

钢铁

盈利理性回归，唯有能者居上

产量是否可控一看主动减产、二看被动限产。行业行政化去产能接近尾声，但去化脚步未止，产能置换将成为产能主要去化手段，产能依旧处于下行通道。兼并重组序幕将拉开，或接棒去产能成为供给侧改革新亮点。预计2019年粗钢产量同比增长-0.34%-3.96%，其中企业生产能动性 & 环保限产因素在产量调节上仍具备一定的弹性。

需求预测中值边际趋弱。2018年需求端“有惊有喜”，“惊”在基建投资增速下滑幅度被低估；“喜”在房地产需求超预期、制造业加速回暖。纵观2019年，房地产领域依然多空交织，且存在需求趋弱预期；基建行业迎来政策实效落地期，投资增速大概率会触底反弹，预计有望回升至6%-10%；制造业细分领域差异大，其中能源、造船或将依旧维持高景气。我们预计2019年国内终端需求同比变化幅度约在-2.7%-0.6%之间，整体需求同比变化幅度约在-2.1%-1.0%之间。

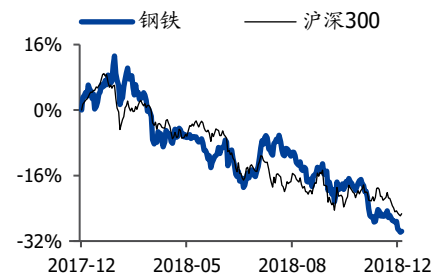
盈利中枢下移，但整体幅度可控。2019年供需基本面相对趋弱，预计全年钢价中枢将下移，毛利空间缩窄，但整体下调幅度可控。预计2019年全年钢坯成本均值约为2469元/吨，同比下降134元/吨；螺纹钢吨钢毛利均值为723元/吨，同比下降93元/吨；热轧板卷吨钢毛利均值为618元/吨，同比下降71元/吨；冷轧卷板吨钢毛利均值为281元/吨，同比下降73元/吨；中厚板吨钢毛利均值为543元/吨，同比下降54元/吨。

投资策略：盈利理性回归，唯有能者居上。2019年，是行业盈利逐步回归理性的一年，在盈利回落调整的周期中，具备经营特质与优势的企业可成为超群之辈。就市场而言，行业整体大概率难言长期趋势性机会，但因行业具备低估值特征且在产量边际变化、基建增速回升程度及地产需求韧性等方面存在超预期可能，2019年仍有阶段性预期修正行情机会，此外也可适当关注兼并重组概念催化行情。标的选择上，我们认为仍存在一些相对具有长期投资价值的标的，看好具备成本优势（对抗钢价下滑）、高分红潜力（抵御低估值、增强投资吸引力）的公司，其中相对可重点关注：方大特钢、三钢闽光、宝钢股份、马钢股份、华菱钢铁、新钢股份。

风险提示：1、不限产企业产量波动超预期风险；2、产能置换致有效产能大幅释放的风险；3、环保限产政策实际执行效果低于预期的风险；4、需求下滑超预期的风险；5、外部环境持续恶化的风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号: S0680512050001

邮箱: dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《钢铁：限产加码提振钢价，但持续性待察》2018-12-23
- 《钢铁：限产利好致钢价先抑后扬，长材社库由降转升》2018-12-16
- 《钢铁：钢价止跌企稳，厂库社库双降》2018-12-09

重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600507	方大特钢	1.92	2.24	2.30	2.36	5.2	4.5	4.4	4.2
002110	三钢闽光	2.90	4.33	4.56	4.64	4.4	3.0	2.8	2.8
600019	宝钢股份	0.86	0.99	1.05	1.09	7.4	6.4	6.1	5.8
600808	马钢股份	0.54	0.88	0.93	1.01	6.4	3.9	3.7	3.4
000932	华菱钢铁	1.37	2.37	2.12	2.15	4.5	2.6	2.9	2.9
600782	新钢股份	1.09	1.52	1.57	1.64	4.8	3.4	3.3	3.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（除华菱钢铁外，其余公司为Wind一致预期）



内容目录

1、产量是否可控一看主动减产、二看被动限产	5
1.1 行政化去产能接近尾声，但去化脚步未止	5
1.2 产能置换促使产能继续下降，但会造成产量间歇波动	5
1.3 兼并重组序幕拉开，或接棒去产能成为供给侧改革新亮点	7
1.4 产量复盘：统计偏显性，违规产量占比微小	8
1.4.1 行业材钢比值逐渐向会员企业靠拢	8
1.4.2 粗钢日均产量增长约 30%源于统计口径变化，70%源于生产积极性提高	9
1.5 环保因素：预计 2018 年实际影响产量约 2356.8 万吨，占比 2.5%	11
1.6 产量预测：粗钢产量同比变化幅度为-0.34%-3.96%	14
2、需求预测中值边际趋弱	15
2.1 需求复盘：有惊有喜	15
2.1.1 房地产投资及新开工领域有超预期表现	15
2.1.2 基建投资增速下滑趋势预判准确，但下跌幅度被低估	17
2.1.3 制造业整体加速回暖	17
2.2 需求环境分析	19
2.2.1 房地产：多空交织，整体偏悲观，需求边际趋弱	19
2.2.2 基建：迎来政策实效落地期，增速大概率会触底反弹	20
2.2.3 制造业：细分领域差异大，能源、造船或依旧高景气	20
2.3 需求预测：国内终端需求同比增速约为-2.7%-0.6%	22
2.3.1 房地产领域需求敏感性分析	22
2.3.2 基建领域需求敏感性分析	23
2.3.3 整体需求测算	24
3、盈利中枢下移，但整体幅度可控	25
3.1 钢价复盘：需求定趋势，环保限产放大上涨幅度	25
3.2 产量、价格与盈利的联动分析	26
3.2.1 钢价与矿价地位反转，剪刀差方向转换	26
3.2.2 产量也是价格的调节器	27
3.2.3 内部逻辑体系改变后吨钢盈利可保持一定高度	28
3.3 吨钢毛利预测：不同品种产品均有不同幅度下降	29
4、投资策略：盈利理性回归，唯有能者居上	30
4.1 行业低估值不是投资理由，却是投资保障	31
4.2 产品趋同的行业中，成本领先为王	31
4.3 盈利稳的基础上获取高分红，提升市场长期持有动力	32
4.4 投资建议	33
5、风险提示	34

图表目录

图表 1: 2008-2017 年我国钢铁行业粗钢产能及利用率情况	5
图表 2: 2017 年钢铁新建产能置换项目统计	6
图表 3: 产能置换期初致转炉钢及电炉钢产量增减变化预测 (单位: 万吨)	6
图表 4: 钢铁行业历年集中度情况	7
图表 5: 钢铁行业改革路径	8
图表 6: 部分钢铁集团区域占比情况 (单位: 万吨)	8
图表 7: 2014 年至今国内材钢产量比情况	9
图表 8: 部分主要上市钢企近几年材钢比情况 (无重复统计影响)	9
图表 9: 粗钢日均产量 (单位: 万吨)	10
图表 10: 钢材日均产量 (单位: 万吨)	10
图表 11: 全国高炉开工率与废钢价格走势对比	10
图表 12: 粗钢日均产量因素分析 (单位: 万吨)	11
图表 13: "2+26" 城市所在省市粗钢日均产量	12
图表 14: 取暖季限产影响产量匡算 (单位: 万吨)	13
图表 15: 非取暖季限产期粗钢产量与钢价对比情况	13
图表 16: 非取暖季期限产影响匡算 (单位: 万吨)	14
图表 17: 2019 年粗钢产量预测	15
图表 18: 三因素变动敏感性分析	15
图表 19: 近三年房地产开发投资完成额情况	16
图表 20: 房屋新开工面积走势情况	16
图表 21: 房屋施工面积走势情况	16
图表 22: 商品房销售面积 (单位: 万平方米)	17
图表 23: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比 (%)	17
图表 24: 基建投资增长变化情况	17
图表 25: 制造业同比增速情况	18
图表 26: 专用设备制造业固定资产投资同比增速	18
图表 27: 通用设备制造业固定资产投资同比增速	18
图表 28: 汽车制造业固定资产投资同比增速	19
图表 29: 铁路、船舶、航空航天和其他制造业固定资产投资同比增速	19
图表 30: 房地产开发资金主要来源于自筹资金、定金及预收款 (单位: 亿元)	19
图表 31: 地方政府专项债发行提速	20
图表 32: 国内挖掘机产量及同比增速	20
图表 33: 国内汽车产量及同比增速	21
图表 34: 国内新接船舶订单及完工量情况 (单位: 万载重吨)	21
图表 35: 三桶油历年勘探与开发资本性支出 (单位: 亿元)	22
图表 36: 2017 年钢铁下游需求占比情况	22
图表 37: 不同指标系数下 2019 年房地产钢需敏感性测算 (单位: 百万吨)	23
图表 38: 2019 年基建领域需求敏感性分析 (单位: 百万吨)	24
图表 39: 各领域需求预测	25
图表 40: 2018 年钢价复盘	26
图表 41: 近几年钢价与矿价指数走势对比	27
图表 42: 港口铁矿石库存变化	27
图表 43: 高炉开工率与钢价走势对比	28
图表 44: 钢价、成本、产量和吨钢盈利的联动分析	28
图表 45: 长短流程炼钢吨钢毛利走势概况 (单位: 元/吨)	29

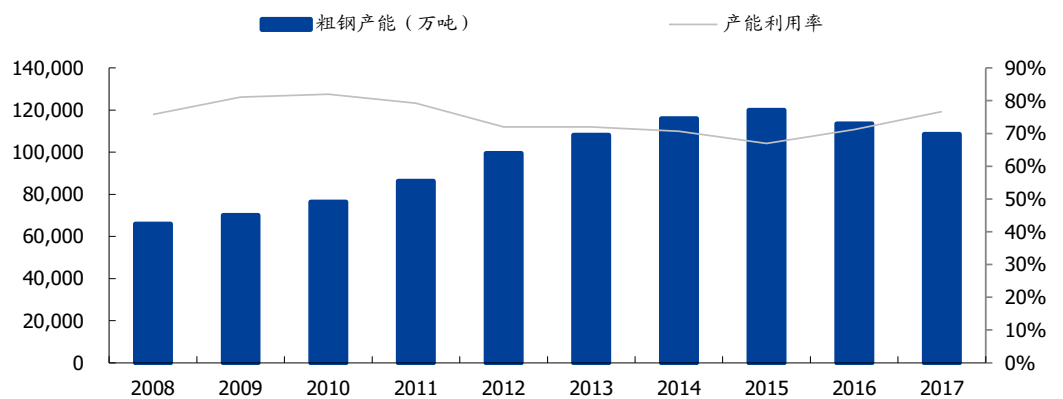
图表 46: 钢坯成本预测.....	30
图表 47: 主要钢材品种吨钢毛利预测.....	30
图表 48: 板块估值与钢价综合指数相对走势.....	31
图表 49: 重点公司吨钢盈利情况.....	32
图表 50: 主要上市公司历年分红情况 (单位: 亿元)	33
图表 51: 重点跟踪公司估值情况一览.....	34

1、产量是否可控一看主动减产、二看被动限产

1.1 行政化去产能接近尾声，但去化脚步未止

自 2016 年起钢铁行业大举推行供给侧改革以来，国内粗钢产能总体规模已走出了明显的下降趋势，且在无效产能直接淘汰、“地条钢”出清等快速有效的行政化手段下，钢铁行业产能利用率自 2015 年探底之后开始呈现稳步的回升态势。钢铁行业规划要求“十三五”期间粗钢产能要净减少 1-1.5 亿吨，工信部表示要力争提前完成“十三五”压减粗钢产能的上线目标。目前 2016 年已淘汰产能 6500 万吨以上（计划 4500 万吨），2017 年淘汰产能 5000 万吨，2018 年也有近 3000 万吨产能的淘汰任务。

图表 1: 2008-2017 年我国钢铁行业粗钢产能及利用率情况



资料来源：工信部，国盛证券研究所

解决行业产能供给过剩问题最直接的方法一定是对落后产能的直接淘汰，但随着近几年落后产能的持续出清，可直接淘汰的产能规模逐年递减，行业供给侧改革需要从直接大规模去产能手段向直接与间接相结合的方式过渡，包括产能置换、环保改造倒逼出清等。在钢铁行业严控新建项目资本开支的情况下这些间接途径今后将会陆续成为促使钢铁行业产能进一步下降的主导因素，且产能置换已在全国范围内大规模展开。

1.2 产能置换促使产能继续下降，但会造成产量间歇波动

2017 年我国钢铁行业产能置换项目批复进度换挡进入快速发展轨道。据工信部 2017 年钢铁新建产能置换项目公示情况统计，全年钢铁置换项目共涉及 18 个省，置换前铁、钢产能约分别为 1.13 亿吨、1.39 亿吨，置换后形成铁、钢产能分别为 9435 万吨、1.17 亿吨，置换项目全部实施后铁与钢的产能将分别减少 1885 万吨、2149 万吨。

细分看，产能置换项目除了可以达到去除落后产能的目的外，还会在产能分布区域结构、产品结构甚至是企业生产流程上产生一定的影响，这也与我国推行产能置换项目的初衷相符。因为产能置换实质上是以先进产能替代落后产能为目的，也是对部分产能极度过剩的区域进行调整。我们统计了 2017 年各个置换项目后发现若全部项目进行置换，首先在产品结构上，普钢产能相对下滑，特钢产能增加近 711 万吨；其次在生产流程上，新建项目电炉炼钢占比持续提升，经我们统计 2017 年全部置换项目实施后电炉钢产能提升约 439 万吨；最后在区域分布上，产量最高的河北省成为最显著的产能缩减大户，相对存在供给缺口的福建省则成为了产能输入省份。

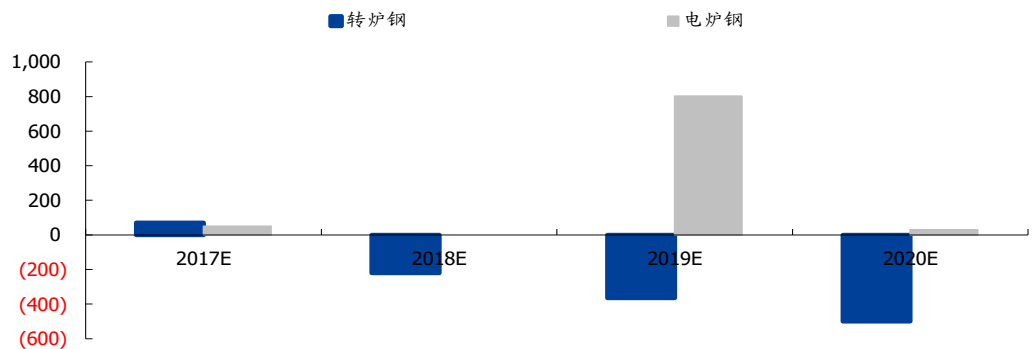
图表 2: 2017 年钢铁新建产能置换项目统计

省份	淘汰项目 (个)	置换前产能 (万吨)		新建项目 (个)	置换后产能 (万吨)		产能差额 (新建-淘汰, 万吨)	
		铁	钢		铁	钢	铁	钢
河北	59	4,647	4,564	12	3,130	3,148	-1,517	-1,416
福建	7	462	490	6	569	580	107	90
内蒙古	4	224	332	2	185	350	-39	18
江苏	-	-	-	1	-	112	-	112
河南	9	459	485	6	447	367	-12	-118
甘肃	2	-	70	1	71	70	71	-
安徽	1	-	110	1	-	110	-	-
湖北	4	122	406	3	118	400	-4	-6
湖南	1	-	30	1	-	15	-	-15
云南	31	2,200	2,985	15	1,889	2,345	-311	-640
四川	12	150	1,151	10	150	1,149	-	-2
辽宁	3	483	-	3	481	-	-2	-
山西	4	412	700	2	316	440	-96	-260
浙江	2	266	-	1	213	-	-53	-
山东	2	520	190	1	500	187	-20	-3
广西	5	1,375	2,270	5	1,366	2,190	-9	-80
重庆	-	-	-	2	-	171	-	171
江西	1	-	100	1	-	100	-	-
合计	147	11,320	13,883	73	9,435	11,734	-1,885	-2,149
其中: 特钢	-	-	270	-	-	981	-	711
电炉钢	-	-	3,247	-	-	3,686	-	439

资料来源: 工信部, 国盛证券研究所

根据工信部出台的《钢铁行业产能置换实施办法》规定, 除了要求对京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域实施置换比例不低于 1.25: 1, 其他地区实施减量置换外, 还对可用于置换的产能进行了严格规定, 当中也明确规定建设项目投产前产能出让方须拆除用于置换的退出设备, 这是完成减量置换的前提条件。鉴于此, 在新旧项目投产转换期间存在产量释放切换情况, 继而对市场实际投放量产生一定幅度的影响。

图表 3: 产能置换期初致转炉钢及电炉钢产量增减变化预测 (单位: 万吨)



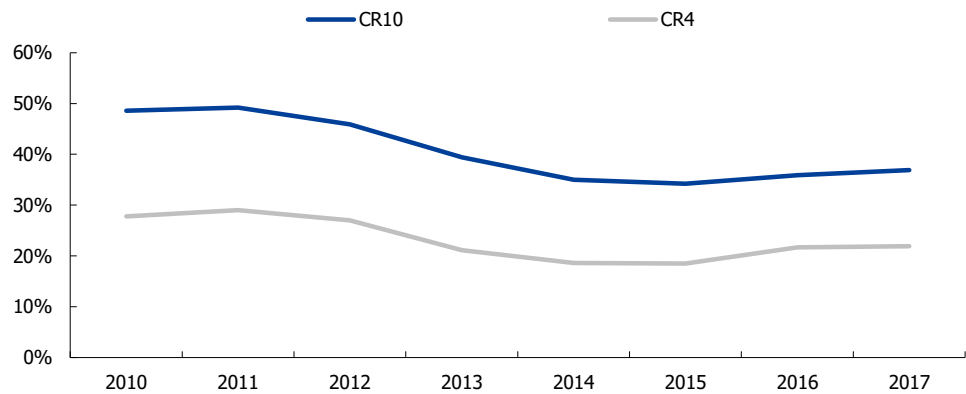
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

假设长流程项目建设期一般约为 2.5-3 年，短流程约 1-1.5 年，但不排除有提前建设的情况。我们预计 2017 年陆续批复的新建电炉置换项目约在 2019 年集中释放，造成产量边际增长；2019 年仅有少量提前建设的新建转炉项目开始投产，并在此后年度投产项目会逐步增多。可见，2019 年因存在新旧项目交替及期初试运行的情况，减量置换前期会导致转炉钢产量边际变化上有一定幅度收缩，但随着多数项目的陆续投产与达产，有效产能增加，产量在后期会有一定幅度的回升。

1.3 兼并重组序幕拉开，或接棒去产能成为供给侧改革新亮点

近两年受益于宝武合并及建龙钢铁和华菱钢铁推进的重组事项，钢铁行业集中度略有提升，2017 年 CR10 达到 36.9%，CR4 为 21.9%。但与发达国家相比，我国依然具有较大差距。据统计日本在 2015 年其 CR4 就高达 83.3%，美国前四大企业也达到 70%。2016 年国务院发布《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》指出，到 2025 年中国钢铁产业前十大企业产能集中度将达 60%-70%，后期钢铁行业集中度有稳步提升的需求，但目前阶段尚处于低位。

图表 4: 钢铁行业历年集中度情况

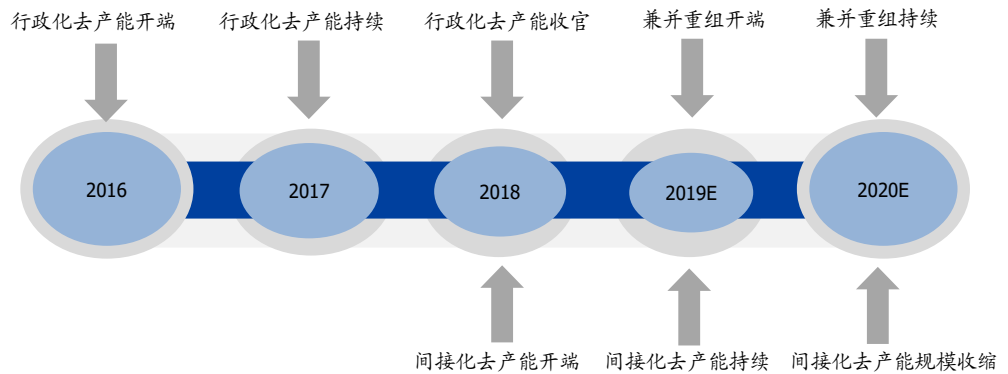


资料来源：中钢协，国盛证券研究所

从行业角度而言，我们认为钢铁行业新的改革路径应主要包括如下阶段：行政化手段去落后产能——间接手段淘汰落后产能（产能置换、环保出清）——行业集中度提升（兼并重组）——产品升级（高端制造），而在整个行业改革的过程中会由始至终贯穿着行业去杠杆的工作。

2018 年是行业直接淘汰落后产能收官及间接淘汰产能开端之年，我们预计 2019 年应是间接淘汰产能持续期与兼并重组开端之年。可见，无论是产业集中度提升还是降杠杆需求，钢铁行业兼并重组工作大规模启动脚步已逐步临近，尤其是在产能出清工作接近尾声之际。

图表 5: 钢铁行业改革路径



资料来源: 国盛证券研究所

从公司角度而言,我们认为企业兼并重组形式包括集团内部钢铁主业整体上市、以地域或产品为中心进行相关产业整合及海外扩张收购等三种类型。其中:
集团内部资产整合——多发生在“大集团、小平台”类的企业中;
以地域或产品为中心进行扩张——主要发生具有以下特点的领域中:某区域或产品具备龙头企业,但其他企业市占率分布较为分散;另外,在此类型中仍存在一类情况,即无论是区域上还是产品上,并不具备上述显著特点,仅是大集团间的合并,如宝武合并;
海外扩张——多发生在具有显著经营优势的企业,此类企业在获取资金能力或海外经营上具备相对优势。

图表 6: 部分钢铁集团区域占比情况 (单位:万吨)

集团名称	上市平台	省份产量	集团产量	平台产量	集团区域占比	平台/集团比
宝武集团	宝钢股份	—	6539	4617	—	71%
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	华菱钢铁	2041	2015	1732	99%	86%
马钢(集团)控股有限公司	马钢股份	2793	1971	1538	71%	78%
方大钢铁集团有限公司	方大特钢	2413	1511	365	63%	24%
福建省三钢(集团)有限责任公司	三钢闽光	1883	1119	933	59%	83%
广西柳州钢铁集团有限公司	柳钢股份	2265	1230	1230	54%	100%
鞍钢集团公司	鞍钢股份	6423	3422	2260	53%	66%
新余钢铁集团有限公司	新钢股份	2413	890	855	37%	96%
江苏沙钢集团	沙钢股份	10428	3835	321	37%	8%
安阳钢铁集团公司	安阳钢铁	2954	1006	743	34%	74%
山东钢铁集团有限公司	山东钢铁	7148	2168	720	30%	33%
太原钢铁(集团)有限公司	太钢不锈	4430	1050	1050	24%	100%
河钢集团有限公司	河钢股份	19121	4406	2692	23%	61%
南京钢铁集团有限公司	南钢股份	10428	985	985	9%	100%

资料来源: 中钢协, 公司公告, 国盛证券研究所 (产量数据为 2017 年)

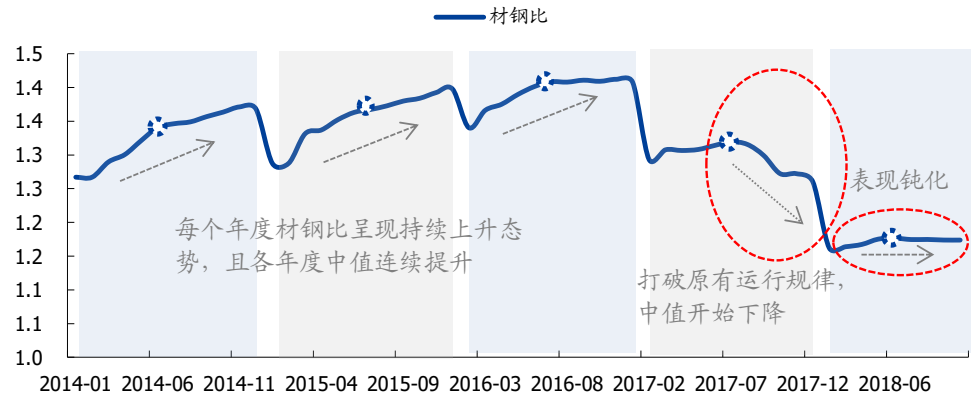
1.4 产量复盘: 统计偏显性, 违规产量占比微小

1.4.1 行业材钢比值逐渐向会员企业靠拢

我们根据 2014 年以来统计局公布的钢材与粗钢产量数据计算材钢比数据, 从走势情况

不难看出，2014-2016年期间，国内材钢比在每个年度均呈现月度累积持续上升态势，材钢比从2014年初的1.27累积上升至2016年底的1.41，每年的中值也在不断上升。但在2017年，材钢比走势开始发生明显的变化，尤其从2017年下半年开始材钢比数据大幅度向下调整，截至2018年10月，国内材钢比累计值为1.17，但纵观2018年全年走势，材钢比已经有了明显的钝化表现。

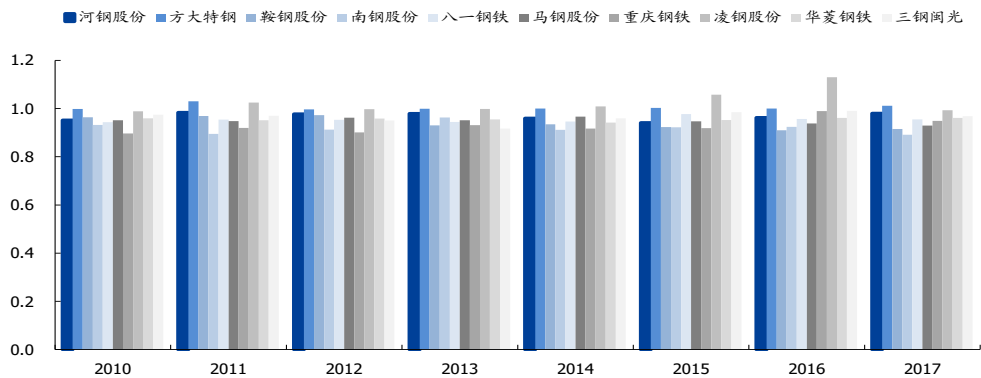
图表7：2014年至今国内材钢产量比情况



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

近两年国内材钢比开始下降，我们从时间点上判断与地条钢出清密切相关，即地条钢出清后国内材与钢的产量更加匹配。2018年统计局公布的材钢比基本保持在1.17左右，扣除重复统计问题影响，目前行业整体材钢比情况在逐渐向会员企业靠拢，也可以进一步说明目前纳入统计范围内的企业中，合规企业占绝大多数，而近一年材钢比的钝化表现也变相证明目前违规产量占比已相对微小。

图表8：部分主要上市钢企近几年材钢比情况 (无重复统计影响)

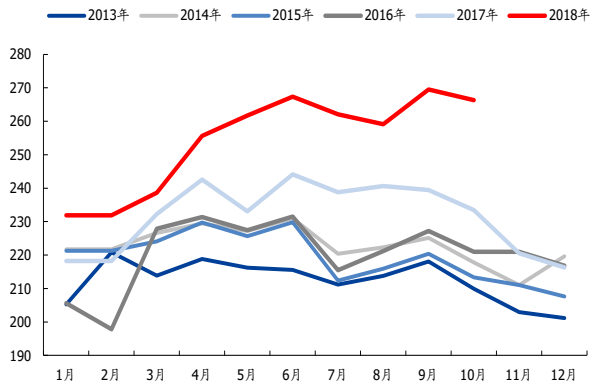


资料来源：公司年报，国盛证券研究所

1.4.2 粗钢日均产量增长约30%源于统计口径变化，70%源于生产积极性提高

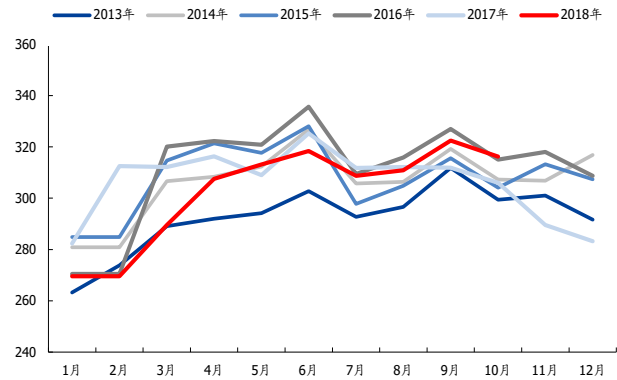
对比各年日均产量数据发现，2018年各月粗钢日均产量都显著高于往年同期，但各月钢材日均产量并没有超越往年同期水平，与粗钢产量变化程度不一致。

图表 9: 粗钢日均产量 (单位: 万吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 10: 钢材日均产量 (单位: 万吨)



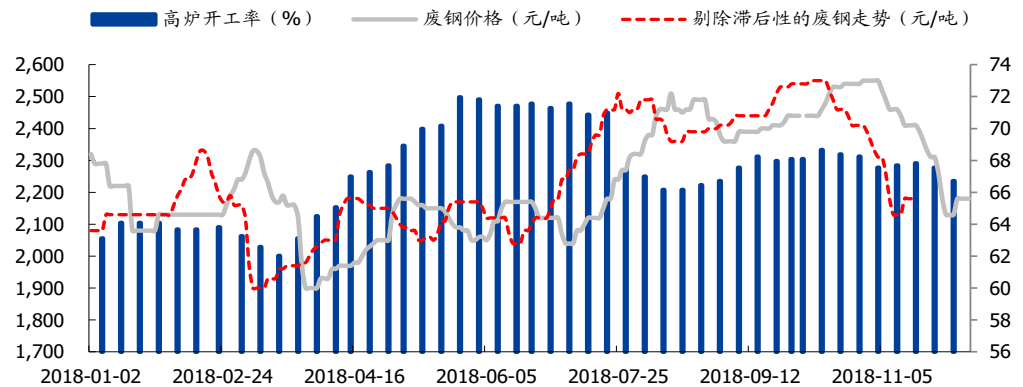
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

其中, 钢材日均产量并未超过往年同期与地条钢出清高度相关, 粗钢日均产量显著增长且高于往年同期则主要受以下两方面因素影响:

1、纳入统计范围内企业数量增加, 日均数值存在因统计差异带来的增长。此观点我们多次强调也分析证明过, 因 2017 年行业盈利恢复并呈现高增长后, 营收符合 2000 万元以上的企业数量增多。

2、企业通过增加废钢投入比提高产量。此观点我们可以通过全国高炉开工率与废钢价格变化趋势的一致性进行分析。从趋势上看, 废钢价格变化相对高炉开工率走势有一定的滞后性, 我们对废钢价格时间进行为期近 20 天的调整后发现废钢价格走势与高炉开工率变化有着高度的一致性。

图表 11: 全国高炉开工率与废钢价格走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在此, 我们对粗钢日均产量数据进行因素分析。经调整测算, 对比 2017 年, 2018 年粗钢日均产量月平均实际增加值为 15.3 万吨, 因统计口径变化带来粗钢日均产量增长月均规模为 5 万吨, 影响占比约为 33%; 因企业提高生产积极性所带来的粗钢日均产量增长月均规模为 10.3 万吨, 影响占比为 67%。即我们可以推论 2018 年粗钢日均产量同比增幅中有约 30% 的量是因统计口径变化引起, 其余 70% 的量确是由企业生产积极性提高所致。

图表 12: 粗钢日均产量因素分析 (单位: 万吨)

月份	2017年	2018年	名义同比增长	调整后2017年日均产量	日均实际增长	统计口径调整因子影响产量变动	钢厂主动提产因子影响产量变动	统计口径调整因子影响占比	钢厂主动提产因子影响占比
1月	218.3	231.9	13.7	219.0	12.9	0.7	12.2	6%	94%
2月	218.3	231.9	13.7	219.0	12.9	0.7	12.2	6%	94%
3月	232.2	238.6	6.4	228.4	10.3	-3.9	14.2	-38%	138%
4月	242.6	255.7	13.1	244.0	11.7	1.4	10.4	12%	88%
5月	233.1	261.7	28.6	240.3	21.4	7.2	14.2	34%	66%
6月	244.1	267.3	23.2	248.7	18.7	4.6	14.1	24%	76%
7月	238.8	262.1	23.3	244.5	17.6	5.7	11.9	32%	68%
8月	240.6	259.1	18.5	252.3	6.8	11.7	-4.9	171%	-71%
9月	239.4	269.5	30.1	250.7	18.8	11.3	7.6	60%	40%
10月	233.4	266.3	32.9	244.1	22.2	10.7	11.5	48%	52%
月均数值	234.1	254.4	20.3	239.1	15.3	5.0	10.3	33%	67%

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

1.5 环保因素: 预计 2018 年实际影响产量约 2356.8 万吨, 占比 2.5%

2018 年, 市场对供给端环保限产逻辑时信时疑。起初因取暖季限产实际影响量大幅低于预期, 市场曾一度怀疑限产政策的实效性。但自 4 月份起, 唐山、徐州、武安等地限产文件持续有来, 部分地区产量已有阶段性下降的情况出现, 环保“回头看”工作更进一步增强市场信心, 钢价走出一波超预期行情。但好景不长, 四季度初环保限产力度放松, 市场对限产逻辑的态度再度沦陷。

那么, 2018 年因环保限产带来的产量收缩规模究竟有多大? 此后限产放松又会带来多少产量的回升? 鉴于此, 本文对 2018 年因环保限产因素受到的影响量进行初步匡算, 并以此为依据判断 2019 年因限产放松导致的供给弹性空间。

我们统计“2+26”城市所在省市 2017 年以来粗钢日均产量情况, 从各省市数据变化趋势可以明显看出, 在 2017 年 10 月—2018 年 3 月期间各省市粗钢日均产量均有明显的波动。下降幅度则大体呈现出“开始下降—降幅扩大—降幅缩窄”的态势, 此种波动形态与钢厂限产后采取提高废钢添加比例对冲产量下滑有关。

图表 13: “2+26”城市所在省市粗钢日均产量

粗钢日均产量 (万吨)	天津	河北	山西	山东	河南
2017-01	5.2	50.1	9.4	18.9	12.4
2017-02	5.8	55.5	10.4	21.0	11.2
2017-03	6.0	56.4	11.0	20.8	12.5
2017-04	6.3	58.7	12.6	22.4	12.0
2017-05	5.1	53.6	11.5	21.0	13.1
2017-06	6.3	55.4	12.2	21.1	11.8
2017-07	6.7	56.3	12.5	19.0	13.8
2017-08	6.6	54.2	13.3	19.6	13.9
2017-09	6.0	52.6	13.8	19.3	14.4
2017-10	4.7	48.6	13.0	18.7	14.2
2017-11	3.7	43.2	11.7	18.2	11.9
2017-12	3.1	42.2	12.7	16.5	12.2
2018-01	4.3	51.0	11.9	17.1	11.6
2018-02	4.8	56.5	13.2	18.9	10.5
2018-03	4.4	53.5	13.3	19.4	12.5
2018-04	5.6	64.3	15.1	21.7	11.4
2018-05	6.3	66.6	15.6	21.3	13.2
2018-06	6.2	69.6	16.4	20.7	13.3
2018-07	6.4	67.9	15.6	21.3	13.1
2018-08	6.3	64.7	16.2	21.4	13.6
2018-09	6.6	68.5	15.3	22.1	13.4
2018-10	5.9	70.6	14.9	21.6	13.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

假设若没有取暖季限产, 各省市按照限产前正常生产的 9 月份产量及完全恢复生产后 5 月份产量均值匡算, 整个取暖季限产影响粗钢产量约 2871 万吨, 其中 2017 年涉及产量约 1638.8 万吨, 2018 年涉及产量约 1232.3 万吨。我们曾按照“2+26”城市取暖季限产规划测算, 2017 年取暖季影响粗钢产量约 5100 万吨, 但因钢厂提高添加废钢比例、使用高品位矿、掏壁炉等多种提高产量方式的对冲, 本次取暖季限产的实际减产量大幅低于理论测算值。

图表 14: 取暖季限产影响产量匡算 (单位: 万吨)

省市	天津	河北	山西	山东	河南	合计	
参考均值	6.1	59.6	14.7	20.3	13.8	—	
日均影响量	2017-11	2.5	16.4	3.0	2.1	1.9	25.9
	2017-12	3.1	17.4	1.9	3.8	1.6	27.8
	2018-01	1.8	8.6	2.8	3.2	2.2	18.6
	2018-02	1.3	3.1	1.5	1.4	3.3	10.7
	2018-03	1.7	6.1	1.4	0.9	1.3	11.5
月度影响量	2017-11	74.4	491.9	88.8	64.1	56.4	775.6
	2017-12	94.7	539.6	59.9	118.4	50.5	863.2
	2018-01	56.1	266.3	86.1	100.0	68.5	577.0
	2018-02	37.6	87.4	42.1	39.1	93.3	299.5
	2018-03	54.1	189.7	44.1	27.0	40.9	355.8
合计	317.0	1574.8	321.0	348.5	309.7	2871.0	
其中: 2017年	169.2	1031.5	148.7	182.5	106.9	1638.8	
2018年	147.8	543.4	172.3	166.0	202.7	1232.3	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

此外, 我们额外匡算下属于非取暖季限产期但临时限产频繁的河北与江苏地区产量影响情况。首先确认我们匡算的一个假设前提为当钢价与地区产量出现背离期时, 即钢价涨、产量不增或表现钝化, 我们则认为多是受环保限产政策抑制产量释放所致。

从图表我们可以清晰的看出自 2018 年 5 月后, 钢价在需求恢复的利好支撑下持续上涨, 但河北地区在 7、8 两月日均产量却走出了下滑态势; 同理江苏地区自 5 月份开始连续四个月日均产量没有超过前期水平。我们在之前所述的假设前提下推算河北地区在 7、8 月份, 江苏地区在 5-8 月份为当地受临时环保限产政策约束较为明显的时期。

图表 15: 非取暖季限产期粗钢产量与钢价对比情况

日期	河北粗钢日均产量 (万吨/天)	江苏粗钢日均产量 (万吨/天)	螺纹钢 (元/吨)
2018-01	51.0	28.2	3937
2018-02	56.5	31.2	4027
2018-03	53.5	32.0	3905
2018-04	64.3	31.3	3731
2018-05	66.6	29.0	3924
2018-06	69.6	29.3	3951
2018-07	67.9	28.0	4025
2018-08	64.7	27.8	4300
2018-09	68.5	28.4	4382
2018-10	70.6	28.0	4420

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们按照日均产量出现下滑的前一个月产量为参考, 计算河北及江苏地区因临时限产政策导致的产量影响情况。经测算, 2018 年河北地区非取暖季限产期影响产量约 200.9 万吨, 江苏地区影响产量约 213.6 万吨, 合计约 414.6 万吨。

图表 16: 非取暖季期限产影响匡算 (单位: 万吨)

日期	日均影响量		月度影响量		
	河北	江苏	河北	江苏	总计
2018-05	-	2.4	-	74.0	74.0
2018-06	-	2.1	-	62.6	62.6
2018-07	1.6	3.3	50.5	102.4	152.9
2018-08	4.9	3.6	150.5	111.2	261.6
	合计		200.9	213.6	414.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合以上分析, 以主要环保限产地区为参考, 经匡算截至 2018 年 10 月底, 因环保限产问题影响粗钢产量合计约 3285.6 万吨, 其中 2018 年因限产影响的产量约有 1646.8 万吨, 与 2018 年 1-10 月粗钢产量总量相比, 占比约为 2.1%。

2018 年取暖季限产政策明显放松, 摆脱“一刀切”的独断形式, 实行分类限产, 停产时点变得相对灵活, 不限产条件放宽, 限产比例基本也可在 30%-50% 之间进行调整。考虑到限产政策的放松迹象, 我们按照 2018 年 3 月份取暖季限产尾声的月度实际影响额度粗略匡算 2018 年 11-12 月份的实际影响量, 经测算后预计合计约减少产量 710 万吨。

我们以 2018 年全年为参考区间, 叠加两年取暖季限产影响及非取暖季临时限产影响, 测算后 2018 年全年因环保限产影响的实际粗钢产量约 2356.8 万吨, 产量占比约在 2.5% 左右。

1.6 产量预测: 粗钢产量同比变化幅度为-0.34%-3.96%

首先, 我们基于不同的假设分别测算 2019 年产量上限与下限值:

产量上限假设:

- I 与去年相比, 2019 年环保限产的实际影响继续低于理论测算值, 预计与 2018 年实际情况相比总体影响量再度下降 50%;
- II 电炉钢在 2019 年新增产能全部投产, 即忽略钢价及成本影响因素;
- III 2018 年不限产的企业在 2019 年仍有 5% 的增长空间;
- IV 产能置换造成产量间歇波动影响有限, 即大部分项目都是提前开建新产线, 临近新产线投产时再拆除老设备。假设 2017 年置换项目中涉及转炉项目约有 10% 产能在 2019 年释放, 除了产能差额影响外, 预计因新旧设备切换影响产量为涉及旧产能的 10%。

产量中性假设:

- I 环保限产依然对产量造成滋扰, 但影响趋弱, 预计与去年实际情况相比总体影响量再度下降 20%;
- II 电炉钢根据废钢及钢价的变化灵活投产, 预计全年实际产能利用率为 65%;
- III 不限产的企业在 2018 年已基本已接近生产极限, 2019 年同比基本持平;
- IV 产能置换对产量波动影响较大, 假设 2017 年置换项目中涉及转炉项目约有 10% 产能在 2019 年释放, 除了产能差额影响外, 预计因新旧设备切换影响产量为涉及旧产能的 50%。

产量下限假设:

- I 环保限产依然对产量造成滋扰, 但影响趋弱, 预计与去年实际情况相比总体影响量再度下降 10%;
- II 电炉钢根据废钢及钢价的变化灵活投产, 预计全年实际产能利用率为 60%;

III 不限产的企业在 2018 年基本已接近生产极限，2019 年因吨钢毛利下降，为控成本减少废钢、高品位矿投入等，产量同比下降 5%；
 IV 产能置换对产量波动影响较大，假设 2017 年置换项目中涉及转炉项目约有 10% 产能在 2019 年释放，除了产能差额影响外，预计因新旧设备切换影响产量为涉及旧产能的 60%。

经测算，我们预计 2019 年粗钢产量中性值约为 9.39 亿吨，同比增长 0.22%；粗钢产量上限值约为 9.74 亿吨，同比增长 3.96%；粗钢产量下限值为 9.34 亿吨，同比下降 0.34%。

图表 17: 2019 年粗钢产量预测

万吨	产量上限值	产量中性值	产量下限值
环保趋弱导致限产影响减少量	1,178	471	236
电炉钢投产增量	802	521	481
不限产城市产量影响	2,093	0	-2,093
产能置换减量(转炉钢影响)	365	791	897
产量变动合计	3,709	202	-2,273
粗钢产量: 2018E	93,746	93,746	93,746
2019 年粗钢产量	97,455	93,948	93,428
YOY	3.96%	0.22%	-0.34%

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

我们进一步对上述其中可能带来增量的因素进行透析，其中不限产企业产量每提高 1 个 pct，会带动全国产量同比提升 0.447 个 pct，反之亦然。环保限产影响因素方面，以 2018 年实际影响量为参考，预计 2019 年环保限产实际影响量每减少 1 个 pct，粗钢同比将提升 0.025 个 pct。其中值得注意的是，不限产企业的产量相对而言也具备一定的弹性，并且负有“两面性”，可增可减；另一方面，因 2019 年环保限产趋弱，所以大概率对比 2018 年应是导致产量增加的指标，但我们认为只要环保限产依然存在，一方面可以抑制企业正常产能释放，带来一定减量（相对企业自身而言），另一方面也降低了企业超产的可能性，而在限产程度趋弱的情况下，限产的第二个作用在影响行业总体产量上会更加凸显。

图表 18: 三因素变动敏感性分析

变动敏感性	粗钢同比变化
不限产企业产量每提高一个百分点	0.447%
环保限产实际影响量每减少一个百分点	0.025%
新增电炉钢开工率每增加一个百分点	0.009%

资料来源: 国盛证券研究所

2、需求预测中值边际趋弱

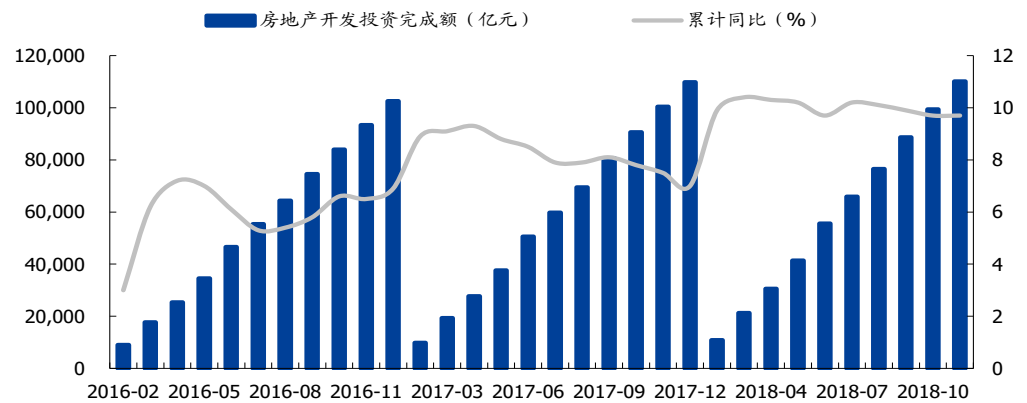
2.1 需求复盘: 有惊有喜

2.1.1 房地产投资及新开工领域有超预期表现

截至 2018 年 11 月，房地产开发投资完成额累计约 11 万亿元，同比增长 9.7%。从趋势上看，可以说进入 2018 年之后房地产开发投资完成额同比增速明显上升至一个新台阶，各月均保持在 10% 左右的水平。2018 年房地产行业数据走势在地产政策并未有明确性

放松信号出现的大环境下，同比增速呈现上升态势是大幅超出市场预期的。

图表 19: 近三年房地产开发投资完成额情况

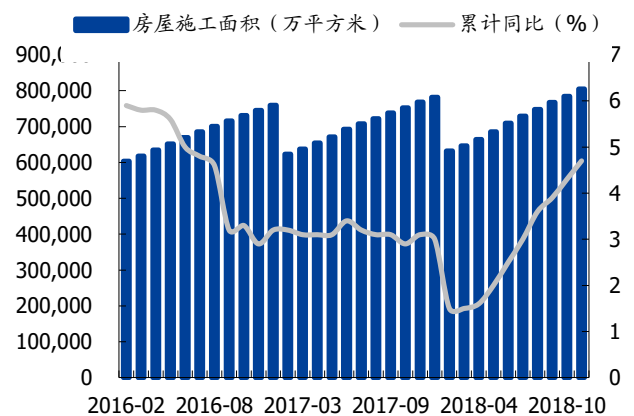
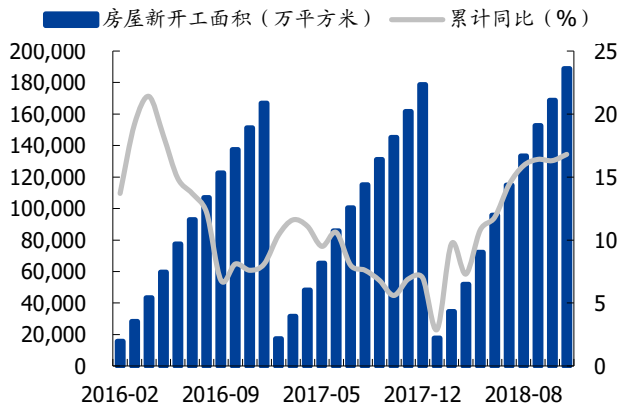


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

从细分数据上看,2018年1-11月,房屋新开工面积约为18.89亿平方米,同比增长16.8%;房屋施工面积总计约80.49亿平方米,同比增长4.7%。今年无论是房地产企业赶工需求还是回流资金需要,房屋新开工面积同比增速呈现持续上升态势,超出市场预期。房地产行业投资能够保持较高增速确有因施工量上的增长所主导也是今年钢价在市场不断的质疑下走出一波远超预期行情的主因之一。

图表 20: 房屋新开工面积走势情况

图表 21: 房屋施工面积走势情况

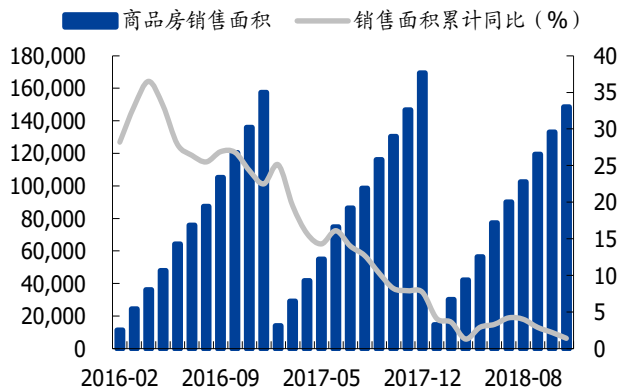


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

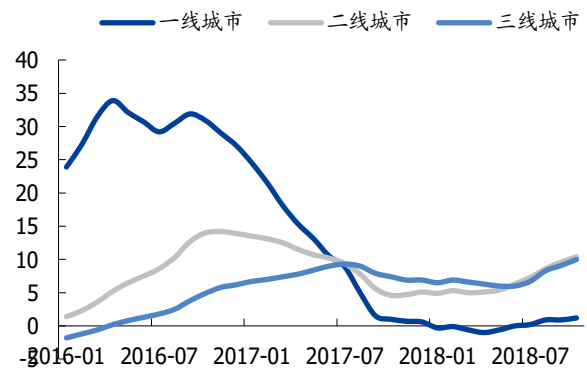
相关数据显示,截至2018年11月,商品房销售面积同比增速仅为1.4%,自年初累计下跌2.7个百分点,自前期高点累积下跌35.1个百分点,处于历史较低位水平。销售价格上,一线城市在今年上半年呈现负增长,下半年有所转正,但上涨依然疲态。相对而言,三线城市售价较有韧性,表现出抗跌、强反弹的态势。

图表 22: 商品房销售面积 (单位: 万平方米)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 23: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比 (%)



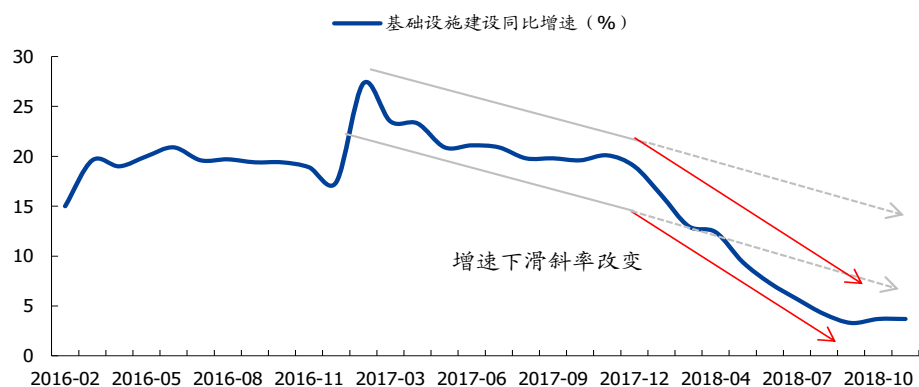
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.1.2 基建投资增速下滑趋势预判准确, 但下跌幅度被低估

2018 年初, 在我国经济增长转型、PPP 项目推进受阻等一系列因素的悲观预期下, 市场普遍认为 2018 年我国基建投资增速会呈现出一波下滑的走势, 但考虑到基建投资仍是我国经济结构中的重要组成部分, 也是政府易于调整的部分, 因此预判基建投资增速出现大幅下滑的概率不高, 整体增速或回落至 10% 左右。

但从今年基建投资的实际情况看, 市场在年初普遍猜对了方向, 但却低估了基建投资下滑的幅度。2018 年前十月, 基建投资同比增速从年初 16.1% 持续下滑至 9 月份的 3.3%, 累积下降 12.8 个百分点, 下滑速度明显快于 2017 年的年均水平。虽然在 10 月份基建投资增速结束连降趋势, 同比增速回升至 3.7%, 但截至目前整体走势仍是大幅低于市场在年初的预期。

图表 24: 基建投资增长变化情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.1.3 制造业整体加速回暖

我国制造业同比增速自 2016 年 9 月份起结束趋势性下滑态势, 开始企稳回升, 并在 2017 年持续稳定在 4% 以上的水平, 均值同比也有小幅上升。自 2018 年起, 制造业同比增速形成明显的加速回升态势, 截至 2018 年 11 月, 我国制造业同比增速为 9.5%, 自年初累计上升约 5.2 个百分点。

图表 25: 制造业同比增速情况



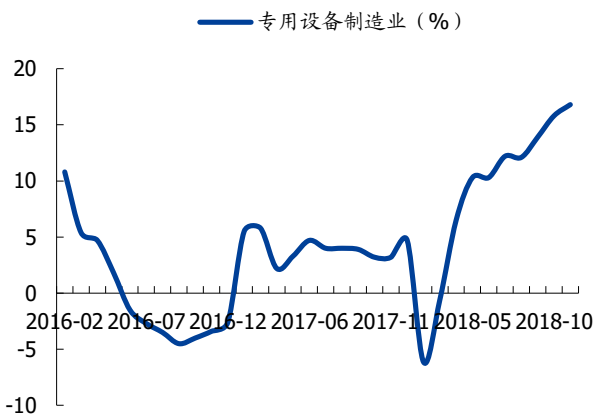
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

从细分子行业看, 专用设备制造业及通用设备制造业固定资产同比增速在 2018 年 2 季度开始由负转正, 并在此后开始大幅回升。截至 2018 年 11 月底, 专用设备制造业固定资产同比增速为 16.8%, 年初为 -6.14%, 累积上升 22.9 个百分点; 通用设备制造业固定资产同比增速为 9.5%, 年初为 0.13%, 累积上升 9.4 个百分点。

汽车制造业固定资产同比增速在 2018 年上半年呈现增速持续回升态势, 但回升幅度有限。在下半年开始汽车行业投资同比增速重回下降渠道, 截至 2018 年 11 月, 汽车制造业固定资产投资累计同比增速为 3.3%, 处于行业历史低位水平。

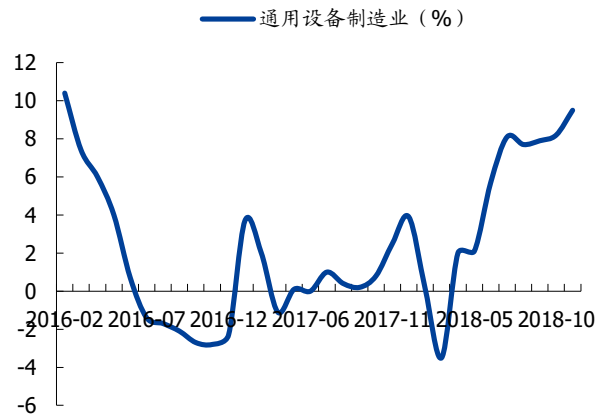
铁路、造船、航空航天及其他制造业累积同比增速自 2018 年 5 月份开始呈现下跌态势, 主要是铁路投资增速同比下滑。值得注意的是, 2018 年国内新接船舶订单量景气回升明显, 2018 年 1-11 月我国新接船舶订单量为 3306 万载重吨, 同比增长 40.2%。

图表 26: 专用设备制造业固定资产投资同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 27: 通用设备制造业固定资产投资同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 28: 汽车制造业固定资产投资同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 29: 铁路、船舶、航空航天和其他制造业固定资产投资同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.2 需求环境分析

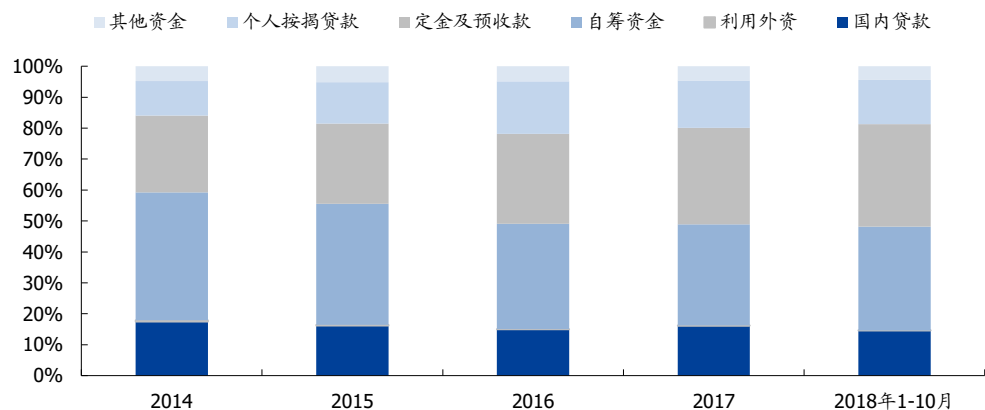
2.2.1 房地产: 多空交织, 整体偏悲观, 需求边际趋弱

积极: 从资金压力看, 房地产企业销售回款依然趋弱, 融资条件却未放松, 房地产企业或继续加快开工以回款。另外, 2018 年房地产企业在获取预售证环节上表现出充分的积极性, 但此后开工有放缓迹象, 预计在交房回款压力下此部分工程或在 2019 年提升施工进度。

悲观: 房地产市场政策仍未见明显放松信号, 棚改计划影响在逐渐趋弱, 房地产销售面积继续承压。市场对地产行业的销售悲观预期短期难以改变, 且会影响后续开放商囤地积极性, 继而对此后的投资及新开工面积的增长带来潜在压力。

综合看, 2018 年房地产行业在投资、新开工等领域再现一波小高潮, 三四线城市房价有所反弹, 但政策调控不放松格调未变, 房地产企业融资依然困难, 开发资金来源中自有资金与定金及预收款各占 1/3, 国内贷款及利用外资规模依然有限。我们认为, 2018 年经历了新开工面积持续高增长后, 在融资难、销售低迷压力下, 房企资本开支难有高增长, 预计 2019 年房地产行业增长后劲不足, 存在增速下行压力, 全年用钢需求边际趋弱。但在国内外经济动荡之秋, 房地产行业依然存在预期调整因素, 如银行房贷利率松动; 购房政策边际放松; 贸易摩擦持续, 经济下行压力加大, 增强对冲政策调节弹性等。

图表 30: 房地产开发资金主要来源于自筹资金、定金及预收款 (单位: 亿元)

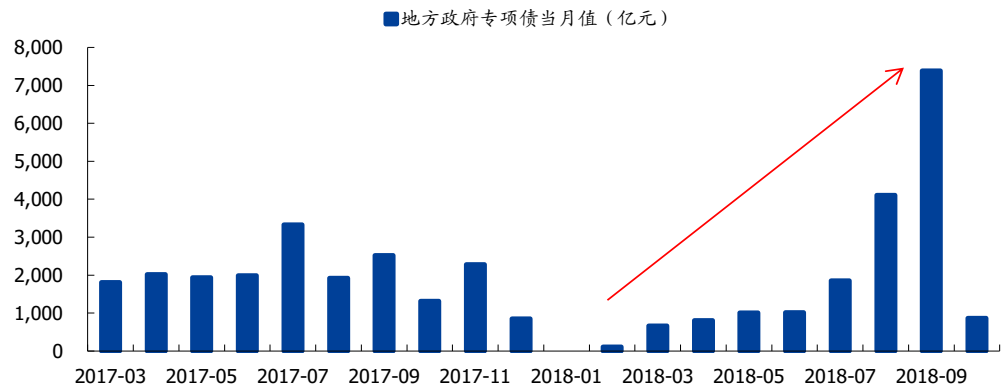


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.2.2 基建：迎来政策实效落地期，增速大概率会触底反弹

基建托底经济重要性持续提升，补短板建设继续发力，2018年集中出台的利好基建稳增长政策有望在2019年开始逐步见效，尤其是政府专项债发行和使用规模的扩张在一定程度上确保了资金的来源。2018年地方政府专项债发行规模为1.35万亿，国盛建筑团队预计2018及2019年分别投入使用0.35/1万亿，且预计2019年将新增政府专项债额度约2万亿。融资环境在边际改善中，对冲政策实效开始显现，基建投资增速大概率会触底反弹，国盛宏观预计2019年基建投资增速有望升至6%-10%。

图表 31：地方政府专项债发行提速



资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

2.2.3 制造业：细分领域差异大，能源、造船或依旧高景气

机械：用钢领域较集中的工程机械分支中，挖掘机产量在2018年同比增速较2017年的高位开始回落。国盛机械团队预计受房地产投资增速下滑预期影响，挖掘机增量需求会受到抑制。此外，在上一轮周期顶部中，产能及信用大幅扩张，企业因存货及应收账款承受较大减值压力，企业内外环境均处于收缩状态。但考虑到日常更新及环保升级带来的更新换代需求，预计国内挖掘机产销增速回落幅度依然可控。

图表 32：国内挖掘机产量及同比增速



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

汽车：2018年国内汽车产量同比增速中枢显著下移，增速下滑原因我们认为主要是以下几点：1、因购置税减免政策调整提前透支了部分需求；2、消费趋弱，尤其是三四线城市房价上涨挤压车市需求；3、汽车排放标准升级提升市场观望情绪。从当前市场看目前需求仍未有明显好转迹象，国盛汽车团队预计受今年基数影响，2019年乘用车同比表现前低后高，环比逐步改善，全年同比基本持平。

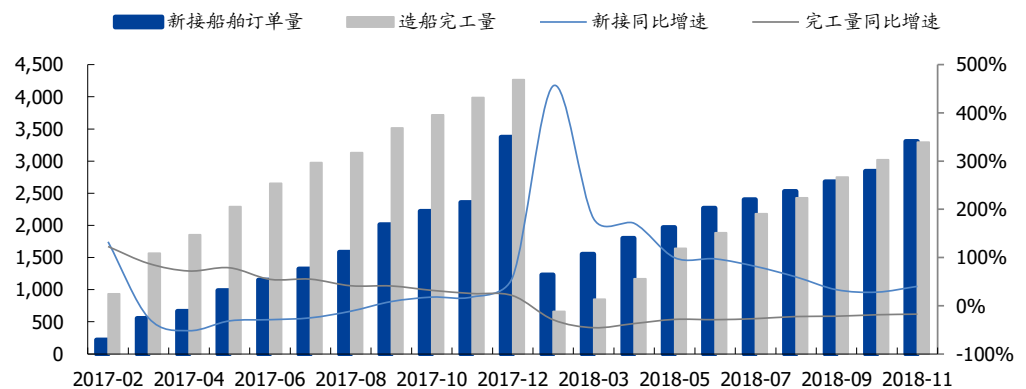
图表 33: 国内汽车产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

➔ **造船:** 首先从新接船舶订单看 2018 年同比增速中枢上移, 前 11 月累计同比增长 40.2%, 但造船完工量并没有呈现同步趋势性上涨, 相反前 11 月累计同比下降 17.4%。可见, 2018 年新增订单量并未在本年度进行集中生产, 实际生产对比订单产生日期具有一定的滞后性。预计今年新订单大幅增长的带动效应将会在 2019 年开始逐步显现, 造船完工量同比增速存在反弹动力, 带动相应用钢需求。

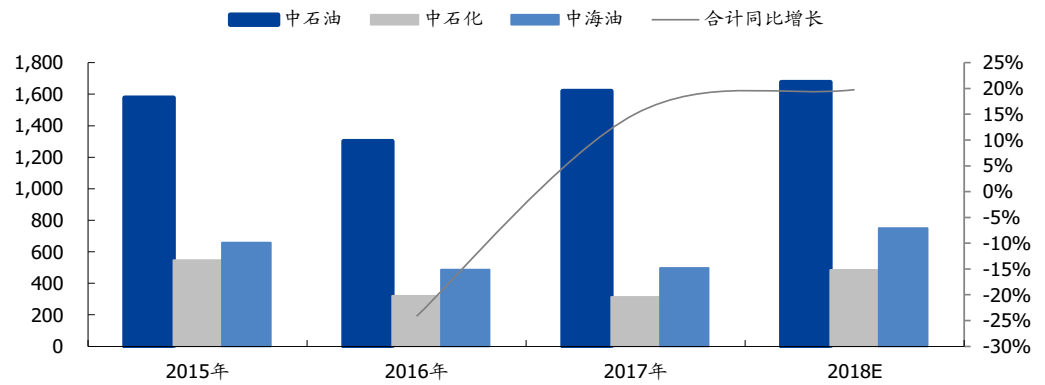
图表 34: 国内新接船舶订单及完工量情况 (单位: 万载重吨)



资料来源: 工信部, 国盛证券研究所

➔ **能源:** 供给面预期改善有望促使油价企稳, 而国内主要能源企业资本开支力度依然不减。根据“三桶油”年报显示, 2017 年“三桶油”勘探与开发资本性支出合计约 2430.57 亿元, 同比增长 15.1%; 2018 年勘探与开发资本性支出合计投资计划约 2911 亿元, 同比增长 19.8%。资本开支趋势向上支撑相关油服领域高景气, 预计能源用钢依然可以保持一定幅度的增长。

图表 35: 三桶油历年勘探与开发资本性支出 (单位: 亿元)

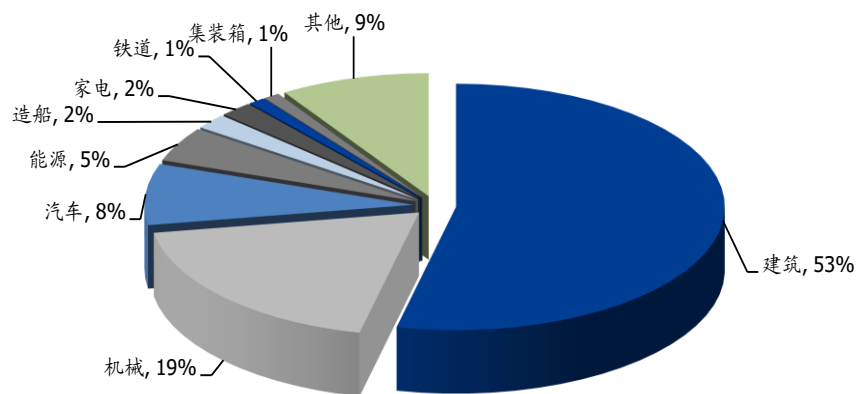


资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2.3 需求预测: 国内终端需求同比增速约为-2.7%-0.6%

在众多钢铁下游需求领域中, 房地产及基建两大领域需求占比近 53%, 是钢铁下游重要的需求领域。鉴于此, 我们特对房地产及基建两大板块的需求预测进行敏感性分析。

图表 36: 2017 年钢铁下游需求占比情况



资料来源: 冶金工业研究院, 国盛证券研究所

2.3.1 房地产领域需求敏感性分析

我们分别使用新开工面积、房地产开发投资完成额两项指标, 分别通过单位面积耗钢量和亿元投资耗钢量对 2019 年房地产领域的钢需进行敏感性分析。测试结果显示, 若 2019 年新开工面积同比增速在-2%-2%之间, 则对应用钢需求同比变动范围在-3.0%-0.9%之内; 房地产开发完成额同比增速在 2%-6%之间, 则对应用钢需求的同比变动范围在-1.9%-1.9%之间。

图表 37: 不同指标系数下 2019 年房地产钢需敏感性测算 (单位: 百万吨)

同比增速	新开工系数计算	YOY	房地产开发完成额系数计算	YOY
-20%	228.2	-20.9%	221.7	-23.1%
-18%	233.9	-18.9%	227.3	-21.2%
-16%	239.6	-16.9%	232.8	-19.2%
-14%	245.3	-14.9%	238.4	-17.3%
-12%	251.0	-12.9%	243.9	-15.4%
-10%	256.7	-11.0%	249.5	-13.5%
-8%	262.4	-9.0%	255.0	-11.5%
-6%	268.1	-7.0%	260.6	-9.6%
-4%	273.8	-5.0%	266.1	-7.7%
-2%	279.5	-3.0%	271.6	-5.8%
0%	285.2	-1.1%	277.2	-3.9%
2%	290.9	0.9%	282.7	-1.9%
4%	296.6	2.9%	288.3	0.0%
6%	302.3	4.9%	293.8	1.9%
8%	308.0	6.8%	299.4	3.8%
10%	313.7	8.8%	304.9	5.8%
12%	319.4	10.8%	310.4	7.7%
14%	325.1	12.8%	316.0	9.6%
16%	330.9	14.8%	321.5	11.5%
18%	336.6	16.7%	327.1	13.5%
20%	342.3	18.7%	332.6	15.4%

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.3.2 基建领域需求敏感性分析

我们通过基建投资每亿元耗钢量进行测算, 预计若基建投资同比增速在 6%-10%之间, 相应用钢需求同比增幅为 1.7%-5.6%。

图表 38: 2019 年基建领域需求敏感性分析 (单位: 百万吨)

同比增速	基础建设投资系数计算	YOY
-20%	135.7	-23.2%
-18%	139.0	-21.3%
-16%	142.4	-19.4%
-14%	145.8	-17.5%
-12%	149.2	-15.5%
-10%	152.6	-13.6%
-8%	156.0	-11.7%
-6%	159.4	-9.8%
-4%	162.8	-7.9%
-2%	166.2	-6.0%
0%	169.6	-4.0%
2%	173.0	-2.1%
4%	176.4	-0.2%
6%	179.7	1.7%
8%	183.1	3.6%
10%	186.5	5.6%
12%	189.9	7.5%
14%	193.3	9.4%
16%	196.7	11.3%
18%	200.1	13.2%
20%	203.5	15.2%

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.3.3 整体需求测算

我们对钢铁主要细分下游领域的需求自下而上进行测算, 并以房地产新开工面积同比增速和基建投资同比增速为主要参考指标做出 2019 年需求的三项测算值, 在一定假设基础上我们预计国内终端需求同比变化幅度约在-2.7%-0.6%之间, 整体需求同比变化幅度约在-2.1%-1.0%之间。

预测下限: 假设房地产新开工面积同比增速为-6%, 基建投资同比增速为 6%, 2019 年国内终端需求约 7.45 亿吨, 全年钢材需求总量约 8.05 亿吨, 终端需求同比下降 2.7%, 需求合计同比下降 2.1%;

预测中值: 假设房地产新开工面积同比增速为-2%, 基建投资同比增速为 8%, 2019 年国内终端需求约 7.61 亿吨, 全年钢材需求总量约 8.21 亿吨, 终端需求同比下降 0.7%, 需求合计同比下降 0.2%;

预测上限: 假设房地产新开工面积同比增速为 0%, 基建投资同比增速为 10%, 2019 年国内终端需求约 7.71 亿吨, 全年钢材需求总量约 8.31 亿吨, 终端需求同比上升 0.6%, 需求合计同比上升 1.0%。

图表 39: 各领域需求预测

百万吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	预测下限 2019E	预测中值 2019E	预测上限 2019E
建筑	423.0	435.0	410.0	412.0	430.0	465.0	447.9	462.7	471.7
机械	123.0	127.0	125.0	122.0	136.0	157.0	152.0	152.0	152.0
汽车	53.0	54.0	56.0	61.2	64.0	63.0	63.0	63.0	63.0
造船	17.0	17.0	16.0	15.1	15.2	17.0	17.8	17.8	17.8
能源	10.0	10.0	11.0	11.4	33.0	35.0	35.5	36.0	36.8
家电	12.0	12.0	12.5	13.1	14.5	14.0	14.0	14.0	14.0
其他	16.8	17.3	14.5	15.0	15.0	15.0	15.2	15.2	15.2
国内需求	654.8	672.3	645.0	649.8	707.7	766.0	745.4	760.7	770.5
外部需求	75.4	79.3	80.6	95.3	62.1	56.3	60.0	60.0	60.0
需求合计	730.2	751.6	725.6	745.1	769.8	822.3	805.4	820.7	830.5
YOY	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	预测下限 2019E	预测中值 2019E	预测上限 2019E
建筑	7.1%	2.8%	-5.7%	0.5%	4.4%	8.1%	-3.7%	-0.5%	1.5%
机械	4.2%	3.3%	-1.6%	-2.4%	11.5%	15.4%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
汽车	15.2%	1.9%	3.7%	9.3%	4.6%	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
造船	-15.0%	0.0%	-5.9%	-5.6%	0.7%	11.8%	4.7%	4.7%	4.7%
能源	11.1%	0.0%	10.0%	3.6%	189.5%	6.1%	1.4%	2.9%	5.1%
家电	0.0%	0.0%	4.2%	4.8%	10.7%	-3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	20.0%	3.0%	-16.2%	3.4%	0.0%	0.0%	1.3%	1.3%	1.3%
国内需求	6.6%	2.7%	-4.1%	0.7%	8.9%	8.2%	-2.7%	-0.7%	0.6%
外部需求	79.2%	5.2%	1.6%	18.2%	-34.8%	-9.4%	6.6%	6.6%	6.6%
需求合计	11.3%	2.9%	-3.5%	2.7%	3.3%	6.8%	-2.1%	-0.2%	1.0%

资料来源: 冶金工业研究院, Mysteel, 国盛证券研究所

3、盈利中枢下移，但整体幅度可控

3.1 钢价复盘:需求定趋势，环保限产放大上涨幅度

2018年钢价走势大起大落，可以说在钢价上涨时无论是高点还是期现都超出市场预期，但在临近年末回调时，无论是幅度还是速度也都超出市场预期。我们梳理了今年以来现货钢价（以螺纹钢为例）的走势情况，得出以下结论：

首先，对 2018 年以来钢价运行轨迹进行复盘：

1-2月：单边供给收缩预期抬升钢价：第一年实行取暖季限产，大量投机库存。

3月：供需双边低于预期打压钢价：取暖季限产实际低于预期，库存高位压力，需求旺季不旺。

4-5月：限产频繁、需求边际好转，钢价企稳回升，但未超过年初高点，支撑力度较弱，后期有小幅回调。

6月：环保限产持续加码，房地产新开工面积数据同比增速开始提升，钢价再次回到上涨阶段。此轮上涨高度超过二季度前期高点，但仍未越过年初高点。

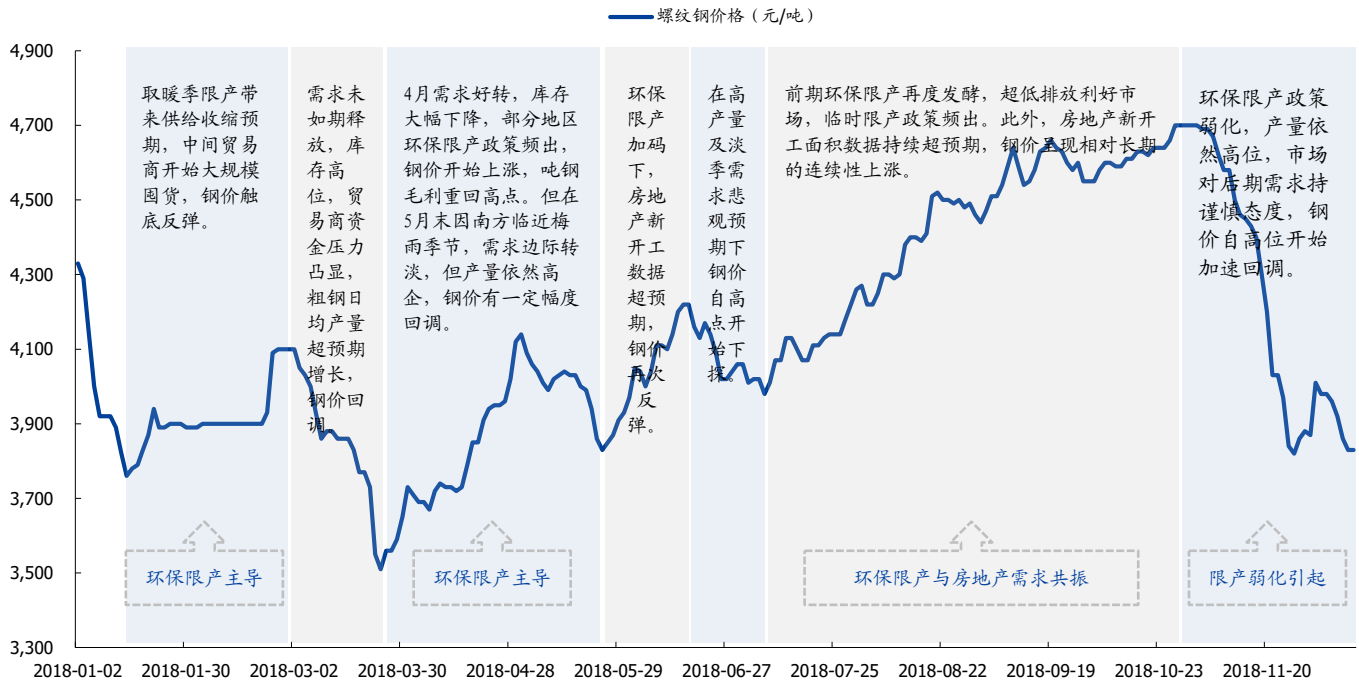
7月：前期，高利润刺激高产量叠加淡季需求，钢价小幅下探。后期，环保再发酵，房

地产持续超预期，基建产业链政策利好，钢价再次反弹。

8-10月：环保限产风声不断，下游工地赶工，新开工面积同比持续高增长，库存低位，钢价不断向上突破，并超过年初高点，创下本年新高。

11-12月：环保限产趋弱，需求高位的持续性备受质疑，恐高情绪不断发酵，钢价自高点快速大幅回调。

图表 40: 2018 年钢价复盘



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总结：2018年房地产超预期、制造业向好及造船、油气等细分小领域复苏，确保钢价在具有一定高度的基础上保持向上趋势，其中房地产领域为主力。环保限产力度空前，供给端政策上的制约放大今年钢价上涨的高度。但观望后期，供给端中环保限产力度趋弱，房地产超预期表现的持续性尚待观察，基建托底但大概率无法对冲房地产需求下滑。在前述分析中根据我们的测算结果，对比2019年供需弹性，向上看供给大于需求，向下看需求大于供给，也即明年基本面整体趋弱，预计全年钢价中枢将下移。

3.2 产量、价格与盈利的联动分析

3.2.1 钢价与矿价地位反转，剪刀差方向转换

我们截取2010年以来钢价与矿价综合指数走势图，在2010-2012年之间，我们可以明显的看到在两波钢价趋势性上涨中，铁矿石价格的涨幅明显高于钢价的涨幅，这是由于当时国内粗钢产量较高，铁矿石因基本面良好，在议价中矿石企业相对强势，具有较强的话语权，当钢铁行业下游需求上升或季节性好转带来钢价上涨时，铁矿石价格的上涨幅度会远远高于钢价，继而吞噬钢厂部分利润，钢企想要获得盈利好转是难上加难。

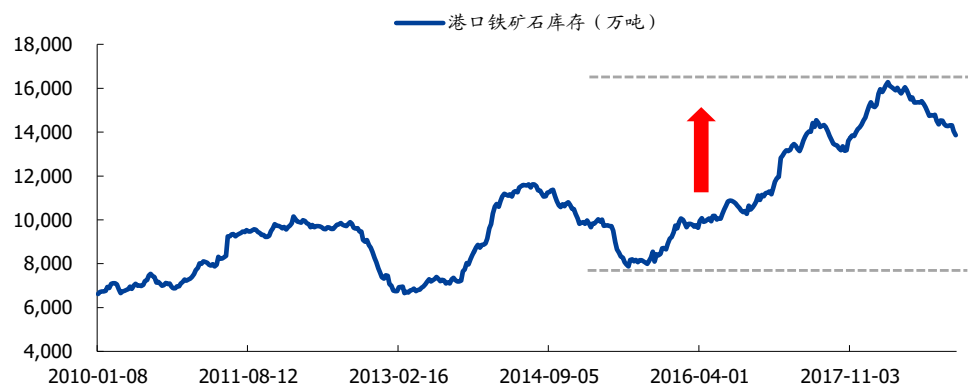
图表 41: 近几年钢价与矿价指数走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2013年之后,我国钢铁行业衰落迹象明显,小型落后的钢企开始被市场化淘汰,虽然当时政府发布了企业限产命令,但执行力度差,实际约束力基本为零。2015年起,供给侧改革开始逐步正式实施,初期力度仍欠佳,难改钢价颓势,但在此期间行业持续低迷的态势导致粗钢产量增速有所回落,但铁矿石供给在不断增加。从全国港口铁矿石库存变化趋势看,从2015年下半年开始铁矿石港口库存持续呈现上升趋势,现今总量已接近1.4亿吨。持续攀升的铁矿石港口库存直接反映出铁矿石市场的基本面在发生改变,供过于求的局面逐渐显现,矿价优势不再,话语权趋弱。鉴于此,尽管2017年以来钢价一路上涨,但由于铁矿石基本面的改变导致其已不再具有跟随钢价大幅上涨的能力,钢企的盈利空间得以保证。

图表 42: 港口铁矿石库存变化



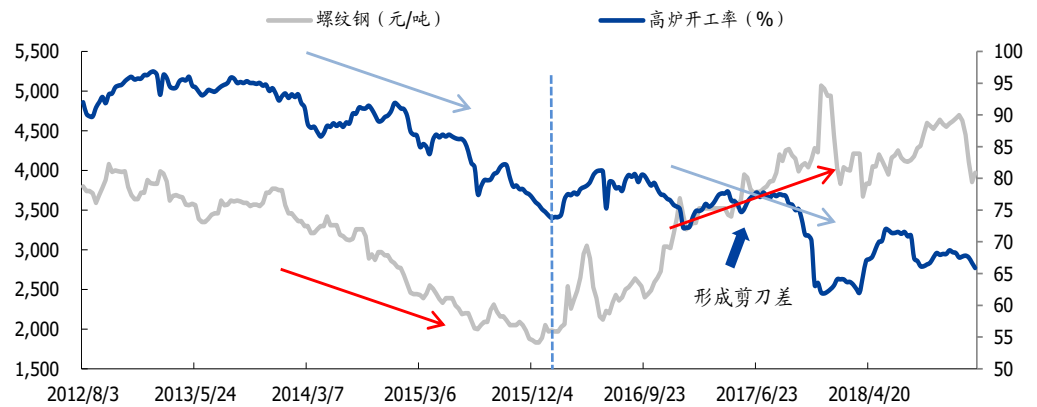
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2.2 产量也是价格的调节器

供给侧深度改革之后与往年不同的是,以往钢价出现上涨时,钢企的生产积极性会增强,尤其是隐性产能在利润足够可观的情况下会加码生产,总体产量的提升对钢价的进一步上涨带来压力。当需求不济致企业放缓生产脚步时,由于产能极度过剩,即使产量下降也无法左右钢价下跌的脚步。从高炉开工率与钢价对比走势看,在2016年之前,高炉

开工率大趋势上与钢价走势基本一致，主要表现为高炉开工率下降，钢价也在下降。2016年之后，供给侧改革效果开始显现，尤其是2017年5000万吨落后产能的淘汰，1.4亿吨地条钢的全面出清及“2+26”城市的限产等规定都是力度空前、效果明显的政策措施，边际产能变化大，国内钢材供应弹性逐渐减弱。在钢价一路上涨的态势下，以往存在的隐性产能无法释放，高炉开工率与钢价走出了明显的剪刀差，确保钢价上涨的持续性。

图表 43: 高炉开工率与钢价走势对比

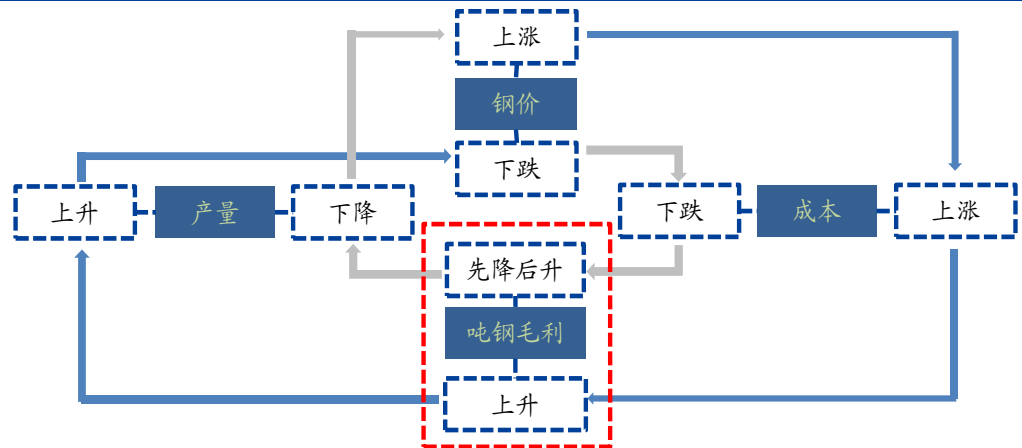


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2.3 内部逻辑体系改变后吨钢盈利可保持一定高度

上述两点分析已证实钢铁行业在经过深度的供给侧改革之后，内部逻辑体系悄然发生改变，即解决了改革前普遍存在的矿价强势以抢占利润和产量波动难以左右钢价变动方向的问题。在行业呈现出新的逻辑体系之下，我们再来分析钢价、成本、产量与吨钢盈利之间的联动关系。

图表 44: 钢价、成本、产量和吨钢盈利的联动分析



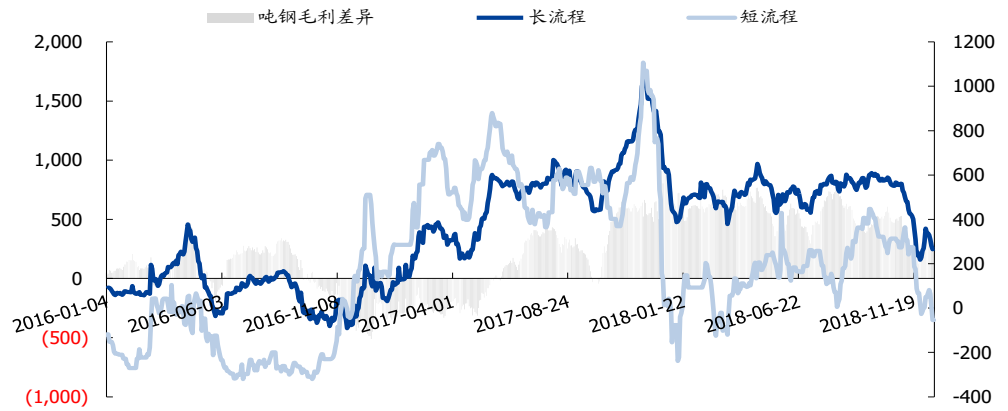
资料来源: 国盛证券研究所

从正向循环看，当钢价上涨时，一般原料成本会滞后跟随上涨但涨幅弱于钢价，此时吨钢毛利会提升，企业生产积极性提高，产量增加。当钢价上涨及产量增加到一定程度时，钢价会有下行压力，在没有新的利好刺激下会开始下调，由于原料成本的弱势基本面，一般也会跟随钢价下调，但依然有一定的滞后性，所以吨钢毛利一般会呈现先降后升的态势，在吨钢盈利有所缩窄的情况下，企业生产积极性下降，产量缩减，又再次对钢价形成支撑，从而进入下一个正向循环。

从整个闭环体系我们不难发现，无论在哪个循环阶段，在行业基本面不发生本质性变化

的情势下，吨钢毛利收窄之后大概率会再度回升，仅是在不同的循环阶段中，因供需变化及持续时间不同，从企业角度而言是产品销量及吨钢毛利的中枢位置不同，从而对整年的盈利带来一定波动的影响。

图表 45: 长短流程炼钢吨钢毛利走势概况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 吨钢毛利预测:不同品种产品均有不同幅度下降

主要原料价格预判:

铁矿石: 国外四大矿山产能仍处于上升通道，在国内需求转弱及铁矿石港口高库存的压力下，矿价缺乏独立性上涨基础，且在铁矿石基本面继续趋弱的局势下，钢企在议价环节中仍会比矿企强势。综上，我们假设 2019 年矿价会随同钢价自高位开始回调，且回调幅度略大于钢价。

焦炭: 2019 年焦随钢走的局面大概率依然会持续，钢企利润的收窄会继续向焦炭领域传导，鉴于此我们假设 2019 年焦炭价格也会随钢价进行同步回调。

废钢: 2018 年因钢企提产带动废钢需求上升，废钢价格一路上涨。2019 年钢铁行业盈利大概率会自高点开始回落，利润缩窄会对废钢投入的需求带来一定压力，且在钢价下调的背景下废钢多会跟随调整，但考虑到电炉钢增产需求及部分废钢资源的稀缺性，预计 2019 全年废钢下调的幅度会小于钢价。

成本预测:

我们按照季度分别对各类原料价格进行预测，然后根据预测结果计算钢坯成本。经我们粗略估算，预计 2019 年全年铁矿石到厂成本同比下降 8.7%；焦炭价格同比下降 6.1%；废钢价格同比下降 2.1%；测算钢坯成本均值约为 2469 元/吨，同比下降 134 元/吨，降幅为 5.2%。

图表 46: 钢坯成本预测

单位: 元/吨	铁矿石到厂成本	焦炭	废钢	钢坯成本
2018Q1	511	2,000	2,140	2,534
2018Q2	480	1,938	1,999	2,428
2018Q3	505	2,287	2,208	2,653
2018Q4	554	2,405	2,312	2,796
2018E	512	2,157	2,165	2,603
2019Q1	465	1,950	1,980	2,421
2019Q2	473	2,050	2,200	2,498
2019Q3	479	2,150	2,250	2,558
2019Q4	455	1,950	2,050	2,398
2019E	468	2,025	2,120	2,469
YOY	-8.7%	-6.1%	-2.1%	-5.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

价格方面, 经上述一系列的分析后, 我们预计主要钢材品种价格在 2019 年都有不同幅度的下跌, 叠加成本因素后, 预计螺纹钢吨钢毛利为 723 元/吨, 同比下降 93 元/吨, 降幅为 11.4%; 热轧板卷吨钢毛利为 618 元/吨, 同比下降 71 元/吨, 降幅为 10.3%; 冷轧卷板吨钢毛利为 281 元/吨, 同比下降 73 元/吨, 降幅为 20.6%; 中厚板吨钢毛利为 543 元/吨, 同比下降 54 元/吨, 降幅为 9.1%。

图表 47: 主要钢材品种吨钢毛利预测

单位: 元/吨	螺纹钢		热轧卷板		冷轧卷板		中厚板	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
价格含税	4,131	3,875	4,194	3,963	4,621	4,388	4,261	4,050
现货成本 (不含税)	2,715	2,589	2,895	2,769	3,595	3,469	3,045	2,919
吨钢毛利 (不含税)	816	723	689	618	355	281	597	543
	YOY							
价格含税	8.5%	-6.2%	8.6%	-5.5%	5.2%	-5.1%	14.1%	-5.0%
现货成本 (不含税)	6.2%	-4.7%	5.8%	-4.4%	4.6%	-3.5%	5.5%	-4.2%
吨钢毛利 (不含税)	16.8%	-11.4%	22.0%	-10.3%	11.3%	-20.6%	94.5%	-9.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

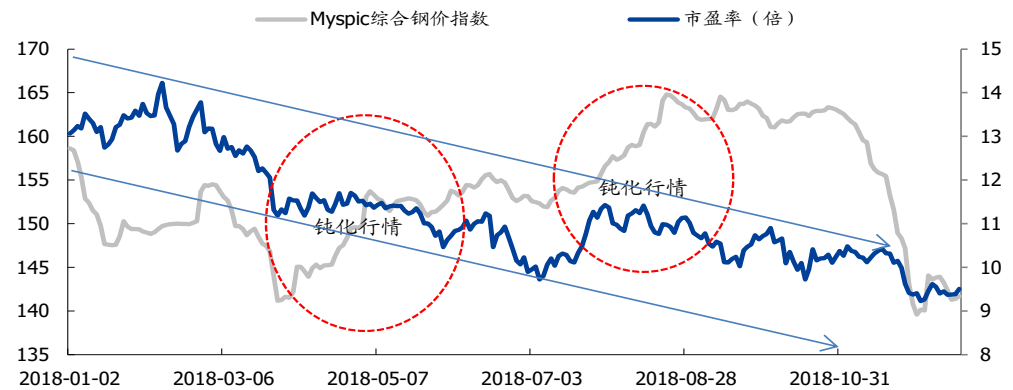
4、投资策略: 盈利理性回归, 唯有能者居上

2017 年在地条钢出清的基础上, 供给端边际变化较大, 全行业集体恢复盈利, 我们认为企业在此种情况下的盈利增长属于行业整体复苏带动。2018 年虽供给侧改革持续推进, 但环保限产叠加产能出清两者的合计影响也无法与 2017 年供给端改革的大手笔相比, 从直观上看即供给侧改革红利作用在弱化, 映射到行业中就是企业的盈利增速开始分化, 企业自身经营能力的好坏开始凸显。2019 年可以说行业供给侧改革仍在继续, 但大规模的行业整体变动的可能性几乎是非常微小, 那么明年哪些企业可以走出特色, 找到自己的发展之路? 我们不妨结合行业及企业自身的经营现状来找寻具备价值的投资标的。

4.1 行业低估值不是投资理由，却是投资保障

自上而下从行业角度挖掘，年初至今钢铁板块整体行业估值呈现出明显的持续性下行趋势，即使在钢价持续性上行的大波段中，市场也没有给与特别积极的反应，表现钝化，这是源于市场对行业景气及盈利持续性的质疑。

图表 48: 板块估值与钢价综合指数相对走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年在行业供需格局趋弱的预判下，对钢铁板块的投资会面对同样的问题，需要在悲观中求生存，但当外界环境因素发生积极变化时或最终呈现的结果好于市场预期，届时的低估值会赋予个股较高的增长弹性，提升投资吸引力，即我们常说的预期差行情，当中的关键变量主要是产量边际变化，基建好转程度及政策对冲带来的地产需求韧性等。

4.2 产品趋同的行业中，成本领先为王

作为产业链的源头，减少对下游行业利润的不合理挤压，使整个产业链条各领域的利润得到平衡，钢价今后的波动区间会更加趋于合理与稳定。而在获取产品溢价难度提升且同质化严重的局势下，成本领先者可以赋予企业获取高于行业平均水平的利润，成为超群之辈。经统计，重点跟踪公司中吨钢毛利排名靠前的企业主要有方大特钢、南钢股份、宝钢股份、三钢闽光、韶钢松山、华菱钢铁、新钢股份等。

图表 49: 重点公司吨钢盈利情况

重点公司	吨钢毛利 (元/吨)			吨钢三费 (元/吨)			吨钢净利 (元/吨)		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
方大特钢	486	1224	1225	217	277	371	269	947	854
南钢股份	295	624	991	239	212	238	56	412	753
宝钢股份	628	881	957	320	355	408	308	526	548
三钢闽光	283	899	953	68	53	58	215	846	895
韶钢松山	126	577	836	156	86	188	-30	491	648
华菱钢铁	216	610	832	295	275	268	-79	335	565
新钢股份	232	641	825	146	143	106	86	498	719
柳钢股份	128	303	778	94	46	130	34	257	648
马钢股份	391	629	637	223	213	183	168	416	454
凌钢股份	345	526	547	260	139	137	85	387	410
安阳钢铁	255	520	524	223	266	233	32	254	291
八一钢铁	241	456	389	268	197	285	-27	259	105
平均值	302	657	791	209	189	217	93	469	574

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3 盈利稳的基础上获取高分红, 提升市场长期持有动力

钢铁行业作为一个经历衰退期后进入新的改革期的行业领域, 由于缺乏新兴产业的高成长性, 市场投资吸引力较弱。但与以往不同的是, 钢铁行业在经历深度变革之后, 公司盈利的持续性相对更加有保障, 若在盈利稳定的基础上赋予市场一个相对较高的年度分红比例, 则该类企业会相对容易被市场所认可, 提升自身投资吸引力。

自 2016 年起, 钢铁行业普遍恢复盈利, 因此我们统计 2016 年以后的主要上市公司股息率情况。从最新 2017 年分红情况看, 股息率高于 10% 的企业仅有方大特钢和三钢闽光两家, 其余在 5% 以上的有柳钢股份、宝钢股份和太钢不锈三家。而根据公司最新章程规定, 具有潜在高分红能力的企业主要有马钢股份、鞍钢股份、新钢股份、南钢股份等。此外, 仍有盈利实力居前且未分配利润在逐步转正的企业, 这类企业在后期也蕴含的高分红预期, 相关公司如华菱钢铁。

图表 50: 主要上市公司历年分红情况 (单位: 亿元)

证券代码	证券简称	上市以来 分红率	现金分红比例		股息率		净利润 2018E	未分配利润	
			2016	2017	2016	2017		2017	2018Q3
600507.SH	方大特钢	57.01%	50.19%	83.55%	2.36%	14.98%	32.5	28.1	30.0
002110.SZ	三钢闽光	22.67%	29.65%	51.64%	1.47%	11.05%	70.8	44.0	88.1
601003.SH	柳钢股份	28.88%	39.14%	48.42%	0.44%	7.33%	44.6	31.9	51.6
600019.SH	宝钢股份	40.81%	51.77%	52.27%	3.09%	6.62%	220.8	645.7	703.0
000825.SZ	太钢不锈	24.58%	9.94%	29.95%	0.44%	5.35%	57.9	119.0	145.8
600808.SH	马钢股份	26.81%	0.00%	30.77%	0.00%	4.51%	67.4	36.4	75.9
000898.SZ	鞍钢股份	38.30%	30.00%	29.95%	1.25%	4.31%	74.9	76.0	44.7
000709.SZ	河钢股份	37.09%	54.61%	58.44%	2.72%	3.40%	40.5	96.8	119.9
000708.SZ	大冶特钢	22.94%	30.71%	34.14%	2.25%	3.37%	5.5	28.7	31.1
000778.SZ	新兴铸管	30.54%	27.20%	54.77%	0.67%	3.37%	22.8	61.8	72.4
600231.SH	凌钢股份	15.69%	31.97%	10.44%	0.60%	1.75%	17.7	27.1	36.0
600782.SH	新钢股份	9.54%	11.08%	9.23%	0.38%	1.72%	48.5	39.9	76.6
600282.SH	南钢股份	20.68%	0.00%	6.89%	0.00%	1.43%	45.8	46.0	78.2
000761.SZ	本钢板材	35.67%	0.00%	12.11%	0.00%	1.39%	21.5	11.0	17.3
600010.SH	包钢股份	25.34%	0.00%	11.06%	0.00%	0.32%	-	11.8	32.5
002075.SZ	沙钢股份	1.42%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.6	15.8	25.1
600126.SH	杭钢股份	18.74%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	23.8	39.9
000932.SZ	华菱钢铁	7.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	70.4	-5.5	49.4
600022.SH	山东钢铁	21.37%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	-18.1	5.9
600569.SH	安阳钢铁	20.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	23.0	-12.0	3.7
601005.SH	重庆钢铁	11.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.2	-120.8	-106.0
600581.SH	八一钢铁	21.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.2	-23.1	-17.4
600117.SH	西宁特钢	12.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	-1.5	-7.2
000959.SZ	首钢股份	46.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.1	-55.2	-33.8
600307.SH	酒钢宏兴	25.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	-49.1	-38.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2018年预测净利润来自于 Wind 一致预期, 股价为 2018.12.17 日收盘价)

4.4 投资建议

2019年, 大概率是行业盈利达到巅峰后回落的一年, 根据前述供需分析预测行业基本面将整体趋弱, 全年钢价中枢下移, 但盈利仍会有一定高度, 所以 2019 年的回落不是衰退而是调整, 确切地说应是行业逐步回归理性。我们认为, 行业层面干预减少后会使行业的盈利更加“真实”、更加稳定, 也会更加凸显出不同公司的经营特质与优势, 能者居上。就市场而言, 行业整体大概率难言长期趋势性机会, 但因行业具备低估值特征且在产量边际变化、基建增速回升程度及地产需求韧性等方面存在超预期可能, 2019 年仍有阶段性预期修正行情机会, 此外也可适当关注兼并重组概念催化行情。标的选择上, 我们认为仍存在一些相对具有长期投资价值的标的, 看好具备成本优势 (对抗钢价下滑)、高分红潜力 (抵御低估值、增强投资吸引力) 的公司, 其中相对可重点关注: 方大特钢、三钢闽光、宝钢股份、马钢股份、华菱钢铁、新钢股份。

图表 51: 重点跟踪公司估值情况一览

证券代码	证券简称	EPS(元)			PE(倍)			PB(倍)		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000932.SZ	华菱钢铁	2.37	2.12	2.15	2.6	2.9	2.9	1.1	0.8	0.6
000717.SZ	韶钢松山	1.58	1.55	1.58	2.9	3.0	2.9	1.6	1.1	0.8
002110.SZ	三钢闽光	4.33	4.56	4.64	3.0	2.8	2.8	1.3	0.9	0.7
600569.SH	安阳钢铁	0.96	0.97	1.04	3.2	3.2	2.9	0.8	0.7	0.5
600282.SH	南钢股份	1.04	1.05	1.09	3.3	3.3	3.2	1.0	0.7	0.6
600782.SH	新钢股份	1.52	1.57	1.64	3.4	3.3	3.2	0.9	0.8	0.6
601003.SH	柳钢股份	1.74	1.78	1.82	3.8	3.7	3.6	1.6	1.2	1.0
600808.SH	马钢股份	0.88	0.93	1.01	3.9	3.7	3.4	0.9	0.8	0.7
600231.SH	凌钢股份	0.64	0.69	0.72	4.3	3.9	3.8	1.0	0.8	0.7
600507.SH	方大特钢	2.24	2.30	2.36	4.5	4.4	4.2	2.0	1.7	1.3
600019.SH	宝钢股份	0.99	1.05	1.09	6.4	6.1	5.8	0.8	0.7	0.7
600581.SH	八一钢铁	0.53	0.68	0.79	6.8	5.4	4.6	1.1	0.9	0.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (除华菱钢铁外其余盈利预测为 Wind 一致预期, 股价为 2018.12.26 日收盘价)

5、风险提示

- 1、不限产企业产量波动超预期风险:** 若钢价向下调整致吨钢盈利大幅萎缩时, 企业主动减产能动性不强, 甚至出现持续增长且增长幅度超出预期的局面, 则行业整体盈利恢复难度加大, 全年盈利中枢或继续向下调整;
- 2、产能置换致有效产能大幅释放的风险:** 若产能置换监管不严, 出现大批新旧设备同时有产出或者大规模出现低效率产能置换的高效率产能集中投产, 产量在短期内增长幅度超预期, 则会给钢价带来进一步下调的压力;
- 3、环保限产政策实际执行效果低于预期的风险:** 若限产实际执行结果没有达到最本质的要求, 以至于处于限产领域的企业在限产期间也没有减产迹象或减产迹象及其微弱, 达到了正常生产甚至超产的水平;
- 4、需求下滑超预期的风险:** 若地产需求韧性不足或基建恢复程度低于预期, 则全年需求下滑存在超出预期的风险;
- 5、外部环境持续恶化的风险:** 若外部经济贸易环境继续恶化, 或大规模影响行业间接出口需求, 则存在外部需求低于预期的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com