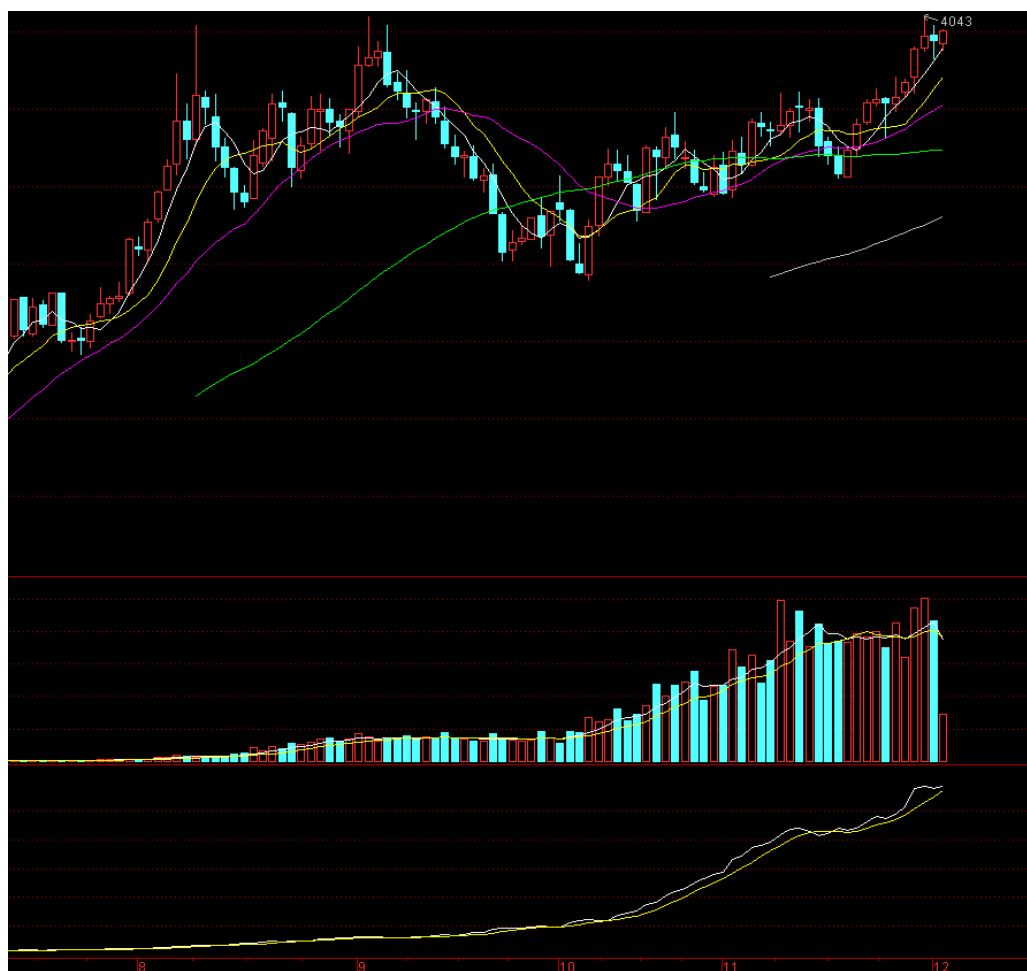


## 需求高位，月末见顶

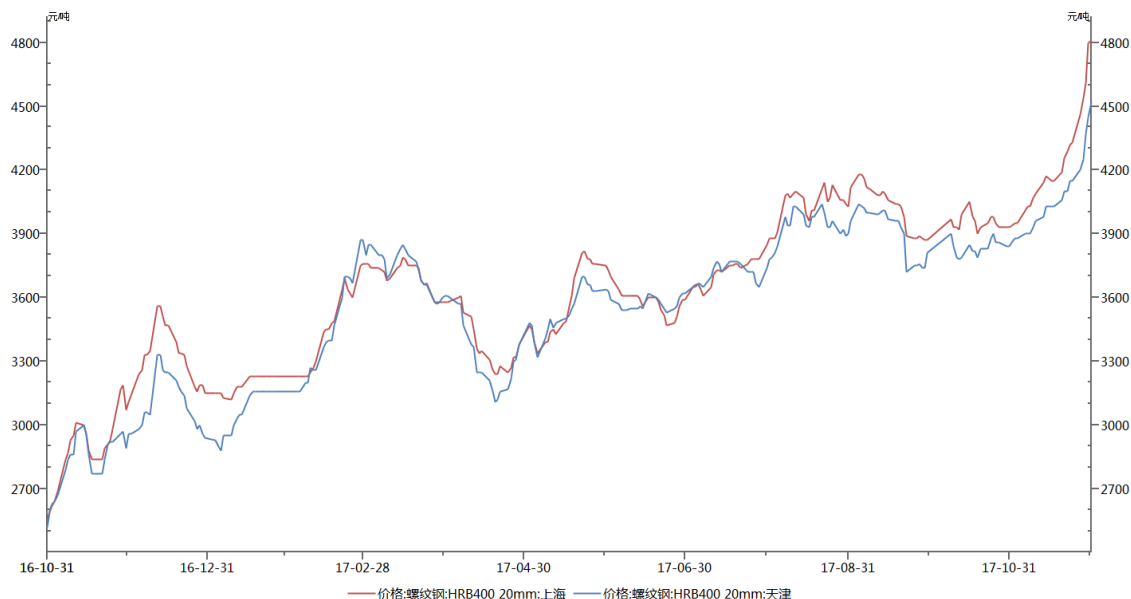
### 一、行情回顾

图 1、期货行情回顾



11 月份 RB1805 整体呈现 N 型走势，先涨后跌再涨，先从最低价 3580 元/吨上涨到最高 3846 元/吨，上涨了 266 元/吨，幅度为 7.4%，其后开始回落，最低为 3621 元/吨，下跌了 225 元/吨，幅度为 5.9%，其后开始了近期较大幅度的上涨行情，截止 12 月 4 日，上涨的最高价位 4043 元/吨，上涨了 422 元/吨，幅度为 11.7%，必须要注意的是 11 月份整天上 RB1805 处于贴水较大的情况，因此修补贴水以及现货涨价都是助推期货上涨的源动力。

图 2、螺纹钢现货价格



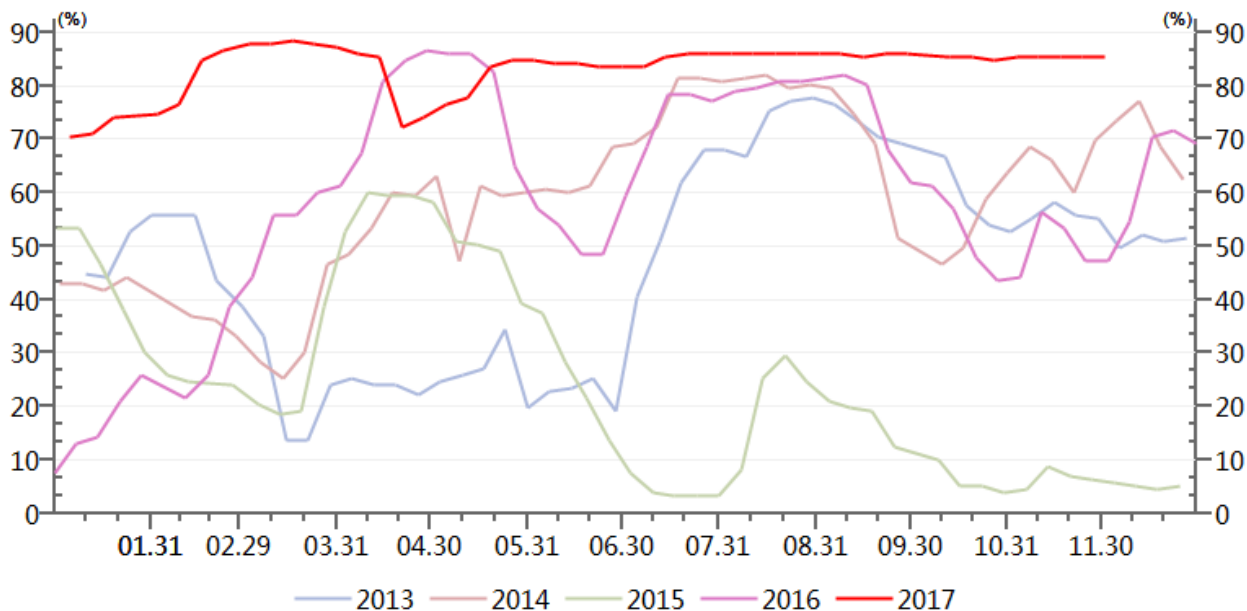
数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

现货端, 上海螺纹钢 HRB400 20mm, 11 月份总体上处于上涨行情, 11 月 1 日的价格最低为 3940 元/吨, 11 月 30 日的价格最高为 4800 元/吨, 价格上涨了 860 元/吨, 幅度约为 21.8%, 而期货整个 11 月最大涨幅仅为 12.9%, 导致了目前期货如果参考上海的现货价, 贴水较大。11 月份天津螺纹钢 HRB400 20mm, 最低为 11 月 1 日的 3860 元/吨, 最高为 11 月 30 日的 4450 元/吨, 上涨了 590 元/吨, 涨幅为 15.3%, 小于同时期上海螺纹钢现货的上涨幅度, 主要是因为北方气候变化导致工地逐渐停工, 需求下降, 并且北方建材需要南下进入南方市场, 同时北方也有部分工地受环保影响而停工, 整体的变现就成为了南方市场强于北方市场。

## 二、 基本面分析

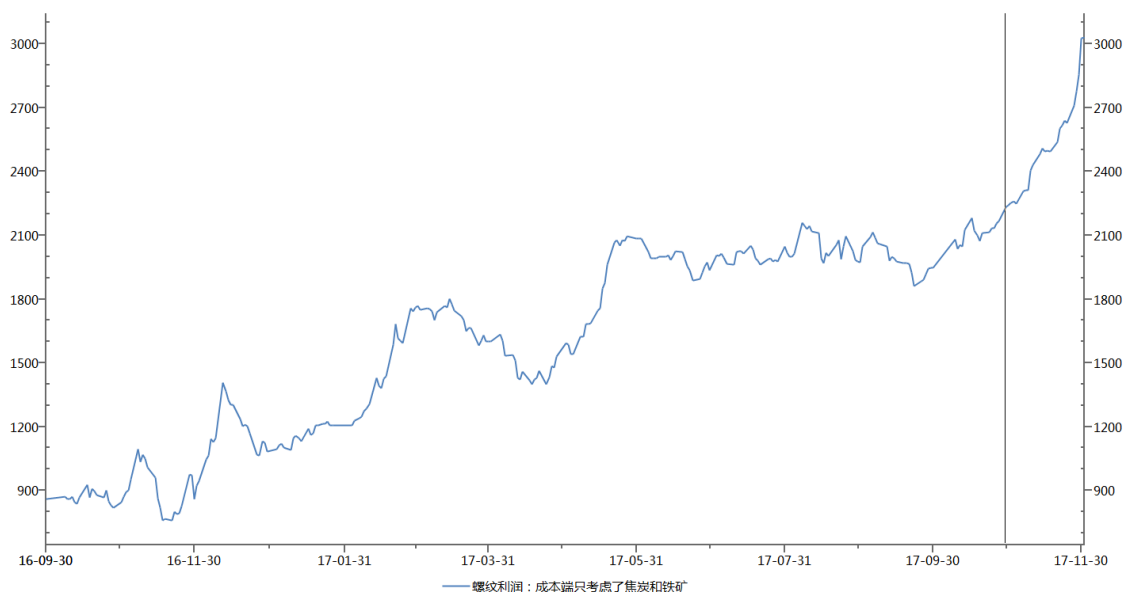
图 3、钢厂盈利情况

### 盈利钢厂:全国



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

图 4、螺纹钢利润: 成本端只考虑了焦炭和铁矿的成本

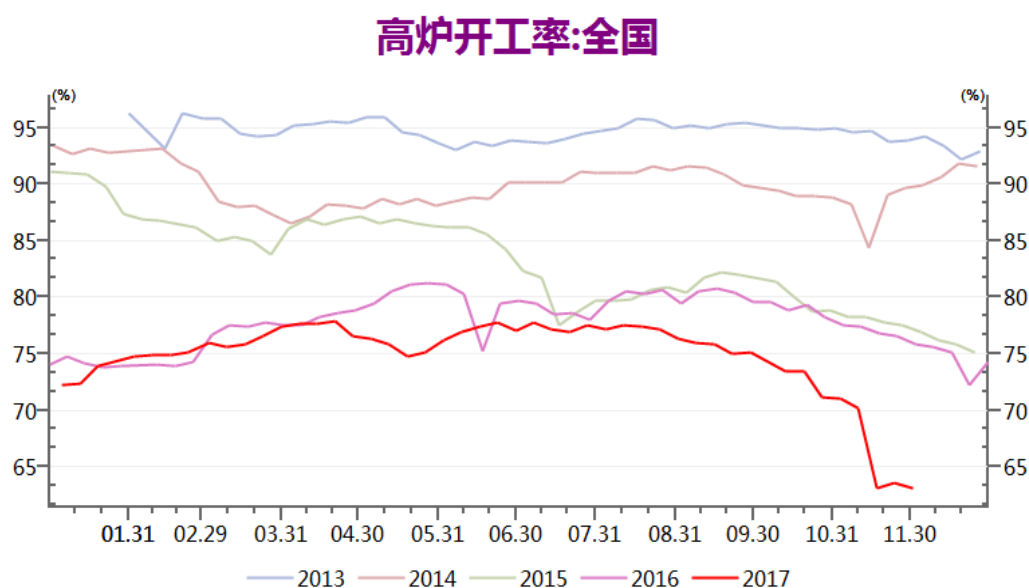


数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

11 月份钢价总体处于上升行情, 利润也处于上升趋势, 主要原因还是 11 月份钢材的需求符合预期, 止

跌回升处于高位，虽然一般认为进入四季度需求会快速回落，但这主要是基于历史统计情况，今年未必会历史重现，南方价格的快速上升，足以体现目前需求之高足以弥补因为停工而造成的需求下降，同时盈利钢厂占比处于高位，这个比例没有继续上升并且达到 100%，主要是因为某些企业基本处于僵尸企业，或者由于地理位置等情况处于局部小市场中，并不能和全国钢材需求形成联动，因此不能因为盈利钢厂的比例没有继续上升而认为供应仍过剩或者存在供应上升的压力。

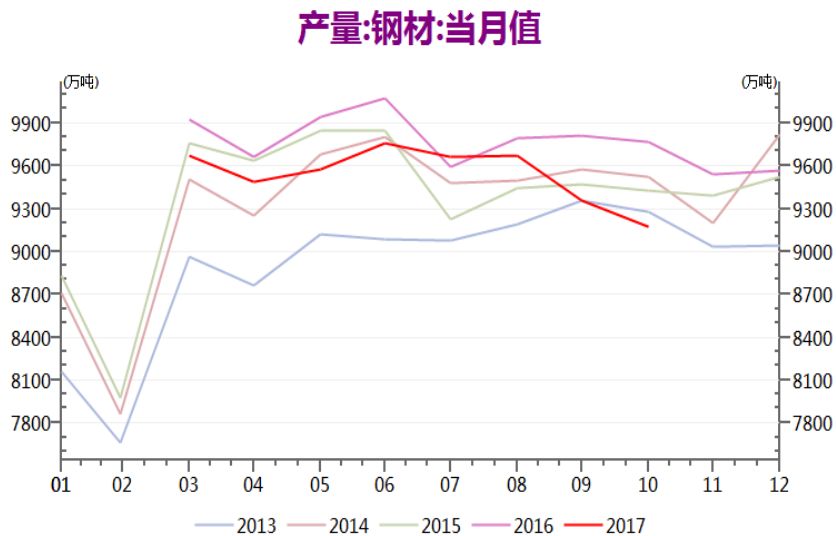
图 5、高炉开工率



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

11 月份高炉开工率下降的幅度较大，从 10 月底的 71.13 下降到 11 月末的 63.54%，主要原因应该是受政策的影响，11 月 15 日是“2+26”城市全面限产的最晚执行时点，可参考中钢网如下的观点：限产区域月度影响的钢材供给在 700~1200 万吨之间，开始执行时，应该是从严要求，况且年内只剩下 1 个半月的时间，留给各地实现年度大气污染防治目标的时间已然不多，如果不严格执行，恐怕中央政府就难以实现今年的工作目标。为了响应政策，相应的钢厂将停产检修，因此钢铁未来一段时间内的供应应该是趋于下降的，这也为钢铁的价格提供了支撑。

图 6、钢材产量



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

10 月份钢材产量为 9178.50 万吨, 较 8 月份下降了 1.9%, 因为 10 月份钢材需求整体处于低位, 同时可以看到 10 月份钢材相关的期货市场要么处于下跌行情要么处于低位, 主要原因是在 10 月份钢材需求处于低位的情况下, 市场预期转弱, 甚至出现过度悲观的情况, 钢厂在面临需求下降的情况下, 减少了产出, 参照图 4, 10 月份钢材的利润基本处于见底慢速回升的过程, 并且还要考虑到政策面对供应段的收缩的影响, 但是 11 月份在钢材需求企稳之后, 钢材利润重新上涨, 并创下新高。因此在看待钢材产量的时候需要谨慎考虑, 钢材的产量并不仅仅代表了供应, 更不可简单把钢材产量的下降看做供应的下降, 因为在实际经济中内, 产量也是受需求影响的, 在订单有限的情况下, 企业会下调产量, 而当订单上升时, 企业会增加产量, 而且钢材的产量的数据存在滞后, 更多的是起到对过去逻辑进行检验的作用, 完善研究的体系, 对未来的指导意义有限, 当然其中产能的波动是具有重大意义的, 因为会对未来的供应起到一定程度的制约作用。

图 7、基建投资完成额

### 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计值:环比增加



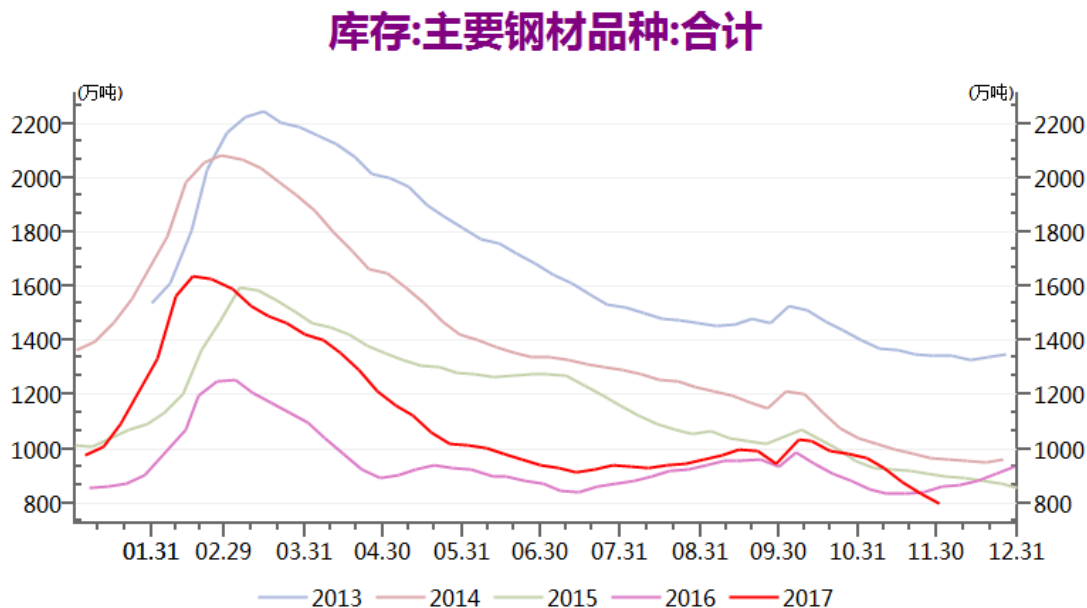
数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

钢的需求主要来自于基础设施建设、房地产以及机械设备, 其中基建的占比最大, 我国基建的投资具有显著的季节性, 6 月份是基建的需求旺季, 7 和 8 月初受天气影响, 并不太适合室外作业, 因此基建会有所下降。9 月份由于比较适合室外开工, 基建的投资将会较大, 而这并不是纯属因为 9 月份适合室外作业, 那么基建的完成量会比较大, 而是因为在知道 9 月份更适合室外作业的情况下, 如果开工时间可以进行适当的调整, 一些项目会更倾向安排在 9 月份进行主体施工, 那么会导致 9 月份的基建对钢的需求和固定资产投资完成额较高。10 月份受国庆假日的影响, 会导致工程作业量的下降, 导致相较 9 月份, 10 月份基建对钢的需求会有所下滑。

但这只是历史的规律, 在未来是否一定会重演, 还需要观察其他数据以确认。

另外还需要考虑到建筑工程的造价问题, 因此固定资产投资完成额和钢材的需求未必就是一致的, 固定资产投资完成额的波动一方面来源于工程对工程物资的需求, 另一方面来自于工程物资价格的波动, 因此在分析固定资产完成额对钢材需求的时候也要保持谨慎。

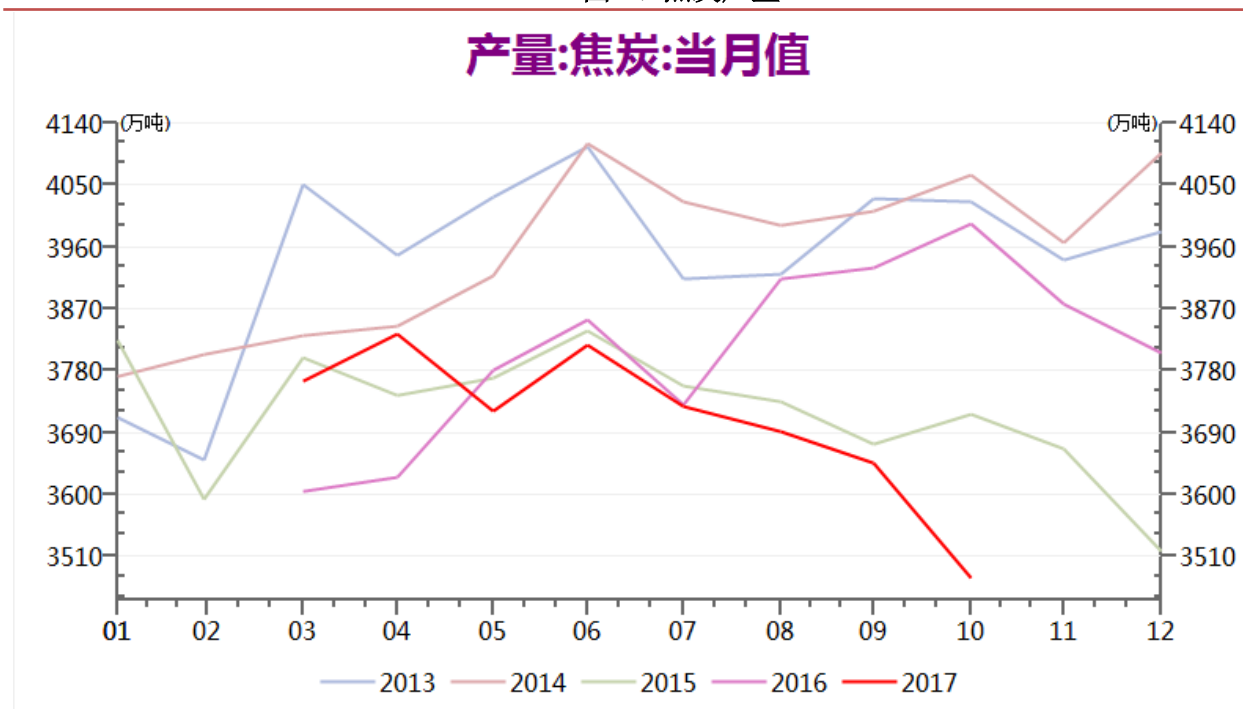
图 8、主要钢材库存合计



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究

从库存上看, 11 月份, 钢材的库存下降幅度较大, 库存最高为 11 月 3 日的 967.13 万吨, 11 月 24 日为 834.43 万吨, 下降 132.7 万吨, 幅度为 13.7%。11 月份库存的下降原因有 2 个, 第一个需求处于高位, 第二个是受政策影响, 产能下降, 导致了 11 月份整体处于严重的产能不足情况。

图 9、焦炭产量



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究

去年和今年去产能和环保受到了广泛的关注, 去产能和环保的影响也众说纷纭, 这里我只分析下去产能和环保对钢企和焦炭的影响, 结合焦炭和钢材的产量可以发现, 今年钢材的产量虽然缺乏弹性, 但总体来看是稳中略有上升的, 2016 年下半年钢材产量整体重心较上半年下移, 因此可以认为去产能和环保政策对钢材的影响基本上发挥完全了, 通过观察上市公司的年报, 钢企真正大规模进行环保设施投资是在 2014-2015 年, 可以认为现在存活下来的企业环保基本上都达标了, 因为在如此高利润的情况下钢企基本上满负荷甚至超负荷运转, 产量的增加空间已经很有限了, 而当需求下滑利润下降的时候, 钢企有较强的意愿下调产量, 但是幅度也是有限的。

但是焦炭的产量却有所下滑, 7 月、8 月和 9 月份焦炭的产量都环比下降, 但波动率下降, 供给对价格的弹性下降, 可以认为焦炭的生产确实受到了环保的影响, 这也可以帮助理解为什么今年焦炭的行情波动性大于钢, 需求上升时, 焦炭的产量供应增加难度较大, 价格波动更加剧烈, 6 月底开启的现货上涨行情焦炭天津港准一级冶金焦上涨了 31.9%, 而上海螺纹钢 6 月底以来最大涨幅为 20.5%, 截止 11 月 3 日, 9 月中旬开始的下跌行情中天津港准一级冶金焦下跌 19.1%, 上海螺纹钢最大跌幅仅为 7.4%。

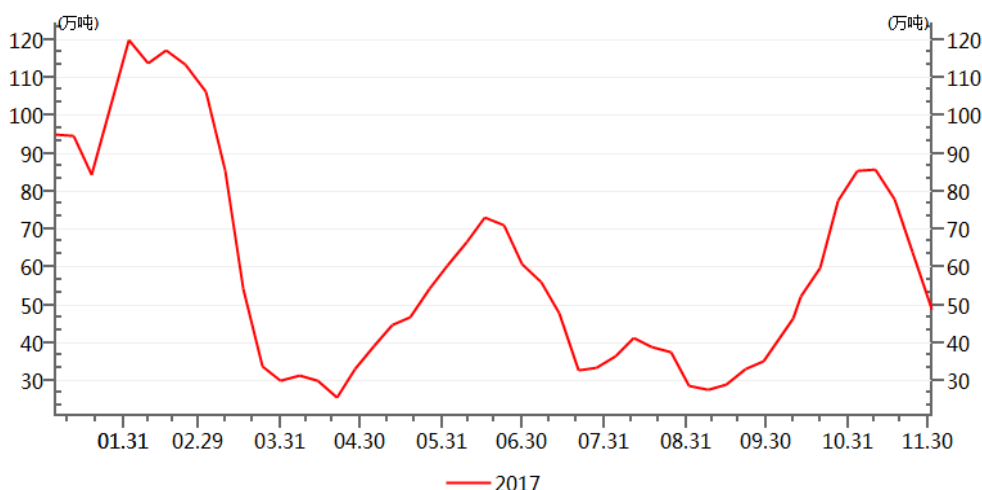
总的来说, 目前钢材的供给端, 受政策的影响, 以及自身的行业去产能影响, 供给端处于较为稳定的状态, 对利润的弹性并不大, 更应该去关注需求的变化, 而不是供给端。但今年的环保对焦化企业的影响是不同于钢铁企业的, 焦炭的供给显然受到了环保的影响。



同时 10 月份焦炭产量下降 165.5 万吨，幅度为 4.5%，下跌的幅度较大，10 月份焦炭产量的大幅下跌不仅仅是受政策的影响，还要考虑到 10 月份钢材需求处于低位，因此产能受限和需求低迷共同导致了 10 月份焦炭产量的大幅下降。

图 11、国内 100 家独立焦化厂焦炭库存

**焦炭库存:国内独立焦化厂(100家):西南地区:多指标求和**



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究

由于焦炭的需求主要来源于炼钢，经过研究发现，焦炭的需求基本和钢材保持同步，有时候也会滞后钢的需求 1-2 个星期，这个主要受钢企对市场的信心导致，会影响钢企的采购计划，因此焦炭的需求主要参考钢的需求，在这里就不重复了，仅讨论下目前焦炭库存的现状。

国内独立焦化厂焦炭库存在 10 月份和 11 月份前 2 周处于上升趋势，随后开始快速下滑，9 月 29 日为 35.25 万吨，11 月 10 日为 85.94 万吨，期间增加了 50.69 万吨，增加幅度为 143.8%，截止 12 月 1 日，焦炭库存为 48.74 万吨，下降了 37.2 万吨，幅度为 43.3%。

### 三、 操作建议

从基本面的情况来看，12 月中前期钢材需求应该处于高位，但 12 月底附近将会出现较大幅度的下滑，因此建议 12 月上中旬以做多为主要思路，而随着时间的进行，到了 12 月下旬，甚至接近 12 月底的时候，建议多头逐步止盈，并开始布局空单为主。