

上海钢铁产业调研纪要 20191127

中泰钢铁 郭皓、曹云

调研对象：钢铁资讯机构、期货公司

一、调研小结及思考：

钢铁市场的普遍认知

- 1、11月的钢价上涨主要由供需错配推动，需求强劲，前期产量回落，同时库存很低。
- 2、现货价格短期见顶，钢铁利润大增后会导致产量上升，导致价格回调。多数预计价格是区间震荡。
- 3、目前投机需求很少，冬储囤货意愿很低，主要因为价格偏高，同时贸易商对未来需求预期也没那么乐观。
- 4、华东现货价格 4150，期货 01 价格 3600，基差较大，认为现货压力会大些。

几点看法

- 1、当前价格隐含的事实和预期包括：强劲的真实需求、贸易商偏谨慎的囤货意愿、超短线投机情绪。其中超短线投机情绪经过几天的价格修正即可消化，主导未来中期价格走势的是前两个因素。
- 2、目前即将进入淡季，按惯例需求将出现季节性回落，只要回落幅度正常就在市场预期之内，应不会对价格构成负面影响。淡季价格更多取决于贸易商冬储囤货意愿，目前几乎没有主动囤货意愿，对此可以反过来想，囤货意愿不会变的更低，价格没有隐含乐观的囤货情绪，这对于冬淡季期间的钢价反倒是个好事。
- 3、中期钢价的几个路径猜想：（1）12月下游需求特别好，激发市场囤货意愿，价格继续出现大幅上涨，淡季累库幅度大，预期提前透支，这样来年旺季价格会有较大不确定性。（2）12月下游需求出现正常的季节性回落，贸易商囤货意愿依然不高维持目前水平，短期价格横盘震荡，冬季累库幅度一般，来年旺季大概率还会有一波上涨。（3）短期需求超预期下滑，价格大幅下跌。个人更偏向于第二种情况，钢铁盈利和价格在中期内有望持续维持相对高位。

二、调研纪要

机构 1

- 1、螺纹价格区间在 3300-3700，钢铁波动弹性下降。

螺纹钢这轮反弹更多是市场前期集体看空后的反噬行为，目前反噬被预期压制，反弹不是特别猛烈。从大格局上来看，供给侧改革三年最重要的是改变供应弹性，从而改变价格弹性，即当前供应弹性显著提高，而价格弹性显著降低。2013-2017年统计局粗钢产量 8 亿吨左右，2018年 9.27 亿吨，而 2019 年年化 10 亿吨，与前期 8 亿吨的平台比，量增 2 亿吨，主要是将表外中频炉产量变成表内电弧炉产量，具体实际有效增长无明显数据，大概 1 亿吨左右，另还增 1 亿吨产能。以前中频炉和电弧炉的冶炼成本不同，以前中频炉由于冶炼方式和偷税漏税等原因成本处于行业最低端，所以前期我们在淘汰行业边际成本最高的产能时是优先淘

汰高炉，在淘汰高炉钢的过程中，发现高炉的生产韧性和退出成本都很高，所以在打高炉亏损时候，价格下跌幅度深且时间长，是趋势性下跌。近两年由于电炉废钢和转炉废钢应用提升，行业边际成本最高的是电炉钢，电炉钢退出成本远远小于高炉钢，如可以减少生产小时数，即使全部关停也没有太多成本，所以产能调整非常快。具体数据来看，今年螺纹钢周产最高在 6 月达到 382 万吨，最低在 9 月达到 335 万吨，在降价过程中产量退出 14%，即如果原料跌幅跟不上成材跌幅造成盈利收缩，产量下降响应速度很快，在产量下降后价格再次反弹，所以今年华东现货价格基本在 3500-3600 元有支撑。电炉钢的产能弹性使得今年价格波动区间缩小，2017-2018 年螺纹钢价格高低差 1800，而今年高低点差只有 600，现在市场已经没有人相信缺产能一说，因此价格上涨都理解为阶段性矛盾，供给会很快调整，整体上涨向上空间不够，期货基本在 3700 打住。

全球钢产量 18 亿，中国转炉废钢电炉废钢有 2 亿，即使这 2 亿吨高成本产能全部退出也会撼动全球产能 10%，所以电炉在退出过程中对全国甚至全球平衡的影响都是极大的，往下空间也有限，3300 左右。前几年交易逻辑始只留在供给调节逻辑，没有交易过需求断崖逻辑，一旦能交易这个逻辑，下方空间才能打开。

现在螺纹钢市场预期很尴尬，往上不存在供给缺口，仅存在结构性矛盾，但时间和空间都有限；往下不存在需求断崖，年底数据太好，市场预期已经调节到明年上半年需求都没问题，真正需求下滑将在明年下半年甚至后年。螺纹钢期货价格区间在 3300-3700，整体波动区间收窄。

2、电炉情况

目前电炉开工率 60%-70%，不能达到满负荷。电炉钢在黑色研究里属于盲区，因为其主要原料废钢各个环节库存、供应量、成本都无法研究，钢厂对废钢价格也是试探态度，降到一定程度无人供货再上涨。从这几年历史价格看，2018 年以来，废钢价格最低点是 1900 元，2017 年最低点 1400 是因为中频炉退出，电炉无需求转炉无新增需求。如果废钢重新打回 1400 元，意味着有 1 亿多产能退出，需求超过 10% 下滑，这是难以承受的。

2019 年电炉产能年化 1.65 亿吨，2020 年大概还有 3000-4000 万吨新增。

3、环保限产较往年放松

过去两年对各区域有具体限产比例，今年已经没有比例要求，视空气情况而定，空气条件差可能会比过去两年限产更严，而空气条件尚可的情况下可能放松。去年采暖季周度产量从 11 月高点 1030 万吨下降至 12 月的 970 万吨，下降 60 万吨，有政策要求和 12 月市场跌价双重影响导致产量下降，而今年现在周产量 1024 万吨，在利润这么高的情况下，担心 12 月产量同比偏高，但同时今年需求同比也好太多，在出口回流的背景下库存创下新低，因此无法对库存高低做出推论。今年年底供需同比都显著偏高，超出市场以前对季节性的理解和预期，属于摸着石头过河。

4、需求好到什么程度供给会有短缺？

明年高炉有置换指标，还有电炉新增产能投产，今年全品种和螺纹钢的周产量峰值是 1085

万吨和 382 万吨，明年算上新增产能，可能会到 1100 万吨和 400 万吨，对需求的要求会进一步提高，明年还是阶段性矛盾，不存在产能短缺问题。05 合约做到 3600-3800 不需要短缺逻辑，只需要节奏；若有短缺逻辑，会涨到 4200-4500。

5、高炉未开满

年底有检修计划，原先钢厂计划放在限产季检修，但这轮限产季没有严格要求，有些刚性检修无法推迟，每年 12 月产量都会走低，1-2 月轧材厂、电炉厂工人放假，螺纹钢产量变化很大，主要就受春节假期影响。

6、利润高

现在综合成本 3400 过磅，价格 4100，净利润 700。价格短期可能会有个往下挖坑的动作，春节累库的时候可能有第二次调整，但预计跌幅都不会深。

7、贸易商无冬储意愿

2018 年华东冬储价格 3700-3800，现在华东现货价格 4000 以上，年内最高点，与心里冬储价位差距太大，后期能不能冬储看 12 月跌幅，3400-3500 才会有冬储意愿。

8、进口钢坯增加如何理解？

今年全年进口钢坯大概 200 万吨，与 10 亿吨产量比不是很多，但当时市场未能理解，出现情绪恐慌，担心国外低价资源涌入拉低国内均价，后来实际结果是国外资源价格主动上调 20-30 美金，中国吸纳能力太强，并没有拉低均价，反而太高国外价格，说明全球过剩程度不严重。

我们直接能进口的品种不多，成材类进口 C 料，其他普碳价差不够，不能进口；螺纹钢虽然价差最大，但因为国内外安全标准问题不能进口；废钢也不能直接进口，所以以半成品钢坯形式进口，目前量太小。比如 2016-2017 年中国出口 1 亿吨，占产量 10%，如果减少 5 个点，绝对值有 5000 万，而小国家即使百分比变动很大，但实际量只有几百万吨，很难撼动国际市场。最终国际价格往上涨 30 美金向中国价格靠拢很超预期，因为 10 月刚出进出口数据时，出现十年内最大的倒挂，所以普遍认为中国要下调价格，但国内 11 月需求太强，以至于拉升全球价格。

9、下游需求强劲是否有补库成分？

至今没有增加库存，全部是刚需，至今为止，所有环节库存都很低。明年一旦出现补库周期，就是大行情，但目前还没有充分理由支持主动补库，除非对经济预期改变。目前按需采购都可以带来 11 月这么大的反弹，也说明前期存在超卖情况。

机构二

1、对需求看法

当时预计 11 月会好，但没想到会好到这个程度。十二月份环比肯定要下来的，同比不差，但环比会下降。11 月还叠加中下游的一些情绪。价格也到顶了，一般需求到顶了，价格会相对跌一跌。有可能最后冬储价格和去年差不多，去年过年三千七八左右，今年也应该差不多这个水平。

2、今年冬储意愿

谁都想价格便宜，现在价格过高，谁都不愿意超买，那可能会放到年后解决了。最后价格应该不会超过去年。

3、十二月份会不会超预期

一直都超预期可能性不大，十二月份需求不应该比十一月还好。关键是产量问题，十一月是需求异常好，正好产量没上来，有个错配。错配没有之后，一月份过年期间下游不开工，这时候产量因素就很重要。在利润这么高的情况下，产量会起来。接下来十二月份现货会有一个向下回归，幅度中性吧。然后过年前就是看给钢厂多少利润过年，觉得会比去年好。

4、除了地产以外的其他下游需求情况

其他都不太好，家电还行，家电是好一阵差一阵的。机械也还行。

5、基建情况

基建下半年好起来一点。比如东北的，华东一直在增，华南的基建下半年起来了。十一月华南钢材不够用。

需求起来，不仅和地产有关系，也和基建有关系。

明年的基建应该不会差，这几个月刚刚启动，不可能明年就熄火。杭州在亚运会开始前都不会差，广东地铁类工程类的，西南从上半年就开始好了，基建造路造桥。

6、现在钢市观点是否比较一致

现货肯定是往下跌的，期货是另外一回事。期货今年长期在一个区间内，不停地涨上沿下沿，旺季涨上沿，淡季涨下沿。明年下沿支撑还是来自电炉。废钢除非明年国家放开进口，否则靠国内的话还是偏紧。

7、七月份的进口钢坯起来是不是跟废钢价差太大有关系

是，废钢价差特别大，国外比国内低很多，最便宜的是美国 205 美元，最贵的是中国 400 美元。

8、目前 600 的吨钢盈利是否能持续？

暂时不会，因为淡季快到了。之后钢铁行业的淡旺季会正常化，不像前两年淡季不淡，现在可能正常淡旺季，比如现在利润六百，可能降一降，到明年旺季又上来。明年原料的价格压力可能更大，比如矿、焦。成材的话，如果房地产还会不错，成材的需求还可以保证，成材价格相对原料更强。预计上半年需求不会有问题，下半年不知道。

9、明年产能置换看法

供应肯定会有新增的，电炉、高炉都有新增，得看需求增速和它匹配不匹配。

10、冬储

冬储只有囤一批货，主动加大库存才是冬储。正常协议不算冬储。钢厂后结算的，也相当于协议的一种形式，等于先帮钢厂垫一部分资金，也不算冬储。

11、供给侧改革以来钢厂的利润整体趋势

原来是一吨亏几百块钱，现在是赚的是往上走的。过去一年赚了过去 20 年的总和。

机构 3

1、11 月行情解释：

11 月这波涨幅：华南 800，华东 400，华北 200，今年最大一波上涨。

11 月供需错配：10 月份主动去库存，10 月底库存很低，11 月需求超预期，供需错配。产量方面 10 月钢产量同比环比下降，产量下降、需求好、库存低位。

2、价格判断

华东 4200 元/吨，高点可能已经出现，这两天跌，但跌的慢，华东只跌了 20、30。

现在华东有 550 基差。虽然现货有压力，但是不一定能跌这么多。01 合约看 3500-3800 震荡。

3、盈利与产量

华东毛利 940，电炉净利 300，利润很高。

利润高，供应会快速恢复，螺纹上周 357 万吨产量。今年最高 380 万吨，预计会恢复到 360、370，这样同比增加 25 万吨。去年 12 月产量很低，只有 330 万吨。

4、需求

需求持续性:11 月份平均 22 万吨，同比增长 32%。昨天成交开始明显回落，水泥磨机北方开始往下，季节性因素。

5、库存

有部分地区开始类库，杭州周一累了 3.6 万吨山东累 1 万多，广州螺纹累库。西南可能还在降，东北还在降。

杭州缺规格现象有缓解，江苏电炉开起来，高炉又在加废钢。

这周综合库存降幅可能会收窄，下周可能开始累库。时间节点也算正常。

6、投机需求与冬储

投机需求:现在还是很弱，这波贸易商抓住机会的很少。现在价格 4 千以上，价格太高，不会囤货。

现在没多少投机需求。

冬储预期:大家觉得 3500-3600 价格会比较合适冬储，折到盘面 3700，期货不太看空，01 合约持仓量很高。钢厂有交割意愿，有不少仓单。

7、废钢看法

废钢有支撑，偏紧，支撑钢价。

以前废钢添加比 8%-10%，现在有的加 30%废钢，今年电炉产能+1700，明年还有 2000 多万吨

8、南北价差高:港口管理变严，对天气敏感度提升，运力下降，北才南下受阻。公路超载查处很严。今年南北价差历史最高。

9、铁矿:未来还是会累库，但不会累太多。巴西发货量不及前期预期，需求还不错。

这几天钢厂原料补库也不积极。铁矿还是看区间震荡。

10、焦煤:进口数量在增，明年持续高位。预计进口会有增量。山焦定价机制变化，原来一年一定，现在季度一定。蒙古煤卡的比较进，澳洲煤会有增量，

11、焦炭

产能淘汰：

河北：目前还没有停产，影响不大，

山东 1 千多万吨，明年要去掉。今年冬天可能性不大。

江苏：产能去的差不多了

山西：支柱产业，去产能力度不会太大。

总体看，明年有去产能预期，可以多焦化利润。