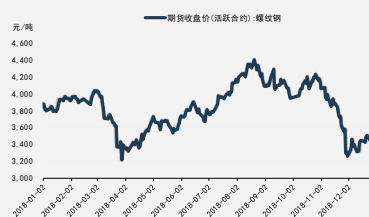


板块  黑色金属

螺纹钢期货走势：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：赵一鸣

电话：021-68770057

邮箱：zhaoyiming@qhfc.com

从业资格号：F3044218

投资咨询号：Z0013452

## 2019 钢铁市场展望一

### 春秋代序 美人迟暮

#### 报告摘要

- 钢铁去产能任务完成，环保政策较往年明显放松。钢铁供给2019年大概率继续增长。
- 棚改货币化政策陆续退出，加之销售面积持续下滑。预计2019年房地产投资增长将在2.3%左右。
- 在政策助力之下，基建预计将有6%左右的增长。
- 盈利回落将抑制上游制造业的投资增长，经济进入主动去库存周期，对钢价有负面影响。

- 行情回顾
- 钢铁供给情况
- 钢铁需求情况
- 2019年展望



Sector  Ferrous metal

Rebar futures price trend:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Zhao Yiming

Tel: 021- 68770057

E-mail: zhaoyiming@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3044218

Investment consulting certificate No.:

Z0013452

## Steel price facing falling in cyclical period

### Abstract

- The task of steel capacity removing was completed, and the environmental protection policy was significantly relaxed compared with previous years. Steel supply will continue to grow at a high probability in 2019.
  - The shed reform and monetization policies have been withdrawn, and the sales area has continued to decline. Real estate investment growth is expected to be around 2.3% in 2019.
  - With the help of the policy, the infrastructure is expected to grow 6%.
  - The fall in earnings will curb the investment growth of the upstream manufacturing industry, and the economy will enter the active inventory cycle, which will have a negative impact on steel prices.
- Review of major varieties
  - Situation of steel supply
  - Situation of steel demand
  - Market outlook

## 一、行情回顾

2018 年钢铁期货价格大幅波动。环保接力去产能继续对钢铁供给端形成巨大扰动。前三季度，在严格的环保限产政策之下，钢铁供应受到明显压制。需求方面，春节之后需求较市场预期大幅延后，这导致价格在年初出现了一轮非常明显的下跌。其后需求陆续释放，同时受到资金紧张的影响，房地产企业将周转速度大幅提高，钢铁成交量表现抢眼。这使得钢铁在产量连创新高、出口下降的情况下，库存在较长时间里保持在非常低的水平。钢铁价格也在二、三季度大幅拉涨。螺纹钢主力合约创出了 4441 元的三年新高。但是，四季度以来，宏观经济下行压力逐步加大，同时环保“一刀切”的政策开始出现放松，钢铁供应较往年明显上升。这让钢价自高位开始回落。

图 1 螺纹钢期货价格走势



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 2 热轧卷板期货价格走势



数据来源：WIND 资讯，前海期货

## 二、钢铁供给情况

### (一) 2018 年产量再创历史新高

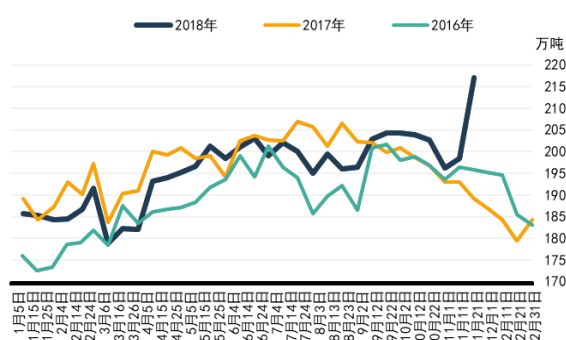
2018 年的前三个季度，环保限产的力度可谓是相当严格，据我的钢铁网统计的高炉实际产能利用率来看是大幅低于往年的。可是，从统计局发布的数据来看，2018 年 1-10 月生铁产量累计增速仍有 1.7%。出现了不降反增的现象。同时，粗钢的产量更是延续了 2017 年大幅增长的趋势，1-10 月累计增速达到 6.4%。预计 2018 年全年粗钢产量将超过 9.1 亿吨。

图 3 高炉产能利用率



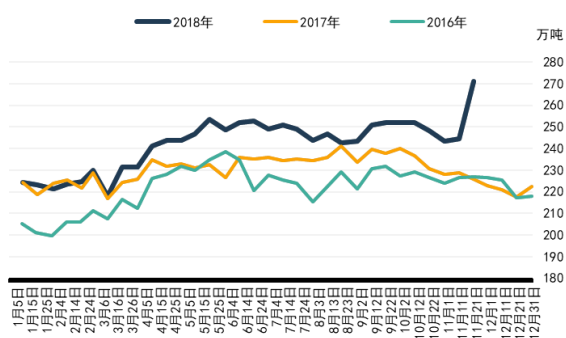
数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 4 生铁产量



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 5 粗钢产量



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 6 铁矿石入炉品位



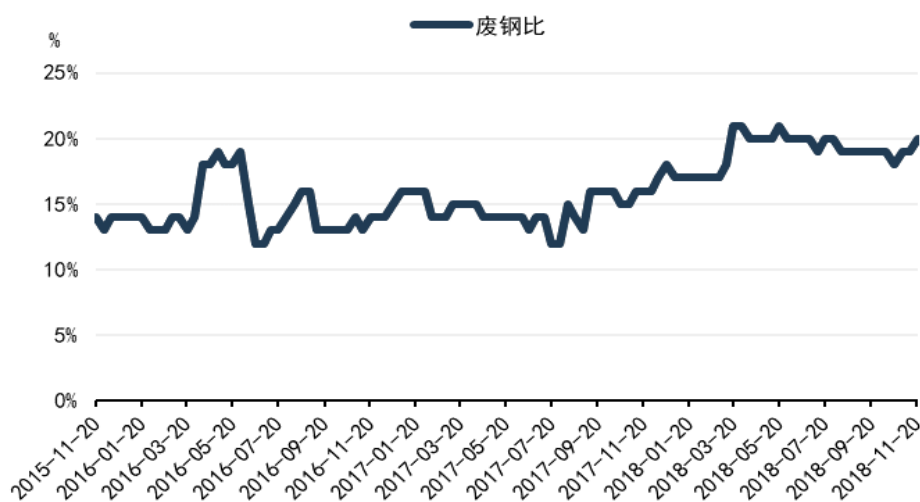
数据来源：WIND 资讯，前海期货

生铁产量的提高主要是由于高炉铁矿石入炉品位提高所致。烧结矿入炉品位每提高 1%，生铁产量就提高 3%。按照我的钢铁统计的入炉品位数据，2018 年入炉平均品位为 56.01%，较 2017 年同期的 55.7%，提高了 0.3 个百分点，大致提高了生铁产量 1%。同时叠加统计局数据调整因素。铁矿石入炉品位的提高，增加了生铁产量约 634.27 万吨。

而粗钢产量的大幅上升主要是由于长流程提高废钢比，以及电弧炉新增产能所致。在 2017 年六月彻底清除地条钢之后，废钢价格暴跌。与之形成对比的是钢铁价格暴涨，钢厂利润长时间维持在高位。钢厂为了最大限度的增加产量，大幅度的提升了废钢比。从实地调研的情况看，民营钢厂在废钢添加上非常激进，通过高炉添加破碎料。废钢余热、出铁口添加废钢等手段，20%以上的废钢比已属平常。电炉对产量的贡献主要分为两个方面：新增电炉投产和存量电炉增

产。2018年新投产电弧炉约1500万吨，按照平均产能利用率62%计算，2018年前10月增加粗钢产量775万吨。同时，受到利润高企的影响，存量电弧炉的产能利用率提升非常明显。根据我的钢铁网调研的独立电弧炉样本企业，平均产能利用率从2017年的50%提升到了62%。按照1.2亿吨电弧炉产能计算，1-10月合计新增产量达1200万吨。

**图7 废钢比**

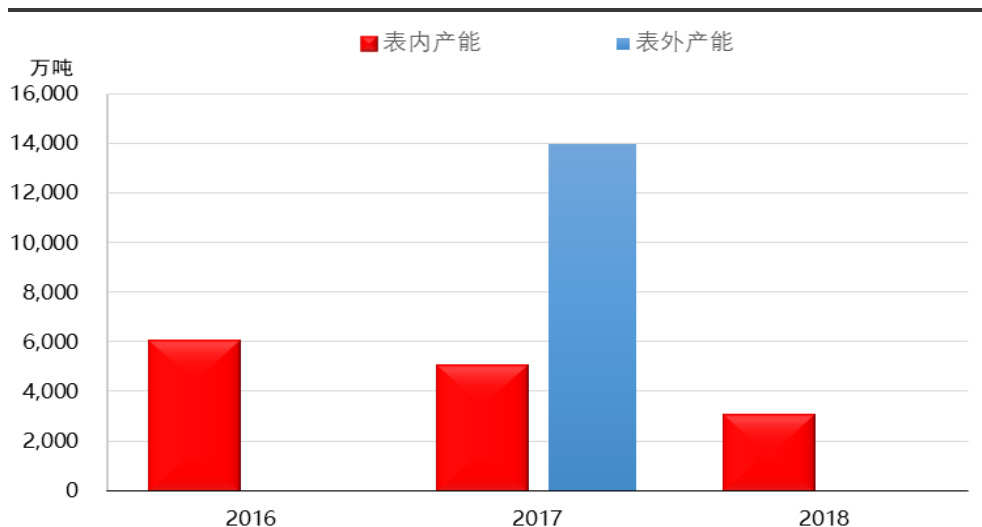


数据来源：WIND 资讯，前海期货

## (二) 去产能接近尾声

自2016年开始，钢铁行业开始了轰轰烈烈的去产能运动。2016年淘汰落后粗钢产能6500万吨，2017年淘汰落后粗钢产能5000万吨，同时去除了1.4亿吨的地条钢产能。2018年去除3000万吨粗钢产能。三年时间，通过行政手段，合计去除1.45亿吨落后表内产能和1.4亿吨表外地条钢产能。日前，中钢协领导表示，我国钢铁去产能工作已经基本完成。这标志着，主导近三年钢铁行情，并对钢铁行业影响深远的去产能工作已经基本接近尾声。

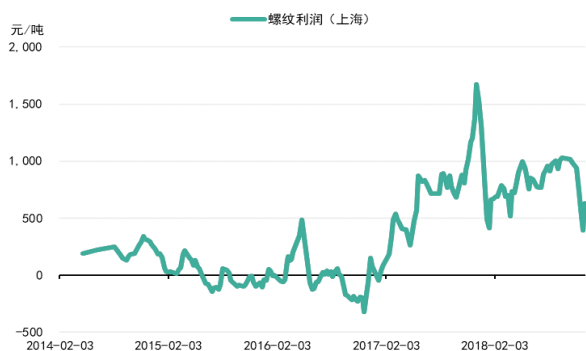
图 8 钢铁行业去产能



数据来源：WIND 资讯，前海期货

钢铁行业去产能最直接的影响就是带动钢铁行业盈利迅速回升。螺纹钢单吨毛利得以长期维持在 800 元以上的水平。钢铁企业的盈利能力的提升，也使得其资产负债率显著下降。供给侧改革的目的得以实现。

图 9 螺纹钢毛利



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 10 热轧卷板毛利



数据来源：WIND 资讯，前海期货

但是，供给侧改革终究是重新分配蛋糕的过程，而不是在做大蛋糕。在让中上游原材料行业利润快速增长的同时，下游工业企业的利润受到了大幅挤压。2018 年 1-9 月，工业企业营业利润累计增长 7297 亿元。其中，石油与天然气开采业、化学原料制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及加工业，这四个上游原材料加工行业，累计利润增幅达到 4369 亿元，占比超过 60%。这样的结构

显然不利于整个实体经济的发展。上游行业的过高利润成为了制约经济持续发展的障碍。由于下游行业利润被吞噬，使得其预期悲观，不敢继续大规模投资。这也是导致了今年以来宏观经济出现了类滞胀格局的主要因素。国家货币政策支持宽松，但始终无法传导到信用端。社会融资增速同比大幅下滑，经济下行压力加大。正是由于这些问题逐步显现，国家开始逐步纠偏过往政策。

### （三）环保限产杜绝“一刀切”

2018年9月后，环保限产政策开始出现明显调整。主要表现在限产目标下调和限产执行方式更加灵活。2018-2019的秋冬季限产政策中，空气改善目标有所下调，同时执行方式也严禁“一刀切”。京津冀周边、汾渭平原、长三角等地可以根据自身情况，制定执行方案。

最引人注目的唐山对企业实行了分类评级，一厂一策的限产方式。秋冬季总计影响产能1860万吨，约占总产能31.5%。去年采暖季名义限产比例为50%，但实际情况约为30%。鉴于今年限产方式更加灵活，因此我们预计执行力度较去年肯定会出现一定程度的放松。整体估计，今冬的钢铁供给应较去年宽松。

### （四）2019年：产量取决于利润

2019年的新增产能主要来自三个方面。一是国内产能置换带来的新投产高炉。二是新置换的电弧炉产能。三是海外，特别是东南亚地区的新增产能。

国内高炉方面，新增产能主要集中在若干在建项目。包括首钢京唐二期项目、河钢乐亭项目、山钢日照精品基地、纵横丰南项目。总计约有2000万吨，考虑置换因素后，实际新增产能将有1000万吨。

电弧炉方面。2018年底，国内电弧炉产能约有1.35亿吨。在建、新建电炉约4400万吨。考虑置换因素后，新增产能1500万吨。

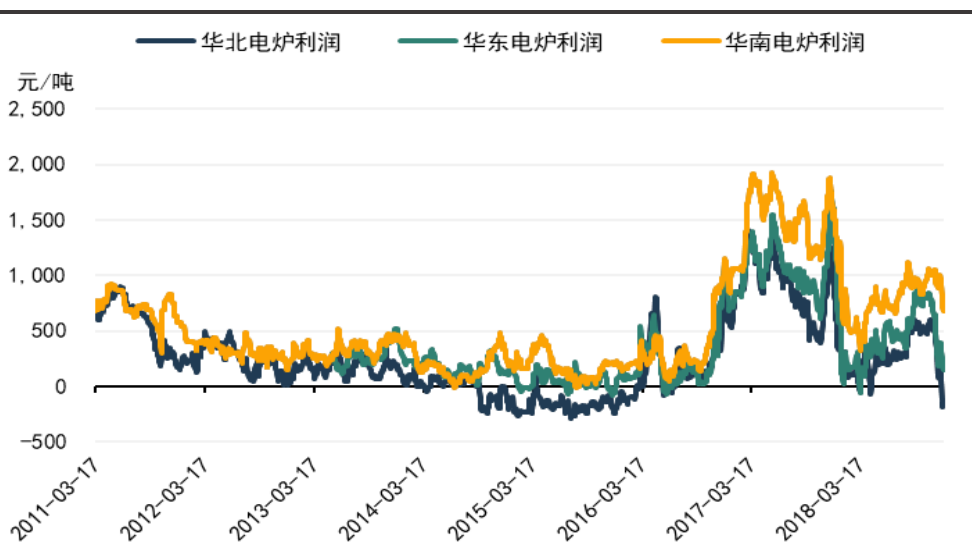
海外新增产能方面。2019年东南亚主要新增项目有越南日本合作钢铁项目、越南和发集团项目、印尼德信钢铁项目。此外，越南台塑河静2号高炉、马来西亚东钢集团、马来西亚关丹联合钢铁等项目在2019年还将释放部分产能，提供增量。总计800万吨产能。

产量方面，我们将分为生铁和粗钢两个部分考虑。国内生铁边际增量主要来自三个方面。第一，2018-2019年的环保限产将有所放松，预计对产量影响将低

于去年同期，对全年产能利用的提高将贡献两个百分点左右，对应产量约有 900 万吨。第二，2019 年仍有 1000 万吨的新产能投产，若考虑投产时间前后不一，预计贡献 700 万吨的生铁增量。第三，考虑到钢厂利润将很难维持 2018 年的高水平，预计高炉的入炉品位将有一定程度的下降，降幅可能在 0.5 个百分点左右。这将导致生铁产量 1.5% 的降幅，对应产量在 1100 万吨。综合来看，预估 2019 年生铁产量将增加 500 万吨，增速约为 0.7%。

粗钢方面，我们认为边际变量主要来自于废钢添加比例和电炉开工率的变动。由于我们对钢铁利润并不看好，因此预计二者都将有所下降。电炉方面，由于新增电炉产能投产节奏不一，我们预估产能利用率为 50%。对应新增产量 750 万吨。假设存量电弧炉受利润影响，回到了 2017 年的 55% 的水平，这将减少粗钢产量 957 万吨。高炉方面，若我们假设废钢入炉情况回到 2017 下半年的平均水平。废钢比例将较 2018 年同比下降 1.1%，减少粗钢产量 840 万吨。同时，由于生铁增加 500 万吨，对应增加粗钢产量 560 万吨。综合来看，我们预计 2019 年粗钢产量将减少 487 万吨，同比增速-0.53%。

图 11 电炉利润



数据来源：WIND 资讯，前海期货



### 三、钢铁需求情况

#### (一) 房地产将有明显回落

2018 年的房地产市场全年表现可谓超预期，韧性异常强劲。销售面积在二季度出现了一波反弹，直至 8 月份才开始回落。9、10 月份单月销售呈现负增长。截至 10 月，商品房销售面积累计同比增长 2.2%，增速回落 0.7 个百分点。在四季度供应充足的情况下，需求逐渐取代供给成为实现成交的主要因素，而去年同期高基数叠加 9 月开始的需求萎缩，我们预计年末的销售增速将继续承压。地产投资与销售呈现基本相同的走势，前三季度表现相当强劲，但在四季度开始出现增速回落的迹象。

图 12 房地产销售面积累计同比增速



数据来源：WIND 资讯，前海期货

2018 年房地产市场韧性超出预期的主要原因可以归纳为两点：一是棚改货币化的余温带动了三四线市场的高涨。二是受到资金紧张的影响，房企高周转模式带来了快开工加速市场供应，在上半年需求不差的情况下提供了供给支撑。

展望 2019，销售预计会继续承压，2018 年 9 月份以来基本面下行的趋势在 2019 年将进一步演绎。从量化方面考虑，棚改对三四线城市房地产市场的影响将非常明显。自 2015 年起，棚改货币化比例逐步提升，从而拉起了三四线城市快速去库存的序幕。预计 2017 年货币化安置比例在 60%以上。2018 年比例有所

下降，全年预计在 50%左右。随着三四线城市去库存下降，货币化安置比重亦将同步下降。按照住建部的数据，2016 年全年棚改开工 606 万套，其中货币化安置比例为 48.5%，去化商品房库存 2.5 亿平方米。我们推算 2017、2018 年棚改所带来的销售分别为 3.11 亿和 2.47 亿平方米，而 2019-2020 年棚改计划为 920 万套，预计 2019 年棚改在 460 万套左右，较 2018 年下降了 20.7%。棚改可带来的去化量约为 1.57 亿平方米，绝对值下降 0.9 亿平方米。综合来看，这将导致三线及以下城市销售面积同比下降 6.6%。

房地产投资在 2018 年出现了重大变化。在做出预判之前，我们有必要先理清今年的结构性变化。变化之一是土地购置费用占开发投资占比从往年的 20%，增长到 30%的水平。这主要由两方面原因导致。其一是往期土地支付周期相对滞后，而当期土地购置费用缴纳期限缩短。过去支付周期多为半年到一年，而 2018，为了抑制地价，许多热点城市出台了“提升土地保证金及首付比例、缩短缴纳年限”的政策。其二是棚改对土地购置费可能有较强的带动作用。近年来棚改的推进提速，以 PSL 资金参照棚改投入资金的力度来看，18 年前 10 个月 PSL 新增贷款同比增加 19%，这为土地购置提供了可观的资金。

图 13 土地购置面积累计同比增长



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 14 房地产开发投资完成额-土地购置费用

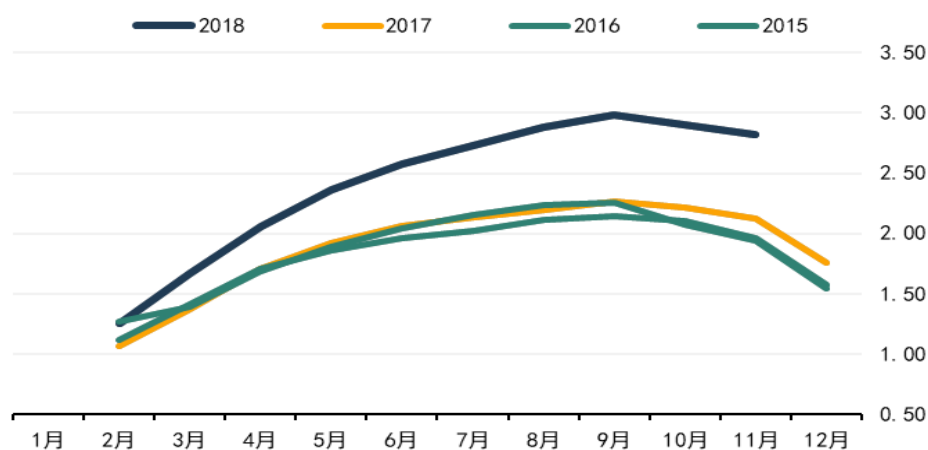


数据来源：WIND 资讯，前海期货

变化之二是竣工面积与新开工以及销售面积增速大幅背离。竣工面积持续负增长的原因可能有两点。一是近年来三四线城市的销售开工占比明显提升，而三四线城市的预售条件相对比重点城市更宽松，这导致了三四线城市开工、销售到竣工的周期相对更长，而近年来成交结构中三四线城市的成交占比明显提升。

二是近年来施工面积中净停工面积持续提升，项目开工后停工导致竣工面积增长小于新开工，也是一种可能。另外关于资金诉求下“快开工、慢竣工”的现象还可从期现房销售情况得以印证。今年来期房销售同比增长的整体环境下，现房销售同比下降，同时全国待售面积维持负增长，现房库存也在下降。即现房销售走弱主要是供给力度下降造成的，开发商再度提升了期房销售的比例。两种模式最大的差别在于回款速度，再度说明今年趋紧的信贷环境提升了大家对回款的依赖程度。

图 15 新开工面积/竣工面积



数据来源：WIND 资讯，前海期货

变化之三是施工投资与施工面积的背离。2018 年以来，施工面积保持正增长，然而建安等费用投资自二季度开始同比持续下行，前 10 月同比下降 4%，这主要是由于施工强度下降。正如前文所述，开发商在整体资金压力趋紧的大环境下，提前开工，延长工期。即开竣工的背离反映的是施工周期的拉长，因此今年来单位面积施工投资明显下滑。

对于明年的投资预测，首先需要看各项影响因子的持续性。如同我们上述拆分中所总结，影响投资的一方面是土地购置费，另一部分是施工量及施工强度。我们拟通过对土地购置费、施工情况等测算来推导得出 2019 年的投资增速。土地购置费：我们认为明年增速会从今年 60%左右高位大幅下行。首先目前开发商补库存周期进入尾声，从待开发土地面积的角度，今年以来同比数据持续在相对

高位，尤其在目前销售趋冷的大环境下，下半年开始的拿地热情退温现象再持续半年以上是大概率事件。另一方面，从目前的政策口径来看，棚改已经步入尾声阶段，对土地购置费的支撑也将走弱，我们预计 2019 年土地购置费增速回落至 3%。

**新开工面积：**关于新开工以及净停工的走势，均与销售情况息息相关。今年新开工增速明显高于销售增速，一方面去年年底待开工面积达到历史低位，狭义库存低迷，同时全市场在对资金回笼的诉求下普遍存在抢跑意识。但从大趋势上看，14 年以来新开工与销售走势基本同步，在 19 年销售下滑预判下，我们预计 19 年各线城市的新开工同比增速分别为-3%、-6%和-9%。

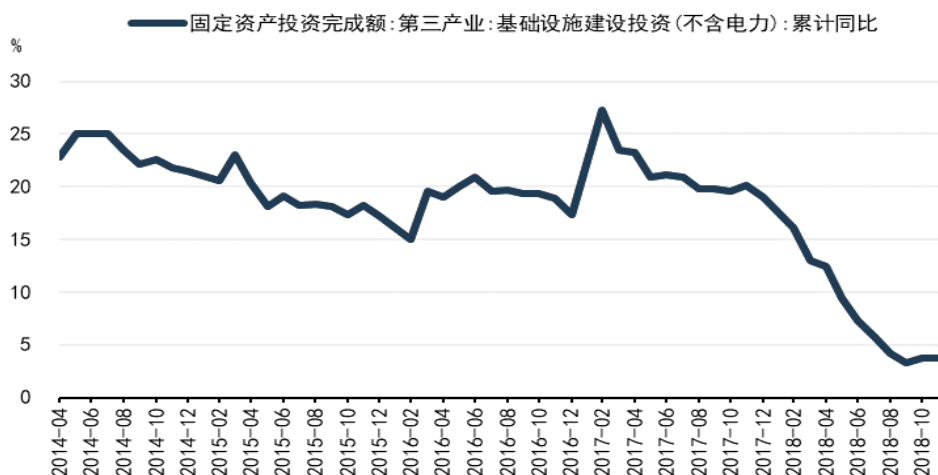
**施工面积：**决定施工的三个因素为：施工强度、新开工以及施工面积中的净停工面积。今年施工强度大幅下滑，但我们认为明年这一趋势将有所缓解。提前开工、拉长工期对于施工强度的影响造成今年施工投入呈现低基数，而下半年确立的宽松通道将逐步缓解房企资金面压力，因此施工强度预计会有所恢复。净停工面积在销售低迷期将进一步扩大，而今年以来补库存的主场在三四线城市，无论从参与开发商还是区域本身的灵活度，都意味着净停工对于销售的敏感度更高，因此我们预判各线城市的净停工面积同比增速分别为 40%、25%和 42%。

综合计算可得，明年施工面积同比增速为 0.7%。据分线城市测算汇总可得，2019 年我们预计全国新开工面积同比-8%，净停工面积同比增速为 37%，预计施工面积同比增长 0.7%。我们以土地购置费、施工面积以及销售面积这三项同比数据对投资同比进行回归，最后我们预判明年投资增速为 2.3%。在新开工面积同比负增长的情况下，对钢铁的需求将呈现回落的状态。

## （二）基础设施建设

2018 年是去杠杆之年，在这样的背景下，基建投资增速出现了非常明显的下滑。但是，当整个宏观经济出现下滑的背景下，基建再次成为了托底经济的重要手段，年中政治局会议便强调要补短板，拉基建。政策持续作用下，预计 2019 年的基建投资增速有望迎来反弹。但是，由于地方政府债务负担过重，资金来源有限，预计增长空间有限。

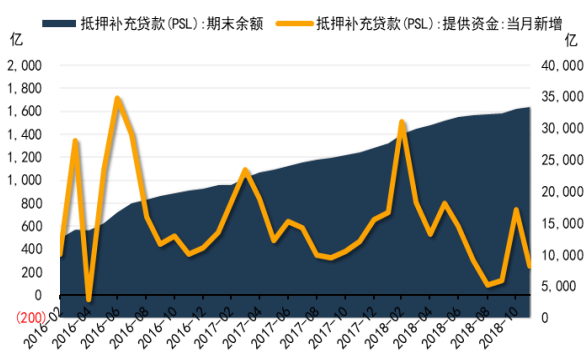
图 16 基建投资增速累计同比



数据来源：WIND 资讯，前海期货

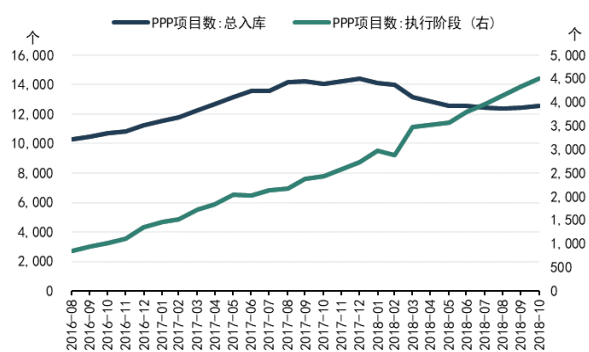
基建投资资金来源主要分为四个方面：国家预算内资金、自筹资金、国内贷款外资和其他。国家预算内资金占基建总资金的比例为 18%左右，其主要资金来源于公共财政支出，占公共财政支出的 10-13%左右。自筹资金构成主要是政府性基金支出、地方政府专项债以及 PPP，以上三者占基建资金来源的比重分别为 15%、8%、13%左右；国内贷款占比在 14%左右。

图 17 PSL 余额及新增规模



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 18 PPP 项目个数



数据来源：WIND 资讯，前海期货

资金的增幅变化，决定了基建投资的增长幅度：从国家预算内资金来看，明年主要依赖于财政赤字率的提高，假设明年财政赤字率提高 0.7%，若新增资金全部投入基建，将为基建新增 8000 亿元的资金。此外 2019 年专项债有望新增

1.5 万亿-2 万亿左右，落实到基建领域约 6000-8000 亿元。PPP 在今年上半年清理整顿后，明年 PPP 投资额也将有一定幅度的增长，但是幅度可能不大，预计约有 1000-2000 亿元。以上几个方面是基建投资资金来源的主要增长点，合计将提供约 1.5-1.8 万亿元的资金增量。

但是，由于政府性基金支出中，约有 30%来源于土地出让收入。因此在土地出让收入可能大幅下降的背景下，政府性基金支出可能明显下降。土地溢价率是一个可供观察的指标，土地出让收入滞后于土地溢价率，今年 8 月份之后土地溢价率明显下降，预计明年可能类似于 2015 年，出现约 20%的下降，可能使得政府性基金支出减少约 3000 亿元。

综合来看，明年基建投资资金来源增加 1.2-1.5 万亿，基建投资增速月 6%-8%左右。全年来看，基建投资的反弹幅度有限。从节奏上看，最近几个月重提刺激基建，今年 8 月份之后新增专项债发行提速，三季度四大基建公司订单增速明显回升，因此预计基建投资增速将见底回升，预计明年二季度将对需求产生明显正向影响，这也为钢价反弹提供边际增量。

### （三）制造业

2018 年制造业投资增速明显走高，这主要由两个原因所致。一方面是 2016 年以来在房地产复苏，出口回暖的带动下需求回升。另一方面是供给侧改革导致上游企业盈利水平大幅上升，两方面因素使得制造业投资存在上升的动力。但是，2019 年房地产将进入周期下行、而贸易战影响将导致出口明显下滑。同时，国家已经关注到了供给侧改革导致的上下游利润分布不平衡的问题，开始进行政策调整。随着前期一些环保和个的大型项目陆续投产，叠加需求并无大的亮点，预计前期盈利较高的上游行业利润将有所下滑，这将影响这些行业的投资。

**图 19 固定资产投资完成额：制造业累计同比**

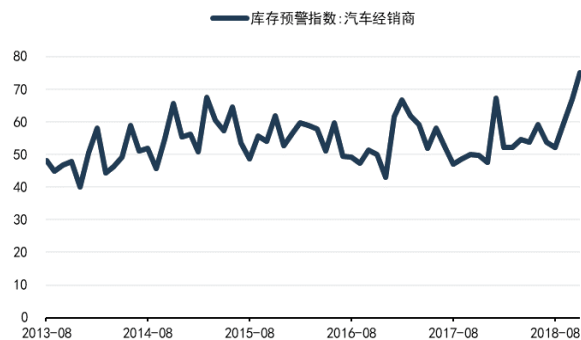

数据来源：WIND 资讯，前海期货

#### （四）经济进入去库存周期

钢铁作为大宗基础原料，其价格与库存周期存在密切的联系。回顾以往钢价走势，我们发现 2000 年以来钢铁价格在主动补库阶段价格表现最好。而在主动去库存阶段钢价表现最差，五次主动去库存，钢价都出现了下跌。以工业企业产成品库存和营业收入作为指标，当前正处于被动补库到主动去库存的转换阶段。一旦进入主动去库存阶段，钢价很难有上涨的动力。微观方面来看，2018 年以来，伴随着房地产销售增速的下滑，导致以家电和汽车为代表的地产后周期品种出现了库存被动累积的现象。2018 年汽车销量明显增速乏力，最近几个月更是出现了负增长。在此背景下，汽车经销商库存远高于历史同期，预计 2019 年汽车将进入主动去库存阶段。地产销售下滑和房价持续上涨对家电销售形成了双重的负面影响。一方面，销售下滑导致家电的直接需求降低。同时房价上涨对家电这类可选消费品有非常明显的挤出效应。

**图 20 库存周期**


数据来源：WIND 资讯，前海期货

**图 21 汽车库存预警指数**


数据来源：WIND 资讯，前海期货

## 四、2019 年钢铁市场展望

### （一）供给边际影响减弱

过去几年，供给端对钢铁价格的影响明显大于往期。但是，随着去产能任务的完成和“一刀切”环保政策的调整，政策对供给的扰动将逐步消退。进而供给对价格的影响也将明显减弱。

### （二）需求端无大亮点

从需求方面来看，2019 年钢铁下游，除去基建外的各个行业都面临着回落的风险。棚改货币化政策变化，将带动房地产销售出现下滑。而根据定量测算，预计新开工将下滑 8%左右，这将严重影响用钢需求。同时，从库存周期来看，整个经济将进入去库存周期阶段，这将抑制汽车、家电等重要用钢行业的需求。基建投资虽然在 2019 年可能有 6%-8%的增长，但是难以对冲其他行业带来的需求下滑。

总体来看，2019 年的需求并不乐观，可谓已近“美人迟暮”之时。同时，供给将不再像过去几年受到明显抑制，因此预计连续三年的钢铁牛市或在 2019 年迎来拐点。策略方面，可以选在在二季度钢价反弹后，逢高做空 1909 合约。



## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfc.com>

