

2018Q2 单季扣非净利润创历史新高

——钢铁板块 2018 年半年报综述

行业动态

◆**2018H1 盈利水平：净利同比增长 133%，PE(TTM)仅 7 倍。**2018 上半年,25 家上市钢企合计归母净利润 485 亿元,同比 2017H1 增长 133%,但环比 2018H2 下降了 7%;平均 ROE 为 8.3%,其中韶钢松山最高为 37.5%;平均 ROIC 为 4.1%,其中三钢闽光最高为 21.3%。当前钢铁板块平均 PE (TTM) 仅为 7.07 倍,最低的是安阳钢铁 (3.8 倍)、华菱钢铁 (4.1 倍)、新钢股份 (4.4 倍)。

◆**2018Q2 盈利水平：单季扣非净利创历史新高，净利率为 7.4%。**2018 年二季度,25 家上市钢企合计归母净利润 278 亿元,环比增长 34.5%,接近历史最高水平 (2017Q4 的 280 亿元);平均净利率为 7.4%,其中最高的分别为三钢闽光 (19.7%)。

◆**经营状况：所得税率提升至 18%，钢产量小幅增长。**2018 年上半年,25 家上市钢企的平均期间费用率为 5.94%,与 2017 年全年水平基本持平;平均所得税率为 18.14%,较 2017 年全年水平增长了 5.14 个百分点,仍低于 25% 的正常水平,后期或将逐渐提高。披露数据 19 家上市钢企钢产量同比 2017H1 小幅增长 2.3%,铁钢比同比下降了 1.7 个百分点。

◆**资产状况：资产负债率下降至 60.7%，PB 仅 1.22 倍。**2018Q2 期末,25 家上市钢企的资产负债率为 60.7%,比 2018Q1 期末下降了 0.2 个百分点,比 2017 年末下降了 1.5 个百分点。目前钢铁板块的市净率 PB 为 1.22 倍,最低的上市钢企分别是河钢股份 (0.61 倍)。

◆**现金流：2018Q2 经营净现金流与 FCF 环比均显著增长。**2018Q2 上市钢企合计经营净现金流为 587 亿元,环比 Q1 大幅增长 750%,最高的是宝钢股份、本钢板材、华菱钢铁;合计自由现金流 (FCF) 为 715 亿元,接近 2018Q4 的历史最高水平 (760 亿元)。企业经营可用的现金状况显著改善。

◆**采暖季限产或将进一步削减供给，2018H2 盈利可期。**展望 2018 年下半年,在采暖季环保限产启动后,钢铁行业供给端收缩有望加强,上市钢企的高盈利有望延续。当前钢铁板块估值水平偏低,仍具有一定的博弈性的反弹机会,我们维持钢铁行业“增持”评级。综合考虑盈利、估值、投资回报率等指标,我们建议关注华菱钢铁、三钢闽光、韶钢松山。

◆**风险提示：**钢价波动风险;公司经营不善风险;大盘波动风险等。

增持 (维持)

分析师

王凯 (执业证书编号: S0930518010004)
021-22169126
wangk@ebsec.com

王招华 (执业证书编号: S0930515050001)
021-22167202
wangzh@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源: Wind

相关研报

《盈利高位小幅下滑,全年产量将攀新高——钢铁板块 2017 年报及 2018Q1 季报综述》
2018.5.4

目 录

1、 钢铁板块 2018H1 盈利显著增长，PE(TTM)仅 7 倍	3
2、 2018Q2 单季扣非归母净利润创历史新高，净利润率为 7.4%	5
3、 2018H1 期间费用率保持平稳，所得税率 18%.....	6
4、 2018H1 粗钢产量有所增长，铁钢比下降.....	7
5、 钢铁板块资产负债率继续下降，PB 为 1.22 倍.....	9
6、 2018Q2 经营净现金流与 FCF 环比均显著增长.....	10
7、 采暖季限产或将进一步削减供给，2018H2 钢铁板块盈利可期.....	12
8、 风险提示.....	13

1、钢铁板块 2018H1 盈利显著增长，PE(TTM)仅 7 倍

2018 年上半年钢铁行业景气度延续了良好态势，钢价和钢铁利润水平显著改善，上市钢企的营收和盈利随之水涨船高。

我们统计了 25 家主要上市钢企的业绩情况。2018 年上半年 25 家上市钢企合计营业收入同比增长 10%，合计归母净利润同比增长 133%，除八一钢铁以外，其他公司归母净利润均实现同比增长。

分公司来看，宝钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁的归母净利润位列前三，其中龙头宝钢股份的归母净利润占 25 家公司的 21%。

2018 年上半年，25 家上市钢企合计扣非归母净利润为 462 亿元，所有公司均实现盈利。

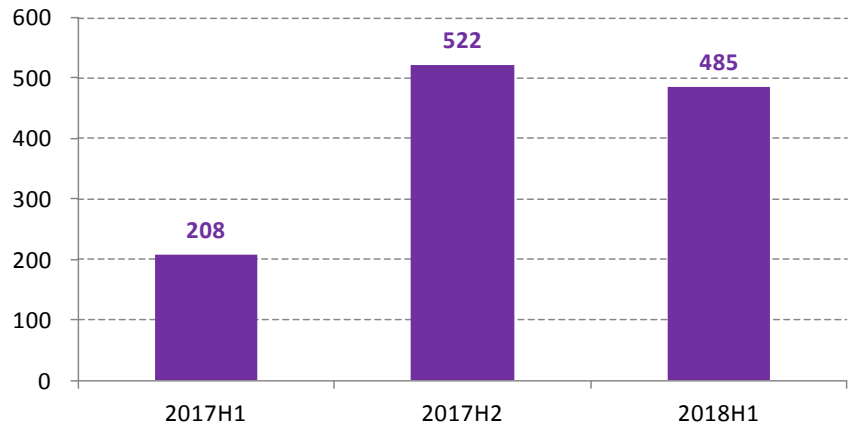
表 1：上市钢企 2018 年上半年营收与利润数据（亿元）

名称	市值	营业收入	归母净利	扣非净利	毛利率	净利率	PE(TTM)	ROE	ROIC
宝钢股份	1755	1487.22	100.09	94.44	15.0%	6.7%	7.6	6.1%	3.7%
鞍钢股份	450	468.82	34.99	35.17	16.7%	7.5%	6.2	6.8%	4.6%
华菱钢铁	282	435.67	34.39	34.28	16.8%	7.9%	4.3	24.9%	7.0%
马钢股份	295	400.63	34.29	30.57	15.1%	8.6%	5.0	13.2%	6.8%
三钢闽光	309	175.95	32.33	24.03	26.5%	18.4%	5.0	21.4%	21.3%
太钢不锈	328	367.70	28.36	28.09	17.1%	7.7%	4.9	10.0%	4.6%
南钢股份	193	216.22	22.88	22.42	21.7%	10.6%	4.5	16.8%	8.6%
新钢股份	204	251.95	21.59	21.11	13.6%	8.6%	4.4	14.2%	10.0%
柳钢股份	215	225.83	20.41	20.29	13.1%	9.0%	5.0	25.6%	11.5%
河钢股份	305	561.76	18.22	17.90	14.4%	3.2%	12.8	3.7%	1.2%
韶钢松山	176	121.21	17.57	17.52	19.2%	14.5%	4.9	37.5%	16.7%
山东钢铁	195	248.78	16.78	17.08	10.9%	6.7%	6.5	8.5%	4.4%
首钢股份	224	315.37	14.24	14.15	14.2%	4.5%	8.3	5.4%	1.7%
包钢股份	688	316.81	14.16	14.09	15.3%	4.5%	23.8	2.8%	1.5%
方大特钢	161	82.38	13.06	12.95	31.4%	15.9%	5.1	31.2%	20.4%
杭钢股份	161	131.76	11.55	10.81	14.2%	8.8%	6.2	6.5%	5.9%
安阳钢铁	98	157.68	10.17	10.07	13.3%	6.4%	3.8	13.6%	4.7%
重庆钢铁	177	110.93	7.62	7.36	15.8%	6.9%	8.5	4.4%	4.0%
本钢板材	151	234.41	7.57	7.25	11.2%	3.2%	8.2	4.0%	1.4%
凌钢股份	97	100.85	7.49	7.50	14.5%	7.4%	6.3	10.7%	6.0%
沙钢股份	356	72.35	6.47	5.46	23.7%	8.9%	30.6	16.1%	14.6%
酒钢宏兴	133	230.42	5.85	5.31	9.6%	2.5%	20.4	5.7%	1.8%
大冶特钢	44	61.54	2.56	2.58	13.4%	4.2%	9.5	6.2%	5.4%
八一钢铁	74	82.14	2.16	2.11	11.1%	2.6%	7.6	6.1%	1.5%
西宁特钢	49	33.85	0.13	0.06	14.8%	0.4%	79.2	0.4%	0.1%
合计	7118	6892.23	484.91	462.61	15.5%	7.0%	7.1	8.3%	4.1%

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所（PE 参照 2018 年 8 月 31 日收盘价）

2018H1 上市钢企合计归母净利润 485 亿元，虽然同比 2017H1 实现了较大幅度的增长，但环比 2017H2 则是下降了 7%。

图 1：25 家上市钢企半年度合计归母净利润（亿元）

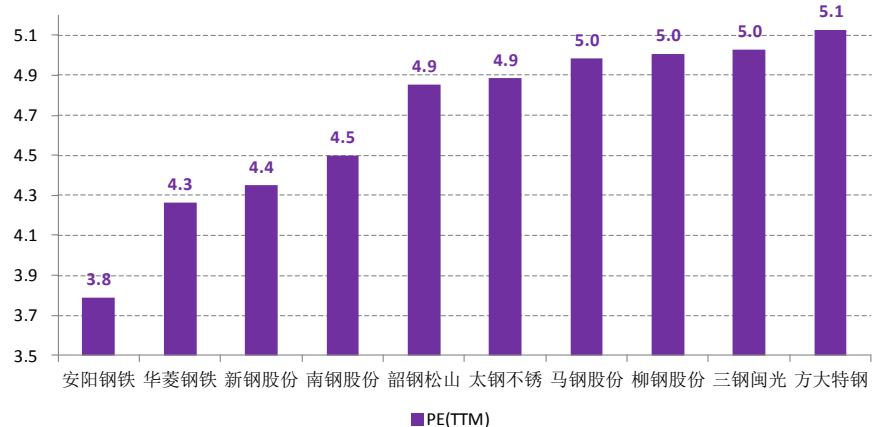


资料来源：Wind、光大证券研究所

2018 年上半年，25 家上市钢企平均毛利率为 15.5%，同比增长了 4.83 个百分点；平均净利率为 7%，同比增长 3.7 个百分点。其中，方大特钢、三钢闽光的毛利率和净利率均为前两名。

2018 年上半年，25 家上市钢企的当前总市值为 7118 亿元，板块平均 PE (TTM) 为 7.07 倍，最低的则是安阳钢铁 (3.8 倍)、华菱钢铁 (4.1 倍)、新钢股份 (4.4 倍)。当前钢铁板块的估值水平整体偏低。

图 2：PE(TTM)最低的 10 家上市钢企 (2017Q3 ~ 2018Q2)



资料来源：Wind、光大证券研究所（参照 2018 年 8 月 31 日收盘价）

2018 年上半年，25 家上市钢企平均 ROE 为 8.3%，其中韶钢松山是 ROE 最高的钢企，高达 37.5%；其次是方大特钢 (31.2%)。

2018 年上半年，25 家上市钢企平均 ROIC 为 4.1%，其中 ROIC 最高的上市钢企分别是三钢闽光 (21.3%)、方大特钢 (20.4%)、韶钢松山 (16.7%)。

2、2018Q2 单季扣非归母净利润创历史新高，净利率为 7.4%

2018Q2，钢铁行业景气度较 2018Q1 有所回暖，钢价和钢铁利润均有所增长。25 家上市钢企 2018Q2 合计营业收入 3737 亿元，环比增长 18.5%；合计归母净利润 278 亿元，环比增长 34.5%。

其中，2018Q2 归母净利润最高的上市钢企分别是宝钢股份、三钢闽光、马钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁等。

其中，2018Q2 业绩环比增幅最大的公司分别是安阳钢铁、河钢股份、酒钢宏兴；Q2 业绩环比出现下跌的是西宁特钢、八一钢铁、太钢不锈、柳钢股份、宝钢股份。

从扣非净利来看，25 家上市钢企 2018Q2 合计扣非归母净利润 258 亿元，环比增长 26.2%，说明上市钢企的钢铁主业普遍显著回暖。

表 2：上市钢企 2018Q2 单季度营收与利润数据（亿元）

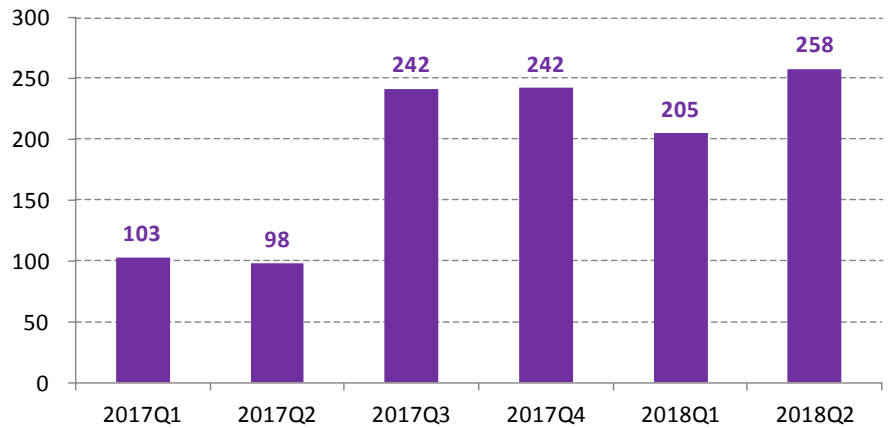
名称	营业收入	归母净利润	环比	扣非净利	环比	单季 ROE	净利率
宝钢股份	811.76	49.89	-0.6%	45.32	-7.7%	3.0%	6.1%
三钢闽光	115.16	22.68	134.8%	14.40	49.6%	15.0%	19.7%
马钢股份	217.55	20.11	41.8%	16.55	18.1%	7.7%	9.2%
鞍钢股份	253.69	19.09	20.1%	19.34	22.2%	3.7%	7.5%
华菱钢铁	235.61	19.05	24.2%	18.89	22.8%	13.8%	8.1%
河钢股份	311.42	14.49	288.6%	14.18	281.4%	2.9%	4.7%
太钢不锈	186.63	13.75	-5.9%	13.57	-6.5%	4.9%	7.4%
新钢股份	126.90	12.89	48.2%	12.63	48.9%	8.5%	10.2%
南钢股份	112.53	12.81	27.1%	12.35	22.7%	9.4%	11.4%
山东钢铁	130.73	10.57	70.0%	10.79	71.4%	5.3%	8.1%
柳钢股份	112.33	9.95	-4.9%	9.91	-4.5%	12.5%	8.9%
首钢股份	169.24	9.20	82.3%	9.16	83.5%	3.5%	5.4%
韶钢松山	60.15	8.98	4.7%	8.87	2.5%	19.2%	14.9%
安阳钢铁	95.09	8.88	589.4%	8.79	586.9%	11.9%	9.3%
包钢股份	186.94	7.79	22.4%	7.77	23.1%	1.5%	4.2%
方大特钢	43.75	7.48	34.2%	7.38	32.7%	17.9%	17.1%
杭钢股份	66.35	6.52	29.7%	6.07	28.0%	3.7%	9.8%
凌钢股份	56.43	4.94	93.7%	4.94	93.4%	7.1%	8.8%
酒钢宏兴	132.28	4.62	276.5%	4.14	252.6%	4.5%	3.5%
重庆钢铁	59.40	4.12	17.5%	3.82	8.0%	2.4%	6.9%
本钢板材	118.00	4.06	15.9%	3.78	8.7%	2.2%	3.4%
沙钢股份	38.59	3.92	54.1%	3.10	31.5%	9.8%	10.2%
大冶特钢	31.46	1.65	82.3%	1.66	79.1%	4.0%	5.2%
八一钢铁	48.05	0.71	-50.5%	0.69	-51.7%	2.0%	1.5%
西宁特钢	17.29	0.01	-88.2%	-0.02	-128.2%	0.0%	0.1%
合计	3,737.36	278.16	34.5%	258.09	26.2%	4.7%	7.4%

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

分季度来看 25 家上市钢企的合计归母净利润，2018Q2 的 278 亿元已经接近历史最高水平（2017Q4 的 280 亿元），创历史第二高水平。

但从扣非归母净利润来看，2018Q2 单季度扣非归母净利润 258 亿元，超过了 2017Q4 和 2017Q3，创历史最佳。这表明二季度上市钢企的钢铁主业盈利已经是历史最高水平。

图 3：25 家上市钢企单季度合计扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

2018Q2，25 家上市钢企平均单季度 ROE 为 4.7%，其中最高的分别是韶钢松山（19.2%）、方大特钢（17.9%）、三钢闽光（15.0%）等；

2018Q2，25 家上市钢企平均净利率为 7.4%，其中最高的分别为三钢闽光（19.7%）、方大特钢（17.1%）、韶钢松山（14.9%）。

3、2018H1 期间费用率保持平稳，所得税率 18%

2018 年上半年，25 家上市钢企的平均期间费用率为 5.94%，与 2017 年全年水平基本持平，这表明上市钢企日常的生产经营已经趋于稳定。

其中，2018 年上半年期间费用率最低的上市钢企是三钢闽光（1.62%）、新钢股份（1.75%）、沙钢股份（1.78%）。

从企业所得税率来看，2018 年上半年，25 家上市钢企的平均所得税率为 18.14%，较 2017 年全年水平增长了 5.14 个百分点，仍低于 25% 的正常水平。

其中，2018H1 企业所得税率最低的上市钢企分别是八一钢铁（0%）、重庆钢铁（0.06%）、本钢板材（0.52%）等；新钢股份、方大特钢、宝钢股份等 6 家公司的所得税率则达到或超过 25%。

我们预计，随着钢铁企业盈利的恢复，板块的整体企业所得税率也将逐渐提高，对板块的净利率将有所影响。

从固定资产折旧来看，2018年上半年，上市钢企总折旧311.64亿元，同比2017H1增长4.7%，增幅为14亿元，在折旧有所增加的背景下钢铁板块盈利水平仍显著上升，说明行业盈利较为扎实。

表3：上市钢企期间费用率、所得税率与折旧水平

名称	期间费用率			所得税率			2018H1 折旧 (亿元)	同比 变化
	2018H1	2017	2016	2018H1	2017	2016		
宝钢股份	6.40%	5.66%	6.49%	25.06%	15.11%	20.09%	89.15	0.3%
鞍钢股份	5.50%	6.30%	8.36%	25.41%	-2.41%	0.31%	16.58	-0.4%
太钢不锈	7.18%	7.93%	10.00%	15.50%	0.44%	1.51%	17.75	3.7%
马钢股份	4.34%	4.48%	6.77%	8.08%	12.68%	8.17%	19.09	1.4%
华菱钢铁	5.42%	6.22%	9.16%	6.89%	0.61%	6.92%	13.66	-1.2%
三钢闽光	1.62%	1.53%	3.00%	24.73%	24.68%	25.04%	3.23	60.1%
南钢股份	5.22%	5.55%	8.22%	19.71%	5.94%	21.43%	8.27	2.6%
新钢股份	1.75%	2.45%	4.01%	28.02%	22.66%	16.55%	5.13	-2.0%
柳钢股份	2.19%	1.37%	3.88%	15.00%	12.84%	11.66%	4.33	2.8%
方大特钢	9.49%	7.25%	8.74%	26.65%	25.54%	23.23%	1.86	-2.3%
韶钢松山	4.32%	1.97%	5.73%	0.86%	0.00%	0.00%	4.93	25.7%
首钢股份	7.04%	7.04%	9.11%	12.19%	7.10%	21.37%	28.42	13.0%
包钢股份	9.20%	9.13%	9.05%	22.02%	27.44%	74.11%	16.82	12.8%
山东钢铁	2.92%	3.06%	4.22%	4.22%	1.47%	-10.55%	4.42	13.5%
河钢股份	8.96%	8.29%	11.13%	19.12%	30.42%	11.53%	32.06	7.5%
杭钢股份	2.23%	2.24%	4.35%	25.76%	18.03%	5.80%	5.36	15.0%
安阳钢铁	5.89%	7.32%	8.16%	0.80%	0.63%	3.96%	7.50	8.7%
本钢板材	7.60%	6.35%	8.71%	0.52%	16.02%	20.53%	11.45	22.4%
凌钢股份	3.62%	3.91%	5.62%	25.92%	30.22%	40.94%	2.84	0.5%
八一钢铁	8.12%	6.07%	11.23%	0.00%	-7.48%	0.00%	4.05	150.5%
沙钢股份	1.78%	2.40%	3.84%	24.04%	25.32%	24.36%	1.85	-15.8%
酒钢宏兴	6.91%	9.35%	14.15%	0.92%	-0.07%	96.77%	5.79	-0.6%
大冶特钢	6.97%	5.41%	6.49%	16.94%	13.81%	14.09%	1.07	-7.2%
重庆钢铁	8.30%	14.11%	67.44%	0.06%	0.00%	0.00%	3.60	-43.2%
西宁特钢	13.59%	16.69%	15.30%	23.00%	20.23%	55.16%	2.45	5.4%
合计	5.94%	5.93%	8.11%	18.14%	13.00%	26.43%	311.64	4.7%

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

4、2018H1 粗钢产量有所增长，铁钢比下降

共有19家上市钢企披露了半年度钢铁产量数据，这19家上市钢企2018H1合计粗钢产量1.2亿吨，同比2017H1增长2.3%。

这反映了我国钢铁行业在2018年上半年呈现出一定的供给弹性；此外，2017年上半年我国中频炉地条钢逐渐被清理，合法的钢铁产能随后有所增产，以弥补地条钢的产量缺口。

其中，2018H1粗钢产量最多的上市钢企是宝钢股份、河钢股份、鞍钢股份、马钢股份、首钢股份。

其中，2018H1 粗钢产量同比增幅最大的是重庆钢铁、三钢闽光、山东钢铁；同比降幅最大的则是本钢板材、安阳钢铁、河钢股份。

表 4：部分上市钢企粗钢产量情况（万吨）

上市钢企	2018H1 钢产量	2017H1 钢产量	同比
宝钢股份	2396	2333	2.7%
河钢股份	1222	1414	-13.6%
鞍钢股份	1184	1295	-8.6%
马钢股份	999	997	0.2%
首钢股份	751	804	-6.6%
包钢股份	747	670	11.5%
太钢不锈	536	510	5.2%
南钢股份	522	473	10.4%
山东钢铁	501	342	46.5%
三钢闽光	493	317	55.8%
新钢股份	440	433	1.6%
本钢板材	414	491	-15.7%
安阳钢铁	318	370	-14.1%
重庆钢铁	310	163	90.0%
韶钢松山	300	282	6.4%
凌钢股份	269	259	4.0%
新兴铸管	227	238	-4.5%
杭钢股份	226	219	3.5%
沙钢股份	176	154	14.7%
以上 19 家合计	12033	11763	2.3%

资料来源：公司财报、光大证券研究所

我们以上市钢企的生铁产量/粗钢产量来计算出铁钢比。共有 16 家上市钢企披露了半年度生铁、粗钢产量。这 16 家上市钢企 2018H1 的铁钢比为 94.3%，同比 2017H1 下降了 1.7 个百分点。

这是由于部分钢厂的高炉炼铁环节受到了环保限产等因素的影响，使生铁产量相对减少；钢厂的转炉炼钢环节受环保限产影响则较小，钢厂普遍增加了废钢使用量，一定程度上弥补了生铁的缺口，使铁钢比有所下降。

5、钢铁板块资产负债率继续下降，PB 为 1.22 倍

2018Q2 期末，25 家上市钢企的资产负债率为 60.7%，比 2018Q1 期末下降了 0.2 个百分点，比 2017 年末下降了 1.5 个百分点。

其中，资产负债率最低的上市钢企是重庆钢铁（28.3%）、杭钢股份（30.1%）、三钢闽光（35.7%）；资产负债率最高的上市钢企是西宁特钢（84.7%）、八一钢铁（81.5%）、安阳钢铁（77%）。

2018Q2 期末与 2017 年末相比，资产负债率降幅最大的是韶钢松山（11.1 个百分点）、本钢板材（6.7 个百分点）、华菱钢铁（5.8 个百分点）。

由此可见，上市钢企由于经营改善、利润增加，一方面可以偿还负债，另一方面净资产亦有所提升，资产负债率随之有所降低。

降低资产负债率是我国钢铁行业实施供给侧改革的重要目标之一，中钢协提出 2020 年全行业资产负债率争取降至 60%。

表 5：上市钢企资产负债率

名称	归母净资产 (亿元)	资产负债率			PB 2018Q2
		2018Q2	2018Q1	2017	
重庆钢铁	175	28.3%	32.6%	32.8%	1.01
杭钢股份	177	30.1%	30.2%	31.6%	0.91
三钢闽光	151	35.7%	31.1%	30.1%	2.05
沙钢股份	40	35.8%	35.0%	36.3%	8.87
大冶特钢	41	43.8%	39.4%	38.8%	1.06
鞍钢股份	517	43.8%	43.6%	43.5%	0.87
宝钢股份	1648	49.9%	49.2%	50.2%	1.06
新钢股份	152	52.8%	55.2%	58.2%	1.34
凌钢股份	70	53.6%	56.0%	56.8%	1.39
南钢股份	137	56.1%	59.0%	58.8%	1.41
山东钢铁	198	56.3%	52.7%	54.7%	0.99
马钢股份	260	59.8%	59.3%	62.3%	1.13
方大特钢	42	59.9%	69.3%	40.0%	3.85
太钢不锈	283	59.9%	60.4%	63.3%	1.16
包钢股份	506	65.4%	65.8%	66.2%	1.36
柳钢股份	80	67.4%	63.4%	68.8%	2.70
韶钢松山	47	68.3%	72.4%	79.4%	3.76
本钢板材	189	69.7%	66.2%	76.4%	0.80
首钢股份	266	73.0%	72.5%	72.8%	0.84
酒钢宏兴	103	73.7%	76.0%	76.0%	1.30
河钢股份	496	73.8%	75.0%	74.9%	0.61
华菱钢铁	138	74.7%	78.4%	80.5%	2.04
安阳钢铁	75	77.0%	78.8%	79.6%	1.31
八一钢铁	36	81.5%	81.6%	82.0%	2.09
西宁特钢	31	84.7%	84.8%	84.7%	1.55
合计	5857	60.7%	60.9%	62.2%	1.22

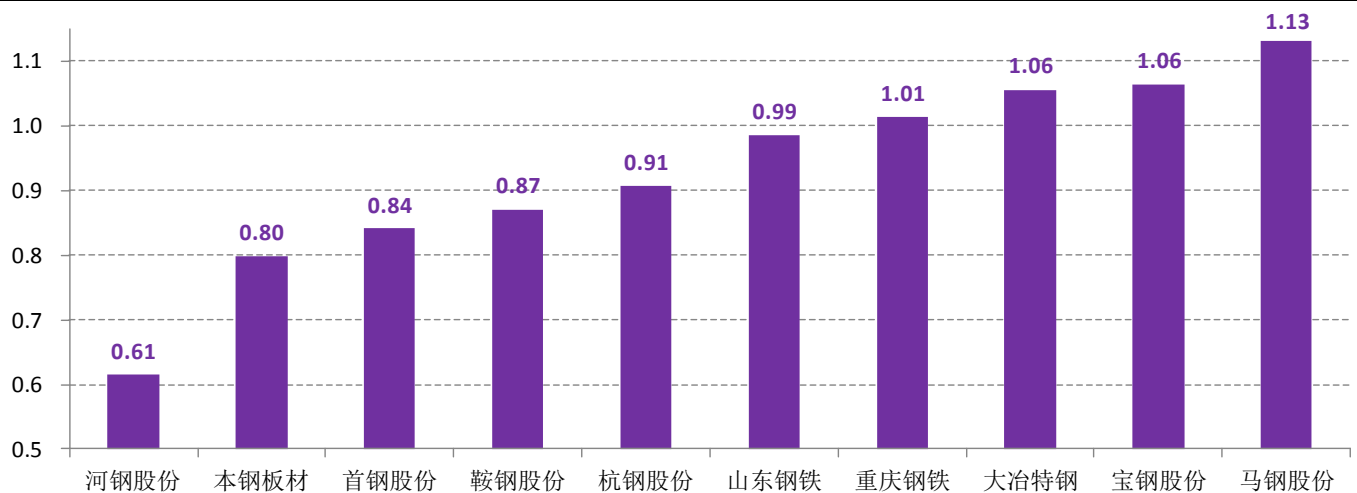
资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所（PB 参照 2018 年 8 月 31 日收盘价）

板块利润水平的改善，使上市钢企的净资产持续提升，2018Q2 期末上市钢企合计归母净资产为 5857 亿元，比 2018Q1 期末增长了 130 亿元，比 2017 年末增长了 355 亿元。

以 2018Q2 期末归母净资产计算，目前钢铁板块的市净率 PB 为 1.22 倍，钢铁板块整体 PB 估值水平较低。

其中，PB 最低的上市钢企分别是河钢股份（0.61 倍）、本钢板材（0.80 倍）、首钢股份（0.84 倍）、鞍钢股份（0.87 倍）、杭钢股份（0.91 倍）。

图 4：当前 PB 最低的 10 家上市钢企（以 2018Q2 期末净资产计算）



资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所（按 2018 年 8 月 31 日收盘价计算）

6、2018Q2 经营净现金流与 FCF 环比均显著增长

2018 年二季度，全部 25 家上市钢企合计经营净现金流为 587 亿元，环比 Q1 大幅增长 750%，这反映了二季度钢铁板块的盈利水平扎实，经营状况有了显著改善。

其中，2018Q2 经营净现金流最高的上市钢企分别是宝钢股份、本钢板材、华菱钢铁、首钢股份、马钢股份。

从存货情况来看，2018Q2 期末，25 家上市钢企合计存货为 1856 亿元，环比 Q1 期末下降了 7.1%，降幅为 142 亿元。这表明二季度钢铁行业下游需求回暖，钢材产品销售情况较为理想，使钢企存货有所下降。

表 6：上市钢企经营净现金流与存货（亿元）

名称	单季度经营净现金流				期末存货			
	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3
宝钢股份	159	36	199	66	399	451	395	471
本钢板材	96	-89	68	-1	129	118	112	107
华菱钢铁	47	15	2	6	65	74	78	82
首钢股份	44	15	58	22	56	58	50	62
马钢股份	35	6	18	12	113	126	114	105
鞍钢股份	26	-7	30	27	125	138	116	116
杭钢股份	24	-4	-3	5	12	18	19	18
安阳钢铁	22	7	5	10	60	64	59	64
三钢闽光	21	1	12	9	23	18	15	17
韶钢松山	21	-1	21	15	19	20	20	19
太钢不锈	17	11	27	46	78	72	77	44
南钢股份	13	3	3	14	43	45	42	39
山东钢铁	13	-1	-4	8	39	38	39	27
八一钢铁	11	-3	25	-1	31	29	23	13
新钢股份	10	11	50	4	26	35	51	31
凌钢股份	10	-4	-4	7	15	17	14	16
沙钢股份	9	3	5	4	15	18	16	14
酒钢宏兴	9	4	5	15	53	74	66	39
方大特钢	7	2	10	7	10	13	11	10
包钢股份	6	13	34	12	196	217	194	174
大冶特钢	5	-1	6	5	8	8	10	10
西宁特钢	3	-2	4	2	31	30	30	32
河钢股份	1	42	46	60	239	242	231	262
重庆钢铁	-10	-3	6	0	22	28	13	22
柳钢股份	-11	13	17	10	48	47	48	49
合计	587	69	640	362	1856	1998	1844	1842

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

从自由现金流角度来看，2018 年二季度，25 家上市钢企合计自由现金流（FCF）为 715 亿元；而 2018Q1 则为 -150 亿元，主要是因为年初往往有较大的资本开支。

近年来钢铁板块自由现金流的高点出现在 2018Q4，高达 760 亿元，2018Q2 则为近年来的第二高水平。这表明 2018Q2 钢铁企业盈利水平佳，而资本开支则较小，企业经营可用的现金状况显著改善。

其中，2018Q2 自由现金流较多的上市钢企分别为宝钢股份（237 亿元）、本钢板材（85 亿元）、河钢股份（65 亿元）、华菱钢铁（49 亿元）、太钢不锈（38 亿元）。

表 7：上市钢企单季度自由现金流 FCF (亿元)

名称	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3
宝钢股份	237.28	1.38	270.06	-90.40
本钢板材	84.51	-92.05	84.91	-16.40
河钢股份	64.74	8.94	5.19	-8.11
华菱钢铁	49.09	-4.21	2.49	-21.26
太钢不锈	37.92	-1.14	53.60	19.82
鞍钢股份	33.07	-42.50	48.08	-1.55
马钢股份	32.51	-2.96	42.87	-32.98
三钢闽光	30.12	-5.37	12.85	1.39
安阳钢铁	24.06	3.83	26.34	-5.91
新钢股份	23.09	-4.04	54.78	-18.71
杭钢股份	22.11	-5.11	24.94	-5.26
包钢股份	19.49	-30.12	60.22	4.94
首钢股份	17.72	10.41	52.67	-9.80
凌钢股份	12.76	-5.85	0.36	-0.57
南钢股份	11.06	6.18	19.79	5.16
韶钢松山	9.64	-0.99	27.93	7.07
酒钢宏兴	6.29	-0.99	13.55	6.95
大冶特钢	5.87	-1.49	7.50	2.86
沙钢股份	4.78	1.16	2.43	-2.72
西宁特钢	4.03	6.14	-11.01	1.73
八一钢铁	2.37	-3.40	98.22	-2.41
山东钢铁	0.75	-13.33	-30.04	-6.64
方大特钢	-0.59	25.48	12.77	-3.78
重庆钢铁	-5.37	-9.27	-144.28	-11.18
柳钢股份	-11.84	8.77	24.59	-0.16
合计	715.46	-150.51	760.83	-187.91

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

7、采暖季限产或将进一步削减供给，2018H2 钢铁板块盈利可期

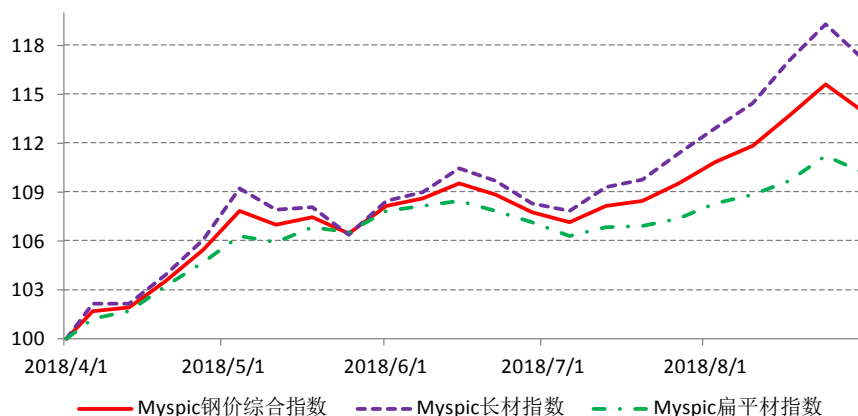
从全部 25 家上市钢企的半年报情况来看，2018 年上半年钢铁行业的盈利水平有了显著提升，上市钢企的归母净利润、ROE、ROIC 等盈利指标均同比增长；尤其是 2018Q2，上市钢企的盈利水平环比 2018Q1 大幅提升，并接近 2017Q4 的历史高位水平。

这主要是因为 2018 年以来，在供给面持续收紧，需求面相对平稳的背景下，市场钢材价格整体呈现上涨，尤其是二季度以来上涨更为显著。

我们统计了国内钢价综合指数的走势，可见从 2018 年 4 月初至 6 月底，国内钢价综合指数上涨了 7.8%，其中长材指数上涨 8.3%，板材指数上涨了 7.1%。这使上市钢企 2018Q2 盈利水平显著提升。

从 2018 年 7 月初至 8 月底，国内钢价仍呈现上涨态势，国内钢价综合指数上涨了 5.8%，其中长材指数上涨 8.3%，板材指数上涨了 2.9%，这使我们对 2018H2 钢铁板块的盈利水平有所期待。

图 5：2018Q2 以来国内钢价指数上涨明显（年初基数均设为 100）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

展望 2018 年下半年，钢铁供给维持紧缩的格局，对钢价构成支撑唐山市已连续五个月空气质量排名全省末尾，环保限产力度延续强势。此外根据北极星大气网报道，唐山市要求钢企在 2018 年 10 月之前完成超低排放改造。采暖季环保启动后，我们预计届时钢铁行业供给将进一步削减，2018 年下半年上市钢企有望延续较高的盈利水平。

在 2018 年上半年钢铁板块盈利高企的基础上，当前钢铁板块的 PE (TTM) 仅有 7 倍。此外，盈利提升也使上市钢企资产负债率下降、净资产有所增加，当前钢铁板块的 PB (2018Q2) 仅有 1.22 倍。钢铁板块的估值水平显著偏低。

我们预计 2018 年下半年，在上市钢企高盈利得以延续的背景下，低估值的钢铁板块仍具有一定的博弈性的反弹机会，我们维持钢铁行业“增持”评级。

综合考虑盈利、估值、投资回报率等指标，我们建议关注华菱钢铁、三钢闽光、韶钢松山。

8、风险提示

- (1) 钢价波动风险。钢铁行业下游需求不振，或供给端增量超预期，均有可能使钢价波动下行，影响钢企盈利。
- (2) 公司经营不善风险。
- (3) 大盘波动风险等。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		