

# 透过唐山方案看2019年钢铁行业的环保限产和供需格局

——钢铁行业 事件点评

2019年01月23日

看好/维持

钢铁

事件点评

|     |                        |                        |
|-----|------------------------|------------------------|
| 郑闵钢 | 分析师                    | 执业证书编号: S1480510120012 |
|     | zhengmgdxx@hotmail.com | 010-66554031           |
| 张清清 | 研究助理                   | 执业证书编号: S1480118060015 |
|     | zhangqq@dxzq.net.cn    | 010-66555445           |

## 事件:

近日传闻,唐山市为切实解决3-9月份空气质量排名靠后问题,结合本地气象条件,制定了非采暖季限产的实施方案,分阶段实施重点行业错峰生产,第一阶段为3月1日至31日;第二个阶段为4月1日至9月31日,方案尚在进一步协商中。

## 观点:

### 1. 正如我们所预期,2019年环保限产不可能完全退出

从顶层设计上看,我们认为在中央提出“巩固三大攻坚战成果”的背景下,完全放弃环保限产的可能性很低。1月21日上午,在生态环境部例行新闻发布会上,生态环境部大气环境司司长刘炳江表示,“将分类推进重点行业污染深度治理。第一个重点是推进钢铁行业超低排放工作,目前,很多钢铁企业积极响应蓝天保卫战要求,已经在开展超低排放改造,钢铁行业深度治理将是2019年大气污染防治的重点。”从基层来看,河北省提出2018-2019年全省优良天数分别降低至57.5%、60%和63%。根据生态环境部最新公布的数据,2018年全年河北省各地市平均优良天数达到208天,优良天数比例为57%,未能完成2018年57.5%的既定目标,作为排名倒数的唐山、邯郸压力很大。在河北省各地市中,均制定了相应的环境质量控制目标,其中石家庄、邯郸、邢台市力争退出全国重点城市空气质量排名后10位,唐山、保定市力争退出后20位。因此,唐山推出2019年非采暖季限产方案不会是个案,2019年环保限产对钢铁供给的影响仍难完全消除。

### 2. 供给释放可控,预计有效产能增量低于3000万吨

钢铁行业2019年最大的变量仍在环保限产趋松对有效高炉产能的释放上,但我们坚持年度投资策略中的看法,即2019年环保限产力度不可能完全放松。以唐山市公布的2019年非采暖季限产力度测算将压减有效产能1000万吨,根据Mysteel调研的唐山钢厂产能利用率测算2018年同期实际压减的有效产能约为1100~1200万吨,低于理论测算值,唐山2019年非采暖季仅新增有效产能100~200万吨。邯郸、徐州等地2018年非采暖季限产利润压减有效产能1300万吨,按唐山的限产折扣预计实际压减有效产能约1000万吨。采暖季限产我们可以根据河北省高炉开工情况来测算,根据Mysteel调研数据显示,2018年1月1日-3月15日河北高炉开工率均值为52%,以当前河北高炉开工率为56%为2019年的限产执行力度,预计同比2018年新增有效产能300万吨。京津冀地区“2+26城”共涉及产能3.2亿吨,较河北2亿吨多,按比例预计2019年将新增有效产能500万吨。总体来看,限产放松将带来有效产能增量低于2000万吨,叠加置换新增产能投放1000万吨,总的产能增量预计不超过3000万吨左右。(具体测算过程可参考2019年度投资策略)

### 3. 分区域的错峰生产方案对供给节奏性的影响值得关注

初步限产方案分多个时段分区域实施：第一阶段（3月1日-3月31日）钢铁行业在执行秋冬季错峰生产方案的基础上，全市不承担供暖任务的钢铁企业烧结机（竖炉）限产 50%，承担供暖任务的钢铁企业烧结机（竖炉）限产比例与高炉限产比例保持一致。第二个阶段（4月1日-4月30日），区域二（高新区技术产业开发区、丰润区、遵化市、迁西县、玉田县、芦台经济开发区、汉沽管理区）钢铁企业烧结机（球团）限产 50%，高炉限产比例延续执行秋冬季错峰生产要求，高炉限产产能以扒炉停产时间计算。第三个阶段（5月1日-7月31日）区域一（路南区、路北区、开平区、古冶区，丰南区、迁安市、滦州市、滦南县、乐亭县、曹妃甸区、海港开发区）钢铁企业烧结机（球团）限产 50%，高炉限产比例延续执行秋冬季错峰生产要求。第四阶段（8月1日-9月30日），区域二再执行上述限产措施。**根据已掌握的唐山各区粗钢产能数据初步测算，区域一含粗钢产能 1.16 亿吨，而区域二仅有粗钢产能 2400 万吨，相差悬殊。由于区域一限产集中在 5-7 月份，同时也是传统需求的旺季，因此将对市场供需平衡产能显著影响，值得关注。**

### 4. 明年供需态势维持判断：坚定看好需求，供需不会过度失衡

我们坚定看好 2019 年下游需求表现：（1）货币和信用政策稳中趋宽，地产存在超预期可能，房屋新开工在三、四线低库存和一、二线销售回暖的双重作用下，仍有望与去年持平；（2）逆周期调节下，中央政府提出基建补短板，专项债发行扩大将拉动基建投资增速温和回升，其中城市轨道交通和公路投资将维持 20%和 10%的增长；（3）制造业投资增长存在博弈性机会，企业部门资产负债表修复使投资有扩张动力，PPI 下行利好消费品制造业利润改善；（4）发改委明确表示对汽车、家电等消费将推出刺激政策，汽车消费有望年中筑底，家电消费有想象空间。**供给释放可控，需求稳健，供需不会过度失衡。**

### 5. 重申年度投资策略：建筑用钢节奏重于趋势，细分领域的业绩增长值得关注

对建筑钢企，节奏重于趋势。通过对历史周期的复盘我们看到，**钢铁板块的相对收益受利润影响，更与钢价走势呈正相关性。**随着期货贴水持续修复，市场重拾信心，钢贸商启动冬储，钢价短期将维持震荡；随着春节后期开工季来临，唐山限产叠加旺季需求将导致供需缺口扩大，钢价有望迎来以一轮较大幅度的反弹。**总体看 2019 年钢价走势将是先低、后高而再低的趋势，当前板块价值被严重低估，此时正是介入良机，静待板块估值修复的机会。**此外，受益于供给的相对刚性，行业或企业利润的下行更多受宏观环境影响，而非自身的变化，本轮周期相比以往具有更强的盈利韧性和阿尔法收益韧性。推荐低成本、高分红的公司**方大特钢、三钢闽光**。对细分领域，业绩弹性为王。汽车和家电消费筑底带来汽车板消费的边际变化值得关注，汽车、家电等冷轧产品技术和市场壁垒相对较高，**具有技术和市场优势的头部公司将率先享受政策利好**，推荐关注家电钢和汽车板龙头**宝钢股份、首钢股份**；还可以关注基建和能源概念股**新兴铸管、常宝股份**。

### 结论：

在“巩固三大攻坚战成果”的顶层设计下，钢铁行业的环保限产很难完全退出，甚至有超预期的可能。通过唐山方案我们预计 2019 年环保限产趋松带来的有效产能增量可控。需求方面，宏观政策稳中趋松，地产周期易超预期，基建投资温和回暖，制造业投资有博弈性机会，建筑用钢需求并不悲观；受减税降费、房地产挤压效应减弱，消费用钢需求有望企稳。总体来看，明年用钢需求持平或微增，供需格局不会过度失衡，行业有盈利韧性，板块估值处在最近十年极低的历史分位，与盈利能力极不匹配，源于市场过度悲观扭曲了估值。眼下市场重拾信心，钢价趋稳震荡，年后开工季尤其是 4-5 月份需求旺季和唐山限产将出现供需错配，板块大概率迎来估值修复的行情，此时正是介入良机。我们强烈推荐建筑用钢标的**方大特钢、三钢闽光**，细分领域强烈推荐家电钢和汽车板龙头**宝钢股份、首钢股份**，同时推荐基建和能源概念股**新兴铸管、常宝股份**。

表 1:河北省蓝天保卫战的相关政策及目标

| 政策  | 内容   |
|---|--|
| 《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》<br>2018 年 8 月 14 日 | 2018 年, 全省设区城市细颗粒物(PM2.5)平均浓度较 2017 年下降 6%以上, 全省空气质量平均优良天数比率达到 57.5%以上。 <b>2019 年, 全省设区城市细颗粒物(PM2.5)平均浓度较 2017 年下降 11%以上, 全省空气质量平均优良天数比率达到 60%以上。</b>  |
| 《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》<br>2018 年 8 月 23 日           | 提出到 2020 年, 全省设区城市细颗粒物 (PM2.5) 平均浓度较 2015 年下降 28%以上, 较 2017 年下降 15%以上, 达到 55 微克/立方米;全省空气质量平均优良天数比率达到 63%以上, 平均重污染天数较 2015 年减少 25%; 其中, PM2.5 未达标城市 (以 2015 年度计) 平均浓度较 2015 年下降 29%以上, 较 2017 年下降 16%以上, 达到 58 微克/立方米以下。 <b>在三年行动方案中提出, 石家庄、邯郸、邢台市力争退出全国重点城市空气质量排名后 10 位, 唐山、保定市力争退出后 20 位, 衡水、廊坊、沧州市确保持续向好、位次提升。</b> |

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 2:河北省优良天数测算值

| 优良天数  | 2017  | 2018  | 改善比例   | 2019  | 2020  |
|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 邯郸    | 142   | 152   | 2.74%  |       |       |
| 唐山    | 205   | 202   | -0.82% |       |       |
| 石家庄   | 151   | 164   | 3.56%  |       |       |
| 邢台    | 148   | 140   | -2.19% |       |       |
| 保定    | 159   | 164   | 1.37%  |       |       |
| 沧州    | 190   | 208   | 4.93%  |       |       |
| 廊坊    | 214   | 225   | 3.01%  |       |       |
| 衡水    | 166   | 198   | 8.77%  |       |       |
| 秦皇岛   | 268   | 285   | 4.66%  |       |       |
| 承德    | 291   | 274   | -4.66% |       |       |
| 张家口   | 286   | 281   | -1.37% |       |       |
| 河北省全年 | 207   | 208   | 1.6%   |       |       |
|       | 56.7% | 57.0% |        |       |       |
| 河北省目标 |       | 57.5% |        | 60.0% | 63.0% |

资料来源：生态环保部，东兴证券研究所

表 3:唐山和邯郸城市排名及综合指数

|    | 1-10 月份排名 | AQI 指数 | PM2.5 | PM10  | So2  | No2  | Co  | O3   | 优良天数 | 综合指数 |
|----|-----------|--------|-------|-------|------|------|-----|------|------|------|
| 唐山 | 倒数第 2 名   | 93.5   | 56.1  | 108.0 | 31.8 | 51.8 | 1.7 | 68.4 | 194  | 7.06 |
| 邯郸 | 倒数第 5 名   | 106.5  | 63.1  | 123.0 | 19.9 | 36.6 | 1.1 | 80.9 | 172  | 6.77 |
| 保定 | 倒数第 10 名  | 98.8   | 58.7  | 104.1 | 18.4 | 40.0 | 0.9 | 82.7 | 182  | 6.40 |
| 渭南 | 倒数第 20 名  | 99.8   | 52.9  | 125.9 | 11.6 | 43.3 | 0.8 | 63.0 | 207  | 6.30 |

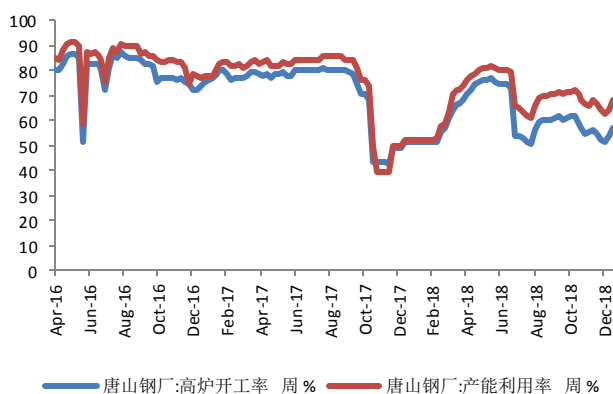
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 4:唐山市各区产能情况

|     | 限产比例 | 生铁产能  | 减量   |
|-----|------|-------|------|
| 曹妃甸 | 30%  | 1086  | 326  |
| 丰南  | 50%  | 2282  | 1141 |
| 丰润  | 50%  | 578   | 289  |
| 古冶  | 50%  | 793   | 397  |
| 开平  | 66%  | 308   | 203  |
| 乐亭  | 40%  | 497   | 199  |
| 路北  | 24%  | 704   | 169  |
| 滦南  | 30%  | 418   | 125  |
| 滦县  | 50%  | 1711  | 856  |
| 迁安  | 30%  | 3807  | 1142 |
| 迁西  | 30%  | 985   | 296  |
| 玉田  | 50%  | 60    | 30   |
| 遵化  | 30%  | 730   | 219  |
| 合计  |      | 13959 | 5391 |

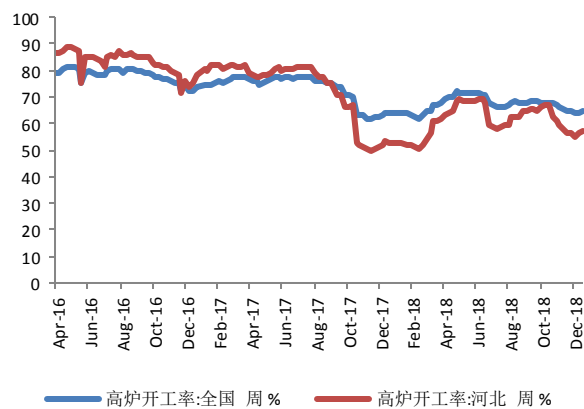
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 1:唐山高炉开工情况



资料来源：Mysteel，东兴证券研究所

图 2:河北和全国高炉开工情况



资料来源：Mysteel，东兴证券研究所

表 5:重点公司盈利预测及估值情况

| 证券代码      | 证券简称 | PE    |       |       | PB    |       |       | 2018 股息 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|           |      | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E | 预测      |
| 600507.SH | 方大特钢 | 4.71  | 5.02  | 5.17  | 1.91  | 1.63  | 1.39  | 10%     |
| 002110.SZ | 三钢闽光 | 3.25  | 3.53  | 3.64  | 1.47  | 1.32  | 1.15  | 10%     |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 7.24  | 7.09  | 6.68  | 0.82  | 0.77  | 0.70  | 6%      |
| 002478.SZ | 常宝股份 | 9.80  | 7.85  | 6.75  | 1.24  | 1.21  | 1.09  | 7%      |
| 000778.SZ | 新兴铸管 | 7.63  | 6.86  | 5.85  | 0.75  | 0.73  | 0.63  | 6%      |
| 000959.SZ | 首钢股份 | 7.44  | 7.64  | 5.94  | 0.88  | 0.94  | 0.73  | 3%      |

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 风险提示：

- (1) 环保限产执行力度不及预期；(2) 需求不及预期。

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

### 张清清

## 研究助理简介

### 张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018 年 5 月加盟东兴证券。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。