

行业盈利回落，拐点关注基建



——钢铁行业中报综述暨四季度展望

核心观点

❖ 钢材长强板弱趋势延续，炉料涨价促使钢材利润回落

钢铁供需两旺促使钢材价格整体维持韧性，钢材价格同比小幅回落，2019年以来螺纹、线材、热卷、中板和冷板的均价分别报 3907、4167、3871、3939 和 4336 元/吨，同比降幅分别为-5.42%、-3.93%、-7.10%、-8.05%、-9.24%。炉料方面，今年一季度 Vale 矿难以及澳洲飓风逆转了原本相对宽松的铁矿石供应，铁矿石价格中枢持续上行，2019年以来港口 PB 粉（61.5%）及卡粉（65%）的均价分别达到 720.23、801.34 元/吨，同比涨幅分别为 37.46%、18.68%。原材料价格上行对钢材利润形成压缩，2019年以来螺纹、线材、热卷、中板和冷板的测算加权利润分别为 255、421、54、31 和 71 元/吨，同比降幅分别为-66.82%、-52.89%、-91.59%、-95.72%、-90.02%。品种盈利与基本面强弱相匹配，长材强于板材，板材中中厚板>热卷>冷轧。

❖ 板块盈利指标回落，资产负债率自 2016 年以来首次回升

钢厂环保限产放缓、钢材产量大增叠加上游原料涨价促使钢材盈利大幅回落，2019年 H1 钢铁板块营收小幅增长，利润大幅下滑，毛利率及 ROE 均平稳回落，资产负债率小幅回升。上半年钢铁板块合计实现营业收入 7392.39 亿元，同比增长 2.34%，实现归属母公司股东净利润 309.46 亿元，同比下降 38.45%，ROE 为 4.62%，同比回落 3.74 个 PCT。2019年 H1 板块资产负债率为 57.55%，环比 2019年 Q1 上升 0.68 个 PCT，为 2016 年以来首次回升。经营方面，上半年上市钢企合计生产粗钢 1.49 亿吨，同比增长 6%，实现吨钢利润 195 元，同比回落 144 元。板块中盈利能力居前的钢企为方大特钢、大冶特钢、三钢闽光、新钢股份、南钢股份，吨钢盈利分别达到 538 元、459 元、425 元、406 元、366 元。

❖ 四季度展望：长材需求关注基建，板材供需偏弱难转变

供给限制逐步宽松，钢铁行业逻辑重心重回需求端，短期内长材需求增量或来自基建。2019年 1-7 月实现广义基建累计投资同比增速达到 3.8%，基建投资显现韧性；6 月中办、国办提出“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”，测算将拉动基建投资 2600 亿元；9 月国常会特别部署了用好专项债工作，2020 年专项债部分新增额度或将提前下达，专项债可用作项目资本金范围扩大，专项债发力将带动有效投资支持补短板扩内需，预计将推动后续基建投资增速上行。板材方面，需求端家电、汽车、机械等下游需求下行压力继续释放，工业板材、消费板材需求前景难言乐观，供给端今年将有 2200 万吨新增热轧产能投产，供应增量自下半年开始体现在实际产量上。需求走弱叠加供给增加，板材仍将是钢铁各板块中最弱一环。

风险提示：钢铁需求超预期下滑，环保政策变化

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 金属材料/钢铁
报告时间 | 2019/9/9

👤 分析师

陈雳
证书编号：S11000517060001
010-66495651
chenli@cczq.com

👤 联系人

许惠敏
证书编号：S1100117120001
021-68595156
xuhuimin@cczq.com

王磊
证书编号：S1100118070008
010-66495929
wanglei@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2019 年钢铁板块中报总结	4
1.1. 特钢及铁矿石子版块表现较好，普钢板块表现欠佳	4
1.2. 2019 年以来钢材盈利大幅回落，长强板弱趋势延续	4
二、2019 年四季度展望	10
2.1 短期内房地产投资韧性仍存，稳增长背景下基建投资值得期待	10
2.2 板材需求下行压力继续释放，板材供给持续增长	12
2.3 铁矿石供需缺口边际缩窄，铁矿石资产稀缺性凸显	14
2.4 焦炭产能收缩预期加强，焦炭中长期价格中枢有望抬升	15
风险提示	18

图表目录

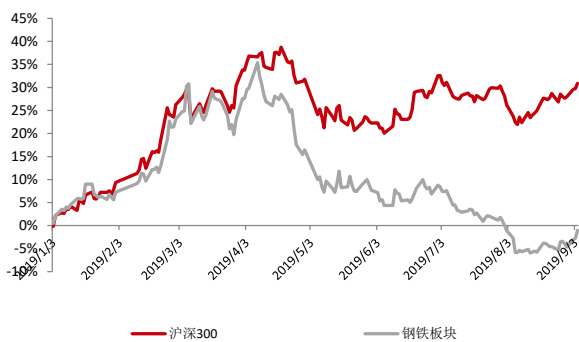
图 1:	2019 年沪深 300 与钢铁板块表现.....	4
图 2:	2019 年钢材子板块指数相对表现.....	4
图 3:	螺纹、线材钢材价格.....	5
图 4:	热卷、中板钢材价格.....	5
图 5:	铁矿石价格变动.....	5
图 6:	山西焦炭价格变动.....	5
图 7:	钢材利润变动.....	6
图 8:	钢材利润率变动.....	6
图 9:	钢铁板块中报营业收入小幅增长.....	6
图 10:	钢铁板块中报盈利回落幅度较大.....	6
图 11:	上市钢企粗钢产量及吨钢盈利情况.....	7
图 12:	钢铁板块销售毛利率.....	9
图 13:	钢铁板块销售净利率.....	9
图 14:	钢铁板块净资产收益率.....	9
图 15:	钢铁板块总资产周转率.....	9
图 16:	钢铁板块资产负债率.....	10
图 17:	钢铁板块权益乘数.....	10
图 18:	全国房屋新开工面积累计增速.....	10
图 19:	钢材表观消费量累计值及同比.....	10
图 20:	水泥累积产量及同比.....	11
图 21:	建筑钢材成交量仍处于同比高位.....	11
图 22:	基建投资韧性仍存.....	12
图 23:	交运、电力、水利行业基建投资增速.....	12
图 24:	2018 年热卷品种下游需求分布.....	13
图 25:	挖掘机销量进入负增长.....	13
图 26:	起重机销量增速放缓.....	13
图 27:	大家电用钢量同比增速.....	13
图 28:	家电销量累计值及同比.....	13
图 29:	空调月度销量同比.....	13
图 30:	热卷新增产线投放.....	14
图 31:	2019 年全球铁矿石供应预估.....	14
图 32:	非主流矿进口量增速.....	14
表格 1.	2019 年上半年归属于上市公司股东的净利润.....	8
表格 2.	四大产区焦化去产能政策.....	17

一、2019 年钢铁板块中报总结

1.1. 特钢及铁矿石子版块表现较好，普钢板块表现欠佳

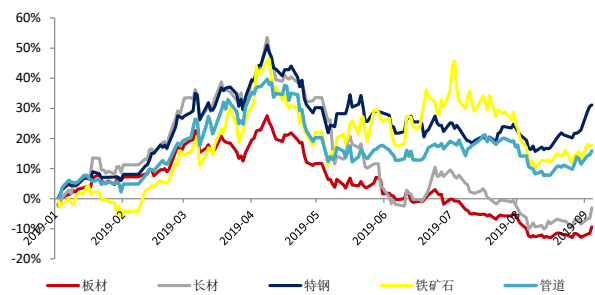
2019 年以来，沪深 300 指数累计上涨 30.86%。钢铁板块表现相对疲弱，钢铁板块累计下跌 0.99%，涨幅在各板块中排名靠后。根据主要品种分类，我们将钢铁板块细分为长材、板材、特钢、钢管和铁矿石等 5 个细分子板块。2019 年以来，特钢板块涨幅最大，累计涨幅为 31.14%，铁矿石与钢管涨幅其次，累计涨幅分别为 17.79%、15.89%；普钢表现较差，长材及板材板块累计跌幅分别为 3.07%及 9.34%。

图 1：2019 年沪深 300 与钢铁板块表现



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止至 2019 年 9 月 6 日

图 2：2019 年钢材子板块指数相对表现



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止至 2019 年 9 月 6 日

在个股方面，涨幅居前的为大冶特钢（83.93%）、金岭矿业（60.24%）及金洲管道（37.56%），大冶特钢得益于集团旗下的优良资产兴澄特钢注入预期而表现较好；金岭矿业是 A 股为数不多的铁矿石标的，受益于上半年铁矿石供需紧张、铁矿石价格上涨而实现较大涨幅；金洲管道在油气管网建设将提速、油气管道需求旺盛背景下表现较好。

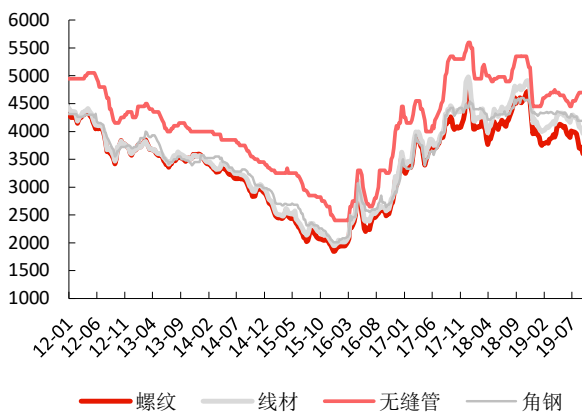
1.2. 2019 年以来钢材盈利大幅回落，长强板弱趋势延续

钢铁供需两旺促使钢材价格整体维持韧性，钢材价格同比小幅回落，2019 年以来螺纹、线材、热卷、中板和冷板的均价分别报 3907、4167、3871、3939 和 4336 元/吨，同比降幅分别为-5.42%、-3.93%、-7.10%、-8.05%、-9.24%。炉料方面，今年一季度 Vale 矿难以及澳洲飓风逆转了原本相对宽松的铁矿石

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

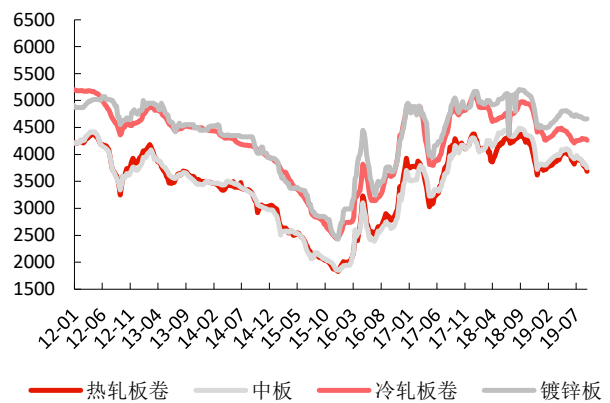
供应,铁矿石价格中枢持续上行,2019年以来港口PB粉(61.5%)及卡粉(65%)的均价分别达到720.23、801.34元/吨,同比涨幅分别为37.46%、18.68%。原材料价格上行对钢材利润形成压缩,2019年以来螺纹、线材、热卷、中板和冷板的测算加权利润分别为255、421、54、31和71元/吨,同比降幅分别为-66.82%、-52.89%、-91.59%、-95.72%、-90.02%。品种盈利与基本面强弱相匹配,长材强于板材,板材中中厚板>热卷>冷轧。

图 3: 螺纹、线材钢材价格



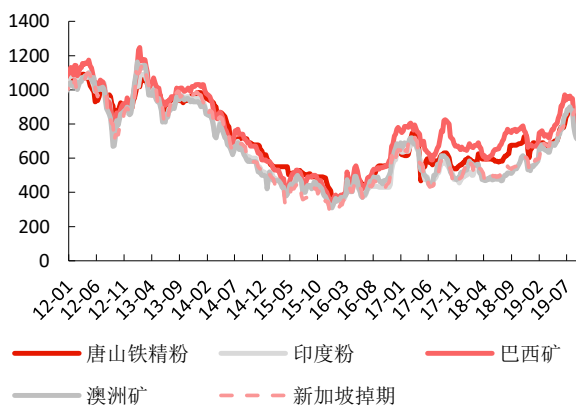
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 数据截止至 2019 年 9 月 6 日

图 4: 热卷、中板钢材价格



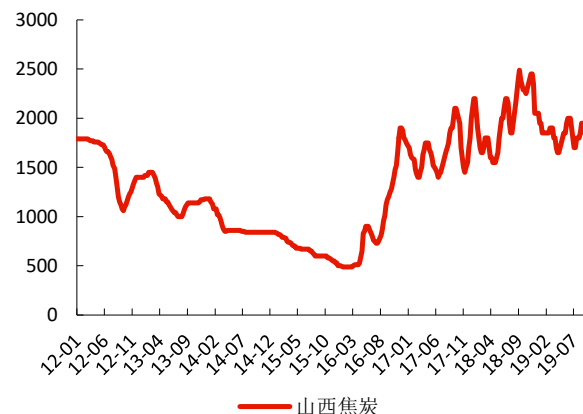
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 数据截止至 2019 年 9 月 6 日

图 5: 铁矿石价格变动



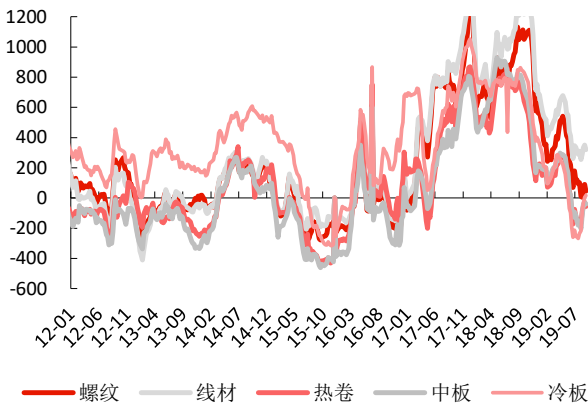
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 数据截止至 2019 年 9 月 6 日

图 6: 山西焦炭价格变动



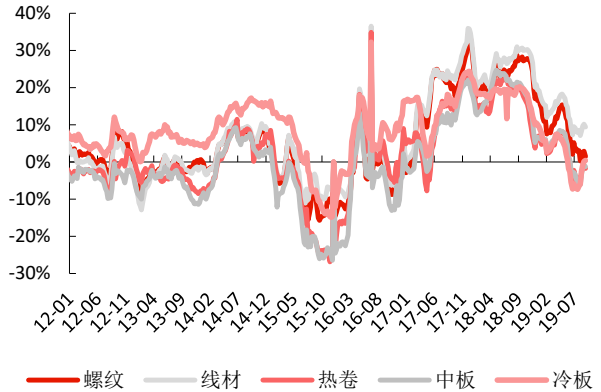
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 数据截止至 2019 年 9 月 6 日

图 7：钢材利润变动



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止至 2019 年 9 月 6 日

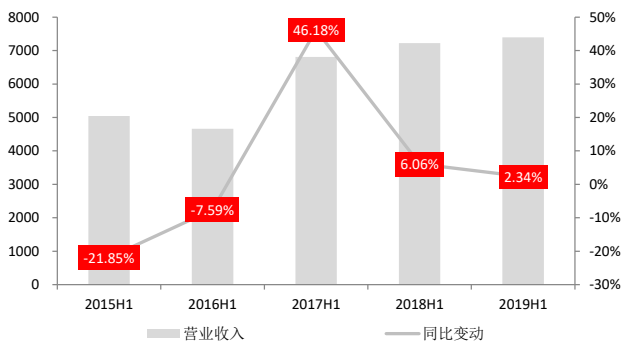
图 8：钢材利润率变动



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截止至 2019 年 9 月 6 日

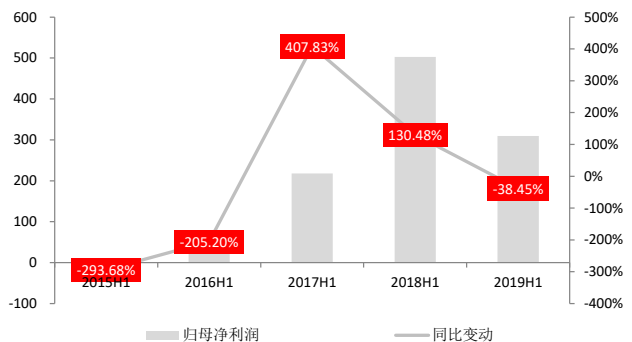
钢铁板块方面，上半年钢铁板块合计实现营业收入 7392.39 亿元，同比增长 2.34%，行业整体盈利回落在钢铁板块中报中体现的较为明显，上半年钢铁板块实现归属母公司股东净利润 309.46 亿元，同比下降 38.45%。上半年上市钢企合计生产粗钢 1.49 亿吨，同比增长 6%，实现吨钢利润 195 元/吨，同比回落 144 元/吨。板块中盈利能力居前的钢企为方大特钢、大冶特钢、三钢闽光、新钢股份、南钢股份，吨钢盈利分别为 538 元、459 元、425 元、406 元、366 元。

图 9：钢铁板块中报营业收入小幅增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：钢铁板块中报盈利回落幅度较大



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：上市钢企粗钢产量及吨钢盈利情况

股票代码	股票简称	2019H1 粗钢产量	2019H1 吨钢盈利	2018H1 粗钢产量	2018H1 吨钢盈利	2019H1粗钢产量 同比变动	2019H1 吨钢盈利变动
600019.SH	宝钢股份	2429	255	2396	418	1%	(163)
000709.SZ	河钢股份	1403	83	1221	149	15%	(66)
000898.SZ	鞍钢股份	1370	104	1306	268	5%	(164)
000932.SZ	华菱钢铁	990	226	880	391	13%	(165)
600808.SH	马钢股份	948	121	999	343	-5%	(222)
000959.SZ	首钢股份	833	120	750	190	11%	(70)
600010.SH	包钢股份	752	138	747	190	1%	(51)
601003.SH	柳钢股份	650	195	637	320	2%	(126)
600022.SH	山东钢铁	626	92	501	335	25%	(243)
000825.SZ	太钢不锈	539	216	536	529	1%	(313)
002110.SZ	三钢闽光	511	425	493	656	4%	(231)
600282.SH	南钢股份	503	366	473	484	6%	(118)
000761.SZ	本钢板材	487	93	414	183	18%	(90)
600782.SH	新钢股份	453	406	440	491	3%	(85)
600307.SH	酒钢宏兴	370	208	370	158	0%	50
000717.SZ	韶钢松山	364	277	300	586	21%	(309)
601005.SH	重庆钢铁	325	189	310	246	5%	(56)
600231.SH	凌钢股份	292	130	269	278	9%	(148)
600581.SH	八一钢铁	263	47	234	92	12%	(45)
600126.SH	杭钢股份	218	327	226	511	-4%	(184)
600507.SH	方大特钢	196	538	208	628	-6%	(89)
002075.SZ	沙钢股份	176	161	145	446	22%	(284)
600117.SH	西宁特钢	83	70	71	18	17%	53
000708.SZ	大冶特钢	64	459	58	441	10%	19
600399.SH	抚顺特钢	32	392	32	(217)	0%	610
	合计	14877	195	14016	338	6%	(144)

资料来源：Wind，川财证券研究所

具体到上市公司层面，上半年板块中仅有大冶特钢、西宁特钢、酒钢宏兴归母净利润实现上涨；板块中利润跌幅小幅板块均值（-38.45%）的公司有新钢股份（-15%）、重庆钢铁（-19%）、方大特钢（-19%）、南钢股份（-20%）等，显现出较强的盈利韧性、抗周期能力；在单体企业利润，宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光的归母净利润位列上市公司前三名。

表格 1. 2019 年上半年归属于上市公司股东的净利润

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润		销售毛利率		净资产收益率		资产负债率	
		2019H1	同比变动	2019H1	同比变动	2019H1	同比变动	2019H1	同比变动	2019H1	同比变动
600019.SH	宝钢股份	1408.76	-5.16%	61.87	-38.19%	11.05%	-3.93%	3.55%	-2.53%	45.81%	-4.08%
000932.SZ	华菱钢铁	483.37	11.17%	22.37	-34.94%	13.65%	-3.19%	11.99%	-16.50%	60.40%	-14.32%
002110.SZ	三钢闽光	189.20	7.53%	21.73	-32.81%	19.24%	-7.30%	12.22%	-10.64%	35.04%	-0.68%
600282.SH	南钢股份	240.95	11.44%	18.41	-19.56%	15.50%	-6.18%	11.73%	-6.42%	51.56%	-4.58%
600782.SH	新钢股份	263.76	4.69%	18.39	-14.81%	10.57%	-3.05%	9.39%	-5.72%	50.84%	-1.91%
000898.SZ	鞍钢股份	510.74	8.94%	14.25	-59.27%	10.01%	-6.67%	2.75%	-4.14%	41.51%	-2.30%
601003.SH	柳钢股份	228.78	1.30%	12.65	-38.00%	10.26%	-2.87%	12.17%	-14.75%	58.36%	-9.08%
000709.SZ	河钢股份	623.94	11.07%	11.68	-35.87%	11.19%	-3.20%	2.09%	-1.73%	72.40%	-1.41%
000825.SZ	太钢不锈	347.06	-5.61%	11.66	-58.90%	12.06%	-4.99%	3.79%	-6.48%	54.52%	-5.38%
600808.SH	马钢股份	370.27	-7.58%	11.45	-66.61%	9.06%	-6.07%	4.15%	-9.58%	62.78%	2.95%
600507.SH	方大特钢	82.53	0.18%	10.55	-19.19%	26.31%	-5.06%	17.17%	-11.68%	59.68%	-0.20%
600010.SH	包钢股份	303.09	-4.33%	10.41	-26.46%	15.53%	0.24%	1.96%	-0.87%	62.87%	-2.55%
000717.SZ	韶钢松山	137.88	13.76%	10.07	-42.67%	10.88%	-8.30%	15.08%	-30.83%	55.01%	-13.25%
000959.SZ	首钢股份	327.84	3.95%	10.02	-29.66%	11.63%	-2.53%	3.85%	-1.52%	72.11%	-0.87%
000778.SZ	新兴铸管	212.58	5.61%	8.19	-27.80%	12.86%	-3.35%	3.90%	-1.78%	54.36%	-3.11%
600307.SH	酒钢宏兴	227.67	-1.19%	7.69	31.56%	12.10%	2.47%	7.03%	1.14%	69.82%	-3.90%
600126.SH	杭钢股份	124.82	-5.27%	7.13	-38.32%	9.27%	-4.91%	3.77%	-2.97%	28.55%	-1.52%
601005.SH	重庆钢铁	114.84	3.52%	6.16	-19.19%	9.94%	-5.82%	3.27%	-1.18%	27.91%	-0.37%
600022.SH	山东钢铁	323.55	30.06%	5.77	-65.58%	7.86%	-3.09%	2.82%	-6.04%	59.26%	2.96%
000761.SZ	本钢板材	241.03	2.82%	4.53	-40.13%	8.44%	-2.81%	2.35%	-2.21%	67.54%	-2.17%
600231.SH	凌钢股份	106.34	5.45%	3.80	-49.24%	8.80%	-5.67%	5.02%	-6.17%	54.03%	0.43%
000708.SZ	大冶特钢	63.86	3.78%	2.94	15.02%	11.75%	-1.70%	6.72%	0.47%	44.09%	0.32%
002075.SZ	沙钢股份	62.35	-13.82%	2.85	-55.97%	13.70%	-10.02%	6.20%	-11.29%	37.61%	1.85%
600569.SH	安阳钢铁	148.88	-5.58%	2.51	-75.32%	10.86%	-2.40%	2.76%	-11.84%	72.29%	-4.75%
600399.SH	抚顺特钢	30.82	3.95%	1.26	-280.4%	10.94%	1.51%	2.97%	2.97%	48.43%	-65.69%
600581.SH	八一钢铁	95.42	16.18%	1.24	-42.65%	9.16%	-1.95%	3.01%	-3.24%	78.06%	-3.44%
600117.SH	西宁特钢	43.88	29.60%	0.58	365.05%	13.41%	-1.35%	5.19%	4.79%	92.40%	7.66%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

从盈利能力来看,上半年钢铁板块销售毛利率达到 11.73%,环比回落 3.75 个百分点;销售净利率达到 4.64%,环比回落 2.89 个百分点,ROE 为 4.62%,同比回落 3.74 个百分点。

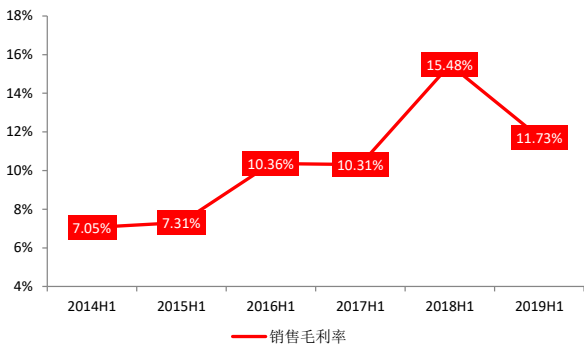
从个股层面来看,上半年销售毛利率较高的钢铁公司为方大特钢、三钢闽光、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

沙钢股份、南钢股份等，销售毛利率分别达到了 26.31%、19.24%、15.53%、15.50%；上半年销售毛利率同比降幅比较大公司为沙钢股份、韶钢松山、三钢闽光等，降幅分别达到了 10.02、8.30、7.30 个百分点。

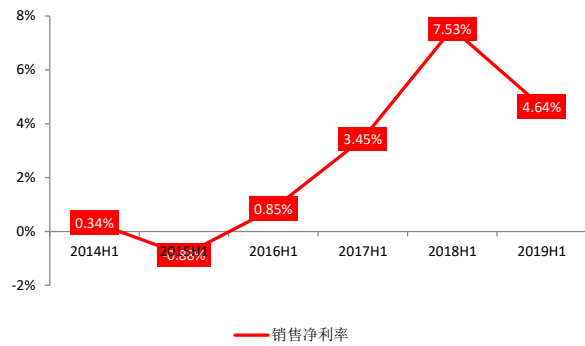
上半年净资产收益率较高的钢铁公司有方大特钢、韶钢松山、三钢闽光等，对应的 ROE 分别达到 17.17%、15.08%、12.22%；上半年 ROE 降幅比较大公司有韶钢松山、华菱钢铁、柳钢股份等，降幅分别达到了 30.83、16.50、14.75 个百分点。

图 12：钢铁板块销售毛利率



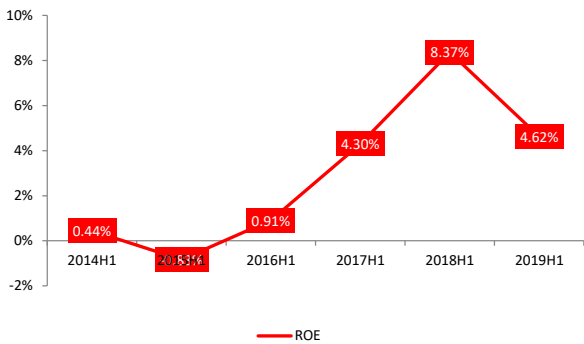
资料来源：Wind，川财证券研究所；

图 13：钢铁板块销售净利率



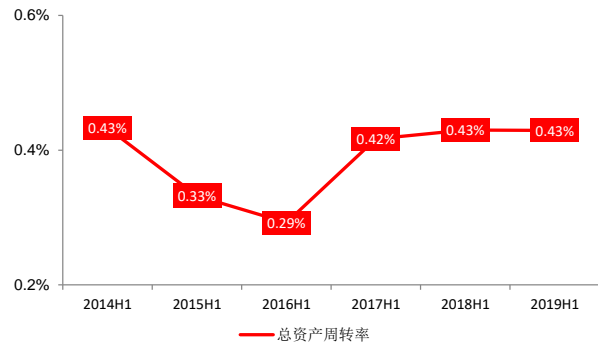
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：钢铁板块净资产收益率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：钢铁板块总资产周转率



资料来源：Wind，川财证券研究所

截止 2019 年中报，钢铁板块资产负债率为 57.55%，环比 2019 年一季度上升 0.68 个百分点，为 2016 年一季度以来首次回升。板块中资产负债率较高的个股有西宁特钢、八一钢铁、河钢股份，资产负债率分别达到了 92.40%、78.06%、72.40%，资产负债率同比增幅较大的西宁特钢、山东钢铁、马钢股份，增幅达到了 7.66、2.96、2.95 个百分点。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 16: 钢铁板块资产负债率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 钢铁板块权益乘数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、2019 年四季度展望

2.1 短期内房地产投资韧性仍存, 稳增长背景下基建投资值得期待

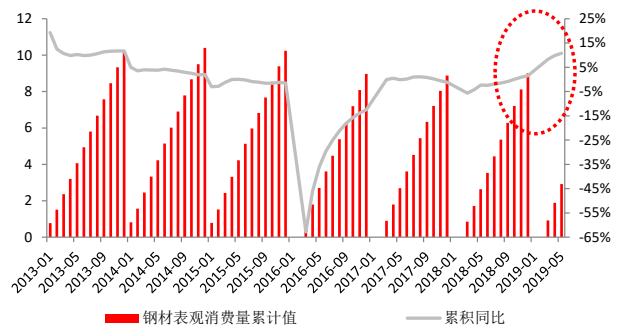
供给限制逐步宽松, 钢铁行业逻辑重心重回需求端。首先是地产方面, 地产分项需求占有钢材需求约 35%, 占螺纹钢单品种需求约 60%-70%。地产新开工阶段用钢量占到整体项目用钢量的 1/3-2/3, 因此螺纹钢需求的核心指标集中房屋新开工面积。统计局数据显示, 前 7 月房地产新开工仍维持较高水平, 1-7 月房屋新开工面积 12.57 亿平方米, 增长 9.5%, 房地产新开工高增速的维持也保障了上半年建筑钢材的需求端保持旺盛, 从表观消费量来看, 1-7 月粗钢表观消费增速高达 16%。与建筑钢材下游需求较为一致的水泥前 7 月产量达到 12.62 亿吨, 同比增幅达到 7.20%, 也佐证 2019 年以来建筑钢材需求较好。

图 18: 全国房屋新开工面积累计增速



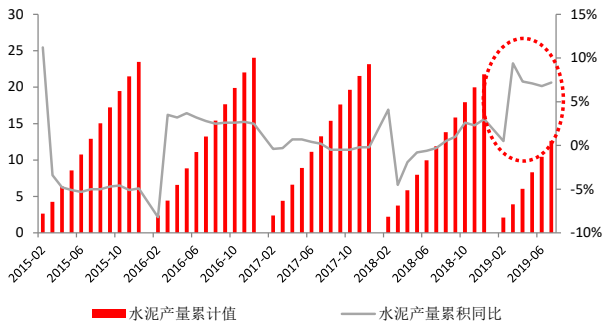
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 钢材表观消费量累计值及同比



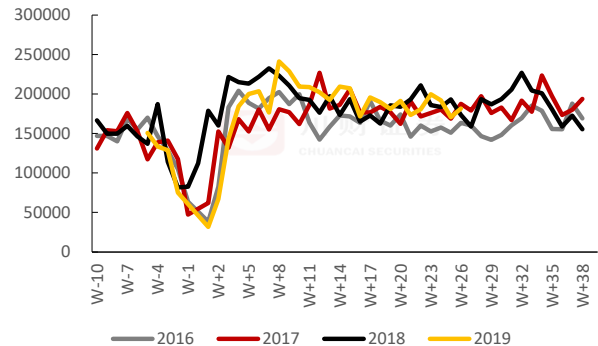
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20：水泥累积产量及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21：建筑钢材成交量仍处于同比高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

2019 年 1-7 月基建投资同比增速达 3.8%，稳增长背景下基建投资值得期待。2018 年四季度以来，地方专项债的落实和发行加快，基建发力已经开始加速，2019 年 1-7 月实现广义基建累计投资同比增速达到 3.8%，基建投资韧性仍存。

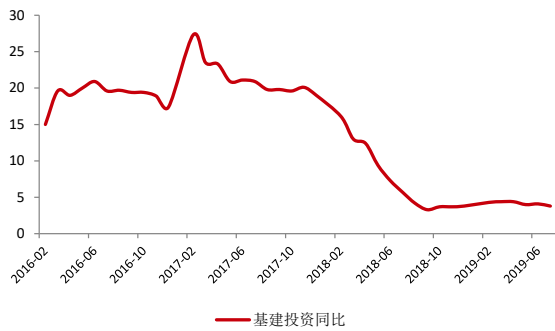
专项债补充资本金预计将拉动基建投资近 2600 亿元。6 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”，在此前只有一般地方债的资金可用来补充项目资本金，专项地方债的资金不能用作项目资本金。对于项目的具体要求，文件明确“符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目”。整体测算新增地方债中符合补充项目资本金的约有 5%，考虑到《通知》发出后新增地方债余额还有 13180 亿元，则约有 650 亿元专项债资金可用于补充项目资本金；按照 4 倍乘数效应测算，将拉动基建投资 2600 亿元。

9 月 4 日，国务院第 63 次常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署了用好专项债工作，着重提出：1) 2019 年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目上；2) 根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达 2020 年专项债部分新增额度，确保 2020 年初即可使用见效；3) 将专项债可用作项目资本金范围明确为符合重点投向的重大基础设施领域，包括铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施等。专项债发行发力将带动有效投资支持补

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

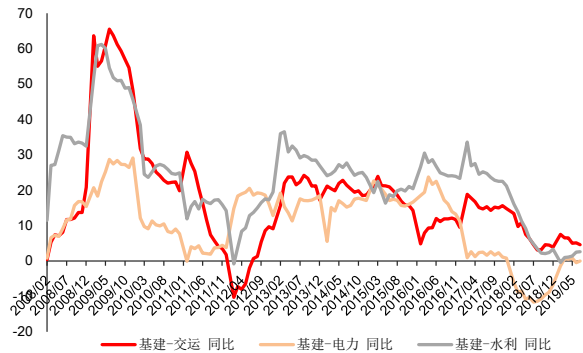
短板扩内需，预计将推动后续基建投资回暖。

图 22： 基建投资韧性仍存



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23： 交运、电力、水利行业基建投资增速



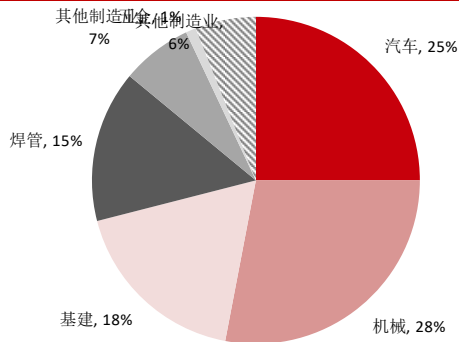
资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 板材需求下行压力继续释放，板材供给持续增长

板材类供应仍在增长，家电、汽车、机械等板块需求下行压力继续释放。需求方面，考虑地产销售进入下行周期，家电、汽车等需求后续预计仍将继续下滑；机械行业在设备更新周期结束背景下，后续增速预期放缓。工业类板材方面，7月挖掘机销量12346台，当月同比为11%，远低于去年同期45%的增速。7月起重机销量2468台，当月同比为-15.4%，自5月增速转负后降幅继续扩大。工业类板材需求前景不容乐观。消费类板材方面，汽车销量增速从2018年第三季度开始下行，在销量疲弱的背景下，不管汽车厂商还是经销商都在经历去库存，导致对原料需求的下降，短期内汽车板消费趋势仍然将较为疲弱；家电方面，今年1-7月，家电累计销售增速下跌至-45.1%，远不及2018年同期6.1%的增速，家电消费总体较为低迷。

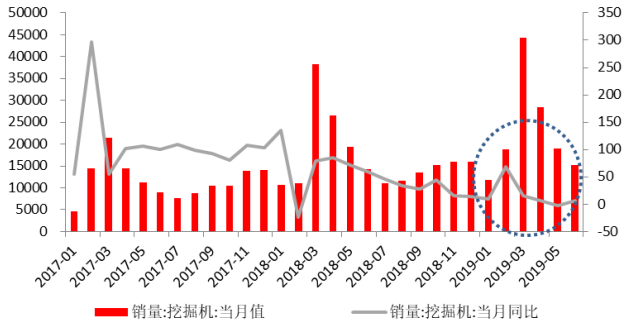
供应方面，尽管2017年以来，板材单品种毛利低于长材。但在政策鼓励和前期规划带动下，热卷产能仍在持续增长。根据Mysteel等资讯机构统计，2018年热卷产能增加2000万吨，2019年仍有2200万吨新增产能投产。其中华北、华南等多条产线上半年已经投产。但从实际供应增量来看，上半年尚未看到明显的供应增量。热卷新轧线从点火到顺行大约需要3-6个月左右磨合期，随着产线持续投产，这部分供应增量预计自下半年开始体现在实际产量上。需求走弱叠加供给增加，板材仍将是钢铁各板块中最弱一环。

图 24: 2018 年热卷品种下游需求分布



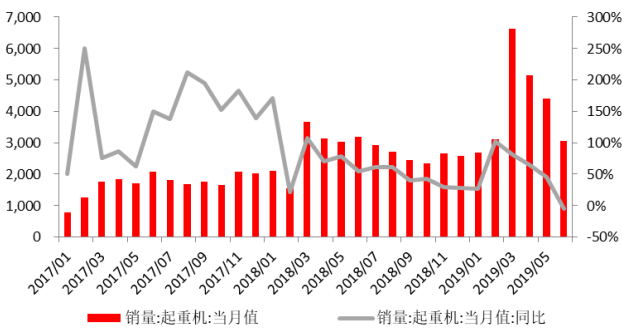
资料来源: wind, Mysteel, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 25: 挖掘机销量进入负增长



资料来源: wind, Mysteel, 川财证券研究所; 单位: 吨

图 26: 起重机销量增速放缓



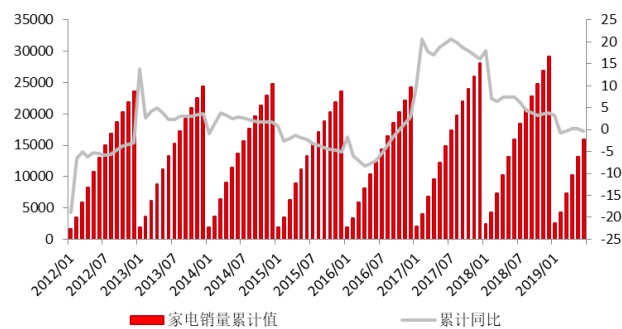
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 27: 大家电用钢量同比增速



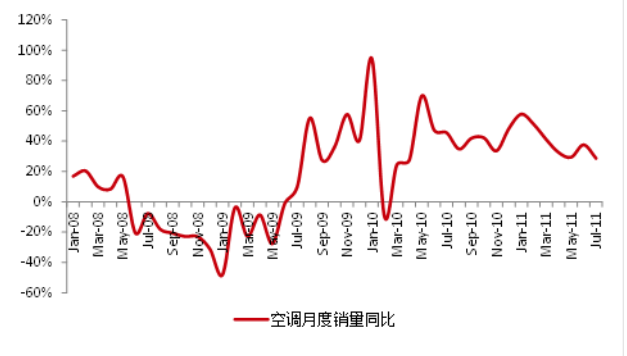
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 28: 家电销量累计值及同比



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 29: 空调月度销量同比



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 30: 热卷新增产线投放

企业	产能	投产时间	产品定位
企业1	华北	200	冷轧基料
	华北	400	普碳钢
	华北	200	冷轧基料
企业2	华北	100	冷轧基料、集装箱、高强度、普卷薄规格
企业3	华北	150	普卷薄规格、低端冷轧
企业4	华东	250	冷轧基料、集装箱、高强度、普卷薄规格
企业5	华东	225	普卷薄规格、低端冷轧
企业6	华南	225	普卷薄规格、低端冷轧
企业7	华北	200	冷轧基料
企业8	华北	460	品种钢
企业9	西北	250	硅钢
企业10	华北	220	普碳钢
企业11	华北	250	冷轧基料
企业12	华北	200	冷轧基料

2.3 铁矿石供需缺口边际缩窄，铁矿石资产稀缺性凸显

供给端测算 2019 年铁矿石供应减量 1350 万吨

1) Vale (淡水河谷) 因为矿难问题将 2019 年年度发货量预估 3.32 亿吨，环比 2018 年发货量降 3300 万吨

2) BHP (必和必拓) 由于 3-4 月份飓风原因小幅下调发货量至 2.65-2.7 亿吨，环比 2018 年略低 400 万吨

3) Rio Tinto (力拓) 则在年内两度下调年度发货量计划至 3.2-3.3 亿吨，环比 2018 年发货量降 1300 万吨

4) FMG 年产量维持 1.7 亿吨。

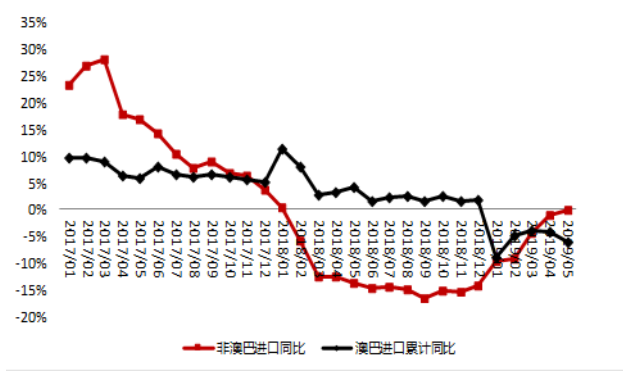
同时，我们根据 1-7 月份统计局和海关数据测算，2019 年非主流外矿预计增产 1250 万吨，国产矿增产 1060 万吨，澳洲、巴西的二线矿山共计划增产 1630 万吨，预计 2019 年全球铁矿石供给将减少 1350 万吨。

图 31: 2019 年全球铁矿石供应预估

	2018	2019E	年度变化	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	同比	环比
四大矿山										
Vale	36557	33000	-3557	8195	9675	10494	10098	7287	-11%	-28%
BHP	28200	27800	-400	6705	7215	6934	6552	6361	-5%	-3%
RIO	33800	32500	-1300	8310	8550	8190	8740	6910	-17%	-21%
FMG	17000	17000	0	3870	4650	4020	4250	3830	-1%	-10%
澳洲二线										
Grange	226	230	4	61	69	50	47	49	-19%	5%
Atlas	930	930	0	200	210	190		#N/A	#N/A	
Mount Gibson	376	416	40	98	96	115	191	40	-59%	-79%
Gindalbie	776	764	-12	193	189	183	195	186	-4%	-5%
Roy Hill	5000	5500	500							
巴西二线										
Usiminas	327	330	3	108	68	84	67	87	-20%	30%
CSN	2963	3080	117	620	675	815	852	769	24%	-10%
minas-rio	824	1800	977	305	106	-	227	491	61%	117%
非主流	15081	16331	1250	4234	3986	3377	3484	4048	-4%	16%
国产矿	21205	22265	1060	5263	5521	5325	5096	5341	1%	5%
全球铁矿石产量			-1318							

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 32: 非主流矿进口量增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从发货节奏来看，四大矿山均已发布 2019 年二季度运营报告，且对 2019H2-2020 发货量做出预估。公告显示，2019 年上半年，受矿难、天气等因素影响，四大矿山发货量同比减少 5000 万吨。2019 年下半年，根据发运计划，力拓、必和必拓发货分别预计同比增加 500、800 万吨，FMG 发货量则持平，Vale 下半年周度发货均值需较去您同期持平，达到 700 万吨以上。整体看，2019 年下半年，四大矿发货量同比降幅预期大幅缩窄至持平，供需缺口将取决于终端需求和钢厂限产力度。

● 铁矿石缺口边际缩窄，铁矿石资产稀缺性凸显

钢厂限产力度在 8 月后有所放松，铁矿石缺口结构或难改变，年末港口铁矿石库存或跌破亿吨。节奏上，由于下半年供应缩量缩窄，供需缺口边际上将略有缩窄但供需仍维持紧张格局。长期来看，随着 Vale 复产、非主流和国产矿缓慢恢复、终端地产等需求边际走弱，矿价预计将在 2020 年逐步回归供需平衡。

更长期来看，随着国内外扩产周期结束，铁矿石资产产能瓶颈已经逐步显现，长期矿价均衡水平预计维持在 80-110 美金国产矿成本中枢。随着矿石资产长期稀缺性逐步显现，矿石股稳定性和确定性将强于矿石价格。

2.4 焦炭产能收缩预期加强，焦炭中长期价格中枢有望抬升

2.4.1 2019 年下半年山东省将压缩焦炭产能 1031 万吨

7 月 2 日，山东省政府发布《山东省人民政府办公厅关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》，其中对压减省内焦化产能做出了具体规定。

《指导意见》要求山东省 2019 年压减焦化产能 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨。《指导意见》提出要求利用 5 年左右时间，将全省煤炭消费争取净压减 5000 万吨的工作目标，并提出了严控新增煤炭产能、压减高耗能行业产能等重点任务。在焦化行业方面，《指导意见》指出：1) 严格核查清理在建焦化产能，违规产能一律停止建设；2) 2019 年 7 月底前，制定出台全省焦化行业产能总量压减和转型升级方案，明确焦化产能压减清单和重点措施；3) 2019 年压减焦化产能 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨，两年共压减 1686 万吨。

山东压减焦化产能或对江苏、江西、福建等省份焦化市场扰动更大。我们从总量及结构两方面探讨山东焦炭去产能对焦化市场的影响。总量上，目前山东省共有焦炭产能 6000 万吨左右，2019 年要求压减的 1031 万吨产能在全省产能占比达到 17%，去产能对山东省内焦炭供给影响不可忽视；同时，由于山东省 60% 的焦炭销往省外，主要销

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

售地以华东地区为主，山东限产或对江苏、江西、福建等对外采焦炭依赖度较高省份的焦化市场扰动更大，考虑到唐山、武安等地环保限产趋严带来钢材价格抬升、南方钢厂有超产动力提升焦炭需求及南方钢厂为避开下半年山东去产能、焦炭供给不足而提前补库两方面因素，我们判断后续南方焦炭价格上行空间较大。在结构方面，参考山东省政府前期发布的高耗能行业高质量发展实施方案，去产能或将促使山东省内单厂区产能小于 100 万吨及焦炉焦化室高度在 5.5 米以下的焦化厂退出市场，从而提升山东省焦化行业的产业集中度及优化省内焦化厂生产装备。

2.4.2 焦炭主产区焦化去产能政策梳理

除上文提到的山东地区焦炭去产能情况以外，我们梳理四大焦炭主产区中的剩余三个省的焦化去产能政策，对 2019 年下半年焦化去产能状况作出测算。

● 山西省内去产能更多体现在结构上，对省内焦炭产能总量影响有限

山西省目前焦化去产能的纲领性文件为《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》，《行动方案》要求全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内；对焦化行业实行三年升级改造行动，到 2022 年，先进产能占比达到 60% 以上。山西省当前具有焦化产能 1.45 亿吨左右，基本与《行动方案》要求的产能目标一致，考虑到部分在册产能为无效产能，预计山西省内在产焦化产能小于文件要求，《行动方案》执行或对山西省内有效焦化产能影响有限。《行动方案》对山西焦化产能影响更多体现在结构上，文件要求到 2022 年省内先进产能占比达到 60% 以上，当前山西省内焦化装备产能比例为大机焦 26%、普通机焦 66%、热回收焦炭产能 8%。若至 2022 年底大机焦产能占比达到 60%，则对应的落后产能占比为 40%，即 5900 万吨，则需置换的落后产能将达到 5000 万吨左右。产能置换动作或将造成短期焦炭产量波动，建议关注产能置换节奏。

● 河北省 2019-2020 年将压减焦化产能 400 万吨左右

河北省当前焦化去产能的纲领性文件为《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》，文件要求在 2020 年底前全省所有炭化室高度 4.3 米的焦炉全部关停、并要求坚持关小促大，严格实施产能减量置换（不低于 1.25:1）。河北省当前具有焦化产能 8500 万吨，落后产能为 1800 万吨，若进行减量置换，需压减焦化产能 400 万吨。此外，河北省还面临着以钢定焦、到 2020 年钢焦比达到 0.4 左右的要求，在压减落后产能 400 万吨后河北省焦化产能将降至 8100 万吨，与钢焦比要求较为贴合（2020 年河北省钢铁产能将降至 2 亿吨）。

● 2019 年以来江苏地区焦化去产能执行进度有所放缓

江苏省当前焦化去产能的纲领性文件为《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》，文件要求 2018 年底前，沿江地区和环太湖地区独立焦化企业全部关停，其他地区独立炼焦企业 2020 年前全部退出。2020 年底前，除沿海地区外

钢焦联合企业实现全部外购焦，徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升，整合成 2-3 家综合性焦化企业，压减 50% 的炼焦产能。2018 年，徐州地区焦化厂去产能执行的较为严格，徐州地区 1500 万产能在 2018 年年内已经关停；2019 年以来，江苏地区焦化去产能执行进度或因经济发展平衡问题有所放缓，建议持续关注江苏地区焦化去产能推进状况。

表格 2. 四大产区焦化去产能政策梳理

	文件	涉及焦化产能	推进情况
山东	《关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》	2019 年压减 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨	开始推进
江苏	《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》	2019 年年底前关停 1800W	徐州地区 1500W 年内已关停
河北	《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》	2018/2019/2020 分别停 500W/300W/200W	开始推进
山西	《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》	全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内	尚未开始

资料来源：《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》、《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》、《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》、《关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》，川财证券研究所

山东焦化去产能对短期内焦炭供给端影响较大，关注四地焦化去产能落地情况。通过以上测算可以看出，对 2019 年下半年焦炭供给影响较大的为山东地区焦化去产能。需要注意的是，以上测算为根据相关文件进行的理论测算，理论测算或与实际执行情况存在误差，仍建议关注三地去产能落地情况。

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行业的整体表现，钢铁行业仍然可能出现业绩大幅下滑。贸易战风险不确定性较大。

下游需求低迷对钢铁行业的影响

长期需求预期偏弱，短期需求表现尚可，警惕需求拐点出现。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004