

# 钢铁

证券研究报告  
2018年07月23日

## 钢铁行业 2018 年中期投资策略：供给高压保证下半年盈利持续

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 宏观趋弱行业向好，低估值显现安全边际

受今年上半年去杠杆和贸易战影响，市场悲观情绪明显，同时环保因素影响传统旺季开工节奏，导致库存年前累库明显、年后去化加快，板块受到牵连。但悲观预期下，行业基本面持续向好，钢材价格指数中枢值由 2017 年 107.61 上涨至 2018 年上半年 114.75，铁矿石弱勢震荡，pb 粉、焦炭价格同比下降，但企业业绩维持高位，一季度钢铁上市公司利润总额同比上升 92.2%，目前 11 家公告半年度业绩预告钢企均预增。钢铁板块基本与大盘走势持平，主流钢企太钢不锈、柳钢股份、华菱钢铁、三钢闽光年初以来分别上涨 20.97%，11.78%，5.43%，2.83%跑赢大盘，而主流企业估值目前在 4-6 倍区间，处于年内低点，考虑整体估值较低，钢铁上市公司有较高的安全边际。

### 作者

王茜 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090005  
wangqian@tfzq.com  
马金龙 联系人  
majinlong@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 紧供给稳需求，看好行业下半年盈利

2018 年全年来看，影响行业的主要逻辑仍然是供给端的变化。今年有 3000 万吨压减产能任务，且全年无“地条钢”因素影响，供需情况明显优于 2017 年。2018 年上半年供给预计已经见顶，下半年环保趋严，供给易跌难涨产量或受压制，同时安全督查也有望趋严，进一步抑制供给增长。需求方面，房地产投资、基建投资预计仍能维持稳定增长，汽车、家电同比也保持正增长，造船业及工程机械快速复苏，而中厚板库存已降至近五年最低点，需求有望扩大。预计施工节奏上三季度仍将以赶工为主，整个下半年下游需求仍将保持稳健。上半年行业供需逐渐修复，下半年将更加优化，支撑钢材价格进一步上行，而环保限产影响对上游原材料需求，下半年成本有望继续维持低位，行业仍将维持高盈利。

### 相关报告

- 《钢铁-行业研究周报:继续看好估值修复 后期仍有上行动力》2018-07-22
- 《钢铁-行业研究周报:钢铁板块大幅反弹 继续看好估值修复》2018-07-15
- 《钢铁-行业研究周报:公司陆续公布上半年预增公告 同比出现大幅增长》2018-07-08

### 有望实现高分红 行业投资价值回归

持续高盈利为企业降本增效及长期发展提供充足动力，随着盈利转好，而企业扩产受限，考虑上市钢铁大股东持股比例普遍在 50%以上，企业分红意愿或将增强，板块估值有望得到修复。未来我们认为，决定行业盈利能力的核心指标是行业产能利用率，在国家政策严控产能情况下，企业盈利将流向资产负债调整、技术改造、兼并重组以及分红，钢铁企业将开启内生发展模式，钢铁的周期属性将被削弱，盈利持续，类公用事业的属性渐强。行业估值有望得以修复、企业去杠杆及分红是行业投资重点，有望迎来行业投资价值回归。

**推荐标的：**三钢闽光、华菱钢铁、南钢股份、柳钢股份、韶钢松山。**建议关注：**方大特钢、凌钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、新钢股份。

**风险提示：**宏观趋势转弱，中美贸易战影响市场情绪，环保压力放松，原材料价格波动导致企业利润下滑，下游需求不及预期等风险。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-07-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002110.SZ	三钢闽光	18.62	买入	2.44	4.50	4.93	5.37	7.63	4.14	3.78	3.47
000932.SZ	华菱钢铁	8.75	买入	1.37	2.34	2.68	3.15	6.39	3.74	3.26	2.78
601003.SH	柳钢股份	8.94	买入	1.03	1.52	1.73	1.97	8.68	5.88	5.17	4.54
600282.SH	南钢股份	4.69	买入	0.72	1.08	1.39	1.55	6.51	4.34	3.37	3.03
000717.SZ	韶钢松山	6.53	买入	1.04	1.51	1.54	1.67	6.28	4.32	4.24	3.91

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

<b>1. 上半年，用业绩回应市场质疑</b>	<b>4</b>
1.1. 宏观数据趋弱 板块受到牵连	4
1.1.1. 去杠杆叠加贸易战影响，市场悲观情绪明显	4
1.1.2. 环保因素影响传统旺季开工节奏，库存上涨后快速下降	5
1.2. 悲观预期下，行业基本面持续向好	6
1.2.1. 钢材价格维持高位运行	6
1.2.2. 铁矿石弱势震荡 同比价格下跌	7
1.2.3. 企业业绩持续高位稳定	7
1.3. 稳定盈利+低估值板块，钢铁板块显现配置安全性	9
<b>2. 下半年，用业绩期待市场认可</b>	<b>10</b>
2.1. 下游需求仍将稳定增长 业绩仍将持续兑现	10
2.1.1. 基建、房地产数据稳步向好	10
2.1.2. 汽车、家电稳中向前 需求有望保持稳定	11
2.1.3. 造船业及工程机械复苏明显 中厚板需求有望扩大	12
2.2. 下半年环保趋严，供给弹性不大易跌难涨	14
2.2.1. 上半年供给或已见顶，环保政策将压制下半年产量	14
2.2.2. 安全督查有望趋严，将进一步抑制供给端增长	16
2.2.3. 原材料仍难有上涨动力	16
2.3. 钢企利润有望维持高位	17
2.4. 板块有望得到修复	19
<b>3. 推荐标的</b>	<b>19</b>
3.1. 三钢闽光	19
3.2. 华菱钢铁	20
3.3. 南钢股份	20
3.4. 柳钢股份	20
3.5. 韶钢松山	20

## 图表目录

图 1：2017 年以来单季度实际 gdp 增速（单位：亿元）	4
图 2：社会融资规模累计值（单位：万亿元）	4
图 3：2006 年-2017 年中国出口美国钢材金额及数量	5
图 4：中国出口美国钢材金额及数量占总出口比重	5
图 5：2017 年至今中钢协钢材价格指数	6
图 6：2017 年以来各品种钢铁价格变化	7
图 7：2017 年以来青岛港 pb 粉价格走势（单位：元/吨）	7
图 8：上市钢企利润总额与营业收入变化情况	8

图 9: 上市钢企销售毛利率与净利润率情况.....	8
图 10: 2017 年一季度以来钢铁上市公司资产负债率状况 (单位: %) .....	9
图 11: 2017 年一季度以来钢铁上市公司三项费用率情况 (单位: %) .....	9
图 12: 2017 年一季度以来钢铁行业速动比率情况 .....	9
图 13: 2018 年至 7 月 19 日上证综指和钢铁 (申万) 指数变化 .....	10
图 14: 2018 年年初以来申万一级行业涨跌幅 (单位: %) .....	10
图 15: 2015-2018 年固定资产投资完成额情况 (单位: 亿元、%) .....	11
图 16: 2015-2018 基建投资 (不含电力) 投资情况 (单位: 亿元、%) .....	11
图 17: 2015-2018 年房地产开发投资完成额变化 (单位: 亿元、%) .....	11
图 18: 房屋新开工面积与施工面积对比变化 (单位: 万平方米、%) .....	11
图 19: 2015-2018 年 6 月汽车产量及同比变化 (单位: 万辆) .....	12
图 20: 2015-2018 年 6 月空调产量及同比变化 (单位: 万台) .....	12
图 21: 2015-2018 年 6 月彩电产量及同比变化 (单位: 万台) .....	12
图 22: 2015-2018 年 6 月洗衣机产量及同比变化 (单位: 万台) .....	12
图 23: 我国新承接船舶订单.....	13
图 24: 波罗的海指数.....	13
图 25: 2015 年至今挖掘机销售情况 .....	14
图 26: 日均生铁产量 (单位: 万吨) .....	14
图 27: 2018 年中钢协预估日均粗钢产量变化情况 (旬度) (单位: 万吨) .....	15
图 28: 2017 年粗钢产量分布情况.....	15
图 29: 2017 年-2018 年 5 月, 废钢消耗量及高炉利用系数变化情况.....	16
图 30: 2017 年至今 45 港口铁矿石总库存 (单位: 万吨) .....	17
图 31: 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势 (单位: 元/吨) .....	17
图 32: 螺纹、热轧、冷轧毛利变化情况 (单位: 元/吨) .....	17
图 33: 三钢闽光自上市以来股利支付率变化情况.....	18
表 1: 2018 年以来国家关于去杠杆的相关政策 .....	4
表 2: 历年来春节期间钢材库存走势 (单位: 万吨) .....	5
表 3: 部分上市钢企 2018 年半年度业绩预告统计 (单位: 亿元) .....	8
表 4: 上市公司大股东持股比例.....	17
表 5: 部分上市钢企 2018 年半年度业绩预告统计 .....	19

## 1. 上半年，用业绩回应市场质疑

### 1.1. 宏观数据趋弱 板块受到牵连

#### 1.1.1. 去杠杆叠加贸易战影响，市场悲观情绪明显

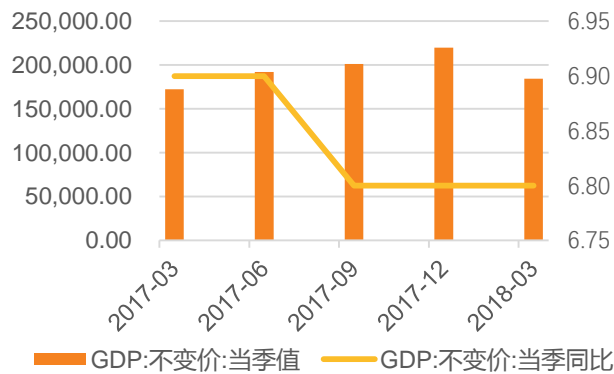
回顾 2017 年以及 2018 年的整体宏观走势，我们可以简单概括如下：2017，稳杠杆正在发生；2018，去杠杆势在必行。从全球金融危机爆发至今，中国实体杠杆率快速攀升，信贷缺口持续扩大。进入 2017 年以来，各界对债务风险的担忧居高不下，尤其是今年国家银保监会及央行多次强调去杠杆问题，要求降低企业资产负债率、遏制房地产泡沫和整顿地方政府隐性债务，并开展 2018 年资产负债率等数据的统计检查工作。而钢铁行业杠杆率本身较高，其下游行业基建、房地产亦为高负债率行业，这直接导致了市场对于钢铁需求的悲观预期。

表 1：2018 年以来国家关于去杠杆的相关政策

时间	主体	事件	领导讲话	
			主要内容	
2018/1/16	银监会	加强监管	人民日报刊发银监会主席郭树清专访称，少数不法分子通过复杂架构，虚报出资，循环注资，违规构建庞大的金融集团，已经成为深化金融改革和维护体系安全的严重障碍，必须依法予以严肃处理。郭树清：根据中央要求，攻坚战的目标是要使宏观杠杆率得到有效控制，金融结构适应性提高，金融服务实体经济能力明显增强，刚性约束制度建设全面加强，系统性风险得到有效防控。围绕上述目标，银行业要加强对各类风险的防范和化解，努力促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部三个方面的良性循环。为此，需要着力降低企业负债率，抑制居民部门杠杆率；严格规范交叉金融产品，继续整顿影子银行；清理规范金融控股公司，有序处置高风险行业机构；深入整治各种违规金融行为，坚决打击各种非法集资活动；继续遏制房地产泡沫化倾向，主动配合地方政府整顿隐性债务。	
2018/1/26	银监会	加强监管	1月25日至26日，中国银监会召开2018年全国银行业监督管理工作会议：2018年将努力抑制居民杠杆率，严控个人贷款违规流入楼市和房市；大力整治违法违规业务，进一步清理整治银行业市场乱象；严厉打击非法金融活动，推动尽快出台处置非法集资条例；继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为；主动配合地方政府整顿隐性债务；着力降低企业负债率。继续压缩同业投资，严格规范交叉金融产品，清理规范金融控股公司。	
2018/2/14	央行	加强监管	央行四季度货币政策执行报告称，管住货币供给总闸门，综合运用价、量工具加强预期管理，保持货币信贷和社会融资规模合理增长；进一步推进利率市场化和人民币利率形成机制改革，加大市场决定汇率的力度，增强人民币汇率双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我国总杠杆水平仍然偏高，企业尤其是国企债务压力依然较大。要加强影子银行、房地产金融等的宏观审慎管理，防范化解地方政府债务风险，守住不发生系统性金融风险的底线。积极完善和推广全口径跨境融资宏观审慎管理，适时推动前期出台的逆周期调控政策回归中性。	
2018/3/26	央行	加强监管	易纲：要稳住宏观杠杆，加强宏观审慎管理，提高系统性风险的防范能力；通过市场化、债转股等多种方式，使社会整体债务增长较快的情况进一步平衡下来；要深化金融和其他领域，特别是关键领域的改革，增强国有企业的竞争力。不规范的影子银行存量依然比较大，少数野蛮生长的金融控股集团存在风险，加速资本、循环注资、虚报注资等问题比较突出，带来跨机构、跨市场、跨业态的传染风险。建立健全宏观审慎的政策框架，开放带来进步，封闭必然落后，金融业的开放要与防范风险并重。	
2018/3/29	银保监会	加强监管	银保监会：坚决打好防范化解金融风险攻坚战，有序推进降低企业杠杆率、拆解影子银行、严厉打击非法金融活动、遏制房地产泡沫化倾向、配合整顿地方政府隐性债务等工作，加强对各类风险的防范和化解。	
2018/4/4	银保监会	加强监管	银保监会副主席王兆星：抑制居民杠杆率，严控个人消费贷款等违规流入楼市和房市；继续遏制房地产泡沫化；继续压缩同业投资，严格规范交叉金融产品。	
2018/4/23	央行	加强监管	央行货币政策委员会秘书长温彬昨日撰文称，管住货币供给总闸门，促进货币信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定；灵活运用多种货币政策工具组合，合理安排二档目标操作节奏，进一步增加逆周期调节的灵活性和有效性，“削峰补谷”，维护银行体系流动性的合理稳定。当前我国实体经济债务率较高，只有发展股权融资才能从根本上解决高杠杆问题，才能有效缓解融资难和融资贵现象。要从源头上降低债务率，关键要完善直接融资的长效机制。通过大力发展股权融资补充实体经济资金，完善市场基础制度，促进多层次资本市场健康发展，提高直接融资占社会融资比重。	
2018/4/26	监管部门	加强监管	中国金融监管部门已启动对银行业市场乱象的新一轮现场检查，居民杠杆率较高地区的消费信贷流入房地产市场是检查的重点之一。他们指出，中国多地方银监局已进驻辖内商业银行，检查内容包括对信用卡、房贷等贷款进行评价，以及是否有信贷被非法用于偿还抵押贷款。	
2018/5/24	央行	金融统计	央行开展2018年金融统计检查要“走透场”：央行早在4月份下发《关于开展2018年金融统计检查的通知》（下称《通知》），资产负债数据、委托贷款、房地产贷款数据、理财与资金信托等成为此次检查的重点。	
2018/6/1	证监会	直接融资	证监会副主席姜洋表示，企业杠杆率过高，增大宏观经济运行的风险，大力发展直接融资，特别是股权融资，要求不断完善市场产品基础。	

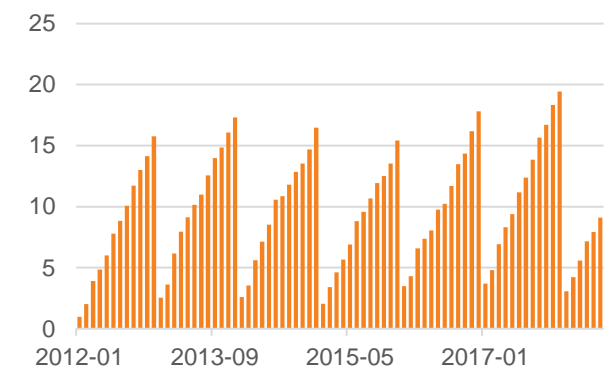
资料来源：银监会，保监会，央行，天风证券研究所

图 1：2017 年以来单季度实际 GDP 增速（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

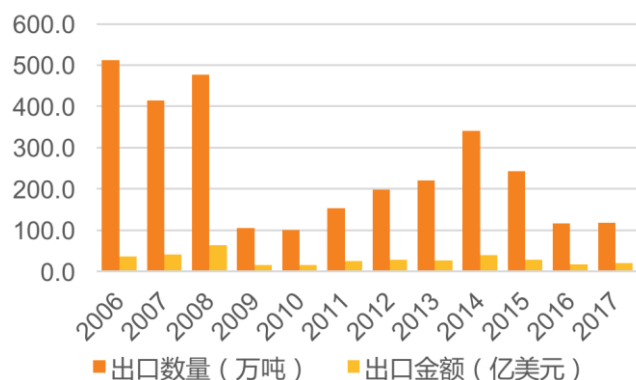
图 2：社会融资规模累计值（单位：万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

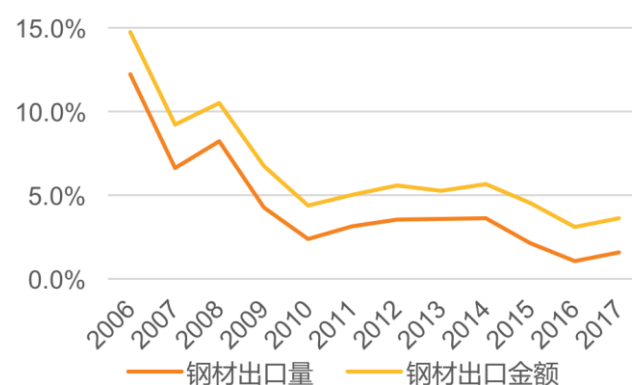
除了宏观去杠杆成为 2018 的主基调外，中美贸易战风波也在上半年逐渐发酵。从 2018 年 1 月底到 3 月 1 日，美国先是宣布将对进口太阳能电池和太阳能板以及大型家用洗衣机征收临时性关税，紧接着又宣布对进口钢铁和铝分别课以 25% 和 10% 的重税。随后，美国政府特朗普于北京时间 3 月 23 日凌晨，在白宫签署备忘录，宣布将采取措施对中国产品加征关税，限制中国对美投资并购，涉及征税的中国商品规模可达上千种，价值约 600 亿美元。5 月份刘鹤赴美谈判，双方宣布停战，但不到 10 天时间里，特朗普政府突然“翻脸”。7 月 6 日美方宣布对中国出口的 340 亿美元商品征收 25% 关税。中美贸易战引起了市场对于我国出口到美国的钢铁产品和间接钢材出口的担忧，进一步引发了悲观情绪。但是实际上对于我国钢材出口美国来讲，由于我国每年出口到美国的钢材总量占比不高，在 2017 年出口数量仅为 118.13 万吨，在出口总量中占比仅为 1.57%，故而真正对钢铁出口影响有限。

图 3：2006 年-2017 年中国出口美国钢材金额及数量



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：中国出口美国钢材金额及数量占总出口比重



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.1.2. 环保因素影响传统旺季开工节奏，库存上涨后快速下降

钢材的社会库存是衡量市场供需最客观的指标，是反应供应端和需求端最为密切的数据。多年以来，国内社会钢材库存走势有一定的规律性。由于春节假期因素，社会钢材库存春节期间及节前处于积累阶段，节后进入消化阶段。2013 年至 2018 年，通常节后第 2-3 周社会钢材库存达到年内最高峰，之后进入漫长的消化阶段。近年来春节前后钢材社会库存变化情况如下表所示：

表 2：历年来春节期间钢材库存走势（单位：万吨）

	2013春节	环比变化	2014春节	环比变化	2015春节	环比变化	2016春节	环比变化	2017春节	环比变化	2018春节	环比变化
春节后1周	1802.47	11.39%	1789.62	14.68%	1367.25	13.44%	1079.48	18.33%	1348.41	22.13%	1617.74	32.54%
春节后2周	2039.25	13.14%	1989.11	11.15%	1474.93	7.88%	1206.35	11.75%	1578.8	17.09%	1853.85	14.60%
春节后3周	2175.91	6.70%	2063.92	3.76%	1599.23	8.43%	1263.67	4.75%	1654.61	4.80%	1967.08	6.11%
春节后4周	2233.88	2.66%	2086.97	1.12%	1591.33	-0.49%	1268.99	0.42%	1644.54	-0.61%	1949.92	-0.87%
春节后5周	2251.45	0.79%	2071.44	-0.74%	1554	-2.35%	1223.16	-3.61%	1602.78	-2.54%	1879.11	-3.63%
春节后6周	2208.76	-1.90%	2039.04	-1.56%	1523.06	-1.99%	1183.38	-3.25%	1541.34	-3.83%	1798.96	-4.27%
春节后7周	2193.41	-0.69%	1987.81	-2.51%	1483.41	-2.60%	1147.49	-3.03%	1502.32	-2.53%	1681.85	-6.51%
春节后8周	2163.26	-1.37%	1941.47	-2.33%	1466.33	-1.15%	1109.04	-3.35%	1473.95	-1.89%	1595.58	-5.13%
春节后9周	2132.01	-1.44%	1881.728	-3.08%	1436.14	-2.06%	1052.77	-5.07%	1435.41	-2.61%	1501.68	-5.89%
春节后10周	2084.97	-2.21%	1804.65	-4.10%	1395.04	-2.86%	997.39	-5.26%	1413.54	-1.52%	1416.36	-5.68%
春节后11周	2024.37	-2.91%	1737.37	-3.73%	1366.2	-2.07%	938.96	-5.86%	1363.11	-3.57%	1349.92	-4.69%
春节后12周	2006.27	-0.89%	1671.54	-3.79%	1339.24	-1.97%	908.69	-3.22%	1303.58	-4.37%	1271.4	-5.82%
春节后13周	1972.52	-1.68%	1652.32	-1.15%	1317.18	-1.65%	920.32	1.28%	1222.55	-6.22%	1212.36	-4.64%
春节后14周	1907.14	-3.31%	1602.76	-3.00%	1311.12	-0.46%	938.81	2.01%	1170.37	-4.27%	1134.78	-6.40%
春节后15周	1862.15	-2.36%	1542.96	-3.73%	1291.13	-1.52%	955.81	1.81%	1134.71	-3.05%	1076.81	-5.11%
春节后16周	1820.45	-2.24%	1476.43	-4.31%	1287.03	-0.32%	948.24	-0.79%	1071.14	-5.60%	1037.24	-3.67%
春节后17周	1784.84	-1.96%	1424.83	-3.49%	1278.35	-0.67%	939.06	-0.97%	1029.03	-3.93%	999.96	-3.59%
春节后18周	1761.57	-1.30%	1403.92	-1.47%	1280.63	0.18%	912.49	-2.83%	1022.43	-0.64%	1011.06	1.11%
春节后19周	1727.15	-1.95%	1378.05	-1.84%	1286.5	0.46%	912.29	-0.02%	1013	-0.92%	1026.55	1.53%

资料来源：wind，天风证券研究所

回顾今年上半年的库存走势，整体呈现出年前累库明显、年后去化加快的节奏。根据以上数据统计来看，一方面得益于 2017 年三四季度市场价格的持续高位运行，2018 年春节前夕，贸易商补库表现较为积极。补库在春节前 1-2 周进入加速状态，由前期的 1077 万吨迅速增加至 1221 万吨，增至近四年以来的高位。节后第一周，库存增幅更为明显，由节前的 1221 万吨增加值 1618 万吨，增幅达 32.5%。库存的快速累积引发市场对下游需求的担忧，未来宏观转弱的预期逐渐开始发酵，钢材价格春节后快速回落。

而前期钢材社会库存快速上涨除了贸易商囤货积极因素外，环保因素使得下游工地复工普遍推后，加之今年春节假期较晚，整体需求滞后释放。另一方面，京津冀“2+26”城市 2017-2018 年采暖季土石方工程停工，使得之前在前年的动土工程滞后到 3 月 15 日开始，也导致了在传统旺季到来时，对建筑钢材需求释放有限，根据我们 2018 年 3 月 20 日发布的《新开工调研小结：企业意愿增加，环保政策制约，基建开工比房建好中》指出，土石方工程的大量滞后释放使得工地对钢材需求滞后平均 1 个月左右时间。因此，我们看到，今年年初钢材社会库存拐点出现在春节后第四周，并在之后保持快速去库存状态。对于库

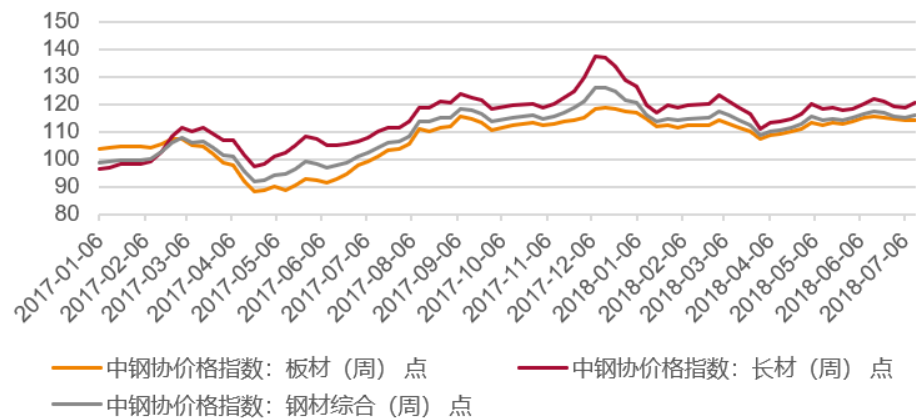
存去化速度加快,我们认为,环保因素虽然影响下游需求释放节奏,但并不影响需求总量。而节奏的变化(环保使得施工期缩短)导致了工程需求增加单位时间内的工程量,即赶工情况出现,这使得一段时间内需求集中释放,并体现了一定的持续性。截至6月30日,库存已经降至1027万吨,较前期高点1967万吨下降940万吨,降幅达47.8%,库存总量已经基本接近2017年同期水平。

## 1.2. 悲观预期下,行业基本面持续向好

### 1.2.1. 钢材价格维持高位运行

今年以来,钢材价格整体维持高位运行。根据中钢协价格指数走势,上半年价格指数整体在2017年同期之上。首先,这得益于近年来供给侧改革政策的执行,前期地条钢充斥市场,低成本、低质量的产品严重扰乱了市场秩序。去产能叠加“地条钢”出清使得行业供需结构明显优于去年同期。根据中钢协钢材价格指数显示,2017年全年钢材价格指数中枢值为107.61,相比之下,2018年上半年钢材价格指数中枢值已上涨至114.75,显示出钢材价格整体的上涨趋势。

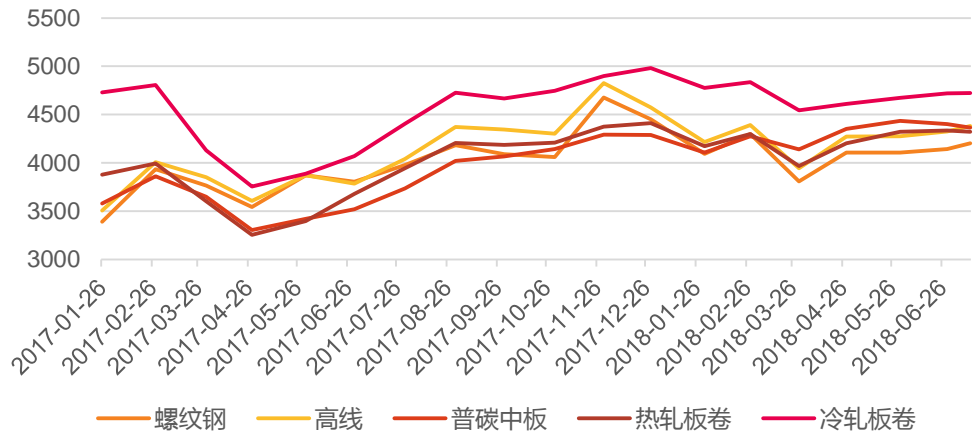
图5: 2017年至今中钢协钢材价格指数



资料来源: 中钢协, 天风证券研究所

分品种来看,2018年普碳中板价格明显高于去年同期,根据钢联数据显示,2018上半年,螺纹钢、高线、普碳中板、热轧卷板、冷轧卷板的平均售价分别为4100元/吨、4241元/吨、4277元/吨、4223元/吨、4717元/吨,分别高于2017年上半年434元/吨、512元/吨、743元/吨、611元/吨、464元/吨。中厚板价格显著拉高,品种间优势体现较为明显。

图 6：2017 年以来各品种钢铁价格变化



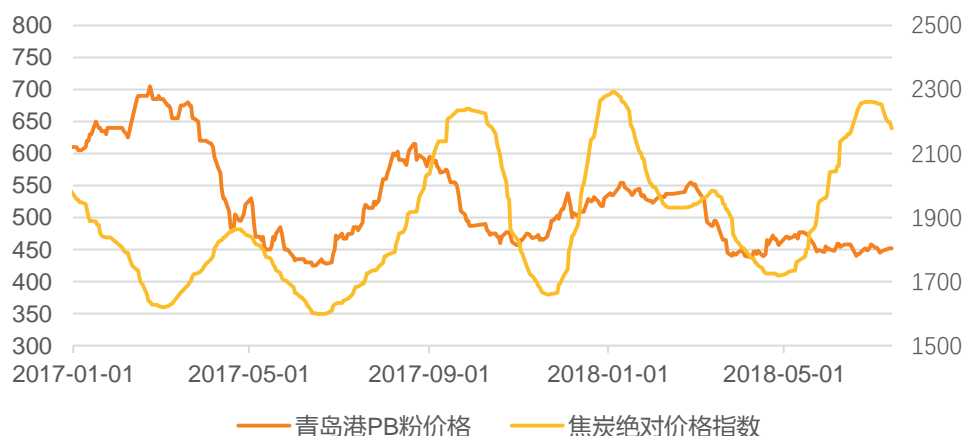
资料来源：wind, 天风证券研究所

### 1.2.2. 铁矿石弱势震荡 同比价格下跌

钢铁企业最主要的原材料成本为铁矿石。铁矿石上半年价格整体表现出弱势震荡的走势。以国内青岛港为例，进口 pb 粉价格最高 555 元/吨，最低 438 元/吨。青岛港 pb 粉上半年均价 487 元/吨，较 2017 年上半年均价低 77 元/吨。我们预计，下半年铁矿石整体仍会在 430-500 元/吨的区间内运行。铁矿石的弱势运行区间将在下半年继续保证企业的低生产成本运行。

从高炉生产的第二大成本——焦炭方面来进行考虑，2018 上半年焦炭价格走势也表现出较为明显的先降后升的趋势。焦炭港口库存由年前的最低点 238.3 万吨直线上升到 4 月 6 日的 365.53 万吨，随后焦炭港口库存有小幅震荡。今年年后，受“2+26”政策及非采暖季的限产政策影响，钢厂对焦炭需求减缓，在此期间，焦炭价格也一路下跌。根据钢联数据显示，焦炭绝对价格指数由年初高点 2293.2 降至 4 月 27 日 1718.9，累积降幅达 33.4%。5-6 月份，焦炭经过连续八轮调价，价格上涨较为明显。但目前经过连续调价后，焦炭继续上行的空间已经被压缩，而且出现第二轮调降的趋势。我们预计短期之内焦炭现货价格仍会受到钢厂价格调降影响，焦炭价格短期的下行走势也将会为钢厂压缩成本带来优势。

图 7：2017 年以来青岛港 pb 粉价格走势（单位：元/吨）

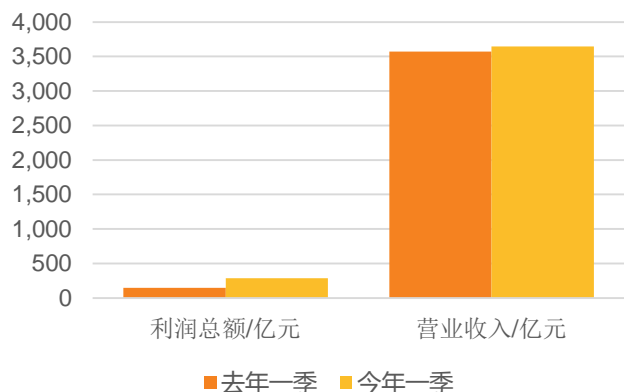


资料来源：wind, 天风证券研究所

### 1.2.3. 企业业绩持续高位稳定

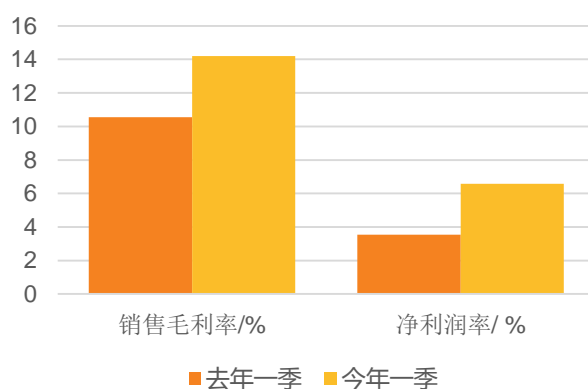
一季度，钢铁行业上市公司整体实现营业收入 3644.27 亿元，相比去年同期 3571.19 亿元上升 2.04%；利润总额达 285.39 亿元，相比去年同期 148.47 亿元大幅上升 92.2%。销售毛利率由去年 10.55% 上升至 14.19%；净利润率由去年 3.54% 上升至 6.58%。

图 8：上市钢企利润总额与营业收入变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：上市钢企销售毛利率与净利润率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

分析原因，一方面考虑与今年以来钢材价格维持高位运行相关；另一方面，在高盈利状况下，带动企业内生发展，企业降本增效促进盈利能力提升。

上市公司方面，整体盈利仍然维持高位运行中，虽然一季度受需求滞后及传统淡季影响，较去年四季度有所回落，但是整体仍然高于去年同期。另外，截至到 7 月 13 日，已有多家钢铁上市企业公布 2018 年半年度业绩预告，情况统计如下：

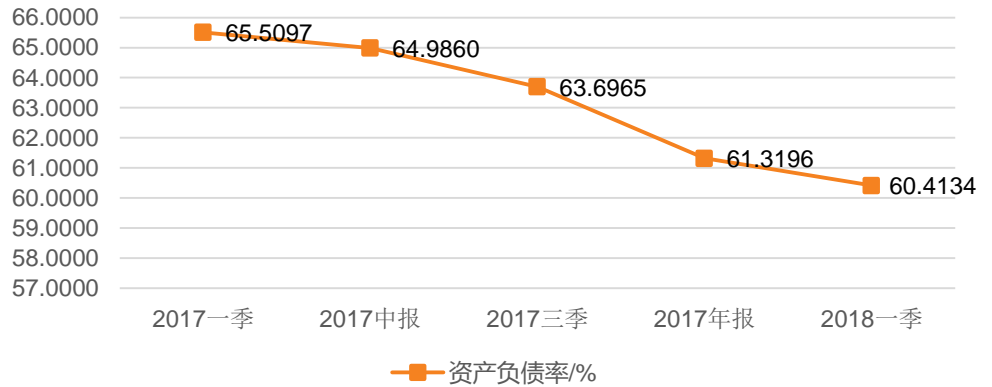
表 3：部分上市钢企 2018 年半年度业绩预告统计（单位：亿元）

公司名称	2017 年 H1 业绩	2017 年 H2 业绩	2018 年 H1 业绩 (根据公司预告)	2018 年 H1 预计同 比变化
安阳钢铁	0.28	15.73	8.99-10.49	3142%-3682%
华菱钢铁	9.56	31.65	33.8-35.8	253%-274%
柳钢股份	3.96	22.51	19.61-22.47	395%-467%
新兴铸管	5.01	5.92	10.8-12.1	116%-141%
三钢闽光	10.81	29.29	28.89-36.56	88.04%-137.97%
鞍钢股份	18.23	37.82	34.92	91.6%
凌钢股份	4.05	8.02	7.42	83%
酒钢宏兴	3.51	0.70	5.84	66.5%
沙钢股份	1.89	5.16	5.86-6.80	210%-260%
太钢不锈	7.40	38.82	27.00-30.00	264.87%-305.42%
首钢股份	9.49	12.62	14.20-14.50	49.65%-52.81%

资料来源：wind，天风证券研究所

此外，行业整体财务情况持续优化，资产负债率自去年一季度起持续下降，已由去年一季度的 65.5% 降至今年一季度的 60.4%；销售费用率整体基本平稳；速动比率持续上升，由去年一季的 0.42 上升至今年一季度的 0.49。

图 10：2017 年一季度以来钢铁上市公司资产负债率状况（单位：%）



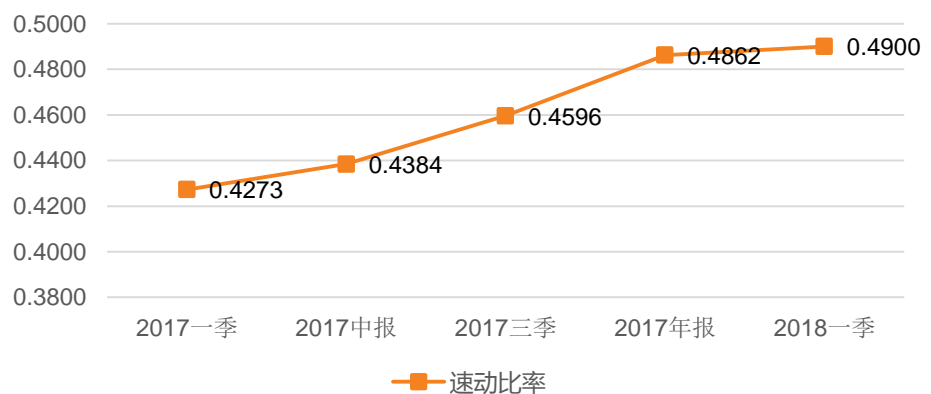
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：2017 年一季度以来钢铁上市公司三项费用率情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2017 年一季度以来钢铁行业速动比率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

因此，整体来看，虽然上半年钢铁行业受宏观市场悲观预期影响，但是行业基本面始终保持良性发展，企业盈利维持高位且已体现出较强的持续性，且企业自身财务状况持续优化。

### 1.3. 稳定盈利+低估值板块，钢铁板块显现配置安全性

A 股今年受外部贸易战、内部信用风险、去杠杆等因素同时扰动，截至 7 月 19 日，上证综指由年初的 3348.33 点下降至 2772.55 点，跌幅达到 17.2%。而钢铁（申万）指数由年初

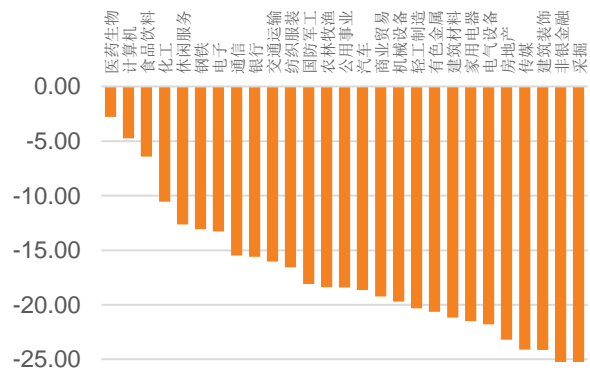
3190.85 点下降至 2638.94 点，跌幅 17.3%，基本与大盘走势持平。但板块内重点标的表现仍然稳定，主流钢企走势均跑赢大盘，年初以来跌幅维持在 5%--8% 区间，其中太钢不锈、柳钢股份、华菱钢铁、三钢闽光年初以来分别上涨 20.97%，11.78%，5.43%，2.83%。我们认为，目前钢铁上市公司业绩确定性及持续性较强，叠加到整体估值较低（主流标的在 4-6 倍区间），在目前市场环境下提供了较高的安全边际。

图 13：2018 年至 7 月 19 日上证综指和钢铁（申万）指数变化



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 14：2018 年年初以来申万一级行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：wind, 天风证券研究所

## 2. 下半年，用业绩期待市场认可

整体来看，2018 年全年来看，影响行业的主要逻辑仍然是供给端的变化。今年是去产能收尾年，全年压减目标 3000 万吨，虽然压减总量少于去年，但边际影响不容忽视。我们于 2017 年 12 月 11 日对外公布的《钢铁行业 2018 年投资策略：激情 2017，澎湃 2018》中判断，宏观经济在新常态下“L”走势，需求端将维持平稳略增长；钢材价格将整体维持在高位运行，钢材价格指数将维持在 110-150 点间震荡，2018 年上半年，中钢协钢材综合价格指数平均值为 114.75；企业利润方面，由于全年仍有 3000 万吨压减产能任务，且全年无“地条钢”因素影响，供需情况明显优于 2017 年，企业盈利将大幅增长，预计全年较 2017 年将有 50% 以上增长，按照目前已公布半年报预计预告的公司业绩年化，上市钢企 2018 年归母净利润同比有望实现预期上涨幅度。在需求趋稳，国家严控新增产能的前提下，钢铁的周期属性将被削弱，盈利持续，类公用事业的属性渐强。在高盈利且国家又不允许新建项目扩张产能的情况下，企业盈利将流向资产负债调整、技术改造、兼并重组以及分红，钢铁企业将开启内生发展模式，由此将带动整个行业持续向好，也将支撑板块估值提升。截至 2018 年一季度，上市钢企资产负债率、费用率全面下降。行业估值有望得以修复、企业去杠杆及分红是行业投资重点，有望迎来行业投资价值回归。

### 2.1. 下游需求仍将稳定增长 业绩仍将持续兑现

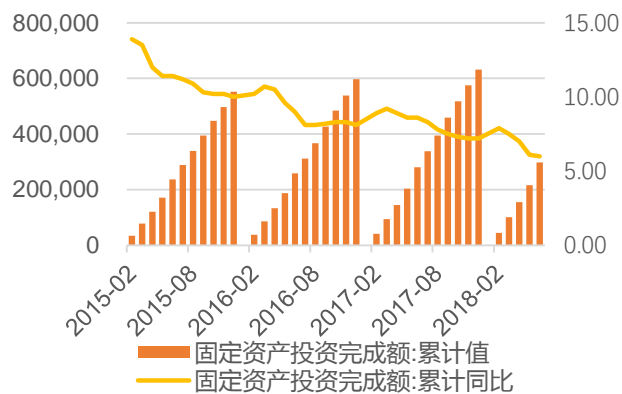
#### 2.1.1. 基建、房地产数据稳步向好

根据 wind 公开数据显示，2018 年 1-6 月份固定资产投资完成额累计为 297316 亿元，同比增长 6%，其中基础设施建设投资完成额（不含电力）为 63759.81 亿元，同比增长 7.30%。虽然今年以来投资增速有所下降，随着经济由高增速转向中高速发展阶段，增速维持低水平有常态化趋势，但投资总量仍然维持正增长，需求整体保持稳定增长态势。另一方面，房地产投资今年以来也保持较高速增长，1-6 月份累计投资额为 55531 亿元，同比增长 9.7%。1-5 月份房屋新开工面积为 95816.6 万平方米，同比增长 11.8%。基建和房地产的持续增长，后期对建筑用钢将较为持续，下半年需求仍较为乐观。

需要注意的是，今年钢材社会库存在节后第四周出现拐点之后，一方面去化速度比较快，截至春节后 17 周，库存累积下降 967.12 万吨，降幅达 49.17%；另一方面，库存下降较为连续，从春节后第 3 周至第 17 周，连续下降 14 周，下降期间无一反弹，这说明目前下游行业仍然处于赶工阶段，需求较为持续。而今年下半年，随着环保要求越来越严格，范围扩大，将会对下游施工安排造成工期缩短并带来一定不确定性（主要由临时应急响应造成停工），因此在环保停工之前，下半年施工节奏仍将以赶工为主，且程度或将略高于上

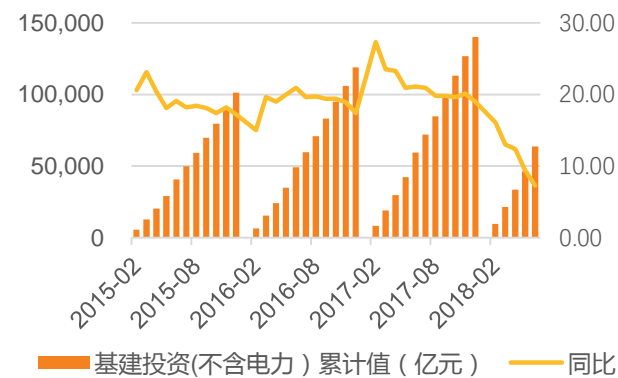
半年。房地产方面，7月12日，住建部召开会议介绍棚改情况，首先明确了棚改不搞“一刀切”，即对于房屋库存已经较低的地区实行实物补贴，对于房屋库存仍较高地区继续执行货币化安置。因此，整体而言，此次国开行将棚户区改造贷款审批权收回总行对实际棚户区改造工程总量不会出现实质性影响。另外，此次会议强调“切实抓好棚改项目建设。各地应及早开工新建项目，加快建设续建项目，加大棚改配套基础设施建设力度，努力做到配套基础设施建设与棚改安置住房同步规划、同步报批、同步建设、同步交付使用，严格工程质量监督管理，让更多困难群众早日‘出棚进楼’”。

图 15：2015-2018 年固定资产投资完成额情况（单位：亿元、%）



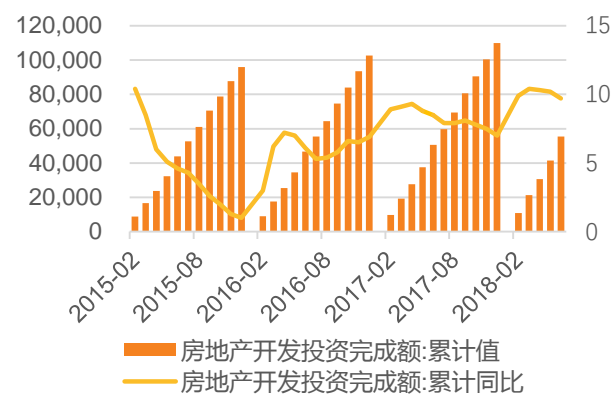
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 16：2015-2018 基建投资（不含电力）投资情况（单位：亿元、%）



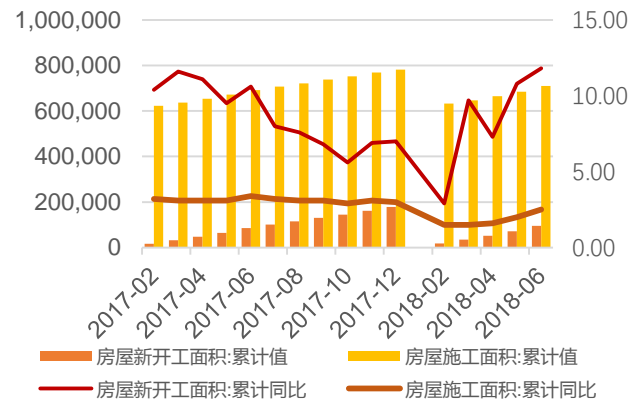
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 17：2015-2018 年房地产开发投资完成额变化（单位：亿元、%）



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 18：房屋新开工面积与施工面积对比变化（单位：万平方米、%）

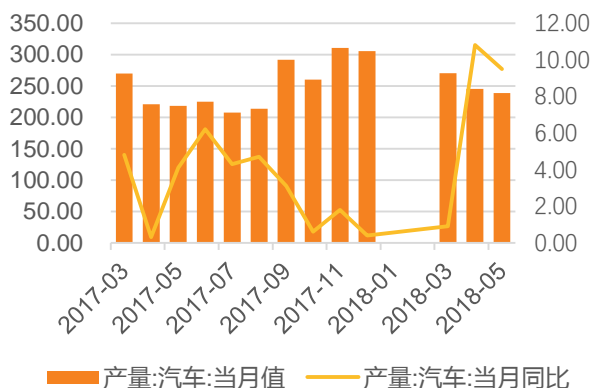


资料来源：wind, 天风证券研究所

### 2.1.2. 汽车、家电稳中向前 需求有望保持稳定

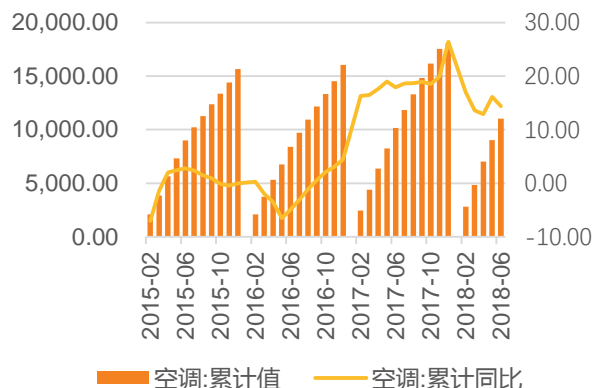
受宏观经济影响，汽车产量在 1、2 月份同比增长略有下降，3-6 月产量有所回升，其中 4、5、6 月份产量同比分别增长 10.8%、9.5%、5.3%，1-6 月累计同比增长 3.5%；家电产量稳中有增，空调、彩电、洗衣机 1-6 月累计同比分别增长 14.4%、15.1%、0.3%，仍保持正增长速度，需求增长稳健。

图 19: 2015-2018 年 6 月汽车产量及同比变化 (单位: 万辆)



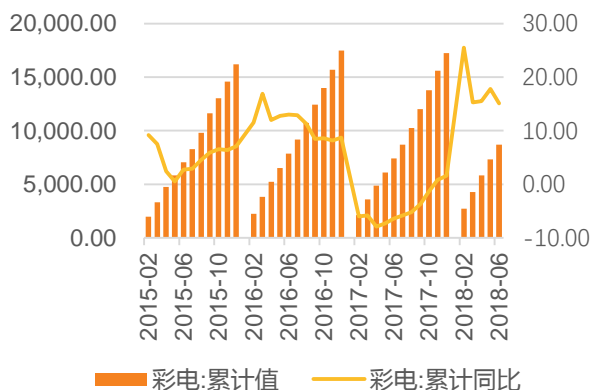
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 20: 2015-2018 年 6 月空调产量及同比变化 (单位: 万台)



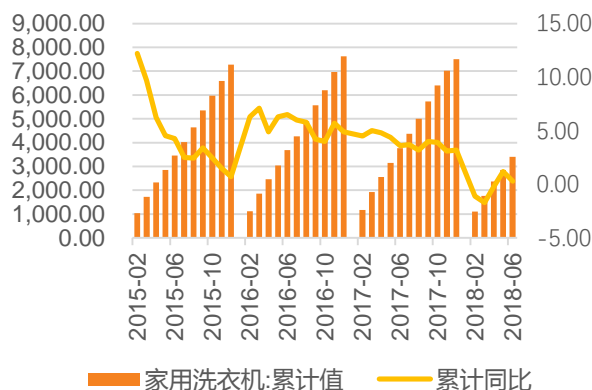
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 2015-2018 年 6 月彩电产量及同比变化 (单位: 万台)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 2015-2018 年 6 月洗衣机产量及同比变化 (单位: 万台)

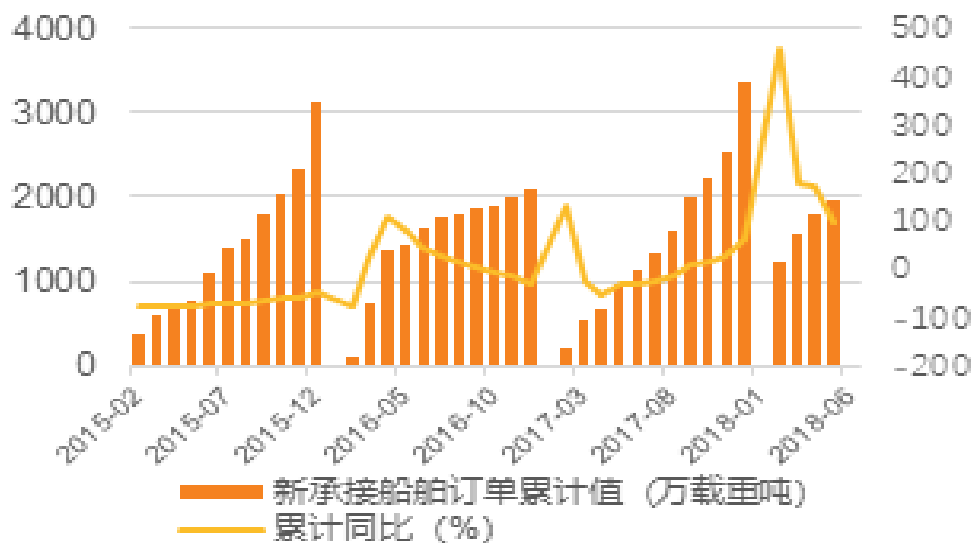


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2.1.3. 造船业及工程机械复苏明显 中厚板需求有望扩大

今年以来, 中厚板下游需求复苏明显, 根据中船协数据统计, 我国 2018 年 1-5 月份造船新增订单同比增长 99.59%。从波罗的海指数的走势上来看, 自 2016 年以来, 波罗的海指数也处于震荡上行走势中。2016 年 2 月 10 日, 波罗的海指数下探到 290, 达到今年低位, 在此之后便进入震荡上行的走势。2018 年以来, 波罗的海指数最低 948, 最高 1476, 分别高于 2017 年上半年的 685 和 1338。波罗的海指数震荡上行, 航运市场有望逐步复苏。考虑到造船业周期较长, 目前震荡上行趋势或将保持较长时间, 长期利好主营中厚板产品企业。

图 23：我国新承接船舶订单



资料来源：中船协，天风证券研究所

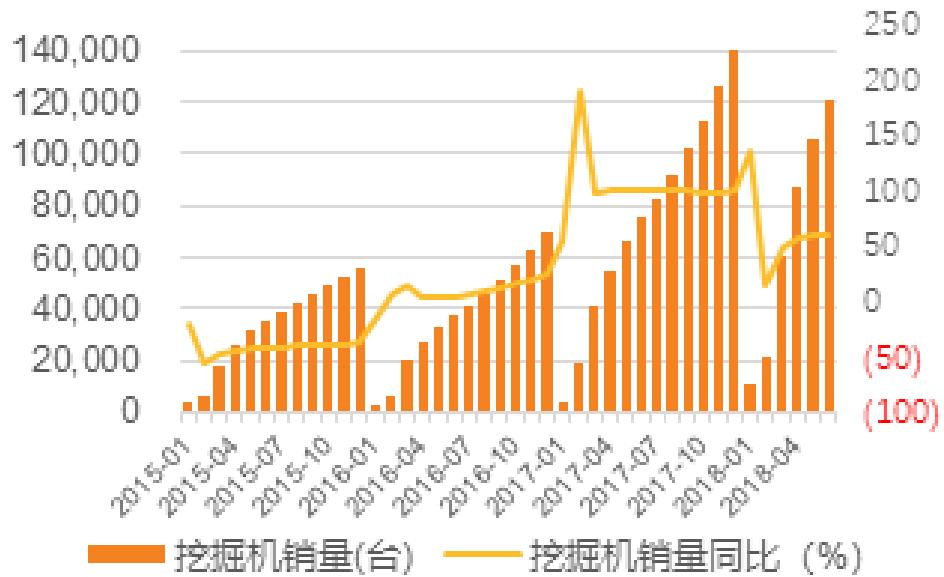
图 24：波罗的海指数



资料来源：wind，天风证券研究所

工程机械方面，根据中国工程机械协会统计，我国 2018 年挖掘机 1-6 月份销量同比上涨 60.02%。我们认为，目前挖掘机销量快速上涨的原因主要有两方面：一方面，07-10 年销售高峰期产品存在置换更新换代需求带动大量新订单，另一方面，受环保因素影响，矿山、工地停发炸药，致使挖掘机需求增加。因此，可以看出，未来产品逐步换代需求仍将保持在一定比例，而环保政策大概率将持续保持严格，挖掘机需求有望保持持续性。

图 25：2015 年至今挖掘机销售情况



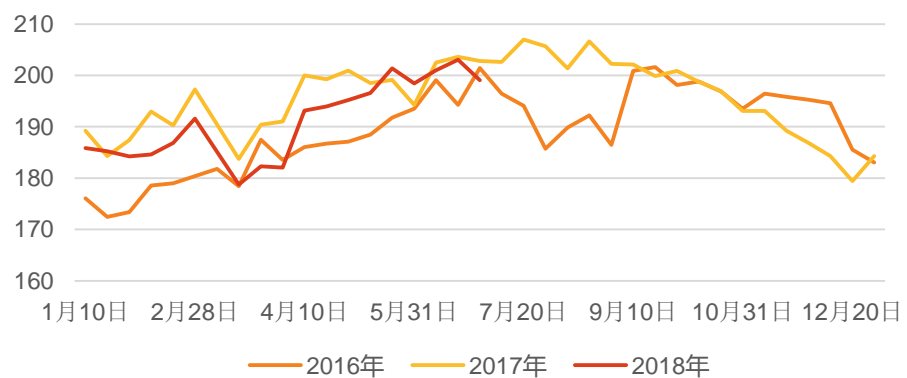
资料来源：中国工程机械协会，天风证券研究所

## 2.2. 下半年环保趋严，供给弹性不大易跌难涨

### 2.2.1. 上半年供给或已见顶，环保政策将压制下半年产量

2017-2018 采暖季限产期间，全国铁水产量有明显下降：据中钢协数据统计，从全国分省份的统计数据来看，河北、河南、山东、山西四省在采暖季限产期间，铁水产量下降对全国影响最为明显，河北省作为全国的钢铁大省，受到影响最为严重：河北省 2017 年 10 月铁水产量为 1397.54 万吨，12 月铁水产量仅为 1186.87 万吨，较 2017 年全年高点 1669.28 万吨降低 482.41 万吨，降幅 28.9%；河南 2017 年 12 月铁水产量 182.3 万吨，较全年高点 256.05 万吨下降 73.75 万吨，降幅 28.8%；山东 12 月铁水产量为 452.76 万吨，较全年高点 615.96 万吨降 163.2 万吨，降幅 26.5%；山西 12 月铁水产量 339.88 万吨，较全年高点 365.7 万吨降 25.82 万吨，降幅 7.06%。

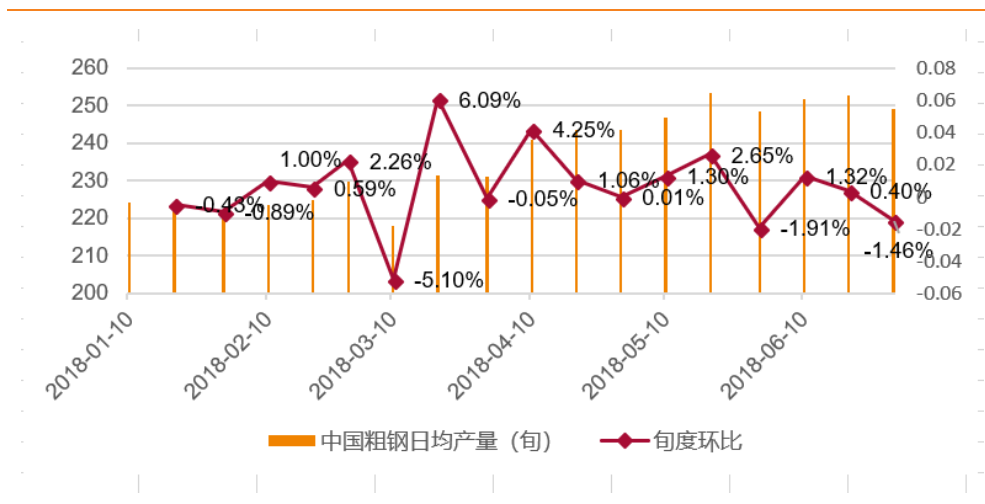
图 26：日均生铁产量（单位：万吨）



资料来源：中钢协，天风证券研究所

从粗钢产量看，今年上半年钢材产量随着环保限产结束，日均产量同比出现快速上升。但自进入到五月份，受复产逐步释放完全，价值环保压制，产量呈现趋平见顶走势。根据中钢协最新公布的预估全国粗钢 6 月份下旬日均产量数据显示，环比 6 月中旬环比下降 1.46%。

图 27：2018 年中钢协预估日均粗钢产量变化情况（旬度）（单位：万吨）



资料来源：中钢协，天风证券研究所

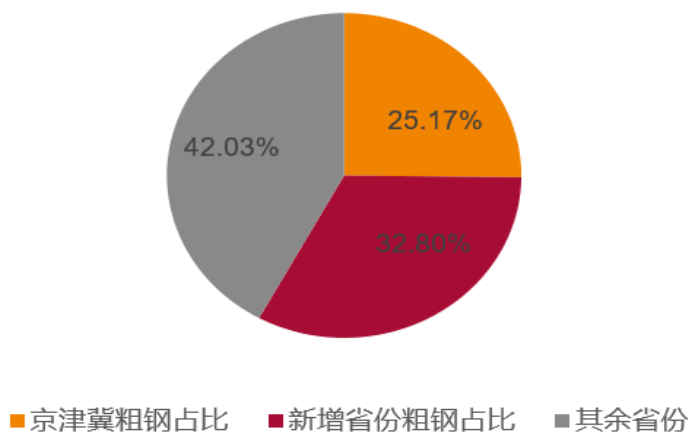
2018 年 6 月 7 日，生态环境部印发了《2018-2019 年蓝天保卫战重点区域强化督查方案》，并于 6 月 11 日启动强化督查。6 月 29 日，生态环境部召开 2018 年 6 月例行新闻发布会，明确了重点区域强化督查范围从 28 个城市扩展到 80 个，将有 3 万人参加攻坚战。

2018 年 6 月 27 日，国务院发布《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，进一步强调未来三年要“大幅减少主要大气污染物排放总量，协同减少温室气体排放，进一步明显降低颗粒物浓度，明显减少重污染天数，明显改善环境空气质量”。

除了连续出台后期关于空气污染排放的相关政策文件外，生态环境部也于今年上半年进行了连续环保督查，其中第一批中央环境保护督查“回头看”6 个督察组，于 2018 年 5 月 30 日至 6 月 7 日陆续对国内 10 省（区）实施督查进驻。截至 6 月 25 日，各督察组基本完成第二阶段下沉督查任务。

本次督查行动说明两方面：第一，对去年的 2+26 城市的限产及成果进行“回头看”检查，部分企业采暖季限产结束之后的环保策略略有放松，本次督查也从实际行动上说明了，近年内的环保政策会是连续的、高压的。第二，今年采暖季对于钢铁企业的限产范围将会扩大，直接影响到汾渭平原 11 市（包括山西 4 市、河南 2 市、陕西 5 市）及长三角地区三省一市（江苏、浙江、安徽、上海）的 2018 采暖季钢铁企业的生产计划。从政策上来看，今年环保政策或将维持高压状态。从实际影响上看，根据 2017 年全国及上述省份粗钢产量情况判断，2017 年全国粗钢产量 8.32 亿吨，上述省份粗钢产量为 4.82 亿吨，占比达到 57.97%。如果上述省份采暖季全部执行限产，供给端或将大幅收缩。

图 28：2017 年粗钢产量分布情况



资料来源：wind，天风证券研究所

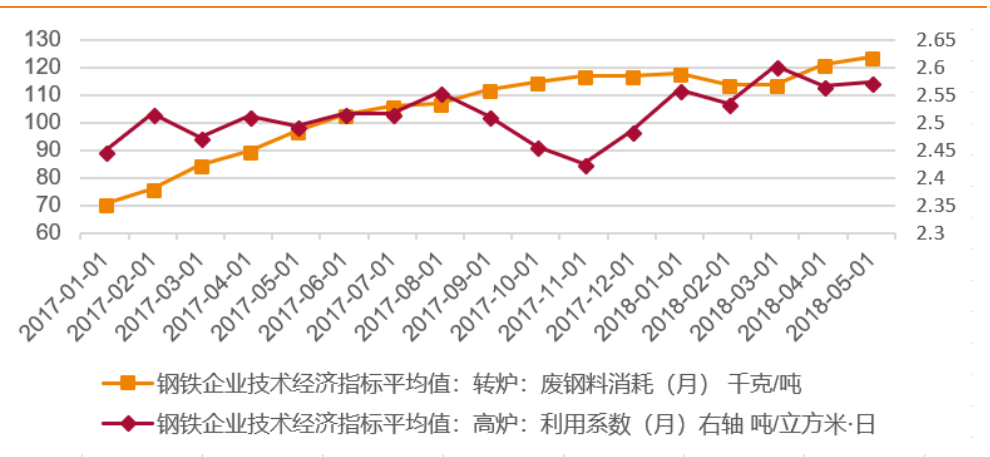
因此，我们认为，下半年环保整体执行力度将较上半年更强，政策性因素或将成为影响钢铁企业排产的主因，这将对钢铁市场供给形成有效压制。

七月份以来，虽然未处于采暖限产季，但各地区环保限产政策依然趋严。唐山地区 7 月 18 日至 21 日期间，烧结机、竖炉全部停产；7 月 20 日至 8 月 31 日，唐山各地区钢厂烧结机、高炉限产 30%-50%。唐山为我国的钢铁重镇，受政策影响限产也会直接严重影响到铁水的供给。预计今年下半年，供给端将逐步收紧。

### 2.2.2. 安全督查有望趋严，将进一步抑制供给端增长

自供给侧改革以来，钢铁企业盈利逐步回升至高位震荡，企业利润得到大幅提升。但与此同时，较高的利润空间也使得企业开始试图增加产量以获得更大收益。2017 年开始，安全事故数量和伤亡人数均成倍上升。2017 年全国共出现 35 起安全事故，其中较大事故 8 起，一般事故 27 起。而去年三、四季度以来，发生较大事故的频率明显提高。伤亡人数超过 15 人的较大事故均出现在此期间，且 2018 年钢铁企业出现的事故伤亡人数在 10 人以上的已达到 4 起。安全生产高发的原因，除了安全生产操作方面，另一个主要原因就是企业在高额利润的驱使下超能力生产。根据钢联数据统计，目前废钢消耗比及高炉利用系数等指标均在今年达到历史高位水平。

图 29：2017 年-2018 年 5 月，废钢消耗量及高炉利用系数变化情况



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

安全事故频发也引起相关部门重视。今年 6 月 6 日至 7 日，国家应急管理部在上海召开全国冶金有色行业安全监督工作会议，一方面分析了目前冶金行业安全生产存在的问题，另一方面也针对下半年督查工作作出安排。我们认为，下半年国家对于钢铁企业安全生产督查将要严格执行，将会压制企业减少检修频次，超能力生产等问题。因此，安全监督检查将会对下半年的供给端形成进一步压制。

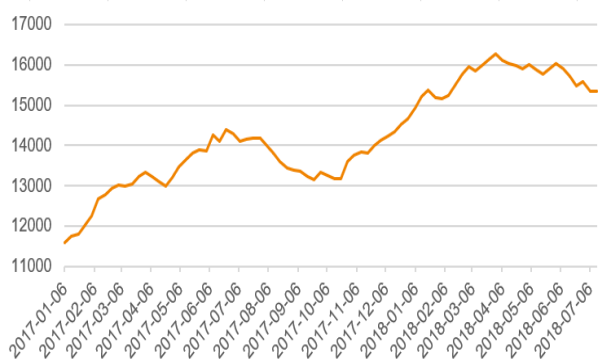
### 2.2.3. 原材料仍难有上涨动力

根据钢联数据调研数据结果显示，45 港口铁矿石库存自 2017 年以来到今年 4 月份，库存量一直处于震荡上行趋势中。其中，2018 年 3 月 30 日，铁矿石港口库存达到历年高点 1.63 亿吨。港口铁矿石资源一直处于高位，供大于需格局较为明显。铁矿石整体供大于需的格局导致其价格的相对较弱走势。2018 年 4 月之后，虽然铁矿石整体库存有一定幅度回落，但仍高于去年历史高位，整体上仍表现出供应过剩。从国内钢厂需求上来看，一方面国家供给侧改革淘汰了一部分落后产能，导致高炉需求量在逐渐萎缩，另一方面，受 2017 年以来不断强化的环保政策影响，在产高炉不定期进行限产、检修，也影响了铁矿石的需求。我们预计未来环保政策仍会保持高压格局，铁矿需求仍会受到一定压制，后期铁矿石缺乏上涨动力。

根据钢联数据统计结果显示，2017 年上半年，螺纹钢的全国均价为 3666 元/吨，同期青岛港 pb 粉价格为 565 元/吨；2018 上半年，螺纹钢的全国均价为 4100 元/吨，同期青岛港 pb 粉价格为 487 元/吨。同比 2017 年上半年，螺纹钢全国均价增加 434 元/吨，但铁矿石同比价格下降 78 元/吨。铁矿石作为螺纹钢生产成本占比最大的原材料，并没有伴随钢厂

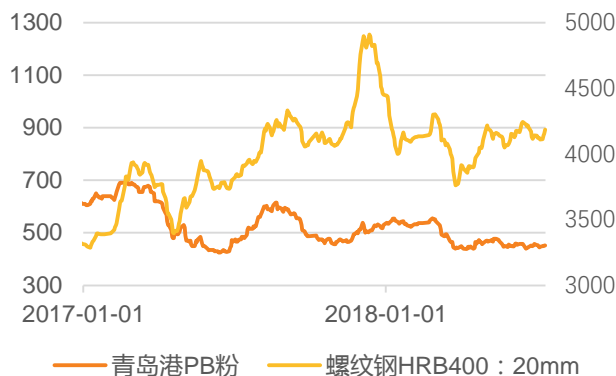
利润的扩大而大幅增加，反而出现一定降幅。受下半年受环保限产影响，铁矿石需求难以有更大起色，因此这就为钢厂的高盈利提供了保证。

图 30：2017 年至今 45 港口铁矿石总库存（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：螺纹钢毛利与铁矿石价格走势（单位：元/吨）



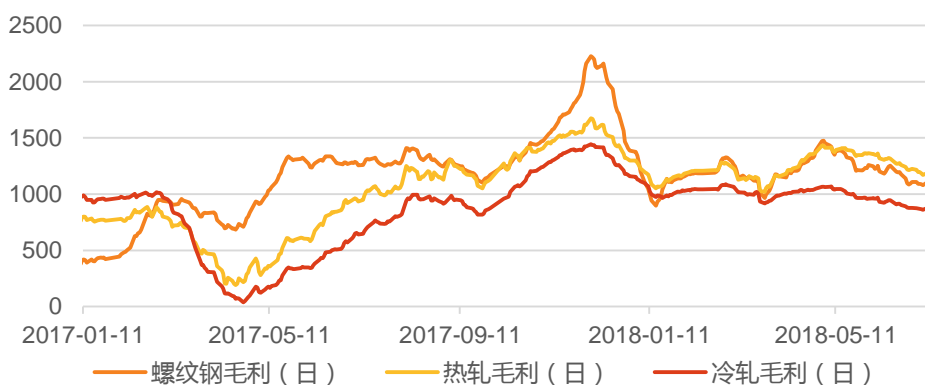
资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 钢企利润有望维持高位

通过我们对以上的分析，从整个钢铁市场供应上来看，受供给侧改革及环保政策影响，供给端或将继续得到收缩；年后钢材社会库存快速回落，也从另一方面证明了下游需求较为持续。根据《2018-2019 蓝天保卫战重点区域强化督查方案》，四季度或将再次出现钢企限产、基建停工的现象。而施工方为了保证年内任务的完成，三季度仍将出现赶工情况。

因此，下半年的供需情况或将支撑钢材价格进一步上行。而成本端方面，环保限产影响企业开工，直接影响对上游原材料需求，致使原材料价格难以获得支撑，下半年成本有望继续维持低位。参照 2017 年四季度情况，成本端趋弱，钢材产品盈利提升。因此，预计钢铁企业下半年盈利有望较上半年出现环比提升。我们在 2017 年年度策略报告《激情 2017，澎湃 2018》中指出，钢铁板块上市公司 2018 年全年有望实现 50% 增长。

图 32：螺纹、热轧、冷轧毛利变化情况（单位：元/吨）



资料来源：天风证券研究所

而持续的高盈利将进一步夯实公司资产负债表，企业财务状况将不断得到优化，为企业降本增效及长期发展提供充足动力。另一方面，随着盈利转好，企业分红意愿较强，一方面是由于国家目前严禁新增产能，企业扩产受限；另一方面，上市钢铁大股东持股比例普遍在 50% 以上，分红意愿较强。

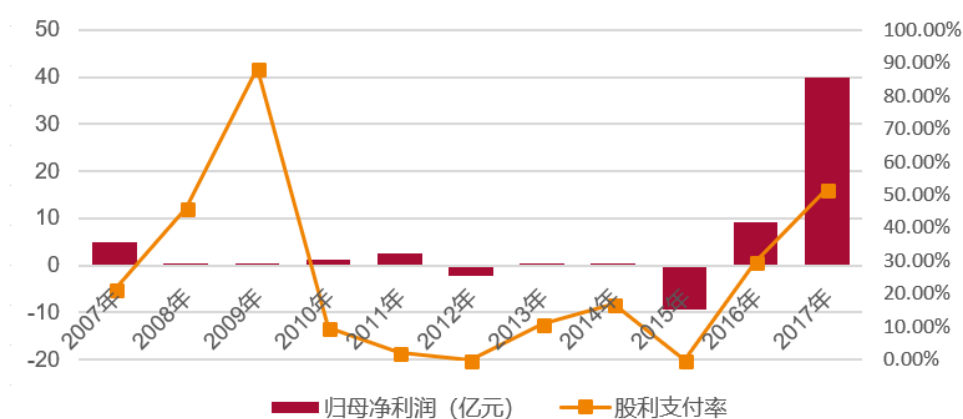
表 4：上市公司大股东持股比例

证券代码	证券简称	第一大股东	大股东持股比例%
601003.SH	柳钢股份	广西柳州钢铁集团有限公司	82.51
000825.SZ	太钢不锈	太原钢铁（集团）有限公司	62.7

000932.SZ	华菱钢铁	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	60.32
600569.SH	安阳钢铁	安阳钢铁集团有限责任公司	60.14
000761.SZ	本钢板材	本溪钢铁（集团）有限责任公司	60.02
000898.SZ	鞍钢股份	鞍山钢铁集团有限公司	58.31
600782.SH	新钢股份	新余钢铁集团有限公司	55.57
002110.SZ	三钢闽光	福建省三钢（集团）有限公司	55.02
600010.SH	包钢股份	包头钢铁（集团）有限责任公司	54.66
000717.SZ	韶钢松山	宝武集团广东韶关钢铁有限公司	53.05
600019.SH	宝钢股份	中国宝武钢铁集团有限公司	50.75
600581.SH	八一钢铁	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	50.02
600808.SH	马钢股份	马钢（集团）控股有限公司	45.54
600126.SH	杭钢股份	杭州钢铁集团有限公司	44.69
600282.SH	南钢股份	南京南钢钢铁联合有限公司	40.72
600507.SH	方大特钢	江西方大钢铁集团有限公司	39.62
000778.SZ	新兴铸管	新兴际华集团有限公司	39
002318.SZ	久立特材	久立集团股份有限公司	37.85
600231.SH	凌钢股份	凌源钢铁集团有限责任公司	34.57
600022.SH	山东钢铁	济钢集团有限公司	30.22
000708.SZ	大冶特钢	湖北新冶钢有限公司	29.95
002075.SZ	沙钢股份	江苏沙钢集团有限公司	20.34

资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：三钢闽光自上市以来股利支付率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

此外，我们于 2017 年 8 月 18 日对外公布报告《周期不是钢铁行业宿命 供改提供原动力》。在该报告中我们提出观点：钢铁行业盈利持续，周期属性减弱，类公用事业属性渐强。我们认为，决定行业盈利能力的核心指标是行业产能利用率。钢铁供给侧改革总体目标是将产能利用率提高到 75%-80% 的正常水平，提升行业与下游的议价能力和利润话语权，恢复正常盈利。根据人民日报报道，截至 2017 年 10 月份，1.4 亿吨“地条钢”产能已经出清。地条钢的退出市场，相当程度上影响了整个市场的供给，行业内企业效益逐渐好转，利润得以大幅提高。根据《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》，到 2020 年我国粗钢产量基本维持在 8 亿吨左右；根据《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（2016 国发[6]号文）规定，钢铁行业目前第一条红线就是严禁新增产能。换句话说，钢铁企业虽然目前保持高利润，并不允许新增产能，企业如若想扩大生产只能拆掉别人的合规产能并买入新指标，才能新建钢厂、新增产能。因此，钢铁产能是在国家严格管控下的，产能利用率短期内不可能下降，周期属性越来越弱，会成为类公用事业属性行业。自我们提出该观点已经将近一年的时间，在此期间，市场持续验证我们提出的观点，产能利用率逐渐提高，钢铁企业利润持续保持高位。后期钢铁行业的类公用事业属性或将表现更强。

## 2.4. 板块有望得到修复

截至 2018 年 6 月 30 日,钢铁申万指数收 2632.04,较年初累积下跌 558.81 点,跌幅 17.5%。同期上证综指下跌 500.91 点,跌幅 15.0%。当前钢铁申万指数基本同去年低点持平。从估值角度上看,截至 7 月 13 日,钢铁板块市盈率在 8 倍与 17 倍之间震荡,目前板块市盈率均值为 8.90 倍,处于年内低点。下半年随着企业盈利进一步保持持续性上升,估值有望得到修复。而主流企业估值目前在 4-6 倍区间,同样处于年内低点。

表 5: 部分上市钢企 2018 年半年度业绩预告统计

证券代码	证券简称	07月21日市值(亿元)	2017年业绩(亿元)	2017 P/E	2018年业绩预测(亿元)标红为万得一致预测	对应2018年PE(标红为万得一致预测)
000932.SZ	华菱钢铁	263.87	41.21	6.40	70.43	3.74
000761.SZ	本钢板材	157.73	16.00	9.86	21.65	7.29
000717.SZ	韶钢松山	157.99	25.17	6.28	36.56	4.32
600282.SH	南钢股份	207.24	32.00	6.48	47.54	4.34
600569.SH	安阳钢铁	103.65	16.01	6.47	24.12	4.29
601003.SH	柳钢股份	229.11	26.46	6.62	38.86	5.88
600581.SH	八一钢铁	70.51	11.68	6.04	18.20	3.87
600808.SH	马钢股份	277.99	41.29	6.73	42.71	6.51
600231.SH	凌钢股份	96.99	12.07	8.04	16.39	5.93
600507.SH	方大特钢	162.10	25.40	6.38	27.86	5.95
002110.SZ	三钢闽光	304.32	39.90	7.63	73.49	4.14
000825.SZ	太钢不锈	328.10	46.22	7.10	51.82	6.33
600126.SH	杭钢股份	157.71	17.96	8.78	—	—
000898.SZ	鞍钢股份	439.15	56.05	7.84	73.56	5.51
600782.SH	新钢股份	204.72	31.11	6.58	40.49	5.06
600019.SH	宝钢股份	1759.17	191.70	9.18	249.74	7.04
000708.SZ	大冶特钢	39.37	3.95	9.97	4.41	8.93
600022.SH	山东钢铁	221.12	19.24	11.49	25.85	8.55
000778.SZ	新兴铸管	175.20	10.93	16.03	14.24	12.30
002318.SZ	久立特材	51.00	1.34	38.11	2.14	23.81
600010.SH	包钢股份	706.57	20.61	34.28	39.51	17.88
002075.SZ	沙钢股份	355.73	7.05	50.46	—	—

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 3. 推荐标的

### 3.1. 三钢闽光

公司是福建地区龙头钢铁企业,产量约占全省 60%左右。公司产品以建材为主,公司及控股股东建材本地市场占有率约 70%,在本地区具有较强的订价话语权,同时受益于供给侧改革,公司已成为国内盈利水平最高的国有上市钢铁公司。公司管理水平属国内领先水平,吨钢三项费用在上市钢铁企业中最低。2018 年上半年注入吨钢盈利水平更高的三安钢铁,进一步增厚了公司盈利,为继续解决同业竞争,集团承诺下步继续注入罗源闽光资产,公司规模有望继续扩大,实现集团钢铁主业全部上市。根据公司公告,经追溯调整后,2018 年上半年的净利润为 28.89 亿元到 36.56 亿元,同比 2017 年增长 88.04%到 137.97%。我们预计 2018 年有望实现净利润 73.49 亿元,预计 2018-2020 年 EPS 分别为 4.50 元, 4.93、5.37 元。公司注重股东回报,2017 年每股现金分红 1.5 元(税前),以除权除息前一交易

日收盘价计算（5月21日）股息率 8.4%。

### 3.2. 华菱钢铁

公司为全国最大中厚板生产企业，2017年中厚板产量440万吨。今年以来，受益中厚板需求旺盛，公司主营产品盈利水平大幅提升。7月3日，公司发布《2018年半年度业绩预告》，2018年上半年预计实现净利润41.8~43.8亿元，同比增长252~269%；预计实现归属于母公司的净利润33.8~35.8亿元，同比增长253%~274%。公司上半年铁、钢、钢材产量再创历史新高，预计同比增长10%、18%、16%以上。同时公司盈利水平大幅上升，吨钢盈利将大幅增强。根据公告数据，公司二季度预计实现净利润22.84~24.84亿元，环比增长21%~31%；实现归母净利润18.46~20.46亿元，环比增长20%~33%。自2017年三季度以来，公司分别实现利润16.15亿元，15.48亿元，15.34亿元，盈利持续性强。我们预计公司2018年有望实现归母净利润70.43亿元，预计2018年-2020年EPS为2.34元、2.68、3.15元。当前公司估值水平位于行业低位，估值优势明显。为解决同业竞争，集团承诺注入阳钢资产，公司规模有望进一步扩大。

### 3.3. 南钢股份

根据公司2017年报，公司2017年实现归母净利润32.00亿元，同比上涨804.73%。公司钢材产品结构以精品中厚板和优特钢长材为主导产品。公司降本增效进一步收效，三项费用率与资产负债率显著下降，归母净利润水平达到上市以来最高。公司实施“新材料+能源环保”双核驱动战略，推进基于互联网思维的“JIT+C2M”模式，并促进能源环保等新产业的发展，多元化经营利好公司可持续发展。今年以来中厚板需求同比快速增长，利好公司主营产品收入。预计公司2018年-2020年EPS为1.08元、1.39、1.55元。

### 3.4. 柳钢股份

公司是西南地区最主要的钢铁企业之一，年产钢能力达1200万吨。公司地处两广地区，属于钢材净流入区域，主要市场分布在广西、广东两省。公司主营建筑钢材，受区域市场供需关系影响，公司产品价格高于其他地区，盈利能力强。公司所处位置并不在“2+26”环保限产范围之内，因此一季度的采暖季限产并没有对公司产生影响；相反，得益于供给端的收缩，企业吨钢利润维持高位，公司盈利同比出现扩大。7月4日，公司发布公告，预计2018年二季度实现归属上市公司股东净利润9.15亿元到12.01亿元，环比一季度降低12.5%到增加14.8%；2018年上半年实现归属于上市公司股东的净利润将达到19.61亿元到22.47亿元，同比增长395%到467%。我们预计2018年有望实现净利润38.86亿元，预计2018-2020年EPS分别为1.52元，1.73元，1.97元。

### 3.5. 韶钢松山

公司于2018年7月11日公布《2018年半年度业绩预增预告》，公司报告期内预计实现归属于上市公司股东净利润17.3亿元，经过追溯调整后，同比上年同期6.69亿元上涨158.69%，预计实现每股收益0.7105元，去年同期为0.2764元。2017年上半年，“地条钢”因素扰乱市场，钢铁企业利润被“地条钢”企业侵蚀。广东省是地条钢生产的重灾区，本次督查打击地条钢，公司受益最大。而同时公司作为广东省最大钢铁生产企业，且主要品种为螺纹钢，在地条钢逐步退出市场后，保证了公司主营品种的利润。供给侧改革成效明显，市场价格明显上升，保证公司的高利润，利于公司长远发展。公司上半年收购宝特韶关并退出宝特长材。我们预计2018年-2020年公司的EPS为1.51元、1.54元、1.67元。

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