

行业研究/年度策略

2019年11月26日

行业评级:

钢铁 II 增持 (维持)
煤炭开采 II 中性 (维持)

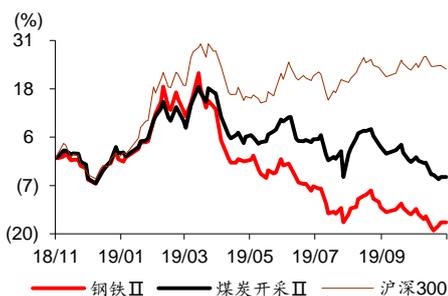
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1 《采掘: 行业周报 (第四十七周)》2019.11
- 2 《黑色金属: 行业周报 (第四十七周)》2019.11
- 3 《韶钢松山(000717 SZ,增持): JFE 或取得宝特韶关 50%股权》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

长周期向下, 寻找优质个股

钢铁、煤炭行业 2020 年度策略

钢、煤行业或继续承压, 可挖掘个股机会

受业绩拖累, 19Q1-Q3, 钢铁 (申万)、采掘 (申万) 指数表现不佳, 行业排名分别倒数第一、第六。2020 年, 我们对钢铁、煤炭行业盈利不乐观: 1) 钢铁行业实际产能扩张, 我们预测 20 年地产建筑工程投资增速下行, 或致钢价下行, 同时矿价下行, 钢企盈利降幅或收窄, 维持“增持”评级; 2) 受地产投资增速下行影响, 我们预计 20 年全社会用电量增速或下滑至 3%, 叠加新能源装机量增长挤压、新增动力煤产能, 煤炭行业或承受供需双重压力, 维持“中性”评级。个股层面建议选择业绩增长或低成本、分红稳定个股, 推荐中信特钢、三钢闽光, 建议关注武进不锈、中国神华。

预测 2020 年钢铁行业业绩降幅或收窄

19-21 年, 全球粗钢产能仍处扩张期, 中国尽管在 19、20 年出现名义产能收缩, 但我们认为钢铁行业投资增速较高, 环保搬迁、技术改造使得钢厂受到的环保限制更少、生产效率更高, 实际产能仍出现增长。18 年、19 年前 10 月, 黑色金属冶炼及压延加工业投资增速分别高达 13.8%、29.2%, 较同期制造业投资整体增速高 4.3、26.6pct。我们预测 2020 年地产投资增速下行, 且地产建筑工程投资占比下降, 地产建筑用钢需求增速将下行, 钢价将继续下行, 考虑到 2020 年矿价小幅下滑, 则盈利降幅有望收窄。

预计 2020 年煤炭行业承受供需双重压力

地产投资增速下行, 将导致钢铁、化工、有色、建材等高耗能制造业耗电增速下行, 我们预计 38% 动力煤需求与地产投资相关。19 年前 10 月全社会用电量同比+4.4%, 我们预计 20 年全社会用电量增速或降至 3%。考虑到风电抢装潮及其他新能源装机量增长, 预计挤压 20 年燃煤发电。19、20 年新增煤炭产能分别在 1.15、0.32 亿吨以上, 以动力煤为主, 动力煤价格承压。

投资策略 1: 自下而上选择业绩增长个股

中信特钢系全球特钢龙头, 下游主要为汽车、机械、能源等高端装备制造, 业绩具备一定的抗周期性; 特钢行业普遍经营欠佳, 公司国内市占率 30%、历史业绩优秀, 是中国制造业的核心资产; 短看有业绩释放空间, 长看有内生成长、外延并购空间, 继续强调“买入”评级。武进不锈系国内第二大工业用不锈钢管制造商, 业绩增速较高, 下游包括油气开采及输送, 我们认为公司有望受益于天然气主干道建设, 且我们预计公司在 2020 年 6 月将投产 6000 吨油气输送不锈钢焊管项目, 建议关注。

投资策略 2: 优选低成本、分红稳定个股

三钢闽光、中国神华分别为钢铁、煤炭行业的低成本、分红率较稳定的优质公司, 前者有产能扩张, 预计二者业绩下滑幅度将小于行业, 在行业下跌趋势中两公司市场表现存在超跌可能, 或具较高投资价值, 建议关注。

风险提示: 国内行业政策调整; 下游需求不及预期; 海外经济低迷。

重点推荐

股票代码	股票名称	11月22日 收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000708	中信特钢	21.35	买入	1.14	1.59	1.67	1.75	18.73	13.43	12.78	12.20
002110	三钢闽光	8.54	增持	2.65	1.46	1.57	1.66	3.22	5.85	5.44	5.14

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

业绩拖累，2019 年钢、煤股票表现不佳.....	5
行业泛善可陈，个股表现亮眼.....	5
钢企业绩普降，煤企业绩多数仍有增长.....	5
关注钢铁兼并重组及上网电价机制改革.....	8
2020 年环保限产继续边际放松.....	8
“宝马”重组示范行业兼并重组.....	8
上网电价改革或促煤价市场化.....	9
钢铁下游：地产用钢需求可能缓慢下滑.....	10
地产增速不弱，结构发生变化.....	11
基建投资有望是 2020 年亮点.....	12
制造业投资 2020 年或较难发力.....	14
机械设备等用钢需求可能下行.....	16
汽车等消费用钢需求有望好转.....	16
钢企盈利：特钢、普钢盈利分化又一年.....	18
2020 年全球钢铁产能继续增加.....	18
特钢行业自发整合或先行一步.....	18
特钢企业经营、现金流普遍较差.....	18
2021 年普钢有望进入行业整合期.....	19
2020 年行业盈利降幅有望收窄.....	20
煤炭行业：供需双重压力，煤价不乐观.....	22
动力煤产能增加，需求受挤压.....	22
钢铁产业利润收缩，焦煤承压.....	24
投资策略：寻找煤钢行业里的“阿尔法”.....	25
三钢闽光：低成本费用优势，产能有扩张空间.....	25
中信特钢：特钢龙头，中国制造业的核心资产.....	26
武进不锈：短期有望受益于天然气管道订单.....	28
中国神华：业绩波动小，行业下行、公司超跌或可关注.....	29
风险提示.....	31

图表目录

图表 1：申万一级行业 2019Q1-Q3 涨跌幅.....	5
图表 2：申万一级行业 2019Q1-Q3 归属于母公司股东的净利润同比.....	5
图表 3：主要钢材品种毛利（加权）.....	5
图表 4：螺纹价格同比及 M1 与 M2 同比差值（领先 6 个月）.....	5
图表 5：钢铁行业部分上市公司 19Q1-Q3 业绩表现及 19Q4 业绩前瞻.....	6
图表 6：动力煤价格走势.....	6

图表 7: 炼焦煤价格走势	6
图表 8: 2017 年至今中国与澳大利亚主焦煤价格、价差	7
图表 9: 2017 年至今国产与进口动力煤价格、价差	7
图表 10: 中国重点煤炭港口库存 (73 港)	7
图表 11: 2015 年至今动力煤、炼焦煤进口及同比增速	7
图表 12: 煤炭行业部分上市公司 19Q1-Q3 业绩表现及 19Q4 业绩前瞻	7
图表 13: 2019 年 11 月-2020 年 10 月 NINO3.4 预测值	8
图表 14: 钢铁行业国家层面兼并重组文件一览	9
图表 15: 2000-2018 年钢铁行业集中度	9
图表 16: 2018 年分行业粗钢消费占比	10
图表 17: 2017 年固定资产投资完成额组成及建安工程中各行业占比	10
图表 18: 钢铁行业供需平衡表预测	10
图表 19: 房地产投资及房地产建筑工程投资、新开工面积	11
图表 20: 地产安装工程投资、竣工面积当月同比 (移动 12 月平均)	11
图表 21: 房地产信托产品实际发行规模	11
图表 22: 房地产开发资金来源占比	11
图表 23: 房地产开发资金来源主要分项当月同比	12
图表 24: 房地产开发资金和投资完成额当月同比 (移动 3 月平均)	12
图表 25: 住宅销售面积增速与房贷平均利率	12
图表 26: 住宅销售面积、成交规划建筑面积及新开工面积	12
图表 27: 2017 年基建投资资金来源	13
图表 28: 基础设施建设投资增速累计同比	13
图表 29: 2019 年前 9 月新增债券资金投向	13
图表 30: 地方政府杠杆率	13
图表 31: 2016-2019 年新增一般债、专项债限额	13
图表 32: 2019 年新增一般债、专项债发行进度	13
图表 33: 部分固定资产投资项目资本金制度调整	14
图表 34: 制造业投资完成额当月同比	15
图表 35: 制造业投资与工业土地成交规划建筑面积关系	15
图表 36: 制造业及部分子行业投资增速	15
图表 37: 2013 年至今工业、制造业产能利用率 (当季值)	15
图表 38: 2013 年至今 PPI 定基指数	15
图表 39: 挖掘机、装载机产量当月同比	16
图表 40: 通用、专用设备产量当月同比	16
图表 41: 拖拉机、铁路机车产量当月同比	16
图表 42: 船舶产量、新接船舶订单当月同比	16
图表 43: 全国汽车零售额及当月同比	17
图表 44: 2017 年至今乘用车产销量当月同比	17
图表 45: 汽车经销商库存预警指数	17
图表 46: 汽车厂汽车库存	17
图表 47: 空调、电冰箱、洗衣机产量及房屋竣工面积当月同比	17

图表 48: 2019-2021 年全球粗钢产能预测	18
图表 49: 黑色金属冶炼及压延加工业、制造业投资及增速	18
图表 50: 特钢部分公司财务摘要数据	19
图表 51: 1999 年至今黑色金属冶炼及压延加工业利润总额及增速	20
图表 52: 1999 年至今黑色金属冶炼及压延加工业资产负债结构	20
图表 53: 2007 年至今铁矿石不含税均价	20
图表 54: 2007 年至今生铁、钢坯冶炼成本	20
图表 55: VALE 矿难事故受影响矿区停、复产情况	21
图表 56: 四大矿增量与铁矿石需求增量	21
图表 57: 2018-2020E 钢材价格、铁矿价格、吨毛利数据及预测	21
图表 58: 螺纹、热卷、冷板均价走势	21
图表 59: 螺纹、热卷、冷板毛利走势	21
图表 60: 煤炭供需平衡表	22
图表 61: 2018 年原煤下游需求分布	22
图表 62: 2018 年动力煤需求划分	22
图表 63: 2017 年各行业电力消费占比	22
图表 64: 2013-2021 水电、核电、风电、光伏新增装机量	23
图表 65: 2013-2021 年水电、核电、风电、光伏发电量	23
图表 66: 动力煤供需平滑预测表	24
图表 67: 炼焦煤与动力煤价格走势	24
图表 68: 申万钢铁指数相对沪深 300 指数收益	25
图表 69: 2016 年以来 21 家普钢钢企相对沪深 300 表现	25
图表 70: 三钢闽光相关生产基地布局	25
图表 71: 公司及可比公司主要经营数据对比	26
图表 72: 三钢闽光盈利预测 (华泰预期)	26
图表 73: 中国特钢产量增速与工业增加值同比	27
图表 74: 中信特钢盈利预测 (华泰预期)	27
图表 75: 不锈钢管在天然气领域的应用环节	28
图表 76: 武进不锈盈利预测 (Wind 一致预期)	29
图表 77: 中国神华煤炭与电力分部毛利率情况	29
图表 78: 中国神华及部分可比公司吨煤生产成本 (2018 年)	29
图表 79: 中国神华及可比公司、行业的营业收入同比增速	30
图表 80: 中国神华及可比公司、行业的利润总额同比增速	30
图表 81: 中国神华上市以来分红情况	30
图表 82: 中国神华盈利预测 (Wind 一致预期)	30

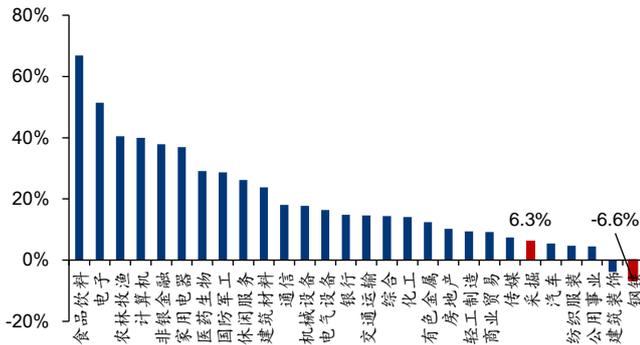
业绩拖累，2019年钢、煤股票表现不佳

行业泛善可陈，个股表现亮眼

19Q1-Q3，钢铁（申万）、采掘（申万）、沪深300指数涨幅分别为-6.6%、6.3%、26.7%，其中钢铁（申万）倒数第一，采掘（申万）倒数第六。

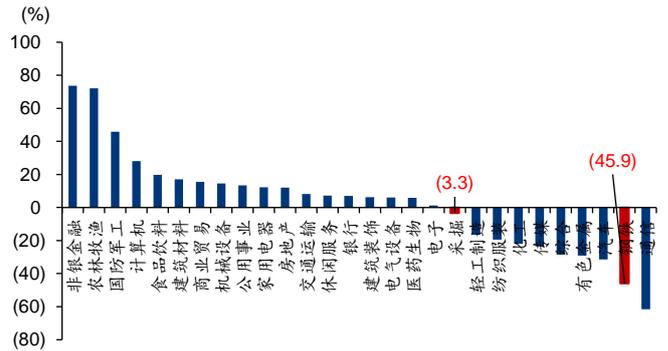
部分个股如中信特钢因重组兴澄特钢、业绩持续超预期得到市场的认可，表现较好，我们从8月开始重点推荐中信特钢（《大冶特钢：中国制造业优质资产，“买入”评级2019.8.11》），截至2019年11月22日涨幅达66%。煤炭行业中的美锦能源、山煤国际因转型新能源，年初以来亦有强势表现，分别上涨157%、101%。

图表1：申万一级行业 2019Q1-Q3 涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：申万一级行业 2019Q1-Q3 归属于母公司股东的净利润同比



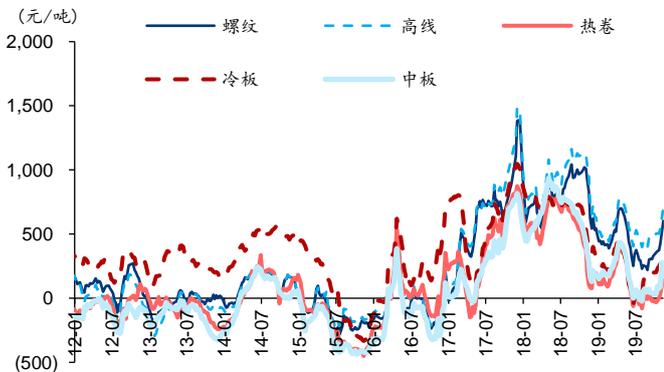
资料来源：Wind，华泰证券研究所

钢企业绩普降，煤企业绩多数仍有增长

产能增加叠加成本上行，全年吨钢盈利腰斩。2019年前10月粗钢产量增速7.4%，前9月表观消费量增速9.0%，需求总体表现强势。同时，限产放松，钢铁行业投资增速上行，有效长流程产能扩张较多，短流程现金成本支撑能力削弱，钢价中枢下移。

因地产用钢需求较好、汽车用钢需求较差，板材价格下跌幅度较长材更大。2019年初至11月22日，螺纹、线材、热轧、中板、冷轧均价（不含税，下同）分别为3497、3670、3350、3444、3882元/吨，同比分别变动-149、-154、-229、-247、-251元/吨。

图表3：主要钢材品种毛利（加权）



资料来源：中联钢，华泰证券研究所

图表4：螺纹价格同比及M1与M2同比差值（领先6个月）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

四大矿进入产能收缩期，叠加年初Vale矿难，2019年初至11月22日，澳洲进口矿均价达到631元/吨，同比增加182元/吨。同期，螺纹、线材、热卷、中板、冷轧吨钢毛利分别为427、539、105、159、217元/吨，同比下降-390、-400、-480、-498、-501元/吨。

M1、M2 剪刀差领先螺纹钢价同比 6 个月，进入 Q4 后螺纹钢价跌幅有望收窄、趋稳；18Q4 螺纹钢均价较高，同比跌幅收窄，则近期螺纹钢价有望环比上行此外，前期因矿难关停的矿山逐渐复产，Vale 发货修复，叠加 Q4 全球钢铁景气度下行、产量环比下降，矿价出现回调。钢价环比上行、矿价下行，钢铁行业盈利短暂修复，行业出现反弹。

普钢业绩惨淡，特钢仍有正增速。据 wind，A 股上市钢企年报集中发布期在 2020 年 3 月，预计 2019 年普钢企业归属于母公司股东的净利润同比增速在-40%附近，特钢企业如永兴材料、中信特钢有 20%左右的正增速。

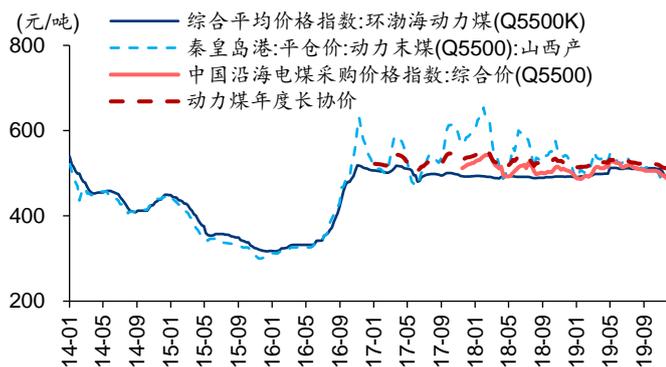
图表5：钢铁行业部分上市公司 19Q1-Q3 业绩表现及 19Q4 业绩前瞻

股票代码	公司名称	细分行业	2019 年归属于母公司股东的净利润 (亿元)					PE (TTM)	PE (2019E)	PB(LF)	
			Q1	Q2	Q3	Q4E	2019E				
000717.SZ	韶钢松山*	普钢	4.1	6.0	2.8	3.9	16.8	-49.2%	5.6	6.1	1.4
000898.SZ	鞍钢股份*	普钢	4.2	10.1	3.0	4.2	21.4	-73.1%	10.4	13.7	0.6
002110.SZ	三钢闽光*	普钢	9.6	12.1	6.5	7.6	35.9	-44.9%	5.0	5.8	1.2
600019.SH	宝钢股份*	普钢	27.3	34.6	26.9	32.5	121.2	-43.8%	8.3	10.1	0.7
600282.SH	南钢股份*	普钢	8.4	10.0	5.3	7.0	30.8	-23.2%	4.9	4.7	0.9
600581.SH	八一钢铁*	普钢	(1.9)	3.2	1.2	0.4	2.8	-59.5%	13.5	17.2	1.1
600782.SH	新钢股份	普钢	7.5	10.9	8.1	8.7	35.2	-40.4%	3.3	4.3	0.7
600808.SH	马钢股份*	普钢	0.8	10.6	3.2	3.6	18.3	-69.2%	11.4	11.3	0.8
600507.SH	方大特钢	普钢	4.7	5.8	2.2	5.5	18.3	-37.6%	7.0	7.3	2.2
002756.SZ	永兴材料	特钢	1.0	1.6	1.0	1.0	4.6	18.1%	13.6	12.5	1.7
000708.SZ	中信特钢*	特钢	0.9	2.1	12.3	10.6	47.3	22.1%	16.7	13.4	2.6

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；注：标记*公司 2019E 业绩取华泰预测，其余取 wind 一致预期；以 2019 年 11 月 22 日收盘价测算

进口煤、高库存压制动力煤价格。2019 年前 10 月，煤炭产量、表观消费量分别为 30.6、33.3 亿吨，同比分别变动 4.5%、4.9%，社会用电量增速 4.4%，需求较好。但受进口、库存拖累及水电发电增速的压制，火电发电量增速仅 1.1%，动力煤价表现不佳。2019 年初至 11 月 22 日，秦皇岛港、长协动力煤、电煤采购均价分别为 519、523、508 元/吨，同比分别变动-7.6%、-1.5%、-1.0%。

图表6：动力煤价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

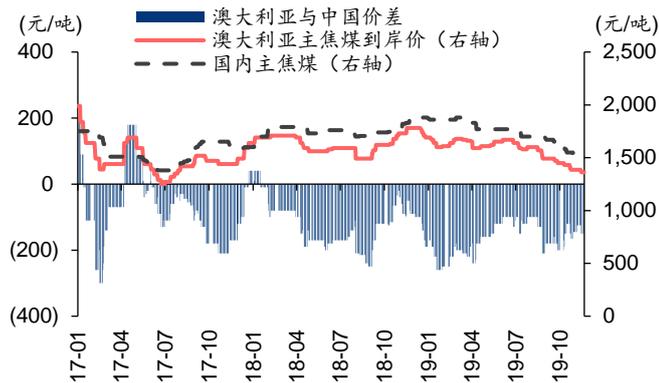
图表7：炼焦煤价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

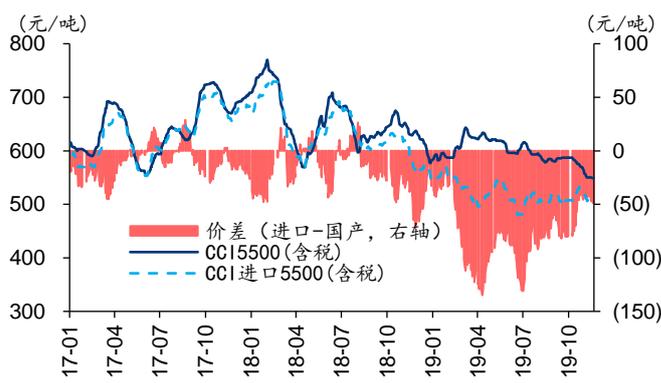
海外经济衰退、煤炭需求下滑，海外低价、优质煤炭冲击国内煤炭市场，对动力煤价形成压力。19Q3 以来，海外钢铁产量下滑，国内钢铁景气度高，低价进口焦煤对中国焦煤价格产生较大压力。

图表8: 2017年至今中国与澳大利亚主焦煤价格、价差



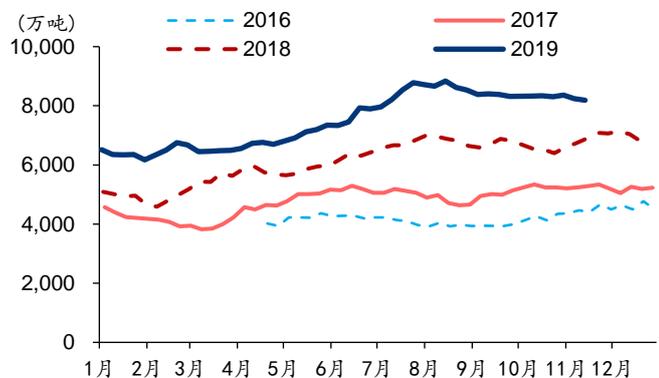
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 2017年至今国产与进口动力煤价格、价差



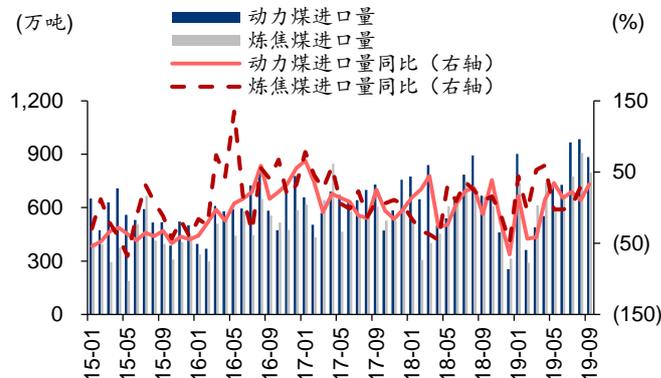
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 中国重点煤炭港口库存 (73 港)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 2015年至今动力煤、炼焦煤进口及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

19Q1-Q3 煤炭上市公司归属于母公司股东的净利润多数仍有小幅增长。19Q1-Q3, 煤炭上市公司营业收入同比增速主要集中在-20%~20%范围内, 业绩同比增速主要集中在-30%~30%范围内。

图表12: 煤炭行业部分上市公司 19Q1-Q3 业绩表现及 19Q4 业绩前瞻

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 (TTM)	PE (2019E)	PB(LF)	
			19Q1	19Q2	19Q3	19Q4E	2019E				
601088.SH	中国神华	煤炭开采	125.9	116.6	128.5	78.0	448.9	2.3%	7.5	7.7	1.0
601225.SH	陕西煤业	煤炭开采	27.7	31.0	32.1	21.0	111.8	1.7%	7.4	7.4	1.5
601699.SH	潞安环能	煤炭开采	8.7	6.3	6.1	10.2	31.3	17.5%	8.2	6.6	0.8
601898.SH	中煤能源	煤炭开采	15.4	22.5	19.7	4.6	62.2	81.2%	12.2	10.0	0.6
600188.SH	兖州煤业	煤炭开采	23.1	30.5	16.2	18.9	88.7	12.2%	4.8	5.1	0.7
000723.SZ	美锦能源	煤炭开采	3.7	2.5	2.0	8.5	16.7	-7.1%	23.4	20.2	4.2
603113.SH	金能科技	煤炭开采	1.5	2.5	2.0	2.3	8.3	-35.0%	7.3	8.3	1.3
600971.SH	恒源煤电	煤炭开采	2.4	2.6	2.2	3.8	11.0	-10.2%	5.3	6.1	0.8
601101.SH	昊华能源	煤炭开采	2.2	2.3	1.6	0.5	6.5	-9.3%	15.1	9.6	0.7

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 注: 2019E 业绩取 wind 一致预期; 以 2019 年 11 月 22 日收盘价测算

关注钢铁兼并重组及上网电价机制改革

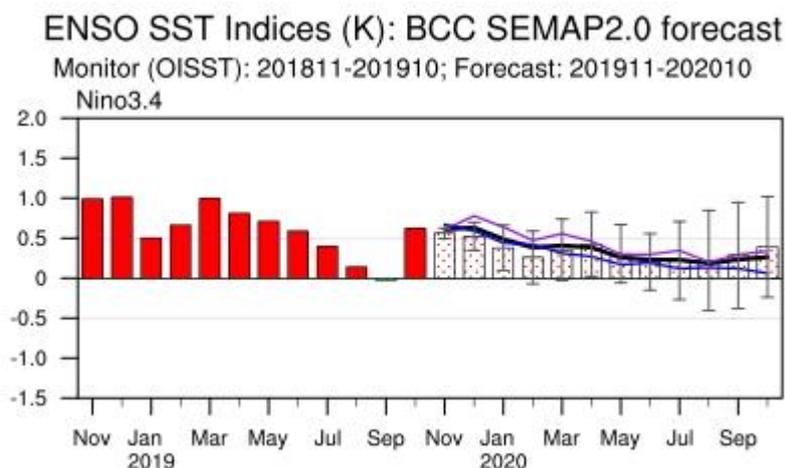
2020年环保限产继续边际放松

环保限产政策边际放松。2019年10月16日，生态环境部等部门发布《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》，要求秋冬季期间PM2.5平均浓度同比下降4%（征求意见稿5.5%、去年正式稿3%）、重度及以上污染天数同比减少6%（征求意见稿8%、去年正式稿3%）。正式方案较征求意见稿放松、较去年方案更严，但去年执行效果不佳——去年秋冬季期间PM2.5平均浓度实际同比上升6.5%、重度及以上污染天数实际同比上升36.8%。

此外，长三角地区的上述两项要求均从去年3%下降至今年的2%，汾渭平原均从去年4%下降至今年的3%。

今年冬季通风条件更好。2018-2019年采暖季为厄尔尼诺暖冬，通风条件较差。目前，NINO3.4预测值显示今年冬天或没有厄尔尼诺，空气扩散条件更好，对执行力度的要求更低，对工业企业生产影响或较小，有利于钢铁生产及工业用电。

图表13：2019年11月-2020年10月NINO3.4预测值



资料来源：国家气候中心，中国华泰证券研究所；厄尔尼诺/拉尼娜事件判定标准：NINO3.4的3个月滑动平均绝对值达到或超过0.5℃、且持续至少5个月，判定为一次厄尔尼诺/拉尼娜事件（指数≥0.5℃为厄尔尼诺事件；指数≤-0.5℃为拉尼娜事件）

“宝马”重组示范行业兼并重组

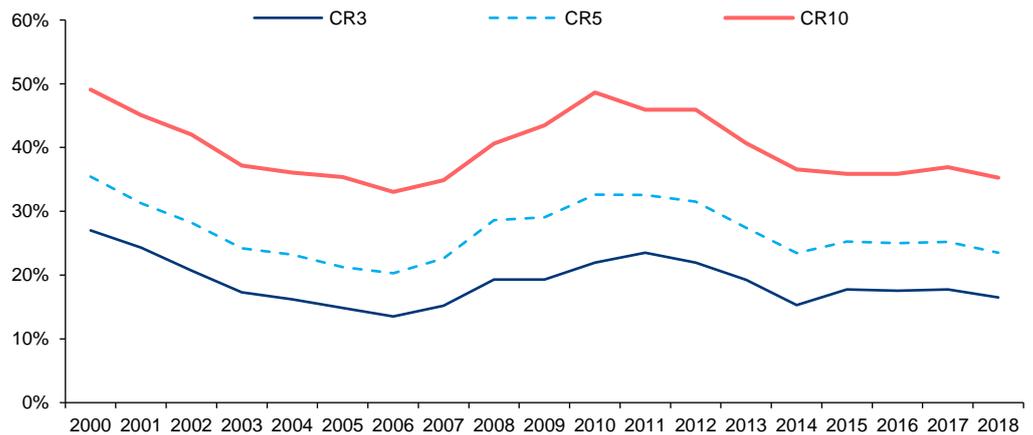
我们预计明年或有钢铁行业兼并重组文件出台。2016年国发46号文提到钢铁行业的兼并重组分三步走目前正处于第二步，即2018年-2020年，完善兼并重组的政策。2018年至今未见重磅级兼并重组政策出台，可重点关注2020年政策进展情况。

“宝马”重组打破央企、国企界限。2019年5月，安徽省国资委与中国宝武签订协议，无偿将马钢集团51%划转至中国宝武，相关登记工作已于9月完成，中国宝武成为马钢集团控股股东，实际控制人为国务院国资委。按2018年口径测算，此次重组后中国钢铁行业集中度CR10仅从35%提升至37%，但此次重组意义重大，一是打破央企、国企界限，马钢集团实控权从安徽省国资委划转至国务院国资委，二是效率较高，从签订协议到完成登记，时间不足半年。

图表 14: 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

图表 15: 2000-2018 年钢铁行业集中度


资料来源：Wind，公司年报，华泰证券研究所

上网电价改革或促煤价市场化

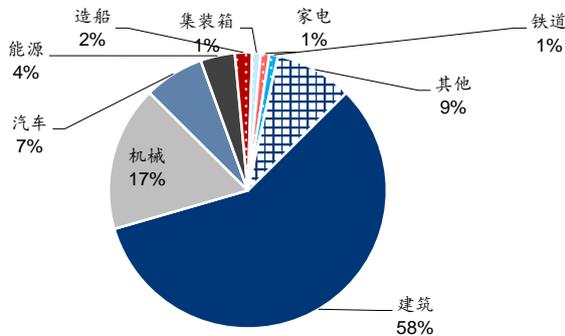
明年燃煤发电上网电价改为“基准价+上下浮动”。2019 年 10 月，国家发改委印发《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》(以下简称“指导意见”)，要求自 2020 年起，将现行标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。其中，基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定；浮动幅度为上浮不超过 10%、下浮原则不超过 15%，其中，居民、农业用电仍按基准价执行。另外，指导意见中指出，实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020 年暂不上浮，确保工商业用电价格只降不升。

改革后，市场化定价上网电量占比有望达到 85%。据发改委官网，我国火电上网电量分为计划电量(或基数电量)和市场化交易电量部分，2018 年占比分别为 57%、43%，其中指导意见所涉及的即是计划电量部分。据其估算，此次改革将为 42% 火电上网电量市场化创造条件，即市场化交易电量占比有望达到 85%。打破煤电价格联动机制，有利于煤价反映市场供需。

钢铁下游：地产用钢需求可能缓慢下滑

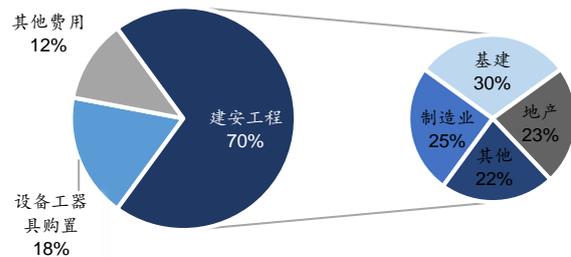
2020年钢材需求增速可能下行，三大投资中仅基建投资增速有望向上，我们对制造业投资、地产投资的增速较谨慎。值得注意的是地产投资内部结构占比可能发生变化——地产建筑工程投资占比可能下降，地产用钢需求增速可能低于地产投资增速。消费端，汽车、家电或有较好表现，但因体量占比小，难以提振钢材需求。

图表16：2018年分行业粗钢消费占比



资料来源：冶金工业研究院，华泰证券研究所

图表17：2017年固定资产投资完成额组成及建安工程中各行业占比



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

图表18：钢铁行业供需平衡表预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
粗钢产量	8.13	8.22	8.04	8.08	8.71	9.28	9.9	9.9	9.8
增长率							7.00%	-0.50%	-0.50%
地条钢产量	0.84	0.98	0.88	0.59	0.51	0.00	0.00	0.00	0.00
表内外产量合计	8.98	9.20	8.91	8.66	9.22	9.28	9.93	9.88	9.83
粗钢出口	0.66	1.00	1.20	1.15	0.80	0.74	0.69	0.66	0.65
增长率							-6.00%	-5.00%	-1.00%
粗钢进口	0.16	0.16	0.14	0.14	0.15	0.15	0.14	0.13	0.13
增长率							-7.00%	-5.00%	-1.00%
粗钢净出口	0.51	0.84	1.06	1.01	0.65	0.59	0.55	0.53	0.52
粗钢表观消费量	8.47	8.36	7.86	7.65	8.56	8.69	9.38	9.35	9.31
国内钢材消费分解：									
建筑	4.65	4.88	4.48	4.19	4.56	4.76	4.97	4.97	5.02
机械	1.33	1.40	1.29	1.30	1.36	1.35	1.34	1.28	1.29
汽车	0.47	0.50	0.50	0.50	0.58	0.52	0.47	0.47	0.48
能源	0.31	0.32	0.32	0.32	0.33	0.35	0.36	0.37	0.39
造船	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15	0.16	0.16
家电	0.10	0.11	0.11	0.11	0.12	0.13	0.13	0.14	0.14
铁道	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
集装箱	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.03	0.03
其他	0.91	0.69	0.35	0.64	0.69	0.71	0.72	0.72	0.73
国内钢材消费	7.99	8.13	7.28	7.29	7.89	8.05	8.24	8.18	8.28
国内粗钢消费	8.16	8.30	7.43	7.44	8.06	8.22	8.40	8.35	8.45
粗钢供需差	0.31	0.07	0.43	0.22	0.51	0.48	0.97	1.00	0.86

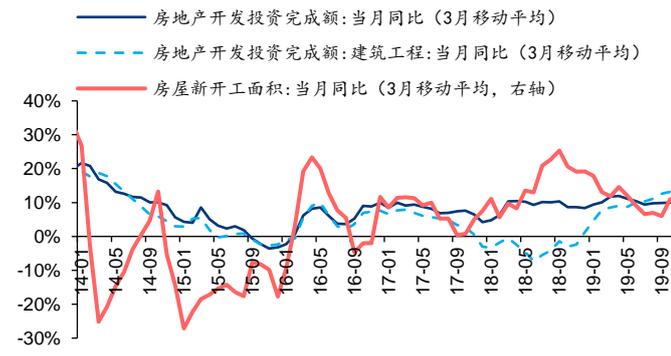
资料来源：冶金工业研究院，wind，华泰证券研究所；单位：亿吨

地产增速不弱，结构发生变化

2019 年施工量支撑地产用钢需求。2018 年全年，地产建筑工程投资增速-2.3%，新开工面积增速 17.2%，二者出现分化，或主要因房企资金链偏紧而加速新开工、加速资金回流，导致施工存量较大。2019 年前 10 月，新开工面积累计增速为 10.0% (yoy-6.3pct)，而同期地产建筑工程投资累计增速为 10.9%(yoy+14.3pct)，或与 2018 年遗留的施工量有关。

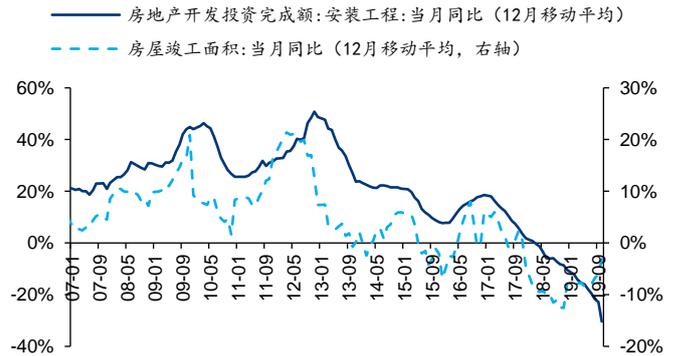
从历史数据看，平滑后的安装工程投资增速与竣工面积增速拟合度较高，2018 年以来出现背离，或因环保趋严、竣工证取得难度较大，使得竣工面积增速失真。因安装工程投资主要发生在建筑主体完成后，因此能较好的反映建设进度及竣工情况。

图表19: 房地产投资及房地产建筑工程投资、新开工面积



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

图表20: 地产安装工程投资、竣工面积当月同比(移动12月平均)



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

预计 2020 年施工存量将逐渐下行。华泰固收团队在报告《滞胀表象，枕戈待旦》中预计 2020 年地产投资增速将下行至 5% (2019 年前 10 月增速为 10.3%)，我们在前期的煤炭首次覆盖报告中对地产投资的态度已从乐观转为谨慎。我们预测 2020 年地产投资结构可能发生变化，建筑工程投资、其他费用(含土地购置费用)占比将下行，而安装工程占比将上行，我们也认为 2020 年的地产投资增速可能下滑两次，第一次是因为融资、销售回款下降，开发商资金偏紧导致土地购置增速下行，第二次是因为新开工下行及竣工上行带来的施工量下降、地产建筑工程投资增速下滑。

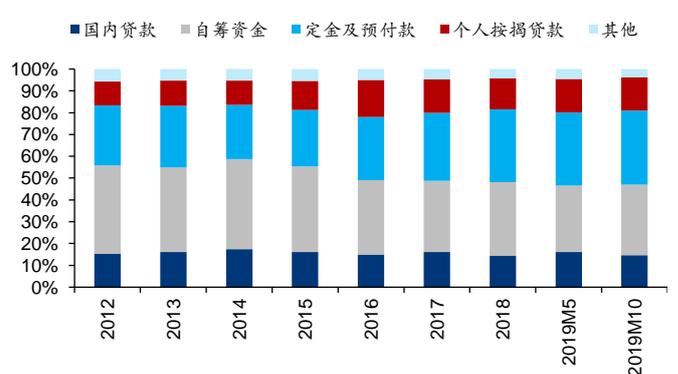
自 2019 年 5 月起，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作的通知》，地产的信贷、信托、境外发债等融资渠道收紧。以信托融资为例，在 7 月初银保监会对部分信托公司进行约谈警示后，地产类信托产品实际发行规模开始迅速下行。2019 年 7 月 30 日，中央政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

图表21: 房地产信托产品实际发行规模



资料来源: Wind 信托产品大全, 以产品成立日期统计, 华泰证券研究所; 截至 2019 年 11 月 19 日

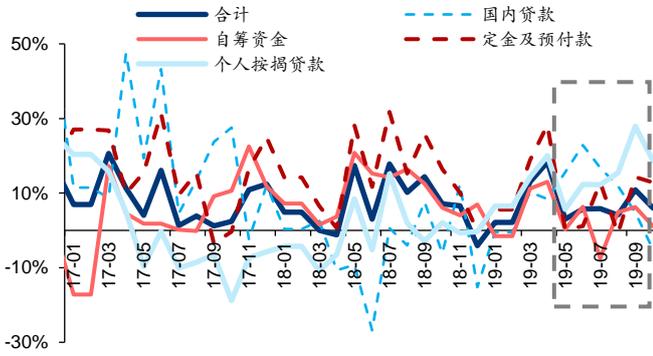
图表22: 房地产开发资金来源占比



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

从地产开发资金来源看，2019年前10月，国内贷款、自筹资金、定金及预收款占比分别为14.7%、32.4%、33.9%，较前5月的占比分别变动-1.4、2.0、0.3pct。融资渠道收紧后，国内贷款、自筹资金来源均受到影响，后期开发商或更加依赖房产预售中的定金与预收款。

图表23: 房地产开发资金来源主要分项当月同比



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

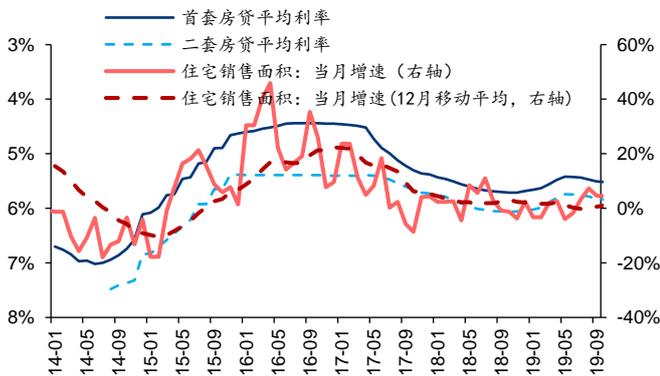
图表24: 房地产开发资金和投资完成额当月同比(移动3月平均)



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

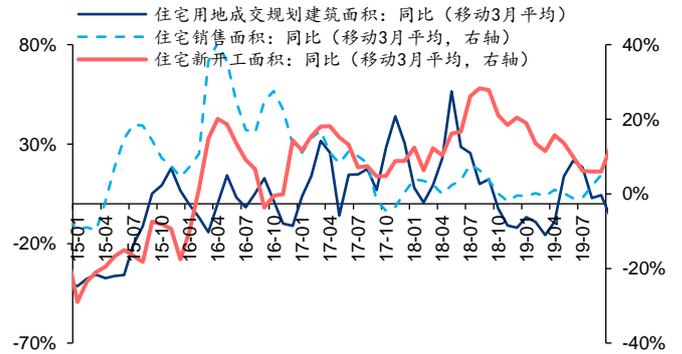
首套房贷利率在2019年5月降至低点5.42%，并在7月开启上行态势，从历史数据看，首套房贷利率领先住宅销售面积1-2个季度，推测19Q4或20Q1地产销售增速或出现下行趋势，开发商的销售回款或受影响。

图表25: 住宅销售面积增速与房贷平均利率



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

图表26: 住宅销售面积、成交规划建筑面积及新开工面积



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

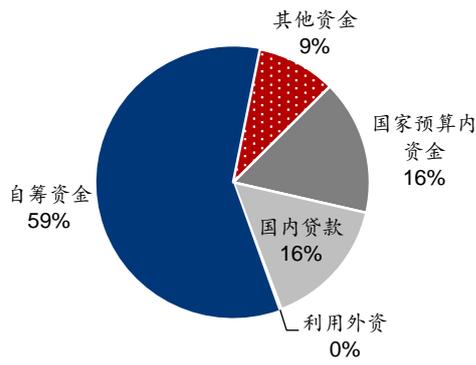
融资收紧叠加销售回款下降，开发商后续资金周转压力或较大，进而对拿地、新开工产生影响，预计将先后对地产投资的分项其他费用、地产建筑工程投资产生不利影响。地产建筑工程投资包含对水泥、钢铁等建筑材料的购买，预计地产建筑用钢需求增速将缓慢下行。

基建投资有望是2020年亮点

2019年地方债发行加快，但提振基建有限。2019年以来，地方债发行进度较快，截止9月底，新增一般债券、新增专项债券发行进度分别为97%、99%。但同时数据显示，增发地方债对基建的拉动作用并不明显，前10月基础设施建设投资(不含电力)累计增速4.2%。

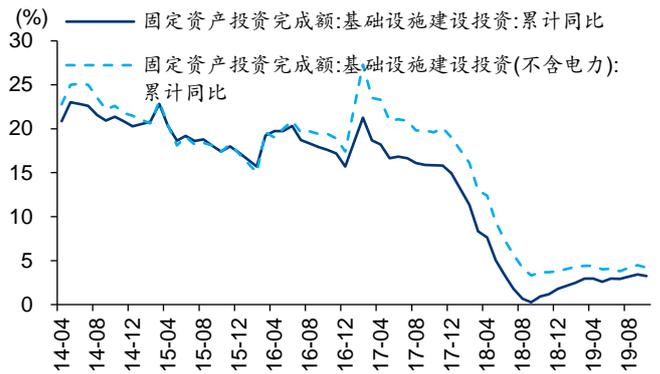
我们推测可能是两方面原因，一是新增地方债直接流入基建比例有限：从债券资金投向看，19年前9月新增债券资金主要用于保障性住房、棚户区改造(28%)、土地储备(23%)，而与基建直接相关的交通运输(13%)、市政建设(14%)合计仅占27%；二是资本金来源受阻：17年8月，国务院印发《关于中央企业降杠杆减负债的指导意见》，18年9月，国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，提出国有企业平均资产负债率到20年末比17年末降低2个百分点左右。国企央企去杠杆导致基建项目筹资受限，叠加地方政府隐性债务压力大及资管新规限制，基建项目资本金到位不足。

图表27: 2017年基建投资资金来源



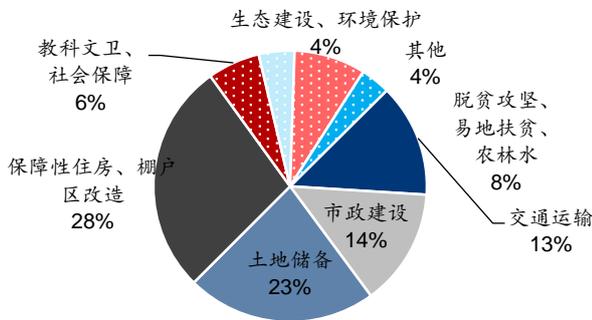
资料来源: Wind, 华泰证券研究所;

图表28: 基础设施建设投资增速累计同比



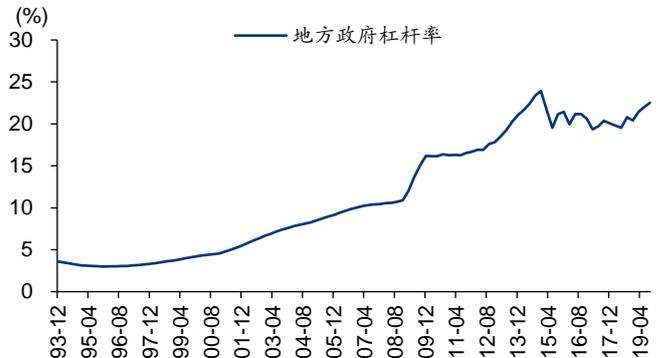
资料来源: Wind, 华泰证券研究所;

图表29: 2019年前9月新增债券资金投向



资料来源: 财政部, 华泰证券研究所;

图表30: 地方政府杠杆率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所;

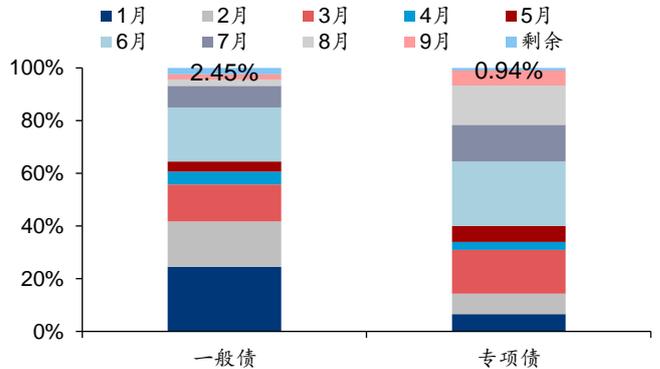
2019年起可提前下达部分新增地方债务限额。2018年12月29日,十三届全国人大常委会第七次会议决定,在2019年3月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前,授权国务院提前下达部分今年地方政府新增债务限额。其中,一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元,合计13900亿元。同时授权国务院在2019年以后年度,在当年新增地方政府债务限额的60%以内,提前下达下一年度新增地方政府债务限额(包括一般债务限额和专项债务限额)。授权期限为2019年1月1日至2022年12月31日。自2019年来,财政支出和发债节奏明显前置,有利于基建项目资金到位。

图表31: 2016-2019年新增一般债、专项债限额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所;

图表32: 2019年新增一般债、专项债发行进度



资料来源: 财政部, 华泰证券研究所;

专项债可用作重大项目资本金，缓解资本金不足。2019 年 6 月，中办、国办印发的《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》允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，“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……允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金”，同时积极鼓励金融机构提供配套融资支持。一方面打破以往“债务性资金不得用于项目资本金”的限制，解决资本金问题；另一方面，发挥专项债杠杆撬动作用，拉动基建投资。

国常会下调部分基建类项目最低资本金比例要求。2019 年 3 月 5 日，十三届全国人大二次会议政府工作报告上提出适当降低基础设施等项目资本金比例。11 月 13 日，国常会决定降低部分基建最低资本金出资比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%，对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目……可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点；同时提出基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。

据华泰建筑建材组报告《基建资本金比例下降，融资改善有望延续》(2019 年 11 月 14 日)，此次相关行业投资占狭义基建投资的 73% (2018 年)，若均按 5 个百分点下降，则可节约 0.53 万亿资本金 (2018 年)，按 3 倍杠杆考虑可额外撬动超 1.5 万亿基建投资 (2018 年基建投资额实际值为 14.5 万亿)。

图表33： 部分固定资产投资项目资本金制度调整

	1996	2004	2009	2015	2019
钢铁	25	40	40	40	
煤炭	35		30	30	
房地产开发	20	35			
保障性住房和普通商品住房项目			20		
其他房地产开发项目			30	25	
交通运输	35				
城市和交通基础设施项目					
城市轨道交通项目			25	20	-
铁路、公路项目			25	20	15
港口、沿海及内河航运项目			30	25	20
机场项目			30	25	-

资料来源：中国政府网；单位：%；注：2019 年铁路、公路项目资本金最低为 15%；港口、沿海及内河航运项目最低为 20%

政策发力叠加资金到位，看好 20Q1 基建投资发力。国常会下调基建类项目资本金比例要求在一定程度上反映出基建增长乏力及发挥其逆周期调节作用的迫切。在地产下行大趋势不变的前提下，基建发力或是 2020 年最重要的对冲政策。2019 年 9 月 4 日国常会提出按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施项目。积极的政策叠加多方资金到位，看好 2020Q1 基建投资发力，带动建筑用钢需求上行，华泰固收认为明年基建投资有望实现 8% 以上的增速。

制造业投资 2020 年或较难发力

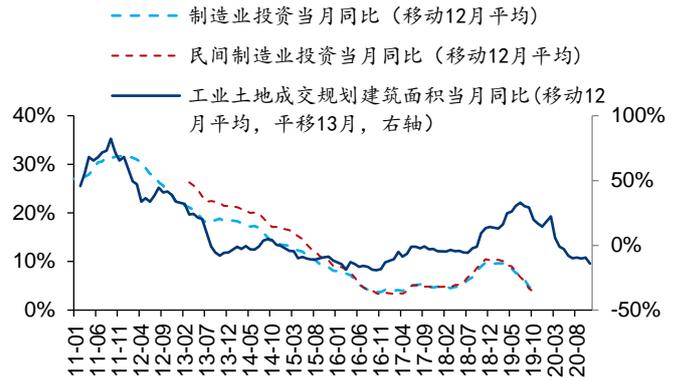
制造业投资增速或重回下行趋势。2019 年前 10 月，制造业投资累计同比增速 2.6% (yoy-6.5pct)，与我们使用的领先数据工业土地成交规划建筑面积基本保持一致。并且根据领先指标，后期制造业投资增速可能继续下滑。

图表34: 制造业投资完成额当月同比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

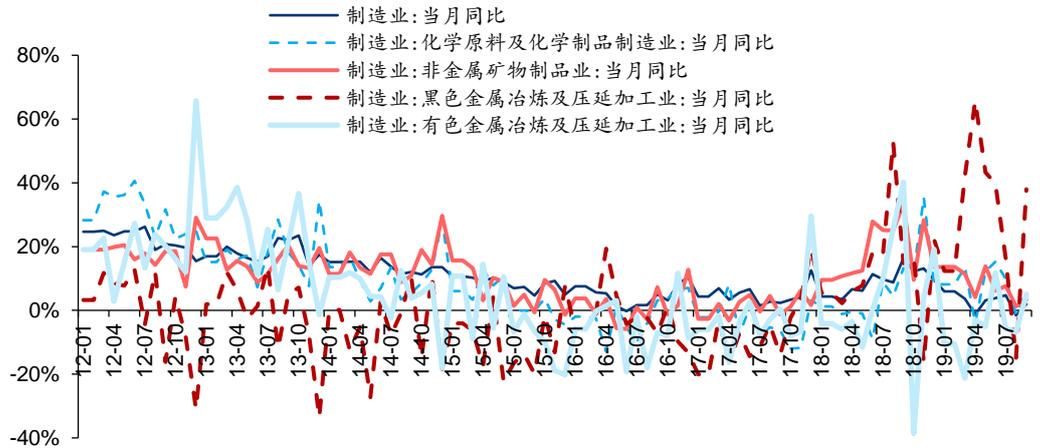
图表35: 制造业投资与工业土地成交规划建筑面积关系



资料来源: Wind、华泰证券研究所

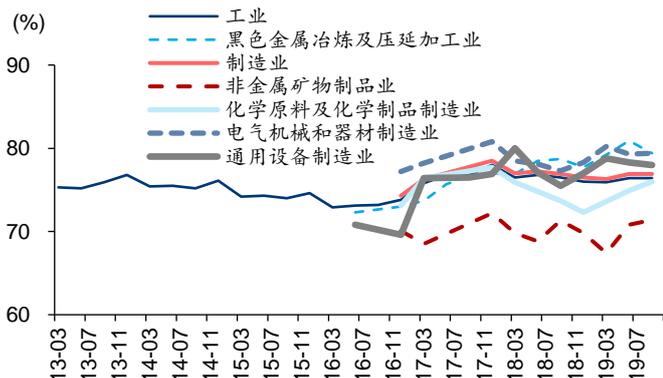
国内制造业或再次产能过剩。制造业投资增速自2016年反弹,在2018年达到高点,全年增速高达9.50%,较固定资产投资完成额增速高3.60pct。其中,2018年,钢铁、专用设备制造、水泥、金属制品业、电气机械及器材制造业等行业投资增速分别高达13.8%、15.4%、19.7%、15.4%、13.4%。从历史数据看,目前工业产能利用率、PPI定基指数均在高位,接近2013年水平。随着2016年来新增、技改项目投产、达产,产能或出现过剩现象,此外,自2018年不断放松的环保限产,也扩大了有效产能,增加了产能过剩的风险。若明年地产投资增速下行,或加剧产能过剩,影响制造业投资及扩大再生产。

图表36: 制造业及部分子行业投资增速



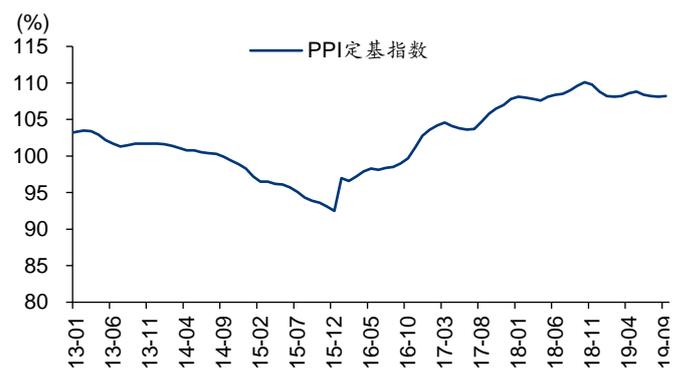
资料来源: 国家统计局, Wind, 华泰证券研究所

图表37: 2013年至今工业、制造业产能利用率(当季值)



资料来源: 国家统计局、Wind、华泰证券研究所

图表38: 2013年至今PPI定基指数

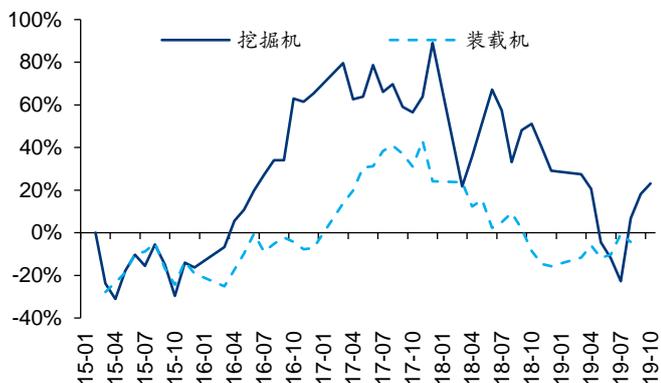


资料来源: 国家统计局、Wind、华泰证券研究所

机械设备等用钢需求可能下行

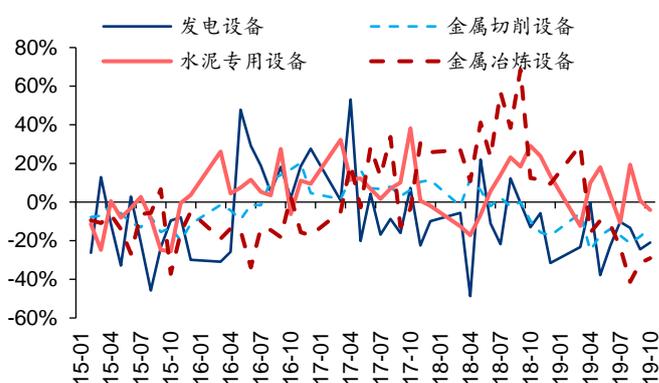
今年与基建和地产相关的挖机、装载机、拖拉机、铁路机车等机械产量增速都呈现上升趋势，未来基建投资增速回升或拉动部分需求，但地产投资增速下行亦将产生负面影响。此外，制造业投资增速的下行也将导致机械设备等需求的下行。受制造业投资、基建投资的增速下行的影响，我们预测 2020 年通用设备、专用设备用钢量可能下滑。

图表39: 挖掘机、装载机产量当月同比



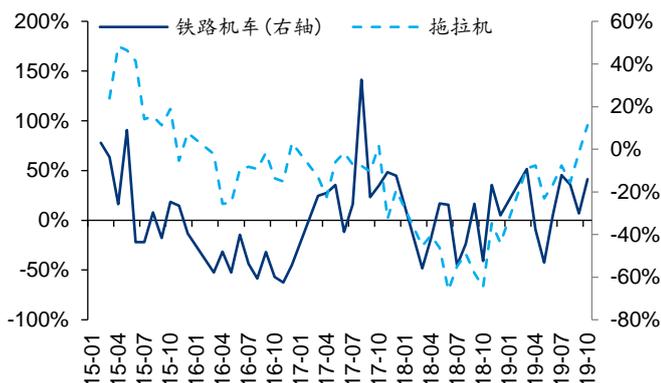
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表40: 通用、专业设备产量当月同比



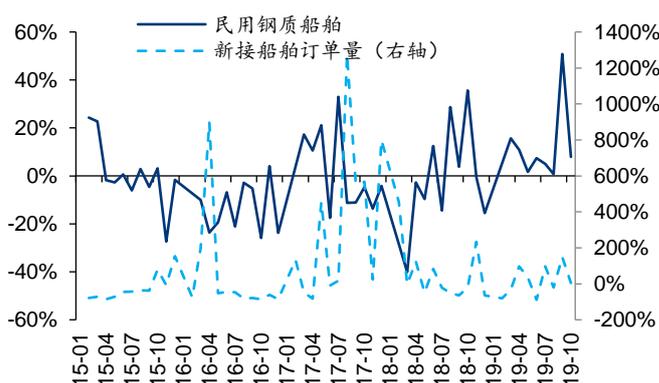
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表41: 拖拉机、铁路机车产量当月同比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表42: 船舶产量、新接船舶订单当月同比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

汽车等消费用钢需求有望好转

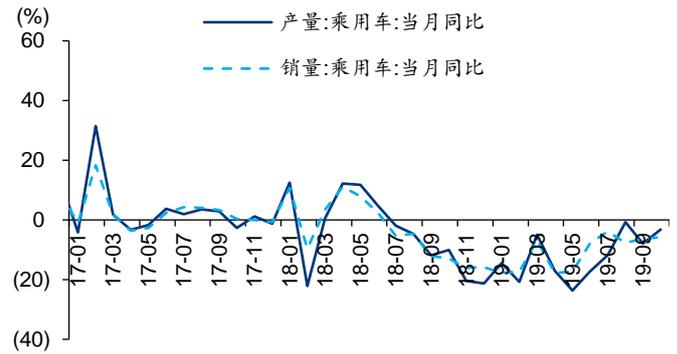
2020 年汽车用钢需求增速有望修复。2019 年前 10 月，乘用车产销量分别为 194、193 万辆，同比分别变动-3.2%、-5.8，较前值分别变动+4.7、+0.5pct。我们认为后期随着居民资产负债表修复，消费能力将提升，汽车经销商库存好转，且随着“国五”库存出清、“国六”续接补库，叠加汽车厂库存仍处于低位，2020 年汽车产销增速表现或好于 2019 年，华泰汽车团队预计 2020 年乘用车产销量增速为 0%，汽车用卷板需求有望边际好转。

图表43: 全国汽车零售额及当月同比



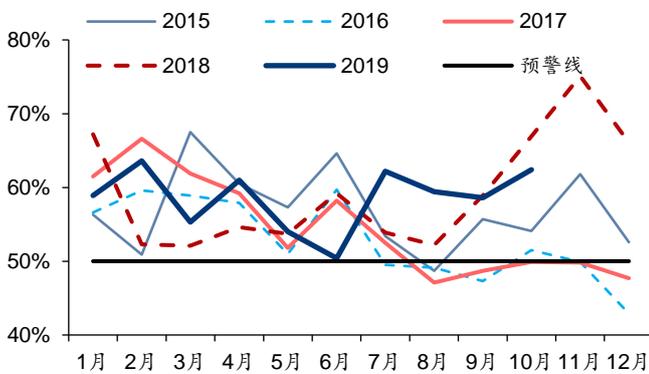
资料来源: Wind、国家统计局、华泰证券研究所

图表44: 2017年至今乘用车产销当月同比



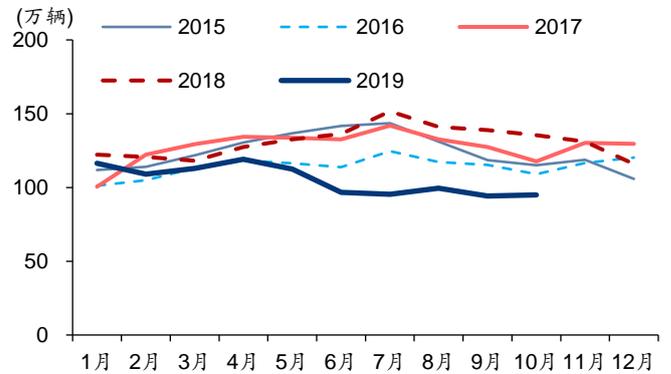
资料来源: 中汽协、华泰证券研究所

图表45: 汽车经销商库存预警指数



资料来源: Wind、华泰证券研究所; 注: 该值越高, 经销商库存压力越大

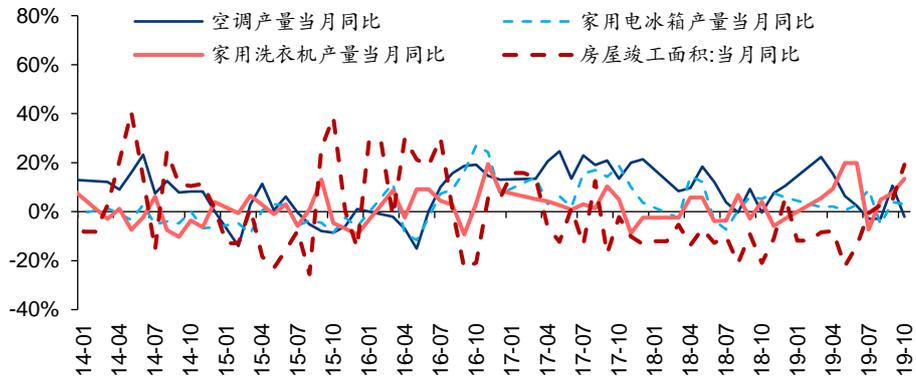
图表46: 汽车厂汽车库存



资料来源: Wind、华泰证券研究所

竣工回升或支撑家电需求, 同样利好卷板。家电产量增速年初至今呈现增长势态, 在消费整体下行背景下韧性一直较强, 2019年前10月, 空调、电冰箱、洗衣机产量累计同比分别为6.2%、3.8%、7.6% (YoY-4.4、+1.6、7.2pct)。考虑到2020年地产或迎来竣工高峰, 家电需求或得到提振, 有利于家电用钢需求。

图表47: 空调、电冰箱、洗衣机产量及房屋竣工面积当月同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

钢企盈利：特钢、普钢盈利分化又一年

2020年全球钢铁产能继续增加

预计2020年全球名义粗钢产能增长3400万吨。我们根据OECD、上市公司公告及政府官网等数据，计算得2019、2020、2021年全球新增名义产能分别为1285、3409、3522万吨。就区域分布而言，亚洲、中东及非洲的新增绝对量较大。其中，中国2019、2020、2021的新增产能分别为-631、-634、1156万吨，产能变化部分源于置换产能中的部分淘汰产能与新建产能不完全同步。

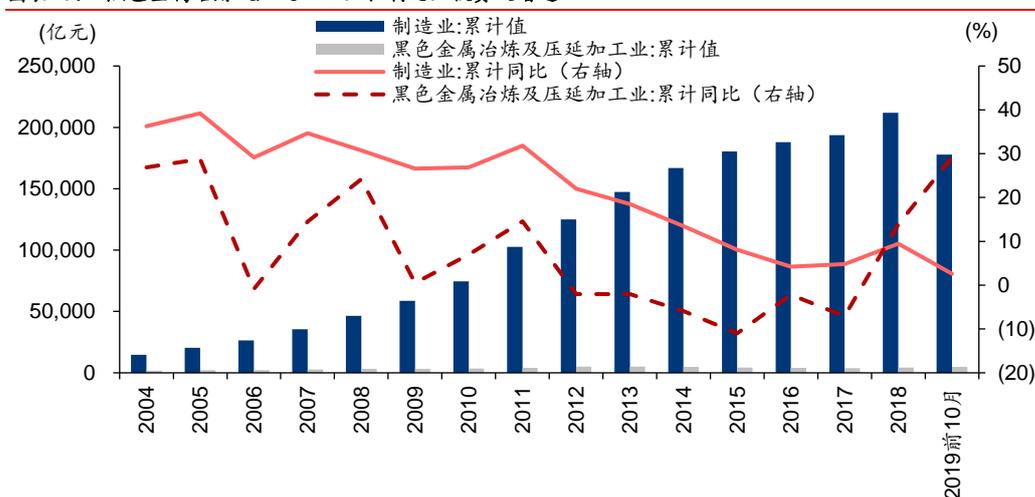
图表48：2019-2021年全球粗钢产能预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Africa	36.5	35.7	38.2	39.0	41.6	44.2	48.0	48.8
Asia	1554.5	1574.7	1522.6	1484.9	1473.0	1478.4	1483.6	1504.4
- China	1140.0	1150.1	1089.4	1042.9	1023.4	1017.1	1010.8	1022.3
CIS	141.7	141.7	142.7	142.9	142.4	142.4	144.2	145.2
Europe	287.1	279.1	275.6	274.0	274.0	274.0	275.6	279.1
Latin America	69.9	71.1	74.1	74.7	74.7	75.3	76.7	76.9
Middle East	59.7	61.5	61.9	64.4	67.3	70.7	89.3	96.4
NAFTA	152.9	152.2	153.5	153.8	154.4	155.3	156.9	158.7
Oceania	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
World total	2308.7	2322.2	2274.8	2240.1	2233.7	2246.6	2280.7	2316.0

资料来源：OECD，上市公司公告，政府官网，华泰证券研究所；单位：百万吨

黑色行业投资增速高，推测国内有效产能仍增长。尽管2019年国内钢铁名义产能出现下降，但我们认为行业投资增速较高，环保搬迁、技术改造使得钢厂受到的环保限制更少、生产效率更高，实际产能仍增长。2018年、2019年前10月，黑色金属冶炼及压延加工业投资累计增速分别高达13.8%、29.2%，较同期制造业投资整体增速高4.3、26.6pct。

图表49：黑色金属冶炼及压延加工业、制造业投资及增速



资料来源：国家统计局，wind，华泰证券研究所

特钢行业自发整合或先行一步

特钢企业经营、现金流普遍较差

中国特钢产业非市场化特征明显。国内特钢产业从建国初期起步，主要立足于满足国防和重点项目建设需要。早期地理布局受到建国前工业基础的影响，如多家特钢企业位于东北，建国初期行业也接受过苏联的技术援助，后期地理布局受三线建设的影响，以上均带有非市场化特色。改革开放后，江苏等省制造业较为发达，区域内的部分钢厂逐步向特钢转型，配套区域内装备制造。

“十一五”期间，在政府导向和市场配置下，特钢业进行兼并重组，形成了三大特钢企业集团和三大专业化特钢企业的产业格局。三大特钢企业集团分别是中信泰富特钢集团、东北特殊钢集团和宝钢特殊钢分公司；三大专业化特钢企业包括山西太钢不锈钢股份有限公司、舞阳钢铁有限责任公司、天津无缝钢管集团股份有限公司。

2017年，东北特钢破产重整，其中抚顺特钢、大连特钢的实际控制人已变更为沈文荣，北满特钢被建龙集团收购。同年，中信特钢收购青岛特钢，收购前青岛特钢资不抵债，次年，收购靖江特钢，收购前靖江特钢停产。

中国特钢产业存在较大整合空间。尽管2017、2018年普钢行业大幅好转，但部分特钢企业仍然经营较差、资产负债率较高，若行业再次下行，特钢行业将再次亏损、并迎来整合。46号文鼓励专业化钢铁集团做大做强，特别提及60%-70%的产量所集中的10家左右大集团里将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，中信特钢即为专业化钢铁集团。

图表50：特钢部分公司财务摘要数据

	西宁特钢						ST 抚钢					
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	19Q1-Q3	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	19Q1-Q3
营业收入	73.14	60.53	73.90	74.34	67.87	65.85	54.53	45.58	46.78	49.84	58.48	43.78
+/-	1%	-17%	22%	1%	-9%	30%	0%	-16%	3%	7%	17%	1%
销售毛利率	20%	-2%	14%	9%	0%	13%	15%	19%	18%	14%	15%	11%
EBITDA	13.20	-2.67	8.04	5.89	-3.06	-	6.29	4.76	4.83	-6.53	3.00	-
+/-	-	-120%	-	-27%	-152%	-	-	-24%	1%	-235%	-	-
EBITDA/营业收入	18%	-4%	11%	8%	-5%	-	12%	10%	10%	-13%	5%	-
归母净利润	0.42	-16.19	0.69	0.60	-20.46	0.87	-1.24	0.52	-0.44	-13.38	26.07	1.74
+/-	-	-3993%	-	-14%	-3521%	-	-	-	-185%	-	-	-
扣非后归母净利润	-0.57	-16.18	-3.59	-6.85	-18.82	-1.96	-1.40	-0.51	-0.66	-12.99	-2.25	1.66
净利率	1%	-28%	1%	1%	-30%	1%	-2%	1%	-1%	-27%	45%	4%
ROE (摊薄) %	1.54	-151.04	2.42	1.91	-187.97	7.27	-45.05	17.25	-20.91	-	62.53	4.00
资产负债率	85%	93%	87%	85%	93%	84%	97%	97%	98%	112%	47%	49%

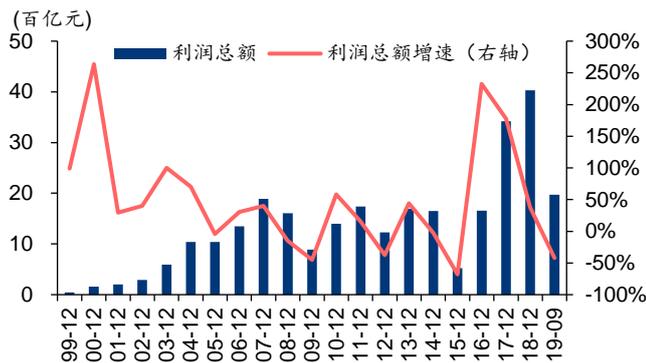
资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：亿元；

特钢行业龙头具有较强整合能力。特钢企业的盈利一方面与行业供需挂钩，另一方面也与自身技术、管理、渠道控制等挂钩，如最困难的2015年，永兴材料、中信特钢均有较好的盈利。国内部分特钢龙头企业已形成自身的品牌、渠道、技术、管理优势，可兼并重组经营不善的特钢企业，并将技术、管理、渠道等优势复制给被收购钢企，如中信特钢收购青岛特钢后，在较短的时间内改善了后者的盈利。

2021年普钢有望进入行业整合期

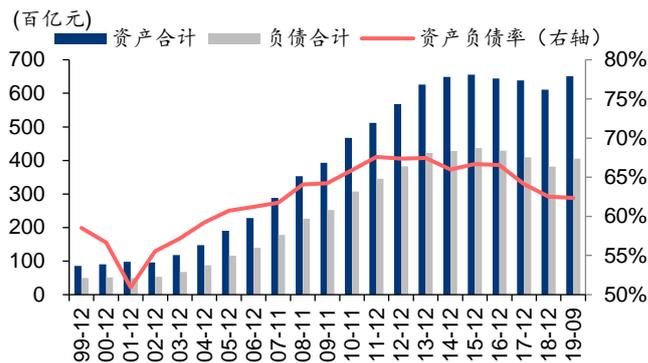
普钢行业产能可能再次迎来过剩。2016-2018年供给侧改革压减普钢产能，需求恢复，行业供需改善，盈利能力修复。17、18年普钢上市企业盈利不断创新高，资产负债结构逐渐改善。随着盈利改善，行业投资再次上行、生产效率提高，有效产能扩大，同时行业集中度仍然较低，仍是完全竞争的行业格局。后期随着地产等投资增速的放缓，行业产能可能再次过剩。

图表51: 1999 年至今黑色金属冶炼及压延加工业利润总额及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 07-10 年 12 月数据缺失, 以 11 月数据年化测算

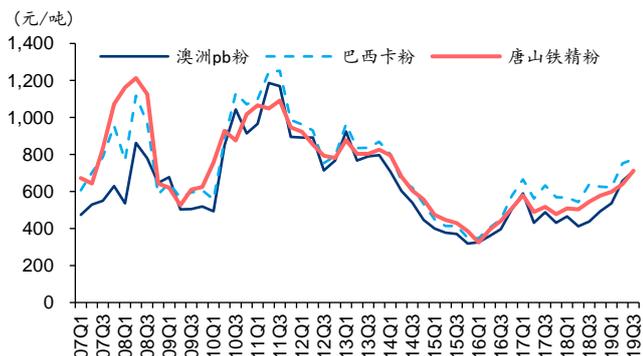
图表52: 1999 年至今黑色金属冶炼及压延加工业资产负债结构



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 07-10 年 12 月数据缺失

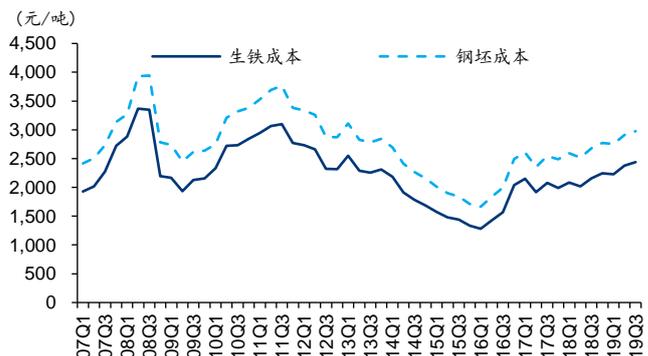
矿价相对高位, 加速钢铁盈利下行。与上一轮行业上行周期 (09-11 年) 相比, 本轮 (16-18 年) 行业盈利更好, 资本开支相对较少, 钢企积累更多现金; 但在上一轮的行业下行周期中, 铁矿石处于产能扩张期、铁矿价格较低, 而自 2019 年来, 铁矿进入产能收缩周期, 价格高位, 钢铁行业或在本轮周期中面临更高的成本, 高价铁矿石或加速钢企现金消耗, 本轮下行周期不一定比上一轮下行周期更加漫长。

图表53: 2007 年至今铁矿石不含税均价



资料来源: 中物联, 华泰证券研究所

图表54: 2007 年至今生铁、钢坯冶炼成本



资料来源: 中物联, 华泰证券研究所

普钢行业 2021 年或迎来行业整合期。按国务院 46 号文规划, 我们认为 2020 年可能有推动行业兼并重组的重磅文件推出, 2021 年或迎来行业整合期。此外, 随着行业进入盈利下行期, 收购将变得更加容易。参考欧美经验, 在行业盈利下行期, 兼并重组、产能去化是较常用的供给侧手段, 如 20 世纪末美国钢铁业的收购浪潮以及 70 年代及世纪末日本钢铁业的收购浪潮。龙头钢企通过兼并重组实现产量协同、成本压减, 调节市场供给, 维持企业利润。

2020 年行业盈利降幅有望收窄

特钢企业个性差异大, 盈利不一定下行。特钢行业的盈利一方面与行业供需挂钩, 和普钢具有一致性; 但另一方面也与企业技术、管理、渠道控制等因素挂钩, 如最困难的 2015 年, 中信特钢、永兴材料仍有较好的盈利。因此即使 2020 年普钢行业盈利继续下行, 中信特钢依然有可能依靠自身的龙头地位、品牌优势维持盈利的相对稳定。

若 Vale 复产顺利, 2020 年矿价有望下降。我们假设 Vale 能按其宣布的进度顺利复产, 测算得 2020 年四大矿新增产量 3756 万吨, 并预测 2020 年新增铁矿石需求增量为 1898 万吨, 预测铁矿石均价有望下行。

图表55: VALE 矿难事故受影响矿区停、复产情况

受影响停产产能 (万吨)	复产情况	仍待复产产能 (万吨)
综合矿区	2019 年 7 月 24 日, Vale 宣布 Vaegem grande 矿区干选生产恢复, 预计 2019 年产量 500 万吨, 年化产能约为 1200 万吨	2800
Brucutu 矿区	2019 年 5 月 28 日, Brucutu 矿区 1000 万吨干选产能已复产 2019 年 6 月 22 日, 剩余 2000 万吨湿选产能复产	-
Timbopeba 矿区		1280
Alegria 矿区	2019 年 11 月 1 日, Vale 宣布已获取必要授权, 将恢复 Alegria 运营, 对应约为 800 万吨产能, 预计 2019 年新增 100 万吨产量	200
汇总		4280

公司 19Q3 季报 (201910.25) 披露, 预计 2021 年前全部恢复, 其中 2020 年恢复 2300 万吨, 2021 年恢复 2500 万吨 (包含 Alegria 矿区全部产能)

资料来源: Vale 官网, 公司公告, 华泰证券研究所; 综合矿区包括 Feijao、Vargem grande、Fabrica;

图表56: 四大矿增量与铁矿石需求增量

	单位	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
四大矿增量	万吨		6925	4600	2397	3360	(7288)	3756	1750
铁矿石需求增量	万吨		(2554)	2538	8486	4839	8386	1898	3610
均价预测							↑	↓	↑

资料来源: VALE、BHP、RIO、FMG 公司公告, Mysteel, 中联钢, 华泰证券研究所

预测 20 年钢价下行, 但盈利降幅或好于 19 年。尽管 19 年长材价格下跌、吨钢毛利接近腰斩, 但与历史水平相比, 仍处高位, 板材价格、吨钢毛利则处于相对较低的分位水平。整体看, 我们认为在行业有效产能扩张、地产用钢需求增速放缓的背景下, 2020 年钢价仍将下行, 但成本端铁矿均价可能偏弱, 我们认为 2020 年行业盈利降幅或小于 2019 年。

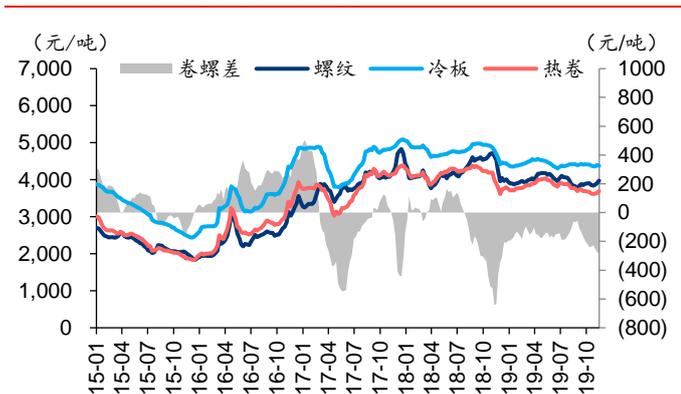
图表57: 2018-2020E 钢材价格、铁矿价格、吨毛利数据及预测

	铁矿石价格 (不含税, 元/吨)	钢材价格 (不含税, 元/吨)						吨毛利 (元/吨)			
		螺纹	高线	热卷	中板	冷板	螺纹	高线	热卷	中板	冷板
2018	513	3629	3806	3545	3649	4105	798	918	551	618	690
2019E	649	3483	3658	3331	3435	3879	431	544	104	168	232
1/4 分位	521	2874	2910	2954	2959	3733	52	24	-47	-84	245
2/4 分位	659	3329	3413	3331	3396	4037	298	194	98	101	376
3/4 分位	859	3638	3732	3585	3749	4506	434	403	281	456	706

资料来源: Wind, 中联钢, 华泰证券研究所; 历史分位数据时间范围为 2007-2019E

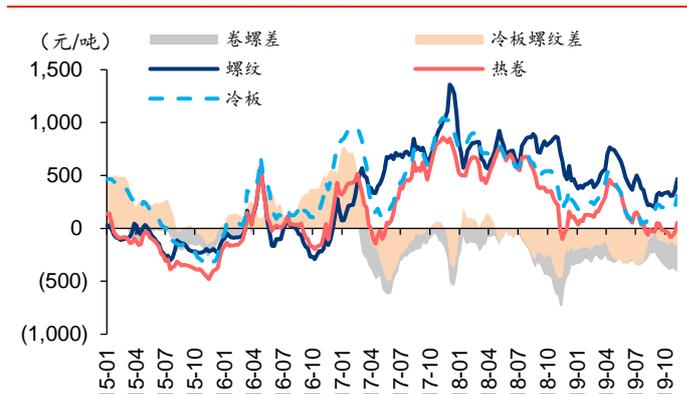
长强板弱或扭转, 但板材仍未到底部。2016-2018 年供给侧改革中, 产能去化、淘汰以长材为主, 新建产能 (置换) 多为板材, 推动长强板弱格局形成, 价格、吨钢毛利倒挂。2019 年汽车产销的负增长, 更推动卷板价格、盈利下行。尽管 2020 年, 汽车产销增速可能转好, 但首钢曹妃甸仍有 500 万吨卷板产能未投产, 卷板供给仍承压, 价格可能未到底部。

图表58: 螺纹、热卷、冷板均价走势



资料来源: 中联钢、华泰证券研究所

图表59: 螺纹、热卷、冷板毛利走势



资料来源: 中联钢、华泰证券研究所

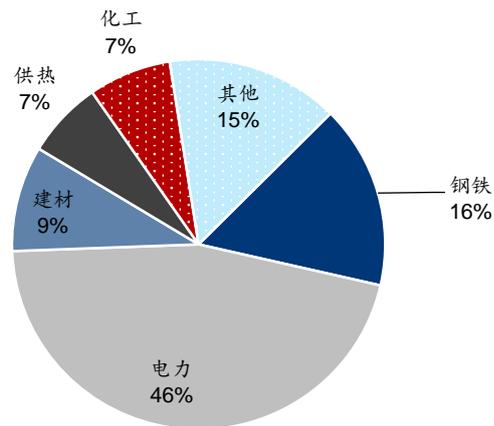
煤炭行业：供需双重压力，煤价不乐观

图表60：煤炭供需平衡表

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
新增产能							1.2	1.0	0.8
原煤产量	39.7	38.7	37.5	34.1	35.2	36.8	38.4	39.0	39.8
yoy,%	1	-3	-4	-9.4	3.2	5.2	4.2	1.5	2.2
煤炭进口	3.3	2.9	2.0	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
yoy,%	13	-11	-30	25.2	6.1	4.1	-1.9	1.0	-0.5
煤炭出口	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
yoy,%	-19	-24	-7	64.8	-7.1	-39.7	32.9	-12.4	7.1
煤炭表观消费	42.9	41.6	39.5	36.6	37.9	39.6	41.1	41.7	42.5
yoy,%	1.6	-3.1	-5.1	-7.3	3.5	4.6	3.7	1.5	2.0
电力	16.8	16.6	16.2	16.3	17.0	18.2	18.1	18.1	17.9
钢铁	5.9	5.9	5.7	5.8	5.9	6.4	6.7	6.6	6.4
建材	7.4	7.3	6.9	6.4	3.9	3.7	3.8	3.8	3.7
化工	2.1	2.3	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
供热	2.0	2.0	1.9	2.2	2.3	2.7	2.7	2.8	2.9
其他	8.7	7.5	6.1	3.3	6.1	5.9	6.8	7.4	8.5
yoy,%	-7.0	-14.2	-18.1	-46.8	87.8	-3.3	15.2	8.6	14.9

资料来源：Wind，华泰钢铁煤炭组煤炭行业首次覆盖报告《行业长期有望向好，关注核心煤企》，华泰证券研究所；单位：亿吨；其他值为表观消费减五大行业消耗

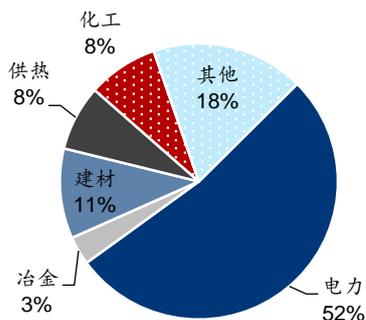
图表61：2018年原煤下游需求分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

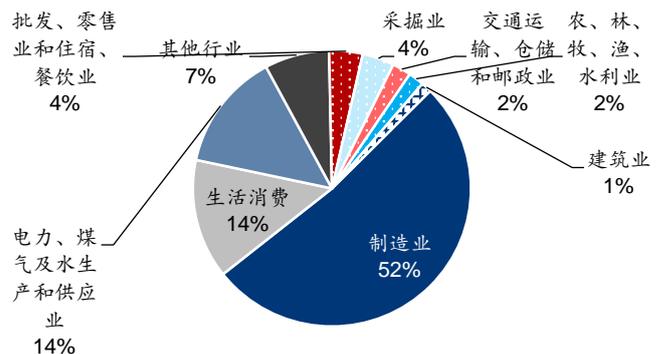
动力煤产能增加，需求受挤压

图表62：2018年动力煤需求划分



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

图表63：2017年各行业电力消费占比



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

中期对用电量增速不乐观。地产投资增速下行，将导致钢铁、化工、有色、建材等高耗能制造业耗电增速下行，38%动力煤消费与地产投资等挂钩。2019 年前 10 月全社会用电量同比增长 4.44%，我们在煤炭行业首次覆盖报告《行业长期有望向好，关注核心煤企》中预测 2019-2021 年全年全社会用电量增速分别为 4.5%、3.0%、2.5%。

新能源装机挤压燃煤发电。我们前期在煤炭行业首次覆盖报告中阐述过，因风电上网电价补贴调整等原因，风电出现抢装潮，我们预计陆上、海上风电抢装潮将分别在 2020、2021 年结束。华泰电力设备与新能源组预测 2020、2021 年年新增装机量将分别达到 30GW、23GW。除风电外，水电、核电、光伏也有新增装机量，对燃煤发电将形成挤压，从而影响动力煤需求。

图表64： 2013-2021 水电、核电、风电、光伏新增装机量

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
水力	31.0	24.4	14.7	12.5	11.5	8.7	2.9	1.5	14.7
核	2.1	5.4	7.1	6.5	2.2	6.0	7.0	3.4	4.6
风	15.1	20.0	34.2	16.7	15.8	21.0	25.0	30.0	25.0
光伏	12.5	9.0	17.3	34.1	53.1	45.2	35.0	45.0	45.0

资料来源：中电联，华泰证券研究所；单位：百万千瓦；注：核电台山 1 号（175 万千瓦）、田湾 4 号（112.6 万千瓦）均在 2018 年 12 月建成，算入 2019 年

图表65： 2013-2021 年水电、核电、风电、光伏发电量

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全社会用电量	5.32	5.52	5.55	5.92	6.31	6.84	7.15	7.37	7.55
Yoy	7.5%	3.8%	0.5%	5.0%	6.6%	8.5%	4.5%	3.0%	2.5%
水力	0.89	1.06	1.11	1.17	1.19	1.23	1.30	1.30	1.36
核	0.11	0.13	0.17	0.21	0.25	0.29	0.35	0.37	0.41
风	0.14	0.16	0.19	0.24	0.30	0.37	0.44	0.50	0.55
光伏	0.01	0.02	0.04	0.07	0.12	0.18	0.26	0.31	0.36
火电	4.22	4.23	4.23	4.33	4.56	4.92	4.97	5.04	5.04
Yoy	7.5%	0.1%	0.1%	2.3%	5.3%	8.1%	1.0%	1.4%	-0.1%
其中：									
燃煤发电	3.99	3.95	3.91	3.96	4.16	4.47	4.46	4.49	4.45
Yoy	7.2%	-0.8%	-1.2%	1.4%	5.1%	7.4%	-0.2%	0.7%	-1.0%
发电量合计	5.37	5.60	5.74	6.02	6.42	6.99	7.31	7.53	7.72

资料来源：中电联，华泰证券研究所；单位：万亿千瓦时；

关停小煤矿，继续优化产能结构。《煤炭工业“十三五”规划》要求新建煤矿建设规模不小于 120 万吨，意味着未来新建煤矿以大型煤矿为主。2019 年 8 月 28 日，国家发改委、财政部、自然资源部等六部门联合印发《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》，提出力争到 2021 年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内，华北、西北地区（不含南疆）30 万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区 30 万吨/年以下煤矿数量原则上比 2018 年底减少 50%以上；各地不得以任何形式核准（审批）建设规模低于 30 万吨/年煤矿，其中晋陕蒙宁等 4 个地区不得低于 60 万吨/年。国家能源局 8 月底称全国 30 万吨产能以下的煤矿约 2100 处，若淘汰 1300 处，则最多可关停产能 3900 万吨。

2020 年新增煤炭产能大于 0.32 亿吨。截止 2019 年 9 月，根据发改委、能源局及煤企公告等信息，我们统计到全国在建煤炭项目产能 3.16 亿吨、联合试运转产能 3.32 亿吨、拟建产能 0.44 亿吨。在建产能中，明确投产时间的有 2.33 亿吨，预计 2019 年投产 1.15 亿吨、2020 年投产 0.32 亿吨；新疆在建产能规模最大，达到 0.74 亿吨，内蒙古、山西、陕西、甘肃、宁夏在建产能分别为 0.57、0.46、0.39、0.28、0.26 亿吨。

新增产能分布区域有煤炭质量优、埋藏浅、开采成本低等优势，主要为动力煤。从供需平衡表中可知 2020 年动力煤其他消费量（表观消费减去五大行业消费量）增速较高，意味着动力煤过剩，煤价承压。

图表66: 动力煤供需平滑预测表

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
动力煤产量	34.04	33.11	32.63	29.75	30.78	32.48	33.74	34.26	35.02
动力煤进口	2.52	2.29	1.56	1.96	2.02	2.17	2.09	2.13	2.11
动力煤出口	0.06	0.05	0.04	0.08	0.06	0.04	0.05	0.04	0.05
动力煤表观消费	36.49	35.35	34.15	31.63	32.74	34.62	35.78	36.34	37.08
电力	16.84	16.60	16.23	16.29	16.97	18.16	18.06	18.13	17.88
冶金	1.07	1.07	1.04	1.05	1.07	1.16	1.21	1.19	1.17
建材	7.39	7.29	6.91	6.44	3.86	3.65	3.84	3.76	3.67
供热	2.00	2.00	1.93	2.20	2.32	2.65	2.73	2.81	2.90
化工	2.10	2.31	2.54	2.58	2.70	2.84	2.93	3.02	3.11
其他	7.10	6.07	5.51	3.07	5.83	6.15	7.00	7.44	8.36
动力煤消费合计	36.49	35.35	34.15	31.63	32.74	34.62	35.78	36.34	37.08

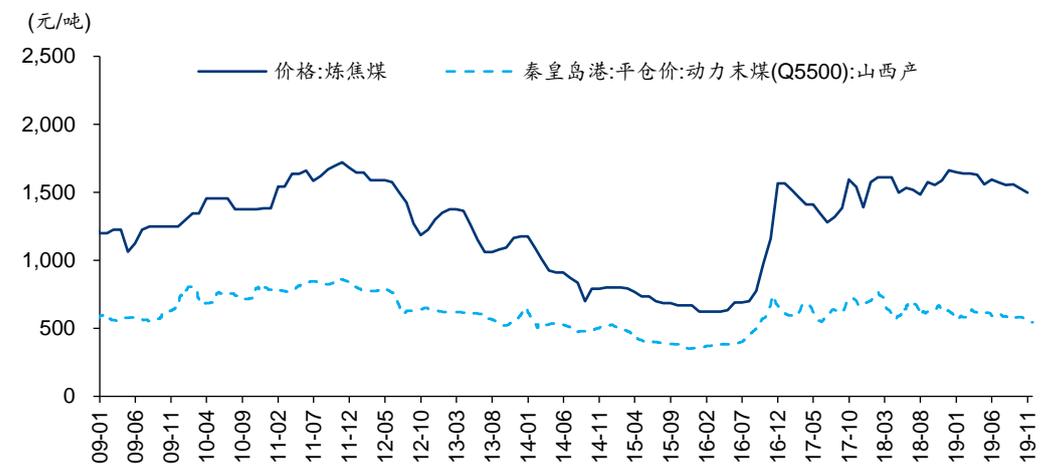
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 单位: 亿吨

钢铁产业利润收缩, 焦煤承压

近年来钢厂多推进节能减耗, 吨铁消耗焦炭呈现下行趋势。在 2016-2018 年的供给侧改革中, 1.4 亿吨地条钢产能在 2017 年得到出清, 大量钢铁生产从表外转移至表内, 据国家统计局, 2017、2018 年生铁产量增速分别为 1.8%、3.0%, 但由于废钢对生铁的替代, 使得生铁产量增速低于同期的粗钢产量增速。中长期看, 废钢在钢铁生产中占比将不断提升, 对生铁形成替代, 从而减少对焦煤的消耗。

我们认为 2020 年焦煤价格将面临两方面的压力, 一是生铁产量的低增速, 吨铁焦耗的下行, 二是钢铁产业链整体盈利水平的下行。且在过去的煤价下行中, 焦煤受到产业链的压力影响更大, 往往降幅更大。

图表67: 炼焦煤与动力煤价格走势



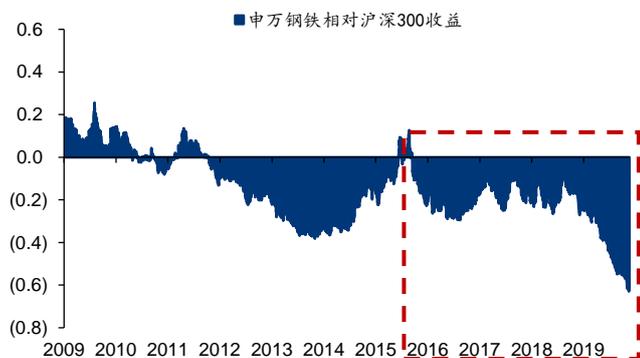
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

投资策略：寻找煤钢行业里的“阿尔法”

三钢闽光：低成本费用优势，产能有扩张空间

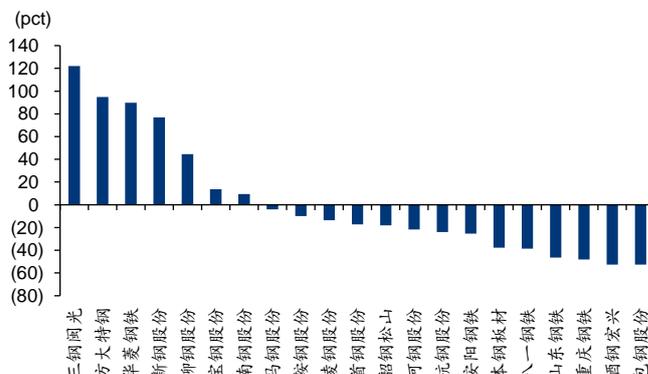
16 年至今，三钢闽光系表现最佳普钢股。自 2016 供给侧改革以来，钢铁指数迎来上涨，21 家普钢企业中三钢闽光市场表现最佳。综合对比来看，原因可以归结于两点：一是优质产能持续扩张；二是成本、费用低，叠加产品价格溢价，盈利能力强。

图表68： 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）

图表69： 2016 年以来 21 家普钢钢企相对沪深 300 表现



资料来源：公司年报，华泰证券研究所；时间范围为 2016/1/1-2019/11/20

三钢闽光未来仍有 300 万吨扩张空间。三钢闽光目前正在推进收购三钢集团的全资子公司罗源闽光，罗源闽光粗钢产能 200 万吨，另外拥有从山钢新疆公司收购的 100 万吨产能指标。三钢闽光产能逐渐向沿海地区靠近，可有效降低原材料运输成本及钢材运输费用。

图表70： 三钢闽光相关生产基地布局



资料来源：公司公告，自然资源部“标准地图服务系统”，华泰证券研究所

三钢闽光成本、费用管控占优，且产品具备溢价。同业对比看，三钢闽光产品售价不具备明显优势，或因产品结构差异：例如方大特钢有汽车板簧等产品，韶钢松山有特棒等产品。成本侧相对于韶钢松山、凌钢股份具备一定优势，但仍较方大特钢高；而在费用控制上，三钢闽光整体表现较好，因销售半径小、吨钢销售费用偏低。

福建省为钢材净流入省，在钢材价格上高于北方地区，如 2018 年福州螺纹钢均价为 4339 元/吨，分别高于天津、上海 275、220 元/吨。另外周边除江苏外，广东、浙江同样为钢材净流入省，区位优势明显。综合成本、费用和价格层面的优势，三钢闽光盈利能力较强，2017 年吨钢利润显著高于方大特钢，2018 年与方大特钢基本持平。

图表71: 公司及可比公司主要经营数据对比

	产品售价 (元/吨)				生产成本 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016 年	2267	2247	2168	2338	1853	2086	1865	2975
2017 年	3459	3411	3429	3290	2390	2781	2485	2812
2018 年	3808	3805	3687	3593	2567	3072	2605	3090
	产品毛利 (元/吨)				毛利率			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016 年	408	147	298	160	17.98%	6.52%	13.74%	6.84%
2017 年	1093	603	955	518	31.59%	17.69%	27.85%	15.74%
2018 年	1237	752	1096	483	32.48%	19.77%	29.72%	13.44%
	销售费用 (元/吨)				财务费用 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016 年	28	22	11	50	24	116	24	80
2017 年	31	22	12	50	6	49	11	40
2018 年	27	39	9	52	-18	36	6	28
	管理费用 (元/吨)				利润 (利润总额口径, 元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016 年	166	-	166	86	252	2	201	45
2017 年	234	-	160	90	949	458	1209	361
2018 年	387	121	128	56	906	542	902	315

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 吨价格、吨成本、吨毛利、毛利率均选择钢铁主业口径; 管理费用中均加回研发费用, 2016、2017 年选用研发投入代替研发费用, 但由于韶钢松山 2018 年研发费用、研发投入口径不一致, 故无法加回, 仅列出 2018 年数据; 2018 年, 方大特钢因支付股权激励, 管理费用偏高

根据公司最新章程 (2019 年 8 月) 以及历史分红情况, 公司 2019 年分红比例或不低于 30%, 但考虑到公司未来仍有收购产能的计划, 分红比例或不高于历史分红比例 44%。

图表72: 三钢闽光盈利预测 (华泰预期)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	31686	36248	35603	35588	36125
增长率(%)	124%	14%	-2%	0%	2%
归母净利润(百万元)	5420	6507	3586	3837	4063
增长率(%)	485%	20%	-45%	7%	6%
EPS(摊薄)	2.21	2.65	1.46	1.57	1.66
基准股本(百万股)	1374	1634	2452	2452	2452
ROE(摊薄)(%)	41.1%	35.5%	19.2%	18.5%	17.8%
ROA(%)	24.5%	23.1%	12.6%	12.6%	12.4%
PE	3.68	3.22	5.85	5.44	5.14
PEG	0.01	0.15	-0.12	0.74	0.83

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 详见报告《三钢闽光: 期待产能扩张落地》(2019.10.22); 2019 年 11 月 22 日收盘价计

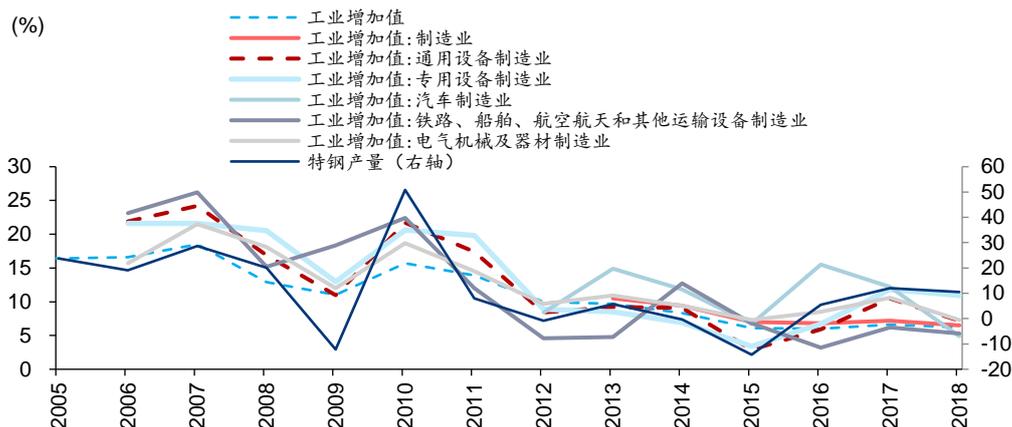
我们认为在行业下行中, 三钢闽光市场表现或超跌, 但其低成本费用、区域高钢价优势、产能扩张将使三钢闽光业绩好于行业, 且有较稳定的分红率, 若公司被错杀、估值低, 则是较好的投资标的。

中信特钢: 特钢龙头, 中国制造业的核心资产

特钢龙头, 我们认为中国制造业的核心资产。2019 年 7 月 30 日, 大冶特钢重组兴澄特钢获证监会有条件通过, 8 月 26 日, 完成资产过户, 中信特钢实现整体上市, 大冶特钢更名为中信特钢。中信特钢产能 1300 万吨, 生产基地分布在江阴、青岛、黄石及靖江, 沿海、沿江布局。

特钢下游为国防军工、航空航天、汽车、机械等高端装备制造, 随着国内制造业升级及高端装备制造业发展, 特钢需求逐渐扩大。

图表73：中国特钢产量增速与工业增加值同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

中国特钢行业普遍经营困难，传统老八家特钢企业或破产、或转做普钢、或经营困难，公司是老八家中硕果仅存的盈利较好的特钢企业、是中国制造业的核心资产。我们自8月11日推荐中信特钢以来，公司股价上涨66%，公司价值逐渐被市场认可，但公司仍未到我们的目标价，仍有12%-28%的上涨空间，继续强调“买入”评级。

中信特钢业绩较传统周期公司更平稳。我们在大冶特钢首次覆盖报告《中国制造业优质资产，“买入”评级》中强调公司历史业绩较普钢企业稳定，在12-15年普钢行业业绩下行期内，大冶特钢、兴澄特钢业绩表现出抗周期性。19Q3普钢上市钢企业绩普降，中信特钢业绩逆势上行，盈利12.3亿，同比增加5.7%，再次验证我们强调的抗周期性。我们认为Q3中信特钢业绩表现较好主要因：公司优化产品结构，减少高价高成本低毛利率产品，毛利率从15.0%升至15.9%；其次，青岛特钢、靖江特钢业绩释放；期间费用下行7.8%。

融资、技术、渠道、管理是公司壁垒。中信特钢作为国企，较一般民企享有融资成本优势，更易获得银行贷款。技术上，重视研发，19年前三季研发费用占比3.7%，保证每年新产品开发量占比10%-20%。渠道上，拥有大量国内外客户的供应商认证资格，对后进入者形成壁垒。管理方面，特钢多小批量、定制化生产，公司激励机制好，精细化管理落实好。

中信特钢具备内生、外延增长空间。青岛特钢、靖江特钢仍待整合、释放业绩，兴澄特钢少数股权有望注入增厚公司业绩。我们预测公司19-21年EPS分别为1.59/1.67/1.75元。公司DCF估值下目标股价为27.24元；可比公司PE(2019)为12.2倍，考虑公司为全球特钢龙头，具备外延扩张前景，给予一定估值溢价，PE(2019)取为15.0倍，对应23.85元，目标价范围为23.85-27.24元，维持“买入”评级。

图表74：中信特钢盈利预测（华泰预期）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	10227	12573	76560	78648	80078
增长率(%)	60%	23%	6%	3%	2%
归母净利润(百万元)	395	510	4730	4956	5181
增长率(%)	35%	30%	22%	5%	5%
EPS(摊薄)	0.88	1.14	1.59	1.67	1.75
基准股本(百万股)	449	449	2969	2969	2969
ROE(摊薄)(%)	9.8%	11.6%	18.9%	18.8%	19.2%
ROA(%)	6.4%	7.2%	6.4%	6.3%	6.5%
PE	24.26	18.73	13.43	12.78	12.20
PEG	0.69	0.62	0.61	2.56	2.44

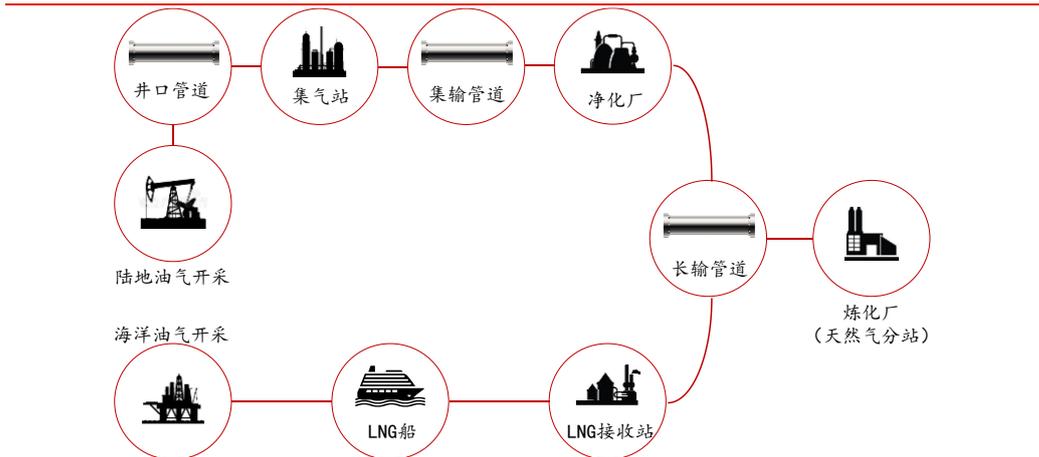
资料来源：Wind，华泰证券研究所；详见报告《中信特钢(000708 SZ,买入)：少数股权有望注入增厚公司业绩》(2019.11.11)；2019年11月22日收盘价计

武进不锈：短期有望受益于天然气管道订单

武进不锈为国内第二大工业用不锈钢管制造商。根据 2018 年年报，目前公司产品下游分布主要集中于石化相关行业，天然气业务目前占比较低（营收、毛利占比均为 0.9%），但营收增速达 111%，主要受 LNG 项目集中采购影响。

不锈钢管的需求与天然气行业全流程紧密相关。不锈钢管具备良好的耐腐蚀性，但由于造价较高，因此在天然气领域主要应用于关键节点处，例如井下开采、净化站、液化厂、LNG 运输船、LNG 接收站等等，针对开采、运输、处理、输送环节均有所涉及。因此不锈钢管在天然气领域的需求与行业投资开发的全流程均紧密相关。

图表75： 不锈钢管在天然气领域的应用环节



资料来源：久立特材公司官网，华泰证券研究所

主干管网建设进度不及预期。根据国家统计局，18 年国内天然气占一次能源消费比例达 7.8%，而根据《天然气发展“十三五”规划》，计划 20 年占比提升至 8.3%-10%，以中间值测算，19-20 年仍有 1.4%提升空间。

根据《中长期油气管网规划》，管道方面，15 年末我国天然气主干管道里程达到 6.4 万公里；规划到 20 年、25 年将达 10.4、16.3 万公里，相较于 2015 年年均复合增速分别为 10.2%、9.8%。18 年底实际仅达 7.6 万公里¹，建设进度较慢，若需满足 2020、2025 年目标值，则 19-20、19-25 年年均复合增速预计将达 17.0%、11.5%。

《中长期油气管网规划》中另外提及，LNG 接卸能力方面，15 年末达 4380 万吨，规划到 25 年达到 1 亿吨，期间年均增速为 8.6%；18 年末实际达 6695 万吨，年均增速为 15.2%，超出规划水平。用气人口方面，15 年末城镇天然气用气人口达 2.9 亿，规划到 25 年达到 5.5 亿，期间年均增速为 6.6%；18 年实际达 3.8 亿，年均增速 9.4%。天然气接受能力、支线管网建设进度超出规划预期，但主干管网建设略显滞后。考虑到天然气清洁、高效等特性，我们预计 19-25 年 LNG 接卸能力、城市支线管网建设有望维持 15-18 年增速水平，而主干管网建设则需加速进行。据中国石油新闻中心，国家油气管网公司挂牌或在即，运销分离、公平开放后，我国天然气管网建设有望加速。

武进不锈天然气业务前景可期。公司目前在建年产 6000 吨油气输送不锈钢焊管项目，公司预计 2020 年 6 月结项投产，在油气用不锈钢管领域可进一步提高供货能力，以满足天然气相关市场需求。随着国内天然气领域基础设施建设的发力，武进不锈作为国内第二大工业用不锈钢管供应商，或可直接受益。

根据 Wind 一致预期（2019.11.22），武进不锈 2019-2021 年 EPS 分别为 1.09、1.15、1.18 元，PE 分别为 9.46、8.94、8.76 倍，建议关注。

¹ 《2018 年国内外油气行业发展报告》，中国石油集团经济技术研究院。

图表76： 武进不锈盈利预测（Wind 一致预期）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万)	1,461.20	2,000.07	2,358.00	2,480.00	2,264.00
增长率(%)	10.14	36.88	17.90	5.17	-8.71
归母净利润(百万)	127.83	199.13	312.00	330.00	337.00
增长率(%)	4.36	55.78	56.68	5.77	2.12
EPS(摊薄)	0.63	0.97	1.09	1.15	1.18
基准股本(百万股)	202.00	204.47	286.26	286.26	286.26
ROE(摊薄)(%)	6.31	9.20	12.80	12.70	12.20
ROA(%)	5.85	8.49	9.70	9.70	9.60
PE	26.80	11.63	9.46	8.94	8.76
PEG	6.14	0.21	0.17	1.55	4.13

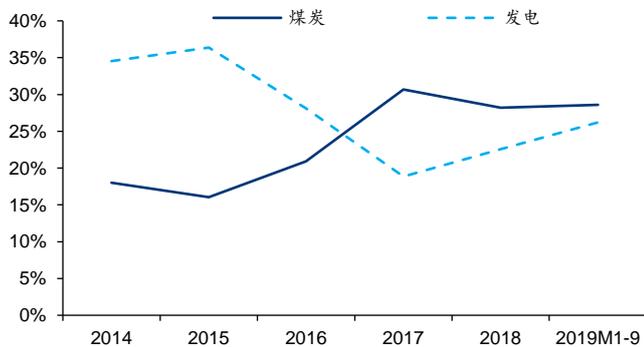
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2019 年 11 月 22 日收盘价计

中国神华：业绩波动小，行业下行、公司超跌或可关注

中国神华是国内第一大煤炭公司。根据公司 2018 年年报，公司现拥有煤炭保有资源量 303.0 亿吨、保有可采储量 149.5 亿吨，居国内首位；按销售量计，公司是全球第一大煤炭上市公司，2018 年实现商品煤产销量 2.97、4.61 亿吨。

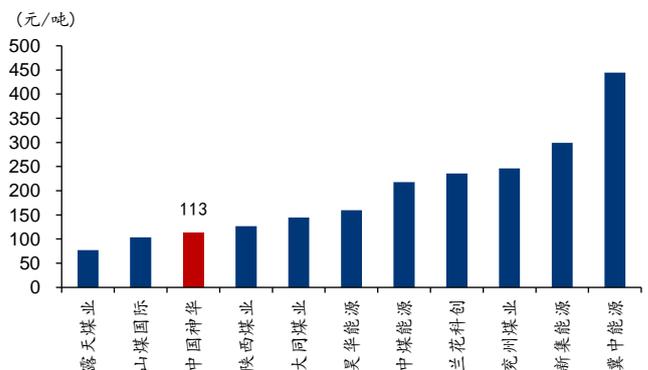
低生产成本和煤电联营是公司优势。公司煤炭资源优质，煤矿多分布在神东、蒙东矿区，且露天矿占比较高，保证了较低的生产成本，2018 年居行业第三。另外，公司除煤炭业务外另有发电、运输、煤化工等业务，电力板块中，88.2%耗煤量由公司煤炭分部供应，通过“煤电联营”模式，平抑煤价、电价波动对公司业绩带来的影响。

图表77： 中国神华煤炭与电力分部毛利率情况



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

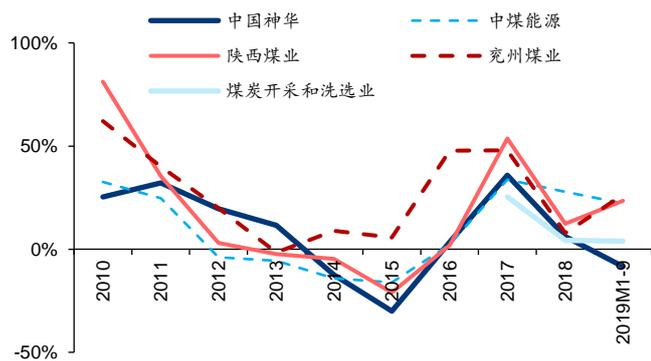
图表78： 中国神华及部分可比公司吨煤生产成本（2018 年）



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

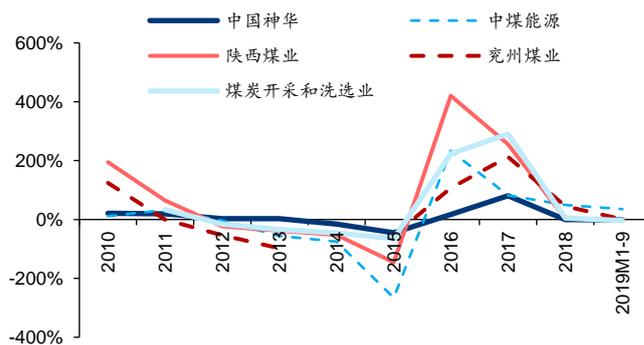
公司盈利波动性明显较小。从中国神华与行业、可比公司的营业收入、利润总额增速看，公司盈利的周期性波动明显较弱，2015 年行业盈利普遍下行，公司利润总额同比降幅最小仅为 45%，同期煤炭开采及洗选业降幅为 65%，中煤能源则出现亏损。

图表79：中国神华及可比公司、行业的营业收入同比增速



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

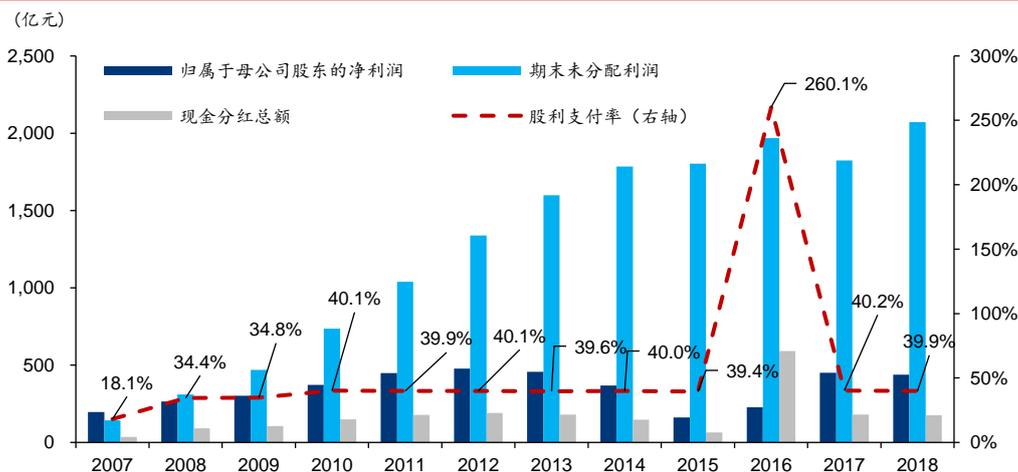
图表80：中国神华及可比公司、行业的利润总额同比增速



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所；兖州煤业 2014 年扭亏为盈

公司是高质量分红的标杆。公司对分红预期进行充分管理，2008、2009 年分红比例在 35% 左右；2010 年至今，除 2016 年特别派息之外，均维持在 40% 左右；公司最新章程（2019 年 6 月）规定，年度分红比例不低于 35%。按 2019 年 11 月 22 日收盘价、2018 年现金分红金额计，公司股息率达 5.1%，叠加稳健的盈利能力和稳定的分红比例，公司是高质量分红的标杆，值得关注。

图表81：中国神华上市以来分红情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表82：中国神华盈利预测（Wind 一致预期）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万)	248,746	264,101	235,470	239,717	243,885
增长率(%)	35.83	6.17	-10.84	1.80	1.74
归母净利润(百万)	45,037	43,867	44,890	45,148	45,552
增长率(%)	98.30	-2.60	2.33	0.57	0.90
EPS(摊薄)	2.26	2.21	2.26	2.27	2.29
基准股本(百万股)	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
ROE(摊薄)(%)	14.94	13.38	12.92	12.19	11.42
ROA(%)	13.05	12.76	7.69	7.54	7.08
PE	10.23	8.14	7.67	7.62	7.55
PEG	0.10	-3.13	4.49	13.26	8.44

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2019 年 11 月 22 日收盘价计

风险提示

国内行业政策调整可能影响钢铁、煤炭行业发展

煤炭行业受多部委监管，若新增产能超出预期、库存机制发生变动、长协定价机制中基准价格下跌，均会对煤炭价格形成压制。此外，若环保执行低于预期，有可能导致钢价下行、公司盈利下行。

国内地产、基建及制造业投资等终端需求发生较大波动

若地产融资渠道进一步收紧、致地产投资增速继续下行，基建投资增幅复苏不及预期，制造业产能持续过剩压制投资增速上行，将对钢铁、煤炭行业需求产生不利影响。此外，若地产、基建、制造业投资出现超预期上行，钢铁、煤炭行业或受提振。

海外经济若持续低迷，中国钢铁、煤炭行业将受到进口冲击

若海外经济持续低迷、煤炭需求下滑，海外低价、优质煤炭资源将对国内煤炭市场形成冲击。此外，若海外钢铁行业景气度提升、国内景气度下降，国内钢铁行业或受冲击。

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