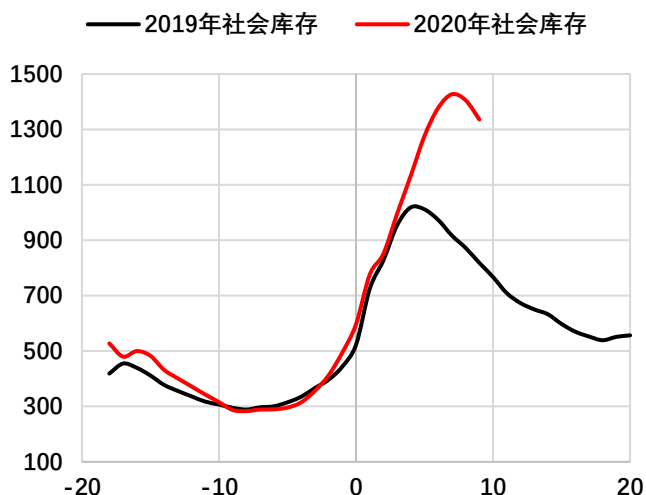
图 2： 2019-2020 年春节前后钢厂库存（单位：万吨）



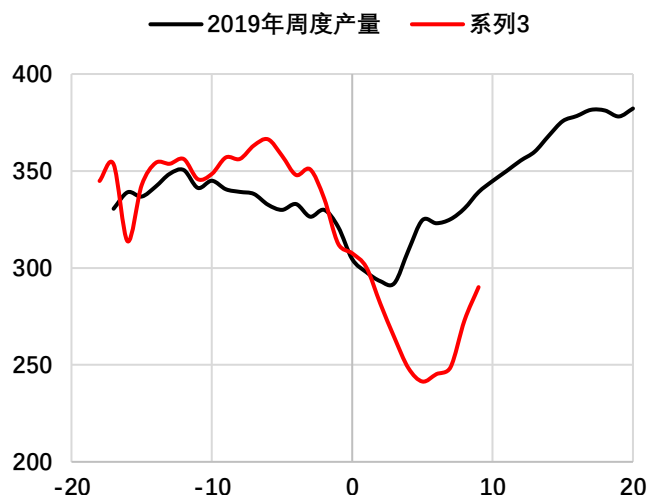
数据来源：Wind，中信建投期货

图 3： 2019-2020 年春节前后社会库存（单位：万吨）

图 4： 2019-2020 年春节前后周度产量（单位：万吨）



数据来源: Wind, 中信建投期货

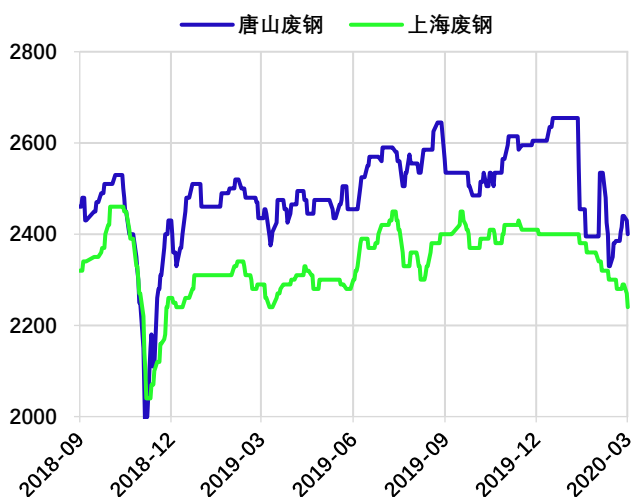


数据来源: Wind, 中信建投期货

二、废钢价格下降，螺纹产量或快速提高

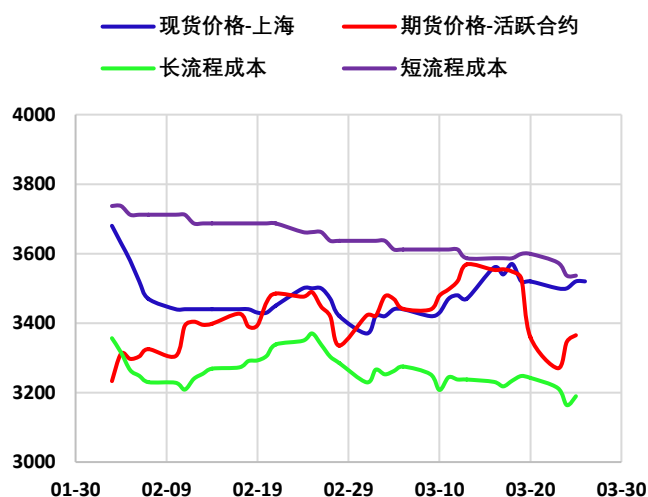
2020 年疫情导致建筑工地难以正常开工，螺纹钢消费低迷，库存累库幅度远超 2019 年峰值，成材利润大幅下降，受此影响钢厂大幅降产。从 2 月份的数据来看，生铁日均产量同比降低 2.1%，而粗钢同比降低 7.1%，也就是说钢厂减产主要是通过降低转炉废钢比和电炉螺产量实现的。但是，钢厂废钢用量减少导致最近两个月废钢价格大幅下降，6-8mm 废钢唐山地区降价 255 元/吨、上海地区降价 180 元/吨。废钢价格的下降导致长流程和短流程螺纹钢成本较春节第一周下降明显，目前长流程螺纹钢成本约为 3150 元/吨左右，短流程螺纹钢成本约为 3550 元/吨。以目前上海 20mm 螺纹钢现货价 3500 元/吨来看，长流程螺纹钢利润在 350 元/吨，短流程螺纹钢利润为-50 元/吨。本文计算的短流程螺纹成本相当于平电生产成本，而谷电生产成本约为 3350 元/吨左右，此成本下螺纹钢利润约为 150 元/吨。长流程和短流程螺纹钢利润提高，导致钢厂废钢用量提高，产量快速增加。如果按目前螺纹周度产量曲线的斜率外推的话，大约 2 至 3 周后产量达到 360 万吨/周，与 2019 年同期持平。螺纹钢产量的快速回升，势必对库存的去化造成极重的压力。

图 5：废钢不含税价格（单位：元/吨）



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 6：螺纹钢期现价格及长短流程成本（单位：万吨）



数据来源: Wind, 中信建投期货

三、螺纹钢库存推演

(1) 悲观情景：谷电盈利、平电持平

当长流程螺纹钢利润 350 元/吨、短流程平电和谷电螺纹钢利润分别在 0 元/吨和 150 元/吨时，2019 年螺纹钢周度产量约为 360 万吨/周。在螺纹钢利润相同时，我们认为产量基本一致，因此，估计后期螺纹钢产量亦为 360 万吨/周。此外，2019 年 10 月后房地产行业发生赶工潮，表观消费峰值约为 410 万吨/周，考虑到 2020 年基建投资快速增长，假设后期表观消费量较 410 万吨/周分别增长 0、5%和 10%，即表观消费量分别达到 410 万吨/周、430 万吨/周和 450 万吨/周。按上述假设，则 2020 年库存降至 800 万吨左右，较 2019 年用时分别延长 16 周、9 周和 5 周。

(2) 乐观情景：谷电持平、平电亏损

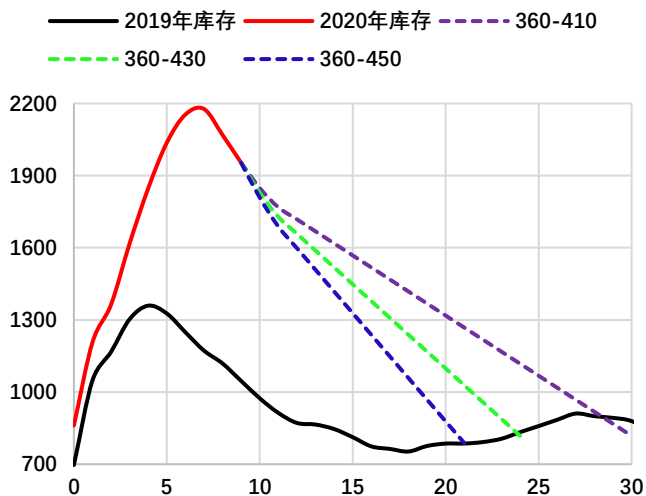
在情景一的基础上将各生产方式下螺纹钢的利润降低 150 元/吨，此时长流程螺纹钢开工率与 2019 年持平，但考虑到利润收缩，长流程废钢添加比例由 15%降低至 5%左右，而电炉只在谷电情况下生产。在此情景下，预计短流程产量每周减少 25 万吨左右、长流程产量每周减少 30 万吨左右，则螺纹钢周度产量约为 305 万吨/周，此产量水平较 2019 年平均值 350 万吨/周，降低幅度达到 13%。按上述假设，则 2020 年库存降至 800 万吨左右，较 2019 年用时分别延长 5 周、3 周和 2 周。

(3) 中性情景：悲观情景和乐观情景之间

假设各生产方式下螺纹钢利润在悲观情景和乐观情景两者之间波动，螺纹钢平均周度产量在 330 万吨左右，表观消耗量仍假设为上述情况，则 2020 年库存降至 800 万吨左右，较 2019 年用时分别延长 8 周、5 周和 3 周。

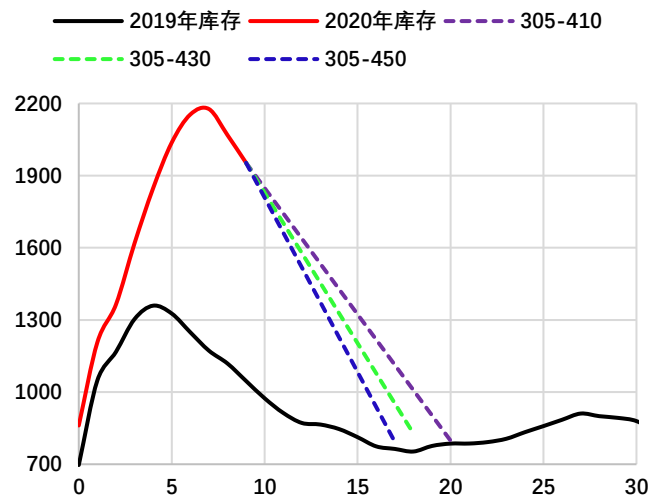
综上所述，在上述三种情景假设下，螺纹钢总库存降低至 800 万吨左右，用时最少比 2019 年多 2 周，最多甚至达到 16 周，可见库存压力巨大。因此，在库存压力得到缓解前，螺纹钢利润不能过高，否则会通过提高长流程转炉废钢添加比或提高电炉产能利用率两种方式来增产。我们更倾向于在中性情景假设路径下实现去库存，此时长流程和短流程平电螺纹钢利润分别为 200-350 元/吨和-150-0 元/吨。

图 7：悲观情景下总库存变化（单位：元/吨）



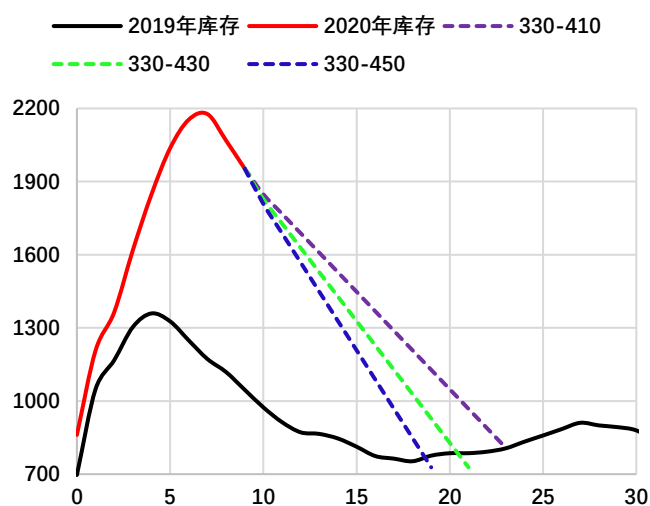
数据来源：Wind，中信建投期货

图 8：乐观情景下总库存变化（单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 9：中性情景下总库存变化（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

四、结论

当前表观消费快速提高可能并不代表终端用量快速提高，更大程度上是终端建筑商的集中补库行为，因此，推断 4 月初之后的表观消费量才更能代表终端的使用情况。此外，唐山和上海等地废钢价格大幅下降，导致长流程转炉废钢添加比和电炉产能利用率提高，螺纹钢快速增产是不利于去库的。在悲观、乐观及中性三种情景假设下，螺纹钢总库存降低至 800 万吨要比 2019 年用时更长，我们更倾向于在中性情景假设路径下实现去库存，此时长流程和短流程平电螺纹钢利润分别为 200-350 元/吨和-150-0 元/吨，因此，我们判断螺纹钢价格将在长流程和短流程平电成本间波动。