

穹顶之下 钢铁行业何去何从？

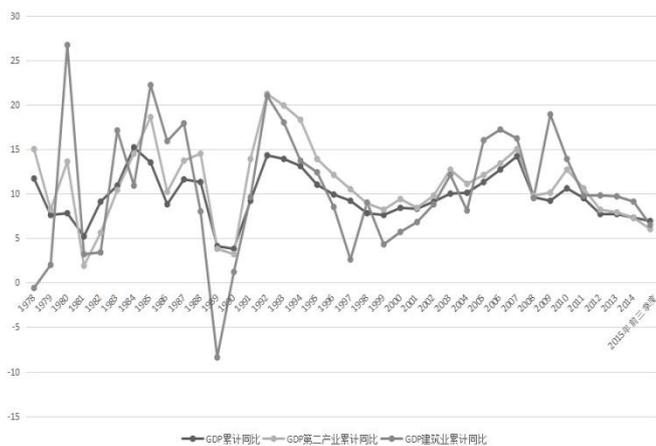
前言： 过去的 2015 年对于整个钢铁行业来说都是严酷的一年，在需求低迷的情况下，我国钢铁产量仍旧维持在高位，供需失衡导致钢价再度下破了市场的预期。在原材料端，国外铁矿石产量延续增长，四大矿山增产计划仍在有序进行，发运到港数量也在持续上升。供应压力持续增加导致铁矿石价格在 2015 年延续跌势，再度接近腰斩。而今年钢铁企业也面临着全线亏损的局面，陆续有钢厂传出减产停产消息，这个冬季也可能成为一些钢厂挣扎的最后期限。另外随着环境问题的日益突出，四面“霾”伏也将可能成为压垮钢铁行业的一根稻草。2016 年面对失衡的市场，价格走势又将何去何从？

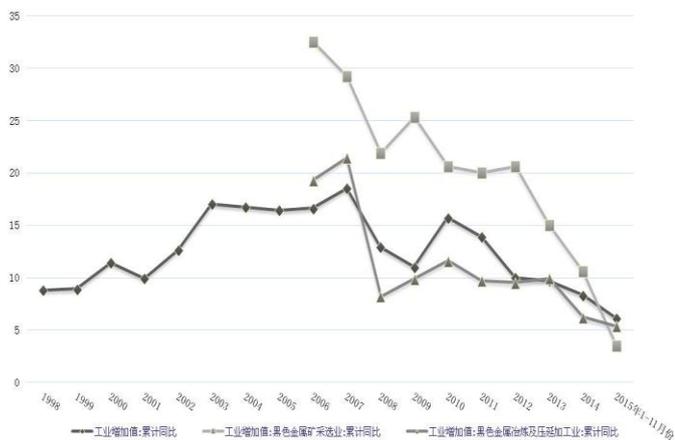
1 宏观方面： 根据国家统计局初步核算，前三季度国内生产总值 487774 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%。分季度看，一季度同比增长 7.0%，二季度增长 7.0%，三季度增长 6.9%。分产业看，第一产业增加值 39195 亿元，同比增长 3.8%；第二产业增加值 197799 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 250779 亿元，增长 8.4%。从环比看，三季度国内生产总值增长 1.8%。

2015 年 11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比 10 月份加快 0.6 个百分点。从环比看，11 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.58%。1-11 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.1%。

◆国内生产总值

◆工业增加值





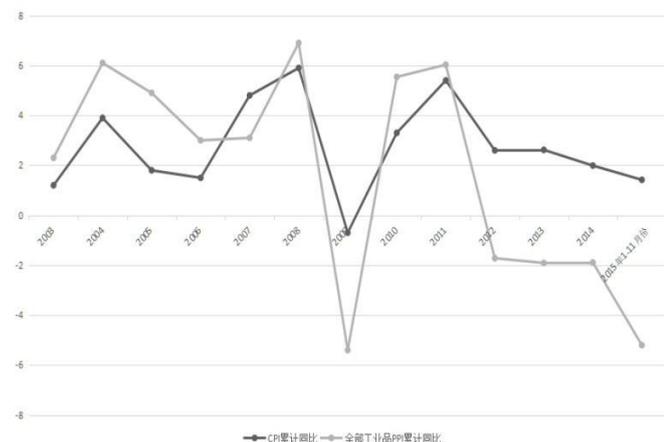
数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

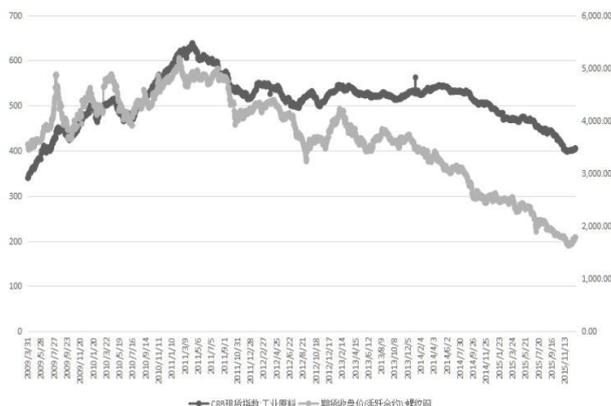
2015 年 11 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 1.5%。其中，城市上涨 1.5%，农村上涨 1.3%；食品价格上涨 2.3%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 1.2%，服务价格上涨 2.1%。1-11 月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 1.4%。11 月份，全国居民消费价格总水平环比持平。其中，城市、农村均持平；食品、非食品价格均持平；消费品价格持平，服务价格下降 0.1%。

◆CPI 居民消费价格指数

◆CRB 指数



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

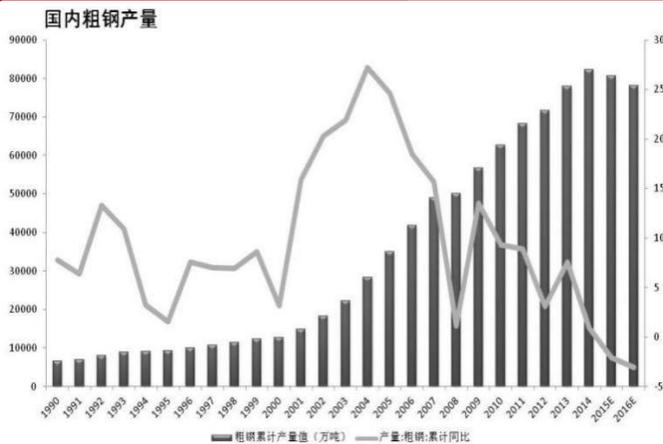


数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

2 钢铁:

2.1 产量峰值已过，供给侧改革

作为供应端最为重要的数据指标，粗钢产量基本上在 2014 年时达到了峰值，而 2015 年预计将有可能成为近 20 年以后首次出现年度下降。今年 1-11 月份粗钢产量 73837.80 万吨，去年同期产量 74867 万吨，同比下降 1029.2 万吨，降幅 1.4%。预计 2015 年全年粗钢产量较去年下降 2.1%，而粗钢表观消费量受疲弱的下游消费端拖累预计将下降 4.4%，供应收缩不及消费的下降仍是 2015 年钢价面临下行压力的主要原因之一。



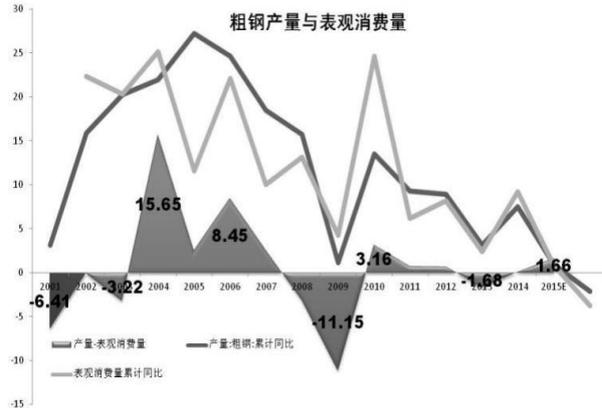
数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

2.2 企业亏损加大

2015 年同样也是钢铁企业最为难熬的一年, 全行业亏损成了钢铁行业的“新常态”, 1-10 月黑色金属冶炼及压延加工业利润累计仅 329 亿, 而去年同期利润达到 1044 亿元, 同比下降 68%。前一波刺激导致的钢铁产能大幅增加, 各地的新增产能逐渐投放引起的供需不平衡局面陆续发酵, 简单粗暴的政策干预也开始显露它的弊端。钢铁产业作为长流程行业, 从投资到开建到投产需要较为漫长的时间, 而一旦投产, 这部分产能要想退出同样也需要很长的时间来化解。这样的特点也就直接导致了钢铁行业要扭亏为盈, 从供应端进行控制来修复供需缺口同样也需要较长的时间, 钢价的上涨也会很缓慢, 因为钢厂退出的过程不是一蹴而就, 更多时候会有反复。而历次的钢价暴涨背后伴随的不是产量的减少, 更多的是需求的增加。而从今年的情况来看, 需求端未见起色, 而供应方面减产限产也不坚决, 市场机制受部分外因影响无法顺畅的运行。无论是粗放型的高成本民营钢厂还是低成本的国有钢企, 面对不断下行的钢价以及不断萎缩的下游需求, 过剩的产能必然要经历产能出清过程来达到新的平衡状态。从 2015 年年末的一轮限产停产潮我们也可以看出, 逐渐有一些钢厂开始调节自己的产量来应对疲弱的市场情况。预计在 2016 年这样的情况还会继续发生, 当前社会考验的更多的是综合竞争力, 市场对于优秀的企业的标准不单单是能提供低成本的钢材, 同样也需要具备高水准的高附加值产品。另外市场也对企业的销售能力做出要求, 优秀的企业在低迷的需求情况下通过更多样的销售方式来提高销量。

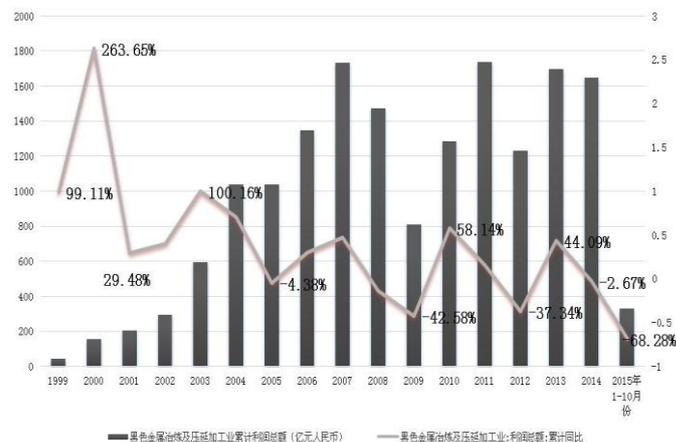
2.3 钢铁行业投资

自从 2012 年钢铁行业投资达到峰值之后, 投资增速进入负数区间, 预计今年的增速将会降至-12.5%, 较去年降幅扩大 6.6%。由于 08 的强刺激政策影响, 钢铁行业在 09-12 年间迎来了一轮高速增长, 使得产能



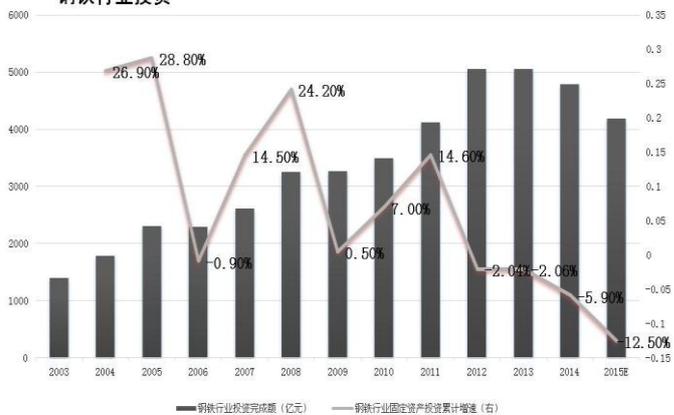
数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

◆ 钢铁行业盈亏情况



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

钢铁行业投资



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

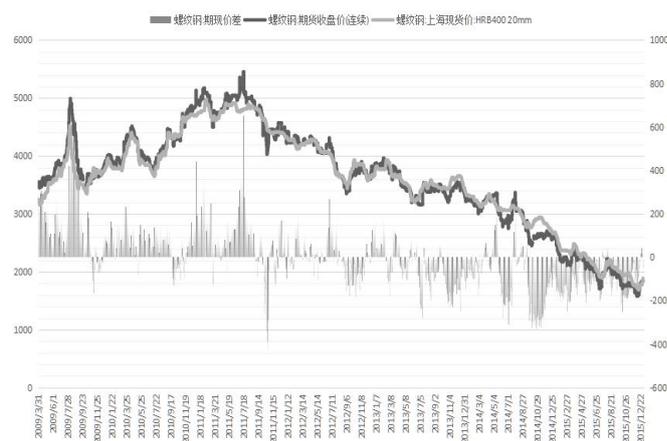
大幅扩大，整个行业开始面临巨大的供应压力。这也导致了随着当时新增产能达产之后，产能急剧扩大挤压市场空间，新增加的投资开始急速减少。

由于钢铁行业投资周期较长，从投资增加直到这部分投资转化为实际产能的增长往往需要几年时间，因此随着最近几年投资不断下降，预计未来几年内产能仍将维持顶部下行趋势。而随着国家对于供给侧改革的不断深化，过剩产能将被淘汰，而钢铁行业投资将被更多地转向技术升级，节能减排，以及生产高附加值产品。

2.4 螺纹钢期现变化

整个 2015 年螺纹钢的期现价差都处于负数区间，价差最大时达到 252 元/吨。期现结构更多时候是在反映市场预期，比如从 15 年的情况来看，全年期货都在贴水现货，说明市场对于未来钢价走势长期处于看跌状态，市场信心一直处于悲观。从图上我们可以发现，钢价自从 2011 年开始呈现单边下跌趋势，而这一段时间里几次的小级别反弹都伴随着期现价差的修复。这显示着市场对于未来期望的修复，这与当时现货市场上钢价持续反弹有极大的关系。现货价格的上涨使得期货市场对于未来的悲观预期有着较大的改观，使得期货价格大幅反弹，迅速修复了此前的贴水情况。但是由于市场供需情况没有本质上的改变，这一预期的改变并未维持的太久，之后又再度陷入深度贴水的境况中，说明市场在供需无法发生实质改变之前都将维持贴水状态。但是如果 2016 年钢铁产量能够得到控制，需求也能在一定程度上得到好转，市场信心有很大可能会恢复，那么螺纹钢期货长期贴水现货的局面也有望得以改观。

◆ 螺纹钢期现价差



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

3 下游消费

3.1 基建投资

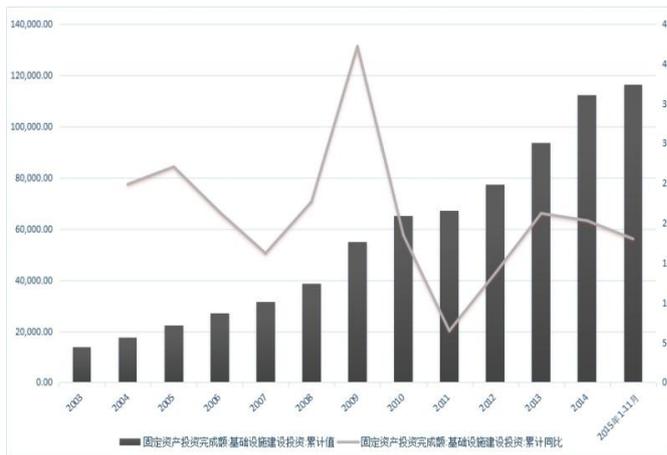
2015 年 1-11 月份我国基础设施固定资产投资完成额达到 11.6 万亿元，虽然投资增速延续回落走势，但是仍然有 18% 的增速。在宏观经济压力不断增大的情况下，内需疲弱，投资持续低迷，基础设施建设作为推动经济稳定的重要手段也一直受到中央及各级地方政府的重视。

3.2 房地产行业

2015 年房地产投资增速继续下降，今年 1-11 月份增速仅 1.3%，房地产对于资金的吸引力在继续减弱。

不过今年地产销售情况相对去年有所好转，1-11 月份商品房销售面积累计同比增加 7.4%，较去年的-7.6% 有着明显好转。同时今年 1-11 月份销售额同比增加 15.6%，同样跟去年相比也有很明显的好转。今年地产行业整体表现就是不同城市热度分化，一二线城市销售依然保持增长，尤其是一线城市，居民对于房屋的需求热度不减，投资意愿也很高。一线城市的房价指数增幅也是最大的，11 月份同比去年同期增长 15.01%，而二线城市略微下降 0.37%，基本与去年同期持平。三线城市房价指数仍然面临下降，11 月份同比降幅

◆ 固定资产投资完成额

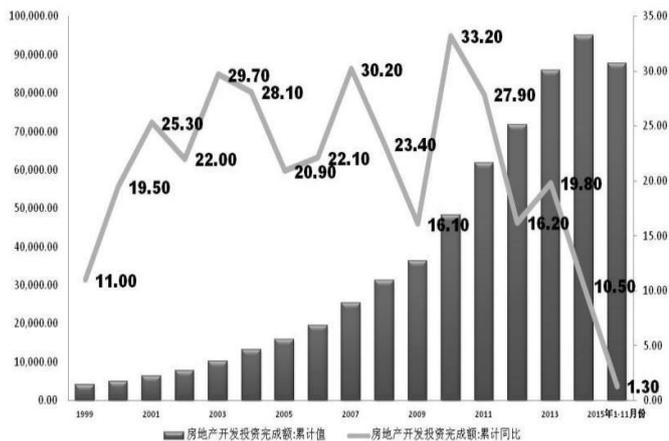


数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

2.18%。不过从图上来看，无论是房价同比仍是负增长的三线城市还是基本持平的二线城市，其房价下降趋势都在减弱，呈现企稳迹象，同比降幅均在减小。

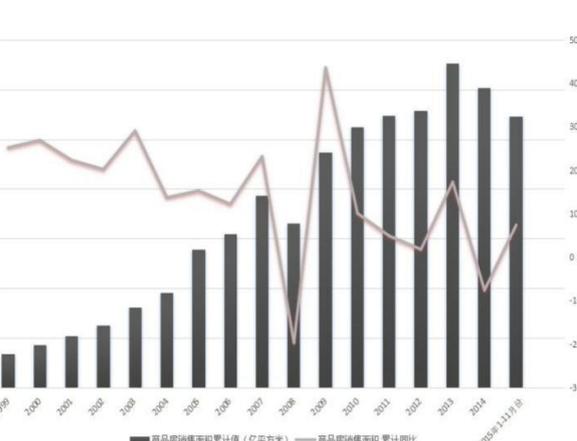
虽然销售情况以及房价都有所好转迹象，但是与钢铁行业直接联系的新开工面积数据仍将面临下行压力，今年 1-11 月份房屋新开工面积同比去年下降 14.7%，比去年的-10.7%降幅有了进一步的扩大。新开工面积依旧在下降，也意味着对建筑钢材的需求支撑仍将非常弱。

◆ 房地产投资情况



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

◆ 商品房销售数据



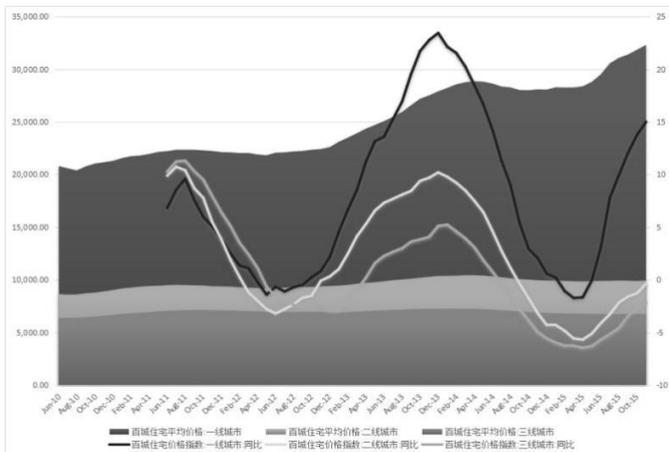
数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

3.2.1 房地产政策

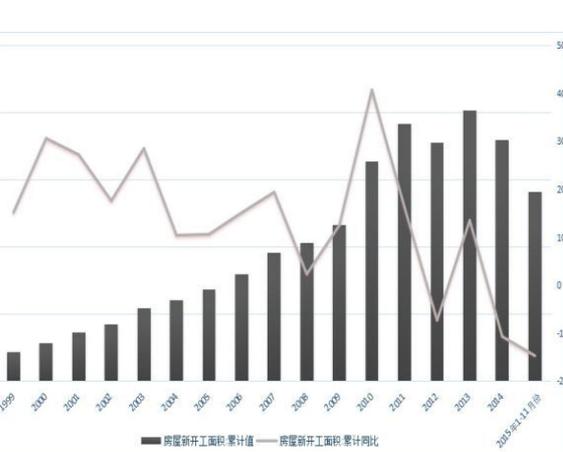
多数城市限购取消。随着国家对于房地产市场政策的调控方向逐步转为刺激，从 2014 年开始，不少城市已经开始逐步取消甚至全面取消了限购政策。在 46 个限购城市之中，目前只有北京、上海、广州、深圳这四座一线城市仍然维持着限购政策。

降息、降准、降首付，购房成本进一步下降。2015 年宏观经济层面承压，央行不仅持续向市场释放流动性，而且接连降息，仅年内就经历了 5 次降息 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，购房成本已大幅下降。贷款利率的下调意味着开发商贷款难度、融资成本的降低。同时也减轻了购房者负担，促进了改善型住房需求消费者的购房积极性。但由于央行多次降息以及受利率逐步市场化和银行间竞争加剧的影响，银行利润空间大为压缩，因此年内的放贷利率优惠政策在银行执行层面大打折扣，甚至一定程度上影响了银行发放购房贷款的意愿，最终导致银行对首付政策的执行也未能一降到底。

◆ 百城住宅平均价格



◆ 房屋新开工数据

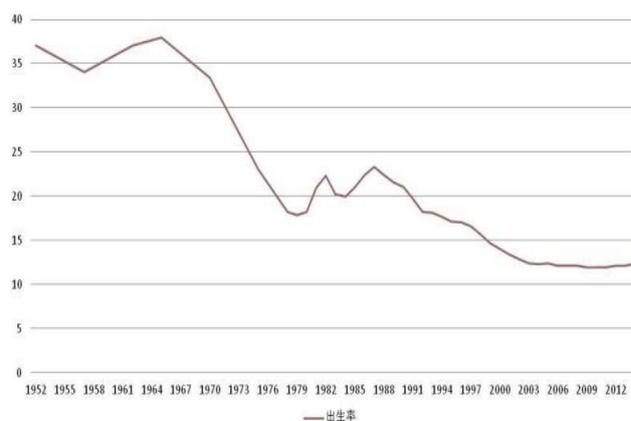


数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

3.2.2 人口红利褪去。我国钢铁消费阶段性峰值在 2013 年已经基本形成。这也是由于钢铁消费密切相关的房地产行业所决定的。人口出生率在 1966 年左右达到峰值之后开始呈现持续下降态势，房地产受到人口红利影响往往滞后于出生率峰值 40 年左右，因此房地产受到出生率带动的影响基本已经在 2006-2010 年左右的时候已经显现。2010 年 5 月份中国房屋新开工面积累计增速达到历史峰值 72.4%，未来较长一段时间内中国的房地产市场都难以大幅度地增长。从出生率的图上我们还可以看到，出生率在 60 年代峰值之后在 80 年代也曾出现过一定程度的增长，即 80-88 年时期的出生高峰期，而这一部分的红利最快也将要到 2020 年之后才会体现出来。不过从目前的情况来看，这部分的红利很难复制之前的辉煌，因为 80 年生人的购房需求已经在很大程度上被其父辈 60 年代生人透支，因此对于房地产行业购房需求的推动的效果也将比较有限。

数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

◆ 出生率



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

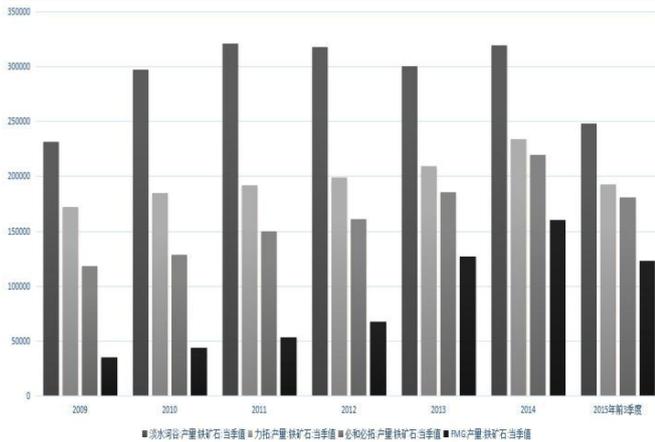
4 原料方面：

4.1 铁矿石

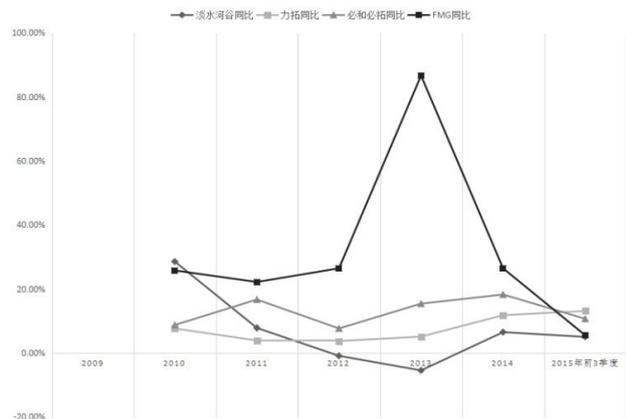
4.1.1 四大矿产量

2015 年前 3 季度，四大主流铁矿石生产厂商产量同比去年仍然维持增长势头。淡水河谷第三季度铁矿石产量为 8825 万吨，环比增长 3.4%，为公司有史以来最高单季产量。前 3 季度铁矿石产量共计 2.36 亿吨，同比去年同期增长接近 5%；力拓第三季度产量达到 8610 万吨，环比增长 8.1%。前 3 季度矿石产量 1.7 亿吨，同比增长 13.1%；必和必拓第三季度铁矿石产量达到 6100 万吨，较前一季度增加 2%，同比增加 7%，主要原因受其西澳大利亚 Jumblebar 矿区产量提升，当季铁矿石销量更是创下 6700 万吨的新高。而其前 3 季度产量 1.63 亿吨，同比去年增长 10.7%；FMG 前 3 季度铁矿石产量共计 1.16 亿吨，同比去年增长 5.5%。四大矿山 2015 年 1-9 月份合计生产铁矿石 7.44 亿吨，与去年同期相比增长幅度达到 8.44%。而 2014 年全年铁矿石产量较 2013 年增长 13.55%，说明外矿虽然在维持其既定扩产计划，推进产量增长的同时，又不得不面对日益下行的铁矿石价格，做出相对应的决策来减轻供应压力。

◆ 主流矿山产量数据



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

4.1.2 矿山扩产计划

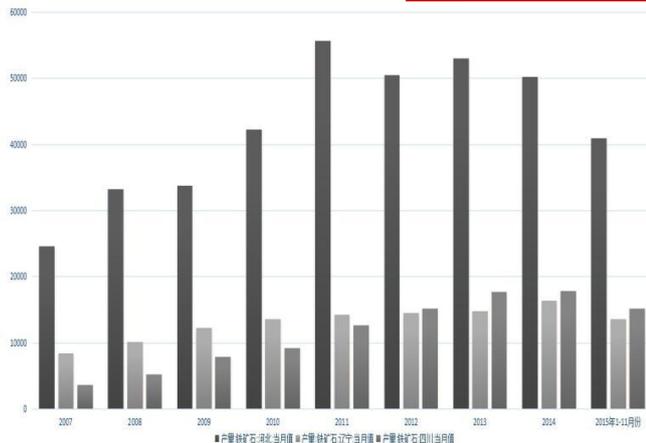
单位：万吨	2014 年	2015E	2016E	矿石品种	备注
淡水河谷	2000	1100	0	粗粉、球团	南部粉、卡粉
力拓	2500	3500	2000	粉矿	3 个 1000 万吨新矿区
必和必拓	3000	2100	1000	粉矿	西澳项目
FMG	3000	500	0	粗粉	国王矿
英美资源	500	1500	1200	造球精粉	巴西 Minas=Rio 铁矿项目
Samarco	440	400	-3000	球团	新矿山开采
中信泰富	400	1000	800	造球精粉	2015 年 6 条线达产
罗伊山	-	800	2000	粉矿	2017 年达产 5500 万吨
CSN	500	300	600	粗粉	
LKAB	70	130	150	球团	
Ferrexpo	50	120	150	球团	

从上图我们可以看出，在 2016 年，几家比较重要的矿山仍然有自己的扩产计划，增产的量预计也将达到 4900 万吨。

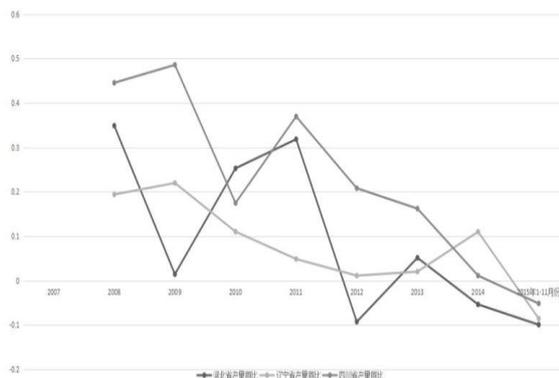
4.1.3 国产矿石

如果说四大主流矿山是这一轮暴跌的主要受益者，那么国内的高成本非主流矿山就是那受害者。面对国外的高品位，低成本矿石的涌入挤占国内市场，国内矿山的产量开始出现下降。2015 年 1-11 月份国内铁矿石产量，河北省 4.1 亿吨，同比去年下降 10.0%，降幅继续扩大；辽宁省产量为 1.36 亿吨，同比下降 8.6%，由去年增长 11.0% 变成了今年的负增长；四川省铁矿石产量为 1.52 亿吨，同比下降 5.2%，同样由去年的正增长变为现在的负增长。而从全国角度来看，2015 年 1-11 月份全国铁矿石产量 10.8 亿吨，较去年同期下降 9.1%。总的来看就是面对不断下行的矿价，持续不断有国内矿山退出供应，而这部分市场很有可能被低成本的主流矿山占据。

◆ 国产矿产量情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院



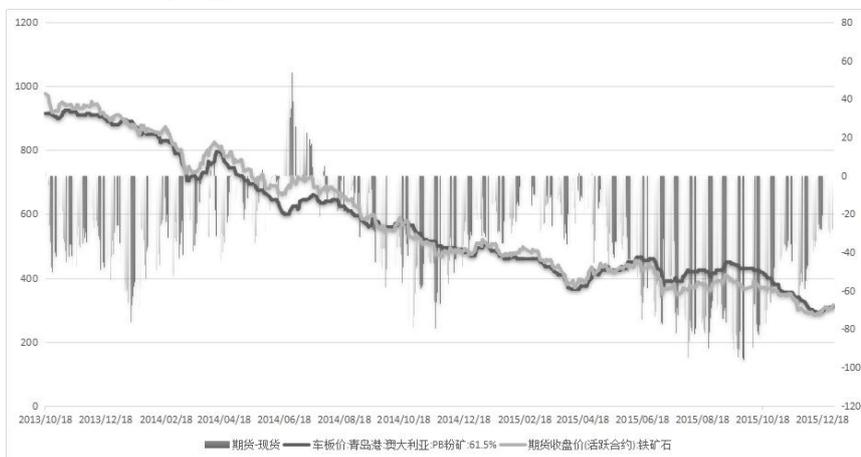
数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

预计在 2016 年，铁矿石主要矛盾仍然还是集中在供应过剩的问题上，但是过剩的量较 2015 年将会大大减轻。截至 2015 年 12 月 31 日，62% 铁矿石普氏指数价格为 43.25 美元/吨，较 1 月 2 日的 71.75 美元/吨下降 28.5 美元/吨，下降幅度达到 39.7%，而在 2014 年这一数值为 62.75%。在经历了两年的跳崖式下跌之后，我们相信矿价将在 2016 年迎来底部，虽然我们已经在 2015 年末见到了一点企稳的苗头。而且目前市场比较统一的观点就是 40 美金是比较有支撑的价格线，如果价格继续往下，从安全边际的角度来看的话，那么开始做多的安全边际会逐渐增加，做空的风险则会加大。

4.2 铁矿石期现

由于铁矿石一直处于较为明显的供过于求局面，因此对于未来矿价的预期一直也是比较悲观，这也导致了铁矿石期现价差长期处于贴水状态。从仅有的 13 年开始到现在的数据来看，铁矿石期现价差下限在 -90—-100 之间，即期货比现货低 100 元/吨时，买远抛近将会比较安全。

◆ 铁矿石期现价差



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

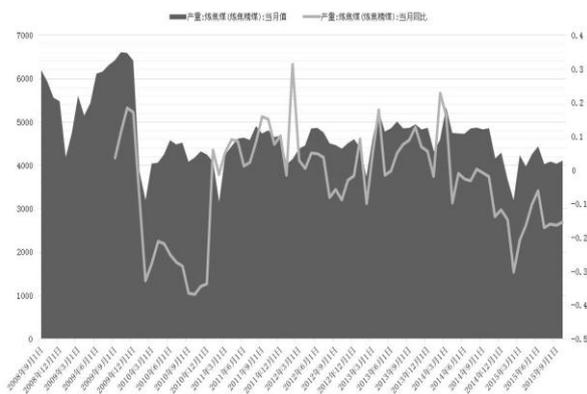
5 煤焦行业

5.1 产量下滑，进口减少

2015 年 10 月份，国内焦煤产量 4111 万吨，同比去年同期下降 15.3%。1-10 月份总计生产焦煤 4 亿吨，与去年同期相比下降 16.3%，降幅较去年扩大 17.5 个百分点。根据中国煤炭运销协会提供的数据显示，今年 1-10 月份，全国原煤累计产量 30.5 亿吨，同比下降 3.6%，降幅较去年扩大 2.1 个百分点。其中山西、陕西、内蒙等产煤大省均出现了不同幅度的产量下降。炼焦煤四港口统计的库存数据来看，截至 2015 年 12 月 25

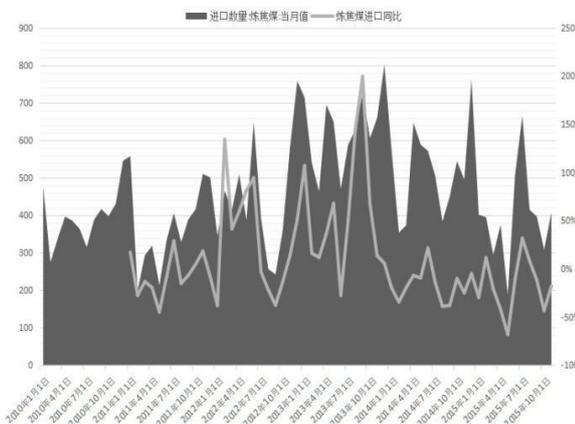
日,港口库存为 225.5 万吨,较年初的 358 万吨的数值下降了 37%,说明焦煤库存去化情况还是较为乐观的。另外我国 2015 年焦煤进口数量也在减少,对于供应端压力的减轻有着比较大的帮助。2015 年 11 月份焦煤进口 407 万吨,较去年同期减少 17.8%。1-11 月份累计进口 4353 万吨,与去年同期相比较下降 20.6%。

◆炼焦煤产量



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

◆炼焦煤进口数据

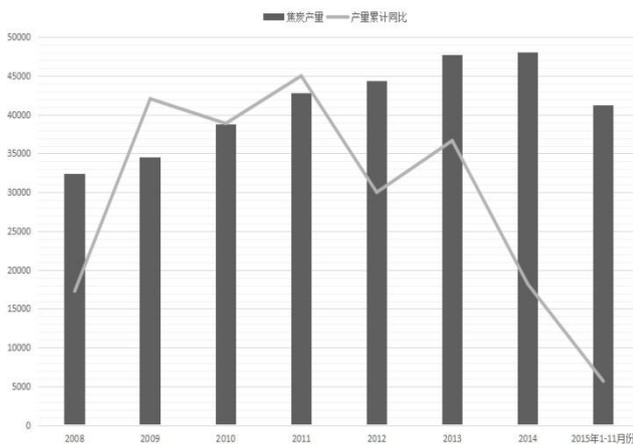


数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

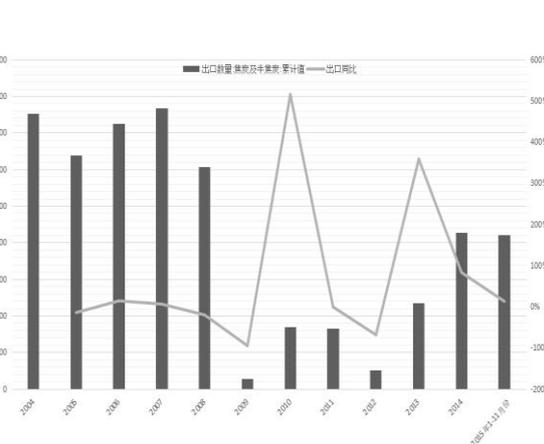
5.2 焦炭产量及出口情况

焦炭产量持续下降,1-11 月份我国焦炭产量为 4.12 亿吨,累计同比下降 5.5%,较上月扩大了 0.5 个百分点;11 月当月产量 3666 万吨,同比下降 7.8%。焦炭产量的下滑主要受到几方面因素的影响。首先也是最为主要的就是下游炼钢行业的整体需求疲弱,从粗钢产量进入平台震荡区间可见产钢对原材料的需求支撑开始减弱;第二方面是来自于环保方面的巨大压力。据了解,山西、河北、陕西、河南等焦化大省频频出文重查、通报、处罚焦化企业的违法污染环境行为。技术不足,政府严控,环保压力让焦化企业的经营状况更是雪上加霜。第三点,跟钢企的问题一样也是亏损幅度的不断加大加深,这个我们在下面还会继续谈到。焦炭的下游需求还有出口方面,我们也可以看到 2015 年出口的状况依旧不是很乐观。2015 年 1-11 月份出口总量为 840 万吨,与去年同期相比增长 12.2%,增幅缩小了接近 70 个百分点。

◆焦炭产量及出口情况



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

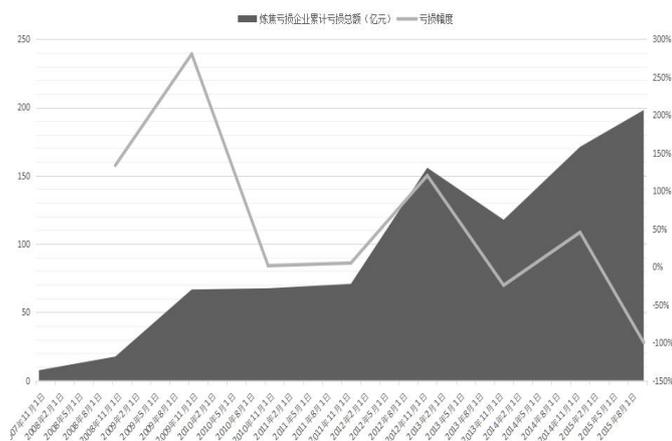


数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

5.3 炼焦企业亏损扩大

2015 年 1-10 月份，炼焦企业亏损总额达到 198 亿元，较去年同期扩大了 28.7%。从图上我们也可以看出，近几年来炼焦企业的亏损总额连年增加，一方面与连年下跌的煤炭价格有关，另外随着环保的不断深入和严格实施的开始，对于排放的要求也愈发的严格。以前那些达不到排放要求的企业必须要投入更多的资金去升级旧有的装备来满足新的要求，这也从另一方面加重了企业的生产成本。

◆ 焦化企业亏损情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

6 环保政策：

今年年初，一部《穹顶之下》再次将大众的目光聚焦到了日益严重的雾霾问题以及环境保护之上。2014 年的 APEC 蓝，2015 年的阅兵蓝，两次大型活动的时候，京津冀尤其是河北地区的钢铁企业都是被要求停产来保证活动时间的空气条件。而且不出意外，钢厂一停产天就蓝了，这也说明了钢铁企业即便在满足排放标准的情况下，正常生产都还会带来雾霾，更何况其中一部分钢厂还无法达到合格的排放标准呢。笔者年中曾经去河北的一些钢厂调研，望着烟囱冒着的白烟问工作人员现在环保抓得是不是很严。工作人员略带无奈地回答，现在每家厂子都被要求对排放物进行处理之后才可以排放，对成本着实有不小的影响。虽然之前地方政府也一直对排放有要求，但是有些钢厂还是会钻空子。而今年随着新环保法的实施以及公众关注再度被吸引，执法力度也较之前严格了很多。

但是到了年后尤其是国庆之后，突然发现周围关于环保的话题不在被热议，仿佛陷入了一种周期性的冷热交替状态，市场也对于环保话题开始麻木了。年初时候的最严环保法开始实施时候的热炒，到现在的淡化，不知道是所有的企业都已经合格了，还是说是对于经济指标下滑时候的一种冷处理，我们暂且不去管。至少我们应该知道的是，在钢铁供过于求的情况下，淘汰掉过剩的产能，无论其排放是否合格，对于我们生活的地球，我们赖以生存的环境来说都是一件好事。

7 综合来看，2016 年钢铁产业链仍然以难以逃开产能过剩的局面，但是下跌的幅度将较往年要大大缩小。

伴随着产能的缓慢退出，供给侧改革的陆续深入，对“僵尸企业”的陆续清理，以及对于环境保护诉求的日益增加，供应端的压力在可预见的未来将会持续减轻。而需求端目前来看暂时难有大的起色，最近预计也要到 2020 年才有望迎来下一波的房地产需求增长，即便强度肯定是不及上一次房地产热潮时期。另外基建方面国家仍在继续推进，虽然无法带动需求大幅增加，但是托底效果还是比较显著的。总的来看，2016 年价格走势以筑底为主，钢铁行业前景若要改善仍然任重道远。

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。