

钢铁行业：唐山限产扰动市场预期 板块再迎博弈性配置窗口期

2019年06月25日

看好/维持

钢铁

行业报告

投资摘要：

事件：6月23日，唐山市召开全市钢铁企业限产部署会，传达6月22日市委常委(扩大)会议精神，对下一步全市钢铁企业限产工作提出明确要求。

7月份唐山限产将加强，供给收缩预期强烈。以唐山总产能1.4亿吨测算，如果严格按照上述政策执行，预计7月份将影响粗钢产能约6000万吨，折算当月产能为500万吨，根据Mysteel调研的当前唐山钢厂产能利用率为76%，即已在停产能约3360万吨，折算当月产能为280万吨，则限产理论上压减粗钢产能220万吨/月，折合日均粗钢产量7.33万吨，占5月份全国日均粗钢产量比重为2.56%。

供给端或持续超预期。1-6月唐山市PM2.5均值为59 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ ，距年初制定的57目标仍较远，下半年面临的环保压力大。我们认为，如果唐山要实现下降5%的年度目标，基本上需要满足以下两个条件：(1)7-9月份的限产力度不弱于2018年或限产持续时间较2018年更长，(2)2019-2020秋冬采暖季限产的实际执行力度不弱于2018-2019年。

中期需求韧性尚在，7月迎来钢价和利润反弹。我们对下半年的需求仍较乐观：

- (1) 钢价与房屋施工面积的相关性更显著，目前施工面积增速仍未见拐点；
- (2) 贸易战背景下，外需有转向内需的必要性，逆周期调节政策大概率会加强；
- (2) 地方专项债充当重大项目的资本金，带来基础设施建设投资的边际增量。供需结构改善，7月份随着需求回暖，大概率迎来钢价和利润的反弹期。

投资策略：低成本钢企的ROE韧性更好，钢价反弹时对博弈价值的提升更显著，如**方大特钢**、**三钢闽光**。以汽车家电用板、油气用钢管及高端装备制造用特种钢需求有可持续的增长潜力，相关标的具备长期配置价值，如**宝钢股份**、**大冶特钢**、**常宝股份**等细分领域的龙头。

风险提示：宏观经济下行超预期；唐山环保限产执行不及预期

未来3-6个月行业大事：

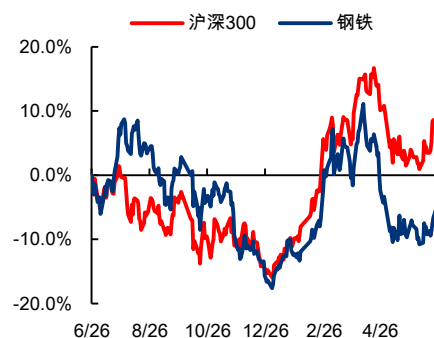
2019年7月1日起：唐山正式实施新限产措施

行业基本资料

占比%

股票家数	24	1.64%
重点公司家数	-	-
行业市值	4542.96 亿元	1.17%
流通市值	4110.51 亿元	1.45%
行业平均市盈率	4.64	/
市场平均市盈率	11.07	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

行业重点公司盈利预测与评级

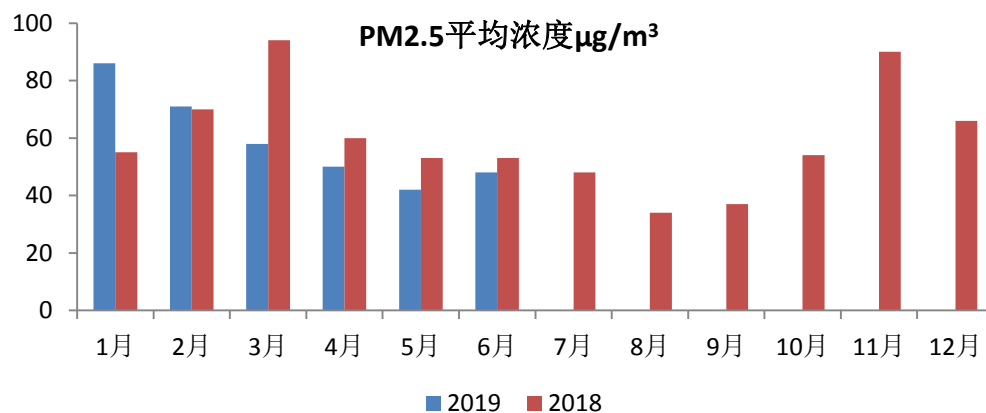
简称	EPS(元)			PE			评级
	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
三钢闽光	1.97	1.90	2.12	4.86	5.03	4.15	强烈推荐
方大特钢	2.03	1.72	1.65	4.97	5.86	6.11	强烈推荐
宝钢股份	0.73	0.80	0.86	9.16	8.30	7.76	强烈推荐
常宝股份	0.60	0.67	0.78	9.95	8.95	7.66	强烈推荐
大冶特钢	1.21	1.26	1.36	11.1	10.7	9.93	强烈推荐

1. 唐山再出强化限产措施 供给收缩预期强烈

我们推测 PM2.5 数据不降反升或是主因，5 月份唐山市 PM2.5 平均浓度为 42.4 微克/立方米，而 6 月 1-20 日 PM2.5 平均浓度升至 48.4 微克/立方米。7 月限产主要内容为：绩效评价为 A 类的首钢迁钢、沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁，烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产 20%，除此以外，全市其他钢铁企业烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产比例不低于 50%，高炉要扒炉停产。根据空气质量改善情况，届时再评估上述措施是否延续。

以唐山总产能 1.4 亿吨测算，如果严格按照上述政策执行，预计 7 月份将影响粗钢产能约 6000 万吨，折算当月产能为 500 万吨，根据 Mysteel 调研的当前唐山钢厂产能利用率为 76%，即已在停产能约 3360 万吨，折算当月产能为 280 万吨，则限产理论上压减粗钢产能 220 万吨/月，折合日均粗钢产量 7.33 万吨，占 5 月份全国日均粗钢产量比重为 2.56%。

图 1:2019 年 1-6 月唐山市 PM2.5 平均浓度为 59 $\mu\text{g}/\text{m}^3$



资料来源：河北生态环境厅，东兴证券研究所

2. 唐山 PM2.5 年度目标实现难度大 供给端或持续超预期

环保限产的边际变化值得关注。由于经济下行压力大，同时钢企维持高利润，从去年秋冬季限产开始，唐山地区的执行力度常不及预期，以至于市场对于供给端收缩完全没有预期。本周唐山加大限产力度再次扰动了市场的预期，主要在于当下背景与前期不同，一方面钢铁行业已至盈亏点，另一方面唐山市的环保压力仍然较大。根据唐山市生态环境局在市十五届人大四次会议提出的 2019 年实现“PM2.5 平均浓度达到 57 微克/立方米，比 2018 年下降 5%”的目标。由于 1-3 月采暖季限产放松，导致 1-6 月份唐山市 PM2.5 平均浓度为 59 微克/立方米，距实现年度目标仍有差距，后期的限产力度势必要加大。

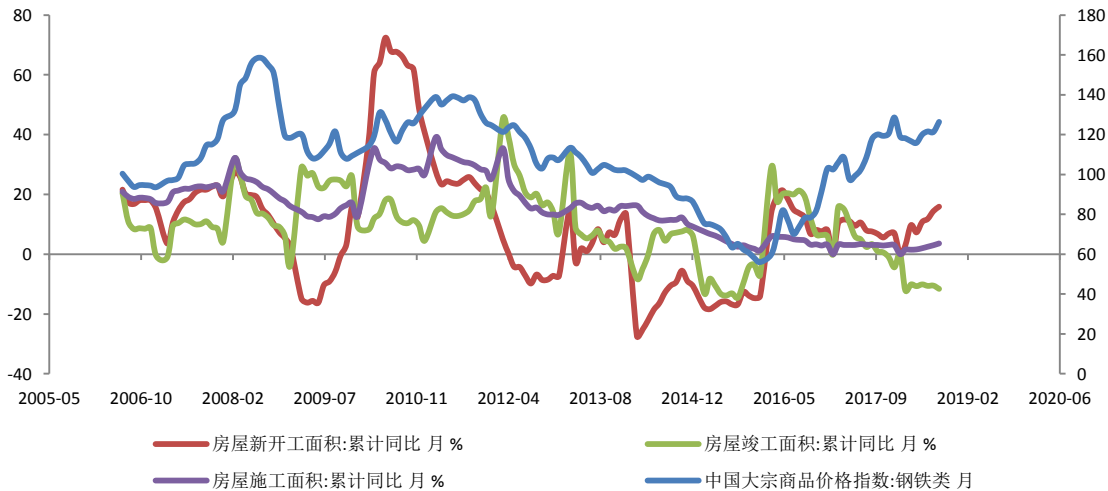
唐山 PM2.5 年度目标实现难度大，限产或持续超预期。我们以 2018 年全年 PM2.5 为 720 计，2019 年 1-6 月累计 PM2.5 为 354，同时我们假设 2019-2020 年秋冬采暖季限产参照去年的力度，则 10-12 月 PM2.5 均值分别为 54/90/66，则 7-9 月累计 PM2.5 最大值为 120。2018 年 7 月 20 日-8 月 31 日唐山采取了临时限产措施(限产力度与本次相近)，当年 7/8/9 月 PM2.5 平均浓度分别为 48/34/37 微克/立方米，累计值为 119。因此，如果要实现下降 5% 的年度目标，基本上需要满足以下两个条件：(1) 7-9 月份的

限产力度不弱于 2018 年或限产持续时间较 2018 年更长，(2) 2019-2020 秋冬采暖季限产的实际执行力度不弱于 2018-2019 年。

3. 施工面积高增长托底需求 关注逆周期调控政策的边际变化

长期看需求下行趋势难免，但中期韧性仍可能超预期。房地产行业的景气度主导钢价走势，根据国家统计局公布的数据，1-5 月房屋新开工面积累计同比增长 10.5%，增速较 1-4 月份回落 2.6 个百分点，5 月单月同比增速为 4.02%，较 4 月 15.5% 大幅回落，主要是因为去年 4 月份政策开启宽松后 5-6 月份的房屋新开工面积急剧走高，今年下半年房屋新开工面积增速在前值高基数效应下将面临下行的压力，长期看需求下行趋势难免。尽管如此，我们对下半年的需求韧性仍较乐观：(1) 上半年新开工面积增速仍然维持两位数增长，需求将从新开工转向施工端，与钢价更相关的是施工面积增速，目前仍未见向下的拐点；(2) 房地产因城施策下和低利率环境下，一二线销售回暖和三线以下城市销售韧性并存，且在低库存、高周转的背景下，房屋新开工面积很难断崖式下滑。(3) 贸易战背景下，外需有转向内需的必要性，逆周期调节政策大概率会加强；(4) 中央允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，带来基础设施建设投资的边际增量。

图 2: 钢价与房屋施工面积的相关性强于房屋新开工面积



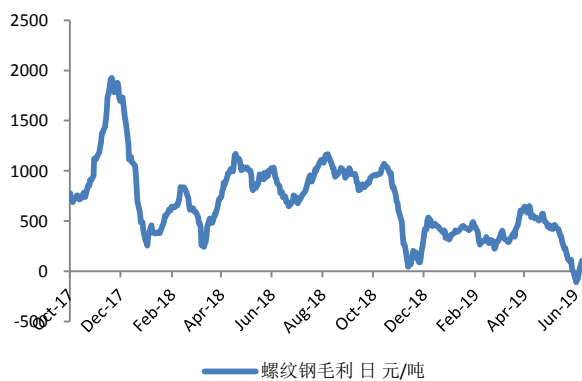
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

4. 供需结构改善 钢价和利润将迎来 7 月反弹行情

钢价将迎来 7 月反弹行情，限产加码助推反弹的高度。6 月份以来，需求走弱导致沪螺纹钢、热卷现货价格逐渐回落至 3800-4000 元/吨，同时无力转移铁矿石价格上涨所提升的成本，目前螺纹、热卷的含税成本达到 4000-4100 元/吨，全行业主要品种钢材生产已经开始亏损现金流，即便行政层面不限产，部分钢企也会自发减产。因此，在当前需求水平下，钢价和利润都已到调整到支撑位。随着 7-8 月份需求逐渐回暖，钢价将大概率反弹，而唐山加码限产将使得反弹的空间更大，有望超上半年高点。

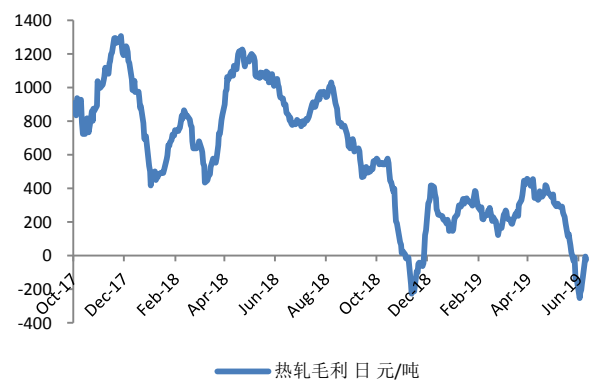
环保限产削弱铁矿石的弹性，行业利润即将触底反弹。淡水河谷溃坝事故导致铁矿石供给层面的大幅收缩，自1月份以来铁矿石价格表现出较钢材更显著的弹性，即当终端需求改善而利好钢价时，往往导致铁矿石价格涨幅更大，因此产业链的利润向上游倾斜，中游冶炼及加工环节的利润不断被侵蚀。随着环保限产政策的出台，高炉产能受到抑制的同时将减少对铁矿石的需求，铁矿石独享产业链利润的局面将得到扭转，利润将再次向中游回归，钢铁企业的利润即将触底反弹。

图 3:模型测算的螺纹钢吨钢毛利



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4:模型测算的热卷吨钢毛利



资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 投资策略：短期博弈优质长材，长期配置细分龙头

低成本、低估值的长材标的短期博弈价值提升，长期配置首选具成长性、差异化的细分龙头。在贸易战和逆周期调节的背景下，长材将延续对板材的优势，三钢闽光、方大特钢等低成本长材企业的盈利韧性更好，同时从估值上看，易于形成更大的PB-ROE错配度，估值修复空间和博弈价值大，随着价格和利润的修复，股价大概率随之向上修复。长期来看，我国经济将从投资型社会向消费型社会转型，以汽车家电用板、油气用钢管及高端装备制造用特种钢需求仍有较大的增长潜力，相关标的具备长期配置价值，如宝钢股份、大冶特钢、常宝股份等细分领域的龙头。

6. 风险提示

宏观经济下行超预期；唐山限产执行不及预期。

7. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	钢铁行业深度报告：只争朝夕——估值和成本视角下钢铁股短期博弈的投资价值分析	2019-02-21
行业	东兴证券钢铁行业 2019 年度投资策略报告：在不确定性中寻找确定性	2018-12-14
公司	宝钢股份（600019）：航母扬帆 行稳致远	2018-07-13
公司	三钢闽光（002110）：集天时地利人和之宜 扬闽中钢铁龙头之帆	2018-09-12
公司	常宝股份（002478）：油气复苏推升业绩 医疗板块助力增长	2018-10-16
公司	大冶特钢（000708）：拟关联收购兴澄特钢，世界级特钢龙头诞生	2019-06-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018 年 5 月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。