

# 供需两弱格局已定，限产决定价格高度 ——钢材篇

分析师： 李公然 (F3074720, Z0015508)

2021.9.24

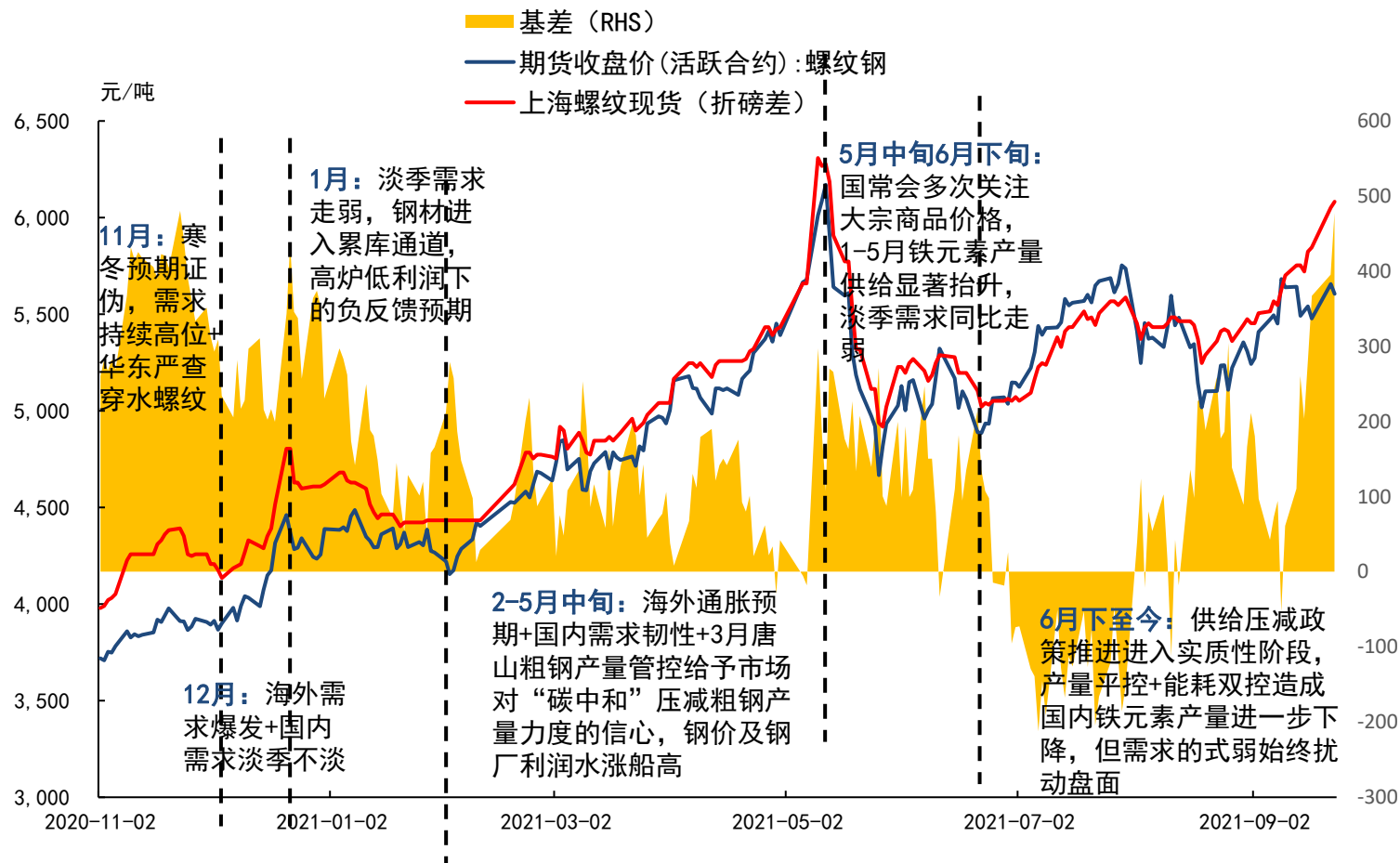
# 供需两弱格局已定，限产决定价格高度

## ——2021年四季度钢材投资策略展望

- 钢材主要驱动因素：宏观流动性情况，碳中和下粗钢产量压减。
- 供求角度：四季度需求趋势性回落延续，叠加面临限产年终大考的供给端扰动，钢材供需两弱的格局得以确立。供给端在粗钢产量平控和能耗双控的双线运行下，粗钢产量环比预计有6.4%的降幅（同比下降16.8%）。从运行节奏推算，产量的低点或将出现在10、11月，另外若四季度初能耗双控力度边际放松，叠加进入采暖季限产窗口期，对主产区集中于华北的热卷产量影响将有所加大。需求端地产需求在供需两端流动性均受到较大限制以及居民购房心态开始转为观望的情况下，若资金掣肘没有边际缓解，4季度的地产需求仍将继续震荡寻底，关注地产阶段性政策底对需求在赶工期的支撑。
- 主力合约核心运行区间：螺纹【5100，6000】；热卷【5300，6100】

# 2021年4季度黑色核心驱动逻辑及行情回顾

## 螺纹钢活跃合约收盘价



# 供给总量：全年平控目标完成几无压力

全年平控	(万吨)	2021年	2020年	同比	
	1-8月	73302	69624	3678	5.3%
	9-12月	33175	36853	-3678	-10.0%
	全年	106477	106477	0	0.0%
	8月日均粗钢产量	269		环比8月	
	9-12月日均粗钢产量	272	302	3	1.3%

前11个月平控	(万吨)	2021年	2020年	同比	
	1-8月	73302	69624	3678	5.3%
	9-11月	23880	27557	-3678	-13.3%
	前11个月	97181	97181	0	0.0%
	8月日均粗钢产量	269		环比8月	
	9-11月日均粗钢产量	262	303	-6	-2.3%

全年压减2500万吨	(万吨)	2021年	2020年	同比	
	1-8月	73302	69624	3678	5.3%
	9-12月	30675	36853	-6178	-16.8%
	全年	103977	106477	2500	-2.3%
	8月日均粗钢产量	269		环比8月	
	9-12月日均粗钢产量	251	302	-17	-6.4%

前11个月压减2500万吨	(万吨)	2021年	2020年	同比	
	1-8月	73302	69624	-3678	5.3%
	9-11月	21380	27557	6178	-22.4%
	前11个月	94681	97181	2500	-2.6%
	8月日均粗钢产量	269		环比8月	
	9-11月日均粗钢产量	235	303	-34	-12.5%

8月日均粗钢产量269万吨，按4中方式推算9-12月粗钢日均产量分别为：

- 全年平控：272万吨（环比增1.3%，同比-10%）；
- 1-11月平控：262万吨（环比-2.3%，同比-13.3%）；
- 全年同比压减2500万吨：269万吨（环比-6.4%，同比-16.8%）；
- 1-11月同比压减2500万吨：240万吨（环比-14.4%，同比-22.4%）。

全年平控环比压力大不，但同比仍将保持产量的大幅下降态势。

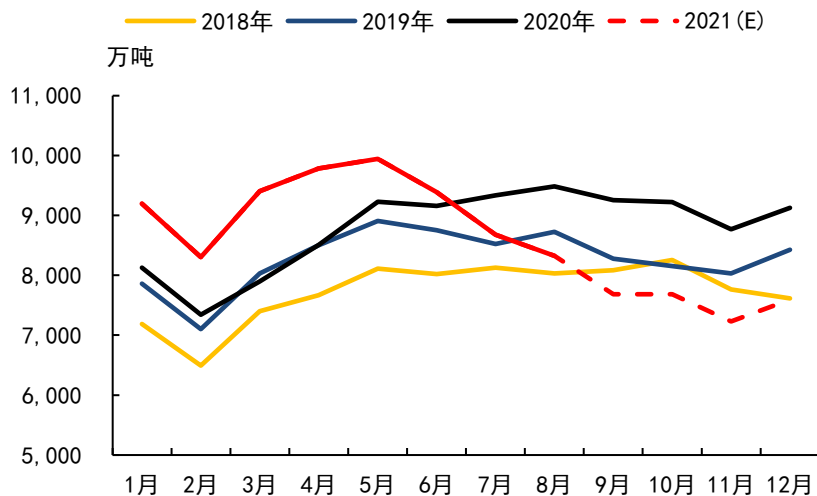
# 供给边际角度：采暖季限产+能耗双控双线进行

区域	1-8月同比增量	9-12月目标减量	8月日均产量	9-12月日均减量	环比8月当月减量
河北	-1033	-1177	58.37	-9.65	-16.53%
江苏	451	-451	31.34	-3.70	-11.79%
山东	347	-347	17.37	-2.84	-16.37%
辽宁	301	-301	20.34	-2.47	-12.13%
山西	379	-525	17.51	-4.30	-24.58%
安徽	140	-140	9.06	-1.15	-12.67%
湖北	374	-374	8.28	-3.07	-37.01%
广西	405	-405	8.95	-3.32	-37.11%
广东	432	-432	9.02	-3.54	-39.27%
河南	164	-164	7.55	-1.34	-17.80%
内蒙古	136	-136	9.59	-1.11	-11.63%
四川	84	-84	6.98	-0.69	-9.86%
湖南	174	-174	7.00	-1.43	-20.37%
福建	136	-136	6.42	-1.11	-17.35%
云南	271	-271	5.90	-2.22	-37.68%
江西	18	-18	7.30	-0.15	-2.02%
上海	52	-52	4.23	-0.43	-10.08%
浙江	121	-121	3.67	-0.99	-27.05%
陕西	95	-95	4.14	-0.78	-18.83%
吉林	188	-188	4.36	-1.54	-35.34%
新疆	154	-154	4.43	1.26	28.48%
甘肃	173	-173	3.32	1.42	42.66%

粗钢产量平控和能耗双控政策为并行政策，决定4季度粗钢产量边际压减量的有两条主线：采暖季限产（京津冀）+能耗双控（青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、江苏、湖北）。

# 供给压减节奏：10、11月压力较大

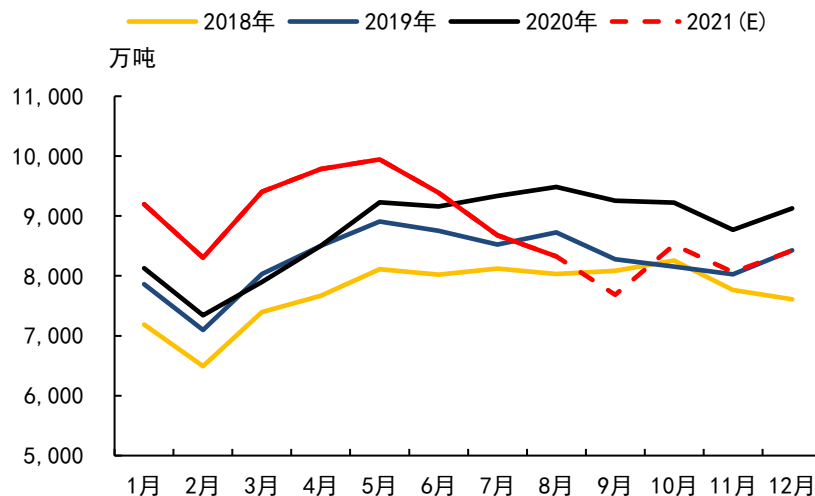
## 全年粗钢减2500万吨压减推算



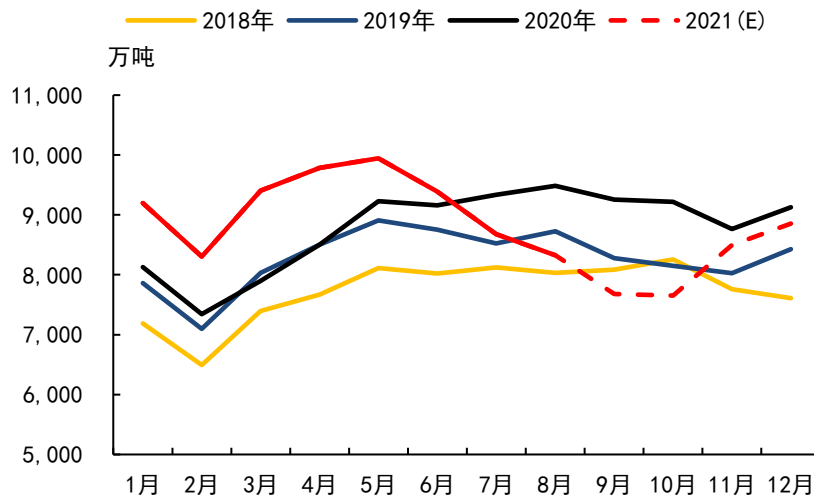
在粗钢产量压减节奏方面，按3种情景做推演：（假设9月同比压减1570万吨）：

- 全年压减2500万吨，在后3个月平均分配，则10、11、12月同比压减17%左右，产量低点在11月，10月环比9月放松；
- 全年平控，在后3个月平均分配，10-12月同比分别压减8.2%、8.7%、8.3%，产量低点在11月，10月环比9月放松；
- 全年平控，为年末留出空间，10-12月同比分别压减20%、3.2%、3%，产量低点在10月，10月无边际放松。

## 全年粗钢平控推算（10-12月均分）



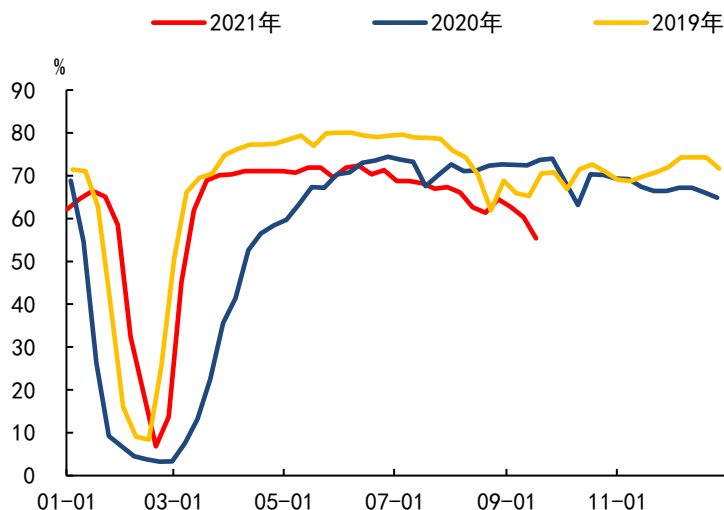
## 全年粗钢平控推算（10月延续双控力度）



资料来源：Wind，申万期货研究所

# 品种限产影响程度：能耗双控螺>卷，采暖季卷>螺

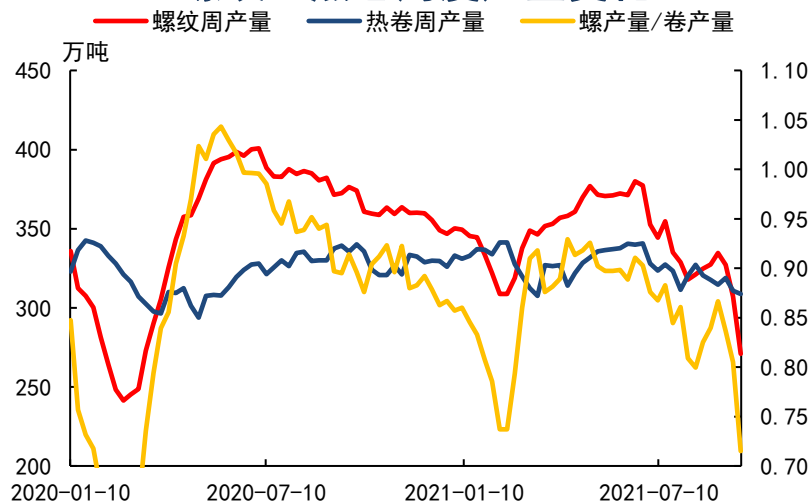
## 71家独立电炉企业开工率



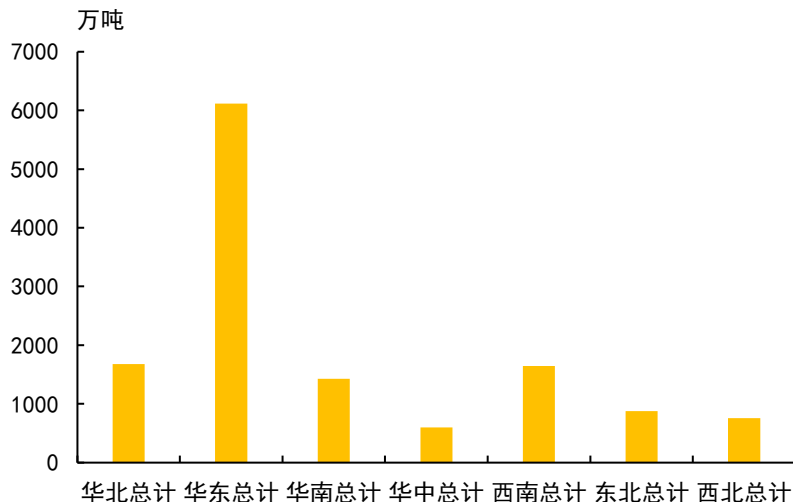
从9月能耗双控和缺电被动限产导致的产量下降幅度来看：

- 螺纹环比9月初下降64万吨（19%），热卷环比9月初下降6万吨（1.9%），螺卷产量比由0.87下降至0.72；
- 能耗双控影响的区域在华东和华南（江苏、两广地区），另外对电炉开工率的压减（65%-55%）也使得螺纹收缩程度大于热卷；
- 若四季度初能耗双控力度边际放松，叠加进入采暖季限产，对主产区集中于华北的热产量卷影响将有所加大。

## 螺纹、热卷周度产量变化



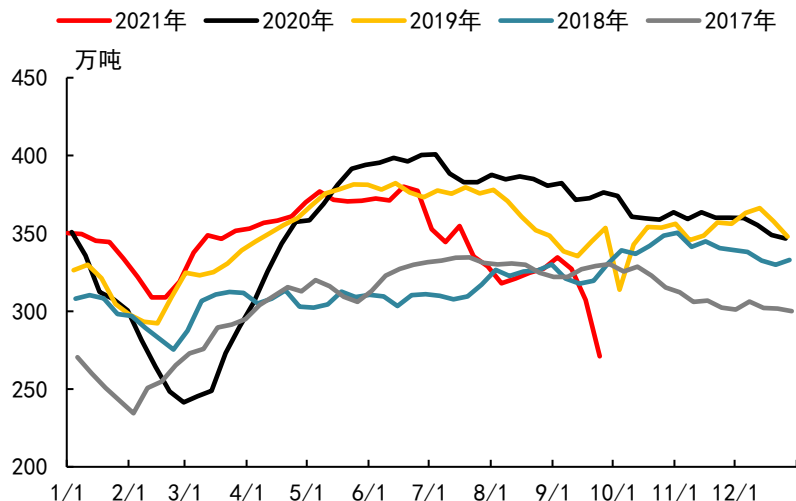
## 螺纹钢区域产量对比



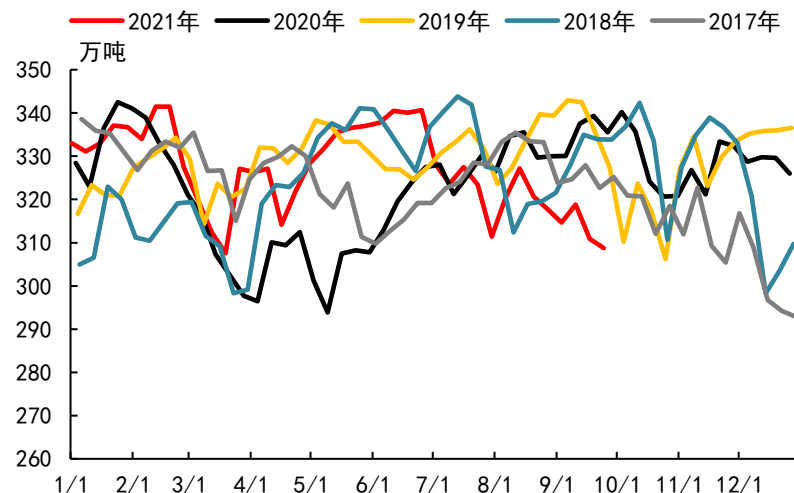
资料来源：Wind，申万期货研究所

# 品种限产影响程度：能耗双控螺>卷，采暖季卷>螺

## 螺纹钢周度产量



## 热卷周度产量



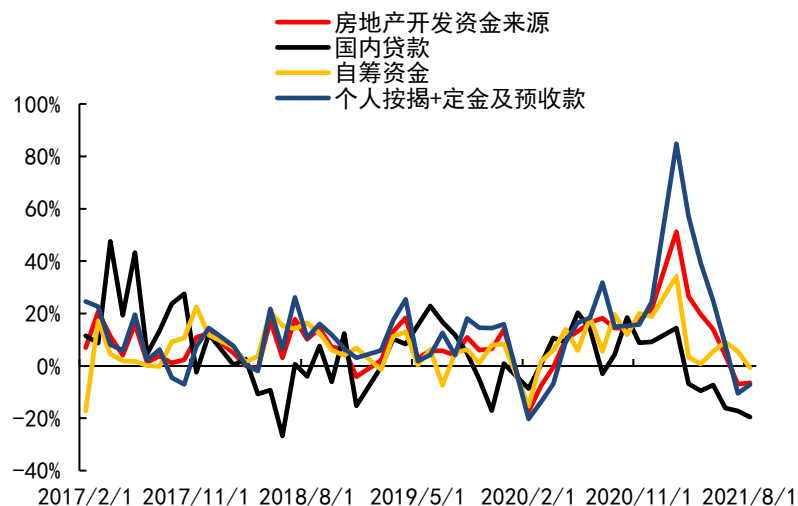
- 9月螺纹产量同比下降21.2%，最低点同比下降28%至271万吨，疫情低点产量241万吨；
- 9月热卷产量同比下降14.8%，最低点同比下降21%至351万吨，疫情低点产量293万吨；
- 华东地区螺纹利润已高于热卷，能耗双控的限产放松对螺纹的复产压力无论从利润角度或是区域性产量角度都将大于热卷。

## 华东地区螺纹、热卷利润

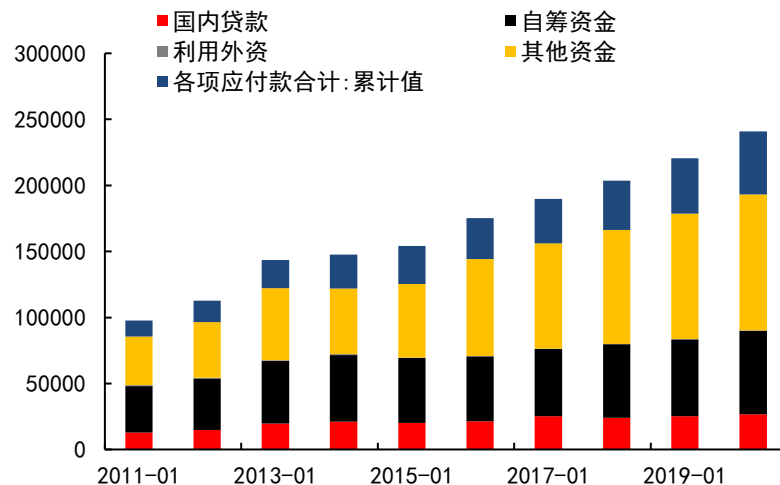


# 地产需求：下行趋势确立，资金症结有待缓解

## 地产资金来源明显收紧



## 地产资金来源来源占比



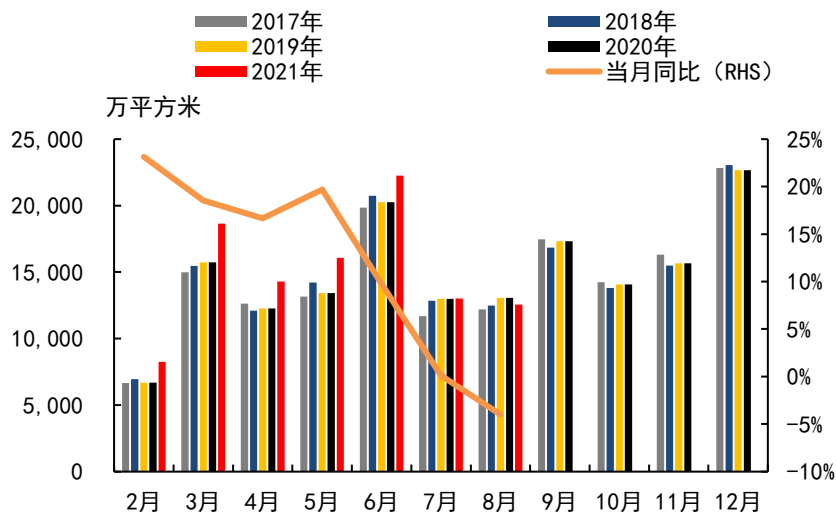
三道红线、银行地产放贷集中管制、房贷利率和放款周期拉长等一系列监管力度加严造成地产资金来源明显不足：

- 8月当月总体资金来源增速-6.2%；
- 国内贷款资金来源增-19.6%；
- 销售回款-7.2%。

国内贷款和其他资金来源占到总资金来源的67%。

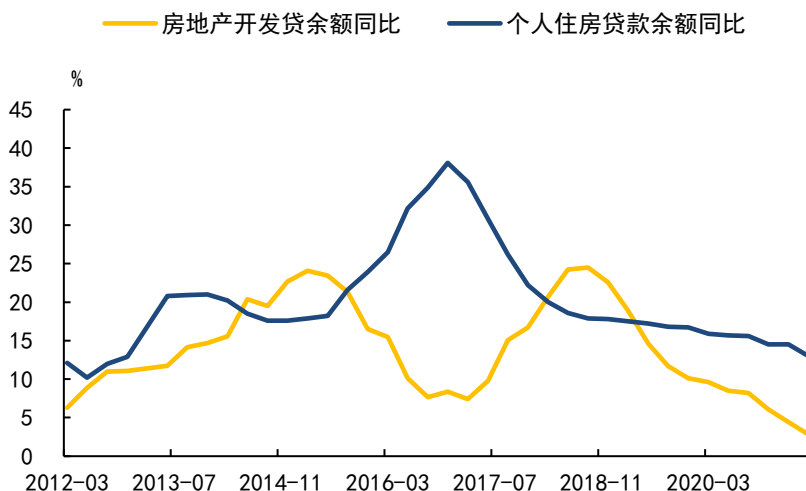
# 地产需求：下行趋势确立，资金症结有待缓解

## 月度商品房销售面积

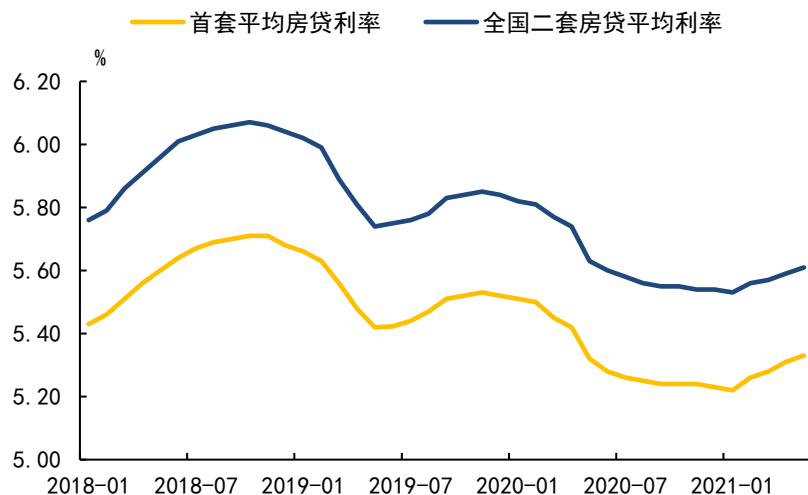


- 在房地产贷款集中管理机制下，到今年2季度，银行房地产开发贷款余额同比增长2.8%，较去年年末下降3.3个百分点，个人住房贷款余额同比增长13%，较去年年末下降1.5%；
- 9月首套房平均房贷利率5.46%，较2020年底上涨23BP，二套房贷款平均利率5.83%，较2020年底上涨29BP；
- 9月商品房销售面积1.25亿平方米，同比去年下降4%。

## 地产供需两端资金均有收紧



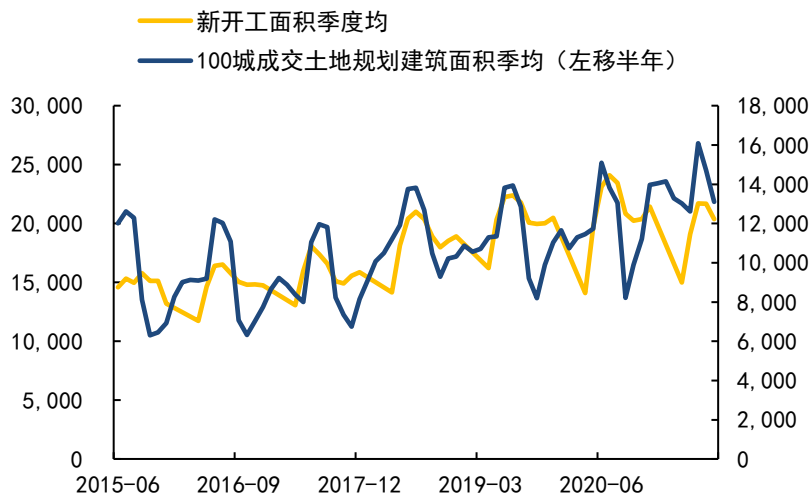
## 房贷利率上移制约居民端购房需求



资料来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

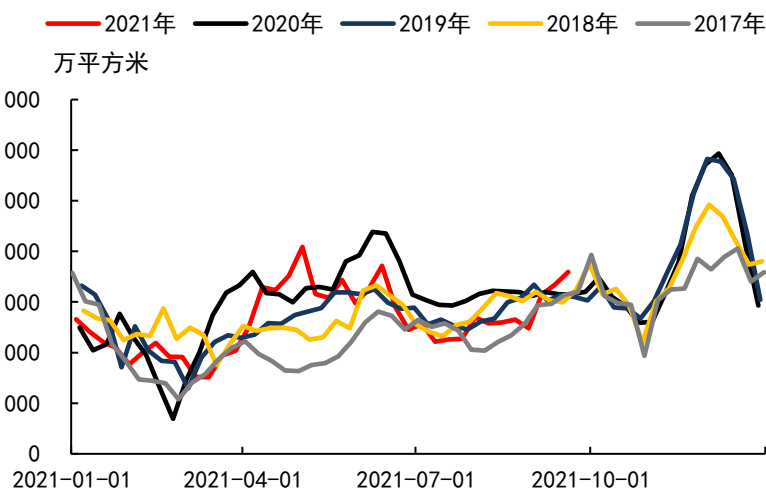
# 地产需求：下行趋势确立，资金症结有待缓解

## 成交疲弱拖累新开工

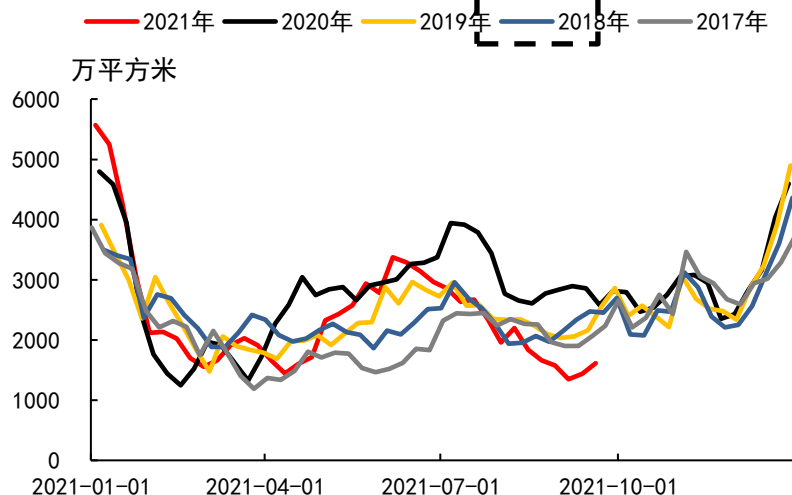


- 在22城第二批集中供地逐步开启后，百城的供应土地开始放量，9月中下旬规划建筑面积（4周平均）从8月底的2572万平方米回升至3597万平方米；
- 反观成交土地面积，虽也有回升（1349万平方米至1611万平方米），但回升的幅度不及供应。土地流拍数量增多+溢价率进一步下行显示资金掣肘依然严峻；
- 从新开工滞后土地成交半年的周期看，年内若资金端没有缓解，新开工强度难有恢复。

## 100城供应土地规划建筑面积:4WMA

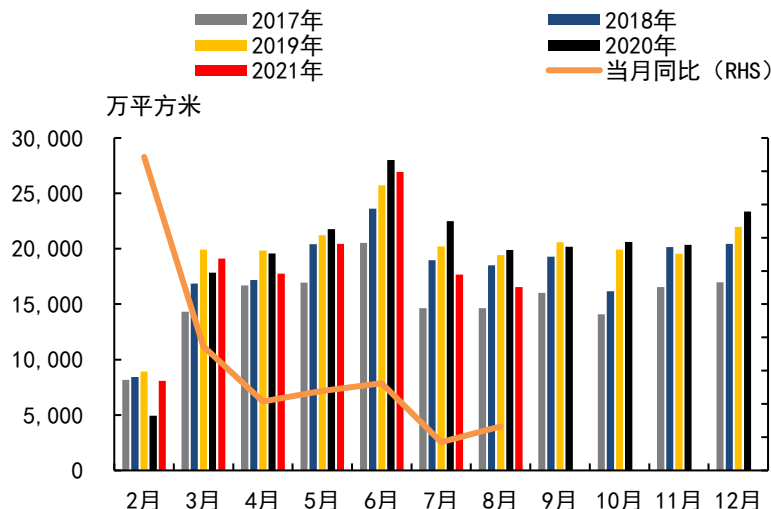


## 100城成交土地规划建筑面积:4WMA

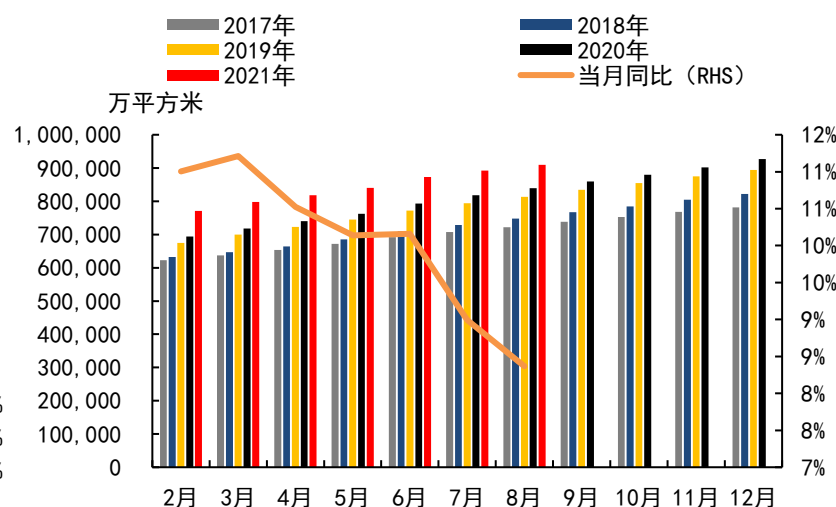


# 地产需求：下行趋势确立，资金症结有待缓解

## 新开工面积增速明显转负

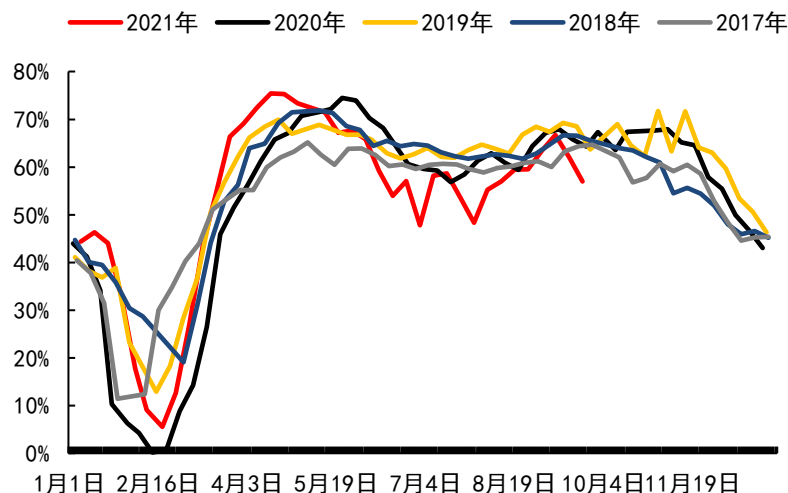


## 施工面积支撑存量需求



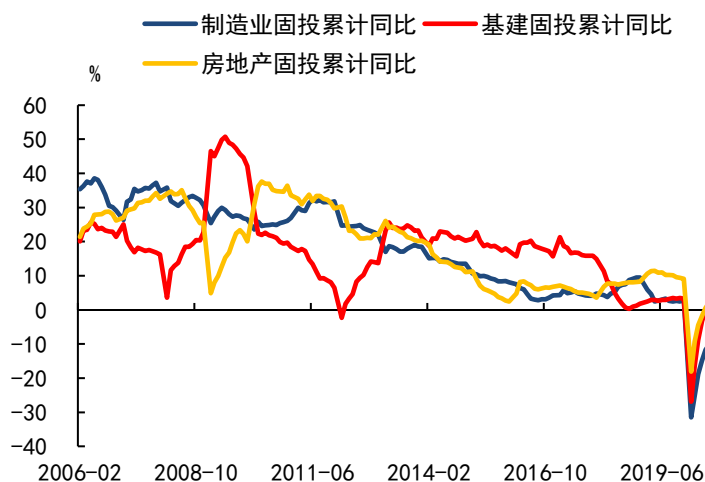
- 8月新开工面积当月同比-16.8%，下游资金的掣肘是目前制约需求释放的最关键因素；
- 施工面积单月增速虽有放缓，当仍保持了8.4%的正增长，施工阶段对钢材的需求一定程度上对冲新开工的下滑；
- 水泥出货和开工率受到限电的影响，结束了从7月底开始的环比恢复态势，9月23日开工率57%，较月初下降5.4个百分点。

## 限电扰动水泥磨机开工率

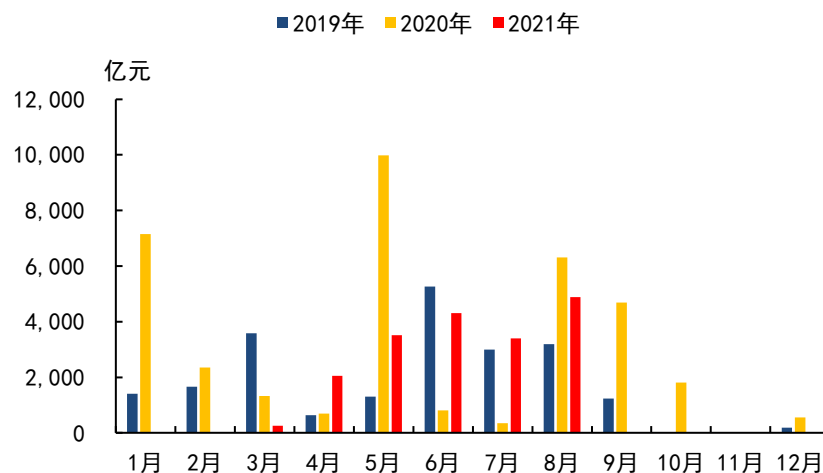


# 基建需求：跨周期调控或提前，4季度基建存支撑

## 三大固定投资增速



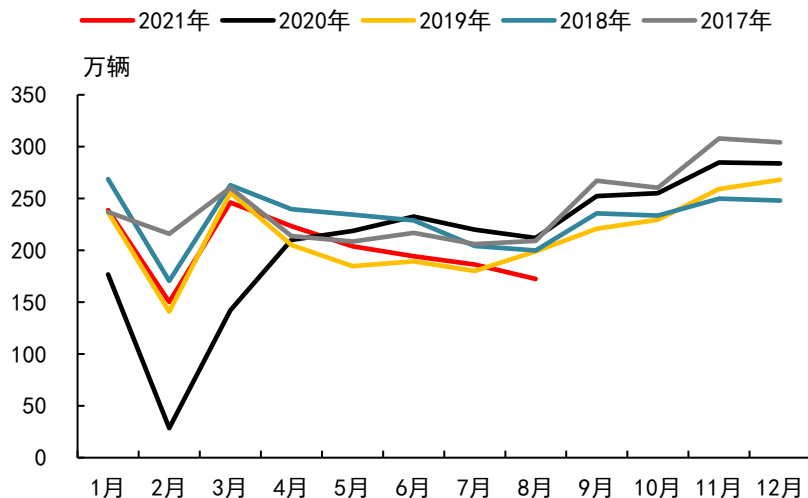
## 新增专项债发行节奏



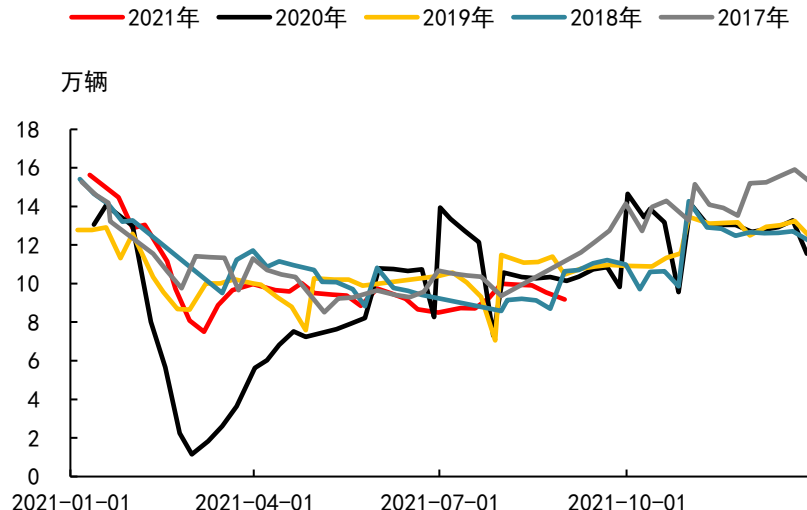
- 8月地产、基建、制造业3大固定资产投资完成额度累计同比增速分别为10.8%、2.6%、15.7%，地产增速明显低于地产和制造业；
- 今年1-8月新增专项债累计发行24763亿元，8月单月发行4884亿元，后3个月新增专项债预报发行量分别为4093亿、3046亿、959亿；

# 制造业需求：汽车缺芯制约产销，关注补库需求

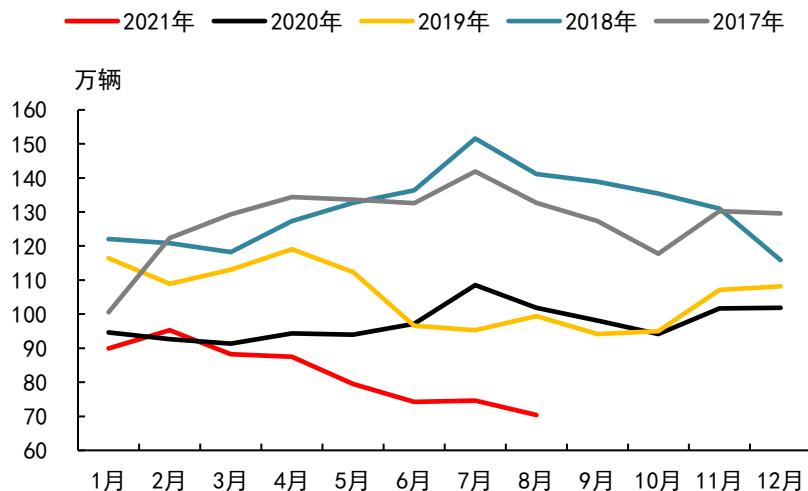
## 汽车月度产量-中汽协



## 当周日均销量:乘用车:3周平均



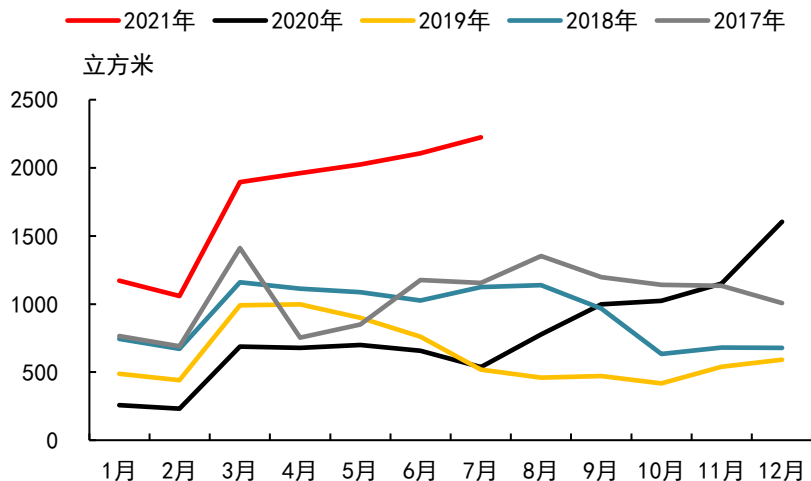
## 汽车库存



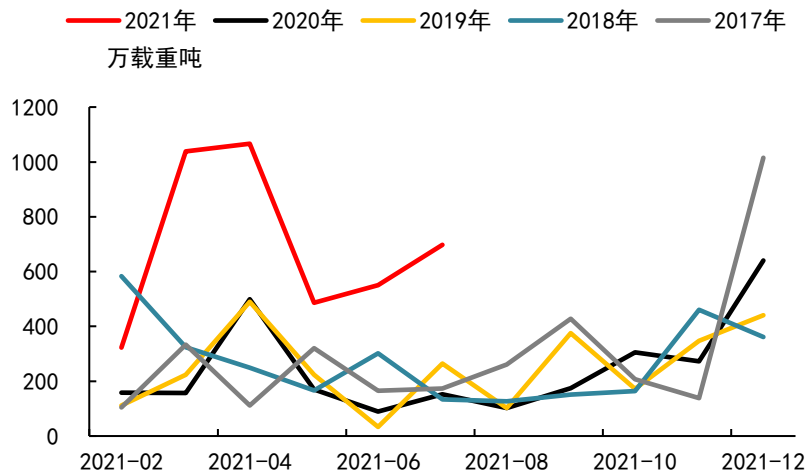
- 受8月马来西亚疫情失控影响，8月中汽协汽车产销量进一步下滑：
- 产量172.5万辆，同比降幅19%，较上月15%进一步扩大；
- 销量180万辆，同比降幅18%，较上月12%进一步扩大。
- 汽车行业目前低库存+低产销，短期延续弱势，关注“缺芯”缓解后补库对需求的拉动。

# 制造业需求：与运力相关需求激增

## 金属集装箱产量

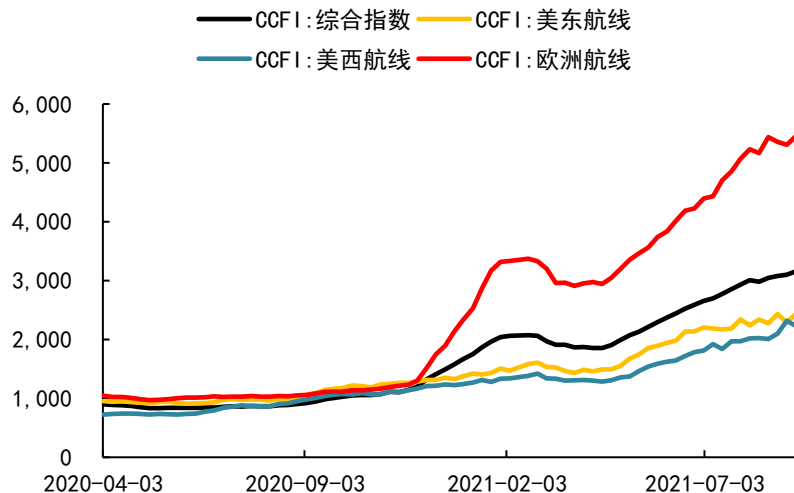


## 新接船舶订单量



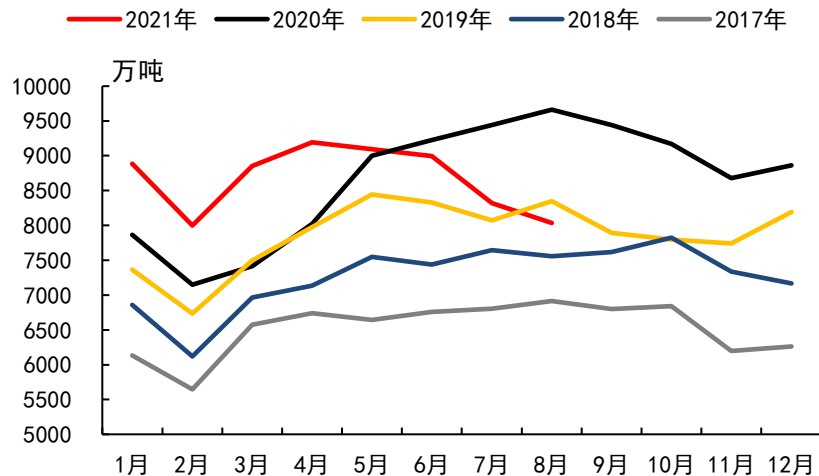
- CCFI指数从去年4月开始持续走高，各大航线纷纷创下新高；
- 受此影响，与运力相关的，船舶和集装箱需求大幅激增；
- 8月新接船舶订单698万载重吨，较去年增长4.6倍；
- 8月金属集装箱产量2224万立方米，较去年增长4.1倍。

## 运力紧张推升运费高涨

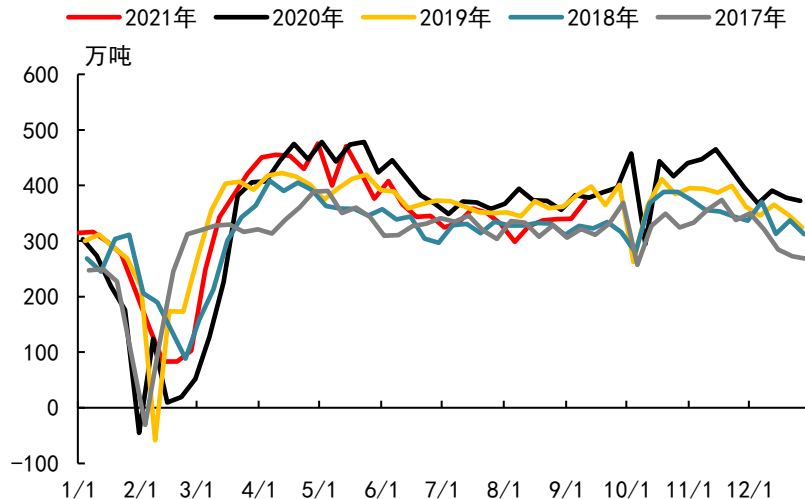


# 需求概览：资金制约终端需求，旺季余温或有支撑

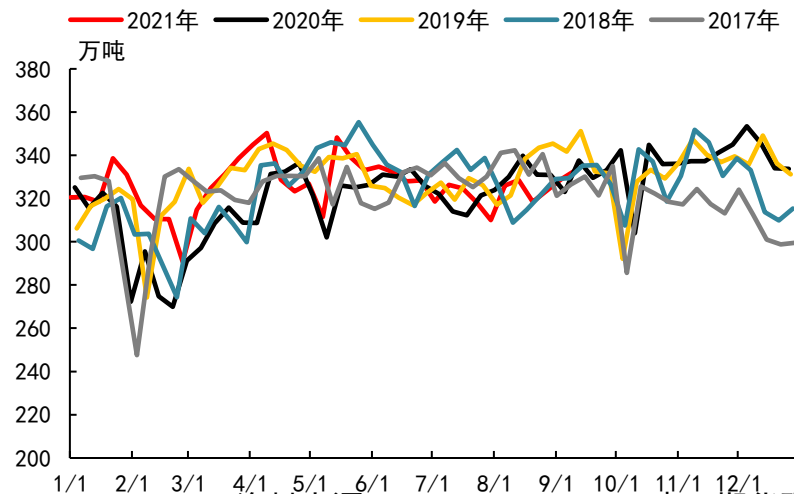
## 粗钢表观需求测算



## 螺纹周度表需



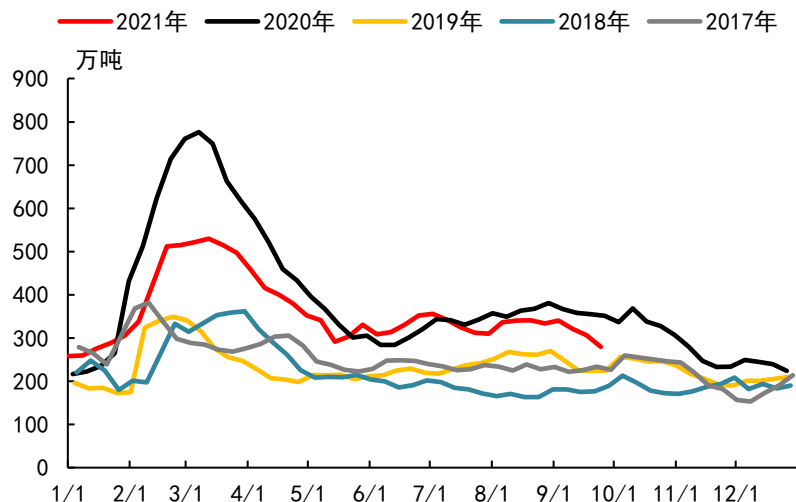
## 热卷周度表需



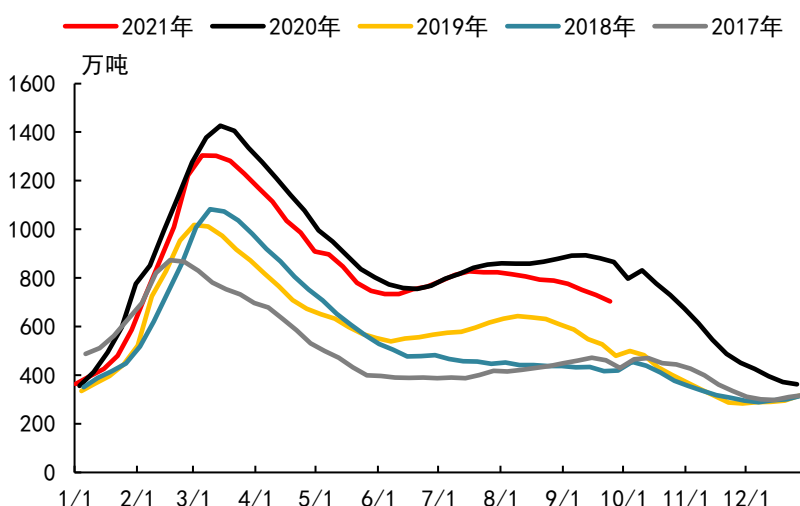
- 粗钢口径8月表需同比降幅16.8%;
- 螺纹8-9月钢联表需同比降幅12%;
- 热卷8-9月钢联表需同比降幅3%。

# 螺纹库存：边际缓慢去化，华南向华东转移

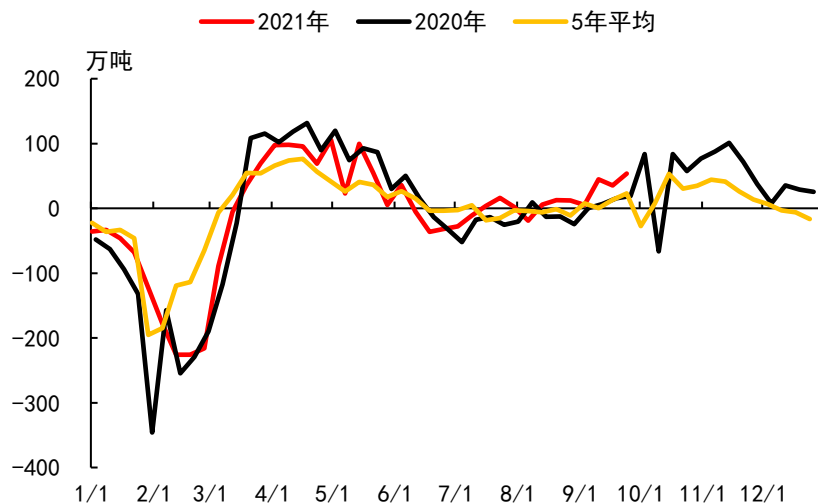
## 螺纹厂库库存



## 螺纹社会库存



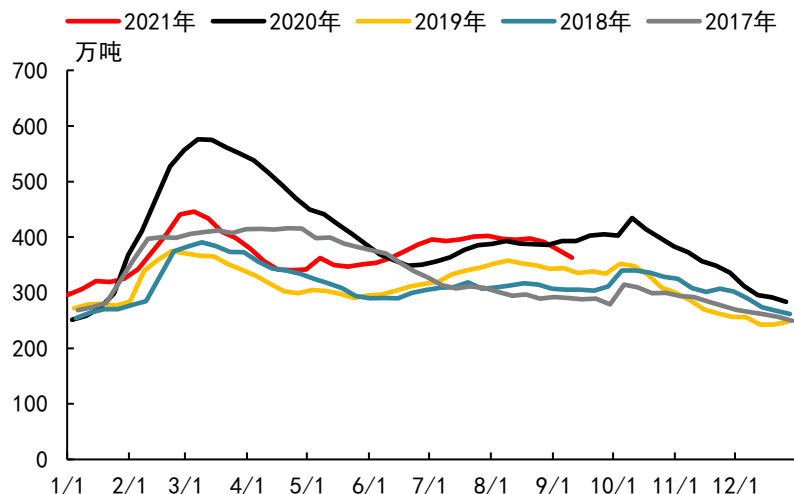
## 螺纹去库速度



- 螺纹钢厂库存279万吨，去年同期351万吨，同比下降21%；
- 螺纹社会库存704万吨，去年同期866万吨，同比下降19%；
- 9月中下旬螺纹周度去库54万吨，明显高于20年的19万吨和19年的47万吨。

# 热卷库存：边际缓慢去化，华南向华东转移

## 热卷厂库库存+社会库存



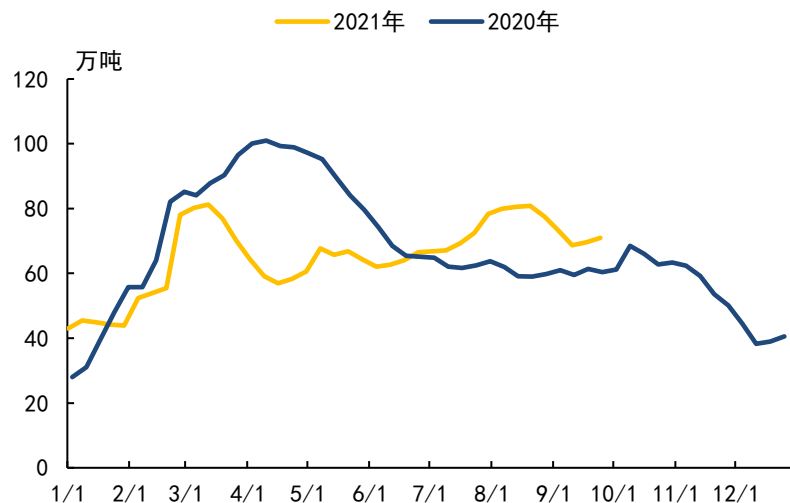
库存总量角度：

- 热卷总库存362万吨，去年同期406万吨，7月下旬至今库存缓慢去化（402-362）

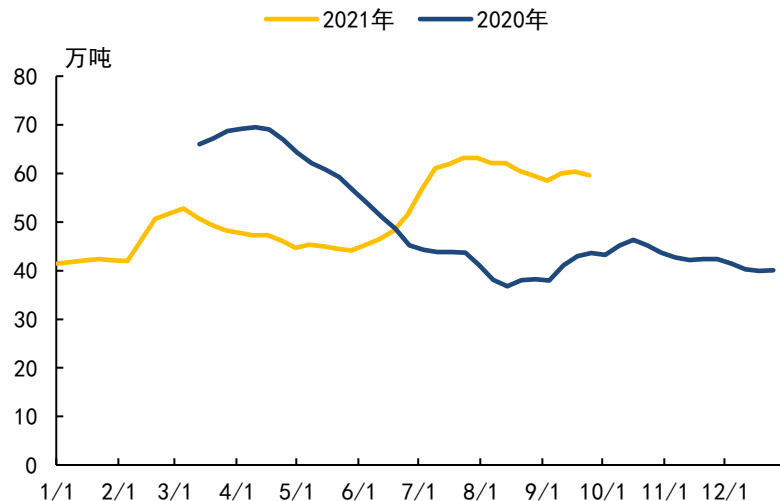
库存结构角度：

- 厂内库存84万吨，明显低于去年同期的120万吨；社会库存277万吨，略高于同期285万吨水平
- 乐从库存偏高+出口订单制约影响，部分钢厂发货又华南转移至华东，乐从和上海区域库存分化

## 热卷乐从社会库存



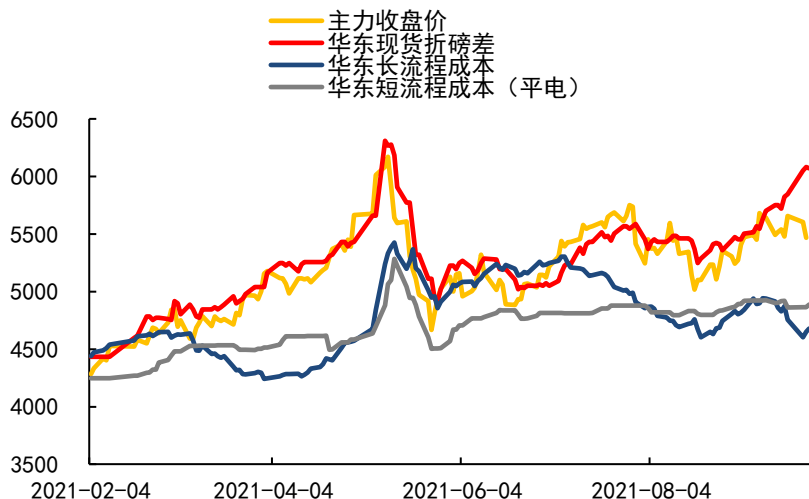
## 热卷上海社会库存



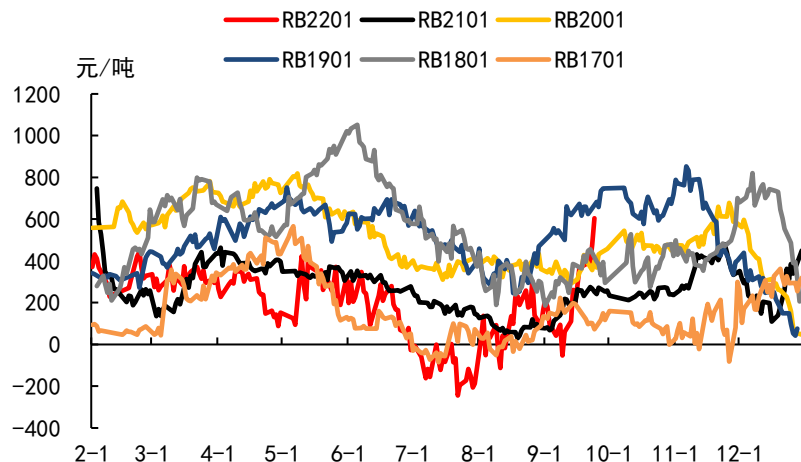
资料来源：Mysteel，Wind，申万期货研究所

# 估值-螺纹：缺口仍存，弱需制约顶部空间

## 螺纹盘面及现货成本估值



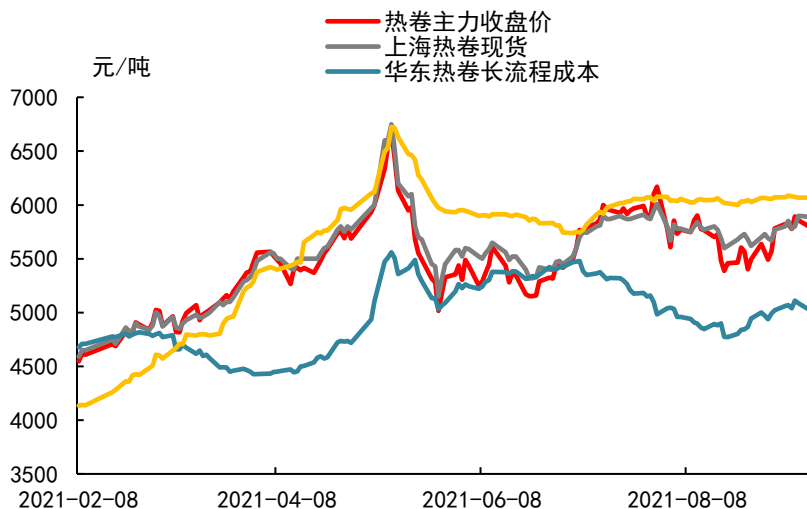
## RB01合约基差走势



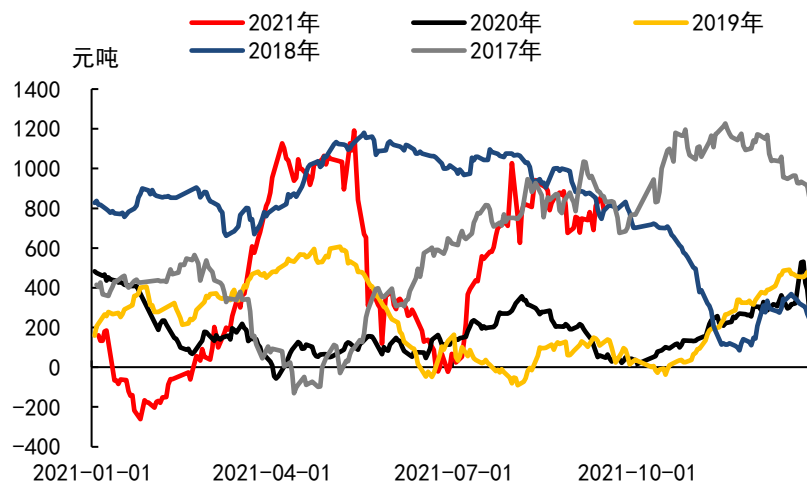
- 估值层面看，目前螺纹华东地区长流程成本4680元/吨，独立电炉成本4890元/吨，相较于盘面5500左右的价格，限产力度放松，在需求趋势性走弱基本确立的背景下，盘面距离成本支撑位的下跌空间较大；
- 2201合约对标华东地区现货基差604元/吨，较往年同期处于偏高水平，但01合约属于冬储合约，最终回归的标的有可能转为华北地区现货，按华北地区主流现货，目前基本平水，基差角度不存在太大的单边做多安全边际；
- 从盘面和现货利润角度，05合约盘面利润1200元/吨，铁矿调整为pdf定价利润为960元/吨，单纯从利润期现货基差来说估值不算高，但05合约面临着限产阶段性放松+需求趋势性走弱的基本面，较高的利润在换月初期存在被打压的可能。

# 估值-热卷：缺口仍存，弱需制约顶部空间

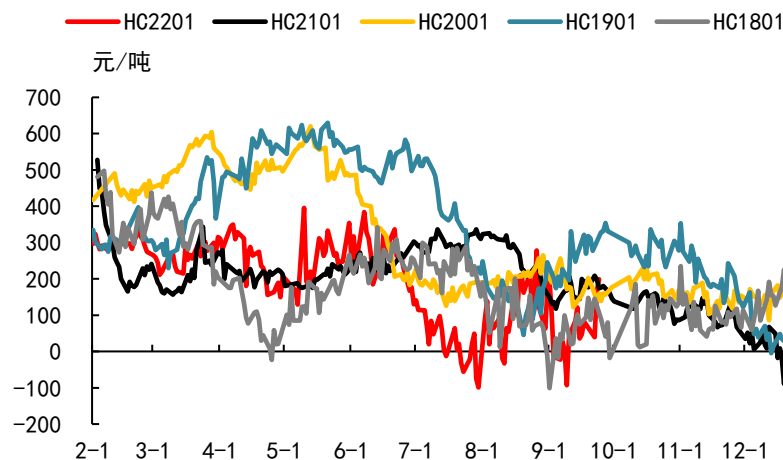
## 热卷盘面及现货成本估值



## 热卷华东现货利润



## HC01合约基差



- 估值层面看，目前热卷华东地区长流程成本4850元/吨，相较于盘面5600左右的价格，限产力度放松，在需求趋势性走弱基本确立的背景下，盘面距离成本支撑的下跌空间较大；
- 在鼓励出口回流、出口无相对价格优势，叠加海外需求增速的回落，热卷出口成本始终是压制价格的一大因素，目前这一压制在6100元/吨左右。

# 2021年四季度黑色策略总结

## 推介一

### 螺纹2201合约逢低做多

- 螺纹四季度震荡偏强思路对待，背靠5100一线逢低做多。

## 推介二

### 趋势性做空05合约钢厂利润

- 05合约螺矿比、螺焦比逢高建空。

# 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。