

钢铁

2019年钢铁行业春季投资策略

-安中有危

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师：赖福洋

执业证书编号：S0740517080002

电话：021-20315128

分析师：邓轲

执业证书编号：S0740518040002

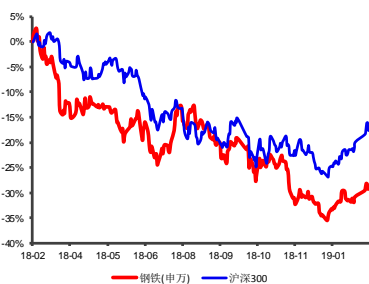
电话：021-20315223

研究助理：曹云

电话：021-20315766

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	670536.43
行业流通市值(百万元)	604379.29

行业-市场走势对比

相关报告

<<巴西矿难有望重塑黑色产业格局>>2019.02.11

<<关注旺季需求开启时间>>2019.02.09

<<巴西矿难铁矿飙升>>2019.02.08

<<贴水修复估值改善>>2019.01.26

<<地产投资是全年需求定海神针>>2019.01.22

<<逆周期调节估值修复>>2019.01.19

<<纠结中的冬储季节>>2019.01.12

<<再创辉煌-2018年钢铁上市公司业绩前瞻>>2019.01.11

<<逆周期调节政策继续加码>>2019.01.04

<<进退之间>>2019.01.02

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
方大特钢	12.2	1.92	2.06	1.78	1.92	6.35	5.92	6.85	6.35	0.27	增持
华菱钢铁	7.06	1.37	2.28	1.67	1.85	5.15	3.10	4.23	3.82	0.04	增持
马钢股份	3.65	0.54	0.77	0.51	0.56	6.76	4.74	7.16	6.52	0.06	增持
宝钢股份	7.02	0.86	0.95	0.85	0.93	8.16	7.39	8.26	7.55	0.68	增持
南钢股份	3.69	0.79	0.91	0.70	0.77	4.67	4.05	5.27	4.79	0.08	增持

备注：股价取 2019 年 02 月 15 日收盘价

投资要点

- **环保限产等限制性政策方向性减弱**，供给端承压，但内外压力之下，政府频繁推出经济逆周期调控政策，2019 年经济有望维稳。周期被平抑的背景下，放大了行业供需两端的博弈性。再次站在淡旺季转换的时间节点，我们以谦卑的心态尝试推演即将到来的春季行情走势；
- **迷失的库存**：本轮冬储周期，由于去年的惨痛记忆以及对节后供需的担忧，钢贸商起始心态较为谨慎，冬储启动时间比去年农历同期推迟两周。随着一系列逆周期调控政策的出台，产业链对经济悲观预期有所修复但难谈乐观。然而节后第一周社会库存累积量大幅超出市场预期，甚至超过去年同期量，再创历史新高。与节前普遍的市场感知（产业链心态谨慎，补库节奏应弱于 2018 年）有很大偏离；
- **危：供给端限制性政策减弱**：从中期来看，由于环保限产放松以及电弧炉投产，今年行业供给端将有小幅扩张。短期来看，随着前期恐慌情绪消散，基于新的供需关系重新定义的盈利中枢依然可观，在限制性政策减弱的情况下，钢厂生产状态强于往年，但电弧炉作为边际产能处于亏损状态压制产能利用率抬升，短期供给压力进一步增加有限但仍需警惕。节后库存累积超预期只是产量高企的直观表现，产业链整体心态仍较为平稳，剔除统计口径和时间因素，预计钢贸商主动冬储应弱于表现数据所反映的节奏，目前库存水平与去年接近，处于历史中高位置；
- **安：旺季需求可期**：利率维持低位，2019 年地产销售依然偏离中期销售中枢水平，高基数原因造成增速负增长，但绝对量依然可观，整体库存偏低，地产投资预计将维持较高韧性。政府基建托底经济意愿逐步增强，近期数据显示信用环境和资金面显著改善，确保基建投资力度。今年采暖季对工地限制性政策减弱，元宵节后相关项目开工建设有望及时展开，淡旺季转换带来的需求增量有望正常释放。钢铁行业供需紧平衡局面逐步缓解，国内钢企产品出口竞争优势重拾，出口市场迎来反弹窗口。整体来看，旺季需求可期，随着下游需求展开，预计 3/4 月份行业产能利用率将有所回升，但空间有限钢价窄幅震荡为主；随着供给继续扩张叠加淡季需求减弱，5 月份产能利用率将有所回落；
- **投资建议**：由于供给端限产政策减弱以及行业盈利仍处高位，今年钢厂生产状态强于往年同期，但边际产能仍处亏损状态，短期供给进一步承压有限但仍需警惕。地产投资有望保持韧性，信用环境和资金面显著改善，确保基建投资力度，出口市场迎来反弹窗口，限制性政策退出情况下旺季需求可期。目前产业链整体心态较为平稳，静待需求释放。高供给 PK 高需求，节后行业层面博弈性增强，随着旺季需求展开，产能利用率将有所小幅抬升，但空间有限。平抑周期下，行业盈利回归合理利润中枢，巴西矿难事件扰动产业格局，在钢铁冶炼行业产能利用率变化不大的情况下，钢厂可以通过抬升钢价将大部分成本上涨压力转嫁给下游。同时利率偏低，有利于抬升整体权益类资产估值水平，对钢铁板块资产构成利好，可以关注的标的如宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、方大特钢、三钢闽光、马钢股份等。同时受益于铁矿价格上涨的标的如河北宣工、海南矿业、*ST 金岭等；
- **风险提示**：宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端增加超预期；巴西矿难事件进一步发酵。

内容目录

迷失的库存	- 5 -
2018 年冬储的伤痛依稀在昨日	- 5 -
谨慎前行，结果出乎意料	- 7 -
危：供给端限制性政策减弱	- 10 -
中期产能小幅扩张	- 10 -
短期供给压力需要警惕	- 14 -
累库超预期只是产量高企的直接体现	- 16 -
安：旺季需求可期	- 18 -
地产对需求拉动效应仍在	- 18 -
基建确定性发力，力度有待观察	- 20 -
出口延续改善趋势	- 23 -
旺季需求可期	- 23 -
安中有危，博弈性增强	- 24 -
供需博弈，钢价窄幅震荡	- 24 -
全年盈利合理回归，矿难扰动产业格局	- 24 -
投资建议	- 26 -
风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1: 螺纹钢社会库存和厂内库存走势.....	- 5 -
图表 2: 2018 年冬储螺纹钢期货价格表现较为坚挺.....	- 5 -
图表 3: 2018 年淡旺季转换钢材需求受到明显干扰.....	- 6 -
图表 4: 全国建筑钢材日均成交量.....	- 6 -
图表 5: 2018 年冬储达到 2015 年以来峰值.....	- 7 -
图表 6: 2018 年 3 月钢材期现价格“雪崩式”下跌.....	- 7 -
图表 7: 不同库存波动状态对比.....	- 7 -
图表 8: 历年钢材社会库存冬储时间及强度统计.....	- 8 -
图表 9: 历年螺纹钢社会库存冬储时间及强度统计.....	- 8 -
图表 10: 历年春节前后钢材社会库存累积节奏.....	- 9 -
图表 11: 历年春节前后螺纹钢社会库存累积节奏.....	- 9 -
图表 12: 2018 年行业产能利用率处于历史高位.....	- 10 -
图表 13: 供给端对行业盈利反馈机制出现钝化.....	- 10 -
图表 14: 2018-2019 年采暖季限产低于预期导致钢价大幅回落.....	- 11 -
图表 15: 2018 和 2017 年京津冀秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案比较.....	- 11 -
图表 16: 此前两次环保限产产量下滑在政策后期愈发低于理论计算值.....	- 12 -
图表 17: 自下而上统计产能增长.....	- 12 -
图表 18: 自上而下测算产能增长.....	- 13 -
图表 19: 近几年我国钢铁行业去产能进程.....	- 13 -
图表 20: 春节前后钢材周产量.....	- 14 -
图表 21: 铁矿石日均疏港量创近几年新高.....	- 14 -
图表 22: 电弧炉企业处于亏损状态.....	- 15 -
图表 23: 电弧炉生产强度下滑超越季节性波动.....	- 15 -
图表 24: 热轧卷板社会库存.....	- 15 -
图表 25: 中厚板社会库存.....	- 15 -
图表 26: 热轧卷板产量及厂内库存.....	- 16 -
图表 27: 中厚板产量及厂内库存.....	- 16 -
图表 28: 2018 年 12 月以来螺纹钢期现价格背离.....	- 17 -
图表 29: 钢材社会库存（按农历排列）.....	- 17 -
图表 30: 螺纹钢产量及厂内库存.....	- 17 -
图表 31: 主要国家居民部门杠杆率.....	- 18 -
图表 32: 我国居民住房交易杠杆率处于健康水平.....	- 18 -
图表 33: 我国居民债务偿付能力较高.....	- 19 -

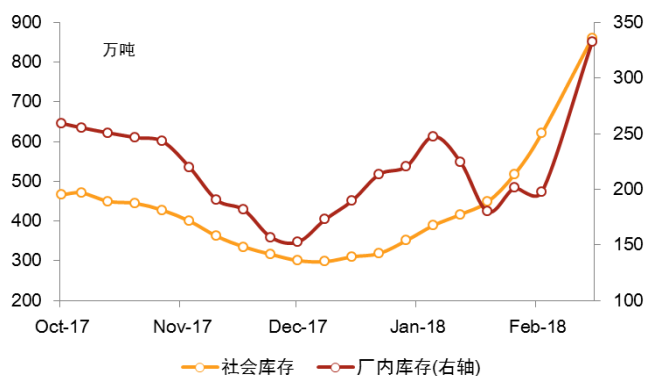
图表 34: 2018 年 12 月首套房贷利率近两年首次下行.....	- 19 -
图表 35: 商品房销售韧性持续超预期.....	- 19 -
图表 36: 近期房地产因城施策最新变化.....	- 20 -
图表 37: 地产库存重建速度缓慢.....	- 20 -
图表 38: 地产销售向竣工传导周期延长.....	- 20 -
图表 39: 贸易摩擦爆发后政府对于基建表态转向积极.....	- 21 -
图表 40: 宽货币+宽信用组合能够有效刺激基建投资.....	- 21 -
图表 41: 基建投资（不含电力）细分资金来源.....	- 22 -
图表 42: 地方政府专项债 8 月开始加速发行.....	- 22 -
图表 43: 2019 年 1 月非标资金由负转增.....	- 22 -
图表 44: 我国钢材净出口量及增速.....	- 23 -
图表 45: 钢材净出口延续改善趋势.....	- 23 -
图表 46: 行业供需关系预测.....	- 24 -
图表 47: 被平抑的周期.....	- 25 -
图表 48: 2019 年行业盈利小幅回落.....	- 25 -
图表 49: 2019 年铁矿石价格预测.....	- 26 -
图表 50: 全球铁矿石成本曲线.....	- 26 -
图表 51: 钢铁上市公司盈利弹性及估值测算.....	- 27 -
图表 52: 铁矿石标的梳理（截至 2019 年 2 月 15 日）.....	- 27 -

迷失的库存

2018 年冬储的伤痛依稀在昨日

- 线性思维导致风险累积：**库存反映人心，能起到放大实际需求变化的效果，这一点在 2018 年得到了淋漓尽致的展现。受采暖季环保限产预期影响，螺纹钢现货价格由 2017 年 10 月底 3930 元/吨快速攀升至 12 月初近 5000 元/吨。期现基差在 12 月中旬达到了创记录的 1069 元/吨，钢价高企情况下，贸易商恐高情绪浓厚，接货意愿偏弱，造成钢厂厂内库存开始累积。为了稳定生产，钢厂主动降价抛货，随后以现货价格暴跌，基差快速修复而结尾。钢贸商畏高情绪得到释放，基于之前两年冬储性质不同但都成功获利的经验以及对节后需求乐观预期，谨慎心态转变开始追加库存，社会库存从春节前第二周（1 月下旬）快速累积。表面看钢价走势平稳并没有太强表现，但是对比一下同期南华工业品指数，不难发现这段时间螺纹钢价格表现已非常坚挺，此次冬储依然属于主动补库范畴。然而，亢奋的市场情绪最终等来的却是节后需求“黑天鹅”；

图表 1：螺纹钢社会库存和厂内库存走势



来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 2：2018 年冬储螺纹钢期货价格表现较为坚挺



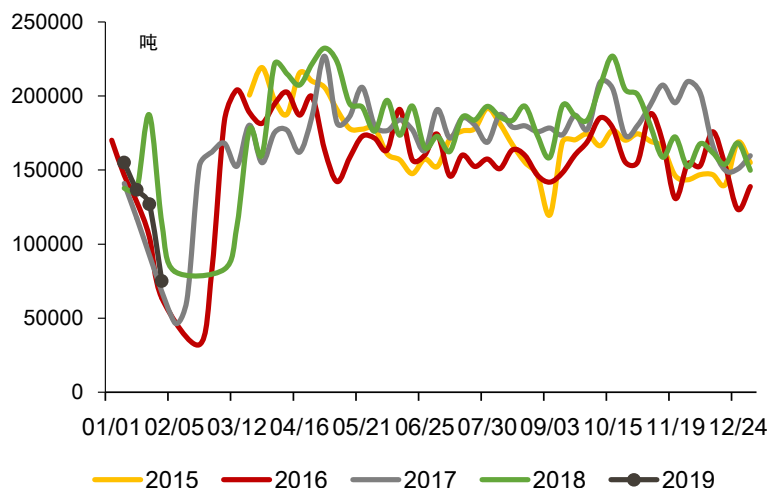
来源：南华期货，中泰证券研究所

- 迟到的需求：**正常情况下，正月十五之后随着农民工返程务工，建筑钢材需求会随着淡旺季转换逐步抬升。但 2018 年由于相关会议以及环保限产等人为限制因素，导致诸多工程项目开工日期延后，节后需求释放明显偏弱，这点从两方面得以体现。一方面，2018 年 3 月钢铁表观消费量环比 1-2 月仅增长 2%，但随着限制性因素的退出，4 月份开工需求明显加快，环比 3 月大幅提升 6%；另一方面，同年 3 月全国建筑钢材日均成交量明显弱于往年同期，直至 3 月底开始加速，4 月份成交显著提升；

图表 3: 2018 年淡旺季转换钢材需求受到明显干扰

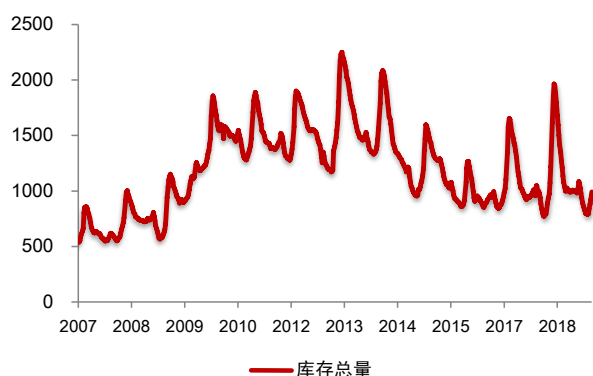
单位 (万吨)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1-2月日产量	194	188	213	222	216	202	218	232
3月日产量	192	199	214	227	224	228	232	239
4月日产量	197	202	219	229	230	231	243	256
1-2月日均净出口	5	8	12	16	27	27	19	12
3月日均净出口	11	12	13	18	21	28	20	14
4月日均净出口	11	12	14	21	24	27	18	18
1-2月日耗量	189	179	200	206	189	175	200	220
3月日耗量	181	187	201	209	203	200	212	224
4月日耗量	185	190	205	209	205	205	225	238
3月相比1-2月增速	-4%	4%	0%	1%	8%	14%	6%	2%
4月相比1-2月增速	-2%	6%	2%	1%	9%	17%	12%	8%
4月相比3月增速	3%	2%	2%	0%	1%	2%	6%	6%

来源: Wind, 中泰证券研究所

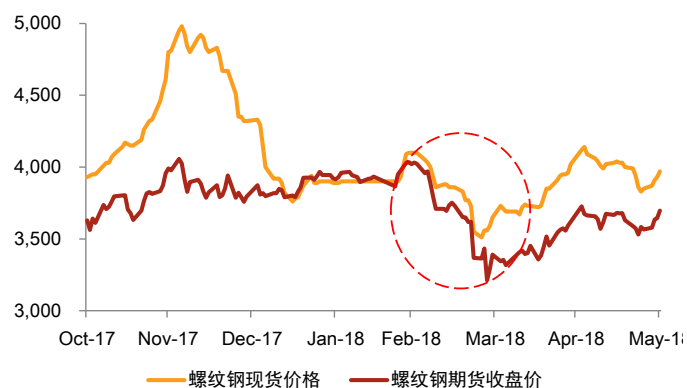
图表 4: 全国建筑钢材日均成交量


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 乐极生悲:** 虽然 2018 年钢材冬储周期初始量是 2009 年以来最低点, 但乐观情绪发酵之下冬储节奏超往年同期, 尤其是春节后第一周钢材社会库存创记录的环比大幅增加 397 万吨, 上升幅度为历年农历同期最高水平, 最终库存顶点量达到 2015 年以来峰值。库存高位叠加旺季开工需求被延后, 库存波动状态由主动补库直接切换为主动去库, 中间环节恐慌性抛售库存造成踩踏发生, 钢价“雪崩式”下跌。短短一个月时间, 上海螺纹钢现货价格由 4100 元/吨降至 3500 元/吨, 造成参与冬储的钢贸商损失惨重。

图表 5: 2018 年冬储达到 2015 年以来峰值


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 6: 2018 年 3 月钢材期现价格“雪崩式”下跌


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 不同库存波动状态对比

库存波动状态	钢贸商预期	对钢厂订单	库存量	价格表现
主动补库	乐观	增加	上升	强
被动补库	趋于悲观	将削减	上升	较弱
主动去库	悲观	下降	下降	弱
被动去库	趋于乐观	将增加	下降	较强

来源: 中泰证券研究所

谨慎前行, 结果出乎意料

- 2019 年冬储启动时间较去年滞后:** 一般来讲每年进入 12 月随着天气转冷下游需求减弱, 钢材社会库存都会开始累积, 这个特征在以螺纹钢为代表的建筑钢材市场表现尤其明显。从历年统计来看, 钢材社会库存平均累积周期为 11 周, 直至春节后 1 个月左右库存量见顶, 随着下游开工需求复苏, 开始新一轮的去库周期。今年由于去年冬储惨痛记忆叠加对节后供需的担忧, 钢贸商补库心态较为谨慎, 本轮钢材冬储启动时间比去年农历同期推迟两周;

图表 8: 历年钢材社会库存冬储时间及强度统计

年份	库存累积起点 (上一年)	库存初始量 (万吨)	春节时点	库存累积终点	库存顶点量 (万吨)	累积时间	累积幅度
2011	12月17日	1281	2月3日	3月4日	1890	11周	48%
2012	12月23日	1277	1月23日	2月17日	1900	8周	49%
2013	12月14日	1172	2月10日	3月15日	2245	13周	91%
2014	12月13日	1329	1月31日	2月28日	2082	11周	57%
2015	12月19日	953	2月19日	3月6日	1595	11周	67%
2016	1月8日(当年)	856	2月8日	3月4日	1257	8周	47%
2017	11月18日	835	1月28日	2月17日	1639	13周	96%
2018	12月15日	774	2月16日	3月9日	1965	12周	154%
2019	12月21日	789	2月5日	-	-	-	-

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 9: 历年螺纹钢社会库存冬储时间及强度统计

年份	库存累积起点 (上一年)	库存初始量 (万吨)	春节时点	库存累积终点	库存顶点量 (万吨)	累积时间	累积幅度
2011	12月17日	430	2月3日	3月4日	792	11周	84%
2012	12月23日	484	1月23日	2月17日	864	8周	78%
2013	11月23日	492	2月10日	3月15日	1095	16周	122%
2014	12月13日	509	1月31日	2月28日	1038	11周	104%
2015	12月19日	382	2月19日	3月6日	802	11周	110%
2016	12月31日	360	2月8日	3月4日	647	9周	80%
2017	11月18日	382	1月28日	2月17日	874	13周	129%
2018	12月15日	298	2月16日	3月9日	1082	12周	263%
2019	12月7日	289	2月5日	-	-	-	-

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 起始冬储意愿较低, 春节前一周节奏加速:** 本轮冬储周期, 从钢材总体社会库存来看, 初始量接近 2018 年, 在历年当中属于偏低水平, 就螺纹钢库存而言初始量更是为 2009 年以来最低点。2019 年 1 月份随着一系列逆周期调控政策的出台, 产业链对经济悲观预期逐步修复, 唐山市二三季度错峰生产方案的推出, 进一步提振市场情绪。春节前第二周开始钢贸商冬储意愿有所抬升, 但仍弱于去年农历同期水平, 节前库存累积速度接近 2014 年。但节前第一周累库速度环比明显加快, 从单一品种螺纹钢来看, 社会库存环比增量相对较小, 处于往年中性偏上水平;

图表 10: 历年春节前后钢材社会库存累积节奏

节前									春节	节后							
九周	八周	七周	六周	五周	四周	三周	两周	一周		一周	两周	三周	四周	五周	六周	七周	八周
-12	-6	-7	24	19	29	28	25	68	2011	236	106	38	37	-28	-53	-21	-62
-3	-19	-2	-5	-11	13	44	41	62	2012	142	159	112	51	-6	-12	-15	-26
-16	5	11	175	39	33	45	69	68	2013	184	237	137	57	19	-43	-15	-30
-2	-1	-16	9	10	20	31	65	93	2014	229	200	75	23	-15	-32	-51	-46
-2	8	52	-3	27	32	23	39	68	2015	269	126	-10	-37	-28	-40	-32	-15
-12	-2	-11	-12	-16	-1	7	9	35	2016	167	127	57	5	-46	-40	-36	-38
7	21	6	15	26	28	37	37	82	2017	244	232	76	-10	-42	-61	-39	-28
-3	14	7	42	56	43	39	103	144	2018	397	236	113	-17	-71	-80	-117	-86
-25	-1	-7	8	42	45	41	67	125	2019	502							

(150)-(50)	(50)-0	0-50	50-100	100-150	150-200	200-300	300-400	400及以上
------------	--------	------	--------	---------	---------	---------	---------	--------

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 11: 历年春节前后螺纹钢社会库存累积节奏

节前									春节	节后							
九周	八周	七周	六周	五周	四周	三周	两周	一周		一周	两周	三周	四周	五周	六周	七周	八周
0	-5	0	14	10	17	16	16	41	2011	137	68	25	12	-11	-20	-12	-29
-6	-9	2	-2	-9	12	30	27	38	2012	84	77	68	39	-5	2	-8	-14
1	5	10	66	21	25	30	44	41	2013	93	122	72	45	15	-15	-8	-23
4	1	-8	7	13	13	28	52	66	2014	135	131	60	24	-4	-11	-31	-34
0	8	32	3	24	18	14	26	50	2015	167	77	-7	-24	-16	-30	-19	-5
-7	0	-5	-2	-9	1	5	10	33	2016	101	77	46	15	-27	-25	-18	-25
8	18	6	18	19	15	21	24	51	2017	135	124	53	-7	-37	-49	-28	-21
-3	12	8	33	38	28	32	70	103	2018	240	147	74	-9	-36	-55	-62	-52
-6	8	4	14	20	31	30	47	78	2019	306							

(80)-(40)	(40)-0	0-40	40-80	80-120	120-160	160-200	200-300	300及以上
-----------	--------	------	-------	--------	---------	---------	---------	--------

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 节后第一周累库量大幅超预期:** 春节后 Mysteel 连续披露了两次库存数据, 2月11日(周一)和2月14日(周四)。根据对节后第一周社会库存累库的定义, 为春节前一周至后一周的库存累积量, 时间跨度为两周共 14 天左右, 每年农历时间节点分布会有差异。因此节后第一周数据应当选取周四数据, 而市场在这一点上有所混淆。从结果来看, 节后一

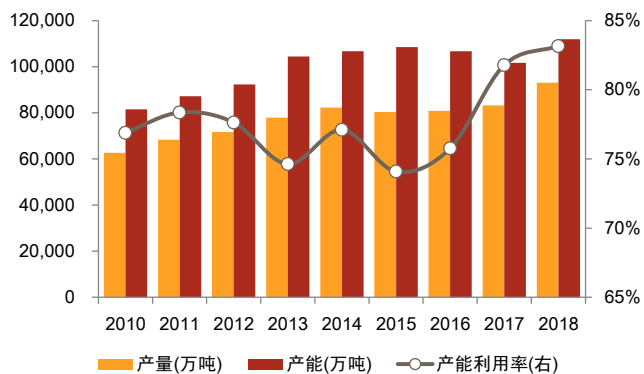
周社会库存累积量大幅超出市场预期，钢材整体和螺纹钢分别达到 502 万吨和 306 万吨，甚至超过去年同期量，再创历史新高。从累库节奏色块分布图来看，整整抬升了一个档次，这与节前普遍的市场感知（产业链心态谨慎，补库节奏应弱于 2018 年）有很大偏离。考虑到春节前后建筑钢材需求缺失，因此有必要结合供给端的运行状态来做进一步分析。

危：供给端限制性政策减弱

中期产能小幅扩张

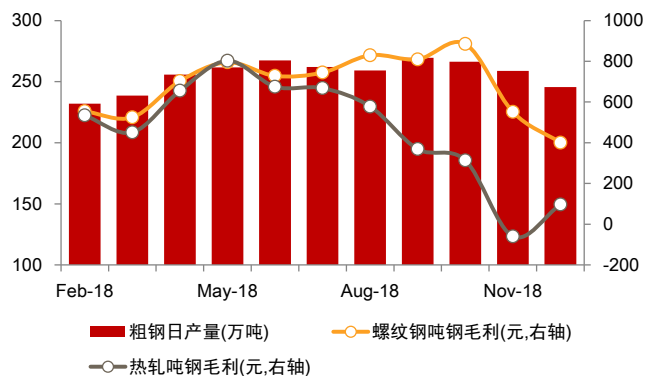
- **环保限产纠偏**: 2018 年环保限产进一步加强是钢铁价格及盈利中枢抬升的重要因素，限产时间从年初的采暖季延伸至非采暖季，限产范围由京津冀地区扩展至汾渭平原、京津冀地区，时间和范围都大幅增强。行业产能利用率处于高位，供给端持续受到行政压制，导致产能对于高盈利的反馈机制出现钝化。然而以 8 月下旬人民日报发文环保限产不搞“一刀切”为起点，其后环保政策开始纠偏，如 9 月中旬有关部门发布的《关于京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，相比 8 月出台的征求意见稿在力度和措辞上有所放松，限产方式由前期的“一刀切”转为将主动权下放至地方。直至 11 月唐山采暖季限产严重低于预期导致期现价格大幅回落，市场才真正确认环保限产政策放松的趋势；

图表 12: 2018 年行业产能利用率处于历史高位

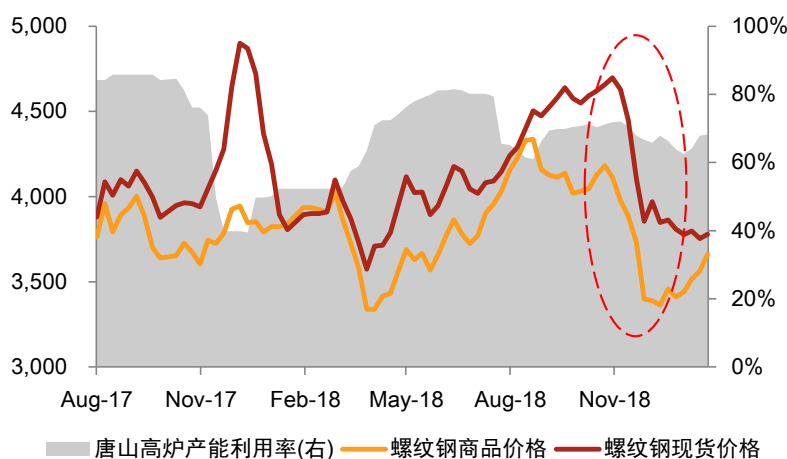


来源：统计局，中泰证券研究所

图表 13: 供给端对行业盈利反馈机制出现钝化



来源：中泰证券研究所

图表 14: 2018-2019 年采暖季限产低于预期导致钢价大幅回落


来源: Wind, Mysteel, 中泰证券研究所

图表 15: 2018 和 2017 年京津冀秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案比较

	2017-2018年	2018-2019年	不同点
主要目标	京津冀及周边地区细颗粒物 (PM2.5) 平均浓度同比下降15%左右, 重度及以上污染天数同比减少15%左右。	京津冀及周边地区细颗粒物 (PM2.5) 平均浓度同比下降3%左右, 重度及以上污染天数同比减少3%左右。	颗粒物 (PM2.5) 平均浓度、重度及以上污染天数方面, 2018-2019年同比减少幅度有所降低。
实施范围	“2+26”城市, 含河北省雄安新区、辛集市、定州市, 河南省巩义市, 兰陵县, 滑县, 长垣县, 郑州航空港区。	“2+26”城市, 含河北省辛集市、定州市, 河南省济源市。	除河南省所含限产范围有所变化, 基本相同。
产能淘汰压减	河北省压减炼钢产能1562万吨, 炼铁1624万吨, 山东省压减炼铁产能183万吨。	河北省钢铁产能压减1000万吨以上, 山西省压减225万吨, 山东省压减355万吨。	
限产比例	石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市, 采暖季钢铁产能限产50%, 以高炉生产能力计, 采用企业实际用电量核实。	实行差别化错峰生产, 严禁采取“一刀切”方式。根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果, 可适当缩短或延长错峰生产时间。对各类污染物不能稳定达标排放, 未达到排污许可管理要求, 或未按期完成2018-2019年秋冬季大气污染综合治理改造任务的, 全面采取错峰生产措施。对属于《产业结构调整指导目录》限制类的, 要提高限产比例或实施停产。对行业污染排放绩效水平明显好于同行业其他企业的环保标杆企业, 可不予限产, 包括: 钢铁企业有组织排放、无组织排放和大宗物料及产品运输全面达到超低排放的, 采用电炉短流程炼钢生产线的。	取消了对限产比例的明确要求, “一刀切”限产方式纠偏, 错峰生产更多强调因地制宜

来源: 政府文件, 中泰证券研究所

- 限产放松带来供给增量:** 导致环保限产政策放松的原因主要有两点, 一方面 2017 年是《大气十条》考核的最后一年, 因此限产执行力度较强, 而 2018 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》第一年, 政府政策目标完成紧迫性较低; 另一方面, 宏观经济下行压力之下, 政府工作重心回归“稳增长”。因此不论是从政策目标完成紧迫性还是从政府工作重心来讲, 2019 年环保限产将趋势性放松, 但间歇性的限产有可能会对市场形成扰动, 例如去年 12 月下旬唐山市环保攻坚行动以及近期出台的《唐山市重点行业 2019 年第二至三季度错峰生产实施方案》。中性测算环保限制政策的放松将带来供给增量 1900 万吨左右;

图表 16: 此前两次环保限产产量下滑在政策后期愈发低于理论计算值

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

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

来源: 中泰证券研究所

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

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

- 常规新增产能投放:** 通过自下而上枚举法, 2019 年新增高炉产能约 852 万吨, 电弧炉产能约 1420 万吨, 合计贡献新增产能约 2272 万吨。从自上而下的行业固定资产投资角度来看, 2019 的产能投放对应着 2017 的投资, 由此推算今年长流程新增产能约为 900 万吨。2018 年预计有相当部分的固投是用于新建电弧炉产能以及挖潜增效项目, 但电弧炉产能投放通过数据测算不确定性较大, 因此采用枚举法所公布的产能;

图表 17: 自下而上统计产能增长

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

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

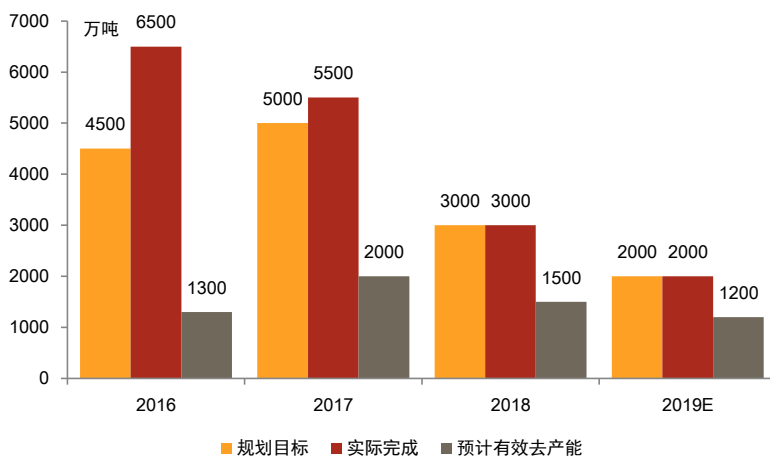
图表 18: 自上而下测算产能增长

指标名称	钢铁固定资产投资完成额	同比增速	固定资产投资价格指数	实际增速	实际固定资产投资额 (以2003年为基数)	吨钢投资	钢铁产能增量	
单位	亿元				亿元	元/吨	万吨	
2006	2285	-0.9%	101.50	-2.4%	2087	2008	3779	4969
2007	2617	14.5%	103.91	10.2%	2299	2009	3596	5755
2008	3249	24.2%	108.90	14.0%	2622	2010	3925	5345
2009	3265	0.5%	97.60	3.0%	2700	2011	4154	5200
2010	3494	7.0%	103.60	3.3%	2789	2012	3847	5800
2011	4118	14.6%	106.60	7.5%	2998	2013	4198	5000
2012	5055	-2.0%	101.10	-3.1%	2905	2014	4288	2710
2013	5060	-2.1%	100.30	-2.4%	2837	2015	4221	1680
2014	4789	-5.9%	100.50	-6.4%	2656	2016	4290	1245
2015	4257	-11.0%	98.20	-9.4%	2407	2017	4324	891
2016	4161	-2.2%	99.40	-1.6%	2368	2018	4367	1030
2017	3804	-7.1%	105.80	-12.2%	2080	2019E	4411	849

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 去产能临近尾声，2019 年产能小幅扩张：**截至 2018 年我国已提前两年完成“十三五”钢铁去产能 1.5 亿吨上限目标，2019-2020 年国家层面暂未出台新的去产能规划。但地方层面还存在一些去产能措施，例如河北省计划 2018-2020 年去除 4000 万吨钢铁产能，2018 年已压减退出炼钢产能 1230 万吨，2019 年将再压减 1400 万吨。考虑到产能置换下的退出产能，预计今年产能去化规模约 1200 万吨，结合上述对新增产能的分析，年内产能将净增加近 3000 万吨，主要来自环保限产放松以及电弧炉投产带来的供给增量。

图表 19: 近几年我国钢铁行业去产能进程



来源: 政府文件, 中泰证券研究所

短期供给压力需要警惕

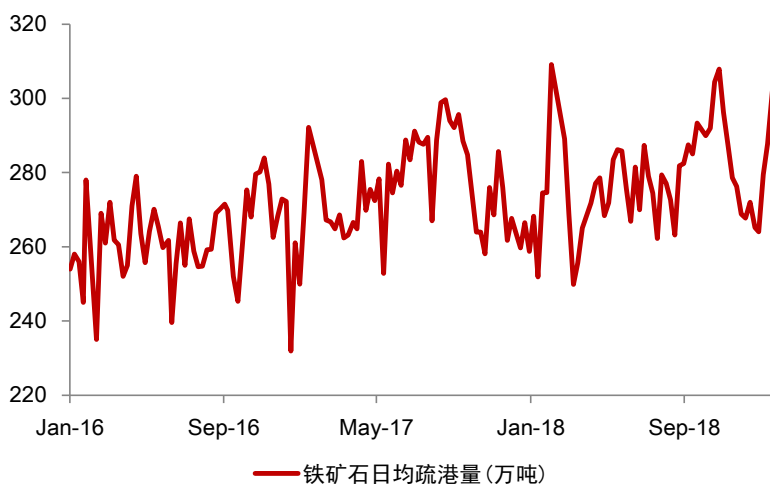
- 钢厂生产状态强于往年：**尽管前期由于环保限产低于预期，导致钢价及盈利有所回落，但近期随着恐慌情绪消散，基于新的供需关系重新定义的盈利中枢依然可观，钢厂生产动力充足。从 Mysteel 披露的周度数据来看，随着春节临近，大部分短流程钢企由于放假停产，导致钢材尤其是建筑钢材产量会出现明显的季节性下滑，一般节后第一周见底其后逐渐回升。但今年有几点不同，首先，由于限制性政策减弱以及盈利仍处高位，2019 年春节前后钢材产量明显高于往年，钢厂生产热情高涨从节前铁矿石日均疏港量创近几年新高也得以体现；其次，节前第一周钢材总产量出现异常的环比增长，尽管幅度并不是很明显，主要由于板材产量的增长所致。为了更好的分析，我们进一步拆分成建材和板材两个品种进行讨论；

图表 20: 春节前后钢材周产量

单位：(万吨)	总产量				建筑钢材产量				板材产量			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
节前第三周	945	927	947	972	448	387	432	460	497	540	515	512
节前第二周	933	907	934	963	438	373	429	444	495	534	505	520
节前第一周	899	888	915	964	412	359	413	436	488	529	502	529
节后第一周	853	839	904	952	366	337	401	423	487	502	503	529
节后第二周	862	882	931		369	360	418		492	522	513	
节后第三周	909	894	942		400	365	441		508	529	501	

来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 21: 铁矿石日均疏港量创近几年新高

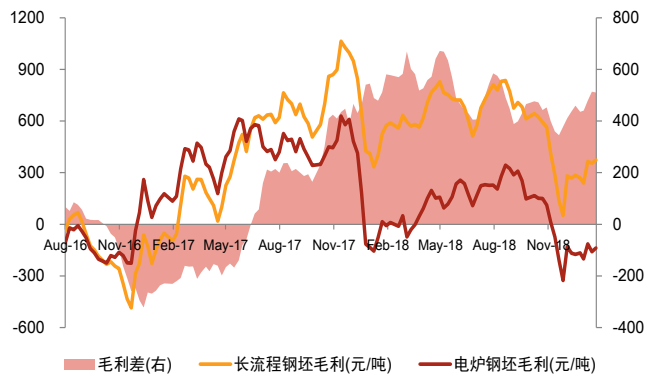


来源：Mysteel，中泰证券研究所

- 边际产能亏损，短期建材压力尚可：**虽然目前行业盈利整体仍然呈现长强板弱的格局，但电弧炉企业由于原材料废钢价格坚挺而处于亏损状态，体现为节前电弧炉生产强度下滑超越季节性波动，截至 2 月 15 日全国

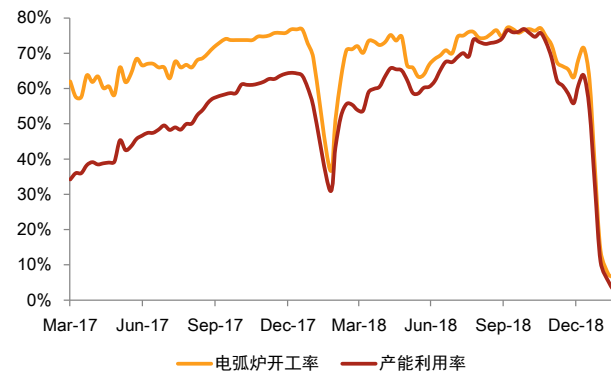
53家独立电弧炉钢厂,平均开工率和产能利用率分别仅为6.6%和3.3%。边际产能由于亏损以及季节性因素导致产能利用率处于相对低位,预计短期建材供给压力进一步抬升概率相对较小;

图表 22: 电弧炉企业处于亏损状态



来源: Wind, 中泰证券研究所

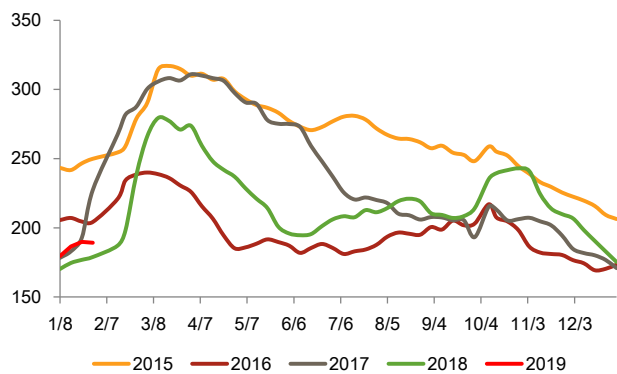
图表 23: 电弧炉生产强度下滑超越季节性波动



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

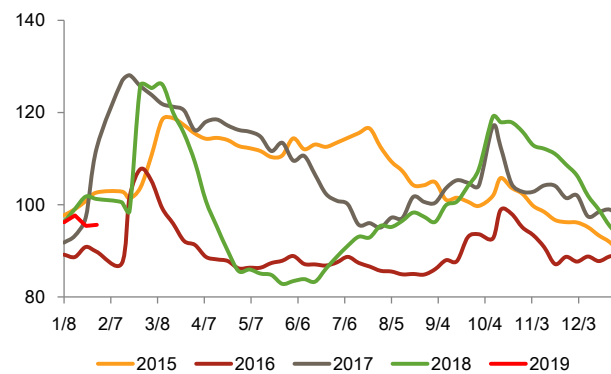
- **板材生产动力依然旺盛:** 2018年11月份随着钢价崩塌式下跌,热卷、中厚板等板材社会库存出现显著回落,下滑速度及幅度超越往年。考虑到汽车、家电等下游制造行业景气度并没有明显改善,以及板材产量处于高位以及厂内库存持续位于低位的现实情况,我们推断社会库存的快速去化,主要得益于钢价快速回落后终端制造企业进行了一轮集中补库。虽然目前板材盈利较弱,但板材企业多属国企,保证生产的责任性大于业绩,且厂库仍处低位且出货情况良好,因此短期板材钢企生产动力依然将保持旺盛状态;

图表 24: 热轧卷板社会库存



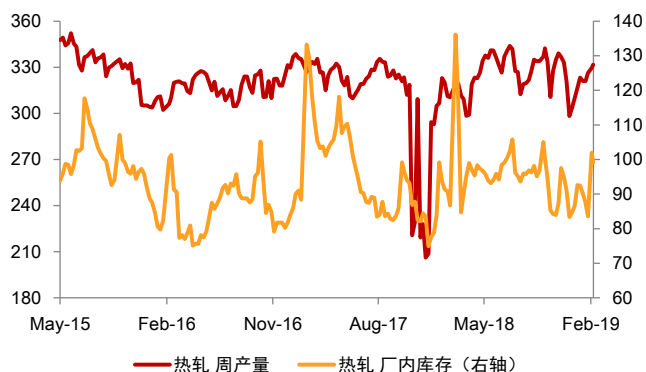
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 25: 中厚板社会库存



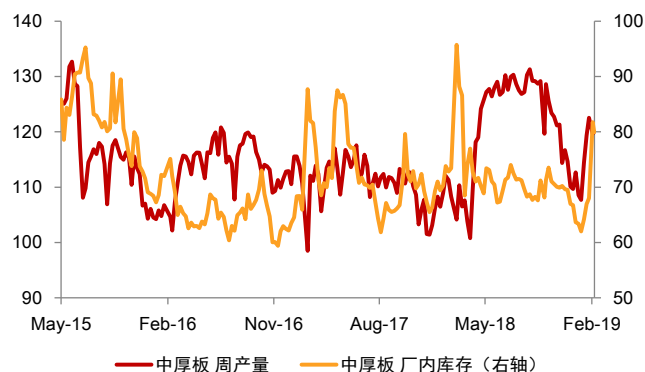
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 26: 热轧卷板产量及厂内库存



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 27: 中厚板产量及厂内库存



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- **小结:** 从中期来看, 由于环保限产放松以及电弧炉投产, 今年行业供给端将有小幅扩张。短期来看, 由于采暖季限产力度减弱以及行业盈利仍处高位, 钢厂生产状态强于往年, 但电弧炉作为边际产能处于亏损状态压制产能利用率抬升, 短期供给压力进一步抬升有限但仍需警惕。

累库超预期只是产量高企的直接体现

- **库存快速累计是高产量的直接体现:** 讨论完供给端的运行状态, 再次回到前序节后库存超预期累积的话题上。由于春节前后下游建筑钢材需求缺失, 产量高增的背景下, 钢材要么流入社会库存, 要么留存在钢厂。根据 Mysteel 的官方定义:
 - **钢厂库存:** 如无特殊情况, 厂库定义为财务库存, 即货权属于厂家。实际钢厂仓库容量有限, 量不会很大;
 - **社会库存:** 包含四个部分。完全属于贸易商的资源; 含下游预定尚未提货的资源; 钢厂资源前移至社会仓库的量; 托盘公司与厂家联合营销的资源。
- **社库快速累积原因分析:** 从社库定义不难看出, 社会库存除了包含钢贸商的资源量外, 还包含产业链上下游的资源量, 但具体比例难以区分跟踪。我们归总今年节后第一周库存累积超预期主要有三方面原因:
 - 1) **统计口径:** 上下游的资源量过度集中于社会库存环节, 导致显性社会库存数据较高, 但实际的钢贸商主动冬储量应低于此水平。反应在价格层面, 虽然去年 12 月以来商品价格持续反弹, 节前钢材现货价格却呈现弱势震荡状态, 两者出现明显背离, 显示出产业链心态依然较为谨慎;

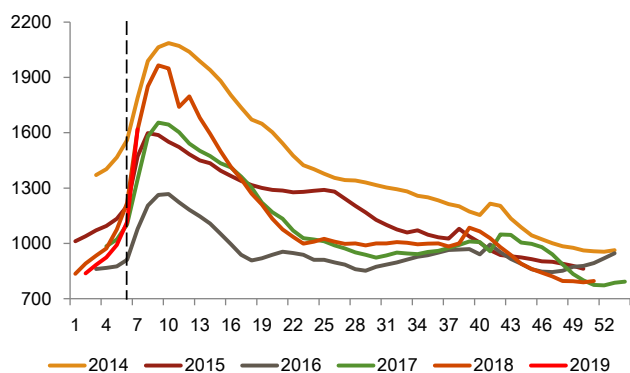
图表 28: 2018 年 12 月以来螺纹钢期现价格背离



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2) **巴西矿难情绪刺激:** 节前巴西矿难事件, 抬升黑色市场情绪, 春节期间该事件进一步发酵, 乐观情绪积累, 节后情绪释放钢材期现价格大幅上涨, 受此影响库存累积有所加速;
- 3) **统计时间:** 2016-2019 年节后第一周库存数据披露时间点分别为正月初七、初七、初八、初十, 不难看出今年库存披露时间明显滞后, 由于社会库存到货速度很大一部分取决于物流水平, 春节假期结束后, 物流水平逐步恢复, 导致统计内的社库偏多, 而厂库相对偏少。

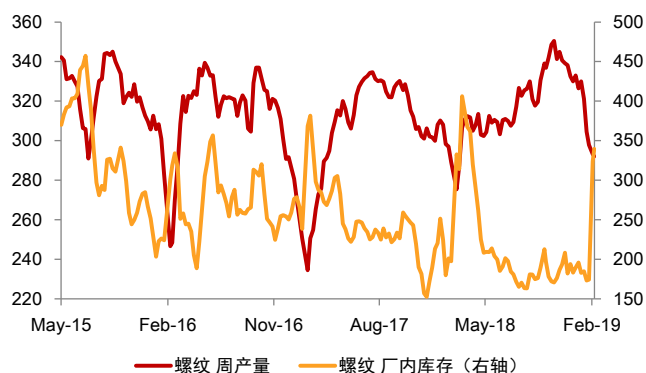
图表 29: 钢材社会库存 (按农历排列)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

备注: 黑色虚线为春季时间点

图表 30: 螺纹钢产量及厂内库存



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- **小结:** 今年春节后第一周社会库存的超预期累积只是产量高企的直观表现, 产业链整体心态仍较为平稳, 剔除掉统计口径和时间因素, 预计钢贸商主动冬储应弱于表观数据所反映的节奏。目前库存水平与去年接近, 处于历史中高位置。在分析了当前库存水平、供给端运行状态以及产业链对后市预期的基础上, 接下来需要进一步预判节后旺季需求启动情况, 这将决定未来钢材价格及盈利的走向。

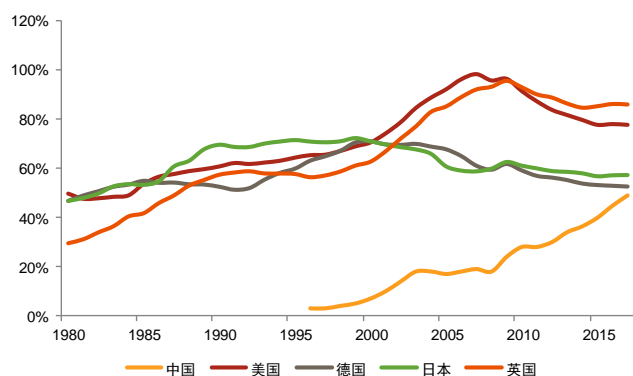
安：旺季需求可期

- 2018 年节后需求由于人为原因造成的滞后启动对产业链造成沉重打击，因此在供给和冬储情况渐明的背景下，对今年旺季需求强度的判断至关重要。而对 2019 年全年需求判断依然延续年度策略《进退之间》中的观点，地产行业投资略低于去年，但仍可保持 5% 以上增长，投资结构由前端向后端转移，同时基建投资将逐步恢复，整体需求端仍将好于预期。接下来我们结合近期发生事件及最新数据，做进一步的补充更新分析。

地产对需求拉动效应仍在

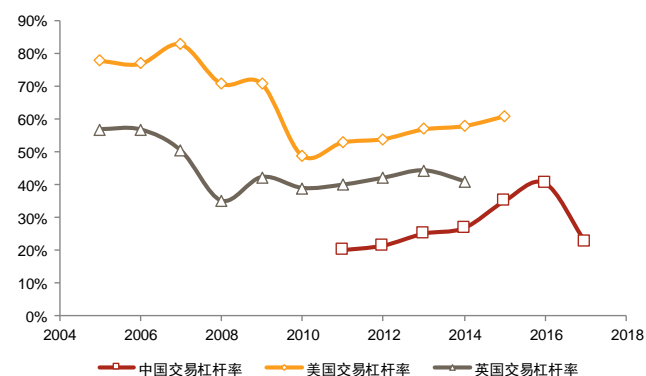
- **居民杠杆仍处安全区间内：**本轮周期，市场更加关注居民部门继续加杠杆的能力，在房价增速依然维持高位的背景下，居民杠杆水平及清偿能力将是决定未来地产销售走势的前置条件。截至到 2017 年，我国居民部门债务占名义 GDP 比例为 49%，接近了日本和德国当前水平。2008 年以来居民部门杠杆率年均复合增速高达 11.8%，但相比发达国家历史顶部位置仍处于安全区间内。从住房交易杠杆率来看，2017 年随着地产调控升级限贷政策的趋严，我国交易杠杆率由 2016 年的 41% 下降至 2017 年的 23%，相比美英两国泡沫时期处于较为健康水平。从居民偿还能力看，我国按揭负担比例已经超过泡沫时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

图表 31：主要国家居民部门杠杆率



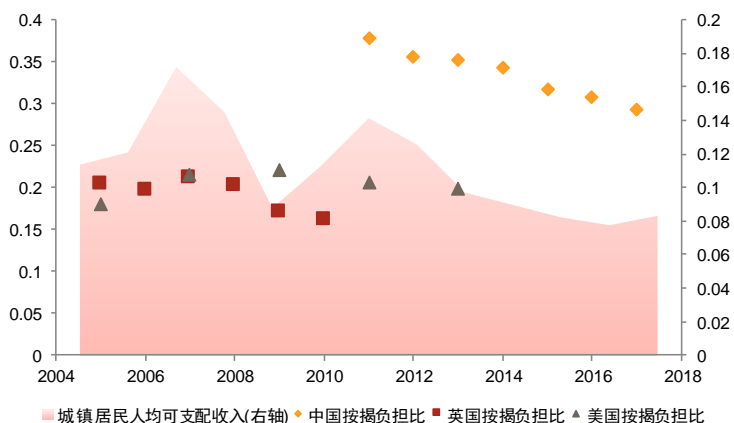
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 32：我国居民住房交易杠杆率处于健康水平



来源：中泰证券研究所

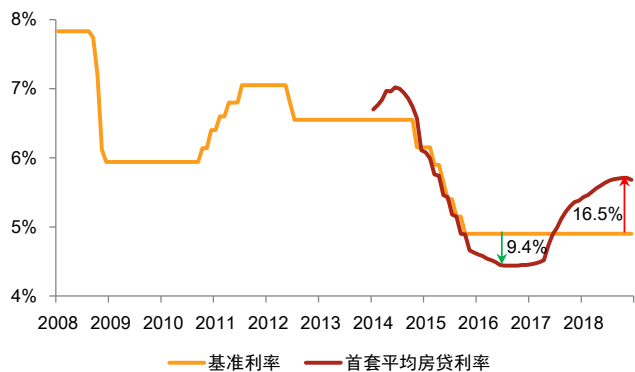
图表 33: 我国居民债务偿付能力较高



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **地产销售将保持韧性:** 历史上地产销售与利率成密切的负相关关系, 每轮地产调控都会配合明显紧缩的货币政策。经历了近两年的利率上行期后, 2018年12月首套房贷利率迎来了首次下行, 利率水平由11月5.71%下降至5.68%。2019年“因城施策”的调控主基调预计将延续, 在利率偏低、流动性宽松的背景下, 预计2019年全国销售面积同比下降8%左右, 其增速均值依然远位于中枢值以上, 只是由于高基数原因造成明年增速负增长, 绝对量依然可观, 处于非常好的水平;

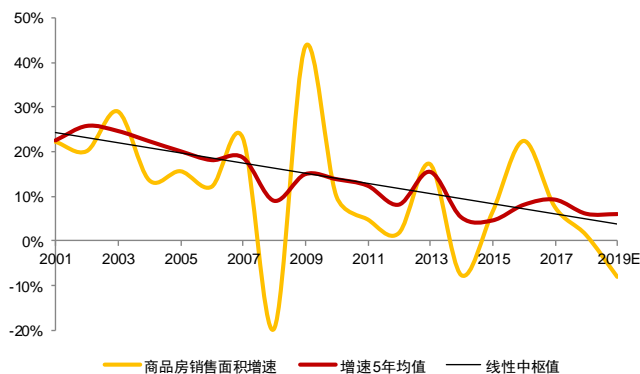
图表 34: 2018年12月首套房贷利率近两年首次下行



来源: Wind, 中泰证券研究所

备注: 首套房贷利率仅显示 2014 年以来的数据

图表 35: 商品房销售韧性持续超预期



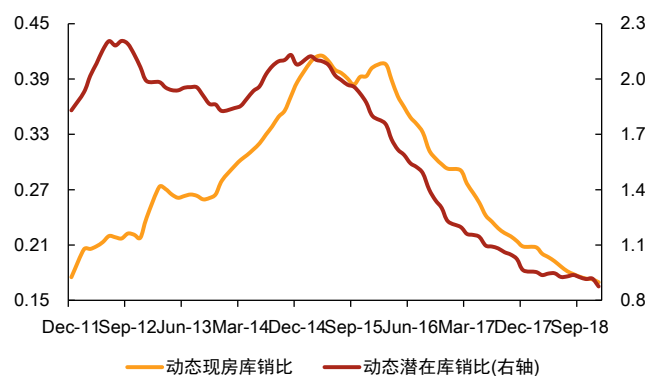
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 近期房地产因城施策最新变化

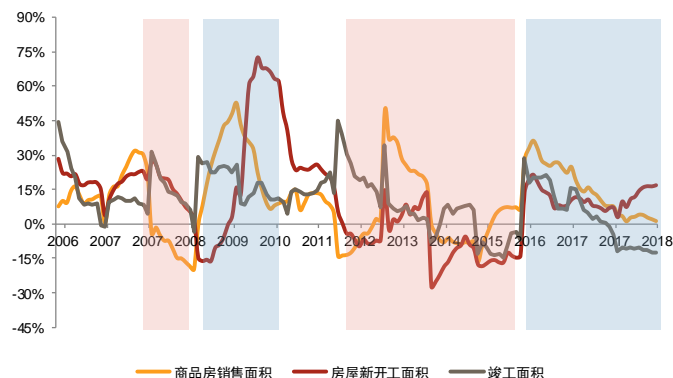
时间	城市	政策调整类型	政策调整内容
2018年12月18日	菏泽	取消限售	取消“所购买的新建商品住房和二手住房取得产权证书至少满2年后方可上市交易，非本地居民购房限制转让时间不少于3年”的规定
12月19日	广州	商住公寓松绑	2017年3月30日前所获得的土地，建成的商品公寓产品由禁止出售给个人调整为可出售给个人
12月21日	珠海	人才购房政策放松	非珠海市户籍人才购房缴纳社保年限要求由5年降至1年
12月21日	杭州	补缴社保	社保允许累计补缴3次，但不得断缴
12月27日	合肥	放开限购	四县一市家庭户无需提供社保证明即可购房；合肥市集体户、非合肥户口只需提供1个月社保证明（剩余11个月社保可补交）即可购房
2019年1月3日	青岛	暂停执行摇号	决定于2019年1月1日起暂停执行《青岛市高新区商品房公证摇号售房规则》

来源：政府文件，中泰证券研究所

- 地产对钢铁需求拉动维持平稳：**截至2018年12月，地产动态现房库销比为0.17，动态潜在库销比为0.88，意味着现房和潜在库存（现房+期房）去化周期分别仅为2个月和11个月。2018年随着销售再创天量，新开工虽大幅增长，库存重建速度依然比较缓慢，全年库存基本维持低位震荡状态。2019年新开工强度主要取决于库存水平和地产商开工意愿，2018年库存触底依然处于低位，销售增速小幅下滑，但绝对量依然可观，整体地产投资端预计仍会有韧性表现，后端投资比重增加，整体房地产投资增速预计将保持5%以上，对钢铁需求拉动有望保持平稳。

图表 37: 地产库存重建速度缓慢


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 38: 地产销售向竣工传导周期延长


来源：Wind，中泰证券研究所

备注：红色区间表示地产库存水平较高，蓝色区间表示地产库存水平较低

基建确定性发力，力度有待观察

- 政策托底意愿强烈：**经济下行风险凸显，政府对经济预期由之前的乐观心态转为谨慎。在2018年4月17日宣布定向降准之后，紧随其后的4月25日政治局会议重新提出“扩大内需”，7月份开始相关政府部门对基建频繁发声，要求积极财政政策更加积极，加大基建补短板力度，加快专项债券发行和使用进度等等。12月29日，全国人大授权国务院提

前下达 2019 年地方政府新增债务限额 1.39 万亿元，确保地方政府有充足的时间窗口来安排重点工程项目推进，有利于稳增长的实现，显示出政府基建托底经济意愿不断增强；

图表 39: 贸易摩擦爆发后政府对于基建表态转向积极

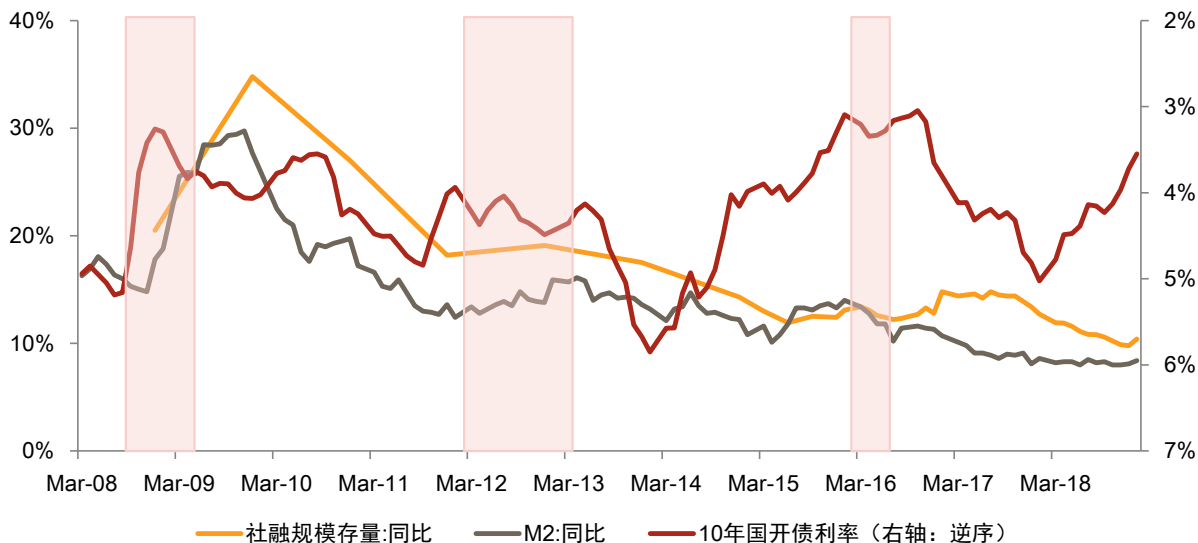


来源：政府网站，中泰证券研究所

■ **信用环境和资金面改善保证基建投资力度：**虽然政府刺激基建主观意愿已经转为积极，但后期基建投资能否有效抬升还需探讨能否满足客观条件。在当前宽松货币政策下，信用环境和资金来源两个因素将决定未来基建投资的高度：

➢ **信用环境改善，确保流动性有效传导：**历史上三轮基建周期，都伴随宽松的货币以及信用环境，该政策组合能够确保流动性有效支持实体经济的发展。2017 年 7 月以来社融规模存量增速持续下行，信用环境的收紧制约了宽货币对基建投资的刺激作用。2018 年 6 月以来宽信用政策密集出台，2019 年 1 月社融规模存量增速触底回升，实体经济融资成本降低，将有力支持基建项目的投资建设；

图表 40: 宽货币+宽信用组合能够有效刺激基建投资



来源：中泰证券研究所

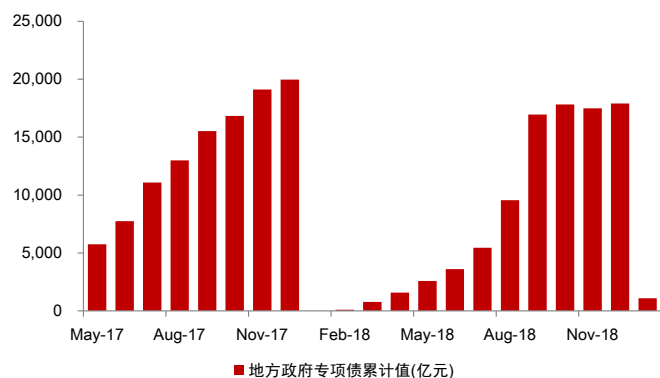
备注：红色板块代表基建投资增速见底到峰值的阶段

- 资金面改善迹象渐明：**在年度策略《进退之间》中我们已经详细分析了基建投资资金来源细分项及现状，并提出了地方政府专项债在政策强力支持下有望加速放量；非标融资近两年随着金融去杠杆的推进大幅萎缩，但随着内外压力的增大，前期官方表态流露放松迹象。刚刚披露的金融数据显示，1月份地方政府专项债净融资额为1088亿，不论同比还是环比均大幅增加，非标融资由负转增3432亿元，资金面改善迹象渐明，确保基建投资有力扩张。

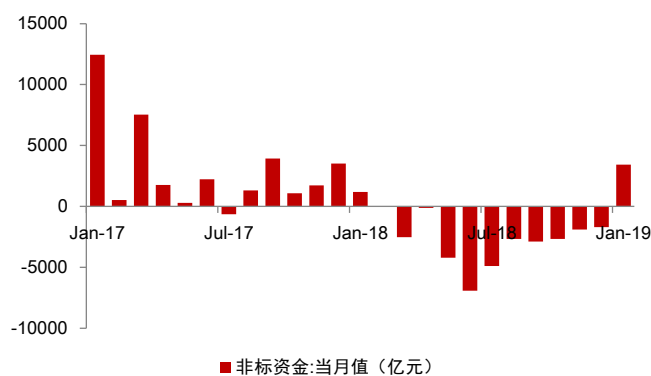
图表 41：基建投资（不含电力）细分资金来源

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

来源：统计局，中泰证券研究所

图表 42：地方政府专项债 8 月开始加速发行


来源：Wind，中泰证券研究所

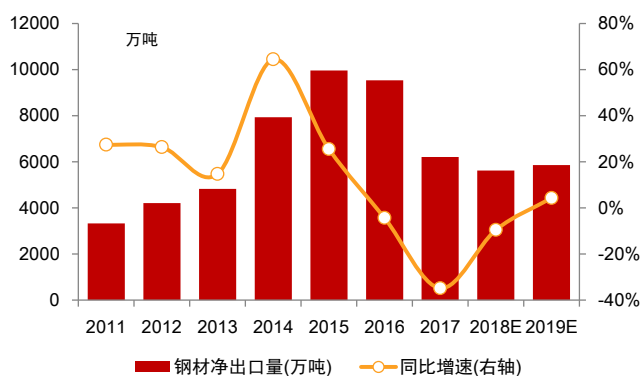
图表 43：2019 年 1 月非标资金由负转增


来源：Wind，中泰证券研究所

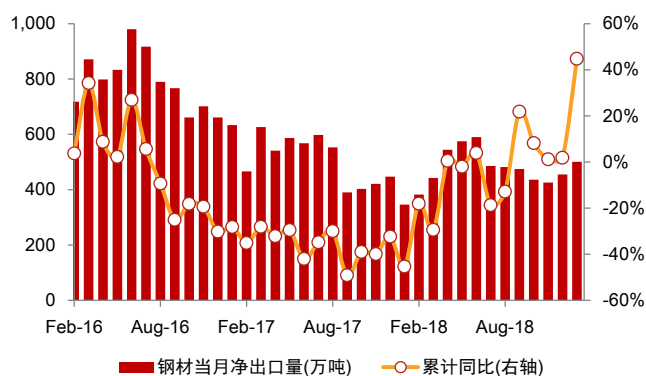
- 小结：**在贸易摩擦不断加剧的情况下，经济下行风险凸显，宏观经济政策亟待调整，后续基建投资力度取决于政府主观意愿和客观条件。2018年4月份以来相关部门表态显示出政府基建托底经济意愿逐步增强，财政政策扩张方向已经明确，我们预计2019年基建投资同比增速为10%。近期信用环境和资金面改善迹象渐明，采暖季对工地限制性政策减弱，确保基建投资力度的同时，元宵节后相关项目开工建设有望及时展开。

出口延续改善趋势

- 出口迎来反弹，贸易摩擦存在不确定性：**2018年四季度以来内外压力之下国内宏观经济政策取向逐步转为宽松，随着环保限产等限制性政策的减弱甚至退出，供需紧平衡局面逐步缓解，国内钢企产品价格竞争力显现，出口市场份额有望重新抬升，对冲全球经济增速放缓。但需要警惕贸易摩擦的不确定性对出口市场的扰动。综合考虑我们预计2019年中国钢铁净出口量为5850万吨左右，同比增长4.3%。今年1月份，我国钢材净出口量为501万吨，环比增长10%，同比大幅增长45%，出口市场迎来反弹窗口。

图表 44：我国钢材净出口量及增速


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 45：钢材净出口延续改善趋势


来源：中泰证券研究所

旺季需求可期

- 利率维持低位，2019年地产销售依然偏离中期销售中枢水平，**高基数原因造成增速负增长，但绝对量依然可观，整体库存偏低，地产投资预计将维持较高韧性。政府基建托底经济意愿逐步增强，近期数据显示信用环境和资金面显著改善，确保基建投资力度。今年采暖季对工地限制性政策减弱，元宵节后相关项目开工建设有望及时展开，淡旺季转换带来的需求增量有望正常释放。钢铁行业供需紧平衡局面逐步缓解，国内钢企产品出口竞争优势重拾，出口市场迎来反弹窗口。整体来看，旺季需求可期。

安中有危，博弈性增强

供需博弈，钢价窄幅震荡

- 综上所述，由于采暖季限产力度偏弱以及行业盈利仍处高位，钢厂生产状态强于往年，但电弧炉作为边际产能由于亏损原因压制产能利用率抬升，短期供给进一步承压有限但需警惕。今年节后社会库存的超预期累积只是产量高企的直观表现，钢贸商主动冬储量应弱于表观数据，产业链整体心态较为平稳，目前库存水平与去年接近，处于历史中高位置。利率低位叠加库存偏低，地产投资有望保持韧性；财政扩张方向明确，信用环境和资金面显著改善，确保基建投资力度。采暖季对工地限制性政策减弱，淡旺季转换需求有望正常释放。出口市场迎来反弹窗口，整体来看，旺季需求可期。产业链心态平稳，高供给 PK 高需求，行业博弈性增强，预计 3/4 月份产能利用率将有小幅抬升，但空间有限钢价窄幅震荡为主；随着供给继续扩张叠加淡季需求减弱，5 月份产能利用率将有所回落。

图表 46：行业供需关系预测

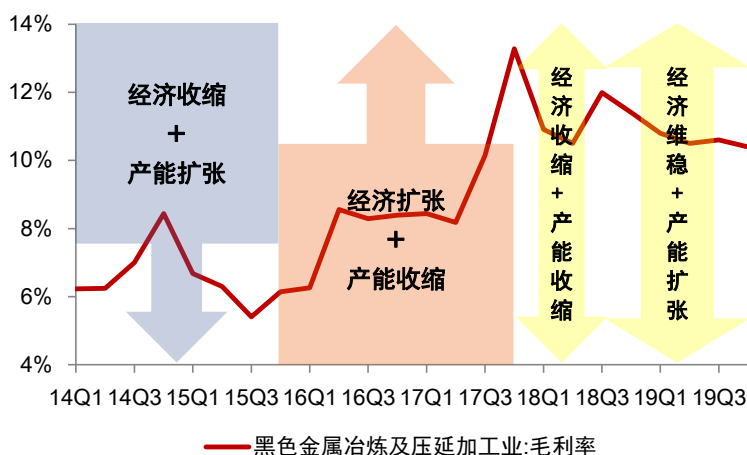
(单位：万吨)	2018年10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月	2019年5月
钢铁日均产能	315	314	303	300	298	313	320	323
环比变幅(%)		-0.3%	-3.5%	-1.0%	-0.7%	5.0%	2.2%	0.9%
天数	31	30	31	31	28	31	30	31
产能	9765	9420	9393	9300	8344	9703	9600	10013
钢材进口量	114	106	101	118	100	110	115	108
钢材出口量	550	532	556	619	548	589	605	610
钢材净出口	436	426	455	501	448	479	490	502
净出口变化量		-10	29	46	-53	31	11	12
钢铁日耗量	252	245	231	228	226	240	246	243
环比变幅(%)		-3.0%	-5.6%	-1.2%	-0.9%	6.2%	2.5%	-1.2%
表观消费量	7819	7338	7157	7068	6328	7440	7380	7533
需求	8255	7764	7612	7569	6776	7919	7870	8035
产能利用率	85%	82%	81%	81%	81%	82%	82%	80%

来源：中泰证券研究所

全年盈利合理回归，矿难扰动产业格局

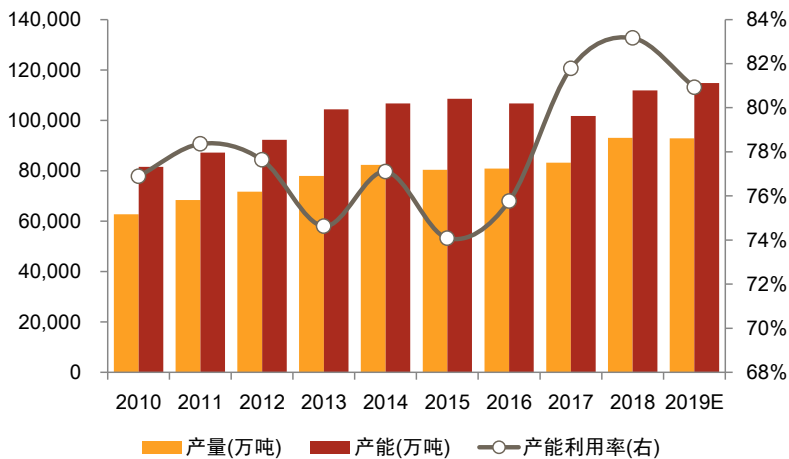
- **逆周期调控，被平抑的周期：**2014 和 2015 年是钢铁行业历史上的至暗时刻，经济收缩的同时伴随着产能扩张，行业盈利跌入谷底。2015 年底随着经济触底企稳回升，同时伴随着供给侧改革去产能政策的大力推行，钢企盈利迅速改善。2017 年四季度开始经济政策重新转为收缩，但与此同时环保限产力度的加强，压制了产能的有效释放，造成供给端对高盈利的反馈机制出现钝化，2018 年行业盈利再创辉煌。今年采暖季正式确认环保限产等限制性政策方向性减弱，供给端承压，但内外压力之下，政府频繁推出经济逆周期调控政策，2019 年经济有望维稳，周期被平抑，行业盈利更多是由去年超高盈利状态回归到合理利润区间；

图表 47: 被平抑的周期



来源: 中泰证券研究所

图表 48: 2019 年行业盈利小幅回落



来源: 中泰证券研究所

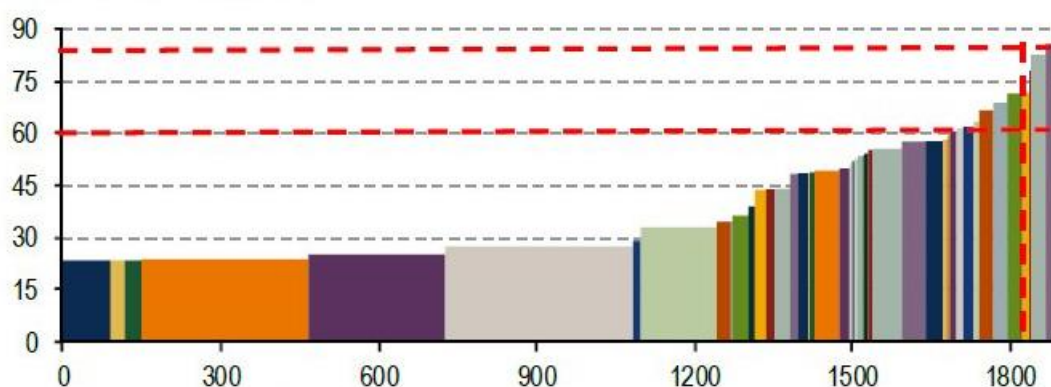
- 巴西矿难有望重塑黑色产业格局:** 近期巴西矿难事件持续发酵, 对铁矿石产量影响持续超预期, 供应短缺忧虑加剧。铁矿作为上游采掘业目前已经进入资本开支-产能扩张周期尾声, 矿难事故将令铁矿供需平衡边际发生变化, 推动产能利用率向成本曲线末端移动, 高成本矿山增产及复产概率增大。淡水河谷尾矿坝停产进度有待跟踪, 同时低成本矿山 Brucutu 矿区的复产是一个潜在的风险变量。在钢铁冶炼行业产能利用率变化不大的情况下, 钢厂可以通过抬升钢价将大部分成本上涨压力转嫁给下游, 钢价底部抬升相关终端行业原材料成本压力将重新加剧。

图表 49: 2019 年铁矿石价格预测

单位: (百万吨)	2016	2017	2018E	2019E		
				乐观	中性	悲观
全球铁矿石供应	2219	2145	2207	2220	2205	2175
全球其他地区(除Vale)	1870	1778	1817	1855	1855	1855
Vale	349	367	390	365	350	320
矿难影响供给量				25	40	70
变化量		-74	62	13	-2	-32
普氏指数:62%(美元/吨)	58	71	69	75	80	88

来源: 中泰证券研究所

图表 50: 全球铁矿石成本曲线



来源: BofA Merrill Lynch Global Research estimates, 中泰证券研究所

投资建议

- 由于供给端限产政策减弱以及行业盈利仍处高位，今年钢厂生产状态强于往年同期，但边际产能仍处亏损状态，短期供给进一步承压有限但需警惕。地产投资有望保持韧性，信用环境和资金面显著改善，确保基建投资力度，出口市场迎来反弹窗口，限制性政策退出情况下旺季需求可期。目前产业链整体心态较为平稳，静待需求释放。高供给 PK 高需求，节后行业层面博弈性增强，随着旺季需求展开，产能利用率将有小幅抬升，但空间有限。平抑周期下，行业盈利回归合理利润中枢，巴西矿难事件扰动产业格局，在钢铁冶炼行业产能利用率变化不大的情况下，钢厂可以通过抬升钢价将大部分成本上涨压力转嫁给下游。同时利率偏低，有利于抬升整体权益类资产估值水平，对钢铁板块资产构成利好，可以关注的标的如宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、方大特钢、三钢闽光、马钢股份等。同时受益于铁矿价格上涨的标的如河北宣工、海南矿业、*ST 金岭等。

图表 51: 钢铁上市公司盈利弹性及估值测算

证券代码	证券名称	长材比例	板材比例	总市值(亿元)	钢材产量	吨钢市值(元)	PB	年初至今涨跌幅
600569.SH	安阳钢铁	26%	74%	77	878	881	0.96	6.6%
600581.SH	八一钢铁	49%	51%	59	610	960	1.50	7.3%
000761.SZ	本钢板材	0%	94%	128	1297	988	0.71	3.3%
000959.SZ	首钢股份	0%	100%	213	1816	1171	0.82	7.8%
000932.SZ	华菱钢铁	38%	62%	213	1768	1204	1.37	16.5%
000709.SZ	河钢股份	33%	67%	330	2725	1212	0.69	9.5%
600231.SH	凌钢股份	67%	29%	79	553	1433	1.05	7.1%
600022.SH	山东钢铁	83%	17%	182	1047	1736	0.89	5.7%
000898.SZ	鞍钢股份	15%	85%	378	2150	1759	0.75	2.9%
600282.SH	南钢股份	50%	50%	163	900	1813	1.10	7.9%
600808.SH	马钢股份	48%	52%	272	1462	1862	1.00	5.5%
000708.SZ	大冶特钢	0%	0%	43	218	1981	1.01	9.6%
600307.SH	酒钢宏兴	50%	50%	130	633	2048	1.21	8.4%
600782.SH	新钢股份	27%	73%	176	836	2106	1.03	8.4%
000717.SZ	韶钢松山	76%	24%	124	585	2118	2.18	12.5%
600117.SH	西宁特钢	0%	0%	36	150	2383	1.40	0.9%
601003.SH	柳钢股份	85%	15%	184	750	2453	2.01	9.3%
000825.SZ	太钢不锈	0%	100%	265	1050	2523	0.90	12.3%
002110.SZ	三钢闽光	70%	30%	239	880	2713	1.40	14.2%
601005.SH	重庆钢铁	12%	87%	176	572	3084	0.99	4.6%
600019.SH	宝钢股份	0%	93%	1564	4568	3423	0.91	8.0%
600126.SH	杭钢股份	0%	100%	159	440	3623	0.88	4.7%
000778.SZ	新兴铸管	100%	0%	180	452	3973	0.88	4.4%
600507.SH	方大特钢	100%	0%	177	415	4262	3.33	22.1%
600010.SH	包钢股份	30%	70%	702	1349	5204	1.35	4.1%
002075.SZ	沙钢股份	100%	0%	179	335	5342	4.17	1.0%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 52: 铁矿石标的梳理(截至 2019 年 2 月 15 日)

证券代码	证券简称	股本(亿股)	市值(亿元)	2017铁矿石产量(万吨)	吨铁矿产量市值(元)	每股矿含量(吨)
600307.SH	酒钢宏兴	62.6	129.7	867.2	1495	13.8
000923.SZ	河北宣工	6.5	89.5	672.5	1331	103.0
601969.SH	海南矿业	19.5	92.5	400.3	2310	20.5
000655.SZ	*ST金岭	6.0	23.9	149.3	1599	25.1
600117.SH	西宁特钢	10.5	35.7	111.6	3204	10.7
600231.SH	凌钢股份	27.7	79.3	75.7	10473	2.7
600532.SH	宏达矿业	5.2	25.2	30.7	8203	5.9
600507.SH	方大特钢	14.5	176.9	15.4	115159	1.1

来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 宏观经济大幅下滑导致需求承压; 供给端增加超预期; 巴西矿难事件进一步发酵。

投资评级说明:

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

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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