

投资策略●钢铁行业

2019 年 4 月 11 日 星期四

**爱建证券有限责任公司**
**研究所**
**分析师：张志鹏**

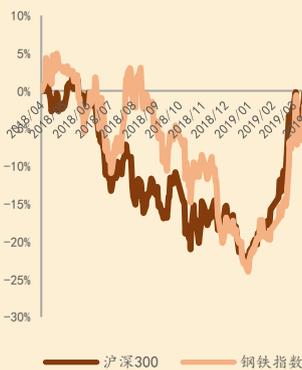
TEL: 021-32229888-25311

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	8.37	13.97	-1.02
相对表现	-3.05	-14.69	-6.53

**相关报告：**
**《2018 年钢铁行业策略报告》**

2017-12-26

**《2019 年钢铁行业策略报告》**

2019-1-11

**投资要点：**

□ 一季度钢铁板块跟随大盘触底反弹，但“春燥”力度偏弱，涨幅位居申万 28 子行业第 23。尽管行业绝对估值 PE/PB 均触底反弹，但相对估值不升反降，显示出市场对行业受供给侧改革红利影响淡化后盈利走弱的担心。从钢厂盈利来看，今年 1 季度钢厂利润收窄，在巴西淡水河谷矿难之后，钢材成本抬升一方面对钢价形成支撑，但同时挤压了钢厂利润，市场给予行业估值承压。从板块轮动的角度，当现金流上行和折现率下行同时发生时期，周期板块最容易获取超额收益。一季度现金流处于下行趋势、折现率处于下行趋势，相对应成长以及消费板块表现较好。在降准预期存在的环境下，现金流指标一旦发生变化，由下行趋势转变为上行趋势，行业获取超额收益概率较大。除此之外，市场对于国内宏观经济预期一直偏向悲观，今年政府工作报告中设定的全年经济增长预期目标为 6%-6.5%。一旦经济企稳，悲观经济预期有所修复，周期股也将迎来估值修复的机会。

□ 2019 年供给端收缩力度大幅减小，产量维持高位，供需矛盾的产生回归至需求端。受限于财政赤字，基建投资只拖不举，制造业在减税降费红利下逐渐筑底反弹，房地产用钢的韧性决定钢材全年需求。一季度房地产有两个新变化，一是房企自去年底融资环境改善以来拿地意愿重燃，二是施工面积增速加快或将抵消部分新开工面积高位回落带来的钢需减量。冬储去库节奏上，供给不断回升是确定性事件，而需求仅能维持韧性在房地产调控不放开的环境下难以大幅增加，供需平衡逐渐宽松将使去库节奏前快后慢。

□ 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，除了年初提出的三条投资主线——节后需求集中发力、限产放松后关注重点督查区域钢企、以及行业内兼并重组预期标的以外，铁矿石价格中枢大幅上升以及在市场风险偏好提升时期特钢子版块表现较好同样值得关注。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，基建触底反弹以及施工面积大幅增长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）、大冶特钢（000708）、三钢闽光（002110）。

## 目录

1、行情回顾.....	5
1.1 大盘反弹 周期躁动力度偏弱.....	5
1.2 目前行业反弹仅来自于市场整体风险偏好的修复.....	6
1.3 如果大盘还能上行，什么时候轮动到钢铁股.....	8
2、赤字率表明基建仅为逆周期调节，减税降费利好制造业，房地产用钢需求不必过于悲观.....	10
2.1 流动性如期边际放松，企业融资环境大幅改善.....	10
2.2 二三季度房地产韧性面临考验.....	11
2.3 基建投资稳步回升，赤字率略低于市场预期充分表明基建只用作逆周期调节.....	14
2.4 制造业迎来减税降费红利.....	14
3、粗钢产量持续增加制约旺季钢价上行空间.....	19
4、供需双强节后去库理想，后期去库速度或将放缓.....	20
5、黑天鹅事件致铁矿价格大涨，钢厂盈利中枢下移.....	22
6、投资逻辑.....	24
7、重点公司.....	25
7.1 宝钢股份（600019）.....	25
7.2 大冶特钢（000708）.....	26
风险提示:.....	26

## 图表目录

图表 1: 2019 年一季度钢铁板块与沪深 300 指数走势 .....	5
图表 2: 2019 年一季度主要指数涨跌幅 .....	5
图表 3: 钢铁板块年内涨幅列申万 28 个行业第 23 (截止 3 月 22 日, %) .....	5
图表 4: 行业绝对估值触底回升 .....	6
图表 5: 行业相对估值继续下降 .....	6
图表 6: 钢铁行业利润累计同比近四年首次为负值 .....	7
图表 7: 中钢协会会员钢企亏损比年初创下新高 .....	7
图表 8: 行业负债率并未因 2018 年亏损比上升而提高, 表明行业内部分化严重, 钢企“贫富差距”明显 .....	7
图表 9: 周期板块在景气程度上升和资金成本下降时期最容易获取超额收益 .....	9
图表 10: M1 同比增速触底、M2 同比增速企稳 .....	11
图表 11: 1-2 月社融存量同比增速触底反弹 .....	11
图表 12: 因城施策下一线城市与三线城市新开工劈叉 (%) .....	12
图表 13: 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) .....	12
图表 14: 拿地积极性在融资环境改善后重燃 .....	13
图表 15: 成交土地规划面积不断下降依旧制约新开工 .....	13
图表 16: 房企库销比仍处于地位 .....	13
图表 17: 竣工面积同比增速在下半年将迎来脉冲式增加 .....	13
图表 18: 基建投资稳步回升 (%) .....	14
图表 19: PPP 投资和落地率逐渐增加 .....	14
图表 20: 一季度制造业 PMI 重回荣枯线上方 .....	15
图表 21: 进出口及新订单指数大幅反弹 .....	15
图表 22: 挖掘机销量超预期增长 .....	15
图表 23: 推土机销量保持去年高速增长态势 .....	15
图表 24: 压路机销量累积增速略微放缓 .....	16
图表 25: 金属切割机产量高位回落 .....	16
图表 26: 船舶新接订单同比大幅下滑 80.88% .....	16
图表 27: 船舶手持订单数下降 .....	16
图表 28: 汽车产量同比增速大幅下降 (%) .....	17
图表 29: 今年 1-3 月乘用车零售销量为近年同期最低 .....	17
图表 30: 空调产量同比增速放缓 .....	17
图表 31: 冰箱产量 同比增速放缓 .....	17
图表 32: 洗衣机产量同比增速放缓 .....	18
图表 33: 钢材出口积极性不高 .....	18
图表 34: 采暖季后全国高炉开工率逐渐上升 .....	19
图表 35: 高炉检修不断增多 .....	19
图表 36: 钢材总库存 (万吨) .....	21
图表 37: 螺纹总库存 (万吨) .....	21
图表 38: 线材总库存 (万吨) .....	21
图表 39: 热轧总库存 (万吨) .....	21
图表 40: 冷轧总库存 (万吨) .....	21

图表 41: 中厚板总库存 (万吨) .....	21
图表 42: 淡水河谷铁矿石产量 .....	22
图表 43: 力拓铁矿石产量 .....	22
图表 44: 必和必拓铁矿石产量 .....	22
图表 45: FMG 铁矿石产量 .....	22
图表 46: 钢厂主要产品吨模拟利润 (即时成本) .....	23
图表 47: 钢厂主要产品吨毛利率模拟利润 (即时成本) .....	23
图表 48: 宝钢股份 P/E Band .....	25
图表 49: 宝钢股份 P/B Band .....	25
图表 50: 大冶特钢 P/E Band .....	26
图表 51: 大冶特钢 P/B Band .....	26

### 表格目录

表格 1: 钢厂利润拐点已现 (元/吨) .....	8
表格 2: 库存高点周后每周需去库 44.22 万吨达到近年平均去库水平 .....	20

## 1、行情回顾

### 1.1 大盘反弹 周期躁动力度偏弱

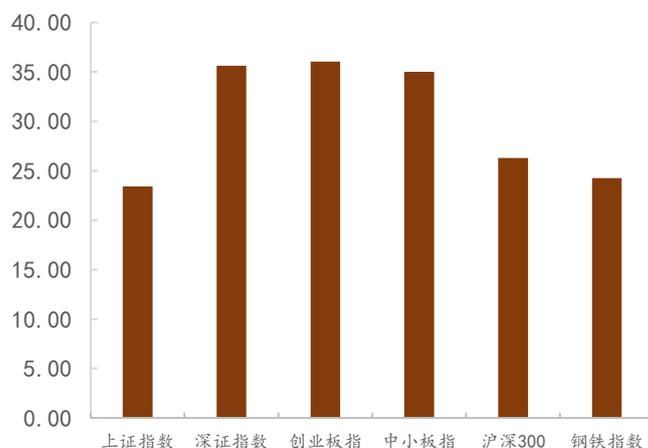
一季度，随着大盘止跌反弹，钢铁板块也迎来估值修复行情，但从力度上来看，今年春季周期躁动不如往年，周期板块较往年并未因大盘整体向好而出现更有力的躁动。上证指数自1月4日创出近年低值以来，截止3月22日，钢铁板块涨幅达24.26%，列申万28个行业第23，略微跑赢上证指数。传统周期行业中仅建筑材料、机械设备表现位居所有行业前50%。

图表 1：2019 年一季度钢铁板块与沪深 300 指数走势



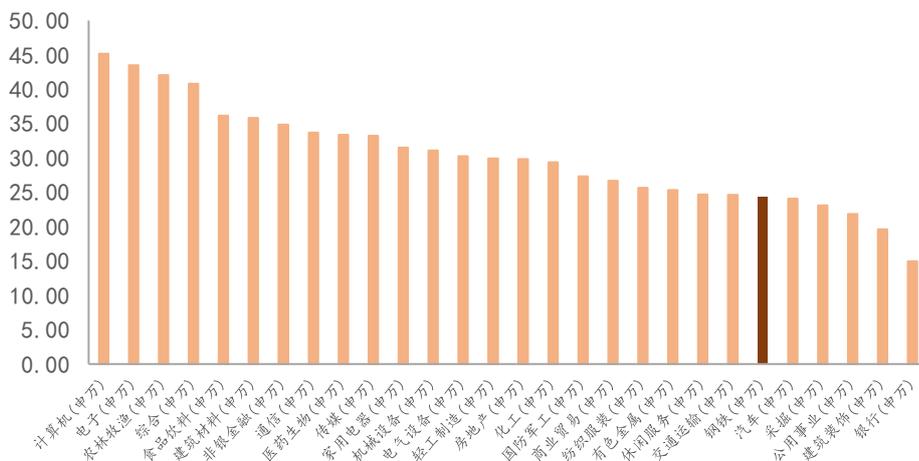
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 2：2019 年一季度主要指数涨跌幅



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 3：钢铁板块年内涨幅列申万 28 个行业第 23（截止 3 月 22 日，%）



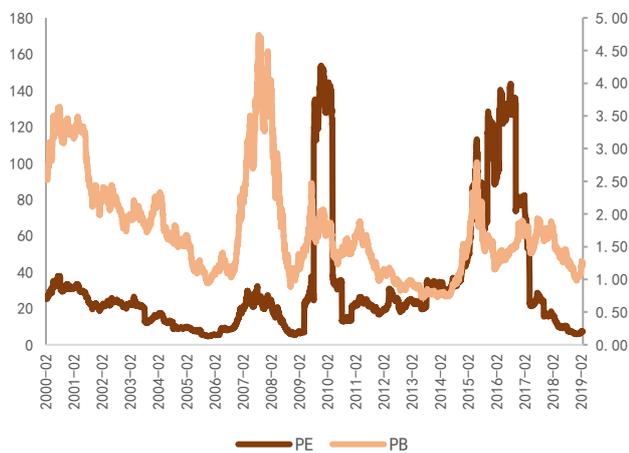
数据来源：wind，爱建证券研究所

## 1.2 目前行业反弹仅来自于市场整体风险偏好的修复

如若行业自身估值得不到修复，大盘反弹结束也意味着行业反弹结束。随着一季度大盘展开反弹以来，行业绝对估值抬升，但相对估值依然处于近年低位。

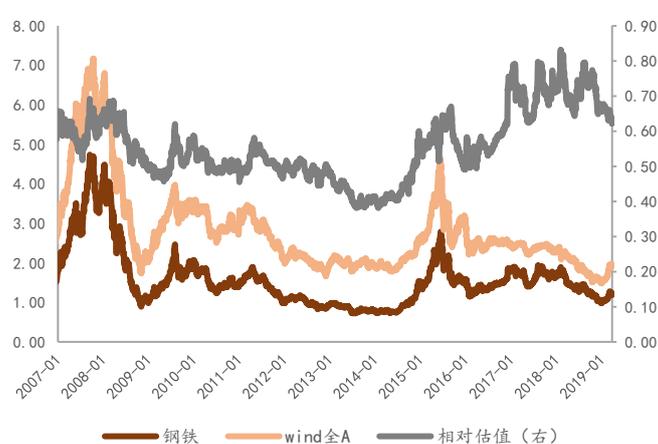
截止3月22日，钢铁行业绝对估值较去年年底有所抬升，行业PE从5.78倍升至7.42倍，行业PB从1.00倍升至1.24倍，整体依然处于历史较低水平。然而，在行业绝对估值触底反弹的同时相对估值却跌破近两年半以来波动区间的下限值，由去年年底0.67降至0.63，跌破近年波动区间（0.65, 0.80）。因此，本轮行业反弹更多的来自于总体市场风险偏好的修复，市场给予行业的估值并未得到提升，反而略有下降。

图表 4：行业绝对估值触底回升



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 5：行业相对估值继续下降

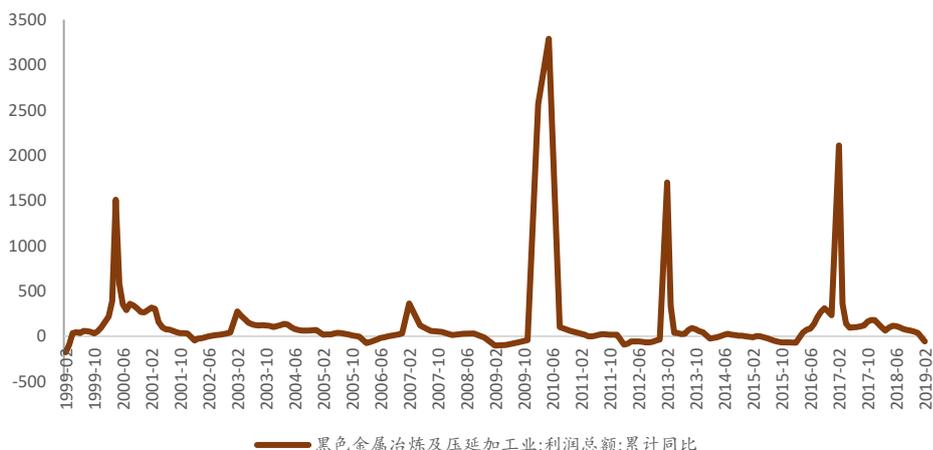


数据来源：wind，爱建证券研究所

悲观的需求预期一直存在，相对估值新低更多表明市场对于行业供给侧改革红利结束与否产生一定担忧，而担忧主要来源于行业盈利拐点的出现和行业政策对供给约束的影响边际减少。

行业盈利拐点已现是行业估值难以上升的主要因素之一。自2016年行业供给侧改革以来，行业盈利水平由大幅亏损恢复至盈利并长期稳定在高位，今年一季度以来，行业盈利同比边际下降。国家统计局数据显示，今年1-2月份黑色金属冶炼及压延加工业利润累计同比下降59%，是2016年3月即行业供给侧改革以来首次为负。根据中钢协数据，1-2月份中钢协会会员钢企亏损比创下2000年以后新高，亏损企业单位数1841家，环比去年12月增加741家，即使在行业最为低迷的2015年初亏损单位数环比增加也低于今年且会员基数远高于今年。

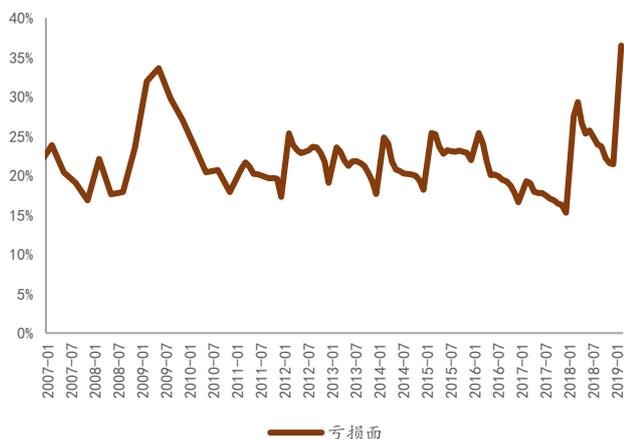
图表 6: 钢铁行业利润累计同比近四年首次为负值



数据来源: 国家统计局, 爱建证券研究所

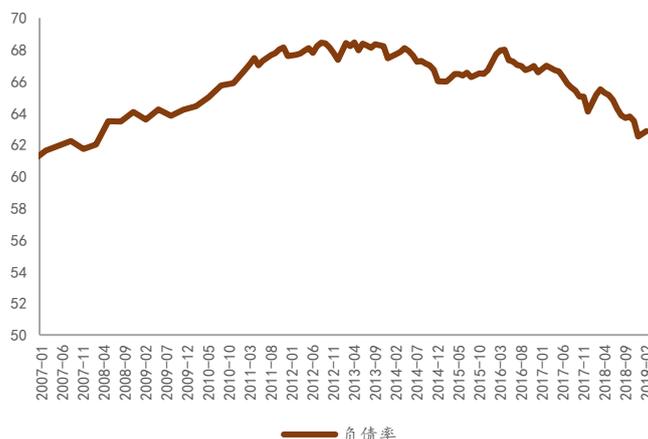
值得注意的是, 尽管 2018 年以来中钢协会会员钢企亏损比呈上升态势, 但行业总体负债率依然稳步下降, 表明钢铁行业内部分化严重, 能赚钱的钢企能更充分的享受供给侧改革带来的红利。

图表 7: 中钢协会会员钢企亏损比年初创下新高



数据来源: wind, 中国钢铁工业协会, 爱建证券研究所

图表 8: 行业负债率并未因 2018 年亏损比上升而提高, 表明行业内部分化严重, 钢企“贫富差距”明显



数据来源: wind, 中国钢铁工业协会, 爱建证券研究所

细分到具体的钢材品种, 根据我们模拟的钢厂利润, 1 季度钢厂全品种平均利润仅 212 元/吨, 远低于 2017 年的 461 元/吨和 2018 年的 600 元/吨, 盈利持续上升态势已被打破, 钢厂利润收缩也直接影响市场给予行业的估值。

表格 1：钢厂利润拐点已现（元/吨）

主要钢材	2016	2017	2018	2019Q1
螺纹钢	-11	697	796	446
热轧卷板	113	481	628	237
冷轧卷板	10	336	368	-46
中厚板	-126	331	609	210
平均	-4	461	600	212

数据来源：爱建证券研究所整理

2017 年行业政策主基调是去产能，2018 年则是环保限产，从当前来看，行业政策所处阶段处于兼并重组高峰的前夕，**产能主动大幅去化已不是行业的主要矛盾**。行业供给侧改革所带来的红利主要是规范市场行为，淘汰落后违规产能，重新分配产业链上下游利润。其中，大幅主动去产能发生在行业低迷时期，由于亏损严重，行业已经自发淘汰一定产能，双管齐下的去产能使钢铁市场供需出现错配，边际定价的大宗商品价格立即触底反弹。随着去产能任务的提前完成以及 2018 年钢铁企业环保设备逐渐更新升级，从重要行业政策的角度来看，2019 年行业不再具备大幅压制钢铁供给的政策环境，尽管 1 季度环保部重提重视环保并要求相关区域检讨采暖季限产力度不够，但是从政策的力度和持续性来看，较 2018 年边际放松较为明显。

因此，阶段性来看，1 季度钢铁行业指数上升主要归功于大盘企稳反弹，市场整体风险偏好上升，受制于行业盈利拐点出现和行业政策影响缩小，自身估值仍未修复。

### 1.3 如果大盘还能上行，什么时候轮动到钢铁股

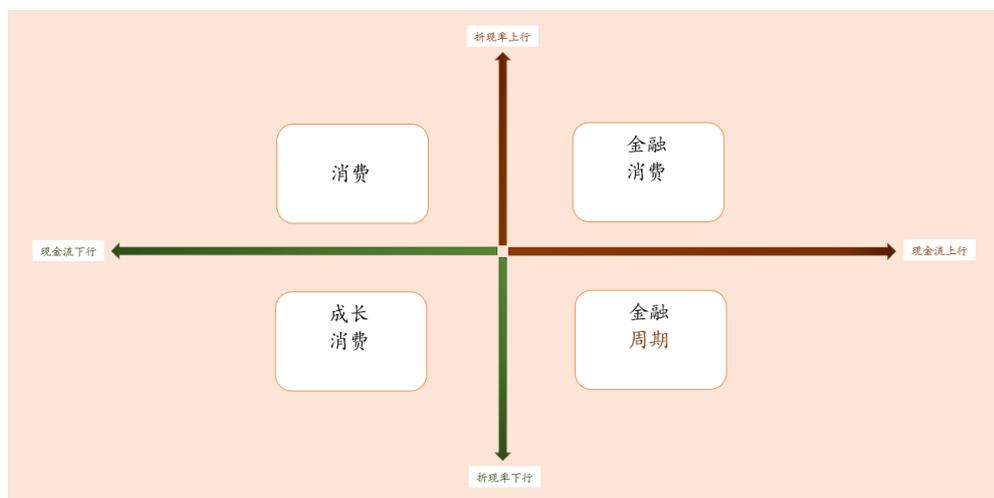
作为传统周期行业，板块轮动效应更为明显。根据吴先兴、陈奕《基于现金流与折现率的板块轮动策略》，**当现金流上行和折现率下行同时发生时期，周期板块最容易获取超额收益**。从对应的指标来看，1 季度现金流主要指标中 PMI、工业增加值、全市场股票 ROE 中位数皆处于下行趋势当中，仅新订单指数表现较为乐观。1 季度折现率主要指标中 1 月 Shibor、3 月 Shibor、中长期国债到期收益率、CPI 等均处于下行趋势，仅信用利差处于上行趋势当中。整体来看一季度现金流处于下行趋势、折现率处于下行趋势，相对应成长以及消费板块表现较好。而从一季度行业表现来看，表现前十行业中几乎都是成长以及消费板块。

如果大盘还能上行，作为蓝筹板块，钢铁行业势必也将接力，尤其是在降准预期存在的环境下，现金流指标一旦发生变化，由下行趋势转变为上行趋势，行业获取超额收益概率较大。

除此之外，市场对于国内宏观经济预期一直偏向悲观，今年政府工作报告中设定的全年经济增长预期目标为 6%-6.5%。一旦经济企稳，悲观经济预期有所修复，

周期股也将迎来估值修复的机会。

图表 9：周期板块在景气程度上升和资金成本下降时期最容易获取超额收益



数据来源：《基于现金流与折现率的板块轮动策略》，爱建证券研究所

## 2、赤字率表明基建仅为逆周期调节，减税降费利好制造业， 房地产用钢需求不必过于悲观

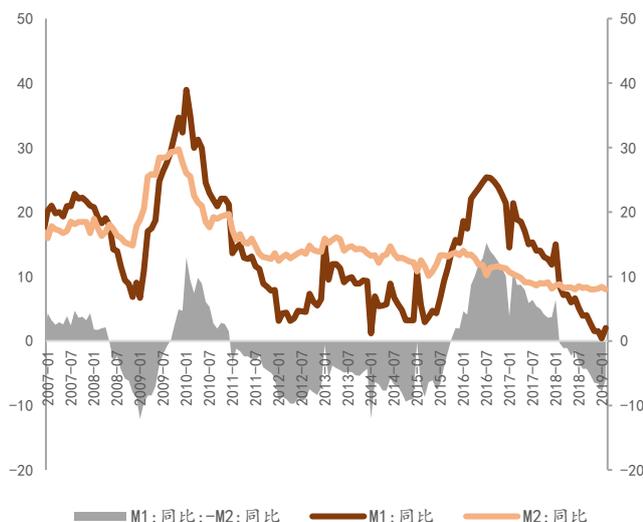
社融余额同比增速回升、基建投资回暖、制造业迎来减税降费、房地产开工仍存惯性，1季度钢材下游变化基本符合我们年初的预判。两会期间公布的赤字率低于预期，基建投资逆周期调节力度势必受限，预计全年基建投资同比个位数增长。制造业如期迎来减税，增值税下调3%，增值税作为价外税，不直接影响企业利润，但有利于改善企业现金流，且钢材主要下游行业工程机械、家电、汽车、船舶等在上下游产业链中均相对具有一定议价能力，因此有望在减税中受益。变数最多以及市场分歧最大的仍是房地产用钢需求，1-2月份新开工同比增速较去年大幅下降，但从历史数据来看，1-2月份数据受春节影响，对于全年实际新开工不具有太大代表意义，后续3月份以及2季度新开工同比增速情况更具参考价值。

### 2.1 流动性如期边际放松，企业融资环境大幅改善

宏观调控向来具有一定滞后性，受外部贸易冲突影响，经济下行压力增大，随着2018年“去杠杆”任务的完成，今年初宏观调控的方向逐渐向稳经济、稳就业偏移，流动性边际放松，企业融资环境大幅改善。从货币信贷端来看，M1、M2同比增速均触底企稳；社融端，社融余额同比重新恢复两位数增速。从去年开始，央行大力鼓励银行向小微企业释放贷款，向企业推送大量流动性，下游钢需企业中制造业将明显受益。

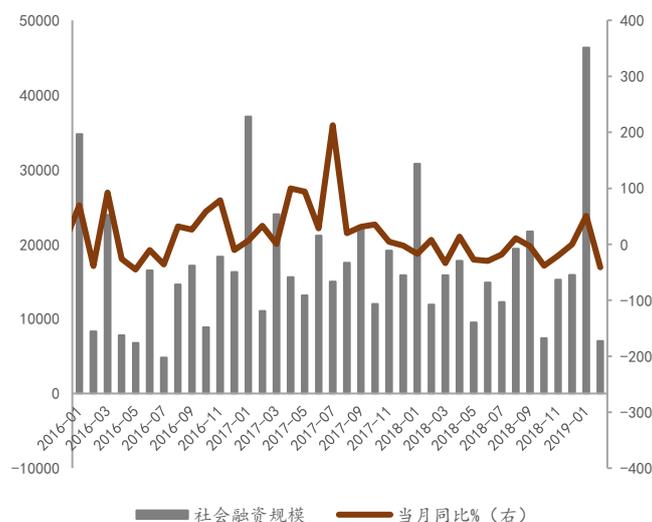
尽管今年GDP预期目标设定在6%-6.5%的空间，对比去年6.6%增速有所下调，我们认为经济增速或在一季度接近触底，相较于去年去杠杆以及中美贸易冲突背景，今年无疑站在悲观环境的对立面，一系列减税降费措施，央行向企业输送的流动性，中美冲突造成的影响弱化钝化以及后期存在结束的可能性都使的今年宏观预期不必过于悲观，我们认为后期宏观预期同样存在修复的机会，GDP增速处于接近预期目标上限甚至超预期增长，一旦宏观预期修复，周期股也将迎来一轮估值修复。

图表 10: M1 同比增速触底、M2 同比增速企稳



数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 11: 1-2 月社融存量同比增速触底反弹



数据来源: wind, 爱建证券研究所

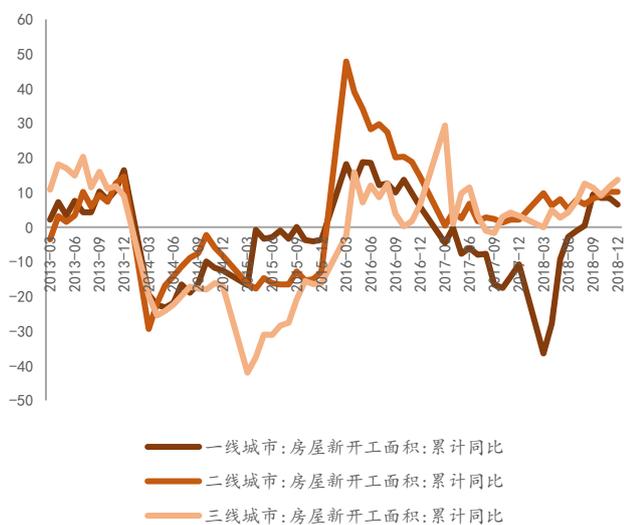
## 2.2 二三季度房地产韧性面临考验

1-2 月份全国房地产新开工面积累积 1.88 亿平方米, 同比增长 6%。

2018 年房地产新开工面积大超预期, 市场对于 2019 年房地产高新开工持续性存疑, 悲观预期下市场格外关注今年 1-2 月房地产数据, 但从历年前两个月数据来看, 由于受到春节、天气等因素影响, 前两月数据对于全年房地产数据不具备较强代表性。今年首份房地产数据中, 房地产投资、施工面积、总销售额均同比增长, 房地产新开工、竣工、土地购置面积较去年增速有所下降, 整体偏中性。

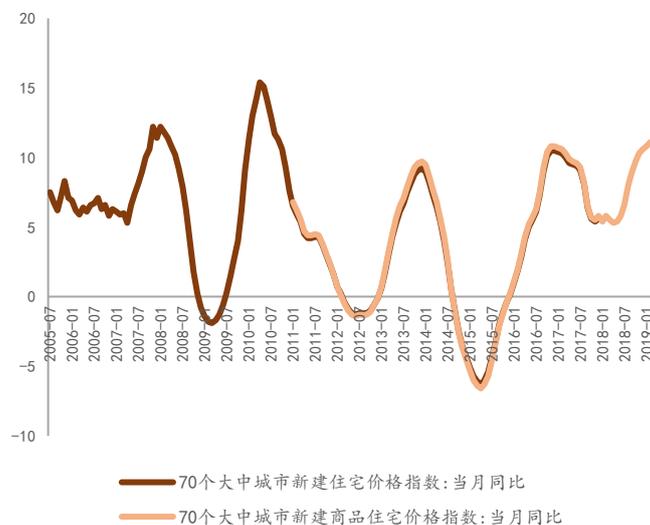
本轮房地产景气周期依然持续, 截止 3 月份已经持续 47 个月, 远超过去几轮。从原因上看, 本轮地产调控力度不强, “因城施策” 导致一二线和三四线城市调控不同步, 在低利率环境下, 出现一二线投资弱三四线强或者一二线强三四线弱情形, 使地产韧性始终存在。三四线城市新开工自 2017 年初触底反弹以来, 2018 年全年保持强势, 一线城市新开工同比增速也在 2018 年春节后大幅反弹, 9 月份之后由负转正。根据统计局发布的房地产主要指标数据商品房销售面积同比、商品房销售同比、新建住宅价格同比、新开工面积同比、开发投资完成额同比等, 我国 2006 年后房地产经历三轮完整周期, 平均每轮周期持续时间在 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 2019 年 3 月 (已持续 47 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 12：因城施策下一线城市与三线城市新开工劈叉



数据来源：wind，爱建证券研究所

图 表 13：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

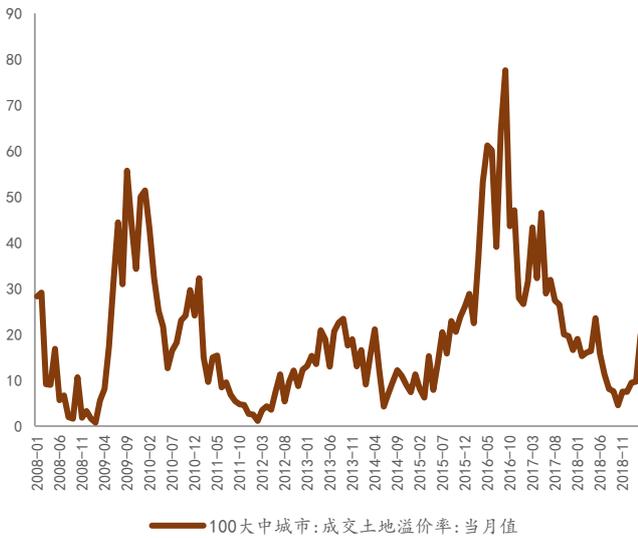
在年度策略报告中，我们对新开工数据下滑做了大致的预判，预计新开工增速开始明显下滑最早出现在今年 2 季度，届时钢材需求也将受其影响。但从今年一季度房地产行业变化以及宏观环境，已经出现了两点变化。

- 第一，鉴于企业融资环境大幅改善，今年土地成交溢价率触底回升，房企拿地意愿重燃，
- 第二，去年下半年以来，房地产施工面积不断上升，是否存在施工面积增加的用钢需求抵消新开工面积下降的用钢减量。

房企拿地指标被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。但从最新的数据来看，随着企业融资环境改善，房企拿地意愿重新走强。房企维持高周转策略不变，在融资环境允许的情况下，房地产拿地动作不会大幅放缓。另一方面，成交土地规划建筑面积持续下降在一定程度上制约房企拿地总量，新开工高位同比增长不可持续。

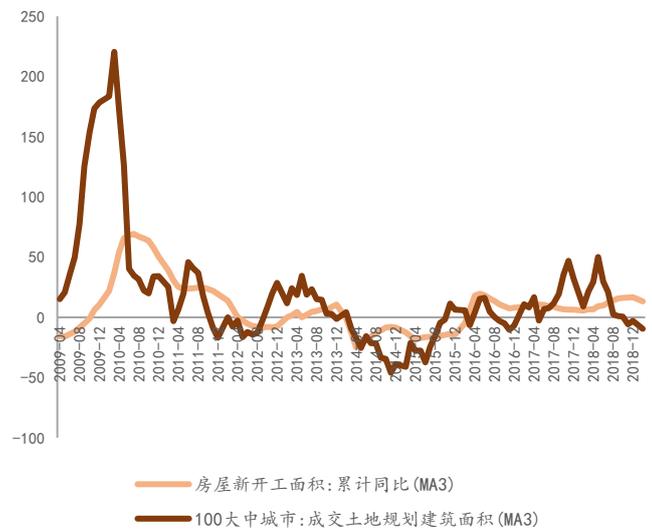
因此，房企当前面临着自 2017 年去杠杆以来相对较好的融资环境，在行业普遍采取高周转策略环境下，拿地意愿保持较强水平，但地方政府采取了一定管控措施，成交土地规划建筑面积不断下降，将制约新开工增速，预计新开工面积增速已经步入高位回落通道。

图表 14: 拿地积极性在融资环境改善后重燃



数据来源: wind, 爱建证券研究所

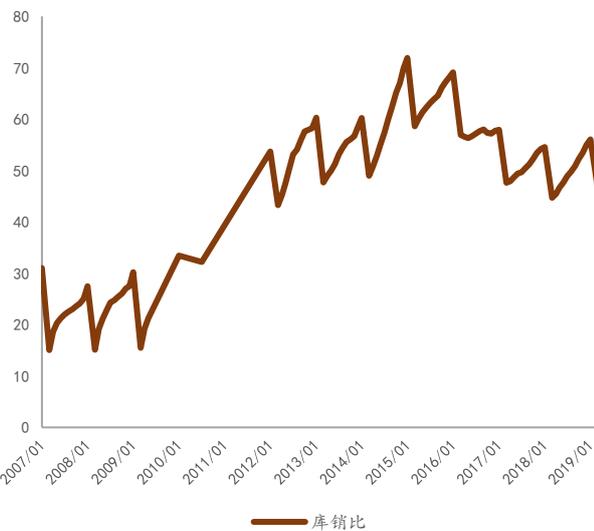
图表 15: 成交土地规划面积不断下降依旧制约新开工



数据来源: wind, 爱建证券研究所

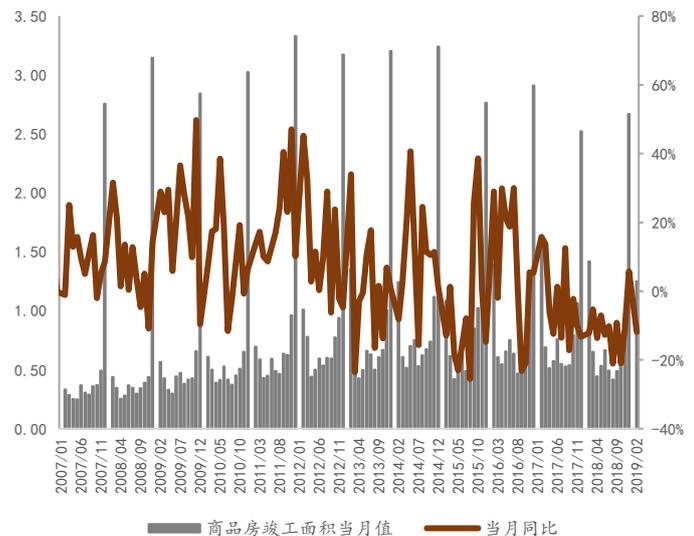
房企坚持高周转策略, 缩短了拿地-新开工环节用时, 在高新开工增速逐步回落的同时, 势必也意味着施工面积和竣工面积将迎来脉冲式增加。从传统用钢环节来看, 新开工用钢量最大且时间跨度短, 基本可以看作是即期需求, 而施工周期中, 单位时间长度例如单月用钢量不如房屋开工 1-3 月用钢量, 但施工周期一般在第 4-12 月之间, 跨度长于开工阶段, 因此施工面积同比大幅增加能一定程度上抵消新开工面积下滑带来的用钢减量, 其次, 施工周期长于开工周期, 在本轮地产周期中高新开工同比增长明显拉长也意味后续施工周期的景气周期时间也被拉长, 因此, 对于新开工面积同比增速高位回落不必过度悲观。

图表 16: 房企库销比仍处于低位



数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 17: 竣工面积同比增速在下半年将迎来脉冲式增加



数据来源: wind, 爱建证券研究所

## 2.3 基建投资稳步回升，赤字率略低于市场预期充分表明基建只用作逆周期调节

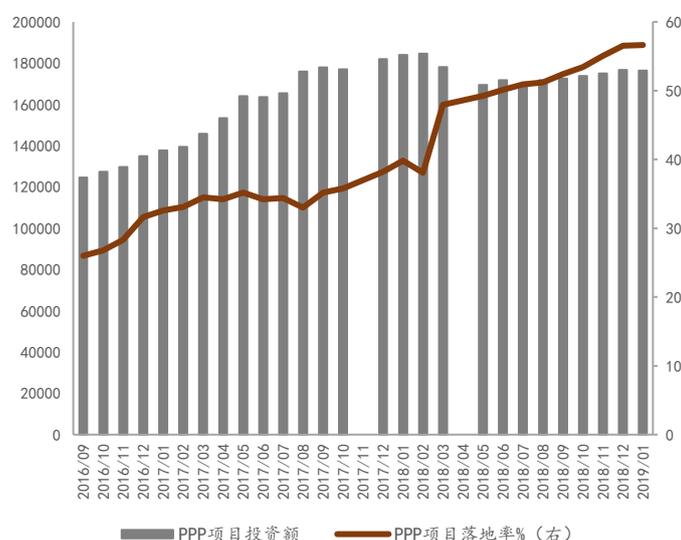
从国家统计局公布的数据来看，基建投资自去年三季度触底反弹，今年1-2月份基建固定资产投资同比增长4.3%，高于去年全年3.8%。基建投资作为政府主导的经济变量，是用作调节需求、平抑经济的财政政策手段，具有明显的逆周期性。从过去的调控来看，基建投资加码一般出现于地产投资大幅下滑时期，随着基建投资上行一段时间后，地产投资逐渐触底回升，而本轮调控的背景处于地产投资较为乐观时期，在一定程度上限制了基建加码幅度。今年政府工作报告中将赤字率设定在2.8%，高于去年2.6%，但低于市场3%赤字率的预期，也反映基建只用作来逆周期调节，预计全年基建投资回升至5%-10%，用钢需求多于去年。

图表 18：基建投资稳步回升（%）



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 19：PPP 投资和落地率逐渐增加

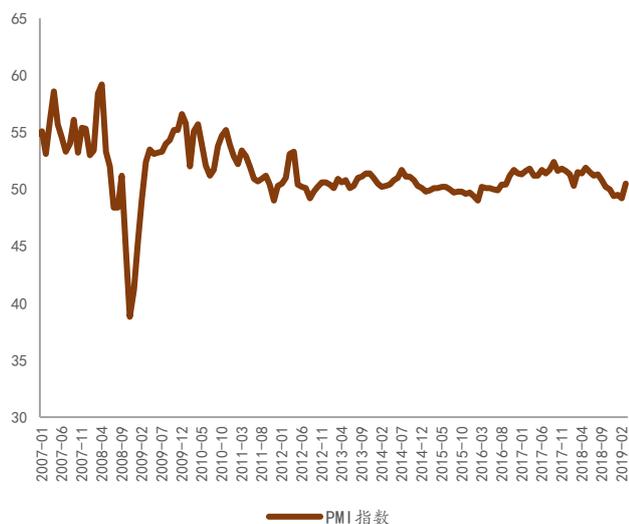


数据来源：wind，爱建证券研究所

## 2.4 制造业迎来减税降费红利

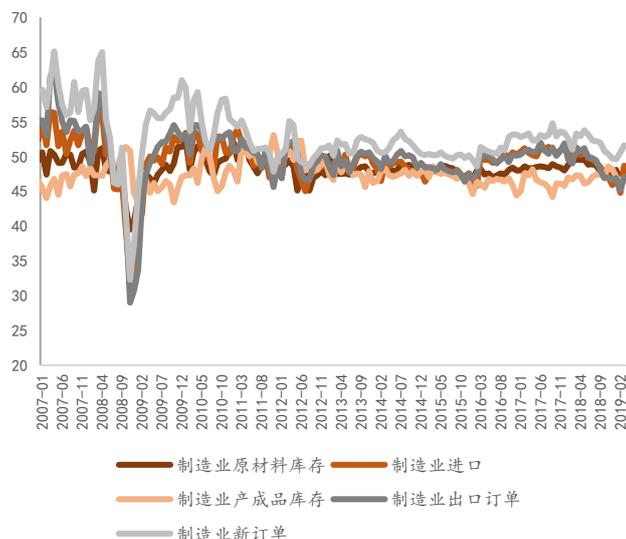
一季度影响制造业最大的政策即是下调增值税（在4月开始实施），从去年调研钢材下游终端需求企业情况来看，企业利润收缩严重，制造业PMI新订单在12月降至荣枯线下方，企业利润状况不利于钢材库存去化。减税降费以及企业融资环境的大幅改善或使今年制造业表现超预期，时间维度上，最快二季度制造业将迎来盈利修复。一季度制造业PMI指数重新站上荣枯线上方，采购量、进出口、新订单以及生产量指数走强。

图表 20：一季度制造业 PMI 重回荣枯线上方



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 21：进出口及新订单指数大幅反弹



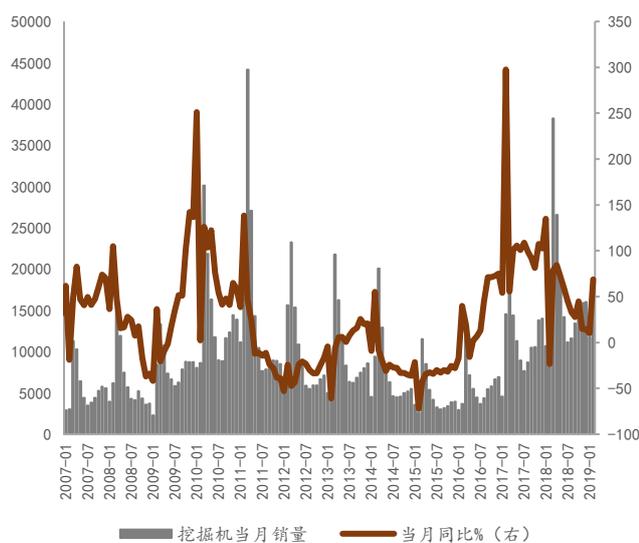
数据来源：wind，爱建证券研究所

大型工程机械产销量与基建投资相互印证，从主要工程机械产销量来看，挖掘机销量仍保持高速增长，压路机和金属切割机床产销跟去年持平，推土机销量高位回落。

船舶行业景气周期告一段落，1-2 月新接订单大幅下降 80.88%，手持订单同比下降 8.34%。

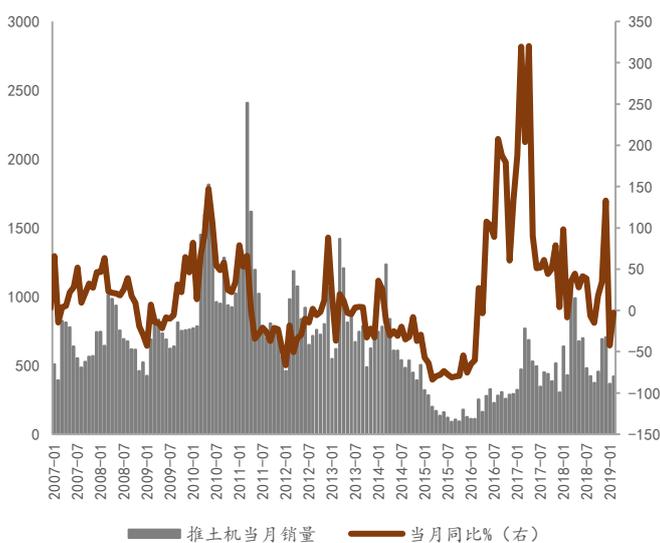
工程机械产销量和船舶订单的表现预示着本轮自 2016 年以来的全球经济复苏和更新设备周期所带动工程机械投资增长的峰值已经过去，从过往的长周期看，未来几年销量增速在一定程度上有所下滑。

图表 22：挖掘机销量超预期增长



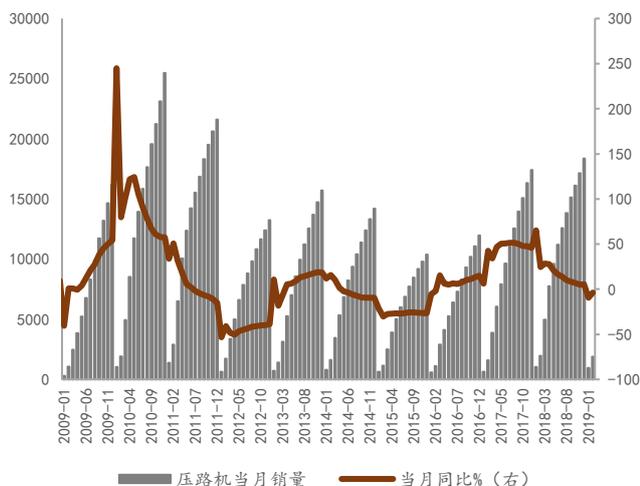
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 23：推土机销量保持去年高速增长态势



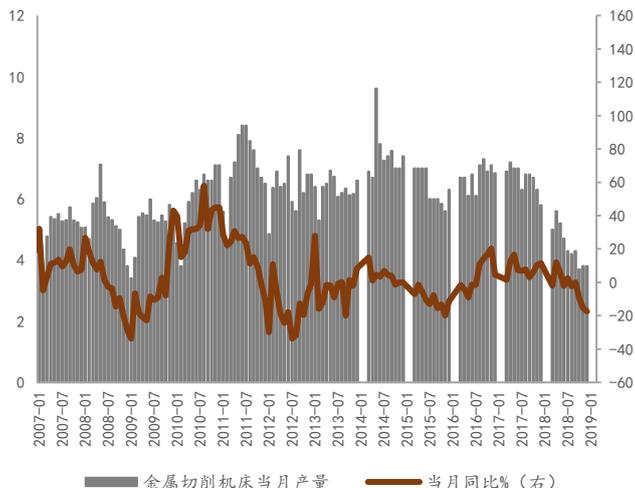
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 24: 压路机销量累积增速略微放缓



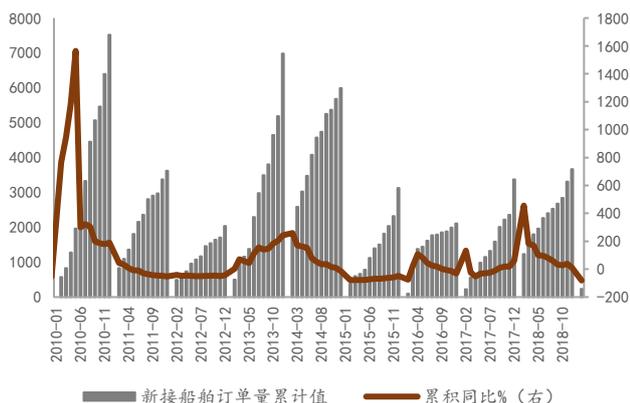
数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 25: 金属切割机产量高位回落



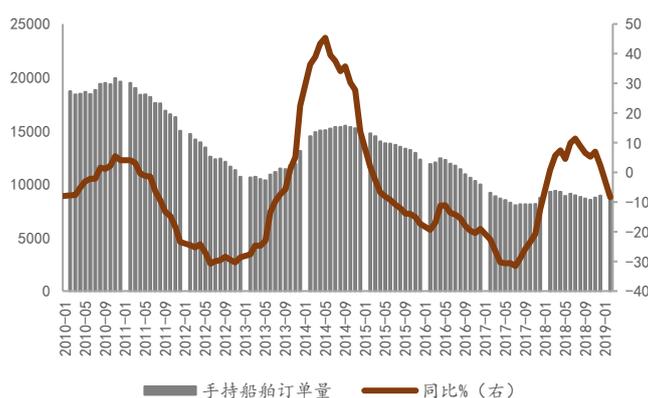
数据来源: wind, 爱建证券财研究所

图表 26: 船舶新接订单同比大幅下滑 80.88%



数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 27: 船舶手持订单数下降



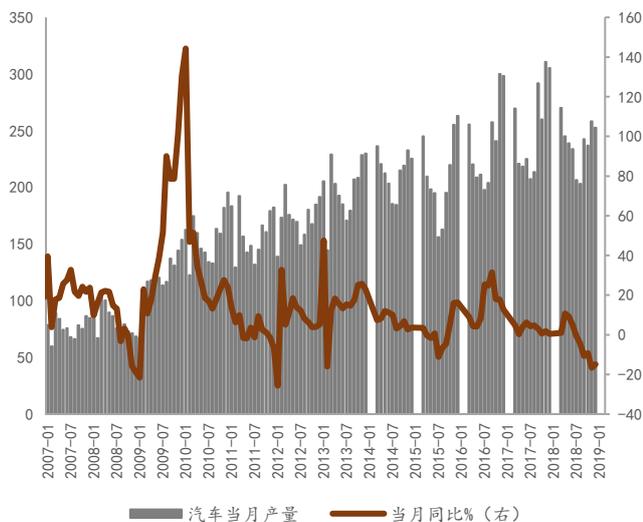
数据来源: wind, 爱建证券研究所

今年初汽车产销量表现依旧低迷, 汽车行业的产销峰值在 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。

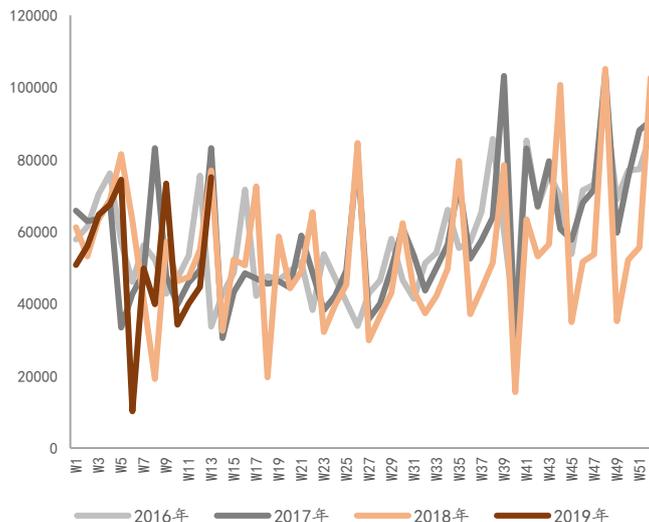
增值税下调之后, 车企也将拉开降价去库的序幕, 但从力度上看, 本轮“汽车下乡”并没有得到中央财政资金支持, 汽车产销在年内大幅增加的的概率较小。

图表 28：汽车产量同比增速大幅下降 (%)



数据来源：wind，爱建证券研究所

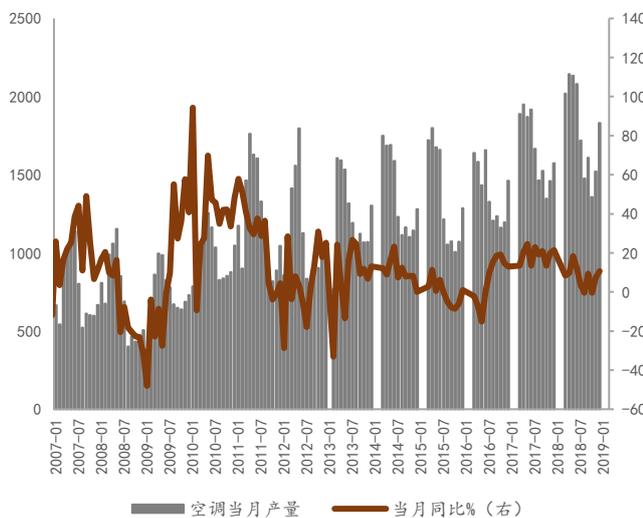
图表 29：今年 1-3 月乘用车零售销量为近年同期最低



数据来源：wind，爱建证券研究所

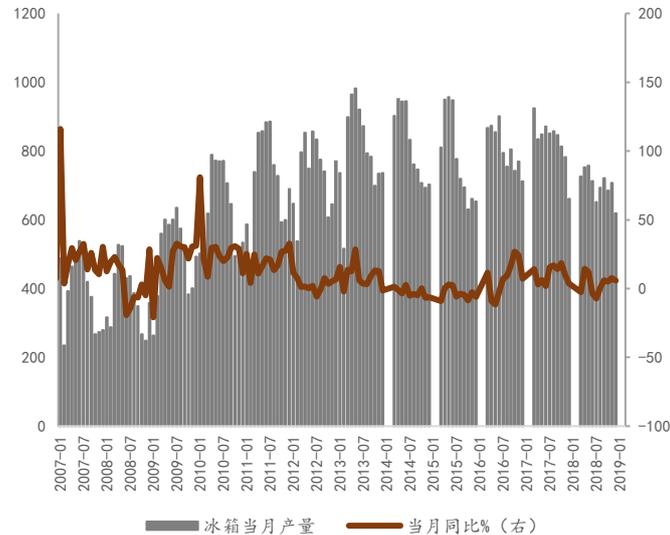
家电板块中，1-2 月份空调产量增速降温，洗衣机与冰箱产量基本与去年持平。整体来看，家电产业链仍在筑底过程中。

图表 30：空调产量同比增速放缓



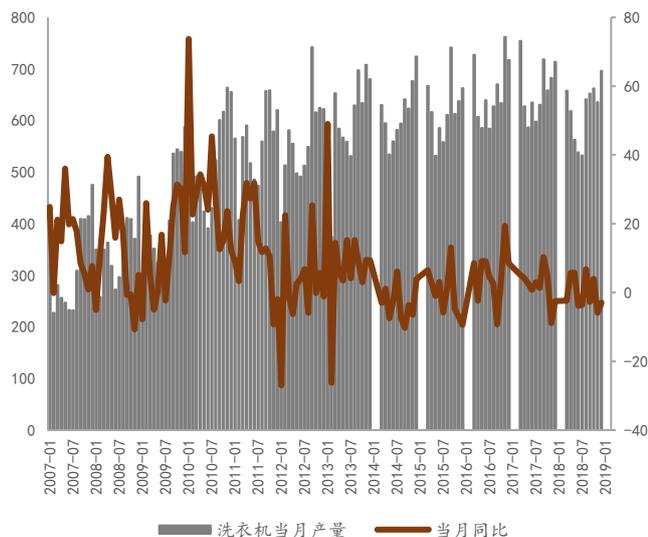
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 31：冰箱产量 同比增速放缓



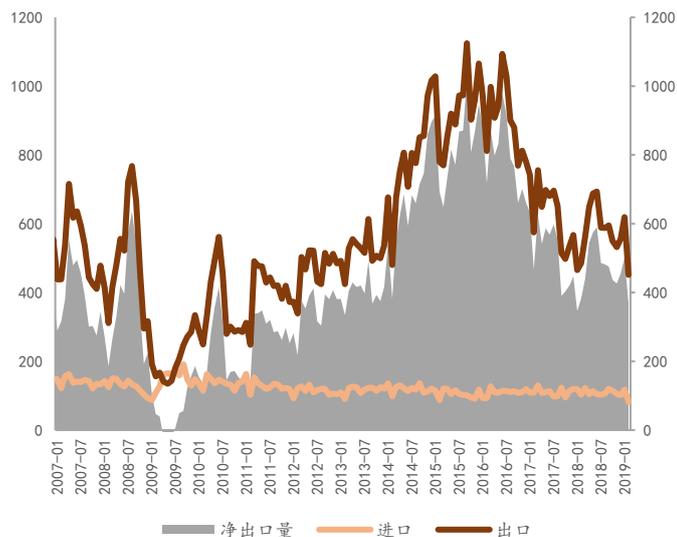
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 32：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 33：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，受冬储期间现货钢价下跌影响，1-2月净出口总量略有增加，整体依然处于低值，后期钢价上升，价格内外倒挂势必又将导致净出口再次减少，当前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、粗钢产量持续增加制约旺季钢价上行空间

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。环保限产边际放松后，今年粗钢供给的增量也是市场关注焦点之一。对比去年与今年采暖季钢铁生产，截取 11.15-3.15 数据，今年采暖季日均粗钢产量为 242.96 万吨，远高于去年采暖季 223.96 万吨日均产量。

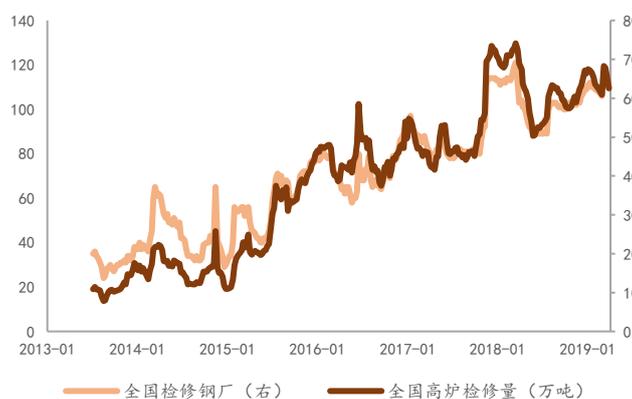
截止三月底，全国钢厂开工率为 64.64%，唐山开工率也仅为 56.71%，随着采暖季结束，开工率有望继续上升，钢铁供应也将持续增加。参考 2018 年限产比较宽松的 9-11 月产量，日均产量将维持至 250 万吨水平。在高供给之下，即使需求端保持韧性，钢价上行空间有限。

图表 34：采暖季后全国高炉开工率逐渐上升



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 35：高炉检修不断增多



数据来源：wind，爱建证券研究所

尽管环保限产边际放松，环保仍是抑制供给增量的因素之一。除此之外，高炉检修也是供给端变量之一，钢厂持续盈利背景下，高炉检修频率下降，钢厂满负荷生产带来的潜在风险加大，从过去钢厂检修的择时习惯来看，多在传统需求淡季集中检修。因此，淡季集中检修或将是行业供给侧改革逐步退出后供需错配时机之一。

#### 4、供需双强节后去库理想，后期去库速度或将放缓

受去年冬储天量节后钢价暴跌影响，今年钢贸商对冬储态度普遍谨慎，冬储后期随着政府基建投资确定性冬储节奏放缓，冬储量也低于去年。今年库存高点与历年惯例一样，出现在节后第三周，钢材总库存 2533.75 万吨，更能反映冬储力度的钢材社会库存 1881.47 万吨，较去年高点 1967.07 万吨下降 85.6 万吨。

与去年节后需求延迟开工季初期供需两弱不同，今年节后农历开工时间早于去年，钢材现货市场呈现供需双强态势。回顾过去 8 年节后社会库存去化速度，节后高点至八周后平均去幅达 18.58%，如果今年需求较好去库速度理想即每周需去库 43.32 万吨以上，至节后第 11 周（4 月 26 日）钢材社会库存低于 1527.75 万吨。但是对比去年开工延后，库存集中去化叠加房地产新开工不断走高下，库存去化流畅，周均去库 77.05 万吨，远超历史去库幅度。

今年开工季库存去化节奏上，前快后慢将是大概率事件，主要受后供给端仍有增量影响，尽管需求在房企施工潮以及新开工仍能保持正增长情况下保持韧性，但整体钢材供需平衡逐渐转为需强供更强局面。因此，在对比去年库存去化的节奏上，4 月中后期开始节奏相对放慢，也将制约现货钢价。

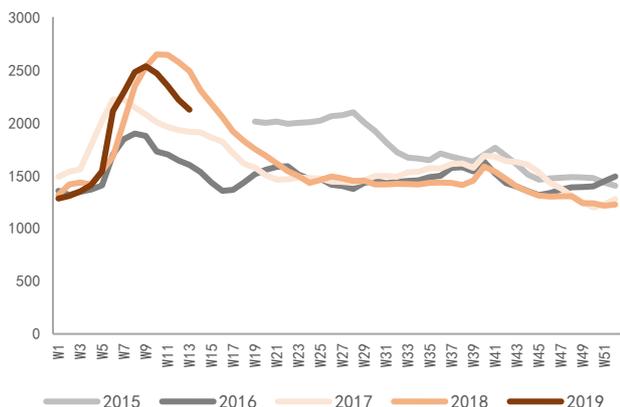
表格 2：库存高点周后每周需去库 44.22 万吨达到近年平均去库水平

社会库存	库存高点	库存高点周后 8 周库存	库存去化幅度	周均去库量
2011	1908.22	1556.52	-18.43%	43.96
2012	1914.37	1759.47	-8.09%	19.36
2013	2250.75	1971.76	-12.40%	34.87
2014	2086.19	1670.57	-19.92%	51.95
2015	1598.20	1365.21	-14.58%	29.12
2016	1267.90	908.06	-28.38%	44.98
2017	1646.68	1362.72	-17.24%	35.50
2018	1965.16	1348.79	-31.36%	77.05
2019	1881.47	1527.75	-18.80%	44.22

数据来源：Mysteel，爱建证券研究所

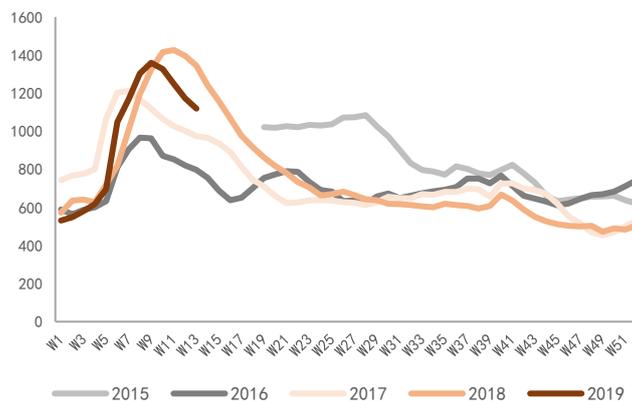
根据 Mysteel 公布的库存数据，所有品种的库存绝对值均低于去年同期，尤其是冷轧卷板库存，一定程度上与近两年汽车、家电行业增速回落相关，一旦制造业在减税降费政策下完成筑底，细分品种蕴含供需错配机会。

图表 36: 钢材总库存 (万吨)



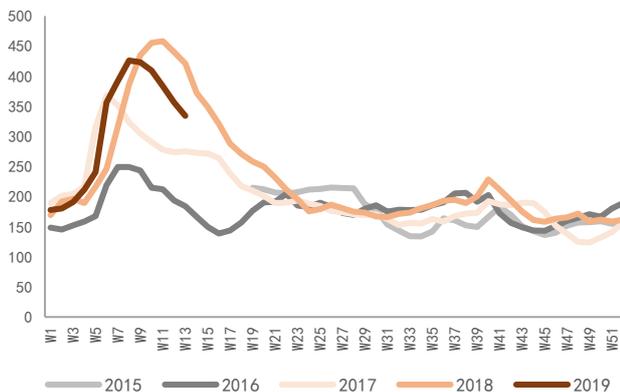
数据来源: Mysteel, 爱建证券研究所

图表 37: 螺纹总库存 (万吨)



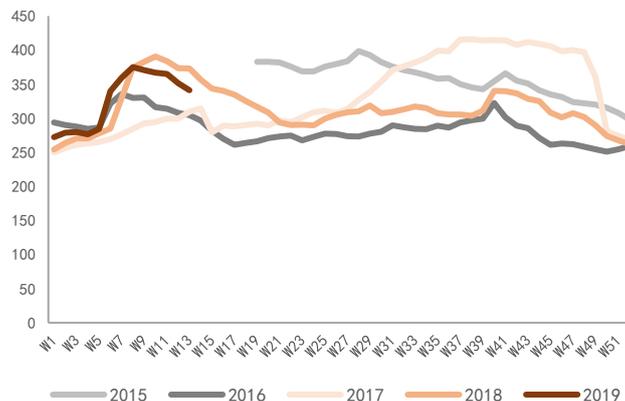
数据来源: Mysteel, 爱建证券研究所

图表 38: 线材总库存 (万吨)



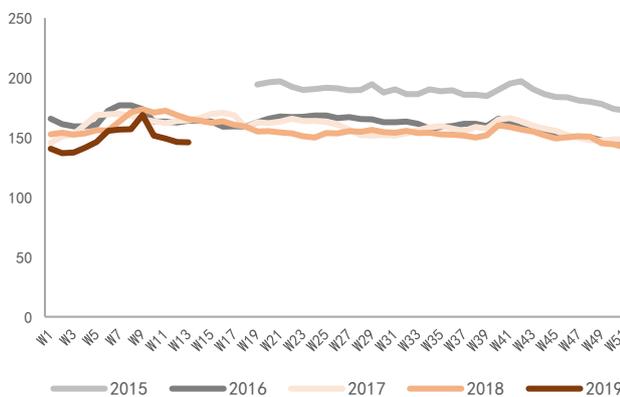
数据来源: Mysteel, 爱建证券研究所

图表 39: 热轧总库存 (万吨)



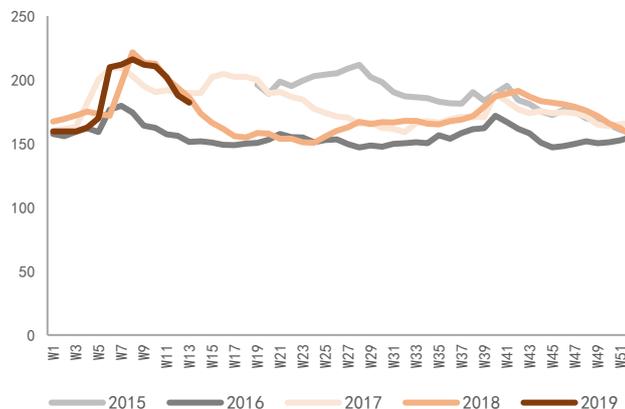
数据来源: Mysteel, 爱建证券研究所

图表 40: 冷轧总库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 爱建证券研究所

图表 41: 中厚板总库存 (万吨)

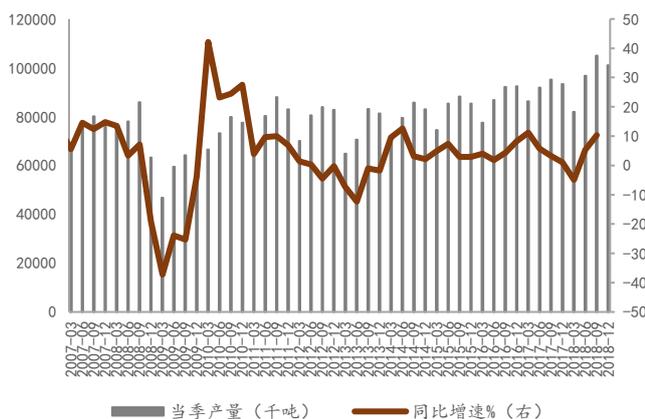


数据来源: Mysteel, 爱建证券研究所

## 5、黑天鹅事件致铁矿价格大涨，钢厂盈利中枢下移

一季度巴西淡水河谷矿难使铁矿石价格飞涨，一方面成本抬升对钢价形成一定支撑，但另一方面铁矿价格涨幅相对远大于钢价涨幅，挤压了钢厂利润空间。其实从矿山产能周期来看，今年四大矿山年报公布的新增产能较过去两年大幅减少，本轮自 2015 年以来的扩产带来的铁矿供应增量逐渐消失，在国内需求稳定的情况下，铁矿价格走强是必然事件，淡水河谷矿难只是将节奏提前预演。

图表 42：淡水河谷铁矿石产量



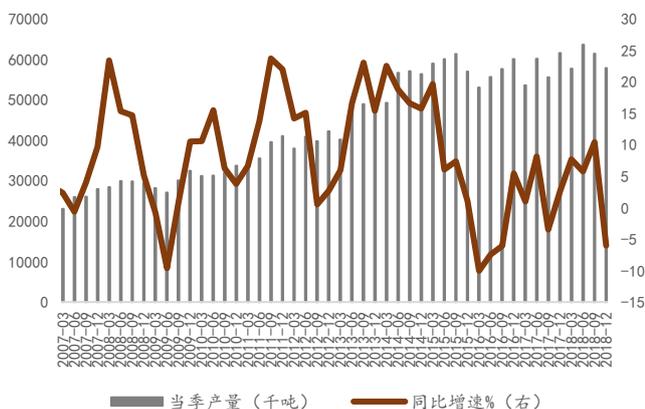
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 43：力拓铁矿石产量



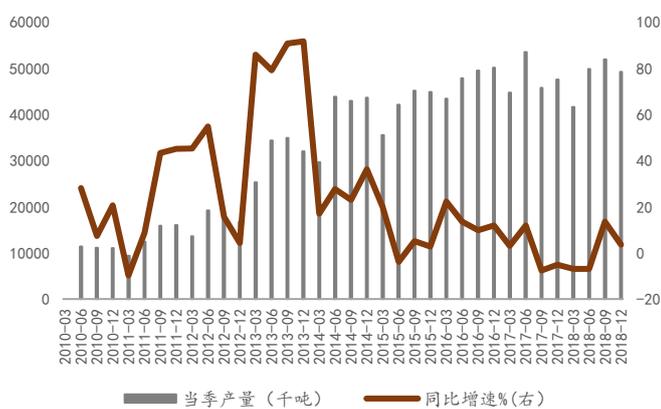
数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 44：必和必拓铁矿石产量



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 45：FMG 铁矿石产量

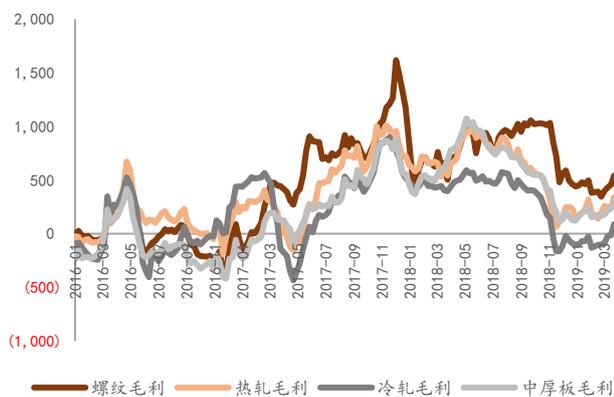


数据来源：wind，爱建证券研究所

从双焦的角度来看，煤炭产能过剩依旧明显，由于煤炭行业集中度较钢铁行业更低，去产能难度较大，焦煤价格仍由焦炭来带动。焦化企业受采暖季限产基本放开影响，当前产业链供需矛盾并不明显，库存相对较高，值得注意的是，环保部以及主产地山西环保厅对于山西天气恶化已有不满声音，后续对于焦化企业更进一步的环保限产动作值得关注。

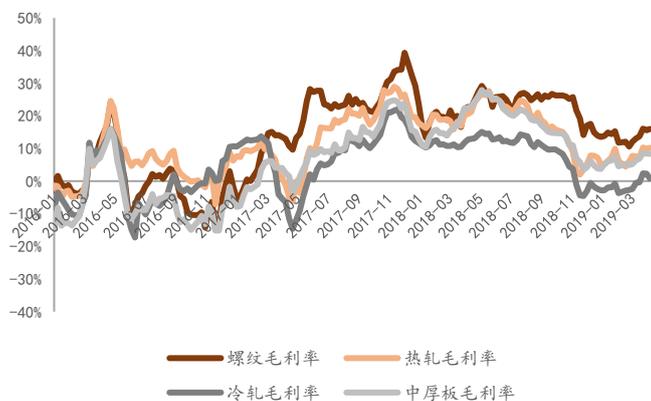
行业供给侧改革所导致的供需偏紧状态随着“去产能”任务的完成，行业盈利中枢也将逐渐下移。上市钢企利润同比增速较 2017 年、2018 年也将从绝对高位下滑，行业受盈利端影响难以长期获取超额收益。

图表 46：钢厂主要产品吨模拟利润（即时成本）



数据来源：wind，爱建证券研究所

图表 47：钢厂主要产品吨毛利率模拟利润（即时成本）



数据来源：wind，爱建证券研究所

其次，增值税的下调也将影响行业负债率稳步降低的节奏。**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 2 月国内大中型钢企负债率降至 62.86%，较去年同期下降 2.3 个百分点，较 2016 年初下降 4.86 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%。年初在策略报告中我们预计 2019 年、2020 年行业盈利水平接近 2017 年才能完成目标，增值税的下调使钢价并不需要达到 2017 年的平均水平亦能实现负债率降至 60%。

## 6、投资逻辑

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。除了年初提出的三条投资主线——节后需求集中发力、限产放松后关注重点督查区域钢企、以及行业内兼并重组预期标的，我们认为还有两条主线值得关注：

1. 铁矿石价格大幅上涨利好铁矿标的。四大矿山自 2015 年以来扩产周期将在今年结束，巴西淡水河谷突发性矿难既在短期减少了 9000 万吨产能造成供给减少，也提前了铁矿石本应在年底或明年才出现的供需边际趋紧的节奏。国内钢材供应仍维持 10%左右增速，对于铁矿石需求具有稳定保障，铁矿石在供弱需强背景下价格中枢大幅抬升。相关公司建议关注海南矿业(601969)、河北宣工(000932)、金岭矿业(000655)。
2. 特钢子板块在市场偏好提升时期能明显跑赢普钢板块。回顾钢铁板块走势，在市场偏好提升时期，即大盘表现较强阶段，特钢子板块表现优于普钢，市场给予特钢的估值更高，弹性更大，同时，特钢细分品种较多也更能分享风险偏好提升时期概念股估值大幅提高的机会。相关公司建议关注大冶特钢(000708)、久立特材(002318)。

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。

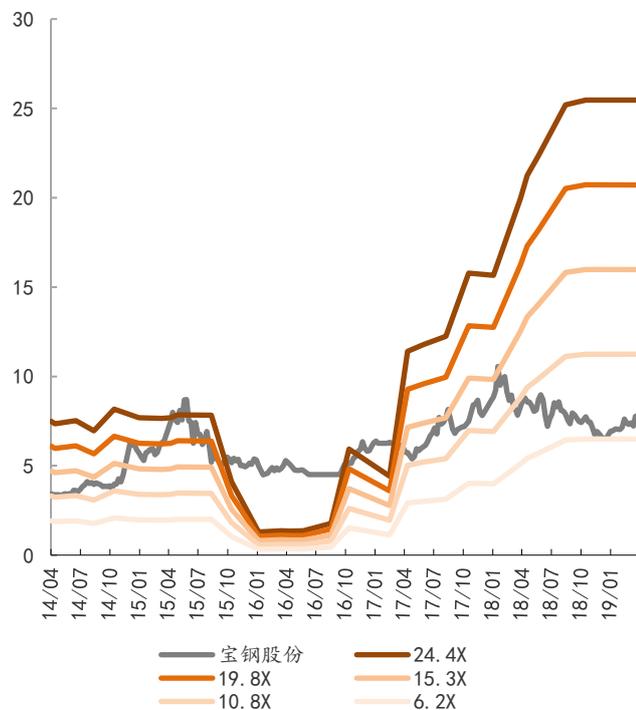
## 7、重点公司

### 7.1 宝钢股份（600019）

投资要点：

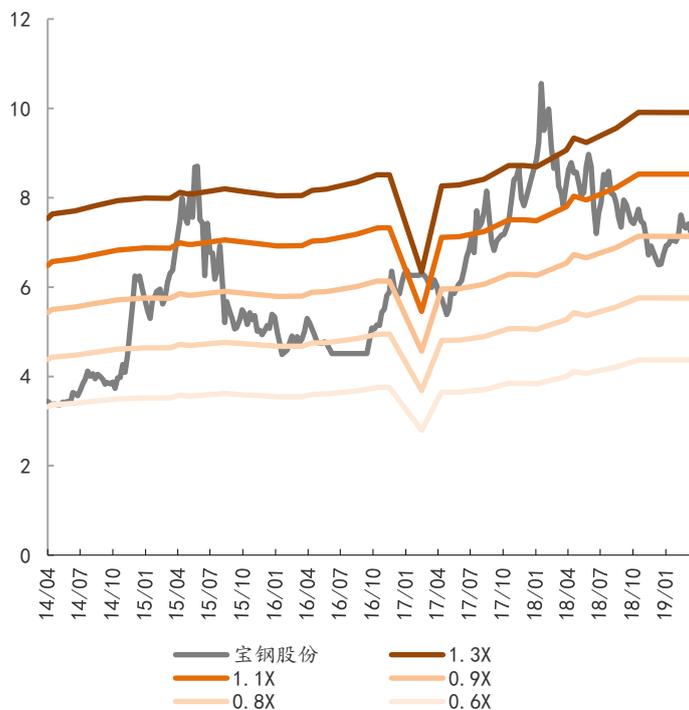
- 供给侧改革背景下，龙头公司地位愈加突出—行业进入后钢铁时代，政策端推出供给侧改革，出清落后产能且严禁新增产能。任何行业在没与新增产能的背景下，理论上原有市场存量龙头将享有先发优势带来的估值溢价，例如化工行业中万华化学（600309）
- 公司具有并购其他钢厂的规模优势和条件—结合国外供给侧改革成功案例，都将走出“环保政策收紧—行业并购重组—行业集中度提高、生产效率提升—开辟海外市场”路径，行业将逐步进入并购重组高潮，公司作为行业龙头，具有规模优势并购其他钢铁企业
- 公司当前 PB 偏低主要受到前期湛江项目投产叠加 2015 年后行业处于极度低迷时期，公司 ROE 下降速度过快。随着去年下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



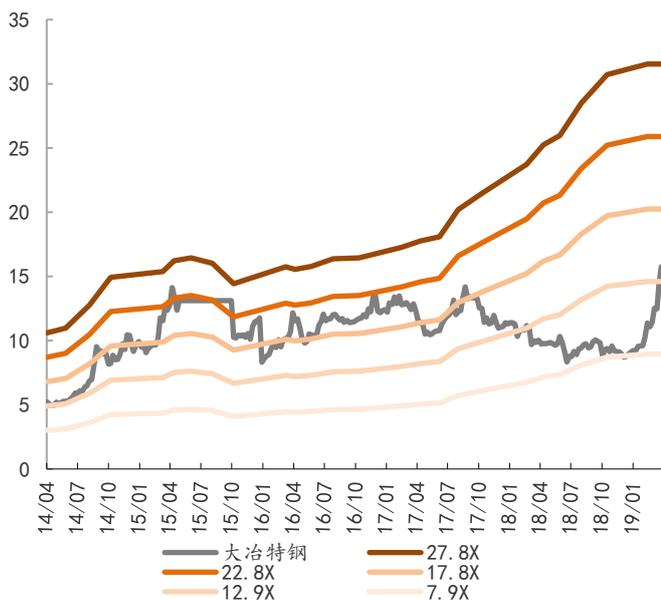
数据来源：wind，爱建证券研究所

## 7.2 大冶特钢 (000708)

投资要点:

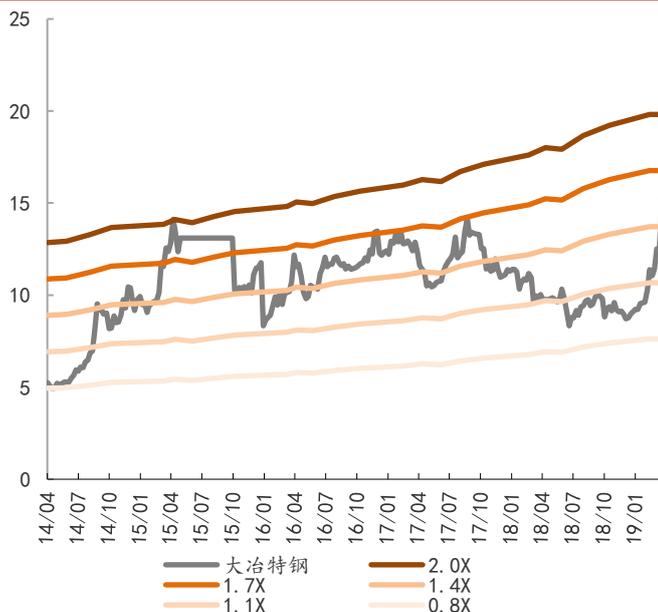
- 公司为全球规模最大、覆盖品种最全的特钢集团旗下唯一上市公司—集团特钢产能达千万吨，规模大、品种全、专业化高，下游客户稳定，在产业链上具有话语权
- 公司产品定位中高端，技术壁垒高，且不受普钢红利逐渐消失影响—行业供给侧改革进入下半场，产能压缩带来的红利消失主要影响普钢钢企，公司作为专业化程度较高特钢钢企，受到的影响较小，抵御周期能力更强
- 公司继续推进兼并重组—公司拟收购兴澄特钢 86.5% 股权，若收购完成，特钢产能将达到 1300 万吨，作为中信泰富特钢集团旗下唯一上市公司，后续推进兼并重组意愿依然强烈
- 投资建议:我们预计公司 2019 年和 2020 年的每股收益分别为 1.07 元、1.15 元，所对应的 P/E 分别为 13.46 倍、12.43 倍，给予“强烈推荐”评级

图表 50: 大冶特钢 P/E Band



数据来源: wind, 爱建证券研究所

图表 51: 大冶特钢 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