



唐川林  
首席钢铁分析师  
S1010519060002



联系人：胥洞菡

## 若 6-7 月份雨季爆发，料将带动钢价下跌

钢铁行业专题报告 | 2020.6.8

### 核心观点

通过拟合全国降水指数发现降水量与粗钢需求呈现强烈负相关，进一步对我国多年一二季度降水量进行统计分析，得出季度间降水的“跟随”效应。根据今年一季度降水量数据初步判断二季度降水量大概率高于往年均值，粗钢需求或超预期下降，其中华南华东尤为明显。整体来看，若 6-7 月份降雨较强，将使需求边际减少，6 月份料将是钢材价格下跌的起点。

■ **6 月份预计成为今年第一轮钢材价格下跌的起点。**今年 6-7 月有望出现较强的降雨现象，从钢材供需结构出发，6-7 月份有望出现明显的需求边际减少而供应刚性的情况，对于价格端的压制效果或在 6 月份展现，预计 6 月份成为今年第一轮钢材价格下跌的起点。

■ **全国降水指数同比与粗钢需求同比呈现超强负相关性。**通过对全国进行区域划分拟合全国整体的降水指数，并与国内粗钢需求进行对比分析，发现当降水量超出往年水平的时候，往往整体需求相比往年下滑更快。通过提前了解全国降水量在近期和未来的水平，并与过去的均值进行对比，可以判断未来粗钢需求变化。

■ **“跟随”效应导致粗钢需求端可能出现超预期下降。**通过对多年一二季度的降水量统计分析，发现当一季度降雨量高于往年均值时，二季度往往会也高于均值的“跟随”现象。今年国内一季度整体降水量高于往年均值，那么二季度降水量也大概率高于均值，初步判断粗钢需求可能出现需求超预期下降。从钢材的供需结构出发，6-7 月份会出现明显的需求边际减少而供应刚性的情况，对于价格端的压制或在 6 月份展现，6 月份预计成为钢材今年第一轮钢材价格下跌的起点。

■ **受降雨影响，预计华南华东超预期尤为明显。**分区域看，华南和华东地区，降雨量明显高于均值水平，更容易出现二季度需求的超预期减少，而东北、华中、西南等区域整体需求弹性会差一些。

■ **风险因素：**原料价格大幅上涨，降雨量不及预期。

■ **投资策略：**今年 6-7 月有望出现较强的降雨现象，从钢材供需结构出发，6-7 月份有望出现明显的需求边际减少而供应刚性的情况，对于价格端的压制效果有望在 6 月份展现，6 月份预计成为今年第一轮钢材价格下跌的起点。短期因钢材需求回落的压力，钢厂利润料将维持底部徘徊。钢厂的利润一是取决于需求强度，另一方面取决于原料价格的压制。当前钢材产量高位运行，且原料供给受到扰动压制时，铁矿、焦炭还处于较为强势的状态。我们认为随着产量滞后需求的走弱与原料供给端的修复，原料价格的顶部有望在三季度出现，原料价格转弱和雨季后钢材需求重新恢复将带来钢材利润走强，钢材利润有望在 8-9 月出现底部拐点，届时钢铁股具有向上反弹机会。

## ■ 雨季与黑色产业的内在逻辑

**研究雨季的原因。**钢铁的下游（工地、室外作业等）受到雨季影响较大。两者存在很强的逻辑关系。每到了 6 月份的时候，降雨量对于下游需求的影响就开始呈现。雨季的影响逻辑往往呈现以下链条：下雨——影响下游工地的施工行为——淡季特征显现——需求受到影响而供应在高利润下减少并不明显——最终导致对于钢价的变化。这也是当前影响黑色产业价格波动的核心因素。

**目前雨季所带来的影响。**首先是华东和华南的钢材库存去化速率近期明显下降，同时水泥的出库水平也受到了较大的影响；另一方面黑色系价格仍然较高，尤其是铁矿石受到海外供应的波动影响较大，螺纹和铁矿价格已经达到今年以来最高点。价格的强势是否能够持续是核心探讨话题。

**研究目的。**从雨季出发，1）研究 6-7 月份雨季对于全国粗钢总需求的影响，得出一个指导方向。2）分区域来看究竟情况如何，最后从雨季的角度来单因素判断区域间价格的强弱。

## ■ 检验需求与雨季之间的相关关系：全国降水指数同比与需求同比呈现强烈负相关

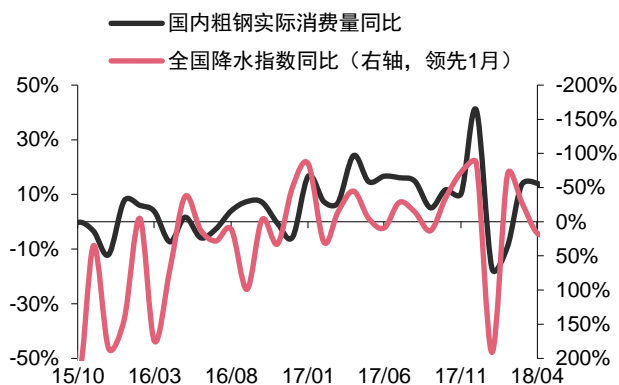
**雨季是影响当前需求的核心变量。**当需求成为当前的又一看点的时候，和需求相关的点点滴滴就又重新进入产业界和投资者的视野中，成为关注的重点。伴随着上海黄梅天的到来，近期全国天气的变化较大，我们将对雨季和需求做系统性的研究。

**选取指标：全国降水量指数、国内粗钢真实需求量。**我们采用全国主要区域的重点城市如广州、昆明、镇江、哈尔滨等作为成分，拟合全国整体的降水指数。最终与国内粗钢的真实需求作对比。

**寻找核心指标间的强逻辑关系：**最后发现两者的同比增速呈现非常强的负相关性。把全国降水量指数、国内粗钢真实需求量两者作分析，最后发现两者的同比呈现非常强的负相关性。从数据表征来看，2015 年-2018 年期间，降雨量指数同比增速相比国内粗钢需求有 1 月左右领先性，进入 2019 年后降雨量指数同比增速与国内粗钢需求增速呈现较好的协同性。

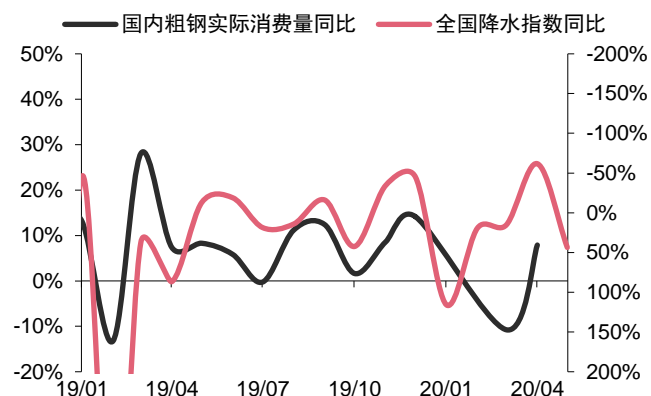
**同比往往代表着今年与往年之间剔除掉季节性后的增量部分，当两者的同比出现如此相近的相关性的时候往往也就意味着内部含有非常强的逻辑关系。**其中的逻辑就是：当降水量超出往年水平的时候，往往整体需求相比往年下滑就更快。简单的来说，如果我们能够提前了解全国降水量在近期和未来的水平，把它和过去的均值做对比，那么就可以通过这个单一指标知道未来的需求超额变化。

图 1：国内粗钢实际消费同比和全国降雨指数同比（2015-2018）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：国内粗钢实际消费同比和全国降雨指数同比（2019-2020）

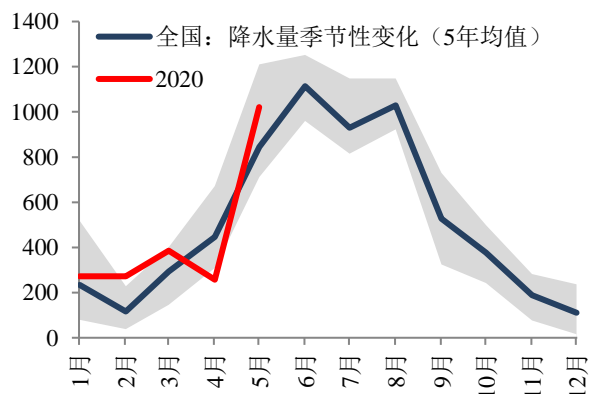


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 全国降水指数的超季节特征

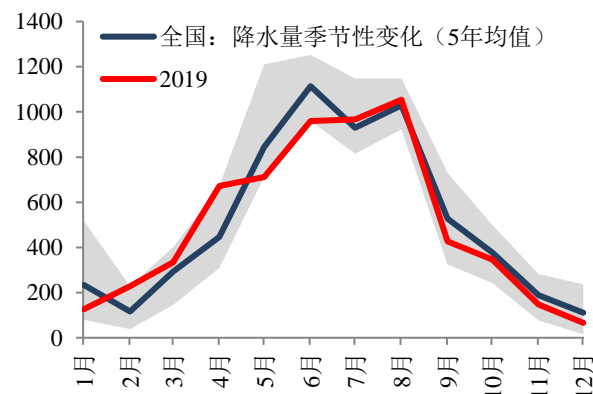
为了捕捉全国降水指数的超季节特征，我们对全国降水指数做了季节性分析：其中每年的降水量呈现明显的季节性特征，如图 3，蓝色线代表的是全国降水量季节性变化的 5 年均值，而红线代表已经获得数据的 2020 年降水量季节性变化。两者之间的差值显示在今年 1-3 月份普遍降雨量高于往年均值。

图 3：2020 全国降水指数季节性变化



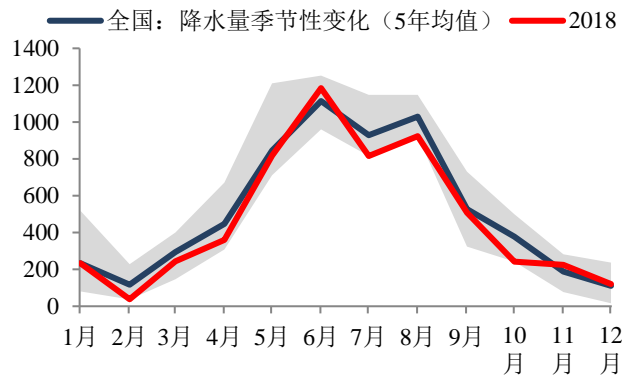
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：2019 全国降水指数季节性变化



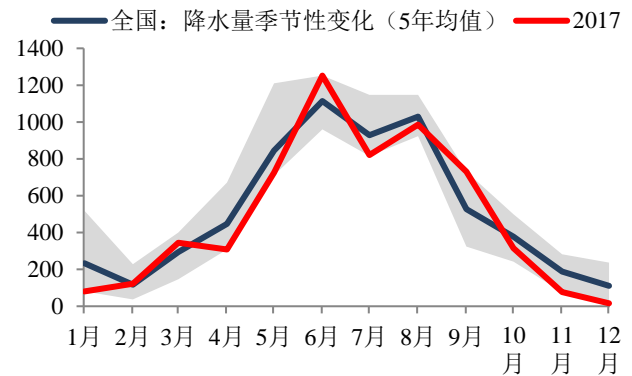
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：2018 全国降水指数季节性变化



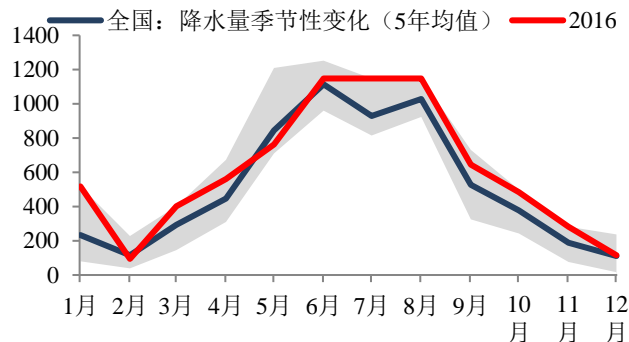
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：2017 全国降水指数季节性变化



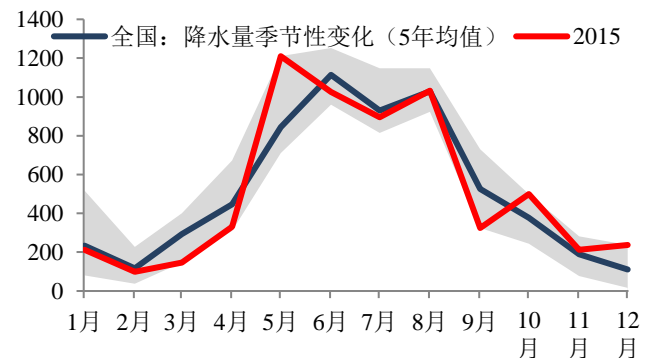
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：2016 全国降水指数季节性变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：2015 全国降水指数季节性变化

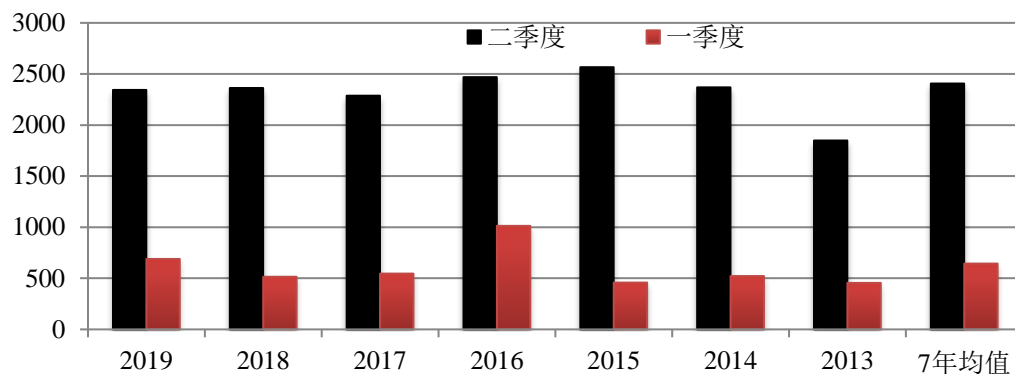


资料来源：Wind，中信证券研究部

**降雨量规律并非呈现出补足效应。**为了探究一季度降雨量水平和二季度降雨量水平所呈现的特征，并提前了解二季度的降雨量情况，我们通过统计的手段得到图 9。通过提取近 7 年的数据做分析，从中我们不难看出的一点是当某一年一季度降雨量比均值高的时候，二季度往往会跟随也比均值高。这样的特征表明常规的“补足”说法并不能解释清楚。

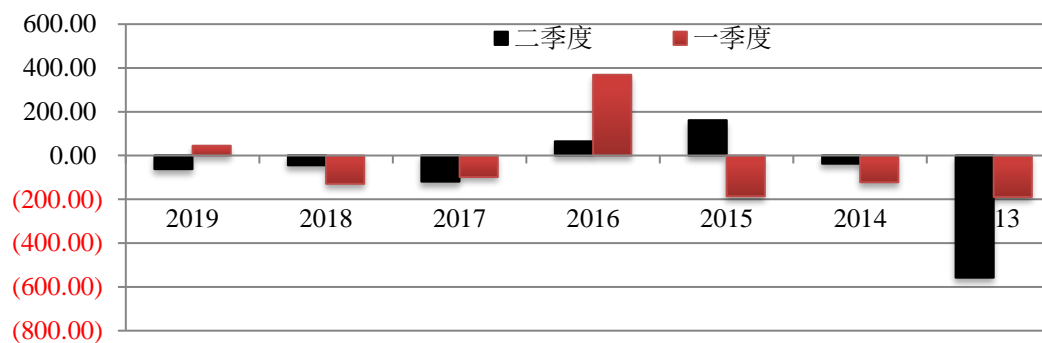
**“跟随”往往在季度之间会形成更好的关系。**那么我们在此做出初步判断由于这种跟随效应，国内一季度整体降水量高于往年均值，那么二季度降水量也大概率高于均值，那就意味着在需求端容易出现超预期下降的现象，由于今年 4 月份出现了明显的降雨不及预期的情况，根据数据分析，会在 5、6 月份进行降雨量的补充，意味着降雨量会更明显超历史均值，不排除到了 7 月份仍然出现较高降雨量的情况。在过去 7 年中，不符合“跟随”现象的年份主要是 2015 年。

图 9：2013-2019 年全国一季度与二季度降水指数对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

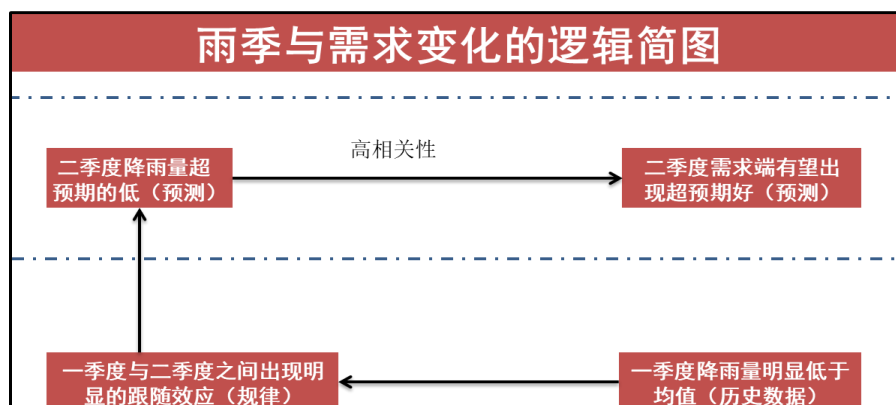
图 10：2013-2019 年一季度与二季度降雨指数跟随性与补偿性分析



注：每个数据点表示本季度与均值相比降雨量差异，正值代表降雨量更大

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：雨季与需求变化的逻辑简图

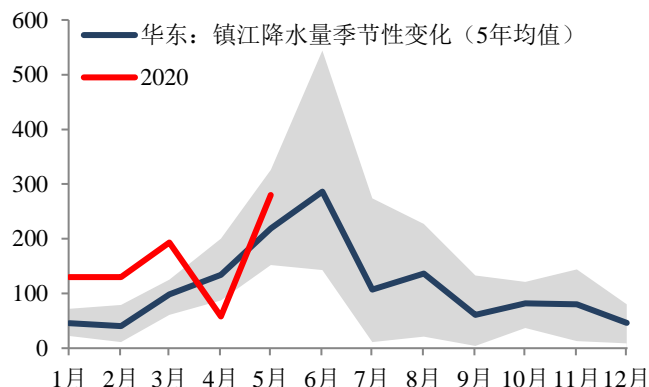


资料来源：中信证券研究部

## ■ 降水与需求超预期的区域性特征

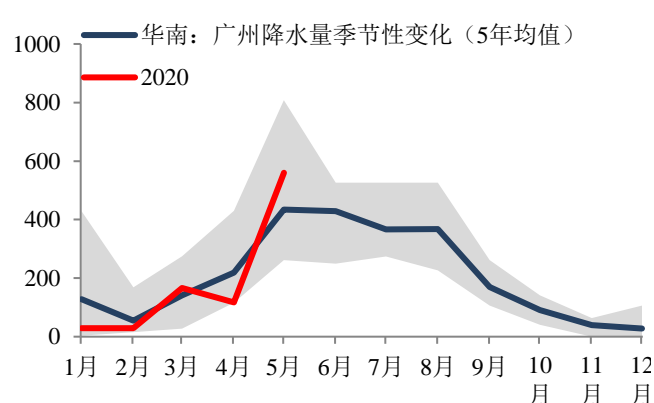
预计华南、华东区域预计所受降雨影响较大。从我们做的各大核心区域降雨量的季节性图表来看，华南和华东地区，一季度降雨量明显高于均值水平，往往更容易出现二季度需求的超预期下降而东北、华中、西南等区域从5月份数据来看也开始出现降雨量的回补，不过整体需求弹性会差一些。分区域来看，华南、华东区域预计所受影响较大。

图 72：华东降水量季节性变化（单位：毫米/月）



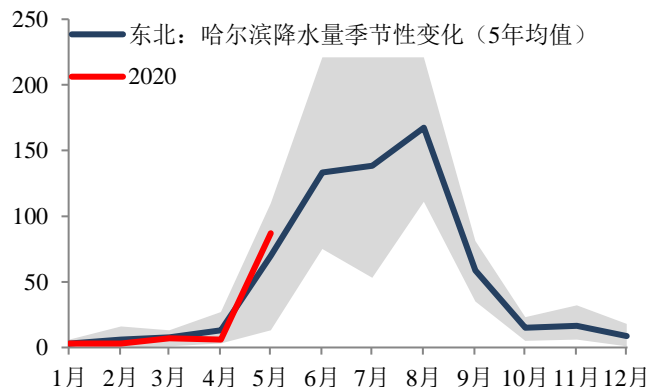
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：华南降水量季节性变化（单位：毫米/月）



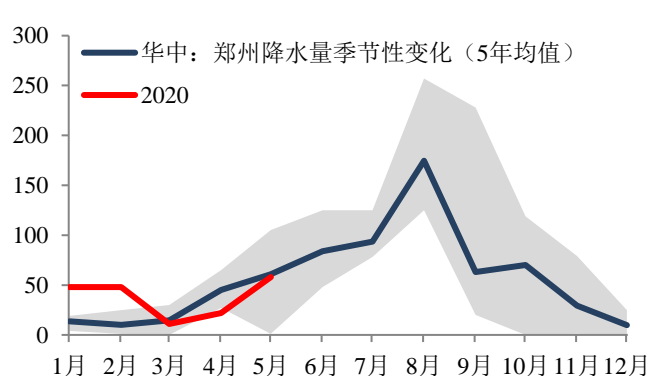
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 84：东北降水量季节性变化（单位：毫米/月）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：华中降水量季节性变化（单位：毫米/月）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 风险因素

产能置换导致的新增产能超预期，原料价格上涨幅度超预期。

## ■ 投资建议

今年 6-7 月有望出现较强的降雨现象，从钢材供需结构出发，6-7 月份有望出现明显的需求边际减少而供应刚性的情况，对于价格端的压制效果有望在 6 月份展现，6 月份预计成为钢材今年第一轮钢材价格下跌的起点。短期受到钢材需求回落的压力，预计钢厂利润仍将维持底部徘徊。钢厂的利润一是取决于需求强度，另一方面取决于原料价格的压制。当前钢材产量高位运行且原料供给受到扰动压制，铁矿、焦炭仍还处于较为强势的状态。我们认为随着产量滞后需求的走弱与原料供给端的修复，原料价格的顶部有望在三季度出现，原料价格转弱和雨季后钢材需求重新恢复将带来钢材利润走强，利润有望在 8-9 月出现底部拐点，届时钢铁股具有向上反弹机会。



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 IN2000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。