

钢铁

盈利由高估回归合理

-钢铁行业 2018 年报&2019Q1 季报总结

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

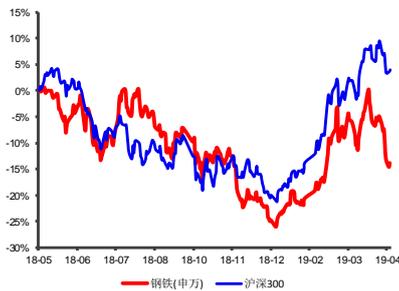
研究助理：曹云

电话：021-20315766

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	708453.40
行业流通市值(百万元)	645394.19

行业-市场走势对比



相关报告

- <<行业稳健估值波动>>2019.04.27
- <<涛声依旧>>2019.04.20
- <<社融发力需求饱满>>2019.04.20
- <<周期轮动四面开花>>2019.04.06
- <<关注供给边际增量>>2019.03.31
- <<周期股价值的重估>>2019.03.30
- <<供强需不弱库存正常变化>>2019.03.23
- <<供需双旺价格稳定>>2019.03.16
- <<需求韧性和供给弹性>>2019.03.14
- <<旺季库存见顶回落>>2019.03.09
- <<需求回升估值修复>>2019.03.02
- <<旺季来临下的估值修复>>2019.02.23

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
方大特钢	14.39	2.02	1.25	1.41	1.63	7.12	11.51	10.21	8.83	-0.44	增持
华菱钢铁	7.54	2.25	1.32	1.43	1.52	3.35	5.71	5.27	4.96	-0.20	增持
大冶特钢	13.03	1.14	1.08	1.10	1.15	11.4	12.06	11.85	11.33	0.17	增持
宝钢股份	7.17	0.97	0.65	0.69	0.74	7.39	11.03	10.39	9.69	-0.46	增持
南钢股份	3.88	0.91	0.59	0.70	0.77	4.26	6.58	5.54	5.04	-0.66	增持

备注

投资要点

- **2018-跌宕起伏**: 2018 年对钢铁企业而言, 依然是创收增利相对容易的一年, 但也是情绪跌宕起伏的一年, 行业走势可分化为三段: (1) 年初至 4 月 17 日, 行业演绎在于需求, 节后需求释放力度与节前较高的市场预期出现偏离, 贸易摩擦雪上加霜, 钢价脱离基本面向下; (2) 4 月 17 日至采暖季限产方案出台, 政策转向刺激需求叠加环保间歇干扰压制供给, 形成全年最好的共振区间; (3) 10 月左右至年底, 行情由政策和情绪牵引, 采暖季错峰限产从政策公布到落地执行均低于预期, 加之年底淡季临近, 恐慌情绪导致钢价再次下挫;
- **高基数下盈利同比增速放缓**: 2018 年 SW 钢铁行业 32 家上市钢铁公司实现营收 15147 亿元, 同比增长 13.1%, 主要源于量价齐升: 2018 年钢材产量 (剔除部分特钢及钢管公司) 合计 2.88 亿吨, 同比增 7.3%, 同时 2018 年兰格钢铁钢材综合均价同比增 7.8%, 同时平均成本由于焦炭均价上涨对冲铁矿均价下跌, 同比增 7.1%, 2018 年 SW 钢铁上市公司平均毛利率 15.3%, 同比增 1.6 个百分点。此外, 2018 年 SW 钢铁行业 32 家上市钢铁公司实现净利润 1099 亿元, 同比增 36.3%, 期间费用率 6.4%, 同比微增 0.4%, 净利率 7.3%, 同比提升 1.2 个百分点, 与毛利率增速基本持平。2018 年钢铁上市公司基本在营收、毛利、净利绝对和相对比较维度均保持递增趋势, 增速放缓符合行业整体变动趋势;
- **偿债能力、营运能力提升**: (1) 偿债能力: 2018 年末 SW 钢铁行业 32 家上市公司平均资产负债率 51.8%, 降幅为 4.9%。具体偿债指标而言, 2018 年末流动比率 0.77, 经营活动产生的现金流量净额/负债合计值 0.18, 虽较理想值仍有一定差距, 但行业整体偿债能力自 2016 年起持续提升, 目前已修复至近 10 年来次高水平; (2) 营运能力: 2018 年 SW 钢铁行业 32 家上市公司应收账款周转天数平均为 13 天, 同比下降 4 天, 降幅 19.6%; 存货周转天数平均为 63 天, 同比下降 2 天, 降幅 4.3%。2018 年钢铁行业延续高景气, 下游实际需求高位偏平, 钢厂在产业链中持续处于主动位置;
- **板块内盈利呈现分化**: (1) 特钢略强于普钢: 在将方大特钢调整至普钢分类的基础上, 2018 年普钢和特钢营收增速基本相当, 特钢毛利率同比增 0.5%, 弱于普钢 1.2%, 但净利率同比增 2.5%, 超过普钢 1.4%, 整体而言, 2018 年普钢与特钢在毛利率和净利率相差无几, 增速上特钢略强于普钢; (2) 长强板弱: 该趋势在 2018 年下半年尤其四季度分化尤其明显, 核心在于下游需求分化, 我们选取上市公司里具有代表性的长材/板材公司 (长材或板材比例超 70%), 长材企业吨钢净利 545 元, 高于板材企业 224 元;
- **2019Q1-盈利回归合理水平**: 2019Q1SW 钢铁行业 32 家上市公司合计实现营业收入 3480 亿元, 同比增 5.2%, 环比降 9.6%; 净利润 129 亿元, 同比降 44.1%, 环比降 41.8%; 归母净利润 116 亿元, 同比降 45.5%, 环比降 43.7%。2019Q1SW 钢铁行业 32 家上市公司综合毛利率 10.4%, 同比降 4.2%, 环比降 3.2%; 期间费用率 5.7%, 同比持平, 环比降 0.6%; 净利率 3.7%, 同比降 3.3%, 环比降 2.0%。同比口径看, 钢材价格下降的同时生产成本提升, 行业盈利同比下滑; 环比口径看, 虽然铁矿价格上涨, 但同期焦炭价格低迷, 总体成本仍呈现下降态势。综合来看一季度钢材价格回落幅度超过成本回落幅度, 行业盈利环比继续压缩;
- **二季度展望-板块存在估值修复机会**:
  - **供需短期均面临极值**: 目前全国及唐山高炉产能利用率已略超限产前水平, 同时电弧炉开工率已逼近历史最高水平。在不考虑任何环保限产的情况下, 钢产量或逐渐趋近阈值, 若考虑唐山、武安市 2019 年二、三季度差别化管控严格执行, 供给端将在二季度出现拐点。从需

求端来看，中长期依然维持不悲观的方向性判断，但短期而言，旺季需求释放的高峰期或开始逐步趋缓；

- **铁矿石价格维持高位：**随着澳洲飓风天气过去及近期巴西州法院已批准淡水河谷旗下的 Brucutu 矿区重新运营，供给紧缺预期有所减弱，加之近期巴西澳洲发运量已触底双双回升，预计短期高位震荡。中期来看今年处于铁矿产能释放周期尾端，大型矿山产能增长不足，矿难导致后期淡水河谷全年产量同比回落 3000-6000 万吨逐步兑现，届时矿价存在继续上涨动力。具体到钢材生产成本而言，钢厂原材料库存天数或使得矿价上涨传导至成本提升存在一定的滞后性，大部分钢厂在二季度感知到的成本压力或大于一季度；
- **板块估值存在重新修复机会：**4 月以来钢铁需求表现持续超预期，这一点符合我们年度策略《进退之间》判断：缺乏约束的钢铁供给端不断创出天量，与此同时需求显示更具韧性，进退之间库存保持正常去化速度，钢铁盈利重新恢复到之前高位。虽不及之前极值，但绝对盈利水平在行业历史上仍属于非常优秀状态。最新行业一季报数据基本符合行业态势，在极端超高基数下，行业普遍回落幅度较大，更多为之前高估盈利向正常盈利进行回归。如果目前盈利持续跨度拉长后，估值端有重新修复的机会。可以关注行业内优秀标的如宝钢股份、大冶特钢、华菱钢铁、南钢股份、方大特钢、三钢闽光等。同时受益于铁矿价格上涨的标的如河北宣工、海南矿业、金岭矿业等。

■ **风险提示：**宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端压力持续增加。

## 内容目录

<b>2018 年综述：需求高韧性，业绩连续第三年改善</b> .....	<b>- 5 -</b>
跌宕起伏，情绪波动脱离基本面.....	- 5 -
量价齐升，毛利率同比继续提升.....	- 7 -
期间费用微增，净利率与毛利率增速持平.....	- 9 -
偿债能力好转，资产负债率继续下滑.....	- 10 -
营运能力提升，应收账款、存货周转天数下降.....	- 11 -
特钢普钢净利率趋同，长强板弱继续.....	- 13 -
<b>2019 年第一季度：进退之间，盈利回归合理水平</b> .....	<b>- 14 -</b>
供需进退之间钢厂盈利回落有限.....	- 14 -
营收同比微增，净利润同比下滑明显.....	- 14 -
<b>二季度展望：供需博弈缓和，盈利或趋于稳定</b> .....	<b>- 16 -</b>
供需短期均面临极值.....	- 16 -
铁矿石价格维持高位.....	- 16 -
板块估值存在修复机会.....	- 17 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 17 -</b>

## 图表目录

图表 1: 历年冬储持续时间及累积幅度.....	- 5 -
图表 2: 房屋新开工面积及同比增速.....	- 6 -
图表 3: 房地产开发投资完成额及同比增速.....	- 6 -
图表 4: 2018 年采暖季环保限产松动.....	- 6 -
图表 5: 2018 年钢材产量同比增长.....	- 7 -
图表 6: 2018 钢材综合价格同比增长 7.8%.....	- 7 -
图表 7: 2018 年申万钢铁营业收入、营业成本、毛利率同比变动一览.....	- 8 -
图表 8: 2018 年普氏均价同比降 2.6%.....	- 8 -
图表 9: 2018 年焦炭均价同比增 15.3%.....	- 8 -
图表 10: 2018 年期间费用率同比微增 0.4%，净利率同比增 1.3%.....	- 9 -
图表 11: 吨钢毛利、吨钢期间费用、吨钢净利变动一览.....	- 10 -
图表 12: 偿债指标连续提升.....	- 10 -
图表 13: 2018 年末资产负债率同比下滑 4.9%.....	- 11 -
图表 14: SW 钢铁行业上市公司应收账款和存货周转天数同比继续下滑 (单位: 天) .....	- 12 -
图表 15: 2010-2018 年行业原材料存货运行状况.....	- 12 -
图表 16: 2010-2018 年行业产成品存货运行状况.....	- 12 -
图表 17: 板块内特钢、普钢企业业绩表现状况.....	- 13 -
图表 18: 板材与长材吨钢净利对比.....	- 14 -
图表 19: 2019Q1 营收、净利润、归母净利同比环比变动.....	- 15 -
图表 20: 2019Q1 毛利率、期间费用率、净利率同比环比变动.....	- 15 -
图表 21: 高炉和电炉成本盈利比较.....	- 16 -
图表 22: 53 家独立电弧炉开工率及产能利用率 (%) .....	- 16 -
图表 23: 盈利弹性及估值测算 (截止至 20190430) .....	- 17 -

## 2018 年综述：需求高韧性，业绩连续第三年改善

### 跌宕起伏，情绪波动脱离基本面

- **一波三折**：2018 年对钢铁企业整体而言，依然是创收增利相对容易的一年，但也是情绪跌宕起伏的一年，行业走势可分化为三段，重要时间节点分别为 4 月 17 日贸易摩擦重压下的央行突发降准和 10 月左右采暖季环保错峰限产政策的不断修正。在三大段行情推演之下，钢铁上市公司全年盈利随之波动，但大多数在 2018 年也创造了盈利的第三春：
  - **第一段是 2018 年初至 4 月 17 日**，行情演绎主要在于需求。随着 1 月中旬冬储行情开启，钢厂积压的产成品存货迅速向中间商和下游转移，虽然短期间接刺激钢价止跌反弹，但远超往年的冬储增速为节后钢价连续下跌埋下伏笔。正月十五之后受两会召开、南方阴雨天气等影响，下游需求释放力度与节前较高的市场预期开始出现偏离，多地仓库钢材高企，月底趋紧的资金面驱使部分钢贸商开始主动寻求降低仓位，加之 3 月 23 日特朗普掀起对华贸易制裁，钢价开启脱离基本面的连续下挫，2018Q1 行业盈利环比 2017Q4 下滑，其中长材平均下滑 40%，板材则平均下滑接近 30%；

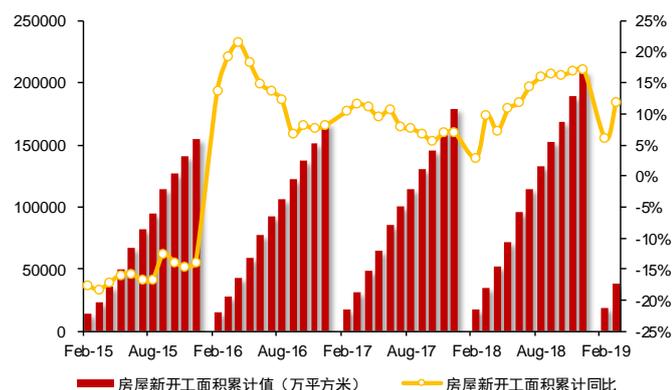
**图表 1：历年冬储持续时间及累积幅度**

	冬储累积起点		库存下降起点		冬储持续时间		冬储累积幅度	
	五大品种	螺纹钢	五大品种	螺纹钢	五大品种	螺纹钢	五大品种	螺纹钢
2011	前6周	前7周	后5周	后5周	10周	11周	47.6%	85.7%
2012	前4周	前4周	后4周	后4周	7周	7周	48.8%	79.1%
2013	前8周	前11周	后5周	后5周	12周	15周	92.0%	124.1%
2014	前6周	前6周	后5周	后5周	10周	10周	56.6%	104.1%
2015	前8周	前8周	后3周	后3周	10周	10周	67.3%	109.9%
2016	前3周	前4周	后5周	后5周	7周	8周	47.3%	79.9%
2017	前9周	前9周	后4周	后4周	12周	12周	96.0%	128.7%
2018	前8周	前8周	后4周	后4周	11周	11周	154.4%	263.4%
2019	前6周	前8周	后4周	后4周	9周	11周	136.7%	252.6%

来源：中泰证券研究所

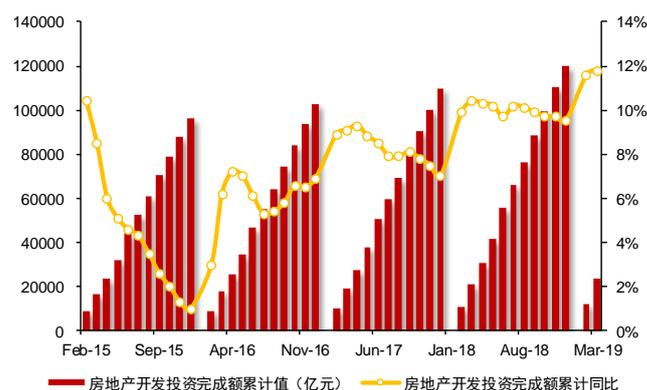
- **第二段是 4 月 17 日至采暖季错峰限产方案出台之间**，这是全年最好的区间，货币政策转向开始刺激需求，叠加环保间歇性压制供给，供需双利好延续行业高景气。4 月 17 日央行宣布降准当天，我们即前瞻性提出，贸易摩擦压力之下，财政货币政策双紧将调整至两者对冲策略，后期经济走平概率较大，具体表现为地产投资超预期对冲财政收缩导致的基建下滑，后期经济数据走势基本符合我们判断。在需求高位走平的基础上，下半年供给端锦上添花，环京津冀、汾渭平原、长三角等地开启竞争性环保限产比拼，8 月全国及唐山高炉产能利用率月环比下滑 2.6 和 12.8 个百分点至 76.2% 和 63.5%。供需双利好之下，除冷轧受汽车拖累外，其他品种盈利均再创新高；

**图表 2: 房屋新开工面积及同比增速**



来源: wind, 中泰证券研究所

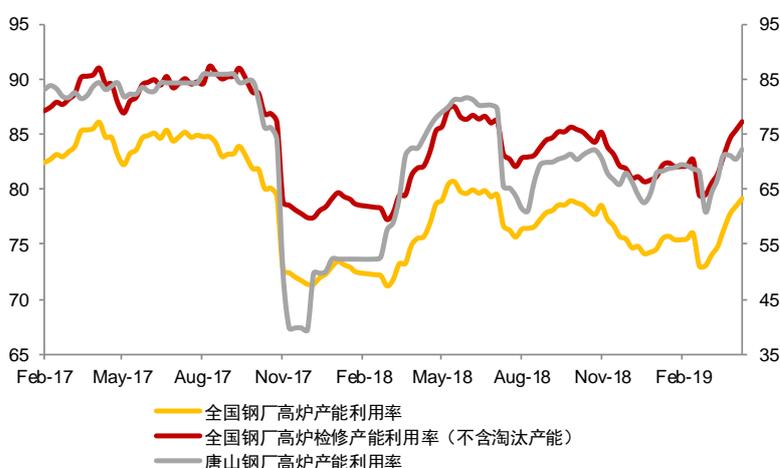
**图表 3: 房地产开发投资完成额及同比增速**



来源: wind, 中泰证券研究所

➤ **第三段是 10 月左右至年底**，该区间行情主要由政策和预期牵引。在经济压力增大背景下，环保开始纠偏“一刀切”，实际从 9 月开始环保限产效果即开始越发不明显，根据 10 月唐山市发布《关于对全市钢铁企业秋冬季差异化错峰生产污染排放绩效评价分类情况进行公示的通知》测算错峰限产比例预计为 41%，低于 2017 年的 44%；至 11 月 6 日公布的《唐山市 2018-2019 秋冬季钢铁行业错峰生产方案》中提到唐山市秋冬季高炉限产产能为 1859 万吨，占秋冬季纳入错峰限产范围高炉产能的 31.55%，相关限产总量及限产比例均低于去年同期，但实际限产情况还不及预期，11 月粗钢日均产量 258.7 万吨，虽然环比回落 2.8%，但与去年采暖季同期相比大幅增长 10.8%，直至 12 月底环保限产才有趋严之势，但环保放松方向已定，短期从严影响有限。在限产政策反复且低于预期的情况下，加之年底行业传统淡季即将来临，市场情绪几近恐慌导致各地钢厂及钢贸商竞相降价，四季度钢厂利润出现明显收缩，地产支撑使得长材盈利小幅下滑 20%左右，而板材盈利环比几乎腰斩，冷轧吨钢利润甚至一度触及成本线。

**图表 4: 2018 年采暖季环保限产松动**



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

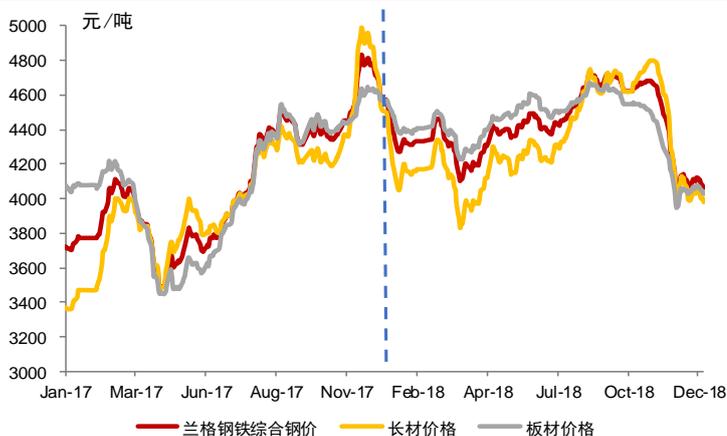
## 量价齐升，毛利率同比继续提升

- 营收同比继续增长，主要源于量价齐升：**2018年SW钢铁行业32家上市钢铁公司合计实现营业收入15147亿元，同比增长13.1%，增幅虽较2017年下滑29%，但已实现2016年以来连续第三年增长。营收同比增长主要源于量和价两方面，一方面2018年钢铁上市公司钢材产量（剔除部分特钢及钢管公司）合计2.88亿吨，同比增长7.3%，其中重庆钢铁因资产重组、三钢闽光因收购钢铁资产、山钢因日照钢铁精品基地投产运行，钢材产量同比增速靠前，其余公司由于环保限产松动及自身挖潜增效，钢材产量亦同比小幅递增；另一方面，2018年钢材价格虽有波动，但整体中枢高于2017年，以兰格钢铁综合钢材价格口径看，2018年钢材均价同比增7.8%，其中板材价格同比增8.0%，长材价格同比增6.8%；

**图表5：2018年钢材产量同比增长**

证券代码	证券简称	2017年钢材产量 (万吨)	2018年钢材产量 (万吨)	同比变动
601005.SH	重庆钢铁	391	611	56.5%
002110.SZ	三钢闽光	631	959	52.0%
600022.SH	山东钢铁	717	1001	39.6%
000898.SZ	鞍钢股份	2068	2413	16.7%
600117.SH	西宁特钢	127	146	15.5%
600507.SH	方大特钢	369	425	15.3%
600307.SH	酒钢宏兴	603	691	14.7%
000708.SZ	大冶特钢	205	229	11.9%
600010.SH	包钢股份	1304	1438	10.3%
000932.SZ	华菱钢铁	1666	1836	10.2%
600231.SH	凌钢股份	502	549	9.4%
000717.SZ	韶钢松山	580	618	6.6%
600569.SH	安阳钢铁	757	805	6.4%
600581.SH	八一钢铁	493	523	6.1%
601003.SH	柳钢股份	722	765	6.0%
600782.SH	新钢股份	802	844	5.2%
600282.SH	南钢股份	878	917	4.4%
000825.SZ	太钢不锈	1050	1070	1.9%
002075.SZ	沙钢股份	307	312	1.7%
600126.SH	杭钢股份	436	443	1.5%
000959.SZ	首钢股份	1451	1471	1.4%
600019.SH	宝钢股份	4617	4675	1.3%
600808.SH	马钢股份	1860	1870	0.5%
000778.SZ	新兴铸管	482	472	-2.0%
000709.SZ	河钢股份	2638	2578	-2.3%
000761.SZ	本钢板材	1190	1149	-3.4%
<b>合计</b>		<b>26845</b>	<b>28812</b>	<b>7.3%</b>

来源：wind，中泰证券研究所

**图表6：2018钢材综合价格同比增长7.8%**


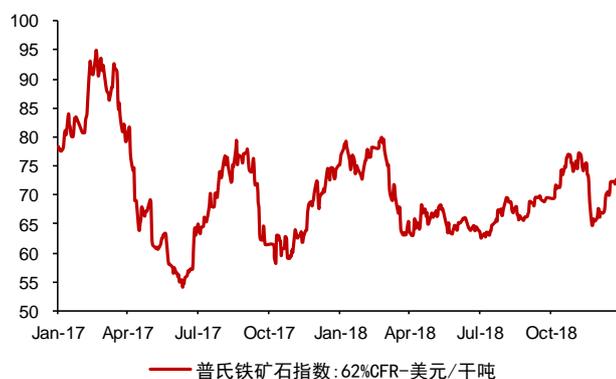
来源：wind，中泰证券研究所

- 营业成本同比增速弱于营收，毛利率同比抬升：**2018年SW钢铁行业32家上市钢铁公司营业成本合计12826亿元，同比增长11.0%，增幅较2017年下滑26.8%。具体来看，2018年普氏均价69美元/吨，同比降2.6%，考虑汇率后同比降4.5%，唐山二级冶金焦均价2154元/吨，同比增15.3%，废钢均价2243元/吨，同比增32.2%，由于焦炭均价上涨对冲铁矿均价下跌，实际平均成本2562元/吨，同比增7.1%，仍略低于钢材价格7.8%的增速。因此营收和成本综合来看，2018年SW钢铁上市公司平均毛利率15.3%，同比增1.6个百分点。

**图表7：2018年申万钢铁营业收入、营业成本、毛利率同比变动一览**

证券代码	证券简称	2018年营业收入 (百万元)	同比变动	2018年营业成本 (百万元)	同比变动	2018年毛利率	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	12,573	22.9%	10,989	21.5%	12.6%	1.0%
000709.SZ	河钢股份	120,957	11.0%	103,663	8.5%	14.3%	1.9%
000717.SZ	韶钢松山	27,112	4.1%	22,319	-1.2%	17.7%	4.4%
000761.SZ	本钢板材	50,182	23.9%	45,244	26.8%	9.8%	-2.1%
000778.SZ	新兴铸管	40,547	-1.7%	33,288	-9.6%	17.9%	7.1%
000825.SZ	太钢不锈	72,946	7.6%	61,237	7.9%	16.1%	-0.3%
000898.SZ	鞍钢股份	105,157	24.7%	88,126	21.1%	16.2%	2.5%
000932.SZ	华菱钢铁	91,179	19.2%	75,285	14.2%	17.4%	3.6%
000959.SZ	首钢股份	65,777	9.2%	57,244	9.4%	13.0%	-0.2%
002075.SZ	沙钢股份	14,712	18.5%	11,415	12.4%	22.4%	4.2%
002110.SZ	三钢闽光	36,248	14.4%	25,857	15.3%	28.7%	-0.6%
002318.SZ	久立特材	4,063	43.4%	3,045	36.9%	25.1%	3.6%
002443.SZ	金洲管道	4,808	24.5%	4,182	22.7%	13.0%	1.2%
002478.SZ	常宝股份	5,376	53.8%	4,195	41.8%	22.0%	6.6%
002756.SZ	永兴特钢	4,794	18.9%	4,077	20.2%	15.0%	-0.9%
600010.SH	包钢股份	67,188	25.2%	56,625	24.8%	15.7%	0.2%
600019.SH	宝钢股份	304,779	5.4%	259,085	4.3%	15.0%	0.9%
600022.SH	山东钢铁	55,908	16.7%	50,034	12.9%	10.5%	3.0%
600117.SH	西宁特钢	6,787	-8.7%	6,772	0.1%	0.2%	-8.8%
600126.SH	杭钢股份	26,450	-5.0%	23,098	-7.1%	12.7%	1.9%
600231.SH	凌钢股份	20,777	15.5%	18,138	18.3%	12.7%	-2.1%
600282.SH	南钢股份	43,647	16.1%	34,869	10.8%	20.1%	3.8%
600307.SH	酒钢宏兴	45,431	10.8%	40,416	12.7%	11.0%	-1.5%
600399.SH	ST抚钢	5,848	17.3%	4,998	16.6%	14.5%	0.6%
600507.SH	方大特钢	17,286	24.0%	11,604	22.4%	32.9%	0.8%
600569.SH	安阳钢铁	33,177	22.7%	28,983	25.1%	12.6%	-1.7%
600581.SH	八一钢铁	20,105	20.0%	17,536	21.8%	12.8%	-1.3%
600782.SH	新钢股份	56,963	14.0%	48,768	9.6%	14.4%	3.4%
600808.SH	马钢股份	81,952	11.9%	69,795	9.8%	14.8%	1.6%
601003.SH	柳钢股份	47,351	13.9%	40,535	7.1%	14.4%	5.4%
601005.SH	重庆钢铁	22,639	71.0%	19,682	53.6%	13.1%	9.8%
603878.SH	武进不锈	2,000	36.9%	1,589	34.4%	20.5%	1.4%
<b>合计</b>		<b>1,514,719</b>	<b>13.1%</b>	<b>1,282,694</b>	<b>11.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>1.6%</b>

来源：wind，中泰证券研究所

**图表8：2018年普氏均价同比降2.6%**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表9：2018年焦炭均价同比增15.3%**


来源：wind，中泰证券研究所

## 期间费用微增，净利率与毛利率增速持平

- 2018 年 SW 钢铁行业 32 家上市钢铁公司期间费用率 6.4%，同比微增 0.4%，其中重庆钢铁期间费用率降幅 9.4%，而西宁特钢增幅 4.4%，此外合计有 20 家上市公司期间费用率同比波动在 ±1% 之内。在期间费用相对稳定的基础上，2018 年 SW 钢铁行业 32 家上市钢铁公司实现净利润 1099 亿元，同比增 36.3%，仅本钢板材、西宁特钢、凌钢股份及八一钢铁净利润同比下滑，板块净利率 7.3%，同比提升 1.2 个百分点，与毛利率增速基本持平；

图表 10: 2018 年期间费用率同比微增 0.4%，净利率同比增 1.3%

证券代码	证券简称	2018年期间费用率	同比变动	2018年净利润 (百万)	同比变动	2018年净利率	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	6.2%	0.8%	510	29.2%	4.1%	0.2%
000709.SZ	河钢股份	9.3%	1.0%	4381	106.1%	3.6%	1.7%
000717.SZ	韶钢松山	4.5%	2.5%	3306	31.4%	12.2%	2.5%
000761.SZ	本钢板材	6.8%	0.5%	1036	-35.6%	2.1%	-1.9%
000778.SZ	新兴铸管	6.2%	0.6%	2034	90.9%	5.0%	2.4%
000825.SZ	太钢不锈	7.5%	-0.4%	4910	12.4%	6.7%	0.3%
000898.SZ	鞍钢股份	6.0%	-0.3%	7952	41.7%	7.6%	0.9%
000932.SZ	华菱钢铁	6.3%	0.1%	8604	62.4%	9.4%	2.5%
000959.SZ	首钢股份	7.4%	0.4%	3331	7.2%	5.1%	-0.1%
002075.SZ	沙钢股份	2.4%	0.0%	2269	60.2%	15.4%	4.0%
002110.SZ	三钢闽光	3.8%	-0.3%	6517	13.5%	18.0%	-0.1%
002318.SZ	久立特材	15.9%	0.6%	308	139.4%	7.6%	3.0%
002443.SZ	金洲管道	8.0%	-0.2%	205	23.7%	4.3%	0.0%
002478.SZ	常宝股份	9.4%	-1.0%	533	232.2%	9.9%	5.3%
002756.SZ	永兴特钢	6.2%	-0.1%	386	9.9%	8.1%	-0.7%
600010.SH	包钢股份	9.4%	0.2%	3330	62.3%	5.0%	1.1%
600019.SH	宝钢股份	6.8%	1.2%	23278	14.1%	7.6%	0.6%
600022.SH	山东钢铁	3.9%	0.8%	2339	19.3%	4.2%	0.1%
600117.SH	西宁特钢	21.1%	4.4%	-2038	-2807.8%	-30.0%	-31.0%
600126.SH	杭钢股份	2.5%	0.2%	1957	8.1%	7.4%	0.9%
600231.SH	凌钢股份	3.6%	-0.3%	1197	-0.8%	5.8%	-0.9%
600282.SH	南钢股份	5.4%	-0.1%	4741	39.4%	10.9%	1.8%
600307.SH	酒钢宏兴	8.2%	-1.1%	1099	218.4%	2.4%	1.6%
600399.SH	ST抚钢	15.0%	-2.0%	2607	294.9%	44.6%	71.4%
600507.SH	方大特钢	10.2%	2.9%	2932	15.0%	17.0%	-1.3%
600569.SH	安阳钢铁	6.0%	-1.3%	1860	15.9%	5.6%	-0.3%
600581.SH	八一钢铁	7.9%	1.8%	701	-40.0%	3.5%	-3.5%
600782.SH	新钢股份	2.3%	-0.2%	5913	88.4%	10.4%	4.1%
600808.SH	马钢股份	5.0%	0.5%	7058	39.1%	8.6%	1.7%
601003.SH	柳钢股份	2.6%	1.2%	4610	74.2%	9.7%	3.4%
601005.SH	重庆钢铁	4.7%	-9.4%	1788	459.1%	7.9%	5.5%
603878.SH	武进不锈	9.1%	-0.1%	199	55.8%	10.0%	1.2%
<b>合计/平均</b>		<b>6.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>109855</b>	<b>36.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>1.2%</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

- **吨钢数据:** 为统一口径, 我们以钢材产量等同于钢材销量, 剔除部分特钢及钢管标的, 最终以 25 家上市公司为基准, 测算行业平均吨钢售价 5167 元, 同比增 793 元; 吨钢成本 4374 元, 同比增 140 元; 吨钢毛利 793 元, 同比增 121 元; 吨钢期间费用 325 元, 同比增 36 元; 吨钢净利 376 元, 同比增 73 元。整体从盈利角度而言, 2018 年钢铁上市公司基本在营收、毛利、净利绝对和相对比较维度均保持递增趋势, 即使增速放缓也符合行业整体变动趋势。

图表 11: 吨钢毛利、吨钢期间费用、吨钢净利变动一览

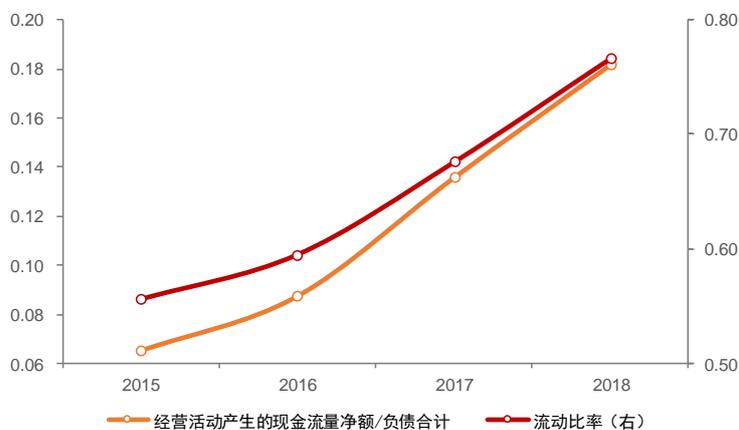
证券代码	证券简称	2018年钢材产量 (万吨)	2018吨钢毛利 (元)	同比变动 (元)	2018吨钢期间费 用(元)	同比变动 (元)	2018吨钢净利 (元)	同比变动 (元)
601005.SH	重庆钢铁	611	484	375	175	-304	293	211
002110.SZ	三钢闽光	959	1083	-384	144	-62	679	-231
600022.SH	山东钢铁	1001	587	86	217	13	234	-40
000898.SZ	鞍钢股份	2413	706	146	261	4	330	58
600507.SH	方大特钢	425	1336	125	414	140	690	-2
600307.SH	酒钢宏兴	691	726	-127	541	-95	159	102
000708.SZ	大冶特钢	229	692	114	340	69	223	30
600010.SH	包钢股份	1438	734	96	437	61	232	74
000932.SZ	华菱钢铁	1836	866	231	312	27	469	151
600231.SH	凌钢股份	549	481	-48	135	-5	218	-22
000717.SZ	韶钢松山	618	776	180	197	109	535	101
600569.SH	安阳钢铁	805	521	10	246	-15	231	19
600581.SH	八一钢铁	523	491	14	303	96	134	-103
601003.SH	柳钢股份	765	891	375	159	81	603	236
600782.SH	新钢股份	844	972	288	153	0	701	310
600282.SH	南钢股份	917	957	257	259	22	517	130
000825.SZ	太钢不锈	1070	1094	41	514	2	459	43
002075.SZ	沙钢股份	312	1056	322	114	17	727	265
600126.SH	杭钢股份	443	757	70	148	5	442	27
000959.SZ	首钢股份	1471	580	33	332	40	226	12
600019.SH	宝钢股份	4675	977	97	445	91	498	56
600808.SH	马钢股份	1870	650	130	219	43	377	105
000778.SZ	新兴铸管	472	1536	612	535	54	430	209
000709.SZ	河钢股份	2578	671	160	438	95	170	89
000761.SZ	本钢板材	1149	430	24	299	83	90	-45
合计/平均		28665	793	121	325	36	376	73

来源: wind, 中泰证券研究所

### 偿债能力好转, 资产负债率继续下滑

- 受益于行业盈利的持续改善, 2018 年末 SW 钢铁行业 32 家上市公司平均资产负债率 51.8%, 连续第三年下滑, 降幅为 4.9%。具体来看, ST 抚钢因转增股票偿还债务, 华菱钢铁因六家债转股机构增资偿还债务, 资产负债率同比分别下滑 64.3%和 15.4%, 韶钢、柳钢及方大特钢因盈利好转现金流改善, 资产负债率同比降幅也较为领先; 西宁特钢、永兴特钢及金洲管道资产负债率同比增速超过 5%, 但除西宁特钢外, 另两家基本处于合理负债区间。从偿债指标来看, 2018 年末钢铁板块流动比率 0.77, 经营活动产生的现金流量净额/负债合计值为 0.18, 虽较理想值仍有一定差距, 但行业整体偿债能力自 2016 年起连续提升, 目前已修复至近 10 年来次高水平。

图表 12: 偿债指标连续提升



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 13: 2018 年末资产负债率同比下滑 4.9%**

证券代码	证券简称	2016 资产负债率	2017 资产负债率	2018 资产负债率	同比变动
600399.SH	ST 抚钢	98.0%	111.8%	47.5%	-64.3%
000717.SZ	韶钢松山	96.9%	79.4%	62.4%	-17.0%
000932.SZ	华菱钢铁	86.9%	80.5%	65.1%	-15.4%
601003.SH	柳钢股份	77.7%	68.8%	57.8%	-11.0%
600507.SH	方大特钢	65.5%	40.0%	30.0%	-10.0%
000761.SZ	本钢板材	75.5%	76.4%	67.0%	-9.4%
600282.SH	南钢股份	80.2%	58.8%	51.9%	-6.9%
600019.SH	宝钢股份	51.0%	50.2%	43.5%	-6.7%
000825.SZ	太钢不锈	68.1%	63.3%	57.1%	-6.2%
600569.SH	安阳钢铁	82.9%	79.6%	74.5%	-5.2%
600782.SH	新钢股份	68.9%	58.2%	53.1%	-5.1%
600126.SH	杭钢股份	41.3%	31.6%	27.5%	-4.0%
600808.SH	马钢股份	66.7%	62.3%	58.4%	-3.9%
600231.SH	凌钢股份	66.1%	56.8%	53.4%	-3.3%
000709.SZ	河钢股份	74.9%	74.9%	71.8%	-3.2%
002318.SZ	久立特材	31.0%	39.6%	36.5%	-3.1%
600581.SH	八一钢铁	80.0%	82.0%	79.1%	-3.0%
600307.SH	酒钢宏兴	75.7%	76.0%	73.4%	-2.7%
002110.SZ	三钢闽光	42.0%	36.6%	34.8%	-1.8%
000898.SZ	鞍钢股份	48.6%	43.5%	41.7%	-1.8%
002075.SZ	沙钢股份	38.5%	36.3%	34.6%	-1.7%
601005.SH	重庆钢铁	100.3%	32.8%	31.2%	-1.6%
600010.SH	包钢股份	66.5%	66.2%	64.6%	-1.6%
000778.SZ	新兴铸管	62.6%	57.9%	58.1%	0.2%
000959.SZ	首钢股份	73.6%	72.8%	73.1%	0.3%
002478.SZ	常宝股份	19.8%	30.3%	30.8%	0.5%
000708.SZ	大冶特钢	36.3%	38.8%	42.6%	3.9%
603878.SH	武进不锈	16.6%	21.0%	24.9%	4.0%
600022.SH	山东钢铁	58.4%	54.7%	59.5%	4.8%
002443.SZ	金洲管道	35.2%	30.6%	35.8%	5.2%
002756.SZ	永兴特钢	11.4%	14.9%	21.4%	6.5%
600117.SH	西宁特钢	86.7%	84.7%	92.9%	8.2%
<b>平均值</b>		<b>62.0%</b>	<b>56.6%</b>	<b>51.8%</b>	<b>-4.9%</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

### 营运能力提升, 应收账款、存货周转天数下降

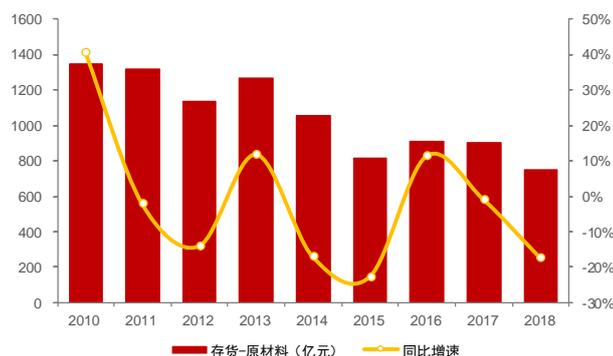
- 营运能力提升:** 应收账款方面, 2018 年 SW 钢铁行业 32 家上市公司应收账款周转天数平均为 13 天, 同比下降 4 天, 降幅 19.6%; 存货周转天数平均为 63 天, 同比下降 2 天, 降幅 4.3%。2018 年钢铁行业延续高景气, 下游实际需求高位偏平, 钢厂在产业链中持续处于主动位置, 应收账款和存货周转天数连续两年处于下行通道;
- 存货整体处于低位:** 我们选取 2010 年至 2018 年原材料库存及产成品库存指标来考察钢厂库存变动状况, 由于产业链预期摆动方向一致, 这两项指标走势往往一致。2018 年末原材料存货同比下滑 17.3%, 产成品存货同比下滑 14.9%, 显示上市钢铁企业对后市相对偏谨慎, 既没有对原材料进行补库, 也未对产成品存货进行明显累积。

图表 14: SW 钢铁行业上市公司应收账款和存货周转天数同比继续下滑 (单位: 天)

证券代码	证券简称	2017应收账款周转天数	2018应收账款周转天数	同比变动	2017存货周转天数	2018存货周转天数	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	11	12	8.6%	35	32	-8.8%
000709.SZ	河钢股份	8	10	26.9%	100	79	-21.0%
000717.SZ	韶钢松山	5	3	-31.4%	31	34	7.9%
000761.SZ	本钢板材	6	5	-18.3%	106	87	-17.8%
000778.SZ	新兴铸管	14	15	6.7%	32	44	38.4%
000825.SZ	太钢不锈	9	7	-27.4%	44	46	5.3%
000898.SZ	鞍钢股份	9	8	-10.4%	55	51	-7.5%
000932.SZ	华菱钢铁	12	12	-3.6%	44	36	-18.2%
000959.SZ	首钢股份	7	6	-12.6%	38	32	-14.8%
002075.SZ	沙钢股份	1	1	-18.8%	61	53	-13.9%
002110.SZ	三钢闽光	0.0	0.2	293.2%	30	32	9.0%
002318.SZ	久立特材	65	50	-23.2%	156	127	-18.2%
002443.SZ	金洲管道	40	36	-11.1%	65	69	6.6%
002478.SZ	常宝股份	49	40	-18.0%	79	69	-13.0%
002756.SZ	永兴特钢	7	9	32.2%	37	33	-11.3%
600010.SH	包钢股份	16	17	6.1%	136	128	-6.1%
600019.SH	宝钢股份	14	15	4.5%	55	56	3.2%
600022.SH	山东钢铁	4	1	-72.3%	29	34	18.8%
600117.SH	西宁特钢	31	24	-23.5%	138	167	20.6%
600126.SH	杭钢股份	2	2	11.3%	24	30	23.6%
600231.SH	凌钢股份	2	1	-52.0%	31	36	16.7%
600282.SH	南钢股份	5	6	9.7%	45	46	2.5%
600307.SH	酒钢宏兴	2	2	-33.9%	50	54	9.1%
600399.SH	ST抚钢	67	44	-34.4%	125	99	-20.5%
600507.SH	方大特钢	6	5	-15.6%	46	34	-26.4%
600569.SH	安阳钢铁	14	9	-33.5%	96	72	-24.6%
600581.SH	八一钢铁	0.5	0.8	74.6%	41	54	31.6%
600782.SH	新钢股份	15	10	-31.7%	35	39	11.0%
600808.SH	马钢股份	4	5	2.2%	62	58	-6.8%
601003.SH	柳钢股份	2	2	-12.5%	48	44	-7.9%
601005.SH	重庆钢铁	4	1	-85.5%	32	41	27.8%
603878.SH	武进不锈	98	70	-28.6%	188	186	-1.0%
<b>平均值</b>		<b>17</b>	<b>13</b>	<b>-19.6%</b>	<b>65</b>	<b>63</b>	<b>-4.3%</b>

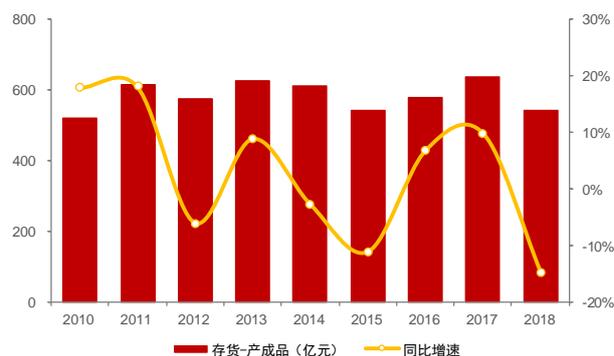
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 2010-2018 年行业原材料存货运行状况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 2010-2018 年行业产成品存货运行状况



来源: wind, 中泰证券研究所

## 特钢普钢净利率趋同，长强板弱继续

- 特钢盈利能力略强于普钢：**我们在 SW 钢铁行业三级分类中将方大特钢调至普钢板块，由此汇总特钢及普钢细分板块盈利情况。由下表可看出，2018 年两者营收增速基本相当，特钢毛利率同比提升 0.5%，弱于普钢 1.2 个百分点，但特钢净利率同比提升 2.5%，超过普钢 1.4 个百分点，整体而言，随着普钢盈利连续好转，截止 2018 年，普钢与特钢在毛利率和净利率相差无几，从增速上来看，特钢盈利能力略强于普钢，主要体现在对期间费用的控制；

图表 17：板块内特钢、普钢企业业绩表现状况

证券代码	证券简称	细分行业	2018营业收入 (百万元)	同比变动	2018净利润 (百万元)	同比变动	2018销售毛利 率	同比变动	2018销售净利 率	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	特钢	12573	22.9%	510	29.2%	12.6%	1.0%	4.1%	0.2%
000825.SZ	太钢不锈	特钢	72946	7.6%	4910	12.4%	16.1%	-0.3%	6.7%	0.3%
002075.SZ	沙钢股份	特钢	14712	18.5%	2269	60.2%	22.4%	4.2%	15.4%	4.0%
002318.SZ	久立特材	特钢	4063	43.4%	308	139.4%	25.1%	3.6%	7.6%	3.0%
002443.SZ	金洲管道	特钢	4808	24.5%	205	23.7%	13.0%	1.2%	4.3%	0.0%
002478.SZ	常宝股份	特钢	5376	53.8%	533	232.2%	22.0%	6.6%	9.9%	5.3%
002756.SZ	永兴特钢	特钢	4794	18.9%	386	9.9%	15.0%	-0.9%	8.1%	-0.7%
600117.SH	西宁特钢	特钢	6787	-8.7%	-2038	-2807.8%	0.2%	-8.8%	-30.0%	-31.0%
600399.SH	ST抚钢	特钢	5848	17.3%	2607	-294.9%	14.5%	0.6%	44.6%	71.4%
<b>特钢合计</b>			<b>131907</b>	<b>12.7%</b>	<b>9691</b>	<b>69.3%</b>	<b>15.9%</b>	<b>0.5%</b>	<b>7.3%</b>	<b>2.5%</b>
600507.SH	方大特钢	特钢	17286	24.0%	2932	15.0%	32.9%	0.8%	17.0%	-1.3%
000709.SZ	河钢股份	普钢	120957	11.0%	4381	106.1%	14.3%	1.9%	3.6%	1.7%
000717.SZ	韶钢松山	普钢	27112	4.1%	3306	31.4%	17.7%	4.4%	12.2%	2.5%
000761.SZ	本钢板材	普钢	50182	23.9%	1036	-35.6%	9.8%	-2.1%	2.1%	-1.9%
000778.SZ	新兴铸管	普钢	40547	-1.7%	2034	90.9%	17.9%	7.1%	5.0%	2.4%
000898.SZ	鞍钢股份	普钢	105157	24.7%	7952	41.7%	16.2%	2.5%	7.6%	0.9%
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	91179	19.2%	8604	62.4%	17.4%	3.6%	9.4%	2.5%
000959.SZ	首钢股份	普钢	65777	9.2%	3331	7.2%	13.0%	-0.2%	5.1%	-0.1%
002110.SZ	三钢闽光	普钢	36248	14.4%	6517	13.5%	28.7%	-0.6%	18.0%	-0.1%
600010.SH	包钢股份	普钢	67188	25.2%	3330	62.3%	15.7%	0.2%	5.0%	1.1%
600019.SH	宝钢股份	普钢	304779	5.4%	23278	14.1%	15.0%	0.9%	7.6%	0.6%
600022.SH	山东钢铁	普钢	55908	16.7%	2339	19.3%	10.5%	3.0%	4.2%	0.1%
600126.SH	杭钢股份	普钢	26450	-5.0%	1957	8.1%	12.7%	1.9%	7.4%	0.9%
600231.SH	凌钢股份	普钢	20777	15.5%	1197	-0.8%	12.7%	-2.1%	5.8%	-0.9%
600282.SH	南钢股份	普钢	43647	16.1%	4741	39.4%	20.1%	3.8%	10.9%	1.8%
600307.SH	酒钢宏兴	普钢	45431	10.8%	1099	218.4%	11.0%	-1.5%	2.4%	1.6%
600569.SH	安阳钢铁	普钢	33177	22.7%	1860	15.9%	12.6%	-1.7%	5.6%	-0.3%
600581.SH	八一钢铁	普钢	20105	20.0%	701	-40.0%	12.8%	-1.3%	3.5%	-3.5%
600782.SH	新钢股份	普钢	56963	14.0%	5913	88.4%	14.4%	3.4%	10.4%	4.1%
600808.SH	马钢股份	普钢	81952	11.9%	7058	39.1%	14.8%	1.6%	8.6%	1.7%
601003.SH	柳钢股份	普钢	47351	13.9%	4610	74.2%	14.4%	5.4%	9.7%	3.4%
601005.SH	重庆钢铁	普钢	22639	71.0%	1788	459.1%	13.1%	9.8%	7.9%	5.5%
603878.SH	武进不锈	普钢	2000	36.9%	199	55.8%	20.5%	1.4%	10.0%	1.2%
<b>普钢合计</b>			<b>1382812</b>	<b>13.2%</b>	<b>100164</b>	<b>33.8%</b>	<b>15.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>7.2%</b>	<b>1.1%</b>

来源：wind，中泰证券研究所

- 长强板弱：**2018 年上半年长材价格波动幅度大于板材，一季度板材吨钢盈利环比下滑幅度弱于长材，且二季度吨钢盈利环比反弹幅度强于长材；而至 2018 年下半年，长材板材反方向分化越发明显，三季度长材吨钢盈利环比上升，而板材吨钢盈利环比下滑，至四季度板材吨钢盈利环比腰斩不止，长材吨钢盈利仅环比下滑 20%。长强板弱核心在于下游需求分化，长材对应下游为地产和基建，2018 年地产投资超预期对冲基建下滑，需求高位偏平，而板材下游汽车家电有所拖累，虽然工程机械等其他板材下游持续较好，但整体需求仍弱于长材。我们选取上市公司里具有代表性的长材/板材公司（长材或板材比例超 70%），长材企业吨钢净利 545 元，高于板材企业 224 元。

**图表 18: 板材与长材吨钢净利对比**

分类	公司	2018 钢材产量 (万吨)	2018 年净利润 (百万)	吨钢净利 (元)	平均吨钢净利 (元)
板材	安阳钢铁	805	1860	231	321
	鞍钢股份	2413	7952	330	
	新钢股份	844	5913	701	
	河钢股份	2578	4381	170	
	首钢股份	1471	3331	226	
	宝钢股份	4675	23278	498	
	本钢板材	1149	1036	90	
	重庆钢铁	611	1788	293	
	包钢股份	1438	3330	232	
	杭钢股份	443	1957	442	
长材	柳钢股份	765	4610	603	545
	凌钢股份	549	1197	218	
	三钢闽光	959	6517	679	
	韶钢松山	618	3306	535	
	方大特钢	425	2932	690	

来源: wind, 中泰证券研究所

## 2019 年第一季度: 进退之间, 盈利回归合理水平

### 供需进退之间钢厂盈利回落有限

- 从最新公布的一季度行业与经济数据来看, 钢铁行业呈现供需两旺之势。1-3 月份粗钢产量大幅增长 9.9%, 这主要是由于环保限产逐渐退出之后钢厂生产强劲, 但即便如此, 一季度钢价总体仍然震荡上行, 显示行业需求表现更为火爆。具体而言, 下游地产表现依旧亮眼, 1-3 月地产投资增速同比增 11.8%, 新开工面积同比增 11.9%, 增速较 1-2 月分别提升 0.2 个百分点和 5.9 个百分点。同时施工面积增速继续上行至 9.7%, 相较上月提升 1.4 个百分点, 地产后端进一步崛起; 此外, 基建投资同比增 4.4%, 增速提升 0.1 个百分点, 基建边际继续改善。投资端整体表现再次印证我们之前的判断, 地产投资结构上由前端开工向后端转移, 而基建在财政扩张之下将呈现确定性改善, 钢铁需求不悲观。因此, 供需博弈之下, 今年钢厂盈利更多是由之前超高状态向正常水平回归, 行业盈利大幅回落的可能性较低。

### 营收同比微增, 净利润同比下滑明显

- 2019Q1 盈利能力同比环比均大幅下滑:** 2019Q1SW 钢铁行业 32 家上市公司合计实现营业收入 3480 亿元, 同比增 5.2%, 环比降 9.6%; 合计实现净利润 129 亿元, 同比降 44.1%, 环比降 41.8%; 合计实现归属于上市公司股东的净利润 116 亿元, 同比降 45.5%, 环比降 43.7%。2019Q1SW 钢铁行业 32 家上市公司综合毛利率 10.4%, 同比降 4.2%, 环比降 3.2%; 期间费用率 5.7%, 同比持平, 环比降 0.6%; 净利润率 3.7%, 同比降 3.3%, 环比降 2.0%;

**图表 19: 2019Q1 营收、净利润、归母净利润同比环比变动**

证券代码	证券简称	2019Q1 营收 (百万)	同比变动	环比变动	2019Q1 净利润 (百万)	同比变动	环比变动	2019Q1 归母净利润 (百万)	同比变动	环比变动
000708.SZ	大冶特钢	3030	0.7%	-4.3%	86	-5.0%	-33.7%	86	-5.0%	-33.7%
000709.SZ	河钢股份	29336	17.2%	-3.3%	440	2.6%	-0.5%	370	-0.9%	44.8%
000717.SZ	韶钢松山	6650	8.9%	-14.1%	405	-52.8%	-26.2%	405	-52.8%	-26.2%
000761.SZ	本钢板材	11761	1.0%	-12.4%	271	-22.7%	28.8%	272	-22.5%	28.5%
000778.SZ	新兴铸管	10571	11.9%	19.7%	408	7.8%	155.1%	319	-15.5%	9.7%
000825.SZ	太钢不锈	17077	-5.7%	-4.5%	333	-76.9%	-62.9%	345	-76.4%	-62.4%
000898.SZ	鞍钢股份	24463	13.7%	-10.5%	415	-73.9%	-62.2%	417	-73.8%	-62.0%
000932.SZ	华菱钢铁	23698	18.6%	5.2%	1567	-17.3%	-10.3%	1092	-28.8%	-16.2%
000959.SZ	首钢股份	15388	5.3%	-11.2%	382	-40.9%	-9.0%	274	-45.7%	4.3%
002075.SZ	沙钢股份	2905	-14.0%	-21.3%	197	-62.8%	-42.7%	100	-60.6%	-45.4%
002110.SZ	三钢闽光	8347	37.3%	-11.4%	964	-0.2%	-27.6%	962	-0.4%	-27.6%
002318.SZ	久立特材	1011	13.3%	-6.2%	71	42.9%	-25.3%	72	48.9%	-18.5%
002443.SZ	金洲管道	1049	39.1%	-27.6%	48	320.6%	-43.2%	43	339.8%	-47.7%
002478.SZ	常宝股份	1315	18.6%	-4.4%	148	171.2%	17.4%	137	190.0%	21.7%
002756.SZ	永兴特钢	1185	3.0%	2.3%	101	10.5%	77.2%	101	10.6%	77.8%
600010.SH	包钢股份	13442	3.5%	-29.0%	487	-23.4%	-52.2%	487	-23.5%	-52.2%
600019.SH	宝钢股份	65378	-3.1%	-17.7%	2947	-46.8%	-51.7%	2726	-45.7%	-53.1%
600022.SH	山东钢铁	13843	17.3%	-9.9%	161	-74.5%	161.6%	151	-75.7%	148.4%
600117.SH	西宁特钢	1886	13.9%	10.3%	11	-17.4%	100.8%	16	43.2%	101.1%
600126.SH	杭钢股份	6521	-0.3%	-2.7%	444	-12.3%	31.4%	438	-13.0%	31.8%
600231.SH	凌钢股份	5155	16.1%	3.7%	69	-73.1%	186.2%	69	-73.1%	186.2%
600282.SH	南钢股份	11816	14.0%	18.1%	975	-21.4%	44.6%	837	-17.0%	46.6%
600307.SH	酒钢宏兴	9658	-1.6%	4.8%	31	-74.6%	73.2%	31	-74.8%	62.6%
600399.SH	ST 抚钢	1581	1.5%	5.7%	50	329.7%	-98.2%	50	329.7%	-98.2%
600507.SH	方大特钢	3936	1.9%	-12.6%	480	-14.6%	-21.5%	470	-15.6%	-23.2%
600569.SH	安阳钢铁	5642	-9.9%	-24.6%	50	-60.8%	-82.0%	57	-55.6%	-79.9%
600581.SH	八一钢铁	3923	15.1%	-17.0%	-194	-234.6%	-257.8%	-194	-234.6%	-257.8%
600782.SH	新钢股份	13505	8.0%	-16.5%	751	-14.0%	-61.7%	749	-13.8%	-61.7%
600808.SH	马钢股份	17717	-3.2%	-5.9%	168	-89.7%	-74.8%	84	-94.1%	-76.7%
601003.SH	柳钢股份	10261	-9.6%	-20.4%	384	-63.3%	-71.7%	384	-63.3%	-71.7%
601005.SH	重庆钢铁	5308	3.0%	2.0%	150	-57.1%	-51.2%	150	-57.1%	-51.1%
603878.SH	武进不锈	606	53.6%	10.5%	81	148.9%	47.7%	81	148.9%	47.7%
<b>合计</b>		<b>347962</b>	<b>5.2%</b>	<b>-9.6%</b>	<b>12879</b>	<b>-44.1%</b>	<b>-41.8%</b>	<b>11580</b>	<b>-45.5%</b>	<b>-43.7%</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 20: 2019Q1 毛利率、期间费用率、净利率同比环比变动**

证券代码	证券简称	2019Q1 毛利率	同比变动	环比变动	2019Q1 期间费用率	同比变动	环比变动	2019Q1 净利率	同比变动	环比变动
000708.SZ	大冶特钢	9.1%	-2.9%	-3.4%	2.1%	-5.4%	1.2%	2.8%	-0.2%	-1.3%
000709.SZ	河钢股份	11.9%	0.4%	-3.6%	9.2%	0.3%	-4.1%	1.5%	-0.2%	0.0%
000717.SZ	韶钢松山	10.3%	-6.0%	-2.6%	3.7%	1.5%	5.1%	6.1%	-8.0%	-1.0%
000761.SZ	本钢板材	5.8%	-1.7%	-0.1%	3.0%	-0.7%	1.1%	2.3%	-0.7%	0.7%
000778.SZ	新兴铸管	11.8%	-2.4%	-8.2%	5.7%	-0.8%	-1.4%	3.9%	-0.1%	2.0%
000825.SZ	太钢不锈	9.0%	-7.5%	-5.6%	6.7%	-0.2%	-1.3%	1.9%	-6.0%	-3.1%
000898.SZ	鞍钢股份	8.2%	-8.7%	-3.3%	5.8%	-0.4%	-0.3%	1.7%	-5.7%	-2.3%
000932.SZ	华菱钢铁	12.8%	-3.4%	-3.5%	4.9%	-1.1%	-0.9%	6.6%	-2.9%	-1.1%
000959.SZ	首钢股份	10.9%	-2.4%	1.2%	7.0%	-0.6%	-2.1%	2.5%	-1.9%	0.1%
002075.SZ	沙钢股份	10.9%	-11.8%	-5.8%	2.3%	0.4%	-0.1%	6.8%	-8.9%	-2.5%
002110.SZ	三钢闽光	20.1%	-2.7%	-11.1%	4.1%	2.9%	2.6%	11.6%	-4.3%	-2.6%
002318.SZ	久立特材	23.2%	0.1%	-7.8%	13.7%	-0.9%	-5.3%	7.0%	1.4%	-1.8%
002443.SZ	金洲管道	13.0%	2.5%	1.1%	8.7%	-0.5%	1.1%	4.5%	3.0%	-1.2%
002478.SZ	常宝股份	23.9%	5.4%	0.5%	9.1%	-2.5%	-1.9%	11.3%	6.3%	2.1%
002756.SZ	永兴特钢	13.7%	-1.5%	-1.4%	3.8%	-3.1%	0.5%	8.5%	0.6%	3.6%
600010.SH	包钢股份	16.5%	-1.8%	1.9%	11.0%	-0.7%	1.6%	3.6%	-1.3%	-1.8%
600019.SH	宝钢股份	10.2%	-6.2%	-3.2%	5.5%	0.0%	-0.9%	4.5%	-3.7%	-3.2%
600022.SH	山东钢铁	5.5%	-3.6%	-1.1%	4.0%	1.0%	0.4%	1.2%	-4.2%	2.9%
600117.SH	西宁特钢	12.1%	-4.4%	32.7%	14.0%	-0.9%	-16.5%	0.6%	-0.2%	86.0%
600126.SH	杭钢股份	9.8%	-3.3%	-0.4%	0.8%	-1.5%	0.1%	6.8%	-0.9%	1.8%
600231.SH	凌钢股份	6.2%	-5.6%	1.7%	3.2%	-0.3%	-0.3%	1.3%	-4.4%	2.9%
600282.SH	南钢股份	14.3%	-5.5%	-2.3%	5.2%	0.1%	0.6%	8.3%	-3.7%	1.5%
600307.SH	酒钢宏兴	9.7%	-0.2%	-3.9%	8.5%	0.4%	-4.1%	0.3%	-0.9%	0.1%
600399.SH	ST 抚钢	8.8%	-0.1%	-21.9%	5.2%	-3.9%	-3.8%	3.2%	4.6%	-179.6%
600507.SH	方大特钢	26.1%	-3.2%	-6.4%	10.2%	0.9%	-4.8%	12.2%	-2.3%	-1.4%
600569.SH	安阳钢铁	9.6%	-0.7%	-3.1%	8.2%	1.3%	1.0%	0.9%	-1.2%	-2.8%
600581.SH	八一钢铁	3.6%	-8.3%	-8.1%	8.2%	0.8%	0.0%	-4.9%	-9.2%	-7.6%
600782.SH	新钢股份	8.9%	-1.4%	-4.0%	2.1%	0.9%	-1.6%	5.6%	-1.4%	-6.6%
600808.SH	马钢股份	5.5%	-7.9%	-7.8%	4.9%	0.3%	0.8%	1.0%	-8.0%	-2.6%
601003.SH	柳钢股份	6.8%	-5.7%	-8.5%	2.2%	0.9%	0.5%	3.7%	-5.5%	-6.8%
601005.SH	重庆钢铁	6.1%	-4.2%	6.6%	2.8%	-0.1%	9.1%	2.8%	-4.0%	-3.1%
603878.SH	武进不锈	21.5%	5.4%	-0.7%	6.8%	-0.8%	-5.4%	13.3%	5.1%	3.3%
<b>行业整体</b>		<b>10.4%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>5.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>3.7%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-2.0%</b>

来源: wind, 中泰证券研究所

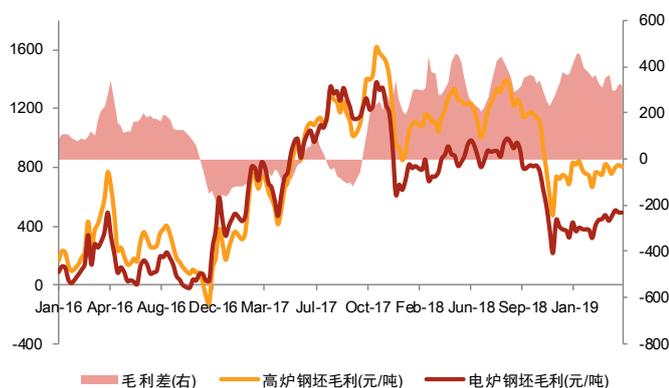
- 价格弱势且成本抬升:** 整体而言 2019Q1 盈利能力同比环比均大幅下滑, 主要表现在价格和成本均向利空方向靠拢。一方面价格弱势, 以兰格钢铁综合钢材价格口径看, 2019 年第一季度钢材均价同比降 5.2%, 环比降 6.0%; 另一方面从成本看, 2019Q1 普氏均价 82 美元/吨, 考虑汇率后, 同比增 18.2%, 环比增 11.7%; 唐山二级冶金焦均价 2003 元/吨, 同比基本持平, 环比降 15.2%; 平均生产成本同比增 5.9%, 环比降 2.9%。同比口径看, 钢材价格下降的同时生产成本提升, 行业盈利同比下滑; 环比口径看, 虽然铁矿价格上涨, 但同期焦炭价格低迷, 总体成本仍呈现下降态势。综合来看一季度钢材价格回落幅度超过成本回落幅度, 行业盈利环比继续压缩。

## 二季度展望: 供需博弈缓和, 盈利或趋于稳定

### 供需短期均面临极值

- 4 月以来钢铁行业一直呈现供需两旺之势, 我们预计后期供需双方均面临极值。**从供给端来看, 自前期限产松动到采暖季完全结束后的边际产量释放, 目前全国及唐山高炉产能利用率已略超过限产前的水平, 分别达到 79.12%和 72.16%, 与此同时, 电弧炉开工率已逼近历史最高水平, 产能利用率边际尚有提升空间, 但具体提升幅度还取决于电弧炉盈利水平, 在石墨电极价格维持弱势的情况下, 其产能利用率边际提升幅度更多取决于钢价上行空间。在不考虑任何环保限产的情况下, 钢产量或逐渐趋近阈值, 若考虑唐山、武安市 2019 年钢铁行业二、三季度差别化管控严格执行, 供给端将在二季度出现拐点。此外从需求端来看, 中长期依然维持前期不悲观的方向性判断, 但短期而言, 旺季需求释放的高峰期或开始逐步趋缓, 后期需求也将面临节奏上的波动。因此供需对接来看, 二季度供需博弈或相对缓和, 钢价波动收敛, 若供给端存在超预期扰动, 钢价或将继续震荡向上;

图表 21: 高炉和电炉成本盈利比较



来源: 中泰证券研究所

图表 22: 53 家独立电弧炉开工率及产能利用率 (%)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

### 铁矿石价格维持高位

- 一季度及 4 月以来铁矿石价格表现强势, 主要源于国内钢厂生产强劲对**

铁矿石需求形成有力支撑,一旦巴西矿难及澳洲飓风对供给端造成扰动,价格弹性极大。随着澳洲飓风天气过去及近期巴西州法院已批准淡水河谷旗下的 Brucutu 矿区重新运营,供给紧缺预期有所减弱,加之近期巴西澳洲发运量已触底双双回升,预计短期高位震荡。中期来看今年处于铁矿产能释放周期尾端,大型矿山产能增长不足,矿难导致后期淡水河谷全年产量同比回落 3000-6000 万吨逐步兑现,届时矿价存在继续上涨动力。具体到钢材生产成本而言,钢厂原材料库存天数或使得矿价上涨传导至成本提升存在一定的滞后性,大部分钢厂在二季度感知到的成本压力或大于一季度。

### 板块估值存在修复机会

- 4 月以来钢铁需求表现持续超预期,这一点符合我们年度策略《进退之间》判断:缺乏约束的钢铁供给端不断创出天量,与此同时需求显示更具韧性,进退之间库存保持正常去化速度,钢铁盈利重新恢复到之前高位。虽不及之前极值,但绝对盈利水平在行业历史上仍属于非常优秀状态。最新行业一季报数据基本符合行业态势,在极端超高基数下,行业普遍回落幅度较大,更多为之前高估盈利向正常盈利进行回归。如果目前盈利持续跨度拉长后,估值端有重新修复的机会。可以关注行业内优秀标的如宝钢股份、大冶特钢、华菱钢铁、南钢股份、方大特钢、三钢闽光等。同时受益于铁矿价格上涨的标的如河北宣工、海南矿业、金岭矿业等。

图表 23: 盈利弹性及估值测算(截止至 20190430)

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	钢材产量	吨钢市值(元)	PB	年初至今涨跌幅
600569.SH	安阳钢铁	80	805	990	0.96	9.9%
600581.SH	八一钢铁	62	523	1187	1.61	13.8%
000932.SZ	华菱钢铁	227	1836	1238	1.22	24.4%
000761.SZ	本钢板材	145	1149	1265	0.79	17.9%
000709.SZ	河钢股份	340	2578	1318	0.70	12.7%
600808.SH	马钢股份	261	1870	1398	0.94	0.6%
000959.SZ	首钢股份	209	1471	1420	0.80	5.9%
000898.SZ	鞍钢股份	379	2413	1569	0.75	4.5%
600231.SH	凌钢股份	88	549	1595	1.18	18.4%
600282.SH	南钢股份	172	917	1872	1.22	22.2%
600022.SH	山东钢铁	195	1001	1947	0.96	13.4%
600307.SH	酒钢宏兴	136	691	1967	1.28	13.6%
000717.SZ	韶钢松山	125	618	2024	2.02	13.6%
600782.SH	新钢股份	189	844	2245	0.96	16.7%
601003.SH	柳钢股份	175	765	2291	1.61	4.1%
000825.SZ	太钢不锈	259	1070	2421	0.84	9.9%
000708.SZ	大冶特钢	59	229	2557	1.30	48.6%
600117.SH	西宁特钢	39	146	2642	3.55	9.1%
601005.SH	重庆钢铁	178	611	2907	0.98	5.7%
002110.SZ	三钢闽光	299	959	3120	1.55	43.2%
600019.SH	宝钢股份	1597	4675	3416	0.89	10.3%
600126.SH	杭钢股份	176	443	3968	0.92	15.3%
000778.SZ	新兴铸管	192	472	4063	0.94	11.6%
600507.SH	方大特钢	209	425	4908	4.37	44.0%
600010.SH	包钢股份	775	1438	5388	1.48	14.9%
002075.SZ	沙钢股份	193	312	6179	4.27	9.2%

来源:中泰证券研究所

### 风险提示

- 宏观经济大幅下滑导致需求承压;供给释放力度超预期。

**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。