

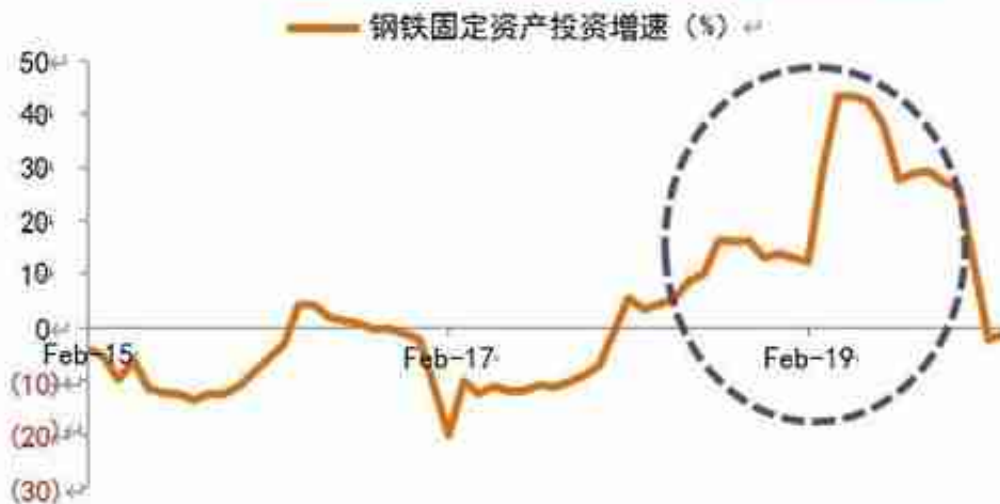
获取报告请登录未来智库www.vzkoo.com。

疫情冲击与修复

尾部风险尚未解除

：疫情对全球经济活动造成严重干扰，我国防控措施得力，率先实现复工复产，然而海外疫情仍在蔓延。尽管部分西方国家新增确诊回落，并推出解封计划，但防控措施无法如中国般到位，海外的解封可能会导致疫情的二次蔓延。在疫情困境中，海外央行推出的货币宽松政策对实体的修复效果有限，疫情二次爆发的风险和防控需要使得生产要素和人员无法持续实现自由流动，疫情对全球经济活动造成严重干扰，在基本面难以修复的情况下，资产价格的大幅反弹与基本面背离。

图表 3：2018、2019 年钢铁行业固定资产投资增速上行



产能置换可能会导致产能净增。

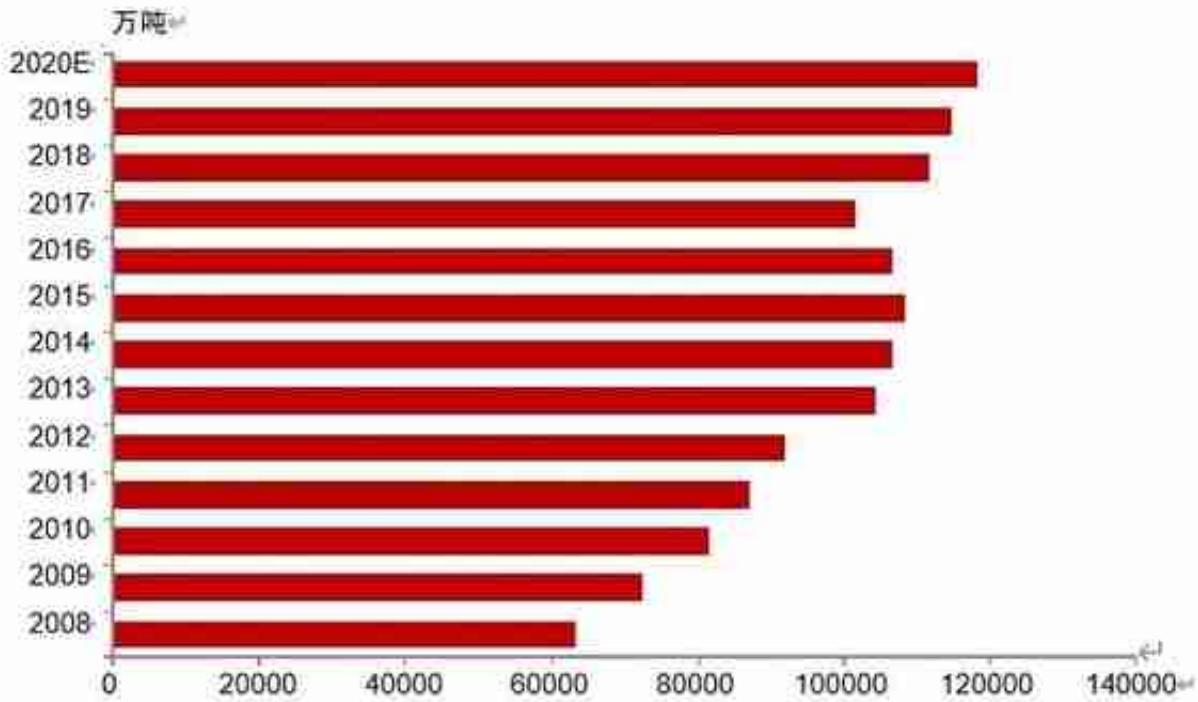
产能置换名义上会带来产能净减，但实际上由于执行过程并不一定严格遵守规定，最终可能会导致产能净增。由于被置换产能往往高成本低效率，生产能力本就偏低，而新投产产能一定是装备更为先进、生产效率更高，这导致目前盛行的产能置换在无形中增加了行业的供给。

置换项目的净增比例估算。比如某产能置换项目中，被置换高炉包括 2 个 450、1 个 500 和 2 个 1 千立方米高炉，其中的小高炉在当地属于落后淘汰产能，无效或低效产能占被置换产能比例约 30% 左右，如果再考虑新建高炉的工艺技术改进，产能净增比例可能达到置换项目产能的 40% 左右。

净增量预判：我们统计 2020 年下半年产能置换项目投放规模 6400 万吨（其中约

3400 万吨在年底投产)，考虑到被置换产能普遍存在低效或者无效情况，结合项目投产时间占下半年比例后，预计 2020 年下半年高炉供应净增量为年化 1200 万吨，叠加电炉新增产能约年化 800 万吨，综合来看，下半年钢铁供应能力净增量在年化 2000 万吨左右。

图表 6：钢铁行业产能变化



库存绝对位置偏高

市场的预期与现实

。我们认为在一季度疫情的环境中，钢铁中间库存环节起到了对跌价的缓冲作用。若无库存缓冲，需求的休克会将钢价打压至行业深度亏损状态，迫使钢厂大幅减产。然而现实中这并没有发生，钢厂并没有明显减产，行业盈利也尚在合理范围，只不过 2、3 月产业链库存出现了大幅的累积。市场对库存的容忍度变得很高，因为市场预期疫情的影响是暂时的，需求的后移会帮助消化下游停工期间累积的存货。实际上直至 5 月，这个预期确实正在兑现，下游复工和赶工使得钢铁需求旺盛，4 月社会库存周均去库达到 110 万吨的历史峰值。由于需求符合预期，贸易商心态稳定，未出现主动抛库行为，二季度钢价表现偏强。

假设

求维持二季度的同比强度，社会库存回落至去年同期水平需要多长时间？我们测算

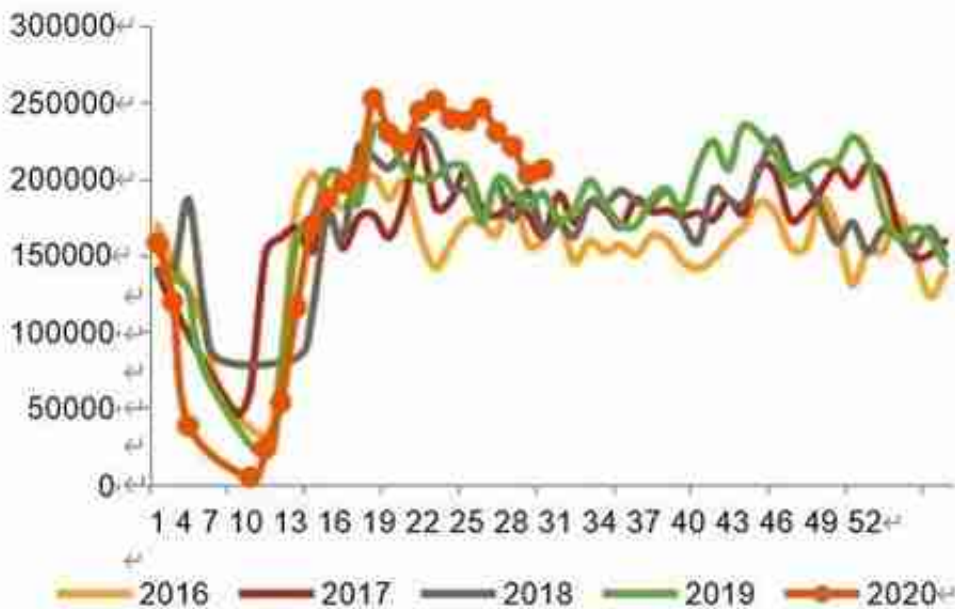
4、5 月下游需求同比增幅达到 11%，如果未来一直维持这一同比增幅，那么社会库存将在 8 月中去化至 1290 万吨附近，即与去年 8 月中水平相当。

二季度旺盛的需求可能维持不到 8 月中。我们测算 1-3 月钢铁需求同比减量约 3400 万吨，其中由于春节时间较早而造成的 1 月需求减量约 1000 万吨，其余 2400 万吨由疫情带来的下游复工延迟导致，这也是未来赶工需要弥补的量。4、5 月下游赶工带来的需求同比增量达到 2100 万吨，经过 6 月，由疫情而耽误的需求已经可以完全回补。也就是说，如果目前的旺盛需求仅仅是由 2、3 月需求的延后导致，那么这种延后释放最多能持续到 Q2。当然宽松的货币和财政政策可能带来新增需求，这会增加需求的持续性。

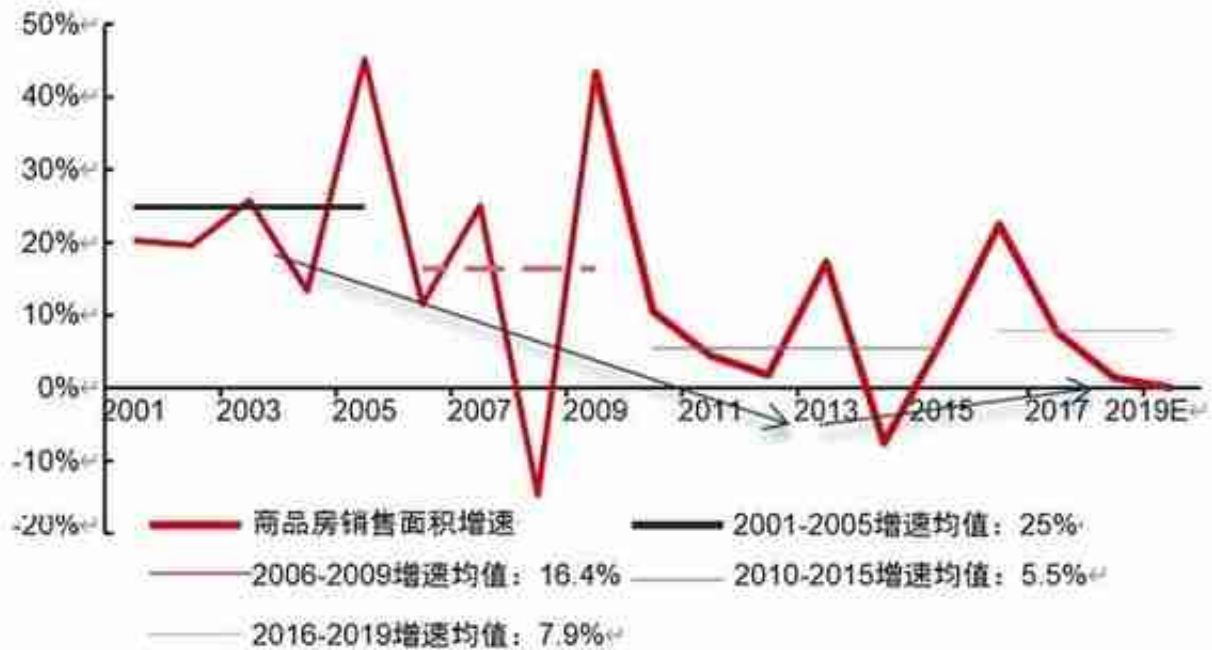
存货周期的演绎

。我们倾向于二季度的强需求主要是由需求的延迟释放导致，赶工在二季度结束，这会带来下游需求的阶段性降温、去库速度的下降，届时的库存水平仍将明显高于去年同期，库存再进一步主动扩张的动力与意愿均受到挑战。

图表 9：建筑钢日均成交量变化

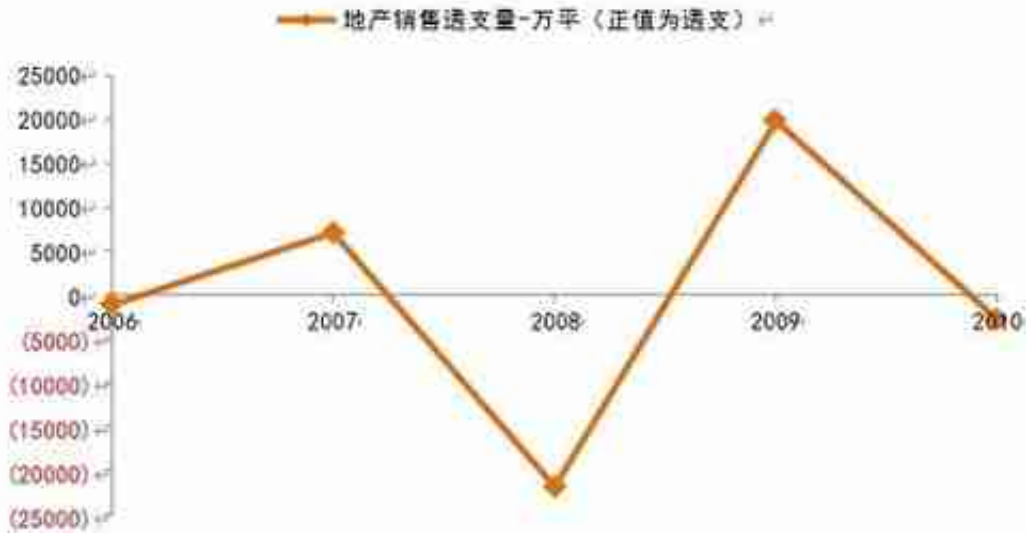


图表 14：2016-2019 地产销量增速均值上移

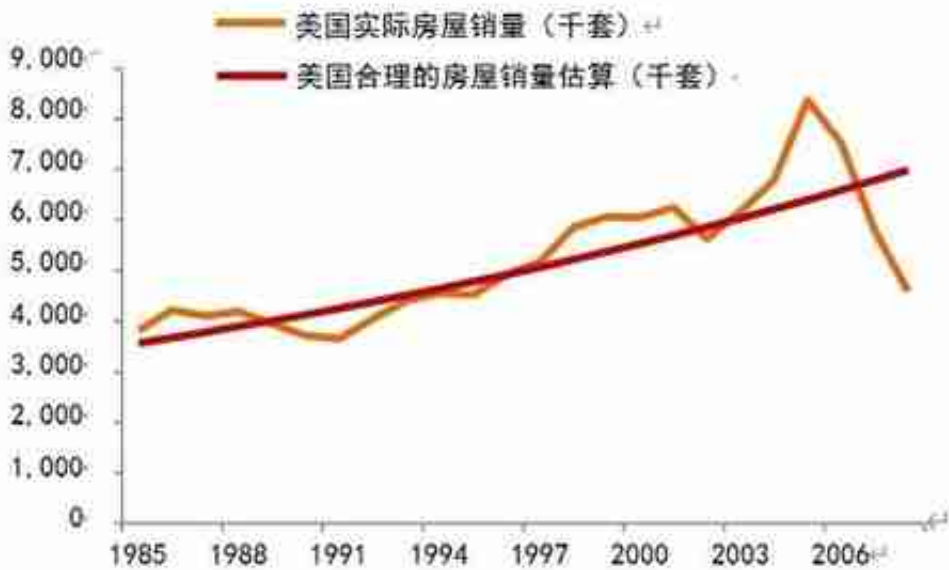


n 透支幅度与历史对照：我们测算 2014-2019 年地产销售面积高于合理水平累计约 4.3 亿平，为 2019 年销售面积的 25%，这是基于 2016-2019 年合理增速为 5% 的假设所得出的结果。以类似的办法我们对 2008 年国内地产调整前的透支水平做了测算，结果为 2007 年末地产销售透支量约 0.6 亿平，占当时年销量 8.6%。可见 2008 年国内地产内生性调整需求并不算强，外部次贷危机是导致 08 年严重超卖的主要原因。相比而言，本轮周期国内地产过热时间更长，累积的调整压力更大。

图表 16：2008 年前后地产透支情况



图表 19：2008 年前美国地产透支情况



n 长期潜在增速的变化：观察更长时间维度的美国地产销量走势，2008 年的调整不仅是对 2000 年后地产牛市的一次修正，而且是一次更大级别的周期调整，更像是 1982 年以来的上升周期的终结，它带来的是潜在增速的显著下移，地产销量至今未恢复至历史高位。导致上述变化的是美国居民债务长周期的终结，就我国而言，未来很可能导致地产潜在增速显著下移的因素是城市化速度放缓。如果短周期调整叠加了长周期的拐点，其实我们很难预测 5 年或 10 年后国内地产的合理销售水平。就如同我们站在 2006 年的时候，很难想象美国地产的销量会下跌近 50%，以及在十多年后销量仅恢复到顶峰时期的 70%。

图表 22： 货币环境对短期销售仍然有利



n 地产泡沫的处理难题：

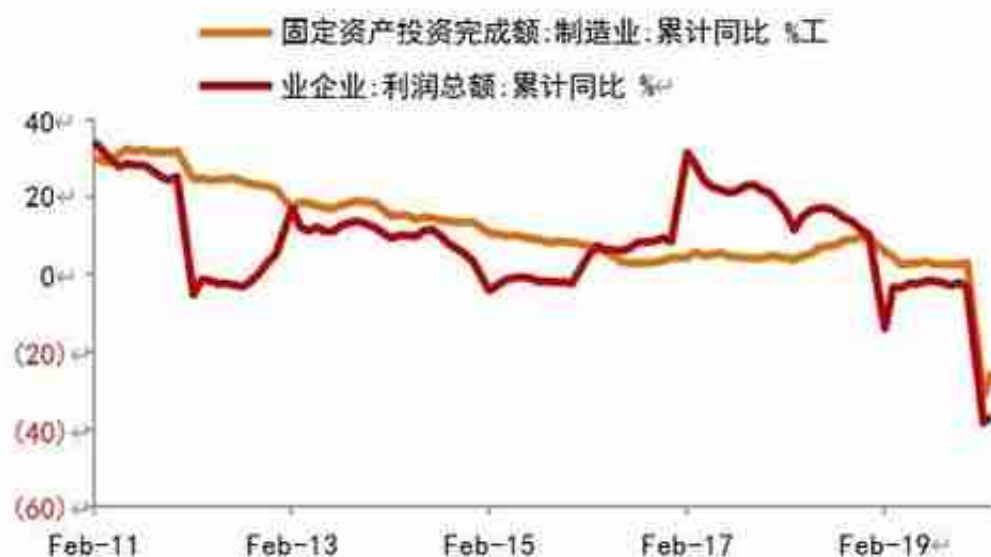
由于地产销售偏离均值的时间和幅度过大，积累的风险逐步提高，泡沫继续扩大意味着经济将来软着陆的概率下降。对此货币政策的应对后期可能会出现调整，这一点我们需要密切关注。

n 土地供给对投资的支撑：受疫情影响，今年地方政府一般预算收入放缓，同时又需要增加支出、托底经济，土地财政作为收入的重要来源自然得到重视。今年以来可以看到地方政府加大推地力度，大量优质土地入市，开发商积极拿地，土地溢价率回升。土地供应增加，叠加货币宽松、销售回暖的大环境，开发商中短期存在加大开工的动力，对地产投资构成支撑。

图表 27：专项债明显增加



图表 30：制造业盈利与投资增速 (T+12)



钢铁外贸见底回升

短期钢铁出口有望止跌回升

。二季度钢铁出口低迷，一方面海外疫情严重，外需收缩；另一方面国内需求强劲，企业出口动力减弱。三季度海外需求有望环比改善，欧洲、日韩疫情受控，经济运行逐步正常化，其他地区疫情虽仍未好转，但经济停摆已经兑现，同时叠加强力的经济刺激政策，后期经济也有望触底回升。因此二季度有望成为外需最差的时间段，预计钢铁出口在 3 季度见底回升，但仍需关注疫情二次爆发风险。

长期看我国钢材成本优势削弱

。从价差来看，目前国内热卷与独联体、美国市场价差上升至高位，价格竞争力较低。这样的价差水平是在国内热卷吨毛利接近近几年低位的时候出现的。换句话说，国内钢铁盈利水平已经比较低了，却没有体现出对海外市场的价格竞争力，背后反映的是我国钢铁成本竞争力的下降。原因并不是我国钢铁生产效率的下降，而是由原材料成本劣势造成。近年国内电炉产能快速投放推动废钢需求快速增长，废钢进口受限，导致国内外废钢价差扩大，国内电炉钢成本优势丧失。由于国内定价偏高，海外资源流入呈增加趋势，一季度钢坯进口量达到 173 万吨，同比增幅 418%。此外二季度海外疫情严重，全球过剩的供应会加剧海外半成品及成品钢材的流入，预计全年钢坯和钢材进口总量将有显著增长。

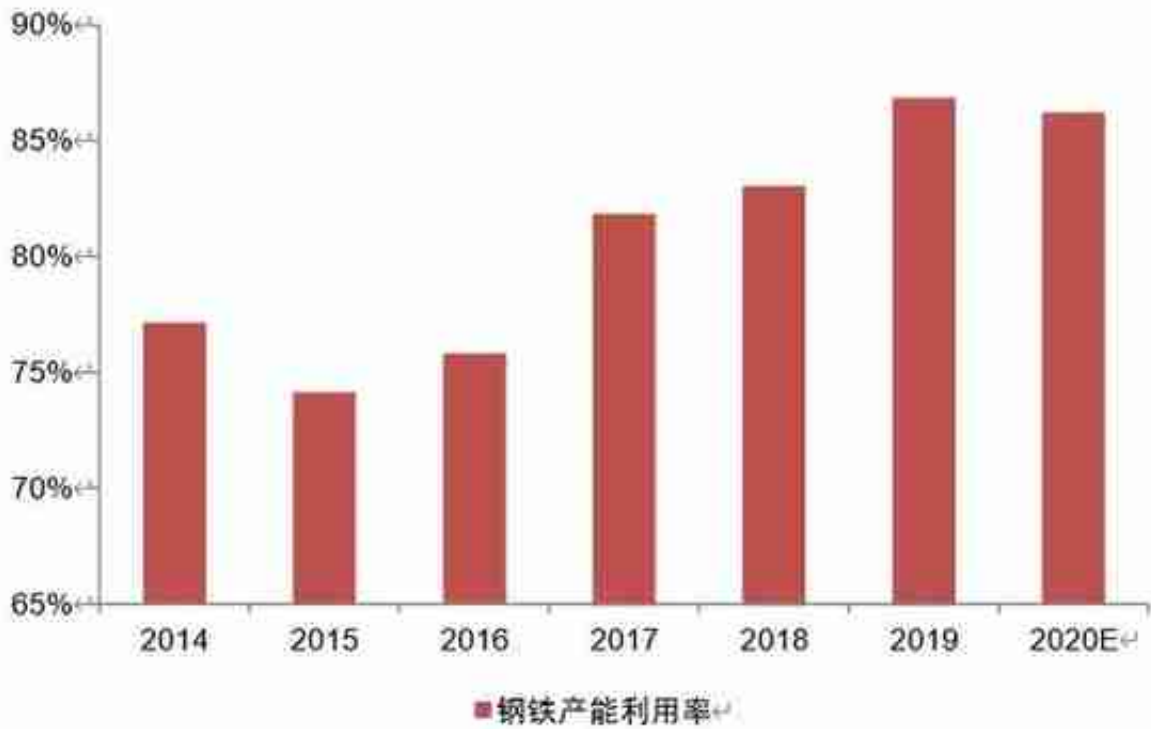
净出口预判

：预计下半年钢铁出口将呈回升态势，而半成品及钢材进口全年维持高位，综合来看净出口在二季度见底后逐步回升，但就全年而言，因为半成品进口的上升，年度净出口量可能明显下行。

钢产量预判

需求端预判如下，预计在低利率的支撑下地产销售和 investment 延续修复趋势，直至均值回归的到来。基建投资在资金面改善的推动下温和回升，制造业投资则维持弱势。外贸方面下半年出口有望回升，但因为半成品进口增加，全年净出口明显下行。综合来看，中性假设下全年钢产量 10.1 亿吨，同比+1.7%，其中内需+2.8%，净出口-18%。

图表 38：钢铁产能利用率变化



铁矿石:价格中枢预计下移

需求：下半年有望企稳

。受疫情影响，二季度全球生铁产量增速估计在-7%，其中海外增速-23%。近期海外钢厂有复产现象，预计下半年海外生铁负增长幅度明显收缩，而国内维持温和增长趋势，预计下半年全球生铁产量同比持平，全年增速-2%。

图表 42：四大矿山铁矿石历史及预测产量

(单位:百万吨)	2017	2018	2019	2019/2018	2020 Q1	20 Q1 /19 Q4	20 Q1 /19 Q1	2020E
淡水河谷	367	385	302	-21.5%	60	-23.9%	-18.2%	310-330
力拓	350	338	327	-3.2%	78	-6.9%	-2.4%	324-334
必和必拓	280	270	270	0.0%	46	-6.9%	-7.4%	270-280
英美资源	200	200	200	0.0%	26	-6.9%	-7.4%	200-210

印度产运暂未受到疫情和采矿权影响：根据印度钢铁部最新数据，截至2020年3月31日的2019/2020财年，印度铁矿石产量达到2.47亿吨，同比增加19%，创历史新高，其中2020年第一季度铁矿石产量为7016万吨，同比增长24%；一季度出口量为1025万吨，同比增加105%，其中3月份出口量为373万吨，同比增加87%。国内矿山 OMC 新开四矿，预计到2020-2021财年（2020年4月-2021年3月），目标铁矿石产量将由1000多万吨提升至2000万吨。按照之前策略报告中的分析，2020

年印度最大的变数来自铁矿石矿权的拍卖（3月底将有涉及产量6000万吨左右租约到期，占全国总产量30%），但从跟踪的情况来看，其对生产影响微乎其微。目前唯一不确定的是疫情在印度正处于爆发期，其后续影响有待进一步观察。预计2020年印度铁矿石增量约为1500万吨；

国内：

受益于海外供给低于预期以及国内钢铁生产需求旺盛，铁矿石价格持续高位运行。随着疫情好转复工开启，国内矿山铁精粉产量快速攀升。上半年国内矿山有望维持较高开工率，但若后期矿价回落，作为行业边际成本的内矿产量将会收缩；