

供需缓慢下移 取暖季限产或超预期

——钢铁行业四季度策略报告（20190927）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

❖ Q1-Q3 特钢及铁矿石子板块表现较好，普钢板块表现欠佳

2019 年以来，沪深 300 指数累计上涨 27.59%。钢铁板块表现相对疲弱，累计下跌 5.87%，涨幅在各板块中排名靠后。其中，特钢板块涨幅最大，累计涨幅为 31.17%，钢管与铁矿石涨幅其次，累计涨幅分别为 14.89%、11.79%；普钢表现较差，长材及板材板块累计分别下跌 7.59% 及 11.37%。

❖ 普钢：供需弱平衡，废钢成为关键成本支撑

普钢重心缓慢下移，存量需求仍在高位。伴随房地产、制造业逐步走弱，普钢需求年内如期下滑，但房屋低库存和房企高周转模式支撑下，整体需求回落速度缓慢。统计局数据显示，1-8 月份钢材表观消费增速仍有 6.4%。四季度钢材需求预期仍然谨慎，但预计年内新开工面积仍能保持正数。

供应高弹性，关注四季度环保潜在超预期。尽管需求高位，但供应端宽松条件下，行业景气度缓慢下移。经历供给侧洗礼后，钢材产量由此前刚性特点转变为高弹性。电炉和长流程钢厂废钢系数的灵活调节为钢厂利润底部提供了保护垫。另一方面，随着 70 周年大庆和取暖季的来临，警惕今年四季度供应端环保限产超预期。

成本端，矿石供应趋于平缓，废钢成为关键成本支撑。伴随巴西复产，铁矿石年度供需缺口由 9000 万吨收窄至 5000 万吨，预计四季度矿价仍将处于 80-90 美金高位。2018 年年中开始，废钢成为钢材生产中重要的原料之一，废钢产量占粗钢比例已经超过 20%。需求增长快于供应释放，2019 年以来废钢价格持续呈现易涨难跌态势。废钢刚性支撑下，钢价 3300-3400 元/吨成本支撑线较强。

❖ 特钢：盈利稳健，景气仍存

2019 年以来，特钢子板块无论是从板块表现还是盈利均领跑整个钢铁板块。高端制造业快速发展助力特钢需求放量。特钢是高端制造业的重要原材料，在我国制造业升级的过程中，以铁路、汽车、军工、核电等高端制造业将迎来快速发展，从而拉动特钢需求放量增长：汽车方面，新增汽车用特钢需求弱稳，但存量市场空间广阔；铁路方面，中长期铁路网规划明确具体，铁路用特钢需求稳健增长。

❖ 行业景气度缓慢下滑，关注废钢、特钢等子板块

普钢需求缓慢下滑，特钢盈利仍然稳健。尽管景气度下滑，但弹性供应支撑下钢价和利润跌幅有限。基建发力可期，或支撑螺线等长材需求。关注四季度钢厂取暖季限产执行情况，供应端收缩有望超预期。废钢需求双位数增长，但供应释放有限，废钢成为产业链中支撑最强环节。特钢盈利稳健，关注特钢板块相关标的。

❖ 风险提示：需求超预期下滑，进出口政策变化，环保政策变化

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业研究部
报告类别 | 深度报告
所属行业 | 金属材料/钢铁
报告时间 | 2019/9/27

👤 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、2019Q1-Q3 钢铁板块表现回顾.....	4
1.1. 特钢及铁矿石子板块表现较好，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、普钢：供需弱平衡，废钢成为关键成本支撑.....	6
2.1 需求：重心缓慢下移，存量需求仍在高位.....	6
2.2 供应：产量高弹性，关注四季度环保潜在超预期.....	8
2.3 成本：矿石供应趋于平缓，废钢成为关键成本支撑.....	11
三、特钢：盈利稳健，景气仍存.....	13
3.1 年内特钢板表现较好，业绩稳定性凸显.....	13
3.2 新增汽车用特钢需求弱稳，存量市场空间广阔.....	14
3.3 中长期铁路规划逐步落地，铁路用特钢需求稳健增长.....	15
3.4 关注特钢行业领军企业中信泰富.....	16
四、行业景气度缓慢下滑，关注废钢、特钢等子板块.....	17
风险提示.....	19

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 (2012-2019)	5
图 4:	热卷、中板钢材价格 (2012-2019)	5
图 5:	铁矿石价格变动 (2012-2019)	5
图 6:	山西焦炭价格变动 (2012-2019)	5
图 7:	钢材利润变动 (2012-2019)	6
图 8:	钢材利润率变动 (2012-2019)	6
图 9:	钢材统计局表观消费量 (2012-2019)	6
图 10:	全品种钢材库存季节性 (2015-2019)	6
图 11:	钢材下游需求分布图 (2018)	7
图 12:	房地产市场单月拿地数据 (2011-2019)	7
图 13:	基建投资增速 (2015-2019)	7
图 14:	专项债发行速度 (2018-2019)	7
图 15:	热卷下游需求分布 (2012-2019)	8
图 16:	汽车用钢增速持续下滑 (2017-2019)	8
图 17:	热卷产能及其增速 (2008-2019E)	8
图 18:	冷轧-热卷价差 (2008-2019E)	8
图 19:	电炉开工与利润 (2007-2019)	9
图 20:	高炉转炉废钢系数变化 (2017-2019)	9
图 21:	唐山环保限产量跟踪.....	10
图 22:	唐山空气污染排名	10
图 23:	2019-2020 年采暖季限产征求意见稿与 2018-2019 年正式文件对比	10
图 24:	唐山钢厂分类评级 (2019 年 9 月)	11
图 25:	巴西铁矿石发货季节性 (2016-2019)	12
图 26:	澳洲铁矿石发货季节性 (2016-2019)	12
图 27:	巴西发中国比例 (2018-2019)	12
图 28:	港口铁矿石库存 (2017-2019)	12
图 29:	螺纹-废钢价差 (2009-2019)	13
图 30:	2018 年以来历次下跌中上下游跌幅比较.....	13
图 31:	2001-2019 年度钢供需差.....	13
图 32:	2020-2030 废钢供应模拟测算.....	13
图 33:	2019 年以来部分汽车消费促进政策.....	14
图 34:	全国汽车保有量变化情况 (2013-2018)	15
图 35:	我国千人汽车保有量仍有较大增长空间.....	15
图 36:	我国铁路里程规划	15
图 37:	中长期铁路网规划图.....	16
图 38:	中长期高速铁路网规划图.....	16
图 39:	钢铁板块上市公司对比 (2019 年 9 月 26 日)	18

一、2019Q1-Q3 钢铁板块表现回顾

1.1. 特钢及铁矿石子板块表现较好，普钢板块表现欠佳

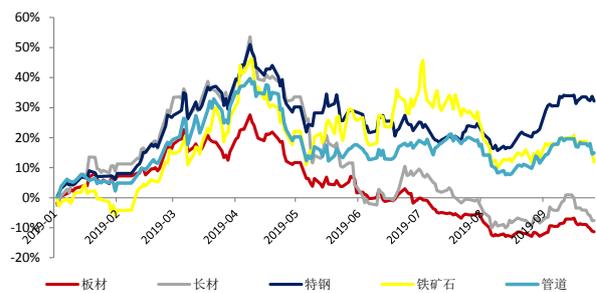
2019 年以来，沪深 300 指数累计上涨 27.59%。钢铁板块表现相对疲弱，钢铁板块累计下跌 5.87%，涨幅在各板块中排名靠后。根据主要品种分类，我们将钢铁板块细分为长材、板材、特钢、钢管和铁矿石等 5 个细分子板块。2019 年以来，特钢板块涨幅最大，累计涨幅为 31.17%，钢管与铁矿石涨幅其次，累计涨幅分别为 14.89%、11.79%；普钢表现较差，长材及板材板块累计跌幅分别为 7.59%及 11.37%。

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；数据至 2019 年 9 月 26 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；数据至 2019 年 9 月 26 日

在个股方面，涨幅居前的为大冶特钢（96.90%）、金岭矿业（50.74%），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。

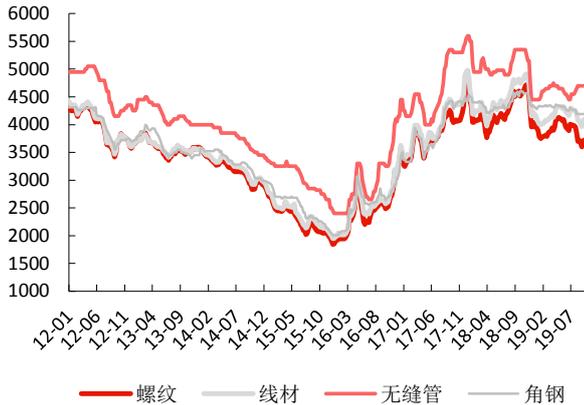
1.2. 2019 年以来钢材盈利大幅回落，长强板弱趋势延续

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 3883、4156、3856、3920 和 4332 元/吨，同比分别下降 7.08%、5.25%、7.81%、8.86%、和 9.73%。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，铁矿石价格中枢上行，2019 年以来港口 PB 粉（61.5%）及卡粉（65%）的均价分别达到 707.86、799.70 元/吨，同比涨幅分别为 41.15%、19.35%。原材料

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

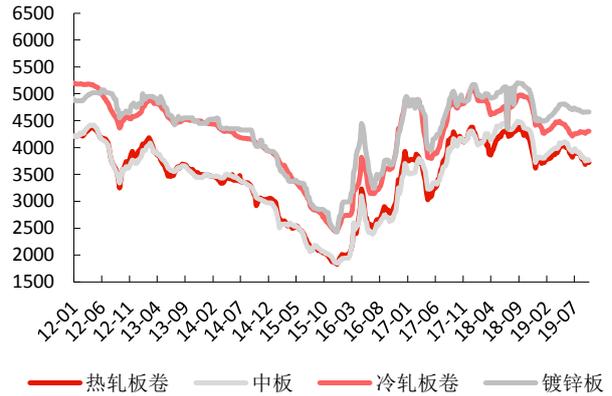
价格上行对钢材利润形成压缩，2019年以来螺纹、线材、热卷、中板和冷板的测算加权利润分别为228、406、54、22和48元/吨，同比降幅分别为71.25%、55.76%、94.59%、96.99%和93.21%。品种盈利与基本面强弱相匹配，长材强于板材，板材中中厚板>热卷>冷轧。

图 3：螺纹、线材钢材价格（2012-2019）



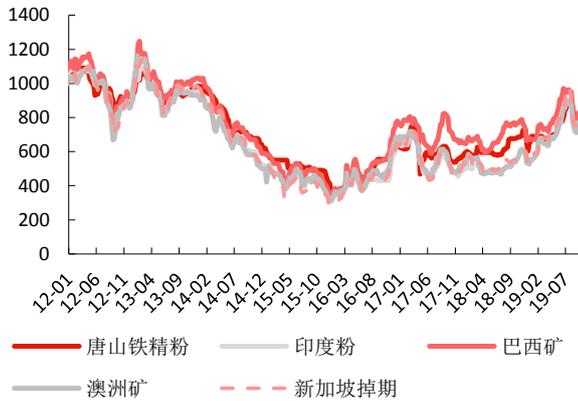
资料来源：Wind，川财证券研究所；数据至2019年9月26日

图 4：热卷、中板钢材价格（2012-2019）



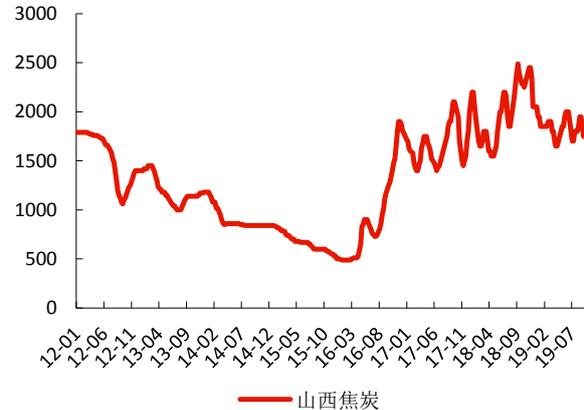
资料来源：Wind，川财证券研究所；数据至2019年9月26日

图 5：铁矿石价格变动（2012-2019）



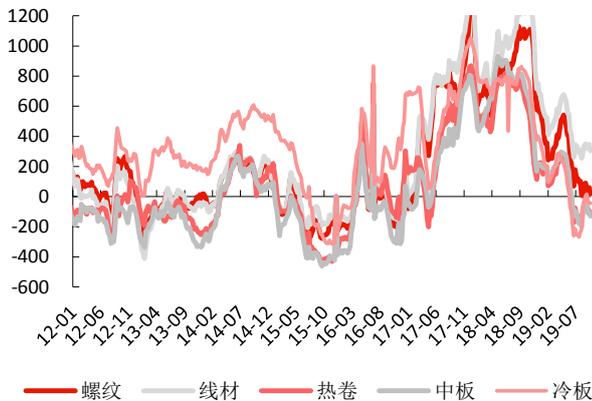
资料来源：Wind，川财证券研究所；数据至2019年9月26日

图 6：山西焦炭价格变动（2012-2019）



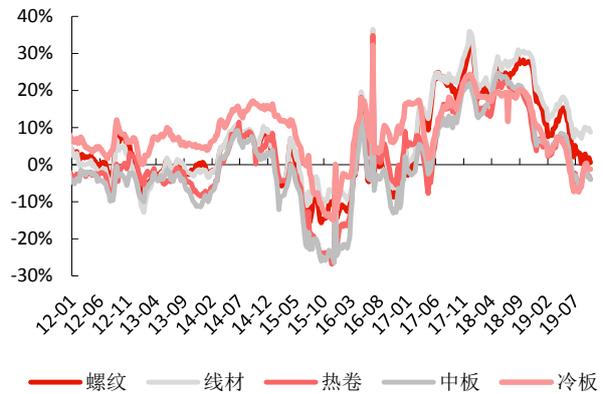
资料来源：Wind，川财证券研究所；数据至2019年9月26日

图 7： 钢材利润变动（2012-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据至 2019 年 9 月 26 日

图 8： 钢材利润率变动（2012-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据至 2019 年 9 月 26 日

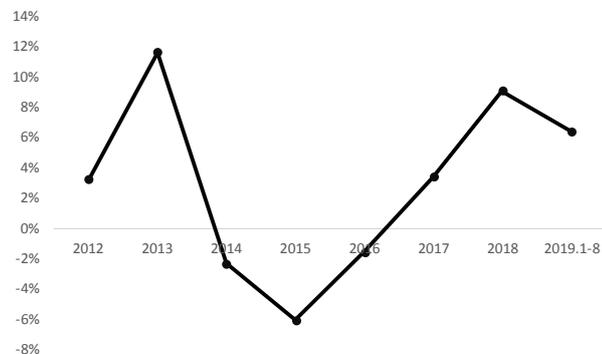
二、普钢：供需弱平衡，废钢成为关键成本支撑

2.1 需求：重心缓慢下移，存量需求仍在高位

伴随房地产、制造业逐步走弱，普钢需求年内如期下滑，但房屋低库存和房企高周转模式支撑下，整体需求回落速度缓慢。

统计局数据显示，1-8 月份钢材表观消费量增速仍有 6.4%。不过，经历 2017-2018 产能释放和生产技术革新之后，供应端同样明显扩张。以螺纹钢品种为例，尽管 Mysteel 周度表观消费量增速高达两位数，但库存在高供应刺激下走出近几年高位。

图 9： 钢材统计局表观消费量（2012-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所

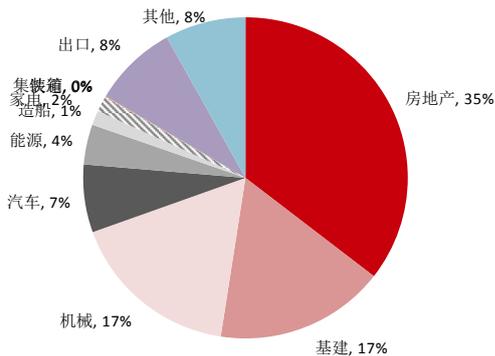
图 10： 全品种钢材库存季节性（2015-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所

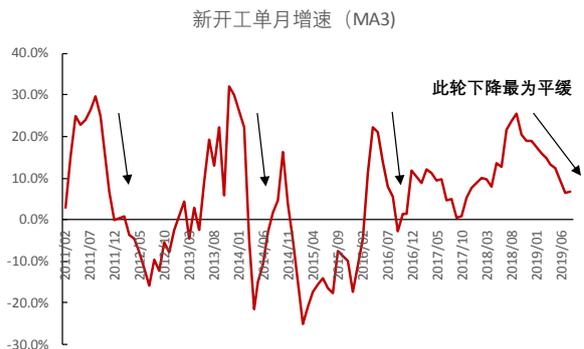
房地产需求占到钢材总需求 35%，是钢材需求的决定性力量。自 2018 年年中房屋销售增速回落后，市场对房地产用钢保持悲观态度。边际影响最大的房屋新开工面积单月同比增速由一季度两位数增速逐步跌至 7-8 月份 5%-7%。四季度钢材需求预期仍然谨慎，但预计年内新开工面积仍能保持正数。但考虑存量需求仍在高位（施工面积），房地产用钢整体需求下滑速度缓慢。

图 11：钢材下游需求分布图（2018）



资料来源：冶金规划院，川财证券研究所

图 12：房地产市场单月拿地数据（2011-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所

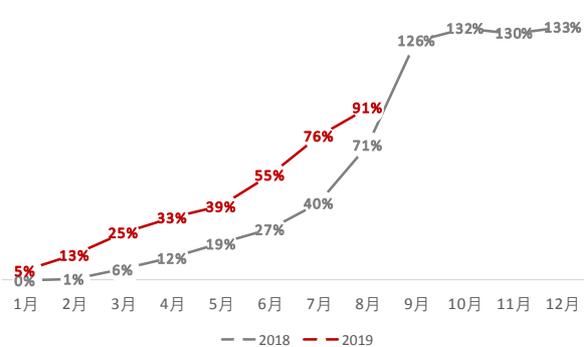
基建方面，自 2018 年年底密集批复项目后，2019 年以来专项债等基建资金投放明显前置。截止 8 月份，专项债投放量已经达到全年额度的 91%。资金投放支撑下，基建投资额从去年年底 1.8% 持续回升至 1-8 月份 3.2%，整体提振幅度有限。考虑发改委已明确表态提前下达明年的专项债券部分新增额度，四季度基建需求预计仍将小幅抬升。

图 13：基建投资增速（2015-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：专项债发行速度（2018-2019）

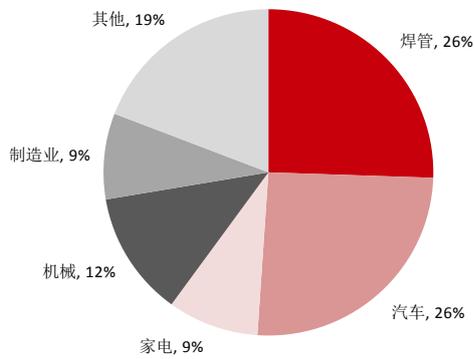


资料来源：Wind，川财证券研究所

分品种看，2019年维持2018年长强板弱的格局。长材支撑源于房地产韧性，板材疲态源自汽车等需求持续下滑和新增产能释放双重压力。汽车需求占热卷总需求近30%，近年来决定了热卷需求主要波动方向。截止1-8月份，汽车产量累计下滑13%，对应汽车用钢增速下滑11.8%。

供应方面，2018年以来，热卷产能持续扩张，2018年和2019年产能预计分别增长2200万吨和3000万吨至2.9亿吨。供需双重压制，出口四季度受阻，热卷单品种预计将长期维持疲态。

图 15：热卷下游需求分布（2012-2019）



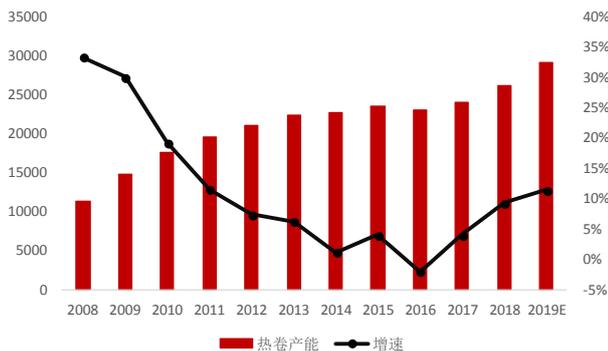
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：汽车用钢增速持续下滑（2017-2019）



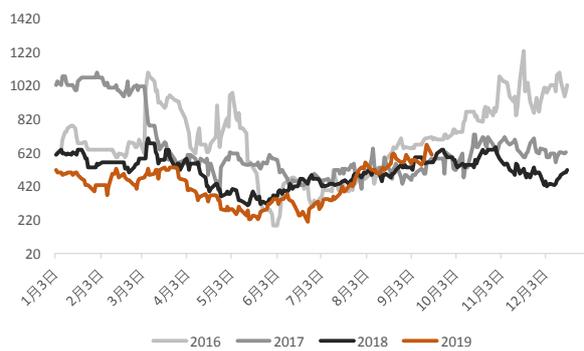
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：热卷产能及其增速（2008-2019E）



资料来源：Mysteel，川财证券研究所，单位：万吨

图 18：冷轧-热卷价差（2008-2019E）



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 供应：产量高弹性，关注四季度环保潜在超预期

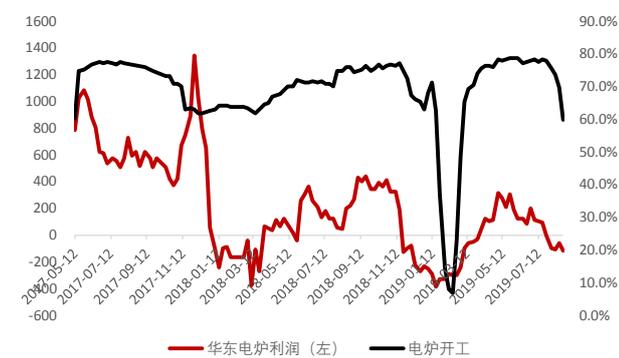
随着产能释放和技术革新不断推进，自2018年年中，钢材供应端逐渐由缺口转向宽松。尽管需求高位，但供应端宽松条件下，行业景气度缓慢下移。但相

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

较于供给侧之前不同的是，充裕的资金叠加技术条件改善，钢材产量由此前刚性特点转变为高弹性。

比较大幅的两次产量调节为 2018 年 11-次年 1 月和 2019 年 8-9 月。两次均是通过电炉减产+高炉废钢降系数快速实现产量调节。我们此前报告反复提及，经历供给侧改革之后，电炉钢成为全国钢材成本曲线最贵的部分。长流程钢厂电炉和废钢系数的灵活调节为钢厂利润底部提供了保护垫。

图 19：电炉开工与利润（2007-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：高炉转炉废钢系数变化（2017-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所

另一方面，随着 70 周年大庆和取暖季的来临，警惕今年四季度供应端环保限产超预期。9 月末，由于北方天气扩散条件不佳，河北、山西、山东等地已密集开展环保限产措施。其中，唐山十一前后限产力度再度回到 50%，理论影响日均铁水 17 万吨，环比限产力度增加 12 万吨。

与此同时，9 月末，环保部出台《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》。与去年正式稿相比，今年同样强调禁止一刀切，并未对钢铁、焦化等生产企业做出明确限产幅度规定。强调差异化应急管理，细化分级办法，确定 A、B、C 级企业：A 级企业在重污染期间可不采取减排措施；B 级企业可适当减少减排措施。

9 月末，唐山发布最新钢厂评级，其中 B 级 2 家，涉及产能 1640 万吨，重污染天气可不限产；C 级 29 家，涉及产能 1.1 亿吨，重污染天气期间限产幅度 20%-55% 不等（C 级进一步细分为 C1、C2、C3）。根据该评级，2019-2020 年期间，唐山地区取暖季限产比例预计在 31% 左右。

图 21：唐山环保限产量跟踪



资料来源: Mysteel, 川财证券研究所

图 22：唐山空气污染排名

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
到1	临汾	安阳	淄博	邢台	临汾	临汾	唐山	安阳	唐山
到2	石家庄	邯郸	枣庄	太原	石家庄	石家庄	临汾	临汾	邯郸
到3	邢台	邢台	潍坊	安阳	邢台	邢台	阳泉	达州	安阳
到4	保定	石家庄	临沂	唐山	保定	保定	晋城	唐山	淄博
到5	运城	焦作	锦州	邯郸	运城	运城	吕梁	晋城	晋城
到6	邯郸	临汾	乌鲁木齐	济南	邯郸	邯郸	太原	邯郸	济南
到7	咸阳	濮阳	石家庄	临汾	咸阳	咸阳	邢台	成都	聊城
到8	太原	洛阳	唐山	淄博	太原	太原	焦作	邢台	石家庄
到9	安阳	咸阳	滨州	焦作	安阳	安阳	安阳	洛阳	天津
到10	渭南	鹤壁	沈阳	晋城	渭南	渭南	石家庄	焦作	邢台

资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23：2019-2020 年采暖季限产征求意见稿与 2018-2019 年正式文件对比

	2018-2019年采暖季限产—正式文件	2019-2020年采暖季限产—意见稿
时间	2018年10月1日-2019年3月31日	2019年10月1日至2020年3月31日
范围	26+2城市	26+2城市
目标	京津冀及周边地区细颗粒物 (PM2.5) 平均浓度同比下降 3% 左右, 重度及以上污染天数同比减少 3% 左右。	京津冀及周边地区细颗粒物 (PM2.5) 平均浓度同比下降 5.5% 左右, 重度及以上污染天数同比减少 8% 左右。
产能淘汰	<p>钢铁 河北省钢铁产能压减退出 1000 万吨以上, 山西省压减退出 225 万吨, 山东省压减退出 355 万吨。</p> <p>焦化 河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作; 河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼铁产能与钢铁产能比不高于 0.4 的目标, 加大独立焦化企业淘汰力度。</p>	<p>2019 年 12 月底前, 天津市关停荣程钢铁 588 立方米高炉 1 台; 河北省压减钢铁产能 1400 万吨; 山西省压减钢铁产能 175 万吨; 河北省加快 1000 立方米以上高炉和 100 吨以下转炉淘汰。</p> <p>2019 年 12 月底前, 河北省压减焦炭产能 300 万吨; 山西省压减焦炭产能 1000 万吨; 山东省压减焦炭产能 1031 万吨。河北、山西、山东加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度 4.3 米焦炉淘汰工作。河北、山东、河南要按照 2020 年底前炼铁产能与钢铁产能比不高于 0.4 的目标, 加大独立焦化企业淘汰力度。</p>
错峰生产	<p>区域内完成 48 台共 294 万千瓦燃煤小火电机组的淘汰任务。</p> <p>实行差异化错峰生产, 严禁采取“一刀切”方式。各地重点对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业, 实施采暖期错峰生产; 根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果, 可适当缩短或延长错峰生产时间</p>	<p>实施差异化应急管理。对重点行业中钢铁、焦化等 15 个明确绩效分级指标的行业, 应严格评级程序, 细化分级办法, 确定 A、B、C 级企业。原则上, A 级企业生产工艺、污染治理水平、排放强度等应达到全国领先水平, 在重污染期间可不采取减排措施; B 级企业应达到省内标杆水平, 适当减少减排措施。对其他 16 个未实施绩效分级的重点行业, 各省 (市) 应结合本地实际情况, 制定统一的应急减排措施, 或自行制定绩效分级标准, 实施差异化管控。</p>
超低排放改造	有序推进钢铁行业超低排放改造。	高标准实施钢铁行业超低排放改造。2019 年 12 月底前, 河北省完成钢铁行业超低排放改造 1 亿吨, 山西省完成 1500 万吨。
运输	<p>大幅提升铁路货运比例。加大铁路与港口连接线、工矿企业铁路专用线建设投入, 加快钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业铁路专用线建设。</p> <p>2018 年 10 月底前, 环渤海地区、山东省沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输; 大幅提升疏港矿石铁路运输比例, 鼓励通过带式输送机廊疏港; 加快唐曹、水曹等货运铁路线建设, 大力提升张唐、瓦日铁路煤炭运输量; 加快推广集装箱多式联运, 重点港口集装箱铁水联运量增长 10% 以上; 建设城市绿色货运配送示范工程</p>	<p>加快推进铁路专用线建设。2019 年 10 月底前, 各地要对年货运量 150 万吨及以上的大型工矿企业和新建物流园区铁路专用线建设情况、企业环评批复要求建设铁路专用线落实情况等进行摸排, 提出建设方案和工程进度表, 确保 2020 年基本完成。北京市有效增加建材、生活物资、商品汽车铁路运输比例。山西省全面推进重点煤矿企业全部接入铁路专用线。山东省魏桥和信发集团等企业铁路专用线于 2020 年 8 月底前通车。</p> <p>大力提升铁路水路货运量。严格落实禁止汽运煤集港政策, 严格禁止通过铁路运输至港口附近货场后汽车短驳集港或汽车运输至港口附近货场后铁路集港等变通行为。推进沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物改由铁路或水路运输。具有铁路专用线的大型工矿企业和新建物流园区, 煤炭、焦炭、铁矿石等大宗货物铁路运输比例原则上达到 80% 以上。</p>
扬尘治理	2018 年 10 月底前, 各城市建立施工工地动态管理清单。建筑工地要做到工地周边围挡、物料堆放覆盖、土方开挖湿法作业、路面硬化、出入车辆清洗、渣土车辆密闭运输“六个百分之百”。各地 5000 平方米及以上土石方建筑工地全部安装在线监测和视频监控, 并与当地有关主管部门联网。	加强施工扬尘控制。施工工地要严格落实工地周边围挡、物料堆放覆盖、土方开挖湿法作业、路面硬化、出入车辆清洗、渣土车辆密闭运输“六个百分之百”。5000 平方米及以上土石方建筑工地全部安装在线监测和视频监控设施, 并与当地有关部门联网, 鼓励地方对 5000 平方米以下工地提出安装要求。

资料来源: 生态环境部, 川财证券研究所

图 24：唐山钢厂分类评级（2019 年 9 月）

序号	县(市、区)	企业名称	产能(万吨)	限产幅度(%)	限产产能(万吨)	绩效分类结果
1	迁安市	首钢股份迁安钢铁公司	762	0%	0	B
2	曹妃甸区	首钢京唐钢铁联合有限公司	878	0%	0	B
3	滦州	唐山东海钢铁集团有限公司	352	20%	70.4	C1
4	遵化	唐山港陆钢铁有限公司	502	20%	100.4	C1
5	迁西	河北津西钢铁集团股份有限公司	992	20%	198.4	C1
6	滦州	河北东海特钢集团有限公司	703	20%	140.6	C1
7	路北	河北钢铁股份有限公司唐山分公司(含)	646	20%	129.2	C1
8	迁安	迁安市九江线材有限责任公司	654	20%	130.8	C1
9	乐亭	唐山市德龙钢铁有限公司	182	20%	36.4	C1
10	丰南	纵横钢铁	812	20%	162.4	C1
11	古冶	唐山不锈钢有限责任公司	224	40%	89.6	C2
12	古冶	唐山国义特种钢铁有限公司	312	40%	124.8	C2
13	迁安	迁安轧一钢铁集团有限公司	124	40%	49.6	C2
14	丰南	唐山瑞丰钢铁(集团)有限公司	557	30%	167.1	C2
15	滦南	天津荣程集团唐山特种钢有限公司	91	50%	45.5	C2
16	滦南	河北华西钢铁有限公司	195	50%	97.5	C2
17	迁安	唐山燕山钢铁有限公司	676	50%	338	C2
18	迁安	河北鑫达钢铁有限公司	426	50%	213	C2
19	丰南	唐山东华钢铁企业集团有限公司(含唐)	487	50%	243.5	C2
20	丰南	唐山市丰南区凯恒钢铁有限公司	241	50%	120.5	C2
21	迁安	唐山松汀钢铁有限公司	306	50%	153	C2
22	乐亭	唐山中厚板材有限公司	416	50%	208	C2
23	丰润	唐山新宝泰钢铁有限公司	211	50%	105.5	C2
24	曹妃甸	唐山文丰山川轮毂有限公司	182	50%	91	C2
25	丰润	河北天柱钢铁集团有限公司	327	50%	163.5	C2
26	丰南	唐山市丰南区经安钢铁有限公司	290	50%	145	C2
27	古冶	唐山市春兴特钢有限公司	182	55%	100.1	C3
28	迁安	河北荣信钢铁有限公司	288	55%	158.4	C3
29	遵化	唐山建龙特殊钢有限公司	104	55%	57.2	C3
30	滦州	滦州金马工业有限公司	259	55%	142.45	C3
31	开平	河北唐银钢铁有限公司	228	55%	125.4	C3
总和			12609		3878.25	31%

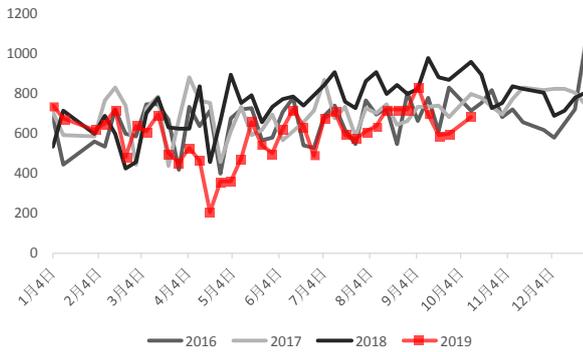
资料来源：唐山市生态环境局，川财证券研究所

2.3 成本：矿石供应趋于平缓，废钢成为关键成本支撑

年初，在巴西淡水河谷矿难和澳洲飓风双重影响下，发货量急速下降，普氏指数由去年年末 72 美金飙涨至 120 美金以上。7-8 月份，Vale 矿山逐步恢复，澳洲填补上半年发货缺口，供需局面较上半年有所缓和。巴西加大对中国发货比例，4 月份这一比例仅有 40%，8 月份这一比例高达 70%（常年中枢正常在 50%）。伴随供需矛盾缓和，港口铁矿石库存止跌企稳，普氏指数从 7 月份的 120 美金高位跌回 9 月末 90 美金附近。

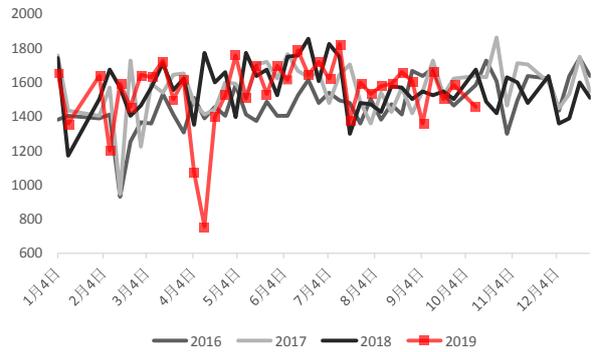
伴随巴西复产，铁矿石年度供需缺口由 9000 万吨收窄至 5000 万吨。但考虑矿石仍存缺口，预计四季度矿价仍将处于 80-90 美金高位。

图 25：巴西铁矿石发货季节性（2016-2019）



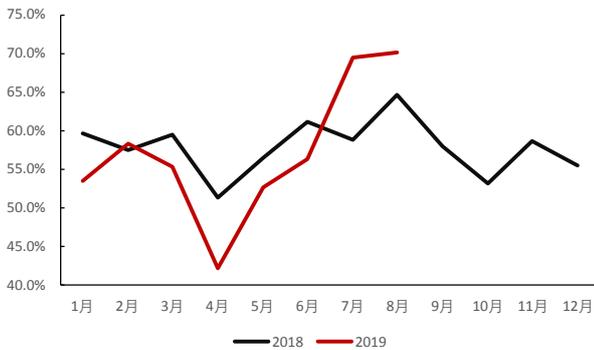
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：澳洲铁矿石发货季节性（2016-2019）



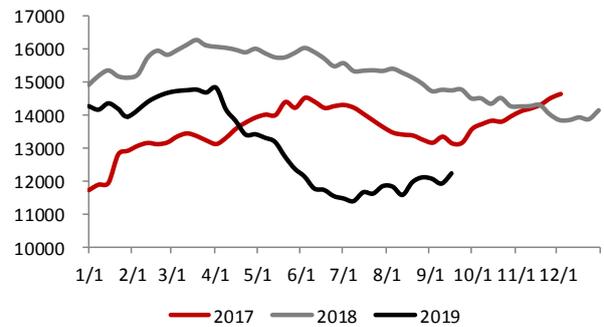
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：巴西发中国比例（2018-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28：港口铁矿石库存（2017-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所

下半年以来，成本端支撑更多源自废钢供需紧平衡。草根调研显示，2018 年年中开始，随着废钢需求持续增长，供应端增长缓慢，废钢价格整体易涨难跌。2017 年之后，废钢成为钢材生产中重要的原料之一，当前废钢产量占粗钢比例已经超过 20%。

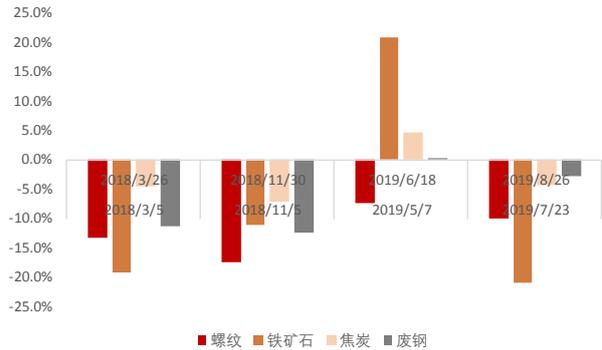
从 2018 年以来的几轮下跌来看，供应端主要通过调节废钢实现供需再平衡。且从每轮涨跌幅度来看，废钢价格愈发坚挺：2018 年年中以来螺纹-废钢价差长期维持在 1600 元/吨以下，且仍在继续缩窄（螺纹-废钢价差为业内评判废钢供需主要参考指标）；2019 年以来废钢价格持续呈现易涨难跌态势。废钢刚性支撑下，钢价 3300-3400 元/吨成本支撑线较强。

图 29： 螺纹-废钢价差（2009-2019）



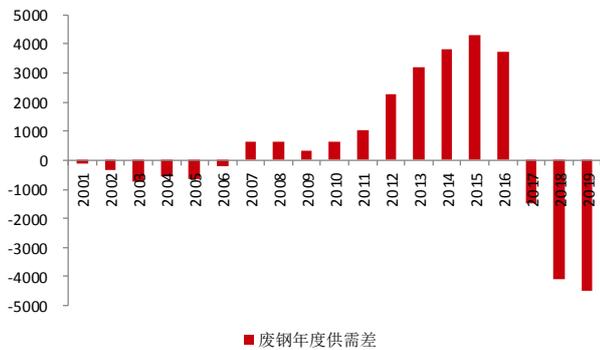
资料来源： Wind， 川财证券研究所

图 30： 2018 年以来历次下跌中上下游跌幅比较



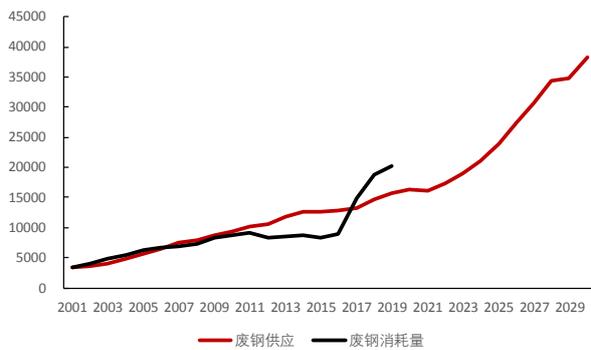
资料来源： Wind， 川财证券研究所

图 31： 2001-2019 年度废钢供需差



资料来源： Wind， 川财证券研究所

图 32： 2020-2030 废钢供应模拟测算



资料来源： Wind， 川财证券研究所

三、特钢：盈利稳健，景气仍存

3.1 年内特钢板表现较好，业绩稳定性凸显

2019 年以来，特钢子板块无论是从板块表现还是盈利均领跑整个钢铁板块。从板块表现来看，2019 以来钢铁板块累计下跌 0.99%，而对应的特钢子板块累计上涨 31.14%。个股中，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，年初以来上涨 83.93%，涨幅领跑板块。在盈利方面，特钢板块 2019 年上半年实现归属母公司股东净利润 28.83 亿元，同比上涨 7.95%，业绩涨幅显著高于长材板块（同比下降 31%）及板材板块（同比下降 42%），从近年来特钢及长材、板材板块盈利变动对比可以看出，尽管特钢板块业绩弹性较小，但得益于技术壁垒相对较高、下游分散、原材料成本占比较小等因素其业绩稳定性远高于普钢板块。

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

高端制造业快速发展助力特钢需求放量。特钢是高端制造业的重要原材料，在我国制造业升级的过程中，以铁路、汽车、军工、核电等高端制造业将迎来快速发展，从而拉动特钢需求放量增长。

3.2 新增汽车用特钢需求弱稳，存量市场空间广阔

2019年，汽车产销逐步进入下行周期，1-8月份汽车产销累计下降求13%。随着各部位汽车消费促进政策出台，汽车需求预计低位徘徊。新增需求放缓，但在巨大保有量支撑下，汽车对特钢需求总体体量仍较平稳。

图 33：2019 年以来部分汽车消费促进政策

时间	发布部门	文件名称	主要内容
2019/1/1	国家发改委、工信部等10部委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	多措并举促进汽车消费，更好满足居民出行需要 (一) 有序推进老旧汽车报废更新 (二) 持续优化新能源汽车补贴结构。 (三) 促进农村汽车更新换代。有条件的地方，可对农村居民报废三轮汽车，购买3.5吨及以下货车或者1.6升及以下排量乘用车，给予适当补贴，带动农村汽车消费。 (四) 稳步推进放宽皮卡进城限制范围。 (五) 加快繁荣二手车市场。 (六) 进一步优化地方政府机动车管理措施。
2019/6/1	国家发改委、生态环境部、商务部	《推动重点消费品更新升级、畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》	坚决破除乘用车消费障碍。严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施汽车限购的地方政府应根据城市交通拥堵、污染治理、交通需求管控效果，加快由限制购买转向引导使用，结合路段拥堵情况合理设置拥堵区域，探索探索拥堵区域内外车辆分类使用政策，原则上对拥堵区域外不予限购。同时，通知还提出各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。
2019/9/1	国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	释放汽车消费潜力：实施汽车限购的地区要结合实际，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施；促进二手车流通，进一步落实全面取消二手车限迁政策。

资料来源：《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》、《推动重点消费品更新升级、畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》、《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，川财证券研究所

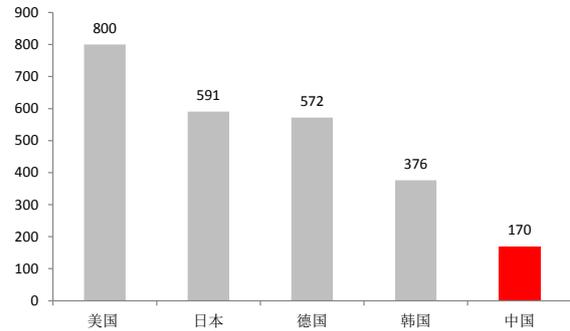
我国汽车保有量仍有增长空间，同时巨大的汽车保有量所需的维修、替换对特钢需求形成稳定保障。汽车制造业是特钢的重要下游，从下游行业角度看，汽车用特殊钢是特殊钢应用的第一大领域，应用于汽车零部件的特钢占特殊钢总产量的40%。过去十年，我国汽车保有量面临“井喷式”增长，2018年我国汽车保有量已达到2.4亿辆，位居世界第一位，巨大的汽车保有量所需的维修、替换对特钢的需求将产生持续的拉动作用。此外，尽管我国汽车保有量总数巨大，但按人均汽车保有量来算，我国汽车保有量仍有较大增长空间。2018年我国汽车千人保有量为170辆，相较于同期美国千人汽车保有量800辆及欧洲、日本近600辆的保有量而言，仍有较大增长空间。

图 34：全国汽车保有量变化情况（2013-2018）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：我国千人汽车保有量仍有较大增长空间

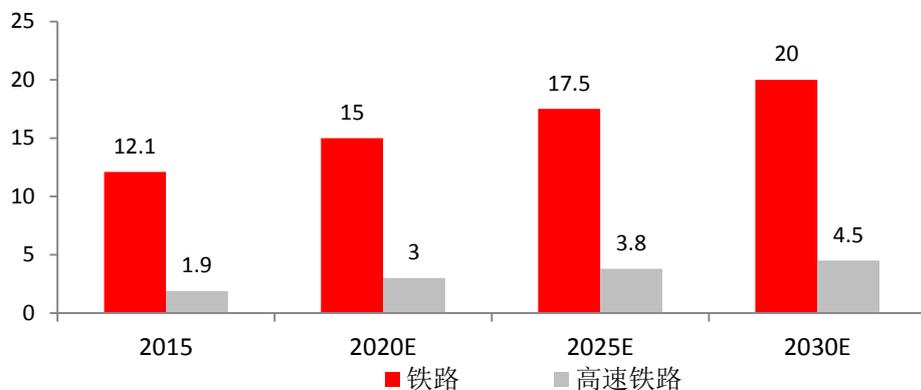


资料来源：Wind，川财证券研究所

3.3 中长期铁路规划逐步落地，铁路用特钢需求稳健增长

中长期铁路网规划明确具体，公司铁路用特钢需求稳健增长。铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，是综合交通运输体系的骨干和主要交通方式之一，在我国经济社会发展中的地位和作用至关重要。加快铁路建设特别是中西部地区铁路建设，是稳增长、调结构，增加有效投资，扩大消费的有利举措。发改委 2016 年印发的《中长期铁路网规划》中提出“到 2020 年，铁路网规模将达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里；到 2025 年，铁路网规模将达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右；到 2030 年，铁路网规模将达到 20 万公里左右，其中高速铁路 4.5 万公里左右”。《中长期铁路网规划》确定了具体时间节点我国铁路网及高速铁路要达到的里程目标，伴随着铁路规划的逐步落地，我国铁路投资稳健上行，利好公司铁路用钢产品需求。

图 36：我国铁路里程规划



资料来源：《中长期铁路网规划》，川财证券研究所

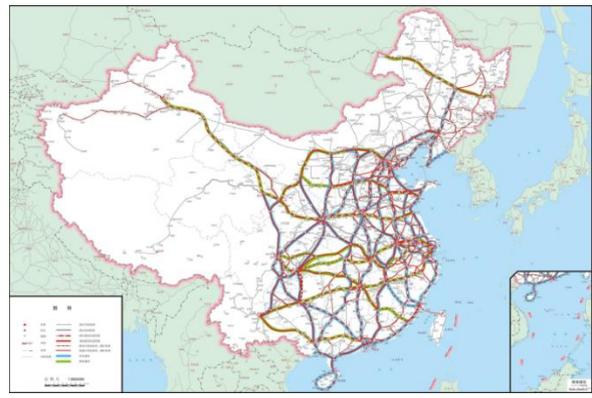
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 37：中长期铁路网规划图



资料来源：《中长期铁路网规划》，川财证券研究所

图 38：中长期高速铁路网规划图



资料来源：《中长期铁路网规划》，川财证券研究所

3.4 关注特钢行业领军企业中信泰富

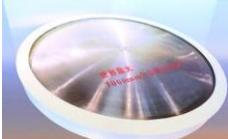
大冶特钢为中信泰富有限公司旗下特钢上市公司，公司于9月17日发布了《发行股份购买资产暨关联交易之实施情况报告书暨股份上市公告书》，公司实施发行股份购买兴澄特种钢铁有限公司86.5%股权的重大资产重组，中信集团特钢板块实现整体上市。当前，公司已完成工商变更登记手续，公司名称变成为中信泰富特钢集团股份有限公司（以下简称“中信泰富”）。

中信泰富具备年产1300多万吨特殊钢生产能力，工艺技术和装备具世界先进水平，拥有合金钢棒材、特种中厚板材、特种无缝钢管、特冶锻造、合金钢线材、连铸合金圆坯“六大产品群”以及调质材、银亮材、汽车零部件、磨球等深加工产品系列；公司产品广泛应用于汽车零部件制造、能源、机械制造、石油石化、交通及造船等领域。

表格 1. 中信泰富主要产品及应用

产品种类	图例	产品描述及行业应用
合金结构钢		广泛用于汽车制造、机车、船舶、重型机床制造业
碳素结构钢		广泛应用于各种机械构件、金属制品、汽车、工程机械、船舶及各类五金工具的制造

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

<p>轴承钢</p>		<p>产品有高碳铬轴承钢、渗碳轴承钢、中碳轴承钢等 广泛用于汽车、工程机械等传动轴上、铁路机车及风电等行业</p>
<p>弹簧钢</p>		<p>广泛用于铁路机车、汽车、工程机械等制造业</p>
<p>齿轮钢</p>		<p>广泛用于汽车发动机系统、变速及传统系统等零部件</p>
<p>工模具钢</p>		<p>产品主要有工具钢、量具刀具钢、模具钢（冷作、热作、塑料） 广泛应用于制造压铸、挤压、热锻、轧辊、芯棒、汽车家电等行业工模具制作</p>
<p>合金钢坯</p>		<p>主要应用于锻造大型及特大型的轴承套圈、回转支撑、法兰、齿轮、接箍 拥有生产直径达 1,000mm 特殊钢圆坯的前沿专利技术，部分产品可替代模铸钢锭</p>

资料来源：公司公告，川财证券研究所

中信泰富整合后形成的全新采购、生产和销售体系将有利于公司发挥集中采购的优势，提高原材料采购的议价能力，进一步降低生产成本；有利于发挥本次交易各方的管理优势及特色，推行安全生产标准化管理等先进管理方式，进一步提高本质安全水平及精细化管理水平。

同时公司通过将兴澄特钢纳入合并范围，实现资产规模、盈利水平的大幅提升。兴澄特钢盈利能力较强，在 2019、2020 及 2021 年的承诺净利润分别为 33.43、33.23、33.93 亿元，预计资产注入后公司持续盈利能力将显著提高，业绩将维持稳定增长，特钢领军企业行稳致远。

四、行业景气度缓慢下滑，关注废钢、特钢等子板块

普钢需求缓慢下滑，特钢盈利仍然稳健。尽管景气度下滑，但弹性供应支撑下钢价和利润跌幅有限。关注四季度取暖季限产执行情况，供应端收缩有望超预期。需求双位数增长，但供应释放有限，废钢成为产业链中支撑最强环节，关注废钢产业链相关标的。特钢盈利稳健，关注特钢板块相关标的大冶特钢。

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 39：钢铁板块上市公司对比（2019 年 9 月 26 日）

		流通市值	收盘价	18E	EPS 19E	20E	PB (LF)	PE (TTM)
601969.SH	海南矿业	92.46	5.27	#N/A	#N/A	#N/A	2.72	(20.00)
000629.SZ	攀钢钒钛	287.76	3.01	0.39	0.20	0.47	2.84	8.23
000655.SZ	*ST金岭	20.66	5.08	#N/A	#N/A	#N/A	1.22	21.01
600516.SH	方大炭素	337.90	11.59	3.00	2.85	2.78	2.20	8.14
600581.SH	八一钢铁	60.55	3.19	0.61	0.76	0.86	1.17	8.04
000761.SZ	本钢板材	127.55	3.78	0.55	0.60	0.63	0.75	19.99
000932.SZ	华菱钢铁	189.99	4.16	2.28	2.39	2.54	0.89	3.15
600010.SH	包钢股份	702.01	1.47	0.60	0.68	0.73	1.26	22.72
600022.SH	山东钢铁	181.71	1.47	1.28	1.14	1.16	0.78	15.99
600282.SH	南钢股份	153.41	3.12	2.26	2.41	2.54	0.86	3.88
600569.SH	安阳钢铁	78.99	2.36	0.96	1.01	1.05	0.69	6.21
000709.SZ	河钢股份	313.25	2.53	0.40	0.46	0.53	0.58	9.04
600782.SH	新钢股份	160.39	4.50	1.59	1.68	1.78	0.71	2.57
000959.SZ	首钢股份	199.94	3.36	0.53	0.60	0.66	0.67	8.97
600126.SH	杭钢股份	155.01	4.15	#N/A	#N/A	#N/A	0.73	9.38
601005.SH	重庆钢铁	160.91	1.84	0.16	0.17	0.17	0.86	10.00
600019.SH	宝钢股份	1532.03	6.03	0.99	1.06	1.12	0.78	7.57
000898.SZ	鞍钢股份	338.81	3.08	0.65	0.70	0.71	0.56	4.93
600507.SH	方大特钢	146.58	8.40	2.19	2.33	2.48	2.08	4.54
600231.SH	凌钢股份	82.86	2.71	0.64	0.70	0.72	0.98	9.06
002110.SZ	三钢闽光	219.82	8.12	4.31	4.58	4.75	1.16	3.66
000717.SZ	韶钢松山	123.88	3.73	1.55	1.51	1.58	1.26	3.53
601003.SH	柳钢股份	177.09	5.18	1.73	1.80	1.84	1.29	3.46
002075.SZ	沙钢股份	214.06	7.18	0.57	0.59	0.65	3.35	19.44
600307.SH	酒钢宏兴	125.89	1.89	#N/A	#N/A	#N/A	1.04	9.27
000778.SZ	新兴铸管	177.99	3.88	0.58	0.63	0.68	0.75	8.67
600808.SH	马钢股份	215.44	2.69	0.87	0.90	0.94	0.77	5.66
002478.SZ	常宝股份	48.19	5.80	0.52	0.64	0.75	1.33	9.16
002318.SZ	久立特材	53.52	8.05	0.33	0.39	0.46	2.31	17.73
002433.SZ	金洲管道	40.29	4.38	#N/A	#N/A	#N/A	0.65	13.67
601028.SH	玉龙股份	39.23	4.46	0.12	0.14	0.21	1.71	(53.04)
600399.SH	ST抚顺	30.94	2.78	#N/A	#N/A	#N/A	1.28	1.96
300034.SZ	钢研高纳	46.11	16.15	0.17	0.26	0.34	3.89	50.76
000708.SZ	大冶特钢	41.12	16.27	1.25	1.37	1.50	1.76	88.06
002756.SZ	永兴特钢	46.73	17.14	1.37	1.68	1.84	1.86	14.41
603878.SH	武进不锈	24.95	9.65	0.90	1.15	1.31	1.26	10.72
000825.SZ	太钢不锈	260.89	3.82	1.02	1.05	1.07	0.70	6.58
600117.SH	西宁特钢	39.61	3.31	#N/A	#N/A	#N/A	2.97	(1.73)
000655.SZ	金岭矿业	20.66	5.08	#N/A	#N/A	#N/A	1.22	21.01
600532.SH	宏达矿业	25.13	3.93	#N/A	#N/A	#N/A	1.28	(10.26)
002009.SZ	天奇股份	28.53	7.93	0.53	0.78	0.93	1.41	35.69
600516.SH	方大炭素	337.90	11.59	3.00	2.85	2.78	2.20	8.14
000923.SZ	河北宣工	91.06	14.70	#N/A	#N/A	#N/A	1.44	31.73
002645.SZ	华宏科技	28.73	8.75	0.47	0.51	0.57	2.15	22.21
600295.SH	鄂尔多斯	48.78	7.78	0.78	1.07	1.29	0.92	8.86
601969.SH	海南矿业	92.46	5.27	#N/A	#N/A	#N/A	2.72	(20.00)
000629.SZ	攀钢钒钛	287.76	3.01	0.39	0.48	0.47	2.84	8.23

资料来源：Wind，川财证券研究所；数据至 2019 年 9 月 26 日

风险提示

需求超预期下滑

市场普遍预期需求降幅较为平滑，关注超预期因素导致需求大幅波动。

进出口政策变化

下半年开始，海外需求明显弱于国内。钢价及其原料或通过进出口途径冲击国内，但在煤炭进口平控、废钢限制进口等政策下，外部需求下滑对国内冲击尚不明显。警惕四季度进出口政策变化对国内的价格冲击。

环保政策变化

从执行层面，2019年以来的环保限产力度略有放松。但考虑今年为新中国成立70周年，且四季度雾霾多发，仍需要警惕四季度环保政策对钢材和焦炭生产的影响。

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