

只争朝夕——估值和成本视角下钢铁股短期博弈的投资价值分析

——钢铁行业深度报告

2019年02月19日

看好/维持

钢铁

深度报告

投资摘要:

2019年在环保限产趋松下钢材供给同比增加,需求在政策趋宽的背景下保有韧性,预计全年钢价呈现先低、后高再低的走势,钢价中枢将较2018年下移。在本轮周期的后半段,长趋势难寻,但钢价的波动性仍为板块的短期博弈提供机会,我们从估值和成本视角分析得到板块和个股所具备的投资价值。

- 从周期角度看,钢铁板块的投资收益主要取决于指引性参数和宏观环境,前者包括钢价和利润,后者包括CPI/PPI、M2等。钢价上涨是板块获得相对收益的前提,尽管企业的价值最终取决于盈利能力,但与钢价更强的相关性让我们认识到市场存在的感性。2018年宏观环境趋紧,即使现货价格上涨,但期货滞涨,仍难以取得绝对收益;2019年随着PPI转负,货币政策稳中趋宽成为催化因素,1905合约有望向上修复10%至4000元/吨,板块将同时取得绝对和相对收益。
- 在估值方面,通过复盘看到市场更接受对钢铁、采掘等周期行业采用PB的估值方式。板块PB-ROE分位数具有较好的正相关性,但时常出现被高估或低估的情形。PB-ROE分位数错配度可以较好的审视钢铁板块的投资价值,假设2019年行业的利润中枢较2018年下滑50%,当前板块依然有15~20%的估值修复空间。
- 周期下行时布局差异化产品的公司经营业绩更为稳健,比如特钢板块或宝钢股份等龙头企业,其二级市场表现会优于普钢标的。由于供给侧改革和逆周期调节作用,2019年长材将保持对板材的优势,完全成本低的长材企业在钢价和利润下滑时将获得更好的ROE韧性和更高的PB-ROE错配度。

投资策略:宏观政策稳中趋宽是估值修复的催化因素,高ROE韧性公司将获得更高的PB-ROE错配度和修复空间,建议布局产品差异化程度高具有抵御周期下行能力的个股,如**宝钢股份**、**常宝股份**等;布局完全成本低和股价被严重低估的长材标的,如**三钢闽光**、**韶钢松山**、**方大特钢**等。

风险提示:宏观经济下行超预期;供给侧改革不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			评级
	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
三钢闽光	4.33	4.00	4.02	3.19	3.42	3.37	强烈推荐
韶钢松山	1.52	1.14	1.08	3.36	4.49	4.74	强烈推荐
宝钢股份	0.95	0.97	1.03	7.38	7.24	6.82	强烈推荐
常宝股份	0.51	0.63	0.74	10.3	8.32	7.16	强烈推荐
方大特钢	2.35	2.20	2.14	5.20	5.54	5.71	强烈推荐

研究员: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理: 张清清

010-66555445

zhangqq@dxzq.net.cn

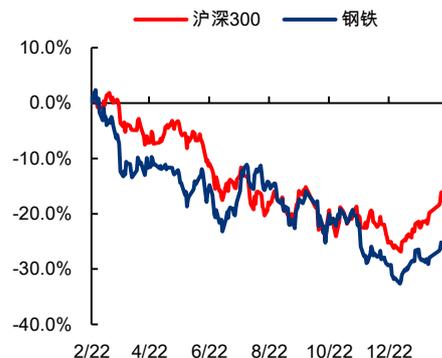
执业证书编号:

S1480118060015

行业基本资料

		占比%
股票家数	47	1.31%
重点公司家数	-	-
行业市值	7704.78 亿元	1.41%
流通市值	6674.58 亿元	1.69%
行业平均市盈率	6.42	/
市场平均市盈率	14.70	/

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 《钢铁行业报告: 社融数据改善彰显需求韧性 关注天气对节后复工的影响》2019-02-18
- 《钢铁行业报告: 雨雪天气或影响节后复工进度 短期压力正是中期动力》2019-02-18
- 《钢铁行业报告: 巴西溃坝事故或致铁矿迎来新周期 成本推动下钢铁板块行情可期》2019-02-11
- 《钢铁行业报告: 贴水修复冬储加速 此时介入可待节后行情》2019-01-28

目 录

1. 钢铁股的投资收益取决于钢价和货币政策	4
1.1 钢铁股相对收益与钢价成正相关性	4
1.2 板块的绝对收益取决于货币政策和钢价	4
2. 从 PB-ROE 模型看钢铁板块有估值修复空间	6
2.1 市场更接受用 PB 判断钢铁股的投资价值	6
2.2 从 PB/ROE 看钢铁股价有 15~20% 的修复空间	7
2.3 供给侧改革的框架内板块有阿尔法收益韧性	8
3. 选择盈利韧性最强和价值低估最严重的个股	10
3.1 优先布局特钢子板块	10
3.2 其次布局完全成本低的长材企业	15
3.2.1 原燃料成本分析	16
3.2.2 人工成本	19
3.2.3 折旧费用	20
3.2.4 制造费用及其他	21
3.2.5 期间费用	22
3.3 以 PB/ROE 法分析公司投资价值	24
4. 投资策略：关注产品差异化和普钢板块估值修复的机会	27
5. 风险提示	27

插图目录

图 1:钢价与板块阿尔法收益的关系	4
图 2:行业利润与板块阿尔法收益的关系	4
图 3:钢价与板块绝对收益的关系	5
图 4:行业利润与板块绝对收益的关系	5
图 5:2004-2006 与 2018-2019 年间 M2/GDP 回落至 1.5 以下	5
图 6:PPI 转负已成为货币政策的转折标志	6
图 7:钢铁板块市盈率与指数同步性差	6
图 8:钢铁板块市净率与指数同步性较强	6
图 9:钢铁板块的 ROE-PB 分位数	7
图 10:采掘板块的额 ROE-PB 分位数	7
图 11:有色金属板块的 ROE-PB 分位数	7
图 12:建筑材料板块的 ROE-PB 分位数	7
图 13:钢铁板块的 PB 和单季 ROE	8
图 14:2018 年中报各申万行业的 ROE 和 ROIC	9
图 15:我国黑色金属冶炼及加工业固定资产投资情况	9
图 16:我国黑色金属固定资产投资中新建投资逐年减少	10
图 17:我国黑色金属行业固投中改建占比逐步提高	10

图 18:钢材价格	10
图 19:特钢企业的经营业绩稳定性 (ROE%) 优于普钢企业	11
图 20:申万钢铁子板块指数	11
图 21:长材相对板材的溢价	13
图 22:上市钢企 2017 年吨钢完全成本 (元/吨)	15
图 23:上市钢企 2017 年原燃料成本 (元/吨)	16
图 24: 国内铁矿石自给率	18
图 25: 我国沿海钢企分布 (添加重庆钢铁、沙钢股份位置)	18
图 26:钢企人工成本 (元/吨)	19
图 27:钢企 2017 年折旧费用 (元/吨)	21
图 28:钢企制造费用及其他 (元/吨)	22
图 29:钢企期间费用 (不含折旧费用) (元/吨)	23

表格目录

表 1:宝钢股份产品价格 3 月份止跌回升	12
表 2:上市钢企的产品结构	13
表 3:主要上市钢企的产品结构	14
表 4:单项成本占比	15
表 5:上市钢企的焦炭、铁矿石供给情况	17
表 6:上市钢企员工效率与薪酬分析	19
表 7:上市钢企螺纹钢占比、吨钢固定资产和折旧率分析	21
表 8:上市钢企三费分析	23
表 9:主要上市公司 2018 年经营业绩预测	24
表 10:根据 Q4 业绩测算的个股 ROE-PB 分位数	25
表 11:模拟吨钢净利润减少 100-400 元情形下的 ROE 分位数	26
表 12:重点公司盈利预测及估值情况	27

1. 钢铁股的投资收益取决于钢价和货币政策

1.1 钢铁股相对收益与钢价成正相关性

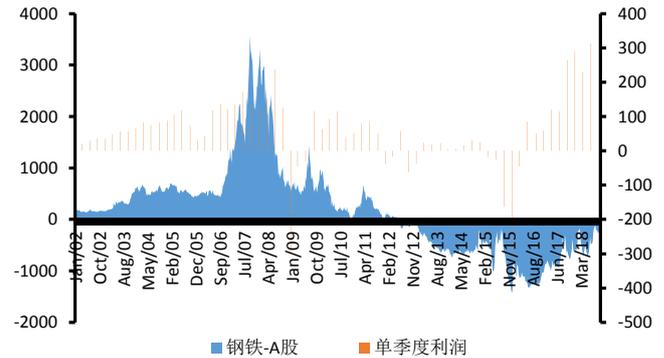
钢铁股的相对收益取决于利润走势，更取决于钢价。我们复盘 2000 年以来钢铁板块的走势，可以看到，钢铁股的走势主要取决于利润的走势，当板块的盈利能力持续走高时，板块指数相对大盘的优势更佳显著，这主要发生在四个时段：（1）2000.1-2004.12；（2）2007.1-2007.12；（3）2008.11-2009.8/2010.7-2011.5；（4）2016.1-2017.12。尽管如此，要取得相对收益并不一定要盈利能力提高，2010.7-2011.5 区间虽然钢价大幅上涨，但由于进口铁矿价格猛涨，导致钢铁企业的利润受到挤压而同比下降、环比提高，但未妨碍钢铁板块取得相对收益，表明市场对钢铁板块的投资依然比较感性，更重视钢价的引导作用，而非内在利润的改善。

图 1:钢价与板块阿尔法收益的关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2:行业利润与板块阿尔法收益的关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 板块的绝对收益取决于货币政策和钢价

绝对收益主要取决于钢价，还受牛市的影响。尽管钢价可以作为钢铁股获得相对收益的投资参考，但绝对收益仍然是投资的最终目的。复盘 2000 年以来钢铁板块指数走势，可以看到，取得绝对收益的区间主要有六个：（1）2002.1-2003.12；（2）2007.1-2007.12；（3）2008.11-2009.8；（4）2010.7-2011.5；（5）2014.6-2015.6；（6）2016.1-2018.1。其中（2）和（5）更多要归功于 2007 和 2014-2015 间的牛市行情，（1）、（3）、（4）和（6）则取决于钢价走势。

同时取得绝对收益和相对收益不仅需要钢价上涨，还要货币政策宽松预期。复盘近 18 年来的钢铁板块指数走势看到，绝大多数区间内取得相对收益的同时都具有绝对收益，但有两个时间特例，即当钢价上行给钢铁板块带来相对收益时，确没有收获绝对收益：（1）2004.1-2006.12 年；（2）2018.1-2018.9，这与当时宏观环境有很大的关系。二级资本市场与期货联系日益紧密，宏观政策趋紧易导致期货价格下跌，板块

跟随下跌。综上所述投资钢铁板块既要获得相对收益，又要获得绝对收益，则需要钢价上涨，同时需要有趋松的货币环境为前提。

图 3:钢价与板块绝对收益的关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

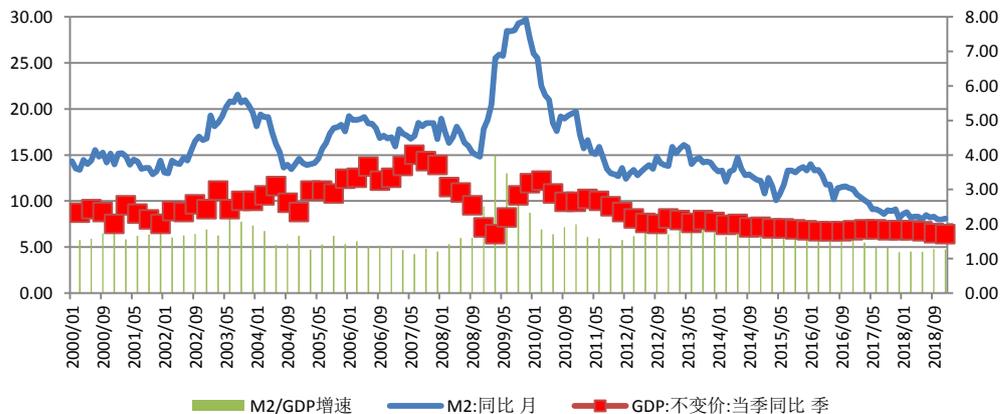
图 4:行业利润与板块绝对收益的关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

货币政策取决于通胀压力。我们通常使用 M2 作为货币政策松或紧的度量指标，正常情况下 M2 与 GDP 增速的比值应维持在一定水平。通过分析 2000 年以来我国 M2 和 M2/GDP 增速的比值来看，2004.1-2006.1 年和 2018.1-2018.12 期间无论是 M2 增速还是 M2/GDP 增速的比值都显著降低，其中 2004.1-2006.1 期间由于通胀压力巨大，政府通过宏观调控“点刹”过度投资，导致 M2 增速从 20%降至 15%以下，M2/GDP 增速降至 1.3；2018.1-2018.12 期间由于政府着力化解重大风险，M2 从 9%降至 8%，而 M2/GDP 增速降至 1.2 的历史低位。2019 年由于消费疲软、投资回落，预计 2019 年 CPI/PPI 对政策的压力有限，随着 PPI 转负，货币政策稳中趋松，1905 螺纹主力期货合约有望向上修复 10%至 4000 元/吨（详见年度策略《在不确定性中寻找确定性》），板块将获得绝对收益和相对收益。

图 5:2004-2006 与 2018-2019 年间 M2/GDP 回落至 1.5 以下



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 6:PPI 转负已成为货币政策的转折标志



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

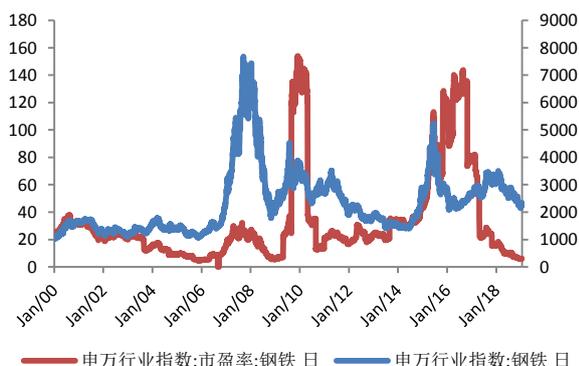
2. 从 PB-ROE 模型看钢铁板块有估值修复空间

2.1 市场更接受用 PB 判断钢铁股的投资价值

市盈率用于判断买卖时机。由于周期股的经营业绩波动较大，PE 波动区间异常大，难以通过 PE 对钢铁股的估值水平作出可靠评价。当周期上行期时，市场对于板块的偏好增加，而板块利润的实质改善往往存在滞后，导致 PE 奇高；同样当周期下行时，市场对于板块的偏好降低，而板块的利润恶化滞后，导致 PE 极低，呈现估值扭曲状态。一般 PE 会作为买入或卖出的信号，即当板块 PE 较高时买入，PE 较低时卖出。

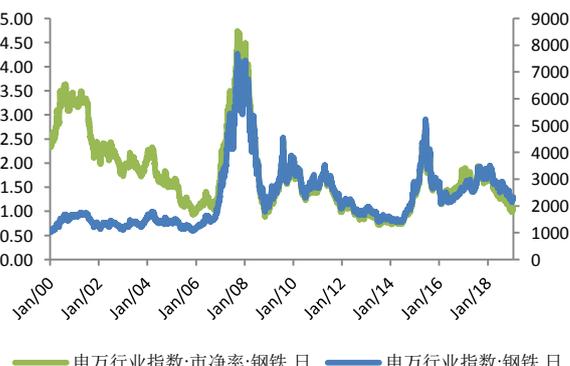
市盈率用于衡量估值水平。PB 由于受经营业绩波动的影响较弱，与板块的基本面相关性较 PE 更同步，可以较好的衡量周期股的估值水平，因此在周期来临时，尝尝通过与过往周期的 PB 进行对比，以判断钢铁股的股价合理位置或是否存在低估。

图 7:钢铁板块市盈率与指数同步性差



资料来源：Wind，东兴证券研究所

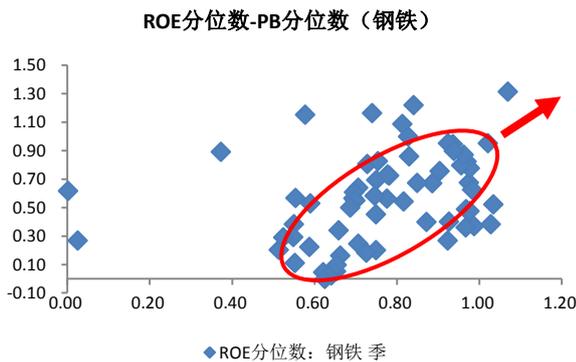
图 8:钢铁板块市净率与指数同步性较强



资料来源：Wind，东兴证券研究所

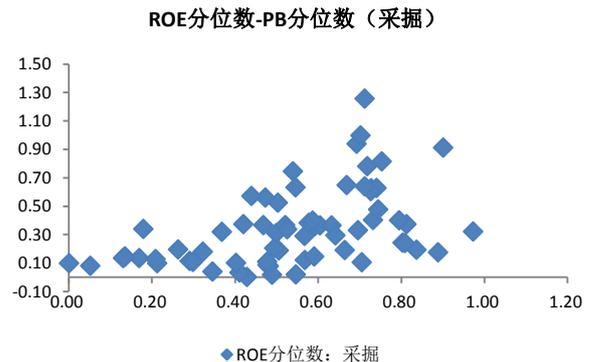
钢铁股的 PB-ROE 分位数呈正相关性,其错配程度很好的反映了价值低估/高度程度。PB 是市值与净资产的比值,与盈利能力 ROE 的直接关系较弱,因此可以使用 PB 与 ROE 的关系来验证市场对周期股 PB 估值的结论是否客观。我们对申万钢铁、采掘、有色和建材四个行业的 PB 分位数、单季 ROE 分位数进行分析可以看到,对钢铁、采掘板块而言, PB 分位数与 ROE 分位数有良好的正相关性,即当板块的盈利能力越强,市场所能给予的估值越高;而有色、建材行业的 PB 分位数与 ROE 分位数相关性不显著,表明市场更接受钢铁、采掘板块采用 PB 法估值。

图 9:钢铁板块的 ROE-PB 分位数



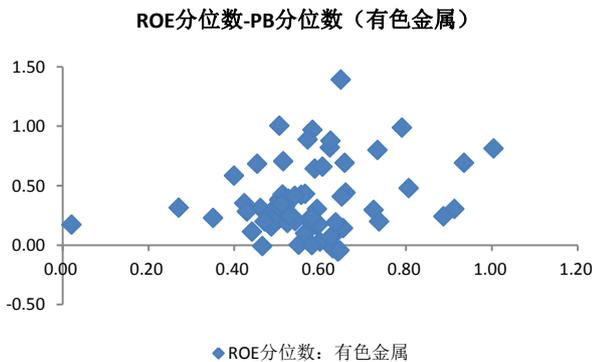
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 10:采掘板块的 ROE-PB 分位数



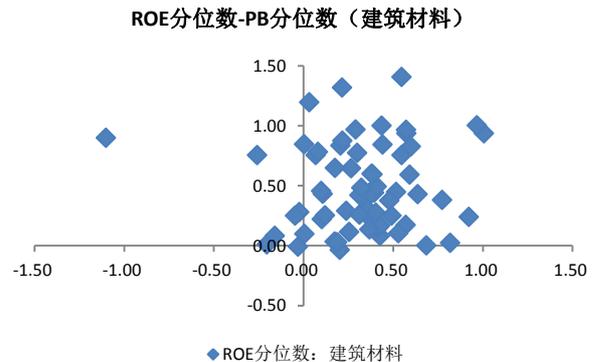
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 11:有色金属板块的 ROE-PB 分位数



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 12:建筑材料板块的 ROE-PB 分位数



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.2 从 PB/ROE 看钢铁股价有 15~20%的修复空间

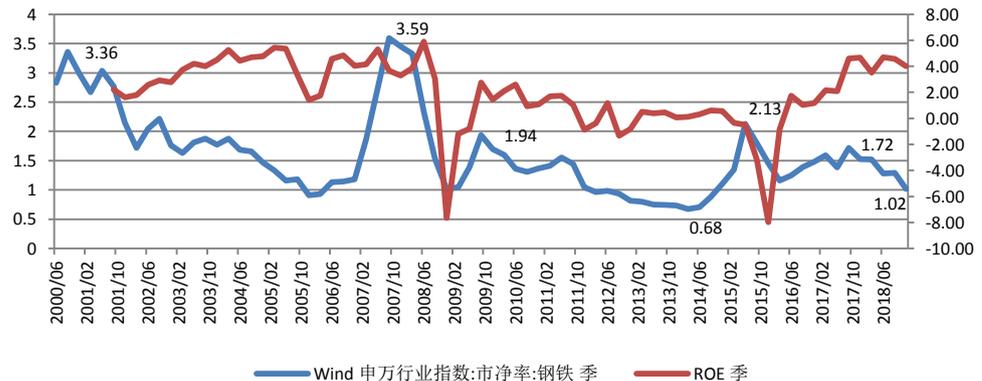
2018 年复盘: 板块指数回落先于基本面, 估值受既有周期股投资思维影响。受供给侧改革的作用, 本轮钢铁板块周期自 2016 年反转上行, 2017 年底达到周期顶部, 尽管 2018 年前 3 季度钢企净利润同比增长 71.1%, 申万钢铁板块仍然回调 17.87%。本轮周期与 2009-2011 年钢铁周期具有一定的相似之处:

(1) **启动**：同样先经历一轮牛市，随后经历政策面的刺激导致钢铁供需格局发生变化，2009年是“四万亿”一揽子财政计划和货币宽松，2015年则是连续五次降息的货币宽松和地产刺激政策。

(2) **路径**：钢铁板块与全行业指数之差与钢厂单季度利润有明显的正相关关系：在2011年之前，钢铁指数相对全行业指数之间溢价，溢价率随着钢厂利润增大而扩大，而目前钢铁指数相对全行业指数之间折价，折价率随着钢厂利润扩大而缩小。

(3) **估值**：与2009-2011类似，市场认为短期政策引导导致供求关系失衡只是暂时性的，对钢铁行业能否持续保持高利润存疑（1810、1901、1905等主力合约时常被低估），“对周期股卖在低PE”仍然是主流投资者钢铁板块的看法，因此对2018年钢铁行业基本面明显好转没有给予更多的溢价。

图 13: 钢铁板块的 PB 和单季 ROE



资料来源：Wind，东兴证券研究所

根据 PB/ROE 分位错配度来看，板块有 15~20% 的估值修复空间。目前钢铁板块的盈利能力处于近 10 年最高水平，今年 4 季度预计仍处在 80-90% 分位处，而 PB 仅为 1.1，处于近十年里 20% 的分位，板块价值严重被低估。尽管 2019 年钢铁行业利润大概率下行，但根据我们的模型推测，仍有望保持在 2018 年 50% 的利润水平，即单季 ROE 回落至 2% 的水平，处于近十年的 50% 分位处，对应的 PB 应为 1.30，板块估值仍有 15~20% 的修复空间(从 1905 合约看修复至 4000 元/吨有 10% 的空间)，低估值个股的修复空间更大。从 PB/ROE 模型看，市场给予的 PB 存在非理性，市场表现的过于悲观或乐观，导致 PB/ROE 有一定的离散性，估值需要修复。

2.3 供给侧改革的框架内板块有阿尔法收益韧性

由于钢铁板块的投资收益与钢价和利润正相关，盈利韧性带来阿尔法收益韧性。本轮周期与 2009-2011 间的钢铁周期仍有不同之处，主要体现在供给侧改革背景下，阿尔法收益具有更强的韧性。过往周期内，完整周期一般维持 2 年，其中具有阿尔法收益的上行阶段 1 年左右，而本轮周期从 2016 年开启，截止 2018 年底仍然相对大盘有明显的阿尔法收益。我们认为这归因于本轮周期与 2009-2011 年的区别：

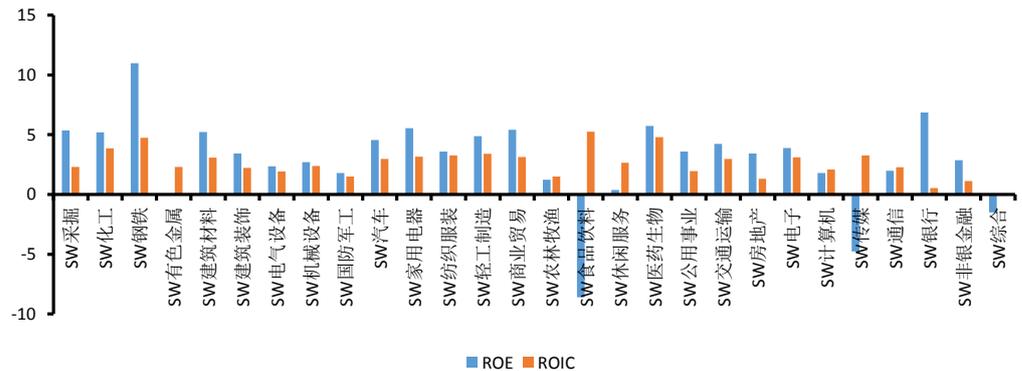
(1) 政策角度不同：2009-2011 年主要是通过财政刺激方式借助市场手段，从需求端入手，这样的特点是见效快，但高盈利的持续性不强；2016-2018 年主要是通过行政手段干预方式，从供给端入手，这样的特点是见效慢，但盈利具有一定的持续性。

(2) 利润分配不同：2009-2011 年是通过需求带动钢价上涨，上游矿石的价格也跟着水涨船高，导致钢厂利润被上游侵蚀；而 2016-2018 年则是减少供给带动钢价上涨，上游矿石的价格存在降价的压力，钢厂利润扩张可维持。

(3) 产能影响不同：2009-2011 年钢厂在需求端的刺激下盲目增加产能，为后来供大于求埋下伏笔；2016-2018 年由于市场准入门槛上行以及行政手段干预，新增产能被限制，钢厂资产负债表改善，钢铁行业步入相对良性发展阶段，高盈利状态可持续。

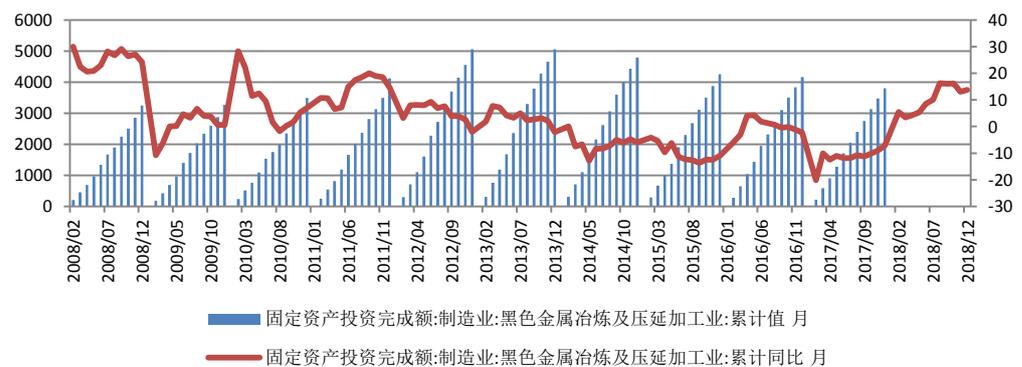
(4) 市场担忧角度不同：2009-2011 年市场担心产能盲目扩大下的供求失衡，导致钢价和利润下行，对钢铁板块估值构成压力；而 2016-2018 年市场更多的是担心宏观经济下行，导致下游需求紧缩，而引发钢价下行，行业自身带没有太大压力，与其他行业相比盈利优势仍然明显，因此相比于过往周期内的阿尔法收益会更有韧性。

图 14:2018 年中报各申万行业的 ROE 和 ROIC



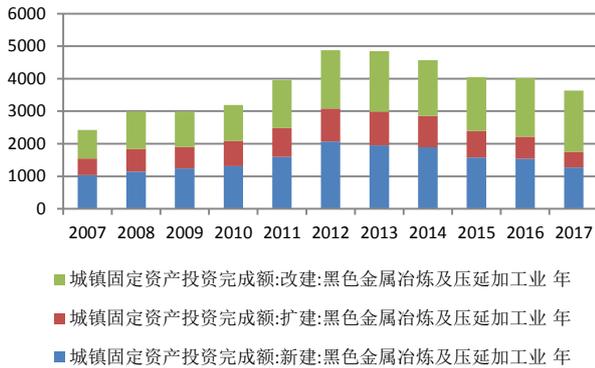
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 15:我国黑色金属冶炼及加工业固定资产投资情况



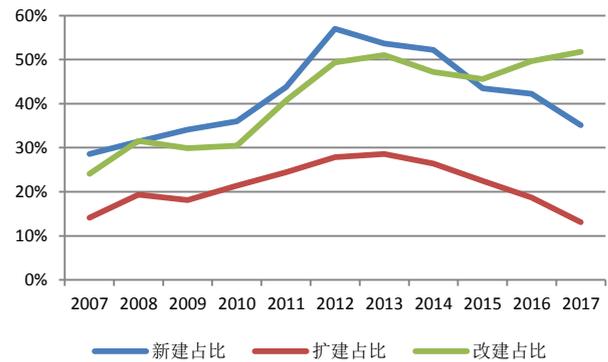
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 16:我国黑色金属固定资产投资中新建投资逐年减少



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 17:我国黑色金属行业固投中改建占比逐步提高



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 18:钢材价格



资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. 选择盈利韧性最强和价值低估最严重的个股

我国钢铁企业多数产品同质化比较严重，除了宝钢等龙头企业、特钢企业的产品有一定技术和市场壁垒以外，多数以普通长材和板材为主。普材的定价机制充分市场化，差异化的高端产品的定价机制并不完全市场化，细分来看甚至更像是寡头市场。因此，企业盈利能力的差异一方面来自于产品结构，另一方面更多来自于成本控制能力。

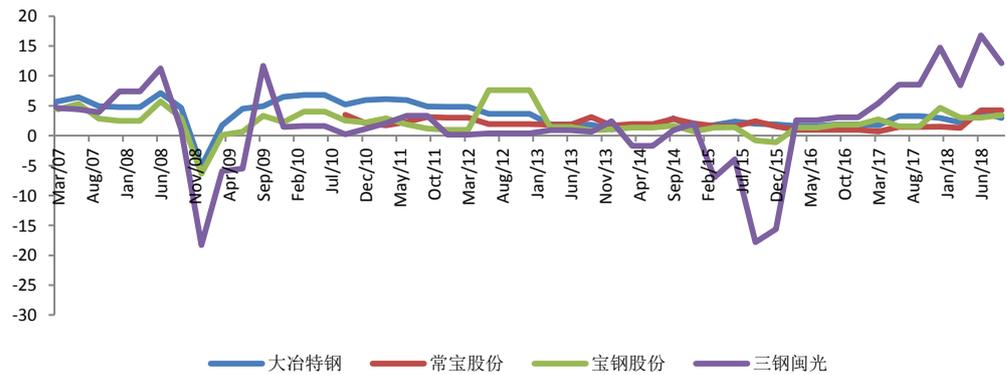
3.1 优先布局特钢子板块

周期上行买普钢，周期下行看特钢。普通钢材产品的定价机制市场化，受经济周期的影响更为显著。周期上行时钢价上涨幅度较大，周期下行时价格下折的幅度同样大，带来了公司业绩的波动性大。差异化产品面对的市场竞争相对较弱，价格无论经济上行或者下行比较稳定，一方面企业的经营业绩在周期上行时弹性不够大，但在周期下

行时却具有突出的抵御风险的能力。故而我们常看到，周期上行时市场更青睐于普碳钢企业，而周期下行时往往是特钢企业的股价走势表现更优。

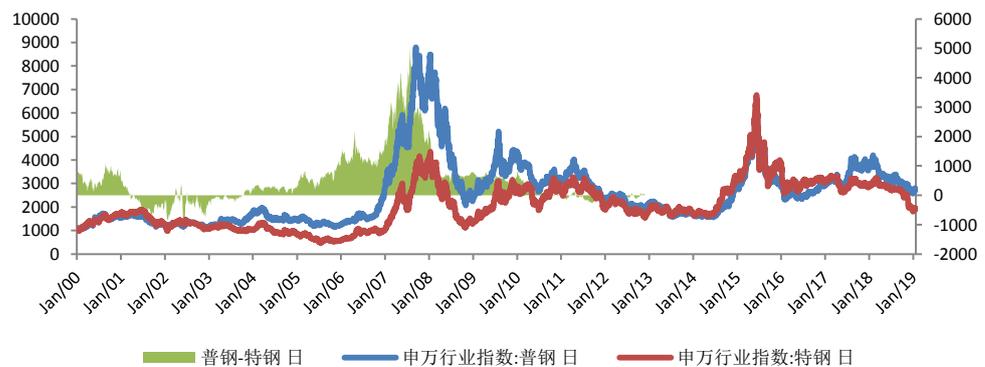
- ◆ **差异化产品的抗周期能力较强，有更强的 ROE 韧性。** 龙头企业和特钢企业由于产品定位高端，技术和市场壁垒高，定价能力比较强，受经济周期的影响相对普通钢材产品弱，在周期下行过程中拥有更强的抵抗力。例如，宝钢、特钢及管材上市企业的在周期上行过程中产品价格涨幅不如长材，其业绩弹性弱于建材企业，而在周期下行过程中的业绩下滑程度也较弱。
- ◆ **逆周期调节背景下，长材企业相对板材的盈利优势将维持高位。** 自 2008 年以来我国的经济周期主要是建筑周期，导致周期上行时长材相比板材有更多的产品溢价。2017 年打击地条钢和 2018 年环保限产都是对落后产能的出清，主要落在建筑用钢生产企业上，导致长材相对板材的溢价提升。2019 年地产周期大概率回落，我国宏观经济主要以逆周期调控为主，基建加码将继续拉动建筑用钢的需求，叠加供给侧改革继续推进以及落后产能持续出清，长材产品的盈利优势将得以维持。

图 19:特钢企业的经营业绩稳定性 (ROE%) 优于普钢企业



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

图 20:申万钢铁子板块指数

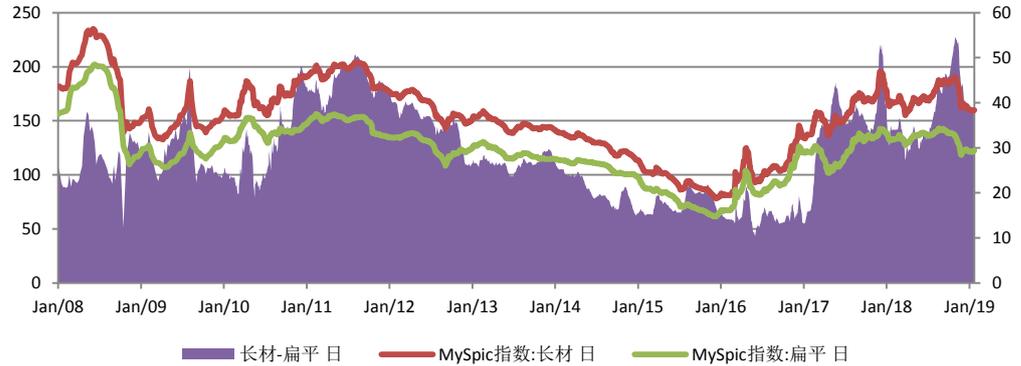


资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 1: 宝钢股份产品价格 3 月份止跌回升

产品	19年3月	19年2月	19年1月	18年12月	18年11月	18年10月	
厚板	碳钢	+50	0	-300	-200	0	+50
	不锈钢	-	-	含税-500	0	0	0
热轧	+50	0	-300	-200	0	+100	
酸洗	+50	0	-200	-180	0	+100	
普冷	+50	0	-200	-150	0	宝山、青山、东山：CQ级及非汽车用钢基价上调150元/吨，其它基价上调100元/吨。梅山：基价上调150元/吨。搪瓷钢、双层焊管基价上调150元/吨，超高强钢基价上调100元/吨。	
热镀锌	-	-	-300	-200	0	1、宝山、青山、东山：CQ级及非汽车用钢、S系列结构钢、酸洗基板热镀锌基价上调150元/吨，其它基价不变。2、梅山：基价上调150元/吨。3、季度定价产品（在三季度基础上）：超高强钢基价不变。	
电镀锌	+50	0	-300	-200	0	1、CQ级及非汽车用钢基价上调100元/吨，其它基价不变。2、季度定价产品（在三季度基础上）：超高强钢基价不变。	
镀铝锌	+50	0	-300	+50		+100	
彩涂	-	-	0	宝山基价上调150元/吨，青山价格上调250元/吨。		+150	
无取向电工钢	+50	0	-300	高效高牌号： -150；中低牌： 宝山-150，青山-70，东山-100	0	中低牌号基价上调100元/吨，50WH1300/50WW600-HD基价上调110元/吨，65W530基价上调210元/吨，其它基价不变。	
取向电工钢	0	0	+300	0	宝山B30P095上调200元/吨；宝山、青山100及以下牌号上调200元/吨；其它不变。	含税+300	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 21:长材相对板材的溢价


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 2:上市钢企的产品结构

	钢企名称	产能 (万吨)	产品结构
普 钢	华菱钢铁	1700	14%螺纹钢, 7%线材, 30%热轧, 14%冷轧, 25%中厚板, 9%钢管
	安阳钢铁	938	7%线材, 38%热轧, 12%冷轧, 24%中厚板和 19%型材
	八一钢铁	800	21%螺纹钢, 21%线材, 36%热轧, 7%冷轧, 14%中厚板
	重庆钢铁	715	76%热卷, 5%棒材和 19%其它板材
	本钢板材	1200	65%热轧, 25%冷轧, 10%特钢
	柳钢股份	1000	16%线材, 18%中厚板, 66%型钢
	凌钢股份	741	66%螺纹钢, 8%线材, 19%热轧, 7%钢管
	新钢股份	900	7%螺纹钢, 17%线材, 32%热轧, 13%冷轧, 30%中厚板, 2%金属制品
	河钢股份	3000	20%螺纹钢, 10%线材, 30%热轧, 30%冷轧, 5%中厚板, 5%型材
	山东钢铁	1510	27%螺纹钢, 33%热轧, 5%冷轧, 36%中厚板
	鞍钢股份	2456	6%线材, 39%热轧, 36%冷轧, 17%中厚板, 3%钢管
	酒钢宏兴	1000	50%螺纹钢和线材, 20%热轧, 13%冷轧, 9%中厚板, 8%不锈钢
	马钢股份	1700	49%螺纹钢和线材, 50%热轧和冷轧, 1%火车轮
	韶钢松山	700	50%螺纹钢, 20%线材, 30%中厚板
	南钢股份	940	20%螺纹钢, 7%线材, 7%热轧, 60%中厚板, 6%带钢
	首钢股份	1720	45%热轧, 55%冷轧
	三钢闽光	830	57%螺纹钢, 25%线材, 18%冷轧
	新兴铸管	790	500 万吨钢材、260 万吨球墨铸铁管、108 万吨管件、300 万米钢塑复合管、18 万吨特种钢管、12 万吨钢格板
	宝钢股份	4640	3%线材, 45%热轧, 32%冷轧, 9%中厚板, 3%硅钢, 5%钢管
	杭钢股份	400	100%热轧
包钢股份	1617	8%螺纹钢, 8%线材, 39%热轧, 34%冷轧, 11%无缝管	
沙钢股份	272	20%螺纹钢, 43%线材, 4%热轧, 33%圆坯管坯	

	方大特钢	350	63%螺纹钢，9%线材，28%弹簧扁钢及扁簧
特 钢	抚顺特钢	60	92%合金合工钢、碳结碳工钢和轴承钢，1%高温合金钢，4%不锈钢，1%高强钢，4%模具钢
	太钢不锈	1090	39.47%不锈钢，43.86%热轧，3.51%无取向硅钢，13.16%中板
	大冶特钢	210	65%合金合工钢，15%碳结碳工钢，5%轴承钢，6%高温合金钢，5%不锈钢，4%锻造
	常宝股份	60	50%油套管、30%锅炉管、汽车用钢管、工程机械管
	西宁特钢	160	58%合金合工钢，42%轴承钢
	久立特材	—	不锈钢管、双金属复合管、高温合金管、钛合金管
	永兴特钢	—	不锈钢棒材、不锈钢线材、特殊合金
	金洲管道	—	焊管、钢塑复合管、镀锌管、镀锌无缝管
	武进不锈	—	无缝管、焊管、钢制管件法兰

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3:主要上市钢企的产品结构

公司名称	产品结构	三季报		三季度		二季度	
		净利润	同比	净利润	环比	净利润	环比
凌钢股份	长材占比 74%	12.77	28%	5.28	6.94%	4.94	93.75%
方大特钢	长材占比 72%	23.15	50%	10.09	34.7%	7.49	34.5%
三钢闽光	长材占比 82%	50.95	57%	18.62	4.20%	17.87	23.50%
韶钢松山	长材占比 70%	28	56%	10.43	16.12%	8.98	4.67%
马钢股份	长材占比 49%	55.7	104%	21.41	6.51%	20.11	41.79%
柳钢股份	长材占比 82%	32.54	159%	12.13	22.01%	9.95	-4.92%
沙钢股份	长材占比 63%	9.93	169%	3.46	-11.85%	3.92	54.12%
新钢股份	长材占比 24%	39	184%	17.41	35.09%	12.89	48.18%
河钢股份	长材占比 30%	34	55%	15.78	8.89%	14.49	288.63%
华菱钢铁	长材占比 21%	54.7	113%	20.31	6.66%	19.05	24.17%
宝钢股份	长材占比 3%	157.47	35%	57.38	14.76%	49.88	-0.66%
鞍钢股份	长材占比 6%	68.47	81%	33.48	75.38%	19.09	20.06%
首钢股份	长材占比 0	21.4	22%	7.16	-22.22%	9.2	82.33%
安阳钢铁	长材占比 26%	15.5	59%	5.33	-39.94%	8.88	589.42%
久立特材	钢管为主	2	85%	0.67	-19.91%	0.84	74.61%
永兴特钢	不锈钢为主	3.58	38%	1.34	1.73%	1.32	43.85%
金洲管道	钢管为主	1.23	15%	0.57	1.75%	0.56	478.85%
常宝股份	钢管为主	3.74	292%	1.67	5.14%	1.59	237.39%
新兴铸管	钢管为主	18.25	126%	6.91	-8.71%	7.57	100.39%
太钢不锈	不锈钢为主	41	90%	12.64	-8.06%	13.75	-5.87%

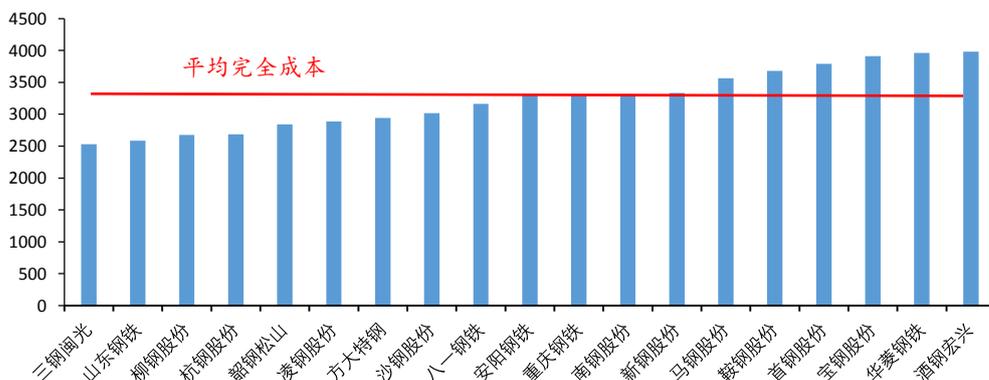
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 其次布局完全成本低的长材企业

完全成本主要与企业的经营管理水平、硬件设备和技术水平有关。同样是长材产品为主的企业，由于生产成本控制能力不同，导致盈利能力存在差异。生产成本的差异主要来自于原燃料、人工、折旧、期间费用和制造费用的差异，其中原燃料成本主要与高炉的条件、生产管控和采购策略等有关，人工、折旧、和期间费用则与企业经营策略有关。部分企业由于原燃料采购策略比较灵活、设备折旧少，其完全成本比较低，盈利能力大大高于同行平均水平。

东部沿海钢企具有明显的成本优势，三钢闽光的吨钢完全成本最低。对2017年上市普钢企业的吨钢完全成本（即包含了生产成本和期间费用）进行分析，其中2017年上市企业吨钢完全成本最低的前五名分别是：三钢闽光（2530.29元/吨）、山东钢铁（2586.67元/吨）、柳钢股份（2674.38元/吨）、杭钢股份（2687.92元/吨）和韶钢松山（2842.67元/吨）。通过对比可以发现吨钢成本低的钢企主要位于东部沿海地区。接下来，我们将吨钢完全成本拆分成原燃料成本、人工成本、制造费用及其他、完全折旧费用和期间费用（不含折旧费用）五项来分别分析上市钢企成本控制能力。

图 22:上市钢企 2017 年吨钢完全成本（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 4:单项成本占比

	原材料	能源	人工	制造费用及其他	折旧	期间费用 (减去折旧)	合计
方大特钢	0.81	0.04	0.02	0.01	0.03	0.09	1.00
三钢闽光	0.46	0.42	0.05	0.03	0.02	0.02	1.00
酒钢宏兴	0.52	0.07	0.05	0.24	0.03	0.09	1.00
马钢股份	0.74	0.05	0.06	0.06	0.05	0.05	1.00
韶钢松山	0.52	0.33	0.03	0.06	0.04	0.02	1.00

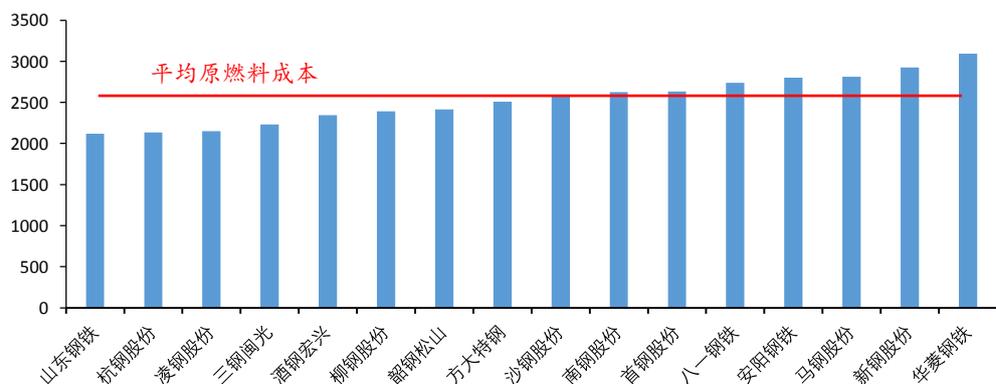
凌钢股份	0.42	0.33	0.04	0.14	0.04	0.04	1.00
重庆钢铁	0.51	0.09	0.28	0.00	0.00	0.12	1.00
柳钢股份	0.65	0.24	0.03	0.04	0.02	0.01	1.00
新钢股份	0.53	0.35	0.04	0.03	0.02	0.03	1.00
八一股份	0.82	0.05	0.02	0.03	0.03	0.05	1.00
安阳钢铁	0.81	0.04	0.01	0.03	0.05	0.07	1.00
南钢股份	0.53	0.27	0.04	0.06	0.05	0.06	1.00
杭钢股份	0.54	0.25	0.03	0.11	0.04	0.02	1.00
山东钢铁	0.61	0.21	0.03	0.08	0.03	0.05	1.00
宝钢股份	0.67	0.00	0.00	0.28	0.00	0.06	1.00
首钢股份	0.39	0.30	0.04	0.10	0.09	0.07	1.00
沙钢股份	0.50	0.36	0.02	0.05	0.04	0.03	1.00
华菱钢铁	0.78		0.04	0.08	0.03	0.06	1.00
鞍钢股份	0.76	0.00	0.00	0.18	0.00	0.05	1.00

资料来源：公司年报，东兴证券研究所（部分钢企的原材料、燃料成本未分开或是品类划分差异，导致原材料成本占比区别较大）

3.2.1 原燃料成本分析

对上市钢企吨钢原燃料成本分析，上市钢企原燃料成本最低五个钢企为：山东钢铁（2119.86 元/吨）、杭钢股份（2136.36 元/吨）、凌钢股份（2149.73 元/吨）、三钢闽光（2231.91 元/吨）和酒钢宏兴（2345.46 元/吨）。原燃料成本可以拆分成铁矿石、焦炭以及能源利用三部分进行分析，其中能源利用主要考虑发电等因素。而原材料成本中，我们根据每单位钢铁需要 0.4 单位焦炭和 1.6 单位的铁矿石作为前提假设，对于废钢成本由于占比较少，则暂不考虑。

图 23:上市钢企 2017 年原燃料成本（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所（宝钢股份、鞍钢股份、重庆钢铁等因原燃料成本划分不同而暂不比较）

焦炭成本分析，自给率影响不大。对于钢企来说，焦炭主要由国内厂商供给，因此对于钢企焦炭成本为焦炭市场价格加上运输成本，因此焦炭自给率越高的钢企运输成本

相对有优势,但是考虑到不少钢企能够就近采购焦炭,以及焦炭的影响系数仅为 0.4,因此对于大多数钢企来说焦炭成本是相对一致的,焦炭自给率影响作用有限。

表 5:上市钢企的焦炭、铁矿石供给情况

序号	钢企	焦炭		铁矿石	
		自给率	自给率	国内采购	国外采购
1	山东钢铁	0%	0%	17%	83%
2	杭钢股份	0%	0%	0%	100%
3	凌钢股份	0%	10%	43.78%	46.22%
4	三钢闽光	33%	0%	30%	70%
5	酒钢宏兴	5%	58.28%	28.04%	13.68%
6	柳钢股份	98%	0%	7.82%	92.18%
7	韶钢松山	117%	0%	10%	90%
8	方大特钢	56%	0%	30%	70%
9	沙钢股份	0%	0%	20%	80%
10	南钢股份	43%	6.73%	8.72%	84.55%
11	首钢股份	80%	0%	25%	75%
12	八一钢铁	109%	0%	100%	0%
13	安阳钢铁	78%	0%	24.15%	75.85%
14	马钢股份	75%	0%	29%	71%
15	新钢股份	69%	0%	26%	74%
16	华菱钢铁	49%	0%	0%	100%
17	重庆钢铁	100%	0%	20%	80%
18	宝钢股份	30%	0%	6.10%	93.90%
19	鞍钢股份	90%	0%	80%	20%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

铁矿石分析,国产矿石价格优势不再,核心还是运输费用,东南沿海钢企有成本优势。根据铁矿石是否国内供给,分为国内铁矿石分析和进口铁矿石分析。

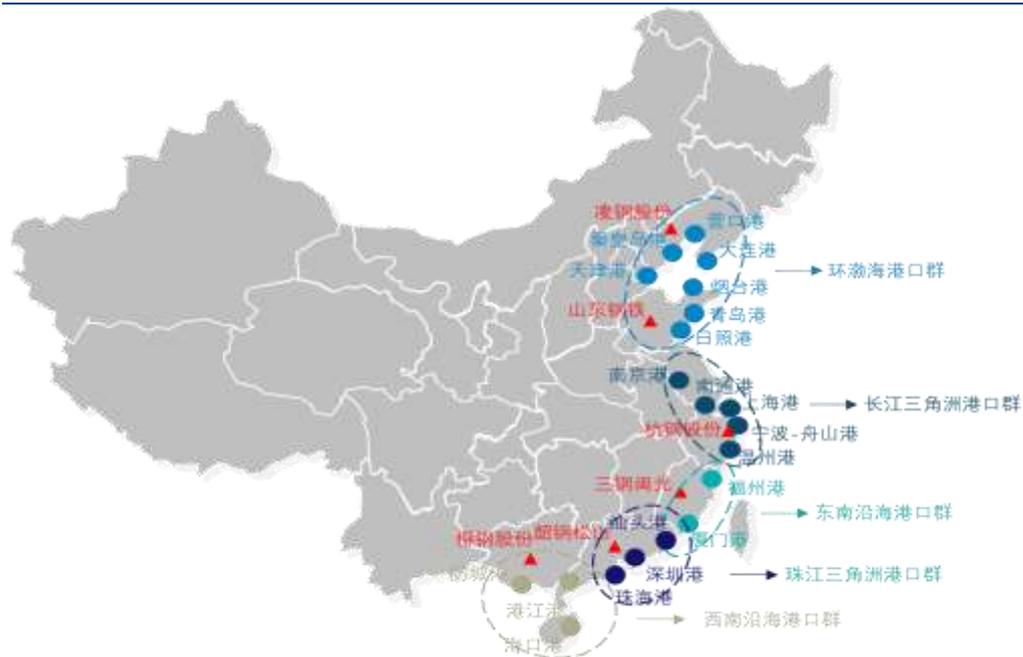
- ◆ **国内铁矿石分析,自给率低且价格优势不再。**根据铁矿石自给率分析(自给率=(铁矿石产量×转化系数)÷(粗钢产量×1.6)),我国铁矿石自给率不足 20%,因此只有凌钢股份、酒钢宏兴可以享受到国内铁矿石的红利。国内铁矿石在进口铁矿石价格高企时可以享受一定的价格优势。此外酒钢宏兴年报说明,随着环保限产趋严,国内铁矿石成本也随之上涨,某种程度上国内铁矿石难以提供任何优势,反而成为负担。
- ◆ **进口铁矿石分析,利好靠近港口的钢企。**进口铁矿石成本控制主要有两方面,一方面是从港口到钢厂的运输成本,而靠近沿海或沿江港口的钢铁企业则具有一定优势,如杭钢股份、三钢闽光、柳钢股份、山东钢铁等,其中杭钢股份优势最为明显,依靠宁波港实现了直接到料入库的操作。

图 24: 国内铁矿石自给率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 25: 我国沿海钢企分布



资料来源：东兴证券研究所

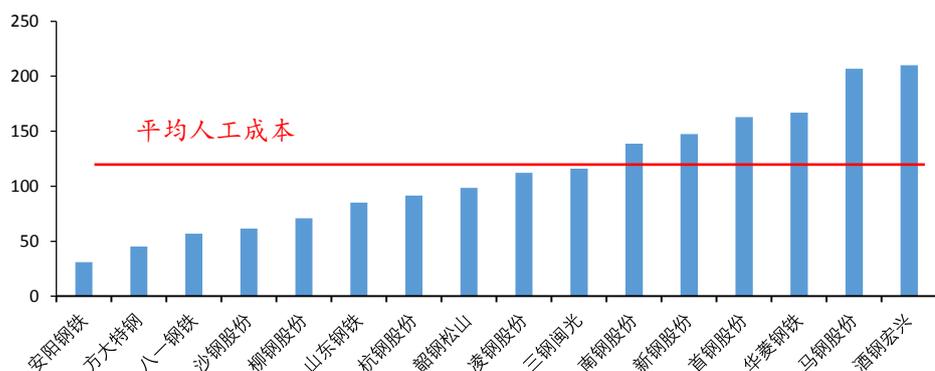
能源利用效率上,主要为余热利用以及自发电等。目前有余热回收的钢企有山东钢铁、杭钢股份、酒钢宏兴、韶钢松山,自发电钢企有方大特钢、南钢股份、马钢股份,两者都有的有凌钢股份、三钢闽光、柳钢股份、沙钢股份、首钢股份、安阳钢铁、新钢股份、华菱钢铁。

3.2.2 人工成本

吨钢人工成本低的钢企主要集中在欠发达地区以及是否能够与所处的钢铁集团形成协同效应。对上市钢企吨钢原燃料成本分析,上市钢企人工成本最低的五个钢企为:安阳钢铁(30.88元/吨)、方大特钢(45.32元/吨)、八一钢铁(56.78元/吨)、沙钢股份(61.52元/吨)、柳钢股份(70.93元/吨)。上市钢企吨钢人工成本主要取决于两个维度,一个是人工效率,我们主要以人均产钢量来表示,另一个则是人工薪酬水平,我们通过职工薪酬(剔除销售费用以及管理费用中的薪酬)除以生产员工与技术员工之和来衡量。

- ◆ **对人工薪酬分析,发达地区的薪酬水平相对较高。**钢企的薪酬水平主要与所在地区的发达程度相关联,一般越发达地区工资水平相对较高,而欠发达地区工资水平则相对较低,其中主要代表钢企有:安阳钢铁、方大特钢、沙钢股份(在苏北)等。
- ◆ **对人工效率分析,主要由管理水平决定。**中国钢企人工效率主要看两个因素,一个是是否存在人员冗余的现象,这是钢企作为国企往往承担解决当地就业率所导致,主要典型的有安阳钢铁、山东钢铁等;另一方面则是钢铁集团的协同效率,一般地规模越大的钢铁集团往往具有更高的管理水平从而提高效率,如八一钢铁与韶钢股份所依靠的宝武集团,首钢股份的首钢集团,杭钢股份的杭钢集团,柳钢集团等。

图 26:钢企人工成本(元/吨)



资料来源:公司年报,东兴证券研究所

表 6:上市钢企员工效率与薪酬分析

序号	钢企	所属省份	工资水平	人均吨钢产量
1	安阳钢铁	河南	73881.18	449.36
2	方大特钢	江西	96415.76	575.55

3	八一钢铁	新疆	124471.4	848.36
4	沙钢股份	江苏	80414.4	805.49
5	柳钢股份	广西	154800.2	1422.96
6	山东钢铁	山东	124884.2	548.45
7	杭钢股份	浙江	161826	1502.27
8	韶钢松山	广东	134885.1	1065.60
9	凌钢股份	辽宁	76733.44	651.37
10	三钢闽光	福建	145231.9	811.91
11	南钢股份	江苏	169644.1	927.86
12	新钢股份	江西	107584.7	494.54
13	首钢股份	河北	195363.2	1060.36
14	华菱钢铁	湖南	130644	801.24
15	马钢股份	安徽	137171.2	685.24
16	酒钢宏兴	甘肃	109518.4	271.10

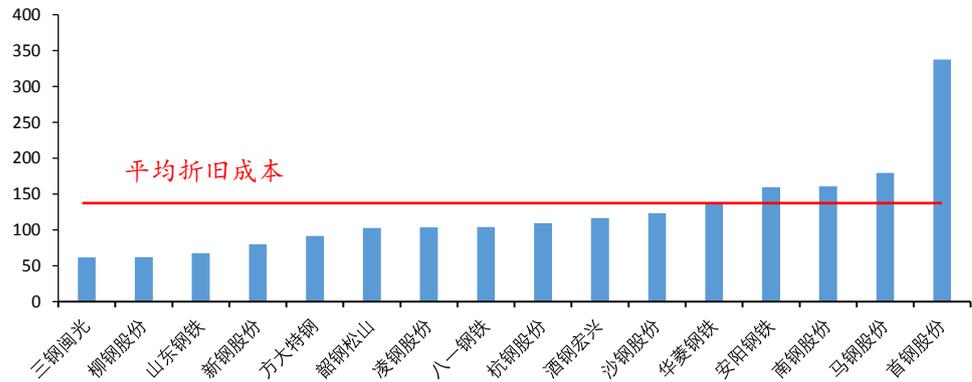
资料来源：公司年报，国家统计局，东兴证券研究所

3.2.3 折旧费用

吨钢成本低的钢铁企业主要集中在以螺纹钢为主且处于非限产区的钢铁企业。对上市钢企吨钢折旧费用分析，上市钢企吨钢完全折旧最低的五个钢企为：三钢闽光（61.66元/吨）、柳钢股份（62.01元/吨）、山东钢铁（67.19元/吨）、新钢股份（79.78元/吨）、方大特钢（91.36元/吨）。上市钢企折旧成本取决于三个维度，第一个是吨钢固定资产，我们以期初账面固定资产与销售量比值来衡量；第二个是折旧率，我们以当期增加的累计折旧与期初账面固定资产的比值来衡量；第三个是限产比率，则以产量与产能之间的关系来衡量。（注：上述统计包含了除生产成本以外的固定资产和折旧费用）

- ◆ **对吨钢固定资产分析，低端钢材（主要指螺纹钢）占比高的钢企吨钢资产低。**一般地，吨钢固定资产低的钢企的吨钢折旧成本比较低，而根据上市钢企的分析，我们发现钢企的钢材品种决定了吨钢固定资产高低，其中螺纹钢占比大的钢企吨钢固定资产比较低，而这主要是因为螺纹钢相比于其他品种钢来说技术含量比较低的缘故造成的。上市钢企比较典型的代表主要有：三钢闽光、柳钢股份、方大特钢、韶钢松山和凌钢股份。
- ◆ **对折旧率分析，部分钢企存在下调折旧率的行为。**钢企折旧率一般是比较固定，但是在2015年钢企全行业亏损的状态下，有部分钢企通过延长设备使用年限或提高残值率来调整了自身的折旧率从而减少亏损，比较典型的主要有：华菱钢铁、山东钢铁和酒钢宏兴。但是考虑到钢铁全行业处于盈利峰值，因此不排除类似钢企后续上调折旧率的可能。
- ◆ **对限产比率分析，处于限产状态的钢企吨钢折旧成本高。**限产的存在导致钢企产销量下降，但固定资产折旧计提不会因为限产而减少，因此处于限产区的钢企会因为限产的缘故导致吨钢折旧上升。

图 27:钢企 2017 年折旧费用（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 7:上市钢企螺纹钢占比、吨钢固定资产和折旧率分析

序号	钢企	低端钢材占比	吨钢固定资产（元/吨）	折旧率	限产比率	吨钢折旧（元/吨）
1	三钢闽光	82%	1564.52	3.94%	0%	61.66
2	柳钢股份	82%	1251.97	4.95%	0%	62.01
3	山东钢铁	27%	3501.30	1.92%	30%	67.19
4	新钢股份	24%	1790.76	4.46%	0%	79.78
5	方大特钢	72%	1830.76	4.99%	0%	91.36
6	韶钢松山	70%	2459.43	4.17%	0%	102.48
7	凌钢股份	74%	2265.90	4.56%	0%	103.38
8	八一钢铁	42%	2103.07	4.95%	35%	104.08
9	杭钢股份	0%	1976.17	5.54%	0%	109.42
10	酒钢宏兴	50%	4992.91	2.33%	40%	116.33
11	沙钢股份	63%	2266.24	5.44%	0%	123.20
12	华菱钢铁	21%	3650.66	3.71%	0%	135.48
13	安阳钢铁	7%	3212.11	4.95%	25%	159.15
14	南钢股份	27%	3672.35	4.38%	0%	160.84
15	马钢股份	49%	4205.40	4.26%	0%	179.22
16	首钢股份	0%	7411.29	4.55%	0%	337.37

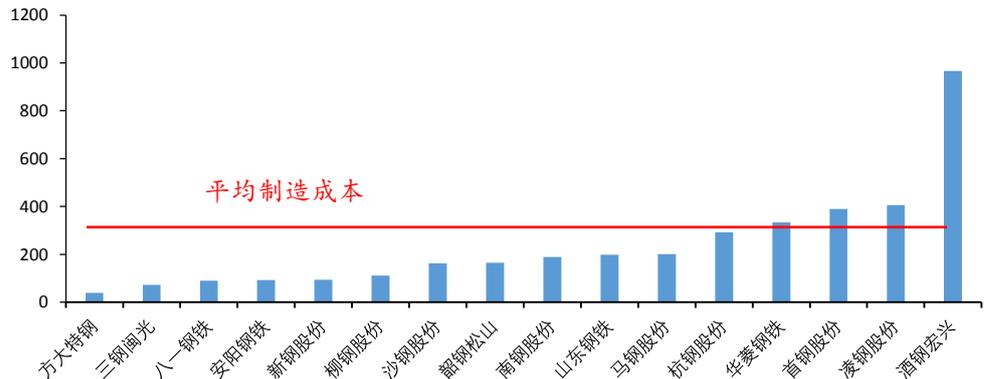
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3.2.4 制造费用及其他

制造费用与人工成本分析以及折旧成本分析具有较强的共性。一般地，人工成本与折旧成本越低的钢铁企业，其制造费用越低。上市钢企制造费用及其他最低五个钢企

为：方大特钢（39.21 元/吨）、三钢闽光（72.47 元/吨）、八一钢铁（89.60 元/吨）、安阳钢铁（92.54 元/吨）、新钢股份（94.28 元/吨）。

图 28:钢企制造费用及其他（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

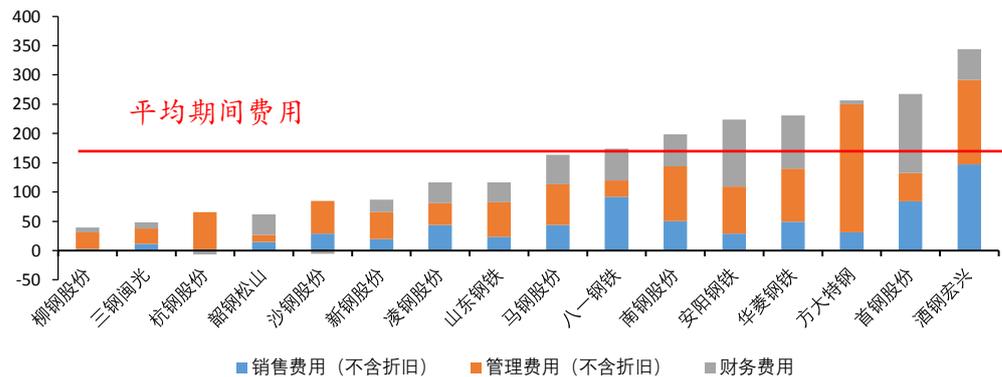
3.2.5 期间费用

期间费用低的钢企主要特征有区域钢材供求关系相对良好、具有良好的资产负债结构以及钢材品种以螺纹钢为主。对上市钢企吨钢期间费用（不含折旧费用）分析，上市钢企期间费用（不含折旧费用）的五个钢企为：柳钢股份（39.48 元/吨）、三钢闽光（48.32 元/吨）、杭钢股份（58.94 元/吨）、韶钢松山（62.45 元/吨）、沙钢股份（79.15 元/吨）由于期间费用主要由销售费用、管理费用以及财务费用构成，因此我们主要分成这三部分进行分析，其中销售费用与管理费用均是剔除了折旧费用。

- ◆ **对销售费用分析，运输成本是核心。**对于上市钢企来说，销售费用中核心费用是运输成本，而这比较依赖于钢厂周边市场情况以及竞争情况，一般地，像靠近广东市场的柳钢股份，韶钢松山，福建的三钢闽光以及浙江杭钢，都能借助当地市场进行销售，因此运输费用相对较少。而这些供求关系较好市场主要集中在东部沿海省份。
- ◆ **对管理费用分析，人工薪酬以及研发费用是核心。**管理费用对于钢企来说主要有两部分，第一部分是管理层的薪酬费用，有部分钢企会选择对管理层激励的方式来提高钢企效率，从而导致管理费用提高，一般主要是民营钢铁企业会这么做，如方大特钢、南钢股份；也有钢企存在管理层人员冗余现象，一般主要是效率低的老国企，如安阳钢铁。第二部分则是研发费用，对于钢铁企业，尤其是板材为主的钢企往往每年需要投入较多的费用在技术研发上，当这些费用无法资本化的时候，会导致管理费用提高，比较典型的有杭钢股份、新钢股份等。
- ◆ **财务费用分析，主要与钢企有息负债水平有关。**财务费用对于钢企来说分化比较大，有的钢企吨钢财务费用达到 100 元以上，而有的钢企已实现财务费用为负的情况。

而这主要与钢企的负吨钢负债水平有关，在这里我们仅考虑有息负债（短期负债+长期负债+应付债券），可以发现民营钢铁企业的负债水平普遍低于国有企业，这可能原因在于民营企业融资相对国企比较困难所导致的。此外借款利率也是主要影响因素之一。

图 29:钢企期间费用（不含折旧费用）（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 8:上市钢企三费分析

序号	钢企	销售费用		管理费用			财务费用		
		吨钢费用	运输费占比	吨钢费用	薪酬占比	研发占比	吨钢费用	吨钢现金	吨钢有息负债
1	柳钢股份	2.88	7.72%	28.24	70.78%	12.54%	8.36	252.81	579.95
2	三钢闽光	11.45	72.37%	26.24	40.42%	0.00%	10.63	581.64	214.01
3	杭钢股份	2.04	37.11%	63.44	22.21%	41.77%	-6.55	964.35	216.59
4	韶钢松山	14.84	50.68%	11.92	24.49%	5.31%	35.08	189.31	821.50
5	沙钢股份	29.03	68.70%	55.50	40.71%	0.00%	-5.39	135.20	32.15
6	新钢股份	19.73	56.80%	45.74	21.95%	64.77%	21.69	944.35	748.75
7	凌钢股份	43.61	54.44%	37.40	58.51%	0.00%	35.34	398.88	711.86
8	山东钢铁	23.78	34.76%	58.69	36.77%	10.40%	33.98	1055.95	1061.43
9	马钢股份	43.54	85.40%	69.47	37.70%	17.97%	50.26	267.08	622.65
10	八一钢铁	91.92	86.02%	27.70	45.25%	31.38%	54.10	157.17	1195.24
11	南钢股份	50.56	58.07%	93.48	48.10%	24.35%	54.68	314.60	460.54
12	安阳钢铁	29.05	55.73%	80.40	47.77%	0.51%	114.21	678.11	915.33
13	华菱钢铁	49.38	76.93%	90.66	32.85%	10.76%	90.55	349.58	1592.80
14	方大特钢	31.29	45.80%	218.94	67.55%	5.92%	6.44	290.77	39.44
15	首钢股份	84.34	75.07%	48.26	44.11%	0.00%	134.82	261.96	3510.16

16	酒钢宏兴	147.06	93.21%	144.49	22.85%	43.59%	52.23	543.29	3504.12
----	------	--------	--------	--------	--------	--------	-------	--------	---------

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3.3 以 PB/ROE 法分析公司投资价值

PB-ROE 分位模型反映了市场对业绩的预期。通过对周期股 PB/ROE 分析我们看到，钢铁板块的 PB 和 ROE 分位之间呈正相关性。因此，我们进一步对板块内的个股 PB-ROE 分位进行分析，用来判断个股的估值水平。可以看到，板块大部分标的的 ROE 分位数都处在 75~100% 分位，而 PB 分位数都处在 25% 以下。在完全成本最低的 5 家公司中，三钢闽光、山东钢铁、柳钢股份、杭钢股份、韶钢松山的 ROE 分位数分别为 87%、67%、78%、92% 和 74%，对应的 PB 分位数分别为 14%、3%、26%、8% 和 2%，个股价值被严重低估，主要反映市场对未来业绩下滑的担心。

表 9: 主要上市公司 2018 年经营业绩预测

归母净利润	Q1 亿元	Q2 亿元	Q3 亿元	Q4 亿元	2018E 亿元	2019E 亿元	产销量 万吨	2018 吨钢净利润 元/吨
大冶特钢	0.92	1.65	1.25	1.55	5.37	5.61	—	—
河钢股份	3.72	14.49	15.49	2.04	35.75	51.08	2638	136
韶钢松山	8.65	8.98	10.00	11.01	38.65	37.21	556	695
本钢板材	3.49	4.06	0.68	13.24	21.48	23.13	811	265
新兴铸管	5.01	7.57	6.76	3.85	23.19	23.75	—	—
太钢不锈	14.60	13.75	12.25	14.83	55.43	56.06	1072	517
鞍钢股份	16.05	19.22	24.37	18.36	78.00	73.99	2077	481
华菱钢铁	15.38	19.05	20.37	15.91	70.71	70.41	1849	382
首钢股份	4.98	9.20	7.16	7.97	29.32	32.58	670	438
沙钢股份	2.47	3.92	3.46	2.16	12.02	17.62	335	359
三钢闽光	9.65	22.68	19.46	17.73	69.51	71.25	920	756
久立特材	0.47	0.84	0.83	0.62	2.77	3.40	—	—
金洲管道	0.09	0.56	0.44	0.78	1.87	2.03	—	—
常宝股份	0.48	1.59	1.62	1.35	5.04	6.13	—	—
永兴特钢	0.95	1.32	1.06	1.54	4.87	5.75	—	—
本钢板 B	3.49	4.06	0.68	13.24	21.48	23.13	811	265
包钢股份	6.37	7.79	8.88	-23.04	—	—	—	—
宝钢股份	53.81	49.89	57.38	49.62	210.70	216.15	4737	445
山东钢铁	6.29	10.57	7.40	-24.26	35.0	—	956	366
西宁特钢	0.11	0.01	-5.89	5.76	—	—	—	—
杭钢股份	5.03	6.52	4.50	-16.05	21.8	—	435	501
凌钢股份	2.56	4.94	5.28	4.93	17.71	19.25	540	328
南钢股份	10.37	12.81	11.49	10.49	45.15	45.91	944	478
酒钢宏兴	1.16	4.62	4.89	0.13	10.80	—	757	143

*ST 抚钢	-0.22	-0.48	-0.57	-1.24	-2.50	—	—	—
方大特钢	5.51	7.48	10.09	6.50	29.58	30.52	437	677
安阳钢铁	1.28	8.88	5.56	2.63	18.35	23.14	827	222
八一钢铁	1.44	0.71	3.62	3.58	9.35	10.37	500	187
新钢股份	8.73	12.89	17.90	19.24	58.75	46.54	832	706
马钢股份	14.65	15.20	21.57	17.86	69.28	72.41	1890	367
柳钢股份	10.46	9.95	12.23	13.19	45.82	44.74	768	597
重庆钢铁	3.54	4.19	7.22	3.22	18.16	15.10	595	305
武进不锈	0.34	0.60	0.53	0.37	1.83	2.31	—	—
均值								413

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所（2018E、2019E 为一致性预期或公司公告业绩预增，特钢未比较吨钢利润）

表 10:根据 Q4 业绩测算的个股 ROE-PB 分位数

代码	公司	ROE			PB		
		最大值	最小值	分位数	最大值	最小值	分位数
000708.SZ	大冶特钢	7.14	-5.14	72%	3.08	0.80	5%
000709.SZ	河钢股份	8.18	-4.43	38%	2.39	0.46	9%
000717.SZ	韶钢松山	63.06	-106.67	74%	83.29	0.67	2%
000761.SZ	本钢板材	7.22	-25.29	100%	1.85	0.54	11%
000778.SZ	新兴铸管	6.31	-0.33	55%	1.99	0.78	6%
000825.SZ	太钢不锈	9.59	-12.94	76%	2.73	0.55	11%
000898.SZ	鞍钢股份	6.28	-9.44	75%	2.23	0.40	18%
000932.SZ	华菱钢铁	16.18	-22.70	85%	3.75	0.51	20%
000959.SZ	首钢股份	4.42	-2.71	80%	2.31	0.62	8%
002075.SZ	沙钢股份	44.00	-316.98	89%	22.45	-64.60	79%
002110.SZ	三钢闽光	16.75	-18.31	87%	3.70	0.84	14%
002318.SZ	久立特材	8.92	0.24	30%	6.31	1.80	3%
002443.SZ	金洲管道	7.37	-0.51	32%	4.72	1.24	1%
002478.SZ	常宝股份	4.22	0.69	100%	3.30	1.19	0%
002756.SZ	永兴特钢	3.94	1.14	75%	3.80	1.28	0%
600010.SH	包钢股份	5.16	-9.98	77%	5.04	1.11	5%
600019.SH	宝钢股份	7.61	-6.35	70%	1.82	0.57	22%
600022.SH	山东钢铁	11.31	-11.57	67%	2.50	0.79	2%
600117.SH	西宁特钢	7.59	-68.19	63%	5.28	0.82	13%
600126.SH	杭钢股份	5.08	-26.61	92%	2.35	0.71	7%
600231.SH	凌钢股份	8.07	-13.72	96%	3.44	0.60	13%
600282.SH	南钢股份	11.00	-27.25	92%	2.59	0.74	13%
600307.SH	酒钢宏兴	5.80	-34.90	86%	2.58	0.70	21%

600399.SH	*ST 抚钢	5.83	-281.81	98%	9.76	-6.22	7%
600507.SH	方大特钢	22.92	-2.65	60%	5.67	1.07	33%
600569.SH	安阳钢铁	12.61	-23.91	75%	2.62	0.55	17%
600581.SH	八一钢铁	11.68	-272.77	99%	5.84	-61.33	90%
600782.SH	新钢股份	14.94	-1.57	83%	1.93	0.50	32%
600808.SH	马钢股份	7.94	-11.39	90%	1.65	0.54	33%
601003.SH	柳钢股份	21.39	-11.45	82%	4.44	0.91	26%
601005.SH	重庆钢铁	17.84	-73.98	83%	8.48	-55.76	88%
603878.SH	武进不锈	3.39	-0.22	76%	4.22	1.09	0%

资料来源：Wind，公司年报，东兴证券研究所（按预测的2018Q4业绩计算的当期ROE）

完全成本越低的标的 ROE 韧性越强，在抵御周期下行过程中的修复空间越大。为了明晰 PB-ROE 模型多长程度反映业绩预期，我们分别模拟了 2019 年吨钢净利润下降 100 元、200 元、300 元和 400 元的四种情况下，各个公司的 ROE 分位数和 PB 分位数，以便更接近市场的思维来判断估值是否客观。当行业平均吨钢净利润下降 400 元/吨时，全行业基本处于盈亏平衡位置，按此极端情况来看，不少公司的 PB 分位数与 ROE 分位数仍然错配严重，例如三钢闽光、韶钢松山、杭钢股份、南钢股份，主要集中在完全成本低的上市公司标的中，前两者以长材为主，相比后两个板材标的的盈利优势更显著。

表 11:模拟吨钢净利润减少 100-400 元情形下的 ROE 分位数

证券简称	-100	ROE	分位数	-200	ROE	分位数	-300	ROE	分位数	-400	ROE	分位数	PB 分位数
河钢股份	36	0.47	39%	-64	-0.85	28%	-164	-2.18	18%	-264	-3.51	7%	9%
韶钢松山	595	18.18	74%	495	15.13	72%	395	12.07	70%	295	9.02	68%	2%
本钢板材	165	1.85	83%	65	0.73	80%	-35	-0.39	77%	-135	-1.52	73%	11%
太钢不锈	417	3.75	74%	317	2.85	70%	217	1.95	66%	117	1.05	62%	11%
鞍钢股份	276	2.54	76%	176	1.62	70%	76	0.70	65%	-24	-0.23	59%	18%
华菱钢铁	282	9.76	83%	182	6.31	75%	82	2.85	66%	-18	-0.61	57%	20%
首钢股份	338	2.13	68%	238	1.50	59%	138	0.87	50%	38	0.24	41%	8%
沙钢股份	259	5.56	89%	159	3.41	89%	59	1.26	88%	-41	-0.89	88%	79%
三钢闽光	656	10.71	83%	556	9.07	78%	456	7.44	73%	356	5.81	69%	14%
宝钢股份	345	2.49	63%	245	1.77	58%	145	1.04	53%	45	0.32	48%	22%
山东钢铁	266	2.95	63%	166	1.84	59%	66	0.73	54%	-34	-0.38	49%	2%
杭钢股份	401	2.35	91%	301	1.77	90%	201	1.18	88%	101	0.59	86%	7%
凌钢股份	228	4.47	83%	128	2.51	74%	28	0.55	65%	-72	-1.41	56%	13%
南钢股份	378	6.77	89%	278	4.98	84%	178	3.19	80%	78	1.40	75%	13%
酒钢宏兴	43	0.80	88%	-57	-1.08	83%	-157	-2.95	78%	-257	-4.83	74%	21%
方大特钢	577	14.40	67%	477	11.91	57%	377	9.41	47%	277	6.91	37%	33%
安阳钢铁	122	3.48	75%	22	0.62	67%	-78	-2.23	59%	-178	-5.08	52%	17%

八一钢铁	87	2.98	97%	-13	-0.45	96%	-113	-3.88	95%	-213	-7.31	93%	90%
新钢股份	606	8.24	59%	506	6.88	51%	406	5.52	43%	306	4.16	35%	32%
马钢股份	267	5.00	85%	167	3.12	75%	67	1.25	65%	-33	-0.63	56%	33%
柳钢股份	497	11.56	70%	397	9.23	63%	297	6.91	56%	197	4.58	49%	26%
重庆钢铁	205	1.83	83%	105	0.94	82%	5.21	0.05	81%	-95	-0.85	80%	88%

资料来源：Wind，公司年报，东兴证券研究所

4. 投资策略：关注产品差异化和普钢板块估值修复的机会

2019 年在环保限产趋松的背景下钢材供给同比增加，需求在政策趋松的背景下保有韧性，预计全年钢价呈现先低、后高再低的走势，钢价中枢将较 2018 年下移。在本轮周期的下半程，长趋势难寻，钢价的波动性仍为板块的短期博弈提供机会。宏观政策稳中趋宽是估值修复的催化因素，高 ROE 韧性公司将获得更高的 PB-ROE 错配度和修复空间，建议布局产品差异化程度高具有抵御周期下行的个股，如**宝钢股份**、**常宝股份**等；布局完全成本低和股价被严重低估的长材标的，如**三钢闽光**、**韶钢松山**、**方大特钢**等。

表 12:重点公司盈利预测及估值情况

证券代码	证券简称	PE			PB		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002110.SZ	三钢闽光	3.37	3.65	3.72	1.52	1.37	1.18
000717.SZ	韶钢松山	3.36	4.49	4.74	2.09	1.89	1.52
600019.SH	宝钢股份	7.38	7.24	6.82	0.84	0.79	0.72
002478.SZ	常宝股份	10.39	8.32	7.16	1.32	1.28	1.16
600507.SH	方大特钢	5.20	5.54	5.71	2.11	1.80	1.54

资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济下行超预期；供给侧改革不及预期。

分析师简介

郑闽钢

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

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018年5月加盟东兴证券。

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

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

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。