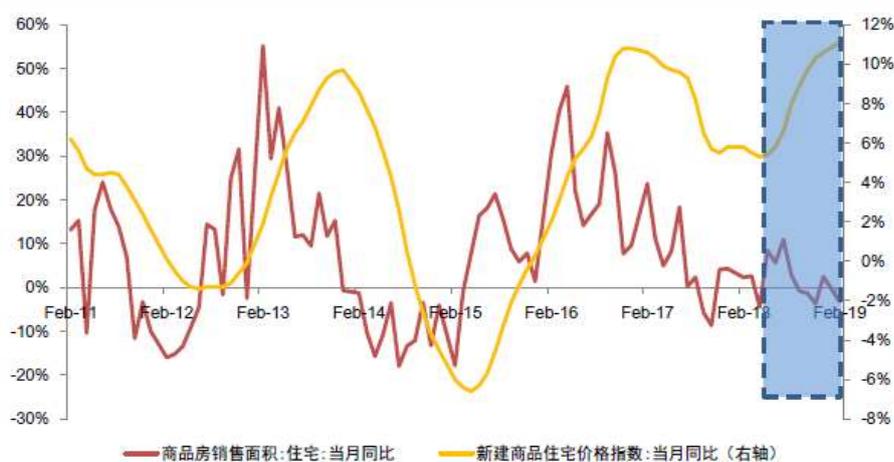


【中泰钢铁|会议纪要】周期浴火，凤凰涅槃 20190317

各位投资者大家下午好。非常荣幸这个时间和大家交流商品、股票等一系列资产观点。首先说一下结论：我们看好今年的股市、房市，商品市场走势分化，我们看好周期品之后的投资机会。去年我看好投资链条需求，去年年底我们年度策略《进退之间》及一系列跟踪报告对 2019 年需求依然不悲观，提出投资端依然将超出市场预期！今年前两个月经济数据已经出炉，地产投资数据再超市场预期，但分歧焦点依然在地产数据上，看空的依然看空，多看的依然看多，因为在各项数据上有一些有别于以往周期的东西，刻舟求剑的研究往往得出错误的结论。这一系列数据里面首先你会看到量价的背离，前两月地产销售已经有三个点以上负增长，但 70 城房价继续上涨，2 月同比涨幅已经达到 11.1%，较上月继续上涨 0.3 个百分点。另一方面地产投资上双，但新开工增速下滑，施工增速上升，我们在研究过程中要将一系列数据进行综合观察。这一系列数据要如何解读呢？

图表 1：2018 年 4 月以后地产销售与价格增速出现背离

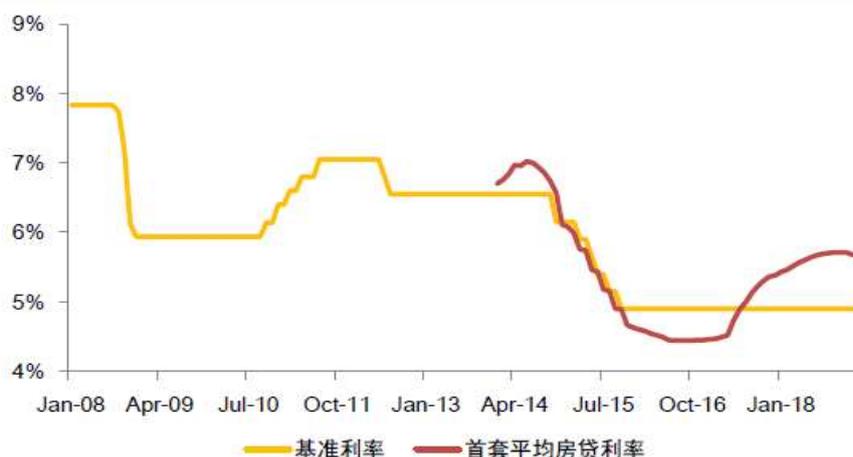


来源：中泰证券研究所

在去年在一片看空地产投资声中，我们是全市场唯一看好地产投资对冲基建下滑的周期团队，这一判断在 2018 年已经得到了实证的检验。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。很多人在去年下半年看到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投资链条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。在去年四月份降准之后，全国 70 城同比房价涨幅开始重新扩张，全国房价涨幅很大，年底 70 城房价同比涨幅 10.6%，较 11 月份又上升了 0.3 个百分点，二月份刚刚出炉的数据全国均价又继续攀升到 11.1%！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。市场觉得是这轮调控史上最严的调控政策，但实

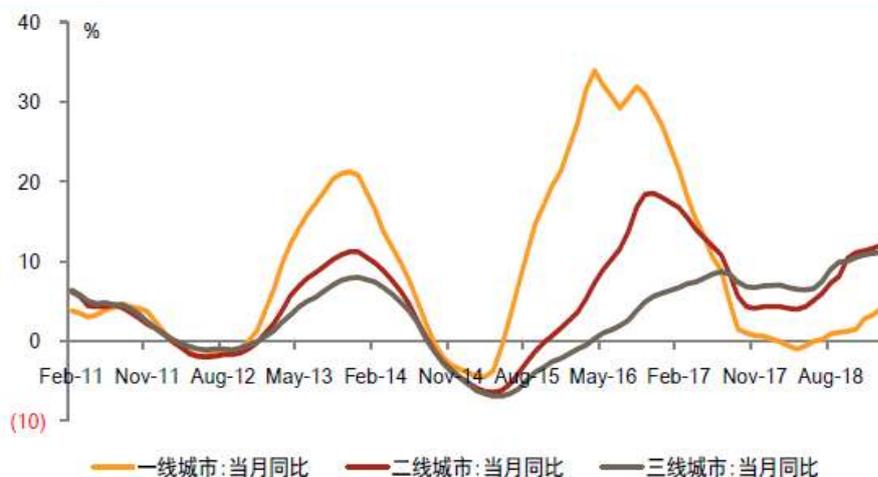
实际上是史上最轻的调控政策。本次调控更多是“因城施策”。在总量货币环境不发生变化的情况下，压住一线涨二线，压住二线涨三四线，去年我们看到一线房价是跌的，但不妨碍三四线城市大幅上涨。就像一池子水不变，这池子下面有十个出水口，你关了一个出水口，剩下九个出水口冒的更猛。全国房价是这池子水决定的，哪个城市涨哪个城市跌，是“因城施策”开哪个出水口关哪个出水口决定的。

图表 2：此次房贷利率上行速度偏缓



来源：中泰证券研究所

图表 3：分区域间城市房价出现接力式上涨

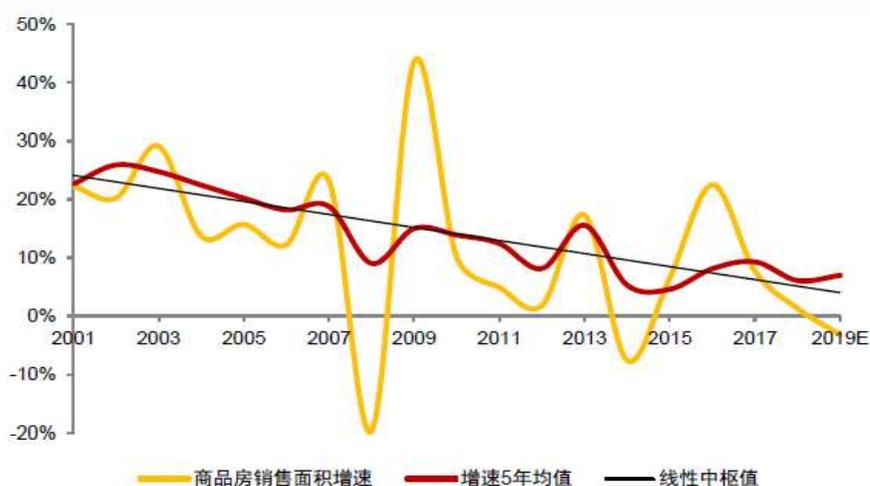


来源：中泰证券研究所

我们对今年房价依然是看好的，还是利率太低了。但预计今年房地产销售会有个位数负增长，但大家千万不要觉得差，要觉得非常好。这主要是大家评论的标准问题。比如说大家觉得去年经济很差，但在我看来经济去年是过热状态。因为经济过热不过热的衡量标准是和我们的潜在增速比较，而大家觉得经济差是在和前年三十年中国经济增长奇迹的增速去比较。房地产销售也是这样一个问题，实际上 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，我们要理清周期性因素与结构性因素。我们研究周期品都知道周期长期中枢是结构性问题决定的，我们讲究的是均值回归。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，在前面四年中，我们没有看到任何一年的销售面积负增长。2018 年地产周期本来是一个衰退周期，从周期的角度看地产销售应该是负增长 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，结果又是一个历史第一天量。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归五年周期中枢位置，拉平五年中枢维持 4-5%的话，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 17 亿平，今年照样可以卖 15 亿平，这是非常好的数字，远远偏离于理应所在的位置。就像一般钢铁淡季需求比旺季需求少 15%，但是实际如果只下降 5%，这个定义好还是坏？应该是非常好！

图表 4：商品房销售面积增速五年均值持续位于中枢值以上



来源：中泰证券研究所

而今年房地产投资，我更看好，由于库存太低房地产投资比销售更好，去年销售 1%，投资 10%，今年销售个位数负增长，投资至少会有 5%以上的增长。但为什么会比去年低一点呢？因为投资结构发生变化，去年主要是开工强，开工端投资强度比较大。今年这块占比会弱一些，但后端会进一步增强，这就是我们在两个月看到的地产总体地产投资新开工增速下来，但施工增速上升，前后对冲整体依然会维持 5%以上，去年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。总体来看地产投资韧性依然很强。

除此之外基建我也很看好。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。从前两个月数据来看已经看到触底回升迹象，

图表 5：基建投资已经实现触底回升



来源：中泰证券研究所

小结：综合来看 2018 年是房地产投资对冲基建的格局，而 2019 年地产投资可能会略低于 2018 年水平，但依然维持很高的韧性，同时基建逐步回升，整体需求还是很好。因此这次周期没有衰退，也说不上什么复苏。

元宵节之后我们走访了各地具有代表性的钢贸商以及投资机构。开工需求层面，今年采暖季对工地限制性政策减弱，下游开工时间相比去年农历同期提前，其中西南地区表现尤为突出（据了解地产贡献较大）。从近期建筑钢材成交量来看，已接近恢复至旺季正常水平。我们判断近期南方阴雨天气会对需求释放节奏造成一定影响，但不影响大局。分品种来看，建筑钢材最近已经恢复到正常状态，超预期的来自于板材，各地贸易商反馈今年工程机械、容器、重卡、家电等下游需求旺盛，板材价格一扫之前萎靡状态，价格非常坚挺。

但从中期看钢铁盈利有可能比其他周期品要差一些。因为在前面 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。而今年第二个因素可能会出现弱化。

在去年年底中央经济工作会议通稿中 2019 年三大攻坚战中污染防治任务方向发生一些变化，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。从政策取向来看大方向来看今年黑色的生产端的限制性政策要逐步退出。

去年 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。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。所以之前商品下跌，更多是在打供给、打盈利，和大家以为的需求崩塌无关。

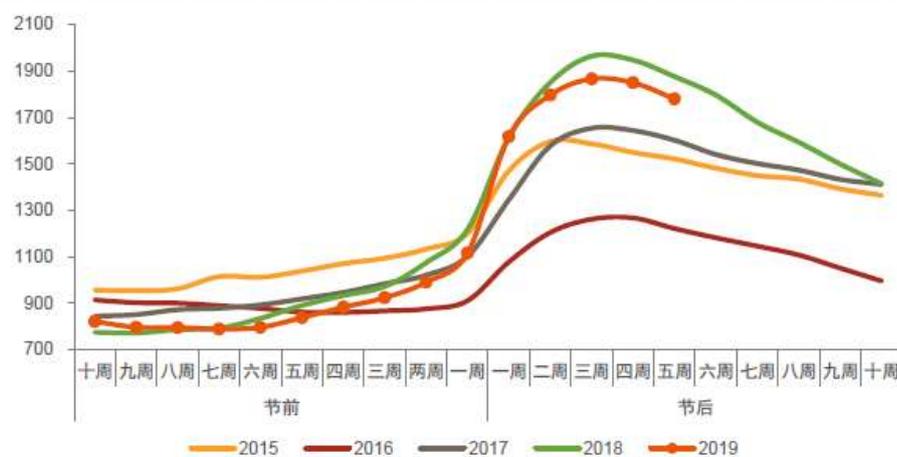
前两月数据我们也看到钢产量同比有接近 10% 的超高增速，主要就与限产放开有关。但从库存表现情况来看，库存峰值反而较 2018 年低，说明目前真实需求依然非常旺盛，在这么高的供给量下，依然可以把钢价维持在 3800 元左右，是非常不容易的事情。

图表 6：国内粗钢日产量及同比变化



来源：中泰证券研究所

图表 7：2019 年社会库存低于去年同期水平（农历）



来源：中泰证券研究所

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有产能充分释放，超高盈利向“周期正常”盈利回归，但并不会回到 2015 年极低状态，稳定在合理位置时间拉长后，有利于拉高市场估值。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。