

钢铁 II

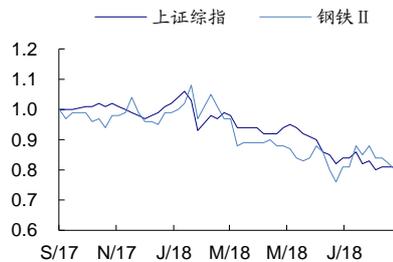
2018 年中期财报总结暨 9 月投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 09 月 10 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《钢铁行业周报(9月3日-9月9日): 环保限产持续, 钢价震荡走高》——2018-09-10
《电话会议纪要: 钢铁企业环保最新进展及影响》——2018-09-07
《钢铁行业周报(8月27日-9月2日): 钢材库存上升, 价格高位回调》——2018-09-03
《钢铁行业周报(8月20日-8月26日): 钢价高位震荡, 库存低位有支持》——2018-08-27
《钢铁行业周报(8月13日-8月19日): 环保限产助力, 钢价再创新高》——2018-08-20
《国信证券-钢铁行业快评: 本周唐山新增2台烧碱机满足超低排放限值》——2018-08-14

联系人: 王海涛

电话: 010-88005311
E-MAIL: wanghaitao@guosen.com.cn

联系人: 冯思宇

电话:
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号: 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

行业投资策略

环保限产不断, 行业高盈利持续

● 钢铁行业二季度盈利再创新高

2018 年上半年, 受益于钢铁行业供给侧结构性改革, 钢铁行业景气持续, 产业链条利润分配倾向于钢厂端。26 家钢铁上市公司合计实现营业收入 7090.77 亿元, 同比增长 8.7%, 实现归母净利润 496.25 亿元, 同比增长 128.1%。行业资产负债率下降至 60.5%。钢铁企业现金流充沛, 资本结构健康发展。行业高盈利已持续四个季度, 板块经过 8 月的调整估值重回较低水平, 行业盈利的持续以及高分红的预期使板块存在估值修复空间。

● 环保限产不松懈

9 月, 唐山地区将在全市开展环境深度整治攻坚月行动, 各县(市、区)继续执行三项气态污染物攻坚措施, 停限产力度不低于 8 月份, 月初复产的高炉或将陆续停产。临汾也已开始执行限产, 主要流通钢厂日影响产材量在 1 万吨左右。

● 汾渭平原加入采暖季限产

《汾渭平原 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)》于日前发布。针对钢铁行业, 征求意见稿提出: 实施焦化钢铁等行业产业升级改造; 深化钢铁企业污染治理; 加快重点企业铁路专用线建设; 实施工业企业错峰生产和运输等。

● 传统需求旺季, 库存低位延续

9 月是钢材消费的传统旺季, 工地赶工现象延续, 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。供需平衡, 叠加目前较低的库存水平, 钢价有望继续保持较高水平。

● 投资逻辑

建议从以下三个角度进行选股: 关注环保压力较小地区钢铁企业; 关注负债率较低企业, 分红预期较高; 由于吨焦利润较高, 可关注焦炭自给率较高的企业。从以上三个角度来看, 建议关注华菱钢铁、三钢闽光、新钢股份、马钢股份、柳钢股份、南钢股份和特钢标的大冶特钢。

● 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。

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
000932	华菱钢铁	增持	9.07	27,352	2.29	2.27	4.0	4.0
002110	三钢闽光	买入	18.28	29,877	4.58	4.85	4.0	3.8
600782	新钢股份	增持	6.28	20,025	1.39	1.46	4.5	4.3
600808	马钢股份	增持	4.08	31,419	0.83	0.92	4.9	4.4
601003	柳钢股份	增持	8.23	21,092	1.77	1.77	4.6	4.6
600282	南钢股份	增持	4.33	19,133	0.88	0.93	4.9	4.7
000708	大冶特钢	买入	9.81	4,409	1.4	1.72	7.0	5.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

二季度盈利再创新高	4
盈利向钢厂端倾斜	4
吨钢三费保持低位	5
高盈利持续四季	6
资产负债率持续下降	7
现金流充沛	7
估值处于较低水平	8
环保限产不松懈，严格禁止“一刀切”	9
唐山限产不松懈	9
重申严禁“一刀切”	10
汾渭平原加入采暖季限产	11
传统需求旺季，库存低位延续	12
PSL 收缩或削弱房地产新开工旺盛对钢材消费的支持	12
基建投资后期或发力	13
金九银十，库存低位运行	14
三季度高盈利有望持续	14
投资策略	15
风险提示	16
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

图 1: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	4
图 2: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)	4
图 3: 铁矿石价格走势 (美元/吨)	4
图 4: 铁矿石港口库存 (万吨)	4
图 5: SW 钢铁上市公司归母净利润合计 (亿元)	6
图 6: 钢铁上市公司资产负债率 (%)	7
图 7: 高炉开工率 (%)	9
图 8: 唐山方坯价格 (元/吨)	9
图 9: 唐山及当地钢企采暖季生铁产量 (万吨)	11
图 10: 扣除土地购置费房地产开发投资额累积同比 (%)	12
图 11: 房屋新开工面积 (万平方米)	12
图 12: 抵押补充贷款情况 (亿元)	13
图 13: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比 (%)	13
图 14: 地方政府债券发行当月值 (亿元)	13
图 15: 全国 237 家流通商建材周均成交量 (吨)	14
图 16: 五大钢材社会库存 (万吨)	14
图 17: 五大钢材厂内库存 (万吨)	14
图 18: 螺纹钢期货合约价格 (元/吨)	15
表 1: 2018 年上半年钢铁企业营业收入、营业成本及毛利润情况	5
表 2: 2018 年上半年钢铁企业吨钢三费情况 (元/吨)	5
表 3: 2018 年上半年钢铁企业归母净利润情况 (亿元)	6
表 4: 钢铁上市公司单季经营性现金流净额 (亿元)	8
表 5: 钢铁上市公司估值情况	8
表 6: 9 月部分钢厂高炉检修情况	10

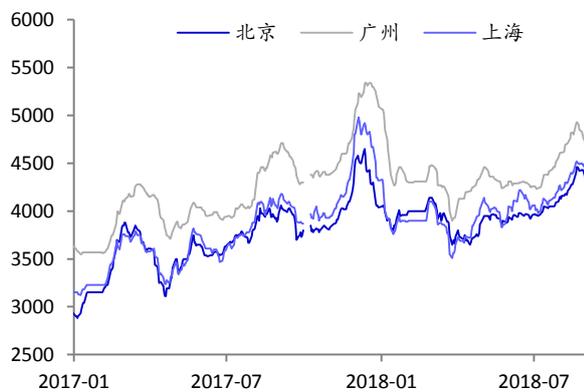
二季度盈利再创新高

2018年上半年，钢铁行业景气持续，钢铁企业营业收入上涨，归母净利润同比大幅增长。26家钢铁上市公司合计实现营业收入7090.77亿元，同比增长8.7%，实现归母净利润496.25亿元，同比增长128.1%。

盈利向钢厂端倾斜

受益于钢铁行业供给侧结构性改革，上半年来钢材价格保持高位。4月起，随着钢材库存快速去化，钢材价格逐步抬升，供需平衡下，价格持续高位震荡。上半年，上海20mm螺纹钢价格同比增长12.47%，4.75mm热卷价格同比增长19.60%。7月起，随着环保限产对市场影响的不断发酵，供给受限，钢材价格再度走高。

图1：螺纹钢价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：4.75mm热卷价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

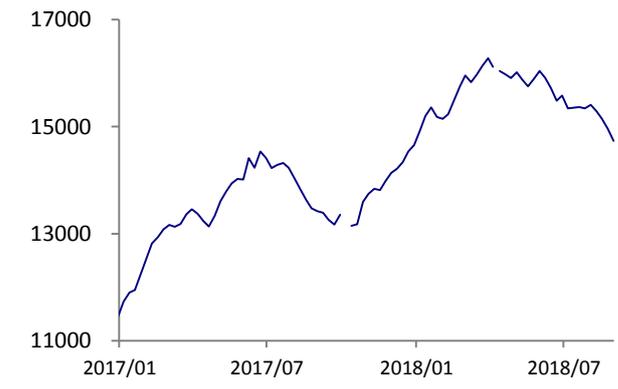
相较于钢厂端，铁矿端处于供大于求的局面，库存高位，价格走势相对较弱。上半年，铁矿石价格指数同比下降6.08%。

图3：铁矿石价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：铁矿石港口库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

不同的供需格局下，产业链条利润分配倾向于钢厂端。26家钢铁上市公司营业成本合计同比增加2.8%，营业收入合计同比增加8.7%，对应毛利润同比增加59.1%，平均毛利率也从10.6%提升至15.5%。

表 1：2018 年上半年钢铁企业营业收入、营业成本及毛利润情况

股票简称	营业收入, 亿元	营业成本, 亿元	毛利润, 亿元	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利润同比
方大特钢	82.4	56.5	25.8	31.4%	31.4%	20.1%	65.1%
三钢闽光	176.0	129.2	46.7	26.5%	28.6%	14.2%	98.0%
沙钢股份	72.3	55.2	17.2	23.7%	18.4%	2.3%	139.9%
南钢股份	216.2	169.3	46.9	21.7%	27.5%	16.3%	95.5%
韶钢松山	121.2	98.0	23.3	19.2%	12.2%	2.1%	92.6%
太钢不锈	367.7	305.0	62.7	17.1%	11.3%	4.1%	67.9%
华菱钢铁	434.8	361.6	73.2	16.8%	24.1%	14.4%	113.8%
鞍钢股份	468.8	390.6	78.2	16.7%	20.0%	12.7%	78.4%
新兴铸管	201.3	168.7	32.6	16.2%	-20.2%	-27.7%	72.4%
重庆钢铁	110.9	93.4	17.5	15.8%	145.3%	111.8%	1505.5%
包钢股份	316.8	268.4	48.4	15.3%	49.9%	44.2%	91.8%
马钢股份	400.6	340.0	60.6	15.1%	13.9%	8.6%	56.2%
宝钢股份	1,485.3	1,262.8	222.6	15.0%	-12.6%	-17.4%	29.8%
西宁特钢	33.9	28.9	5.0	14.8%	28.1%	43.4%	-20.7%
凌钢股份	100.8	86.3	14.6	14.5%	20.6%	16.1%	56.8%
河钢股份	561.8	480.9	80.9	14.4%	3.2%	0.4%	23.4%
杭钢股份	131.8	113.1	18.7	14.2%	3.1%	-5.8%	142.7%
首钢股份	315.4	270.7	44.7	14.2%	11.6%	10.0%	22.5%
新钢股份	251.9	217.6	34.3	13.6%	11.4%	2.3%	154.7%
大冶特钢	61.5	53.3	8.3	13.4%	27.2%	24.1%	51.0%
安阳钢铁	157.7	136.8	20.9	13.3%	36.8%	31.1%	91.3%
柳钢股份	225.8	196.2	29.7	13.1%	18.3%	6.7%	314.0%
本钢板材	234.4	208.0	26.4	11.2%	13.0%	11.3%	28.9%
八一钢铁	82.1	73.0	9.1	11.1%	15.9%	19.8%	-7.7%
山东钢铁	248.8	221.5	27.2	10.9%	5.9%	1.2%	69.4%
酒钢宏兴	230.4	208.2	22.2	9.6%	19.2%	25.9%	-20.3%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

吨钢三费保持低位

2018 年上半年, 钢铁上市公司降本增效工作延续, 吨钢三费保持较低水平, 三钢闽光、沙钢股份、柳钢股份吨钢三费合计均持续保持在 100 元/吨以下。前期费用成本偏高的企业如酒钢宏兴、重庆钢铁今年来随着管理优化, 吨钢三费有大幅下降。但受今年较大的汇率波动影响, 部分企业汇兑损失明显抬升, 造成财务费用上升, 导致吨钢三费有所上升。

表 2：2018 年上半年钢铁企业吨钢三费情况 (元/吨)

股票简称	上半年吨钢销售费用	上半年吨钢管理费用	上半年吨钢财务费用	上半年吨钢三费合计	2017 年吨钢三费合计
三钢闽光	8.5	39.7	9.9	58.1	54.5
沙钢股份	30.5	51.4	-5.3	76.6	96.9
柳钢股份	4.0	48.1	25.6	77.7	46.0
新钢股份	32.3	53.7	20.3	106.2	143.4
杭钢股份	5.2	143.4	-18.6	130.0	142.9
凌钢股份	57.3	50.2	29.3	136.7	140.2
山东钢铁	30.1	76.8	45.1	152.0	204.2
马钢股份	48.9	73.4	60.4	182.6	229.6
韶钢松山	74.3	73.6	40.2	188.2	88.5
安阳钢铁	35.0	86.0	113.6	234.6	261.3
南钢股份	60.1	130.5	47.9	238.4	237.7
鞍钢股份	131.8	45.6	62.6	239.9	257.0
华菱钢铁	75.4	101.5	90.7	267.6	285.6
八一钢铁	146.6	44.8	93.2	284.6	206.4
重庆钢铁	14.2	246.5	49.6	310.3	477.0
首钢股份	80.5	66.1	165.6	312.3	267.8
方大特钢	29.5	351.6	-10.3	370.8	274.2
大冶特钢	91.1	294.4	-0.8	384.7	270.4
包钢股份	150.5	77.7	179.4	407.7	375.9

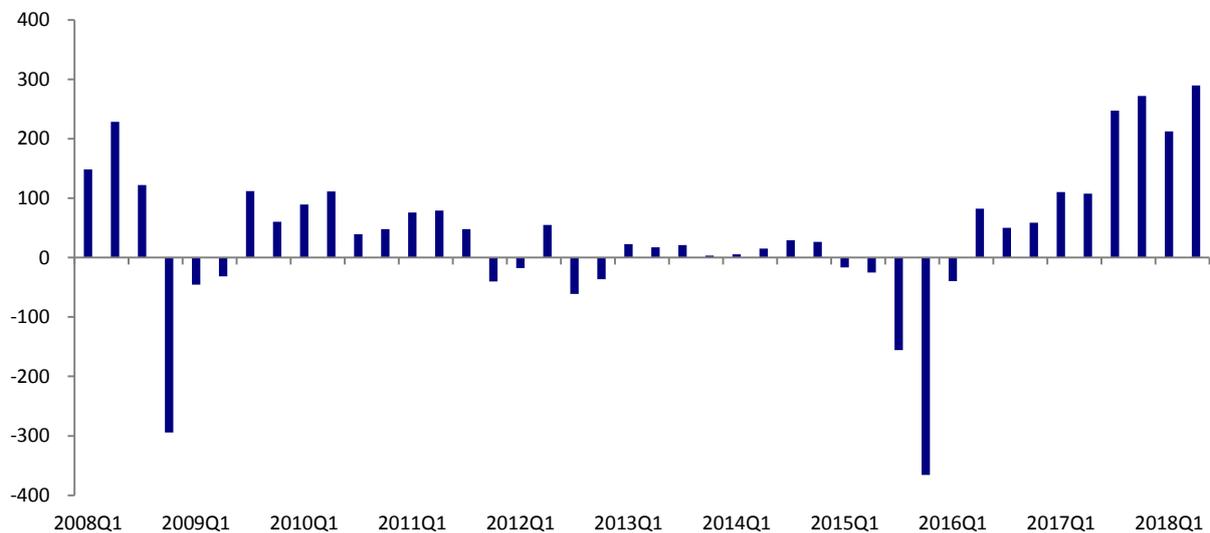
宝钢股份	70.3	245.0	93.1	408.5	354.5
本钢板材	124.0	112.0	193.7	429.8	226.9
河钢股份	44.0	199.4	187.0	430.4	342.6
酒钢宏兴	240.2	101.7	117.9	459.8	636.2
太钢不锈	147.5	238.7	106.2	492.3	512.0
新兴铸管	217.1	185.6	114.6	517.3	332.9
西宁特钢	126.9	185.1	328.8	640.8	978.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高盈利持续四季

钢材与铁矿间价差的扩大, 促使钢企盈利的进一步扩大, 2018 年二季度, 多家钢铁上市公司创上市以来最高单季利润。钢铁行业高盈利状态已经持续 4 个季度。申万钢铁板块上市公司二季度归母净利润合计达 290.15 亿元, 为十年来最高单季水平。行业供给端持续受限, 供需平衡, 盈利或可持续。

图 5: SW 钢铁上市公司归母净利润合计 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢铁企业利润同比大增。上半年, 26 家钢铁上市公司全部实现盈利, 合计归母净利润达 496.3 亿, 同比增长 133.0%。除八一钢铁外, 同比均有显著提高。南方企业盈利能力较强。我国南方钢铁企业相对分散, 多省钢材处于供不应求的局面, 钢材价格相对北方享有一定的溢价。此外, 南方环保压力相对较小, 钢厂受到环保限产影响较小。因此, 南方钢厂盈利情况好于北方。

表 3: 2018 年上半年钢铁企业归母净利润情况 (亿元)

股票简称	2018H1	2018Q1	2017H1	二季度环比	上半年同比	ROE, %	ROA, %
韶钢松山	17.57		6.69		162.69%	45.91	12.90
方大特钢	13.06	5.57	7.05	34.24%	85.35%	28.85	17.74
华菱钢铁	34.39	15.34	9.56	24.17%	259.59%	28.49	6.91
柳钢股份	20.41	10.46	3.96	-4.92%	415.80%	26.92	10.61
三钢闽光	32.33		10.81		199.10%	24.76	22.04
南钢股份	22.88	10.08	12.08	27.06%	89.42%	18.14	9.01
沙钢股份	6.47	2.55	1.89	54.12%	242.33%	17.49	16.40
新钢股份	21.59	8.70	5.72	48.18%	277.46%	15.11	8.77
安阳钢铁	10.17	1.29	0.28	589.42%	3562.17%	14.60	4.36
马钢股份	34.29	14.18	16.43	41.79%	108.62%	13.73	6.42
凌钢股份	7.49	2.55	4.05	93.75%	84.85%	11.19	7.19

太钢不锈	28.36	14.61	7.40	-5.87%	283.23%	10.27	5.22
山东钢铁	16.78	6.21	5.96	70.01%	181.74%	8.87	3.23
鞍钢股份	34.99	15.90	18.23	20.06%	91.94%	6.89	5.86
杭钢股份	11.55	5.03	3.56	29.67%	224.89%	6.74	6.12
八一钢铁	2.16	1.44	4.01	-50.48%	-46.30%	6.25	2.27
大冶特钢	2.56	0.91	1.89	82.29%	35.02%	6.25	4.31
宝钢股份	100.09	50.21	61.70	-0.63%	62.23%	6.08	4.45
酒钢宏兴	5.85	1.23	3.51	276.51%	66.74%	5.89	2.57
新兴铸管	11.34	3.78	5.01	100.39%	126.37%	5.68	3.71
首钢股份	14.24	5.05	9.49	82.33%	50.12%	5.37	2.40
本钢板材	7.57	3.51	5.24	15.88%	44.56%	4.56	2.02
重庆钢铁	7.62	3.50	-9.98	17.46%	176.31%	4.45	3.67
河钢股份	18.22	3.73	12.51	288.63%	45.67%	3.82	2.26
包钢股份	14.16	6.37	5.88	22.36%	141.00%	2.84	2.13
西宁特钢	0.13	0.11	0.11	-88.23%	15.82%	0.40	0.84

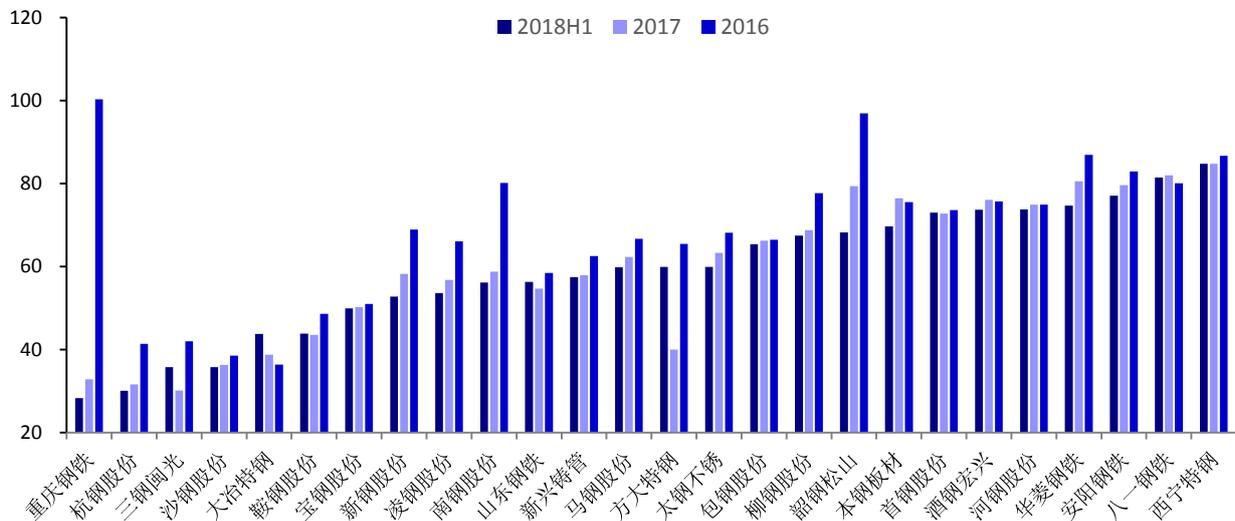
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债率持续下降

在行业盈利好转，中钢协提出的钢铁行业降平均资产负债率至 60% 的目标指引下，钢铁行业上市公司利用自有盈利，促使资产负债率持续下降。SW 钢铁板块整体资产负债率从 2016 年的 66.89% 降至 2017 年的 61.95%，到 2018 年中报已降至 60.51%。

2018 年中报，26 家钢铁上市公司中，已有 7 家资产负债率低于 50%，15 家低于 60%。高盈利持续下，资产负债表快速修复。

图 6: 钢铁上市公司资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流充沛

2018 年二季度，钢铁行业上市公司经营性现金流净额环比大幅提升，26 家钢铁企业经营性现金流净额合计 597.9 亿元，环比提升 681.8%。部分企业明确资本支出不超过当年折旧，促使企业资本结构长期保持健康水平。

表 4: 钢铁上市公司单季经营性现金流净额 (亿元)

股票简称	2018Q2	2018Q1	2017Q4	资本支出/折旧和摊销
宝钢股份	158.78	35.91	199.49	0.60
本钢板材	96.02	-88.72	68.50	0.59
华菱钢铁	46.50	14.84	1.85	0.71
首钢股份	43.76	15.22	58.47	1.30
马钢股份	35.47	6.33	18.08	0.57
鞍钢股份	25.65	-6.58	29.78	0.62
杭钢股份	24.04	-3.75	-2.85	0.50
安阳钢铁	22.00	7.33	4.66	0.37
三钢闽光	20.96	1.41	12.46	1.05
韶钢松山	20.94	-0.99	20.96	1.63
太钢不锈	16.83	11.49	26.84	0.16
南钢股份	12.86	3.41	3.01	0.41
山东钢铁	12.71	-1.25	-3.81	6.31
八一钢铁	11.32	-3.40	25.05	0.76
新兴铸管	11.27	7.86	22.31	4.63
新钢股份	10.46	11.06	49.77	1.19
凌钢股份	10.08	-4.40	-3.82	0.12
沙钢股份	9.28	2.68	5.12	1.66
酒钢宏兴	9.24	3.72	4.61	0.50
方大特钢	7.03	2.37	9.80	0.26
包钢股份	5.53	13.39	34.39	0.48
大冶特钢	4.79	-1.14	5.74	0.25
西宁特钢	2.69	-2.49	3.86	0.09
河钢股份	1.09	42.30	45.84	0.85
重庆钢铁	-9.97	-3.04	5.87	0.01
柳钢股份	-11.46	12.92	16.53	0.03

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值处于较低水平

9月7日, 申万钢铁板块 PE (TTM) 为 7.3, PB (LF) 为 1.18。在申万 28 个二级行业中, 钢铁板块市盈率 (TTM)、市净率 (LF) 均仅高于银行板块, 在各板块间处于较低水平, 目前的估值水平也处于板块的历史估值低位。而近 12 个月的股息率仅低于银行、汽车板块。行业盈利的持续以及高分红的预期使板块存在估值修复空间。

表 5: 钢铁上市公司估值情况

股票简称	PE (TTM)	PB (LF)	半年度利润年化对应 PE
华菱钢铁	4.17	2.00	4.01
南钢股份	4.40	1.38	4.11
三钢闽光	4.97	2.02	4.72
新钢股份	4.17	1.29	4.54
安阳钢铁	3.67	1.27	4.67
韶钢松山	4.67	3.62	4.82
柳钢股份	4.86	2.62	5.11
太钢不锈	4.88	1.16	5.79
山东钢铁	6.41	0.97	5.74
方大特钢	5.11	3.83	6.14
鞍钢股份	6.00	0.85	6.24
凌钢股份	6.22	1.38	6.44
杭钢股份	6.13	0.90	6.88
首钢股份	8.25	0.83	7.78
新兴铸管	11.21	0.98	8.53
大冶特钢	9.20	1.02	8.30
宝钢股份	7.31	1.02	8.40
本钢板材	8.65	0.84	10.47
酒钢宏兴	20.26	1.29	11.35

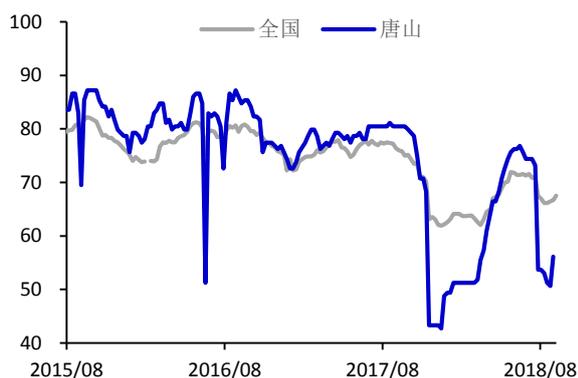
重庆钢铁	8.57	1.02	11.70
八一钢铁	7.45	2.06	16.96
沙钢股份	30.59	8.87	27.49
包钢股份	23.82	1.36	24.30
马钢股份	5.17	1.17	4.46
河钢股份	13.03	0.63	8.54
西宁特钢	77.12	1.51	188.70

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (9月5日)

环保限产不松懈，严格禁止“一刀切”

持续的环保限产，特别是唐山市于2018年7月20日至8月31日期间开展了SO₂、NO₂、CO的污染减排攻坚行动，对行业供给端造成了显著的影响。全国高炉开工率从6月底的71.27%下降4.56个百分点至66.71%，中钢协统计8月中旬重点钢企粗钢日产估算值为191.02万吨，环比降1.94%，同比降0.56%。持续的限产刺激也带动钢材价格一路攀升，直到8月末，唐山高炉复产消息引发市场对9月唐山限产不达预期的担忧，钢材价格有所回落。但整体来看，9月临汾、唐山、芜湖等地已接连发布错峰生产方案，预期钢材限产力度或不弱于8月。

图7: 高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 唐山方坯价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

唐山限产不松懈

9月，唐山地区将在全市开展环境深度整治攻坚月行动。各县（市、区）继续执行三项气态污染物攻坚措施，停限产力度不低于8月份。各县（市）区按目标要求制定停限产方案，报市生态办审核通过后实施。9月20日前，市发改委负责制定钢铁行业秋冬季错峰生产方案，市工信局负责制定其他重点行业秋冬季错峰生产方案，市交通运输局负责制定秋冬季错峰运输方案，各县（市）区按照市方案要求制定本地错峰生产运输方案，于10月1日起实施。

9月初唐山存在部分高炉复产现象，高炉开工率从8月24日的50.61%上升到9月7日的59.76%。市场上限产不及预期的消息不断发酵，带动钢材价格回落。

9月6日，市场上消息称生态唐山建设重点工作会议材料中明确，8月停限产钢厂9月不得擅自恢复生产，14家钢厂17座高炉擅自复产被点名批评，另要求8月份未完成任务的各区9月份加大停限产力度。限产持续预期带动钢材价格再度走高。整体看，唐山9月持续限产确定性较高，供给端环保限产不松懈。

目前，临汾已开始执行限产，钢铁企业（含高炉铸造一体企业）按高炉生产能

力限产 50%，按时段轮流停产。尧都区、襄汾县钢铁企业第一轮停产；曲沃、侯马、翼城钢铁企业第二轮停产。9 月 1 日起，第一批环保要求的钢厂全面停产，主要流通钢厂日影响产材量在 1 万吨左右。此外，部分钢厂计划在 9 月对高炉进行大修或检修，对供给端造成一定影响。

表 6：9 月部分钢厂高炉检修情况

公司	停限产要求	相较限产前铁水日均影响，万吨	限产起始日期
三钢闽光	对 5#（1050 立方米）高炉进行大修	0.4	8 月 1 日
南京钢铁	对 1 号 2000 立方米高炉进行大修，预期检修至 12 月	0.5	9 月 1 日
鞍钢	对 5 号 2580 立方米高炉进行为期 60 天的检修	0.9	9 月 10 日

资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

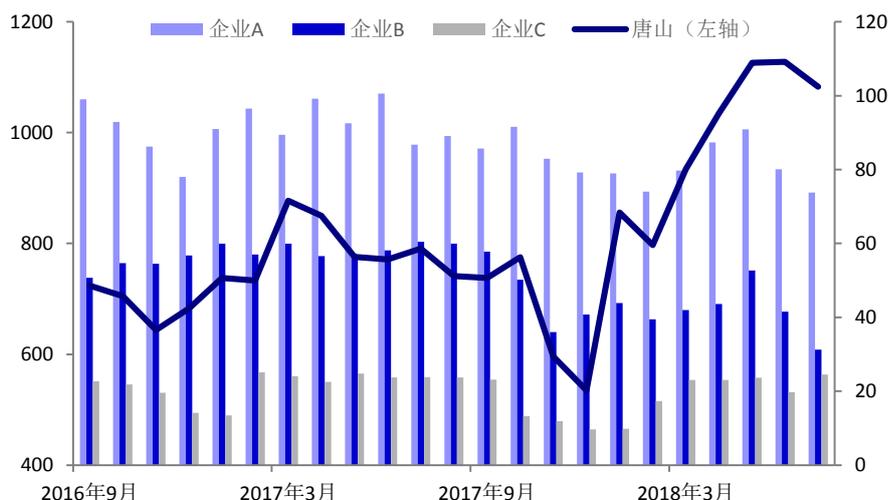
重申严禁“一刀切”

8 月 31 日，生态环境部发布《关于生态环境领域进一步深化“放管服”改革，推动经济高质量发展的指导意见》，提出强化环境监管执法，营造公平发展环境。具体包括深化生态环境保护督察，压实责任推动高质量发展，推动加大钢铁、建材等重点行业落后产能淘汰力度；严格依法监管，为守法企业创造公平竞争环境，实现对不同生态环境守法水平监管对象的差别化管理，对超标企业加大查处力度，对长期稳定达标排放的合法企业减少监管频次；严格禁止“一刀切”，保护合法合规企业权益，生态环境保护督察执法中发现的问题，严格禁止“一律关停”“先停再说”等敷衍应对做法，坚决避免紧急停工停产等简单粗暴“一刀切”行为，加强对生态环保“一刀切”问题的查处力度，对不作为、乱作为现象，发现一起、查处一起，严肃问责。

对比今年和去年的京津冀及周边地区采暖季限产方案，可明显发现今年的方案对于差别化限产的强调。文件提出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。

回顾 2017-2018 采暖季，唐山地区已按照红、黄、绿对钢企分类进行差异化限产。将钢铁企业限产比例与污染排放绩效分值挂钩，列为绿色区即分值大于 60 分的企业，采暖季限产比例不超过 43%；列为红色区即分值小于 40 分的企业，采暖季限产比例在 75%左右；列为黄色区即分值在 40-60 分区间的企业，按照 50%左右的比例。部分企业因有采暖任务，限产比例较低。

图 9: 唐山及当地钢企采暖季生铁产量 (万吨)



资料来源:唐山统计公报, 铁诺咨询, 国信证券经济研究所整理

总量限制下, 前期环保投入充足, 全面达到超低排放改造的钢厂将得以少限或不限, 环保效果差的钢厂则将承担更大的限产比例, 差异化限产方案的制订将有效扭转“劣币”驱逐“良币”的问题。

目前来看, 能满足超低排放限值的烧结机还很少。以唐山地区为例, 仅有唐山德龙、燕山钢铁、津西钢铁、唐山中厚板等企业的部分烧结机能达到颗粒物、二氧化硫、氮氧化物分别低于 10、35、50mg/立方米, 氮氧化物排放仍是限制性环节。差异化的环保限产政策将相对有利于这些环保占优的企业。

汾渭平原加入采暖季限产

《汾渭平原 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)》于日前发布, 主要目标为坚持稳中求进, 推进环境空气质量持续改善, 全面完成 2018 年空气质量改善目标; 2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日, 汾渭平原细颗粒物 (PM2.5) 平均浓度同比下降 6% 左右, 重度及以上污染天数同比减少 6% 左右。实施范围包含山西省晋中、运城、临汾、吕梁市, 河南省洛阳、三门峡市, 陕西省西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南市以及杨凌示范区。

针对钢铁行业, 征求意见稿提出: 实施焦化钢铁等行业产业升级改造, 加大现有焦化、钢铁企业整合力度, 提升产业装备水平, 大幅减少企业数量; 深化钢铁企业污染治理, 有序推进钢铁行业超低排放改造; 加快煤矿、电力、钢铁、焦化、有色等重点企业铁路专用线建设; 实施工业企业错峰生产和运输等。

相较于京津冀地区前期发布的征求意见稿, 汾渭平原未明确各城市采暖季具体限产比例, 以城市 PM2.5 平均浓度同比下降比例为目标。针对差异化限产, 提出对行业污染排放绩效水平明显好于同行业其他企业的环保标杆企业, 可不予限产, 相对于京津冀地区达到超低排放等系列要求相对较宽泛。同时, 错峰生产方案制定完成时点为 10 月底, 相对京津冀方案内要求晚一个月。

汾渭平原涉及钢铁产能约 5100 万吨, 钢铁产能相对京津冀地区较为分散且总量较小。但若采暖季严格限产, 也将使钢材供给进一步收缩。

传统需求旺季，库存低位延续

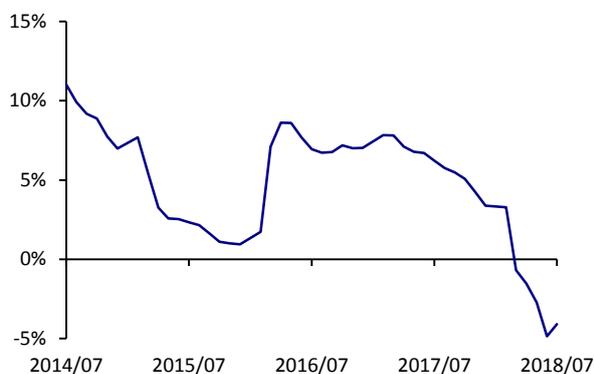
1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）355798 亿元，同比增长 5.4%，增速较 1-6 月份下降 0.6 个百分点，为十年来新低；当月投资增速 3.0%，较 6 月下降 2.7 个百分点。

PSL 收缩或削弱房地产新开工旺盛对钢材消费的支持

房地产投资仍是支撑固投增速的核心。1-7 月份，全国房地产开发投资 65886 亿元，同比增长 10.2%；扣除土地购置费后，建安工程费用相应投资额为 46533 亿元，同比下降 4.1%，已连续 5 个月负增长。

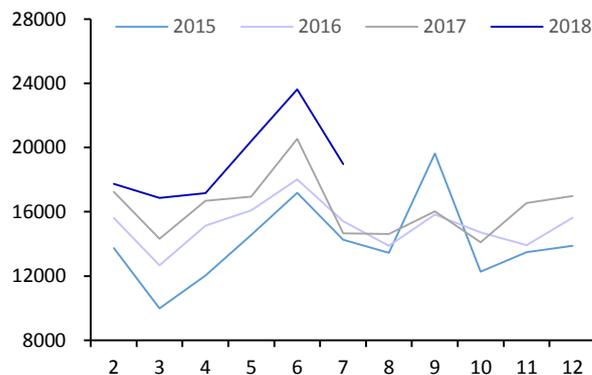
房屋新开工面积及商品房销售面积表现亮眼，对钢材消费形成显著支撑。1-7 月，房屋新开工面积 114781 万平方米，累积同比增长 14.4%；7 月当月新开工面积 18964 万平方米，同比增长 29.4%，为 2015 年来的最高值。1-7 月，商品房销售面积 89990 万平方米，累积同比增长 4.2%；7 月当月销售面积 12847 万平方米，同比增长 9.9%。

图 10：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

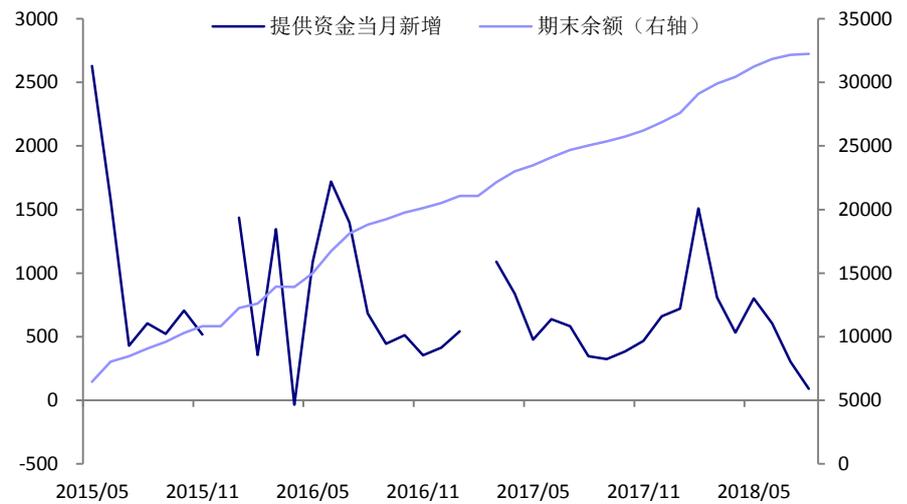
图 11：房屋新开工面积（万平方米）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

但 2018 年 8 月，抵押补充贷款（PSL）净增加 91 亿元，8 月末抵押补充贷款余额为 32246 亿元，8 月净增大幅降低。PSL 是棚改货币化的主要资金来源，今年 580 万套棚改建设数量虽不变，但货币化安置比例持续下降，棚户区居民通过货币形式获得拆迁补偿，再到商品房市场上购买商品房的链条或将打破，导致地产销售的回落，进而对下游钢材需求或产生拖累。

图 12: 抵押补充贷款情况 (亿元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

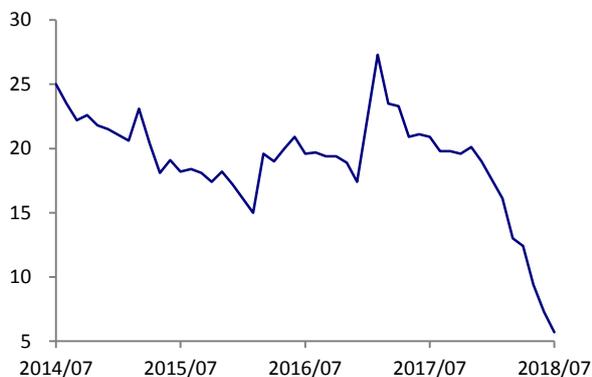
基建投资后期或发力

1-7 月, 基建投资 (不含电力) 同比增长 5.7%, 较去年同期的 20.9% 大幅下降。中美贸易战持续升温, 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。

7 月 23 日, 国务院常委会议召开, 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。政策指引下, 地方政府专项债发放速度逐步加快, 7 月, 地方专项债发放 1959 亿元, 较 6 月增长 115.5%。

7 月 31 日, 中共中央政治局会议召开, 提出基础设施领域补短板。8 月末, 国家发改委就西部大开发进展情况举行新闻发布会上, 国家发展改革委西部开发司巡视员肖渭明指出, 将突出补短板这个重点, 抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的交通和信息网络、生态环保、城镇污水、垃圾处理、能源通道等领域重大工程建设。到去年年底, 152 项西部大开发重点工程已经完工 52 项, 还有 100 项在建, 按照计划安排, 全部项目将在 2023 年年底完工, 完工以后西部将新增铁路里程 8751 公里, 新增高速公路 3219 公里, 新增发电装机 1878 万千瓦。政策转向下, 基建投资增速持续下滑的局面或有所改变, 进而带动钢材消费的提升。

图 13: 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 14: 地方政府债券发行当月值 (亿元)

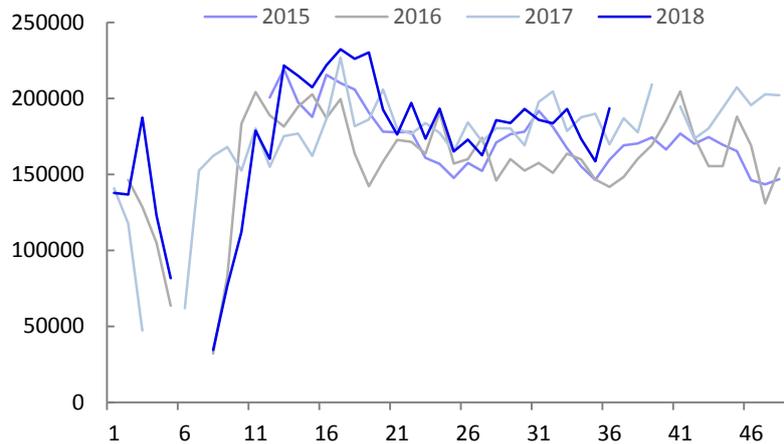


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

金九银十，库存低位运行

9月是钢材消费的传统旺季，9月首周，全国237家流通商建材成交量均值为19.35万吨，较上周上升3.49万吨。2015-2017年同期建材成交量分别为15.97、14.18、16.98万吨，高于往年同期水平。

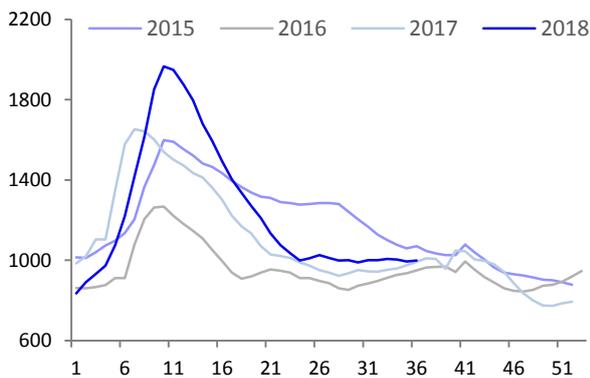
图 15: 全国 237 家流通商建材周均成交量 (吨)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

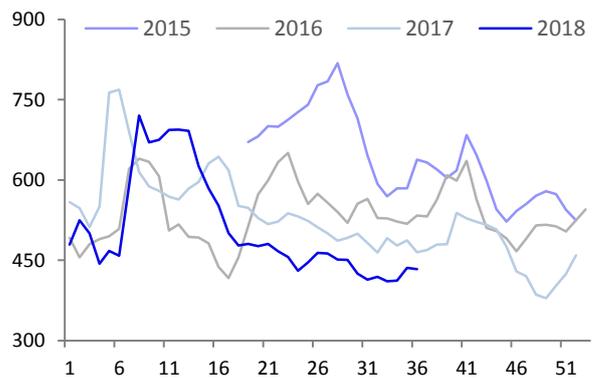
9月，供给端或将持续受到环保限制，供需关系延续紧平衡状态。目前，钢材库存仍处于低位，特别是厂内库存明显低于往年同期水平。截至9月6日，五大钢材社会库存合计998.23万吨，较去年同期高6.35万吨；厂内库存合计433.67万吨，较去年同期低31.42万吨。库存低位，对钢价形成有效支撑。

图 16: 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 17: 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

三季度高盈利有望持续

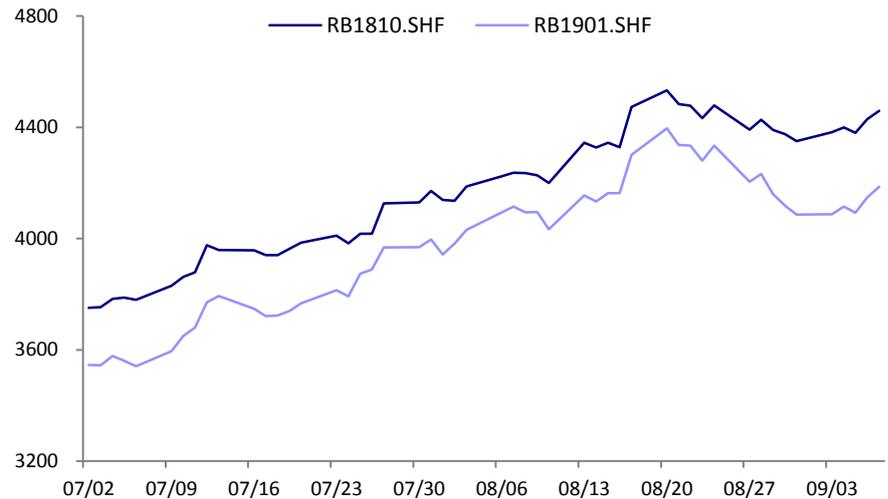
供需平衡下的钢铁行业高盈利已持续一年，行业盈利的可持续性已基本得到认可，而板块估值仍保持较低水平，基金持仓也处于低配状态。环保限产下，行业三季度大概率保持高盈利水平。8月，钢铁板块经过回调，估值重回较低水平，9月采暖季限产方案正式稿的出台及逐步落地或提振市场信心，带动钢铁

板块上行。

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，唐山、临沂等地限产有望和采暖季限产连接在一起，将有效抑制钢材供给。9月是传统钢材消费旺季，工地赶工现象延续，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。供需平衡，叠加目前较低的库存水平，钢价有望继续保持较高水平。

市场对钢价高位延续的信心较强，螺纹钢期货价格持续走高。截至9月7日，RB1810、RB1901合约分别收于4459、4186。

图 18: 螺纹钢期货合约价格 (元/吨)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

原料价格方面，钢铁行业环保限产持续下，原料端需求相对较弱。铁矿石供大于求，价格以震荡为主。而焦炭因受到较大的环保督察影响，价格持续上涨，截止9月7日，山西临汾产一级冶金焦价格为2590元/吨，较上周上涨100元/吨，较上个月上涨440元/吨。8月以来，价格已连续上调6次，创2011年来新高，在一定程度上吞噬了部分钢厂利润。

钢厂高盈利有望延续。通过原料滞后一个月模拟钢材毛利润发现，9月7日，原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为1448.2元/吨、1104.0元/吨、1114.0元/吨、1107.9元/吨，模拟利润保持在高水平。

投资策略

建议从以下三个角度进行选股：

- 1) 关注环保压力较小地区钢铁企业；
- 2) 关注负债率较低企业，分红预期较高；
- 3) 由于吨焦利润较高，可关注焦炭自给率较高的企业；

从以上三个角度来看，建议关注华菱钢铁、三钢闽光、新钢股份、马钢股份、柳钢股份、南钢股份和特钢标的大冶特钢。

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