

推荐 (维持)

三张表同步改善，环保加持行业景气

2018年09月09日

钢铁行业中报综述

上证指数	2702
行业规模	
	占比%
股票家数 (只)	55 1.6
总市值 (亿元)	7778 1.7
流通市值 (亿元)	6997 1.9

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-4.2	-16.4	-20.9
相对表现	-1.5	2.4	-6.5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《钢铁行业周报—低库存下的预期波动》2018-09-02
- 2、《钢铁行业周报—低库存高毛利局面维持，个股关注攀钢》2018-08-26
- 3、《钢铁行业周报—钢价、毛利新高，供给有望再加码》2018-08-21

杨件
yangjian7@cmschina.com.cn
S1090517090004

倪文伟
niwenyi@cmschina.com.cn
S1090517090005

研究助理
李玲
liling7@cmschina.com.cn

- **二季度板块业绩创新高。**2018年二季度上市钢企收入3899.20亿元，同比增长16.55%，环比增长18.43%，主要由于二季度采暖季限产结束、需求较好、钢产量环比大幅增加；归母净利润为290.63亿元，同比增长171.83%、环比增长36.56%，超过去年4季度创历史新高，主要由于二季度钢价环比持续上涨，而原料价格环比Q1不涨反跌，造成原料价格与钢价的剪刀差，因此钢企利润环比增长较高。
- **钢企盈利能力仍在增强，吨钢盈利创近15年新高。**二季度上市钢企毛利率为16.24%，上升1.61个百分点，钢价-原料剪刀差明显带动毛利率上升。普钢上市钢企上半年吨钢毛利平均为706.25，同比2017年上半年增长75.95%。样本企业二季度吨钢毛利平均为788.74元/吨，环比增长28.58%。上半年吨钢净利润367元/吨，同比增长112.58%，创近15年来新高。三费率整体保持平稳，钢企盈利能力仍在增强。
- **现金流持续改善。**2018年上市钢企经营净现金流合计602.95亿元，同比上升72.72%，随着上市钢企营收的增长，经营现金流在改善。上半年投资现金流出97.39亿元、同比下降25.26%，仍处于下降趋势，表明上市钢企的投资活动大幅减少，同时筹资现金流出增加，与钢企去杠杆行为吻合。综合来看，钢企净现金流同比大幅增长，持续改善迹象明显。
- **营运能力提升，资产负债表持续改善。**上半年行业应收账款周转天数为9.93天，同比下降5.9%，周转能力增强；资产注入等因素使固定资产有所增长，同时长期负债持续下降，与钢企无重大资本支出相印证。2018年上半年上市钢企资产负债率为60.51%，比2017年末下降1.59个百分点，主要由于钢企盈利能力、营运能力增强，响应去杠杆号召等，钢企资产负债表持续改善。
- **北方钢厂业绩增幅高，南方钢厂吨盈利高。**北方钢企收入、利润无论是同比还是环比增长幅度均超过南方钢企，主要由于北方钢企冬季采暖季限产影响一季度产量，二季度钢材产量环比有所增长。而南方钢企毛利率比北方钢企高2.6个百分点，三费率比北方钢企低1.9个百分点，盈利能力、营运能力显然高于北方钢企。
- **预计下半年价格高位震荡，钢企盈利将持续提升。**目前库存仍处于低位，钢材价格受预期影响略有回调，但需求仍在。供给端下半年环保为影响供给端的最大变量，采暖季环保限产时间和范围均比去年有所扩大。供需紧平衡将带来下半年钢价高位震荡。预计下半年上游铁矿石价格仍维持低位，成本红利仍在利好钢铁行业盈利，预计三季度钢企利润环比增加15%-20%。
- **投资建议：**基于催化剂，业绩确定性，安全边际三大思路，推荐华菱钢铁、柳钢股份、南钢股份、宝钢股份、久立特材、三钢闽光、太钢不锈、新钢股份、马钢股份等。
- **风险提示：**中美贸易战对钢材板块影响、宏观经济不及预期

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一、二季度板块业绩创新高	5
二、现金流持续改善	12
三、随着盈利提升资产负债表持续改善	13
四、北方钢厂业绩增幅高，南方钢厂吨盈利高	15
五、环保仍为影响价格最大变量，预计下半年价格高位震荡	20
六、投资建议	23
七、风险提示	23

图表目录

图 1: 2018Q2 上市钢企营业收入 (单位: 亿元)	5
图 2: 2018H1 上市钢企营业收入 (单位: 亿元)	5
图 3: 钢价近两年走势 (元/吨)	5
图 4: 单季度全国粗钢产量 (万吨)	5
图 5: 2018Q2 上市钢企归母净利润 (单位: 亿元)	6
图 6: 2018H1 上市钢企归母净利润 (单位: 亿元)	6
图 7: 钢价与原料价格形成剪刀差	6
图 8: 2018Q2 上市钢企毛利率走势 (整体法计算)	7
图 9: 2018H1 上市钢企毛利率走势 (整体法计算)	7
图 10: 五大品种吨钢毛利季度平均 (元/吨)	7
图 11: 2018Q2 上市钢企三费率走势 (整体法计算)	9
图 12: 2018Q2 上市钢企分项费率走势 (整体法计算)	9
图 13: 2018 上半年上市钢企三费率走势 (整体法计算)	9
图 14: 2018 上半年上市钢企分项费率走势 (整体法计算)	9
图 15: 2018Q2 上市钢企年化 ROE	10
图 16: 2018H1 上市钢企年化 ROE	10
图 17: 上市钢企历年吨钢利润 (整体法计算)	12
图 18: 上市钢企经营净现金流入 (单位: 亿元)	12
图 19: 上市钢企投资现金净流出 (单位: 亿元)	12
图 20: 上市钢企筹资净现金流 (单位: 亿元)	13
图 21: 上市钢企净现金流 (单位: 亿元)	13

图 22: 上市钢企固定资产 (单位: 亿元)	14
图 23: 上市钢企长期负债变化 (单位: 亿元)	14
图 24: 上市钢企资产负债率 (整体法计算)	15
图 25: 南方钢企季度营业收入 (单位: 亿元)	16
图 26: 北方钢企季度营业收入 (单位: 亿元)	16
图 27: 南方上市钢企季度归母净利润 (单位: 亿元)	17
图 28: 北方上市钢企季度归母净利润 (单位: 亿元)	17
图 29: 南北方上市钢企季度毛利率走势	17
图 30: 南北方上市钢企半年度毛利率走势	17
图 31: 南北方上市钢企季度三费率走势 (整体法计算)	18
图 32: 南北方上市钢企半年度毛利率走势	18
图 33: 南方上市钢企季度分项费率走势 (整体法计算)	19
图 34: 北方上市钢企季度分项费率走势 (整体法计算)	19
图 35: 历年社会库存 (万吨)	20
图 36: 螺纹社会库存变动 (万吨)	20
图 37: 铁矿石成本曲线	21
图 38: 铁矿石新增产能 (亿吨)	21
图 39: 钢矿价格剪刀差	21
图 40: 近期钢价走势	21
图 41: 钢铁供需平衡表	22
图 42: 成本滞后一月毛利季度均值 (元/吨)	22
表 1: 2018Q2 收入环比增速前十钢企 (单位: 亿元)	5
表 2: 2018Q2 归母净利润环比增速前十钢企 (单位: 亿元)	7
表 3: 上市钢企 2018Q2 单季度毛利率前十	8
表 4: 上半年上市钢企 (普钢) 吨钢毛利 (元/吨)	8
表 5: 2018Q2 各项费用率详细走势 (整体法计算)	9
表 6: 2018H1 各项费用率详细走势 (整体法计算)	9
表 7: 2018Q2 上市钢企三费率升序排列	10
表 8: 2018H1 上市钢企三费率降序排列	10
表 9: 2018Q2 上市钢企 ROE 前十 (年化)	11

表 10: 上市钢企 (普钢) 上半年吨钢净利润	11
表 11: 上市钢企应收账款指标.....	13
表 12: 上市钢企资产负债率前十.....	15
表 13: 南北钢企季度各自收入环比增速前五 (单位: 亿元)	16
表 14: 南北钢企季度各自归母净利润环比增速前五 (单位: 亿元)	17
表 15: 南北上市钢企 2018Q2 单季度各自毛利率前五.....	18
表 16: 南北方钢铁企业季度各自项费用率详细走势 (整体法计算)	19
表 17: 南北方钢企吨钢盈利能力比较	19
表 18: 2018 年采暖季限产政策.....	20

一、二季度板块业绩创新高

Q2 收入环比增速较高：2018 年二季度，钢铁上市公司收入为 3299.20 亿元，同比增长 16.55%，环比增长 18.43%，主要由于二季度采暖季限产结束、需求较好、钢产量环比大幅增加，2018Q2 全国钢产量同比增长 8.35%、环比增长 12.17%，创近两年新高，另一方面旺季开启钢价也有所上行。2018Q2 收入环比增幅最大的五家钢企分别为金洲管道、安阳钢铁、包钢股份、武进不锈及八一钢铁；

上半年同比收入微增。2018 年上半年，钢铁上市公司收入为 7191.53 亿元，同比增长 8.27%。上半年上市钢企（样本内）产量同比增长 6.43%，而上半年上市钢企（样本内）销售单价同比仅增长不足 3%，因此收入同比并未实现较大幅度增长。2018H1 收入环比增幅最大的钢企分别为山东钢铁、久立特材、重庆钢铁和新兴铸管。

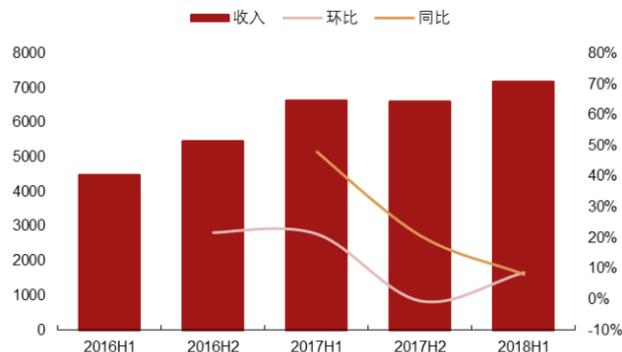
图 1：2018Q2 上市钢企营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

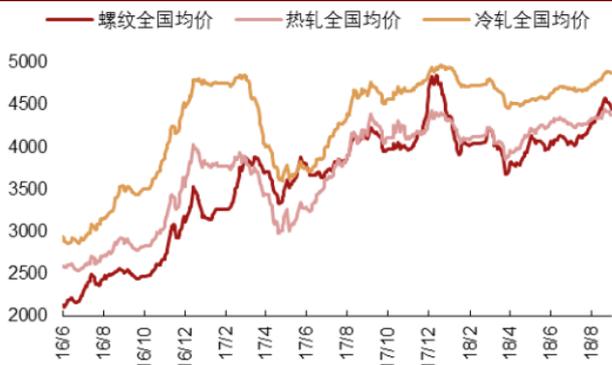
注：此处统计样本在申万钢铁的基础上剔除 ST 沪科与抚顺特钢，下同。

图 2：2018H1 上市钢企营业收入（单位：亿元）



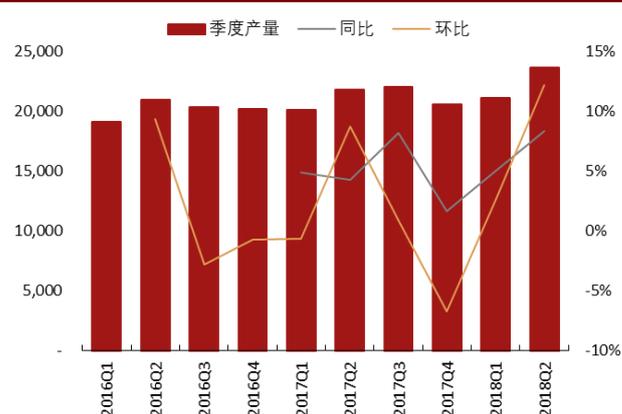
资料来源：Wind、招商证券

图 3：钢价近两年走势（元/吨）



资料来源：Wind、招商证券

图 4：单季度全国粗钢产量（万吨）



资料来源：统计局、招商证券

表 1：2018Q2 收入环比增速前十钢企（单位：亿元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
合计	3296.51	3345.45	3569.07	3041.49	3292.34	3899.20	16.55%	18.43%
金洲管道	6.47	9.11	11.11	11.95	7.54	12.27	34.70%	62.71%

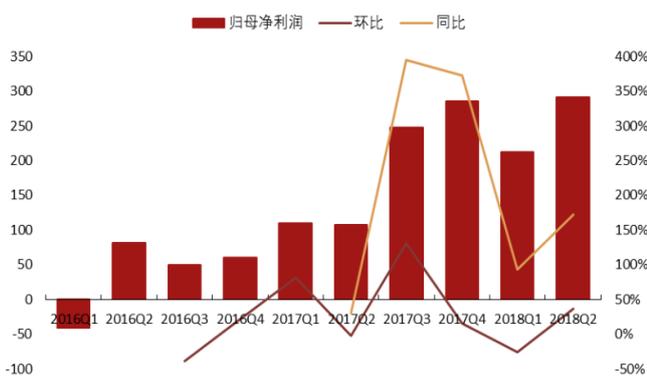
敬请阅读末页的重要说明

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
安阳钢铁	54.88	60.38	85.38	69.65	62.58	95.09	57.50%	51.95%
包钢股份	106.30	105.03	137.49	188.02	129.87	186.94	77.99%	43.95%
武进不锈	2.31	4.09	3.84	4.38	3.95	5.59	36.69%	41.58%
八一钢铁	28.38	42.45	54.87	41.86	34.09	48.05	13.18%	40.96%
酒钢宏兴	91.20	102.08	111.33	105.27	98.14	132.28	29.58%	34.79%
凌钢股份	38.89	44.73	50.44	45.81	44.42	56.43	26.15%	27.05%
常宝股份	6.32	8.71	9.68	10.23	11.09	13.83	58.82%	24.73%
河钢股份	283.20	261.40	324.46	220.77	250.34	311.42	19.14%	24.40%

资料来源: Wind, 招商证券

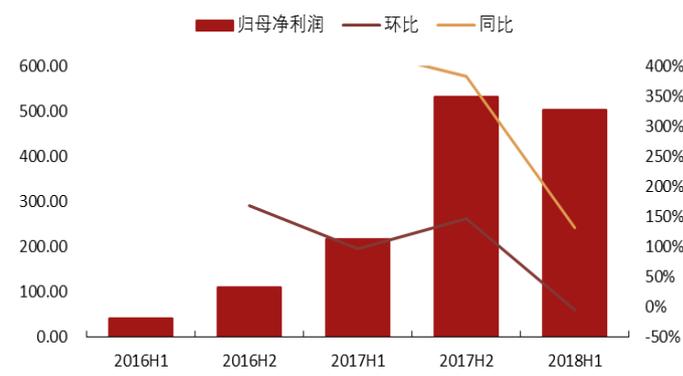
二季度利润同比大幅上升、环比上升 36.56%，整体符合预期：2018 年 Q2 钢铁上市公司实现归母公司净利润为 290.63 亿元，同比 2017 年 Q2 大幅上涨 171.83%、环比 2018 年 Q1 上涨 36.56%，整体符合预期。主要由于二季度钢价环比持续上涨，而原料价格环比 Q1 不涨反跌，造成原料价格与钢价的剪刀差，因此钢企利润环比增长较高。上半年来看，钢铁上市公司实现归母公司净利润为 503.45 亿元，同比大幅上涨 132.28%，利润改善明显，整体符合预期。

图 5: 2018Q2 上市钢企归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

图 6: 2018H1 上市钢企归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

图 7: 钢价与原料价格形成剪刀差



资料来源: Wind, mysteel, 招商证券

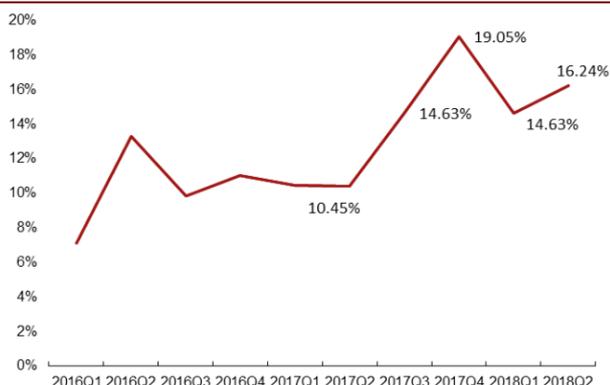
表 2: 2018Q2 归母净利润环比增速前十钢企 (单位: 亿元)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
合计	109.83	106.92	247.30	285.43	212.82	290.63	171.83%	36.56%
安阳钢铁	-2.01	2.28	9.49	6.24	1.29	8.88	288.82%	589.42%
金洲管道	0.07	0.32	0.68	0.56	0.10	0.56	75.84%	478.85%
河钢股份	6.49	6.02	9.44	-3.78	3.73	14.49	140.92%	288.63%
酒钢宏兴	2.23	1.27	3.14	-2.44	1.23	4.62	262.82%	276.51%
常宝股份	0.21	0.41	0.33	0.48	0.47	1.59	287.85%	237.39%
三钢闽光	4.08	6.73	13.96	15.13	9.66	22.68	236.96%	134.81%
新兴铸管	2.31	2.70	3.07	2.85	3.78	7.57	179.76%	100.39%
凌钢股份	1.67	2.38	5.91	2.11	2.55	4.94	107.09%	93.75%
武进不锈	0.09	0.51	0.33	0.35	0.32	0.60	17.42%	84.20%
首钢股份	4.97	4.52	8.14	4.48	5.05	9.20	103.39%	82.33%

资料来源: Wind, 招商证券

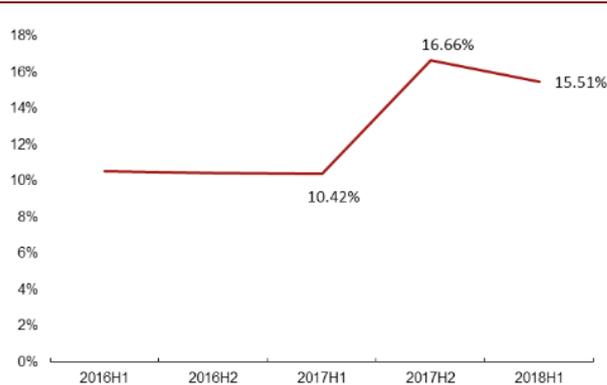
Q2 毛利率继续上升, 中枢有所提升: 2018 年 Q2 上市钢企整体法计算所得毛利率为 16.24%, 同比 2017 年 Q2 上升 5.86 个百分点, 环比 2018 年 Q1 上升 1.61 个百分点; 主要由于 2018 年 Q2 钢价上涨, 而原料价格却没有跟涨。2018 年 H1 上市钢企整体法计算所得毛利率为 15.51%, 同比提升超过 5 个百分点。

图 8: 2018Q2 上市钢企毛利率走势 (整体法计算)



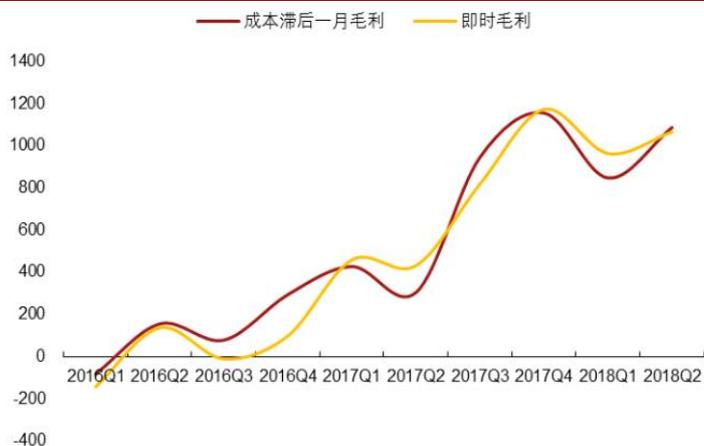
资料来源: Wind, 招商证券

图 9: 2018H1 上市钢企毛利率走势 (整体法计算)



资料来源: Wind, 招商证券

图 10: 五大品种吨钢毛利季度平均 (元/吨)



资料来源: 招商证券

表 3: 上市钢企 2018Q2 单季度毛利率前十

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
平均毛利率 (整体算法)	10.45%	10.38%	14.63%	19.05%	14.63%	16.24%	5.86%	1.61%
方大特钢	21.97%	27.28%	36.76%	38.90%	29.22%	33.26%	5.98%	4.04%
三钢闽光	13.37%	19.53%	32.29%	34.62%	22.82%	28.51%	8.98%	5.69%
沙钢股份	12.16%	11.31%	19.68%	28.19%	22.68%	24.63%	13.32%	1.94%
南钢股份	12.71%	15.58%	15.39%	20.80%	19.83%	23.38%	7.80%	3.55%
武进不锈	14.75%	22.54%	18.34%	18.86%	16.01%	22.37%	-0.17%	6.36%
韶钢松山	6.22%	12.57%	21.17%	11.19%	16.30%	22.12%	9.55%	5.82%
久立特材	22.84%	18.94%	23.44%	21.11%	23.11%	21.89%	2.95%	-1.22%
常宝股份	12.99%	15.66%	14.41%	17.49%	18.46%	21.30%	5.63%	2.84%
重庆钢铁	-7.14%	7.92%	10.10%	-1.05%	10.33%	20.48%	12.56%	10.15%
新兴铸管	6.61%	8.32%	11.58%	23.49%	14.21%	17.98%	9.66%	3.77%

资料来源: Wind, 招商证券

上市钢企吨钢毛利回到较高水平: 2018 年上半年上市钢企 (普钢) 吨钢毛利平均为 706.25, 同比 2017 年上半年增长 75.95%。环比来看, 以公布企业为样本, 二季度吨钢毛利多为增长, 二季度吨钢毛利平均为 788.74 元/吨, 环比一季度增长 28.58%。普钢股中, 沙钢股份、三钢闽光、宝钢股份等上半年吨钢毛利超过 900 元/吨, 盈利能力大幅提升。

表 4: 上半年上市钢企 (普钢) 吨钢毛利 (元/吨)

证券简称	2017H1	2018H1	同比	2018Q1	2018Q2	环比
沙钢股份	465.30	972.58	109.02%			
三钢闽光	531.92	946.44	77.93%			
宝钢股份	734.86	937.02	27.51%	934.99	939.02	0.43%
南钢股份	507.26	897.89	77.01%	871.14	919.97	5.61%
韶钢松山	386.74	836.42	116.28%			
华菱钢铁	452.60	832.24	83.88%	730.97	956.70	30.88%
杭钢股份	351.93	827.66	135.17%	737.50	922.55	25.09%
柳钢股份	212.72	795.55	273.98%	780.16	810.24	3.86%
新钢股份	311.27	780.05	150.60%	612.89	934.67	52.50%
河钢股份	463.50	661.77	42.78%			
鞍钢股份	401.71	660.19	64.35%			
包钢股份	376.61	648.30	72.14%			
本钢板材	416.25	636.21	52.84%			
马钢股份	389.06	606.67	55.93%	511.96	693.55	35.47%
重庆钢铁	66.74	564.05	745.18%	374.93	723.72	93.03%
山东钢铁	470.28	543.68	15.61%	597.31	513.62	-14.01%
凌钢股份	359.57	541.85	50.69%	419.64	648.20	54.47%
首钢股份	409.08	531.66	29.97%			
安阳钢铁	323.18	523.44	61.97%	392.63	613.88	56.35%
八一钢铁	397.15	389.23	-1.99%			
平均	401.39	706.25	75.95%	633.10	788.74	24.58%

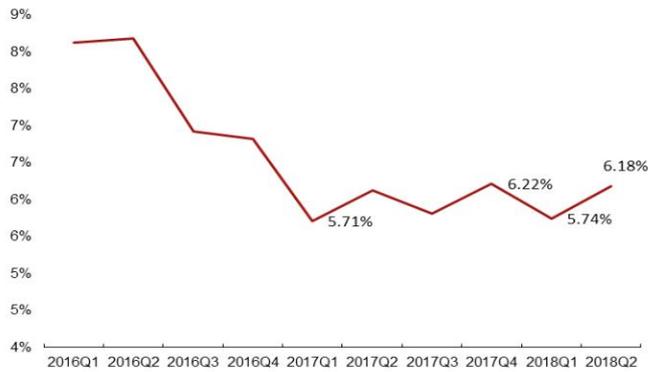
资料来源: 公司公告, 招商证券

注: 季度吨钢毛利中, 部分公司未公布单季度经营情况。

三费率整体波动不大, 其他期间费用率同比有所上升: 2018 年 Q2 上市钢企三费率为 6.18%, 同比上升 0.05 个百分点、环比上升 0.44 个百分点; 2018 年 H1 上市钢企三费率为 5.98%, 同比上升 0.06 个百分点、环比下降 0.02 个百分点, 整体走势呈波动稳定。分项来看, 销售费用率、管理费用率走势都较为平稳, 财务费用率有所上升。而除去三

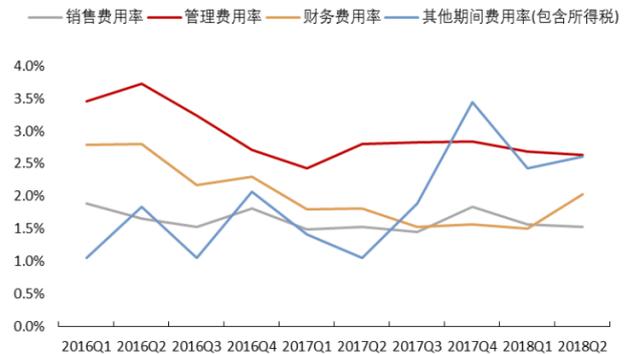
费率的其他费用率（包括所得税）同比增加 1.55 个百分点，主要由于随着钢企盈利能力逐渐恢复正常，由于前期亏损而产生的税收减免逐渐消除，因此所得税回归正常水平，即比亏损期间大幅上升。

图 11: 2018Q2 上市钢企三费率走势（整体法计算）



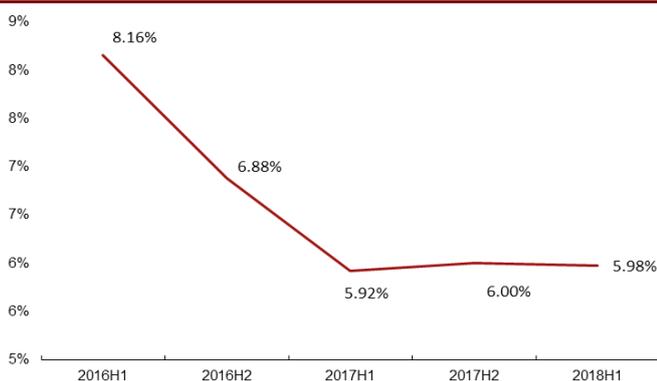
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 2018Q2 上市钢企分项费率走势（整体法计算）



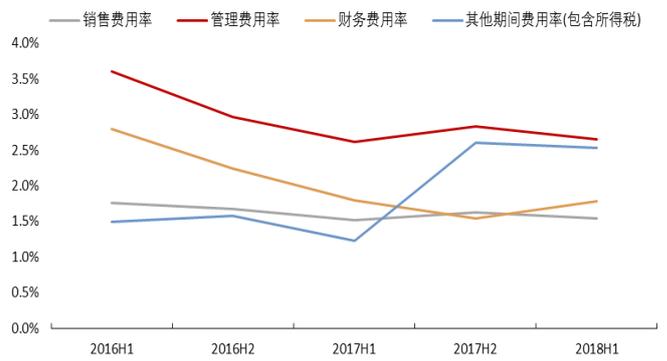
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 2018 上半年上市钢企三费率走势（整体法计算）



资料来源: Wind、招商证券

图 14: 2018 上半年上市钢企分项费率走势（整体法计算）



资料来源: Wind、招商证券

表 5: 2018Q2 各项费用率详细走势（整体法计算）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
销售费用率	1.49%	1.53%	1.44%	1.83%	1.56%	1.52%	-0.01%	-0.04%
管理费用率	2.42%	2.80%	2.83%	2.83%	2.68%	2.63%	-0.17%	-0.05%
财务费用率	1.79%	1.81%	1.53%	1.56%	1.50%	2.02%	0.22%	0.52%
三费率	5.71%	6.13%	5.81%	6.22%	5.74%	6.18%	0.05%	0.44%
其他期间费用率 (包含所得税)	1.41%	1.06%	1.89%	3.44%	2.43%	2.61%	1.55%	0.18%

资料来源: Wind, 招商证券

表 6: 2018H1 各项费用率详细走势（整体法计算）

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	同比	环比
销售费用率	1.76%	1.67%	1.51%	1.62%	1.54%	0.03%	-0.08%
管理费用率	3.61%	2.97%	2.61%	2.83%	2.65%	0.04%	-0.18%
财务费用率	2.79%	2.24%	1.80%	1.55%	1.79%	-0.01%	0.24%
三费率	8.16%	6.88%	5.92%	6.00%	5.98%	0.06%	-0.02%

敬请阅读末页的重要说明

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	同比	环比
其他期间费用率 (包含所得税)	1.49%	1.57%	1.23%	2.60%	2.53%	1.30%	-0.08%

资料来源: Wind, 招商证券

表 7: 2018Q2 上市钢企三费率升序排列

三费率	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
平均(整体法)	5.71%	6.13%	5.81%	6.22%	5.74%	6.18%	0.05%	0.44%
沙钢股份	2.26%	2.74%	2.34%	2.24%	1.87%	1.70%	-1.04%	-0.18%
三钢闽光	1.66%	1.52%	1.61%	1.37%	1.23%	1.82%	0.30%	0.59%
杭钢股份	3.14%	2.46%	2.42%	1.08%	2.29%	2.18%	-0.28%	-0.11%
新钢股份	2.77%	2.45%	2.50%	2.20%	1.17%	2.33%	-0.12%	1.16%
山东钢铁	3.82%	3.46%	6.34%	-11.77%	3.00%	2.85%	-0.61%	-0.15%
柳钢股份	2.21%	1.18%	0.79%	1.41%	1.26%	3.13%	1.95%	1.87%
凌钢股份	4.59%	4.30%	3.16%	3.79%	3.49%	3.72%	-0.58%	0.23%
马钢股份	4.34%	4.81%	4.72%	4.12%	4.60%	4.12%	-0.69%	-0.48%
华菱钢铁	5.36%	6.39%	5.71%	7.29%	6.00%	4.90%	-1.49%	-1.09%
鞍钢股份	6.37%	5.78%	5.67%	7.26%	6.13%	4.96%	-0.82%	-1.16%

资料来源: Wind, 招商证券

表 8: 2018H1 上市钢企三费率降序排列

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	同比	环比
平均(整体法)	8.16%	6.88%	5.92%	6.00%	5.98%	0.06%	-0.02%
三钢闽光	3.34%	2.74%	1.59%	1.49%	1.62%	0.03%	0.13%
新钢股份	5.09%	3.29%	2.59%	2.34%	1.75%	-0.84%	-0.59%
沙钢股份	4.29%	3.48%	2.51%	2.28%	1.78%	-0.74%	-0.51%
柳钢股份	4.45%	3.39%	1.67%	1.11%	2.19%	0.53%	1.08%
杭钢股份	4.97%	3.78%	2.80%	1.76%	2.23%	-0.56%	0.47%
山东钢铁	5.29%	3.38%	3.65%	1.92%	2.92%	-0.73%	1.00%
凌钢股份	6.71%	4.83%	4.43%	3.46%	3.62%	-0.81%	0.16%
韶钢松山	7.14%	4.73%	3.77%	0.59%	4.32%	0.55%	3.73%
马钢股份	8.45%	5.48%	4.58%	4.40%	4.34%	-0.24%	-0.06%
南钢股份	9.24%	7.40%	6.03%	5.16%	5.22%	-0.81%	0.05%

资料来源: Wind, 招商证券

行业盈利中枢有所抬升: 2018 年 Q2 单季度年化 ROE 为 18.95%, 同比大幅上升 10.61 个百分点、环比上升 4.93 个百分点; 2018 年 H1 半年度年化 ROE 为 16.73%, 同比大幅上升 7.89 个百分点。

图 15: 2018Q2 上市钢企年化 ROE

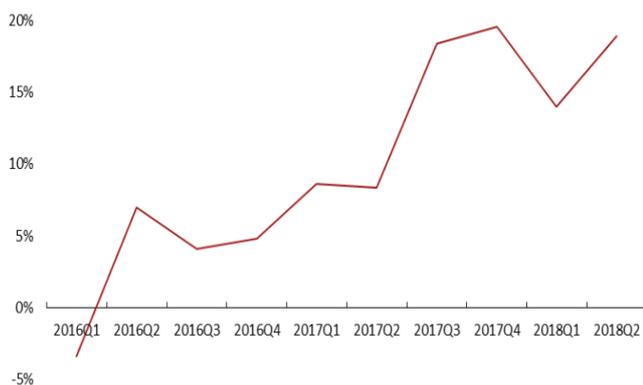
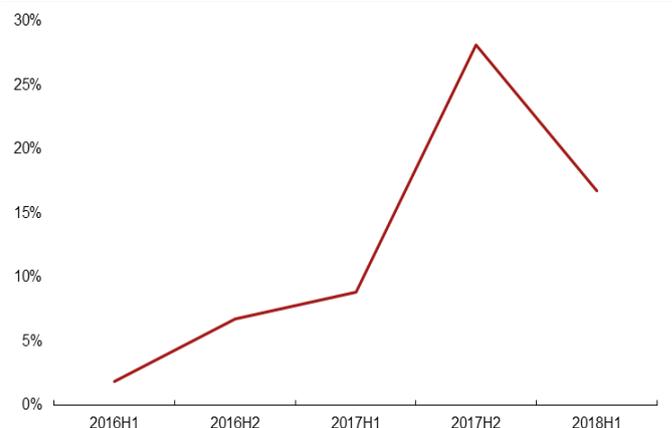


图 16: 2018H1 上市钢企年化 ROE



资料来源: Wind, 招商证券

资料来源: Wind, 招商证券

表 9: 2018Q2 上市钢企 ROE 前十 (年化)

ROE	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
行业平均	8.61%	8.34%	18.39%	19.61%	14.02%	18.95%	10.61%	4.93%
方大特钢	40.81%	56.37%	97.15%	91.68%	54.54%	79.94%	23.57%	25.40%
三钢闽光	21.73%	34.04%	63.37%	58.99%	33.61%	66.99%	32.96%	33.38%
华菱钢铁	19.24%	37.78%	80.79%	64.71%	55.22%	59.38%	21.60%	4.16%
安阳钢铁	-16.94%	19.21%	70.98%	40.66%	7.89%	50.44%	31.22%	42.55%
柳钢股份	17.11%	15.65%	63.45%	85.54%	54.18%	49.09%	33.45%	-5.09%
沙钢股份	15.25%	11.42%	24.13%	41.45%	28.98%	41.02%	29.60%	12.04%
南钢股份	31.65%	35.65%	37.07%	41.98%	33.33%	38.99%	3.35%	5.67%
新钢股份	12.49%	13.38%	33.88%	59.75%	25.24%	35.03%	21.65%	9.78%
马钢股份	17.84%	14.09%	19.96%	23.94%	23.06%	31.33%	17.23%	8.27%
凌钢股份	12.56%	17.38%	40.21%	13.43%	15.65%	28.97%	11.59%	13.31%

资料来源: Wind, 招商证券

注: 剔除韶钢松山, 其 Q1 ROE 为 100.91%, 视为异常值。

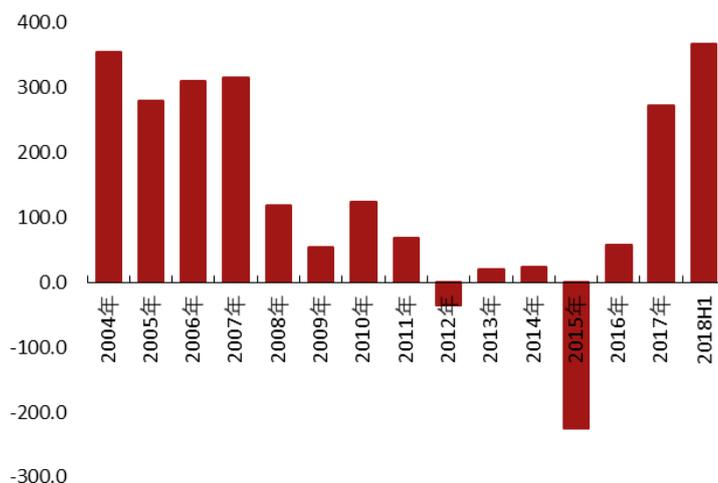
吨钢净利创近 15 年新高: 2018 年上半年上市钢企吨钢净利润 (整体法计算) 达到 367 元/吨, 创近 15 年新高 (2004 年为 356 元/吨), 同比 2017 年上半年增长 112.58%。单季度来看, 2018 年 Q2 盈利能力也在持续增强, 就样本钢企的吨钢净利润来看, 2018 年 Q2 样本钢企整体法的吨钢净利润为 409.76 元/吨, 环比 2018 年 Q1 增长 15.51%。综合来看, 钢企上半年吨钢净利润创历史新高。

表 10: 上市钢企 (普钢) 上半年吨钢净利润

证券简称	2017H1	2018H1	同比	2018Q1	2018Q2	环比
河钢股份	88.46	149.10	68.55%			
韶钢松山	230.37	631.92	174.31%			
本钢板材	106.54	182.62	71.41%			
鞍钢股份	167.12	295.44	76.78%			
华菱钢铁	126.32	390.75	209.33%	343.16	439.87	28.18%
首钢股份	106.50	169.58	59.23%			
沙钢股份	122.92	366.70	198.33%			
三钢闽光	354.62	655.14	84.75%			
包钢股份	87.64	189.59	116.34%			
宝钢股份	264.46	417.82	57.99%	422.14	413.55	-2.04%
山东钢铁	174.15	334.93	92.32%	345.33	329.10	-4.70%
杭钢股份	162.57	511.90	214.87%	434.67	593.16	36.46%
凌钢股份	156.46	278.03	77.69%	203.41	342.96	68.60%
南钢股份	255.55	438.35	71.53%	426.98	447.74	4.86%
酒钢宏兴	145.55	168.89	16.04%	73.12	259.01	254.24%
安阳钢铁	8.21	254.63	3000.32%	78.90	376.14	376.71%
八一钢铁	161.22	91.98	-42.95%			
新钢股份	132.08	490.63	271.46%	411.43	563.88	37.05%
马钢股份	164.83	343.24	108.24%	296.64	385.99	30.12%
柳钢股份	117.49	547.38	365.90%	574.63	521.37	-9.27%
重庆钢铁	-611.82	245.79	-	246.89	244.85	-0.83%

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 17: 上市钢企历年吨钢利润 (整体法计算)



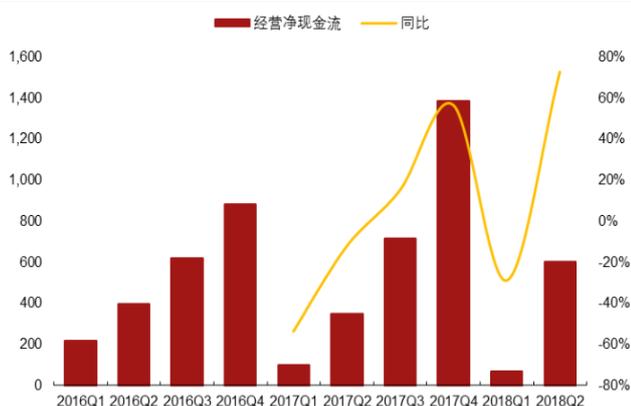
资料来源: 公司公告, 招商证券

二、现金流持续改善

经营现金流整体呈改善: 2018 年上半年上市钢企经营净现金流合计 602.95 亿元, 同比上升 72.72%, 在营收同比大幅增长的情况下, 上市钢企经营现金流改善明显。

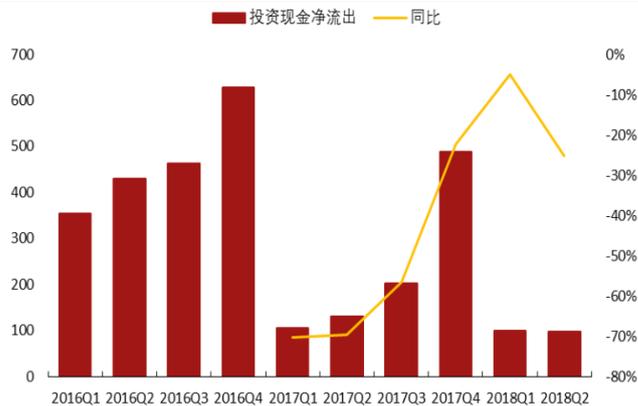
投资现金流持续降低, 严禁新增产能执行效果明显: 上市钢企 2018 年上半年投资现金流出同比大幅降低, 2018 年上半年投资现金流流出为 97.39 亿元、同比下降 25.26%, 仍处于下降趋势, 上市钢企的投资活动大幅减少, 主要由于国家严禁新建钢铁产能, 钢企无重大项目投资。

图 18: 上市钢企经营净现金流入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 19: 上市钢企投资现金净流出 (单位: 亿元)

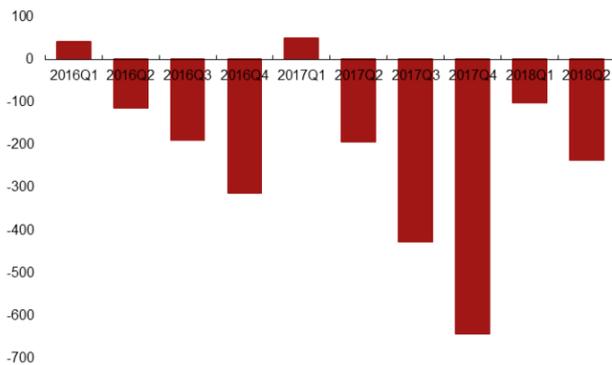


资料来源: Wind, 招商证券

筹资净现金流流出增加: 2018 年上半年, 上市钢企的筹资净现金流流出继续增加, 这与钢企整体降杠杆、还债的行为相符合。从整体趋势来看, 上市钢企筹资现金流的流出在短期呈逐渐增加的趋势。

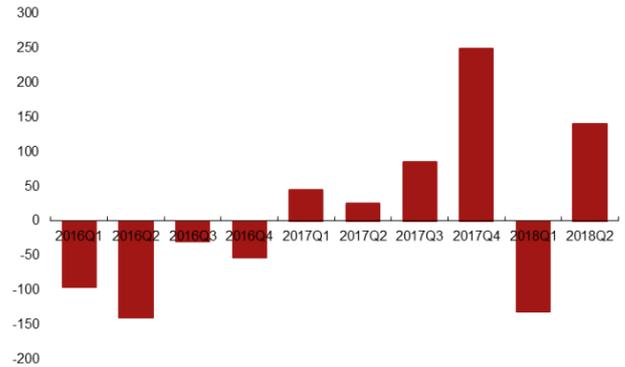
净现金流转为流入: 由于 2018 年上半年上市钢企的经营现金流入明显大于投资和筹资现金流出, 因此净现金流转正, 同比 2017 年上半年大幅增长。

图 20: 上市钢企筹资净现金流 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 21: 上市钢企净现金流 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

三、随着盈利提升资产负债表持续改善

应收账款同比微降, 周转情况转好: 上半年行业应收账款周转天数为 9.93 天, 同比下降 5.9%; 在收入同比有所增长的背景下, 应收账款小幅下滑 0.71%, 说明在行业回暖的情况下钢企的回款能力有所增强。总体来看, 南方钢厂的回款能力普遍好于北方钢厂。

表 11: 上市钢企应收账款指标

	应收账款 (亿元)			应收账款周转天数 (天)		
	2017Q2	2018Q2	同比	2017Q2	2018Q2	同比
行业	425.72	422.68	-0.71%	10.55	9.93	-5.90%
大冶特钢	4.81	4.43	-7.91%	14.26	11.55	-19.01%
河钢股份	20.66	26.48	28.14%	6.91	8.32	20.27%
韶钢松山	4.22	1.61	-61.84%	5.19	4.95	-4.56%
本钢板材	5.36	7.08	32.06%	5.03	5.52	9.55%
新兴铸管	16.58	17.25	4.03%	11.41	14.83	29.99%
太钢不锈	16.50	19.71	19.47%	9.98	8.56	-14.28%
鞍钢股份	22.76	25.04	10.02%	9.72	9.54	-1.90%
华菱钢铁	27.97	35.92	28.39%	13.49	12.98	-3.75%
首钢股份	10.08	13.57	34.67%	6.32	7.64	20.94%
沙钢股份	0.74	0.50	-32.01%	1.69	1.39	-17.85%
三钢闽光	0.22	1.13	416.03%	0.26	0.58	121.97%
久立特材	5.93	6.09	2.75%	69.61	53.42	-23.27%
金洲管道	4.32	5.13	18.88%	48.94	43.45	-11.21%
常宝股份	6.31	7.25	14.92%	64.33	44.43	-30.95%
永兴特钢	0.77	0.96	24.83%	6.78	6.57	-3.06%
包钢股份	17.66	32.92	86.45%	14.15	18.12	28.01%
宝钢股份	148.83	132.55	-10.94%	13.40	15.35	14.57%
山东钢铁	2.95	7.26	145.85%	4.02	3.35	-16.58%
西宁特钢	8.63	6.61	-23.40%	56.46	30.82	-45.42%
杭钢股份	1.62	1.03	-36.84%	2.20	1.65	-24.90%
凌钢股份	0.78	1.12	42.67%	2.37	1.51	-36.25%
南钢股份	3.74	7.97	113.02%	4.31	5.97	38.44%
酒钢宏兴	3.00	2.43	-19.21%	2.99	1.72	-42.42%
方大特钢	3.45	4.82	39.50%	8.49	8.05	-5.24%

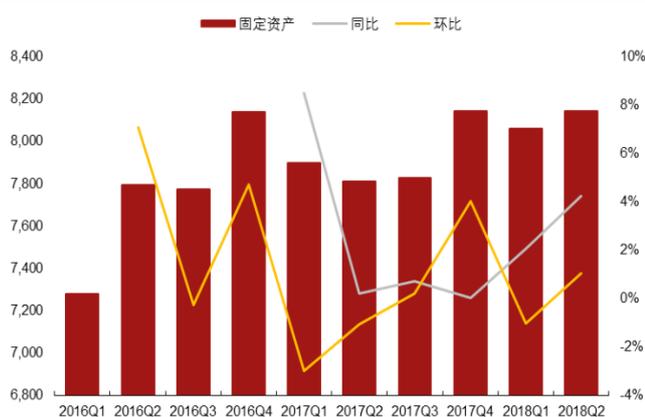
	应收账款 (亿元)			应收账款周转天数 (天)		
安阳钢铁	10.18	7.90	-22.33%	16.38	10.06	-38.57%
八一钢铁	0.56	1.21	116.74%	0.77	1.75	127.62%
新钢股份	17.78	18.38	3.36%	17.89	11.92	-33.36%
马钢股份	9.28	11.11	19.73%	4.57	4.67	2.06%
柳钢股份	2.18	2.93	34.33%	1.87	2.12	13.05%
重庆钢铁	2.80	0.90	-67.95%	10.68	1.09	-89.83%
武进不锈	4.53	4.34	-4.23%	122.98	76.13	-38.10%

资料来源: Wind, 招商证券

产能置换、资产注入等因素使固定资产规模稳中小幅增长: 到 2018 年上半年上市钢企固定资产规模为 8145.50 亿元, 同比增加 4.26%, 比 2018 年一季度末增加 1.05%。2017 年将近 10 家上市钢企公布资产置换方案, 2017 年四季度八一钢铁完成铁前资产注入, 2018 年二季度三钢闽光完成三安钢铁的并表, 使得固定资产总规模在二季度末有所增长。

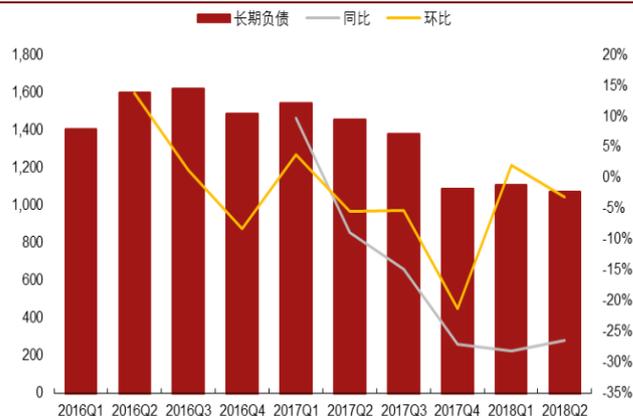
长期负债下降趋势明显: 2018 年一季度上市钢企长期负债为 1072.61 亿元, 同比下降 26.33%、环比下降 3.08%, 总体来看, 上市钢企的长期负债呈逐渐下降趋势, 上市钢企长期负债增加并不明显, 表明钢企短期内并无重大资本支出。

图 22: 上市钢企固定资产 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

图 23: 上市钢企长期负债变化 (单位: 亿元)



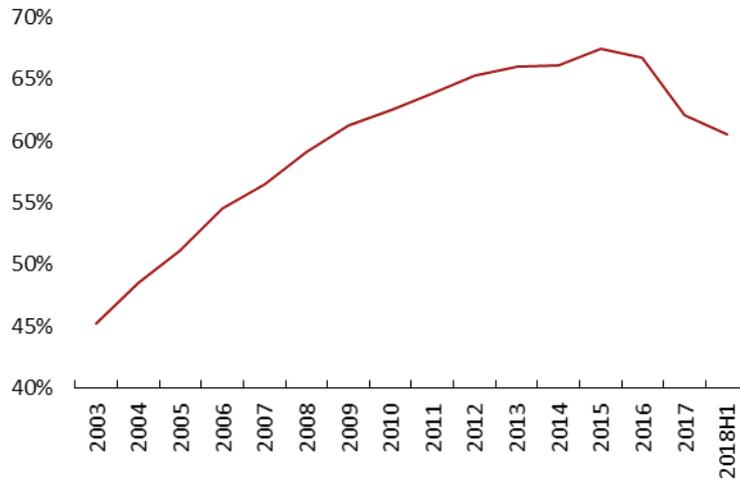
资料来源: Wind, 招商证券

注: 此处长期负债=长期借款+应付债券

资产负债率呈下降趋势: 2018 年上半年上市钢企的资产负债率为 60.51%, 比 2017 年末下降 1.59 个百分点, 由于上市钢企盈利好转、现金流改善, 偿债能力增强, 同时响应国家去杠杆号召, 资产负债率持续下降。整体来看目前上市钢企的资产负债率比高点时已经下降 6.92 个百分点, 但比历史水平仍处于相对较高位置, 未来仍有下降空间。

综合来看, 钢企在钢价上涨、盈利能力持续增长的背景下, 资产负债表也逐步改善, 各项指标向好。

图 24: 上市钢企资产负债率 (整体法计算)



资料来源: Wind、招商证券

表 12: 上市钢企资产负债率前十

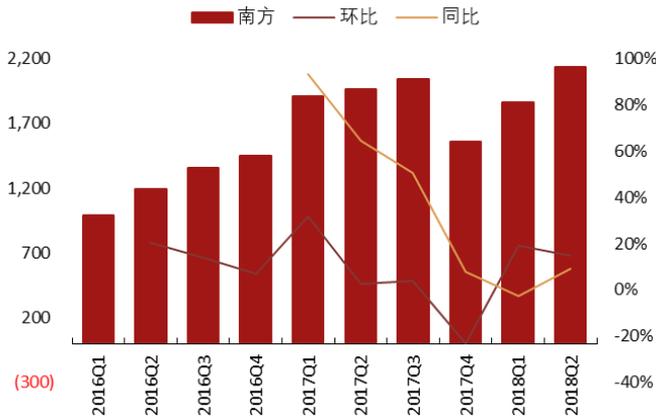
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
行业平均	66.27%	65.65%	64.22%	61.66%	60.41%	60.51%	-5.14%	0.10%
永兴特钢	14.67%	13.76%	14.18%	14.85%	17.93%	22.68%	8.93%	4.75%
武进不锈	17.01%	21.45%	19.91%	20.97%	23.27%	23.32%	1.87%	0.05%
重庆钢铁	101.91%	103.01%	102.66%	32.82%	32.64%	28.29%	-74.72%	-4.35%
杭钢股份	39.09%	36.36%	34.89%	31.55%	30.25%	30.07%	-6.29%	-0.18%
金洲管道	36.94%	36.11%	33.17%	30.63%	33.28%	31.91%	-4.19%	-1.37%
常宝股份	23.37%	28.02%	29.29%	30.26%	29.20%	32.62%	4.60%	3.42%
三钢闽光	42.66%	38.02%	38.57%	30.09%	31.11%	35.71%	-2.31%	4.60%
沙钢股份	39.90%	38.81%	38.04%	36.32%	35.00%	35.76%	-3.05%	0.76%
久立特材	28.90%	30.31%	30.12%	39.59%	38.99%	39.30%	8.99%	0.31%
大冶特钢	34.17%	37.99%	38.05%	38.77%	39.35%	43.77%	5.78%	4.41%

资料来源: Wind, 招商证券

四、北方钢厂业绩增幅高，南方钢厂吨盈利高

北方钢企收入同比、环比增加幅度超过南方钢企: 2018 年二季度, 13 家南方钢铁上市公司收入为 2135.39 亿元, 同比增长 8.92%, 环比增长 14.87%; 7 家北方钢铁上市公司收入为 1143.78 亿元, 同比增长 30.32%, 环比增长 22.15%。从同比和环比增长来看, 北方钢企收入增长幅度超过南方钢企, 主要由于北方钢企冬季采暖季限产影响一季度产量, 二季度钢材产量环比有所增长。

图 25: 南方钢企季度营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 招商证券

注: 1) 以上计算只考虑普钢企业, 不考虑特钢企业, 下同
2) 计算时剔除三钢闽光二季度并表子公司三安钢铁的营业收入

图 26: 北方钢企季度营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 招商证券

表 13: 南北钢企季度各自收入环比增速前五 (单位: 亿元)

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
南方钢企收入合计	1960.57	2038.61	1562.16	1858.88	2135.39	8.92%	14.87%
安阳钢铁	60.38	85.38	69.65	62.58	95.09	57.50%	51.95%
宝钢股份	850.25	819.93	373.58	675.46	811.76	-4.53%	20.18%
马钢股份	178.51	176.77	203.63	183.08	217.55	21.87%	18.83%
华菱钢铁	170.97	210.60	205.04	200.06	235.61	37.81%	17.77%
重庆钢铁	28.67	36.61	50.54	51.52	59.40	107.22%	15.30%
北方钢企收入合计	877.65	1036.98	996.92	936.38	1143.78	30.32%	22.15%
包钢股份	105.03	137.49	188.02	129.87	186.94	77.99%	43.95%
八一钢铁	42.45	54.87	41.86	34.09	48.05	13.18%	40.96%
凌钢股份	44.73	50.44	45.81	44.42	56.43	26.15%	27.05%
河钢股份	261.40	324.46	220.77	250.34	311.42	19.14%	24.40%
鞍钢股份	196.86	214.49	238.04	215.13	253.69	28.87%	17.92%

资料来源: Wind, 招商证券

同样由于环保限产因素, 二季度北方钢企利润环比涨幅高于南方钢企: 二季度样本内南方钢企实现归母净利润 188.21 亿元, 同比大幅上涨 180.99%、环比 2018 年 Q1 上涨 24.34%; 样本内北方钢企实现归母公司净利润 60.29 亿元, 同比增长 116.40%、环比 2018Q1 增长 56.43%。主要原因仍是北方钢企二季度解除限产使产量有所增长。

图 27: 南方上市钢企季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: wind、招商证券

注: 计算时剔除三钢闽光二季度并表子公司三安钢铁的净利润

图 28: 北方上市钢企季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: wind、招商证券

表 14: 南北钢企季度各自归母净利润环比增速前五 (单位: 亿元)

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
南方钢企归母净利润总计	66.98	166.00	216.20	151.36	188.21	180.99%	24.34%
安阳钢铁	2.28	9.49	6.24	1.29	8.88	288.82%	589.42%
山东钢铁	1.43	4.77	8.52	6.21	10.57	638.72%	70.01%
沙钢股份	0.82	1.81	3.35	2.55	3.92	376.09%	54.12%
新钢股份	3.00	8.03	17.35	8.70	12.89	329.83%	48.18%
马钢股份	7.42	10.96	13.89	14.18	20.11	171.09%	41.79%
北方钢企归母净利润总计	27.86	59.04	38.24	38.54	60.29	116.40%	56.43%
河钢股份	6.02	9.44	-3.78	3.73	14.49	140.92%	288.63%
凌钢股份	2.38	5.91	2.11	2.55	4.94	107.09%	93.75%
首钢股份	4.52	8.14	4.48	5.05	9.20	103.39%	82.33%
包钢股份	3.90	8.19	6.55	6.37	7.79	99.84%	22.36%
鞍钢股份	7.54	14.62	23.20	15.90	19.09	153.18%	20.06%

资料来源: Wind, 招商证券

南方钢企盈利能力高于北方钢企: 2018 年二季度南方上市钢企整体法计算所得毛利率为 16.90%，同比 2017 年 Q2 上升 7.51 个百分点，环比 2018 年 Q1 上升 1.66 个百分点；10 家北方上市钢企整体法计算所得毛利率为 15.29%，同比 2017 年 Q2 上升 3.32 个百分点，环比 2018 年 Q1 上升 1.55 个百分点。整体来看南方钢企盈利能力高于北方钢企。

图 29: 南北方上市钢企季度毛利率走势

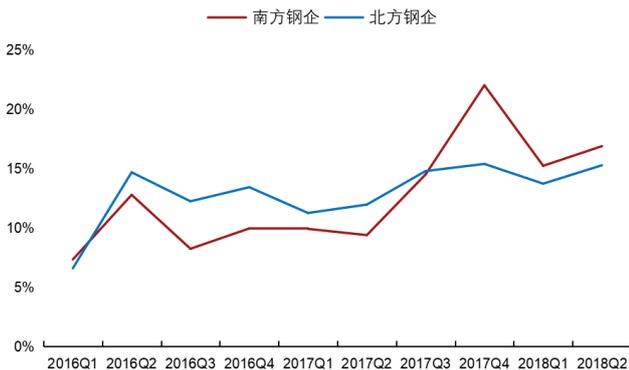


图 30: 南北方上市钢企半年度毛利率走势



资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

表 15: 南北上市钢企 2018Q2 单季度各自毛利率前五

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
南方钢企平均毛利率(整体法)	9.39%	14.51%	22.03%	15.24%	16.90%	7.51%	1.66%
方大特钢	27.28%	36.76%	38.90%	29.22%	33.26%	5.98%	4.04%
三钢闽光	19.53%	32.29%	34.62%	22.82%	28.51%	8.98%	5.69%
沙钢股份	11.31%	19.68%	28.19%	22.68%	24.63%	13.32%	1.94%
南钢股份	15.58%	15.39%	20.80%	19.83%	23.38%	7.80%	3.55%
韶钢松山	12.57%	21.17%	11.19%	16.30%	22.12%	9.55%	5.82%
北方钢企平均毛利率(整体法)	11.97%	14.80%	15.40%	13.73%	15.29%	3.32%	1.55%
新兴铸管	8.32%	11.58%	23.49%	14.21%	17.98%	9.66%	3.77%
太钢不锈	12.98%	16.75%	25.30%	16.50%	17.59%	4.61%	1.10%
河钢股份	13.95%	11.50%	14.45%	11.53%	16.70%	2.75%	5.18%
凌钢股份	11.99%	19.67%	15.98%	11.84%	16.54%	4.55%	4.70%
鞍钢股份	9.90%	14.12%	17.46%	16.86%	16.52%	6.63%	-0.34%

资料来源: wind、招商证券

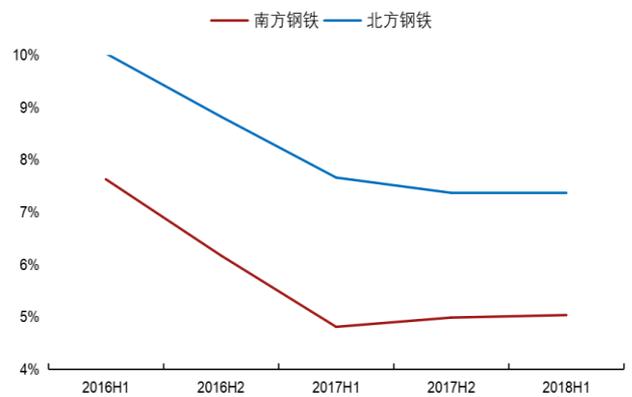
南方钢企营运效率优于北方钢企: 2018 年二季度家南方上市钢企三费率为 5.43%, 同比上升 0.47 个百分点、环比上升 0.85 个百分点; 北方上市钢企三费率为 7.28%, 同比下降 0.73 个百分点、环比下降 0.20 个百分点。具体来看, 南北方上市钢企其他期间费用率、管理费用率相差不多, 主要差距在于财务费用率以及销售费用率, 可见北方上市钢企负债率相对较高, 因此财务费用率较高; 同时营运效率相对较低, 因此销售费用率高出北方钢企将近 1.5 个百分点。未来北方钢企财务费用率仍有一定下降空间。

图 31: 南北方上市钢企季度三费率走势 (整体法计算)



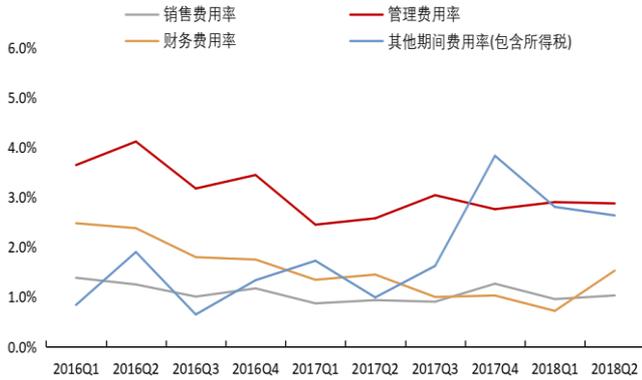
资料来源: wind、招商证券

图 32: 南北方上市钢企半年度毛利率走势



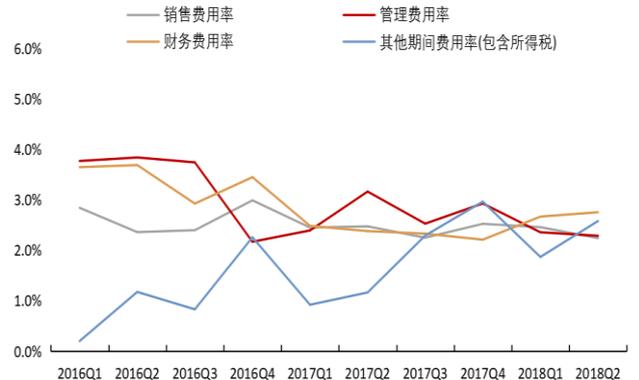
资料来源: wind、招商证券

图 33: 南方上市钢企季度分项费率走势 (整体法计算)



资料来源: wind、招商证券

图 34: 北方上市钢企季度分项费率走势 (整体法计算)



资料来源: wind、招商证券

表 16: 南北方钢铁企业季度各自项费用率详细走势 (整体法计算)

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
南方上市钢企							
销售费用率	0.93%	0.90%	1.26%	0.96%	1.03%	0.09%	0.07%
管理费用率	2.57%	3.04%	2.76%	2.90%	2.87%	0.30%	-0.03%
财务费用率	1.45%	1.00%	1.03%	0.72%	1.53%	0.08%	0.81%
三费率	4.96%	4.94%	5.05%	4.57%	5.43%	0.47%	0.85%
其他各项费用率 (包含所得税)	0.99%	1.62%	3.83%	2.80%	2.63%	1.64%	-0.17%
北方上市钢企							
销售费用率	2.47%	2.25%	2.52%	2.46%	2.24%	-0.23%	-0.22%
管理费用率	3.16%	2.53%	2.93%	2.35%	2.29%	-0.88%	-0.07%
财务费用率	2.38%	2.33%	2.21%	2.66%	2.75%	0.37%	0.09%
三费率	8.01%	7.10%	7.66%	7.47%	7.28%	-0.73%	-0.20%
其他各项费用率 (包含所得税)	1.16%	2.29%	2.96%	1.87%	2.58%	1.41%	0.71%

资料来源: Wind, 招商证券

南方上市钢企吨盈利能力更胜一筹: 从南北方上市钢企的吨钢盈利能力来看, 上半年南方钢企的吨钢毛利润为 812.57 元/吨, 而北方钢企的吨钢毛利仅为 730.63 元/吨, 南方钢企高出北方钢企 70 元/吨, 而南方钢企的吨钢净利润也比北方钢企高出 70 元。可见南方钢企营运能力及成本掌控能力均好于北方钢企。

表 17: 南北方钢企吨钢盈利能力比较

	吨钢净利润(元/吨)			吨钢毛利润(元/吨)		
	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
证券简称						
韶钢松山	230.37	631.92	174.31%	386.74	836.42	116.28%
华菱钢铁	126.32	390.75	209.33%	452.60	832.24	83.88%
沙钢股份	122.92	366.70	198.33%	465.30	972.58	109.02%
三钢闽光	354.62	655.14	84.75%	531.92	946.44	77.93%
宝钢股份	264.46	417.82	57.99%	734.86	937.02	27.51%
山东钢铁	174.15	334.93	92.32%	470.28	543.68	15.61%
杭钢股份	162.57	511.90	214.87%	351.93	827.66	135.17%
南钢股份	255.55	438.35	71.53%	507.26	897.89	77.01%
方大特钢	371.99	627.49	68.68%	826.12	1,241.55	50.29%
安阳钢铁	8.21	254.63	3000.32%	323.18	523.44	61.97%

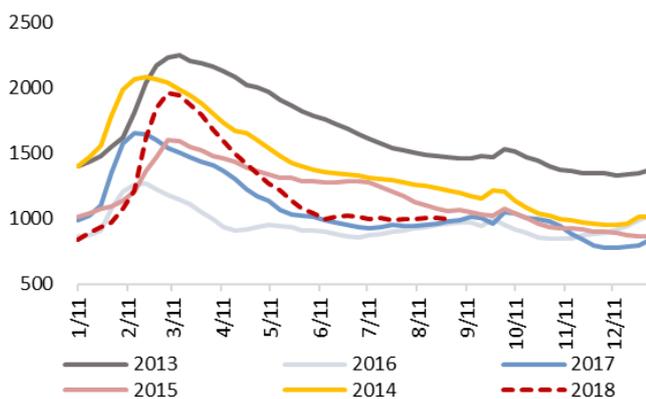
	新钢股份	132.08	490.63	271.46%	311.27	780.05	150.60%
	马钢股份	164.83	343.24	108.24%	389.06	606.67	55.93%
	柳钢股份	117.49	547.38	365.90%	212.72	795.55	273.98%
	重庆钢铁	-611.82	245.79	-	66.74	564.05	745.18%
	平均	185.07	425.77	130.06%	511.96	812.57	58.72%
	河钢股份	88.46	149.10	68.55%	463.50	661.77	42.78%
	本钢板材	106.54	182.62	71.41%	416.25	636.21	52.84%
	鞍钢股份	167.12	295.44	76.78%	401.71	660.19	64.35%
北方钢企	首钢股份	106.50	169.58	59.23%	409.08	531.66	29.97%
	包钢股份	87.64	189.59	116.34%	376.61	648.30	72.14%
	凌钢股份	156.46	278.03	77.69%	359.57	541.85	50.69%
	八一钢铁	161.22	91.98	-42.95%	397.15	389.23	-1.99%
	平均	147.09	350.42	138.24%	453.12	730.63	61.24%

资料来源：公司公告，招商证券（以上平均值为整体法计算）

五、环保仍为影响价格最大变量，预计下半年价格高位震荡

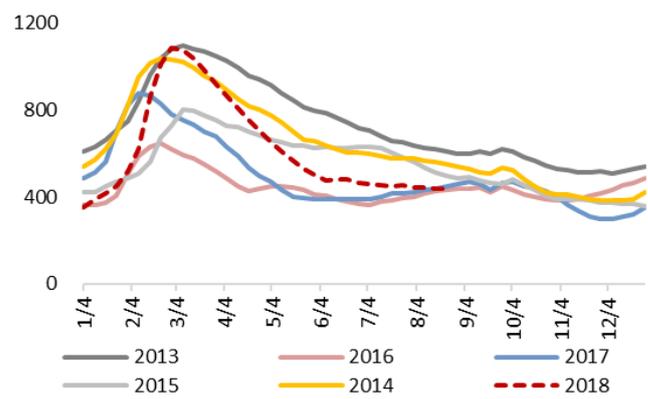
库存低位，供需紧平衡，预计钢材价格高位震荡。目前钢材库存仍处于低位（社库同比仅有 2.0%），钢材价格受预期影响略有回调。但是需求并未消失，预计随旺季需求仍能兑现。供给端下半年环保成为压制供给的重要变量，采暖季环保限产时间和范围均比去年有所扩大，预计限产力度强。供需总体维持紧平衡状态，预计下半年钢价高位震荡。

图 35: 历年社会库存 (万吨)



资料来源：mysteel、招商证券

图 36: 螺纹社会库存变动 (万吨)



资料来源：mysteel、招商证券

表 18: 2018 年采暖季限产政策

地区	政策	钢企达到超低排放的限产政策 (2018 年新增)
2+26 城市	天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50% 其他 2+26 城市限产比例不得低于 30%，由省级政府统筹制定实施方案	钢铁企业有组织排放、无组织排放和大宗物料及产品运输全面达到超低排放要求的，可不予错峰，在橙色及以上重污染天气预警期间限产 50%，由相关省级部门上报生态环境部、工业和信息化部备案；仅部分生产工序和环节达到超低排放要求的，仍纳入错峰生产实施方案，按照排放绩效水平实施差异化错峰。

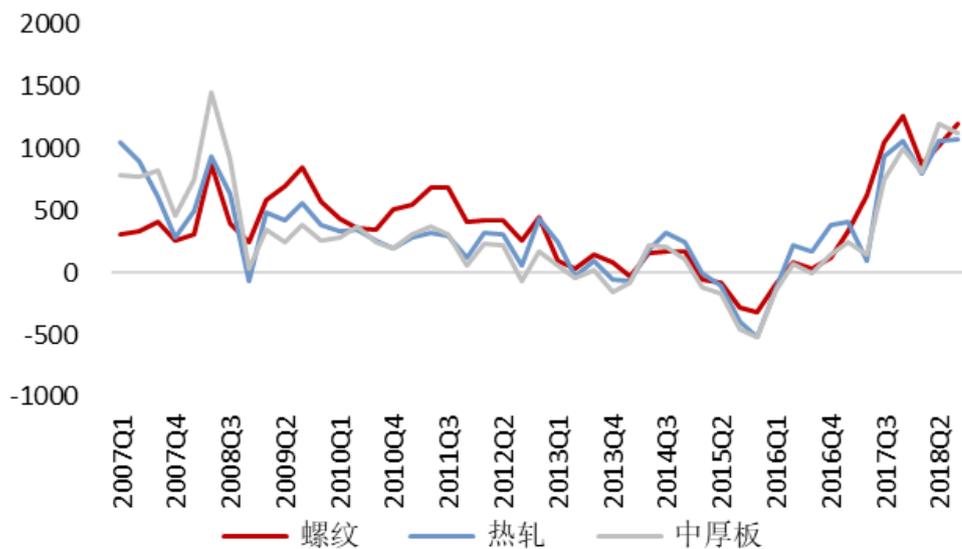
图 41: 钢铁供需平衡表

钢铁需求拆分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
建筑业	23,200	26,488	31,256	33,913	35,574	37,780	37,677	36,909	37,656	38,237	38,125
YOY	-9.4%	14.2%	18.0%	8.5%	4.9%	6.2%	1.7%	-2.0%	2.0%	1.5%	-0.3%
其中, 地产	12,378	12,789	16,022	17,915	17,936	19,027	18,549	17,437	17,872	18,176	17,904
		3.3%	25.3%	11.8%	-2.0%	6.1%	-2.5%	-6.0%	2.5%	1.7%	-1.5%
其中, 基建	10,822	13,699	15,234	15,998	17,639	18,753	19,128	19,472	19,784	20,061	20,221
		26.6%	11.2%	5.0%	6.0%	6.3%	2.0%	1.8%	1.6%	1.4%	0.8%
制造业	21,419	29,027	28,185	30,853	32,472	34,198	35,621	33,794	34,615	36,452	36,902
YOY		35.5%	-2.9%	9.5%	5.2%	5.3%	4.2%	-5.1%	2.4%	5.3%	1.2%
其中, 机械	11,502	12,450	14,442	15,771	16,638	16,888	17,394	16,003	16,243	17,055	17,652
YOY		8.2%	16.0%	9.2%	5.5%	1.5%	3.0%	-8.0%	1.5%	5.0%	3.5%
其中, 汽车	3,298	4,090	4,949	5,592	5,911	6,473	6,854	6,957	7,653	7,921	7,604
YOY		24.0%	21.0%	13.0%	5.7%	9.5%	5.9%	1.5%	10.0%	3.5%	-4.0%
其中, 家电	750	780	1,248	1,398	1,480	1,569	1,632	1,656	1,714	1,903	1,808
YOY		4.0%	60.0%	12.0%	5.9%	6.0%	4.0%	1.5%	3.5%	11.0%	-5.0%
其中, 造船	1,500	1,400	1,694	1,965	1,906	2,011	2,192	2,082	1,895	2,179	2,223
YOY		-6.7%	21.0%	16.0%	-3.0%	5.5%	9.0%	-5.0%	-9.0%	15.0%	2.0%
其他	4,368	10,307	5,852	6,128	6,536	7,258	7,549	7,096	7,110	7,394	7,616
YOY		136.0%	-43.2%	4.7%	6.7%	11.0%	4.0%	-6.0%	0.2%	4.0%	3.0%
终端需求	44,619	55,515	59,441	64,766	68,046	71,978	73,298	70,703	72,271	74,689	75,027
YOY		24.4%	7.1%	9.0%	5.1%	5.8%	1.8%	-3.5%	2.2%	3.3%	0.5%
外部需求	5,171	-152	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,101
YOY		-84.1%	274.6%	28.3%	9.0%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-10.0%
总需求	49,790	55,363	62,283	68,409	72,723	77,058	81,194	80,262	81,687	81,468	81,128
YOY		11.3%	15.2%	9.5%	4.6%	6.0%	5.4%	-1.1%	1.8%	-0.3%	-0.4%

资料来源: 招商证券测算

中期继续看好钢铁股估值修复。在基本面稳健背景下, 后续业绩及限产预期有望形成板块上涨催化剂: 1) 截至目前, Q3 行业平均吨毛利环比 Q2 提升 15%, 预计 Q3 业绩整体环比提升 10-20%, 同比则 70-80%。2) 汾渭平原环保督察持续至 11 月、长三角地区列入重点区域, 以及采暖季限产预期也有提前反应的可能性。总体而言, 短期的钢价及钢铁股回调, 不改我们中期对板块估值修复观点。

图 42: 成本滞后一月毛利季度均值 (元/吨)



资料来源: 招商证券测算

六、投资建议

标的方面，基于估值及业绩确定性，重点推荐华菱钢铁、柳钢股份、马钢股份、八一钢铁、南钢股份、三钢闽光、新钢股份、宝钢股份、鞍钢股份等。此外，受益钒价上涨的攀钢钒钛亦可重点关注。

七、风险提示

- 1) 中美贸易战对钢材板块影响。**中美贸易战中双方对进口商品均征收关税，虽然我国钢铁出口量占比不到 10%，但通过机电产品等仍有一定的间接出口量，若因贸易战影响出口则也会对下游需求造成一定影响。
- 2) 宏观经济下滑等。**宏观经济直接决定行业下游需求，下游需求是决定钢价的又一重要因素。若下游需求出现下滑，支撑钢价的因素将变弱，不止影响钢价，也影响行业盈利。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

杨件：钢铁行业首席分析师。大连理工大学材料学硕士、管理科学与工程硕士。2017年8月加入招商证券，曾任职于国金证券、银河证券、上海钢联，7年钢铁行业研究经验。2016年新财富钢铁行业第四名，水晶球钢铁行业第三名。

倪文祎：钢铁行业分析师。2017年8月加入招商证券，曾任职于国金证券，4年钢铁行业研究经验。2016年新财富钢铁行业第四名，水晶球钢铁行业第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。