

# 行业利润重心下移 拐点看基建



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——2019 年钢铁行业年度策略

## 核心观点

### ❖ 地产拖累明年需求下移，基建子板块或有亮点

供给限制逐步宽松，黑色行业逻辑重心重回需求端。展望 2019 年，用钢权重最大的地产板块需求预计从 Q2 开始承压，行业利润重心逐步下移；但伴随财政货币政策边际放松，行业利润或在 Q4 迎来环比改善。

地产分项需求占有钢材需求约 35%，占螺纹钢单品种需求约 60%-70%。拿地面积领先房屋开工面积的 6-9 个月，2018 年 Q3 开始房企拿地面积下滑，房屋开工增速预计从 2019 年 Q2-Q3 面临明显承压；基建方面，2019 年基建投资增速预计明显回升。现有基建项目源自 2015-2016 的批复高峰，近 2 年制约基建投资的核心约束在于“钱”而非“项目”。分板块来看，水利、核电等细分短板有确定性增长空间，相关特钢加工企业或将获益。

### ❖ 钢铁产能进入大型化置换期 行业整合并购加速

供给侧改革渐退，钢铁行业 2019 年将迎来存量整合并购加速和高炉大型化置换启动。未来 2-3 年内，将逐渐看到钢铁产能集中度提升，龙头企业周期性波动放缓；2018 年开始，钢铁等过剩行业产能只能置换不能新增。截止 2018 年 11 月，全国已公布产能置换方案累计 1.68 亿吨，已经完成置换的 1876 万吨，其余 1.5 亿吨将在 2019-2022 年之前陆续投放。此轮置换后，无效粗钢产能转化有效产能约 1000 万吨/年；地区上看，华北产能占比降低、华东基本持平，华南产能略有增加；关注高炉大型化促发上游煤焦资源稀缺性提升。

### ❖ 投资看点

2019 年钢厂将告别千元吨钢毛利，回归至市场化利润中枢。节奏上，地产下行压力预计从 2019 年 Q2 开始明显传导至钢材需求端，关注地产和财政政策变化，行业利润是否能在 Q4 迎来回升拐点。

行业利润压缩趋势下，钢企核心竞争力回归成本控制和区位优势；供给侧改革进入第二阶段，钢铁产业整合并购有望加速。关注成本竞争力强、粗钢产能有增量的个股，相关标的三钢闽光（002110）；2018 年四季度以来，板块股价已部分反映钢铁利润下滑的预期，明年年中可能出现行业利润降幅预期差，关注成本竞争强、分红率高的个股，相关标的方大特钢（600507）。

**风险提示：中美贸易冲突；需求超预期下滑；焦炭环保政策**

## 📌 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	年度策略
所属行业	金属材料/钢铁
行业评级	增持评级
报告时间	2018/12/11

## 📌 分析师

**陈雳**  
证书编号：S11000517060001  
010-66495651  
chenli@cczq.com

## 📌 联系人

**许惠敏**  
证书编号：S1100117120001  
021-68595156  
xuhuimin@cczq.com

## 📌 川财研究所

<b>北京</b>	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
<b>上海</b>	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
<b>深圳</b>	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
<b>成都</b>	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、2018 年，钢铁供给侧红利进入尾声.....	5
1.1. 供给侧红利渐退，板块估值低位波动.....	5
二、地产拖累明年需求下移，基建子板块或有亮点.....	6
2.1 地产：进入周期性下行年份，关注政策边际改善.....	7
2.2 基建：“水”到自然渠成 看好核电等细分板块.....	9
2.3 汽车、家电、机械等：供需失衡持续.....	11
2.4 出口：贸易冲突扰动 钢材出口预计微增 1000 万吨.....	13
三、钢铁产能进入大型化置换期 行业整合并购加速.....	14
3.1 钢铁行业存量整合并购加速.....	14
3.2 2019-2022 开启高炉大型化产能置换.....	16
四、成本：铁矿石高低品价差收窄 焦炭关注产能政策执行.....	18
4.1 铁矿石：中高品矿增产 4000 万吨 高低品价差收窄.....	19
4.2 煤焦：焦炭价格中枢跟随钢厂利润下移，但去产能政策存不确定性.....	20
五、策略看点.....	21
5.1 重点公司.....	22
风险提示.....	24

## 图表目录

图 1:	2018 年钢铁行业指数表现.....	5
图 2:	钢材分品种吨钢毛利 (2011-2018) .....	5
图 3:	钢铁与其他周期类行业估值比较.....	6
图 4:	钢铁公司估值 (TTM) 比较.....	6
图 5:	钢材总需求下游分布 (2017) .....	7
图 6:	粗钢表观消费量预估 (2012-2019E) .....	7
图 7:	70 大中城市房屋价格指数.....	8
图 8:	十大城市-商品房可售面积.....	8
图 9:	2018 年开始, 房企集体转向高周转.....	8
图 10:	房屋开工用钢量占 1/3-2/3.....	8
图 11:	房企拿地领先开工 6-9 个月.....	8
图 12:	土地政策变化 .....	8
图 13:	基建投资增速分行业.....	9
图 14:	地方政府专项债投放量.....	9
图 15:	发改委基建批复年度投资额.....	10
图 16:	发改委基建批复分行业.....	10
图 17:	热卷品种下游需求分布.....	11
图 18:	房屋销售领先空调销售 6 个月.....	11
图 19:	汽车销量同比增速 .....	12
图 20:	大家电用钢量同比增速.....	12
图 21:	挖掘机销量增速 .....	12
图 22:	制造业投资增速 .....	12
图 23:	热轧产能变化 (2011-2019E) .....	12
图 24:	螺纹钢现货内外价差.....	13
图 25:	热卷现货内外价差 .....	13
图 26:	钢材出口量与内外价差.....	14
图 27:	全球粗钢产能增长 (2018-2019) .....	14
图 28:	世界钢铁主要出口国分布 (2017) .....	14
图 29:	全球新增产能分地区 (2017-2019) .....	14
图 30:	行业生命周期特征 .....	15
图 31:	钢铁与周边产业集中度对比 (CR10) .....	16
图 32:	海内外钢铁行业集中度对比 (CR10) .....	16
图 33:	高炉产能置换节奏 (2018-2022) .....	17
图 34:	置换前后各地区粗钢产能变化.....	17
图 35:	2018 年国内钢厂成本曲线.....	17
图 36:	中国高炉平均容积变化.....	18
图 37:	炼钢利润与铁矿高低品价差 (2011-2018) .....	19
图 38:	炼钢利润与焦化利润 (2011-2018) .....	19
图 39:	铁矿石供应分品位增速 (2011-2022E) .....	20
图 40:	全球铁矿石成本曲线 (2018) .....	20
图 41:	2016-2018 粗钢增产方式.....	20
图 42:	铁水-废钢价差 (2016-2018) .....	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	焦化行业环保 2018 年主要事件.....	21
图 44:	焦化行业去产能路径汇总.....	21
图 45:	上市钢企自备焦化比例 (2017) .....	21
表格 1.	钢材各下游行业需求动能指数 (不代表真实需求增速, 只代表方向) .....	7
表格 2.	主要基建行业单位投资额用钢强度 (万吨/亿元) .....	10
表格 3.	钢铁主产区产业整合方案.....	15
表格 4.	钢铁板块上市公司对比 (数据时间: 20181206) .....	23

## 一、2018 年，钢铁供给侧红利进入尾声

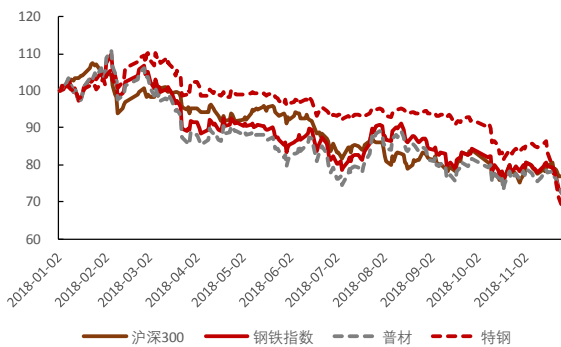
### 1.1 供给侧红利渐退，板块估值低位波动

2018 年，钢铁板块盈利再创新高，但伴随供给侧改革进入尾部，市场对当前高盈利可持续性存疑，行业估值持续走低。截止 11 月底，钢铁板块整体估值仅有 6 倍，华菱钢铁、南钢股份、韶钢松山等个股估值仅有 5 倍。

2018 年 Q1-Q3，地产高周转需求提振叠加供应端环保限产，行业利润不断创新高。Q1、Q2 和 Q3 单季度行业平均利润同比分别增长 200%、100% 和 40%。2018 年 11 月之后，包括钢铁、焦化、化工等周期性行业取暖季限产放松，供给侧改革正式告一段落，钢价伴随需求季节性回落大幅下挫。11 月当月，个别地区现货钢价 2 周跌幅近 1000 元/吨，下跌速度甚至超过 2008 年和 2015 年。钢厂高频测算利润四季度快速收敛：截止 12 月初，全国螺纹钢平均利润从年内最高 1400+ 元/吨跌至 500 元/吨，热卷、中厚板等品种利润跌至盈亏平衡点，个别冷轧类品种已经转为亏损。

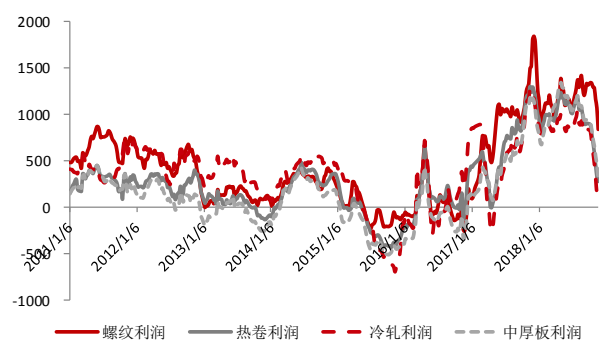
分板块看，下游原油、石化行业投资带动下，特钢类子行业年内表现强于普钢。考虑钢价 2019 年将进入下行周期，特钢类企业订单稳定原料价格下移，预计 2019 年特钢板块表现仍将强于普钢。

图 1：2018 年钢铁行业指数表现



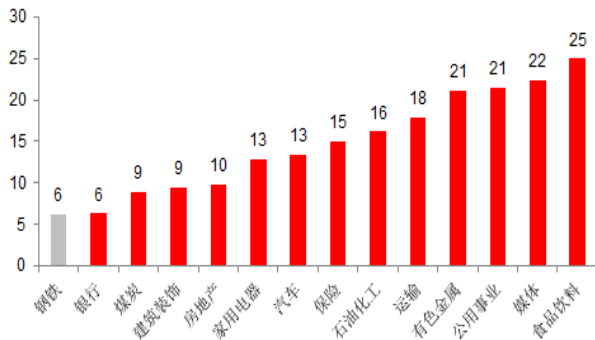
资料来源：wind，川财证券研究所

图 2：钢材分品种吨钢毛利（2011-2018）



资料来源：wind，川财证券研究所

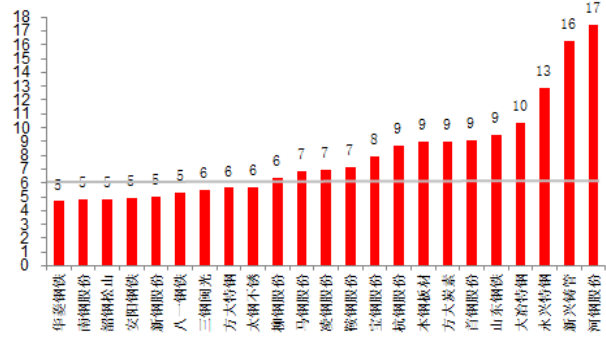
图 3：钢铁与其他周期类行业估值比较



资料来源：wind，川财证券研究所；数据时间：2019年12月11日

日

图 4：钢铁公司估值 (ttm) 比较



资料来源：wind，川财证券研究所；数据时间：2019年12月11日

日

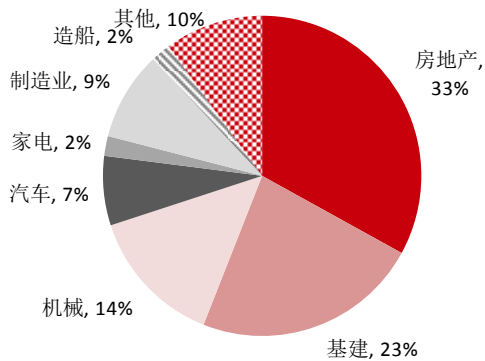
## 二、地产拖累明年需求下移，基建子板块或有亮点

供给限制条件逐步宽松，黑色行业利润重心重回需求端。展望 2019 年，用钢权重最大的地产板块需求预计从 Q2 开始承压，行业利润重心逐步下移；但伴随财政货币政策边际放松，行业利润或伴随基建投资回升在 Q4 迎来环比改善。

我们采用各行业的關鍵用钢指标作为该行业用钢需求动能指数。（例如：房地产行业采用房屋新开工数据，基建采用水泥产量增速。）该指标虽不能定量测量出绝对钢材需求量变化，但更加准确的反映了各行业和整体钢材需求变动方向。

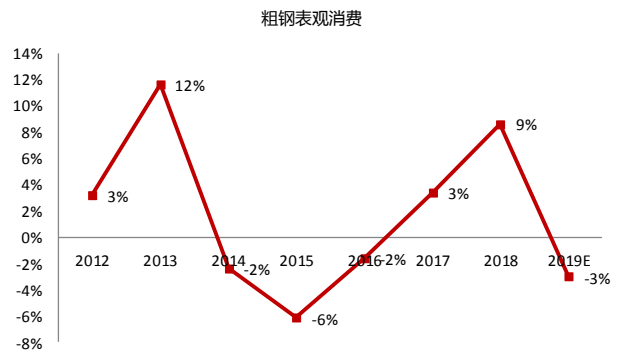
综合来看，地产下行周期下，我们对 2019 年钢材需求持谨慎态度。根据各行业需求动能估算，2019 年钢材需求降幅约 3%。市场普遍担心需求重蹈 2015 年覆辙（当年钢材需求历史最差值，表现消费同比下降 5%-6%），但对比 2019 年地产条件好于 2015 年，我们认为需求趋势好于 2015 年。

图 5：钢材总需求下游分布（2017）



资料来源：Mysteel，川财证券研究所

图 6：粗钢表观消费量预估（2012-2019E）



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 1. 钢材各下游行业需求动能指数（不代表真实需求增速，只代表方向）

	2015	2016	2017	2018	2019
房地产	-14.0%	8.1%	7.0%	16.4%	-10%
基建	-4.9%	2.5%	-0.2%	1.0%	5%
机械	-25.3%	1.9%	23.5%	16.8%	-5%
汽车	2.7%	13.1%	3.2%	0%	-5%
家电	1.5%	3.3%	0.0%	-8.6%	-5%
制造业	8.1%	4.2%	4.8%	8.7%	5%
造船	-17.4%	-19.0%	-12.4%	6.5%	5%
其他	6.1%	6.0%	6.6%	6.4%	6%
综合指数	-8.1%	5.1%	6.6%	9.4%	-2.4%

资料来源：wind，川财证券研究所

## 2.1 地产：进入周期性下行年份，关注政策边际改善

地产是钢铁行业，尤其是螺纹等建筑材最重要的下游分项。地产分项需求占所有钢材需求约 35%，占螺纹钢单品种需求约 60%-70%。70 大城市房价数据显示，此轮周期从 2015 年至今已经延续了 4 年。随着 2018 年 8-9 月份房价高位回落以及房屋可售面积回升，房地产行业逐渐进入此轮周期的下行年份。

地产新开工阶段用钢量占到整体项目用钢量的 1/3~2/3。建筑钢材需求量主要取决于房屋新开工面积。截止 2018 年 1-10 月，统计局房屋新开工面积同比增速仍高达 16.4%，短期需求仍在高位。但反映房企预期的拿地数据显示，从 2018Q3 开始，房企拿地速度明显放缓。拿地面积领先房屋开工面积的 6-9 个月，2018 年 Q3 开始百城拿地面积快速下滑，房地产开工增速预计从 2019 年 Q2 开始面临明显承压。

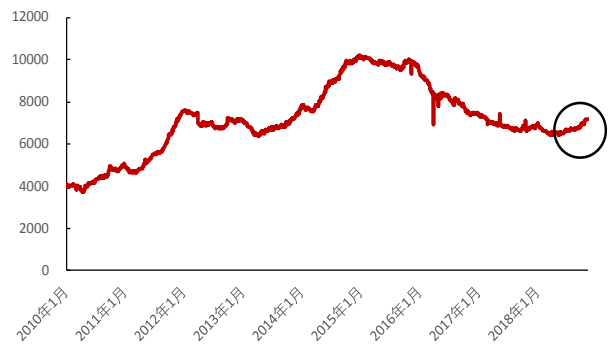
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 7：70 大中城市房屋价格指数



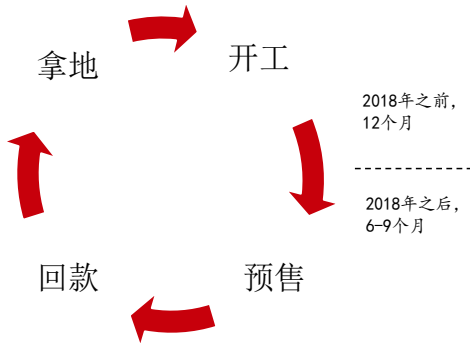
资料来源：wind，川财证券研究所

图 8：十大城市-商品房可售面积



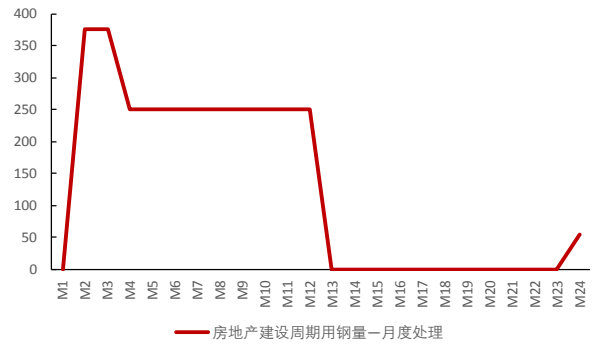
资料来源：wind，川财证券研究所；单位：万平方米

图 9：2018 年开始，房企集体转向高周转



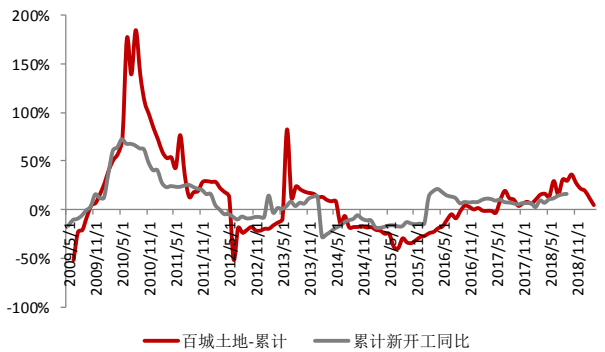
资料来源：川财证券研究所

图 10：房屋开工用钢量占 1/3-2/3



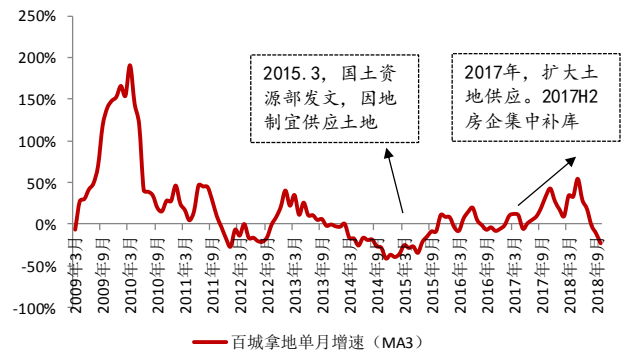
资料来源：CNKI，川财证券研究所；单位：吨

图 11：房企拿地领先开工 6-9 个月



资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：土地政策变化



资料来源：wind，川财证券研究所

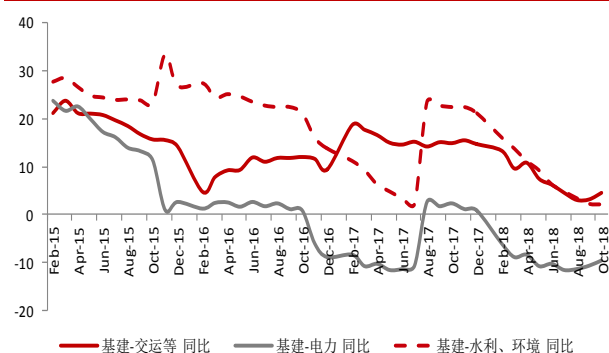
市场也有声音担忧明年钢材需求重蹈 2015 年覆辙。但考虑 2015 年房企面临“高库存”压力，政策端出台严格土地控制政策，房地产各环节主动降低新开工面积以降低商品房库存，2015 年需求快速失速不会重演。经历 2015-2017 持续去库存后，房企目前整体库存已处于偏低状态。房企自身库存策略中性，2019 年房地产新开工面积下滑幅度要好于 2015 年。2015 年房地产新开工面积下滑 14%，我们预计 2019 年这一增速下滑 10%。

## 2.2 基建：“水”到自然渠成 看好核电等细分板块

基建方面，内外经济下行压力下，2019 年基建投资增速将明显回升。2018 年，金融去杠杆叠加理财新规，基建类投资受制于资金异常紧张而持续下滑。我们认为，制约基建投资的核心约束在于“钱”而非“项目”。随着金融去杠杆告一段落，2019 年基建资金层面将环比改善。不过，在看到基建投资持续提速之前，我们可能需要等待政府专项债持续放量或财政赤字率扩大等信号。

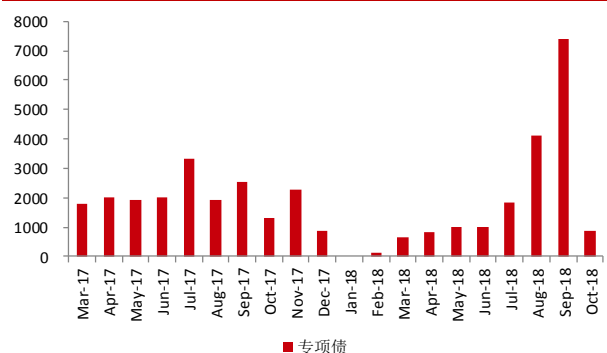
根据川财宏观策略研究，我们预计 2019 年基建投资增速将从今年不到 4% 回升至 8%。考虑到地方政府的债务存量风险，依赖政府性基金的专项债增量难见爆发性增长，基建增长有赖于一般债数额的扩大。2018 年四季度以来，地方专项债的落实和发行加快，基建发力已经开始加速。从历史数据来看，在积极的宏观政策引导下，西部地区基建增速明显快过中东部地区，但东部地区的基础设施建设提升的绝对值高于中西部地区。

图 13： 基建投资增速分行业



资料来源：wind，川财证券研究所

图 14： 地方政府专项债投放量



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：亿元

分项来看，基建投资指交通运输、仓储和邮政，电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，这三个行业投资额的总和。传统意义上，能够拉动国内经济需求量的主要指公路、铁路、航空、邮政和其他行业。单位用钢强度上，机场 > 轨交 ≈ 桥梁 > 铁路 > 公路。从结构上看，近 2 年来，轨交已经成为了传统基建当中最大的用钢分支。

我们汇总了 2014 年以来发改委批复项目，2015-2016 为项目批复峰值，当时批复额超 2 万亿元。随后每年批复项目金额逐年递减，2017 年发改委项目批复总额为 6700 亿元，2018 年截至 12 月发稿时仅为 5200 亿元。根据发改委近 11 月在新闻发布会上透露，未来一段时间内基建项目计划投资 1.4 万亿，折算至 2019 年约 1.1 万亿，同比 2018 年增长 160%。

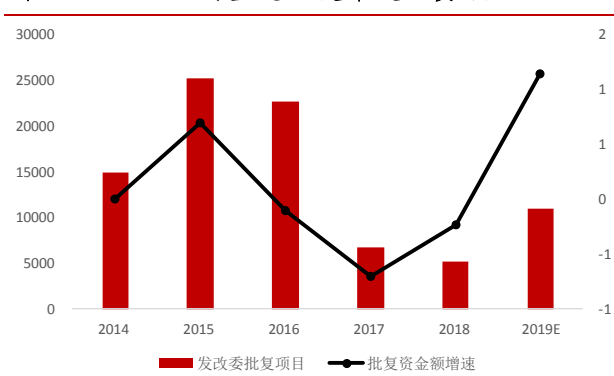
考虑高铁、高速、轨交等基建项目从批复到最终使用交付时间跨度长达 4-5 年以上，2019 年新批复项目更多影响未来基建项目存量。短期 1-2 年内的基建项目量取决于前期已批复量。因此，考虑建设周期后，2015-2016 年的批复高峰将支撑在建基建项目存量延续至 2019-2020 年。制约未来 1-2 年基建投资增速的核心约束在于“钱”而非“项目”。

表格 2. 主要基建行业单位投资额用钢强度（万吨/亿元）

	铁路及配套	桥梁	公路	城轨	机场
强度系数	0.56	1	0.16	1	2

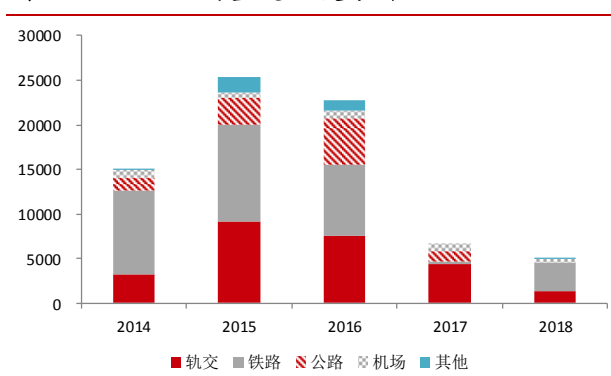
资料来源：CNKI，川财证券研究所

图 15: 发改委基建批复年度投资额



资料来源：发改委，川财证券研究所；单位：亿元

图 16: 发改委基建批复分行业



资料来源：发改委，川财证券研究所；单位：亿元

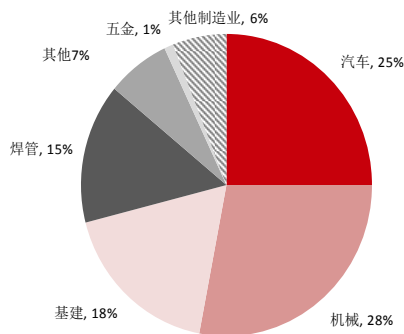
## 2.3 汽车、家电、机械等：供需失衡持续

2018年，板材类供需矛盾逐步开始显现，伴随Q3下游家电、汽车等需求走弱，冷轧、热卷等钢材品种利润首先开始回落。展望2019年，板材类供应仍在增长，家电、汽车、机械等板块需求下行压力继续释放，板材类供需继续失衡。

需求方面，考虑地产销售进入下行周期，家电、汽车等需求2019年预计仍将继续下滑；机械行业在经历2年高速增长后，2019年增速预期放缓，预计增速从今年的30%~40%下降至-10%~10%；制造业投资2018年从年初持续回升至8.7%，在众多下游分支中较为亮眼。2018年的制造业投资主要源自传统行业环保改造和新兴产业项目等。但伴随上游利润收窄，2019年制造业投资增速难以独立维持高增长。

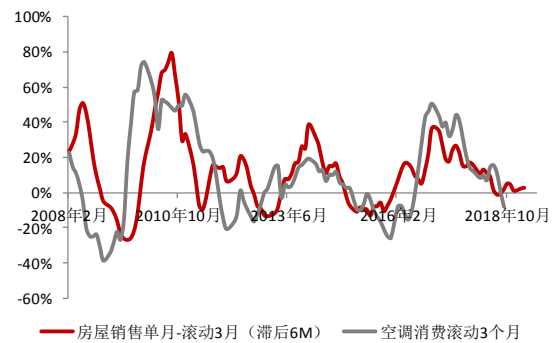
供应方面，尽管2017年以来，板材单品种毛利低于长材。但在政策鼓励和前期规划带动下，热卷产能仍在持续增长。根据Mysteel等资讯机构统计，2018年热卷产能增加2000万吨，2019年仍有2000-3000万吨新增产能投产。供应增加需求走弱，板材类品种2019年供需持续失衡。

图 17： 热卷品种下游需求分布



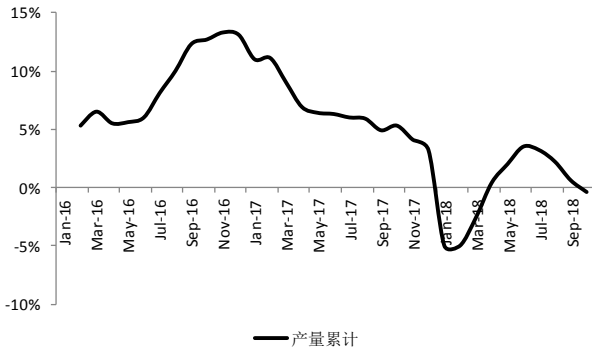
资料来源：wind, Mysteel, 川财证券研究所；单位：万吨

图 18： 房屋销售领先空调销售 6 个月



资料来源：wind, Mysteel, 川财证券研究所；单位：吨

图 19: 汽车销量同比增速



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 20: 大家电用钢量同比增速



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 21: 挖掘机销量增速



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 22: 制造业投资增速



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 23: 热轧产能变化 (2011-2019E)



资料来源: wind, Mysteel、川财证券研究所; 单位: 万吨

## 2.4 出口：贸易冲突扰动 钢材出口预计微增 1000 万吨

出口方面，随着国内需求走弱钢价高位回落，2019 年出口量预计再度回升。2015-2016 年，内需走弱但外需平稳，钢材出口盈利打开后连续两年出口量均超 1 亿吨；2017-2018 年，随着国内钢价持续上涨，内外价差倒挂导致出口市场快速萎缩，年度出口规模仅有 7000 万吨。随着国内钢价回落，例如热卷等先行下跌的品种年末出口窗口已然打开。但受制于国外竞争加剧和贸易冲突扰动，2019 年出口难有大规模增长，预计略增加 1000 万吨至 8000 万吨左右。

海外方面，除中国外，2017-2019 年全球新增粗钢产能增量约 2000 万吨/年。增量主要源自印度、俄罗斯、伊朗、越南等国家。这几个国家同时也是主要的钢材出口国，为中国出口市场的主要竞争对手。外部经济偏弱叠加出口竞争恶化，我们预计 2019 年明年出口量难以回到 2015-2016 的高点。

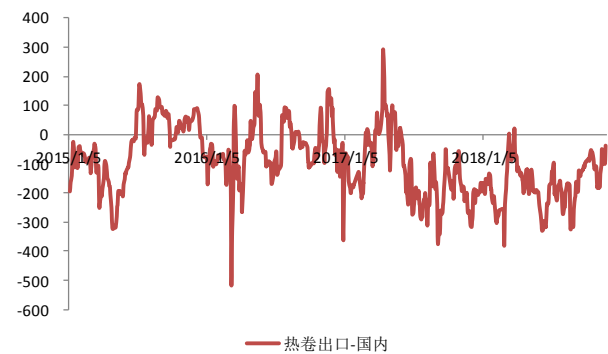
中美贸易冲突反复，将对钢材出口带来直接和间接影响（通过家电、机械等终端出口影响）。我们在 2018 年 6 月发布的《“301 调查”对中国钢铁需求影响点评》中曾做过测算，考虑家电、机械等下游出口，中美贸易冲突对钢铁需求影响在 1000 万吨左右，整体影响可控。

图 24： 螺纹钢现货内外价差



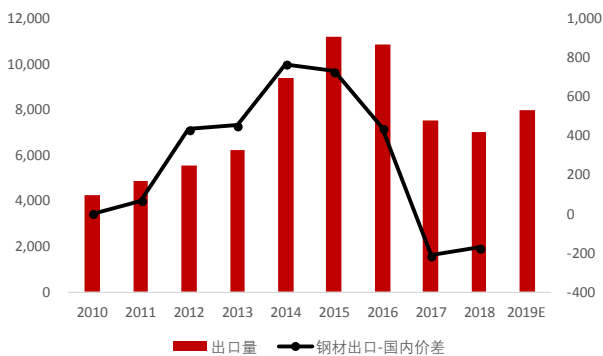
资料来源：wind, Mysteel, 川财证券研究所；单位：元/吨

图 25： 热卷现货内外价差



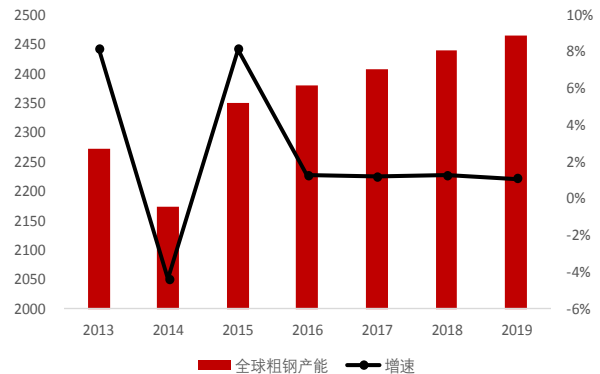
资料来源：wind, Mysteel, 川财证券研究所；单位：元/吨

图 26: 钢材出口量与内外价差



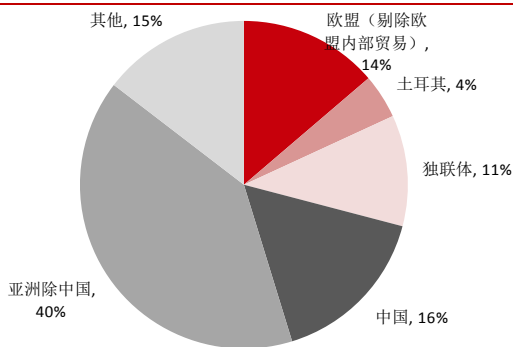
资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨, 元/吨 (右)

图 27: 全球粗钢产能增长 (2018-2019)



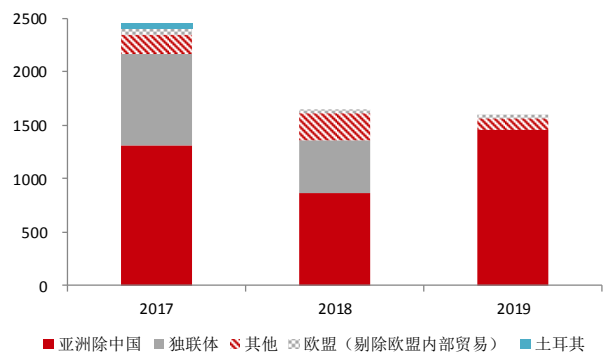
资料来源: OECD, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 28: 世界钢铁主要出口国分布 (2017)



资料来源: Worldsteel, 川财证券研究所

图 29: 全球新增产能分地区 (2017-2019)



资料来源: OECD, 川财证券研究所; 单位: 万吨

### 三、钢铁产能进入大型化置换期 行业整合并购加速

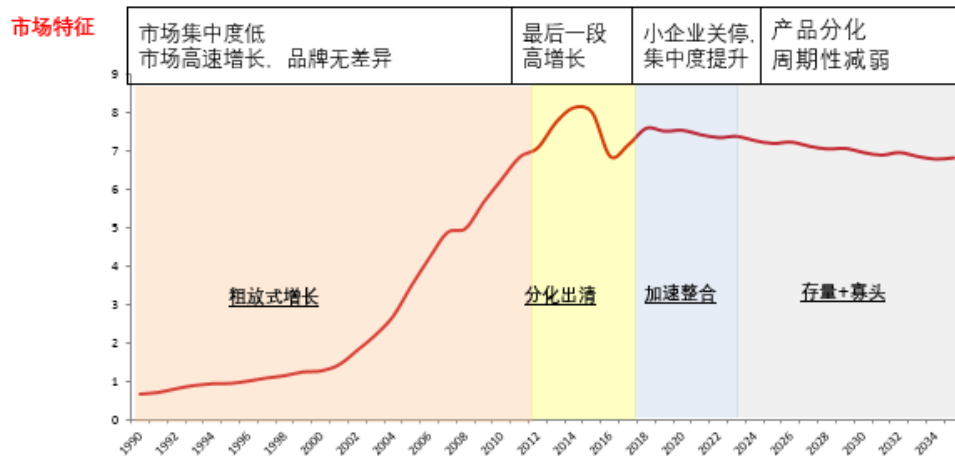
供给侧改革渐退，钢铁行业 2019 年将迎来存量整合并购加速和高炉大型化置换启动。根据工信部统计，2016-2018 年期间，全国粗钢产能淘汰已有 1.2 亿吨，提前完成“十三五”规划中 1 亿吨计划量。2018 年四季度取暖季环保限产取消“一刀切”后，钢厂限产压力逐步减弱。未来 2-3 年内，钢铁产能存量整合并购加速和高炉大型化置换启动或将成为供应端投资主线。

#### 3.1 钢铁行业存量整合并购加速

伴随国内粗钢需求进入峰值区，国内钢铁企业逐步进入存量整合阶段。根据行业发展周期理论，随着市场需求从总量增长转为存量博弈，市场集中度将持续提升。我们测算，截止 2018 年年末，钢铁行业 CR10 仅 35%，不仅低于周边煤炭、建材等行业，也远低于美国、欧洲等海外同行业。未来 3-5 年

内，我们将看到钢铁产能集中度继续提升，龙头企业周期性波动放缓。2018年，河北、江苏等地已明确发文推进钢铁行业产业整合，企业整合重组将加速。

图 30：行业生命周期特征



资料来源：CNKI、川财证券研究所

表格 3. 钢铁主产区产业整合方案

**河北产业整合方案：**

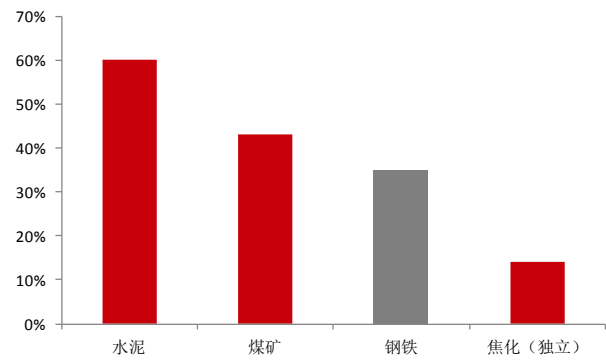
2018年3月，河北发布钢铁去产能方案（2018-2020年），计划将产业集中度明显提高，到2020年，前15家企业产能规模由2017年占全省的58.5%提高到90%以上。小厂关停整合，同时加快大型钢铁集团搬迁投产。包括首钢京唐二期一步、石钢环保搬迁、冀南钢铁重组搬迁改造、太行钢铁重组搬迁改造、华信特钢整合进园减升级等项目2020年建成投产。

**江苏产业整合方案：**

江苏以徐州、常州为试点，推进钢铁企业整合搬迁。以徐州为例，2018年6月，徐州发布《徐州市钢铁行业布局优化和转型升级方案》：推进龙远钢铁、铁矿铸业、宁峰钢铁、龙山铸造、海通特钢、成钢集团、荣阳钢铁等7家停产企业整体退出；引导博丰钢铁、宝丰特钢、东亚钢铁、利国钢铁、牛头山铸业、兴达钢铁、泰发特钢、聚诚铸造、镇北钢铁等9家布局松散企业实施转移并技改升级；支持东南钢铁、金虹钢铁、华宏特钢等3家优势企业治理升级。据了解，徐州地区最终将整合合并为5家大型钢铁企业。

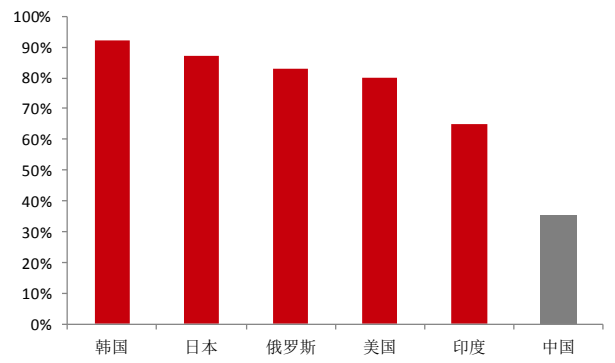
资料来源：wind，川财证券研究所

图 31: 钢铁与周边产业集中度对比 (CR10)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 32: 海内外钢铁行业集中度对比 (CR10)



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 3.2 2019-2022 开启高炉大型化产能置换

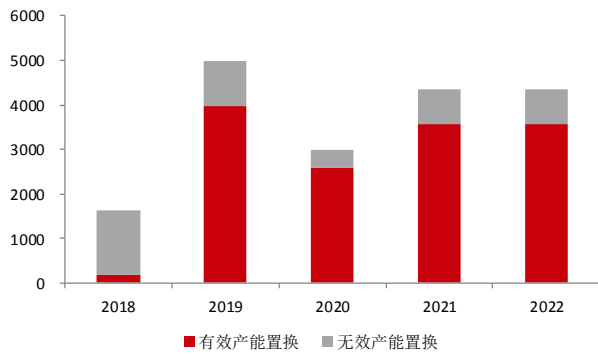
另一方面, 2017-2018 年钢厂陆续公布产能置换方案, 2019 年开始, 第一批置换高炉陆续开始进入市场。我们汇总了 2017-2018 年全国钢厂产能置换方案: 截止 2018 年 11 月, 全国已公布产能置换方案累计 1.68 亿吨, 已经完成置换的 1876 万吨, 其余 1.5 亿吨将在 2019-2022 年之前陆续投放。

- 通过产能置换, 粗钢无效转有效产能总量为 3000 万吨, 平均每年净增加 1000 万吨

市场对通过产能置换扩产有所担忧, 我们汇总全国口径测算, 在 2019-2021 期间, 通过产能置换将无效产能转换成有效产能总量仅有 3000 万吨。即, 在 2019-2021 期间, 实际粗钢产能新增增量平均每仅有 1000 万吨/年, 年度增速为 1%, 新增量非常有限。考虑项目多在 2017 年批复, 钢厂建设周期在 2-3 年, 主要置换增量冲击可能在 2019 年底至 2020 年逐步显现。

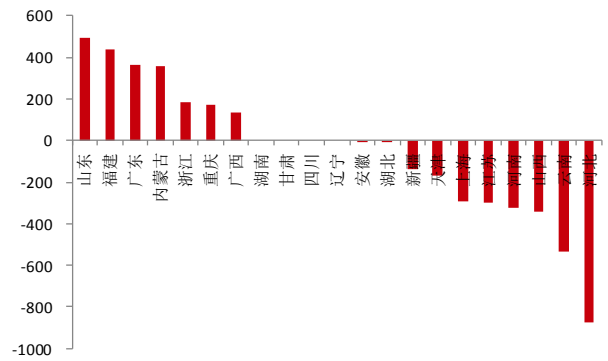
根据 Mysteel 等资讯机构统计, 2019 年仍有 750 万吨左右电炉等待投产, 但考虑明年行业利润中枢下滑, 电炉成本仍在成本线上端, 电炉实际增量预计有限。

图 33： 高炉产能置换节奏（2018-2022）



资料来源：Worldsteel，川财证券研究所；

图 34： 置换前后各地区粗钢产能变化



资料来源：wind，Mysteel，川财证券研究所；单位：吨

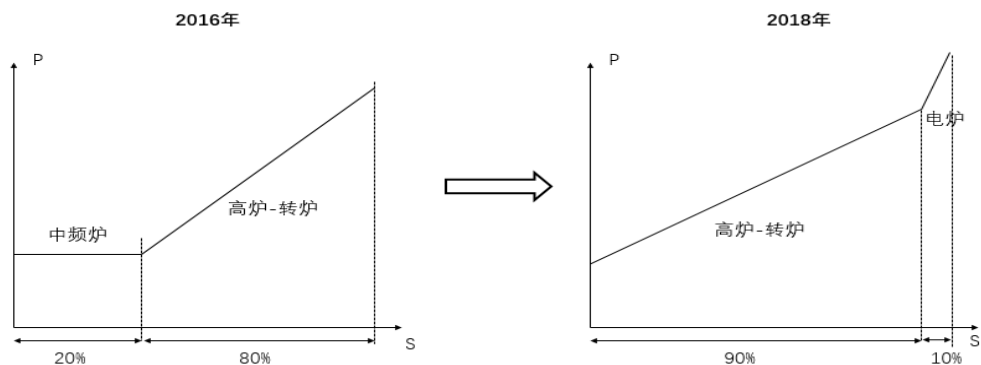
- 分地区来看：通过置换后，山东、福建、广东和内蒙古等粗钢产能流入，河北、云南、山西、河南、江苏和上海等粗钢产能流出

2019-2020 年期间，产能流入主要省份为山东、福建、广东和内蒙古等省份。产能流出省份主要为河北、云南、山西、河南、江苏和上海等。华北产能占比降低、华东基本持平，华南产能略有增加。综合产能变动、区位成本和需求因素，华东区位钢厂竞争优势或有提升。

- 分工艺来看：通过置换后，电炉产能新增 400 万吨

通过 1.68 亿吨产能置换，电炉产能共新增 440 万吨。尽管国家政策较鼓励电炉发展，但受制于电力成本较高，电炉处于国内钢厂成本曲线上端。成本限制下，钢厂高炉置换电炉案例并不多。预计到 2020 年左右，全国钢铁产能仍将维持 90%高炉，10%电炉的结构。

图 35： 2018 年国内钢厂成本曲线



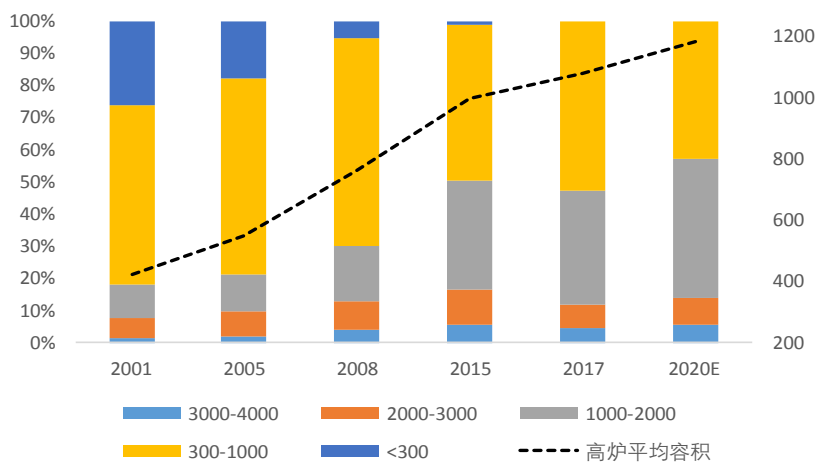
资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### ● 高炉容积大型化：钢厂自备焦化产能和运输资源的必要性提升

产能集中置换带来的一个直接结果在于高炉大型化。据测算，2017年，全国高炉平均容积为1100立方米，经历此次产能置换后，高炉平均容积至2020年将提升至1200立方米。高炉容积大型化加速与之伴随的是炉体对煤焦原料和运输保障的要求更为苛刻。具备焦煤、焦炭和港口、铁路运输资源的钢企长期竞争优势提升。

图 36：中国高炉平均容积变化



资料来源：CNKI、川财证券研究所

## 四、成本：铁矿石高低品价差收窄 焦炭关注产能政策执行

2018年，钢厂生产的约束条件是：高利润、烧结长限产、环保排放要求提升。这一约束下，吨投入产出量更高的原料高品溢价纷纷飙涨，能够直接增产的废钢价格更是长期高于铁水成本。但随着环保限产约束放松，钢厂利润高位回落，铁矿石、焦炭等原料价格中枢亦开始下移。

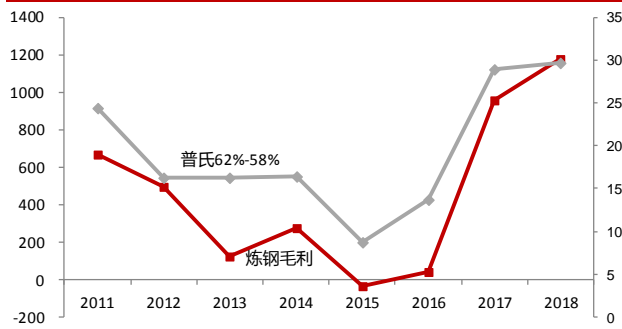
我们预计2019年粗钢减量主要通过废钢而非铁水，铁水产量下降幅度小于粗钢。铁矿石供应增加，需求弱稳，价格中枢较2018年70美金下移至55美金边际成本线附近。

焦炭方面，2018年焦化行业首次提出去产能政策。随着钢厂利润下滑，焦炭价格和利润中枢同样受挤压。假设配煤成本微降，2019年焦炭合理利润中枢下移至[-100, 200]元/吨，对应焦炭合理中枢在[1800, 2200]元/吨，较今年均值下降200-400元/吨。但考虑焦化去产能政策仍在推进中，政策带来的焦炭上行风险较大，2019年需关注这些政策执行情况。焦炭资源稀缺性提升，利

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

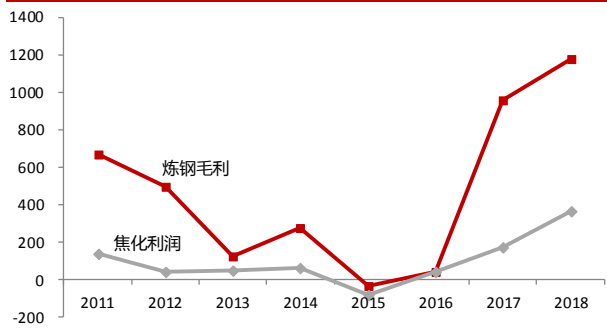
好自有焦化产能较高的钢企。

图 37: 炼钢利润与铁矿高低品价差 (2011-2018)



资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

图 38: 炼钢利润与焦化利润 (2011-2018)



资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

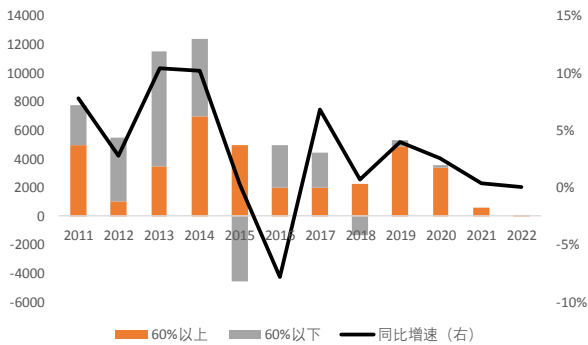
#### 4.1 铁矿石: 中高品矿增产 4000 万吨 高低品价差收窄

供应方面, 根据彭博和各主要矿山产量计划, 2019 年, 全球铁矿石产量预计增加 5300 万吨, 较 2018 年仅 1000 万吨增量明显提升。其中, 近 4000 万吨增量以 Vale 和英美资源 Minas-Rio 的中高品矿为主。

需求方面, 考虑粗钢产量负增长 2%-3% (跟随终端需求调节), 铁矿石需求量面临下滑压力。根据统计局数据, 2016 年年底至 2018 年 10 月, 全国表内粗钢产量共增长 16%, 绝对增量为 1.2 亿吨。这 1.2 亿吨粗钢增量中, 7800W 增量源自废钢渠道; 3900W 源自铁水渠道。2019 年粗钢产量调节主要通过成本更高的电炉停产方式实现, 铁水产量下滑幅度预计小于粗钢。

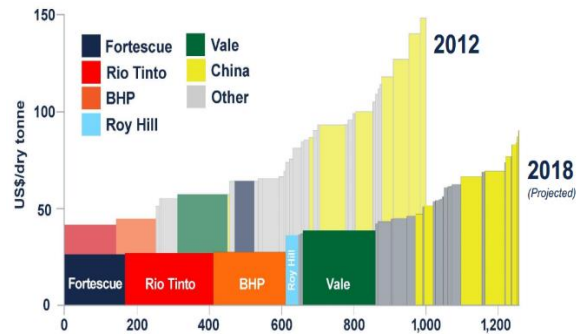
供应微增, 需求微降, 铁矿石中枢预计回归 50-55 边际成本线附近。供应结构上, 2019 年矿山增产以中高品矿为主, 钢厂利润下滑叠加中高品矿增产, 高品矿价差将持续收窄。

图 39: 铁矿石供应分品位增速 (2011-2022E)



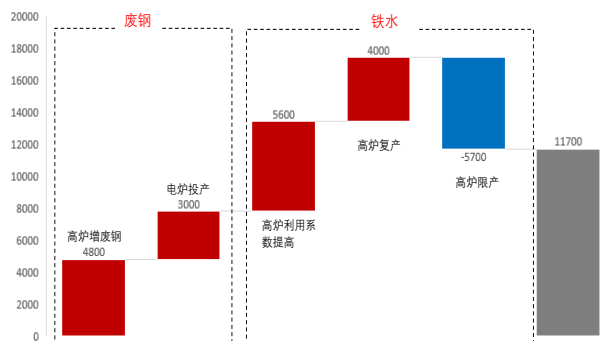
资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 40: 全球铁矿石成本曲线 (2018)



资料来源: FMG, 川财证券研究所; 单位: 美元/吨

图 41: 2016-2018 粗钢增产方式



资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 42: 铁水-废钢价差 (2016-2018)



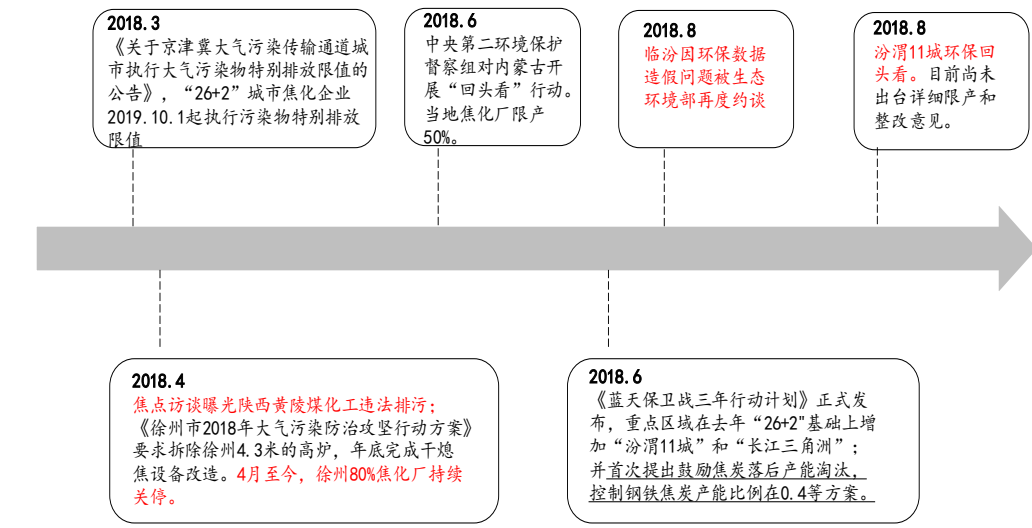
资料来源: FMG, 川财证券研究所; 单位: 美元/吨

## 4.2 煤焦: 焦炭价格中枢跟随钢厂利润下移, 但去产能政策存不确定性

煤焦方面, 焦化利润跟随钢厂利润波动, 钢厂利润中枢下移无疑将挤压上游焦化利润。焦炭价格中枢预计较 2018 年的 2200-2300 元/吨下降至 1800-2200 元/吨。

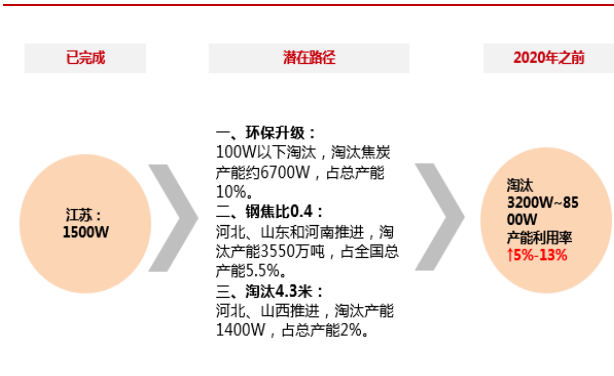
但 2018 年以来, 焦化行业首次真正实施去产能政策, 并提出关停 4.3 米焦炉、钢焦比 0.4 等去产能政策。江苏、山东、河北等地区明确规划 2019 年逐步开始转移焦化产能。焦化去产能政策执行情况, 产能转移置换政策均存较大不确定性。关于煤焦行业详情分析请参考川财煤炭 2019 年策略年报。考虑焦化产能稀缺性和集中度将逐步提高, 自备焦化厂比例更高的钢企长期竞争力更强。

图 43：焦化行业环保 2018 年主要事件



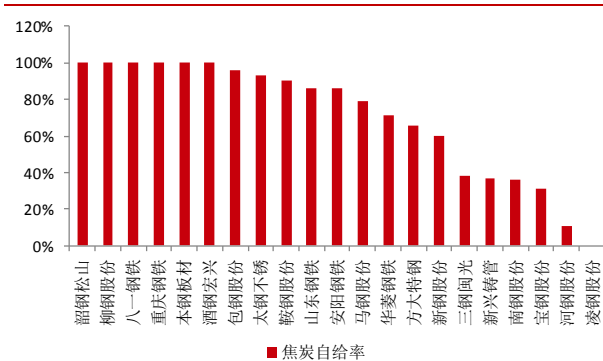
资料来源：CNKI、川财证券研究所

图 44：焦化行业去产能路径汇总



资料来源：wind，川财证券研究所

图 45：上市钢企自备焦化比例（2017）



资料来源：wind，川财证券研究所

## 五、策略看点

供应端环保限产放松，需求跟随地产开工面积下滑承压，2019 年钢厂将告别千元吨钢毛利，回归至市场化利润中枢。节奏上，地产下行压力预计从 2019 年 Q2 开始明显传导至钢材需求端，关注地产和财政政策变化，行业利润是否能在 Q4 迎来回升拐点。

行业利润压缩趋势下，钢企核心竞争力回归成本控制和区位优势；供给侧改革进入第二阶段，钢铁产业整合并购有望加速。关注成本竞争力强、粗钢产能有增量的个股，相关标的三钢闽光（002110）；2018 年四季度以来，板块股价已部分反映钢铁利润下滑的预期，明年年中可能出现行业利润降幅预期

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

差，关注成本竞争强、分红率高的个股，相关标的方大特钢（600507）。

## 5.1 重点公司

### 1) 三钢闽光：成本曲线最左侧 新增产能购入提高长期营收能力

福建钢材需求旺盛且稳定，公司作为区域龙头区位优势维持。福建省位于“一带一路”起点，邻近台湾，区域经济发展前景良好。福建省正在加快科学发展、跨越发展、自贸区建设且对台区位优势明显，2018年-2020年福建省计划在基础设施、工业领域、保障性安居工程等领域将进行大量的投资，这将拉动福建省区域市场钢材需求增长，为公司提供广阔的市场空间和良好的发展机遇。“闽光”品牌的建筑用材是福建建筑材第一品牌；市场占有率达到70%左右。

行业利润中枢下移，成本控制为钢企核心竞争力。供给侧改革尾声，叠加房地产需求走弱，2019年钢铁行业利润中枢将逐步下移。沿海钢厂基于运输和需求优势，供需环境远好于内陆钢厂。成本方面，三钢闽光坚持全流程降本、提高资金效率等多种途径降本，生产成本长期处于国内钢厂成本曲线最左端。

购入产能指标，未来公司粗钢产能有望增至近1300万吨。三钢闽光在上半年完成了对集团下属的三安钢铁收购后，产能实现扩充。11月19日，公司成功以18.14亿人民币价格购得莱钢新疆产能指标（铁：122万吨、钢：135万吨），未来集团下属罗源闽光有望注入公司，公司未来粗钢产能或将接近1300万吨，中长期盈利能力进一步提升。

预计2018-2020年公司营业收入分别为355、369、380亿元，归属母公司净利润分别为70、74.8、77.6亿元，对应EPS分别为4.31、4.58、4.75元，PE分别为3.12、2.94、2.83倍。（wind一致）

### 2) 方大特钢：特钢板块对冲盈利下滑压力 高分红提供保障

特钢产量占比20%，对冲普钢板块盈利下滑。方大特钢具有年产钢360万吨，螺纹钢和弹簧扁钢是公司的两大拳头产品。其中，螺纹、线材等普碳长材品种产量占比80%，弹簧扁钢等特钢品种产量占比20%。特钢行业订单稳定，铁水成本下降，2019年行业盈利稳定性好于普钢。特钢板块对冲叠加成本偏低，公司盈利能力较同行更为稳健。

高分红提供投资保障。方大特钢具备优良的分红传统，2012年以来连续6年现金分红。2017年归母净利润25.4亿元，现金分红21.22亿元。公司的股利支付率一般在30%-90%之间，股息率水平在6%-18%，高分红值得期待。本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 165.8、171.9、178.2 亿元，归属母公司净利润分别为 31.76、33.77、35.9 亿元，对应 EPS 分别为 25.8、23.25、20.06 元，PE 分别为 4.62、4.34、4.08 倍。(wind 一致)

表格 4. 钢铁板块上市公司对比 (数据时间: 20181211)

		完全成本 (2017)	流通市值	PE(TTM)	17A	18E	19E	20E
601969.SH	海南矿业	#N/A	92.46	2.12	0.02	#N/A	#N/A	#N/A
000629.SZ	攀钢钒铁	#N/A	287.76	4.53	0.10	0.39	0.48	0.47
000655.SZ	*ST金岭	#N/A	20.66	0.87	-0.53	#N/A	#N/A	#N/A
600516.SH	方大炭素	#N/A	337.90	3.00	2.11	3.00	2.85	2.78
000709.SZ	河钢股份	3405	313.25	0.56	0.17	0.40	0.46	0.53
000717.SZ	韶钢松山	2774	123.88	2.18	1.04	1.55	1.51	1.58
000761.SZ	本钢板材	4285	127.55	0.75	0.51	0.55	0.60	0.63
000778.SZ	新兴铸管	#N/A	177.99	0.88	0.28	0.60	0.68	0.73
000898.SZ	鞍钢股份	3587	338.81	0.78	0.78	1.28	1.14	1.16
000932.SZ	华菱钢铁	3842	189.99	1.22	1.37	2.26	2.41	2.54
000959.SZ	首钢股份	#N/A	199.94	0.77	0.42	0.53	0.60	0.66
002075.SZ	沙钢股份	#N/A	214.06	4.99	0.32	0.57	0.59	0.65
002110.SZ	三钢闽光	2505	219.82	1.29	2.90	4.31	4.58	4.75
600010.SH	包钢股份	3772	702.01	1.35	0.05	#N/A	#N/A	#N/A
600019.SH	宝钢股份	5232	1532.03	0.90	0.86	0.99	1.06	1.12
600022.SH	山东钢铁	3256	181.71	0.89	0.18	#N/A	#N/A	#N/A
600126.SH	杭钢股份	#N/A	155.01	0.85	0.69	#N/A	#N/A	#N/A
600231.SH	凌钢股份	3219	82.86	1.10	0.48	0.65	0.70	0.71
600282.SH	南钢股份	2971	153.41	1.04	0.79	1.02	1.04	1.09
600307.SH	酒钢宏兴	4334	125.89	1.18	0.07	#N/A	#N/A	#N/A
600532.SH	宏达矿业	#N/A	25.13	1.41	-0.15	#N/A	#N/A	#N/A
600569.SH	安阳钢铁	3379	78.99	0.98	0.67	0.96	1.01	1.05
600581.SH	八一钢铁	3007	60.55	1.55	1.52	0.61	0.76	0.86
600782.SH	新钢股份	3616	160.39	0.94	1.09	1.59	1.68	1.78
600808.SH	马钢股份	3384	215.44	0.99	0.54	0.87	0.90	0.94
601003.SH	柳钢股份	2928	177.09	1.93	1.03	1.73	1.80	1.84
601005.SH	重庆钢铁	3171	160.91	0.94	0.04	0.16	0.17	0.17
000708.SZ	大冶特钢	#N/A	41.12	0.96	0.88	1.25	1.37	1.50
000825.SZ	太钢不锈	#N/A	260.89	0.88	0.81	1.02	1.05	1.07
603878.SH	武进不锈	#N/A	24.95	1.17	0.63	0.90	1.15	1.31
002423.SZ	中原特钢	#N/A	47.23	3.13	-0.51	#N/A	#N/A	#N/A
002756.SZ	永兴特钢	#N/A	46.73	1.40	0.98	1.37	1.68	1.84
600399.SH	*ST抚钢	#N/A	30.94	(3.25)	-1.03	#N/A	#N/A	#N/A
300034.SZ	钢研高纳	#N/A	43.36	3.13	0.14	0.18	0.27	0.37
600117.SH	西宁特钢	#N/A	39.61	1.55	0.06	#N/A	#N/A	#N/A
600507.SH	方大特钢	3037	146.58	2.76	1.92	2.19	2.33	2.48
000906.SZ	浙商中拓	#N/A	35.47	1.29	0.34	#N/A	#N/A	#N/A
600058.SH	五矿发展	#N/A	74.50	1.05	0.03	#N/A	#N/A	#N/A
002711.SZ	欧浦智网	#N/A	45.31	2.39	0.20	#N/A	#N/A	#N/A
601028.SH	玉龙股份	#N/A	39.23	1.86	0.10	0.12	0.14	0.21
002318.SZ	久立特材	#N/A	53.52	1.79	0.16	0.33	0.39	0.46
002443.SZ	金洲管道	#N/A	29.10	1.33	0.31	0.36	0.39	0.41
002478.SZ	常宝股份	#N/A	48.19	1.29	0.17	0.52	0.64	0.75

资料来源: wind, 公司公告, 川财证券研究所; 数据时间: 2018 年 12 月 11 日

## 风险提示

### 国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到行业的整体表现，钢铁行业仍然可能出现业绩大幅下滑。贸易战风险不确定性较大。

### 环保等政策风险

年末环保限产力度减弱，但长期环保要求目标不减。关注环保、供给侧政策扰动。

### 下游需求低迷对钢铁行业的影响

市场对钢铁下游长期需求整体预期一致性悲观，警惕节奏性预期差。2018年三季度以来，财政已逐步转向宽松，关注2019年政策变化及对钢铁行业的传导时间。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003