

政策红利逐渐退出，兼并重组再塑行业格局

中性（维持）

⑤ 2018 年行业板块表现欠佳，公司基本面进一步改善

中信钢铁一级行业指数自 2018 年年初以来下跌 32.99%，同期沪深 300 指数下跌 25.31%，跑输沪深 300 指数 7.68 个百分点。目前在中信一级行业涨跌幅中位列第二十三位。从公司业绩情况来看，中信一级行业指数钢铁行业 2018 年整体营业收入同比增速较 2017 年有所回落，但营业收入仍创下近五年新高，公司基本面得到进一步改善。

⑤ 供给侧改革政策红利逐渐消退，需求放缓或导致钢价下探

从行业基本面来看，2018 年延续了 2017 年供给端多方政策带来的影响，供给侧改革去产能 1.5 亿吨目标提前达成，提升环保标准及环保限产并驾齐驱，行业环保常规化，对供给端带来进一步压缩；而 2018 年需求端的市场表现超预期，尤其地产给市场强有力的下游支撑，供需关系处于紧平衡，库存持续低位，钢材价格中枢保持高位稳定。

展望 2019 年，在供给侧改革去产能目标达成后，未来钢铁产能的减量置换将成为去产能的主要途径，预计供给端变化较小，需求端将受到经济下行压力影响有所放缓，同时受到原材料产量扩张、价格偏低的利好，钢价下探后将寻求新的平衡中枢，预计企业经营情况将适度下降。

⑤ 兼并重组是未来方向，龙头企业进一步获益

和发达国家欧美日韩相比，我国钢铁行业集中度仍然很低，在严禁新增钢铁产能的情况下，未来钢企兼并重组将是企业扩大产能的最优措施。随着宝武钢铁合并、四源合基金整合重钢、沙钢重组东北钢铁等重组整合，2018 年，钢铁企业重组改制持续推进，渤海钢铁集团正式进入破产程序、本钢集团拟筹划企业所有制改革等项目陆续展开。未来几年，钢企大规模并购重组仍将持续展开，钢铁行业集中度将会逐渐提高，行业格局的进一步优化或给龙头企业带来新的发展机遇。

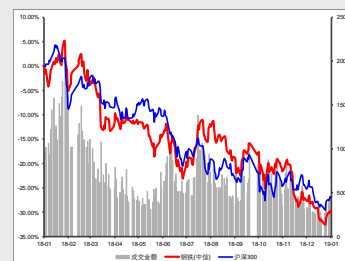
⑤ 投资策略

我们的投资逻辑：1、处于低估值成长性强的行业龙头；2、地处不受限产影响、净流入地区的区域龙头；3、降本增效、成本控制好。投资组合：宝钢股份（600019）、方大特钢（600507）、南钢股份（600282）。

⑤ 风险提示

- 1、宏观经济不及预期
- 2、环保限产不及预期
- 3、下游需求大幅下滑

市场表现 截至 2019.1.10



分析师：易华强

执业证书号：S1490513080001

电话：010-85556205

邮箱：yihuaqiang@hrsec.com.cn

联系人：康薇

电话：010-85556827

邮箱：kangweiyj@hrsec.com.cn

目 录

一、2018 年钢铁板块市场表现	5
1、2018 年钢铁板块市场情况.....	5
2、钢铁行业上市公司业绩情况.....	6
3、钢铁行业上市公司个股表现情况.....	8
二、钢材供需分析与价格展望	9
1、供给端：供给侧改革叠加环保限产，未来供给端将有所放缓.....	9
2、需求端：需求强劲助力钢企盈利，未来经济增速或放缓.....	13
3、库存：库存持续走低.....	19
4、成本：铁矿石供大于求，原材料价格继续低位区间.....	19
5、钢材价格：价格高位回落，未来趋向平稳.....	20
三、2019 年钢铁行业展望	22
1、供给侧改革去产能目标提前达成，防复产保证改革结果.....	22
2、兼并重组将重构供给新格局，提升行业集中度.....	22
四、投资组合	22
（1）宝钢股份（600019）：行业龙头安全边际高，扩产能降成本促业绩提升.....	22
（2）方大特钢（600507）：长材区位高增长，特钢优势占龙头.....	23
（3）南钢股份（600282）：国内中厚板龙头企业，双主业发展助转型突破.....	24
五、风险提示	25

图表目录

图表 1: 2018 年各板块相对表现.....	5
图表 2: 钢铁行业与沪深 300 市盈率 PE 对比.....	6
图表 3: 钢铁行业与沪深 300 的市盈率 PB 对比.....	6
图表 4: 钢铁子板块涨跌幅对比.....	6
图表 5: 钢铁子板块近一年市场表现.....	6
图表 6: 钢铁子板块营业总收入同比增速情况 (%)	7
图表 7: 钢铁子板块净利率 (%)	8
图表 8: 钢铁子板块净资产收益率 (%)	8
图表 9: 钢铁行业股票 2018 年涨跌幅前五.....	8
图表 10: 2018 年涨幅前 10 的个股 (%)	8
图表 11: 2018 年跌幅前 10 的个股 (%)	8
图表 12: 我国与其他国家地区粗钢产量分布 (亿吨)	9
图表 13: 我国粗钢产量累计值与累计同比.....	9
图表 14: 全国钢厂高炉产能利用率 (%)	10
图表 15: 全国钢厂盈利占比 (%)	10
图表 16: 供给侧改革大事时间表整理.....	10
图表 17: 钢铁行业产能置换简表.....	11
图表 18: 全国高炉开工率 (%)	13
图表 19: 粗钢表观消费量累计值与累计同比.....	14
图表 20: 房地产开发投资完成额累计值与累计同比.....	15
图表 21: 地产相关数据累计同比增速.....	15
图表 22: 购置土地面积累计值与累计同比.....	15
图表 23: 房屋新开工面积累计值与累计同比.....	15
图表 24: 商品房销售面积累计值及累计同比.....	15
图表 25: :基础设施建设固定资产投资完成额(不含电力):累计同比 (%)	16
图表 26: 基建资金的来源及其影响因素.....	17
图表 27: PPP 管理库项目投资额季度变化趋势 (亿元)	17
图表 28: PPP 管理库项目数变化趋势 (个) 及落地情况 (右轴)	17
图表 29: 挖掘机产量累计值及累计同比.....	18
图表 30: 主要企业挖掘机销量当月同比 (%)	18
图表 31: 汽车产量累计值及累计同比.....	18
图表 32: 汽车销量累计值及累计同比.....	18
图表 33: 钢材产品全国社会库存总量 (万吨)	19
图表 34: 重点钢厂钢材库存合计 (修正值) (万吨)	19
图表 35: 铁矿石价格走势.....	20
图表 36: 四大矿山及合计产量.....	20
图表 37: 焦煤价格走势.....	20
图表 38: 主要钢材品种价格.....	21
图表 39: 热轧与螺纹钢价差.....	21

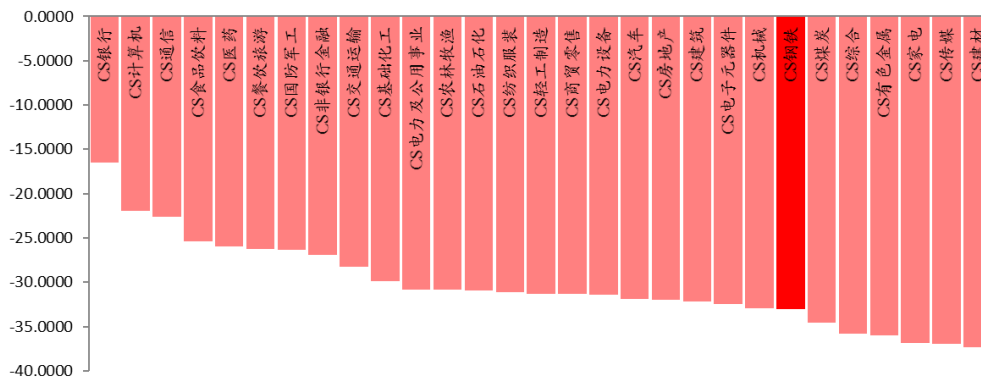
图表 40: 重点公司盈利预测, 估值与投资评级 (以 2019.1.10 收盘价为准)25

一、2018 年钢铁板块市场表现

1、2018 年钢铁板块市场情况

截至 2018 年 12 月 28 日收盘，中信钢铁一级行业指数自 2018 年年初以来下跌 32.99%，同期沪深 300 指数下跌 25.31%，跑输沪深 300 指数 7.68 个百分点。2018 年钢铁行业在 A 股市场内板块轮动较快，目前在中信一级行业涨跌幅中位列第二十三位。

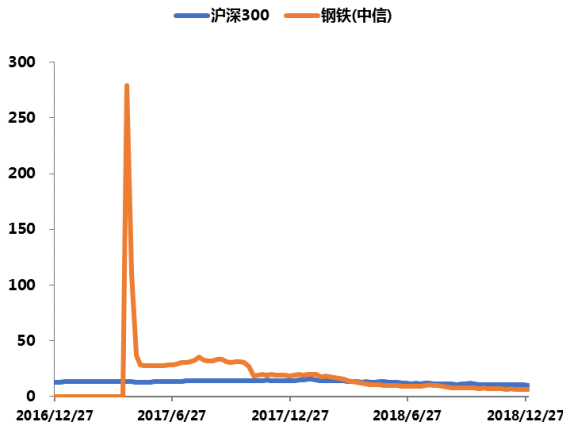
图表 1：2018 年各板块相对表现



数据来源：WIND，华融证券整理

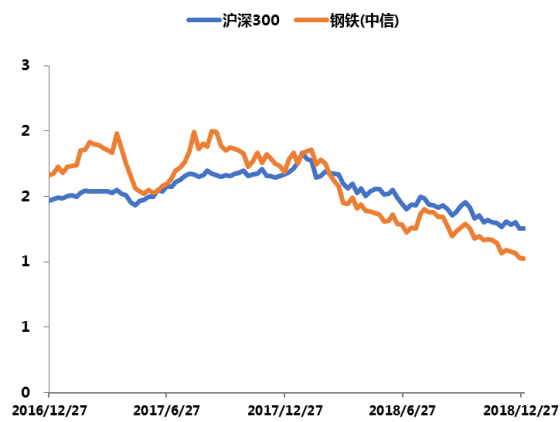
目前钢铁行业 PE 为 6.24 倍，沪深 300 PE 为 10.23 倍，相对沪深 300 溢价率为 -39.00%；钢铁行业 PB 为 1.02 倍，沪深 300 PB 为 1.26 倍，相对沪深 300 溢价率为 -19.05%。2018 年钢铁行业 PE 不断下降，目前基本已到底部区间。

图表 2: 钢铁行业与沪深 300 市盈率 PE 对比



数据来源: WIND, 华融证券整理

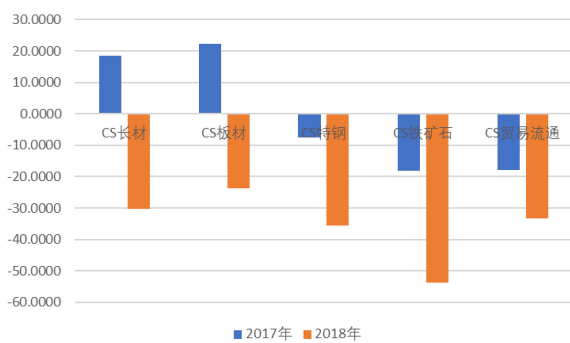
图表 3: 钢铁行业与沪深 300 的市盈率 PB 对比



数据来源: WIND, 华融证券整理

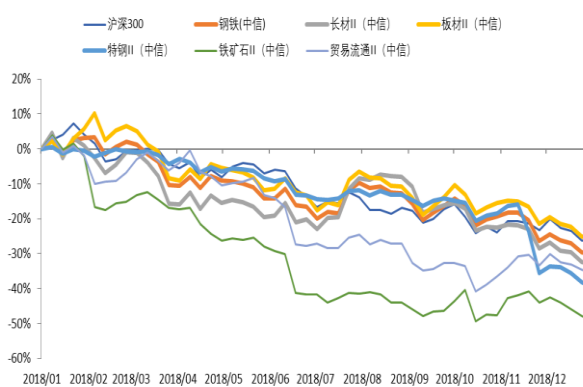
钢铁行业子板块中, 2018 年长材下跌 30.23%, 板材下跌 23.71%, 特钢下跌 35.65%, 铁矿石下跌 53.64%, 贸易流通下跌 33.36%。从两年涨跌幅对比来看, 钢铁行业子版块全线下跌, 长材与板材板块由盈转亏, 而特钢、铁矿石、贸易流通板块更是持续三年下跌。

图表 4: 钢铁子板块涨跌幅对比



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 5: 钢铁子板块近一年市场表现



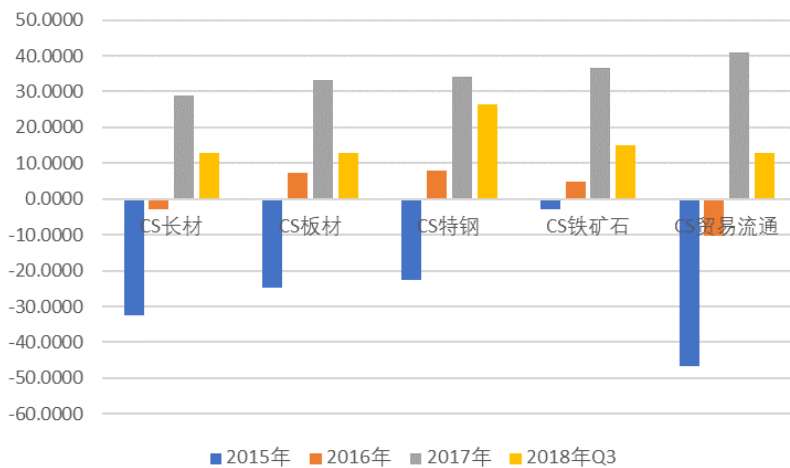
数据来源: WIND, 华融证券整理

2、钢铁行业上市公司业绩情况

根据 2015 年至 2018 年前三季度钢铁行业上市公司营业总收入同比增速变

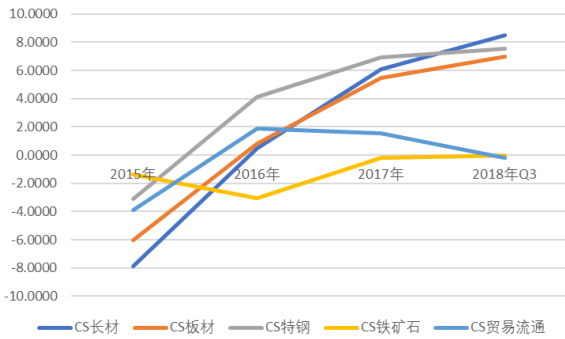
化情况可以看到，在经历了 2017 年营收增速大幅上涨之后，中信一级行业指数钢铁行业 2018 年整体营业收入同比增速有所回落，主要原因是 2017 年是钢铁行业复兴之年，钢价上涨明显，2018 年将钢价稳定在了高位区间，增幅较之前放缓。

图表 6: 钢铁子板块营业总收入同比增速情况 (%)

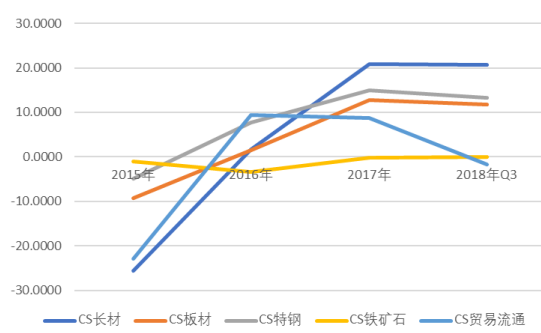


数据来源: WIND, 华融证券整理

根据 2015 年至 2018 年前三季度钢铁行业上市公司净利率和净资产收益率情况可以看到，如果说 2016 年为业绩改善之年，2017 年为业绩稳固之年，那么 2018 年更是创下新高。2018 年前三季度净利率和净资产收益率表现最好的子板块分别是长材、板材和特钢，净利率分别为 8.51%、6.99% 和 7.52%，高于去年同期；净资产收益率分别为 20.66%、11.74% 和 13.24%，与去年同期基本持平。主要原因是由于供给侧改革的延续和需求超预期，钢材价格高位区间稳定带来的业绩改善。同时，我们可以看到铁矿石与贸易流通子板块依然持续下跌，因为国外铁矿石由于供给大于需求，且新产能不断增加，进口矿价格低于国内矿价格，导致国内铁矿石上市公司业绩不佳。

图表 7: 钢铁子板块净利率 (%)


数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 8: 钢铁子板块净资产收益率 (%)


数据来源: WIND, 华融证券整理

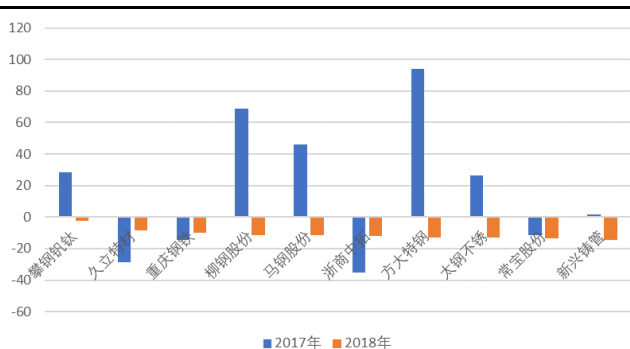
3、钢铁行业上市公司个股表现情况

2018 年钢铁板块年初至年末涨幅全线下跌。从 2017 年与 2018 年的涨幅前十对比来看, 个股表现反转明显。股价跌幅居前的主要为铁矿石特钢贸易运输板块、上年涨幅过大、估值较高的冷门股。

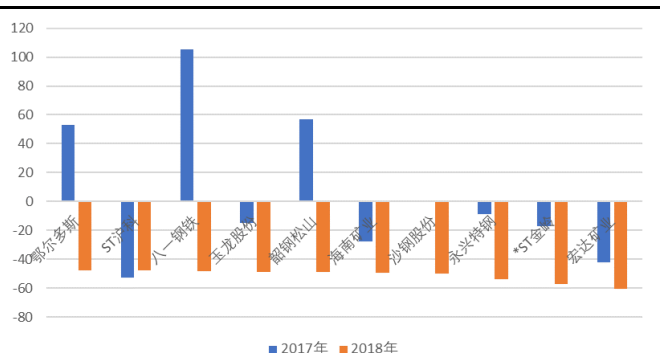
图表 9: 钢铁行业股票 2018 年涨跌幅前五

代码	简称	年初至今涨跌幅	代码	简称	年初至今涨跌幅
000629.SZ	攀钢钒钛	-2.28%	600532.SH	宏达矿业	-60.64%
002318.SZ	久立特材	-8.63%	000655.SZ	*ST 金岭	-57.02%
601005.SH	重庆钢铁	-9.77%	002756.SZ	永兴特钢	-53.53%
601003.SH	柳钢股份	-11.62%	002075.SZ	沙钢股份	-50.09%
600808.SH	马钢股份	-11.66%	601969.SH	海南矿业	-49.38%

数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 10: 2018 年涨幅前 10 的个股 (%)


数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 11: 2018 年跌幅前 10 的个股 (%)


数据来源: Wind, 华融证券整理

二、钢材供需分析与价格展望

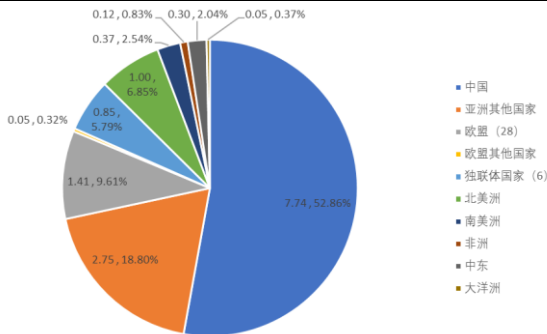
1、供给端：供给侧改革叠加环保限产，未来供给端将有所放缓

2.1.1 2018 年我国钢铁供给情况综述

我国依旧是钢铁主要生产大国，今年粗钢产量呈上升趋势。截止 2018 年 10 月，全球粗钢产量为 14.93 亿吨，我国粗钢产量累计达到 8.57 亿吨，同比增长 6.70%，占全球粗钢总产量的 52.86%。受到钢铁行业整体复苏的正面影响，2018 年我国粗钢产量累计同比均为正值，呈稳定上升趋势。

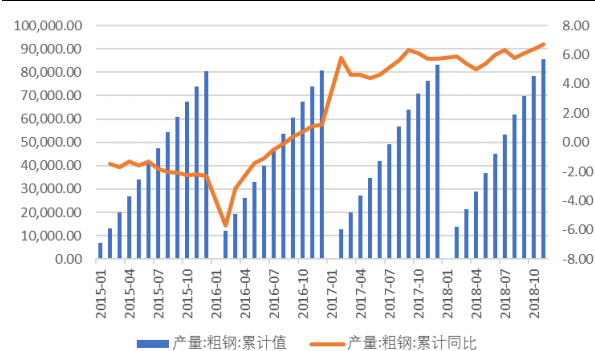
根据冶金工业规划研究院发布的《2019 年全球钢材需求预测成果》《2019 年我国钢铁需求预测成果》，预计 2018 年全球钢材消费量为 17.07 亿吨，我国钢材消费量约 8.20 亿吨；2019 年全球钢材需求量为 17.11 亿吨，我国钢材需求量约 8.0 亿吨。同时，根据钢材消费量、净出口量以及 2018 年 1-10 月钢铁生产数据分析，预测 2018 年和 2019 年我国粗钢产量分别为 9.23 亿吨和 9.0 亿吨，同比分别增长 11.0%和下降 2.5%。

图表 12：我国与其他国家地区粗钢产量分布（亿吨）



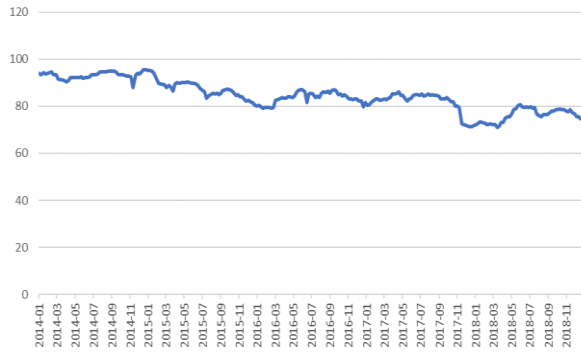
数据来源：WIND，华融证券整理

图表 13：我国粗钢产量累计值与累计同比

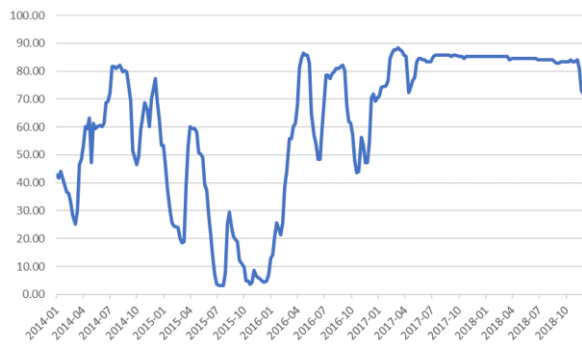


数据来源：WIND，华融证券整理

从全国钢厂高炉产能利用率可以看到，2018 年度整体比 2017 年有所下滑，目前稳定在 75%到 80%区间；而从全国钢厂盈利占比可以看出，从 2017 年 1 月盈利占比开始回升以来，指标几乎全年都维持在 85%以上，直到 2018 年 11 月底急转直下，降至 70%左右。由此可以看出，钢铁行业从 2016 年开始奠定了由冰点向暖转好的基础，2017 年更是巩固了行业稳定高盈利的状态，2018 年继续延续了这一状态，直至近期环保限产禁止“一刀切”政策执行。

图表 14: 全国钢厂高炉产能利用率 (%)


数据来源: Mysteel, 华融证券整理

图表 15: 全国钢厂盈利占比 (%)


数据来源: WIND, 华融证券整理

作为传统行业，钢铁行业目前的良好经营红利皆来自近年颁布的国家政策，如供给侧改革、去产能、环保限产等，去除低效产能、提升行业集中度，使行业扭转全行业亏损状态，转向健康高效稳定的生产模式，从而迎来极高盈利的全盛时代。随着政策的逐步推进，这种边际效益正在逐渐降低。

2.1.2 供给侧改革：去产能任务基本完成，未来供给端边际效应将逐步递减

2016 年制定的《钢铁工业调整升级规划(2016~2020 年)》中明确指出，到 2020 年，钢铁工业供给侧结构性改革取得重大进展，实现全行业根本性脱困。产能过剩矛盾得到有效缓解，粗钢产能净减少 1 亿—1.5 亿吨。截至目前，2016 年以来钢铁行业已化解钢铁产能接近 1.5 亿吨，全面取缔了 1.4 亿吨的地条钢，我国钢铁行业去产能任务基本完成，极大的解决了耗能高、环保水平低、生产能力轻的问题，为行业绿色发展奠定了基础。由于去产能任务已经基本完成，由供给侧改革带来的供给端边际效应将逐步递减。

图表 16: 供给侧改革大事时间表整理

时间	事件
2015 年底	中央经济工作会议：着力加强供给侧结构性改革，抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务
2016 年 2 月	国务院《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》：用 5 年时间压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨，其中 2016 年要压减产能 4500 万吨
2016 年 3 月	国土资源部：继续严把新增产能项目建设用地供应闸门，对新建项目、新增产能的技术改造和产能核增项目，一律不予受理用地预审
2016 年 4 月	一行三会：充分发挥金融引导作用，支持去产能、去杠杆、降成本、补短板，促进钢铁、煤炭行业加快转型发展、实现脱困升级

2016年10月	发改委：10月底钢铁提前完成全年4500万吨去产能目标，共化解过剩产能6500万吨
2017年1月	国家发改委：6月30日以前“地条钢”必须彻底出清，这是一项政治任务
2017年3月	《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》：将落后产能的界定标准由原本的“装备规模+工艺技术”为主，拓展完善到了能耗+环保+质量+安全+技术”等的综合标准体系
2017年3月	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》：“2+26”城市要提前完成化解钢铁过剩产能任务，其中，廊坊和保定是重中之重
2017年6月	国家发改委、工信部：上半年我国共取缔、关停“地条钢”生产企业600多家，涉及产能约1.2亿吨
2017年7月	1-7月份，钢铁去产能已完成预定目标任务
2017年11月	统计局：1.4亿吨“地条钢”产能出清，钢铁去产能年度任务已超额完成
2017年12月	中联钢：去产能和清理“地条钢”共减掉钢铁产能达到2.25亿吨，2017年秋冬季限产涉及生铁产量总计5100万吨，涉及钢产量5000万吨
2017年12月	《钢铁行业产能置换实施办法》：京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例不得低于1.25:1，退出转炉时须一并推出配套的烧结、焦炉、高炉等设备，所有淘汰产能一律不得用于置换
2018年7月	发改委：截止7月压减粗钢产能2470万吨，完成全年任务3000万吨的80%以上
2018年9月	《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》：2018至2020年河北将压减退出钢铁产能约4000万吨
2018年9月	《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》：秋冬季京津冀及周边地区PM2.5平均浓度同比下降3%左右，取消统一的限停产比例，由各地因地制宜根据空气质量情况，制定错峰生产时间
2018年12月	中联钢：钢铁行业已化解钢铁产能接近1.5亿吨，全面取缔了1.4亿吨的地条钢，我国钢铁行业去产能任务基本完成

数据来源：华融证券整理

2017年12月31日，由工业和信息化部印发《钢铁行业产能置换实施办法》（自2018年1月1日起施行）对产能新增有了更加严格的限制。《办法》规定，京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例不得低于1.25:1，退出转炉时须一并推出配套的烧结、焦炉、高炉等设备，所有淘汰产能一律不得用于置换。在供给侧改革去产能目标达成后，未来钢铁产能的减量置换将成为去产能的主要途径。

图表 17：钢铁行业产能置换简表

方向	政策
“1个必须”	用于产能置换的冶炼装备须是国务院国资委、各省级人民政府2016年上报国务院备案去产能实施方案的钢铁行业冶炼装备家底清单内的冶炼装备，和2016年及以后合法合规建成的冶炼设备。
产能置换比例	京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例不得低于1.25:1，其他

	地区实施减量置换
配套设施	退出转炉时须一并推出配套的烧结、焦炉、高炉等设备
“6个不得”	列入钢铁去产能任务的产能、享受奖补资金和政策支持的退出产能、“地条钢”产能、落后产能、在确定置换前已拆除主体设备的产能、铸造等非钢铁行业冶炼设备产能，不得用于置换

数据来源：《钢铁行业产能置换实施办法》，华融证券整理

2.1.3 环保方面：提升环保标准与环保限产并驾齐驱，冬季采暖季禁止“一刀切”

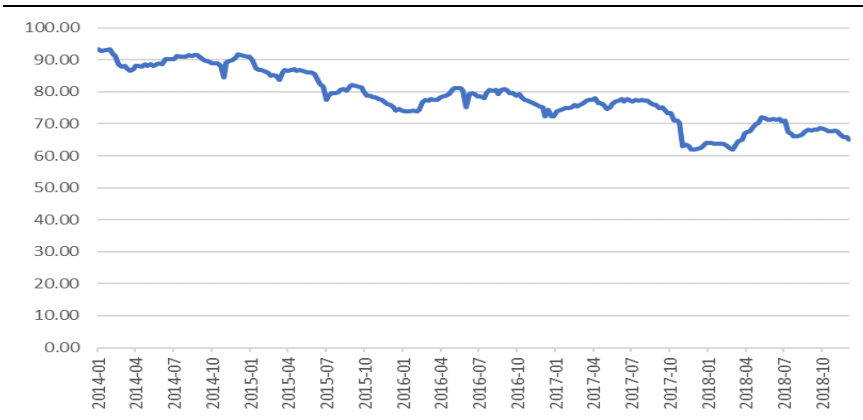
2018年度，在钢铁环保方面，国家政策从提升环保标准和环保限产两方面齐发力，做到行业环保常态化。

提升环保标准方面，2018年5月，生态环境部发布《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》。《意见稿》明确钢铁超低排放标准：明确烧结机头烟气、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、50毫克/立方米，政策严格程度略超市场预期。同时，《意见稿》明确时间节点：到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；到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；到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。力争2020年底前完成钢铁产能改造4.8亿吨，2022年底前完成5.8亿吨，2025年底前完成9亿吨。

环保限产方面，自今年4月至9月，多地发生以地方政府为主导的临时限产事件，不定期开展非采暖季错峰生产管控措施，防止空气污染等情况进一步蔓延，限产期间，钢铁限产比例10%~50%不等。

与去年采暖季限产的强硬政策不同，今年的《京津冀及周边地区2018-2019年大气污染防治工作方案》明确提出，因地制宜推进工业企业错峰生产，严禁采取“一刀切”方式。对于满足超低排放要求的企业，政府将给予秋冬季限产的减免政策。由于今年环保标准不断趋严，钢企纷纷投资脱硫脱硝装置，企业污染物排放量不断下降。

在各项政策综合影响下，今年全国高炉开工率均低于往年同期水平，而进入冬季采暖季限产季后，下降幅度远小于去年同期水平。

图表 18: 全国高炉开工率 (%)


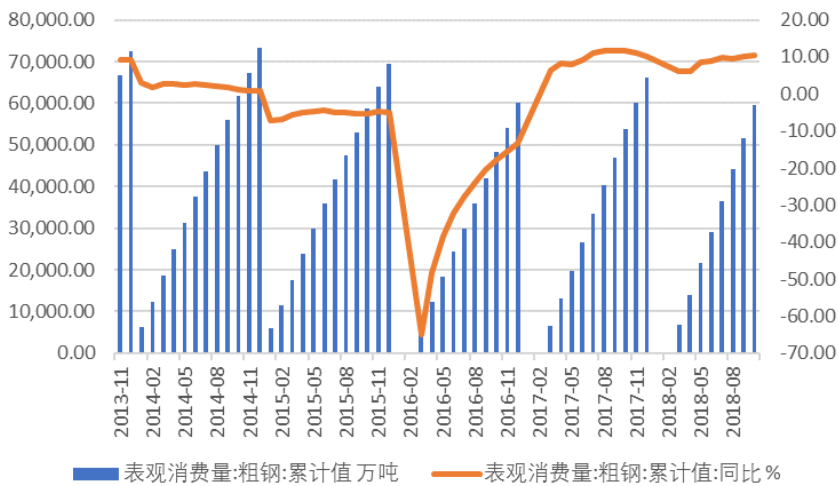
数据来源: WIND, 华融证券整理

经过近三年大力度的供给侧改革,目前钢铁领域的去产能目标已经基本达成,今年政策上或不再制定新的去产能目标。从目前冬季环保限产政策调整来看,未来供给侧约束放松趋势明显,有意识地进行放缓,或将导致钢价下调后寻求新的平衡盈利中枢。

2、需求端: 需求强劲助力钢企盈利, 未来经济增速或放缓

2.2.1 2018 年我国钢铁需求情况综述

2017 年, 钢材消费大幅增长, 结束了连续两年的下行状态; 2018 年下游需求依然延续强劲局面。截止 2018 年 10 月, 粗钢表观消费量累计值为 59478.53 万吨, 同比增长 10.53%。随着冬季采暖季临近, 北方工地施工也受到影响, 预计 2018 年 11-12 月份, 粗钢产量及消费量同比将出现下滑, 但全年钢材消费量仍将保持 8% 以上的高速增长。

图表 19: 粗钢表观消费量累计值与累计同比


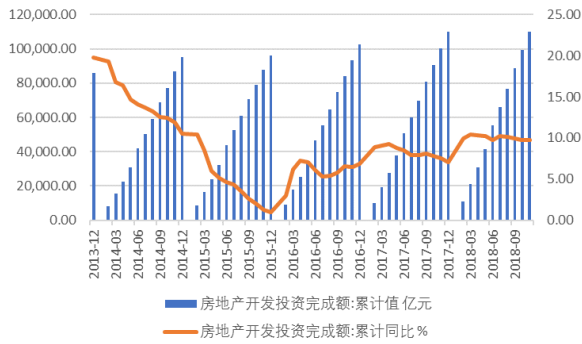
数据来源: WIND, 华融证券整理

2018 年受益于全球经济超预期复苏和国内经济稳中向好发展的拉动, 建筑、机械、汽等主要下游行业钢材消费量均保持良好增长态势, 促进中国钢材整体需求量较快增长。展望 2019 年, 在中国经济发展面临挑战的情况下, 下游需求增速放缓将对钢价的支撑带来一定压力, 预计 2019 年我国钢铁需求将与 2018 年持平。

2.2.2 房地产用钢需求: 地产需求超预期, 棚改货币化安置力度将降低

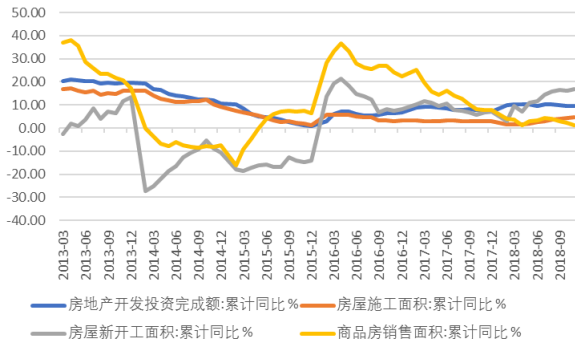
从下游需求来看, 房地产占到下游需求的 40%左右, 加上衍生行业的影响将占总需求的 80%左右。2018 年房地产在销售同比增速进一步下滑的情况下, 总体数据依然超预期, 其中房地产开发投资额的同比大幅增长, 全年同比稳定在 10%左右; 购置土地面积的一路上扬, 2018 年 11 月本年购置土地面积累计值为 25325.63 万平方米, 累计同比增长 14.30%; 以及房屋新开工面积的快速上涨, 截止 2018 年 11 月新开工面积为 188894.53 万平方米, 累计同比增长 16.80%。下游地产行业的超预期增长是支撑钢价全年高位区间的主要原因。

图表 20: 房地产开发投资完成额累计值与累计同比



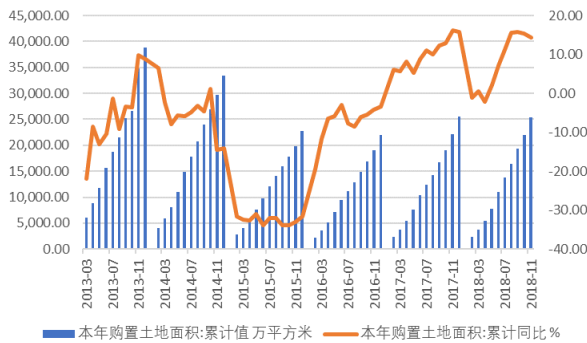
数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 21: 地产相关数据累计同比增速



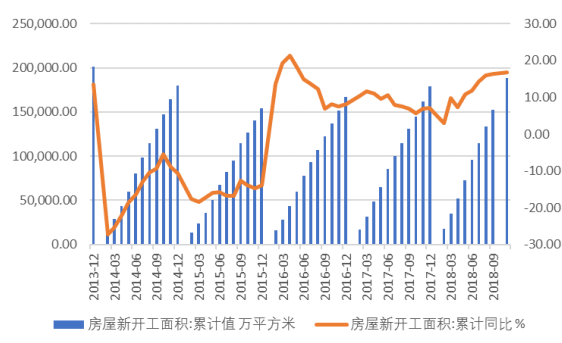
数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 22: 购置土地面积累计值与累计同比



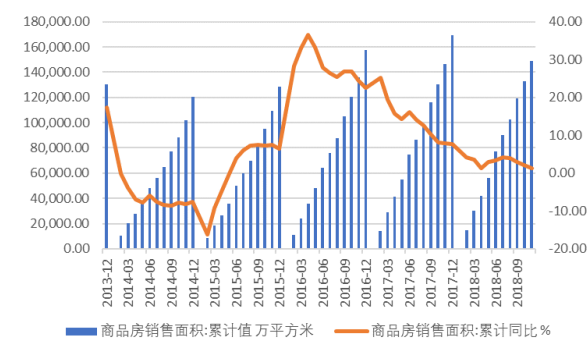
数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 23: 房屋新开工面积累计值与累计同比



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 24: 商品房销售面积累计值及累计同比



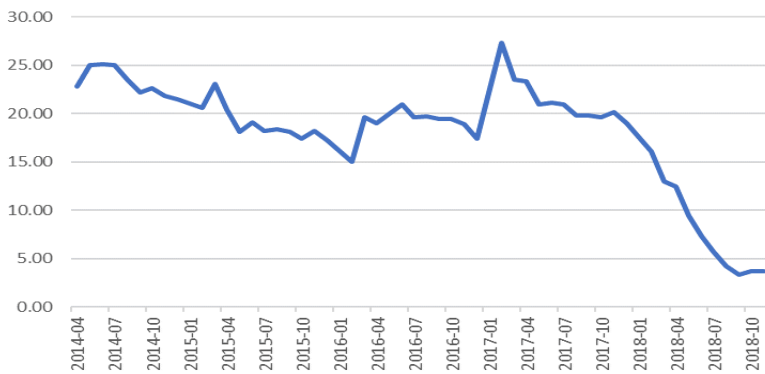
数据来源: WIND, 华融证券整理

目前房地产政策的不利因素包括：1) 利率高，2) 限贷限购限售，3) 首付比高；4) 棚改货币化 2019 年有可能消失（2018 年已经完成 70%），5) 下行周期消费能力。在“史上最严”调控政策下，全国整体的商品房销售增速自高点回落已有两年。由于销售回款在房企开发资金来源中几乎占据半壁江山，因此销售增速下滑使房企资金压力与日俱增。另外，虽然地产目前库存已达到历史最低水平，随着棚改货币化安置力度减弱，商品房库存已呈现回升态势，预计 2018 年货币化安置套数为 260 万套，2019 年货币化安置套数可能降至 140 万套，未来商品房库存将持续增加。2019 年，预计一二线城市房地产销售将持续修复，三四线城市由于棚改货币化安置力度降低将进一步探底，下游需求的低迷有可能导致钢价进一步下跌。

2.2.3 基建用钢需求：基建整体保持稳定增长，2019 年地方债将落地发力

2018 年度，受到财务整顿和金融监管的去风险影响，基础设施建设固定资产投资完成额增速出现大幅下滑，截止 2018 年 11 月，基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 3.7%。

图表 25：基础设施建设固定资产投资完成额(不含电力):累计同比 (%)



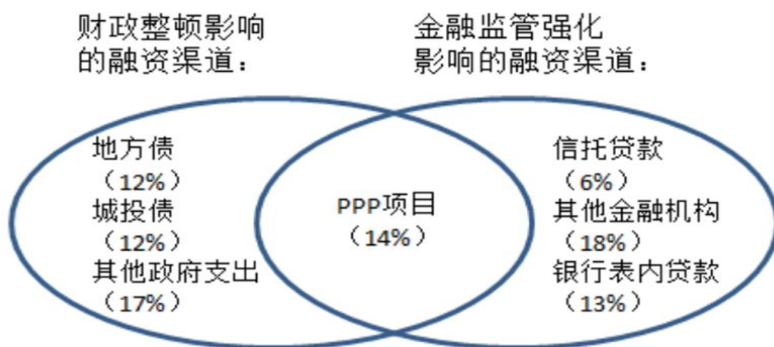
数据来源：华融证券整理

金融监管强化对基建的负面影响有以下几个方面，一是信托贷款对基建贡献收窄，二是资管新规严格控制通道业务和期限错配，三是严禁保险公司、政策性开发性金融机构为地方政府提供各类违规融资等。在表外业务受到强监管的同时，银行表内信贷受到监管影响较小，将承接更多源于基建建设的投资。受此影响，自 2018 年第一季度以来基建投资呈现快速下滑，目前处于底部区间。

而在财政整顿方面，政府在“开前门、堵后门”的原则下，一方面增加债

务规模“开前门”，增加地方债等表内融资；另一方面约束无序举债“堵后门”，限制表外非标业务。2018年7月23日，国务院常务会议召开，1.35万亿元地方政府专项债券发行速度加快，预计2019年上半年将实现落地，提振上半年基建发展，触底反弹。

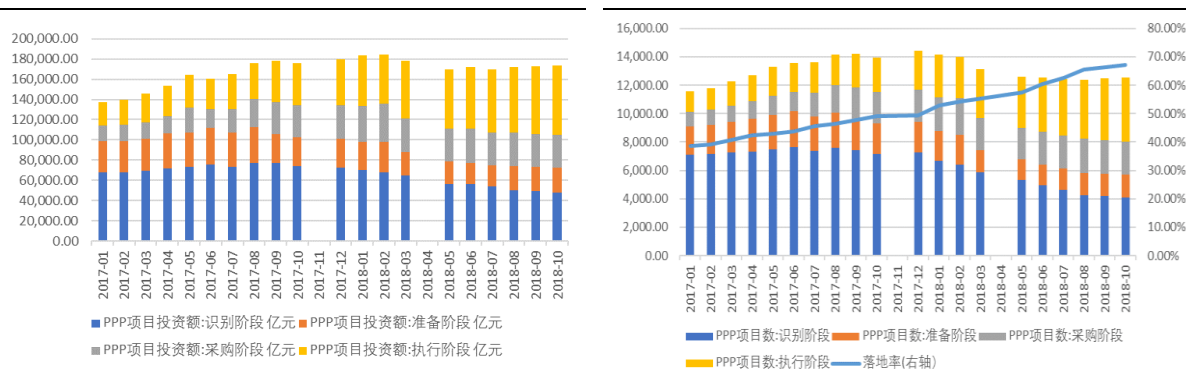
图表 26: 基建资金的来源及其影响因素



数据来源: 华融证券整理

与此同时，PPP项目总量和投资额出现减少，然而落地率稳步提升。根据财政部数据，截止到2018年10月，财政部入库项目累计12554个，投资额达17.38万亿元，其中本年财政部入库项目净减少1870个，累计投资额减少8197.18亿元。2018年前10月，财政部PPP项目库中新增落地项目1304个，落地率上涨为67.24%。虽然PPP项目总量和投资额出现下滑，但是落地率出现大幅上涨，有效拉动了投资，成为支撑整体基建投资的重要力量。

图表 27: PPP管理库项目投资额季度变化趋势(亿元) 图表 28: PPP管理库项目数变化趋势(个)及落地情况(右轴)



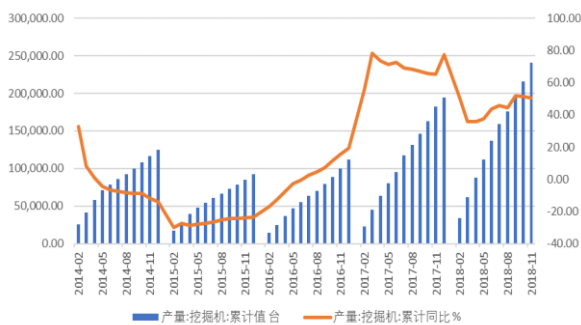
数据来源: WIND, 华融证券整理

数据来源: WIND, 华融证券整理

2.2.4 制造业用钢需求：预计未来制造业稳中向好

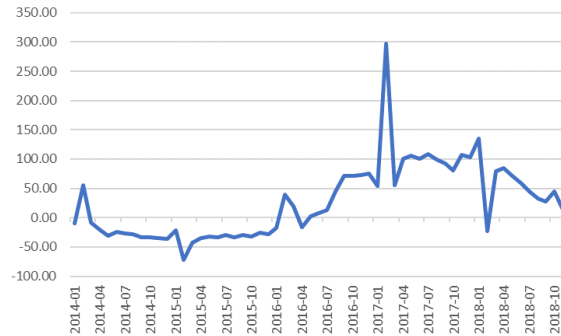
2018年，受益于下游建筑业的超预期表现和行业更新替换，挖掘机行业延续了2017年的火爆，增速总体处于高位区间。截止2018年11月，挖掘机产量24.07万台，累计同比增速为50.40%；2018年上半年，主要企业挖掘机销量当月同比从高位回落，由3月的78.88%下降到11月14.90%。经过两年行业的快速复苏后，预计挖掘机销量增速将平稳下滑，稳定在5-10%区间。

图表 29: 挖掘机产量累计值及累计同比



数据来源：WIND，华融证券整理

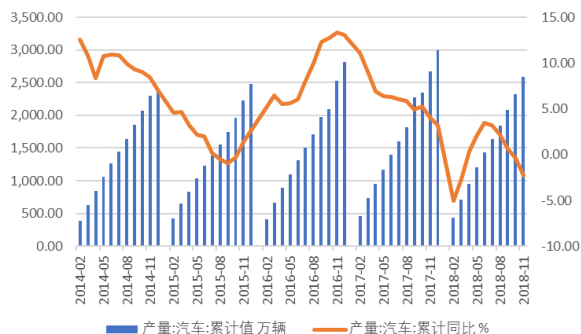
图表 30: 主要企业挖掘机销量当月同比 (%)



数据来源：WIND，华融证券整理

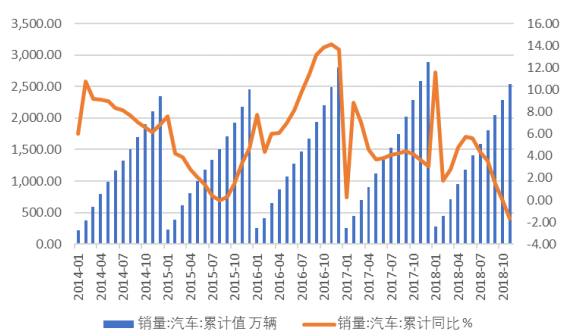
2018年度，受到购置税优惠政策退出的影响，汽车行业整体持续下行。截止2018年11月，汽车产量累计值为2582万辆，累计同比为-2.30%；汽车销量累计值为2541.97万辆，累计同比为-1.65%。由于汽车行业与经济景气息息相关，根据中汽协的预测报告，预计2019年全年汽车销量为2800万辆，汽车市场将停止增长，即零增长。

图表 31: 汽车产量累计值及累计同比



数据来源：WIND，华融证券整理

图表 32: 汽车销量累计值及累计同比

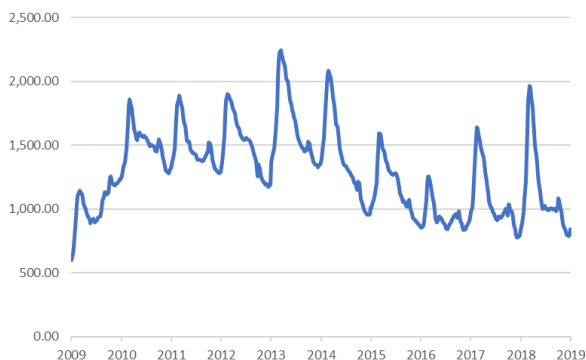


数据来源：WIND，华融证券整理

3、库存：库存持续走低

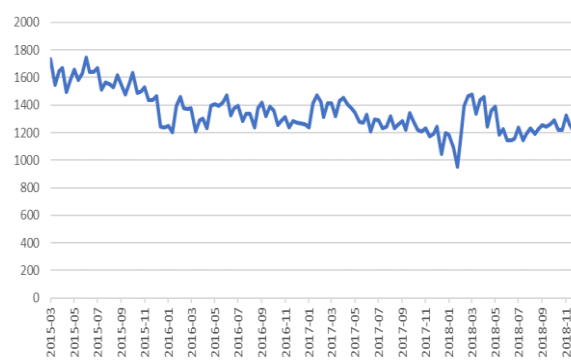
受到供暖季限产和去产能政策影响，目前钢材库存仍在低位区间。截止2018年1月4日，钢材全国社会库存总量为839.20万吨，较去年同期上涨0.49%，基本持平；截止2018年12月10日，重点钢厂钢材库存合计1216.43万吨，同比增长2.03%，与去年同期持平；高炉开工率在2018年持续下降，进入11月钢价下跌幅度较大，预计明年春季开工季钢材需求将提前释放。

图表 33: 钢材产品全国社会库存总量 (万吨)



数据来源：WIND，华融证券整理

图表 34: 重点钢厂钢材库存合计 (修正值) (万吨)

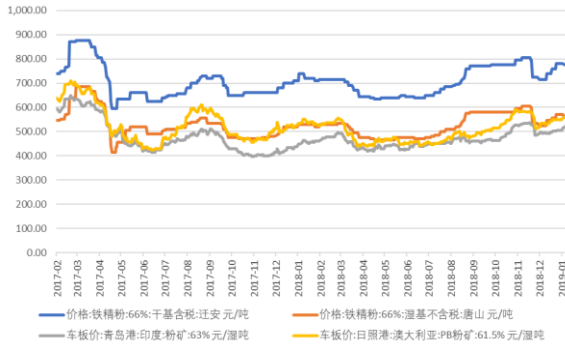


数据来源：Mysteel，华融证券整理

4、成本：铁矿石供大于求，原材料价格继续低位区间

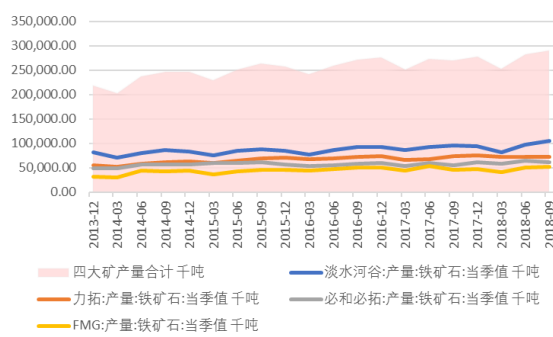
从供求关系角度看，铁矿石市场长期处于供大于求的状态：供给端，四大矿的产量连年攀升，2018年三季度四大矿山铁矿石产量合计为2.9亿吨，同比增长7.78%；需求端，由于我国供给侧改革政策的坚定执行，铁矿石需求稳定。未来几年，主流矿山依旧在投资新建产能以维持现有铁矿石产量或进一步扩大产量。从价格的角度看，2018年上半年铁矿石价格处于低位区间，下半年由于钢价上涨，铁矿石价格也随之上涨。目前青岛港印度粉矿稳定在500元/吨左右。短期来看，铁矿石仍不会改变供大于求的状态，价格将继续维持低位区间，从而降低钢材原材料成本。

图表 35: 铁矿石价格走势



数据来源: WIND, 华融证券整理

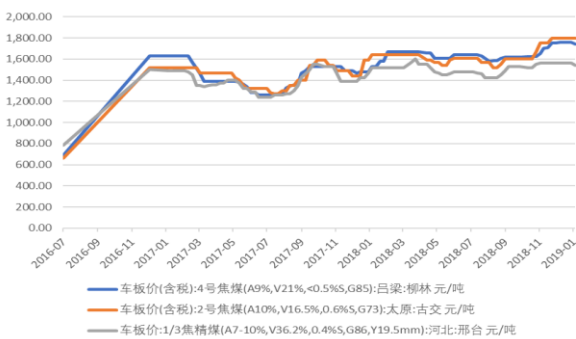
图表 36: 四大矿山及合计产量



数据来源: WIND, 华融证券整理

受益于下游钢铁行业的复苏, 焦煤价格紧随其后, 从 2016 年开始由低点复苏, 2017 年开始稳定, 2018 年延续了高位稳定的状态。作为稀缺煤种, 焦煤目前处于供需紧平衡的状态, 长期对价格高位维稳有一定支撑, 预计 2019 年价格基本持平, 继续维持平衡状态。

图表 37: 焦煤价格走势



数据来源: WIND, 华融证券整理

5、钢材价格: 价格高位回落, 未来趋向平稳

2017 年, 受到供给侧改革、地条钢出清、以及供暖季环保限产多重政策影响, 钢材价格一直保持震荡上行的态势; 2018 年 4 月开工季之后需求转暖, 钢铁行业继续受到政策红利影响, 延续了行业的火爆市场, 价格中枢较 2017 年更上一层; 进入 11 月后, 由于冬季环保限产政策不再执行“一刀切”, 并将

采暖季前后空气质量下降的目标从“双 15%”下降为“双 3%”，标准较 2017 年有所放松，导致钢价快速下行。

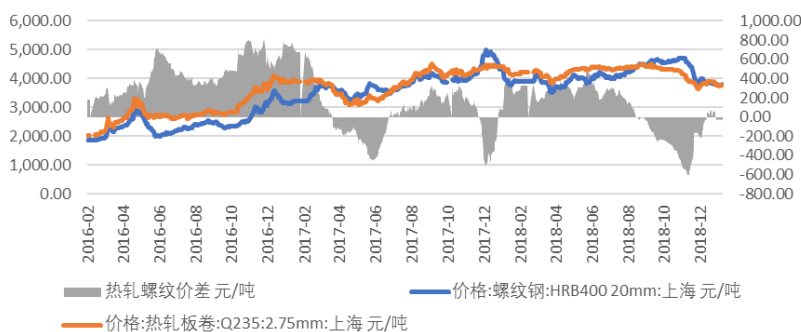
从长材与板材的对比看，板材作为制造业的下游，价格全年基本稳定；长材受到季节变化和下游开工率影响，价格波动较大。2019 年，钢铁供给端供给侧改革不再新增去产能任务，需求端经济下行不可避免，预计钢价在此轮下跌后将寻求新的价格平衡中枢，钢企盈利将从 2018 年高点适度降低。

图表 38: 主要钢材品种价格



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 39: 热轧与螺纹钢价差



数据来源: WIND, 华融证券整理

三、2019 年钢铁行业展望

1、供给侧改革去产能目标提前达成，防复产保证改革结果

根据统计，2016 年去产能 6500 万吨，2017 年去产能完成 5000 万吨，经过三年的努力，2018 年底已经提前两年完成“十三五”确定的 1.5 亿吨钢铁去产能上限任务，2019 年、政策上或不再制定新的去产能目标。未来防止复产将成为工作重点，同时按照今年新修订的产能减量置换政策置换，将得以持续并成为去产能的主流做法。

2、兼并重组将重构供给新格局，提升行业集中度

和发达国家欧美日韩相比，我国钢铁行业集中度仍然很低，在“十三五规划”与《钢铁工业调整省级规划（2016-2020 年）》等文件中，将产业集中度（前十家）的目标设为 2020 年达到 60%。同时，文件要求未来严禁新增钢铁产能，各地一律不得净增钢铁冶炼能力，结构调整及改造项目必须严格执行产能减量置换，所以未来钢企兼并重组将是企业扩大产能的最优措施。随着宝武钢铁合并、四源合基金整合重钢、沙钢重组东北钢铁等重组整合，2018 年，钢铁企业重组改制持续推进，渤海钢铁集团正式进入破产程序、本钢集团拟筹划企业所有制改革等项目陆续展开。未来几年，钢企大规模并购重组仍将持续展开，钢铁行业集中度将会逐渐提高。

四、投资组合

(1) 宝钢股份 (600019): 行业龙头安全边际高，扩产能降成本促业绩提升

公司前三季度实现营业收入 2253.2 亿元，同比增长 1.04%；实现归母净利润为 157.47 亿元，同比增长 34.96%；实现 EPS 为 0.26 元。

公司是国内综合竞争实力最强的龙头钢企，合并后的宝武集团粗钢产量排名世界第二，仅次于安塞洛米塔尔公司。公司主要产品有冷轧碳钢板卷、热轧碳钢板卷、钢管产品及其他钢铁产品，其中汽车板产量与取向电工钢产量全国排名第一，主要产品均获得国际权威机构认可，产品出口日本、韩国、欧美等四十几个国家和地区。

公司炼铁总产能为 4540 万吨,炼钢总产能为 5010 万吨,现拥有上海宝山、南京梅山、湛江东山、武汉青山等主要制造基地,产能分别为 1550 万吨、1480 万吨、690 万吨、820 万吨;其中湛江冷轧产线在 2018 年全面达产,3 号高炉属于在建工程,涉及产能 403 万吨,将在未来两年内正式投产,在国家严控产能大背景下公司有望进一步扩大产能。

宝武钢铁合并后,公司产能跃居世界第二,在生产、采购、销售、研发等各个方面协同效应快速体现,重点在于提高武钢的产品质量和管理层水平。目前,武钢汽车板部分已经实现了与宝山产品的价格统一,非汽车板部分仍然采取自主定价,公司计划尽快实现武钢非汽车板部分与宝钢价格统一,宝武协同效应使武钢基地业绩有望进一步提升。

成本管控方面,公司持续推进减员增效。公司于 2015 年制定了“三年将本 170 亿计划”,在过去的 2015-2017 年分别降低 40、60、70 亿。新一轮的成本削减是三年将本 100 亿,预计 2018-2020 年三年每年下降 30 亿左右。

盈利预测及投资建议:宝钢股份作为国内钢铁企业龙头,盈利能力高于行业平均水平;宝武合并更是为未来钢铁行业合并重组的趋势做了良好示范。同时,随着湛江项目全面实现盈利及公司自身持续降本增效,公司盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 2018 年-2019 年的 EPS 分别为 0.98、1.11 元,给予推荐评级。

(2) 方大特钢 (600507): 长材区位高增长,特钢优势占龙头

公司 2018 年前三季度实现营收 127.82 亿元,同比升 26.22%;归母净利润 23.15 亿元,同比升 50.35%,业绩超预期。三季度单季营收 45.44 亿元,同比升 17.86%;前三季度 EPS 为 1.66 元/股。

公司作为江西省龙头企业,年产能生铁 315 万吨、钢材 360 万吨,其中长材产能占比超 50%。2018 年,公司通过添加废钢的方式,将钢材产量提高到 400 万吨左右。公司具有“普特兼备,长材为主”的特点,除了拥有普钢螺纹钢产能外,还拥有弹簧扁钢、汽车板簧等特钢产能;长材定位江西省内市场,特钢定位全国及海外市场。

长材方面,公司的螺纹钢市占率为江西省内第一,江西省经济增速高于全国平均增速。需求端地产方面,省内地产投资规模持续扩张,增速高于全国均值;基建方面,短期来看南昌地区有多项重大交通运输项目建设,长期来看江西省“十三五”规划促进基建刚需增长。长久以来,江西地区长材价格高于全国平均。价格高企与需求旺盛将保证长材产品市场繁荣。

特钢方面，汽车板簧和弹簧扁钢是方大特钢的战略产品，产量分别为 14 万吨和 70 万吨，国内市占率分别为 20%和 50%，均排名第一。为保证特钢产品的下游需求，公司一方面控股参股了十多家汽车板簧、弹簧生产企业，另一方面公司产品直供多家汽车企业。公司下游企业均为国内一线汽车企业，能做到产销同量。

盈利预测及投资建议：公司一方面是受益于长材价格上涨带来的盈利增长以及江西省内下游需求的持续增加，一方面是受益于汽车板簧和弹簧扁钢产品带来的稳定收入。同时，公司吨钢完全成本呈现逐年下降的态势，各部门良性的激励机制为公司发展带来充沛活力，吨钢净利位列上市公司前二名。我们预计公司 2018 年-2019 年的 EPS 分别为 2.21、2.31 元，给予推荐评级。

（3）南钢股份（600282）：国内中厚板龙头企业，双主业发展助转型突破

公司是国内单体最大的中厚板生产企业，年产近 1000 万吨钢材，以中厚板和长材为主导产品，产能分别约 480、460 万吨，分别贡献营收 47%、37%。产品主要应用于造船及海工、高速公路、电力、汽车、桥梁、管线等。

中厚板方面，公司竞争实力较强，已与华东地区重要机械、造船及石油企业建立稳定的合作伙伴关系。公司主要竞争对手山东钢铁近 450 万吨中厚板产能因搬迁日照基地尚未投产，华东地区中厚板供给偏紧。下游需求，制造业复苏带动需求持续升温，公司中厚板方面的盈利也将保持稳定。

长材方面，华东地区需求支撑稳定。地产方面，江浙沪地区投资增速远高于全国平均，叠加棚改及租赁住房拉动，预计 2019 年房地产市场用钢需求依然强劲；基建方面，江苏省近年将着力由交通大省向交通强省转变，推进江北新区建设。江浙沪地区宏观经济持续良好将保证公司长材方面盈利。

发展“钢铁+新产业”双主业发展战略。公司目前正稳步推行其提出的节能环保、智能制造、新材料三大转型方向。目前能源环保转型项目团队 110 人（其中复兴国际占近 70 人），是复兴规模最大的团队；且复星国际智能装备、公用事业两位资深负责人已加入南钢董事会。复星系拥有丰富的资本运作经验，南京钢联另一大股东新工集团旗下 100 多家核心企业的丰富资源，均可对接助力转型发展。公司设立目标 5 年之内，新兴产业年销售收入将超过主业，达到 600 亿元左右，利润达到 20 亿左右。

盈利预测及投资建议：南钢股份地处高速发展的江浙沪地区，旺盛的下游需求为公司创收增加助力。公司积极探索新产业发展，将为公司寻求新的营收方向。我们预计公司 2018 年-2019 年的 EPS 分别为 1.03、1.12 元，给予推荐评级。

图表 40: 重点公司盈利预测, 估值与投资评级 (以 2019.1.10 收盘价为基准)

股票简称	股价	EPS			PE			PB	评级
		17	18E	19E	17	18E	19E		
宝钢股份	6.68	0.86	0.98	1.11	6.40	6.73	6.39	0.87	推荐
方大特钢	10.66	1.92	2.21	2.31	4.72	4.82	4.76	2.91	推荐
南钢股份	3.54	0.73	1.03	1.12	3.41	3.65	3.59	1.06	推荐

数据来源: Wind, 华融证券整理

五、风险提示

- 1、宏观经济不及预期
- 2、环保限产不及预期
- 3、下游需求大幅下滑

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

易华强，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 层（100020）

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn