

钢铁 II

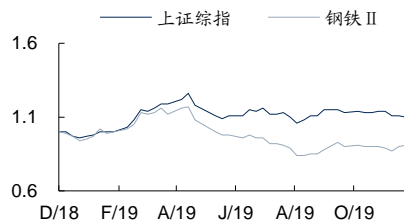
钢铁行业 2020 年投资策略

中性

(维持评级)

2019 年 12 月 05 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《钢铁行业周报 (11 月 25 日-12 月 01 日): 库存降速趋缓, 钢价高位回调》——2019-12-02
- 《钢铁行业周报 (11 月 18 日-11 月 24 日): 钢价持续上涨, 盈利回归高位》——2019-11-25
- 《钢铁行业周报 (11 月 11 日-11 月 17 日): 淡季不淡, 钢价上涨》——2019-11-18
- 《钢铁行业 2019 年 11 月投资策略暨 3 季报业绩总结: 短期需求仍具韧性》——2019-11-11
- 《钢铁行业周报 (11 月 4 日-11 月 10 日): 库存加速去化, 钢材价格上涨》——2019-11-11

证券分析师: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

行业投资策略

需求主导, 攻守兼备

● 需求的韧性

2020 年, 我们对钢材需求并不悲观。地产行业有望继续展现出较高的韧性, 随着开工端走弱, 竣工端走强, 地产端消费或将温和回落。而随着各项促基建政策的落地, 我国基建投资增速有望平稳上升, 弥补地产需求回落影响的钢材消费。

● 产能的抑制与产量的释放

2020 年, 我国产能减量置换项目将集中投产, 在政策坚持巩固化解钢铁过剩产能成果的背景下, 行业合规产能有望继续下降。对于产量而言, 随着超低排放改造工作的推进, 环保限产的力度或不断减弱; 而电炉开关灵活, 且我国废钢供应量在不断提升, 因此电炉对于产量调节的作用有望逐步增强。综合行业面临的产能的抑制与产量的释放, 我们预计 2020 年全国粗钢产量将增加 2000 万吨左右。

● 钢材出口调节国内产销缺口

我国钢铁行业具有较强的国际竞争力, 钢材出口量大, 是调节国内产销缺口的重要工具。新兴市场和发展经济体是我国钢材出口重点地区, 其需求的快速增长将为我国钢材出口带来机会。

● 产业链盈利的再分配

2019 年, 四大矿山发货量大幅下降, 叠加旺盛的需求市场, 铁矿石供需紧张。随着铁矿石供应的平稳抬升, 以及焦化去产能的推行, 各类黑色产品供需关系变化, 产业链利润分配或再度发生变化, 重回钢材强于铁矿, 焦化最弱的格局。

● 钢材价格与钢厂利润的平稳回归

周期恒动, 随着需求增速的回落, 钢价以及行业盈利向常态的回归是趋势所在。但钢价在供需错配的过程中仍存在阶段性上涨机会, 行业盈利在产业链利润分配的变化以及钢厂效率的提升中也并不悲观。

● 投资主线—攻守兼备

板块投资可关注两条主线, 一是估值修复, 随着盈利稳定性得到验证, 建议关注盈利能力强而估值低的三钢闽光、华菱钢铁; 二是优质龙头, 盈利稳健的龙头企业具备穿越周期的能力, 建议关注中信特钢、宝钢股份。此外, 在需求旺季, 钢价波动中高弹性长材企业存在投资机会; 年报季, 部分钢铁企业存在高分红预期, 建议关注三钢闽光、方大特钢。

● 风险提示

政策执行力度变化风险。钢材需求大幅下滑风险。原料价格波动风险。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
000708	中信特钢	买入	23.72	70,422	1.63	1.69	14.6	14.0
002110	三钢闽光	增持	8.43	20,667	1.59	1.81	5.3	4.7
600507	方大特钢	增持	9.00	13,030	1.30	1.60	6.9	5.6
000932	华菱钢铁	增持	4.46	18,830	1.09	1.38	4.1	3.2
600019	宝钢股份	增持	5.43	120,950	0.54	0.61	10.1	8.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

随着供给侧结构性改革以及环保限产带来的政策性红利弱化，钢价重回需求主导逻辑。周期恒动，地产对钢材消费的拉动或温和回落。需求增速下降背景下，钢价以及行业盈利向常态的回归是趋势所在。但钢价在“金三银四”以及“金九银十”供需错配的过程中存在阶段性上涨机会。同时，行业盈利因为产业链利润分配的变化以及钢厂效率的提升也并不悲观。

钢铁板块估值低，存在估值修复机会；盈利稳健的龙头企业具备穿越周期的能力。此外，在需求旺季，钢价波动中高弹性长材企业存在投资机会；年报季，高分红预期个股值得关注。

核心假设或逻辑

第一，我们认为钢铁行业需求短期内不会出现大幅下滑，但周期波动下，需求增速会有所回落。

第二，行业减量置换产能将集中投产，在政策坚持巩固化解钢铁过剩产能成果的背景下，合规产能仍将进一步缩减。

第三，继环保限产政策后，电炉对于产量的市场化调节作用将逐步凸显。

第四，随着铁矿石供应的平稳抬升，供需关系改善，产业链利润分配将向钢厂端倾斜。

与市场预期不同之处

我们认为钢材消费短期内仍具备韧性。在货币政策放松的背景下，地产行业有望继续展现出较高的韧性，随着开工端走弱，竣工端走强，地产端钢材消费或将温和回落，但在高基数下，也有望表现出较强的需求拉动作用。同时，基建投资及制造业投资有望平稳上升，弥补地产需求回落影响的钢材消费。

我们认为行业盈利会逐步回落，但难再出现全行业亏损的情况。首先，经过近几年淘汰落后产能，钢材端供需关系大为改善，在产业链上的话语权有所提高。其次，地条钢的全面出清，解决了劣币驱逐良币的问题，当前在行业盈利下行时，电炉可灵活停产，钢材供给减少，行业盈利止跌企稳。最后，经过近年来高盈利环境下的调整，钢厂运营效率普遍大幅改善，在同样的市场环境下，盈利的安全边际更宽。

股价变化的催化因素

第一，宏观数据向好，货币环境宽松。

第二，钢材价格上涨，期货贴水修复。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，政策执行力度变化风险。

第二，钢材需求大幅下滑风险。

第三，原料价格波动风险。

内容目录

需求的韧性	5
地产对需求的拉动温和回落	5
专项债推动基建投资增长	7
制造业有望迎来底部	9
需求有望保持稳定	11
产能的抑制与产量的释放	12
产能减量置换项目集中投产	12
电炉对产量的调节作用逐步加强	13
行业集中度的提升受政策支持	16
钢材出口调节国内产销缺口	17
产业链盈利的再分配	19
铁矿石价格稳步回落	19
焦化去产能逐步推行	21
钢材价格与钢厂利润的平稳回归	23
供需错配下钢价存在阶段性上涨机会	23
行业盈利向常态回归	25
投资主线—攻守兼备	26
风险提示	28
分析师承诺	31
风险提示	31
证券投资咨询业务的说明	31

图表目录

图 1: 钢铁行业表现消费量及房屋施工面积、房屋新开工面积增速情况 (%)	5
图 2: 国有土地使用权出让收入累计值及增速 (万亿元, %)	6
图 3: 本年购置土地面积累积同比 (%)	6
图 4: 商品房销售面积累积同比 (%)	7
图 5: 商品房销售面积当月值 (万平方米)	7
图 6: 房地产开发投资完成额及基础实施建设投资累积同比 (%)	7
图 7: 基建投资与基建资金变动情况 (万亿, %)	8
图 8: 资金来源占比 (%)	8
图 9: 城投债发行情况 (万亿)	9
图 10: PPP 项目投资情况 (万亿, %)	9
图 11: 地方专项债情况 (万亿)	9
图 12: 2019 年 1-8 月新增专项债用途 (%)	9
图 13: 制造业固定资产投资完成额累积同比 (%)	10
图 14: 工业企业产成品存货累积同比 (%)	10
图 15: 中汽协汽车单月产量及当月同比增速 (万辆, %)	10
图 16: 挖掘机累积产量及同比增速 (万台, %)	11
图 17: 黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额累积同比 (%)	12
图 18: 2020 年计划投产产能情况 (万吨)	13
图 19: 我国粗钢月度产量 (万吨)	14
图 20: 全国高炉开工率 (%)	14
图 21: 废钢及铁矿石价格情况 (元/吨)	15
图 22: 电炉开工率及产能利用率 (%)	15
图 23: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	15
图 24: 147 家钢厂废钢日耗 (万吨)	15
图 25: 我国钢铁行业废钢消耗量 (百万吨)	16
图 26: 钢铁行业境内并购案例数量和金额情况 (亿元)	17
图 27: 我国钢材出口数量及出口均价 (万吨, 美元/吨)	18
图 28: 我国钢材出口区域分布	18
图 29: 2019 年铁矿石价格走势回溯 (美元/吨)	20
图 30: 四大矿山铁矿石季度销量 (万吨)	20
图 31: 铁矿石单月进口数量 (万吨)	21
图 32: 全球生铁及直接还原铁产量情况 (千吨)	21
图 33: 二级冶金焦市场价 (元/吨)	22
图 34: 独立焦化厂吨焦盈利情况 (元/吨)	22
图 35: 焦炭产量 (亿吨)	22
图 36: 焦炭钢厂库存和独立焦化厂库存 (万吨)	23
图 37: 焦炭四大港口库存 (万吨)	23
图 38: 螺纹钢价格、毛利、产量及库存情况 (元/吨, 万吨)	25
图 39: 大中型钢铁企业单季利润总额 (亿元)	26
图 40: 黑色金属冶炼及压延加工业资产负债率 (%)	26
图 41: 黑色金属冶炼及压延加工业三费占比 (%)	26
图 42: 钢铁股 PB-ROE 分布图	27
图 43: 螺纹钢期现价 (元/吨)	28
图 44: 钢铁板块走势与期现价差	28
表 1: 钢铁供需平衡表 (万吨)	11
表 2: 2018 年主要钢铁企业和铁矿石企业产量情况 (百万吨)	16
表 3: 世界钢铁协会钢铁短期需求预测 (百万吨)	19
表 4: 上海地区钢材季度均价 (元/吨)	24
表 5: 钢铁股估值情况	27
表 6: 钢铁股分红情况	28

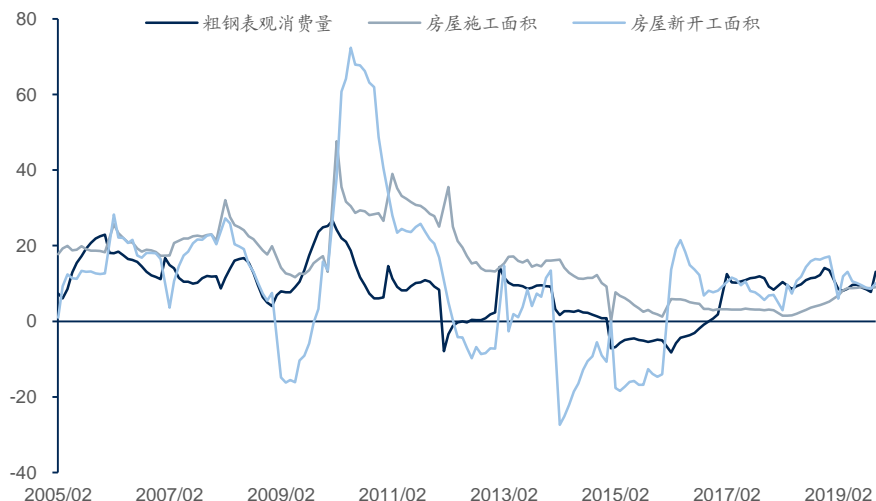
需求的韧性

随着供给侧结构性改革以及环保限产等政策带来的行业红利逐渐退场，钢价重回需求主导逻辑。2019年钢铁板块走势疲软，一方面因为铁矿石价格暴涨挤占行业利润，另一方面因为市场对于需求预期悲观压制板块估值，但需求的韧性持续促使钢材价格保持较高水平。2020年，我们对钢材需求也并不悲观，下游基建、制造业需求有望接棒地产端钢材消费，整体需求保持平稳。

地产对需求的拉动温和回落

地产作为钢材需求最主要的下游行业，其走势变化对于钢铁行业消费影响非常重要。在过往的小周期中，房地产行业呈现出三年小周期的规律，投资、开工、销售等数据均有类似表现。但在最近一轮周期下，其时间跨度被明显拉长，目前各项数据仍处于高位。截至2019年10月，我国房地产开发投资完成额累积同比达10.3%，房屋新开工面积累积同比增长10.0%，房屋施工面积累积同比增长9.0%。2019年虽然市场对于钢铁行业需求预期普遍悲观，但地产行业的韧性，带来钢铁行业消费的高位持续。

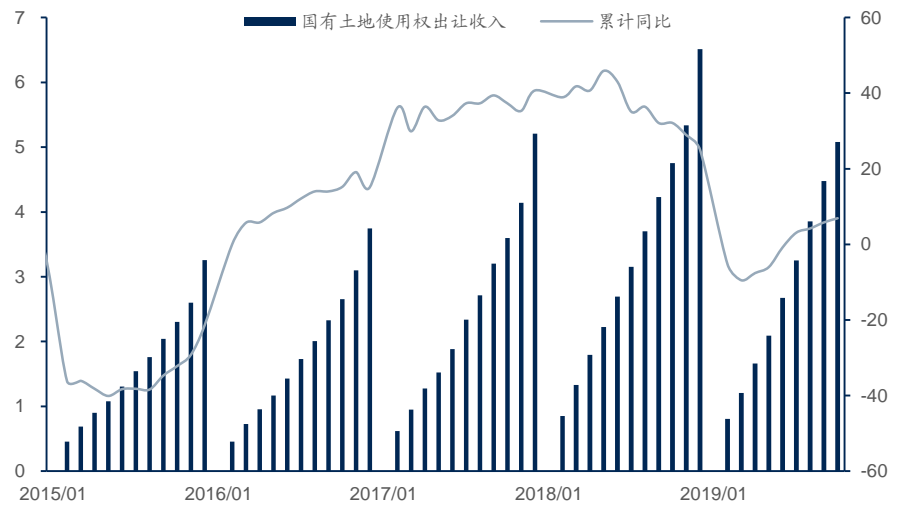
图1：钢铁行业表观消费量及房屋施工面积、房屋新开工面积增速情况（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从政策面来看，2019年地产政策稳中偏紧。4月政治局会议针对提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”；7月政治局会议再度提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。但也可看到近期各地调控以稳为主，天津、三亚等地放开人才购房资格要求；南京六合区、燕郊等地适当放宽特定人才购房政策。可以看到，地产严控的背景下，上半年我国国有土地使用权出让收入持续负增长，但7月以来增速转正，至10月增长至6.9%。2020年，地方房地产政策存在向稳中偏松过度的可能。

图 2: 国有土地使用权出让收入累计值及增速 (万亿元, %)

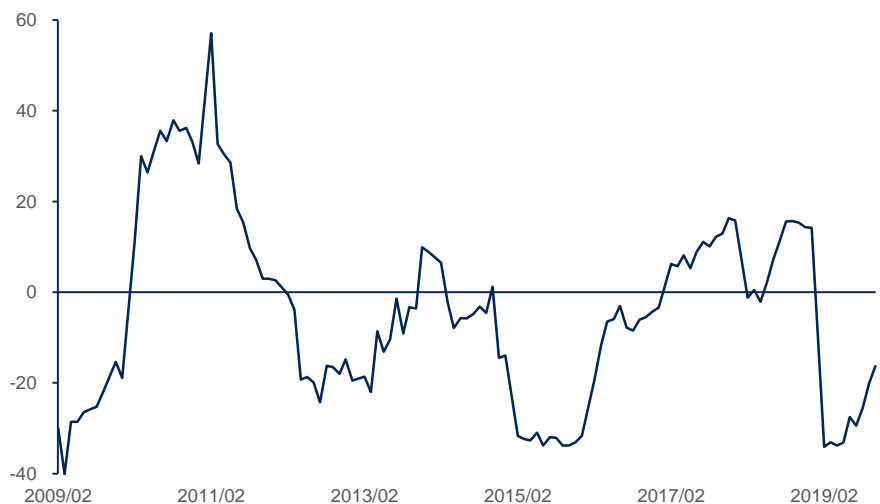


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

通常来说, 房地产项目开发流程包括土地获取→项目开工→施工建设→房产预售→竣工交付几个主要环节。从土地获取到项目开工通常间隔 6-9 个月, 项目开工到房产预售间隔 6-9 个月, 各省市因政策的不同, 时间长短各有不同。房地产开工前期是钢材消耗量最为集中的时间段, 因此, 房屋新开工面积增速的变化对钢材需求变化有着相对更重要的影响。

2019 年地产赶工等因素的存在使房屋新开工面积增速保持较高水平。从中长期维度来看, 新开工面积增速的回落存在着一定的必然性。从 2019 年初开始, 我国购置土地面积进入负增长, 前 10 个月, 土地购置面积累计 18382.8 万平方米, 同比下降 16.3%。高周转环境下, 土地购置面积增速的下降反映出房地产开发商预期较差, 在一定程度上会影响未来地产新开工增速。

图 3: 本年购置土地面积累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

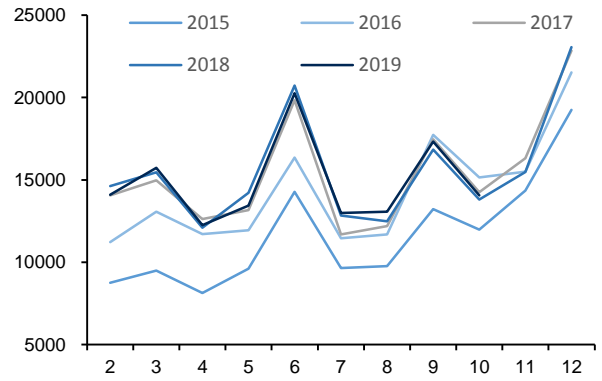
此外, 商品房销售面积累计增速自去年起已保持在较低水平, 今年开始转为负增长, 至 10 月重新转正。1-10 月, 商品房销售面积累计 13.3 亿平方米, 同比增长 0.1%。销售面积的低增长会影响到地产项目回款, 进而抑制未来地产企业拿地意愿。

图 4: 商品房销售面积额累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 商品房销售面积当月值 (万平方米)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们预期 2020 年在货币政策放松的背景下, 地产行业有望继续展现出较高的韧性, 随着开工端走弱, 竣工端走强, 地产端钢材消费或将温和回落, 但在高基数下, 也有望表现出较强的需求拉动作用。

专项债推动基建投资增长

基建是钢材消费的另一重要组要, 在过往周期中, 地产投资失速时, 基建往往起到托底经济的作用。自 2018 年 7 月政治局会议提出加大基础设施领域补短板以来, 基础设施建设投资增速开始逐步企稳回升, 但一直维持较低增速, 资金面是制约基建投资的重要原因。截至 2019 年 10 月, 基础设施建设投资增速为 3.26%, 较去年 9 月的低点增长 3 个百分点。

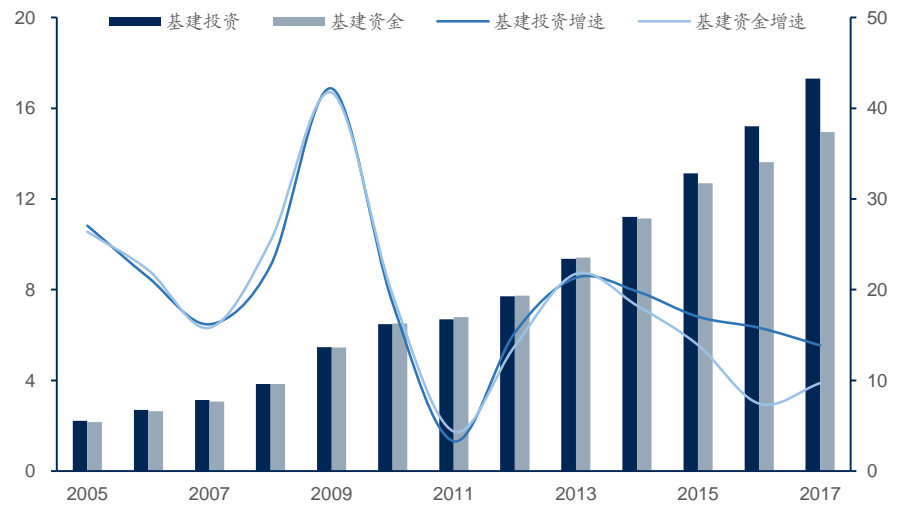
图 6: 房地产开发投资完成额及基础实施建设投资累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

长期来看, 基建投资完成额与基建投资资金基本匹配, 基建投资增速变动与资金情况变动保持一致。因此, 资金变化在一定程度上可以解释基建投资增速的变化。

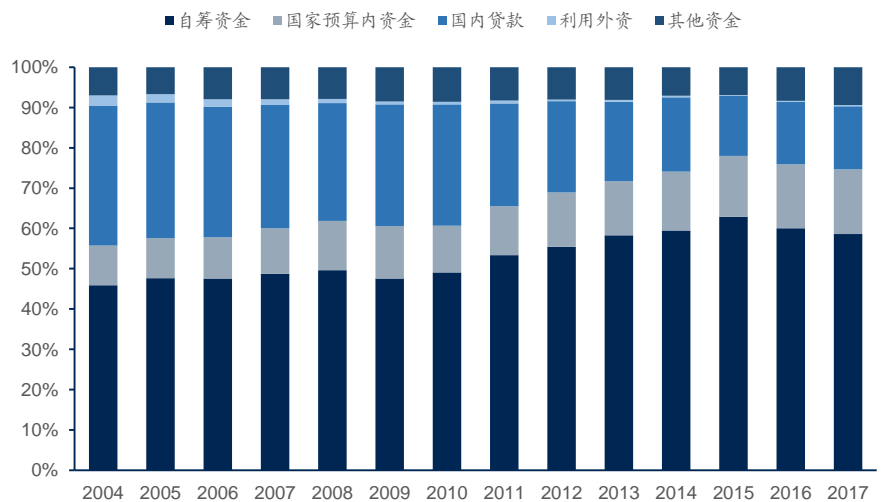
图 7: 基建投资与基建资金变动情况 (万亿, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资的资金来源主要有自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、利用外资和其他资金。2017 年基建领域合计投资 14.95 万亿元, 同比增长 9.7%。近年来各项资金来源占比基本稳定, 其中, 自筹资金占比最高, 2017 年为 8.76 万亿, 占比 58.57%; 其次为国家预算内资金, 2017 年为 2.41 万亿, 占比 16.10%。

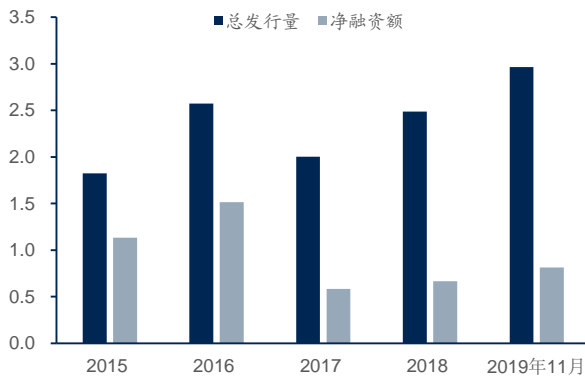
图 8: 资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

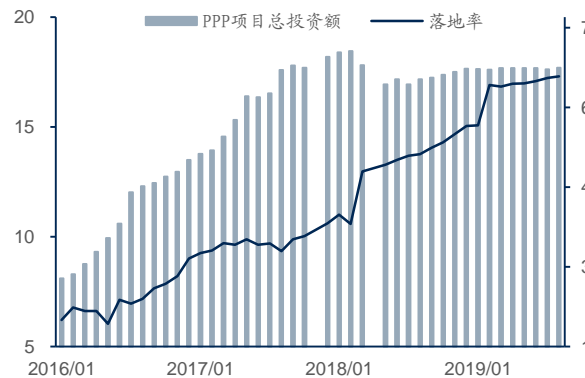
近年来, 在去杠杆、规范 PPP、非标业务强监管、化解地方政府隐性债务等系列因素的影响下, 基建资金仍存在向下压力, 融资持续影响基建投资增速。地方专项债是资金增量的主要来源, 2019 年新增限额增长至 21500 亿元, 专项债大幅扩容。

图 9: 城投债发行情况 (万亿)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: PPP 项目投资情况 (万亿, %)

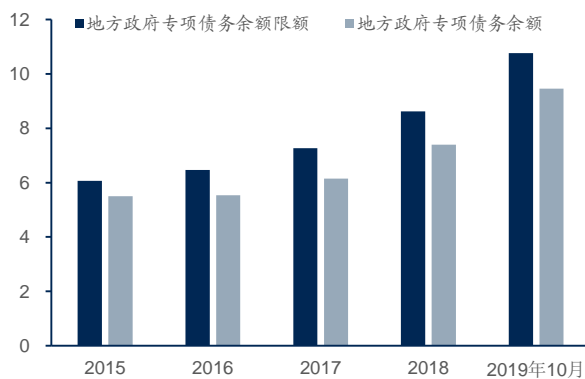


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019年6月, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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, 一方面使得专项债可以在一定程度上撬动债务融资, 另一方面也降低了地方政府启动重大项目投资的门槛。

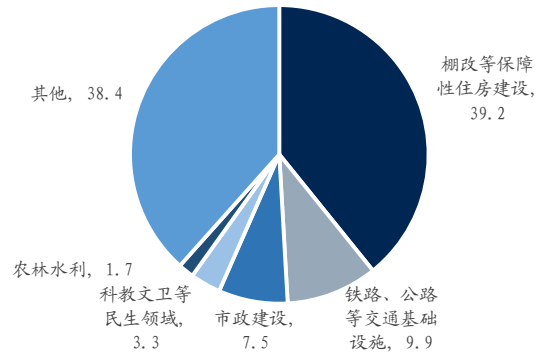
9月, 国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作, 并确定加快地方政府专项债券发行使用的措施, 带动有效投资支持补短板扩内需, 明确提出专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目, 据此预计2020年专项债用于基建的比例将大幅提高。

图 11: 地方专项债情况 (万亿)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2019年1-8月新增专项债用途 (%)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

11月, 国常会会议提出两项举措, 一是降低部分基础设施项目最低资本金比例; 二是基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目, 可通过发行权益性、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%。

11月末, 财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元, 占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%, 同时要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目, 做好专项债券发行使用工作, 早发行、早使用, 确保明年初即可使用见效, 确保形成实物工作量, 尽早形成对经济的有效拉动。随着各项促基建政策的落地, 我们预期2020年我国基建投资增速有望平稳上升, 弥补地产需求回落影响的钢材消费。

制造业有望迎底部

2019年, 制造业固定资产投资增速保持低位, 1-10月累积增速为2.6%, 其中,

与钢材消费紧密相关的汽车行业固定资产投资增速为-0.3%。制造业相对低迷的状态下，板材价格走势持续弱于长材。但展望 2020 年，随着制造业库存持续降低，减税等财政政策的推行将有助于稳定制造业投资，进而带动钢材消费。

图 13: 制造业固定资产投资完成额累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

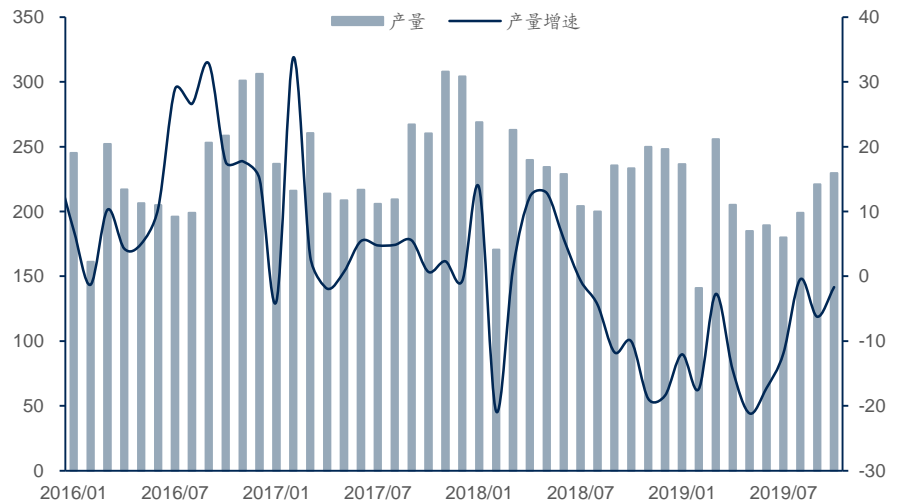
图 14: 工业企业产成品存货累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019 年我国汽车行业产销低迷，1-10 月，我国汽车累积产量 2044.4 万辆，同比下降 10.4%，累积销量 2065.2 万辆，同比下降 9.7%，但降速均有所收窄。2020 年汽车行业表现有望持续改善。主要原因有以下几点：一是新增增值税税率已于 2019 年 4 月执行，折扣让利消费的效果有望持续发酵；二是 2019 年汽车销售处于负增长，基数相对较低，明年增速数据或有所改善；三是汽车库存经过一年的消化已回归合理水平，从 2018 年 7 月的 151.6 万辆下降至 2019 年 10 月的 95.0 万辆。四是，部分限购城市牌照放开，陆续出台的相关政策可能刺激汽车消费，带动汽车行业销售企稳回升。

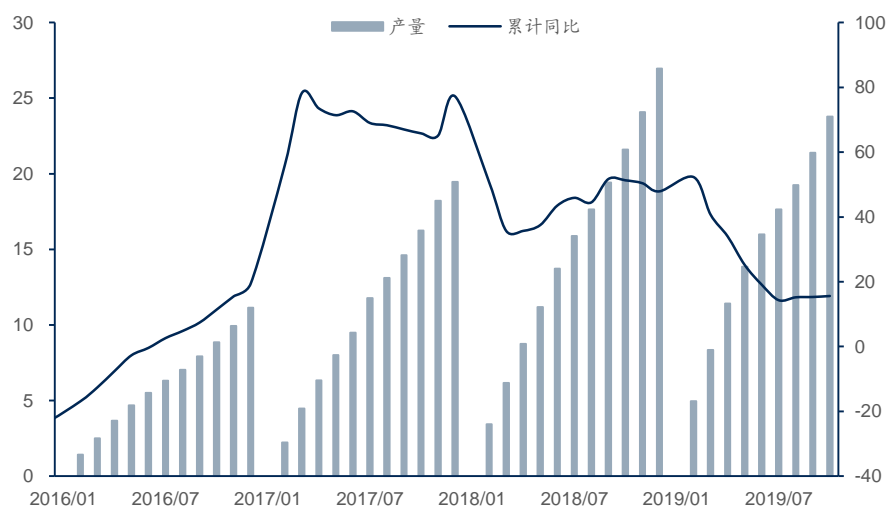
图 15: 中汽协汽车单月产量及当月同比增速 (万辆, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017 年到 2019 年，工程机械行业迎来了高增长的三年，2019 年 1-10 月，我国挖掘机产量达 23.79 万台，同比增长 15.6%。在地产新开工面积温和回落及基建投资平稳增长的预期下，机械行业有望保持增长，并带动相关钢材消费。

图 16: 挖掘机累积产量及同比增速 (万台, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

需求有望保持稳定

基于对下游行业走势的判断, 我们预期基建投资增速有望平稳上升, 弥补地产需求回落影响的钢材消费, 在中性假设下 2020 年我国粗钢需求量稳中有升达 9.61 亿吨, 同比增加 1.9%。

表 1: 钢铁供需平衡表 (万吨)

需求量	房地产	基建	机械	汽车	家电	造船	其他	合计
2011	27,130	17,231	12,465	7,699	1,466	1,466	5,866	73,323
2012	26,028	19,335	11,155	8,552	1,487	1,487	6,321	74,366
2013	27,265	21,651	12,029	9,623	1,604	1,604	6,415	80,191
2014	24,229	23,057	11,333	9,770	1,563	1,954	6,253	78,158
2015	22,196	23,306	10,358	9,618	1,480	1,480	5,549	73,987
2016	23,225	23,987	12,184	9,899	1,523	1,142	4,188	76,149
2017	26,067	25,654	15,309	8,275	1,655	1,241	4,551	82,754
2018	29,250	25,757	16,590	7,422	1,746	1,310	5,239	87,313
2019E	32,078	26,418	18,870	7,076	1,887	1,415	6,604	94,348
2020E 中性	31,758	27,738	19,436	7,218	1,944	1,444	6,604	96,141
2020E 悲观	31,116	27,210	19,058	7,076	1,906	1,415	6,472	94,254
2020E 乐观	32,399	28,267	19,813	7,359	1,981	1,472	6,736	98,028
增速	房地产	基建	机械	汽车	家电	造船	其他	合计
2011	8%	3%	5%	0%	5%	5%	5%	5%
2012	-4%	12%	-11%	11%	1%	1%	8%	1%
2013	5%	12%	8%	13%	8%	8%	1%	8%
2014	-11%	6%	-6%	2%	-3%	22%	-3%	-3%
2015	-8%	1%	-9%	-2%	-5%	-24%	-11%	-5%
2016	5%	3%	18%	3%	3%	-23%	-25%	3%
2017	12%	7%	26%	-16%	9%	9%	9%	9%
2018	12%	0%	8%	-10%	6%	6%	15%	6%
2019E	10%	3%	14%	-5%	8%	8%	26%	8%
2020E 中性	-1%	5%	3%	2%	3%	2%	0%	2%
2020E 悲观	-3%	3%	1%	0%	1%	0%	-2%	0%
2020E 乐观	1%	7%	5%	4%	5%	4%	2%	4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

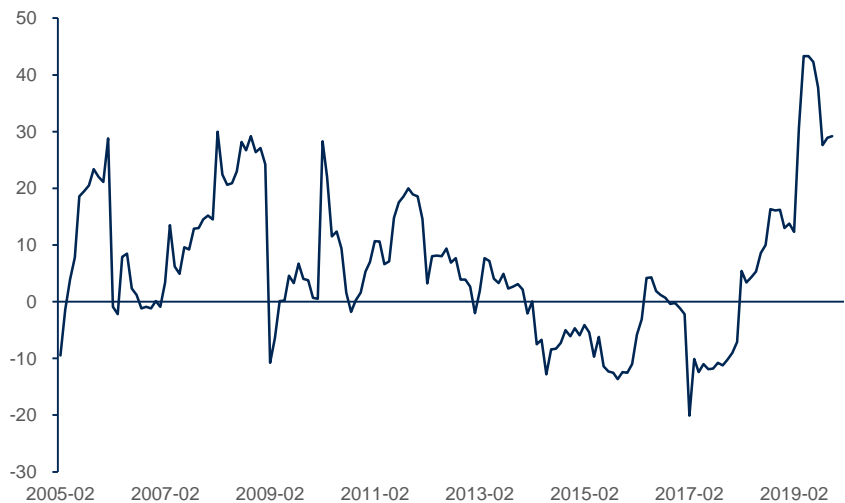
产能的抑制与产量的释放

回溯 2019 年，我国钢铁行业新增产能严格受控，但在利润刺激下，钢材产量持续攀升，环保限产依旧是压制产量的核心因素。展望 2020 年，我国产能减量置换项目将集中投产，在政策坚持巩固化解钢铁过剩产能成果的背景下，行业合规产能有望继续下降。对于产量而言，随着超低排放改造工作的推进，环保限产的力度或不断减弱；而电炉开关灵活，我国废钢供应量也在不断提升，影响力在逐步扩大，因此电炉对于产量调节的作用有望逐步增强。综合行业面临的产能的抑制与产量的释放，我们预计 2020 年全国粗钢产量将增加 2000 万吨左右。

产能减量置换项目集中投产

从当前情况来看，钢铁行业供给侧结构性改革已取得预期成果，提前两年超额完成全国“十三五”压减粗钢产能 1.5 亿吨的上限目标要求。对行业产能的管控重点也由去产能到产能减量置换。在大范围的产能置换项目推进下，钢铁行业固定资产投资增速大幅上升，2019 年 1-10 月，我国黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资增速达 29.2%。

图 17：黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额累积同比（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

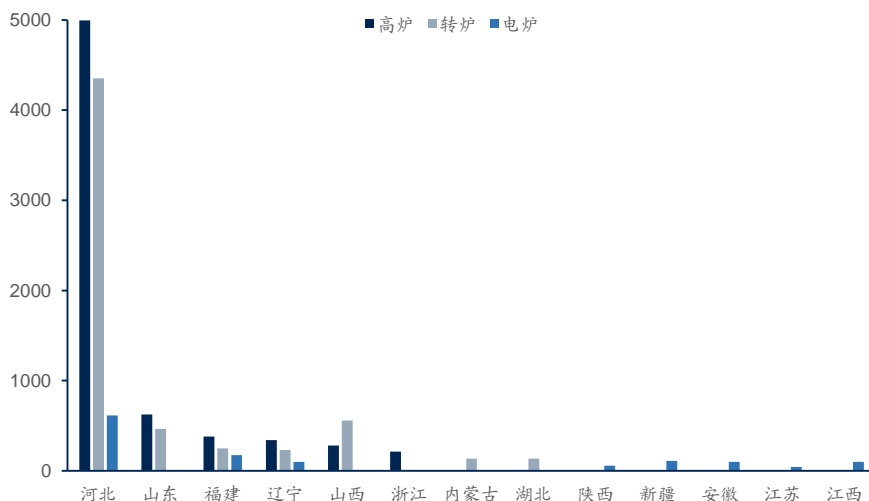
2017 年末，工业和信息化部发布了《钢铁行业产能置换实施办法》，修订后的产能置换办法就可置换产能范围及置换比例提出了明确要求。可置换的产能须同时满足“1 个必须+6 个不得”这两个要求，“1 个必须”指用于产能置换的冶炼装备须是国务院国资委、各省级人民政府 2016 年上报国务院备案去产能实施方案的钢铁行业冶炼装备家底清单内的冶炼装备，和 2016 年及以后合法合规建成的冶炼设备；“6 个不得”指用于产能置换的产能不得为：列入钢铁去产能任务的产能、享受奖补资金和政策支持的退出产能、“地条钢”产能、落后产能、在确认置换前已拆除主体设备的产能、铸造等非钢铁行业冶炼设备产能 6 类产能。置换比例京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域要继续执行不低于 1.25: 1 的要求，其他地区由等量置换调整为减量置换。

2018 年来，全国已发布过百项产能置换方案，据 SMM 统计，2019-2025 六年间，我国共计划新建高炉产能 2.32 亿吨（由 2.8 亿吨置换），2020 年将是置换产能投产最为集中的一年。据不完全统计，2020 年将有 47 项产能置换项目投产，拟建设高炉产能 6837.05 万吨，转炉产能 6126.3 万吨，电炉产能 1292.5 万吨，对应退出高炉产能 8432.23 万吨，转炉产能 8008.28 万吨，电炉产能 470

万吨。

其中，河北是产能调整最为集中的省份，产能按照 1.25: 1 减量置换，2020 年 26 家钢厂计划投产炼铁产能 4996.5 万吨、炼钢产能 4965.8 万吨，设备将主要从 1000m³ 以下的小高炉转换为 1000m³ 以上的大高炉。

图 18: 2020 年计划投产产能情况 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

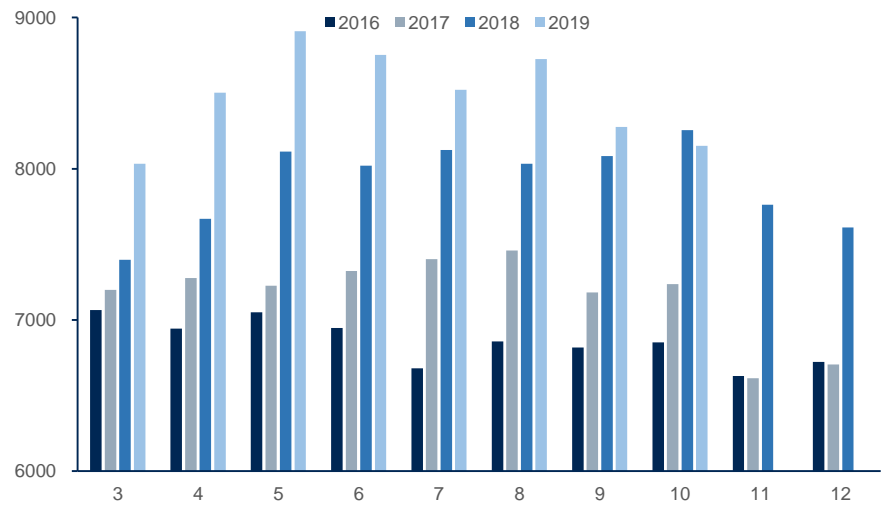
在新项目投产前，置换的设备要拆除到位。虽然京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例按照 1.25: 1 进行，但因置换产能换算表是根据设计规范计算出合理范围内的上限理论值，不能反映具体某台冶炼设备的实际产能，且新建产能实际情况较难进行核查，因此实际减量置换效果尚未可知。

近期国家发改委、工信部、国家统计局联合发布《关于做好钢铁行业产能、产量调查核实工作的通知》，针对部分企业钢铁产能利用率超过 100% 的问题，要求对钢铁企业近 3 年的装备产能情况及变化情况进行调查核实。通知的发布体现出钢铁企业违规新建、扩建产能，或者以置换名义违规扩建产能的问题已经得到相关部门的重视，在政策坚持巩固化解钢铁过剩产能成果的背景下，总体来看行业合规产能有望继续下降。

电炉对产量的调节作用逐步加强

回顾 2019 年，在利润刺激下，我国钢材产量持续攀升，高产量一度成为压制钢材价格的核心原因。截至 2019 年 10 月，我国粗钢产量累积达 8.29 亿吨，同比增加 7.4%。秋冬季限产前，单月产量大幅高于去年同期，5 月单月粗钢产量最高达到 8909 万吨。

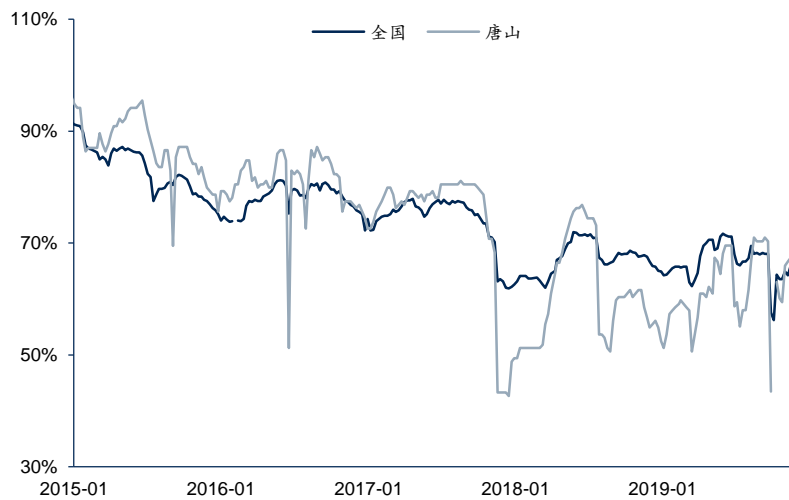
图 19: 我国粗钢月度产量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

粗钢产量的提升来自高炉利用系数的提高以及废钢使用量的增加。年内不断有高炉利用系数实现向上突破, 我国长流程和短流程炼钢的废钢消费量也在不断攀升。可以看到, 环保限产依旧是抑制粗钢产量的核心因素。十月起, 唐山等地严格限产, 较强的执行力度下, 钢材产量明显下降。但展望未来, 随着超低排放改造的推进, 越来越多的环保达标的企业有望不限产或少限产, 环保因素对于粗钢产量的影响或不断减弱。

图 20: 全国高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在政策管控外, 电炉的开关可市场化调节钢铁产量。相较于停产成本高昂的长流程企业, 电炉的开关十分灵活。在短流程成本高于长流程钢厂的前提下, 钢价下跌时, 短流程钢厂亏损停产, 市场产量下降, 供需改善对钢价形成支撑。废钢用量的变化有望成为调节市场上钢材产量的核心因素。

可以看到, 2019 年铁矿石价格一路攀升至 7 月末高点后回落, 废钢价格则保持窄幅震荡, 导致年中时段短流程炼钢成本占优, 在 5 月钢价向下调整的过程中, 电炉开工率保持高位。对比 8 月, 铁矿石价格大幅回落, 长流程企业炼钢成本占优, 随着钢价的快速回落, 电炉亏损面积增大, 电炉产能利用率由 8 月 2 日的 67.07% 快速下降至 8 月 30 日的 57.37%。短流程主动停产, 废钢消耗量下

降，钢材产量减少，从供给侧刺激助力钢价止跌。

图 21: 废钢及铁矿石价格情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 电炉开工率及产能利用率 (%)



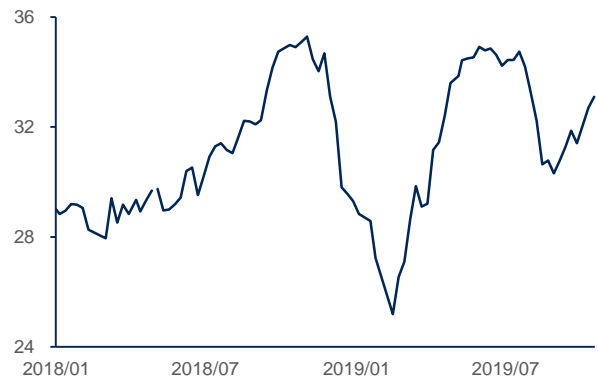
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 147 家钢厂废钢日耗 (万吨)

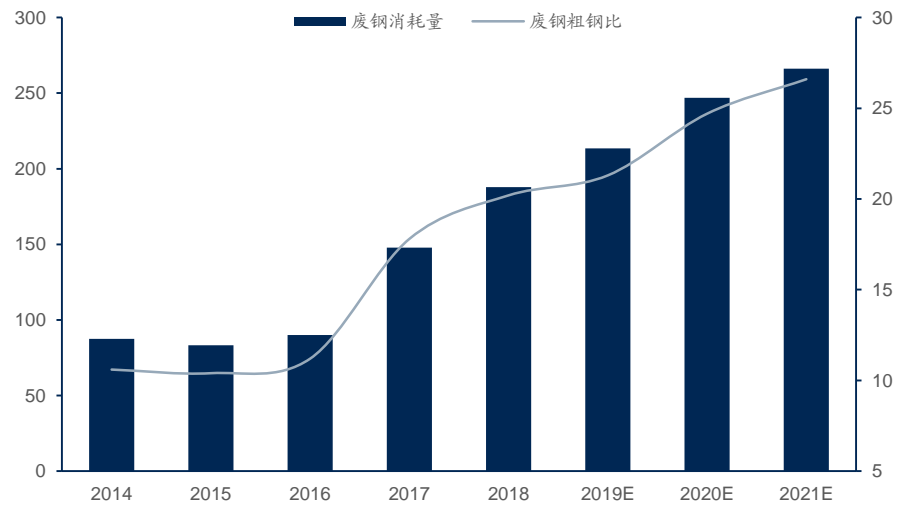


资料来源: 富宝资讯, 国信证券经济研究所整理

随着废钢供应量的持续升高，废钢用量对于调节市场钢铁产量的作用或逐步加强。废钢来源主要分为三类，厂内废钢、加工废钢和老旧废钢。厂内废钢来自于钢厂内部，包括了切头、切尾、切边、报废品、铸余、钢渣回收等，产量以粗钢产量为基础，同时受收得率影响。加工废钢指钢材在应用到下游过程中的切边、切角、边角料等，受下游行业收得率影响，综合地产、机械、汽车等行业收得率，加工废钢产生量约为钢材消费量的 10%。老旧废钢来源于钢铁制品的报废，在发达国家，老旧废钢的产生量的经验公式是本国 17 年前钢材消费量的 70%，考虑到我国下游行业寿命周期以及回收率与海外的差别，我国老旧废钢产生量约为 17 年前钢材消费量的 65%左右，随着 2000 年后我国钢铁消费量的高速增长，老旧废钢产生量在未来有望加速增长。

随着废钢产量的增加，我国废钢消耗量也在快速提升，电炉用废钢以及转炉用废钢均持续提升。加强电炉炼钢是我国钢铁行业布局优化的重点工作之一，当前我国电炉钢产能已超过 1.6 亿吨，带动废钢消耗。同时，为了提高粗钢产量，部分长流程钢厂的废钢比已增至 25-30%的较高水平，废钢用量大幅提高。国际回收局发布的数据显示，2018 年中国废钢消费量大幅增长至 1.878 亿吨，较 2017 年增长 3990 万吨，增速达 27%，废钢使用比例也进一步增长到 20.2%。我们测算，老旧废钢的增加将带动我国废钢产量的持续提升，改善废钢供需格局，提高废钢使用的经济性，同时电炉产能的释放也将持续提高废钢用量，预计 2020 年我国废钢消耗量或突破 2.4 亿吨。

图 25: 我国钢铁行业废钢消耗量 (百万吨)



资料来源: BIR, Wind, 国信证券经济研究所整理测算

考虑到钢铁行业产能减量置换的过程要求投产前, 置换的设备要拆除到位, 且大量置换产能比例为 1.25:1, 明年投产炼钢产能预计较原有产能减少超过 1000 万吨, 结合新建产能可能出现的实际产能高于理论值问题, 我们预计行业合规产能继续小幅下降。同时, 考虑到行业产能利用率情况与废钢用量的持续增加, 我们预计 2020 年全国粗钢产量将增加 2000 万吨左右。

行业集中度的提升受政策支持

我国钢铁企业数量众多且分散, 中低端产品同质化严重, 竞争激烈。行业前十大钢铁企业的行业集中度仅有 35.5%, 远低于美国、日本等发达国家 CR10 超过 60% 的水平。2018 年我国前 33 家钢铁企业粗钢产量合计 5.6 亿吨, 占全国产量的 60%。较低的行业集中度, 使行业内企业缺少市场话语权, 在钢价下行时, 钢厂易通过价格战方式获取市场份额, 同时相对于行业集中度很高的上游铁矿石企业, 议价权弱, 导致行业盈利波动剧烈。

表 2: 2018 年主要钢铁企业和铁矿石企业产量情况 (百万吨)

中国	公司	粗钢产量	中国外	公司	粗钢产量
1	中国宝武钢铁集团	67.4	1	安赛乐米塔尔	96.4
2	河钢集团	46.8	2	日本制铁株式会社	49.2
3	沙钢集团	40.7	3	浦项制铁	42.9
4	鞍钢集团	37.4	4	JFE	29.2
5	建龙集团	27.9	5	塔塔钢铁集团	27.3
6	首钢集团	27.3	6	纽柯钢铁公司	25.5
7	山东钢铁集团	23.2	7	现代制铁	21.9
8	华菱集团	23.0	8	新利佩茨克钢铁公司	17.4
9	马钢集团	19.6	9	京德勒西南钢铁公司	16.8
10	本钢集团	15.9	10	伊朗矿业开发和革新组织	16.8

中国	公司	铁矿石产量 (2017 年)	中国外	公司	铁矿石产量
1	鞍钢鞍山矿业公司	20.1	1	Vale	365.6
2	太钢矿业公司	12.3	2	RIO	353.2
3	攀钢矿业公司	11.3	3	BHP	274.4
4	河北钢铁矿业	9.9	4	FMG	167.9

资料来源: 世界钢铁协会, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

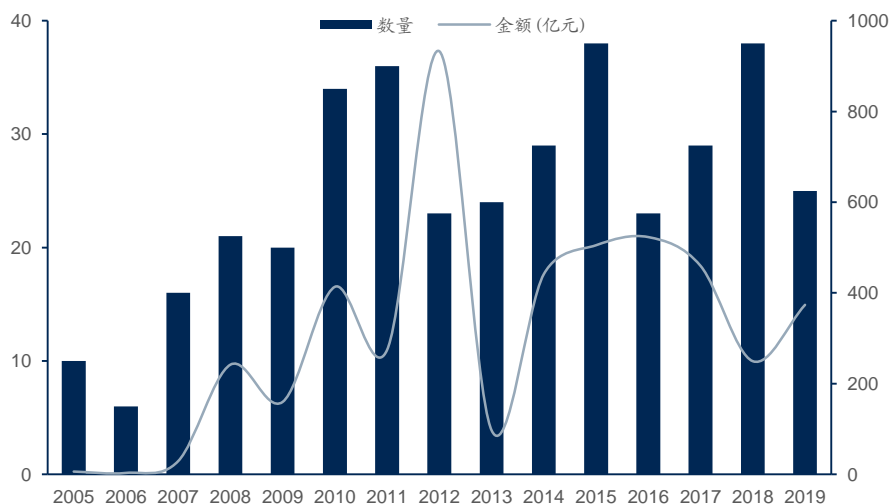
国民经济转型升级时期, 钢铁行业发展也面临着由重产量到重质量的转型, 集中度的提升将成为行业发展的重点问题。在工信部发布的《钢铁工业调整升级

规划(2016-2020年)》也明确提出要促进兼并重组,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铁企业集团,目标在2020年前10家产业集中度达到60%。河北、江苏等钢铁大省所制定的产业政策均大力支持兼并重组。

我国钢铁行业内国企众多,同时大型钢铁企业往往是当地纳税大户,一定程度上享有地方保护,即使经营困难,也往往固化成为僵尸企业,因此行业内兼并重组的展开在一定程度上依赖于政策支持。当下,行业内提高集中度的呼声不断,政策的支持力度也有所提升,优质的钢铁企业可考虑强强联合,夯实自身的行业地位,借力政策支持,成为世界级一流超大型企业。

通过市场化手段收购则需要两个前提条件,收购方有充足的资金,标的方经营不善有被收购意愿。可以看到近年来境内并购规模较高的年份均为市场整体环境较差的时段,行业利润低,企业被兼并重组的意愿较强。随着行业盈利水平向常态回归,部分经营不善的钢厂或再度面临亏损,有能力的钢厂或有机会整合困难企业,实现低成本扩张。

图 26: 钢铁行业境内并购案例数量和金额情况 (亿元)

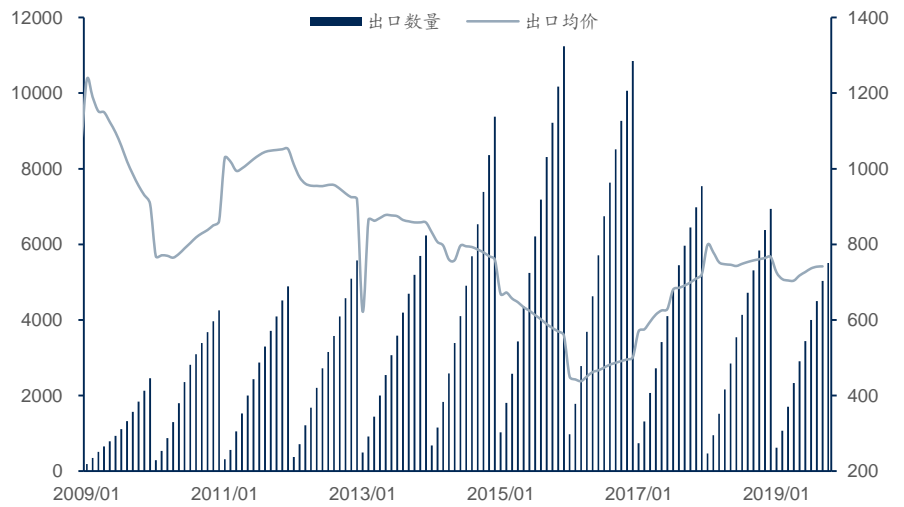


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢材出口调节国内产销缺口

我国钢铁行业具有较强的国际竞争力,钢材出口量大,是调节国内产销量缺口的重要工具。近年来国内行业供需关系改善,钢材售价处于高位,钢材出口量有所下降。截至2019年10月,我国累积出口钢材5509万吨,同比下降5.7%。

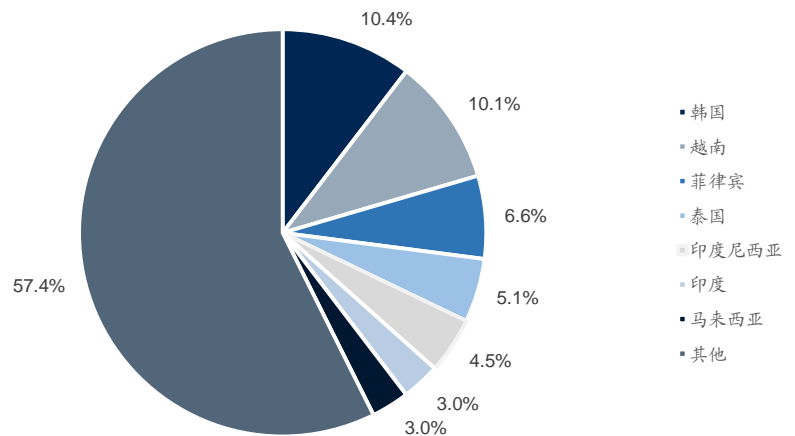
图 27: 我国钢材出口数量及出口均价 (万吨, 美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我国钢材主要出口韩国、越南、菲律宾等地, 2018 年出口量分别占到总出口量的 10.4%、10.1%、6.6%。

图 28: 我国钢材出口区域分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020 年我国钢材出口有望保持坚挺。从全球钢材消费情况来看, 近年来, 新兴市场和发展经济体是钢材需求增速较快的地区, 其经济的较快增长拉动当地钢材消费。据世界钢铁协会预测, 2020 年, 东盟 5 国、新兴市场和发展经济体 (不包括中国) 钢铁需求增速有望分别达到 5.6%、4.1%。相对应国家和地区很多都是我国出口重点区域, 特别是“一带一路”沿线国家钢材需求的增长, 都将为我国钢材出口带来机会。

表 3: 世界钢铁协会钢铁短期需求预测 (百万吨)

区域	钢材需求			需求增速		
	2018	2019 (f)	2020 (f)	2018	2019 (f)	2020 (f)
欧盟 28 国	168.9	166.8	168.6	3.6	-1.2	1.1
其他欧洲国家	37.4	32.9	34.5	-11.8	-12.1	5.0
独联体	55.3	58.0	59.2	1.9	4.8	2.0
北美自由贸易区	140.6	141.5	142.6	0.9	0.6	0.8
中南美洲	43.9	43.8	45.5	4.0	-0.4	3.9
非洲	36.5	36.0	37.2	4.5	-1.4	3.2
中东	50.3	47.9	48.0	-5.7	-4.6	0.2
亚洲和大洋洲	1 175.7	1 248.1	1 270.0	6.5	6.2	1.8
全球	1 708.6	1 775.0	1 805.7	4.6	3.9	1.7
全球 (不包括中国)	873.6	874.9	896.6	1.6	0.2	2.5
发达经济体	410.5	410.0	412.5	1.2	-0.1	0.6
中国	835.0	900.1	909.1	7.9	7.8	1.0
新兴市场和发展经济体 (不包括中国)	463.1	464.9	484.1	1.9	0.4	4.1
东盟 5 国	77.1	79.5	83.9	4.9	3.1	5.6
中东和北非	68.9	66.1	66.9	-4.0	-4.0	1.1

资料来源:世界钢铁协会, 国信证券经济研究所整理

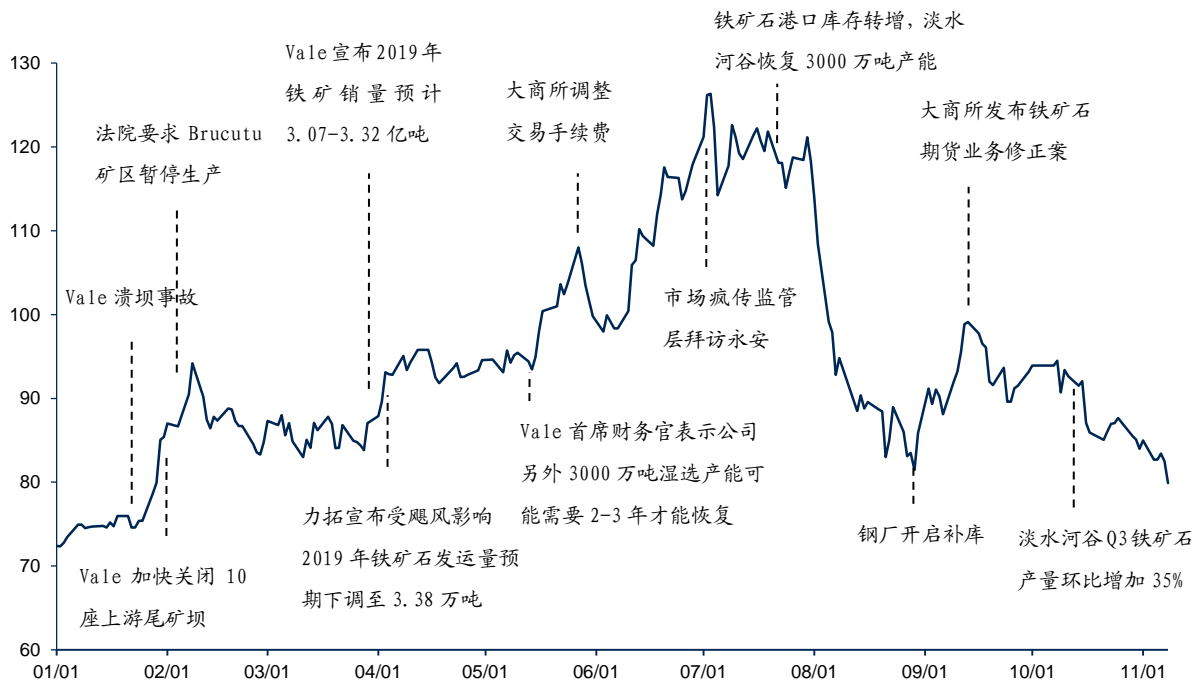
产业链盈利的再分配

2019 年, 受到巴西淡水河谷溃坝事故以及澳洲飓风影响, 四大矿山发货量大幅下降, 叠加旺盛的需求市场, 铁矿石供需紧张, 价格一路攀升, 大幅侵蚀了下游钢厂利润。随着铁矿石供应的平稳抬升, 以及焦化去产能的推行, 各类黑色产品供需关系变化, 产业链利润分配或再度发生变化, 重回钢材强于铁矿, 焦化最弱的格局。

铁矿石价格稳步回落

2019 年, 受到巴西淡水河谷溃坝事故以及澳洲飓风影响, 四大矿山发货量大幅下降, 叠加旺盛的需求市场, 铁矿石供需紧张, 价格一路攀升, 普氏 62 铁矿石指数最高触及 126.35 美元/吨, 1-10 月均值也高达 94.48 美元/吨, 同比上涨 36.5%。铁矿石价格的大幅走高严重侵蚀了钢厂利润。

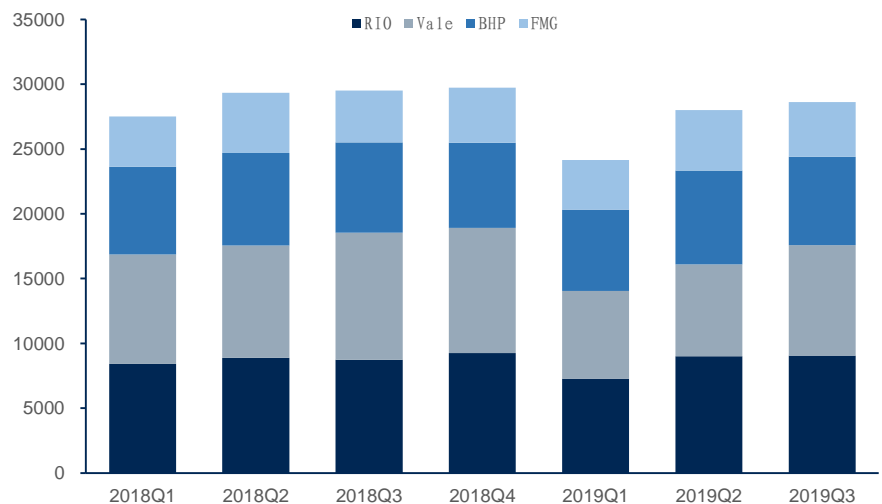
图 29: 2019 年铁矿石价格走势回溯 (美元/吨)



资料来源:Wind, Mysteel, 国信证券经济研究所整理

随着事故影响的消化, 四大矿山发货量逐步恢复正常。前三季度, 四大矿山铁矿石合计销量分别为 24160、27995、28618 万吨, 第三季度发货量较去年同期低 898 万吨。2020 年, 四大矿山发货量有望平稳抬升。其中, 淡水河谷溃坝事故导致停产的产能有望陆续复产, 公司预期 3000 万吨采用干法选矿作业的产能将自 2019 年年底起逐步恢复生产, 而其余 3000 万吨采用湿法选矿的年产能则将在未来大约两至三年内恢复生产。此外, 公司 S11D 矿区正在达产过程中, 2019 年前三季度产量达 5407.8 万吨, 预计 2020 年全年产量可达 9000 万吨。

图 30: 四大矿山铁矿石季度销量 (万吨)

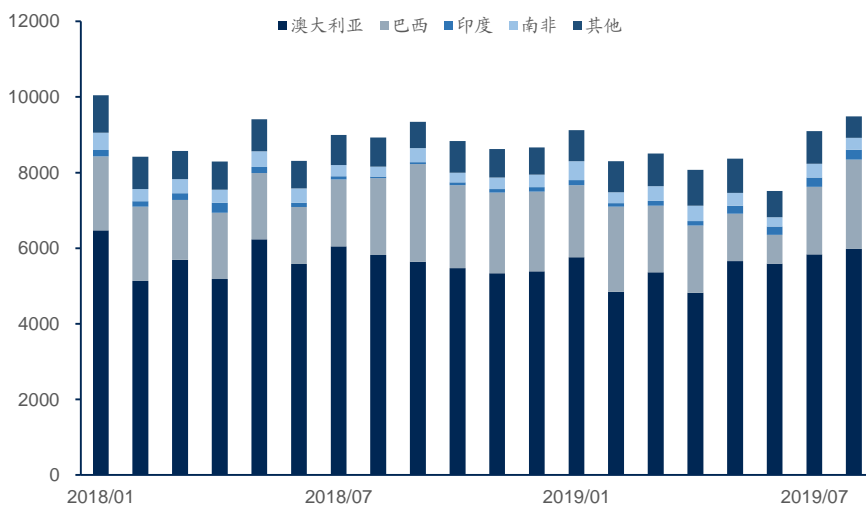


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

铁矿石价格走高让生产成本偏高的非主流矿的复产成为可能, 但从目前的情况

来看，非主流矿增量有限。截至 2019 年 8 月，我国从除澳大利亚、巴西以外地区进口的铁矿石累积 1.08 亿吨，较去年同期增加 280 万吨，其中增量主要来自印度，今年 1-8 月累积增加 260 万吨，整体增长较小。

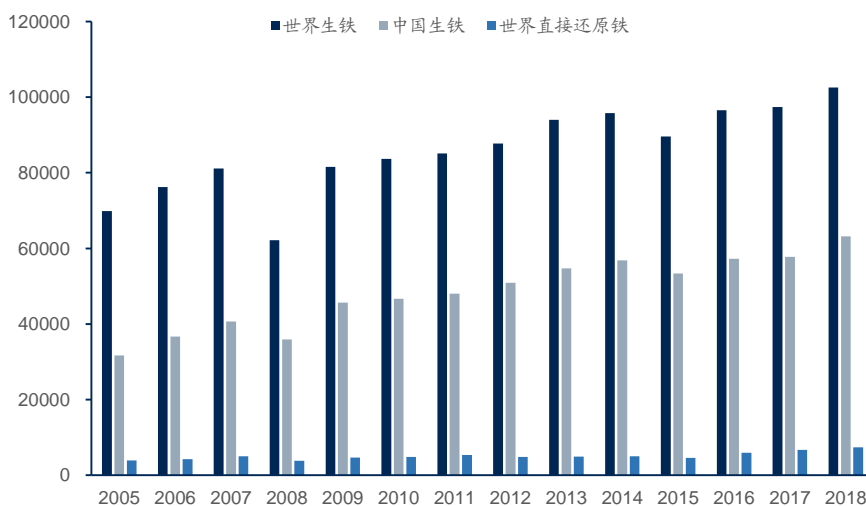
图 31: 铁矿石单月进口数量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从全球铁矿石需求端来看，近年来我国是铁矿石消费增量的核心区域。2018 年，全球生铁产量 12.35 亿吨，较 2017 年增长 2967 万吨，其中 2540 万吨增长来自中国生铁产量增加；同期，全球直接还原铁产量 0.84 亿吨，较 2017 年增长 894 万吨。随着我国生铁产量增速的回落，全球铁矿石需求增速或有所回落。铁矿石供给端扰动打破了前期产业链利润分配模式，随着供给的提升以及消费增速的回落，供需关系改善将推动矿价中枢下移，产业链利润有望重新向钢厂端倾斜。

图 32: 全球生铁及直接还原铁产量情况 (千吨)



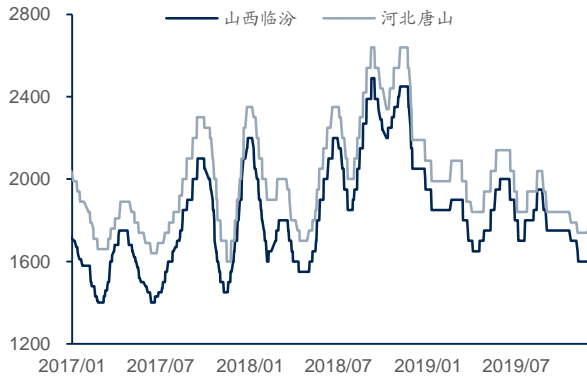
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

焦化去产能逐步推行

2018 年底，我国焦炭产能仍有 5.5 亿吨，产量达 4.4 亿吨。山西、河北、山东三大焦炭主产地 2018 年产量分别达 9256.2、4747.1、2098.6 万吨。相对于产

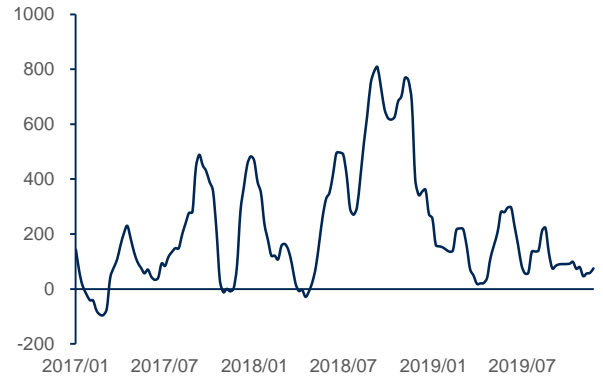
业链上下游，焦化产能更加分散，产能过剩问题相对更加突出，因此焦炭企业在产业链中话语权最弱，利润易受到上下游挤压。2017年来，山西临汾二级冶金焦价格在1400到2500元/吨间波动，独立焦化厂吨焦盈利较低。焦价及盈利的向上突破在环保限产等因素的推动下出现。

图 33: 二级冶金焦市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

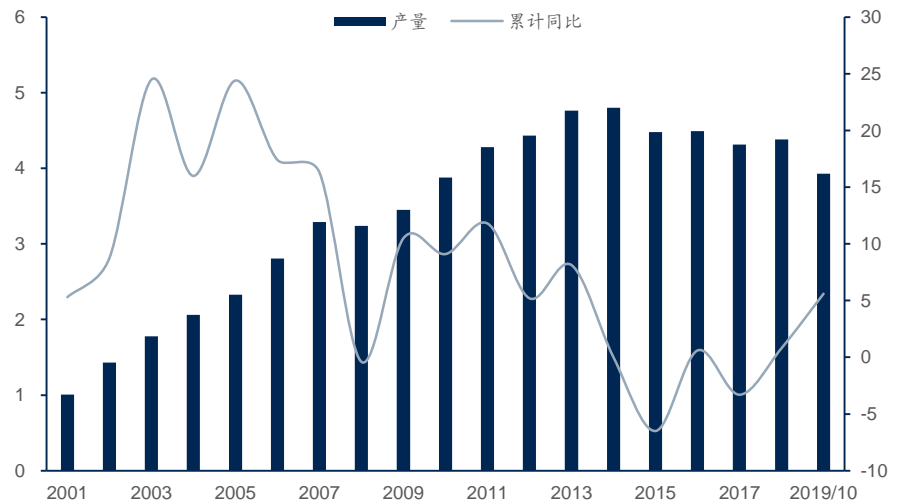
图 34: 独立焦化厂吨焦盈利情况 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

焦炭行业需求逻辑同铁矿石相似，但供给受到环保限产以及去产能政策执行情况的影响。2018年6月发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出，重点区域加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争2020年炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右。文件出台后，市场对于焦化去产能存在较高的市场预期，但实际进度较为缓慢，2019年前10月，我国焦炭产量达3.93亿吨，同比增长5.6%。同期，我国生铁产量增速为5.4%。焦炭产量增速略高于生铁产量增速，对焦价形成抑制。

图 35: 焦炭产量 (亿吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从库存情况也可以看到，2019年来焦炭库存处于较高水平。国内焦炭样本钢厂库存、独立焦化厂库存以及港口库存合计最高达972.8万吨，4月以来，持续保持在930万吨以上的较高水平。

图 36: 焦炭钢厂库存和独立焦化厂库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 焦炭四大港口库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

展望 2020 年, 焦化行业去产能力度及落地情况是最大的不确定因素。2019 年 5 月, 河北省印发《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》, 提出 2020 年底前全省所有炭化室高度 4.3 米的焦炉全部关停。2019 年 7 月, 山东省发布《关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》, 提出 2020 年将压减焦化产能 655 万吨。2019 年 8 月, 山西省印发《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》, 提出实施焦化行业三年升级改造行动, 到 2022 年, 先进产能占比达到 60% 以上。若产能政策能有超预期表现, 焦化在产业链中的话语权或有望提升, 相反, 焦企利润仍将受钢厂压制。

钢材价格与钢厂利润的平稳回归

随着供给侧结构性改革以及环保限产带来的政策性红利弱化, 钢价重回需求主导逻辑。周期恒动, 随着需求增速的回落, 钢价以及行业盈利向常态的回归是趋势所在。钢价在供需错配的过程中存在阶段性上涨机会, 行业盈利在产业链利润分配的变化以及钢厂效率的提升中也并不悲观。

供需错配下钢价存在阶段性上涨机会

2016 年来, 随着供给侧结构性改革的推进, 钢铁行业落后产能得到有效清退, 供需格局不断改善, 叠加环保限产等因素刺激, 钢材价格一路走高。上海地区螺纹钢价格由 2015 年 12 月底谷的 1690 元/吨, 最高上涨至 2017 年 12 月的 4980 元/吨。2019 年, 随着政策红利的弱化, 钢材产量上涨较快, 压制钢材价格回落, 但在持续的需求韧性下, 钢价整体仍处于历史较高水平, 并在地产端消费的带动下, 延续长强板弱的格局。

表 4: 上海地区钢材季度均价 (元/吨)

螺纹钢	2015	2016	2017	2018	2019
1	2430	2009	3467	3890	3827
2	2230	2348	3518	3966	4039
3	2042	2371	3932	4354	3811
4	1852	2915	4316	4250	3839
热轧板卷	2015	2016	2017	2018	2019
1	2606	2146	3692	4057	3760
2	2364	2682	3162	4141	3946
3	1967	2712	3959	4268	3748
4	1877	3349	4151	3886	3571
冷轧板卷	2015	2016	2017	2018	2019
1	3563	2902	4625	4645	4240
2	3108	3267	3700	4556	4270
3	2632	3245	4473	4776	4240
4	2373	4264	4784	4427	4245
中板	2015	2016	2017	2018	2019
1	2568	2233	3602	4118	3903
2	2354	2581	3317	4377	4036
3	2057	2543	3858	4398	3847
4	1886	3163	4169	4066	3708

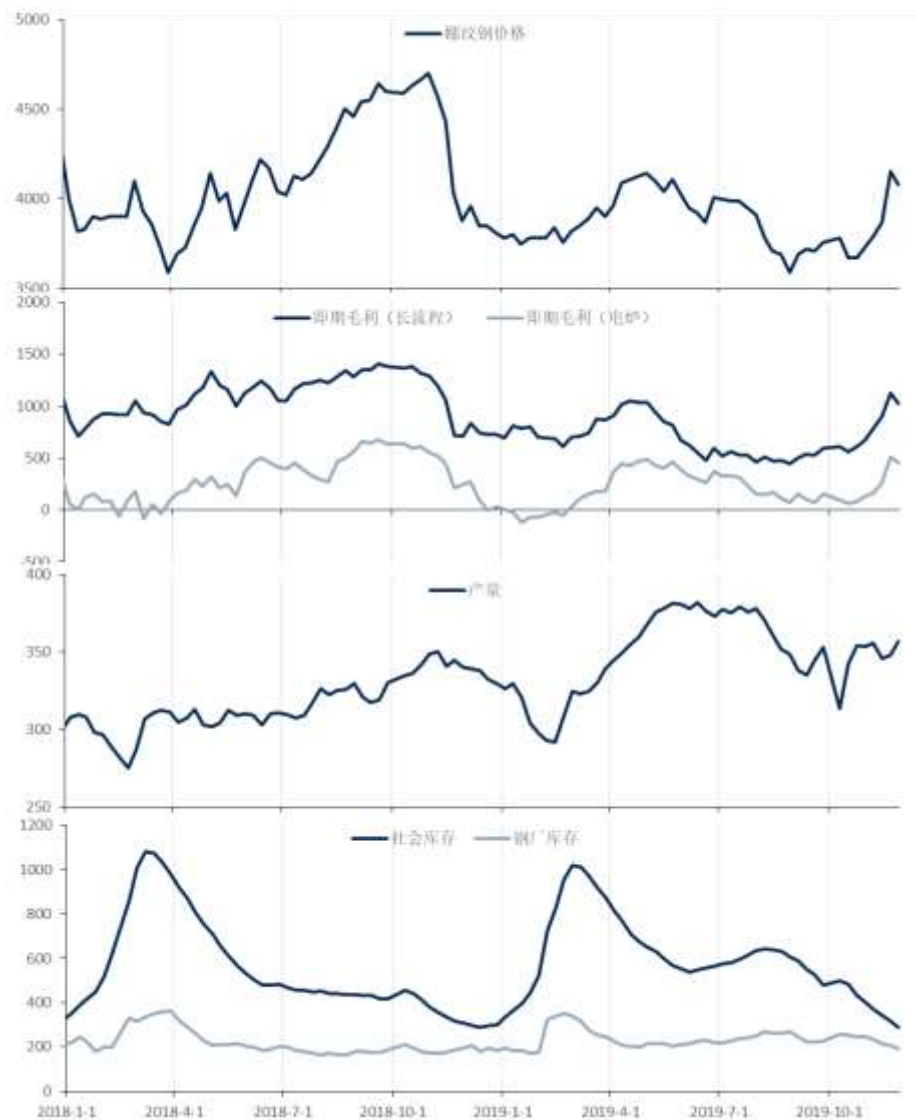
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢材价格的波动受到供给、需求、库存的影响,也受到限产、产能置换等政策的影响,但从中长期来看,钢材价格变动以需求为主导。在 2020 年,供给端政策影响或不断弱化,在钢材需求整体平稳的假设下,钢材价格难以出现长期趋势性上涨行情。

但分阶段来看,季节性淡旺季变换带来的供需错配仍可为钢价带来上涨机会。值得关注的阶段是“金三银四”以及“金九银十”两个需求旺季的消费情况。每年 1、2 月份,受到冬季天气以及春节放假的影响,下游消费会急剧收缩,真实需求转变为贸易商的囤货需求。但在当前阶段,上海螺纹钢价格仍超过 4000 元/吨,高价下钢贸商冬储意愿很低。受此影响,钢材价格或持续回落,压制钢厂利润,短流程钢厂减产,同时在限产政策严格执行下,长流程产量整体受控。此外,2020 年春节相对较早,2 月 8 日即元宵节,若天气支持,消费启动时间有望早于往年。春节后,在低库存、消费启动的情况下,钢材价格有望迎来上涨行情。

在 9、10 月份,钢材消费迎来旺季,实际需求与市场预期的差异带来钢价的波动。2019 年,在地产需求的支撑下,钢材需求保持较高水平,金九银十,钢材消费持续好于市场预期,库存降速理想,拉动钢价上修。2020 年市场对于消费的预期同样偏弱,若地产韧性持续,预期差或可再度带动钢价上涨。

图 38: 螺纹钢价格、毛利、产量及库存情况 (元/吨, 万吨)

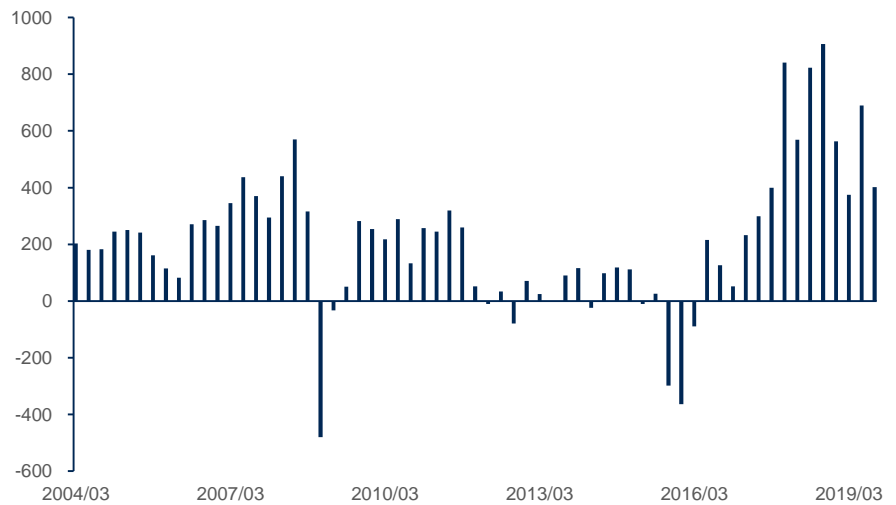


资料来源: Wind, Mysteel, 国信证券经济研究所整理

行业盈利向常态回归

2019 年, 钢材价格小幅回落, 叠加铁矿石价格的大幅攀升吞噬了钢厂利润, 行业利润明显回落。截至 9 月, 我国大中型钢铁企业累积实现利润总额 1466 亿元, 同比下降 36.3%。但从长期历史平均情况来看, 当前行业利润仍处于较高水平。

图 39: 大中型钢铁企业单季利润总额 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

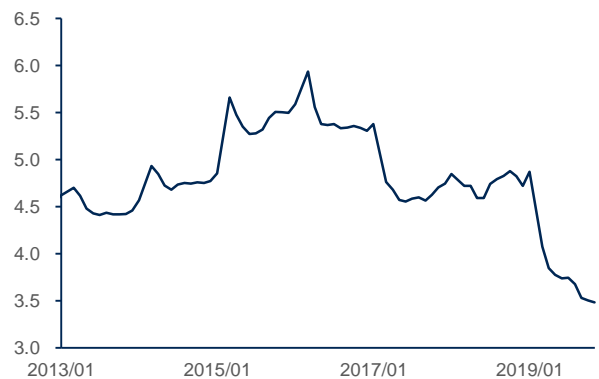
随着供给侧政策限制的弱化, 需求的周期波动, 行业盈利势必向均值回归。但相较于 2015 年, 行业盈利的市场化调节是更为有效的, 全行业亏损的局面难以出现。首先, 经过近几年淘汰落后产能, 钢材端供需关系大为改善, 在产业链上的话语权有所提高。其次, 地条钢的全面出清, 解决了劣币驱逐良币的问题。过去在行业盈利下行时, 地条钢因成本更低, 盈利持续并不会减产, 导致市场供需关系进一步恶化, 行业盈利不断下探; 当前电炉应用废钢生产取代了地条钢, 而短流程生产成本普遍高于长流程, 因此在行业盈利下行时, 电炉可灵活停产, 钢材供给减少, 行业盈利止跌企稳。最后, 经过近年来高盈利环境下的调整, 钢厂运营效率普遍大幅改善, 在同样的市场环境下, 盈利的安全边际更宽。

图 40: 黑色金属冶炼及压延加工业资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 黑色金属冶炼及压延加工业三费占比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资主线—攻守兼备

2019 年, 在对市场需求的悲观预期下, 钢铁板块估值持续被压制, 行情走势远弱于大盘。当前, 申万钢铁板块市盈率处于历史低位, 包括宝钢股份在内的 16 只股票处于破净状态。

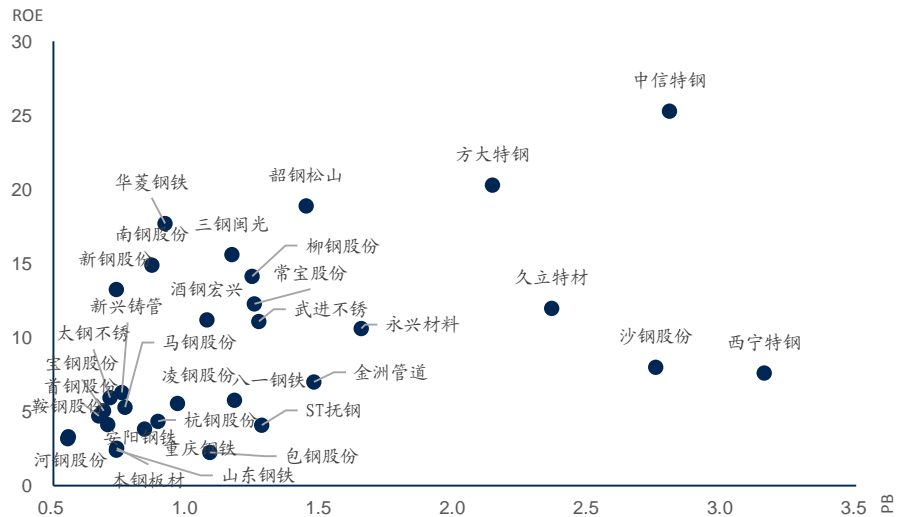
表 5: 钢铁股估值情况

证券简称	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	证券简称	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)
河钢股份	12.97	0.55	酒钢宏兴	10.00	1.07
鞍钢股份	10.28	0.56	包钢股份	26.42	1.09
首钢股份	12.10	0.67	三钢闽光	5.02	1.17
宝钢股份	8.17	0.69	八一钢铁	13.88	1.18
安阳钢铁	10.63	0.70	柳钢股份	4.59	1.24
太钢不锈	8.16	0.71	常宝股份	8.76	1.25
新钢股份	3.35	0.74	武进不锈	9.66	1.27
山东钢铁	85.44	0.74	ST 抚钢	1.91	1.28
本钢板材	20.52	0.74	韶钢松山	5.87	1.45
新兴铸管	9.97	0.76	金洲管道	14.13	1.47
马钢股份	11.48	0.77	永兴材料	13.46	1.65
重庆钢铁	15.71	0.84	方大特钢	6.96	2.14
南钢股份	4.87	0.87	久立特材	15.42	2.36
杭钢股份	14.67	0.89	沙钢股份	23.87	2.75
华菱钢铁	4.06	0.92	中信特钢	18.15	2.80
凌钢股份	21.78	0.96	西宁特钢	-2.72	3.16

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 12 月 3 日)

投资主线 1: 板块存在估值修复机会。过往钢铁行业盈利的大幅波动导致市场在行业盈利较高时给予板块较低的估值水平, 对于行业利润存在过度悲观的预期。当前, 行业盈利能力相较 2015 年已经大幅改善, 特别是管理能力、成本控制优秀的企业在行业下行周期中盈利优势将更为突出。随着需求下行, 行业盈利的稳定性有望得到验证, 板块存在估值修复的机会。建议关注盈利能力强而估值低的三钢闽光、华菱钢铁。

图 42: 钢铁股 PB-ROE 分布图



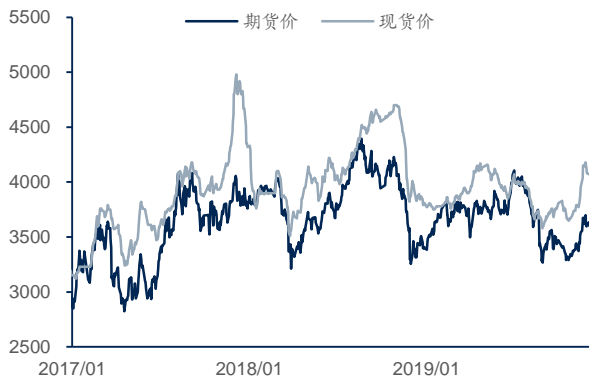
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资主线 2: 虽然钢铁行业属于强周期行业, 但在板块内, 盈利稳健的龙头企业具备穿越周期的能力。这类企业因为产品附加值高, 对下游的话语权相对较强, 具备一定的成本转移能力, 能够长期保持盈利。建议关注生产特钢的中信特钢以及生产高端板材的宝钢股份。

阶段性机会: 2020 年, 钢铁行业价格整体趋势或呈现平稳回归, 但在需求旺季存在供需错配带来的钢价阶段性上涨机会。期货价格是对未来不断修正的预期, 当螺纹钢期货贴水时, 反映出市场预期较为悲观, 在期货价格大幅上涨使贴水缩小时, 钢铁板块往往上涨。钢价波动中高弹性长材企业存在投资机会, 建议

关注三钢闽光、方大特钢。

图 43: 螺纹钢期货现价(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 钢铁板块走势与期现价差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 近年来钢铁行业新增产能受限, 钢铁企业投资受限, 且上市钢铁企业资产负债率普遍已降至合理水平, 高分红预期提高。年报季, 建议关注三钢闽光、方大特钢。

表 6: 钢铁股分红情况

证券简称	2018			2017			2016		
	年度累计单位分红, 元	年度累计分红总额, 亿元	年度现金分红比例, %	年度累计单位分红, 元	年度累计分红总额, 亿元	年度现金分红比例, %	年度累计单位分红, 元	年度累计分红总额, 亿元	年度现金分红比例, %
三钢闽光	2.00	32.69	50.24	1.50	20.60	38.01	0.20	2.75	29.65
方大特钢	1.70	24.61	84.09	1.60	21.22	83.55	0.25	3.34	50.19
永兴材料	1.00	3.60	92.95	1.00	3.60	102.37	0.13	0.47	18.45
中信特钢	0.80	3.60	70.47	0.30	1.35	34.14	0.20	0.90	30.71
柳钢股份	0.60	15.38	33.36	0.50	12.81	48.42	0.03	0.77	39.14
武进不锈	0.60	1.23	61.61	0.32	0.64	49.94	0.18	0.37	30.02
宝钢股份	0.50	111.38	51.65	0.45	100.21	52.27	0.21	46.42	51.77
马钢股份	0.36	27.72	46.65	0.17	12.71	30.77			
久立特材	0.30	2.52	83.15	0.15	1.26	94.32	0.06	0.50	30.10
南钢股份	0.30	13.27	33.12	0.05	2.20	6.89			
鞍钢股份	0.22	15.92	20.02	0.23	16.78	29.95	0.07	4.85	30.00
新兴铸管	0.20	7.98	37.98	0.15	5.99	54.77	0.03	1.20	27.20
金洲管道	0.20	1.04	54.50	0.10	0.52	32.00	0.04	0.21	33.14
新钢股份	0.20	6.38	10.80	0.09	2.87	9.23	0.02	0.56	11.08
常宝股份	0.12	1.15	23.99	0.10	0.97	67.18	1.00	4.00	364.73
河钢股份	0.10	10.62	29.28	0.10	10.62	58.44	0.08	8.49	54.61
太钢不锈	0.10	5.70	11.44	0.24	13.84	29.95	0.02	1.14	9.94
安阳钢铁	0.10	2.39	12.89						
沙钢股份	0.06	1.32	11.25						
本钢板材	0.05	1.94	18.69	0.05	1.94	12.11			
凌钢股份	0.04	1.22	10.18	0.05	1.26	10.44	0.02	0.43	31.97
包钢股份	0.01	3.19	9.60	0.01	2.28	11.06			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

政策风险。钢铁行业属于两高一剩行业, 受到行业监管政策以及环保政策影响较大, 政策执行力度的变化会导致行业供给端变动。

钢材需求大幅下滑风险。钢铁行业存在着明显的周期波动, 其下游包括房地产、

基建、汽车、机械等领域，随着宏观经济环境变化以及行业政策导向的改变，相关行业均存在钢材消费下滑的可能。下游需求下滑或导致钢材价格的下跌，进而对行业盈利造成负面影响。

原料价格波动风险。钢材生产的主要原材料包括铁矿石、焦炭等，均属于大宗商品，价格易受到多种因素影响发生大幅震荡。原料价格的上涨将挤压钢厂利润，对行业盈利水平造成影响。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	最新
000708	中信特钢	买入	23.72	1.14	1.63	1.69	20.8	14.6	14.0	2.86
002110	三钢闽光	增持	8.43	3.98	1.59	1.81	2.1	5.3	4.7	1.16
600507	方大特钢	增持	9.00	2.02	1.30	1.60	4.5	6.9	5.6	2.12
000932	华菱钢铁	增持	4.46	2.25	1.09	1.38	2.0	4.1	3.2	0.91
600019	宝钢股份	增持	5.43	0.97	0.54	0.61	5.6	10.1	8.9	0.69
600282	南钢股份	增持	3.19	0.91	0.70	0.85	3.5	4.6	3.8	0.86
600782	新钢股份	增持	4.76	1.85	1.16	1.35	2.6	4.1	3.5	0.72
601003	柳钢股份	增持	5.05	1.80	0.80	0.95	2.8	6.3	5.3	1.24
600022	山东钢铁	增持	1.39	0.19	0.11	0.12	7.2	12.6	11.6	0.74
000959	首钢股份	增持	3.41	0.45	0.32	0.46	7.5	10.7	7.4	0.67
000629	攀钢钒钛	增持	2.76	0.36	0.31	0.32	7.7	8.9	8.6	2.51

数据来源：wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032