

# 高度关注两会期间可能的限产情况

## ——钢铁行业动态跟踪报告（2019年3月）

行业动态

### ◆行情回顾：2019年2月钢铁板块大涨15%，跑赢大盘1.2个百分点

2019年2月，受益于国内外良好的宏观环境，市场风险偏好提升，上证综指上涨14%；钢铁板块业绩确定，估值较低，配合部分钢企发布了高分红方案等利好，申万钢铁指数上涨15%，小幅跑赢大盘。2000年以来的19年中，钢铁板块在3月份取得正绝对收益的概率为58%，取得正相对收益的概率为26%。

### ◆供给：唐山和武安加大限产力度，预计边际影响全国生铁产量2%

2019年2月，高炉产能利用率82.2%，环比增长0.8个百分点，同比增长3.7个百分点，目前已进入两会期间，唐山在2月下旬以来的空气质量较差，且取暖季限产任务还有未完成的指标，预计3月会加大限产力度，预估日均影响铁水产量12万吨，环比增加3.3万吨；武安同样加强了限产力度，预计影响3月铁水日均产量6.4万吨，环比增加1.15万吨。两城合计边际影响全国同期生铁产量约2%，后续执行情况值得关注。

### ◆需求：钢铁PMI新订单指数降至荣枯线下，静待地产基建恢复开工

2019年2月，钢铁行业PMI新订单指数为47.8%，环比小幅下降5.6个百分点，同比下降3.5个百分点，降至荣枯线以下，受春节假期影响，制造业的用钢需求有所下降。2月水泥价格指数累计下跌3.16%，考虑到春节假期、民工返程时间较晚及雨水天气较多等的影响，地产基建领域用钢需求仍然较弱，预计进入3月后工地会开始陆续复工。

### ◆展望：短期钢价有支撑基础，关注电炉钢利润情况

尽管从中长期来看，今年钢价中枢大概率会震荡下行，但短期内还具备一定的支撑基础，一方面今年冬储力度整体偏弱，且库存主要集中在钢厂和大型贸易商手中，有保钢价的动力；另一方面3月份是钢厂集中检修期，且目前电炉企业经营呈亏损状态，供给大幅放量的可能性较小。考虑到进入3月后，建筑领域需求或将逐渐恢复，上市钢企也将陆续发布年报，板块整体估值仍处于较低水平，具备一定的配置价值。

### ◆投资建议：维持钢铁行业“增持”评级

2019年2月模拟螺纹利润为386元/吨，环比1月减少135元/吨，跌幅26%。钢铁业的利润正在回归历史均值，显著的投资机会将难以期待，但是阶段性的超额收益仍然值得关注，我们维持钢铁行业“增持”评级，建议重点关注具有清晰战略、强执行力以及潜在高股息率的相关股票：方大特钢、方大炭素、大冶特钢、宝钢股份、华菱钢铁。

### ◆风险分析：

1) 环保限产继续低于预期；2) 需求继续恶化；3) 国际贸易摩擦。

## 增持（维持）

### 分析师

沈继富（执业证书编号：S0930518060003）  
021-52523813  
[shenif@ebsecn.com](mailto:shenif@ebsecn.com)

王招华（执业证书编号：S0930515050001）  
021-52523811  
[wangzh@ebsecn.com](mailto:wangzh@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

高低品铁矿价差创两年新低，高股息低估值个股受青睐——钢铁行业动态跟踪报告（2019年2月）

.....2019-02-15

利润下降抑制12月粗钢产量，关注高分红标的——2018年12月钢铁产量点评

.....2019-01-21

关注春节前后可能的阶段性反弹——钢铁行业动态跟踪报告（2019年1月）

.....2019-01-04

## 目 录

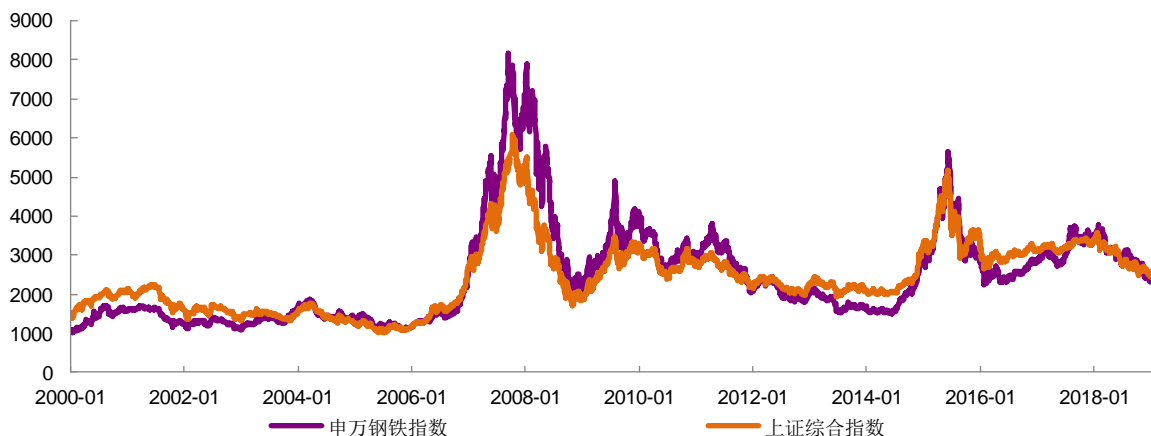
1、 行情回顾：2月跑赢大盘 1.23 个百分点.....	3
1.1、 钢铁板块大涨 15%，跑赢大盘 1.2 个百分点.....	3
1.2、 历史表现：3月需要注意风险.....	3
1.3、 个股表现：沙钢、方大特钢和西宁特钢表现较好.....	4
2、 供给面：高低品矿相对溢价再创新低，电炉复产值得重点跟踪.....	4
2.1、 高炉产能利用率小幅升，电炉产能利用率逐渐恢复.....	4
2.2、 定量测算：1-2月全国粗钢日均产量约 248 万吨.....	6
2.3、 定性修正：高低品矿相对溢价创 30 月以来新低.....	7
3、 需求面：钢铁 PMI 新订单指数降至荣枯线下，静待地产基建恢复开工.....	9
3.1、 回顾：水泥价格小幅下降，钢材社库增速放缓.....	9
3.2、 展望：制造业需求保持稳定，静待地产基建开工.....	10
4、 钢价&利润：螺弱板强格局延续，模拟利润环比小幅下滑.....	12
4.1、 螺纹钢月内上涨 1.06%，热轧上涨 2.91%.....	12
4.2、 模拟利润环比进一步小幅下滑.....	13
5、 投资建议：维持“增持”评级.....	14
6、 风险提示.....	15

## 1、行情回顾：2月跑赢大盘1.23个百分点

### 1.1、钢铁板块大涨15%，跑赢大盘1.2个百分点

截至2019年2月28日，申万钢铁指数2811点，上证综指2941点。2019年2月，受益于国内外良好的宏观环境，市场风险偏好提升，上证综指上涨13.79%；钢铁板块业绩确定，估值较低，且部分钢企发布了高分红方案等利好，申万钢铁指数上涨15.02%，跑赢上证综指1.23个百分点。

图1：申万钢铁指数与上证综指走势（截至2019/2/28）



资料来源：wind，光大证券研究所

表1：钢铁板块月度超额收益（2019年）

2019年	申万钢铁指数	上证综指	超额收益
1月	3.80%	3.64%	0.17个百分点
2月	15.02%	13.79%	1.23个百分点
全年累计	19.40%	17.93%	1.47个百分点

资料来源：wind，光大证券研究所

### 1.2、历史表现：3月需要注意风险

2000年以来的20年中，2月份申万钢铁指数共有17年取得正的绝对收益，占比85%，共有16年取得正的超额收益，占比80%。3月份申万钢铁指数共有11年取得正的绝对收益，占比58%，共有5年取得正的相对收益，占比26%。

表2：历史上钢铁板块和大盘在2月和3月的表现

年份	2月			3月		
	申万钢铁指数	上证指数	超额收益	申万钢铁指数	上证指数	超额收益
2000年	6.21%	11.70%	-5.49%	8.43%	5.00%	3.44%
2001年	-0.75%	-5.15%	4.41%	4.07%	7.84%	-3.77%
2002年	2.46%	2.21%	0.24%	2.47%	5.19%	-2.72%
2003年	1.87%	0.81%	1.06%	1.04%	-0.09%	1.13%
2004年	9.58%	5.30%	4.28%	1.78%	3.97%	-2.19%
2005年	7.39%	9.58%	-2.19%	-9.68%	-9.55%	-0.12%
2006年	5.23%	3.26%	1.97%	0.49%	-0.06%	0.55%

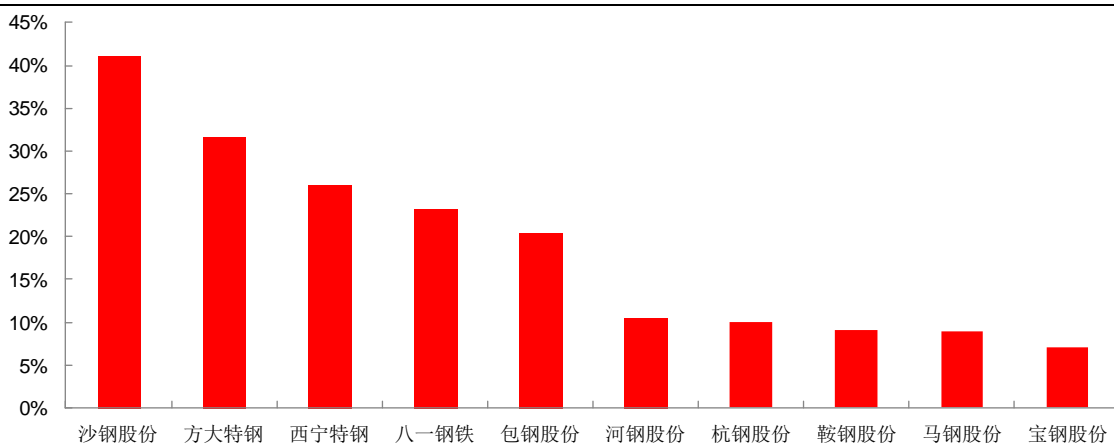
2007年	9.08%	3.40%	5.68%	8.82%	10.51%	-1.70%
2008年	8.43%	-0.80%	9.22%	-24.28%	-20.14%	-4.14%
2009年	0.16%	4.63%	-4.47%	12.85%	13.94%	-1.09%
2010年	3.58%	2.10%	1.48%	-1.63%	1.87%	-3.50%
2011年	5.76%	4.10%	1.66%	5.78%	0.79%	4.98%
2012年	7.86%	5.93%	1.93%	-8.41%	-6.82%	-1.59%
2013年	-1.82%	-0.83%	-0.99%	-5.77%	-5.45%	-0.32%
2014年	2.74%	1.14%	1.60%	-3.29%	-0.34%	-2.95%
2015年	5.85%	3.11%	2.74%	18.17%	13.22%	4.95%
2016年	-0.85%	-1.81%	0.97%	6.98%	11.75%	-4.77%
2017年	4.90%	2.61%	2.29%	-4.60%	-0.59%	-4.00%
2018年	1.65%	-6.36%	8.01%	-12.99%	-2.78%	-10.22%
2019年	15.02%	13.79%	1.23%			

资料来源：wind，光大证券研究所

### 1.3、个股表现：沙钢、方大特钢和西宁特钢表现较好

2019年2月，25家上市钢企实现普涨，涨幅前五的分别为沙钢股份（41.06%）、方大特钢（31.61%）、西宁特钢（26.05%）、八一钢铁（23.20%）、包钢股份（20.41%），涨幅后五的分别是宝钢股份（6.99%）、马钢股份（8.86%）、鞍钢股份（9.04%）、杭钢股份（10.09%）、河钢股份（10.42%）。

图2：钢铁板块涨跌幅前五的公司（2019年2月）



资料来源：wind，光大证券研究所

## 2、供给面：高低品矿相对溢价再创新低，电炉复产值得重点跟踪

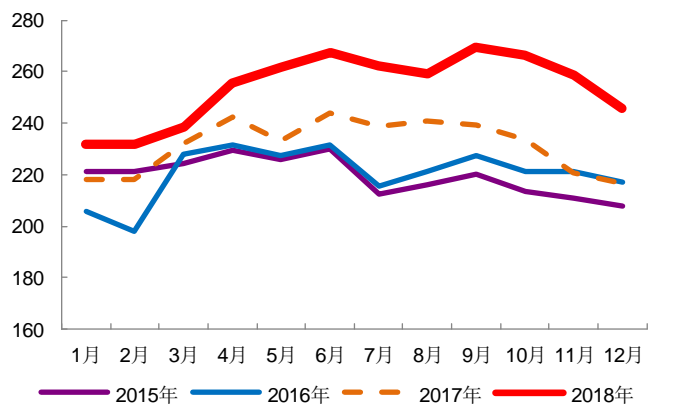
### 2.1、高炉产能利用率小幅升，电炉产能利用率逐渐恢复

国家统计局发布2018年12月数据，全国生铁产量6320万吨，同比增长9.4%；粗钢产量7612万吨，同比增长8.2%；钢材产量9365万吨，同比增长9.1%。2018年，全国生铁产量7.71亿吨，同比增长3.0%，粗钢产量9.28亿吨，同比增长6.6%，钢材产量11.06亿吨，同比增长8.5%，其

中生铁和粗钢的年度产量均创历史新高，而钢材产量仍低于 2014 年、2015 年和 2016 年。

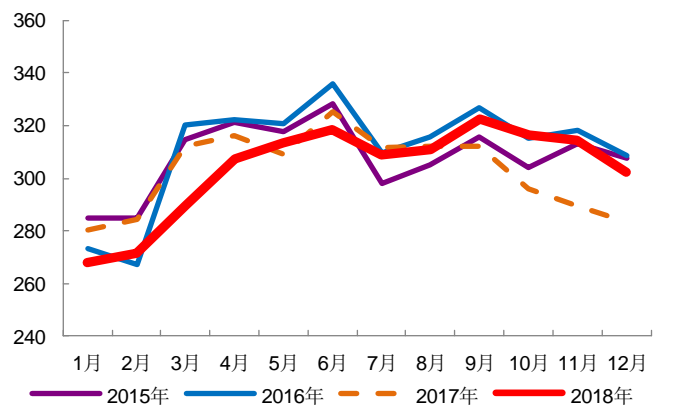
2018 年 12 月，全国生铁日均产量 203.87 万吨，环比减少 8.55 万吨，降幅 4.03%；粗钢日均产量 245.55 万吨，环比减少 13.18 万吨，降幅 5.09%；钢材日均产量 302.10 万吨，环比减少 12.03 万吨，降幅 3.83%。

图 3：全国粗钢月度日均产量（万吨，2018 年 12 月）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

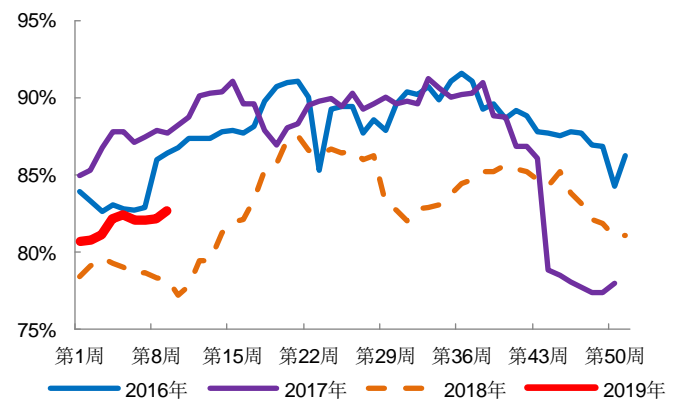
图 4：全国钢材月度日均产量（万吨，2018 年 12 月）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

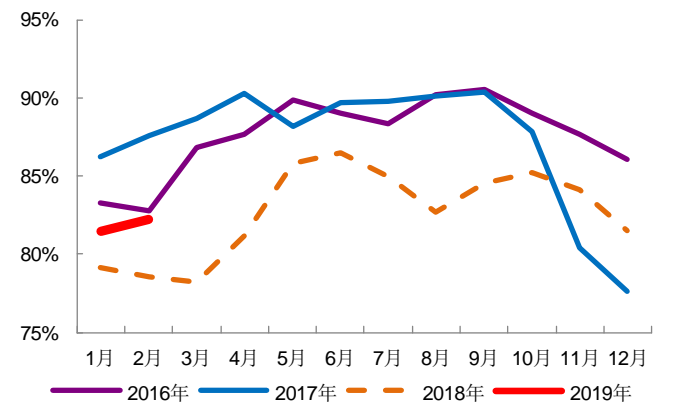
根据 Mysteel 每周调研的全国 163 座高炉产能利用率（剔除淘汰）显示，截至 2019 年 3 月 1 日，高炉产能利用率为 82.66%，2019 年以来呈持续小幅上升态势。分月度来看，2019 年 2 月高炉产能利用率为 82.22%，环比增加 0.79 个百分点，同比增加 3.69 个百分点。

图 5：全国 163 座高炉（剔除淘汰）产能利用率（周度）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

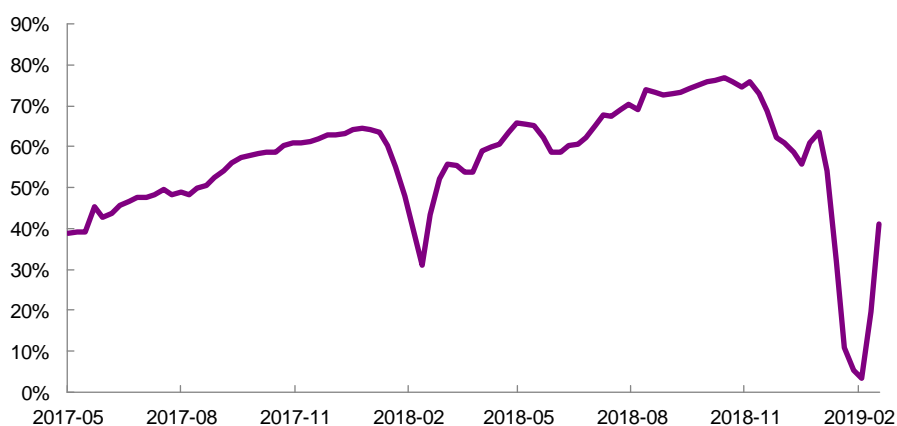
图 6：全国 163 座高炉（剔除淘汰）产能利用率（月度）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

根据 Mysteel 每周调研的全国 53 座独立电弧炉企业（总计 4300 万吨产能）的数据显示，截至 2019 年 3 月 1 日，电炉产能利用率为 41.21%，周环比增加 21.59 个百分点，开工逐渐恢复，但较前期高点仍低出 35.67 个百分点。分月度来看，2019 年 2 月电炉产能利用率为 17.37%，月环比下降 26.94 个百分点。

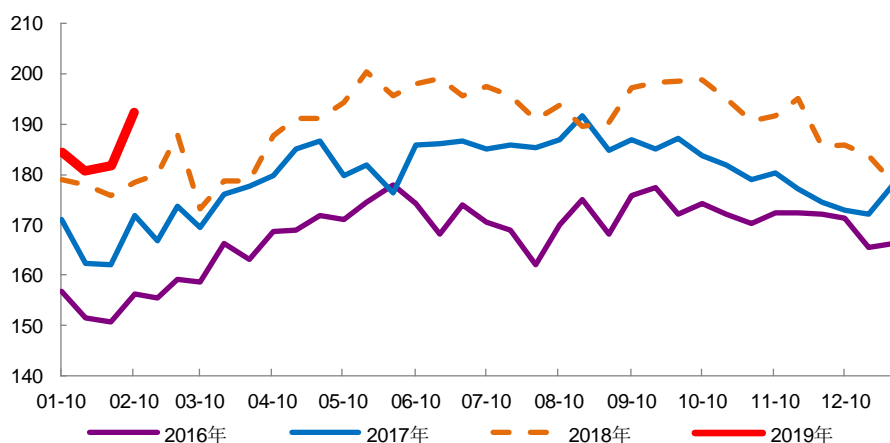
图 7：全国 53 座电弧炉产能利用率（周度，截至 2019/3/1）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

根据中钢协每个旬度发布的重点钢企（101 家会员单位，集团口径，产量占比全国约 70-80%）粗钢产量数据显示：2018 年 2 月上旬，重点钢企粗钢日均产量为 192.19 万吨。

图 8：全国重点钢厂粗钢日均产量（旬度，万吨）



资料来源：中钢协，光大证券研究所

## 2.2、定量测算：1-2 月全国粗钢日均产量约 248 万吨

我们根据 Mysteel 每周公布的高炉产能利用率和中钢协每旬度公布的重点钢企旬产量数据，测算本月的粗钢产量。

**方法一：**2018 年 12 月，高炉产能利用率环比下降 2.6 个百分点，生铁日均产量环比下降 8.55 万吨，粗钢日均产量环比下降 13.18 万吨。2019 年 1-2 月的高炉产能利用率为 81.78%，环比上升 0.26 个百分点，假设铁和钢产量按比例增加，则生铁日均产量增加 0.86 万吨，为 204 万吨，粗钢日均产量增加 1.32 万吨，为 247 万吨。

**方法二：**中钢协已公布 2019 年 1 月份和 2 月上旬的重点钢企粗钢日均产量分别为 182.29 万吨、192.19 万吨，假设 2019 年 2 月整体保持该水平，

重点钢企粗钢产量占全国比重参考 2018 年 12 月的 74.34%，则测算 2019 年 1-2 月全国粗钢日均产量为 248 万吨。

综合考虑这两种方法的测算结果，2019 年 1-2 月全国粗钢日均产量约为 248 万吨。

表 3: 全国高炉产能利用率 (不含淘汰) 与钢铁产量月度指标检测

时间	高炉产能利用率 (不含淘汰)	生铁日均产量 (万吨)	同比	粗钢日均产量 (万吨)	同比	铁/钢	重点钢企日均 粗钢产量 (万吨)	占比
2018 年 1 月	79.1%	192.05	-0.2%	231.90	6.3%	0.83	177.52	76.6%
2018 年 2 月	78.5%	192.05	-9.9%	231.90	6.3%	0.83	182.10	78.5%
2018 年 3 月	78.2%	195.02	-2.5%	238.65	2.8%	0.82	176.84	74.1%
2018 年 4 月	81.2%	210.37	0.9%	255.67	5.4%	0.82	189.91	74.3%
2018 年 5 月	85.8%	215.77	8.4%	261.71	12.3%	0.82	196.69	75.2%
2018 年 6 月	86.50%	219.60	6.81%	267.32	9.51%	0.82	197.52	73.9%
2018 年 7 月	84.95%	217.79	8.76%	262.07	9.75%	0.83	194.60	74.3%
2018 年 8 月	82.71%	215.02	6.46%	259.12	7.69%	0.83	191.14	73.8%
2018 年 9 月	84.53%	221.26	11.37%	269.48	12.55%	0.82	198.01	73.5%
2018 年 10 月	85.22%	218.52	7.30%	266.29	9.10%	0.82	194.81	73.2%
2018 年 11 月	84.43%	212.43	16.13%	258.73	17.34%	0.82	190.75	73.7%
2018 年 12 月	81.52%	203.87	15.49%	245.55	13.53%	0.83	182.55	74.3%
2019 年 1-2 月	81.78%	204	6.22%	248	6.94%	0.82	184.77	74.5%

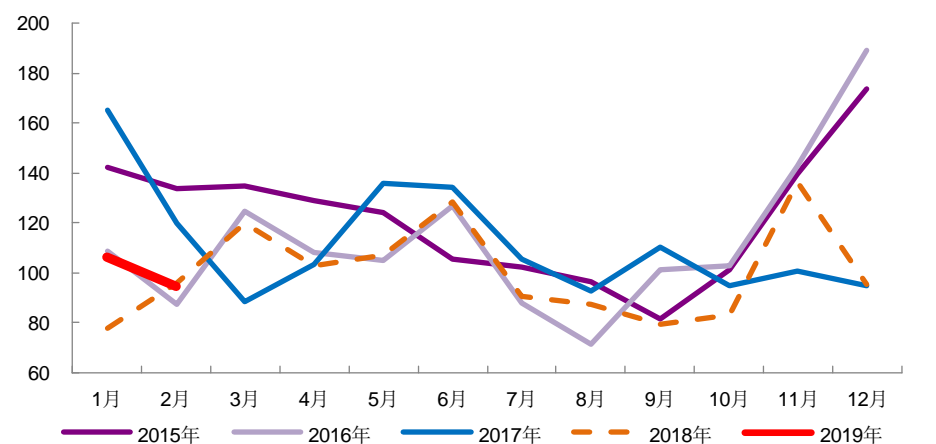
资料来源: Mysteel, 国家统计局, 光大证券研究所

## 2.3、定性修正: 高低品矿相对溢价创 30 月以来新低

上述粗钢产量定量测算方法着重考虑了高炉-转炉工艺和大型钢企, 而对电炉工艺、高炉-转炉添加废钢工艺和中小型钢厂的生产情况有所忽视, 所以有必要对定量测算的结果进行一定程度的定性修正。

根据生态环境部每天发布的唐山市空气质量指数, 数值越高, 代表空气质量越差。2019 年 2 月, 唐山平均空气质量指数为 95, 与 2018 年同期接近, 低于 2017 年同期水平。

图 9: 唐山空气质量指数 (截至 2019 年 2 月)

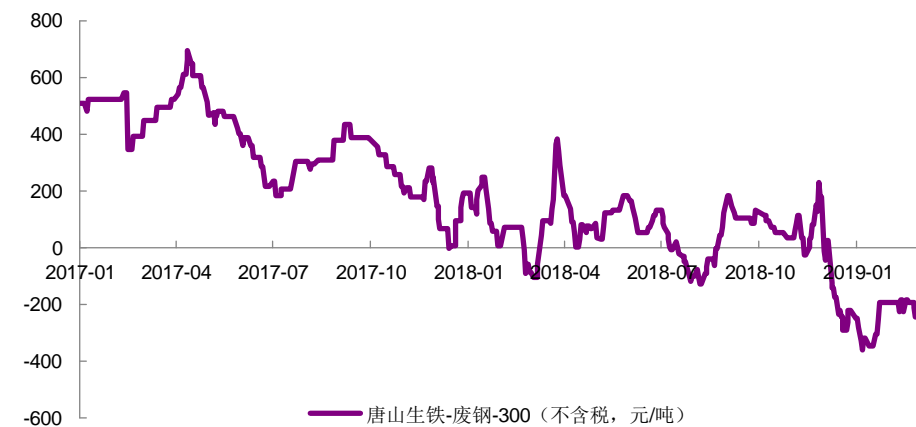


资料来源: 生态环境部, 光大证券研究所

“不含税唐山生铁-废钢-300 元”可以作为高炉中添加废钢经济效益的参考，也能用来判断电炉钢相对高炉-转炉钢的经济效益。该值越高，代表高炉中添加废钢和电炉炼钢的经济效益越好。

截至 2019 年 2 月 28 日，该值为-247 元/吨，2019 年 2 月，该值平均为-203 元/吨，说明目前高炉中添加废钢和电炉炼钢的经济效益已显不佳。

图 10：唐山生铁-废钢-300 的走势（不含税，元/吨，截至 2019/2/28）

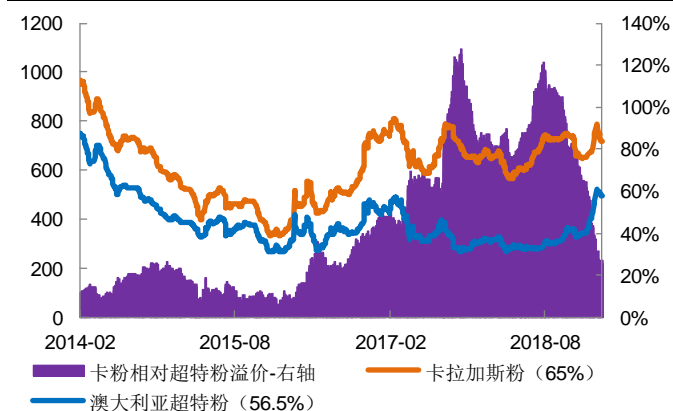


资料来源：wind，光大证券研究所

一般而言，钢厂利润丰厚时，会倾向于使用高品矿，同时添加废钢以使得产量极大化，这会导致高低品矿的价差显著拉大。截至 2019 年 2 月 28 日，卡粉 716 元/湿吨，超特粉 497 元/湿吨，两者相对溢价为 25%，继续创了 2016 年 9 月以来的新低。

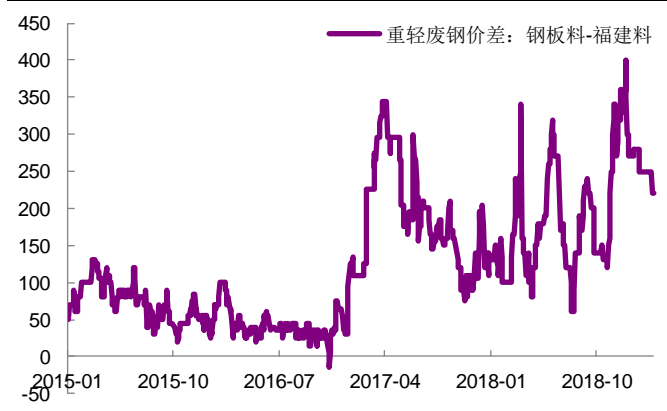
钢板料和福建料是废钢的两个品种，福建料主要用于地条钢冶炼，钢板料可用于电炉钢冶炼和添加到高炉、转炉中冶炼。通过观察两者的价差，可以判断地条钢是否在复产，自 2016 年 10 月打击地条钢以来，钢板料与福建料价差急剧拉大，截至 2019 年 2 月 28 日，钢板料-福建料的价差为 220 元/吨，据此推测地条钢复产概率较小。

图 11：高低品位铁矿价差（元/湿吨，截至 2019/2/28）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图 12：重轻废钢价差（元/吨，截至 2019/2/28）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

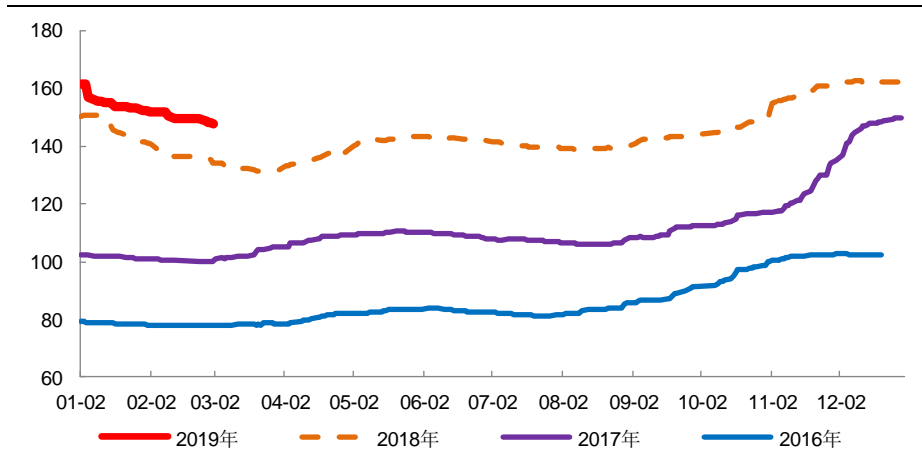


### 3、需求面：钢铁 PMI 新订单指数降至荣枯线下，静待地产基建恢复开工

#### 3.1、回顾：水泥价格小幅下降，钢材社库增速放缓

水泥和建筑用钢大部分都用于基建、房地产等建筑领域，而水泥由于没有库存，是观察建筑需求的一个适宜指标。截至 2019 年 2 月底，全国水泥价格指数为 147，2 月累计小幅下跌 3%，估计地产建筑领域用钢需求较弱。

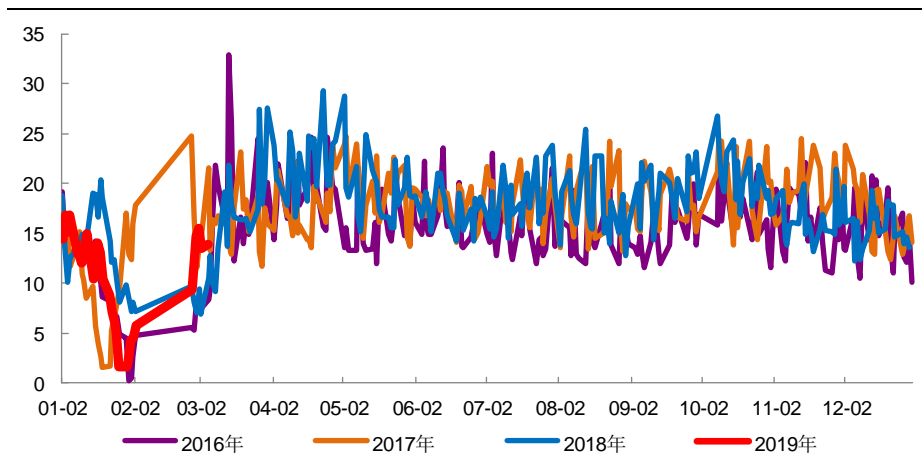
图 13：全国水泥价格指数（截至 2019/2/28）



资料来源：wind，光大证券研究所

根据 Mysteel 每天监测的全国 237 家钢贸商与需求方成交量数据（不一定代表全部的真实需求，包含了部分钢贸商之间相互倒货的情况）显示：2019 年 2 月建筑用钢日均成交量为 8.35 万吨，受春节影响，环比 1 月下降 30.39%，2018 年、2017 年同期分别为 8.05 万吨、13.13 万吨。

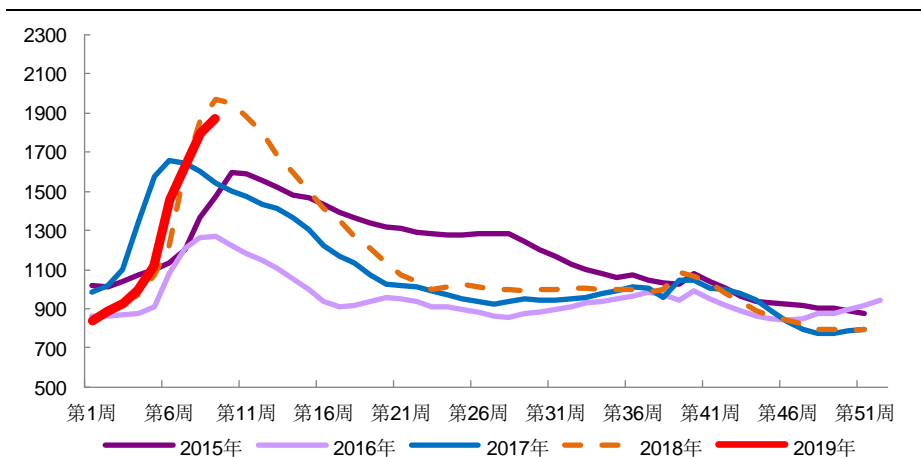
图 14：贸易商建筑用钢成交量(万吨，截至 2019/2/28)



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

根据 Mysteel 调研的全国钢材社会库存情况，截至 2019 年 2 月 28 日，全国钢材社会库存为 1868.66 万吨，环比增加 69.52 万吨，增速开始放缓，与 2018 年同期的钢材社会库存相比少了 98 万吨。

图 15: 全国钢材社会库存 (万吨, 截至 2019/2/28)



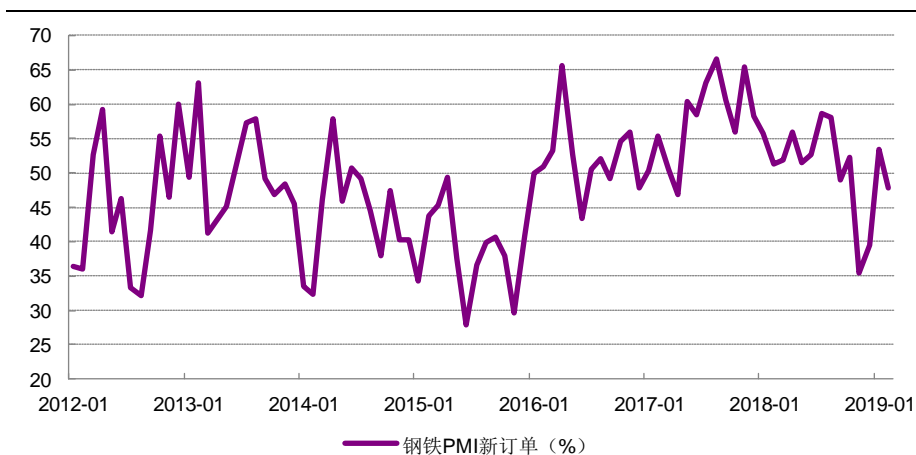
资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

### 3.2、展望：制造业需求保持稳定，静待地产基建开工

我们需要特别强调钢铁行业 PMI 新订单指数的作用, 作为钢铁下游需求的先行指标, 可检验可跟踪: 2015 年, 新订单指数一直处于荣枯线 50% 以下, 2016 年重回荣枯线以上, 并稳定在 50% 左右, 2017 年 8 月, 新订单指数达到了近五年来的高点 66.6%。这与钢价走势相吻合: 2015 年下跌至底部, 2016 年和 2017 年上涨。

2019 年 2 月, 钢铁行业 PMI 新订单指数 47.8%, 环比下降 5.6 个百分点, 同比下降 3.5 个百分点, 降至荣枯线以下, 受春节假期影响, 制造业的用钢需求有所下降, 相对保持稳定。

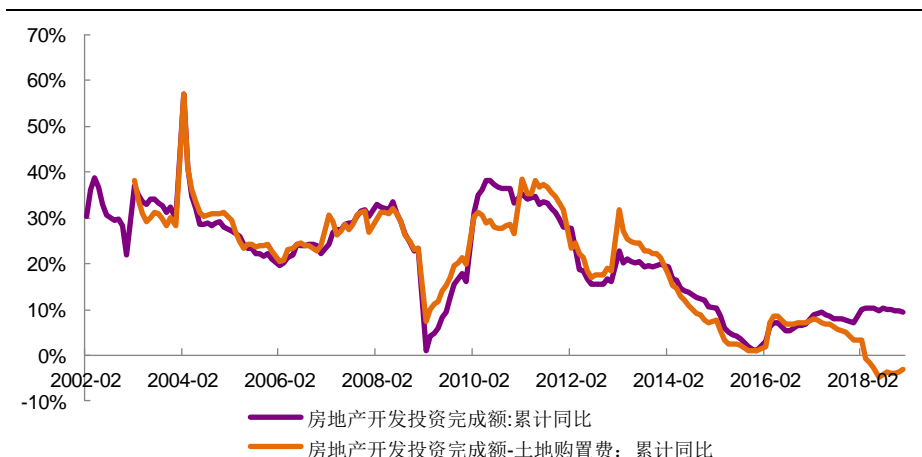
图 16: 钢铁行业 PMI 新订单指数跟踪 (截至 2019 年 2 月)



资料来源: wind, 光大证券研究所

房地产是钢铁的主要下游需求, 2018 年以来, 房地产开发投资完成额累计增速保持在 10% 左右, 但扣除了土地购置费之后, 2018 年 3 月至今, 累计增速均为负值。2018 年 1-12 月, 全国房地产开发投资完成额累计同比 9.5%, 增速环比下降 0.2 个百分点, 1-12 月的全国房地产开发投资完成额扣除土地购置费后, 累计同比-3.18%, 增速继续为负。

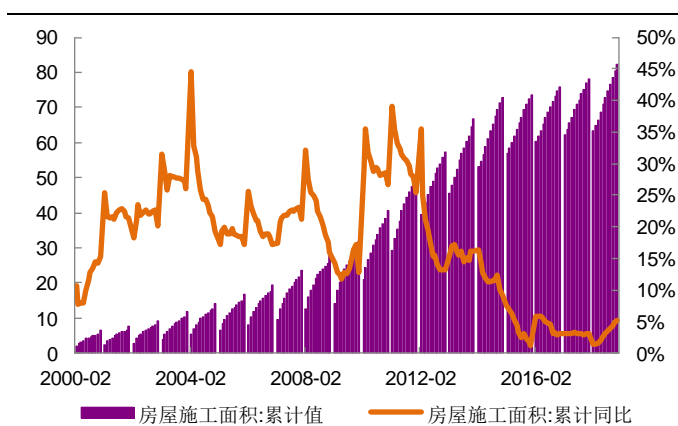
图 17: 房地产开发投资完成额增速及扣除土地购置费后的增速



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

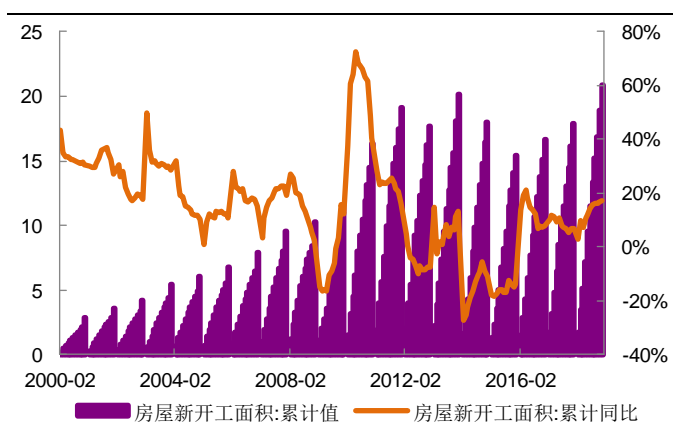
2018 年 1-12 月, 全国房屋施工面积 82.23 亿平米, 累计同比增速 5.2%, 环比增加 0.5 个百分点; 房屋新开工面积 20.93 亿平米, 累计同比增速 17.2%, 环比增加 0.4 个百分点。

图 18: 房屋施工面积 (亿平米) 及增速



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

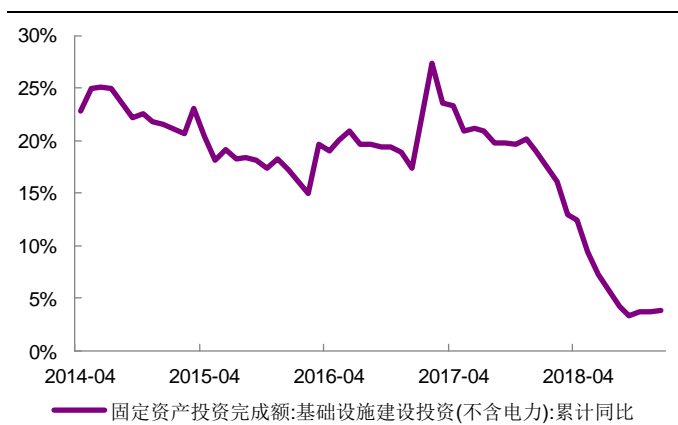
图 19: 房屋新开工面积 (亿平米) 及增速



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

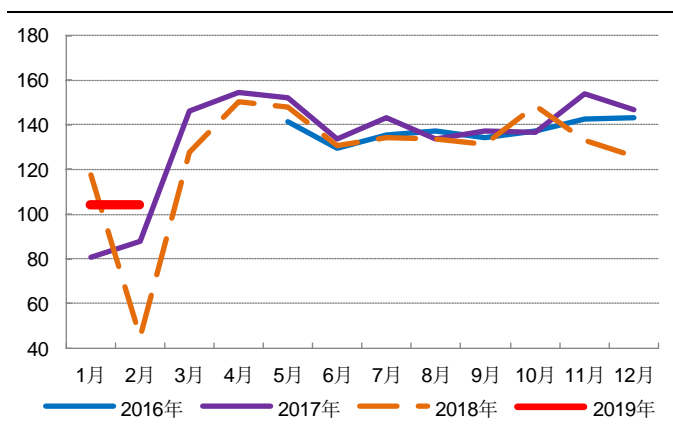
基建也是钢铁的另一重要下游需求, 2018 年以来, 基建增速出现了断崖式下跌, 2018 年 1-12 月, 累计同比 3.8%, 环比增加 0.1 个百分点。2019 年 1 月, 挖掘机开工 104 个小时, 同比下降 11.6%, 环比下降 17.4%。

图 3: 基建 (不含电力) 固定资产投资完成额累计同比



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图 4: 挖掘机开工小时数 (月度)



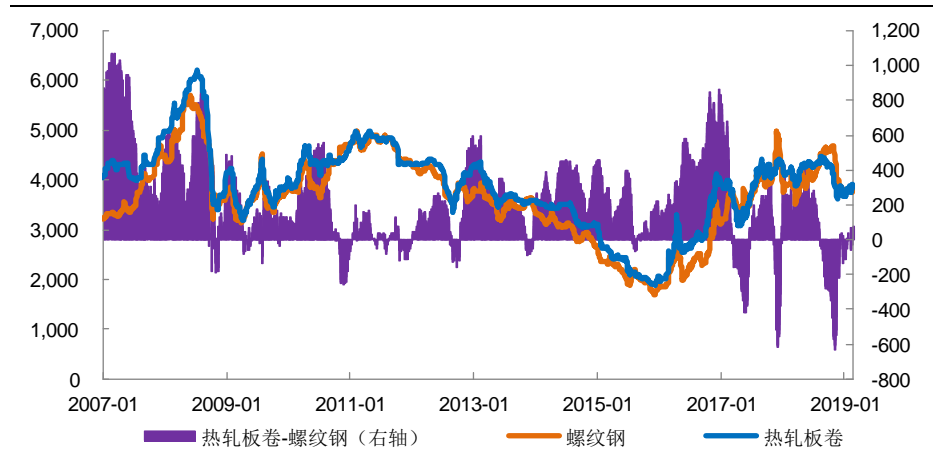
资料来源: wind, 光大证券研究所

## 4、钢价&利润：螺弱板强格局延续，模拟利润环比小幅下滑

### 4.1、螺纹钢月内上涨 1.06%，热轧上涨 2.91%

截至 2019 年 2 月 28 日，上海螺纹钢价格 3820 元/吨，月内累计上涨 1.06%，上海热轧板卷价格 3890 元/吨，月内累计上涨 2.91%，螺与热卷的价差开始扩大，已升至 70 元/吨。

图 21：螺纹钢与热轧板卷价格及价差（元/吨，截至 2019/2/28）



资料来源：wind，光大证券研究所

分月度来看，2019 年 2 月，上海螺纹钢均价 3806 元/吨，月环比上涨 0.76%，上海热轧板卷均价 3826 元/吨，月环比上涨 2.66%，热轧与螺纹钢的平均价差为 21 元/吨。

表 4：螺纹钢和热轧板卷月度均价、价差（元/吨）及涨跌幅

时间	螺纹钢月度均价	热轧板卷月度均价	热轧板卷-螺纹钢	螺纹钢单月涨跌幅	热轧板卷单月涨跌幅
2018 年 1 月	3,930	4,206	276	-9.95%	-3.71%
2018 年 2 月	3,936	4,174	238	5.40%	2.17%
2018 年 3 月	3,815	4,034	219	-10.98%	-8.49%
2018 年 4 月	3,804	4,074	270	10.14%	8.76%
2018 年 5 月	3,989	4,298	309	-1.24%	1.90%
2018 年 6 月	4,103	4,334	231	2.27%	0.47%
2018 年 7 月	4,099	4,304	205	4.93%	0.69%
2018 年 8 月	4,392	4,394	2	4.23%	0.92%
2018 年 9 月	4,579	4,357	-221	2.48%	-2.96%
2018 年 10 月	4,636	4,275	-361	3.30%	-1.64%
2018 年 11 月	4,297	3,876	-421	-17.45%	-12.41%
2018 年 12 月	3,872	3,824	-49	-1.55%	1.09%
2019 年 1 月	3777	3727	-50	-0.79%	3.00%
2019 年 2 月	3806	3826	21	1.06%	2.91%

资料来源：wind，光大证券研究所

## 4.2、模拟利润环比进一步小幅下滑

根据我们测算，截至2019年3月1日，长流程螺纹钢（以铁矿石、焦炭和部分废钢为原料，考虑钒氮合金）的利润为360元/吨。分月度来看，2019年2月长流程螺纹钢平均利润为386元/吨，环比1月减少135元/吨，跌幅25.93%。

图 22：长流程螺纹钢利润模拟（元/吨，截至2019年3月1日）



资料来源：wind, Mysteel, 光大证券研究所测算

根据 Mysteel 每个月底对全国主要高炉生产企业（样本企业包括 91 家长流程钢厂以及 10 家调坯轧材钢厂）的盈利情况调研结果显示，2019 年 1 月，螺纹钢毛利 303 元/吨，环比下降 9.8%，热卷毛利 97 元/吨，环比下降 4.0%，中厚板毛利 65 元/吨，环比上升 11.1%。

表 5：全国 100 家样本钢厂的毛利调研（元/吨）

时间	螺纹钢	热卷	中板	平均
2018 年 1 月	580	513	386	493
2018 年 2 月	766	517	588	624
2018 年 3 月	427	353	529	436
2018 年 4 月	608	549	565	574
2018 年 5 月	708	732	785	742
2018 年 6 月	693	716	731	713
2018 年 7 月	847	717	811	792
2018 年 8 月	1000	739	846	862
2018 年 9 月	941	593	662	732
2018 年 10 月	1029	469	603	700
2018 年 11 月	320	-35	65	117
2018 年 12 月	336	101	135	191
2019 年 1 月	303	97	150	183
2018Q1	591	461	501	518
2018Q2	670	666	694	677
2018Q3	929	683	773	795
2018Q4	562	178	268	336

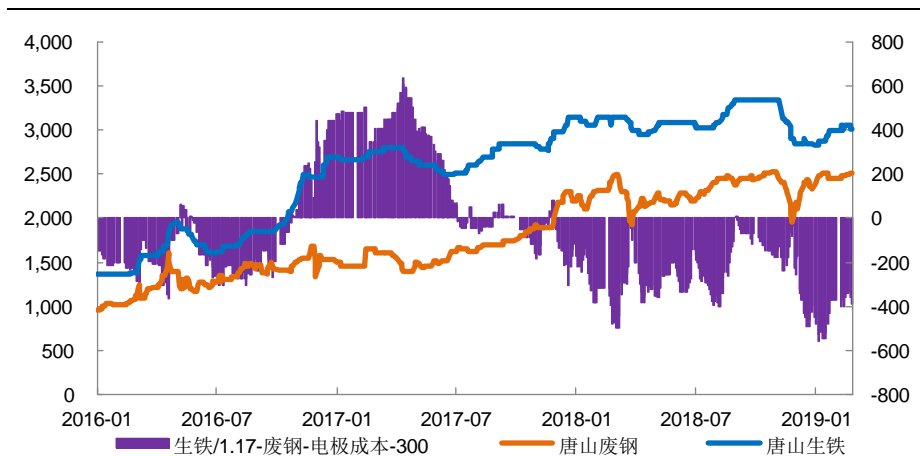
资料来源：Mysteel, 光大证券研究所

高炉-转炉钢和电炉钢的可变成本差异主要在于石墨电极、废钢和电力费用等，通过“生铁（不含税）-废钢-电极成本-300”来比较高炉-转炉和电炉钢的经济效益。

2016年10月开始，政府打击“地条钢”，废钢价格下跌，石墨电极价格还未大幅上涨，电炉钢利润相比高炉-转炉钢在2017年4月要高出600元/吨以上。

截至2019年2月28日，电炉钢成本相比高炉-转炉钢要高出392元/吨左右，在目前的钢价水平，大部分电弧炉企业已经经营亏损，这也是近期电炉产能利用率急剧下降的重要原因。

图 23：高炉-转炉与电炉的利润比较（元/吨，截至 2019/2/28）



资料来源：wind，中华商务网，光大证券研究所

## 5、投资建议：维持“增持”评级

根据我们2019年钢铁行业年度策略报告《政策弹性、需求韧性与利润理性》，预计2019年钢铁供给增量主要来自于宏观经济承压、环保政策边际放松背景下高炉产能利用率的修复，以及电炉钢产量、废钢添加量继续增加。但修复资产负债表仍将持续，政策性削减产能（包括去除违规产能、提高钢铁质量等）仍是一个可能的选项，对钢铁供给亦形成抑制，测算2019年粗钢产量同比增长1.6%左右。

需求端，我们预计2019年房屋施工面积仍保持3%左右的同比增速，基建亦有望触底反弹，机械、汽车产量企稳，家电、造船等偏弱，整体上我们测算2019年钢铁需求同比增长0.7%左右，继续体现韧性。

2019年，我们预计钢铁行业供给略多于需求，利润可能由持续5个季度的历史高点逐渐回归理性。钢铁板块PE估值水平仍偏低，如有政策性限产、需求短期集中释放等因素催化，钢铁利润也可能会有阶段性的修复，并引发板块阶段性的投资机会，我们维持钢铁行业“增持”评级。

在钢铁行业整体盈利回归的背景下，治理水平出色、具备长期战略并得以良好执行的公司，投资价值将会凸显，其优势体现在具有低成本和高附加值，在财务指标方面，ROIC水平常年较高，再考虑综合估值，建议关注：方大特钢、方大炭素、大冶特钢、宝钢股份、华菱钢铁。

表 6: 上市钢企 2018 年分季度业绩一览表 (亿元)

2019/2/28	总市值	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	Q4 环比	PE (TTM)
新钢股份	192	8.7	12.9	17.9	19.3	8%	3.3
华菱钢铁	233	15.3	19.0	20.3	13.2	-35%	3.4
三钢闽光	267	9.7	22.7	19.5	13.3	-32%	4.1
马钢股份	291	14.2	20.1	21.5	3.9	-82%	4.9
韶钢松山	141	8.6	9.0	10.0	4.4	-56%	4.4
南钢股份	177	10.1	12.8	11.5			4.2
安阳钢铁	86	1.3	8.9	5.6	2.6	-54%	4.7
方大特钢	207	5.6	7.5	10.1	6.1	-40%	7.1
凌钢股份	91	2.5	4.9	5.3	-0.8	-215%	5.6
柳钢股份	205	10.5	9.9	12.1	13.3	10%	4.5
鞍钢股份	404	15.9	19.1	24.2	18.8	-22%	5.2
八一钢铁	68	1.4	0.7	3.6			8.2
太钢不锈	292	14.6	13.8	12.3	9.3	-24%	5.9
河钢股份	360	3.7	14.5	15.5	2.1	-87%	10.1
重庆钢铁	191	3.5	4.1	7.2	0.2	-97%	12.7
山东钢铁	208	6.2	10.6	7.4			7.1
酒钢宏兴	147	1.2	4.6	4.9	0.1	-98%	13.5
宝钢股份	1671	50.2	49.9	57.4	53.2	-7%	7.9
首钢股份	227	5.0	9.2	7.2			8.6
大冶特钢	50	0.9	1.7	1.2	1.3	4%	9.9
杭钢股份	170	5.0	6.5	4.5			8.8
包钢股份	807	6.4	7.8	8.9	6.9	-22%	27.0
沙钢股份	212	2.5	3.9	3.5	1.8	-47%	18.1
本钢板材	140	3.5	4.1	0.7			16.0
西宁特钢	41	0.1	0.0	-5.9	-15.2	NA	NA
<b>简单加总</b>	<b>6,838</b>	<b>206.6</b>	<b>278.1</b>	<b>292.1</b>	<b>169.0</b>	<b>-36.2%</b>	<b>7.0*</b>

备注: 标红色表示 2018 年 Q4 业绩预告已出, 标黄色表示 2018 年年报已出, \*表示加权平均

资料来源: wind, 公司公告, 光大证券研究所

## 6、风险提示

(1) 供给端风险: 取暖季期间和后期环保限产继续低于预期, 钢铁供给继续放量。

(2) 需求端风险: 钢铁行业的下游需求可能不及预期, 主要受宏观经济、政策环境等因素影响, 需求继续恶化、甚至比 2015 年四季度更差。

(3) 国际贸易摩擦风险。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。



## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781