

行业研究/中期策略

2019年05月13日

行业评级:

黑色金属 增持(维持)
钢铁 II 增持(维持)

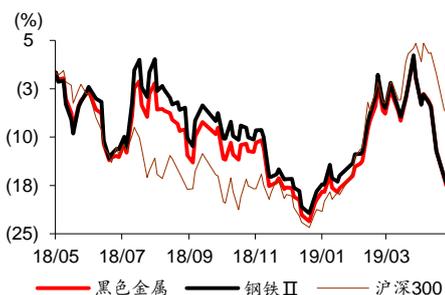
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露
联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1《南钢股份(600282,增持): 解决少数股权问题, 盈利或抬升》2019.05
- 2《黑色金属: 18Q4-19Q1 钢铁行业景气度下行》2019.05
- 3《鞍钢股份(000898,增持): 2019Q1 盈利同比下滑 78%》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

不畏浮云遮望眼

2019年钢铁行业中期策略报告

需求引导

2019年初以来, 钢铁跑输大盘: 业绩同比、环比回落, 方大特钢等高分红个股是亮点。后期, 我们对钢铁需求不悲观, 且供给曲线形态意味着钢价向上弹性大、向下空间有限。最大需求预期差来自于地产, 4月初棚改计划及政治局会议重提房住不炒压制地产预期, 但在房贷低利率背景下, 房地产销售有望超市场预期, 且地产维持低库存, 销售向新开工、建筑工程投资传导将加快, 利好钢材、铁矿需求。此外, 三桶油资本开支继续增长, 利好油气钢管。我们目前的推荐顺序是铁矿, 特钢、管道, 长材, 建议关注金岭矿业、河北宣工, 大冶特钢、常宝股份、久立特材及三钢闽光。

环保限产影响渐弱, 关注供给曲线变化

近期钢铁行业超低排放正式文件发布, 较前期征求意见稿放松, 进一步验证我们前期关于环保限产逐渐放松、已非行业重点的观点。供给端关注的重点一方面在兼并重组上, 我们预计目前到 2020 年将推出重磅政策, 短期看重组影响将集中在改善个体公司经营管理上, 可关注大冶特钢, 另一方面, 需要关注行业供给曲线函数的非连续状态, 价格有望获短流程现金成本支撑, 向下空间有限, 向上弹性较大。

房贷低利率背景下, 地产用钢或超预期

年初以来, 市场对三四线地产销售预期偏低, 4月发布的棚改计划及政治局会议强调房住不炒进一步压低市场对地产的预期。但相较于棚改等微观层面的变化, 向下趋势的低放贷利率更值得关注, 历史数据显示低房贷利率背景下住宅销售增速往往表现不差, 或对后者形成支撑。我们认为地产销售有望超市场预期, 且在低地产库存背景下, 销售向新开工、地产建筑工程投资等数据传导较快, 因此我们对后期地产用钢需求不悲观。

三桶油的资本开支依然强势, 利好油管

2018年, 三桶油均计划提高资本开支计划, 其中中国石油、中国石化实际完成额较计划额高, 中海油完成额低于计划额, 但仍较 2017 年同比增长 25%。2019 年, 中国石油、中国石化的计划完成额的同比增速分别高达 33%、17%, 主要增长在勘探与生产、炼油与化工上, 利好常宝股份、久立特材等。据 2018 年年报, 中国石油 2019 年在天然气管道上的资本开支计划为负增速, 或与管道相关资产即将剥离有关。新的管道公司最快有望在 2019 年年中成立, 届时管道资本开支增速或有望重新向上。

判断钢材需求不弱, 铁矿石需求更乐观

受益于地产的超预期, 全年钢材需求、铁矿需求不弱, 考虑到铁矿在供给上中长期衰减、短期受制于矿难, 价格弹性或更强, 可关注金岭矿业、河北宣工。

风险提示: 国内外宏观经济形势及政策调整; 原材料价格风险; 若下游汽车行业产销量继续下滑, 房地产行业新开工面积、建筑工程投资增速不及预期, 钢铁需求将会下降。

正文目录

Q1 行业基本面乏善可陈，分红或是亮点	5
环保限产影响渐弱，关注供给曲线变化	7
超低排放正式文件发布，较前期放松	7
整合或冲击钢企经营，暂未影响行业	9
关注行业短期供给曲线：不连续函数	10
房贷低利率背景下，地产用钢或超预期	12
领先指标强势，制造业投资 Q2 或抬头	13
18 年低基数效应，后期基建增速不弱	15
房贷仍维持低利率，建安投资不悲观	17
家电仍有正增长，汽车产销相对乏力	20
三桶油资本开支依然强势，利好油管	21
判断钢材需求不弱，铁矿石需求更乐观	24
附：钢铁行业股票盈利预测及估值一览	27
风险提示	28

图表目录

图表 1：申万钢铁指数与沪深 300 指数（可比）	5
图表 2：申万钢铁指数相对沪深 300 指数收益	5
图表 3：宝钢股份、沪深 300 走势对比及相对收益	5
图表 4：方大特钢、沪深 300 走势对比及相对收益	5
图表 5：钢铁上市公司现金分红率等比较	6
图表 6：钢铁供需分析框架图	7
图表 7：钢企超低排放正式文件与前期征求意见稿部分内容对比	8
图表 8：钢铁行业国家层面兼并重组文件一览	9
图表 9：2000-2018 年钢铁行业集中度	9
图表 10：大冶特钢业绩预测（Wind 一致预期）	10
图表 11：全国、河北、唐山高炉开工率及产能利用率	10
图表 12：独立电弧炉开工率及产能利用率	10
图表 13：各生产流程边际成本比较	11
图表 14：2019 年 4 月 26 日短流程边际成本曲线	11
图表 15：钢铁行业供需曲线概念图	11
图表 16：M1-M2 同比与螺纹钢价同比	12
图表 17：固定资产投资的建安工程投资与设备工器具投资累计同比	12
图表 18：社会库存整体走势（公历）	12
图表 19：螺纹钢社会库存走势（公历）	12
图表 20：线材社会库存走势（公历）	13

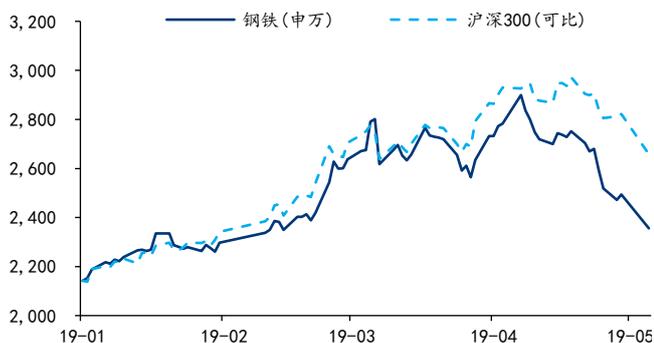
图表 21: 中厚板社会库存走势 (公历)	13
图表 22: 热卷社会库存走势 (公历)	13
图表 23: 冷卷社会库存走势 (公历)	13
图表 24: 制造业投资 (12 月平均) 与工业土地成交建筑面积当月同比 (12 月平均, 平 移 13 个月)	13
图表 25: 工业土地成交规划建筑面积及制造业投资累计同比	14
图表 26: 2017 年制造业投资构成	14
图表 27: 2008 年-2017 年制造业投资资金来源	14
图表 28: 制造业分行业投资累计增速情况	15
图表 29: 部分 2+26、100 大中城市工业用地成交规划建筑面积同比	15
图表 30: 部分 2+26、100 城市工业用地成交规划建筑面积同比 (移动 12 月平均)	15
图表 31: 基建投资 (不含电力) 累计同比	16
图表 32: 公共财政支出 (基建相关) 及当月同比增速	16
图表 33: 地方一般债发行	16
图表 34: 土地出让收入及安排的支出	16
图表 35: 地方专项债发行	16
图表 36: 2010 年-2017 年基础设施建设资金来源	17
图表 37: 房地产投资累计增速	17
图表 38: 房地产投资完成额各部分组成	17
图表 39: 地产新开工面积增速及建筑工程投资增速 (12 月移动平均)	18
图表 40: 房地产库存	18
图表 41: 房地产销售当月面积及新开工当月面积 (12 月移动平均)	18
图表 42: 房地产销售当月面积及新开工当月面积增速 (12 月移动平均)	18
图表 43: 一二三线城市百城住宅价格指数月度同比变化	18
图表 44: 一二三线城市百城住宅价格指数月度环比变化	18
图表 45: 房贷利率与住宅销售面积走势	19
图表 46: 房贷利率与住宅销售面积增速走势	19
图表 47: 样本银行首套房贷平均利率变化占比	19
图表 48: 样本银行二套房贷利率变化占比	19
图表 49: 三钢闽光业绩预测 (Wind 一致预期)	20
图表 50: 家用电冰箱当月产量及增速	20
图表 51: 冷柜当月产量及增速	20
图表 52: 家用洗衣机当月产量及增速	20
图表 53: 空调当月产量及增速	20
图表 54: 汽车当月产量及增速	21
图表 55: 汽车当月销量及增速	21
图表 56: 三桶油资本开支计划与实际完成情况	21
图表 57: 三桶油开发、勘探资本支出与常宝股份营收、净利对比	22
图表 58: 三桶油开发、勘探资本支出与常宝股份经营指标对比	22
图表 59: 常宝股份盈利预测 (Wind 一致预期)	22
图表 60: 三桶油开发、勘探资本支出与久立特材营收、净利对比	23

图表 61: 三桶油开发、勘探资本支出与久立特材经营指标对比.....	23
图表 62: 久立特材盈利预测 (Wind 一致预期)	23
图表 63: 铁矿价格走势.....	24
图表 64: 淡水河谷季度产量及同比	24
图表 65: 巴西铁矿石总发货量 (52 周均值)	24
图表 66: 澳洲铁矿石总发货量 (52 周均值)	24
图表 67: 淡水河谷铁矿石对中国发货量 (52 周均值)	25
图表 68: 澳洲铁矿石对中国总发货量 (52 周均值)	25
图表 69: 铁矿进口量	25
图表 70: 生铁、粗钢累计同比增速	25
图表 71: 36 港口铁矿石库存.....	25
图表 72: 31 港口铁矿疏港量 (52 周均值)	25
图表 73: 大中型钢厂进口矿平均可用天数.....	26
图表 74: 钢厂进口烧结矿库存.....	26
图表 75: 中国铁矿原矿产量累计同比.....	26
图表 76: 矿山铁精粉库存.....	26
图表 77: 2015-2019E 年度钢、铁矿石等增量测算	26
图表 78: 部分 A 股钢铁上市公司盈利预测及估值	27

Q1 行业基本面乏善可陈，分红或是亮点

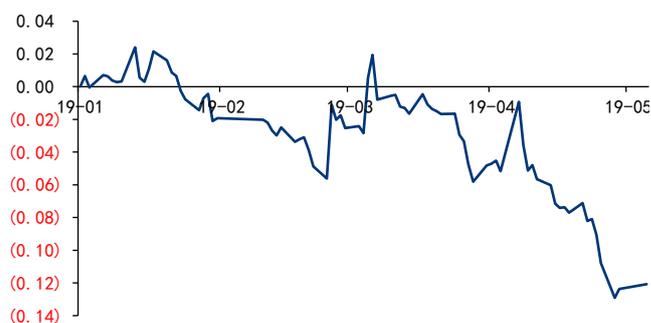
2019年初以来钢铁跑输沪深300。2019年初至5月6日，申万钢铁指数上涨8.12%，沪深300指数上涨22.39%，钢铁行业跑输14.27pct。年初以来，钢铁行业基本面乏善可陈，业绩如市场预期出现同比、环比回落，部分股票如方大特钢等有较高的分红率是行业为数不多的亮点。

图表1：申万钢铁指数与沪深300指数（可比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所；

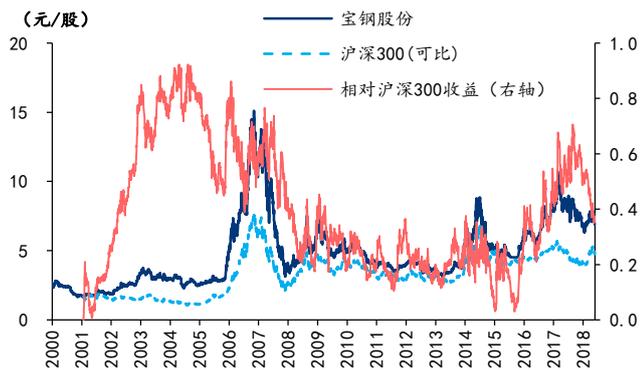
图表2：申万钢铁指数相对沪深300指数收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所；相对收益=ln(申万钢铁指数/沪深300指数(可比))

高分红如方大特钢2019Q1表现佳。从历史数据看，高分红的股票在一季度往往有更好的表现。宝钢股份和方大特钢是两只有代表性的股票，前者自2009年7月将至少分红40%写进公司章程，2014年7月将此比例上调为50%，后者尽管在年报里仅按交易所要求执行，但实际上有更好的分红，如2012、2014年的分红比例都超过100%。由于历史分红率高、分红年份多、未曾亏损等因素，方大特钢自上市以来对沪深300有较高的超额收益，在周期股里较少见。

图表3：宝钢股份、沪深300走势对比及相对收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所；相对收益=ln(宝钢股份收盘价/沪深300指数(可比))

图表4：方大特钢、沪深300走势对比及相对收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所；相对收益=ln(方大特钢收盘价/沪深300指数(可比))

图表5：钢铁上市公司现金分红率等比较

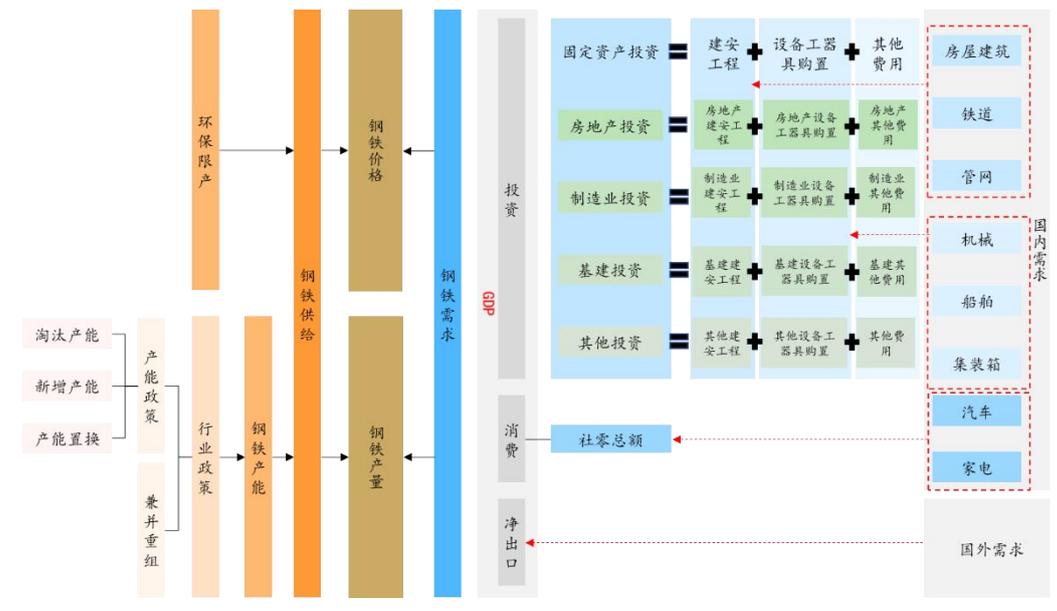
证券代码	证券简称	上市至2018年累计 分红率 (%)	年度现金分红比例 (%)				股息率 (20190506, %)	2018Q1 涨 幅 (%)	2019Q1 涨 幅 (%)
			2018	2017	2016	2015			
002756.SZ	永兴特钢	66	93	102	18	18	6.9	-19	34
600507.SH	方大特钢	81	84	84	50	30	13.9	18	49
002318.SZ	久立特材	42	83	94	30	14	4.4	-7	29
000708.SZ	大冶特钢	32	70	34	31	25	6.5	-12	42
603878.SH	武进不锈	50	62	50	30		4.0	0	25
002443.SZ	金洲管道	43	55	32	33	55	3.0	-5	43
600019.SH	宝钢股份	47	52	52	52	98	7.2	-5	14
300034.SZ	钢研高纳	36	50	51	26	21	1.0	-1	54
002110.SZ	三钢闽光	47	50	38	30		11.8	-7	33
600808.SH	马钢股份	44	47	31			10.7	-16	15
000778.SZ	新兴铸管	38	38	55	27	18	4.5	-8	20
601003.SH	柳钢股份	47	33	48	39		9.4	-26	21
600282.SH	南钢股份	44	33	7			7.7	-14	24
000709.SZ	河钢股份	43	29	58	55	56	3.3	-11	20
002478.SZ	常宝股份	50	24	67	365	39	2.1	-8	35
000898.SZ	鞍钢股份	45	20	30	30		4.3	-9	14
000761.SZ	本钢板材	50	19	12			1.3	-16	28
600569.SH	安阳钢铁	73	13				3.3	-20	21
000825.SZ	太钢不锈	29	11	30	10		2.4	13	24
600782.SH	新钢股份	15	11	9	11	69	3.7	-14	22
600231.SH	凌钢股份	20	10	10	32	53	1.5	-26	33
600010.SH	包钢股份	43	10	11			0.4	-13	24
000959.SZ	首钢股份	58						-19	16
600307.SH	酒钢宏兴	-						-18	24
600022.SH	山东钢铁	63						-7	22
600581.SH	八一钢铁	230						-10	40
600126.SH	杭钢股份	23						-7	15
000717.SZ	韶钢松山	64						-33	28
601005.SH	重庆钢铁	-						7	15
000932.SZ	华菱钢铁	19						-11	30
600117.SH	西宁特钢	-						-12	22
600399.SH	ST 抚钢	9				88		-3	60

资料来源：Wind，华泰证券研究所

环保限产影响渐弱，关注供给曲线变化

我们在去年发布的 2019 年年度策略报告《反者道之动，否极泰自来》中即提及环保限产从 2018 年 8 月底即释放明确的放松信号，尽管在短期内部分地区环保限产加强，但边际影响小，也不代表信号变化，近期发布的《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》较征求意见稿出现较多放松即是明证。我们未来会更关注供给曲线的斜率变化，以及需求的波动。

图表6： 钢铁供需分析框架图



资料来源：华泰证券研究所

超低排放正式文件发布，较前期放松

明确超低排放是鼓励导向而非法定责任。2019 年 4 月 29 日，生态环境部、国家发改委、工信部等部委发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（以下简称“意见”），与生态环境部在 2018 年 5 月 7 日发布的《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”）相比，前者对超低排放改造的时间、范围上的要求更加放松。且意见明确指出钢企达标排放是法定责任，超低排放是鼓励导向，前期没有这一提法。

意见提出：全国新建（含搬迁）钢铁项目原则上要达到超低排放水平；推动现有钢企超低排放改造，到 2020 年底前，重点区域钢企（4.8 亿吨产能）超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能（2.9 亿吨产能）完成改造，有序推进其他地区钢企（4.2 亿吨产能）超低排放改造工作，到 2025 年底前，重点区域钢企超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能（7.2 亿吨产能）完成改造。意见同时指出，对于完成超低排放改造的钢铁企业应加大政策支持力度，包括奖励和信贷融资支持、差异化环保管理政策。

图表7： 钢企超低排放正式文件与前期征求意见稿部分内容对比

	2018 钢企超低排放改造工作方案（征求意见稿）	2019 关于推进实施钢铁行业超低排放的意见（正式文件）
重点区域	京津冀及周边、长三角、汾渭平原	京津冀及周边、长三角、汾渭平原
任务进度	新建（含搬迁）钢铁项目要 全部 达到超低排放水平。 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企基本完成超低排放改造； 2022年底前 ，珠三角、成渝、辽宁中部、武汉及其周边、长林漳、乌昌等区域基本完成；到 2025年底前 ，全国具备改造条件的钢企力争实现超低排放	全国新建（含搬迁）钢铁项目 原则上 要达到超低排放水平。推动现有钢企超低排放改造， 到2020年底前 ，重点区域钢企超低排放改造取得明显进展， 力争60%左右产能完成改造 ，有序推进其他地区钢企超低排放改造工作；到 2025年底前 ， 重点区域 钢企超低排放改造基本完成， 全国力争80%以上产能完成改造
任务对象	重点推进粗钢产能200万吨及以上的钢企实施超低排放改造。力争2020年底前完成改造4.8亿吨，2022年底前完成5.8亿吨，2025年前完成改造9亿吨左右	-
工作定义	钢企超低排放是指企业所有生产工序，含铁矿采选，原料厂、烧结、球团、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢以及大宗物料产品运输。 自备电厂要全面达到燃煤电厂超低排放标准	钢企超低排放是指对所有生产环节（含原料场、烧结、球团、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢、自备电厂等，以及大宗物料产品运输）实施升级改造
指标要求	1.有组织排放约束：烧结机机头、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；其他污染源颗粒物、二氧化硫、氮氧化物小时均值排放浓度分别不高于10、50、 150 毫克/立方米；钢企至少 95% 以上小时均值排放浓度满足上述要求 2.无组织排放管理：严格控制无组织排放。所有物料储存、输送及生产车间应密闭，产尘点应配备抑尘或除尘设施，车间外不得有可见烟粉尘 3.清洁运输要求：企业主要生产物料和产品通过铁路、管道或管状带式输送机等清洁方式运输比例达到 80% 以上；不具备条件的，可采用新能源汽车或达到国六排放标准的汽车运输	1.有组织排放约束：烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值分别不高于10、35、50毫克/立方米；其他主要污染源颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值原则上分别不高于10、50、 200 毫克/立方米；达到超低排放的钢企每月至少 95% 以上时段小时均值排放浓度满足上述要求 2.无组织排放管理： 对物料储存、物料输送、生产工艺过程界定了详细的要求（1.物料储存……2.物料输送……3.生产工艺过程……） 3.清洁运输要求：进出钢企的铁精矿、煤炭、焦炭等大宗物料和产品采用铁路、 水路 、管道或管状带式输送机清洁方式运输比例不低于 80% ；达不到的，汽车运输部分应全部采用新能源汽车或达到国六排放标准的汽车（ 2021年底前 可采用国五排放标准的汽车）
主要任务	烧结机头、球团焙烧和焦炉烟道废气必须安装高效脱硫除尘设施，对已安装的低效简易脱硫除尘设施要实施改造。 在2020年1月1日前，完成无组织排放治理。 大幅提高铁路等清洁方式运输比例。通过充分利用已有铁路、新建铁路专用线等方式，打通与主干线等连接，增加铁路运力， 加快铁海联运主干线衔接，加快公路转铁路运输 ；对短距离运输大宗物料的，大力推广采用管道或管状带式输送机等密闭方式运输。 厂区内非道路移动机械应为纯电动	因厂制宜选择成熟适用的环保改造技术。企业无组织排放控制应采用密闭、封闭等有效管控措施。企业应通过新建或利用已有铁路专用线、打通与主干线连接等方式，有效增加铁路运力；对短距离运输的大宗物料，鼓励采用管道或管状带式输送机等密闭方式运输。
政策措施	发挥政策性和开发性金融机构引导作用， 对钢企实施超低排放改造给予优惠信贷；鼓励其他金融机构给予优惠信贷支持。 支持符合条件的钢企发行企业债券直接融资，募集资金用于超低排放改造 对全面完成或部分完成超低排放改造的钢企，大气污染物排放浓度低于污染物排放标准 50% 的，减按 50% 征收环境保护税。对超低排放改造的钢企，切实落实环境保护专用设备企业所得税抵免优惠政策。 减免绿色货运增值税 各地要按期完成钢企排污许可证核发工作，及时开展清理整治和规范，对未依法取得排污许可证排放污染物的，依法依规从严处罚。实施重点区域秋冬季钢企错峰生产和错峰运输。按照污染物排放绩效水平，对未完成改造的企业，加大错峰生产调控力度；完成改造的，不予限产或少停产	地方可根据实际情况， 对完成超低排放改造的钢企给予奖励。企业通过超低排放改造形成的富余排污权，可用于市场交易。 支持符合条件钢企发行企业债券进行直接融资，募集资金用于超低排放改造等领域按照环境保护税法有关条款规定，对符合超低排放条件的钢企给予税收优惠待遇。 应税大气污染物排放浓度低于污染物排放标准30%的，减按75%征收环境保护税； 低于50%的，减按50%征收环境保护税。落实购置环境保护专用设备企业所得税抵免优惠政策 在重污染天气预警期间，对钢企实施差别化应急减排措施。 其中，橙色及以上预警期间，未完成超低排放改造的，烧结、球团、炼焦、石灰窑等高排放工序应采取停限产措施。重点区域要进一步强化差别化管理，未完成超低排放改造的，在黄色预警期间，烧结、球团、石灰窑等高排放工序限产一半；在橙色及以上预警期间，烧结、球团、石灰窑等高排放工序全部停产，炼焦工序延长出焦时间，不可豁免。当预测到月度有3次及以上橙色或红色重污染天气过程时，未完成超低排放改造的，实行月度停产。未实现清洁运输的钢企要制定错峰运输方案，纳入重污染天气应急预案中。重点区域 内钢企，除采用新能源汽车或达到国六排放标准的汽车外，在橙色及以上预警期间，原则上 重型载货车停运 生态环境部等研究制定钢铁行业超低排放改造相关技术指导文件， 适时修订钢铁工业大气污染物排放标准。鼓励大气污染严重地区出台钢铁工业大气污染物超低排放标准。 支持钢企与高校、科研机构、环保工程技术公司等合作，创新节能减排技术。鼓励行业协会等搭建钢企超低排放改造交流平台，促进成熟先进技术推广应用
实施保障	河北省唐山市、邯郸市等超低排放改造任务大的地区，可将改造任务延长至2022年。 省（区、市）有关主管部门，应制定本省（区、市）钢企超低排放改造实施方案，确定年度钢企超低排放改造重点项目， 于2018年9月底前 报生态环境部及有关部门	各省（区、市）应制定本地钢铁行业超低排放改造计划方案，确定年度重点改造项目， 于2019年7月底前 报送生态环境部、工信部、发改委等部门。 每年1月和7月 ，省级相关部门将本地钢铁行业超低排放改造进展情况 及主要做法 及时报送生态环境部、工信部、发改委等部门

资料来源：生态环境部官网，华泰证券研究所

河北要求符合改造条件钢企 2020 年达标。部分区域超低排放改造要求或较全国标准更严格，如 2018 年 8 月河北省政府印发的《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》，要求 2020 年全省符合改造条件的钢企全部达到超低排放标准。2019 年 1 月，河北省生态环境厅修订了《钢铁工业大气污染物超低排放标准》，该地方标准达到国内外钢铁现行大气污染物排放最严水平，标准要求现有企业自 2020 年 10 月 1 日、新建企业自 2019 年 1 月 1 日起执行新排放限值。根据中国环境网，河北省 2018-2020 年需实施 359 个钢铁行业超低排放改造项目，截止 2019 年 2 月已实施改造项目 306 个、完成 228 个。

整合或冲击钢企经营，暂未影响行业

后期或有兼并重组重磅文件推出。46 号文提到钢铁行业的兼并重组从 2016-2025 年分三步走，第一步是 2016-2018 年出清产能，并对下一步的兼并重组做出示范，如 2017 年的宝武重组；第二步是 2018 年-2020 年，完善兼并重组的政策；第三步是 2020 年-2025 年，大规模推进钢铁产业兼并重组。2018 年至今，未见重磅级兼并重组政策出台，我们认为政府部门或在 2019-2020 年进一步完善兼并重组的政策。

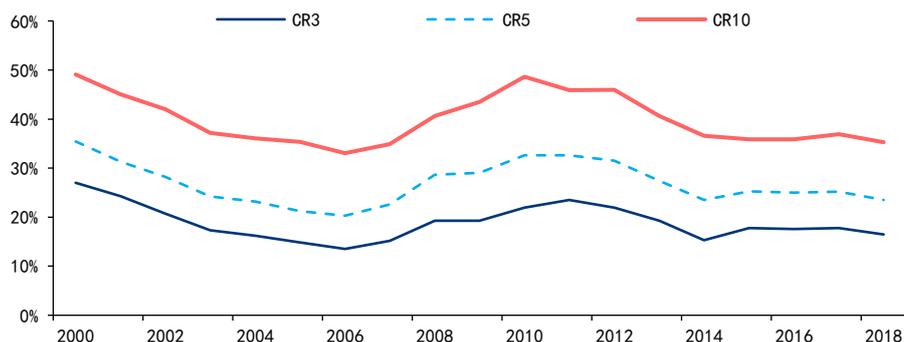
图表8：钢铁行业国家层面兼并重组文件一览

日期	部门	文件名	主要内容
2016/02	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	行业兼并重组取得实质性进展，产业结构得到优化，资源利用效率明显提高，产能利用率趋于合理
2016/11	工信部	《钢铁工业调整升级规划(2016-2020 年)》	按市场化运作、企业主体、政府引导的原则，结合化解过剩产能和深化区域布局调整，进一步深化混合所有制改革，深化国企改革力度，推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，形成若干家世界级一流超大型钢企集团；在不锈钢、特殊钢、无缝钢管等领域形成若干家世界级专业化骨干企业，避免高端产品同质化恶性竞争。支持产钢大省优势企业以资产为纽带，推进区域内钢企兼并重组，形成若干家特大型钢铁企业集团，改变“小散乱”局面，提高区域产业集中度和市场影响力
2016/09	国务院	《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》(46 号文)	到 2025 年，中国钢铁产业 60%-70% 的产量将集中在 10 家左右的大集团内，其中包括 8000 万吨级钢铁集团 3-4 家、4000 万吨级钢铁集团 6-8 家和一些专业化钢铁集团，如无缝钢管、不锈钢等专业化钢铁集团。围绕这一总目标，钢铁产业兼并重组从现在至 2025 年将分三步走：第一步是到 2018 年，将以去产能为主，该出清的出清，同时，对下一步的兼并重组做出示范；第二步是 2018 年-2020 年，完善兼并重组的政策；第三步是 2020 年-2025 年，大规模推进钢铁产业兼并重组
2018/04	国家发 改委	《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》	进一步完善有利于企业实施兼并重组的政策环境，按企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合化解钢铁过剩产能和优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，处理好兼并重组过程中的资产、债务等问题，依法妥善安置兼并重组后的富余职工

资料来源：国家部委网站，华泰证券研究所

重组短期将改善部分钢企业绩。2018 年钢铁行业 CR10 仅 35%，2019 年 1 月中钢协的会员钢企数量达 271 家，钢铁生产分散且钢企数量众多，兼并重组在短期难以对行业竞争格局及行业供给曲线带来重大影响。兼并重组在短期的影响将主要集中在钢企经营层面，即由经营较好的钢企从管理、财务等各个层面对经营较差的钢企进行改造，具体案例可参考宝武重组及四源合基金对重庆钢铁的重整。

图表9：2000-2018 年钢铁行业集中度



资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，46 号文特别提及 60%-70% 的产量所集中的 10 家左右的大集团里包含一些专业化钢铁集团，如无缝管、不锈钢、特殊钢等专业化钢铁集团。2017 年来，行业出现多个自发的兼并重组案例，如 2017-2018 年，中信特钢先后收购青岛特钢、华菱锡钢（后更名为靖江特钢），并且大冶特钢已发公告，拟收购中信特钢旗下其他特钢资产，继续存有管理改善空间。

图表10：大冶特钢业绩预测（Wind 一致预期）

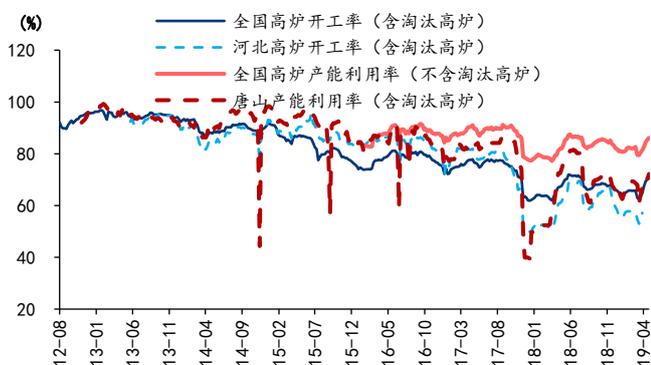
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	6,393	10,227	12,573	18,025	18,560	19,291
增长率(%)	3	60	23	43	3	4
归母净利润(百万元)	293	395	510	802	841	905
增长率(%)	8	35	29	57	5	8
EPS(摊薄)	0.7	0.9	1.1	1.4	1.4	1.5
基准股本(百万股)	449	449	449	593	593	593
ROE(摊薄)(%)	8	10	12	11	11	11
ROA(%)	6	7	8	7	7	7
PE	20	13	8	8	7	7
PEG	2.4	0.4	0.3	0.1	1.5	0.9

资料来源：Wind，华泰证券研究所；收盘价为 2019 年 5 月 9 日

关注行业短期供给曲线：不连续函数

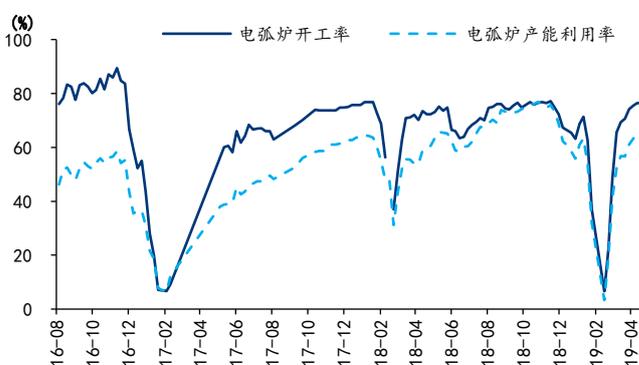
2017 年的地条钢产能去化及 2018 年的环保限产，均使得行业的供给曲线向左运动，并改变了行业供给曲线的形态。尽管目前环保限产影响淡去，但行业供给曲线的形态大致与去年一样，只是产量中电弧炉的占比降低。

图表11：全国、河北、唐山高炉开工率及产能利用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

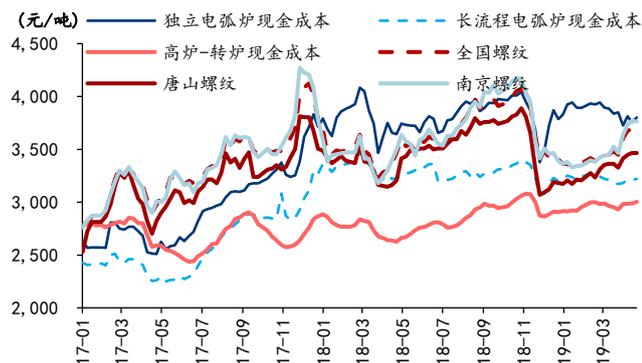
图表12：独立电弧炉开工率及产能利用率



资料来源：mysteel，华泰证券研究所；部分数据缺失

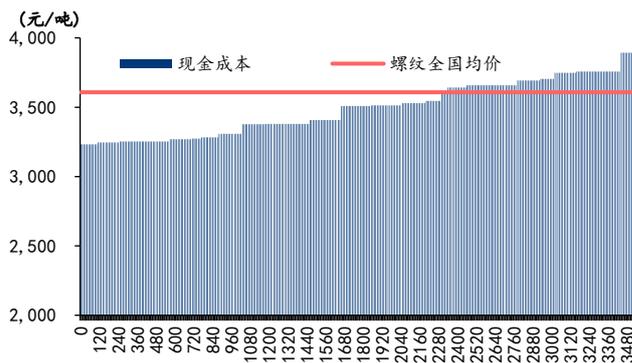
钢铁供给曲线是不连续的函数，由于长、短流程的成本差异，造成长、短流程的边际成本曲线分别位于左、右侧。就短期而言，短流程的电弧炉可以随开随停，因此可以对价格、现金成本进行快速反应，短流程的供给曲线即其边际成本曲线，长流程的设备关停不便，因此其供给曲线较边际成本曲线更加陡峭。

图表13: 各生产流程边际成本比较



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

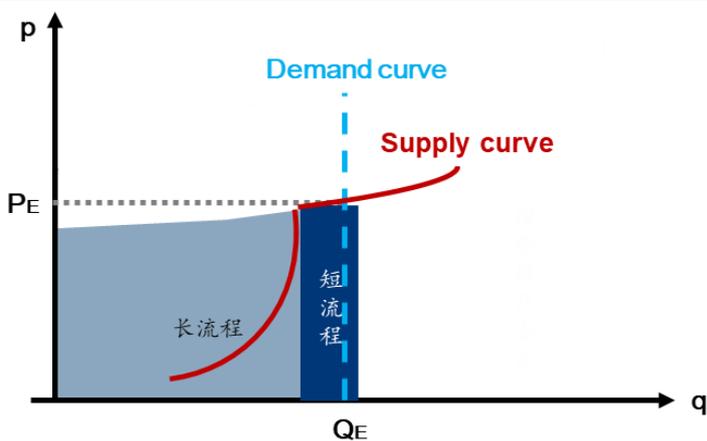
图表14: 2019年4月26日短流程边际成本曲线



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 横轴为产能, 单位万吨

以螺纹钢为例, 短流程产能的占比在 30%以上, 只要总量需求未出现断崖式的下跌, 则需求曲线不太可能左移到长流程的产能范围内。在弱需求情况下, 螺纹钢价格可能呈现窄幅震荡格局, 在需求转好情况下, 螺纹钢价具备较强的向上弹性。

图表15: 钢铁行业供需曲线概念图

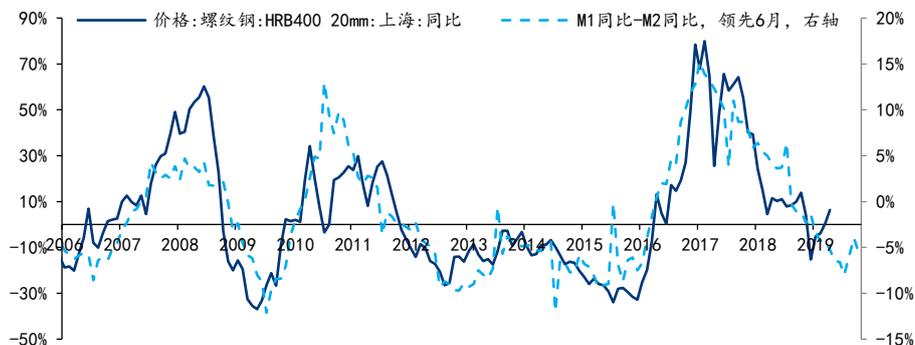


资料来源: 华泰证券研究所

房贷低利率背景下，地产用钢或超预期

2019Q1，螺纹钢价负增长，但同比趋势开始向上，并在4月出现同比正增速，主要因固定资产投资中的建安工程同比向上趋势明显。剪刀差领先螺纹钢价6个月的趋势有失效迹象，可能因地产低库存，宏观指标的传导加快。

图表16: M1-M2 同比与螺纹钢价同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

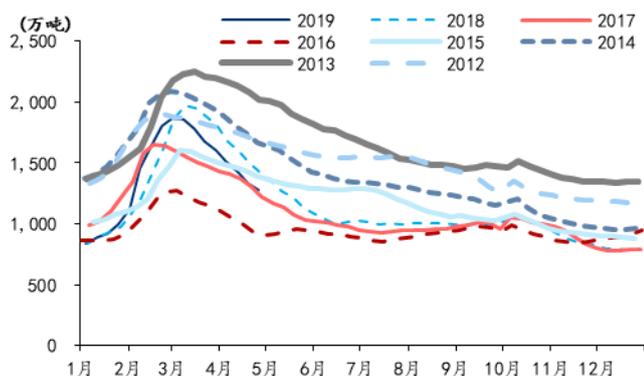
图表17: 固定资产投资的建安工程投资与设备工器具投资累计同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

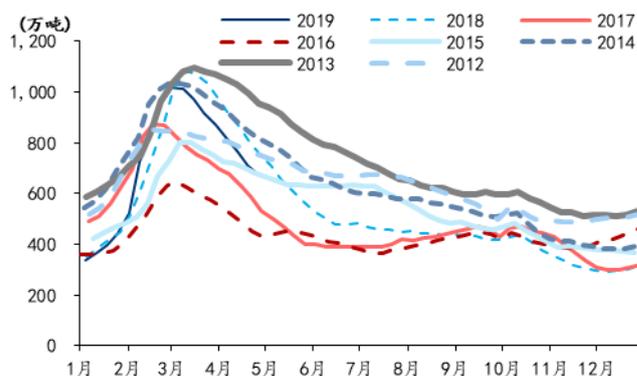
2019Q1，粗钢产量增速高达9.9%，但在同比偏强的需求下，钢材社会库存低于2015年。环比角度看，分品种看卷板库存数据表现不佳，或与汽车产销低迷有关。

图表18: 社会库存整体走势 (公历)



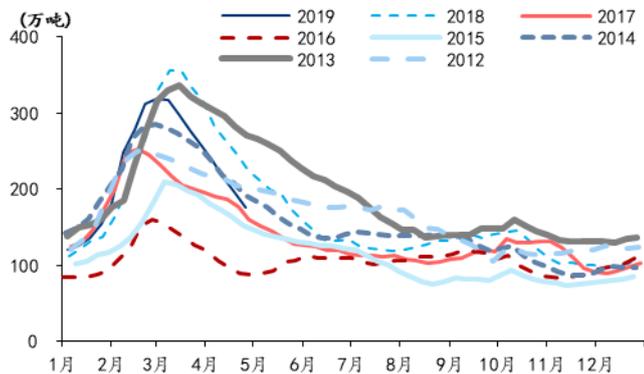
资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

图表19: 螺纹钢社会库存走势 (公历)



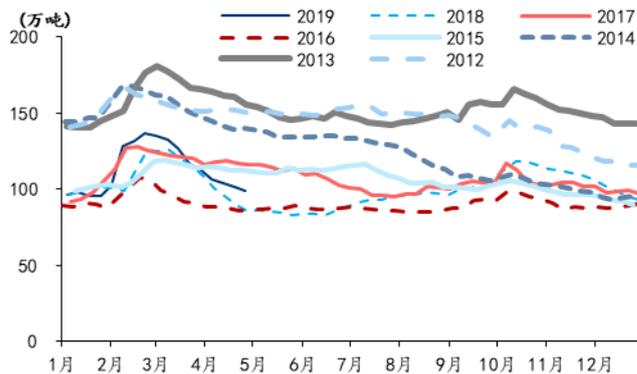
资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

图表20: 线材社会库存走势(公历)



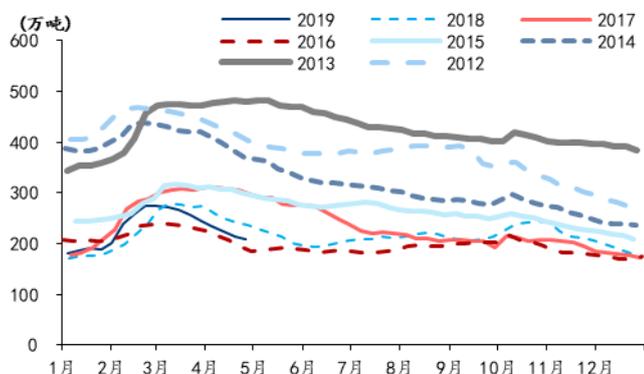
资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

图表21: 中厚板社会库存走势(公历)



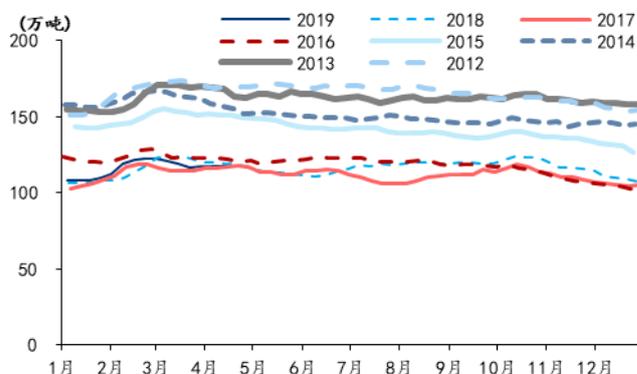
资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

图表22: 热卷社会库存走势(公历)



资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

图表23: 冷卷社会库存走势(公历)

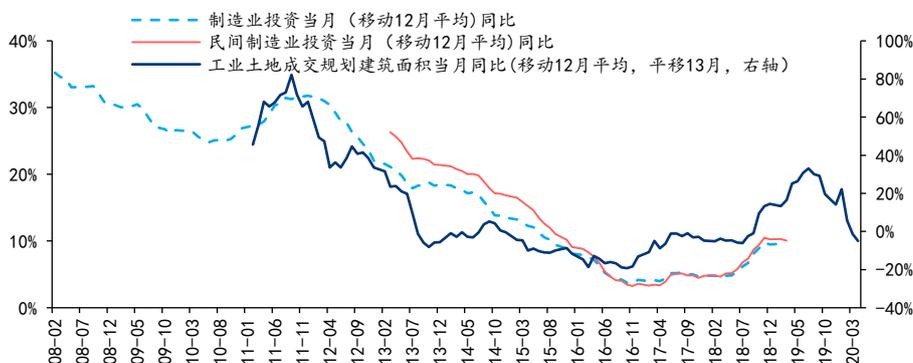


资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

领先指标强势, 制造业投资 Q2 或抬头

制造业投资增速有望于 2019Q2 抬头。2019 年初以来, 制造业投资表现不佳, 前 3 月累计增速为 4.60%, 低于前 2 月的 5.90% 和 2018 年全年的 9.5%, 我们认为以上与前期的工业土地成交节奏有关, 并未与前期的预测背离。根据我们平滑处理后的数据, 制造业投资仍有望于 2019Q2 重新抬头, 并在 2019Q3 形成增速向下趋势。

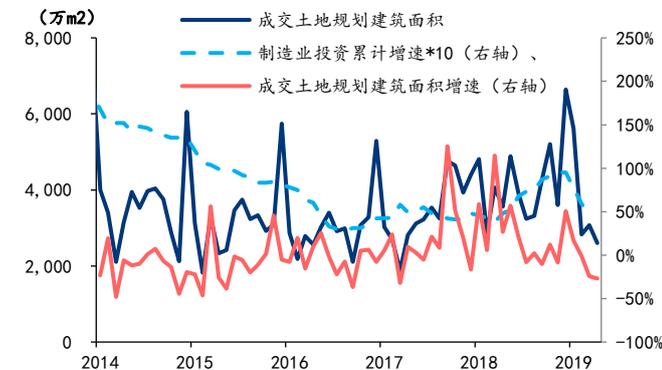
图表24: 制造业投资(12月平均)与工业土地成交建筑面积当月同比(12月平均, 平移13个月)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 100 大中城市口径

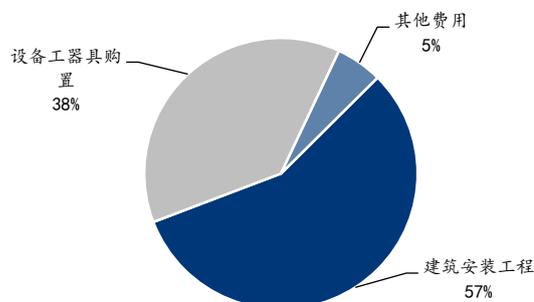
制造业投资中资本形成、钢铁消费多。统计局数据显示，2017年固定资产投资完成额中，制造业投资占比达到30.65%，高于房地产投资22.12%、基建投资27.40%的占比。从2017年制造业投资完成额的构成看，建筑安装工程及设备工器具购置占比达到95%，对钢材消费、资本形成贡献较大。

图表25： 工业土地成交规划建筑面积及制造业投资累计同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所；100大中城市口径

图表26： 2017年制造业投资构成



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：统计局未更新2018年数据

企业资金好转是制造业投资原因之一。由于制造业投资中，民间制造业投资占比达到90%以上，因此制造业投资并不依赖贷款，更多以自筹资金为主，自筹资金包括股权融资、债权融资、自有资金等。我们在2019年年度策略报告中阐述过，股权及债券融资占比较小，可能是以自有资金、民间借贷为主——特别是考虑到100大中城市的工业土地成交主要分布在江苏、浙江和广东，都是民营经济、民间借贷、民间互保发达的区域。企业盈利、应收回款、货币宽松会带来民间借贷环境的好转，也是制造业投资增速向上的原因之一。

图表27： 2008年-2017年制造业投资资金来源

	合计	国家预算内资金	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他资金
2008	4.72	0.02	0.42	0.31	3.82	0.15
2009	6.10	0.03	0.61	0.27	4.99	0.19
2010	7.85	0.05	0.81	0.27	6.50	0.23
2011	10.88	0.05	1.00	0.32	9.23	0.29
2012	13.07	0.06	1.19	0.31	11.26	0.26
2013	15.29	0.06	1.29	0.27	13.38	0.29
2014	17.07	0.06	1.41	0.25	15.03	0.32
2015	17.99	0.05	1.31	0.20	16.10	0.33
2016	18.08	0.06	1.27	0.16	16.22	0.37
2017	18.23	0.07	1.21	0.12	16.31	0.52

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：万亿元；注：统计局未更新2018年数据

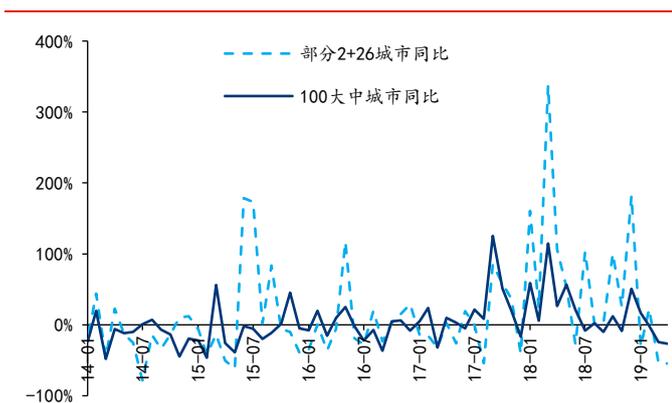
环保等外生因素也促进制造业投资。2018Q2-2019Q1，100大中城市里属于“2+26”的城市的工业土地成交增速远高于100大中城市，考虑到这些区域所面临的巨大的环保压力，推测多为搬迁、环保设备购置等带来的投资，对应可见2019Q1黑色金属冶炼及压延加工业的投资增速高达31%，石油加工、炼焦及其他燃料加工业的投资增速高达21%。

图表28: 制造业分行业投资累计增速情况

	2018年投资占比	2016/12	2017/12	2018/7	2018/8	2018/9	2018/10	2018/11	2018/12	2019/2	2019/3
非金属矿物制品业	9.6	0.7	1.6	17.5	18.6	20.7	19.4	20.3	19.7	13.6	12.3
化学原料及化学制品制造业	7.0	-1.6	-4	-0.8	-0.1	1.7	2.8	5.8	6	8.1	11.3
电气机械及器材制造业	7.1	13	6	7.6	7.9	9.6	11.6	13.1	13.4	-2.2	-3.1
通用设备制造业	6.8	-2.3	3.9	8.1	7.7	7.9	8.2	9.5	8.6	12.7	6.8
汽车制造业	6.4	4.5	10.2	6.7	2.8	1.7	3.2	3.3	3.5	8.1	-1
计算机、通信和其他电子设备制造业	7.1	15.8	25.3	17	16.6	18.3	19.5	19.1	16.6	-2.6	5.5
专用设备制造业	6.7	-2.6	4.7	12.2	12.1	13.9	15.8	16.8	15.4	16.3	9.3
农副食品加工业	5.7	9.5	3.6	-2.6	-2.3	-0.5	-1.7	-0.9	0	-4.4	-6.7
金属制品业	5.7	6.5	4.7	14.9	14	15.5	16.4	15.4	15.4	6.4	2.7
纺织业	3.4	10.7	5.9	3.3	5	5.9	4.5	4.9	5.1	17.8	9
橡胶和塑料制品业	3.5	7.4	1.2	6.3	5.6	5.3	5.3	6.1	5.4	8.2	7.7
医药制造业	2.9	8.4	-3	-1.5	-0.1	1.5	1.9	1.8	4	10.5	9.7
食品制造业	2.9	14.5	1.7	1.2	0.2	1.9	3.3	4.4	3.8	3	4.4
有色金属冶炼及压延加工业	2.5	-5.8	-3	-2.5	1.2	6.6	1.8	2	3.2	-10.6	-17.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	2.5	4.6	5.7	21.1	17.9	19.5	19.7	18.6	17.3	6.7	5
黑色金属冶炼及压延加工业	2.0	-2.2	-7.1	10	16.3	16.1	16.2	13	13.8	12.3	30.6
酒、饮料和精制茶制造业	1.7	0.4	-5.9	-7.8	-6.8	-6.6	-7.9	-7.5	-6.8	11	3.2
家具制造业	2.2	6.4	23.1	31.1	30.6	27.1	23.5	22.7	23.2	5.8	11.5
造纸及纸制品业	1.5	9.9	1.2	7.6	6.3	5.8	5.9	6.2	5.1	-5.6	-9.9
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1.4	13.5	8.4	-1.3	2.3	3.1	4.6	3	8.1	-6.4	-3.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	1.4	-9.2	2.9	-6.2	-4.7	-5.7	-5.9	-5.2	-4.1	-9.7	-8.7
石油加工、炼焦及其他燃料加工业	1.4	6.2	-0.1	-5	-1.7	2.3	4.6	5.9	10.1	23	21
其他制造业	1.3	1.2	23.8	14.3	11.5	15.1	7.5	7.2	8.3	5.8	0
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.2	6.6	4.2	0.7	0.3	2.6	2.6	0.9	3.1	-13.2	-9.5
仪器仪表制造业	1.0	6.1	14.3	4.9	4.9	1	2.9	5	7.5	12.6	16.6
印刷业和记录媒介的复制	0.9	0.2	-0.7	4.6	3	6.8	7.4	6.4	7.2	7.5	-2
废弃资源综合利用业	1.1	4.8	24.1	50.4	42.8	40.4	39.1	38.6	33.6	35	15.2
化学纤维制造业	0.8	0.3	20	25.7	29	31.9	37.4	34.9	29	-3.8	-14.1
烟草制品业	0.1	-21.2	-11.5	-5.9	-10.5	-8.9	-2.1	3.9	1.3	-20.4	-10.2

资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所; 单位: %, 标红项为高于同期全部制造业投资累计增速

图表29: 部分2+26、100大中城市工业用地成交规划建筑面积同比



资料来源: Wind, 中国土地大全, 华泰证券研究所; 部分2+26城市为: 北京、石家庄、郑州、太原、天津、保定、廊坊、济宁、淄博、唐山、济南

图表30: 部分2+26、100城市工业用地成交规划建筑面积同比(移动12月平均)

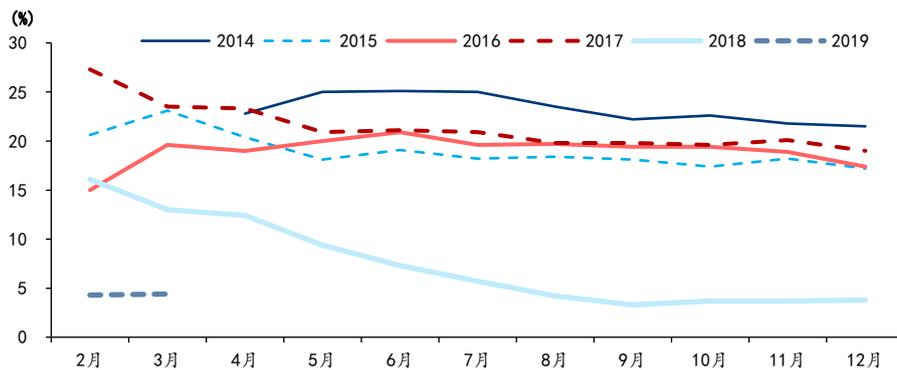


资料来源: Wind, 中国土地大全, 华泰证券研究所; 部分2+26城市为: 北京、石家庄、郑州、太原、天津、保定、廊坊、济宁、淄博、唐山、济南

18年低基数效应, 后期基建增速不弱

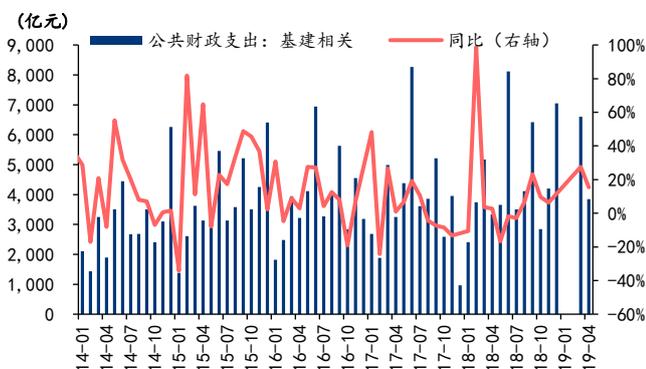
财政积极发力, Q1基建表现佳。2019年前3月基建投资(不含电力)增速为4.40%, 尽管增速偏低, 但考虑到2018年同期增速高达13%, 高基数效应下的4.40%并不弱。2019年前4个月, 公共财政支出(基建相关)同比增速在10-30%, 增速偏高; 地方专项债发行节奏也较快, 前4月土地出让收入增速为-7.60%, 但土地出让收入安排的支出增速高达21.30%。

图表31：基建投资（不含电力）累计同比



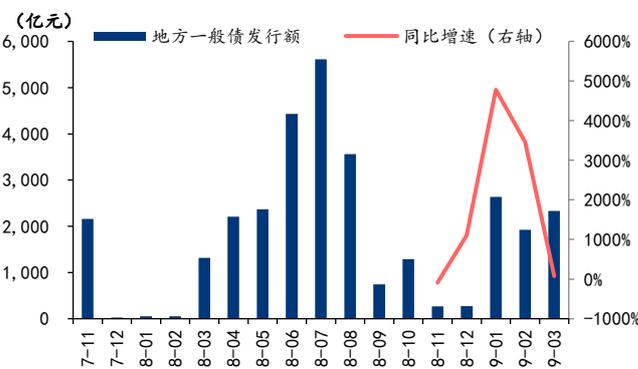
资料来源：Wind，华泰证券研究所；

图表32：公共财政支出（基建相关）及当月同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：为公共财政支出中城乡社区事务、农林水事务及交通运输的加总项

图表33：地方一般债发行



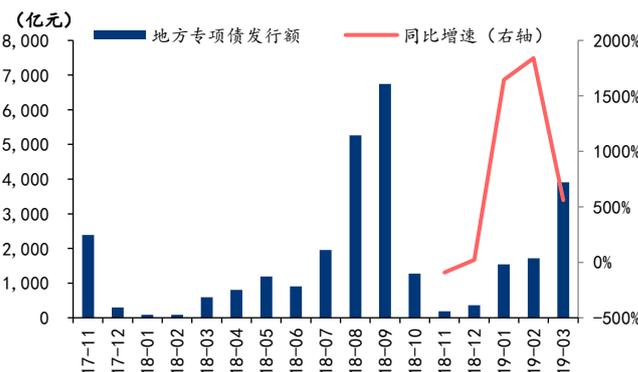
资料来源：Wind，华泰证券研究所；

图表34：土地出让收入及安排的支出



资料来源：Wind，华泰证券研究所；

图表35：地方专项债发行



资料来源：Wind，华泰证券研究所；

低基数效应，后期基建增速不弱。2019年国有土地使用权出让收入安排的支出预算为6.47万亿，2018年的预算数、实际数分别为6.69万亿、6.99万亿，但考虑到房企拿地回落，预计全年土地出让收入不会太乐观。此外，为严控地方政府隐性债务的防风险基调下，PPP等广义财政手段受限。

2018年基建投资前高后低，考虑到前三季度融资较去年宽松，预计2019Q2、Q3基建投资增速有望上行，华泰固收预计下半年基建投资增速逐步回升至6-8%。

图表36: 2010年-2017年基础设施建设资金来源

	合计	国家预算内资金	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他资金
2010	6.51	0.76	1.96	0.04	3.20	0.56
2011	6.80	0.83	1.73	0.05	3.63	0.57
2012	7.74	1.05	1.75	0.03	4.29	0.62
2013	9.42	1.27	1.85	0.05	5.49	0.76
2014	11.14	1.63	2.05	0.04	6.62	0.79
2015	12.69	1.91	1.90	0.02	7.98	0.88
2016	13.63	2.17	2.11	0.03	8.18	1.14
2017	14.95	2.41	2.34	0.05	8.76	1.40

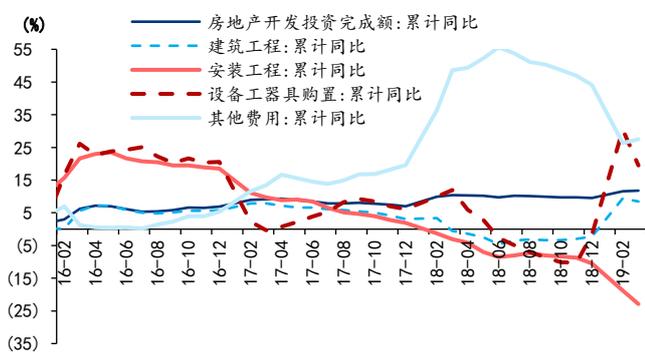
资料来源: Wind, 统计局, 华泰证券研究所; 单位: 万亿元

房贷仍维持低利率, 建安投资不悲观

2019Q1, 地产建筑工程投资增速修复。2018年地产投资增速高达9.5%, 主要靠其他费用高达44.1%的增速支撑, 与用钢需求相关的建筑工程投资、设备工器具购置的增速分别为-2.3%、-1.7%。尽管与去年统计方法改变有关, 但在拉动用钢需求上, 地产投资仍表现不佳。

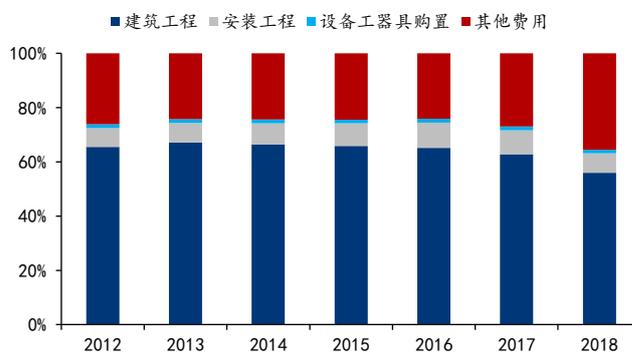
2018年地产新开工面积增速与建筑工程投资增速出现背离, 或与开发商资金链紧张有关——预售之前的新开工等环节有利于现金流回流, 故更加积极。2019年初以来, 信贷相对宽松, 加上交房期限限制, 开发商加速后续施工环节, 2019年前3月地产建筑工程投资增速达到8.5%, 较前值下降0.9pct, 较去年同期增长9.0pct。

图表37: 房地产投资累计增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

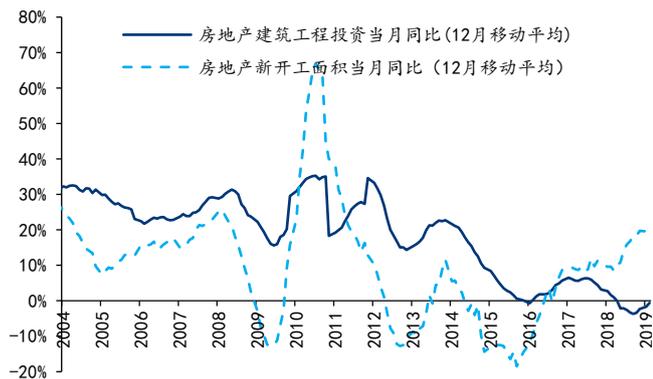
图表38: 房地产投资完成额各部分组成



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

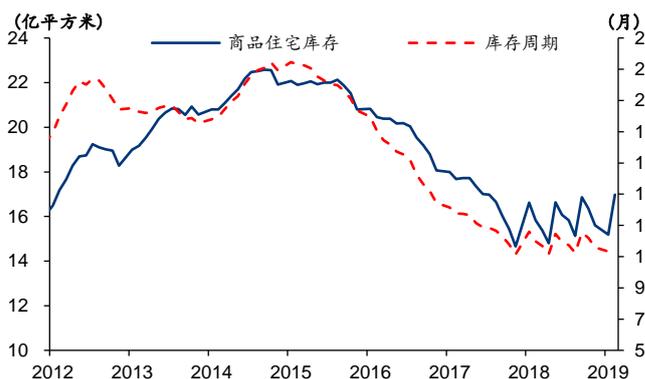
我们对后续建筑工程投资增速不悲观。2019前3月, 地产销售面积增速-0.60%, 较前值增长2.60pct。商品房住宅继续维持低库存, 此局面下, 有利于销售向新开工加速传导。且由于新开工面积的基数低于销售面积的基数, 销售面积增速即使下行, 对新开工面积增速拖累有限, 因此前者增速有望高于后者。

图表39: 地产新开工面积增速及建筑工程投资增速 (12月移动平均)



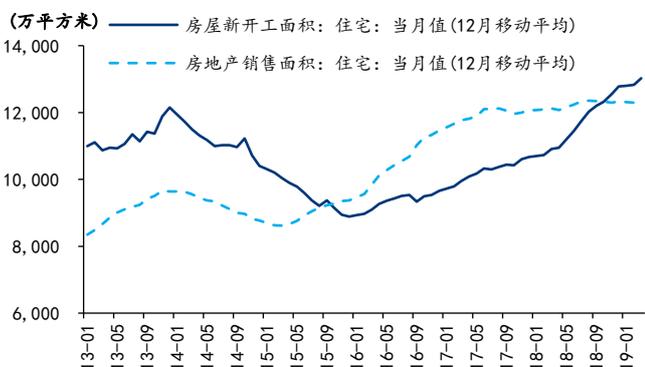
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 房地产库存



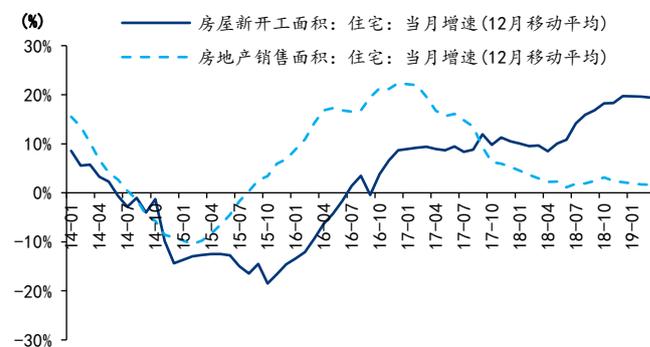
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 房地产销售当月面积及新开工当月面积 (12月移动平均)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 房地产销售当月面积及新开工当月面积增速 (12月移动平均)

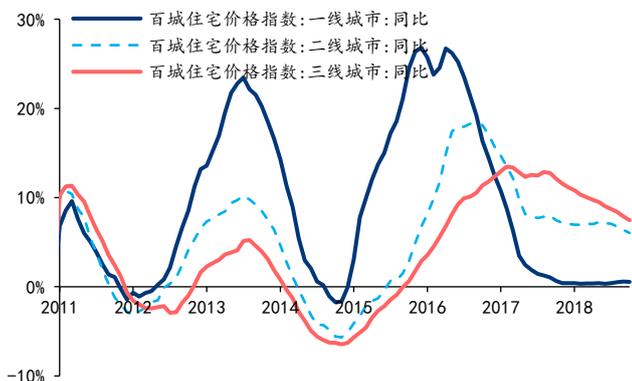


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

低房贷利率或使销售面积好于预期。年初以来, 市场对地产销售预期偏低, 特别是三四线等低线城市, 但从百城数据看, 三线城市的住宅价格在同比、环比口径上较一、二线更好, 我们认为走低的房贷利率或是主因。

4月发布的棚改计划、召开的政治局会议更强化了这一市场预期。2019年4月19日召开的政治局会议重提房住不炒, 财政部4月15日下发的《关于下达2019年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》显示今年全国棚改计划套数约285万套, 相较于去年588万套棚改计划(实际完成约627万套)降幅达约51%。

图表43: 一二三线城市百城住宅价格指数月度同比变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

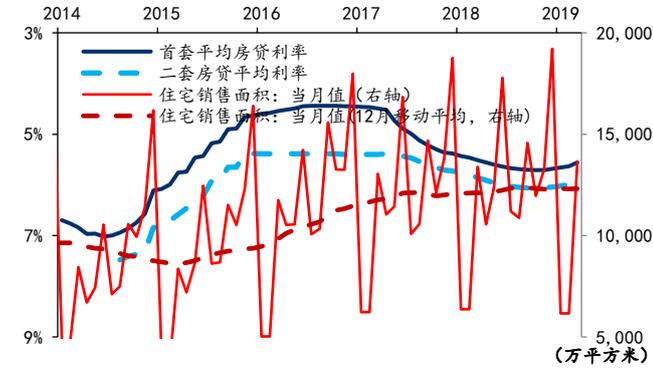
图表44: 一二三线城市百城住宅价格指数月度环比变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

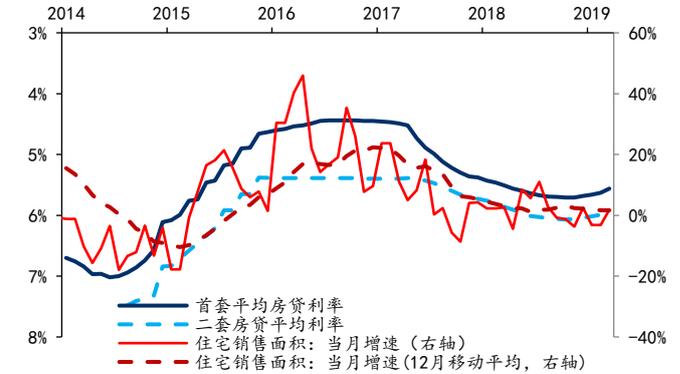
相较于棚改等微观层面的变化，低房贷利率带来的更大变化或值得更多关注。从历史数据看，低房贷利率背景下住宅销售增速表现不差，但销售增速好转滞后于房贷利率下行。从趋势上看首套房房贷利率处于下行渠道，样本银行首套房房贷利率下降的占比在提高，但二套房房贷利率上升的占比在提高，这也符合房住不炒的思路。

图表45： 房贷利率与住宅销售面积走势



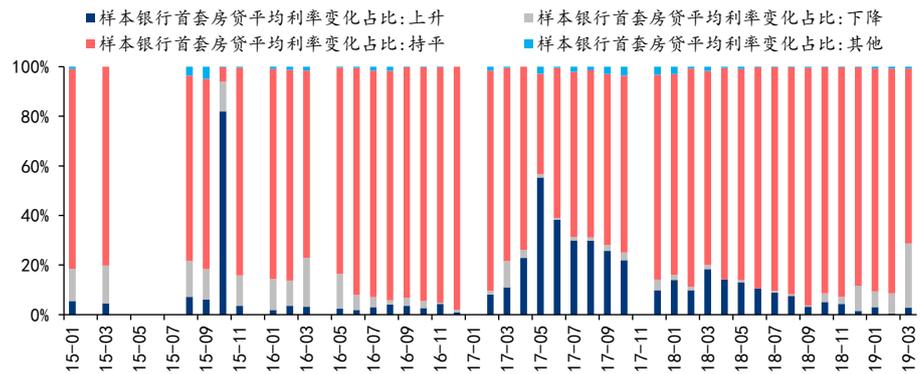
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46： 房贷利率与住宅销售面积增速走势



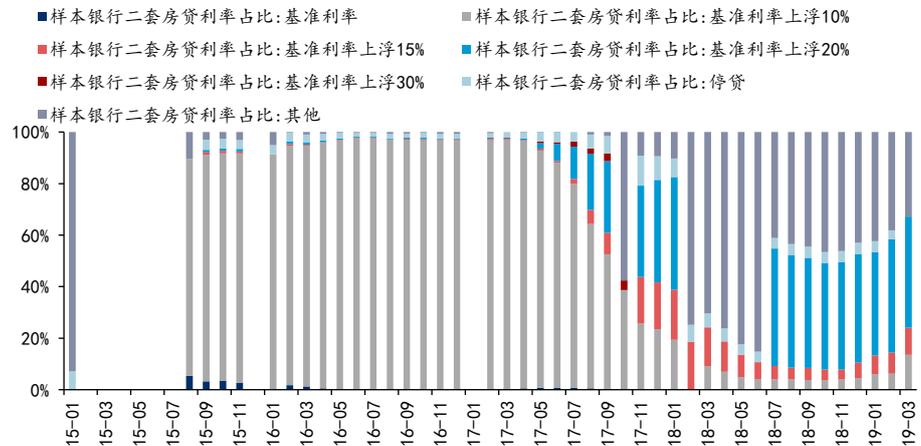
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47： 样本银行首套房房贷平均利率变化占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48： 样本银行二套房房贷利率变化占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

建筑工程投资不悲观，关注长材钢企。在棚改计划大幅下降及政治局会议重提房住不炒的背景下，房地产销售预期被压低。我们认为市场对地产销售面积增速或过于悲观，房贷利

率走低趋势下，销售面积增速有望获得一定支撑，或表现好于市场预期。叠加新开工面积基数低于销售面积基数，在低库存情况下，新开工面积增速或好于销售面积增速。考虑到2018年新开工后遗留的施工量，2019年的地产建筑工程投资增速表现或好于预期。考虑长材、板材的供需情况，长材有望表现更佳，可关注三钢闽光等长材公司。

图表49：三钢闽光业绩预测（Wind一致预期）

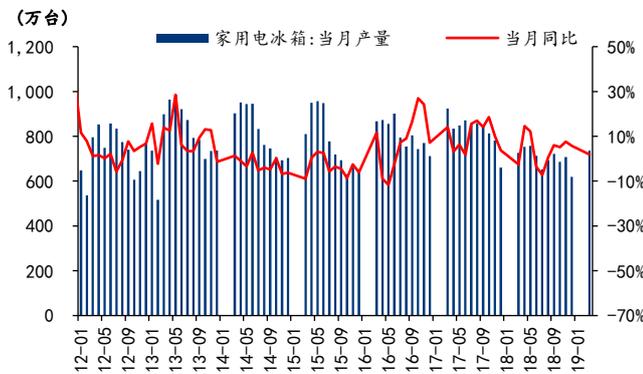
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	14,118	31,686	36,248	35,130	35,714	36,906
增长率(%)	13	124	14	-3	2	3
归母净利润(百万元)	927	5,420	6,507	5,076	5,299	5,740
增长率(%)	200	485	20	-22	4	8
EPS(摊薄)	0.7	4.0	4.0	2.9	3.0	3.2
基准股本(百万股)	1,374	1,374	1,634	1,751	1,751	1,798
ROE(摊薄)(%)	13	41	36	24	21	21
ROA(%)	14	44	35	16	15	16
PE	20	5	3	5	5	5
PEG	0.1	0.0	0.2	-0.2	1.1	0.6

资料来源：Wind，华泰证券研究所；收盘价为2019年5月9日

家电仍有正增长，汽车产销相对乏力

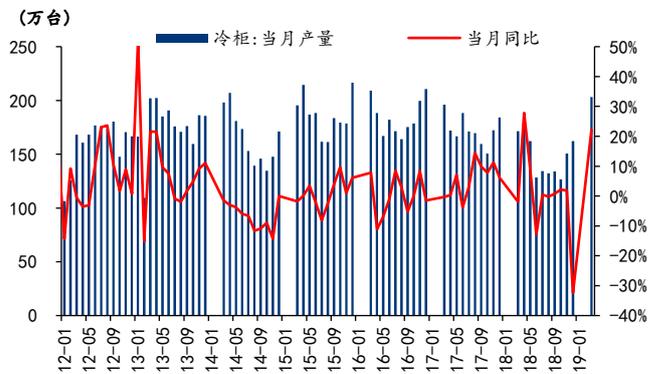
2019年前3月，汽车、乘用车的销量累计增速分别为-11.32%、-13.72%，销售乏力情况下，汽车、乘用车的产量增速分别为-9.81%、-12.42%，预计全年增速为负。家电表现略好，2019年前3月，家用电冰箱、洗衣机、空调的累计增速分别为4.70%、1.80%、13.30%，其中洗衣机2018年全年累计增速为0.10%。我们对消费增速乐观，今年汽车、乘用车消费或见底，明年有望恢复增长。

图表50：家用电冰箱当月产量及增速



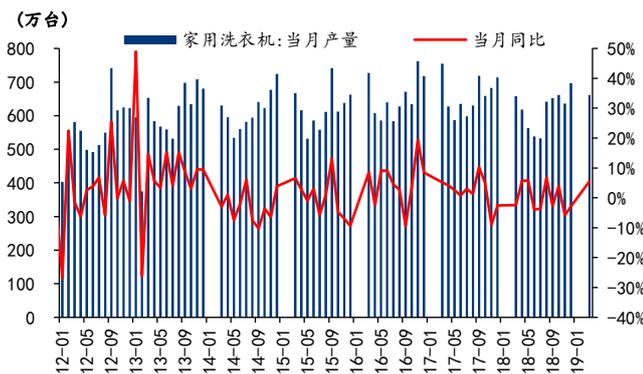
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表51：冷柜当月产量及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表52：家用洗衣机当月产量及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

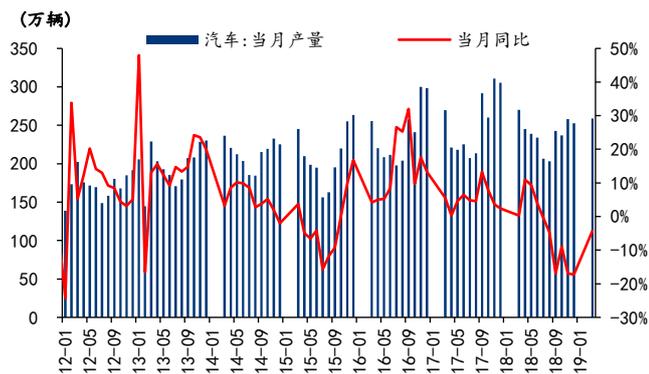
图表53：空调当月产量及增速



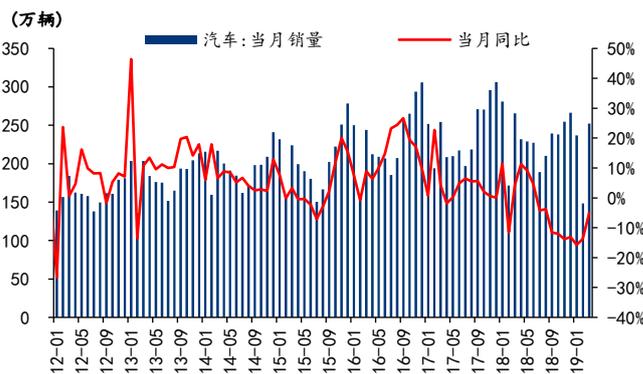
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表54: 汽车当月产量及增速

图表55: 汽车当月销量及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

三桶油资本开支依然强势, 利好油管

三桶油继续保持高资本开支增速。2018年, 三桶油均计划提高资本开支计划, 其中中国石油、中国石化实际完成额较计划额高, 中海油完成额低于计划额, 但仍较2017年同比增长25%。2019年, 中国石油、中国石化的计划完成额的同比增速分别高达33%、17%, 主要增长在勘探与生产、炼油与化工上, 利好常宝股份、久立特材等。

图表56: 三桶油资本开支计划与实际完成情况

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2019E 较 2018 增 幅
中国石油 601857.SH	勘探与生产	1570	1290	1609	1622	2272	2264	2215	1578	1302	1620	1961	2282	16%
	计划完成额	1323	1338	1577	1718	1729	2396	2257	2002	1429	1436	1676	2282	36%
	炼油与化工	203	426	442	428	360	267	310	157	128	177	153	388	154%
	计划完成额	230	275	495	480	439	324	253	259	187	136	198	388	96%
	销售	153	182	158	151	149	71	56	71	80	110	170	146	-14%
	计划完成额	200	157	196	199	166	143	64	90	102	108	165	146	-12%
	天然气与管道	368	748	536	626	729	574	329	204	203	245	265	178	-33%
	计划完成额	377	522	620	773	636	657	372	302	191	222	200	178	-11%
	总部及其他	27	23	16	17	14	11	8	13	10	10	11	12	9%
	计划完成额	17	39	39	30	30	30	19	7	11	11	19	12	-37%
合计	2322	2668	2762	2844	3525	3187	2917	2022	1724	2162	2560	3006	17%	
计划完成额	2079	2331	2927	3200	3000	3550	2965	2660	1920	1913	2258	3006	33%	
中国石化 600028.SH	勘探与生产	577	516	527	587	783	1053	802	547	322	313	422	596	41%
	计划完成额	601	550	533	543	782	891	879	682	479	505	485	596	23%
	炼油	125	155	200	258	322	261	280	151	143	211	279	279	0%
	计划完成额	199	168	223	265	368	338	255	240	195	228	288	279	-3%
	营销及分销	142	163	262	285	272	295	270	221	185	215	214	218	2%
	计划完成额	130	120	140	213	265	270	241	226	179	180	185	218	18%
	化工	206	252	129	150	190	192	159	176	88	230	196	233	19%
	计划完成额	257	264	200	192	259	259	176	151	108	151	177	233	32%
	本部及其他	24	15	19	21	21	51	36	28	26	24	69	37	-46%
	计划完成额	31	16	24	28	54	59	65	60	43	38	34	37	9%
合计	1073	1100	1137	1302	1587	1851	1546	1124	765	994	1180	1363	16%	
计划完成额	1218	1188	1120	1241	1729	1817	1616	1359	1004	1102	1169	1363	17%	
中海油 0883.HK	中国-开发				231	314	428	491	252	150	168	262		
	中国-勘探				80	106	120	137	95	62	80	100		
	海外-开发				81	155	283	334	260	245	219	236		
	海外-勘探				14	26	62	95	52	30	31	23		
	合计	374	436	519	405	600	894	1057	659	487	497	621		
	计划额													

资料来源: 中国石油、中国石化及中海油年报; 华泰证券研究所

常宝股份主要生产油套管和锅炉管，2018年营业收入占比分别为49%、22%，毛利润占比分别为53%、16%。其中，油套管主要用于石油天然气的勘探和开采，有望受益于中国石油、中国石化在勘探、开发上的资本开支增长。且常宝股份在2018年新建高端页岩气开采管智能生产线项目和特种专用管材生产线项目两大产线，根据公司相关公告，预计分别在2019、2020年投产，有望进一步增厚公司业绩。

图表57：三桶油开发、勘探资本支出与常宝股份营收、净利对比



资料来源：Wind，常宝股份、中国石油、中国石化及中国海洋石油年报披露信息，中国石油选取“炼油与化工”、“天然气与管道”分项，中国石化选择“炼油”“化工”分项，华泰证券研究所

图表58：三桶油开发、勘探资本支出与常宝股份经营指标对比



资料来源：Wind，常宝股份、中国石油、中国石化及中国海洋石油年报披露信息，中国石油选取“炼油与化工”、“天然气与管道”分项，中国石化选择“炼油”“化工”分项，华泰证券研究所

图表59：常宝股份盈利预测 (Wind 一致预期)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,205	3,494	5,376	5,971	6,582	6,775
增长率(%)	-25	58	54	11	10	3
归母净利润(百万元)	110	144	480	621	714	796
增长率(%)	-47	31	234	29	15	11
EPS(摊薄)	0.3	0.2	0.5	0.7	0.7	0.8
基准股本(百万股)	400	987	960	960	960	960
ROE(摊薄)(%)	4	4	12	13	14	14
ROA(%)	3	4	10	8	9	9
PE	48	37	9	9	8	7
PEG	-1.0	1.2	0.0	0.3	0.5	0.6

资料来源：Wind 华泰证券研究所；收盘价为2019年5月9日

久立特材主要生产无缝管、焊接管，2018年营业收入占比分别为56%、29%，毛利润占比分别为62%、29%。公司产品下游主要为石油、化工、油气运输等，有望受益于三桶油炼化、化工资本开支的增长。

据2018年年报，中国石油2019年在天然气管道上的资本开支计划为负增速，或与管道相关资产即将剥离有关。新的管道公司最快有望在2019年年中成立，届时管道资本开支增速或有望重新向上。

图表60: 三桶油开发、勘探资本支出与久立特材营收、净利对比



资料来源: Wind, 久立特材、中国石油、中国石化及中国海洋石油年报披露信息, 中国石油选取“勘探与生产”分项, 中国石化选择“勘探与开发”分项, 中国海洋石油全部计入, 华泰证券研究所

图表61: 三桶油开发、勘探资本支出与久立特材经营指标对比



资料来源: Wind, 久立特材、中国石油、中国石化及中国海洋石油年报披露信息, 中国石油选取“勘探与生产”分项, 中国石化选择“勘探与开发”分项, 中国海洋石油全部计入, 华泰证券研究所

图表62: 久立特材盈利预测 (Wind 一致预期)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,698	2,833	4,063	4,322	4,620	4,849
增长率(%)	-1	5	43	6	7	5
归母净利润(百万元)	168	134	304	364	400	428
增长率(%)	37	-20	127	20	10	7
EPS(摊薄)	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5
基准股本(百万股)	842	842	842	842	842	842
ROE(摊薄)(%)	6	5	10	11	11	11
ROA(%)	6	4	8	6	6	7
PE	50	45	18	16	15	14
PEG	1.4	-2.2	0.1	0.8	1.5	2.0

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 收盘价为 2019 年 5 月 9 日

管道公司成立或重启油气管道投资。据中国证券报报道 (2019 年 2 月 18 日), 中央相关部门将组建石油天然气管道公司 (以下简称“管道公司”), 最快有望在 2019 年年中正式成立。新成立的管道公司将通过收购“三桶油”的存量相关资产, 进行清查评估后完成资产交割, 进行市场化方式运营。此举将打破石油公司的纵向垄断, 有利于石油公司注重上游资源开发及自身发展。

根据中国石油规划总院, 截至 2018 年底, 我国在运长输天然气管道总里程为 7.5 万公里, 中国石油占主导地位。据中国石油 2018 年年报, 中国石油拥有 5.2 万公里的天然气管道, 约占全国总量的 69%。据 2017 年 5 月发改委与能源局共同发布的《中长期油气管网规划》, 预计到 2020 年、2025 年, 我国天然气主干管道总里程将分别达到 10.4 万公里、16.3 万公里, 现有量与目标量仍有较大差距, 管道公司的成立或将有效提高油气管道的建设效率, 协同统筹资源的区域配置, 利好久立特材等。

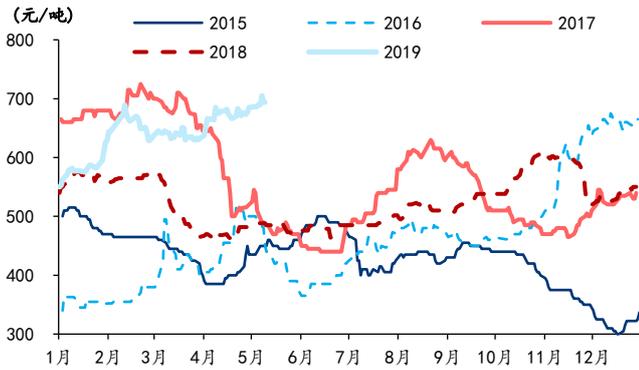
判断钢材需求不弱，铁矿石需求更乐观

回顾 2018Q4 以来看多铁矿石理由。我们在 2019 年度策略《反者道之动，否极泰自来》及 2019 年 2 月的深度报告中均看多铁矿石，认为 2019 年是铁矿石景气度拐点，主要理由如下：前期资本开支高峰对应的产量增量高峰已过，2019 年四大矿产量增量较少，不足 2000 万吨（不考虑 Vale 矿难及澳洲飓风影响），加上废钢产量增量下降，2019 年有效铁元素供给增量较少；铁矿石需求有增量，东南亚、南亚均有新建高炉投产、达产，特别是国内环保限产放松后长流程将对短流程产量进行替代。

中长期看，2019 年后四大矿新投产矿山较少，在新一轮资本开支高峰来临前，铁矿石供给将逐渐收缩；而需求端，中国钢产量暂看不到衰减迹象，印度钢材需求上行并且出现长流程替代短流程趋势。

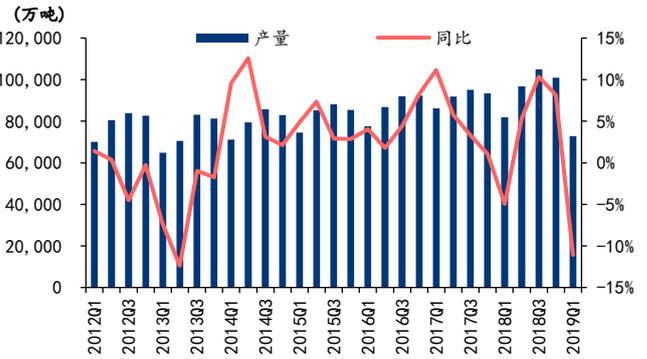
2019Q1 矿难及飓风迅速推高矿价。2019 年 2 月淡水河谷发生矿难，3 月澳洲铁矿发货节奏受到飓风的影响，迅速推升矿价。2019Q1，淡水河谷产量 7287 万吨，同比下降 908 万吨，发货量 6874 万吨，同比增加 550 万吨，主要因淡水河谷可消耗存货。

图表63： 铁矿价格走势



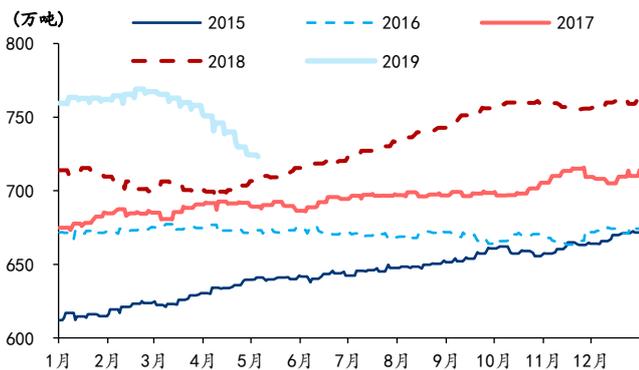
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表64： 淡水河谷季度产量及同比



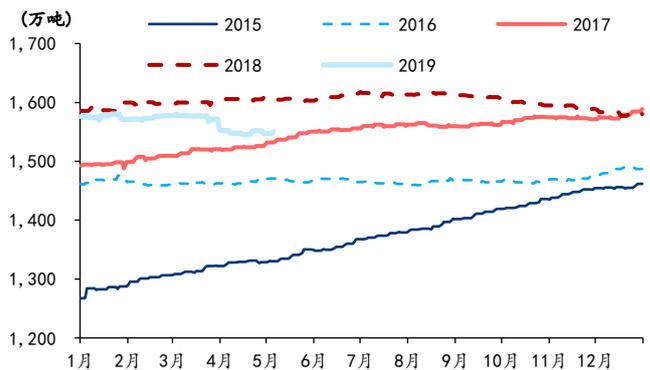
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表65： 巴西铁矿石总发货量（52周均值）



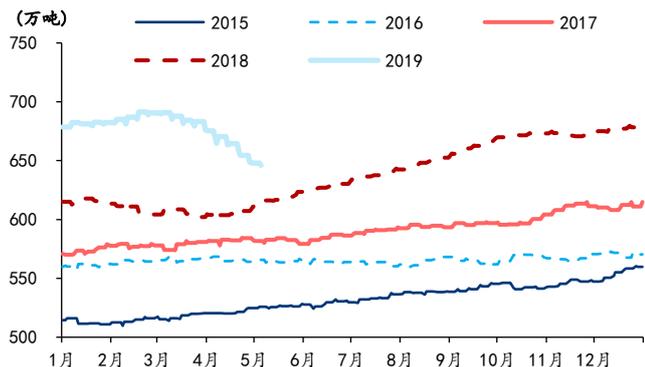
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表66： 澳洲铁矿石总发货量（52周均值）



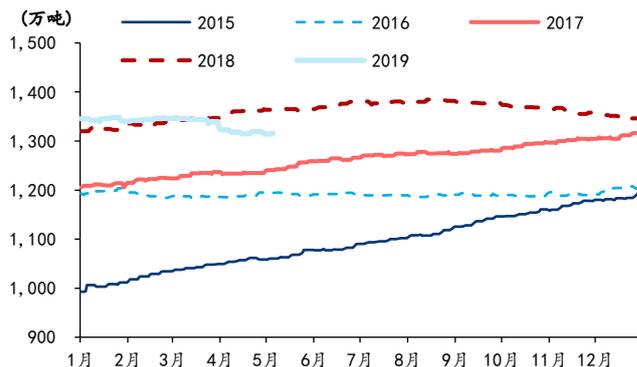
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表67: 淡水河谷铁矿石对中国发货量(52周均值)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

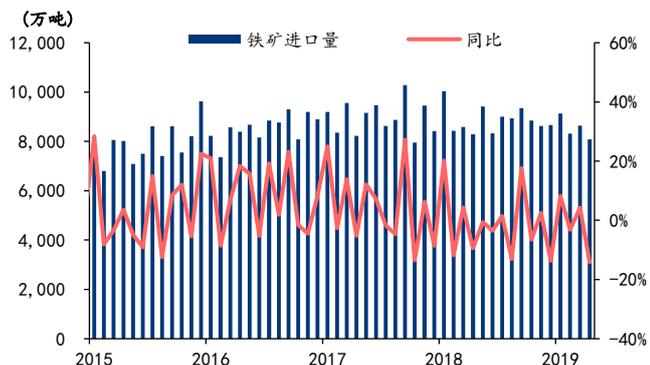
图表68: 澳洲铁矿石对中国总发货量(52周均值)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

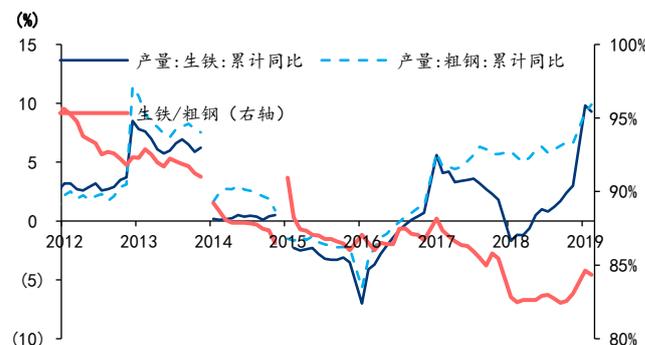
年初以来, 铁矿需求较预期更乐观。2019Q1, 生铁、粗钢产量分别同比增长 9.30%、9.90%, 远比我们前期预期乐观, 且生铁/粗钢比出现回升, 意味着长流程对短流程有替代。

图表69: 铁矿进口量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

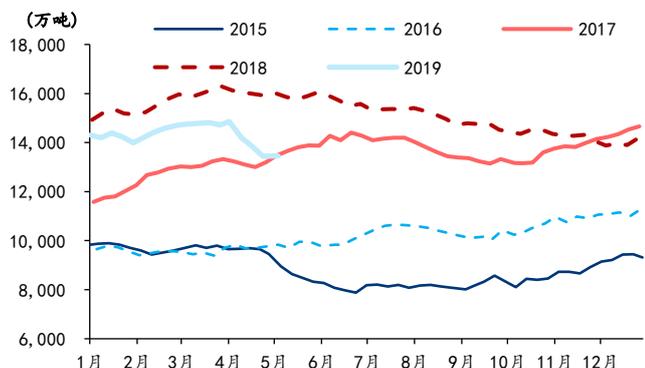
图表70: 生铁、粗钢累计同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

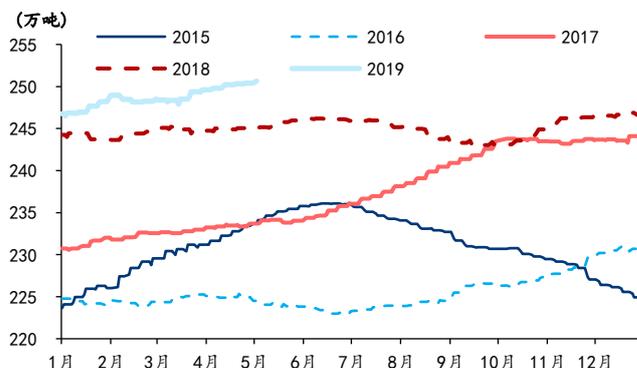
2019年4月, 进口铁矿石 8077 万吨, 创 18 个月以来最低水平; 尽管 VALE 在 5 月发货量环比有上行, 但由于巴西图巴朗至中国港口需要 40 天以上的时间, 因此影响或滞后。在进口创新低、疏港量高位的情况下, 港口库存近期库存也下降较多。大中型钢厂进口矿库存天数水平属于正常, 但进口烧结矿库存绝对数创 2015 年来最低水平。

图表71: 36 港口铁矿石库存



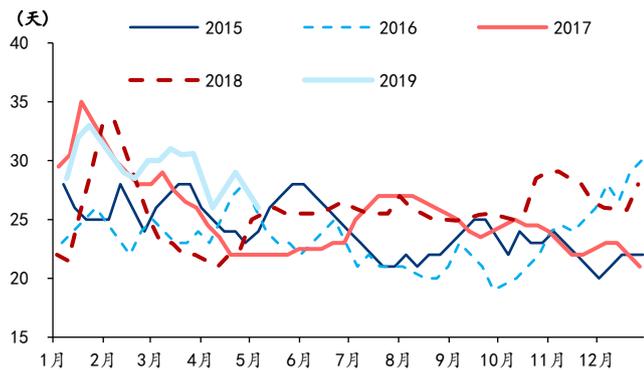
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表72: 31 港口铁矿疏港量(52周均值)



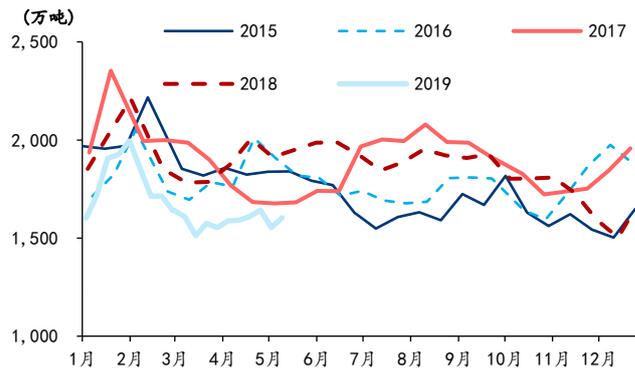
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表73: 大中型钢厂进口矿平均可用天数



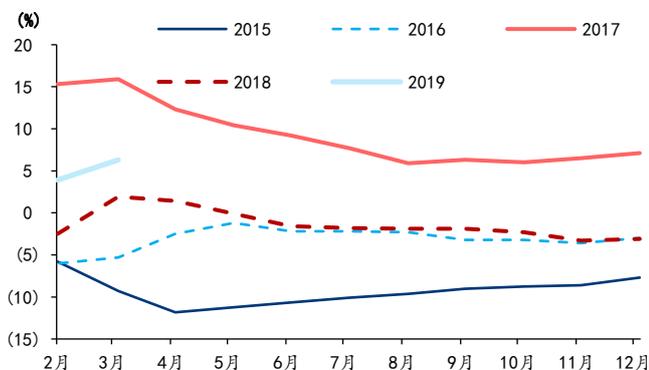
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表74: 钢厂进口烧结矿库存



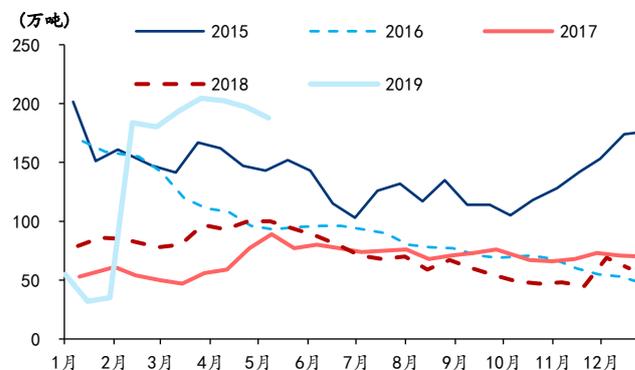
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表75: 中国铁矿原矿产量累计同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表76: 矿山铁精粉库存



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

继续维持对铁矿石中长期乐观判断。因2019年2月矿难事件, VALE 停产的包括综合矿区(feijao, vargem grande, fabrica)、brucutu、timbopeba 及 alegria, 对应产能分别为4000、3000、1280及1000万吨。目前, 仅可见2020年底有新增产能投产, 其他高成本矿山复产或抑制矿价上涨趋势, 但难以打压高矿价。我们继续维持对矿价中长期乐观的判断, 相关标的可关注金岭矿业、河北宣工。

图表77: 2015-2019E 年废钢、铁矿石等增量测算

	2015	2016	2017	2018	2019E (最新)
废钢增量	-583	778	5111	7695	1473
废钢增量折铁矿石(假设70%场景替代)	-592	791	5193	7819	1497
四大矿增量	6925	4600	2397	3360	-7340
其他矿山	-11568	3968	2271	-3830	2990
铁矿石增量合计	-4643	8568	4668	-470	-4350
废钢折算铁矿石+铁矿石增量合计	-5236	9358	9862	7349	-2853
废钢折铁矿石+四大矿增量	6332	5390	7590	11179	-5843
铁矿石需求增量	-2554	2538	8486	4839	4634

资料来源: 中国金属协会, mysteel, Wind, 四大矿山官网, 华泰证券研究所; 单位: 万吨

附：钢铁行业股票盈利预测及估值一览

图表78：部分A股钢铁上市公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	细分行业	归属于母公司股东的净利润 (亿元)				Pe (2019E)	Pe (ttm)	Pb (LF)
			2018A	2019E	2020E	2021E			
000709.SZ	河钢股份	普钢	36.26	22.30	22.32	23.75	14	9	0.7
000717.SZ	韶钢松山	普钢	33.06	25.73	26.92	27.77	4	4	1.8
000778.SZ	新兴铸管	普钢	21.01	19.11	20.93	21.66	9	9	0.8
000898.SZ	鞍钢股份	普钢	79.52	40.79	46.40	49.19	9	5	0.7
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	67.80	53.23	54.69	52.21	4	3	1.1
000959.SZ	首钢股份	普钢	24.04	23.98	22.99	25.91	9	9	0.8
002075.SZ	沙钢股份	普钢	11.77	17.34	18.78	13.56	10	18	4.1
002110.SZ	三钢闽光	普钢	65.07	50.76	52.99	57.40	5	4	1.4
600019.SH	宝钢股份	普钢	215.65	155.21	158.06	170.19	10	8	0.9
600022.SH	山东钢铁	普钢	21.07	24.62	26.95	28.62	8	11	0.9
600231.SH	凌钢股份	普钢	11.97	9.61	11.91	14.06	9	8	1.1
600282.SH	南钢股份	普钢	40.08	30.60	32.62	33.22	5	4	1.1
600569.SH	安阳钢铁	普钢	18.57	17.83	19.77	20.60	4	4	0.9
600581.SH	八一钢铁	普钢	7.01	4.39	4.73	5.08	14	16	1.5
600782.SH	新钢股份	普钢	59.05	37.64	39.09	40.82	4	3	0.9
600808.SH	马钢股份	普钢	59.43	45.11	48.27	50.24	6	6	0.9
601003.SH	柳钢股份	普钢	46.10	33.25	35.89	33.89	5	4	1.5
601005.SH	重庆钢铁	普钢	17.88	13.68	13.97	15.10	13	11	0.9
600507.SH	方大特钢	普钢	29.27	23.31	24.61	26.07	6	7	4.2
002756.SZ	永兴特钢	特钢	3.87	4.86	5.64	6.26	11	13	1.5
000825.SZ	太钢不锈	特钢	49.77	24.13	27.45	28.13	10	6	0.8
300034.SZ	钢研高纳	特钢	1.07	1.58	1.93	2.25	36	45	2.9
000708.SZ	大冶特钢	特钢	5.10	8.02	8.41	9.05	8	11	1.2
000629.SZ	攀钢钒钛	原材料	30.90	27.13	29.56	29.66	11	8	3.2
000923.SZ	河北宣工	原材料	1.34	6.70	7.87	9.03	16	47	1.5
002478.SZ	常宝股份	管道	4.80	6.21	7.14	7.96	9	10	1.4
002318.SZ	久立特材	管道	3.04	3.64	4.00	4.28	17	18	2.1

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：数据截止2019年5月6日；其中鞍钢股份、宝钢股份、南钢股份、八一钢铁、攀钢钒钛来自于华泰盈利预测，其余来自于Wind一致预期

风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到钢铁行业的整体表现。

原材料风险

若矿价、焦炭价格继续上行，利好原材料，但影响钢企业绩。

下游需求持续低迷对钢铁行业的影响

若下游汽车行业产销量继续下滑，房地产行业新开工面积、建筑工程投资增速不及预期，钢铁需求将会下降，对钢铁行业影响将十分明显。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com