

钢铁 II

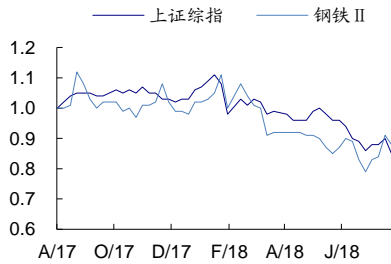
2018 年 8 月投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 08 月 13 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

环保限产不断，钢价高位震荡

● 环保高压，供给持续受限

环保高压下，唐山、邢台、常州等地高炉开工受限，预期 8 月钢材供给将保持较低水平。近日，《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》发布，相较于去年采暖季限产方案要求更为严格，明确要求天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%；其他城市限产比例不得低于 30%，并提出推进钢铁行业超低排放改造。

● 基建接棒房地产支撑钢材需求

中美贸易战升温，宏观不确定因素对市场造成较大冲击，但随着国内政策转向，“扩大内需”导向下，基建或成为下半年支撑钢材需求新的发力点。今年前六个月，我国地方政府专项债券累积发行 3673 亿元，距离 1.35 万亿的目标额还有较大距离，下半年专项债的发行和使用进度均有望加快，带动钢材消费。

● 库存低位运行，钢价高位震荡

8 月，环保高压下，唐山等地大规模限产使得钢材供给难以释放。需求端有望保持平稳，基建投资带来的支撑效应或逐步显现。库存低位，供需平衡，钢价有望继续保持较高水平。

● 采暖季限产带动 RB1901 合约大涨

随着市场预期改善，螺纹钢近月基差修复，减仓上行。采暖季限产推升远期钢材价格预期下，1901 合约大涨，盘面反映出螺纹钢 10-1 价差缩小。预期春节累库行情出现后，采暖季结束库存去化过程钢价或有所回调，目前螺纹钢 1-5 价差高于往年同期水平。市场对钢价高位延续的信心较强。

● 投资逻辑-南方环保占优企业

基于环保成为影响行业走势的核心因素之一，且南方钢厂占比少，钢材相对紧缺，我们重点推荐行业龙头宝钢股份，区域龙头三钢闽光、柳钢股份、华菱钢铁、南钢股份、新钢股份、马钢股份等。

● 风险提示

宏观经济下行导致行业需求端出现超预期下滑；中美贸易战带来的不确定风险。

相关研究报告:

- 《唐山绝大部分烧结机仍不能满足超低排放限值》——2018-08-07
- 《钢铁行业周报（7月30日-8月5日）：采暖季限产升级，推动钢价持续攀升》——2018-08-06
- 《钢铁行业周报（7月23日-7月29日）：环保限产加码，钢价易涨难跌》——2018-07-30
- 《钢铁行业周报（7月16日-7月22日）：严环保促钢价走高，高业绩利股价上涨》——2018-07-23
- 《钢铁行业周报（7月9日-7月15日）：环保限产，钢材期现价齐升》——2018-07-16

联系人：王海涛

电话：010-88005311

E-MAIL: wanghaitao@guosen.com.cn

联系人：冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600019	宝钢股份	买入	8.59	191,281	0.98	1.08	8.8	8.0
000932	华菱钢铁	增持	10.07	30,368	2.31	2.49	4.4	4.0
002110	三钢闽光	买入	19.98	32,655	4.00	4.32	5.0	4.6
600782	新钢股份	增持	7.27	23,182	1.38	1.45	5.3	5.0
601003	柳钢股份	增持	9.65	24,731	1.64	1.81	5.9	5.3
600282	南钢股份	增持	4.80	21,210	1.03	1.08	4.7	4.5
600808	马钢股份	增持	4.14	31,808	0.78	0.82	5.3	5.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

环保高压，供给持续受限.....	4
唐山限产日均影响铁水约 9 万吨.....	4
2+26 城市采暖季限产升级.....	5
基建接棒房地产支撑钢材需求.....	6
库存低位运行，钢价高位震荡.....	8
建材市场成交良好.....	8
供需平衡，库存保持低位.....	9
钢价有望保持高位震荡.....	9
焦炭限产，价格走强.....	10
采暖季限产带动 RB1901 合约大涨.....	11
持续高业绩下的低估值板块.....	12
中报业绩喜人.....	13
高盈利持续.....	13
投资逻辑-南方环保压力较小企业.....	14
风险提示.....	14
国信证券投资评级.....	16
分析师承诺.....	16
风险提示.....	16
证券投资咨询业务的说明.....	16

图表目录

图 1: 高炉开工率 (%)	4
图 2: 唐山周在产产能 (万吨)	4
图 3: 固定资产投资累计同比 (%)	6
图 4: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比 (%)	6
图 5: 房地产开发投资完成额当月值 (亿元)	7
图 6: 扣除土地购置费房地产开发投资额累积同比 (%)	7
图 7: 申万钢铁板块走势	8
图 8: 申万钢铁板块成交量	8
图 9: 全国 237 家流通商建材周均成交量 (万吨)	9
图 10: 五大钢材社会库存 (万吨)	9
图 11: 五大钢材厂内库存 (万吨)	9
图 12: 上海螺纹钢及热轧板卷价格走势 (元/吨)	10
图 13: 铁矿石价格情况 (元/湿吨)	10
图 14: 焦炭价格情况 (元/吨)	10
图 15: 焦炭港口库存 (万吨)	11
图 16: 焦炭钢厂库存和独立焦化厂库存 (万吨)	11
图 17: 螺纹钢现货价格及 10 月合约情况 (元/吨)	12
图 18: 螺纹钢 10-1 价差情况	12
图 19: 螺纹钢 1-5 价差情况	12
图 20: 钢铁企业盈利面 (%)	13
图 21: 螺纹钢模拟利润 (元/吨)	14
图 22: 热卷模拟利润 (元/吨)	14
图 23: 冷轧模拟利润 (元/吨)	14
图 24: 中厚板模拟利润 (元/吨)	14
表 1: 8 月高炉停限产情况不完全统计	5
表 2: 秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案对比	5
表 3: 采暖季限产影响分析 (万吨)	6
表 4: 分省市固定资产投资情况 (亿元)	7
表 5: 2017 年焦炭产量及需求量情况 (万吨)	11
表 7: 钢铁企业归母净利润情况 (亿元)	13

环保高压，供给持续受限

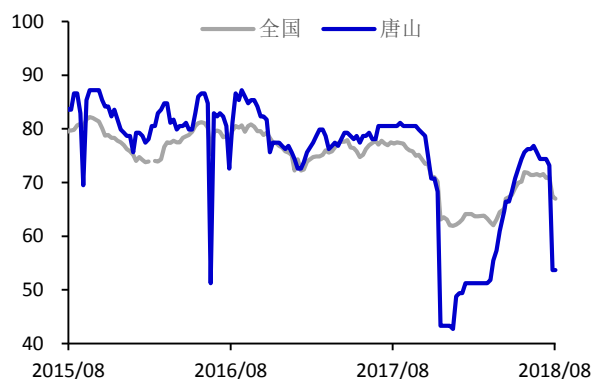
8月，京津冀及周边地区、汾渭平原及长三角地区等重点区域大气污染防治强化督察第二阶段将全面展开，将对“2+26”城市、汾渭平原11城市开展全面督查，排查工业炉窑、矿山治理、小火电淘汰、“公转铁”落实、扬尘治理及秸秆焚烧等方面存在的问题，以问题为导向督促各项任务及措施落实到位。环保高压下，唐山、邢台、常州等地高炉开工受限，预期8月钢材供给将保持较低水平。

唐山限产日均影响铁水约9万吨

唐山市空气质量综合指数从3月起，即采暖季结束后，连续位列全国倒数第一，地方政府压力巨大。7月，唐山市政府发布《关于开展SO₂、NO₂、CO污染减排攻坚行动的通知》，唐山市将于2018年7月20日至8月31日期间在全市开展SO₂、NO₂、CO的污染减排攻坚行动，明确减排攻坚任务目标，对各县(市)区三种气体浓度降低值进行核算，以改善空气质量。

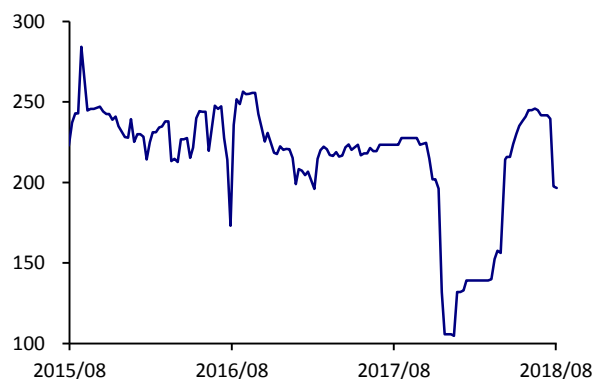
随着唐山地区环保限产的全面展开，钢厂开工率大幅下降至53.66%。唐山钢厂周在产产能也从241.80万吨下降到196.64万吨，日均铁水产量影响约9万吨。唐山限产将持续到8月底，对行业供给端造成较大影响。

图1：高炉开工率(%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图2：唐山周在产产能(万吨)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

环保督察下，钢铁行业限产及检修现象不断。江苏常州发布强制减排重点污染源清单，中天、申特、东方特钢延续停限产措施，因已持续执行限产，对产量边际影响较小。河北邢台提出自8月15日起，邢台钢铁有限责任公司一座焦炉冷炉停产，2台烧结机只保留一台生产，高炉工序只保留1080立方米高炉正常生产；德龙钢铁有限公司3座1080立方米高炉限产30%。陕西韩城龙钢自8月3日起，对高炉进行轮流检修，检修预计持续一周。江西萍钢自8月6日起，正常生产的7座高炉除安源1080立方高炉和萍乡一座450立方正常生产外，其余5座高炉将轮流安排检修。此外，三钢闽光等钢厂8月有高炉大修计划。

表 1: 8 月高炉停限产情况不完全统计

地区	公司	停限产要求	相较限产前铁水日均影响, 万吨	限产日期
江苏常州	江苏中特钢铁有限公司	炼铁厂未限产前产量标准为 7800 吨/天, 限产 50% 产量后为 3900 吨/天	0.4	执行中
江苏常州	常州东方特钢有限公司	限产 50%	0.2	执行中
江苏常州	中天钢铁集团有限公司	转炉 2*45 吨、3*120 吨停产		执行中
吉林吉林	吉林建龙钢铁	对 1# (1800 立方米) 高炉停产检修	0.4	7 月 20 日
河北迁安	首钢迁安钢厂	对 2# (2650 立方米) 高炉停产检修	0.65	7 月 26 日
福建三明	三钢闽光	对 5# (1050 立方米) 高炉进行大修	0.4	8 月 1 日
陕西韩城	陕西龙门钢铁 (集团) 有限责任公司	轮流检修	0.5	8 月 3 日
江西萍乡	江西萍安钢铁公司	除安源 1080 立方高炉和萍乡一座 450 立方正常生产外, 其余 5 座高炉将轮流安排检修	1.0	8 月 6 日
河北邢台	邢台钢铁有限责任公司	高炉工序只保留 1080 立方米高炉正常生产	0.4	8 月 15 日
河北邢台	德龙钢铁有限公司	3 座 1080 立方米高炉限产 30%	0.25	8 月 15 日

资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

2+26 城市采暖季限产升级

近日,《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案 (征求意见稿)》发布,相较于去年采暖季限产方案要求更为严格,明确要求天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台、安阳等重点城市,采暖季钢铁产能限产 50%;其他城市限产比例不得低于 30%,并提出推进钢铁行业超低排放改造。

表 2: 秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案对比

	2017-2018	2018-2019
目标	2017 年 10 月至 2018 年 3 月,京津冀大气污染传输通道城市 PM2.5 平均浓度同比下降 15% 以上,重污染天数同比下降 15% 以上。	2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日,京津冀及周边地区 PM2.5 平均浓度同比下降 5% 左右,重度及以上污染天数同比减少 5% 左右。
实施范围	2+26 城市,含河北省雄安新区、辛集市、定州市,河南省巩义市、兰考县、滑县、长垣县、郑州航空港	2+26 城市,含河北省雄安新区、辛集市、定州市,河南省济源市
控产能	河北省压减炼钢产能 1562 万吨、炼铁 1624 万吨;山东省压减炼钢产能 183 万吨。	列入去产能的钢铁企业,一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备。2018 年,河北省钢铁产能压减 1000 万吨以上,山西省压减 225 万吨,山东省压减 355 万吨,河南省压减 150 万吨以上。
超低排放	河北省压减焦炭 720 万吨;河南省压减焦炭产能 55 万吨	河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作;河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右的目标,制定“以钢定焦”方案,加大独立焦化企业淘汰力度。 有序推进钢铁行业超低排放改造。深化有组织排放控制,烧结烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 10、35、50 毫克/立方米,其他生产工序分别不高于 10、50、150 毫克/立方米;强化无组织排放管控,所有物料储存、输送及生产车间应密闭;实施清洁运输,大宗物料和产品主要通过铁路、水路、管道、新能源汽车或达到国六排放标准汽车等方式运输。
错峰生产	石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市,采暖季钢铁产能限产 50%,以高炉生产能力计,采用企业实际用电量核实。	天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台、安阳等重点城市,采暖季钢铁产能限产 50%;其他城市限产比例不得低于 30%,由省级政府统筹制定实施方案;限产计量以高炉生产能力计,配套烧结、焦炉等设备同步停限产,采用企业实际用电量核实。钢铁企业有组织排放、无组织排放和大宗物料及产品运输全面达到超低排放要求的,可不予错峰,在橙色及以上重污染天气预警期间限产 50%,由相关省级部门上报生态环境部、工业和信息化部备案;仅部分生产工序和环节达到超低排放要求的,仍纳入错峰生产实施方案,按照排放绩效水平实施差异化错峰。
	2017 年 10 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日,焦化企业出焦时间均延长至 36 小时以上,位于城市建成区的焦化企业要延长至 48 小时以上。	秋冬季期间,焦化企业出焦时间延长至 36 小时以上;焦炉炉体加罩封闭,配备焦炉烟废气脱硫脱硝装置且达到特别排放限值的,可不予错峰。

资料来源:生态环境部,国信证券经济研究所整理

按照从 2017 年 10 月 1 日到 2018 年 3 月 31 日限产测算生铁产量影响,近期发布的征求意见稿显示天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台、安阳等重点城市采暖季钢铁产能限产 50%;“2+26”其他城市限产比例不得低于 30%,按照 30% 测算;《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提到的其他重点区域范围内城市限产比例尚未公布,暂按限产 20% 测算,预期合计将影响生铁产量 3000 万吨。

表 3: 采暖季限产影响分析 (万吨)

	限产重点城市	2+26 其他城市	三年计划其他城市	合计
产能合计	24497	5602	16816	46915
限产比例	50%	30%	20%	
2017 年产能利用率	72%	72%	83%	
采暖季产量 (不限产)	8819	2017	6979	17814
采暖季产量 (限产)	6124	1961	6726	14811
产量减少	2695	56	252	3003

资料来源:工信部, 统计局, 国信证券经济研究所整理测算

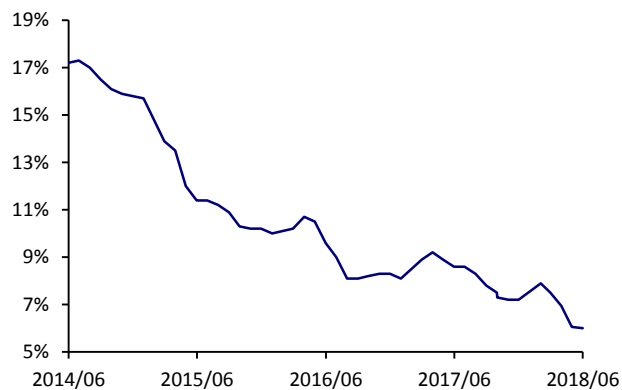
但反观 2017-2018 年采暖季限产实际产量, 受铁矿入炉品位提升、钢厂多加废钢、电炉增产、供暖钢厂放松限产等因素影响, 最终粗钢产量下降水平会低于估算值。预期今年情况相似, 且针对钢铁企业有组织排放、无组织排放和大宗物料及产品运输全面达到超低排放要求的, 可不予错峰, 若采暖季达标的钢厂较多, 也会相应降低采暖季实际产量影响。

基建接棒房地产支撑钢材需求

中美贸易战再升温, 宏观不确定因素对市场造成较大冲击, 但随着国内政策转向, “扩大内需” 导向下, 基建或成为下半年支撑钢材需求新的发力点。

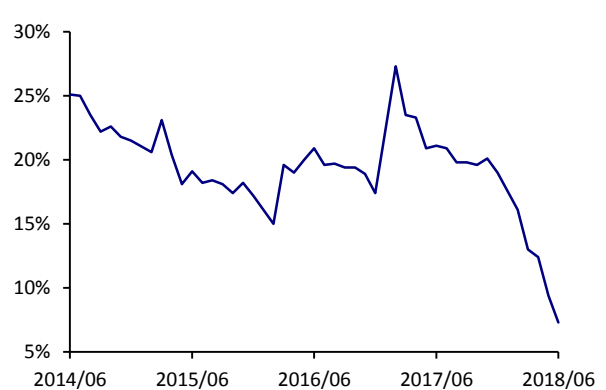
1-6 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 297316 亿元, 同比增长 6.0%, 与 1-5 月份持平; 当月投资增速 5.7%, 较 5 月回升 1.8 个百分点。1-6 月, 基建投资 (不含电力) 同比增长 7.3%, 较去年同期的 21.1% 大幅下降。1-6 月份, 全国房地产开发投资 55531 亿元, 同比增长 9.7%; 但扣除土地购置费后, 建安工程费用相应投资额为 39295 亿元, 同比下降 4.9%, 并且连续 4 月负增长。

图 3: 固定资产投资累计同比 (%)



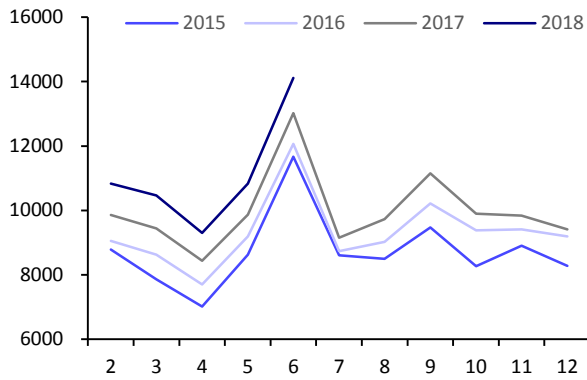
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比 (%)



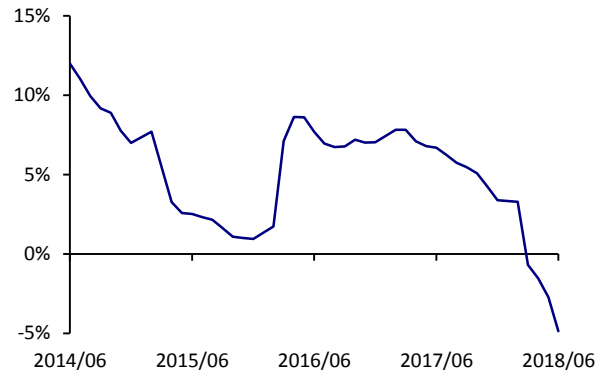
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 房地产开发投资完成额当月值 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 扣除土地购置费房地产开发投资额累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上半年, 在地方政府债务监管强化、地方融资平台约束严格、表外融资在强监管和资管新规影响下收缩, 以及 PPP 的集中整顿等因素影响下, 多地固定资产投资出现负增长。新疆、内蒙古、山西、宁夏、天津固定资产投资同比下降超过 10%。按照各省市年初发布的 2018 年固定资产投资增长预期目标来看, 截至 6 月, 大部分省市投资进展未达 50%, 新疆、黑龙江、西藏多地固定资产投资完成额不到目标值的 40%。为达成预期目标, 下半年多地固定资产投资或有所加快。

表 4: 分省市固定资产投资情况 (亿元)

省份	2018 上半年完成额	2018 上半年固投增速	2017 年完成额	2018 计划固投增速	2018 上半年固投进展
山东	25979	6.1%	54,236	8%	44.4%
江苏	25395	5.3%	53,000	6.5%	45.0%
河南	20766	9.3%	43,890	8%	43.8%
湖北	17654	10.5%	31,873	11%	49.9%
四川	17504	11.0%	31,236	10%	50.9%
广东	17034	10.1%	37,404	10%	41.4%
浙江	15787	5.7%	31,126		50.7%
河北	15488	5.2%	33,012	6%	44.3%
安徽	14899	11.8%	28,816	10.5%	46.8%
福建	14174	13.4%	26,110	13%	48.0%
湖南	13661	10.3%	31,328	11.5%	39.1%
江西	11059	11.7%	21,770	11%	45.8%
陕西	10517	12.9%	23,468	10%	40.7%
广西	10505	11.5%	19,908	12%	47.1%
云南	8264	11.0%	18,475	16%	38.6%
重庆	7304	5.5%	17,441	9%	38.4%
贵州	6709	17.4%	15,288	17%	37.5%
天津	6062	-17.3%	11,275	6%	50.7%
吉林	5180	-1.5%	13,131		39.4%
内蒙古	4150	-38.4%	13,828		30.0%
辽宁	3538	12.1%	6,445	10%	49.9%
上海	3169	6.0%	7,241		43.8%
北京	2946	-9.6%	8,307	3.8%	34.2%
黑龙江	2626	0.3%	11,080	7.5%-8%	22.1%
山西	2616	-19.5%	5,722	9%	41.9%
甘肃	2561	-9.0%	5,696	10%	40.9%
新疆	2315	-48.9%	11,796	15%	17.1%
海南	1700	-4.8%	4,125	10%	37.5%
青海	1464	-2.6%	3,820	7%	35.8%
宁夏	1259	-18.4%	3,640	7%	32.3%
西藏	723	14.1%	1,976	18%	31.0%

资料来源: Wind, 各省市政府工作报告, 国信证券经济研究所整理

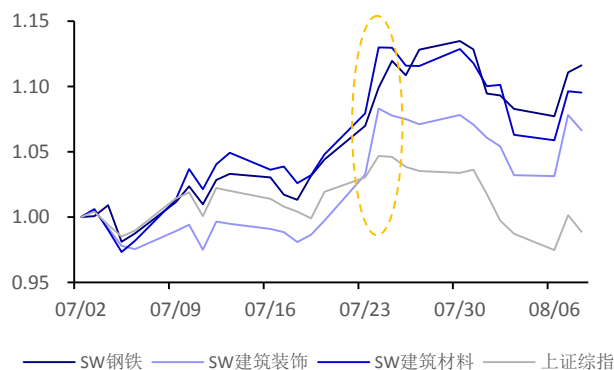
4月23日，中共中央政治局会议召开，提出“要坚持积极的财政政策取向不变，保持货币政策稳健中性，注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行”。“扩大内需”的提出向市场传达出积极信号。

7月23日，国务院常委会议召开，部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施；提出加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行推动早见成效。今年前六个月，我国地方政府专项债券累积发行3673亿元，发行进度偏慢，下半年专项债的发行和使用进度均有望加快。随着财政政策更加积极，基建投资可能从中受益。

7月31日，中共中央政治局会议召开，提出“把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度，增强创新力、发展新动能，打通去产能的制度梗阻，降低企业成本”。会议明确提出基础设施领域补短板，政策转向下，下半年固定资产投资增速下滑的局面或在基建投资的支持下改变，进而带动钢材消费。

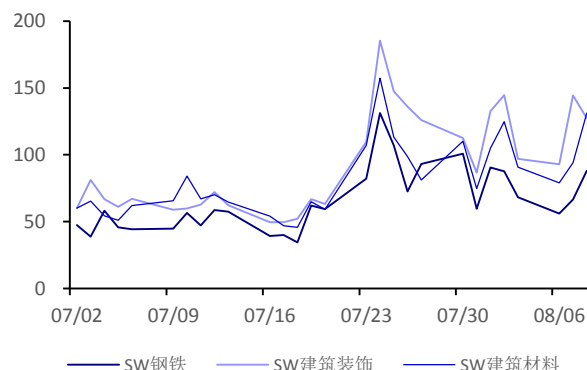
受会议影响，钢铁、建筑装饰、建筑材料等基建相关板块大涨，7月23日板块指数涨幅分别为2.5%、3.5%、3.0%，24日分别为2.7%、4.9%、4.7%，远超上证综指涨幅，且基建相关板块成交量明显放大，市场信心显著修复。基建投资带动下，钢铁板块或保持较强运行态势。

图 7: 申万钢铁板块走势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 申万钢铁板块成交量



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

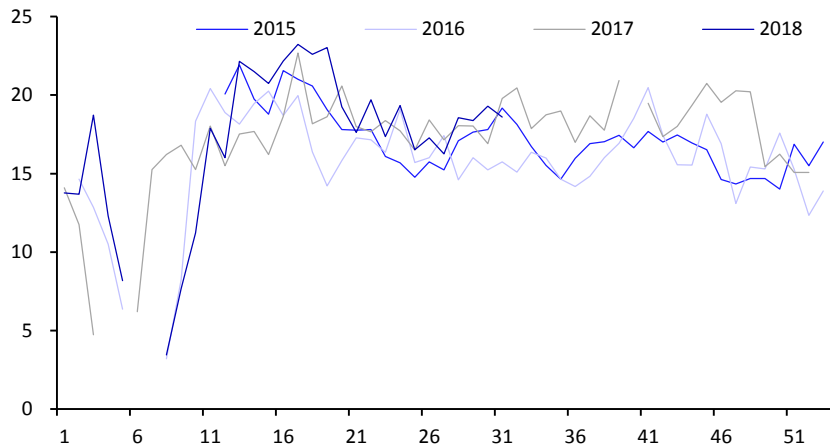
库存低位运行，钢价高位震荡

7月，据统计局数据，制造业PMI回落至51.2%，但仍保持在景气区间。中物联钢铁物流专业委员会调查、发布的钢铁行业PMI为54.8%，环比大幅提升3.2个百分点。虽然房地产及基建投资数据表现欠佳，但钢材实际成交、消费情况良好，需求韧性犹存，整体呈现供需两弱的态势。

建材市场成交良好

7月，全国237家流通商建材日均成交量18.43万吨，环比上升0.70万吨，其中5个交易日成交量超过21万吨；2015-2017年同期建材日均成交量分别为17.57万吨、15.50万吨、17.78万吨。

图 9: 全国 237 家流通商建材周均成交量 (万吨)

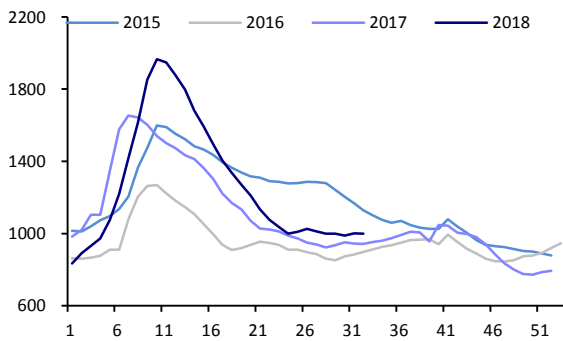


资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

供需平衡，库存保持低位

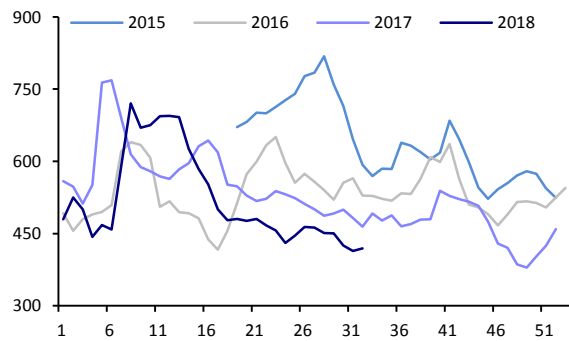
7 月，钢材供需关系延续紧平衡状态，五大品种钢材周合计表观消费量持续保持在 1000 万吨的水平。库存延续低位，特别是厂内库存明显低于往年同期水平。截至 8 月 9 日，五大钢材社会库存合计 999.65 万吨，较去年同期高 57.39 万吨；厂内库存合计 419.06 万吨，较去年同期低 45.59 万吨。高温多雨天气下，需求韧性突显。

图 10: 五大钢材社会库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 11: 五大钢材厂内库存 (万吨)



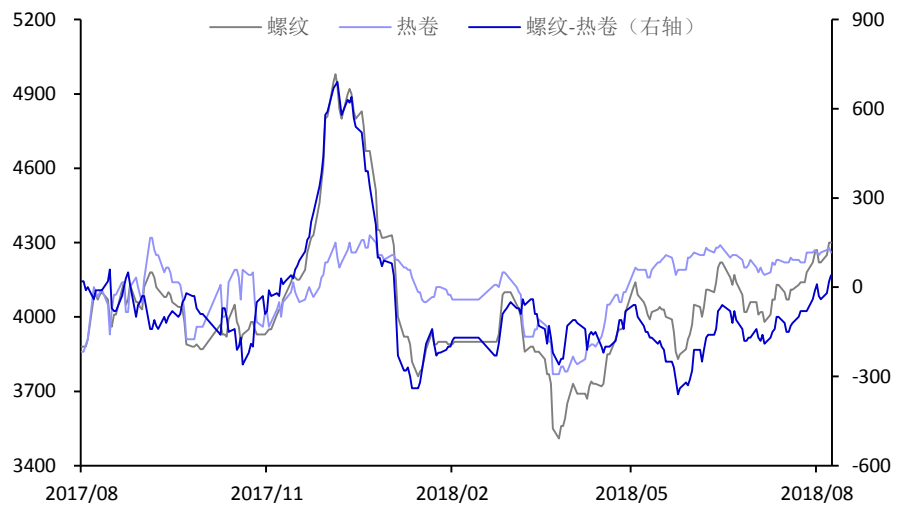
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

钢价有望保持高位震荡

8 月，环保高压下，唐山等地大规模限产使得钢材供给难以释放。需求端有望保持平稳，基建投资带来的支撑效应或逐步显现。库存低位，供需平衡，钢价有望继续保持较高水平。

今年上半年，受益于下游机械、船舶板块的良好表现，钢材价格板强长弱。上海螺纹钢和热轧卷板的现货价差从年初起持续保持负数，价差最高达到-360 元/吨。随着基建投资增长预期的提升，螺纹钢价格显著提升，螺纹钢和热轧卷板的现货价差也由负转正。后期若基建投资走强，或再度开启长材走势强于板材的局面。

图 12: 上海螺纹钢及热轧板卷价格走势 (元/吨)

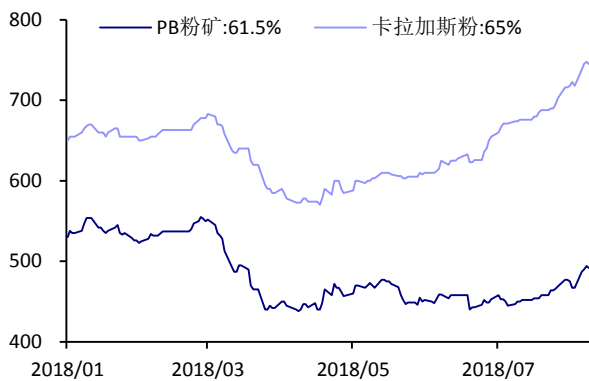


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

焦炭限产，价格走强

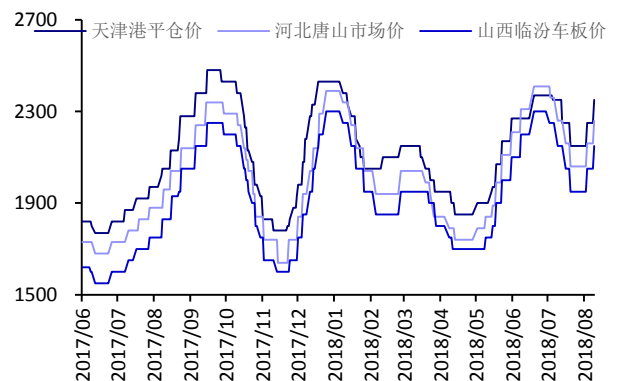
环保督察下，钢材生产受限，原料需求相对疲软。铁矿石供给过剩，价格在 60-70 美元间浮动。焦炭限产下，钢厂或增加高品矿配比以降低焦炭消耗，进而使高品矿相对具备价格优势。而焦炭受环保限产影响，供给收缩预期较强，或阶段性走强。

图 13: 铁矿石价格情况 (元/湿吨)



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 焦炭价格情况 (元/吨)

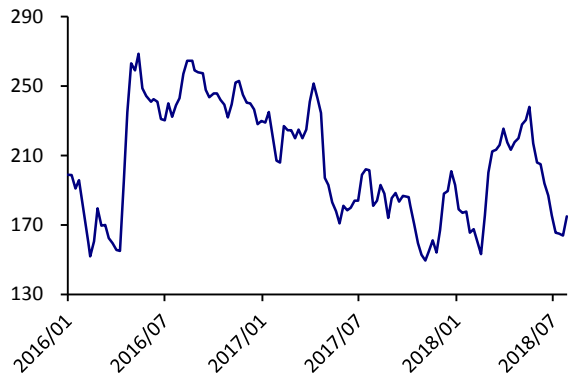


资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

回顾去年采暖季焦炭限产过程，2017 年 9、10 月由于采暖季尚未开始，焦化企业开工率有所上升，焦炭供应增加，价格下跌。11、12 月，进入采暖季，焦化企业限产、延长结焦时间，造成焦炭供应减少，焦炭价格上涨。2018 年 1 月，华北地区煤改气造成大量地区气荒，环保政策调整允许部分焦化企业满负荷生产供应焦炉煤气以满足城市用气需求，造成焦炭供应增加，价格下跌。

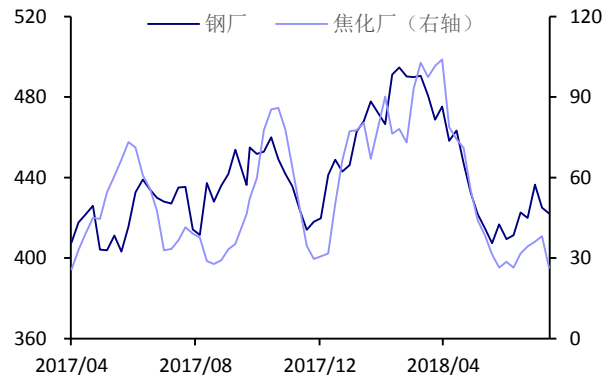
今年采暖季环保限产范围扩大，包括了焦炭产能集中的汾渭平原，预期整体影响将大于去年采暖季。近期，汾渭平原 11 城市环保督察即将展开，而焦炭库存处于同期低位，焦化价格或持续推升。

图 15: 焦炭港口库存 (万吨)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 焦炭钢厂库存和独立焦化厂库存 (万吨)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从中长期看, 焦炭产能或逐步收缩到合力水平。目前, 按照每吨生铁需要 0.4 吨焦炭测算京津冀及汾渭平原焦炭需求量, 地区需求量远大于当地产量。《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出“重点区域加大独立焦化企业淘汰力度, 京津冀及周边地区实施“以钢定焦”, 力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右”;《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》中指出“河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作; 河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右的目标, 制定“以钢定焦”方案, 加大独立焦化企业淘汰力度”。随着政策的不断推进, 以及环保限产的常态化, 焦炭产量或有所收缩。

表 5: 2017 年焦炭产量及需求量情况 (万吨)

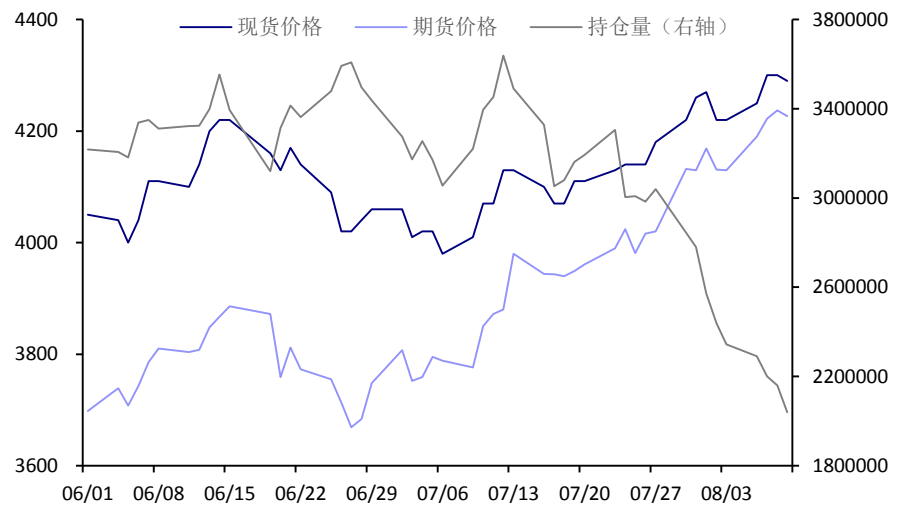
省份	焦炭产量	生铁产量	焦炭需求量	净输出量
山西	8,383.1	3,951.9	1,580.7	6,802.4
河北	4,813.8	17,997.3	7,198.9	-2,385.1
陕西	4,050.4	1,137.1	454.8	3,595.6
山东	3,934.1	6,561.7	2,624.7	1,309.4
河南	2,290.8	2,702.6	1,081.0	1,209.8
合计	23,472.2	32,350.5	12,940.2	10,532.0
全国	43,143.0	71,075.9	28,430.4	14,712.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

采暖季限产带动 RB1901 合约大涨

随着市场预期改善, 螺纹钢近月基差修复, 减仓上行。以上海 HBR400 20MM 螺纹钢作为现货标的, 现货和期货价差从 6 月下旬的 522 元/吨缩小至 8 月 9 日的 192 元/吨。8 月 8 日, 螺纹钢主力合约创 2014 年来价格新高 4278 元/吨。价格高位, 现货价格支撑下, 主力合约呈现减仓上行。

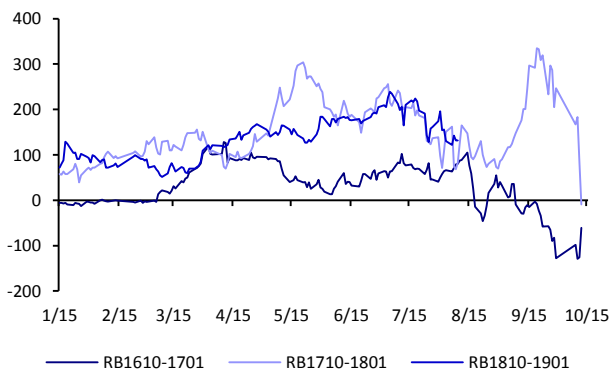
图 17: 螺纹现货价格及 10 月合约情况 (元/吨)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

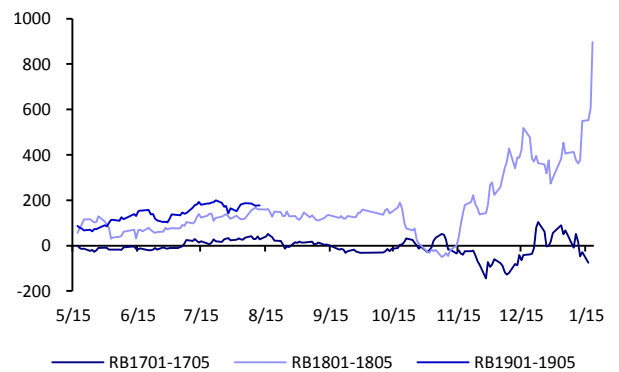
采暖季限产推升远期钢材价格预期下, 1901 合约大涨。7 月 2 日, 1901 合约收于 3546, 其后快速拉升, 到 8 月 7 日创下新高 4142, 涨幅到 16.8%。受环保限产影响, 预期采暖季钢材供需将延续紧平衡状态, 钢价保持较高水平, 盘面反映出螺纹钢 10-1 价差缩小。预期春节累库行情出现后, 采暖季结束库存去化过程钢价或有所回调, 目前螺纹钢 1-5 价差高于往年同期水平。

图 18: 螺纹钢 10-1 价差情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 螺纹钢 1-5 价差情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

市场对钢价高位延续的信心较强, 截至 8 月 9 日, 1901、1905 合约分别收于 4095、3928。行业经过供给侧结构性改革, 在环保限产约束下, 产量难随利润提升而增长, 供需保持平衡态, 盈利或也相对稳定。从长期来看, 市场对钢铁行业的信心修复有助于钢铁板块的估值提升。

持续高业绩下的低估值板块

供需平衡下的钢铁行业高盈利已持续一年, 行业盈利的可持续已基本得到认可, 而板块估值仍保持较低水平, 基金持仓也处于低配状态。环保限产下, 行业三季度大概率保持高盈利水平, 随着市场信心的修复以及板块关注度的提升, 或迎来估值修复行情。

中报业绩喜人

重点关注的钢铁企业中有 17 家上市公司发布了上半年业绩预告, 其中安阳钢铁、沙钢股份、凌钢股份也已发布了半年报。各公司业绩预告归母净利润中值同比、环比均有明显提升。预期随着中报的正式发布, 钢铁股 PE(TTM) 将滚动下滑, 出现多只 4x 股。截至 8 月 9 日, 按照上半年归母净利润年化 PE, 华菱钢铁、南钢股份均不足 5 倍。

表 6: 钢铁企业归母净利润情况 (亿元)

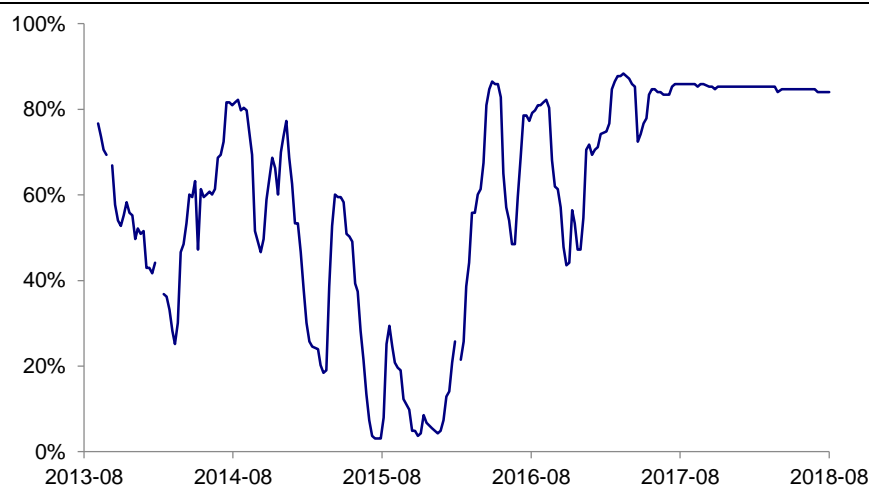
股票简称	2017H1	业绩预告均值	环比	同比	PE (TTM)	PB (LF)	H1 年化 PE	预批日期
华菱钢铁	9.56	34.80	26.87%	263.92%	5.53	2.49	4.25	2018-08-25
南钢股份	12.08	22.68	25.03%	87.72%	5.87	1.73	4.73	2018-08-18
三钢闽光	10.81	32.73		113.05%	7.22	2.59	5.01	2018-08-30
新钢股份	5.72	21.97	52.56%	284.14%	6.29	1.68	5.31	2018-08-21
安阳钢铁	0.28	10.17	589.63%	3563.14%	4.31	1.49	5.48	2018-08-03
太钢不锈	7.40	28.50	-4.89%	285.15%	5.70	1.22	5.76	2018-08-31
韶钢松山	6.69	17.30		158.69%	6.24	5.22	5.78	2018-08-28
柳钢股份	3.96	21.04	1.15%	431.84%	7.07	3.54	5.86	2018-08-15
鞍钢股份	18.23	34.92	19.62%	91.55%	7.70	0.95	6.75	2018-08-28
方大特钢	7.05	13.04	33.81%	85.01%	6.30	4.46	6.80	2018-08-18
凌钢股份	4.05	7.49	93.82%	84.89%	8.30	1.65	7.18	2018-08-11
杭钢股份	3.56	11.55	29.60%	224.80%	8.28	1.02	7.50	2018-08-25
首钢股份	9.49	14.35	84.42%	51.23%	10.32	0.84	7.98	2018-08-17
新兴铸管	5.01	11.45	103.24%	128.52%	15.03	0.97	8.14	2018-08-21
酒钢宏兴	3.51	5.84	275.81%	66.49%	44.17	1.45	12.12	2018-08-17
重庆钢铁	-9.98	7.60	16.90%	-176.12%	15.17	1.12	12.62	2018-08-17
沙钢股份	1.89	6.47	54.09%	242.29%	30.59	8.87	27.49	2018-08-08

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高盈利持续

一年来, 钢铁企业盈利面高位持续, 稳定保持在 84%-86% 区间内。

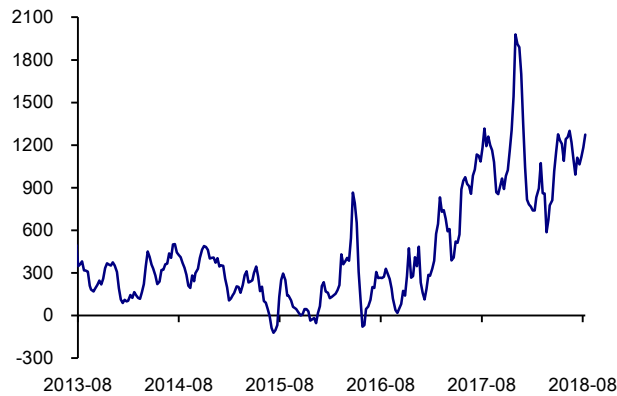
图 20: 钢铁企业盈利面 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

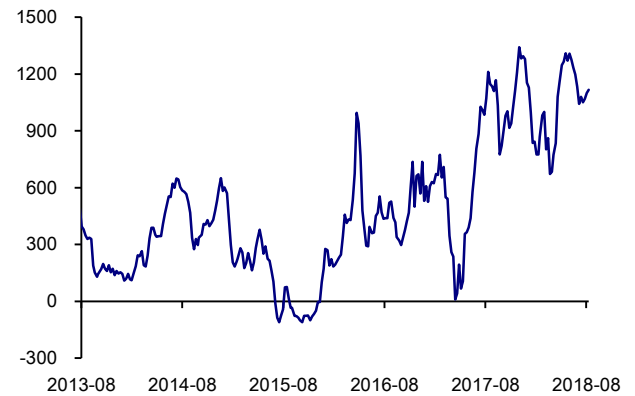
钢材毛利保持较高水平。通过原料滞后一个月模拟钢材毛利润发现, 8 月 10 日, 原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧、中厚板毛利润分别为 1121.7 元/吨、1091.1 元/吨、1009.6 元/吨、1089.7 元/吨。

图 21: 螺纹钢模拟利润 (元/吨)



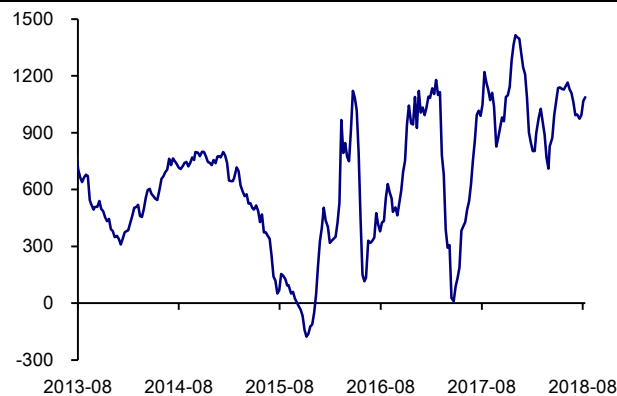
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 热卷模拟利润 (元/吨)



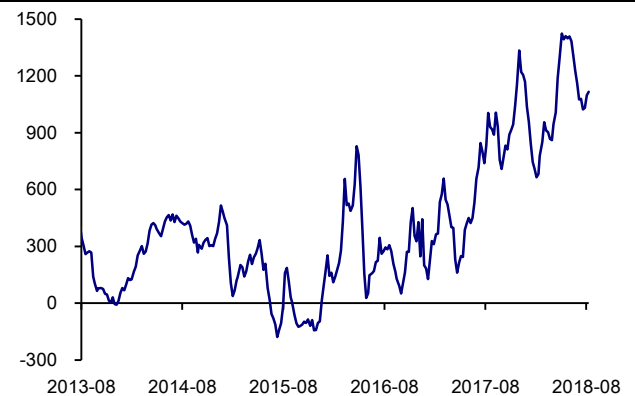
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 冷轧模拟利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 中厚板模拟利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资逻辑-南方环保压力较小企业

我们预期在高环保压力下, 供给端将保持目前偏低的开工水平, 8 月唐山、邢台、常州等地的限产将有效抑制钢材供给。需求端, 随后的几个月内, 基建投资或有所增加, 接棒房地产支撑钢材需求, 但 8 月高温多雨天气下, 需求相对处于较弱水平。钢材供需或延续平衡, 钢价保持高位震荡。

基于环保成为影响行业走势的核心因素之一, 且南方钢厂占比少, 钢材相对紧缺, 我们重点推荐行业龙头宝钢股份, 区域龙头三钢闽光、柳钢股份、华菱钢铁、南钢股份、新钢股份、马钢股份等。

另外, 可关注 1) 由于焦炭价格走高, 焦化行业利润明显增加, 可选择部分焦炭自给率较高的企业。这部分企业既可以享受钢材的高利润, 又可以获得焦化工艺的利润; 2) 基建补短板将加强中西部地区基础设施建设, 将带动中西部钢材消费增加, 利好当地钢材价格和钢铁企业利润, 可选择部分中西部业绩优良的企业。

风险提示

宏观经济下行导致行业需求端出现超预期下滑;

中美贸易战带来的不确定风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032