

冬储时间渐近 产能过剩制约成材利润

研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

联系人

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

刘国梁

✉ liuguolaing@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

钢材冬储主要以贸易商为主,也有一部分钢厂自储,钢厂自储存在占用现金流、资金成本高等不利影响。钢材冬储时间渐近,但价格已运行至年度中高位,要不要冬储,什么时间开始冬储对贸易商来说都是极大的考验。2023年钢材消费韧性十足,在粗钢产量同比增加的情况下,钢材库存降低到同期历史低位。但是,钢材产能相对过剩使得钢材利润无法扩张,在钢厂无利润甚至亏损的情况下,冬储存在较大的安全边际。后续需密切关注冬储强度和价格走势。

核心观点

■ 市场分析

2023年钢铁产能变化幅度有限,但新建产能主要以大型高炉、电炉和转炉为主,其产能利用率明显优于旧产能,钢铁产能始终处于偏过剩的状态。华泰期货研究院测算2023年1-11月粗钢累计供给为9.38亿吨,累计同比增长1.1%,2023年全年粗钢累计供给为10.25亿吨,累计同比增长2.0%。

回顾过去几年价格走势,其中2021-2023年春节后的月均价格(次年3、4月份)较春节前的月均价格(12月和次年1月)呈上涨趋势。根据华泰期货研究院测算目前唐山地区螺纹钢和热卷即期毛利润平均分别为-87元/吨和-106元/吨,处于历年同期的绝对低位,从成本和利润角度来看,冬储存在一定的成本安全边际。

近些年贸易商冬储盈利效果显著下降,贸易商冬储意愿不足,从而导致2022年、2023年冬储库存累积量有所降低,2022年、2023年库存累积量在1100万吨左右,远低于往年。2024年贸易商冬储意愿仍不强,华泰期货研究院根据钢联历年数据预测,2024年冬储期间库存累积量在1100万吨左右。

2024年除夕较晚,根据钢联五大材历年库存数据,综合考虑近三年累库周期为9-11周,华泰期货研究院预测2024年冬季库存最高点时间2024/2/16~2024/3/1之间,该时间可能会根据消费量和累库强度略有浮动。

2024年钢材供需维持平衡,库存保持健康。2024年钢铁产能呈现偏宽松状态,预计2024年粗钢产量增幅为2.2%,净增加2403万吨。需求端增幅2.5%,净增加2562万吨。供需矛盾不突出,钢材库存跟随季节走势,预计年底钢材总库存2209万吨,处于历年中低位水平。

■ 策略

钢材产能仍相对过剩，一定程度会制约成材利润的扩张，冬储时间临近，需关注冬储持续时间和冬储累库强度。

■ 风险

国内消费和产业政策不及预期等风险。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
一、2023 年钢材市场运行回顾.....	5
二、冬储前后成材价格变化.....	6
三、冬储前后产量变化.....	9
四、冬储前后库存变化.....	10
五、2024 供需推演	12
六、总结	14

图表

图 1：螺纹/热卷主力合约收盘价 单位：元/吨	5
图 2：上海螺纹/热卷现货价格 单位：元/吨	5
图 3：国际热卷价格图 单位：美元/吨	6
图 4：国际螺纹价格图 单位：美元/吨	6
图 5：上海螺纹价格 单位：元/吨	7
图 6：上海热卷价格 单位：元/吨	7
图 7：上海螺纹和热卷价格走势 单位：元/吨	8
图 8：华东电炉钢利润 单位：元/吨	9
图 9：华北电炉钢利润 单位：元/吨	9
图 10：247 家钢铁企业盈利率 单位：%	9
图 11：247 家高炉产能利用率 单位：%	10
图 12：247 家高炉日均铁水产量（周） 单位：万吨	10
图 13：生铁日均产量 单位：万吨	10
图 14：粗钢日均产量 单位：万吨	10
图 15：螺纹社会库存 单位：万吨	11
图 16：螺纹总库存 单位：万吨	11
图 17：热卷社会库存 单位：万吨	11
图 18：热卷总库存 单位：万吨	11
图 19：五大材社会库存 单位：万吨	11
图 20：五大材厂内库存 单位：万吨	11
图 21：五大材总库存 单位：元/吨	12
图 22：粗钢日均产量预估 单位：万吨	14
图 23：粗钢日均需求预估 单位：万吨	14
图 24：钢材总库存预估 单位：万吨	14
图 25：粗钢供需缺口及钢材库存预估 单位：万吨	14

表 1：上海螺纹现货价格 | 单位：元/吨

表 2：上海热卷现货价格 | 单位：元/吨

表 3：历年五大材总库存累积对比 | 单位：万吨

表 4：2024 年钢材供需预判 | 单位：万吨

7

7

12

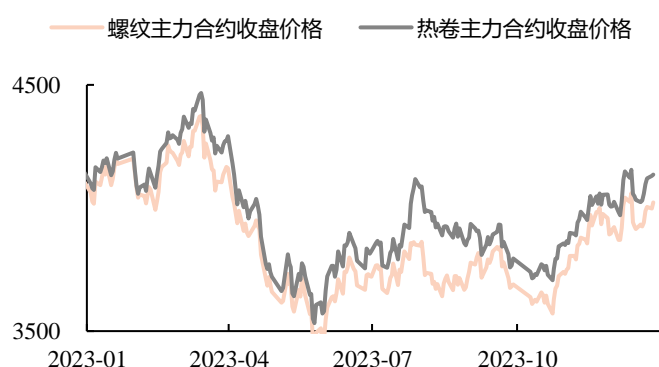
13

一、2023 年钢材市场运行回顾

钢材，尤其是建筑用钢，跟随季节的变化，消费呈现出较为明显的淡旺季切换。根据年度消费表现来看，每年的春季和秋季的钢材消费强度远大于冬季，以春季 3-4 月份的消费为例，螺纹的日均消费量较 1-2 月份消费低点环比增加 50%左右。建筑钢材消费四季分明，每到冬季，钢材冬储就成为整个市场讨论的永恒话题，价格变化牵动整个市场。

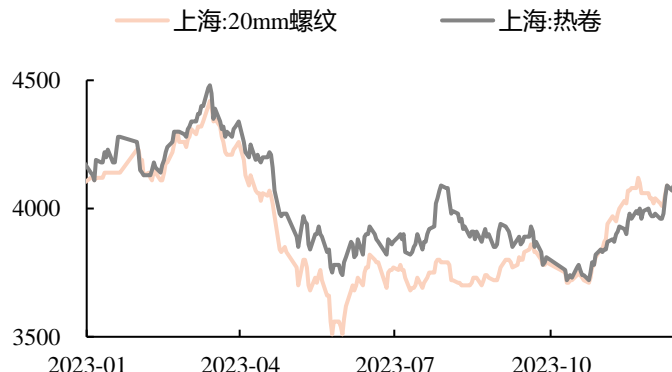
回顾 2023 年钢材价格涨跌过程，价格的拐点与政策预期、季节密切相关。受海外金融风险、汇率波动和国内宏观经济政策影响。2023 年钢材价格 N 型走势，但更多是原料的推涨。**1-3 月中旬，存在消费旺季预期，消费预期带动钢材价格上涨。**1 月份后，市场交易经济改善，价格一路上涨。进入 3 月随着旺季来临，钢材表观需求强劲，同时地产销售好转，基建投资维持韧性，带动钢材价格上行。**3 月中旬-5 月，海外风险事件，旺季成色不足，钢价快速回调。**3 月中旬后，海外银行暴雷，国内房地产、基建投资同步转弱，市场开始交易经济数据和政策不及预期，价格出现一波回调。**5 月-今，钢材价格震荡上行，**经过 4 月份价格超跌，市场有一定的补库行为，5 月底黑色开始呈现一波反弹，至 7 月旺季预期支撑价格出现快速上涨。8 月政策不及预期价格下跌，然后进行了为期半个月的震荡行情，9 月钢材进行新一轮补库，价格上涨。进入 10 月上旬，价格上涨后终端接货意愿不佳，钢价偏弱运行。10 月下旬，中央万亿特别国债和中央金融工作会议提出了灾后重建和保障性住房，刺激钢材消费的同时提振消费信心。11 月，钢材去库幅度较好，市场对后续补库预期较为乐观，带动盘面价格持续走高。

图 1：螺纹/热卷主力合约收盘价 | 单位：元/吨



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 2：上海螺纹/热卷现货价格 | 单位：元/吨



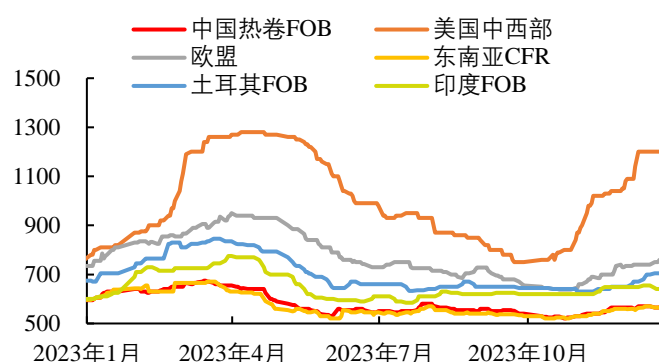
数据来源：钢联、华泰期货研究院

2023 年全球经济面临着多重挑战，如通胀的上升、地缘政治的紧张局势、能源和大宗商品的价格波动等。2023 年中国稳增长政策陆续出台，包括房地产政策优化、活跃资本市场、增发国债和降准降息等，政策有效的提振了市场信心。此外，我国积极发展与新兴经济体的关系，第三届“一带一路”国际合作高峰论坛召开，表明了我国在发展与“一

带一路”国家关系方面取得效果。

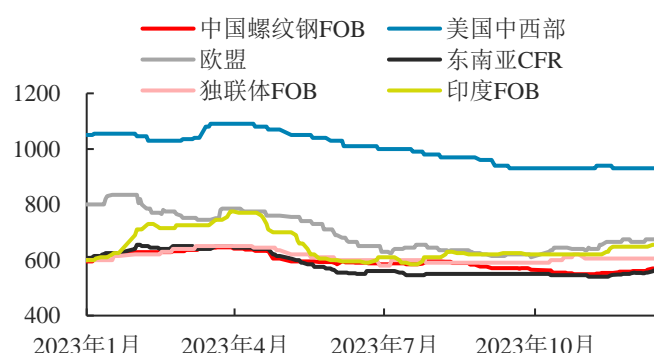
从全球层面来看，地缘政治紧张造成海外钢材供给的减量，直接造成了以欧美地区为主的钢材价格上涨，国内外钢材价差拉高到 400 美金左右。对于国内市场而言，中国钢材长期处于价格低位刺激了我国的钢材出口，导致今年中国钢材出口保持高位。

图 3：国际热卷价格图 | 单位：美元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 4：国际螺纹钢价格图 | 单位：美元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

回顾 2023 年钢材市场情况，钢材的需求淡旺季切换不再显著，制造业需求和钢材出口表现超强韧性。受汇率波动、地产政策、成本支撑和消费预期带动，钢价整体呈现 N 型走势。

二、冬储前后成材价格变化

临近春节，“成材冬储”成为市场交易的主要逻辑。12 月初新疆钢厂冬储计息政策出台，目前已有东北、华北、西北等多家钢厂公布冬储政策，今年的冬储正式拉开序幕。从农历时间来看，与往年冬储开始时间基本一致（春节前 9-10 周）。新疆和东北地区由于天气原因导致冬储政策出台较早，其它地区多数钢厂的冬储政策集中在春节前 3-6 周公布。回顾过往十几年的冬储过程，贸易商冬储较为成功的年份来年消费旺盛或建立在低价格的前提之上，低价格是相对于成本而讲的低价格，而非绝对意义上的低价格。过去的 1 个多月，无论是贸易商、钢厂均认识到冬储的重要性，但是什么价格进行冬储，贸易商亦很纠结。回顾过去 5 年价格走势，其中 2021-2023 年春节后月均价格（次年 3、4 月份）较春节前月均价格（12 月和次年 1 月）上涨。

表 1：上海螺纹现货价格 | 单位：元/吨

年度	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2019	3777	3809	3895	4085	4078	3933	3985	3711	3720	3712	3950	3883
2020	3780	3512	3500	3471	3566	3657	3628	3696	3721	3761	4099	4287
2021	4367	4433	4741	5123	5406	5002	5218	5254	5615	5651	4856	4832
2022	4743	4851	4953	5057	4856	4557	4024	4170	3986	3904	3783	3940
2023	4143	4185	4297	4009	3672	3730	3743	3724	3806	3751	4018	4026

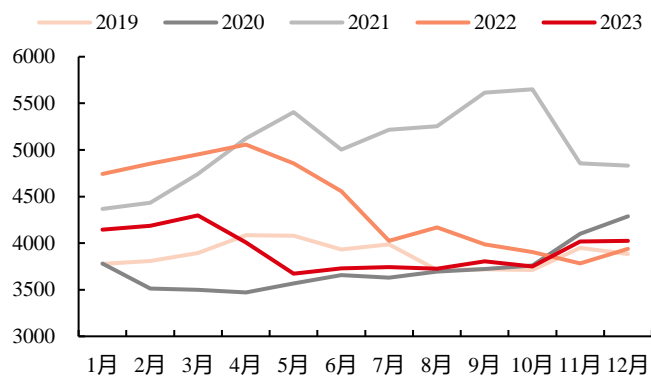
资料来源：钢联、华泰期货研究院

表 2：上海热卷现货价格 | 单位：元/吨

年度	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2019	3674	3773	3849	3970	4012	3841	3873	3698	3663	3533	3602	3852
2020	3896	3532	3457	3287	3487	3682	3877	4064	3925	3918	4098	4539
2021	4546	4657	5015	5575	5913	5488	5795	5733	5771	5644	4816	4874
2022	4932	4990	5126	5119	4805	4605	3970	3968	3908	3813	3814	4064
2023	4201	4208	4354	4139	3853	3862	3918	3926	3874	3765	3936	4034

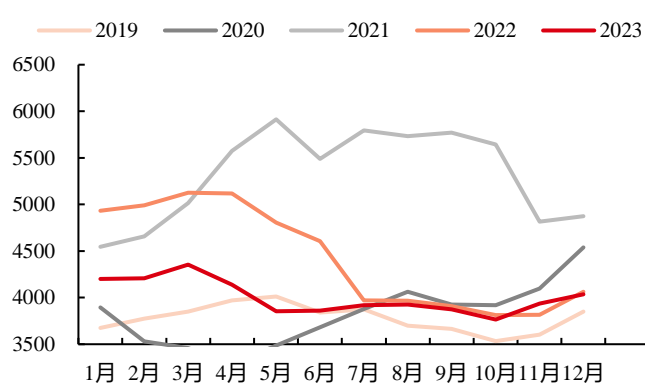
资料来源：钢联、华泰期货研究院

图 5：上海螺纹价格 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 6：上海热卷价格 | 单位：元/吨

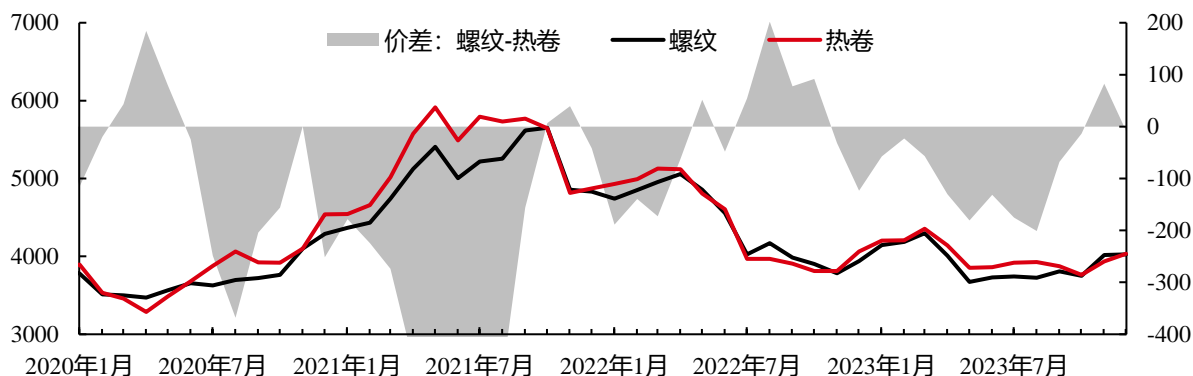


数据来源：钢联、华泰期货研究院

根据近 5 年冬储期间现货价格涨跌情况来看，仅有 2020 年 3 月价格偏低。其它年份价格出现上涨，但是 2022 年、2023 年涨幅有限，贸易商冬储盈利能力下降，所以近些年贸易商逐步减少冬储量，以降低冬储风险。螺纹和热卷价格相差不大，随着房地产行业用钢量持续降低，制造业用钢量增加，贸易商也把冬储重点转移到热轧板卷。华泰期货

研究院预测 2024 年房地产用钢仍将有 1000 万吨减量，制造业固定资产投资增速在 6% 左右。

图 7：上海螺纹钢和热卷价格走势 | 单位：元/吨

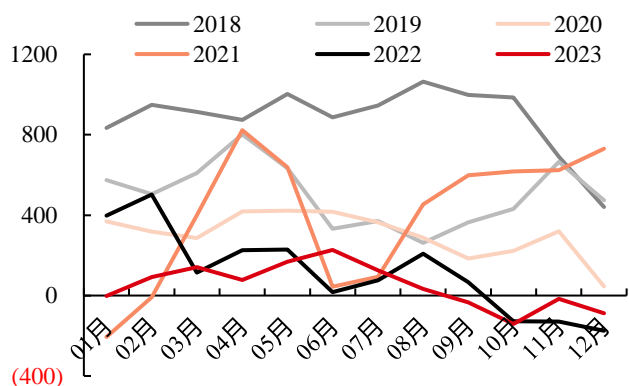


数据来源：钢联、华泰期货研究院

冬储重要考虑因素就是价格，企业亏损能抑制淡季的产量释放，形成主动减产，甚至停炉检修，从而抑制淡季的累库高度。价格到了成本线附近，具有较高的投资价值。2023 年随着原料端价格保持高位，钢厂利润受到明显的压制，钢铁企业亏损面达到 70% 左右。在消费淡季且亏损的情况下，许多钢厂已经实施了稳步的降产或检修动作，主动增加检修甚至停炉大修，从一定程度上降低高炉的利用系数，从而达到降产的结果。

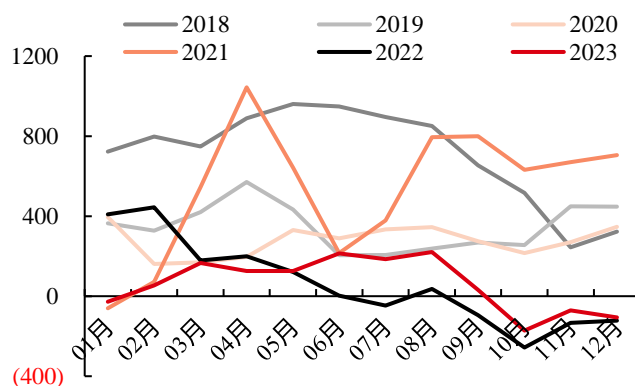
2023 年钢铁企业普遍盈利能力下降，以唐山地区为例，螺纹钢和热轧板卷 9 月份进入亏损状态，唐山地区螺纹和热卷当前即期毛利润平均分别为-87 元/吨和-106 元/吨，处于历年同期的绝对低位及六年平均水平以下。

图 8：唐山螺纹即期毛利润月度 | 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

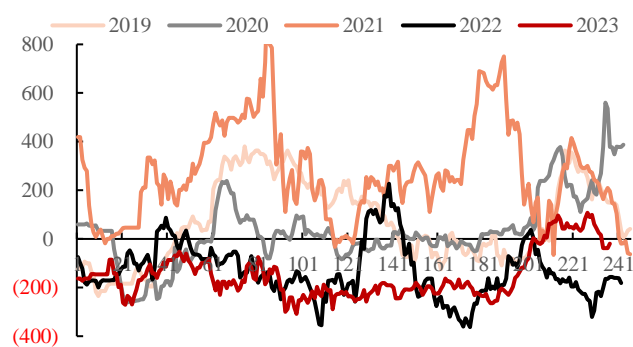
图 9：唐山热卷即期毛利润月度 | 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

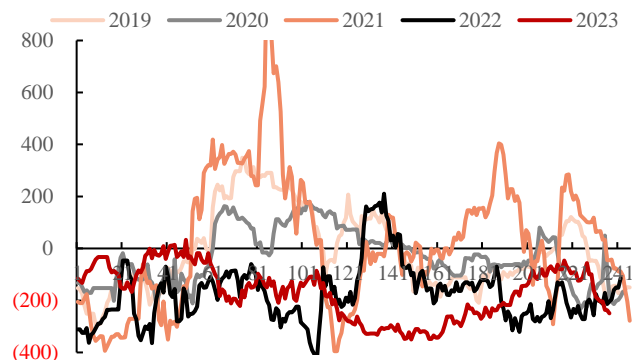
在长流程亏损的同时，短流程也呈现亏损状态，华东、华北电炉钢生产利润长期受到压制，进入 12 月华北地区电炉钢亏损达到 200 元/吨以上。

图 8：华东电炉钢利润 | 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

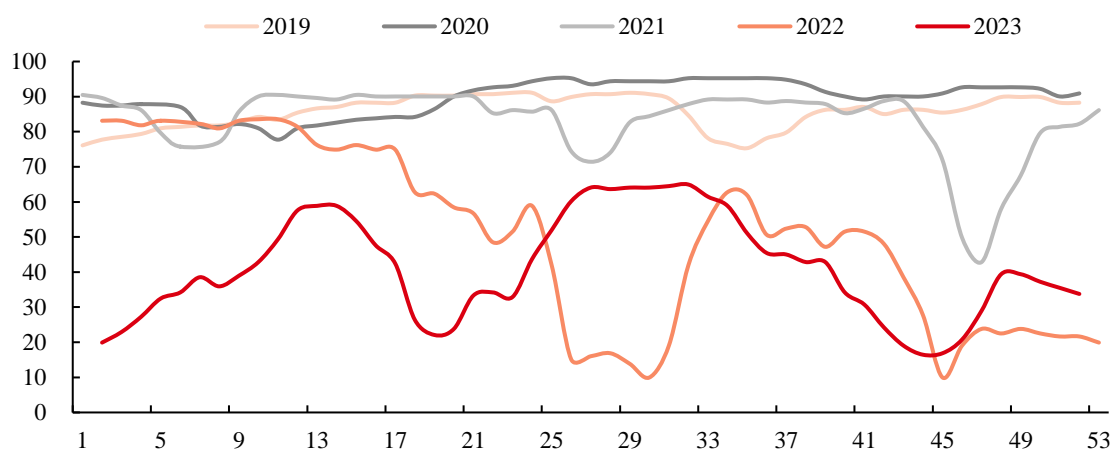
图 9：华北电炉钢利润 | 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

长流程、短流程都处于长期亏损，247 家钢铁企业盈利率持续维持低位，12 月份钢厂盈利率在 33%左右，247 家钢厂盈利率处于近五年低位水平。

图 10：247 家钢铁企业盈利率 | 单位：%

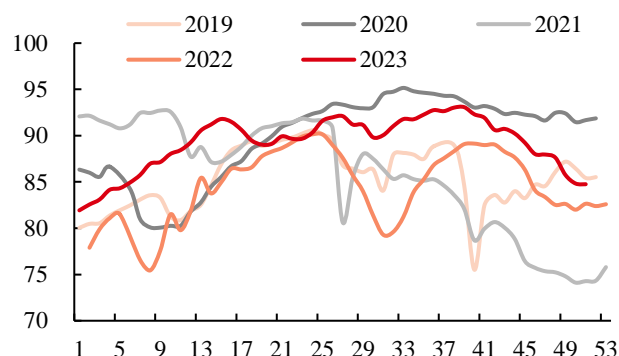


数据来源：钢联、华泰期货研究院

三、冬储前后产量变化

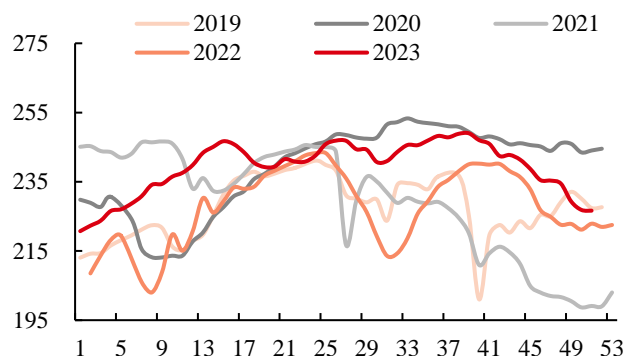
临近冬储季节，247 家高炉产能利用率有所降低，但仍处于历年同期高位，日均铁水产量维持在 227 万吨，高产量一定程度抑制了利润的提升。

图 11：247 家高炉产能利用率 | 单位：%



数据来源：钢联、华泰期货研究院

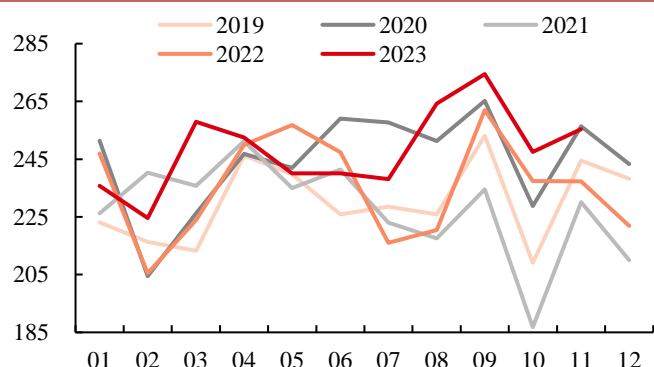
图 12：247 家高炉日均铁水产量（周） | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

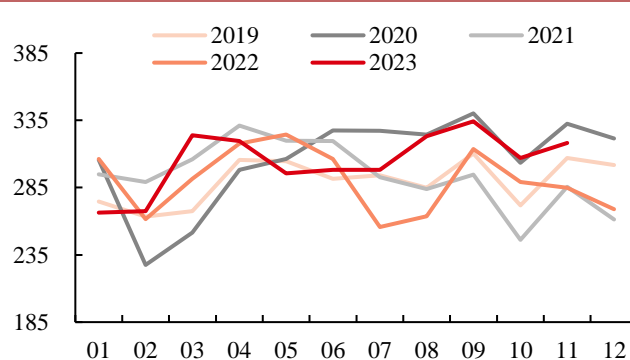
2023 年，国内政策方面保障住房建设，城中村改造以及“平急两用”基础建设利好持续释放，2023 年 4 季度，万亿国债用于灾后重建和水利工程建设，财政赤字率提高，市场情绪显著好转。2023 年 1-11 月铁水产量和粗钢产量均处于历史同期高位水平。华泰期货研究院测算 2023 年 1-11 月粗钢累计供给为 9.38 亿吨，累计同比增长 1.1%，2023 年全年粗钢累计供给为 10.25 亿吨，累计同比增长 2.0%。

图 13：生铁日均产量 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 14：粗钢日均产量 | 单位：万吨

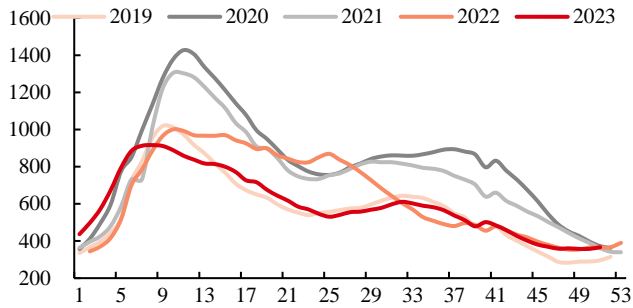


数据来源：钢联、华泰期货研究院

四、冬储前后库存变化

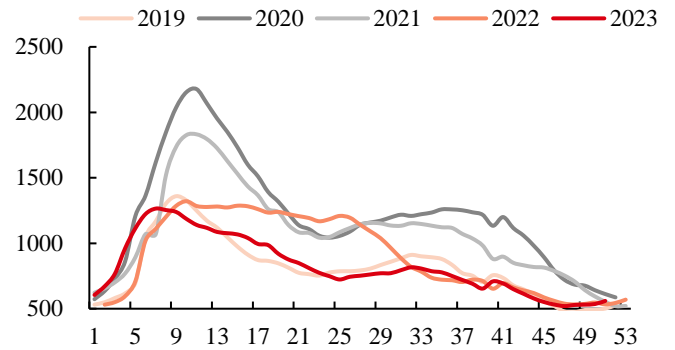
低价格和低利润是冬储成功的必要而非充分条件。冬储是否成功，另外一个前提就是库存不能累得过高，否则也就缺乏了价格上涨的一个必备条件。螺纹社库和总库存处于历年低位水平，近两周出现累库现象。热卷社库和总库存处于较高位置，但库存仍维持下降态势。

图 15：螺纹社会库存 | 单位：万吨



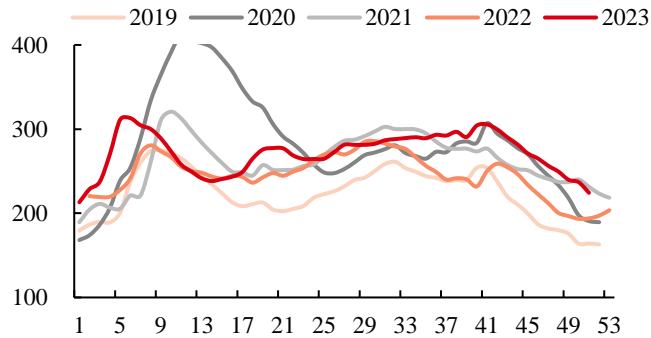
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 16：螺纹总库存 | 单位：万吨



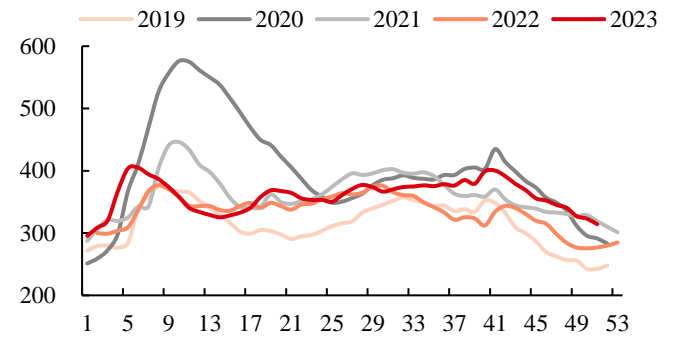
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 17：热卷社会库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

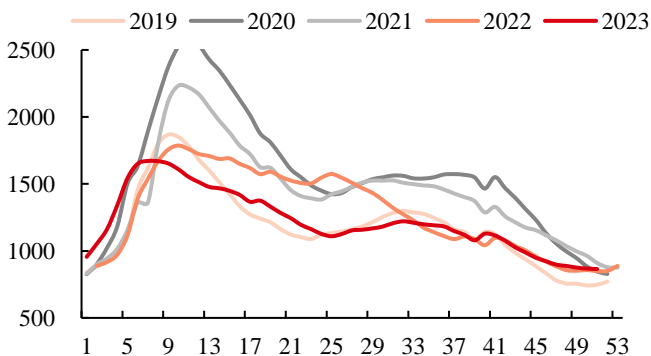
图 18：热卷总库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

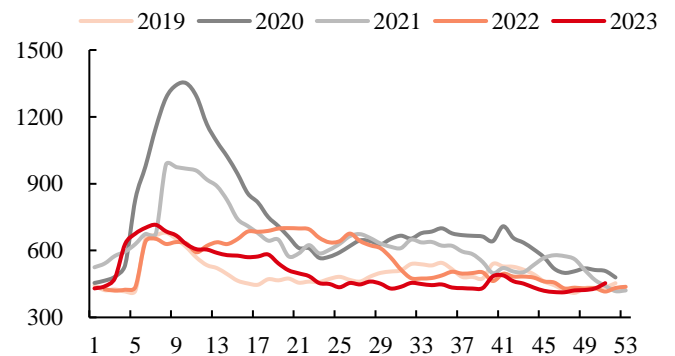
近两年贸易商冬储盈利效果显著下降，贸易商冬储意愿有所降低，2022 年、2023 年冬储库存累积量降低，库存累积量在 1100 万吨左右，远低于往年。2021 年冬储期间库存累积量达到 1800 万吨，比 2022 年、2023 年高 700 万吨左右。2024 年贸易商冬储意愿仍不强，根据华泰期货研究院预测，库存累积量在 1100 万吨左右。

图 19：五大材社会库存 | 单位：万吨



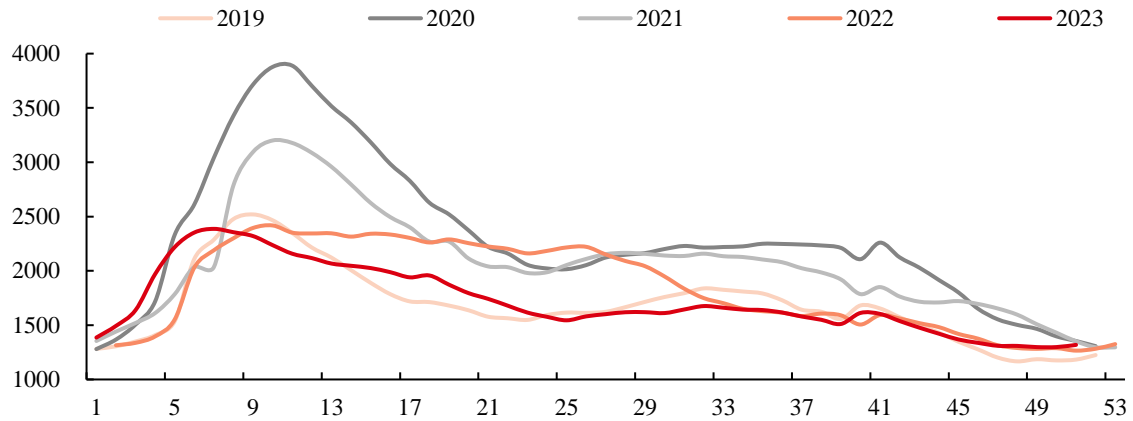
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 20：五大材厂内库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 21：五大材总库存 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

2024 年除夕较晚，根据钢联历年五大材库存数据，综合考虑近三年累库周期为 9-11 周，华泰期货研究院预测 2024 年冬季累库最高点时间 2024/2/16~2024/3/1 之间，该时间可能会根据消费量和累库强度略有浮动。

表 3：历年五大材总库存累积对比 | 单位：万吨

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
起始日	2018/12/21	2019/11/29	2020/12/25	2021/12/31	2022/12/16	2023/12/22
结束日	2019/03/01	2020/03/13	2021/03/05	2022/03/04	2022/12/23	
周数	11	15	11	10	9	9-11
除夕	2019/2/4	2020/1/24	2021/2/11	2022/1/31	2023/1/21	2024/2/9
期初库存	1213.6	1166.5	1353.8	1295.7	1265.4	1297.9
期末库存	2519.3	3888.9	3200.6	2417.9	2386.5	
库存累积量	1305.7	2722.4	1846.9	1122.2	1121.1	

资料来源：钢联、华泰期货研究院

五、2024 供需推演

华泰期货研究院预测，2024 年钢材产量和消费量将继续保持增长，但 2024 年钢铁产能依旧偏宽松，在产能偏宽松的大背景下，钢材利润受到制约。需求端房地产行业降速放缓，基建仍保持平稳增长，制造业仍呈现亮点。出口方面中国钢材具备较强的成本优势，出口仍维持较高水平。

结合上述分析，2024 年全年钢材的供应、需求、进口及库存推演如下。

供应端：2024 年钢铁企业投产计划不多，但是随着近些年钢铁企业装置大型化，设备的效率显著提高，钢铁产能呈现偏宽松状态。在产能偏宽松的大背景下，钢材利润受到制约，粗钢产能无法释放，根据华泰期货研究院预计，2024 年粗钢产量增幅为 2.2%，净增加 2403 万吨。

需求端：2023 年万亿国债增发以及赤字率的提高，释放出财政积极发力信号。房地产行业下降幅度放缓、基建投资增速仍在、制造业依然保持高速增长，需求端增幅 2.5%，净增加 2562 万吨。

净出口：考虑到 2023 年钢材净出口为高基数，在粗钢产能偏宽松的大背景下，钢材利润受到制约，中国钢材价格在国际市场具备较强竞争力，预计 2024 年钢材出口降幅 2.5%，减少 223 万吨。

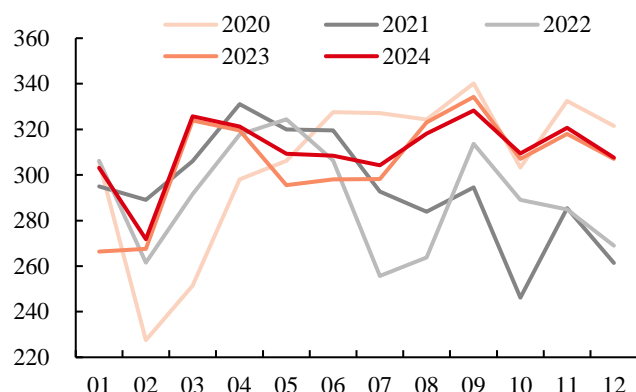
表 4：2024 年钢材供需预判 | 单位：万吨

消费端类别	2023E		2024E	
	增量	增速	增量	增速
投资		-10.0%		-8.0%
新开工		-20.0%		-5.0%
施工		-8.0%		-8.0%
销售		-8.0%		-8.0%
基建		6.5%		6.0%
制造业投资		6.5%		6.0%
汽车		7.0%		5.0%
家电		9.0%		5.0%
能源		15.0%		10.0%
机械		6.0%		5.0%
机电产品出口(金额)		-3.0%		0.0%
直接出口	3,332	61.2%	-223	-2.5%
内需	2,323	2.3%	2562	2.5%

资料来源：华泰期货研究院

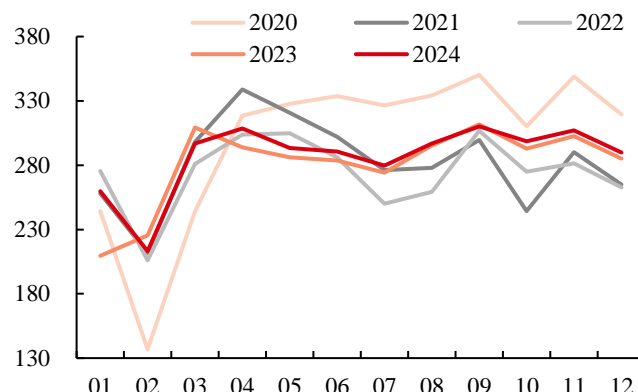
库存端：根据上述钢材供需分析，钢材整体供需矛盾不突出，钢材库存跟随季节变动。预计年底钢材总库存 2209 万吨，处于历年中低位水平。

图 22：粗钢日均产量预估 | 单位：万吨



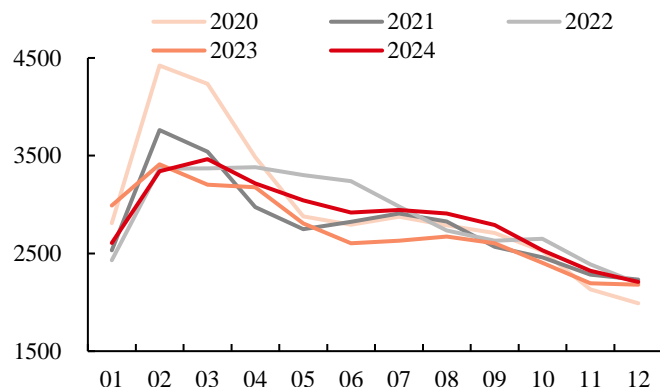
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 23：粗钢日均需求预估 | 单位：万吨



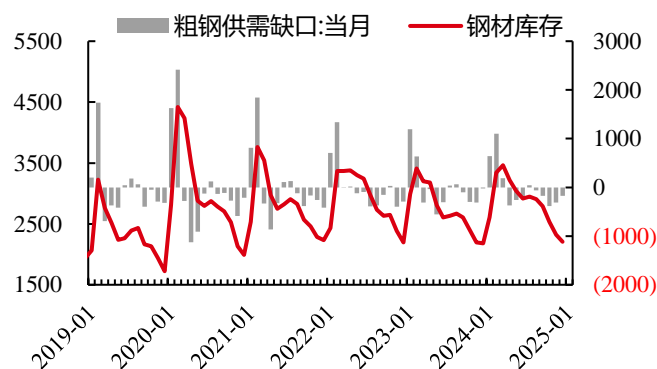
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 24：钢材总库存预估 | 单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

图 25：粗钢供需缺口及钢材库存预估 | 单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

六、总结

2023 年钢铁产能始终处于偏过剩的状态。华泰期货研究院测算 2023 年 1-11 月粗钢累计供给为 9.38 亿吨，累计同比增长 1.1%，2023 年全年粗钢累计供给为 10.25 亿吨，累计同比增长 2.0%。

回顾过去几年价格走势，其中 2021-2023 年春节后月均价格（次年 3、4 月份）较春节前月均价格（12 月和次年 1 月）上涨。成本线附近冬储存在一定的成本安全边际，根据华泰期货研究院测算唐山地区螺纹和热卷当前即期毛利润平均分别为-87 元/吨和-106 元/吨，处于历年同期的绝对低位及六年平均水平以下，冬储存在一定的成本安全边际。

近两年贸易商冬储盈利效果显著下降，贸易商冬储意愿下降，2022 年、2023 年冬储库存累积量有所降低，库存累积量在 1100 万吨左右，远低于往年。2024 年贸易商冬储意愿仍不强，根据华泰期货研究院预测，2024 年五大材库存累积量在 1100 万吨左右。

2024 年除夕较晚，华泰期货研究院根据钢联五大材库存变化，综合考虑近三年累库周期为 9-11 周，所以 2024 年冬季库存最高点时间 2024/2/16~2024/3/1 之间，该时间可能会根据消费量和累库强度略有浮动。

2024 年钢材供需维持平衡，库存保持健康。2024 年钢铁产能呈现偏宽松状态，预计 2024 年粗钢产量增幅为 2.2%，净增加 2403 万吨。需求端增幅 2.5%，净增加 2562 万吨。供需矛盾不突出，钢材库存跟随季节走势，预计年底钢材总库存 2209 万吨，处于历年中低位水平。

■ 策略

钢材产能仍相对过剩，一定程度会制约成材利润的扩张，冬储时间临近，需关注冬储持续时间和冬储累库强度。

■ 风险

国内消费和产业政策不及预期等风险。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com