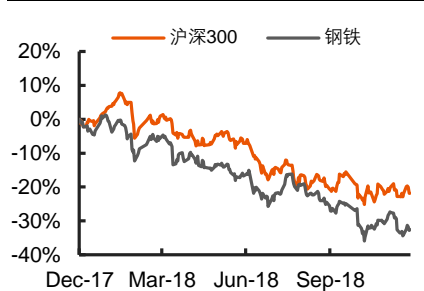


## 2019年钢铁行业年度策略报告

### 似寒还暖，否极泰来

#### 强于大市（维持）

行情走势图



#### 相关研究报告

《行业周报\*钢铁\*部分钢材品种现亏损，市场短期或将维持弱势局面》  
2018-12-02

《行业周报\*钢铁\*社库降、厂库升，钢价继续大幅下挫》 2018-11-25

《行业周报\*钢铁\*多地开始启动错峰生产，效果有待观察》 2018-11-18

《行业周报\*钢铁\*钢价全面下降，市场情绪趋悲观》 2018-11-12

《行业周报\*钢铁\*库存继续回落，关注“北材南运”对市场的影响》  
2018-11-04

#### 证券分析师

**陈建文** 投资咨询资格编号  
S1060511020001  
0755-22625476  
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**李军** 一般从业资格编号  
S1060117050091  
010-56800119  
LIJUN243@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 供给侧改革三年回顾：提升与重塑。**自2016年开始供给侧改革以来，钢铁行业最显著特点是业绩大幅提升。我们认为其最主要原因是供改三年给行业带来了6大变化，重塑了行业形态，也为行业转型升级打下了坚实基础；其间在二级市场，板块整体并没有跑赢大盘，但16-17年表现超越大盘，18年二季度板块指数表现与行业基本面开始出现背离。截止到目前，无论是绝对估值和相对估值，板块整体处在历史低位，存在较大修复空间。
- 2019年展望：供需格局难失衡，利润维持合理区间。**（1）**需求端：**2019年基建投资增速有望反弹，地产调控政策存在边际放松可能，但受经济下行和贸易摩擦影响，制造业投资不确定性增加，整体来看需求仍将保持小幅增长，但增速下降，据我们测算2019粗钢表观消费量同比增长1.0%—3.8%，增速下降10.9—13.7个百分点；（2）**供给端：**在需求增速下降和18年产能利用率高企及短流程电炉利润下降对产量增量贡献下降的背景下，产量小幅下降概率较大；（3）**成本端：**铁矿石和焦炭分别受四大矿山发货量减少和“以钢定焦”和淘汰落后产能影响，价格或将保持相对坚挺，成本中枢或将小幅抬升；（4）**价格和利润预判：**综合供需因素分析，我们认为2019年钢材价格波动变大，钢价指数中枢或回落至140点，相比2018年下降10%左右；利润中枢小幅下移，但仍维持在合理区间。测算2019年螺纹钢吨钢毛利中枢在550元左右，比16—18三年中枢值下降10%—15%左右，仍然在历史合理区间。
- 投资建议：**鉴于行业供给侧改革继续推进，地产调控政策存在边际放松可能且基本面仍较好、估值低位，维持行业“强于大市”评级。个股推荐方面：我们自下而上分别从成本优势、产能优势、产品优势、估值优势、分红优势等五个维度对上市公司进行综合评判，精选出优势个股，推荐三钢闽光、宝钢股份、华菱钢铁、太钢不锈钢、南钢股份，建议关注大方特钢、新钢股份。
- 风险提示：**1、经济大幅下行及贸易摩擦加剧的风险。如果宏观经济大幅下降将导致行业需求持续承压，导致行业供需格局恶化，进而影响行业业绩增长和投资预期恶化；而贸易摩擦加剧可能导致我国外贸形势进一步恶化，进而影响宏观经济发展和市场预期，钢铁板块将受到严重波及；2、行业供给侧改革及环保政策出现松动。如果产能严控政策出现松动，产能有可能出现反弹；同时，环保限产政策松动也可能导致产能释放超预期，影响钢材价格稳定；3、原材料价格上涨过快风险。如果铁矿石、焦煤等原材价格过快上涨，将造成钢厂生产成本上升，导致钢厂企业利润被侵蚀，影响企业经营和健康发展；4、利率持续上行。若市场利率持续上行，企业融资成本上升，盈利下降，导致资本市场下挫，也会影响大宗商品需求，对钢铁板块产生不利影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2018-12-07	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E		2020E
太钢不锈	000825	4.60	0.81	1.02	1.13	1.24	5.68	4.51	4.07	3.71	推荐
华菱钢铁	000932	6.30	1.37	2.05	2.2	2.31	4.60	3.07	2.86	2.73	推荐
三钢闽光	002110	13.46	2.44	4.16	4.62	4.78	5.52	3.24	2.91	2.82	推荐
宝钢股份	600019	6.92	0.86	1.00	1.15	1.20	8.05	6.92	6.02	5.77	推荐
南钢股份	600282	3.46	0.72	0.94	1.04	1.09	4.81	3.68	3.33	3.17	推荐
方大特钢	600507	10.27	1.92	2.19	2.33	2.48	5.35	4.69	4.41	4.14	
新钢股份	600782	5.06	0.98	1.59	1.68	1.78	5.16	3.18	3.01	2.84	

注：方大特钢和新钢股份采用 wind 一致预期

# 正文目录

<b>一、钢铁供给侧改革三年回顾：提升与重塑</b>	<b>6</b>
1.1 行业供给侧改革最大的表征：盈利大幅提升	6
1.2 行业盈利回升原因探究：表象与实质	6
1.3 二级市场表现：指数 16—17 年表现超越大盘，18 年 Q2 开始与基本面背离	10
1.4 板块估值处于历史低位，存在修复空间	11
<b>二、2019 年展望：供需格局难失衡，利润维持合理区间</b>	<b>12</b>
2.1 2019 年需求端预测：钢材需求增速下降，但仍保持小幅增长	12
2.2 2019 年供给端预测：供给有顶，产量或将小幅下降	16
2.3 2019 年成本端预测：主要原料价格相对坚挺，成本中枢或将小幅抬升	18
2.4 2019 年价格和盈利预测：价格或小幅回落，利润维持合理区间	21
<b>三、投资建议：自下而上——五维度精选优势个股</b>	<b>23</b>
3.1 否极泰来，维持行业“强于大市”评级	23
3.2 自下而上，五维度精选优势个股	23
<b>四、风险提示</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图表 1	2018 年前三季度行业利润创新高，销售利润率超过同期工业企业平均水平	6
图表 2	行业将于 2018 年提前两年完成去产能 1.5 亿吨的上限目标	6
图表 3	“去产能”的表象经济学逻辑	7
图表 4	淘汰落后产能和地条钢促使行业竞争秩序恢复到正常“优胜劣汰”状态	7
图表 5	2016-2017 年钢铁行业固定资产投资连续下降	8
图表 6	2016 年我国粗钢产能首次下降	8
图表 7	2016—2018 年行业企业自律事件显著增多	8
图表 8	2016 年以来钢价与进口矿价之间的“剪刀差”呈扩大之势	9
图表 9	营业成本占营业收入比重 2016 年来持续下降	10
图表 10	三项费用占营收比重 2016 年显著下降	10
图表 11	2016 至今交通固定资产投资完成额显著增加	10
图表 12	房屋新开工面积增速近 3 年显著提升	10
图表 13	板块指数 16—17 年整体表现超越大盘	11
图表 14	SW 钢铁指数在 2018 年二季度开始与基本面开始背离	11
图表 15	SW 钢铁板块市盈率为 2008 年以来历史低位	12
图表 16	SW 钢铁板块市净率为 2008 年以来历史低位	12
图表 17	目前 SW 钢铁相对沪深 300 市盈率只有 0.5 倍	12
图表 18	目前 SW 钢铁相对沪深 300 市净率只有 0.85 倍	12
图表 19	PMI 指数向下趋势明显	13
图表 20	新增人民币贷款显著下滑	13
图表 21	2018 年 1-10 月房地产投资增速呈下滑态势	13
图表 22	2018 年 1-10 月地产施工面积增速加速上行	13
图表 23	建筑业（含地产和土木工程）钢材消费是最大的“钢需”行业（2016）	14
图表 24	2018 年 1-10 月 PMI 指数前高后低	15
图表 25	主要板材品种价格呈前高后低状态	15
图表 26	汽车产量增速 2018 年下半年明显下滑	15
图表 27	金属切削机床产量增速 2018 年下半年逐月下滑	15
图表 28	工业锅炉产量增速 2018 年下半年下滑明显	15
图表 29	大中型拖拉机产量 2018 年下半年下滑明显	15
图表 30	粗钢消费量与固定资产投资完成额具有十分显著的相关性（stata 测算）	16
图表 31	2019 年我国粗钢表观消费量增速情景预测	16
图表 32	2018 年粗钢日产水平位居历史高位	17
图表 33	2018 年粗钢产能利用率达到历史罕见高位	17

图表 34	2018 年前三季度废钢比达到历史峰值 .....	17
图表 35	2018 年短流程炼钢平均吨钢毛利下滑显著 .....	18
图表 36	电炉开工率与废钢螺纹钢价差对比 .....	18
图表 37	四大矿山 2019 年发货量测算（亿吨） .....	19
图表 38	大中型钢铁企业进口铁矿石库存天数维持高位 .....	19
图表 39	进口铁矿石港口库存持续高企 .....	19
图表 40	焦炭去产能相关政府文件一览 .....	19
图表 41	2017—2018 焦炭价格维持高位波动运行（元/吨） .....	20
图表 42	SW 钢铁上市公司 2014—2018 年前三季度期间费用率呈下降趋势 .....	21
图表 43	2019 年钢价季节性波动预测 .....	21
图表 44	2019 年钢价指数中枢预计在 140 点左右 .....	21
图表 45	预计 2019 年螺纹钢吨钢毛利中枢为 550 元左右 .....	22
图表 46	SW 钢铁个股供改三年相对板块和大盘超额收益一览（2016—2018.12.07） .....	23
图表 47	钢铁个股成本指标情况 .....	24
图表 48	上市公司 2017 年同业竞争及承诺情况 .....	25
图表 49	上市公司主要产品结构一览 .....	27
图表 50	上市钢企最新估值表（截止到 12 月 7 日收盘） .....	28
图表 51	上市钢企分红情况一览表 .....	29
图表 52	五个维度打分排名情况一览 .....	30

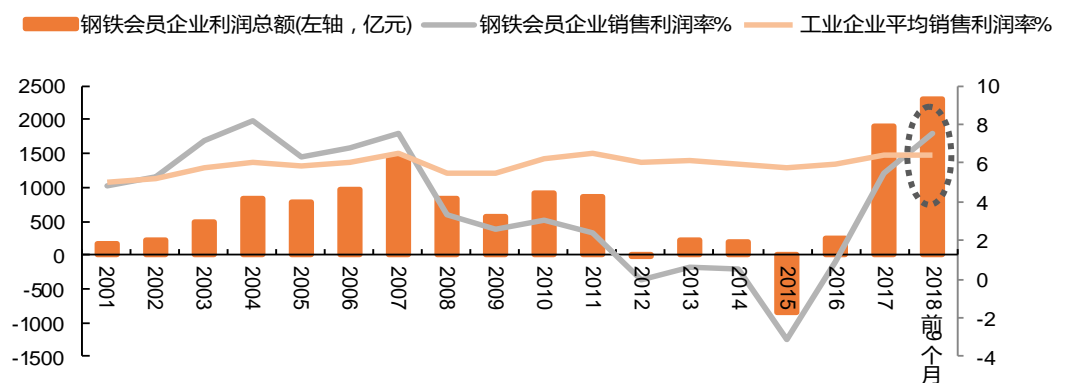
## 一、钢铁供给侧改革三年回顾：提升与重塑

### 1.1 行业供给侧改革最大的表征：盈利大幅提升

自 2016 年 2 月国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]6 号)以来,钢铁行业供给侧改革已进行近三年。作为我国全面供给侧结构性改革的首个行业,钢铁行业在这三年时间里经历了巨大的变化,其中最大的表征是:钢铁行业盈利大幅提升,销售利润率回到甚至超过工业企业平均水平。

2018 年前三季度,中钢协会会员企业实现利润总额约 2300 亿元,实现销售利润率 7.5%,超过同期工业企业平均销售利润率(6.4%)1.1 个百分点,这是自 2008 年来近 10 年首次超过工业企业平均销售利润率水平。

图表1 2018 年前三季度行业利润创新高,销售利润率超过同期工业企业平均水平

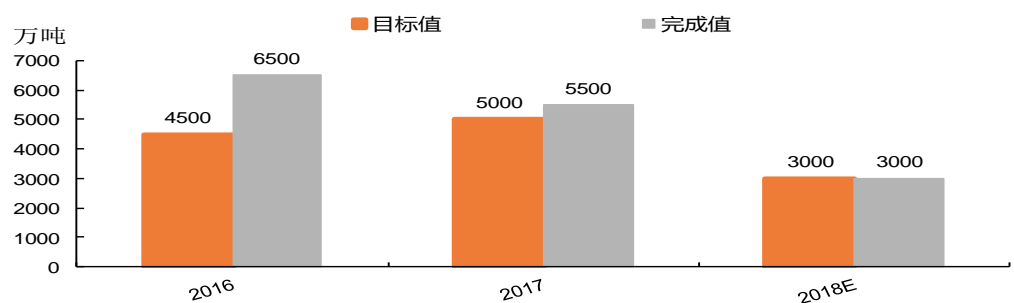


资料来源: wind, CISA, 平安证券研究所

### 1.2 行业盈利回升原因探究：表象与实质

面对行业整体高企的盈利水平,我们有必要重新审视一下,钢企盈利究竟是因何而起?不可回避的是,行业供给侧改革的首要任务“去产能”功不可没。国发[2016]6 号文件提出“在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上,从 2016 年起,用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨”的目标。据国家发改委消息:截止至今年 8 月中旬,我国已完成压减粗钢产能 2470 万吨,完成了全年 3000 万吨任务的八成( <http://news.cctv.com/2018/08/20/ARTIdYiRvxaidP4GvZ82UDO5180820.shtml> ),极大概率将提前两年完成国发[2016]6 号文件制定的去产能上限目标。

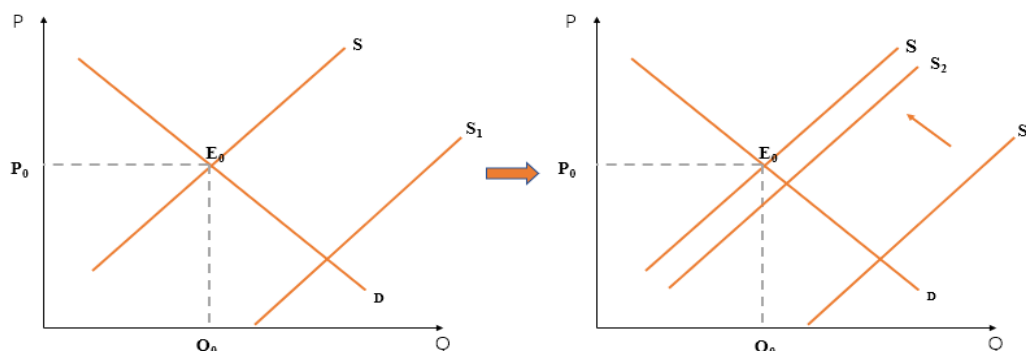
图表2 行业将于 2018 年提前两年完成去产能 1.5 亿吨的上限目标



资料来源: 工信部, 平安证券研究所

“去产能”的经济学表象逻辑：由于产能被控制，在需求没有大幅下滑的情况下，钢铁行业供给严重过剩的局面迅速被扭转，钢材价格迅速回升。

图表3 “去产能”的表象经济学逻辑



其中， $E_0$ 点为钢铁的理想供求平衡点，供给侧结构性改革前供给曲线为 $S_1$ ，偏离理想供求平衡点，供给严重过剩；经过去产能后，供给曲线由 $S_1$ 移动到 $S_2$ ，供求趋向平衡。

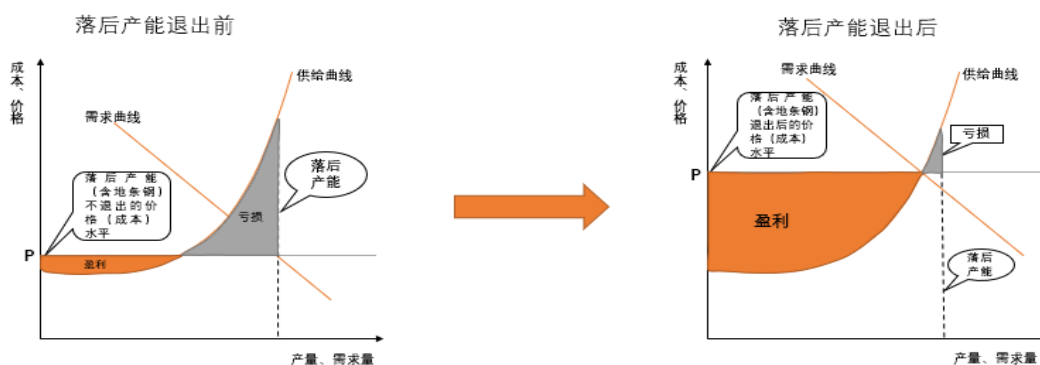
资料来源：平安证券研究所

但我们认为供改三年行业发展出现了一系列有益变化，正是这些变化**重塑**了行业形态，从而导致行业盈利提升，也为钢铁行业的转型升级打下了坚实基础。

### 1.2.1 重塑一：通过化解过剩产能和取缔地条钢，重塑市场竞争秩序

钢铁供给侧改革近三年来，钢铁行业共化解过剩产能 1.5 亿吨以上，同时出清地条钢产能 1.4 亿吨以上，有效扭转了行业长期存在的“劣币驱逐良币”的局面，市场竞争秩序得到有效恢复，合规产能得以享受到相应的利润份额。

图表4 淘汰落后产能和地条钢促使行业竞争秩序恢复到正常“优胜劣汰”状态



过剩及落后产能（含地条钢）的低成本决定了行业的最低的成本，从而导致产品价格低于多数正规产能的生产成本，致使行业大面积亏损；取缔落后产能后，行业最低成本上升，支撑产品价格上涨，行业盈利恢复。

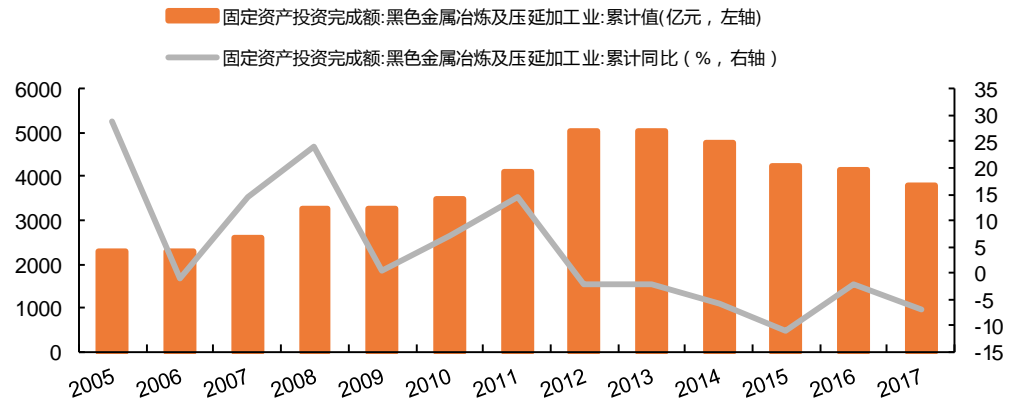
资料来源：平安证券研究所

### 1.2.2 重塑二：严禁新增产能提升行业准入门槛重塑行业发展方式，粗放式发展得到遏制

国发[2016]6 号文件中在“主要任务”部分中第一条提到的就是“严禁新增产能”。在政策的有效执行下，我国钢铁行业固定资产投资显著下降，2017 年钢铁固定资产投资完成额在 2016 年同比下降

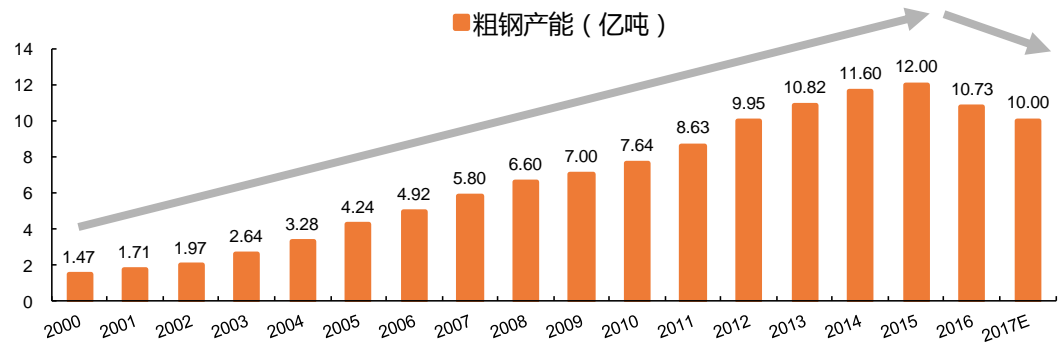
2.2%的基础上继续下降 7.1%；钢铁产能 2016 年首次出现下降，摆脱了以往钢铁产能“越控越多”的怪圈。产能已经成为稀缺指标，行业进入门槛显著提升，以往粗放式发展得到有效遏制。

图表5 2016-2017 年钢铁行业固定资产投资连续下降



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 2016 年我国粗钢产能首次下降



资料来源: wind, 统计局, 发改委, 平安证券研究所

### 1.2.3 重塑三：企业主动自律增强，重塑市场价格稳定机制

供给侧改革给行业带来的第三个重要变化是钢企充分认识到自律的重要性，行业企业自律显著加强。过去三年，企业主动自律行为明显增多，市场稳定得到有效维护。

图表7 2016—2018 年行业企业自律事件显著增多

时间	具体案例
2015.8	山西立恒、建邦等钢铁企业开展区域合作，统一原燃料采购，采购价格互认，加强区域协调
2016.12	陕晋川甘重点钢铁企业高峰论坛暨第二届第二次经验技术交流会，并发出自律倡议书
不定期	南、北方板材生产企业座谈会，与会企业呼吁加强自律，维护市场稳定
2017.2	部分长材企业生产经营座谈会，与会企业呼吁加强自律，维护市场稳定



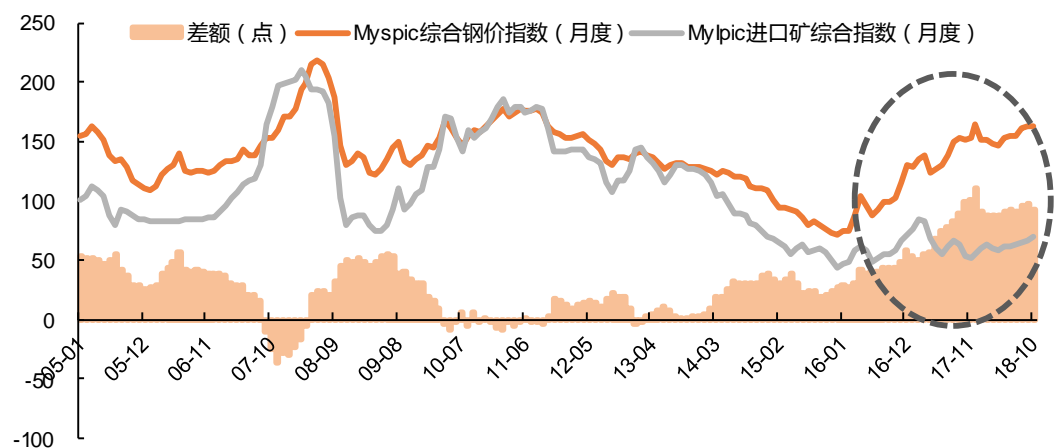
2017.4	第三届四川钢铁高峰论坛在成都举行。四川主要钢铁企业呼吁严防“地条钢”死灰复燃，重新进入市场
2017.7	中国钢铁工业协会向社会公开会员信用承诺书，呼吁加强行业自律
2017.9	北方带钢战略研讨暨信息交流会在江苏常州召开。本次会议对带钢市场的平稳起到了积极的作用，而且也推动了华北地区带钢生产企业的相互合作
2018.1	中钢协召开理事扩大会要求会员企业加强行业自律，保障行业利益，并对严重违反行业自律承诺公约的企业进行必要的惩戒
2018.7	中钢协召开理事会再次要求会员企业要加强行业自律，保障行业利益，共同维护市场稳定

资料来源：wind，平安证券研究所

#### 1.2.4 重塑四：重塑对上游的议价能力，铁矿石吞噬钢厂利润的顽疾得到改观

在供给侧改革大力去产能、严禁新增产能的情况下，钢铁企业未来对铁矿石的需求呈下降趋势，铁矿石传统的价格紧盯钢厂利润不断上涨的逻辑被打破；出清“地条钢”行动促进废钢资源流向正规市场，废钢供应增加，对铁矿石替代增强，也抑制了部分铁矿石需求。2016年以来，钢材价格与进口铁矿石价格持续出现正向剪刀差，且呈扩大之势，之前行业根深蒂固的铁矿石吞噬钢厂利润的顽疾得到改观。

图表8 2016 以来钢价与进口矿价之间的“剪刀差”呈扩大之势

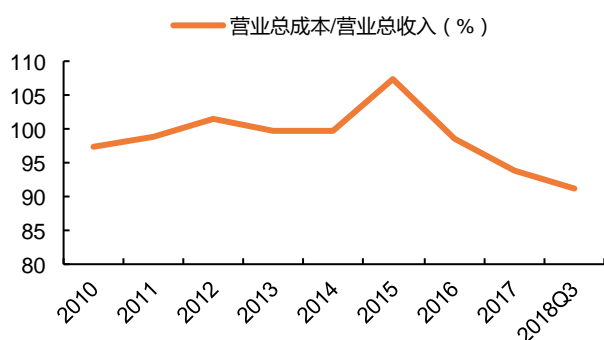


资料来源：wind，平安证券研究所

#### 1.2.5 重塑五：重塑成本管控能力，企业精细化管理水平明显提高

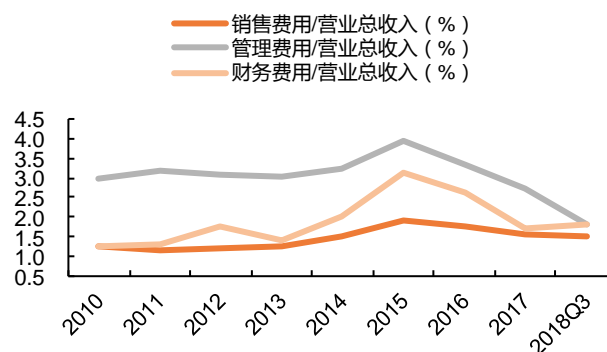
作为中游制造行业，成本管控能力提升是一个永恒的话题。2016年供给侧改革以来，钢铁企业整体成本管控能力大幅提升，精细化管理水平提高，助力业绩持续改善。

图表9 营业成本占营业收入比重 2016 年来持续下降



资料来源:wind、平安证券研究所

图表10 三项费用占营收比重 2016 年显著下降

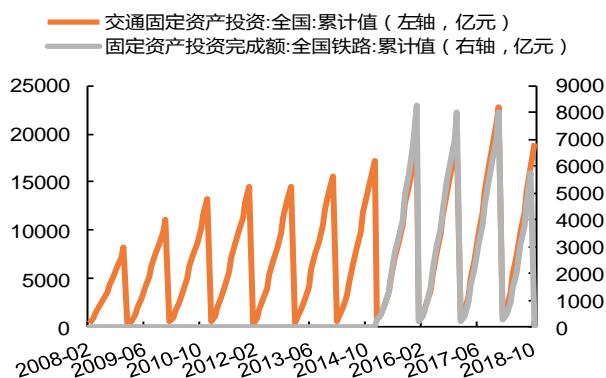


资料来源:wind、平安证券研究所

### 1.2.6 重塑六：重塑对供给侧改革的片面认识，扩大有效需求成为市场共识

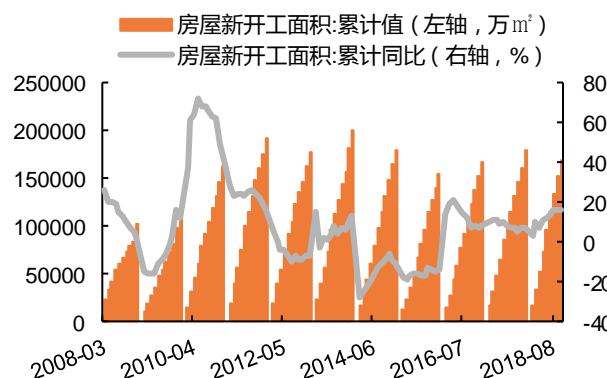
国发[2016]6 号文件中在“主要任务”部分中第二部分第 7 条就提到“扩大市场消费”。但是，市场更多的聚焦于供给端，忽视了扩大有效需求对钢铁行业业绩提升的重要作用。2016 年以来，基建、固定资产投资增速、房屋新开工面积绝对值仍然保持增长，有效促进钢铁需求的提升。2016—2018 年粗钢表观消费量增速分别为 2%、8%和 10%以上，扭转了 2015 年需求负增长的局面。经过不断调整和修正，市场逐步认识到需求端的作用，“扩大有效需求”成为市场共识。

图表11 2016 至今交通固定资产投资完成额显著增加



资料来源:wind、平安证券研究所

图表12 房屋新开工面积增速近 3 年显著提升



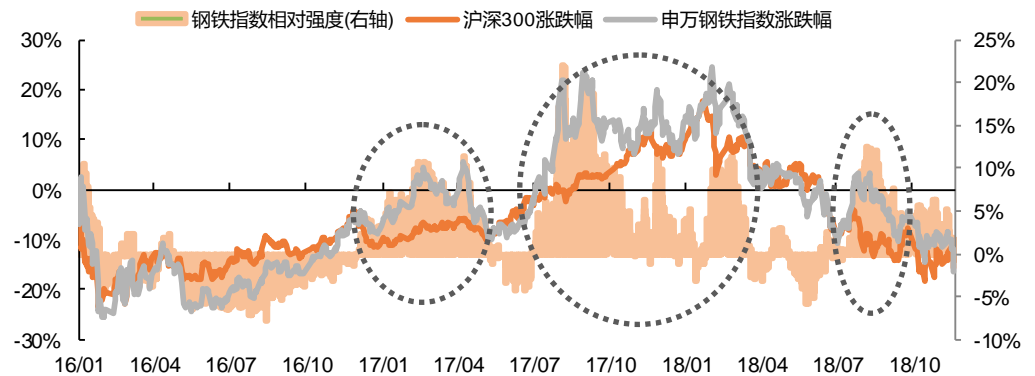
资料来源:wind、平安证券研究所

我们认为，供给侧改革对钢铁行业形态的重塑，不仅促进了行业盈利回升，为钢铁行业转型升级打下坚实基础，也是我们重新认识行业和分析预判行业未来发展趋势的基础。

### 1.3 二级市场表现：指数 16—17 年表现超越大盘，18 年 Q2 开始与基本面背离

从近 3 年 SW 钢铁板块与沪深 300 指数的走势对比来看，板块整体表现并没有超越大盘，但是 16—17 年整体跑赢同期沪深 300 指数。虽然 2016 年至今，钢铁行业业绩逐年增长，但市场对于钢铁行业供改政策质疑和业绩持续性的质疑一直都在，都只是在做波段性交易。

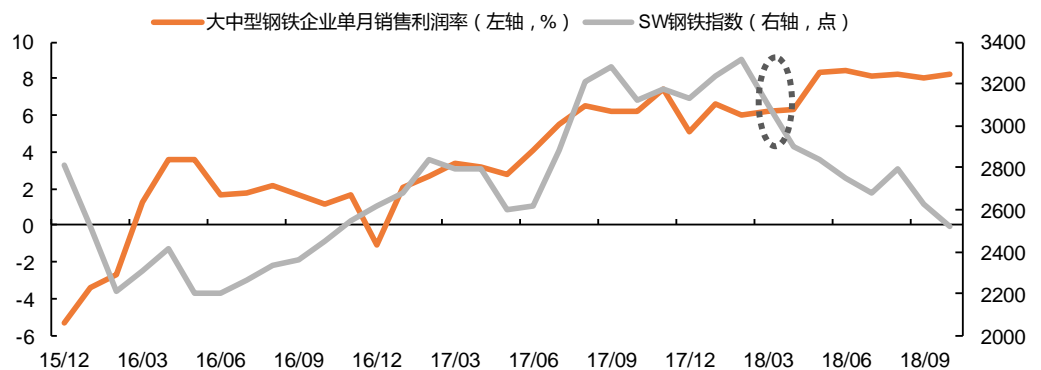
图表13 板块指数 16—17 年整体表现超越大盘



资料来源: wind, 平安证券研究所

然后,我们又对比了 SW 钢铁指数与大中型钢铁企业销售利润率,发现 2016 年初到 2018 年二季度之前,两者在趋势上呈现出较强的相关性(经 Stata 测算,两者相关系数达到 0.76),但是在 18 年二季度后,钢铁指数开始与基本面背离(加上 18 年二季度后的数据,两者相关系数下降到 0.50)。反映 18 年二季度后市场对钢铁板块良好基本面的持续性存在较大的疑虑,根源则是 18 年二季度开始中美贸易争端显著升级后,市场对经济下行悲观预期的真实反映。

图表14 SW 钢铁指数在 2018 年二季度开始与基本面开始背离

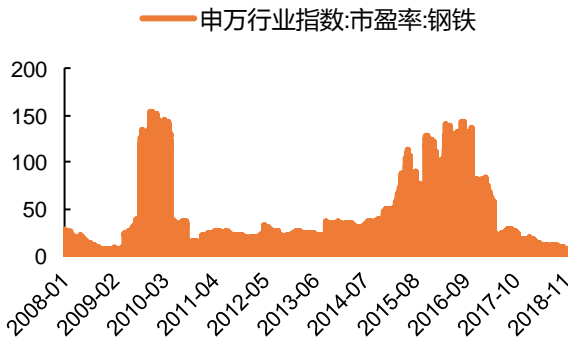


资料来源: wind, 平安证券研究所

### 1.4 板块估值处于历史低位, 存在修复空间

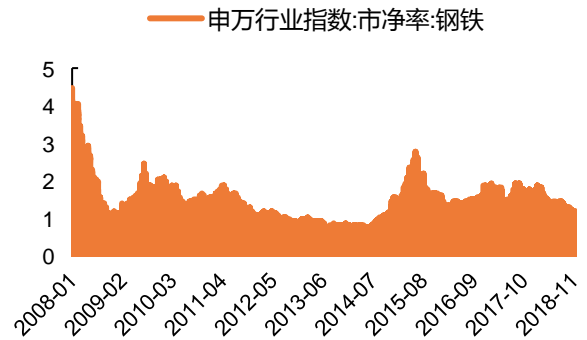
当前由于内外各种因素综合影响,经济下行压力较大,市场对钢铁板块业绩持续性存在较大的疑虑,钢铁板块估值已经被杀到历史低位,钢铁股大面积破净。然而,钢铁行业经过近 3 年的供给侧改革,行业发展形态与以往已经有了质的变化,行业很难重回到全行业亏损的局面,业绩整体仍将保持较好水平,未来板块估值存在修复空间。

图表15 SW 钢铁板块市盈率为 2008 年以来历史低位



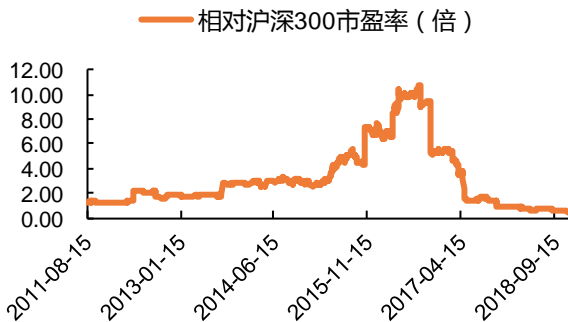
资料来源:wind、平安证券研究所

图表16 SW 钢铁板块市净率为 2008 年以来历史低位



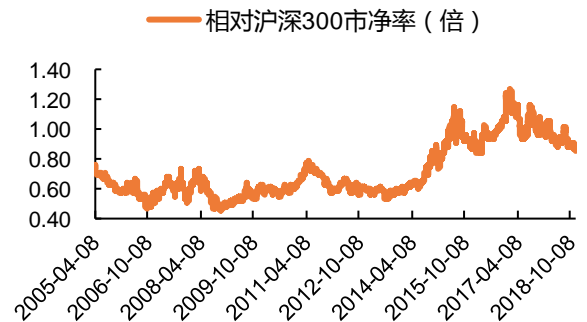
资料来源:wind、平安证券研究所

图表17 目前 SW 钢铁相对沪深 300 市盈率只有 0.5 倍



资料来源:wind、平安证券研究所

图表18 目前 SW 钢铁相对沪深 300 市净率只有 0.85 倍



资料来源:wind、平安证券研究所

## 二、2019 年展望：供需格局难失衡，利润维持合理区间

### 总体判断：

展望 2019 年，我们判断受政策托底支撑，全年经济难以出现断崖式下滑，增速仍将保持在稳定增长区间。钢材需求整体或有小幅下滑，但受政策支撑影响，需求难以大幅下降；钢材供应在严控新增产能和 18 年产能利用率高企的背景下有望下降，市场供需平衡格局难以被打破。钢材市场供需关系调整将由政府政策主导逐步向市场经济规律自发调节转变。钢材价格 2019 年 Q1 可能为年内低位，但 Q2、Q3、Q4 将会反弹，整体仍将维持相对高位，价格中枢或将维持在 2017 年水平，相比 2018 年下降 10%左右。钢铁行业整体盈利中枢下移，但仍保持在合理区间。

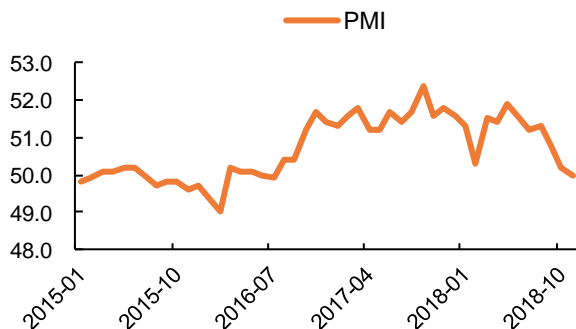
### 2.1 2019 年需求端预测：钢材需求增速下降，但仍保持小幅增长

#### 2.1.1 18Q 经济下行压力或将延续到明年一季度，2019Q1 钢材需求承压

11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.0，环比下降 0.20%并连续 3 个月下降，同比下降 3.47%；与此同时，10 月份社会融资规模 7288.27 亿元，环比下降 66.38%，同比下降 39.28%；金融机构新增人民币贷款 6970 亿元，环比下降 49.49%，其中新增非金融性公司中长期贷款 1429 亿

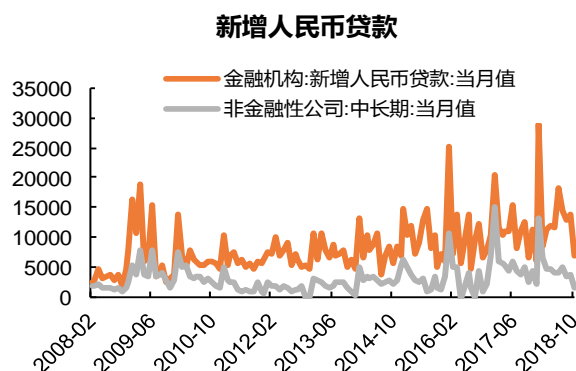
元，环比下降 62.39%，同比下降 39.60%。这些经济先行指标已经显示出四季度经济下行势头，因政策效果时滞性，明年一季度或将继续面临经济下行压力。随着经济下行，叠加一季度为钢铁传统需求淡季，我们预计 2019 年一季度钢材需求或有小幅下滑。

图表19 PMI 指数向下趋势明显



资料来源: wind、平安证券研究所

图表20 新增人民币贷款显著下滑

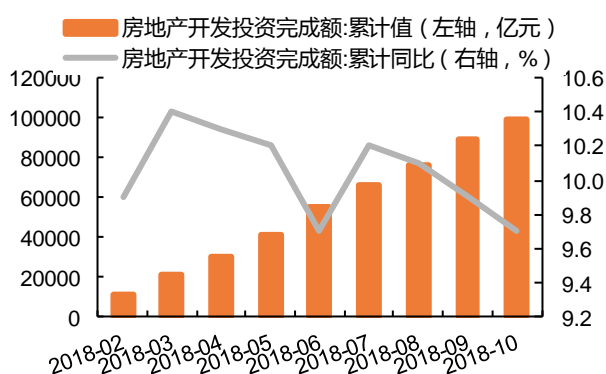


资料来源: wind、平安证券研究所

### 2.1.2 地产政策或边际放松对冲经济下行压力，全年钢材需求难以大降

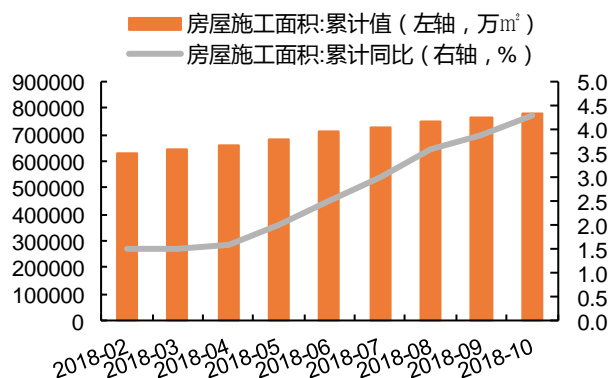
2018 年受地产调控政策影响，地产投资出现下滑；同时受地产开发商加快周转、积极回收现金流影响，房屋施工面积（包括新开工面积）增速却出现了增长，这也是 2018 年钢材需求整体不弱、钢价同比增长的一个重要原因。

图表21 2018 年 1-10 月房地产投资增速呈下滑态势



资料来源: wind、平安证券研究所

图表22 2018 年 1-10 月地产施工面积增速加速上行



资料来源: wind、平安证券研究所

从 2019 年来看，政府或将边际放松地产调控政策，以进一步对冲经济下行压力，维护经济增速稳定增长，因此钢材需求难以大降。我们判断的理由是：

#### (1) 经济增速过低将无法完成“十八大”提出的“两个翻一番”目标

“十八大”提出了“2020 年实现国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”的目标，这是我党新时期对全国人民的庄严承诺，也是到 2020 年之前一切经济工作的总纲领。据财联社援引新华社 2017 年 12 月份的新闻报道，中央财经领导小组办公室副主任杨伟民表示中国 2018-2020 年 GDP 需要年均增长 6.3%，才能达到 2020 相比 2010 年 GDP 翻一番的目标

( <https://www.cailianpress.com/roll/202934> )。因此，我们认为政策制定者心中肯定有一个经济增速底线，未来经济增速过低政府一定会采取各种政策调控手段来对冲经济下行，包括地产调控政策的放松。

### (2) “地产调控政策定力”的前提是保持经济运行在合理区间

上半年在内外环境综合作用下，经济运行呈现出下行压力。因此今年 7 月 23 日国务院常务会议和随后的 7 月 31 日政治局会议公报对宏观政策做出了调整，从货币政策到财政政策都出现了明显宽松的信号：货币政策由 3 月份两会提出的“流动性合理稳定”变为“流动性合理充裕”；财政政策由 3 月份两会的“积极财政政策”变为“积极财政政策要更加积极”。在今年 10 月份经济下行压力加大的背景下，国务院于 11 月 1 日印发了基建补短板相关指导意见，政策转暖已逐步进入落地阶段。因此，针对地产调控政策的定力也是有条件的，不会一成不变。

### (3) 地产调控放松已经有政策伏笔，支持改善满足刚需或是政策发力点

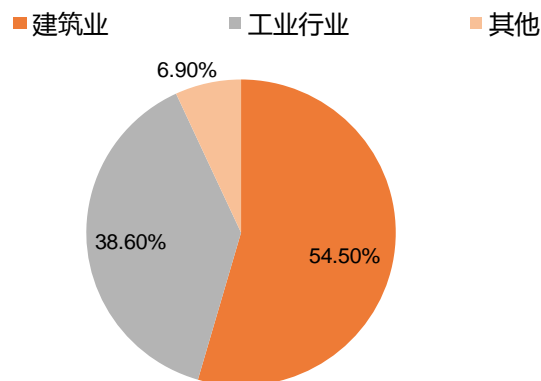
今年 10 月 31 日的政治局政策没有提房地产调控，我们认为这是为接下来地产政策放松埋下伏笔。从 3 月份政府工作报告里“遏制房价过快上涨”到 7 月份政治局会议“坚决遏制房价上涨”再到 10 月份政治局会议不提地产调控，很明显能看到政策的变化。结合目前国内经济运行情况，我们能够得出地产调控政策仍然是要为“保持经济运行在合理区间”保驾护航。同时，“满足首套刚需、支持改善需求”也是我国地产调控政策的一个发力点。地产放松或将从保证刚需和改善型需求入手。

综上，如果地产调控政策在执行层面边际放松，同时持续推进棚改，地产稳增长作用可期，钢材需求也将得到保障而难以大降。

### 2.1.3 基建投资增速受政策刺激有望反弹，支撑钢材后续需求

7 月 23 日和 7 月 31 日的国常会、政治局会议定下了基建稳增长的基调；10 月 31 日，国办发布《关于保持基建补短板力度的指导意见》(下称《指导意见》)，再次明确了基建作为稳增长主力的作用。本次《指导意见》指明了投放方向的问题(脱贫、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业、环保、民生)；指明了融资来源(专项债、银行信贷、政策性金融债、公司债、民间资本)；指明了运行主体(融资平台和市场化国企)和运作模式(PPP)。《指导意见》同时要求“加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台的正常融资需求”，后续基建投资有望反弹，有望支撑后续钢材需求。

图表23 建筑业(含地产和土木工程)钢材消费是最大的“钢需”行业(2016)

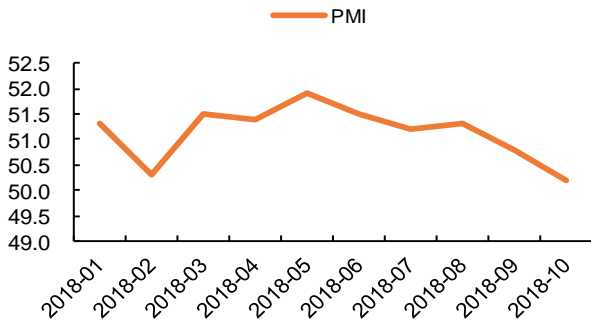


资料来源：中国钢铁工业年鉴 2017，平安证券研究所

### 2.1.4 受外围影响，制造业投资不确定性增加

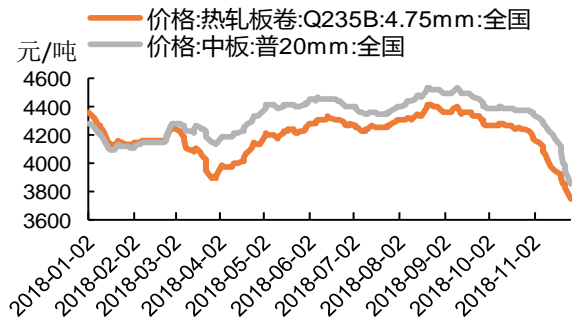
2018年上半年制造业表现不错，但从6月份开始走弱，制造业代表品种板材价格也呈现出前高后低特点。

图表24 2018年1-10月PMI指数前高后低



资料来源: wind、平安证券研究所

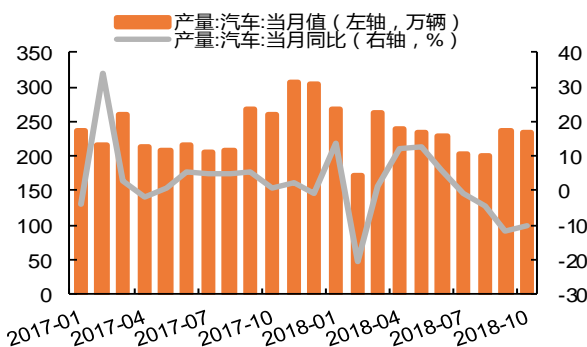
图表25 主要板材品种价格呈前高后低状态



资料来源: wind、平安证券研究所

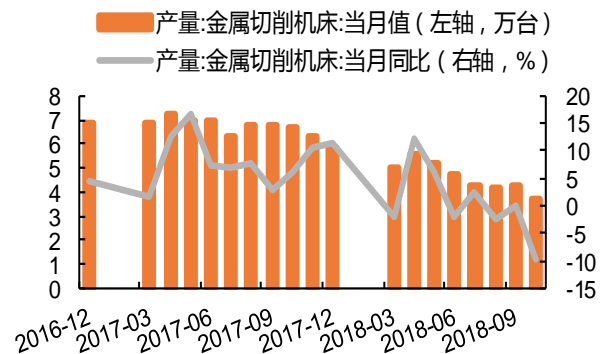
从制造业细分行业来看，2018年下半年汽车、金属切削机床、工业锅炉、大中型拖拉机等主要工业品产量增速同比显著下降。但目前尚没有看到对制造业端有较大刺激的利好政策，2019年我国外部环境仍然复杂多变，中美贸易战以及汇率走势仍需观察，制造业投资不确定性增加。

图表26 汽车产量增速 2018年下半年明显下滑



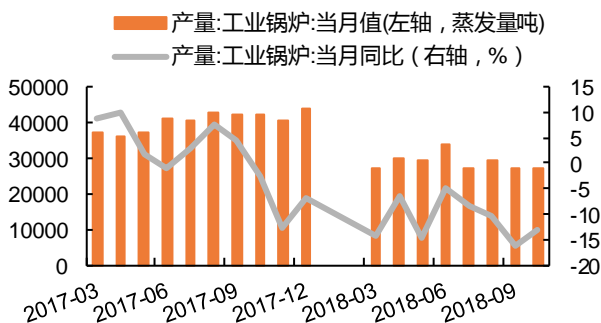
资料来源: wind、平安证券研究所

图表27 金属切削机床产量增速 2018年下半年逐月下滑



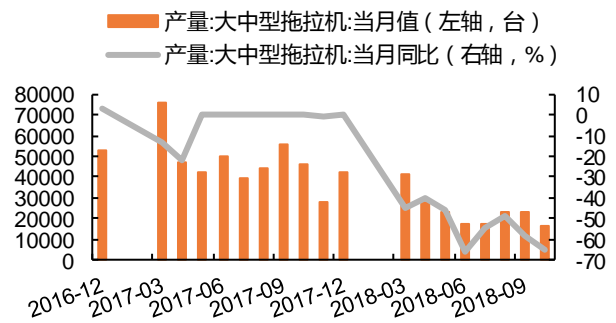
资料来源: wind、平安证券研究所

图表28 工业锅炉产量增速 2018年下半年下滑明显



资料来源: wind、平安证券研究所

图表29 大中型拖拉机产量 2018年下半年下滑明显



资料来源: wind、平安证券研究所

我们通过测算 2000—2017 年粗钢表观消费量和固定资产投资完成额的相关性，发现我国钢铁消费量与固定资产投资增速存在明显的正相关性。

图表30 粗钢消费量与固定资产投资完成额具有十分显著的相关性 ( stata 测算 )

Linear regression		Number of obs	=	18
		F(1, 16)	=	200.29
		Prob > F	=	0.0000
		R-squared	=	0.9479
		Root MSE	=	.12874

var2	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
var3	.483969	.0341973	14.15	0.000	.4114739 .5564641
_cons	4.89522	.4185659	11.70	0.000	4.0079 5.78254

资料来源: wind, 平安证券研究所

根据 stata 测算结果，我们建立了钢铁表观消费量与固定资产投资完成额相关性模型：

$$\ln D_t = 4.89522 + 0.483969 * \ln F_t$$

其中：D—粗钢表观消费量，FI—固定资产投资完成额，t—年份

根据平安宏观团队对 2018 年固定资产投资完成额增速为 5.2% 的判断，我们得出 2018 年我国粗钢表观消费量同比增速为 14.7%。在此基础上，我们按照悲观、中性、乐观三种情景预测 2019 年的粗钢表观消费量增速，结果是 2019 年我国粗钢表观消费量同比增长 1.0%—3.8%，增速下降 10.9—13.7 个百分点。反映 2019 年我国粗钢表观消费量仍保持小幅增长，但增速下降。

图表31 2019 年我国粗钢表观消费量增速情景预测

指标	悲观	中性	乐观
固定资产投资完成额增速	2.0%	5.0%	8.0%
粗钢表观消费量增速	1.0%	2.4%	3.8%
同比变化	-13.7%	-12.3%	-10.9%

资料来源: 平安证券研究所

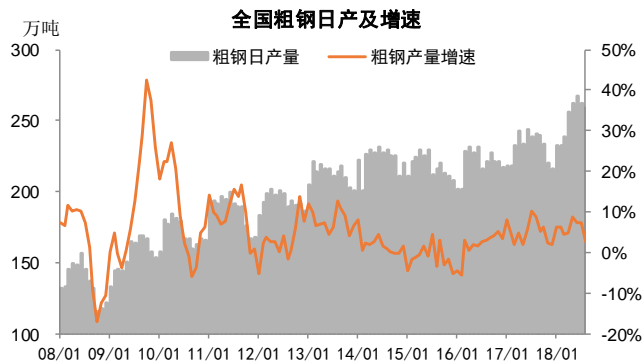
## 2.2 2019 年供给端预测：供给有顶，产量或将小幅下降

### 2.2.1 今年粗钢产能利用率已达极限，难以再提高

2018 年前 10 月份，我国粗钢产量累计达 78246 万吨，同比增长 6.4%，日产维持在 260 万吨以上历史高位。如果按照 10 月粗钢日产水平估算后两月粗钢产量，全年粗钢产量有望达到 9.5 亿吨，创历史新高，产能利用率则达到罕见的 95% 高位水平（产能按照去产能任务完成后全年 10 亿吨水平计）。这样的高的产能利用率不仅历史罕见，国内外也是罕见的。从 2019 年全年的需求情况判断来看，明年的产能利用率难以提高，产量或小幅下降。

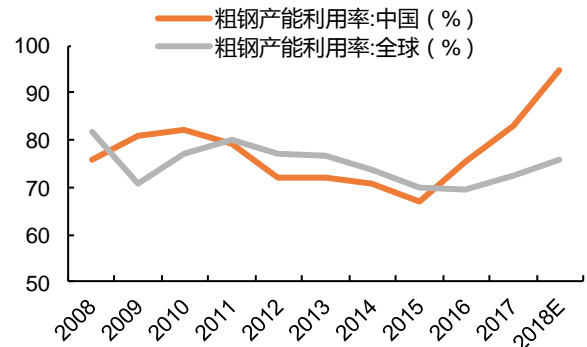


图表32 2018年粗钢日产水平位居历史高位



资料来源: wind、平安证券研究所

图表33 2018年粗钢产能利用率达到历史罕见高位

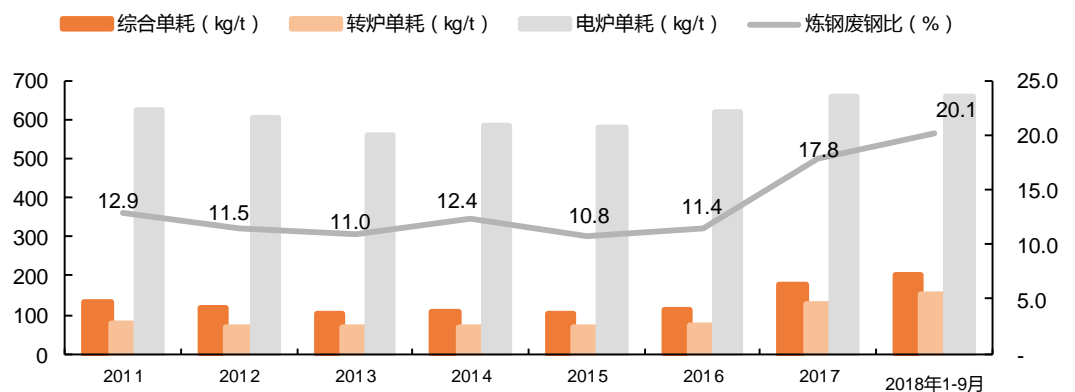


资料来源: wind、平安证券研究所

### 2.2.2 废钢比达到历史峰值，继续大幅提高难度较大

根据2018年全国废钢铁大会暨中国废钢铁应用协会六届六次理事扩大会议报告数据显示，2018年前9个月，废钢比达到20.1%，提前两年三个月完成了“废钢铁产业十三五规划”提出的20%的目标。2018年废钢消耗量预计全年可达到1.87亿吨，较2017年的1.48亿吨增加0.39亿吨，贡献0.39亿吨的粗钢增量。

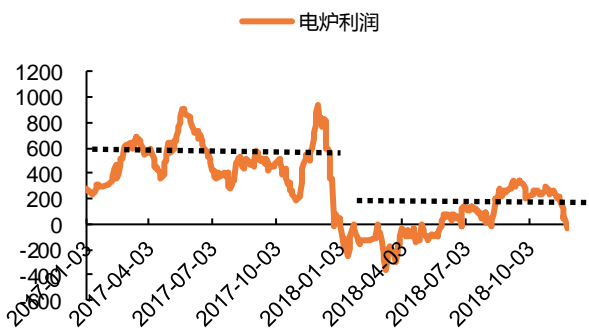
图表34 2018年前三季度废钢比达到历史峰值



资料来源: 中国废钢协会, 平安证券研究所

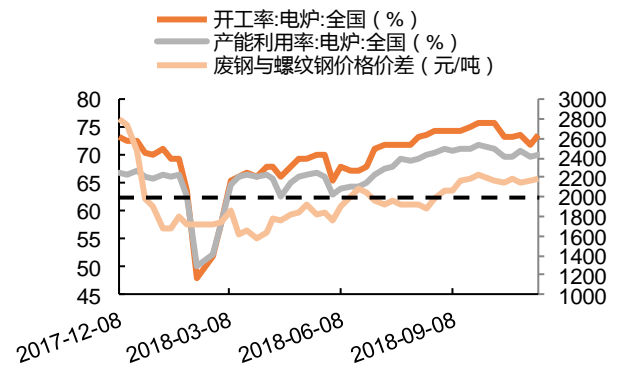
2017—2018年由于取缔地条钢，废钢资料大量流向正规市场，供应显著增加，废钢价格下降，使用废钢的经济性提升，废钢比提升较快，导致钢铁产量增加较快。随着废钢比不断提升，电炉的利润不断下滑，根据我们测算，2017年（100%废钢）短流程电炉企业平均吨钢毛利为500元左右，而2018年（截止到2018年11月）平均吨钢毛利只有47元。由于电炉炼钢较为灵活，电炉开关也可以在短时间内实现，一旦利润下降，废钢添加比会快速下降。我们认为，电炉在高废钢比、低毛利的情况下，2019年很难继续大幅提升废钢比，对粗钢产量的贡献同比将明显下降。

图表35 2018年短流程炼钢平均吨钢毛利下滑显著



资料来源: wind、平安证券研究所

图表36 电炉开工率与废钢螺纹钢价差对比



资料来源: wind、平安证券研究所

### 2.2.3 政策性产能去化渐近尾声，但对产能的管控没有放松

国发[2016]6号文件提出“在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，从2016年起，用5年时间再压减粗钢产能1亿—1.5亿吨”的目标。据国家发改委消息：截止至今年8月中旬，我国已完成压减粗钢产能2470万吨，完成了全年3000万吨任务的八成，极大概率将提前两年完成国发[2016]6号文件制定的去产能上限目标，政策性产能去化渐近尾声。

但是，国家对产能的管控仍然没有放松。理由是：

(1) 政策上依然要求严控新增产能。工信部2016年11月份颁布的《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》中明确要求“严禁新增钢铁产能。停止建设扩大钢铁产能规模的所有投资项目；各地一律不得净增钢铁冶炼能力，结构调整及改造项目必须严格执行产能减量置换，已经国家核准和地方备案的拟建、在建钢铁项目也要实行减量置换。”

#### (2) 采暖季限产常态化，环保限产制约产能释放

2017年我国首次开始执行“2+26”区域采暖季环保限产，京津冀2+26城市分别采取了不同程度的限产措施；2018年6月国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划(以下简称蓝天保卫战)》，限产范围从“2+26”扩展汾渭平原11城市以及长三角(上海、江苏、浙江以及安徽)；同时提出重点区域实施秋冬季重点行业错峰生产，并强调各地针对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业，制定错峰生产方案，实施差别化管理。在“绿水青山就是金山银山”理念深入人心的新时期，针对钢铁企业的环保执法预计也将继续严格执行，环保对钢铁产能释放的制约将持续进行。

## 2.3 2019年成本端预测：主要原料价格相对坚挺，成本中枢或将小幅抬升

### 2.3.1 四大矿山增量同比下降，或将支撑矿石价格平稳运行

随着近几年国外矿山新增产能陆续投放，淡水河谷(Vale)、力拓(Rio)、必和必拓(BHP)、FMG等四大矿山产量维持增长态势。根据公司财报，2017年合计产量10.71亿吨，同比增长2.29%，2018年前三季度合计产量8.42亿吨(<http://news.hexun.com/2018-10-31/195059401.html>)，预计全年产量在11.92亿吨，同比增加12100万吨左右，发货量同比增加1亿吨左右。根据四大矿企公布的下一年计划以及2018年产销量预估，我们测算2019年四大矿山发货量同比增加2700万吨左右，少于2018年发货量增量1亿吨的水平。

图表37 四大矿山 2019 年发货量测算 (亿吨)

四大矿山企业	2018 年前三季度	2018 年 Q4 预估	2018 年全年预估产量	2018 年实际发货量预估	2019 财年发货量计划	2019 年发货量预估	2019 年预估发货增量
淡水河谷 (产量)	2.84	1.06	3.90	3.91	3.9—4.0	4.00	0.10
力拓 (产量)	2.62	0.86	3.47	3.35	3.3—3.4	3.40	0.05
必和必拓 (产量)	2.09	0.70	2.78	2.75	2.73—2.83	2.83	0.08
FMG (产量)	1.34	0.42	1.77	1.69	1.65—1.73	1.73	0.04
合计	8.88	3.04	11.92	11.70		11.96	0.27

资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

同时, 但由于产能难以增长 (“严禁新增产能”的政策红线没有放松)、短流程炼钢逐步替代部分高炉炼钢以及港口铁矿石库存持续高企等压制因素, 铁矿石需求也难有增长机会。预计 2019 年铁矿石价格维持平稳运行, 全年价格中枢在 80 美元/吨左右。

图表38 大中型钢铁企业进口铁矿石库存天数维持高位



资料来源: wind、平安证券研究所

图表39 进口铁矿石港口库存持续高企



资料来源: wind、平安证券研究所

### 2.3.2 “以钢定焦”或致短期焦炭供需偏紧, 价格或将保持相对坚挺

2018 年 7 月 3 日, 国务院发布《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》, 提出重点区域加大独立焦企淘汰力度, 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。据钢之家测算, 京津冀及周边地区生铁产能约 3 亿吨, 焦炭产能约 1.53 亿吨, 若达到 0.4 钢焦比例, 则焦炭产能需削减至 1.2 亿吨, 即淘汰 3300 万吨产能。如果 2019 年开始逐步推进这项政策, 则可能导致短期焦炭供需偏紧, 焦炭价格或将保持相对坚挺, 预计 2019 年焦炭价格中枢在 2000—2200 元/吨区间波动, 高于 2018 年平均水平。

图表40 焦炭去产能相关政府文件一览

日期	部门	文件名	主要内容
2010.04	国务院	《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》	2010 年底前淘汰炭化室高度 4.3 米以下的小机焦 (3.2 米及以上捣固焦炉除外)

2016.04	中焦协	《焦化行业"十三五"发展规划纲要》	淘汰全部落后产能,焦化准入产能达 70 %以上;优质炼焦煤配比降低 4%;钢企干熄焦装置配置率达到 90%以上;炉煤气利用率达到 98%以上,水循环率达到 98%以上,吨焦耗新水降至 1.5 吨以下;化解过剩产能 5000 万吨;焦化准入企业污染物排放基本达到《炼焦化学工业污染物排放标准》
2018.07	国务院	《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	重点区域加大独立焦企淘汰力度,京津冀及周边地区实施以钢定焦,力争 2020 年焦钢比达到 0.4
2018.09	生态环境部	《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》	山西、河北:全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超 10 年的焦炉淘汰工作山东、河南、河北:按 2020 年底前焦钢比不高于 0.4 的目标,加大独立焦企淘汰力度

资料来源:相关政府网站,平安证券研究所

图表41 2017—2018 焦炭价格维持高位波动运行 (元/吨)

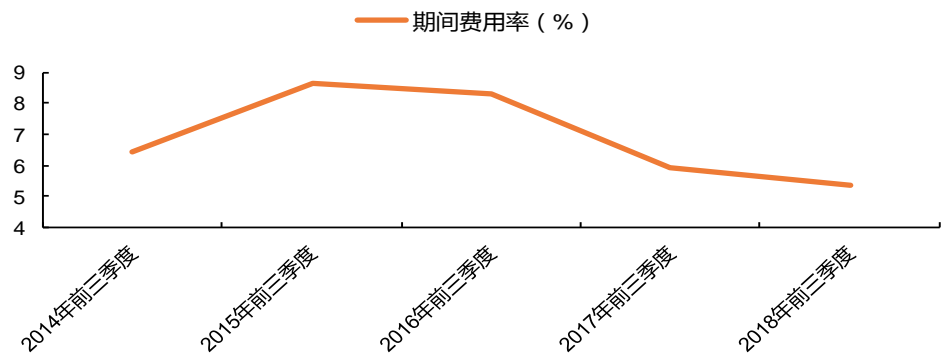


资料来源:wind, 平安证券研究所

### 2.3.3 大规模减税降费持续推进,企业费用有望继续下降

一方面,近几年钢铁企业均加大了对标挖潜力度,企业期间费用率呈下降趋势;另一方面,近年来我国持续推进减税降费,政策减负措施不断出台。2018 年初,在确定全年减税降费 1.1 万亿的政策措施目标后,政府随后又出台了促进实体经济发展、支持科技创新等一系列措施,预计全年减税降费规模将超过 1.3 万亿。近期中央一系列重要会议又发出了明确的减税降费政策信号,企业费用有望进一步下降。

图表42 SW 钢铁上市公司 2014—2018 年前三季度期间费用率呈下降趋势



资料来源: wind, 平安证券研究所

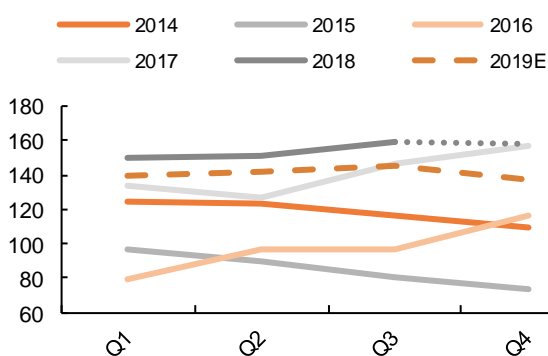
综上分析, 我们判断 2019 年成本端受主要原燃料价格相对坚挺影响, 整体或将有所抬升。

## 2.4 2019 年价格和盈利预测: 价格或小幅回落, 利润维持合理区间

### 2.4.1 钢材价格预判: 钢材价格波动变大, 钢价指数中枢或回落至 140 点左右

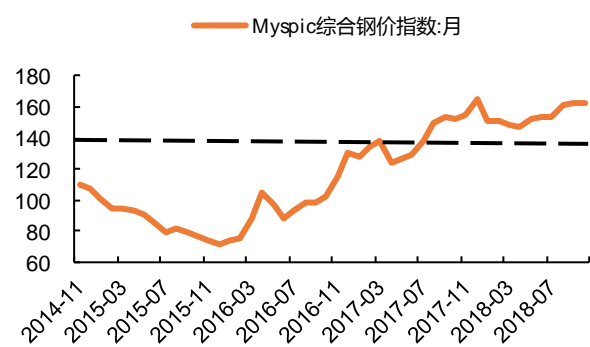
综合以上供需两端分析, 我们认为 2019 年供需或均小幅下滑, 但整体仍将维持基本平衡格局。由于政策性产能去化逐步退出, 供需格局调节将逐步回归市场规律这个“看不见的手”。由于市场规律调节的滞后性和波动性, 明年钢材价格波动或将变大。从钢价季节性走势来看, 一季度钢价整体偏弱, 二三季度价格震荡上升, 四季度冲高回落。Myspic 综合钢价指数中枢或回落至 140 点左右, 相比 2018 年下降 10%左右。

图表43 2019 年钢价季节性波动预测



资料来源: wind、平安证券研究所

图表44 2019 年钢价指数中枢预计在 140 点左右



资料来源: wind、平安证券研究所

### 2.4.2 盈利预测: 利润中枢下移, 仍维持在合理区间

综合以上供需、价格、成本等多因素分析, 我们认为 2019 年钢铁行业盈利整体同比或将小幅下滑, 但仍将维持合理空间。

由于螺纹钢是最具有代表性的钢材品种, 我们以螺纹钢合理的利润区间为例来测算。我们假设:

- (1) 产量的增量全部来自 17 年以来新置换的短流程电炉企业(100%使用废钢);

- (2) 新置换的短流程电炉企业全部生产螺纹钢；
  - (3) 短流程电炉企业其他成本项保持不变；
  - (4) 短流程电炉企业吨钢毛利为零时，企业就停止生产，不再产出，此时市场供需达到平衡状态。
- 在这种情境下，长流程螺纹钢企业的平均吨钢毛利即为市场均衡的利润。

(1) 首先对短流程电炉企业吨钢毛利进行 Stata 线性相关性检测并建立起建立线性回归模型：

$$\text{profit} = -814.4932 - 1.070063 * \text{sc} - 0.0030279 * \text{uge} + 0.8506963 * \text{p}$$

其中：SC—张家港废钢价格（6-8mm，不含税）；

Uge—一方大碳素超高功率石墨电极(500mm)到厂均价；

P—全国螺纹钢（HRB400-20mm）价格

假定 2019 年废钢平均价格为 2000 元/吨（此价格为 2017—2018 年均价），石墨电极均价为 100000 元/吨（此价格为 2017—2018 年均价），当短流程吨钢毛利为零时，通过模型计算出螺纹钢均衡价格为 3800 元。

(2) 其次再对长流程螺纹钢企业吨钢毛利进行 Stata 线性相关性检测并建立线性回归模型：

$$\ln \text{lgp} = 1.974538 + 0.0011396 * \text{p}$$

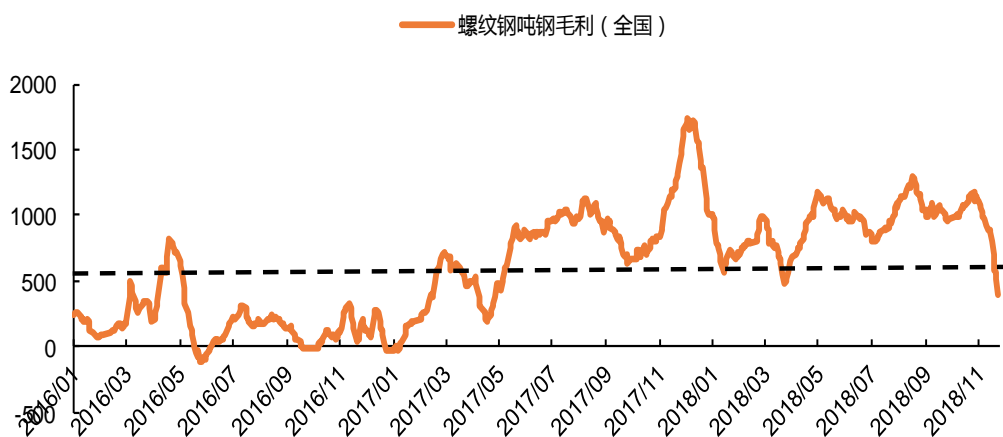
其中：lgp—长流程螺纹钢吨钢毛利；

P—全国螺纹钢（HRB400 20mm）价格

将螺纹钢均衡价格 3800 代入，可以计算出此时长流程螺纹钢企业吨钢毛利为 550 元左右。

综上分析，我们认为 2019 年螺纹钢吨钢毛利中枢值在 550 元左右，比 16—18 三年中枢值下降 10%—15%左右，仍然维持在合理区间。

图表45 预计 2019 年螺纹钢吨钢毛利中枢为 550 元左右



资料来源：wind，平安证券研究所

### 三、投资建议：自下而上——五维度精选优势个股

#### 3.1 否极泰来，维持行业“强于大市”评级

我们认为，2019年一季度可能是钢铁行业低迷期，钢铁板块或将迎来较大幅度调整。自9月国家及各地环保限产方案以来，环保限产放松的信号较为明显；同时，经济继续呈现下行趋势，制造业景气度下降、基建刺激效果迟滞，导致市场对钢铁供需预期急剧恶化，钢材价格11月份以来出现大幅度下降。考虑到19年一季度传统需求淡季、钢材价格承压，钢铁板块在明年一季度或迎来较大幅度调整。

但是，明年两会后市场或将迎来转机。针对经济下行压力，政策或将进一步加大对冲力度，地产调控政策存在边际放松可能。若地产政策放松，届时将极大改变市场预期，钢铁股可获得估值和业绩的双提升，有望带动钢铁股价上行。明年钢铁行业供给侧改革继续推进，行业兼并重组或将加速，基建投资主题热点不少，基本面仍然维持较好水平；同时经过2018年四季度至2019年一季度的大幅调整，板块估值和价值大幅背离，相对收益凸显，或将提升板块的整体吸引力和投资驱动力。因此，我们维持行业“强于大市”投资评级。

#### 3.2 自下而上，五维度精选优势个股

截止到12月7日，SW钢铁自2016年以来下跌17.91%，跑输同期沪深300指数3.18个百分点，但是仍然有多达15只个股跑赢板块和大盘指数，反映优势个股的成长性和可观的超额收益。

图表46 SW钢铁个股供改三年相对板块和大盘超额收益一览（2016—2018.12.07）

序号	个股	区间涨跌幅	相对同期 SW 钢铁 指数收益	相对同期沪深 300 指数收益
1	三钢闽光	110.16%	128.07%	124.89%
2	方大特钢	93.92%	111.83%	108.65%
3	华菱钢铁	93.25%	111.16%	107.98%
4	新钢股份	83.38%	101.29%	98.11%
5	柳钢股份	80.96%	98.87%	95.69%
6	宝钢股份	36.26%	54.17%	50.99%
7	鞍钢股份	21.67%	39.58%	36.40%
8	马钢股份	20.45%	38.36%	35.18%
9	太钢不锈	17.41%	35.32%	32.14%
10	南钢股份	10.32%	28.23%	25.05%
11	安阳钢铁	4.43%	22.34%	19.16%
12	韶钢松山	2.61%	20.52%	17.34%
13	凌钢股份	-1.48%	16.43%	13.25%
14	河钢股份	-4.19%	13.72%	10.54%
15	首钢股份	-4.41%	13.50%	10.32%
16	八一钢铁	-19.66%	-1.75%	-4.93%
17	大冶特钢	-20.59%	-2.68%	-5.86%
18	常宝股份	-21.12%	-3.21%	-6.39%

19	杭钢股份	-26.21%	-8.30%	-11.48%
20	新兴铸管	-27.30%	-9.39%	-12.57%
21	山东钢铁	-30.25%	-12.34%	-15.52%
22	本钢板材	-32.80%	-14.89%	-18.07%
23	重庆钢铁	-40.12%	-22.21%	-25.39%
24	包钢股份	-40.40%	-22.49%	-25.67%
25	西宁特钢	-45.62%	-27.71%	-30.89%
26	酒钢宏兴	-47.26%	-29.35%	-32.53%
27	永兴特钢	-54.44%	-36.53%	-39.71%
28	久立特材	-57.11%	-39.20%	-42.38%
29	沙钢股份	-58.34%	-40.43%	-43.61%
30	金洲管道	-67.73%	-49.82%	-53.00%
31	*ST 抚钢	-74.48%	-56.57%	-59.75%

资料来源: wind, 平安证券研究所

因此, 针对 2019 年波动变大市场, 自下而上精选优势个股就显得更加重要。我们分别从**成本、产能、产品、估值、分红**等五个维度综合评判, 最后精选出个股。

#### (1) 成本维度: 成本管控能力越强的企业, 盈利韧性更强

作为中游制造行业, 成本管控能力是永远绕不过去的话题。在大部分产品同质化竞争的钢铁行业, 拥有成本优势也就意味着拥有更强的盈利韧性。2016 年—2018 年三季度, 无论是成本费用利润率、销售成本率还是销售期间费用率排名, 三钢闽光综合排名前列, 其次是方大特钢, 超越行业大多数上市公司, 反映这两家企业成本管控能力位居行业前列。

图表47 钢铁个股成本指标情况

证券简称	成本费用利润率 (%)			销售成本率 (%)			销售期间费用率 (%)		
	2016 年报	2017 年报	2018 年 三季度	2016 年报	2017 年报	2018 年 三季度	2016 年报	2017 年报	2018 年 三季度
三钢闽光	7.25	23.55	26.20	87.48	73.90	72.24	3.00	1.53	1.60
方大特钢	8.73	24.31	24.23	80.38	67.97	66.99	8.74	7.25	8.17
沙钢股份	6.21	13.55	22.54	88.28	81.83	75.66	3.84	2.40	1.92
韶钢松山	0.72	10.89	16.93	95.37	86.74	80.40	5.73	1.97	4.67
南钢股份	1.50	10.14	14.52	89.82	83.66	78.86	8.22	5.55	5.13
常宝股份	6.04	4.83	12.08	85.95	84.64	78.53	11.28	10.39	8.81
武进不锈	10.41	9.71	11.57	78.89	80.90	80.07	9.77	9.21	7.94
马钢股份	2.74	7.59	11.41	88.16	86.79	84.70	6.77	4.48	4.73
华菱钢铁	-3.04	7.49	11.35	93.29	86.18	82.22	9.16	6.22	6.29
新钢股份	1.72	6.87	11.24	93.61	89.03	85.03	4.01	2.45	1.70
柳钢股份	0.75	6.89	10.72	94.69	91.03	85.96	3.88	1.37	2.57
永兴特钢	8.77	9.64	10.30	87.73	84.14	85.10	3.71	6.31	5.83
鞍钢股份	2.94	7.19	10.06	86.70	86.28	82.16	8.36	6.30	5.69
杭钢股份	3.92	7.11	9.36	91.15	89.25	86.48	4.35	2.24	2.44
重庆钢铁	-51.27	2.18	9.34	139.59	96.78	82.90	67.44	14.11	8.00



凌钢股份	0.94	7.53	9.16	92.55	85.24	84.72	5.62	3.91	3.57
宝钢股份	5.29	7.71	8.53	87.27	85.93	84.45	6.49	5.66	6.97
太钢不锈	1.89	7.03	8.29	85.37	83.69	83.48	10.00	7.93	7.40
久立特材	6.39	4.84	8.26	76.91	78.53	77.07	15.18	15.30	13.32
山东钢铁	-1.08	4.28	7.00	95.48	92.50	88.03	4.22	3.06	3.85
新兴铸管	0.87	2.72	6.73	94.49	89.20	82.69	4.83	5.62	5.76
安阳钢铁	0.50	6.39	6.61	90.66	85.71	87.36	8.16	7.32	5.63
首钢股份	1.16	5.49	6.49	88.42	86.83	85.86	9.11	7.04	6.82
包钢股份	0.27	4.08	5.14	91.40	84.48	83.87	9.05	9.13	9.25
河钢股份	1.97	2.03	4.70	86.20	87.63	86.11	11.13	8.29	7.99
大冶特钢	4.88	4.11	4.53	87.38	88.44	87.37	6.49	5.41	6.39
八一钢铁	0.37	7.57	3.98	89.91	85.95	86.89	11.23	6.07	8.04
金洲管道	2.43	4.45	3.95	86.42	88.22	86.48	9.86	8.25	8.25
酒钢宏兴	0.06	0.87	3.09	82.57	87.47	89.61	14.15	9.35	7.10
本钢板材	2.92	4.21	2.31	86.97	88.08	88.73	8.71	6.35	8.65
*ST 抚钢	-0.95	-26.05	-2.86	82.17	86.03	91.04	17.18	16.97	10.47
西宁特钢	0.56	0.94	-10.29	86.10	91.03	92.78	15.30	16.69	17.94

资料来源：wind，平安证券研究所

注：橙色表示该指标进入当年全板块上市公司前三名

## (2) 产能维度：产能成稀缺指标，拥有更多产能意味着能够进一步扩大市场份额

由于“严禁新增产能”政策红线依然没有放松，产能指标就成为稀缺资源。若能拥有合法新增产能，将进一步扩大生产规模，摊薄固定成本，并提升市场占有率。我们结合各个上市公司 2017 年年报披露的同业竞争情况及解决承诺期限和最新相关公告，认为三钢闽光、宝钢股份、华菱钢铁、抚顺特钢等公司未来受益于解决同业竞争，产能有望进一步扩大。

图表48 上市公司 2017 年同业竞争及承诺情况

序号	股票代码	钢企名称	2017 年产能 (万吨)	是否存在同业竞争	承诺解决期限	备注
1	600019.SH	宝钢股份	4640	是	无具体期限	公司控股股东中国宝武于 2018 年 11 月 30 日与江苏省人民政府等签订了《战略合作协议》，共同推进中国宝武梅钢区域产业向江苏沿海转移。根据计划，未来拟建设的宝武盐城绿色精品钢基地产能合计 2000 万吨（其中一期项目 800—1000 万吨），高于原梅钢的 700 万吨，并有望纳入上市公司体系，公司未来产能有望扩张。
2	000709.SZ	河钢股份	3000	是	无具体期限	
3	000898.SZ	鞍钢股份	2456	是	无具体期限	

4	000959.SZ	首钢股份	1720	是	无具体期限	
5	000932.SZ	华菱钢铁	1700	是	5年(截止到2022年11月22日)	华菱集团承诺在阳钢达到注入条件的6个月内,依法启动将阳钢股权或资产注入上市公司的相关程序。2017年阳钢实现净利润6.05亿元,达到了“最近一期经审计净利润不低于5亿元”的注入条件之一,未来阳钢有注入上市的可能。
6	600808.SH	马钢股份	1700	否	否	
7	600010.SH	包钢股份	1617	否	否	
8	600022.SH	山东钢铁	1510	否	否	
9	000761.SZ	本钢板材	1200	否	否	
10	000825.SZ	太钢不锈	1090	否	否	
11	600307.SH	酒钢宏兴	1000	是	无具体期限	
12	601003.SH	柳钢股份	1000	是	无具体期限	
13	600282.SH	南钢股份	940	是	无具体期限	
14	600569.SH	安阳钢铁	938	是	无具体期限	
15	600782.SH	新钢股份	900	是	无具体期限	
16	002110.SZ	三钢闽光	830	是	部分已完成	2018完成三安钢铁的收购后,公司产能扩充至900万吨,四季度又竞买到山东钢铁在新疆退出的粗钢产能指标135万吨,后期产能规模有望超过1100万吨
17	600581.SH	八一钢铁	800	是	无具体期限	
18	000778.SZ	新兴铸管	790	是	无具体期限	
19	600231.SH	凌钢股份	741	否	否	
20	601005.SH	重庆钢铁	715	是	无具体期限	
21	000717.SZ	韶钢松山	700	是	无具体期限	
22	600126.SH	杭钢股份	400	是	无具体期限	
23	600507.SH	方大特钢	350	是	无具体期限	

24	002075.SZ	沙钢股份	272	是	无具体期限
25	000708.SZ	大冶特钢	210	否	否
26	600117.SH	西宁特钢	160	否	否
27	002443.SZ	金洲管道	125	否	否
28	600399.SH	*ST 抚钢	80	是	重整完成之日起的五年内
29	002478.SZ	常宝股份	75	是	无具体期限
30	002756.SZ	永兴特钢	30	否	否
31	002318.SZ	久立特材	11	否	否
32	603878.SH	武进不锈	7.35	否	否

资料来源: wind, 平安证券研究所

### (3) 产品维度: 高端产品、特钢产品需求空间继续增长, 利好具有产品优势企业

随着国内装备制造产业结构调整和升级, 高端产品、特殊产品空间有望继续增长。综合上市公司主要产品结构和市场知名度来看, 宝钢股份、南钢股份在部分高端产品里占有较大优势; 太钢不锈在不锈钢领域实力较强; 大冶特钢在特钢多个品种领域拥有较强竞争力。

图表49 上市公司主要产品结构一览

股票代码	钢企名称	2017 年末产能 (万吨)	主要产品结构
000708.SZ	大冶特钢	210	65%合金合工钢, 15%碳结碳工钢, 5%轴承钢, 6%高温合金钢, 5%不锈钢, 4%锻造
000709.SZ	河钢股份	3000	20%螺纹钢, 10%线材, 30%热轧, 30%冷轧, 5%中厚板, 5%型材
000717.SZ	韶钢松山	700	50%螺纹钢, 20%线材, 30%中厚板
000761.SZ	本钢板材	1200	65%热轧, 25%冷轧, 10%特钢
000778.SZ	新兴铸管	790	260 万吨球墨铸铁管、500 万吨钢材、108 万吨管件、300 万米钢塑复合管、18 万吨特种钢管、12 万吨钢格板
000825.SZ	太钢不锈	1090	39.47%不锈钢, 43.86%热轧, 3.51%无取向硅钢, 13.16%中板
000898.SZ	鞍钢股份	2456	6%线材, 39%热轧, 36%冷轧, 17%中厚板, 3%钢管
000932.SZ	华菱钢铁	1700	14%螺纹钢, 7%线材, 30%热轧, 14%冷轧, 25%中厚板, 9%钢管
000959.SZ	首钢股份	1720	45%热轧, 55%冷轧
002075.SZ	沙钢股份	272	20%螺纹钢, 43%线材, 4%热轧, 33%圆坯管坯
002110.SZ	三钢闽光	830	57%螺纹钢, 25%线材, 18%冷轧
002318.SZ	久立特材	11	17%不锈钢无缝管, 20%焊接管, 9%大口径油气输送管, 18%超超临界锅炉管, 18%LNG 大口径输送管, 9%双金属复合管

002443.SZ	金洲管道	125	59%镀锌钢管,11%钢塑复合管,14%螺旋埋弧焊管,5%高频直缝焊管,7%直缝埋弧焊管,3%普通高频直缝焊管
002478.SZ	常宝股份	75	33%油管, 33%套管, 27%锅炉管, 7%品种管
002756.SZ	永兴特钢	30	56%不锈钢棒材, 39%不锈钢线材
600010.SH	包钢股份	1617	10%管材, 55%板材, 12%型材, 15%线棒材
600019.SH	宝钢股份	4640	3%螺纹钢, 4%线材, 45%热轧, 32%冷轧, 9%中厚板, 3%硅钢, 4%钢管
600022.SH	山东钢铁	1510	27%螺纹钢, 33%热轧, 5%冷轧, 36%中厚板
600117.SH	西宁特钢	160	58%合金合工钢, 42%轴承钢
600126.SH	杭钢股份	400	100%热轧
600231.SH	凌钢股份	741	66%螺纹钢, 8%线材, 19%热轧, 7%钢管
600282.SH	南钢股份	940	20%螺纹钢, 7%线材, 7%热轧, 60%中厚板, 6%带钢
600307.SH	酒钢宏兴	1000	50%螺纹钢和线材, 20%热轧, 13%冷轧, 9%中厚板, 8%不锈钢
600399.SH	*ST 抚钢	80	67%合金结构钢、16%不锈钢、15%工具钢、1%高温合金钢
600507.SH	方大特钢	350	63%螺纹钢, 9%线材, 28%弹簧扁钢及扁簧
600569.SH	安阳钢铁	938	7%线材, 38%热轧, 12%冷轧, 24%中厚板和 19%型材
600581.SH	八一钢铁	800	21%螺纹钢, 21%线材, 36%热轧, 7%冷轧, 14%中厚板
600782.SH	新钢股份	900	7%螺纹钢, 17%线材, 32%热轧, 13%冷轧, 30%中厚板, 2%金属制品
600808.SH	马钢股份	1700	49%螺纹钢和线材, 50%热轧和冷轧, 1%火车轮
601003.SH	柳钢股份	1000	16%线材, 18%中厚板, 66%型钢
601005.SH	重庆钢铁	715	76%热卷, 5%棒材和 19%其它板材
603878.SH	武进不锈	7.35	59%无缝管, 27%焊接管, 14%管件及法兰

资料来源: wind, 平安证券研究所

#### (4) 估值维度: 估值越低的企业, 安全边际更高

一般来说, 更低的估值意味着更高的安全边际。从估值和吨钢市值来看, 华菱钢铁、新钢股份、三钢闽光、南钢股份等公司估值较低, 安全边际较高。

图表50 上市钢企最新估值表 (截止到 12 月 7 日收盘)

证券代码	钢企名称	2017 年产能 (万吨)	总市值 (亿元)	吨钢市值 (元/吨)	PE(TTM)	PB(LF)
600117.SH	西宁特钢	160	39.61	2,475.62	-11.15	1.55
600399.SH	*ST 抚钢	80	30.94	3,867.50	-2.02	-3.25
000932.SZ	华菱钢铁	1700	189.99	1,117.56	2.70	1.22
600782.SH	新钢股份	900	161.35	1,792.77	2.84	0.95
002110.SZ	三钢闽光	830	219.99	2,650.46	3.29	1.29
600282.SH	南钢股份	940	152.97	1,627.32	3.33	1.03
000717.SZ	韶钢松山	700	123.88	1,769.71	3.52	2.18
600569.SH	安阳钢铁	938	78.99	842.13	3.60	0.98

601003.SH	柳钢股份	1000	177.35	1,773.45	3.82	1.93
000825.SZ	太钢不锈	1090	262.03	2,403.92	4.02	0.89
600808.SH	马钢股份	1700	281.07	1,653.38	4.03	1.00
000898.SZ	鞍钢股份	2456	397.91	1,620.17	4.34	0.78
600507.SH	方大特钢	350	148.90	4,254.34	4.49	2.80
600231.SH	凌钢股份	741	82.86	1,118.16	5.57	1.10
600022.SH	山东钢铁	1510	182.81	1,210.64	5.59	0.89
601005.SH	重庆钢铁	715	175.70	2,457.29	6.55	0.96
600019.SH	宝钢股份	4640	1,540.94	3,320.99	6.63	0.90
600581.SH	八一钢铁	800	60.70	758.78	6.90	1.55
600126.SH	杭钢股份	400	155.35	3,883.77	7.02	0.86
000959.SZ	首钢股份	1720	206.29	1,199.34	7.97	0.79
000708.SZ	大冶特钢	210	41.03	1,953.86	8.26	0.96
000778.SZ	新兴铸管	790	179.59	2,273.29	8.57	0.88
000709.SZ	河钢股份	3000	318.56	1,061.86	10.64	0.57
002756.SZ	永兴特钢	30	46.58	15,528.00	11.05	1.39
002478.SZ	常宝股份	75	48.38	6,451.15	11.62	1.30
000761.SZ	本钢板材	1200	143.00	1,191.68	13.11	0.76
603878.SH	武进不锈	7.35	24.90	33,883.40	13.87	1.17
600307.SH	酒钢宏兴	1000	126.52	1,265.20	15.24	1.18
002075.SZ	沙钢股份	272	216.26	7,950.87	16.28	5.04
002443.SZ	金洲管道	125	29.10	2,327.83	17.59	1.33
002318.SZ	久立特材	11	53.52	48,655.16	22.17	1.79
600010.SH	包钢股份	1617	702.01	4,341.43	23.73	1.35

资料来源：wind，平安证券研究所

#### (5) 分红维度：分红较高且稳定的公司，投资回报更好

随着钢铁企业盈利增长，钢铁上市公司也加大了分红比例，钢铁板块股息率明显上升。结合近年来股利分红率和公司三季度利润来看，方大特钢、三钢闽光、永兴特钢、柳钢股份、宝钢股份上市以来分红率较高，未来分红的概率也更大。

图表51 上市钢企分红情况一览表

证券代码	证券简称	2017年归属母 公司股东的净 利润 (亿元)	2018年三季度 归属母公司股 东的净利润 (亿元)	上市以 来分红 率 (%)	2008— 2017年每 股税前股利 (元)	近12个 月股息率 (%)
600507.SH	方大特钢	25.40	23.15	76.61	3.87	14.68
002110.SZ	三钢闽光	39.90	51.79	42.46	2.05	9.54
002756.SZ	永兴特钢	3.52	3.30	54.05	1.33	7.95
601003.SH	柳钢股份	26.46	32.54	45.58	1.09	7.79
600019.SH	宝钢股份	191.70	157.47	45.41	2.37	6.70
000825.SZ	太钢不锈	46.22	40.61	28.79	0.99	5.29
600808.SH	马钢股份	41.29	55.83	32.02	0.39	4.45
000898.SZ	鞍钢股份	56.05	68.55	45.47	1.34	4.20
000709.SZ	河钢股份	18.17	33.71	43.86	0.79	3.40

000778.SZ	新兴铸管	10.93	18.11	34.29	1.40	3.39
000708.SZ	大冶特钢	3.95	3.80	24.95	2.40	3.30
200761.SZ	本钢板 B	16.00	8.25	38.55	0.77	2.57
603878.SH	武进不锈	1.28	1.45	40.19	0.50	2.54
002318.SZ	久立特材	1.34	2.16	32.25	1.03	2.30
002478.SZ	常宝股份	1.44	3.68	49.54	2.11	2.04
600782.SH	新钢股份	31.11	39.48	15.43	0.43	1.84
002443.SZ	金洲管道	1.63	1.10	40.21	0.79	1.75
600231.SH	凌钢股份	12.07	12.77	19.38	0.37	1.52
600282.SH	南钢股份	32.00	34.37	29.97	0.50	1.45
000761.SZ	本钢板材	16.00	8.25	38.18	0.77	1.37
002075.SZ	沙钢股份	7.05	9.93	0.24	0.03	0.36
600010.SH	包钢股份	20.61	23.04	31.26	0.23	0.33
000932.SZ	华菱钢铁	41.21	54.76	11.22	0.15	0.00
000717.SZ	韶钢松山	25.17	27.57	18.17	0.05	0.00
600022.SH	山东钢铁	19.24	24.18	29.14	0.65	0.00
000959.SZ	首钢股份	22.11	21.41	59.10	0.52	0.00
600126.SH	杭钢股份	17.96	16.05	23.06	0.57	0.00
600569.SH	安阳钢铁	16.01	15.73	25.00	0.12	0.00
601005.SH	重庆钢铁	3.20	14.80	21.50	0.20	0.00
600307.SH	酒钢宏兴	4.21	10.74	28.85	0.55	0.00
600581.SH	八一钢铁	11.68	5.77	24.68	0.66	0.00
600399.SH	*ST 抚钢	-13.38	-1.26	26.60	0.15	0.00
600117.SH	西宁特钢	0.60	-5.76	12.02	0.06	0.00

资料来源: wind, 平安证券研究所

我们分别从以上五个维度挑选出每个维度排名最优秀的前 5 家公司, 分别用 1-5 分来从低到高予以评分, 综合打分情况如下表。

图表52 五个维度打分排名情况一览

股票代码	钢企名称	成本	产能	产品	估值	分红	总计
002110.SZ	三钢闽光	5	5		3	4	17
600019.SH	宝钢股份		3	5		1	9
000932.SZ	华菱钢铁		4		5		9
600507.SH	方大特钢	4				5	9
002756.SZ	永兴特钢	2				3	5
000825.SZ	太钢不锈			4			4
600282.SH	南钢股份			2	2		4
600782.SH	新钢股份				4		4
002075.SZ	沙钢股份	3					3
000708.SZ	大冶特钢			3			3
601003.SH	柳钢股份					2	2
600399.SH	*ST 抚钢		2				2
603878.SH	武进不锈	1					1
000778.SZ	新兴铸管			1			1
000717.SZ	韶钢松山				1		1

资料来源: 平安证券研究所

综合以上分析，我们推荐三钢闽光、宝钢股份、华菱钢铁、太钢不锈、南钢股份，建议关注方大特钢、新钢股份。

## 四、风险提示

- 1、经济大幅下行及贸易摩擦加剧的风险。**如果宏观经济大幅下降将导致行业需求持续承压，导致行业供需格局恶化，进而影响行业业绩增长和投资预期恶化；而贸易摩擦加剧可能导致我国外贸形势进一步恶化，进而影响宏观经济发展和市场预期，钢铁板块将受到严重波及。
- 2、行业供给侧改革及环保政策出现松动。**如果产能严控政策出现松动，产能有可能出现反弹；同时，环保限产政策松动也可能导致产能释放超预期，影响钢材价格稳定。
- 3、原材料价格上涨过快风险。**如果铁矿石、焦煤等原材价格过快上涨，将造成钢厂生产成本上升，导致钢厂企业利润被侵蚀，影响企业经营和健康发展。
- 4、利率持续上行。**若市场利率持续上行，企业融资成本上升，盈利下降，导致资本市场下挫，也会影响大宗商品需求，对钢铁板块产生不利影响。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033