

钢铁

证券研究报告
2019年12月08日

钢铁 2020 年度策略：结构重于总量 节奏大于趋势

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

马金龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519030001

majinlong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《钢铁-行业研究周报:社库降幅放缓后期或将逐渐筑底》 2019-12-01
- 2 《钢铁-行业研究简报:低估值、高分红 高性价比钢铁股》 2019-11-26
- 3 《钢铁-行业研究周报:广州螺纹冲上5000 钢铁板块大幅上涨》 2019-11-24

政策弱化后产业再平衡的 2019 年

正如我们 2019 年度策略提出的, 2019 年是钢铁产业的再平衡之年, 但实际过程更加曲折。其中政策作用更加平淡, 企业和市场力量更强。政策上行业去产能接近尾声, 政策干预弱化, 全年并未出台新的产业政策, 对企业的干预明显降低, 环保政策放松明显, 生产技术的提升也造成粗钢产量大幅增长, 但强劲的需求起到了对冲作用, 钢价虽然同比下降, 但全年波动幅度较小。原料端经历了剧烈的再平衡过程, 铁矿石、焦炭价格都经历了“过山车”式波动, 这些因素叠加共同造成了行业利润大幅波动, 同比大幅下滑, 品种盈利能力分化明显, 长强板弱。板块指数明显跑输大盘。

结构和节奏主导的 2020 年

2020 年产业政策全面由攻转守, 供给端也将由政策压倒性的局面转为政策与市场的互动博弈, 不确定性更大, 是决定明年行业走向的核心因素, 但产能、盈利的政策底线仍在。相比于供给端, 需求端确定性更大, 一是基建托底继续强化, 地产即使回落也不会出现负增长, 建材需求更加强劲; 二是制造业投资已经进入底部, 工业用材需求也处于底部区间。需求结构上看, 建筑用钢和特钢仍是重点; 需求区域上看, 长三角、粤港澳、雄安、西部地区或将是钢材需求的重点区域。原材料端经历两年大幅波动调整, 未来大概率维持目前相对弱势的供需格局, 但同比更加稳定。整体节奏上看, 明年上半年大概率维持 2019 年下半年格局, 明年下半年可能进入不稳定期。

优质资产质量、低估值是投资价值亮点

钢铁股经历了连续两年下跌, 板块指数(申万) 2019 年最低点跌至 1922.37 点, 已经低于供给侧改革前, 达到 2016 年初水平。但当经历供给侧改革后, 资产质量已处于历史最好水平, 资产负债率降至 57.36%。而且从中长期看, 行业盈利是政策底线, 供改政策将为行业盈利保驾护航。目前近半数标的市净率小于 1。普钢核心标的估值仍在 4-5 倍水平, 特钢仍具有成长性, 估值相对便宜。重点关注产品以螺纹、中厚板、特钢为主, 分红潜力高标的。今年业绩增长明显的管道公司, 后续需关注国家管网公司成立后的投资和订单释放力度和节奏。

风险提示: 政策不及预期, 原材料大幅波动对行业的不可控影响, 需求出现较明显的萎缩, 大盘继续下挫导致对板块的支撑减弱等。



重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-12-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000932.SZ	华菱钢铁	4.48	买入	1.61	0.69	0.80	0.91	2.78	6.49	5.60	4.92
002110.SZ	三钢闽光	8.33	买入	2.65	1.46	1.60	1.78	3.14	5.71	5.21	4.68
600507.SH	方大特钢	8.92	买入	2.02	1.09	1.17	1.29	4.42	8.18	7.62	6.91
600782.SH	新钢股份	4.82	买入	1.85	1.14	1.17	1.27	2.61	4.23	4.12	3.80
600282.SH	南钢股份	3.19	增持	0.91	0.67	0.71	0.80	3.51	4.76	4.49	3.99
601003.SH	柳钢股份	5.10	买入	1.80	1.19	1.22	1.27	2.83	4.29	4.18	4.02
000717.SZ	韶钢松山	4.43	买入	1.37	0.87	0.88	0.97	3.23	5.09	5.03	4.57
000708.SZ	中信特钢	24.79	买入	0.17	1.71	1.79	1.88	145.82	14.50	13.85	13.19
002318.SZ	久立特材	8.63	买入	0.36	0.39	0.39	0.50	23.97	22.13	22.13	17.26
002756.SZ	永兴材料	16.32	买入	1.08	1.16	1.47	1.49	15.11	14.07	11.10	10.95

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 2019，政策弱化后的再平衡之路	5
1.1. 钢铁板块跑输指数	5
1.2. 统计范围内粗钢产量、表观消费量创新高	7
1.3. 成本高于去年 钢价弱于去年	9
1.4. 盈利同比下降明显 建材企业好于板材企业	10
2. 2020，结构和节奏是核心	11
2.1. 行业格局仍处于有利局势 政策是供给核心变量	12
2.1.1. 长、短流程成本差是钢价“护城河” 供改政策走向是核心变量	12
2.1.2. 供改政策持续性，特别是执行情况是核心变量	14
2.1.3. 打赢蓝天保卫战结果的诉求直接影响产量和钢价	15
2.1.4. 产业格局开始出现显著变化	15
2.2. 需求维持结构性、区域性分化	17
2.2.1. 再次强调，稳增长的直接效果是稳钢材消费	19
2.2.2. 建筑用钢需求仍然会好于工业用钢	19
2.2.3. 工业用材总体难有大起色，但中厚板需求有望延续旺盛	21
2.2.4. 钢材需求区域或将明显分化	22
2.3. 成本端整体趋弱	23
2.3.1. 焦炭价格如期回落 后期仍将弱势	23
2.3.2. 铁矿石经历过过山车行情 国内将更加关注铁矿石风险控制	24
2.3.3. 废钢价格仍将维持高位	26
2.4. 结构和节奏变化成为主旋律	26
3. 投资建议	27
3.1. 资产质量继续提升，近半数标的仍破净	27
3.2. 品种上重点关注建材、中厚板、特钢占比高企业，估值优势明显	29
3.3. 优质资产质量支撑高分红	30
3.4. 风险提示	31

图表目录

图 1: 截至 12 月 6 日申万行业类各个板块年初至今涨跌幅	6
图 2: 截至 12 月 6 日年钢铁（申万）指数与上证综指走势情况	6
图 3: 2019 年申万钢铁板块总市值及市盈率变化情况	7
图 4: 截至 12 月 6 日上市公司市净率	7
图 5: 高炉利用系数	8
图 6: 转炉废钢料消耗（单位：kg/t）	8
图 7: 中国生铁日均产量（单位：万吨）	8
图 8: 中国粗钢日均产量（单位：万吨）	8
图 9: 粗钢产量与表观消费量（2017 年前考虑地条钢产量因素，单位：万吨）	8
图 10: 铁矿石价格指数（单位：美元/干吨）	9
图 11: 焦炭价格走势图（单位：元/吨）	9
图 12: 2017 年-2018 年中钢协钢材价格指数变化情况	9
图 13: 钢材分品种毛利情况（单位：元/吨）	10
图 14: 2018-2019Q3 单季度三项费用率变化（单位：%）	11
图 15: 2018-2019Q3 资产负债率变化（单位：%）	11
图 16: 2018-2019Q3 单季度销售净利率、毛利率变化（单位：%）	11
图 17: 2018-2019Q3 单季度归母净利润变化（单位：亿元）	11
图 18: 转炉、电炉利用系数	12
图 19: 转炉废钢消耗料（单位：kg/t）	12
图 20: 电炉利用系数	12
图 21: 电炉日历作业率	12
图 22: 电炉钢产量（单位：万吨）	13
图 23: 12 月 3 日华东地区电炉成本对比	13
图 24: 螺纹价格、毛利与转炉、电炉作业率（单位：元/吨）	14
图 25: 废钢价格与转炉、电炉作业率（单位：元/吨）	14
图 26: 置换项目未来生铁及粗钢年度产能变化情况（单位：万吨）	14
图 27: 置换项目未来转炉钢及电炉钢产能变化情况（单位：万吨）	14
图 28: 2016 年-2018 年 9 月份我国钢铁行业 CR10、CR4 变化情况	16
图 29: 近 5 年粗钢产量柱状图（单位：万吨）	18
图 30: 五大品种社会总库存（单位：万吨）	18
图 31: 螺纹钢社会库存（单位：万吨）	18
图 32: 线材社会库存（单位：万吨）	18
图 33: 热卷社会库存（单位：万吨）	18
图 34: 冷卷社会库存（单位：万吨）	19
图 35: 中厚板社会库存（单位：万吨）	19
图 36: 万元 GDP 对应粗钢消费量（单位：kg）	19
图 37: 固定资产投资完成额及累计增速（单位：亿元，%）	20
图 38: 基建投资（不含电力）累计值及同比增速（单位：亿元，%）	20
图 39: 房地产开发投资完成额累计值及同比增速（单位：亿元，%）	20

图 40: 商品房待售面积及同比 (单位: 万平方米)	20
图 41: 中国人口结构 (单位: 亿人)	21
图 42: 房地产新开工面积及累计同比 (单位: 万平方米, %)	21
图 43: 房地产施工面积及累计同比 (单位: 万平方米, %)	21
图 44: 设备工器具购置费用累计值及同比 (单位: 亿元, %)	22
图 45: 汽车销量累计值及累计同比 (单位: 万辆, %)	22
图 46: 2010-2018 年城镇居民人均可支配收入季度同比 (单位: %)	22
图 47: 需求区域分化的主要地域	23
图 48: 全国焦炭月均产量 (单位: 万吨)	24
图 49: 全国焦炭累计产量 (单位: 万吨)	24
图 50: 唐山地区冶金焦到厂价格 (单位: 元/吨)	24
图 51: 中国铁矿石月度进口量 (单位: 万吨)	25
图 52: 国产矿产量累计值 (单位: 万吨)	25
图 53: 45 港口铁矿石库存 (单位: 万吨)	25
图 54: 青岛港 pb 粉现货价格 (单位: 元/吨)	25
图 55: 转炉冶炼吨钢废钢消耗 (单位: 千克/吨)	26
图 56: 我国近年来废钢进口量 (单位: 万吨)	26
图 57: 2016 年-2019 年钢铁 (申万) 指数变化情况	27
图 58: 2018-2019Q3 资产负债率变化 (单位: %)	28
图 59: 上市公司资产负债率	29
表 1: 截至 2019 年 12 月 6 日分季度吨钢盈利情况 (单位: 元/吨)	10
表 2: 产能置换统计总表 (单位: 万吨)	15
表 3: 京津冀、汾渭平原、长三角地区秋冬季空气质量改善目标及完成情况	15
表 4: 中国前十大钢铁集团粗钢产量情况 (单位: 万吨)	16
表 5: 由北向南产能转入统计表 (单位: 万吨)	17
表 6: 沿海地区新建产能布局 (单位: 万吨)	17
表 7: 市净率<1 个股明细	28
表 8: 主要上市公司建材及板材营收占比	29
表 9: 低估值优质标的 (单位: 亿元)	30
表 10: 截至 2019Q3 上市钢企未分配利润情况 (单位: 亿元)	30
表 11: 高股息率个股 (单位: 亿元)	31

1. 2019，政策弱化后的再平衡之路

2019 年策略报告我们提出，2019 年是钢铁的再平衡之年。从实际情况看确实如此，只是平衡的道路更加曲折，政策作用更加平淡，企业和市场力量更强。

从政策层面上看，行业去产能接近尾声，政策干预弱化，全年并未出台新的政策，仍然在既有的政策框架下运行，对企业的干预明显降低。环保政策放松明显，2018-2019 年秋季限产效果较差，根据生态环境部公告的《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》《长三角地区 2019-2020 年秋季大气污染防治综合治理攻坚行动方案》《汾渭平原 2019-2020 年秋季大气污染防治综合治理攻坚行动方案》，三个地区均未完成 2018-2019 年 PM2.5 治理任务，其中京津冀地区 PM2.5 同比上升 6.5%；长三角 10 个城市未完成 PM2.5 浓度下降目标，其中 5 个城市同比不降反升；汾渭平原 4 个城市 PM2.5 平均浓度同比上升。重污染天数京津冀地区同比增加 36.8%，汾渭平原同比增加 42.9%。2018-2019 年秋季大气污染防治目标基本未完成。

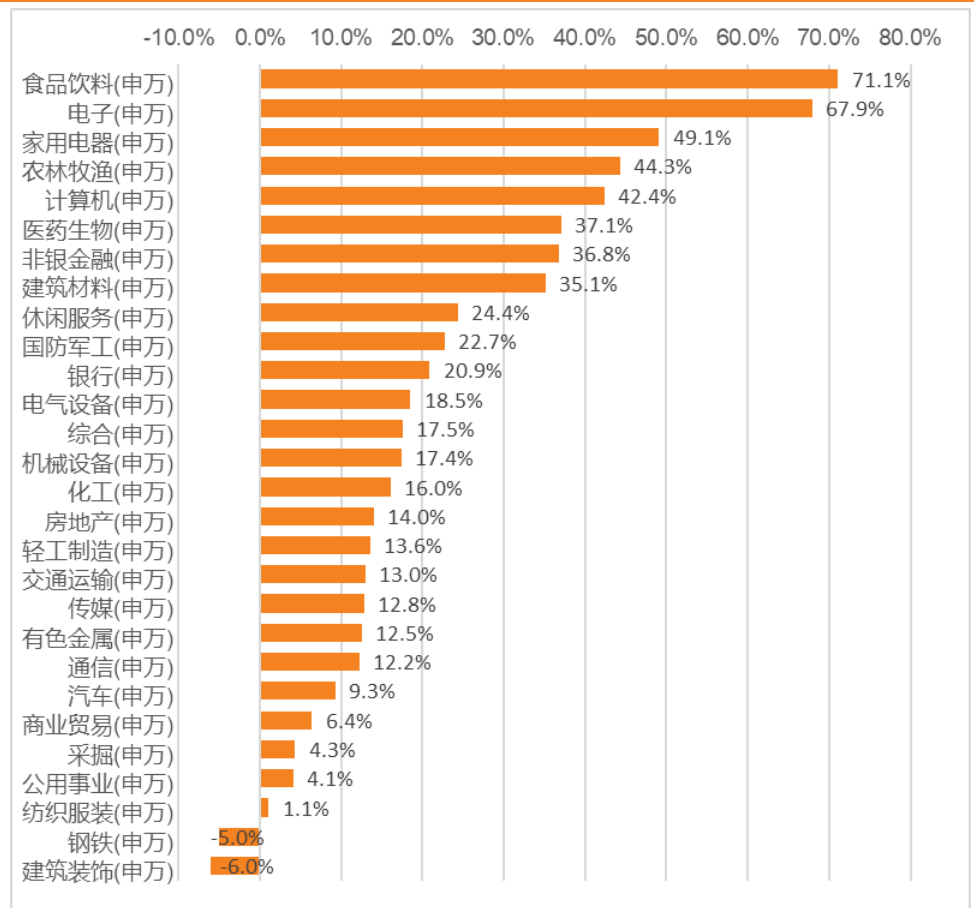
从行业层面上看，生产技术的提升造成粗钢产量创新高，但总体需求强劲，全年钢价虽然同比下降，但波动幅度较小。原燃料经历了剧烈的再平衡过程，铁矿石、焦炭价格都经历了“过山车”式波动，这些因素叠加共同造成了行业利润大幅波动，且同比大幅下滑，品种盈利能力分化明显。

从股票表现上看，由于宏观预期悲观加之行业盈利回调，2019 年钢铁板块明显跑输大盘。截至 2019 年 12 月 6 日，在大盘指数全年上涨 18.12% 的情况下，钢铁板块全年净跌幅为 5.05%。

1.1. 钢铁板块跑输指数

2019 年，钢铁板块整体表现不佳。截至 2019 年 12 月 6 日，在申万一级行业的 28 个细分板块中，26 个板块整体表现上涨，2 个板块表现为下跌，钢铁板块倒数第二。而与上证综合指数对比来看，上证指数全年上涨 446.72 点，涨幅 18.12%；同期申万钢铁指数下跌 108.14 点，下跌幅度 5.05%。从节奏上看，一季度板块走势与大盘趋势相同，但进入 4 月份后随着其他板块赚钱效应明显，钢铁板块相应走弱。截至 4 月 8 日，钢铁行业指数较年初上涨 35.37%，同期上证综指仅上涨 31.62%；而随后的二季度以来，申万钢铁指数快速下滑。进入 11 月中旬以来，钢铁板块经历短期快速反弹后逐渐震荡企稳。

图 1：截至 12 月 6 日申万行业类各个板块年初至今涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

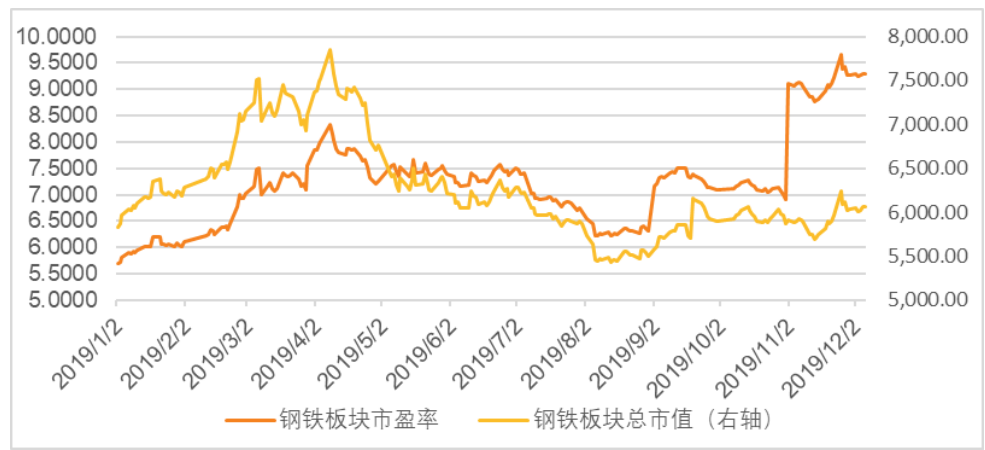
图 2：截至 12 月 6 日年钢铁（申万）指数与上证综指走势情况



资料来源：wind，天风证券研究所

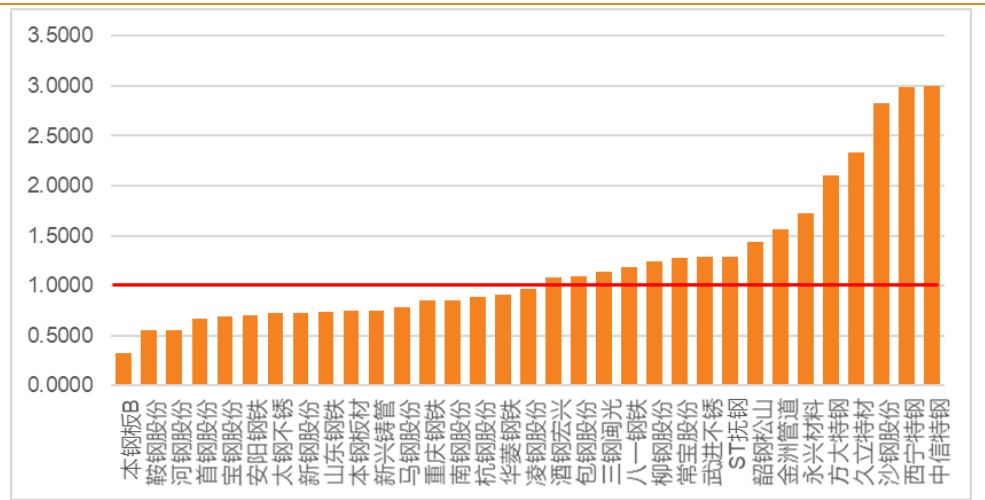
根据 wind 统计数据，截至 12 月 6 日，申万钢铁板块总市值为 6058.93 亿元，较年初增加 231.72 亿，增加幅度 4.0%；同期申万钢铁板块市盈率为 9.29 倍，较年初上涨 3.6，涨幅 63.3%。钢铁板块总市值较年初小幅增加，而盈利能力同比下滑却较为明显，这导致钢铁板块的市盈率出现了回升。同时随着行业持续盈利，钢铁企业财务状况持续改善，前九月份大中型企业资产负债率 63.98%，同比下降 1.01 个百分点；上市公司资产负债率 52.46%，同比下降 2.91 百分点。但由于股价持续回调，申万一级中的 33 家上市公司中破净企业 17 家，占 51.5%。

图 3：2019 年申万钢铁板块总市值及市盈率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：截至 12 月 6 日上市公司市净率

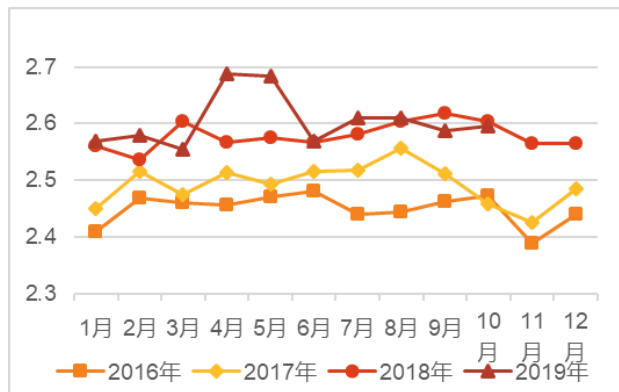


资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 统计范围内粗钢产量、表观消费量创新高

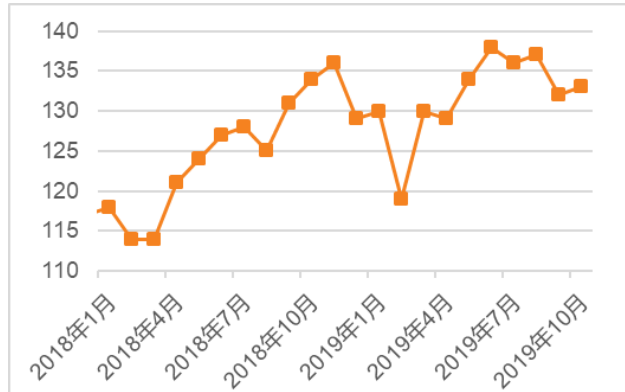
2018 年以来，受益供给侧改革及打击地条钢因素影响，钢铁企业盈利普遍好转。钢铁企业为了提高盈利能力，纷纷提高了高炉利用系数与转炉废钢料消耗。根据中钢协统计数据显示，高炉利用系数 4 月份最高达 2.688，同比增长 4.7%；2019 年前 10 个月，转炉废钢料消耗平均为 131.8kg/t，而 2018 年平均为 125.1kg/t，同比上涨 5.4%。

图 5：高炉利用系数



资料来源：中钢协，天风证券研究所

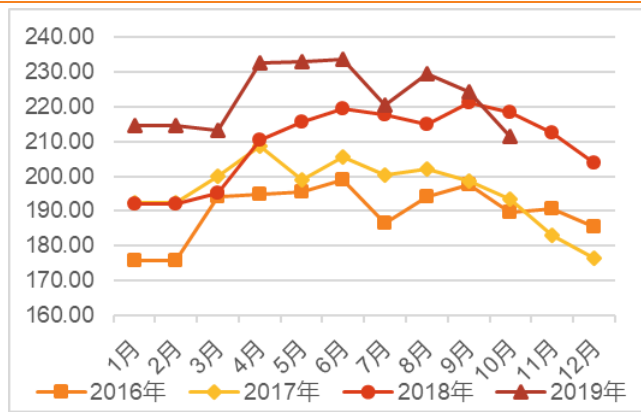
图 6：转炉废钢料消耗 (单位: kg/t)



资料来源：中钢协，天风证券研究所

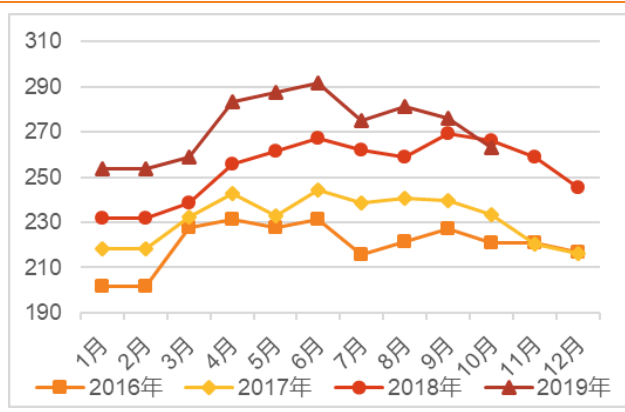
受此影响，2019 年我国粗钢日均产量频创新高，单月日均产量明显高于去年同期。根据国家统计局数据显示，截至 2019 年 10 月份，我国生铁、粗钢产量分别为 6.75 亿吨、8.29 亿吨，比去年同期增长 4.7%、6.0%。我们预计今年全年生铁产量、粗钢产量分别为 8.16 亿吨、9.93 亿吨，即使考虑 2017 年之前年份未统计地条钢产量，今年粗钢产量也超过 2018 年，或将创历史新高。

图 7：中国生铁日均产量 (单位: 万吨)



资料来源：中钢协，天风证券研究所

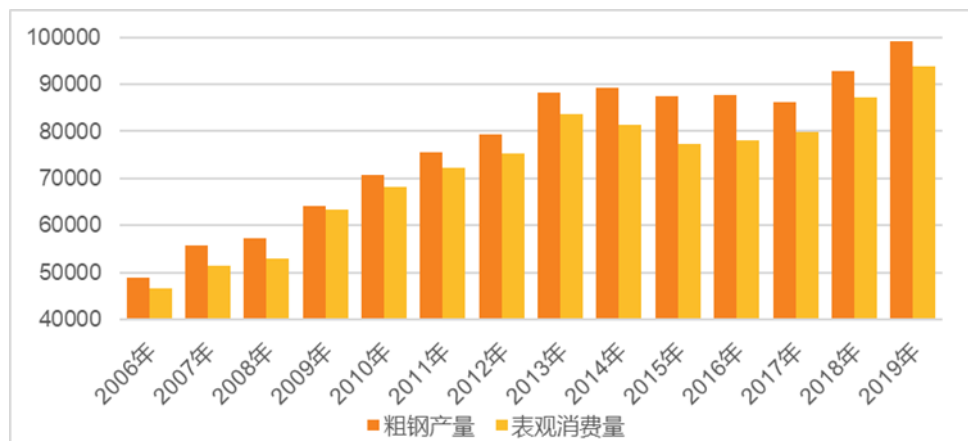
图 8：中国粗钢日均产量 (单位: 万吨)



资料来源：中钢协，天风证券研究所

2018 年我国共进口钢材 1316.6 万吨，出口钢材 6933.6 万吨，全年钢材表观消费量 87184 万吨，考虑地条钢因素，表观消费量同比增长 9.1%，比历史最高年份 2014 年增长 4.03%。2019 年，钢材表观消费量再创历史新高：我们预计 2019 年粗钢产量为 9.93 亿吨，进口量与出口量分别为 1156 万吨、6585 万吨，综合表观消费量为 9.38 亿吨，或将同比增长 7.6%。

图 9：粗钢产量与表观消费量 (2017 年前考虑地条钢产量因素, 单位: 万吨)

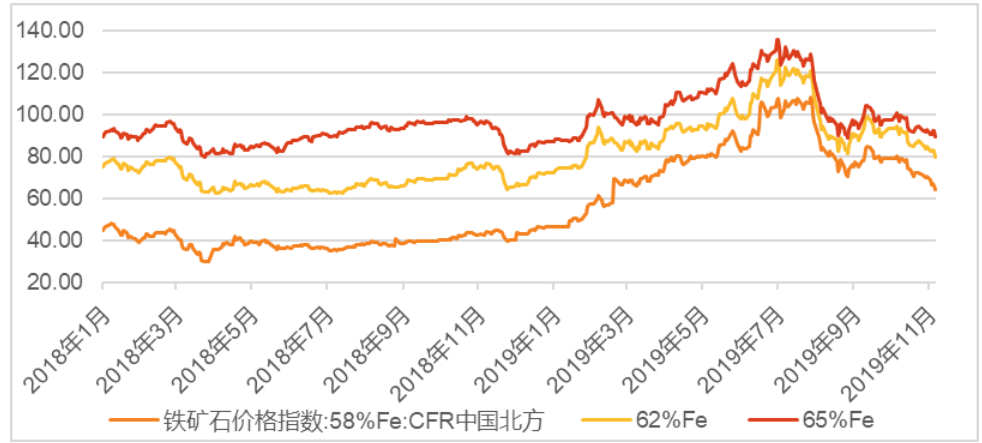


资料来源：中钢协，天风证券研究所

1.3. 成本高于去年 钢价弱于去年

2019 年淡水河谷溃坝事故造成铁矿石价格波动幅度严重超预期,大幅波动对行业利润造成了非常明显的影响。2018 年,普氏 62%铁矿石指数均价为 69.5 美元/干吨;今年 1 月份以来,巴西淡水河谷发生溃坝事故,事故直接导致铁矿石价格飙升,其中 2019 年前三季度普氏 62%均价分别为 82.7 美元/干吨、100.1 美元/干吨、102.0 美元/干吨,较 2018 年大幅上涨。截至 12 月 6 日,铁矿石四季度均价为 87.3 美元/干吨,较三季度有所回落,但仍高于一季度均价。

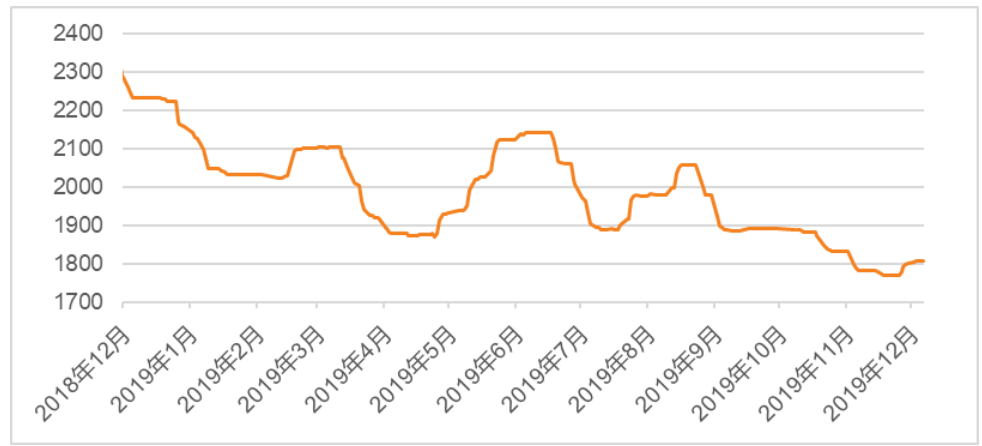
图 10: 铁矿石价格指数 (单位: 美元/干吨)



资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

2019 年焦炭价格整体弱于 2018 年,且价格波动幅度明显小于 2018 年。2019 年 1-10 月期间,焦炭价格长期在 1850-2150 元/吨区间内窄幅波动,10 月下旬以来,焦炭价格继续走弱,连创年度内新低。整体上看,1-4 季度焦炭平均价格为 2048 元/吨、2007 元/吨、1944 元/吨、1819 元/吨。

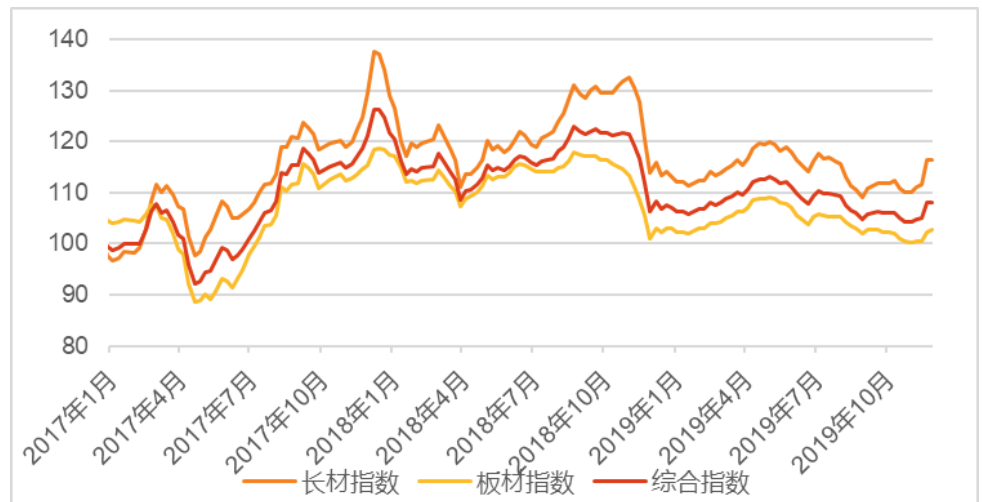
图 11: 焦炭价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

虽然焦炭价格弱于 2018 年,但由于铁矿石是原料成本主体,所以综合成本仍同比出现大幅增长,特别是三季度集中消化高成本矿,造成业绩下滑明显。但受产量的压制,钢材价格水平整体弱于 2018 年。2018 年全年,中钢协钢材综合价格指数全年均值为 115.9;今年以来,截至 2019 年 12 月 6 日,钢材综合价格指数均值为 108.3,较去年下滑 6.6%。其中,长材价格指数和板材价格指数分别下滑 7.4 点、8.1 点,下滑比例分别为 6.1%、7.2%。从品种上看,年内长材价格表现略优于板材;从时间节奏上看,二季度为全年价格指数高点,三、四季度以来,受环保限产政策放松及钢材产量居高不下的影响,价格指数持续回落。

图 12: 2017 年-2018 年中钢协钢材价格指数变化情况



资料来源：中钢协，天风证券研究所

1.4. 盈利同比下降明显 建材企业好于板材企业

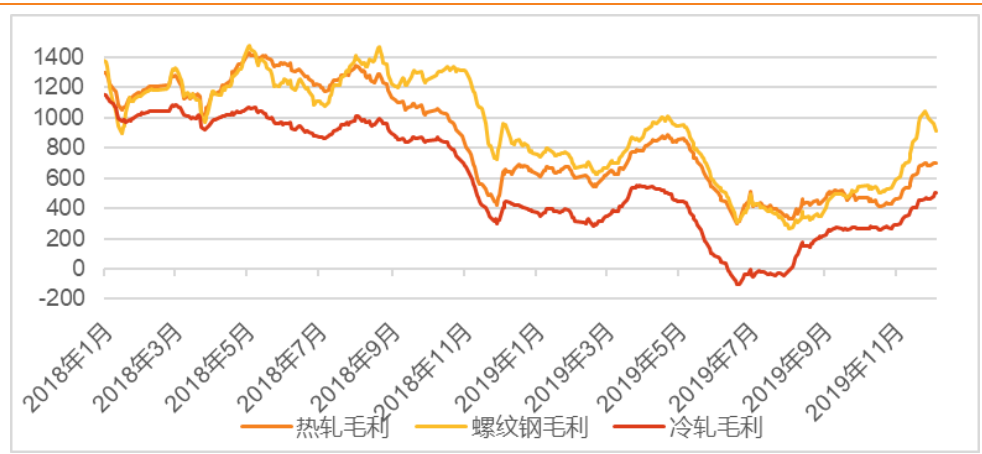
受生产成本上升，钢材产量连创新高影响，钢材盈利下降，特别是下半年更加明显。根据钢联数据显示，2019 年前三季度，螺纹钢吨钢毛利分别为 741 元/吨、728 元/吨、400 元/吨。四季度截至 12 月 6 日，螺纹钢吨钢毛利为 562 元/吨，较三季度有所好转，但同比仍下滑明显。同期热轧卷板、冷轧卷板的吨钢毛利分别为 652 元/吨、658 元/吨、436 元/吨、457 元/吨；388 元/吨、262 元/吨、117 元/吨、288 元/吨。建材毛利略好于板材。

表 1：截至 2019 年 12 月 6 日分季度吨钢盈利情况（单位：元/吨）

季度	热轧毛利	螺纹钢毛利	冷轧毛利
第一季	652	741	388
第二季	658	728	262
第三季	436	400	117
第四季	457	562	288

资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 13：钢材分品种毛利情况（单位：元/吨）



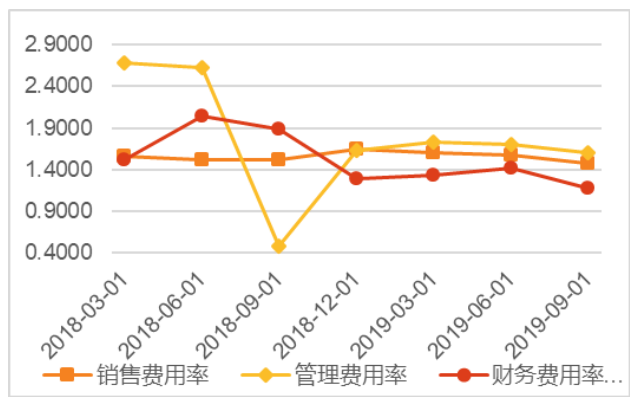
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

2019 年虽然钢铁企业同比盈利出现大幅回落，但由于 2018 年钢铁企业盈利为历史最高，因此从绝对盈利水平来看，仍好于供给侧改革之前的年份。在企业能够保证盈利的同时，企业自身管理经营也在逐步改善。上市钢企资产负债率由 2018 年年初的 60.69% 下降至 2019 年第三季度的 57.36%；费用方面，管理费用率由 2018 年一季度的 2.68% 下降至 2019 年

第三季度的 1.61%；销售费用率较 2018 年基本持平，截至 2019 年三季度，销售费用率为 1.48%，较 2018 年略有下降；伴随资产负债率的下降，公司财务状况继续得到优化，截至 2019 年三季度，钢铁行业财务费用率为 1.17%，为近年来最佳水平。

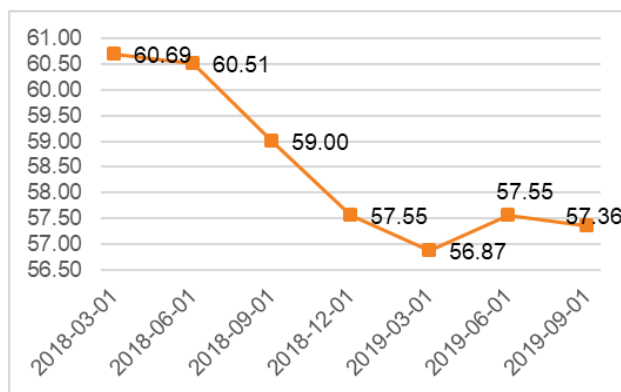
受原材料成本上升及钢材价格走弱影响，钢铁上市公司盈利能力略有下降，其中销售毛利率由 2018 年一季度的 14.60% 下降至 2019 年第三季度的 9.63%，销售净利率由 2018 年一季度的 6.97% 下降至 2019 年第三季度的 3.24%。前三季度上市公司（申万）归母净利润 453.17 亿元，同比下降 43.99%。

图 14：2018-2019Q3 单季度三项费用率变化（单位：%）



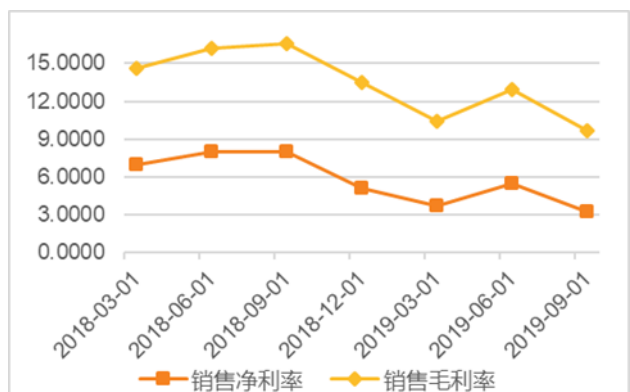
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：2018-2019Q3 资产负债率变化（单位：%）



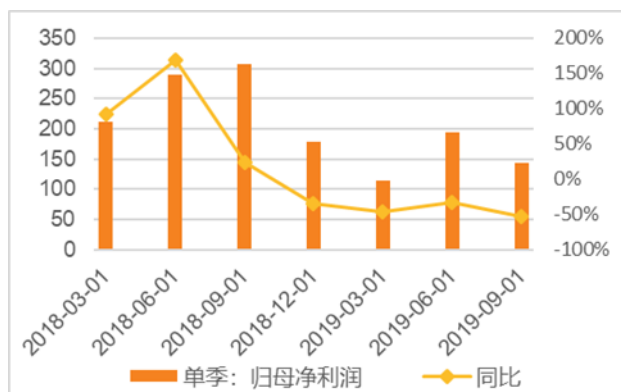
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：2018-2019Q3 单季度销售净利率、毛利率变化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：2018-2019Q3 单季度归母净利润变化（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 2020，结构和节奏是核心

2020 年，钢铁行业去产能工作阶段性结束，政策全面由攻转守，供给端的博弈也将由政策压倒性的局面转为政策与市场的互动博弈，不确定性更大，仍是决定明年行业走向的核心因素，但作为供给侧改革的样板行业，我们相信政策对产能总量、总体效益的底线意识仍在。相比于供给端，需求端确定性更大，一是基建托底继续强化，地产即使回落也不会出现负增长，建材需求更加强劲；二是制造业投资已经进入底部，工业用材需求也处于底部区间。结构上看，建筑用钢和特钢仍是重点；区域上看，长三角、粤港澳、雄安、西部地区或将是钢材需求的重点区域。原材料端经历两年大幅波动调整，未来大概率维持目前相对弱势的供需格局，同比更加稳定。总体节奏上看，明年上半年大概率维持 2019 年下半年格局，明年下半年可能进入不稳定期。

2.1. 行业格局仍处于有利局势 政策是供给核心变量

在供给侧改革完成后，行业供给端的风险主要来自于三方面：一是技术的提升带来的产出效率增加；二是新建产能的违规新增风险；三是环保政策的连续性。2019 年出现了产量新高、利润回调，核心因素是技术提升造成的，但已经没上升空间。得益于长、短流程成本差，供给端仍有收缩弹性来维持钢价，但供改政策、环保政策持续性仍有不确定性，是供给端主要风险。产业供给格局开始出现变化，龙头和区域集中趋势同时出现，产业集中度开始提升。

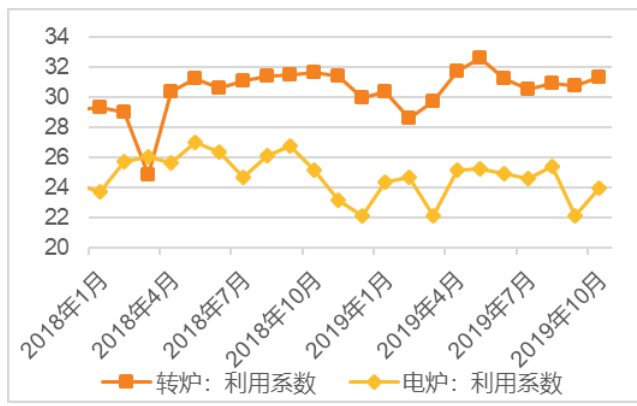
2.1.1. 长、短流程成本差是钢价“护城河” 供改政策走向是核心变量

自 2016 年钢铁供给侧改革以来，粗钢产量不断新高，其中 2017 年、2018 年的产量提升以开工率增长为主，2019 年则是以长流程技术提升和短流程新建产能为主。

1. 2019 年长流程技术水平提升明显

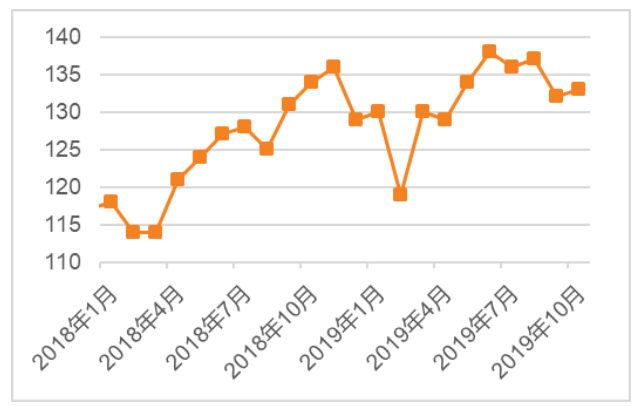
产能利用系数是反应冶炼装备产出能力最直接的参数，也是反应冶炼技术水平的指标。从 2018 年以来转炉和电炉的产能利用系数变化（图 18）可以看到，2019 年转炉的产出能力明显高于 2018 年，利用系数均值同比提高 2.3%。但电炉的产出能力是略低于 2018 年的，也就是说长流程生产技术提升明显，主要手段是通过加入废钢提升设备产出能力（图 19 转炉废钢消耗量），这也造成了废钢价格全年处于高位。但从产能利用系数变化趋势以及转炉废钢消耗上看，技术提升水平已到极限。

图 18：转炉、电炉利用系数



资料来源：中钢协，天风证券研究所

图 19：转炉废钢消耗料（单位：kg/t）

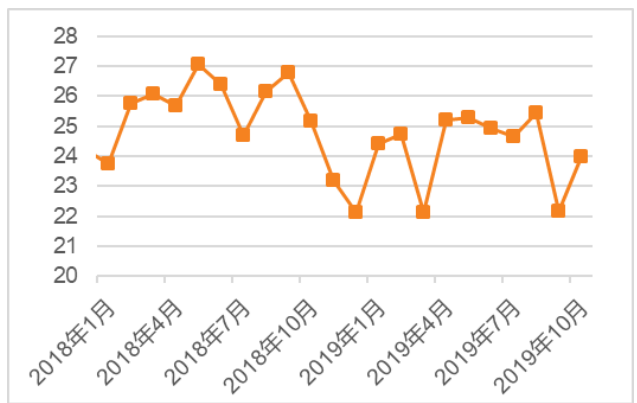


资料来源：中钢协，天风证券研究所

2. 2019 年新建电炉产能释放明显

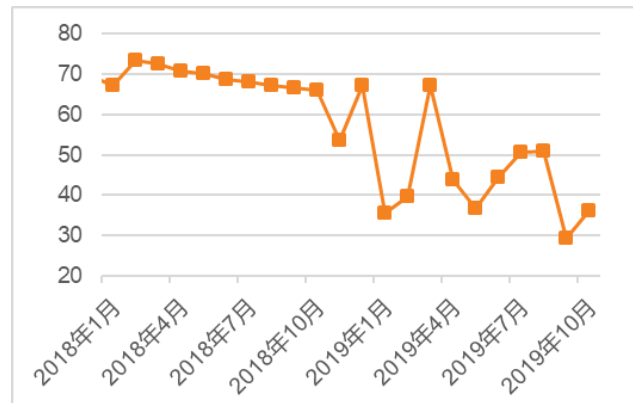
根据我们测算，2019 年 1-10 月电炉钢产量约 1 亿吨，同比增长 6.1%。特别是在电炉利用系数基本持平、整体日作业率下降的情况下产量明显增长，证明新建电炉产能释放是非常明显的。

图 20：电炉利用系数



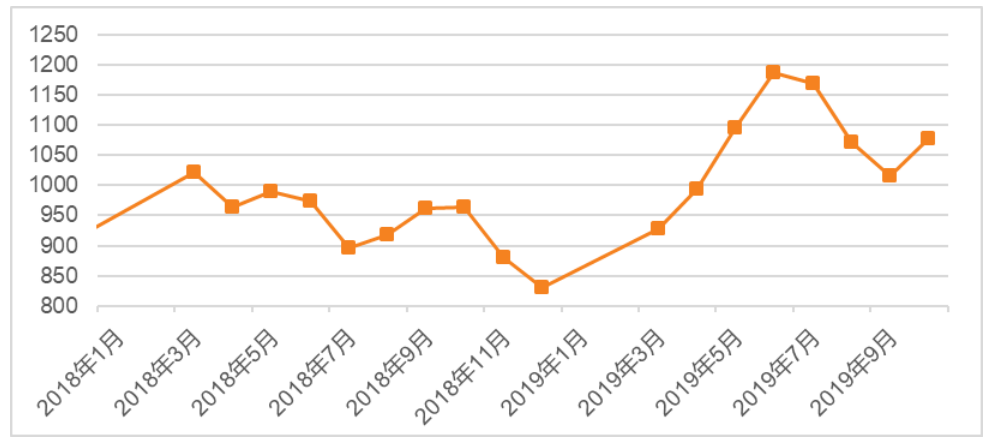
资料来源：中钢协，天风证券研究所

图 21：电炉日历作业率（单位：%）



资料来源：中钢协，天风证券研究所

图 22：电炉钢产量（单位：万吨）

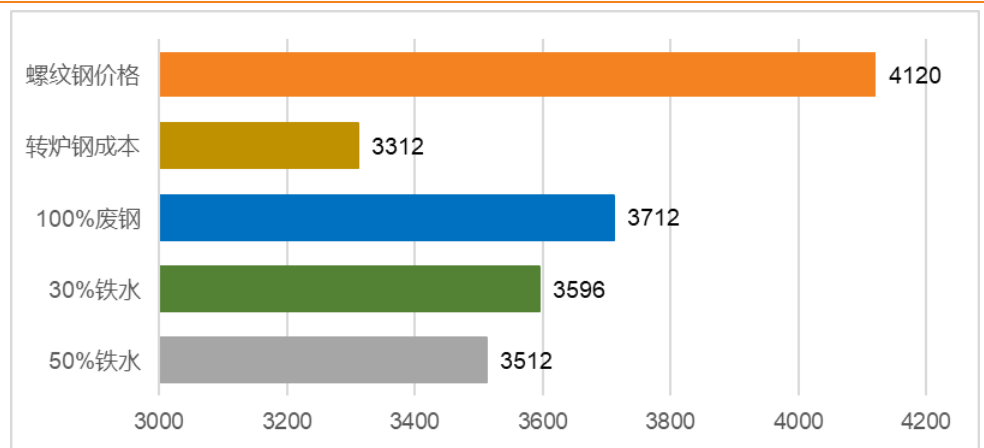


资料来源：中钢协，钢联数据，天风证券研究所

3. 高成本短流程钢材是钢价“护城河”

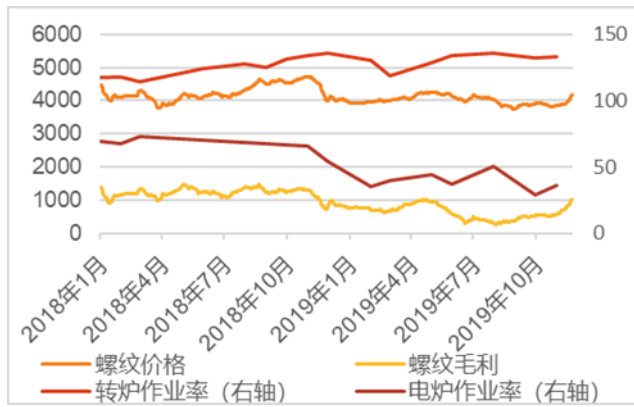
2019 年长流程、短流程存在结构性成本差，使得短流程供给灵活调整，抵消总产量增长对价格的压制。虽然全年粗钢产量创历史新高，但螺纹钢价格总体以 4000 元为中枢上下波动，主要原因是供给端在随市场价格波动来调节产量，以维持市场供需平衡。从图 24 中可以看到，2019 年转炉始终保持较高作业率，但短流程的作业率波动较大，起到供给调剂作用。主要原因是，长流程增加废钢用量，使得废钢价格全年处于高位，短流程成本高于长流程。以华东地区为例，转炉钢成本较全废钢原料的电炉钢成本低约 400 元/吨。当钢价随需求波动时，短流程被动调整作业率和产量从而使得供给端具有弹性。特别是现有电炉钢产量中的 60%-70%对应的产品为热轧钢筋，约占全年钢筋产量的 20%-30%，也就是说钢筋供给端的调节空间有 20%-30%。

图 23：12 月 3 日华东地区电炉成本对比



资料来源：鑫椏资讯，天风证券研究所

图 24：螺纹钢价格、毛利与转炉、电炉作业率（单位：元/吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 25：废钢价格与转炉、电炉作业率（单位：元/吨）



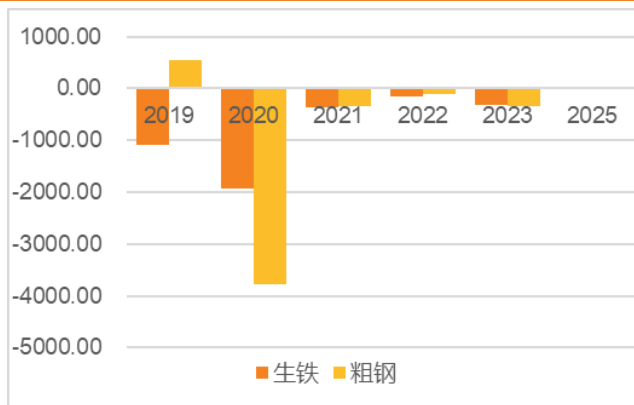
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

2.1.2. 供改政策持续性，特别是执行情况是核心变量

2019 年纵然产量创新高，特别是电炉新建成产能释放明显的情况，以螺纹钢为风向标的钢价依然保持稳定，核心原因是长流程、短流程的结构性成本差的存在。因此，在既有技术条件和结构性成本差的条件下，未来长流程和短流程的产能格局变化将直接决定钢价走势。即若低成本的长流程产能增长过快，造成高成本短流程全部退出停产，钢价将失去有效支撑；若低成本的长流程产能增长有限，且短流程仍有足够的生存空间充当供给调节器，钢价将有望保持稳定。

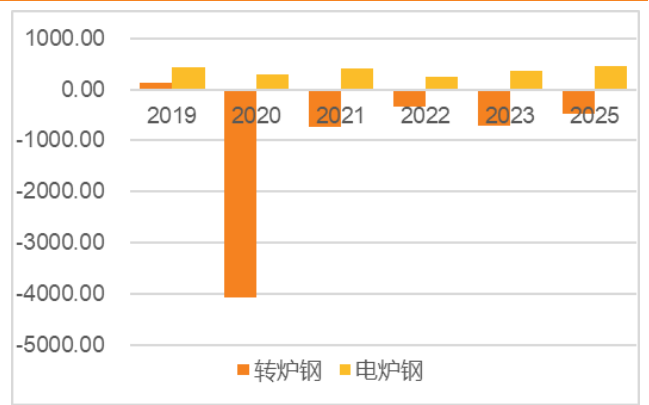
影响 2020 年供给结构的产能包括 2019 年建成进入投产、达产的产能和 2020 年陆续建成的产能。从我们对产能置换情况统计结果看，2019 年、2020 年共新建转炉产能 14043 万吨，但考虑到技术提升因素，新建转炉产能可能提高到 14366 万吨，对应淘汰转炉产能 17995 万吨，净减少长流程产能 3629 万吨。共新建电炉产能 4817 万吨，对应淘汰电炉产能 4100 万吨，净增加短流程产能 717 万吨。两年合计减少炼钢产能 2912 万吨，且短流程增加产能、长流程减少产能，成本护城河效应仍在。

图 26：置换项目未来生铁及粗钢年度产能变化情况（单位：万吨）



资料来源：各地工业主管部门，天风证券研究所

图 27：置换项目未来转炉钢及电炉钢产能变化情况（单位：万吨）



资料来源：各地工业主管部门，天风证券研究所

即使展望到 2025 年，2020 年-2025 年共新建转炉产能 15031 万吨，但考虑到技术提升因素，新建转炉产能可能提高 15377 万吨，对应淘汰转炉产能 21371 万吨，净减少长流程产能 5994 万吨。共新建电炉产能 3529 万吨，对应淘汰电炉产能 1750 万吨，净增加短流程产能 1779 万吨。合计减少炼钢产能 4215 万吨，且短流程净增加产能、长流程净减少产能，成本护城河效应仍在。因此，若按照现有各地公布的产能置换方案，行业供给端是比较健康的。但是产能置换的实际执行情况，既是否存在批小建大、违规新增是行业面临的最大风险，以及风险发生后政策的应对情况，都将决定行业的发展方向。作为国家供给侧改革样板行业，我们相信维护供给侧改革成果仍是政策的底线。

表 2：产能置换统计汇总表（单位：万吨）

时间	当年净新增长流程产能		当年净新增短流程产能	当年新建长流程产能		当年新建短流程产能	当年淘汰长流程产能		当年淘汰短流程产能
	炼铁（高炉）	炼钢（转炉）	炼钢（电炉）	炼铁（高炉）	炼钢（转炉）	炼钢（电炉）	炼铁（高炉）	炼钢（转炉）	炼钢（电炉）
2017	-184.25	47.00	-137.00	556.00	597.00	30.00	740.25	550.00	167.00
2018	-228.47	-468.50	76.00	1011.00	1230.00	126.00	1239.47	1698.50	50.00
2019	-1088.50	120.80	428.80	6686.70	6327.50	3353.80	7775.20	6206.70	2925.00
2020	-1934.75	-4072.74	288.50	10220.84	7715.59	1463.50	12155.58	11788.33	1175.00
2021	-371.28	-743.90	408.00	3327.20	3099.00	720.00	3698.48	3842.90	312.00
2022	-164.29	-346.12	246.00	2982.02	2491.33	246.00	3146.30	2837.45	0.00
2023	-319.85	-707.20	367.00	2481.29	1725.00	630.00	2801.13	2432.20	263.00
2025	-2.90	-470.00	469.00	429.00	0.00	469.00	431.90	470.00	0.00
合计	-4107.13	-6217.66	1814.30	27694.04	23185.42	7038.30	31988.31	29826.08	4892.00

资料来源：各地工业主管部门，天风证券研究所

2.1.3. 打赢蓝天保卫战结果的诉求直接影响产量和钢价

环保是近年来除供给侧改革外，对钢铁产量和钢价影响最大的外部因素。其中秋冬季限产影响最为明显。限产效果也随着政策调整反复波动，2017 年-2018 年采暖季实行统一限产 50%，效果最为明显，空气质量全面达标。2018 年-2019 年政策发生了重大变化，要求放松，取消了之前对于各行业明确的限产比例，而改为总目标考核，但实施秋冬季限产的三个区域全部未完成目标。2019 年-2020 年采暖季方案已经下发实施，从内容上看对限产要求较去年更加灵活，根据天气情况采取应急性限产。我们认为，从历年的实际执行情况看，措施越灵活、执行效果越差，而且钢铁行业属于流程化生产，频繁灵活停限产难度大，大幅增加企业生产成本。按照目前的方案，实际效果并不乐观。但是，2020 年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的收官之年，如果出现连续两年出现采暖季空气质量不达标，进而会影响三年行动计划的最终成效。因此，我们认为，2020 年是否能够坚守打赢蓝天保卫战成效，将直接影响钢铁产量和钢价走势。

表 3：京津冀、汾渭平原、长三角地区秋冬季空气质量改善目标及完成情况

地区	PM2.5 同比			重污染天数同比		
	2018-2019 年目标	2018-2019 实际情况	2019-2020 目标	2018-2019 年目标	2018-2019 实际情况	2019-2020 目标
京津冀	下降 3%左右	上升 6.5%	下降 4%	减少 3%左右	增加 36.8%	减少 6%
汾渭平原	下降 4%左右	4 个城市 PM2.5 平均浓度同比上升	下降 3%	减少 4%左右	增加 42.9%	减少 3%
长三角	下降 3%左右	10 个城市未完成 PM2.5 浓度下降目标，其中 5 个城市同比不降反升	下降 2%	减少 3%左右	整体基本完成	减少 2%

资料来源：生态环境部，天风证券研究所

2.1.4. 产业格局开始出现显著变化

受环保政策限制及国家政策引导下，钢铁行业产业布局上已经开始显著变化，一是产业集中度开始加速提升中；二是空间布局开始调整。

1. 龙头整合、区域整合双管齐下

根据中国钢铁协会副会长迟京东在 2016 年对《钢铁工业调整升级规划(2016 年~2020 年)》

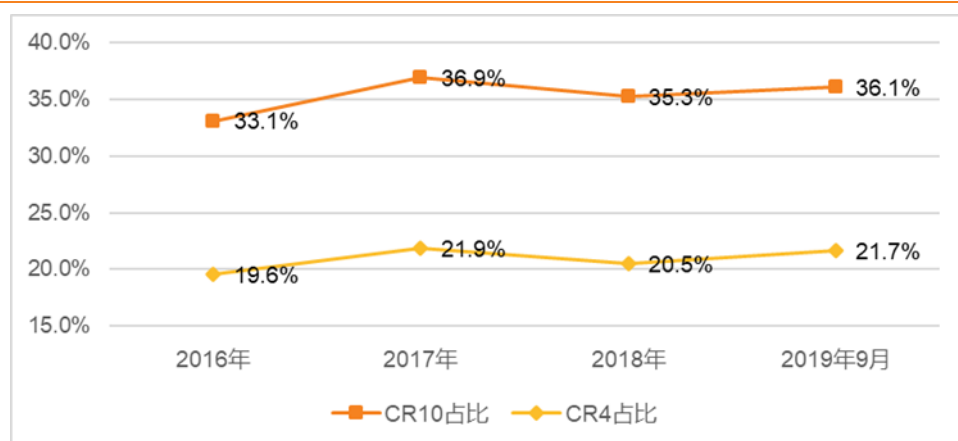
的解读中表示，到 2025 年，中国钢铁产业 60%-70%的钢要在 10 家左右的大集团里面。上述大集团将由 3-4 家 8000 万吨级的钢铁集团，6-8 家 4000 万吨级的钢铁集团及专业化集团组成。

表 4：中国前十大钢铁集团粗钢产量情况（单位：万吨）

		2017 年	2018 年	截至 2019 年 9 月				
1	宝武集团	6539.27	1 宝武集团	6742.94	1	宝武集团	8707	
2	河钢集团	4406.29	2 河钢集团	4489.38	2	河钢集团	3443.62	
3	沙钢集团	3834.73	3 沙钢集团	4066.07	3	沙钢集团	3160.88	
4	鞍钢集团	3421.98	4 鞍钢集团	3735.88	4	鞍钢集团	2943.38	
5	首钢集团	2762.9	5 建龙集团	2788.48	5	建龙集团	2432.73	
6	山钢集团	2167.88	6 首钢集团	2734.22	6	首钢集团	2094.07	
7	建龙集团	2026.13	7 山钢集团	2320.94	7	山钢集团	2026.26	
8	华菱集团	2014.64	8 华菱集团	2301.17	8	华菱集团	1848.66	
9	马钢集团	1971.4	9 马钢集团	1964.19	9	本钢集团	1185.3	
10	本钢集团	1576.94	10 本钢集团	1589.68	10	日照钢铁	1181.75	
CR10 占比		36.9%	CR10 占比		35.3%	CR10 占比		36.1%
CR4 占比		21.9%	CR4 占比		20.5%	CR4 占比		21.7%

资料来源：中钢协，天风证券研究所

图 28：2016 年-2018 年 9 月份我国钢铁行业 CR10、CR4 变化情况



资料来源：中钢协，天风证券研究所

纵观 2019 年来看，虽然在统计数据上看还没有明显反应，但整合已经开始有实质性动作。一是宝武集团继续在全国范围内沿江沿海布局。6 月 2 日，安徽省国资委将马钢集团 51% 股权无偿划转至宝武集团；11 月 9 日，首钢集团有限公司拟将其持有的北京首钢股份有限公司 7.93 亿股股份（占公司总股本 15%）无偿划转至宝武集团；另外在今年 6 月 4 日上午，重庆市人民政府与宝武集团签订战略合作框架协议，重庆钢铁计划并入宝武集团，若宝武集团后期兼并重庆钢铁则有望成为全球粗钢产量最大的企业。二是分区域布局调整已经开始，产钢大省集中度提升明显。今年山东省发布了《关于推进全省钢铁行业优化布局实现高质量发展的工作方案》，提出到 2022 年日-临-青沿海地区钢铁产能占比提高至 50% 以上，到 2025 年提高至 70% 左右。根据山东省工信厅产能置换公告，山东省通过此次布局调整正在加速产业集中，其中日照钢铁兼并重组传洋和广富，临沂钢铁集团兼并重组临沂江鑫钢铁有限公司、烟台开发区华达钢铁有限公司。江苏省印发《全省钢铁行业转型升级优化布局推进工作方案》，到 2020 年，力争全省钢铁企业数量由现在的 45 家减至 20 家左右，行业排名前 5 家企业粗钢产能占全省 70%。

2. 北钢南下、沿海布局趋势明显

除了产业集中以外，产业布局的另一典型变化就是产能迁移。根据已公布的产能置换方案来看，目前由北向南转移的钢铁产能共 4026 万吨，转入地主要为广西、广东、福建等需求较好的区域。

表 5：由北向南产能转入统计表（单位：万吨）

转出地	转入地	炼钢产能
河北	广西	2000
河北	福建	1230
新疆	福建	100
河北	广东	400
新疆	广东	125
河北	重庆	171
	总计	4026

资料来源：各地工业主管部门，天风证券研究所

另一个产能转移特点由沿海布局增多，根据已公布的产能置换方案来看，沿海布局新建产能主要为山东、江苏、广西、福建等，合计新建产能高炉 5826.73 万吨、转炉 4642.477 万吨、电炉 782.5 万吨。其中，广西省新建转炉炼钢产能最多，2354.647 万吨；福建新建电炉炼钢产能最多，为 402.5 万吨。

表 6：沿海地区新建产能布局（单位：万吨）

地区	高炉	转炉	电炉
山东	1786.73	1138.33	340
广西	1765	2354.647	
福建	896	675	402.5
广东	402	362.5	
江苏	436	112	
辽宁	115		
浙江	426		40
总计	5826.73	4642.477	782.5

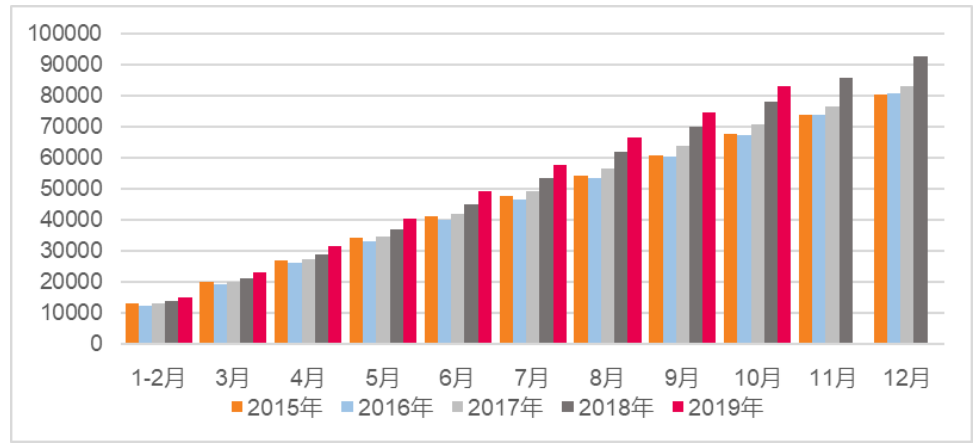
资料来源：各地工业主管部门，天风证券研究所

从以上情况可以看出，随着去产能工作的结束，在环保、能耗外部条件的作用下，行业开始进行格局调整，这可能是影响未来钢铁行业发展运行的最大变量。

2.2. 需求维持结构性、区域性分化

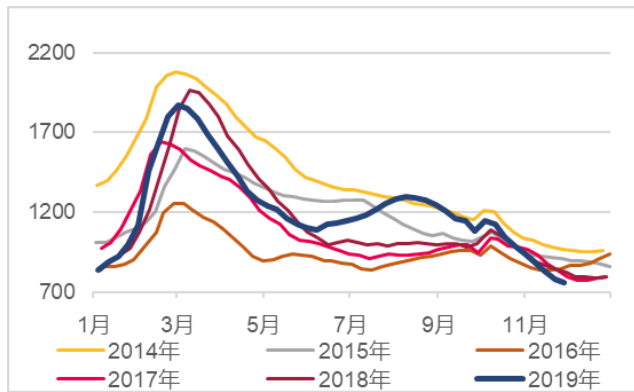
2019 年在产量不断创新高情况下，钢材库存却处于低位，证明在国家稳增长、托基建的环境下，钢材需求强劲。印证了我们去年提出的稳增长就是稳钢材需求的结论。同时，长强板弱的判断也得到认证。全年建筑用材需求明显好于工业用材，价格更加坚挺，盈利明显好于工业用材。

图 29：近 5 年粗钢产量柱状图（单位：万吨）



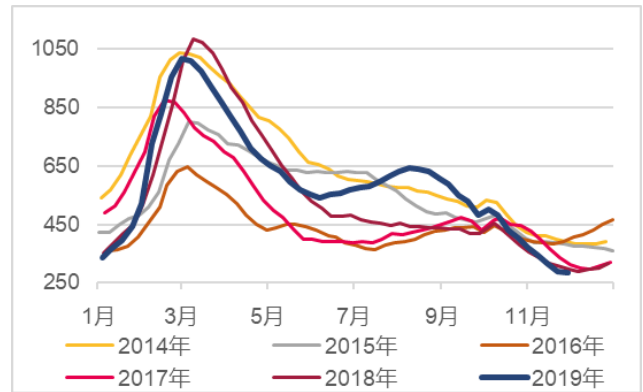
资料来源：中钢协，天风证券研究所

图 30：五大品种社会总库存（单位：万吨）



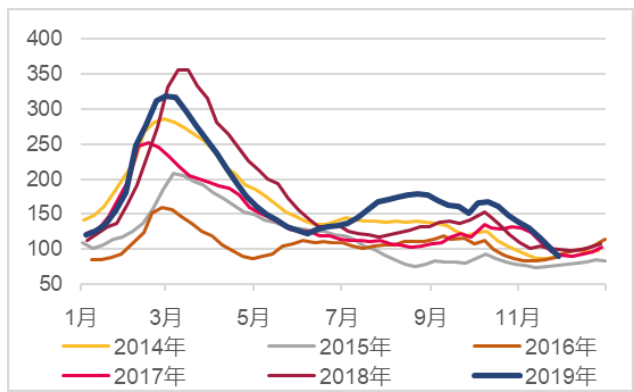
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 31：螺纹钢社会库存（单位：万吨）



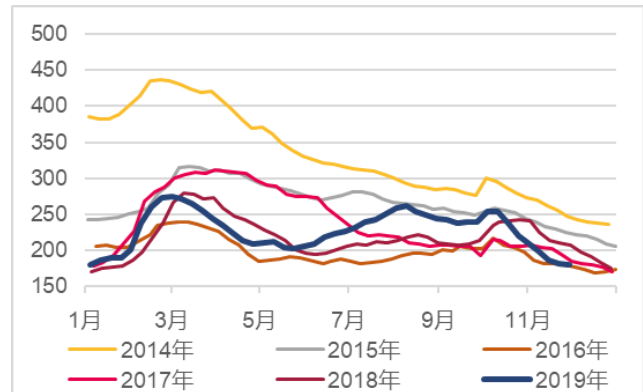
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 32：线材社会库存（单位：万吨）



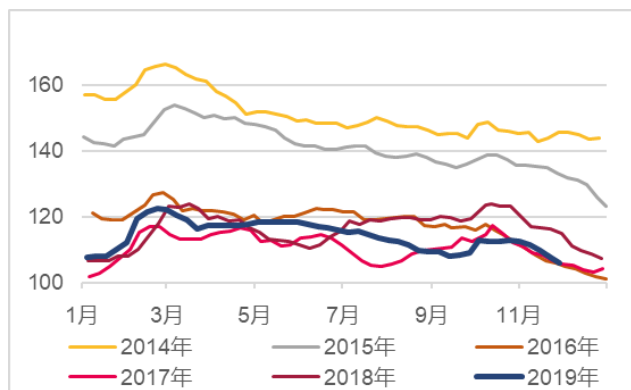
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 33：热卷社会库存（单位：万吨）



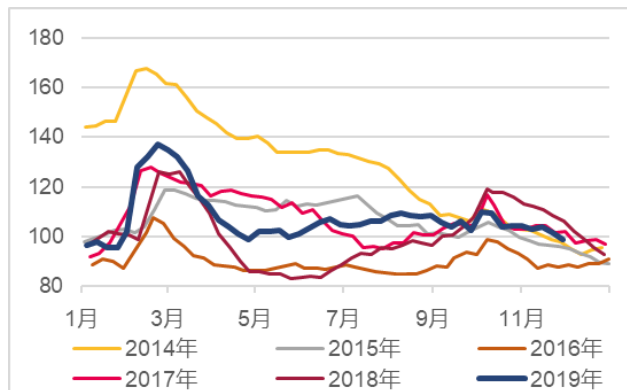
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 34：冷卷社会库存（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 35：中厚板社会库存（单位：万吨）



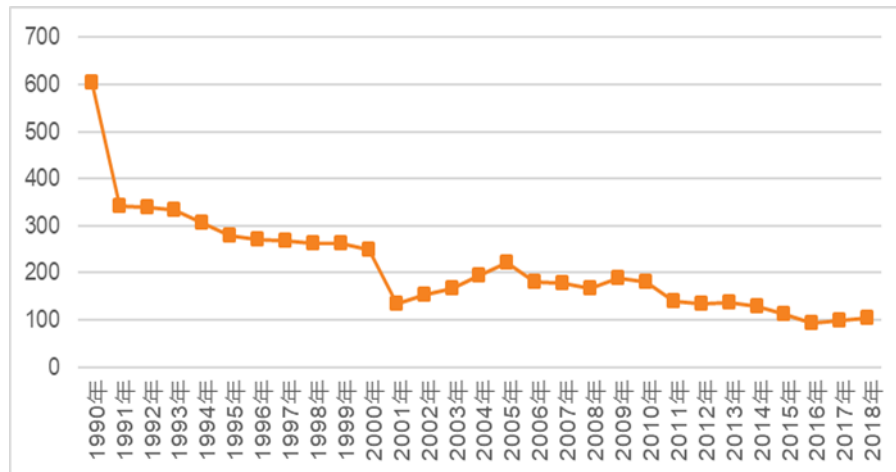
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

近期国家通过专项债、降低项目资本金比例等措施，仍在增加对基建刺激，而工业投资受外部条件限制仍将维持低位。因此，我们预计 2020 年钢材需求仍将维持结构性分化，区域性分化也将越来越明显。

2.2.1. 再次强调，稳增长的直接效果是稳钢材消费

钢材在整个国民经济中涉及了人类社会活动的方方面面，可以说人类的一切生产生活活动都离不开钢材，因此钢材消费常常作为宏观经济的风向标，自然而然也常常成为做宏观经济预测结论的一部分。从消费总量上看，单位 GDP 钢材消费量是随一个国家的经济结构变化而变化的，如 2015 年我国宏观经济趋稳后，我国万元 GDP 的钢材消费水平基本维持在 100 公斤左右。在短期经济结构发生大的变化前，我国钢材消耗强度不会发生大的变化。

图 36：万元 GDP 对应粗钢消费量（单位：kg）

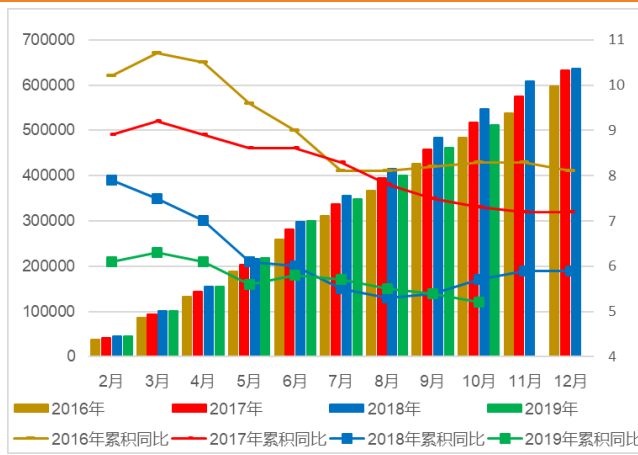


资料来源：国家统计局，中钢协，天风证券研究所

2.2.2. 建筑用钢需求仍然会好于工业用钢

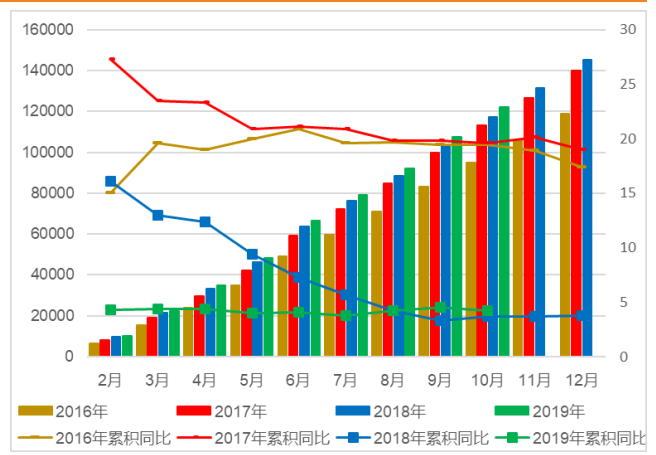
得益于稳经济托基建，截至 2019 年 10 月，固定资产投资、基建投资保持 5.2%、4.2%左右的增长；地产投资增速为 10.3%，好于预期。

图 37：固定资产投资完成额及累计增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 38：基建投资（不含电力）累计值及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

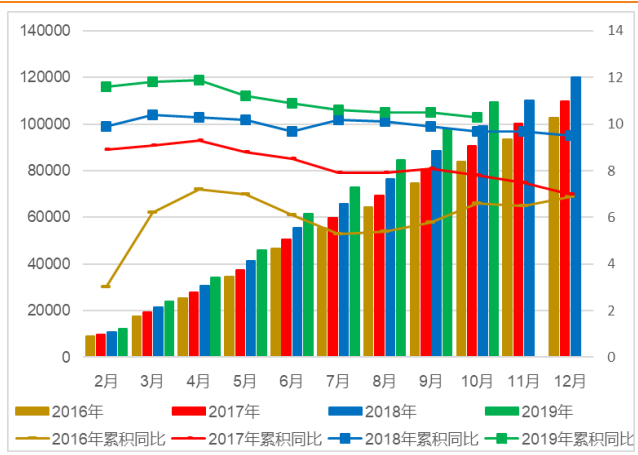
1. 财政强支持，需求有望依然强劲

今年以来，宏观经济政策在基建方面仍然持续放松，中共中央办公厅、国务院办公厅今年下发《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》。文件要求科学实施“组合拳”，加强财政、货币、投资等政策协同配合，做好专项债券发行及配套融资工作，促进经济运行在合理区间。其中明确提出，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。11月20日国务院发布了《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由25%调整为20%。1996年国务院发布《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》(国发[1996]35号)，我国开始试行固定资产投资资本金，目的是根据经济形势发展和宏观调控需要，通过调整项目资本金比例调整投资规模，2004年、2009年、2015年对不同行业的资本金比例进行了调整。其中2009年为应对国际金融危机，扩大国内需求，对各行业投资项目资本金比例均进行了调整。在国务院常务会议决定降低部分基础设施项目最低资本金比例后，财政部也提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元。因此，财政政策不断加大对基建的支持力度，预计2020年基建对钢材需求依然强劲。

2. 地产刚需支撑，仍将维持需求正贡献

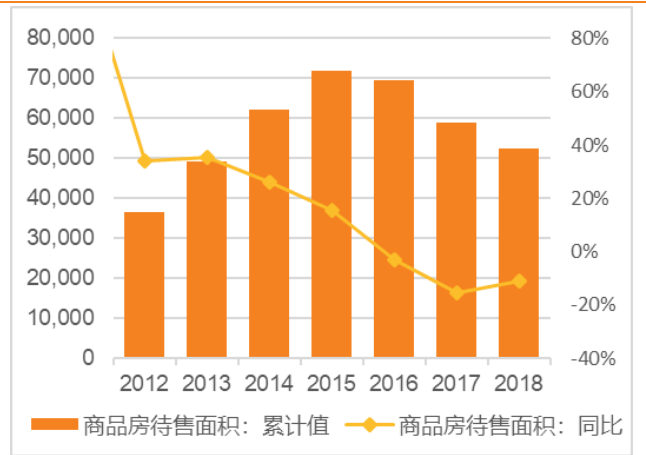
房地产2015年以后通过去库存，投资总体保持平稳。未来房地产投资有望逐步进入稳定状态，一是库存去化基本完成，目前商品房待售面积已经回到2013年底水平；二是对房地产调控已经持续近五年，行业内部结构调整已经比较充分，杠杆率下降，整体向龙头集中。

图 39：房地产开发投资完成额累计值及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：商品房待售面积及同比（单位：万平方米）

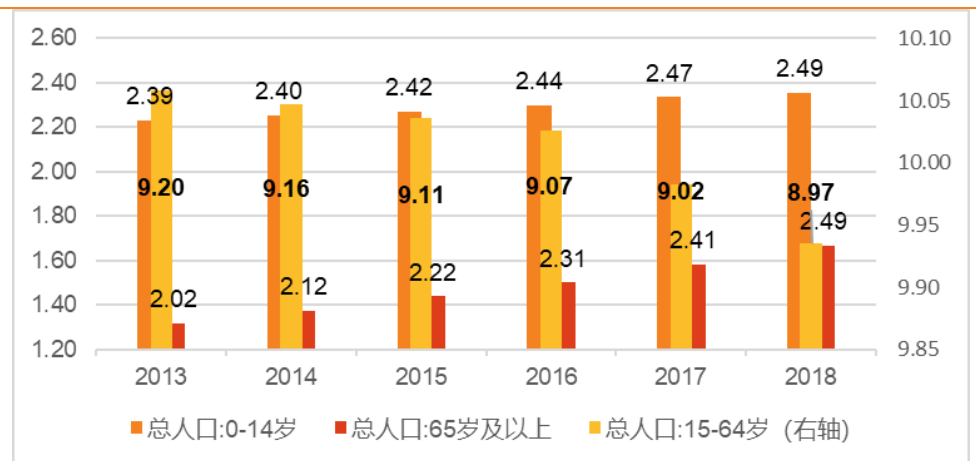


资料来源：wind，天风证券研究所

虽然今年反复提出“房住不炒”，压缩融资，但对龙头企业影响有限，促使行业进一步向

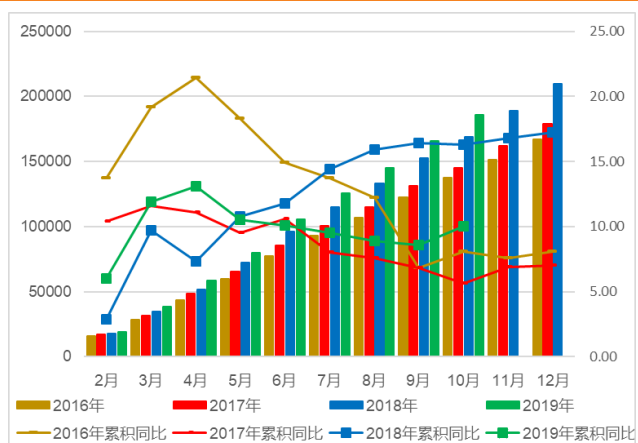
龙头集中，对房地产投资短期可能有影响。但从中长期看，以劳动人口为基础的房地产刚需依然强大，但后期地产供给可能出现多元化发展，比如福利住房、老旧改造等多种形式，以遏制房价，我们预计未来保障性住房数量很难出现收缩。因此地产行业对钢材的需求可能会好于预期。从短期看，我们更关注施工数据。购地、新开工数据虽具有一定的前瞻性，但是由于企业经营的需要，反应到建材的需求上有很大的不确定性，比如虽然购地下降，但由于企业前期囤地依然可以继续开工，企业新开工但可能后期缓解等等。虽然今年以来房地产开工增速下滑，但施工数据依然增速很快，我们预计即使开工数据继续下滑，但很难在短期内出现负增长，施工更不可能负增长，因此，对钢材需求仍然会保持增长。

图 41：中国人口结构（单位：亿人）



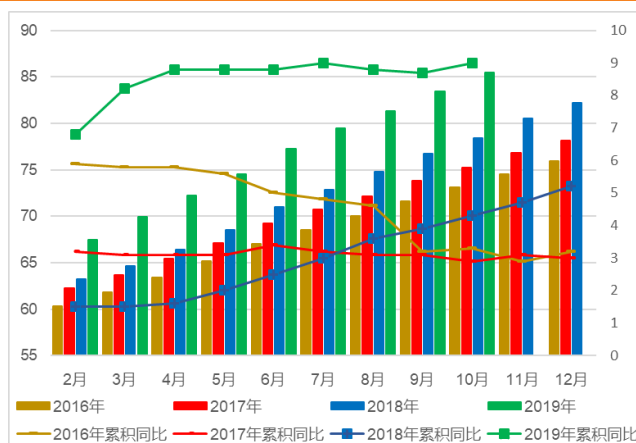
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 42：房地产新开工面积及累计同比（单位：万平方米，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：房地产施工面积及累计同比（单位：万平方米，%）

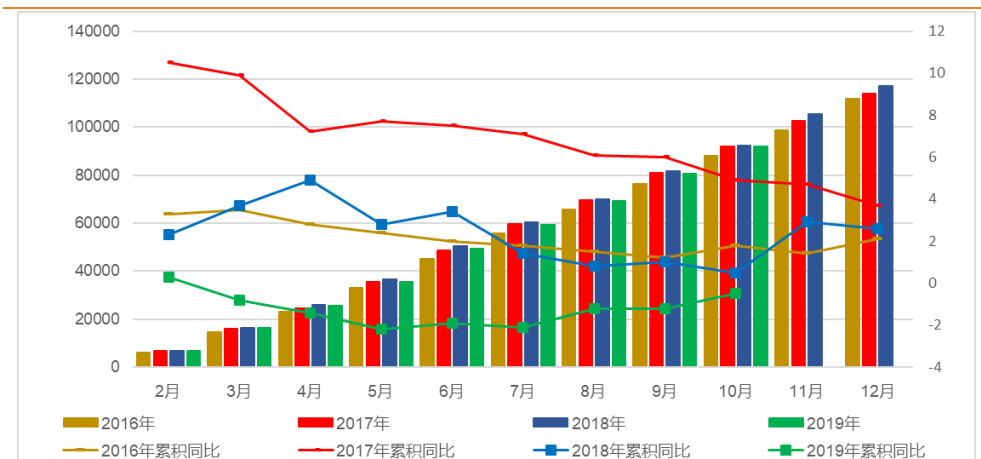


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.3. 工业用材总体难有大起色，但中厚板需求有望延续旺盛

装备制造短期受压，2020年后才可能迎来新的大增长。一是受能耗、环保限制发达地区重工业投资受限，而新兴产业投资仍处于培育期。《打赢蓝天保卫战三年行动计划》将京津冀及周边地区、长三角、汾渭平原列为重点区域，规定钢铁、石化等重点行业严禁新增产能，且煤炭消耗总量要逐年下降。《“十三五”节能减排综合工作方案》对各地区能源消耗强度和总量有严格限制。但需要指出的是，从中期看，在能耗和环保限制下的存量调整，如钢铁产业搬迁等，以及新兴产业发展需要的新型基建仍然会支撑钢材需求增长，2020年处于蓝天保卫战决胜年，也是十三五末收官年，预计能耗管控更严，制造业投资仍然受限。二是贸易摩擦影响部分机电产品出口，目前家电、汽车等消费品影响不明显，但机电产品和小五金下滑明显。

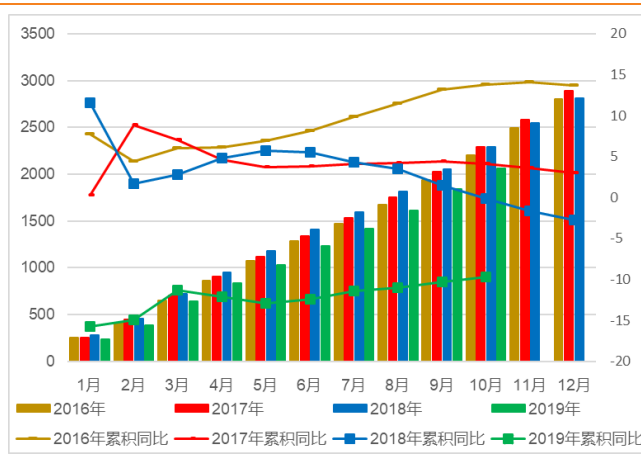
图 44：设备工器具购置费用累计值及同比（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

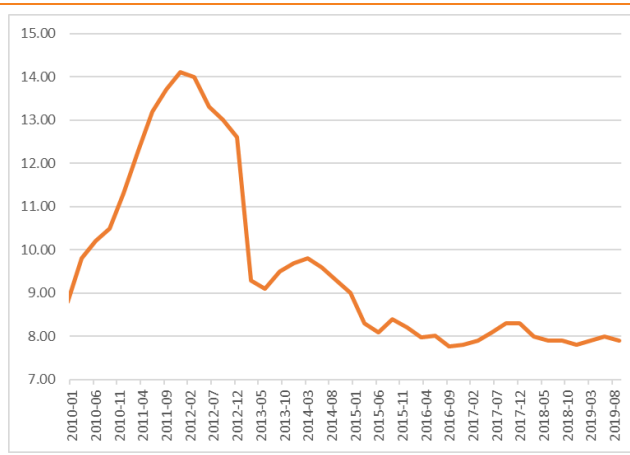
汽车方面，根据中国汽车工业协会公布的数据显示，今年下半年汽车销量开始企稳回升，基本确认汽车需求见底回升，但是由于前些年透支消费需要时间消化，另外经济增速放缓，收入增长放缓，特别是地产、股票等财富效应的消失，打压了消费意愿和能力。短期汽车消费很难回到前几年水平。

图 45：汽车销量累计值及累计同比（单位：万辆，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 46：2010-2018 年城镇居民人均可支配收入季度同比（单位：%）



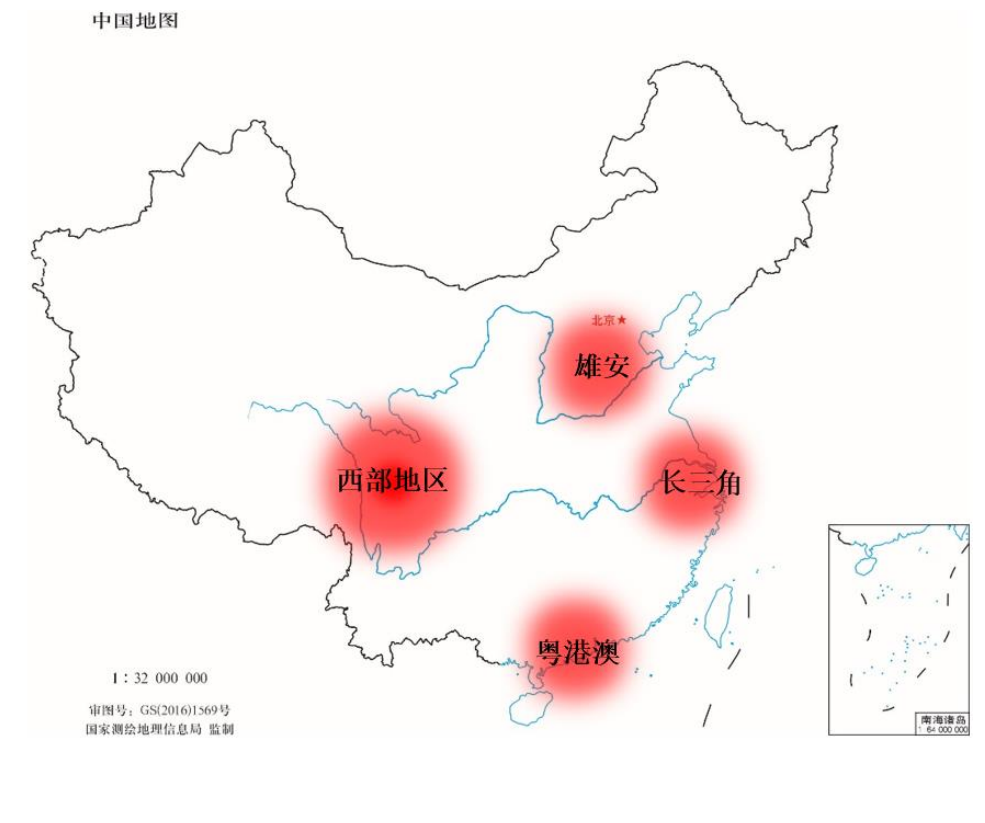
资料来源：wind，天风证券研究所

家电需求随地产的销售明年上半年保持适度增长，下半年随着地产销售数据增速下降，家电板需求可能承压。汽车、家电等与居民消费和地产直接相关，在经济增速预期下行情况下，虽然行业已经筑底，但短时间出现反转概率较低。因此预计热卷、冷卷需求难有大的反弹。但由于油气投资转景气，以及 10 月份无锡超载事故后治超将造成重卡等工程运载设备需求增长，中厚板需求仍将维持高景气。

2.2.4. 钢材需求区域或将明显分化

在金融去杠杆的背景下，货币政策不搞“大水漫灌”，这也造成各地固定资产投资的资金能力出现的巨大差异性变化。长三角、粤港澳地区财政宽裕、杠杆率低，依托地方财政投资空间大，而部分战略重要但地方财政紧张的区域，通过中央财政支持也会加大投资，如雄安、西部地区。这些区域是钢材需求的重点区域。

图 47：需求区域分化的主要地域



资料来源：中国地图，天风证券研究所

2.3. 成本端整体趋弱

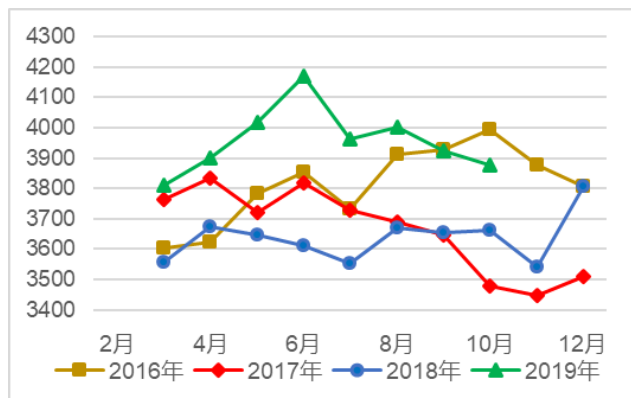
2.3.1. 焦炭价格如期回落 后期仍将弱势

2018 年市场认为焦炭开始供给侧改革，实际上这是对政策的完全误读，2018 年焦炭市场的变化是由环保政策导致的。具体而言，2018 年 6 月国务院发布《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”，造成山西、河北、江苏焦化行业环保加严，大量独立焦化厂被取缔。江苏出台《关于加快江苏省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见》，要求“深入推进‘263’专项整治行动，切实强化炼焦行业的整治工作，有效降低全省钢铁行业综合能耗水平。2018 年底前，沿江地区和环太湖地区独立焦化企业全部关停，其他地区独立炼焦企业 2020 年前全部退出。2020 年底前，除沿海地区外钢焦联合企业实现全部外购焦(5000m³以上的特大型高炉炼钢企业可保留与之配套的 2 台 7 米以上焦炉)。徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升，整合成 2-3 家综合性焦化企业，压减 50%的炼焦产能”；山西省《焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案》提出：严格控制焦化建成产能，力争全省焦炭年总产量较上年度只减不增，综合运用质量、环保、能耗、安全等法规标准，倒逼焦化行业落后产能淘汰，并且对焦化企业合规情况进行摸底排查，备案、环评、土地、安全生产等手续不全以及未通过国家行业准入的炭化室高度 4.3 米焦炉，全部于 2018 年底前关停。2019 年以来随着重点地区焦化行业整治完成，其他非重点地区如内蒙、云南等地焦化产能开始释放，焦炭价格也开始逐步回落。

从产量上来看，根据统计局数据显示，2019 年 3 月-10 月期间，我国焦炭月均产量分别为 3809.7 万吨、3898.7 万吨、4016 万吨、4169 万吨、3961.2 万吨、4000 万吨、3922 万吨、3878.3 万吨，焦炭月均产量均出现同比大幅上升，增幅分别为+7.1%、+6.2%、+10.1%、+15.4%、+11.6%、+9.0%、+7.3%、+5.9%。今年以来环保检查放松导致焦炭产量同比出现大幅上升。

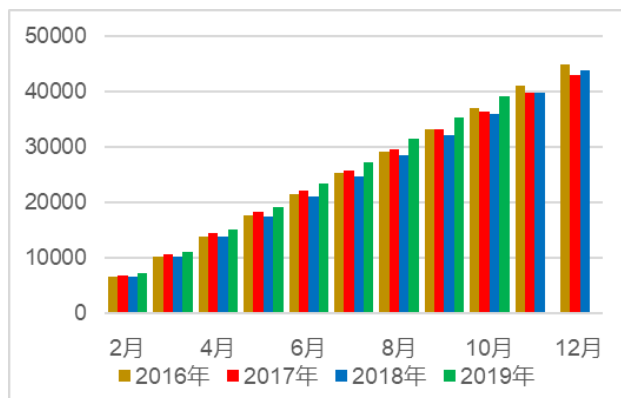
截至 2019 年 10 月，全国焦炭产量为 39280.9 万吨，去年同期为 35952.6 万吨，同比增加 9.3%。

图 48：全国焦炭月均产量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

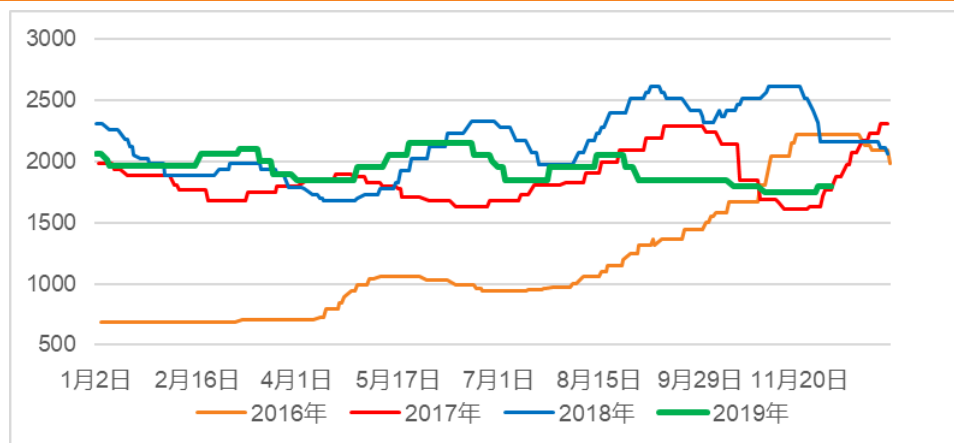
图 49：全国焦炭累计产量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

从价格上看，以唐山地区焦炭到厂价格进行计算，2019 年 1-11 月，焦炭到厂均价为 1939.2 元/吨，2018 年均价为 2148.3 元/吨，2017 年为 1869.2 元/吨。与 2018 年相比，2019 年 1-11 月焦炭价格整体降幅为 9.7%。

图 50：唐山地区冶金焦炭到厂价格（单位：元/吨）



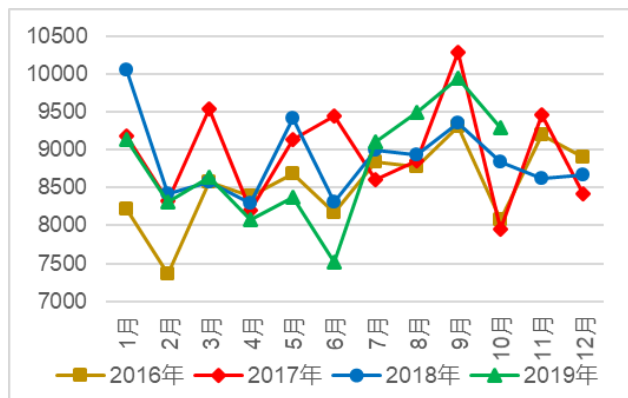
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

从行业管理上看，最近行业政策也发生了一些变化，今年 11 月初工信部公开征求对《焦化行业规范条件（征求意见稿）》的意见，就是在修订行业管理办法。从内容上看，对于新增产能由全国严禁新增产能改为环境重点区域严禁新增产能，与打赢蓝天保卫战一致。虽然从管理的出发点是侧重事中事后管理，但我们认为，在实际操作过程中仍然会作为前置审批中对产能限定的重要参考，那么非重点区域地方对产能的控制是可以放松的。

2.3.2. 铁矿石经历过过山车行情 国内将更加关注铁矿石风险控制

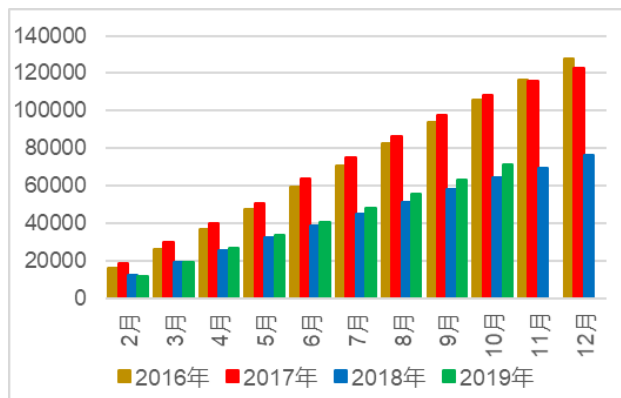
根据国家统计局数据显示，2019 年 1-10 月，我国共进口铁矿石 8.79 亿吨，同比下降 1.5%；截至 2019 年 10 月，国产矿产量为 7.12 亿吨，同比增加 10.9%。截至 2019 年 12 月 6 日，进口矿港口库存总量为 1.23 亿吨，较年内高点下降 2500 万吨，降幅 16.8%。铁矿石港口库存二季度降幅较为剧烈。

图 51：中国铁矿石月度进口量（单位：万吨）



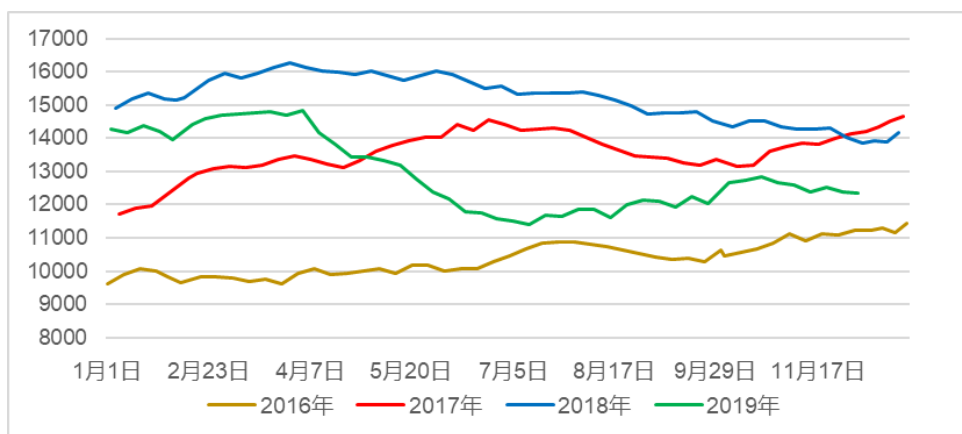
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 52：国产矿产量累计值（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

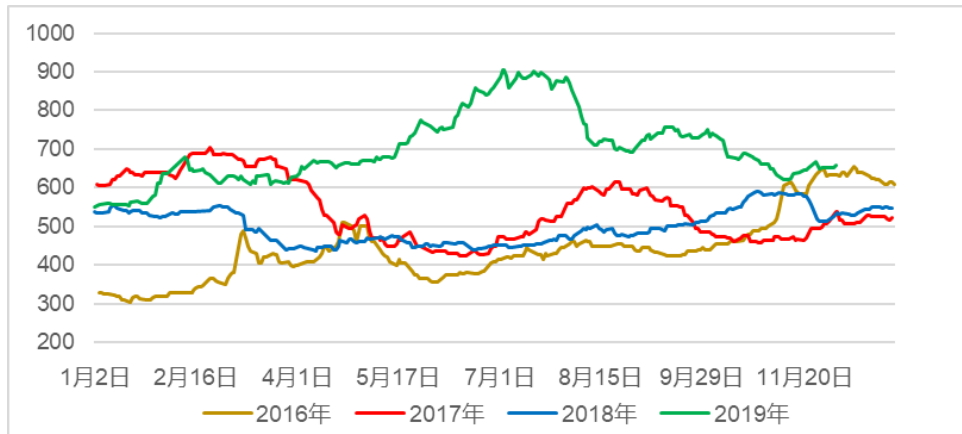
图 53：45 港口铁矿石库存（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

受巴西淡水河谷尾矿库溃坝事故影响，2019 年铁矿石价格经历了过山车行情，年内青岛港 PB 粉现货价格最高价格达到 906 元/吨，但由于供给影响量小，产能陆续恢复，价格上涨也刺激了国内矿山的复产，价格逐步回归到了合理范围。但价格巨幅波动对行业盈利造成比较大影响，特别是 3 季度部分企业出现了亏损。矿石价格的大幅上涨吞噬了供给侧改革成果，也引起了国内高度重视，铁矿石保障机制再次激活，通过境内平台交易、国内指数定价等工作提高话语权。我们认为，此次矿石价格上涨使得铁矿石的战略关注度得到提升，对稳定铁矿石价格将有重要作用，铁矿石价格的波动幅度有望降低。

图 54：青岛港 pb 粉现货价格（单位：元/吨）

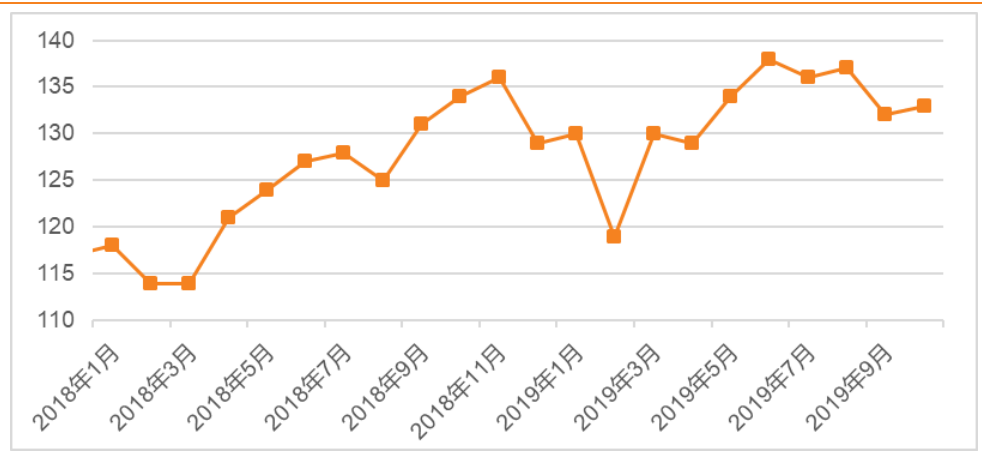


资料来源：钢联数据，天风证券研究所

2.3.3. 废钢价格仍将维持高位

经过连续两年的技术改进提升，废钢在钢铁原材料中的地位越来越得到重视，已成为企业提产的最关键因素，废钢需求量也大幅提升。目前大部分企业已经实现全冶炼流程添加废钢，其中仅转炉工序废钢铁使用量就同比增加 5.4%。我们预计，即使不考虑炼铁工序废钢用量，2019 年 1-10 月份全行业废钢铁用量也达到约 9610 万吨，同比增长 14.1%。

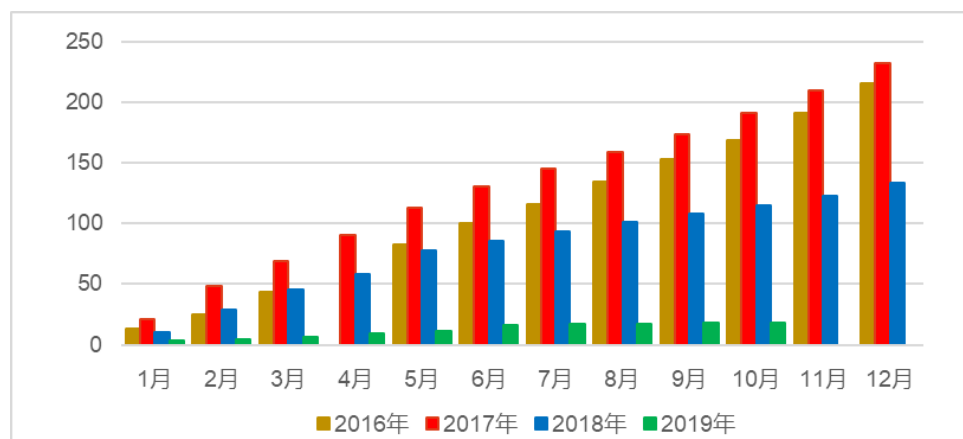
图 55：转炉冶炼吨钢废钢消耗（单位：千克/吨）



资料来源：中钢协，天风证券研究所

但废钢供给目前还处于瓶颈期，国内自给废钢增长有限。2018 年 4 月 13 日，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合发文，将废五金类、废船、废汽车压件等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2018 年 12 月 31 日起执行；将不锈钢废碎料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2019 年 12 月 31 日起执行。根据海关总署统计数据显示，2016-2018 年，我国进口废钢总量分别为 216 万吨、232 万吨、134 万吨。截至 2019 年 10 月，我国进口废钢总量为 18 万吨，同比下降 84.3%。短期内这种供需矛盾难以改变，废钢价格维持高位运行。

图 56：我国近年来废钢进口量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.4. 结构和节奏变化成为主旋律

综合以上，从原材料端看，2018 年和 2019 年的波动调整基本回归正轨，正如我们在 2019 年策略报告中提出，基本完成产业链利润再平衡过程。铁矿石作为钢铁工业核心原材料，经历 2019 年的暴涨，战略安全重要性重归视线，是维护供改成果的核心底线之一，保障措施的落实值得长期关注；从供需基本面上看，随着淡水河谷尾矿库事故影响的逐步消退，海外供给逐步回归正常，同时在目前矿价下国产矿产量有望逐步提升，需求上虽然有违规产能增产的利好，但同时也有废钢用量增加带来的对冲，总体上看矿价维持平稳的趋势比

较明显。对于焦炭来讲，经历了 2018 年、2019 年的大幅波动后，政策性收紧效应正在减弱，弱势运行概率较大。

从市场需求端看，由于国内经济结构处于转型期，逆周期调整仍然需要托基建稳经济，为制造业乃至整个经济转型争取空间和时间。此阶段的经济特点决定了在钢材需求上会出现明显的结构分化，即建材需求强劲，工业用材需求相对弱，但对工业用材质量要求越来越高，特别是对特钢的需求会逐步增加。

从供给端看，普钢技术提升带来的产量增加在 2019 年已经充分释放，长、短流程成本差带来的“护城河”效应已经形成，对钢价特别是螺纹钢发挥主导作用；对于 2020 年来讲，供给端的风险主要来自于违规产能的建成投产，特别是长流程产量增长对“护城河”的冲击。但也应该看到，政策对产能、效益的托底还是比较坚定的，市场和政策的相互博弈可能加大行业波动，但是总体方向还是维护行业的长远健康发展。节奏上我们认为，明年上半年有望维持目前供需格局，下半年是有新建产能释放的风险，但仍有政策护航。

2020 年对于钢铁行业来讲，供需的结构和节奏变化是行业的核心因素，而非总量。

3. 投资建议

从板块上看，钢铁股经历了连续两年下跌，钢铁板块指数（申万）2019 年底最低点跌至 1922.37 点，已经低于供给侧改革前，达到 2016 年初水平。但当经历供给侧改革后，资产质量已处于历史最好水平。而且从中长期看，行业盈利是政策底线，供改政策将为行业盈利保驾护航。

图 57：2016 年-2019 年钢铁（申万）指数变化情况

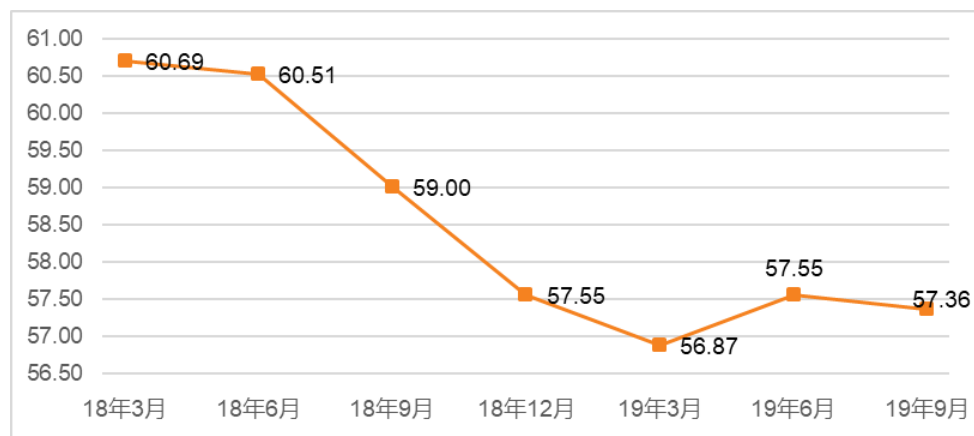


资料来源：wind，天风证券研究所

3.1. 资产质量持续提升，近半数标的仍破净

2019 年虽然钢铁上市公司盈利能力略有下降，但企业资产状况仍在进一步改善，上市钢企资产负债率由 2018 年年初的 60.69% 下降至 2019 年第三季度的 57.36%，为近年来最佳水平。

图 58：2018-2019Q3 资产负债率变化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

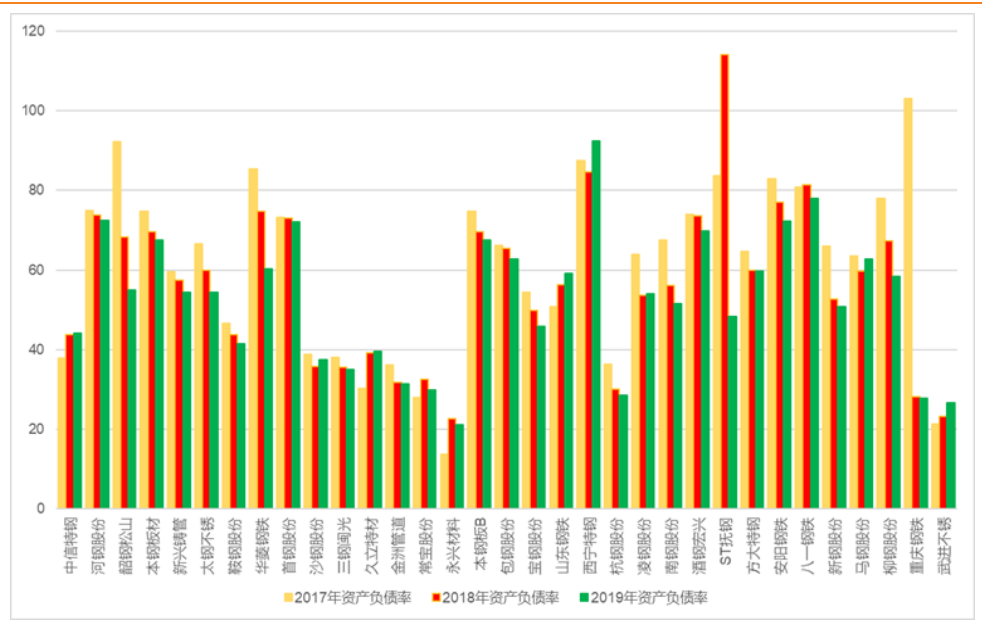
但随着股价回调，钢铁市净率大幅下滑，近半数企业跌破净值。上市公司市净率见表 7。

表 7：市净率<1 个股明细

代码	简称	PB
200761.SZ	本钢板 B	0.3315
000898.SZ	鞍钢股份	0.5528
000709.SZ	河钢股份	0.5543
000959.SZ	首钢股份	0.6684
600019.SH	宝钢股份	0.6900
600569.SH	安阳钢铁	0.7004
000825.SZ	太钢不锈	0.7264
600782.SH	新钢股份	0.7322
600022.SH	山东钢铁	0.7414
000761.SZ	本钢板材	0.7536
000778.SZ	新兴铸管	0.7558
600808.SH	马钢股份	0.7795
601005.SH	重庆钢铁	0.8501
600282.SH	南钢股份	0.8554
600126.SH	杭钢股份	0.8877
000932.SZ	华菱钢铁	0.9097
600231.SH	凌钢股份	0.9641

资料来源：wind，天风证券研究所

图 59：上市公司资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 品种上重点关注建材、中厚板、特钢占比高企业，估值优势明显

受益于基建和地产需求，以及供给端长、短流程成本差的“护城河”，建材盈利能力强于工业用材，建材占比高的企业有方大特钢、三钢闽光、韶钢松山、柳钢股份。但工业用材中与基建密切相关的中厚板产品也同样受益，受益企业包括华菱钢铁、南钢股份、新钢股份。这些企业盈利一直处于行业领先位置，估值上也具有相对优势。同时建议关注国家管网公司成立后，油气管道投资进展对油气管道需求拉动，相关标的包括金州管道、常宝股份。

表 8：主要上市公司建材及板材营收占比

类别	代码	公司简称	建材/中厚板营收占比
建材	000717.SZ	韶钢松山	32.5%
	002110.SZ	三钢闽光	74.2%
	600507.SH	方大特钢	74.4%
	601003.SH	柳钢股份	53.6%
中厚板	000932.SZ	华菱钢铁	50.1%
	600282.SH	南钢股份	44.6%
	600782.SH	新钢股份	15.4%

资料来源：上市公司年报，天风证券研究所

另外，由于经济结构转型将持续带动对特钢需求，建议重点关注特钢行业标的，包括**中信特钢、久立特材、永兴材料**。特别是中信特钢，我们认为：

1. **公司为高端装备制造业根基企业。**公司为高端装备制造业根基企业。整体上市后公司特钢产能达到 1300 万吨，拥有 3000 多个钢种，5,000 多个规格，技术装备已达到国际先进水平，已经成为国内最大的专业化特钢生产基地之一。公司产品面向中高端装备制造业，客户以龙头企业为主。汽车零部件用钢国内产销量第一，高端汽车用钢市占率超过 65%，处于绝对领先地位。高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过 90%，是我国发展高端装备制造业的根基企业。

2. **公司是混合所有制成功的典范。**公司实控人是央企中信集团，能够享受体制红利。公司控股股东中信泰富为港资企业，自重组以来始终坚持港资企业管理模式，财务管理规范，

管理层持股，激励到位，企业活力充沛。公司是混合所有制企业成功典范，具备其他核心资产不可比拟的体制机制优势。

3. 公司业绩抗周期性强。公司技术水平处于国内领先，国际先进行列。依托技术优势，产品质量稳定附加值高，定价话语权强。充分发挥下游行业多、品牌认可度高、品种调配灵活特点，在钢铁行业处于下行趋势期间仍能保持稳定增长。2017 年以来先后重组青岛特钢等企业，完美复制管理和体制机制优势，成功实现外延并购增长。目前企业品种更加丰富，经营更加稳健。

表 9：低估值优质标的（单位：亿元）

普钢类推荐标的					
股票代码	股票简称	总市值	2019 前三季度 业绩	PB	预计 2020 年 PE
600782.SH	新钢股份	153.70	26.47	0.73	4.12
600282.SH	南钢股份	141.27	23.75	0.86	4.49
000932.SZ	华菱钢铁	189.14	33.94	0.91	5.60
002110.SZ	三钢闽光	204.22	28.25	1.14	5.21
601003.SH	柳钢股份	130.70	14.84	1.25	4.18
000717.SZ	韶钢松山	107.18	12.89	1.44	4.57
600507.SH	方大特钢	129.14	12.77	2.10	7.62
特钢类推荐标的					
股票代码	股票简称	总市值	2019 前三季度 业绩	PB	PE
002756.SZ	永兴材料	58.75	3.61	1.72	11.10
002318.SZ	久立特材	72.62	3.88	2.34	22.13
000708.SZ	中信特钢	735.99	36.66	2.99	13.19

资料来源：wind，天风证券研究所

3.3. 优质资产质量支撑高分红

随着资产负债表持续改善，高分红标有望持续，重点推荐高分红标的：三钢闽光、方大特钢、宝钢股份、柳钢股份。

表 10：截至 2019Q3 上市钢企未分配利润情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	未分配利润
600019.SH	宝钢股份	712.40
000825.SZ	太钢不锈	162.71
000709.SZ	河钢股份	121.73
600782.SH	新钢股份	110.47
000708.SZ	中信特钢	99.97
000932.SZ	华菱钢铁	96.85
002110.SZ	三钢闽光	96.81
600282.SH	南钢股份	91.81
000778.SZ	新兴铸管	79.65
600808.SH	马钢股份	64.83
601003.SH	柳钢股份	60.04
000898.SZ	鞍钢股份	55.82
600126.SH	杭钢股份	52.17
600010.SH	包钢股份	51.77

600231.SH	凌钢股份	36.91
002075.SZ	沙钢股份	30.79
600507.SH	方大特钢	23.73
200761.SZ	本钢板 B	22.40
200761.SZ	本钢板 B	22.40
002756.SZ	永兴材料	19.15
002478.SZ	常宝股份	16.88
002318.SZ	久立特材	13.32
000717.SZ	韶钢松山	12.31
002443.SZ	金洲管道	9.25
603878.SH	武进不锈	9.04
600569.SH	安阳钢铁	7.93
600022.SH	山东钢铁	7.82

资料来源：wind，天风证券研究所

表 11：高股息率个股（单位：亿元）

证券代码	证券简称	2018 年分 红总额	2018 年业绩	分红比例	股息率（按除权除息 前一日计算）
600507.SH	方大特钢	24.61	29.27	84.1%	12.2%
002110.SZ	三钢闽光	32.69	65.07	50.2%	11.2%
600808.SH	马钢股份	27.72	59.43	46.6%	10.6%
601003.SH	柳钢股份	15.38	46.10	33.4%	8.6%
600019.SH	宝钢股份	111.38	215.65	51.6%	7.2%
600282.SH	南钢股份	13.27	40.08	33.1%	7.2%
002756.SZ	永兴材料	3.60	3.87	93.0%	5.9%
000708.SZ	中信特钢	3.60	5.10	70.5%	5.8%
002318.SZ	久立特材	2.52	3.04	83.1%	3.4%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.4. 风险提示

作为供给侧改革样板行业，钢铁行业供给端和需求端受政策影响较大，但政策制定和执行又受宏观调控等多方面影响，有可能发生为配合整体经济政策而使短期产业政策和下游需求不及预期的情况发生；原材料在钢铁行业成本占比很高，特别是铁矿石是主要原材料，但由于资源禀赋原因，我国铁矿石自给率低，话语权弱，容易出现大幅波动对行业盈利造成不利影响；同时大盘系统性风险也是不可控因素。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com