

钢铁

从辉煌回归常态  
-钢铁行业 2019 年中期策略

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qlzq.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

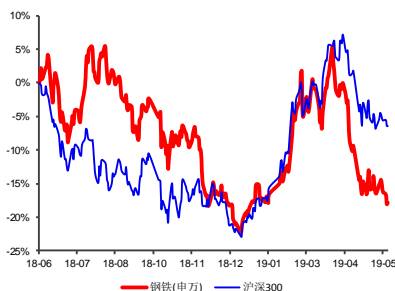
研究助理：曹云

电话：021-20315766

基本状况

|             |           |
|-------------|-----------|
| 上市公司数       | 32        |
| 行业总市值(百万元)  | 640309.69 |
| 行业流通市值(百万元) | 585261.58 |

行业-市场走势对比



相关报告

- <<矿价高位回落>>2019.06.01
- <<钢铁成本中枢显著抬升>>2019.05.25
- <<矿价重回百元时代>>2019.05.18
- <<地产强劲再次印证判断>>2019.05.15
- <<吨钢盈利重回高位区间>>2019.05.11
- <<供需博弈趋缓，钢价波动或收敛>>2019.05.04
- <<盈利由高估回归合理>>2019.05.02
- <<行业稳健估值波动>>2019.04.27
- <<涛声依旧>>2019.04.20
- <<社融发力需求饱满>>2019.04.20
- <<周期轮动四面开花>>2019.04.06

重点公司基本状况

| 简称   | 股价<br>(元) | EPS  |       |       |       | PE   |       |       |       | PEG   | 评级 |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|----|
|      |           | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |       |    |
| 方大特钢 | 8.88      | 2.02 | 1.25  | 1.41  | 1.63  | 4.40 | 7.10  | 6.30  | 5.45  | -0.26 | 增持 |
| 华菱钢铁 | 6.28      | 2.25 | 1.32  | 1.43  | 1.52  | 2.79 | 4.76  | 4.39  | 4.13  | -0.16 | 增持 |
| 三钢闽光 | 8.35      | 3.98 | 2.34  | 2.49  | 2.63  | 2.10 | 3.57  | 3.35  | 3.17  | -0.18 | 增持 |
| 宝钢股份 | 6.34      | 0.97 | 0.65  | 0.69  | 0.74  | 6.54 | 9.75  | 9.19  | 8.57  | -0.35 | 增持 |
| 河北宣工 | 15.86     | 0.21 | 1.17  | 1.37  | 1.50  | 75.5 | 13.56 | 11.58 | 10.57 | 0.04  | 增持 |

备注：股价取 2019 年 06 月 05 日收盘价

投资要点

- **从辉煌回归常态：**环保放松导致的供应释放使得钢铁行业盈利从暴利状态回归到相对正常的水平，如我们年度策略报告《进退之间》所预料，今年全年行业产能利用率及盈利会低于 2018 年，但在 2019 年年内的运行节奏预计是前低后高的格局，Q1 是全年盈利低点，全年钢铁企业盈利将维持合理水平；
- **为何牛：地产需求强势不改。**我国经济自 2018 年后经历调整过程，但在房地产领域这种感受并不明显，上半年销量高位持稳、投资持续扩张。我们对下半年地产投资仍然乐观，一方面我们测算的住宅广义库存环境处在过去 10 年来的最优状态，另一方面回落的利率环境和“因城施策”的调控政策导致运行周期均有利于地产销量的稳定。低库存叠加高销量可能引发地产的再库存。在中期内，即便广义库销比出现幅度有限的回升，也不影响地产投资维持高位带来钢铁需求的扩张。此外今年基建在政策呵护下出现弱复苏，制造业投资在盈利回落的过程中表现疲软，总体来看地产仍然是支撑钢铁需求的主要力量。我们预计下半年钢铁需求量为 5.02 亿吨，同比增长 5.2%，全年需求量达到 9.91 亿吨，同比增量 6313 万吨，增速 6.8%；
- **牛回头的原由：供给明显增加。**今年供给的增量主要来自环保放松导致的高炉产能释放，我们测算量级在 6000 万吨附近，结合产能新增和淘汰数据，全年钢铁产能净增量可达 7282 万吨。综合供需分析，今年钢铁冶炼供应增量超出需求增量接近 1000 万吨，导致全年平均产能利用率回落 1 个百分点左右。从年内的运行节奏看，供应增加的主要部分在环保放松后的年初已经兑现，环比不会再造成边际负面影响，而需求扩张的节奏分布相对均匀，因此供需环境在年内大概率保持稳定，一季度有望成为盈利低点，下半年利润略好于上半年；
- **牛的节奏：利润弹性先矿后钢。**对于今年铁矿石行情的火爆，市场更倾向于把关注点放在淡水河谷事故对供应的冲击上，实际上我们认为需求端的变化影响更大。国内环保放松带来高炉产能的释放和铁矿需求的显著增长，增量可以达到 9900 万吨，显然远超外矿供应收缩的量级。综合供需来看今年铁矿供应缺口有望达 1 亿吨水平，这一缺口需要启动大量的国内高成本闲置矿山方可满足需求，而内矿平均成本在 100 美元/吨附近，因此矿价超过这一水平并不意外。从景气的传导链条来看，高炉供应的释放使铁矿率先收益，而随着时间的推移，钢铁需求的扩大将逐步完全消化环保放松导致的供给端负面影响，只有达到产能瓶颈时，铁矿石需求弹性将消失，而钢铁的利润弹性将显现，届时高景气将从原料端切换至冶炼环节；
- **投资策略：**关注板块估值修复时机。盈利的回调导致近半年钢铁股明显跑输大盘，这充分反映了供应释放和经济周期调整的悲观预期，而这两者在短中期内进一步恶化的可能性较低。相反若未来需求在地产的带动下持续扩张，推动行业盈利继续维持合理水平，行业基本面有望再次超出市场预期。在预期悲观时，超预期的难度降低，当前股价处于有利的博弈位置。随着 A 股整体回调，我们建议在下半年可以关注钢铁板块估值修复的机会。由于需求扩张仍由地产主导，建议重点关注长材品种，如方大特钢、三钢闽光、韶钢松山，此外铁矿石行业高景气有望在下半年延续，关注河北宣工、海南矿业；
- **风险提示：**财政约束导致基建回升力度有限；地产投资失速下行；海外经济衰退的不确定性；国内利率大幅回升的风险。

## 内容目录

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| <b>从辉煌回归常态</b> .....          | <b>- 5 -</b>  |
| <b>为何牛：需求强势不改</b> .....       | <b>- 6 -</b>  |
| 地产空中加油式调整.....                | - 6 -         |
| 再论地产低库存.....                  | - 7 -         |
| 房屋销售大概率继续偏离均值.....            | - 8 -         |
| 地产再库存猜想.....                  | - 9 -         |
| 制造业投资疲软.....                  | - 10 -        |
| 基建弱复苏.....                    | - 11 -        |
| 钢产量明显提升.....                  | - 12 -        |
| <b>牛回头：供给明显增加</b> .....       | <b>- 13 -</b> |
| 重估环保放松释放的产能.....              | - 13 -        |
| 钢铁供应增量合计.....                 | - 14 -        |
| 高炉增产推动铁矿需求增长.....             | - 15 -        |
| 紧俏的石头.....                    | - 16 -        |
| <b>牛的节奏：利润弹性先矿后钢</b> .....    | <b>- 17 -</b> |
| 今年矿强于钢.....                   | - 17 -        |
| 冶炼利润中枢回归合理.....               | - 17 -        |
| <b>投资策略：关注估值修复钢铁股时点</b> ..... | <b>- 18 -</b> |
| <b>风险提示</b> .....             | <b>- 19 -</b> |

## 图表目录

|   |        |
|---|--------|
| 图表 1: 地产投资支撑钢铁需求.....                         | - 5 -  |
| 图表 2: 钢价与吨毛利.....                             | - 6 -  |
| 图表 3: 地产销售面积与新开工增速 (%) .....                  | - 6 -  |
| 图表 4: 70 个大中城市新建住宅房价同比 (%) .....              | - 6 -  |
| 图表 5: 商品房待售面积与住宅待售面积.....                     | - 7 -  |
| 图表 6: 期房销售占比.....                             | - 8 -  |
| 图表 7: 库存绝对量处于低位.....                          | - 8 -  |
| 图表 8: 库销比处于低位.....                            | - 8 -  |
| 图表 9: 利率与地产销售波动节奏.....                        | - 9 -  |
| 图表 10: 一线城市与整体地产销售的运行节奏差异.....                | - 9 -  |
| 图表 11: 地产销售与社融滚动同比数据.....                     | - 9 -  |
| 图表 12: 住宅新开工面积增速与库销比预判.....                   | - 10 - |
| 图表 13: 销售减新开工可以解释待售面积的变化.....                 | - 10 - |
| 图表 14: 待售面积变化与销售减新开工面积的关系.....                | - 10 - |
| 图表 15: 待售面积预测.....                            | - 10 - |
| 图表 16: 制造业盈利增速与制造业投资增速 (T+12) .....           | - 11 - |
| 图表 17: PPI 与工业利润同步.....                       | - 11 - |
| 图表 18: 房价领先 PPI.....                          | - 11 - |
| 图表 19: 基建与社融增速.....                           | - 12 - |
| 图表 20: 新增信托贷款+委托贷款+地方政府专项债转正.....             | - 12 - |
| 图表 21: 钢铁净出口及同比.....                          | - 12 - |
| 图表 22: 下半年钢产量及增速预测.....                       | - 12 - |
| 图表 23: 自上而下国内钢铁需求测算.....                      | - 13 - |
| 图表 24: 分行业需求测算.....                           | - 13 - |
| 图表 25: 2018Q4 环保放松后生铁产量增速快速提升.....            | - 14 - |
| 图表 26: 2019 年产能新增统计.....                      | - 15 - |
| 图表 27: 去产能进程示意图.....                          | - 15 - |
| 图表 28: 我国铁矿石需求量 2019 年将明显增长.....              | - 16 - |
| 图表 29: 必和必拓、力拓及 FMG2019 年目标发运量 (单位: 亿吨) ..... | - 16 - |
| 图表 30: 全球主要铁矿石生产商产能增量预测.....                  | - 17 - |
| 图表 31: 当前钢铁盈利远高于史上周期低谷时的水平.....               | - 18 - |
| 图表 32: 钢价与钢铁股超额收益.....                        | - 18 - |
| 图表 33: 钢价与钢铁股指数.....                          | - 18 - |

图表 34: 钢铁上市公司估值比较 (股价取 2019 年 6 月 5 日收盘价) ..... - 19 -

## 从辉煌回归常态

- 供应释放带来盈利回落：**2018 年 4 季度后钢铁行业盈利从高位回落，这并不是由宏观经济的周期调整导致，因为强劲的地产投资仍在支撑钢铁需求持续扩张。盈利回落主要受 2018 年 Q4 环保限产放松的影响，按我们最新估算，由此而释放出来的钢铁产能比例约在 5%。尽管盈利回落，但在需求扩张的对冲下，回落后的盈利绝对水平仍然可观，当前行业吨钢利润仍可达到 500 元/吨以上，这远远强于 2012、2015 年两次周期低谷时吨钢亏损数百元的水平，甚至高于史上某些周期高位时的吨钢盈利；

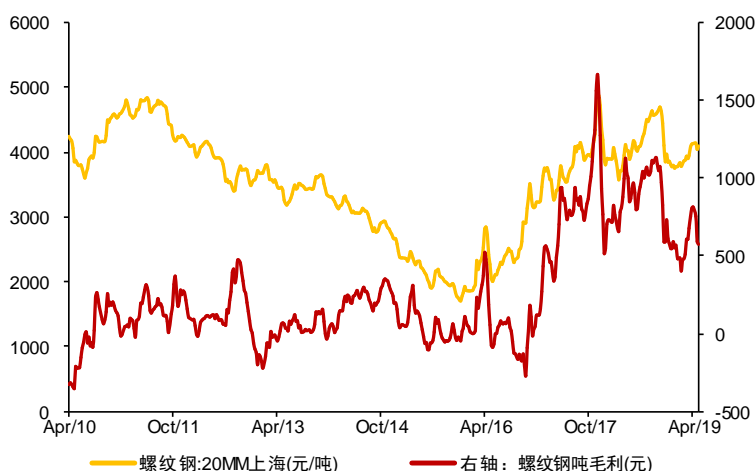
图表 1：地产投资支撑钢铁需求



来源：Wind，中泰证券研究所

- 需求驱动基本面再起航：**供应的释放使得钢铁行业盈利从暴利状态回归到相对正常的水平，如我们年度策略报告《进退之间》所预料，今年全年行业产能利用率和盈利会低于 2018 年，但在 2019 年年内的运行节奏会是前低后高的格局。这是因为供给的释放大部分在 2018 年 Q4 已经兑现，并体现在 2019 年 Q1 的盈利上，而需求扩张的分布则相对均匀。随着时间的推移，供应增加的负面影响被逐步消化，钢铁冶炼环节的盈利 Q2 有所恢复。而下半年预判的关键点在于需求是否能持续扩张，这一方面我们依然看好地产在未来一段时间对需求的支撑。

图表 2: 钢价与吨毛利



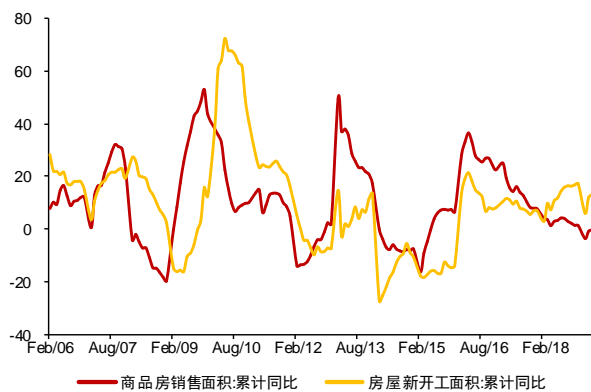
来源: Wind, 中泰证券研究所

## 为何牛: 需求强势不改

### 地产空中加油式调整

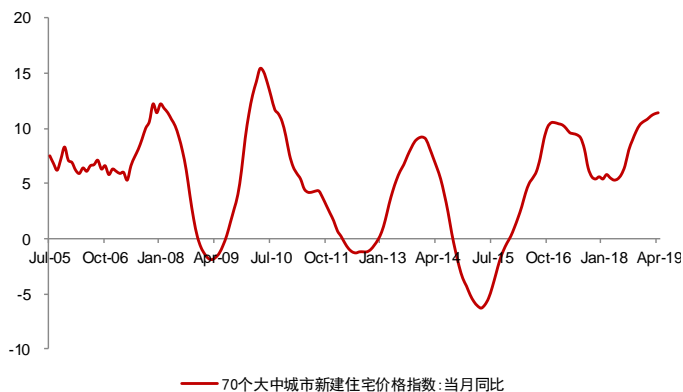
- **地产强势仍未结束:** 我国经济自 2018 年后经历调整过程, 但在房地产领域这种感受并不明显。这轮地产短周期调整比过去十年的 3 次调整都更加坚挺。我们看到地产销售面积增速在 2016 年见顶回落后仍然长时间维持在正增长区间, 仅在 2019 年前 4 个月出现微幅负增长, 且目前已出现上拐迹象。房价和投资的表现更为强劲, 4 月份 70 个大中城市房价同比增速已经创出 2011 年以来的新高, 上半年地产新开工面积延续双位数的高增长, 相比于部分经济领域的疲弱, 地产正以“空中加油”的形式来完成这轮短周期调整, 我们对未来一段时间的地产投资仍然乐观, 这取决于两个关键问题, 一是地产库存是否足够低, 二是地产销售能否稳住而非失速。市场对这两个问题一直存在着较大的争议, 我们对两者都持乐观态度。

图表 3: 地产销售面积与新开工增速 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 70 个大中城市新建住宅房价同比 (%)

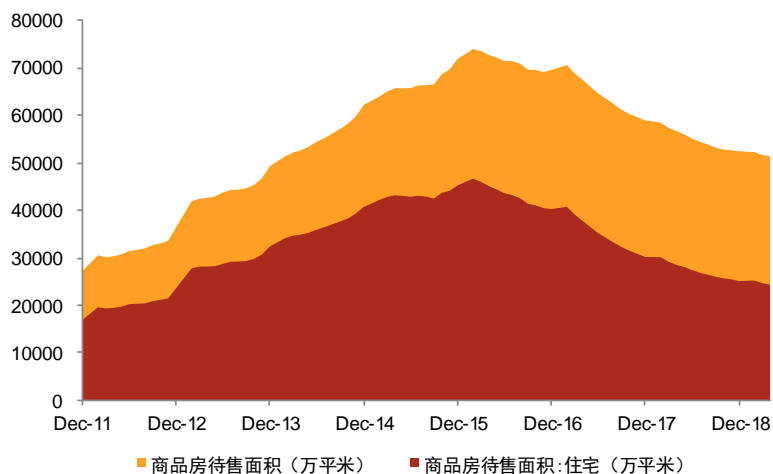


来源: Wind, 中泰证券研究所



## 再论地产低库存

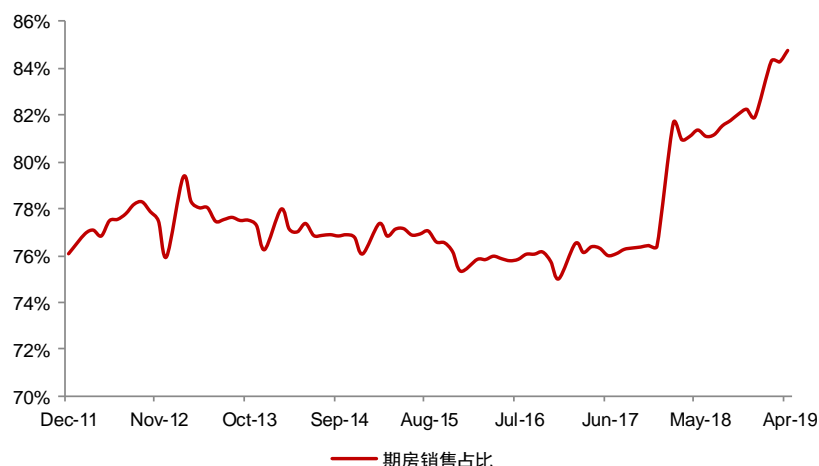
- 住宅库存是关注重点：**市场对于地产库存的争议源自缺乏一个权威的统计数据。统计局的“商品房待售面积”缺少对在建未售商品房的统计，所以尽管目前该数据已较 2015 年高点时下降了 30%，市场仍然质疑地产的低库存状态。我们认为关注点应该放在商品房中的住宅库存，尽管住宅待售面积占总量比例仅有 47%，但它至关重要，这是因为住宅在总销售面积和新开工面积中的占比已经分别达到 87%和 74%；

**图表 5：商品房待售面积与住宅待售面积**


来源：统计局，中泰证券研究所

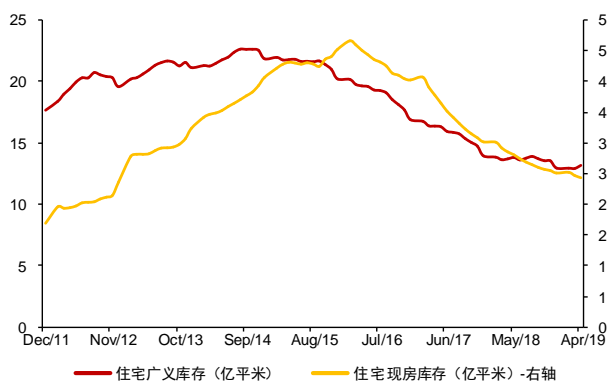
- 广义住宅库存处于低位：**住宅的去库存力度要较商品房总体更大，2019 年 4 月住宅现房库存较 2015 年高点时已经下降了 48%，而当前的销量则较当时增长 32%，现房库销比大幅回落。如果再看包含在建未售房在内的广义住宅库存，我们测算 4 月份的数据同样较高点时大幅下降 42%。这似乎超出市场的认知，因为许多观点认为由于近年地产竣工率的下降，大量“中间品”库存未被统计在待售面积之中，真实的去库存力度可能有限。而实际并非如此，这是因为近年主流开发商均实施“高周转”策略，以期房形式预售的比例较以往明显提升，占比从 2015 年时的 75%上升至目前的 85%，所以“中间品”库存并没有想象中的那么多。以广义库存计算的 12 个月滚动库销比在 4 月已经降至 0.89，即去化周期仅为 10.7 个月。这是过去 10 年中的最低值，也就是说目前的住宅库存比过去 10 年中的任何时候都更加紧俏；

**图表 6: 期房销售占比**



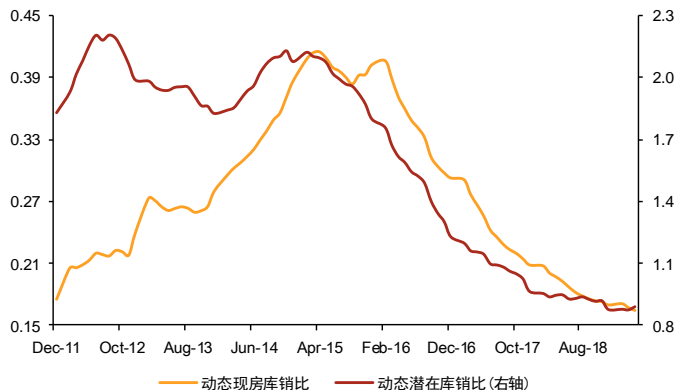
来源：统计局，中泰证券研究所

**图表 7: 库存绝对量处于低位**



来源：统计局，中泰证券研究所

**图表 8: 库销比处于低位**



来源：统计局，中泰证券研究所

- **民间库存短周期不构成威胁:** 地产库存的另外一个关注点在于居民手中的库存问题。空置率是衡量这个库存的一个指标，尽管该指标没有权威的统计数据，但市场普遍认为空置率不低，构成库存压力。我们认为居民库存是一直长期存在的问题，在地产繁荣的长周期结束时，这个问题可能会爆发出来，而长周期终结的时点无人能提前确认。居民买家多是趋势性投资者，即买涨不买跌，我们认为地产的短周期景气仍至少可以在今年延续，因此对于短周期判断而言，居民库存不构成威胁。

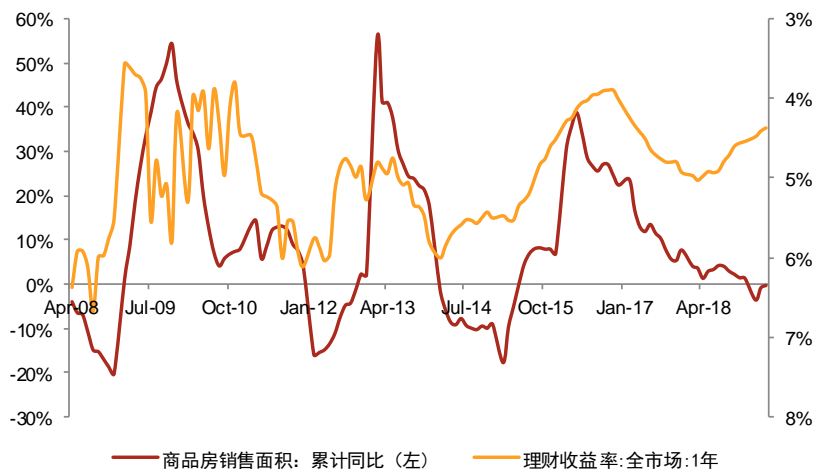
### 房屋销售大概率继续偏离均值

- **利率是先行指标:** 低库存并不是地产景气的充分条件，如果销售失速，去库周期就会延长，因此销售的稳定至关重要。长期以来市场更容易倾向于对地产产生悲观预期，支撑逻辑来自城市化速度放缓、人口结构不利、债务周期见顶等，事实上这些都是长期逻辑，对短周期判断指导意义有限。地产的短期波动遵循周期性均值回归的规律，利率是先行指标，理财收益率拐点一般领先销售面积增速拐点半年到一年左右。过去十年



中的3次利率见顶回落均跟随着销售增速的见底回升，此次理财利率见顶时间为2018年3月，至今已出现较大幅度回落，绝对水平显著低于2010年后5%左右的理财收益率中枢，短周期波动的时间节点以及利率水平均有利于地产销售面积增速继续偏离均值中枢；

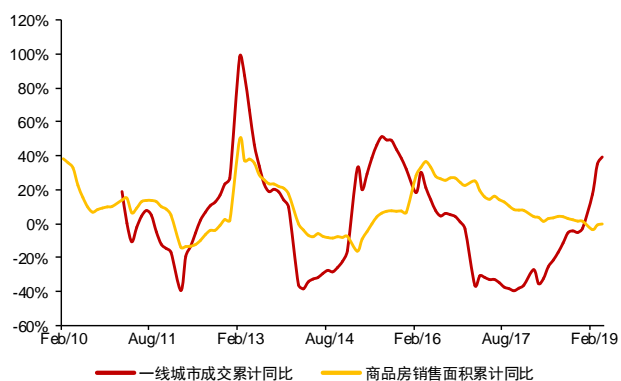
**图表 9: 利率与地产销售波动节奏**



来源: Wind, 中泰证券研究所

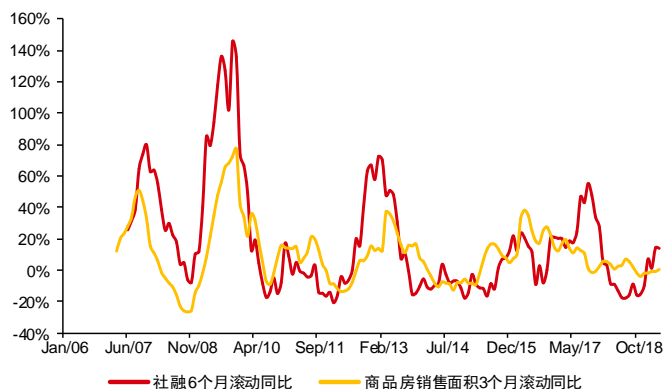
- 大小城市节奏错配降低整体周期波动:** 由于缺乏总量利率端控制，本轮调控更多着眼于“因城施策”，并不会对地产销售总量上构成影响，只会对不同城市节奏构成不同。近几年大小城市地产短周期波动节奏出现明显差异，如2015、2016年一线城市繁荣期间小城市完成筑底，2017、2018年小城市景气对应着一线城市的调整，而今年大城市显著回暖，对小城市的调整形成对冲，周期波动缓和，中短期内地产销售的稳定性增强。

**图表 10: 一线城市与整体地产销售的运行节奏差异**



来源: 统计局, 中泰证券研究所

**图表 11: 地产销售与社融滚动同比数据**

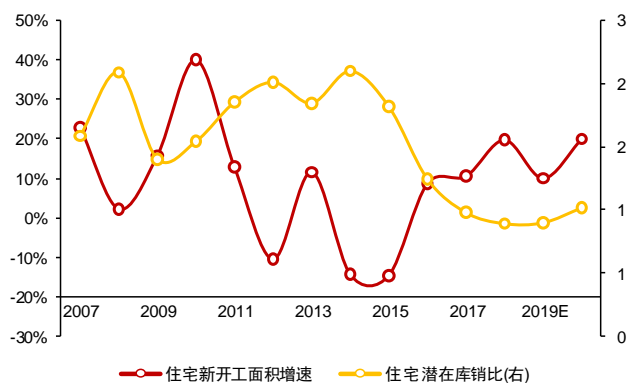


来源: 统计局, 央行, 中泰证券研究所

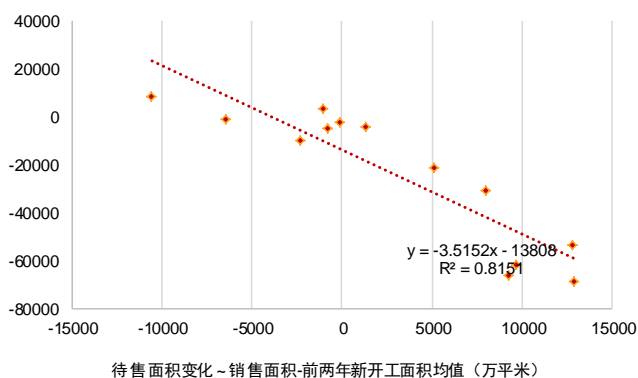
### 地产再库存猜想

- 极低的库存环境叠加销量的高位企稳，推论就是补库存。**实际上这在2018年以来一直在发生，体现在高速的新开工增长上。但从目前实际情况看，补库存的行为并没有导致库存上升的结果，因此在未来一到两年

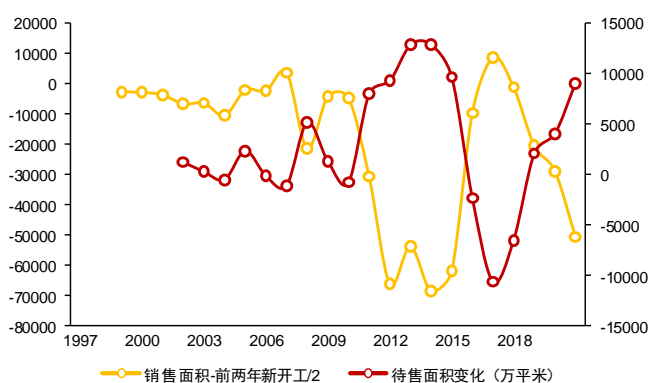
时间仍然可以期待补库力度的延续。我们对未来地产新开工的力度做了测算，若要使住宅年度广义库销比在 2020 年回升至 1 附近（1 仍然是不高的水平），则至 2020 年的地产新开工面积应较 2018 年增长 30% 左右，这意味着 2019 年、2020 年的新开工均有望保持双位数的增长。实际上要控制房价的快速上涨，增加供应、再库存是市场调节的自然结果，当然这会为未来的地产周期调整埋下隐患，但对于周期而言是一个必然的过程；

**图表 12：住宅新开工面积增速与库销比预判**


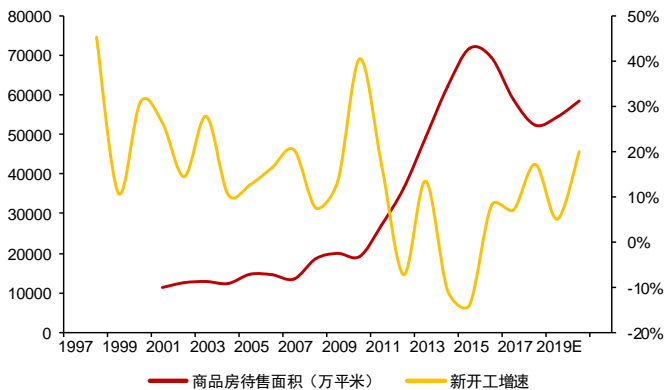
来源：统计局，中泰证券研究所

**图表 13：销售减新开工可以解释待售面积的变化**


来源：统计局，中泰证券研究所

**图表 14：待售面积变化与销售减新开工面积的关系**


来源：统计局，中泰证券研究所

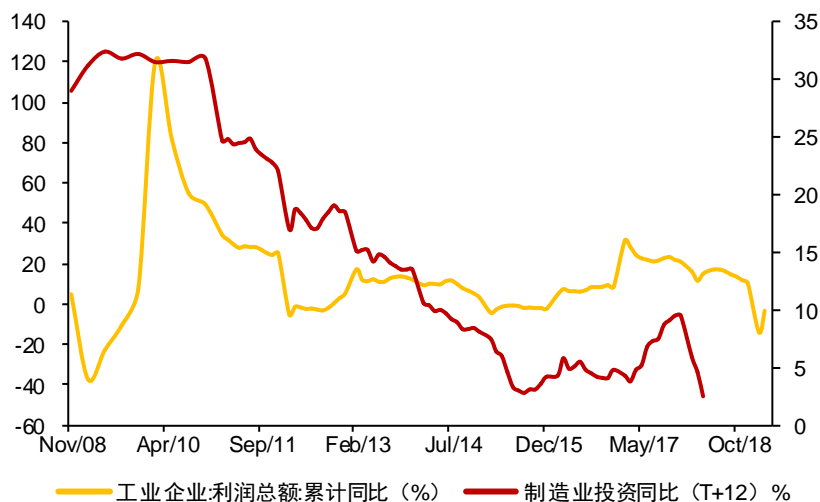
**图表 15：待售面积预测**


来源：统计局，中泰证券研究所

### 制造业投资疲软

- 制造业投资受制造业盈利影响：**制造业盈利自 2016 年开始短周期复苏，带来近两年制造业投资的回升。但回升力度总体有限，一方面盈利复苏力度大的供给侧改革领域如钢铁、水泥等行业受到禁止新增产能的政策限制，较难大幅度地扩大再生产；另一方面盈利复苏力度一般的行业在当时去杠杆的大环境中再投资意愿不强。上轮制造业投资的复苏始终仅维持在个位数增长水平。2018 年三季度后工业利润增速明显回落，今年更是进入负增长区间，导致上半年制造业投资增速明显下滑；

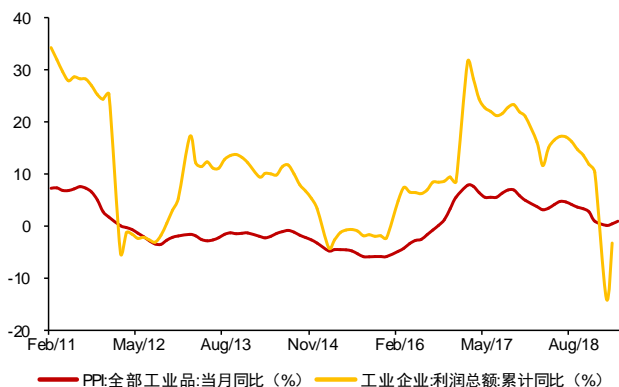
**图表 16: 制造业盈利增速与制造业投资增速 (T+12)**



来源: 统计局, 中泰证券研究所

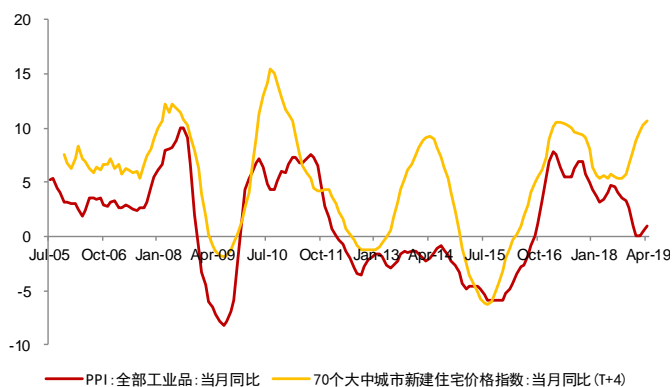
- **制造业投资是后周期指标:** 我国经济短周期的启动一般先从地产销售端开始, 随后传导至地产投资端, 带来工业品价格和制造业盈利的回升, 然后才轮到制造业投资的复苏。由于我们对未来 1-2 年地产行业趋势判断乐观, 可以预期的是制造业盈利增速可能也会经历筑底回升的过程, 进而带来制造业投资的企稳回升。但由于制造业投资周期的滞后性, 预计其复苏要等到明年才能出现, 2019 年仍处在偏弱的状态。

**图表 17: PPI 与工业利润同步**



来源: 统计局, 中泰证券研究所

**图表 18: 房价领先 PPI**

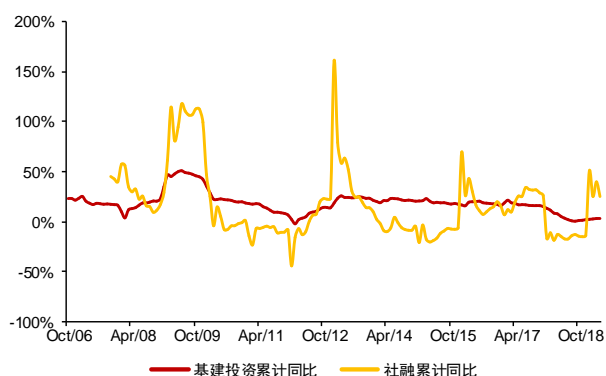


来源: 统计局, 中泰证券研究所

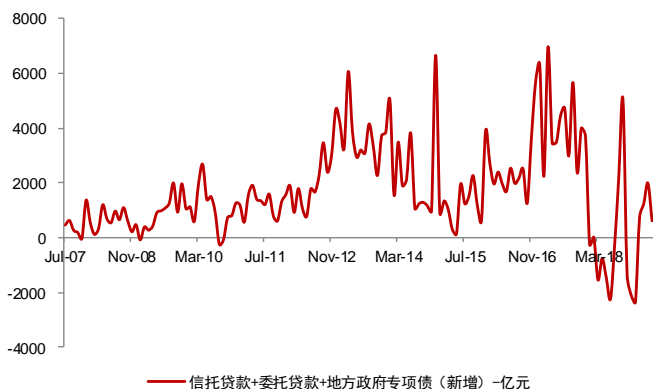
### 基建弱复苏

- **基建托底的政策意愿仍未减退:** 2018 年我国经济进入调整周期后, 政策面转向积极, 基建补短板成为扩大内需的重要手段。尽管今年开局经济初现企稳迹象, 但 4 月投资、消费、出口增长数据出现反复, 显示复苏的基础仍不牢固, 加上中美贸易争端再度发酵, 我们预计中短期政策面仍将偏宽松。4 月份政治局会议延续去年底中央经济工作会议“积极的财政政策要加力提效”的提法, 此轮基建回暖有望在年内延续;

- 基建资金来源改善：**基建资金来源包括自筹资金、预算内资金、国内贷款、利用外资和其他资金，其中自筹资金占最大，这块由城投债、非标、地方政府专项债、PPP 等构成。社融分项数据显示今年前 4 个月委托贷款+信托贷款+地方政府专项债已从去年四季度转负为正，整体新增社融也显著改善，基建资金来源好转。当然在地方政府负债率较高和去杠杆的大背景下，较难指望基建强度出现大幅度反弹，下半年整体呈现弱复苏的趋势。

**图表 19: 基建与社融增速**


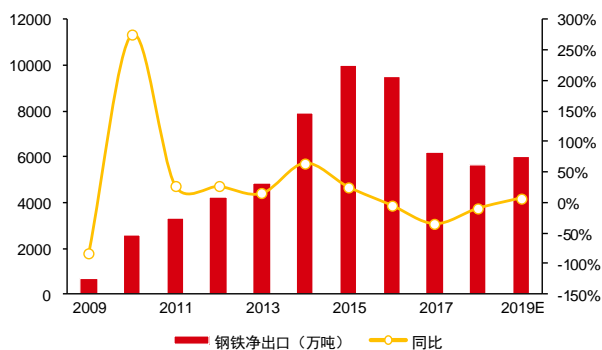
来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 20: 新增信托贷款+委托贷款+地方政府专项债转正**


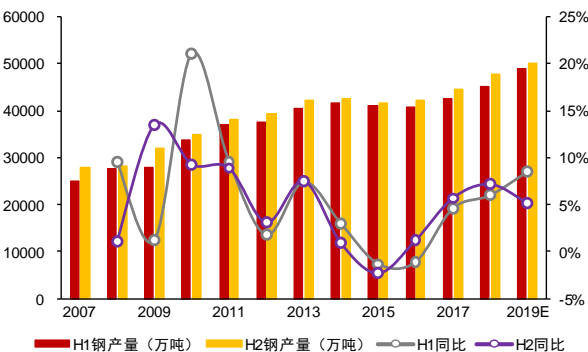
来源：Wind，中泰证券研究所

### 钢产量明显提升

- 地产推动内需较快增长：**依据我们对地产、基建和制造业投资的预判，结合自上而下和分行业口径的测算，我们估计 2019 年下半年钢铁内需达到 4.73 亿吨，同比增长 5.2%，全年内需增长 6.75%至 9.31 亿吨；
- 出口符合预期：**外需方面，我们维持年度策略报告《进退之间》的观点，认为受限产放松导致的供需紧平衡缓解将提升我国出口市场份额，对冲全球经济增速放缓。前四个月的出口情况基本符合该预判，另外进口量略低于我们预期，出现负增长，基于此我们略微上调年度策略报告对于净出口量的预判至 6041 万吨，同比增长 7.6%，其中下半年为 2879 万吨；
- 结合内外需判断，**我们预计下半年钢铁需求量为 5.02 亿吨，同比增长 5.2%，全年需求达到 9.91 亿吨，同比增量 6313 万吨，增速 6.8%。

**图表 21: 钢铁净出口及同比**


来源：统计局，中泰证券研究所

**图表 22: 下半年钢产量及增速预测**


来源：统计局，中泰证券研究所

**图表 23: 自上而下国内钢铁需求测算**

|                   | 固定资产投资完成额<br>(亿元) | 固定资产投资完成额增速<br>(%) | 固定资产价格指数<br>上年=100 | 固定资产投资完成额实际增速 | 剔除价格因素后的投资完成额<br>(以1991年为基点)<br>(亿元) | 钢铁下游消费量<br>(万吨) | 同比增速<br>(%) |
|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------------|--------------------------------------|-----------------|-------------|
| 2012              | 364835            | 20.8               | 101.1              | 19.5          | 145678                               | 72548           | 6.9         |
| 2013              | 435747            | 19.4               | 100.3              | 19.1          | 173559                               | 77407           | 6.7         |
| 2014              | 501265            | 15.0               | 100.5              | 15.7          | 200808                               | 77110           | -0.4        |
| 2015              | 551590            | 10.0               | 98.2               | 12.1          | 225019                               | 75381           | -2.2        |
| 2016              | 596501            | 8.1                | 99.4               | 8.8           | 244809                               | 77849           | 3.3         |
| 2017              | 631684            | 7.2                | 105.8              | 1.3           | 248048                               | 84088           | 8.0         |
| 2018              | 635636            | 5.9                | 105.5              | 0.4           | 248989                               | 87146           | 3.6         |
| <b>2019E (悲观)</b> | <b>670596</b>     | <b>5.5</b>         | <b>104.0</b>       | <b>1.4</b>    | <b>252580</b>                        | <b>90929</b>    | <b>4.3</b>  |
| <b>2019E (中性)</b> | <b>675681</b>     | <b>6.3</b>         | <b>104.0</b>       | <b>2.2</b>    | <b>254495</b>                        | <b>93094</b>    | <b>6.8</b>  |
| <b>2019E (乐观)</b> | <b>680131</b>     | <b>7.0</b>         | <b>104.0</b>       | <b>2.9</b>    | <b>256171</b>                        | <b>96064</b>    | <b>10.2</b> |

来源: 中泰证券研究所

**图表 24: 分行业需求测算**

| (单位: 万吨)       | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019E-悲观      | 2019E-中性      | 2019E-乐观      |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 房地产            | 23,753        | 26,468        | 26,239        | 24,946        | 25,628        | 27,566        | 29,646        | 31,128        | 32,611        | 32,907        |
| 基建             | 10,736        | 11,488        | 11,409        | 11,687        | 12,066        | 13,086        | 12,773        | 13,157        | 13,412        | 13,540        |
| 建筑业_其他         | 4,616         | 4,936         | 5,169         | 5,242         | 5,267         | 5,454         | 5,765         | 5,881         | 5,996         | 6,025         |
| 机械             | 13,809        | 14,121        | 13,934        | 13,654        | 14,249        | 15,575        | 16,628        | 17,126        | 17,625        | 17,625        |
| 汽车             | 4,782         | 5,297         | 5,401         | 5,634         | 6,258         | 6,801         | 6,703         | 6,368         | 6,636         | 6,770         |
| 轻工             | 3,070         | 3,329         | 3,495         | 3,531         | 3,725         | 3,896         | 4,085         | 4,126         | 4,228         | 4,269         |
| 造船             | 2,388         | 1,828         | 1,594         | 1,705         | 1,462         | 1,747         | 1,509         | 1,554         | 1,599         | 1,607         |
| 能源             | 1,754         | 1,974         | 1,955         | 1,721         | 1,922         | 2,104         | 2,251         | 2,318         | 2,454         | 2,476         |
| 其他             | 7,683         | 8,043         | 7,848         | 7,131         | 7,337         | 7,831         | 8,201         | 8,365         | 8,529         | 8,611         |
| <b>钢铁需求量合计</b> | <b>72,591</b> | <b>77,485</b> | <b>77,043</b> | <b>75,250</b> | <b>77,914</b> | <b>84,061</b> | <b>87,146</b> | <b>90,023</b> | <b>93,089</b> | <b>93,829</b> |
| YOY            | 6.9%          | 6.7%          | -0.6%         | -2.3%         | 3.5%          | 7.9%          | 4.2%          | 3.3%          | 6.8%          | 7.7%          |
| 房地产            | 8.0%          | 11.4%         | -0.9%         | -4.9%         | 2.7%          | 7.6%          | 7.5%          | 5.0%          | 10.0%         | 11.0%         |
| 基建             | 14.3%         | 7.0%          | -0.7%         | 2.4%          | 3.2%          | 8.5%          | -2.4%         | 3.0%          | 5.0%          | 6.0%          |
| 建筑业_其他         | 11.1%         | 6.9%          | 4.7%          | 1.4%          | 0.5%          | 3.6%          | 5.7%          | 2.0%          | 4.0%          | 4.5%          |
| 机械             | 4.7%          | 2.3%          | -1.3%         | -2.0%         | 4.4%          | 9.3%          | 6.8%          | 3.0%          | 6.0%          | 6.0%          |
| 汽车             | 6.7%          | 10.8%         | 2.0%          | 4.3%          | 11.1%         | 8.7%          | -1.4%         | -5.0%         | -1.0%         | 1.0%          |
| 轻工             | 1.7%          | 8.5%          | 5.0%          | 1.0%          | 5.5%          | 4.6%          | 4.8%          | 1.0%          | 3.5%          | 4.5%          |
| 造船             | -20.6%        | -23.5%        | -12.8%        | 7.0%          | -14.2%        | 19.5%         | -13.6%        | 3.0%          | 6.0%          | 6.5%          |
| 能源             | 10.1%         | 12.5%         | -1.0%         | -12.0%        | 11.7%         | 9.5%          | 7.0%          | 3.0%          | 9.0%          | 10.0%         |
| 其他             | 8.4%          | 4.7%          | -2.4%         | -9.1%         | 2.9%          | 6.7%          | 4.7%          | 2.0%          | 4.0%          | 5.0%          |

来源: 中泰证券研究所

## 牛回头: 供给明显增加

### 重估环保放松释放的产能

- **直接测算难度大:** 对于环保限产所影响产能的计算, 常规方法是去逐个统计汇总各个钢厂因为环保限产而损失的产量, 但该方法实际执行难度很大, 这里尝试一个间接的办法;
- **关注生铁产量:** 2018 年上半年钢铁行业高景气, 钢厂吨钢盈利普遍超过 700 元/吨, 高利润下高炉产能必然尽可能处于满产状态。2019 年上半年行业景气虽有回落, 但吨钢盈利仍可达到 300 元/吨, 盈利水平仍属丰厚, 高炉生产也同样尽可能打满。而 2019 年上半年供应环境同比最大的差别就是环保限产的放松, 同是满产状态, 高炉生铁产量的差异主要由环保政策变化造成。2019 年前四月生铁产量同比增长 9.6%, 可以认

为这就是环保放松所释放的高炉产能。从全年的角度看，我们预判生铁产量同比增长 8%，增量 6210 万吨，其中下半年同比增量 2669 万吨。下半年增速回落的原因是去年四季度环保已经放松，导致产量基数上升；

- **粗钢增速高于生铁的原因：**注意一个现象，前四月粗钢产量增速达到 10.1%，比生铁增速还高。正常情况下，由于环保放松导致高炉产能释放，低成本的高炉钢应对电炉钢产生挤压，两者产量应该此涨彼消，总的粗钢产量增速应低于高炉生铁增速。而实际情况与此相反，原因在于下游需求增量足够大，不仅容纳了高炉产能的释放，还使电炉产量也获得了高增速。

**图表 25：2018Q4 环保放松后生铁产量增速快速提升**



来源：统计局，中泰证券研究所

### 钢铁供应增量合计

- **供应增量在 7 千万吨+：**尽管 2016 年后钢铁行业盈利回暖，但受国家禁止新增产能政策的限制，行业始终未步入产能扩张周期。对于今年的产能投放，我们维持年度策略报告《进退之间》的判断，即长、短流程产能增量合计 2272 万吨。去产能方面，经历了前两年的打击地条钢和环保治理后，十三五钢铁去产能计划已经基本达成，钢铁行业的过剩程度大大缩减，行业盈利中枢明显上移，未来的去产能更多的体现在产能置换项目中，对于 2019 年产能去化量，我们维持年初 1200 万吨的预判。综合考虑环保放松、产能新建、产能去化带来的影响，我们将今年钢铁供应增量的估算更新至 7282 万吨。

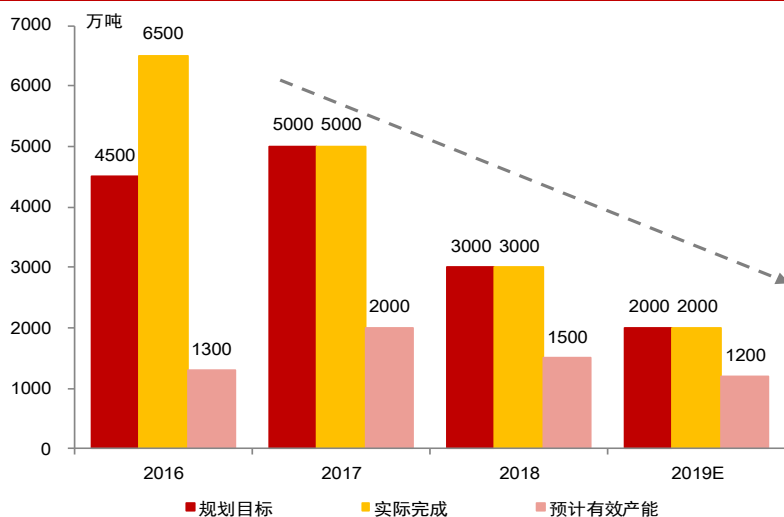


**图表 26: 2019 年产能新增统计**

| 类型 | 区域 | 高炉容积 (m <sup>3</sup> ) | 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 |    |                        | <b>852</b>  |      |
| 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 |    |                        | <b>1420</b> |      |

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 27: 去产能进程示意图**

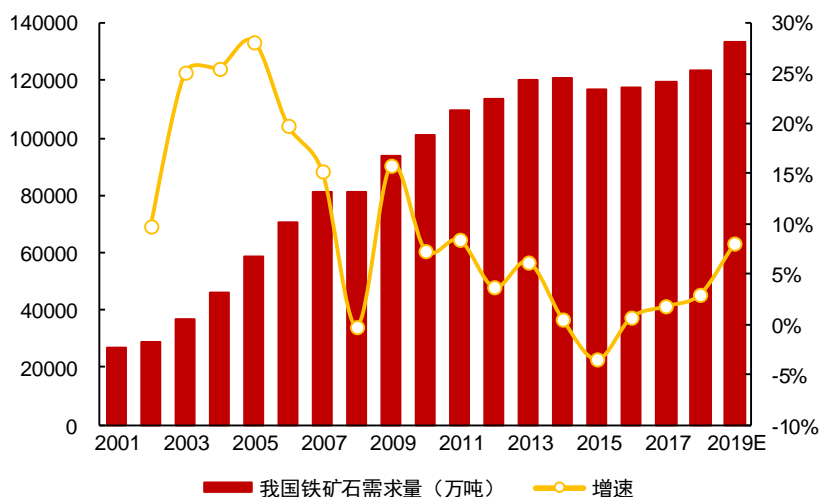


来源: 中泰证券研究所

### 高炉增产推动铁矿需求增长

- 需求变化更重要:** 对于今年铁矿石行情的火爆, 市场更倾向于把关注点放在淡水河谷事故对供应的冲击上, 实际上我们认为需求端的变化影响更大。国内环保放松带来高炉产能的释放和铁矿需求的显著增长, 按 6210 万吨的生铁增量计算, 今年国内铁矿石需求增长可以达到 9936 万吨, 显然远超外矿供应收缩的量级。

图表 28: 我国铁矿石需求量 2019 年将明显增长



来源: 统计局, 中泰证券研究所

### 紧俏的石头

- **外矿供应出现净减量:** 外矿供应缩减主要由 1 月份淡水河谷溃坝事故引发, 此后关于相关矿区和尾矿坝停复产的新闻不断, 按 Vale 最新公布的数据, 2019 年铁矿销售量预计在 3.07-3.32 亿吨之间, 同比减少 0.34-0.59 亿吨。此外 3 月澳洲飓风对黑德兰、沃尔科特及丹皮尔港等主要铁矿石发货港口造成一定影响, 两拓及 FMG 下调 2019 年目标发运量。在保守假设下, 由于灾害和飓风因素带来的海外低成本矿减量在 3750 万吨。矿难事件造成的价格上涨将引发其他区域的矿山增产或复产对冲部分矿难影响, 2019 年除四大矿山外全球主要铁矿石生产商产能增量预计为 3600 万吨。综合供应增减情况, 即便在保守假设下, 外矿供应也有望净减量 150 万吨;
- **供需缺口大幅上升:** 综合铁矿供需分析, 即便保守假设海外铁矿需求 0 增长, 今年铁矿供应缺口也可达到 1 亿吨水平, 占全球需求总量 5% 左右。这一缺口需要启动大量的国内高成本闲置矿山方可满足需求, 内矿由于品味低、开采条件差, 生产成本远高于外矿, 平均成本在 100 美元/吨附近, 因此要大规模启动内矿生产, 矿价站上 100 美元/吨并不意外。

图表 29: 必和必拓、力拓及 FMG 2019 年目标发运量 (单位: 亿吨)

|         | 必和必拓  | 力拓    | FMG   | 合计    |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 2018产量  | 2.38  | 3.38  | 1.70  | 7.46  |
| 2019Min | 2.35  | 3.33  | 1.65  | 7.33  |
| YOY     | -0.03 | -0.05 | -0.05 | -0.13 |
| 2019Max | 2.39  | 3.43  | 1.70  | 7.52  |
| YOY     | 0.01  | 0.05  | 0.00  | 0.06  |
| 2019Avg | 2.37  | 3.38  | 1.68  | 7.43  |
| YOY     | -0.01 | 0.00  | -0.03 | -0.04 |

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 30: 全球主要铁矿石生产商产能增量预测**

| 2019年主要铁矿石生产商产能增量（万吨） |             |
|-----------------------|-------------|
| Anglo Ferrous         | 978         |
| Trafigura/Mubadala    | 400         |
| IOC                   | 300         |
| Roy Hill              | 380         |
| Hierro Peru           | 350         |
| Champion              | 220         |
| Citic Pacific         | 200         |
| Yuzhny                | 150         |
| Kaunis Iron           | 140         |
| SNIM                  | 120         |
| A.Mittal Liberia      | 100         |
| New Millenium         | 100         |
| Tacora Resources      | 100         |
| Ferrexpo              | 100         |
| <b>合计</b>             | <b>3638</b> |

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

## 牛的节奏：利润弹性先矿后钢

### 今年矿强于钢

- 下半年盈利好于上半年：**钢铁、铁矿需求在今年均出现明显增长，但供应环境差异较大，由环保放松带来的产能释放对冲了由地产投资扩张带来的需求增长，综合前文供需分析，今年钢铁冶炼供应增量超出需求增量接近 1000 万吨，导致全年平均产能利用率回落 1 个百分点左右。从年内的运行节奏看，供应增加的主要部分在环保放松后的年初已经兑现，环比不会再造成边际负面影响，而需求扩张的节奏分布相对均匀，因此供需环境在年内有望进一步改善，一季度有望成为盈利低点，下半年利润有望继续维持较高水平。相比之下，今年铁矿供应环境要好得多，海外低成本矿供应的负增长配合国内需求的扩张，全年供应缺口达 5%，矿价中枢大幅上移，内矿迎来久违的景气期。

### 冶炼利润中枢回归合理

- 钢铁利润回归常态：**2018 年经济经历调整后进入筑底区域，而当前钢铁行业产能利用率仍处于很高的状态，吨钢盈利仍可达到 500 元/吨，这远超史上历次周期底部时的盈利水平。如 2012、2015 年周期低谷时，部分上市公司亏损额可达数十亿元，而 2018 年这类企业则是盈利数十亿，2019 年 Q1 利润虽有下滑，但依然可观。虽然供给端环保限产放开之后低成本产能得以充分延展，但预计后期继续释放空间较为有限，产能供给增量更多需要关注下半年将陆续投放的部分新建产能，但由于其产能爬坡尚需时间，预计行业 6-8 月份供给整体较为平稳，供需对接之下下半年行业产能利用率有望维持高位。

**图表 31: 当前钢铁盈利远高于史上周期低谷时的水平**

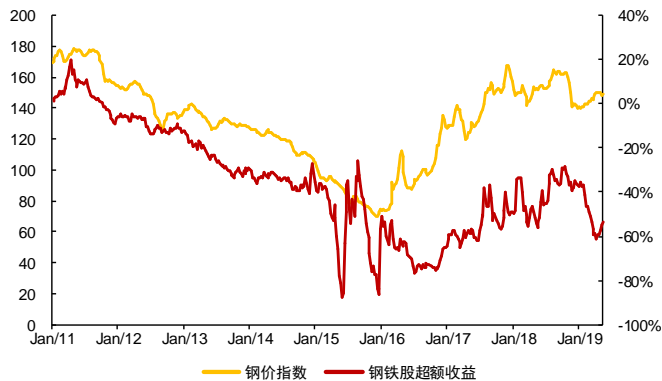


来源：中泰证券研究所

### 投资策略：关注估值修复钢铁股时点

- **钢价与钢铁股超额收益正相关：**对比钢价和钢铁股超额收益可以发现两者大体呈正相关关系。基于我们对未来一段时间钢价和钢铁盈利仍有望获高位中枢维持的判断，钢铁股目前估值偏低，有望获得估值修复的机会。

**图表 32: 钢价与钢铁股超额收益**



来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 33: 钢价与钢铁股指数**



来源：Wind，中泰证券研究所

- **当前股价反映了对供需的悲观预期：**2018 年四季度环保限产放松后，钢铁利润从原来的暴利状态回归至正常盈利水平，近半年钢铁股明显跑输大盘，充分反映了供应释放和经济周期调整的预期，而这两者在中短期内进一步恶化的可能性较低。相反若未来需求在地产的带领下持续扩张，推动行业盈利继续维持合理水平，行业基本面有望再次超出市场预期。在预期悲观时，超预期的难度降低，当前股价处于有利的博弈位置；
- **投资建议：**由于需求扩张仍由地产主导，建议重点关注长材品种，如方大特钢、三钢闽光、韶钢松山，此外铁矿石行业高景气有望在下半年延续，关注河北宣工、海南矿业。

图表 34: 钢铁上市公司估值比较 (股价取 2019 年 6 月 5 日收盘价)

| 证券代码      | 证券简称 | 股价<br>(元) | 市值<br>(亿元) | 总股本<br>(亿股) | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|------|-----------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |           |            |             | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
| 000708.SZ | 大冶特钢 | 12.46     | 56.00      | 4.49        | 1.14  | 1.07  | 1.15  | 1.25  | 10.98 | 11.64 | 10.83 | 9.97  |
| 000709.SZ | 河钢股份 | 2.99      | 317.50     | 106.19      | 0.32  | 0.19  | 0.20  | 0.23  | 9.34  | 15.74 | 14.95 | 13.00 |
| 000717.SZ | 韶钢松山 | 4.31      | 104.28     | 24.20       | 1.37  | 0.77  | 0.80  | 0.84  | 3.15  | 5.60  | 5.39  | 5.13  |
| 000761.SZ | 本钢板材 | 4.47      | 162.84     | 38.75       | 0.27  | 0.23  | 0.24  | 0.26  | 16.43 | 19.43 | 18.63 | 17.19 |
| 000778.SZ | 新兴铸管 | 4.37      | 174.40     | 39.91       | 0.53  | 0.45  | 0.46  | 0.48  | 8.30  | 9.71  | 9.50  | 9.10  |
| 000825.SZ | 太钢不锈 | 4.01      | 228.42     | 56.96       | 0.87  | 0.34  | 0.40  | 0.49  | 4.59  | 11.79 | 10.03 | 8.18  |
| 000898.SZ | 鞍钢股份 | 5.07      | 354.80     | 72.35       | 1.10  | 0.76  | 0.73  | 0.77  | 4.61  | 6.67  | 6.95  | 6.58  |
| 000932.SZ | 华菱钢铁 | 6.28      | 189.38     | 30.16       | 2.25  | 1.32  | 1.43  | 1.52  | 2.79  | 4.76  | 4.39  | 4.13  |
| 000959.SZ | 首钢股份 | 3.48      | 184.07     | 52.89       | 0.45  | 0.26  | 0.36  | 0.40  | 7.66  | 13.38 | 9.67  | 8.70  |
| 002075.SZ | 沙钢股份 | 8.96      | 197.73     | 22.07       | 0.53  | 0.32  | 0.34  | 0.38  | 16.81 | 28.00 | 26.35 | 23.58 |
| 002110.SZ | 三钢闽光 | 8.35      | 204.71     | 24.52       | 3.98  | 2.34  | 2.49  | 2.63  | 2.10  | 3.57  | 3.35  | 3.17  |
| 600010.SH | 包钢股份 | 1.70      | 774.95     | 455.85      | 0.07  | 0.04  | 0.05  | 0.06  | 23.29 | 42.50 | 34.00 | 28.33 |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 6.34      | 1412.31    | 222.76      | 0.97  | 0.65  | 0.69  | 0.74  | 6.54  | 9.75  | 9.19  | 8.57  |
| 600022.SH | 山东钢铁 | 1.65      | 180.62     | 109.47      | 0.19  | 0.12  | 0.15  | 0.16  | 8.58  | 13.75 | 11.00 | 10.31 |
| 600126.SH | 杭钢股份 | 5.06      | 170.89     | 33.77       | 0.57  | 0.55  | 0.57  | 0.60  | 8.88  | 9.20  | 8.88  | 8.50  |
| 600231.SH | 凌钢股份 | 3.32      | 92.00      | 27.71       | 0.43  | 0.20  | 0.23  | 0.26  | 7.72  | 16.60 | 14.43 | 12.77 |
| 600282.SH | 南钢股份 | 3.36      | 148.68     | 44.25       | 0.91  | 0.71  | 0.81  | 0.84  | 3.70  | 4.73  | 4.15  | 4.00  |
| 600307.SH | 酒钢宏兴 | 2.00      | 125.27     | 62.63       | 0.17  | 0.05  | 0.07  | 0.10  | 11.46 | 40.00 | 28.57 | 20.00 |
| 600507.SH | 方大特钢 | 8.88      | 128.75     | 14.50       | 2.08  | 1.25  | 1.41  | 1.63  | 4.27  | 7.10  | 6.30  | 5.45  |
| 600569.SH | 安阳钢铁 | 2.93      | 84.16      | 28.72       | 0.78  | 0.28  | 0.32  | 0.35  | 3.78  | 10.46 | 9.16  | 8.37  |
| 600581.SH | 八一钢铁 | 3.61      | 55.34      | 15.33       | 0.46  | 0.13  | 0.26  | 0.37  | 7.90  | 27.77 | 13.88 | 9.76  |
| 600782.SH | 新钢股份 | 4.98      | 158.80     | 31.89       | 1.85  | 1.01  | 1.11  | 1.20  | 2.69  | 4.93  | 4.49  | 4.15  |
| 600808.SH | 马钢股份 | 3.36      | 250.92     | 77.01       | 0.77  | 0.52  | 0.64  | 0.70  | 4.35  | 6.46  | 5.25  | 4.80  |
| 601003.SH | 柳钢股份 | 5.79      | 148.39     | 25.63       | 1.80  | 0.93  | 0.97  | 1.04  | 3.22  | 6.23  | 5.97  | 5.57  |
| 601005.SH | 重庆钢铁 | 1.89      | 163.55     | 89.19       | 0.20  | 0.14  | 0.16  | 0.18  | 9.45  | 13.50 | 11.81 | 10.50 |
| 000923.SZ | 河北宣工 | 15.86     | 103.52     | 6.53        | 0.21  | 1.17  | 1.37  | 1.50  | 77.18 | 13.56 | 11.58 | 10.57 |
| 601969.SH | 海南矿业 | 5.26      | 102.82     | 19.55       | -0.39 | 0.25  | 0.22  | 0.20  | -     | 21.04 | 23.91 | 26.30 |

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

- 财政约束导致基建回升力度有限;
- 地产投资失速下行;
- 海外经济衰退的不确定性;
- 国内利率大幅回升的风险。

**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。