

回归本源，或有蜕变

——钢铁行业2019年度策略

分析师：陶贻功 执业证号：S0100513070009
研究助理：王介超 执业证号：S0100117060026
研究助理：赵梦秋 执业证号：S0100117110078

2019年1月7日

风险提示：钢材需求大幅下降，原燃料价格大幅波动

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



□ 预计2019年建材需求显韧性，板材需求或受政策扰动

基建回暖，利率下行，房地产政策边际略有松动，建材需求较为稳定，制造业受制于贸易摩擦，增长放缓，但内部环境已有所改善，板材或受政策扰动。

□ 铁矿石红利将持续，预计2019年螺纹毛利中枢仍在500元以上

近年钢铁行业高盈利并不完全归于政策红利，铁矿石红利更加突出，根据我们模型测算，对比上一轮周期，2011年铁矿石均价170美金，2012年铁矿石均价130美金，2018年铁矿石均价70美金，铁矿石对螺纹毛利的贡献超过650元，而2018年螺纹全年毛利为877元。当然盈利首先看供需，预计2019年建材需求相对稳定，政策红利消失后，铁矿石红利仍将存在，预计2019年螺纹毛利中枢仍在500元以上。

□ 未来需求仍有亮点

材料升级不容忽视，钢结构每年贡献1000-2000万吨需求增量；棚改由消化存量向新开工转变，若维持2018年规模，每月将新增新开工约2578万平；机电设备出口增速维持高位，“一带一路”带动钢材直接出口和间接出口。

□ 2019投资策略从产品结构、区域、成本、分红四个维度选取个股

关注2019上半年的春季行情以及利空落地后行业估值修复的机会，产品结构上我们建议选取以建材为主的企业，从区域上看，本次基建重点投资的方向在于西部和东部、南部区域，我们建议选取财政情况好，补短板力度大的区域；从成本上建议选取成本控制较低的企业，并结合分红的情况，建议关注：方大特钢、三钢闽光、柳钢股份、韶钢松山、新钢股份、南钢股份、华菱钢铁以及行业领跑者宝钢股份。

□ 风险提示 钢材需求大幅下降，原燃料价格大幅波动

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 1月4日	EPS			PE			评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600019	宝钢股份	6.51	0.68	1.09	1.16	9.64	6.0	5.6	推荐
600507	方大特钢	10.2	1.31	1.89	2.03	8.49	5.40	5.02	推荐
000717	韶钢松山	4.65	0.81	1.43	1.55	5.73	3.25	3.00	推荐
600782	新钢股份	5.06	0.50	1.05	1.14	10.07	4.82	4.44	推荐
600282	南钢股份	3.42	0.49	1.03	1.08	6.96	3.32	3.17	推荐
000932	华菱钢铁	6.12	0.87	1.96	2.02	7.06	3.12	3.03	推荐
601003	柳钢股份	6.58	0.52	1.49	1.69	12.70	4.42	3.89	推荐
002110	*三钢闽光	12.70	2.10	4.31	4.58	7.21	2.95	2.77	暂无评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院（*为wind一致预期）



目录



不平凡的2018



2019年供需相对平稳



未来需求仍有亮点



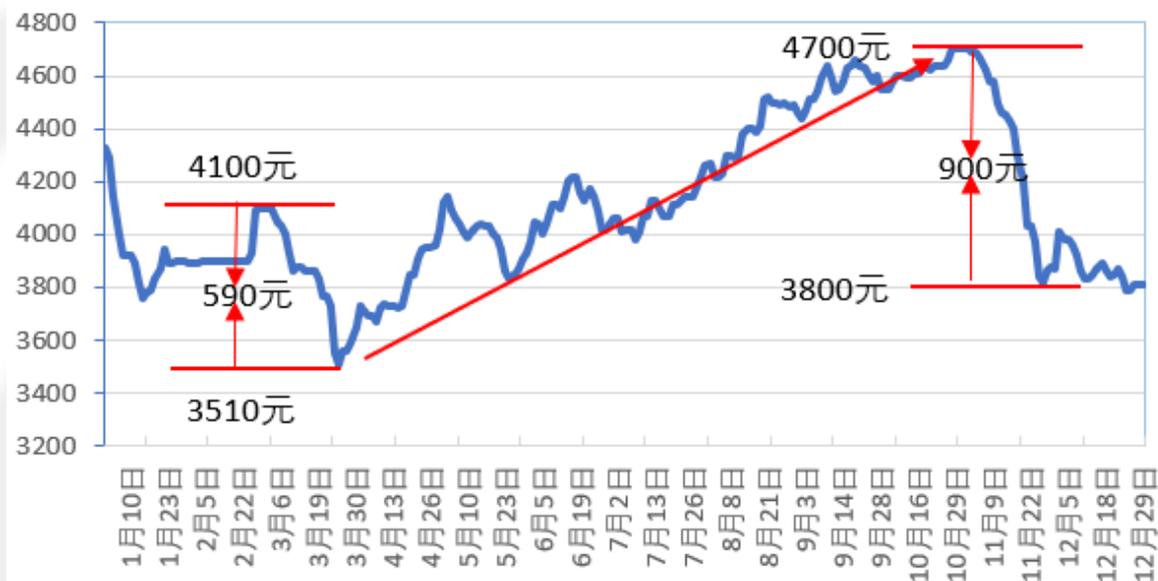
春华秋实 行业如何演变



投资策略

- 2018是黑色产业链不平凡的一年，以上海螺纹钢为例，3月短期现货大幅下跌近600元，4月-10月震荡上行，涨幅近1200元，11月现货价格再次崩塌，短短30天跌幅达900元，这种大幅的反复波动，历史上并不多见，核心在于悲观预期与现实基本面的博弈。

2018年上海HRB400: 20mm螺纹钢价格



资料来源: mysteel、民生证券研究院

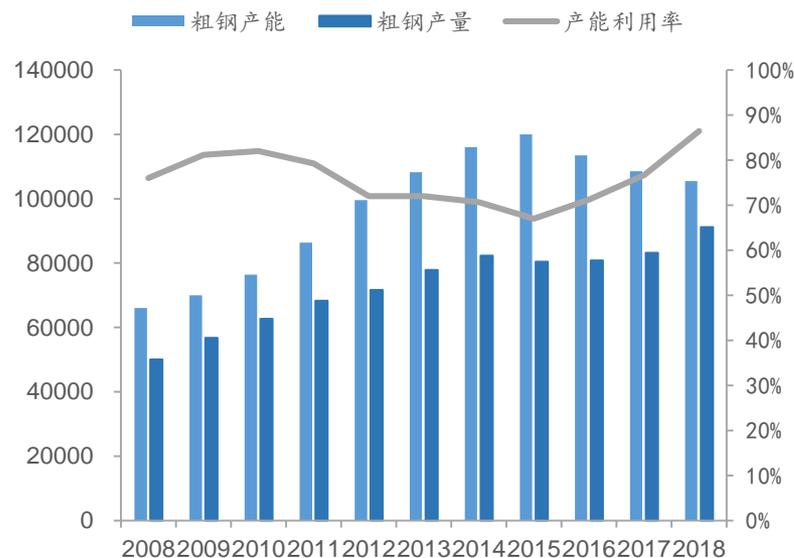
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

1. 去产能任务提前完成

- 2016年2月，国务院发布化解钢铁行业过剩产能具体要求，目标从2016年起，再压减1-1.5亿吨钢铁产能，2016/2017/2018去产能6500/5000/3000万吨，基本提前完成任务。

	粗钢产能	粗钢产量	产能利用率	去产能
2008	66000	50049	76.00%	
2009	70000	56784	81.12%	
2010	76421	62665	82.00%	
2011	86300	68327	79.24%	
2012	99519	71654	72.00%	
2013	108194	77904	72.00%	
2014	116000	82270	70.69%	
2015	120000	80383	66.99%	
2016	113500	80837	71.22%	6500
2017	108500	83173	76.66%	5000
2018	105500	92700	87.87%	3000

资料来源：wind、民生证券研究院



资料来源：wind、民生证券研究院

2. 新增产能受限

- 一般来说黑色金属固定资产投资领先产能投放2-3年，上一轮产能投放周期追溯到2009-2011年，对应的产能投放期为2012-2014年，这是导致2012-2015年钢价持续下跌的因素之一。由于产业政策影响，本轮行业资本开支的回升更多来自于环保搬迁与改造工程，产量增加更多的来自于系统内部的弹性。



资料来源: wind、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

3. 粗钢产量创新高，但有口径因素扰动

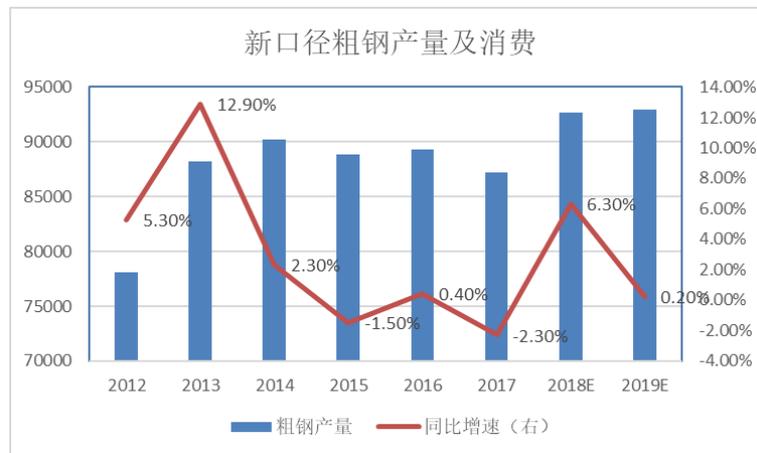
我们预计今年粗钢产量约9.27亿吨，同比增11.5%，增速也处于高位。但由于2017年1-7月粗钢产量仍受地条钢影响，实际增速达不到11.5%，参考钢材的同比增速，我们发现2018年钢材产量增速仅为4%，还原地条钢影响后，我们预计2018年粗钢产量同比增6.3%

日期	粗钢原口径产量	年同比	钢材口径	年同比增速
2019E	92906	0.2%	109,000	0.0%
2018E	92700	11.5%	109,000	4.0%
2017	83173	3.0%	104,818	-7.9%

资料来源：民生证券研究院整理



资料来源：民生证券研究院整理



资料来源：民生证券研究院整理

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

4. 粗钢表观消费增速13.1%，创近年新高

2018年粗钢消费端增长达13.1%，考虑到2017年仍有地条钢影响，我们估算实际增速约7.5%。

日期	粗钢原口径产量	年同比	地条钢产量假设	新口径产量	年同比	净出口	粗钢新口径表观消费	消费同比
2019E	92906	0.2%	0	92906	0.2%	6500	86406	-0.3%
2018E	92700	11.5%	0	92700	6.3%	6000	86700	7.5%
2017	83173	3.0%	4000	87173	-2.3%	6541	80632	1.9%
2016	80761	0.5%	8500	89261	0.4%	10105	79156	1.1%
2015	80383	-2.2%	8500	88883	-1.5%	10572	78311	-4.3%
2014	82231	0.0%	8000	90231	2.3%	8419	81812	-1.6%
2013	82200	12.4%	6000	88200	12.9%	5085	83115	12.8%
2012	73104	4.1%	5000	78104	5.3%	4430	73674	4.2%
2011	70197	-	4000	74197	-	3483	70714	-

资料来源：民生证券研究院整理



资料来源：民生证券研究院整理

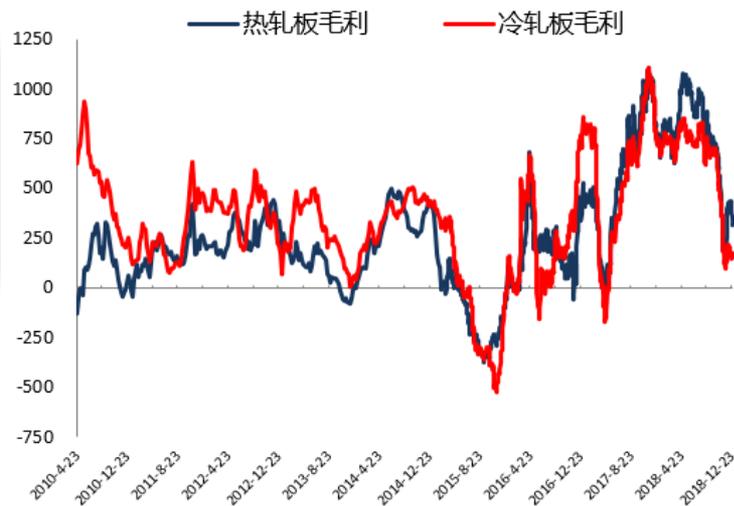


资料来源：民生证券研究院整理

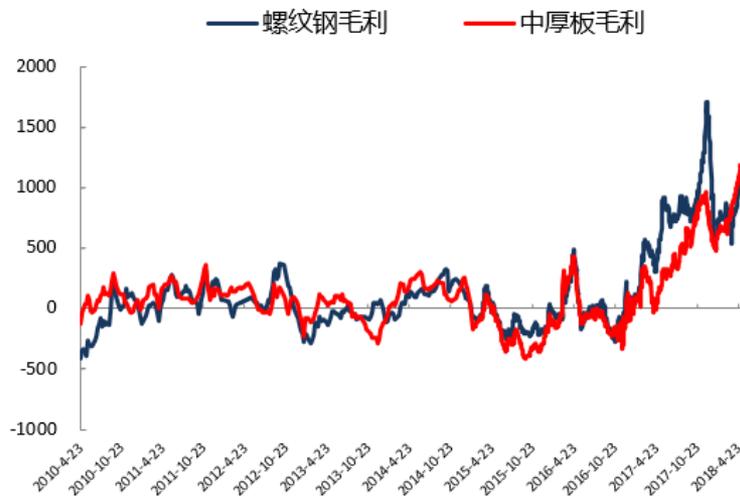
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

5. 全年行业利润高位，但长强板弱

2018年行业利润波动较大，总体长强板弱，2018年房屋新开工维持高位，基建后期发力，建材需求较强，而制造业的相对低迷使板材消费较弱。根据我们利润模型测算，螺纹钢全年毛利最高1317元/t，最低488元/t，全年均值877元/t，热轧全年毛利最高824元/t，最低188元/t，全年均值751元/t。



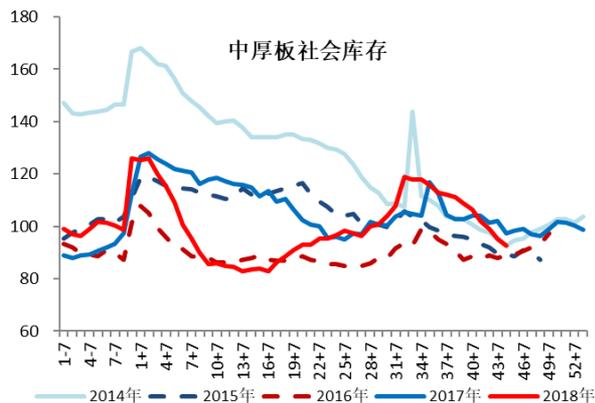
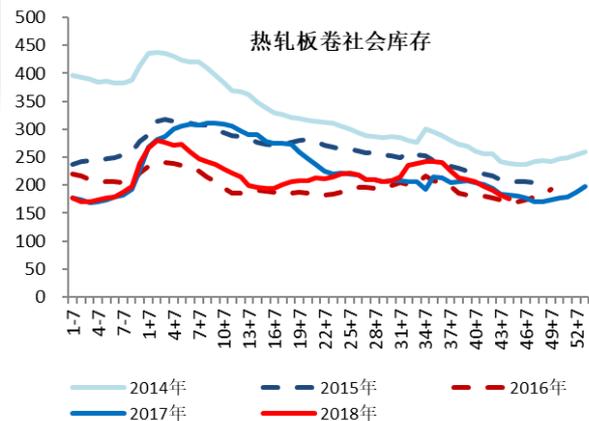
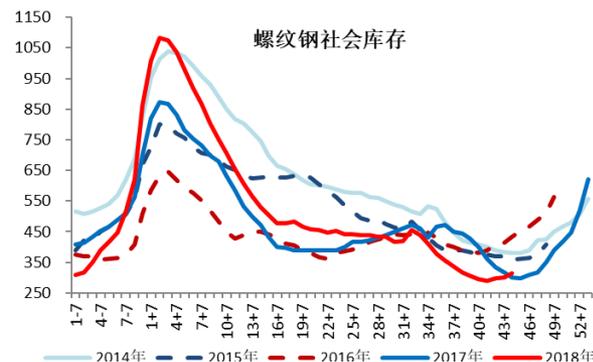
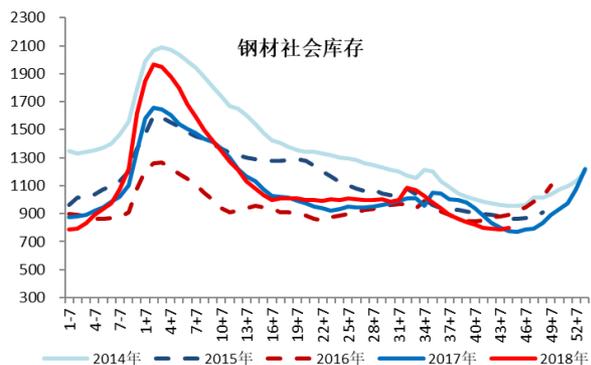
资料来源：mysteel、民生证券研究院



资料来源：mysteel、民生证券研究院

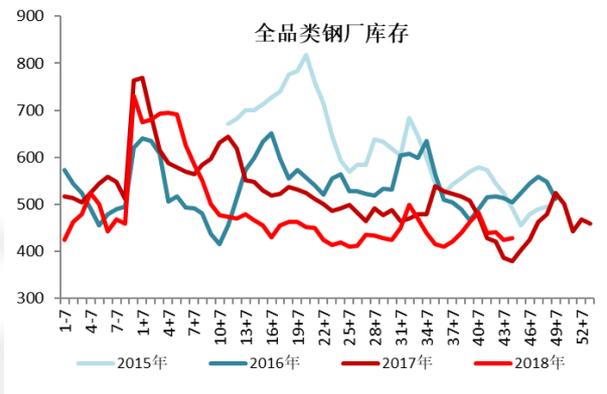
6. 全年库存前高后低，整体处于历史较低位置

接近年末，悲观预期下11月钢价的大幅回调，贸易商冬储偏好降低，“被动”去库向“主动”去库转变，库存压力逐渐向钢厂传导。



资料来源：mysteel、民生证券研究院

资料来源：mysteel、民生证券研究院



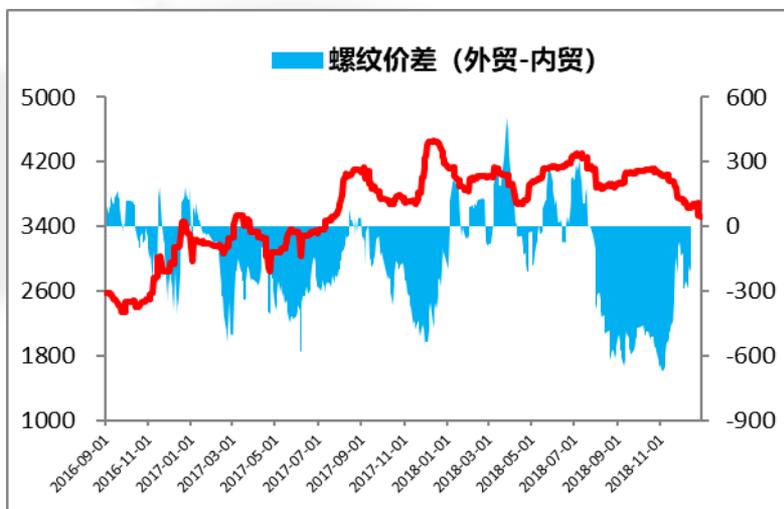
资料来源: mysteel、民生证券研究院

资料来源: mysteel、民生证券研究院

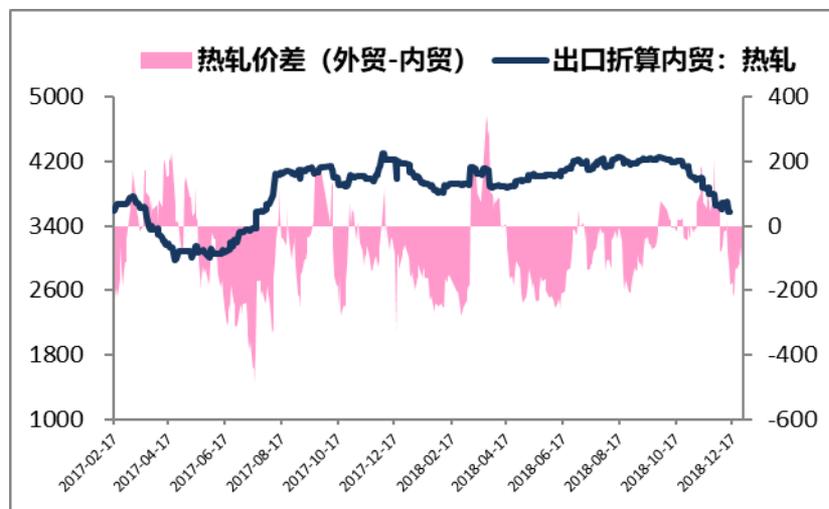
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

7. 预计2018净出口约6000万吨，2019年净出口量回升至6500万吨

2019年出口增速有望回落，但钢材直接出口随着国内钢价的回调，外贸与内贸的价差逐渐缩小，近几年在国内钢价低迷时，出口量均有所增长，我们预计2019年国内钢材出口或有所回升，净出口有望回到6500万吨。



资料来源：mysteel、民生证券研究院



资料来源：mysteel、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明



目录



不平凡的2018



2019年供需相对平稳



未来需求仍有亮点



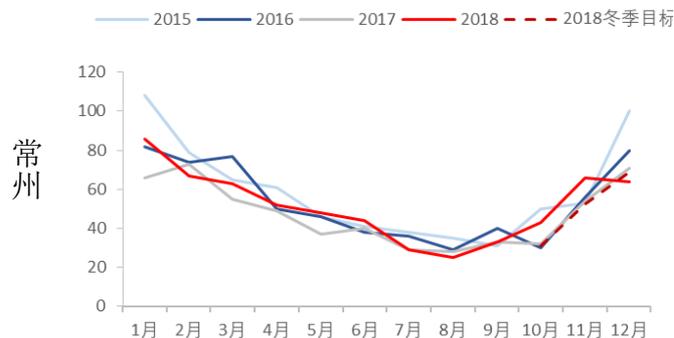
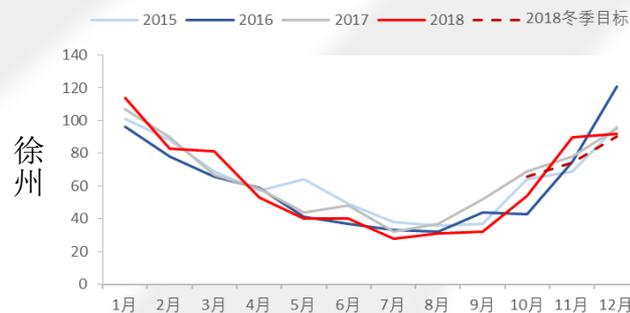
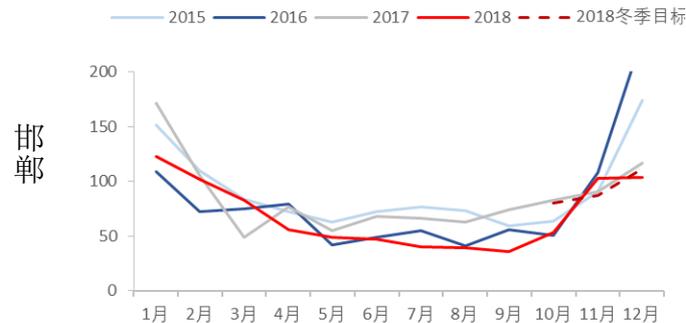
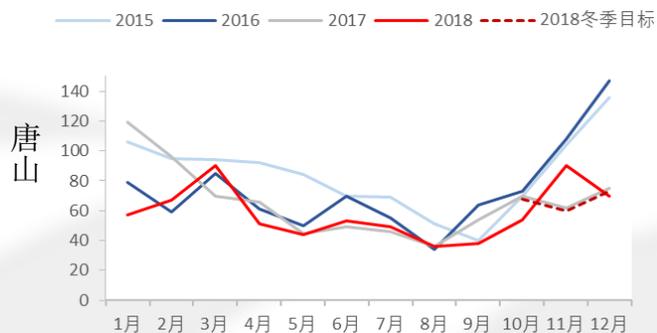
春华秋实 行业如何演变



投资策略

1. 2019年环保政策对供应端扰动将进一步减弱

- 虽然唐山、邯郸12月环保压力较大，但紧急限产政策也使其完成了2018年的环保任务，至此，2018年主要地区的环保任务基本完成（下图为2018年各地PM2.5目标及实际值）。



资料来源：真气网、民生证券研究院，数据截至12月24日

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

2. 2019年环保政策对供应端扰动将进一步减弱

- 至2018年底，河北地区钢铁企业超低排放改造大多已经完成，其他各地也都在紧张改造的进程中，随着超低排放设施的投产，我们预计2019年环保压力将进一步降低，考虑到检修节奏，环保会钢铁供给端的影响越来越小，环保限产对行业利润的营业也将减小。

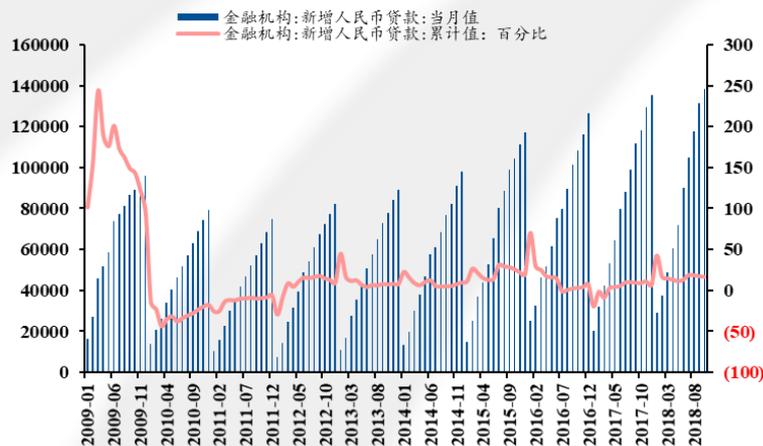
生产工序或设施	污染物项目	2012排放限值	超低排放限值	污染物排放监控位置
烧结机机头、球团焙烧设备	颗粒物	50	10	车间或生产设施排气筒
	二氧化硫	200	35	
	氮氧化物（以NO ₂ 计）	300	50	
	氟化物（以F计）	4	3	
	二噁英类 (ng-TEQ/m ³)	0.5	0.5	
烧结机机尾、带式焙烧机机尾、其他生产设备	颗粒物	30	10	

资料来源：民生证券研究院整理

1. 中央经济工作会议定调稳需求

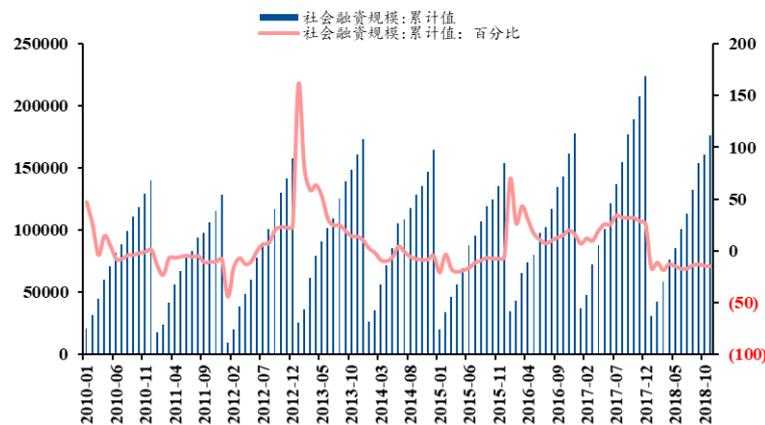
- 国办印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，于2018下半年开始实施；“实施更大规模的减税、更加明显的降费”。
- 强化逆周期调节，实施“坚持积极的财政政策和稳健的货币政策”，稳定总需求。大幅度增加专项债规模；稳健的货币政策松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制。从会议内容上看，基建有望回暖，减税降费有利于制造业回暖，利好黑色产业链。

新增人民币贷款增速维持平稳



资料来源: wind、民生证券研究院

全社会融资总量增速有所放缓,但已有所改善



资料来源: wind、民生证券研究院

- 基建政策从2018下半年发力，10月31日国办101号文明确了基建投放的方向、融资来源、运行主体及模式。

融资来源	总结	主要内容
地方财政	化解风险，严禁违法违规融资担保、变相举债	地方政府建设投资应当量力而行， 加大财政约束力度 ，在建设项目可行性研究阶段充分论证资金筹措方案。严格项目建设条件审核，区分轻重缓急，科学有序推进。严禁违法违规融资担保行为，严禁以政府投资基金、PPP、政府购买服务等名义变相举债。
专项债	加快项目进度，可先调度后归垫	允许有条件的地方在专项债券发行完成前，对预算已安排的专项债券资金项目通过 先行调度库款 的办法，加快项目建设进度，债券发行后及时归垫。加大财政性资金支持力度，盘活各级财政存量资金， 利用以往年度财政结余资金 ，保障项目建设。
融资平台公司	维稳防风险	金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求， 不得盲目抽贷、压贷或停贷 ，防范存量隐性债务资金链断裂风险。
民间投资	国家融资担保， 鼓励民企参与	尽快在交通、油气、电信等领域推介一批投资回报机制明确、商业潜力大的项目。积极发挥 国家融资担保基金 作用，支持省级再担保公司开展业务，推动符合条件的民营企业参与补短板重大项目。
PPP	鼓励采用，撬动民间投资	鼓励地方依法合规采用PPP等方式，撬动社会资本特别是 民间投资 投入补短板重大项目。
信贷	加大商业银行、开发性金融机构政策性银行信贷投放力度，	在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对资本金到位、运作规范的必要在建项目和补短板重大项目的信贷投放力度，支持 开发性金融机构、政策性银行 结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。

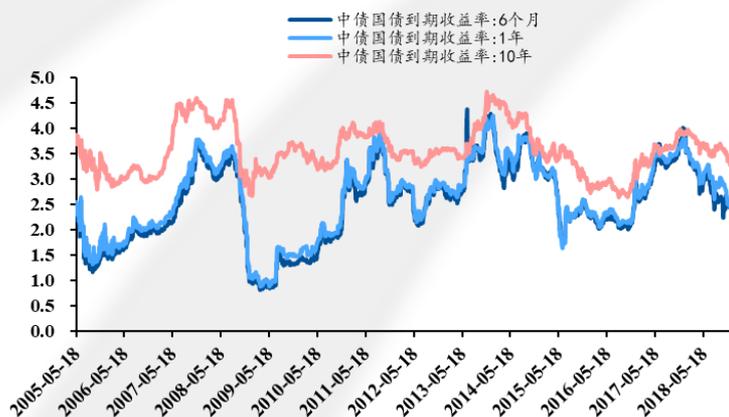
资料来源：民生证券研究院整理

2. 预计2019年建材需求韧性较强

2.1 利率下行，基建回暖，建筑业维持高景气

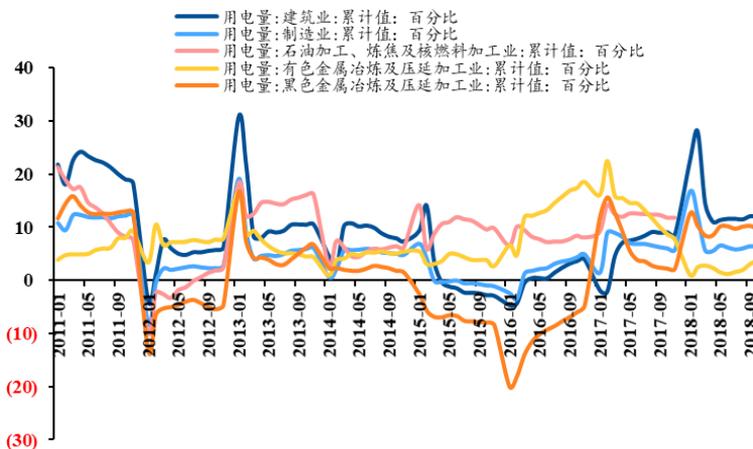
□ 经济下行压力较大，2019年GDP增速或回落，但利率下行，对钢材价格或有支撑，基建回暖，建筑业维持高景气（12月建筑业商务活动指数62.6%，新订单指数56.5%），是确定性利好。

国债利率下行



资料来源：wind、民生证券研究院

各行业用电量增速平稳，建筑业维持较高景气度



资料来源：wind、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

2.2 基建增速触底回升

□ 10月基建投资（不含电力）增速3.7%，提升0.4个百分点，11月维持增速，但10月之后属基建投资淡季，16年和17年基建增速下降趋势分别自10月和11月起，今年全年基建低增的背景下，11月累计增速仍旧尚未开始下降，亦是增强了基建复苏的逻辑。

基础设施建设投资增速拆分 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

基础设施建设投资增速 (全口径)



资料来源: wind, 民生证券研究院

基础设施建设投资增速 (不含电力)



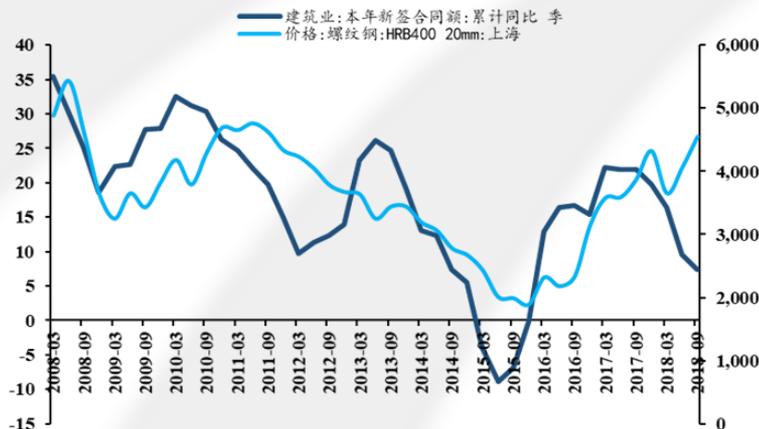
资料来源: wind, 民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

2.3 建筑订单回升，PPP落地率提高

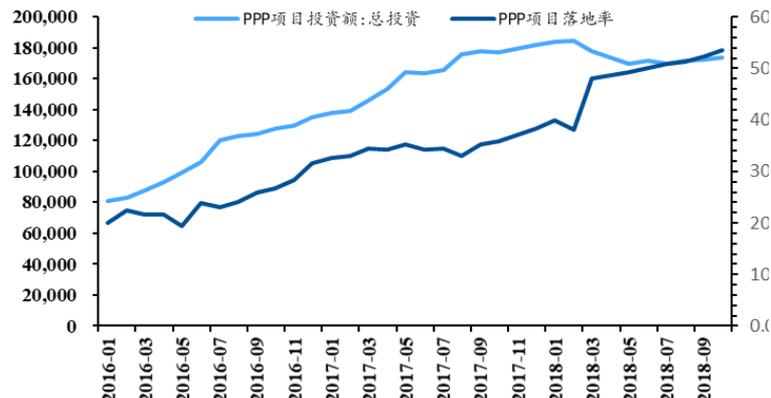
- 2018年前三季度，八大建筑央企合计新签合同额**5.17万亿**，同比增速**4.19%**。中国建筑11月累计新签合同额2.08万亿，同比上升6.3%，11月单月基建同比上升9.62%，较10月提升67.22个百分点，基建业务改善明显。
- **PPP落地率上升，将带动民间资本发展，增量可期。**PPP落地率上升，项目质量提升，整体风险下降，有助于PPP良性发展。9月15日前后，财政部向各省财政部门发出了《关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）》，意见指出，规范的PPP项目不属于地方政府隐性债务，在中央严控地方债务，化解隐性债务风险的背景下，意见稿为地方政府发展PPP解决了后顾之忧，同时PPP模式可撬动民间资本，在财政宽松有限的情况下，将再次成为基建投资增量主力，PPP有望持续稳步推进。

建筑业订单将企稳回升



资料来源：wind、民生证券研究院

PPP落地率上升，总投资企稳



资料来源：wind、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

2.4 统计制度转变影响较大，财务支出法预计2019年基建投资增速约6.1%

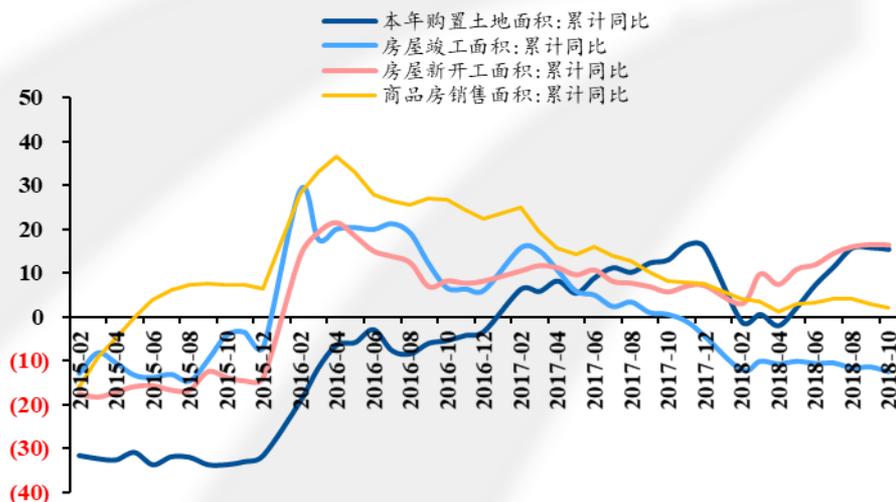
□ 由于2018年基建投资统计口径逐步由形象进度法向财务支出法改变，有助于剔除虚报或者重复计算的“水分”，相比原来统计制度，未来固定资产投资规模将会收缩，民生研究院固收团队使用财务支出法还原了前几年的投资数据，发现2017年前使用财务支出法估算的基建投资数据占统计局公布的实际数据约57%左右，并认为2019年的基建投资增速约为6.1%。

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2019E(YOY)
城投平台带息债务	34540.78	33654.19	33459.66	33542.20	33804.85	0.8%
信托	-1400.00	999.00	4401.00	-4756.32	-4064.65	14.5%
融资租赁	7440.00	5340.00	4380.00	2489.94	2660.46	6.8%
建筑业务带息债务	3787.25	5015.00	1537.86	13020.81	8364.16	-35.8%
一般财政支出	21601.89	23085.66	24989.25	25545.86	27579.67	8.0%
政府性基金	15668.43	17344.98	22459.00	24494.36	31714.19	29.5%
财务支出法下基建投资	81638.35	85439.74	91226.78	94336.85	100058.67	6.1%
形象进度法下基建投资	131265.37	152011.68	173085.26			
财务支出法基建/形象进度法基建	62%	56%	53%			

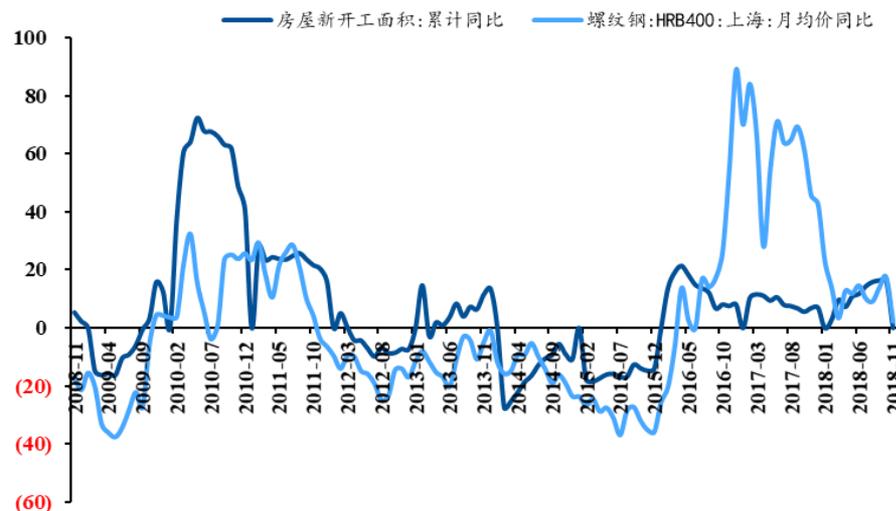
资料来源：民生证券研究院整理

3. 2019地产政策或有松动，预计投资开工虽边际走弱，但韧性犹在。

- 本轮房地产周期拉长，利率下行，房企开发高周转，房地产韧性较强，对钢材需求支撑较强。
- 2018年1-11月，全国房屋新开工面积为18.9亿平方米，同比增长16.8%，增幅较1-10月扩大0.5个百分点。房屋新开工11月单月环比增幅扩大显著超预期，我们预计房屋新开工增速前高后低，2019年新开工或维持低增速，全年同比2018年或持平。



资料来源：wind、民生证券研究院

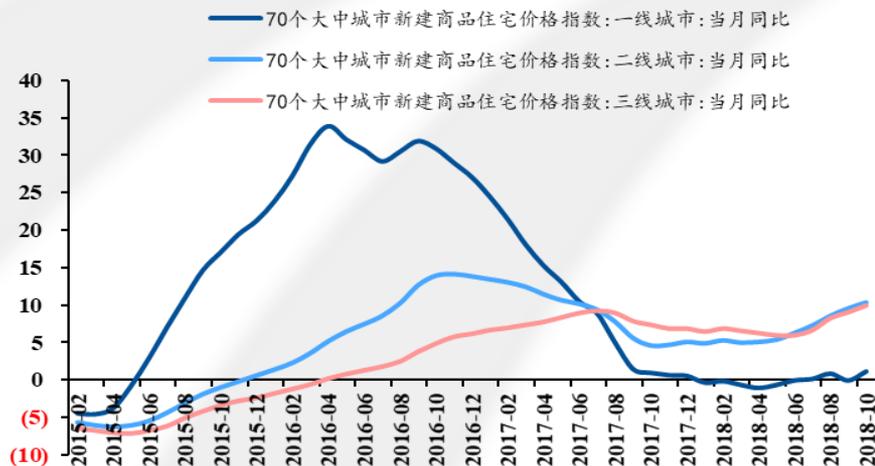


资料来源：wind、民生证券研究院

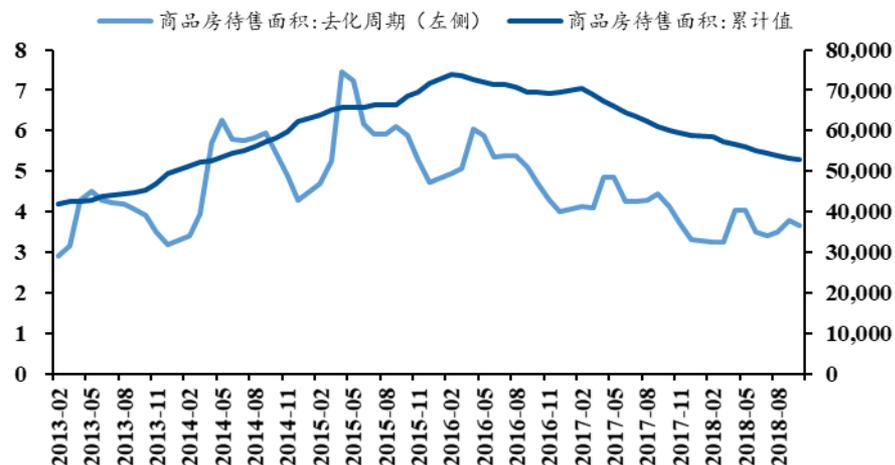
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

3.1 2018年销售、拿地转弱，但全国商品房库存处于低位。

- 2018年1-11月，全国商品房销售面积为148604万平方米，同比增长1.4%，增幅较1-10月收窄0.8个百分点；销售额为129508亿元，同比增长12.1%，增幅较1-10月收窄0.4个百分点。
- 2018年1-11月，商品房待售面积52627万平方米。同比增速-11.7%。从去化周期看，18年10月末商品房待售面积去化周期为3.67个月，仍处于低位。
- 2018年1-11月，房地产开发企业土地购置面积25326万平方米，同比增长14.3%，增速比1-10月份回落1个百分点；土地成交价款13746亿元，增长20.2%，增速回落0.4个百分点。



资料来源: wind、民生证券研究院

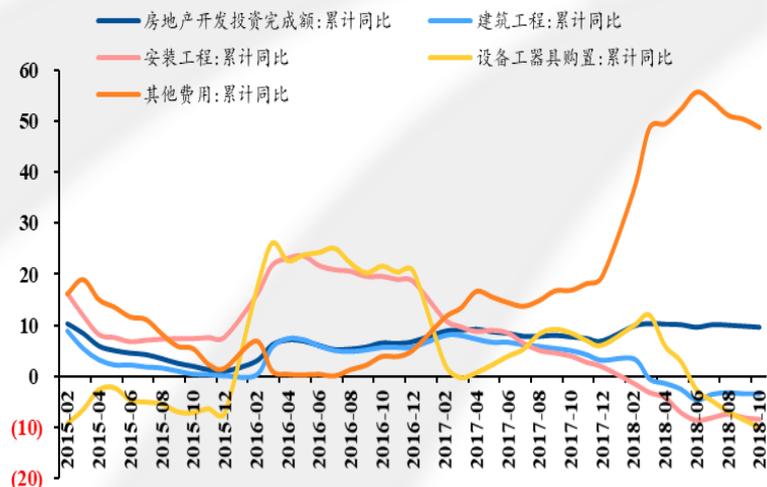


资料来源: wind、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

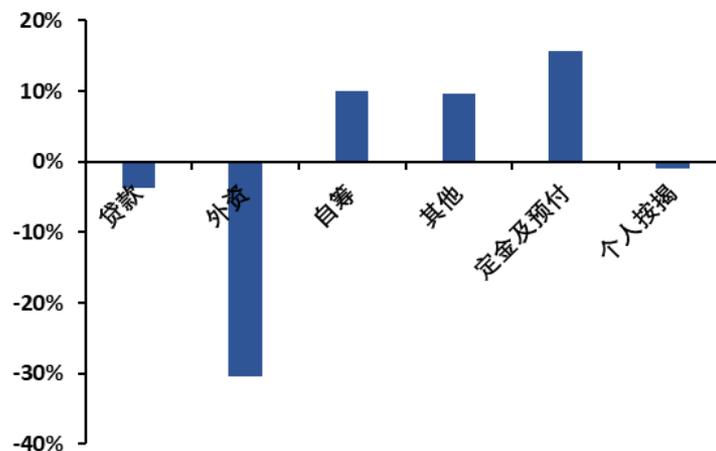
3.2 房地产投资仍维持高位，2019年或回落至5%左右。

- 2018年1-11月，全国房地产开发投资额较稳定，同比增长9.7%，增速与1-10月持平。
- 2018年1-11月，房地产开发企业到位资金为15.0万亿元，同比增长7.6%，增幅较1-10月收窄0.1个百分点。房企融资环境依然偏紧，到位资金同比增幅继续小幅收窄，国内贷款同比仍下降，但降幅显著收窄，自筹资金增速继续放缓，房企资金不断承压下，推盘积极性仍较高，定金及预付款资金增速保持较高水平。



资料来源: wind、民生证券研究院

2018年1-11月资金来源同比增速



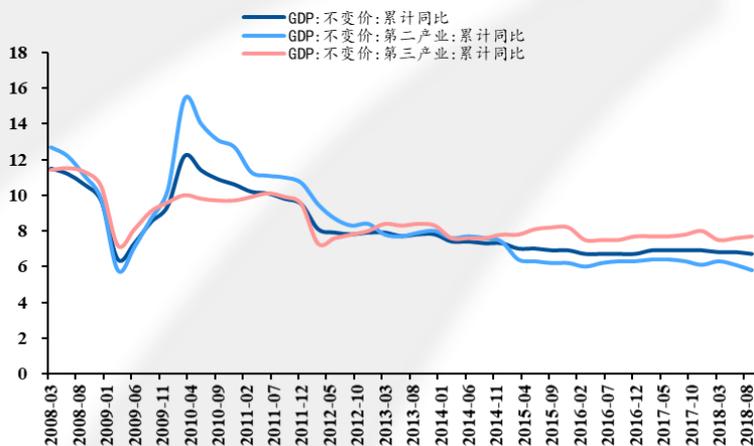
资料来源: wind、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

4. 板材消费预期较弱，但或有政策扰动

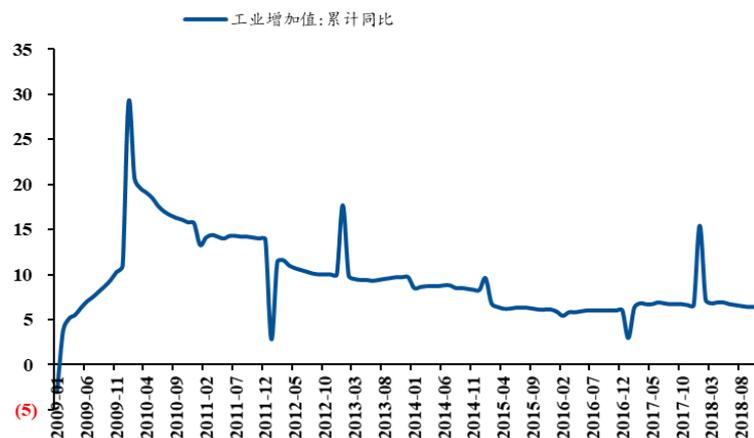
国内第三产业增速回升，经济结构持续调整，工业增加值有所回落，制造业国内政策边际好转，但贸易摩擦仍然压制其发展，汽车销量边际走弱，但考虑到2018年基数降低，2019年汽车产销量在没有政策影响的情况下，增速或降低5%，家电增速也将回落，总体看来，板材消费预期较弱，但或有政策扰动，关注后期政策动向。

第三产业增速回升，经济结构持续调整



资料来源: wind、民生证券研究院

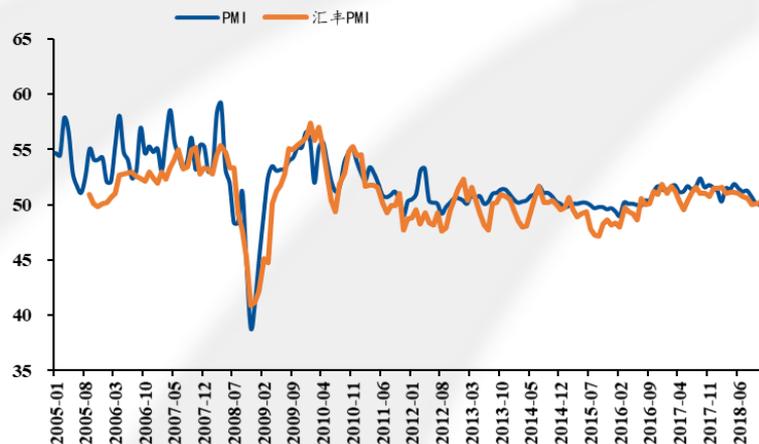
工业增加值增速有所回落



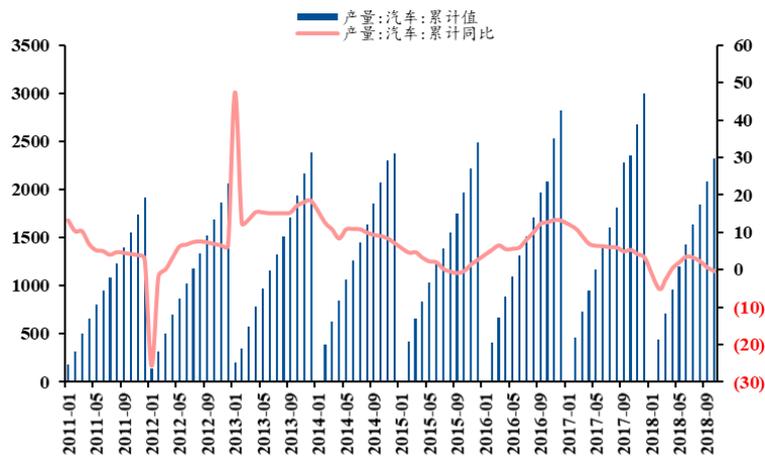
资料来源: wind、民生证券研究院

4.1 制造业低迷，预计2019年汽车增速或仍将下滑

- 统计局公布中国12月官方制造业PMI为49.4，低于荣枯线临界点，为2018年内最低，新订单指数仅为49.7%，表明需求侧依然较弱，经济下行压力较大；
- 由于汽车购置税优惠政策取消，加之前期需求透支，2018年7月以来，汽车产销量连续四个月负增长。1-11月，汽车产销分别完成2532.5万辆和2542万辆，产销量比上年同期分别下降2.6%和1.7%，产销量增速继续回落，预计2019年汽车产量下降5%。



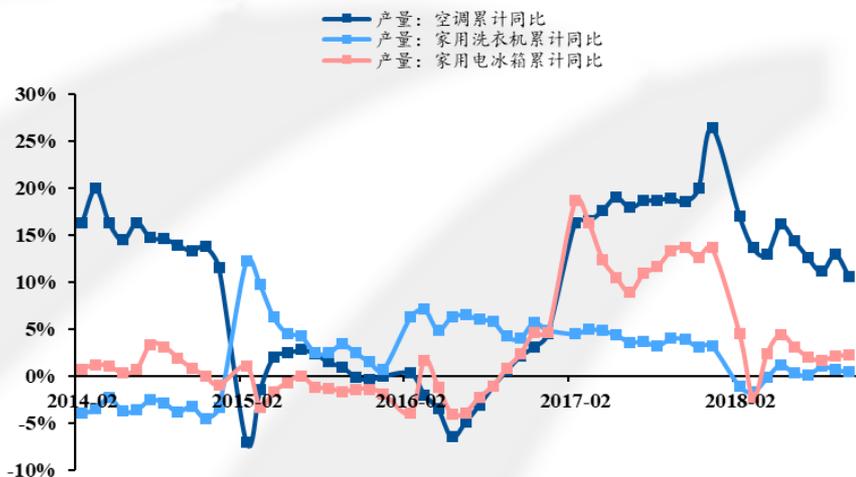
资料来源：wind、民生证券研究院



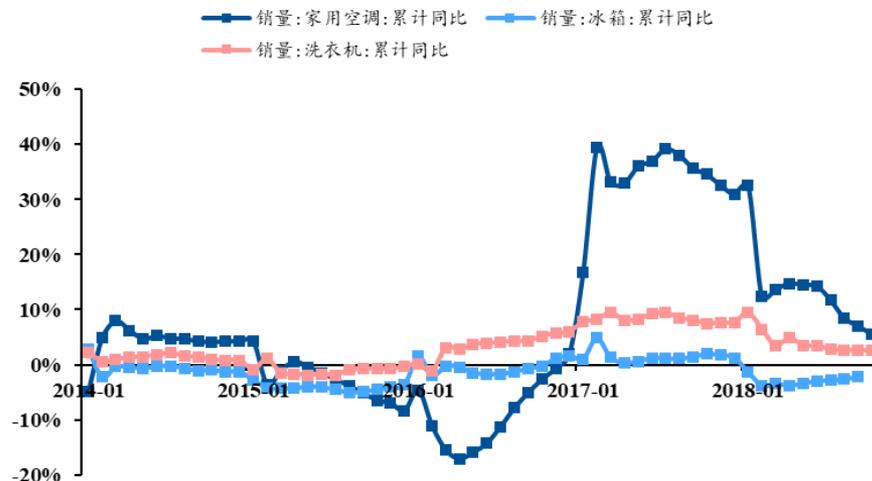
资料来源：wind、民生证券研究院

4.2 预计2019年家电增速下滑

□ 2018年1-11月，空调累计产量为18703.1万台，同比增长10.3%；洗衣机累计产量为6446.2万台，同比下降0.3%；彩电累计产量为18294.8万台，同比增长14.9%；冰箱累计产量为7419.0万台，同比增长2.9%。受经济下行影响，未来增速放缓。



资料来源: wind、民生证券研究院



资料来源: wind、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

5. 预计2019年粗钢产量略增，全年粗钢产量约9.3亿吨

□ 纵观下游各行业，基建企稳，地产虽转弱但仍有韧性，汽车、家电、集装箱下滑但影响粗钢总量有限，机械、造船持平，钢结构快速发展，我们预计2019年粗钢国内消费与2018年持平，但出口企稳回升，全年粗钢产量约9.3亿吨。

粗钢平衡表

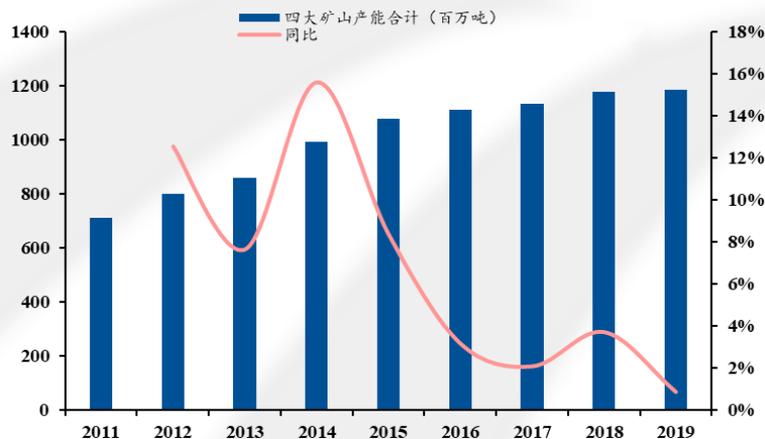
项目	2017年	2017还原	耗钢增速	2018E	耗钢增速	2019E
建筑	41300	45300	9%	49377	1%	49639
(房地产)		24408.16	13%	27581	-3%	26754
(基建)		20891.84	4%	21796	5%	22886
机械	12400	12400	9%	13516	0%	13516
汽车	6400	6400	-3%	6208	-5%	5898
造船	1520	1520	10%	1672	1%	1689
家电	1340	1340	2%	1367	-8%	1257
集装箱	880	880	5%	924	-10%	832
管道	1200	1200	25%	1500	5%	1575
其他	11632	11632	3%	12036	2%	12277
Δ库存	0	0		100		200
表观消费	76672	80672	7.5%	86700		86883
净出口	6500	6500		6000		6500
产量	83172	87172	6%	92700	1%	93383
地条钢	4000			0		0

资料来源：民生证券研究院整理

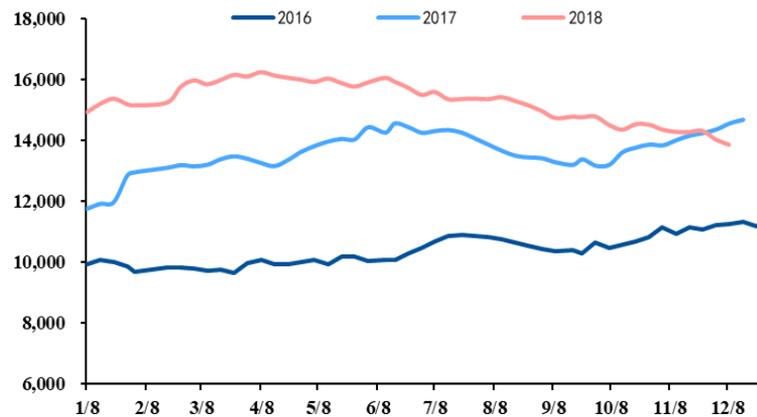
钢价回撤，国内逐渐进入废钢循环周期，铁矿或在55~85美金范围内震荡。

□ 虽然四大矿山产能释放周期已进尾声，2019年新增产能继续减少，增速不足1%，近期铁矿石库存虽回到1.4亿吨水平，但仍在高位。随着国内进入废钢循环周期，钢厂利润回撤，钢厂或偏好适度转向中低品位铁矿石，高低品位铁矿石价差收敛。

铁矿石港口库存量处于高位（万吨）



资料来源：mysteel、民生证券研究院

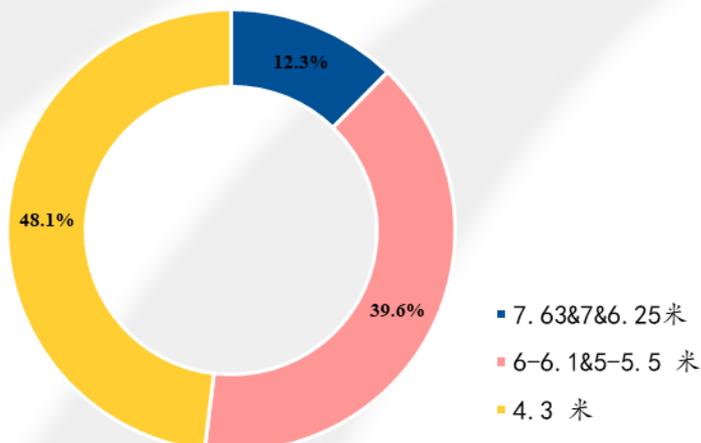


资料来源：mysteel、民生证券研究院

1. 2019年焦炭去产能工作仍将继续，焦炭价格虽受制于钢材价格，但降幅有限

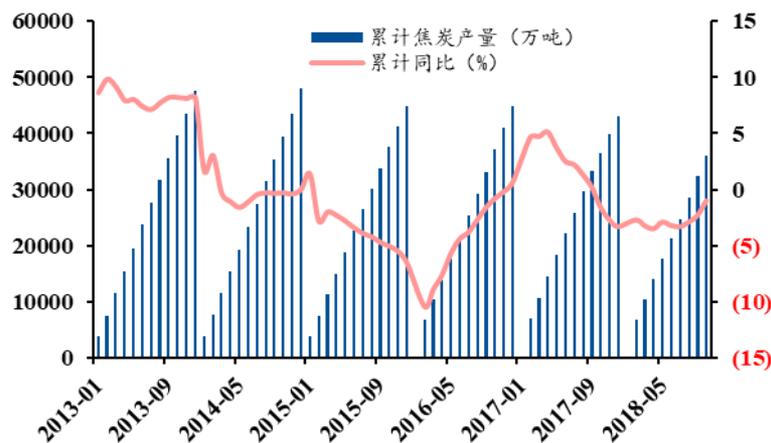
□ 2018年1-10月，焦炭产量3.6亿吨，同比增速-1%。2019年焦炭行业将继续18年去产能基调。淘汰4.3米焦炉。2016年4月中焦协发布的《焦化行业“十三五”发展规划纲要》要求焦化准入产能提高到70%以上，即4.3米及以下焦炉占比小于30%，但目前4.3米焦炉仍高于这一比例。焦炭产能6.6亿吨计算，将4.3米焦炉占比降至30%，2020年将有6600万吨产量被淘汰。同时，政策支持焦化产能置换，2019年预计将有约1000万吨新建产能释放。

产能占比



资料来源：mysteel、民生证券研究院

焦炭产量下降



资料来源：mysteel、民生证券研究院

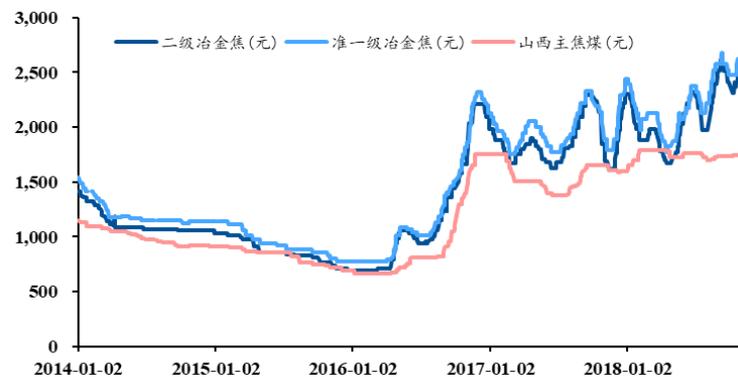
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

2. 以钢定焦，推动产能退出

- 2018年7月《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出重点区域加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争2020年炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右。山东、河南、山西焦化产能退出较多，退出产能共2624万吨。

	生铁	焦化产能	以钢定焦	差额
河北	30633	9007	12253	3246
天津	1991	120	796	676
山东	8639	5585	3456	-2129
河南	3768	2770	1507	-1263
山西4市	2577	4185	1031	-3154
合计	47608	21667	19043	-2624

资料来源：mysteel、民生证券研究院



资料来源：wind、民生证券研究院



目录



不平凡的2018



2019年供需相对平稳



未来需求仍有亮点



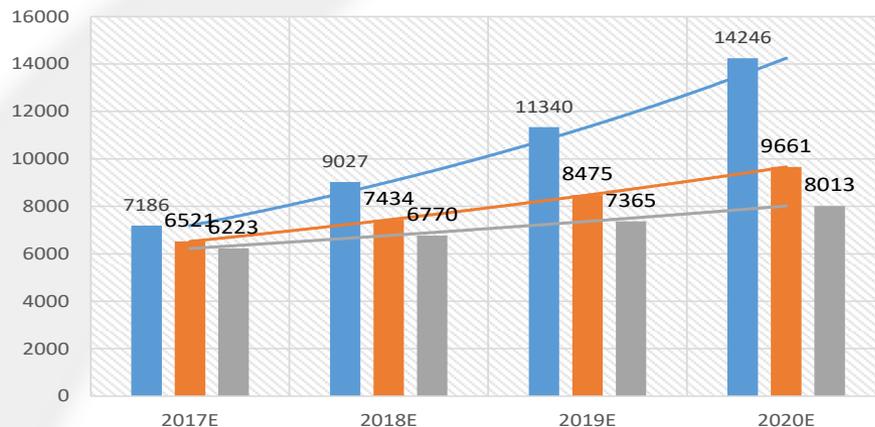
春华秋实 行业如何演变



投资策略

3.1 不容忽视的材料升级，钢结构每年贡献1000-2000万吨需求增量

- 提质增效，离不开建筑材料的升级，钢结构建筑绿色环保、可循环使用，优于混凝土建筑，我国或进入钢结构的快速发展期。从钢结构用钢量/钢铁产量来看，钢结构进入成熟期后，约占钢产量的20%~30%，工业发达国家如美国、日本、英国、澳洲，该比值都在30%以上，钢结构建筑面积占总建筑面积约40%以上。据“钢结构十三五规划”和“《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》”“装配式建筑十三五行动方案”等文件，按中性/乐观装配比例对钢结构行业需求空间进行测算，预计2018-2020年，我国钢结构年复合增速约14%/24%。钢结构的较快发展能带来约1000~2000万吨/年的粗钢需求增量，增速约1.2%~2.4%。



资料来源：民生证券研究院整理

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

- 根据粗钢产量及建筑钢结构用钢量比例的不同组合情形，我们分别按乐观（8亿吨/25%）、中性（7.75亿吨/17.5%）和悲观（7.5亿吨/15%）三种情况进行测算；用2013-2016年建筑用钢占粗钢产量比的散点拟合，预测2020年建筑用钢量为5.7/5.52/5.34亿吨，从而计算得到钢结构建筑用钢量为1.42/0.97/0.8亿吨。分情形计算2016-2020年钢结构建筑用钢复合增速，最终计算出三种情形下18/19/20年钢结构建筑用钢量。

表 20：三种情形下三种材料需求测算

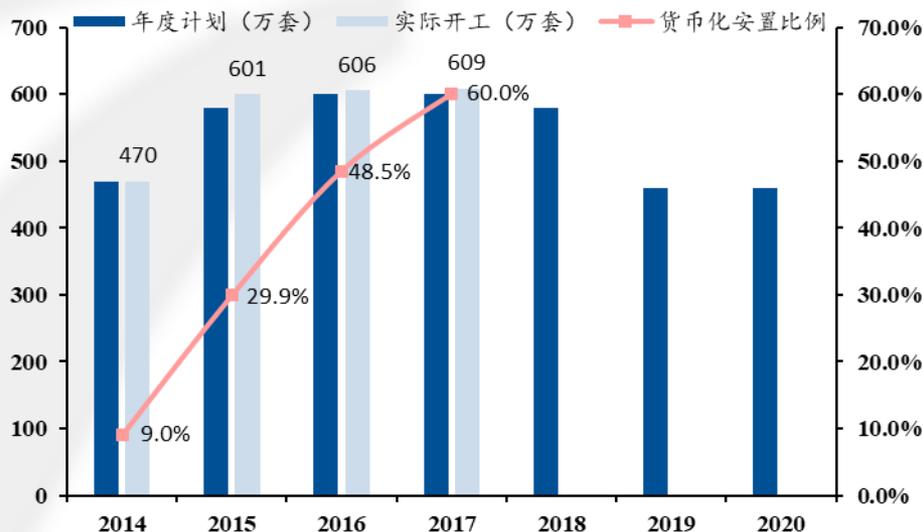
		2017	2018E	2019E	2020E
乐观	板材	4383.46	5506.47	6917.4	8690.06
	型钢	1509.06	1895.67	2381.4	2991.66
	钢管	1006.04	1263.78	1587.6	1994.44
中性	板材	3977.81	4534.74	5169.75	5892.95
	型钢	1369.41	1561.14	1779.75	2028.72
	钢管	912.94	1040.76	1186.5	1352.479625
悲观	板材	3796.03	4129.7	4492.65	4888.16
	型钢	1306.83	1421.7	1546.65	1682.81
	钢管	871.22	947.8	1031.1	1121.87

资料来源：民生证券研究院整理

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

3.2 棚改由消化存量向新开工转变，若维持2018年规模，每月将新增新开工约2578万平

- 虽然货币化预期减少，但是棚改总量或将维持2018年规模，在低库存下推进棚改，将由消化存量转向新开工，对建筑材料的需求形成一定支撑。
- 我们假设2019年棚改580万套，套均100m²，工期按9个月计算（考虑到季节性以及环保对施工节奏的影响），假设2018货币化安置占比55%，2019货币化安置约15%，对2019月度房屋新开工面积的贡献为 $580 \times 100 \times 40\% = 23200$ 万m²，月均贡献2578万m²，按2018年2-10月均18750万m²，棚改形成的新开工贡献为 $2578/18750 \approx 14\%$ 。



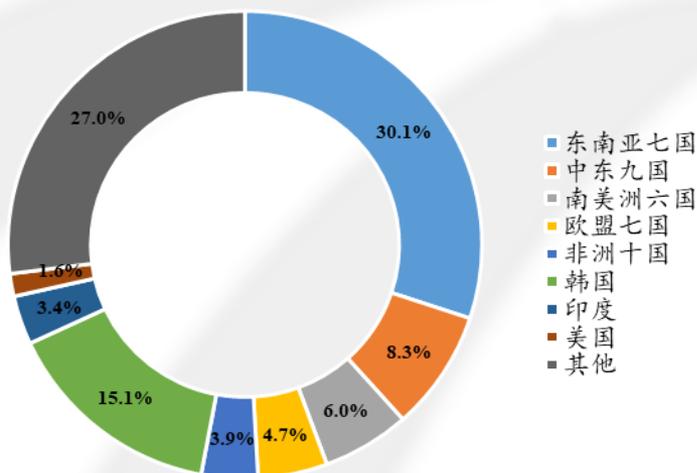
资料来源：住建部、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

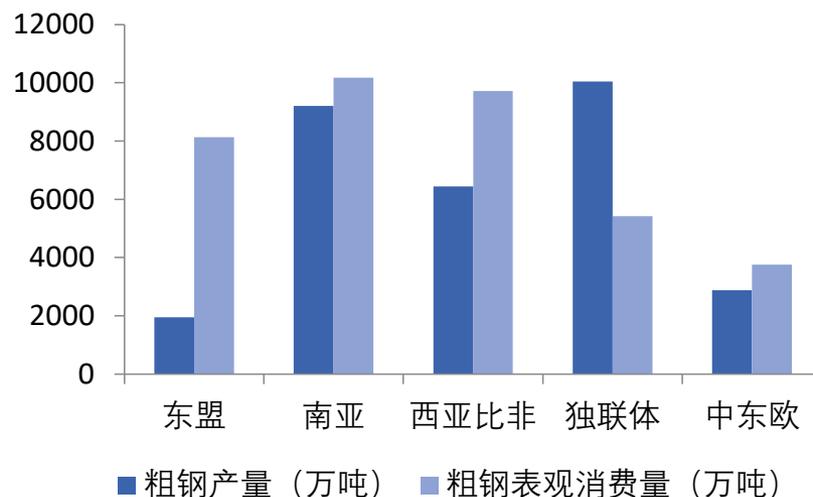
3.3 一带一路带来的设备和钢材直接出口亦是需求支撑

3.3.1 “一带一路”带来钢材直接出口的增加

- 我国钢材出口以东南亚、中东为主。2014-2017年，出口东南亚占比最高，2017年我国出口东南亚七国钢材量2688万吨，占比30%。据兰格钢铁数据，2016年，我国向一带一路国家出口总计6379万吨（同比+2.7%），出口一带一路外的国家和地区总计4464万吨（同比-11%），一带一路国家占中国出口总量的比重由2015年的55%提升到59%。2017年，我国对南美洲、非洲钢材出口均不高于出口总量的8.5%，但2018年初以来，对这些地区部分国家出口明显增长。

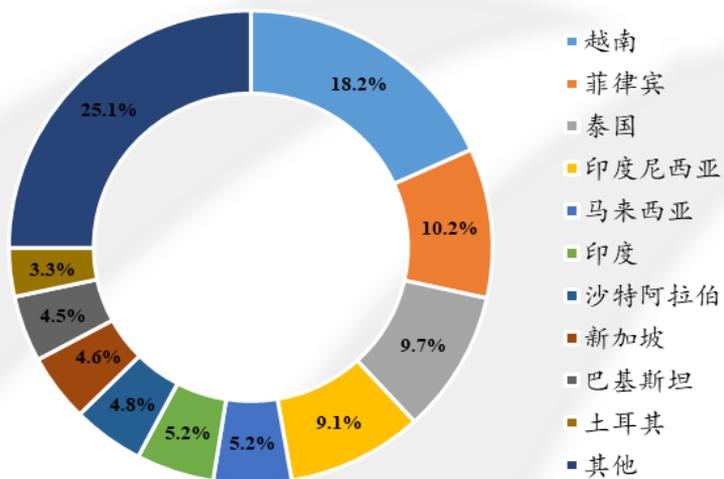


资料来源：wind、民生证券研究院



资料来源：wind、民生证券研究院

- “一带一路”沿线国家，2017年钢铁消费量突破3.7亿吨，印度、东南亚一些国家甚至出现接近10%的用钢增长，南美地区2017年也首次出现用钢增加；而其中的钢材净出口国只有10个，其它国家均在一定程度上依赖钢铁进口，超过20个国家不具备任何钢铁冶炼能力。
- 2016年，我国向下述10国出口钢材4793万吨，占“一带一路”64国出口量的75%。按2017年数据，挑选13个具有钢材消费潜力的国家如表所示。



资料来源：wind、民生证券研究院

序号	地区	国家	净进口量(万吨)	表观需求量(万吨)	人均消费量(千克)
1	东南亚	泰国	1263.3	1649.5	238.9
2	东南亚	越南	1218.8	2163.7	226.5
3	东南亚	印尼	898.9	1359.3	51.5
4	东南亚	菲律宾	727.1	981.9	93.6
5	东南亚	马来西亚	601.3	944.3	298.6
6	西亚北非	阿联酋	508.7	793.1	843.7
7	中东欧	波兰	446.2	1416.4	371.1
8	西亚北非	沙特	347.2	1183.4	359.3
9	东南亚	新加坡	216.9	278.7	488.2
10	南亚	巴基斯坦	166.1	846.5	43
11	中东	土耳其	-53.2	3605.5	446.5
12	西亚北非	伊朗	-436.2	1995.7	245.9
13	南亚	印度	-745.3	8868	66.2
总额			5159.8	29211.7	3773

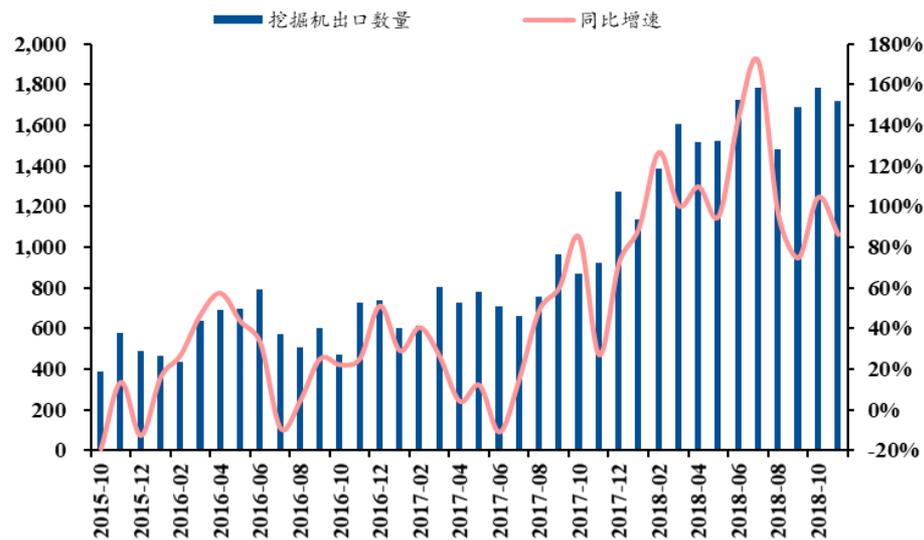
资料来源：wind、民生证券研究院

3.3.2 “一带一路”带来钢材间接出口的增加

- 2018年1-10月，中国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同3143份，完成营业额653.3亿美元，占同期总额的53.7%，同比增长13.6%。
- EPC总包模式带动中国设备出口，虽然出口数据边际走弱，但是机电产品的出口累计增速仍维持在15%左右，工程机械海外出口同样保持100%左右的较强增速，设备出口的较高增长对国内钢材需求会形成一定支撑。



资料来源：wind、民生证券研究院



资料来源：wind、民生证券研究院

- 虽然海外钢铁工业也在发展，越南、马来西亚、印尼陆续投产1000+万吨产能，但是海外工程施工力量不足，进度较慢，例如印尼建设一座百万吨级别钢厂，从建设到投产约5-6年时间，建设过程中是对钢材的消耗，建成投产才会变成新增产能，因此，未来2年海外钢铁工业的发展暂不会对我国出口钢材造成明显影响，反而对需求形成支撑。



资料来源：中国联合钢铁网、民生证券研究院



目录



不平凡的2018



2019年供需相对平稳



未来需求仍有亮点



春华秋实 行业如何演变



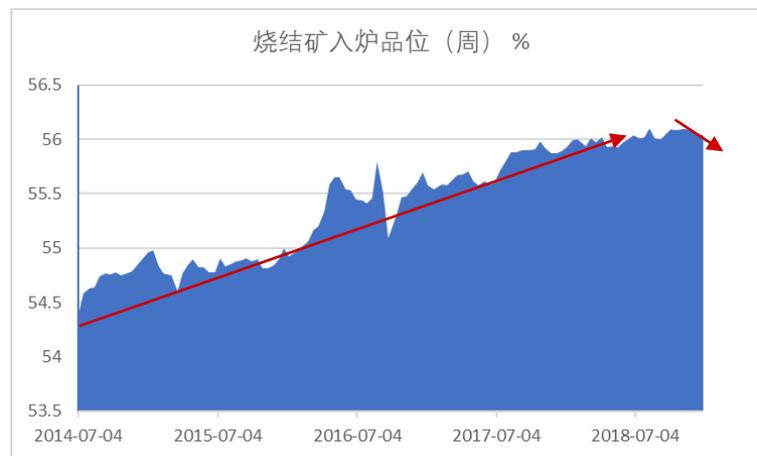
投资策略

4.1 回归本源，产业政策仍是行业估值的锚

□ 本轮周期，对于钢铁行业来说最大的不同在于并无大量的产能投放，产业政策坚定，“严禁新增产能”，弱化了行业的周期属性。当然本轮供给侧改革缺口也迅速弥补，但这部分产量是来自系统内部的贡献，比如长流程废钢添加比例增加10%，2018年新增废钢消耗有望达到5000万吨，入炉品位追求到极致，从2014年至今，铁品位提高了1.5%左右，静态看，对铁水产量贡献约4.5%，当然还有检修以及停复产的动态影响，不可否认的是，炼铁系统本身拥有这样的能力。随着冶炼利润回撤，当前高品偏好已经出现拐点。



资料来源：mysteel、民生证券研究院



资料来源：mysteel、民生证券研究院

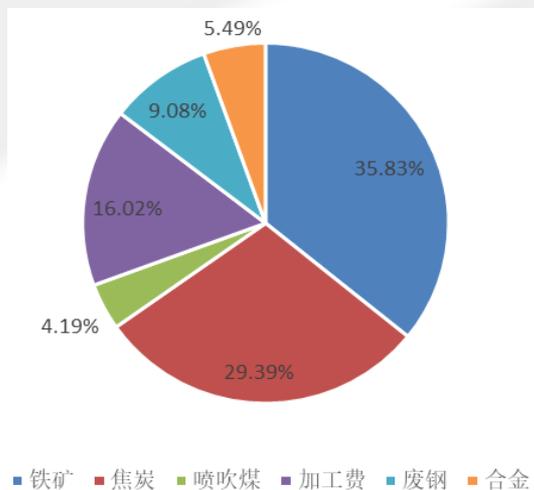
4.2 供改使行业定价模式发生变化，2015行业惨状大概率不会再现

- 2015年上海螺纹钢HRB400最低价1690元，出现这种情况固然有需求弱化的原因，但是地条钢对市场的影响也是巨大的，2015年“地条钢定价阶段”，长流程和电炉钢厂亏损严重；供给侧改革以及2016-2017年彻底清除地条钢，行业又回到了“低环保成本钢厂定价阶段”，这时环保投入少，环保成本低的企业主导着市场价格；随着我们国家对环保的重视，2017年起，环保设施薄弱的钢厂，纷纷上马钢铁环保设施，包括脱硫、脱硝，无组织排放整治等，全行业的环保成本缩小，行业的成本差异主要体现在原材料、合金以及效率等方面，民营企业在这几方面更有优势，“民营钢厂定价模式”将会持续。
- 从下游行业的发展来看，基建向上、房地产政策边际放松建材需求较稳，制造业受制于贸易摩擦，但是内部环境在逐步改善，需求断崖的概率较小，在供改和环保治理后，行业定价模式改变，行业几乎不会再回2015年。



4.3 行业盈利虽极值回归，但仍可观，预计2019年螺纹毛利500-800元，热卷毛利200-500元

- 2017-2018年钢铁行业出现了罕见的持续高盈利，背后主要有几点原因：a、供给侧改革，淘汰约1.5亿吨落后产能；b、环保限产，限制产能3000-4000万吨；c、铁矿石高位回落。
- 铁矿石对行业盈利的影响不容忽视，2011年螺纹均价4500元，矿石均价170美金；2012年螺纹均价3870元，矿石均价130美金，而2018年螺纹均价约4100元，矿石均价70美金，单矿石一项可给粗钢成本降低650-1100元/t，根据我们利润模型测算得到的2018年螺纹毛利均值为877元，因此，本次钢铁行业盈利的最大贡献是铁矿石。当然盈利首先看供需，我们预计2019年建材需求相对稳定，政策红利消失后，铁矿石红利仍将存在，预计2019螺纹中枢毛利仍在500元以上，热卷略弱，但也有200元以上毛利。



资料来源：民生证券研究院整理

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

铁矿普氏指数



资料来源：mysteel、民生证券研究院

4.4 预计未来利润将向区域位置好，成本优势明显的企业集中

- 我们把上市公司分为7个区域，计算了上市钢企成本价格优势（收入-成本+折旧，表中毛利率指标），2017/2018H1均值分别为10.92%/19.37%，当2019价格下降时，劣势企业有亏损风险。
- 结合净利率指标，方大特钢、三钢、沙钢、韶钢及华菱优势突出。

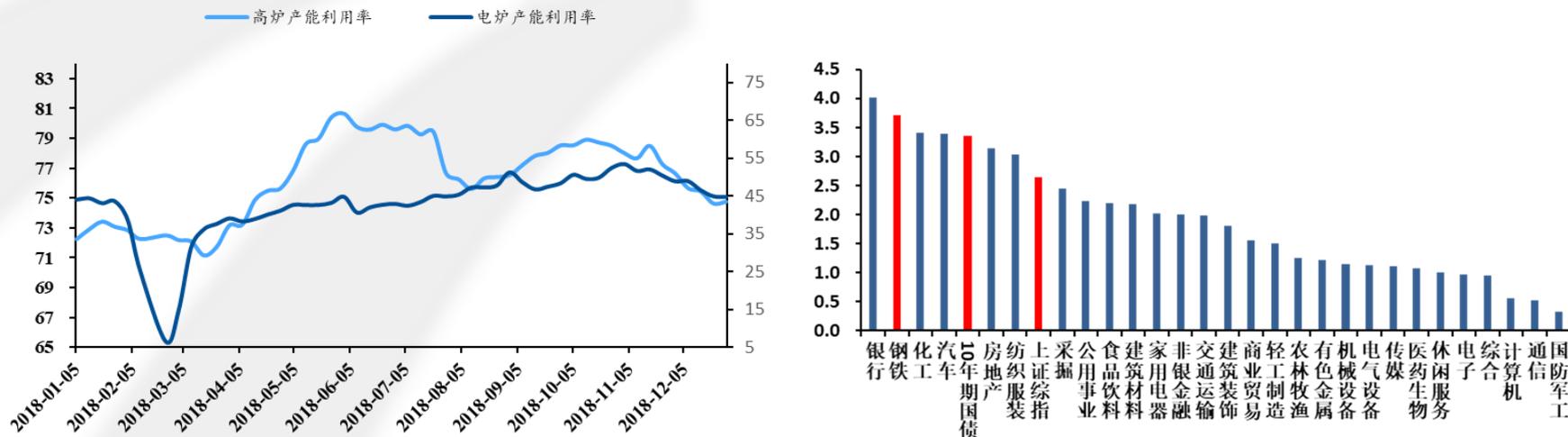
公司名称	17毛利率	17净利率	18H1毛利率	18H1净利率	公司名称	17毛利率	17净利率	18H1毛利率	18H1净利率
方大特钢	25.15	18.29	33.53	19.81	鞍钢股份	10.06	6.66	19.82	7.89
三钢闽光	19.29	17.76	28.38	20.32	凌钢股份	15.50	6.71	17.31	7.87
久立特材	23.71	4.54	27.59	5.80	本钢板B	12.97	3.97	16.04	4.25
常宝股份	13.39	4.59	26.99	7.06	本钢板材	12.97	3.97	16.04	4.25
沙钢股份	12.68	11.41	26.09	16.70	*ST抚钢	17.02	-26.84	11.65	-28.33
南钢股份	10.67	9.04	25.11	11.68	首钢股份	16.40	5.16	23.17	5.78
武进不锈	15.59	8.75	22.41	9.03	太钢不锈	19.44	6.44	21.64	9.08
宝钢股份	43.76	7.06	19.55	9.18	包钢股份	8.33	3.82	19.96	4.50
杭钢股份	9.75	6.50	18.16	9.25	河钢股份	10.03	1.95	19.76	2.72
马钢股份	9.42	6.93	17.79	8.99	新兴铸管	22.00	2.58	16.60	4.82
永兴特钢	11.32	8.72	16.99	9.05	华菱钢铁	11.40	6.92	19.96	9.85
新钢股份	1.87	6.28	15.65	8.97	安阳钢铁	12.02	5.94	18.01	8.32
金洲管道	4.87	4.29	14.13	4.61	大冶特钢	-3.56	3.86	14.81	4.00
山东钢铁	20.07	4.09	12.52	6.23	韶钢松山	-0.94	9.66	23.15	13.51
西宁特钢	-6.61	1.01	21.93	0.94	柳钢股份	2.61	6.37	15.04	9.53
八一钢铁	34.24	6.97	16.03	5.49	重庆钢铁	-63.30	2.42	18.99	10.50
酒钢宏兴	8.39	0.84	4.33	1.33					

资料来源：民生证券研究院整理

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

4.5 供应弹性增强，行业集中度提高，低估值、高分红是行业演变的方向

- 根据钢联数据，2018年预计电炉粗钢产量约1亿吨，2016年以来地条钢缺口被补足，低成本地条钢被清除，短流程炼钢得到发展，但目前来看，短流程粗钢成本高于长流程约400元，成本较高的短流程企业，在钢价回调中容易先受影响而减产甚至停产，由于电炉产量较大，短时间内容易形成供需逆转，供应弹性因电炉钢的发展而变的更大。在2018年3月及11月两次压力测试中，均以电炉停产形成价格触底回升，根据我们模型测算，2018年螺纹的最低毛利为488元。
- 基于我们对行业利润的判断，我们认为近几年行业不会大面积亏损，产业集中度进一步提高，优秀企业在稳定的现金流下，无法进行产能扩张，有望保持较高分红比例，待2019年利空落尽，钢铁板块或展开趋势性估值修复行情。



资料来源：mysteel、民生证券研究院

资料来源：mysteel、民生证券研究院
注：数据截至12月24日

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明



目录



不平凡的2018



2019年供需相对平稳



未来需求仍有亮点



春华秋实 行业如何演变



投资策略

从产品结构、区域、成本、分红四个维度选取优质个股

- 2019年建材需求韧性较强，制造业仍受贸易摩擦影响，因此产品结构上我们建议选取以建材为主的企业，从区域上讲看，本次基建重点投资的方向在于西部和东部、南部区域，我们建议选取财政情况好，补短板力度大的区域；从成本上建议选取成本控制较低的企业，并结合分红的情况综合选择，建议关注：方大特钢、三钢闽光、柳钢股份、韶钢股份以及行业领跑者宝钢股份

公司名称	年度现金分红比例%			近2年均值	期末股息率%			17年现金分红/ 12月24日市值	18预期现金分红 /12月24日市值
	2015	2016	2017		2015	2016	2017		
方大特钢	30.05	50.19	83.55	66.87	0.39	3.72	12.61	14.1%	10.04%
永兴特钢	18.05	18.45	102.37	60.41	0.37	0.44	3.72	8.1%	61.46%
*三钢闽光	0.00	29.65	51.64	40.65	0.00	1.52	7.76	9.4%	17.19%
柳钢股份	0.00	39.14	48.42	43.78	0.00	0.63	6.27	7.4%	16.39%
宝钢股份	97.55	51.77	52.27	52.02	1.08	3.31	5.21	6.8%	0.15%
太钢不锈	0.00	9.94	29.95	19.95	0.00	0.51	4.90	5.6%	0.99%
鞍钢股份	0.00	30.00	29.95	29.97	0.00	1.33	3.65	4.6%	4.96%
马钢股份	0.00	0.00	30.77	15.39	0.00	0.00	4.00	4.9%	8.22%
新钢股份	69.03	11.08	9.23	10.15	0.53	0.60	1.37	1.7%	4.02%

资料来源：民生证券研究院整理

注：*2019年盈利采用wind一致预测

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

• 分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王介超，高级工程师，一级建造师，咨询师（投资）。冶金及建筑行业工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，主任，项目经理，并参与执行海外一带一路工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年加入民生证券从事钢铁、建筑方向的研究工作。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所能源地产审计从业经历，2017年12月加入民生证券从事钢铁行业研究。

分析师承诺：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。