

【中泰钢铁】近期钢铁行业形势走势研判 20180918

各位投资者大家好，我是中泰证券钢铁行业首席分析师笃慧。今天主要分为两部分，一是钢铁行业后期走势研判，二是钒行业的投资逻辑。

第一部分 钢铁行业形势走势研判

今年年初我们对整个周期品是非常谨慎的，因为 2015 年底财政政策货币政策双发力，经济进入新一轮刺激周期，而从 2017 年四季度开始中国经济慢慢过渡到一个紧缩周期，需求温和和下滑。而 4 月 17 日突发降准后我们开始调整观点，对整个投资预期进行上修，提出今年地产投资具有超预期的可能，地产将成为整个经济的重要支柱，我们看好整个地产链条表现。

从 4 月 17 日降准开始，包括 23 日的政治局会议，以及后续一系列微调举措严格意义上都不是刺激政策，准确来说都是预防性政策。它的核心意义在于去年年底到两会期间政府对经济非常乐观的态度已经出现一些调整。而导致这一变化主要就是外部压力增大后，国内政策组合开始变形。这个外部压力指的是之前我们在年初没有预判到的中美贸易摩擦。

在目前情况下，我们觉得贸易摩擦是确定的，这将是一个长期过程，不确定的是国内应对策略。应对政策往往有两种路径，一种是闭关锁国，经济代价会比较大，另一种是稳定内需。而稳内需从今年的情况来看就是房地产会超出市场预期，今年以来几乎所有人都看空房地产，每个月都觉得下个月会断崖，但实际情况五月之后地产数据一直是比大家想的要好的。我们从 4 月降准后就很好地产，到目前为止观点未发生改变，近几月地产数据一直超市场预期。

为什么会这样呢？大家可能觉得房地产必须政府鼓励，刺激才会起来，但其实并不是这样，房地产核心看利率。2009 年起来的经济周期和 2015 年底起来的这波经济周期有相同点，也有不同点。相同点在于都是财政、货币政策双发力，经济重新向上；而不同点在于周期走的路径不近相似。2009 年四万亿之后，在 2010 年过渡到工业企业资本开支周期。比如说钢厂重新建钢厂了，化工厂重新建化工厂了。但本轮工业企业在四年资产负债表修复完成后没有重新扩张，制造业投资虽然从底部起来了一点，但绝对位置依然偏低，远远逊色于 2010 年的扩张幅度。使得企业融资较少，利率从底部绝对位置起来一些，但绝对位置依然偏低。为什么本轮没有过渡到大范围资本开支周期呢？因为制造业投资重新扩张需要两个前提条件：一是看大家对经济中长期预期是否出现改观，二是看企业资产负债表修复情况。第一是大家有没有信心，第二是有没有能力。光有信心没有能力不行，光有能力没有信心不行。从 2017 年三季报四季报情况来看，所有周期行业资产负债表修复的都很好，但到去年年末，可以拉动投资的重化工业投资依然低迷。资产负债表修复好之后企业不投资的原因有两点，一是因为前期 2013 年之后行业低迷的时间太长，企业家依然比较谨慎，投资意愿不强；二是政策管控很严，在供给侧改革背景下政府不让新建钢铁厂、化工厂、水泥厂等，导致整个重化工业投资依然处于偏低状态。如果去年制造业投资没有起来，今年能起来的程度比较有限。因为需要刚刚我们所说的两个条件：意愿和能力。而人的意愿本身就是动态过程，它是一个顺周期的东西，我们做期货做股票有一句话叫一根阳线改变理念，三根阳线改变信仰。改变预期最有效的方法就是所谓的阳线持续性。这一点不仅对资本市场的人的人性适用，对实业里面的人也是一样的。对实业企业家来说，阳线持续性就是所谓盈利的持续性。去年我们曾提出一个观点，经济偏平同时有一个上行的期权，就是来自于工业企业四年资产负债表修复后的重新扩张。为什么去年觉得这个概率比较大呢？因为去年经济是这么多年最平的一年，有

12个月盈利的阳线扭转大家预期的概率比较大，比如说1月份我们已经进入紧缩周期，但资本市场顺周期资产大涨。包括银行地产周期股一个月时间涨幅巨大。在紧缩周期下投资周期股说白了就是12个月盈利阳线之后会带来一个线性外推思维的幻觉，相信盈利可以持续了。但这个阳线一旦被破坏，再次恢复大家信心是很难的，即使企业资产负债表较好，投资意愿也不足了。比如说今年上半年进入紧缩周期，我们都知道上半年融资环境非常恶劣。简单来说就是原来容易融资变得更容易，原来不容易融资的变得更难。在这种情况下，让工业企业去主动扩张资产负债表是很难的，因此企业没有大范围过渡到新一轮资本开支，企业融资较少，利率从底部起来一点，但绝对位置依然不高。在这种情况下，只要货币环境指引发生变化，地产销售很可能重新躁动起来。

具体来看，目前情况和2014年不一样，2014年是高利率往低利率走，而现在的利率水平本身就不高。2008和2010年资产负债表修复完成后，工业企业过渡到资本开支周期，当时房贷利率7个百分点左右，而现在基准利率基本没变，只有4%左右，即使平均上浮20%，与当时利率高点还有很大差距。在这种情况下，4月17号的降准我们说它不是刺激政策，它只是预防性政策。而且政府目前也没有任何刺激地产的意愿，但意愿和结果两者是不同的。在绝对利率位置比较低的情况下，给出这个货币环境指引，对地产销售依然有效果。我们看到5-8月的房地产数据全面超预期，4月份之前我们相对悲观，当时对房地产销售面积增速的假设是负5%左右，到4月降准后我们预计至少是0增长，现在来看不仅是0增长，可能会有0-5%的增速。考虑到去年是房地产销售是史上最高水平，今年即使维持零增长也是非常好的水平，同时房地产库存水平很低，销售对投资的传导将比较直接，因此今年地产投资是有可能超预期的，预计全年地产投资增速达到10-15%左右，其中量增长占5-10%。

从严格意义上来说，今年基建下滑幅度更大，但地产可以大部分对冲。7月以后整个资本市场对基建预期非常高，但是我们看到这两个月的基建投资数据并不理想，基建是我们年初最看空的领域，目前依然保持谨慎态度。今年基建核心问题在于地方政府缺钱，政府的能力和意愿出现矛盾，基建整体扩张空间有限，后期需要再观察，今年需求端主要还是依靠地产上行对冲基建下行。

但地产投资风险点在哪里呢？房地产的风险是之前加强监管打破刚兑对开发商融资造成多大影响。2014年以前表外融资主要是房地产和融资平台，2014年后主要是房地产企业；另外2015年7月到2016年11月开发商发了很多债，从今年下半年开始陆续到期，今年上半年融资环境比较难发新债，这是一个风险点，需要后期关注。但是我们置于一个大框架下进行理解，今年4月之前宏观经济紧缩，4月之后最大的命题是外部压力大，国内政策应对的不确定性，但只要选择稳定内需，融资放松只是时间问题。我们看到4月17日降准作为货币政策标志性事件，5、6、7月政策微调速度不断加快，因此这只是节奏问题，并不是方向性问题。

刚刚我们说到需求定方向，库存周期和产能周期定弹性。也就是供给端主要是一个弹性的概念。我们在2017年年初时即判断去年整体经济是高位偏平，工业企业四年资产负债表修复过程中供给端调整非常充分，因此整体中游制造业盈利均维持较高水平。工业企业修复是从2014年开始的，2014年之前工业企业投资性现金净流出是高于经营性现金净流入，2014年之后则相反，通过省钱的方式来修复资产负债表，导致库存周期和产能周期都恢复得非常健康。在修复资产负债表的过程中，企业会表现出几种行为：（1）企业节衣缩食，不仅是钢铁行业没有资本开支了，所有的中游企业都没有资本开支了，也就是我们之前几年观察的现

象叫钱不进实体，资金脱实向虚；（2）合意库存水平降低。合意库存是指整个经济体库存波动的中枢。以 2006-2007 年为例，当时钢铁行业原材料存货铁矿石的合意库存水平大约为 6 个月，以六个月作为中枢来上下摆动，造纸大约为 1 个半月，而现阶段，铁矿石合意库存水平大概只有 25 天，造纸大概 5 天。降低合意库存水平本身就是一种修复资产负债表的行为。2014 年整体工业企业修复资产负债表的这两种行为将库存周期和产能周期调整的非常健康。因此在经济高位偏平的情况下盈利会保持较高水平。这是整体中游制造业的共性。2014 年-2017 年四年资产负债表修复后这一轮没有转向重新扩张，目前供给端依然比较健康，如果需求一旦走平，没有供给增加工业品盈利将继续保持高位，也就是黑色金属商品会重新回到之前的高度。也就是我们看到的螺纹钢在降准之后重新涨回去的情况。

从大类资产角度来看，今年地产最好，综合房价将创新高；商品第二好，地产链条的较好，基建和消费占比高的相对差一些；权益资产排第三，我们认为钢铁板块会修复，但可能涨不回去之前高点。因为周期股的估值比较复杂，一则我们的隐含假设是永续经营，估值需要跨越周期去看，二是周期股一旦越过盈利的拐点，就比较难涨。但好的一点在于之前调整幅度非常大，在这个位置有较大的修复空间。近期钢铁板块受环保限产复产折返跑影响较大，对此我们认为供给侧改革发挥作用是建立在需求平稳前提之下。就八月份经济数据而言，呈现供需两旺态势。不同于市场理解需求下滑，钢价上升主要由供给收缩导致。实际情况房地产投资依然保持强劲增长，对冲基建下滑，钢铁整体需求高位保持韧性。而供给端虽然有环保影响，但产量环比下降仅 1%，意味着生产企业通过增加废钢等手段规避了高炉减产的不利影响。同期淡季库存仍保持低位，并无大幅增长，需求依然是托举行业盈利的核心要素，而实际供给作用不大。即使后期环保减弱，四季度行业盈利仍可维持较高水平。

第二部分 钒行业投资逻辑

近日钒产品价格继续延续上涨趋势，其中四川地区五氧化二钒价格上涨 1.5 万元至 29.5 万元/吨，50#钒铁价格上涨 2.2 万元至 30 万元/吨，年初以来两者涨幅分别达到 103%和 67%。

首先明确一点，钒的下游需求主要用于钢铁冶炼，目前全世界的钒有 85%以钒铁、氮化钒等形式添加到钢铁当中，从而增强钢材的强度、可淬性等特性。因此在钢铁行业供需偏紧钢价及盈利有望维持高位的背景下，对钒价上涨能够提供有效支撑。按照最低含钒量 0.025%计算，在目前 29.5 万元/吨的五氧化二钒价格情况下，每吨钢添加钒的成本约为 131 元，占目前钢坯成本仅为 5%左右。因此钢厂对于钒合金的价格敏感性相对较弱，高盈利下更多强调供货的稳定性。

近期钒行业供需关系依然维持偏强态势，供给端来看整体呈现收缩趋势，主要有三点原因。第一，近年来国内环保政策趋严，部分石煤提钒企业以及利用提钒尾渣继续提钒的中小企业迫于环保压力相继关闭，2017 年由此减少的钒制品供应量约为 0.8-1.1 万吨；第二，2017 年 7 月我国宣布 2017 年底前，将禁止进口 4 大类 24 种固体废物，钒渣即包含在内。而目前钒渣提钒在国内外为主流方式，据估算，国内钒渣进口量约为 5 万吨，禁止进口造成部分钒产品加工企业面临无米之炊的局面，折合成钒产品产量减少 4000 吨左右；第三，国外大型钒企持续去产能，原世界排名第一的钒制品巨头俄罗斯 Evarz 集团，自 2016 年起合计退出钒产能 3 万吨，占世界年钒产量 16 万吨的 18.75%，对钒产品市场供给造成较大影响。

需求端来看，两方面原因促成需求端稳中向好。一方面，2017年随着地条钢取缔合规产能替代，涉及钢铁产能约1.4~1.6亿吨，有效增加了钒合金的应用。假设取代产量为3500万吨，预计至少带来钒产品消费增量为0.875万吨。另一方面，螺纹钢质检加强提升钒合金应用，在以往质检标准下，钢厂在生产过程中既可以通过添加钒合金，也可以通过采用“穿水工艺”来提高钢筋强度。近年来随着螺纹钢质检标准的不断趋严，“穿水”钢筋的市场流通范围逐步缩小。最新出台的《2018年热轧带肋钢筋标准》则旨在从行业标准上硬性禁止穿水钢筋的市场流通，具体实施时间为今年11月1日。随着质检工作的不断深入，合金工艺将逐步取代穿水工艺，从而提升钒合金应用。按照最新标准测算，预计对钒金属的需求增量为0.52-2.45万吨，换算为五氧化二钒为0.93-4.4万吨；

综上所述，环保限产趋严、禁止钒渣进口以及国外大型钒企持续去产能导致供给端释放受限，需求端钢铁行业基本面向好对钒产品需求形成支撑，随着螺纹钢质检标准趋严钒产品新增需求可观，未来整体供需关系维持偏强趋势，展望后期钒价依然维持之前报告中的判断，维持高位并进一步上涨。

从攀钢钒钛公司层面来看，目前具备2.2万吨钒制品生产能力，国内市场份额占比28%，鞍钢集团旗下的西昌钒业有限公司1.8万吨产能目前托管给上市公司管理，按照2016年集团消除同业竞争承诺，这部分资产将在三年盈利的基础上注入上市平台，有望在2020年实现，合并后市占率将达到47%，作为国内钒制品龙头企业，具有较强的定价能力。此外，公司原材料成本优势显著，背靠集团，主要生产原料钒渣来源稳定，因粗钒渣无市场销售价格，关联交易价格主要采用成本加合理利润的定价方式。根据公司公告，2016年粗钒渣采购均价为1781元/吨，2017年以及2018年上半年采购价格均为2209元/吨，折算每吨五氧化二钒的原料成本大约为2.76万元，仅占目前五氧化二钒市场价格10%。低廉的原材料成本未变，2017年以来钒产品价格的上涨基本可以归为利润。

同时钒制品比如钒电池等非钢领域的拓展和应用，将增强公司钒产品竞争力，为中长期发展提供新动力。钛产品方面，2018年供需格局持续优化，产品价格有望偏强运行，集团完整钛产业链提供资源支持，盈利预计稳中向好。

风险提示：环保限产不及预期；宏观经济大幅回落导致钢铁需求承压。