

在环保限产中再续钢铁春天的故事

——钢铁行业中报总结

2018年09月05日

看好/维持

钢铁

深度报告

投资摘要:

受益于环保限产对有限产能压减和需求端的相对韧性，2018年上半年产量提升，行业营收微增，利润持续大幅度增长，企业运营质量显著提高，板块跑赢上证综指4.17个百分点，位居29个板块涨跌幅榜第9位。

- ◆ **业绩方面:** 生铁、粗钢和钢材产量分别为3.73亿吨、4.51亿吨和5.31亿吨，同比分别提高0.50%、6.0%和6.0%。上市体系实现营业总收入7226亿元、利润总额679.3亿、归属上市公司股东净利润502.7亿元，分别同比增长13.3%、131.2%、128.3%。
- ◆ **供给方面:** 由于非采暖季环保限产政策，全国高炉开工率均值比去年同期降低9.2个百分点，唐山高炉开工率降低15个百分点，产能利用率降低15.7个百分点。钢厂通过提高废钢比等途径提高粗钢产量，2018年预计有4500万吨地条钢由表外转入表内，带来表观消费增量5.4%。
- ◆ **需求方面:** 房地产开发投资对冲基建投资下滑，制造业需求稳健，总体需求有韧性。出口方面，1-6月份钢材累计出口3542万吨，同比下滑13.3，与去年同期相比下滑幅度有所收窄。
- ◆ **价格方面:** 螺纹钢（HRB400 20mm）、热卷（Q235B:3.0mm）、冷轧板卷（1.0mm）、中厚板（普碳钢 20mm）的平均现货价格分别较去年同期均值上移12.5%、17.5%、22.9%和10.6%。铁矿石疲软，焦炭和废钢价格强势，成本微增，其中钢坯成本同比提高3.9%，螺纹、热轧、冷轧和中厚板成本分别同比分别提高3.6%、3.4%、2.9%和3.4%。
- ◆ **盈利空间:** 长流程钢厂的螺纹钢、热卷、冷轧和中厚板的吨钢毛利同比去年同期分别提高75%、171%、146%和300%。
- ◆ **运营质量:** 2018年上半年，主要上市公司的销售毛利率、净利率及ROE同比提高；总资产周转率提高，应收账款、存货同比上升；销售费用增，管理费用降，期间费用同比基本持平；现金流持续改善，资产负债率大幅降低。

下半年展望: 业绩稳健, 关注需求预期变化的投资机会。我们认为2018年钢市的演绎可以从两个维度上看: **供需错配方向决定钢价走向, 库存水平决定高度和深度。**下半年环保限产持续压缩供给, 总体需求韧性尚在, 供需平衡趋紧, 钢价仍有上行空间, 业绩稳步向好。当前库存水平与2017年接近, 如果宏观边际宽松对需求的拉动兑现, 不排除在四季度出现库存低点和钢价高点。

投资策略方面: 我们看好下半年长材的行情, 推荐关注以长材为主要产品结构的区域龙头公司**三钢闽光、韶钢股份、柳钢股份、华菱钢铁**。在节奏方面, 我们认为目前钢价已经充分消化了供给侧环保限产的预期, 后期的走势更多看需求侧的边际变化, 宜关注需求预期变化带来的机会。

风险提示: 宏观经济下行超预期; 供给侧改革不及预期。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

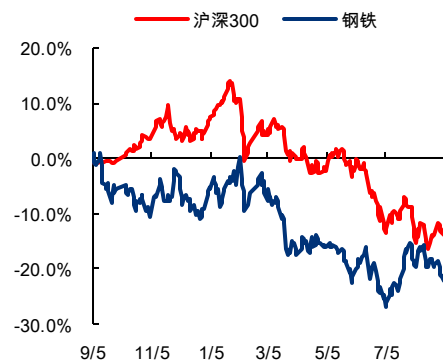
S1480510120012

行业基本资料

占比%

股票家数	47	1.33%
重点公司家数	-	-
行业市值	8450.82 亿元	1.58%
流通市值	7355.87 亿元	1.92%
行业平均市盈率	7.41	/
市场平均市盈率	14.76	/

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《钢铁行业报告: 终端需求改善难确立 供给收缩成新常态》2018-08-27
- 2、《钢铁行业事件点评: 唐山提前限产预期推动钢价暴涨》2018-08-20
- 3、《钢铁行业数据周报: 限产趋严预期推动基本面持续向好》2018-08-20
- 4、《钢铁行业数据周报: 淡季不淡 吨钢利润维持高水平》2018-08-13

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			评级
	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
三钢闽光	4.35	4.45	4.46	4.48	4.38	4.37	强烈推荐
韶钢松山	1.52	1.55	1.58	4.84	4.74	4.65	强烈推荐
柳钢股份	1.66	1.74	1.80	5.08	4.84	4.68	强烈推荐
华菱钢铁	2.22	2.24	2.40	4.24	4.21	3.93	强烈推荐

目 录

1. 行业概况	6
1.1 经营效益显著提高 运营质量继续改善	6
1.2 市场表现：跑赢上证综指 4.17 个百分点.....	8
1.3 供需关系：供给收缩，需求有韧性，供需关系持续趋紧	9
1.3.1 环保限产压缩长流程供给 短流程产能利用率提高	9
1.3.2 粗钢产量同比提高 地条钢回归表内是主因	10
1.3.3 房地产对冲基建下滑，制造业需求用钢需求稳健.....	11
1.4 价格行情	14
1.4.1 钢材价格：主要品种价格中枢上移.....	14
1.4.2 原料价格：铁矿石持续疲软，焦炭、废钢强势	15
1.4.3 盈利空间：“只涨钢价，不涨原料”的逻辑下利润空间持续扩大	17
2. 公司分析	19
2.1 经营质量：公司利润同比大幅增长，环比改善	19
2.2 盈利能力：公司毛利率、净利率、ROE 同比提高.....	23
2.3 营运能力：总资产周转率提高，应收账款、存货同比上升	25
2.4 期间费用：销售费用增，管理费用降，期间费用同比基本持平	28
2.5 偿债能力：现金流持续改善，资产负债率大幅降低	31
3. 下半年展望：业绩稳健，关注需求预期变化的投资机会	33
4. 风险提示	34

插图目录

图 1:2018 年 1-6 月营收同比增长 13.3%	6
图 2:2018 年 1-6 月归母净利润同比增长 128.3%	6
图 3:2018 年 1-6 月营收净利润率同比提高 4.1 个百分点	7
图 4:2018 年 1-6 月 EPS 同比提高 127.8%	7
图 5:2018 年 1-6 月现金流量净额同比提高 91.4%	7
图 6:2018 年 1-6 月总资产负债率同比降低 5.1 个百分点	7
图 7:2018 年 1-6 月库存周转率和总资产周转率同比提高	7
图 8:2018 年 1-6 月期间费用总体与 2017 年同期持平	7
图 9:2018 年至今申万 A 股各板块表现（截止 9 月 3 日）	8
图 10: 唐山钢厂高炉开工率和产能利用率	9
图 11: 全国和河北地区的高炉开工率	9
图 12:2018 年 1-6 月短流程钢厂产能利用率均值较 2017 年全年均值提高 6 个百分点	10
图 13:2018 年 1-6 月钢铁生产情况	10
图 14:2018 年 1-6 月粗钢和钢材累计同比增长 6%	10
图 15:2018 年 1-6 月固定资产投资增速下滑 2.6 个百分点	12
图 16:2018 年 1-6 月基建投资增速降低 12.8 个百分点	12

图 17:1-6 月房地产开发投资增速同比提高 1.2 个百分点	12
图 18:1-6 月设备工器具投资同比降低 4.1 个百分点	12
图 19:1-6 月汽车产量增速同比去年降低 2.8 个百分点	12
图 20:1-6 月空调产量增速同比去年降低 3.3 个百分点	12
图 21:1-6 月冰箱产量增速同比去年降低 3.5 个百分点	13
图 22:1-6 月洗衣机产量增速同比去年降低 5.8 个百分点	13
图 23:2017 年 1 月至 2018 年 6 月螺纹钢现货价格	14
图 24:2017 年 1 月至 2018 年 6 月热轧板卷现货价格	14
图 25:2017 年 1 月至 2018 年 6 月冷轧板卷现货价格	15
图 26:2017 年 1 月至 2018 年 6 月中板现货价格	15
图 27:2017 年 1 月至 2018 年 6 月 62%铁矿石价格	16
图 28:2017 年 1 月至 2018 年 6 月二级冶金焦(含税)价格	16
图 29:2017 年 1 月至 2018 年 6 月市场价:废钢:6-8mm:张家港	16
图 30:2017 年 1 月至 2018 年 6 月钢坯成本	16
图 31:2017 年 1 月至 2018 年 6 月全现货螺纹钢成本	16
图 32:2017 年 1 月至 2018 年 6 月全现货热轧成本	16
图 33:2017 年 1 月至 2018 年 6 月全现货冷轧成本	17
图 34:2017 年 1 月至 2018 年 6 月全现货中厚板成本	17
图 35:2017 年 1 月至 2018 年 6 月超高功率电极价格	17
图 36:2017 年 1 月至 2018 年 6 月电炉螺纹钢成本	17
图 37:2017 年 1 月至 2018 年 6 月螺纹钢吨钢毛利	18
图 38:2017 年 1 月至 2018 年 6 月热轧板吨钢毛利	18
图 39:2017 年 1 月至 2018 年 6 月冷轧板吨钢毛利	18
图 40:2017 年 1 月至 2018 年 6 月中厚板吨钢毛利	18
图 41:2017 年 1 月至 2018 年 6 月电炉螺纹钢吨钢毛利(滞后三周)	18
图 42:上市企业净利润增速排行(安阳钢铁、重庆钢铁未在列)	20
图 43:钢企销售毛利率排行	24
图 44:钢企销售净利率排行	24
图 45:上市企业净利润增速排行	25
图 46:上市钢企总资产周转率排行	26
图 47:上市钢企 2018H1 应收账款周转天数排行	28
图 48:上市钢企 2018H1 存货周转天数排行	28
图 49:上市钢企 2018H1 期间费用率排行	30
图 50:上市钢企 2018H1 吨钢期间费用率排行	31
图 51:上市钢企 2018H1 每股经营活动现金净利率增速排行	32
图 52:上市钢企 2018H1 资产负债率排行	33

表格目录

表 1 2018 年申万钢铁板块各公司股价表现(截止 9 月 3 日)	8
---	---

表 2 不考虑统计口径调整，测算我国地条钢年产量为 7730 万吨	11
表 3 根据生铁、粗钢偏差测算 2017 年转表内的地条钢量约为 3240 万吨	11
表 4 测算 2018 年建筑用钢表观消费增长 4% (含转入表内地条钢)	13
表 5 自下而上测算 2018 年表观消费增长约 4800 万吨 (含转入表内地条钢)	13
表 6 主要钢材品种价格 2017-2018 年上半年均价	14
表 7 2018 年 1-6 月原料成本增幅	15
表 8 2018 年上半年主要品种钢材吨钢毛利大幅提高	17
表 9 上市钢企 2018 年中报归母净利润同比大幅增长	19
表 10 上市钢企 2018 年二季度业绩环比大幅增长	20
表 11 主要上市公司粗钢产量同比增长	21
表 12 上市钢企 2018 年中报吨钢业绩	22
表 13 主要上市公司盈利能力同比提升	23
表 14 上市钢企的总资产周转率	25
表 15 上市钢企的应收账款和存货情况	27
表 16 上市钢企的期间费率	29
表 17 上市钢企 2018H1 吨钢期间费用	30
表 18 上市钢企的经营现金净流量和资产负债率	31
表 19 重点公司盈利预测及估值情况	33

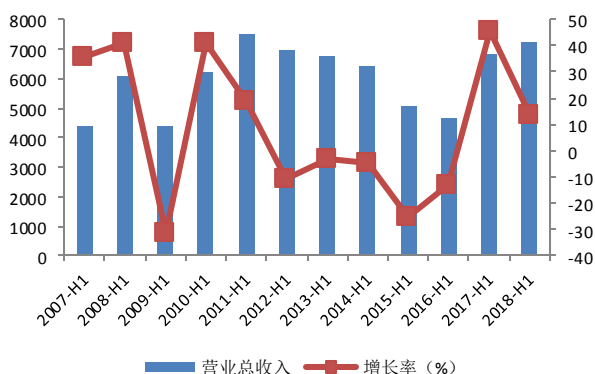
1. 行业概况

1.1 经营效益显著提高 运营质量继续改善

2018 年上半年，钢铁行业营业收入增长，盈利能力显著提升，利润实现大幅增长，运营质量继续改善。正如我们前期在行业深度报告《供给与制造业景气周期共振 续奏春天的故事》中的推断，由于供给持续收缩，需求端有相对韧性，全年在产能利用率提升，导致价格和盈利中枢上移，行业业绩进一步提高。

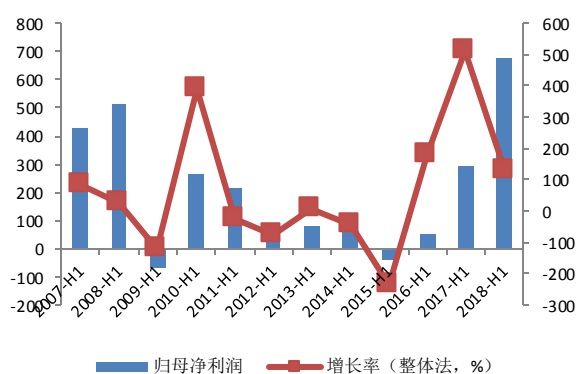
- ◆ 经营业绩方面，2018 年上半年，全行业上市公司体系实现营业总收入 7226 亿元、利润总额 679.3 亿、归属上市公司股东净利润 502.7 亿元，分别同比增长 13.3%、131.2%、128.3%。
- ◆ 盈利能力方面，营收净利润率为 7.52%，同比去年提高 4.1 个百分点；销售毛利率 14.9%，同比去年提高 4.4 个百分点；总资产净利率 3.23%，同比去年提高 1.8 个百分点；每股基本收益 EPS 为 0.41 元，同比提高 127.8%。
- ◆ 运营质量方面，经营活动产生的现金流量净额合计同比增长 91.4%，每股经营活动产生的现金流量净额 0.38 元，同比去年提高 0.18 元；总资产负债率为 60.5%，较去年同期降低 5.1 个百分点；每股净资产 3.55 元，同比提高 15.3%。总资产周转率为 0.45 次，同比提高 0.2。
- ◆ 期间费用方面，销售费用率 1.54%，较去年同期降低 0.05 个百分点；管理费用率 2.65%，较去年同期提高 0.075 个百分点；财务费用率 1.80%，较去年持平。

图 1:2018 年 1-6 月营收同比增长 13.3%



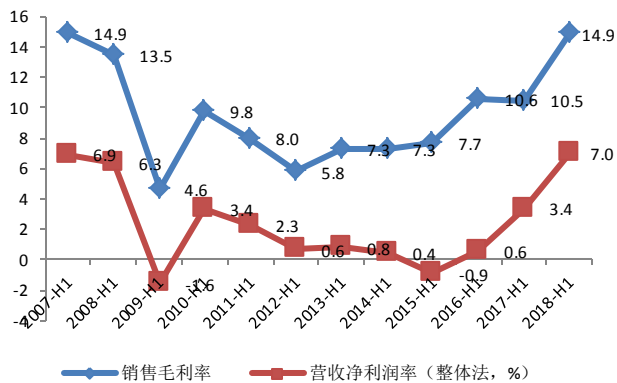
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2:2018 年 1-6 月归母净利润同比增长 128.3%



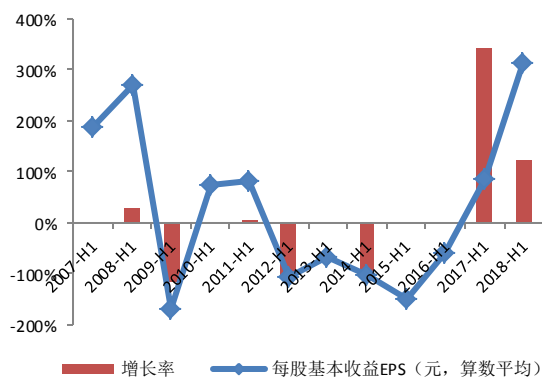
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3:2018 年 1-6 月营收净利润率同比提高 4.1 个百分点



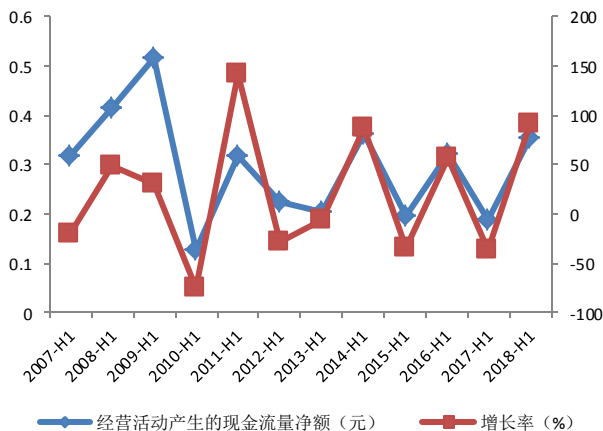
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 4:2018 年 1-6 月 EPS 同比提高 127.8%



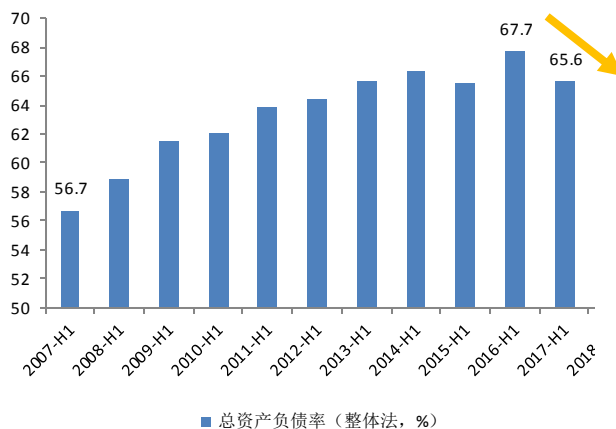
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 5:2018 年 1-6 月现金流量净额同比提高 91.4%



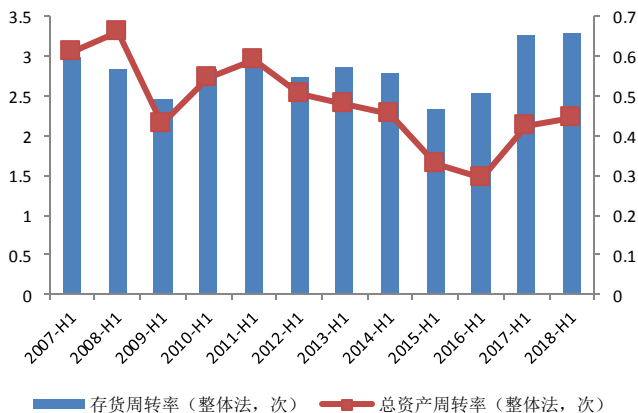
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 6:2018 年 1-6 月总资产负债率同比降低 5.1 个百分点



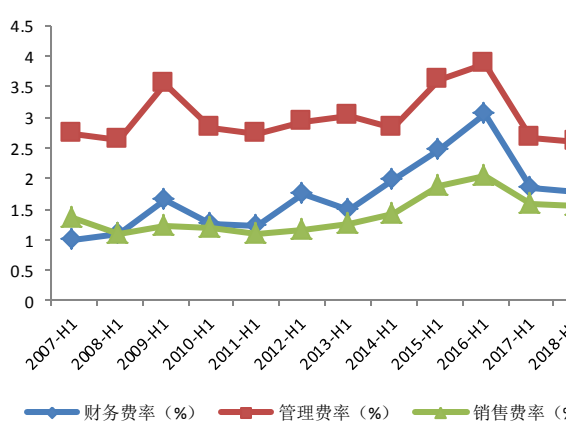
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 7:2018 年 1-6 月库存周转率和总资产周转率同比提高



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 8:2018 年 1-6 月期间费用总体与 2017 年同期持平

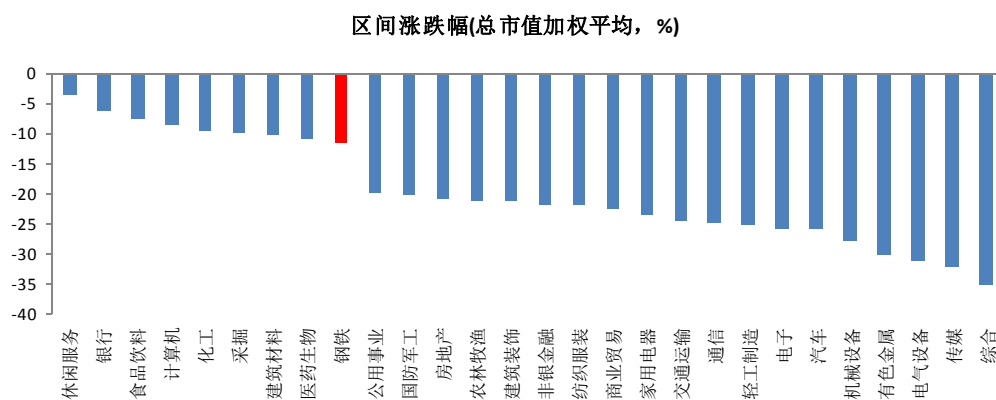


资料来源: wind、东兴证券研究所

1.2 市场表现：跑赢上证综指 4.17 个百分点

2018 年以来，大盘深度回调，截止 9 月 3 日，上证综指下跌 17.82%，沪深 300 指数下跌 17.75%。申万钢铁指数表现相对稳健，跌幅仅为 13.65%，**跑赢上证综指 4.17 个百分点，位居 29 个板块涨跌幅榜第 9 位**。个股方面，2018 年至今，申万钢铁板块仅 4 家公司上涨，分别为华菱钢铁(14.18%)、柳钢股份(12.18%)、三钢闽光(6.84%)和常宝股份 (0.79%)。

图 9:2018 年至今申万 A 股各板块表现（截止 9 月 3 日）



资料来源：wind、东兴证券研究所

表 1 2018 年申万钢铁板块各公司股价表现（截止 9 月 3 日）

代码	名称	现价	年初至今
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)
000932.SZ	华菱钢铁	9.26	14.18
601003.SH	柳钢股份	8.34	12.18
002110.SZ	三钢闽光	18.93	6.84
002478.SZ	常宝股份	5.37	0.79
000898.SZ	鞍钢股份	6.06	-0.55
600808.SH	马钢股份	3.93	-1.08
000778.SZ	新兴铸管	4.93	-2.02
600782.SH	新钢股份	6.30	-2.86
600507.SH	方大特钢	11.07	-3.34
601005.SH	重庆钢铁	2.03	-5.58
600019.SH	宝钢股份	7.69	-6.41
600126.SH	杭钢股份	4.79	-9.30
600282.SH	南钢股份	4.30	-10.21
000708.SZ	大冶特钢	9.89	-10.95
002318.SZ	久立特材	6.12	-11.80

200761.SZ	本钢板 B	2.75	-13.50
600569.SH	安阳钢铁	4.05	-13.83
600022.SH	山东钢铁	1.77	-17.29
600117.SH	西宁特钢	4.67	-17.93
000717.SZ	韶钢松山	7.21	-18.62
000761.SZ	本钢板材	4.11	-19.97
603878.SH	武进不锈	13.22	-20.50
000709.SZ	河钢股份	2.93	-22.37
002443.SZ	金洲管道	6.87	-22.57
600231.SH	凌钢股份	3.51	-23.24
600307.SH	酒钢宏兴	2.13	-25.52
000959.SZ	首钢股份	4.28	-28.43
600581.SH	八一钢铁	4.89	-28.46
600010.SH	包钢股份	1.52	-38.21
002756.SZ	永兴特钢	14.42	-43.79

资料来源：wind、东兴证券研究所

1.3 供需关系：供给收缩，需求有韧性，供需关系持续趋紧

我们前期在行业深度报告《供给与制造业景气周期共振 续奏春天的故事》中分析认为，钢铁行业之所以业绩持续增长，主要原因在于环保限产进一步压减有效产能，同时由于制造业景气，对冲建筑用钢需求下滑，总体需求表现相对稳健。

1.3.1 环保限产压缩长流程供给 短流程产能利用率提高

高炉开工率和产能利用率降低，供给受环保限产压制。2018 年上半年，全国高炉开工率均值为 76%，比去年同期降低 9.2 个百分点；河北高炉开工率为 57%，比去年同期降低 22.7 个百分点；唐山高炉开工率 63%，比去年同期降低 15 个百分点，产能利用率 68%，比去年同期降低 15.7 个百分点。高炉开工率和产能利用率的降低主要是非采暖季环保限产所致。Mysteel 调研的 53 家独立电炉厂的产能利用率均值为 57%，较去年全年均值 51% 高 6 个百分点。

图 10: 唐山钢厂高炉开工率和产能利用率

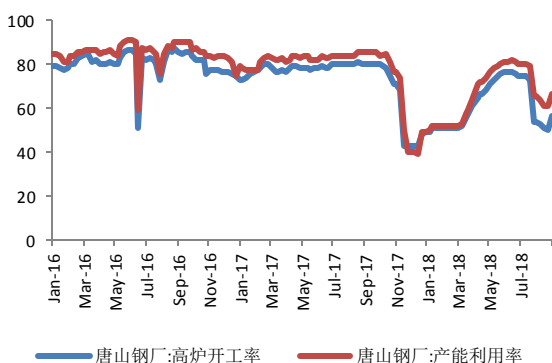
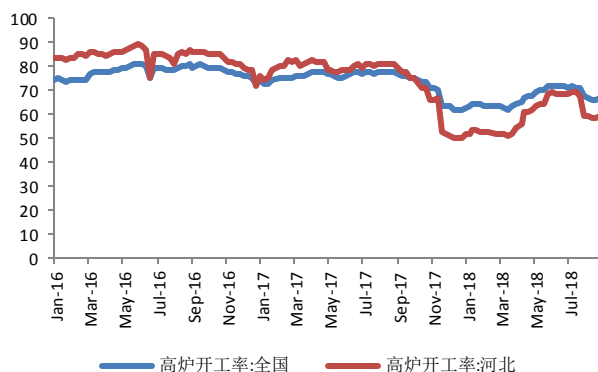


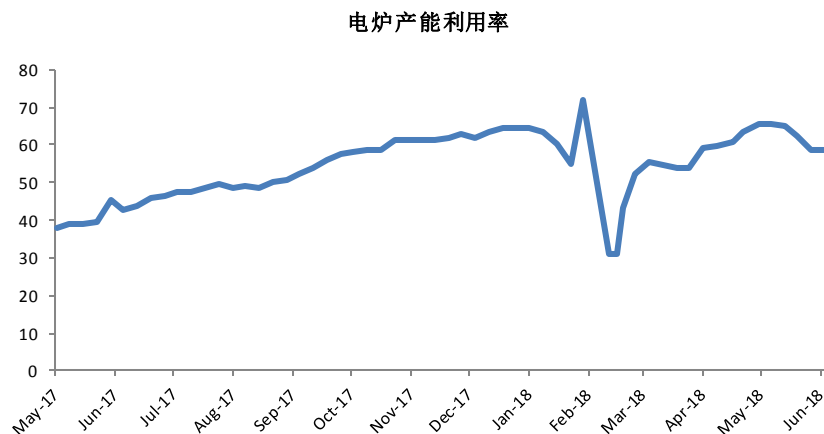
图 11: 全国和河北地区的高炉开工率



资料来源：wind、东兴证券研究所

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12:2018 年 1-6 月短流程钢厂产能利用率均值较 2017 年全年均值提高 6 个百分点



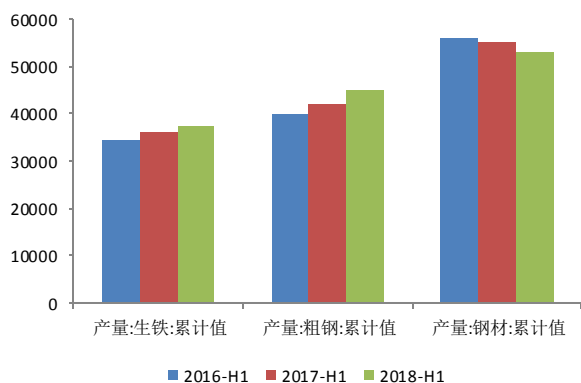
资料来源：Mysteel、东兴证券研究所

1.3.2 粗钢产量同比提高 地条钢回归表内是主因

生铁产量微增，粗钢和钢材产量扩张。2018 年上半年，生铁、粗钢和钢材产量分别为 3.73 亿吨、4.51 亿吨和 5.31 亿吨，同比分别提高 0.50%、6.0%和 6.0%。生铁和粗钢增速偏离持续扩大，主要原因在于环保限产压制高炉产能抑制铁水产量，而高炉环节通过提高废钢比等途径提高了粗钢产量。

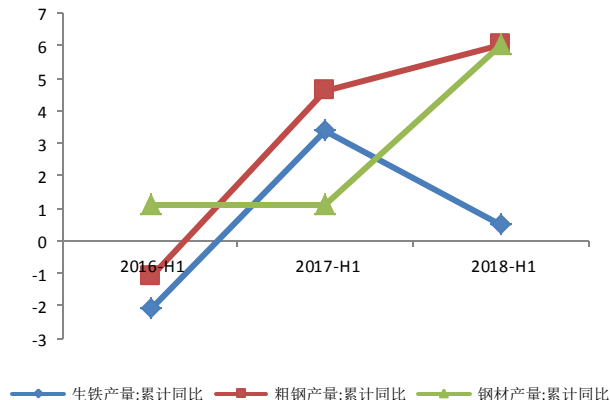
废钢主要来源于去年用于中频炉的废钢，即地条钢由表外转入表观消费中。根据有关数据测算，我国地条钢年产量约为 7730 万吨，2017 年转入表内的量约为 3240 万吨，剩余 4500 万吨将在 2018 年由表外转入表内，带来表观消费同比增长 5.4%。

图 13:2018 年 1-6 月钢铁生产情况



资料来源：wind、东兴证券研究所 (统计口径调整前)

图 14:2018 年 1-6 月粗钢和钢材累计同比增长 6%



资料来源：wind、东兴证券研究所 (统计口径调整后)

表 2 不考虑统计口径调整，测算我国地条钢年产量为 7730 万吨

日期	粗钢产量/万吨	钢材产量/万吨	地条钢/万吨
2016 年 7 月	6681	9594	644
2017 年 7 月	7402	9667	

地条钢产量 = (9667/0.95-7402) - (9594/0.95-6681) = 644

资料来源：wind、东兴证券研究所

表 3 根据生铁、粗钢偏差测算 2017 年转表内的地条钢量约为 3240 万吨

	生铁:同比%	粗钢:同比%	钢材:同比%	水泥:同比%
2010	7.40	9.30	14.70	15.50
2011	8.40	8.90	12.30	16.10
2012	3.70	3.10	7.70	7.40
2013	6.24	7.54	11.35	9.57
2014	0.50	0.90	4.50	1.80
2015	-3.50	-2.30	0.60	-4.90
2016	0.70	1.20	2.30	2.50
2017	1.80	5.70	0.80	-0.20
2018-06	0.50	6.00	6.00	-0.60

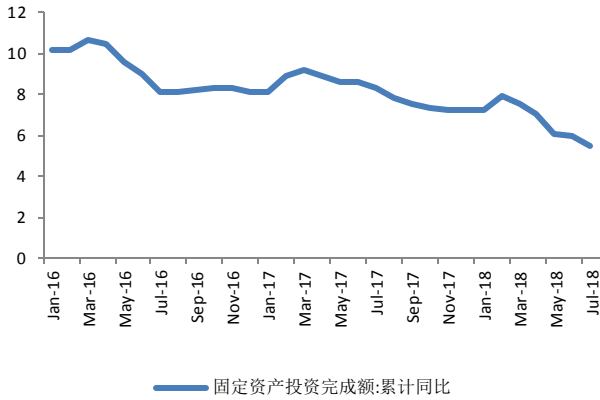
资料来源：wind、东兴证券研究所

1.3.3 房地产对冲基建下滑，制造业需求用钢需求稳健

房地产对冲基建下滑，总体需求稳健，但仍面临经济下行压力。2018 年上半年，我国全社会固定资产投资完成额累计同比增长 6%，较去年同期降低 2.6 个百分点；基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 7.3%，较去年同期降低 12.8 个百分点；房地产开发投资完成额累计同比增长 **9.7%**，较去年同期高 **1.2** 个百分点；设备工器具投资累计同比增长 3.4%，较去年同期降低 4.1 个百分点；汽车、冰箱、洗衣机和空调产量增速累计同比分别为 3.5%、14.4%、3.1%和 0.3%，分别低于去年同期 2.8、3.5、5.8 和 3.3 个百分点。

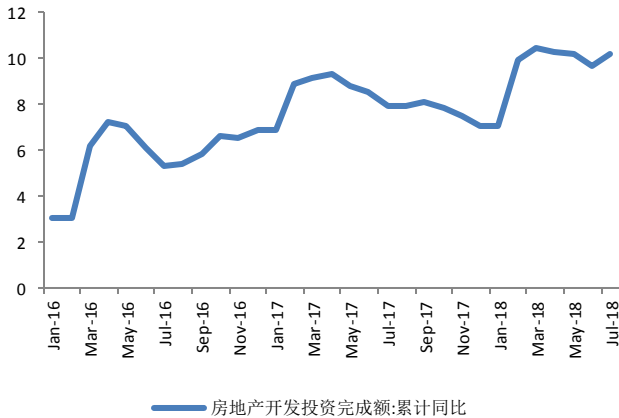
出口方面，由于国内钢材价格中枢较去年同期提高，今年国内钢材出口继续下滑，1-6 月份钢材累计出口 3542 万吨，同比下滑 13.3，较去年同期相比下滑幅度有所收窄。预计全年折算粗钢同比下滑 **10%**，全年粗钢表观消费约 **8.65 亿吨**。

图 15: 2018 年 1-6 月固定资产投资增速下滑 2.6 个百分点



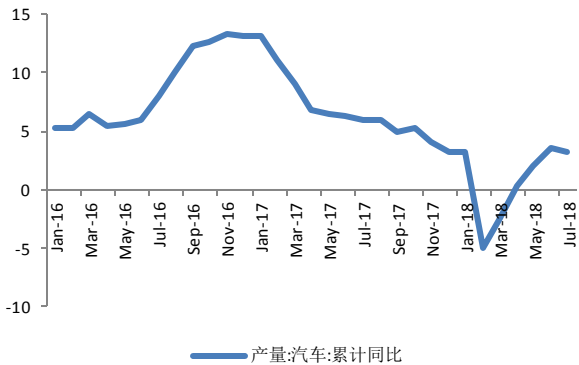
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 17: 1-6 月房地产开发投资增速同比提高 1.2 个百分点



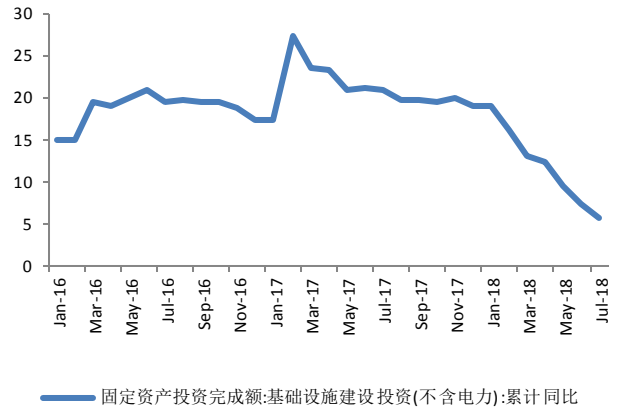
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 19: 1-6 月汽车产量增速同比去年降低 2.8 个百分点



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 16: 2018 年 1-6 月基建投资增速降低 12.8 个百分点



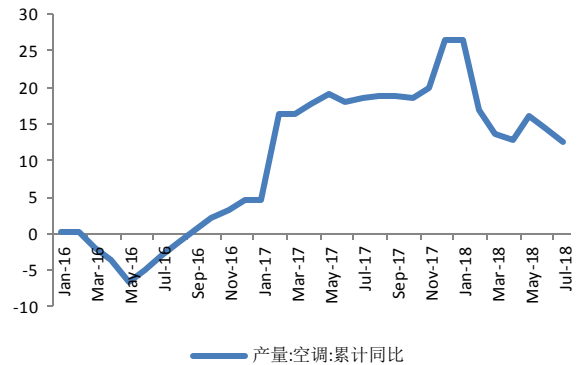
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 18: 1-6 月设备工器具投资同比降低 4.1 个百分点



资料来源: wind、东兴证券研究所

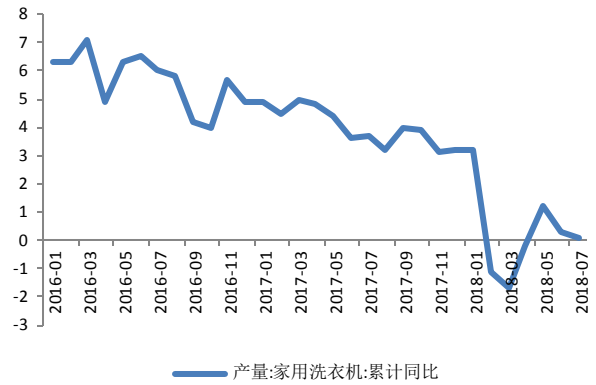
图 20: 1-6 月空调产量增速同比去年降低 3.3 个百分点



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 21: 1-6 月冰箱产量增速同比去年降低 3.5 个百分点


资料来源: wind、东兴证券研究所

图 22: 1-6 月洗衣机产量增速同比去年降低 5.8 个百分点


资料来源: wind、东兴证券研究所

表 4 测算 2018 年建筑用钢表观消费增长 4% (含转入表内地条钢)

年份	房地产业投资 (亿元)	增速 %	基础设施投资 (亿元)	增速 %	价格指数	房地产业投资实际同比 %	基建投资实际同比 %	建筑用钢需求 (亿吨)	建筑钢同比 (含回表内地条钢)	预测值 1	建筑钢同比 (不含地条钢)	预测值 2
2012	92639	22.4	77172	15.3	274	21.1	14.0	3.5	2.9%	8.0%	2.9%	6.7%
2013	111380	20.2	93621	21.3	275	19.8	20.9	3.8	8.9%	2.4%	8.9%	4.7%
2014	123558	10.9	112174	19.8	277	10.1	19.0	3.9	2.4%	0.3%	2.4%	0.3%
2015	126706	2.5	131265	17.0	272	4.4	19.2	3.6	-7.7%	-1.9%	-7.7%	-2.6%
2016	135284	6.8	152012	15.8	270	7.6	16.7	3.6	0.0%	1.1%	0.0%	-0.5%
2017	139734	3.6	173085	14.9	286	-2.5	7.5	3.9	7.5%	4.1%	-1.5%	-3.6%
2018E	146720	5	188663	9	300	0.1	7.7	4.0	—	4.9%	—	-2.4%

资料来源: wind、东兴证券研究所

表 5 自下而上测算 2018 年表观消费增长约 4800 万吨 (含转入表内地条钢)

	2017			2018E 需求总量 (亿吨)			2018E 需求增速		
	2017	增速	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	
建筑	3.87	7.5%	3.99	4.02	4.06	3%	4%	5%	
机械	1.36	6.3%	1.41	1.44	1.47	4%	6%	8%	
汽车	0.58	7.4%	0.63	0.64	0.65	8%	10%	12%	
能源	0.33	3.1%	0.35	0.36	0.38	5%	10%	15%	
造船	0.14	16.7%	0.15	0.16	0.17	10%	15%	20%	
家电	0.12	9.1%	0.13	0.13	0.13	6%	9%	12%	

铁道	0.05	0.0%	0.05	0.05	0.05	-2%	-1%	0%
集装箱	0.06	50.0%	0.07	0.07	0.08	10%	20%	30%
其他	0.75	10.3%	0.81	0.83	0.84	8%	10%	12%
合计	7.26	7.7%	7.58	7.71	7.83	4%	6%	6%
折算粗钢	7.64		7.98	8.12	8.24			

资料来源：wind、东兴证券研究所（折算粗钢按 95%成材率）

1.4 价格行情

1.4.1 钢材价格：主要品种价格中枢上移

2018 年上半年，主要钢材品种价格中枢大幅上移。螺纹钢（HRB400 20mm）、热卷（Q235B:3.0mm）、冷轧板卷（1.0mm）、中厚板（普碳钢 20mm）的平均现货价格为 3928、4186、4600 和 4248 元/吨，较去年同期均值中枢上移 12.5%、17.5%、22.9%和 10.6%。价格中枢的上移主要来自于行业在产产能利用率提高带来的行业边际成本的上移，在需求保持韧性、供给持续收缩的背景下，在产高炉产能和电炉产能利用率进一步提高，由于电炉边际成本高于主流长流程企业，电炉边际成本上移带来钢价上涨，长流程企业的利润空间扩大。

表 6 主要钢材品种价格 2017-2018 年上半年均价

产品价格	2018H1	2017H1	一年涨跌幅
价格:热轧板卷:Q235B:3.0mm:上海	4,186.50	3,562.76	17.51%
价格:冷轧板卷:1.0mm:上海	4,600.49	4,158.62	10.63%
价格:螺纹钢:HRB400 20mm:上海	3,928.37	3,492.60	12.48%
价格:中板:普 20mm:上海	4,248.46	3,458.21	22.85%

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 23:2017 年 1 月至 2018 年 6 月螺纹钢现货价格



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 24:2017 年 1 月至 2018 年 6 月热轧板卷现货价格



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 25:2017 年 1 月至 2018 年 6 月冷轧板卷现货价格


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 26:2017 年 1 月至 2018 年 6 月中板现货价格


资料来源：wind、东兴证券研究所

1.4.2 原料价格：铁矿石持续疲软，焦炭、废钢强势

铁矿石疲软，焦炭和废钢价格强势，现货成本微增。2018 年上半年，受高品位铁矿供应充足、高炉产能受抑制的影响，铁矿石（62%）价格均值为 446 元/吨，同比降低 11.6%；受环保限产和独立焦化厂有效产能利用率提高影响，二级冶金焦均价为 1963 元/吨，同比提高 11.2%；生铁成本为 1726 元/吨，同比减少 0.6%；由于铁水产量减少，废钢需求增多，废钢成本均价为 2130 元/吨，同比提高 36%，钢坯成本均值为 2410 元/吨，同比提高 3.9%。现货螺纹、热轧、冷轧和中厚板成本分别为 2630、2740、3260 和 2780 元/吨，同比分别提高 3.6%、3.4%、2.9%和 3.4%。超高功率石墨电极成本均价为 15.9 万/吨，同比提高 414%，电炉螺纹钢成本为 3212 元/吨，同比提高 26.1%。

表 72018 年 1-6 月原料成本增幅

成本项目	2017H1	2018H1	同比
矿石成本(元/吨)	505.25	446.53	-11.6%
唐山二级冶金焦(含税: 元/吨)	1,765.88	1,963.61	11.2%
生铁成本(元/吨)	1,736.73	1,726.22	-0.6%
张家港废钢(不含税):6-8mm 元/吨	1,566.22	2,130.30	36.0%
钢坯成本(元/吨)	2,319.75	2,410.63	3.9%
全现货热轧成本(元/吨)	2,649.75	2,740.63	3.4%
全现货冷轧成本(元/吨)	3,169.75	3,260.63	2.9%
全现货螺纹钢成本(元/吨)	2,539.75	2,630.63	3.6%
全现货中厚板成本(元/吨)	2,689.75	2,780.63	3.4%

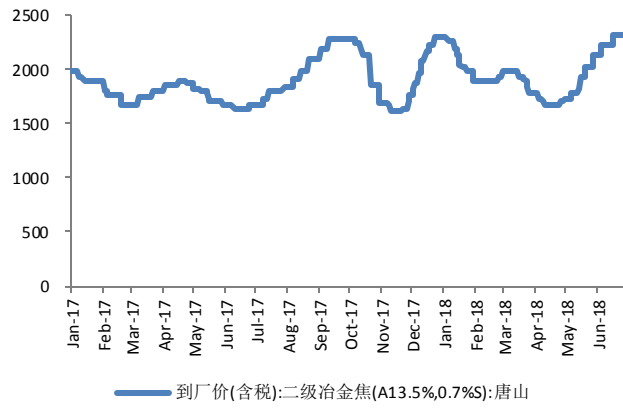
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 27:2017 年 1 月至 2018 年 6 月 62%铁矿石价格



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 28:2017 年 1 月至 2018 年 6 月二级冶金焦(含税)价格



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 29:2017 年 1 月至 2018 年 6 月市场价:废钢:6-8mm:张家港



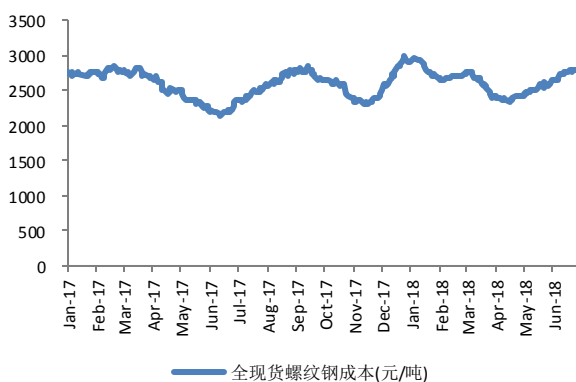
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 30:2017 年 1 月至 2018 年 6 月钢坯成本



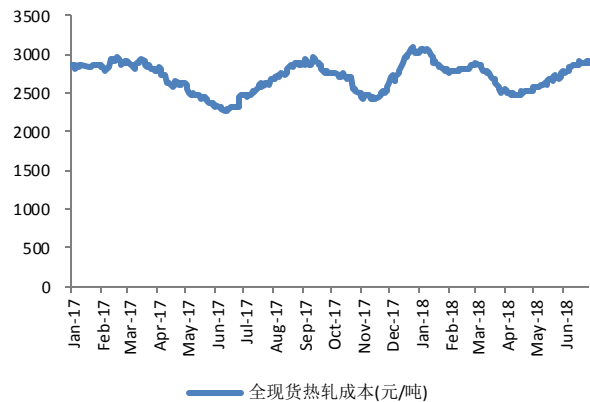
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 31:2017 年 1 月至 2018 年 6 月全现货螺纹钢成本

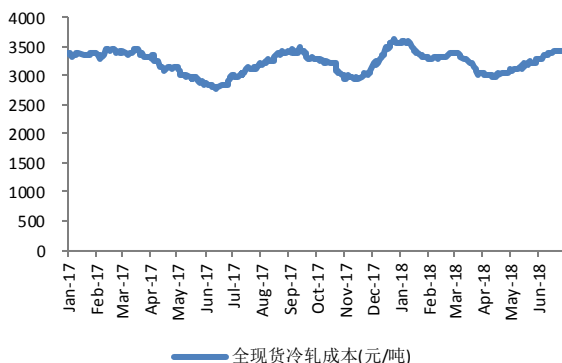


资料来源: wind、东兴证券研究所

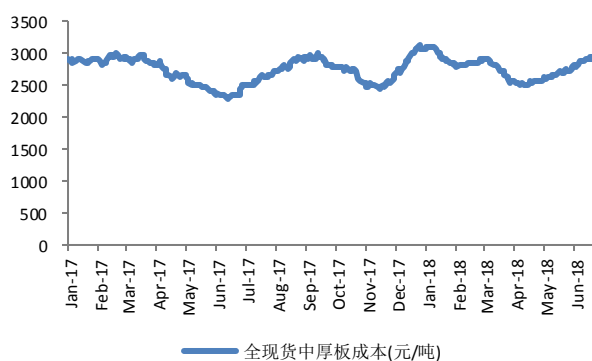
图 32:2017 年 1 月至 2018 年 6 月全现货热轧成本



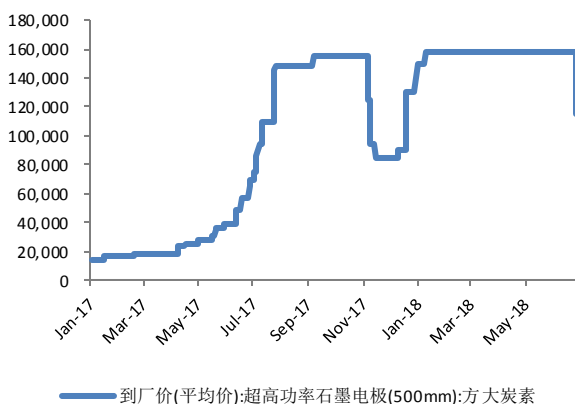
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 33: 2017 年 1 月至 2018 年 6 月全现货冷轧成本


资料来源: wind、东兴证券研究所

图 34: 2017 年 1 月至 2018 年 6 月全现货中厚板成本


资料来源: wind、东兴证券研究所

图 35: 2017 年 1 月至 2018 年 6 月超高功率电极价格


资料来源: wind、东兴证券研究所

图 36: 2017 年 1 月至 2018 年 6 月电炉螺纹钢成本


资料来源: wind、东兴证券研究所

1.4.3 盈利空间：“只涨钢价，不涨原料”的逻辑下利润空间持续扩大

主要钢材产品的吨钢毛利大幅度提高。2018 年上半年，长流程钢厂的螺纹钢、热卷、冷轧和中厚板的吨钢毛利（成本滞后三周）分别为 720、827、839 和 662 元/吨，同比去年同期分别提高 75%、171%、146%和 300%。“只涨钢价，不涨原料”的盈利模式使得吨钢利润进一步扩大。短流程钢厂的螺纹钢吨钢毛利均值为 134 元/吨，同比减少 70.6%。

表 8 2018 年上半年主要品种钢材吨钢毛利大幅提高

单位: 元	2017H1	2018H1	同比
热轧吨钢毛利	305	827	171%
冷轧吨钢毛利	269	662	146%
螺纹钢吨钢毛利	412	720	75%
中厚板吨钢毛利	209	839	300%

资料来源: wind、东兴证券研究所

图 37:2017 年 1 月至 2018 年 6 月螺纹钢吨钢毛利

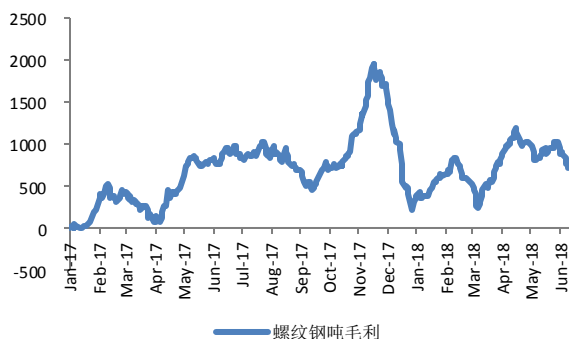


图 38:2017 年 1 月至 2018 年 6 月热轧板吨钢毛利



资料来源：wind、东兴证券研究所

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 39:2017 年 1 月至 2018 年 6 月冷轧板吨钢毛利



图 40:2017 年 1 月至 2018 年 6 月中厚板吨钢毛利



资料来源：wind、东兴证券研究所

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 41:2017 年 1 月至 2018 年 6 月电炉螺纹钢吨钢毛利（滞后三周）



资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 公司分析

2.1 经营质量：公司利润同比大幅增长，环比改善

2018 上半年，受钢价中枢上移影响，主要上市公司的营收同比均有增长，净利润同比增幅较大的上市公司大部分有产能利用率的提升空间或产能增量。

- ◆ 营收前三位分别为宝钢股份（1485.3 亿）、河钢股份（561.8 亿）和鞍钢股份（468.8 亿）；受吨钢利润持续扩大影响，上市公司的归母净利润同比大幅提高，增速前三位分别为安阳钢铁（3562%）、柳钢股份（415%）和太钢不锈（283%）。
- ◆ 分季度来看，大部分上市钢企 2018 年二季度共实现营业收入和净利润环比增长，其中营收环比增速前三位分别是三钢闽光（89.4%）、金洲管道（62.7%）和安阳钢铁（52.0%），归母净利润环比增速前三位分别是安阳钢铁（589.4%）、金洲管道（479.1%）和河钢股份（288.6%）。
- ◆ 上市体系吨钢净利润前三位分别为三钢闽光（656 元）、方大特钢（628 元）、韶钢松山（586 元），吨钢营业收入前三位分别为新兴铸管（8867 元）、太钢不锈（6860 元）和酒钢宏兴（6659 元），吨钢营业成本前三位分别为新兴铸管（7430 元）、酒钢宏兴（6018 元）和太钢不锈（5690 元）。

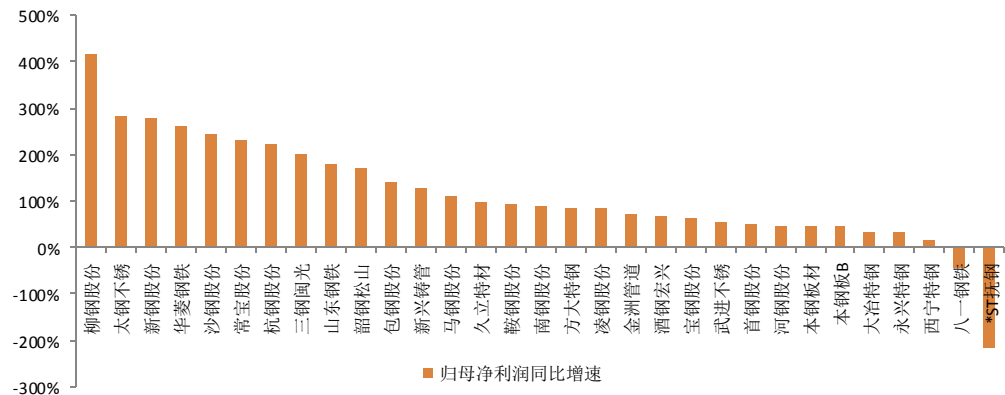
表 9 上市钢企 2018 年中报归母净利润同比大幅增长

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）			归属母公司股东的净利润（亿元）		
		2017-H1	2018-H1	同比	2017-H1	2018-H1	同比
600019.SH	宝钢股份	1,699.3	1,485.3	-12.6%	61.7	100.1	62.2%
000898.SZ	鞍钢股份	390.6	468.8	20.0%	18.2	35.0	91.9%
000709.SZ	河钢股份	544.6	561.8	3.2%	12.5	18.2	45.7%
600808.SH	马钢股份	351.9	400.6	13.9%	16.4	34.3	108.6%
002110.SZ	三钢闽光	98.1	176.0	79.4%	10.8	32.3	199.2%
000825.SZ	太钢不锈	330.4	367.7	11.3%	7.4	28.4	283.2%
000959.SZ	首钢股份	282.6	315.4	11.6%	9.5	14.2	50.1%
600507.SH	方大特钢	62.7	82.4	31.4%	7.0	13.1	85.3%
000761.SZ	本钢板材	207.4	234.4	13.0%	5.2	7.6	44.6%
200761.SZ	本钢板 B	207.4	234.4	13.0%	5.2	7.6	44.6%
600282.SH	南钢股份	169.6	216.2	27.5%	12.1	22.9	89.4%
600782.SH	新钢股份	226.1	251.9	11.4%	5.7	21.6	277.5%
000932.SZ	华菱钢铁	350.3	434.8	24.1%	9.6	34.4	259.6%
000717.SZ	韶钢松山	113.4	121.2	6.9%	6.5	17.6	170.4%
600231.SH	凌钢股份	83.6	100.8	20.6%	4.1	7.5	84.8%
600126.SH	杭钢股份	127.8	131.8	3.1%	3.6	11.6	224.9%
601003.SH	柳钢股份	190.9	225.8	18.3%	4.0	20.4	415.8%
600581.SH	八一钢铁	70.8	82.1	15.9%	4.0	2.2	-46.3%

000708.SZ	大冶特钢	48.4	61.5	27.2%	1.9	2.6	35.0%
002075.SZ	沙钢股份	61.1	72.3	18.4%	1.9	6.5	242.3%
002756.SZ	永兴特钢	19.6	24.3	24.1%	1.7	2.2	34.3%
002318.SZ	久立特材	13.7	19.5	41.8%	0.7	1.3	98.4%
603878.SH	武进不锈	6.4	9.5	49.0%	0.6	0.9	54.5%
600010.SH	包钢股份	211.3	316.8	49.9%	5.9	14.2	141.0%
600307.SH	酒钢宏兴	193.3	230.4	19.2%	3.5	5.8	66.7%
600569.SH	安阳钢铁	115.3	157.7	36.8%	0.3	10.2	3562.6%
002478.SZ	常宝股份	15.0	24.9	65.8%	0.6	2.1	233.2%
000778.SZ	新兴铸管	252.3	201.3	-20.2%	5.0	11.3	126.4%
002443.SZ	金洲管道	15.6	19.8	27.1%	0.4	0.7	71.0%
600117.SH	西宁特钢	26.4	33.9	28.1%	0.1	0.1	15.7%
600399.SH	*ST 抚钢	27.7	29.7	6.9%	0.6	-0.7	-216.7%
600022.SH	山东钢铁	234.9	248.8	5.9%	6.0	16.8	181.7%
601005.SH	重庆钢铁	45.2	110.9	145.3%	-10.0	7.6	N/A

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 42:上市企业净利润增速排行（安阳钢铁、重庆钢铁未在列）



资料来源：wind、东兴证券研究所

表 10 上市钢企 2018 年二季度业绩环比大幅增长

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
		2018Q1	2018Q2	环比	2018Q1	2018Q2	环比
600019.SH	宝钢股份	674.5	810.8	20.2%	50.2	49.9	-0.6%
000709.SZ	河钢股份	250.3	311.4	24.4%	3.7	14.5	288.6%
000898.SZ	鞍钢股份	215.1	253.7	17.9%	15.9	19.1	20.1%
600808.SH	马钢股份	183.1	217.6	18.8%	14.2	20.1	41.8%
000932.SZ	华菱钢铁	199.8	235.0	17.6%	15.3	19.0	24.2%
000825.SZ	太钢不锈	181.1	186.6	3.1%	14.6	13.8	-5.9%

000959.SZ	首钢股份	146.1	169.2	15.8%	5.0	9.2	82.3%
000778.SZ	新兴铸管	94.5	106.8	13.1%	3.8	7.6	100.4%
600022.SH	山东钢铁	118.0	130.7	10.8%	6.2	10.6	70.0%
600782.SH	新钢股份	125.0	126.9	1.5%	8.7	12.9	48.2%
600010.SH	宝钢股份	129.9	186.9	43.9%	6.4	7.8	22.4%
000761.SZ	本钢板材	116.4	118.0	1.4%	3.5	4.1	15.9%
200761.SZ	本钢板B	116.4	118.0	1.4%	3.5	4.1	15.9%
600307.SH	酒钢宏兴	98.1	132.3	34.8%	1.2	4.6	276.5%
601003.SH	柳钢股份	113.5	112.3	-1.0%	10.5	9.9	-4.9%
600282.SH	南钢股份	103.7	112.5	8.5%	10.1	12.8	27.1%
600126.SH	杭钢股份	65.4	66.3	1.4%	5.0	6.5	29.7%
600569.SH	安阳钢铁	62.6	95.1	52.0%	1.3	8.9	589.4%
000717.SZ	韶钢松山	61.1	60.1	-1.5%	8.6	9.0	4.7%
002110.SZ	三钢闽光	60.8	115.2	89.4%	9.7	22.7	134.8%
600231.SH	凌钢股份	44.4	56.4	27.0%	2.5	4.9	93.7%
600581.SH	八一钢铁	34.1	48.0	41.0%	1.4	0.7	-50.5%
600507.SH	方大特钢	38.6	43.8	13.3%	5.6	7.5	34.2%
002075.SZ	沙钢股份	33.8	38.6	14.3%	2.5	3.9	54.1%
000708.SZ	大冶特钢	30.1	31.5	4.6%	0.9	1.7	82.3%
601005.SH	重庆钢铁	51.5	59.4	15.3%	3.5	4.1	17.5%
600399.SH	*ST 抚钢	15.6	14.1	-9.6%	-0.2	-0.5	117.0%
600117.SH	西宁特钢	16.6	17.3	4.4%	0.1	0.0	-88.3%
002756.SZ	永兴特钢	11.5	12.8	11.0%	0.9	1.3	43.8%
002443.SZ	金洲管道	7.5	12.3	62.7%	0.1	0.6	479.1%
002478.SZ	常宝股份	11.1	13.8	24.7%	0.5	1.6	237.4%
002318.SZ	久立特材	8.9	10.6	18.3%	0.5	0.8	74.6%
603878.SH	武进不锈	3.9	5.6	41.6%	0.3	0.6	84.1%

资料来源：wind、东兴证券研究所

表 11 主要上市公司粗钢产量同比增长

证券代码	证券简称	2017H1 (万吨)	2018H1 (万吨)	同比
600019.SH	宝钢股份	2333	2395	2.7%
000709.SZ	河钢股份	1414	1222	-13.6%
000898.SZ	鞍钢股份	1295	1184	-8.6%
600808.SH	马钢股份	997	999	0.2%
000932.SZ	华菱钢铁	757	880	16.2%
000825.SZ	太钢不锈	510	536	5.1%
000959.SZ	首钢股份	804	751	-6.6%
000778.SZ	新兴铸管	238	227	-4.6%

600022.SH	山东钢铁	342	501	46.5%
600782.SH	新钢股份	433	440	1.6%
600010.SH	包钢股份	670	747	11.5%
000761.SZ	本钢板材	491	414	-15.7%
200761.SZ	本钢板 B	491	414	-15.7%
600307.SH	酒钢宏兴	266	346	30.1%
600282.SH	南钢股份	473	522	10.4%
600126.SH	杭钢股份	219	226	3.2%
000717.SZ	韶钢松山	282	300	6.4%
002110.SZ	三钢闽光	317	493	55.5%
600231.SH	凌钢股份	259	269	3.9%
600581.SH	八一钢铁	236	234	-0.8%
600507.SH	方大特钢	183	208	13.7%
002075.SZ	沙钢股份	154	176	14.3%
000708.SZ	大冶特钢	101	112	10.9%
601005.SH	重庆钢铁	163	310	90.2%

资料来源：wind、东兴证券研究所

表 12 上市钢企 2018 年中报吨钢业绩

证券代码	证券简称	吨钢成本 (元)	吨钢营收 (元)	吨钢净利润 (元)
002110.SZ	三钢闽光	2622	3569	656
600507.SH	方大特钢	2718	3961	628
000717.SZ	韶钢松山	3265	4040	586
601003.SH	柳钢股份	5302	6104	552
000825.SZ	太钢不锈	5690	6860	529
600126.SH	杭钢股份	5004	5830	511
000778.SZ	新兴铸管	7430	8867	500
600782.SH	新钢股份	4946	5726	491
600282.SH	南钢股份	3244	4142	438
600019.SH	宝钢股份	5272	6210	418
000932.SZ	华菱钢铁	4109	4951	391
002075.SZ	沙钢股份	3136	4111	368
600808.SH	马钢股份	3404	4010	343
600022.SH	山东钢铁	4422	4966	335
000898.SZ	鞍钢股份	3299	3960	296
600231.SH	凌钢股份	3206	3749	278
601005.SH	重庆钢铁	3014	3578	246
000708.SZ	大冶特钢	4756	5495	228
000959.SZ	首钢股份	3605	4199	190
600010.SH	包钢股份	3593	4241	190

000761.SZ	本钢板材	5025	5662	183
200761.SZ	本钢板 B	5025	5662	183
600307.SH	酒钢宏兴	6018	6659	169
000709.SZ	河钢股份	3935	4597	149
600581.SH	八一钢铁	3120	3510	92

资料来源：wind、东兴证券研究所

2.2 盈利能力：公司毛利率、净利率、ROE 同比提高

主要上市公司的销售毛利率、净利率及 ROE 同比提高。销售毛利率前三位分别为方大特钢（31.4%）、三钢闽光（26.5%）和沙钢股份（23.7%）；净利率方面，前三位分别是三钢闽光（18.4%）、沙钢股份（17.2%）和方大特钢（15.9%）；ROE 方面，排名前三的分别为韶钢松山（45.9%）、方大特钢（28.8%）、华菱钢铁（28.4%）。

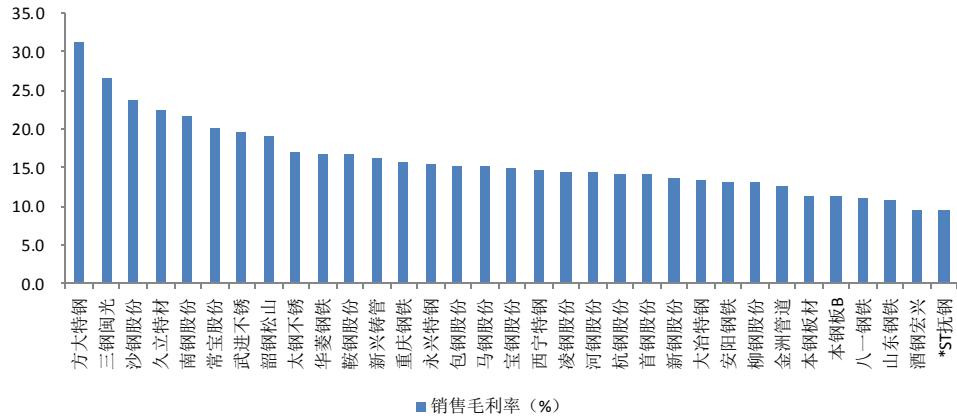
表 13 主要上市公司盈利能力同比提升

证券代码	证券简称	销售毛利率%			销售净利率%			净资产收益率%		
		2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
600019.SH	宝钢股份	16.3	15.0	-1.4	8.2	7.3	-0.9	3.0	6.1	3.1
000709.SZ	河钢股份	11.5	14.4	2.9	1.7	3.9	2.2	0.8	3.8	3.0
000898.SZ	鞍钢股份	16.9	16.7	-0.2	7.4	7.5	0.1	3.1	6.9	3.8
000932.SZ	华菱钢铁	16.2	16.8	0.6	9.5	9.8	0.3	13.8	28.5	14.7
600808.SH	马钢股份	13.4	15.1	1.8	8.9	9.6	0.7	5.8	13.7	8.0
000825.SZ	太钢不锈	16.5	17.1	0.6	7.9	7.6	-0.3	5.3	10.3	5.0
000959.SZ	首钢股份	13.4	14.2	0.8	4.4	5.9	1.5	1.9	5.4	3.5
600010.SH	包钢股份	18.3	15.3	-3.0	4.9	4.5	-0.4	1.3	2.8	1.6
600782.SH	新钢股份	10.4	13.6	3.3	7.0	8.6	1.6	6.3	15.1	8.8
600022.SH	山东钢铁	9.1	10.9	1.8	5.3	7.0	1.6	3.4	8.9	5.5
000761.SZ	本钢板材	7.4	11.2	3.8	3.0	3.2	0.2	2.1	4.6	2.4
200761.SZ	本钢板 B	7.4	11.2	3.8	3.0	3.2	0.2	2.1	4.6	2.4
601003.SH	柳钢股份	12.5	13.1	0.6	9.2	9.0	-0.2	13.5	26.9	13.4
600282.SH	南钢股份	19.8	21.7	1.8	12.0	12.8	0.8	8.3	18.1	9.8
600307.SH	酒钢宏兴	9.9	9.6	-0.3	1.2	2.6	1.3	1.3	5.9	4.6
000778.SZ	新兴铸管	14.2	16.2	2.0	4.0	5.7	1.7	1.9	5.7	3.8
600126.SH	杭钢股份	13.0	14.2	1.1	7.7	8.8	1.1	3.0	6.7	3.7
600569.SH	安阳钢铁	10.2	13.3	3.0	2.1	6.5	4.4	2.0	14.6	12.6
000717.SZ	韶钢松山	16.3	19.2	2.9	14.1	14.5	0.4	25.2	45.9	20.7
002110.SZ	三钢闽光	22.8	26.5	3.7	15.9	18.4	2.5	8.4	24.8	16.4
601005.SH	重庆钢铁	10.3	15.8	5.4	6.8	6.9	0.1	2.1	4.5	2.4
600231.SH	凌钢股份	11.8	14.5	2.6	5.7	7.4	1.7	3.9	11.2	7.3
600507.SH	方大特钢	29.2	31.4	2.1	14.5	15.9	1.4	13.6	28.8	15.2
600581.SH	八一钢铁	11.9	11.1	-0.8	4.2	2.6	-1.6	4.2	6.3	2.0

002075.SZ	沙钢股份	22.7	23.7	1.0	15.7	17.2	1.6	7.2	17.5	10.2
000708.SZ	大冶特钢	12.0	13.4	1.4	3.0	4.2	1.1	2.2	6.3	4.0
600117.SH	西宁特钢	16.5	14.8	-1.8	0.8	0.2	-0.6	0.4	0.4	0.0
600399.SH	*ST抚钢	8.9	9.4	0.5	-1.4	-2.3	-0.9			0.0
002756.SZ	永兴特钢	15.1	15.5	0.4	8.0	9.2	1.2	2.7	6.8	4.1
002478.SZ	常宝股份	18.5	20.0	1.6	4.9	9.1	4.2	1.3	5.5	4.2
002318.SZ	久立特材	23.1	22.5	-0.7	5.5	6.9	1.4	1.7	4.6	2.9
002443.SZ	金洲管道	10.5	12.6	2.1	1.5	3.6	2.1	0.5	3.0	2.6
603878.SH	武进不锈	16.0	19.7	3.7	8.2	9.6	1.4	1.6	4.5	2.9

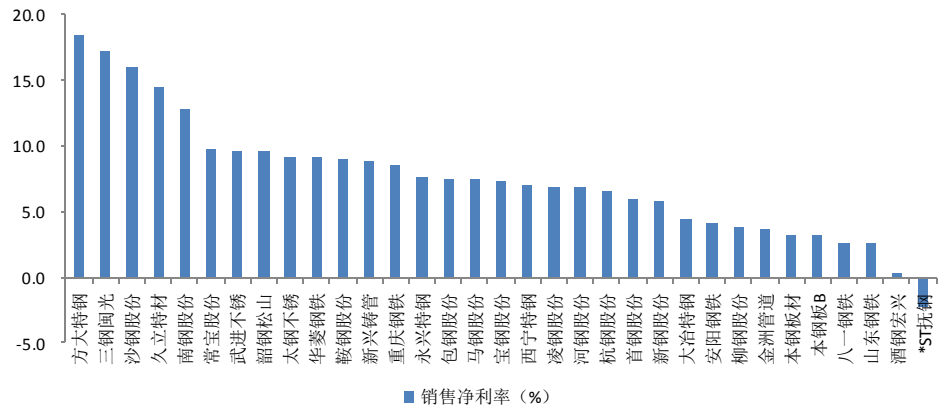
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 43:钢企销售毛利率排行

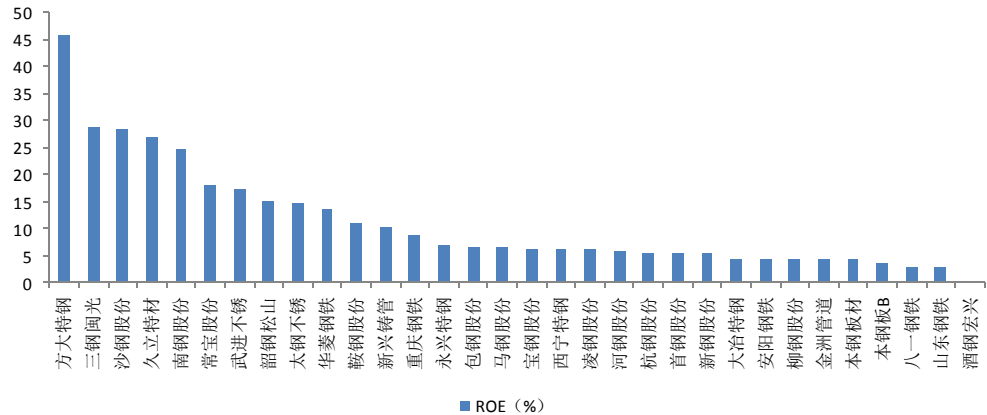


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 44:钢企销售净利率排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 45:上市企业净利润增速排行


资料来源：wind、东兴证券研究所

2.3 营运能力：总资产周转率提高，应收账款、存货同比上升

由于主要上市体系钢厂的产能利用率进一步提高，公司的总资产周转率持续提高。2018年上半年钢企总资产周转率前三位的公司是柳钢股份(0.95次)、三钢闽光(0.89次)和大冶特钢(0.88次)；后三位的公司是首钢股份(0.23次)、包钢股份(0.22次)和西宁特钢(0.14次)。

应收账款方面，2018年上半年钢企应收账款规模424.6亿元，同比提高6.6%。应收账款周转天数最低的三家公司分别为三钢闽光(0.6天)、重庆钢铁(1.1天)和沙钢股份(1.4天)。存货方面，2018年上半年钢企存货规模2072亿元，同比增长3.4%。存货周转天数最低的三家公司分别为杭钢股份(25.2天)、三钢闽光(26.3天)和沙钢股份(30.1天)。

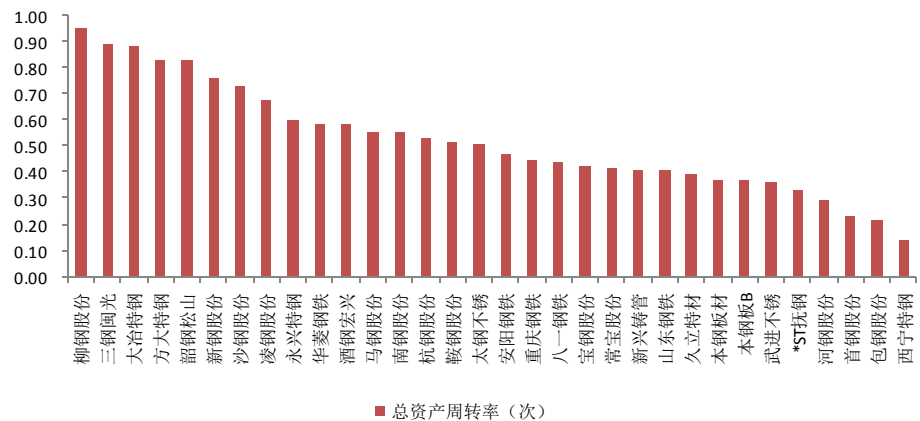
表 14 上市钢企的总资产周转率

证券代码	证券简称	总资产周转率(次)		同比
		2017H1	2018H1	
600019.SH	宝钢股份	0.54	0.42	-0.12
000932.SZ	华菱钢铁	0.49	0.58	0.09
000898.SZ	鞍钢股份	0.44	0.52	0.07
000709.SZ	河钢股份	0.29	0.29	0.00
600782.SH	新钢股份	0.79	0.76	-0.03
600010.SH	包钢股份	0.15	0.22	0.07
000778.SZ	新兴铸管	0.50	0.41	-0.10
000825.SZ	太钢不锈	0.46	0.50	0.04
600399.SH	*ST 抚钢	0.24	0.33	0.09

600569.SH	安阳钢铁	0.36	0.47	0.12
000959.SZ	首钢股份	0.22	0.23	0.02
600808.SH	马钢股份	0.53	0.55	0.02
600117.SH	西宁特钢	0.09	0.14	0.04
002478.SZ	常宝股份	0.38	0.42	0.03
002318.SZ	久立特材	0.35	0.39	0.04
000761.SZ	本钢板材	0.38	0.37	-0.01
200761.SZ	本钢板 B	0.38	0.37	-0.01
000708.SZ	大冶特钢	0.81	0.88	0.08
603878.SH	武进不锈	0.27	0.36	0.10
000717.SZ	韶钢松山	0.78	0.83	0.05
600282.SH	南钢股份	0.49	0.55	0.06
600507.SH	方大特钢	0.70	0.83	0.13
600307.SH	酒钢宏兴	0.52	0.58	0.07
600022.SH	山东钢铁	0.46	0.41	-0.06
601005.SH	重庆钢铁	0.12	0.45	0.33
601003.SH	柳钢股份	0.87	0.95	0.08
600126.SH	杭钢股份	0.52	0.53	0.01
600231.SH	凌钢股份	0.54	0.68	0.13
002756.SZ	永兴特钢	0.55	0.60	0.05
002075.SZ	沙钢股份	0.75	0.73	-0.02
600581.SH	八一钢铁	0.58	0.43	-0.14
002110.SZ	三钢闽光	0.76	0.89	0.13

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 46:上市钢企总资产周转率排行



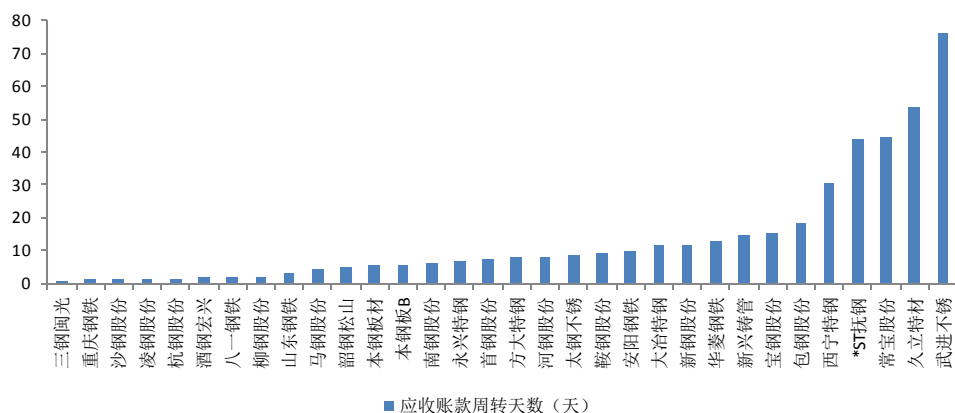
资料来源：wind、东兴证券研究所

表 15 上市钢企的应收账款和存货情况

证券简称	应收账款(亿元)			应收账款周转天数(天)			存货(亿元)			存货周转天数(天)		
	2017H1	2018H1	同比%	2017H1	2018H1	同比%	2017H1	2018H1	同比%	2017H1	2018H1	同比%
武进不锈	4.5	4.3	-4.2	123.0	76.1	-38.1	6.4	8.3	29.4	198.7	184.8	-7.0
久立特材	5.9	6.1	2.7	69.6	53.4	-23.3	9.2	11.0	19.1	146.9	129.5	-11.9
常宝股份	6.3	7.2	14.9	64.3	44.4	-30.9	7.4	7.7	4.9	92.9	66.8	-28.1
*ST 抚钢	12.0	7.1	-41.1	75.1	43.7	-41.8	25.8	13.5	-47.7	166.0	86.8	-47.7
西宁特钢	8.6	6.6	-23.4	56.5	30.8	-45.4	29.4	31.1	5.8	229.6	190.8	-16.9
包钢股份	17.7	32.9	86.5	14.2	18.1	28.0	165.7	195.8	18.2	152.2	130.6	-14.2
宝钢股份	148.8	132.6	-10.9	13.4	15.4	14.6	461.0	398.9	-13.5	48.2	56.6	17.3
新兴铸管	16.6	17.3	4.0	11.4	14.8	30.0	40.9	42.9	5.0	31.4	36.1	15.1
华菱钢铁	28.0	35.9	28.4	13.5	13.0	-3.7	82.3	65.0	-21.1	47.7	35.5	-25.6
新钢股份	17.8	18.4	3.4	17.9	11.9	-33.4	33.7	25.9	-23.1	29.2	31.8	9.1
大冶特钢	4.8	4.4	-7.9	14.3	11.5	-19.0	9.0	7.7	-14.1	33.9	30.4	-10.3
安阳钢铁	10.2	7.9	-22.3	16.4	10.1	-38.6	63.9	60.0	-6.1	109.9	78.6	-28.5
鞍钢股份	22.8	25.0	10.0	9.7	9.5	-1.9	111.8	125.2	12.0	56.2	55.7	-0.9
太钢不锈	16.5	19.7	19.5	10.0	8.6	-14.3	50.6	78.3	54.9	34.0	45.8	34.8
河钢股份	20.7	26.5	28.1	6.9	8.3	20.3	280.7	239.3	-14.8	108.7	88.1	-18.9
方大特钢	3.5	4.8	39.5	8.5	8.0	-5.2	10.5	9.9	-5.6	46.1	33.0	-28.4
首钢股份	10.1	13.6	34.7	6.3	7.6	20.9	59.4	55.7	-6.3	43.4	35.2	-19.0
永兴特钢	0.8	1.0	24.8	6.8	6.6	-3.1	3.4	3.8	10.5	36.9	32.0	-13.4
南钢股份	3.7	8.0	113.0	4.3	6.0	38.4	36.6	43.0	17.4	45.7	44.9	-1.7
本钢板材	5.4	7.1	32.1	5.0	5.5	9.6	98.3	128.9	31.1	94.5	104.3	10.4
本钢板 B	5.4	7.1	32.1	5.0	5.5	9.6	98.3	128.9	31.1	94.5	104.3	10.4
韶钢松山	4.2	1.6	-61.8	5.2	5.0	-4.6	17.7	19.3	8.9	32.5	36.3	11.7
马钢股份	9.3	11.1	19.7	4.6	4.7	2.1	100.4	113.3	12.9	59.2	60.3	1.9
山东钢铁	3.0	7.3	145.9	4.0	3.4	-16.6	22.0	39.5	79.6	22.0	31.8	44.6
柳钢股份	2.2	2.9	34.3	1.9	2.1	13.1	54.2	47.5	-12.2	52.5	43.7	-16.8
八一钢铁	0.6	1.2	116.7	0.8	1.7	127.6	15.8	31.3	97.6	37.4	67.1	79.7
酒钢宏兴	3.0	2.4	-19.2	3.0	1.7	-42.4	33.8	53.2	57.4	36.6	51.4	40.5
杭钢股份	1.6	1.0	-36.8	2.2	1.7	-24.9	13.9	12.4	-10.6	21.0	25.2	19.6
凌钢股份	0.8	1.1	42.7	2.4	1.5	-36.2	13.1	14.6	11.1	30.8	30.1	-2.3
沙钢股份	0.7	0.5	-32.0	1.7	1.4	-17.9	14.8	14.8	-0.3	55.2	50.7	-8.0
重庆钢铁	2.8	0.9	-67.9	10.7	1.1	-89.8	19.5	22.1	13.4	59.6	34.1	-42.8
三钢闽光	0.2	1.1	416.0	0.3	0.6	122.0	13.7	22.9	67.1	32.1	26.3	-18.1
合计	398.3	424.6	6.6				2,003.5	2,072.0	3.4			

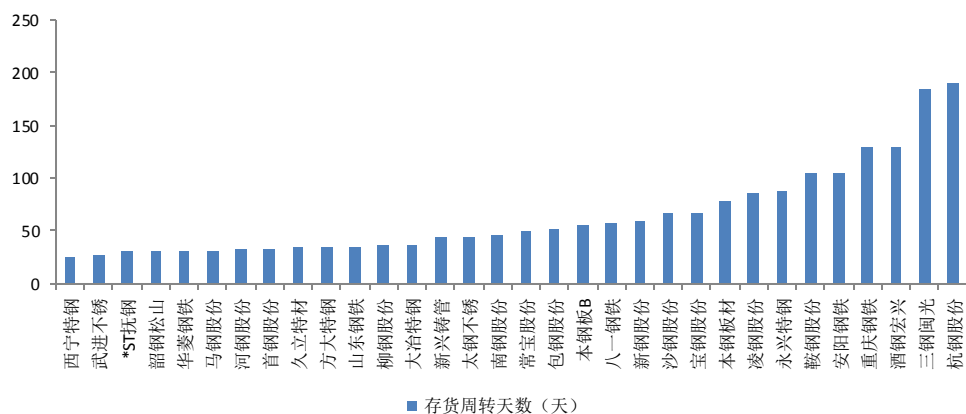
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 47:上市钢企 2018H1 应收账款周转天数排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 48:上市钢企 2018H1 存货周转天数排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

2.4 期间费用：销售费用增，管理费用降，期间费用同比基本持平

由于公司在经营成本控制能力方面差异较大，上市钢企的吨钢期间费用差距十分巨大，最低和最高之间的期间费率比达到 1:8，吨钢期间费用最低和最高值之间比值达到近 1:10。

- ◆ **期间费用率方面**，2018 年上半年，期间费用率最低的三家上市公司分别为三钢闽光（1.61%）、新钢股份（1.75%）和沙钢股份（1.77%）；最高的三家公司分别为 ST 抚顺（10.1%）、久立特材（13.4%）和西宁特钢（13.6%）。细分来看，钢企销售费率最低的三家公司分别为杭钢股份（0.1%）、柳钢股份（0.1%）和三钢闽光（0.2%）；管理费率最低的三家公司分别为新钢股份（0.9%）、鞍钢股份（1.0%）和三钢闽光（1.1%）；财务费率最低的三家公司分别为常宝股份（-0.7%）、杭钢股份（-0.3%）和方大特钢（-0.3%）。

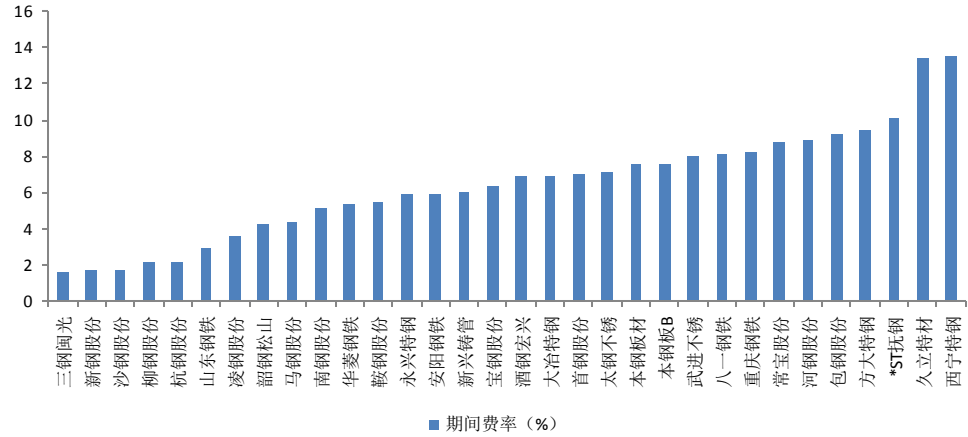
- ◆ **吨钢期间费用方面**，吨钢期间费用最低的三家上市公司分别为三钢闽光（62 元）、沙钢股份（68 元）和柳钢股份（122 元）；吨钢期间费用最多的三家上市公司分别为河钢股份（536 元）、太钢不锈（624 元）和新兴铸管（653 元）。

表 16 上市钢企的期间费率

证券代码	证券简称	销售费率%			管理费率%			财务费率%		
		2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
002318.SZ	久立特材	5.5	5.0	-0.5	7.2	7.2	0.0	0.6	1.2	0.5
600307.SH	酒钢宏兴	3.7	3.6	-0.1	5.9	1.5	-4.3	2.4	1.8	-0.6
600581.SH	八一钢铁	3.5	4.2	0.7	1.7	1.3	-0.4	2.0	2.7	0.6
600010.SH	包钢股份	4.8	3.4	-1.4	1.3	1.8	0.4	2.1	4.0	2.0
000898.SZ	鞍钢股份	3.0	3.0	0.0	1.6	1.0	-0.6	1.4	1.4	0.0
000778.SZ	新兴铸管	2.0	2.5	0.6	1.3	2.2	0.8	1.3	1.3	0.1
000761.SZ	本钢板材	2.8	2.2	-0.6	1.7	2.0	0.2	1.8	3.4	1.6
200761.SZ	本钢板 B	2.8	2.2	-0.6	1.7	2.0	0.2	1.8	3.4	1.6
600117.SH	西宁特钢	4.4	2.7	-1.7	5.7	3.9	-1.8	12.4	7.0	-5.5
000825.SZ	太钢不锈	2.5	2.2	-0.3	3.5	3.5	0.0	2.1	1.5	-0.5
002478.SZ	常宝股份	2.9	2.5	-0.4	6.9	7.1	0.2	-0.2	-0.7	-0.5
000959.SZ	首钢股份	2.2	1.8	-0.4	1.9	1.5	-0.4	3.5	3.7	0.2
000708.SZ	大冶特钢	1.5	1.7	0.1	4.0	5.3	1.3	0.1	0.0	-0.1
603878.SH	武进不锈	2.8	2.6	-0.2	6.7	5.2	-1.5	-0.2	0.2	0.4
600231.SH	凌钢股份	1.6	1.5	-0.1	1.4	1.3	0.0	1.5	0.8	-0.7
000932.SZ	华菱钢铁	1.3	1.5	0.3	2.1	2.1	-0.1	2.5	1.8	-0.7
600282.SH	南钢股份	1.5	1.3	-0.1	2.6	2.9	0.3	2.0	1.0	-0.9
600399.SH	*ST 抚钢	1.7	1.3	-0.4	3.2	2.3	-0.9	6.6	6.5	-0.1
000717.SZ	韶钢松山	1.0	1.7	0.7	1.4	1.7	0.3	1.4	0.9	-0.4
002756.SZ	永兴特钢	1.1	1.0	-0.1	3.8	4.6	0.9	-0.1	0.3	0.3
600019.SH	宝钢股份	0.9	1.1	0.2	2.7	3.8	1.2	1.2	1.5	0.3
600808.SH	马钢股份	1.2	1.2	0.0	1.9	1.7	-0.2	1.5	1.4	-0.1
000709.SZ	河钢股份	0.8	0.9	0.1	4.4	4.1	-0.2	3.4	3.9	0.5
600569.SH	安阳钢铁	1.2	0.9	-0.3	2.9	2.2	-0.7	4.6	2.9	-1.7
600507.SH	方大特钢	0.9	0.8	-0.2	7.8	9.0	1.2	0.4	-0.3	-0.6
002075.SZ	沙钢股份	0.7	0.7	0.0	1.8	1.2	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1
600022.SH	山东钢铁	0.5	0.6	0.0	3.2	1.5	-1.7	1.2	0.9	-0.3
600782.SH	新钢股份	0.6	0.5	0.0	1.0	0.9	-0.2	1.0	0.3	-0.6
601005.SH	重庆钢铁	0.5	0.4	-0.1	11.8	6.6	-5.2	11.4	1.3	-10.1
002110.SZ	三钢闽光	0.4	0.2	-0.1	0.8	1.1	0.3	0.4	0.3	-0.1
601003.SH	柳钢股份	0.1	0.1	0.0	1.0	1.4	0.3	0.5	0.7	0.2
600126.SH	杭钢股份	0.1	0.1	0.0	2.4	2.5	0.0	0.3	-0.3	-0.6

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 49:上市钢企 2018H1 期间费用率排行



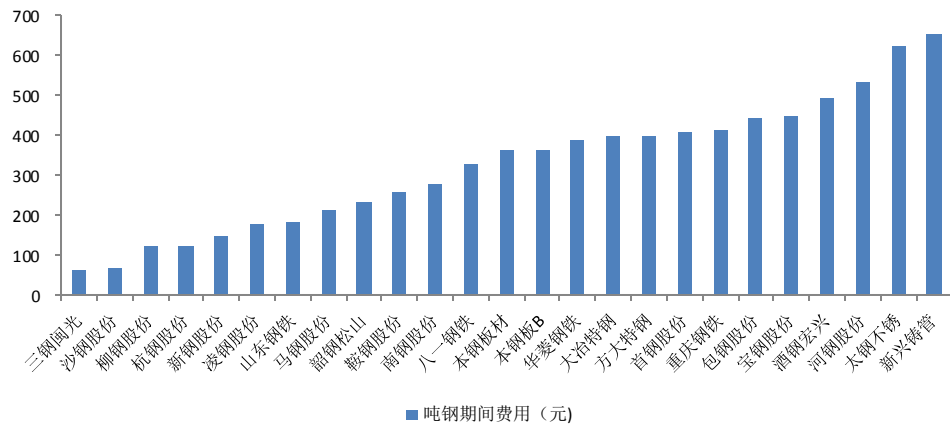
资料来源：wind、东兴证券研究所

表 17 上市钢企 2018H1 吨钢期间费用

证券代码	证券简称	吨钢销售费用(元)	吨钢管理费用(元)	吨钢财务费用(元)
000708.SZ	大冶特钢	90.7	293.3	13.6
000709.SZ	河钢股份	42.1	190.7	303.0
000717.SZ	韶钢松山	68.9	68.2	94.7
000761.SZ	本钢板材	124.2	112.2	129.4
000778.SZ	新兴铸管	223.8	191.4	238.1
000825.SZ	太钢不锈	147.6	238.8	237.3
000898.SZ	鞍钢股份	119.5	41.4	99.2
000932.SZ	华菱钢铁	75.4	101.5	210.4
000959.SZ	首钢股份	76.2	62.6	268.5
002075.SZ	沙钢股份	29.1	49.0	-10.6
002110.SZ	三钢闽光	8.4	39.5	14.2
200761.SZ	本钢板 B	124.2	112.2	129.4
600010.SH	包钢股份	144.0	74.4	224.7
600019.SH	宝钢股份	68.3	238.0	140.7
600022.SH	山东钢铁	28.7	73.3	84.8
600126.SH	杭钢股份	5.2	143.6	-26.4
600231.SH	凌钢股份	56.8	49.8	75.1
600282.SH	南钢股份	54.4	118.2	105.2
600307.SH	酒钢宏兴	240.4	101.7	151.5
600507.SH	方大特钢	29.9	356.4	12.0
600581.SH	八一钢铁	146.9	44.8	135.2
600782.SH	新钢股份	30.5	50.8	67.3

600808.SH	马钢股份	46.6	69.9	100.0
601003.SH	柳钢股份	6.8	82.9	32.4
601005.SH	重庆钢铁	13.5	235.9	165.3

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 50:上市钢企 2018H1 吨钢期间费用率排行


资料来源：wind、东兴证券研究所

2.5 偿债能力：现金流持续改善，资产负债率大幅降低

受益于上市钢企的盈利能力大幅改善和供给侧改革对钢铁企业固定资产投资的压制，主要公司的经营性活动现金流大幅好转，资产负债率显著降低。现金流方面，2018年上半年钢企的每股经营活动现金流增速前三位分别为酒钢宏兴（1347%）、首钢股份（344%）和鞍钢股份（213%）。资产负债率方面，截止2018年上半年，资产负债率最低的三家公司分别是永兴特钢（22.7%）、武进不锈（23.3%）和重庆钢铁（28.3%），资产负债率最高的三家公司分别是八一钢铁（81.5%）、西宁特钢（84.7%）和ST抚顺（114.1%）。

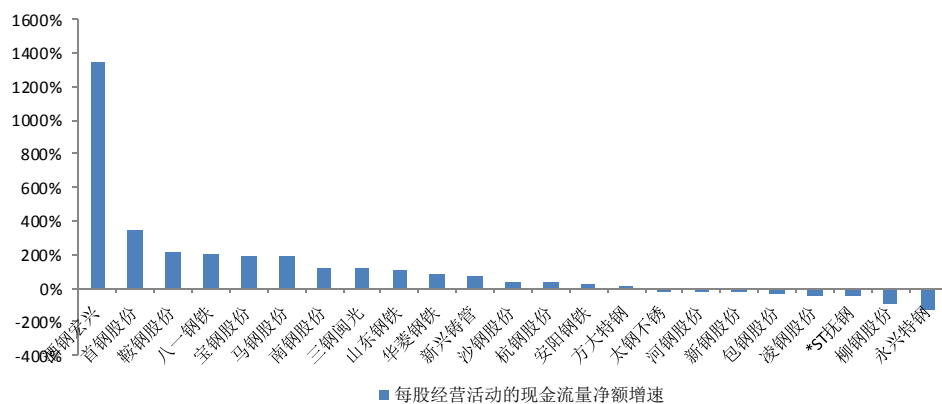
表 18 上市钢企的经营现金净流量和资产负债率

证券代码	证券简称	每股经营活动产生的现金流量净额 (元)			资产负债率%		
		2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
600019.SH	宝钢股份	0.30	0.87	195%	54.5	49.9	-4.6
000932.SZ	华菱钢铁	1.13	2.03	80%	85.5	74.7	-10.7
000898.SZ	鞍钢股份	0.08	0.26	213%	46.7	43.8	-2.9
000709.SZ	河钢股份	0.55	0.41	-26%	74.9	73.8	-1.1
600782.SH	新钢股份	0.94	0.67	-28%	66.1	52.8	-13.4
600010.SH	包钢股份	0.06	0.04	-31%	66.2	65.4	-0.8
000778.SZ	新兴铸管	0.28	0.48	69%	59.5	57.5	-2.0

000825.SZ	太钢不锈	0.63	0.50	-21%	66.6	59.9	-6.7
600399.SH	*ST 抚钢	0.00	0.00	-52%	83.6	114.1	30.5
600569.SH	安阳钢铁	0.99	1.23	24%	82.9	77.0	-5.8
000959.SZ	首钢股份	0.25	1.12	344%	73.3	73.0	-0.3
600808.SH	马钢股份	0.19	0.54	186%	63.6	59.8	-3.7
600117.SH	西宁特钢	-0.14	0.02	N/A	87.4	84.7	-2.7
002478.SZ	常宝股份	-0.01	0.15	N/A	28.0	32.6	4.6
002318.SZ	久立特材	-0.05	0.23	N/A	30.3	39.3	9.0
000761.SZ	本钢板材	-1.29	0.19	N/A	74.8	69.7	-5.1
200761.SZ	本钢板 B	-1.29	0.19	N/A	74.8	69.7	-5.1
000708.SZ	大冶特钢	-1.52	0.81	N/A	38.0	43.8	5.8
603878.SH	武进不锈	-0.37	-0.05	N/A	21.4	23.3	1.9
000717.SZ	韶钢松山	-0.02	0.82	N/A	92.2	68.3	-24.0
600282.SH	南钢股份	0.17	0.37	122%	67.5	56.1	-11.4
600507.SH	方大特钢	0.64	0.65	2%	64.7	59.9	-4.8
600307.SH	酒钢宏兴	0.01	0.21	1347%	74.1	73.7	-0.4
600022.SH	山东钢铁	0.05	0.10	113%	50.9	56.3	5.4
601005.SH	重庆钢铁	-0.02	-0.15	N/A	103.0	28.3	-74.7
601003.SH	柳钢股份	0.77	0.06	-93%	78.0	67.4	-10.5
600126.SH	杭钢股份	0.59	0.78	32%	36.4	30.1	-6.3
600231.SH	凌钢股份	0.41	0.21	-50%	64.0	53.6	-10.4
002756.SZ	永兴特钢	0.12	-0.03	-127%	13.8	22.7	8.9
002075.SZ	沙钢股份	0.39	0.54	38%	38.8	35.8	-3.1
600581.SH	八一钢铁	0.17	0.52	201%	80.9	81.5	0.6
002110.SZ	三钢闽光	0.63	1.37	117%	38.0	35.7	-2.3

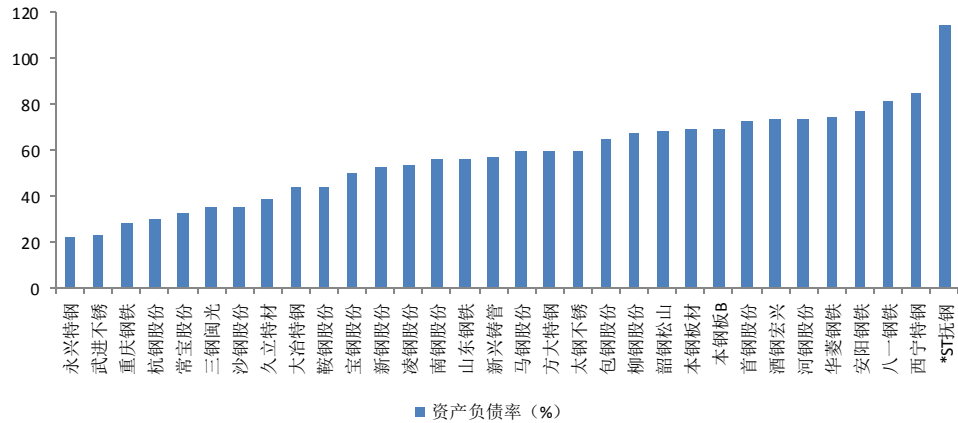
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 51:上市钢企 2018H1 每股经营活动现金净利率增速排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 52:上市钢企 2018H1 资产负债率排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 下半年展望：业绩稳健，关注需求预期变化的投资机会

我们认为，2018 年钢市行情的演绎可以从两个维度上看：**供需错配方向决定钢价走向，库存水平决定回调的深度和上行的高度**。从供需上看，环保限产持续压缩供给，需求层面由于前期地产商拿地积极且有高周转需要，预计地产投资需求短期内不会断崖式下滑，基建投资在政策层面的刺激下大概率回暖，总体需求韧性尚在，供需平衡更紧，钢价仍有上行空间，业绩稳步向好。从库存上看，当前库存水平与 2017 年较接近，如果宏观环境边际宽松的政策对需求的拉动兑现，不排除在 2017 年四季度出现钢价高点。我们看好长材价格继续上行，推荐关注以长材为主要产品结构的区域龙头公司三钢闽光、韶钢股份、柳钢股份、华菱钢铁。在节奏方面，我们认为目前钢价已经充分消化了供给侧环保限产的预期，后期的走势更多看需求侧的边际变化，宜关注需求预期变化带来的机会。

表 19 重点公司盈利预测及估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			P/E		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000932.SZ	华菱钢铁	9.42	2.22	2.24	2.40	4.24	4.21	3.93
601003.SH	柳钢股份	8.43	1.66	1.74	1.80	5.08	4.84	4.68
600507.SH	方大特钢	11.27	2.06	2.22	2.35	5.47	5.08	4.80
002110.SZ	三钢闽光	19.50	4.35	4.45	4.46	4.48	4.38	4.37
600019.SH	宝钢股份	7.78	0.90	0.92	0.95	8.64	8.46	8.19
000778.SZ	新兴铸管	4.93	0.52	0.59	0.63	9.48	8.36	7.83
000959.SZ	首钢股份	4.30	0.53	0.59	0.64	8.11	7.29	6.72
600808.SH	马钢股份	4.01	0.78	0.84	0.87	5.14	4.77	4.61

600581.SH	八一钢铁	4.96	0.83	0.96	1.03	5.98	5.17	4.82
002756.SZ	永兴特钢	14.42	1.27	1.46	1.65	11.35	9.88	8.74
002478.SZ	常宝股份	5.44	0.35	0.51	0.58	15.54	10.67	9.38
000717.SZ	韶钢松山	7.35	1.52	1.55	1.58	4.84	4.74	4.65

资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 风险提示

宏观经济下行超预期；环保限产不及预期。

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。