

钢铁

再创辉煌

-2018年钢铁上市公司业绩前瞻

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师：赖福洋

执业证书编号：S0740517080002

电话：021-20315128

分析师：邓轲

执业证书编号：S0740518040002

电话：021-20315223

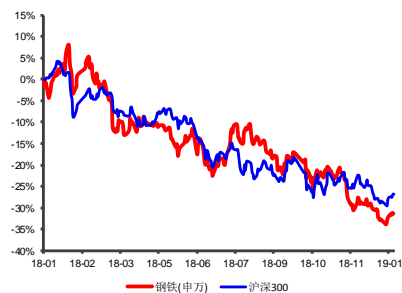
研究助理：曹云

电话：021-20315766

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	633998.58
行业流通市值(百万元)	571366.27

行业-市场走势对比



相关报告

<<逆周期调节政策继续加码>>2019.01.05

<<进退之间>>2019.01.02

<<需求向冬储迁移>>2018.12.31

<<淡季下的弱冬储>>2018.12.31

<<2019年基调重回保增长>>2018.12.22

<<需求稳态供给反复>>2018.12.15

<<限产还是不限产？>>2018.12.08

<<关注冬储开启时间>>2018.12.02

<<供给放开利润回归>>2018.12.01

<<恐慌情绪加剧钢价跌幅>>2018.11.24

幅>>2018.11.24

<<限产松动打压利润>>2018.11.17

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
方大特钢	10.66	1.92	2.09	1.67	1.84	5.55	5.10	6.38	5.79	0.19	增持
华菱钢铁	6.10	1.37	2.32	1.86	1.92	4.45	2.63	3.28	3.18	0.04	增持
马钢股份	3.49	0.54	0.90	0.51	0.56	6.46	3.88	6.84	6.23	0.06	增持
宝钢股份	6.68	0.86	0.91	0.77	0.84	7.77	7.34	8.68	7.95	0.50	增持
南钢股份	3.54	0.79	0.91	0.70	0.77	4.48	3.89	5.06	4.60	0.08	增持

备注：股价取 2019 年 01 月 10 日收盘价

投资要点

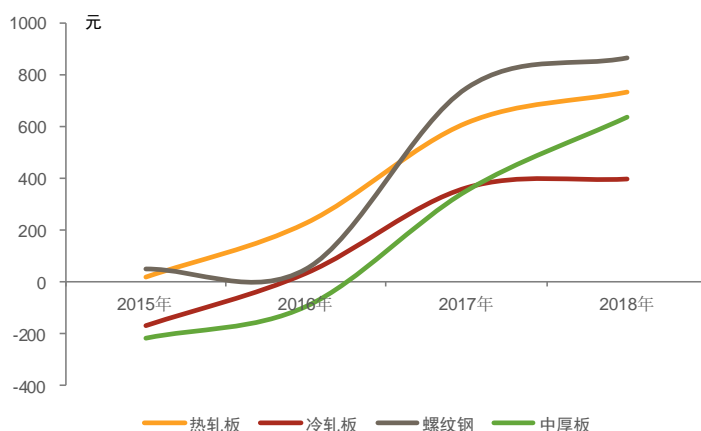
- **争议中盈利再创新高**：2018 年钢铁行业盈利再次突破历史新高，根据我们测算，2018 年热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别为 731 元、397 元、863 元及 637 元，同比继续抬升 119 元、34 元、116 元及 283 元，涨幅高达 19.43%、9.24%、15.52%及 80.07%。分季度看，前三季度行业盈利均处于高位区间震荡，四季度随着钢价连续下挫，所有品种毛利均开始下滑，但全年综合来看，2018 年依然是行业盈利表现最好的一年。具体到各品种，6 月开始建材盈利遥遥领先其他钢材品种，且差距逐步拉大；
- **需求企稳之下钢价均值上移**：2018 年钢价走势一波三折，年初由于冬储库存过高而旺季需求推迟导致钢价跳水；而 3 月以来贸易摩擦不断加剧叠加内部经济下滑压力，4 月 17 日央行突发降准，并随后连续四次降准，宏观政策转向稳定内需，地产投资端上行对冲基建下行，需求端重新高位企稳，5 月之后经济地产数据持续向好，钢价也随之震荡上行；进入四季度后环保限产反复波折，但实际落地情况并不理想，钢价在环保边际退出及需求持续性的争议中再次大幅回落。纵观 2018 全年，上海地区热轧、冷轧、螺纹钢及中板均价同比提升 8.12%、4.82%、8.13%及 13.52%；
- **供给放松之际产量大幅攀升**：2018 年是钢铁行业供给侧改革的收尾之年，多个维度数据均显示产量大幅攀升。从统计局数据来看，2018 年 1-11 月粗钢累计产量 8.57 亿吨，超过 2017 全年产量；从上市公司产量来看，2018H1 钢材产量同比增长 6.76%，在下半年环保边际放松情况下，预计 2018 全年粗钢及钢材产量同比继续提升；此外，从旬度产量来看，整体会员企业日均产量同比明显抬升；
- **原料端涨幅有限**：据我们测算，2018 年普氏均价同比下滑 2.64%，焦炭均价同比增长 15.33%，钢坯平均成本同比抬升 7.13%。具体来看，矿价走势与钢价存在一定相关性，由于上一轮产能扩张，2018 年铁矿石仍有新增产能 5000 万吨左右，且新增产量中高品矿占比超过一半，虽然需求整体尚可，钢厂高盈利刺激生产，但具体波动幅度仍受供给端发货量影响，全年均价同比基本平稳。焦炭价格则受供给侧限产影响，年内存在多轮涨价；
- **四季度盈利回归常态**：2018 年钢铁行业量价齐升提高收入水平，而原料端波动弱于价格波动，使得行业整体盈利再创历史新高。同时我们也注意到，四季度钢价急速回落导致盈利连续下滑，行业层面测算四季度热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别下滑 435 元、408 元、197 元、394 元至 393 元、84 元、812 元、323 元，降幅分别为 52.54%、82.87%、9.53%及 54.98%，板材四季度吨钢毛利环比腰斩，长材在地产强劲支撑下跌幅度有限，但放眼 2018 年，即使四季度盈利逐步回归常态，2018 年全年盈利仍突破新高；
- **投资策略**：钢铁行业三年牛市后，2019 年需求端依然有望保持稳定，虽然地产销售端面临 2018 年天量高基数，但在利率偏低的情况下，2019 年地产销售预计下降幅度将控制在个位数以内，由于库存偏低，地产投资仍将保持 5%以上增长。同时基建发力方向确定，整体内需稳定性将超出市场预期。但钢铁由于供给端环保限产大方向逐步退出，整体行业盈利年度中枢可能较 2018 年有所下移，但本轮周期并不似 2010 年供给扩张幅度，黑色金属行业资产负债表扩张幅度有限，且大部分集中在产能置换、环保和技改方面。因此盈利中枢下降至 2015 年之前局面概率不大，更多为超高盈利向正常盈利回归过程，在此情况下板块主要捕捉估值修复机会，可以关注的标的如宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光、方大特钢及南钢股份等；
- **风险提示**：宏观经济大幅下滑导致需求承压；环保限产不及预期。

行业盈利再创新高

三年梦一场

- 争议中盈利再创新高：**2017年四季度钢铁行业盈利普遍到达历史极值，螺纹钢毛利最高逼近1800元/吨，四季度整体平均吨钢毛利接近1200元，在这样一个高起点之下，2018年年初市场普遍对宏观经济充满悲观预期，对钢铁需求及盈利更是偏向谨慎，但在一年的争议之中，2018年钢铁行业盈利再次突破历史新高。根据我们测算，2018年热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别为731元、397元、863元及637元，同比继续抬升119元、34元、116元及283元，涨幅高达19.43%、9.24%、15.52%及80.07%；

图表 1：行业盈利连续三年增长



来源：Wind，中泰证券研究所

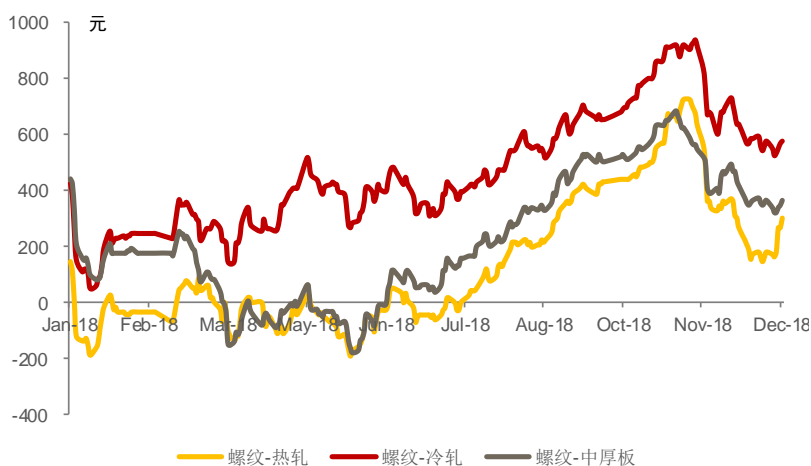
- 季度、品种间盈利差异：**分季度看，前三季度行业盈利均处于高位区间震荡，热轧及中厚板吨钢毛利在二季度表现超过2017年四季度巅峰值，螺纹钢三季度平均吨钢毛利回升至1009元，距离2017Q4平均毛利仅相差180元/吨，四季度随着钢价连续下挫，所有品种毛利均开始下滑，但全年综合来看，2018年依然是行业盈利表现最好的一年。具体到各品种，下半年不同钢材品种间盈利出现明显分化，尤其是以螺纹钢为代表的建筑钢材盈利表现相对强势，6月份开始遥遥领先其他钢材品种，且差距逐步拉大。

图表 2：分季度盈利差异

	热轧板吨毛利	冷轧板吨毛利	螺纹钢吨毛利	中厚板吨毛利
2017Q3	755	395	814	419
2017Q4	946	709	1189	734
2018Q1	726	463	697	563
2018Q2	970	544	917	941
2018Q3	829	493	1009	718
2018Q4	393	84	812	323
2018	731	397	863	637

来源：中泰证券研究所

图表 3: 螺纹钢与其他钢材品种间毛利差值



来源: Wind, 中泰证券研究所

供需紧平衡下量价齐升

- **需求企稳之下钢价均值上移:** 2018 年钢价走势一波三折, 年初由于冬储库存过高而旺季需求推迟导致钢价跳水; 而 3 月以来贸易摩擦不断加剧叠加内部经济下滑压力, 4 月 17 日央行突发降准, 并随后连续四次降准, 宏观政策转向稳定内需, 地产投资端上行对冲基建下行, 需求端重新高位企稳, 5 月之后经济地产数据持续向好, 钢价也随之震荡上行; 进入四季度后环保限产反复波折, 但实际落地情况并不理想, 目前唐山及全国钢厂高炉产能利用率仅分别下滑约 8% 及 3%, 而去年同期则分别下滑 24% 和 7%, 钢价在环保边际退出及需求持续性的争议中再次大幅回落。纵观 2018 年全年, Myspic 综合钢价指数平均值为 153.19, 高于去年同期的 141.32, 具体品种来看, 上海地区热轧、冷轧、螺纹钢及中板均价也同比提升 8.12%、4.82%、8.13% 及 13.52%;

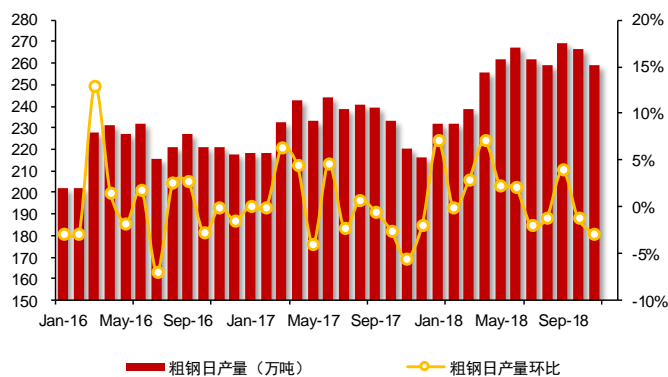
图表 4: 2018 年 Myspic 综合钢价指数



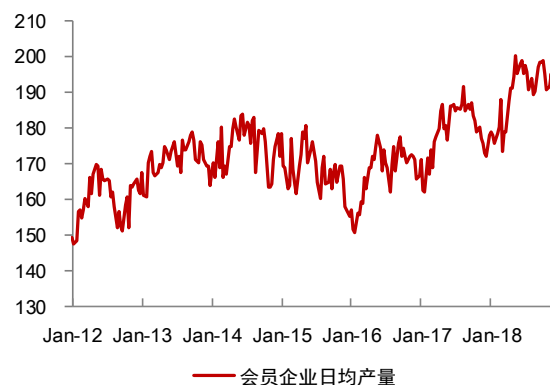
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **供给放松之际产量大幅攀升:** 2018 年是钢铁行业供给侧改革的收尾之年,

多个维度数据均显示产量大幅攀升。从统计局公布的月度粗钢产量来看，2018年1-11月粗钢累计产量高达8.57亿吨，已超过2017年全年累计产量，即使考虑取缔地条钢之后统计口径调整的影响，从受统计口径影响较小的钢材产量来看，1-11月钢材累计产量与2017年仅相差3500万吨左右；从上市公司半年报披露的钢材产量来看，2018H1钢材产量同比增长6.76%，在下半年环保边际放松情况下，采暖季限产对钢厂实际压缩力度减弱，预计2018年全年粗钢及钢材产量同比继续提升；此外从旬度产量来看，整体会员企业日均产量同比明显抬升；

图表 5: 国内粗钢日产量及环比变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 会员企业日均产量整体抬升


来源: 西本新干线, 中泰证券研究所

图表 7: 2018H1 上市钢企钢材产量同比上升

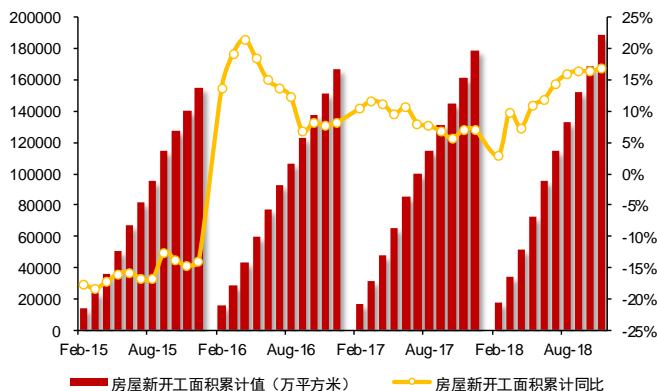
股票代码	公司名称	2017H1 钢材产量 (万吨)	2018H1 钢材产量 (万吨)	同比变动
601005.SH	重庆钢铁	155	297	91.57%
002110.SZ	三钢闽光	305	490	60.90%
600022.SH	山东钢铁	359	478	33.15%
600307.SH	酒钢宏兴	266	346	30.18%
600117.SH	西宁特钢	60	72	19.48%
002756.SZ	永兴特钢	12	14	17.76%
000932.SZ	华菱钢铁	757	880	16.28%
600507.SH	方大特钢	183	211	14.93%
002075.SZ	沙钢股份	148	168	13.15%
600282.SH	南钢股份	420	473	12.53%
601003.SH	柳钢股份	337	373	10.71%
000708.SZ	大冶特钢	101	112	10.23%
600010.SH	包钢股份	501	531	5.97%
000825.SZ	太钢不锈	510	536	5.20%
000898.SZ	鞍钢股份	1022	1074	5.13%
600231.SH	凌钢股份	256	269	5.03%
000717.SZ	韶钢松山	265	278	4.91%
600126.SH	杭钢股份	219	226	3.46%
600019.SH	宝钢股份	2274	2326	2.28%
600782.SH	新钢股份	409	416	1.71%
600808.SH	马钢股份	943	952	0.95%
600581.SH	八一钢铁	236	234	-0.68%
000959.SZ	首钢股份	719	711	-1.07%
000778.SZ	新兴铸管	243	234	-3.85%
000709.SZ	河钢股份	1355	1169	-13.73%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **量价齐升—需求定方向:** 在供给大幅上升背景下，全年钢价依然能得以坚挺，核心原因就在于终端需求释放力度强劲，行业需求的韧性依然是来自于地产端的持续超预期表现。11月虽然地产销售继续回落，但投资

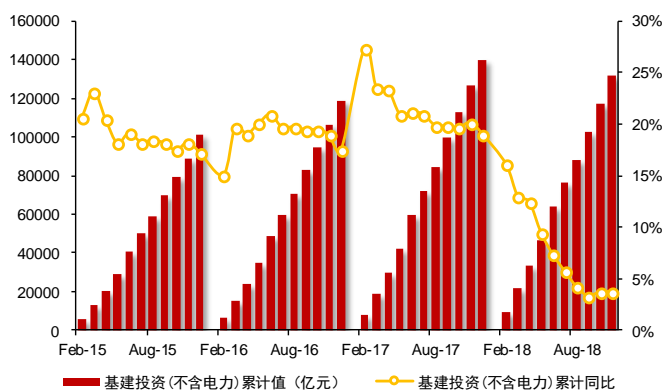
依然维持 9.7%，同时单月新开工面积增速达到 21.68%，环比上月提升 7 个百分点。此外，从下游各细分行业景气度出现分化亦可表明 2018 年下游几乎靠地产唯一引擎支撑起整个钢铁需求。

图表 8: 房屋新开工面积及同比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 基建投资完成额及同比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

原料端涨幅有限

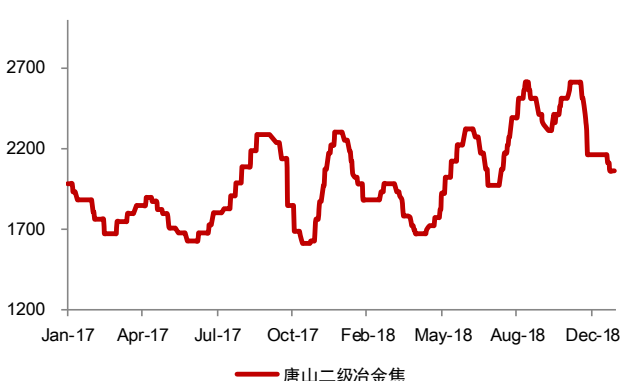
- 钢铁冶炼中的主要原料即铁矿石和焦炭，据我们测算，2018 年普氏均价同比下滑 2.64%，焦炭均价同比增长 15.33%，钢坯平均成本同比抬升 7.13%。具体来看，矿价走势与钢价存在一定相关性，铁矿石由于上一轮产能扩张，2018 年仍有新增产能 5000 万吨左右，且新增产量中高品矿占比超过一半，虽然需求整体尚可，钢厂高盈利刺激生产甚至更能接受原料端的涨价，但具体波动幅度仍受供给端发货量影响，全年均价同比平稳。焦炭价格则受供给侧限产影响，年内存在多轮涨价。

图表 10: 矿价走势与钢价存在一定关联性



来源: 中泰证券研究所

图表 11: 焦炭价格同比提升



来源: 中泰证券研究所

四季度行业盈利回归常态

- 从以上论述中可以发现，2018 年钢铁行业量价齐升提高收入水平，而成本端波动弱于价格波动，使得行业整体盈利再创历史新高。但同时我们也注意到，四季度钢价急速回落，并间接导致盈利连续下滑，而实际 2018Q4 终端需求仍处于较强韧性中，主要受秋冬限产放松及淡季来临

的双重悲观预期影响，临近 12 月末钢价重新反弹。行业层面测算四季度热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别下滑 435 元、408 元、197 元、394 元至 393 元、84 元、812 元、323 元，降幅分别为 52.54%、82.87%、9.53%及 54.98%，板材四季度吨钢毛利环比腰斩，长材在地产强劲支撑下下跌幅度有限，但放眼 2018 年，即使四季度盈利逐步回归常态，2018 年全年盈利仍突破新高，上市公司情况理应更好。

图表 12: 部分钢企 2018 业绩预测

代码	简称	市值 (亿元)	钢材产量 (万吨)	吨钢市值 (元)	2018Q1净利 (亿元)	2018Q2净利 (亿元)	2018Q3净利 (亿元)	2018Q4净利 (亿元)	2018Q4环比 变动	2018 预计净利 (亿元)	2018 净利 同比变动	2018PE
000709.SZ	河钢股份	319	2,725	1169	3.7	14.5	15.5	5.0	-67.72%	38.7	113.0%	8.2
000959.SZ	首钢股份	205	1,816	1127	5.0	9.2	7.2	4.3	-39.97%	25.7	16.3%	8.0
000932.SZ	华菱钢铁	184	1,768	1040	15.3	19.0	20.3	15.2	-25.24%	69.9	69.7%	2.6
600808.SH	马钢股份	260	1,462	1780	14.2	20.1	21.5	13.5	-37.35%	69.3	67.9%	3.8
000898.SZ	鞍钢股份	363	2,350	1543	15.9	19.1	24.2	14.5	-39.96%	73.6	31.4%	4.9
600782.SH	新钢股份	161	836	1927	8.7	12.9	17.9	10.7	-40.21%	50.2	61.3%	3.2
600282.SH	南钢股份	157	900	1739	10.1	12.8	11.5	6.0	-47.77%	40.4	26.2%	3.9
601003.SH	柳钢股份	172	750	2296	10.5	9.9	12.1	7.5	-38.21%	40.0	51.3%	4.3
000717.SZ	韶钢松山	112	585	1911	8.6	9.0	10.0	6.0	-40.02%	33.6	33.4%	3.3
601005.SH	重庆钢铁	175	600	2910	3.5	4.1	7.2	2.0	-72.14%	16.8	424.8%	10.4
000825.SZ	太钢不锈	242	1,050	2306	14.6	13.8	12.3	7.4	-39.59%	48.0	3.9%	5.0
600019.SH	宝钢股份	1,487	4,568	3256	50.2	49.9	57.4	45.5	-20.71%	203.0	5.9%	7.3
600507.SH	方大特钢	155	415	3724	5.6	7.5	10.1	7.2	-28.63%	30.3	19.5%	5.1
002110.SZ	三钢闽光	218	880	2476	15.7	16.7	19.5	14.0	-28.04%	65.8	64.9%	3.3
600231.SH	凌钢股份	77	553	1388	2.5	4.9	5.3	2.6	-50.77%	15.4	27.4%	5.0
002756.SZ	永兴特钢	44	29	15386	0.9	1.3	1.1	1.0	-8.88%	4.3	21.5%	10.4

来源：中泰证券研究所

投资策略

- 钢铁行业三年牛市后，2019 年需求端依然有望保持稳定，虽然地产销售端面临 2018 年天量高基数，但在利率偏低的情况下，2019 年地产销售预计下降幅度将控制在个位数以内，由于库存偏低，地产投资仍将保持 5%以上增长。同时基建发力方向确定，整体内需稳定性将超出市场预期。但钢铁由于供给端环保限产大方向逐步退出，整体行业盈利年度中枢可能较 2018 年有所下移，但本轮周期并不似 2010 年供给扩张幅度，黑色金属行业资产负债表扩张幅度有限，且大部分集中在产能置换、环保和技改方面。因此盈利中枢下降至 2015 年之前局面概率不大，更多为超高盈利向正常盈利回归过程，在此情况下板块主要捕捉估值修复机会。可以关注的标的如宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光及优质民营上市公司标的如方大特钢、南钢股份等。

风险提示

- 宏观经济大幅下滑导致需求承压；环保限产不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。