

钢铁行业进入产能置换和集中度提升高峰期



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——钢铁行业年度投资策略回顾与展望

核心观点

❖ 2019 年钢铁行业盈利回落，板块表现不佳

2019 年，钢铁行业利润在供给释放及铁矿石价格上涨的影响下回落，截止 2019 年 12 月 13 日，沪深 300 指数累计上涨 31.81%，钢铁板块累计下跌 3.81%，表现相对较差。估值方面，钢铁板块 PB 年中开始跌破净值，截止 2019 年 12 月 13 日，钢铁行业市净率 0.91 倍，个股破净比例近 6 成，考虑到当前钢铁盈利尚可，行业估值基本无泡沫。

❖ 需求压力仍在，但降幅有限

2020 年，钢材需求增速预计较 2019 年的 5%-6% 下行至 2%-3%，基建或是需求端最核心看点。房屋建设由侧重“新开工”转向侧重“竣工”，考虑房企拿地从 2019 年年中开始负增长，房屋开工预计自 2020 年二季度开始承压。但当前施工存量巨大，地产用钢需求下行速度缓慢。10 月份以来，包括水泥发货、挖掘机产量等微观数据表明基建投资已明显加速。随着地铁、城轨等高密度用钢项目在基建总量中占比攀升，基建单位投资用钢强度近三年来明显提升。经测算，假设 2020 年基建投资增速由 4.5% 增长至 8%，大约可以对冲 4% 左右地产用钢下滑。板材需求底部徘徊，供需或难见明显改善。

❖ 2020 年钢铁产能置换进入投产高峰期，行业产能集中度将获提升

2017-2019 年期间，全国累计发布粗钢产能置换公告 2 亿吨，置出产能 2.4 亿吨，产能置换总比例 1:1.2。根据投产时间表，2020 年将进入置换产能集中投产期，其中无效产能投产约 1000 万吨。综合电炉复产和高炉增量，未来 2-3 年全国粗钢有效产能增速约 1%-2%。需要注意的是，河北等环境敏感地区粗钢产能采取老产能先停，新产能再投产的置换方式，产能置换对钢铁供给的影响尤其需要重点关注。

❖ 投资看点

我们建议把握两条投资主线，第一是板块的估值修复机会，当前钢铁板块 PB 为 0.91 倍，个股破净比例近 6 成，市场悲观预期在股价中已有充分反应，若后续基建用钢带来的钢铁需求表现超预期，板块估值有望伴随钢价、盈利回升而上行，个股中建议关注区域供需向好、成本控制能力强、业绩弹性相对较大的优质钢企，相关标的为方大特钢、三钢闽光、南钢股份、华菱钢铁等。第二是行业集中度提升带来的投资机会，推荐关注通过整合重组，市场占有率获得提升的领军钢企，相关标的为宝钢股份、河钢股份。

风险提示：钢铁产能政策；环保政策；下游需求变动。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部/原材料团队
行业评级 | 增持
报告时间 | 2019/12/16

👤 分析师

陈雳
证书编号: S11000517060001
010-66495651
chenli@cczq.com

👤 联系人

许惠敏
证书编号: S1100117120001
021-68595156
xuhuimin@cczq.com

王磊
证书编号: S1100118070008
010-66495929
wanglei@cczq.com

📍 川财研究所

北京 | 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼, 100034

上海 | 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120

深圳 | 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层, 518000

成都 | 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041

正文目录

一、2019 年复盘：行业供应逐步宽松，市场关注度走低	5
1.1 供应逐步宽松，行业盈利下滑	5
1.2 利润上行周期和下行周期中，钢铁股表现对比	7
二、需求压力仍在，但降幅有限	8
2.1 基建：领先指标启动，基建复苏预期较强	8
2.2 地产：由侧重“新开工”转向侧重“竣工”，单位需求强度减弱但总体量依然尚可 ..	11
2.3 板材需求底部徘徊，供需难见明显改善	13
2.4 外需：外需疲软阶段性压制，但体量有限难成持续性冲击	14
三、2020 年钢铁产能置换进入投产高峰期，提升行业产能集中度	16
3.1 未来 2-3 年全国粗钢有效产能增速 1%-2%	16
3.2 产能置换加速存量整合和产能集中度提升	18
四、废钢高成本仍是高炉利润的强支撑	20
4.1 废钢：2023 年之前维持紧平衡，对应钢材 3300 元/吨强支撑难破	20
4.2 铁水：矿价向 60-80 美金中枢收敛，焦煤回吐国内溢价	22
五、策略看点	23
5.1 重点公司	24
风险提示	26

图表目录

图 1:	2019 年钢铁板块涨跌幅靠后	5
图 2:	钢铁行业季度毛利变化 (2009-2019)	6
图 3:	钢材行业年中开始破净 (2009-2019)	6
图 4:	钢铁与其他周期行业估值比较	6
图 5:	钢铁与其他行业股息率比较	6
图 6:	钢铁板块基金持仓比例 (2016-2019Q3)	6
图 7:	钢铁板块持仓标的排名 (2016-2019Q3)	6
图 8:	钢铁板块 PB-ROE 复盘 (2000-2019)	7
图 9:	钢材总需求下游分布	8
图 10:	粗钢表观消费量增速预估 (2012-2020E)	8
图 11:	基建投资增速分行业	9
图 12:	地方政府专项债投放量	9
图 13:	重卡产量季节性	9
图 14:	挖掘机产量季节性	9
图 15:	主要基建公司订单规模	10
图 16:	发改委基建项目批复 (2015-2019.11)	10
图 17:	交通基建十三五进度 (2016-2020E)	10
图 18:	基建投资单位用钢系数 (2016-2020E)	10
图 19:	70 大中城市房屋价格指数	12
图 20:	十大城市-商品房可售面积	12
图 21:	房企拿地数据 2019 年年中转折	12
图 22:	房屋竣工面积三季度开始转正	12
图 23:	螺纹周度表观消费量	12
图 24:	房地产不同建筑周期用钢强度变化	12
图 25:	热轧产线产能	13
图 26:	热轧产量	13
图 27:	热卷品种下游需求分布	14
图 28:	汽车用钢量 2020 年底部微升	14
图 29:	样本企业焊管产量增速 (2009-2019)	14
图 30:	机械用钢量增速 (2011-2019)	14
图 31:	家电用钢量增速 (2011-2019)	14
图 32:	制造业投资增速 (2013-2019)	14
图 33:	螺纹钢现货国内外价差 (2017-2019)	15
图 34:	热卷现货国内外价差 (2017-2019)	15
图 35:	国内外铁水产量增速分化 (2017-2019)	16
图 36:	中国钢坯进口量 2019 年突增 (2016-2019)	16
图 37:	焦煤国内外价差 (2015-2019)	16
图 38:	巴西铁矿石发中国比例 (2018-2019)	16
图 39:	2018-2022 年每年粗钢产能置换量	17
图 40:	无效产能置换占比 29%	17
图 41:	电炉产能变化 (2017-2022E)	17

图 42:	2017-2022 年粗钢有效产能增速.....	17
图 43:	2020 年粗钢置换投产项目列表.....	18
图 44:	中国钢铁产能布局 VS 日本钢铁产能布局.....	19
图 45:	河北省钢铁行业去产能工作方案要求.....	20
图 46:	河北省重点粗钢产能置换规划.....	20
图 47:	螺纹-废钢价差 (2009-2019)	21
图 48:	2018 年以来历次下跌中废钢最为抗跌 (2018-2019)	21
图 49:	2019 年废钢消耗量为“供给侧”之前的两倍.....	21
图 50:	2000-2030 年废钢供应模拟测算.....	21
图 51:	废钢流向逐渐集中于高炉.....	22
图 52:	高炉废钢调节周期为 2-4 周.....	22
图 53:	铁矿石普氏指数 (2015-2019)	22
图 54:	焦煤峰景指数 (2015-2019)	22
图 55:	全球铁矿石供应增速 (2011-2022E)	23
图 56:	海外焦煤供应情况 (2011-2022E)	23
图 57:	全球铁矿石成本线 (2018)	23
图 58:	海外焦煤成本线 (2019)	23
表格 1.	钢铁板块上市公司盈利、估值对比.....	25

一、2019 年复盘：行业供应逐步宽松，市场关注度走低

1.1 供应逐步宽松，行业盈利下滑

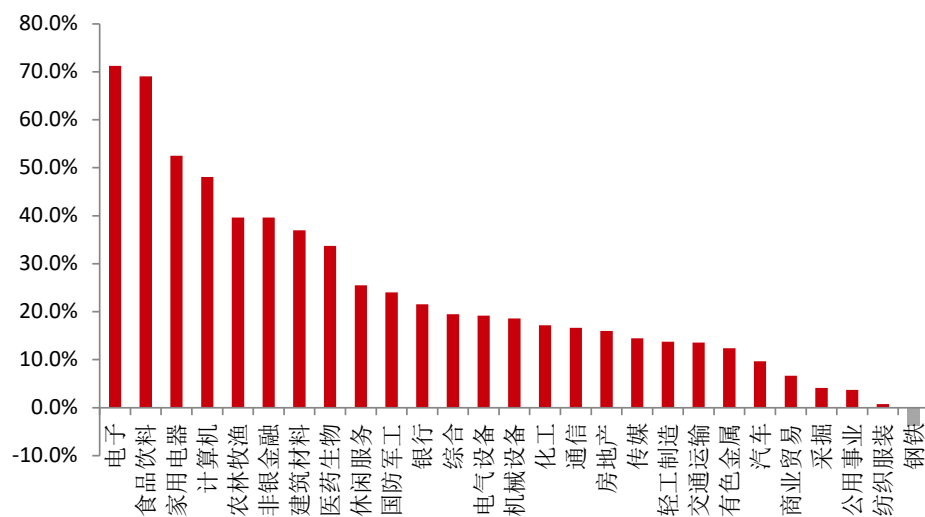
2019 年，钢铁行业在供给释放及铁矿石价格上涨的影响下利润回落。行业平均毛利自 2018Q3 触及 1300 元/吨峰值后震荡回落，2019 年分季度毛利分别为 813 元/吨、801 元/吨、480 元/吨和 681 元/吨。

行业利润回落背景下，钢铁年度表现跑输大盘。截止 2019 年 12 月 13 日，沪深 300 指数累计上涨 31.81%，钢铁板块累计下跌 3.81%，表现相对较差。分子板块来看，普钢跌幅较大，年度累计下跌 6.54%；特钢受益于终端需求渗透和产业并购，年度累计上涨 10.25%。

估值方面，钢铁板块 PB 年中开始跌破净值。截止 2019 年 12 月 13 日，钢铁行业市净率 0.91 倍，个股破净比例近 6 成。个股盈利与股价同步下滑，行业市盈率小幅抬升，从年初 5-6 倍左右抬升至年末 8-9 倍。

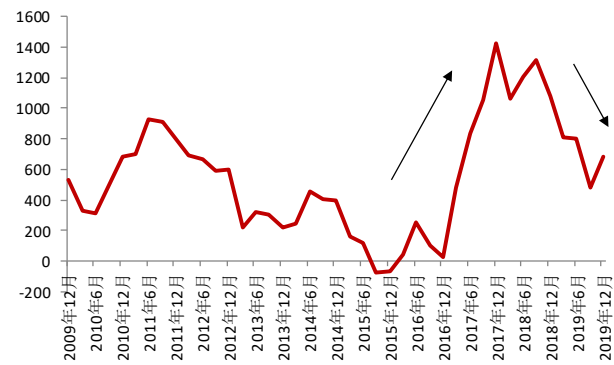
持仓方面，市场对钢铁板块参与度明显减弱，2019 年 Q1-Q3 分季度公募基金持仓比例分别为 0.049%、0.046%和 0.042%，较 2018 年 0.28%大幅下滑。截止 2019 年 Q3，公募基金持仓排名靠前个股分别为中信特钢、三钢闽光、柳钢股份和重庆钢铁。

图 1：2019 年钢铁板块涨跌幅靠后



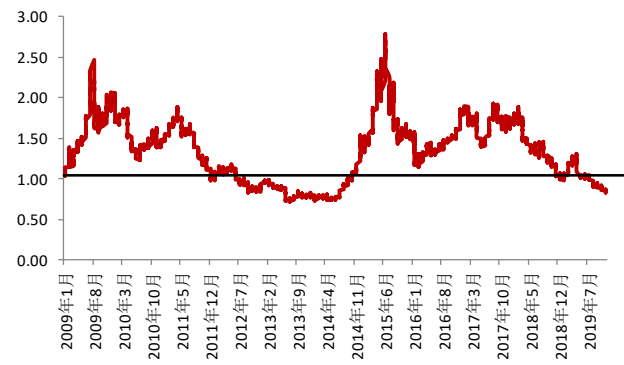
资料来源：Wind、川财证券研究所；数据截止 2019 年 12 月 13 日；单位：%

图 2：钢铁行业季度毛利变化（2009-2019）



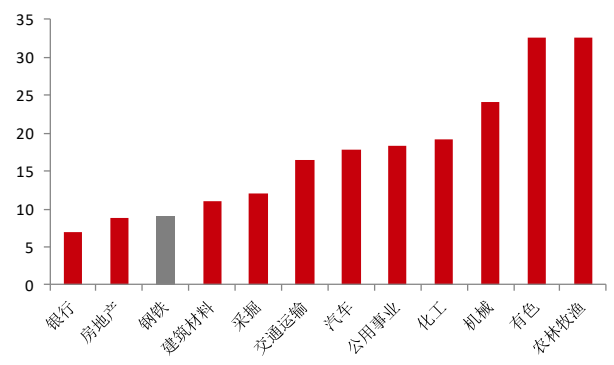
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨

图 3：钢材行业年中开始破净（2009-2019）



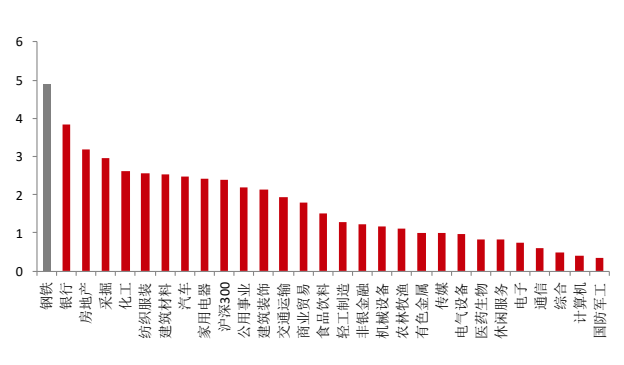
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：倍

图 4：钢铁与其他周期行业估值比较



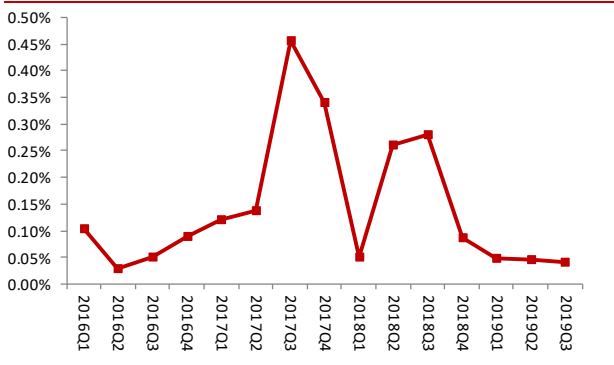
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：倍

图 5：钢铁与其他行业股息率比较



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 6：钢铁板块基金持仓比例（2016-2019Q3）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 7：钢铁板块持仓标的的排名（2016-2019Q3）

	No.1	No.2	No.3	No.4	No.5
2018Q1	韶钢松山	柳钢股份	首钢股份	山东钢铁	华菱钢铁
2018Q2	南钢股份	华菱钢铁	新钢股份	马钢股份	三钢闽光
2018Q3	三钢闽光	新钢股份	韶钢松山	柳钢股份	华菱钢铁
2018Q4	三钢闽光	新钢股份	华菱钢铁	新兴铸管	久立特材
2019Q1	大冶特钢	三钢闽光	河钢股份	华菱钢铁	新钢股份
2019Q2	大冶特钢	华菱钢铁	三钢闽光	宝钢股份	新钢股份
2019Q3	中信特钢	三钢闽光	柳钢股份	重庆钢铁	

资料来源：Wind，川财证券研究所；

1.2 利润上行周期和下行周期中，钢铁股表现对比

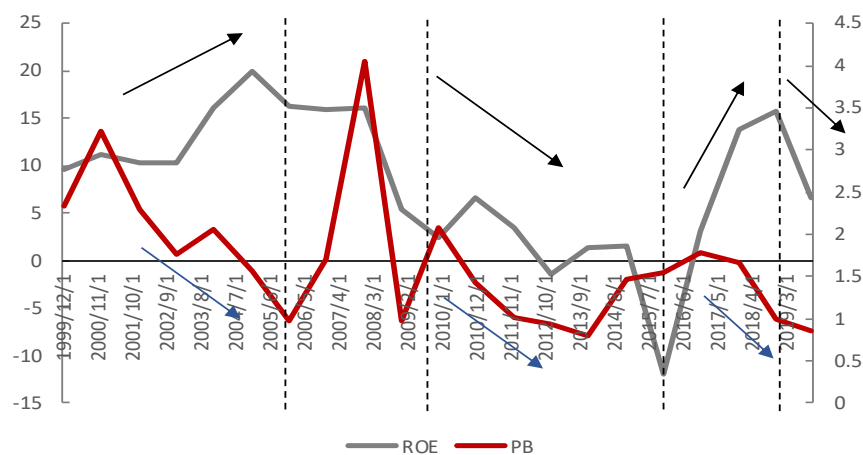
我们对 2000 年以来钢铁盈利与股价表现简单复盘，以求对利润回落背景下的钢铁板块与个股配置这一问题能有所启发。

根据行业 ROE 划分，2000 年以来，钢铁行业利润周期可分为六个阶段：

- 1、2000-2004 年，利润扩张期
- 2、2005-2008 年，利润下降期
- 3、2009-2010 年，利润扩张期
- 4、2011-2015 年，利润下降期
- 5、2016-2018 年，利润扩张期
- 6、2019- ，利润下降期

我们以 PB 作为钢铁股行业表现指标对应 ROE 表现进行复盘。在 2000-2004 年之前，股价主要靠盈利驱动，ROE 回升但 PB 持续下滑；2005-2008 年之间，行业盈利下滑，股价在流动性支撑下大幅波动，此阶段股价表现主要靠估值驱动；2009-2010 年之间，股价同样靠盈利驱动，ROE 回升但 PB 持续下滑；2011-2015 年，行业利润经历持续下降期，此时股价经历戴维斯双杀，估值与盈利同步下滑，但估值先于盈利见底；2016-2018 年，利润恢复，股价主要靠盈利驱动，ROE 回升但 PB 持续下滑；2019 年至今，行业估值与利润同步下滑。

图 8：钢铁板块 PB-ROE 复盘（2000-2019）



资料来源：Wind、川财证券研究所；注：ROE 为左轴，单位：%；PB 为右轴，单位：倍

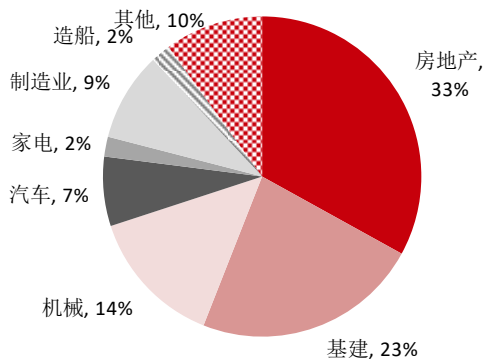
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

综合来看,凡在利润扩张期,钢铁股股价表现主要靠盈利驱动,估值难有提升。利润下降期,往往伴随估值和盈利的同步下滑,但估值往往先于行业利润见底。个股方面,简单回顾 2011 年以来行业利润扩张期下下降期个股表现情况。在扩张周期中,涨幅最高的标的为:韶钢松山、方大特钢、三钢闽光、华菱钢铁、南钢股份等;下跌周期中,跌幅最小的标的多为特钢个股,包括:中信特钢(大冶特钢)、久立特材、常宝股份等,跌幅较小的普钢标的为:方大特钢、杭钢股份、宝钢股份、三钢闽光等。

二、需求压力仍在,但降幅有限

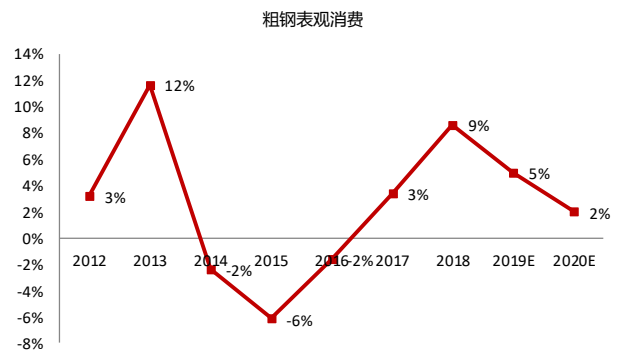
自 2018 年房地产销售进入下行周期后,市场对钢材需求的担忧就从未停止。但 2019 年以来,在三四线城市房屋销售较好和地产赶工支撑下,房地产用钢需求依然呈现较大幅度正增长。考虑房地产市场 2020 年建设重心由新开工转向竣工,地产用钢需求的下滑预计将会到来。不过,基建强势叠加汽车产量等同比增速有望上升,整体需求降幅预计有限。

图 9: 钢材总需求下游分布



资料来源: Mysteel, 川财证券研究所

图 10: 粗钢表观消费量增速预估 (2012-2020E)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

2.1 基建: 领先指标启动, 基建复苏预期较强

2019 年基建表现差强人意, 2019 年 1-10 月, 基建投资累计增速 4.2%, 较去年年末 3.8% 微幅抬升。上半年财政资金投放时点前置, 但地方财政配合力度偏弱, 10 月份以来的行业微观数据显示, 四季度开始基建需求开始加速。

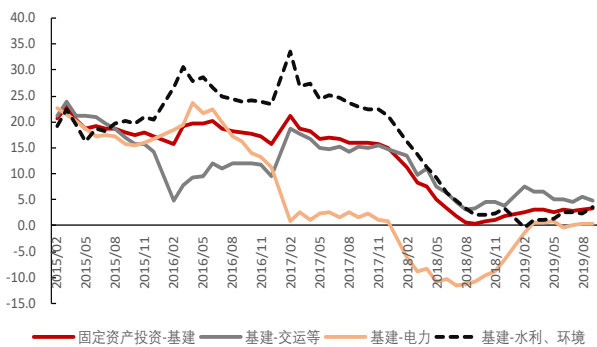
10 月份, 基建同步指标挖掘机、重卡等产量在去年高基数基础上分别同比增

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

长 11%和 10%。周边水泥需求更是超预期，11 月份以来，福建、广州、浙江、甘肃等省份水泥区域性供不应求，华南和华东部分地区水泥价格已经累计上涨 3-4 轮。钢材出货同样呈现超季节性韧性，11 月份以来华南和华东钢材降库速度仍然维持旺季水平。

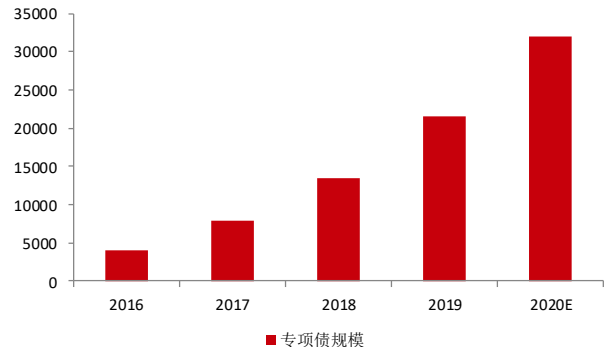
2018 年 11 月份以来，基建托底政策意图较强，去年 11 月份至今发改委共批复基建项目 1.8 万亿，创近三年峰值。2019 年 9 月，国常会明确提出“按规定提前下部分 2020 年新增地方政府债务限额”；11 月 27 日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，要求适当调整基础设施项目最低资本金比例；11 月 29 日，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。

图 11： 基建投资增速分行业



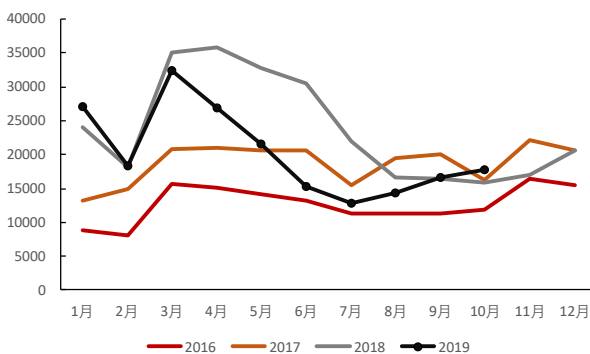
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 12： 地方政府专项债投放量



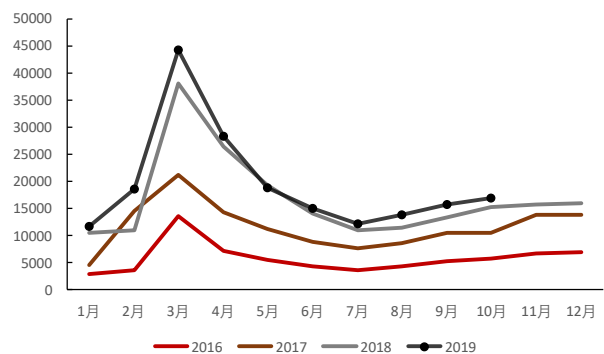
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 13： 重卡产量季节性



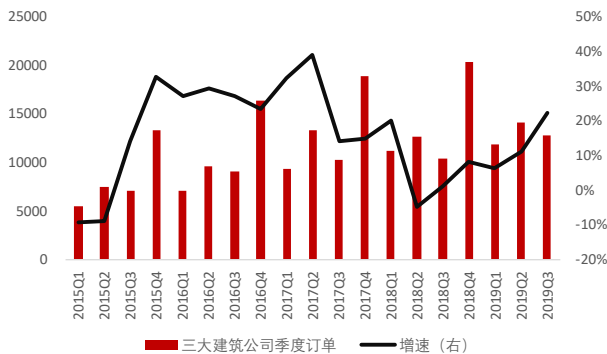
资料来源：数字水泥网，川财证券研究所；单位：辆

图 14： 挖掘机产量季节性



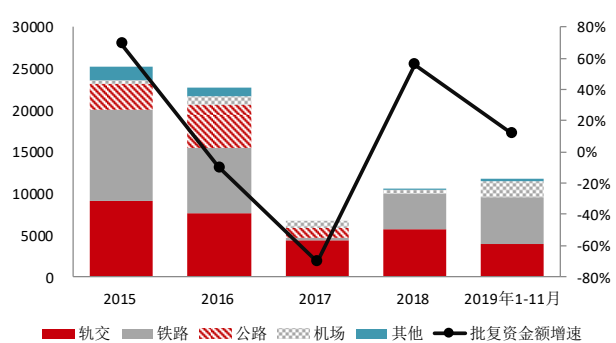
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：辆

图 15: 主要基建公司订单规模



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元

图 16: 发改委基建项目批复 (2015-2019.11)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元

考虑 2020 年为“十三五”收官之年，基建项目抢工期诉求较强。加上资金支持，2020 年基建投资回升有望延续，预计较当前 4.2% 抬升至 8%-10%。

由于地产需求占比大(钢材需求分布中, 大约 30% 用于地产, 20% 用于基建), 且周期性波动强, 钢材需求研究一直重地产而轻基建。且经验上看, 基建对冲往往难以弥补地产需求的下滑。但此轮基建拖底有所不同, 第一, 随着地产周期性波动幅度放缓, 2020 年地产需求虽预期下滑, 但幅度和力度空间预期不大; 第二, 随着地铁、城轨等高密度用钢项目在基建总量中占比攀升, 基建单位投资用钢强度近三年来明显提升。

根据各行业经验值, 我们可以得出铁路、城轨、公路、机场等各类交通基建用钢系数。但统计局公布的基建投资额中, 难以准确划分出流向各类形式基建占比。故, 本文采用滚动 4 年前发改委批复项目结构模拟当年在建基建结构, 得出所有交通基建用钢系数。(假设项目批复后第二年动工, 基建项目建设周期为 4-5 年)。经测算, 假设 2020 年基建投资增速由 4.5% 增长至 8%, 大约可以对冲 4% 左右地产用钢下滑。

图 17: 交通基建十三五进度 (2016-2020E)

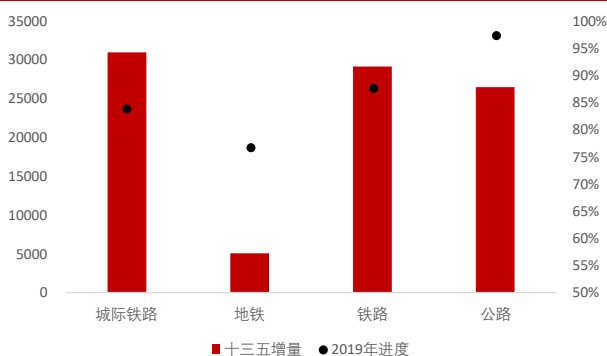
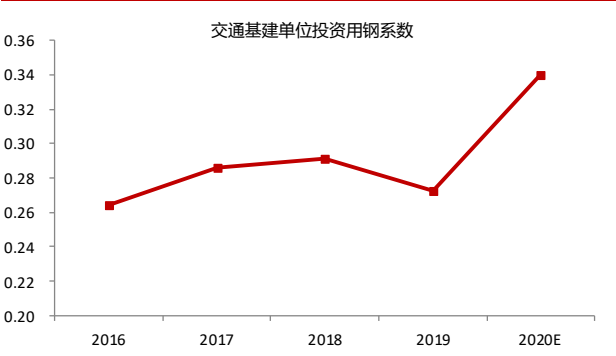


图 18: 基建投资单位用钢系数 (2016-2020E)



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：交通运输部，川财证券研究所，单位：公里

资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：点

2.2 地产：由侧重“新开工”转向侧重“竣工”，单位需求强度减弱但总体量依然尚可

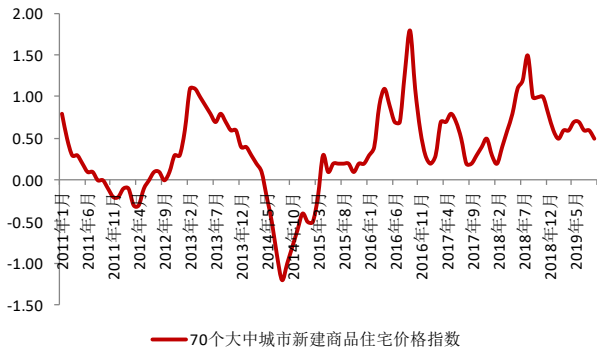
2019年钢价压力源自逐渐宽松的粗钢产量，需求表现超市场预期。2018年年中开始，随着销售增速放缓，市场开始担忧土地新开工面积增速（新开工阶段用钢占总量1/3）放缓。统计局数据显示，2019年房地产市场表现较为平稳：房屋销售面积增速由去年年末1.3%下滑至1-10月的0.1%，新开工面积由17.2%下降至10%，并未出现市场此前预期的新开工负增长。房地产韧性需求支撑下，螺纹钢等长材需求2019年维持高位，2018年钢材表观消费增长6%，2019年1-10月仍增长5.4%。

2015年以来，房地产市场经历2015-2016两年上涨之后，并未走出明显的下行周期。2018-2019年，房价增速虽在放缓，但未见以往下行中的价格下跌。房地产市场呈现超长周期韧性，市场对2018-2019年地产用钢需求连续预判错误。

考虑2020年经济整体下行压力仍大，地产投资仍是拉动经济的重要动力，房地产调控政策预计维持当前“因城施策”基调。整体地产用钢需求小幅放缓，但幅度和空间有限。地产用钢需求放缓预判源自两点：一是，房企拿地2019年下半年开始转负，意味着2020年二季度地产开工可能承压；二是，微观上，房地产企业年中开始从侧重“新开工”到侧重“竣工”。新开工面积用钢强度远高于竣工期。

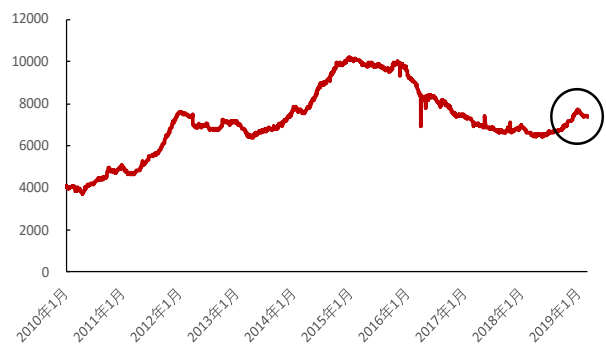
采用拿地数据作为新开工面积6-9个月的领先指标。2019年年中，百城拿地数据首次转负，且下半年以来维持负增长。依次推算，房地产新开工面积预计从2020年二季度开始增速进一步下滑。同时，在高周转和资金持续紧张背景下，房企更多资金转向竣工收尾，竣工面积自三季度开始转正。预计2020年竣工面积将持续恢复，利好玻璃、有色的建筑后端用建材。

图 19: 70 大中城市房屋价格指数



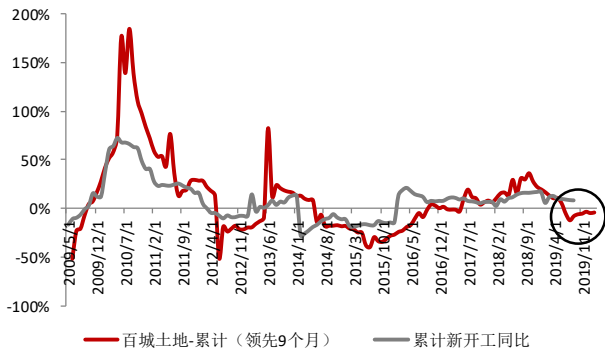
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 20: 十大城市-商品房可售面积



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万平方米

图 21: 房企拿地数据 2019 年年中转负



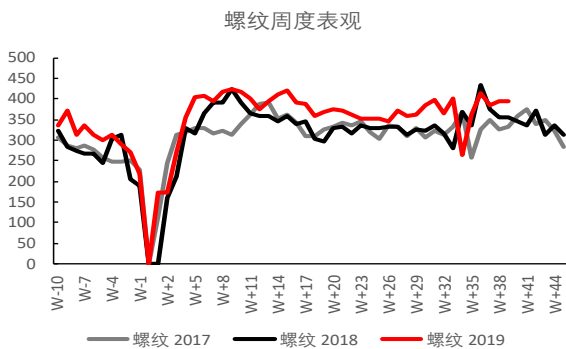
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 22: 房屋竣工面积三季度开始转正



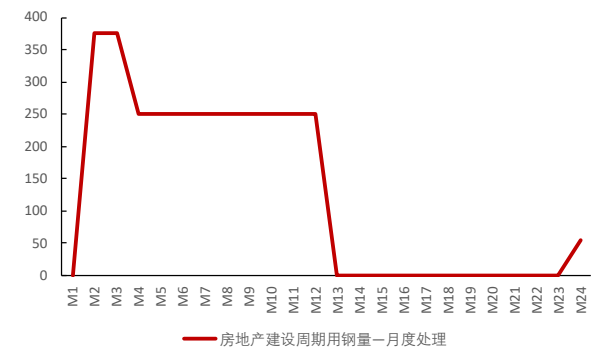
资料来源: CNKI, 川财证券研究所; 单位: %

图 23: 螺纹周度表现消费量



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

图 24: 房地产不同建筑周期用钢强度变化



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 公斤/平方米

考虑房企行为 2019 年年中开始转变, 当前拿地数据无法支撑 2020 年土地新开工继续维持高位, 螺纹等长材需求预计自 2020 年二季度开始承压。但考虑房地产存量需求体量较大, 且基建需求已经开始加速启动, 长材需求回落幅度

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

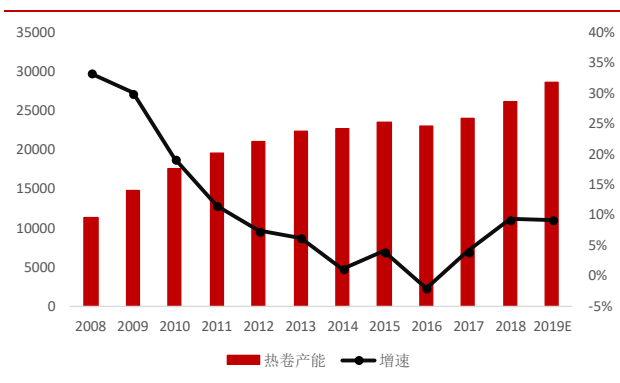
有限。

2.3 板材需求底部徘徊，供需难见明显改善

受汽车和制造业下滑拖累，2018-2019年热轧需求持续走弱。继2018年热轧（包括下游冷轧、镀锌和焊管）产量下滑2%之后，2019年1-9月热轧产量继续下滑7%。考虑汽车产销2020年低位筑底，制造业维持低迷态势，焊管、家电、机械产量小幅抬升，热卷需求2020年预计小幅增长3%-5%。

产能方面，2018年以来，热卷产能持续扩张，2018年和2019年产能分别增长9%和10%至2.9亿吨。2020年开始，粗钢产能进入集中置换投产第一年，且新置换产能板材产线居多，预计2020-2021年热卷产能仍将继续增长2500万吨。

图 25： 热轧产线产能



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 26： 热轧产量



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

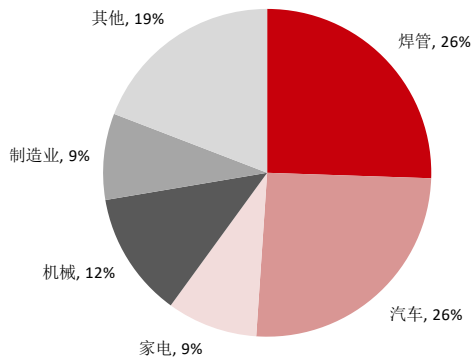
需求方面，汽车用板材是热卷的主要下游，需求占比26%。2013年、2016年两轮热卷行情均由汽车需求带动。2019年以来，汽车产销持续下滑，1-10月份汽车产销增速同比下跌10%。今年低基数作用下，2020年汽车产销增速预计略有转正，但绝对值依然处于低位。根据川财汽车团队测算，2020年汽车产销增速预计3%-5%。

焊管方面，2019年在建筑和石化订单拉动下需求表现较强。1-9月份样本企业焊管产量累计同比增长15%。石化订单放缓，建筑订单持续好转，2020年焊管预计维持正增长，但增速较2019年预计有所放缓。

家电方面，2020年地产竣工持续修复，家电等后周期订单预计明显改善。机械在基建支撑下同样维持正增长，但考虑2018-2019年基数颇高，同比难有大幅增长。

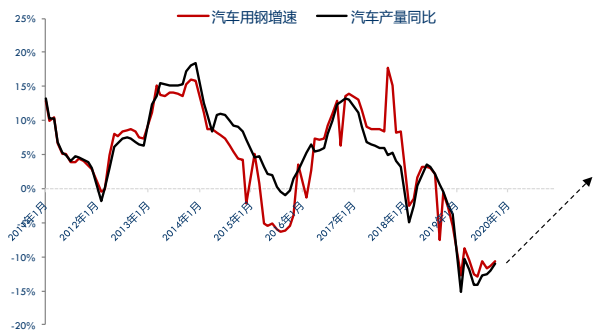
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 27: 热卷品种下游需求分布



资料来源: Wind, Mysteel, 川财证券研究所; 单位: %

图 28: 汽车用钢量 2020 年底部微升



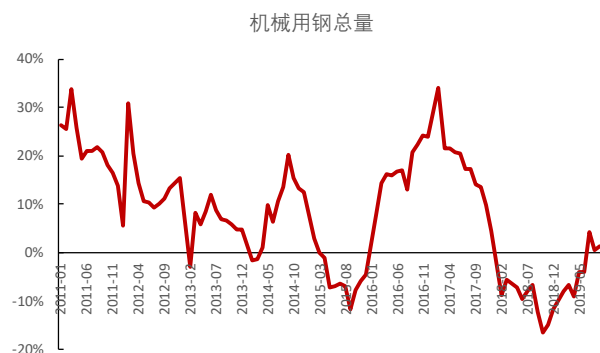
资料来源: Wind, Mysteel, 川财证券研究所; 单位: %

图 29: 样本企业焊管产量增速 (2009-2019)



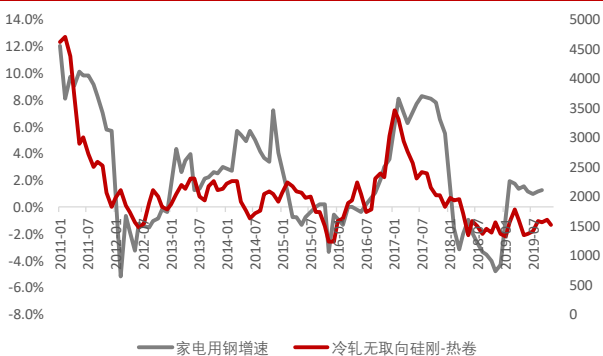
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 30: 机械用钢量增速 (2011-2019)



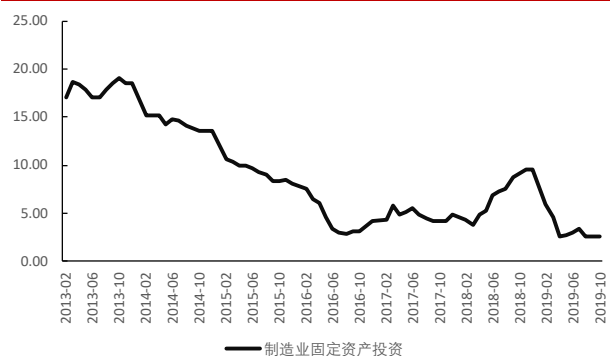
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 31: 家电用钢量增速 (2011-2019)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 32: 制造业投资增速 (2013-2019)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

2.4 外需: 外需疲软阶段性压制, 但体量有限难成持续性冲击

2019 年, 全球钢材需求另一个特点在于国内强、国外弱。以生铁产量为例, 本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019年1-9月，中国铁水产量累计增长6.3%，但除中国外全球铁水产量累计下滑1.4%。且这一分化从年中开始愈加明显。外需疲软通过进口焦煤、进口铁矿、进口钢坯、热卷出口等个途径影响国内市场。根据海外机构预测，2020年海外需求仍难有明显起色。

我们认为，海外市场的疲软对钢材和原料造成的冲击并不对等。铁矿石、进口焦煤市场多为海外定价，且进口依存度较高（铁矿石进口依存度90%，焦煤进口依存度10%），海外市场低迷将通过进口直接冲击国内市场。但钢材市场相对封闭，核心为国内定价，全国钢材进口依存度仅有1%，国内外虽有价差，但难以形成规模。海外钢材市场冲击多停留于心理层面，但难以形成实质性规模，表现为下跌时钢材出口价为压力位，上涨时忽略。

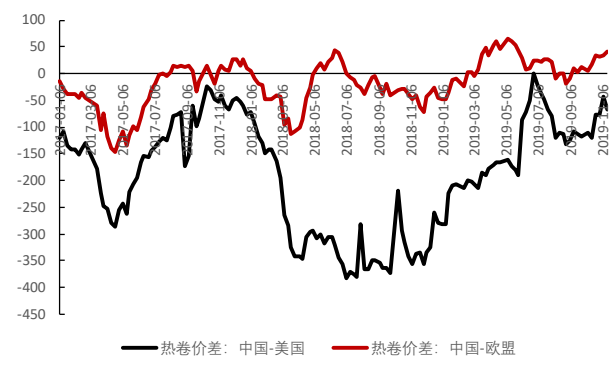
展望2020年，全球钢材需求疲软更多抑制原料价格。焦煤方面，由于进口调控限制，2019年焦煤国内价格一直维持高溢价，随着新的进口额度打开，2020年国内焦煤价格面临向海外价格收敛的压力；铁矿石方面，除中国外，印度、日本、韩国均为主要铁矿石进口国，海外需求疲软叠加供应恢复，矿价同样偏弱。

图 33： 螺纹钢现货国内外价差（2017-2019）



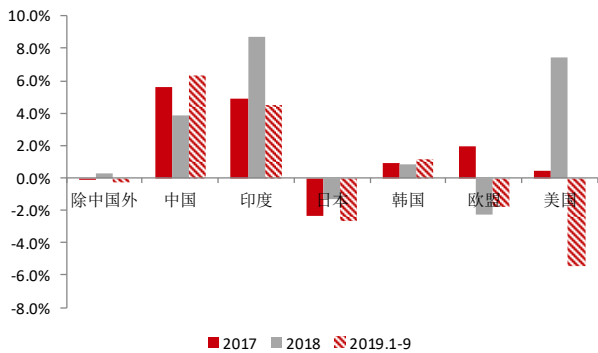
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：美元/吨

图 34： 热卷现货国内外价差（2017-2019）



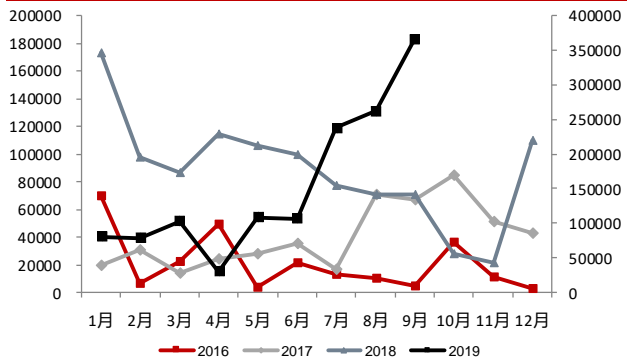
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：美元/吨

图 35: 国内外铁水产量增速分化(2017-2019)



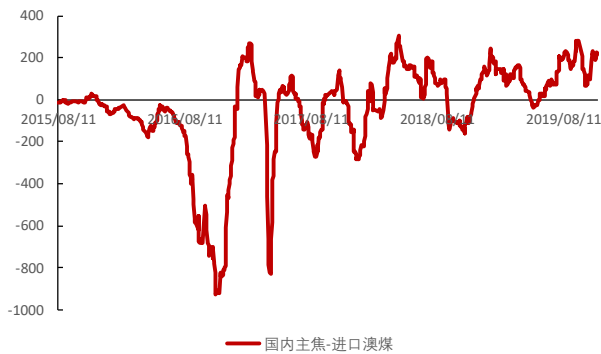
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 36: 中国钢坯进口量 2019 年突增 (2016-2019)



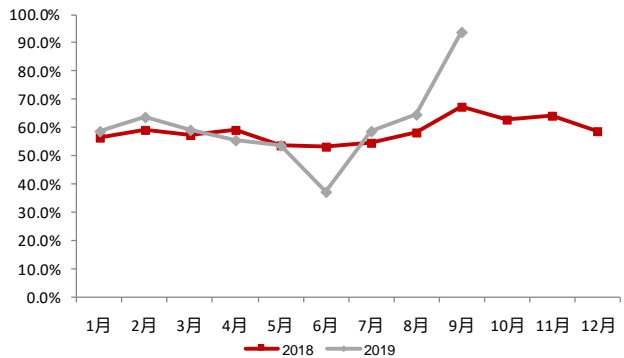
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 吨

图 37: 焦煤国内外价差 (2015-2019)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

图 38: 巴西铁矿石发中国比例 (2018-2019)



资料来源: 巴西海关, 川财证券研究所; 单位: %

三、2020 年钢铁产能置换进入投产高峰期，提升行业产能集中度

3.1 未来 2-3 年全国粗钢有效产能增速 1%-2%

供应端，粗钢产能自 2020 年开始，将正式进入置换产能投产期。根据 2017 年 12 月发布的《关于化解产能过剩严重过剩矛盾的指导意见》，自 2018 年 1 月 1 日起，对于粗钢等过剩行业，无论建设项目属新建、改建、扩建还是“异地大修”等任何形式，只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢冶炼设备，就必须实施产能置换方案。

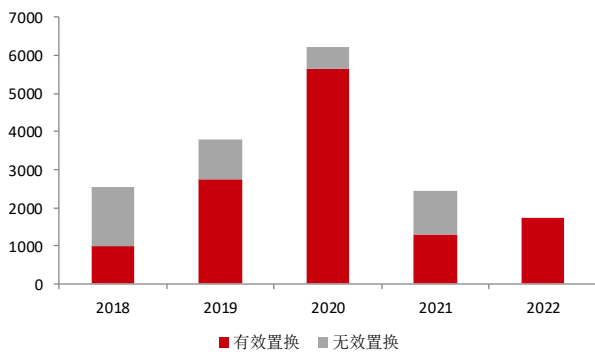
因此，我们汇总了 2017-2019 年粗钢产能置换公告：在此期间，累计发布粗钢产能置换公告 2 亿吨，置出产能 2.4 亿吨，产能置换总比例 1:1.2。其中，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

有效产能（实际在产产能用于置换）1.8 亿吨，无效产能（已停产产能）占比 29%。在已公告时间进度的项目中，2018-2022 年分别完成产能置换 2500 万吨、3800 万吨、5500 万吨、2500 万吨和 2000 万吨。根据该时间表，2020 年将进入置换产能集中投产期，其中无效产能投产约 1000 万吨。

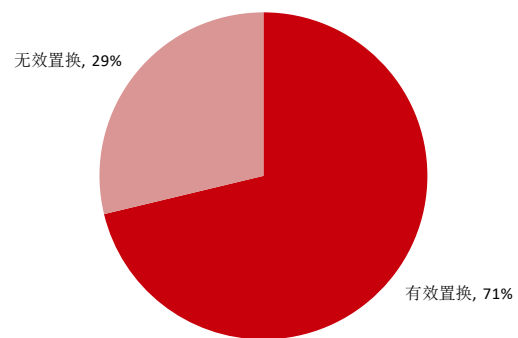
电炉方面，根据 Mysteel 等资讯机构统计，继 2019 年电炉总产能增加 2100 万吨后，2020 年电炉总产能将继续增加 2800 万吨。叠加电炉复产和无效产能转有效产能每年带来的粗钢产能增量，未来 2-3 年全国粗钢有效产能增速约 1%-2%。

图 39： 2018-2022 年每年粗钢产能置换量



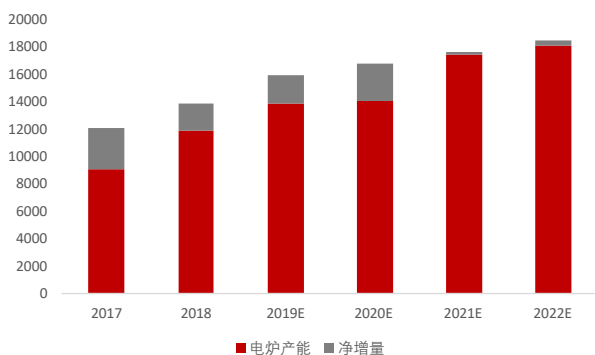
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 40： 无效产能置换占比 29%



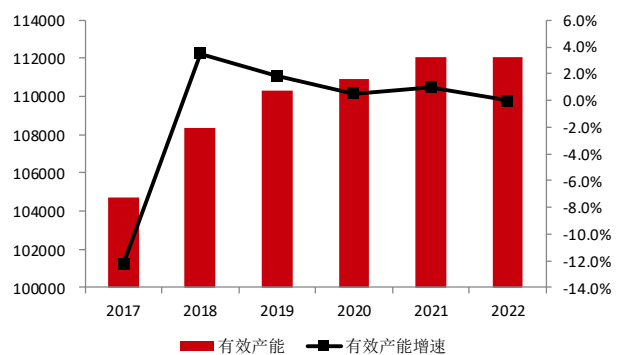
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 41： 电炉产能变化 (2017-2022E)



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 42： 2017-2022 年粗钢有效产能增速



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 43：2020 年粗钢置换投产项目列表

项目名称	生铁产能	粗钢产能	开工时间	投产时间
河北				
河北宝信钢铁集团有限公司	114	135	2018年8月	2020年12月
首钢京唐钢铁联合有限公司	439	510	2018	2020年12月
迁安市九江线材有限责任公司		130	2019年6月	2020年6月
唐山东海钢铁集团有限公司		113	1905年7月	2020年12月
秦皇岛宏兴钢铁有限公司		226	2016年11月	2020年12月
		345		2020年12月
唐山东华钢铁企业集团有限公司		196	2019年3月	2020年12月
唐山金马钢铁集团有限公司		196	2019年3月	2020年12月
唐山瑞丰钢铁（集团）有限公司	178.5			2020年12月
		210		2020年12月
石家庄钢铁有限责任公司		200	2018年12月	2020年10月
唐山市丰南区经安钢铁有限公司		170	2019年6月	2020年12月
唐山燕山钢铁有限公司	115	75	2019年6月	2020年12月
唐山不锈钢有限责任公司	205	135	2019年3月	2020年12月
河北唐银钢铁有限公司	266	230	2019年3月	2020年12月
福建				
福建罗源闽光钢铁有限公司	233	140	2018年10月	2020年6月
福建三安钢铁有限公司		228	2018年10月	2020年6月
福建三宝钢铁有限公司		146	2018年10月	2020年6月
内蒙古				
乌兰浩特钢铁有限公司		105	2019年8月	2020年10月
内蒙古（奈曼）经安有色金属材料有限公司		139.9		2020年12月
安徽				
安徽省郎溪县鸿泰钢铁有限责任公司		110		2020年5月
湖北				
武汉钢铁集团鄂城钢铁有限责任公司		135	2019年2月	2020年3月
云南				
云南永钢钢铁集团大钢钢铁有限公司	213	77		2020年12月
云南天高镍业有限公司	244	95		2020年12月
云南德胜钢铁有限公司	456	177		2020年12月
山西				
山西宏达钢铁集团有限公司		122	2019年6月	2020年12月
山西通才工贸有限公司	118	278	2019年6月	2020年12月
山西中升钢铁有限公司		165	2019年6月	2020年12月
浙江				
江苏众拓新材料科技有限公司		51.6	2019年4月	2020年12月
山东				
石横特钢集团有限公司	504	456	2019年	2020年
江西				
新余钢铁集团有限公司		100		2020年12月

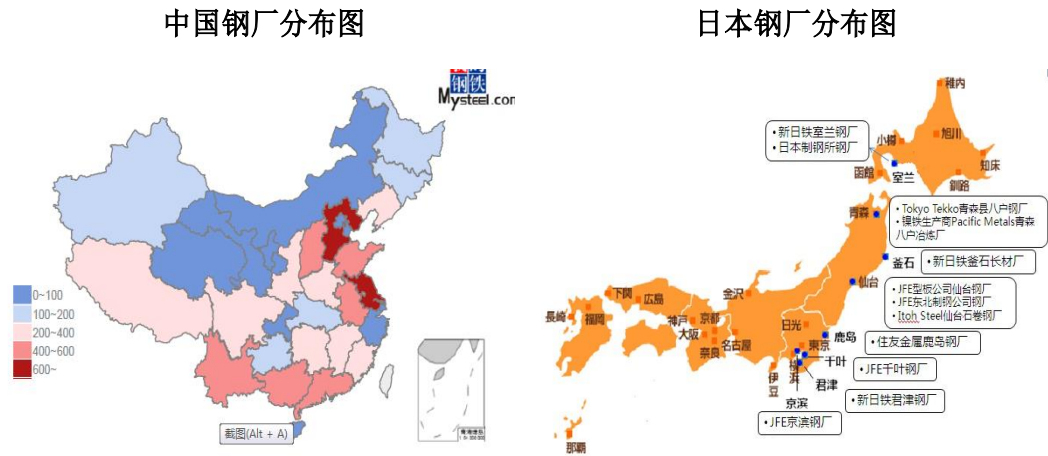
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

3.2 产能置换加速存量整合和产能集中度提升

经历 2019-2022 年粗钢产能集中置换后，粗钢总量和结构性的变化将对钢铁产业上下游带来三点长期影响：钢铁行业产能集中度升，优势企业规模效应加大；置换产能投产后，行业折旧费用和吨钢盈亏平衡点有所提升；高炉大型化集中提速，对球团和优质主焦煤需求提升。

对比周边相对成熟的日本钢铁产业为例。日本前五大钢厂分别为新日铁、JFE、住友金属、东京制钢和神户制钢，这几家钢厂粗钢产能占日本粗钢总产量的 75%-80%；且日本钢厂生产基地全部布局沿海，且与周边形成差异化产业集群。经历 2019-2022 年产能置换和搬迁后，中国粗钢产业布局不论从行业集中度还是区位布局上，均将得到明显改善。

图 44： 中国钢铁产能布局 VS 日本钢铁产能布局



资料来源: Mysteel, 川财证券研究所

上文分析，通过此轮置换，压缩产能最多在河北省。我们以河北为例展示此次置换对于中国钢铁产业布局的影响：

根据《河北省钢铁行业去产能工作方案（2018—2020年）》，河北省近三年钢铁产业将实现“两减、两降、四提高”。为此，河北省自2018年以来持续推进部分产能转移退出和钢厂减量置换重。产能转移项目包括：文安县新钢钢铁公司（粗钢192万吨，地处廊坊，2019年底前整体退出）；鼓励石家庄敬业钢铁集团部分产能省外转移（计划置出300万吨）。

钢厂减量置换及整合主要项目包括：河钢集团产业升级及宣钢产能转移、河钢集团石钢环保搬迁、冀南钢铁重组搬迁改造、太行钢铁重组搬迁改造、首钢京唐二期一步等。重点项目共通过置换压缩粗钢产能842万吨，生产区域从主城区搬迁至沿海、工业园区等区域。

需要注意的是，河北等环境敏感地区粗钢产能采取老产能先停，新产能再投的置换方式。新旧产能置换或出现真空期（例如2018年年底的国丰钢铁），需注意这部分置换真空期对短期粗钢有效产能的影响。

图 45：河北省钢铁行业去产能工作方案要求

两减	<p>钢铁产能减少，2018年压减退出钢铁产能1000万吨以上，2019年压减退出1230万吨（初始目标为1000万吨左右，后修改），2020年压减退出1400万吨（初始目标为2000万吨左右，后修改），到2020年底全省钢铁产能控制在2亿吨以内</p> <p>钢铁企业减少，2018年钢铁“僵尸企业”全部出清，钢铁冶炼厂点减至82个，企业减至63家，2019年钢铁冶炼厂点减至79个，企业减至62家，张家口、廊坊市钢铁产能全部退出，2020年钢铁冶炼厂点减至70个，企业减至60家左右。</p>
两降	<p>排放下降，到2020年，钢铁行业节能减排水平全国领先，主要污染物排放指标达到或超过特别排放限值要求，冶炼固体废物利用和处置率达到100%；</p> <p>能耗下降，吨钢综合能耗保持在570千克标准煤以下，单位工业增加值能耗持续优于全国平均水平。</p>
四提高	<p>产业集中度明显提高，到2020年，前15家企业产能规模由2017年占全省的58.5%提高到90%以上（“2310”格局是指到2020年，形成以河钢、首钢两大集团为主导，以迁安、丰南、武安3个地方钢铁集团为支撑，10家特色钢铁企业为补充的产业格局。前15家企业产能规模占全省产能提高到90%。）；</p> <p>装备水平大幅提高，除特钢和符合《铸造用生铁企业认定规范条件》的铸造高炉外，钢铁行业转炉全部提高到100吨及以上、高炉全部提高到1000立方米及以上；</p> <p>中高端产品比重提高，钢铁中厚板、专用板占板材比重由2017年的48.5%提高到60%以上，普通低合金钢、合金钢比重由2017年的17.7%提高到20%以上；</p> <p>质量效益显著提高，高强、耐腐、耐候、长寿命等优质钢材品种和高附加值钢铁新材料比重增加，企业效益持续高于全国平均水平，产业综合竞争力全面提升。</p>

资料来源：河北省工信部，川财证券研究所

图 46：河北省重点粗钢产能置换规划

项目名称	置入地区	置出地区	开工时间	搬迁时间	压缩产能
河钢产业升级及宣钢产能转移	河北乐亭经济开发区(京唐港区)	唐山市区、承德、宣化	2018年4月	2019年底	292
首钢京唐二期一步	河北曹妃甸	北京	2015年	2019年2月	149
石钢环保搬迁	石家庄井陉矿区	石家庄市	2018年	2020年底	115
冀南钢铁重组搬迁改造	武安青山工业园区	武安、霸州	2017年8月	2019年底	142
太行钢铁重组搬迁改造	邯郸南洛河工业园区	武安	2016年	2020年底	144

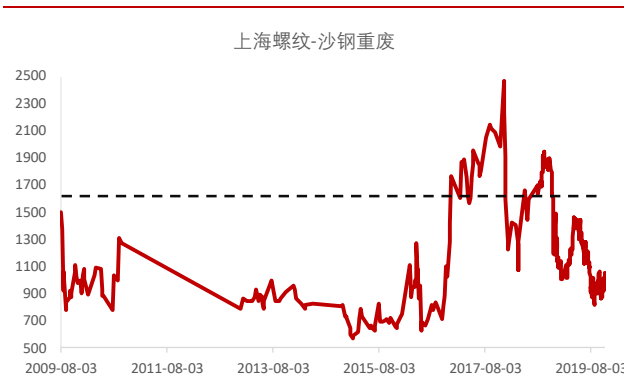
资料来源：河北省工信部，川财证券研究所；单位：万吨

四、废钢高成本仍是高炉利润的强支撑

4.1 废钢：2023 年之前维持紧平衡，对应钢材 3300 元/吨强支撑难破

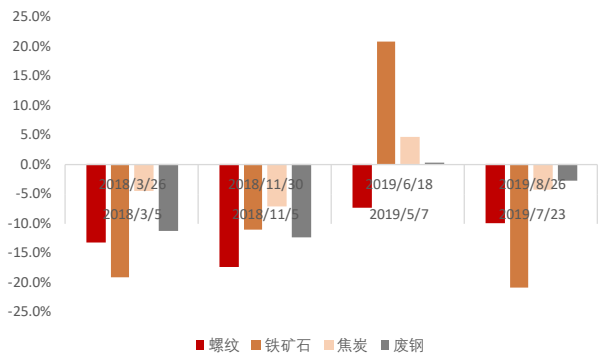
中国电炉成本高于高炉，且电炉螺纹产量占比达到 10%，电炉炼钢成本成为高炉利润的有力支撑。我们在《废钢平衡表再探，19 年将维持紧平衡》一文中详细测算过，废钢原料目前已经占到粗钢产量来源 20%左右，在需求不发生剧烈下滑的前提下，废钢供需 2017-2023 年将维持长期紧平衡，2024 年供需才开始缓和。废钢长期紧平衡，2000 元/吨历史成本支撑预计难破，对应螺纹成本 3300 元/吨附近，长流程钢厂利润将在 300-400 元/吨附近。

图 47：螺纹-废钢价差（2009-2019）



资料来源：废钢协会，川财证券研究所；单位：元/吨

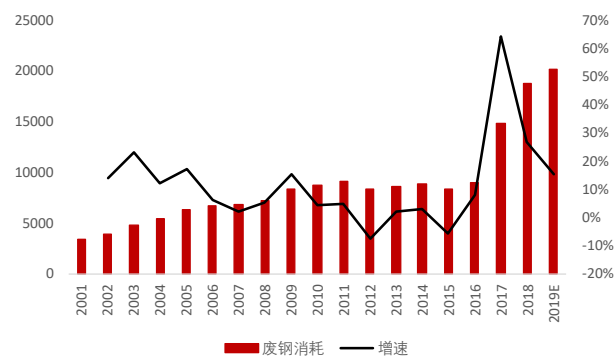
图 48：2018 年以来历次下跌中废钢最为抗跌（2018-2019）



资料来源：废钢协会，川财证券研究所；单位：%

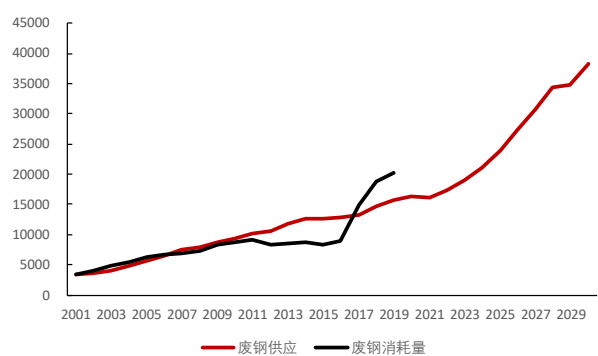
根据废钢协会数据,2009-2016 年期间,废钢年度供需大约 0.9 亿吨左右。2017 年,废钢供需暴增 64%至 1.5 亿吨,2018 年,这一数据再度增加 27%至 1.8 亿吨;2019 年 1-6 月,废钢供需同比增加 15%至 1 亿吨,年化需求突破 2 亿吨。相较于供给侧改革之前,当前废钢供需已经翻倍。废钢供应非常分散,现有供应研究多集中理论测算。我们根据卜庆才等研究模拟测算出 2000 年以来的废钢供应总量。模型显示,2017 年中频炉关停叠加需求井喷,废钢需求连续高速增长,2017-2019 年废钢行业持续呈现供不应求。若需求维持当前水平,废钢供需要到 2024 年才会出现供需缓解。

图 49：2019 年废钢消耗量为“供给侧”之前的两倍



资料来源：废钢协会，川财证券研究所；单位：万吨

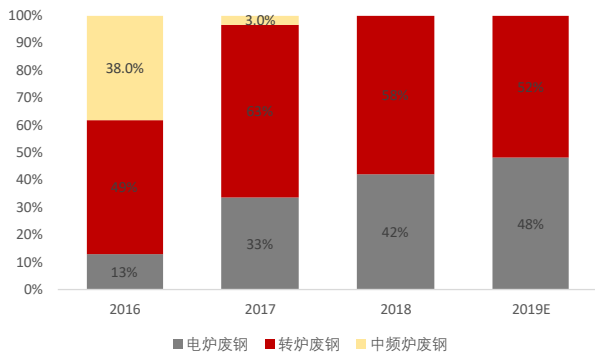
图 50：2000-2030 年废钢供应模拟测算



资料来源：废钢协会，川财证券研究所；单位：万吨

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 51：废钢流向逐渐集中于高炉



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 52：高炉废钢调节周期为 2-4 周



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨；%

4.2 铁水：矿价向 60-80 美金中枢收敛，焦煤回吐国内溢价

2020 年矿价中枢下移，国内主焦煤受外煤冲击回吐溢价，铁水成本预计小幅下移。铁矿石方面，受 Vale 矿难影响，2019 年铁水原料成本波动剧烈。铁矿石价格上半年最高冲至 120 美金，四季度震荡于 80-90 美金，2020 年矿价或向 60-80 美金中枢收敛。

焦煤方面，2016 年以来，海外焦煤进入扩产周期且增量释放加速，2016、2017、2018、2019 年海外焦煤产量增速分别为 4.3%、1.5%、7.4%和 5%。而 2019 年全球铁水产量增速仅仅持平，海外焦煤价格从上半年 200 美金跌至下半年 150 美金附近。

2020 年，海外焦煤产量仍有 4.3%增量，而除中国外铁水产量预计难有明显增量，焦煤供需依然偏弱，煤价预计在 130-150 美金左右成本线低位徘徊。而随着新一年的进口窗口打开，国内焦煤承压，或回吐当前溢价。

图 53：铁矿石普氏指数 (2015-2019)



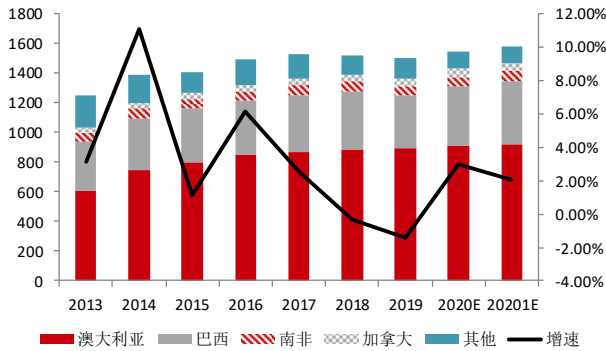
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：美元/吨

图 54：焦煤峰景指数 (2015-2019)



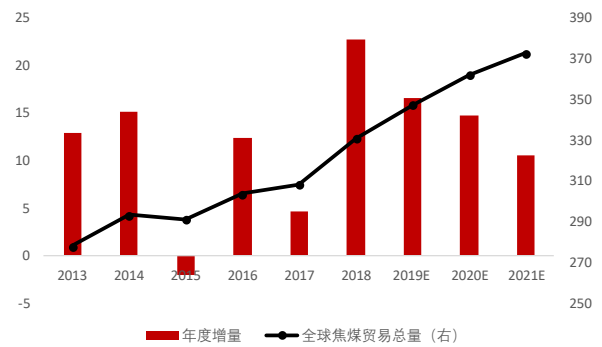
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：美元/吨

图 55: 全球铁矿石供应增速 (2011-2022E)



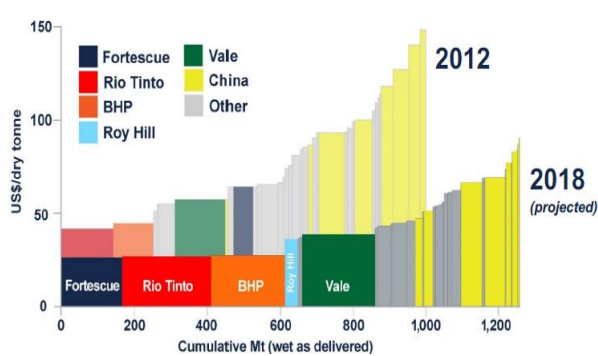
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 百万吨

图 56: 海外焦煤供应情况 (2011-2022E)



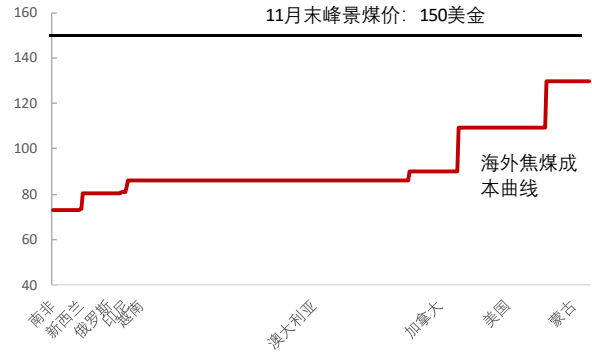
资料来源: FMG, 川财证券研究所; 单位: 百万吨

图 57: 全球铁矿石成本线 (2018)



资料来源: FMG, 川财证券研究所; 单位: 美元/吨

图 58: 海外焦煤成本线 (2019)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 美元/吨

五、策略看点

相较于以往盈利快速回落,此轮利润下滑速度预计十分平缓。需求方面,2019年地产用钢需求强劲,市场对2020年地产用钢依然持谨慎态度。但考虑施工存量巨大,且基建托底已经发力,2020年需求预计由2019年5%-6%下滑至2%-3%左右,下滑速度缓慢;供应方面,废钢在粗钢产量中的高占比令供应端调节更为灵活,且废钢供需预计在2023年之前均维持紧平衡,对应钢材3300元/吨底部支撑难破。供应弹性加大,需求降幅缓慢,此轮钢材盈利下滑幅度预计更为平缓。

我们建议把握两条投资主线,第一是板块的估值修复机会,当前钢铁板块PB为0.91倍,个股破净比例近6成,市场悲观预期在股价中已有充分反应,若后续基建用钢带来的钢铁需求表现超预期,板块估值有望伴随钢价、盈利回升而上行,个股中建议关注区域供需向好、成本控制能力强、业绩弹性相对较大

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

的优质钢企，相关标的为方大特钢、三钢闽光、南钢股份、华菱钢铁等。第二是行业集中度提升带来的投资机会，推荐关注通过整合重组，市场占有率获得提升的领军钢企，相关标的为宝钢股份、河钢股份。

5.1 重点公司

1) 三钢闽光：成本优势明显，新增产能购入提高长期营收能力

福建钢材需求旺盛且稳定，公司作为区域龙头区位优势维持。福建省位于“一带一路”起点，邻近台湾，区域经济发展前景良好。福建省正在加快科学发展、跨越发展、自贸区建设且对台区位优势明显，2019-2020年福建省计划在基础设施、工业领域、保障性安居工程等领域将进行大量的投资，这将拉动福建省区域市场钢材需求增长，为公司提供广阔的市场空间和良好的发展机遇。“闽光”品牌的建筑用材是福建建筑钢材第一品牌，市场占有率达到70%左右。

行业利润中枢下移，成本控制为钢企核心竞争力。供给侧改革尾声，叠加房地产需求走弱，2020年钢铁行业利润中枢将逐步下移。沿海钢厂基于运输和需求优势，供需环境远好于内陆钢厂。成本方面，三钢闽光坚持全流程降本、提高资金效率等多种途径降本，生产成本较低。

购入产能指标，未来公司粗钢产能有望增至近1300万吨。公司在2018年完成了对集团下属的三安钢铁收购后，产能实现扩充，后在2019年1月，公司成功以9.87亿人民币价格购得莱钢新疆产能指标（铁：100万吨、钢：100万吨），未来集团下属罗源闽光有望注入公司，公司未来粗钢产能或将接近1300万吨，中长期盈利能力进一步提升。

预计2019-2021年公司营业收入分别为416、432、446亿元，归属母公司净利润分别为36、38、41亿元，对应EPS分别为1.45、1.57、1.68元。

2) 方大特钢：特钢板块对冲盈利下滑压力 高分红提供保障

特钢产量占比20%，对冲普钢板块盈利下滑。方大特钢具有年产钢360万吨，螺纹钢和弹簧扁钢是公司的两大拳头产品。其中，螺纹、线材等普碳长材品种产量占比80%，弹簧扁钢等特钢品种产量占比20%。特钢行业订单稳定，铁水成本下降，2020年行业特钢盈利稳定性好于普钢。特钢板块对冲叠加成本偏低，公司盈利能力较同行更为稳健。

高分红提供投资保障。方大特钢具备优良的分红传统，2012年以来连续7年现金分红。公司的股利支付率一般在30%-90%之间，股息率水平在6%-18%，高分红值得期待。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 154、158、161 亿元，归属母公司净利润分别为 18.3、19.1、20.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.26、1.32、1.42 元（Wind 一致预测）。

表格 1. 钢铁板块重点上市公司盈利、估值对比

	收盘价	EPS (元/股)			PE			PB	流通市值
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	(LF)	亿元
601969.SH 海南矿业	5.7	0.07	0.08	0.09	83.09	70.11	62.57	2.86	111.42
000629.SZ 攀钢钒钛	2.91	0.24	0.26	0.28	12.26	11.19	10.40	2.64	249.96
000655.SZ 金岭矿业	5.29	0.34	0.37	0.40	15.42	14.15	13.34	1.22	31.49
600516.SH 方大炭素	11.22	0.86	0.87	0.96	13.08	12.95	11.65	2.05	305.26
000709.SZ 河钢股份	2.55	0.22	0.22	0.23	11.43	11.55	11.05	0.57	270.77
000717.SZ 韶钢松山	4.77	0.78	0.78	0.84	6.09	6.12	5.67	1.55	115.41
000761.SZ 本钢板材	3.89	0.18	0.17	0.17	22.17	22.60	23.09	0.78	135.19
000778.SZ 新兴铸管	4.09	0.44	0.47	0.49	9.35	8.79	8.31	0.77	163.23
000898.SZ 鞍钢股份	3.16	0.26	0.29	0.31	12.09	11.00	10.11	0.57	252.60
000932.SZ 华菱钢铁	4.66	1.01	1.01	1.04	4.60	4.60	4.47	0.95	196.74
000959.SZ 首钢股份	3.5	0.31	0.36	0.39	11.15	9.72	9.04	0.68	185.13
002075.SZ 沙钢股份	6.13	0.40	0.62	0.78	15.28	9.84	7.88	2.82	135.28
002110.SZ 三钢闽光	8.83	1.57	1.64	1.74	5.64	5.38	5.07	1.21	216.47
600010.SH 包钢股份	1.3	0.04	0.04	0.04	36.52	36.93	35.23	1.10	592.61
600019.SH 宝钢股份	5.69	0.57	0.61	0.65	10.04	9.31	8.73	0.73	1267.42
600022.SH 山东钢铁	1.4	0.08	0.08	0.09	16.83	17.46	15.87	0.74	153.25
600126.SH 杭钢股份	4.92	0.37	0.45	0.48	13.17	11.00	10.19	0.88	166.16
600231.SH 凌钢股份	2.72	0.70	0.71	0.22	3.89	3.83	12.29	0.97	75.37
600282.SH 南钢股份	3.44	0.76	0.79	0.83	4.50	4.37	4.17	0.92	152.34
600307.SH 酒钢宏兴	2.07	0.27	0.28	0.29	7.77	7.48	7.10	1.10	129.65
600569.SH 安阳钢铁	2.47	0.20	0.23	0.26	12.63	10.55	9.40	0.71	70.95
600581.SH 八一钢铁	3.35	0.22	0.23	0.25	15.06	14.82	13.14	1.20	51.35
600782.SH 新钢股份	5.01	1.11	1.13	1.22	4.52	4.43	4.12	0.76	159.76
600808.SH 马钢股份	2.9	0.30	0.32	0.34	9.72	9.13	8.42	0.82	173.06
601003.SH 柳钢股份	5.56	0.93	1.00	1.05	5.97	5.54	5.30	1.36	142.49
601005.SH 重庆钢铁	1.82	0.14	0.16	0.19	13.03	11.38	9.77	0.85	152.52
000708.SZ 大冶特钢	25.13	1.31	1.39	1.44	19.25	18.12	17.41	3.03	746.09
000825.SZ 太钢不锈	4.01	0.41	0.48	0.52	9.88	8.34	7.78	0.72	228.42
603878.SH 武进不锈	10.23	1.09	1.15	1.18	9.39	8.87	8.69	1.27	29.28
002756.SZ 永兴特钢	16.97	1.29	1.45	1.69	13.15	11.70	10.04	1.79	61.09
300034.SZ 钢研高纳	16.19	0.37	0.47	0.57	43.88	34.71	28.28	3.64	75.99
600507.SH 方大特钢	10.02	1.26	1.32	1.42	7.94	7.60	7.07	2.36	145.07
002318.SZ 久立特材	9.33	0.58	0.64	0.71	15.96	14.58	13.09	2.53	78.52
002443.SZ 金洲管道	6.63	0.47	0.61	0.75	14.11	10.89	8.86	1.48	34.51

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

002478.SZ 常宝股份	5.76	0.69	0.79	0.90	8.36	7.29	6.42	1.26	55.30
----------------	------	------	------	------	------	------	------	------	-------

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 数据截至 2019 年 12 月 13 日, 部分采用 Wind 一致预期; 注: 收盘价单位为元

风险提示

钢铁产能政策风险

2020 年钢铁产能置换进入投产高峰期, 河北等环境敏感地区粗钢产能采取老产能先停, 新产能再投产的置换方式, 产能置换对钢铁供给的影响尤其需要重点关注。

环保政策风险

2018 年以来, 环保政策调节逐渐灵活, 呈现“一城一策”的特点。环保对供应端扰动主要受天气影响, 节奏和政策持续性值得关注。

下游需求低迷对钢铁行业的影响

市场对长期钢铁需求维持谨慎态度, 地产销售见顶背景下钢材需求同样顶部渐近。我们预计此轮钢材需求下滑速度较为平缓, 但仍需要警惕贸易冲击、地产政策、货币环境等对终端需求造成的超预期扰动。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅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。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004