

## 钢铁行业

2018-9-17

行业研究 | 点评报告

评级 **中性** 维持

# 理性分配与非理性掠夺——论黑色产业链利润的分配与争夺

供给侧改革以来，行业发生了一些有别于传统周期研究框架的变化。市场的多数观点依然只从传统博弈需求的角度出发，忽视行业自身所发生改变的做法是有失偏颇的。我们在今年“核桃说”系列报告中，反复提及需要重视供给对行业带来的改变，如《不要小看钢铁的阿尔法》等。

需求影响的是产业链总利润的大小，而供给影响产业链不同环节的强弱地位与利润分配。本文我们将重点从财务角度分拆一下各个环节利润攫取的情况。

## ■ 一、中游是当前产业链上中下环节中，最强势的环节

我们基于“上游/煤炭-中游/钢铁-下游/白电/整车/工程机械”这一条典型的制造业链条来观察钢铁的盈利表征。最新一期中报显示中游钢铁利润份额进一步扩张 2%至 22%，而上下游均呈现收缩态势。从上下游的利润分配格局来看，自 2016 年初供给侧改革以来，中游利润开始明显触底提升，上游有所波动，而下游总体持续呈现被挤压的格局。

从上下游的利润增速数据来看，大概可发现几个结论：

- 1、**产业链总量利润增速放缓**：自 2016 年 1 季度开始恢复以来，在 2017 年 1 季度达到本轮周期的增速高点，近几个季度利润的增速呈现持续回落；
- 2、**上游与下游均增速放缓**：自 2017 年 2 季度开始，利润增速持续回落；
- 3、**中游 2 季度逆势扩张，最为强势**：中游利润波动幅度较大，同样于 2017 年 1 季度达到增速的高点后回落，但在 2018 年 2 季度再次呈现增速边际扩大的态势，成为当前产业链里最强势的环节。

## ■ 二、钢铁利润明显挤压下游，但当前中游利润平均分位值仍处于历史中位

进一步细化来看，钢铁利润的大幅改善，来自于供给侧改革与环保限产改变了供需强弱格局后，对下游的侵蚀。简单分析来看，得到几个结论：

- 1、**通用机械受挤压力度最大**：毛利率自 26.4%下滑近 5%至 21.6%；
- 2、**整车受影响居其次**：毛利率自 15.4%下滑 0.6%至 14.9%；
- 3、**白电受影响最小**：毛利率自 29.1%下降 1.7%至 27.4%；

**风险提示：**

1. 行业供给弹性或存在大幅向上可能；
2. 钢铁下游需求出现较大波动。

分析师 王鹤涛

☎ (8621) 61118772

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师 叶如祯

☎ (8621) 61118772

✉ yerz@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070008

联系人 易袁

☎ (8621) 61118772

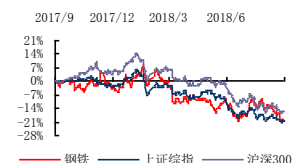
✉ yihong@cjsc.com.cn

联系人 许红远

☎ (8621) 61118772

✉ xuhy3@cjsc.com.cn

### 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

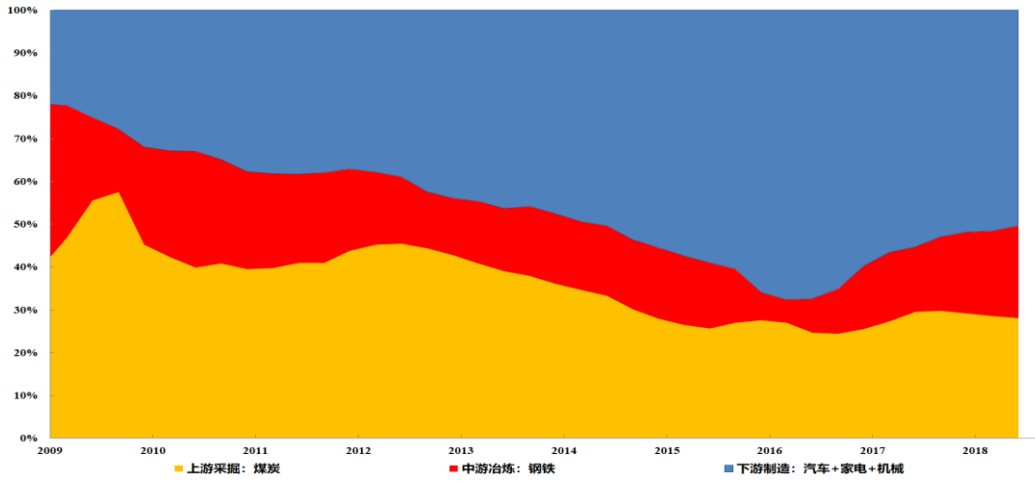
### 相关研究

《环保限产微调预期未改变供给逻辑》2018-9-16

《再论宝钢低于 1 倍 PB 的好机遇》2018-9-16

《周期延误扁平化：赶工稳需求，限产压供给？》2018-9-14

图 1：自 2016 年初供给侧改革以来，中游利润开始明显触底提升，上游有所波动，而下游总体持续呈现被挤压



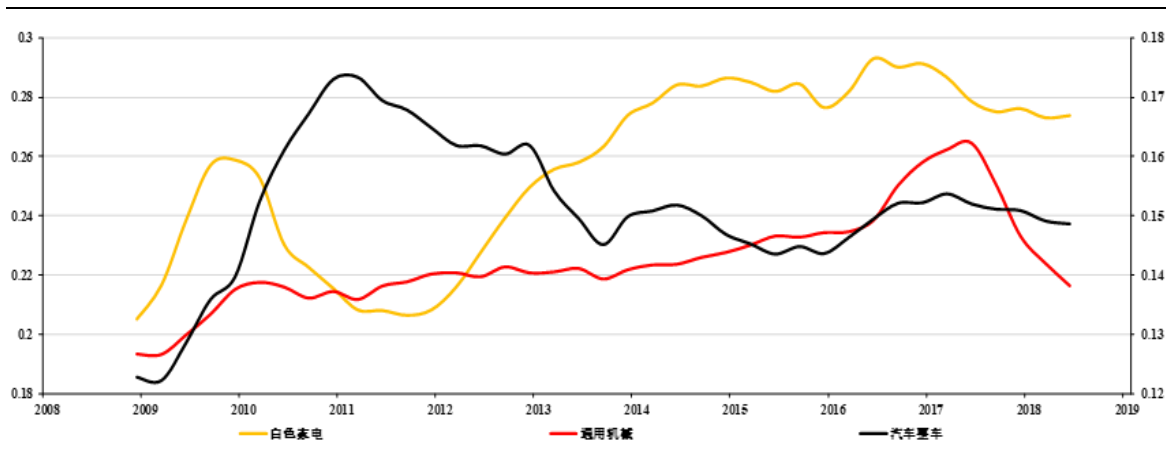
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：纵轴为产业链利润分配比例）

图 2：中游利润 2017 年 1 季度达到增速高点后回落，但在 18 年 2 季度再次呈增速边际扩大态势，成为当前产业链最强势的环节

产业链	2016-3-31	2016-6-30	2016-9-30	2016-12-31	2017-3-31	2017-6-30	2017-9-30	2017-12-31	2018-3-31	2018-6-30
上游	1355	1305	1436	1751	2086	2396	2629	2734	2779	2891
同比	-16%	-16%	-3%	27%	54%	84%	83%	56%	33%	21%
中游	269	419	615	1021	1227	1234	1524	1793	1927	2216
同比	-73%	-55%	-11%	216%	355%	195%	148%	76%	57%	80%
下游	3401	3571	3822	4102	4303	4494	4669	4868	5016	5179
同比	-3%	0%	15%	24%	27%	26%	22%	19%	17%	15%
总额	5025	5294	5873	6877	7620	8126	8825	9397	9722	10287
同比	-18%	-12%	7%	37%	52%	53%	50%	37%	28%	27%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：钢铁利润明显挤压下游，但当前中游利润平均分位值仍处于历史中位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：各行业近两年毛利率变动情况，其中通用机械受挤压力度最大，整车受影响居其次，白电受影响最小

	2016-3-31	2016-6-30	2016-9-30	2016-12-31	2017-3-31	2017-6-30	2017-9-30	2017-12-31	2018-3-31	2018-6-30
白色家电	28.2%	29.3%	29.0%	29.1%	28.7%	27.9%	27.5%	27.6%	27.3%	27.4%
钢铁 II	3.1%	4.7%	6.8%	10.5%	11.0%	10.5%	11.7%	13.5%	14.7%	16.1%
煤炭开采 II	24.7%	25.0%	25.3%	27.6%	28.6%	29.1%	30.0%	31.5%	31.8%	32.2%
汽车整车	14.6%	14.9%	15.2%	15.2%	15.4%	15.2%	15.1%	15.1%	14.9%	14.9%
通用机械	23.5%	23.8%	25.0%	25.8%	26.2%	26.4%	25.0%	23.3%	22.4%	21.6%
专用设备	23.0%	23.4%	22.6%	20.1%	19.9%	19.2%	19.8%	21.6%	22.0%	23.4%
钢铁	3.1%	4.7%	6.8%	10.5%	11.0%	10.5%	11.7%	13.5%	14.7%	16.1%
机械设备	21.7%	22.2%	22.0%	21.2%	21.1%	20.8%	21.0%	22.2%	22.2%	22.7%
家用电器	23.9%	24.6%	24.7%	25.0%	24.8%	24.6%	24.3%	24.4%	24.2%	24.0%
汽车	15.0%	15.3%	15.4%	15.5%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

成本端受影响的力度，一方面取决于钢价在其制造成本中的占比，另一方面取决于下游对其成本端抬升的转嫁能力。**显然，需求贴近消费端的领域，受益于品牌优势或消费升级等，总体转嫁力度较强，而贴近需求投资端的领域普遍受到最大力度的侵蚀。**以 2017 年的数据进行简单估算，全年约 41% 的钢价涨幅，对应下游的成本影响比例分别为：

工程机械成本抬升 9.2%；造船 11.3%；冶金矿山机械 13.3%，洗衣机 11.5%；而受影响相对较小的行业，乘用车成本抬升 2.9%；冰箱 4.9%；空调 4.5%。

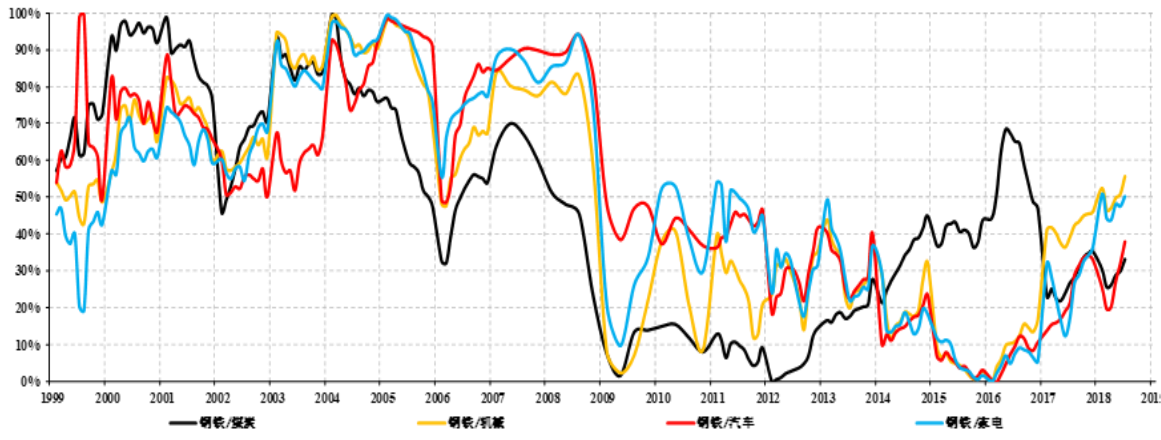
图 5：三轮钢价上涨对下游相关制造成本端影响测算（不考虑上下游议价能力）

行业	细分	钢铁占总成本比		2017	2016	2011	2010	2008	2007	涨价年份
				41%	15%	10%	15%	26%	16%	钢价涨跌幅
机械	工程机械	20%	25%	9.2%	3.4%	2.1%	3.4%	5.9%	3.6%	成本 变动 幅度
	造船	25%	30%	11.3%	4.1%	2.6%	4.1%	7.2%	4.5%	
	机床	20%	25%	9.2%	3.4%	2.1%	3.4%	5.9%	3.6%	
	冶金矿山	30%	35%	13.3%	4.9%	3.1%	4.9%	8.5%	5.3%	
汽车	乘用车	4%	11%	2.9%	1.1%	0.7%	1.1%	1.8%	1.1%	
	重卡	14%	21%	7.2%	2.6%	1.7%	2.6%	4.6%	2.8%	
家电	冰箱	12%		4.9%	1.8%	1.1%	1.8%	3.1%	1.9%	
	洗衣机	28%		11.5%	4.2%	2.7%	4.2%	7.3%	4.5%	
	空调	11%		4.5%	1.7%	1.0%	1.7%	2.9%	1.8%	

资料来源：Wind，长江证券研究所

值得注意的是，通过对历史序列的分析，发现当前行业利润的恢复，某种角度上是对前些年过度弱势的一种合理修正与回归。选取钢铁/机械、钢铁/汽车、钢铁/家电三个角度来看，当前修复的历史分位约为 56%、38%、50% 左右，并未超越历史高点。

图 6：钢铁/机械、钢铁/汽车、钢铁/家电三个角度看，当前修复的历史分位约为 56%、38%、50%左右，并未超越历史高点



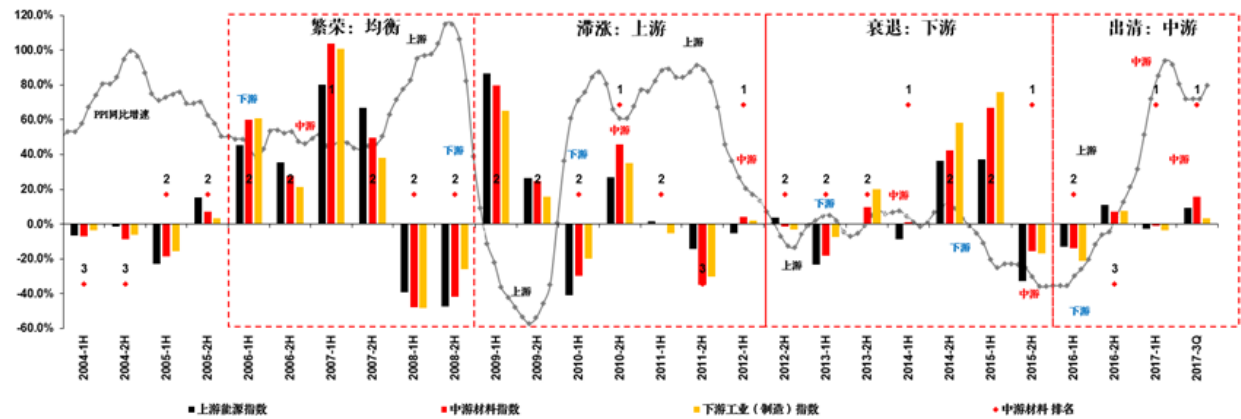
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：纵轴为行业间毛利对比历史分位数）

### 三、中游强势的持续性会超过以往：关注中游里的头部公司

进一步对产业从长周期进行分析，我们发现，**每一轮周期都有一个主角**。

- 1、2006-2008 年，中游整体强势：出口增长、地产驱动，这一阶段的上游涨价能够通过旺盛的需求得以消化传导，中游的利润恢复较快；
- 2、2009-2012 年，上游能源占主导：经历两年涨幅滞后阶段，上游资源品价格大涨，开始强势掠夺中下游盈利；
- 3、2012-2015 年，经济衰退，下游制造加速升级：中下游开始受终端需求低迷与产能过剩的压制，而下游则开始需求端扩大升级；

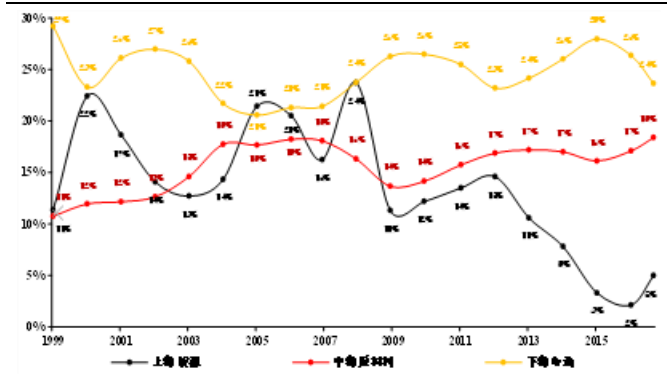
图 7：周期三大结构间的市场博弈与轮动（指数半年涨跌幅）



资料来源：Wind，长江证券研究所

以盈利分配的强弱来看，过往 20 年完整经历了一个 1999-2007 年中游主导、2008-2011 年上游主导、2012-2015 年下游主导的轮回。

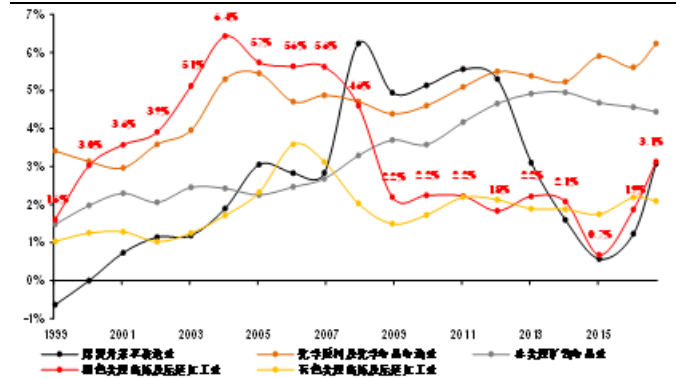
图 8：周期三大结构盈利份额（占制造业+采掘业）



资料来源：Wind，长江证券研究所

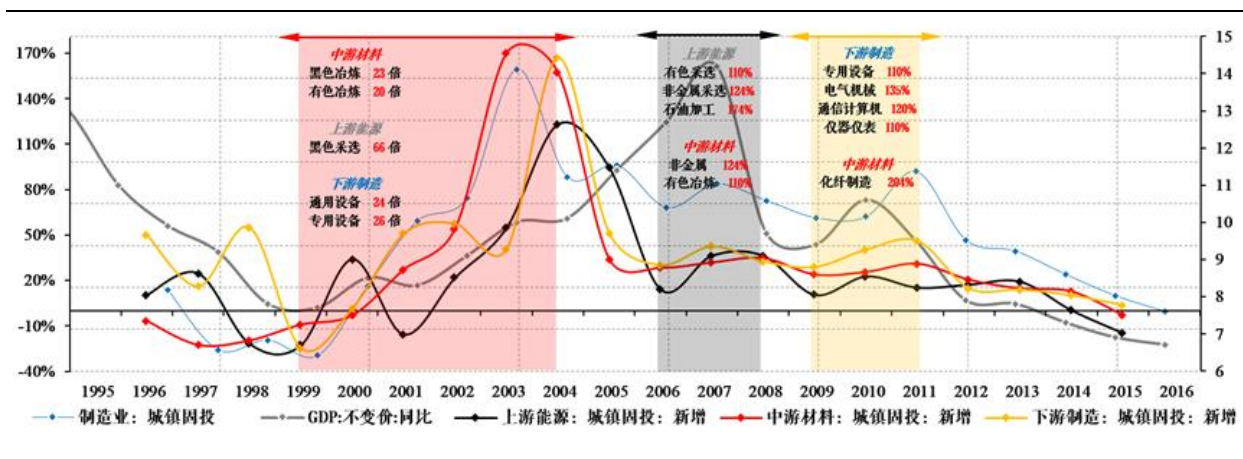
对大宗周期品来说，理论上需求端的变动趋势是一致的，产业变迁自中游发力起，传导至上游，再至下游，背后长周期角度都是一个产能周期的变化结果。之所以中游易先发力，本质上还是源自于中游产品具有无稀缺性、技术门槛低、扩产速度快等特点，更容易在周期的前期大肆扩张来攫取份额。繁荣周期的结束，往往以产能大肆扩张使得供给增速超越需求恢复的速度为拐点。

图 9：核心中上游的利润份额（占制造业+采掘业）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：一轮产能周期中，周期三大结构的扩张节奏有所区别，中游一马当先



资料来源：Wind，长江证券研究所

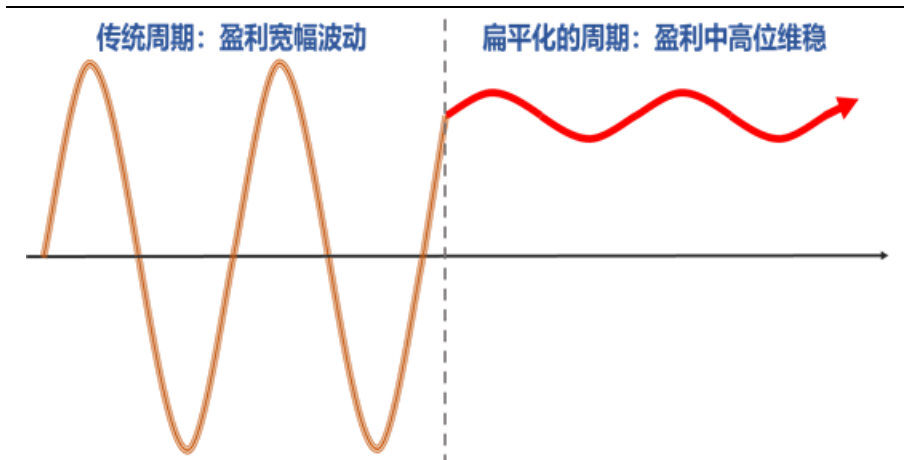
而本轮周期与以往最大的不同，来自于供给侧改革与环保限产，使得供给端的扩张受到了从未有过的严厉控制。因此，本轮周期自然也会与以往相比有一些不一样的改变：

### 1、周期性从垂直化向扁平化过渡，景气周期持续性或被大幅拉长

供需弹性都大的模式下，行业容易出现超涨超跌，而供给刚性的模式下，行业或被拉长倒 L。值得注意的是，在地产被严格调控的模式下，指望行业出现绝对的稳定也是不现实的，只不过行业从过去供需双杀的快速回落模式，或进入跟随需求边际变化的渐进式下台阶，基本面的相对稳定在供给没有放开的前提下依然是大概率事件。



图 11：未来扁平化周期时代，盈利中高位收敛趋稳

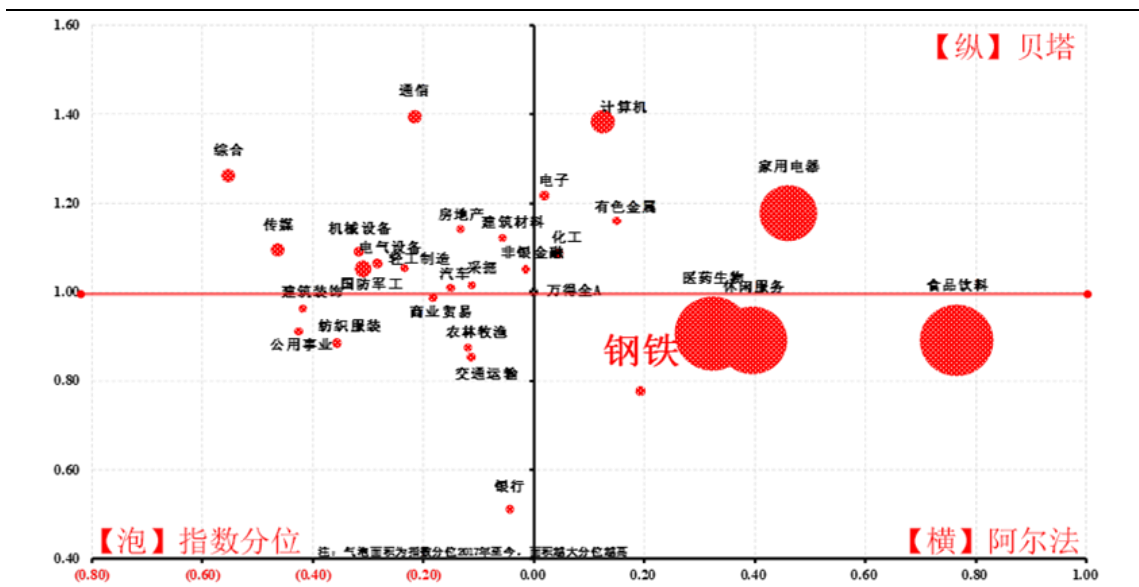


资料来源：Wind，长江证券研究所

### 2、行业投资规律被打破，从只做β转向关注α

以往钢铁行业α较弱而β显著的特点，使得行业虽不具备持有价值，但可在短期的预期与实际的差异中获取较大的操作空间。而当前行业被拉成扁平化的思路中，景气周期的持续性拉长带来α的强化，使得行业在一个相对较长的周期里依然可以获取相对收益，行业配置的性价比比较以往大幅改善。

图 12：钢铁行业的阿尔法优势在凸显，但贝塔开始变小且不稳定



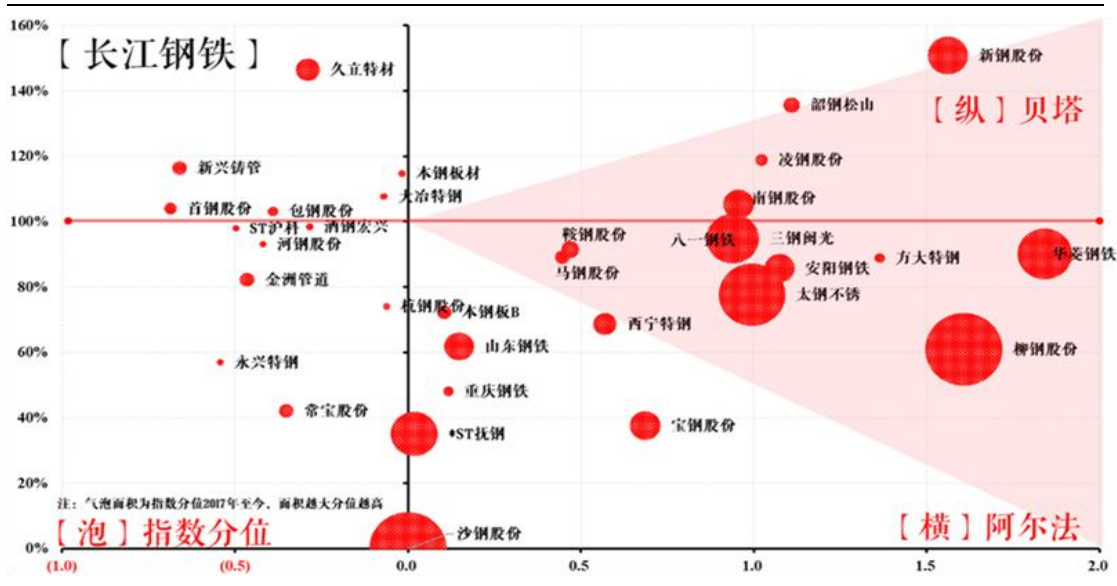
资料来源：Wind，长江证券研究所

### 3、行业选股：头部集中，龙头强者恒强，是未来选股思路的必然

最后落脚到选股层面来看，因为行业α的改善来自供给端的优化，这意味着只要供给逻辑仍在，行业向头部集中、龙头强者恒强的思路就不会变。

根据以上变化来选取头部优质α的公司，从相对收益的角度讲，依然是合理的配置。

图 13：钢铁行业的阿尔法优势在凸显，但贝塔开始变小且不稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。