

预期现实分化，等待地产发力 ——2022年二季度钢材投资策略展望

分析师： 李公然 (F3074720, Z0015508)

2022. 3. 30

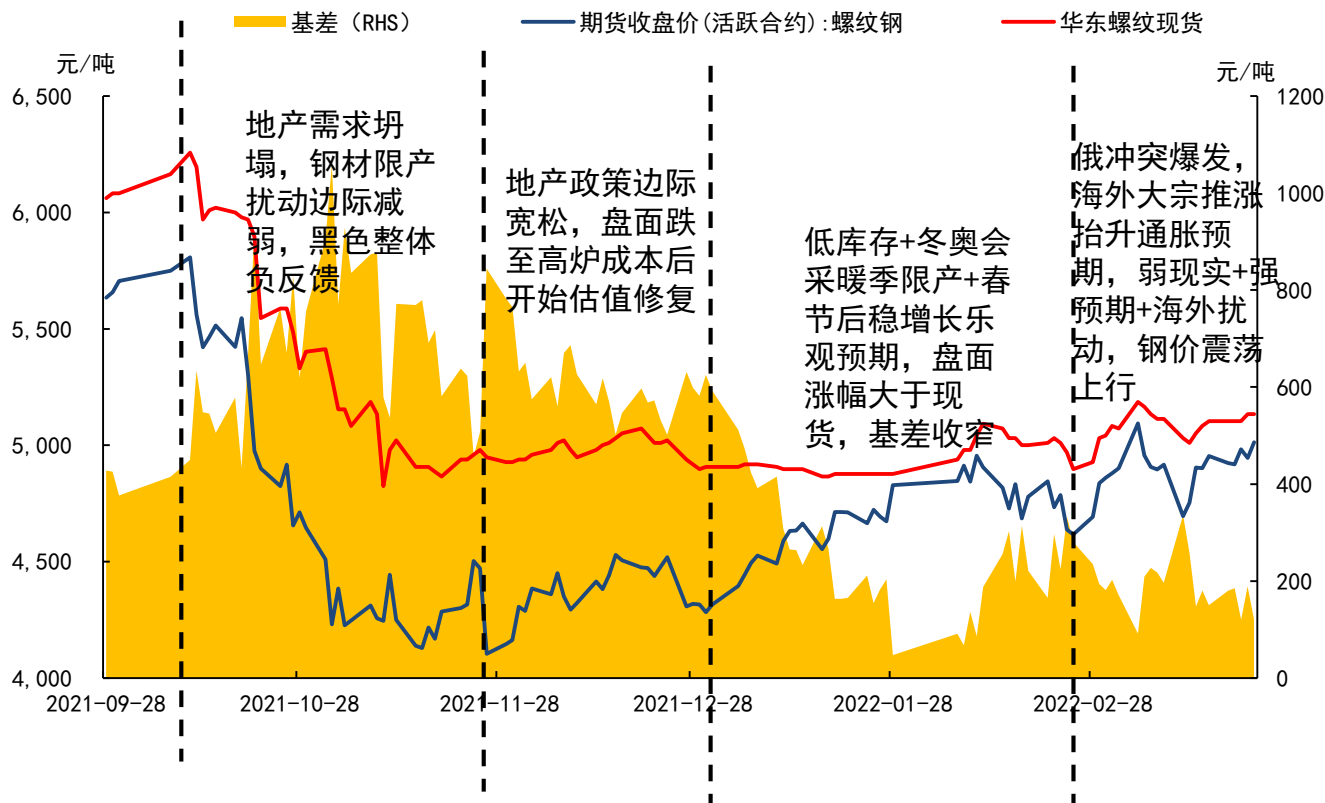
预期现实分化，等待地产发力

——2022年二季度钢材投资策略展望

- 钢材主要驱动因素：地产需求恢复情况，焦煤供给恢复弹性，政策对大宗商品价格干预。
- 供求角度：从目前黑色系的走势上看，螺纹陷入了需求偏弱-短期现货价格涨幅相对克制-疫情结束后需求脉冲式回补-稳增长政策继续发力-拉动价格再度上涨的逻辑循环。我们认为由于疫情对短期需求的抑制，疫情结束后需求回补+地产需求在下半年企稳回升的预期，将使得盘面验证需求强度的时间点不断后移。在没有行政端对价格的强制干预，且焦煤端不发生成本坍塌的情况下，螺纹10合约本身难以发生趋势性的价格下跌。但05合约由于疫情持续的时间不确定，以目前给出电炉开工利润的盘面估值或将难以支撑同比-27%的需求降幅。后期来说，远月螺纹盘面在库存绝对值偏低+预期需求回补的支撑下自身缺乏下跌驱动，风险在于成本端和行政管控，成本端关注两点：焦煤的供给水平抬升而造成整体黑色系的估值下移、废钢到货恢复后电炉供给对长流程铁水的挤出效应，以及电炉成本线的下移。
- 主力合约核心运行区间：螺纹【4700，5300】；热卷【4800，5500】

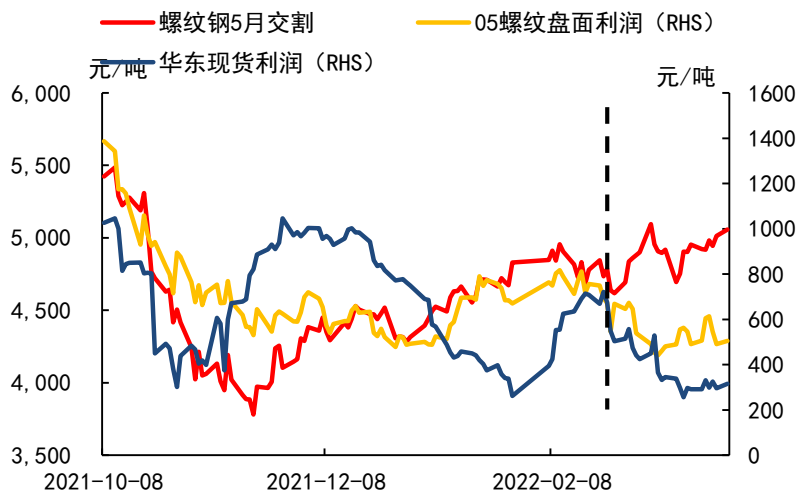
2022年一季度钢材核心驱动逻辑及行情回顾

螺纹钢活跃合约收盘价

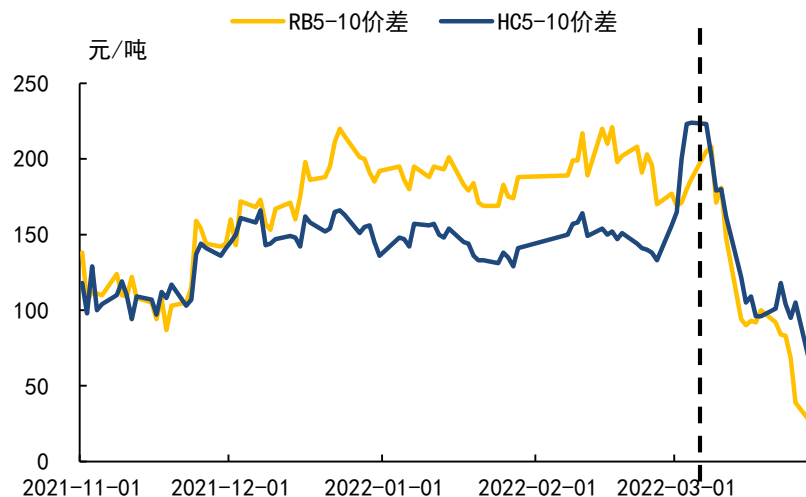


当前逻辑：弱现实、强预期，验证时点延后

钢材价格与钢厂利润背离

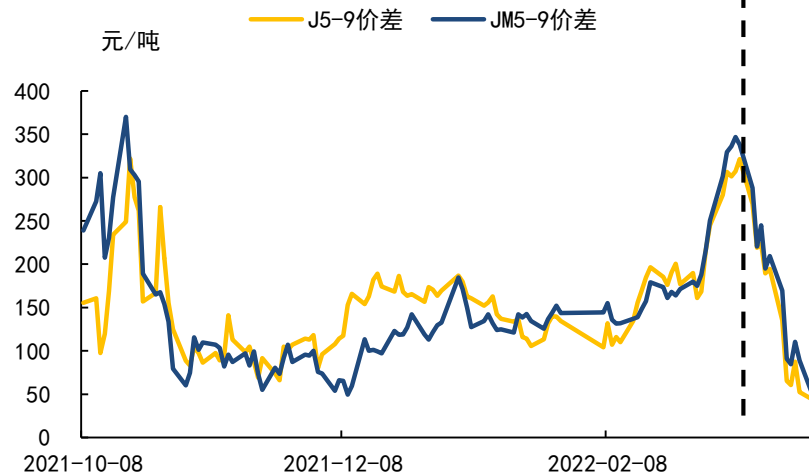


成材远月表现强于近月



- 2月下旬起，钢材价格和钢厂利润出现背离，呈现钢材价格涨、利润缩；钢材价格跌、利润扩的情况。
- 终端需求稳-黑色中枢上移-炉料侵蚀成材利润；终端需求弱-黑色负反馈-成本下移拖累成材价格。
- 在现实需求偏弱、稳增长力度不断加大且疫情对短期需求扰动的情況下，预期验证的时间点不断延后，成材和炉料近远月合约价差均明显收窄。

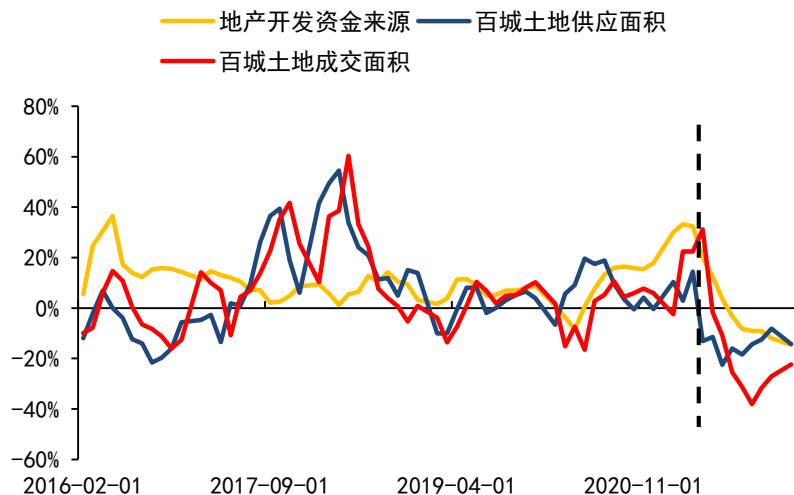
炉料远月表现强于近月



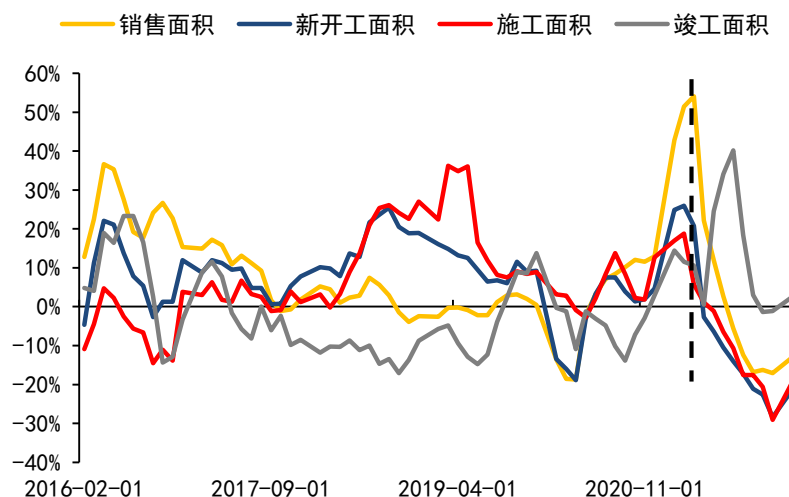
资料来源：Wind，申万期货研究所

需求：政策力度不断加大，地产恢复高度仍待观察

房企资金来源+土地成交3MMA



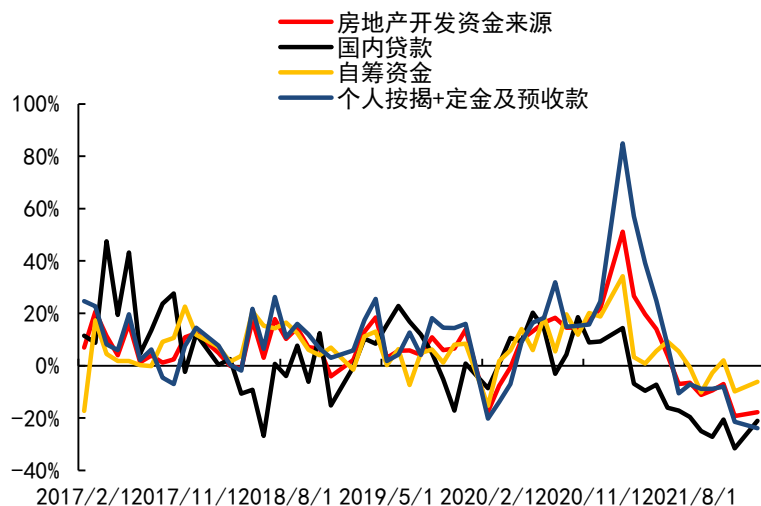
地产主要指标增速3MMA



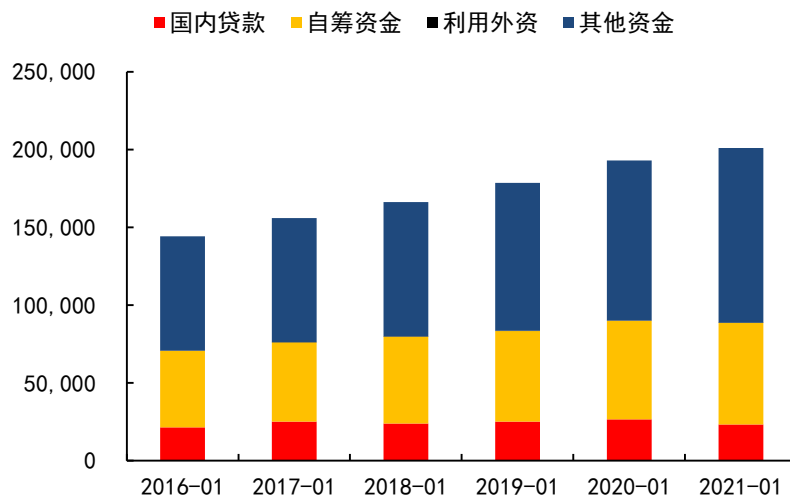
- 地产前端的资金来源和土地市场景气度在2021年2季度先后见顶。目前来看，土地成交的同比增速在去年10月份达到阶段性低点，当月降幅-43%，随后有所边际修复，但今年2月降幅仍然在-24%左右。
- 地产资金的开源增速降幅没有发生明显好转，21年7月转负，2月同比降幅-18%。
- 从地产施工链条各项指标来看，去年12月以来边际修复斜率相对较高的为施工端和竣工端，季度平均来看，总体仍然没有摆脱两位数负增长的局面。

需求：政策力度不断加大，地产恢复高度仍待观察

房企资金来源+土地成交3MMA



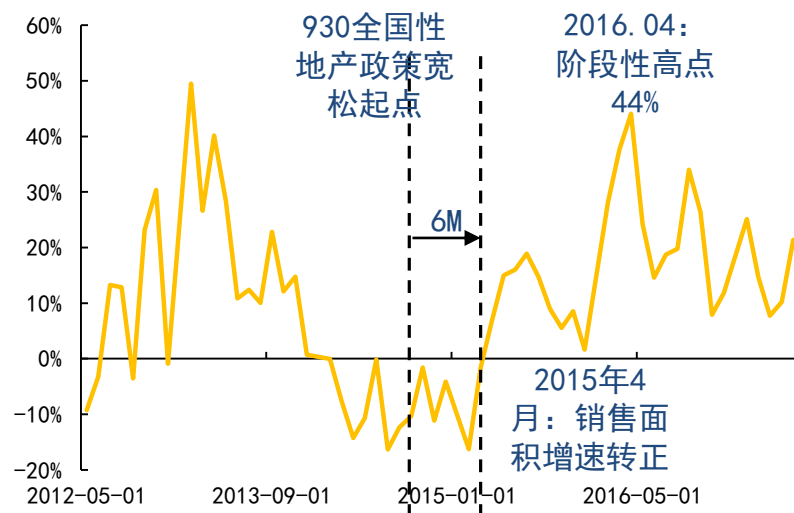
房企各项资金来源占比



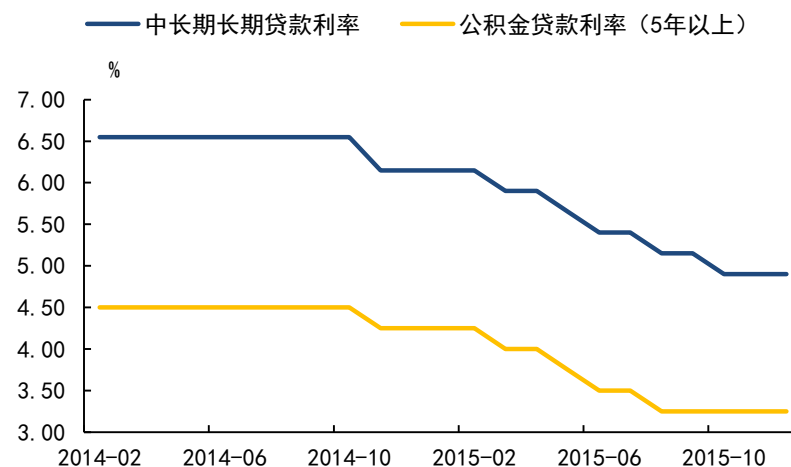
- 从以去年三季度房企资金来源增速最低点环比来看，几大重要分项中，国内贷款和自筹资金等债权项的融资情况均有边际好转。但由于居民端销售的坍塌式下行，整体房企的资金来源增速从去年9月的-11%进一步下降到了今年2月的-17%。
- 以2021年为例，与销售相关的资金来源占总体资金来源比重达37%，且在目前房企加杠杆能力十分有限，行业内生性问题突出的环境下，销售端资金的企稳回升对整体地产行业拿地-开工的常态化有着至关重要的作用。

需求：政策力度不断加大，地产恢复高度仍待观察

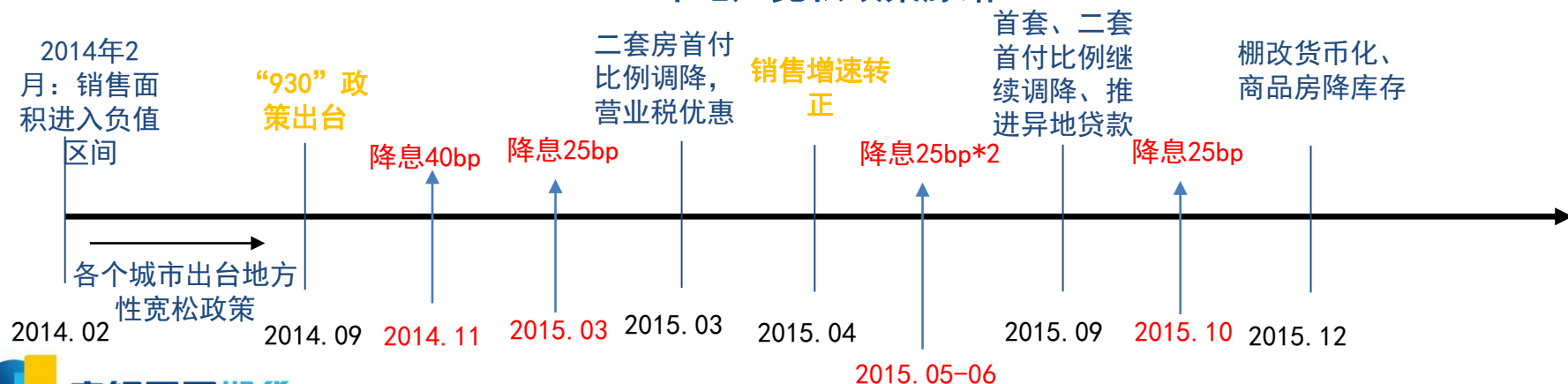
2014-2015销售面积当月增速



2014-2015年贷款利率

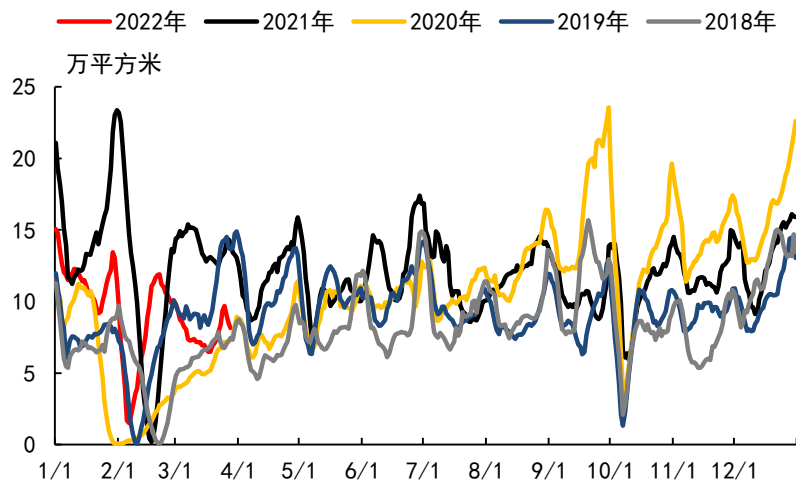


2014-2015年地产宽松政策脉络

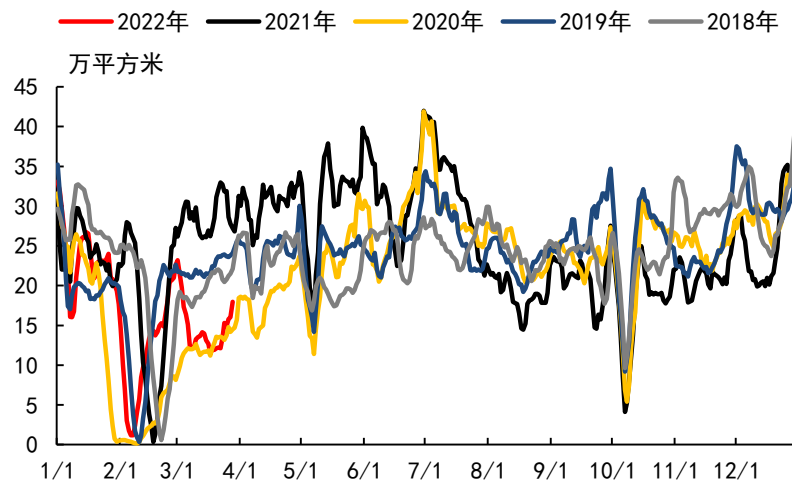


需求：政策力度不断加大，地产恢复高度仍待观察

30大中城市商品房成交面积-7DMA: 一线

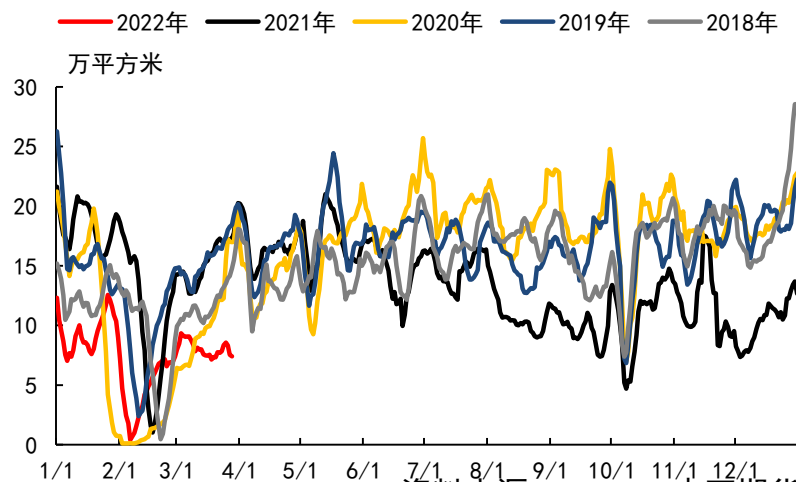


30大中城市商品房成交面积-7DMA: 二线



- 相较于3月中旬的阶段低点，30城、一、二、三线的商品房7日平均成交面积分别环比上升了25%、39%、28%和12%。
- 截至3月27日，同比去年降幅分别在48%、43%和56%左右。
- 由于一线城市的库存最低，在政策放松后，一线城市恢复的斜率最高，二、三线城市由于库存偏高，且16年的棚改透支了一部分居民刚需的情况下，销售恢复的斜率相对偏缓。

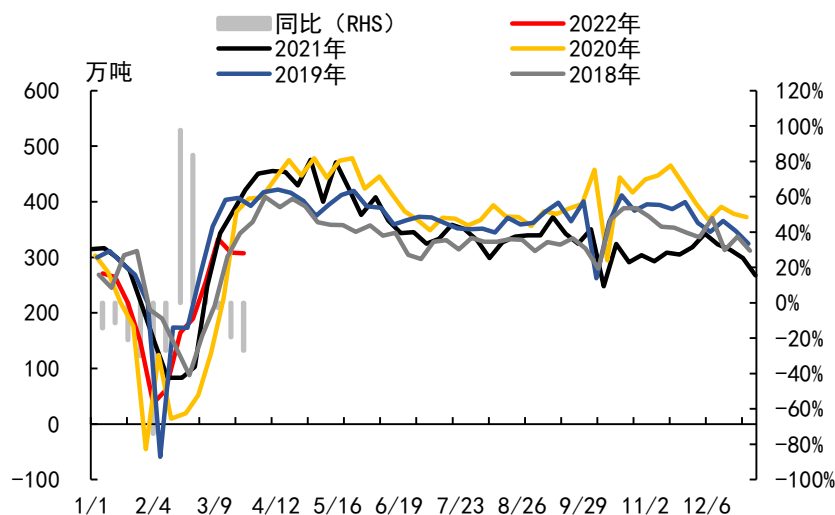
30大中城市商品房成交面积-7DMA: 三线



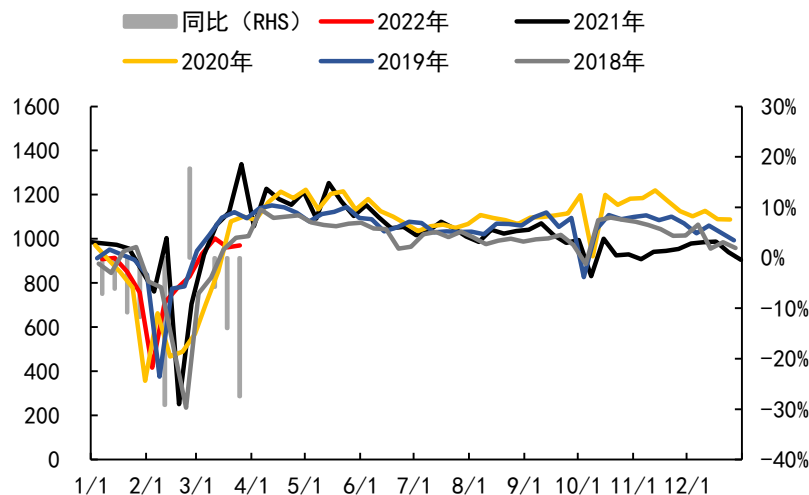
资料来源：Wind，申万期货研究所

需求：政策力度不断加大，地产恢复高度仍待观察

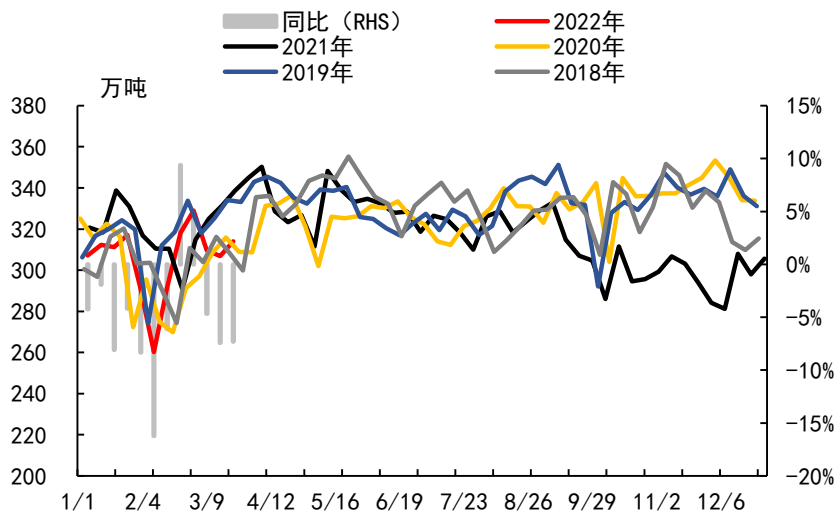
螺纹表观需求



五大钢材表观需求



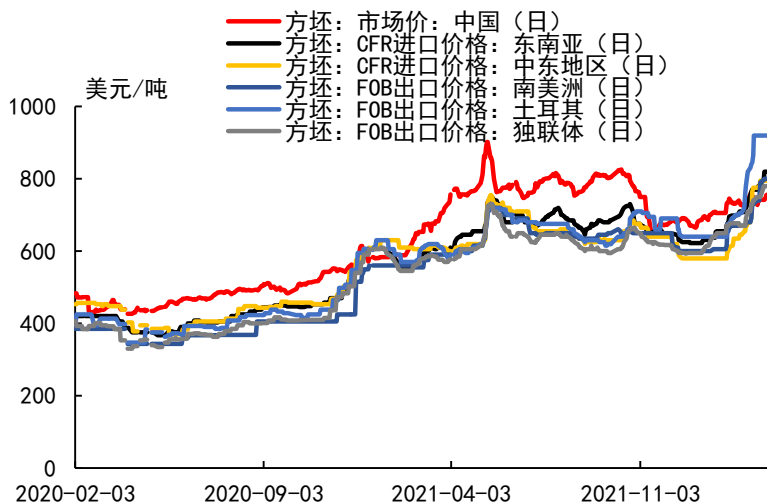
热卷表观需求



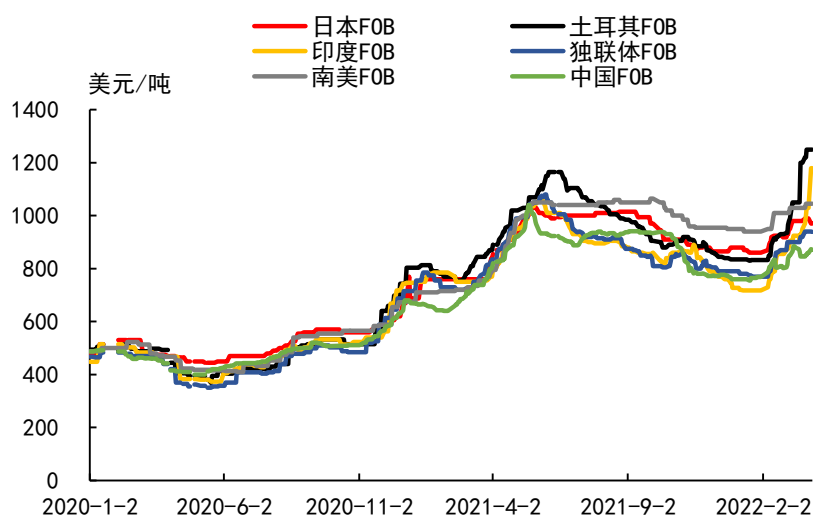
- 地产的弱势映射到中观的产业层面，螺纹表观需求同比去年下降27%、热卷同比下降7.3%、五大材总体表需降幅27%。
- 地产从政策底到现实底的时间差，叠加疫情对短期内需求的扰动，市场对于后期政策落在现实端强度的验证时点不断延后。
- 价格陷入了现实越差-政策刺激越强-后期反弹斜率越大的逻辑循环。

需求：铁元素全球价格洼地，关注出口韧性持续性

钢坯全球主流报价

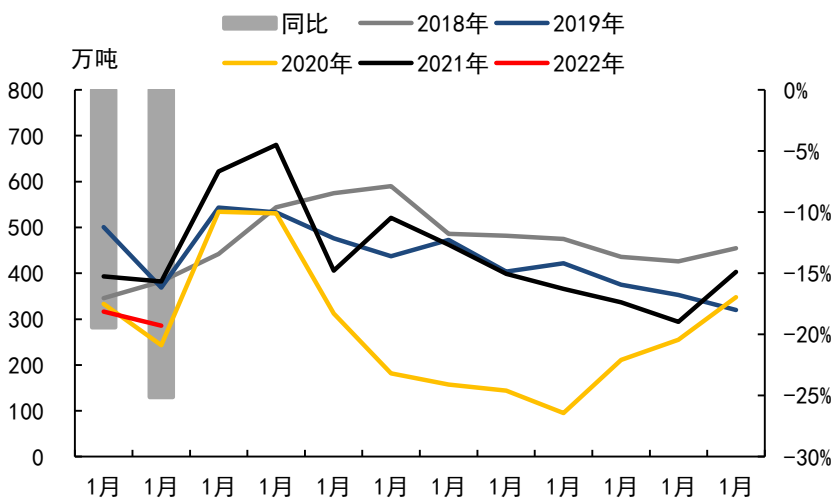


热卷全球主流报价



- 受俄乌冲突的影响，海外的钢材、煤焦价格均出现了较大幅度的上涨，横向对比全球主要贸易地区的铁元素价格，目前我国的钢材价格处于全球洼地。
- 本来依赖于俄乌出口的欧洲地区或逐步转向东南亚，间接的对我国钢材的出口形成正向拉动。
- 1-2月我国钢材净出口量602万吨，同比下降22%，但海外资源仍然存在缺口，后期出口的韧性值得关注。

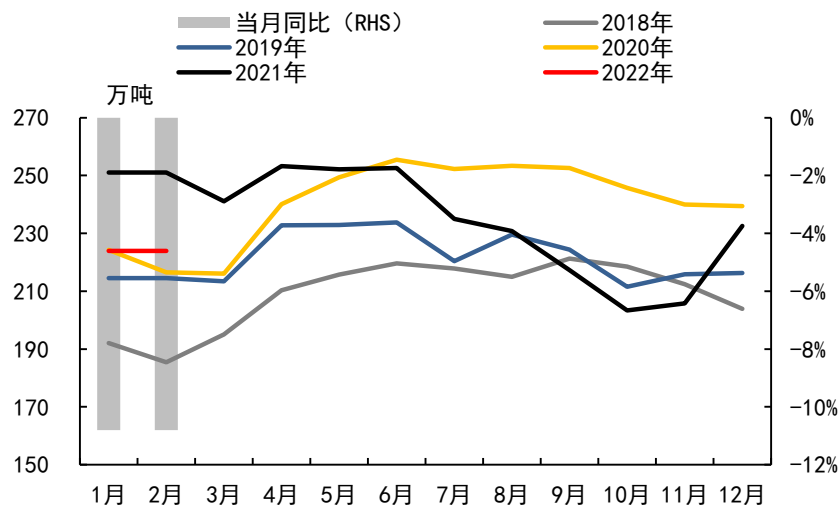
钢材月度净出口



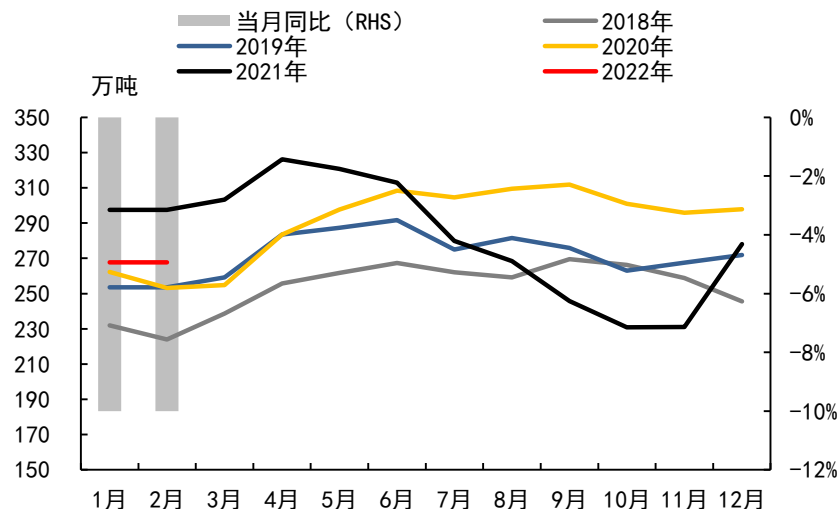
资料来源：Wind，申万期货研究所

供给：行政管制放松，产量调节一看炉料二看利润

统计局生铁月度产量

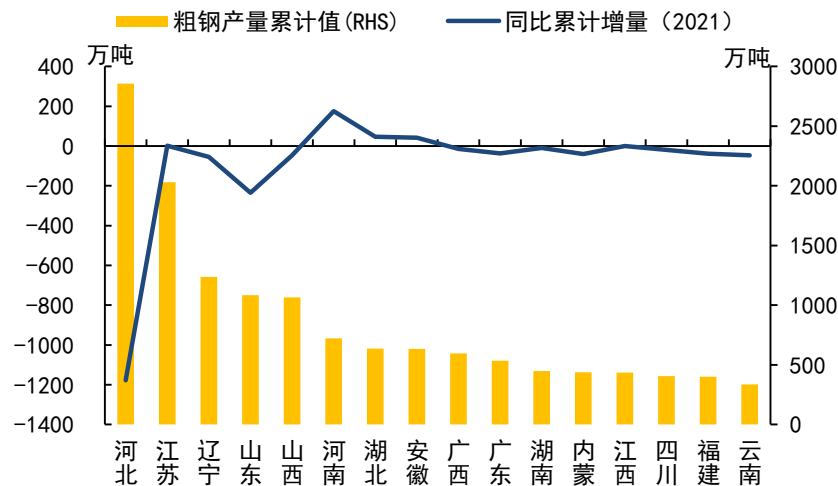


统计局粗钢月度产量



- 今年1-2月, 由于冬奥会限产, 统计局口径的生铁和粗钢产量分别较去年同期下降了10.8%和10%, 分别录得1.6亿吨和1.3亿吨。
- 从各个省份的产量增减上看, 前两个月发声减量最为明显的为河北省, 在全国1700万吨的同比减量中, 贡献了1178万吨。

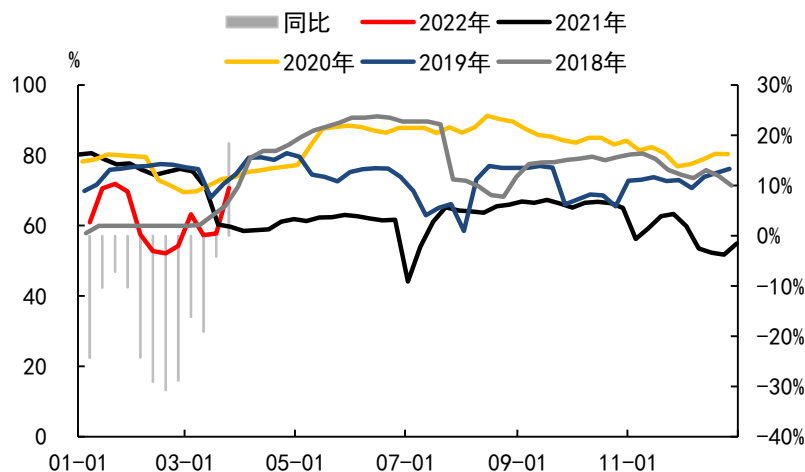
统计局粗钢分省产量及增减



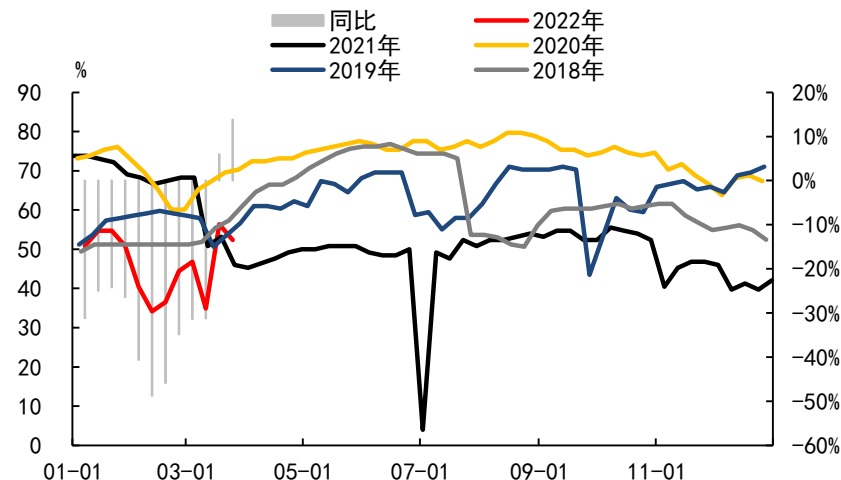
资料来源：Wind，申万期货研究所

供给：行政管制放松，产量调节一看炉料二看利润

唐山高炉产能利用率

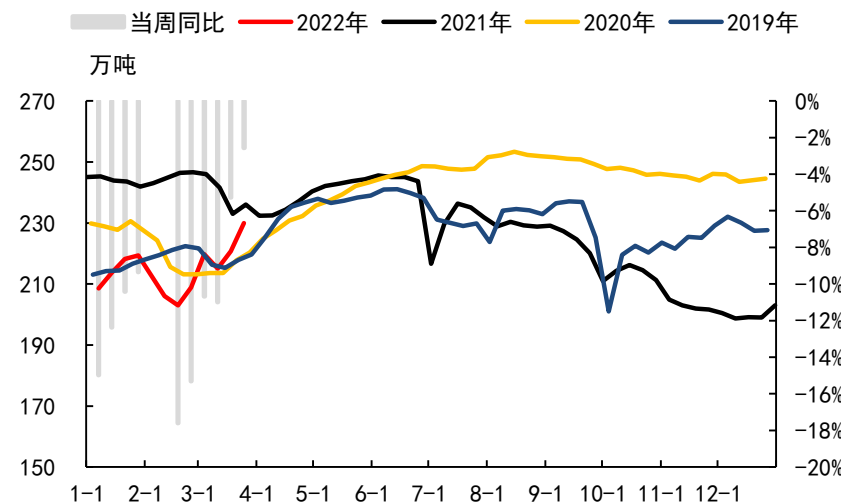


唐山高炉开工率



- 自3月限产陆续结束开始，唐山地区的高炉开工情况有了较为明显的好转，高炉开工率和产能利用率分别从52%和34%回升至了71%和52%，均已超过去年同期水平。
- 从铁水产量的维度看，3月下旬230万吨的铁水产量距离246万吨的产量峰值也仅有一步之遥。

247家铁水产量



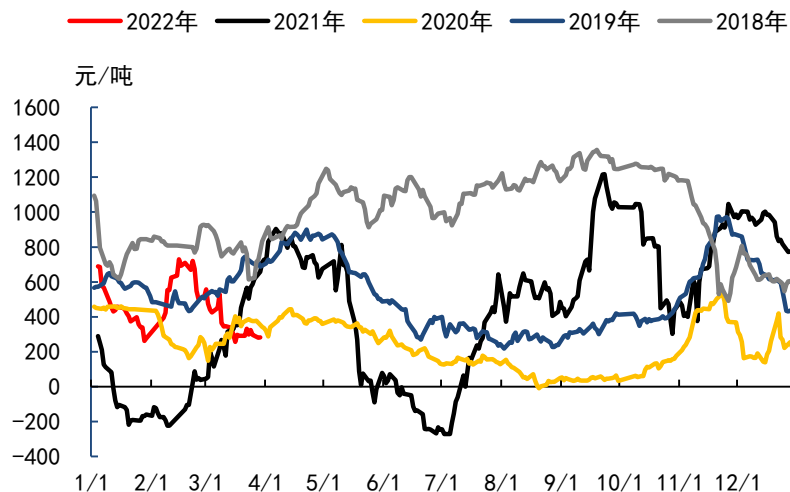
资料来源：Wind，申万期货研究所

供给：行政管制放松，产量调节一看炉料二看利润

华东长流程利润收窄



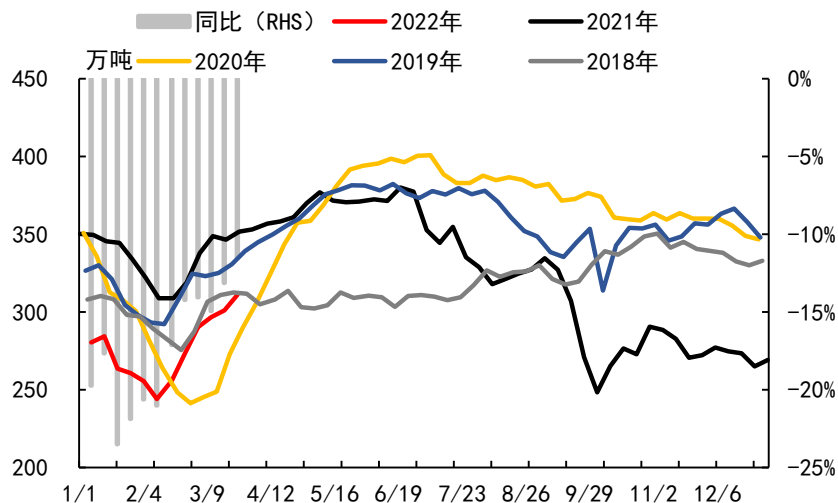
螺纹利润静态同期偏低



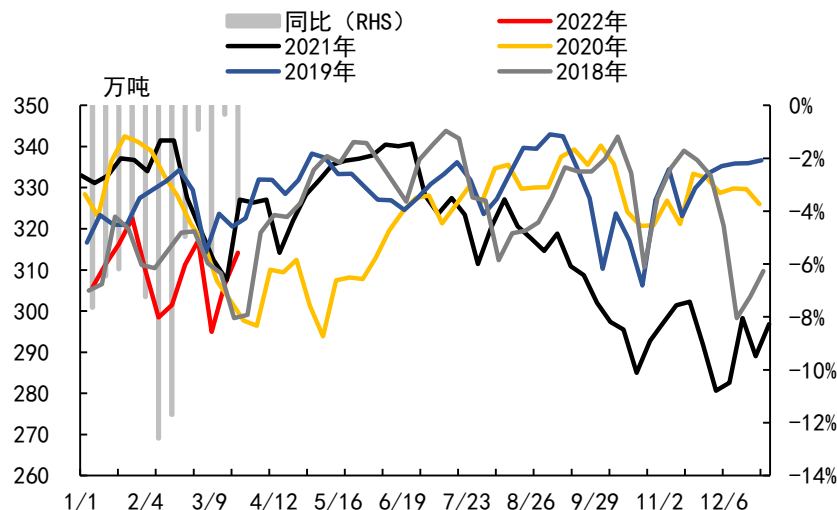
- 从利润的角度看，目前华东地区螺纹、热卷长流程即时利润分别在280元/吨和330元/吨左右，较往年同期中性略偏低；短流程利润依旧在盈亏平衡线附近。
- 华北地区螺纹即时利润162元/吨，虽然绝对水平偏低但依旧为正，钢厂在目前由于运输受限而缺乏辅料的情况下，已有部分钢厂由于炉料的原因开始焖炉，利润暂时并不是影响其生产节奏的主要矛盾。
- 但目前盘面炉料的走势已经开始交易疫情后钢厂补库对价格的拉动，在疫情对运输的影响告一段落后，钢厂对炉料的补库将继续对钢厂利润形成挤压，截至铁水产量的峰值或将受到利润的压制。

供给：行政管制放松，产量调节一看炉料二看利润

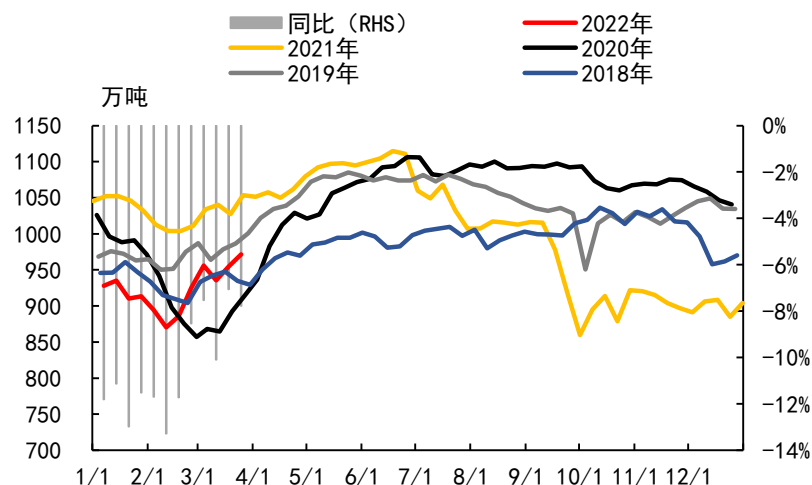
螺纹周度产量



热卷周度产量



五大钢材周度产量

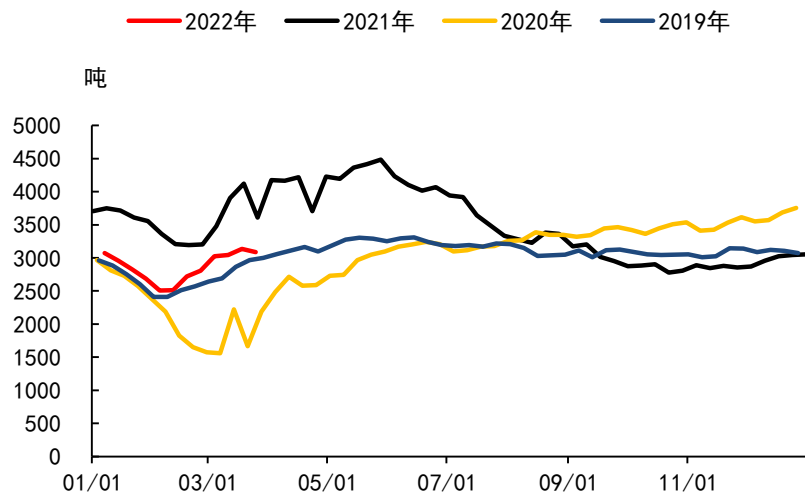


■ 从具体的品种产量上看，2月中下旬以来均处于边际回升的通道内，同比来看，螺纹和热卷的产量分别较去年偏低12%和4%，同比降幅依然低于需求。

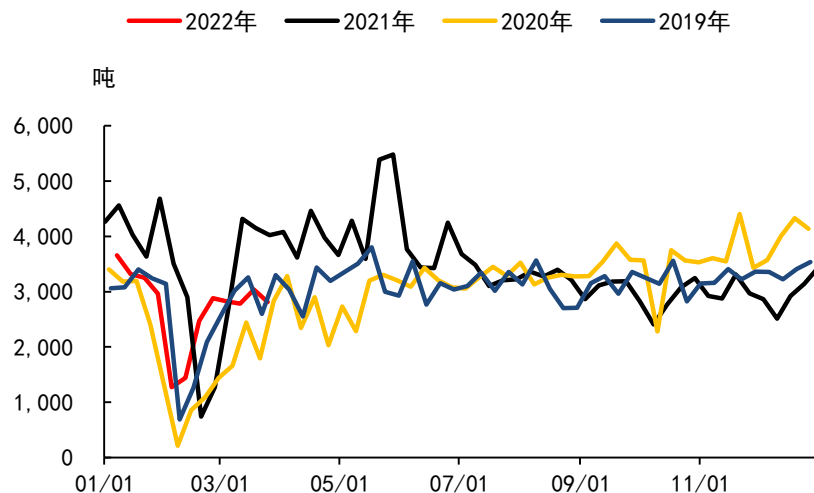
■ 从钢材复产的高度来看，我们认为将受到3个方面的影响：焦煤、废钢供给的限制、钢厂利润的产量的主动调节、以及环保限产对产量的压制。而对钢材价格的影响、以及黑色产业链上利润如何分配主要取决于哪一项才是铁水产量率先触及的天花板。

供给：行政管制放松，产量调节一看炉料二看利润

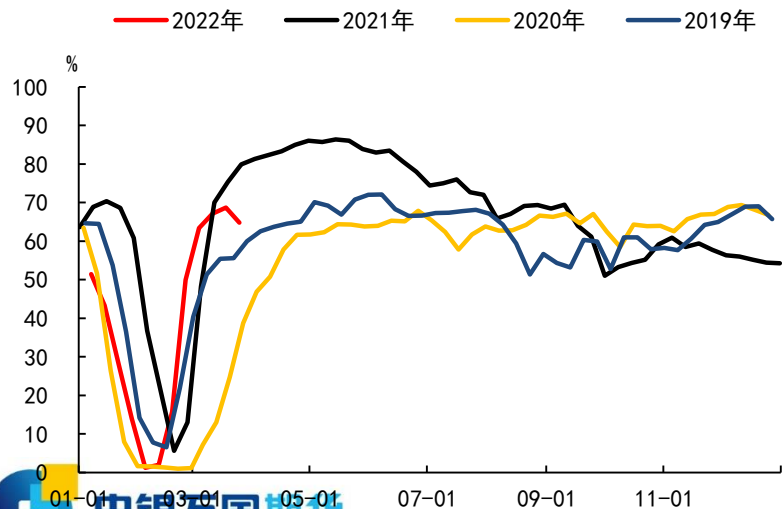
61家钢厂废钢日耗



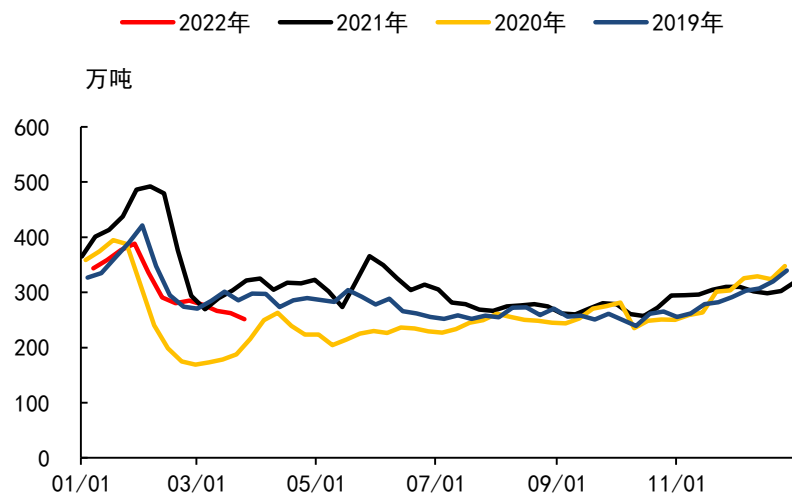
61家钢厂废钢到货



85家独立电炉企业产能利用率



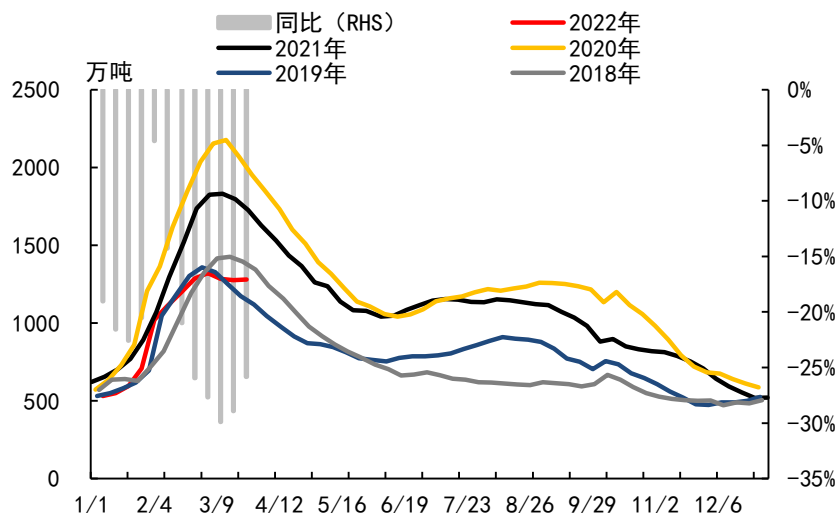
61家钢厂废钢库存



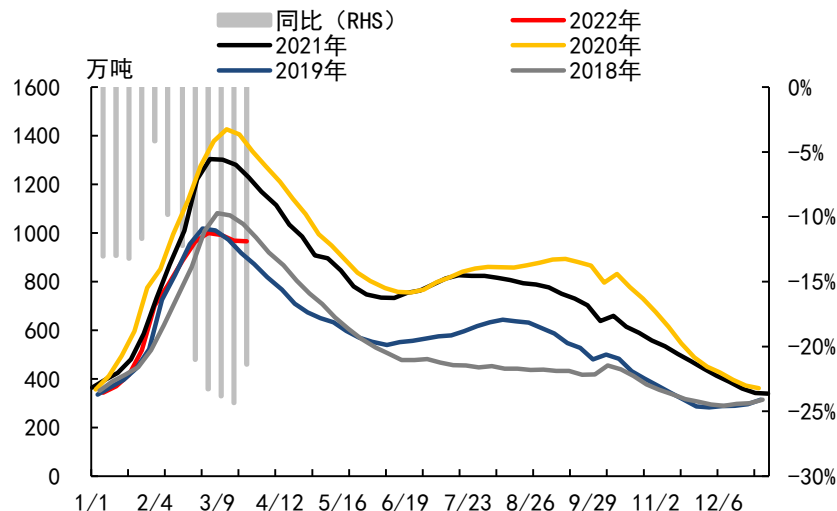
资料来源：Wind，申万期货研究所

库存：库存边际累积但绝对量同比偏低

螺纹总库存同比偏低



社会库存绝对值偏低

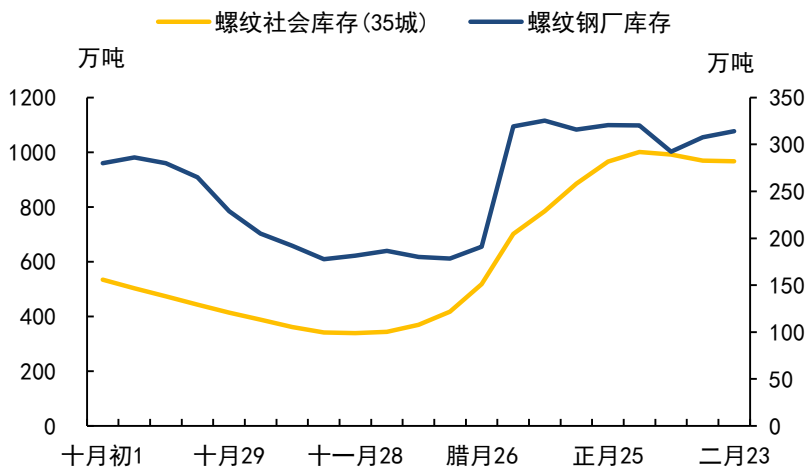


■ 螺纹钢厂库存环比累积6.2万吨，同比去年同期偏低37%。

■ 社会库存环比下降2.4万吨，同比去年同期偏低21%。

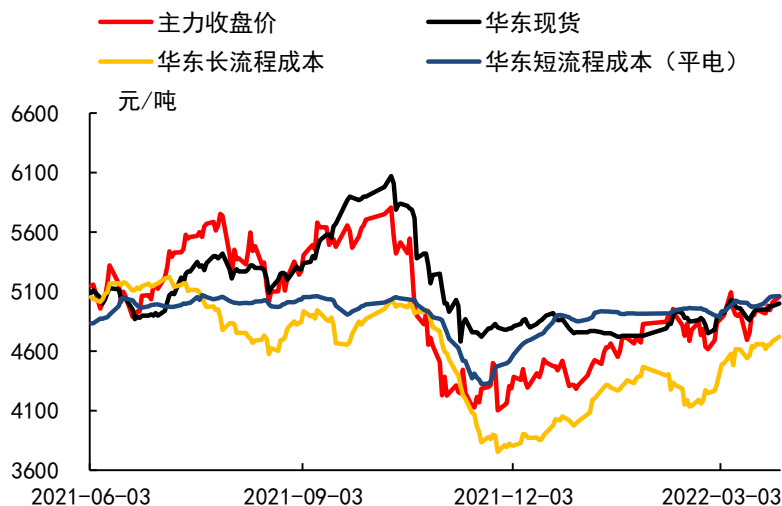
■ 一方面，虽然疫情抑制需求的背景下，库存边际累积，但绝对量偏低的库存水平给了市场在需求延后释放的预期下挺价的底气。另一方面，由于运输瓶颈，货权逐步向钢厂集中，在这种货源结构下，钢材跌价的难度也有所加大。

螺纹库存累积发生于厂库端

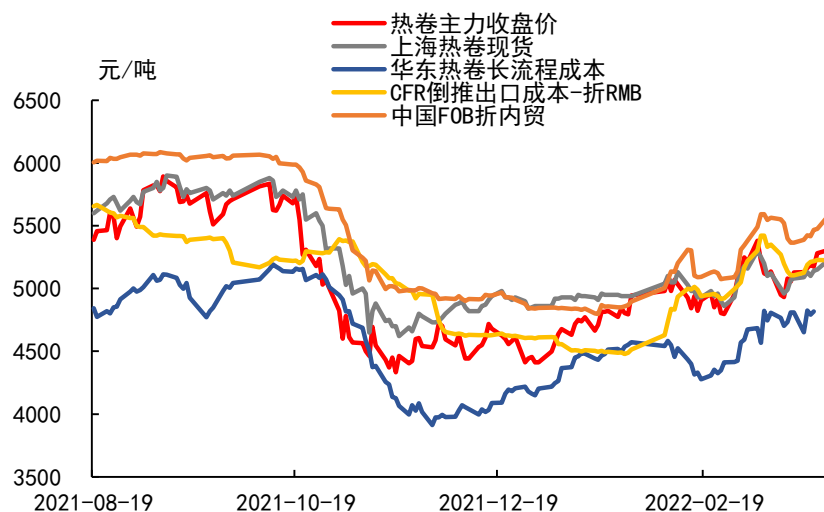


估值：螺纹远月升水现货，热卷顶部对标出口成本

螺纹期现估值



热卷期现估值



- 以目前华东地区5000元/吨的现货价格水平来看，RB2210合约已经升水现货，且在给出华东地区接近300元/吨及电炉开工利润的情况下，10合约几乎没有对短期的需求疲弱做任何定价。对远月的乐观预期以及成本的抬升推动着螺纹10合约的走高。
- 对热卷而言，在海外地缘政治冲突爆发后，盘面开始对标热卷的出口成本，目前国内FOB折内贸5540元/吨。

2022年二季度钢材策略总结

推介一

螺纹2210合约逢低做多

- 需求预期主导阶段成本支撑较强，背靠4700一线逢低做多。

推介二

10合约钢厂利润逢高做空

- 碳元素相对紧缺，上游议价权较强。

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。