

2018-11-4

行业研究 | 深度报告

评级 **中性** 维持

## 钢铁行业

# 景气延续高位，长材优于板材

## ——钢铁行业 2018 年 3 季报总结

### ■ 扁平化周期：3 季度景气维持高位，长材优于板材

钢铁行业扁平化周期的模式，在 3 季度得到进一步延续。从上市公司季报总结来看，3 季度平均毛利率同比和环比分别提升 1.74 和 0.33 个百分点，行业 ROE 年化达到 18.27% 的高位，环比略小幅回落。从供需两端来看，上市钢企受检修等影响 3 季度产量环比下滑 1.20%，需求终端结构性景气对冲下，最终综合钢价指数环比上涨 5.43%。相比于地产投资增速高位，制造业景气下滑更加明显，对应长材盈利明显好于板材，3 季度长材类钢企归属母公司净利润环比增加 31.06%，优于板材类钢企的环比增幅 5.61%。

### ■ 景气位于高位，ROE 的改善未来主要依赖吨钢利润

从杜邦分析的角度讲，驱动 ROE 改善的几个要素均与以往周期存在不一样的变化：1、受益于供给侧改革，钢铁行业持续去杠杆，3 季度资产负债率已经下降至 60% 以下；2、总资产周转率同比改善约 3.65 个百分点，受环保限产等供给约束的干扰，资产周转未来进一步大幅改善空间已经有限；3、销售净利率同比改善 2.90 个百分点，吨钢利润的改善一方面取决于未来产品结构是否存在结构优化升级的溢价能力，另一方面成本端的内部优化管理是关键。而成本的下降，一方面来自于负债率下降带来的财务费用下降，另一方面随着环保水平提高，钢厂限产比例下滑，固定折旧费用有望摊薄。

### ■ 本轮周期的特点：景气持续性拉长

从资本逐利的角度来看，钢厂利润改善催生投资意愿的增加，而本轮周期最大的不同来自于供给端承受政策压力而相对刚性，相应的结果是行业景气的持续性被拉长，这也是我们持续强调周期扁平化的原因。值得注意的是，3 季度上市钢企资本开支达到 151.96 亿元，同比大幅提升 42.63%，这一方面源于较高环保压力下，各钢厂纷纷加大环保设备投资，另一方面不排除部分企业存在搬迁、设备更新或技改等资金投资。

从行业趋势判断上看，以黑色冶炼固定资产投资增速减去地产投资增速来模拟未来行业潜在的供需缺口，过去十年里这一数据的变化对钢价出现拐点的先行意义较为明显。当前该差值迅速上行，或意味着中长期视角下行业拐点也将出现，未来行业的判断：1、当前固定资产投资中部分为环保投资，并非与以往一样多数投向新增产能，供给对这一数据的敏感性或有所减弱，延缓供给端压力；2、中期趋势向下压力加大，但短期在环保限产叠加低位库存的格局下，在未观测到需求出现明显回落之前，预计钢价高位震荡，景气仍将延续。因此标的选择上，传统企业中倾斜业绩好、分红高且估值低的优质龙头，如三钢闽光、方大特钢、宝钢股份等，细分子领域关注景气，如攀钢钒钛、久立特材。

**风险提示：**

1. 行业供给弹性或存在大幅向上可能；
2. 需求释放强度受宏观层面压制。

分析师 王鹤涛

☎ (8621) 61118772

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师 肖勇

☎ (8621) 61118772

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516080003

联系人 易轰

☎ (8621) 61118772

✉ yihong@cjsc.com.cn

联系人 许红远

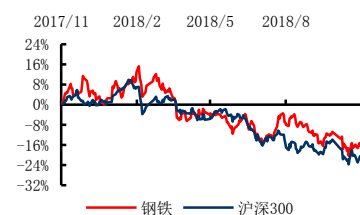
☎ (8621) 61118772

✉ xuhy3@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000717	韶钢松山	买入
000932	华菱钢铁	买入
000959	首钢股份	买入
600019	宝钢股份	买入
600782	新钢股份	买入
600808	马钢股份	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《供给约束，景气拉长》2018-10-29

《限产逐步落地，供给刚性依旧》2018-10-21

## 目录

引言：限产扰动与开工高企的 3 季度 .....	4
结构性景气叠加供给助力，盈利高位边际改善 .....	4
量稳价增，Q3 收入同比增幅 25%，环比增幅 3% .....	4
原料强势，Q3 毛利率同比增长 1.74 个百分点，环比增长 0.33 个百分点 .....	6
收入增厚+费用削减，Q3 扣非净利润约 293 亿元，再创新高 .....	8
收入主导，Q3 毛利润环比增长 5.40% .....	8
管理费用提升，Q3 费用率环比上升 0.21 个百分点 .....	9
Q3 扣非归母净利约 293 亿元，环比增长 8.99% .....	11
Q3 年化 ROE 升至 18.27%，仍处历史高位 .....	13
Q3 吨钢毛利 836 元，吨钢净利 372 元 .....	15
2018Q3 长强板弱，特钢弱于普钢 .....	16
建筑端开工托底，制造业反弹受阻 .....	16
经营分化：长强板弱，普强特弱 .....	17
现金流、偿债能力持续优化 .....	18
景气持续，现金流质量不断改善 .....	18
库存尚未累积，映射供需相对景气 .....	20
负债率持续下滑，偿债能力增强 .....	21
环保改造叠加搬迁置换，资本开支高增 .....	24
限产逐步落地，供给支撑钢价高位震荡 .....	25
采暖季限产分化，边际减量犹存 .....	26
需求或延续结构景气，稳健为主 .....	28
投资：情绪阶段性修复叠加短期景气延续，板块配置性价比凸显 .....	31

## 图表目录

图 1：今年 3 季度粗钢和钢材日产量分别环比微增（单位：万吨） .....	5
图 2：基建固定资产投资同比增速，2018 年以来显著下行 .....	17
图 3：2018 年 3 季度地产投资增速整体稳定 .....	17
图 4：2018 年 3 季度板块现金流净额环比持续提升 .....	19
图 5：2018 年 3 季度，钢铁行业收现比持续提升 .....	19
图 6：2018 年 3 季度行业存货同比小幅提升（单位：亿元） .....	20
图 7：2018 年 Q3 钢铁行业资产负债率持续下滑，已低于 60% .....	21
图 8：2018 年 Q3 行业流动比率持续走高 .....	23
图 9：从今年库存结构来看，相比于贸易商库存，钢厂库存明显去化更为顺利（单位：万吨） .....	25

图 10: 根据各城市污染排名, 当前“2+26”城市环保压力仍然较大.....	26
图 11: 目前废钢比处于历史高位 .....	27
图 12: 根据主要的采暖季限产地区方案测算限产比例约 36% (单位: 万吨) .....	27
图 13: 测算今年采暖季限产力度或强于去年 .....	27
图 14: 2017 年 12 月底全国及唐山高炉产能利用率触底反弹 .....	28
图 15: 京津冀产能以板材为主, 今明年采暖季限产区域长板材相对平衡, 产品结构与全国水平相当 .....	28
图 16: 今年 9 月以来建筑钢材成交明显高于近两年同期水平 (单位: 万吨) .....	29
图 17: 目前钢厂和钢贸商合计库存明显低于去年同期水平 .....	29
图 18: 今年下半年地产赶工景气支撑钢铁需求景气 .....	30
图 19: 钢铁成交显示, 4、5、6、9、10 月大概率为需求旺季 .....	30
图 20: 黑色固投增速与地产投资增速之差近年不断攀升 .....	31
表 1: 今年第 3 季度上市冶炼钢企营业收入环比增长 3.29% (单位: 亿元) .....	4
表 2: 上市冶炼钢企今年 3 季度钢材产销量环比下降 1.20% (单位: 万吨) .....	5
表 3: 2018 年 Q3 行业营业成本环比微增 2.89% (单位: 亿元) .....	6
表 4: 2018 年 Q3 行业毛利率环比上升 0.33 个百分点 .....	7
表 5: 2018 年 Q3 行业毛利润环比增长 5.40% (单位: 亿元) .....	8
表 6: 2018 年 Q3 行业三项费用额环比上升 6.83% (单位: 亿元) .....	9
表 7: 2018 年 Q3 费用率环比上升 0.21 个百分点 .....	10
表 8: 2018Q3 费用率环比上升主要源于管理费用率提升 (单位: 亿元) .....	11
表 9: 2018Q3 行业归属母公司股东的净利润约 297 亿元, 环比增长 2.35% (单位: 亿元) .....	11
表 10: 2018Q3 行业扣非归属净利润约 293 亿元, 环比增长 8.99% (单位: 亿元) .....	12
表 11: 2018 年 Q3 钢铁行业 ROE 环比下降 0.11 个百分点 .....	13
表 12: 2018 年前三季度 ROE 结构拆分来看, 净利润率和总资产周转率同比有所上升 .....	14
表 13: 2018Q3 钢铁行业平均吨钢毛利约 836 元/吨 (单位: 元/吨) .....	15
表 14: 2018Q3 行业平均吨钢净利约 372 元/吨 (单位: 元/吨) .....	16
表 15: 2018 前 3 季度长材类钢企归属母公司净利润环比增幅强于板材 (金额单位: 亿元) .....	17
表 16: 2018 年 3 季度普钢钢企归属母公司净利润环比增幅优于特钢 (金额单位: 亿元) .....	18
表 17: 2018Q3 钢铁行业收现比环比上升 3.40 个百分点 .....	19
表 18: 2018 年 3 季度钢铁行业存货小幅上升 (单位: 亿元) .....	20
表 19: 2018Q3 期间上市钢企中仅 9 家资产负债率环比上升, 行业负债率明显下降 .....	22
表 20: 2018Q3 期间 30 家上市钢企中仅 8 家流动比率环比有所下降 .....	23
表 21: 2018 年 Q3 钢铁行业资本开支同比显著增加 (单位: 亿元) .....	24
表 22: 当前环保政策禁止“一刀切” .....	26

## 引言：限产扰动与开工高企的 3 季度

3 季度钢铁行业盈利维持高位，背后既有地产开工旺盛带来的需求支撑，更有临时性限产带来的供给释放扰动。需求结构如何切换，供给力度如何演变，钢企盈利如何分化，3 季度会否成为本轮行业周期一个承上启下的节点，这是我们需要关注的。

## 结构性景气叠加供给助力，盈利高位边际改善 量稳价增，Q3 收入同比增幅 25%，环比增幅 3%

就 3 季度而言，下游结构性景气助力需求端整体稳健表现，叠加临时性环保限产助力，推升钢价上扬。受益于此，31 家主要上市钢企第 3 季度营业收入同比高增 25.09%，环比小幅增长 3.29%。

究其原因，需求方面，地产韧性有效对冲基建和制造业景气回落。今年前三季度地产投资和新开工同比增速相对上半年同比增速提升 0.2 个百分点和 4.6 个百分点，同期基建投资和汽车产量增速相比上半年大幅下滑 4 个百分点和 2.9 个百分点。

供给端方面，唐山、徐州、常州等地区区域性限产与盈利高企刺激钢厂增产形成博弈格局，叠加钢厂废钢比已添加至历史高位，边际贡献增量空间相对有限，钢铁供给整体较为刚性，今年 3 季度统计局粗钢和钢材日产量分别环比微增 0.76% 和 0.32%。就上市钢企而言，其 3 季度钢材产销量环比下滑 1.20%，这主要源于钢厂季节性检修增多叠加环保限产阶段性趋严。

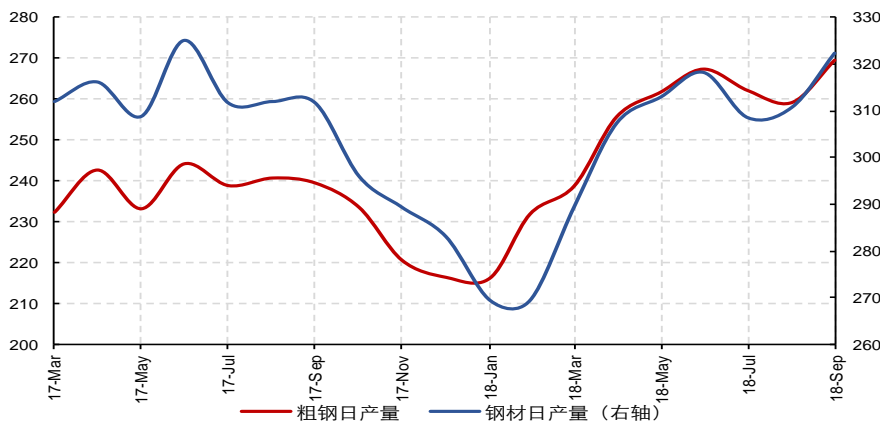
表 1：今年第 3 季度上市冶炼钢企营业收入环比增长 3.29%（单位：亿元）

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
重庆钢铁	81.83	174.37	113.08%	三钢闽光	50.25	115.16	129.16%	八一钢铁	54.87	71.63	30.54%	49.08%
三钢闽光	158.26	268.26	69.50%	重庆钢铁	28.67	59.40	107.22%	新钢股份	128.96	155.93	20.91%	22.88%
常宝股份	24.71	40.02	61.92%	包钢股份	105.03	186.94	77.99%	韶钢松山	71.98	72.49	0.72%	20.53%
久立特材	19.96	29.85	49.55%	常宝股份	8.71	13.83	58.82%	山东钢铁	117.74	156.70	33.09%	19.86%
包钢股份	348.82	482.67	38.37%	安阳钢铁	60.38	95.09	57.50%	本钢板材	96.41	133.13	38.10%	12.83%
鞍钢股份	605.06	778.13	28.60%	久立特材	7.21	10.56	46.53%	金洲管道	11.11	13.79	24.13%	12.40%
安阳钢铁	200.64	256.95	28.07%	华菱钢铁	170.51	234.98	37.81%	河钢股份	324.46	344.32	6.12%	10.56%
大冶特钢	73.87	94.08	27.36%	金洲管道	9.11	12.27	34.70%	常宝股份	9.68	15.10	55.97%	9.21%
方大特钢	101.27	127.82	26.22%	南钢股份	84.52	112.53	33.14%	新兴铸管	101.06	115.85	14.63%	8.45%
金洲管道	26.68	33.59	25.89%	酒钢宏兴	102.08	132.28	29.58%	华菱钢铁	210.27	251.62	19.67%	7.08%
永兴特钢	29.23	36.36	24.40%	首钢股份	131.13	169.24	29.06%	南钢股份	101.14	120.19	18.84%	6.80%
南钢股份	270.72	336.41	24.27%	鞍钢股份	196.86	253.69	28.87%	重庆钢铁	36.61	63.44	73.27%	6.79%
沙钢股份	88.94	110.20	23.89%	凌钢股份	44.73	56.43	26.15%	鞍钢股份	214.49	269.51	25.65%	6.24%
华菱钢铁	560.86	686.43	22.39%	大冶特钢	24.98	31.46	25.90%	马钢股份	176.77	230.54	30.41%	5.97%
八一钢铁	125.71	153.77	22.32%	方大特钢	35.16	43.75	24.46%	中原特钢	2.68	3.09	15.13%	5.69%
本钢板材	303.77	367.55	20.99%	山东钢铁	105.46	130.73	23.96%	安阳钢铁	85.38	99.28	16.27%	4.40%
西宁特钢	41.97	50.77	20.97%	永兴特钢	10.36	12.77	23.29%	方大特钢	38.55	45.44	17.86%	3.85%
马钢股份	528.65	631.17	19.39%	本钢板材	96.04	118.00	22.86%	大冶特钢	25.48	32.54	27.70%	3.46%
酒钢宏兴	304.61	362.12	18.88%	马钢股份	178.51	217.55	21.87%	凌钢股份	50.44	57.19	13.40%	1.35%

凌钢股份	134.06	158.04	17.89%	沙钢股份	32.01	38.59	20.56%	首钢股份	158.83	169.19	6.53%	-0.03%
山东钢铁	352.66	405.47	14.97%	河钢股份	261.40	311.42	19.14%	酒钢宏兴	111.33	131.71	18.30%	-0.43%
新钢股份	355.10	407.88	14.86%	西宁特钢	14.80	17.29	16.82%	杭钢股份	76.75	65.70	-14.41%	-0.98%
首钢股份	441.39	484.56	9.78%	太钢不锈	162.07	186.63	15.15%	久立特材	6.22	10.36	66.68%	-1.90%
太钢不锈	502.09	550.66	9.67%	八一钢铁	42.45	48.05	13.18%	沙钢股份	27.84	37.85	35.93%	-1.93%
韶钢松山	185.34	193.70	4.51%	宝钢股份	729.99	810.80	11.07%	太钢不锈	171.72	182.96	6.54%	-1.97%
河钢股份	869.06	906.08	4.26%	杭钢股份	64.53	66.35	2.81%	西宁特钢	15.55	16.92	8.81%	-2.19%
宝钢股份	2,230.08	2,253.20	1.04%	新钢股份	125.45	126.90	1.15%	宝钢股份	776.35	767.86	-1.09%	-5.30%
中原特钢	7.77	7.82	0.58%	韶钢松山	60.68	60.15	-0.87%	永兴特钢	9.66	12.08	25.09%	-5.42%
杭钢股份	204.54	197.46	-3.46%	中原特钢	3.16	2.92	-7.60%	包钢股份	137.49	165.85	20.63%	-11.28%
新兴铸管	353.31	317.13	-10.24%	新兴铸管	131.81	106.82	-18.96%	三钢闽光	60.20	92.30	53.34%	-19.85%
<b>行业合计</b>	<b>9,830.18</b>	<b>11,247.04</b>	<b>14.41%</b>	<b>行业合计</b>	<b>3,178.57</b>	<b>3,894.95</b>	<b>22.54%</b>	<b>行业合计</b>	<b>3,518.25</b>	<b>4,023.26</b>	<b>14.35%</b>	<b>3.29%</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 1: 今年 3 季度粗钢和钢材日产量分别环比微增 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 上市冶炼钢企今年 3 季度钢材产销量环比下降 1.20% (单位: 万吨)

公司简称	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q3环比
八一钢铁	103	131	167	27.40%
韶钢松山	125	153	173	13.11%
大冶特钢	55	57	62	9.40%
凌钢股份	125	142	150	5.69%
包钢股份	359	356	373	4.89%
华菱钢铁	416	464	484	4.31%
酒钢宏兴	168	178	185	3.47%
马钢股份	478	474	490	3.38%
西宁特钢	34	38	39	3.25%
杭钢股份	116	111	114	2.73%
重庆钢铁	142	155	159	2.51%
安阳钢铁	163	233	233	0.25%
河钢股份	494	675	674	-0.14%

沙钢股份	81	86	85	-1.23%
太钢不锈	273	264	259	-1.63%
南钢股份	236	237	233	-1.72%
本钢板材	275	280	274	-1.94%
方大特钢	105	117	114	-2.79%
宝钢股份	1093	1234	1185	-3.93%
鞍钢股份	542	533	508	-4.70%
新兴铸管	175	176	166	-5.86%
三钢闽光	245	245	227	-7.46%
新钢股份	211	239	221	-7.69%
首钢股份	341	370	304	-17.83%
<b>行业合计</b>	<b>6,666</b>	<b>7,271</b>	<b>7,184</b>	<b>-1.20%</b>

资料来源：Wind，中钢协，长江证券研究所

注：包钢股份、安阳钢铁、重庆钢铁、华菱钢铁、南钢股份、杭钢股份、八一钢铁、方大特钢、凌钢股份、宝钢股份、新钢股份、酒钢宏兴和马钢股份钢材产销量为公司公告数据，宝钢股份为销量数据，其余为产量；其余钢企产量根据中钢协旬报产量口径估算。

## 原料强势，Q3 毛利率同比增长 1.74 个百分点，环比增长 0.33 个百分点

从原料端来看，原料自身供需格局优化带动冶炼成本整体强势。一方面，钢铁供给环比提升支撑钢铁原料需求企稳；另一方面，铁矿石因海外矿山检修等因素而发货量下滑，供给边际收缩亦助力矿价上涨，焦炭限产落地趋严催生阶段性供不应求格局，限产常态化带动废钢需求相对旺盛。最终，今年 3 季度原料端铁矿石、废钢和二级冶金焦均价环比分别上涨 5.29%、8.90%和 17.92%。

受此影响，今年第 3 季度上市钢企营业成本环比小幅上升 2.89%。钢铁冶炼环节强于原料之下，上市钢企第 3 季度毛利率同比提升 1.74 个百分点，环比提升 0.33 个百分点。

表 3：2018 年 Q3 行业营业成本环比微增 2.89%（单位：亿元）

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
重庆钢铁	77.05	144.55	87.61%	三钢闽光	40.44	82.33	103.58%	八一钢铁	46.69	60.60	29.80%	40.96%
三钢闽光	122.61	193.78	58.04%	包钢股份	89.74	162.31	80.87%	韶钢松山	56.74	57.78	1.83%	23.34%
常宝股份	21.13	31.42	48.69%	重庆钢铁	26.40	47.24	78.95%	新钢股份	115.66	129.20	11.71%	22.42%
久立特材	15.64	23.01	47.05%	安阳钢铁	52.92	80.60	52.32%	西宁特钢	14.15	18.25	28.98%	21.37%
西宁特钢	34.26	47.10	37.47%	常宝股份	7.34	10.88	48.21%	山东钢铁	104.51	135.39	29.55%	18.51%
包钢股份	295.96	404.82	36.78%	久立特材	5.84	8.25	41.20%	本钢板材	80.07	118.07	47.46%	17.73%
安阳钢铁	173.32	224.47	29.51%	酒钢宏兴	89.23	119.80	34.25%	河钢股份	287.13	299.36	4.26%	15.40%
大冶特钢	65.82	82.20	24.89%	西宁特钢	11.32	15.03	32.81%	南钢股份	85.57	95.94	12.13%	11.27%
酒钢宏兴	260.87	324.50	24.39%	金洲管道	8.16	10.57	29.59%	金洲管道	9.66	11.73	21.43%	10.99%
永兴特钢	24.89	30.94	24.30%	华菱钢铁	150.54	194.18	28.99%	安阳钢铁	68.98	87.69	27.12%	8.79%
八一钢铁	107.64	133.61	24.13%	首钢股份	115.28	144.13	25.03%	重庆钢铁	32.92	51.10	55.25%	8.18%
本钢板材	266.98	326.11	22.15%	大冶特钢	21.80	26.79	22.89%	大冶特钢	22.92	28.94	26.28%	8.03%

金洲管道	23.80	29.05	22.07%	永兴特钢	8.84	10.74	21.54%	马钢股份	152.47	194.56	27.61%	7.24%
鞍钢股份	530.96	639.30	20.40%	南钢股份	71.35	86.22	20.84%	新兴铸管	89.36	93.57	4.71%	6.79%
方大特钢	71.45	85.62	19.83%	凌钢股份	39.37	47.10	19.63%	常宝股份	8.29	11.50	38.77%	5.68%
凌钢股份	114.83	133.89	16.59%	鞍钢股份	177.38	211.77	19.39%	华菱钢铁	175.77	203.10	15.55%	4.59%
马钢股份	465.55	534.58	14.83%	山东钢铁	97.67	114.25	16.97%	中原特钢	2.45	2.77	13.08%	4.22%
南钢股份	231.17	265.29	14.76%	河钢股份	224.93	259.41	15.33%	鞍钢股份	184.21	218.97	18.87%	3.40%
华菱钢铁	491.93	564.37	14.73%	八一钢铁	37.48	42.99	14.71%	杭钢股份	66.36	57.68	-13.08%	2.63%
山东钢铁	323.35	356.93	10.38%	本钢板材	87.61	100.29	14.48%	凌钢股份	40.52	47.64	17.57%	1.15%
首钢股份	379.78	416.06	9.55%	方大特钢	25.56	29.20	14.23%	首钢股份	133.66	145.35	8.75%	0.85%
沙钢股份	76.31	83.37	9.26%	马钢股份	159.56	181.42	13.70%	太钢不锈	142.96	154.68	8.19%	0.57%
新钢股份	328.33	346.83	5.64%	太钢不锈	141.04	153.80	9.05%	方大特钢	24.38	29.08	19.27%	-0.43%
太钢不锈	435.98	459.68	5.44%	宝钢股份	659.36	698.49	5.93%	永兴特钢	8.04	10.44	29.77%	-2.81%
河钢股份	766.19	780.26	1.84%	沙钢股份	28.39	29.09	2.45%	酒钢宏兴	95.41	116.26	21.85%	-2.95%
韶钢松山	159.20	155.73	-2.18%	杭钢股份	61.59	56.20	-8.75%	沙钢股份	22.36	28.18	26.03%	-3.11%
宝钢股份	1,955.77	1,902.84	-2.71%	新钢股份	118.58	105.54	-11.00%	久立特材	4.76	7.89	65.80%	-4.35%
中原特钢	7.46	7.18	-3.70%	韶钢松山	53.05	46.85	-11.70%	宝钢股份	673.47	640.09	-4.96%	-8.36%
杭钢股份	186.46	170.77	-8.42%	中原特钢	3.11	2.65	-14.69%	包钢股份	109.89	136.43	24.15%	-15.94%
新兴铸管	322.69	262.22	-18.74%	新兴铸管	120.85	87.62	-27.50%	三钢闽光	40.76	64.54	58.34%	-21.61%
<b>行业合计</b>	<b>8,617.69</b>	<b>9,456.65</b>	<b>9.74%</b>	<b>行业合计</b>	<b>2,832.02</b>	<b>3,262.59</b>	<b>15.20%</b>	<b>行业合计</b>	<b>2,996.64</b>	<b>3,356.79</b>	<b>12.02%</b>	<b>2.89%</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 4: 2018 年 Q3 行业毛利率环比上升 0.33 个百分点

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	变动百分点	公司简称	2017Q2	2018Q2	变动百分点	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比变动百分点	环比变动百分点
重庆钢铁	5.85%	17.10%	11.25	沙钢股份	11.31%	24.63%	13.32	八一钢铁	14.92%	15.40%	0.48	4.87
沙钢股份	14.21%	24.34%	10.14	重庆钢铁	7.92%	20.48%	12.56	包钢股份	20.07%	17.74%	-2.33	4.56
新兴铸管	8.67%	17.31%	8.65	新钢股份	5.48%	16.84%	11.35	宝钢股份	13.25%	16.64%	3.39	2.79
新钢股份	7.54%	14.97%	7.43	杭钢股份	4.55%	15.29%	10.74	方大特钢	36.76%	36.00%	-0.76	2.75
常宝股份	14.49%	21.47%	6.99	新兴铸管	8.32%	17.98%	9.66	常宝股份	14.41%	23.84%	9.44	2.55
南钢股份	14.61%	21.14%	6.53	韶钢松山	12.57%	22.12%	9.55	酒钢宏兴	14.30%	11.73%	-2.57	2.29
鞍钢股份	12.25%	17.84%	5.59	三钢闽光	19.53%	28.51%	8.98	鞍钢股份	14.12%	18.75%	4.64	2.23
韶钢松山	14.10%	19.60%	5.50	南钢股份	15.58%	23.38%	7.80	久立特材	23.44%	23.84%	0.40	1.95
华菱钢铁	12.29%	17.78%	5.49	中原特钢	1.68%	9.23%	7.55	华菱钢铁	16.41%	19.28%	2.88	1.92
三钢闽光	22.52%	27.76%	5.24	鞍钢股份	9.90%	16.52%	6.63	三钢闽光	32.29%	30.08%	-2.21	1.57
杭钢股份	8.84%	13.52%	4.68	本钢板材	8.78%	15.00%	6.22	中原特钢	8.86%	10.49%	1.63	1.26
中原特钢	4.08%	8.16%	4.08	马钢股份	10.62%	16.61%	5.99	新兴铸管	11.58%	19.23%	7.65	1.25
山东钢铁	8.31%	11.97%	3.66	方大特钢	27.28%	33.26%	5.98	金洲管道	13.01%	14.90%	1.89	1.08
方大特钢	29.44%	33.01%	3.57	华菱钢铁	11.71%	17.36%	5.65	山东钢铁	11.23%	13.60%	2.36	0.98
马钢股份	11.94%	15.30%	3.37	常宝股份	15.66%	21.30%	5.63	沙钢股份	19.68%	25.53%	5.85	0.90
太钢不锈	13.17%	16.52%	3.36	山东钢铁	7.39%	12.61%	5.23	新钢股份	10.31%	17.14%	6.83	0.31
宝钢股份	12.30%	15.55%	3.25	太钢不锈	12.98%	17.59%	4.61	凌钢股份	19.67%	16.71%	-2.96	0.17
金洲管道	10.81%	13.52%	2.70	凌钢股份	11.99%	16.54%	4.55	首钢股份	15.85%	14.09%	-1.75	-0.75
河钢股份	11.84%	13.89%	2.05	宝钢股份	9.68%	13.85%	4.18	马钢股份	13.75%	15.61%	1.86	-1.00

大冶特钢	10.90%	12.63%	1.73	金洲管道	10.42%	13.82%	3.40	重庆钢铁	10.10%	19.44%	9.35	-1.03
久立特材	21.62%	22.93%	1.31	久立特材	18.94%	21.89%	2.95	韶钢松山	21.17%	20.30%	-0.87	-1.82
包钢股份	15.15%	16.13%	0.98	安阳钢铁	12.36%	15.24%	2.88	太钢不锈	16.75%	15.46%	-1.29	-2.14
凌钢股份	14.34%	15.28%	0.94	河钢股份	13.95%	16.70%	2.75	永兴特钢	16.71%	13.60%	-3.12	-2.32
首钢股份	13.96%	14.14%	0.18	首钢股份	12.09%	14.84%	2.75	杭钢股份	13.53%	12.20%	-1.34	-3.09
永兴特钢	14.83%	14.90%	0.07	大冶特钢	12.75%	14.84%	2.09	南钢股份	15.39%	20.17%	4.78	-3.21
本钢板材	12.11%	11.27%	-0.84	永兴特钢	14.70%	15.91%	1.21	安阳钢铁	19.21%	11.67%	-7.54	-3.57
安阳钢铁	13.62%	12.64%	-0.97	八一钢铁	11.72%	10.53%	-1.19	河钢股份	11.50%	13.06%	1.55	-3.65
八一钢铁	14.38%	13.11%	-1.27	包钢股份	14.56%	13.18%	-1.38	本钢板材	16.95%	11.31%	-5.63	-3.69
酒钢宏兴	14.36%	10.39%	-3.97	酒钢宏兴	12.58%	9.44%	-3.15	大冶特钢	10.07%	11.07%	1.00	-3.76
西宁特钢	18.36%	7.22%	-11.14	西宁特钢	23.54%	13.07%	-10.47	西宁特钢	9.00%	-7.87%	-16.87	-20.94
<b>行业平均</b>	<b>12.33%</b>	<b>15.92%</b>	<b>3.58</b>	<b>行业合计</b>	<b>10.90%</b>	<b>16.24%</b>	<b>5.33</b>	<b>行业合计</b>	<b>14.83%</b>	<b>16.57%</b>	<b>1.74</b>	<b>0.33</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 收入增厚+费用削减, Q3 扣非净利润约 293 亿元, 再创新高

### 收入主导, Q3 毛利润环比增长 5.40%

今年 3 季度钢铁行业营业收入和毛利率同环比均有所改善, 上市钢企 3 季度毛利润同比和环比增速分别高达 27.77%和 5.40%。

表 5: 2018 年 Q3 行业毛利润环比增长 5.40% (单位: 亿元)

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
重庆钢铁	4.79	29.82	523.07%	重庆钢铁	2.27	12.16	435.82%	八一钢铁	8.19	11.03	34.76%	118.01%
常宝股份	3.58	8.59	140.00%	中原特钢	0.05	0.27	408.67%	山东钢铁	13.23	21.30	61.06%	29.20%
新钢股份	26.78	61.05	128.00%	杭钢股份	2.94	10.15	245.29%	新钢股份	13.30	26.73	100.99%	25.11%
沙钢股份	12.64	26.83	112.30%	三钢闽光	9.81	32.84	234.57%	酒钢宏兴	15.92	15.45	-2.96%	23.77%
三钢闽光	35.65	74.47	108.93%	新钢股份	6.88	21.36	210.65%	常宝股份	1.39	3.60	158.14%	22.28%
中原特钢	0.32	0.64	101.24%	沙钢股份	3.62	9.50	162.64%	金洲管道	1.44	2.05	42.16%	21.20%
鞍钢股份	74.10	138.83	87.35%	常宝股份	1.36	2.94	115.95%	鞍钢股份	30.28	50.54	66.91%	20.56%
南钢股份	39.55	71.12	79.84%	鞍钢股份	19.48	41.92	115.20%	中原特钢	0.24	0.32	36.27%	20.16%
新兴铸管	30.62	54.91	79.30%	山东钢铁	7.79	16.49	111.71%	包钢股份	27.60	29.42	6.60%	19.43%
华菱钢铁	68.93	122.06	77.07%	本钢板材	8.44	17.70	109.89%	华菱钢铁	34.50	48.52	40.64%	18.95%
山东钢铁	29.31	48.54	65.61%	华菱钢铁	19.97	40.79	104.24%	新兴铸管	11.70	22.28	90.40%	15.98%
久立特材	4.32	6.85	58.64%	南钢股份	13.17	26.31	99.80%	宝钢股份	102.88	127.77	24.19%	13.76%
金洲管道	2.89	4.54	57.33%	安阳钢铁	7.46	14.49	94.27%	方大特钢	14.17	16.36	15.44%	12.43%
马钢股份	63.10	96.58	53.07%	马钢股份	18.95	36.14	90.64%	韶钢松山	15.24	14.72	-3.41%	10.63%
杭钢股份	18.09	26.69	47.59%	金洲管道	0.95	1.69	78.63%	久立特材	1.46	2.47	69.56%	6.84%
大冶特钢	8.05	11.88	47.59%	新兴铸管	10.97	19.21	75.16%	凌钢股份	9.92	9.56	-3.65%	2.38%
包钢股份	52.85	77.85	47.29%	韶钢松山	7.63	13.30	74.42%	沙钢股份	5.48	9.66	76.33%	1.67%
韶钢松山	26.14	37.97	45.24%	凌钢股份	5.37	9.33	73.98%	重庆钢铁	3.70	12.34	233.65%	1.40%
方大特钢	29.82	42.20	41.51%	久立特材	1.37	2.31	69.34%	马钢股份	24.31	35.98	48.01%	-0.44%
太钢不锈	66.11	90.98	37.62%	包钢股份	15.29	24.63	61.10%	首钢股份	25.17	23.84	-5.27%	-5.07%

宝钢股份	274.31	350.36	27.72%	宝钢股份	70.63	112.32	59.02%	南钢股份	15.57	24.25	55.76%	-7.84%
凌钢股份	19.23	24.15	25.60%	首钢股份	15.86	25.12	58.39%	河钢股份	37.33	44.95	20.43%	-13.58%
永兴特钢	4.34	5.42	24.95%	太钢不锈	21.04	32.83	56.07%	太钢不锈	28.76	28.28	-1.66%	-13.87%
河钢股份	102.87	125.82	22.32%	方大特钢	9.59	14.55	51.72%	本钢板材	16.34	15.06	-7.79%	-14.92%
安阳钢铁	27.32	32.49	18.91%	大冶特钢	3.18	4.67	46.53%	三钢闽光	19.44	27.77	42.86%	-15.44%
本钢板材	36.79	41.43	12.61%	河钢股份	36.46	52.02	42.66%	永兴特钢	1.61	1.64	1.77%	-19.18%
八一钢铁	18.08	20.16	11.51%	永兴特钢	1.52	2.03	33.41%	安阳钢铁	16.40	11.59	-29.34%	-20.05%
首钢股份	61.62	68.50	11.17%	八一钢铁	4.98	5.06	1.69%	杭钢股份	10.39	8.01	-22.86%	-21.01%
酒钢宏兴	43.74	37.63	-13.98%	酒钢宏兴	12.85	12.48	-2.83%	大冶特钢	2.57	3.60	40.37%	-22.78%
西宁特钢	7.71	3.67	-52.41%	西宁特钢	3.48	2.26	-35.13%	西宁特钢	1.40	-1.33	-195.19%	-158.89%
<b>行业合计</b>	<b>1,212.49</b>	<b>1,790.39</b>	<b>47.66%</b>	<b>行业合计</b>	<b>346.54</b>	<b>632.36</b>	<b>82.48%</b>	<b>行业合计</b>	<b>521.62</b>	<b>666.47</b>	<b>27.77%</b>	<b>5.40%</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

### 管理费用提升, Q3 费用率环比上升 0.21 个百分点

今年 3 季度钢铁行业费用整体维持相对刚性, 不过结构性分化亦较为明显。今年第 3 季度上市钢企费用率同比上升 0.50 个百分点, 环比上升 0.21 个百分点。具体来看, 或源于员工福利计提等因素扰动, 3 季度管理费用率环比增加 0.37 个百分点。此外, 钢厂盈利改善带动偿债能力增强, 3 季度财务费用率环比下滑 4.26 个百分点, 销售费用率基本持平。

表 6: 2018 年 Q3 行业三项费用额环比上升 6.83% (单位: 亿元)

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
大冶特钢	4.08	10.17	149.14%	三钢闽光	0.76	2.10	174.91%	山东钢铁	7.83	8.34	6.60%	124.07%
三钢闽光	2.53	4.28	69.27%	本钢板材	5.97	13.57	127.15%	西宁特钢	2.90	4.51	55.25%	111.50%
本钢板材	19.34	31.79	64.40%	久立特材	0.74	1.31	77.22%	华菱钢铁	12.04	17.36	44.24%	50.25%
常宝股份	2.37	3.52	48.57%	包钢股份	9.07	13.98	54.15%	大冶特钢	1.37	3.02	120.45%	49.50%
八一钢铁	8.33	12.36	48.33%	金洲管道	0.66	0.94	42.69%	常宝股份	0.94	1.33	40.51%	46.11%
韶钢松山	6.24	9.05	45.03%	韶钢松山	2.83	3.92	38.17%	八一钢铁	3.22	5.69	76.65%	36.97%
永兴特钢	1.53	2.12	38.52%	大冶特钢	1.48	2.02	36.89%	中原特钢	0.67	0.61	-8.98%	33.86%
金洲管道	2.06	2.77	34.81%	宝钢股份	42.34	57.56	35.96%	杭钢股份	1.86	1.88	1.39%	30.48%
久立特材	2.98	3.98	33.49%	八一钢铁	3.07	4.15	35.39%	沙钢股份	0.65	0.83	28.16%	27.58%
华菱钢铁	32.62	43.18	32.37%	重庆钢铁	6.15	7.73	25.64%	酒钢宏兴	7.17	9.78	36.45%	22.73%
包钢股份	33.98	44.66	31.45%	永兴特钢	0.52	0.64	22.60%	金洲管道	0.93	1.15	23.10%	22.16%
方大特钢	8.40	10.44	24.39%	方大特钢	3.55	4.19	18.00%	鞍钢股份	12.16	15.12	24.34%	20.10%
鞍钢股份	35.87	44.26	23.39%	鞍钢股份	11.38	12.59	10.63%	包钢股份	16.61	15.52	-6.59%	11.02%
宝钢股份	127.63	156.99	23.01%	南钢股份	5.44	5.95	9.42%	永兴特钢	0.59	0.69	17.61%	7.97%
马钢股份	24.45	29.83	22.00%	凌钢股份	1.92	2.10	9.09%	宝钢股份	46.26	61.97	33.96%	7.66%
南钢股份	15.39	17.27	12.23%	首钢股份	10.50	11.10	5.71%	久立特材	1.14	1.37	19.72%	4.58%
凌钢股份	5.30	5.63	6.27%	华菱钢铁	10.93	11.55	5.70%	安阳钢铁	5.35	5.17	-3.53%	4.27%
新兴铸管	17.37	18.27	5.22%	常宝股份	0.86	0.91	5.42%	新兴铸管	5.89	6.17	4.74%	3.88%
河钢股份	69.61	72.40	4.01%	马钢股份	8.59	8.96	4.38%	本钢板材	6.05	13.98	130.83%	2.98%
首钢股份	31.95	33.03	3.38%	河钢股份	27.14	27.99	3.13%	太钢不锈	13.39	14.34	7.08%	2.93%

重庆钢铁	13.53	13.95	3.10%	安阳钢铁	4.81	4.95	2.98%	南钢股份	5.17	6.00	15.97%	0.72%
西宁特钢	8.87	9.11	2.75%	太钢不锈	13.67	13.93	1.91%	首钢股份	10.50	10.83	3.20%	-2.37%
太钢不锈	39.91	40.75	2.10%	新兴铸管	6.12	5.94	-3.03%	韶钢松山	1.97	3.82	93.95%	-2.42%
沙钢股份	2.19	2.12	-3.03%	新钢股份	3.07	2.95	-3.93%	马钢股份	8.35	8.63	3.38%	-3.72%
安阳钢铁	15.26	14.46	-5.23%	杭钢股份	1.59	1.44	-8.94%	凌钢股份	1.59	1.99	24.73%	-5.26%
中原特钢	1.68	1.53	-8.45%	沙钢股份	0.88	0.65	-25.35%	新钢股份	3.23	2.53	-21.66%	-14.42%
杭钢股份	5.43	4.83	-11.14%	中原特钢	0.62	0.45	-27.16%	河钢股份	22.50	22.08	-1.87%	-21.10%
酒钢宏兴	30.19	25.70	-14.89%	酒钢宏兴	11.05	7.97	-27.91%	三钢闽光	0.97	1.44	47.73%	-31.52%
山东钢铁	19.34	15.61	-19.29%	山东钢铁	5.22	3.72	-28.61%	方大特钢	2.66	2.62	-1.63%	-37.53%
新钢股份	9.09	6.94	-23.56%	西宁特钢	3.31	2.13	-35.53%	重庆钢铁	2.81	4.75	68.67%	-38.58%
<b>合计</b>	<b>601.54</b>	<b>699.86</b>	<b>16.35%</b>	<b>合计</b>	<b>205.43</b>	<b>240.94</b>	<b>17.28%</b>	<b>合计</b>	<b>207.65</b>	<b>257.39</b>	<b>23.96%</b>	<b>6.83%</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

注: 2018Q3 管理费用计算值包括研发费用

表 7: 2018 年 Q3 费用率环比上升 0.21 个百分点

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	变动百分点	公司简称	2017Q2	2018Q2	变动百分点	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比变动百分点	环比变动百分点
本钢板材	6.37%	8.64%	2.27	本钢板材	6.22%	11.50%	5.28	西宁特钢	18.68%	26.64%	7.97	14.32
八一钢铁	6.63%	7.57%	0.94	久立特材	10.24%	12.39%	2.15	中原特钢	24.83%	19.63%	-5.20	4.13
大冶特钢	5.53%	6.39%	0.87	宝钢股份	4.98%	7.09%	2.11	大冶特钢	5.38%	9.30%	3.91	2.86
韶钢松山	3.37%	3.69%	0.32	韶钢松山	4.67%	6.51%	1.84	山东钢铁	6.65%	5.32%	-1.32	2.48
新兴铸管	4.92%	5.18%	0.26	八一钢铁	7.23%	8.65%	1.42	常宝股份	9.74%	8.78%	-0.97	2.22
华菱钢铁	5.82%	5.78%	-0.03	新兴铸管	4.64%	5.56%	0.91	华菱钢铁	5.71%	6.89%	1.18	1.99
三钢闽光	1.60%	1.56%	-0.04	大冶特钢	5.92%	6.43%	0.52	包钢股份	12.08%	9.36%	-2.73	1.88
宝钢股份	5.07%	4.94%	-0.13	金洲管道	7.22%	7.64%	0.43	酒钢宏兴	6.44%	7.42%	0.99	1.40
方大特钢	8.29%	7.95%	-0.34	三钢闽光	1.52%	1.82%	0.30	宝钢股份	5.64%	8.07%	2.42	0.98
凌钢股份	3.95%	3.52%	-0.44	永兴特钢	5.05%	5.02%	-0.03	久立特材	18.39%	13.21%	-5.18	0.82
首钢股份	7.24%	6.75%	-0.49	新钢股份	2.45%	2.33%	-0.12	永兴特钢	6.10%	5.73%	-0.36	0.71
包钢股份	9.74%	9.19%	-0.55	杭钢股份	2.46%	2.18%	-0.28	杭钢股份	2.42%	2.87%	0.45	0.69
沙钢股份	2.46%	1.89%	-0.57	方大特钢	10.11%	9.58%	-0.52	金洲管道	8.38%	8.31%	-0.07	0.66
鞍钢股份	5.93%	5.35%	-0.58	凌钢股份	4.30%	3.72%	-0.58	鞍钢股份	5.67%	5.61%	-0.06	0.65
马钢股份	4.63%	4.00%	-0.62	马钢股份	4.81%	4.12%	-0.69	沙钢股份	2.34%	2.21%	-0.13	0.51
南钢股份	5.69%	4.38%	-1.31	鞍钢股份	5.78%	4.96%	-0.82	太钢不锈	7.80%	7.84%	0.04	0.37
新钢股份	2.56%	1.24%	-1.32	太钢不锈	8.44%	7.47%	-0.97	安阳钢铁	6.27%	5.20%	-1.07	-0.01
杭钢股份	2.66%	1.19%	-1.47	沙钢股份	2.74%	1.70%	-1.04	首钢股份	6.61%	6.40%	-0.21	-0.15
河钢股份	8.01%	6.38%	-1.63	南钢股份	6.44%	5.29%	-1.15	新兴铸管	5.83%	5.32%	-0.50	-0.23
山东钢铁	5.48%	3.58%	-1.90	包钢股份	8.63%	7.48%	-1.16	凌钢股份	3.16%	3.48%	0.32	-0.24
安阳钢铁	7.60%	5.62%	-1.99	河钢股份	10.38%	8.99%	-1.40	三钢闽光	1.61%	1.56%	-0.06	-0.27
永兴特钢	5.24%	2.78%	-2.46	首钢股份	8.01%	6.56%	-1.45	南钢股份	5.11%	4.99%	-0.12	-0.30
金洲管道	7.70%	4.89%	-2.82	华菱钢铁	6.39%	4.90%	-1.49	马钢股份	4.72%	3.74%	-0.98	-0.38
酒钢宏兴	9.91%	6.95%	-2.96	山东钢铁	4.95%	2.85%	-2.10	八一钢铁	5.87%	7.94%	2.07	-0.70
西宁特钢	21.12%	17.94%	-3.18	安阳钢铁	7.97%	5.21%	-2.76	新钢股份	2.50%	1.62%	-0.88	-0.71

太钢不锈	7.95%	4.40%	-3.55	常宝股份	9.88%	6.56%	-3.32	本钢板材	6.28%	10.50%	4.22	-1.00
常宝股份	9.60%	5.55%	-4.04	中原特钢	19.66%	15.50%	-4.16	韶钢松山	2.74%	5.27%	2.53	-1.24
中原特钢	21.56%	16.50%	-5.05	酒钢宏兴	10.83%	6.02%	-4.80	河钢股份	6.94%	6.41%	-0.52	-2.57
久立特材	14.92%	9.60%	-5.32	重庆钢铁	21.46%	13.01%	-8.45	方大特钢	6.91%	5.76%	-1.14	-3.82
重庆钢铁	16.54%	8.00%	-8.54	西宁特钢	22.32%	12.32%	-10.00	重庆钢铁	7.69%	7.48%	-0.20	-5.53
<b>行业</b>	<b>6.12%</b>	<b>6.22%</b>	<b>0.10</b>	<b>行业</b>	<b>6.46%</b>	<b>6.19%</b>	<b>-0.28</b>	<b>行业</b>	<b>5.90%</b>	<b>6.40%</b>	<b>0.50</b>	<b>0.21</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

注: 2018Q3 管理费用计算值包括研发费用

表 8: 2018Q3 费用率环比上升主要源于管理费用率提升 (单位: 亿元)

指标	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
销售费用	151.85	172.66	13.70%	销售费用	51.03	59.21	16.03%	销售费用	51.54	60.77	17.92%	2.65%
管理费用	274.99	322.64	17.33%	管理费用	93.77	102.73	9.56%	管理费用	101.29	120.98	19.45%	17.77%
财务费用	174.69	204.56	17.10%	财务费用	60.64	79.00	30.29%	财务费用	54.83	75.64	37.96%	-4.26%
费用小计	601.54	699.86	16.35%	费用小计	205.43	240.94	17.28%	费用小计	207.65	257.39	23.96%	6.83%
营业收入	9,830.18	11,247.04	14.41%	营业收入	3,178.57	3,894.95	22.54%	营业收入	3,518.25	4,023.26	14.35%	3.29%
费用率	2017前三季度	2018前三季度	变动百分点	公司简称	2017Q2	2018Q2	变动百分点	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比变动百分点	环比变动百分点
销售费用率	1.54%	1.54%	-0.01	销售费用率	1.61%	1.52%	-0.09	销售费用率	1.46%	1.51%	0.05	-0.01
管理费用率	2.80%	2.87%	0.07	管理费用率	2.95%	2.64%	-0.31	管理费用率	2.88%	3.01%	0.13	0.37
财务费用率	1.78%	1.82%	0.04	财务费用率	1.91%	2.03%	0.12	财务费用率	1.56%	1.88%	0.32	-0.15
<b>费用小计率</b>	<b>6.12%</b>	<b>6.22%</b>	<b>0.10</b>	<b>费用小计率</b>	<b>6.46%</b>	<b>6.19%</b>	<b>-0.28</b>	<b>费用小计率</b>	<b>5.90%</b>	<b>6.40%</b>	<b>0.50</b>	<b>0.21</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

注: 2018Q3 管理费用计算值包括研发费用

### Q3 扣非归母净利约 293 亿元, 环比增长 8.99%

基于毛利润改善叠加费用相对刚性, 今年 3 季度上市钢企实现扣非归属母公司净利润 293.30 亿元, 同比增长 19.02%, 环比增长 8.99%。

表 9: 2018Q3 行业归属母公司股东的净利润约 297 亿元, 环比增长 2.35% (单位: 亿元)

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
常宝股份	0.95	3.68	285.94%	西宁特钢	0.00	0.01	4724.34%	八一钢铁	4.64	3.62	-21.97%	406.85%
重庆钢铁	-8.82	14.80	267.79%	山东钢铁	1.43	10.57	638.72%	重庆钢铁	1.16	7.18	516.74%	74.44%
新钢股份	13.75	39.48	187.10%	沙钢股份	0.82	3.92	376.09%	新钢股份	8.03	17.90	122.76%	38.84%
沙钢股份	3.70	9.93	168.59%	杭钢股份	1.49	6.52	338.16%	方大特钢	8.35	10.09	20.83%	34.81%
山东钢铁	10.73	24.18	125.42%	新钢股份	3.00	12.89	329.83%	鞍钢股份	14.62	24.15	65.18%	26.51%
新兴铸管	8.08	18.11	124.04%	安阳钢铁	2.28	8.88	288.82%	宝钢股份	54.99	57.38	4.35%	15.03%
华菱钢铁	25.72	54.76	112.94%	常宝股份	0.41	1.59	287.85%	包钢股份	8.19	8.88	8.40%	13.91%
三钢闽光	24.76	51.79	109.14%	酒钢宏兴	1.27	4.62	262.82%	韶钢松山	11.01	10.00	-9.11%	11.34%
鞍钢股份	32.85	68.55	108.68%	三钢闽光	6.73	22.68	236.96%	马钢股份	10.96	21.55	96.53%	7.18%
马钢股份	27.40	55.83	103.79%	太钢不锈	4.18	13.75	228.78%	凌钢股份	5.91	5.28	-10.62%	6.93%
久立特材	1.08	2.16	99.58%	重庆钢铁	-4.05	4.12	201.72%	河钢股份	9.44	15.49	64.05%	6.90%

太钢不锈	21.58	40.61	88.20%	华菱钢铁	6.49	19.05	193.61%	华菱钢铁	16.15	20.33	25.86%	6.74%
南钢股份	20.47	34.37	67.95%	新兴铸管	2.70	7.57	179.76%	酒钢宏兴	3.14	4.89	55.70%	5.77%
包钢股份	14.07	23.04	63.80%	马钢股份	7.42	20.11	171.09%	常宝股份	0.33	1.62	383.54%	1.64%
酒钢宏兴	6.65	10.74	61.52%	鞍钢股份	7.54	19.09	153.18%	久立特材	0.41	0.83	101.43%	-1.20%
安阳钢铁	9.77	15.73	61.03%	河钢股份	6.02	14.49	140.92%	南钢股份	8.38	11.49	37.01%	-10.29%
韶钢松山	17.50	27.57	57.52%	宝钢股份	23.83	49.89	109.31%	新兴铸管	3.07	6.76	120.24%	-10.61%
中原特钢	-1.47	-0.65	55.77%	凌钢股份	2.38	4.94	107.09%	太钢不锈	14.18	12.25	-13.59%	-10.91%
河钢股份	21.95	33.71	53.58%	首钢股份	4.52	9.20	103.39%	沙钢股份	1.81	3.46	91.52%	-11.74%
方大特钢	15.40	23.15	50.35%	包钢股份	3.90	7.79	99.84%	三钢闽光	13.96	19.46	39.40%	-14.20%
大冶特钢	2.79	3.80	36.62%	久立特材	0.42	0.84	98.50%	永兴特钢	0.94	1.06	13.47%	-19.35%
杭钢股份	11.89	16.05	35.01%	南钢股份	6.59	12.81	94.24%	金洲管道	0.68	0.44	-35.87%	-21.85%
宝钢股份	116.68	157.47	34.96%	韶钢松山	4.81	8.98	86.60%	首钢股份	8.14	7.16	-11.95%	-22.13%
凌钢股份	9.96	12.77	28.21%	本钢板材	2.21	4.06	83.87%	大冶特钢	0.89	1.25	40.00%	-24.36%
永兴特钢	2.60	3.30	26.81%	中原特钢	-0.61	-0.12	80.09%	山东钢铁	4.77	7.41	55.23%	-29.90%
首钢股份	17.62	21.41	21.47%	方大特钢	4.20	7.48	78.33%	杭钢股份	8.33	4.50	-46.00%	-31.01%
金洲管道	1.07	1.10	2.61%	金洲管道	0.32	0.56	75.84%	安阳钢铁	9.49	5.56	-41.41%	-37.39%
八一钢铁	8.65	5.77	-33.26%	大冶特钢	1.24	1.65	33.07%	中原特钢	-0.47	-0.19	59.06%	-59.77%
本钢板材	13.34	8.25	-38.16%	永兴特钢	1.01	1.32	30.08%	本钢板材	8.11	0.68	-91.58%	-83.21%
西宁特钢	-1.61	-5.76	-257.42%	八一钢铁	1.29	0.71	-44.55%	西宁特钢	-1.72	-5.89	-242.17%	-44553.62%
<b>行业合计</b>	<b>461.65</b>	<b>808.25</b>	<b>75.08%</b>	<b>行业合计</b>	<b>105.80</b>	<b>289.91</b>	<b>174.02%</b>	<b>行业合计</b>	<b>246.49</b>	<b>296.73</b>	<b>20.38%</b>	<b>2.35%</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 10: 2018Q3 行业扣非归属净利润约 293 亿元, 环比增长 8.99% (单位: 亿元)

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
常宝股份	0.77	3.70	380.37%	杭钢股份	1.14	6.07	430.18%	八一钢铁	4.67	3.60	-22.98%	423.52%
重庆钢铁	-9.36	14.35	253.31%	山东钢铁	2.32	10.79	364.25%	重庆钢铁	0.68	6.99	925.99%	82.93%
新钢股份	13.06	38.84	197.40%	常宝股份	0.36	1.61	352.65%	新钢股份	7.71	17.73	129.84%	40.37%
山东钢铁	8.54	24.46	186.54%	新钢股份	2.80	12.63	350.52%	方大特钢	8.23	10.06	22.25%	36.17%
新兴铸管	7.65	18.97	148.13%	酒钢宏兴	0.95	4.14	334.47%	三钢闽光	13.92	19.35	39.01%	34.38%
沙钢股份	3.52	8.71	147.29%	沙钢股份	0.78	3.10	297.42%	马钢股份	11.05	21.20	91.86%	28.10%
久立特材	0.91	1.98	118.45%	安阳钢铁	2.23	8.79	294.15%	鞍钢股份	14.77	24.10	63.17%	24.61%
华菱钢铁	25.83	54.97	112.82%	金洲管道	0.14	0.50	256.68%	宝钢股份	52.74	55.19	4.65%	21.78%
马钢股份	26.36	51.77	96.38%	太钢不锈	4.01	13.57	238.74%	酒钢宏兴	3.31	4.89	47.61%	18.15%
太钢不锈	21.13	40.23	90.42%	重庆钢铁	-4.09	3.82	193.44%	包钢股份	8.64	8.89	2.87%	14.30%
包钢股份	12.55	22.98	83.09%	华菱钢铁	6.45	18.89	192.73%	韶钢松山	12.97	10.06	-22.41%	13.46%
鞍钢股份	33.11	59.27	79.01%	包钢股份	2.66	7.77	192.47%	华菱钢铁	15.98	20.69	29.50%	9.54%
南钢股份	18.84	33.62	78.47%	马钢股份	6.37	16.55	160.00%	河钢股份	9.44	15.43	63.50%	8.81%
三钢闽光	24.64	43.39	76.07%	新兴铸管	2.80	7.21	157.82%	凌钢股份	5.91	5.36	-9.32%	8.39%
金洲管道	0.52	0.87	68.28%	鞍钢股份	7.74	19.34	149.87%	沙钢股份	1.72	3.25	88.90%	4.62%
酒钢宏兴	6.47	10.20	57.73%	河钢股份	6.04	14.18	134.94%	常宝股份	0.28	1.65	489.07%	2.43%
安阳钢铁	10.11	15.63	54.56%	三钢闽光	6.68	14.40	115.66%	新兴铸管	3.25	7.12	119.28%	-1.23%
河钢股份	21.97	33.34	51.75%	久立特材	0.38	0.81	111.19%	久立特材	0.31	0.80	160.28%	-1.91%

方大特钢	15.28	23.00	50.57%	凌钢股份	2.42	4.94	104.52%	南钢股份	7.80	11.20	43.53%	-9.36%
中原特钢	-1.52	-0.86	43.66%	宝钢股份	22.41	45.32	102.23%	太钢不锈	14.12	12.15	-13.98%	-10.50%
韶钢松山	19.70	27.58	40.02%	首钢股份	4.60	9.16	99.21%	中原特钢	-0.50	-0.27	46.42%	-15.90%
杭钢股份	11.20	15.54	38.72%	南钢股份	6.65	12.35	85.75%	大冶特钢	0.90	1.37	52.94%	-17.34%
大冶特钢	2.92	3.95	35.39%	韶钢松山	4.78	8.87	85.53%	金洲管道	0.42	0.40	-4.90%	-20.31%
凌钢股份	9.79	12.86	31.31%	本钢板材	2.13	3.78	77.13%	杭钢股份	8.03	4.73	-41.11%	-22.04%
宝钢股份	114.75	149.63	30.40%	方大特钢	4.23	7.38	74.47%	首钢股份	8.09	7.13	-11.90%	-22.15%
首钢股份	17.60	21.28	20.92%	中原特钢	-0.63	-0.23	63.35%	山东钢铁	4.79	7.38	54.20%	-31.54%
永兴特钢	2.31	2.56	10.74%	大冶特钢	1.27	1.66	30.10%	永兴特钢	0.83	0.72	-12.46%	-35.14%
八一钢铁	8.66	5.71	-34.13%	永兴特钢	0.87	1.11	28.01%	安阳钢铁	9.90	5.56	-43.87%	-36.76%
本钢板材	13.13	7.77	-40.83%	西宁特钢	-0.03	-0.02	20.06%	本钢板材	8.04	0.52	-93.56%	-86.30%
西宁特钢	-1.69	-5.86	-246.78%	八一钢铁	1.28	0.69	-46.37%	西宁特钢	-1.74	-5.92	-239.16%	-25911.75%
<b>行业合计</b>	<b>452.80</b>	<b>772.73</b>	<b>70.66%</b>	<b>行业合计</b>	<b>101.66</b>	<b>269.11</b>	<b>164.70%</b>	<b>行业合计</b>	<b>246.43</b>	<b>293.30</b>	<b>19.02%</b>	<b>8.99%</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

### Q3 年化 ROE 升至 18.27%，仍处历史高位

今年 3 季度钢铁行业 ROE 达到 4.57%，年化 ROE 达 18.27%，同比和环比分别小幅回落 0.14 和 0.44 个百分点。

根据杜邦分析法拆分 ROE 结构来看，前三季度钢铁 ROE 同比上升 3.88 个百分点，其中销售净利率同比上升 2.90 个百分点，总资产周转率同比上升 3.65%，权益乘数大幅下滑 12.91%。整体而言，随着盈利能力提升、经营周转效率改善且杠杆水平降低，ROE 结构整体有所优化。

表 11: 2018 年 Q3 钢铁行业 ROE 环比下降 0.11 个百分点

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	变动百分点	公司简称	2017Q2	2018Q2	变动百分点	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比变动百分点	环比变动百分点
沙钢股份	12.72%	25.87%	13.15	三钢闽光	8.51%	16.75%	8.24	八一钢铁	16.36%	9.69%	-6.67	7.66
新钢股份	14.90%	26.00%	11.10	安阳钢铁	4.80%	12.61%	7.81	新钢股份	8.47%	11.10%	2.63	2.34
马钢股份	12.96%	21.43%	8.47	沙钢股份	2.86%	10.25%	7.40	重庆钢铁	0.00%	4.02%	4.02	1.64
重庆钢铁	0.00%	8.47%	8.47	方大特钢	14.09%	19.99%	5.89	方大特钢	24.29%	21.24%	-3.05	1.25
华菱钢铁	34.18%	42.24%	8.05	新钢股份	3.34%	8.76%	5.41	鞍钢股份	3.11%	4.71%	1.60	1.01
三钢闽光	29.46%	36.91%	7.45	华菱钢铁	9.44%	14.84%	5.40	宝钢股份	3.57%	3.42%	-0.15	0.43
鞍钢股份	7.10%	13.60%	6.50	山东钢铁	0.86%	5.49%	4.63	包钢股份	1.70%	1.73%	0.04	0.18
常宝股份	3.35%	9.71%	6.36	马钢股份	3.52%	7.83%	4.31	马钢股份	4.99%	7.94%	2.95	0.11
山东钢铁	6.48%	12.53%	6.06	酒钢宏兴	1.34%	4.62%	3.28	酒钢宏兴	3.23%	4.66%	1.43	0.04
太钢不锈	9.19%	14.38%	5.19	太钢不锈	1.83%	4.85%	3.03	凌钢股份	10.05%	7.27%	-2.78	0.03
新兴铸管	4.35%	9.06%	4.71	凌钢股份	4.34%	7.24%	2.90	常宝股份	1.25%	4.21%	2.97	-0.01
中原特钢	-8.37%	-4.22%	4.15	常宝股份	1.44%	4.22%	2.78	久立特材	1.56%	2.82%	1.27	-0.05
酒钢宏兴	6.99%	10.57%	3.59	杭钢股份	0.99%	3.75%	2.76	河钢股份	2.06%	2.93%	0.87	-0.10
安阳钢铁	18.32%	21.70%	3.38	中原特钢	-3.47%	-0.79%	2.68	新兴铸管	1.56%	3.33%	1.77	-0.44
久立特材	4.09%	7.33%	3.24	重庆钢铁	0.00%	2.38%	2.38	中原特钢	-2.78%	-1.28%	1.50	-0.49
南钢股份	23.84%	26.06%	2.22	新兴铸管	1.39%	3.77%	2.38	金洲管道	3.33%	2.00%	-1.33	-0.59
大冶特钢	7.30%	9.17%	1.87	鞍钢股份	1.64%	3.70%	2.06	太钢不锈	5.96%	4.23%	-1.73	-0.62

河钢股份	4.82%	6.61%	1.79	首钢股份	1.71%	3.42%	1.71	首钢股份	3.15%	2.72%	-0.43	-0.70
永兴特钢	8.20%	9.83%	1.62	河钢股份	1.33%	3.03%	1.70	永兴特钢	2.90%	3.23%	0.33	-0.70
包钢股份	2.93%	4.55%	1.62	宝钢股份	1.56%	2.99%	1.42	华菱钢铁	20.20%	13.85%	-6.35	-1.00
杭钢股份	7.73%	9.25%	1.52	久立特材	1.61%	2.88%	1.27	大冶特钢	2.31%	2.96%	0.66	-1.03
首钢股份	7.06%	8.16%	1.10	金洲管道	1.59%	2.59%	1.00	杭钢股份	5.37%	2.51%	-2.86	-1.24
宝钢股份	8.39%	9.39%	1.01	南钢股份	8.91%	9.75%	0.84	南钢股份	9.27%	8.07%	-1.20	-1.68
凌钢股份	17.48%	18.36%	0.87	大冶特钢	3.26%	3.99%	0.73	韶钢松山	66.34%	19.31%	-47.04	-1.80
金洲管道	5.26%	5.08%	-0.18	包钢股份	0.82%	1.55%	0.73	本钢板材	5.94%	0.36%	-5.58	-1.81
方大特钢	47.33%	45.43%	-1.90	永兴特钢	3.24%	3.94%	0.70	山东钢铁	2.83%	3.68%	0.85	-1.81
本钢板材	9.97%	4.96%	-5.00	本钢板材	1.68%	2.17%	0.48	沙钢股份	6.03%	8.34%	2.31	-1.91
西宁特钢	-5.77%	-20.23%	-14.46	西宁特钢	0.00%	0.04%	0.04	三钢闽光	15.84%	12.10%	-3.74	-4.65
八一钢铁	32.87%	15.92%	-16.95	八一钢铁	5.07%	2.03%	-3.04	安阳钢铁	17.74%	7.16%	-10.58	-5.44
韶钢松山	131.21%	63.72%	-67.49	韶钢松山	55.50%	21.11%	-34.39	西宁特钢	-6.15%	-20.63%	-14.48	-20.67
<b>行业</b>	<b>9.22%</b>	<b>13.11%</b>	<b>3.88</b>	<b>行业</b>	<b>2.07%</b>	<b>4.68%</b>	<b>2.61</b>	<b>行业</b>	<b>4.60%</b>	<b>4.57%</b>	<b>-0.04</b>	<b>-0.11</b>

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 12: 2018 年前三季度 ROE 结构拆分来看, 净利润率和总资产周转率同比有所上升

公司简称	ROE			净利润率			总资产周转率			权益乘数		
	2017前三 季度	2018前三 季度	同比变动 百分点	2017前三 季度	2018前三 季度	同比变动 百分点	2017前 三季度	2018前三 季度	同比变动	2017前三季 度	2018前三季 度	同比变动
沙钢股份	12.72%	25.87%	13.15	8.42%	17.48%	9.06	1.06	1.10	3.52%	2.88	2.61	-9.41%
新钢股份	14.90%	26.00%	11.10	3.96%	9.69%	5.73	1.23	1.15	-6.38%	3.12	2.33	-25.43%
马钢股份	12.96%	21.43%	8.47	6.28%	10.12%	3.84	0.79	0.86	9.26%	3.17	2.81	-11.33%
重庆钢铁	0.00%	8.47%	8.47	-10.79%	8.49%	19.28	0.22	0.68	202.32%	-	1.47	-
华菱钢铁	34.18%	42.24%	8.05	5.91%	9.99%	4.09	0.78	0.93	18.24%	9.51	5.72	-39.88%
三钢闽光	29.46%	36.91%	7.45	15.65%	19.33%	3.68	1.13	1.27	12.59%	1.67	1.51	-9.80%
鞍钢股份	7.10%	13.60%	6.50	5.45%	8.81%	3.36	0.69	0.86	25.25%	1.90	1.80	-5.73%
常宝股份	3.35%	9.71%	6.36	4.30%	10.16%	5.85	0.62	0.65	4.51%	1.40	1.63	16.49%
山东钢铁	6.48%	12.53%	6.06	3.12%	6.41%	3.29	0.67	0.65	-2.72%	3.19	3.23	1.48%
太钢不锈	9.19%	14.38%	5.19	4.11%	7.29%	3.18	0.70	0.76	7.73%	3.04	2.57	-15.39%
新兴铸管	4.35%	9.06%	4.71	2.23%	5.91%	3.68	0.71	0.64	-9.95%	2.69	2.49	-7.38%
中原特钢	-8.37%	-4.22%	4.15	-18.92%	-8.32%	10.60	0.21	0.23	9.28%	2.11	2.21	4.92%
酒钢宏兴	6.99%	10.57%	3.59	1.98%	2.99%	1.00	0.82	0.93	13.57%	3.92	3.84	-1.92%
安阳钢铁	18.32%	21.70%	3.38	4.88%	6.15%	1.27	0.61	0.76	25.43%	6.17	4.64	-24.90%
久立特材	4.09%	7.33%	3.24	5.31%	7.16%	1.85	0.51	0.61	18.72%	1.48	1.68	13.17%
南钢股份	23.84%	26.06%	2.22	7.76%	12.09%	4.33	0.75	0.84	12.27%	4.21	3.03	-27.96%
大冶特钢	7.30%	9.17%	1.87	3.77%	4.04%	0.27	1.21	1.35	11.44%	1.59	1.67	5.10%
河钢股份	4.82%	6.61%	1.79	2.68%	4.35%	1.67	0.47	0.46	-1.70%	4.11	3.89	-5.32%
永兴特钢	8.20%	9.83%	1.62	8.91%	9.05%	0.14	0.80	0.90	12.24%	1.15	1.20	4.70%
包钢股份	2.93%	4.55%	1.62	4.03%	4.79%	0.76	0.24	0.33	34.25%	2.98	2.91	-2.31%
杭钢股份	7.73%	9.25%	1.52	5.86%	8.20%	2.34	0.81	0.76	-6.09%	1.63	1.49	-8.85%
首钢股份	7.06%	8.16%	1.10	5.60%	6.01%	0.41	0.34	0.36	5.17%	5.19	5.16	-0.69%

宝钢股份	8.39%	9.39%	1.01	4.97%	7.63%	2.65	0.82	0.64	-21.45%	2.21	2.09	-5.47%
凌钢股份	17.48%	18.36%	0.87	7.43%	8.08%	0.65	0.85	1.04	22.57%	2.77	2.18	-21.24%
金洲管道	5.26%	5.08%	-0.18	4.08%	3.61%	-0.47	0.81	0.95	16.76%	1.61	1.64	1.44%
方大特钢	47.33%	45.43%	-1.90	15.32%	18.16%	2.84	1.07	1.27	18.62%	2.90	1.97	-32.06%
本钢板材	9.97%	4.96%	-5.00	4.42%	2.25%	-2.17	0.55	0.60	9.27%	4.14	3.69	-10.83%
西宁特钢	-5.77%	-20.23%	-14.46	-3.86%	-11.39%	-7.53	0.15	0.21	36.59%	9.93	8.62	-13.13%
八一钢铁	32.87%	15.92%	-16.95	6.88%	3.76%	-3.13	1.01	0.80	-21.33%	4.72	5.32	12.80%
韶钢松山	131.21%	63.72%	-67.49	9.44%	14.23%	4.79	1.24	1.27	3.10%	11.25	3.51	-68.75%
<b>行业</b>	<b>9.22%</b>	<b>13.11%</b>	<b>3.88</b>	<b>4.90%</b>	<b>7.79%</b>	<b>2.90</b>	<b>0.65</b>	<b>0.67</b>	<b>3.65%</b>	<b>2.79</b>	<b>2.43</b>	<b>-12.91%</b>

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：重庆钢铁 2017 年三季度因净资产为负值，无 ROE 数据。

### Q3 吨钢毛利 836 元，吨钢净利 372 元

2018 年第 3 季度上市冶炼钢企平均吨钢毛利环比下滑约 4 元/吨至约 836 元/吨，平均吨钢净利环比下降约 48 元/吨至约 372 元/吨，仍处于历史高位水平。

表 13：2018Q3 钢铁行业平均吨钢毛利约 836 元/吨（单位：元/吨）

公司简称	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3
方大特钢	505	506		404	214	197	264	424	533	492	490	511	267	487	1211	1077	1243	1437
新兴铸管	849	894	803	718	619	524	657	576	653	475	350	320	302	418	634	766	1090	1343
三钢闽光				276	347	141	106	153	204	70	119	94	-95	286	929	566	1339	1224
新钢股份					699	622	215	260	222	55	224	291	108	232	641	613	894	1212
沙钢股份									470	219	206	227	113	299	735	940	1100	1133
太钢不锈		520	461	1075	1114	929	687	820	862	810	705	673	335	863	1053	1096	1245	1090
宝钢股份			1417	1287	1254	1071	624	963	754	605	817	847	656	980	881	1009	911	1078
南钢股份	482	440	310	320	450	294	168	445	339	186	242	357	82	295	700	871	1111	1042
华菱钢铁	423	349	352	461	557	583	282	65	173	72	220	300	82	225	634	780	879	1003
鞍钢股份			636	952	1149	868	338	466	210	111	434	427	174	388	559	670	787	996
韶钢松山	666	432	145	237	435	-26	188	166	50	-123	110	-39	-274	130	595	794	872	852
山东钢铁										21	317	178	84	291	501	597	866	843
酒钢宏兴	609	709	401	464	715	471	475	534	658	566	379	699	-37	1142	853	578	700	837
包钢股份	336	305	275	267	469	418	-21	208	303	296	309	392	-416	232	587	662	693	789
首钢股份		563	478	310	329	505	310	309	-14	-55	42	244	35	351	546	574	678	783
重庆钢铁				312	526	826	392	318	174	12	-61	-107	-654	-750	109	375	786	777
马钢股份				435	433	195	259	219	94	191	217	-21	323	520	512	762	734	
杭钢股份	437	519	226	302	374	325	274	410	421	128	211	209	-276	391	687	737	918	705
河钢股份	425	545	402		464	436	260	348	373	325	318	362	330	369	511	585	770	666
八一钢铁	413		304	250	394	414	249	365	362	260	255	43	-237	251	478	393	386	661
凌钢股份	485	368	297	352	363	559	310	397	264	97	81	94	108	306	529	420	659	638
大冶特钢	222	263	231	351	410	329	472	606	545	472	528	558	507	467	577	660	823	581
本钢板材		243	197	427	703	583	195	497	424	265	244	232	-48	337	426	315	633	549
安阳钢铁	536	434	266	297	330				291	-331	226	253	31	255	510	393	623	497

西宁特钢	707	902	819	879	1048	1161	698	1087	1301	931	943	1149	-95	823	526	801	601	-343
<b>行业平均</b>	<b>507</b>	<b>499</b>	<b>445</b>	<b>497</b>	<b>577</b>	<b>519</b>	<b>329</b>	<b>430</b>	<b>401</b>	<b>240</b>	<b>310</b>	<b>335</b>	<b>43</b>	<b>366</b>	<b>624</b>	<b>663</b>	<b>840</b>	<b>836</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 中钢协, 长江证券研究所

表 14: 2018Q3 行业平均吨钢净利约 372 元/吨 (单位: 元/吨)

公司简称	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3
方大特钢	243	236		125	98	7	15	122	285	164	168	170	32	193	691	536	642	886
三钢闽光				117	149	9	10	26	58	-44	10	5	-158	150	632	394	927	858
新钢股份				254	161	30	48	23	-132	16	53	7	61	367	413	541	811	
沙钢股份								188	5	15	24	-45	146	462	649	832	795	
韶钢松山	418	326	40	104	204	-416	23	4	-218	-364	17	-226	-515	20	434	685	589	579
南钢股份	239	225	124	114	248	29	29	145	48	-86	-106	40	-307	43	387	526	643	559
华菱钢铁	186	180	92	151	197	110	10	-202	5	-258	10	10	-284	-104	318	456	510	536
宝钢股份			667	635	594	289	272	529	300	443	275	279	32	382	442	507	435	530
马钢股份				195	52	38	81	12	-229	11	14	-279	71	273	341	470	517	
鞍钢股份		344	488	504	199	36	93	-122	-229	39	46	-243	81	271	293	358	476	
太钢不锈	339	243	470	470	133	95	145	187	105	53	28	-398	106	416	527	517	467	
重庆钢铁			108	144	186	28	2	-266	21	-471	13	-1814	-2011	82	247	266	452	
新兴铸管	342	357	295	219	222	203	244	271	274	202	123	68	61	66	152	216	439	436
杭钢股份	215	257	85	83	134	22	67	140	122	-146	16	9	-513	166	416	437	595	401
凌钢股份	289	233	158	169	189	179	99	175	42	12	15	-137	13	38	240	203	349	353
山东钢铁									-294	15	-116	8	-69	273	350	578	345	
首钢股份	282	197	94	127	129	103	77	-83	-239	-160	-4	-216	34	214	190	329	343	
酒钢宏兴	323	347	157	146	238	10	45	116	169	49	-211	2	-988	4	57	72	264	265
河钢股份	160	201	142	233	205	49	62	50	5	5	24	14	51	81	87	259	261	
安阳钢铁	241	192	97	113	165			5	-665	5	4	-295	13	212	79	384	239	
包钢股份	145	198	200	127	254	100	-170	21	51	27	25	24	-428	7	144	177	220	239
八一钢铁	171	89	43	103	23	22	79	75	21	5	-280	-577	9	237	139	55	217	
大冶特钢	-60	29	75	286	278	197	300	421	409	152	150	193	197	170	193	166	291	201
本钢板材	147	105	233	225	22	-171	93	78	7	26	25	-279	72	142	128	145	25	
西宁特钢	225	304	330	371	467	342	56	259	376	70	-29	56	-1531	34	59	39	-14	-1510
<b>行业平均</b>	<b>224</b>	<b>241</b>	<b>191</b>	<b>210</b>	<b>244</b>	<b>95</b>	<b>55</b>	<b>121</b>	<b>84</b>	<b>-53</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>-331</b>	<b>-10</b>	<b>285</b>	<b>315</b>	<b>420</b>	<b>372</b>

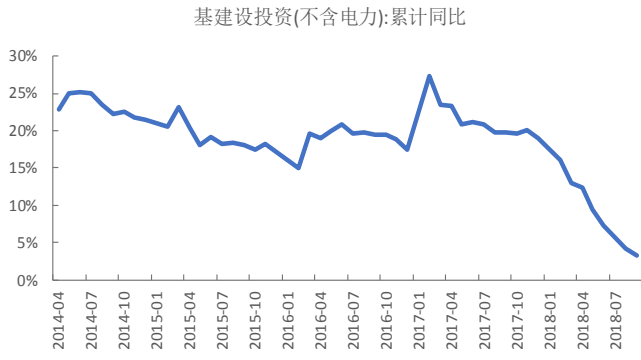
资料来源: Wind, 公司公告, 中钢协, 长江证券研究所

## 2018Q3 长强板弱，特钢弱于普钢

### 建筑端开工托底，制造业反弹受阻

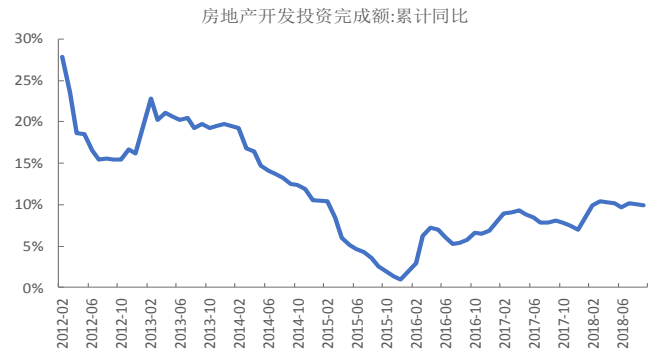
在需求淡季不淡叠加供给阶段性限产格局之下，今年三季度钢价整体冲高并于高位维持震荡。分结构来看，钢价呈现明显的长强板弱分化格局。一方面，或受益于地产赶工因素，建筑成交淡季维持高位，由此支撑长材需求相对景气；另一方面，汽车和家电等制造业疲态渐显，导致板材需求逐步下滑。此外，今年 3 季度螺纹钢库存整体延续去化至近年相对低位，且热轧库存处于近年相对高位，亦可印证长强板弱格局。

图 2：基建固定资产投资同比增速，2018 年以来显著下行



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2018 年 3 季度地产投资增速整体稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 经营分化：长强板弱，普强特弱

最终，今年 3 季度综合钢价指数，长材和板材价格指数均值分别环比上涨 5.43%、7.52% 和 2.97%，其中上半年最为景气的中厚板于 3 季度表现弱势，3 季度均价环比仅上涨 0.48%。受此影响，长材类上市公司业绩环比变动优于板材：3 季度长材类钢企归属母公司净利润环比增加 31.06%，优于板材类钢企归属母公司净利润环比增幅 5.61%。

此外，特钢类企业下游需求主要为制造业领域，受益于制造业需求下滑影响，特钢类钢企业绩相较普钢企业更为弱势，2018 年 3 季度特钢类钢企归属母公司净利润环比下滑 104.48%，而普钢类上市企业归属母公司净利润环比增加 6.76%。

表 15：2018 前 3 季度长材类钢企归属母公司净利润环比增幅强于板材（金额单位：亿元）

长材	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
三钢闽光	24.76	51.79	109.14%	三钢闽光	6.73	22.68	236.96%	三钢闽光	13.96	19.46	39.40%	-14.20%
凌钢股份	9.96	12.77	28.21%	凌钢股份	2.38	4.94	107.09%	凌钢股份	5.91	5.28	-10.62%	6.93%
方大特钢	15.40	23.15	50.35%	方大特钢	4.20	7.48	78.33%	方大特钢	8.35	10.09	20.83%	34.81%
八一钢铁	8.65	5.77	-33.26%	八一钢铁	1.29	0.71	-44.55%	八一钢铁	4.64	3.62	-21.97%	406.85%
韶钢松山	17.50	27.57	57.52%	韶钢松山	4.81	8.98	86.60%	韶钢松山	11.01	10.00	-9.11%	11.34%
长材合计	12.88	17.32	34.46%	长材合计	3.17	5.53	74.40%	长材合计	7.48	7.25	-3.05%	31.06%
板材	2017前三季度	2018前三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
河钢股份	21.95	33.71	53.58%	河钢股份	6.02	14.49	140.92%	河钢股份	9.44	15.49	64.05%	6.90%
宝钢股份	116.68	157.47	34.96%	宝钢股份	23.83	49.89	109.31%	宝钢股份	54.99	57.38	4.35%	15.03%
鞍钢股份	32.85	68.55	108.68%	鞍钢股份	7.54	19.09	153.18%	鞍钢股份	14.62	24.15	65.18%	26.51%
杭钢股份	11.89	16.05	35.01%	杭钢股份	1.49	6.52	338.16%	杭钢股份	8.33	4.50	-46.00%	-31.01%
包钢股份	14.07	23.04	63.80%	包钢股份	3.90	7.79	99.84%	包钢股份	8.19	8.88	8.40%	13.91%
新钢股份	13.75	39.48	187.10%	新钢股份	3.00	12.89	329.83%	新钢股份	8.03	17.90	122.76%	38.84%
南钢股份	20.47	34.37	67.95%	南钢股份	6.59	12.81	94.24%	南钢股份	8.38	11.49	37.01%	-10.29%
马钢股份	27.40	55.83	103.79%	马钢股份	7.42	20.11	171.09%	马钢股份	10.96	21.55	96.53%	7.18%
山东钢铁	10.73	24.18	125.42%	山东钢铁	1.43	10.57	638.72%	山东钢铁	4.77	7.41	55.23%	-29.90%
首钢股份	17.62	21.41	21.47%	首钢股份	4.52	9.20	103.39%	首钢股份	8.14	7.16	-11.95%	-22.13%
本钢板材	13.34	8.25	-38.16%	本钢板材	2.21	4.06	83.87%	本钢板材	8.11	0.68	-91.58%	-83.21%

华菱钢铁	25.72	54.76	112.94%	华菱钢铁	6.49	19.05	193.61%	华菱钢铁	16.15	20.33	25.86%	6.74%
板材合计	326.47	537.12	64.52%	板材合计	74.44	186.46	150.50%	板材合计	160.12	196.92	22.98%	5.61%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 16: 2018 年 3 季度普钢钢企归属母公司净利润环比增幅优于特钢 (金额单位: 亿元)

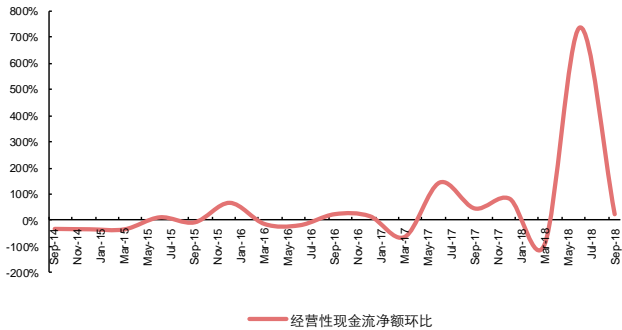
普钢	2017前 三季度	2018前 三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
河钢股份	21.95	33.71	53.58%	河钢股份	6.02	14.49	140.92%	河钢股份	9.44	15.49	64.05%	6.90%
宝钢股份	116.68	157.47	34.96%	宝钢股份	23.83	49.89	109.31%	宝钢股份	54.99	57.38	4.35%	15.03%
凌钢股份	9.96	12.77	28.21%	凌钢股份	2.38	4.94	107.09%	凌钢股份	5.91	5.28	-10.62%	6.93%
鞍钢股份	32.85	68.55	108.68%	鞍钢股份	7.54	19.09	153.18%	鞍钢股份	14.62	24.15	65.18%	26.51%
重庆钢铁	-8.82	14.80	267.79%	重庆钢铁	-4.05	4.12	201.72%	重庆钢铁	1.16	7.18	516.74%	74.44%
杭钢股份	11.89	16.05	35.01%	杭钢股份	1.49	6.52	338.16%	杭钢股份	8.33	4.50	-46.00%	-31.01%
包钢股份	14.07	23.04	63.80%	包钢股份	3.90	7.79	99.84%	包钢股份	8.19	8.88	8.40%	13.91%
新钢股份	13.75	39.48	187.10%	新钢股份	3.00	12.89	329.83%	新钢股份	8.03	17.90	122.76%	38.84%
南钢股份	20.47	34.37	67.95%	南钢股份	6.59	12.81	94.24%	南钢股份	8.38	11.49	37.01%	-10.29%
马钢股份	27.40	55.83	103.79%	马钢股份	7.42	20.11	171.09%	马钢股份	10.96	21.55	96.53%	7.18%
山东钢铁	10.73	24.18	125.42%	山东钢铁	1.43	10.57	638.72%	山东钢铁	4.77	7.41	55.23%	-29.90%
安阳钢铁	9.77	15.73	61.03%	安阳钢铁	2.28	8.88	288.82%	安阳钢铁	9.49	5.56	-41.41%	-37.39%
八一钢铁	8.65	5.77	-33.26%	八一钢铁	1.29	0.71	-44.55%	八一钢铁	4.64	3.62	-21.97%	406.85%
首钢股份	17.62	21.41	21.47%	首钢股份	4.52	9.20	103.39%	首钢股份	8.14	7.16	-11.95%	-22.13%
本钢板材	13.34	8.25	-38.16%	本钢板材	2.21	4.06	83.87%	本钢板材	8.11	0.68	-91.58%	-83.21%
韶钢松山	17.50	27.57	57.52%	韶钢松山	4.81	8.98	86.60%	韶钢松山	11.01	10.00	-9.11%	11.34%
华菱钢铁	25.72	54.76	112.94%	华菱钢铁	6.49	19.05	193.61%	华菱钢铁	16.15	20.33	25.86%	6.74%
普钢小计	363.53	613.76	68.83%	普钢小计	81.16	214.09	163.79%	普钢小计	192.33	228.56	18.84%	6.76%
特钢	2017前 三季度	2018前 三季度	同比	公司简称	2017Q2	2018Q2	同比	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比	环比
西宁特钢	-1.61	-5.76	-257.42%	西宁特钢	0.00	0.01	4724.34%	西宁特钢	-1.72	-5.89	-242.17%	-44553.62%
中原特钢	-1.47	-0.65	55.77%	中原特钢	-0.61	-0.12	80.09%	中原特钢	-0.47	-0.19	59.06%	-59.77%
永兴特钢	2.60	3.30	26.81%	永兴特钢	1.01	1.32	30.08%	永兴特钢	0.94	1.06	13.47%	-19.35%
大冶特钢	2.79	3.80	36.62%	大冶特钢	1.24	1.65	33.07%	大冶特钢	0.89	1.25	40.00%	-24.36%
沙钢股份	3.70	9.93	168.59%	沙钢股份	0.82	3.92	376.09%	沙钢股份	1.81	3.46	91.52%	-11.74%
特钢小计	6.01	10.63	77.00%	特钢小计	2.47	6.79	174.89%	特钢小计	1.44	-0.30	-121.07%	-104.48%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

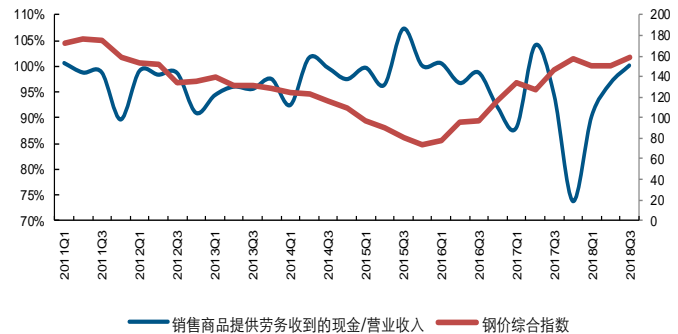
## 现金流、偿债能力持续优化

### 景气持续，现金流质量不断改善

2018 年 3 季度上市钢企整体销售收现比为 95.68%，同比提升 0.2 个百分点，经营活动产生的现金流净额环比提升 24.87%，较 2 季度增速回落但仍处在增长区间。2018 年前 3 季度行业收现比持续提升，现金流质量不断改善。

**图 4：2018 年 3 季度板块现金流净额环比持续提升**


资料来源：Wind，长江证券研究所

**图 5：2018 年 3 季度，钢铁行业收现比持续提升**


资料来源：Wind，长江证券研究所

**表 17：2018Q3 钢铁行业收现比环比上升 3.40 个百分点**

公司简称	2017前三季度	2018前三季度	变动百分点	公司简称	2017Q2	2018Q2	变动百分点	公司简称	2017Q3	2018Q3	同比变动百分点	环比变动百分点
河钢股份	115.17%	113.93%	-1.24	河钢股份	110.40%	103.90%	-6.50	河钢股份	117.41%	111.30%	-6.11	7.40
三钢闽光	88.72%	101.28%	12.56	三钢闽光	89.91%	96.69%	6.78	三钢闽光	90.04%	115.35%	25.31	18.66
新兴铸管	83.20%	87.61%	4.41	新兴铸管	94.16%	99.01%	4.84	新兴铸管	93.53%	94.80%	1.27	-4.21
宝钢股份	110.57%	116.30%	5.73	宝钢股份	115.10%	113.16%	-1.94	宝钢股份	111.36%	122.65%	11.29	9.49
凌钢股份	101.72%	97.83%	-3.89	凌钢股份	108.79%	88.47%	-20.31	凌钢股份	107.24%	106.87%	-0.37	18.40
鞍钢股份	84.36%	83.03%	-1.33	鞍钢股份	96.87%	79.18%	-17.69	鞍钢股份	84.15%	101.44%	17.29	22.26
太钢不锈	123.81%	108.13%	-15.68	太钢不锈	137.62%	108.02%	-29.60	太钢不锈	121.24%	116.79%	-4.45	8.77
重庆钢铁	21.51%	93.73%	72.22	重庆钢铁	7.93%	113.66%	105.73	重庆钢铁	24.93%	94.23%	69.30	-19.43
方大特钢	77.64%	81.17%	3.53	方大特钢	68.95%	66.08%	-2.87	方大特钢	81.05%	94.78%	13.73	28.69
杭钢股份	115.29%	112.63%	-2.66	杭钢股份	119.95%	119.90%	-0.05	杭钢股份	112.00%	116.17%	4.17	-3.74
包钢股份	101.20%	98.66%	-2.54	包钢股份	142.78%	136.94%	-5.84	包钢股份	93.15%	79.84%	-13.30	-57.10
大冶特钢	84.91%	97.79%	12.88	大冶特钢	75.92%	92.66%	16.74	大冶特钢	89.43%	109.09%	19.66	16.43
新钢股份	44.51%	55.69%	11.18	新钢股份	39.89%	56.64%	16.75	新钢股份	41.51%	51.94%	10.42	-4.71
南钢股份	86.70%	90.94%	4.24	南钢股份	126.11%	75.14%	-50.97	南钢股份	67.96%	117.18%	49.22	42.04
马钢股份	105.12%	105.51%	0.39	马钢股份	129.71%	112.30%	-17.42	马钢股份	92.95%	105.84%	12.89	-6.46
山东钢铁	58.49%	58.31%	-0.18	山东钢铁	57.39%	53.25%	-4.14	山东钢铁	61.47%	67.46%	5.99	14.21
安阳钢铁	121.28%	106.69%	-14.59	安阳钢铁	124.96%	106.25%	-18.71	安阳钢铁	117.21%	107.70%	-9.51	1.45
酒钢宏兴	92.08%	84.75%	-7.33	酒钢宏兴	99.03%	82.54%	-16.49	酒钢宏兴	86.31%	92.85%	6.54	10.30
八一钢铁	99.75%	87.31%	-12.44	八一钢铁	107.88%	94.40%	-13.48	八一钢铁	99.61%	83.43%	-16.18	-10.96
沙钢股份	72.97%	66.27%	-6.70	沙钢股份	66.46%	59.71%	-6.76	沙钢股份	76.34%	56.61%	-19.73	-3.09
首钢股份	37.98%	45.58%	7.60	首钢股份	45.13%	46.10%	0.98	首钢股份	39.10%	45.24%	6.13	-0.87
本钢板材	69.31%	71.25%	1.94	本钢板材	76.94%	69.94%	-6.99	本钢板材	68.09%	76.64%	8.55	6.70
韶钢松山	103.51%	110.74%	7.23	韶钢松山	104.81%	125.43%	20.62	韶钢松山	107.99%	108.75%	0.76	-16.68
华菱钢铁	112.88%	112.61%	-0.27	华菱钢铁	144.35%	119.95%	-24.39	华菱钢铁	112.59%	115.15%	2.56	-4.81
西宁特钢	53.05%	45.60%	-7.45	西宁特钢	40.68%	51.82%	11.15	西宁特钢	59.54%	49.79%	-9.75	-2.03

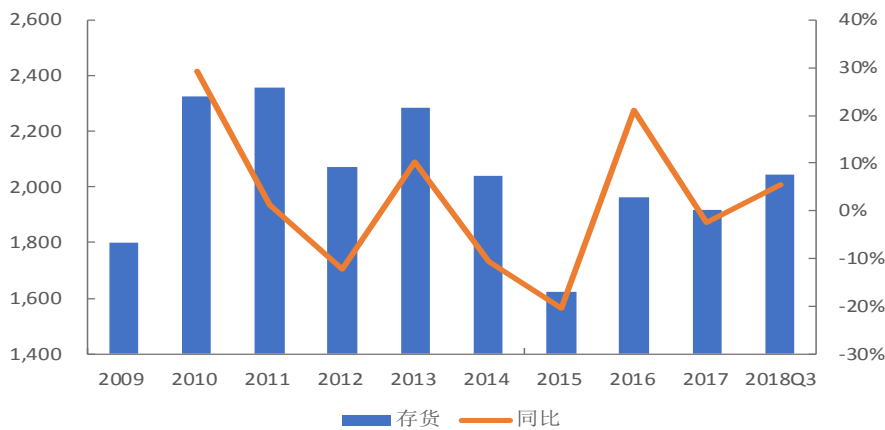
中原特钢	112.69%	131.55%	18.86	中原特钢	107.68%	109.63%	1.95	中原特钢	97.65%	135.90%	38.24	26.27
永兴特钢	110.87%	111.68%	0.81	永兴特钢	93.96%	105.76%	11.80	永兴特钢	126.65%	124.58%	-2.07	18.82
久立特材	108.42%	111.16%	2.74	久立特材	109.78%	119.74%	9.96	久立特材	120.58%	113.36%	-7.22	-6.37
常宝股份	74.03%	66.81%	-7.22	常宝股份	68.76%	68.27%	-0.49	常宝股份	83.58%	54.74%	-28.85	-13.53
金洲管道	104.60%	97.12%	-7.48	金洲管道	102.14%	98.69%	-3.44	金洲管道	105.16%	92.46%	-12.70	-6.24
行业合计	95.48%	95.68%	0.20	行业合计	103.96%	96.67%	-7.29	行业合计	94.46%	100.07%	5.61	3.40

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 库存尚未累积，映射供需相对景气

2018年3季度上市钢企整体存货水平持续小幅上升，环比上升4.56个百分点。倘若考虑3季度综合钢价指数环比上涨5.43%，则钢企产成品等库存并未累积，侧面映射供需格局相对景气。

图6：2018年3季度行业存货同比小幅提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表18：2018年3季度钢铁行业存货小幅上升（单位：亿元）

公司简称	2017N	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q3环比
河钢股份	231.47	242.41	239.30	253.55	5.96%
三钢闽光	14.82	17.73	22.93	25.64	11.85%
新兴铸管	24.74	42.20	42.91	38.91	-9.32%
宝钢股份	394.88	451.15	398.87	432.58	8.45%
凌钢股份	14.27	17.06	14.57	19.07	30.82%
鞍钢股份	116.43	138.38	125.22	134.70	7.57%
太钢不锈	76.97	72.07	78.35	82.39	5.16%
重庆钢铁	13.30	27.85	22.13	24.80	12.07%
方大特钢	10.82	13.08	9.92	10.24	3.23%
杭钢股份	19.18	17.60	12.43	17.21	38.44%
包钢股份	193.66	217.12	195.83	203.27	3.80%
大冶特钢	10.27	8.30	7.75	7.46	-3.75%
新钢股份	51.06	34.93	25.90	39.74	53.44%

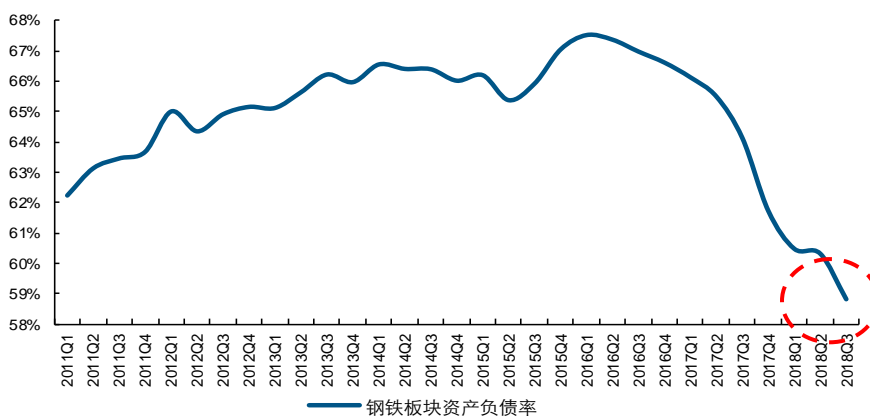
南钢股份	41.52	44.58	42.98	44.06	2.50%
马钢股份	114.46	126.12	113.34	118.23	4.32%
山东钢铁	38.78	37.73	39.49	40.40	2.32%
安阳钢铁	59.39	63.54	59.99	57.04	-4.92%
酒钢宏兴	65.81	74.06	53.23	49.36	-7.27%
八一钢铁	23.21	29.40	31.25	22.63	-27.58%
沙钢股份	16.32	17.68	14.79	15.63	5.68%
首钢股份	50.08	57.63	55.68	57.12	2.58%
本钢板材	112.10	118.50	128.94	124.10	-3.75%
韶钢松山	20.21	19.71	19.31	23.60	22.24%
华菱钢铁	77.61	74.36	64.98	64.86	-0.18%
西宁特钢	30.10	30.35	31.09	33.05	6.31%
中原特钢	3.40	4.05	4.11	4.32	4.94%
永兴特钢	3.48	4.50	3.80	3.81	0.20%
久立特材	10.73	11.44	11.01	10.70	-2.78%
常宝股份	7.06	7.63	7.73	8.36	8.19%
金洲管道	7.19	9.08	9.67	10.27	6.22%
行业合计	1,901.01	2,077.07	1,935.05	2,023.32	4.56%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 负债率持续下滑，偿债能力增强

受益于行业盈利持续高位，钢铁企业负债率降低，短、长期偿债能力均有所改善。2018年3季度，行业资产负债率延续2016年开始的持续下行态势，3季度环比下降1.5个百分点，30家上市钢企中仅9家小型钢厂资产负债率有所上升，其余21家冶炼钢厂均出现不同程度回落。2018年3季度，钢铁行业流动比率持续提升，为近三年来相对高位，30家钢企中仅8家流动比率有所下降，其余22家均有所回升。

图7：2018年Q3钢铁行业资产负债率持续下滑，已低于60%



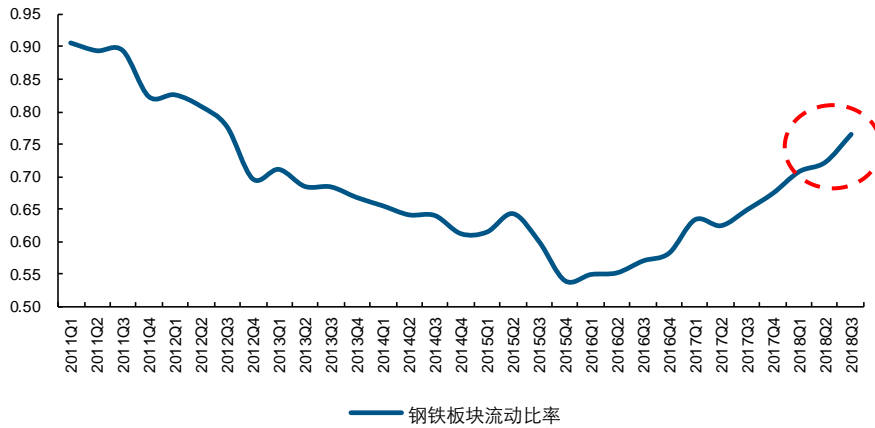
资料来源：Wind，长江证券研究所

表 19: 2018Q3 期间上市钢企中仅 9 家资产负债率环比上升, 行业负债率明显下降

资产负债率	2017Q3	2018Q2	2018Q3	2018Q3 同比变动百分点	2018Q3 环比变动百分点
河钢股份	74.49%	73.80%	71.61%	-2.88	-2.19
三钢闽光	38.57%	35.71%	35.35%	-3.22	-0.36
新兴铸管	58.88%	57.46%	57.66%	-1.22	0.20
宝钢股份	51.90%	49.89%	47.60%	-4.31	-2.29
凌钢股份	61.74%	53.60%	51.62%	-10.13	-1.99
鞍钢股份	45.45%	43.81%	44.12%	-1.33	0.31
太钢不锈	64.23%	59.90%	57.70%	-6.53	-2.20
重庆钢铁	102.66%	28.29%	31.33%	-71.33	3.04
方大特钢	60.21%	59.88%	51.08%	-9.12	-8.79
杭钢股份	34.89%	30.07%	32.69%	-2.20	2.62
包钢股份	66.15%	65.41%	64.82%	-1.33	-0.60
大冶特钢	38.05%	43.77%	41.61%	3.57	-2.15
新钢股份	63.28%	52.75%	53.06%	-10.23	0.31
南钢股份	62.60%	56.14%	54.48%	-8.12	-1.66
马钢股份	62.26%	59.83%	57.02%	-5.24	-2.81
山东钢铁	53.57%	56.30%	56.57%	3.00	0.27
安阳钢铁	80.48%	77.04%	75.13%	-5.35	-1.91
酒钢宏兴	73.20%	73.72%	71.81%	-1.39	-1.91
八一钢铁	77.80%	81.50%	80.42%	2.62	-1.08
沙钢股份	38.04%	35.76%	30.50%	-7.55	-5.27
首钢股份	73.15%	72.98%	72.94%	-0.21	-0.04
本钢板材	74.26%	69.71%	67.41%	-6.84	-2.29
韶钢松山	85.30%	68.25%	64.50%	-20.81	-3.76
华菱钢铁	82.53%	74.72%	71.08%	-11.46	-3.64
西宁特钢	87.91%	84.74%	87.40%	-0.51	2.66
中原特钢	53.56%	58.25%	55.39%	1.83	-2.86
永兴特钢	14.18%	22.68%	18.63%	4.45	-4.05
久立特材	30.12%	39.30%	36.97%	6.85	-2.33
常宝股份	29.29%	32.62%	35.22%	5.93	2.60
金洲管道	33.17%	31.91%	38.91%	5.74	7.00

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8：2018 年 Q3 行业流动比率持续走高



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 20：2018Q3 期间 30 家上市钢企中仅 8 家流动比率环比有所下降

流动比率	2017Q3	2018Q2	2018Q3	2018Q3同比	2018Q3环比
河钢股份	0.49	0.50	0.56	6.91%	5.82%
三钢闽光	1.50	1.57	1.68	17.94%	11.61%
新兴铸管	1.09	1.01	1.00	-8.40%	-0.24%
宝钢股份	0.90	0.83	0.87	-2.65%	4.32%
凌钢股份	0.75	0.81	0.90	15.22%	8.95%
鞍钢股份	0.80	0.98	0.82	2.14%	-16.06%
太钢不锈	0.47	0.60	0.74	26.90%	14.25%
重庆钢铁	0.13	1.25	1.40	127.28%	15.43%
方大特钢	1.02	1.05	1.23	21.52%	18.40%
杭钢股份	1.25	1.61	1.57	32.22%	-3.83%
包钢股份	0.43	0.51	0.54	10.82%	3.25%
大冶特钢	1.55	1.53	1.62	6.34%	8.42%
新钢股份	1.01	1.33	1.39	38.28%	6.25%
南钢股份	0.60	0.81	0.87	26.92%	6.18%
马钢股份	0.84	0.89	0.97	12.69%	8.37%
山东钢铁	0.73	0.72	0.85	11.70%	12.56%
安阳钢铁	0.66	0.68	0.70	4.29%	2.60%
酒钢宏兴	0.36	0.44	0.43	6.81%	-0.97%
八一钢铁	0.71	0.28	0.34	-37.65%	5.21%
沙钢股份	1.42	1.67	1.98	56.27%	30.83%
首钢股份	0.36	0.38	0.37	0.56%	-1.73%

本钢板材	0.77	0.93	0.99	21.98%	6.17%
韶钢松山	0.39	0.35	0.48	8.69%	13.17%
华菱钢铁	0.49	0.71	0.75	26.46%	4.40%
西宁特钢	0.42	0.43	0.45	2.26%	1.31%
中原特钢	0.87	0.77	0.73	-14.00%	-3.71%
永兴特钢	4.60	2.86	3.58	-101.96%	71.89%
久立特材	1.88	3.11	3.74	186.24%	63.02%
常宝股份	2.43	1.78	1.70	-73.15%	-7.71%
金洲管道	2.23	2.41	2.02	-21.60%	-39.65%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 环保改造叠加搬迁置换, 资本开支高增

当前钢铁行业严禁新增产能, 由于严格的环保限产要求, 钢企在环保设备等方面开支显著提升, 叠加部分钢企搬迁或产能置换, 由此推高行业的资本开支水平。2018年3季度, 上市钢企整体资本开支达 151.96 亿元, 同比大幅提升 42.63%。

表 21: 2018 年 Q3 钢铁行业资本开支同比显著增加 (单位: 亿元)

购建固定、无形和长期 资产支付的现金	2017Q3	2018Q2	2018Q3	2018Q3同比	2018Q3环比
宝钢股份	28.77	27.11	30.69	6.66%	13.19%
包钢股份	3.13	3.57	9.97	179.47%	179.47%
方大特钢	0.33	0.41	0.95	135.12%	135.12%
河钢股份	10.76	11.75	25.90	120.47%	120.47%
八一钢铁	0.05	2.32	0.03	-98.60%	-98.60%
杭钢股份	1.51	2.00	1.83	-8.59%	-8.59%
常宝股份	0.00	0.07	0.37	420.18%	420.18%
西宁特钢	0.87	0.17	0.03	-83.75%	-83.75%
*ST抚钢	0.60	0.34	0.17	-50.85%	-50.85%
酒钢宏兴	0.74	1.62	1.38	-14.91%	-14.91%
南钢股份	0.86	2.58	4.59	78.11%	78.11%
山东钢铁	30.60	24.14	28.69	18.84%	18.84%
太钢不锈	1.61	1.54	1.72	11.80%	11.80%
新兴铸管	2.37	6.49	1.25	-80.79%	-80.79%
沙钢股份	0.60	1.68	1.69	0.42%	0.42%
三钢闽光	0.97	2.80	2.03	-27.64%	-27.64%
新钢股份	0.37	5.49	2.70	-50.89%	-50.89%
韶钢松山	1.59	5.78	1.43	-75.28%	-75.28%
武进不锈	0.10	0.13	0.45	258.66%	258.66%
金洲管道	0.15	0.06	0.12	110.71%	110.71%
久立特材	0.63	0.41	0.57	37.96%	37.96%

永兴特钢	0.39	1.36	0.87	-35.81%	-35.81%
大冶特钢	0.03	0.09	0.45	424.17%	424.17%
凌钢股份	0.23	0.11	0.09	-25.41%	-25.41%
本钢板B	2.45	3.13	5.81	86.01%	86.01%
本钢板材	2.45	3.13	5.81	86.01%	86.01%
重庆钢铁	0.08	0.03	0.00	-100.00%	-100.00%
安阳钢铁	4.91	2.35	1.46	-37.72%	-37.72%
首钢股份	2.83	32.00	3.53	-88.96%	-88.96%
鞍钢股份	2.05	6.45	6.27	-2.79%	-2.79%
马钢股份	-0.33	9.05	3.14	-65.26%	-65.26%
华菱钢铁	3.21	5.76	7.57	31.43%	31.43%
行业合计	106.54	163.96	151.96	42.63%	-7.32%

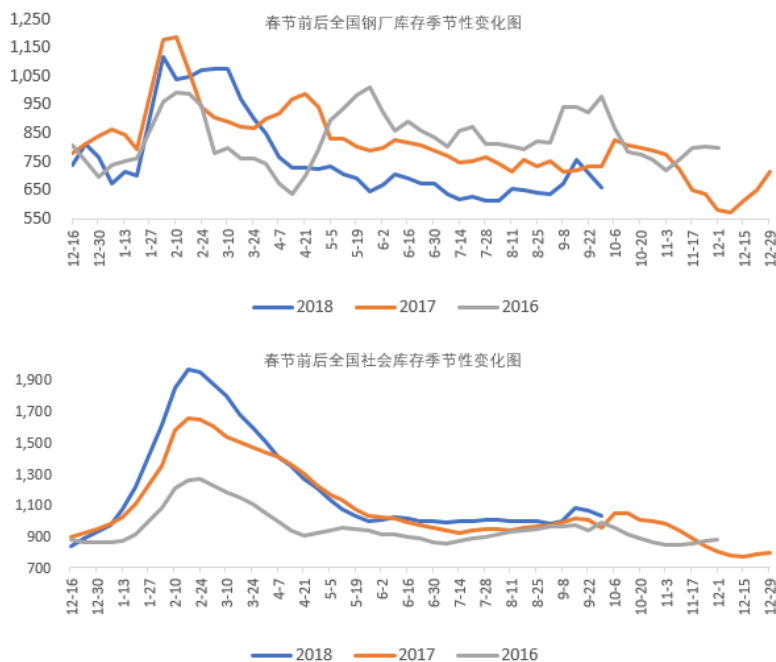
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 限产逐步落地，供给支撑钢价高位震荡

就4季度而言，能否复制去年采暖季限产推升钢价创近年新高是市场持续关注的问题。首先我们先厘清今年钢价上涨的核心因素。

今年以来，房地产新开工在高周转动机下一枝独秀，维稳了钢铁需求，配合政策压制供给端弹性，最终行业价格与盈利持续新高。但值得说明的是，虽然今年需求结构性景气是支撑钢价上涨的前提，但是供给侧改革叠加环保限产助力的供给刚性贡献权重更为明显，相比于钢贸商库存，今年钢厂库存低于往年同期即为印证。因此，后续随着秋冬季限产逐步落地，行业供给边际快速收缩更有望支撑钢材现货价格相对强势。

图9：从今年库存结构来看，相比于贸易商库存，钢厂库存明显去化更为顺利（单位：万吨）



资料来源：Mysteel，Wind，长江证券研究所

## 采暖季限产分化，边际减量犹存

具体来看，关于采暖季限产，我们认为环保的大方针没变，政策可能的微调是环保进展到一定阶段后的一种合理变化：

- 1、避免一刀切：由于不同企业的环保达标程度不同，对不同企业的环保政策理应从一刀切的方向转换为区别对待，这也是环保进展到一定程度后的一种良性化引导；
- 2、对部分核心城市来说环保压力或依然严格：从生态环境部发布的 2018 年 1-8 月空气质量状况来看，1-8 月 169 个重点城市排名后 20 位名单中有 7 个属于汾渭平原，其余 13 个则属于“2+26”城市。这意味着只要环保的大方针不变，理论上环保政策可能的微调并不会从根本上改变当前供给的逻辑。

目前部分地区逐步披露采暖季限产方案，虽然各区域目标、时长、力度等限产指标有所分化，但是经过测算，基于采暖季限产范围扩大叠加废钢比高位边际增量有限，今年采暖季限产力度或仍强于去年：**测算今年影响日均粗钢量达约 11 万吨，去年仅 9 万吨。**

测算方法：

- 1、基于目前部分采暖季限产方案并未明确规定高炉限产比例，因此我们选用已经披露或测算的主要地区：唐山、邯郸和江苏作为测算代表，值得说明的是，不排除其余地区限产力度与此不同的可能性，我们仅以此测算作为参考；
- 2、在《有多少供给还可以重来？》报告中我们重点复盘 2017~2018 年采暖季限产情况，假设今年执行力度与去年持平，假设目前废钢比达 20%，因废钢比已升至历史高位，因此不考虑今年废钢比边际增量。

表 22：当前环保政策禁止“一刀切”

日期	事件	内容
2018年5月1日	生态环境部专门研究制定《禁止环保“一刀切”对被督察省（市、区）提出明确要求，坚决杜绝平时不作为、临时乱作为的情况发生	工作意见》
2018年8月29日	中共中央政治局常委、国务院副总理韩正29日主持召开大气污染防治专题会议	中共中央政治局常委、国务院副总理韩正29日主持召开大气污染防治专题会议，提出， <b>坚持一切从实际出发，不层层加码、不级级提速；对符合有关排放标准的企业，不得随意要求停产，切实保护好企业合法权益。</b>

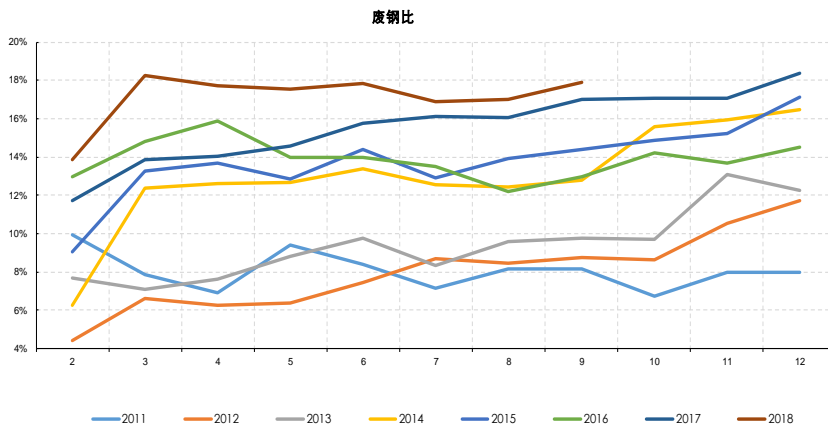
资料来源：生态环境部官网，长江证券研究所

图 10：根据各城市污染排名，当前“2+26”城市环保压力仍然较大

	济南	天津	扬州	合肥	太原	廊坊	徐州	沧州	唐山	邯郸	衡水	郑州	邢台	西安	石家庄	保定	乌鲁木齐
PMI2.5	6	11	34	30	1	14	15	11	6	1	3	9	16	11	3	9	42
PM10	4	17	28	22	1	12	12	14	6	2	18	5	9	7	7	14	3
二氧化硫	13	41	13	64	29	52	3	2	1	10	13	41	3	23	10	13	23
二氧化氮	8	19	48	37	8	13	33	20	2	26	48	8	22	5	22	29	13

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：目前废钢比处于历史高位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：根据主要的采暖季限产地区方案测算限产比例约 36%（单位：万吨）

区域性	具体地区	限产时间	高炉产能	限产比例
京津冀	唐山		13827	32.27%
	邯郸	2018.11.1-2019.3.31	5187	47.52%
长三角	江苏	2018.11-2019.2	11301	35.50%
合计			30315	36.09%

资料来源：中国冶金报，环保部，Wind，长江证券研究所

图 13：测算今年采暖季限产力度或强于去年

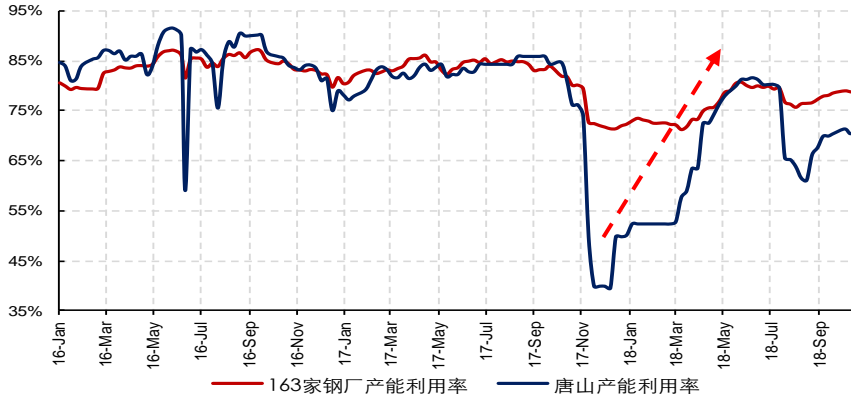
采暖季限产 (万吨)	限产区年度高炉产能	限产比例	生铁实际限产比例	生铁实际限产量	理论粗钢减量	废钢比提升增量	实际粗钢减量
2017~2018 “2+26城”	28,345	50%	33%	9.07	11.06	2.64	8.42
2018~2019 “2+26城”、长三角、汾渭平原	45,330	36%	33%	8.74	10.93	0.00	10.93

资料来源：中国冶金报，环保部，Wind，长江证券研究所

关于限产节奏，倘若参考去年，唐山及全国高炉产能利用率均在 12 月底触底反弹，其主要源于高盈利下限产边际趋松。今年限产过程中钢厂开工节奏或与去年相近。

就其细分结构而言，相比于去年采暖季限产集中于以板材为主导的京津冀地区，今年京津冀、长三角和汾渭平原区域钢材产品结构相对均衡，结构与全国相近。因此，采暖季限产大概率不会加剧长板材价格强弱分化。

图 14：2017 年 12 月底全国及唐山高炉产能利用率触底反弹



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：京津冀产能以板材为主，今明年采暖季限产区域长板材相对平衡，产品结构与全国水平相当

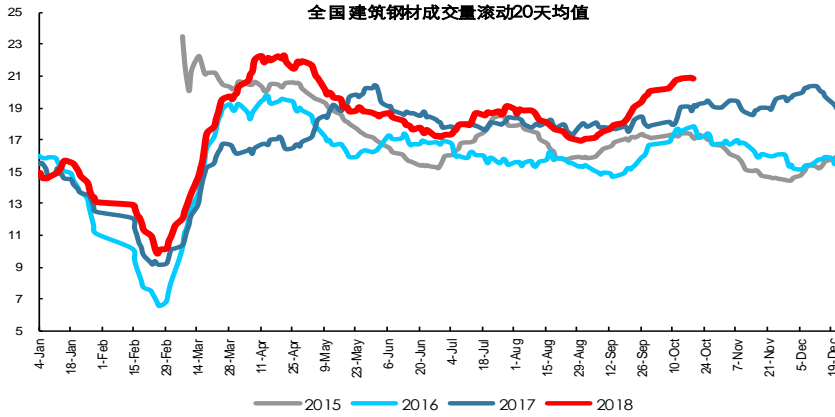
分品种产量占比	螺纹钢	线材	热轧	冷轧	中厚板
2018年采暖季限产区	23%	19%	38%	14%	6%
——京津冀	16%	17%	49%	13%	5%
——汾渭平原	30%	48%	16%	4%	2%
——长三角	33%	15%	25%	18%	9%
全国	26%	19%	32%	14%	9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 需求或延续结构景气，稳健为主

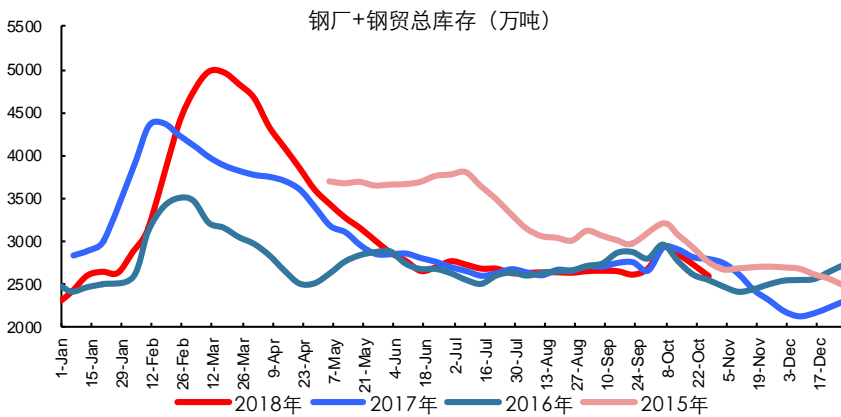
在宏观需求预期悲观的背景下，中观依旧保持较高强度，去库的强度稳健。今年尤其是九十月份的全国建筑贸易商钢材成交显著强于历史同期水平，反应当下旺季需求稳健释放。此外，今年钢厂和钢贸商合计库存快速去化，目前已低于去年同期水平，亦从侧面反映供需格局相对良好。

图 16：今年 9 月以来建筑钢材成交明显高于近两年同期水平（单位：万吨）



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

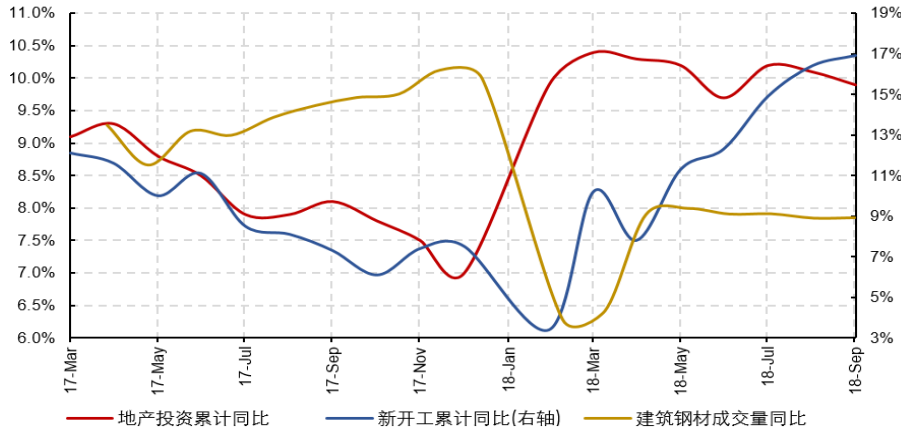
图 17：目前钢厂和钢贸商合计库存明显低于去年同期水平



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

究其背后原因，钢材成交旺盛主要源于地产韧性犹存，今年前三季度地产投资和新开工增速分别从年初提升了 2.9 和 9.4 个百分点，由此有效对冲基建和制造业景气回落。基于需求韧性犹存，钢材需求短期整体有望延续稳健态势。

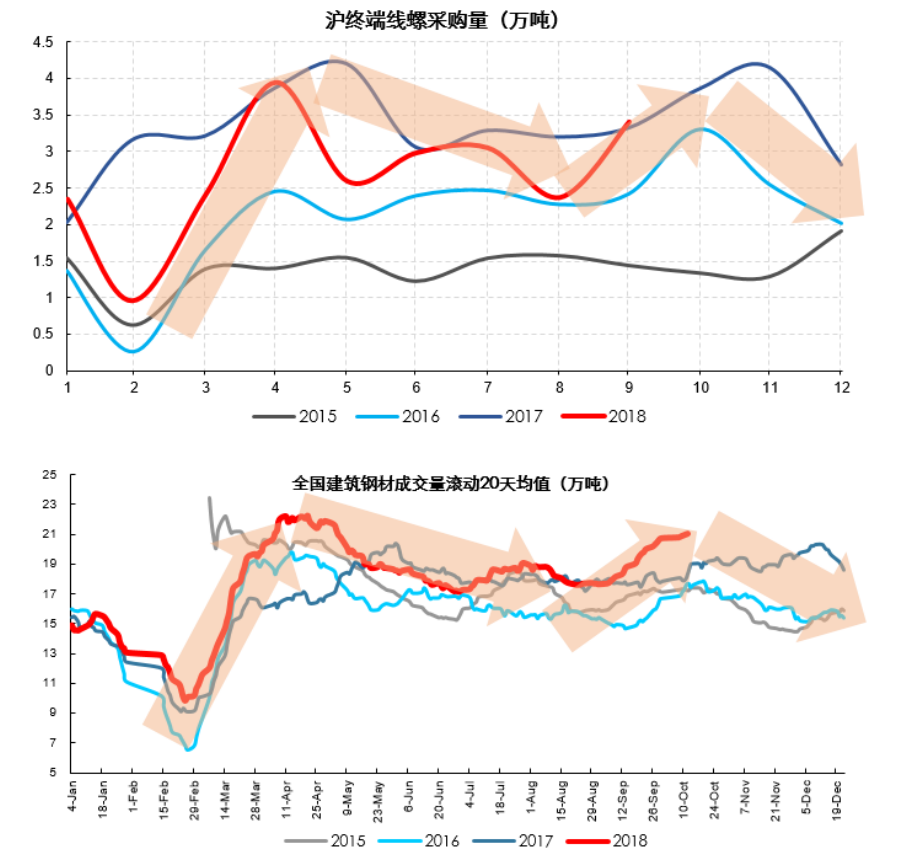
图 18：今年下半年地产赶工景气支撑钢铁需求景气



资料来源：Mysteel, Wind, 长江证券研究所

此外，从历史钢材成交来看，钢铁需求旺季往往大概率集中于 4、5、6、9、10 月，随着后期建材需求季节性回落，或边际削弱终端需求，不过随着制造业投资增速企稳，需求仍将保持相对稳健。

图 19：钢铁成交显示，4、5、6、9、10 月大概率为需求旺季



资料来源：Mysteel, Wind, 长江证券研究所

## 投资：情绪阶段性修复叠加短期景气延续，板块配置性价比凸显

从行业趋势判断上看，以黑色冶炼固定资产投资增速减去地产投资增速来模拟未来行业潜在的供需缺口，过去十年里这一数据的变化对钢价出现拐点的先行意义较为明显。当前该差值迅速上行，或意味着中长期视角下行业拐点也将出现，未来行业的判断在于：一方面，当前固定资产投资中部分为环保投资，并非与以往一样多数投向新增产能，供给对这一数据的敏感性或有所减弱，延缓供给端压力。另一方面，近期在需求相对稳健、供给弹性受限的双重因素影响下，钢厂、钢贸库存去化较快并再创新低，叠加后续秋冬季限产执行有望继续压制供给，行业短期景气程度有望进一步提升。

图 20：黑色固投增速与地产投资增速之差近年不断攀升



资料来源：Mysteel, Wind, 长江证券研究所

与此同时，在前期已然下跌释放部分风险、板块估值处于低位之际，政治局会议表态缓和悲观情绪，形成边际利好，板块因此或有修复式行情出现。并且，结合今年 4、月、7 月政治局会议类似缓和悲观情绪表态后，板块阶段性走强来看，钢铁板块短期配置性价比开始凸显，建议积极关注。

从行业配置获取超额收益的角度讲，具体有以下几个思路：1、板块内龙头优势仍在，关注限产受益与四季报绩优标的，如宝钢股份、方大特钢、三钢闽光、新钢股份；2、关注细分景气领域：寻找下游相关受益链条中，景气相对确定向上的子领域，如石油炼化上游的钢管类公司久立特材、以及钒产业链相关的攀钢钒钛。

## 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相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-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。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 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)

## 分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 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。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。