

# 需求的顽强，供给的疲惫——如何看待2季度钢铁板块的投资机会

——钢铁行业 事件点评

2019年04月09日

看好/维持

钢铁

事件点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@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:

进入4月份周期板块普遍上涨，申万钢铁板块上涨7.94%，跑赢万得全A指数2.5个百分点，板块迎来估值修复期。本周一板块掀涨停潮，韶钢松山、大冶特钢、柳钢股份等强势个股涨停，三钢闽光、方大特钢等前期涨幅较大的个股亦大涨。

## 观点:

### 1. 非采暖季限产政策频出，供给端收缩超预期

近日河北唐三、邯郸及山西临汾等多地相继出台了非采暖季的限产方案及实施细则，合计影响日均粗钢产量约10万吨。正如我们在年度投资策略中提到的，2019年环保限产不可能完全退出。从顶层设计上，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，很多钢铁企业积极响应蓝天保卫战要求，**钢铁行业深度治理将是2019年大气污染防治的重点。**”河北省提出2018-2019年全省优良天数分别降低至57.5%、60%和63%。根据生态环保部最新公布的数据，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，均制定了响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、邯郸和临汾等城市推出2019年非采暖季限产方案不是个案，2019年环保限产对钢铁供给的影响超出市场此前的预期。**

### 2. 制造业PMI指数重回荣枯线上，需求端的韧性超预期

官方上周公布的3月制造业PMI指数再回荣枯线以上，生产指数和新订单指数的回升强于季节性，超出市场预期，强复工和供需双强的逻辑正逐渐被验证，加速市场迎来风格切换。此前已公布的宏观经济数据方面，1-2月份社融结构性好转，非标融资持续改善，M2增速触底回升，货币环境继续宽松；房地产开发投资增速继续扩大，房屋新开工面积增速仍然维持在5%，基础设施建设投资增速延续反弹趋势。之前我们多次重申了看好2019年下游需求的四大理由逐步兑现：（1）货币和信用政策稳中趋宽，地产存在超预期可能；（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；（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）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。**需求稳健超预期，供给已显露疲惫，哪怕是消息面都会对价格造成极大扰动，核心还是政策，总体来看供需很难过度失衡。**

### 3. 库存水平低于去年同期，铁矿石支撑下钢价易涨难跌

尽管我们跟踪到的每周产量同比增长 5~10% 左右，但由于下游需求旺盛，库存水平一直低于去年同期水平（农历）。目前五大品种、螺纹钢及热卷的总库存仍然低于去年同期（农历）46.1 万吨、19.9 万吨、10.3 万吨，同时五大品种、螺纹钢的库存去化速率分别低于去年同期（农历）10.46 万吨、18.8 万吨，热卷高于去年 7.68 万吨。**当下每周供给高于去年 48 万吨，库存去化速率仅低于去年同期 10 万吨，表明需求端仍然旺盛。**从成本端看，淡水河谷官方表示受巴西矿难影响，2019 年公司铁矿石产量预计较原计划减少 5000-7500 万吨，致使 2019 年全球铁矿石供需关系显著趋紧，全年铁矿石的价格中枢有望大幅抬升，进入 4 月后铁矿石有巴澳发货减少和钢厂补库的预期，成本对钢价的支撑仍较强，预计 2 季度钢价易涨难跌。

### 4. 板块价值仍然被低估，修复空间尚为可观

在估值方面，对钢铁、采掘等周期行业一般采用 PB 作为估值水平的衡量，尤其是在周期下行阶段。我们复盘看到钢铁板块的 PB-ROE 分位数之间具有较好的正相关性，用 PB-ROE 分位数错配度可以较好的审视钢铁板块的投资价值。根据我们在年度策略中的分析，假设 2019 年非采暖季限产完全放松，将带来有效产能增量最大 2600 万吨，预测 2019 年行业的利润中枢较 2018 年下滑 50%，板块对应的 PB 为 1.3；**如果非采暖季限产继续实施，则板块的利润中枢较 2018 年的下滑幅度仅为 20% 左右，此 ROE 水平对应的 PB 值为 1.6，仍然存在 20% 的修复空间。**可见当下板块和个股的 PB-ROE 错配度仍然很高，2 季度板块有补涨动力和空间，只待更强催化因素的到来。

### 5. 需求旺季叠加限产趋严 2 季度仍是较佳的参与时机

以唐山方案为例，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。**

### 6. 投资策略：长期布局具内生成长性的特钢标的，短期博弈低完全成本的普钢标的

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。**2 季度仍然是需求旺季，叠加非采暖季限产将导致供需缺口扩大，钢价有望强势上行，普钢板块大概率延续一季度估值修复的行情，短期博弈可以配置南方的、低完全成本和高 PB-ROE 错配度的长材标的，如**三钢闽光、方大特钢和韶钢松山**等。**考虑到政策层面托而不举的博弈性，总体看 2019 年钢价走势将是先低、后高而再低的趋势，**中长期配置建议布局具有内生成长性的差异化标的**宝钢股份、大冶特钢、常宝股份、新兴铸管**。还可以关注受益于铁矿石涨价逻辑的标的**河北宣工、金岭矿业、海南矿业**。

## 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，非采暖季限产政策频出超出市场预期，在政策频繁干扰下供给端的疲态已开始显现。宏观政策稳中趋松，本轮地产周期有韧性，基建投资持续回暖，用钢需求超市场预期，需求的韧性更加剧了供给的疲惫。进而到业绩层面，公司有盈利韧性。与此同时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，尚有可观的估值修复空间。2季度尤其是4-5月份需求旺季叠加唐山等地限产将出现供需错配，钢价易涨难跌，板块将延续1季度估值修复的行情，仍然是参与的好时机。短期配置我们建议关注低完全成本、高PB-ROE错配度的三钢闽光、韶钢松山、方大特钢，长期配置推荐具有内生成长性的差异化标的宝钢股份、大冶特钢、常宝股份、新兴铸管，还可以关注受益于铁矿石涨价逻辑的标的河北宣工、金岭矿业、海南矿业。

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》 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》 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: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	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	7.06
邯郸	倒数第5名	106.5	63.1	123.0	19.9	36.6	1.1	80.9	6.77
保定	倒数第10名	98.8	58.7	104.1	18.4	40.0	0.9	82.7	6.40
渭南	倒数第20名	99.8	52.9	125.9	11.6	43.3	0.8	63.0	6.30

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 3: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%

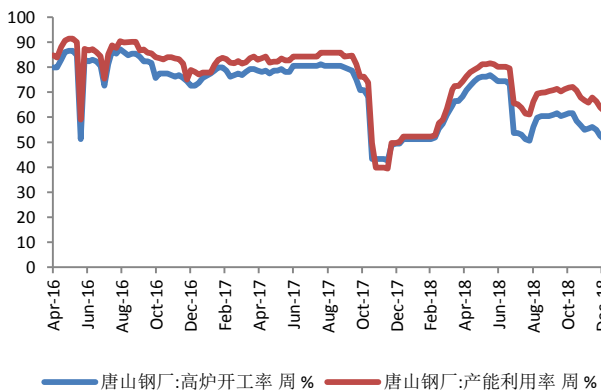
资料来源：生态环保部，东兴证券研究所

表 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



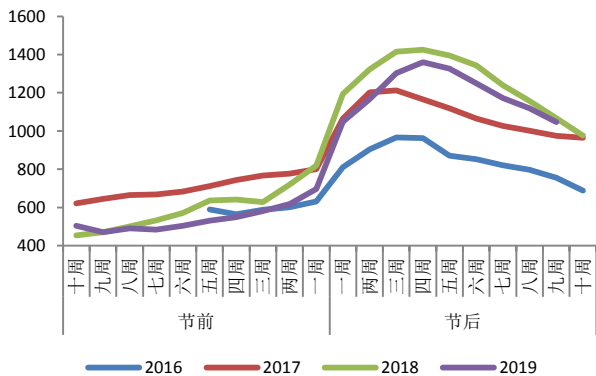
资料来源: Mysteel, 东兴证券研究所

图 2:河北和全国高炉开工情况



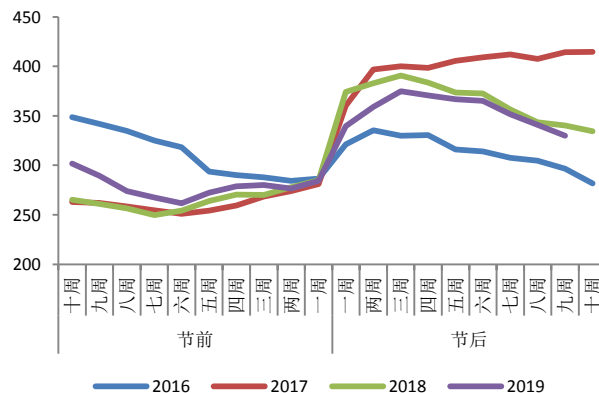
资料来源: Mysteel, 东兴证券研究所

图 3:春节前后的螺纹钢库存(社库+厂库)



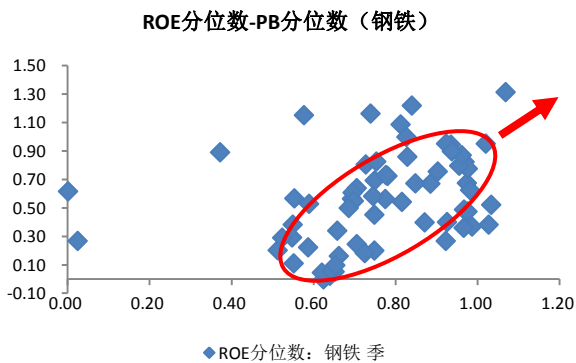
资料来源: Mysteel, 东兴证券研究所

图 4:春节前后的热卷库存(社库+厂库)



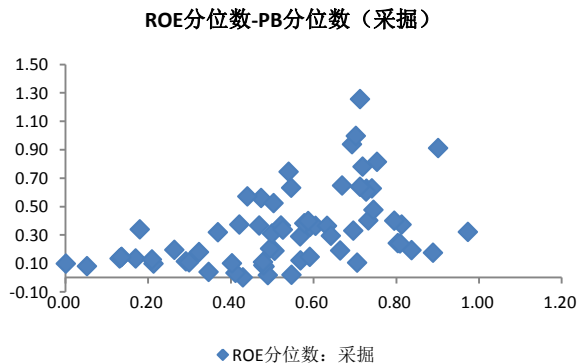
资料来源: Mysteel, 东兴证券研究所

图 5:钢铁板块的 ROE-PB 分位数



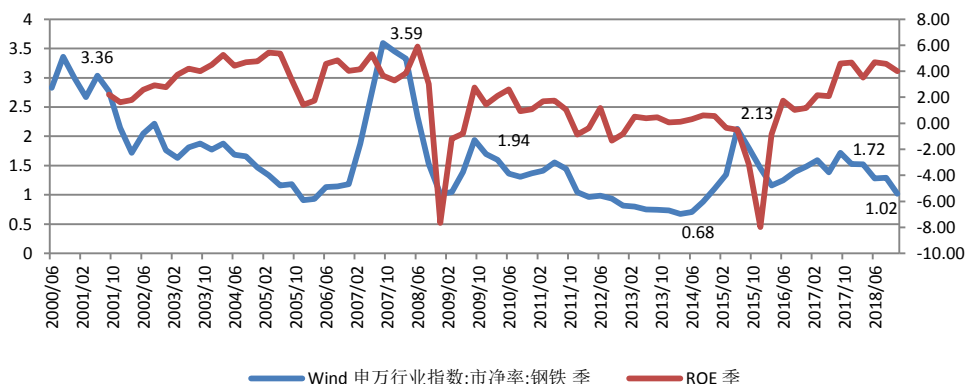
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6:采掘板块的额 ROE-PB 分位数



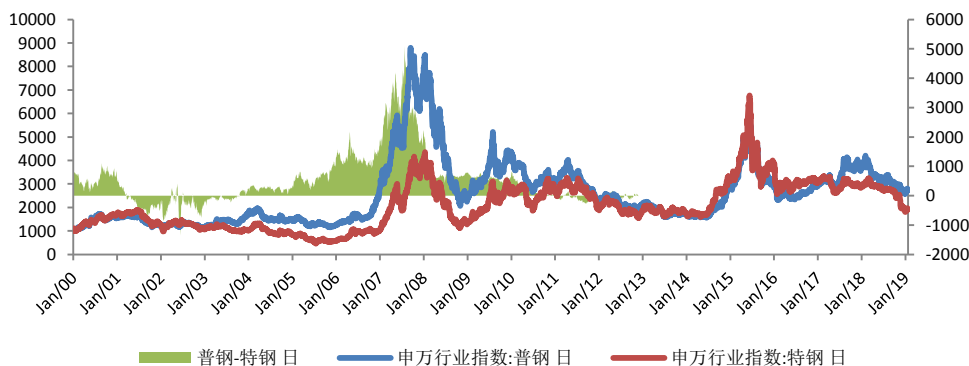
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7:钢铁板块的 PB 和单季 ROE



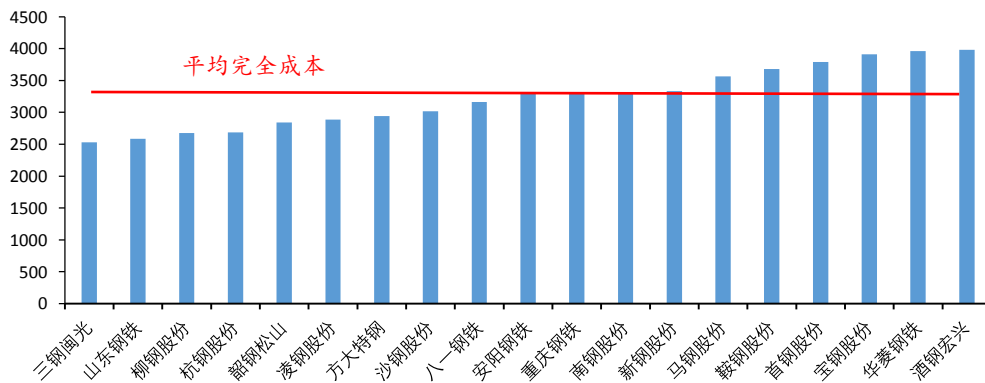
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8:申万钢铁子板块指数



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9:上市钢企 2017 年吨钢完全成本（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 5:非采暖季限产力度与钢价和盈利预测

限产力度 (与 2018 年比)	供需												螺纹钢 价格 元/吨	利润 元/吨	同比
	高炉 (亿吨)						电炉 (亿吨)								
	2018			2019			2018			2019					
	产量	产能	利用率	产量	产能	利用率	产量	产能	利用率	产量	产能	利用率			
0			100%	8.80	8.80	100%				0.62		44%	3800	600	-40%
50%	8.40	8.44		8.70	8.70	100%	0.90	1.40	64%	0.72	1.40	51%	4000	800	-20%
100%				8.57	8.57	100%				0.85		61%	4500	1000	0

资料来源：东兴证券研究所（上述价格、利润均为当前产能利用率下对应的价格和利润高点，非全年价格和利润中枢，电炉产能利用率为年度平均值）

表 6:模拟吨钢净利润减少 100-400 元情形下的 ROE 分位数

证券简称	-100	ROE	分位数	-200	ROE	分位数	-300	ROE	分位数	-400	ROE	分位数	PB 分位数
河钢股份	36	0.47	39%	-64	-0.85	28%	-164	-2.18	18%	-264	-3.51	7%	37%
韶钢松山	595	18.18	74%	495	15.13	72%	395	12.07	70%	295	9.02	68%	21%
本钢板材	165	1.85	83%	65	0.73	80%	-35	-0.39	77%	-135	-1.52	73%	2%
太钢不锈	417	3.75	74%	317	2.85	70%	217	1.95	66%	117	1.05	62%	28%
鞍钢股份	276	2.54	76%	176	1.62	70%	76	0.70	65%	-24	-0.23	59%	24%
华菱钢铁	282	9.76	83%	182	6.31	75%	82	2.85	66%	-18	-0.61	57%	33%
首钢股份	338	2.13	68%	238	1.50	59%	138	0.87	50%	38	0.24	41%	18%
沙钢股份	259	5.56	89%	159	3.41	89%	59	1.26	88%	-41	-0.89	88%	80%
三钢闽光	656	10.71	83%	556	9.07	78%	456	7.44	73%	356	5.81	69%	32%
本钢板 B	165	0.78	90%	65	0.31	89%	-35	-0.17	87%	-135	-0.64	85%	36%
宝钢股份	345	2.49	63%	245	1.77	58%	145	1.04	53%	45	0.32	48%	39%
山东钢铁	266	2.95	63%	166	1.84	59%	66	0.73	54%	-34	-0.38	49%	12%
杭钢股份	401	2.35	91%	301	1.77	90%	201	1.18	88%	101	0.59	86%	25%
凌钢股份	228	4.47	83%	128	2.51	74%	28	0.55	65%	-72	-1.41	56%	29%
南钢股份	378	6.77	89%	278	4.98	84%	178	3.19	80%	78	1.40	75%	26%
酒钢宏兴	43	0.80	88%	-57	-1.08	83%	-157	-2.95	78%	-257	-4.83	74%	48%
方大特钢	577	14.40	67%	477	11.91	57%	377	9.41	47%	277	6.91	37%	49%
安阳钢铁	122	3.48	75%	22	0.62	67%	-78	-2.23	59%	-178	-5.08	52%	27%
八一钢铁	87	2.98	97%	-13	-0.45	96%	-113	-3.88	95%	-213	-7.31	93%	91%
新钢股份	606	8.24	59%	506	6.88	51%	406	5.52	43%	306	4.16	35%	82%
马钢股份	267	5.00	85%	167	3.12	75%	67	1.25	65%	-33	-0.63	56%	47%
柳钢股份	497	11.56	70%	397	9.23	63%	297	6.91	56%	197	4.58	49%	34%
重庆钢铁	205	1.83	83%	105	0.94	82%	5.21	0.05	81%	-95	-0.85	80%	89%

资料来源：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。

## 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。