

【中泰钢铁|会议纪要】周期“一事一议”20190120

各位投资者大家晚上好，非常荣幸晚上能和大家进行交流。最近商品及权益类资产涨幅较大。大家也非常关心今年周期品走势，我们今天的会议题目叫做周期的“一事一议”，为什么想起这个名字呢？因为从去年开始我们遇到这么多年以来的最复杂的经济情况，传统的周期研究发生了一系列变化，刻舟求剑的研究也面临了一系列挑战，核心就是要回到具体问题具体分析。

第一个不一样的地方是房地产，在2018年房地产超出所有人的预期，凭借一己之力对冲了基建下滑，稳定了投资链条的需求。这轮地产的繁荣周期的跨度远远超越之前的周期。很多人看到最近的媒体报道价格销售情况比较糟糕，尤其是一线城市的感觉为甚。在这种逻辑下现在的好只是赶工带来的，很快结束。但是我想说的是2018年房地产，无论价格、销售、投资，统统超市场预期。在今年四月份降准之后，全国70城同比房价涨幅开始重新扩张，全国房价涨幅很大，到11月份70城房价同比涨幅10.3%，较10月份又上升了0.6个百分点。这一点和我们在一二线城市或者部分二线的感受完全相反。为什么会出现这种情况，因为这是一次非典型的地产调控，与以往周期不同。这次调控政策最典型的特征是没有“总量型”调控政策，以往的总量性调整房贷利率从底部到顶部要上升300bp，而这次只上升了100bp，以往地产调控面临的利率要7个点甚至以上，而这次基准利率根本没动，上浮了15-20%也就5.6-5.7%，和以往差距很大，这是和以往最大的不同。因此大家有印象的话，我们在4月17号降准后，马上提出回马枪，地产将超出市场预期。417的降准严格意义上来说不是刺激政策，它只是预防性政策。到目前政府也没有意愿刺激房地产，但我们做研究都知道意愿和结果是两码事，在利率极低的情况下，做出这个货币环境指引，表面上预防性政策会起到实质性刺激政策的效果，因此四月份之后全国房价同比涨幅重新开始拐头向上。目前大家觉得必须要看到地产调整放松，其实不需要。大家觉得是史上最严的调控政策，但实际上是史上最轻的调控政策。本次调控更多是“因城施策”。在总量货币环境不发生变化的情况下，压住一线涨二线，压住二线涨三四线，今年我们看到一线房价是跌的，但不妨碍三四线城市大幅上涨。我们对明年依然是看好的。首先要和大家说一下大家评判好坏的标准是什么。比如说我说2018年房地产销售零增长就是很好的水平，因为2017年本来就是房地产销售历史上的第一天量，去年能维持住已经很好了。2018年如果房地产销售个位数负增长依然是非常好的水平。好和坏的标准是什么？我们研究周期品都知道周期来自于动物本能，本质就是均值回归。在2015年之前如果看五年地产周期，我们说好两年坏两年，好的时候地产10%以上增长，坏的时候也有负很多的时候，我们做一个均值平均每年下来4-5%左右增长，这个中枢主要取决于人口、城镇化等一系列结构性因素。而2015年以来，2015、2016、2017、2018已经四年了，今年是第五年。在前面四年中，我们没有看到任何一年的负增长。2018年地产本来是一个衰退周期，从周期的角度看地产销售应该是-5%-10%的水平，但是4月之后提前刺激了，去年的地产销售远远偏离于中枢位置。去年维持零增长就是非常好的水平，又是一个历史天量。

房地产最核心还是看利率。关键还是利率太低了。2015年年底起来的这波经济周期和2009年起来的这波有相同点，也有不同点。相同点都是财政政策和货币政策双发力。而两个周期的不同点来自哪里呢？来自周期走的路径不相似。09年四万亿下去之后，在2010年过渡到工业企业资本周期，工业企业资产负债表在2010年重新开始扩张了。但是2015年的这波周期没有顺利过度到工业企业的资本开支周期，主要来自于政府和居民加杠杆，但是企业降了杠杆后，资产负债表扩张并不明显。导致的后果就是企业融资少。我们这波利率从底部起来了一点，但是绝对位置依然太低了。在这种情况下，只要货币环境指引一旦发生变化，

房地产销售马上就会起来，因为利率的绝对位置不一样。同时，房地产这一波和以往不太一样的地方在哪里，就是库存很低，销售对房地产投资的传导是非常快的。不像 2015 年，15 年是实际利率下来最大的一年，但是销售起来到房地产投资起来中间差了 10 个月，当时库存很大，现在没库存，因此四月份降准后，5 月份房地产销售起来，马上新开工就起来，三季度行情加速。从而房地产投资对冲了基建的下滑，因此我们看到黑色链条的需求情况非常好的，和大家想的完全不一样。

2019 年房地产销售端，我认为会是个位数的负增长。但是大家不要以为个位数负增长不好，这个数字依然非常好。就像我们之前说的如果回到五年周期中枢位置，今年地产销售理论上应该下降 20-30%。但是还是由于利率太低，我们今年地产销售依然会远远偏离于周期合理的位置。2013 年我们卖 13 亿平都觉得是天量了，这两年卖了 16、17 亿平，今年即便是个位数负增长，就算 15 亿平也还是天量。今年房地产投资，我也很看好，我认为房地产投资比销售更好，但中间可能会有波折，全年来看可能会有 5% 以上的增长。为什么呢？因为去年主要是开工强，今年这块占比会弱一些，但不会掉很多，依然会维持 5% 以上，开工阶段钢筋混凝土强，而今年可能是后端有色及玻璃的需求表现。总体投资韧性依然很强。

第二个方面不一样的的是基建我也很看好。大家都知道去年我们是最看空基建的，是什么导致了我们的变化？去年我们看到是第一年政府意愿和能力出现冲突，很多地方债务问题非常严重。如果今年猛发力基建，从更长期的维度看当然不太理性。但不妨碍这一两年财政的扩张。今年基建的核心问题是力度。2018 年年底的这次中央经济工作会议、工作重心重新回到经济工作上来，基调是保增长。今年宏观调控的总体思想是逆周期调节，稳定总需求。财政政策要加力提效，实施更大规模减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。政府的态度已经明显转向稳增长，今年的基建一定会较去年有所起色。最好的手段是中央及省级政府发债。

但钢铁有可能比其他周期品要差一些。在前面 2016-2018 三年钢铁享受了三年双重利好。一方面需求扩张，第二个方面供给侧改革解决是分配的问题。总蛋糕变大，然后行业份额又等于多切了一块。而明年第二个因素可能会出现弱化。

在去年中央经济工作会议通稿中 2019 年依然有三大攻坚战，其中污染防治，2018 年是要使主要污染物排放总量大幅减少，生态环境质量总体改善，重点是打赢蓝天保卫战，调整产业结构，淘汰落后产能，调整能源结构，加大节能力度和考核，调整运输结构。2019 年是要巩固成果，同时要统筹兼顾，避免处置措施简单粗暴。要增强服务意识，帮助企业制定环境治理解决方案。

11 月以来我们看到钢价出现比较明显的回落，但是这个回落并不是需求端的问题，11 月建材的销售量一直都很稳定，水泥出货量也是非常好。为什么钢价会下跌呢？主要是供给出现了问题。今年的问题在哪里呢？去年的问题就是需求是平的，供给有增量的就会跌，比如铜，供给减量或者控制住的会涨，比如钢筋水泥。按以往来说，钢厂 1000 到 1300 的毛利是不可持续的，因为供给总会想方设法的满足需求，但是最近两年一些临时性限制政策在里面作梗，导致超高盈利时间维持很长。比如说，2017 年下半年环保这种临时性限制性政策会导致供给响应速度变慢了。但是这种情况在去年四季度发生了改变了。就是临时性限制政策在逐步退出，供给的响应速度提高。所以这一波商品下跌，更多是在打供给、打盈利。同比去年 9 月钢铁厂限产规模在 50%，10 月份在 30%，11 月 15 号开始大家发现执行力度十分弱。转变太大，就造成了这波钢价的回落。同时大家不要觉得少了一点供给缺口，增加一点钢铁产量，钢铁波动率就会小。但是不是这样的，因为工业品是边际定价的，就是说他的价格弹性是远远超出量的弹性，如果有 5% 的供给缺口，吨钢盈利能到 1000，如果有 5% 的过剩，钢铁盈利回到 400-500 也是很正常的。因此来说今年我也不知道限产的节奏怎么样，但是从

本次会议通稿来看，限制性政策是低于预期的，大方向是退出的，所以黑色金属虽然需求比大家想象的好，但由于供给端的因素，2019 年盈利中枢较 2018 年预计将有所回落。最近的情况来看钢价表现坚挺，尤其期货市场黑色系商品涨幅较大。目前已经进入节前冬储期，从库存增幅来看符合季节性特征，并没有出现超预期上升情况，侧面说明需求仍然保持韧性。由于春节临近，出货量下降，价格变化让渡到冬储的力度。随着需求预期逐步回暖，冬储意愿增加，价格保持坚挺。就股票而言，由于 2015 年年底开始的新一轮周期，并未大面积过渡到工业企业资本开支周期，产能新增数量明显低于 2009 年刺激周期。供给的增长更多表现为过去一年环保等供给端限制性政策退出现有产能充分释放，超高盈利向正常盈利回归，但并不会回到 2015 年极低状态，中枢下降可控。此外短端利率目前处于极低水平，有利于权益类资产估值修复。综上所述，钢铁板块主要把握估值修复的机会。