

钢铁

进退之间

-钢铁行业 2019 年度投资策略报告

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

分析师：赖福洋

执业证书编号：S0740517080002

电话：021-20315128

分析师：邓轲

执业证书编号：S0740518040002

电话：021-20315223

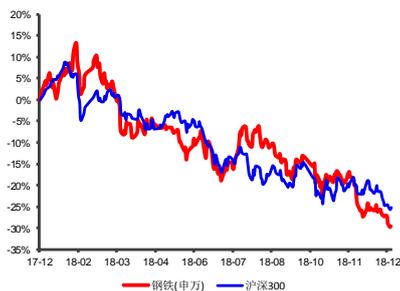
研究助理：曹云

电话：021-20315766

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	621117.22
行业流通市值(百万元)	560287.52

行业-市场走势对比



相关报告

<<2019 年基调重回保增

长>>2018.12.22

<<需求稳态供给反复>>2018.12.15

<<限产还是不限产？>>2018.12.08

<<关注冬储开启时间>>2018.12.02

<<供给放开利润回归>>2018.12.01

<<恐慌情绪加剧钢价跌

幅>>2018.11.24

<<限产松动打压利润>>2018.11.17

<<关注采暖期限产执行力

度>>2018.11.14

<<限产执行是未来钢价的核

心>>2018.11.10

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
方大特钢	9.99	1.92	2.11	1.67	1.84	5.20	4.73	5.97	5.42	0.18	增持
华菱钢铁	6.06	1.37	2.34	1.86	1.92	4.43	2.59	3.25	3.16	0.04	增持
马钢股份	3.46	0.54	0.95	0.51	0.56	6.46	3.64	6.79	6.17	0.06	增持
宝钢股份	6.50	0.86	0.97	0.77	0.84	7.56	6.70	8.49	7.71	0.49	增持
南钢股份	3.42	0.79	1.05	0.70	0.77	4.35	3.26	4.86	4.42	0.08	增持

备注：股价取 2018 年 12 月 28 日收盘价

投资要点

- **孰进孰退：**钢铁牛市不觉间已经持续了三年，回首三年来时轮廓，钢铁业从濒临破产到爆发出璀璨光芒，无外两条路径。一方面财政与货币政策同时发力，2015 年年底经济底部反转，另一方面通过供给侧改革和环保等限制性政策，强化产业链中的分配。面对 2019 年这两方面又将面临如何的变迁？
- **进：**钢铁需求依然围绕投资线索展开。第一位始终是绕不开的房地产投资。2018 年从地产周期角度进入衰退周期，但与以往周期不同，中美贸易摩擦突发导致货币政策四月份提前开始调整。由于 2015 年底启动的新一轮周期并没有大规模过渡到工业企业资本开支周期，企业融资偏少，利率从底部上升但幅度较低。在此情况下四月表面上预防性政策起到了实质性刺激政策的效果，地产业在 2017 年天量销售基础上继续保持高位。同理在利率偏低状态下，2019 年地产销售依然会偏离于中期均值中枢，预计销售面积下降幅度在 10% 以内。而由于整体库存偏低，地产投资表现优于销售，预计将达到 5% 以上水平，维持较高韧性。同时基建在 2019 年财政政策重新扩张的情况下，将较去年紧缩状态有所恢复，我们判断基建投资将达到 10%。两者相权，结合其他相关下游行业及出口判断，2019 年钢铁需求将达到 9.29 亿吨，整体表现较为平稳；
- **退：**2014 年开始工业企业开始进入资产负债表修复阶段，四年资产负债表修复后并没有重新大幅扩张。我们看到本轮制造业投资虽然从底部回升，但幅度远逊色于 2010 年扩张周期。本轮投资主要来自黑色金属等若干行业，但仔细拆分钢铁投资方向，多集中于产能置换、环保以及改造升级方面。实际产能增量预计在 2300 万吨。但需要考虑的是近年来诸多对供给端临时性限制性政策导致现有产能并未充分伸展。而 2018 年中央经济工作会议三大攻坚战中的环保政策表述上已经有所变化，提出要巩固成果，同时要统筹兼顾，避免处置措施简单粗暴。要增强服务意识，帮助企业制定环境治理解决方案，预计环保限制性政策今年将有所弱化，产能管制的放松提供隐性产能约 1870 万吨。上述实际产能增量，扣除 2019 年部分地区去产能计划指标，实际产能环比净增加 2900 万吨；
- **固本培元：**将供需对接后我们预计 2019 年行业产能利用率 80.93%，较 2018 年下降 2.23%。同时工业企业盈利与产能利用率变化并不是线性波动关系。由于行业成本曲线末端呈现陡峭化形态，价格弹性远超于量上的变化，随着产能利用率的回落整体行业之前的超高盈利预计将向正常水平进行回归。行业内部随着供给端限制性政策逐渐退出，民营钢企成本优势将再次回归，有望对冲部分行业产能利用率下降所带来的不利影响；
- **投资策略：**钢铁行业三年牛市后，2019 年需求端依然有望保持稳定，供给端放开后行业产能利用率大概率将重新回落。但随着环保等限制性政策退出，部分民营钢铁供给成本端有望获得改善，一定程度对冲行业下行的不利影响。用中长期的角度可以关注优质民营上市公司标的如方大特钢、南钢股份及技术领先的行业龙头企业宝钢股份等；
- **风险提示：**财政约束导致基建回升力度有限；地产调控大幅收紧；环保限产退出节奏反复；统计数据局限性。

内容目录

孰进孰退.....	- 6 -
好风凭借力、送我上青云	- 6 -
进：需求端有望保持韧性	- 9 -
地产强势支撑需求	- 9 -
地产对需求拉动效应仍在	- 10 -
基建确定性发力，空间有待观察	- 15 -
制造业投资增长难持续	- 17 -
内需维稳.....	- 19 -
贸易摩擦不确定性，出口存隐忧	- 21 -
退：供给端红利逐步退潮	- 22 -
供给侧限制性政策逐渐退出.....	- 22 -
行政式去产能接近尾声	- 27 -
守望：固本培元.....	- 28 -
产能利用率高位回落.....	- 28 -
限制性政策退出节奏决定供给结构的演变.....	- 29 -
投资策略.....	- 33 -
寻找成本端改善的优质企业.....	- 33 -
风险提示.....	- 34 -

图表目录

图表 1: 2015 年钢厂停产不完全统计.....	- 6 -
图表 2: 2016-2018 行业经历了三年盈利牛市.....	- 6 -
图表 3: 2014-2017 年财政政策取向变化.....	- 7 -
图表 4: 2014 年以来首套房房贷利率与折扣走势图.....	- 7 -
图表 5: 2016-2018 年地产与基建走势趋同与背离.....	- 7 -
图表 6: “地条钢”清理整顿逐渐蔓延至全国.....	- 8 -
图表 7: 2018 年 7-8 月唐山地区针对钢铁行业颁布了密集的环保限产政策.....	- 8 -
图表 8: 2018 年钢铁下游需求占比.....	- 9 -
图表 9: 螺纹钢与其他钢材品种间毛利差值.....	- 9 -
图表 10: 2018 年房价增速维持高位.....	- 10 -
图表 11: 2015 年以来不同层级城市房价接力式上涨.....	- 10 -
图表 12: 主要国家居民部门杠杆率.....	- 11 -
图表 13: 我国居民住房交易杠杆率处于健康水平.....	- 11 -
图表 14: 我国居民债务偿付能力较高.....	- 11 -
图表 15: 商品房销售面积增速五年均值持续位于中枢值以上.....	- 12 -
图表 16: 地产销售和利率成密切负相关关系.....	- 12 -
图表 17: 2014 年以来首套房贷利率浮动情况.....	- 12 -
图表 18: 2018 年央行连续四次降准.....	- 13 -
图表 19: 2018 年地产库存重建速度缓慢.....	- 13 -
图表 20: 地产库存仍在底部.....	- 13 -
图表 21: 分层级城市潜在库销比.....	- 14 -
图表 22: 地产销售向竣工传导周期延长.....	- 14 -
图表 23: 出口对经济的拉动至关重要.....	- 15 -
图表 24: 2017 年四季度以来基建投资大幅下滑.....	- 15 -
图表 25: 出口前景现隐忧.....	- 15 -
图表 26: 消费走弱.....	- 15 -
图表 27: 贸易摩擦爆发后政府对于基建表态转向积极.....	- 16 -
图表 28: 基建投资（不含电力）细分资金来源.....	- 16 -
图表 29: 地方政府专项债 8 月开始加速发行.....	- 17 -
图表 30: 城投债压力有所缓解.....	- 17 -
图表 31: 2018 年非标资金大幅萎缩.....	- 17 -
图表 32: 2018 年工业企业资产负债率小幅抬升.....	- 18 -
图表 33: 2018 年制造业投资持续扩张.....	- 18 -

图表 34: 制造业不同类别固定资产投资所占比例	- 18 -
图表 35: 制造业不同类别固定资产投资增速	- 18 -
图表 36: 传统耗能行业细分固投增速趋势	- 18 -
图表 37: 2018 年传统耗能行业细分固投增速贡献	- 18 -
图表 38: 传统制造行业细分固投增速趋势	- 19 -
图表 39: 2018 年传统制造行业细分固投增速贡献	- 19 -
图表 40: 2018 年三季度开始工业企业盈利增速开始回落	- 19 -
图表 41: 自上而下国内钢铁需求测算	- 20 -
图表 42: 分行业需求测算	- 20 -
图表 43: 国内外热卷市场价格比较	- 21 -
图表 44: 我国钢材出口情况	- 21 -
图表 45: 2019 年主要海外经济体 GDP 预测	- 21 -
图表 46: 全球钢铁需求 (除中国) 变化	- 21 -
图表 47: 钢材净出口量及增速	- 22 -
图表 48: 钢铁内外需求及需求总量增速	- 22 -
图表 49: 资本开支增速与产能增速出现背离	- 23 -
图表 50: 上市公司在建工程出现大幅回落	- 23 -
图表 51: 钢铁行业未来 3 年存在着大量产能置换计划	- 23 -
图表 52: 2018 年上半年主要上市公司产量增速一览	- 24 -
图表 53: 中钢协会会员企业粗钢产量增速位于高位	- 24 -
图表 54: 此前两次环保限产产量下滑在政策后期愈发低于理论计算值	- 25 -
图表 55: 自下而上统计产能增长	- 25 -
图表 56: 钢铁冶炼及压延固定资产投资及增速	- 26 -
图表 57: 自上而下测算产能增长	- 26 -
图表 58: “十三五”钢铁行业去产能进程示意图	- 27 -
图表 59: 河北钢铁行业去产能工作方案 (2018-2020 年)	- 27 -
图表 60: 钢铁行业产能变化	- 28 -
图表 61: 2019 年行业产能利用率小幅回落	- 28 -
图表 62: 民营钢厂更具有竞争优势	- 29 -
图表 63: 2017 年上市公司民营企业综合表现优于国有钢厂	- 29 -
图表 64: “2+26”地区民营钢铁产能占据多数	- 30 -
图表 65: 国企也在探索自身高效生产模式	- 30 -
图表 66: 国有钢厂和民营钢厂成本差在收窄	- 30 -
图表 67: 唐山市国有钢厂及民营钢厂限产评级绝对及相对比较	- 31 -
图表 68: 钢铁行业超低排放标准非常严苛	- 32 -

图表 69: 超低排放改造工作方案进程.....	- 32 -
图表 70: 五大配套奖惩措施.....	- 32 -
图表 71: 环保完全退出后民营钢厂将重获优势.....	- 33 -
图表 72: 实行超低排放前后成本曲线变化图.....	- 33 -
图表 73: 钢铁行业与沪深 300 指数的 PB 比较.....	- 34 -
图表 74: 钢铁上市公司估值比较 (股价取 2018 年 12 月 28 日收盘价)	- 34 -

孰进孰退

好风凭借力、送我上青云

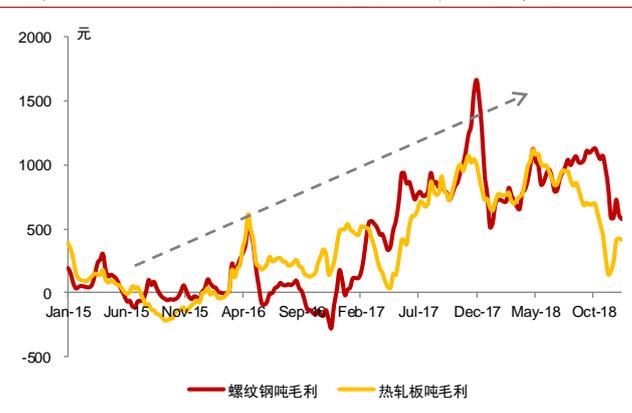
- 三年轮回-从熊市到牛市：**时间回到 2015 年四季度，钢价在经历多年熊途之后再次迎来大跌，彼时吨钢盈利普遍亏损 200-300 元，就连行业龙头宝钢股份单季度亏损也高达 12 亿元，钢铁迎来史上最至暗时刻。伴随着行业盈利坍塌，部分高成本企业被迫关停裁员，2015 年市场自动出清产能就达到近 6000 万吨。但正如绝望中孕育着希望，以卷板为代表的钢材在同年 12 月开始迎来绝地反击，反弹幅度 300-400 元不等。而接下来的 2016 年钢铁行业则彻底实现了自身救赎，其中热卷吨钢盈利更是从年初有毛利而无净利上升至年底 500 元的高位水准。2017-2018 年钢铁行业在前期修复基础上已经全面迈入黄金时代，期间螺纹钢和卷板吨钢盈利双双突破 1000 元大关，其中建筑类钢材盈利在 2017 年四季度甚至一度达到 1800 元的极值状态，创历史新高；

图表 1: 2015 年钢厂停产不完全统计

地区	钢厂	产能 (万吨)	合计	地区	钢厂	产能 (万吨)	合计	
河北	佳鑫	50	1450	山东	邹平长丰	100	170	
	成联	75			淄博铁鹰	30		
	建源	50			淄博新治	40		
	新疆	清泉		120	790	西北	八钢南疆	300
		福丰		125			八钢本部	220
		粤丰		70			山钢喀什	120
		安泰		150			昆玉钢铁	150
		建邦		100			酒钢榆中	220
	天津	兴隆		210	400	四川云南	首钢水城	220
松汀		500	云南永昌	100				
天津钢铁		280	西昌长钢	100				
山西	文水威海	300	680	江苏	攀成钢	100		
	首钢长治	120			苏钢	150		
	中升	150			锡钢	180		
	常平	110			申特	150		
东北	四平现代	100	580	广东	裕丰钢铁	100		
	吉林鑫达	200						
	西林钢铁	280						
合计 (万吨)		5540						

来源:《“裁员潮”袭击河北钢铁业》，中泰证券研究所

图表 2: 2016-2018 行业经历了三年盈利牛市

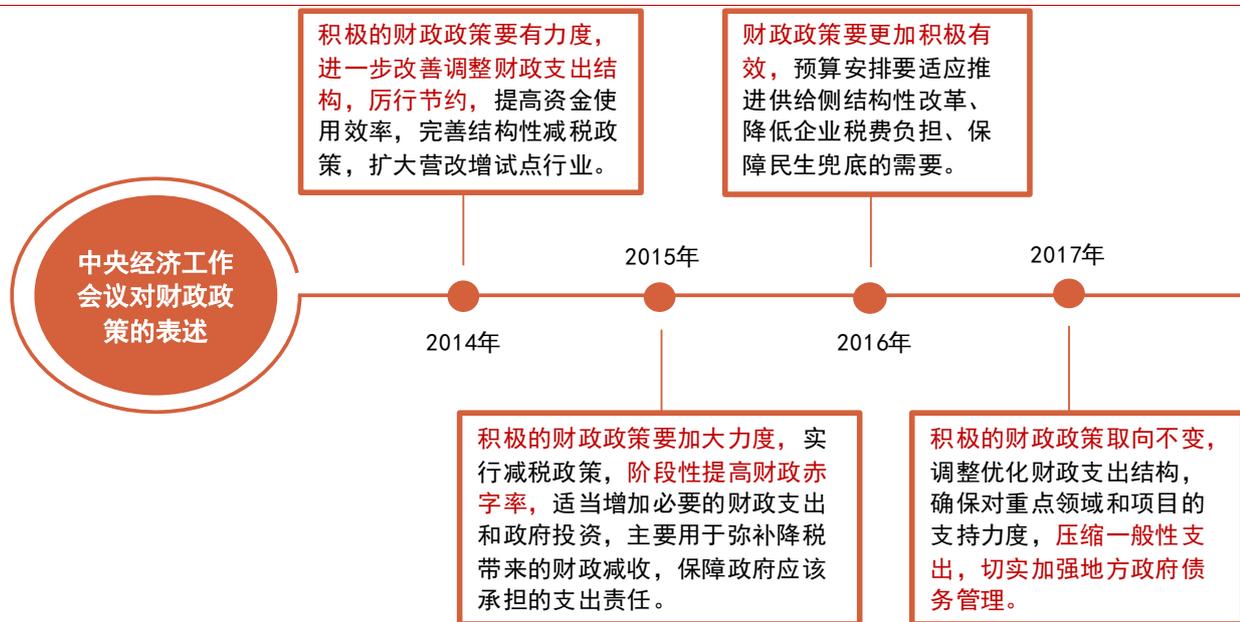


来源: 中泰证券研究所

- 需求端扩张：**对于这轮盈利的复苏，外界普遍认为是由供给侧改革推动所致，但考虑到钢铁行业供给侧改革影响更多是始于 2016 年底的“去地条钢”运动，而行业盈利能得以提前一年实现底部反转则恰恰说明了需求侧的力量，其中地产和基建带动更是功不可没；
 - 地产复苏：**2014 年下半年开始央行连续降准降息为此轮地产牛市埋下了伏笔，随着利率-销售-投资三者渐次传导，地产行业全面复苏，投资端从 2016 年初的 3%上行至当前 9.7%，其中 2018 年其强势表现更是对冲了大部分基建下滑影响，成为拉动钢铁需求走强的最重要因素。虽然自 2016 年 10 月份以来地产行业经历了严厉的行政调控，但由于此次调控政策是典型的“因城施策”，欠缺“总量型”货币政策的明显收紧，利率从底部抬升一点，但绝对位置依然偏低，因此无论是地产销售或者投资韧性都远超市场预期；
 - 基建托底：**基建是政府对冲经济下滑的重要手段，面对 2015 年实体经济的大幅回落，在货币政策与出口政策起效不大情况下，2015 年底的中央经济工作会议一改往年常提的“促转型、调结构、搞改革”，明确提出“稳增长”，积极的财政政策是主要手段。财政发力导致 2016 年基建企稳，虽然从数据看反弹势头并不明显，但考虑

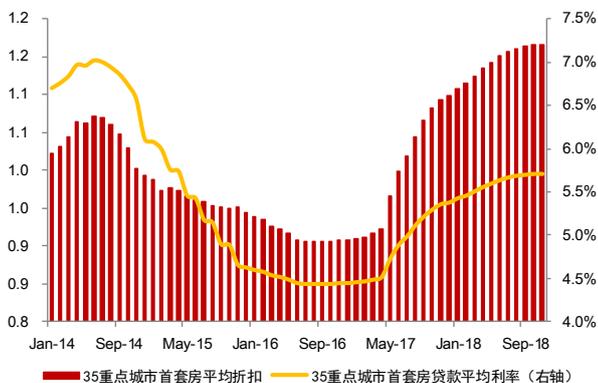
到辽宁地区“挤水分”所导致的统计干扰，真实投资力度明显更强。在经济已经出现V型反弹情况下，政府出于对经济复苏可持续性担忧，2017年财政定调依然偏积极，基建在前三季度表现强势。但随着经济复苏态势不断确认，财政发力在同年四季度开始出现衰减，2018年基建则进一步大幅回落，并成为拖累钢铁需求的主要因素。

图表 3: 2014-2017 年财政政策取向变化



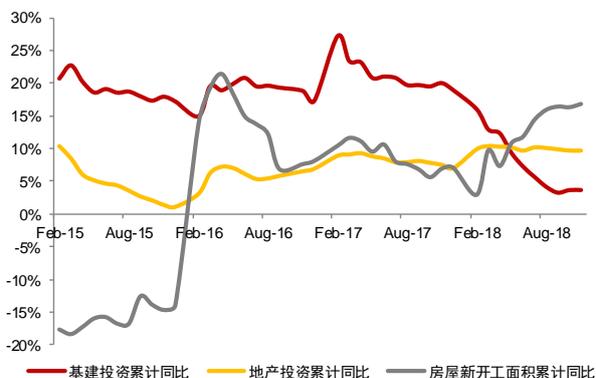
来源：中泰证券研究所

图表 4: 2014 年以来首套房房贷利率与折扣走势图



来源：融 360，中泰证券研究所

图表 5: 2016-2018 年地产与基建走势趋同与背离



来源：Wind，中泰证券研究所

■ **供给端分配加码:** 如果仅是需求的回暖还不至于造就钢厂盈利达到如此高度，并且横亘时间如此之长，过去几年政府通过有形之手不断扰动行业供给，将钢企的盈利一次次推向了高峰。针对钢铁行业严重的产能过剩，早在 2016 年初国务院便发文要求力争用 5 年时间压减 1-1.5 亿吨钢铁产能，同年全国压减高达 6500 万吨，大幅超过年初提出的 4500 万吨的任务。虽然削减的多是之前的无效产能，这种事后的数字上的确认游戏并不是 2016 年行业盈利改善的主要原因，但毫无疑问的是一旦需求持续回升而供给又无法及时回补，将进一步增大行业盈利弹性，这为接下来的两年行业盈利牛市埋下了伏笔。到了 2016 年底，之前一直是行业

低成本供应代表的“地条钢”由于设备手续不全，实际生产也往往偷工减料，开始被政府强力清除，导致以建筑类钢材为代表的产能紧缺在2017年表现的尤其明显，螺纹钢接连暴涨，并在当年的采暖季限产达到阶段性顶峰。而2018年环保限产则在一份份红头文件中逐渐被推向高潮，时间和范围都全面拓展，并再次刺激钢价持续回涨、钢厂盈利不断攀升。以往来说钢铁行业高利润一旦维持时间久了以后，各种明里暗里的增产措施总会导致行业供给明显增加，但由于此届政府执行力度较强，供给侧改革下的一系列管控政策导致企业惯常加产能节奏被人为打乱，供给出来速度变慢，因此需求重新走平之后行业超高利润就很容易再度回归；

图表 6：“地条钢”清理整顿逐渐蔓延至全国

省市	相关政策通知	涉及产能(万吨)	影响产能	处置进展
江苏	11月28日要求在全省立即开展“地条钢”生产企业整治和钢铁违法违规产能清理工作，一周内全面拆除用于生产建筑用钢的中频炉、工频炉。	4000	江苏省建筑钢材日均产量25%-30%	全省所有“地条钢”违法生产企业全部取缔完成
山东	11月28日开始要求省内中频炉钢厂开始检修停产。	1610	3.56万吨/天	省内中频炉钢厂陆续停产；副省长领导专项整治工作
安徽	12月初开始要求省内中频炉钢厂开始检修停产。	430	0.52万吨/天	小范围中频炉停产整顿
河北唐山	清理以废钢为原料，采用中频炉、工频炉熔化，生产建筑用钢材的装备，核查报告于12月15日前上报汇总。	2000	2万吨/天	
四川	对非法使用中频炉、工频炉生产地条钢的企业和黑户企业进行严厉查处，对中频炉、工频炉等非法设备要断电、断水并立即拆除。并于12月6日前将查处情况报省局稽查总队。	1000	四川省建筑钢材日均产量的40%-45%	
辽宁	1月5日起，辽阳市内所有中频炉一律强制停产，1月15日前辽宁省内中频炉厂将全面停产。	300		
甘肃	设立省钢铁行业违法违规建设项目举报电话。			
湖北武汉	1月5日全市钢铁行业遏制违规新增产能打击“地条钢”专题会议召开，对相关工作进行部署。			
湖南	全面关停并拆除400立方米及以下炼铁高炉、30吨及以下炼钢转炉、30吨及以下电炉等。12月31日前完成本地区专项行动的排查、处理工作。			
合计		9340		

来源：新闻整理，中泰证券研究所

图表 7：2018年7-8月唐山地区针对钢铁行业颁布了密集的环保限产政策

发布时间	执行时间	文件名(标题)	主要内容形式
7月4日	2018/7/20-2018/10	《唐山市钢铁、焦化超低排放和燃煤电厂深度减排实施方案》	全市所有钢铁行业、焦化行业和燃煤电厂全部达到超低排放水平(限值参照验收标准)，达不到标准的停产整治
7月9日	2018/7/10-排名改变为止	唐山市7月污染减排攻坚行动方案	所有烧结机、竖炉限产50%(完成脱硫治理的除外)；古冶、丰润、丰南、滦县、玉田钢铁企业高炉产能限50%；其他钢铁企业高炉产能限30%。
7月11日	2018/7/20-2018/8/31	《关于开展S02、N02、C0污染减排攻坚行动的通知》	所有钢铁企业烧结机、竖炉限产30%，完成脱硫提标改造和脱硝治理且稳定达标排放的除外；钢铁企业高炉限产30%(有铁路运输专线的，已实现部分铁路专线运输的，高炉限产20%)；工信部认定的高炉铸造企业，高炉限产50%
7月13日	2018/7/13-2018/7/18	关于继续实施管控措施的通知	钢铁企业烧结机、竖炉全部停产；焦化企业延长出焦时间至36小时；独立石灰窑，钢铁企业石灰窑停产；铸造企业、独立轧钢企业、水泥企业停产；
7月13日	2018/7/20-2018/8/31	唐山市大气污染防治攻坚行动方案(二)	各县(市)区政府、开发区管委会要抓紧启动攻坚行动，及时通知有关企业做好限产准备，确保7月20日全面实施各项减排措施。
7月15日	2018/7/20-2018/8/31	唐山迁安限产方案	6月底前未完成烧结竖炉脱硫、脱硝、脱白深度治理土建量30%的企业，烧结、竖炉限产50%；其他完成土建量30%的企业，烧结竖炉限产30%；高炉限产；燕钢、迁钢有铁路运输限产执行20%，松钢、九江有铁路运输但存在短途运输限产执行25%，鑫达、荣信、轧停限产执行30%。
7月17日	2018/7/18-2018/7/21	启动重污染天气Ⅱ级应急响应(加强)的通知	钢铁企业烧结机、竖炉全部停产；焦化企业延长出焦时间至36小时；石灰窑停产；铸造企业、独立轧钢企业停产
7月19日	2018/7/20-2018/8/31	《唐山丰南区S02、N02、C0污染减排攻坚行动方案》	城区国丰公司烧结机限产比例50%；高炉限产比例37.1%；其他区域钢铁企业烧结机限产比例不低于50%，高炉限产比例不低于20%
7月22日	2018/7/20-2018/8/31	《乐亭县S02、N02、C0污染减排 攻坚行动方案》	全县铸造企业停产；全县所有企业涉VOCs工序停产
7月27日	2018/7/27-2018/7/31	进一步强化污染天气过程应对工作的通知	全市钢铁企业烧结机、竖炉全部停产；铸造行业停产；水泥(含特种水泥、粉磨站)行业停产；钢铁企业石灰窑，独立石灰窑企业停产
7月31日	2018/8/1-2018/8/5	进一步强化近期污染天气过程应对工作的紧急通知	全市钢企的烧结机、竖炉、石灰窑限产50%，每日18时至次日8时期间，烧结机在限产50%的基础上再压减20%产能
8月12日	2018/8/12-未定	《关于提高钢铁企业高炉限产比例通知》	唐山丰南区钢铁企业限产比例由7月20日20%-37.1%提高至50%，禁止出现闷高炉代替停高炉，于8月12日开始执行
8月16日	2018/8/16-2018/8/31	《唐山市8月份环境空气质量改善强化措施的通知》	钢铁企业烧结机减排30%-50%，焦化企业出焦延长36-48小时，露天矿山企业停产治理，所有使用燃煤的轧钢企业停止排放污染物。
8月21日	2018/8/21-2018/8/27	钢铁企业烧结机、竖炉、石灰窑限产50%	钢铁企业烧结机、竖炉、石灰窑限产50%，生产的烧结机压减风门20%
8月29日	2018/8/29-2018/9/3	《进一步强化近期污染天气过程应对工作的紧急通知》	钢铁企业烧结机、竖炉、石灰窑执行限产50%措施，生产的烧结机压减风门20%。

来源：政府文件，中泰证券研究所

- 结论：**总而言之，过去三年钢铁行业从濒临破产到爆发出璀璨光芒，无外以上两条路径。一方面财政与货币政策同时发力，2015年年底经济底部反转，做大总需求。另一方面通过供给侧改革和环保等限制性政策，

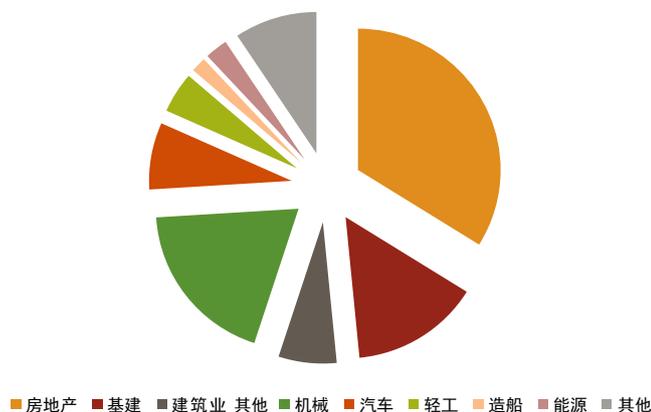
进一步强化产业链中分配。因此如果要预测 2019 年行业盈利又将走向何方，我们就需要对这两条路径的可能演变再做探讨。

进：需求端有望保持韧性

地产强势支撑需求

- 传统意义上对钢铁下游需求的定义，主要来自地产和基建为代表的建筑行业，以及受建筑行业间接拉动的工程机械、汽车、家电等为代表的制造业，其中地产基建合计占下游需求 50%左右；

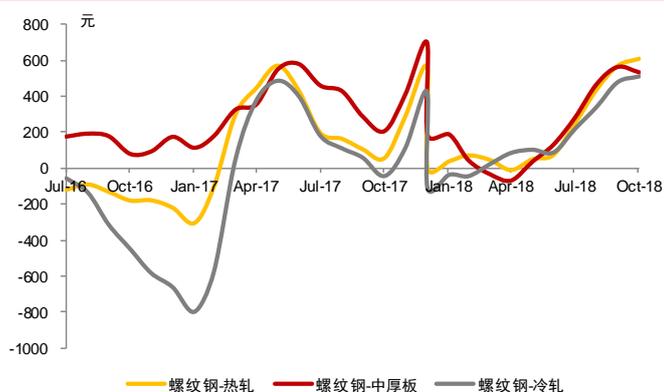
图表 8：2018 年钢铁下游需求占比



来源：中泰证券研究所

- **2018 年下游需求分化：**2018 年钢铁下游总体需求保持平稳，但下半年不同钢材品种之间盈利出现了明显分化，其中螺纹钢为代表的建筑钢材盈利表现相对强势，6 月份开始遥遥领先其他钢材品种，且差距逐步拉大。在短期没有产能显著变化的情况下，表明下游各细分行业景气度出现分化——即今年下游几乎靠地产唯一引擎支撑起整个钢铁需求。

图表 9：螺纹钢与其他钢材品种间毛利差值

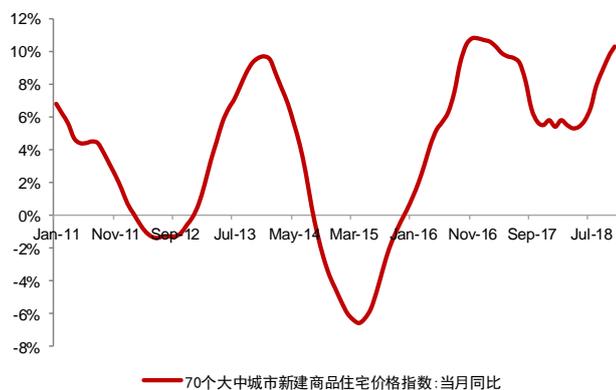


来源：Wind，中泰证券研究所

地产对需求拉动效应仍在

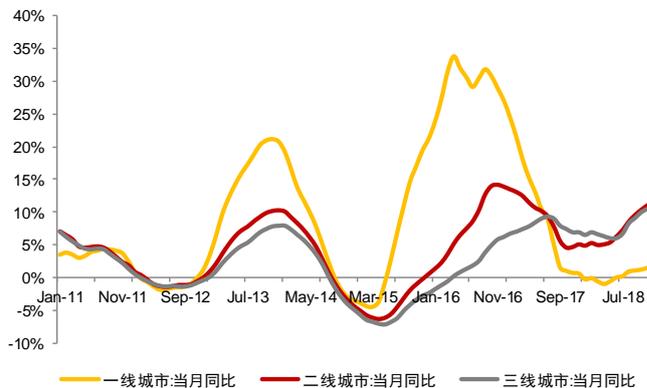
- 被遮掩的房价真实性上涨：**近期地产调控见效的新闻诸见报端，部分城市也确有楼盘降价的真实案例。但更真实的情况是，2018年四月份央行降准之后，房价上涨速度明显加快，11月份70个大中城市新建商品住宅价格指数增速高达10.3%。货币政策再次转向宽松之后，全国房价重新活跃，取得了远好于市场认知的表现。从分层级城市来看，2015年以来不同层级城市房价轮番发力上涨，2018年上半年三线城市涨幅居前，二线次之，一线最低，下半年二三线房价增速同步提升，一线房价同比小幅反弹。背后的根本原因在于本轮地产调控是“因城施策”，没有“总量型”调控政策；

图表 10：2018 年房价增速维持高位



来源：Wind，中泰证券研究所

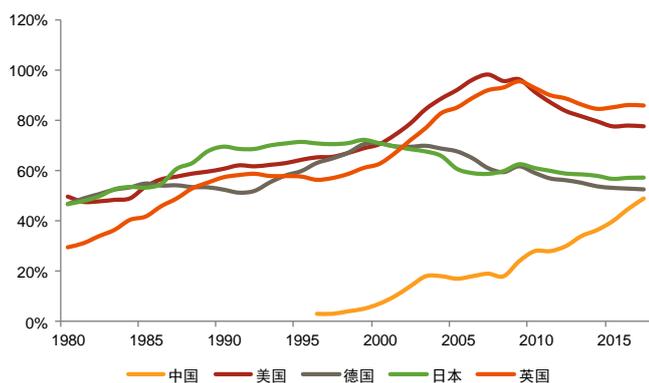
图表 11：2015 年以来不同层级城市房价接力式上涨



来源：Wind，中泰证券研究所

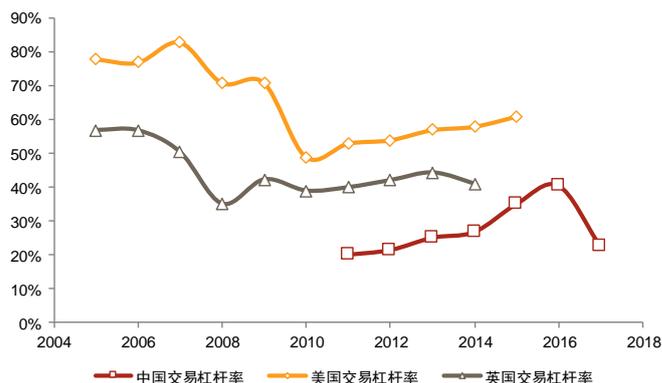
- 居民杠杆仍处安全区间内：**在房价增速依然维持高位的背景下，居民杠杆水平及清偿能力将是决定未来地产销售走势的前置条件。截至到2017年，我国居民部门债务占名义GDP比例为49%，接近了日本和德国当前水平。2008年以来居民部门杠杆率年均复合增速高达11.8%，但相比发达国家历史顶部位置仍处于安全区间内，日本居民杠杆率在20世纪90年代达到了峰值70%左右，德国其后几年达到相同水平，美国和英国则在进入21世纪后达到了100%。从住房交易杠杆率来看，2017年随着地产调控升级限贷政策的趋严，我国交易杠杆率由2016年的41%下降至2017年的23%，相比美英两国泡沫时期处于较为健康水平。从居民偿还能力看，我国按揭负担比例已经超过泡沫时期的英美，相比1989年的日本（39%）略低，但考虑到城镇居民可支配收入仍有8%的增速，保有足够的偿债能力。总体来看，我国居民部门杠杆水平虽然提升速度较快但仍处于安全区间内，且保有足够的债务清偿能力；

图表 12: 主要国家居民部门杠杆率



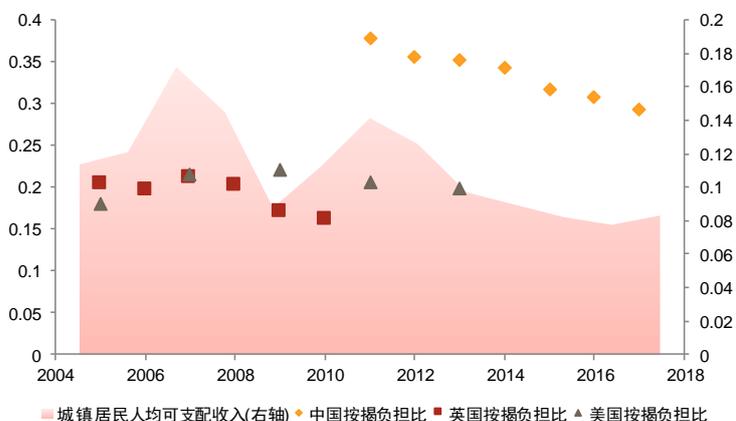
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 我国居民住房交易杠杆率处于健康水平



来源: 中泰证券研究所

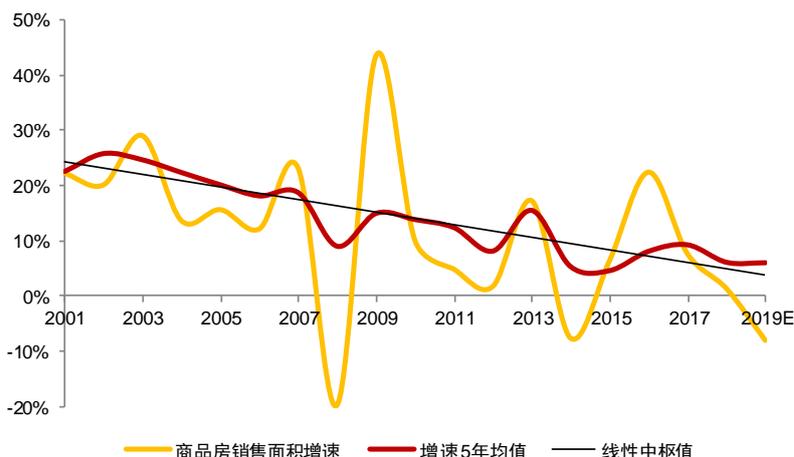
图表 14: 我国居民债务偿付能力较高



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 定义销售的好与坏:** 我国居民部门仍有加杠杆的潜力, 但在对地产销售进行分析和预判之前, 需要设定标准来评判销售面积增速处于何种水平。我们以五年为周期进行均值回归, 对商品房销售面积增速做均值处理, 并以此刻画出线性中枢值。从结果来看, 每年增速中枢值下滑 1%左右, 理论上讲, 2018 年和 2019 年中枢值分别为 5%和 4%, 对应当年销售面积增速应为-4%和-18%。2018 年从周期角度看地产周期进入衰退周期, 但货币政策提前变化下 1-11 月销售面积累计同比仍增长 1.4%, 继续偏离中枢位置, 增速 5 年均值 2016 年以来持续位于中枢值以上, 历史上类似情况出现在 2002-2005 年;

图表 15: 商品房销售面积增速五年均值持续位于中枢值以上



来源: Wind, 中泰证券研究所

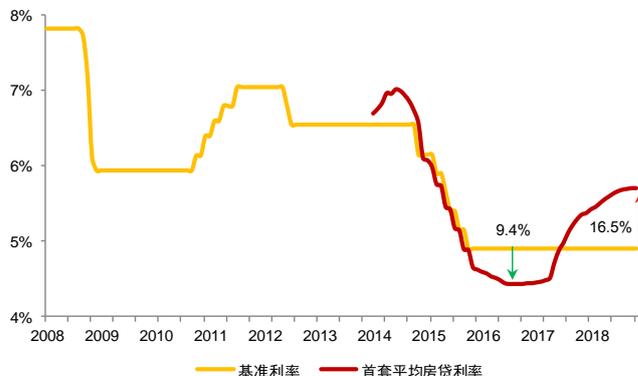
- 地产销售韧性持续超预期:** 虽然 2018 年因城施策的调控范围和力度继续强化, 单月商品房销售面积同比增速从 9 月份开始转负, 但从年度来看地产销售表现出的韧性远超中枢位置, 其核心原因在于利率。历史上地产销售与利率成密切的负相关关系, 每轮地产调控都会配合明显紧缩的货币政策。2016 年 9 月底开始的本轮地产调控, 利率没有进行调整, 仅仅是“因城施策”, 部分城市提高首付款比例, 重启限购限贷, 但房贷利率基本稳定于基准利率下浮 9% 处。真正收紧始于 2017 年 3 月 17 日, 由于有央行的参与, 在基准利率未变的情况下, 压缩房贷总量, 房贷利率也从最低接近 9 折的位置开始上浮, 2018 年 10-11 月上浮比例达到 16.5%。但抬升后整体利率水平相比前两轮地产调控仍偏低, 且本次利率抬升速度偏慢, 导致地产销售下行斜率平缓, 以往两轮周期地产销售由高点下滑至低点一般仅需 1 年, 本次却持续了近 2 年。在绝对利率水平偏低的情况下, 地产销售对于货币政策的指引非常敏感, 3 月以来贸易摩擦不断加剧叠加内部经济下滑压力, 4 月 17 日央行宣布年内第二次降准, 截至目前已连续四次降准, 在利率绝对位置偏低情况下一旦货币环境指引发生变化, 地产销售的韧性立即显现;

图表 16: 地产销售和利率成密切负相关关系



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 2014 年以来首套房贷利率浮动情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

备注: 首套平均房贷利率仅显示 2014 年以来的数据

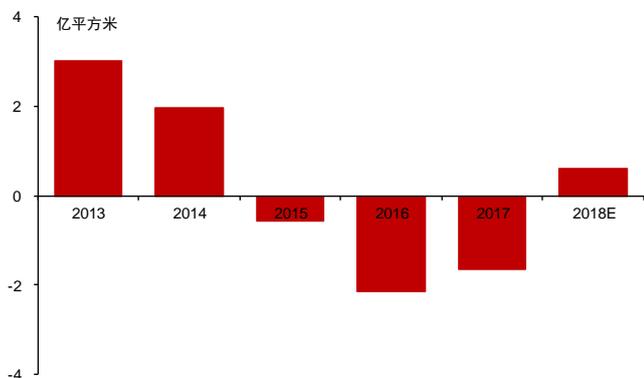
图表 18: 2018 年央行连续四次降准



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **2019 年销售小幅下滑, 绝对量依然可观:** 2019 年“因城施策”的调控主基调预计将延续, 在利率偏低、流动性宽松的背景下, 预计 2019 年全国销售面积同比下降 8%左右, 根据上述对地产销售的均值回归分析, 其增速均值依然远位于中枢值以上, 只是由于高基数原因造成明年增速负增长, 绝对量依然可观, 处于非常好的水平;
- **库存重建速度缓慢:** 2016 年以来伴随地产销售持续性超预期, 库存去化取得明显成效。2018 年随着销售再创天量, 新开工虽大幅增长, 库存重建速度依然比较缓慢, 全年库存基本维持低位震荡状态。截至 2018 年 11 月, 地产动态现房库销比为 0.17, 动态潜在库销比为 0.92, 意味着现房和潜在库存(现房+期房)去化周期分别仅为 2 个月和 11 个月。从分层级城市来看, 一线城市由于销售持续回落, 潜在库存已反弹至 2015 年年底水平, 但绝对量依然偏低, 二线城市潜在库销比基本维持在 0.9 的底部位置, 三四线城市库存延续去化趋势;

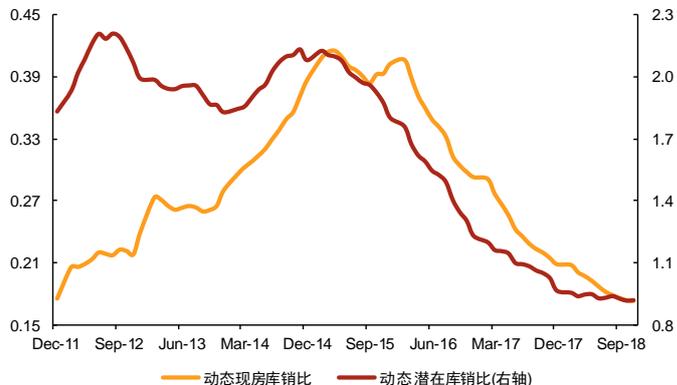
图表 19: 2018 年地产库存重建速度缓慢



来源: Wind, 中泰证券研究所

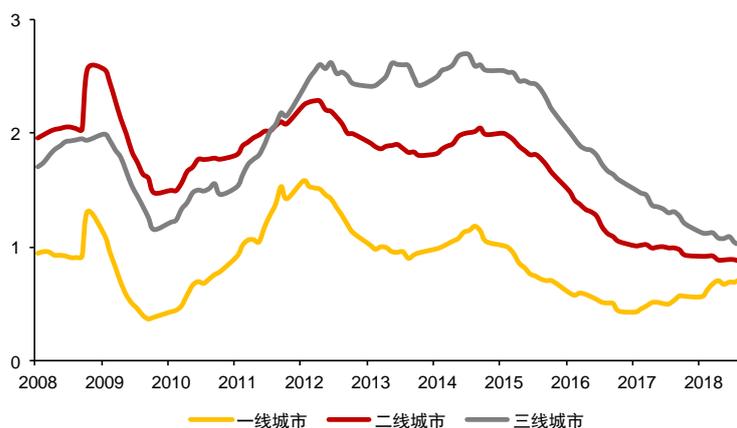
备注: 图中数据为当年住宅新开工面积-销售面积

图表 20: 地产库存仍在底部



来源: Wind, 中泰证券研究所

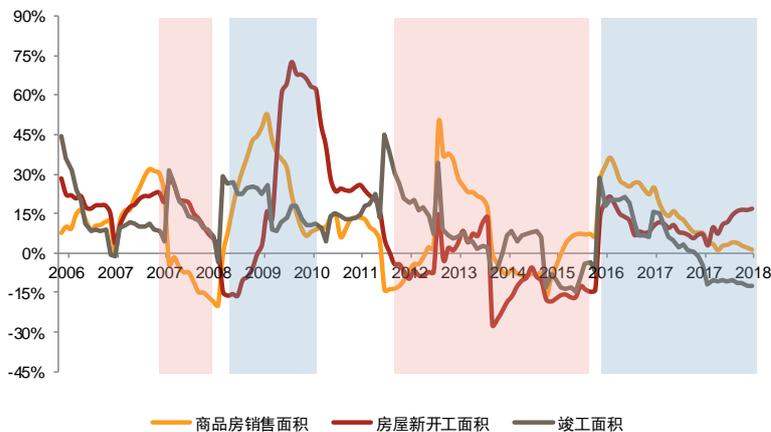
图表 21: 分层级城市潜在库销比



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 新开工增速超出销售增速:** 2018 年新开工增速超出销售增速, 一方面在销售高位情况下, 库存处于历史低位, 面临补库需求; 另一方面, 信贷环境偏紧叠加政策调控的背景下, 地产商回笼资金意愿强烈, 这也体现为新开工增速和竣工增速的背离, 加快开工延缓竣工, 销售向竣工传导周期延长, 提升回款速度。2019 年新开工强度主要取决于库存水平和地产商开工意愿, 2018 年库存触底依然处于低位, 根据前序判断销售增速会有小幅下滑, 但绝对量依然可观, 整体地产投资端预计仍会有韧性表现;

图表 22: 地产销售向竣工传导周期延长



来源: Wind, 中泰证券研究所

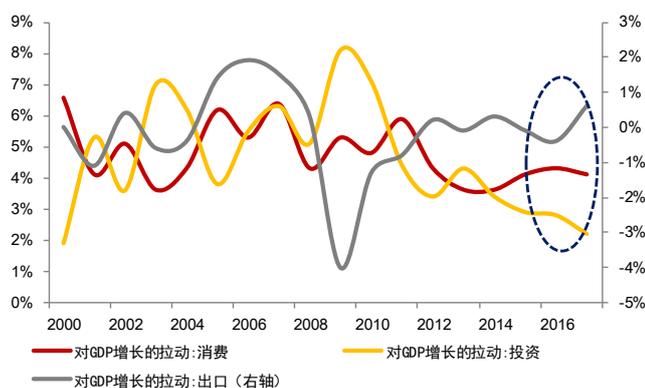
备注: 红色区间表示地产库存水平较高, 蓝色区间表示地产库存水平较低

- 小结:** 贸易摩擦加剧叠加内部经济下滑压力, 2018 年宏观经济政策开始转向, 居民部门杠杆仍处于安全区间内, 利率低位情况下, 宽松的货币政策将有力支撑地产销售的韧性, 2019 年销售面积同比下滑 8%, 但绝对量依然可观。目前地产库存水平处于历史低位, 销售维稳、融资环境边际放松, 2019 年新开工增速预计有所放缓, 后端投资比重增加, 整体房地产投资增速预计将保持 6%。在地产需求维持平稳之际, 我们需要探讨 2018 年表现疲软的基建投资, 2019 年能否重焕生机?

基建确定性发力，空间有待观察

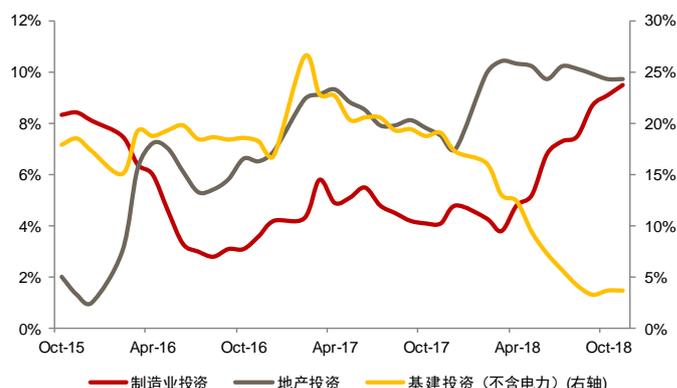
■ **隐藏的经济下行风险:** 随着 2017 年四季度开始财政及货币政策收紧，新一轮紧缩周期开启。固定资产投资方面，2018 年前三季度基建投资(不含电力)大幅下滑，相比年初累计同比增速一度回落 12.6%；地产投资相对保持平稳；制造业投资表现相对强势，截至 11 月累计同比增长 9.5%，但进入四季度随着工业企业盈利出现走弱迹象，后续投资持续性存疑。消费方面，社会消费品零售总额 1-11 月同比增长 9.1%，相比年初小幅走弱。出口方面，2017 年出口对 GDP 的拉动比例为 0.6%，出口贸易的复苏有效对冲了消费和投资对经济贡献的回落，2018 年贸易摩擦爆发为出口前景蒙上了阴影，11 月份出口金额同比增速仅为 5.4%，大幅低于市场预期，前期抢关税窗口效应逐步消退。总体来看在贸易摩擦不断加剧的情况下，经济下行风险凸显，宏观经济政策的逆周期调节显得尤为必要。作为行政力量主导且短期能够见效的稳经济手段——基建，其新一轮周期能否开启将至关重要，在客观环境已经满足启动条件的前提下，后期基建投资反弹高度将取决于政府主观意愿和客观条件；

图表 23: 出口对经济的拉动至关重要



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 2017 年四季度以来基建投资大幅下滑



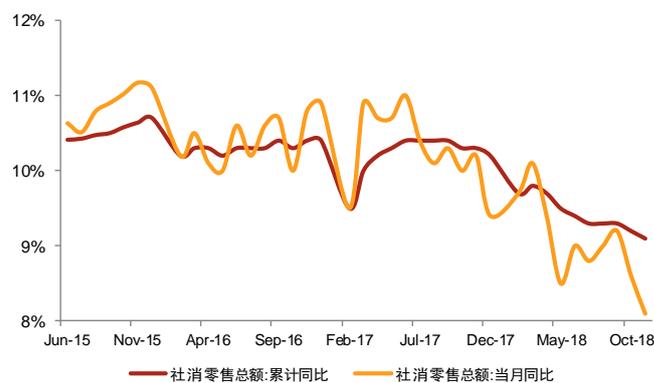
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 出口前景现隐忧



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 消费走弱

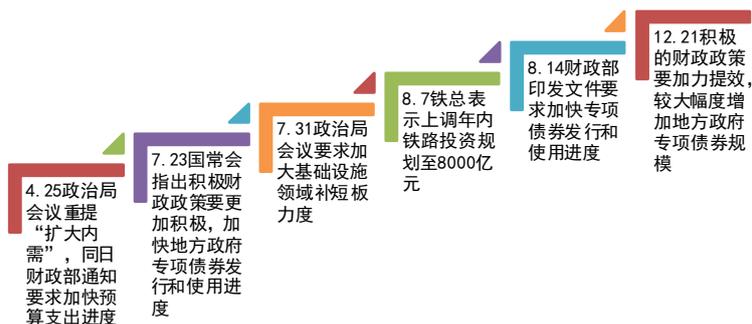


来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **政策托底意愿强烈:** 政府对未来经济的预判将决定基建投资意愿的强弱，随着 2018 年 3 月份中美贸易摩擦开始发酵并一步步加剧，政府对经济预期由之前的乐观心态转为谨慎。在 4 月 17 日宣布定向降准之后，紧

随其后的4月25日政治局会议重新提出“扩大内需”，7月份开始相关政府部门对基建频繁发声，要求积极财政政策更加积极，加大基建补短板力度，加快专项债券发行和使用进度等等。12月21日，中央经济工作会议明确提出了，“积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模”，显示出政府基建托底经济意愿增强；

图表 27: 贸易摩擦爆发后政府对于基建表态转向积极



来源：政府网站，中泰证券研究所

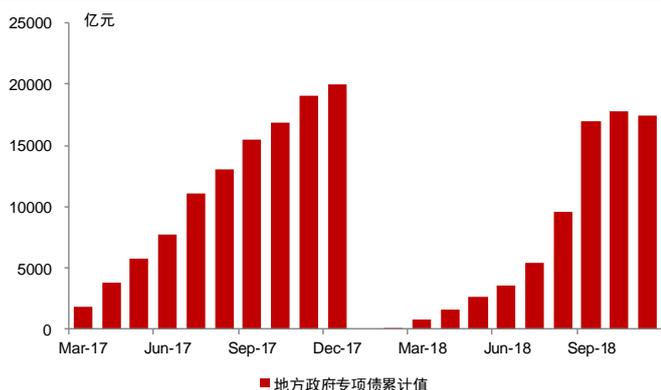
- **关注财政扩张规模：**目前政府刺激基建主观意愿已经转为积极，但后期基建投资能否有效抬升还需要探讨能否满足客观条件。地方专项债券发行加大将解决基建资金来源问题，但规模上需要进一步观察；

图表 28: 基建投资（不含电力）细分资金来源

类别	占比(2017年)	细分项	备注	现状
自筹资金	56.8%	政府性基金	土地出让金、地方政府专项债	长期以来70%以上资金来自土地出让金，2018年达到86%，本轮周期政府性基金作用明显提升
		城投债		2016年以来相关政策不断收紧，2018年随着贸易战加剧，7月国常会提出保障融资平台合理融资需求，出现松绑迹象
		专项建设债	国开行、农发行向储蓄银行定向发行的专项债券	2017年基本叫停
		非标融资	信托资金等	随着政策趋紧，2018年非标资金大幅收缩，近期央行相关人士表态影子银行是金融市场的必要补充，2019年有松动可能性
		其他	自有资金、PPP中的社会资本、铁路建设债、政府引导基金等	
预算内资金	17.9%	一般公共预算		公共财政支出取决于财政收入和赤字目标，2018年财政支出同比小幅下降
		国债		
国内贷款	15.0%	一般贷款	银行表内贷款为主	国内贷款占资金来源比重近几年逐年降低，反映了表外资金来源的提升，2018年增速转负
		政策性银行贷款	国开行、农发行、口行	
利用外资	0.3%	-		
其他资金	10.1%	-	包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等。	

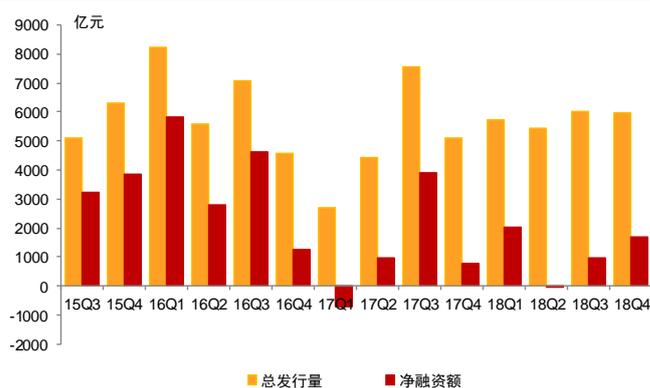
来源：统计局，中泰证券研究所

图表 29: 地方政府专项债 8 月开始加速发行



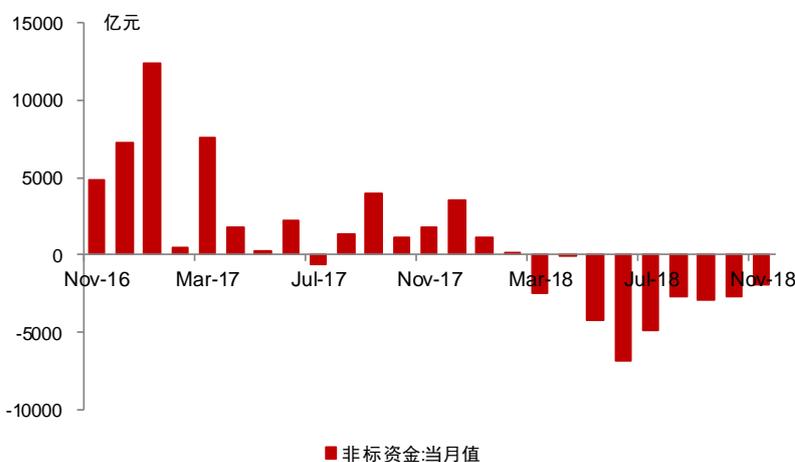
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: 城投债压力有所缓解



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 31: 2018 年非标资金大幅萎缩

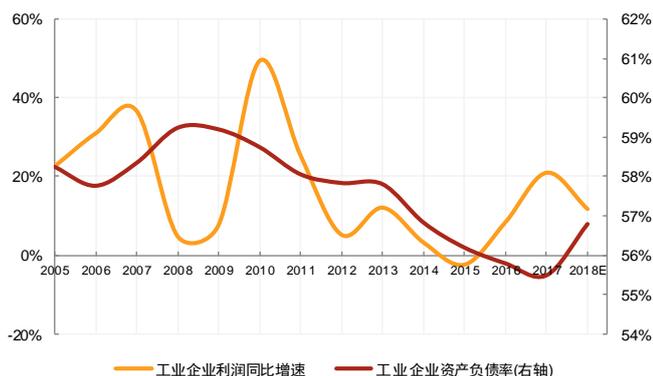


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **小结:** 在贸易摩擦不断加剧的情况下, 经济下行风险凸显, 宏观经济政策亟待调整, 后续基建投资力度取决于政府主观意愿和客观条件。4 月份以来相关部门表态显示出政府基建托底经济意愿逐步增强, 近期投资有所企稳。中央经济工作会议提出今年宏观调控的总体思想是逆周期调节, 稳定总需求。财政政策扩张方向已经明确, 我们预计 2019 年基建投资同比增速为 10%。

制造业投资增长难持续

- **2018 年工业企业资产负债表小幅扩张:** 随着多年来工业企业资本开支收缩, 以及 2015 年底宏观经济企稳盈利回升, 2014 年以来工业企业资产负债表持续修复, 截至 2017 年工业企业资产负债率为 55.5%, 投资扩张能力有所提升。2018 年制造业固定资产投资走强, 1-11 月累计同比增速攀升至 9.5%, 同期资产负债率抬升至 2014 年水平;

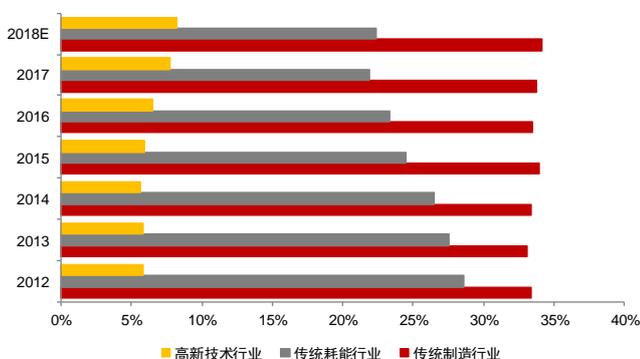
图表 32: 2018 年工业企业资产负债率小幅抬升


来源: Wind, 中泰证券研究所

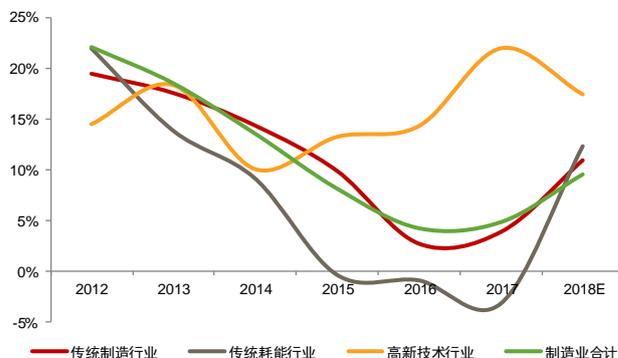
图表 33: 2018 年制造业投资持续扩张


来源: Wind, 中泰证券研究所

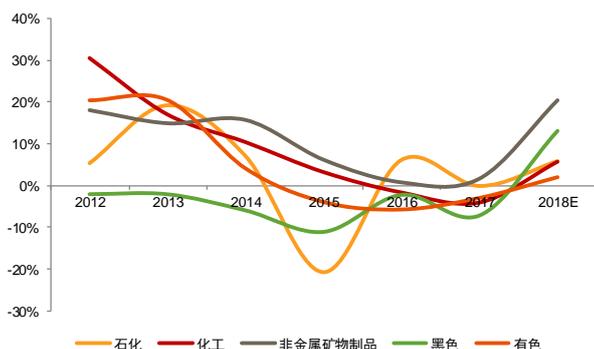
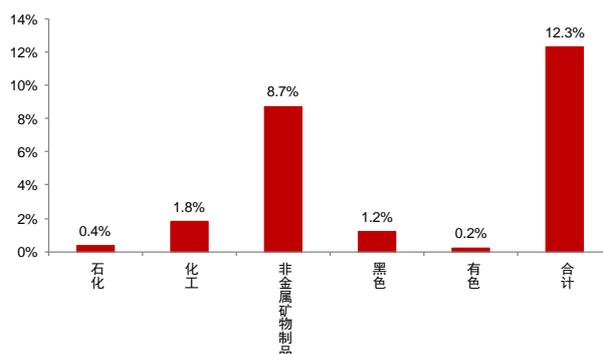
- 制造业投资再分类:** 近几年随着产业结构的调整,以 TMT 为代表的高新技术行业投资保持较快增长趋势,2018 年 1-11 月累计同比增速为 17.4%,在制造业投资中占比提升至 8%;与之对应的是钢铁、化工等传统耗能行业投资占比的逐年下滑,以通用设备、电气机械等为代表的传统制造行业投资占比相对稳定,两者 2018 年有较大幅度提升,同期增速分别为 12.3%和 10.9%。2018 年截至 11 月,整体制造业投资累计同比增速为 9.5%,传统制造行业、传统耗能行业和高新技术行业分别贡献 3.7%、2.7%和 1.4%,三者合计贡献 7.7%;

图表 34: 制造业不同类别固定资产投资所占比例


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: 制造业不同类别固定资产投资增速


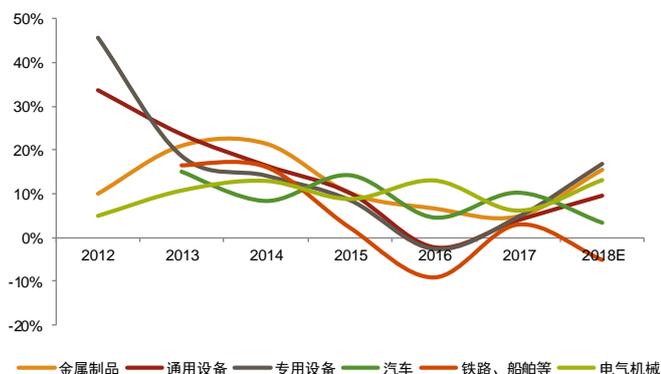
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 传统耗能行业细分固投增速趋势

图表 37: 2018 年传统耗能行业细分固投增速贡献


来源: Wind, 中泰证券研究所

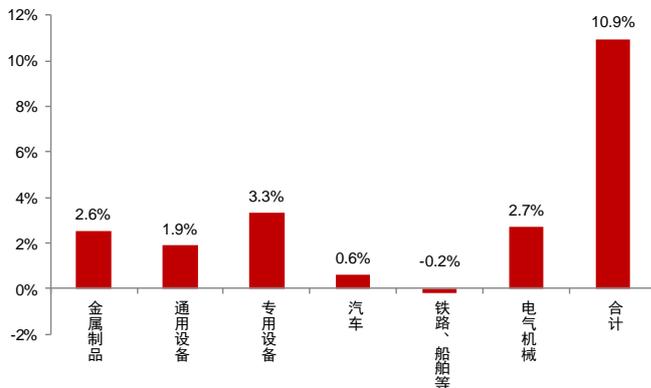
来源: 统计局, 中泰证券研究所

图表 38: 传统制造行业细分固投增速趋势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 39: 2018 年传统制造行业细分固投增速贡献



来源: 统计局, 中泰证券研究所

- **企业资本开支持续性不足:** 制造业投资意愿本身来说是动态的过程, 是顺周期的产物。2018 年在外部贸易摩擦加剧及国内经济下行压力下, 三季度开始工业企业盈利增速出现回落迹象, 企业主对持续盈利预期较为谨慎, 在紧信用环境尚未得到实质性改善的背景下, 目前主要以回笼资金为主。另外, 2018 年类似钢铁等传统耗能行业资本开支的扩张主要用于技改、环保等, 政府相关政策对于黑色、建材、化工等行业的新增产能仍严格限制, 也一定程度压制了企业资本开支扩张的意愿;

图表 40: 2018 年三季度开始工业企业盈利增速开始回落



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **小结:** 2018 年制造业投资较大幅度增长, 但三季度开始工业企业盈利增速出现回落迹象, 受制于远期经济悲观预期以及相关政策限制, 企业资本开支意愿依然不足, 预计后续制造业投资抬升或难有持续性。

内需维稳

- **自上而下测算:** 依据 2019 年经济预测指标固定资产投资完成额增速 5.2%

的判断，中性假设下我们测算出国内 2019 年钢铁下游需求量约 8.68 亿吨，同比下降 0.9%；

图表 41：自上而下国内钢铁需求测算

	固定资产投资完成额 (亿元)	固定资产投资完成额增速 (%)	固定资产价格指数 上年=100	固定资产投资完成额实际增速	剔除价格因素后的投资完成额(以1991年为基点) (亿元)	单位耗钢量 (万吨)	钢铁下游消费量 (万吨)	同比增速 (%)
2012	364835	20.8	101.1	19.5	145678	0.498	72548	6.9
2013	435747	19.4	100.3	19.1	173559	0.446	77407	6.7
2014	501265	15.0	100.5	15.7	200808	0.384	77110	-0.4
2015	551590	10.0	98.2	12.1	225019	0.335	75381	-2.2
2016	596501	8.1	99.4	8.8	244809	0.318	77849	3.3
2017	631684	7.2	105.8	1.3	248048	0.339	84088	8.0
2018E	668953	5.9	105.5	0.4	248989	0.352	87644	4.2
2019E (悲观)	699056	4.5	104.0	0.5	249241	0.341	84991	-3.0
2019E (中性)	703739	5.2	104.0	1.2	250910	0.346	86815	-0.9
2019E (乐观)	709091	6.0	104.0	1.9	252818	0.351	88739	1.2

来源：中泰证券研究所

- **自下而上需求测算：**基于中泰证券钢铁下游各行业研究团队对 2019 年的预判，中性假设汇总测算出 2019 年国内钢铁需求量为 8.71 亿吨，同比减少 0.5%。其中以基建和地产为代表的建筑业需求 4.31 亿吨，同比增长 1.51%；

图表 42：分行业需求测算

(单位：万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E-悲观	2019E-中性	2019E-乐观
房地产	23,753	26,468	26,239	24,946	25,628	27,566	29,646	29,053	29,646	30,239
基建	10,736	11,488	11,409	11,687	12,066	13,086	12,773	13,157	13,412	13,668
建筑业_其他	4,616	4,936	5,169	5,242	5,267	5,454	5,765	5,592	5,708	5,823
机械	13,809	14,121	13,934	13,654	14,249	15,575	16,628	15,796	16,129	16,461
汽车	4,782	5,297	5,401	5,634	6,258	6,801	6,703	6,435	6,569	6,703
轻工	3,070	3,329	3,495	3,531	3,725	3,896	4,085	3,799	3,881	3,962
造船	2,388	1,828	1,594	1,705	1,462	1,747	1,509	1,358	1,388	1,418
能源	1,754	1,974	1,955	1,721	1,922	2,104	2,251	2,183	2,228	2,273
其他	7,683	8,043	7,848	7,131	7,337	7,831	8,201	7,955	8,119	8,283
钢铁需求量合计	72,591	77,485	77,043	75,250	77,914	84,061	87,561	85,328	87,079	88,830
YOY	6.9%	6.7%	-0.6%	-2.3%	3.5%	7.9%	4.2%	-2.5%	-0.5%	1.5%
房地产	8.0%	11.4%	-0.9%	-4.9%	2.7%	7.6%	7.5%	-2.0%	0.0%	2.0%
基建	14.3%	7.0%	-0.7%	2.4%	3.2%	8.5%	-2.4%	3.0%	5.0%	7.0%
建筑业_其他	11.1%	6.9%	4.7%	1.4%	0.5%	3.6%	5.7%	-3.0%	-1.0%	1.0%
机械	4.7%	2.3%	-1.3%	-2.0%	4.4%	9.3%	6.8%	-5.0%	-3.0%	-1.0%
汽车	6.7%	10.8%	2.0%	4.3%	11.1%	8.7%	-1.4%	-4.0%	-2.0%	0.0%
轻工	1.7%	8.5%	5.0%	1.0%	5.5%	4.6%	4.8%	-7.0%	-5.0%	-3.0%
造船	-20.6%	-23.5%	-12.8%	7.0%	-14.2%	19.5%	-13.6%	-10.0%	-8.0%	-6.0%
能源	10.1%	12.5%	-1.0%	-12.0%	11.7%	9.5%	7.0%	-3.0%	-1.0%	1.0%
其他	8.4%	4.7%	-2.4%	-9.1%	2.9%	6.7%	4.7%	-3.0%	-1.0%	1.0%

来源：中泰证券研究所

- **小结：**综合自上而下和自下而上两种测算方法，中性假设情况下，2019 年国内钢铁需求预计为 8.7 亿吨，同比下滑 0.75%。细分来看，基建将是需求稳增长主力；房地产方面，目前库存水平依然处于历史低位，预计销售小幅回落但依然可观，融资环境边际放松，地产投资仍可维持较强韧性；建筑业其他方面，工业企业盈利增速已出现回落迹象，受制于远期盈利悲观预期以及相关政策限制，企业投资扩张意愿依然不足，2019 年制造业投资抬升难持续。整体综合来看，需求端波幅低于以往周期剧烈波动，更多呈现圆弧状运行态势。

贸易摩擦不确定性，出口存隐忧

- **出口量下滑趋势收敛：**出口数量的变化主要取决于海外市场总量和我国所占市场份额的波动。其中海外市场总量与外围经济情况成正相关关系，而市场份额则主要根据国内外相对成本竞争优势决定。2018年钢铁行业供需面依然偏强，国内钢价高位维持，虽然海外经济复苏情况良好，但整体相对成本竞争优势并不明显，出口量继续下滑但速度逐步收敛。2018年1-11月我国累计出口钢材6378万吨，同比减少8.6%；

图表 43: 国内外热卷市场价格比较



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

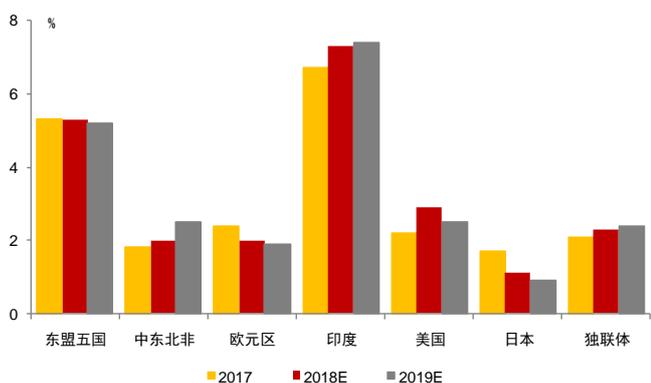
图表 44: 我国钢材出口情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

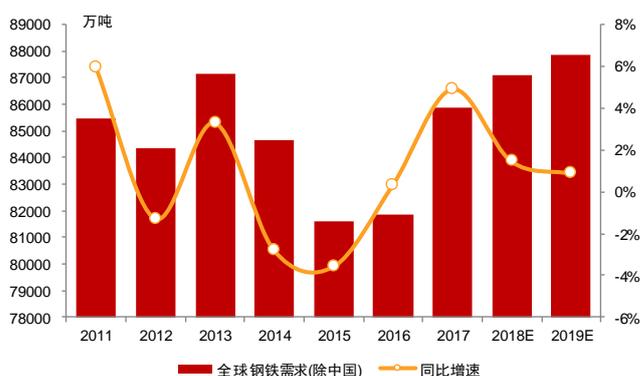
- **海外市场需求维稳：**根据 IMF 最新预测，随着新兴和发展中经济体增长势头减弱，以及贸易壁垒增加等原因，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，2018-2019 年全球经济增长预计将保持 2017 年的 3.7% 的水平，对应 2019 年国际市场钢材需求总量继续上行动能减弱；

图表 45: 2019 年主要海外经济体 GDP 预测



来源: IMF, 中泰证券研究所

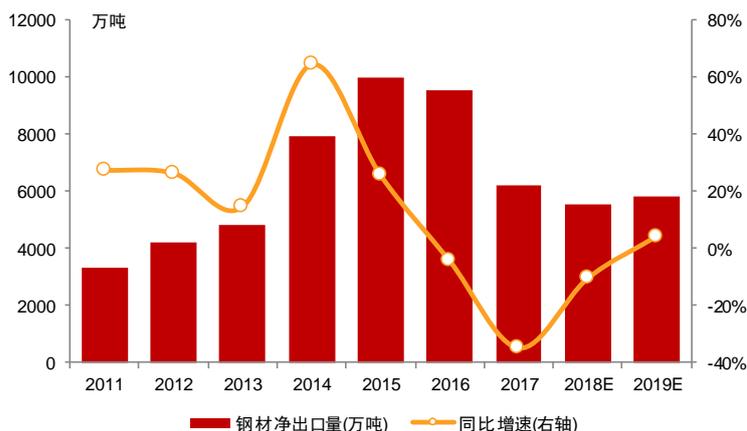
图表 46: 全球钢铁需求 (除中国) 变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **出口有望迎来小幅反弹，贸易摩擦带来不确定性：**四季度以来内外压力之下国内宏观经济政策取向逐步转为宽松，随着环保限产等限制性政策的减弱甚至退出，供需紧平衡局面逐步缓解，国内钢企产品价格竞争力显现，出口市场份额有望重新抬升，对冲全球经济增速放缓。但需要警惕贸易摩擦的不确定性对出口市场的扰动。综合考虑我们预计 2019 年中国钢铁净出口量为 5800 万吨左右，同比增长 4.3%。

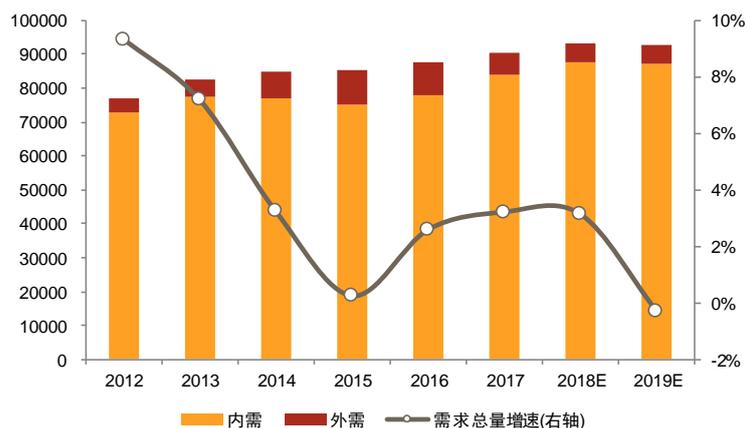
图表 47: 钢材净出口量及增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **小结:** 2019 年钢铁内需小幅趋弱, 但外需有所抬升, 两者合计需求总量为 9.29 亿吨左右, 预计同比下滑 0.3%, 需求总体表现将较为平稳。

图表 48: 钢铁内外需求及需求总量增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

退: 供给端红利逐步退潮

供给侧限制性政策逐渐退出

- 就供给而言, 环保限产无疑是 2018 年钢铁行业盈利不断攀升的最大政策红利。从采暖季限产延伸至非采暖季限产, 从环京津冀地区拓展至汾渭平原、长三角地区, 限产的时间和范围都大大增加。但随着经济下行压力增大, 高层明令禁止“一刀切”式的环保限产政策, 之前严苛的路径考核开始被相对宽松的目标考核取代, 环保压力松动下钢企限产动力已经大为缓解;
- **资本开支高增速的虚实:** 令人疑惑的是, 2018 年以来钢铁行业资本开支增速便异军突起, 已经从年初 5.4% 上行至 11 月份的 13%, 但我们通过数据模拟测算最新行业固定资产增速 (产能增速) 仅为 -2.29%, 二者呈现明显的背离。结合行业依旧严格的产能管控政策以及 2018 年二季度上市公司在建工程同比大幅回落 33%, 我们认为钢铁行业重新步入产能

扩张周期概率较低。对数据资料进行进一步挖掘发现，此轮固定资产投资主要集中在置换搬迁、技改投资以及环保设备升级等领域，其中置换搬迁费用可能占据绝大部分。初步统计，未来3年行业产能置换总量逾7300万吨，毫无疑问这将产生一批巨大的置换费用，并成为推动2018年行业资本开支快速回升的重要原因，但由于这仅是钢铁产能的更新替换，而不产生净增量，因此当前谈论行业产能扩张周期还为时尚早；

图表 49: 资本开支增速与产能增速出现背离


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 50: 上市公司在建工程出现大幅回落


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 51: 钢铁行业未来3年存在着大量产能置换计划

区域	省份	拟置换产能 (万吨)	拟新建产能 (万吨)	置换比例
东北	辽宁	482.6	481	1.00:1
华北	河北	3619.72	2898	1.25:1
华北	内蒙古	341	300	1.14:1
华北	山西	412.39	316	1.31:1
华东	江苏	555	500	1.11:1
华东	山东	1510	1710	0.88:1
华东	浙江	403	213	1.89:1
华南	福建	682	901	0.76:1
合计		8005.71	7319	1.09:1

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

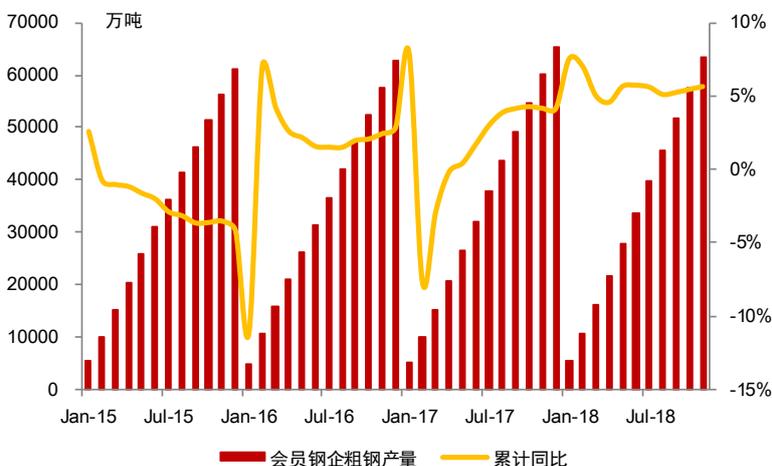
- 不容忽视的存量产能挖潜增效:** 尽管产能新增有限，但我们看到2018年粗钢产量增速一直处于高位，1-11月产量累计同比增速达到6.7%，这主要是由于高盈利刺激下钢铁行业存量产能纷纷挖潜增效，成果斐然。剔除诸如掏炉壁等非法增产手段，增加废钢配比和铁矿石入炉品位、控制休风慢风时间等常规措施在钢铁企业实际生产环节运用已经十分纯熟。我国通过对比2018年上半年行业内上市公司产量数据（剔除有新增产能以及受环保限产影响企业），发现同比增幅达7.43%，与此对应中钢协会会员企业1-11月份钢产量增速也达到5.64%，因此即便未有大规模产能增量，高盈利下企业通过挖潜增效自发追加的产能增量也可达到5%-8%的可观水平；

图表 52: 2018 年上半年主要上市公司产量增速一览

公司名称	2017H1 钢材产量 (万吨)	2018H1 钢材产量 (万吨)	同比变动
山东钢铁	359	478	33.15%
酒钢宏兴	266	346	30.18%
西宁特钢	60	72	19.48%
华菱钢铁	757	880	16.28%
方大特钢	183	211	14.93%
沙钢股份	148	168	13.15%
南钢股份	420	473	12.53%
柳钢股份	337	373	10.71%
大冶特钢	101	112	10.23%
包钢股份	501	531	5.97%
太钢不锈	510	536	5.20%
鞍钢股份	1022	1074	5.13%
凌钢股份	256	269	5.03%
韶钢松山	265	278	4.91%
杭钢股份	219	226	3.46%
宝钢股份	2274	2326	2.28%
新钢股份	409	416	1.71%
马钢股份	943	952	0.95%
八一钢铁	236	234	-0.68%
合计	9267	9956	7.43%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 53: 中钢协会会员企业粗钢产量增速位于高位



来源: 西本新干线, 中泰证券研究所

- 纠偏限产“一刀切”带来部分供给增量:** 其实仅从限产的实际效果来看, 过去一年大致都经历了前紧后松的过程, 越到最后效果越发不理想。一方面这是由于地方政府迫于环保压力, 往往在错峰生产前期政策执行力度较大, 但随着空气好转, 弹性执法导致后期复产钢厂逐渐增多; 另一方面, 随着对限产的逐渐适应, 钢厂生产以及工艺调整能力提升明显, 手段繁多的对冲措施导致限产效果大打折扣。虽然 2018 年环保限产之下产量仍创出新高, 但这并不意味着环保限产全无效果。限产不仅可以通过打乱钢企正常生产节奏, 压制其增产力度, 而且政策端的利好在效

果被证伪之前对钢价也能起到立竿见影的助涨效应。由于目前已经纠偏限产“一刀切”，未来供给端限制性政策逐渐退出，这必将导致存量产能释放力度加强。虽然实际增量目前较难精准量化，但考虑到 2018 年环保限产最为严格的 7-8 月份其产量环比下降幅度也仅在 3% 左右，结合行业产量数据，若按照整体供应边际增量 1%-3% 进行测算，供给有望增加 935 万吨-2805 万吨，中性预测临时性行政政策退出后 2019 年行业供给增量 1870 万吨；

图表 54: 此前两次环保限产产量下滑在政策后期愈发低于理论计算值

	理论值		实际值		
	日均产量影响 (万吨)	影响占比	11月日均产量变化	12月日均产量变化	1-2月日均产量变化
2017-2018 京津冀及周边地区采暖季	30.96	13.26%	-5.54% (中旬开始限产)	-7.33%	-0.65%

	理论值		实际值		
	日均产量影响 (万吨)	影响占比	7月日均产量变化	8月日均产量下降	9月日均产量变化
2018年7-9月份唐山地区	14.31	5.35%	-1.96% (下旬开始限产)	-3.08%	0.81%

来源: 中泰证券研究所

备注: (1) 2017-2018 京津冀及周边地区采暖季限产使用的可比数据时间为 2017 年 10 月;

(2) 2018 年 7-9 月份唐山地区限产使用的可比数据时间为 2018 年 6 月。

- **预测 2019 行业新增产能:** 钢铁行业这样一个庞大的国民产业，产能星罗棋布，统计困难重重，无论官方协会或者民间机构均缺乏可信标准口径数据。因此对于国内黑色金属冶炼有效产能核定，我们需要通过两种方式进行统计互相印证，让结果尽量保持在一定的置信范围内;

 - **自下而上统计新增产能:** 自下而上统计法主要是通过枚举法，但这对于国内新增产能往往难以穷举，只能尽量让所涉及的样本最大化。我们将 2019 年新增产能详细列出如下表，如我们前文所提及的那样，2019 年增量除了一部分高炉的投产之外电弧炉产能增量也需要我们重点考虑，目前可采集到的样本中高炉产能约 852 万吨，电弧炉产能约 1420 万吨，合计贡献新增产能约 2272 万吨;

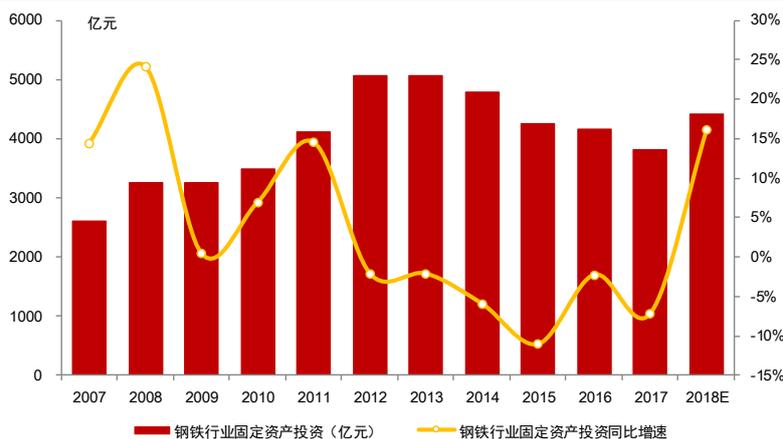
图表 55: 自下而上统计产能增长

类型	区域	高炉容积 (m ³)	炼铁产能 (万吨)	生产状态
高炉	华北	2314	185	投产准备
	华东	5100	410	在建
	西南	1350	122	在建
	华北	1280	135	在建
合计			852	
电炉	华东	-	600	投复产
	华南	-	432	投复产
	西北	-	208	投复产
	华中	-	116	投复产
	西南	-	64	投复产
合计			1420	

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- **自上而下推断新增产能:** 采用自上而下的方式是通过固定资产投资数据进行匡算，由于行业的高炉-转炉型产能投资周期一般是两年左右，2019 的产能投放对应着 2017 的投资，用这种方式我们得出 2019 行业长流程产能新增大致 900 万吨。需要注意的是，由于电

弧炉和技改下的产能投放周期明显更短，我们预计 2018 年有相当部分的行业固定资产投资是用于新建电弧炉短流程产能以及挖潜增效项目。考虑到 2018 年行业固定资产投资回升迅速，环保限产退出之后存量产能释放力度将会加强，这两种产能新增方式可能是构成 2019 年新增产能的主要力量。电弧炉产能投放通过数据测算不确定性较大，我们决定采用枚举法所公布的产能约 1400 万吨，而环保限产逐渐退出之后 2019 年供给增量则采用上文的中性测算值 1870 万吨；

图表 56: 钢铁冶炼及压延固定资产投资及增速


来源：中泰证券研究所

图表 57: 自上而下测算产能增长

指标名称	钢铁固定资产投资完成额	同比增速	固定资产投资价格指数	实际增速	实际固定资产投资额 (以2003年为基数)	吨钢投资	钢铁产能增量
单位	亿元				亿元	元/吨	万吨
2006	2285	-0.9%	101.50	-2.4%	2087	2008	4969
2007	2617	14.5%	103.91	10.2%	2299	2009	5755
2008	3249	24.2%	108.90	14.0%	2622	2010	5345
2009	3265	0.5%	97.60	3.0%	2700	2011	5200
2010	3494	7.0%	103.60	3.3%	2789	2012	5800
2011	4118	14.6%	106.60	7.5%	2998	2013	5000
2012	5055	-2.0%	101.10	-3.1%	2905	2014	2710
2013	5060	-2.1%	100.30	-2.4%	2837	2015	1680
2014	4789	-5.9%	100.50	-6.4%	2656	2016	1245
2015	4257	-11.0%	98.20	-9.4%	2407	2017	891
2016	4161	-2.2%	99.40	-1.6%	2368	2018	1030
2017	3804	-7.1%	105.80	-12.2%	2080	2019E	849

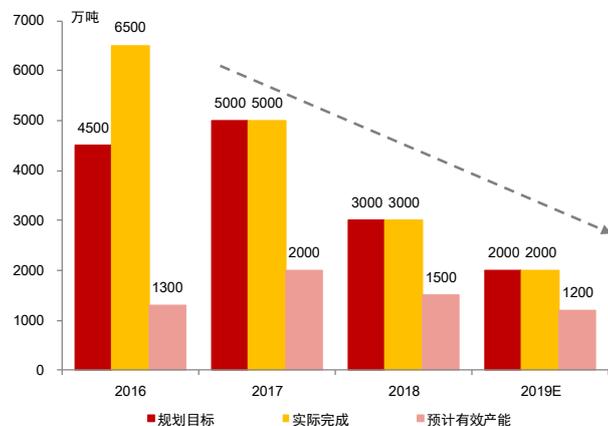
来源：中泰证券研究所

- **小结：**通过两种方式交叉检验，我们认为 2019 年钢铁行业新增产能在 4140 万吨左右，其中电弧炉以及环保限产退出之后的边际产能增量占据主要部分，整体供给较 2018 年有所增加。

行政式去产能接近尾声

- **产能置换贡献大部分压减产能：**国务院早在 2016 年年初的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》中提出，力争在 5 年内压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨。从过去几年去产能完成进度来看，2018 年将是收尾之年。2016 年去产能目标 4500 万吨，实际完成 6500 万吨；2017 年去产能目标 5000 万吨，实际完成 5000 万吨以上；2018 年确定的去产能目标为 3000 万吨，按此计算已经接近“十三五”规划钢铁去产能的上限目标，考虑到钢铁行业在过去两年实现的超高盈利，行业脱困之后 2019 年其去产能力必将明显不足。但与此同时，我们也看到近期河北省继续发布了 2018-2020 年去产能工作方案，提出 2019 年压减产能 1000 万吨左右，值得注意的是这里的压减产能包括置换下的退出产能，并不是一个产能净减少的概念，要和上文的新建产能统筹考虑，这在其他地区也存在此种情形。对于地方政府主导下的其他形式产能压减由于涉及各方面的利益博弈，从历年实施效果来看也并不尽如人意。在国家层面去产能战略基本完成背景下，我们对其涉及的有效产能去化效果持谨慎态度，考虑到产能置换下的退出产能我们中性估计 2019 年其产能去化规模约 1200 万吨；

图表 58：“十三五”钢铁行业去产能进程示意图



来源：中泰证券研究所

图表 59：河北钢铁行业去产能工作方案（2018-2020 年）

主要目标：经过三年的努力，我省钢铁产业发展实现“两减、两降、四提高”。

两减：钢铁产能减少，2018 年压减退出钢铁产能 1000 万吨以上，2019 年压减退出 1000 万吨左右，2020 年压减退出 2000 万吨左右，到 2020 年底全省钢铁产能控制在 2 亿吨以内；钢铁企业减少，2018 年钢铁“僵尸企业”全部出清，钢铁冶炼厂点减至 82 个，企业减至 63 家，2019 年钢铁冶炼厂点减至 79 个，企业减至 62 家，张家口、廊坊市钢铁产能全部退出，2020 年钢铁冶炼厂点减至 70 个，企业减至 60 家左右。

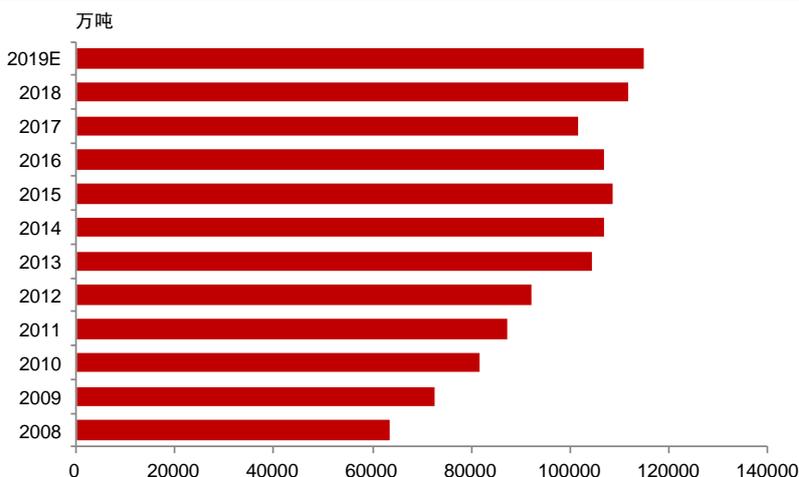
两降：排放下降，到 2020 年，钢铁行业节能减排水平全国领先，主要污染物排放指标达到或超过特别排放限值要求，冶炼固体废弃物利用和处置率达到 100%；能耗下降，吨钢综合能耗保持在 570 千克标准煤以下，单位工业增加值能耗持续优于全国平均水平。

四提高：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；装备水平大幅提高，除特钢和符合《铸造用生铁企业认定规范条件》的铸造高炉外，钢铁行业转炉全部提高到 100 吨及以上、高炉全部提高到 1000 立方米及以上；中高端产品比重提高，钢铁中厚板、专用板占板材比重由 2017 年的 48.5% 提高到 60% 以上，普通低合金钢、合金钢比重由 2017 年的 17.7% 提高到 20% 以上；质量效益显著提高，高强、耐腐蚀、耐候、长寿命等优质钢材品种和高附加值钢铁新材料比重增加，企业效益持续高于全国平均水平，产业综合竞争力全面提升。

来源：政府文件，中泰证券研究所

- **产能净增量：**按照我们对产能新增及产能淘汰的测算，增减对冲之下，我们预计 2019 年国内在产产能净增加 2900 万吨左右，环比实现扩张。

图表 60: 钢铁行业产能变化



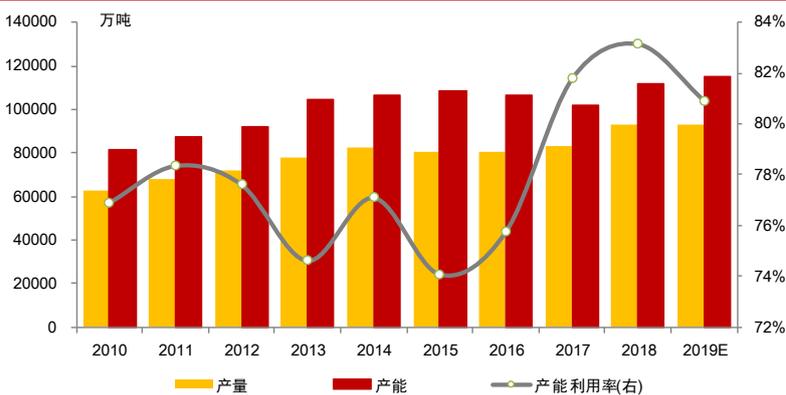
来源: 中泰证券研究所

守望: 固本培元

产能利用率高位回落

- 2019 年钢铁内需弱稳, 但外需有所抬升, 两者相权预计需求总量为 9.29 亿吨左右, 需求总体表现将较为平稳, 但考虑到行业产能出现扩张, 因此我们预计 2019 年产能利用率为 80.93% 左右, 较 2018 年下降 2.23%。由于行业成本曲线末端呈现陡峭化形态, 价格弹性远超于量上的变化, 随着产能利用率的回落, 整体行业之前的超高盈利预计将向正常水平进行回归。

图表 61: 2019 年行业产能利用率小幅回落



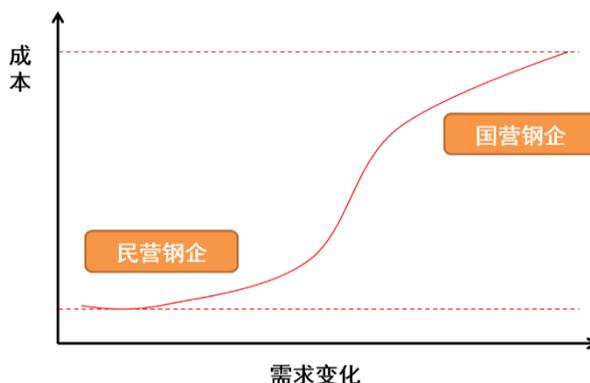
来源: 中泰证券研究所

- **修行在个人:** 虽然 2019 年行业盈利可能出现较大回落, 但个体钢企利润的多寡除了受行业整体产能利用率影响之外, 还取决于自身成本优化情况。即便在行业边际成本随产能利用率下移情况下, 只要相对成本下降足够快, 低成本企业依然可以获得相对较高的盈利水平。由于我国钢铁行业是典型的二元供给结构, 民营与国有钢企市场份额大致相当, 我们接下来着重探讨新形势下行业内部企业竞争格局变化。

限制性政策退出节奏决定供给结构的演变

- **民企在左国企在右：**在二元资源配置体系中的中国钢铁市场，行政机制下的国有钢厂占据更多体制优势，而市场机制下的民营钢厂则在综合运营效率方面更胜一筹。虽然不同的游戏规则下两种市场参与主体胜出的概率不同，但在2010年铁矿石价格双轨制被打破后，同等竞争条件下，民营钢厂通过改变自身管理运营效率及加强对原料采购控制等多种方式主动自觉适应市场变化，较没有生存危机的国有钢厂获得了更多的吨钢盈利，即同等需求下，民营钢厂位于成本曲线左侧较低位置，而国有钢厂位于成本曲线右侧较高位置；

图表 62：民营钢厂更具有竞争优势



来源：中泰证券研究所

图表 63：2017 年上市公司民营企业综合表现优于国有钢厂

证券名称	企业性质	钢产量 (万吨)	吨钢成本 (元)	人均产销量 (吨/人)	职工平均薪酬 (元)	吨钢三费 (元)	资产负债率 (%)	毛利率 (%)	ROA (%)	ROE (%)
沙钢股份	民营企业	321	2609	740	33861	93	36.32	18.17	21.43	23.01
南钢股份	民营企业	985	2774	919	60529	212	58.77	16.34	11.47	36.80
方大特钢	民营企业	365	2538	490	43281	277	39.99	32.03	40.42	67.67
民营钢厂平均值		557	2640	716	45890	194	45.03	22.18	24.44	42.49
韶钢松山	中央国有	599	2695	1030	25855	86	79.38	13.26	19.31	146.69
鞍钢股份	中央国有	2260	3205	626	9611	235	43.52	13.72	7.49	11.81
宝钢股份	中央国有	4617	4040	808	41390	355	50.18	14.07	8.90	12.24
八一钢铁	中央国有	516	2735	830	19810	197	82.04	14.05	9.18	42.18
河钢股份	地方国有	2692	3405	721	9374	336	74.94	12.37	2.92	4.02
本钢板材	地方国有	888	4017	448	2204	290	76.43	11.92	4.78	11.84
华菱钢铁	地方国有	1732	3435	764	23798	275	80.54	13.82	9.67	49.69
首钢股份	地方国有	1583	3216	991	16653	268	72.78	13.17	4.17	8.70
三钢闽光	地方国有	652	2455	776	9339	53	30.09	26.10	37.89	43.69
包钢股份	地方国有	1420	3194	486	12465	345	66.22	15.52	3.08	4.27
山东钢铁	地方国有	720	5248	395	17194	203	54.70	7.50	4.33	11.40
杭钢股份	地方国有	457	2580	1315	30991	136	31.55	10.75	8.64	11.40
凌钢股份	地方国有	505	2801	624	1659	139	56.76	14.76	12.73	20.80
安阳钢铁	地方国有	743	3031	419	2141	266	79.63	14.29	7.74	28.40
新钢股份	地方国有	855	4665	458	37412	143	58.21	10.97	14.03	29.86
马钢股份	地方国有	1971	2991	652	21657	167	62.27	13.21	9.67	18.92
柳钢股份	地方国有	1230	2879	1263	8504	46	68.80	8.97	15.26	44.70
国有钢厂平均值		1379	3329	741	17062	208	62.83	13.44	10.58	29.44

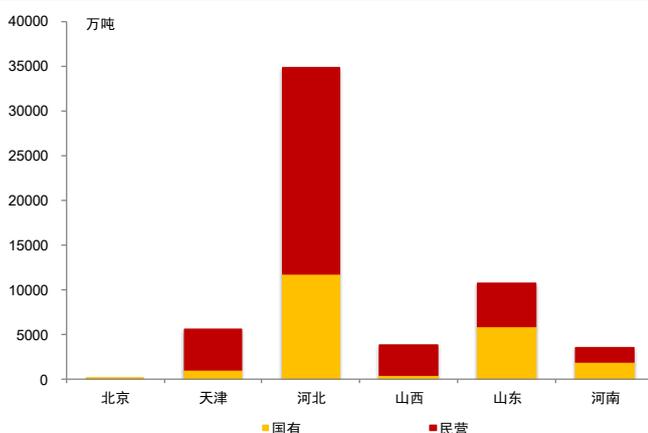
来源：Wind, 中泰证券研究所

- **供给侧改革压缩国企民企成本差：**成本曲线上的位置轮换一般是量变和质变的合成过程，量变主要来自企业内生改变积累，这需要较长时间的积累来达到“质变”；质变主要来自外力推动，成本曲线上的位置可瞬间被改变，比如2016年至今的供给侧改革及2017年开始的间歇性环保限产。在这一轮停限产过程中，中小民营钢厂面临更大的生存压力，成本曲线位置发生变动；
 - **从停产角度看：**一方面2016-2018三年供给侧改革累计淘汰1.5亿吨产能，但在淘汰初期，无效产能至少占70%，这部分无效产能多为2013-2015年行业下行周期通过市场化手段被迫关停的产能，考

考虑到国有钢厂承担就业、税收等政治任务，即使大面积亏损也必须维持生产，中小民营钢厂则由于资金流断裂被迫停产形成这些无效产能。另一方面，2017年出清的1.4亿吨地条钢产能多分布在若干小型钢厂，几乎可全部划分为民营钢厂；

- **从限产角度看：**无论是从环保设备使用还是从限产任务承担上来看，民营钢厂所受冲击都更大，过去民企在环保设备方面投入偏少，重新安装及使用环保设备均增加其生产成本，虽然国企也在更新环保设备，但鉴于民企原先环保基础更薄弱，不仅成本增加弹性高于国企，在采暖季环保限产中也承担了更高的关停比例。比如我们统计环保限产重点区域“2+26”城市产能产权属性后发现，民营钢企产能占比达65%以上，高于全国平均水平，即使按照“一刀切”政策执行，民营钢企限产比例仍较高；

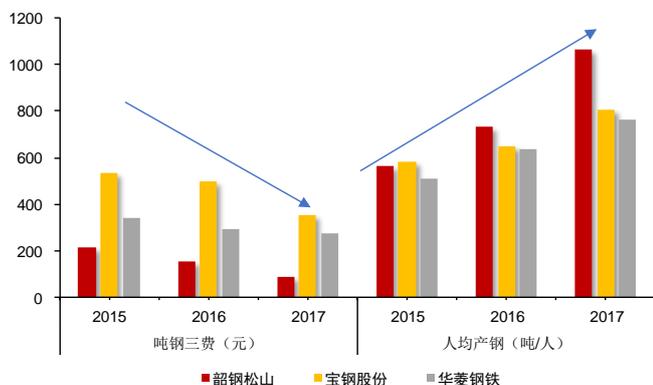
图表 64：“2+26”地区民营钢铁产能占据多数



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

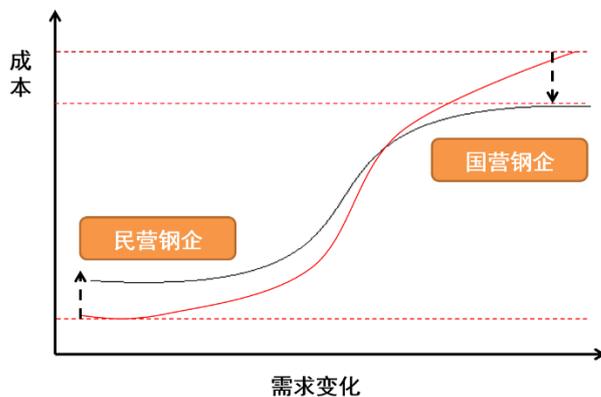
- 在历经 2016 年开启的供给侧改革、2017 年地条钢出清及间歇性环保限产后，二元钢厂成本差理应逐年收窄，一方面民营钢厂在增加环保成本，另一方面近年来部分国企也开始积极探索高效生产模式，经营成本随之降低。但即便如此，原先民企在左国企在右的成本曲线形态也尚难直接发生颠倒，只是民营钢厂攫取的利润占比相对下降，而随着供给侧改革以及环保限产政策大方向的退出，民企有可能重新获得优势；

图表 65：国企也在探索自身高效生产模式



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 66：国有钢厂和民营钢厂成本差在收窄



来源: 中泰证券研究所

- 环保方向性退出重新利好民营钢厂：**2018年采暖季环保限产一波三折，9月中旬出台的《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（会签稿），限产方式由前期“一刀切”转为将主动权下放至地方；根据10月18日唐山市发布《关于对全市钢铁企业秋冬季差异化错峰生产污染排放绩效评价分类情况进行公示的通知》测算错峰生产比例约41%，略低于2017年的44%；目前采暖季环保限产已执行一月有余，供给端回落幅度有限，唐山及全国钢厂高炉产能利用率仅分别下滑约8%及3%，而去年同期则分别下滑24%和7%，环保限产正在边际放松。2017年兴起的环保限产更多是基于对经济的极度乐观判断，但当前在中美贸易摩擦、经济下行等多重压力之下，最新中央经济工作会议强调，要协同推动经济发展和环境保护，在环保方面巩固成果，同时要统筹兼顾，避免处置措施简单粗暴。2019年环保限产在方向上将边际放松，虽然具体节奏存在不确定性，但方向性的放松将直接解放限产区域内的钢厂，尤其是重点限产区域内的民营钢厂，其生产成本边际再提升幅度有限，部分优质民营钢厂甚至重新获得先前成本优势，二元钢厂之间的成本差将趋于稳定甚至重新扩大；
- 考虑环保放松节奏上的反复：**2018年中央经济工作会议明确提出，打好污染防治攻坚战，要坚守阵地、巩固成果，聚焦做好打赢蓝天保卫战等工作，加大工作和投入力度。2018年5月生态环境部办公厅发布关于征求《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》意见的函，要求新建（含搬迁）钢铁项目要全部达到超低排放水平，烧结机头烟气、球团焙烧烟气在基准含氧量16%条件下，颗粒物、二氧化硫、氮氧化物小时均值排放浓度分别不高于10、35、50mg/m³，较当前执行的2012年6月公布的《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》分别下降75%、81%和83%，颗粒物排放标准甚至比发达国家更加严苛。此次改造工作推进具体分三个时间点，2020年10月底前京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域具备改造条件的钢铁企业基本完成超低排放改造；2022年底前，珠三角、成渝、辽宁中部、武汉及其周边、长株潭、乌昌等区域基本完成；2025年底前，全国具备改造条件的钢铁企业力争实现超低排放。目前距离第一个节点还有不到两年时间，具体进展情况难以量化跟踪，但超低排放改造工作是打赢蓝天保卫战的重要一环，或将成为后期环保放松节奏上的反复，在因地制宜灵活限产的模式之下，民营钢厂的风险敞口相对更大；

图表 67：唐山市国有钢厂及民营钢厂限产评级绝对及相对比较

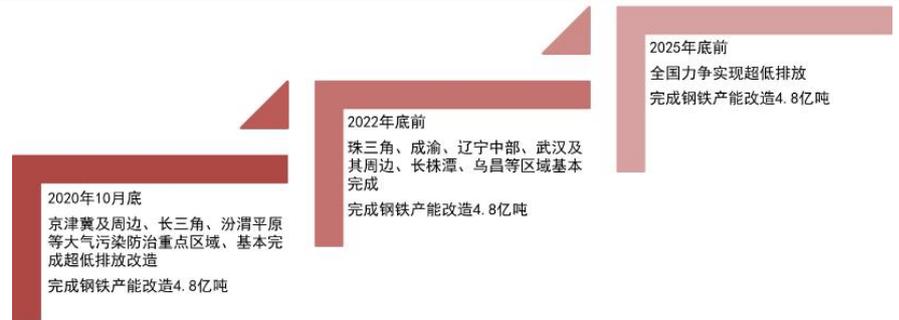
绝对比较												
	A			B			C			D		
	高炉产能基数 (万吨)	限产比例	错峰产能 (万吨)	高炉产能基数 (万吨)	限产比例	错峰产能 (万吨)	高炉产能基数 (万吨)	限产比例	错峰产能 (万吨)	高炉产能基数 (万吨)	限产比例	错峰产能 (万吨)
国有	700	0	0	2600	40%	347	200	50%	33	0	60%	0
非国有	0	0	0	8207	40%	1094	2117	50%	353	1105	60%	221
相对比较												
	钢厂个数	A类占比	B类占比	C类占比	D类占比	C、D类合计	高炉产能基数 (万吨)	A类错峰占比	B类错峰占比	C类错峰占比	D类错峰占比	合计错峰比例
国有	7	14.3%	71.4%	14.3%	0.0%	14.3%	3500	0.0%	9.9%	1.0%	0.0%	10.9%
非国有	28	0.0%	60.7%	25.0%	14.3%	39.3%	11429	0.0%	9.6%	3.1%	1.9%	14.6%

来源：找钢网，政府文件，中泰证券研究所

图表 68: 钢铁行业超低排放标准非常严苛

时间	参考标准	排放浓度限值	烧结机球团焙烧设备 (mg/m ³)						烧结机尾带式焙烧机尾其他生产设备 (mg/m ³)	
			颗粒物		二氧化硫		氮氧化物 (以NO ₂ 计)		颗粒物	
			现有	新建	现有	新建	现有	新建	现有	新建
2012年6月	《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》(GB28662-2012)	排放浓度限值	80	50	600	200	500	300	50	30
		特别排放限值	40		180		300		20	
2017年6月	修改GB28662-2012	特别排放限值	20		50		100		-	
2018年4月	河北省《钢铁工业大气污染物超低排放标准》(征求意见稿)	排放浓度限值	10		35		50		10	
2018年5月	《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》	排放浓度限值	10		35		50		-	
	美国	烧结	16-28		-		-		-	
		球团	14-23		-		-		-	
	英国	-	<30		-		-		-	
	德国	措施一	50 (静电除尘)		500 (低硫焦粉和铁矿)		-		-	
		措施二	10-20 (袋除尘)		100 (低硫煤+脱硫)		-		-	

来源:《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》,中泰证券研究所

图表 69: 超低排放改造工作方案进程


来源:《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》,中泰证券研究所

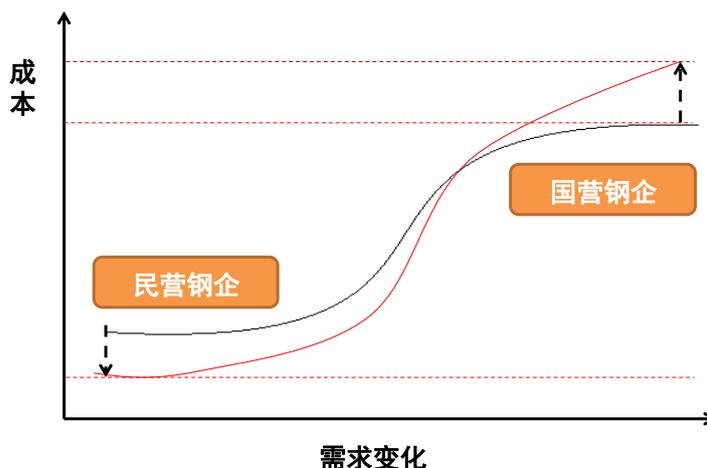
图表 70: 五大配套奖惩措施

	超低排放完成或进展较快的钢企	逾期未完成超低排放的钢企
税收	大气污染物排放浓度低于污染物排放标准50%的,减按百分之五十征收环境保护税;减免绿色货运增值税	-
财政	适当倾斜,给予引导性资金支持	-
差别电价	适当电价政策支持	实行加价,加价标准不高于每千瓦时0.1元
信贷融资	优惠信贷,支持发行企业债券直接融资用于改造	-
环保管理	不予限产或少限产	加大错峰生产调控力度

来源:《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》,中泰证券研究所

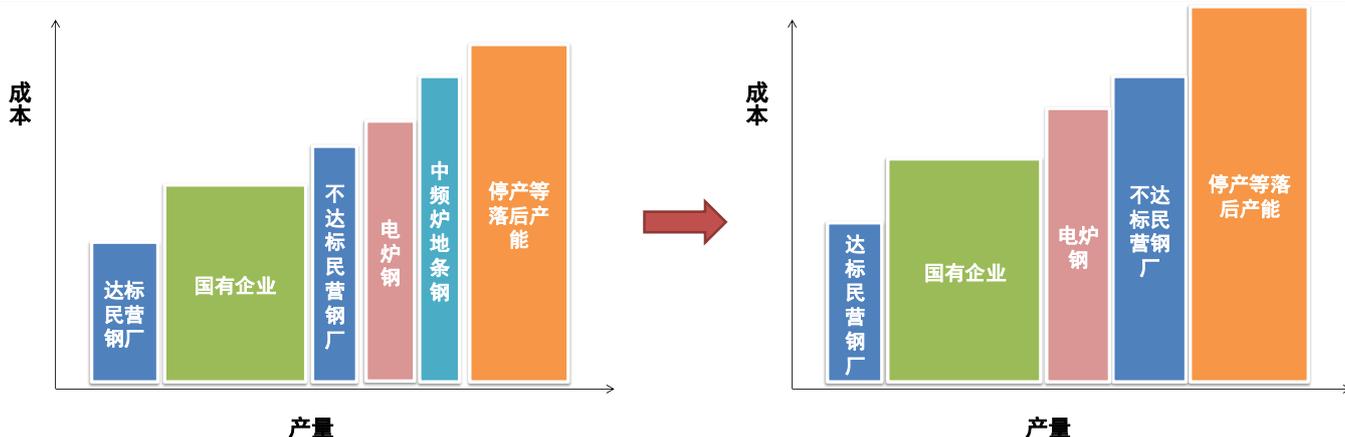
- 小结:** 2019年环保限产边际退出方向确定而节奏不确定,若完全退出不反复,民营钢厂重新获得成本优势,二元钢厂成本差将重新扩大;若阶段性反复,民营钢厂由于环保基础更薄弱,需在环保改进方面继续投入,配合超低排放不达标的差别税收、差别电价等政策,民营钢厂的运营成本将继续抬升,二元钢厂成本差将维持现状甚至小幅收窄。目前来看这些临时性限制性政策退出是大概率事件,民营企业成本端重获优势有望对冲部分行业产能利用率下降所带来的不利影响。

图表 71: 环保完全退出后民营钢厂将重获优势



来源: 中泰证券研究所

图表 72: 实行超低排放前后成本曲线变化图



来源: 中泰证券研究所

投资策略

寻找成本端改善的优质企业

- 钢铁行业三年牛市后，2019 年需求端依然有望保持稳定，供给端放开后行业产能利用率大概率将重新回落。但随着环保等限制性政策退出，部分民营钢铁供给成本端有望获得改善，一定程度对冲行业下行的不利影响。用中长期的角度可以关注优质民营上市公司标的如**方大特钢**、**南钢股份**及技术领先的行业龙头企业**宝钢股份**等。

图表 73: 钢铁行业与沪深 300 指数的 PB 比较



来源: 中泰证券研究所

图表 74: 钢铁上市公司估值比较 (股价取 2018 年 12 月 28 日收盘价)

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	总股本 (亿股)	2018 钢材产量 (万吨)	吨钢市值 (元)	EPS				PE			
							2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
000708.SZ	大冶特钢	8.77	39.41	4.49	223	1767	0.88	1.20	0.96	1.06	9.98	7.31	9.13	8.30
000709.SZ	河钢股份	2.84	301.57	106.19	2338	1290	0.17	0.42	0.26	0.29	16.71	6.76	10.74	9.76
000717.SZ	韶钢松山	4.55	110.09	24.20	556	1980	1.04	1.48	0.92	1.01	4.37	3.07	4.96	4.51
000761.SZ	本钢板材	3.36	124.06	38.75	1200	1034	0.51	0.30	0.13	0.15	6.59	11.20	26.18	22.40
000778.SZ	新兴铸管	4.31	172.01	39.91	467	3680	0.28	0.60	0.48	0.53	15.51	7.18	8.95	8.14
000825.SZ	太钢不锈	4.14	235.82	56.96	1073	2199	0.81	0.98	0.72	0.77	5.10	4.22	5.71	5.38
000898.SZ	鞍钢股份	5.13	366.06	72.35	2149	1704	0.78	1.09	0.65	0.72	6.62	4.71	7.89	7.17
000932.SZ	华菱钢铁	6.06	182.75	30.16	1760	1038	1.37	2.34	1.86	1.92	4.43	2.59	3.25	3.16
000959.SZ	首钢股份	3.73	197.29	52.89	1422	1387	0.42	0.54	0.31	0.34	8.93	6.91	11.94	10.86
002075.SZ	沙钢股份	8.03	177.20	22.07	336	5279	0.32	0.60	0.42	0.46	25.17	13.38	19.16	17.42
002110.SZ	三钢闽光	12.79	209.04	16.34	981	2132	2.90	4.38	3.13	3.22	4.41	2.92	4.09	3.97
600010.SH	包钢股份	1.48	674.66	455.85	1430	4718	0.05	0.06	0.03	0.04	32.74	24.67	47.37	37.00
600019.SH	宝钢股份	6.50	1447.41	222.68	4632	3125	0.86	0.97	0.77	0.84	7.56	6.70	8.49	7.71
600022.SH	山东钢铁	1.57	171.86	109.47	956	1798	0.18	0.29	0.12	0.15	8.93	5.41	12.99	10.47
600126.SH	杭钢股份	4.51	152.31	33.77	451	3374	0.69	0.79	0.54	0.60	6.54	5.71	8.33	7.57
600231.SH	凌钢股份	2.67	73.99	27.71	534	1385	0.48	0.63	0.33	0.36	5.56	4.24	8.07	7.34
600282.SH	南钢股份	3.42	151.20	44.21	946	1598	0.79	1.05	0.70	0.77	4.35	3.26	4.86	4.42
600307.SH	酒钢宏兴	1.91	119.63	62.63	693	1727	0.07	0.21	0.12	0.13	28.42	9.10	15.59	14.17
600507.SH	方大特钢	9.99	144.84	14.50	422	3434	1.92	2.11	1.67	1.84	5.20	4.73	5.97	5.42
600569.SH	安阳钢铁	3.03	72.53	23.94	792	916	0.67	0.85	0.50	0.55	4.53	3.56	6.07	5.52
600581.SH	八一钢铁	3.56	54.57	15.33	469	1164	1.52	0.51	0.29	0.32	2.34	6.98	12.14	11.04
600782.SH	新钢股份	5.09	162.31	31.89	832	1951	1.09	1.60	1.08	1.14	4.67	3.18	4.72	4.46
600808.SH	马钢股份	3.46	258.26	77.01	1904	1356	0.54	0.95	0.51	0.56	6.46	3.64	6.79	6.17
601003.SH	柳钢股份	6.57	168.38	25.63	746	2258	1.03	1.68	0.87	0.95	6.36	3.91	7.58	6.89
601005.SH	重庆钢铁	1.94	167.96	89.19	593	2831	0.04	0.16	0.11	0.12	48.50	12.13	17.44	15.86

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- 财政约束导致基建回升力度有限;
- 地产调控大幅收紧;
- 环保限产退出节奏反复;
- 统计数据局限性。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。