

**爱建证券有限责任公司**
**研究所**
**分析师：张志鹏**

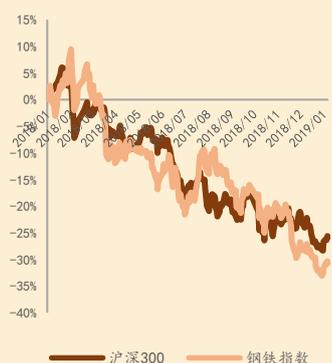
TEL: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

**执业编号：S0820510120010**
**联系人：王梓萌**

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: wangzimeng@ajzq.com

**行业评级：同步大市  
(维持)**


数据来源：Wind，爱建证券研究所

| (%)  | 1 个月  | 6 个月   | 12 个月  |
|------|-------|--------|--------|
| 绝对表现 | -3.37 | -17.24 | -29.62 |
| 相对表现 | 1.74  | -2.99  | -4.31  |

**相关报告：**
**《钢铁行业 2017 年第四季度投资策略》2017-10-13**
**《2018 年钢铁行业策略报告》2017-12-26**
**《钢铁行业 2018 年第二季度投资策略》2018-04-03**
**《钢铁行业 2018 年中期投资策略》2018-07-03**

## 承上启下，供需角色再度回归

### 投资要点：

□2018 年钢铁板块高开低走，春季周期躁动之后，随着外部贸易冲突加剧，国内去杠杆同时经济下行压力增大，尽管行业盈利仍处高位，宏观悲观情绪笼罩，板块估值不断承压。近十年钢价与钢铁板块指数中长期背离仅出现三次，本轮自 2018 年 4 月份以来的背离使总体市场风险偏好和行业风险偏好同时降低的结果。从相对估值的角度，板块依然处于 2017 年以来长期震荡区间，在行业环境发生较大变化之前，我们认为相对估值法仍然适用，行业估值低于 0.65 时具有较高配置价值，而相对估值高于 0.80，则需减配行业配置规避风险。钢铁供给侧改革进入下半场，重心逐渐由“去产能”转向“去杠杆”和提高集中度，鉴于行业负债率仍在 63.5%，2019-2020 年行业盈利水平不会大幅下滑。

□过去三年需求为“盾”，供给为“矛”，在行业需求稳定的情况下供给端大幅收缩带给行业高盈利，2019 年供给端收缩力度大幅减小，产量维持高位，供需矛盾的产生或将回归至需求端。基建存在托底需求，制造业也将在政策面刺激内需背景下企稳筑底，房地产用钢需求将决定钢材全年需求。2018 年房地产高新开工来自于房企补库和高周转策略，从拿地指标来看，在 3 季度末已经大幅下滑，预计最早将在 2019 年 2 季度影响在房地产新开工增速上，对于实际用钢需求的影响最早可能体现在 3 季度，因此钢价或将走出先扬后抑走势。

□由于供需缺口缩小，钢价具有下行压力，盈利水平有所回落，行业投资逻辑已经发生变化。在盈利上升阶段通过对比 ROE、PE/PB 的方式找寻安全边际高的优质个股的策略在盈利回落阶段可能不太奏效，我们认为 2019 年钢铁板块投资从时间、地点、趋势可以分为三条主线。时间上，春季开工或将面临地产需求未弱基建投资重启双重发力，叠加两会可能释放出的流动性和刺激内需的利好，一旦冬储偏低，供需错配更为确定。地点上，可以适当关注过去限产力度较严地区钢企，在环保设备以及落后产能均以达标之后，限产力度一旦放松，盈利增速有望超过行业平均水平。兼并重组是钢铁行业未来几年的发展趋势，有兼并重组做大做强意愿的钢企更容易存活下来。其次，2019 年下半年或将迎来一轮竣工高峰，可以关注竣工时期需求增加的铜、玻璃、铝、PVC 等有色和化工产业。

□投资建议：供给端不再有大幅收缩的机会使行业在后钢铁时代难以长期跑赢大盘，在供需错配和预期修复时期做波段操作更为适宜。行业盈利中枢虽然下移但更为健康的微利状态或将更为持久，基建触底反弹也将对冲房地产下半年可能出现的新开工走弱，整体来看，行业供需保持稳中偏弱的格局，因此维持整个行业“同步大市”的评级。建议投资组合：宝钢股份（600019）、三钢闽光（002110）。

## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1、行情回顾.....                          | 5  |
| 1.1 高开低走 估值承压.....                   | 5  |
| 1.2 行业供给侧改革进入下半场.....                | 8  |
| 2、基建托底，制造业筑底，地产用钢需求决定“钢”需.....       | 11 |
| 2.1 “去杠杆”逐步变为“稳杠杆”，流动性边际放松.....      | 11 |
| 2.2 房地产高新开工率还能持续吗？.....              | 12 |
| 2.3 基建投资扮演经济托底角色，钢需增量确定性最大一环.....    | 15 |
| 2.4 工程机械和船舶需求全年亮眼；汽车仍在寻底家电内部分化.....  | 17 |
| 3、“去产能”、“环保限产”远离舞台中心，供给收缩边际放缓.....   | 20 |
| 3.1 供给收缩力度边际减少.....                  | 20 |
| 3.2 从钢企产量的逻辑，是否应该开始关注限产放松地区钢企了？..... | 21 |
| 4、冬储进程缓慢，库存依旧低位.....                 | 23 |
| 5、盈利中枢下移，成本价格仍看钢价走势.....             | 24 |
| 6、三大投资逻辑.....                        | 26 |
| 7、重点公司.....                          | 27 |
| 7.1 宝钢股份（600019）.....                | 27 |
| 7.2 三钢闽光（002110）.....                | 28 |
| 风险提示:.....                           | 28 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 2018 年钢铁板块与沪深 300 指数走势 .....   | 5  |
| 图表 2: 2018 年主要指数涨跌幅 .....  | 5  |
| 图表 3: 钢铁板块年涨幅列申万 28 个行业第 8 (截止 12 月 21 日) .....  | 5  |
| 图表 4: 近十年钢价与钢铁板块中长期背离仅出现过三次 .....  | 7  |
| 图表 5: 今年钢铁板块与沪深 300 指数走势 .....   | 8  |
| 图表 6: 近年钢铁板块相对沪深 300 相对收益走势 .....  | 8  |
| 图表 7: 板块相对估值仍然在 (0.65, 0.80) 区间 .....  | 8  |
| 图表 8: 国内大中型钢企平均负债率 .....   | 9  |
| 图表 9: 年内 M1、M2 同比增速下降速度较快 .....  | 11 |
| 图表 10: 社融当月同比长期为负值 .....   | 11 |
| 图表 11: 年内三四线城市新开工强势同时一线城市新开工大幅反弹 (%) .....   | 12 |
| 图表 12: 本轮房地产景气周期超过前几轮持续时间 (鉴于统计局新建住宅价格指数 2018 年 1 月<br>后暂停更新, 可参考相关性较高的新建商品住宅价格指数) ..... | 12 |
| 图表 13: 2 月房企库销比降至 44.68, 为近五年新低 .....  | 13 |
| 图表 14: 2017 年 6 月之后土地供应有所增加 .....  | 13 |
| 图表 15: 拿地积极性不断下降 .....   | 14 |
| 图表 16: 成交土地规划面积不断下降 .....  | 14 |
| 图表 17: 房地产实际完成投资表现较好 .....   | 15 |
| 图表 18: 商品房销售面积当月同比降至负值 .....   | 15 |
| 图表 19: 下半年土地购置面积增速放缓 .....   | 15 |
| 图表 20: 竣工面积同比大幅下降 .....  | 15 |
| 图表 21: 基建投资大幅下滑 (%) .....  | 16 |
| 图表 22: PPP 投资和落地率在下半年逐渐增加 .....  | 16 |
| 图表 23: 基建主要资金来源 (亿元) .....   | 16 |
| 图表 24: 挖掘机销量超预期增长 .....  | 17 |
| 图表 25: 推土机销量保持去年高速增长态势 .....   | 17 |
| 图表 26: 压路机销量累积增速略微放缓 .....   | 17 |
| 图表 27: 金属切割机产量高位回落 .....   | 17 |
| 图表 28: 船舶新接订单大幅增加 .....  | 18 |
| 图表 29: 船舶手持订单高于去年 .....  | 18 |
| 图表 30: 汽车产量同比增速大幅下降 (%) .....  | 18 |
| 图表 31: 2018 年乘用车零售销量为近年最低 .....  | 18 |
| 图表 32: 空调产量同比增速放缓 .....  | 19 |
| 图表 33: 冰箱产量 .....  | 19 |
| 图表 34: 洗衣机产量同比增速放缓 .....   | 19 |
| 图表 35: 钢材出口积极性不高 .....   | 19 |
| 图表 36: 生铁产量不断增加 .....  | 20 |
| 图表 37: 粗钢产量持续上升 .....  | 20 |
| 图表 38: 全国高炉开工率全年维持在 65%-72% 之间 .....   | 21 |
| 图表 39: 粗钢日均产量 .....  | 21 |
| 图表 40: 钢材总库存 (万吨) .....  | 23 |
| 图表 41: 螺纹总库存 (万吨) .....  | 23 |

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图表 42: 线材总库存 (万吨) .....    | 24 |
| 图表 43: 热轧总库存 (万吨) .....    | 24 |
| 图表 44: 冷轧总库存 (万吨) .....    | 24 |
| 图表 45: 中厚板总库存 (万吨) .....   | 24 |
| 图表 46: 中钢协会员企业亏损率 .....    | 25 |
| 图表 47: 钢厂模拟利润 (即时成本) ..... | 25 |
| 图表 48: 宝钢股份 P/E Band ..... | 27 |
| 图表 49: 宝钢股份 P/B Band ..... | 27 |
| 图表 50: 三钢闽光 P/E Band ..... | 28 |
| 图表 51: 三钢闽光 P/B Band ..... | 28 |

### 表格目录

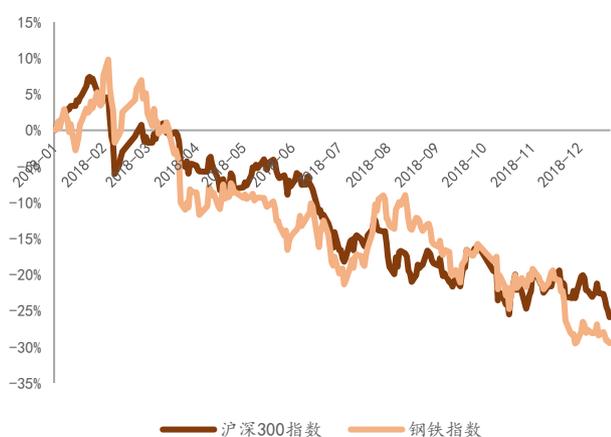
|  |    |
|--|----|
| 表格 1: 2018 年上市钢企盈利同比大幅增加 (纯钢铁生产标的) ..... | 6  |
| 表格 2: 钢铁行业资产负债率 (亿元) .....               | 10 |
| 表格 3: 供给侧改革以来上市钢企负债率大幅下降 (纯钢铁生产标的) ..... | 10 |
| 表格 4: 2018 年上市钢企盈利同比大幅增加 (纯钢铁生产标的) ..... | 22 |
| 表格 5: 钢铁行业资产负债率 (亿元) .....               | 25 |

## 1、行情回顾

### 1.1 高开低走 估值承压

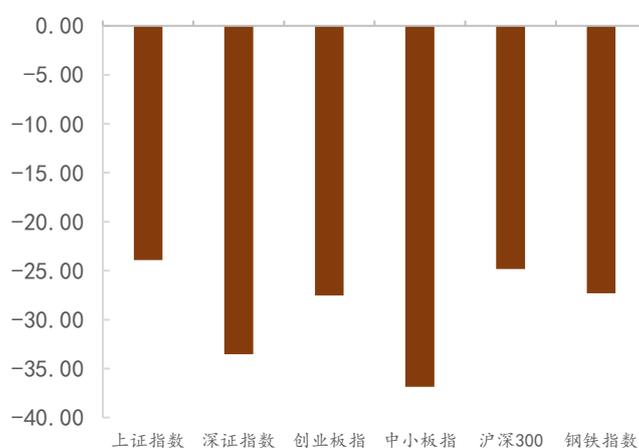
回顾 2018 年，钢铁板块高开低走，春季周期躁动之后，随着外部贸易冲突加剧，国内去杠杆的同时经济下行压力增大，尽管行业盈利仍处历年以来高位，宏观悲观情绪笼罩，板块估值不断承压。整体来看，板块年内跌幅略多于大盘，位列申万 28 个行业第 8（截止 12 月 21 日）。

图表 1：2018 年钢铁板块与沪深 300 指数走势



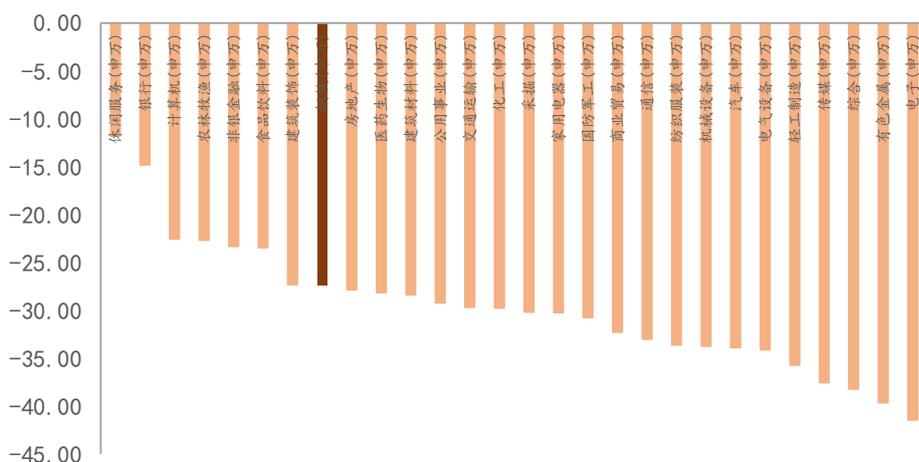
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 2：2018 年主要指数涨跌幅



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 3：钢铁板块年涨幅列申万 28 个行业第 8（截止 12 月 21 日）



数据来源：wind，爱建证券研究所

股价波动离不开盈利和估值，从全行业角度来看，今年钢铁行业盈利仍处高位，而钢铁板块估值不断下降，行业PE已经来到历史底部区域，PB也接近历史底部。

根据我们模拟的钢厂利润，截止12月21日，以螺纹钢为例，全年吨钢平均利润为803元，2017年全年吨钢平均利润为697元，同比上升15.21%。整体来看，行业盈利水平大幅高于去年，上市钢企因拥有产能、渠道、物流、政策以及产业链上下游资源等优势，盈利水平多处于行业内中高位置。今年1-3季度纯生产钢铁的上市钢企盈利合计615.04亿元，已经高于去年全年540.76亿元的行业盈利，简单对行业利润进行年化，预计今年上市钢企盈利达到820.05亿元，较2017年增长51.65%。

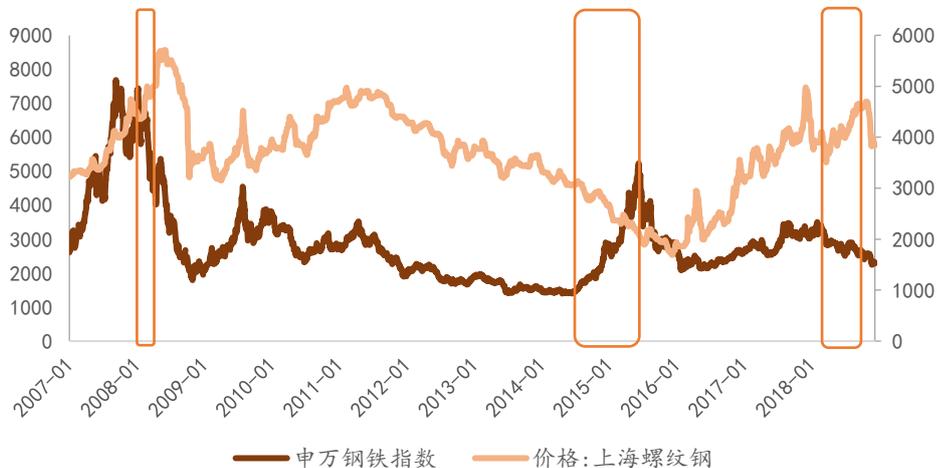
表格 1：2018 年上市钢企盈利同比大幅增加（纯钢铁生产标的）

| 上市钢企 | 市值   | Q1-Q3<br>净利润 | 2018E<br>净利润 | 2017<br>净利润 | YOY     |
|------|------|--------------|--------------|-------------|---------|
| 重庆钢铁 | 176  | 14.35        | 19.13        | -18.7       | 202.76% |
| 酒钢宏兴 | 122  | 10.2         | 13.60        | 5.29        | 157.09% |
| 河钢股份 | 307  | 33.34        | 44.45        | 20.26       | 119.41% |
| 山东钢铁 | 176  | 24.46        | 32.61        | 17.23       | 89.28%  |
| 华菱钢铁 | 191  | 54.97        | 73.29        | 40.94       | 79.03%  |
| 武进不锈 | 24   | 1.39         | 1.85         | 1.04        | 78.21%  |
| 马钢股份 | 258  | 51.77        | 69.03        | 39.69       | 73.91%  |
| 沙钢股份 | 194  | 8.71         | 11.61        | 6.72        | 72.82%  |
| 柳钢股份 | 174  | 32.27        | 43.03        | 26.01       | 65.42%  |
| 包钢股份 | 707  | 22.98        | 30.64        | 18.97       | 61.52%  |
| 南钢股份 | 154  | 33.62        | 44.83        | 30.74       | 45.83%  |
| 三钢闽光 | 219  | 43.39        | 57.85        | 40.48       | 42.92%  |
| 凌钢股份 | 78   | 12.86        | 17.15        | 12.07       | 42.06%  |
| 鞍钢股份 | 367  | 59.27        | 79.03        | 55.86       | 41.47%  |
| 韶钢松山 | 119  | 27.85        | 37.13        | 28.28       | 31.31%  |
| 首钢股份 | 197  | 21.28        | 28.37        | 22.10       | 28.39%  |
| 方大特钢 | 153  | 23           | 30.67        | 23.93       | 28.15%  |
| 安阳钢铁 | 76   | 15.63        | 20.84        | 16.44       | 26.76%  |
| 大冶特钢 | 39   | 3.95         | 5.27         | 4.34        | 21.35%  |
| 新钢股份 | 167  | 38.84        | 51.79        | 42.78       | 21.05%  |
| 杭钢股份 | 150  | 15.54        | 20.72        | 17.29       | 19.84%  |
| 太钢不锈 | 248  | 40.23        | 53.64        | 46.92       | 14.32%  |
| 宝钢股份 | 1474 | 14.96        | 19.95        | 17.99       | 10.88%  |
| 永兴特钢 | 44   | 2.56         | 3.41         | 3.16        | 8.02%   |
| 西宁特钢 | 38   | -5.86        | -7.81        | -6.85       | -14.06% |
| 八一钢铁 | 59   | 5.71         | 7.61         | 11.70       | -34.93% |
| 本钢板材 | 129  | 7.77         | 10.36        | 16.08       | -35.57% |
| 合计   | 6040 | 615.04       | 820.05       | 540.76      | 51.65%  |

数据来源：wind，爱建证券研究所

既然行业盈利没问题，那么股价的下跌就离不开估值的下调，一般来说，估值水平可分为总体的市场风险偏好和行业风险偏好，总体市场风险偏好跟宏观环境、市场流动性相关，行业风险偏好则是与行业自身盈利的持续性和可发展性相关。自 2007 年以来，钢价与钢铁板块走势出现明显的中长期背离仅三次。第一次出现在 2008 年金融危机之后，股市泡沫破灭，现货钢价受基建投资发力大幅上涨。第二次则发生在 2014 年底至 2015 年中，钢铁板块受益于牛市氛围，尽管钢价处于近十年来最低值，钢铁指数依然大幅上升。第三次即今年 4 月之后，钢价受环保限产压缩供给以及地产开工大幅超预期影响逐步走高，而钢铁板块跟随大盘开启下跌模式。综合来看，总体市场风险偏好对行业影响大于钢价对于板块影响，钢价波动更多的起到改变走势斜率的作用。

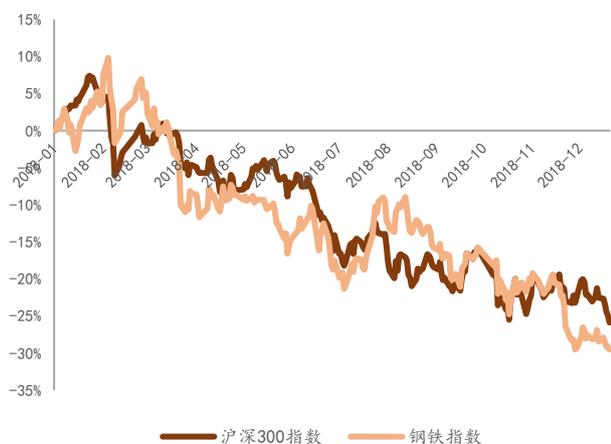
图表 4：近十年钢价与钢铁板块中长期背离仅出现过三次



数据来源：wind，爱建证券研究所

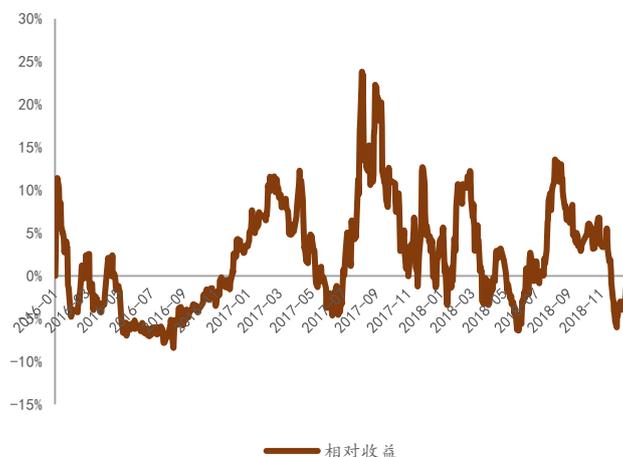
本轮背离是总体市场风险偏好与行业风险偏好同时降低的结果。自 4 月钢价与板块走势背离之后，沪深 300 指数年内下跌了 22.60%，申万钢铁指数下跌了 24.79%，钢铁板块跑输沪深 300 指数 2.19 个百分点。另一方面，自 2016 年国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]6 号)之后，钢铁供给侧结构性改革正式开始，行业盈利恢复正值且创下新高，高盈利持续时间也远超过往。钢铁板块 2017 年长期跑赢大盘，板块相对沪深 300 指数收益长期为正值，2017 年全年涨幅列申万 28 个行业第三，表明去年市场对行业的估值比较乐观。今年随着去产能逐渐进入尾声，产能压缩边际放缓，以及钢铁企业加大环保设备的投入，市场认为明年及之后供给侧改革所带来的供给端红利也将消失殆尽，高盈利水平难以持续，因此板块估值在一定程度上承压。

图表 5：今年钢铁板块与沪深 300 指数走势



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 6：近年钢铁板块相对沪深 300 相对收益走势

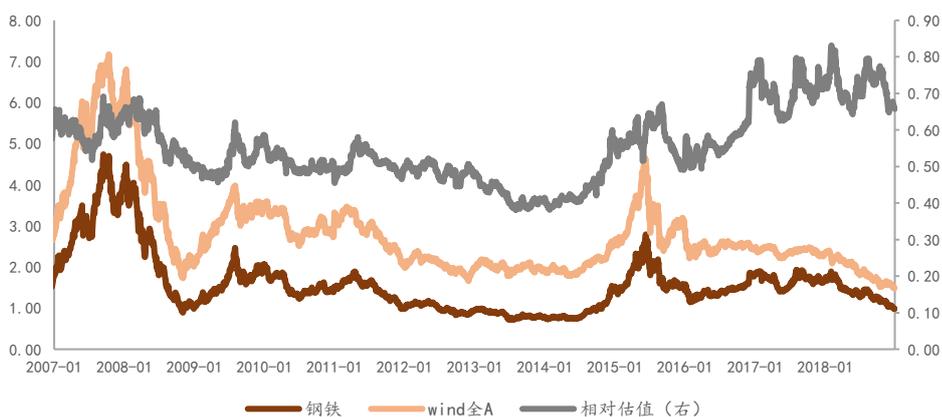


数据来源：wind，爱建证券研究所

尽管绝对估值不断下修，我们在年中策略报告中提出的板块相对估值法依然适用。

自 2017 年起钢铁板块相对估值进入 (0.65, 0.80) 区间，一旦相对估值降至 0.65 以下，我们认为从估值上看，板块已经具有足够安全边际；而一旦相对估值升至 0.80 以上，我们认为从估值上看，对于板块的配置应逐渐降低。

图表 7：板块相对估值仍然在 (0.65, 0.80) 区间



数据来源：wind，爱建证券研究所

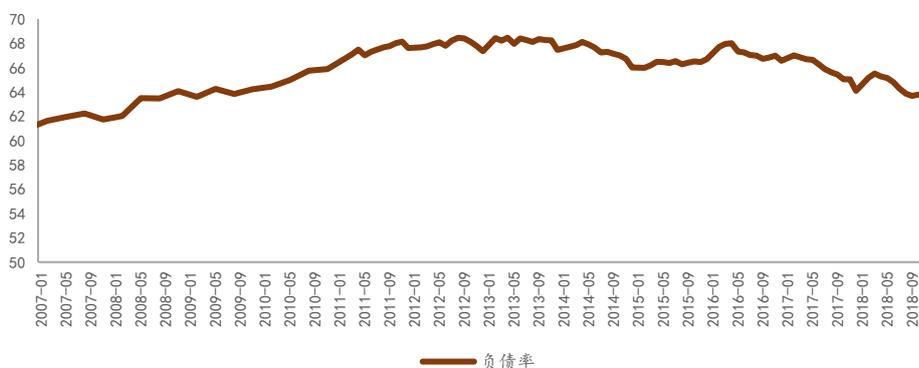
## 1.2 行业供给侧改革进入下半场

2016-2020 年“去产能”任务提前两年完成上限目标之后，我们认为钢铁行业供给侧结构性改革 1.0 已经基本完成，后期“去产能”任务将更多集中在部分地区，

淘汰的产能在量级上对行业影响也比较有限。参考国外成功供给侧改革路径，后续行业改革重心将逐步转移至“去杠杆”以及提高集中度上，进而更好地完成行业的转型升级。

钢铁行业“去杠杆”的继续进行是我们判断行业盈利不会大幅下滑的主要依据之一。根据国家统计局数据，截止 11 月国内大中型钢企负债率降至 63.5%，较去年末下降 0.59 个百分点，较 2016 年初下降 4.22 个百分点。中钢协在行业供给侧改革初便提出改革目标之一即钢铁行业通过供给侧改革在 2020 年左右将行业负债率降至 60%。

图表 8：国内大中型钢企平均负债率



数据来源：国家统计局，爱建证券研究所

以负债率相对较好和具有代表性的大中型钢企的营收来看，2016 年总盈利实现扭亏为盈，负债率下降 0.23 个百分点；2017 年总盈利 1773 亿元，负债率下降 2.48 个百分点；2018 年预计总盈利 3058 亿元，截止 11 月负债率较 2017 年末下降 0.59 个百分点。尽管盈利水平大幅上升，整体来看负债率下降的并不快。首先，钢铁行业作为重资产传统行业，即使在负债率下降最快的 2017 年，1773 亿（税后 1329 亿）盈利仅相当于全部资产的 2.08%，低于负债率下降幅度，因此 2017 年落后产能以及亏损企业也被淘汰掉相当一部分。其次，今年之所以盈利大幅上升而负债下降有限的原因主要是环保政策带来的钢企在环保设备上的投资，从目前对钢企调研的结果来看，大部分钢企在环保设备的投入之后基本达标，之后两年钢企在环保上的必要投入也将大为减少。

如果以当前的行业总资产做测算的话，在 2020 年末负债率降至 60%，行业负债率整体还需下降 3.5 个百分点，即 61054 乘以 3.5%，折算下来 2019 年和 2020 年共计还需要 2137 亿元净利润来偿还负债，即每年还需 1078.5 亿元，考虑到环保因素对于行业的影响，预计 2019 年、2020 年行业盈利水平需接近 2017 年才能完成目标。因此，对于钢铁行业未来两年盈利的下滑不必过于悲观，合适稳定的盈利水平更能使行业发展趋于合理性。

表格 2: 钢铁行业资产负债率 (亿元)

| 全国大中型钢企 | 行业总资产 | 行业总负债 | 行业总盈利 | 负债率    |
|---------|-------|-------|-------|--------|
| 2015.12 | 65547 | 43719 | -645  | 66.70% |
| 2016.12 | 64445 | 42902 | 304   | 66.57% |
| 2017.12 | 63818 | 40902 | 1773  | 64.09% |
| 2018.11 | 61054 | 38766 | 3058  | 63.50% |

数据来源: 国家统计局, 爱建证券研究所

上市钢企中, 根据 2018 年三季度公司财务报表, 依然还有西宁特钢 (87.40%)、八一钢铁 (80.42%)、安阳钢铁 (75.13%)、首钢股份 (72.94%)、酒钢宏兴 (71.81%)、河钢股份 (71.61%)、华菱钢铁 (71.08%)、包钢股份 (64.82%)、柳钢股份 (63.00%) 九家钢企资产负债率高于 60%。

表格 3: 供给侧改革以来上市钢企负债率大幅下降 (纯钢铁生产标的)

| 上市钢企  | 2015    | 2016    | 2017   | 2018Q3 | 降幅     |
|-------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 重庆钢铁  | 89.78%  | 100.29% | 32.82% | 31.33% | 58.45% |
| 酒钢宏兴  | 76.39%  | 75.73%  | 76.05% | 71.81% | 4.58%  |
| 河钢股份  | 74.50%  | 74.93%  | 74.94% | 71.61% | 2.89%  |
| 山东钢铁  | 56.62%  | 58.41%  | 54.70% | 56.57% | 0.05%  |
| 华菱钢铁  | 86.05%  | 86.90%  | 80.54% | 71.08% | 14.97% |
| 武进不锈  | 39.47%  | 16.55%  | 20.97% | 26.15% | 13.32% |
| 马钢股份  | 66.79%  | 66.67%  | 62.27% | 57.02% | 9.77%  |
| 沙钢股份  | 38.11%  | 38.48%  | 36.32% | 30.50% | 7.61%  |
| 柳钢股份  | 80.38%  | 77.73%  | 68.80% | 63.00% | 17.38% |
| 包钢股份  | 67.36%  | 66.46%  | 66.22% | 64.82% | 2.54%  |
| 南钢股份  | 82.61%  | 80.19%  | 58.77% | 54.48% | 28.13% |
| 三钢闽光  | 76.85%  | 41.97%  | 30.09% | 35.35% | 41.50% |
| 凌钢股份  | 66.64%  | 66.09%  | 56.76% | 51.62% | 15.02% |
| 鞍钢股份  | 50.70%  | 48.58%  | 43.52% | 44.12% | 6.58%  |
| 韶钢松山  | 97.86%  | 96.94%  | 79.38% | 64.50% | 33.36% |
| 首钢股份  | 65.45%  | 73.60%  | 72.78% | 72.94% | -7.49% |
| 方大特钢  | 75.63%  | 65.46%  | 39.99% | 51.08% | 24.55% |
| 安阳钢铁  | 83.20%  | 83.93%  | 79.63% | 75.13% | 8.07%  |
| 大冶特钢  | 31.91%  | 36.32%  | 38.77% | 41.61% | -9.70% |
| 新钢股份  | 69.65%  | 68.90%  | 58.21% | 53.06% | 16.59% |
| 杭钢股份  | 34.30%  | 41.34%  | 31.55% | 32.69% | 1.61%  |
| 太钢不锈  | 69.51%  | 68.14%  | 63.30% | 57.70% | 11.81% |
| 宝钢股份  | 47.83%  | 50.96%  | 50.18% | 47.60% | 0.23%  |
| 永兴特钢  | 11.09%  | 11.42%  | 14.85% | 18.63% | -7.54% |
| 西宁特钢  | 92.84%  | 86.73%  | 84.74% | 87.40% | 5.44%  |
| 八一钢铁  | 104.96% | 80.04%  | 82.04% | 80.42% | 24.54% |
| 本钢板材  | 72.02%  | 75.51%  | 76.43% | 67.41% | 4.61%  |
| 平均负债率 | 66.98%  | 64.38%  | 56.84% | 54.80% | 12.18% |

数据来源: wind, 爱建证券研究所

## 2、基建托底，制造业筑底，地产用钢需求决定“钢”需

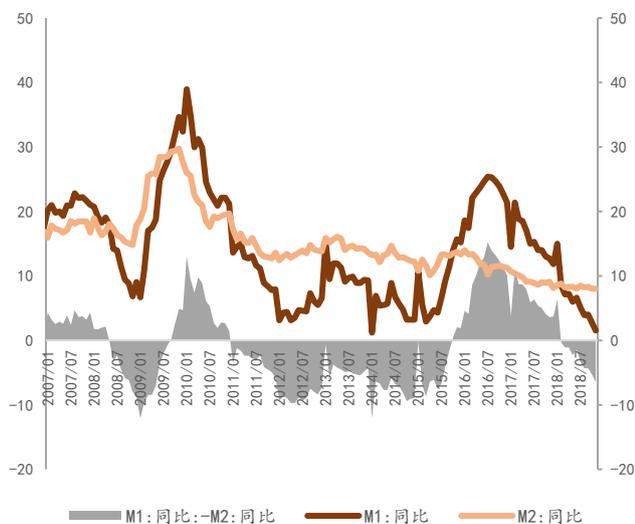
2018年钢材需求端呈现冰火两重天情形，一方面，受经济下行压力、行业发展瓶颈、中美贸易冲突等影响，制造业除大型机械以外均处于下滑态势，基建投资增速也受困于地方政府债务过高和去杠杆而大幅下滑；另一方面，房地产新开工数据全年保持亮眼，用钢需求大超预期，尽管事故频发，房企仍然坚持高周转策略，回款周期较之前大幅缩短。

2019年市场逐渐把目光从供给端重新投回需求端，其实我们一直认为需求才是商品价格的决定性要素，供给端只能起到弹性作用。过去的三年供给侧改革尽管使供给大幅收缩，但需求一直保持韧性同样发挥重要作用。需求为“盾”，2019年用钢需求三大块中，政府需要基建来托底稳定经济，制造业有望受益于减税降费，因此，房地产用钢将是决定2019年整体钢材需求的关键。从节奏上看，节后地产需求和基建需求有齐发力可能，而年中之后房地产用钢有减弱风险。

### 2.1 “去杠杆”逐步变为“稳杠杆”，流动性边际放松

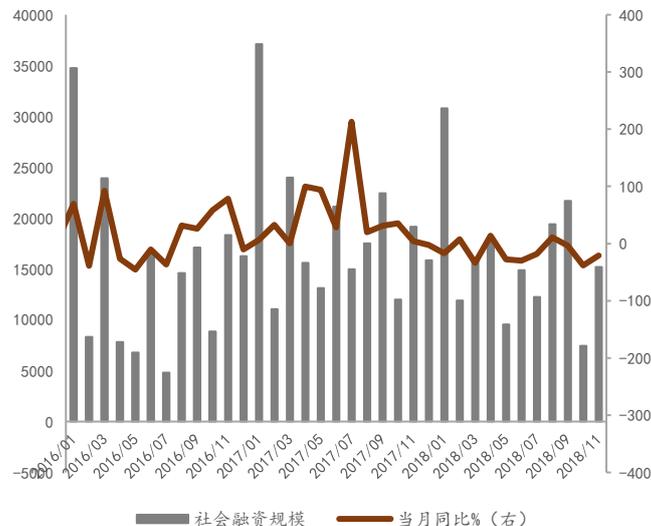
鉴于2017年国内经济表现良好，且国内杠杆率居高不下，监管层开始实施金融去杠杆来规避系统性风险。本轮行政性去杠杆源于2017年初，证监会九道金牌、银监会组织开展“三三四十”等，监管部门开启一场结构性改革。从货币信贷端来看，M1、M2同比增速大幅下降速度较快，11月M1同比增速降至历史最低值，仅1.5%，M2同比增速也从年初8.6%降至8%。社融端，社融当月同比仅2、4、8月为正值，全年大部分时期较去年大幅下滑。金融“去杠杆”导致货币收缩，融资渠道受阻，股市再融资收紧。展望2019年，自央行在2018年发布《2018年一季度中国货币政策执行报告》后，政策端逐步从过去的“去杠杆”变为结构性去杠杆和稳杠杆相结合的方式，流动性有望边际放松。

图表 9：年内 M1、M2 同比增速下降速度较快



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 10：社融当月同比长期为负值



数据来源：wind，爱建证券研究所

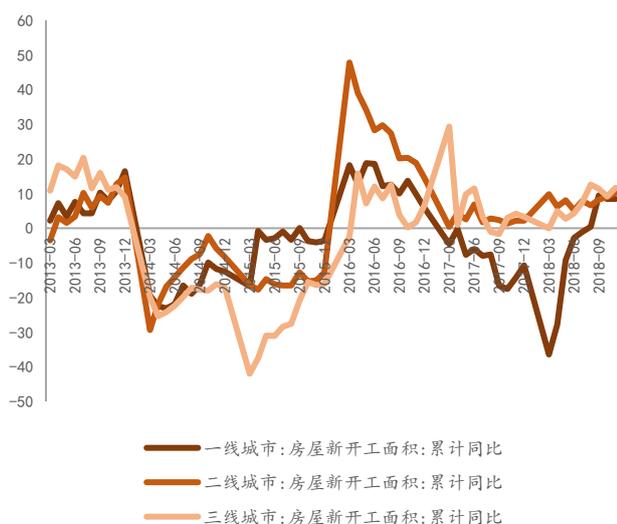
## 2.2 房地产高新开工率还能持续吗？

2018 年房地产新开工大超预期，从数据来看，棚改进程加快（10 月即完成全年计划量，后续棚改依然超额进行）、三四线城市新开工强势的同时一线城市新开工大幅反弹促使本轮房地产景气周期持续时间超过之前几轮景气周期。

三四线城市新开工自 2017 年初触底反弹以来，2018 年全年保持强势，一线城市新开工同比增速也在 2018 年春节后大幅反弹，9 月份之后由负转正。

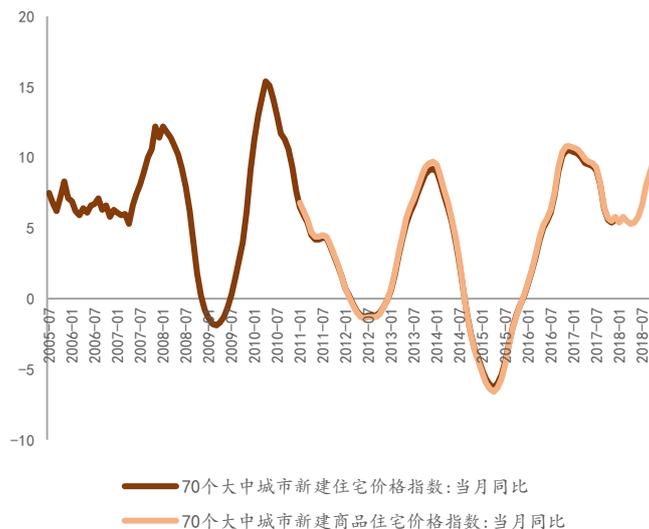
根据统计局发布的房地产主要指标数据商品房销售面积同比、商品房销售同比、新建住宅价格同比、新开工面积同比、开发投资完成额同比等，我国 2006 年后房地产经历三轮完整周期，平均每轮周期持续时间在 3 年左右。以新建住宅价格同比为例，此前三轮周期分别为 2007 年 4 月-2009 年 3 月（24 个月）、2009 年 4 月-2012 年 5 月（38 个月）、2012 年 6 月-2015 年 4 月（35 个月），而本轮周期始于 2015 年 5 月，截止 2018 年 11 月（已持续 43 个月），新建商品住宅价格指数同比增长 10.30%，为近 20 个月以来最高值，下降周期拐点仍未到来。

图表 11：年内三四线城市新开工强势同时一线城市新开工大幅反弹（%）



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 12：本轮房地产景气周期超过前几轮持续时间（鉴于统计局新建住宅价格指数 2018 年 1 月后暂停更新，可参考相关性较高的新建商品住宅价格指数）



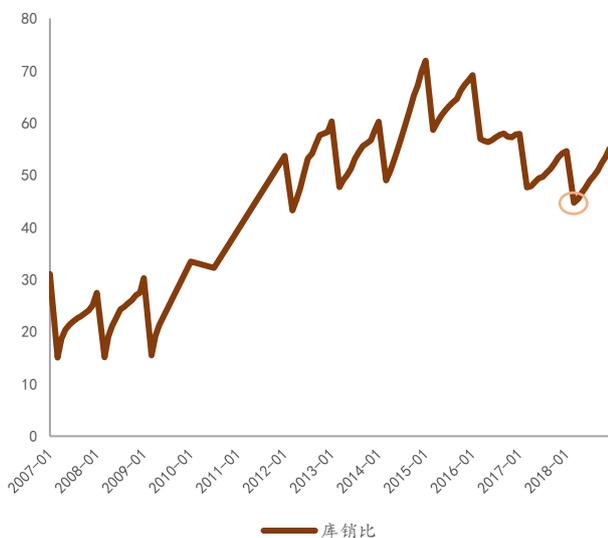
数据来源：国家统计局，爱建证券研究所

深究高新开工率的本因，我们发现与之前两年房地产行业集体去库存和 2018 年以来房企坚持的高周转策略有关。

2015 年中央经济工作会议提出“三去一降一补”，其中去库存指化解房地产行业库存。以待售面积和施工面积之和作为房地产库存（广义房地产库存，狭义房地产库存仅指待售面积，库存问题主要体现在广义库存，2015 年施工面积为待售面积 10 倍），除以最近一年的平均销售面积得出库销比，即当前房地产库存需要多久能全部卖完。在 2014 年 12 月达到 71.9，即国内房地产库存面积理论上需要花近 6 年才能完全卖完。在行业开展去库存之后，截止到 2018 年 2 月，库销比降至 44.68，较 2014 年 12 月峰值下降 37.86%，库存去化极为明显，部分房企逐渐出现无房可卖迹象。随着土地政策在 2017 年放松，房企在 2017 年下半年以

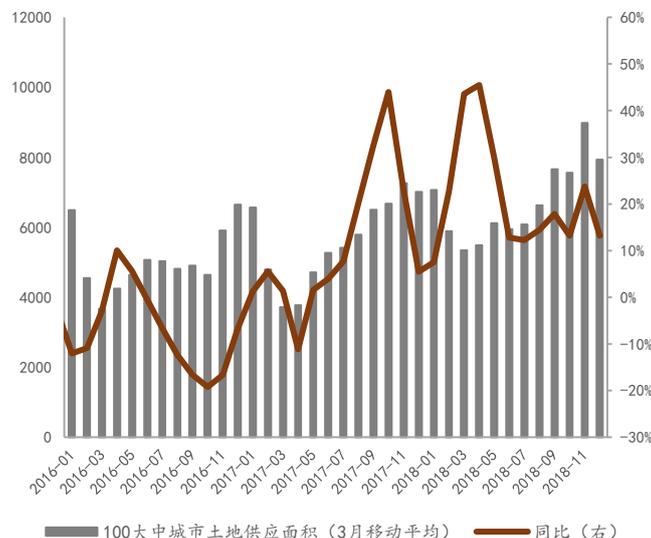
后开始主动补库存。

图表 13: 2 月房企库销比降至 44.68, 为近五年新低



数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 14: 2017 年 6 月之后土地供应有所增加



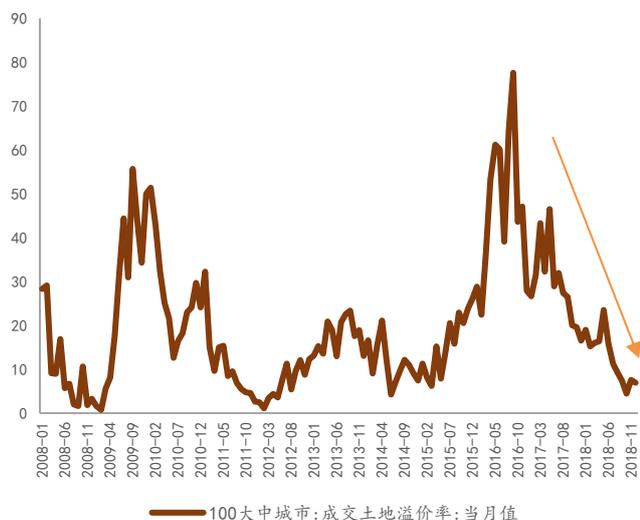
数据来源: wind, 爱建证券研究所

房企为应对资金面收紧,运用高周转率策略也是导致高开工率的主要原因之一。一般来说,房企经营闭环过程分为拿地、建设、销售、回款、再拿地,除了最重要的土地要素之外,资金也是影响房企经营最重要的要素之一。对于房企来说,经营资金来自银行、信贷机构占比不低,回款速度越慢所付出的成本和利息就越多,在面临房地产行业利润不断降低时期,高周转是获取最大利润的有效途径之一。其次,高周转模式在一定程度上能帮助房企快速占领市场,吸引客户流,进而扩大市场份额,形成品牌效应。除此之外,房地产行业自身发展进入重新洗牌和兼并重组阶段,大房企希望通过规模效应来攻城略地,小房企则旨在通过高周转获取最大收益进而存活在市场。

房地产新开工亮眼在 2018 年带动“钢”需韧性,那么在 2019 年还能持续下去吗?从策略上看,在行业环境未出现明显改变前,房企坚持高周转策略是大概率事件。从房企经营闭环来看,房企新开工之前需要拿地,那么房企拿地指标亦能看作新开工的有效领先指标之一。

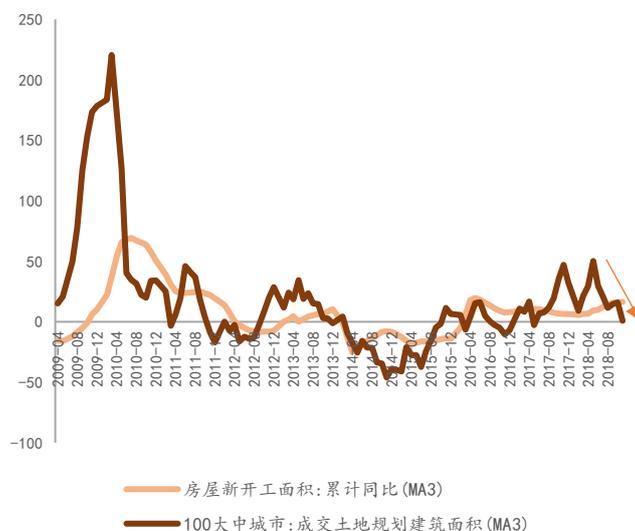
开发商对于拿地的积极性可从成交土地溢价率凸显,从 100 大中城市成交土地溢价率来看,自 2016 年以来开启的房地产牛市行情或许在 2019 年出现拐点。成交土地溢价率重新在 2018 年 8 月重新回归到个位数,创下三年来新低,表明房企拿地意愿强烈减退。成交土地规划建筑面积领先于新开工 3-6 个月,成交土地规划建筑面积也在 9 月后大幅下降。因此,从房企拿地的领先指标看,拿地意愿大减,对新开工的影响预计最早体现在 2019 年 2 季度,而新开工对于实际钢材需求的影响在 6 个月以内,预计对钢需的影响最早体现在 2019 年 3 季度。

图表 15: 拿地积极性不断下降



数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 16: 成交土地规划面积不断下降



数据来源: wind, 爱建证券研究所

房地产实际完成投资额和新开工面积与房地产销售面积和竣工面积的背离在2019年有望得到收敛。

1-11月房地产实际完成投资额累积同比增长9.70%。

1-11月房地产新开工面积累积同比增长16.80%。

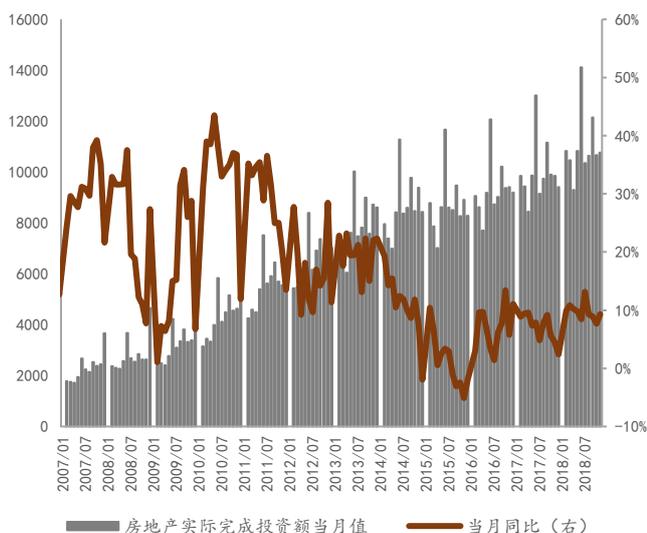
1-11月房地产销售面积累积同比增长1.40%。

1-11月房地产竣工面积累积同比下降12.30%。

由于房企集体采取高周转策略,2018年新开工面积和竣工面积出现大幅背离,土地购置费用增加也使投资增速远超销售面积增速。2019年我们认为销售面积增速即使下滑但在流动性边际宽松的环境下,下滑幅度较为有限。除此之外,销售面积累积同比增速的下滑并不意味着房地产销售面积绝对值大幅降低,2016年行业大幅去库存使房地产销售已经来到历史高位,2017年、2018年均在此基础上继续增加意味着实际销售面积是逐年增加的。房贷利率低位也是房产销售难以大幅下滑的因素之一,近期多地银行降低房贷利率,使原本就在历史中低位置的房贷利率更低,一定程度上刺激2019年房地产销售。

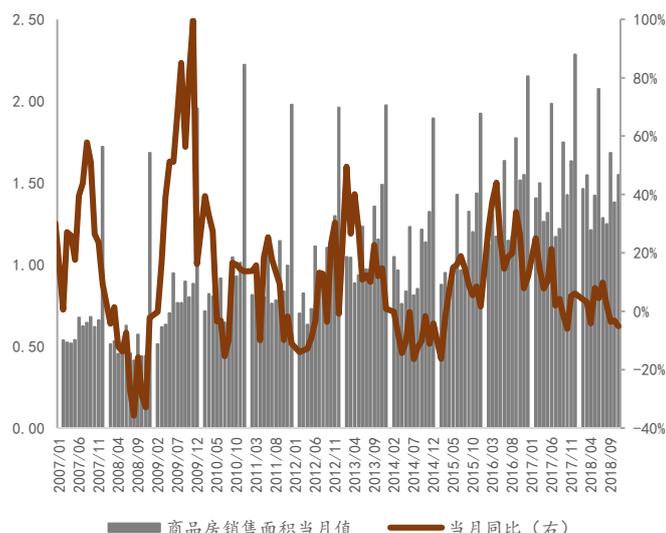
从房地产建设周期来看,竣工期一般在开工后18个月左右,根据当月同比数据,本轮高新开工起始于2017年11月,即在2019年下半年房地产将迎来一轮竣工高峰期。

图表 17：房地产实际完成投资表现较好



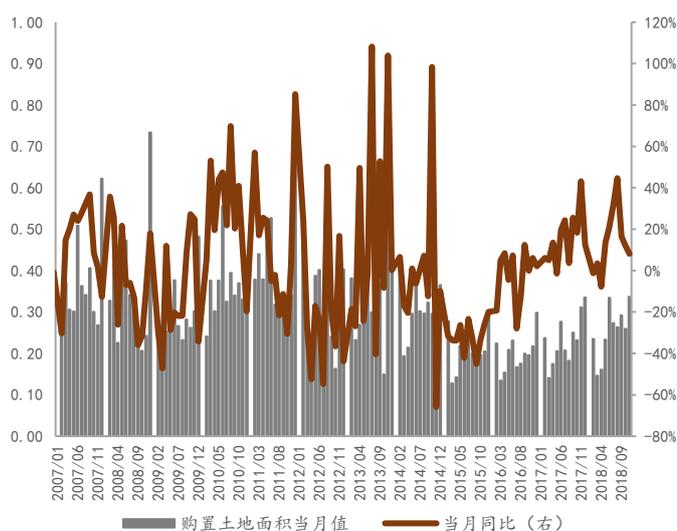
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 18：商品房销售面积当月同比降至负值



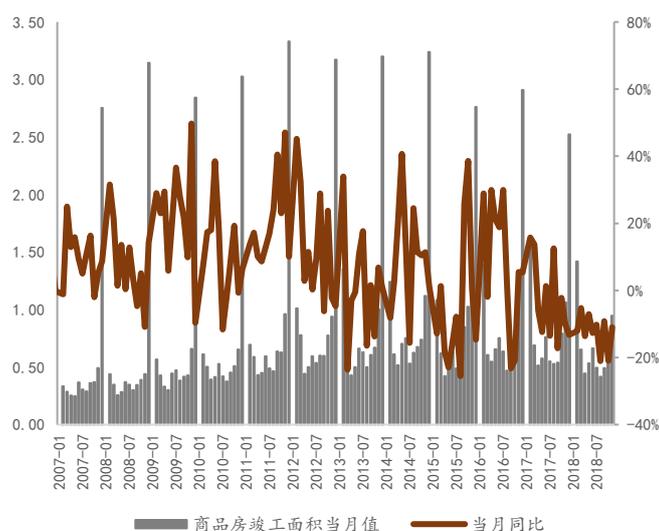
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 19：下半年土地购置面积增速放缓



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 20：竣工面积同比大幅下降

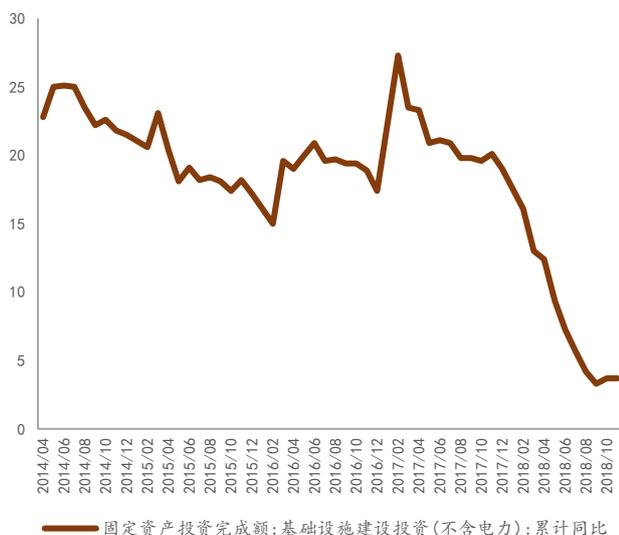


数据来源：wind，爱建证券研究所

### 2.3 基建投资扮演经济托底角色，钢需增量确定性最大一环

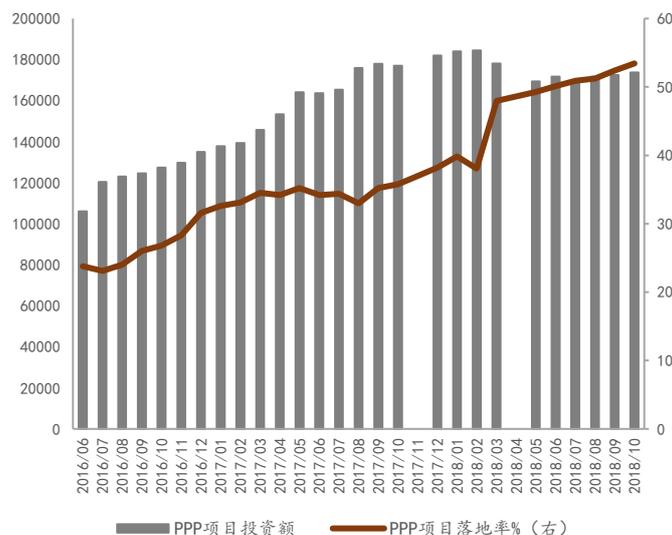
2018 年 2 季度以来，政策端不断鼓励基建投资，但从效果来看相对一般。1-11 月基础建设投资累计同比增长仅 3.7%，较去年同期 20.10% 增速大幅下滑，同时也是 2013 年以来最低增速。受困于地方政府债务高企以及年初国内去杠杆大基调下，地方政府苦于没有足够资金来大力投资基础建设，大兴基建托底经济迟迟不见起色。同时，年初最严 PPP 清库也在一定程度上打击 PPP 项目投资。

图表 21: 基建投资大幅下滑 (%)



数据来源: wind, 爱建证券研究所

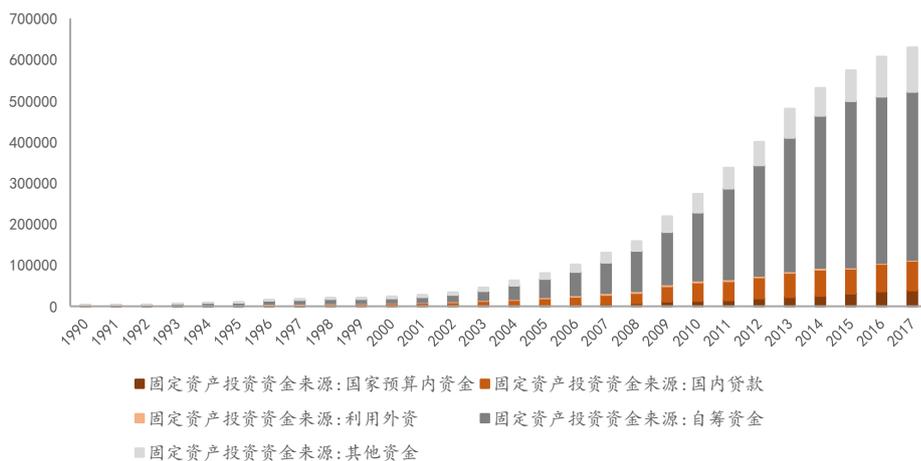
图表 22: PPP 投资和落地率在下半年逐渐增加



数据来源: wind, 爱建证券研究所

基建投资增速触底反弹带动的钢需增量将是确定性最大的一环。从基建资金来源上看, 2018 年内多次降准以及 2019 年仍有多次降准预期, 国内贷款总量有望大幅增加。其次, PPP 项目已经完成清库, 在 2018 年 8 月之后 PPP 项目落地率超过 50%, PPP 项目投资额也稳步增长。另外, 国家预算一直以来都是根据国内经济运行情况来进行逆周期调节, 2017 年国内经济运行良好, 因此在 2018 年两会对于财政支出比较谨慎, 对于内外经济压力增大的 2019 年, 国家预算资金对于基建的扶植有望上一台阶。

图表 23: 基建主要资金来源 (亿元)



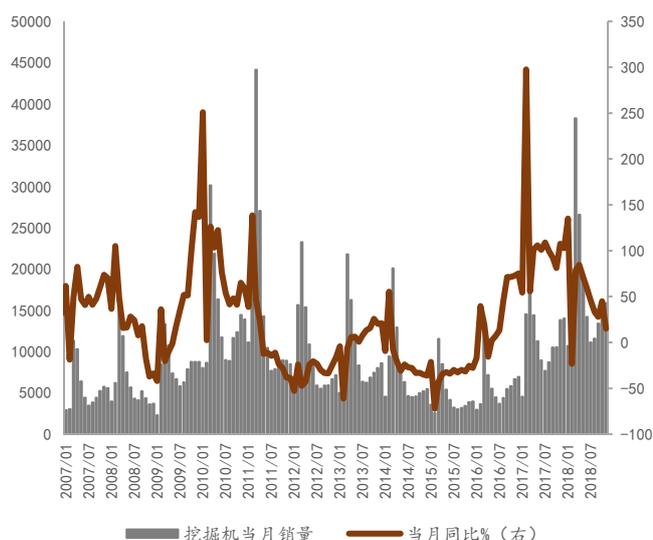
数据来源: wind, 爱建证券研究所

## 2.4 工程机械和船舶需求全年亮眼；汽车仍在寻底家电内部分化

从制造业的角度来看钢需，2019年或将是筑底的一年。各行业在2018年表现较为分化，工程机械销量和船舶订单表现全年亮眼，汽车产销量下半年大幅下滑，家电产业链增速均不及2017年，空调产销量相对坚挺。

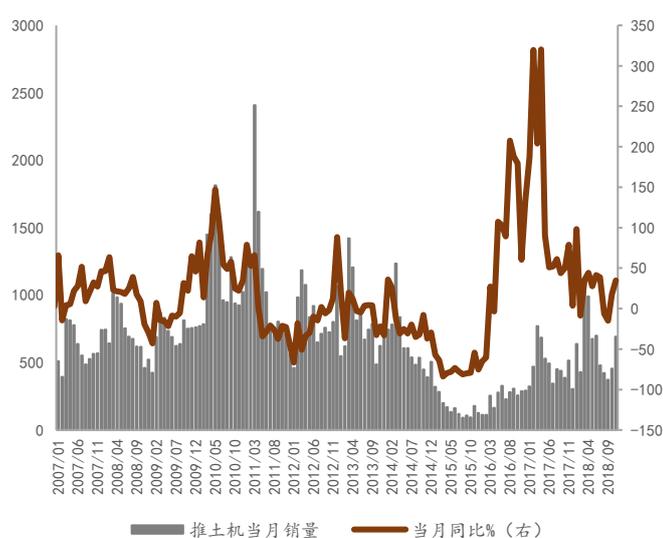
工程机械产销量和船舶订单的表现在年末有所下滑，也预示着本轮自2016年以来的全球经济复苏和更新设备周期所带动工程机械投资增长的峰值已经过去，从过往的长周期看，未来几年销量增速在一定程度上有所下滑。

图表 24：挖掘机销量超预期增长



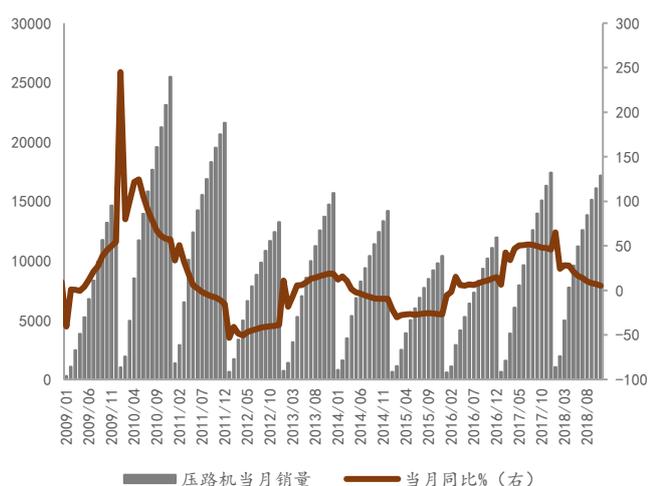
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 25：推土机销量保持去年高速增长态势



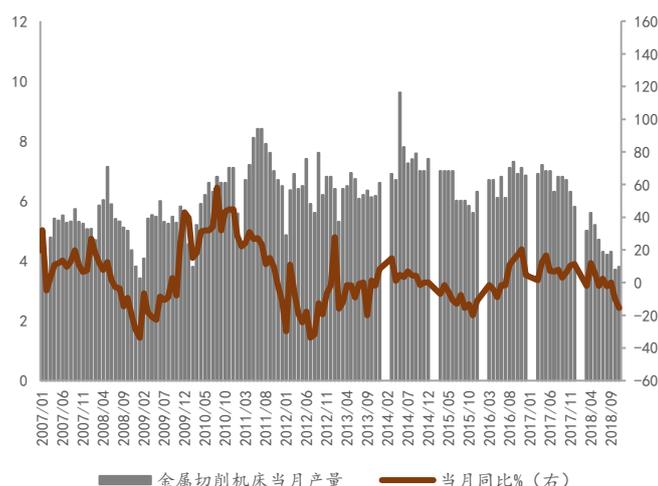
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 26：压路机销量累积增速略微放缓



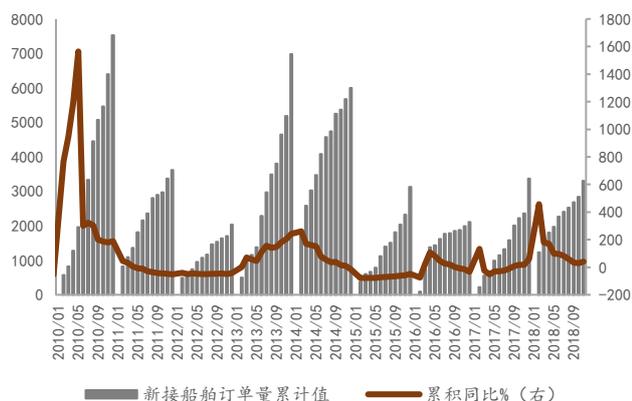
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 27：金属切割机产量高位回落



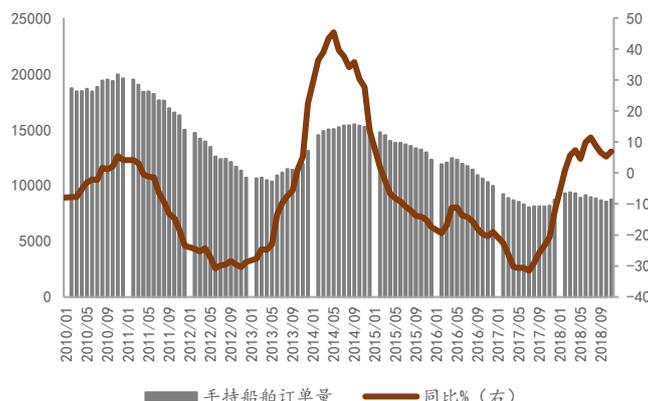
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 28：船舶新接订单大幅增加



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 29：船舶手持订单高于去年



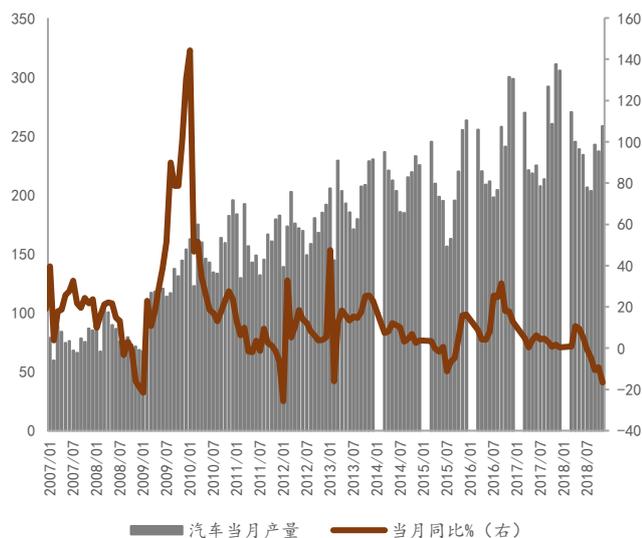
数据来源：wind，爱建证券研究所

汽车产销量增速在下半年大幅下滑，我们在 2018 年的策略报告中即判断汽车行业的产销峰值或将在 2017 年已经出现，主要依据为：

1. 传统汽车需求在 2016 年天量销售后 2017 年增速已经有放缓迹象；
2. 汽车购置税减免在 2018 年 1 月 1 日取消，提前透支部分需求；
3. 2018 年以来国际原油价格稳步抬升，用车成本增加；
4. 经济面临下行压力，国内消费难以大幅增长；
5. 新能源汽车以及公共交通的建设完善减少对传统汽车需求。

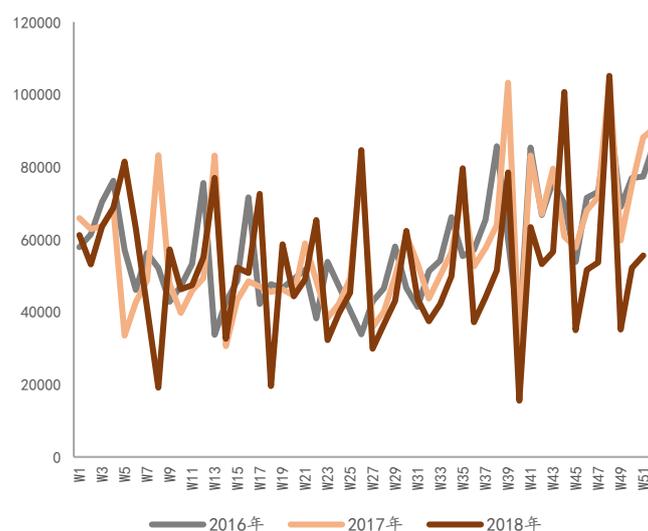
除此之外，下半年加速汽车产销量下滑的因素还有贸易冲突带来的进口车减税对国内汽车产量的冲击。2019 年汽车行业仍然面临巨大压力，即使油价回落和小排量汽车购置税有可能再次减免，汽车消费仍受经济下行压力带来的困扰。

图表 30：汽车产量同比增速大幅下降 (%)



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 31：2018 年乘用车零售销量为近年最低

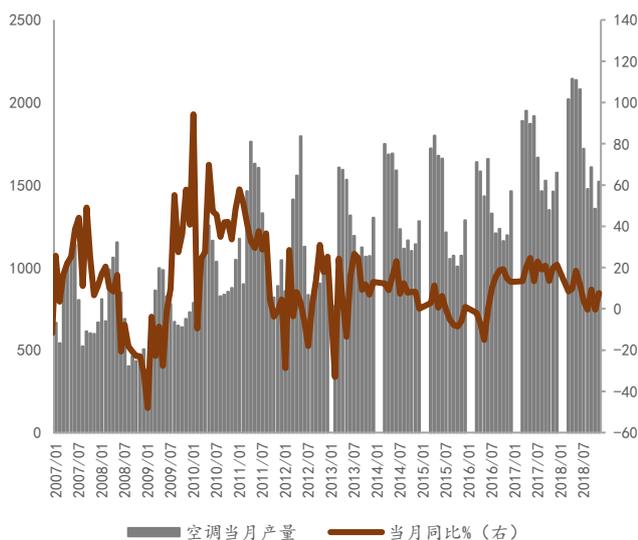


数据来源：wind，爱建证券研究所

家电板块中，空调、冰箱和洗衣机产量累计同比增速均不如 2017 年同期，从绝对值来看，空调需求稍显韧性。

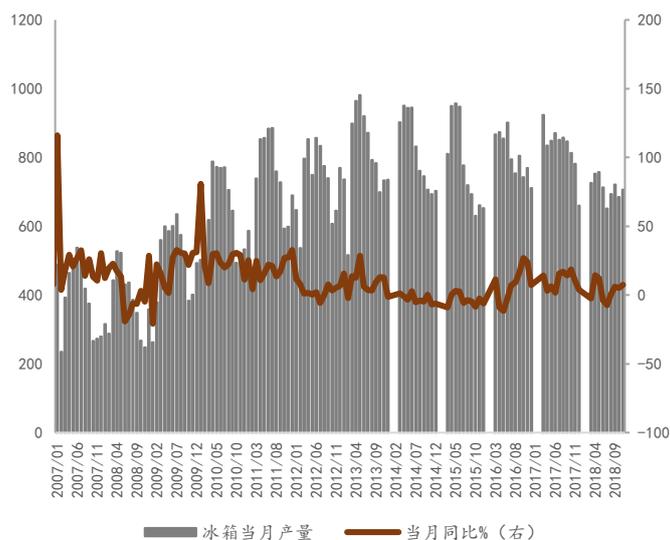
家电行业 2019 年同汽车行业一样，面临内外压力。内部经济下行压力增大，消费意愿降低，外部中美贸易冲突后，出口大幅减少，且有市场在加征关税前做出透支后续需求的潜在可能性。整体来看，家电产业链仍在筑底过程中，政策端刺激内需或将带动产业企稳反弹。

图表 32：空调产量同比增速放缓



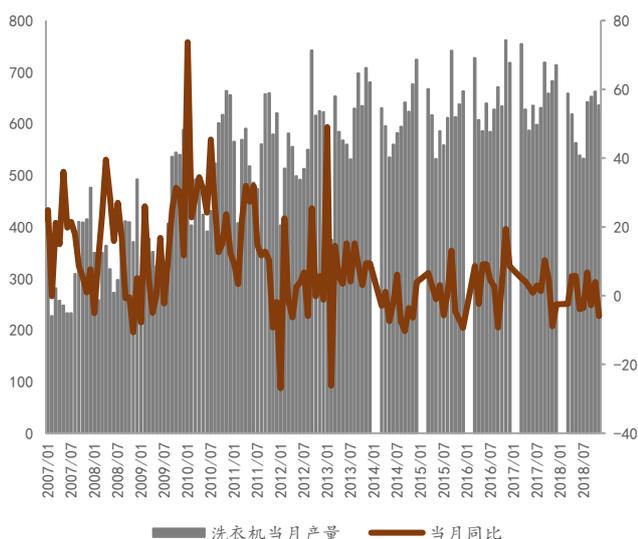
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 33：冰箱产量 同比增速放缓



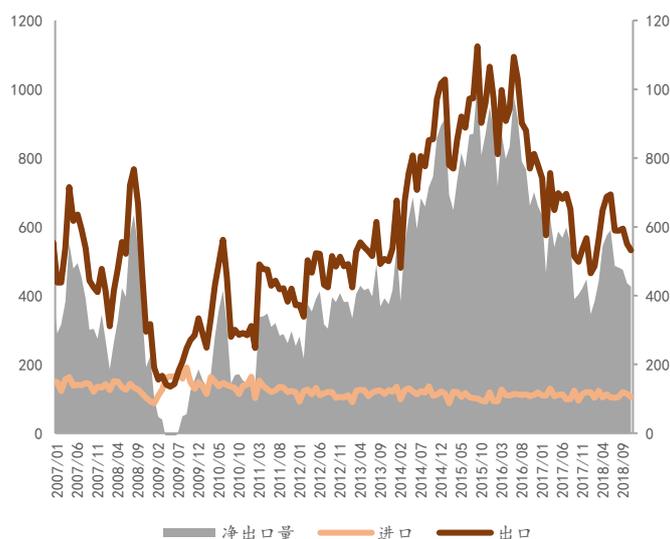
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 34：洗衣机产量同比增速放缓



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 35：钢材出口积极性不高



数据来源：wind，爱建证券研究所

钢材进出口上，2018 年出口量较 2017 年低位继续减少。3 月美国宣布对国内进口至美得钢铁和铝制品加征关税后，又有多个地区和国家加入“反倾销”阵营，

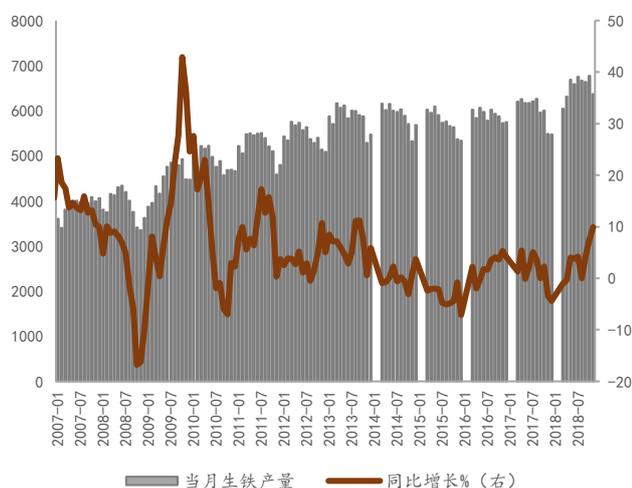
对钢铁出口有一定冲击。不过，价格内外倒挂或是导致净出口的根本原因，2018年国内钢材现货价格继续攀升，建材和板材的平均价格已经高出国际平均水平，国内钢厂出口钢材积极性不高。

### 3、“去产能”、“环保限产”远离舞台中心，供给收缩边际放缓

行业经过三年“去产能”，以及2018年环保限产常态化后，从采暖季环保限产力度放松来看，环保限产抑制供给的峰值已过，钢材供给大幅收缩阶段或已基本完成，未来两年供给收缩力度较过去三年相对有限。供给为“矛”，2019年难以出现供给大幅减少的契机，板块长期跑赢大盘的概率不高，决定供需缺口大小的主因逐渐回归到需求端。

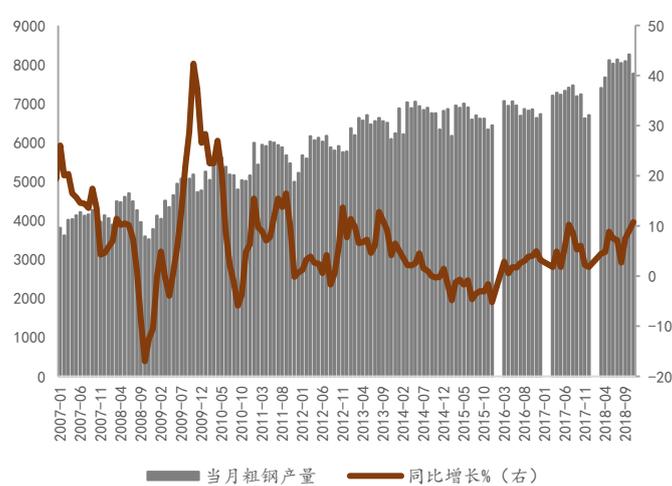
受环保限产影响，过去我们的策略是推荐受限产影响小的南方钢企，而一旦限产放开，受到打压的重点督查区域的钢企将重新回归正常盈利，盈利增速有望超过行业平均水平。

图表 36：生铁产量不断增加



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 37：粗钢产量持续上升



数据来源：wind，爱建证券研究所

#### 3.1 供给收缩力度边际减少

“去产能”目标上限提前完成，环保常态化下钢厂环保设备阶段性完成更新升级，供给侧改革对行业供给端的抑制作用将在2019年有所削弱。主要体现为：

1. 全国性大范围去产能转变为区域性局部去产能（河北、江苏等地区）；
2. 废除环保限产“一刀切”，地方政府自行拟定限产力度，面对经济压力，地方

政府以保经济保就业为主；

3. 经历近年环保限产，钢厂已经熟练通过添加废钢，调节入炉品位，以及提高出钢技术等来维持高产量

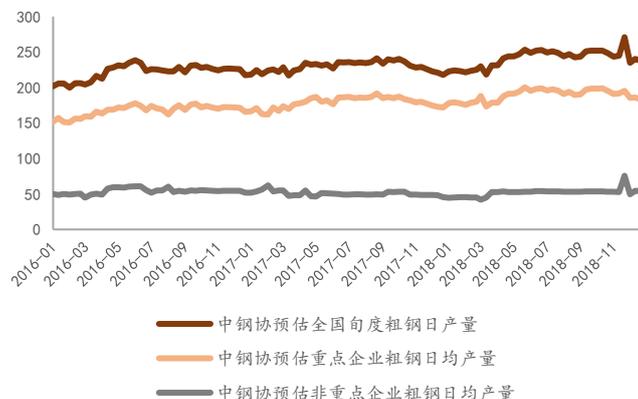
根据中钢协统计的数据，截止 12 月 20 日，2018 年全年粗钢日均产量为 241.77 万吨，较 2017 年 229.85 万吨日均产量增加 5.19%。我们预计明年钢厂在盈利的背景下，一旦环保限产放松，参考 2018 年限产比较宽松的 9-11 月产量，日均产量将维持至 250 万吨水平，粗略估算 2019 年供应端将有 3000 万吨增量。产能增量上，原则上到 2020 年前禁止新增产能只能置换，但依旧有 2016 年以前备案项目将在 2019 年投产，根据 mysteel 数据，板卷净增产能较多，首钢 5500 立方米高炉，日照山钢 5100 立方米高炉，国丰纵横钢铁 4 座 2300 立方米高炉，六安钢铁 4 座 1780 立方米高炉。

图表 38：全国高炉开工率全年维持在 65%-72%之间



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 39：粗钢日均产量



数据来源：wind，爱建证券研究所

### 3.2 从钢企产量的逻辑，是否应该开始关注限产放松地区钢企了？

过去两年环保限产重点区域钢企受限产政策影响，经营未能有效开展，一旦 2019 年限产逐渐宽松，相关钢企产量势必有所增加，在行业禁止新增产能背景下，相关钢企盈利增速有望超过行业平均水平。近两年钢铁煤炭行业限产重点区域为京津冀地区、汾渭平原和长三角地区，就上市钢企而言，处于三大区域的有河钢股份、首钢股份、安阳钢铁、太钢不锈、沙钢股份、南钢股份、杭钢股份、永兴特钢、金洲管道、久立特材、武进不锈。通过分析这十一家上市钢企的季度盈利，受限产影响比较明显的有河钢股份、安阳钢铁。

除了限产放松带来的增产以外，上市钢企自身通过兼并重组、竞拍置换等增产也大多能提高自身盈利水平。由于当前节点公司年报暂未发布，2019 年计划产量也尚未公布。从 2018 年计划产量来看，上市钢企整体粗钢产量增加 5.93%，其中以重庆钢铁、山东钢铁、西宁特钢增幅最大。

表格 4：2018 年上市钢企盈利同比大幅增加（纯钢铁生产标的）

| 上市钢企 | 市值   | 2016  | 2017  | 2018E | 2018 年计划 |
|------|------|-------|-------|-------|----------|
|      |      | 粗钢产量  | 粗钢产量  | 粗钢产量  | 产量增速     |
| 重庆钢铁 | 176  | 236   | 411   | 600   | 45.99%   |
| 酒钢宏兴 | 122  | 550   | 518   | 650   | 25.48%   |
| 河钢股份 | 307  | 2896  | 2692  | 2730  | 1.41%    |
| 山东钢铁 | 176  | 903   | 720   | 1045  | 45.14%   |
| 华菱钢铁 | 191  | 1548  | 1732  | 1860  | 7.39%    |
| 马钢股份 | 258  | 1464  | 1538  | 1565  | 1.76%    |
| 沙钢股份 | 194  | 307   | 321   | 350   | 9.03%    |
| 柳钢股份 | 174  | 1105  | 1230  | 1250  | 1.63%    |
| 包钢股份 | 707  | 1230  | 1420  | 1454  | 2.39%    |
| 南钢股份 | 154  | 901   | 985   | 1000  | 1.52%    |
| 三钢闽光 | 219  | 624   | 652   | 654   | 0.31%    |
| 凌钢股份 | 78   | 312   | 505   | 553   | 9.50%    |
| 鞍钢股份 | 367  | 2181  | 2260  | 2260  | 0.00%    |
| 韶钢松山 | 119  | 514   | 599   | 610   | 1.84%    |
| 首钢股份 | 197  | 1549  | 1583  | 1581  | -0.13%   |
| 方大特钢 | 153  | 360   | 365   | 412   | 12.88%   |
| 安阳钢铁 | 76   | 808   | 743   | 903   | 21.53%   |
| 大冶特钢 | 39   | 113   | 115   | 114   | -0.87%   |
| 新钢股份 | 167  | 837   | 855   | 872   | 1.99%    |
| 杭钢股份 | 150  | 438   | 457   | 440   | -3.72%   |
| 太钢不锈 | 248  | 1028  | 1050  | 1050  | 0.00%    |
| 宝钢股份 | 1474 | 2374  | 4538  | 4737  | 4.39%    |
| 西宁特钢 | 38   | 115   | 120   | 165   | 37.50%   |
| 八一钢铁 | 59   | 415   | 516   | 630   | 22.09%   |
| 本钢板材 | 129  | 950   | 888   | 918   | 3.38%    |
| 合计   | 6040 | 23758 | 26813 | 28403 | 5.93%    |

数据来源：wind，爱建证券研究所

#### 4、冬储进程缓慢，库存依旧低位

年年岁岁冬相似，岁岁年年价不同，去年冬储钢贸商由开始的“恐高”逐渐对于开春旺季需求预期转好后大幅囤货，今年钢价经过 11 月暴跌，价格与去年冬储初期相比具有价格安全边际优势，但贸易商普遍看空后市，冬储节奏较去年放缓不少。

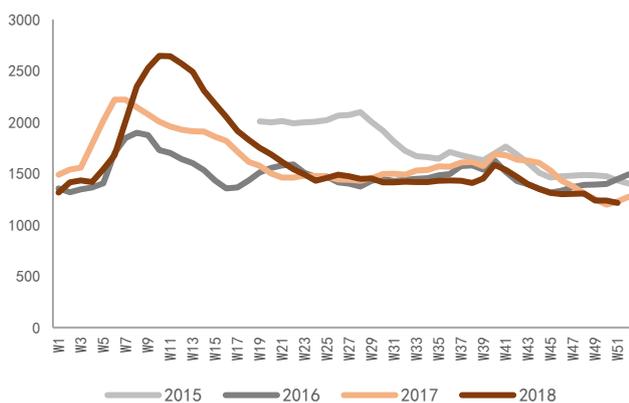
冬储向来被看作为钢贸商和钢厂的博弈，冬储量过多，节后春节旺季开工时的供需缺口大概率就小甚至供过于求；反之，冬储量过低，钢价淡季走弱，钢厂也会通过检修和抛售来压低价格和产量，节后春节旺季开工时的供需缺口大概率偏大，而旺季需求的表现则更多的影响到钢价上行的幅度和时间长度。

截止到元旦期间，钢贸商对于冬储的积极性依然偏低，除了对于明年需求比较悲观尤其是房地产钢需以外，钢贸商在 2018 年没尝到甜头也是促使他们更加谨慎的原因之一。2018 年春季开工延后，钢贸商进行的大量冬储在元宵节后的两周进行了踩踏式抛售。拉长全年来看，因环保限产的预期，钢价多在淡季上涨，旺季走弱，节奏对于钢贸商来说较难判断。

我们预计今年冬储阶段钢贸商依然会进行冬储，时间节点相对去年较晚，且冬储绝对值较去年低。钢贸商作为行业蓄水池，连接钢铁生产企业和终端需求，对钢价往往起到推波助澜的作用。冬储量过低，开春之后需求一旦被证实，钢价也会在贸易商推动下快速上升。

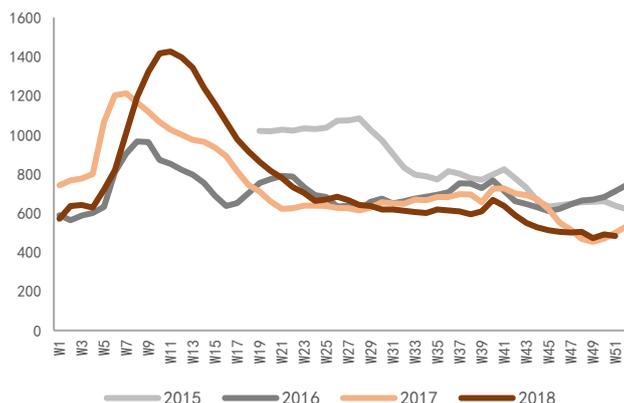
从库存角度来看，长材库存较板材库存更具优势。近年房地产牛市和高新开工使长材需求旺盛，库存去化理想。板材受贸易冲突掣肘，新增投放产能较多（2016 年前新增板材线较多）全年库存去化较往年缓慢。

图表 40：钢材总库存（万吨）



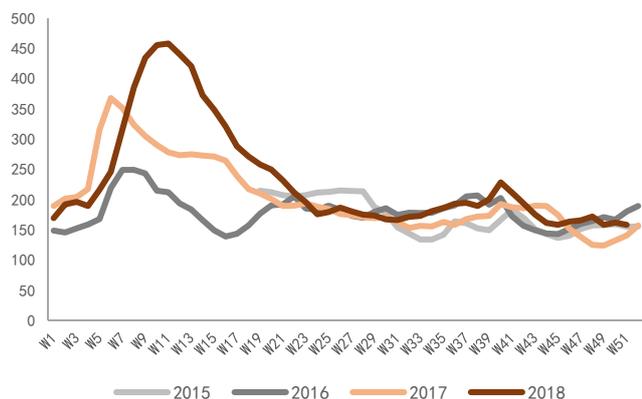
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 41：螺纹总库存（万吨）



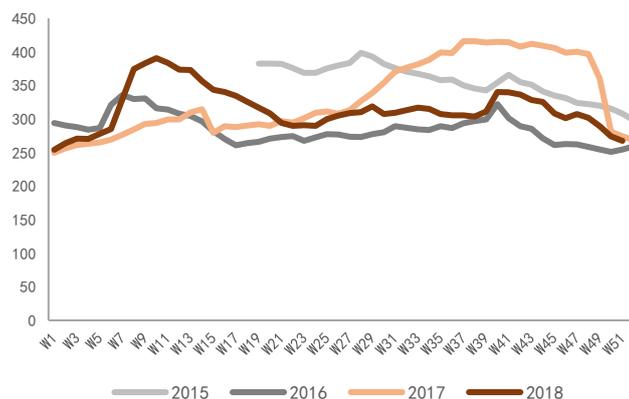
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 42: 线材总库存 (万吨)



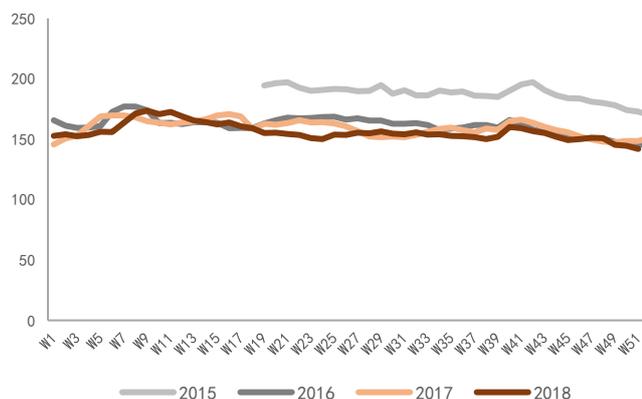
数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 43: 热轧总库存 (万吨)



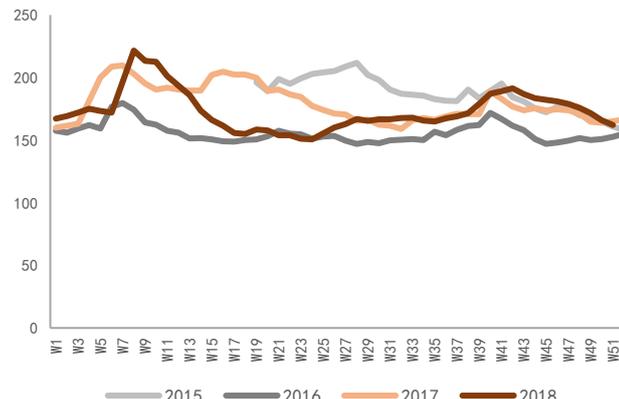
数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 44: 冷轧总库存 (万吨)



数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 45: 中厚板总库存 (万吨)



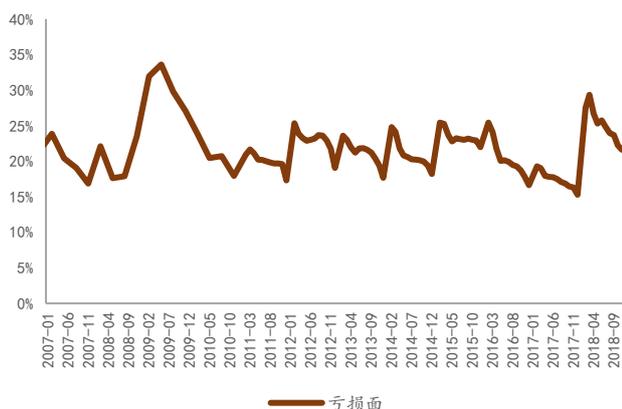
数据来源: wind, 爱建证券研究所

## 5、盈利中枢下移，成本价格仍看钢价走势

供给不断增加，需求端即使在乐观的假设下房地产用钢保持韧性，行业盈利中枢下移基本已成定局。

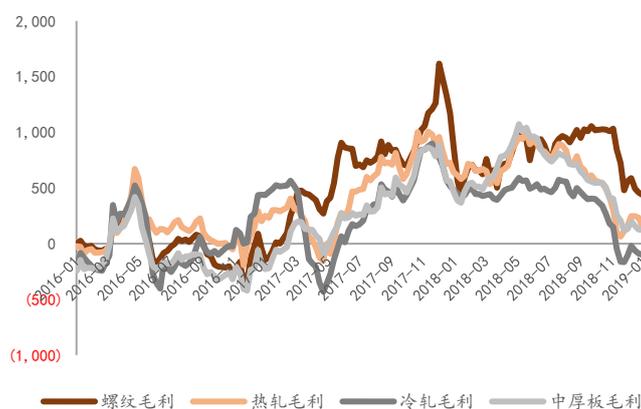
钢铁作为大宗商品，价格既是供需定价，同时也是边际定价。近年钢企利润大幅上升，自钢厂利润在 2016 年升至 500 元/吨之后，期货黑色系一直有资金做空钢厂利润，受供需缺口一直存在的影响钢厂利润长期维持高位。近几年供需缺口相对钢铁总产量来说并不大，但钢价较 2015 年最低值上涨了一倍多。因此，一旦供需缺口因供应增加和房地产韧性减弱而缩小逐渐消失之后，钢价下行是必然发生的。

图表 46：中钢协会会员企业亏损率



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 47：钢厂模拟利润（即时成本）



数据来源：wind，爱建证券研究所

其次，钢铁行业作为中游制造业，价格大幅上涨已经明显影响到下游企业成本。2017年粗钢产量8.32亿吨，2018年1-11月粗钢产量8.57亿吨，预计全年达到9.3亿吨，以螺纹钢来进行简单测算，2016年全国平均价格为2577元/吨，2017年全国平均价格为3953元/吨，2018年全国平均价格为4245元/吨，下游两年合计让利3万亿，大幅提高了下游企业尤其是制造业企业成本（房地产基建对建材钢价格敏感度较低）。根据我们三四季度与下游制造业厂商的调研交流，也反映出在整体经济下行阶段，成本大幅上升造成生产企业想买货却没钱买的困境。

表格 5：钢铁行业资产负债率（亿元）

| 全国大中型钢企 | 产量（亿吨） | 全国平均价（元/吨） | 行业总收入（亿元） | 较 2016 年增加 |
|---------|--------|------------|-----------|------------|
| 2016    | 8.08   | 2577       | 20822     | -          |
| 2017    | 8.32   | 3953       | 32889     | 12067      |
| 2018    | 9.30   | 4245       | 39479     | 18657      |

数据来源：wind，爱建证券研究所

原料成本端，抛开钢价来看，随着煤炭“去产能”和环保限产的开展，四大矿山在2019年新增产能较过去两年也大幅减少，原料价格中枢无疑是抬高的。但从黑色系现货的历史数据来看，静态看成本端价格往往最后都被证伪，钢铁作为煤炭和矿石的下游，在炼钢产业链上具有绝对的话语权。一旦钢价下跌，原料下跌幅度也将更大，以2018年11月份焦炭价格为例，尽管当时焦化企业焦炭库存极低甚至没有，港库也处于历史偏低位置，钢价开启暴跌模式之后，焦炭价格也应声而下。因此，原料端在没有供需明显错配的环境下，长期来看依然跟随钢价波动。

## 6、投资逻辑

展望 2019 年，由于供需缺口缩小，钢价具有下行压力，盈利水平有所回落，行业投资逻辑已经发生变化。在盈利上升阶段通过对比 ROE、PE/PB 的方式找寻安全边际高的优质个股的策略在盈利回落阶段可能不太奏效，我们认为 2019 年钢铁板块投资从时间、地点、趋势可以分为三条主线：

1. 静待春季花开，莫等秋后黄花。从时间上看，春节后需求端发力较年中以后更为确定。首先，房地产新开工在 2018 年四季度依旧维持高位，一季度即使略有下滑也属近年高开工水平，房地产用钢韧性仍存。其次，基建、制造业政策端利好出现在三月份概率较大，受困于 2018 年的去杠杆、财政支出同比略有收紧，基建投资大幅下滑，2019 年在政策端需要基建托底的环境下，基建投资有望回升，基建用钢增量同样具有确定性。外需低迷，刺激内需更凸显重要，刺激内需有利于汽车、家电产业企稳复苏。三月份两会释放更多利好放松流动性以及刺激内需值得期待。
2. 逆向思维看待限产放松。过去三年“去产能”、环保限产使京津冀及周边地区钢企产量受到打压，钢厂受制于常态化限产经营难以正常开展。限产放松后，重点督查区域钢企有望恢复产能产量，盈利增速超过行业平均水平。在盈利中枢下移的背景下，行业过去几年盈利大幅增加的钢企盈利大幅下滑甚至面临负增长，恢复产能产量的钢企财务数据更为诱人。相关公司建议关注河钢股份（000709）、安阳钢铁（600569）。
3. 顺应兼并重组趋势，不想当将军的士兵不是好士兵。无论是供给侧改革之初对于行业在去产能之后加快兼并重组提高行业度的政策导向，还是国外后杠铁时代钢铁行业发展路径。2019 年之后行业进入兼并重组浪潮初期已经不可避免，做大做强钢企更容易存活和发展。目前行业最为成功的案例是宝武的合并，两家都是央企，股东都是国资委，兼并重组政策通过后执行速度较快。后期宝武无疑仍是国内最大最强钢企，做大规模较为确定，同样是央企的上市钢企还有鞍钢股份，近期宝武总经理调往鞍钢任总经理复制之前宝武合并之前的路径也耐人寻味。其次，三钢闽光和方大特钢对于兼并重组和购买产能也释放出比较积极的举动。从兼并重组的预期来看，建议关注宝钢股份（600019）、鞍钢股份（000898）、三钢闽光（002110）、方大特钢（600507）。

从产业链的角度，本轮自 2017 年底的高新开工将会导致在 2019 年下半年引来竣工高峰周期，一般来说，开工对于钢材、水泥需求较大，竣工对于铜、玻璃、铝、PVC 需求较大，2019 年下半年可以关注相关有色和能化产业。

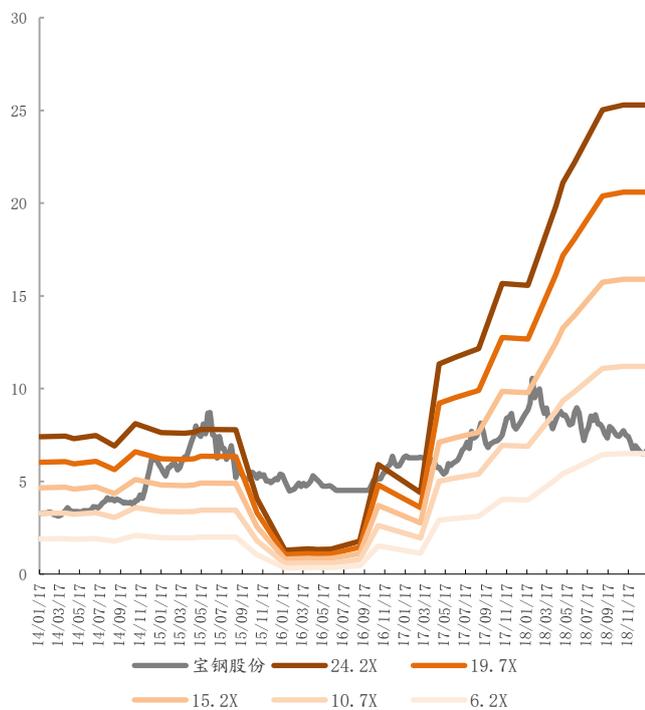
## 7、重点公司

### 7.1 宝钢股份（600019）

投资要点：

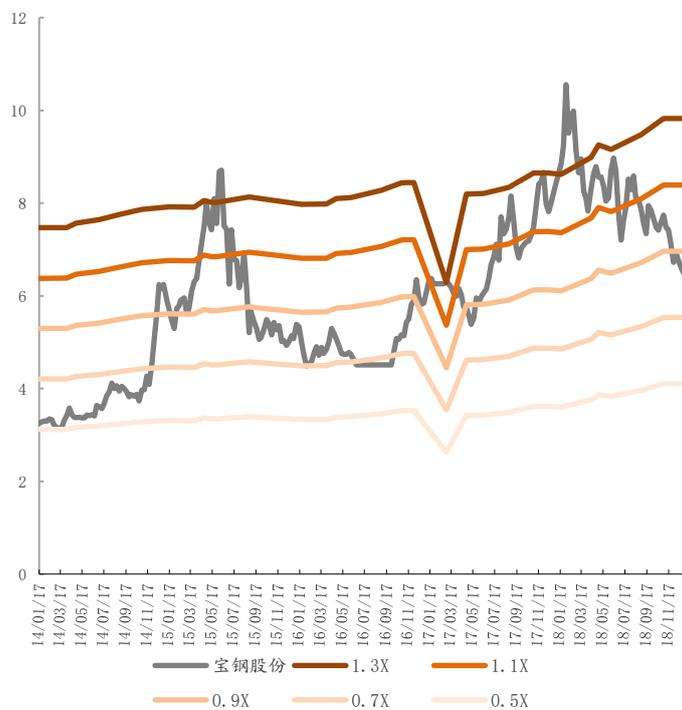
- 供给侧改革背景下，龙头公司地位愈加突出—行业进入后钢铁时代，政策端推出供给侧改革，出清落后产能且严禁新增产能。任何行业在没与新增产能的背景下，理论上原有市场存量龙头将享有先发优势带来的估值溢价，例如化工行业中万华化学（600309）
- 公司具有并购其他钢厂的规模优势和条件—结合国外供给侧改革成功案例，都将走出“环保政策收紧—行业并购重组—行业集中度提高、生产效率提升—开辟海外市场”路径，行业将逐步进入并购重组高潮，公司作为行业龙头，具有规模优势并购其他钢铁企业
- 公司当前 PB 偏低主要受到前期湛江项目投产叠加 2015 年后行业处于极度低迷时期，公司 ROE 下降速度过快。随着去年下半年湛江项目产量超预期，后续随着武钢协同优势的发挥，公司盈利水平有望再上台阶
- 投资建议：我们预计公司 2019 年和 2020 年的每股收益分别为 1.05 元、1.10 元，所对应的 P/E 分别为 6.38 倍、6.10 倍，给予“强烈推荐”评级

图表 48：宝钢股份 P/E Band



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 49：宝钢股份 P/B Band



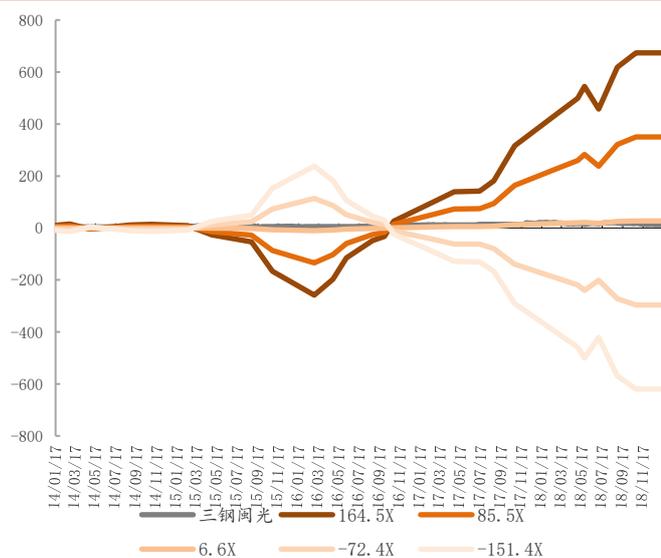
数据来源：wind，爱建证券研究所

## 7.2 三钢闽光 (002110)

投资要点:

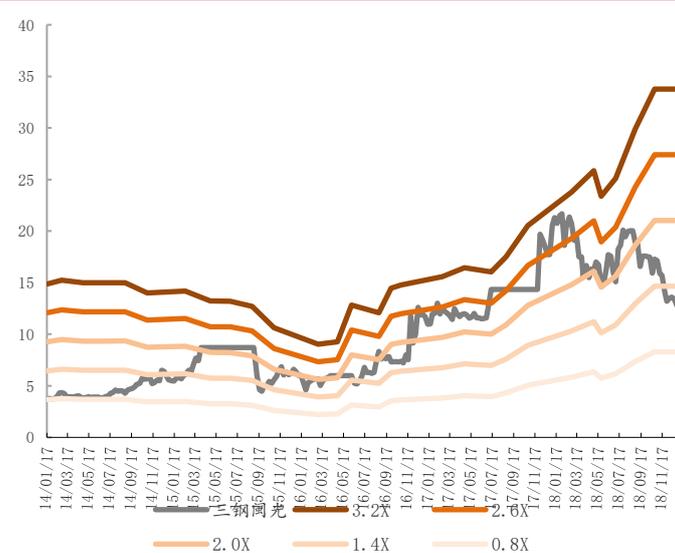
- 公司为钢焦一体区域龙头钢企—公司产品省内市占率高,拥有全省唯一板坯连铸生产线,省内话语权较高,受益于福建为钢铁净消费省,钢材价格高于全国平均水平,区域价格优势明显,产品溢价率高
- 公司兼并重组意愿强烈—在行业进行供给侧改革初期阶段,公司便不断收购母公司优质资产,积极开展资本运作,完成三安钢铁注入上市公司之后,后期致力于注入罗源闽光。公司现金流充裕,于11月通过竞拍获得山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司所属钢铁135万吨产能指标,一旦完成罗源闽光的收购,总产能将超过1000万吨
- 公司分红积极,股息率高—公司每年分红占净利润比例不低于10%,区阿尼纳股息率达到6.67%,2018年公司盈利创下历史新高且现金流充裕,预计分红数据亮眼
- 投资建议:我们预计公司2019年和2020年的每股收益分别为4.27元、4.46元,所对应的P/E分别为3.12倍、2.99倍,给予“强烈推荐”评级

图表 50: 三钢闽光 P/E Band



数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 51: 三钢闽光 P/B Band



数据来源: wind, 爱建证券研究所

风险提示:

- 宏观经济大幅下滑
- 贸易冲突加剧
- 下游终端需求不及预期

## 注册证券分析师简介

### 分析师承诺

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

### 投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

### 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

### 重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com