

钢铁

钢铁指标深度挖掘，是真的差还是想的差？

产量复盘：供应增速被高估，继续向上空间有限。2018年纳入统计范围全流程企业合计产量规模有所扩大，但纳入统计范围的产材企业规模有所缩窄。我们从数据感官上会觉得供给增加较多，但实际市场真实供应并没有，供应增速有一定幅度的高估。

需求透视：具备一定高度赋予供给收缩呈现显性特征。在供给侧改革之前，由于行业产能显著过剩，钢价基本由需求决定，高炉开工率自高位下降基本无法左右钢价的运行趋势。供给侧改革之后，在供给与需求之间会有一个明显的分界，或是叫做供需紧平衡位置。在此位置附近，供需对钢价可以同时共振，最终钢价变化的方向多是两者博弈的结果。我们认为钢铁行业应处于供需弱平衡或供略大于需的位置上，在当前位置上供给与需求的角色并没有发生根本性的转变，仍是需求是主要的决定力量，只不过今年在需求领域中，房地产与基建的一强一弱使得整体需求实际上不如房地产数据抢眼，但若没了需求，供需基本面会向上偏离均衡点一定的距离，也即会弱化供给收缩对钢价的影响。

钢价复盘印证：需求定趋势，限产放大弹性。房地产超预期、制造业向好及造船、油气等细分小领域复苏，确保钢价在具有一定高度的基础上保持上升趋势，其中房地产领域为主力。环保限产力度空前，市场认可度已由短期情绪上的提振转化为对产量增长产生实质性的影响，供给端政策上的制约放大今年钢价上涨的高度。

本文主要结论：今后供给端在超低排放、环保限产及严监管的整治下，产能释放会继续受到制约，而另一方面今年多数不限产钢企产量已接近极限，数量上若再上一层恐有较大难度。需求端领域，房地产监管确不会放松，明年增速或会趋弱，但鉴于国内经济稳增长、保内需的总体政策方向，预计房地产不会大涨但也不会大跌，多会以稳为主。基建领域受益政策扶持，后期多会企稳后进入一个稳增长的态势。总体上看，市场对于行业供需不必过度悲观，行业盈利仍会具备一定的高度，但行业内部企业间业绩将会有所分化，产品和区域地位、环保资质及内部管理效率将会成为好标的主要的考核指标。

风险提示：1) 宏观经济不达预期致需求大幅下滑风险；2) 供给释放超预期的风险；3) 中美贸易摩擦等外部环境恶化的风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《钢铁：钢价在环保限产与恐高情绪间博弈》2018-08-26
- 2、《钢铁：供给收缩预期再次推高钢价》2018-08-19
- 3、《钢铁：钢价再创新高，基本面强势不改》2018-08-12



内容目录

本文显著观点.....	3
1、产量复盘：供应增速被高估，继续向上空间有限.....	3
2、需求透视：具备一定高度赋予供给收缩呈现显性特征.....	5
3、钢价复盘印证：需求定趋势，限产放大弹性.....	7
4、风险提示.....	9

图表目录

图表 1：近几年日均粗钢产量走势对比（单位：万吨）.....	3
图表 2：近几年日均钢材产量走势对比（单位：万吨）.....	3
图表 3：2017 年当年公布产量数据与推算数据对比情况（单位：万吨）.....	4
图表 4：2017 年 338 个城市环境空气质量级别比例.....	5
图表 5：主要环保限产途径.....	5
图表 6：全国钢厂高炉开工率.....	5
图表 7：供给侧改革前后高炉开工率与钢价走势趋势确实存在差别.....	6
图表 8：房地产投资增速与钢价走势基本一致.....	6
图表 9：供需力量博弈图解.....	7
图表 10：现货钢价与钢铁板块走势对比.....	8

本文显著观点

前期钢铁行业上演了一波明显的预期差行情，现在又开始出现钝化表现。行业趋势究竟是真的差还是想的差？股价不涨原因几何？本文着重对行业微观层面重点监测数据进行剖析，辩证分析今后钢铁行业运行态势。

显著观点：

★我们从数据感官上会觉得供给增加较多，但实际市场真实供应并没有，供应增速有一定幅度的高估。

★今年钢价的强势是在需求仍具备一定支撑力的基础上确保在供给收缩的影响下基本面可以大幅度向均衡点靠拢。

★市场对于行业供需不必过度悲观，行业盈利仍会具备一定的高度，但行业内部企业间业绩将会有所分化，产品和区域地位、环保资质及内部管理效率将会成为好标的主要的考核指标。

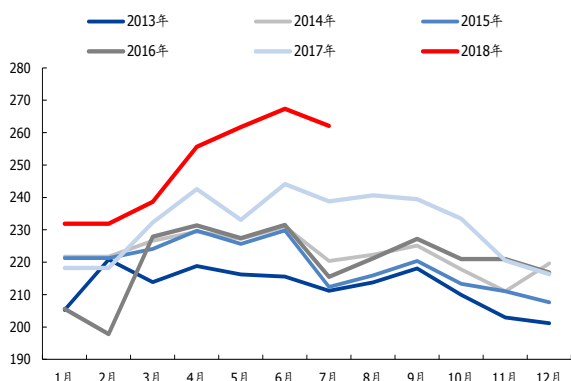
1、产量复盘：供应增速被高估，继续向上空间有限

我们对 2013 年以来每年的粗钢与钢材日均产量进行对比发现：

横向看，2018 年粗钢日均产量每月都处于近几年的新高水平，但钢材日均产量却没有突破前高，每月甚至基本都比近三年水平低。

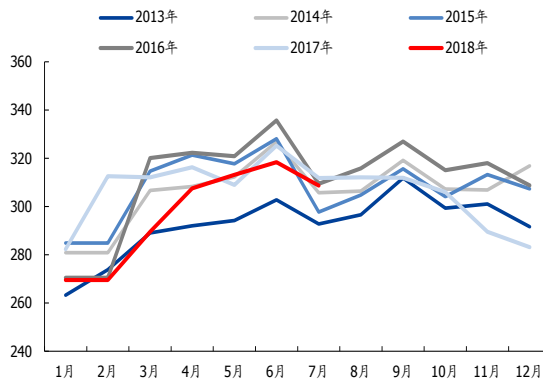
纵向看，2014 年以来，每年的产量高点都是在 6 月份，从目前情况来看，今年的高点也在 6 月份出现。

图表 1：近几年日均粗钢产量走势对比（单位：万吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：近几年日均钢材产量走势对比（单位：万吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

那么问题来了，为什么粗钢日均产量创新高而钢材日均产量高度却逊于往年水平？

对于该问题的解释，我们曾在 6 月份发布的报告《产量统计偏显性，与实际感受存在差

异》中进行了详细的分析，投资者对于该问题的疑问可以参考该篇报告，但为了表示对产量问题的强调，本文再次对有关产量指标分析的主要结论进行总结：

★2018 年纳入统计范围全流程企业合计产量规模有所扩大，但纳入统计范围的产材企业规模有所缩窄。

★2017 年打掉的供给缺口被合规钢厂填补，产量相继也由隐性转向显性，继而增强了市场的数据感受。此结论我们也可以通过日均产量变化来佐证：2018 年粗钢日均产量已不断创出新高，这个与纳入统计范围内的合规企业加码生产息息相关（统计口径有变化，但变化不大）；但今年钢材日均产量并没有超过前期高点，但公布数据同比增速明显，即钢材供应方面市场实际情况增幅应弱于统计数值，仅是统计已偏显性。

★我们从数据感官上会觉得供给增加较多，但实际市场真实供应并没有，供应增速有一定幅度的高估。

图表 3：2017 年当年公布产量数据与推算数据对比情况（单位：万吨）

累积产量		2017-02	2017-03	2017-04	2017-05	2017-06	2017-07
2017 年公布	铁	11354	17563.7	23821.4	30047.2	36256	42420
	钢	12876.7	20109.9	27387	34683.3	41975	49155
	材	16655	26294.6	35782.7	45367.5	55155	64856
根据今年公布增速推算	铁	11527	17713	24168	30743	37094	43742
	钢	12919	20128	27521	35091	42562	50127
	材	15606	23585	32128	40929	50080	58712
2017 年数据	铁	173	149	347	696	838	1322
	钢	43	18	134	408	587	971
	材	-1049	-2710	-3655	-4438	-5075	-6144

资料来源：Wind，国盛证券研究所

产量增速放缓乃至缩减的可能性判断：

我们在此将行政化去产能与新增项目投产两个相对钝化的产能指标进行对冲，认为对于日常供给端产量调节相对灵活可变的方式主要包括以下几种：

增量因素：企业加码生产（包括提高废钢比、提高劳动作业率、提升高品位矿使用比例等）和电炉钢投产及产能利用率的提升。

首先对于企业生产积极性而言，今年在高盈利的刺激下，企业都在加码生产，无论是劳动作业率还是生产设备的运用效率都是处在一个临近上限的位置上。多数钢企废钢添加比例都已接近极限，且在废钢价格已有所上调的基础上，成本上升、效益下降。所以无论从增长空间上看还是从利益点出发，今后钢企通过进一步提高作业率和废钢比来提升产量的途径视乎已变得不那么通畅。

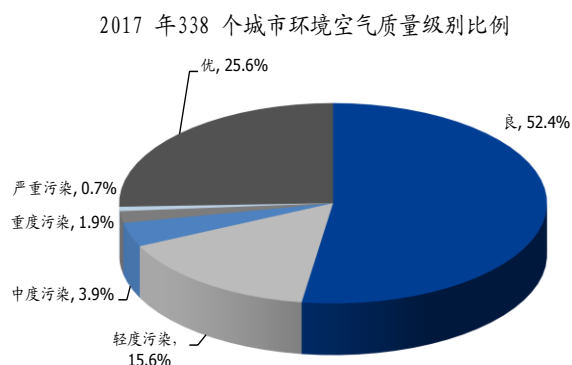
其次，电炉钢的投产及产能利用率的提升是影响产量波动的另一个较为直接的因素。但值得注意的是，一方面电弧炉炼钢是国家鼓励的方向，未来电炉钢发展势必会迎来重要的发展契机；但另一方面，我国废钢成本并不能长期保持在铁水成本之下，竞争力仍弱于长流程企业，废钢及钢价的波动都会在很大程度上抑制电炉钢投产进度或产能利用率的释放。

减量因素：环保限产、检修停产

行业供给侧改革需要从采取直接的大规模去产能手段向直接与间接手段相结合的方式过渡，而环保途径就是间接手段的尚佳选择。具体分析可参见我们于 7 月发布的行业报告《环保调节弹性大，潜藏超预期动能》，在此我们就不再重复阐述。

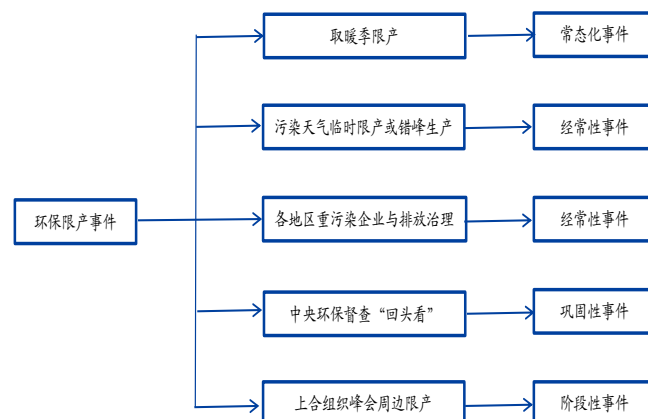
我们结合目前城市环境的状况和对执行中各类环保限产的方式进行归类，不难看出今后环保限产将会对产量释放影响有着空前的扰动频率和力度。

图表 4: 2017 年 338 个城市环境空气质量级别比例



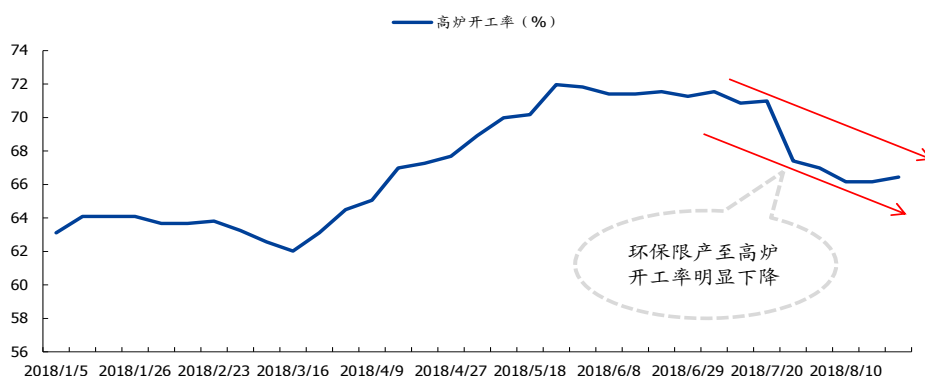
资料来源: 2017 年《中国生态环境状况公报》，国盛证券研究所

图表 5: 主要环保限产途径



资料来源: 国盛证券研究所

图表 6: 全国钢厂高炉开工率



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

2、需求透视: 具备一定高度赋予供给收缩呈现显性特征

今年房地产领域无论是出于对赶工的需求还是资金回流需要，可以说房地产新开工面积同比增速是远超市场预期的。但在基建领域，市场在年初想到了增速下滑趋势，却没想到下滑幅度之大。两大需求“一强一弱”表现使市场出现了两种不同的声音，即钢价的强势究竟是需求主导还是供给侧改革主导。

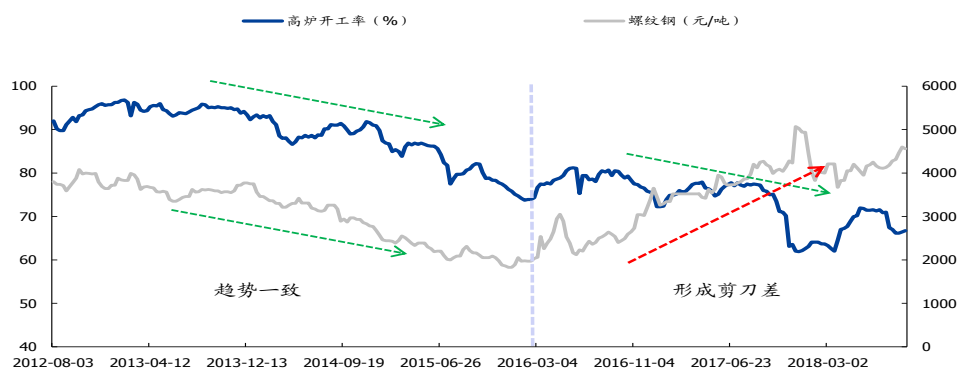
我们筛选出“高炉开工率、房地产投资增速、基建投资增速、钢价（选取螺纹钢）”四个指标作为“供给—需求—结果”导向标志，通过复盘来进一步细化促发钢价上涨的力量到底是如何分配的？

我们根据供给侧改革产生的影响力度将时间点划分为两大区域：一个是进行大规模供给侧改革之前（2016 年之前）；一个是 2016 年至今。

供给 VS 钢价: 在 2016 年之前，高炉开工率大趋势上与钢价走势基本一致，主要表现为高炉开工率下降，钢价也在下降；2016 年开始，高炉开工率与钢价走出了明显的剪刀差，

主要表现为高炉开工率继续下降，钢价上涨。

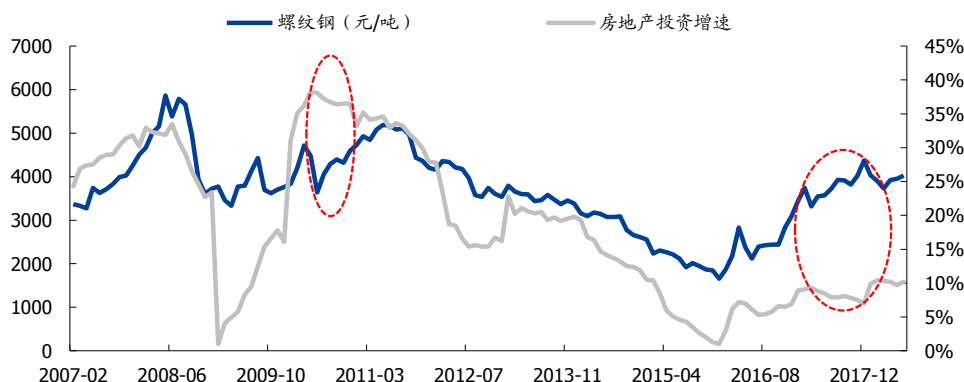
图表 7: 供给侧改革前后高炉开工率与钢价走势趋势确实存在差别



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

需求 VS 钢价: 从可统计数据时间区间看，房地产投资增速与钢价走势相关性较高，在长达 10 年以上的统计区间里，我们筛选出两段背离的区间：1、2010 年下半年到 2011 年上半年，在此期间钢价呈现明显的上涨趋势，房地产投资增速有所下滑，但地产投资增速依然保持在高位，且下滑幅度缓慢，我们定义这段期间表现为“小背离”，意义不太大。2、2017 年 4 季度，在此期间钢价表现强势，但房地产增速在低位区间仍处于下滑态势，我们定义这段期间为“大背离”。

图表 8: 房地产投资增速与钢价走势基本一致



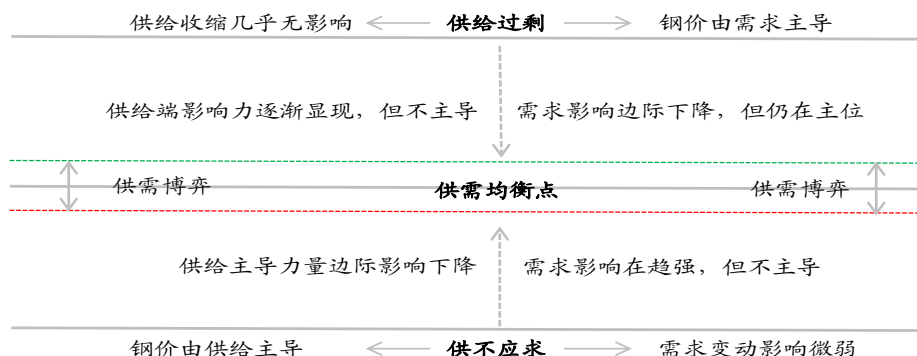
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

结论: 在供给侧改革之前，由于行业产能显著过剩，钢价基本由需求决定，高炉开工率自高位下降基本无法左右钢价的运行趋势。供给侧改革之后，在供给与需求之间会有一个明显的分界，或是叫做供需紧平衡位置。在此位置附近，供需对钢价可以同时共振，最终钢价变化的方向多是两者博弈的结果。

在此我们借助一个图表简单归纳下供需变化对钢价影响的分析：

首先定义供需基本面主要有三个最基本的表现，即供需过剩—供需均衡—供不应求。在两个极端位置上，供给与需求的角色分配都比较明显，在均衡位置上即需要看二者之间边际变化力量的强弱来左右钢价的运行趋势。当中无论是从供给过剩向供给均衡方向移动还是供不应求向均衡方向移动，供给与需求的影响力都会潜移默化的发生此消彼长的变化。

图表 9: 供需力量博弈图解



资料来源: 国盛证券研究所

借鉴此图, 我们再次回归至“大背离”期间。由于在此阶段行业有去除“地条钢”类大规模供给收缩影响, 短期内供需基本面由上方供给偏过剩的位置大幅度向均衡位置移动, 供给影响力量趋强, 需求影响趋弱, 因此出现背离迹象, 但当时占主位的仍属需求。

可见, 对于钢价是由供给还是需求主导的判断, 首先要知道供给基本面处于相对均衡点的哪个位置上。结合当下局面看, 我们认为钢铁行业应处于供需弱平衡或供略大于需的位置上, 在当前位置上供给与需求的角色并没有发生根本性的转变, 仍是需求是主要的决定力量, 只不过今年在需求领域中, 房地产与基建的一强一弱使得整体需求实际上不如房地产数据抢眼, 但若没了需求, 供需基本面会向上偏离均衡点一定的距离, 也即会弱化供给收缩对钢价的影响。简言之, 今年钢价的强势是在需求仍具备一定支撑力的基础上确保在供给收缩的影响下基本面可以大幅度向均衡点靠拢。

3、钢价复盘印证: 需求定趋势, 限产放大弹性

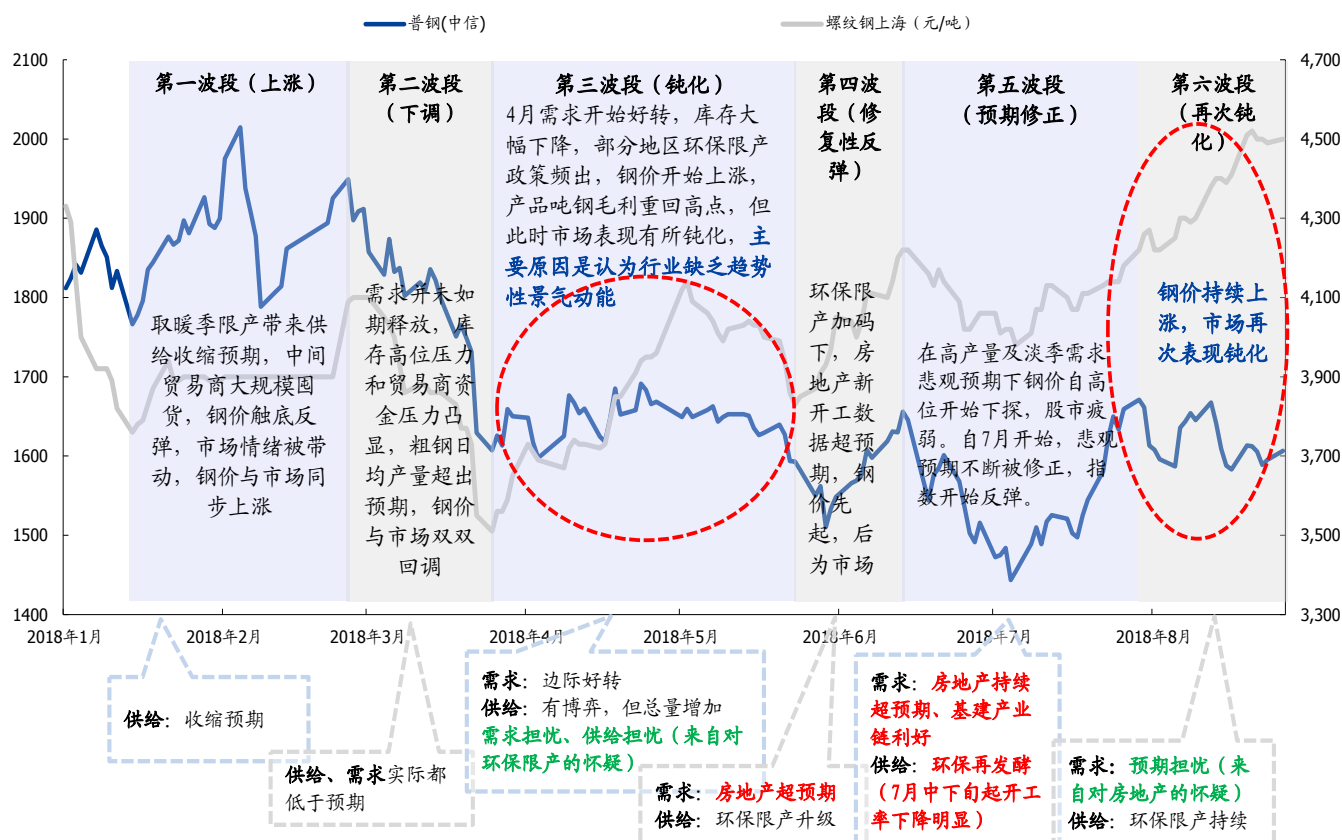
可以说, 2018 年至今钢价表现尤其在 8 月份, 是显著超出市场预期的。我们梳理了今年以来现货钢价 (以螺纹钢为例) 与钢铁板块的走势, 得出以下结论:

通过对 2018 年以来钢价运行轨迹复盘:

- 1-2 月:** 单边供给收缩预期抬升钢价: 第一年实行取暖季限产, 大量投机库存。
- 3 月:** 供需双边低于预期打压钢价: 取暖季限产实际低于预期, 库存高位压力, 需求旺季不旺。
- 4-5 月:** 限产频繁、需求边际好转, 钢价企稳回升, 但未超过年初高点, 支撑力度较弱, 后期有小幅回调。但在此阶段出现的重点信号: 环保问题滋扰变得相对频繁, 是否持续待确定, 我们也在 4 月 22 日的周报中开始不断提示环保限产问题的重要性。
- 6 月:** 环保限产持续加码, 房地产新开工面积数据同比增速开始提升, 钢价再次回到上涨阶段。此轮上涨高度超过二季度前期高点, 但仍未越过年初高点。
- 7 月:** 前期, 高利润刺激高产量叠加淡季需求, 钢价小幅下探。后期, 环保再发酵, 房地产持续超预期, 基建产业链政策利好, 钢价再次反弹。
- 8 月:** 环保限产风声不断, 下游工地赶工, 库存低位, 钢价不断向上突破, 并超过年初高点, 创下本年新高。

总结今年钢价能够保持强势原因：房地产超预期、制造业向好及造船、油气等细分小领域复苏，确保钢价在具有一定高度的基础上保持向上趋势，其中房地产领域为主力。环保限产力度空前，市场认可度已由短期情绪上的提振转化为对产量增长产生实质性的影响，供给端政策上的制约放大今年钢价上涨的高度。

图表 10：现货钢价与钢铁板块走势对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2018年以来钢铁板块运行轨迹复盘：

我们将钢铁板块表现细分为六个波段：上涨—下调—钝化—修复性反弹—预期修正—再次钝化。除两次钝化行情外，其余波段均与钢价波动高度相关。

针对两次钝化行情我们再次进行深度梳理得出：

第一次钝化行情：

主要原因：来自于对行业景气趋势性的担忧，包括对需求及盈利持续性的怀疑。

破解之力：房地产新开工面积数据超预期；环保限产带来的供给收缩预期。

第二次钝化行情：

主要原因：对未来需求再次引发担忧，主要来自于对房地产行业的怀疑，继而引发业绩增长持续性问题；另有一部分原因是受到市场整体环境影响。

破解之力：产量缩减的可能性？需求不恶化的可能性？

今后供给端在超低排放、环保限产及严监管的整治下，产能释放会继续受到制约，而另一方面今年多数不限产钢企产量已接近极限，数量上若再上一层楼恐有较大难度。需求端领域，房地产监管确不会放松，明年增速或会趋弱，但鉴于国内经济稳增长、保内需的总体政策方向，预计房地产不会大涨但也不会大跌，多会以稳为主。基建领域受益政策扶持，后期多会企稳后进入一个稳增长的态势。总体上看，市场对于行业供需不必过度

悲观，行业盈利仍会具备一定的高度，但行业内部企业间业绩将会有所分化，产品和区域地位、环保资质及内部管理效率将会成为好标的主要的考核指标。

4、风险提示

1) 宏观经济不达预期致需求大幅下滑风险；2) 供给释放超预期的风险；3) 中美贸易摩擦等外部环境恶化的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com