

## 负重前行，寻觅契机

### 中证期货研究部 金属小组

郑琼香	王晓黎	吴锴
电话: 0755-23993742	电话: 0755-83200841	电话: 0755-83221261
邮件: zhengqx@citicsf.com	邮件: wxly@citicsf.com	邮件: wukai@citicsf.com

- ❖ **2011 年行情回顾:** 调整与下行为主线。2011 年的螺纹钢行情, 可简单归纳为四个阶段: 1 月初-3 月底, 大起大落; 4 月初-8 月底, 纠结徘徊; 9 月初-10 月 21 日, 兵败山倒; 10 月 24 日-年底, 弱势调整。
- ❖ **宏观面分析: 2012 年国内宏观稳健好转, 欧债危机继续困扰全球经济。** 2012 年国内货币政策将紧缩回归平稳, 预计准备金或将下调 3 次, 利率调整的概率较小, 人民币新增贷款 8 万亿左右。但 2012 年政策还是不会大范围放松, 且钢铁行业是政策调控指向的重点行业, 因此对钢铁业的贷款额度预期依然不能过于乐观。外围方面, 美国 2012 年有望延续缓慢的复苏增长态势。外围的风险主要还在欧元区。意大利在 2012 年 3-5 月, 西班牙在 2012 年 4、7、10 月分别迎来还债高峰的巨大挑战。欧洲的主权债务危机将继续加重, 并可能向银行体系蔓延, 从而引发银行出现危机。在欧债危机的加重与蔓延情况下, 可能导致欧元区停滞甚至陷入衰退, 并将持续困扰全球经济。
- ❖ **终端需求分析: 经济结构调整背景下, 下游需求将持续放缓。** 2012 年房地产调控将常态化, 房地产投资回落趋势成必然, 不过铁路业受政策重新扶持, 铁路业投资有望逐步回升。但铁路业的回升, 其对建材需求的增加部分将难以弥补房地产业等其它需求回落部分。更为关键的是, 在经济结构调整的背景下, 投资已难以持续维持高位, 整体需求回落趋势将延续。预计 2012 年建筑业钢材消耗量同比增速将大幅下降, 从 14% 下滑至 6.5% 左右, 消耗钢材量大约 3.98 亿吨; 交通业的同比增速或小幅增加至 5%, 钢材消耗量上升至 0.21 亿吨。
- ❖ **钢铁供应分析: 钢铁产量增速将放缓, 但钢材供应压力不减。** 2012 年, 新增钢铁产能仍有 4800 万吨左右, 2012 年钢铁产能规模将达到 8.6-8.7 亿吨。同时在建及规划产能仍达到 2.5 亿吨, 产能过剩问题将继续困扰钢铁业, 尤其是螺纹钢、线材产能经过前两年的扩张, 后期面临着更为严峻的过剩问题。迫于需求增速的放缓, 2012 年产能利用率将下滑至为 81.5%-82.5%, 2012 年粗钢产量规模为 7.0-7.18 亿吨, 同比产量增速将放缓至 2.5-5.5%。此外, 2012 年, 中间库存的增加幅

## 2012 年度金属投资策略

度还较有限，对钢材供应量的转移作用不会很明显，而明年上半年，经济景气度或将下降至低点，企业、贸易商甚者有可能还将进一步降低库存水平。

### ❖ 原料成本分析：铁矿石供需格局尚未实质改变，原料成本支撑有所下移但依然明显。

基于铁矿石开发成本上升，及铁矿石市场的高垄断性不变的因素，预计 2012 年铁矿石均价较 2011 年将有所下移，但还将继续维持于高位，2012 年铁矿石的均价或将为 140-150 美元/吨，折合呈铁矿石现货价 1050-1150 元/吨。而焦炭价格，继续受制于钢铁行业的不景气，难有较大涨幅，下方则受到焦煤价格的强支撑，预计 2012 年还将维持相对稳定态势。据估算，2012 年建筑钢材的平均生产成本较 2011 年或下移 8%左右至 4000-4150 元/吨。

### ❖ 2012 年投资策略：2012 年，上半年螺纹钢市场还将维持相对弱势，有望再次探底，下半年振荡重心或有所上移。螺纹钢指数在 3700-3800 有较强支撑，而上方高点或难以逾越 2011 年的高位，较难突破 4800-4900 一线的压力位。全年在 3900-4600 的范围内震荡的时间或较多，投资者可在震荡中寻觅操作契机。

## 一、2011 年行情回顾：调整与下行为主线

对于2011年的螺纹钢行情，我们可简单归纳为：1月初-3月底，大起大落；4月初-8月底，纠结徘徊；9月初-10月21日，兵败山倒；10月24日-年底，弱势调整。

大起大落（1月初-3月底）：在对“十二五”开局之年—2011年将开启美好篇章的良好预期中，螺纹期价延续了2010年四季度的单边上行趋势，不断攀升，在春节后创下了螺纹上市以来的历史高点，螺纹指数达到5185。随后，大宗商品开始节节溃败，螺纹在高产出高库存低消费的压力下，更是直流而下，在2月11日-3月11日短短的一个月中，从5185的高点明显下挫至4652的低点，下降了523点，降幅超过10%。

纠结徘徊（4月初-8月底）：在长达四个多月的期间内，螺纹市场利多利空消息对峙，利多支撑有：（1）建材需求较好，相对于板材，建材销售情况维持良好态势；（2）铁矿石价格持续上升。利空因素为：（1）建材产量增加十分凸显，（2）货币紧缩政策频出，资金压力逐渐体现。因此，螺纹期价多空双方博弈对峙，上下空间受到明显压制，反复振荡，在4628-4985的区间范围内纠结徘徊。

兵败山倒（9月初-10月21日）：9月中旬，欧洲债务危机的蔓延引起市场极大的担忧，大宗商品纷纷大幅下挫，螺纹钢期价受到拖累，终于打破前期的弱平衡格局，节节溃败，从4700一线一路下跌至4300一线，国庆节后一周在此线暂时获得支撑。但随后受铁矿石季度协议价“变脸”等市场利空因素影响，螺纹期价下行之势犹胜兵败山倒，螺纹指数从4300一线一路下探至10月20日的低点3857，创下近两年来的低点。

弱势调整（10月24日-年底）：这期间处于货币政策利好预期、转向与弱势基本面的博弈阶段，螺纹指数在3950-4250的弱势区间内再陷调整格局中。10月底，随着温家宝表示政策要适时进行预调微调，一年期央票发行利率开始下行，货币政策开始有转向迹象，市场情绪略得改善，螺纹价格低点有所抬升。但国内经济放缓，需求淡季更淡的弱势基本面，使螺纹难有持续的反弹动能。即使在11月30日，央行意外公布下调存款准备金后，螺纹指数在12月1日开盘后也只是反弹了100个点左右至4258，随后，就迅速回调至4170一线。

量能上，自2010年底交易所采取了限制过度投机的各种措施，以及受流动性收缩的影响，螺纹的量能自2010年年底以来一直维持于低位，尤其是市场成交量更是明显萎缩，市场总体表现十分清淡。在7、8月期间，纠结徘徊长久的螺纹市场，资金参与意愿继续下降，螺纹期市归于平淡无奇之中。但随着9月螺纹钢期价下行趋势的形成，市场资金开始踊跃，成交量与持仓量均有所扩大。当螺纹市场波动加剧，资金在10月中旬再度发力，打破了一年以来螺纹期货市场的沉寂态势，

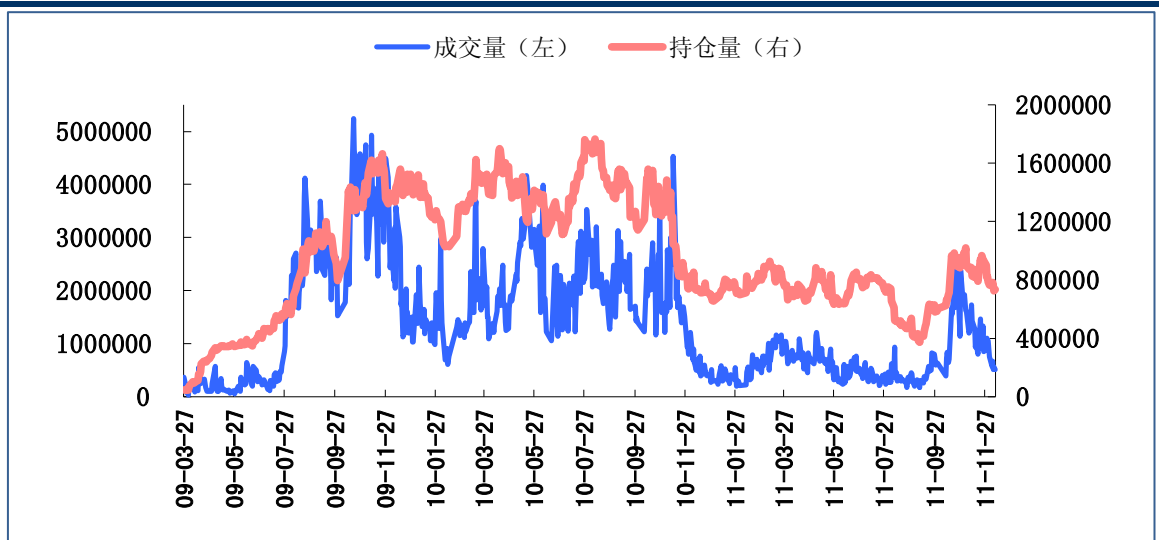
量能迅速放大，螺纹指数持仓量上升至90万手以上，日内成交量达到100多万手甚至200万手以上。但10月下旬，螺纹市场重新陷入窄幅震荡格局，量能逐渐回归平静。

图 1：螺纹指数走势图



资料来源：文华财经 中证期货研究部

图 2：螺纹指数的成交量与持仓量，手



资料来源：文华财经 中证期货研究部

## 二、宏观面分析：2012 年国内宏观稳健好转，欧债危机继续困扰全球经济

### 2.1 2012 年货币政策“稳”字当头

2011 年，国内通货膨胀态势严重，为了抑制通胀，2011 年内延续了 2010 年年底的紧缩政策，共加息 3 次，上调存款准备金 6 次，从而使得一年期整存整取利率达到 3.5%，中小型存款类金融机构准备金率、大型存款类金融机构准备金率分别达到 19.5%、21.5%。可见，2011 年政策定调为稳健，实为紧缩。严厉的紧缩政策，导致流动性出现严重紧缩局面，shibor 一周利率超过 9%，票面直贴利率达到 13% 的历史高位。钢材市场受紧缩政策的影响十分明显，2011 年整体钢铁市场资金压力凸显。由于融资成本较高，贷款难度加大，钢铁企业、铁矿石贸易商囤积铁矿石原料，以及钢材贸易商囤积库存的意愿都明显下降，操作上都较为谨慎保守。同时，钢企的下游房地产、基建等行业也受制于资金紧张，开发投资回落，对钢铁企业形成了牵制。

一系列货币紧缩政策的实施，国内通胀在年底得到了控制，10 月 CPI 同比增长回落至 5.5%，11 月继续回落至 4.2%，通胀下行趋势明确后，面对国内经济的回落，国内货币政策也开始转向，央行于 12 月 5 日进行了三年来首次存款准备金的下调。2012 年，通胀有望继续下行，政策有进一步调整的空间，2012 年货币政策将从紧缩回归平稳，预计准备金或将下调 3 次，利率调整的概率较小，人民币新增贷款 8 万亿左右。

我们需要注意的是，2012 年货币政策归于稳健。但首先 2012 年政策还是不会大范围放松；再者，政策将提高针对性。而钢铁行业是政策调控指向的重点行业，2011 年，钢企、贸易商在银行贷款额度受到了明显限制，那么，2012 年，货币政策有所放宽，其贷款额度或有所放松，但预期依然不能过于乐观。

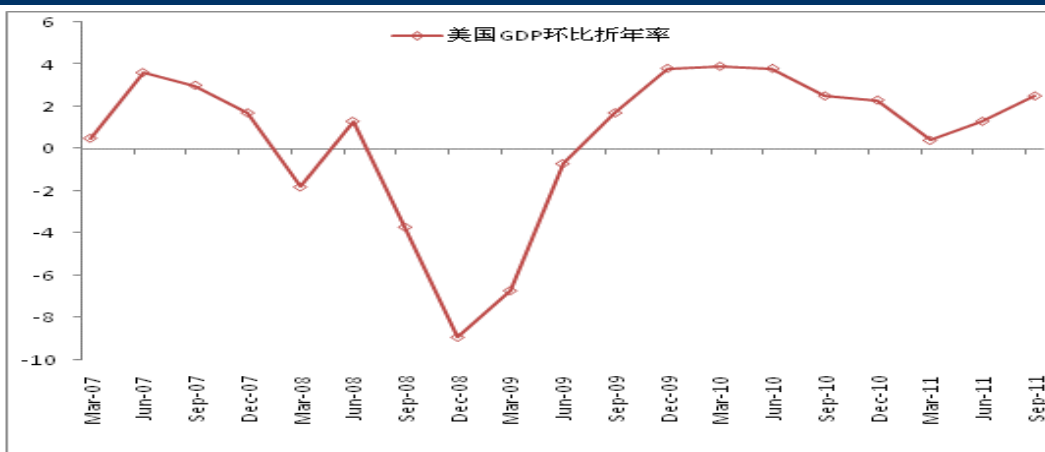
## 2.2 美国有望继续缓慢复苏，但欧债危机将持续困扰全球经济

外围经济方面，全球饱受债务危机的影响下，2011 年美国复苏之势缓慢但却稳定，GDP 环比增速持续上升，其中个人消费是经济好转的主要力量，而个人消费的好转主要受益于奥巴马对小布什期间的税收优惠政策延续、实施新的税收优惠政策，以及就业市场的逐步好转。随着居民消费信心的恢复，预计 2012 年美国国内个人消费将持续向好，借力于此，美国有望继续缓慢复苏。

2012 年外围经济的不确定性还在欧元区。2011 年，受困于债务危机，各国不得出台紧缩政策，欧元区经济持续放缓。目前来看，欧债危机还远远未结束，2012 年欧洲经济停滞甚至衰退是大概率事件。意大利在 2012 年 3-5 月，西班牙在 2012 年 4、7、10 月分别迎来还债高峰的巨大挑战。欧洲

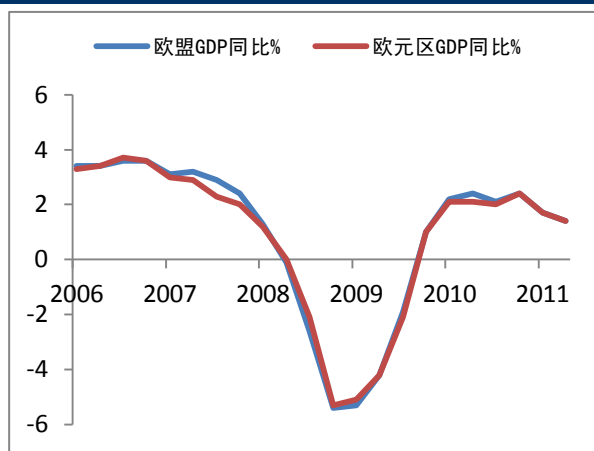
的主权债务危机将继续加重，并可能向银行体系蔓延，从而引发银行出现危机。在欧债危机的加重与蔓延情况下，可能导致欧元区停滞甚至陷入衰退，并将持续困扰全球经济。

图 3：美国受个人消费的拉动，GDP 持续回升



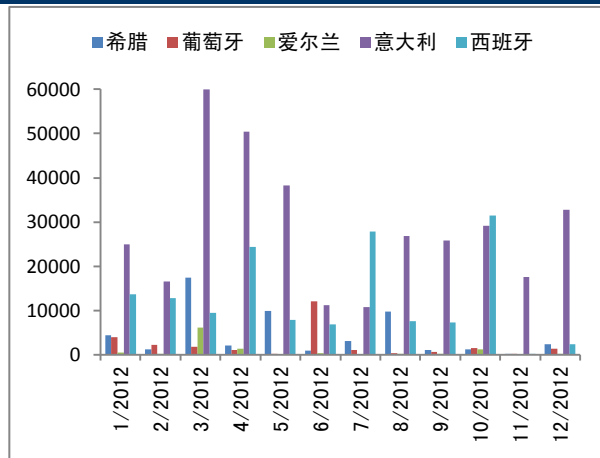
资料来源：BLOOMERG 中证期货研究部

图 4：欧盟及欧元区 GDP 同比增速



资料来源：BLOOMERG 中证期货研究部

图 5：2012 年欧洲五国每月债务到期情况



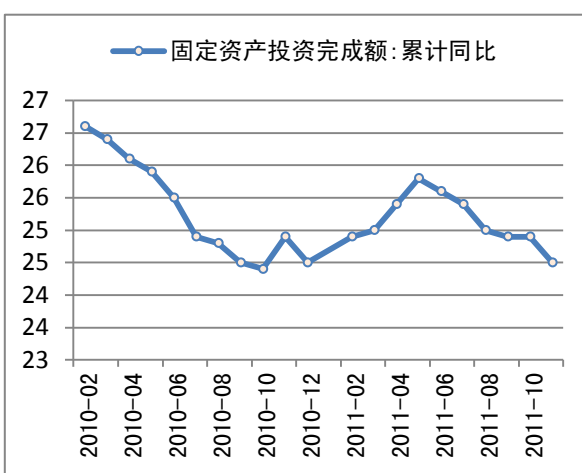
### 三、经济结构调整背景下，下游需求将持续放缓

“十二五”期间，我国将以内需拉动为主，经济发展将保持平稳较快的增长势头，但国内生产总值速度将比“十一五”期间降低，固定资产投资增速将减缓。因此 2010 年下半年以来，经济增速的持续放缓是结构调整的主动放缓。2011 年下半年以来的需求疲软情况，主要是由于相关领域财政政策的退出导致。

图 6: 国内 GDP 当季累计同比, %



图 7: 固定资产投资完成额累计同比增速, %



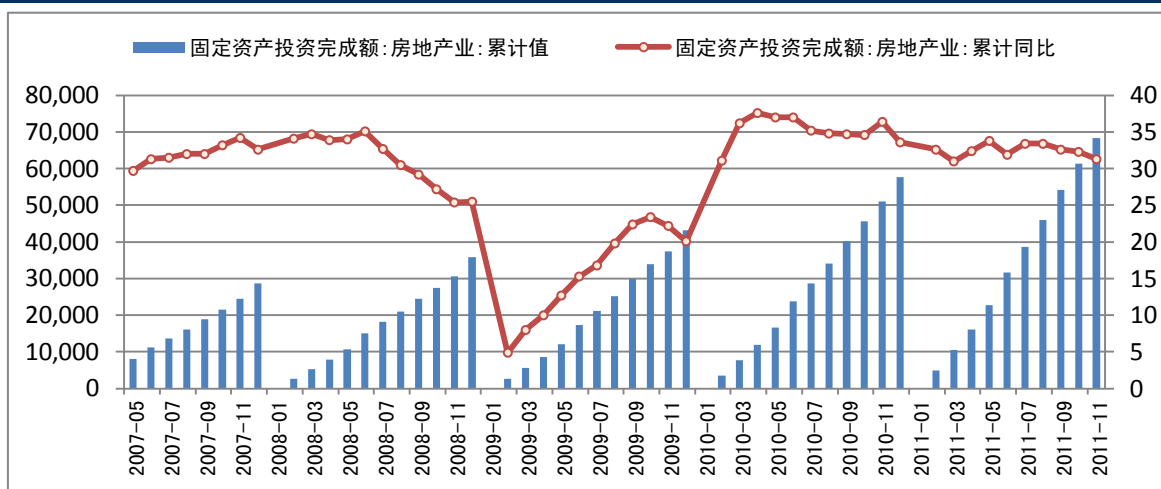
资料来源: WIND 中证期货研究部

2011 年下半年投资受到抑制, 主要是基于两方面的原因: 一是在于房地产市场调控的深化, 二是基建投资的反省, 导致基建投资跳水式放缓。

### 3.1 房地产调控将常态化, 房地产投资回落趋势成必然

2011 年房地产调控为史上最严厉的调控。我们可以看到, 本轮为了抑制过快上涨的房价的调控政策已经开始取得一定的成效。据 2011 年 11 月 18 日国家统计局数据显示, 70 个大中城市 10 月份房地产平均价格较 9 月小幅下降, 为政府开始实施房地产调控政策两年来房价第一次出现环比下降, 标志着房价拐点已经来临。11 月, 70 个大中城市平均房价继续小幅松动。

图 8: 房地产开发投资完成额累计值 (亿元) 及累计同比 (%)



资料来源: WIND 中证期货研究部

房地产行业对政策敏感性较强。2011年限购限贷政策的实施，以及紧缩货币政策的伴随，房地产投资投机需求受到抑制较为明显，整个行业出现了销售面积—新开工面积—房地产开发投资完成额增速的回落。具体数据为，2011年1-11月商品房销售面积累计值8.96万亿平方米，累计同比增速8.50%；2011年1-11月房屋新开工面积累计值17.50万亿平方米，累计同比增速20.50%；2011年1-11月房地产开发投资完成额累计值为5.55万亿，累计同比增速为29.9%。从图8、9、11中可知，三者累计同比增速均从8月份以来持续回落。同时，11月全国房地产开发景气指数为99.87开发景气指数首次跌破100。

图 9：房屋新开工面积累计值（万平方米）及累计同比（%）

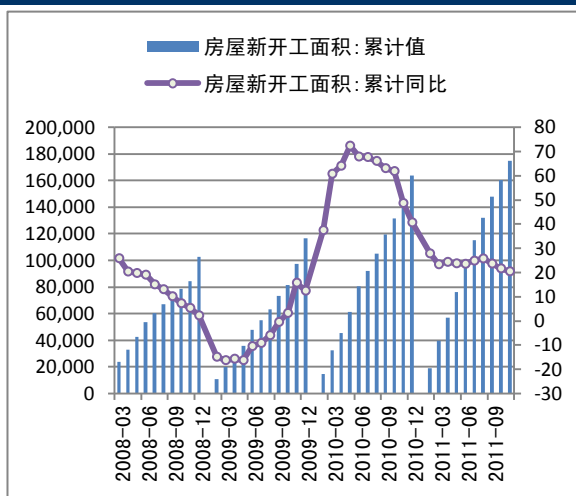
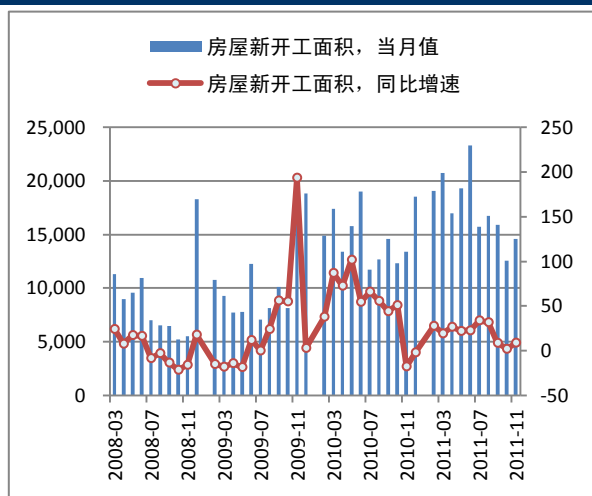


图 10：房屋新开工面积当月值（万平方米）及当月同比（%）



资料来源：WIND 中证期货研究部

图 11：商品房销售面积累计值（万平方米）及累计同比（%）

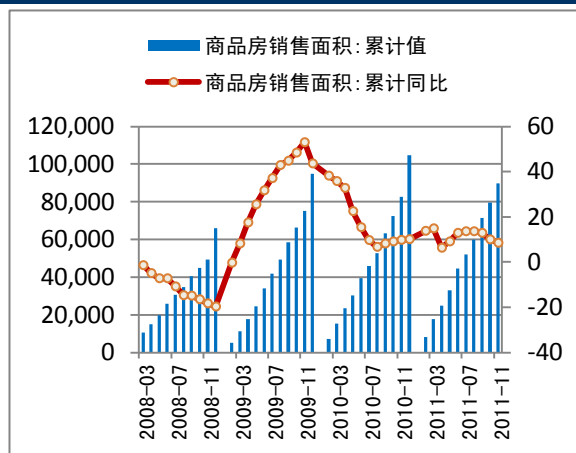
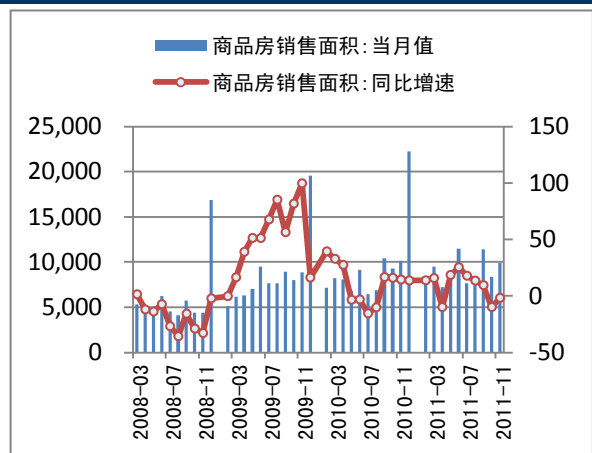


图 12：商品房销售面积当月值（万平方米）及当月同比（%）

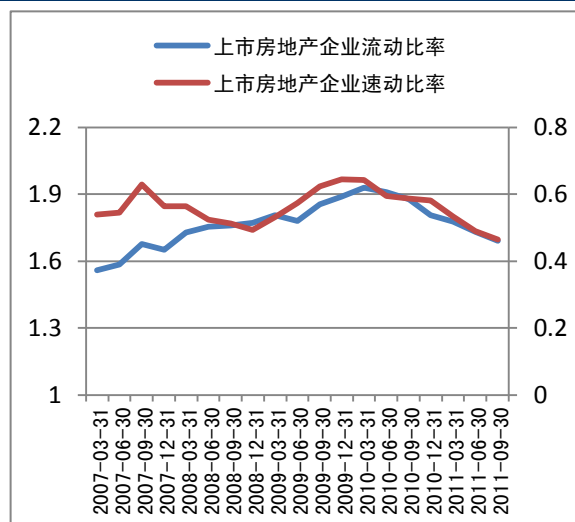
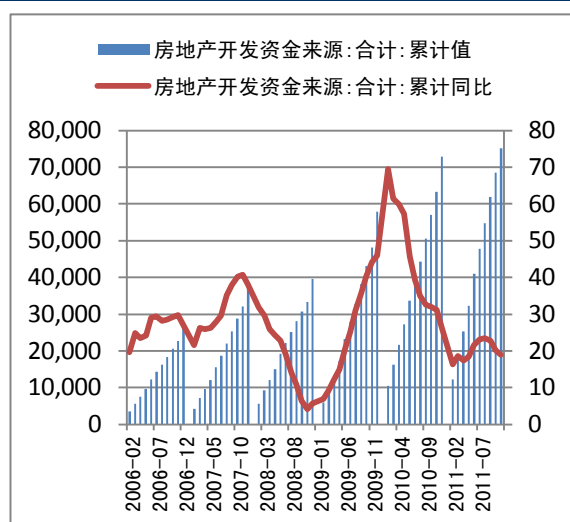


资料来源：WIND 中证期货研究部

国家对于房地产的主动调控，取得了目前房价基本稳定的结果来之不易。那么，面对景气度开始下降的房地产行业，我们认为，为了夯实房地产调控的成果，房地产政策在 2012 年完全转向的概率较低，有望实施结构性微调，但国家上层将继续维持偏严的调控政策。在 12 月初，住建部专家表示楼市限购政策近期不能也不会放松，对于限购政策于 2011 年年底到期的城市，地方政府需在到期之后进行对限购政策进行延续。截止至 12 月 21 日，北京、广州、海口、深圳、青岛、福州、长春和厦门等城市已作出继续限购的表态，预计其它地方政府在也将相应作出反映。而同时，在房价、房地产投资呈现双跌的情况下，房地产调控大幅加码的概率也较小。总体上来看，2012 年，房地产调控将常态化。

图 13: 房地产开发资金来源累计值（亿元）及累计同比（%）

图 14: 上市房地产企业流动比率与速动比率



资料来源: WIND 中证期货研究部

从图 13 可知，2011 年房地产开发资金来源累计同比增速较 2010 年明显放缓。图 14 显示了房地产企业于 2011 年以来流动资金逐渐趋紧。2011 年房地产行业面临着较为明显的资金压力，目前来看，2012 年这种压力还将延续甚至更为凸显。一般情况下，房地产可售面积滞后新开工面积 9-12 个月左右，由于在 2011 年 9 月前，房地产开工面积依然维持于高位，据此推算，2012 年上半年，房地产可售面积将继续增加。在调控政策的持续下，房地产销售面积增速还将持续萎缩，那么 2012 年年中全国库存量有望达到峰值，房地产开发商也将面临着更为严峻的资金压力。这将推动房地产价格进一步下调。房价的下调，必将导致房地产开发投资加快放缓速度，从而影响建筑钢材的需求量。

不过，在调控常态化情况下，我们需要注意到一点的是，房地产调控更深层目的是为了更广泛的群众住得上房，住得起房。因此，在房价上涨得到控制的情况下，对已有住房（尤其是拥有 2、3

套住房以上的)的限购限贷政策还难以放松,但或将采取局部的放松措施支持自住普通住宅的购置。如,降低首套房的个人借贷利率,提高地方公积金贷款额度等。11月北京提高对普通住宅的认定价格标准,据此政策有保有压的手法也初见端倪。

此外,2012年的保障房建设,对房地产投资依然存在一定的支撑,但支撑作用预期不宜过高。2011年的1000万保障房建设,住建部报道开工任务已100%完成,但实际竣工量较低,且在实际建设过程中遇到了融资困难、以及地方政府态度等问题,导致了2011年保障房对建材的实际拉动作用远低于预期。那么,2012年的1000万套保障房任务是否将下调为800万套,我们认为有较大的可能,这将减轻政府资金的支出压力,此外,2011年建设中所暴露出来的问题,让政府已经意识到“大干快上”建设容易出现质量问题,并且还面临着后续的管理、分配等问题,后期有可能将实物补助部分改为现金补助的方式等。因此,保障房在2012年的建设规模下降的概率较大。

总体来看,2012年,房地产行业的景气度将继续下降,房地产开发投资增速的回落,将是必然的趋势,2011年房地产开发投资增速大约为30%,2012年增速或将降到15%以下。

### 3.2 政策重新扶持,铁路业投资将逐步回升

2011年的基建业的投资情况,为前高后低的态势。5月份之前,铁路业、道路业维持着良好的增长态势。但受资金紧缩政策的制约,道路业与铁路业的增速在5月份后开始放缓。特别是后来“7.23”事故的影响,铁路业出现了断崖式的回落,由于融资碰壁、资金匮乏,铁路大部分项目不得不停工,停工里程达到1万公里以上。铁路业投资明显下降。1-11月铁路业固定资产投资完成额累计同比增速为-19.9%,连续5个月增速出现负增长,且7-10月下降幅度不断扩大,11月降幅才略有缩小。道路业也受到铁路业的一定拖累,其项目审批也有所放缓。道路业投资增速自4月份以来持续放缓,1-11月道路业固定资产投资完成额累计同比增速下降至9.4%。

“7.23”高铁事故后,铁路业进行了近两个月的整顿整理,随着铁路业的投资的大幅回落,并伴随诸如铁路项目未能给施工工人发工资等问题出现后,上层对铁路业从原先的有意放缓,也逐渐回归至政策的适当扶持。我国铁路业中长期线网规划还将继续,只是进度放缓,“十二五”规划铁路业的年均投资从7000亿下调至5000亿。

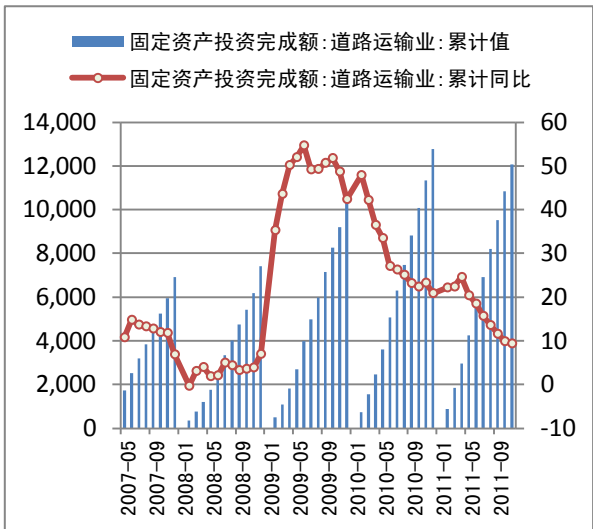
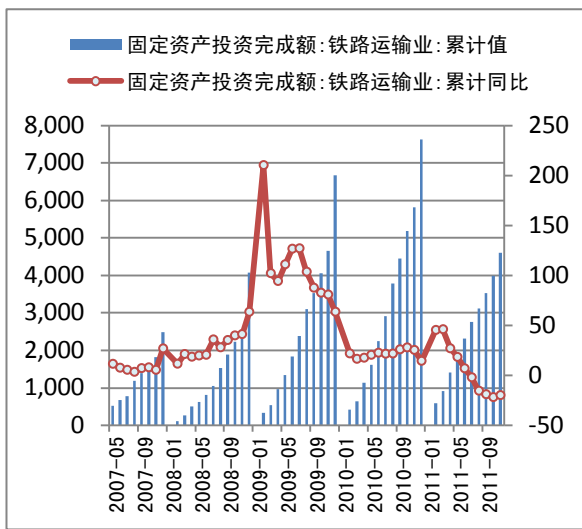
10月12日铁道部发行了2011年第一期铁路建设债券200亿,出台了“铁路建设债券利息收入所得税减半征收”等政策,使铁路业获得了超过2000亿的融资支持,我们认为,随着后期货币政策微调转向,流动性局面改善,铁路投资有望获得新的银行信贷规模,这将明显改善其“融资饥渴”的问题,

满足部分在建、续建项目的资金需要。明年上半年，铁路投资增速或还难改负增长态势，到下半年，由于今年下半年的基数低，铁路业投资增速有望转负为正。

2012 年，道路业投资将维持个位数的增长。

图 15: 铁路运输业固定资产投资完成额累计值（亿元）及累计同比（%）

图 16: 道路运输业固定资产投资完成额累计值（亿元）及累计同比（%）

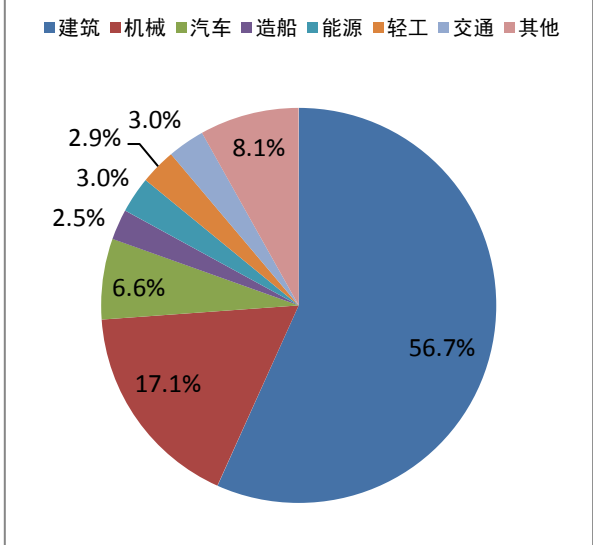
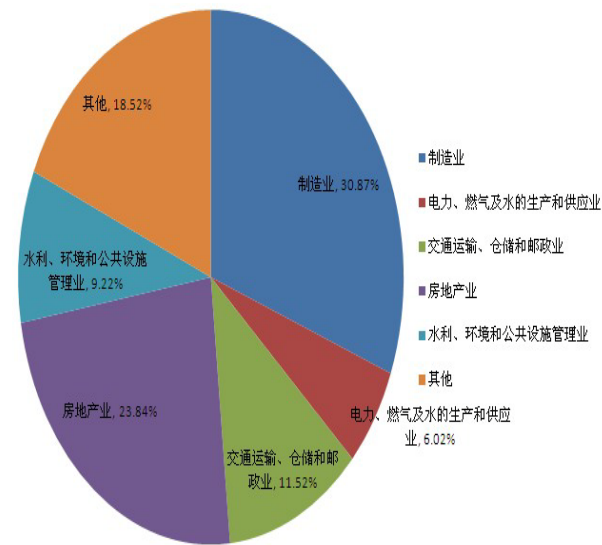


资料来源: WIND 中证期货研究部

### 3.3 小结: 铁路业利好措施, 难挽总体需求回落局面

图 17: 国内各行业的投资比重

图 18: 2011 年国内各行业的钢材消耗比例

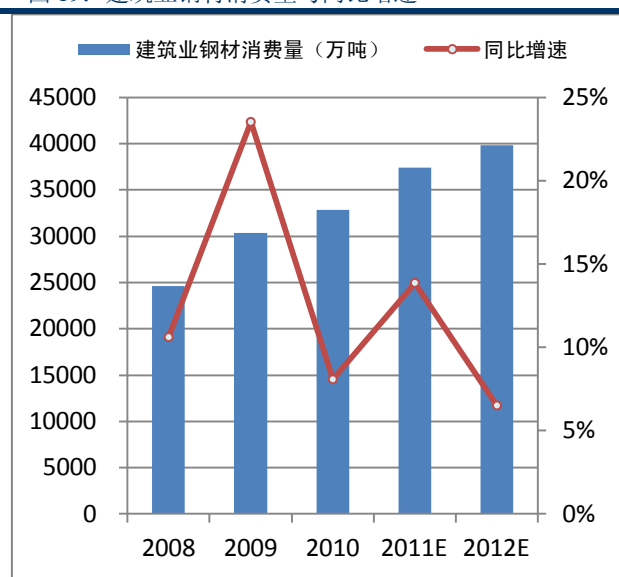


资料来源: WIND 中证期货研究部

综上，铁路业固定投资将逐渐回升，但其对建材需求的增加部分将难以弥补房地产业等其它需求回落部分。毕竟，国内固定投资结构上，交通运输业（包括铁路投资、道路投资等）占总投资的 12%，房地产业达到 24%。房地产业为螺纹钢等建材的需求大头。

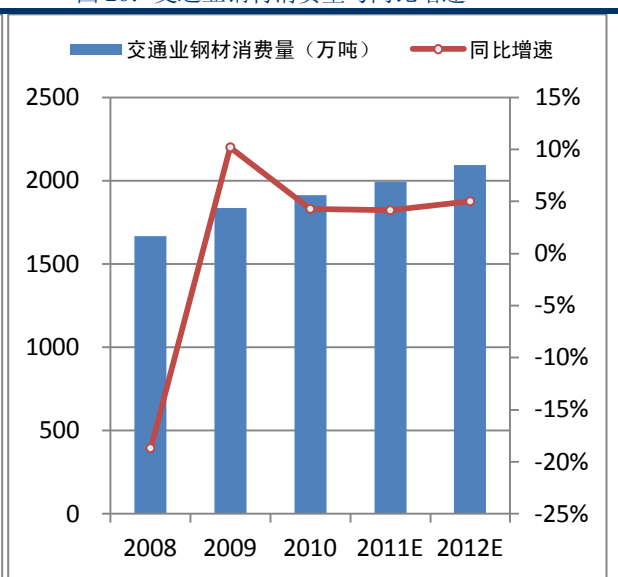
更为关键的是，在经济结构调整的背景下，投资已难以持续维持高位，因此，整体需求回落趋势将延续。据估算，2011 年建筑业的钢材消耗量为 3.74 亿吨，交通业的钢材消耗量为 0.20 亿吨，同比增速分别为 14%、4% 左右。预计，2012 年建筑业钢材消耗量同比增速将大幅下降，从 14% 下滑至 6.5% 左右，消耗钢材量大约 3.98 亿吨；交通业的同比增速或小幅增加至 5%，钢材消耗量上升至 0.21 亿吨。

图 19: 建筑业钢材消费量与同比增速



资料来源: WIND 中证期货研究部

图 20: 交通业钢材消费量与同比增速

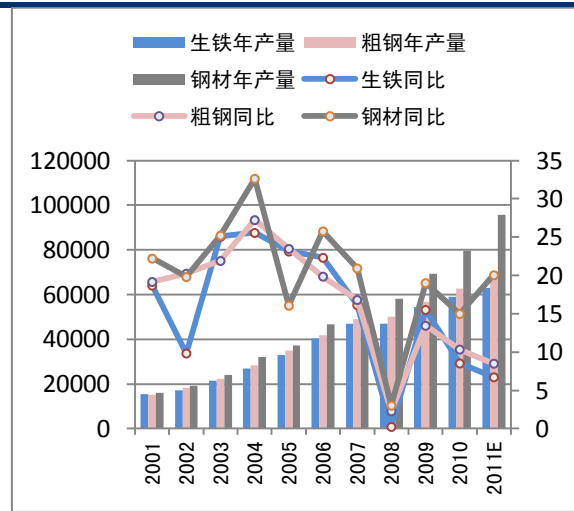


资料来源: WIND 中证期货研究部

## 四、钢铁产量增速将放缓，但钢材供应压力不减

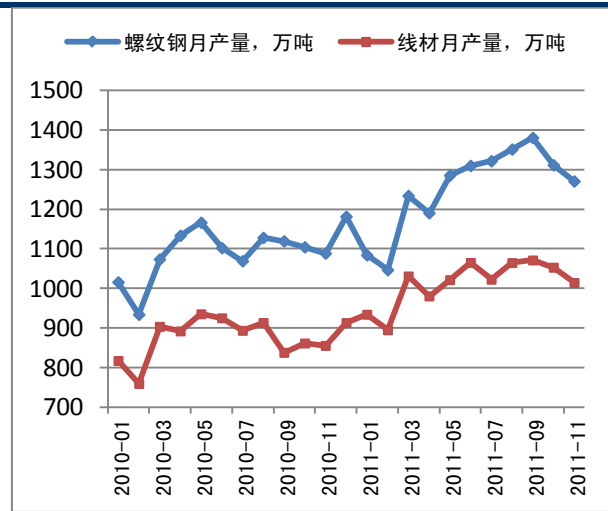
### 4.1 产能过剩继续困扰钢铁业，需求回落将迫使钢铁产量增速放缓

图 21: 生铁、粗钢、钢材年产量 (万吨) 及产量同比增速



资料来源: WIND 中证期货研究部

图 22: 螺纹钢、线材月产量 (万吨)



资料来源: WIND 中证期货研究部

2011 年 1-11 月生铁、粗钢、钢材累计产量分别为 5.82、6.32、8.07 亿吨, 较去年同期分别增加了 9.40%、9.84%、13.06%。从 2011 年现有的产量增长情况来看, 延续了 2010 年钢铁产量的增长水平。预计 2011 年粗钢产量为 6.80-6.83 亿吨。

2011 年国内钢材产量维持于高位, 并维持 10% 左右的稳定增速, 其中要大部分归因于 2011 年螺纹钢、线材等建材的高产出。从图 22 可知, 螺纹钢与线材月产量不断创新高, 10 月份迫于钢材价格的大幅回落, 钢企检修减产, 螺纹钢与线材的产量才出现了小幅回调。2011 年 1-11 月, 螺纹钢与线材累计产量分别达到了 1.38、1.12 亿吨, 较去年同期分别增加了 15.49%、16.22%。同比增速持续上升。这是因为螺纹钢、线材自去年四季度以来, 量价销售情况较其它钢材品种表现突出, 在较可观的利润驱动下, 建材的产能扩大较为明显, 从今年建材持续上升的产量中上已充分体现出来。

2010、2011 年钢铁产量增速为 10% 左右, 较 2002-2008 年的 20% 以上的增速, 产量增速放缓, 但由于产量基数不断变大, 钢铁产量已达到高位。随着国内需求的放缓, 预计钢铁产量增速还将继续放缓。

国内钢铁产能也不断攀升, 据工业和信息化部统计数据显示 2010 年中国粗钢产能达 7.64 亿吨。其中扁平材产能超过 4 亿吨 (含窄带钢), 长材产能近 3.5 亿吨, 比重分别为 54%、46% 左右。按 2011 年钢企计划新增产能 4000 万吨左右, 实际新增产能或超过 5000 万吨计算, 2011 年的钢铁产能达到 8.1 亿吨以上。另根据查录数据表 1 显示, 2011 年粗钢产能为 8.16 亿吨。因此 2011 年钢铁产能压力十分明显, 当钢材产品利润稍微可观些时, 钢铁产能就充分释放, 从而对整个钢材市场形成较强制约。

从最新公布的《钢铁工业“十二五”发展规划》将产品升级及优化产业布局列入重点领域和任务。

产品升级，是为了减少钢材的表观消费量，降低对铁矿石等原料的需求，从表 2 可知，高强钢筋、合金弹簧钢、汽车用冷轧及镀锌薄板等高端钢材的消费量将翻番。但产品的升级、转化需要一个过程，且需要国家大力推动淘汰落后产能政策的实施，但从之前的实施效果来看，较为有限。

产业布局上，重点发展东南沿海钢铁基地，而环渤海、长三角地区原则上不再布局新建钢铁厂，西部地区如新疆等则可适度发展。钢铁行业布局向南部、西部扩展，降低“北材南下、西进”的运输问题。原先的产能过剩区域禁止扩建，缓和其产能过剩问题。但东南沿海、新疆等地，随着产能的投入扩大，预计在一两年内也将逐渐饱和，“北材南下、西进”的空间将减少。

表 1、我国已有钢铁产能及拟增加产能

地区	已建高炉		在拟建高炉	
	立方米	座	立方米	座
东北	84892	85	44153	25
华北	386440	595	114656	92
华东	237428	292	45230	32
中南	113336	140	23227	16
西南	48603	71	16230	10
西北	33117	46	47030	35
合计	903821	1229	290526	210
产能 (万吨)	81634		25101	

来源：我的钢铁网

表 2. 2015 年关键钢材品种消费预测

序号	品种	2010 年 (万吨)	2015 年 (万吨)
1	铁路用重轨	400	380
2	铁路车轮、车轴钢	54	60
3	高强钢筋	5650	11200
4	轴承钢	370	500
5	齿轮钢	207	250
6	合金弹簧钢	260	450
7	合金模具钢	30	50
8	造船板	1300	1600
9	高压容器用钢板	100	160
10	汽车用冷轧及镀锌薄板	835	1400
11	油井管	380	470
12	电站用高压锅炉管	48	70
13	硅钢片	572	650
14	不锈钢	940	1600

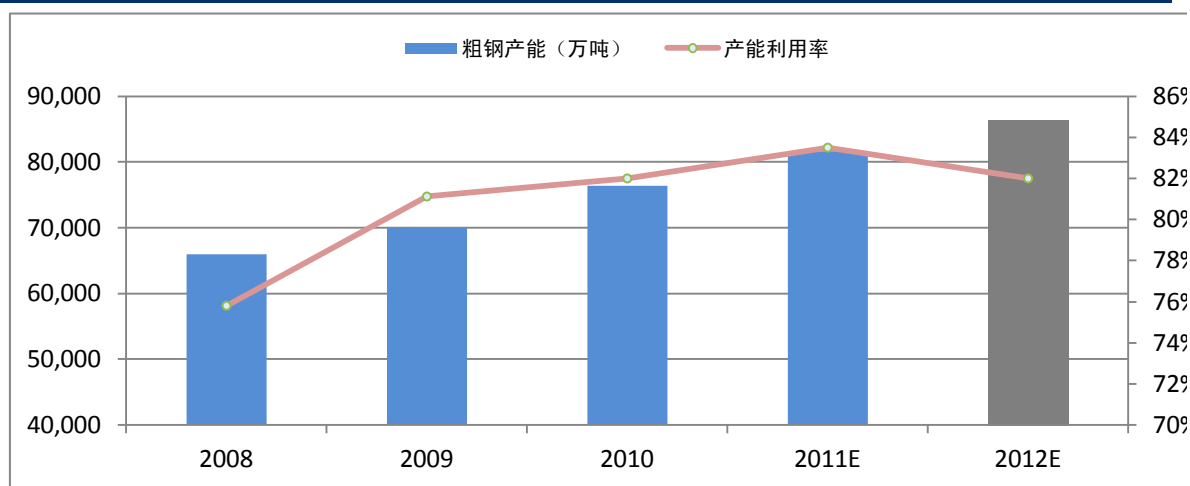
来源：工信部

从国家政策目标来看，希望控制钢铁产量、产能的增速，提升产品级别和产业布局合理化。我们认为，钢铁业的转型任重而道远，转型过程中还需较长的时间过渡。2012 年，新增钢铁产能仍有 4800 万吨左右，维持与 2011 年大概一致的增量，2012 年钢铁产能规模将达到 8.6-8.7 亿吨。同时在建及规划产能仍达到 2.5 亿吨，因此产能过剩问题将继续困扰钢铁业，尤其是螺纹钢、线材产能经过 2010、2011 年两年的扩张，后期面临着更为严峻的过剩问题。

此外，近几年产能利用率也不断提高，2010 年产能利用率 82%，2011 年上升至 83.5% 左右，预计迫于需求增速的放缓，2012 年产能利用率将下滑至 2010 年的水平，为 81.5%-82.5%，那么，2012 年粗钢产量规模为 7.0-7.18 亿吨，同比产量增速将放缓至 2.5-5.5%。

随着房地产等下游总体需求增速的回落，钢材供应的竞争将依然十分激烈。

图 23：我国粗钢产能（万吨）与产能利用率（%）



资料来源：WIND 中证期货研究部

#### 4.2 中间库存对钢材供应量的转移作用难有改观

国内钢材加工企业、钢材贸易商众多，其对钢材囤积的能力不可小觑。根据我的钢铁网所统计的我国主要城市的钢材库存量，2011 年，螺纹钢、线材的社会库存均在 3 月份达到峰值，分别为 773.40、258.44 万吨，五个品种的总库存高峰点达到近 1900 万吨。企业、贸易商库存能力发挥，对钢铁供应量起到转移的作用。但当钢材消费转向库存消化时，钢材现货市场的新增采购也将受到抑制影响。

2011 年贷款难、融资成本明显提高，紧缩政策下，迫使企业、贸易商等在 4、5 月之后维持高库存的意愿明显下降。从图 24-26 中可知，2009 年、2010 年社会库存量高速增长，主要是流动性过剩背景

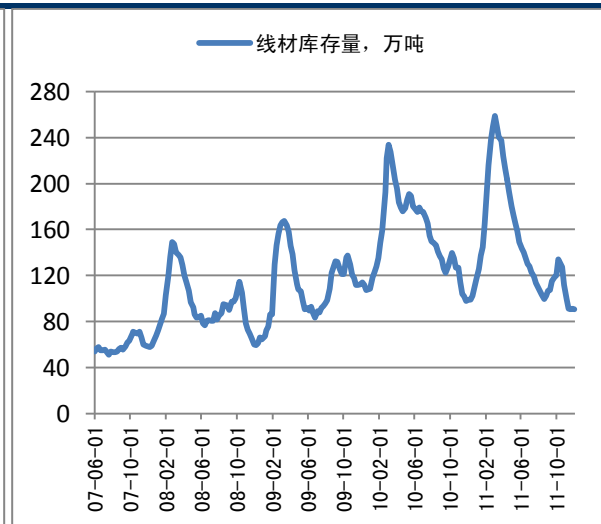
下，仓单质押与承兑汇票的大规模应用的结果。2011 年，货币政策转为紧缩，库存高增速未能为继，2011 年库存量与 2010 年基本维持相当水平。那么，2012 年，货币政策从紧缩回归至稳健，我们在 2.1 已经提出，政策将提高针对性，由于钢铁行业是政策调控指向的重点行业，因此，2012 年对其贷款额度放松的预期还不能过于乐观。同时，货币政策对实体经济的实质性影响，有一定的滞后性，且政策转向的初期，其效应反映较小，随着政策的延续化，其累积效应才能较充分体现。因此，2012 年前期，贸易商等贷款融资的压力依然较大。同时，终端需求增速回落，市场新增采购量不明显，也将压制企业、贸易商增加库存的热情。那么，2012 年，中间库存的增加幅度还较有限，对钢材供应量的转移作用不会很明显，而明年上半年，经济景气度或将下降至低点，企业、贸易商甚者有可能还将进一步降低库存水平。

图 24: 螺纹钢社会库存量



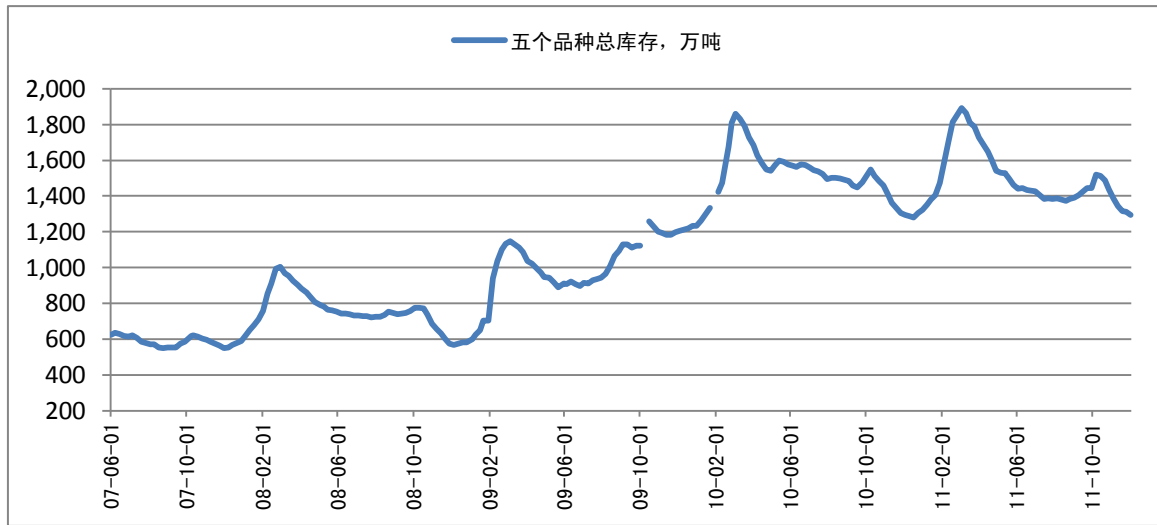
资料来源: WIND 中证期货研究部

图 25: 线材社会库存量



资料来源: WIND 中证期货研究部

图 26: 五个品种（螺纹钢、线材、热卷、中板、冷轧）的总社会库存量



资料来源: WIND 中证期货研究部

## 五、铁矿石供需格局尚未实质改变，原料成本支撑有所下移但依然明显

### 5.1 供需格局尚未实质改变，铁矿石均价有所下移但仍维持于高位

2011年铁矿石价格比2010年更上一个台阶。以青岛港印度粉63.5%车板价、迁安66%干基含税价为例，从2011年年初至2011年12月7日，其年内均价分别为1285、1386元/吨，较2010年同期的均价1142、1189元/吨，分别上涨了12.6%、16.6%。可见，铁矿石价格的明显提高，大幅提升了钢材的成本。基于这两个铁矿石价格估算的建材生产成本，至2011年12月7日，分别为4523、4484元/吨，较去年同期的4017、3894元/吨，分别上升了12.6%、15.2%。

图 27: 进口铁矿石价格

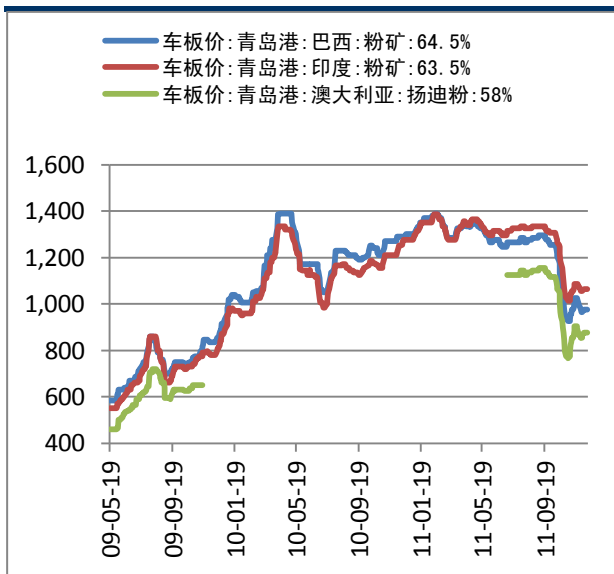


图 28: 国产铁矿石价格



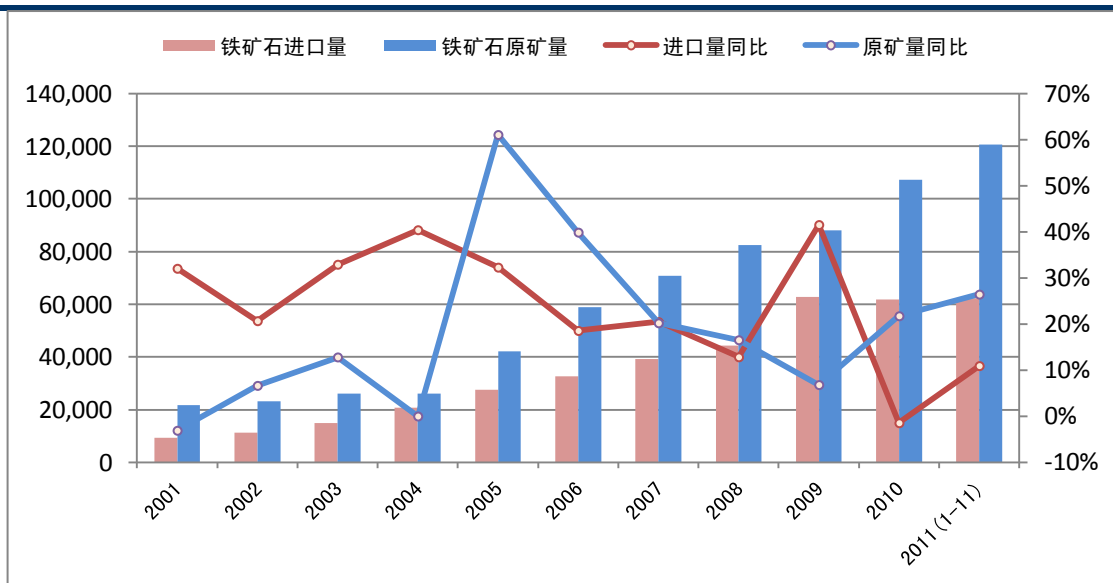
资料来源: WIND 中证期货研究部

近几年，铁矿石价格一直处于易涨难跌的高姿态。2011年10月份的铁矿石价格经历了“滑铁卢”的下行，在未到一个月的时间内下调了15%-20%，主要是归因于几个方面的原因。第一个因素为系统性风险担忧。欧洲债务危机不停歇地掀起，全球经济二次探底的风险持续增加，从而引起了市场担忧情绪迅速蔓延，大宗商品价格纷纷下滑，铁矿石也必然难以独善其身，跟随整体商品出现了下滑。第二是钢材实际需求的回落。内外围经济景气的下降，导致钢材实际需求的回落，原本盈利空间就已低下的钢企，不得不采取降价销售及检修减产的措施。第三，铁矿石协议定价方式的改变，加速了铁矿石现货价的下行。自9月中旬，铁矿石现货价与协议价的明显倒挂，从而促使了国内钢企与三大矿商对协议价的重新协定，最大矿商淡水河谷主动同意了下调。铁矿石市场的这番变动，出乎市场的意料，且市场对此解读为利空信号，从而导致了10月17日之后的两周内铁矿石价格加速调整。

铁矿石在2011年10月期间的此轮下行，许多机构纷纷猜测，铁矿石供需格局已经转变。我们的观点是，铁矿石供需格局尚未实质性转变，但某些有利条件在逐渐产生。

有利条件为：（1）国内铁矿产量增加。铁矿石价格一直高企，尤其是2010年、2011年铁矿石价格的持续上升，刺激了国内矿山产能的持续扩张。2011年1-11月铁矿石原矿累计量为12.06亿吨，与去年同期相比，大幅增加了27.36%。但同期，铁矿石进口累计量为5.59亿吨，同比增幅只为11.03%。可见，国内铁矿石的开采力度明显增加。后期，在矿价还维持一定盈利幅度的情况下，国内铁矿的开发投资还维持高速增长。（2）全球新增铁矿石产能在逐步释放。据我的钢铁网统计预测，见表3，2011年全球新增的铁矿石产能为2.35亿吨，2012年、2013年分别为2.38、2.89亿吨。可见，铁矿石的新增产能预期迅速增加，有利于对铁矿石价格的上升形成制约。

图 29：国内铁矿石原矿量、铁矿石进口量及同比增速（万吨）



资料来源: WIND 中证期货研究部

我们预计2012年铁矿石均价较2011年将有所下移,但还将继续维持于高位,2012年铁矿石的均价或将为140-150美元/吨(CFR价格),折合呈铁矿石现货价1050-1150元/吨(包括港口费、增值税等)。这主要是基于以下两个方面的原因。

(1) 铁矿石开发成本上升。国外2010年新投产矿山项目(铁精粉)的吨产能成本为127美元/吨左右;国产矿的成本在100-140美元/吨。

(2) 铁矿石市场的高垄断性不变。从图31铁矿石海运市场份额预测来看,巴西、澳大利亚的市场份额还将继续增加,从表4也可知,许多新增的铁矿石产能属于三大矿商控有,因此,铁矿石市场的主导权还紧握在三大矿商手中。另外,被贸易界广泛采纳定价的Platts铁矿指数已并购SBB,而SBB的TSI矿石指数被金融界广泛采纳,这导致了铁矿石定价指数也趋于垄断,三大矿山对其掌控更为容易。

此外,12月初淡水河谷一位高层董事表示,2012年铁矿石底价为120美元/吨。据此,将其折合成铁矿石现货价(包括港口费、增值税等),925元/吨左右。这其实接近了今年11月上旬铁矿石的最低价格,青岛港巴西64.5%在今年11月上中旬一度下跌至925、935元/吨。

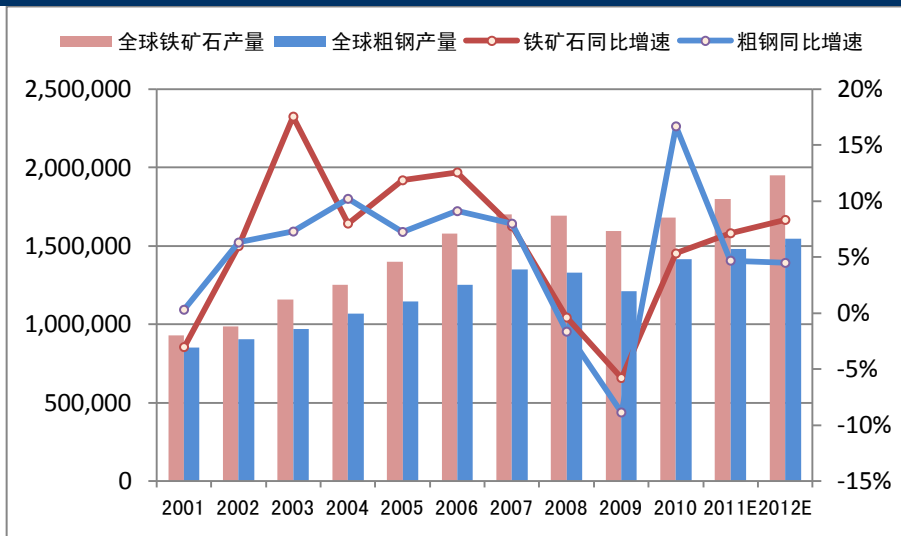
预计2012年,铁矿石价格的低点继2011年大幅下探的可能性较小,低点为105-115美元/吨。高点较2012年有所下移,但仍有望达到170美元/吨以上。全年均价位于135-145美元/吨。

表 3.全球主要铁矿石在建项目及新增产能预估

铁矿石项目名称	所在国家	进展情况	投资方/控股方	成本(百万美元)	预计完成时间	预计增加产能(百万吨/年)	项目可能性
Vale Northern System Iron Ore Mines	巴西	进展中	Vale	2478	2011	30	确定
LabMag Iron Ore Deposit	加拿大	可行性	NML	2750	2011	35	可能
Mesa A /Warrambo	澳大利亚	概念性的	Sumitomo Met Ind	901	2011	25	确定
Rapid Growth Project	澳大利亚	超预期/可行性	BHP Billiton Gr	4800	2011	50	确定
2011 年预期新增产能						235.3	
Mbalam Iron Ore Deposit	喀麦隆	可行性	Sundance Res	3277	2012	35	可能
Priokolskoye Iron Ore Deposit	俄罗斯	概念性的	MMK OJSC, Ural	3656	2012	35	可能
Minas Rio (MMX) Iron Ore Deposit	巴西	建设中	Anglo America	3627	2012	26.5	基本确定
Solomon Iron Ore Deposit	澳大利亚	预可行性	Fortescue		2012	60	基本确定
2012 年预期新增产能						238.4	
Simandou Iron Ore Deposit	几内亚	预可行性	Rio Tinto plc	6000	2013	70	
Faleme Iron Ore Deposit	塞内加尔	预可行性	Arcelor Mittal	200	2013	25	
Serra Sul Iron Ore Deposit	巴西	预可行性	Vale	11297	2013	90	
Jack Hills Iron Ore Mine	澳大利亚	开展中	Mitsubishi,,Posco,Resource Cap,Sinosteel	781.6	2013	25	
Wset Pilbara Iron Ore Deposit	澳大利亚	预可行性	AMCI,Aquila Res Cullen	84.4	2013	30	
2013 年预计新增总产能						288.7	

来源: Mysteel, 中证期货研究部

图 30: 全球铁矿石产量及同比增速, 全球粗钢产量及同比增速



资料来源: WIND 中证期货研究部

图 31: 铁矿石海运市场份额



资料来源: CRU 英国商品研究所 中证期货研究部

## 5.2 焦炭价格维持平稳态势

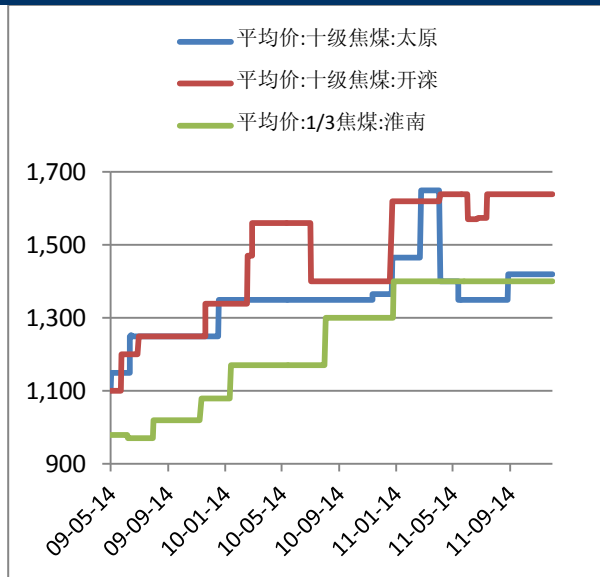
2011 年以来焦煤及焦炭价格一直保持较为稳定的态势,但 10 月底钢铁检修减产增加,需求减少,焦炭价格出现下调压力,不过山西等地的焦化企业也开始限产保价。

整体上，我们认为，2012 年焦炭价格还将维持相对稳定态势，受制于钢铁行业的不景气，难有较大涨幅，而下方焦煤价格的支撑将依然凸显。

图 32: 国内焦炭价格



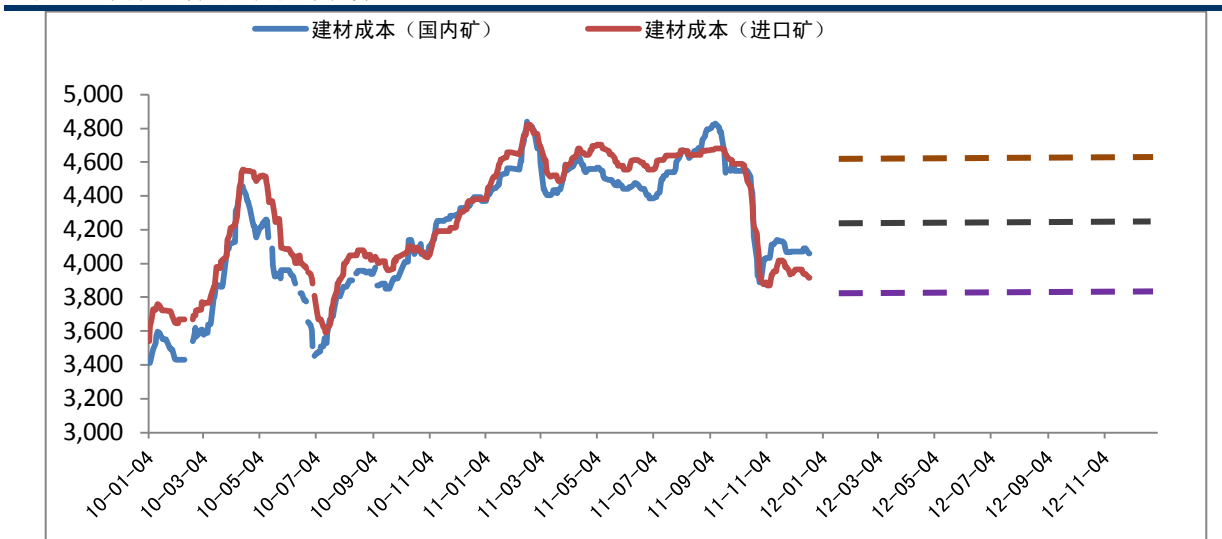
图 33: 国内焦煤价格



资料来源: WIND 中证期货研究部

### 5.3 2012 年建筑钢材的成本重心将有所下移

图 34: 建筑钢材的生产成本估算 (元/吨)



资料来源: 中证期货研究部

基于 2012 年焦炭、废钢的价格维持目前平稳格局的假设，我们对建筑钢材的生产成本进行大致估算。根据 5.1 分析，当铁矿石价格下探至最低点 135-145 美元/吨 (CFR)，生产成本为 3650-3800 元/吨，铁矿石高点达到 170 美元/吨 (CFR) 以上，生产成本将高于 4500 元/吨。2012 年全年均价 140-150 美

元/吨（CFR），建筑钢材全年成本维持于 4000-4150 元/吨。由此可见，2012 年建筑钢材的生产成本重心较 2011 年（2011 年生产成本估算为 4450-4500 元/吨）或将下移 8% 左右，但原料成本支撑依然明显。同时需注意的是，估算的成本仅为生产成本，实际的成本还包括运输费、资金成本等费用。

## 六、2012 年投资策略

2012 年的市场，将是国内宏观与国外宏观的博弈，货币的稳健宽松与国内经济发展放缓的博弈。对于螺纹钢市场，还面临着产量过多、产能过剩的问题，因此，在供应压力竞争较明显的情况下，螺纹钢现货只能维持微利。而螺纹钢期价势必在国内宏观稳健好转的时机下，寻找“升”机，但却将受制于房地产等需求的回落、钢材产量过高的因素，面临下降的危机。而 2012 年铁矿石价格均价将小幅下移，或使得 2012 年螺纹期价重心较 2011 年也有所下移。

分季度来看螺纹基本面，2012 年一季度基于春节、元宵放假、及北方天气寒冷的缘故，螺纹的淡季特征将继续显现。同时 3 月份意大利迎来还债高峰，将加重对整体市场的不确定影响。二季度虽为建筑钢材传统的需求旺季，但房地产行业二季度的库存或将达到高点，资金压力将较为凸显，因此二季度房地产业的被动局面或使螺纹旺季难旺。下半年房地产政策结构性的微调，及钢铁企业自身产量的调整，螺纹的弱势或有所改观。

整体上，我们认为，2012 年，上半年螺纹钢市场还将维持相对弱势，有望再次探底，下半年振荡重心或有所上移。螺纹钢指数在 3700-3800 有较强支撑，而上方高点或难以逾越 2011 年的高位，较难突破 4800-4900 一线的压力位。全年在 3900-4600 的范围内震荡的时间或较多，投资者可在震荡中寻觅操作契机。

## 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场二期14层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

### 上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道

1777号东方希望大厦9层H室

邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)68401583

### 郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路14号

顺驰第一国际18层1803号

450003

(0371)65613352

(0371)69102132

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号

大连国际金融中心A座期货大厦2508室

116023

(0411)84806372

(0411)84806872

### 青岛营业部

地址：青岛市香港中路6号

世贸中心B座105室

邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

### 杭州营业部

杭州延安路515号

国信大厦11楼1117室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

### 北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街

8号国际财源中心A座8层801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999