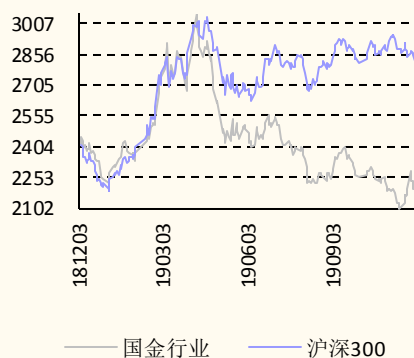


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金钢铁指数	2200
沪深300指数	3829
上证指数	2872
深证成指	9582
中小板综指	8930



相关报告

- 1.《超跌、业绩改善、高股息三逻辑催化板块弹性-钢铁行业研究周报》，2019.11.24
- 2.《板块反弹进入蓄势期-钢铁行业研究周报》，2019.11.17
- 3.《持续关注高股息与特钢-钢铁行业研究周报》，2019.11.10
- 4.《情绪悲观，观察超跌反弹持续性-钢铁行业周报》，2019.11.3

延续供给主导逻辑，把握20H1反弹

投资逻辑

- 过去几年钢铁行业的盈利回升主要贡献来自于供给端，我们认为未来一段时间，供给主导的逻辑仍将持续发挥重要影响。而与以前不同的是，供给将从减量逐步转向增加，2020年置换产能投产节奏将直接影响行业利润走势。
- 我们预计2020年钢铁行业盈利下滑25%，同比降幅显著收敛。具体来看：
 - ✓ 需求：总需求1.3%，内需1.4%；增量，地产（200万吨）、基建（500万吨）、制造业（700万吨）；
 - ✓ 供给：新增置换产能投产6000-7000万吨，集中投产在年中以后，预计实际产量增加3500万吨，对应供给增加3%左右。废钢供给增长有限+进口收紧，电炉成本居高难下，电炉产能成为决定行业供需平衡的边际产能；
 - ✓ 成本：2020年矿石供需改善，供给增加8600万吨，均价下降10美金以上至80美金；废钢价格韧性；焦炭跟随为主；
 - ✓ 预计2020年产能利用率下降1.9%至90.1%，仍维持高位。钢价、毛利继续下移，降幅收窄。钢价同比降7.5%；铁矿石、焦炭、废钢同比分别-12.5%、-5.2%、3.2%；吨钢净利133元/吨，同比降24.5%。
- 把握板块20H1反弹行情。我们认为，2019年是钢铁板块杀估值最猛烈一阶段，基于旺季、分红、业绩阶段性改善逻辑，板块在20H1有望迎来一波反弹。
 - ✓ 基本面最友好时段会在上半年，需求韧性+供给未释放+低库存，20Q1旺季值得期待；
 - ✓ 高股息板块之一，年报分红预期升温。按历史看，年报前1、2月是高股息板块或个股预期升温阶段，值得重视；
 - ✓ 钢铁股目前到未来3个季度盈利同、环比阶段性改善，有助于修复预期。

投资建议&投资标的

- 标的方面，依次高股息、低估值的华菱钢铁、三钢闽光、方大特钢、柳钢股份、新钢股份、韶钢松山等；此外，高端特钢子版块持续看好st抚钢、永兴材料等。

风险提示

- 宏观经济进一步下滑风险；钢铁置换产能释放再超预期。

内容目录

一、回顾 2019 年：钢价波动收窄、盈利回归，板块大幅跑输.....	4
二、2020 年盈利前高后低，同比降幅收敛.....	5
需求端：前高后低，基建对冲地产.....	5
供给端：置换产能年中后集中投产，电炉产能成边际影响.....	8
成本端：铁矿增产、矿价受压.....	11
年度价、利判断：钢价下跌 7.5%，盈利下滑 25%.....	13
三、把握板块 20H1 反弹行情.....	14
四、投资建议&标的.....	18
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：钢价.....	4
图表 2：吨钢毛利.....	4
图表 3：钢铁板块 ROE 统计.....	4
图表 4：钢铁板块资产负债率统计.....	4
图表 5：钢铁板块相对涨幅.....	5
图表 6：钢铁板块绝对、相对 PB.....	5
图表 7：粗钢累计产量统计.....	5
图表 8：粗钢日常产量统计（万吨）.....	5
图表 9：钢铁下游需求拆分.....	6
图表 10：房地产投资、新开工数据.....	6
图表 11：基建投资数据.....	6
图表 12：制造业部分行业产量累计同比.....	7
图表 13：焊管累计产量.....	7
图表 14：汽车产成品库存同比.....	7
图表 15：汽车经销商库存系数.....	7
图表 16：我国钢材出口统计.....	7
图表 17：国内外钢价差（元）.....	7
图表 18：钢铁需求拆分.....	8
图表 19：黑色金属冶炼业固定资产投资额累计同比增速.....	9
图表 20：2020 年新建置换产能统计.....	9
图表 21：53 家电炉厂开工统计.....	10
图表 22：废钢价格（元/吨）.....	10
图表 23：电炉成本、利润测算.....	10
图表 24：粗钢产能统计.....	11
图表 25：矿价（美金/吨）.....	11
图表 26：铁矿石发货量.....	12

图表 27: 铁矿石港口库存.....	12
图表 28: 全球铁矿石增产统计.....	12
图表 29: 焦炭库存统计 (万吨)	13
图表 30: 焦煤库存统计 (万吨)	13
图表 31: 钢铁供需平衡表.....	13
图表 32: 2020 年度钢价、盈利预测.....	14
图表 33: 钢铁板块持续下跌.....	15
图表 34: 钢铁行业吨钢利润走势.....	15
图表 35: 淡旺季强度统计测算.....	15
图表 36: 淡旺季需求强度.....	16
图表 37: 钢材总库存.....	16
图表 38: 螺纹社会库存.....	16
图表 39: 钢材社会库存.....	16
图表 40: 钢厂库存.....	16
图表 41: 2018 年板块分红统计.....	17
图表 42: 钢铁板块单季度盈利统计与测算.....	18

一、回顾 2019 年：钢价波动收窄、盈利回归，板块大幅跑输

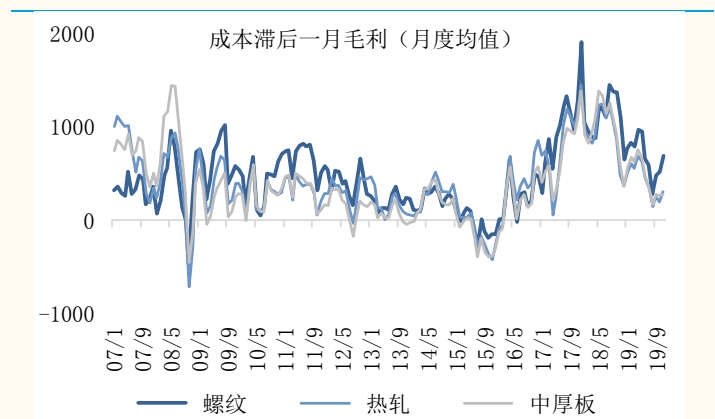
- 回顾 2019 年，钢铁行业供需端呈现两旺态势，但由于上游成本端铁矿石价格的大幅上涨，行业利润降幅加大，较我们在 19 年度策略中关于全年盈利下降 37% 的预测，降幅扩大至 48%。但在从利润绝对体量看，2019 年是过去两年行业盈利快速回升后，利润逐步回归正常化的第一年，钢价波动率也相应有所降低。
- ✓ 2019 年，五大品种均价 4020 元/吨，同比下降 8.5%，钢价运行区间稳定在 3600-4200 元/吨；五大品种平均吨毛利 550 元/吨，同比下降 48%。品种上有所分化，长材整体强于板材。相较于 18 年 1000 元/吨以上的高盈利，钢厂利润逐步回归合理，钢价波动明显收窄。
- ✓ 原料端，2019 年铁矿石价格因淡水河谷矿难影响，大幅上涨，全年均价 92 美金/吨，同比上涨 33%。此外，焦炭价格同比下降 10%，废钢价格同比上涨 9%，对盈利影响较小。

图表 1：钢价



来源：wind、国金证券研究所

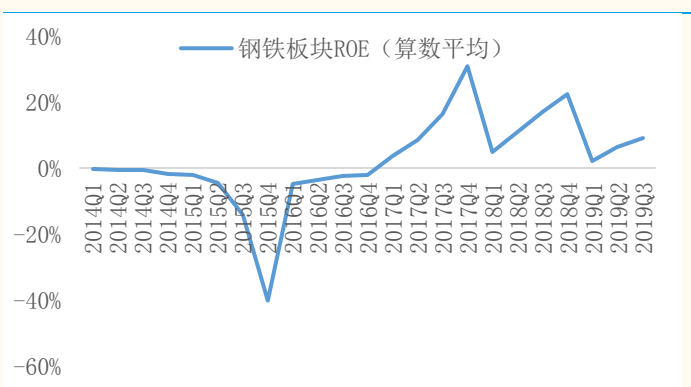
图表 2：吨钢毛利



来源：wind、国金证券研究所

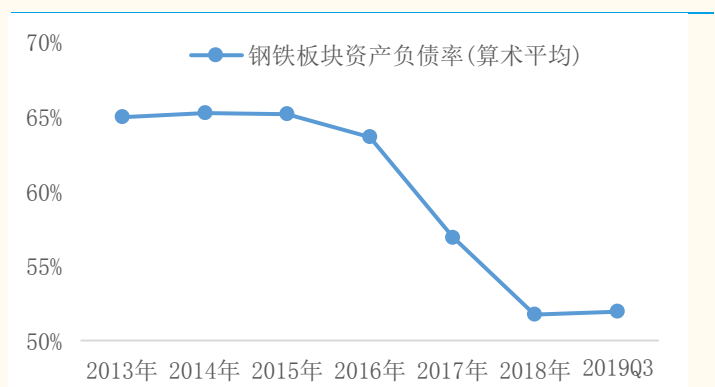
- 从钢铁板块上市公司看，盈利稳定后，各项财务指标继续改善，负债率继续下降，现金流良好。截至 2019 年前三季度，钢铁板块 ROE 维持在 9% 左右，板块总体资产负债率 52% 左右，已明显低于供给侧改革对于资产负债率降低到 60% 以下的目标。

图表 3：钢铁板块 ROE 统计



来源：wind、国金证券研究所

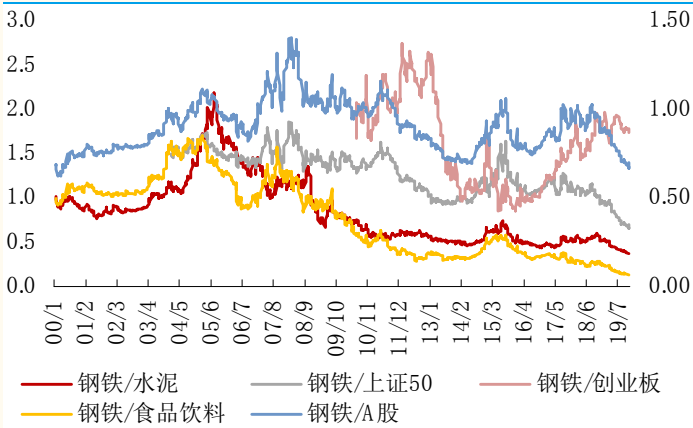
图表 4：钢铁板块资产负债率统计



来源：wind、国金证券研究所

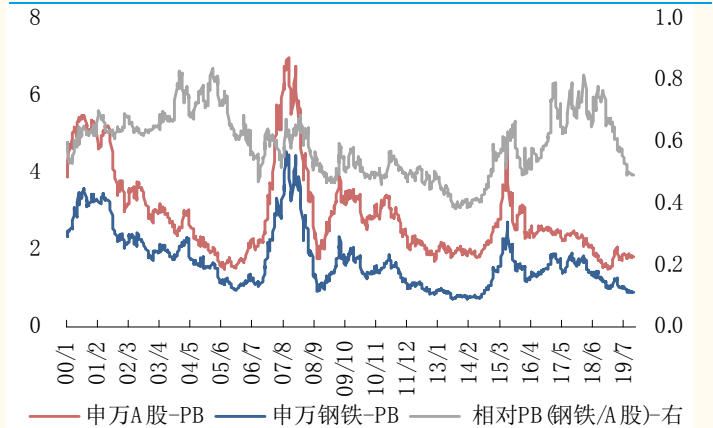
- 从钢铁板块表现看，由于 2019 年行业利润是近几年首度同比下滑且降幅略超预期，板块处于杀估值阶段，申万钢铁指数中钢铁板块年度涨幅排在所有板块倒数第二，较大幅度跑输上证指数。板块内也仅有中信特钢、久立特材、永兴材料、金岭矿业等细分行业个股跑赢指数，绝大部分普通股虽实现全年正收益，但基本跑输指数。

图表 5: 钢铁板块相对涨幅



来源: wind、国金证券研究所

图表 6: 钢铁板块绝对、相对 PB



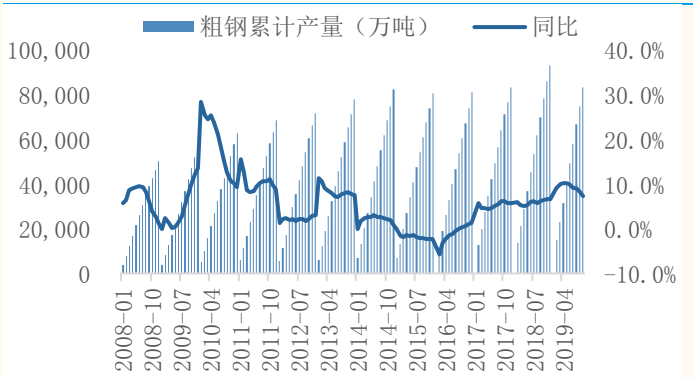
来源: wind、国金证券研究所

二、2020 年盈利前高后低，同比降幅收敛

需求端：前高后低，基建对冲地产

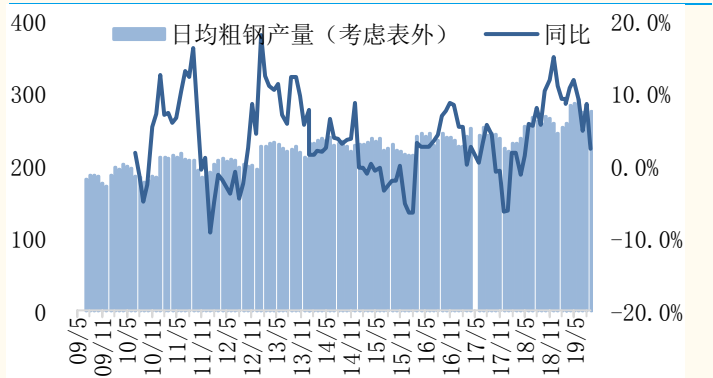
- 截至 10 月，1-10 月全国粗钢累计产量为 82921.5 万吨，同比增长 7.4%。粗钢产量持续超预期的背后，主要来自地产需求的持续超预期，以及部分制造业领域如能源管材、重卡等持续向好。

图表 7: 粗钢累计产量统计



来源: wind、国金证券研究所

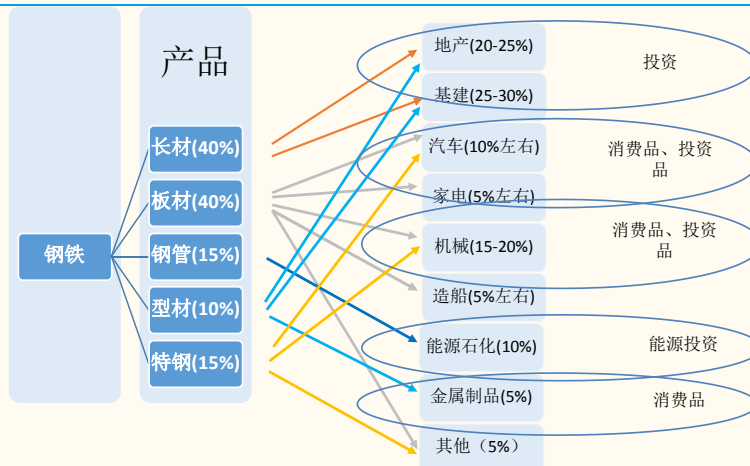
图表 8: 粗钢日常产量统计 (万吨)



来源: wind、国金证券研究所

- 从钢铁行业下游需求结构看，主要分为投资品和消费品，其主要需求驱动的下游行业包括建筑业（房地产、基建）、汽车、机械、家电、能源等领域。

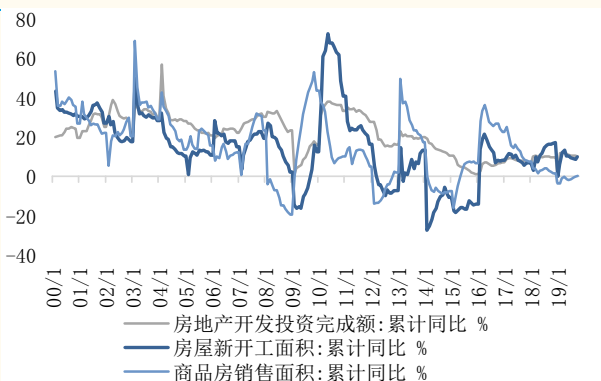
图表 9：钢铁下游需求拆分



来源：国金钢铁、国金证券研究所

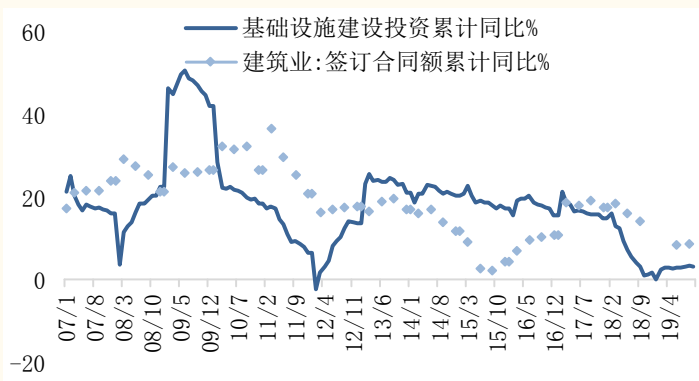
- 建筑业。过去三年来，地产新开工持续超预期，带来需求强劲支撑，预计 2020 年地产需求前高后低，稳中回落，预计新开工增速 1-2%之间，投资增速 5%左右，对应地产需求增速 1.0%；2020 年基建稳增长有望发力，预计基建增速 5%左右，对应基建需求增速 1.5%
 - ✓ 地产。2019 年 1-10 月房地产投资累计增速 10.3%，新开工累计增速 10.0%，施工面积累计增速 9.0%，竣工面积累计增速-5.5%，销售面积累计增速 0.1%。销售数据同比转正，而施工面积与新开工数据高位加速，预计 2020 年上半年地产需求有望延续 19 年底趋势，下半年略有回落，全年总体平稳。
 - ✓ 基建。2019 年内基建投资累计同比维持在 3%以上低位徘徊，考虑 2020 年专项债规模的提升和提前发行，叠加近期国务院常务会提出的降低部分基建项目资本比例，明年基建投资增速稳中有升，一定程度上对冲经济下行压力。

图表 10：房地产投资、新开工数据



来源：wind、国金证券研究所

图表 11：基建投资数据



来源：wind、国金证券研究所

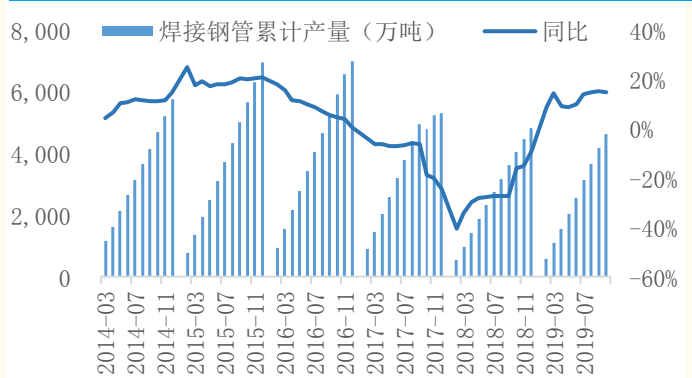
- 制造业。我们认为 2020 年制造业需求将维持一定增长。主要基于两方面，一是，按以往制造业投资品需求滞后于投资增速，而消费品滞后于投资品。随着竣工面积回升，竣工产业链后周期的部分消费品如家电等需求有望进一步回暖；二是库存周期，目前中游诸如汽车行业，2019 年需求下降较为明显，产业链库存处于底部区间，阶段性库存回补可能性较大。此外，其他如能源、机械等行业需求仍有望维持不错水平。

图表 12: 制造业部分行业产量累计同比



来源: wind、国金证券研究所

图表 13: 焊管累计产量



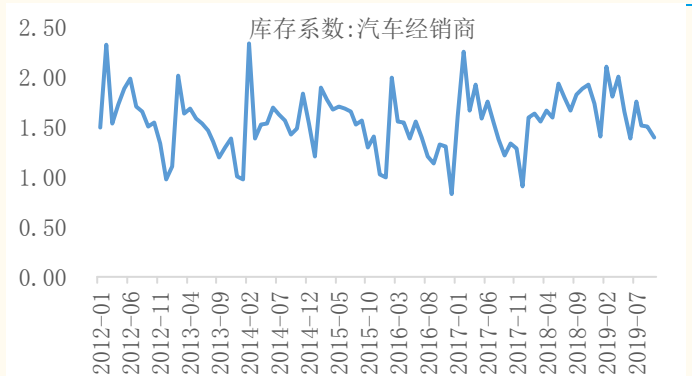
来源: wind、国金证券研究所

图表 14: 汽车产成品库存同比



来源: wind、国金证券研究所

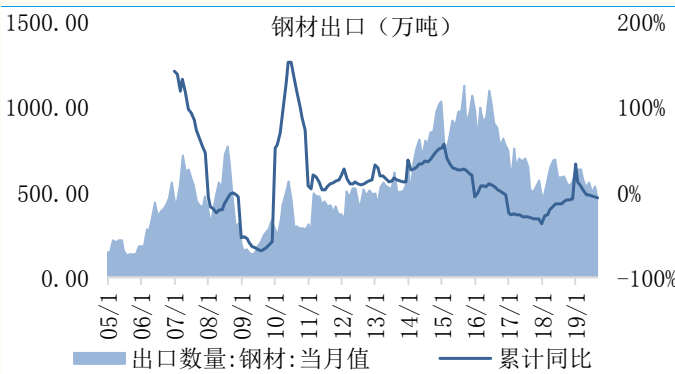
图表 15: 汽车经销商库存系数



来源: wind、国金证券研究所

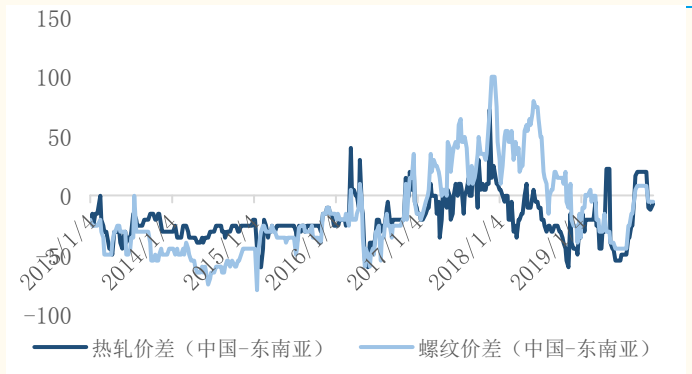
- 出口。2019 年前 10 个月我国钢材累计出口 5509 万吨，同比下降 6.1%。国内钢铁行业出口受贸易战影响较小，但由于全球经济低迷，对钢材需求进一步收窄。同时，近几年东南亚等地新建钢铁产能投产较多，其人工等优势，在国内钢价维持高位的背景下，使得出口价差有所缩小，存在与国内钢厂出口竞争的情况。总体上，我们预计 2020 年钢材出口持平上下。

图表 16: 我国钢材出口统计



来源: wind、国金证券研究所

图表 17: 国内外钢价差 (元)



来源: mysteel、国金证券研究所

- 综合以上，预计 2020 年总需求仍维持小幅增长 1.4%，其中，内需增长 1.5%，外需同比基本持平，主要增量来自基建、制造业。

图表 18：钢铁需求拆分

建筑业占比	50.1%	50.5%	49.5%	49.7%	49.3%	49.2%
地产占比	23.1%	23.3%	22.9%	23.5%	23.7%	23.6%
钢铁需求拆分						
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E
建筑业	39,057	40,088	41,198	42,671	44,017	44,571
YOY	-2.1%	2.6%	2.8%	3.6%	3.2%	1.3%
其中, 基建	21,018	21,543	22,189	22,522	22,860	23,203
YOY	1.0%	2.5%	3.0%	1.5%	1.5%	1.5%
其中, 地产	18,040	18,545	19,009	20,149	21,157	21,368
YOY	-5.5%	2.8%	2.5%	6.0%	5.0%	1.0%
制造业	38,899	39,367	41,960	43,214	45,235	45,936
YOY	-6.2%	1.2%	6.6%	3.0%	4.7%	1.6%
其中, 机械	17,732	18,086	19,352	20,030	21,632	21,957
YOY	-6.0%	2.0%	7.0%	3.5%	8.0%	1.5%
其中, 汽车	7,044	7,749	8,059	7,817	7,191	7,249
YOY	1.2%	10.0%	4.0%	-3.0%	-8.0%	0.8%
其中, 家电	1,535	1,589	1,748	1,817	1,908	2,004
YOY	-1.0%	3.5%	10.0%	4.0%	5.0%	5.0%
其中, 造船	2,556	2,326	2,674	2,541	2,668	2,684
YOY	-5.0%	-9.0%	15.0%	-5.0%	5.0%	0.6%
其中, 集装箱	1,356	1,207	1,690	1,893	1,609	1,287
YOY	-8.0%	-11.0%	40.0%	12.0%	-15.0%	-20.0%
其中, 能源化工	3,834	3,451	3,278	3,803	4,753	5,229
YOY	-18.0%	-10.0%	-5.0%	16.0%	25.0%	10.0%
其他	4,842	4,960	5,159	5,313	5,473	5,527
YOY	-8.0%	2.4%	4.0%	3.0%	3.0%	1.0%
终端需求	77,957	79,455	83,158	85,885	89,251	90,507
YOY	-4.2%	1.9%	4.7%	3.3%	3.9%	1.4%
外部需求	9,559	9,416	6,779	6,955	6,538	6,538
YOY	21.1%	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	0.0%
总需求	87,516	88,871	89,937	92,840	95,789	97,045
YOY	-2.0%	1.5%	1.2%	3.2%	3.2%	1.3%

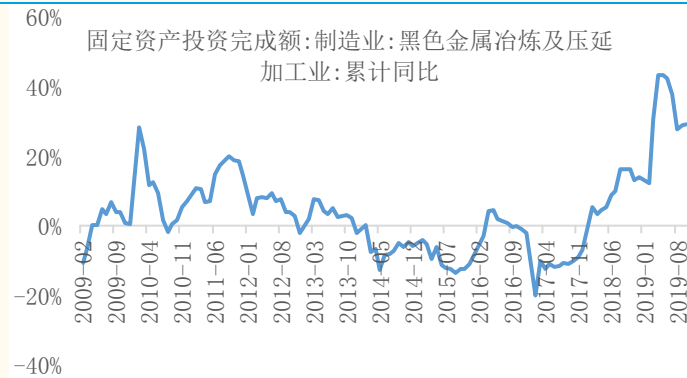
来源：国金钢铁、国金证券研究所

供给端：置换产能年中后集中投产，电炉产能成边际影响

- 今年以来，粗钢产量同比大幅增长，迭创历史新高。这其中除高盈利驱动因素外，也包括了环保限产放松、新增电炉投产与复产以及产能置换项目投产。
 - ✓ 根据跟踪与测算，环保放松对应释放产量 1000 万吨；合规电炉投产预计 700 万吨；置换产能中，包括新增高炉产能 900 万吨，以及置换 1800 万吨。此外，也有通过扩大高炉库容等其他技术手段的各种增产方式，预计上述合计对应 2019 年新增产能 5000 万吨左右，对应 5% 左右。
- 过去几年钢铁行业的供给端一直是核心影响因素，我们认为未来一段时间，供给端仍然将发挥重要影响，供给侧改革至 2018 年供给以减量为主，2019 年起产能端的增加将是主旋律。对于 2020 年，我们认为供给端需要关注两方面，一是新增置换产能投产的影响，二是电炉产能对行业供需的边际影响。

- 2020 年新增置换产能投产 6000-7000 万吨，预计对产量影响在 3500 万吨左右。
- ✓ 从黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额同比增速看，2018 年开始出现显著回升，考虑钢铁产能 2-3 年的建设周期，明、后年将是钢铁置换产能的集中释放期。

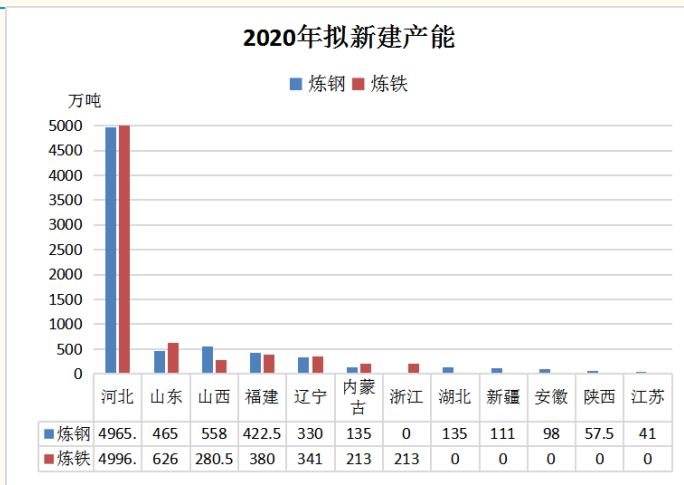
图表 19：黑色金属冶炼业固定资产投资额累计同比增速



来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 根据 mysteel 的统计，自 2018 年以来，全国共发布 96 项产能置换方案，其中 46 项将于 2020 年底前投产，涉及 12 省(市区)，45 家钢企。拟新建炼钢产能 7318.8 万吨、炼铁产能 6837.05 万吨；退出炼钢产能 8648.28 万吨、炼铁产能 8361.23 万吨。拟新建高炉 48 座、转炉 45 座、电炉 16 座。初步计算，其中 76% 的炼钢产能和 42% 的炼铁产能将在 2020 年下半年投产。上述产能集中在华东、华北地区。其中，钢铁大省河北 2020 年将投产近亿吨产能，涉及炼钢 4965.8 万吨、炼铁产能 4996.5 万吨。

图表 20：2020 年新建置换产能统计

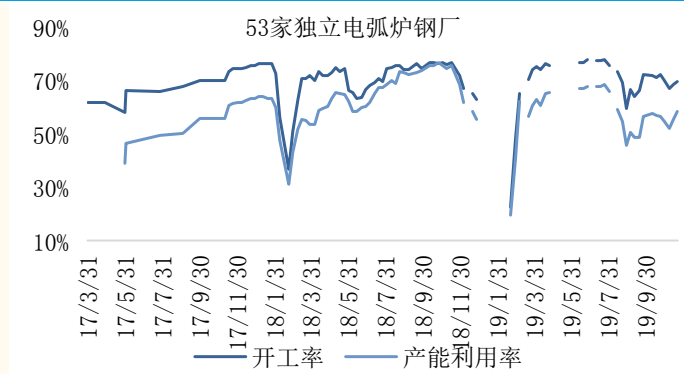


来源：mysteel、国金证券研究所

- ✓ 考虑到产能爬坡因素，预计 2020 年新增的这产能，其实际产量释放将在年中以后，实际对产量的影响在 3000-3500 万吨左右。若期间出现行业利润下滑，不排除在建项目投产延迟的可能性。
- ✓ 此外，随着近两年钢铁行业技改和设备能力的提升，置换产能的实际生产能力或大大提升。
- 电炉产能成为决定行业供需平衡的边际产能。由于废钢价格居高不下，电炉成本普遍高于高炉，这也使得电炉的成本线成为未来行业利润的重要支撑。通过电炉供给的调整完成行业供需平衡，具体演绎路径：新增高炉产

能投产——供给增大——行业利润下降——高成本电炉阶段性关停——供给减小——行业供需重新回到平衡，利润回升。

图表 21: 53 家电炉厂开工统计



来源: mysteel、国金证券研究所

- ✓ 根据 Mysteel 调研统计，截至年中左右，全国共计 275 座电弧炉，产能为 1.65 亿吨。其中，华东、华南、华中地区是目前电弧炉较为集中的区域，产能占比合计 73%。因此，整体电炉产能占总产能近 10%，其亏损减产对调节行业供需起到较大作用。
- ✓ 电炉成本相较于高炉成本平均高 300 元/吨，考虑国内废钢供给增长有限，加之 2019 年 7 月 1 日国内执行限制进口废钢铁等 8 种洋垃圾，废钢进口再次收紧，废钢价格居高难下，价格韧性较强。因此，电炉成本较难下行，其与高炉成本差距将在未来一段时间内长期存在。

图表 22: 废钢价格 (元/吨)



来源: wind、国金证券研究所

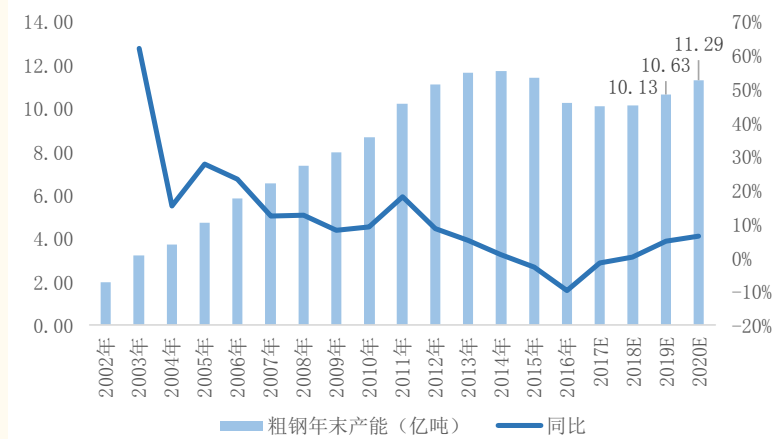
图表 23: 电炉成本、利润测算



来源: 国金钢铁、国金证券研究所

- 基于以上，预计 2020 年供给端新增产能 7000 万吨，实际产量释放预计 3500 万吨，对应供给增长 3%。

图表 24：粗钢产能统计

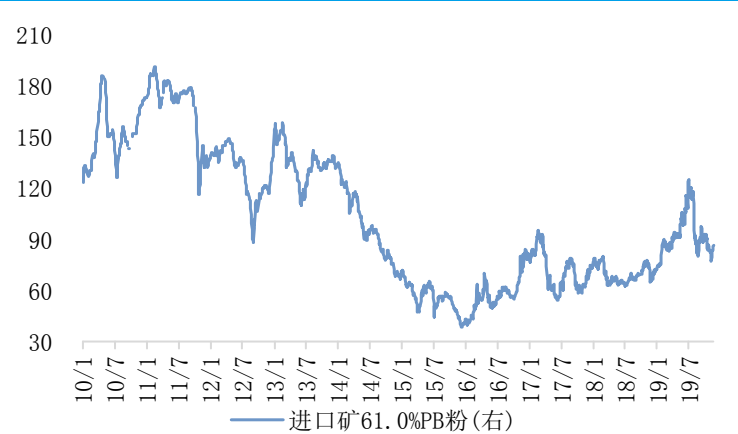


来源：国金钢铁、国金证券研究所

成本端：铁矿增产、矿价受压

- 2019 年铁矿石价格主要受巴西淡水河谷尾矿库溃坝事故、澳洲飓风等因素影响，价格大幅上涨。全年矿石均价约 92 美金/吨左右，同比上涨 33%。铁矿石价格的大幅上涨，也使得今年钢铁利润超预期下行。

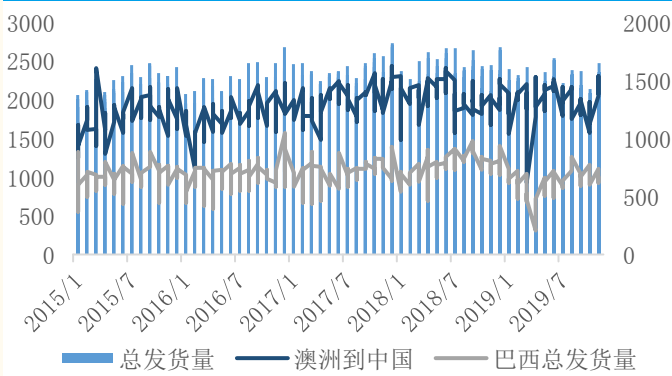
图表 25：矿价 (美金/吨)



来源：mysteel、国金证券研究所

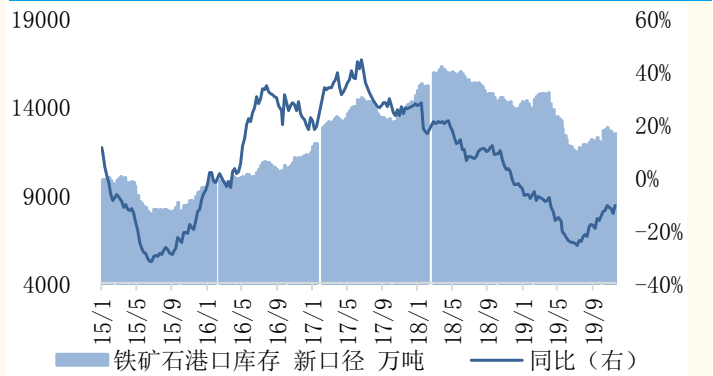
- 随着事故矿区的复产，加之澳大利亚三大矿山与罗伊山的增量，三、四季度矿石发货量已逐步恢复到正常水平。同时，再考虑非主流矿山增产影响，预计 2019 年全球铁矿石供应量最后减少 2500 万吨左右。

图表 26: 铁矿石发货量



来源: mysteel、国金证券研究所

图表 27: 铁矿石港口库存

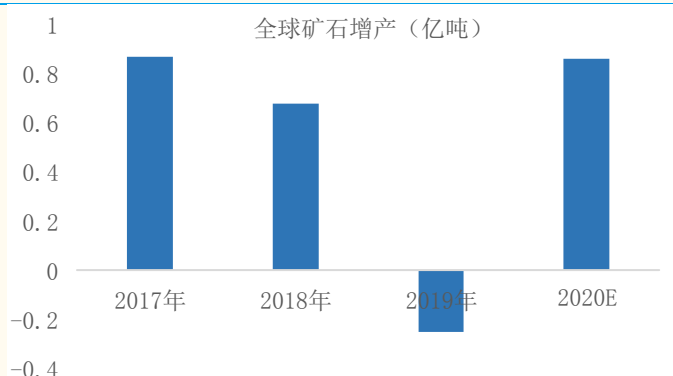


来源: mysteel、国金证券研究所

■ 预计 2020 年新增矿石供给 8600 万吨以上。

- ✓ 淡水河谷增量 4300 万吨。溃坝事故合计影响 9000 万吨产能，其中 3000 万吨已复产，另外 3000 万吨中的 1200 万吨正在达产，预计年内复产 4200 万吨。根据其财报披露，考虑剩余部分产能采用湿法选矿技术，复产需要更多时间，计划全部复产将于 2021 年完成，其中 2020 年产能 2300 万吨，2021 年恢复产能 2500 万吨。同时，S11D 项目已经达产，供暖公司预计 2019 年产量预计将达到 7000-8000 万吨，2020 年达到设计产能 9000 万吨，也意味着 S11D 明年增量 2000 万吨。
- ✓ 必和必拓预计增产 1000 万吨。根据必和必拓公布财务报告铁矿石产量预计将从 2019 财年的 2.38 亿吨增至 2.42 亿吨-2.53 亿吨，预计增产 1000 万吨左右。
- ✓ 力拓预计增产 2000 万吨。2019 年力拓铁矿石目标销量 3.2-3.3 亿吨，2020 年其预计销售同比增长最高可达 5%。
- ✓ FMG 预计增产 800 万吨。公司 2019 年出货量为 1.677 亿吨，公司预计 2020 财年的出货量为 1.7 亿吨-1.75 亿吨。
- ✓ 罗伊山预计增产 500 万吨左右。罗伊山 2019 财年出口量预计为 5300 万吨，目前公司年产能 5500 万吨，且已获准年产能增加至 6000 万吨，如进展顺利，预计 2020 年投产。考虑达产时间，预计 2020 年新增产量 500 万吨左右。
- ✓ 此外，考虑价格因素，预计 2020 年非主流矿增产有限。

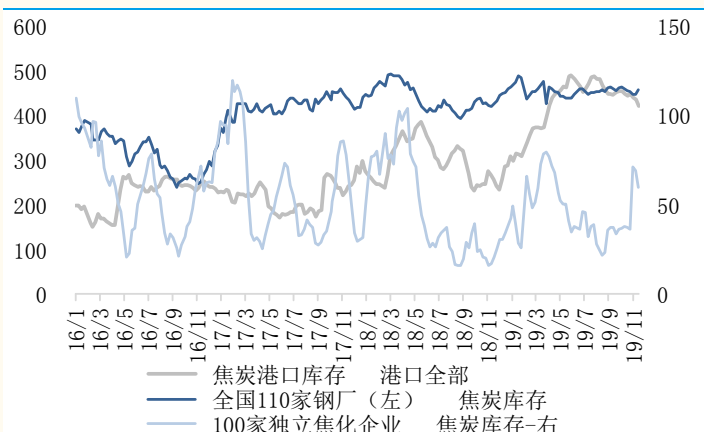
图表 28: 全球铁矿石增产统计



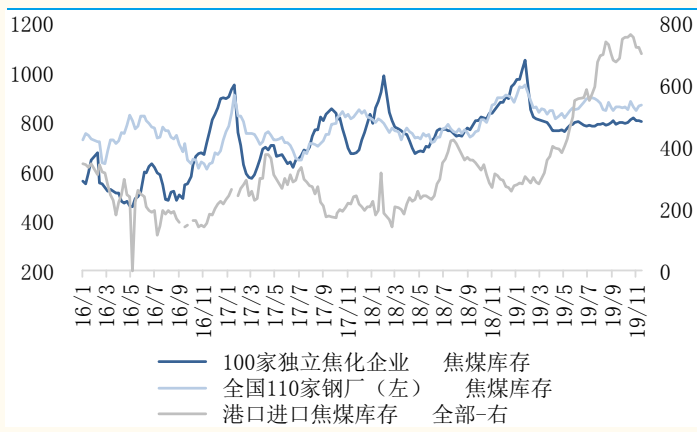
来源: 国金钢铁、国金证券研究所

- 根据世界钢铁协会预测，2020 年全球钢铁需求将继续增长 1.7%，其中全球生铁产量将保持小幅增长 2%左右，预计增加生铁产量 2500 万吨，对应增加铁矿石需要 4000 万吨。这也意味着 2020 年矿石供需总体宽松，矿价将整体有所回落，预计 2020 年全年均价下降 10 美金/吨左右，均价 80 美金/吨。
- 其他原料中，废钢价格维持韧性，焦炭则仍难有大机会。1) 废钢价格如前述，有望维持坚挺；2) 从焦炭的供需来看，焦炭全国共有 5.4 亿吨产能，不允许新增。其中民企占比 59%，国企占比 37%，民企占比高，竞争局势高度分散，规模以上焦化企业 602 家，CR10 低于 25%。焦炭厂产能利用率约 74%，需求端来看，焦炭需求跟随钢铁产业链，供给格局决定利润分配。从焦炭的环保限产以及去产能情况来看，预计力度不及预期为大概率。因此，判断焦炭价格仍跟随钢价为主，难有大机会。

图表 29：焦炭库存统计 (万吨)



图表 30：焦煤库存统计 (万吨)



来源: mysteel、国金证券研究所

来源: mysteel、国金证券研究所

年度价、利判断：钢价下跌 7.5%，盈利下滑 25%

- 基于上述供需调整，得到以下供需平衡表：预计 2020 年供需继续双增，需求增长 1.3%，供给增长 3.2%（产能增长 6.5%，实际产量增长 3.3%），对应产能利用率下降 1.9 个百分点至 90.1%，产能利用率仍旧维持高位。

图表 31：钢铁供需平衡表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018	2019	2020E
国内需求	77,957	79,455	83,158	85,885	89,251	90,507
YOY	-4.2%	1.9%	4.7%	3.3%	3.9%	1.4%
外部需求	9,559	9,416	6,779	6,955	6,538	6,538
YOY	21.1%	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	0.0%
总需求	87,516	88,871	89,937	92,840	95,789	97,045
YOY	-2.0%	1.5%	1.2%	3.2%	3.2%	1.3%
库存变化	-1,816	-79	-515	-340	100	100
YOY	-686.9%	-95.6%	548.7%	-34.1%	129.4%	0.0%
粗钢总产量 (考虑表外)	85,700	88,791	89,421	92,500	95,689	96,945
YOY	-4.3%	3.6%	0.7%	3.4%	3.4%	1.3%
粗钢有效产能 (考虑表外, 年内均值)	11.57	10.83	10.04	9.94	10.41	10.76
产能利用率 (考虑表外)	74.1%	82.0%	89.1%	93.1%	91.9%	90.1%

来源: 国金钢铁、国金证券研究所

- 基于上述供需分析，我们预测 2020 年钢铁行业钢价、成本整体小幅下滑，对应利润下滑但仍处于历史平均水平以上。具体来看：

- ✓ 预计 2020 年五大品种钢价均值为 3717 元/吨，同比下降 7.5%；2020 年铁矿石、焦炭、废钢同比分别-12.5%、-5.2%、3.2%，对应钢坯完全成本下降 5.9%。
- ✓ 预计 2020 年五大品种吨钢毛利润为 417 元/吨，同比下降 23.3%，对应吨钢净利润 133 元/吨，同比下降 24.5%左右。

图表 32：2020 年度钢价、盈利预测

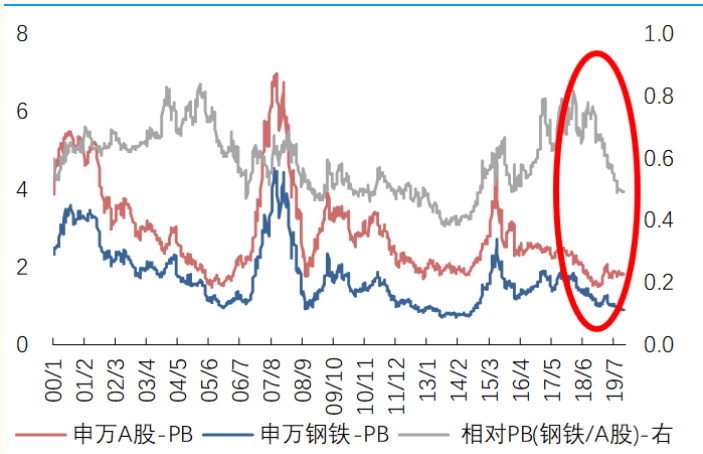
全年均值	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
钢价，五大品种均值	4919	4180	3847	3399	2404	2790	3978	4373	4017	3717
年度变化	344	-739	-333	-448	-994	386	1188	394	-356	-300
增幅	7.5%	-15.0%	-8.0%	-11.6%	-29.3%	16.1%	42.6%	9.9%	-8.1%	-7.5%
其中，螺纹	4898	4070	3621	3114	2211	2488	3868	4190	3926	
其中，线材	4779	3971	3618	3182	2319	2620	4012	4444	4156	
其中，热轧	4730	4101	3752	3330	2294	2780	3828	4211	3834	
其中，冷轧	5433	4778	4567	4076	2943	3413	4425	4719	4282	
其中，中厚板	4754	3979	3675	3291	2254	2652	3759	4299	3887	
钢坯成本	3732	3172	3042	2506	1970	2133	2571	2670	2929	2756
年度变化	273	-560	-130	-535	-536	163	438	99	259	-173
增幅	7.9%	-15.0%	-4.1%	-17.6%	-21.4%	8.3%	20.5%	3.8%	9.7%	-5.9%
铁矿石-进口矿	1210	927	951	671	428	463	561	520	718	628
年度变化	22	-283	24	-279	-243	35	98	-41	198	-90
增幅	1.9%	-23.4%	2.5%	-29.4%	-36.2%	8.1%	21.2%	-7.4%	38.1%	-12.5%
焦炭-二级冶金焦	1970	1710	1442	1118	863	1191	1873	2129	1939	1839
年度变化	130	-260	-268	-324	-255	328	682	256	-190	-100
增幅	7.1%	-13.2%	-15.7%	-22.5%	-22.8%	38.0%	57.3%	13.6%	-8.9%	-5.2%
废钢	3242	2661	2353	1981	1292	1316	1676	2314	2507	2587
年度变化	491	-582	-308	-371	-690	24	361	637	193	80
增幅	17.8%	-17.9%	-11.6%	-15.8%	-34.8%	1.8%	27.4%	38.0%	8.3%	3.2%
吨钢毛利，测算	452	299	200	291	-85	335	907	1113	544	417
年度变化	18	-153	-99	91	-376	420	572	205	-569	-127
增幅	4.1%	-33.9%	-33.3%	45.7%	-129.3%	-492.6%	170.9%	22.6%	-51.1%	-23.3%
其中，螺纹	658	415	200	232	-52	258	1024	1163	683	
其中，线材	508	286	168	270	26	361	1138	1386	879	
其中，热轧	330	286	170	288	-130	390	822	1023	426	
其中，冷轧	432	364	387	434	-82	423	819	931	273	
其中，中厚板	333	144	74	229	-189	242	734	1092	459	
吨钢三费(上市公司)	290	294	266	290	309	294	271	302	249	194
年度变化	33	4	-28	24	19	-15	-23	31	-53	-55
增幅	13.0%	1.4%	-9.6%	9.0%	6.4%	-5.0%	-7.7%	11.3%	-17.5%	-22.1%
吨钢净利，理论测算	108	-6	-56	-8	-293	21	450	525	180	136
年度变化	-12	-113	-50	48	-285	314	429	75	-344	-44
增幅	-10.2%	-105.1%	908.8%	-85.3%	3452.0%	-107.2%	2046.3%	16.6%	-65.6%	-24.5%
吨钢净利(上市公司实际)	44	-57	28	26	-209	57	288	333	140	105
年度变化	-66	-101	85	-2	-234	266	230	45	-193	-35
增幅	-60.0%	-228.4%	-148.7%	-7.4%	-913.5%	-127.4%	403.6%	15.8%	-58.0%	-25.0%

来源：国金钢铁、国金证券研究所

三、把握板块 20H1 反弹行情

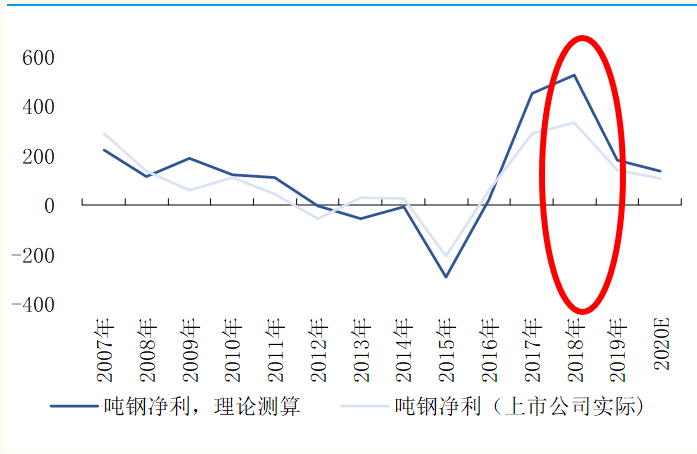
- 2019 年是钢铁行业近几年来利润的首次同比下滑，与此同时，由于原料端价格的超预期大幅上涨，盈利同比降幅远超预期。也正是如此，钢铁板块自 19Q2 开始持续下跌，2019 年也是钢铁板块杀估值最猛烈一阶段。我们认为，业绩好、低估值标的不排除在 20H1 有修复机会，主要基于旺季、分红、业绩阶段性改善逻辑。

图表 33：钢铁板块持续下跌



来源：wind、国金证券研究所

图表 34：钢铁行业吨钢利润走势



来源：国金钢铁、国金证券研究所

- 基本面最友好阶段在 20H1，旺季可期。

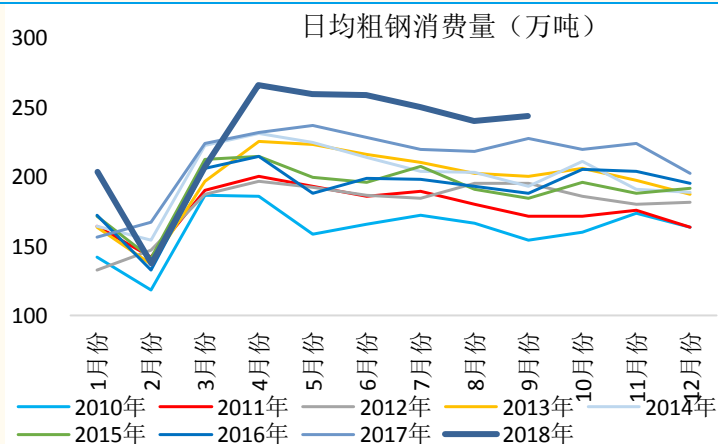
- ✓ 如前一篇章所述，2020 年全年同比降幅大幅收窄，呈现盈利前高后低态势，上半年或是盈利最好阶段。一方面，地产韧性犹在，基建需求逐步释放，需求有望维持较好水平；另一方面，新增置换产能主要集中在年中以后释放，供给冲击压力相对较小。供需面总体健康。
- ✓ 上半年旺季需求强度确定性强。正常钢铁旺季在 3 月份启动，按历史规律看，上半年 3、4 月旺季需求强度高于全年 9%左右。上半年淡季旺季切换，需求环比 1-2 月淡季提升超过 50%，而与前一年旺季需求相比也提升 12%。

图表 35：淡旺季强度统计测算

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	平均
1月份	142	164	133	164	165	172	173	156	203	164
2月份	118	142	147	137	154	141	133	167	138	142
3月份	187	190	188	196	223	213	206	224	208	204
4月份	186	200	197	225	232	215	215	232	266	219
5月份	158	193	192	223	225	200	188	237	260	208
6月份	166	186	187	216	214	196	199	229	259	206
7月份	172	189	184	210	204	208	198	220	250	204
8月份	166	180	196	202	203	191	193	218	241	199
9月份	155	172	195	200	194	185	188	228	244	195
10月份	160	171	186	206	211	196	206	220		
11月份	174	176	181	198	191	188	204	224		
12月份	164	164	182	188	189	191	195	202		
上半年旺季切换（3-5月最高值）	58%	41%	48%	64%	50%	52%	61%	51%	94%	53%
下半年旺季切换（9-11月份最低）	12.4%	2.4%	5.8%	2.9%	9.2%	6.1%	9.1%	4.2%	1.3%	6%
下半年淡季切换（11-2月份最低）	-18%	-24%	-30%	-25%	-33%	-32%	-24%	-40%	-28%	-28%
下半年淡季切换（11-2月份均值）	-1.0%	-12.6%	-15.8%	-16.1%	-17.2%	-12.8%	-11.3%	-17.0%	-14%	-14%
旺季比全年（最高峰/全年均值）	9%	10%	6%	9%	13%	9%	6%	8%		9%
上半年旺季/上一年下半年旺季	7.5%	15.2%	11.7%	21.0%	12.5%	1.6%	9.7%	15.2%		11%
上半年旺季/上一年下半年旺季（均值）	19%	11%	15%	12%	5%	7%	16%			12%
1月份比上年旺季降幅		-5.5%	-24.4%	-16.0%	-20.0%	-18.8%	-11.8%	-23.9%		-16%
10月份比9月份	4%	0%	-5%	3%	9%	6%	9%	-4%		4%

来源：国金钢铁、国金证券研究所

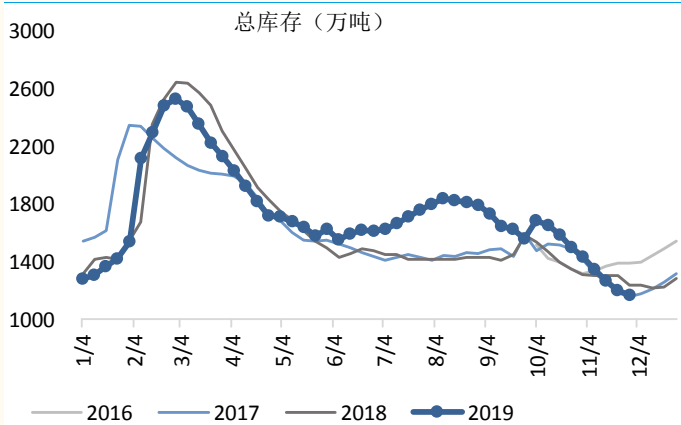
图表 36：淡旺季需求强度



来源：wind、国金证券研究所

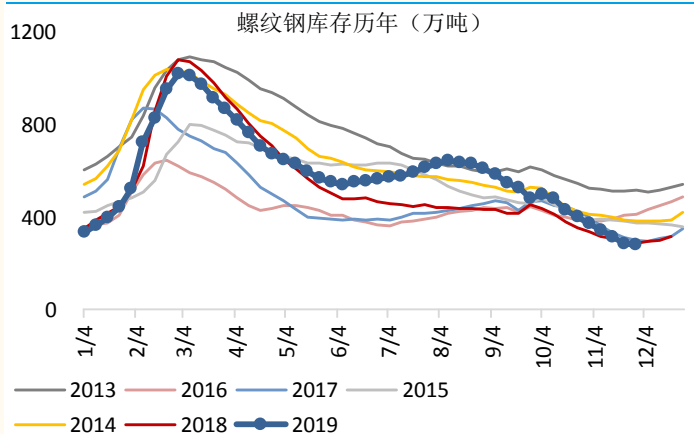
- 当前低库存状态或持续至旺季开启前。截至 11 月底，社会库存 760 万吨规模是过去 6 年来新低，也低于 18 年同期 800 万吨以下水平；钢厂库存是有统计以来的第二低。总库存接近历史最低的 2017 年，按目前趋势，继续创新低为大概率。考虑 2020 年过年较早因素，此轮冬季垒库或远低于去年同期水平，我们判断低库存状态或持续至旺季开启前。

图表 37：钢材总库存



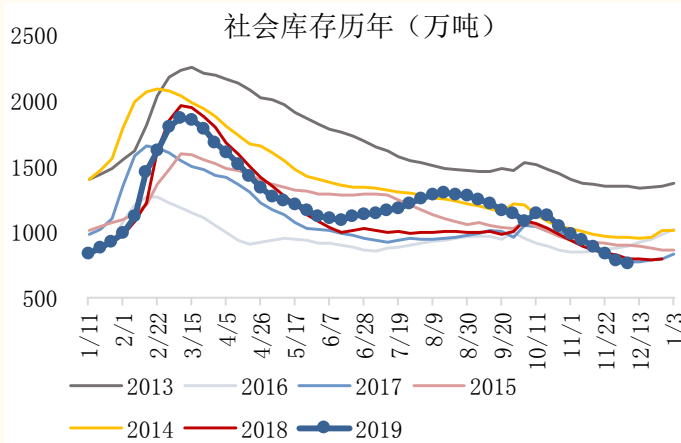
来源：mysteel、国金证券研究所

图表 38：螺纹社会库存



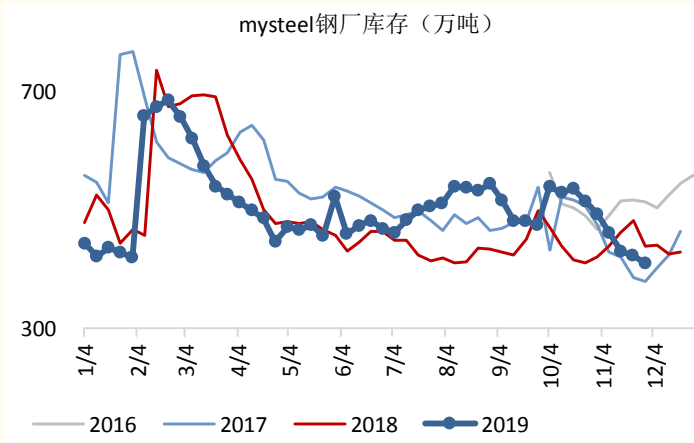
来源：mysteel、国金证券研究所

图表 39：钢材社会库存



敬请参阅最后一页特别声明

图表 40：钢厂库存



来源: mysteel、国金证券研究所

来源: mysteel、国金证券研究所

- ✓ 总体而言, 3、4 月旺季是全年需求强度最高时期, 叠加供给尚未释放以及持续低库存状态, 我们认为, 2020 年基本面最友好时期将在上半年出现, 春节后旺季行情值得期待。
- **高股息板块之一, 年报分红预期升温。**随着钢铁行业过去两年的盈利改善, 钢铁上市公司普遍具备了现金分红能力。从过去两年分红情况看, 板块平均股息率超过 4%, 其中三钢闽光、方大特钢、柳钢股份等公司股息率超过 8%以上。按历史看, 年报前 1、2 月是高股息板块或个股预期升温阶段, 值得重点关注。

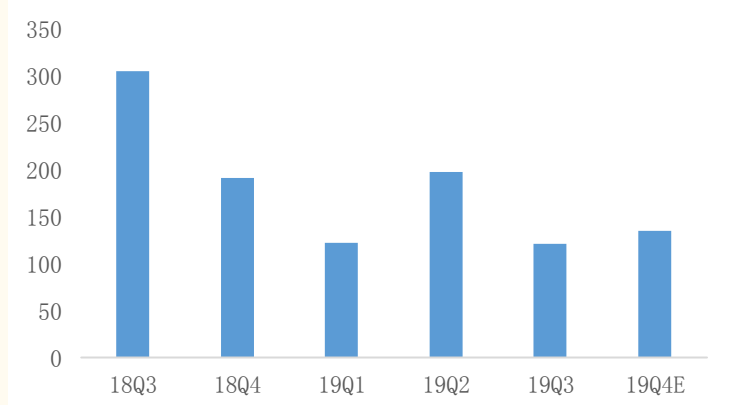
图表 41: 2018 年板块分红统计

公司代码	证券简称	18年归母净利润 (亿元)	18年分红总额 (亿元)	18年分红比例	18年股息率 (按预案公告日股价)	预案公告日	股权登记日
000708.SZ	中信特钢	5	4	70%	7.4%	2019/2/27	2019/5/21
000709.SZ	河钢股份	36	11	29%	3.1%	2019/4/26	2019/7/5
000717.SZ	韶钢松山	33				2019/3/29	
000761.SZ	本钢板材	10	2	19%	1.2%	2019/4/19	2019/7/9
000778.SZ	新兴铸管	21	8	38%	3.9%	2019/4/2	2019/7/26
000825.SZ	太钢不锈	50	6	11%	2.2%	2019/4/26	2019/5/31
000898.SZ	鞍钢股份	80	16	20%	5.0%	2019/3/19	2019/6/27
000932.SZ	华菱钢铁	68				2019/3/28	2019/6/12
000959.SZ	首钢股份	24				2019/4/26	
002075.SZ	沙钢股份	12	1	11%	0.6%	2019/3/5	2019/4/24
002110.SZ	三钢闽光	65	33	50%	13.7%	2019/3/30	2019/5/21
002318.SZ	久立特材	3	3	83%	3.6%	2019/3/19	2019/4/17
002756.SZ	永兴特钢	4	4	93%	6.4%	2019/4/16	2019/5/22
600010.SH	宝钢股份	33	3	10%	0.4%	2019/4/19	2019/7/11
600019.SH	宝钢股份	216	111	52%	7.5%	2019/4/25	2019/5/30
600022.SH	山东钢铁	21				2019/3/29	
600117.SH	西宁特钢	-20				2019/4/29	
600126.SH	杭钢股份	19				2019/4/12	
600231.SH	凌钢股份	12	1	10%	1.3%	2019/3/2	2019/5/20
600282.SH	南钢股份	40	13	33%	7.4%	2019/3/23	2019/4/25
600307.SH	酒钢宏兴	11				2019/4/26	
600507.SH	方大特钢	29	25	84%	14.6%	2019/2/22	2019/5/7
600569.SH	安阳钢铁	19	2	13%	2.7%	2019/3/21	2019/5/9
600581.SH	八一钢铁	7				2019/3/26	
600782.SH	新钢股份	59	6	11%	3.2%	2019/4/23	2019/6/27
600808.SH	马钢股份	59	28	47%	9.7%	2019/3/22	2019/7/11
601003.SH	柳钢股份	46	15	33%	8.4%	2019/3/29	2019/5/29
601005.SH	重庆钢铁	18				2019/3/29	

来源: wind、国金证券研究所

- 盈利同、环比阶段性改善, 有助于修复预期。19Q3 受原料上涨滞后影响, 业绩同、环比下滑幅度较大, 近期钢价修复性上涨后, 预计 19Q4 利润环比改善, 同比降幅大幅收敛。同时, 预计 20 年 1 月、2 月利润与 19 年 12 月基本持平, 而 3、4 月利润环比有望抬升。因此, 钢铁股目前到未来 3 个季度盈利同、环比均有望阶段性改善, 有助于对预期修复。

图表 42：钢铁板块单季度盈利统计与测算



来源：wind、国金证券研究所

四、投资建议&标的

- 预计 2020 年钢铁行业盈利仍有下降，但同比降幅将显著收敛，判断为前高后低走势。基于旺季、分红、业绩、估值等维度，看好板块上半年反弹机会，春节前后是较好的布局时点。
- 标的方面，依次高股息、低估值的华菱钢铁、三钢闽光、方大特钢、柳钢股份、新钢股份、韶钢松山。

五、风险提示

- 宏观经济进一步下滑风险。目前地产投资与新开工处于高位，不排除下半年快速下滑风险。叠加内外部环境变化，需求大幅波动对钢铁盈利将产生较大影响
- 钢铁置换产能释放再超预期。19 年供给端主要超预期因素在于置换产能的投产，目前行业盈利尚可，在建的置换产能加速投放将加大后续供给压力。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH