

穿透杠杆看钢铁需求的韧性

——钢铁行业 2019 年度投资策略之需求篇

2018 年 12 月 15 日

看好/维持

钢铁

年度报告

投资摘要:

通过对杠杆结构穿透式的分析,我们测算 2019 年我国粗钢需求量将持平或微增,细分领域用钢需求增长值得关注。

- ◆ 我国宏观杠杆率偏高,有结构性优化空间。我国居民部门和政府部门杠杆率较低,非金融企业部门的杠杆率较高,可以通过将低效的杠杆转移至高效的杠杆部门,从而实现稳杠杆下的经济增长。
- ◆ 房地产周期韧性或超预期。居民部门低杠杆率可避免房地产断崖式下滑;货币政策趋稳利好地产销售,从土地成交和待开发土地面积增速看明年房屋新开工或有韧性,施工面积增速扩大托底需求和钢价;棚改的拉动作用尚在;预计房地产开发投资维持正增长,补库和高周转下新开工面积有望持平。
- ◆ 政府部门加杠杆对冲地产周期。中央政府提出基建补短板,专项债发行扩大将拉动基建投资增速温和回升;城市轨道交通和公路投资将维持 20%和 10%的增长,预计拉调用钢需求增长 1400 万吨;城市管网建设拉动球墨铸管需求增长 50~100 万吨;国家力推特高压和油气能源等项目将带来电工钢、能源用钢需求上升 400~450 万吨。
- ◆ 制造业投资增长存在博弈性机会。企业部门资产负债表修复使投资有扩张动力,PPI 下行利好消费品制造业利润改善,但仍面临库存周期下行和贸易战的压力;根据工业用地成交看,制造业投资增速将较 2018 年有所回落。
- ◆ 消费和出口平稳。受减税降费、房地产挤压效应减弱、国家支持民企发展等政策作用,消费大概率企稳,乘用车消费筑底带来冷轧汽车用板需求的边际改善值得关注;出口在海外产能扩张和钢价下行下维持平稳。

投资策略: 明年建筑用钢需求有较好的韧性,供需再平衡后有盈利韧性,行业的盈利韧性将带来阿尔法收益韧性,我们推荐关注低成本、高分红的标的方大特钢、三钢闽光。细分领域用钢需求增长,推荐关注电工钢和汽车板龙头宝钢股份、首钢股份;关注基建和能源概念股新兴铸管、常宝股份。

风险提示: 宏观经济下行超预期;供给侧改革不及预期。

研究员: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理: 张清清

010-66555445

zhangqq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480118060015

行业基本资料

占比%

股票家数	47	1.32%
重点公司家数	-	-
行业市值	7448.19 亿元	1.46%
流通市值	6429.14 亿元	1.75%
行业平均市盈率	6.21	/
市场平均市盈率	13.81	/

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《钢铁行业报告:唐山限产力度加大 钢价跌幅收窄》2018-12-04
- 2、《钢铁行业报告:环保限产明显趋松 库存拐点确立》2018-11-26
- 3、《钢铁行业报告:从宝鞍合并传闻议钢铁未来逻辑》2018-11-22
- 4、《钢铁行业报告:错峰生产效果待验证 钢价有望企稳》2018-11-20

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			评级
	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
宝钢股份	0.95	1.06	1.21	7.27	6.55	5.70	强烈推荐
常宝股份	0.51	0.63	0.74	9.93	7.96	6.85	强烈推荐
新兴铸管	0.57	0.63	0.74	7.93	7.13	6.08	强烈推荐
方大特钢	2.35	2.20	2.14	4.52	4.82	4.97	强烈推荐
三钢闽光	4.33	4.00	4.02	3.19	3.42	3.37	强烈推荐
首钢股份	0.53	0.52	0.67	7.24	7.43	5.77	强烈推荐

目 录

1. 能否在实现经济增长的同时稳杠杆？	5
1.1 我国经济增长的多重模式	5
1.1.1 我国正由出口型经济向内需型经济转型	5
1.1.2 政策上由“去杠杆”向“稳杠杆”过渡	5
1.2 稳杠杆的两种现实路径	6
1.2.1 我国宏观杠杆率总体偏高 结构性仍有优化空间	6
1.2.2 减税可以实现稳杠杆下的经济增长	7
2. 居民部门有加杠杆空间 地产周期韧性或超预期	7
2.1 居民部门杠杆主要用于购房	7
2.2 货币政策趋稳利好居民部门加杠杆	9
2.2.1 货币政策趋稳维持商品房销售景气	9
2.2.2 一二线销售回暖和三四线低库存利好房屋新开工需求	10
2.2.3 施工面积增长利好钢材需求和钢价平稳	12
2.2.4 棚改货币化安置向实物转变不影响棚改任务量	13
2.3 经济惯性和减税对冲 消费用钢需求将企稳	14
3. 政府部门加杠杆对冲地产周期 关注细分领域用钢需求增长	15
3.1 财政政策引导基建投资温和回暖	15
3.2 交通工程：新增用钢需求 1400~1700 万吨	17
3.3 城市管网：球墨铸铁管需求增长 50~100 万吨	18
3.4 能源工程：取向电工钢和油气用管有望大幅增长	19
3.4.1 输配电网建设提速刺激取向电工钢需求增长 10~15%	19
3.4.2 国家能源安全确保油气用管需求增长 400~450 万吨	21
4. 企业部门杠杆修复 制造业投资扩张有博弈性机会	23
4.1 资产负债表持续修复 制造业投资扩张有动力	23
4.2 库存周期下行 贸易战隐忧仍在	25
5. 2019 年粗钢需求预计较 2018 年持平或微增	27
5.1 自下而上测算全年粗钢表观消费 8.9 亿吨	27
5.2 自上而下的方法测算 2019 年粗钢需求增长 500 万吨	28
5.3 海外产能扩张和钢价向下调整导致出口维持稳定	29
6. 投资策略：关注盈利韧性和细分领域的机会	31
7. 风险提示	32

插图目录

图 1：我国经济增长的主要贡献来源（亿元）	5
图 2：世界各主要经济体的宏观杠杆率（%）	6
图 3：世界各国居民部门杠杆率	7
图 4：世界各国政府部门杠杆率	7

图 5: 居民部门杠杆主要进入房地产业	8
图 6: 房地产业占固定资产投资比重约 20%	8
图 7: 土地出让占政府基金性收入的比重超 90%	8
图 8: 钢价受房地产业固定资产投资影响大	9
图 9: 低利率有利于商品房销售面积增长	9
图 10: 社会融资规模增长领先商品房销售	9
图 11: 一二线城市销售增速有望筑底回升	10
图 12: 三线城市土地成交持续增长	10
图 13: 我国房地产开发资金的主要来源	11
图 14: 商品房销售领先土地成交 6-12 个月	11
图 15: 房地产开发投资滞后于商品房销售	12
图 16: 房屋新开工滞后于商品房销售	12
图 17: 钢材价格与房屋施工面积相关性强于新开工	12
图 18: 我国 PSL 的发行情况	13
图 19: 棚改任务完成情况	13
图 20: 2017 年我国乘用车和商用车产量占比情况	14
图 21: 2013-2018 年乘用车和商用车产量增长情况	14
图 22: 我国城镇家庭和农村家庭大型家电拥有量情况	15
图 23: 我国 2013-2018 年空调、电冰箱和洗衣机产量情况	15
图 24: 2018 年我国非标融资急剧下滑	16
图 25: 基建项目的固定资产投资完成额	16
图 26: 基建固定资产投资增速	16
图 27: 我国城市轨道交通投资完成额	18
图 28: 我国公路投资完成情况	18
图 29: 我国球墨铸管铺设长度	19
图 30: 我国球墨铸管产量年增 10%-20%	19
图 31: 加快推进的 9 项输变电重点工程分布示意图 (虚线部门为配套工程)	20
图 32: 我国电工钢需求呈台阶式增长	20
图 33: 我国电工钢需求增速较为乐观	20
图 34: 我国电网基本建设投资情况	20
图 35: 我国输配电及控制设备制造投资情况	20
图 36: 天然气对外依存度逐渐提高	21
图 37: 原油对外依存度逐渐提高	21
图 38: 能源安全下的“不可能三角”	22
图 39: 我国天然气主干管网规划示意图	23
图 40: 我国非金融企业部门资产负债率已修复	23
图 41: 我国分行业的固定资产投资情况	24
图 42: PPI 原材料指数向耐用消费品和 CPI 传导并不顺畅	24
图 43: 2009-2018 年各行业的资产回报率 ROIC (%)	25
图 44: 产成品步入去库存阶段	25

图 45: 我国工业用地成交增长见顶回落.....	26
图 46: 制造业投资与出口呈正向关系.....	26
图 47: 我国进出口国别占比情况 (%).....	26
图 48: 2017 年我国钢材出口的主要目标地区.....	29
图 49: 内外价差缩小致 2017 年出口持续下滑.....	29
图 50: 主要钢铁出口目标国家的 GDP 增速 (%).....	29
图 51: 2018 年 1-10 月钢材出口累计同比下降 12%.....	29

表格目录

表 1: 我国基础设施建设资金的主要来源.....	17
表 2: 我国球墨铸铁管产能.....	19
表 3: 2015 年主要国家一次能源消费结构 (%).....	22
表 4: 采用回归法测算 2019 年建筑用钢表观消费增加 1.8%.....	27
表 5: 自下而上测算 2019 年表观消费增加 1800 万吨.....	27
表 6: 固定资产投资系数法测算的 2019 年粗钢表观消费情况.....	28
表 7: 近 5 年海外新增产能情况.....	30
表 8: 我国主要钢材出口目标国的表观需求.....	31
表 9: 重点公司盈利预测及估值情况.....	32

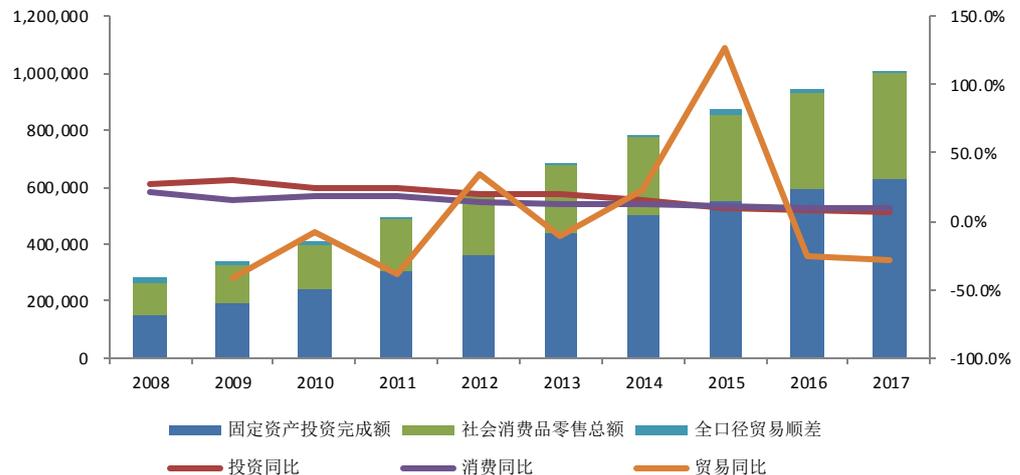
1. 能否在实现经济增长的同时稳杠杆？

1.1 我国经济增长的多重模式

1.1.1 我国正由出口型经济向内需型经济转型

投资和消费是我国经济增长的主要动力。我国自改革开放以来至 2008 年以前，通过释放体制改革红利和人口红利，在强劲外需的带动下实现了巨大的发展，成为出口导向性的经济体。这轮发展的某种程度上是利用海外加杠杆的契机，实现了自身经济的发展。2002 年后，借着城镇化的契机，我国经济逐步向内需转型，尤其是 2008 年次贷危机后，外需疲软，同时随着体制红利和人口红利的充分释放，向内需型经济模式的转型更为紧迫。内需型包含两层含义：投资驱动型和消费驱动型，投资驱动主要依靠企业部门和政府部门加杠杆刺激需求，从而缓解产能的相对过剩，促进经济发展；消费型经济则主要依靠居民部门加杠杆刺激消费需求。2014 年后我国投资和消费增速逐步放缓。

图 1：我国经济增长的主要贡献来源（亿元）



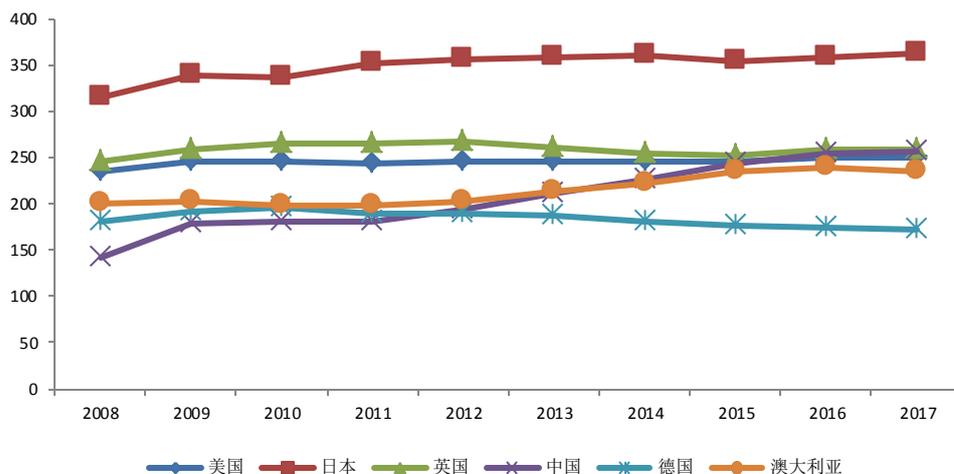
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.1.2 政策上由“去杠杆”向“稳杠杆”过渡

由于内需型经济发展模式过度依赖于加杠杆，导致我国杠杆率增速较快，目前正由“去杠杆”向“稳杠杆”过渡。我国宏观杠杆率在 2008 年为 150%，此后快速增长，2017 年我国杠杆率达到了 255%，已经超过美国 249% 的杠杆率，属于偏高的水平。考虑到我国高储蓄率的特点，宏观杠杆率风险水平仍然可控，但最大的问题还在于债务提升速度过快，如美国债务率从 150% 攀升至 250% 用了 30 年的时间，而中国只用了 10 年的时间。2017 年以来，我国宏观杠杆率上升势头明显放缓，非金融企业部门杠杆率下降，尤其是国企部门显著下降。2017 年杠杆率增幅比 2012-2016 年杠杆率年均增幅低 10.9 个百分点。2018 年政府工作报告明确指出将保持宏观杠杆率基本稳定，

预计宏观杠杆率较 2017 年微幅回落。随着我国宏观货币政策由“去杠杆”向“稳杠杆”转变，不禁要问不加杠杆能否实现经济的增长？

图 2：世界各主要经济体的宏观杠杆率（%）



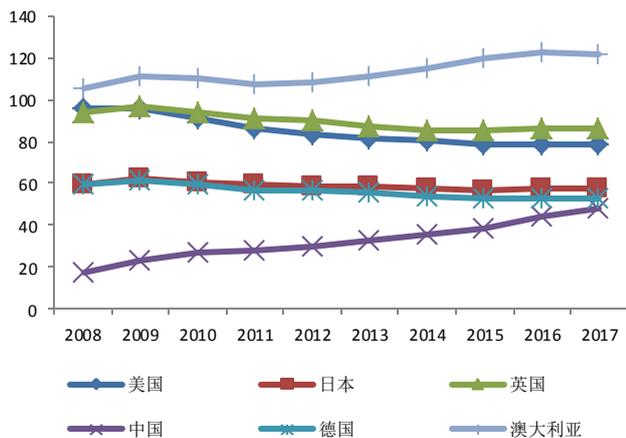
资料来源：国际清算银行，东兴证券研究所

1.2 稳杠杆的两种现实路径

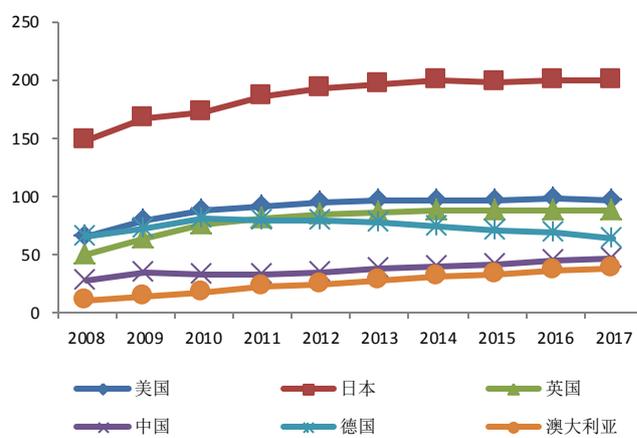
1.2.1 我国宏观杠杆率总体偏高 结构性仍有优化空间

政府部门和居民部门加杠杆，可以刺激需求并改善企业利润，有效促进非金融企业部门资产负债修复。尽管我国的整体债务和杠杆率以偏高位，中国的债务情况在各领域分布不均衡，非金融企业部门杠杆率较高，而政府部门和居民部门较低。

- ◆ **政府部门仍有加杠杆空间。**官方公布的中国政府债务对 GDP 比率到 2017 年为 47%。加上地方政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务，全国政府债务的杠杆率大约在 65% 左右。上述债务水平低于当前主要经济体，日本政府部门杠杆率达到 200%，美国为 97%。考虑到地方政府隐形债务导致的杠杆率更高，未来政府加杠杆主要由中央政府部门完成，路径之一是提高中央政府的财政赤字，手段包括财政部门减税降费、发行专项债。
- ◆ **居民部门未来还有继续加杠杆的空间。**我国 2017 年居民部门杠杆率达到 48.4%，美国的居民的杠杆率水平大约是 78.4%，是中国的两倍左右，日本为 57.4%，欧元区在 60% 左右，故中国居民继续加杠杆的空间应该也可以从目前的 48% 提高至 60%。Cecchetti 等在 2011 年利用 18 个 OECD 国家 1980 年到 2010 年的数据进行估计，给出了居民部门杠杆率警戒值是 85%，我国目前还远未达到这个阈值。

图 3：世界各国居民部门杠杆率


资料来源：国际清算银行，东兴证券研究所

图 4：世界各国政府部门杠杆率


资料来源：国际清算银行，东兴证券研究所

1.2.2 减税可以实现稳杠杆下的经济增长

减税可以实现居民和企业杠杆向政府部门转移，提高杠杆效率。减少税收是政府在经济减速时刺激经济增长的一种手段，和增加公共支出一样，属于扩张性财政政策的范畴。减税主要包括降低企业税负、个人所得税和消费税。居民和企业杠杆向政府转移后，可以刺激居民和企业扩大有效开支，在不增加宏观杠杆率前提下，实现经济增长。

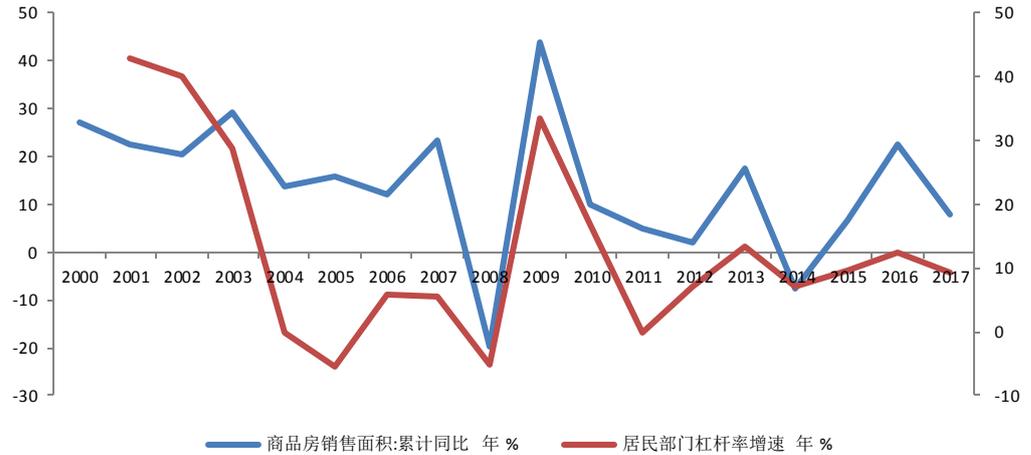
- ◆ 降低企业税负可以提高企业的竞争力和盈利能力，刺激企业扩大投资，从而在不加企业杠杆的情况下实现经济增长正向循环。例如财政部响应“扩大内需”，发文称企业在 2018 年初至 2020 年底期间新购进的设备、器具，单位价值不超过 500 万元的，允许抵扣所得税。还可以降低增值税或所得税税率。
- ◆ 降低居民部门税负可以提高居民可支配收入，减轻居民生活负担，刺激消费并拉动社会需求，改善企业部门的经营状况，降低企业杠杆率。主要措施包括提高个税起征点，出台个税专项抵扣政策等。

2. 居民部门有加杠杆空间 地产周期韧性或超预期

2.1 居民部门杠杆主要用于购房

从居民部门杠杆率上看，房地产开发投资暂无大幅回落的风险。我国居民部门杠杆率主要伴随着房地产业的发展而迅速提高。2009 年以来，居民部门跟随三轮地产小周期快速加杠杆：2009-2010、2012-2013 和 2015-2017，居民部门杠杆率增速随着商品房销售面积增长而提供。通过居民加杠杆将拉动地产投资需求，进而激发出新的社会需求，对于改善下游钢铁、水泥的产能过剩行业有利，并逐步降低产能过剩行业的杠杆率。换言之，即使随着销售放缓导致房地产投资增速回落，国家依然有能力通过向居民部门转移杠杆的方式来刺激房地产，因此断崖式下跌可能行小。

图 5：居民部门杠杆主要进入房地产业



资料来源：国际清算银行，Wind，东兴证券研究所

居民部门杠杆成为推动经济发展的高效杠杆。根据上一章节的分析我们看到，我国居民部门杠杆率与发达国家相比较低，当前居民部门负债相比企业部门更为健康、加杠杆风险相对可控，且加杠杆支撑的地产投资与销售对经济有着极强的拉动力。房地产投资占我国固定资产投资比重约 20%，土地出让占政府基金性收入的比重超 90%，房地产相关的融资占社会融资额的 30%以上，房地产业和建筑业占我国 GDP 比例达 13%。我国房地产开发投资决定社会固定资产投资和制造业投资走势，同时对基建投资有挤压效应。从钢铁行业看，钢价与房地产开发投资具有正相关性，决定钢价走势的是房地产开发投资的景气程度，与基建相关性较弱。因此在居民高效加杠杆的支撑下，企业部门杠杆率得以绝对回落。

图 6：房地产业占固定资产投资比重约 20%



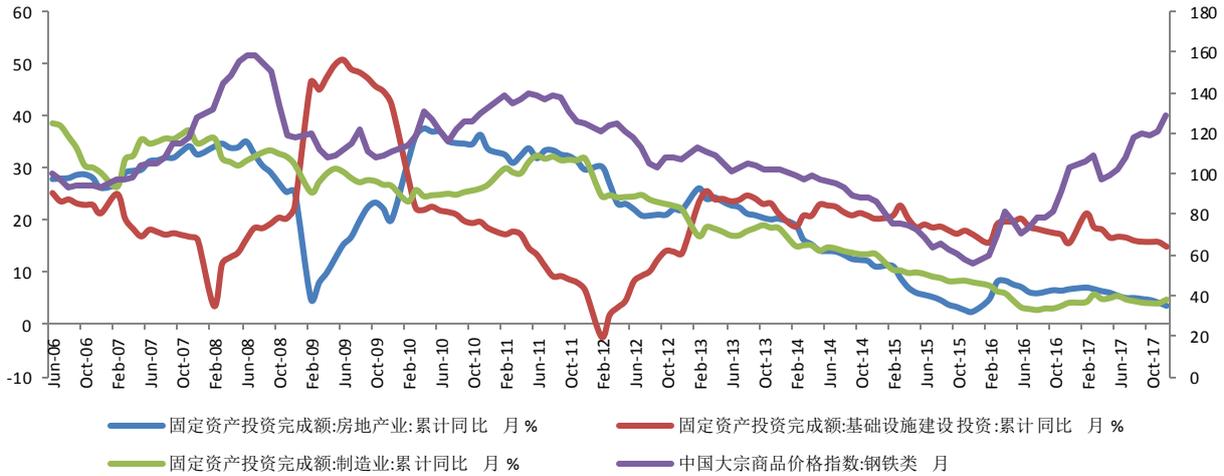
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：土地出让占政府基金性收入的比重超 90%



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：钢价受房地产业固定资产投资影响大



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 货币政策趋稳利好居民部门加杠杆

2.2.1 货币政策趋稳维持商品房销售景气

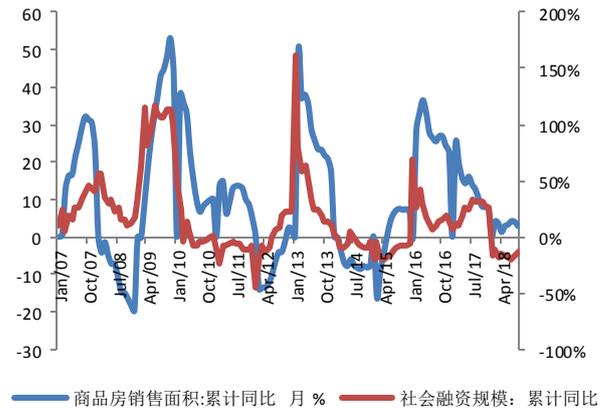
货币政策趋稳利好商品房销售增速维持。从以往数据上看，商品房销售受 10 年期国债收益率和市场利率影响，收益率或利率越低，商品房销售越景气；利率越高，商品房销售景气越差。此外，商品房销售受社会融资规模影响，社会融资规模越大，房地产销售越景气。2018 年我国社会融资规模增速下行，对房地产构成压力，但从政策层面看，国家将货币政策由“去杠杆”向“稳杠杆”转变，国债收益率和市场利率回落，整体货币环境趋于宽松，居民申请房贷等中长期贷款审批通过概率大，放款周期缩短，利好房地产销售景气的维持，尤其是一二线城市销售可能在明年实现筑底回升。

图 9：低利率有利于商品房销售面积增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：社会融资规模增长领先商品房销售



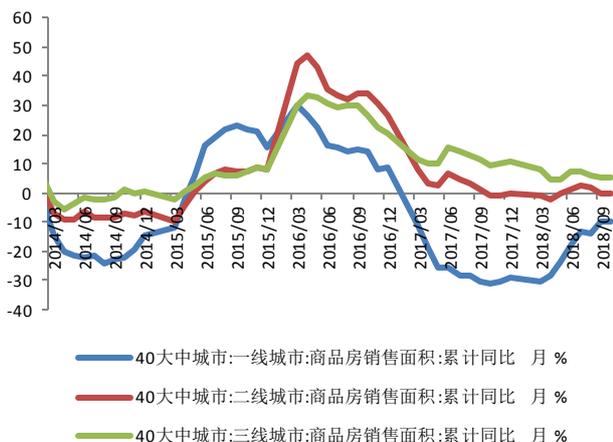
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2.2 一二线销售回暖和三四线低库存利好房屋新开工需求

一二线城市商品房销售将回暖，三四线城市有补库需求，将共同利好房屋新开工。房屋新开工主要取决于当年地产销售和库存水平。本轮周期房地产销售自 2015 年开始复苏，一二线率先在 2016 年向下调整，预计 2019 年销售有望筑底回暖，预计一二线城市的新开工力度将有所加大；伴随着棚改货币化政策的逐步退出，三四线城市明年销售将下滑，但由于库存水平低，待开发土地储备充足，房企仍然有补库动力。

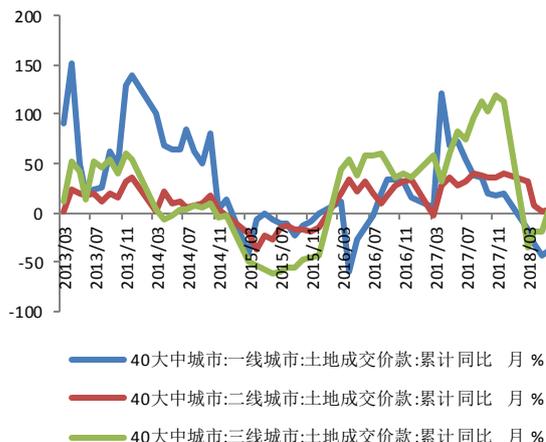
- ◆ **商品房销售贡献主要的房地产开发资金。**根据国家统计局的分类标准，房地产开发资金来源中，以销售回款和自有资金为主的自筹资金占据 30~40%，其中自有资金占比约 15~20%；银行贷款占比 10~20%，非银机构贷款包括信托贷款、委托贷款等非标融资，占比约 3%；其他资金来源占比在 40%-50%，在销售较好的年份占比较高，其中定金及预收款与个人按揭贷款之和可以近似看做期房销售，占其他资金来源约 90%左右。目前大部分城市期房销售占全部商品房销售额约为 80%，因此个人购房资金的贡献大部分都体现在其他资金中。
- ◆ **商品房销售影响土地成交和房屋新开工。**房企通过商品房销售回笼资金，商品房销售领先土地成交 1 年左右。房屋新开工面积增速滞后于商品房销售和土地成交，主要是地产商获得土地开发权后经办规划和施工许可手续，通常需要 6 个月的时间。**2018 年 1-10 月份土地成交价款增速持续高位，待开发土地面积大幅增长，在高周转和地产补库存的背景下，我们认为明年房屋新开工有望持平。**
- ◆ **综合来看，预计 2019 年房地产开发投资同比增速区间维持在 0~5%，房地产业固定资产投资（统计口径较房地产开发投资更全）增速同比增长约 3%。**从房地产开发投资构成来看，土地购置费占比大约 30%，建筑安装费占比超 60%。2018 年 1-10 月土地购置费累计同比增长 63.4%，预计 2019 年全年土地购置费增速回落；2018 年 1-10 月建筑安装费累计同比下滑 4%，由于施工面积持续增长，考虑到建设周期延长，预计 2019 年建筑安装费增速持平或转正。

图 11：一二线城市销售增速有望筑底回升



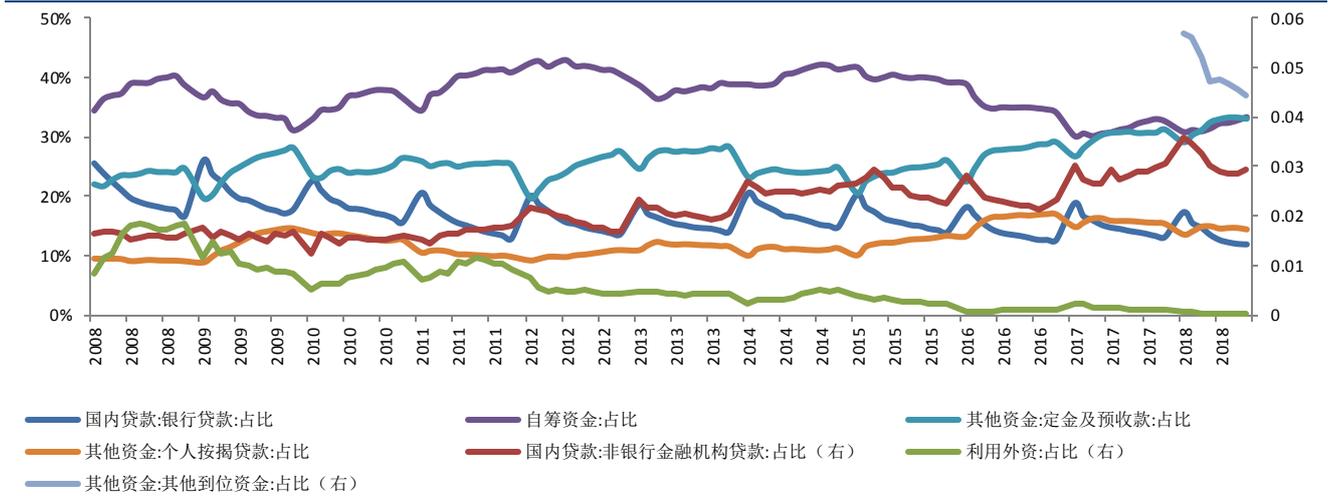
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：三线城市土地成交持续增长



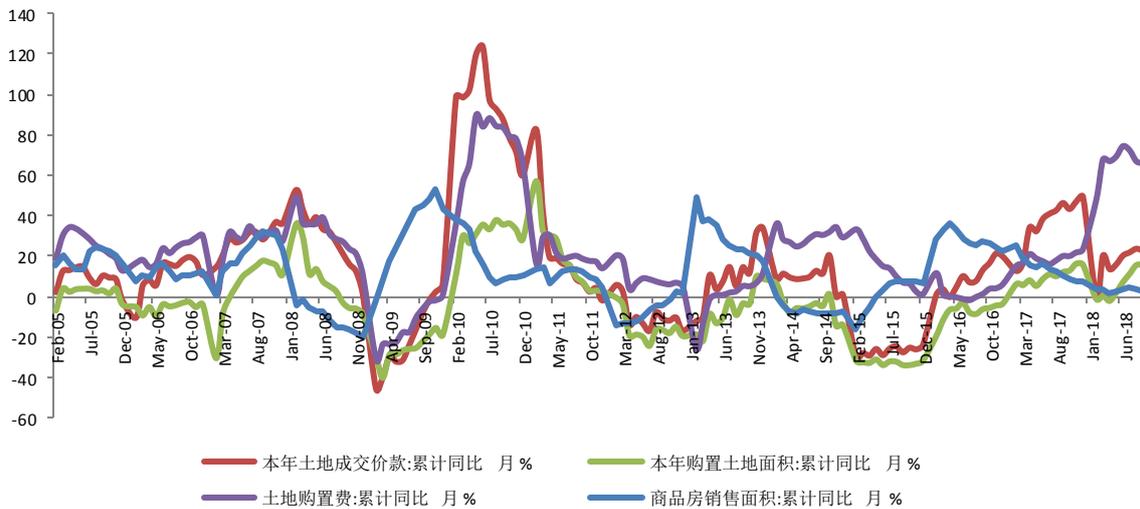
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 13: 我国房地产开发资金的主要来源



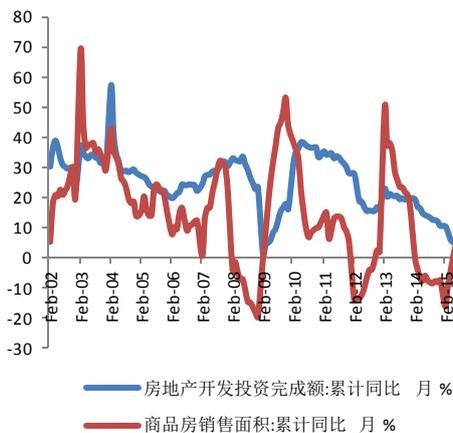
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 14: 商品房销售领先土地成交 6-12 个月



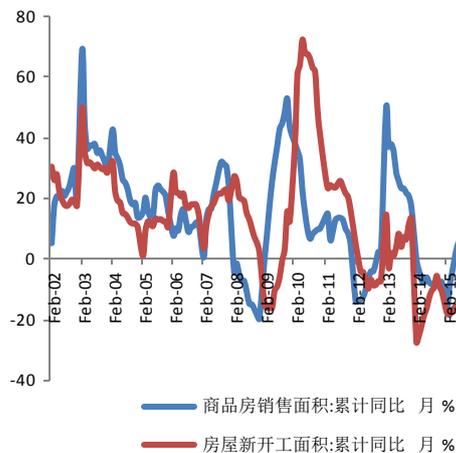
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 15: 房地产开发投资滞后于商品房销售



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 16: 房屋新开工滞后于商品房销售

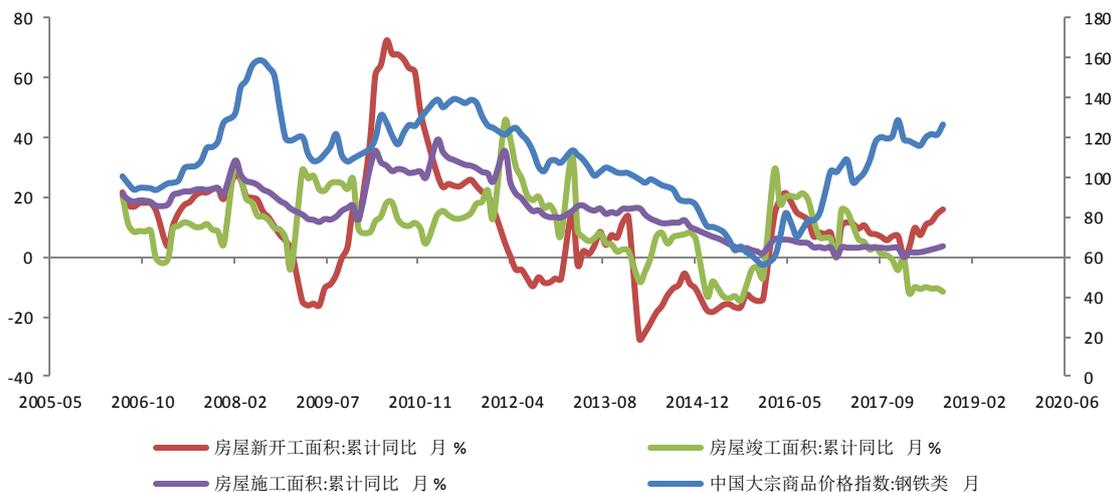


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2.3 施工面积增长利好钢材需求和钢价平稳

施工面积增长保障钢价平稳。通过对钢价影响因素的分析，我们看到钢材价格与房屋施工面积相关性强于房屋新开工面积。房屋施工是钢材消费的重要阶段，房屋施工面积增速持续扩大有利于钢材需求和价格保持韧性。在融资环境偏紧的背景下，房地产企业加快了开发速度，提高资本周转率，2018 年新开工面积增速持续扩大，导致施工面积增速上行。同时，开发商在整体资金压力趋紧的大环境下，提前开工，延长工期，施工周期的拉长导致开竣工的背离。尤其是近年来三四线城市的销售开工占比明显提升，而三四线城市的预售条件相对比重点城市更宽松，部分楼盘土建并未完成即已开盘销售，这导致了三四线城市开工、销售到竣工的周期相对更长，需求持续性延长。

图 17: 钢材价格与房屋施工面积相关性强于新开工



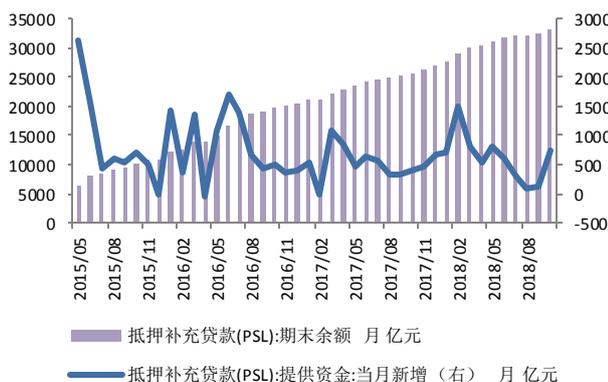
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2.4 棚改货币化安置向实物转变不影响棚改任务量

棚改货币化安置逐步退出，棚改任务仍然较重。棚改货币化安置推动三、四线城市去库存和房价上涨，本轮过后三、四线城市购房需求将持续回落，棚改将更多的使用实物安置；政策方面看，2018-2020年完成1500万套的棚改任务依然要完成，因此货币化安置的退出不会对房地产投资产生过大的影响。

- ◆ 大规模棚户区改造始于东北地区，2005年10月住建部出台《关于推进东北地区棚户区改造工作的指导意见》，逐步确定了“政府主导，市场运作”的模式，征收补偿采取实物安置和货币补偿并重的措施，由被拆迁人自愿选择。受限于资金问题，棚改1.0阶段，工程推进进度较慢。08-14年间棚改开工量维持在250-300万套。
- ◆ 2015年6月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，棚改补偿模式由实物货币安置并重转向货币安置优先。央行在14年推出的PSL（抵押补充贷款）创新性政策工具，部分解决了棚改货币化安置的资金问题。央行通过PSL向国开行发放贷款，国开行通过棚改专项贷款向地方政府发放贷款，地方政府通过货币化安置向棚户区居民发放补偿款，地方政府拆迁卖地后偿还国开行贷款，国开行偿还央行贷款，形成资金流的闭环。
- ◆ 截止2017年底，PSL贷款余额从2015年4月的6459亿元快速上升之2017年底的26787亿元，棚改住房从400万套上升之600万套，以单套50平米计算，占当年住宅商品房销售面积的比重提高至近20%。
- ◆ 2017年5月，国务院常务会议提出在商品住房库存量大、市场房源充足的市县，进一步提高货币化安置比例，确保完成当年再开工改造600万套的棚改任务。并确定实施**2018年到2020年3年棚改攻坚计划，再改造各类棚户区1500万套**。今年10月8日晚间，国务院常务会议部署推进棚户区改造工作，**明确提出要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置优惠政策。预计2019年货币化安置有约460万套任务，以实物安置为主，较2018年减少20.6%，影响商品房销售面积3%左右。**

图 18: 我国 PSL 的发行情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19: 棚改任务完成情况



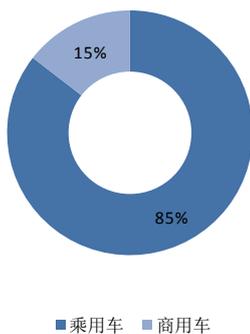
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2.3 经济惯性和减税对冲 消费用钢需求将企稳

我们预计 2019 年消费类用钢需求增速基本持平。主要原因有四点：(1) 2018 年“去杠杆”导致民间资金减少，减少了社会需求，2019 年宏观政策将转为“稳杠杆”，居民部门有望加杠杆提振消费；(2) 连续多年的上游供给侧改革导致国企部门的效益显著改善，一定程度上削弱了下游民企的盈利能力，导致民间消费能力下降，近日国家已经多维度推出支持民企发展举措，下游民企的利润将有所改观；(3) 三、四线城市房价过快上涨，挤压了农村和小城镇居民本应维持较高增长的消费，2019 年三、四线城市房价上涨势头将有所放缓；(4) 中央推出减税政策将刺激消费、拉动需求。

- ◆ **预计 2019 年汽车总体产销量同比 2018 年持平或微增。**2018 年 1-10 月全国汽车行业产量同比下降 0.4%，预计 2018 年汽车行业产量同比下降 2%。展望 2019 年，需求下行的惯性在，随着透支的汽车消费逐步消化完毕和三四线地产挤压弱化，乘用车的增速大概率先低后高，低基数下三季度可能迎来向上的拐点，冷轧汽车板需求的边际改善值得关注；在国家加大基建投资的情况下，商用车产量仍有上升潜力。
- ◆ **汽车消费以民营部门为主。**根据每年一万多个样本且连续四年做的调查显示，目前 100 个买车人中，有 72% 来自民营企业，政府机关、事业单位及国企的人员占买车比例缩减至 20% 左右的水平，来自合资企业的约为 7%-8% 左右。伴随着支持民企和减税政策出台，民企收入增加，势必有利于购车需求，一定程度上对冲需求下滑。
- ◆ **因此预计 2019 年家电需求增速较 2018 年进一步回落。**作为房地产的后周期行业，2018 年家电的产量增速随着商品房销售面积下滑而下滑。2019 年商品房销售下滑将延续，家电消费不会有太大起色。此外，农村家电持有量已接近城镇，而城镇家电消费处于稳定的状态。展望 2019 年，今年推出的个税改革对于居民可支配收入的增加应该具有成效，另外大型家电的更新需求仍在，农村家电需求仍有上升空间。

图 20：2017 年我国乘用车和商用车产量占比情况



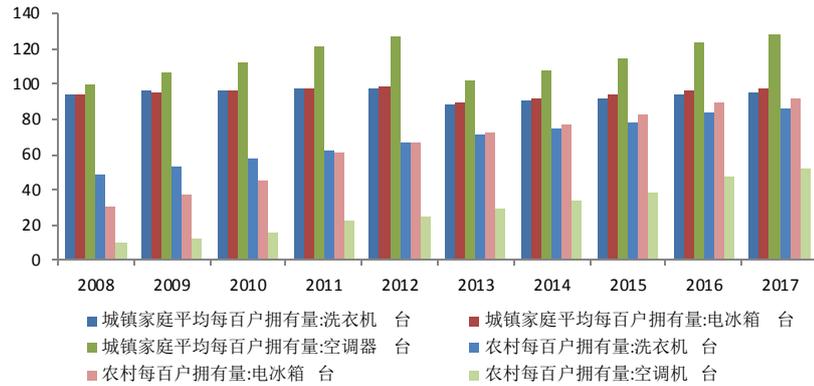
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 21：2013-2018 年乘用车和商用车产量增长情况



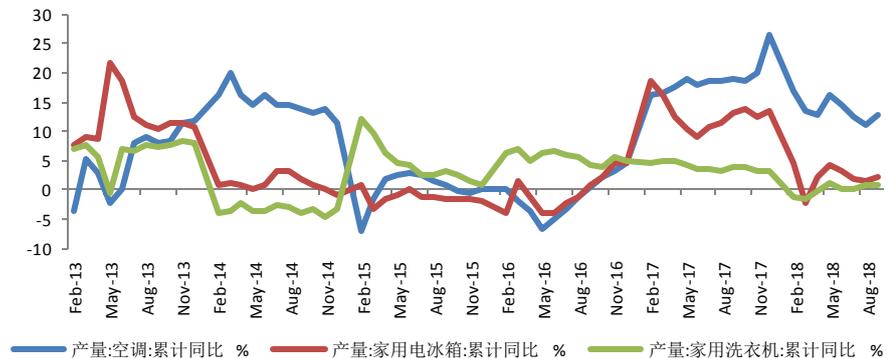
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 22: 我国城镇家庭和农村家庭大型家电拥有量情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 23: 我国 2013-2018 年空调、电冰箱和洗衣机产量情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3. 政府部门加杠杆对冲地产周期 关注细分领域用钢需求增长

3.1 财政政策引导基建投资温和回暖

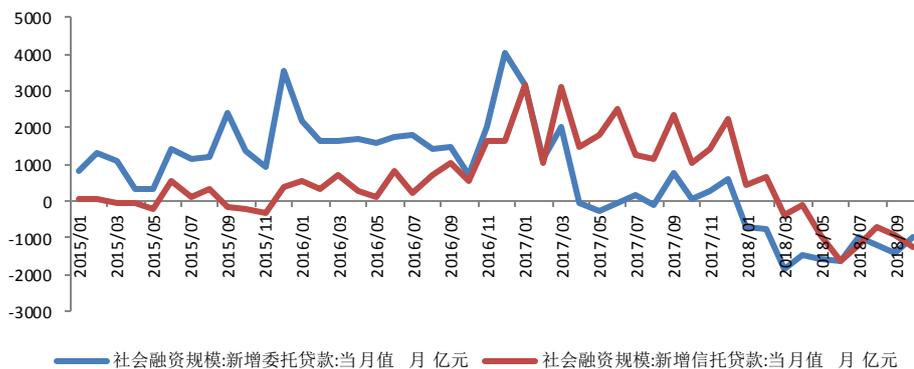
预计 2019 年基础设施建设投资完成额增速回升。明年房地产下行仍是大概率事件，贸易战对经济的拖累尚未完全体现，基础设施建设投资回暖可对冲房地产投资的下滑。考虑到政府部门杠杆率依然较低，同时政治局会议强调要加大基建投资补短板力度，明年政府通过政府加杠杆来为经济转型争取时间和空间的概率很大。

- ◆ 从基建资金的来源看，最大部分资金来源于国家预算内资金（16%）、全国政府性基金（24%）、基建投向的非标贷款（30%）。受“去杠杆”的货币政策影响，非标产品融资渠道完全封堵，2017-2018 委托贷款和信托贷款急剧下滑。
- ◆ 2019 年预计专项债发行力度加大将拉动基建投资增速上行。近几年来，地方政府

专项债节节攀升，2015 年新增专项债仅 1000 亿，为了对冲非标融资收缩带来的影响，政府发行了 1.35 万亿地方专项债，成为今年下半年宽松财政政策的核心发力点。加上 9 月份地方政府新增专项债计入社融，未来地方政府新增专项债对“宽财政”和“稳社融”具有重要意义。**因此，2019 年新增专项债规模可能仍然会维持快速扩张，我们初步预计规模可能在 2 万亿左右。**

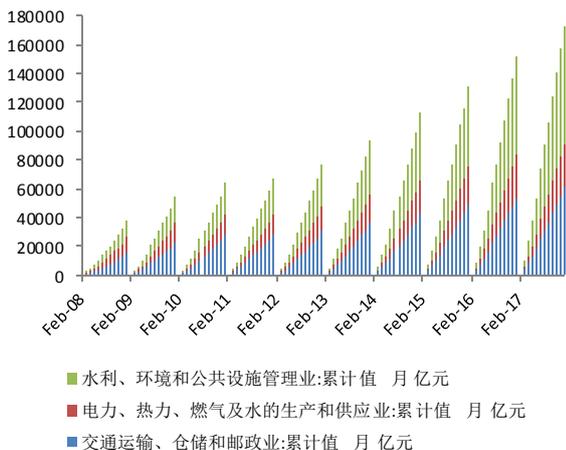
- ◆ 尽管基建投资大概率应该温和回暖，但对钢铁行业的走势决定性作用不如地产，围绕基建投资应重点关注细分领域的需求。基建投资包括交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业和水利、环境和公共设施管理业，其中水利、环境和公共设施管理业占比最大，电力、热力、燃气及水的生产和供应业的占比最小。对应的钢材需求主要包括交通工程、能源工程和市政工程三大类。交通工程主要是铁路、公路建设，对钢材需求消费最大，主要是螺纹钢、线材等建筑用钢。能源工程包括国家输电网建设、油气管道建设等，拉动硅钢、钢管的需求。

图 24: 2018 年我国非标融资急剧下滑



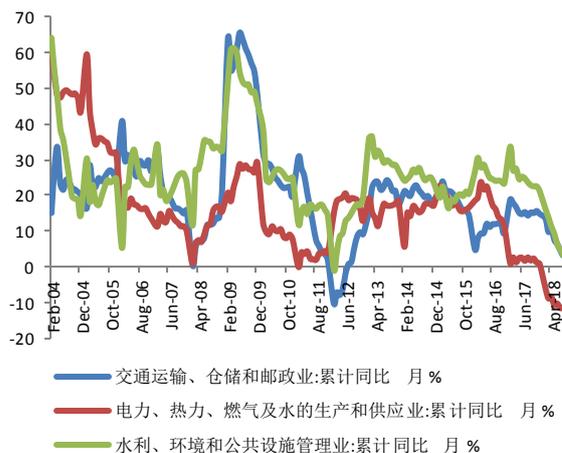
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 25: 基建项目的固定资产投资完成额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 26: 基建固定资产投资增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 1：我国基础设施建设资金的主要来源

资金来源	含义
国家预算内资金（16%）	对应于全国公共财政支出
全国政府性基金支出（24%）	政府性基金支出中与基础建设有关的几类集中于城乡社区支出、农林水和交通运输支出
城投债	城投公司发行企业债、中期票据等筹集资金投放于地方基础建设项目
自筹资金（60%）	43号文和新《预算法》赋予地方政府合法举债权利
地方政府新增债	专项建设债、发改委与日收益类债、产业与铁道
其他相关债券	
基建投向的非标资产（30%）	新增信托项目、委贷款
企事业单位自有资金及其他自筹资金	是指企业为进行生产经营活动所常持有，可自行支配使用并毋须偿还的那部分资金
国内贷款（15%）	即表内贷款
其他资金（8%）	

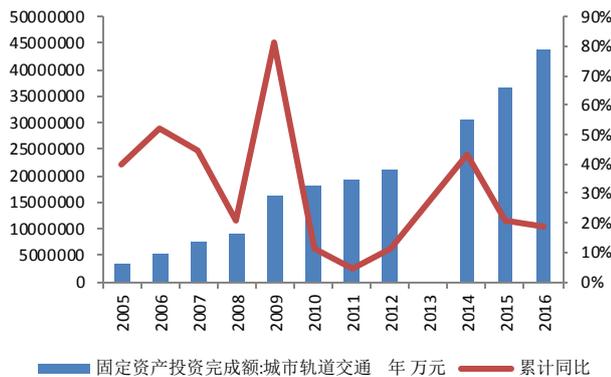
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3.2 交通工程：新增用钢需求 1400~1700 万吨

预计 2019 年交通工程将拉动钢材需求 1.24~1.27 亿吨，其中铁路、城轨和公路建设各拉动需求约 2500 万吨、6700 万吨和 3200~3500 万吨，新增需求 1400~1700 万吨，增长主要来自于城市轨道交通建设投资和公路投资。

- ◆ **铁路建设按 8000 亿计算，将带来钢材需求约 2500 万吨。**铁路建设的钢材消费涵盖线路用钢（调制钢筋、螺纹钢、预应力钢丝等）、轨道用钢以及桥梁用钢（各类型钢、桥梁板）等。每增加 1 亿元的铁路运输固定资产投资，直接钢材消费增加额约为 3000 吨。按 8000 亿铁路投资额计算，将带来钢材需求约 2500 万吨。
- ◆ **城市轨道交通建设将带来钢需增长 1000 万吨。**城市轨道交通建设用钢包括钢轨用钢、车站、隧道、桥梁用钢等方面，用钢量巨大。以轨道交通每投资 1 亿元将带动 1.12 万吨钢材消费推算，5000 亿元的规模就可消耗各类钢材 5600 万吨，按年增长 20% 计算，将带来钢需增长 1100 万吨，达到约 6700 万吨。
- ◆ **公路建设将带来钢需增长 300 万吨。**公路建设当中的钢材使用一般在桥梁建设、涵洞支撑以及护栏、隔离带等方面。2016 年我国的公路建设固定资产投资规模达到 1.8 万亿，10 年复合增长率达到 11.1%。每增加 1 亿元的公路运输固定资产投资，则公路建设的直接钢材消费增加额约为 1600 吨。公路建设的固定资产投资占比近年来保持在 10~20% 左右的水平，预计用钢需求年增长 300~600 万吨，达到约 3200~3500 万吨。

图 27: 我国城市轨道交通投资完成额



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 28: 我国公路投资完成情况



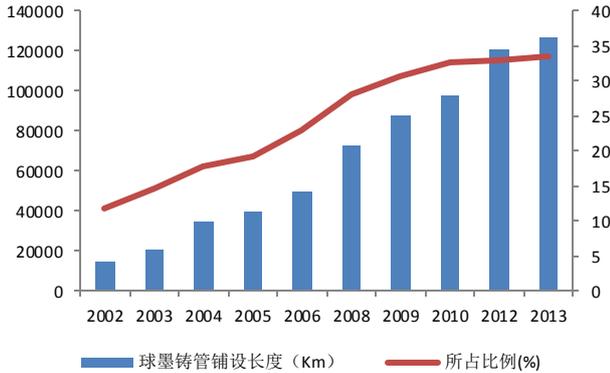
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3.3 城市管网：球墨铸铁管需求增长 50~100 万吨

2019 年球墨铸铁管需求增长 50~100 万吨。由于我国尚处在城镇化阶段，且城市管网等基础设施建设相对落后，球墨铸铁管相比钢管具有良好的耐腐蚀性，比塑料管具有更好的抗压溃性能和健康环保，因此成为持续增长的钢铁细分产品之一。

- ◆ **球墨铸铁管的冶炼及加工技术。**铸铁管是用铸铁浇铸成型的管子。一般用于给水、排气和煤气输送管线。一般按所用的材质不同可分为灰口铁管、球墨铸铁管及高硅铁管。其冶炼过程相对简单，以球墨铸铁管为例，其冶炼过程主要包括了制备铁水、球化处理、离水浇注、退火处理和精整等流程。
- ◆ **需求持续增长，政策刺激更值得期待。**根据《中国铸造协会铸管及管件行业十三五规划》，十三五期间球墨铸管每年的铺设长度达 1.5 万公里，使用比例提高到 40% 以上，当前比例仅为 30% 左右。国家提出基建补短板，基建投资回暖一定程度上拉动铸管需求增长。2009 年后我国公众供水管中的球墨铸铁管铺设长度每年涨幅均维持在 30% 以上，产量年均增长在 10%~20%。当前我国球墨铸管消费量大概在 500 万吨左右，预计 2019 年需求增长 50~100 万吨。
- ◆ **产业集中度高，市场结构有利。**目前世界上生产球墨铸铁管的厂家相对集中，国际上主要有日本久保田、法国圣戈班，美国联合工业，而国内的主要是新兴铸管、山东济钢铸管和安阳永通铸管。2016 年全国球墨铸铁件产量为 1330 万吨。目前新兴铸管的国内占有率达到近 50%，是世界第一大球墨铸铁管生产商，且根据公司的计划 2019 年产能将进一步增加，从 260 万吨增加到 300 万吨。

图 29: 我国球墨铸管铺设长度



资料来源：中国铸造协会铸管及管件行业十三五规划，东兴证券研究所

图 30: 我国球墨铸管产量年增 10%~20%



资料来源：中国铸造协会铸管及管件行业十三五规划，东兴证券研究所

表 2: 我国球墨铸铁管产能

公司	新兴铸管	济钢铸管	永通铸管	日本久保田	法国圣戈班
产能 (万吨)	260	60	50	75	170

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

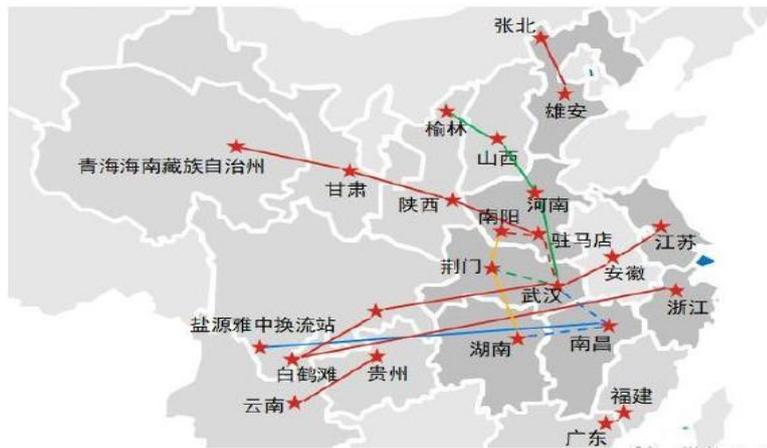
3.4 能源工程：取向电工钢和油气用管有望大幅增长

3.4.1 输配电网建设提速刺激取向电工钢需求增长 10~15%

国家输配电网建设、高效能源需求将驱动取向电工钢需求大幅增长。随着我国经济发展步入新台阶，用电量的年均增速将维持在 5~10% 区间，我国电工钢需求增速从 20~25% 回落至 5~15%。社会用电和新能源汽车增长等驱动无取向电工钢需求持续增长，国家输配电网建设、高效能源需求将刺激取向电工钢需求大幅增长。

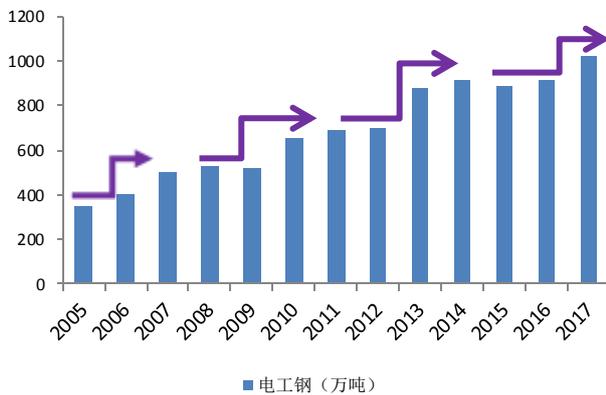
- ◆ **输电工程：**2018 年 9 月 7 日，国家能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，明确列出了青海至河南特高压直流工程、陕北至河北特高压直流工程等 9 项需加快推进的输配电重点工程，具体涉及 12 条特高压线路，预计核准开工时间在 2018 年四季度至 2019 年，合计输电能力为 5700 万千瓦，估算 9 项重点工程总投资不低于 1600 亿元。2019-2020 年电网建设力度将达到上一轮特高压峰值水平。经历了 2018 年电网建设投资负增长后，2019 年电网建设投资将大幅增长，参照上一轮情形预计 2019 年取向电工钢需求将增长 10~15%。
- ◆ **配电工程：**我国输配电损耗约占全国发电量的 6.6%，其中配电变压器损耗占 40~50%。全国在网运行配电变压器中高效配电变压器比例不足 8.5%，部分高能耗配电变压器已不符合行业发展趋势。2015 年 8 月国家能源局发布《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，预计到 2020 年高压配电网变电容量、线路长度分别是 2014 年的 1.5 倍、1.4 倍，中压公用配变容量、线路长度分别是 2014 年的 1.4 倍、1.3 倍。十三五期间累计投资不低于 1.7 万亿，是十二五规模的 2 倍以上。

图 31: 加快推进的 9 项输变电重点工程分布示意图 (虚线部门为配套工程)



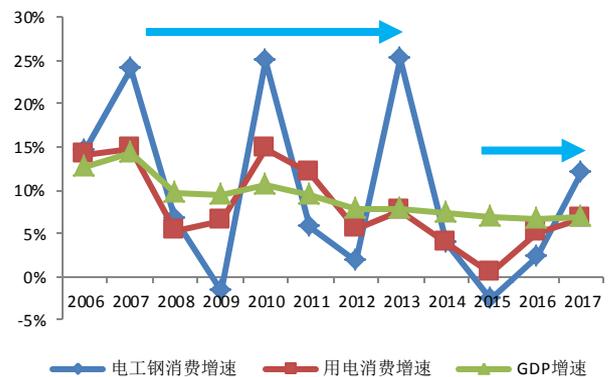
资料来源：东兴证券研究所

图 32: 我国电工钢需求呈台阶式增长



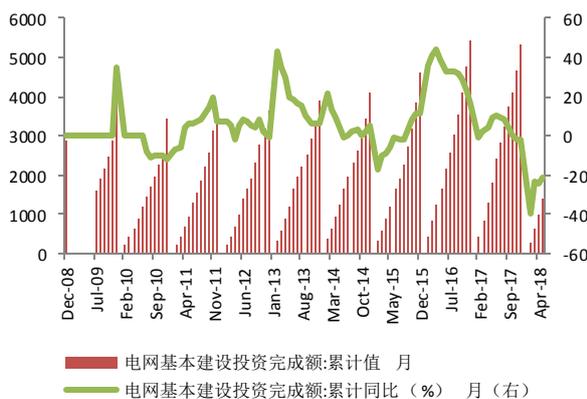
资料来源：Mysteel, 东兴证券研究所

图 33: 我国电工钢需求增速较为乐观



资料来源：Mysteel, 东兴证券研究所

图 34: 我国电网基本建设投资情况



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 35: 我国输配电及控制设备制造投资情况



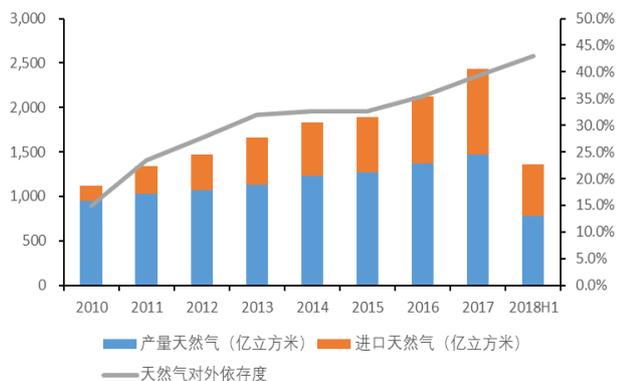
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

3.4.2 国家能源安全确保油气用管需求增长 400~450 万吨

预计 2019 年油气用管需求增长 400~450 万吨，其中无缝管需求增长 200 万吨，焊管将增长 200~250 万吨。无缝管主要有油气钻探和开采用管（油井管）、锅炉管及部分结构用管。受国际油价上升、油企经营业绩改善影响，上游资本开支触底回升，2018 年无缝管需求同比增长 15~20%。随着国家提出保障能源安全，上游资本开支将继续扩大，预计 2019 年无缝管需求将保持 10% 左右的增长。

- ◆ **进口依存度创新高，能源安全问题突出。**2000 年以来，我国油气进口依存度快速提升。2017 年，我国原油产量 1.92 亿吨，进口量 4.15 亿吨，进口依存度 68%；天然气产量 1487 亿立方米，进口量 914 亿立方米，进口依存度 39%。中国 2018 年 6 月原油及天然气对外依存度分别为 70.4% 及 42.5%，持续创历史新高，而这主要是由于我国油气消费量持续增加而勘探和开采投资相对不足所导致的。
- ◆ **现行能源消费结构下，未来油气需求仍有较大上升空间。**我国一次能源消费结构中原煤占比过高，而原油和天然气占比则相对较低，因此推动天然气取代原煤是目前当务之急的举措。2017 年 6 月，国家发改委印发《加快推进天然气利用的意见》，明确天然气国家主体能源地位。到 2020 年，天然气在一次能源消费结构占比力争达到 10%；到 2030 年提高到 15%。目前，我国天然气消费占比不足 7%，**预计到 2020 年消费量将达 3600 亿方，年复合增速 15%。**
- ◆ **政策定调下三桶油提上游资本开支。**在“低对外依存度—满足需求—低上游资本开支”的“不可能三角”之中，政府提出重视能源安全问题，势必导致上游资本开支提高。1) 8 月 3 日、6 日，中石油、中海油集团分别召开党组扩大会议，学习贯彻习近平总书记重要批示，专题研究部署提升国内油气勘探开发力度，努力保障国家能源安全等工作；努力为我国原油产量实现年 2 亿吨目标。2) 9 月 5 日，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，对我国天然气产业发展做出全面部署。指出加大国内勘探开发力度，力争到 2020 年底前国内天然气产量达到 2000 亿方以上。3) 9 月 7 日，中石油召开董事会，再次强调加强油气勘探开发。

图 36: 天然气对外依存度逐渐提高



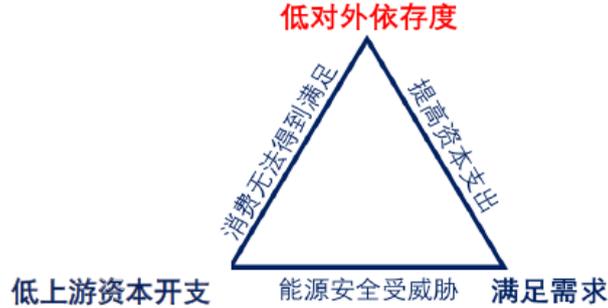
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 37: 原油对外依存度逐渐提高



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 38: 能源安全下的“不可能三角”



资料来源：东兴证券研究所

表 3: 2015 年主要国家一次能源消费结构 (%)

	原油	天然气	原煤	核能	水利发电	再生能源	合计
中国	18.6	5.9	63.7	1.3	8.5	2.1	100
美国	37.3	31.3	17.4	8.3	2.5	3.1	100
加拿大	30.4	28	6	7.2	26.3	2.2	100
德国	34.4	21	24.4	6.5	1.4	12.5	100
法国	31.9	14.8	3.6	41.1	5.1	3.3	100
英国	37.4	32.1	12.2	8.3	0.7	9.1	100
日本	42.3	22.8	26.6	0.2	4.9	3.2	100
韩国	41.1	14.2	30.5	13.5	0.3	0.6	100
印度	27.9	6.5	58.1	1.2	4	2.2	100
俄罗斯	21.4	52.8	13.3	6.6	5.8	0	100
巴西	46.9	12.6	5.9	1.1	27.9	5.6	100

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2019 年新增焊管需求 200~250 万吨。2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局联合发布的《中长期油气管网规划》指出，2025 年基本形成“海陆并重”的通道格局；要求 2020 年全国天然气长输管道长度达到 10.4 万 km，2025 年达到 16.3 万 km，预计 2030 年将超过 20.0 万 km，并形成“主干互联、区域成网”的全国天然气基础网络。截至 2017 年底，我国长输天然气管道总里程达到 7.7 万 km，干线管网总输气能力超过 2800 亿 m³/a。国家从“三桶油”中拆出油气管道公司将利好我国油气输送管道的建设和运营。我国天然气主干网口径 610~1422mm，按口径 610mm、中间壁厚 17.48mm 计算，长度每延长 1Km，将拉动大口径焊管需求约 260 吨，要达到 2020 年 10.4 万 Km 的建设目标，2018-2020 年均需增长 0.9 万 Km，预计拉动焊管和相应厚板需求增长 200~250 万吨。

图 39: 我国天然气主干管网规划示意图



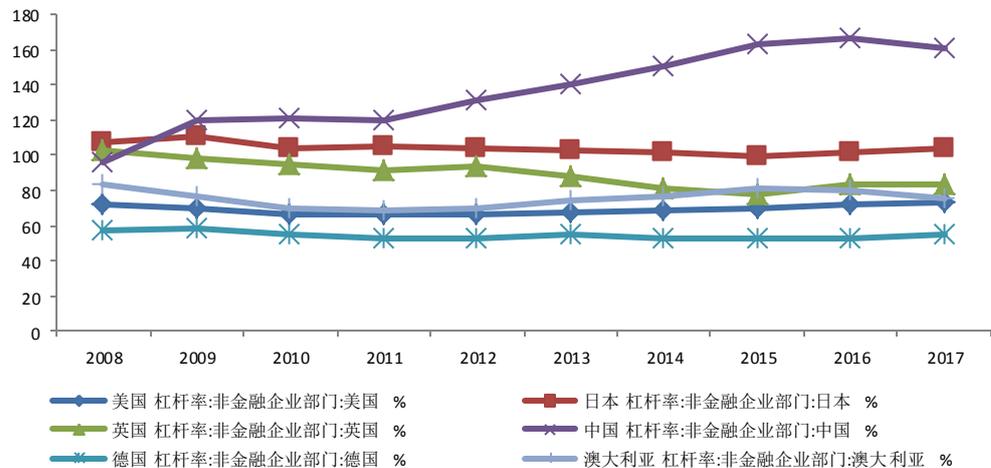
资料来源：东兴证券研究所

4. 企业部门杠杆修复 制造业投资扩张有博弈性机会

4.1 资产负债表持续修复 制造业投资扩张有动力

非金融企业资产负债表持续修复，制造业投资扩张。2018 年制造业投资持续扩张，截止 1-10 月份，制造业投资累计同比增速从 2 月的 4.3% 扩大至 9.1%。制造业投资扩张主要依赖的是设备制造业、计算机通信等高科技产业以及资产负债表得到修复后的上游钢铁、有色等行业。由于传统行业资产负债率高，同时被国家严令禁止新增产能，目前的投资更多的是进行产能置换，因此对制造业投资扩大的贡献很难持续。制造业投资扩张持续将利好明年的板材需求。

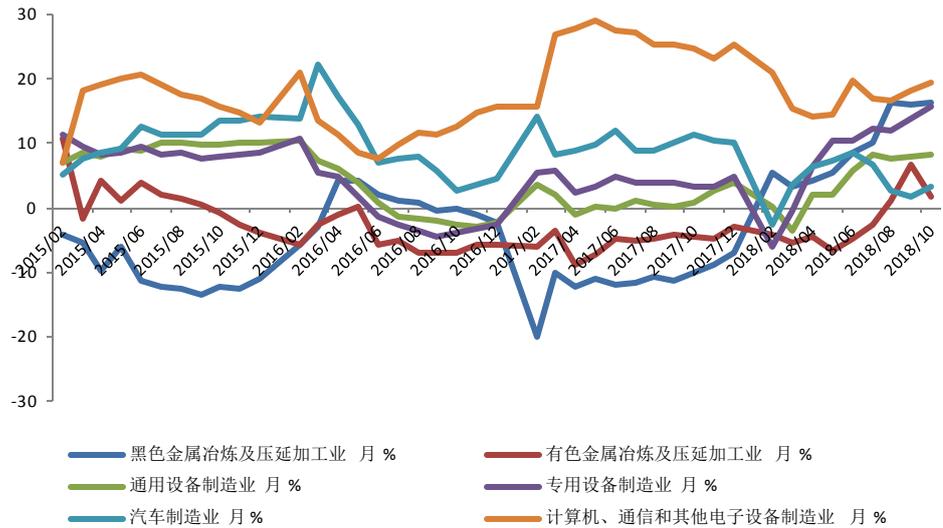
图 40: 我国非金融企业部门资产负债率已修复



资料来源：国际清算银行，东兴证券研究所

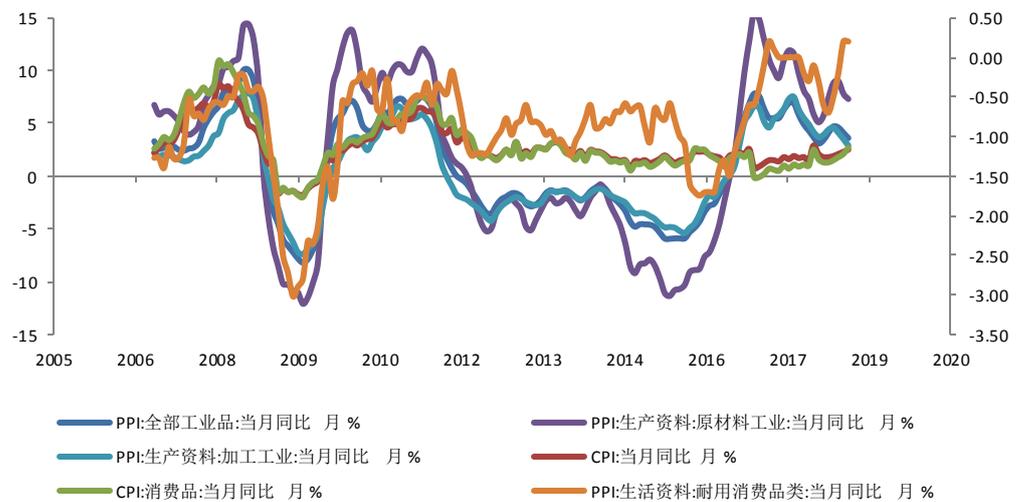
2019 年上游原料价格调整利好下游消费品制造业投资。自 2015 年至 2018 年，上游原料价格持续上涨，PPI 屡创新高，挤压了下游消费品制造业的利润，一定程度上抑制了制造业投资的扩大。我们预计 2019 年大宗商品价格将向下调整，有利于供给侧改革下游行业的利润修复，届时一定程度上又会刺激下游企业的再投资。

图 41：我国分行业的固定资产投资情况



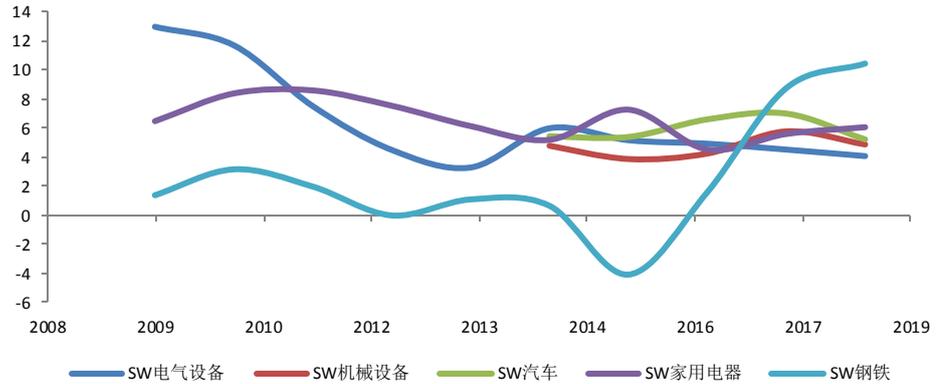
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 42：PPI 原材料指数向耐用消费品和 CPI 传导并不顺畅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 43: 2009-2018 年各行业的资产回报率 ROIC (%)

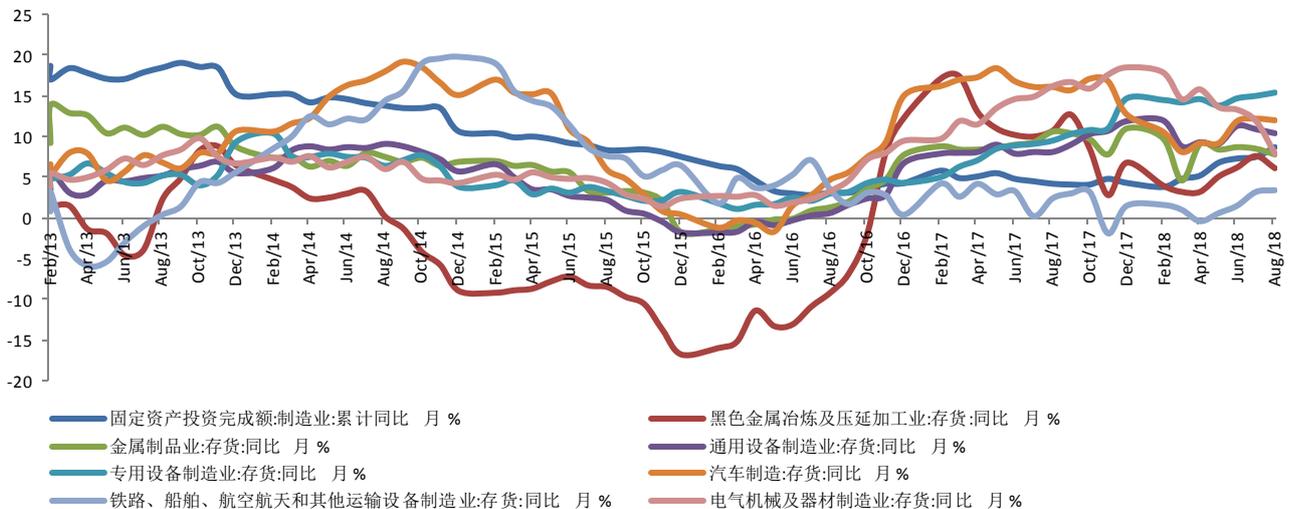


资料来源: Wind, 东兴证券研究所 (注: 2018 年数据为年化 ROIC 预测值)

4.2 库存周期下行 贸易战隐忧仍在

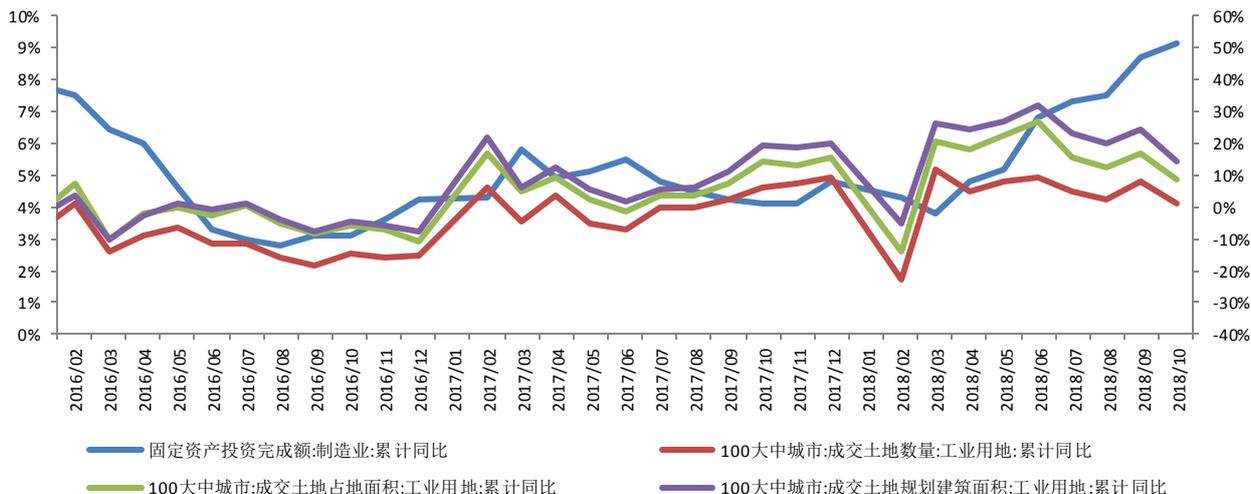
2019 年步入去库存阶段，制造业投资将回落。工业产成品库存水平自 2012-2015 年维持高位，导致制造业投资乏力。2015 年开始国家提出“三去一降一补”的供给侧改革以来，耐用品库存开始逐步降低，2016 年到达库存低点，随后制造业投资开始逐步回暖，2018 年持续扩大。尽管如此，随着工业产成品库存再次步入高点，面临去库存压力，预计制造业投资将逐步回落。工业用地成交量是制造业投资的领先性指标，2018 年工业用地成交增长开始回落，预示着制造业投资面临下行。

图 44: 产成品步入去库存阶段



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

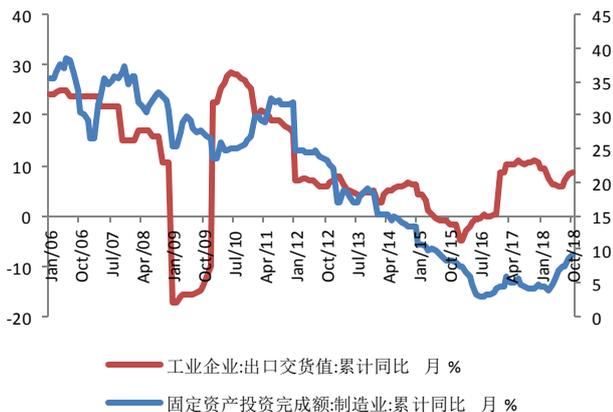
图 45: 我国工业用地成交增长见顶回落



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

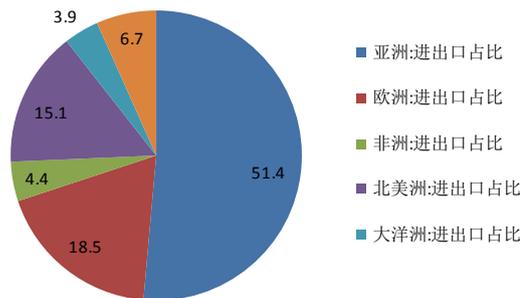
中美贸易战形势不容乐观, 出口见顶将弱化制造业投资积极性。出口作为我国经济发展的三驾马车之一, 制造业投资与出口情况相关性显著。2018 年出口数据持续好转, 大概率来自于企业对美国加征关税的担忧, 要赶在贸易战局势恶化或关税落地前抢先出口, 出口一定程度上被透支, 后继增长乏力。此外, 由于中美贸易战未见显著缓和迹象, 即使中国与美国能够在 2018 年底与美国达成框架协议, 后面的谈判过程依然会十分艰难, 我们对中美贸易状况的改善持谨慎态度, 2019 年进出口数据大概率回落, 从而导致制造业投资见顶回落。综合来看, 预计 2019 年增速将回落至 5%。

图 46: 制造业投资与出口呈正向关系



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 47: 我国进出口国别占比情况 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

5. 2019 年粗钢需求预计较 2018 年持平或微增

5.1 自下而上测算全年粗钢表观消费 8.9 亿吨

综合上述分析看到，未来宏观政策稳中趋松，房地产投资韧性或超预期，基建投资温和回暖以对冲地产下滑，制造业投资存博弈性机会，自下而上测算预计 2019 年表观消费粗钢 8.9 亿吨，增长 1800 万吨，同比增长 2%，其中采用回归法测算的建筑用钢需求预计同比增加约 1.8%。

- ◆ 根据前面章节的分析，我们推断 2019 年我国基础设施建设投资预计同比增长 8%；房地产业固定资产投资同比增长 3%，制造业投资同比增长 5%，分别按权重 30%、20%和 30%计，加上其余 30%预计同比增长 3%，测算全社会固定资产投资完成额预计同比增长约 5.5%。
- ◆ 消费用钢需求平稳。受减税降费、房地产挤压效应减弱、国家支持民企发展等政策作用，明年消费增速大概率企稳。随着购置税优惠透支的消费逐渐被消化，乘用车消费增速有望在明年三季度筑底，带来冷轧汽车用板需求的边际改善值得关注。

表 4：采用回归法测算 2019 年建筑用钢表观消费增加 1.8%

年份	房地产业投资 (亿元)	增速 %	基础设施建设投资 (亿元)	增速 %	制造业投资 (亿元)	增速 %	价格指数	房地产投资实际同比%	基建投资实际同比%	制造业投资实际同比%	建筑用钢需求 (亿吨)	需求增速 %	预测值 %
2012	92639	22.4	77172	15.3	124404	20.0%	274	21.1	14.0	20.0	4.23	2.42	6.8
2013	111380	20.2	93621	21.3	147584	18.6%	275	19.8	20.9	18.2	4.54	7.33	3.5
2014	123558	10.9	112174	19.8	166898	13.1%	277	10.1	19.0	12.3	4.63	1.98	-0.7
2015	126706	2.5	131265	17.0	180233	8.0%	272	4.4	19.2	10.0	4.33	-6.48	-4.3
2016	135284	6.8	152012	15.8	187836	4.2%	270	7.6	16.7	5.0	4.33	0.00	1.2
2017	139734	3.3	173085	13.9	193616	3.1%	286	-2.5	7.5	-2.7	4.32	-0.23	0.7
2018E	150912	8.0	181740	5.0	212977	10.0%	300	3.0	0.1	4.9	4.64	7.41	5.2
2019E	155440	3.0	196279	8.0	223626	5.0%	305	1.3	6.2	3.3	4.72	—	1.8%

资料来源：Wind、冶金工业规划研究院，东兴证券研究所

表 5：自下而上测算 2019 年表观消费增加 1800 万吨

	2019E 需求总量 (亿吨)				2019E 需求增速			
	2018E	增速	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
建筑	4.64	10.0%	4.69	4.73	4.76	1.0%	1.8%	2.5%
机械	1.44	6.0%	1.44	1.48	1.53	0.0%	3.0%	6.0%
汽车	0.59	2.0%	0.58	0.59	0.60	-2.0%	0.0%	1.0%

能源	0.40	20.0%	0.42	0.44	0.46	5.0%	10.0%	15.0%
造船	0.13	-10.0%	0.11	0.12	0.13	-10.0%	-5.0%	0.0%
家电	0.13	5.0%	0.12	0.13	0.13	-2.0%	0.0%	2.0%
铁道	0.05	0.0%	0.05	0.05	0.05	-2.0%	0.0%	2.0%
集装箱	0.08	30.0%	0.08	0.09	0.09	5.0%	10.0%	15.0%
其他	0.86	15.0%	0.78	0.86	0.91	-10.0%	0.0%	5.0%
合计	8.32	—	8.27	8.48	8.64	-0.5%	2.0%	3.9%
折算粗钢	8.75	—	8.71	8.93	9.10	—	—	—

资料来源：冶金工业规划研究院、东兴证券研究所（2018年建筑用钢因回归表内地条钢影响；折算粗钢按95%成材率）

5.2 自上而下的方法测算 2019 年粗钢需求增长 500 万吨

我们是采用固定资产投资系数法测算粗钢表观消费量，然后加上粗钢净出口量即为总需求量。按此自上而下的方法，我们预计表内消费粗钢需求总量为 **88012 万吨**，比 **2017 年增加约 500 万吨**。结合自下而上和自下而上两种测算方式，我们预计 **2019 年粗钢表观消费量为 88000~89300 万吨**，较 **2018 年增长 500~1600 万吨**，**同比增长 0.6~2%**。

表 6：固定资产投资系数法测算的 2019 年粗钢表观消费情况

年份	社会固定资产投资名义总额 (亿元)	投资增速 %	价格指数 (1990=100)	实际投资额 (亿元)	实际投资增速 %	粗钢表观消费量 (万吨)	消费增速 %	粗钢净出口 (万吨)	净出口增速 %	粗钢总需求 (万吨)	钢耗 (吨/亿元)
2005	88774	—	219	40536	—	34923	—	7	—	34930	0.86
2006	109998	23.9	222	49549	22.2	38434	10.1	3472	—	41906	0.78
2007	137324	24.8	231	59448	20.0	43486	13.1	5488	58.1	48974	0.73
2008	172828	25.9	252	68583	15.4	45335	4.3	4763	-13.2	50098	0.66
2009	224599	30.0	246	91300	33.1	56508	24.6	284	-94.0	56792	0.62
2010	251684	12.1	255	98700	8.1	59975	6.1	2718	857.0	62693	0.61
2011	311485	23.8	271	114939	16.5	64878	8.2	3484	28.2	68362	0.56
2012	374695	20.3	274	136750	19.0	66443	2.4	4430	27.2	70873	0.49
2013	446294	19.1	275	162289	18.7	72564	9.2	5085	14.8	77649	0.45
2014	512021	14.7	277	184845	13.9	73147	0.8	8420	65.6	81567	0.40
2015	562000	9.8	272	206618	11.8	69467	-5.0	10572	25.6	80039	0.34
2016	606466	7.9	270	224617	8.7	70900	2.1	10106	-4.4	81006	0.32
2017	631684	4.2	286	220869	-1.7	76700	8.2	6541	-35.3	83241	0.35
2018E	669585	6.0	300	222972	1.0	87500	13	5887	-10.0	93387	0.39
2019E	706412	5.5	305	231611	3.9	88012	1.5	5887	0.0	93899	0.38

数据来源：Wind，东兴证券研究所（单位投资钢耗系数 2017-2018 年止跌回升源于地条钢部分回归表内，预计 2019 年回落，幅度较 2015-2016 年收窄）

表 7: 近 5 年海外新增产能情况

项目名称	项目地点	投资额	新增产量	投建时间	投产时间
盖尔道集团	阿根廷	2.32 亿美元	65 万吨长材	2014 年 2 月	2018 年
苏伊士运河经济区钢厂	埃及		120 万吨螺纹钢		2017 年 9 月
巴西 CSP 板坯厂 (巴西淡水河谷、韩国国制钢和浦项合资)	巴西		300 万吨粗钢	2005 年 5 月达成初步协议	2016 年 6 月
谢韦尔钢厂将新建一座高炉	俄罗斯	30 亿卢布	480 万吨粗钢		2017 年底
俄马钢考虑新建一座高炉 (替代产量相当的老式高炉)	俄罗斯		200 万吨粗钢	2018-2023 年	
菲 DMCI 集团钢厂项目	菲律宾	9 亿比索	未知	2016 年 4 月	
韩国现代钢铁顺川厂	韩国	2000 亿韩元	50 万热镀锌钢		2017 年底
马中关丹产业园区 350 万吨钢铁项目	马来西亚		350 万吨粗钢	2016 年 11 月	
Star Consortium 孟加拉公司昆钢项目	孟加拉	21.3 亿美元	200 万吨粗钢	2017 年	2018 年
四川宏达坦桑尼亚铁矿和钢厂项目	坦桑尼亚	22.86 亿美元	100 万吨粗钢	2016 年	
JSPL 新建印度最大高炉	印度		400 万吨粗钢		2017 年 5 月
印度国营矿山公司 (NMDC)	印度	1800 亿卢比	300 万吨粗钢	2015 年	2017 年
印度 JSW 公司	印度	各 62 亿美元	1000 万吨		
安赛乐米塔尔合资项目方案	印度	1500 亿卢比	150 万吨汽车用钢		
JSW 钢公司对现有两座高炉扩容	印度		25 万吨粗钢		预计 2016 年底
塔塔钢铁新建 Kalinganagar 钢厂一期	印度	2600 亿卢比	600 万吨 (扁平材厂)	2004 年达成初步协议	预计 2016 年投产
韩国浦项钢铁公司和印度冷轧及镀锌生产厂家乌塔姆镀锌钢公司	印度		150 万吨热卷	可能在 2016 年 12 月	
安赛乐米塔尔印度钢厂项目	印度	预计耗资 65 亿美元 600 万吨	600 万吨粗钢	2015 年	未知
印度小计			3225 万吨		
印度尼西亚德信钢铁高炉项目	印度尼西亚		350 万吨粗钢	2018 年 4 月	2020 年
克拉克陶大阪钢铁公司	印度尼西亚		50 万吨 (钢筋塑钢型材及扁材)	2015 年 3 月	2019 年 2 月
青山集团和德龙集团与印尼摩罗哇里工业园发展公司项目	印度尼西亚	9.8 亿美元	350 万吨碳钢	2017 年 7 月开始准备工作	2018 年
青山钢铁公司	印度尼西亚		100 万吨不锈钢		2017 年 8 月
克拉克陶钢铁与浦项钢铁 (二期)	印度尼西亚		300 万吨 (钢坯和钢板)		
印度尼西亚钢 PT Gunung Garuda	印度尼西亚		120 万吨粗钢		2016 年
PT Gunung Gahapi 与中国南钢项目	印度尼西亚		100 万吨 (螺纹钢和盘条)	2016 年重新启动	2015 年 3 月
印尼小计			1420 万吨		
台塑河静项目 (2 号高炉)	越南		350 万吨粗钢	2012 年 12 月	2020 年

和发集团兴安省新厂	越南		40万吨（热轧镀锌彩涂）	2018年
越南容桔钢铁	越南	26.5亿美元	400万吨钢材（100万吨轧制钢 100吨建筑钢材 200万吨热轧卷）	2017年1月重启 2017年7月
台塑河静项目（1号高炉）	越南		350万吨（主要是热轧板卷和线材）	2012年12月 2017年7月
马来西亚 lion 与越南船舶工业公司	越南	73亿美元	800万吨	
越南小计			1940万吨	
总计			8450万吨	

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 8：我国主要钢材出口目标国的表现需求

国家	粗钢表观需求量（千吨）								
	2012	2013	同比	2014	同比	2015	同比	2016	同比
越南	12,740	13,685	7.4%	16,792	22.7%	21,226	26.4%	25,963	22.3%
印度尼西亚	15,006	15,237	1.5%	15,483	1.6%	13,656	-11.8%	15,214	11.4%
印度	77,436	80,656	4.2%	86,404	7.1%	89,419	3.5%	91,681	2.5%
孟加拉	2,390	2,533	6.0%	2,798	10.5%	4,208	50.4%	4,187	-0.5%
阿根廷	5,582	5,775	3.5%	5,712	-1.1%	5,991	4.9%	4,789	-20.1%
韩国	56,322	53,919	-4.3%	57,834	7.3%	58,125	0.5%	59,454	2.3%
埃及	10,182	9,900	-2.8%	10,930	10.4%	11,622	6.3%	12,501	7.6%
巴西	29,526	31,131	5.4%	28,451	-8.6%	23,657	-16.9%	20,241	-14.4%
菲律宾	6,986	7,796	11.6%	8,517	9.2%	10,186	19.6%	11,253	10.5%
马来西亚	10,374	11,685	12.6%	11,720	0.3%	11,629	-0.8%	11,925	2.5%
俄罗斯	49,488	49,671	0.4%	49,253	-0.8%	44,558	-9.5%	42,452	-4.7%
坦桑尼亚	439	777	77.0%	643	-17.2%	712	10.7%	587	-17.6%
合计	276,471	282,765	2.3%	294,537	4.2%	294,989	0.2%	300,247	1.8%

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

6. 投资策略：关注盈利韧性和细分领域的机会

2019 年我国面临稳增长和稳杠杆的双重任务，经济增长的动力将主要来自于杠杆结构的优化和减税降费政策的推行。明年货币政策稳中趋松，地产周期韧性或超预期，基建投资大概率温和回暖，制造业投资仍有博弈性机会，建筑用钢需求并不悲观，基建、能源等细分领域用钢需求的增长值得关注；受减税降费、房地产挤压效应减弱、国家支持民企发展等政策刺激，消费用钢需求明年有望企稳；在海外产能扩张和钢价

下行的双重影响下出口大概率维持；总体来看，明年建筑用钢需求持平或微增，细分领域用钢有增量。

- ◆ 对建筑钢企，节奏重于趋势。受益于供给的相对刚性，利润的下行更多受宏观环境影响，而非自身的变化，本轮周期相比以往具有更强的盈利韧性和阿尔法收益韧性，推荐低成本、高分红的公司**方大特钢、三钢闽光**。
- ◆ 对细分领域，业绩弹性为王。推荐关注电工钢和汽车板龙头**宝钢股份、首钢股份**；关注基建和能源概念股**新兴铸管、常宝股份**。
- ◆ 还可以关注兼并重组概念股**鞍钢股份、马钢股份**。

表 9：重点公司盈利预测及估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	PE			PB			2018 股息预测
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
002110.SZ	三钢闽光	10.6	4.52	4.82	4.97	1.84	1.57	1.34	10%
600507.SH	方大特钢	13.8	3.19	3.42	3.37	1.44	1.28	1.07	10%
600019.SH	宝钢股份	6.9	7.27	6.55	5.70	0.82	0.71	0.60	6%
600808.SH	马钢股份	3.7	4.68	5.66	5.44	0.98	1.09	0.95	7%
002478.SZ	常宝股份	5.0	9.93	7.96	6.85	1.26	1.23	1.11	7%
000778.SZ	新兴铸管	4.5	7.93	7.13	6.08	0.78	0.75	0.65	6%
000898.SZ	鞍钢股份	5.5	5.65	6.59	6.38	0.72	0.80	0.73	6%
000959.SZ	首钢股份	3.8	7.24	7.43	5.77	0.85	0.91	0.71	3%

资料来源：东兴证券研究所

7. 风险提示

宏观经济下行超预期；供给侧改革不及预期。

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018年5月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。