

行业研究/深度研究

2018年09月14日

行业评级:

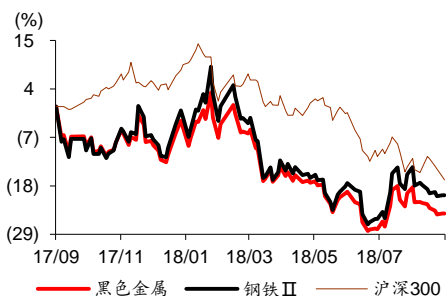
黑色金属 增持 (维持)
钢铁 II 增持 (维持)

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

相关研究

- 1 《黑色金属: 全面解读统计局钢铁产量增长之谜》 2018.09
- 2 《黑色金属: 行业周报 (第三十六周)》 2018.09
- 3 《黑色金属: 行业周报 (第三十五周)》 2018.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

行业上半年梳理, 制造业投资独秀

钢铁行业 2018 年中报总结

上半年钢企业绩佳, 下半年仍有望维持高位

2018H1, 钢铁行业供需继续好转, 供给端受益于环保限产及去产能, 需求端的三大投资中, 制造业投资一枝独秀, 需求总量获支撑, 钢价保持高位, 钢企维持高盈利, 中报业绩继续向好, 利润表继续改善, 经营性现金流继续增加, 带息债务及负债率下行。2018 年下半年, 制造业投资有望继续保持高速增长, 房地产建筑工程投资同比增速在 7 月转正, 预计下半年需求总量同比扩张, 且短期看, 环保限产仍将持续, 我们认为钢企在三、四季度盈利仍有望保持高位。中长期看, 环保预期出现松动, 钢铁股或现震荡。

上半年环保压力不减, 产能净减少 1165 万吨

2018 年, 采暖季“2+26”城市执行高炉限产 50%, 根据我们测算, “2+26”城市粗钢产能 3 亿吨以上, 全国占比大于 30%。2018 年 5 月 31 日至 7 月 7 日, 中央环境保护督查组于实施第一批回头看, 各地相继限产, 两广、江苏及河北等地均受影响。同期, 去产能压力不减, 根据我们对新增产能及压减产能的额测算, 2018 年上半年粗钢产能净减少 1165 万吨。

行业上半年需求梳理, 制造业投资一枝独秀

从固定资产投资三大部门增速看, 2018 年上半年制造业投资累计同比增速最强势, 从前 2 月的 4.3% 上升至前 6 月的 6.8%, 大于同期固定资产投资增速, 并比去年同期、去年全年增速分别高 1.3 个百分点、2 个百分点。且 2017 年制造业投资的体量比房地产投资、基建投资更大, 其高增速对资本形成、钢铁需求拉动更大。房地产建筑工程投资表现不佳, 上半年增速 -4.6%, 基建投资 (不含电力) 增速滑落, 已从 2018 年前 2 月的 16.10% 滑落至 2018 年前 7 月的 5.7%。

板块历史回顾: 低估值不是钢铁股上涨理由

2000 年以来, 宝钢股份 PE (ttm) 共有 5 次在 10 倍以下, 分别是 2004 年 10 月到 2006 年 10 月, 2008 年 8 月至 2009 年 2 月, 2010 年 8 月到 2011 年 12 月, 2012 年 8 月-2013 年 7 月, 2018 年 5 月至今。在低 PE 区间, 宝钢股份仅 2006Q1 到 2006Q4 是股价和盈利共同上行, 除 2018 年 5 月至今的阶段外的其他低 PE 区间均以利润下行方式结束低 PE 区间。

2018Q4: 需求总量或扩涨, 限产预期现松动

2018 年 7 月国常会与政治局会议基调一致, 均强调基建补短板, 下半年基建投资增速或好于上半年。下半年需求领域, 制造业投资有望继续保持高速增长, 地产投资的建筑工程投资在 7 月已由负转正, 或与地产公司加快销售、加快资金回流有关, 有望继续保持正增速。我们整体判断 2018H2 需求好于上半年, 同时短期环保限产仍将维持, 钢企有望维持高盈利。但值得关注的是, 环保限产预期出现松动, 未来环保限产或不可持续, 影响钢企盈利, 或加大板块震荡。

风险提示: 2018 年冬天环保限产执行不严, 三大投资领域增速恶化等。

正文目录

利润表向好，反哺经营现金流、资产负债表	3
利润表：营业收入、盈利等同步向好	3
现金流量表：经营性现金流继续增加	7
资产负债表：带息债务及负债率下行	11
2018H1：环保压缩产能，钢价仍上行	14
去产能叠加环保限产，供给曲线左移	14
$\Delta Q \leq 0$ ，需求曲线刚性，左移或不变	15
2018年上半年，制造业投资一枝独秀	16
历史回顾：低估值是钢铁股上涨理由吗？	20
2018Q4：需求有望好转，限产预期松动	22
基建补短板，电力投资或成亮点	22
制造业投资已现拐点，符合预期	23
2018H2 地产建筑工程投资不悲观	23
环保限产预期松动，长看回归常态	24
风险提示	25

利润表向好，反哺经营现金流、资产负债表

利润表：营业收入、盈利等同步向好

2018年上半年，25家上市钢企营业收入同比普遍上涨，仅新兴铸管营业收入出现下行，主要因公司分销配送业务减少，公司钢铁产品的营业收入同比增长17.5%。

图表1：25家上市钢企半年报营业收入比较

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2018H1 同比增速%
000709.SZ	河钢股份	548	507	424	379	545	562	3.15
000717.SZ	韶钢松山	90	101	55	58	113	121	12.22
000761.SZ	本钢板材	225	198	163	126	207	234	13.04
000778.SZ	新兴铸管	332	338	268	269	252	201	-20.21
000898.SZ	鞍钢股份	369	382	290	254	391	469	20.02
000932.SZ	华菱钢铁	283	291	215	219	350	435	24.14
000959.SZ	首钢股份	51	127	99	183	283	315	11.61
002075.SZ	沙钢股份	52	53	41	33	61	72	18.41
002110.SZ	三钢闽光	93	92	66	61	98	176	28.65
600010.SH	包钢股份	192	147	115	120	211	317	49.92
600019.SH	宝钢股份	961	976	808	780	1,699	1,485	2.17
600022.SH	山东钢铁	367	272	230	220	235	249	5.90
600126.SH	杭钢股份	81	78	54	94	128	132	3.11
600231.SH	凌钢股份	73	72	62	61	84	101	20.59
600282.SH	南钢股份	145	133	119	109	170	216	27.50
600307.SH	酒钢宏兴	447	545	338	184	193	230	19.22
600569.SH	安阳钢铁	121	138	112	115	115	158	36.80
600782.SH	新钢股份	170	163	123	123	226	252	11.41
600808.SH	马钢股份	370	289	234	210	352	401	13.86
601003.SH	柳钢股份	182	185	132	123	191	226	18.27
601005.SH	重庆钢铁	93	60	45	28	45	111	145.32
000708.SZ	大冶特钢	38	38	30	33	48	62	27.19
000825.SZ	太钢不锈	544	467	354	251	330	368	11.30
600507.SH	方大特钢	64	58	43	38	63	82	31.36
600581.SH	八一钢铁	120	108	61	37	71	82	15.95
	合计	6,010	5,817	4,482	4,109	6,462	7,057	12.82

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：单位：亿元；宝钢股份自2017年年初起并表武钢股份，自2017年8月起不再并表欧冶云商；三钢闽光自2018年年初并表三安钢铁；同比口径考虑上市钢企并表情况

2018年上半年，25家上市钢企毛利率同比普遍上行，仅有酒钢宏兴、八一钢铁毛利率同比下行，主要因同期西北各省如新疆、青海、甘肃固定资产投资累计增速分别同比下行48.9%、2.6%、9.0%，且因祁连山事件后，西北各省加大对自然风景保护区内的矿山整治力度，使得当地原料供应偏紧、价格偏高。

图表2：25家上市钢企半年报毛利率比较

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增加(百分点)
000709.SZ	河钢股份	7.47	9.09	10.75	12.23	12.03	14.40	2.36
000717.SZ	韶钢松山	3.03	-1.07	-6.96	2.61	9.62	19.18	9.56
000761.SZ	本钢板材	6.04	8.45	8.83	13.58	9.87	11.25	1.38
000778.SZ	新兴铸管	5.15	4.68	3.46	5.40	7.50	16.21	8.71
000898.SZ	鞍钢股份	12.19	10.54	12.38	12.63	11.22	16.68	5.46
000932.SZ	华菱钢铁	5.35	7.81	9.15	6.56	9.78	16.84	7.06
000959.SZ	首钢股份	0.35	5.97	3.65	12.22	12.90	14.16	1.26
002075.SZ	沙钢股份	5.21	6.59	8.35	10.17	11.71	23.72	12.01
002110.SZ	三钢闽光	2.47	2.28	-0.49	11.74	16.53	26.54	9.30
600010.SH	包钢股份	7.17	8.50	4.68	5.14	11.95	15.29	3.34
600019.SH	宝钢股份	9.19	9.63	11.45	14.00	10.09	14.99	3.19
600022.SH	山东钢铁	3.53	2.13	5.55	5.74	6.85	10.95	4.10
600126.SH	杭钢股份	2.72	3.91	-0.40	9.03	6.02	14.18	8.15
600231.SH	凌钢股份	2.13	3.21	4.42	5.30	11.13	14.47	3.34
600282.SH	南钢股份	7.71	9.35	10.05	11.54	14.14	21.68	7.54
600307.SH	酒钢宏兴	7.37	5.63	3.94	15.82	14.39	9.63	-4.77
600569.SH	安阳钢铁	1.63	8.26	5.91	9.57	9.48	13.26	3.78
600782.SH	新钢股份	3.71	5.35	4.54	6.54	5.96	13.62	7.66
600808.SH	马钢股份	4.62	3.61	3.51	13.45	11.02	15.13	4.10
601003.SH	柳钢股份	4.05	6.52	1.38	5.58	3.75	13.13	9.38
601005.SH	重庆钢铁	-1.08	-4.98	-24.29	-23.06	2.41	15.76	13.35
000708.SZ	大冶特钢	9.15	10.23	13.32	11.78	11.33	13.45	2.12
000825.SZ	太钢不锈	6.78	7.34	8.85	14.88	11.31	17.05	5.75
600507.SH	方大特钢	12.98	14.89	14.38	19.23	24.95	31.36	6.42
600581.SH	八一钢铁	8.48	2.18	-2.63	10.76	13.96	11.11	-2.85
	平均	5.50	6.00	4.55	8.90	10.80	16.16	5.27

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：单位：%；宝钢股份自2017年年初起并表武钢股份，自2017年8月起不再并表欧冶云商；三钢闽光自2018年年初并表三安钢铁；同比、平均口径考虑上市钢企并表情况

2018年上半年，25家上市钢企费用率同比普遍下降，其中重庆钢铁下降最多，主要因公司财务费用同比下降3.68亿元。

图表3：25家上市钢企半年报费用率比较

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增加(百分点)
000709.SZ	河钢股份	7.39	8.54	9.95	11.01	8.65	8.96	0.31
000717.SZ	韶钢松山	3.37	5.67	8.34	7.14	3.77	4.32	0.55
000761.SZ	本钢板材	4.83	7.10	7.63	10.84	6.40	7.60	1.19
000778.SZ	新兴铸管	3.60	4.70	4.95	4.53	4.55	6.01	1.46
000898.SZ	鞍钢股份	8.78	6.66	9.38	9.08	6.07	5.50	-0.57
000932.SZ	华菱钢铁	6.31	7.54	10.20	10.91	5.88	5.42	-0.46
000959.SZ	首钢股份	6.14	6.78	8.67	10.51	7.59	7.04	-0.55
002075.SZ	沙钢股份	4.32	4.08	3.61	4.29	2.51	1.78	-0.74
002110.SZ	三钢闽光	2.85	2.52	3.07	3.34	1.59	1.62	0.00
600010.SH	包钢股份	5.29	6.92	8.93	9.66	8.22	9.20	0.98
600019.SH	宝钢股份	3.67	5.09	6.08	7.10	4.79	6.40	0.80
600022.SH	山东钢铁	3.60	4.67	5.31	5.29	4.90	2.92	-1.98
600126.SH	杭钢股份	3.10	3.32	3.72	4.97	2.80	2.23	-0.56
600231.SH	凌钢股份	6.78	8.09	7.80	6.71	4.43	3.62	-0.81
600282.SH	南钢股份	7.23	8.29	9.37	9.24	6.03	5.22	-0.81
600307.SH	酒钢宏兴	6.71	6.22	9.37	13.83	11.91	6.91	-5.00
600569.SH	安阳钢铁	6.44	7.60	8.88	8.35	8.59	5.89	-2.70
600782.SH	新钢股份	4.63	4.81	5.57	5.09	2.59	1.75	-0.84
600808.SH	马钢股份	4.04	5.28	7.20	8.45	4.58	4.34	-0.24
601003.SH	柳钢股份	4.46	5.12	6.02	4.45	1.67	2.19	0.53
601005.SH	重庆钢铁	10.91	19.14	25.05	44.83	23.71	8.30	-15.41
000708.SZ	大冶特钢	5.55	5.42	7.12	6.18	5.60	6.97	1.37
000825.SZ	太钢不锈	5.53	5.96	7.50	11.40	8.03	7.18	-0.85
600507.SH	方大特钢	6.21	7.52	8.89	9.43	9.14	9.49	0.35
600581.SH	八一钢铁	7.46	8.99	11.21	15.30	7.21	8.12	0.91
	平均	5.57	6.64	8.15	9.68	6.45	5.56	-0.92

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：单位：%；宝钢股份自2017年年初起并表武钢股份，自2017年8月起不再并表欧冶云商；三钢闽光自2018年年初并表三安钢铁；同比口径考虑上市钢企并表情况

2018年上半年，25家上市钢企扣除非经常性损益的归属于母公司股东净利润同比普遍上涨，仅八一钢铁出现同比下降。我们前期在八一钢铁首次覆盖报告《新疆龙头钢企，地域主题性强》中提示过公司2018H1业绩不佳，主要因2018H1新疆固定资产投资增速-48.9%，且新疆本地原料供应紧张、价格偏高。

图4: 25家上市钢企扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增速%
000709.SZ	河钢股份	0	3	3	4	13	18	42.89
000717.SZ	韶钢松山	0	-7	-9	-3	7	18	163.34
000761.SZ	本钢板材	2	2	1	2	5	7	42.46
000778.SZ	新兴铸管	3	0	0	1	4	12	169.44
000898.SZ	鞍钢股份	6	5	1	3	18	35	91.77
000932.SZ	华菱钢铁	-4	0	-2	-9	10	34	247.97
000959.SZ	首钢股份	-3	-1	-2	0	10	14	48.86
002075.SZ	沙钢股份	0	0	0	1	2	5	202.93
002110.SZ	三钢闽光	0	0	-3	4	11	24	124.19
600010.SH	包钢股份	1	0	-7	-3	4	14	260.15
600019.SH	宝钢股份	37	31	31	37	62	94	52.30
600022.SH	山东钢铁	-2	-8	0	0	4	17	355.63
600126.SH	杭钢股份	-1	0	-3	3	3	11	241.19
600231.SH	凌钢股份	-3	-3	-1	-1	4	7	93.12
600282.SH	南钢股份	1	0	0	1	11	22	103.18
600307.SH	酒钢宏兴	2	-3	-15	2	3	5	68.37
600569.SH	安阳钢铁	-6	0	-4	1	0	10	4,704.47
600782.SH	新钢股份	-2	0	-2	1	5	21	294.86
600808.SH	马钢股份	-4	-8	-13	5	15	31	99.64
601003.SH	柳钢股份	-1	2	-6	1	4	20	424.21
601005.SH	重庆钢铁	-11	-14	-22	-19	-10	7	-
000708.SZ	大冶特钢	1	1	1	1	2	3	27.62
000825.SZ	太钢不锈	3	4	0	3	7	28	300.69
600507.SH	方大特钢	3	3	1	3	7	13	83.59
600581.SH	八一钢铁	1	-7	-9	-3	4	2	-47.17
	合计	23	0	-60	34	205	474	131.81

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 单位: 亿元; 宝钢股份自2017年年初起并表武钢股份, 自2017年8月起不再并表欧冶云商; 三钢闽光自2018年年初并表三安钢铁; 同比口径考虑上市钢企并表情况

2018年上半年, 25家上市钢企 EBITDA、吨钢 EBITDA 同比普遍增长, 仅有酒钢宏兴吨钢 EBITDA 同比下行, 或因西北钢铁需求不振、原材料价格上行。

图表5：25家上市钢企 EBITDA 比较及吨钢 EBITDA 比较

		EBITDA (亿元)						吨钢 EBITDA (元)			
		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增速%	2017H1	2018H1	同比增速%
000709.SZ	河钢股份	45	38	43	44	61	77	25.19	453	658	45
000717.SZ	韶钢松山	8	1	-1	4	12	24	93.97	463	856	85
000761.SZ	本钢板材	14	16	15	17	20	24	22.62	207	-	-
000778.SZ	新兴铸管	16	17	13	9	13	24	78.65	542	1,007	86
000898.SZ	鞍钢股份	35	35	28	27	42	71	69.85	416	673	61
000932.SZ	华菱钢铁	18	23	22	11	34	66	91.35	454	739	63
000959.SZ	首钢股份	0	13	9	35	50	61	22.06	699	863	23
002075.SZ	沙钢股份	3	4	2	4	8	18	139.63	-	532	-
002110.SZ	三钢闽光	3	3	0	7	17	47	92.57	550	953	73
600010.SH	包钢股份	15	18	15	25	28	49	72.36	481	676	40
600019.SH	宝钢股份	103	99	99	112	195	248	27.33	858	1,068	24
600022.SH	山东钢铁	14	6	15	10	13	25	89.95	197	577	193
600126.SH	杭钢股份	2	2	-1	9	10	21	124.13	439	952	117
600231.SH	凌钢股份	4	0	2	3	10	14	43.44	361	509	41
600282.SH	南钢股份	8	12	12	13	25	44	72.47	607	933	54
600307.SH	酒钢宏兴	23	8	-7	14	15	16	12.53	553	463	-16
600569.SH	安阳钢铁	2	12	7	12	12	22	80.54	362	561	55
600782.SH	新钢股份	8	9	6	9	15	34	135.10	358	735	105
600808.SH	马钢股份	23	18	11	26	46	67	45.14	488	706	45
601003.SH	柳钢股份	5	9	0	7	10	30	191.88	299	775	159
601005.SH	重庆钢铁	-5	2	-10	-6	2	13	556.52	131	443	239
000708.SZ	大冶特钢	2	3	3	3	3	4	20.55	332	366	10
000825.SZ	太钢不锈	25	26	26	30	31	56	80.75	609	1,046	72
600507.SH	方大特钢	8	8	6	7	12	20	66.14	623	901	45
600581.SH	八一钢铁	6	0	-1	2	6	8	40.63	275	370	34
	合计/平均	386	384	315	434	691	1,084	56.85	448	723	61

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：宝钢股份自 2017 年年初起并表武钢股份，自 2017 年 8 月起不再并表欧冶云商，三钢闽光自 2018 年年初并表三安钢铁，ebitda 同比计算的口径已考虑上市钢企并表情况；河钢股份、韶钢松山、本钢板材、新兴铸管、首钢股份、沙钢股份、三钢闽光为钢材产量数据，太钢不锈为粗钢产量数据

现金流量表：经营性现金流继续增加

2018 年上半年，25 家上市钢企销售商品提供劳务收到的现金/营业收入比例的同比口径维持稳定，南钢股份该比例下降较多，主要因销售商品提供劳务收到的现金平稳，而营业收入同比增加 46 亿元，应收票据同比增加 42 亿元。

图表6：25家上市钢企销售商品提供劳务收到的现金/营业收入

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增加(百分点)
000709.SZ	河钢股份	105	112	111	118	114	116	1.71
000717.SZ	韶钢松山	112	124	126	104	101	112	11.26
000761.SZ	本钢板材	70	71	72	79	70	68	(1.69)
000778.SZ	新兴铸管	66	75	70	72	79	83	4.40
000898.SZ	鞍钢股份	100	94	86	96	84	79	(4.99)
000932.SZ	华菱钢铁	108	114	106	125	113	111	(2.02)
000959.SZ	首钢股份	20	96	57	56	37	46	8.41
002075.SZ	沙钢股份	77	75	67	84	71	71	(0.11)
002110.SZ	三钢闽光	77	70	75	86	88	94	5.55
600010.SH	包钢股份	119	127	141	125	106	109	2.07
600019.SH	宝钢股份	115	116	115	118	110	113	2.83
600022.SH	山东钢铁	56	57	55	56	57	53	(4.45)
600126.SH	杭钢股份	109	114	131	119	117	111	(6.41)
600231.SH	凌钢股份	88	112	121	94	98	93	(5.68)
600282.SH	南钢股份	107	98	106	109	98	76	(21.53)
600307.SH	酒钢宏兴	85	85	90	94	95	80	(15.28)
600569.SH	安阳钢铁	112	103	109	121	124	106	(18.25)
600782.SH	新钢股份	48	47	61	54	46	58	11.78
600808.SH	马钢股份	117	123	122	117	111	105	(5.91)
601003.SH	柳钢股份	120	68	64	76	76	64	(11.82)
601005.SH	重庆钢铁	122	124	136	59	19	93	74.70
000708.SZ	大冶特钢	60	60	73	83	83	92	9.28
000825.SZ	太钢不锈	104	118	117	104	125	104	(21.33)
600507.SH	方大特钢	82	84	83	78	76	74	(1.89)
600581.SH	八一钢铁	29	23	72	71	100	91	(9.17)
	平均	88	91	95	92	88	88	0.09

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：单位：%；宝钢股份自2017年年初起并表武钢股份，自2017年8月起不再并表欧冶云商；三钢闽光自2018年年初并表三安钢铁；同比口径考虑上市钢企并表情况

2018年上半年，25家上市钢企经营活动产生的现金流净额普遍同比增加，仅少数钢企出现下行，如重庆钢铁，主要因：公司于2018年6月底按约定全额支付完毕司法重整程序中司法裁定的继续履行合同项下产生的供应债务和相关职工债权约11亿元，导致经营活动现金流出增加；2018年上半年，公司有效贯彻“满产满销”生产经营方针，产销规模进一步扩大，为保证生产稳定顺行，原燃料库存大幅上升，报告期末存货占用资金比期初增加约6.74亿元，导致经营活动现金流出增加；为确保原燃料资源、品种和质量等，公司逐步与相关优秀供应商建立直接合作关系，原燃料预付款比期初增加1.51亿元，导致经营活动现金流出增加。

图表7：25家上市钢企经营活动产生的现金流量净额

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增速%
000709.SZ	河钢股份	-25	93	81	84	58	43	-25.52
000717.SZ	韶钢松山	13	19	-3	-2	0	20	3,396.31
000761.SZ	本钢板材	5	-12	-23	24	-40	7	-
000778.SZ	新兴铸管	-1	24	1	-5	11	19	69.00
000898.SZ	鞍钢股份	107	14	17	14	6	19	212.11
000932.SZ	华菱钢铁	6	24	15	13	34	61	79.50
000959.SZ	首钢股份	2	12	-6	11	13	59	361.42
002075.SZ	沙钢股份	3	5	3	3	9	12	38.23
002110.SZ	三钢闽光	-1	13	5	10	9	22	111.57
600010.SH	包钢股份	6	10	50	44	27	19	-30.78
600019.SH	宝钢股份	66	143	94	83	65	195	197.63
600022.SH	山东钢铁	-4	-5	2	-13	5	11	112.93
600126.SH	杭钢股份	1	1	4	15	15	20	110.67
600231.SH	凌钢股份	7	10	8	3	10	6	-44.64
600282.SH	南钢股份	16	25	9	23	7	16	147.78
600307.SH	酒钢宏兴	2	29	-15	8	1	13	1,349.98
600569.SH	安阳钢铁	1	43	17	13	24	29	23.93
600782.SH	新钢股份	2	0	-1	6	26	22	-17.52
600808.SH	马钢股份	38	14	46	5	15	42	186.41
601003.SH	柳钢股份	20	24	-9	12	20	1	-92.64
601005.SH	重庆钢铁	-4	16	-7	-5	-1	-13	-
000708.SZ	大冶特钢	0	1	1	0	-7	4	-
000825.SZ	太钢不锈	9	18	2	36	36	28	-20.51
600507.SH	方大特钢	12	-1	4	6	8	9	11.00
600581.SH	八一钢铁	10	2	1	4	1	8	501.61
	合计	291	521	294	393	353	674	90.11

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：单位：亿元；宝钢股份自2017年年初起并表武钢股份，自2017年8月起不再并表欧冶云商；三钢闽光自2018年年初并表三安钢铁；同比口径考虑上市钢企并表情况

2018年上半年，25家上市钢企投资活动现金流净额多为负值，主要因购建固定资产等支付的现金项目较多，如首钢股份正在进行京唐公司二期一步建设。

图表8：25家上市钢企投资活动现金流净额比较

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
000709.SZ	河钢股份	-43	-42	-38	-40	-39	-27
000717.SZ	韶钢松山	-10	-6	-4	13	-2	-7
000761.SZ	本钢板材	-6	-10	-14	-9	-5	-2
000778.SZ	新兴铸管	-25	-8	-7	-9	-8	-17
000898.SZ	鞍钢股份	2	-14	-15	1	-7	-8
000932.SZ	华菱钢铁	-12	-4	-10	-9	-4	9
000959.SZ	首钢股份	-3	-4	-7	-11	-15	-38
002075.SZ	沙钢股份	0	-1	-1	-6	-6	-9
002110.SZ	三钢闽光	-1	-1	-1	-1	-6	-7
600010.SH	包钢股份	-29	-22	-172	-69	-2	-8
600019.SH	宝钢股份	-23	-33	-86	-271	-35	-23
600022.SH	山东钢铁	-7	-5	-2	-8	33	-31
600126.SH	杭钢股份	-1	0	0	20	4	-3
600231.SH	凌钢股份	-4	0	-1	0	-1	0
600282.SH	南钢股份	-23	-5	-21	-2	-3	-5
600307.SH	酒钢宏兴	-70	-6	-2	-2	-3	-3
600569.SH	安阳钢铁	-5	-3	-3	-3	-3	-2
600782.SH	新钢股份	-1	-2	-8	0	2	-6
600808.SH	马钢股份	-29	18	-16	-6	-21	-20
601003.SH	柳钢股份	-11	0	0	0	0	0
601005.SH	重庆钢铁	-7	-21	1	-1	0	7
000708.SZ	大冶特钢	0	0	-1	0	0	0
000825.SZ	太钢不锈	-30	-25	-13	-8	-7	-3
600507.SH	方大特钢	-1	0	0	0	0	5
600581.SH	八一钢铁	0	0	-1	-1	0	-3
	合计	-343	-198	-431	-444	-129	-202

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：单位：亿元

2018年上半年，25家上市钢企融资活动现金流净额多为负值，主要因偿还债务、发放股利等。如宝钢股份上半年通过银行借款、发行债券获得571亿元，同时偿还债务590亿元，并发放股利107亿元。

图表9：25家上市钢企融资活动现金流净额比较

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
000709.SZ	河钢股份	54	-46	-32	-48	-24	16
000717.SZ	韶钢松山	0	-5	6	-13	-2	-18
000761.SZ	本钢板材	-11	3	-25	9	38	-17
000778.SZ	新兴铸管	27	-13	-1	4	0	-1
000898.SZ	鞍钢股份	-110	1	3	-28	2	5
000932.SZ	华菱钢铁	3	-6	-16	-32	-34	-63
000959.SZ	首钢股份	-1	-7	14	-5	-6	1
002075.SZ	沙钢股份	-4	-5	-2	-1	-1	-4
002110.SZ	三钢闽光	0	-9	-4	-4	-6	-21
600010.SH	包钢股份	45	22	284	-42	-31	-7
600019.SH	宝钢股份	16	-51	32	224	16	-128
600022.SH	山东钢铁	2	3	6	-8	-42	28
600126.SH	杭钢股份	-1	0	-3	-1	-29	0
600231.SH	凌钢股份	4	-1	3	-24	-4	-7
600282.SH	南钢股份	6	-20	7	-25	2	3
600307.SH	酒钢宏兴	112	-20	-42	-8	1	-2
600569.SH	安阳钢铁	-10	-37	-9	-13	-17	-25
600782.SH	新钢股份	0	-3	-7	-21	-14	-9
600808.SH	马钢股份	-18	-6	5	-7	-2	-3
601003.SH	柳钢股份	4	-15	-1	-36	1	-13
601005.SH	重庆钢铁	-16	4	9	8	1	2
000708.SZ	大冶特钢	0	0	0	-1	-1	1
000825.SZ	太钢不锈	17	-3	9	-21	-34	-65
600507.SH	方大特钢	-18	2	-3	-12	-3	0
600581.SH	八一钢铁	-10	-3	-1	-5	1	-6
	合计	90	-213	232	-110	-188	-334

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：单位：亿元

资产负债表：带息债务及负债率下行

2018年上半年，25家上市钢企带息债务同比普遍下行，仅个别钢企如山东钢铁出现较大上行，与公司仍在兴建日照精品钢铁基地项目有关。

图表10: 25家上市钢企带息债务比较

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增速
000709.SZ	河钢股份	801	910	945	915	999	1,106	10.67
000717.SZ	韶钢松山	116	109	113	101	89	64	-27.89
000761.SZ	本钢板材	132	175	192	246	313	360	15.06
000778.SZ	新兴铸管	210	229	226	191	213	170	-20.27
000898.SZ	鞍钢股份	197	190	234	277	250	312	24.83
000932.SZ	华菱钢铁	430	458	486	486	462	354	-23.41
000959.SZ	首钢股份	49	93	112	511	571	603	5.51
002075.SZ	沙钢股份	21	19	8	4	5	8	77.43
002110.SZ	三钢闽光	40	32	36	37	20	29	-
600010.SH	包钢股份	314	397	432	410	434	427	-1.55
600019.SH	宝钢股份	656	669	712	716	1,141	1,027	-
600022.SH	山东钢铁	261	172	222	176	145	196	35.22
600126.SH	杭钢股份	27	31	15	58	30	23	-22.05
600231.SH	凌钢股份	84	81	87	73	74	57	-22.71
600282.SH	南钢股份	184	213	229	181	167	147	-11.69
600307.SH	酒钢宏兴	338	322	269	242	224	234	4.39
600569.SH	安阳钢铁	184	169	167	170	157	148	-5.46
600782.SH	新钢股份	150	128	118	106	91	67	-26.28
600808.SH	马钢股份	368	327	318	273	241	253	4.81
601003.SH	柳钢股份	175	130	148	122	122	98	-19.05
601005.SH	重庆钢铁	125	196	198	206	173	30	-82.96
000708.SZ	大冶特钢	3	4	8	9	8	7	-10.14
000825.SZ	太钢不锈	348	391	408	408	386	330	-14.61
600507.SH	方大特钢	41	46	51	28	33	28	-13.76
600581.SH	八一钢铁	115	105	93	85	84	107	27.63
	合计	5,370	5,594	5,826	6,030	6,429	6,184	-

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 单位: 亿元; 宝钢股份自2017年年初起并表武钢股份, 自2017年8月起不再并表欧冶云商; 三钢闽光自2018年年初并表三安钢铁; 宝钢股份、三钢闽光同比口径不可比

2018年上半年, 25家上市钢企资产负债率普遍同比下降, 仅八一钢铁、大冶特钢及山东钢铁资产负债率出现小幅上行。资产负债率下行最多的是重庆钢铁, 主要因公司在2017年下半年进行破产重整和债务重组。

图表11：25家上市钢企资产负债率比较

		2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增加(百分点)
000709.SZ	河钢股份	71	72	73	74	75	74	-1.13
000717.SZ	韶钢松山	80	83	89	99	92	68	-23.96
000761.SZ	本钢板材	59	63	65	74	75	70	-5.07
000778.SZ	新兴铸管	69	67	65	64	59	57	-2.02
000898.SZ	鞍钢股份	47	48	47	50	47	44	-2.90
000932.SZ	华菱钢铁	83	82	81	87	85	75	-10.73
000959.SZ	首钢股份	52	64	61	75	73	73	-0.29
002075.SZ	沙钢股份	49	48	41	38	39	36	-3.05
002110.SZ	三钢闽光	70	67	71	64	38	36	-0.88
600010.SH	包钢股份	76	79	65	66	66	65	-0.81
600019.SH	宝钢股份	48	47	47	53	54	50	-0.30
600022.SH	山东钢铁	76	75	75	57	51	56	5.44
600126.SH	杭钢股份	57	58	48	44	36	30	-6.29
600231.SH	凌钢股份	74	75	81	66	64	54	-10.39
600282.SH	南钢股份	75	80	80	81	68	56	-11.38
600307.SH	酒钢宏兴	68	70	68	75	74	74	-0.38
600569.SH	安阳钢铁	80	78	78	82	83	77	-5.84
600782.SH	新钢股份	74	74	72	67	66	53	-13.37
600808.SH	马钢股份	67	66	64	64	64	60	-3.72
601003.SH	柳钢股份	80	76	78	77	78	67	-10.54
601005.SH	重庆钢铁	90	81	83	94	103	28	-74.72
000708.SZ	大冶特钢	28	30	33	34	38	44	5.78
000825.SZ	太钢不锈	63	66	66	69	67	60	-6.73
600507.SH	方大特钢	72	72	76	67	65	60	-4.84
600581.SH	八一钢铁	83	86	96	107	81	82	0.63
	合计	68	68	68	69	66	58	-7.50

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：单位：%；宝钢股份自2017年年初起并表武钢股份，自2017年8月起不再并表欧冶云商；三钢闽光自2018年年初并表三安钢铁；同比口径考虑上市钢企并表情况

2018H1：环保压缩产能，钢价仍上行

去产能叠加环保限产，供给曲线左移

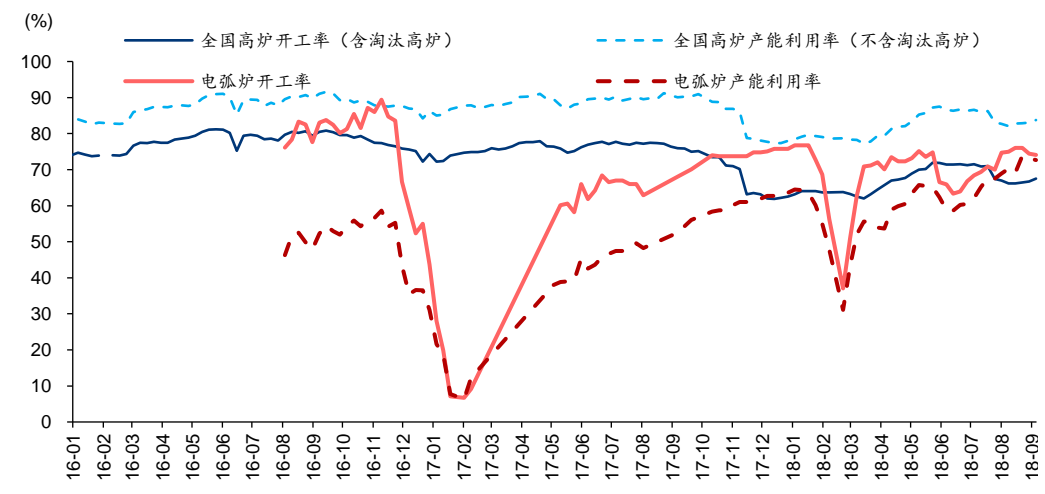
2018年上半年，钢铁净产能收缩方向不变。2017年12月，山东日照钢铁一期一步建成投产，新增粗钢产能425万吨。据mysteel，2018年新增电弧炉产能预计1560万吨，上半年约投放1160万吨。据国家发改委，2018年前7月压减粗钢产能2470万吨，安徽省前5月关停地条钢产能280万吨。综上可得2018年前7月，粗钢产能净减少1165万吨。

采暖季“2+26”限产，约束华北地区产能。2017年3月，环保部、发改委等印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，要求“2+26”城市实施工业企业采暖季（2017年11月15日至2018年3月15日）错峰生产，并提及“重点城市加大钢铁企业限产力度”，要求“各地实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平，制定错峰限产方案。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”。

根据mysteel数据，“2+26”城市粗钢产能3亿吨以上，全国占比大于30%。2018年年初采暖季限产至3月15日结束，事实上部分城市限产至3月底结束，相当于全年削减炼铁、炼钢产能3%。

环保督查年中回头看，钢铁产能限产频频。中央环境保护督查组于2018年5月31日至2018年7月7日实施第一批回头看，各地相继限产，两广、江苏及河北等地均受影响，其中河北受影响较大，日均影响铁水产量5.11万吨。同期，Wind、钢联数据显示高炉开工率终结自采暖季结束后持续十周走高局面，自5月底开始下滑。

图表12：2016年至今高炉产能利用率及电弧炉产能利用率



资料来源：mysteel，华泰证券研究所

图表13：环保督查“回头看”对钢铁产能的影响（2018.5.31-2018.7.7）

地区	具体影响
华南地区	停产企业有10家，占样本数量38.4%，其中按电炉5家，调坯5家。涉及停产钢厂产能合计约928万吨，占总产能约40.3%
河北地区	涉及15家钢厂，自4月1日起停产高炉19座，日均铁水、螺纹、线材及其他品种影响量分别为5.11、0.5、1.8、0.85万吨
江苏地区	涉及7家钢厂，截止5月29日，停产高炉9座，日均铁水影响量约2.46万吨；日均螺纹钢影响量约2.6万吨，其他品种约0.23万吨
内蒙古地区	涉及1家钢厂自5月15日起停产高炉3座，日均铁水影响量约0.7万吨，于5月25日已经恢复生产
两广地区	涉及4家钢厂，截止5月29日，停产电炉7座，日均铁水影响约1.15万吨，日均线材、螺纹钢影响量约0.3、0.85万吨
山东地区	涉及9家钢厂，自6月1日起停产高炉4座，日均铁水影响量约0.95万吨；日均螺纹钢影响量约0.2万吨、热卷型钢带钢影响量约3.35万吨，优特钢影响量约1.95万吨。因青岛上合峰会停产，多集中在6月初，较多限产将根据会议情况临时调整，以预案为主

资料来源：mysteel，华泰证券研究所

江苏省内，徐州、常州、南京相继印发空气污染应对方案：徐州要求在空气污染严重时，对钢铁等重污染行业实施限产；常州对照年内空气质量目标进行限产；南京提出十四条措施应对臭氧污染，根据天气实际情况灵活选取部分措施，最终未执行限产。

图表14：江苏省徐州、常州、南京污染天气应对方案

时间	城市	文件	空气条件	限产
2018年6月	徐州	《2018年污染天气应急管控方案》	蓝色预警管控措施（经预测，未来72小时区域内环境空气质量指数(AQI)在100-150之间） 橙色预警管控措施（经预测，未来72小时区域内环境空气质量指数(AQI)在150-200之间） 红色预警管控措施（经预测，未来72小时区域内环境空气质量指数(AQI)大于200或出现持续静稳天气）	市区(含徐州市经济开发区、铜山区和贾汪区)内重点排污企业限产50%，全市(不含市区)重点排污企业限产30% 市区(含徐州市经济开发区、铜山区和贾汪区)内重点排污企业限产70%，全市(除市区外)内重点排污企业限产50% 在确保安全生产的前提下，对应急管控名单(动态更新)中的大气重点排污企业实施停产(焦化企业烘炉保温)
2018年6月	南京	《2018年南京市夏季臭氧管控方案》	夏季臭氧污染持续加重。防控时段：2018年6月1日-2018年9月30日	1方案提出十四条改善臭氧的措施，会根据实际天气情况灵活选取部分措施，而非强制性
2018年7月	常州	《2018年工业企业大气污染防治工作方案》	对照年内二氧化硫、氮氧化物、一次PM2.5和挥发结合市大气办《关于公布2018年度重点管控工业企业名单的通知》（常大气办〔2018〕2号）要求，进一步细化30%的目标；同时根据空气质量改善情况，进一步限产、停产企业名单，从7月起继续实施大气强化管控，调整限产比例、停产整治企业名单	对列入名单的污染物排放量大的企业，限产比例不低于50%，省大气办要求的停产整治企业必须严格落实到位

资料来源：mysteel，华泰证券研究所

环保限产期间，高炉关停，有效产能下降。钢厂在高炉限产期间，多选择关停高炉。据mysteel，2017年前7月高炉平均产能利用率（不含淘汰高炉）达到86%，2018年前7月高炉平均产能利用率（不含淘汰高炉）82%，同比下降4个百分点。但钢厂可通过增加转炉废钢提高钢产量，因此转炉产能下降较高炉产能少，难以测算具体量。

△Q≤0，需求曲线刚性，左移或不变

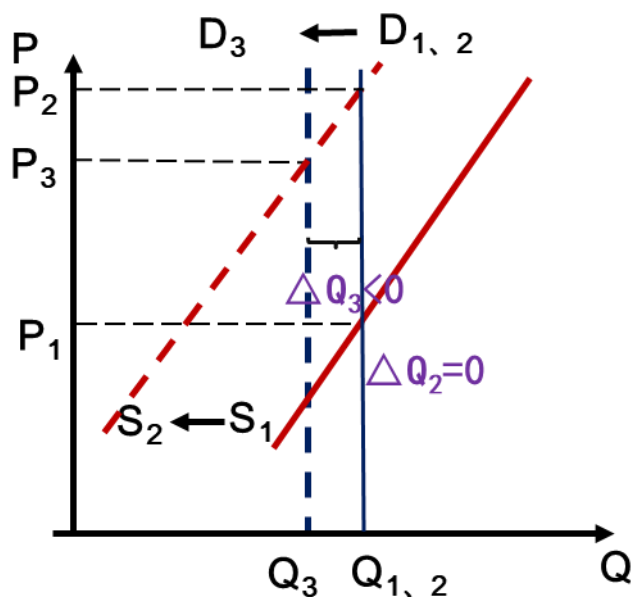
2018H1，粗钢表观需求同比持平或略有下降。在前面的行业深度报告《全面解读统计局钢铁产量增长之谜》中，我们阐述过：统计局数据对钢企产量几乎全覆盖，直接的计算同比增速可较好反应钢铁总产量的增速。

此外，我们在上述深度报告中同样提及地条钢产量测算方法，根据我们的测算，2017年前6月地条钢产量3500-4267万吨、粗钢产量4.20亿吨，则前6月表内外粗钢产量4.55-4.62亿吨、粗钢表观需求4.19-4.26亿吨。

统计局称到2017年10月份，1.4亿吨地条钢产能出清，因此可假设2018年无地条钢产量。统计局数据显示，2018年前6月粗钢产量4.51亿吨、粗钢表观需求4.21亿吨，分别较去年同期变动-2.43%~-0.79%、-1.22%~-0.59%，即△Q（表观需求增量）接近0或略小于0。

2018H1，刚性钢铁需求曲线不变或小幅左移。我们在上述深度报告中提及过钢铁行业的下游对钢铁价格不敏感，因此钢铁需求曲线垂直，在供给曲线左移的情况下，△Q≤0是弹性为0的需求曲线不变或左移的结果。由于需求曲线刚性，上半年不变或小幅左移，使得钢价仍上行。

图表15: 2018H1 钢铁供需曲线变化

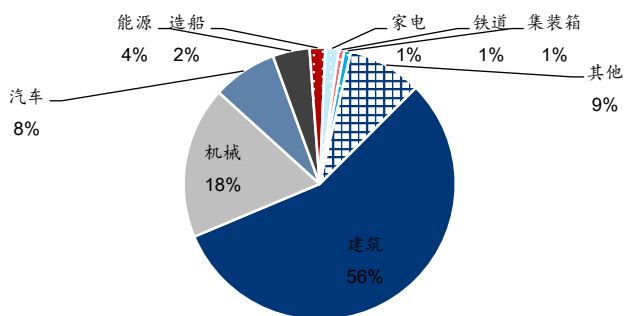


资料来源: 华泰证券研究所

2018年上半年, 制造业投资一枝独秀

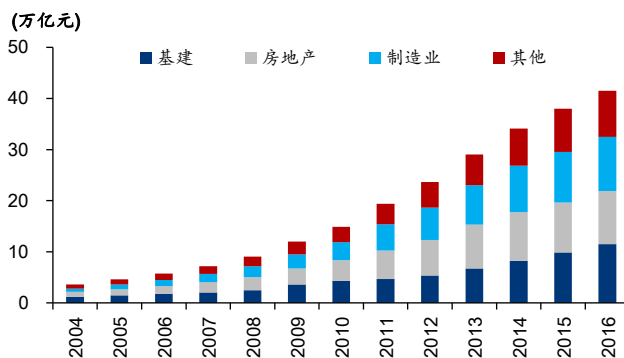
建筑占需求半壁江山, 基建、制造业、房地产投资平分秋色。按照冶金工业研究院、钢研院的估算, 2017年粗钢的下游需求中, 建筑领域的占比为56%。建筑领域对应的宏观统计数据为固定资产投资完成额的建安工程部分, 从货币角度看, 2016年基建、房地产及制造业的建安工程投资分别为11.49万亿、10.39万亿、10.58万亿, 各占固定资产投资建安工程投资的1/4。

图表16: 2017年分行业粗钢消费占比



资料来源: 冶金工业研究院, 钢研院, 华泰证券研究所;

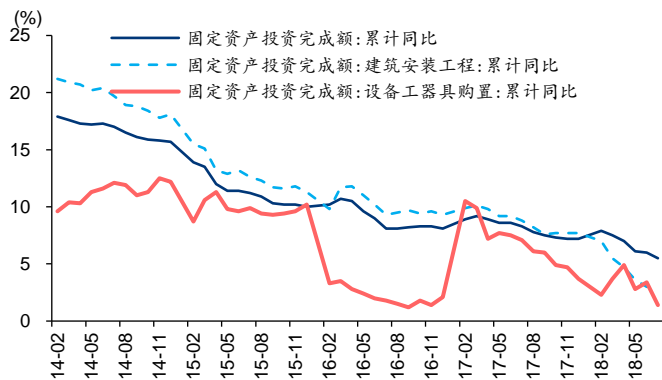
图表17: 2004至2016年固定资产投资完成额建筑安装工程分行业构成



资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

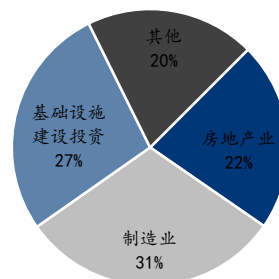
钢铁下游需求中的机械占比达到18%, 与固定资产投资中的设备工器具购置部分重合。从固定资产投资构成看, 设备工器具购置占比达到18%。从固定资产投资分行业看, 房地产、制造业及基建投资分别占22%、31%和27%。

图表18: 2014年至今固定资产投资累计同比增速



资料来源: 冶金工业研究院, 钢研院, 华泰证券研究所;

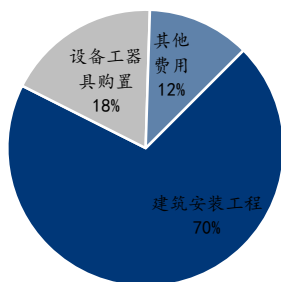
图表19: 2017年分行业固定资产投资完成额构成



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

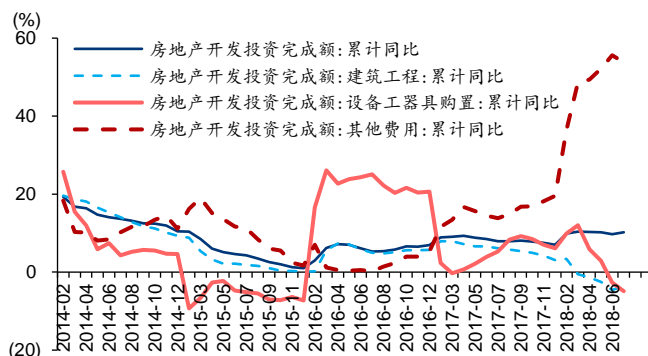
三大投资部门, 制造业投资一枝独秀, 符合前期预期。2018年前6月, 固定资产投资累计增速6%, 其中其他费用累计增速高达24.2%, 若剔除其他费用, 则固定资产投资累计增速更低。同期房地产投资累计增速9.70%, 但分项目看, 主要是其他费用累计同比增速高达55.6%, 其他费用主要是土地购置费用, 而土地购置费用与资本形成、钢铁需求无关。与用钢需求直接相关的子项目为建筑工程投资及设备工器具购置, 对应2018年前6月增速分别为-4.6%、-2.7%。

图表20: 2017年固定资产投资完成额中建安工程及其他项目占比



资料来源: 统计局, 华泰证券研究所;

图表21: 2014年至今房地产投资完成额累计增速



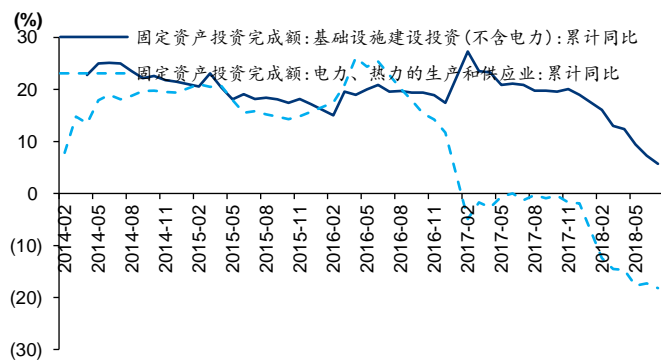
资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

从固定资产投资三大部门增速看, 2018年上半年制造业投资累计同比增速最强势, 从前2月的4.3%上升至前6月的6.8%, 按2017年制造业投资完成额测算, 6月单月同比增速或高达11%。制造业投资2018年前6月增速大于同期固定资产投资增速, 并比去年同期、去年全年增速分别高1.3个百分点、2个百分点。且2017年制造业投资的体量比房地产投资、基建投资更大, 其高增速对资本形成、钢铁需求拉动更大。

我们在5月撰写的2018年中期策略报告《制造业投资或崛起, 利好普钢特钢》中即提及看好制造业投资增速向上, 主要依据是工业土地成交数据持续向好, 且为13月领先指标, 判断制造业投资或于2018年7月出现拐点, 制造业投资增速符合预期。

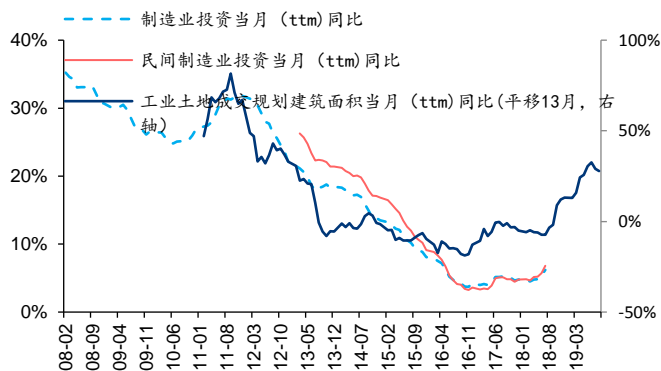
此外, 基建投资(不含电力)增速更是不断滑落, 已从2018年前2月的16.10%滑落至2018年前7月的5.7%。

图表22: 2014年至今基建投资累计同比增速



资料来源: 统计局, 华泰证券研究所;

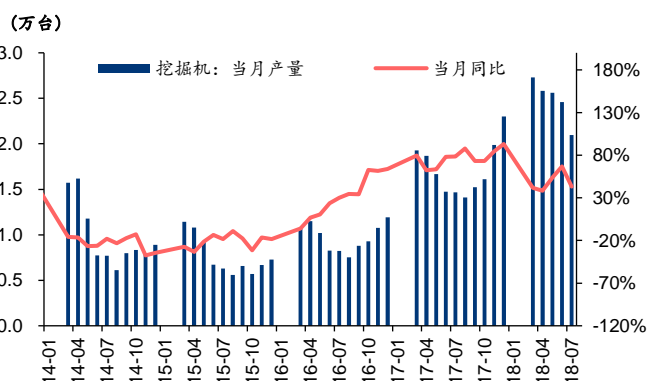
图表23: 2008年至今工业土地成交与制造业投资当月值(ttm)增速



资料来源: 统计局, 中国土地大全, 华泰证券研究所

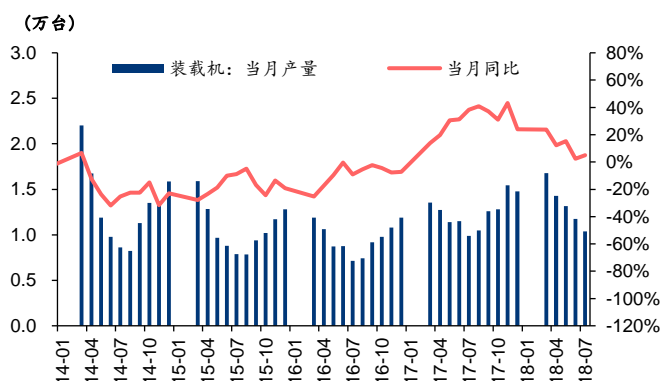
上半年工程机械高增速,亦拉动钢铁需求。机械部门的工程机械如挖掘机等增速较高,2018年以来月同比增速稳定在30%以上,有效带动用钢需求。其他下游如汽车、家电等,同比增速较低乃至为负数,对钢材需求拉动较小。

图表24: 2014年至今挖掘机产量及同比增速



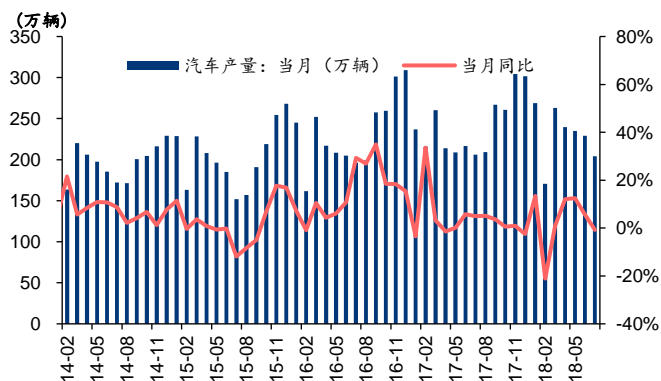
资料来源: CEIC, 华泰证券研究所

图表25: 2014年至今装载机产量及同比增速



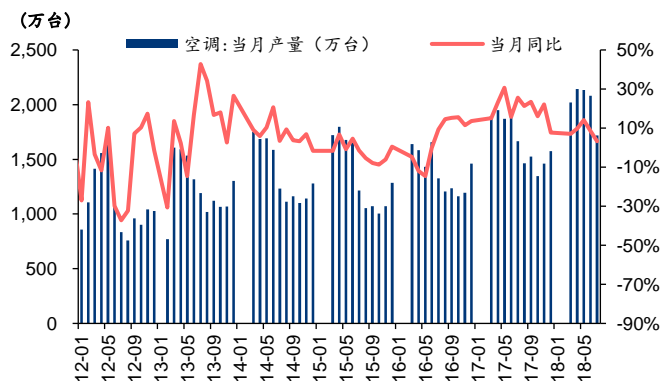
资料来源: CEIC, 华泰证券研究所

图表26: 2014年至今汽车产量及同比增速



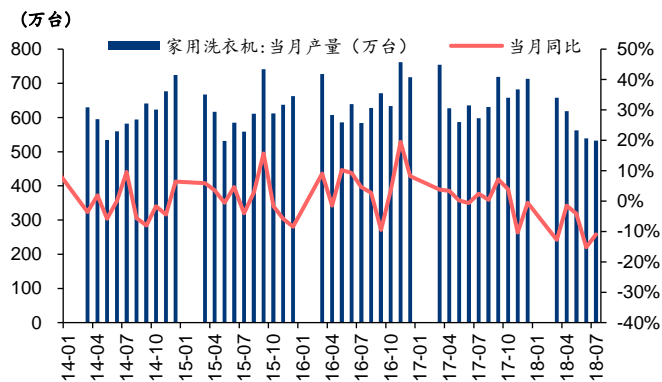
资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

图表27: 2014年至今空调产量及同比增速



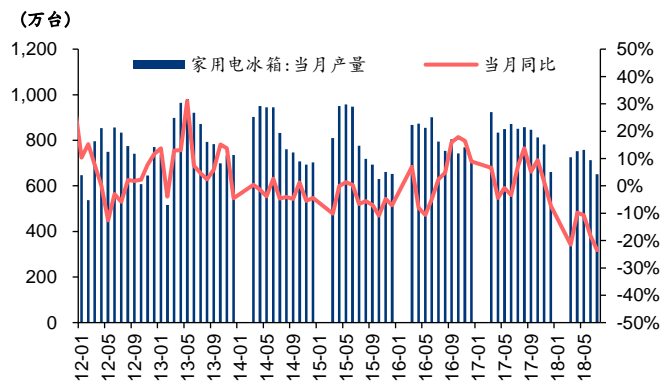
资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

图表28： 2014年至今洗衣机产量及同比增速



资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表29： 2014年至今电冰箱产量及同比增速

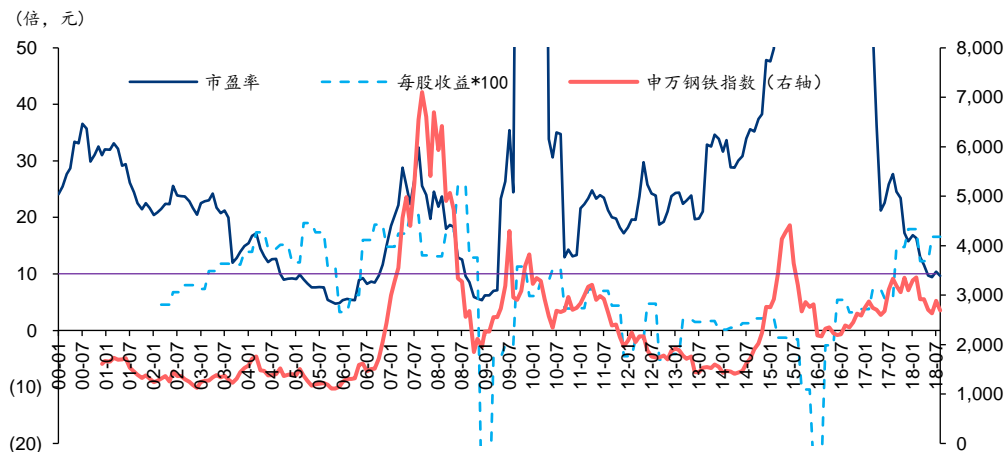


资料来源：统计局，华泰证券研究所

历史回顾：低估值是钢铁股上涨理由吗？

2000年以来，申万钢铁的 PE(ttm) 共有 3 次在 10 倍估值以下，分别是 2004 年 9 月-2006 年 10 月，2008 年 8 月-2009 年 4 月，及 2018 年 5 月至今。从申万钢铁指数的低 PE(ttm) 区间看，仅有 2006Q1 到 2006Q3 区间，申万钢铁指数随利润上行而上行，而 2008 年 8 月-2009 年 4 月则以利润下行方式结束低 PE 区间。

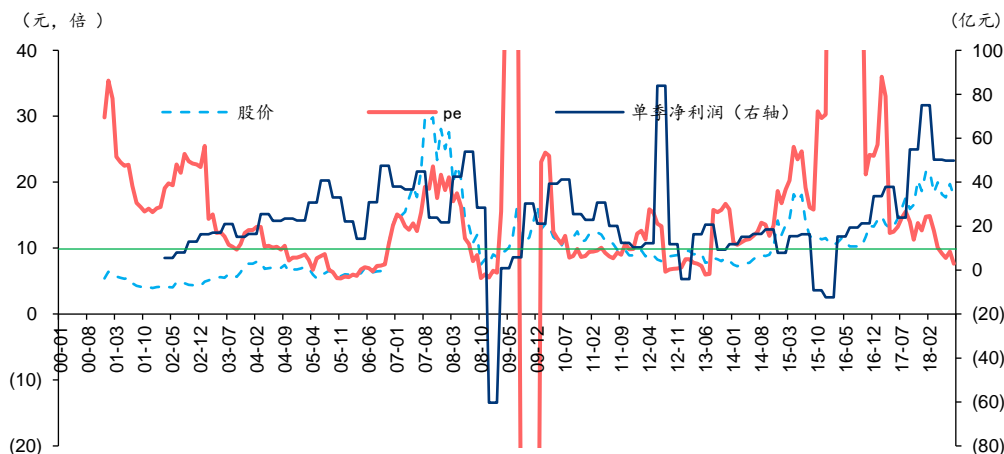
图表30： 2000 年至今申万钢铁指数、PE (ttm) 及每股收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所；

同期，宝钢股份的 PE (ttm) 共有 5 次在 10 倍以下，分别是 2004 年 10 月到 2006 年 10 月，2008 年 8 月至 2009 年 2 月，2010 年 8 月到 2011 年 12 月，2012 年 8 月-2013 年 7 月，2018 年 5 月至今。从宝钢股份的低 PE 区间看，仅 2006Q1 到 2006Q4 是股价和盈利共同上行，除 2018 年 5 月至今的阶段外的其他低 PE 区间均以利润下行方式结束低 PE 区间。

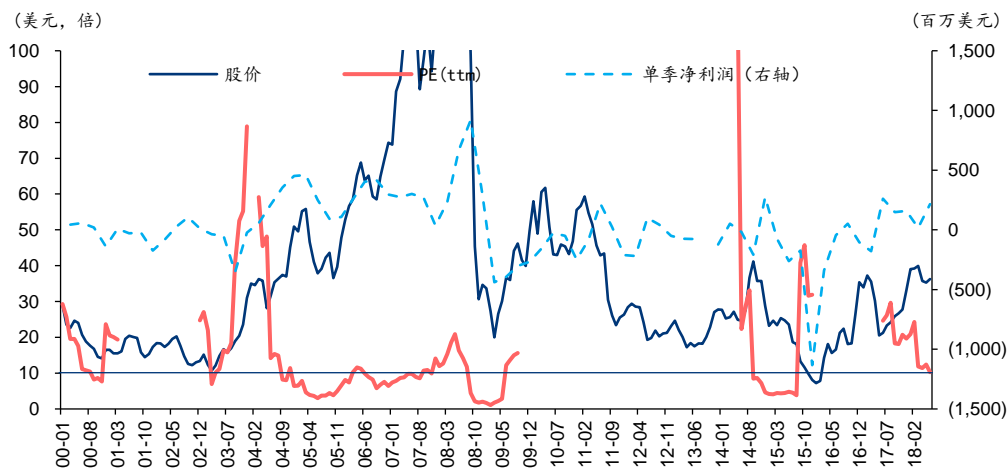
图表31： 2000 年至今宝钢股份股价、PE (ttm) 及净利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们再来看美国的两家上市钢铁公司。美国钢铁的 PE (ttm) 共有 5 次在 10 倍以下，分别是 2000 年 9 月至 2000 年 11 月，2004 年 9 月至 2007 年 8 月，2008 年 9 月到 2009 年 5 月，2014 年 9 月到 2015 年 8 月。从美国钢铁的低 PE 区间看，仅 2005Q3-2006Q3、2009Q1-2009Q2 是股价和盈利共同上行，其他低 PE 区间均以利润下行方式结束低 PE 区间。

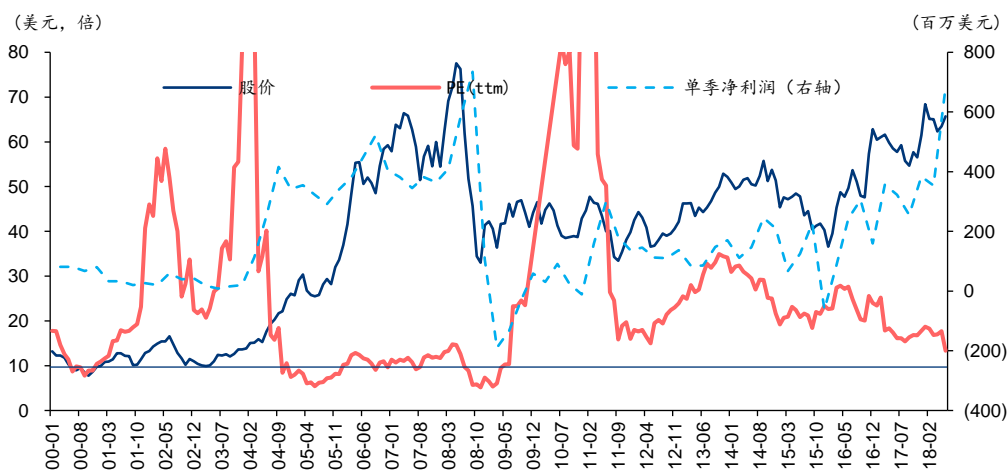
图表32： 2000年至今美国钢铁、PE (ttm) 及单季度净利润



资料来源：Bloomberg，其中 2013Q3 净利润为-1791 百万美元，与其余数据差异较大影响观察整体趋势，故隐去；华泰证券研究所

纽柯钢铁的 PE (ttm) 共有 3 次在 10 倍以下，分别是 2000 年 6 月至 2000 年 11 月，2004 年 12 月至 2007 年 8 月，2008 年 7 月到 2009 年 5 月。从纽柯钢铁的低 PE 区间看，仅 2005Q3-2006Q3 是股价和盈利共同上行，其他两个区间均以利润下行方式结束低 PE 区间。

图表33： 2000年至今纽柯钢铁、PE (ttm) 及单季度净利润



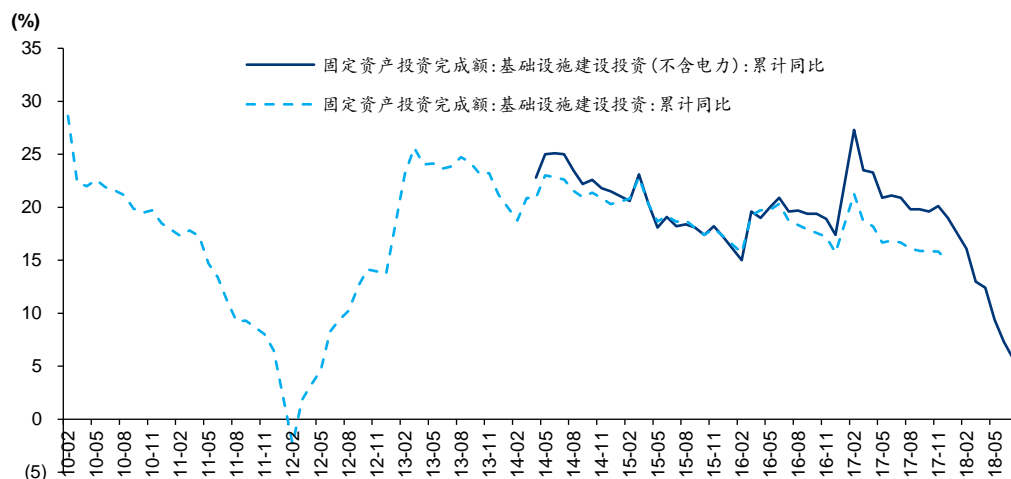
资料来源：Bloomberg；华泰证券研究所

2018Q4: 需求有望好转, 限产预期松动

基建补短板, 电力投资或成亮点

国常会、政治局会议基调一致, 强调基建补短板。2018年7月23日, 国常会召开, 会议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, 积极财政政策要更加积极。2018年7月31日, 政治局会议召开, 在部署下半年工作中, 提出要“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”。2018年前7月, 基建投资(不含电力)累计同比增长5.7%, 而2017年全年增速为19%。我们认为相比调结构, 稳增长被放在更重要的位置, 基建投资有望在下半年提速。

图表34: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

专项债及银行将加大对基建投资支持力度。根据国常会及政治局会议基调, 我们认为积极财政政策有望发力, 地方专项债额度有望加快发行——目前专项债主要分为土储债、公路债和棚改债, 利好基建投资提速。

8月11日, 银保监会网站发布《加强监管引领 打通货币政策传导机制提高金融服务实体经济水平》, 提及银行保险加大信贷投放力度, 扩大对实体经济融资支持。该文还提及: 指导银行按市场化原则, 保障在建项目融资需求, 加大对基础设施领域补短板的金融支持。

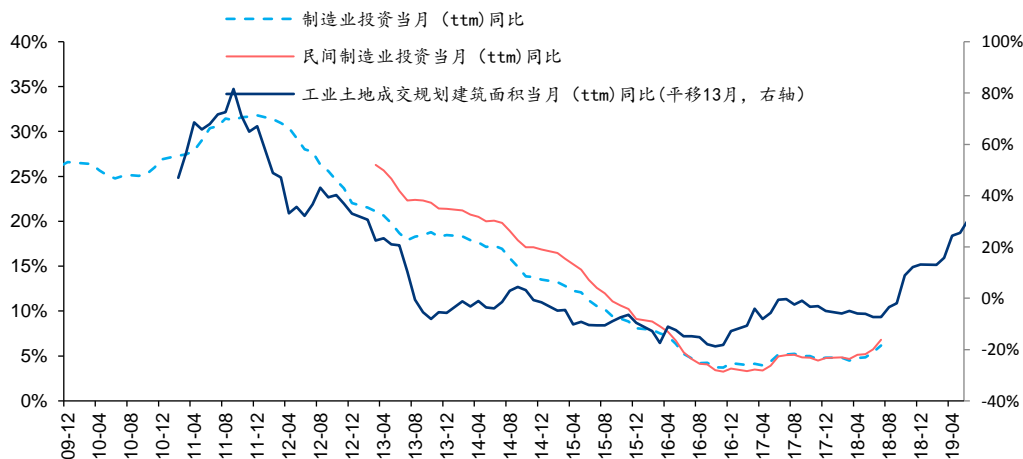
电力投资或有亮点, 关注特高压投资。国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》国能发电力〔2018〕70号, 《通知》指出, 为加大基础设施领域补短板力度, 发挥重点电网工程在优化投资结构、清洁能源消纳、电力精准扶贫等方面的重要作用, 加快推进青海至河南特高压直流、白鹤滩至江苏、白鹤滩至浙江特高压直流等9项重点输变电工程建设, 合计输电能力5700万千瓦, 9项重点工程核准开工时间集中在2018年第四季度和2019年。

“十二五”以来, 我国电网投资总体都保持增长, 2017年电网投资开始出现首次下降。国家能源局的最新数据显示, 2018年上半年, 我国电网工程投资金额为2036亿元, 同比大幅下滑15.1%。

制造业投资已现拐点，符合预期

工业用地成交数据好，制造业投资意愿强。2018年前7月制造业、民间制造业投资累计增速分别达到7.30%、8.60%，前6月累计增速分别为6.80%、7.67%。制造业投资增速向上，民间制造业投资更强，与我们前期在中期策略报告《制造业投资或崛起，利好普钢特钢》中判断一致。

图表35：制造业投资同比与工业土地成交规划建筑面积同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从2017年下半年起，工业用地成交出现高增速，如2017年9月，工业用地成交规划建筑面积4800万平方米，同比增速131%。追溯历史数据，工业用地成交规划建筑面积(ttm)同比领先制造业投资(ttm)同比约13月，制造业投资增速已现拐点。

基建资金好转，有望反哺制造业现金流。据Wind数据，2016年制造业投资资金来源中自筹资金16万亿、占比90%，自筹资金包括自有资金、股权融资、标准债券融资、非标融资，我们通过排除法推断制造业投资依赖自有现金。

图表36：制造业投资资金来源

	合计	国家预算内资金	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他资金
2012	13.07	0.06	1.19	0.31	11.26	0.26
2013	15.29	0.06	1.29	0.27	13.38	0.29
2014	17.07	0.06	1.41	0.25	15.03	0.32
2015	17.99	0.05	1.31	0.20	16.10	0.33
2016	18.08	0.06	1.27	0.16	16.22	0.37

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：万亿元

Wind数据显示2016年制造业行业债券融资仅1.55万亿元，2016年二级市场所有行业股票融资2.11万亿元，非标债券以城投、地产居多，因此我们推断自筹资金中自有资金占比较大。考虑下半年积极财政政策有望发力，地方专项债有望加快发行，利好基建投资提速，此外银行也加大对实体经济支持。基建等下游行业资金链有望恢复，将反哺上游制造业现金流，制造业投资有望继续向上。

2018H2 地产建筑工程投资不悲观

2018年上半年，地产公司施工进度缓慢。2018年上半年，地产企业将资金用于土地购置，并放缓施工。Wind数据显示，前6月，住宅用地成交规划建筑面积累计增速17.5%，前5月累计增速23%；前6月地产施工面积累计增速2.5%，前5月累计增速2.0%；前6月地产建筑工程投资累计增速-4.6%，前5月累计增速-2.5%。

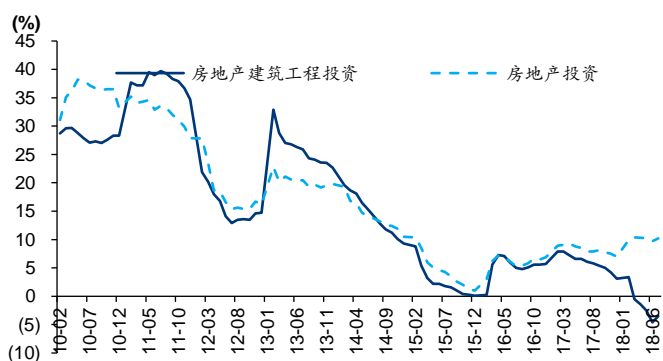
图表37： 房地产开发资金来源

	合计	国内贷款		外资	自筹资金			其他资金	
		银行贷款	非银金融机构		自有资金	其他自筹资金	定金及预收款	个人按揭贷款	其他资金
2012	9.65	1.31	0.16	0.04	1.79	2.12	2.66	1.05	0.52
2013	12.21	1.72	0.25	0.05	2.05	2.69	3.45	1.40	0.60
2014	12.20	1.81	0.32	0.06	2.10	2.94	3.02	1.37	0.58
2015	12.52	1.74	0.28	0.03	2.03	2.87	3.25	1.67	0.65
2016	14.42	1.82	0.34	0.01	2.05	2.87	4.20	2.44	0.71
2017	15.61	2.05	0.48	0.00		5.09	4.87	2.39	0.72

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：万亿元

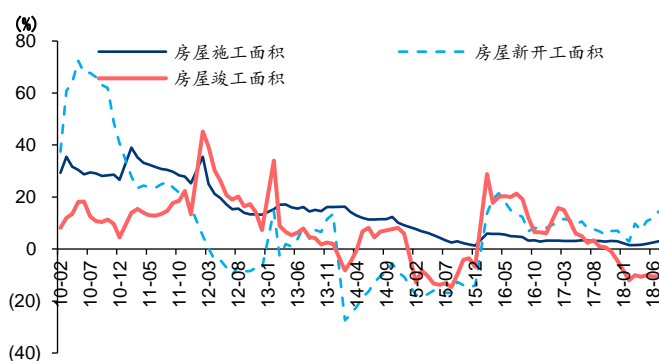
7月房地产建筑工程投资增速转正。Wind数据显示前7月地产建筑工程投资累计增速-3.5%，前6月累计增速为-4.6%，意味着7月的房地产建筑工程投资同比增速转正。我们认为，若趋势持续，将利好钢材需求。

图表38： 房地产投资及房地产建筑工程投资累计同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39： 房屋新开工、施工、竣工面积累计增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

环保限产预期松动，长看回归常态

采暖季政策或现松动，PM2.5同比下降目标5%下调为3%。2018年8月初，《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，明确提出“京津冀及周边地区细颗粒物（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”。2018年8月31日，生态环境部例行发布会上明确指出，今年采暖季PM2.5平均浓度、重度及以上污染天数同比减少目标均下调至3%。大气污染治理目标的下调，或表明今年采暖季政策要求较去年有所放松。

分管副总理强调不可一刀切，环保限产或更加有序推进。经过2017-2018年采暖季限产，以及环保督查回头看后，环境污染势头明显得以遏制。2018年5月，生态环境部专门研究制定《禁止环保“一刀切”工作意见》，提出“严格禁止‘一律关停’‘先停再说’的敷衍应对做法”。2018年8月29日，分管环保工作的韩正副总理主持召开大气污染防治专题工作会议，审议《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》。韩正副总理提出，“…不层层加码、不级级提速…对符合有关排放标准的企业，不得随意要求停产”。可以看出，未来环保限产或将更加有序推进，一刀切限产或不再进行。

长看环保限产不可持续，预计钢铁企业盈利将回归常态。随着行业超低排放改造的完成，长看环保限产不可持续，钢铁企业盈利将回归常态。这与我们在前期报告《环保督查风云再起，全行业解析投资机会》中提及的“预计限产将进一步减少，环保限产难以构成盈利可持续的原因”相一致。环保限产带来的钢企高盈利属非经常性损益，不应以此给予多倍估值，盈利终将回归需求。

风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到行业的整体表现，若下游需求进一步恶化，钢铁行业仍然可能出现业绩大幅下滑。

环保等政策风险

若环保执行低于预期，有可能导致钢价下行、公司盈利下行。2018年冬天环保限产执行不严，三大投资领域增速恶化等。

下游需求持续低迷对钢铁行业的影响

若下游汽车行业产销量低于预期，房地产行业新开工面积继续下滑，钢铁需求将会继续下降，对钢铁行业影响将十分明显。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com