

钢铁 II

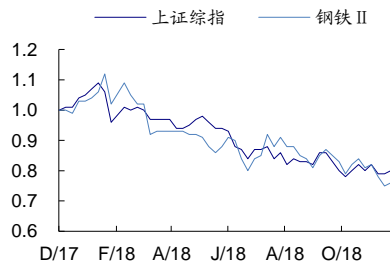
2019 年钢铁行业投资策略

中性

(维持评级)

2018 年 12 月 13 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 2018 年 12 月投资策略: 限产影响弱化, 钢厂利润收缩》——2018-12-10  
 《钢铁行业周报 (12 月 3 日-12 月 9 日): 库存双降, 钢价反弹》——2018-12-10  
 《钢铁行业周报 (11 月 26 日-12 月 2 日): 库存继续下降, 钢价止跌反弹》——2018-12-03  
 《钢铁行业周报 (11 月 19 日-11 月 25 日): 厂库累积, 钢价下挫》——2018-11-26  
 《钢铁行业周报 (11 月 12 日-11 月 17 日): 限产不及预期, 钢厂利润收缩》——2018-11-19

联系人: 王海涛

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

联系人: 冯思宇

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

行业投资策略

周期轮动, 强者恒强

● 2019 年钢材消费增速回落

2019 年上半年受到房地产新开工的拉动, 钢材消费同比有望持平, 但下半年则会受到房地产销售增速下滑以及房地产企业拿地不积极的影响, 房地产行业钢材消费下滑。预计汽车行业钢材消费将略有下降, 机械行业钢材消费将略有增长。预计 2019 年全年钢材消费保持-1%-0.5%的增速。

● 库存周期下行, 产能周期回升

从库存周期看, 我国正处于顶部向下的阶段, 预计 2019 年 2 月份行业销售利润率达到最低点。从产能周期看, 我国将逐渐从产能扩张阶段转向设备更新换代阶段, 处于周期回升阶段, 板材特别是中厚板产品的消费有望继续保持较高水平。

● 产能继续下降, 潜在产能增加

我国钢铁行业已从直接去产能变为落后产能减量置换, 同时随着环保的改善, 潜在产能释放。在钢材消费持平或者略微下降的情况下, 钢铁行业产能将不会更加紧张。预计 2019 年我国粗钢产量将增长 1500 万吨左右。

● 双焦价格坚挺, 铁矿趋弱

双焦供应受到环保、安检、产能置换等影响, 在政策严格执行的情况下焦煤和焦炭产能将较为紧张, 预计 2019 年全年价格有望维持较高水平。预计 2019 年全球铁矿石需求增量略低于产量, 铁矿石价格将低位运行。

● 价格高位回落, 利润将恢复到正常水平

预计 2019 年, 随着钢价下跌至钢铁企业成本线附近, 企业有较强的减产动力, 库存增加幅度和高度要低于 2018 年。春节后, 在低库存、消费启动的情况下, 钢材价格有望有一波上涨行情。

● 2018 年国内外钢铁板块均下跌

年初至今 (12 月 6 日) 中信钢铁指数下跌 23.87%, 板块的 PE 和 PB 持续下跌。2019 年, 预计钢铁企业盈利能力下降, 估值得到修复。

● 钢铁行业投资策略

2019 年在消费大概率下行时, 预计长材盈利要仍然高于板卷。建议关注方大特钢、三钢闽光、韶钢松山、柳钢股份等长材生产企业。另外, 推荐高端板材代表宝钢股份, 特钢棒线材代表大冶特钢, 企业产品附加值高, 产品盈利相对稳定。

● 风险提示

钢材需求大幅下滑。

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

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
600507	方大特钢	增持	10.40	15,079	1.63	1.41	6.4	7.4
002110	三钢闽光	增持	13.53	22,113	4.58	4.85	3.0	2.8
000717	韶钢松山	增持	5.04	12,194	1.58	1.31	3.2	3.8
601003	柳钢股份	增持	6.83	17,504	1.77	1.77	3.9	3.9
600019	宝钢股份	增持	6.89	153,426	0.99	1.07	7.0	6.4
000708	大冶特钢	增持	9.04	4,063	1.40	1.72	6.5	5.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>2019 年钢材消费增速回落</b> .....	<b>4</b>
消费增长、供给受限导致了 2016-2018 年钢价和利润大增.....	4
房地产拉动钢材消费力度将下降.....	4
制造业投资增速加快，基建投资触底反弹.....	6
汽车产销量下滑影响板卷消费.....	6
2019 年钢材消费将前高后低，消费增速继续放缓.....	6
<b>库存周期下行，产能周期回升</b> .....	<b>7</b>
库存周期下行，潜在消费下降.....	7
投资周期/产能周期上升阶段.....	8
<b>出口有望略微增加</b> .....	<b>9</b>
<b>产能继续下降，潜在产能增加</b> .....	<b>9</b>
从直接去产能到落后产能减量置换.....	9
企业环保改善，潜在产能释放.....	10
预计 2019 年粗钢产量将略微增加 1500 万吨左右.....	11
<b>双焦价格坚挺，铁矿趋弱</b> .....	<b>11</b>
铁矿石产销均有增长.....	11
环保、安检、产能置换等影响双焦供应.....	12
<b>价格高位回落、利润将恢复到正常水平</b> .....	<b>13</b>
<b>兼并重组，集中度提升</b> .....	<b>15</b>
<b>2018 年国内外钢铁板块均下跌</b> .....	<b>16</b>
高盈利下的低估值.....	16
国际钢铁股大多下跌.....	17
<b>钢铁行业投资策略</b> .....	<b>18</b>
长材企业阶段性机会.....	18
产品附加值较高、盈利稳定的企业.....	19
<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>20</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>20</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 中国历年粗钢产能 (亿吨) .....	4
图 2: 生铁产量同比增速与黑金冶炼和压延行业利润率 .....	4
图 3: 房地产新开工面积和竣工面积单月同比增速 .....	5
图 4: 期房和现房销售面积累计增速 .....	5
图 5: 房地产投资增速和螺纹钢价格指数的关系 .....	5
图 6: 基建投资增速和螺纹钢价格指数的关系 .....	5
图 7: 制造业和基建投资增速 .....	6
图 8: 汽车产量与销售量月度增速 .....	6
图 9: 黑色金属行业销售利润率和库存、PPI 的关系 .....	8
图 10: 5000 户工业企业景气扩散指数固定资产投资情况 .....	9
图 11: 黑色和有色行业固定资产投资累计增速 .....	9
图 12: 粗钢净出口量和黑色金属行业销售利润率的关系 (万吨, %) .....	9
图 13: 唐山地区高炉开工率 .....	11
图 14: 炼焦煤月产量及增速 (万吨) .....	12
图 15: 炼焦煤月进口量及增速 (万吨) .....	12
图 16: 明年一季度螺纹钢库存、利润及生产区情况 (万吨, 元/吨) .....	14
图 17: 中国钢铁企业粗钢产量集中度 (%) .....	15
图 18: 机构钢铁股持仓市值占比和钢铁板块市值占比 .....	16
图 19: 申万钢铁板块市净率和市盈率中值 .....	16
图 20: 申万一级行业市盈率情况 .....	17
图 21: 申万一级行业 PB-ROE 情况 .....	17
图 22: 钢铁板块和宝钢股份、大冶特钢销售毛利率 .....	19
表 1: 2016-2018 年粗钢表观消费量测算 (万吨, %) .....	7
表 2: 库存周期时间及库存同比变化情况 .....	8
表 3: 2019 年全球铁矿石增产/减产产量测算 .....	11
表 4: 全球主要生铁产量增长较快国家及增速 (千吨) .....	12
表 5: 黑色系现货、期货价格及利润情况 (元/吨) .....	14
表 6: 国际钢铁股走势与估值 .....	18
表 7: 主要长材生产企业估值和现金分红比例 .....	18

## 2019 年钢材消费增速回落

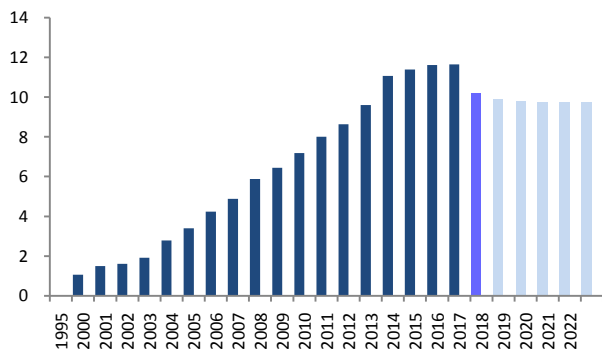
### 消费增长、供给受限导致了 2016-2018 年钢价和利润大增

从历史上来看，钢材消费增长拉动钢铁产能建设，导致中国粗钢产能由 1995 年的 1.06 亿吨增长到了 2016 年的 11.6 亿吨。并且在其中的后 10 年期间，政府一直在出台政策限制新建和扩建产能。然而政策和实际执行的脱节导致了不合规产能的大量增加。由于不合规的产能大多为小型设备，其建设速度很快，这些产能的释放填补了由于消费大幅增长导致的供给不足。因此，在钢铁行业利润率处于高位的情况下，供给增速也达到了很高水平。以 2003-2005 年为例，黑色金属冶炼和压延行业的销售利润率在 6% 以上，同期生铁产量同比增速维持在 20% 左右的较高水平。2010 年以来，随着钢材消费增速的下降和粗钢产能的增加，黑色金属行业销售利润率也回归到 1-2% 的水平，生铁产量同比增速也回落到个位数。

供给侧改革以来，一方面关停不合规产能，不允许其生产。另一方面，对设备落后、僵尸企业、环保严重不达标企业也进行了关停。因此，虽然 2017 年以来黑色金属行业销售利润率重回 6% 以上的水平，但生铁产量仍保持在了较低的个位数增长。因此，在消费快速增长，供给受限的情况下，钢材价格上涨、企业利润成倍增长、出口大幅下降成为钢铁行业供给侧改革以来的重要表现。然而，这一切的基础仍然是消费的增长，而供给侧改革、环保限产等限制了产量的增加，进而推升了钢价。因此，未来钢价和钢铁企业利润的预测仍会回归到消费的预测上来。

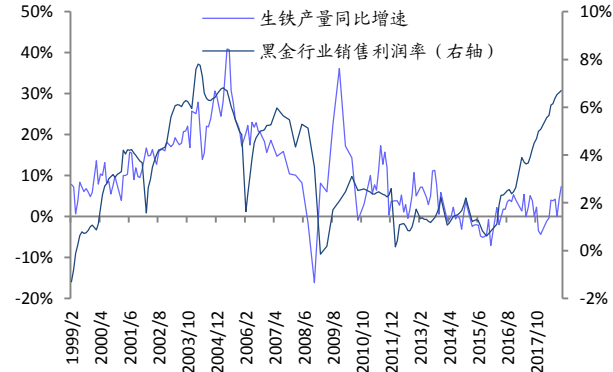
备注：本节采用了生铁产量作为供给指标主要是由于地条钢产量不在统计数据范围内，如果采用粗钢产量会影响同比增速数据的真实性。一般来说粗钢产量等于生铁产量加上废钢的供应量，废钢的供应量每年都会小幅增长，因此粗钢产量增速理论上会略高于生铁产量增速。

图 1：中国历年粗钢产能（亿吨）



资料来源：OECD、CRU，国信证券经济研究所整理

图 2：生铁产量同比增速与黑金冶炼和压延行业利润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 房地产拉动钢材消费力度将下降

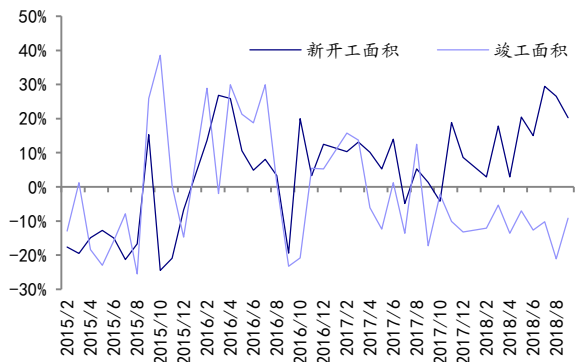
2018 年房地产投资和新开工面积仍保持了较高水平，成为拉动钢材消费增长的主要动力。然而，房地产销售增速下滑的影响，将逐渐传导至新开工，最终影响钢材消费。

在房地产资金压力加大的情况下，企业想更快的回笼资金，因此大多加紧施工，使项目能够尽快达到预售条件，并拿到预售许可证后开始销售。（一般来说预售除取得土地证、施工许可证外，还包括投入开发建设的资金达到工程建设总投资的百分

之二十五以上)。房地产销售后，资金回笼，企业施工进度也就可以放缓。

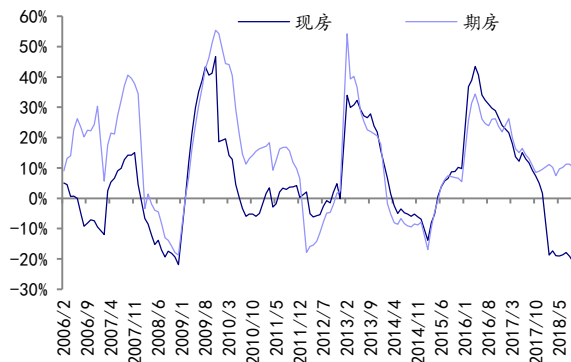
从数据上来看，新开工面积增速维持较高水平，而竣工面积增速持续为负。以2018年9月份为例，新开工面积累计增速为16.4%，而竣工面积增速为-11.4%。从单月来看，新开工面积已经连续10个月保持增长，而竣工面积则连续14个月保持负增长。

图3：房地产新开工面积和竣工面积单月同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算整理

图4：期房和现房销售面积累计增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

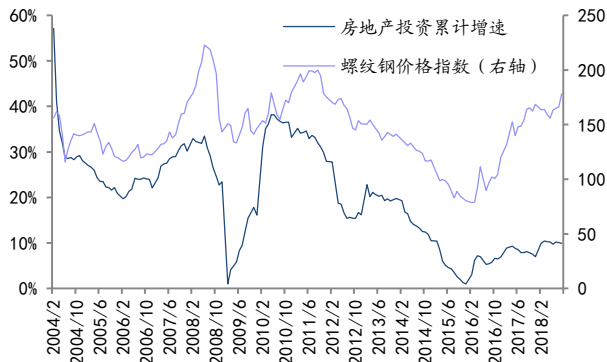
另外，从房地产销售的现房和期房面积累计增速也可以看出，以往两者具有很高的相关性。但2017年底以来，两者增速出现明显的剪刀差。目前房地产期房销售面积累计增速仍然维持在10%左右的高速增长，而现房销售面积同比增速已经下滑到-20%。

可见房地产企业赶工期成为常态，赶工期的同时也拉动了螺纹钢的消费。

房地产行业是螺纹钢消费的主要行业，从螺纹钢价格来看，和房地产行业投资相关性很高。下图列出了房地产投资增速和螺纹钢价格指数的关系，两者趋势基本完全一致。

而反观基建投资和螺纹钢价格指数的关系，两者则基本相反。可见基建主要起到了经济托底作用，在经济下滑、消费动力不足时，启动基建平滑经济周期。所以螺纹钢消费和基建投资增速负相关，而未来增加基建投资并不会带来螺纹钢消费的大幅增加。

图5：房地产投资增速和螺纹钢价格指数的关系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算整理

图6：基建投资增速和螺纹钢价格指数的关系

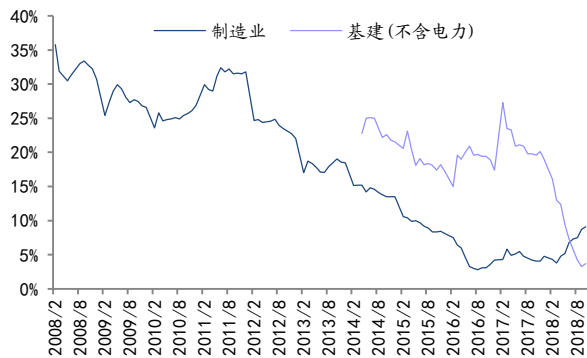


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 制造业投资增速加快，基建投资触底反弹

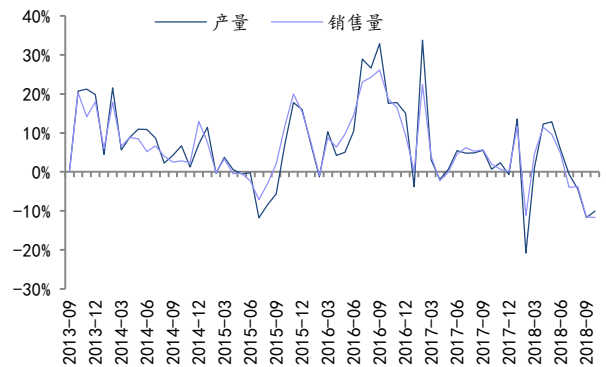
制造业累计投资增速由年初的 3.8% 增长到 2018 年 10 月份的 9.1%，增速加快。制造业中增速较快的几个行业主要是：废旧资源综合利用、化纤制造、家具制造、木材加工、计算机、非金属矿物制造业、金属制品、黑色金属冶炼和压延、专用设备制造、电气机械，上述 10 个行业固定资产投资增速均高于平均水平。其中，大部分行业均为钢铁相关行业，并且受到了钢铁行业景气回升的带动。

图 7：制造业和基建投资增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算整理

图 8：汽车产量与销售量月度增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，中汽协

### 汽车产销量下滑影响板卷消费

2018 年下半年以来汽车产销量均出现明显下滑，其中 10 月份当月汽车产量和消费量分别下滑 10.05% 和 11.7%。其中，乘用车下滑幅度最大，10 月份当月销售量下滑 12.99%，商用车销售也仅略微增长。其中，客车销售量同比也出现下滑，货车销售量同比仍处于增长区间。

在经济下行、居民去杠杆期间，乘用车消费也受到影响。另外，2017 年车辆购置税优惠政策透支了部分需求，导致 2018 年汽车销售量受到影响。

### 2019 年钢材消费将前高后低，消费增速继续放缓

由于统计数据偏差，通过铁矿石+废钢推算粗钢产量，并考虑钢材进出口量推算钢材消费量。结果显示我国钢材消费量增速从 2017 年的 9% 左右的水平下降到 2018 年 1-10 月份的 3.6% 左右。



**表 1: 2016-2018 年粗钢表观消费量测算 (万吨, %)**

项目	2016	2017	2017 年 1-10 月	2018 年 1-10 月
铁矿石进口量	102,412.0	107,474.0	89,673.0	89,187.0
国产铁矿石量	23,174.6	24,962.1	20,677.0	19,515.0
铁矿港口库存增量	923.0	1,862.0	1,862.0	-404.6
钢厂铁矿库存增量	-117.6	-213.2	-213.2	-44.3
铁矿石消费量	117,677.8	123,359.4	102,519.0	102,911.2
生铁产量	75,921.2	79,586.7	66,141.3	66,394.3
钢铁行业废钢消耗量	13,250.0	14,237.5	16,804.0	19,012.0
粗钢产量	84,050.1	88,421.1	77,957.8	80,185.4
钢材社会库存增量	24.7	9.4	-26.3	145.9
钢材企业库存增量	-42.5	-201.0	13.0	14.0
钢材进口量	1,091.0	1,096.0	1,096.0	1,109.0
钢材出口量	9,263.0	6,449.0	6,461.0	5,867.0
钢坯进口量	23.9	31.0	39.3	36.0
钢坯出口量	1.1	0.5	-	-
粗钢表观消费量	76,081.8	83,393.4	72,752.5	75,401.9
表观消费增速		9.6%		3.6%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理测算

2019 年上半年受到房地产新开工的拉动, 钢材消费同比有望持平, 但下半年则会受到房地产销售增速下滑以及房地产企业拿地不积极的影响, 房地产行业钢材消费下滑。预计全年房地产行业钢材消费同比略有下降 1-2%。

2019 年汽车行业钢材消费将略有下降, 其中乘用车产量大概率继续下降, 客车及货车产量增速大幅放缓, 全年预计汽车行业钢材消费量下降 2-4%左右。

机械行业钢材消费将略有增长。受到以挖掘机为主的工程机械产销量增长的影响以及基建投资的拉动, 预计工程机械行业钢材消费将继续稳定增长。同时, 产能周期向上, 部分行业固定资产投资缓慢增加, 专用设备产量有望保持增长。预计 2019 年机械行业钢材消费将保持 3-5%的增长。

综上所述, 预计 2019 年全年钢材消费和去年持平或略微下降, 全年保持-1%-0.5%的增速。

## 库存周期下行, 产能周期回升

大宗商品价格受到供需、库存、政策等多方面影响, 但需求仍是核心影响因素。从几类周期来看, 2019 年处于库存周期下降、投资/产能周期上升、房地产周期下降阶段。钢铁行业作为强周期行业, 虽然供给侧改革对产量释放有较大的限制, 但钢材消费也不能免受影响。

### 库存周期下行, 潜在消费下降

库存周期为投机周期, 包含主动去库存、被动去库存、主动补库存和被动补库存四个阶段, 其中去库存过程中会导致潜在消费量下降。从 1999 年以来, 经历了 6 次库存周期, 平均每个库存周期 3.2 年。

表 2: 库存周期时间及库存同比变化情况

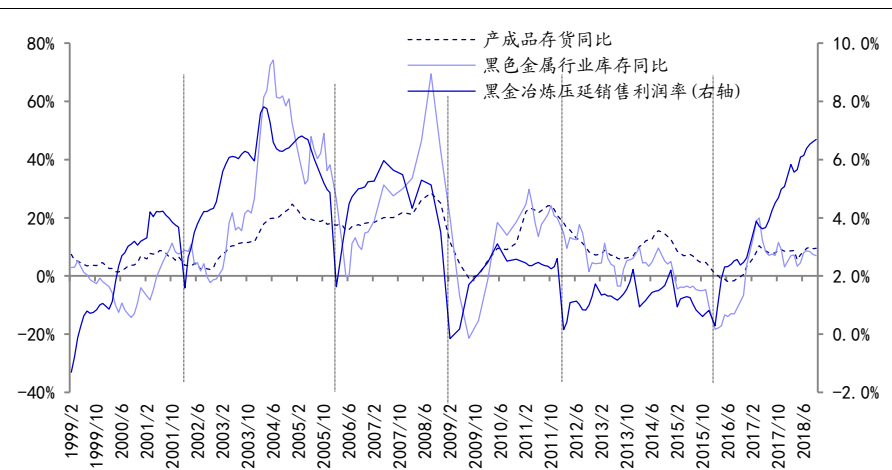
时间	产成品存货累计同比, %	库存周期位置
1999-02	7.37	库存高点
2000-05	1.39	库存低点
2001-07	8.59	库存高点
2002-10	2.21	库存低点
2004-12	24.65	库存高点
2006-06	16.02	库存低点
2008-08	28.54	库存高点
2009-08	-0.76	库存低点
2011-10	24.17	库存高点
2013-08	5.73	库存低点
2014-09	15.10	库存高点
2016-06	-1.90	库存低点

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

同时, 结合黑色金属冶炼和压延行业销售利润率, 可以发现在库存周期的 6 个下降阶段对应了行业销售利润率的最低点。另外, 由于钢铁的季节性较强, 6 次最低点均为春节前后的 2 月份。同时, PPI 同步下降。

从目前情况来看, 正处于库存周期顶部向下的阶段, 据此推算, 2018 年 12 月份-2019 年为本次库存周期下降阶段, 预计 2019 年 2 月份行业销售利润率达到最低点。

图 9: 黑色金属行业销售利润率和库存、PPI 的关系



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

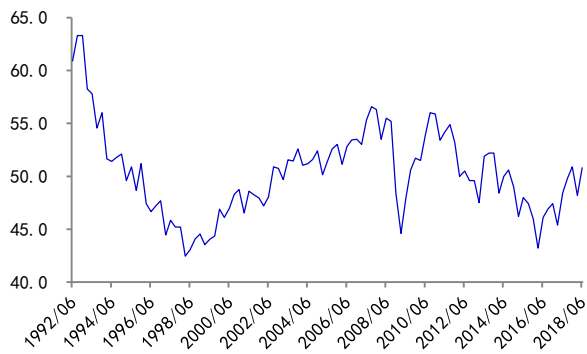
### 投资周期/产能周期上升阶段

投资周期(朱格拉周期)或者说产能扩张周期一般为 8-10 年, 主要驱动因素是消费的增长以及企业利润的增加导致的企业产能扩张以及设备更换。一般来说, 对于发展中国家主要是产能的扩张, 因此投资波动较大。而对于发达国家则主要是设备的更新换代, 投资波动相对较小。未来, 我国将逐渐从产能扩张阶段转向设备更新换代阶段。

从 5000 户工业企业景气扩散指数固定资产投资情况可以看出明显的周期特征, 并且周期大概在 10 年左右, 对应目前为产能周期的上升期。但从我国具体情况来看, 机械设备更新换代已经开始, 其表现为挖掘机销售量的巨大增速。而产能更新换代正在加速, 表现为黑色和有色行业固定资产投资的大幅反弹。因此从产能周期的角度来看, 板材特别是中厚板产品的消费有望继续保持较高水平。

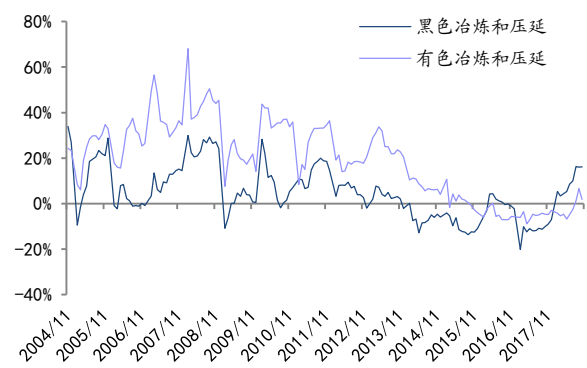


图 10: 5000 户工业企业景气扩散指数固定资产投资情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算整理

图 11: 黑色和有色行业固定资产投资累计增速

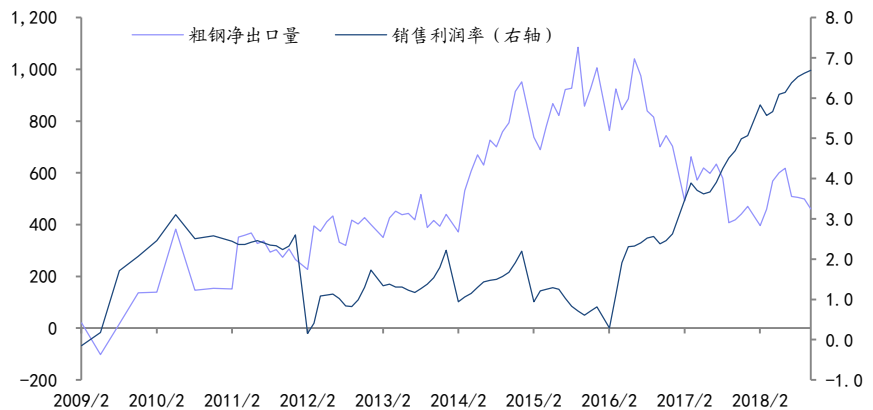


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 出口有望略微增加

由于我国钢铁行业具有较强的国际竞争力, 钢材出口保持了较高水平, 同时钢材出口成为调节国内产销量缺口的重要工具。从历史上来看, 国内钢材价格高位时出口量下降, 而价格下跌时出口量大幅增加。

图 12: 粗钢净出口量和黑色金属行业销售利润率的关系 (万吨, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年 1-10 月, 我国出口钢材 5841 万吨, 同比下降 9.3%。由于国内螺纹钢价格较高, 而热卷价格相对低迷, 因此棒材出口量累计同比下降 19.2%, 而板材出口量下降 8.8%。

2019 年, 预计下半年钢价微跌, 钢铁行业利润下滑, 出口略微增加 1000-2000 万吨左右。

## 产能继续下降, 潜在产能增加

### 从直接去产能到落后产能减量置换

从全国范围来看, 钢铁行业 1.5 亿吨去产能已经顺利完成。但几个钢铁大省未来仍

有去产能规划，并且由于京津冀、长三角和珠三角部分钢铁企业搬迁仍要遵守 1:1.25 的减量置换要求，未来合规/设计/统计产能会继续下降。但考虑到钢铁企业搬迁过程中，设计新建产能或略低于实际生产能力，并且较难核查，产能减少量要低于预期。

其中：

- 1) 《河北省钢铁行业去产能工作方案（2018—2020 年）》中要求河北省 2018-2020 年期间要求继续去产能 4000 万吨。其中，2018 年压减退出钢铁产能 1000 万吨以上，2019 年压减退出 1000 万吨左右，2020 年压减退出 2000 万吨左右，到 2020 年底全省钢铁产能控制在 2 亿吨以内；钢铁企业减少，2018 年钢铁“僵尸企业”全部出清，钢铁冶炼厂点减至 82 个，企业减至 63 家，2019 年钢铁冶炼厂点减至 79 个，企业减至 62 家，张家口、廊坊市钢铁产能全部退出，2020 年钢铁冶炼厂点减至 70 个，企业减至 60 家左右。
- 2) 《江苏省钢铁行业优化布局工作实施方案》要求本省粗钢产能集中度 CR4 达到 81%，粗钢产能集中度 CR8 达到 100%，退出产能 400 万吨。
- 3) 《山东省人民政府印发关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》，按照《通知》要求，2022 年大气污染输送通道城市退出产能 70%，则有 2030 万吨产能受到影响。到 2025 年，传输通道城市和胶济铁路沿线地区的钢铁产能应退尽退，沿海地区钢铁产能占比提升到 70% 以上。也就是说济南、淄博、聊城、滨州、德州、菏泽、济宁七市产能将全部退出，影响产能 2900 万吨。

除此以外，生态环境部《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》要求加大重点区域(京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域)钢铁产能压减力度，淘汰 130m<sup>2</sup> 以下烧结机、1000m<sup>3</sup> 以下高炉，焦化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉。测算可得，重点区域需淘汰 14468 万吨生铁产能，占全国的 16.20%；公称容量在 100 吨以下的转炉对应的粗钢产能达 16440 万吨、占全国的 15.50%。

但值得注意的是部分新建项目的实际运行产能可能会略高于备案/设计产能。

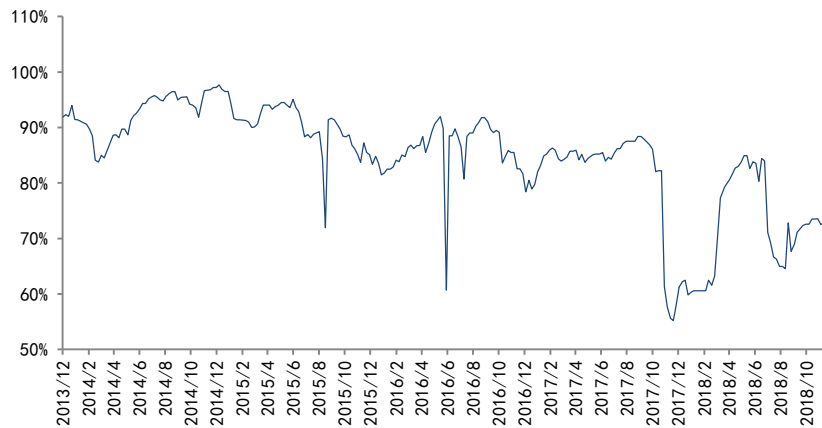
从行业固定资产投资来看，快速增加。统计局数据显示，黑色金属冶炼和压延行业固定资产投资大幅上涨（图 11），由 2017 年的 -7.1% 快速上升到 2018 年 1-10 月份的 16.2%。其中主要是环保投资增加及部分产能置换项目。其中，产能指标管控最严、环保要求最高、去产能仍在继续进行的河北省来看，1-10 月份黑色金属冶炼和压延行业固定资产投资增速高达 23.5%，大大高于全国平均水平。这也表明了钢铁行业投资增加的主要原因并不是新增产能的投资。

### 企业环保改善，潜在产能释放

在环保标准不断加严、秋冬季环保限产等形势下，钢铁企业纷纷投资新建/更新了脱硫、脱硝装置，企业污染物排放量不断下降。以唐山地区为例，烧结机排放的颗粒物、二氧化硫和氮氧化物满足超低排放限值的烧结机数量也从原来的零增长到了目前的 33 台左右，占唐山总烧结机数量的 20% 以上，并且仍不断有烧结机正在改造，预计未来大部分烧结机将能够满足超低排放要求。

对于满足超低排放要求的企业，政府将给予秋冬季限产的减免政策，因此导致唐山地区在秋冬季高炉开工率并未出现明显下降。目前，唐山地区高炉开工率为 73% 左右，大大高于去年同期的 58%。

图 13: 唐山地区高炉开工率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 预计 2019 年粗钢产量将略微增加 1500 万吨左右

钢铁企业产能置换一般要等到新建产能开始运行时才会将落后产能淘汰, 因此并不会影响产量的释放。另外, 随着环保的改善, 潜在产能增加。在钢材消费持平或者略微下降的情况下, 钢铁行业产能将不会更加紧张。同时, 考虑到我国钢材出口略微增长 2000 万吨, 预计我国粗钢产量将增长 1500 万吨左右。

考虑到我国每年废钢产生量增加 1000-2000 万吨, 因此 2019 年全国生铁产量将和 2018 年持平。

### 双焦价格坚挺, 铁矿趋弱

焦炭和铁矿的需求端均为炼铁环节, 但焦炭相对为国内市场, 而铁矿主要是国际市场。另外, 焦炭的供应受到了国内政策的影响比较大, 而铁矿石的供应主要看主要生产国的新项目投产情况。

#### 铁矿石产销均有增长

2019 年预计全球铁矿石产量增加 3000-4000 万吨左右, 主要包括了巴西、加拿大、乌克兰、美国等, 同时部分非主流矿也会由于资源情况减产, 另外伊朗受到美国制裁有减产的可能性。

表 3: 2019 年全球铁矿石增产/减产量测算

国家	增产量, 万吨	增产/减产原因
巴西	1,900	Vale、minas rio 增产
加拿大	1,300	IOC 达产
乌克兰	700	
美国	550	
瑞典	500	Kaunis Iron 达产
澳大利亚	440	Roy Hill 达产
中国	-500	环保检查减产
伊朗	-800	受美国制裁
合计	4,090	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从铁矿石需求来看, 1-10 月份全球生铁产量除中国外累计增长 1.2%, 增产量

478.8 万吨。同期，直接还原铁增长 11.2%，增产量 732.8 万吨。两者合计增产 1200 万吨，折合铁矿石需求增加 2000 万吨左右。其中，南非、印度、美国、伊朗等国家生铁产量增速靠前。

按照这一趋势，预计 2019 年全球铁矿石需求仍有 2000 万吨左右的增量，略低于产量增量。预计 2019 年，铁矿石价格将低位运行，全年铁矿价格指数在 60-70 美元/吨左右。

表 4: 全球主要生铁产量增长较快国家及增速 (千吨)

指标名称	2018(1-10)月	2017 (1-10)月	同比
塞尔维亚	1,323.6	1,068.4	23.9%
捷克	3,375.4	3,078.5	9.6%
南非	3,909.6	3,591.8	8.8%
墨西哥	3,774.0	3,521.8	7.2%
印度	59,057.6	55,139.7	7.1%
巴拉圭	31.7	29.7	6.8%
美国	19,977.9	18,790.2	6.3%
哥伦比亚	174.4	165.0	5.7%
匈牙利	1,131.0	1,081.1	4.6%
澳大利亚	3,223.4	3,093.1	4.2%
乌克兰	17,091.0	16,418.0	4.1%
大洋洲	3,785.2	3,661.3	3.4%
伊朗	1,971.9	1,914.4	3.0%
全球	1,028,474.2	1,011,472.0	1.7%

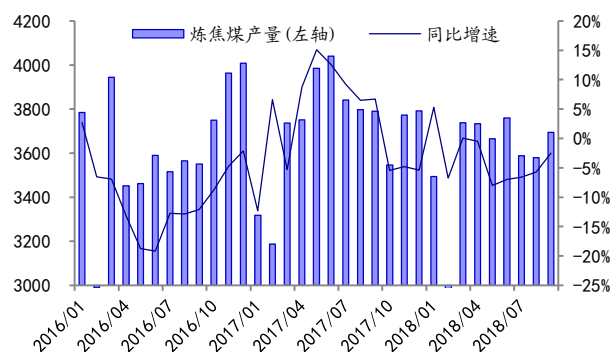
资料来源:国际钢铁协会, 国信证券经济研究所整理

### 环保、安检、产能置换等影响双焦供应

安全检查影响国内焦煤产量，进口政策限制影响了焦煤的进口量，因此焦煤的供应受政策的影响较大。其中，山西省发布的《关于开展煤矿超能力等核查工作的通知》、《关于严格控制煤矿超能力生产通知》以及山东能源龙口矿业集团重大事故等均影响了焦煤的供应情况。

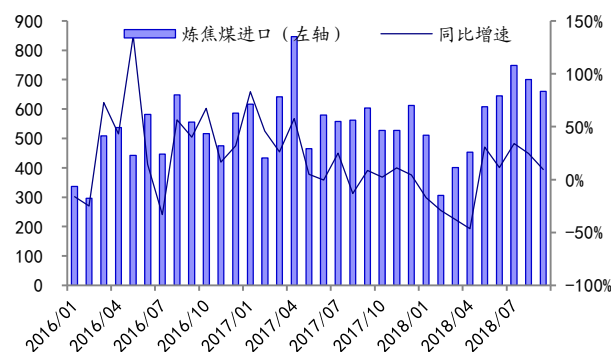
2018 年 1-9 月份，我国炼焦煤产量 3.22 亿吨，同比下降了 3.7%；1-10 月份我国进口炼焦煤 5641.8 万吨，同比下降 3.3%。而同期我国焦炭产量 3.59 亿吨，同比下降 1%，焦炭产量下滑速度大大低于炼焦煤产量和进口下滑速度，造成炼焦煤价格的大幅上涨。另外，1-10 月份我国生铁产量 6.45 亿吨，同比增长了 1.7%。可见生铁产量增速高于焦炭产量增速，而焦炭产量增速高于焦煤供应增速，拉动了双焦的价格上涨。

图 14: 炼焦煤月产量及增速 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算整理

图 15: 炼焦煤月进口量及增速 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同样，焦炭的供给也受到了以下几个方面的影响：

- 1) 去产能。根据焦化行业十三五规划，十三五期间焦化行业要求化解过剩产能 5000 万吨。2016-2018 年合计化解 4100 万吨，2019-2020 年将继续化解 900 万吨左右。
- 2) 根据《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，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。其中，山东和河南焦炭产量偏高，预计将合计淘汰 3000 万吨产能。同时，江苏整体规划到 2020 年也将淘汰 1800 万吨焦化产能。
- 3) 根据《京津冀及周边 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，明确提出要求淘汰 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉。根据统计，4.3 米及以下焦炉产能约占全国焦化产能的 40% 以上，产能占比较高，淘汰过程也需遵守减量置换原则。
- 4) 江苏省继续限产焦炭产能。江苏省在《关于加强全省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见》中指出要在 2018 年底前，沿江地区和环太湖地区独立焦化企业全部关停，其他地区独立炼焦企业 2020 年全部退出。2020 年底前，除沿海地区外钢焦联合企业实现全部外购焦（5000 立方米以上的特大型高炉炼钢企业可保留与之配套的 2 台 7 米以上焦炉）。徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升，整合成 2-3 家综合性焦化企业，减压 50% 的炼焦产能。

总的来看，如果政策严格执行的情况下焦煤和焦炭产能将较为紧张，预计 2019 年全年价格有望维持较高水平。

## 价格高位回落、利润将恢复到正常水平

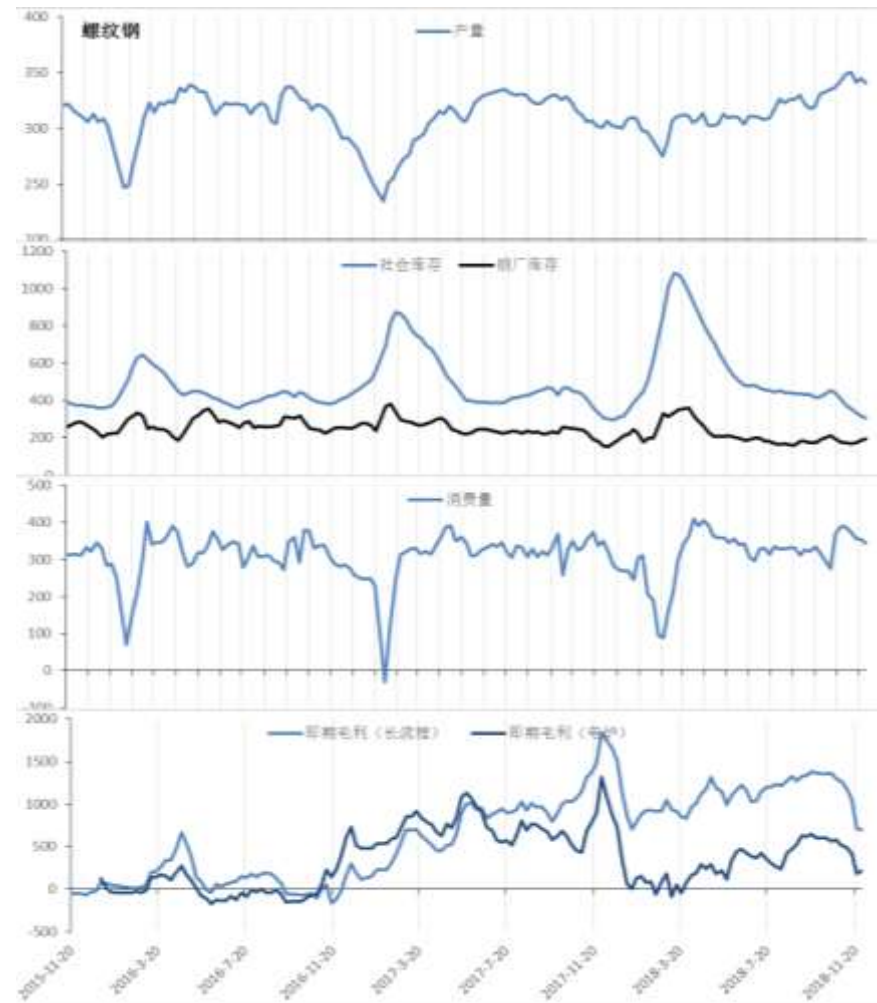
黑色系大宗商品价格波动剧烈，一方面受到供给、需求、库存的影响，另外也受到限产、产能淘汰/置换等政策的影响。但从中长期来看，仍是以需求的拉动为主。需求带动产量，进而带动原料价格上涨，从而黑色系价格整体上涨。在钢材需求增速放缓或持平时，不会有大的趋势上涨行情。

从阶段性来看，2019 年年初的 1-2 月份，受冬季施工受限及春节的影响，螺纹钢消费环比下滑，并且会在春节期间下降到冰点。下游真实需求转变为贸易商囤货需求，但在钢铁企业利润丰厚、钢价高位的情况下，贸易商囤货并不积极。后续钢价有望下跌至钢铁企业成本线附近，贸易商开始冬储，价格企稳。

从历年春节期间情况来看，当钢铁企业即期吨钢毛利下降到 100 元左右时，企业会调整检修，产量随后降低。而 2018 年春节期间，钢铁企业吨钢毛利仍有 700-800 元，因此企业减产动力不足，造成了螺纹钢库存的大幅增加，叠加春节后开工较晚，螺纹钢库存达到历史最高值。预计 2019 年，随着钢价下跌至钢铁企业成本线附近，企业有较强的减产动力，库存增加幅度和高度要低于 2018 年。春节后，在低库存、消费启动的情况下，钢材价格有望有一波上涨行情。



图 16: 明年一季度螺纹钢库存、利润及生产区情况 (万吨, 元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从黑色系期货的角度来看, 由于预期较为悲观, 目前黑色系的螺纹、热轧卷板、焦炭和铁矿石期货均大幅度贴水现货。计算螺纹钢和热卷 2018 年 1-11 月份即期利润分别为 1075 元和 976 元, 均高于 2017 年 12 月份初螺纹钢和热卷计算的 1805 盘面利润 100-200 元, 高于 1810(1809)盘面利润 400/200 元。预计 2019 年全年价格仍会高于主要期货品种合约价格, 同时螺纹和热卷平均利润也会略高于盘面利润。

表 5: 黑色系现货、期货价格及利润情况 (元/吨)

项目	现货 2016	现货 2017	现货 2018	现货 2017 年 12 月 4 日	期货 1805 (12 月 4 日)	期货 1810 (12 月 4 日)	现货 2018 年 12 月 4 日	期货 1905 (12 月 4 日)	期货 1910 (12 月 4 日)
螺纹	2412	3807	4141	4950	4039	3738	3980	3328	3185
热轧	2738	3755	4149	4300	4045	3833	3710	3242	3137
铁矿	444	542	498	513	542	532	527	466	457
焦炭	1258	1985	2270	1890	2210	2116	2400	1915	1839
螺纹钢即期毛利	260	878	1075	1855	854	684	848	562	503
热轧吨钢即期毛利	477	735	976	1173	859	765	516	489	462

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算。备注: 铁矿和焦炭期货合约约为 1809 和 1909

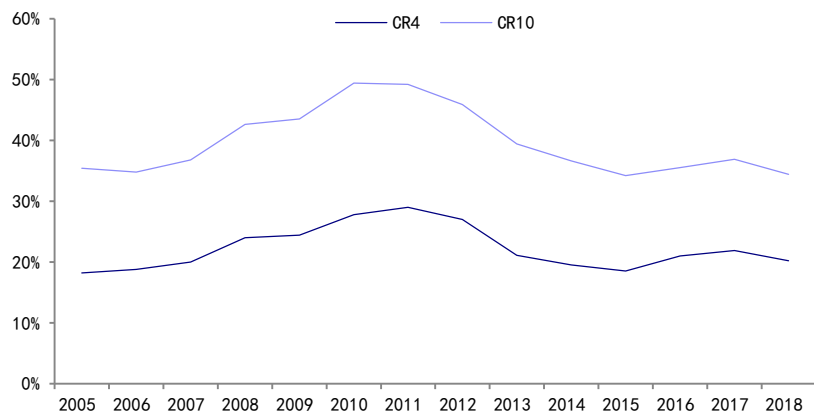


## 兼并重组，集中度提升

供给侧改革前半段已经取得了阶段性成果，主要是去产能、淘汰地条钢、关停不合规产能等。随后将进入产能升级和兼并重组阶段。

最近几年，钢铁行业的兼并重组并不少，但集中度仍然大大低于钢铁行业“十二五”和“十三五”规划中 CR10>60%的要求。兼并重组案例包括了东北特钢、渤海钢铁、重庆钢铁、西林钢铁的破产重组，中国宝武合并、中信特钢收购青钢等等。从发达国家经验来看，企业之间的兼并重组多发生在钢材消费量达到峰值后，以及行业大幅亏损，企业破产之后。而我国具有可以通过行政和市场两种手段，提早进行钢铁企业的兼并重组。

图 17：中国钢铁企业粗钢产量集中度（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

另外，和国外发达国家相比，我国钢铁行业具有以下特点，影响了企业之间的兼并重组：

- 1) 行业规模巨大，对管理水平有很高的要求。目前我国粗钢年产量 8.5 亿吨左右，规模巨大，按照前十家集中度在 60% 的要求，则前十家钢铁企业年产量需要达到 5 亿吨，平均每家企业 5000 万吨，对企业管理水平有很高的要求。目前全球前三大钢铁企业分别为安赛乐米塔尔（9700 万吨）、中国宝武（6540 万吨）、新日铁住金（4736 万吨）；
- 2) 国企众多，兼并重组靠政策。目前国有钢铁企业产量占全国的比重大约为 44% 左右。并且基本每个省都有一家国有钢铁企业，并且对地方的就业、税收、财政等方面支持力度很大。因此，国企之间的兼并重组需要地方政府的支持，并且要协调好税收等方面的工作。而央企目前仅有中国宝武、鞍钢集团、新兴际华和中信特钢（归属财政部），其中前两者产品结构相似，新兴际华以铸管为核心产品，中信特钢以特钢为主要产品。央企之间的合并主要看政策的支持力度和整合的决心。
- 3) 破产后兼并重组坏账规模巨大。和发达国家钢铁行业不同的是，我国钢铁企业融资主要靠银行贷款，上市钢铁企业粗钢产量仅占全国钢产量的 30% 左右。目前，大中型钢铁企业银行贷款 3.3 万亿，而钢铁企业破产重组清偿率仅在 10% 左右，企业破产造成的银行坏账较高。
- 4) 行业利润较高，企业被兼并重组意愿不强。钢铁作为周期行业，应该在行业低迷时兼并重组，而目前钢铁企业利润仍处于高位，市场化兼并重组仅对某些长期亏损、资不抵债的僵尸企业有效。

5) 部分企业无力设备升级、环保改造, 存在兼并机会。目前政策对钢铁企业生产设备有较高的要求, 另外对排放情况要求也越来越高。部分企业没有足够的技术、现金或场地进行升级、改造, 这部分企业存在被兼并重组的可能。

目前, 河北省和江苏省所制定的政策大力支持兼并重组, 其中河北省《河北省化解钢铁过剩产能工作方案(2018-2021)》中指出到2020年, 前15家企业产能规模由2017年占全省的58.5%提高到90%以上。并提出了“2310”战略, 即重点支持河钢集团、首钢集团2家企业建成具有较强国际竞争力的特大型钢铁企业, 推进唐山丰南、迁安和邯郸武安地方钢铁企业实质性整合, 形成3家具有较强竞争力的地方钢铁企业, 做强10家左右的特色钢铁企业。

江苏省在《关于加强全省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见》中指出, 要在2018年底前整合关停所有独立炼铁厂, 钢铁企业数量减少到10家以下。到2020年初步形成沿江沿海两个钢铁产业集聚区。

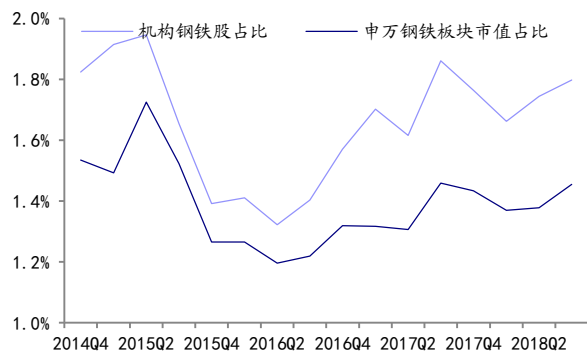
## 2018年国内外钢铁板块均下跌

### 高盈利下的低估值

年初至今(12月6日)中信钢铁指数下跌23.87%, 在29个行业中跌幅列第11位, 和A股跌幅相当。

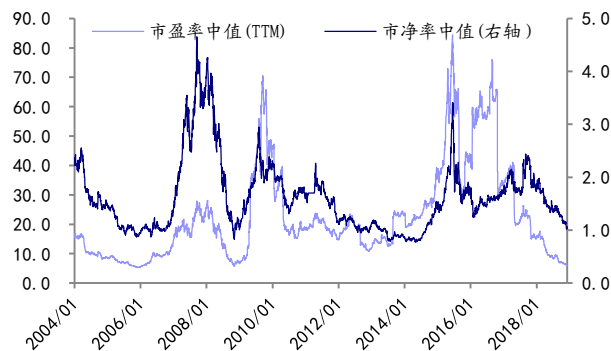
截止到2018年3季度末, 申万钢铁板块钢铁市值7756.7亿元, 占A股市值比例1.5%。机构钢铁股持仓市值4397.7亿元, 占机构持A股比例的1.8%, 占钢铁流通股比例的64.76%。

图 18: 机构钢铁股持仓市值占比和钢铁板块市值占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算整理

图 19: 申万钢铁板块市净率和市盈率中值

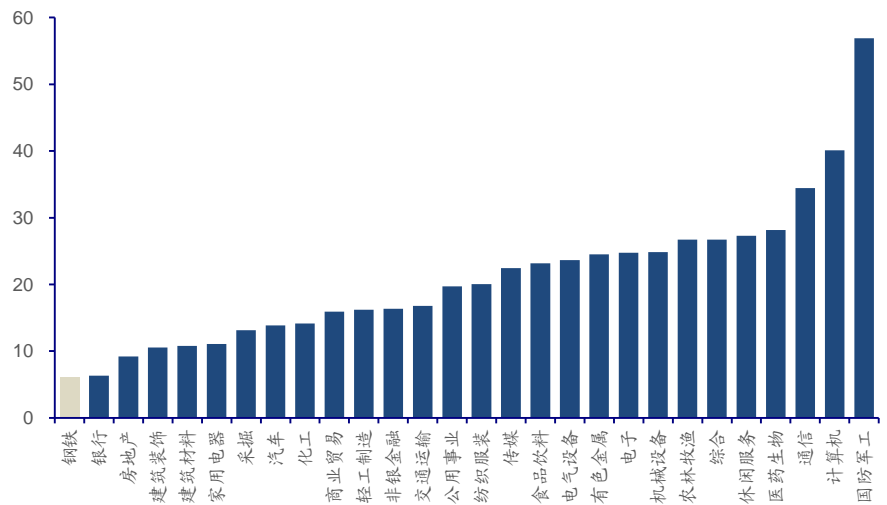


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

由于钢铁企业盈利能力仍处于高位, 因此板块的 PE 和 PB 持续下跌, 截止到12月初, 申万钢铁板块市净率和市盈率中值分别为1.07和6.0, 市盈率中值达到14年以来的最低值, 而市净率也仅次于2008年12月末的次新低。

横向对比来看, 钢铁板块已经成为申万行业中市盈率最低的板块, 仍略低于银行业。

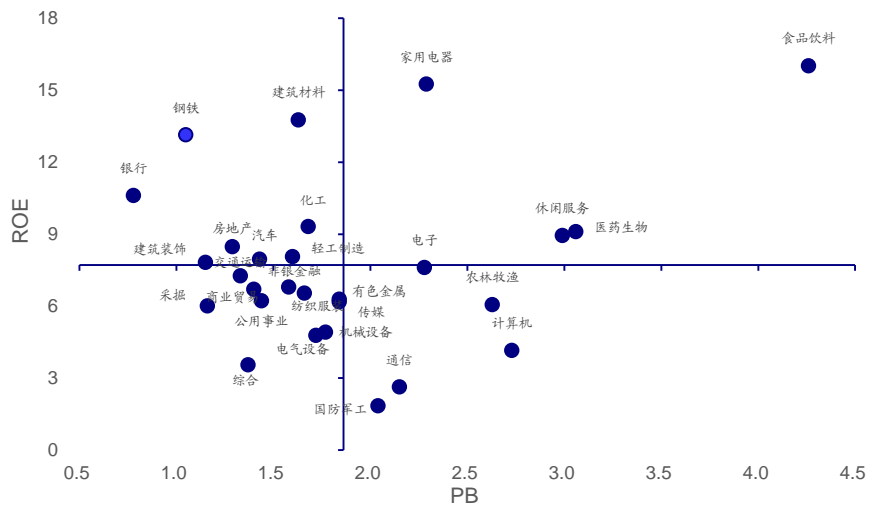
图 20: 申万一级行业市盈率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (12月6日)

市净率方面，申万钢铁板块也已跌至十年来均值以下位置，截至 12 月 6 日，PB 为 1.05，仅高于银行板块。相较于持续一年的高盈利状态，目前行业估值充分体现了市场对钢铁未来利润的悲观预期。

图 21: 申万一级行业 PB-ROE 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (12月6日, ROE 为 2018Q3 平均 ROE)

2019 年，预计钢铁企业盈利能力下降，估值得到修复。

国际钢铁股大多下跌

国际主要钢铁股也出现了大幅度下跌，其中美股中的美国钢铁公司和 Nucor 分别下跌了 39%和 8%，差别在于 Nucor 为短流程钢铁企业，盈利能力稳定，下跌幅度较小。并且 Nucor 市盈率和市净率均高于美国钢铁公司；日本 JFE、新日铁住金和神户制钢也分别下跌了 29.8%、32.1%和 17.32%，其中神户制钢主要为特钢，下跌幅度略低。日本钢铁上市公司市盈率在 5-10 倍之间，市净率为 0.4-0.6 之间。韩国浦项和现代钢铁也分别下跌了 30%和 24%，市盈率和市净率分别在 7-8 和 0.3-0.5，估值也比较低。

台湾中钢今年跌幅为 3%，跌幅较低，并且市盈率和市净率分别为 15 和 1.21，估值均较高。

而今年股价涨幅最好的钢铁股为耶弗拉兹，主要因为企业具有钒生产能力。

表 6: 国际钢铁股走势与估值

名称	国家	年初至今	市净率(LF)	市盈率 TTM
美国钢铁	美国	-39%	0.96	5.54
纽柯公司(NUCOR)	美国	-8%	1.84	8.64
安赛乐米塔尔	全球	-33%	0.57	4.82
浦项钢铁	韩国	-30%	0.47	7.35
新日铁住金	日本	-32.12%	0.59	9.56
JFE 控股	日本	-29.84%	0.6	8.06
中钢	中国台湾	-3%	1.21	15.28
蒂森克虏伯	德国	-37.75%	3.33	-14.82
HYUNDAISTEEL	韩国	-24.23%	0.35	8.27
新利佩茨克钢铁	俄罗斯	-8%	0.21	0.97
盖尔道钢铁	巴西	10%	0.32	-21.09
耶弗拉兹集团	俄罗斯	42%	3.83	9.78
PAOSEVERSTAL	俄罗斯	-7%	3.54	8.83
STEELDYNAMICS	美国	-24%	1.84	5.74
奥钢联集团	奥地利	-47.44%	0.72	6.14
SSABAB	瑞典	-31.49%	0	0
神户制钢	日本	-17.32%	0.42	4.98

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

## 钢铁行业投资策略

### 长材企业阶段性机会

2019 年在消费大概率下行时，预计长材盈利要仍然高于板卷。主要原因为：

- 1) 汽车产销下滑，影响板材消费；
- 2) 近两年板材新建产能较多，大概在 4000 万吨左右；
- 3) 淘汰地条钢后，长材产能并没有新增，仍有一定的缺口；
- 4) 长材主要用于建筑，房地产新开工面积仍处于高位。随着基建的启动，长材消费相对坚挺。

另外，建材存在春季开工行情，特别是在年前价格深跌后、产量下降、库存增加不多配合年后的消费并不弱，在这种情况下钢价和股价的反弹值得期待。并且随后大多数钢铁企业发布年报，高盈利、低估值的情况下，股息率相对较高。

建议关注方大特钢、三钢闽光、韶钢松山、柳钢股份等长材生产企业。

表 7: 主要长材生产企业估值和现金分红比例

证券简称	市盈率 PE(TTM)	三季报资产负债率	2017 年度现金分红比例, %
方大特钢	4.55	51.08	83.55
河钢股份	10.47	71.61	58.44
宝钢股份	6.60	47.60	52.27
三钢闽光	3.30	35.35	51.64
武进不锈	13.74	26.15	49.94
柳钢股份	3.77	63.00	48.42
马钢股份	3.96	57.02	30.77
凌钢股份	5.31	51.62	10.44
南钢股份	3.28	54.48	6.89

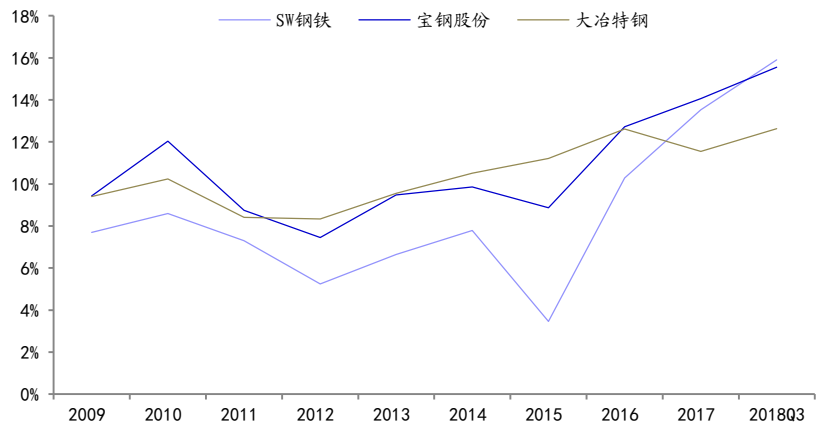
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 产品附加值较高、盈利稳定的企业

产品附加值是钢铁企业的核心竞争力之一，就钢铁产品来看主要分为板卷(包含热轧板卷、冷轧、镀锌和硅钢等等)、棒材(螺纹、特钢)、线材(普线、工业用线材)、中厚板，其中高端板材代表企业为宝钢股份，特钢棒线材代表企业为大冶特钢。

高附加值产品一般通过直销，价格波动相对较小，并且和普通碳钢相比具有较高的溢价，产品盈利会受到行业影响，但相对稳定。并且上述两家企业均有较低的负债率和稳定的现金分红比例。

图 22: 钢铁板块和宝钢股份、大冶特钢销售毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 风险提示

钢材需求大幅下滑。

## 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