

钢铁行业资金面“量变引起质变”

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- 年内第六次提准后货币市场资金利率全线上扬,上海市场钢材贸易商贴现率也迅速上升至 6.91%的年内次高点。我们仅分析若进一步上调存款准备金后对钢铁相关的影响,不做任何投资建议
- 资金通过钢厂、贸易商、终端用户的动作影响钢价并进而传导至股市。终端用户在资金紧张时倾向于按需采购,不过鉴于当前制造业景气下行以及下游库存可能处在较低水平上,我们认为其所受影响相对有限。
- 钢贸商(资金密集型企业)在资金紧张时的“蓄水池”容量将缩小,即通过社会库存的变动来减小中间需求或放大中间供给。2010年6月至今央行提准冻结的3.34万亿元相当于5月底本外币存款余额的 4.27%,对应贸易商可贷资金缩减 2.1%-3%,这个幅度反馈到库存量上,我们认为考虑资金杠杆和囤货成本等因素后,影响 4.5%左右是较为可能的。
- 工商银行 2010 年全年其贷款流向钢铁行业 928.66 亿元,占贷款总量的 2.0%;进入 2011 年以来,由于 1) 紧缩银根、2) 压缩向高耗能行业信贷投放,我们判断二季度银行贷款流向钢铁业的比例有望再下滑 0.1-0.2 个百分点,而资金总量环比增长则可能不超过 5%。我们预测,如果钢铁行业资产负债率升至 75%或单个企业资产负债率达到 85%以上,则意味着行业可能遭遇全面的重大经营压力;如果 2011 年中报钢铁上市公司借款取得的资金总量再下滑 50%以上(2011 年 1 季度环比下滑 72%),则行业形势将可能发生逆转。
- 分析历次提准后行业的表现,我们认为:1) 若综合考虑央票到期和正回购措施,预计再提准 1-2 次(假设频率仍为一月一次)可能对市场形成明显冲击;2) 若不考虑其他,存款准备金率上调到 23-24%即最多再上调 3-4 次将带来显著影响,因此时贸易商资金收缩比例约 3.3-4.6%,估计对库存容量的影响接近 7-8%。

需要关注的重点公司

名称	股价	评级	EPS		PE				PB	一周涨	一月涨	3 个月	6 个月
			TTM	10A	TTM	10A	11E	12E	09A	幅%	幅%	涨幅%	涨幅%
攀钢钒钛	10.7	增持	0.17	0.19	61.3	56.3	30.2	-	3.8	-3.0	-4.0	-17.8	7.4
韶钢松山	3.7	增持	0.00	0.01	-2109.8	295.2	9.8	-	1.1	-1.6	-8.7	-4.2	-10.7
太钢不锈	5.1	增持	0.24	0.24	21.2	21.3	11.2	-	1.3	-1.5	-7.4	-11.6	-6.9
鞍钢股份	6.8	买入	0.28	0.28	23.8	24.1	11.1	-	0.9	-2.2	-9.8	-14.8	-16.4
华菱钢铁	3.9	增持	-0.93	-0.97	-4.2	-4.0	5.6	-	0.9	-1.5	-3.7	-9.3	-1.5
三钢闽光	9.3	买入	0.23	0.21	40.0	44.4	8.9	-	1.8	1.5	-6.5	-16.5	-23.9
八一钢铁	14.0	买入	0.71	0.69	19.8	20.3	14.5	-	3.0	4.2	2.9	1.1	12.6

资料来源: 中国银河证券研究部

分析师

王国平

☎: (8610) 6656 8758

✉: wangguoping@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130200010339

联系人

胡皓

☎: (8621) 20252665

✉: huhao_yj@chinastock.com.cn

杨件

☎: (8621) 20252605

✉: yangjian_zb@chinastock.com.cn

相关研究

《分化仍是主旋律, 底部震荡格局不改》 11.06.13

《需求现地域差异, 钢市加速寻底》 11.06.19

目 录

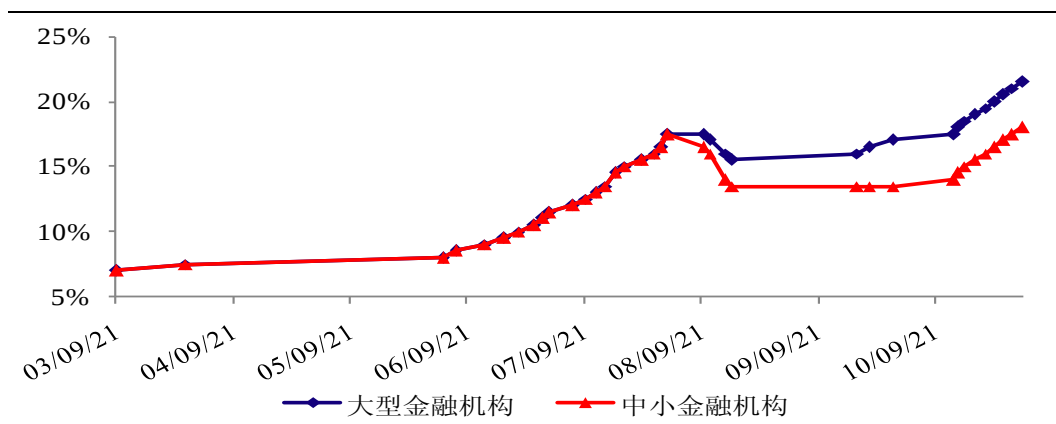
一、央行再调存准率，货币市场利率全线回升.....	1
二、资金问题对钢材市场影响机制.....	2
1) 下游企业	2
2) 贸易商	2
3) 钢铁企业	2
三、资金面继续收紧的分析.....	3
图 表 目 录	5

一、央行再提准，货币市场利率全线回升

6月14日下午四点中国人民银行决定，从2011年6月20日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

央行宣布年内第六次上调存款准备金率，调整后达到21.5%/18.0%的历史高点，此举虽意图不难理解但对钢铁行业影响不容忽视。如此紧锣密鼓的收紧银根势必会给钢铁行业带来重压，我们认为终端用户、贸易商、钢厂等实体的资金紧张问题经过不断发酵，已经达到“量变引起质变”的节点，其对钢材市场进而资本市场的实质性影响将加速体现。

图表1 存款准备金率历次上调



资料来源：中国银河证券研究部

依据央行本外币存款余额计算，本次上调存款准备金率冻结资金3914亿元，而自2011年初至今已冻结2.26万亿元，自去年10月至今已达到3.34万亿元。

图表2 去年10月以来历次提准冻结资金情况

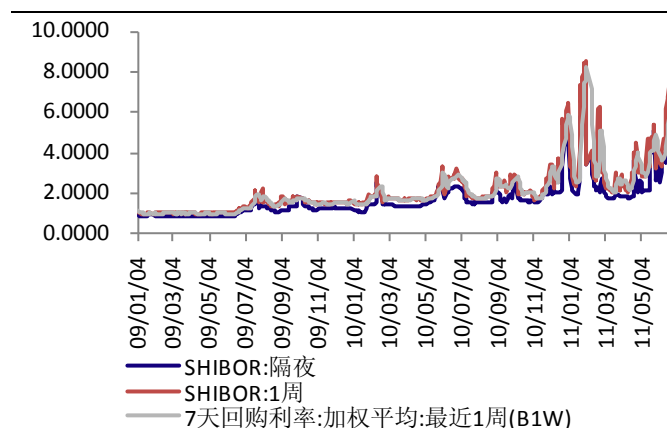
时间	本外币存款余额(万亿元)	外币占款(亿美元)	提准时间	提准幅度	冻结资金(亿元)
2010/10/30	71.84	2331	2010/11/16	0.50%	3581.5
2010/11/30	72.42	2321	2010/11/29	0.50%	3592.0
2010/11/30	72.42	2287	2010/12/20	0.50%	3621.0
2011/1/30	72.77	2250	2011/1/20	0.50%	3667.0
2011/2/28	74.10	2286	2011/2/24	0.50%	3638.3
2011/3/30	76.84	2369	2011/3/25	0.50%	3705.2
2011/4/30	77.17	2379	2011/4/21	0.50%	3841.9
2011/5/30	78.28	2391	2011/5/18	0.50%	3858.7
			2011/6/20	0.50%	3914.0
总计					33419.5

资料来源：中国银河证券研究部

本次提准后货币市场资金利率全线上扬，周一隔夜拆借利率大涨近300基点，周二上海银

行间同业拆借利率（Shibor）所有品种全面回升，其中隔夜拆借利率升破 7%，7 天和 14 天品种突破 8%；与此同时，我们监测的上海市场钢材贸易商贴现率也在半个月之内迅速上升至 6.91% 的年内次高点，充分显示银行借贷环境在明显趋紧，钢铁行业资金链将面临巨大考验。

图表 3 货币市场利率全面回升



资料来源：中国银河证券研究部

图表 4 上海地区贸易商贴现利率开始快速攀升

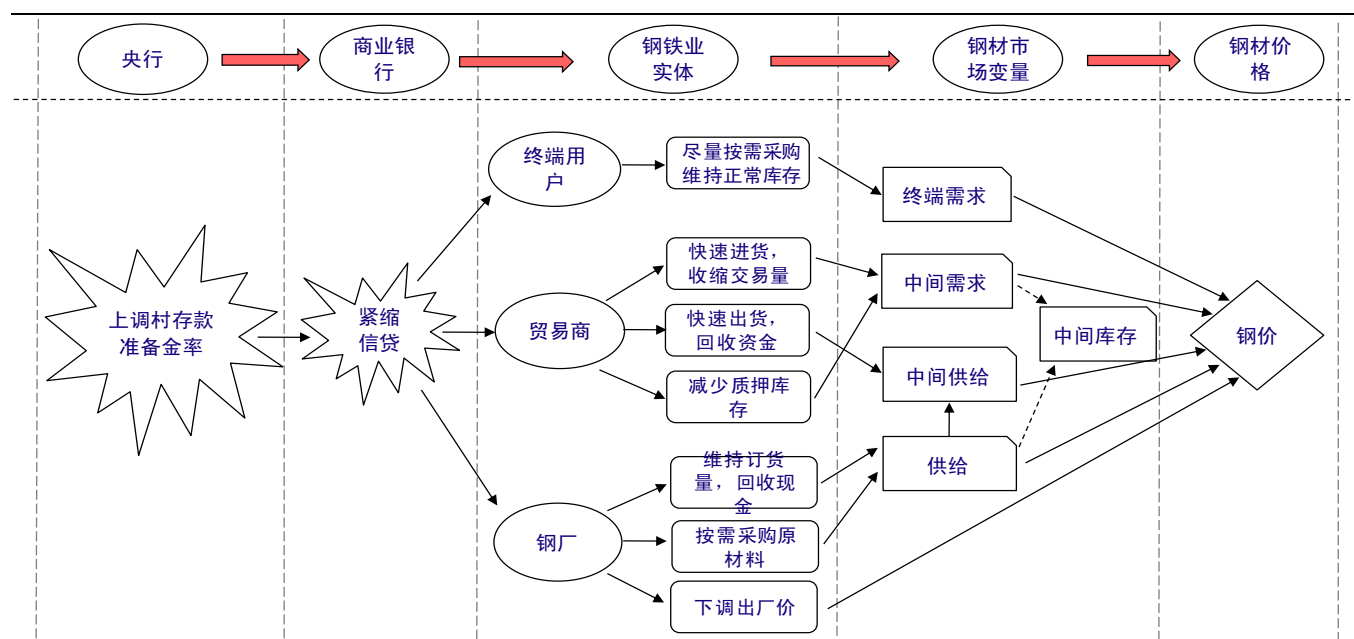


资料来源：中国银河证券研究部

二、资金问题对钢材市场影响机制

对钢材市场三大实体（钢厂、贸易商、终端用户）中的任何一个而言，资金问题都是企业正常生产、经营的关键一环，资金面的波动会通过他们的操作传导至钢材市场上并进而影响资本市场的表现。

图表 5 上调存款准备金率对钢材市场的作用机制



资料来源：中国银河证券研究部

1) 下游企业

资金链与终端用户的常规备货库存（主要考虑库存周期和库存量）密切相关，根据我们跟踪：（a）下游企业原材料库存通常维持在 15-45 天，资金充裕和预期良好时最大可达半年，否则倾向于按需采购，特别是 09 年 3 季度以后这种现象愈发普遍（这也是近年来市场淡季不淡、旺季不旺的重要原因）；（b）当前大户因资金较充沛且多为直供，因此所受的冲击相对较小，但中小企业处境则艰难得多。

下游企业维持库存的终极目的是生产而不是囤货，因此资金引起的库存变动较正常的生产性周期波动而言略次，同时鉴于制造业景气下行，当前下游库存量很可能不高，我们认为资金链紧张对下游整体影响有限。

2) 贸易商

钢贸商是典型的资金密集型企业，资金紧张时其作为钢材市场“蓄水池”的容量将缩小，表现出来即通过钢材社会库存的变动来减小中间需求或放大中间供给。当然，除资金外市场心态也是重要因素，两者可有多种组合。

图表 6 贸易商在不同的资金与心态组合时的表现

	资金宽松	资金正常	资金紧张
预期良好	大量囤货	适度加大库存	快进快出
预期一般	正常进出货，库存正常	正常进出货，库存正常	正常进出货，库存偏少
预期较差	进出货谨慎，库存较少	进出货谨慎，库存较少	加速抛货，减少库存

资料来源：中国银河证券研究部

银行对贸易商放款（流动性放款、仓单质押）门槛较高（资产负债率、营业规模、自有资金量等方面），因此大企业是借贷主流，中小企业则多利用民间融资（担保融资、民间金融拆借），收紧资金的后果在于：1）降低授信额度，2）压缩借贷范围，3）间接推升民间借贷利率并提高企业经营成本。

2010 年 10 月至今央行提准冻结的资金达 3.34 万亿元，相当于 5 月底本外币存款余额的 4.27%，而跟据我们对全国贸易商分布的估算，大约 50-70% 的流动资金来自银行，这样贸易商可贷资金量相当于缩减 2.1%-3%（暂定其它因素不变）；这个幅度反馈到库存量上，我们认为考虑资金杠杆和囤货成本等因素，影响 4.5% 左右是较为可能的。

3) 钢铁企业

钢铁企业资金面收紧会相应提高钢铁行业融资难度并对日常经营造成困难，比如原材料采购、产成品库存管理、价格制定以及产能投资等。

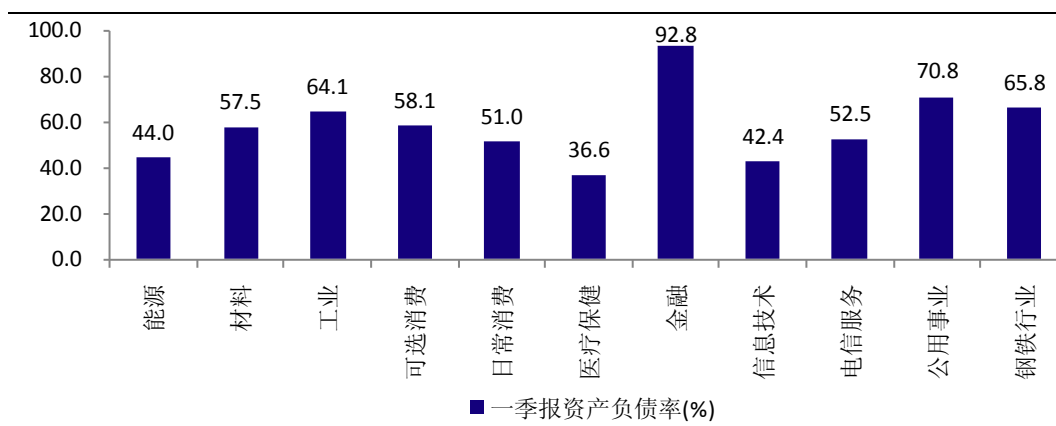
以国内最大的商业银行——工商银行为例，2010 年全年其贷款流向钢铁行业 928.66 亿元，占该行贷款总量的 2.0%，该比例较 2009 年下降 0.1 个百分点；进入 2011 年以来，由于 1）央行紧缩银根、2）国家鼓励压缩向高耗能行业信贷投放，我们判断二季度银行贷款流向钢铁业的比例有望继续下滑 0.1-0.2 个百分点，而资金总量环比增长则可能不超过 5%（与 2010 年底

相比，2010 年中报和 2010 年底环比分别增长 10%和 7.2%)。

钢铁作为资产负债水平较高的行业之一，2011 年 1 季度末资产负债率高达 65.82%，环比小幅抬升；与此同时，1 季报也显示企业通过借款取得的资金大量萎缩，无论环比还是同比都明显负增长；而国内为数众多的中小钢厂情况只会更严重，中小企业资金短缺问题在 4 月份就开始恶化，举步维艰。

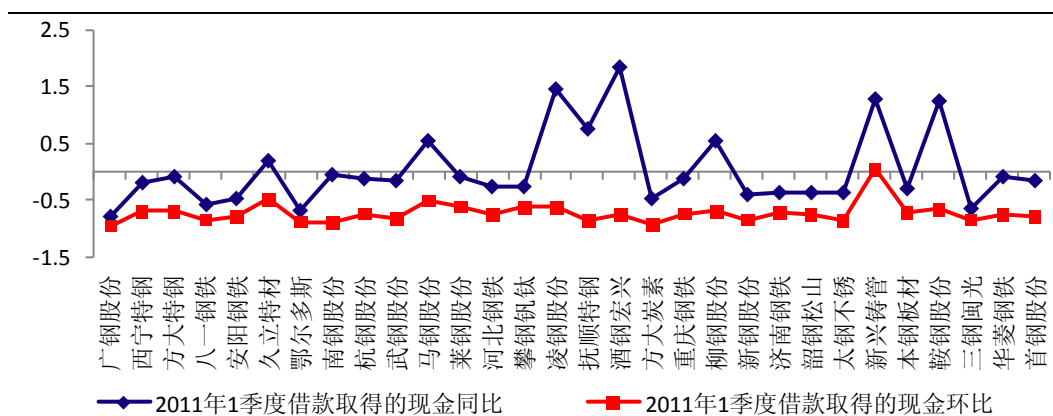
我们预测，如果钢铁行业资产负债率升至 75%或单个企业资产负债率达到 85%以上，则意味着行业可能遭遇全面的重大经营压力；如果 2011 年中报钢铁上市公司借款取得的资金总量再下滑 50%以上（2011 年 1 季度环比下滑 72%），则行业基本面将发生根本性逆转。

图表 7 2011 年 1 季报各行业资产负债率比较



资料来源：中国银河证券研究部

图表 8 2011 年 1 季报钢铁企业借款取得的现金大幅减少



资料来源：中国银河证券研究部

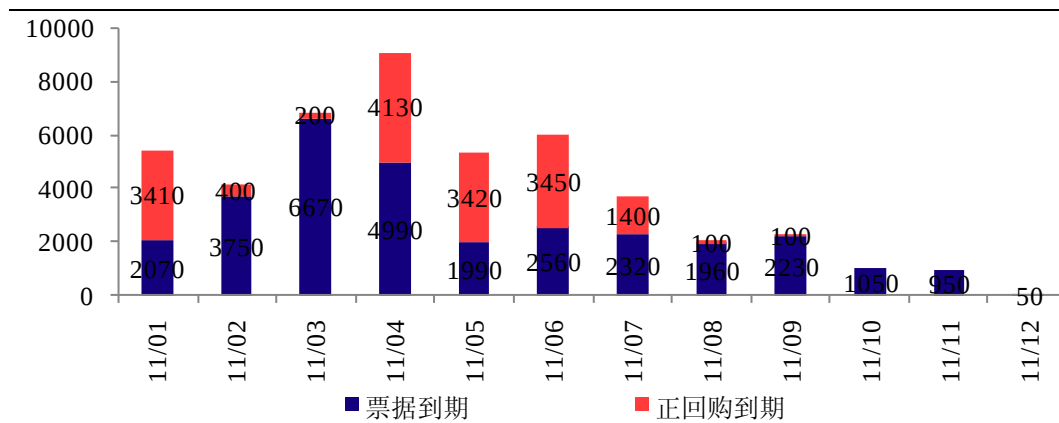
三、资金面继续收紧的分析

综合分析连续提准以来行业的表现，我们分析认为：

1) 若综合考虑其他手段（主要是央票到期和正回购措施），预计再提准 1-2 次（假设频率

仍为一月一次，存款准备金率达到 22.0-22.5%) 可能对市场形成明显冲击，一方面 8 月份之后央票到期和正回购量较少；另一方面，根据我们实际调查，市场普遍预计届时贷款问题带来破坏性打击；

图表 9 2011 年各月票据与正回购到期量



资料来源：中国银河证券研究部

2) 若不考虑其他手段，存款准备金率上调到 23-24% 即最多再上调 3-4 次存款准备金率将带来显著影响，因此时贸易商资金收缩比例约 3.3-4.6%，估计对库存容量的影响接近 7-8%，此时无论钢厂、终端，特别是贸易商库存能力将大大受损；

3) 就钢铁行业而言，我们判断 2 季度银行贷款流向钢铁业的比例有望下滑 0.1-0.2 个百分点，贷款总量环比增长不高于 5%；如果钢铁行业平均资产负债率升高至 75% 或单个企业达到 85%，则意味着行业全面遭遇重大经营压力；如果 2011 年中报钢铁上市公司借款取得资金总量再下滑 50% 以上（2011 年 1 季度环比下滑 72%），则行业基本面将可能发生逆转。

图 表 目 录

图表 1	存款准备金率历次上调.....	1
图表 2	去年 10 月以来历次提准冻结资金情况.....	1
图表 3	货币市场利率全面回升.....	2
图表 4	上海地区贸易商贴现利率开始快速攀.....	2
图表 5	上调存款准备金率对钢材市场的作用机制.....	2
图表 6	贸易商在不同的资金与心态组合时的表现.....	2
图表 7	2011 年 1 季报钢铁行业资产负债率.....	3
图表 8	2011 年 1 季报钢铁企业借款取得的现金大幅减少.....	3
图表 9	2011 年各月票据与正回购到期量.....	4

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王国平 行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908