

需求超预期库存加速去化提振钢价，行业利润反弹钢

铁将展开估值修复行情

——十一月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) 需求超预期去库存加速提振钢价，行业景气度反弹。

房地产需求超预期，商品房新开工与销售数据回暖，前十个月商品房销售面积同比由负转正，新开工面积同比增长 10.0%，环比大幅增加 1.4 个百分点，央行的变相降息以及国常会降低项目资本金比例 5 个百分点等逆周期促基建的调节政策，同时暖冬天气和冬储需求等拉动钢材需求的增长，需求超预期下，低库存下再加速去库存刺激钢价反弹。

2) 环保限产政策边际趋严收紧供给。全国螺纹钢周产量达到 348.47 万吨，环比上月减少 5.71 万吨；同时 11 月 08 日，高炉开工率 56.95%，环比下降 1 个百分点。供给的边际收缩有助于钢价的稳定抬升。

3) 铁矿石价格大幅回落到合理区间，行业盈利能力增强，重新进入扩张区间。铁矿石价格相较于 860 元/吨的年内高点回落 22.61% 至 665.52 元/吨，目前的价格水平同比仅高出 9.02%，相较于年初淡水河谷矿难和澳洲飓风影响之前的 600 元/吨的铁矿石价格来比较，仅增长 10.92%。伴随铁矿石价格的回落，以及钢材价格中枢的持续抬升，行业盈利能力重新开始增强。

4) 投资机会：近期钢价企稳回升、铁矿石价格低位平稳，去库存加速，行业利润修复明显。目前钢铁行业估值处于历史较低位置，且低于市场平均水平，投资安全边际较高。

● 投资建议

需求超预期下，去库存加速刺激钢价反弹，铁矿石等成本稳定下行业盈利能力反弹，钢铁公司随行业利润恢复。公司业绩在行业的利润反弹的带动下，公司的低估值有望修复。考虑到暖冬季和冬储的客观需求，以及央行降息下宽松的流动性环境，预计年底钢材供需配合将支撑钢价。建议关注受到环保影响小、成本控制能力优秀的南方长材钢厂三钢闽光（002110.SZ）；受益于行业集中度不断提高的行业龙头宝钢股份（600019.SH）等。

● 核心组合

证券代码	证券简称	推荐理由
002110.SZ	三钢闽光	区域性行业龙头，环保压力小，产能扩张积极
600019.SH	宝钢股份	行业龙头，技术、环保优势明显
600507.SH	方大特钢	经营稳健、现金流充足

● 风险提示

原燃料成本上涨的风险，钢材价格下跌的风险，房地产和基建需求增速放缓的风险。

钢铁行业

推荐 维持评级

分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

联系人

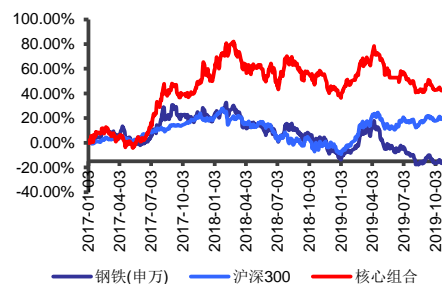
叶肖鑫

✉: yexiaoxin_yj@chinastock.com.cn

吴建璋

✉: wujianzhang_yj@chinastock.com.cn

行业数据及组合表现 2019.11.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、需求超预期去库存加速提振钢价助力行业景气度反弹	3
(一) 钢铁行业在国民经济中的地位、占比及行业概述	3
(二) 需求端：地产新开工销售回暖，经济下行基建托底	4
(三) 环保限产持续发力，降低高炉开工率	7
(四) 铁矿石价格回落，行业盈利能力增强	12
(五) 中美贸易战对行业影响较小，行业运行平稳存投资机会	15
(六) 特钢需求快速增长，相关企业申请科创板上市	18
(七) 行业政策围绕持续改善供需关系	18
(八) 行业景气度反弹	19
1. 钢价反弹成本稳定驱动行业利润反弹，景气度有所回升	19
2. 杜邦分析：供改以来 ROE 逐渐提升	19
3. 财务数据分析：行业毛利率供改之后逐渐提高，行业景气度上升	20
二、钢铁行业处于成熟期，供需关系持续改善	21
(一) 中长期钢材需求韧性仍存，库存去化效果显著	21
(二) 行业成熟，产业结构优化、技术研发和管理升级或成突破口	22
1. 钢铁行业同质化强，且具备强周期大宗属性，受宏观经济影响相对较大	22
2. 公司根据自身特点形成产业特色	22
(三) 去产能边际影响减弱，总产能控制转向优化产能结构	22
(四) 未来方向：产业升级、兼并重组、融合新技术和国际合作	24
1. 继续产能控制、巩固环保成果	24
2. 改善产业“北重南轻”局面	24
3. 促进优质企业联合及重组，达成资源优化配置	24
4. 产业升级融合新技术、新模式和新业态	24
4. 国际产业形势：产能转向中印东南亚，传统钢铁强国优势仍存	24
三、行业面临的问题及建议	25
(一) 现存问题	25
1. 优质品位矿产资源被国外垄断	25
2. 下游需求下降加剧产能过剩矛盾	25
3. 低端产能过剩，中高端特钢技术、产能不足	25
4. “双反”政策对出口产生不利影响	25
(二) 建议及对策	26
1. 收购国外优质矿山，与国际巨头建立合作关系	26
2. 持续优化供需关系，巩固供给侧改革成果	26
3. 优化产业结构	26
4. 科技创新发展高端特钢及高端板材	26
四、钢铁行业在资本市场中的发展情况	26

(一) 钢铁行业市值占比下降：上市家数 33 家，A 股市值占比降低.....	26
(二) 2017 年至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史较低位置.....	27
(三) 板块表现同质化较大，行业估值略高于美股和港股行业估值.....	27
五、投资建议及股票池.....	28
(一) 投资建议.....	28
(二) 股票池：.....	28
六、风险提示.....	29

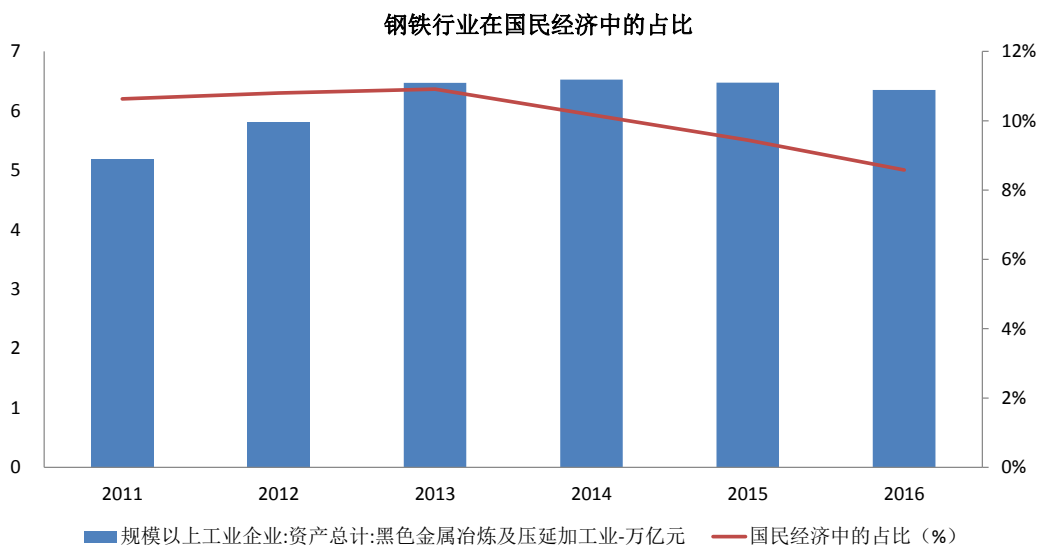
一、需求超预期去库存加速提振钢价助力行业景气度反弹

(一) 钢铁行业在国民经济中的地位、占比及行业概述

钢铁行业主要是指生产销售钢铁产品的行业。钢铁是铁与 C (碳)、Si (硅)、Mn (锰)、P (磷)、S (硫) 以及少量的其他元素所组成的合金。其中除 Fe (铁) 外, C 的含量对钢铁的机械性能起着主要作用, 故统称为铁碳合金。它是工程技术中最重要、也是最有最主要的, 用量最大的金属材料。按照钢材的成材形态分为: 长材和板材; 五大品种钢材分为: 螺纹钢、线材、热轧板卷、冷轧板卷和中厚板。钢铁需求同 GDP 增速、固定资产投资及房地产投资等宏观指标联系紧密。近几年, 随着以上宏观指标的下行, 市场对钢铁行业的需求也呈下降态势, 钢铁行业虽存在韧性, 但其市场压力仍不断显现。

此外, 钢铁行业在供给侧改革之后, 产能去化明显, 占比逐步降低; 钢铁行业盈利情况自 2004 年至今波动剧烈, 毛利率与净利率经明显下滑后于 2015 年明显回升。为应对利润剧烈波动的局面, 部分钢铁企业采取降本增效的措施努力经营, 如宝钢股份、方大特钢等等, 并取得较好效果。但是随着行业利润稳步回升, 钢厂的生产积极性不断增加, 产能利用率维持在合理偏高的水平, 导致粗钢的产量不断攀高, 产量增速也达到了 10% 左右, 超过了钢材需求和宏观经济的增速。因此, 短期内钢材价格承压, 供需关系的持续改善成为行业内最大的问题之一。

图 1: 钢铁行业在国民经济中的占比情况



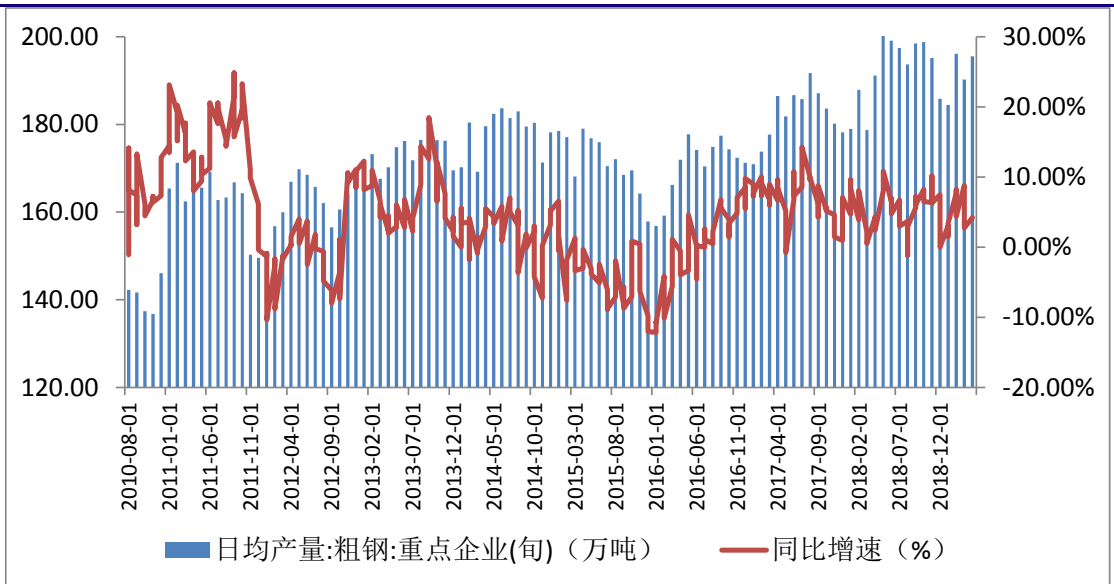
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

2015 年供给侧改革政策实施以来, 去产能、地条钢清理和环保限停产等一系列政策对供给侧产能进行了优化和压缩。在宏观经济转型、增速稳中趋降的背景下, 钢材需求基本与宏观经济增速吻合, 因此供给端政策的落地和持续性对于钢铁行业的供需关系的持续改善具有重要的意义。经过数年的改革, 供需关系有了明显的改善, 钢材价格也稳步提升, 平均钢材价格由供改之前的吨钢不到 3000 元上涨到最高 5000 元, 钢材价格上涨了近一倍, 同时成本端原燃料的价格相对稳定, 钢厂的盈利环境明显改善; 目前已经进入了深化供给侧改革的阶段, “十三五”计划去产能任务已经基本完成, 供改进入了优化产业结构、提升技术产品的附加值和科技

创新融合新技术等新的阶段。

2018年我国宏观经济下行压力加大,经济总量首次突破90万亿元,全年GDP增速为6.6%,与预期几乎一致,然而较2017年实际GDP增速回落0.3%。而进入2019年,多项经济和金融数据保持平稳,随着全球经济下行压力加大和贸易摩擦不断加剧,国内经济压力也面对一定下行压力。中国10月官方制造业PMI为49.3%,环比下降0.5个百分点,依然处于荣枯线以下。1-10月份全国房地产开发投资10.96万亿,同比增长10.3%,环比回落0.2个百分点;房屋新开工面积185634万平方米,增长10.0%,增速环比增长1.4个百分点。同时从中央政治局坚持不以房地产作为短期刺激经济的手段,对于房地产信托、海外债和限购限贷收紧等政策来看,对于房地产和钢铁行业均有较大的影响。1-10月的基建投资持续改善增速达到4.2%,环比降低0.3个百分点。10月末,广义货币(M2)同比增长8.4%,增速与上月末持平,比上年同期高0.4个百分点;10月份,人民币贷款增加6613亿元,同比少增357亿元;10月,社会融资规模增量为6189亿元,比上年同期少1185亿元。

图 2: 粗钢产量情况



资料来源:中钢协,中国银河证券研究院

(二) 需求端: 地产新开工销售回暖, 经济下行基建托底

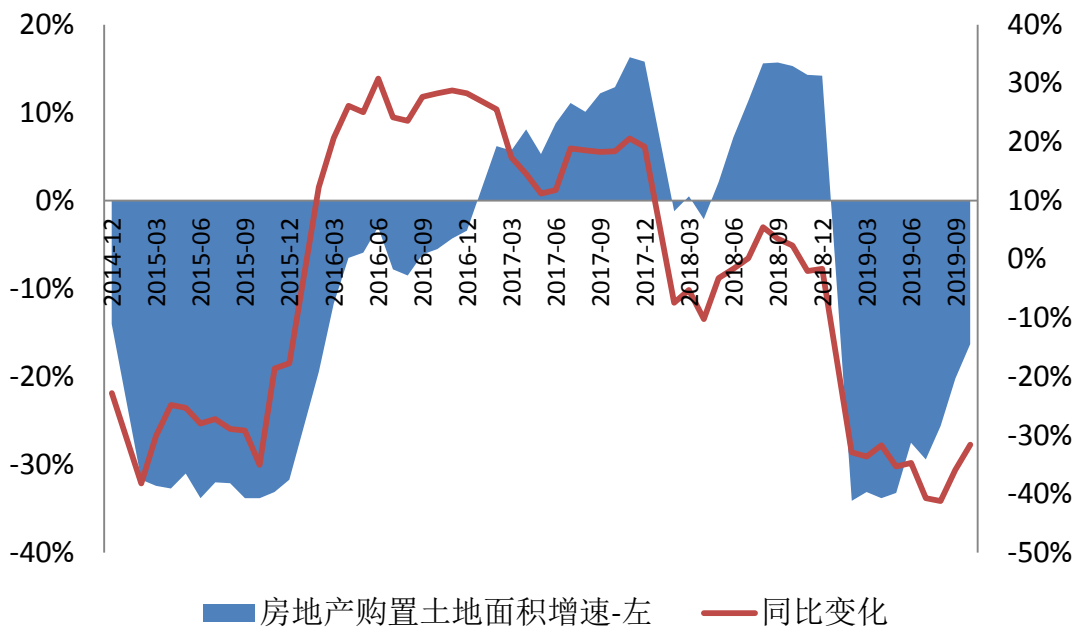
钢材的下游需求结构主要以房地产和基建为主,两者占比75%左右。下游需求格局主要是房地产业平稳有韧性、基建逐步回升,使钢铁下游的需求超出市场预期。

流动性宽松、强基建的政策利好、暖冬天气和冬储需求等拉动钢材需求的增长。央行变向降息下,降低企业融资成本下的市场环境利于钢铁行业的需求,有望提振未来钢材的价格。在MLF利率、央行逆回购利率相继下调后,近期LPR重拾下行,央行发布了最新的贷款市场报价利率(LPR)报价:1年期品种报4.15%,上次为4.20%;5年期以上品种报4.80%,上次为4.85%。一般认为,1年期LPR主要是企业贷款成本,而5年期LPR基本代表了房贷利率的走势。同时11月13日召开的国务院常务会议决定,完善固定资产投资项目资本金制度,对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过5个百分点。项目资本金比例的下调将进一步撬动其他融资,解决项目资金问题,加速基建项目工程的开工进度,提供了较

好的需求环境。另外暖冬的气候环境和冬储的需求也助力拉动钢材需求的增长。

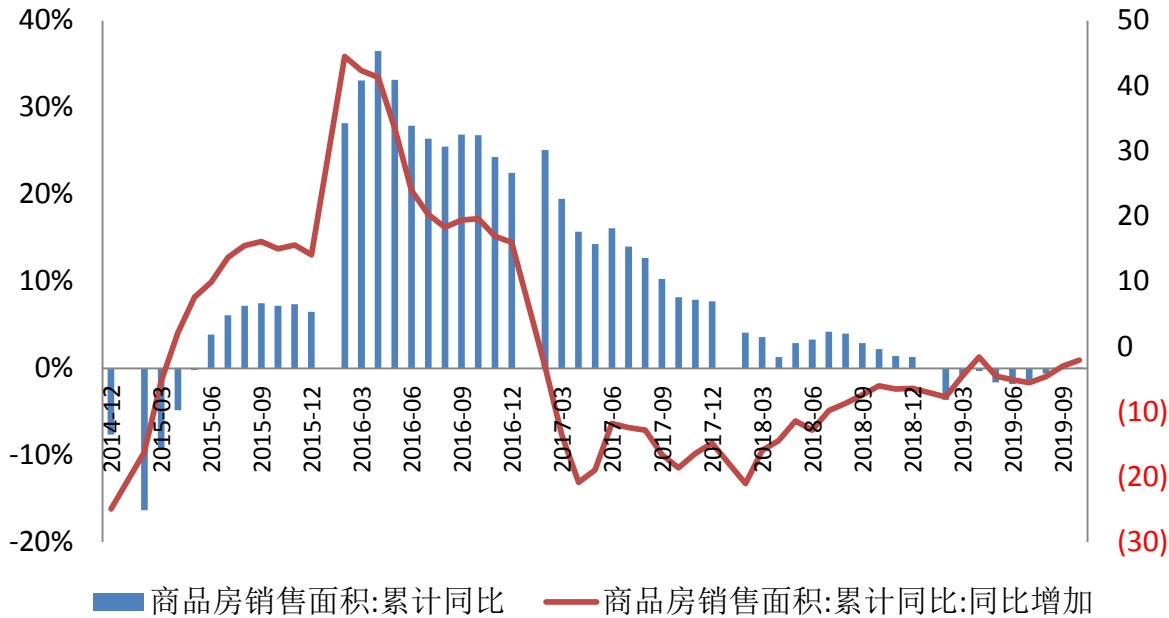
房地产业平稳有韧性，新开工销售情况超预期回暖。2019 年房地产调控趋严，地产行业以稳基调为主，预计未来调控将以“短期行政限制退出”+“长效机制出台”。在经济下滑和房住不炒的政策严控下，市场预计地产需求可能下滑，但今年以来房地产销售与新开工增速极有韧性，尤其是 10 月的销售与新开工增速再度上行，销售增速由负转正，超出市场预期，为钢铁行业的需求提供了有利支撑。另外住建部发布的建筑钢结构的新标准，提升了载荷分项系数，提升了 1%-5%左右的钢材需求，有效对冲了地产的相关利空因素，增强了行业的需求韧性。10 月份地产销售数据同比由负转正，支撑钢材的旺盛需求。

图 3：土地购置面积增速及同比变化率



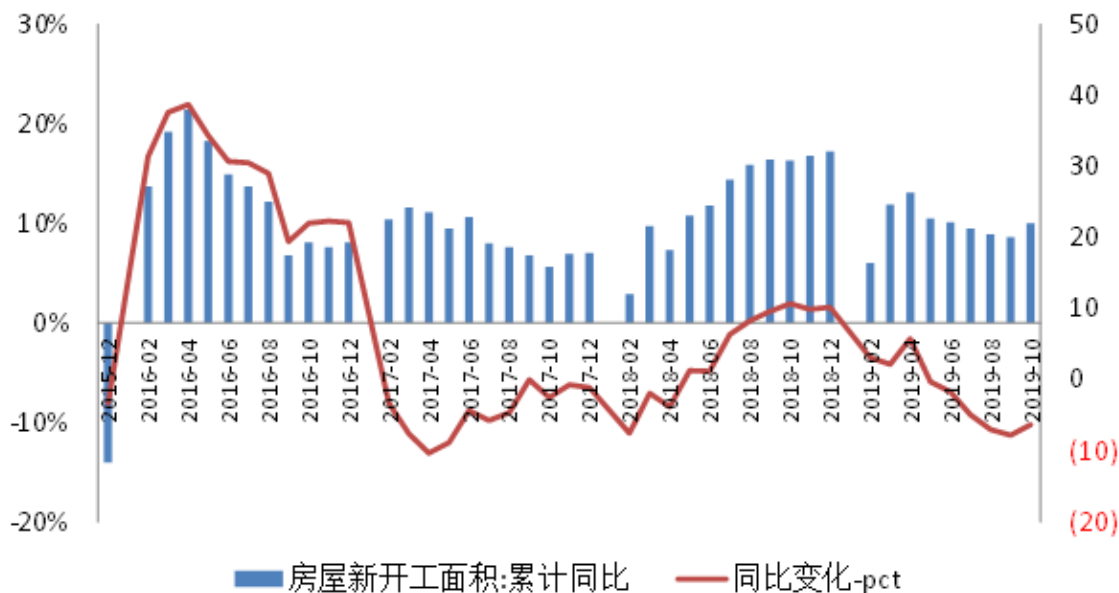
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 4: 商品房销售面积增速及同比变化率



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 5: 房屋新开工面积增速及同比变化百分比



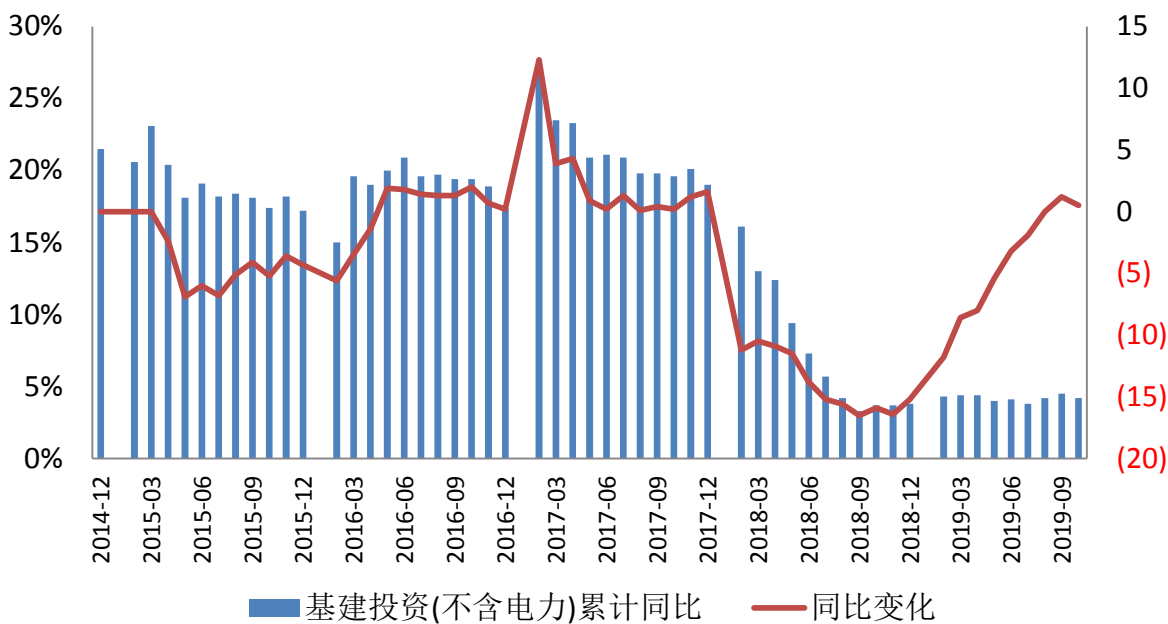
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

基建投资增速企稳回升。从去年开始, 基建投资进入了增速下行的周期; 今年基建投资增速同比明显下滑, 1-10 月份基建投资增速仅 3.7%, 同比下降 15.9pct; 2018 年下半年的相关基建补短板的项目已经安排就位, 2019 年上半年有待相关资金层面的具体政策落地。政策明确基建补短板, 基建有望在 2019 年发力, 拉动建筑材料和工程机械领域的

需求。2019年1、2月份的地方专项债已达3078亿元，比去年同期进度大幅提前。目前今年的专项债发放完成，提前发放明年专项债额度，同时国常会进一步降低项目资本金的比例5个百分点，对于基建的拉动作用将会产生持续作用。

轨道交通、新型基建和雄安新区或将成为基建增长的发力点，带动钢材的需求，提振未来钢材的价格。从中央经济工作会议、国常会、发改委、财政部和工信部等各中央和各部委的指导精神来看，2019年经济工作重心会放在稳投资上面，力争通过逆周期政策调整加大基建投资力度，以对冲经济下行的压力。根据发改委等批复的系列基建项目和投资预算来估测，2019年的基建投资增速有望达到40%-50%左右，增量贡献主要集中在轨道交通、新型基建和雄安新区等方面，另外可能带动工程机械等相关产业的高速发展。基建投资的高速扩张或将带动钢材的需求增长，长期来看可能抵消房地产需求的消退，在供需紧平衡的情况下，有望提振未来钢材的价格。

图 6：基建类固定资产投资增速及同比变化率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

短期去库存加速支撑钢价，供需关系的改善或将拉动钢材价格上行，尤其是建筑钢材的走势可能更具有弹性。需求超预期叠加供给收缩，钢材去库存的速度快于市场预期，中钢协9月份库存1306万吨，单月去库存206万吨，远快于二季度100万吨左右的去库存规模，不仅证实了需求的旺盛，同时目前低库存下叠加需求超预期，去库存可能仍将继续，低库存下再去库存造成的供应紧张驱动钢价上涨。据Mysteel，近期全国主要钢材社会库存779.3万吨，环比上周减少53.27万吨，较上月减少205.88万吨，同比减少30.3万吨。近期去库存的加速状态，证明在消费淡季需求旺盛，促进钢价上涨。截止到11月20日，全国三级螺纹的平均价格为3894.10元/吨，较上月同期上涨了92.9元/吨，较今年钢价底部8月底3711.5元/吨上涨了182.5，上涨幅度4.92%。

(三) 环保限产持续发力，降低高炉开工率

进入到环保限产采暖季，供给边际收紧，截止到11月15日，全国螺纹钢周产量达到348.47万吨，环比上月减少5.71万吨；同时11月08日，高炉开工率56.95%，环比下降1个百分点。

《京津冀及周边地区2019-2020年秋季大气污染防治综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》

于本周发布，在钢铁行业限产方面，并没有达到或超过去年错峰限产的要求，行动方案要求实施差异化应急管理，根据空气质量进行短期动态调控。

6月23日，唐山市政府出台《关于做好全市钢铁企业限产工作的通知》，要求加大钢铁企业限产力度，进一步减低工业污染物排放，改善全市空气质量，并给出新一轮钢铁企业限产时间表。

据上海有色网统计，唐山市发布采暖季限产新要求，具体如下，

1、9月24日至9月30日（特殊时段），高炉停产50%以上，烧结、竖炉、白灰窑全停，不可恢复生产。

2、10月1日至11月14日（第一阶段），高炉、烧结、竖炉、白灰停产50%；如遇重污染天气预警，高炉停产50%不变，烧结、竖炉全部停产，5天后恢复到高炉停产比例（50%），白灰窑全停。

3、11月15日至次年3月15日（第二阶段），高炉、烧结、竖炉、白灰按照表上c1c2c3类企业比例停产（鑫达停50%）；遇有重污染天气预警，高炉停产50%不变，烧结、竖炉全部停产，5天后恢复到高炉停产比例50%，白灰窑全停。

4、3月15日以后（其他时间段），按照技术指南要求，遇有重污染天气预警，c类企业烧结、竖炉停产，5天后烧结、竖炉按照50%停产；高炉停产50%；白灰窑全停。

山东省：

9月22日山东省重污染天气应急小组下发《关于切实做好9月25日至29日重污染天气过程应对工作的函》，建议济南、淄博、潍坊、临沂等13市于9月23日零时发布橙色预警，9月24日零时启动Ⅱ级应急响应。多家钢企已接到通知并陆续开始停减产，其中山东闽源全停、永锋限产30-40%、西王限产40-50%、广富限产50%、石横限产15%左右，限产时间初步为9月23日至10月3日。

济源市：济源市环保局预通知：9月25日0点至10月1日24点，济钢烧结、球团、石灰全停，高炉停一半，这样执行5天后，可以恢复其中一半。预计炼钢相应也会停一半，根据济钢用氧停杭氧的机组，发电至少停一个机组，视煤气情况调节特大棒和棒线的生产。各单位提前准备生产物料及安排检修，原料处落实炼钢用灰。若有变化，生产部再及时通知。

廊坊市：《廊坊市生态环境局关于发布重污染天气橙色预警并启动Ⅱ级应急响应的报告》于2019年9月24日零时发布重污染天气橙色预警并启动Ⅱ级应急响应，预警解除时间另行通知。天津市：按照生态环境部《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》要求，橙色预警期间绩效水平达到B级的钢铁企业烧结机、球团设备停产，预警响应时间超过120小时之后时段停产50%，石灰窑停产；绩效水平为C级的钢铁企业烧结机、球团设备停产，预警响应时间超过120小时之后时段停产50%，高炉停产50%（含）以上，以高炉计，非秋冬季时段以采用闷炉等方式减少污染物排放，石灰窑停产，禁止使用国四及以下重型载货车辆（含燃气）进行物料运输。

邯郸市：自9月23日24时起，发布重污染天气橙色预警，启动二级强化措施，根据《邯郸市2019年重污染天气应急减排清单》和《邯郸市2019年9-12月重点行业生产调控方案》要求应急减产。具体要求如下：①钢铁行业烧结机、球团予以停产，高炉焖炉。②焦化企业4.3米焦炉延长结焦时间72小时；其它焦化企业焦炉延长结焦时间至36小时。③所有施工工地全面停止室外施工作业；混凝土浇筑作业在当前连续浇筑过程结束后停止。④炭素生产企业焙烧工序提前进入生产调控，50%焙烧工序（以火焰系统计）停止入料。

表 1：7 月份大气污染防治强化管控方案

领导负责制	时间表安排	部署细致
各县(市)区政府要履行属地管理责任,主要领导为第一责任人,分管领导靠前指挥,切实组织好辖区内钢铁企业停限产到位	8月1日以前,按照要求高炉扒炉停产;8月1日之后,视全市空气质量和气象条件情况再决定上述停限产措施是否延续执行。焦化企业7月10日以前关停到位。各地的停限产清单要在规定时间表内在本地政府网站以及主要新闻媒体公开。	绩效评价为:A类的首钢迁钢,沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁,烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产20%;全省其他钢铁企业烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产比例不低于50%,高炉扒炉停产。 置换产能按时停产。为首钢京唐钢铁二期一步、丰南纵横钢铁项目产能置换的钢铁、焦化装备,必须按承诺时限关停。丰南区要组织粤丰钢铁停产到位。通宝、蓝海、榕丰、东方(部分装备)4家焦化企业要于7月10日前关停到位。

资料来源:唐山市政府,中国银河证券研究院

此前,根据《唐山市重点行业2019年第二至第三季度错峰生产实施方案》,唐山5月由钢铁重点生产区域执行非采暖季错峰生产方案。本次限停产通知,除首钢迁钢、首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板等6家企业限产20%外,其他企业一刀切执行限产50%,且从烧结机到高炉、转炉一并限产。本次《通知》措辞非常严厉,各项部署也非常细致、周全,时间表明确排到了8月1日之前,主要领导负责,分管领导要深入第一线安排限停产工作,可见此次唐山市政府对钢铁企业停限产的决心非常大,预计此次限产执行会非常严格,对钢铁企业实际生产的影响也会比较大。

7月22日唐山又发布《7月下旬全市大气污染防治加严管控措施的通知》,在此前7月份限停产的基础上,加大了停产力度,除了高炉停产之外,停产烧结炉和延长出焦时间。

表 2：7 月下旬全市大气污染防治加严管控措施的通知

停部分烧结机	停全部烧结机	减少焦炭
7月21日0时至7月31日24时,绩效评价为A类的首钢迁钢、沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁,涉搬迁的天柱钢铁、华西钢铁、国义特钢,停20%的烧结机(竖炉)装备	7月21日0时至7月25日24时、7月29日0时至31日24时,丰南区、古冶区、开平区、路北区、滦州市、滦南县、迁安市钢铁企业停70%的烧结机(竖炉)装备,丰润区、迁西县、遵化市钢铁企业停50%的烧结机(竖炉)装备。7月26日0时至7月28日24时,全市钢铁企业烧结机(竖炉)装备全部停产,高炉休风闷炉。	焦化企业绩效评价为A类的延长结焦时间至28小时,绩效评价B类及以下的延长结焦时间至36小时。

资料来源:唐山市政府,中国银河证券研究院

根据兰格钢铁网初步测算,唐山新增限产政策将导致粗钢产量每日减少8万吨左右,预计全月将影响超过200万吨,如果按照年化2400万吨产量来估算,此次政策影响唐山总产量20%左右,相当于全国年产量减少3%左右。因此这一政策将会推动了钢材供给收缩与涨价预期。如果按照去年采暖季环保限产的影响来看,无论从整体限产的规模和影响的程度来看,对于行业产能的影响都是要比此次限停产大,虽然不及2017年环保限产一刀切的政策影响大,但是整体来看对于产能的影响也达到了10%-20%左右,但是钢材的价格仅从三季度环保前的4500元/吨上涨到4650元/吨,吨钢价格提高了3.3%左右。如果按照线性估算,此次吨钢实际价格将提升30元左右,如果取3500元/吨的吨钢成本来估算,行业利润将提升0.25%左右。

对照去年的非采暖季限产政策,无严格的全市限产政策、无月度限产具体政策,钢铁企

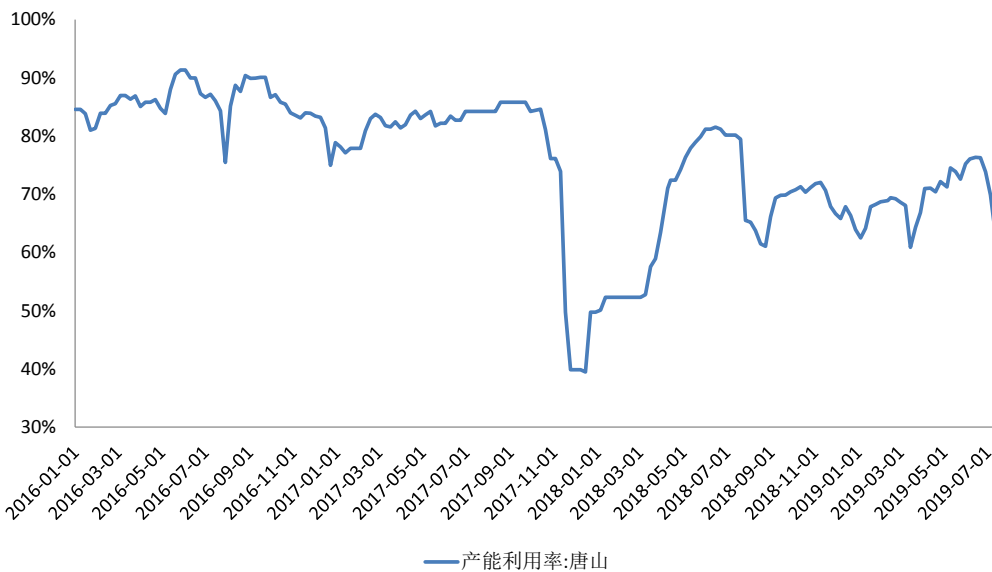
业限产比例与其对市主城区空气质量的影响程度直接挂钩，并根据气象条件综合确定限产比例。而本次限产政策不仅严格，而且不断加码。

表 3：唐山市 2017-2018 年采暖季钢铁行业错峰生产方案

基础限产比例	动态限产比例	空气指标目标
位于市主城区的河钢集团唐钢公司（本部）、河北唐银钢铁有限公司、唐山国丰钢铁有限公司基础限产比例为 15%，其余各县（市）区钢铁企业基础限产比例为 10%	位于市主城区的钢铁企业不再增加动态限产比例；其余各县（市）区钢铁企业在基础限产比例的基础上，根据各月常年主导风向变化情况（依据历史气象统计资料），对位于市主城区上风向的钢铁企业限产比例再增加 5%	从唐山市制定的 SO ₂ 、NO ₂ 、CO 三种气体减排任务显示，SO ₂ 上半年浓度值为 36 微克/立方米，攻坚目标是比上半年浓度值下降 31%；NO ₂ 上半年浓度值为 57 微克/立方米，攻坚目标是比上半年浓度值下降 21%；CO 上半年浓度值为 3.3 毫克/立方米，攻坚目标是比上半年浓度值下降 24%。

资料来源：唐山市政府，中国银河证券研究院

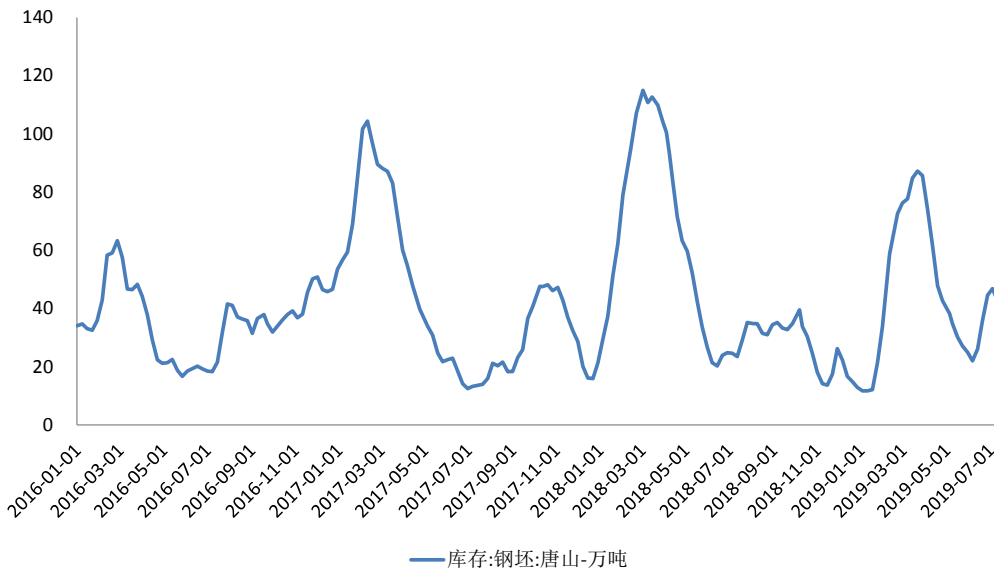
图 7：唐山产能利用率下降



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

钢坯库存目前处于低位，有利于支撑钢材价格。钢坯库存较低，有利于控制钢材短期供给，叠加烧结炉停产预期，未来产量的恢复周期延长。目前钢材价格稳定，未来上涨潜力较大。

图 8：钢坯库存



资料来源：钢之家，中国银河证券研究院

图 9：唐山钢价稳定，上涨潜力大



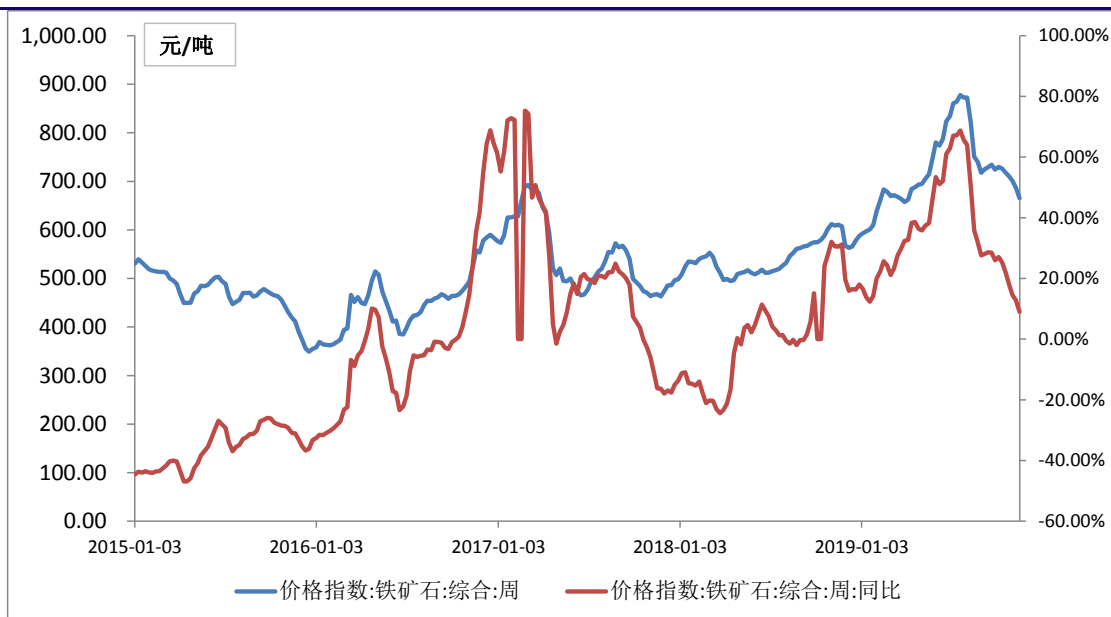
资料来源：钢之家，中国银河证券研究院

截止 2019 年 10 月 25 日，全国电炉钢开工率为 67.31%，环比下降了 0.64 个百分点。主要品种钢材库存合计 986.63 万吨，同比仅增长 0.58%。

(四) 铁矿石价格回落，行业盈利能力增强

铁矿石价格大幅回落到合理区间，行业盈利能力增强，重新进入扩张区间。截止到11月16日，铁矿石价格相较于860元/吨的年内高点回落22.61%至665.52元/吨，目前的价格水平同比仅高出9.02%，相较于年初淡水河谷矿难和澳洲飓风影响之前的600元/吨的铁矿石价格来比较，仅增长10.92%。伴随铁矿石价格的回落，以及钢材价格中枢的持续抬升，行业盈利能力重新开始增强。2019年前三季度行业利润总额为1972.10亿元，同比降低41.80%，相较于年初由于钢材价格大幅下跌引起的行业利润跳水，目前降幅已经较2月份显著收窄17.2个百分点，行业利润重新进入扩张区间。

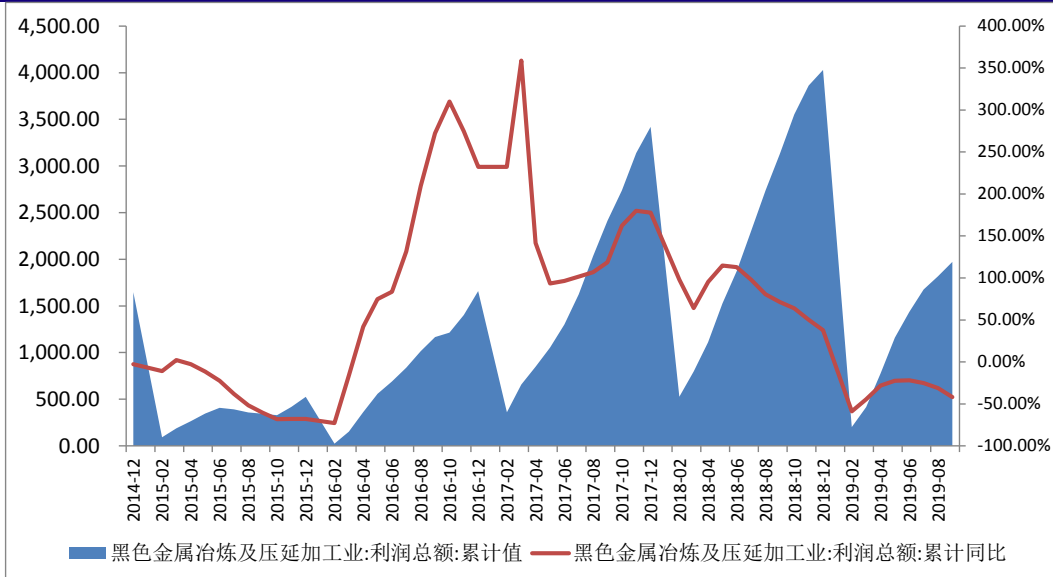
图 10: 铁矿石价格走势



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

未来铁矿石价格将在需求边际走弱、供应好转以及阶段高库存的状态下维持弱势震荡的格局。进入到环保限产采暖季，铁矿石需求边际走弱，截止到11月15日，全国螺纹钢周产量达到348.47万吨，环比上月减少5.71万吨；同时11月08日，高炉开工率56.95%，环比下降1个百分点。同时铁矿石供应出现边际好转的迹象，巴西、澳洲等地的矿石生产逐渐恢复，进口铁矿石发货量逐步回升，其中澳洲和巴西11月份铁矿石的平均发货量为1438.13万吨和674.80万吨，分别同比提高了18.77%和-0.53%，巴西月平均发货量基本维持在670万吨以上，相较于9月份增加了26.8万吨。港口铁矿石库存也处于7月份以来的阶段性高位，达到了1.25亿吨。

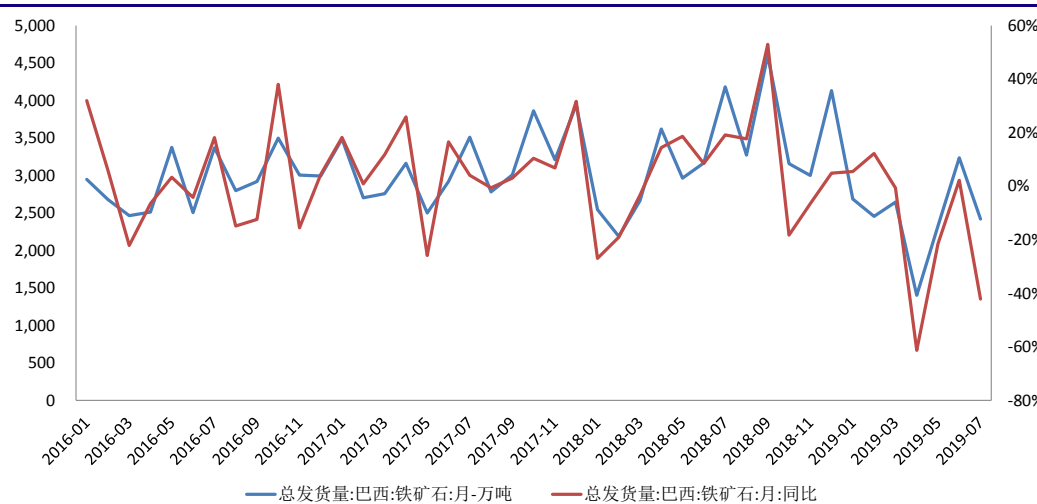
图 11: 行业盈利能力增强



资料来源: 国统局, 中国银河证券研究院

巴西铁矿石发货量环比改善, 铁矿石价格短期具有一定支撑。九月总发货量 3240.10 万吨, 同比降低-29.60%, 相比七月份降幅收窄 12.56 个百分点, 三季度将是巴西铁矿石的发货旺季, 配合 1.15 亿吨左右的港口库存, 将会支撑矿石供给。

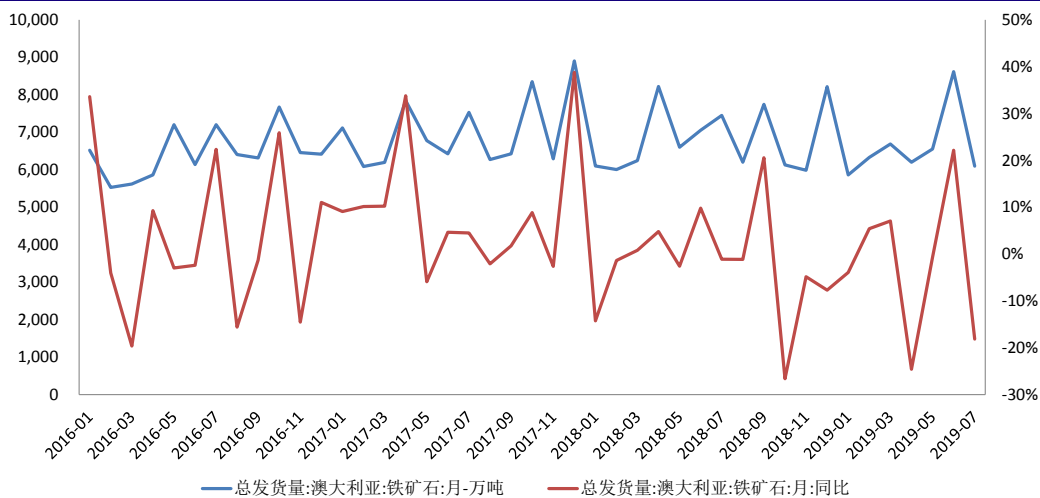
图 12: 巴西发货量企稳回升



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

澳洲铁矿石发货量持续回升。9 月总发货量 7643.70 万吨, 同比仅降低 1.28%, 相比 7 月份铁矿石发货量降低 18.12%, 降幅大幅收窄 16.84 个百分点。国内高炉开工率下降对于需求的压制也起到了一定作用, 10 月 25 日全国开工率仅为 63.54%, 相比 9 月初 68.23% 的高开工率, 降低了 4.69 个百分点, 达到今年初采暖季低点。

图 13: 澳洲发货量迅速增长



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

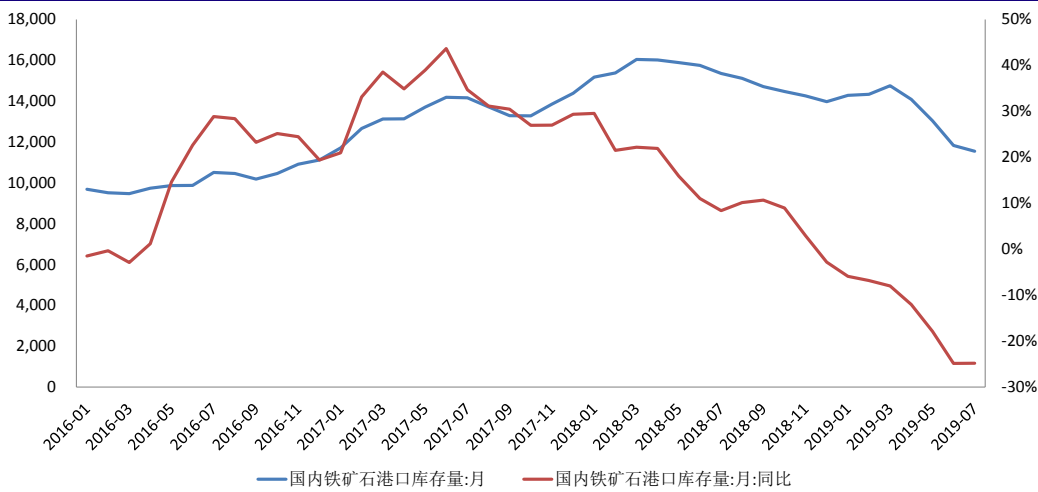
图 14: 高炉开工率回升, 唐山开工率达到年内高点



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

铁矿石库存低位企稳。2019年10月,铁矿石库存量1.27亿吨,同比降低11.91%,相比9月份同比降低17.86%,降幅收窄,为价格企稳创造条件。

图 15: 国内铁矿石港口库存总量



资料来源: 西本新干线, 中国银河证券研究院

6月23日, 唐山市政府出台《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》, 要求加大钢铁企业停限产力度, 进一步减低工业污染物排放, 改善全市空气质量, 并给出新一轮钢铁企业停限产时间表。

8月8日, 山东焦化去产能方案基本正式敲定——2019年压减焦化产能1031万吨, 2020年压减655万吨, 两年共压减24家焦化企业1686万吨焦炭产能。8月14日, 山西省召开了全省焦化行业压减过剩产能行动推进会, 明确提出山西省焦化总产能1.87亿吨, 两年压减到1.47亿吨以内。2018年年底全国焦化在产产能约为5.59亿吨, 今年6月底在产产能大概为5.51亿吨, 山西两年压减4000万吨, 山东压减1600万吨, 两年压减5600万吨产能, 压减超过10%产能, 焦化去产能集中在今年下半年以及2020年。

准一级冶金焦价格达到2200元/吨, 同比仍下降13%, 月环比增长了5%, 没有突破今年的高位2250元/吨, 去年曾经一度到2800元/吨, 跟钢厂的环保限产不及预期增大焦炭需求有关; 而且去年的库存水平维持在390万吨较低的水平, 目前库存水平450万吨, 同时钢厂的盈利情况并不好, 对于焦炭的价格有一定的抑制作用。另外吨钢耗焦量在0.3-0.35吨左右, 一般钢厂自供焦比例平均在20%左右, 因此焦炭价格的上涨对于成本端的影响有限。预计焦炭的价格震荡走强, 维持在2200-2500左右。

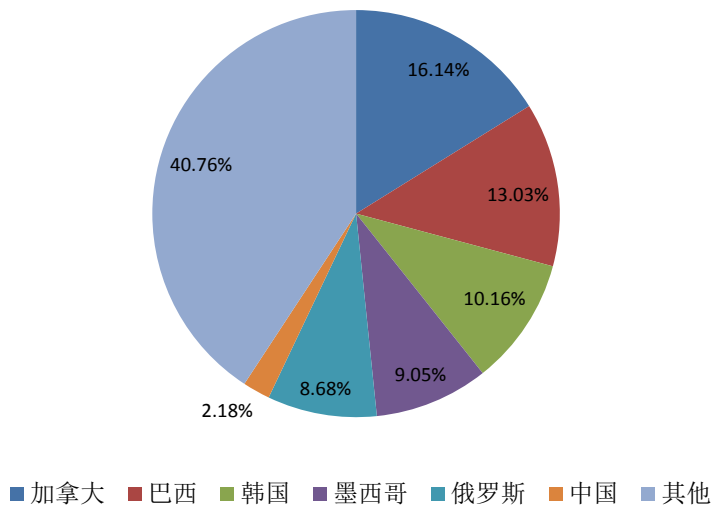
(五) 中美贸易战对行业影响较小, 行业运行平稳存投资机会

2019年5月10日起, 中美贸易战再次升温, 美方对第三批总共两千多亿美元的中国商品, 从10%的进口关税提升至25%, 随后中国商务部作为回应, 公布了价值800亿美元的美进口商品清单, 决定自6月1日起对美进口商品加征25%的关税, 其中包括不锈钢板带在内的一系列钢铁制品。总的来讲, 中美之间的钢铁进出口规模很小, 而且由于2018年4月开始美已经对中国出口的钢铝产品已经开始征收25%的关税, 并且对于部分产品预制钢、钢制轮毂、铸铁污水、管材、板材、棒线材和钢丝、钢管接头等产品实行100%-250%的双反税, 中美贸易对钢铁行业的影响较小, 行业运行平稳。

中国出口对美国影响不大。据美国商务部2018年2月公布的《The Effect of Imports of Steel on the National Security》(“影响报告”)报告中数据显示, 2017年美国共进口钢材3593万吨, 进口中国钢材产品78.4万吨, 位居第11位,

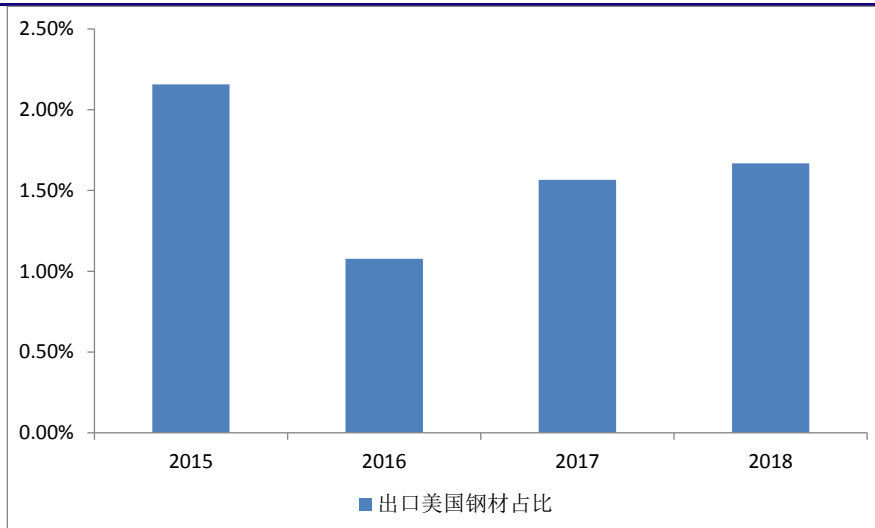
仅占美国进口总量的2.2%。美国是世界上最大的钢铁进口国。美国钢铁协会数据显示,2017年美国进口钢铁产品3812.1万吨,同比增长15.4%。其中成品钢材2955.8万吨,同比增长12.2%。在成品钢材进口排名中,中国位列第7位,进口81.3万吨,较2016年下降5.7%,占美国成品钢材进口总量的2.75%。

图 16: 美国钢材进口结构



资料来源: 美国商务部, 中国银河证券研究院

图 17: 对美出口占比情况

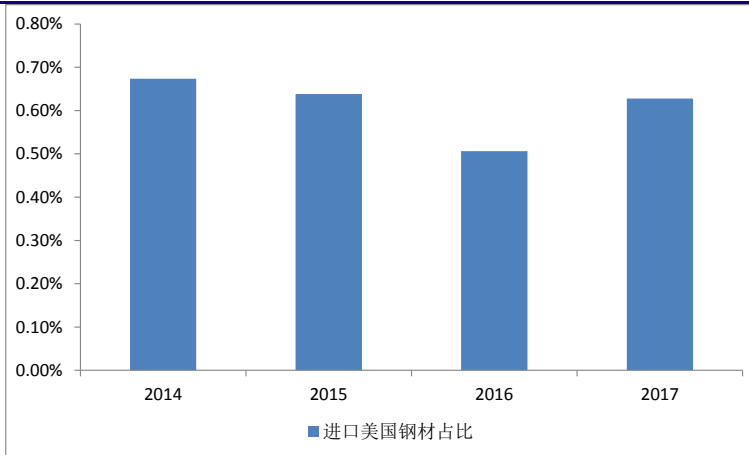


资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

对美出口对中国影响较小, 且中国出口规模逐渐降低。中国海关数据显示, 2017年我国出口钢材7524万吨, 数量与10年前相比大幅下降了78.15%。其中出口至美国118万吨, 仅占我国钢材出口总量的1.57%。2015年为2.16%, 2016年为1.08%, 而这一比例在2006年时为12.22%。中国钢铁产量占世界总产量的一半左右, 出口量也稳居世界首位。2011年以来, 中国钢材出口连年保持两位数增长, 至2015年出口量到达顶峰1.12亿吨。2015年后, 受国际贸易保护主义及国内供给侧改革影响, 钢材出口进入下降通道, 2016年出口1.08亿吨, 同比下降3.5%, 2017年出口7541

万吨，同比大降三成。

图 18: 进口美国钢材占比



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

贸易战加征 25%关税的边际影响较弱。2017 年 4 月，美国商务部分别对进口钢铁产品启动“232 调查”（指美国商务部根据 1962 年《贸易扩展法》第 232 条款，对特定产品进口是否威胁美国国家安全立案调查）。2018 年 2 月 16 日，美国商务部公布调查报告，认为进口钢铁产品严重损害国内产业，威胁国家安全，特朗普授意将税率提升至 25%。关税保护政策已经引发了美国钢材的价格上涨，平均出厂价格上涨了 16.7%。2017 年就对华不锈钢板材（圆形焊接不锈钢管等）反倾销和反补贴“双反”调查，美国商务部作出终裁。最终裁定的税率实在是高得离谱：反倾销税率 63.86%—76.64%，外加反补贴税率 75.6%—190.71%。1980—2001 年底，美国对进口钢铁发动了 538 起反倾销和反补贴调查，年均立案约 25 件，占其反倾销和反补贴立案总数的 42%。2019 年 3 月 20 日，美国贸易委员会对进口自中国的预制钢、钢制轮毂、铸铁污水管等作出双反终裁，涉案十几亿美元。双反税率在 50%-200%。双反主要针对管材、板材、棒线材；232 调查主要针对其他钢材（如钢丝、钢管接头等）。

同时中国政府的对美反制加征清单包括 147 项钢铁制品，关税税率由 4%-7%提高到 25%；中国进口美国钢材的影响很小，2018 年中国自美国进口 8 万吨，进口占比很小，反制的影响也较小。

图 19: 对美出口利润占比的二元敏感性分析

	0.050%	Output-对美出口量-百万吨						
		1.74	1.54	1.34	1.14	0.94	0.74	0.00
Tax rate-加征税率-%	0.0	0.102%	0.090%	0.079%	0.067%	0.055%	0.044%	0.000%
	5.0%	0.097%	0.086%	0.075%	0.064%	0.052%	0.041%	0.000%
	10.00%	0.092%	0.081%	0.071%	0.060%	0.050%	0.039%	0.000%
	25.00%	0.076%	0.068%	0.059%	0.050%	0.041%	0.033%	0.000%
	35.00%	0.066%	0.059%	0.051%	0.044%	0.036%	0.028%	0.000%
	45.00%	0.056%	0.050%	0.043%	0.037%	0.031%	0.024%	0.000%
	55.00%	0.046%	0.041%	0.036%	0.030%	0.025%	0.020%	0.000%

资料来源：中国银河证券研究院

市场对于中美贸易战存在过度解读，同时考虑到目前行业较低的估值，存在长期行业配置机会。

本次贸易战对于行业利润影响较小：根据我们的中美钢材进出口贸易测算模型，考虑中美进出口关税、双反政策及进口替代等行业收入和利润的影响，本次由于关税调整减少的出口利润额仅占行业利润的 0.011%；本次关税调整将减少中国钢铁出口利润 5970 万元，降幅约为 17.40%。同时未来的潜在影响也较小：未来中国对美钢材出口量和加征关税对出口利润影响的二元敏感性分析结果显示，中国对美出口钢材利润占行业总利润比例仅为 0.036%-0.071%，未来的影响也将十分有限。

最悲观情况，中美贸易战对于行业的利润影响也很有限。针对中美双方加征关税的覆盖率、加征关税税率和进出

口量，做出美方立场、中方立场和中间立场的情景假设分析，即便完全站在美方立场，停止所有中国钢材对美出口同时保持进口美国钢材低关税的情形，中国的钢铁行业利润也仅降低 0.055%。中立情况下，出口利润降低额仅占 0.007%；乐观情况下，中美贸易战对于行业的利润提升有一定帮助。

图 20：中国钢材出口基本面的情景分析

	出口收入占比	出口利润降低- 百万元	出口利润降低 额占比幅度	当年出口利 润降幅	出口利润占 比
美国立场	0.006%	313.012	0.055%	93.713%	0.004%
中立立场	0.090%	38.353	0.007%	11.174%	0.054%
中国立场	0.329%	-754.363	-0.134%	-206.837%	0.198%

资料来源：中国银河证券研究院

另外，近期铁矿石价格上涨主要由巴西矿难和澳洲飓风影响的持续发酵引发，产量收缩预期的影响经过了四个月的积累传导到价格终端，短期对行业的利润有一定影响。

（六）特钢需求快速增长，相关企业申请科创板上市

钢铁行业在去产能、出清无效产能的同时，也在积极提高产业结构和盈利水平。据国家统计局，2018 年中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，同比分别增长 3%、6.6% 和 8.5%；而同期特钢粗钢产量为 1.33 亿吨，与 1978 年相比，产量增长了近 40 倍，年均增长率为 10% 左右；但是特钢在粗钢中占比仅 14.33%，其中高端特钢的占比仅 10%，对比发达国家 30%-50% 的特钢高占比来说，随着我国工业化进程的深入推进，未来国内钢铁行业产品结构将逐步优化，特种合金材料在钢铁总产量中的比例也将提升，行业面临较大发展空间国内中高端特钢的未来发展较大。

高品质特种钢材归属于国家重点扶持的战略新兴产业项下的“先进钢铁材料”产业。合金材料包括高品质齿轮钢、高品质模具钢、特种不锈钢、高温合金和超高强度钢等国家重点鼓励发展的新材料产品主要应用于新能源风电、轨道交通及各类精密机械部件，需求增长较快。一方面，国内产品结构低端化，高端产品进口化的窘境，目前国内诸多关键合金材料仍为空白或依赖进口，未来进口替代的需求空间较大；另外，下游需求行业景气度较高，需求增长较快，带动特钢产业的发展，如风力发电行业，根据球风能理事会（GWEC）数据，2018 年全球海上风电累计装机容量为 23.30GW，较 2011 年复合增长率高达 41.4%，另根据交通运输部数据，2012 年我国高铁营业里程仅为 0.9 万公里，2017 年增长到 2.5 万公里，年均复合增长率高达 23%。

近期科创板受理公司广大特材就是特钢行业的代表，未来有望提升特钢板块估值。公司主要经营齿轮钢、模具钢和风电主轴等，公司不断强化自主创新能力，截至目前，累计获得专利 45 项，其中发明专利 19 项。公司的经营业绩高速增长，2017 年和 2018 年的营收为 11.27 亿元和 15.07 亿元，分别同比增长 29.40% 和 33.80%；归母净利润 0.86 亿元和 1.34 亿元，分别同比增长 81.03% 和 54.55%。对照日本大同和美国卡朋特等特钢公司 20-30 倍的估值，而目前 A 股特钢行业的平均估值仅为 11 倍，未来以广大特材为代表的特钢公司有望提升特钢行业的整体估值水平。

（七）行业政策围绕持续改善供需关系

产能过剩、高能耗、高污染是钢铁行业的主要问题，因此行业政策主要是围绕解决这些产业问题和优化产业结构提出的，包括供给侧改革去产能、环保限产和地条钢清理等。自 2007 年，月度粗钢产量几乎稳步上升。2018 年月度粗钢产量最高可达 8084 万吨。钢铁行业属于重

资产行业，吨钢折旧大，无法轻易减产，故去产能将缓慢推进。相关政策如供给侧改革及钢厂迁移等，通过消耗剩余产能、出清落后产能（地条钢）使我国钢铁在册钢铁企业家数从 11034 家（2013）降至 5138 家（2018），同时 2016-2018 年三年钢铁产能淘汰约 1.45 亿吨（基本接近 2016 年初提出的钢铁产能淘汰目标），取得了较好进展。与去产能相配合的还有环保相关政策，如采暖季限产，加强对钢铁企业环保投入及措施实行的监督力度等，这对于可持续发展有重大意义。

（八）行业景气度反弹

1. 钢价反弹成本稳定驱动行业利润反弹，景气度有所回升

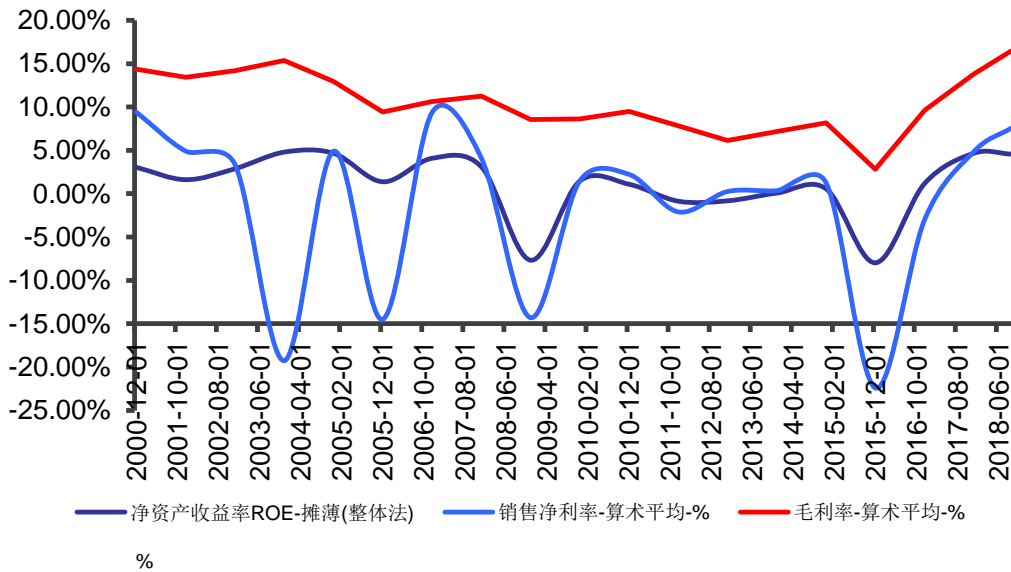
供给侧改革以来，行业的供需关系得到了明显改善，钢厂逐渐从扭亏为盈进入到盈利高速增长的车道。高速增长的利润加大了钢厂生产的积极性，但同时宏观经济进入下行通道叠加上出口受限也影响了需求端的表现，导致行业供需关系逐渐从紧平衡步入供给偏宽松的格局。2017 年行业净利润增速达到了 400%-500%，属于供改以来的最高水平；而进入 2018 年行业利润增速伴随钢价回落逐渐收窄，根据中钢协公布，2018 年行业利润增速仅为 39%。据发改委，2018 年我国钢铁行业主营业务收入 7.65 万亿元，同比增长 13.8%；实现利润 4704 亿元，同比增长 39.3%。

据国家统计局数据显示，2019 年 1-7 月，钢铁行业利润 774.5 亿元，钢铁行业利润同比下降 25.1%，降幅进一步扩大 3.3 个百分点。近期由于钢材价格的持续下滑和海外铁矿石价格的强势，行业利润有所收缩。大部分电炉已经接近盈亏平衡线，冷轧板的亏损范围进一步扩大，螺纹钢、线材的利润相对来讲更好一些。行业利润的下滑主要受制于钢价低迷和铁矿石价格高企，随着供需市场的持续改善和铁矿石价格进一步回落，将迎来行业利润拐点。

2. 杜邦分析：供改以来 ROE 逐渐提升

目前行业的平均动态 ROE 为 10.55%。通过杜邦分析发现，ROE 较高来源于高净利润率 4.86%、高资产周转率 0.23 和资产负债率 49.80%。从杜邦指标的历史演变来看，供给侧改革之后，行业受益于供需关系的改善，股东权益回报和盈利能力持续上升。

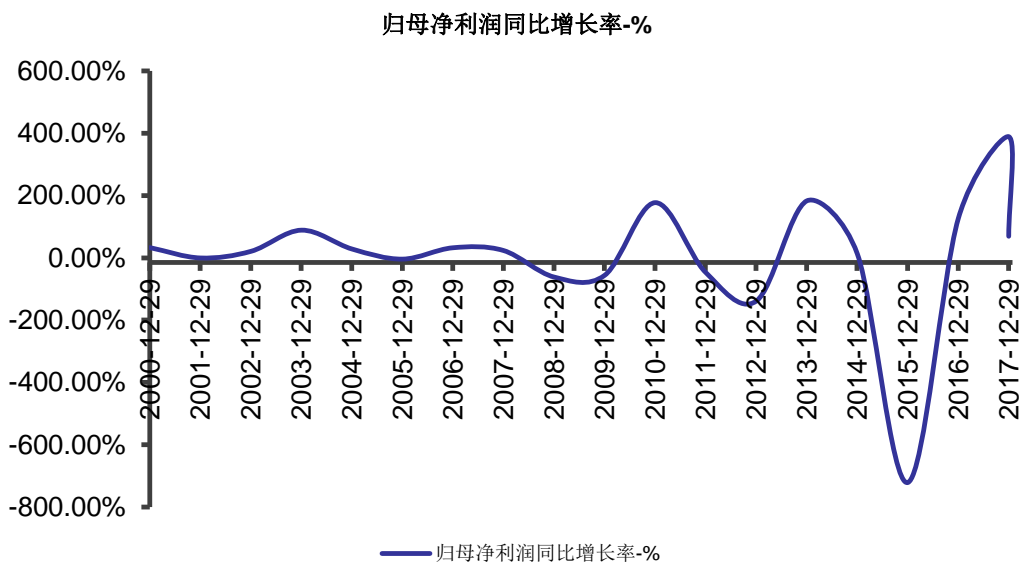
图 21：钢铁行业的杜邦分析指标的历史演变



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

3. 财务数据分析：行业毛利率供改之后逐渐提高，行业景气度上升

图 22：钢铁行业的财务分析指标的历史演变



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

通过财务分析，行业毛利率 16.29%，相比历史处于高位，但是从长期来看行业的盈利能力较弱；期间费用率 6.71%，经营获取现金利润的质量较高，现金流/净利润比例为 186.48%；负债率合理适中，资产负债率 55.36%；营收成长和净利润同比增长率分别为 22.95%和 56.45%，目前行业盈利水平和景气度仍然较高。据中钢协，一季度会员钢铁企业销售利润率 3.87%，同比下降 2.39 个百分点，但是相比供改之前行业盈利能力仍然处于高位。

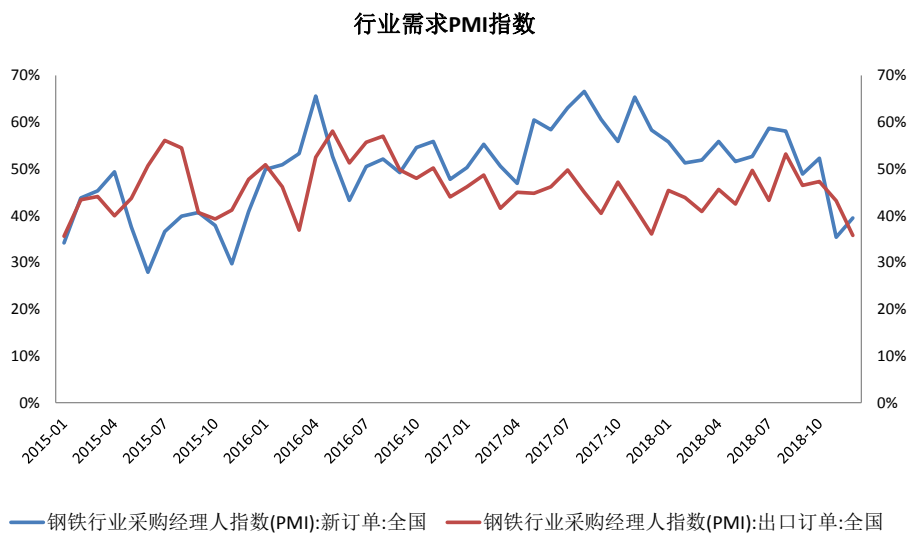
二、钢铁行业处于成熟期，供需关系持续改善

(一) 中长期钢材需求韧性仍存，库存去化效果显著

行业需求 PMI 指数仍然荣枯分水线以下，但是目前的供需格局优于供改之前，后供改时代的需求 PMI 指数在 40%-70% 区间运行，目前已经接近区间底部，未来在需求韧性较大的情况下，需求的持续改善值得期待。

6 月份一般是钢铁需求淡季，叠加高温、多雨的天气，钢铁 PMI 新订单指数处于荣枯线以下。据中物联钢铁物流专业委员会调查及最新发布报告，2019 年 9 月国内钢铁行业 PMI 指数为 44.20%，较上月环比下降 0.7 个百分点，同比下降 7.8 个百分点。

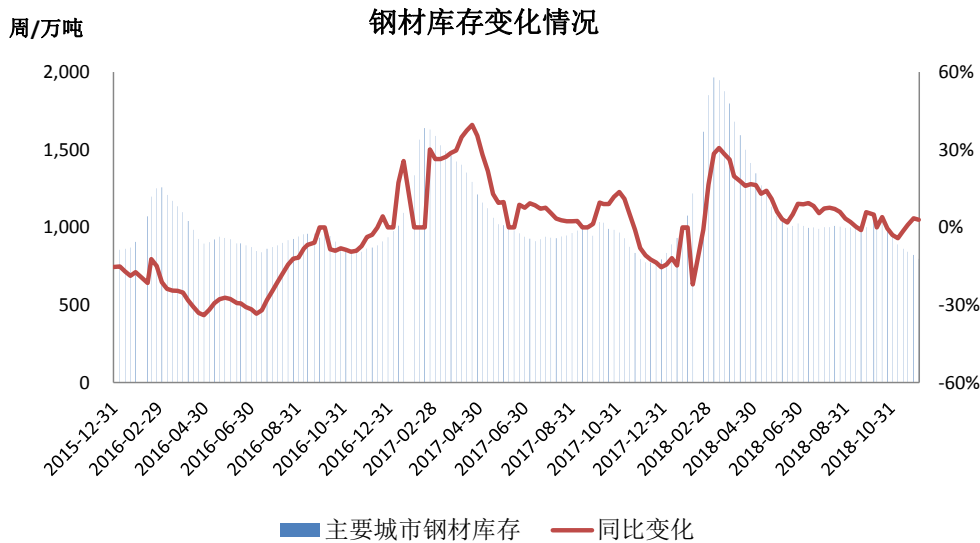
图 23：行业需求 PMI 指数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

据中钢协的最新数据显示，截至 2019 年 10 月，全国主要市场社会库存量 1179.00 万吨，环比减少 127 万吨，环比减少 9.72%，低库存对于钢价的支撑和未来的上涨奠定了一定基础。

图 24：钢材库存变化情况



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（二）行业成熟，产业结构优化、技术研发和管理升级或成突破口

1. 钢铁行业同质化强，且具备强周期大宗属性，受宏观经济影响相对较大

钢铁行业同质化较强，从申万一级行业分类来看，钢铁行业主要包括普钢和特钢。但是从产品细分来看，可以分为长材、板材或者细分为五大品种钢材：螺纹钢、线材、热轧卷板、冷轧卷板和中厚板等，特钢则种类繁多：如不锈钢、汽车板簧钢、工具钢、轴承钢、合金钢和其他特殊用途钢等。钢材作为大宗商品，同质化较强，属于工业化标准产品，供需容易受到宏观经济基本面的影响，存在套期保值的衍生品工具对冲现货价格的风险。

2. 公司根据自身特点形成产业特色

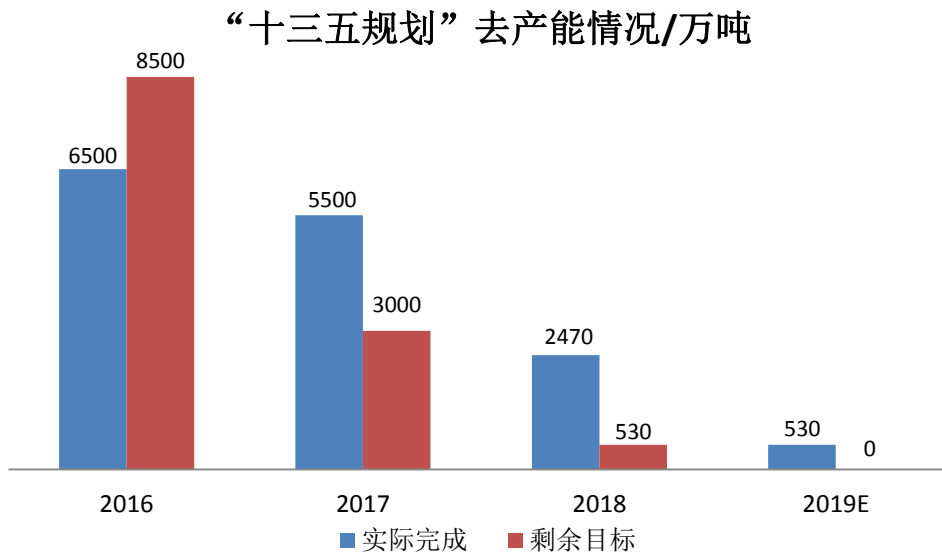
虽然行业的产品同质化强，但是上市公司会根据自身发展的特点和技术优势，制定具有特色的管理模式和产品。如三钢闽光（002110.SZ）地处东南沿海、大湾区辐射带，闽浙粤等地的经济发展较快，对于基础设施的投资增速居于全国前列，建筑钢材的需求旺盛带动公司发展以螺纹钢、光面圆钢和线材等建筑钢材为特色的主营业务；同时由于“长强板弱”的市场格局，长材的高利润支撑公司不断进行资产收购和技术发展。行业的兼并重组、产业结构优化是大势所趋，人工智能、大数据、工业互联网等新技术、新业态也有待于传统钢铁制造业进行深度融合。

（三）去产能边际影响减弱，总产能控制转向优化产能结构

（1）供改：国家层面去产能任务完成，河北省钢铁总量限为 2 亿吨

十三五规划制定的去产能 1-1.5 亿吨的去产能计划已经在 2018 年基本完成，2019 年两会期间河北省又提出 2019 年继续去产能 1400 万吨。未来改革的方向由总量控制转向产业结构优化、提升产品附加值上。河北和江苏等产钢大省由于去产能的执行到位和环保限产的力度大，产能得到了很好的控制，行业供需格局得到了持续的优化。

图 25: 十三五规划去产能的完成情况



资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

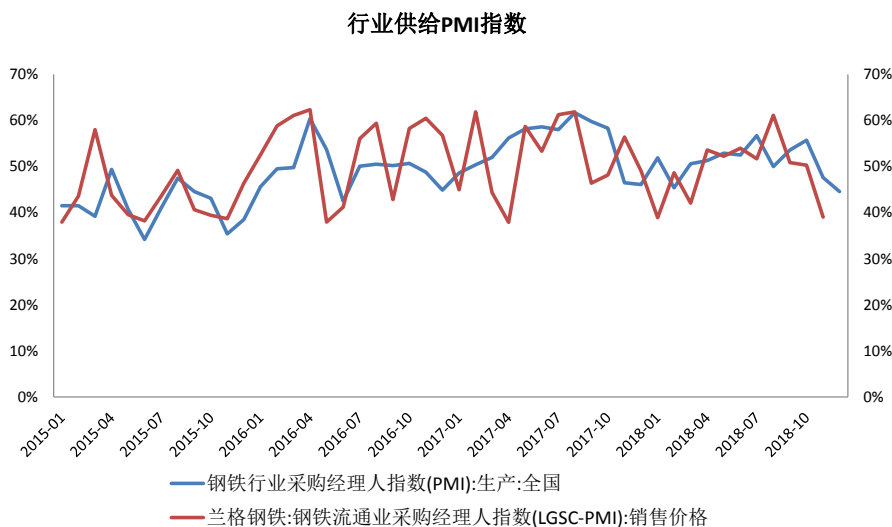
(2) 环保: 政策拐点出现, 采暖季限产未及预期

2017 年环保限产是环保政策趋严以来最为严格的, 而 2018 年由于宏观经济复杂的形势和下行压力不断加大, 采暖季限产实际执行的力度比较宽松, 高炉开工率和钢材日均产量等指标在采暖季居高不下, 对限产实际影响的时间不仅较 2017 年晚了半个月左右, 限产幅度也有所降低; 4 月中旬全国重点钢铁企业粗钢日均产量 200.57 万吨, 环比增长 2.59%。

(3) 产能: 技术升级提高设备潜能, 高炉大修产能提升或达 15%

从行业供给的角度看, PMI 生产指数的持续走低, 低于荣枯分界线, 未来产业发展快速发展的可能性较小。

图 26: 行业供给 PMI 指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

经过产能置换和设备升级改造, 实际产能可能有所上升; 但是如果如果没有拿到工信部经信委

批复的产能指标，产能置换和升级一般会做等产或者减产设计。设备升级改造更多的是为了提升设备利用率，从而达到降低成本和提升生产效率的目的。

(四) 未来方向：产业升级、兼并重组、融合新技术和国际合作

1. 继续产能控制、巩固环保成果

据工信部和中钢协对行业 2019 年的工作部署，行业未来会继续加紧产能控制，严防以产能置换等方式变相增加实际产能，违规新建产能等，对于地条钢，将会加大监管力度严防死灰复燃。持续改善行业供需格局，巩固环保政策的成果。

2. 改善产业“北重南轻”局面

据工信部和中钢协对行业 2019 年的工作部署，行业未来会继续加紧产能控制，严防以产能置换等方式变相增加实际产能，违规新建产能等，对于地条钢，将会加大监管力度严防死灰复燃。持续改善行业供需格局，巩固环保政策的成果。

3. 促进优质企业联合及重组，达成资源优化配置

通过并购重组，一方面出清僵尸企业，提高资源、设备的利用率，另一方面整合优化资源，降低低端产能，提高行业集中度和议价能力，从而实现优化产能和企业利润的目的。目前前 10 大钢铁企业的产能仅占 30%左右，根据工信部 2020 年-2025 年实现集中度在 65%的目标，企业并购重组或将是顺势所趋。

4. 产业升级融合新技术、新模式和新业态

通过和人工智能、大数据、云计算、5G 和工业互联网等新技术进行融合形成智能制造、智能物流等新技术和新业态，不断强化降本、提质、增效，大力促进传统钢铁产业升级，增强行业盈利能力。

4. 国际产业形势：产能转向中印东南亚，传统钢铁强国优势仍存

欧美日韩等先进钢铁工业国家已经在 20-50 年前走过了钢铁工业大发展时期，传统钢铁工业在国民经济中的地位逐渐降低，产能规模逐渐萎缩，同时人均钢产量也逐渐降低到合理水平。钢铁强国占有行业优势的方面主要是精密设备的制造、先进工艺技术和高端特种钢的生产。

目前新晋的钢铁工业大国主要是印度、中国和东南亚等发展中国家。世界钢铁协会(WSA)发布的《世界钢铁统计数据 2017》根据 2016 年粗钢产量情况对全球钢铁企业进行排名，并发布了全球前 50 大钢铁企业名单，2016 年粗钢产量排名前 10 的企业分别是安赛乐米塔尔集团、宝武集团、河钢集团、新日铁住金、浦项集团、沙钢集团、鞍钢集团、日本钢铁工程控股公司、首钢集团和塔塔钢铁集团。其中安赛乐米塔尔集团粗钢产量接近 1 亿吨；有 5 家中国企业进入前 10，分别是宝武集团、河钢集团、沙钢集团、鞍钢集团、首钢集团；日本有 2 家企业进入前 10，分别是新日铁住金和日本钢铁工程控股。

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 优质品位矿产资源被国外垄断

中国的生铁、粗钢、钢材产量超过了全球半数，但是优质高品位的铁矿石，尤其是高品位的球团矿资源却集中在巴西、澳洲等国，国内钢厂议价能力反而较低。优质铁矿石不仅采选成本低、价格高，而且生产效率高、钢材品质好、污染能耗较小，在钢铁行业产业链中具有非常重要的地位。国际铁矿石巨头如淡水河谷、必和必拓、力拓和FMG等公司以其矿产资源丰富和开采成本较低垄断了国际铁矿石市场，中国80%以上的铁矿石均来源于进口，因此稳定、廉价的矿石资源就成为了行业良性发展最为重要的问题。

2. 下游需求下降加剧产能过剩矛盾

供给侧改革之后，钢铁行业的供需关系得到较大改善，钢厂利润处于历史较高水平，据中钢协统计，2018年钢铁行业利润同比增长39%，吨钢利润在300-1500元左右，因此钢厂的生产积极性较大，2018年生铁、粗钢和钢材的产量同比增长了5%-11%。平均产能利用率能保持在80%左右的高位，重点钢企的日均钢产量在180-200万吨左右；而与供给旺盛相矛盾的是需求面的疲软：下游房地产行业长期的固定资产投资增速在5%以下，房地产土地购置面积增速也不容乐观，国家对于房地产市场的监管采用短期行政监管和长效机制建立并重的方式，未来房地产需求比较平稳；基建投资完成额累计同比增长率收窄，2018年同比降低了15个百分点左右，截至2018年年底，累计增速触底回升到4.3%左右，需求增速赶不上钢材供给的增速。同时供给侧改革来到了后去产能时代，从行业去产能过渡到优化产业结构，供需关系的改善形势比较严峻。对于传统工业重镇、钢厂成为纳税大户和经济支柱的地区，由政府部门牵头和银行系统支持的投资冲动较强，重资产、投资回报稳定是该行业比较突出的特点，供给侧改革红利释放之后，行业供需格局持续改善，钢材价格强势，导致钢铁行业的利润较高，也进一步加大了地方投资的冲动。

3. 低端产能过剩，中高端特钢技术、产能不足

由于历史原因，钢铁行业产业布局比较集中，主要集中在原北方工业重镇，尤其是交通比较便利、铁矿石资源丰富的内陆地区。能源资源消耗大、环境污染严重是行业现存的较大问题。环保、监管体系的不完善导致“上有政策，下有对策”，地条钢的死灰复燃和环保的阴奉阳违始终是行业存在的比较大的问题。一方面，需要建立持续督导的长效机制；另一方面需要继续完善相关的监管体系，从根本上改善行业的生态环境。目前钢铁行业大约9成产能集中在普钢长板材上，而特钢中大部分是高碳、低合金和不锈钢、工具钢、轴承钢等中低端特钢，产品的技术附加值不大，仍属于能源、资源消耗严重的传统产业，亟待通过产业升级来提高产品的市场竞争力和附加值。

4. “双反”政策对出口产生不利影响

由于行业供给侧改革主要集中于普钢，而对于特钢来说，行业处于严重产能过剩，因此以不锈钢、工具钢等为代表的特钢出口成为行业短期需要面临的现实，而由于供给过剩、竞争加

剧，行业自然面临降低出口价格、大打价格战，违反了相关进口国家如欧盟、东南亚等国家产业的相关利益，对于钢材出口商实行“反倾销、反补贴”的双反政策。如欧盟将汽车用钢板在内的十几个钢材品种列为反倾销对象，提高进口关税，并延长执行期限到 2020 年以后。

（二）建议及对策

1. 收购国外优质矿山，与国际巨头建立合作关系

国内以宝武集团、河钢集团和鞍钢集团等为代表的超大型钢铁生产企业不断地寻找与国际铁矿石巨头合作的机会，与必和必拓、力拓等公司签订了战略合作协议，锁定了优质铁矿石的来源与成本，为今后稳定经营和发展壮大奠定了良好的基础。

2. 持续优化供需关系，巩固供给侧改革成果

合理利用现有政策制度，共同维护行业规则和秩序，去低端产能，通过降本、提质、增效来打造城市钢厂和绿色钢厂，不断优化产能结构，提高产品的附加值。行业监管常态化，通过完善监管体系和建立长效监管机制，持续改善行业供需格局，巩固行业利润的较高水平。

3. 优化产业结构

优化产业布局，一方面是空间的优化，从内地向港口转移、从北方向南方转移；另一方面是产能结构的优化，降低低端产能的比例，不断提高高端产能的占比，通过技术创新和工艺改进实现降本、提质、增效，提高技术和产品的附加值；再者是通过兼并重组实现僵尸企业和无效产能的出清，提高产能利用率，通过规模效应实现集约化生产，提高行业的劳动生产率。根据不同地区的特点和优势，进行互补性资源整合，寻找新的行业内生动能和增长点。建立一批沿海的绿色、高端钢铁生产基地，对分散的产能进行集中管理，提高整体统筹的能力，降低生产运行的成本。因城施策、因地施策，根据不同地区的资源禀赋、经济发展特点和环保形势等特点，设计具体的规划和路线图，对于相关的行业政策设计可实施、可监测的指标，有利于企业根据自身情况，制定具体的对标方案，实施高效的整改措施。

4. 科技创新发展高端特钢及高端板材

通过技术、人才引进新技术、新工艺、新模式和新业态，通过科研投入和股权激励等方式提高生产效率和技术含量，将人工智能、大数据、云计算等新技术与钢铁行业进行深度融合，发展新材料、新装备、新技术、新工艺。培育行业的新动能，发掘利润的新增长点。

四、钢铁行业在资本市场中的发展情况

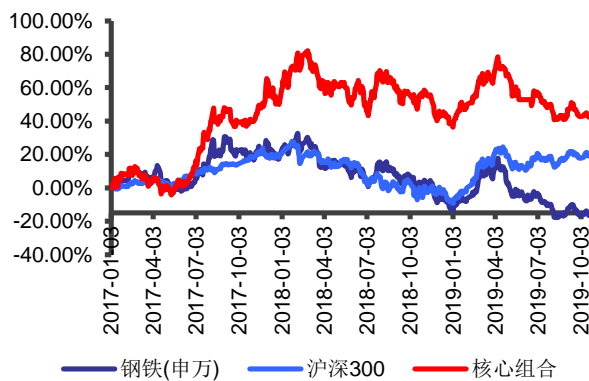
（一）钢铁行业市值占比下降：上市家数 33 家，A 股市值占比降低

截至 2019 年，钢铁行业上市公司家数为 33 家，占全部 A 股上市公司 3590 家的 0.92%；总市值为 7730 亿元，占全部 A 股上市公司 59.8 万亿元的 1.23%。随着国家有关部门和行业协会对于提升行业集中度的要求，2025 年前后 CR10 力争达到 60%以上；钢铁集团公司对上市公司进行优质钢铁资产注入，同时部分具有一定实力的公司通过产能指标竞购和兼并收购等方式进行外延生长。

2018年1-12月，中钢协会会员企业实现工业总产值3.46万亿元，同比增长14.67%；实现销售收入4.11万亿元，同比增长13.04%；盈利2862.72亿元，同比大幅增长41.12%。上市钢铁企业最新一期营业收入1.26万亿元，盈利1134.38亿元，分别占行业总营收和总盈利的30.66%和39.63%。

（二）2017年至今板块表现弱于沪深300，估值处于历史较低位置

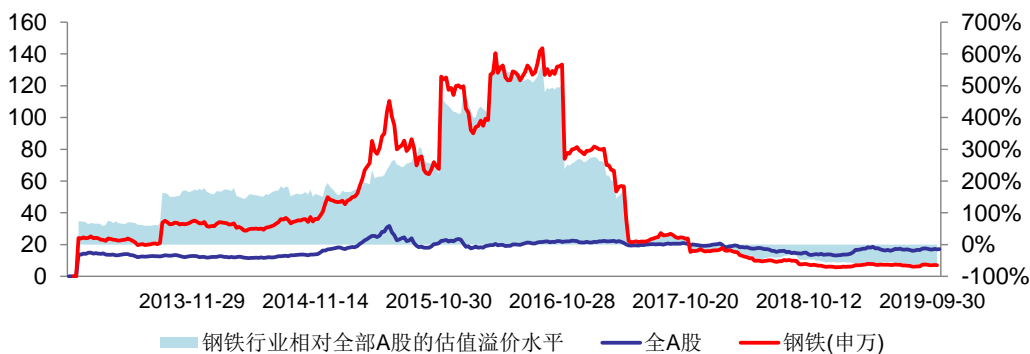
图 27：钢铁行业市场表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

截至2019年11月22日，钢铁行业一年滚动市盈率为9.23倍(TTM整体法，剔除负值)，A股平均为16.55倍，分别较2013年以来的历史均值低5.00%和低84.00%。行业估值溢价率方面，目前钢铁行业的估值溢价率较历史平均水平低140.00个百分点。当前值为-44.22%，历史均值为140%。目前钢铁行业的估值水平较低，投资的安全边际较高。

图 28：钢铁行业估值及溢价分析

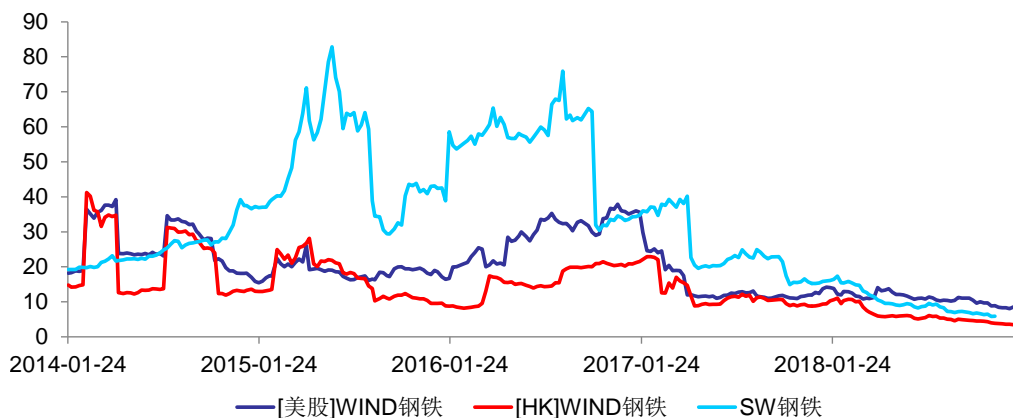


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）板块表现同质化较大，行业估值略高于美股和港股行业估值

国内钢铁行业市盈率高于美国与香港钢铁行业的市盈率。以2019年11月份的收盘价计算，国内钢铁行业的动态市盈率为6.25倍。同期美股钢铁行业的市盈率为4.02倍，港股钢铁行业的市盈率为3.88倍。国内钢铁行业由于供给侧改革之后景气度较高，同时由于经济发展特点依赖于基础钢材的供给，行业的未来成长性相较于海外市场要好。

图 29：国内外钢铁行业估值分析



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议及股票池

（一）投资建议

钢铁行业三季报业绩平均降低 28.95%，其中普钢板块降低 57.07%，特钢板块降低 0.83%，其中久立特材（002318.SZ）业绩超预期，归母净利润同比增长 79.93%。需求超预期下，低库存下再去库存刺激钢价反弹，铁矿石等成本稳定下行业盈利能力反弹，钢铁公司随行业利润恢复。公司业绩在行业的利润反弹的带动下，公司的低估值有望修复。

目前行业供需关系合理，景气度优于供改之前，但是估值水平与供改之前相当并且处于历史较低水平，投资的安全边际较好。未来在逆周期政策调节、改革和创新等一系列政策引导之下，经济预期逐步改善、下游地产基建的需求回暖和行业供需关系的持续改善或将成为行业估值修复的催化剂。投资机会或将出现在兼并重组、环保影响小、产业链延伸等结构性机会。作为周期性行业，投资风险点主要体现在逆周期调节政策不力和行业供需关系恶化等宏观风险。

（二）股票池：

流动性宽松、强基建的政策利好、暖冬天气和冬储需求等拉动钢材需求的增长。央行变向降息下，降低企业融资成本下的市场环境利于钢铁行业的需求，有望提振未来钢材的价格。在 MLF 利率、央行逆回购利率相继下调后，近期 LPR 重拾下行，央行发布了最新的贷款市场报价利率（LPR）报价：1 年期品种报 4.15%，上次为 4.20%；5 年期以上品种报 4.80%，上次为 4.85%。

地产需求超预期，基建需求比较平稳，考虑到暖冬天气消费淡季不淡和年前冬储的需求，供需配合推升钢价上涨预期增强。钢铁行业供需关系持续改善的同时，一带一路国家战略稳步推进，看好未来钢铁行业的发展。建议关注受到环保影响小、成本控制能力优秀的南方长材钢厂三钢闽光（002110.SZ）；受益于行业集中度不断提高的行业龙头宝钢股份（600019.SH）；下游需求快速增长、兼并重组的特钢企业中信特钢（000708.SZ）。

表 4: 股票池

证券代码	证券简称	推荐理由
002110.SZ	三钢闽光	区域性行业龙头，环保压力小，产能扩张积极
600019.SH	宝钢股份	行业龙头，技术、环保优势明显
600507.SH	方大特钢	经营稳健、现金流充足

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

- 1、上游原燃料成本价格上涨
- 2、钢材价格下跌
- 3、下游钢材需求大幅降低

插图目录

图 1: 钢铁行业在国民经济中的占比情况	3
图 2: 粗钢产量情况	4
图 3: 土地购置面积增速及同比变化率	5
图 4: 商品房销售面积增速及同比变化率	6
图 5: 房屋新开工面积增速及同比变化百分比	6
图 6: 基建类固定资产投资增速及同比变化率	7
图 7: 唐山产能利用率下降	10
图 8: 钢坯库存	11
图 9: 唐山钢价稳定, 上涨潜力大	11
图 10: 铁矿石价格走势	12
图 11: 行业盈利能力增强	13
图 12: 巴西发货量企稳回升	13
图 13: 澳洲发货量迅速增长	14
图 14: 高炉开工率回升, 唐山开工率达到年内高点	14
图 15: 国内铁矿石港口库存总量	15
图 16: 美国钢材进口结构	16
图 17: 对美出口占比情况	16
图 18: 进口美国钢材占比	17
图 19: 对美出口利润占比的二元敏感性分析	17
图 20: 中国钢材出口基本面的情景分析	18
图 21: 钢铁行业的杜邦分析指标的历史演变	20
图 22: 钢铁行业的财务分析指标的历史演变	20
图 23: 行业需求 PMI 指数	21
图 24: 钢材库存变化情况	22
图 25: 十三五规划去产能的完成情况	23
图 26: 行业供给 PMI 指数	23
图 27: 钢铁行业市场表现	27
图 28: 钢铁行业估值及溢价分析	27
图 29: 国内外钢铁行业估值分析	28

表格目录

表 1: 7 月份大气污染防治强化管控方案	9
表 2: 7 月下旬全市大气污染防治加严管控措施的通知	9
表 3: 唐山市 2017-2018 年采暖季钢铁行业错峰生产方案	10
表 4: 股票池	29

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

华立，行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn