

观点摘要：

供给：从本周的长短流程产量恢复情况来看，目前制约产量继续向上修复关键的不是利润，而是疫情影响运输后，造成的原料紧缺。虽然疫情最终一定会得到有效管控，但短期内，运输受限是市场不得不面对的瓶颈。以此为基础线性外推，若疫情的影响时间贯穿05合约，将造成需求的持续疲弱，在原料依旧受到运输制约的情况下，钢厂一方面复产受限，另一方面利润也受到原料的侵蚀，复产的主观积极性下降。最终由于亏损而造成铁水减产，届时，05合或将有向成本线靠拢的阶段性压力。

需求：短期来说，疫情对需求的抑制是不争的事实，螺纹和相关建材的需求中观需求表现偏弱均与疫情息息相关。螺纹的表需呈现近5年来同期最差的表现。但盘面并没有过多的交易本次疫情造成的需求阶段性坍塌。现实需求越差，后期回补预期越强的“信仰”支撑着期现价格在需求空窗期环比上涨。后期来说，随着政策稳增长力度的不断加大，需求验证的时间也随之不断后移，叠加疫情的扰动，10合约对现实端需求偏差的敏感度较低，除非原料端的供给出现明显抬升，10合约自身在预期被证伪之前难有趋势性的下跌。

库存：受疫情影响运输的扰动，库存端季节性去库的节奏被打断，呈现出厂库累积，社库去化放缓的走势。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。

估值：截至3月25日收盘，螺纹05合约盘面相对杭州现货价格折磅差（5175）有162元/吨的贴水，螺纹10合约小幅贴水杭州现货46元/吨。05合约给出了电炉一定的开工利润，在疫情管控持续时间不确定，在05合约结束前需求存在持续偏弱的可能，因此我们认为螺纹05合约盘面估值偏高。但10合约由于预期的支撑，且面临疫情结束后的需求回补，叠加目前钢厂利润回归历史同期偏低水平、09煤焦盘面拉涨抬升盘面成本线，螺纹10合约估值偏中性。

策略建议：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从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。

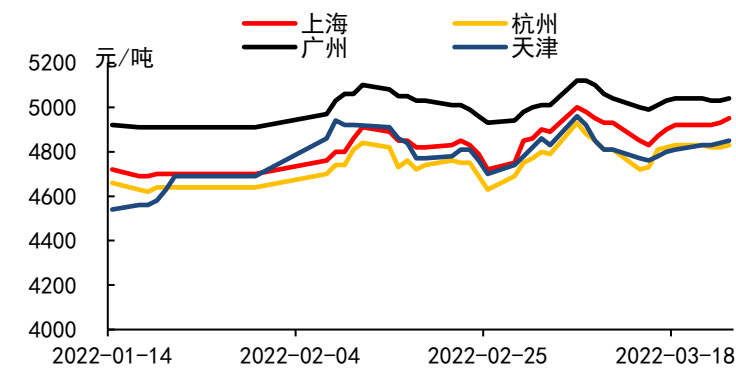
1. 1. 现实预期背离深化，远月合约升水近月

随着疫情管控范围逐步扩大，现实层面需求的疲弱以及对远期稳增长乐观预期的分化逐步加深。期现价格也走入了：疫情导致需求偏弱-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。在此影响下，期现价格本周总体震荡运行。截止本周四，于上周五相比，螺纹现货价格环比小幅上涨30-40元/吨，华东主流现货报价同比去年偏高190元/吨。现实与预期分化的情况也反映在了螺纹近远月的价差之中，螺纹5-10价差从3月10日208元/吨的高点收窄至了3月24日的68元/吨。与此同时，由于10的合约对应螺纹新的交割规则，若考虑理计和过磅的区别，10合约已经小幅升水05合约。

从利润的较角度看，目前华东地区螺纹、热卷长流程即时利润分别在325元/吨和315元/吨左右，较往年同期中性偏低；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128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，利润并不是影响其生产节奏的主要矛盾。

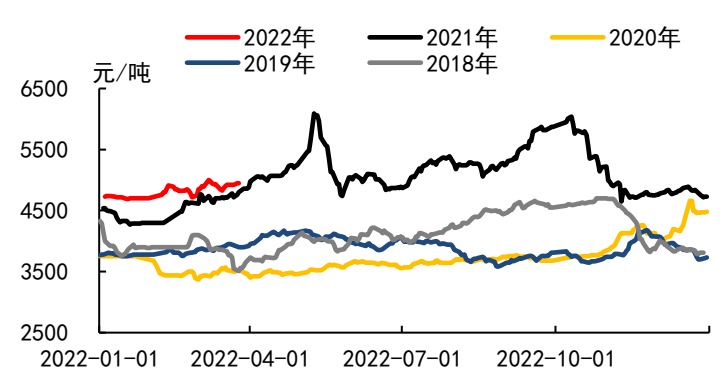
。

图1. 螺纹现货价格总体震荡运行



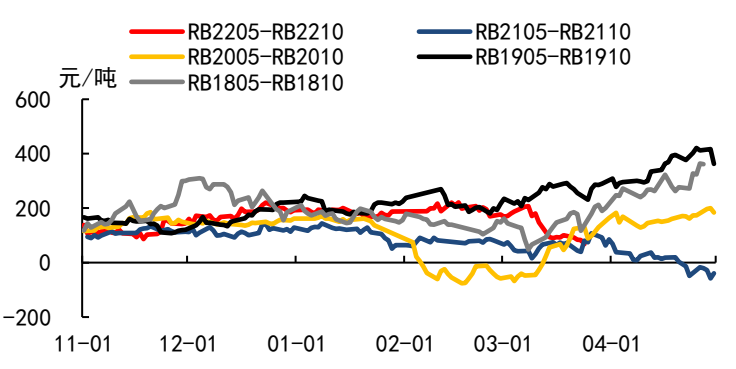
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图2. 华东螺纹价格同比偏高190元/吨



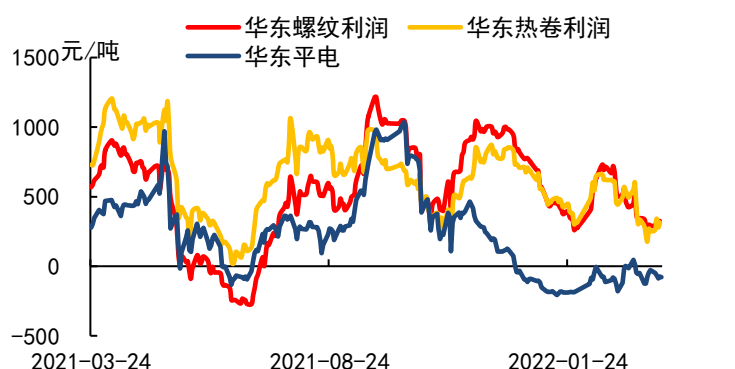
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图3. 螺纹5-10价差明显收窄



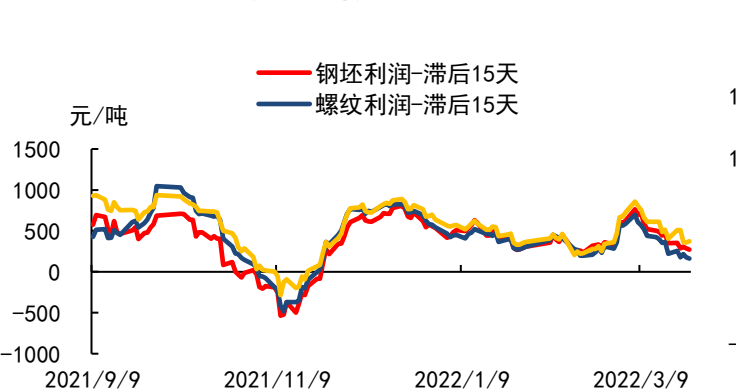
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图4. 长流程利润收窄，短流程基本盈亏平衡



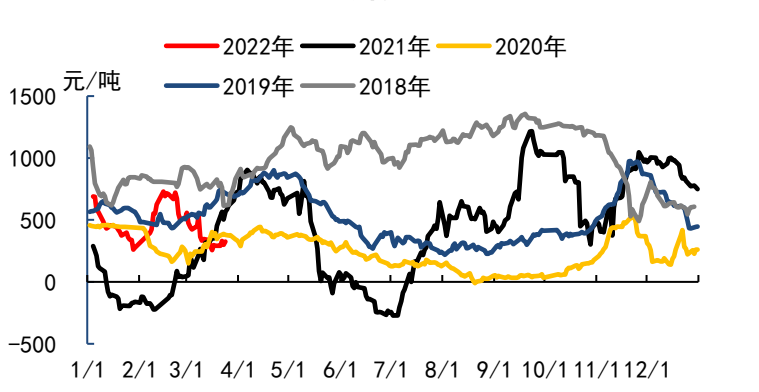
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图5. 长流程利润暂不对复产构成阻碍



数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图6. 螺纹利润静态同期偏低

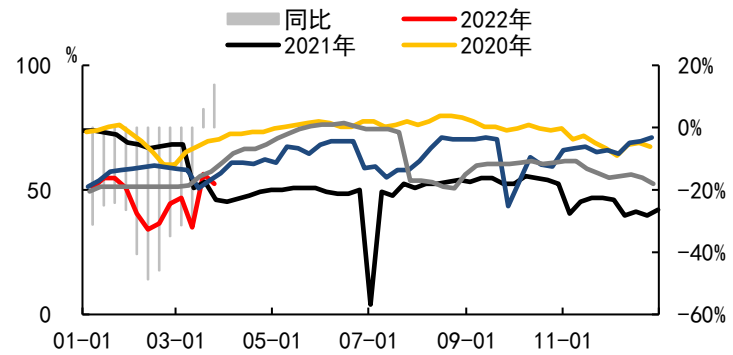


数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

2. 1. 铁水产量继续增加，后续复产空间存疑

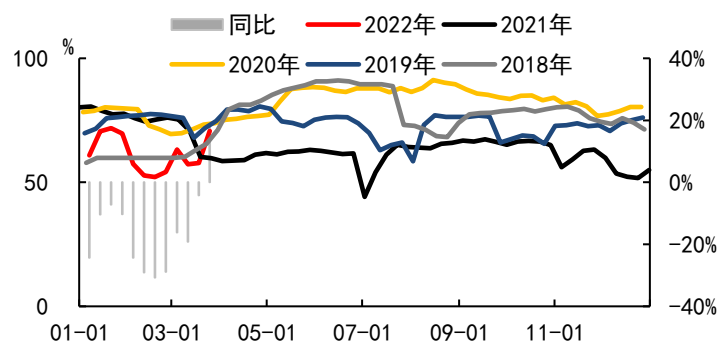
据Mysteel调研统计，截至24日，唐山地区21日关停高炉2座，22-23日新增停产高炉5座，目前已有7座高炉焖炉，影响日均铁水产量2.95万吨/天。若后期运输问题不能得到缓解，或将有更多钢企执行焖炉操作。在数据上，本周唐山地区高炉开工率下降，产能利用率环比上升，但同比来看，两者均已超过去年同期水平。在政策对产量的管制退去后，疫情和利润将成为引导产量的主要因素。247铁水产量本周环比上升10万吨至230万吨，已接近去年同期水平。钢厂在缺乏辅料的情况下生产以消耗原有库存为主，侧面也说明目前的利润水平下，钢厂采暖季后复产的积极性依旧较高。对长流程而言，运输瓶颈对生产的影响大于利润，去年铁水产量峰值在246万吨，根据目前钢厂辅料不足一周的库存水平，后期若运输继续受限，钢材供给的瓶颈或将继续体现。

图7. 唐山高炉开工率环比下降



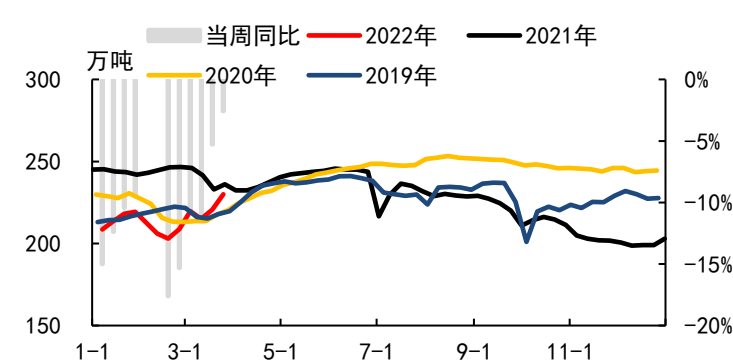
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图8. 唐山高炉产能利用率环比上升



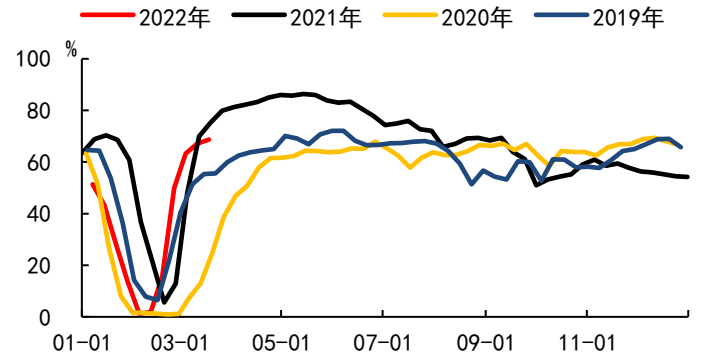
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图9. 247家长流程日均铁水产量环比回升



数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图10. 85家独立电弧炉环比升同比降

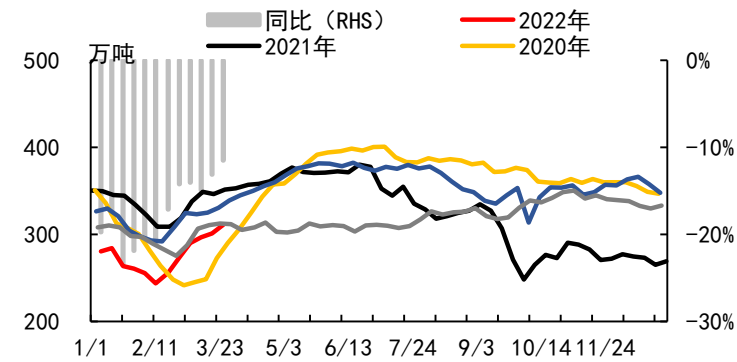


数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

从具体品种的产量变化上看，螺、卷产量均有环比回升，分别环比回升10万吨、8万吨至311万吨和314万吨，螺纹的环比增量主要体现在山东、四川和山西等地。同比来看，螺、卷的产量分别较去年降低11%和4%。在铁水产量接近去年同期水平的情况下，螺纹产量同比降幅较大一定程度上是受到了短流程电炉端的拖累。

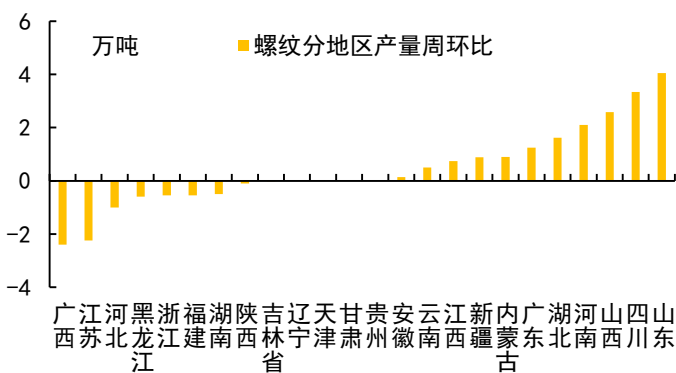
虽然废钢财税问题前期有所缓解，但近期由于疫情的影响，废钢呈现出价格上涨；成交偏少；到货、库存下降的格局。短流程螺纹产量较去年同期下降27%。在疫情得到有效管控之前，废钢供给受限的情况或仍将存在，关注后期废钢到货情况。

图11. 螺纹产量周环比增加10万吨



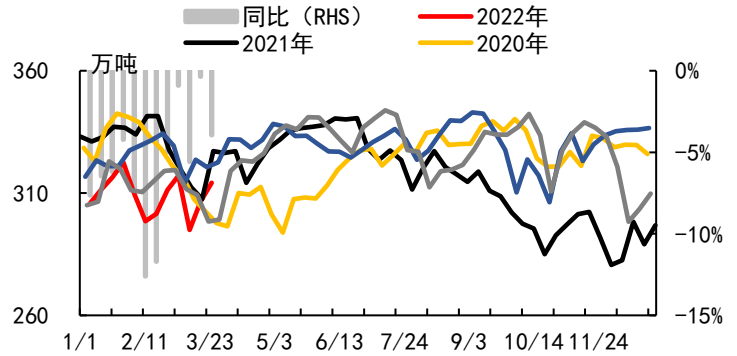
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图12. 螺纹分地区产量周环比



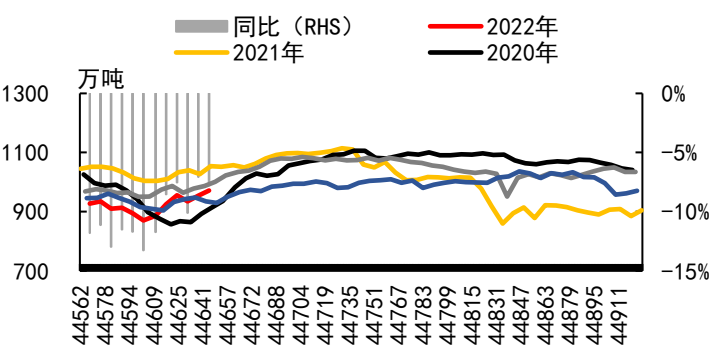
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图13. 热卷产量周环比增加8万吨



数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图14. 五大钢材产量环比增加17万吨



数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

从本周的长短流程产量恢复情况来看，目前制约产量继续向上修复关键的不是利润，而是疫情影响运输后，造成的原料紧缺。虽然疫情最终一定会得到有效管控，但短期内，运输受限是市场不得不面对的瓶颈。以此为基础线性外推，若疫情的影响时间贯穿05合约，将造成需求的持续疲弱，在原料依旧受到运输制约的情况下，钢厂一方面复产受限，另一方面利润也受到原料的侵蚀，复产的主观积极性下降。最终由于亏损而造成铁水减产，届时，05合约或有向成本线靠拢的阶段性压力。但对远期10合约来说，稳增长和疫情结束后的需求回补或仍将支撑盘面，在需求证伪之前，盘面难有大跌空间。

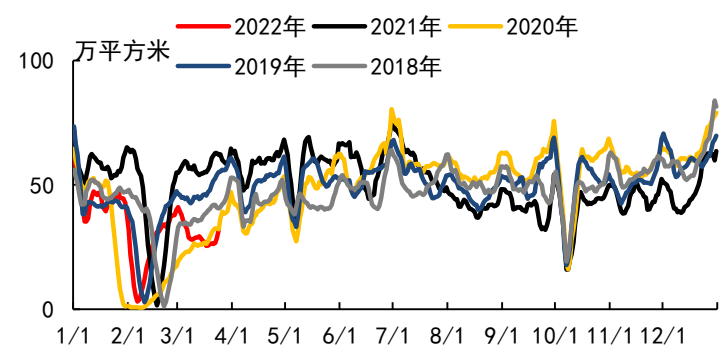
2. 2. 政策段持续放松，地产销售端有企稳迹象

地产方面政策宽松的脚步有进一步的加快，3月23日，哈尔滨发布《哈尔滨市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》，拟废止实行区域性房地产限售政策。哈尔滨限售政策的取消标志着地产需求端的刺激政策由降低首付比例、贷款利率、加快按揭贷款下方进一步过渡到了降低购房门槛上。

在全国地产放松的城市范围逐渐扩大后，一、二、三线城市的商品房成交有了不同程度的企稳回暖的迹象。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%。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。

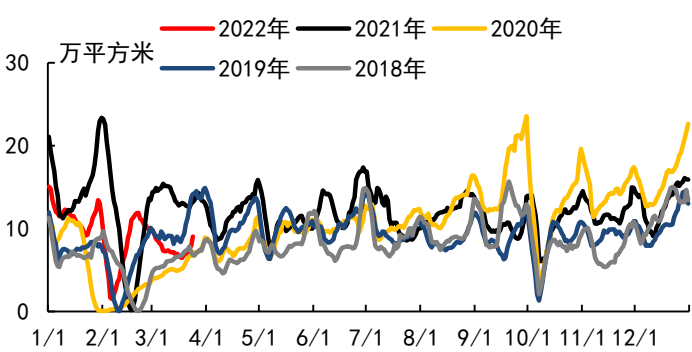
从前几轮地产政策宽松周期从政策底到销售增速转正之间的时滞在半年到3个季度左右，所以目前市场普遍预期销售转正的时间节点在6月以后。

图15. 30大中城市商品房成交面积-7DMA



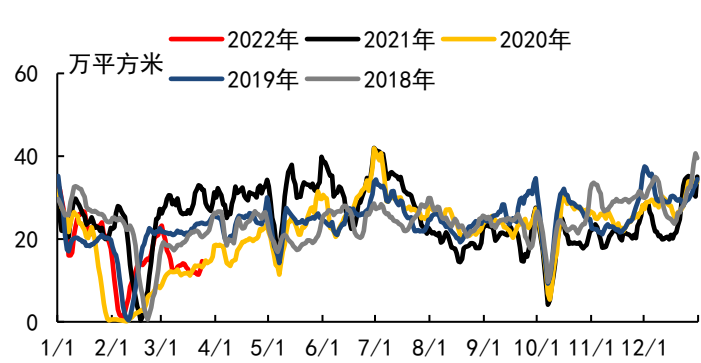
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图16. 30大中城市商品房成交面积-7DMA：一线



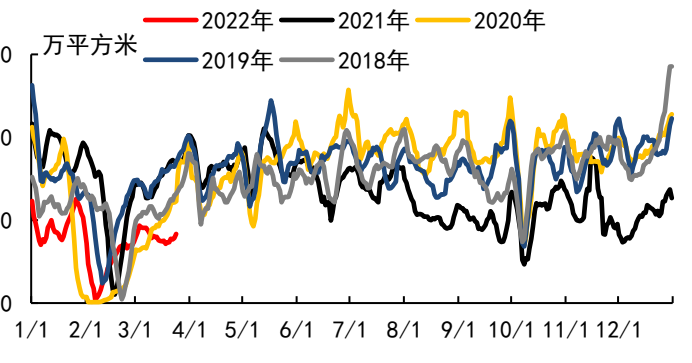
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图17. 30大中城市商品房成交面积-7DMA：二线



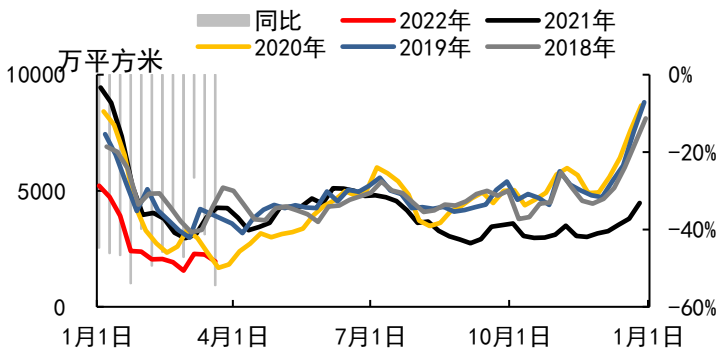
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图18. 30大中城市商品房成交面积-7DMA：三线



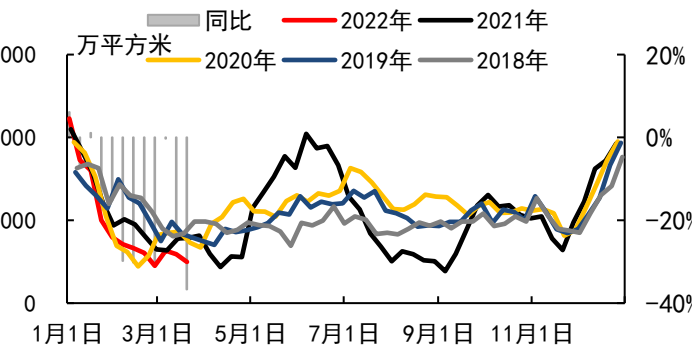
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图19. 百城：成交土地规划建筑面积:4WMA



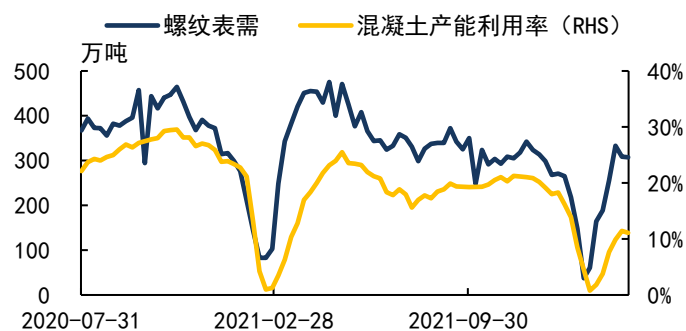
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图20. 22城：成交土地规划建筑面积:4WMA



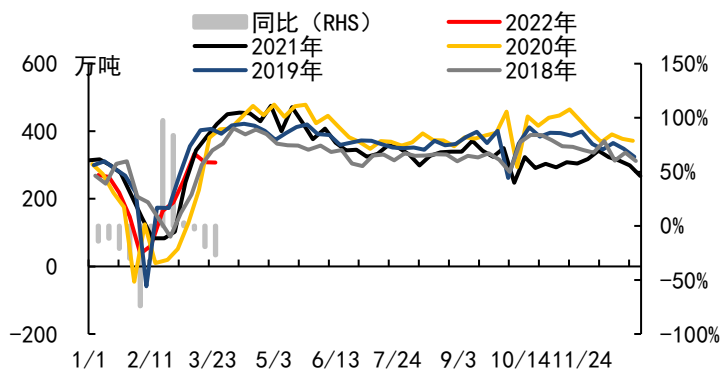
数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图21. 螺纹表需VS混凝土开工



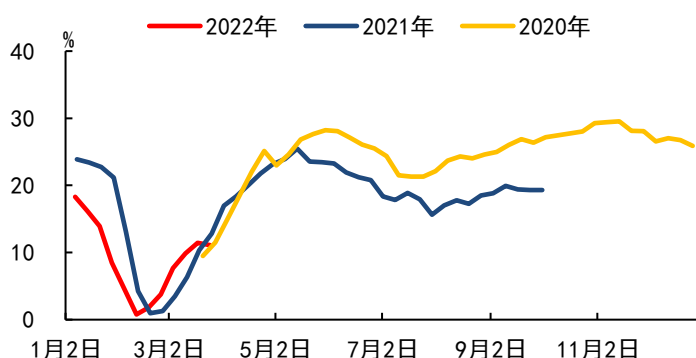
数据来源: Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图22. 螺纹表需短期受疫情抑制



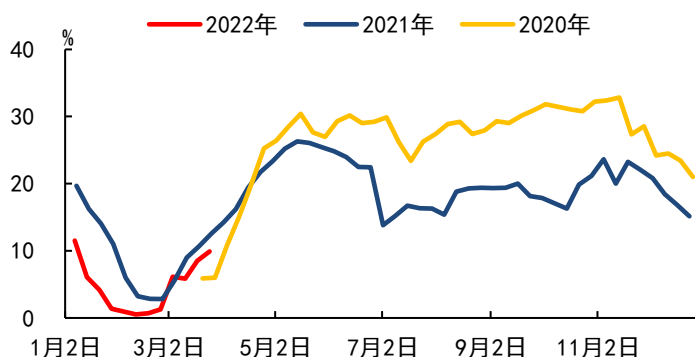
数据来源: Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图23. 混凝土周度产能利用率-全国



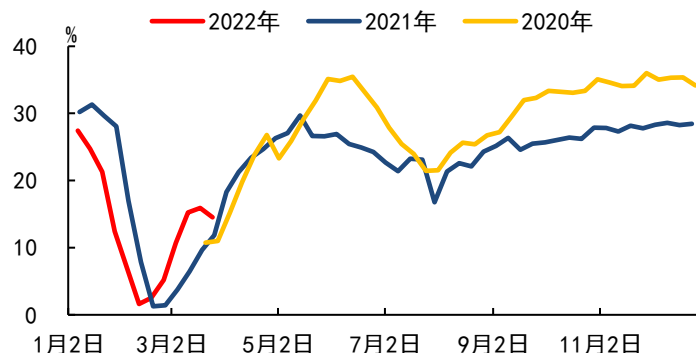
数据来源: Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图24. 混凝土周度产能利用率-华北



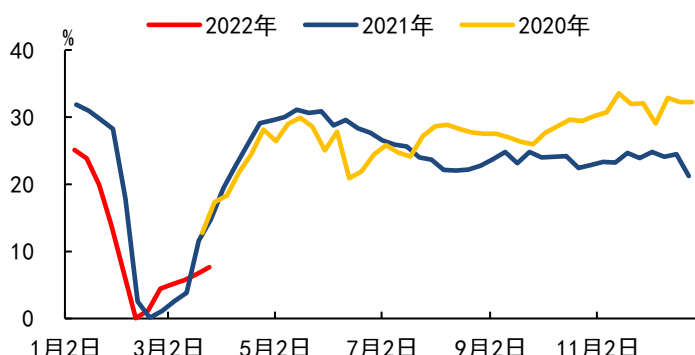
数据来源: Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图25. 混凝土周度产能利用率-华东



数据来源: Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图26. 混凝土周度产能利用率-华南



数据来源: Mysteel, Wind, 申万期货研究所

短期来说，疫情对需求的抑制是不争的事实，螺纹和相关建材的需求中观需求表现偏弱均与疫情息息相关。螺纹本周表观需求307万吨，环比上周小幅下降，同比去年降幅达到27%。水泥和混凝土等相关建材也表现出了旺季需求环比下降的走势，其中疫情相对严重的华东地区需求下滑最为明显，拖累了全国范围内正常性需求的环比回升。螺纹的表需呈现近5年来同期最差的表现。

但盘面经过了2020年春节后疫情的洗礼，并没有过多的交易本次疫情造成的需求阶段性坍塌。现实需求越差，后期回补预期越强的“信仰”支撑着期现价格在需求空窗期环比上涨。后期来说，随着政策稳增长力度的不断加大，需求验证的时间也随之不断后移，叠加疫情的扰动，10合约对现实端需求偏差的敏感度较低，除非原料端的供给出现明显抬升，10合约自身在预期被证伪之前难有趋势性的下跌。

2. 3. 疫情影响运输，库存边际累积但绝对量偏低

受疫情影响运输的扰动，库存端季节性去库的节奏被打断，呈现出厂库累积，社库去化放缓的走势。本周螺纹钢厂库库存环比累积6.2万吨至314万吨，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%；总库存累积3.8万吨至1281万吨，同比去年同期偏低26%。

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。

图27. 螺纹总库存处于历史低位

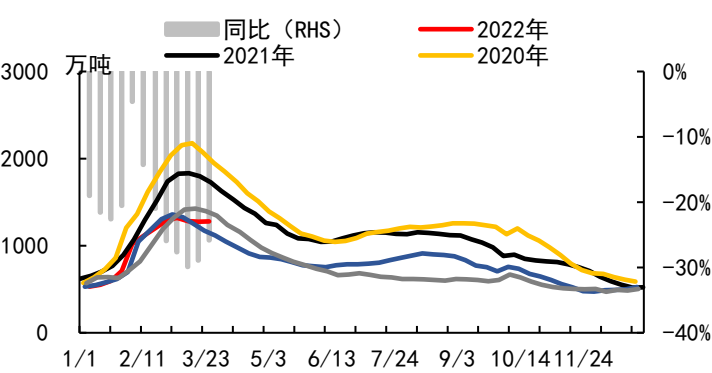


图28. 社会库存绝对值偏低

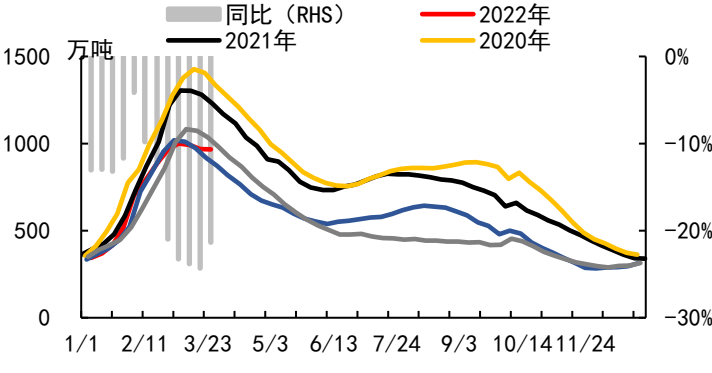


图29. 螺纹日均去库幅度

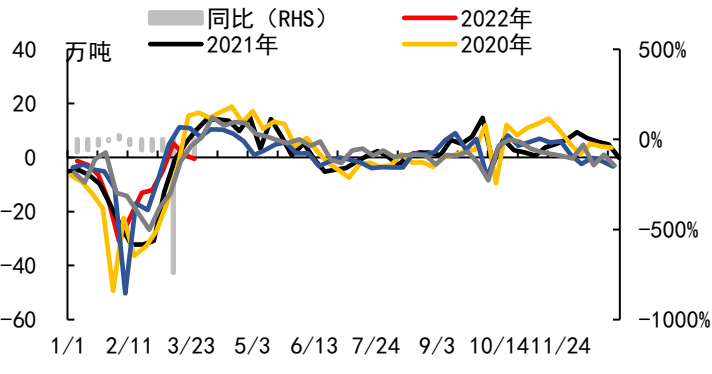
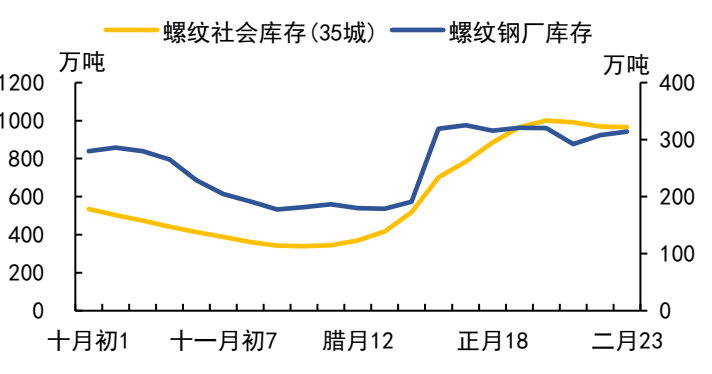


图30. 螺纹库存累积发生于厂库端



3. 1. 估值：远月炉料盘面拉涨抬升成本，10合约盘面估值中性

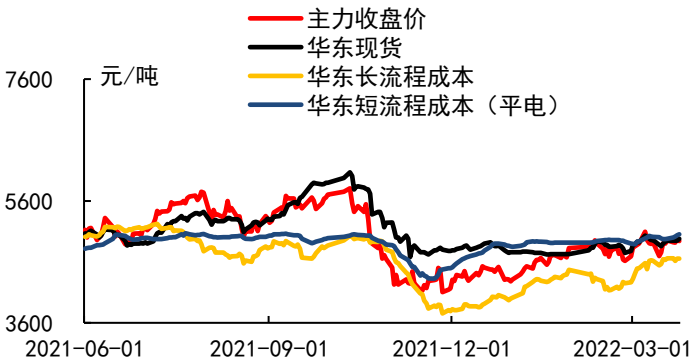
截至3月25日收盘，螺纹05合约盘面相对杭州现货价格折磅差（5175）有162元/吨的贴水，螺纹10合约小幅贴水杭州现货46元/吨。05合约给出了电炉一定的开工利润，在疫情管控持续时间不确定，在05合约结束前需求存在持续偏弱的可能，因此我们认为螺纹05合约盘面估值偏高。但10合约由于预期的支撑，且面临疫情结束后的需求回补，叠加目前钢厂利润回归历史同期偏低水平、09煤焦盘面拉涨抬升盘面成本线，螺纹10合约估值偏中性。

表1. 螺纹钢期现货估值

元/吨	主力合约 收盘价	华东现货 折磅差	华东长流 程成本	华东短流程 成本（平 电）	华东短流 程成本（峰 电）	华东短流 程成本（谷 电）	华东长流 程利润	华东短流 程利润（平 电）
3/24	4945	5134	4655	5054	5342	4861	325	-74
3/21	4923	5103	4659	4998	5058	4577	291	-48
3/18	4953	5103	4659	4977	5231	4750	291	-27
3/15	4753	5010	4563	4984	5229	4748	297	-124
3/14	4695	5031	4542	5005	5265	4784	338	-125

数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图31. 螺纹05合约盘面估值



数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

数据来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

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。

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。

分析师：李公然

从业资格号：F3074720

投资咨询号：Z0015508

电话：021-50585921

邮箱：ligr@sywgqh.com.cn
