



钢铁

2018.09.10

钢铁旺季研判，不确定性下的投资机会

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

普碳钢	增持
不锈钢	增持
特殊钢	增持
钢铁贸易	增持
钢铁制品	中性
铁矿石	中性

	鲍雁辛 (分析师)	李鹏飞 (研究助理)	魏雨迪 (研究助理)
	0755-23976830	010-59312799	021-38674763
	baoyanxin@gjias.com	lipengfei@gjias.com	weiyudi@gjias.com
证书编号	S0880513070005	S0880117090041	S0880117120039

本报告导读:

我们观察到政策端确认宽松，市场对需求的悲观预期修复；短期风险因素释放后，伴随环保政策对供给的压制，打破钢材供需紧平衡的因素即将出现，看好短期钢价调整后的投资机会。

摘要:

- 我们维持行业“增持”评级。重点推荐盈利确定性较高的华南、华中地区长材龙头钢铁股：三钢闽光（002110）、韶钢松山（000717）、方大特钢（600507）；同时推荐低估值标的柳钢股份（601003）、华菱钢铁（000932），从公司质地、管理能力角度推荐宝钢股份（600019）；港股重点推荐中国东方集团（0581.HK）。
- 政策宽松逐步落地，需求边际或超预期。我们观察到政策宽松的基调不断得到确认：7月23日国常会明确“积极的财政政策要更加积极”，7月31日政治局会议强调“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，市场对需求“断崖式”下跌的预期已得到修复。我们判断政策宽松在下半年将逐步落地，“补短板”和合格PPP项目的放行给基建带来增量，而专项债发行的提速已经开始显现端倪；房地产销售在期房和现房价差维持的情况下韧性较强，销售和紧信用约束迫使开发商采取高周转模式，支撑地产新开工。伴随需求旺季和政策稳步落地，需求边际或超预期。
- 实际库存历史低位，钢价存在较强支撑。我们认为2018年钢材社会库存量低于近三年历史同期水平，截至8月底的钢材社会库存为995.88万吨，较2015-2017年均值高1.5%（或15.11万吨）；考虑到过去3年地条钢存在所产生的隐形库存，今年库存处于历史低位。从钢厂库存的角度来看，我们认为绝对低位的钢厂库存已成为钢价的重要支撑，截至8月底的钢厂螺纹钢库存为181.11万吨，较过去3年均值低30.65%（或80.05万吨）。随着冬季限产的到来，整体钢材库存上升的动力不足，钢价存在较强的支撑。
- 打破钢材供需紧平衡的因素即将出现，我们认为今年陡峭的钢材库存去化曲线和不断上行的钢价印证了钢材供需处于紧平衡状态，而近期钢价回调释放前期钢价过快上涨风险。不同于市场认识，我们认为秋冬季限产将严格执行：从近期进行的汾渭平原环保督察和9月唐山继续实施限产来看，环保政策无放松迹象；而整治“一刀切”更多是针对钢铁下游，这将减轻需求受环保的影响。伴随需求旺季到来和增量需求的落地，我们认为钢价在短期调整后重拾升势，钢价在旺季有望更旺。另外，我们观察到10月开始的“2+26”城市错峰限产新增天津、邢台为限产50%的城市（两市产能合计2916万吨/年），同时新纳入蓝天保卫战计划的汾渭平原地区和长三角地区占全国钢铁产能的比例超过14.5%，参考去年限产情景，我们认为钢铁供给侧将继续收缩，钢价仍有继续上涨空间，3季度钢铁股盈利稳中有升。
- 风险提示：宏观经济加速下行；供给端上升速度超预期。

相关报告

钢铁：《限产悲观预期得到缓解，风险释放后再出发》	2018.09.09
钢铁：《钢价短期调整并非下行拐点》	2018.09.02
钢铁：《维持钢铁偏强运行判断》	2018.08.26
钢铁：《地产偏强叠加高炉限产，看好板块继续偏强运行》	2018.08.19
钢铁：《8月供需无忧，板块震荡偏强》	2018.08.12

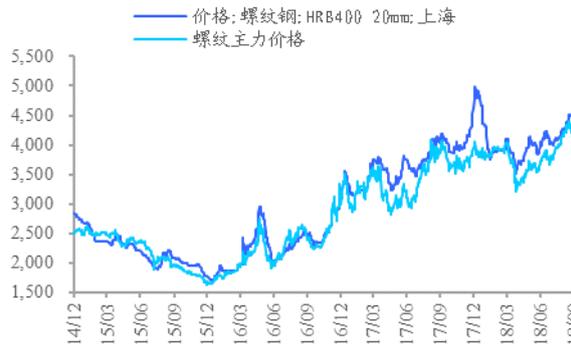
目 录

1. 投资要点.....	3
2. 政策宽松确认，需求边际或超预期.....	5
2.1. 政策宽松确认，基建逐步发力.....	5
2.2. 地产韧性持续.....	6
3. 实际库存历史低位，钢价有较强支撑.....	8
4. 钢材紧平衡的边际催化出现.....	9
4.1. 钢材供需维持紧平衡状态.....	9
4.2. 汾渭平原环保督察加剧供需紧平衡.....	10
4.3. 采暖季错峰限产继续推进，供给端继续收缩.....	11
4.4. 旺季需求如期到来，基建投资加码需求.....	12
5. 基金低持仓，交易结构良好.....	13
6. 风险提示.....	14

1. 投资要点

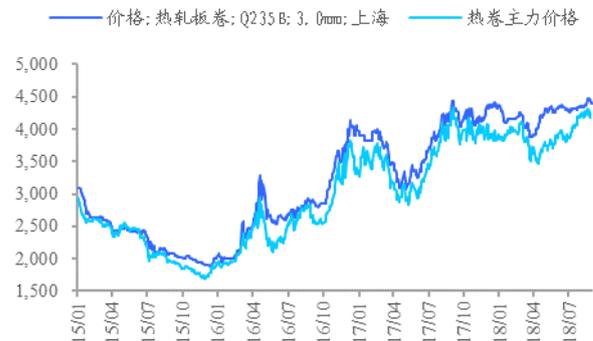
- **我们维持行业“增持”评级。**重点推荐盈利确定性较高的华南、华中地区长材龙头钢铁股：三钢闽光（002110）、韶钢松山（000717）、方大特钢（600507）；同时推荐低估值标的柳钢股份（601003）、华菱钢铁（000932），从公司质地、管理能力角度推荐宝钢股份（600019）；港股重点推荐中国东方集团（0581.HK）。
- **政策宽松逐步落地，需求边际或超预期。**我们观察到政策宽松的基调不断得到确认：7月23日国常会明确“积极的财政政策要更加积极”，7月31日政治局会议强调“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，市场对需求“断崖式”下跌的预期已得到修复。我们判断政策宽松在下半年将逐步落地，“补短板”和合格PPP项目的放行给基建带来增量，而专项债发行的提速已经开始显现端倪；房地产销售在期房和现房价差维持的情况下韧性较强，销售和紧信用约束迫使开发商采取高周转模式，支撑地产新开工。伴随需求旺季和政策稳步落地，需求边际或超预期。
- **实际库存历史低位，钢价存在较强支撑。**我们认为2018年钢材社会库存量低于近三年历史同期水平，截至8月底的钢材社会库存为995.88万吨，较2015-2017年均值高1.5%（或15.11万吨）；考虑到过去3年地条钢存在所产生的隐形库存，今年库存处于历史低位。从钢厂库存的角度来看，我们认为绝对低位的钢厂库存已成为钢价的重要支撑，截至8月底的钢厂螺纹钢库存为181.11万吨，较过去3年均值低30.65%（或80.05万吨）。随着冬季限产的到来，整体钢材库存上升的动力不足，钢价存在较强的支撑。
- **打破钢材供需紧平衡的因素即将出现，**我们认为今年陡峭的钢材库存去化曲线和不断上行的钢价印证了钢材供需处于紧平衡状态，而近期钢价回调释放前期钢价过快上涨风险。不同于市场认识，我们认为秋冬季限产将严格执行：从近期进行的汾渭平原环保督察和9月唐山继续实施限产来看，环保政策无放松迹象；而整治“一刀切”更多是针对钢铁下游，这将减轻需求受环保的影响。伴随需求旺季到来和增量需求的落地，我们认为钢价在短期调整后重拾升势，钢价在旺季有望更旺。另外，我们观察到10月开始的“2+26”城市错峰限产新增天津、邢台为限产50%的城市（两市产能合计2916万吨/年），同时新纳入蓝天保卫战计划的汾渭平原地区和长三角地区占全国钢铁产能的比例超过14.5%，参考去年限产情景，我们认为钢铁供给侧将继续收缩，钢价仍有继续上涨空间，3季度钢铁股盈利稳中有升。
- **风险提示：**限产严重低于预期；宏观经济快速下行。

图 1 螺纹钢价格在 4 月后稳步上升



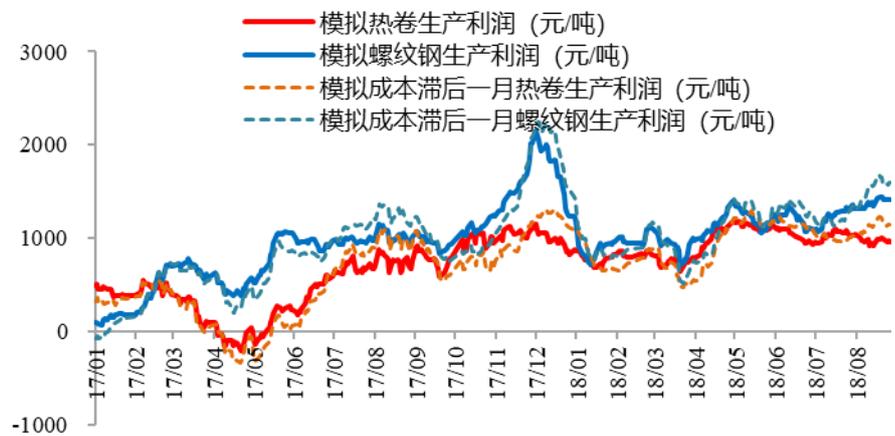
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 2 热卷期现价格稳步抬升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 3 吨钢毛利稳步上升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 1:重点公司估值表

证券简称	股票代码	收盘价 8月31日	EPS			PE			评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
宝钢股份	600019.SH	7.56	0.86	0.97	1.02	9.16	7.79	7.41	增持
韶钢松山	000717.SZ	7.17	1.04	1.09	1.11	6.99	6.58	6.46	增持
三钢闽光	002110.SZ	18.81	2.9	3.39	3.49	6.52	5.55	5.39	增持
华菱钢铁	000932.SZ	9.27	1.37	1.51	1.6	6.82	6.14	5.79	增持
八一钢铁	600581.SH	4.89	1.52	2.71	2.94	3.18	1.80	1.66	增持
方大特钢	600507.SH	11.22	1.92	1.62	1.7	5.79	6.93	6.60	增持
安阳钢铁	600569.SH	3.99	0.67	0.32	0.38	6.12	12.47	10.50	增持
柳钢股份	601003.SH	8.25	1.03	0.9	1.04	8.14	9.17	7.93	增持
中国东方集团	0581.HK	6.61	1.39	1.05	1.12	4.86	6.30	5.90	增持

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 政策宽松确认，需求边际或超预期

我们观察到政策宽松的基调不断得到确认：7月23日国常会明确“积极的财政政策要更加积极”，7月31日政治局会议强调“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，市场对需求“断崖式”下跌的预期已得到修复。我们判断政策宽松在下半年将逐步落地，“补短板”和合格PPP项目的放行给基建带来增量，而专项债发行的提速已经开始显现端倪；房地产销售在期房和现房价差维持的情况下韧性较强，销售和紧信用约束迫使开发商采取高周转模式，支撑地产新开工。伴随需求旺季和政策逐渐落地，需求边际或超预期。

2.1. 政策宽松确认，基建逐步发力

我们观察到政策端已经从定调积极财政转向实际实施阶段，政策向稳增长倾斜有望在下半年持续。7月23日国常会要求积极的财政政策更加积极、流动性合理充裕；7月31日中央政治局会议要求坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，货币政策要保持流动性合理充裕；加大基础设施领域补短板的力度。我们认为政策宽松确认后，市场对需求过于悲观的预期已得到修复，当前积极的财政政策已逐渐转向落实阶段，增量需求将逐渐发力。

2018年1-7月我国基建投资累计增速下滑至5.7%，拖累固定资产投资增速下行。我们认为拉低基建投资增速的主要原因为PPP边际收紧和地方政府城投债发行量的萎缩（我们测算2017年二者占基建资金来源的比例为13.92%），而目前这两项制约因素正在解除。我们观察到财政部对PPP库的清理基本结束，发改委对其PPP库的清理也即将结束，合格PPP的审批将有望恢复，PPP落地率（通过审核进入执行阶段的项目占比）将逐渐上升；而城投债在7、8月的净融资量快速上行，专项债发行量在8月环比上升3222亿元（增幅166%），上半年掣肘基建投资资金来源的因素已经转向。

从发力点来看，我们观察到铁路固定资产投资由计划的7320亿元重回8000亿，而油气投资方面，中石油、中海油分别开会定调加大勘探投入。我们认为随着占钢铁总需求25%的基建投资回暖，钢材下游需求将得到有力支撑。

表 2:政策宽松由定调转向实施阶段

事件	时间	政策详细
“资管新规”发布	7月20日	允许公募资管产品适当投资“非标”、金融机构可发行老产品投资新产品等，总体在非标的处理和新老产品过度方面留下宽松空间
国常会会议	7月23日	积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度；加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效
央行公开市场操作	7月23日	开展5020亿元1年期MLF操作，对冲当日1700亿元逆回购到期量后，实现净投放3320亿元。确认货币宽松基调
中央政治局会议	7月31日	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，货币政策要保持流动性合理充裕；加大基础设施领域补短板的

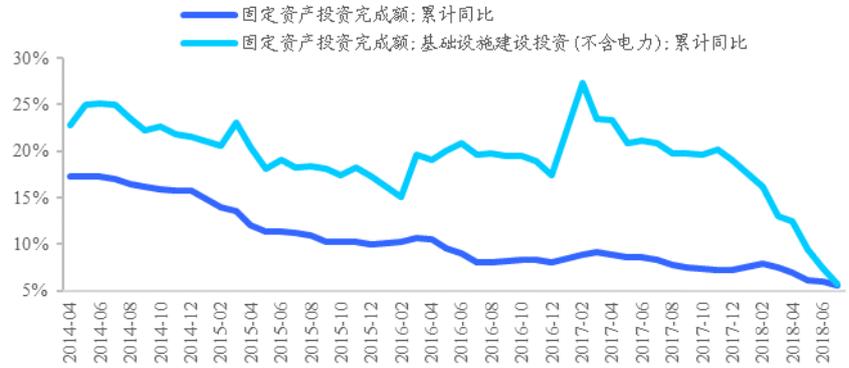
力度

财政部 72 号文 8 月 14 日

加快地方政府专项债券发行和使用进度；各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行

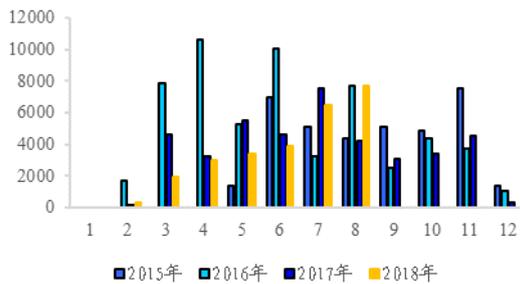
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 4 2018 年上半年基建拉低固定资产投资



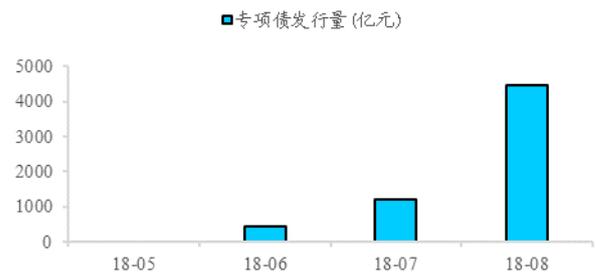
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 5 地方政府债券净融资额抬升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 6 地方政府新增专项债发行量快速上升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 7 PPP 落地率稳步提高



数据来源：wind，国泰君安证券研究

2.2. 地产韧性持续

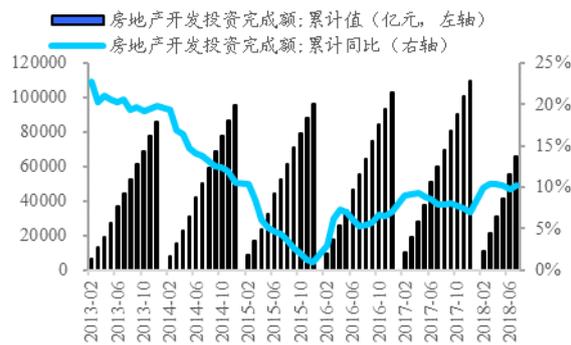
2018 年 1-7 月，全国房地产投资累计增速为 10.2%，增速较 1-6 月上升 0.5 个百分点；销售面积累计增速 4.2%，较 1-6 月上升 0.9 个百分点，拿地、新开工累计增速 11.3%、14.4%，较 1-6 月分别上升 4.1、2.6 个百分点。我们认为房地产销售的韧性部分来自于限价带来的期房和二手房的

价差，而紧的融资环境让地产商普遍采取高周转的运行模式，带动地产新开工。

我们认为期房（也即新房）的限价政策是支撑房地产销售的边际力量。我们观察到期房的限价政策从去年开始成为各地调控房地产市场的手段，且由于政策端对房地产不断收紧（中央政治局会议定调要“坚决遏制房价上涨”），期房的限价政策在不同城市间表现出扩散效应。期房的限价使得期房与二手房价格之间存在价差，居民对期房的购买意愿较强，支撑房地产销售。另外，我们认为较低的房地产库存也在边际上为销售和提供了支撑。

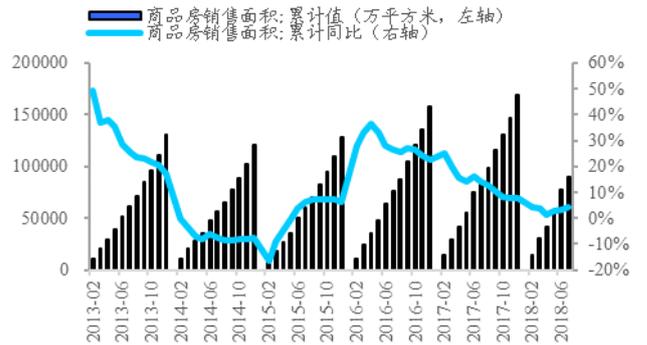
从房地产商的角度，我们观察到今年以来，自筹资金、个人按揭贷款和定金及预收款是房地产开发资金来源的主要改善分项，而国内贷款项明显下滑，印证今年融资环境的收紧。由于开发商对居民端资金的依赖加深，和外部融资环境的收紧，开发商对土地库存的开发速度必须加快，因此加快新开工和施工进度、加快推盘速度成为房地产开发商的策略选择。我们认为房地产销售的韧性具有可持续性，新开工、施工在下半年仍将偏强运行。

图 8 房地产投资增速在 2018 年稳步上升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 9 房地产销售增速维持高位



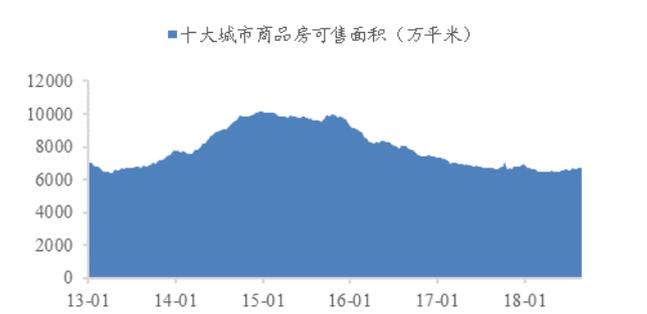
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 10 土地购置面积增速维持高位



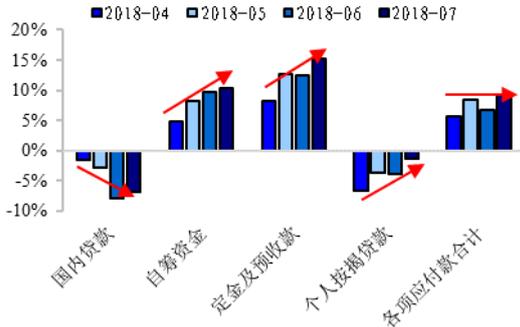
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 11 十大城市商品房库存处于低位



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 12 房地产资金来源中，居民资金改善明显



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 13 期房销售面积加速上升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

我们在今年的年度策略报告中强调，今年钢铁行业的投资机会来自于对需求的误判，而从4月开始的钢价上行和库存去化也证实了我们的判断：

1) 2018年钢铁需求整体略增，中间强，两头弱。一、四季度环保限产及供给侧改革收尾将导致供给收缩。2018年钢铁均价及盈利略有抬升。

2) 环保限产是2018年的主旋律。这将带来两个影响，第一供给下降，第二限产地区下游开工将集中到二三季度，需求不会消失，因此全年来看，一四季度供需双弱，二三季度供需双强。且由于需求不会被消灭，需求可能会略强于供给，钢价全年波动将加大，均价略有提升。

3. 实际库存历史低位，钢价有较强支撑

我们认为2018年钢材社会库存量低于近三年历史同期水平，截至8月底的钢材社会库存为995.88万吨，较2015-2017年均值高1.5%（或15.11万吨）；考虑到过去3年地条钢存在所产生的隐形库存，今年库存处于历史低位。从钢厂库存的角度来看，我们认为绝对低位的钢厂库存已成为钢价的重要支撑，截至8月底的钢厂螺纹钢库存为181.11万吨，较过去3年均值低30.65%（或80.05万吨）。随着冬季限产的到来，整体钢材库存上升的动力不足，钢价存在较强的支撑。

今年以来，钢材供需的主要矛盾集中在建筑钢材领域，钢价表现为“长强板弱”的格局。由于环保限产所影响的钢材产能以建筑钢材为主，因此今年以来建筑钢材的供需格局较板材更为紧张，这与我们观察到的螺纹钢社会库存的去化速度高于热卷一致。考虑到2018年以前地条钢的普遍存在，过去几年的隐藏的建材库存较高，今年实际钢材社会库存处于历史低位。

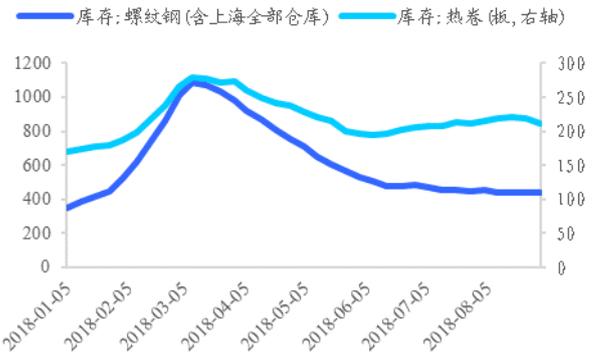
同时，我们观察到钢厂的螺纹钢库存降至3年新低，而钢厂库存的高低决定了钢企与下游交流过程中的议价能力。我们认为在钢厂库存和社会库存处于低位的情况下，考虑到后续采暖季限产的展开，钢价存在较强的支撑。

图 14 钢材社会库存处于历史低位



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 15 螺纹钢社会库存去化速度高于热卷



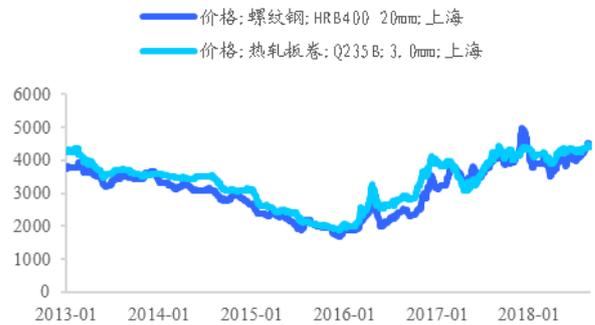
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 16 螺纹钢钢厂库存处于历史新低



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 17 4 月后螺纹钢价格稳步上涨



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4. 钢材紧平衡的边际催化出现

我们认为今年陡峭的钢材库存去化曲线和不断上行的钢价印证了钢材供需处于紧平衡状态, 而近期钢价回调释放前期钢价过快上涨风险。不同于市场认识, 我们认为秋冬季限产将严格执行: 从近期进行的汾渭平原环保督察和 9 月唐山继续实施限产来看, 环保政策无放松迹象; 而整治“一刀切”更多是针对钢铁下游, 这将减轻需求受环保的影响。伴随需求旺季到来和增量需求的落地, 我们认为钢价在短期调整后重拾升势, 钢价在旺季有望更旺。另外, 我们观察到 10 月开始的“2+26”城市错峰限产新增天津、邢台为限产 50%的城市 (两市产能合计 2916 万吨/年), 同时新纳入蓝天保卫战计划的汾渭平原地区和长三角地区占全国钢铁产能的比例超过 14.5%, 参考去年限产情景, 我们认为钢铁供给侧将继续收缩, 钢价仍有继续上涨空间, 3 季度钢铁股盈利稳中有升。

4.1. 钢材供需维持紧平衡状态

2018 年 4 月 11 日, 中央环保组进驻徐州开展环保“回头看”工作, 徐州市要求所有钢铁企业停产、焦化企业停限产。根据工信部合规钢企名单, 我们测算徐州市钢铁企业合计粗钢产能为 1153 万吨/年, 按照 85% 的产能利用率计算的日均粗钢产量为 2.68 万吨/日。我们认为徐州市环保限产的执行打破了钢材供需的紧平衡状态, 使得钢材期货价格和现货价格在 4-6 月之间稳步上涨。从钢材库存高速去化的角度来看, 钢材供

需紧平衡的状态较市场预期的更为紧张。

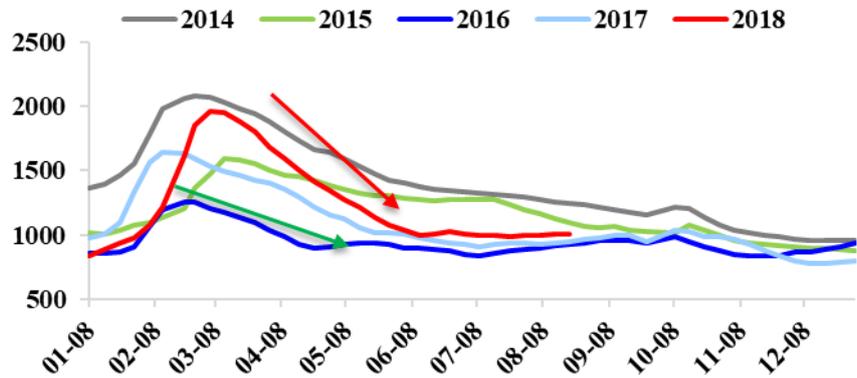
表 3: 徐州限产影响粗钢产能 1153 万吨

企业名称	粗钢产能 (万吨)
徐州东南钢铁工业有限公司	330
徐州利国钢铁有限公司	170
徐州泰发特钢科技有限公司	170
徐州宝丰特钢有限公司	170
徐州金虹钢铁集团有限公司	75
江苏兴达钢铁集团	68
合计	1153

注: 表格中未包含产能不达标企业

数据来源:《徐州市 2018 年大气污染防治攻坚期间污染天气应急管控方案》, 国泰君安证券研究

图 18 2018 年库存去化速度超过 2016-2017 年



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4.2. 汾渭平原环保督察加剧供需紧平衡

8 月 20 日至 11 月 11 日, 环保督察在“2+26”城市及汾渭平原 11 城市开展, 汾渭平原 11 城市包括山西省吕梁、晋中、临汾、运城市, 河南省洛阳、三门峡市, 陕西省西安、咸阳、宝鸡、铜川、渭南市以及杨凌示范区。我们测算该地区粗钢年产能为 2933 万吨, 占全国粗钢总产能的 3.13%, 而该地区前期环保投入不多, 预测本次环保督察的影响或超预期。同时, 我们观察到近期环保限产在芜湖展开, 环保的范围仍在扩大。我们认为钢价在短期经过调整释放前期风险后, 旺季将迎来反弹。钢铁股盈利稳中有升, 且预期明年盈利仍然维持。

表 4: 汾渭平原涉及钢企总产能 2933 万吨

省份	城市	粗钢产能 (万吨)
山西省	晋中市	210
	运城市	270
	临汾市	1040
	吕梁市	803
陕西省	渭南市	610
合计		2933

数据来源：工信部，国泰君安证券研究

表 5：临汾市限产从 8 月 31 日正式实施

工作目标	通过实施工业企业差异化生产管控，力争实现 SO ₂ 、PM _{2.5} 和 O ₃ 平均浓度同比下降、环境空气质量明显好于去年的目标。
管控时间	从文件下发日起，到 2018 年“秋冬防”期开始止。
管控范围	临汾盆地平川区域（尧都区、侯马、霍州、襄汾、洪洞、曲沃、翼城，临汾开发区、侯马开发区）相关企业实施差异化生产管控，其中尧都、襄汾、洪洞等三个区县为重中之重。
钢铁企业	按高炉生产能力限产 50%，按时段轮流停产。
焦化企业	尧都、襄汾、洪洞等三个区县焦化企业，结焦时间延长至 48 小时，其他县市焦化企业结焦时间延长至 36 小时。清洁热回收焦炉限产 70%，以停产焦炉孔数计。
电力生产企业	不能稳定达到超低排放标准的电力生产企业实施停产；已完成超低排放改造，但未完成煤场全封闭施工的电力生产企业须在今年秋冬季前完成煤场全封闭改造，限期未完成的，秋冬季期间实施错峰限产。
铸造企业	冲天炉一律停产；电炉限产 50%，按时段轮流停产
有色企业	有色金属企业限产 50%，按停产时间计。
建材企业	未按要求完成无组织排放治理或治理后达不到标准要求的一律停产整治。
化工企业	限产 50%，按停产时间计。
洗煤企业	未按要求完成无组织排放等治理任务或治理后达不到标准要求的，一律停产整治。
煤焦发运站	未完成整治之前，不得进行煤焦等散状物料发运工作。
涉及 VOCs 行业	所有汽修、家具制造、工业涂装、喷漆、包装印刷等企业涉 VOCs 排放工序，每日 9 时至 18 时实施停产。

数据来源：《临汾市大气污染防治行动指挥部办公室文件》，国泰君安证券研究

4.3. 采暖季错峰限产继续推进，供给端继续收缩

根据京津冀地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案，2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日期间，“2+26”城市将实施错峰限产。我们观察到本次错峰限产 50% 的城市新增天津市、邢台市，较 2017-2018 年范围更大，且本次错峰限产对焦炭企业的限制也高于往年。我们综合测算本次错峰限产所影响的粗钢年产能可为 26120 万吨（与 2017-2018 一致），占全国粗钢产能的 27.88%；按照 85% 的开工率计算限产影响每日的粗钢产量为 27.68 万吨/日（2017-2018 年为 26.09 万吨/日）。

我们观察到近期市场关注的唐山市环保的边际放松并未出现，结合今年以来非采暖季的限产、环保督察和各省市的“蓝天保卫战”文件来看，我们认为钢铁行业供给端收缩的方式已经从去产能转换为环保。同时，不同与市场对今年秋冬季限产的不确定性预期，我们认为今年秋冬季环保限产大概率会严格执行。而今年整治“一刀切”的行为更多的是针对钢铁下游，且环保政策的规范执行对行业形成长期利好：在“一刀切”乱象被治理之后，我们认为环保政策将更具持续性，钢铁行业的供给收缩将会持续。

表 6：2018-2019 年采暖季限产涉及的省市及产能

省份	城市	限产比例	粗钢产能（万吨）
----	----	------	----------

天津市	天津市	50%	2588
	唐山市	50%	11236.5
	邯郸市	50%	4382.5
河北省	邢台市	50%	328
	石家庄市	30%	1270
	沧州市	30%	570
	廊坊市	30%	400
	太原市	30%	941
山西省	长治市	30%	481
	晋城市	30%	376
山东省	济南市	30%	170
	淄博市	30%	570
	滨州市	30%	1026
河南省	安阳市	50%	1725
	郑州市	30%	55.5

数据来源：《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》，国泰君安证券研究

表 7:各省市均出台蓝天保卫战文件，环保进一步升级

省份	政策梳理
天津市	钢铁联合企业污染物排放总量下降 50%
河北省	2018 年，全省压减退出钢铁产能 1200 万吨，全部出清钢铁“僵尸企业”；2019 年，全省压减退出钢铁产能 1400 万吨左右，张家口、廊坊市钢铁产能全部退出；2020 年，全省压减退出钢铁产能 1400 万吨左右；到 2020 年，全省钢铁产能控制在 2 亿吨以内
山西省	钢铁企业 2020 年底前基本完成超低排放改造；重点区域严禁新增钢铁产能
山东省	全省推动实施钢铁等行业超低排放改造；严禁新增钢铁产生
洛阳市	对钢铁等行业窑炉废气进行提标治理，同时加快淘汰落后产能，有计划地实施重污染企业退出。
亳州市	着重对钢铁、有色、化工、铸造、水泥熟料行业实施错峰生产，重污染天气期间加大限产比例。

数据来源：各省市打赢蓝天保卫战作战计划，国泰君安证券研究

4.4. 旺季需求如期到来，基建投资加码需求

我们在 5 月的中期策略报告中指出，全年需求稳定，供给弹性受限，7-8 月是布局钢铁股的良机，而 7-8 月的钢铁股表现已经验证了我们的判断。

我们认为目前钢价短期调整并非下行拐点。当前钢价出现回调主要是由于供给在 9 月的短期回升、钢厂库存的短期上升，但这些因素导致的价格回调皆为短期影响，我们依然处在环保和供给侧限制和收缩的宏观大周期中。且我们判断行业的集中度在这一轮周期中会不断提升，行业的竞争结构将得到优化，定价权会进一步提升，这是钢铁未来非常值得关注的核心原因，短期的价格回调不改基本面持续改善的中长期逻辑。同时，我们测算按照最低排放标准所需的吨钢环保投入在 500-800 元之间，

钢铁行业目前的利润状况大概率长期维持。长周期看，我们认为供给已缺乏向上弹性，环保应理解为政策的长周期供给抑制，钢铁行业目前的利润或产期维持。

我们判断钢价短期回调充分释放压力后，随着秋冬季限产到来，钢铁股依然具有反弹基础，可底部逐步布局。根据历史数据，我们测算钢铁行业旺季的到来将带来需求环比上升 5% 左右，而我们草根调研了解的需求增量在 10% 左右。我们认为目前低位的库存叠加需求的季节性上升，将推动钢价进一步上升，而基建投资的加码或使需求超预期。从目前时点来看，低库存、需求旺季和供给端的限产将依次发生，钢价整体易涨难跌。

表 8: 9-10 月粗钢表观消费量环比上升 5% 左右

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	
春	3 月	82.30	85.44	101.76	114.43	135.68	145.62	171.75	180.31	185.93	200.10	209.46	201.89	198.10	210.86
	4 月	80.42	93.12	107.23	111.96	137.34	147.64	174.92	184.81	189.47	203.77	209.25	203.67	203.28	223.53
	5 月	71.74	94.58	106.84	113.76	133.96	153.16	168.78	182.49	184.26	202.10	205.59	197.68	198.86	213.12
夏	6 月	73.38	94.80	108.95	120.44	142.41	166.66	164.40	188.88	186.26	200.79	209.99	202.44	196.88	224.16
	7 月	73.88	94.68	106.80	114.62	124.30	165.11	156.30	180.42	188.29	197.71	196.97	182.65	184.06	218.33
	8 月	75.63	100.09	107.25	119.64	113.76	168.27	161.83	180.04	179.05	197.14	199.71	186.05	194.14	221.95
秋	9 月	79.02	105.13	108.23	130.59	112.26	168.00	153.99	178.90	179.25	205.11	199.84	184.22	200.03	225.85
	10 月	78.88	103.85	108.80	127.53	103.59	163.78	156.54	167.54	177.65	196.52	192.21	185.64	198.39	219.92
	11 月	79.86	102.58	110.47	122.04	110.42	153.01	162.14	156.08	177.33	189.81	180.54	180.25	196.16	205.79
冬	12 月	80.16	101.91	107.40	121.12	114.43	147.68	161.53	159.70	173.07	186.98	188.96	175.18	194.15	201.12
	1 月	72.98	80.97	95.62	111.62	121.34	129.72	164.30	188.30	173.44	198.36	204.58	190.01	186.99	181.99
	2 月	80.44	86.50	101.99	115.21	127.30	143.65	174.87	188.55	184.90	208.32	208.45	194.92	186.99	181.99

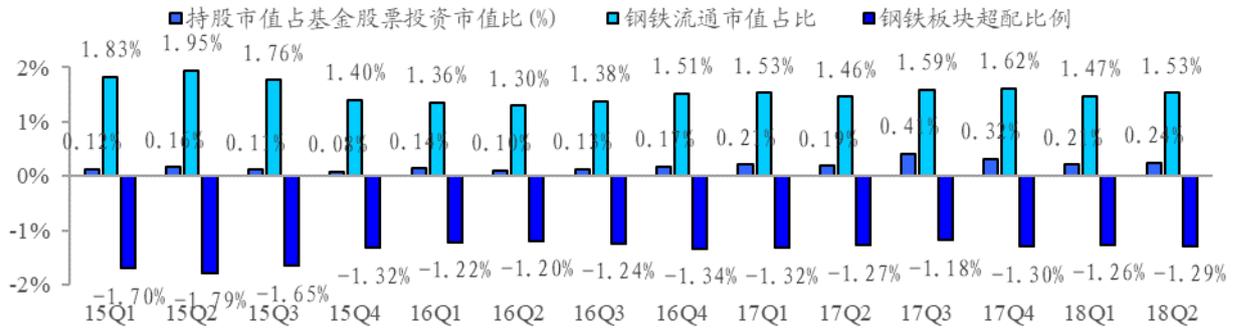
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5. 基金低持仓，交易结构良好

根据最近披露的 2018 年二季度基金持仓，钢铁股基金持仓比例虽然小幅上升，但仍处于低配区间。2018 年二季度基金重仓钢铁板块市值为 43.30 亿元，占基金股票投资总市值 0.24%，环比一季度上升 0.03%。2018 年二季度钢铁板块低配比例为 -1.29%，低于一季度的 -1.26%，环比下降 0.03%。2015 年至今，钢铁行业低配比例长期低于 -1.1%，基金持仓仍处于低配区间。我们认为目前钢铁股的低配充分反应了市场对于需求的悲观预期，随着政策转向和基建逐发力，市场对需求的悲观预期有望逐渐修复。

二季度以来北上资金对钢铁股的持仓份额持续增加。其中，自一季度以来北上资金增持比例最多的五只股票分别为鞍钢股份、新钢股份、华菱钢铁、马钢股份和三钢闽光，增持股票占流通股比例分别为 2.68%、2.61%、2.22%、2.22% 和 2.15%。

图 19 十大钢铁重仓股占基金股票投资市值环比增加



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 9:陆港通资金对钢铁股票的持仓变动情况

股票简称	基金持仓占流通股比		沪深港通持仓占流通股比			
	2018Q1	2018Q2	2018Q1	2018Q2	8月24日	持仓变化(至今)
鞍钢股份	0.06%	0.03%	2.78%	5.23%	5.46%	2.68%
宝钢股份	0.56%	0.56%	1.76%	2.52%	3.03%	1.27%
新钢股份	1.50%	2.35%	0.00%	0.38%	2.61%	2.61%
马钢股份	0.26%	1.25%	0.32%	0.70%	2.54%	2.22%
华菱钢铁	0.70%	2.24%	0.00%	0.00%	2.22%	2.22%
三钢闽光	0.32%	1.19%	0.03%	1.34%	2.18%	2.15%
新兴铸管	2.14%	2.10%	0.15%	0.33%	2.15%	2.00%
方大特钢	0.71%	0.63%	0.88%	0.45%	1.14%	0.26%
久立特材	0.00%	0.00%	0.81%	0.93%	0.89%	0.08%
柳钢股份	0.54%	0.64%	0.00%	0.29%	0.56%	0.56%
凌钢股份	0.36%	0.26%	0.00%	0.00%	0.46%	0.46%
包钢股份	0.71%	0.07%	0.23%	0.34%	0.40%	0.17%
太钢不锈	0.22%	0.23%	0.32%	0.37%	0.37%	0.05%
首钢股份	0.59%	0.27%	0.13%	0.05%	0.32%	0.19%
韶钢松山	1.02%	1.48%	0.17%	0.14%	0.30%	0.13%
重庆钢铁	0.00%	0.00%	0.02%	0.20%	0.30%	0.28%
河钢股份	0.12%	0.10%	0.12%	0.18%	0.28%	0.16%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

6. 风险提示

宏观经济加速下行。2017 年我国宏观经济平稳运行,若 2018 年宏观经济加速下行,钢材的下游需求将放缓,钢铁需求下降将压制钢价的上涨。

供给端上升速度超预期。唐山高炉开工率和全国高炉开工率已经连续上行。若供给端上升速度超预期,则钢价上涨将面临较大压力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		