

行业研究/深度研究

2019年05月07日

行业评级:

黑色金属 增持(维持)
钢铁 II 增持(维持)

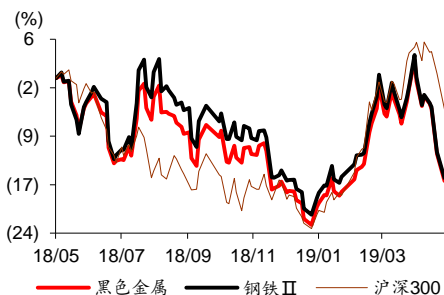
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露
联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1 《鞍钢股份(000898,增持): 2019Q1 盈利同比下滑 78%》 2019.04
- 2 《南钢股份(600282,增持): Q1 业绩环比正增长, 超市场预期》 2019.04
- 3 《黑色金属: 超低排放正式稿较意见稿部分放松》 2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

18Q4-19Q1 钢铁行业景气度下行

钢铁行业 2018 年年报总结暨 2019Q1 季报总结

2018 年钢企业绩高于近 10 年 75%分位, 或为近 10 年景气高点

2018 年, 23 家上市普钢企业销售收入合计 13961 亿元, 同比增长 13%, 归属于母公司股东的净利润合计 939 亿元, 同比增长 33%, 均为 2007 年来最高值。分季度看, 业绩自 2018Q4 转差, 2019Q1 业绩继续下行, 与环保限产放松、铁矿石价格上行有关。钢铁指数自 2018Q4 跑输沪深 300 指数, 且主动管理基金对钢铁配置比例自 2018Q1-2019Q1 不断走低。我们对后期地产投资、制造业投资等数据不悲观, 2019Q2-2019Q3 钢企或回升, 可关注三钢闽光等长材企业。

2018 年多品种价格接近 2007 年来 75%分位, 冷板表现不佳

从近 10 年数据看, 2018 年螺纹、线材、热卷、中板和冷板价格均接近或超过 75%分位。同比看, 五大品种价格较 2017 年均上行, 其中中板价格同比增幅最大, 冷板同比增幅最小, 或与下游汽车表现不佳有关。2018Q4, 长材和板材的价格出现分化, 长材价格同比、环比波动较小, 或因电弧炉边际成本对长材价格形成支撑; 而卷板价格同比、环比下行较多, 一方面因环保限产同比、环比放松, 另外一方面因四季度汽车景气度同比、环比下行。2019Q1, 长材、板材价格均出现同比下行, 与环保限产同比放松有关; 环比看, 板材表现较长材强, 或与年初工业企业补库有关。

2018 年铁矿价格处于近 10 年低位, Q4 起事件驱动矿价上行

2018 年 PB 粉、卡粉价格均在 2007 年来的 25%分位以下, 全年铁矿石价格同比下行。一方面因环保限产, 导致铁矿石需求增量不及四大矿山高品矿的增量、短流程产量替代长流程产量, 另一方面, 地条钢产能去化后, 原由地条钢使用的废钢进入长流程钢厂, 在一定程度上替代了铁矿石。从 2018Q4 至 2019Q1, 港口检修、脱轨、矿难及飓风等事件驱动铁矿石价格上行。此外, 我们认为受前期四大矿山资本开支计划下行影响及铁矿石、废钢增量下行、环保限产减弱等因素影响, 铁矿石或步入中长期景气期。

从近 10 年数据看, 2018 年螺纹、高线、热卷吨毛利为历史最佳

2018 年螺纹、高线、热卷吨钢毛利为近 10 年高点, 冷板、中板吨毛利亦位于 75%分位以上。2018 年, 冷板同比增幅最小, 仅为 63 元/吨, 或与 2018 年汽车产销负增速有关。从季度数据看, 2018Q4、2019Q1 吨毛利数据整体表现均较差, 同比、环比均出现下行。2018Q4 以板材下行最为明显, 热卷同比下行 530 元/吨, 环比下行 415 元/吨; 冷板同比下行 497 元/吨, 环比下行 283 元/吨。2019Q1 由于工业企业补库存, 卷板利润环比下行较少。

风险提示: 地产销售、新开工情况不及预期; 汽车、家电等下游行业或持续低迷。

正文目录

2018 至 2019Q1 钢铁指数表现回顾.....	4
2018-2019Q1 钢铁业跑输沪深 300.....	4
2018Q4 以来主动基金低配钢铁股.....	7
2018-2019Q1, 钢铁行业经营回顾.....	9
2018-2019Q1 钢铁业公司业绩一览.....	9
2018Q4 以来普钢行业业绩持续向下.....	12
经营情况: 营业收入仍高于 75%分位.....	12
盈利能力: 单季归母净利润同比环比双下滑.....	13
负债结构: 利润继续反哺资产负债表.....	14
ST 抚特完成债务重组改善特钢业绩.....	15
4 家管道加工企业业绩同比上涨 92%.....	15
原材料企业攀钢钒钛业绩改善明显.....	16
2018-2019Q1, 钢铁行业基本面回顾.....	18
2018Q4、2019Q1 钢铁供需转差.....	18
2018Q4, 事件推动铁矿价格强势.....	19
2018 年吨钢毛利润为近十年最高.....	21
风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 2018 年初至 2019Q1 申万钢铁指数相对收益.....	4
图表 2: 2018 年钢铁指数表现.....	4
图表 3: 2018Q4 钢铁指数表现.....	4
图表 4: 2019Q1 钢铁指数表现.....	4
图表 5: 申万一级行业 2018 涨跌幅.....	5
图表 6: 申万一级行业 2018Q4 涨跌幅.....	5
图表 7: 申万一级行业 2019Q1 涨跌幅.....	5
图表 8: 2018 年末部分行业 PE (TTM) (整体法).....	5
图表 9: 2018 年末部分行业 PB (LF) (整体法).....	5
图表 10: 2019Q1 末部分行业 PE (TTM) (整体法).....	6
图表 11: 2019Q1 末部分行业 PB (LF) (整体法).....	6
图表 12: 38 家钢铁行业上市公司 2018、2018Q4、2019Q1 表现及 PE、PB 一览.....	7
图表 13: 2013 年至今钢铁行业基金重仓股配置比例.....	8
图表 14: 2013 年至今钢铁行业基金重仓股超配比例.....	8
图表 15: 2018Q4 钢铁行业公司重仓股配置情况.....	8
图表 16: 2019Q1 钢铁行业公司重仓股配置情况.....	8
图表 17: 钢铁行业 38 家上市公司 2018 年营业收入及归属于母公司股东的净利润一览.....	9
图表 18: 钢铁行业 38 家上市公司 2018Q4 营业收入及归属于母公司股东的净利润一览.....	9

.....	10
图表 19: 钢铁行业 38 家上市公司 2019Q1 营业收入及归属于母公司股东的净利润一览	11
.....	11
图表 20: 38 家上市钢企财务表现摘要 (整体法, 2018 年)	12
图表 21: 38 家上市钢企财务表现摘要 (整体法, 2018Q4&2019Q1)	12
图表 22: 23 家普钢行业上市钢企经营表现 (整体法, 2018 年)	12
图表 23: 23 家普钢行业上市钢企经营表现 (整体法, 2018Q4)	13
图表 24: 23 家普钢行业上市钢企经营表现 (整体法, 2019Q1)	13
图表 25: 23 家普钢行业上市钢企盈利表现 (整体法, 2018 年)	13
图表 26: 23 家普钢行业上市钢企盈利表现 (整体法, 2018Q4)	14
图表 27: 23 家普钢行业上市钢企盈利表现 (整体法, 2019Q1)	14
图表 28: 23 家普钢行业上市钢企资产负债率 (整体法)	14
图表 29: 23 家普钢行业上市钢企资产负债率分布	15
图表 30: 6 家特钢行业上市钢企财务表现摘要 (整体法, 2018 年)	15
图表 31: 6 家特钢行业上市钢企财务表现摘要 (整体法, 2018Q4&2019Q1)	15
图表 32: 4 家管道行业上市钢企财务表现摘要 (整体法, 2018 年)	16
图表 33: 4 家管道行业上市钢企财务表现摘要 (整体法, 2018Q4&2019Q1)	16
图表 34: 5 家原材料行业上市钢企财务表现摘要 (整体法, 2018 年)	16
图表 35: 5 家原材料行业上市钢企财务表现摘要 (整体法, 2018Q4&2019Q1)	17
图表 36: 2007-2018 年钢材价格走势	18
图表 37: 2007-2018 年钢材价格分布	18
图表 38: 2017Q1-2019Q1 钢材价格季度均价	18
图表 39: 2007 年-2018 年原材料价格均价	19
图表 40: 2017-2018 主要原材料季度均价 (含税价)	19
图表 41: 2007-2018 年原材料价格分布	19
图表 42: 2017Q1-2019Q1 原材料均价	20
图表 43: 2007Q1-2019Q1 原材料价格走势	20
图表 44: 2007Q1-2019Q1 原材料价格分布	20
图表 45: 近期 VALE 矿难后续事件汇总	21
图表 46: 2007-2018 年各钢材品种吨毛利润	21
图表 47: 2007-2018 年钢材毛利走势	22
图表 48: 2007-2018 年钢材毛利分布	22
图表 49: 2017Q1-2019Q1 各钢材品种吨毛利	22
图表 50: 2007Q1-2019Q1 钢材毛利走势	22
图表 51: 2007Q1-2019Q1 钢材毛利分布	23

2018至2019Q1 钢铁指数表现回顾

2018-2019Q1 钢铁业跑输沪深300

2018Q4，钢铁行业明显跑输。2018年，申万钢铁指数跌30%，沪深300指数跌25%，申万钢铁跑输后者4pct，在申万27个一级行业涨跌幅中排名第10。

分阶段看，2018年前三季度申万钢铁指数表现好于沪深300，跑赢后者2pct，钢铁行业排名为第6；钢铁行业跑输主要发生在2018Q4，跑输沪深300指数7pct，排名倒数第一，主要与行业业绩季环比、季同比转差有关。我们在2018Q3季报总结《Q3行业景气度高，恐难持续》中提及后期业绩转差主要因环保限产放松、供给侧改革接近尾声，钢价、盈利中枢将下行，此外M1、M2剪刀差不断下行，也意味着企业投资需求承压，进而影响钢材需求。

图表1：2018年初至2019Q1 申万钢铁指数相对收益



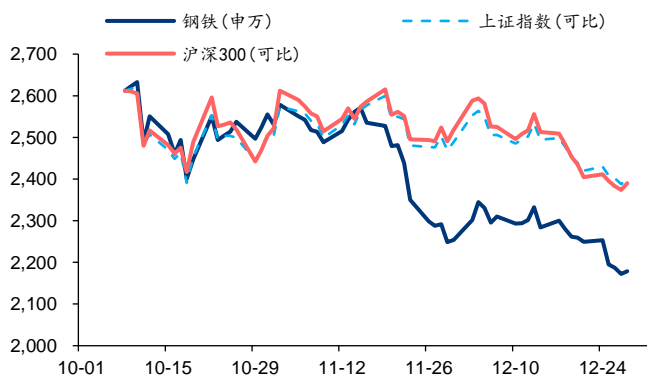
资料来源：Wind，相对沪深300指数收益=ln(申万钢铁指数/沪深300指数)，相对上证综合指数收益=ln(申万钢铁指数/上证综合指数)，华泰证券研究所

图表2：2018年钢铁指数表现



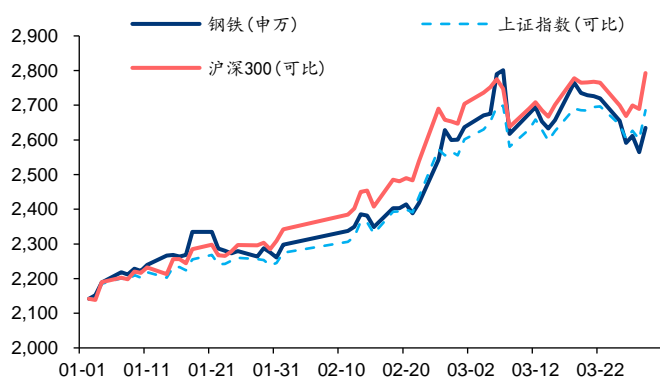
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2018Q4 钢铁指数表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

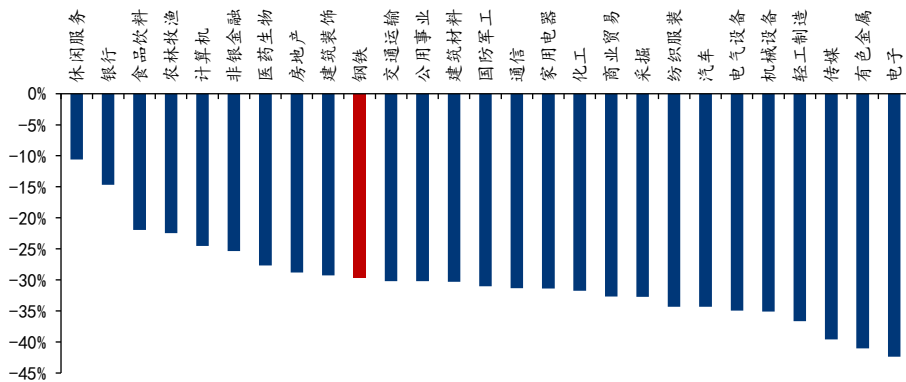
图表4：2019Q1 钢铁指数表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

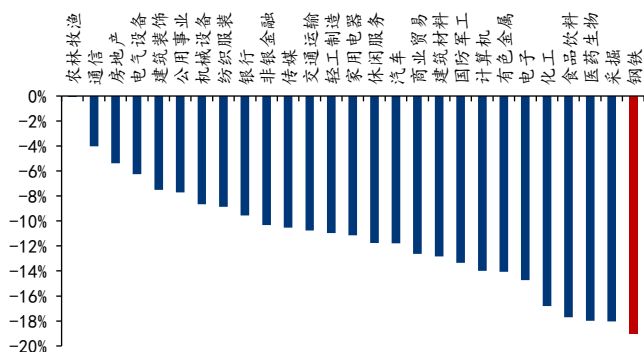
2019Q1 申万钢铁指数涨21%，沪深300指数涨29%；申万钢铁指数跑输沪深300指数8pct。2019Q1，所有行业上涨，计算机、农林牧渔、食品饮料涨幅领先，涨幅分别为48%、48%、44%，钢铁行业以21%的涨幅位列倒数第5，仅好于汽车、建筑装饰、公用事业及银行。

图表5: 申万一级行业 2018 涨跌幅



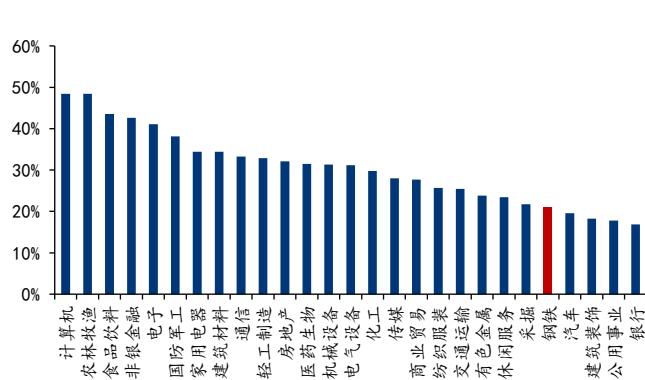
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 申万一级行业 2018Q4 涨跌幅



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

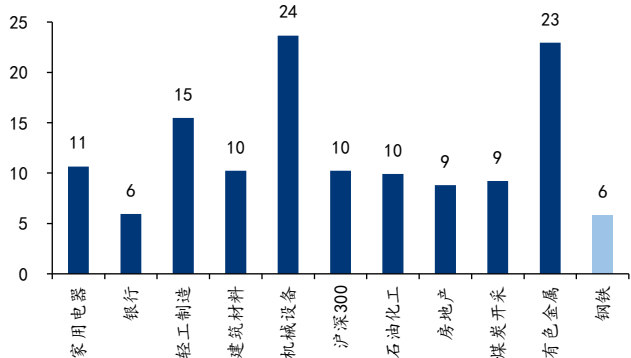
图表7: 申万一级行业 2019Q1 涨跌幅



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

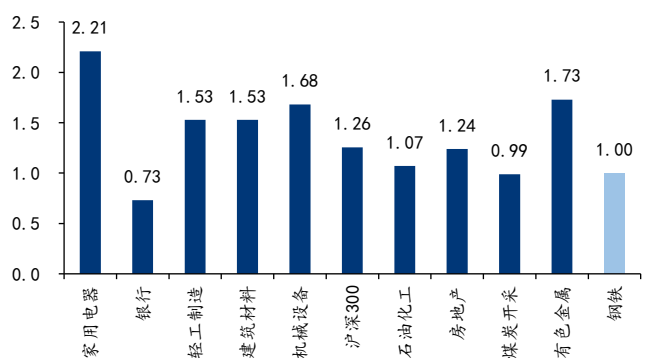
2018Q4 末钢铁行业整体 PE 为 6 倍, 整体 PB 为 1 倍。2019Q1 末钢铁行业整体 PE 为 8 倍, 整体 PB 为 1.19 倍。

图表8: 2018 年末部分行业 PE (TTM) (整体法)



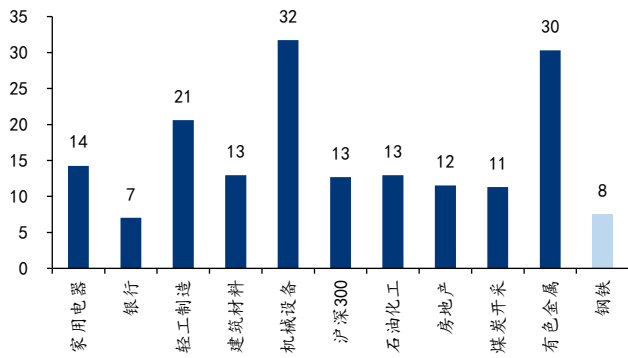
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 参考 2018.12.28 收盘价

图表9: 2018 年末部分行业 PB (LF) (整体法)



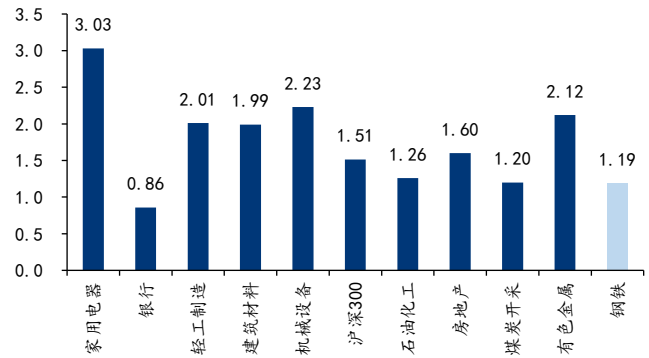
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 参考 2018.12.28 收盘价

图表10: 2019Q1末部分行业PE(TTM)(整体法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 参考2019.03.29收盘价

图表11: 2019Q1末部分行业PB(LF)(整体法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 参考2018.03.29收盘价

从个股表现看, 2018年钢铁行业的23家普钢上市公司普跌, 跌幅最低为10%, 跌幅最高达74%。其中, 重庆钢铁、马钢股份、新兴铸管跌幅最小, 分别下跌10%、16%、17%; 八一钢铁、沙钢股份、韶钢松山跌幅最大, 分别下跌74%、50%、49%。

分季度看, 2018Q4, 钢铁行业23家普钢上市公司普跌, 跌幅最低为4%, 跌幅最高达50%。其中, 重庆钢铁、杭钢股份、方大特钢跌幅最小, 分别下跌4%、5%、8%; 沙钢股份、韶钢松山、华菱钢铁跌幅最大, 分别下跌50%、30%、28%。

2019Q1, 钢铁行业23家普钢上市公司股价均上行, 涨幅最高达44%, 最低为11%。其中, 方大特钢、八一钢铁、凌钢股份涨幅领先, 分别上涨44%、38%、31%; 马钢股份、宝钢股份、鞍钢股份涨幅较小, 分别上涨12%、11%、11%。

图表12: 38家钢铁行业上市公司2018、2018Q4、2019Q1表现及PE、PB一览

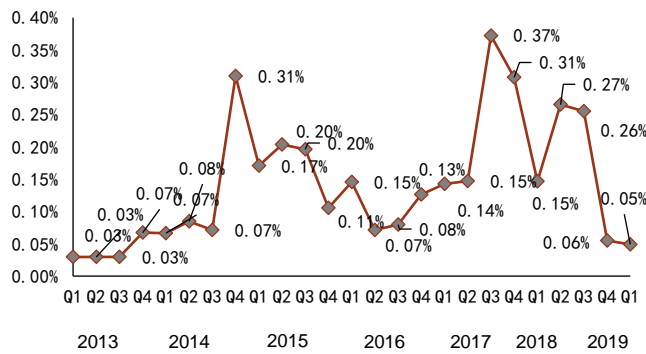
股票代码	公司名称	细分行业	2018年涨	2018Q4涨	2019Q1涨	2018年初	PE(ttm)	PB(LF)
			跌幅	跌幅	跌幅	至今涨跌幅		
000709.SZ	河钢股份	普钢	-27.18%	-12.88%	20.42%	-17.95%	9.38	0.70
000717.SZ	韶钢松山	普钢	-48.65%	-29.78%	25.49%	-41.58%	4.38	1.90
000761.SZ	本钢板材	普钢	-35.38%	-20.00%	25.89%	-23.70%	16.03	0.79
000778.SZ	新兴铸管	普钢	-17.43%	-11.13%	18.79%	-7.85%	9.40	0.91
000898.SZ	鞍钢股份	普钢	-19.21%	-16.45%	11.11%	-15.99%	5.72	0.74
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	-25.28%	-27.77%	25.08%	-4.92%	3.59	1.22
000959.SZ	首钢股份	普钢	-37.63%	-14.25%	17.69%	-32.94%	9.61	0.80
002075.SZ	沙钢股份	普钢	-50.19%	-50.09%	24.41%	-45.78%	18.86	4.27
002110.SZ	三钢闽光	普钢	-33.87%	-27.29%	28.93%	-4.59%	4.60	1.55
600010.SH	包钢股份	普钢	-39.84%	-10.84%	23.65%	-31.17%	24.41	1.46
600019.SH	宝钢股份	普钢	-24.77%	-17.20%	11.23%	-17.11%	8.29	0.89
600022.SH	山东钢铁	普钢	-26.64%	-13.26%	22.29%	-16.82%	11.91	0.96
600126.SH	杭钢股份	普钢	-34.35%	-5.45%	13.97%	-23.64%	9.38	0.92
600231.SH	凌钢股份	普钢	-47.65%	-23.93%	31.09%	-38.16%	8.66	1.17
600282.SH	南钢股份	普钢	-29.34%	-17.79%	20.76%	-20.16%	4.47	1.14
600307.SH	酒钢宏兴	普钢	-33.22%	-11.16%	23.56%	-24.13%	13.58	1.28
600569.SH	安阳钢铁	普钢	-35.53%	-23.48%	20.46%	-29.45%	4.47	0.95
600581.SH	八一钢铁	普钢	-73.94%	-25.83%	38.20%	-70.48%	17.14	1.61
600782.SH	新钢股份	普钢	-22.64%	-13.73%	19.45%	-9.73%	3.27	0.96
600808.SH	马钢股份	普钢	-16.22%	-15.61%	12.43%	-16.14%	5.81	0.95
601003.SH	柳钢股份	普钢	-17.67%	-16.20%	19.63%	-14.29%	4.44	1.61
601005.SH	重庆钢铁	普钢	-9.77%	-4.43%	12.89%	-4.65%	11.51	0.98
600507.SH	方大特钢	普钢	-21.28%	-8.01%	44.04%	13.75%	7.35	4.37
600399.SH	ST抚钢	特钢	-55.36%	-41.31%	68.00%	-28.70%	2.94	1.87
600117.SH	西宁特钢	特钢	-40.42%	-30.10%	19.76%	-34.86%	-1.89	3.48
002756.SZ	永兴特钢	特钢	-55.61%	-11.64%	33.39%	-40.16%	14.01	1.59
000825.SZ	太钢不锈	特钢	-16.53%	-27.24%	23.67%	-7.89%	6.71	0.84
300034.SZ	钢研高纳	特钢	-30.25%	-21.10%	56.98%	2.50%	48.31	3.12
000708.SZ	大冶特钢	特钢	-23.27%	-12.74%	42.19%	13.70%	11.58	1.30
000629.SZ	攀钢钒钛	原材料	-2.28%	-32.28%	18.67%	15.64%	9.03	3.46
601969.SH	海南矿业	原材料	-49.38%	-8.38%	19.20%	-39.84%	-16.97	2.54
000655.SZ	金岭矿业	原材料	-57.02%	-2.03%	58.46%	-37.04%	25.67	1.22
600532.SH	宏达矿业	原材料	-60.64%	-9.43%	44.42%	-44.82%	124.49	1.55
000923.SZ	河北宣工	原材料	-40.35%	1.27%	25.51%	-29.42%	51.56	1.65
002478.SZ	常宝股份	管道	-15.60%	-26.40%	36.96%	16.70%	10.36	1.44
002443.SZ	金洲管道	管道	-41.00%	-20.03%	45.57%	-21.22%	16.58	1.61
601028.SH	玉龙股份	管道	-48.45%	-16.61%	24.84%	-43.88%	389.33	1.95
002318.SZ	久立特材	管道	-10.58%	-0.94%	30.28%	4.65%	19.08	2.24

数据来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: PE、PB参考2019.04.30收盘价

2018Q4以来主动基金低配钢铁股

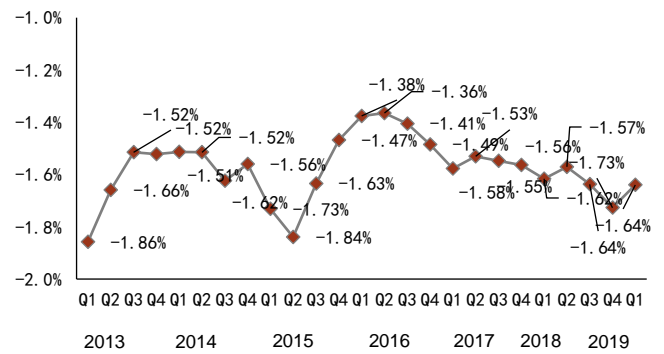
2018年末,主动管理基金对钢铁重仓股配置比例较2018中期下降,仅为0.06%;2019Q1,重仓股持仓比例继续下降至0.05%。

图表13: 2013年至今钢铁行业基金重仓股配置比例



资料来源: Wind, 统计口径包括普通股票型基金和偏股型基金, 华泰证券研究所

图表14: 2013年至今钢铁行业基金重仓股超配比例



资料来源: Wind, 统计口径包括普通股票型基金和偏股型基金, 华泰证券研究所

图表15: 2018Q4 钢铁行业公司重仓股配置情况

股票代码	公司	持有基金数	持股总量	持仓变动	持股市值	持股占流通股
			万股	万股	万元	%
000709.SZ	河钢股份	1	200	-189	568	0.019
000778.SZ	新兴铸管	2	141	-352	608	0.036
000932.SZ	华菱钢铁	3	947	-133	5,739	0.314
002110.SZ	三钢闽光	2	679	-771	8,685	1.091
600282.SH	南钢股份	3	89	-1,301	303	0.020
600569.SH	安阳钢铁	1	53	-175	162	0.022
600782.SH	新钢股份	5	2,413	-3,814	12,284	0.757
600808.SH	马钢股份	2	64	-1,572	220	0.011
601003.SH	柳钢股份	3	273	-2,118	1,796	0.107
601005.SH	重庆钢铁	1	8	8	16	0.001
600507.SH	方大特钢	3	143	93	1,433	0.108
002318.SZ	久立特材	1	40	-27	256	0.049
002478.SZ	常宝股份	1	10	-82	46	0.017
600516.SH	方大炭素	1	157	141	2,620	0.088

资料来源: Wind, 统计口径包括普通股票型基金和偏股型基金, 华泰证券研究所

图表16: 2019Q1 钢铁行业公司重仓股配置情况

股票代码	公司	持有基金数	持股总量	持仓变动	持股市值	持股占流通股
			万股	万股	万元	%
000709.SZ	河钢股份	4	3,076	2,876	10,519	0.29
000898.SZ	鞍钢股份	1	2	2	13	0.00
000932.SZ	华菱钢铁	2	371	-577	2,809	0.12
002110.SZ	三钢闽光	3	868	189	14,319	1.40
600010.SH	包钢股份	2	118	118	215	0.00
600019.SH	宝钢股份	1	4	4	31	0.00
600022.SH	山东钢铁	1	13	13	26	0.00
600782.SH	新钢股份	1	284	-2,129	1,727	0.09
601005.SH	重庆钢铁	1	47	39	103	0.01
600507.SH	方大特钢	2	61	-82	878	0.05
002478.SZ	常宝股份	1	1	-9	9	0.00
000708.SZ	大冶特钢	3	873	873	10,884	1.94

资料来源: Wind, 统计口径包括普通股票型基金和偏股型基金, 华泰证券研究所

2018-2019Q1, 钢铁行业经营回顾

2018-2019Q1 钢铁业公司业绩一览

38家钢铁行业上市公司业绩一览。华泰钢铁共关注38家上市公司,其中普钢企业23家、特钢企业6家、原材料企业5家、管道企业4家。

图表17: 钢铁行业38家上市公司2018年营业收入及归属于母公司股东的净利润一览

股票代码	公司名称	细分行业	营业收入	同比(%)	归属于母公司			净利率(%)
					股东的净利润	同比(%)	毛利率(%)	
000709.SZ	河钢股份	普钢	1209.57	10.99	36.26	99.57	14.30	3.62
000717.SZ	韶钢松山	普钢	271.12	4.13	33.06	31.39	17.68	12.20
000761.SZ	本钢板材	普钢	501.82	23.88	10.36	-35.22	9.84	2.06
000778.SZ	新兴铸管	普钢	405.47	-1.74	21.01	92.25	17.90	5.02
000898.SZ	鞍钢股份	普钢	1051.57	24.73	79.52	41.87	16.20	7.56
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	913.69	19.19	67.80	64.53	17.43	9.44
000959.SZ	首钢股份	普钢	657.77	9.17	24.04	8.73	12.97	5.06
002075.SZ	沙钢股份	普钢	147.12	18.51	11.77	67.00	22.41	15.42
002110.SZ	三钢闽光	普钢	362.48	14.40	65.07	20.04	28.67	17.98
600010.SH	包钢股份	普钢	671.88	25.15	33.24	61.25	15.72	4.96
600019.SH	宝钢股份	普钢	3052.05	5.43	215.65	12.49	14.99	7.64
600022.SH	山东钢铁	普钢	559.08	16.72	21.07	9.47	10.51	4.18
600126.SH	杭钢股份	普钢	264.50	-5.05	19.38	7.90	12.67	7.40
600231.SH	凌钢股份	普钢	207.77	15.50	11.97	-0.78	12.70	5.76
600282.SH	南钢股份	普钢	436.47	16.08	40.08	25.24	20.11	10.86
600307.SH	酒钢宏兴	普钢	454.31	10.84	10.93	159.44	11.04	2.42
600569.SH	安阳钢铁	普钢	331.77	22.74	18.57	15.99	12.64	5.61
600581.SH	八一钢铁	普钢	201.05	19.98	7.01	-40.02	12.78	3.48
600782.SH	新钢股份	普钢	569.63	14.00	59.05	89.84	14.39	10.38
600808.SH	马钢股份	普钢	819.52	11.91	59.43	43.94	14.83	8.61
601003.SH	柳钢股份	普钢	473.51	13.94	46.10	74.20	14.39	9.74
601005.SH	重庆钢铁	普钢	226.39	71.03	17.88	458.57	13.06	7.90
600507.SH	方大特钢	普钢	172.86	23.96	29.27	15.26	32.87	16.96
普钢			13961.40	13.20	938.52	33.35		
600399.SH	ST抚钢	特钢	58.48	17.32	26.07	-13.38*	14.53	44.59
600117.SH	西宁特钢	特钢	67.87	-8.71	-20.46	-3521.00	0.21	-30.03
002756.SZ	永兴特钢	特钢	47.94	18.93	3.87	10.13	14.95	8.06
000825.SZ	太钢不锈	特钢	729.46	7.61	49.77	7.69	16.05	6.73
300034.SZ	钢研高纳	特钢	8.93	32.25	1.07	83.49	29.36	13.48
000708.SZ	大冶特钢	特钢	125.73	22.94	5.10	29.19	12.60	4.06
特钢			1038.40	9.14	65.43	57.70		
000629.SZ	攀钢钒钛	原材料	151.61	60.68	30.90	257.96	27.52	20.86
601969.SH	海南矿业	原材料	13.87	-49.69	-7.66	-1782.28	6.57	-55.23
000655.SZ	金岭矿业	原材料	10.41	-0.24	1.00	-3.16*	24.12	9.60
600532.SH	宏达矿业	原材料	26.42	413.99	0.11	-0.79*	4.52	0.42
000923.SZ	河北宣工	原材料	49.72	-7.95	1.34	-44.33	56.37	4.27
原材料			252.04	31.60	25.70	240.59		
002478.SZ	常宝股份	管道	53.76	53.85	4.80	234.27	21.97	9.91
002443.SZ	金洲管道	管道	48.08	24.46	1.91	17.44	13.02	4.27
601028.SH	玉龙股份	管道	15.23	9.98	0.22	-72.54	5.10	0.60
002318.SZ	久立特材	管道	40.63	43.42	3.04	126.89	25.06	7.58
管道			157.70	36.24	9.97	91.75		

数据来源:公司公告,华泰证券研究所;注:营业收入、归属于母公司股东的净利润单位:亿元;*为去年同期数据

图表18： 钢铁行业 38 家上市公司 2018Q4 营业收入及归属于母公司股东的净利润一览

股票代码	公司名称	行业	营业收入		归属于母公司股东的净利润		毛利率(%)	净利率(%)
			营业收入	同比(%)	股东的净利润	同比(%)		
000709.SZ	河钢股份	普钢	303.49	37.47	2.55	-3.78*	15.52	1.46
000717.SZ	韶钢松山	普钢	77.42	3.17	5.49	-28.31	12.87	7.10
000761.SZ	本钢板材	普钢	134.27	32.54	2.11	-20.50	5.92	1.57
000778.SZ	新兴铸管	普钢	88.35	48.85	2.91	2.06	20.02	1.81
000898.SZ	鞍钢股份	普钢	273.44	14.87	10.97	-52.72	11.51	4.02
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	225.86	10.15	13.04	-15.82	16.36	7.75
000959.SZ	首钢股份	普钢	173.21	7.51	2.63	-41.34	9.71	2.43
002075.SZ	沙钢股份	普钢	36.93	4.91	1.84	-45.19	16.66	9.30
002110.SZ	三钢闽光	普钢	94.23	-40.59	13.28	-54.89	31.24	14.13
600010.SH	包钢股份	普钢	189.21	0.63	10.20	55.78	14.68	5.39
600019.SH	宝钢股份	普钢	795.85	113.03	58.18	-22.45	13.41	7.67
600022.SH	山东钢铁	普钢	153.61	21.60	-3.11	-136.57	6.64	-1.70
600126.SH	杭钢股份	普钢	67.04	-9.43	3.32	-45.23	10.18	5.03
600231.SH	凌钢股份	普钢	49.72	8.53	-0.80	-137.76	4.50	-1.60
600282.SH	南钢股份	普钢	100.05	-4.97	5.71	-50.52	16.65	6.74
600307.SH	酒钢宏兴	普钢	92.19	-12.42	0.19	-2.44*	13.59	0.19
600569.SH	安阳钢铁	普钢	74.81	7.41	2.84	-54.50	12.63	3.75
600581.SH	八一钢铁	普钢	47.29	12.97	1.23	-59.36	11.70	2.60
600782.SH	新钢股份	普钢	161.75	11.89	19.57	12.76	12.92	12.11
600808.SH	马钢股份	普钢	188.35	-7.50	3.60	-74.10	13.26	3.55
601003.SH	柳钢股份	普钢	128.98	10.82	13.55	-2.57	15.35	10.51
601005.SH	重庆钢铁	普钢	52.02	2.94	3.08	-74.39	-0.48	5.92
600507.SH	方大特钢	普钢	45.04	17.97	6.12	-38.77	32.45	13.57
普钢			3553.11	20.95	178.50	-33.68		
600399.SH	ST 抚钢	特钢	14.96	73.33	27.33	-14.05*	30.74	182.76
600117.SH	西宁特钢	特钢	17.10	-47.18	-14.70	-765.19	-20.61	-85.39
002756.SZ	永兴特钢	特钢	11.58	4.52	0.57	-37.45	15.12	4.93
000825.SZ	太钢不锈	特钢	178.80	1.70	9.16	-62.81	14.60	5.02
300034.SZ	钢研高纳	特钢	3.61	87.72	0.39	156.74	32.00	13.73
000708.SZ	大冶特钢	特钢	31.65	11.43	1.30	11.43	12.51	4.10
特钢			257.69	-0.20	24.06	60.07		
000629.SZ	攀钢钒钛	原材料	44.95	51.95	10.43	440.12	29.74	23.40
601969.SH	海南矿业	原材料	3.27	-67.16	-2.30	-1815.33	17.60	-70.39
000655.SZ	金岭矿业	原材料	2.61	67.49	0.27	-4.12*	21.51	10.57
600532.SH	宏达矿业	原材料	13.15	1383.46	0.58	-0.32*	5.53	4.40
000923.SZ	河北宣工	原材料	14.38	-3.70	0.62	-0.59*	39.06	7.79
原材料			78.36	37.70%	9.59	-2.96*		
002478.SZ	常宝股份	管道	13.75	34.35	1.12	132.36	23.43	9.18
002443.SZ	金洲管道	管道	14.49	21.26	0.81	45.76	11.86	5.78
601028.SH	玉龙股份	管道	3.25	-17.54	-0.65	-1117.91	-0.26	-21.23
002318.SZ	久立特材	管道	10.78	28.79	0.88	241.18	30.96	8.76
管道			42.27	22.53	2.17	58.99		

数据来源：公司公告，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润单位：亿元；*为去年同期数据

图表19： 钢铁行业 38 家上市公司 2019Q1 营业收入及归属于母公司股东的净利润一览

股票代码	公司名称	行业	营业收入	同比(%)	归属于母公司			
					股东的净利润	同比(%)	毛利率(%)	净利率(%)
000709.SZ	河钢股份	普钢	250.34	17.19	3.73	-0.86	11.53	1.71
000717.SZ	韶钢松山	普钢	61.06	8.91	8.58	-52.76	16.30	14.06
000761.SZ	本钢板材	普钢	116.42	1.03	3.51	-22.54	7.44	3.02
000778.SZ	新兴铸管	普钢	94.46	11.91	3.78	-15.53	14.21	4.00
000898.SZ	鞍钢股份	普钢	215.13	13.71	15.90	-73.77	16.86	7.38
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	200.06	18.62	15.34	-28.78	16.23	9.49
000959.SZ	首钢股份	普钢	146.12	5.31	5.05	-45.65	13.37	4.43
002075.SZ	沙钢股份	普钢	33.76	-13.96	2.55	-60.62	22.68	15.66
002110.SZ	三钢闽光	普钢	60.79	37.31	9.66	-0.43	22.82	15.89
600010.SH	包钢股份	普钢	129.87	3.51	6.37	-23.50	18.32	4.89
600019.SH	宝钢股份	普钢	675.46	-3.06	50.21	-45.71	16.35	8.20
600022.SH	山东钢铁	普钢	118.04	17.27	6.21	-75.75	9.11	5.33
600126.SH	杭钢股份	普钢	65.42	-0.32	5.03	-12.96	13.05	7.73
600231.SH	凌钢股份	普钢	44.42	16.05	2.55	-73.08	11.84	5.74
600282.SH	南钢股份	普钢	103.69	13.95	10.08	-16.97	19.83	11.97
600307.SH	酒钢宏兴	普钢	98.14	-1.59	1.23	-74.81	9.88	1.24
600569.SH	安阳钢铁	普钢	62.58	-9.85	1.29	-55.62	10.24	2.06
600581.SH	八一钢铁	普钢	34.09	15.10	1.44	-234.64	11.92	4.23
600782.SH	新钢股份	普钢	125.05	8.00	8.70	-13.85	10.36	6.98
600808.SH	马钢股份	普钢	183.08	-3.23	14.18	-94.09	13.37	8.90
601003.SH	柳钢股份	普钢	113.50	-9.60	10.46	-63.32	12.51	9.22
601005.SH	重庆钢铁	普钢	51.52	3.02	3.50	-57.07	10.33	6.80
600507.SH	方大特钢	普钢	38.63	1.90	5.57	-15.63	29.22	14.53
普钢			3193.56	5.69	106.50	-45.36		
600399.SH	ST 抚钢	特钢	15.58	1.47	-0.22	-0.22*	8.94	-1.41
600117.SH	西宁特钢	特钢	16.56	13.91	0.11	43.16	16.54	0.81
002756.SZ	永兴特钢	特钢	11.50	2.99	0.92	10.61	15.15	7.95
000825.SZ	太钢不锈	特钢	181.07	-5.69	14.61	-76.41	16.50	7.93
300034.SZ	钢研高纳	特钢	1.62	85.21	0.20	54.76	24.64	13.00
000708.SZ	大冶特钢	特钢	30.08	0.71	0.91	-5.03	12.00	3.01
特钢			250.58	-2.28	6.30	-61.87		
000629.SZ	攀钢钒钛	原材料	31.86	27.52	4.68	61.07	23.58	15.20
601969.SH	海南矿业	原材料	5.03	34.14	-1.09	-1.09*	5.59	-21.85
000655.SZ	金岭矿业	原材料	2.46	17.28	0.15	102.82	23.65	5.49
600532.SH	宏达矿业	原材料	1.34	560.78	-0.15	-0.15*	3.54	-11.38
000923.SZ	河北宣工	原材料	11.45	4.80	0.34	213.11	59.71	4.51
原材料			71.07	36.35	9.17	134.15		
002478.SZ	常宝股份	管道	11.09	18.59	0.47	189.98	18.46	4.93
002443.SZ	金洲管道	管道	7.54	39.13	0.10	339.76	10.49	1.50
601028.SH	玉龙股份	管道	3.71	-78.67	0.04	-308.63	7.78	1.02
002318.SZ	久立特材	管道	8.93	13.26	0.48	48.87	23.11	5.53
管道			34.54	10.48	2.43	123.50		

数据来源：公司公告，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润单位：亿元；*为去年同期数据

选取部分财务指标进行汇总分析。我们选取营业收入、归属于母公司股东的净利润、毛利率、三费率（销售费用、管理费用、财务费用占营业收入比例，以下同）、销售净利率等财务指标进行年度、季度分析。

2018年，38家上市公司实现营业收入15409.53亿元，同比上行13.37%；归属于母公司股东净利润1039.61亿元，同比上行37.14%。单季度看，2018Q4、2019Q1业绩持续环比下行，2019Q1业绩出现同比负增长。38家上市公司业绩仍然为正，盈利继续反哺资产负债表，2018Q4-2019Q1资产负债率同比、环比下降。

图表20：38家上市钢企财务表现摘要（整体法，2018年）

	2018年	2017年	同比
营业收入	15409.53	13592.11	13.37%
归属于母公司股东的净利润	1039.61	758.06	37.14%
扣非净利润	975.05	702.04	38.89%
毛利率	15.58%	13.97%	1.61pct
三费率	6.62%	6.19%	0.43pct
销售净利率	7.30%	6.01%	1.29pct
ROE(平均)	15.98%	13.97%	2.01pct
资产负债率	56.95%	61.39%	-4.44pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

图表21：38家上市钢企财务表现摘要（整体法，2018Q4&2019Q1）

	2018Q4	同比	环比	2019Q1	同比	环比
营业收入	3931.43	19.60%	-4.16%	3549.74	5.60%	-9.71%
归属于母公司股东的净利润	214.32	-24.16%	-29.20%	124.41	-42.52%	-41.95%
扣非净利润	185.00	-22.61%	-38.24%	120.03	-44.20%	-35.12%
三费率	6.40%	0.15pct	-0.26pct	5.89%	-0.05pct	-0.5pct
毛利率	13.89%	-5.25pct	-2.95pct	10.78%	-4.08pct	-3.11pct
销售净利率	5.87%	-3.39pct	-2.18pct	4.36%	-2.62pct	-1.5pct
ROE(平均)	3.38%	-1.47pct	-1.24pct	1.78%	-1.73pct	-1.6pct
资产负债率	56.95%	-4.44pct	-1.51pct	56.23%	-3.94pct	-0.72pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

2018Q4以来普钢行业业绩持续向下

经营情况：营业收入仍高于75%分位

2018全年、2018Q4及2019Q1营业收入高于2007年以来75%分位。2018年，23家上市钢企销售收入合计13961.4亿元，同比增长13.2%，为自2007年以来最高值。三费率为6.22%，介于50%分位与75%分位之间，主要因钢企加大研发投入。

图表22：23家普钢行业上市钢企业经营表现（整体法，2018年）

	2018年	同比	25%分位	50%分位	75%分位
销售收入	13961.40	13.20%	8442.84	11100.25	12184.41
资产周转率	89.49%	7.67pct	82.52%	93.47%	112.75%
销售费用率	1.50%	0.01pct	1.12%	1.25%	1.50%
管理费用率	3.03%	0.44pct	2.76%	3.03%	3.17%
财务费用率	1.69%	0.06pct	1.18%	1.53%	1.97%
三费率	6.22%	0.51pct	5.07%	5.71%	6.62%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：为统一口径，研发费用包含在管理费用中；营业收入单位：亿元

单季普钢企业经营情况呈现环比逐步下行态势。2018Q4，23家上市钢企销售收入合计3553.11亿元，同比增长20.95%、环比减少4.95%；2019Q1，23家上市钢企销售收入合计3193.56亿元，同比增长5.69%、环比减少10.12%；2018Q4及2019Q1的单季营业收入高于2007Q1以来单季收入的75%分位。2019Q1三费率环比出现明显下降，其中管理费用环比下降0.48pct，最为明显，主要因河钢股份、宝钢股份等钢企研发费用降低，其中河钢股份研发费用环比下降14亿元，降幅达75%；宝钢股份研发费用环比下降11亿元，降幅达44%。

图表23：23家普钢行业上市钢企经营表现（整体法，2018Q4）

	2018Q4	同比	环比	25%分位	50%分位	75%分位
销售收入	3553.11	20.95%	-4.95%	2212.10	2788.72	3007.20
资产周转率	22.37%	2.97pct	-1.31pct	20.15%	23.11%	28.07%
销售费用率	1.57%	-0.12pct	0.12pct	1.09%	1.28%	1.50%
管理费用率	3.25%	0.72pct	0.41pct	2.56%	2.81%	3.28%
财务费用率	1.28%	-0.17pct	-0.58pct	1.21%	1.47%	1.97%
三费率	6.11%	0.43pct	-0.05pct	5.06%	5.63%	6.45%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；营业收入单位：亿元

图表24：23家普钢行业上市钢企经营表现（整体法，2019Q1）

	2019Q1	同比	环比	25%分位	50%分位	75%分位
销售收入	3193.56	5.69%	-10.12%	2212.10	2788.72	3007.20
资产周转率	20.08%	0.39pct	-2.28pct	20.15%	23.11%	28.07%
销售费用率	1.55%	0.05pct	-0.03pct	1.09%	1.28%	1.50%
管理费用率	2.77%	0.2pct	-0.48pct	2.56%	2.81%	3.28%
财务费用率	1.31%	-0.15pct	0.03pct	1.21%	1.47%	1.97%
三费率	5.63%	0.09pct	-0.48pct	5.06%	5.63%	6.45%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；营业收入单位：亿元

盈利能力：单季归母净利润同比环比双下滑

2018年普钢企业盈利为2007年来最佳表现。2018年，23家上市钢企归属于母公司股东的净利润合计938.52亿元，同比增长33.35%，为自2007年以来最高值。平均毛利率15.37%，同比增长1.76pct；平均销售净利率7.32%，同比增长1.15pct；平均ROE为16.27%，同比增长2.05pct，上述三项指标均为自2007年以来最高值。

图表25：23家普钢行业上市钢企盈利表现（整体法，2018年）

	2018年	同比	25%分位	50%分位	75%分位
归属于母公司股东的净利润(亿元)	938.52	33.35%	51.11	127.76	407.40
扣非净利润(亿元)	903.25	36.89%	7.77	96.28	399.91
毛利率	15.37%	1.76pct	6.62%	7.92%	12.75%
销售净利率	7.32%	1.15pct	0.47%	1.32%	5.21%
销售净利率(扣非口径)	6.47%	1.12pct	0.07%	0.99%	4.55%
EBIT/营业收入	10.07%	1.29pct	2.35%	3.44%	7.63%
EBITDA/营业收入	14.58%	1.71pct	6.85%	8.97%	12.23%
核心利润率	1.70%	-0.15pct	0.70%	1.03%	1.64%
ROE(平均)	16.27%	2.05pct	1.24%	3.08%	12.32%
ROA(总资产净利率)	6.55%	1.5pct	0.42%	1.16%	4.48%
ROIC	8.83%	1.87pct	0.56%	1.50%	6.12%
少数股东损益占比	57.79%	-5.66pct	33.77%	66.52%	270.19%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

2018Q4、2019Q1归母净利润滑落至75%分位以下。2018Q4，23家上市钢企归属于母公司股东的净利润合计178.5亿元，同比下降33.68%、环比下降37.45%，高于2007Q1以来单季净利润的75%分位；平均销售净利率为5.46%，平均ROE为2.94%，同比、环比均出现下降。

2019Q1，23家上市钢企归属于母公司股东的净利润合计106.5亿元，同比下降45.36%、环比下降40.34%，略高于来单季净利润的75%分位；平均销售净利率为3.74%，平均ROE为1.72%，同比、环比均出现下降。

图表26：23家普钢行业上市钢企盈利表现（整体法，2018Q4）

	2018Q4	同比	环比	25%分位	50%分位	75%分位
归属于母公司股东的净利润（亿元）	178.50	-33.68%	-37.45%	(8.81)	42.66	105.55
扣非净利润（亿元）	177.11	-23.79%	-37.29%	(26.20)	33.58	102.93
毛利率	13.55%	-5.45pct	-3.2pct	6.26%	7.79%	12.47%
销售净利率	5.46%	-4.49pct	-2.89pct	-0.40%	1.76%	4.91%
销售净利率（扣非口径）	4.98%	-2.93pct	-2.57pct	-0.91%	1.26%	4.49%
EBIT/营业收入	6.03%	-7pct	-6.7pct	1.94%	3.73%	6.70%
EBITDA/营业收入	10.56%	-7.41pct	-6.47pct	6.83%	8.40%	12.14%
核心利润率	1.45%	-1.67pct	-0.21pct	0.52%	0.97%	1.63%
ROE（平均）	2.94%	-2.29pct	-1.94pct	-0.20%	1.04%	3.09%
ROA（总资产净利率）	1.12%	-0.65pct	-0.68pct	-0.06%	0.36%	1.20%
ROIC	1.65%	-0.99pct	-1.01pct	-0.09%	0.50%	1.73%
少数股东损益占比	8.74%	0.11pct	-0.71pct	2.39%	3.93%	7.58%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

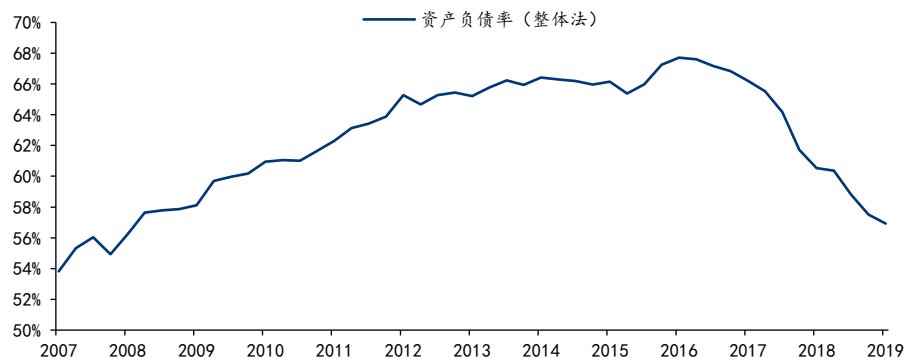
图表27：23家普钢行业上市钢企盈利表现（整体法，2019Q1）

	2019Q1	同比	环比	25%分位	50%分位	75%分位
归属于母公司股东的净利润（亿元）	106.50	-45.36%	-40.34%	(8.81)	42.66	105.55
扣非净利润（亿元）	104.24	-46.17%	-41.14%	(26.20)	33.58	102.93
毛利率	10.32%	-4.18pct	-3.22pct	6.26%	7.79%	12.47%
销售净利率	3.74%	-3.31pct	-1.72pct	-0.40%	1.76%	4.91%
销售净利率（扣非口径）	3.26%	-3.14pct	-1.72pct	-0.91%	1.26%	4.49%
EBIT/营业收入	5.92%	-3.94pct	-0.1pct	1.94%	3.73%	6.70%
EBITDA/营业收入	10.96%	-3.98pct	0.41pct	6.83%	8.40%	12.14%
核心利润率	0.85%	-1.4pct	-0.6pct	0.52%	0.97%	1.63%
ROE（平均）	1.72%	-1.84pct	-1.22pct	-0.20%	1.04%	3.09%
ROA（总资产净利率）	0.67%	-0.6pct	-0.45pct	-0.06%	0.36%	1.20%
ROIC	0.98%	-0.9pct	-0.67pct	-0.09%	0.50%	1.73%
少数股东损益占比	12.22%	2.95pct	3.48pct	2.39%	3.93%	7.58%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

负债结构：利润继续反哺资产负债表

2018Q4末，资产负债率为57.51%，同比下降4.21pct，环比下降1.29pct，低于25%分位。2019Q1末，资产负债率继续下降至56.94%，同比下降3.6pct，环比下降0.57pct。尽管钢企业绩在2018Q4、2019Q1出现环比下滑，但仍然盈利，有利于钢企降低资产负债率。

图表28：23家普钢行业上市钢企资产负债率（整体法）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29：23家普钢行业上市钢企资产负债率分布

	2018Q4	同比	环比	2019Q1	同比	环比	25%分位	50%分位	75%分位
资产负债率	57.51%	-4.21pct	-1.29pct	56.94%	-3.6pct	-0.57pct	59.25%	63.43%	65.98%
总负债	9137.86	-3.30%	-2.15%	9059.40	-2.66%	-0.86%	5782.30	8176.56	9246.39

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：总负债位：亿元

ST 抚特完成债务重组改善特钢业绩

2018年特钢企业关键盈利指标同比上行。2018年，6家特钢企业实现营业收入1038.4亿元，同比增长9.14%；归属于母公司股东的净利润65.43亿元，同比增长57.7%；扣非后净利润37.27亿元，同比增长6.26%，两者间存较大差异，主要因ST抚钢债务重组利得；毛利率14.58%，同比下降0.54pct；资产负债率60.66%，同比下降7.26pct。

图表30：6家特钢行业上市钢企财务表现摘要（整体法，2018年）

	2018年	同比	2017年
营业收入	1038.40	9.14%	951.41
归属于母公司股东的净利润	65.43	57.70%	41.49
扣非净利润	37.27	6.29%	35.07
三费率	8.66%	-0.11pct	8.77%
毛利率	14.58%	-0.54pct	15.12%
销售净利率	6.26%	2.15pct	4.10%
ROE(平均)	15.77%	4.13pct	11.64%
资产负债率	60.66%	-7.26pct	67.93%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

ST 抚钢完成债务重组干扰单季盈利数据。2018Q4，6家特钢行业上市钢企实现营业收入257.69亿元，同、环比基本持平；归属于母公司股东的净利润24.06亿元，同比增加60.07%，环比增加189.12%；扣非后净利润为-2.95亿元，同、环比降幅超100%，与归属于母公司股东的净利润存在较大差异，主要原因为ST抚钢债务重组利得29亿元。

2019Q1，6家特钢行业上市钢企实现营业收入250.58亿元，同、环比略微下降；归属于母公司股东的净利润6.30亿元，同比下降61.87%，环比下降73.81%；扣非后净利润5.02亿元，同比下降69.01%。2018Q4、2019Q1资产负债情况逐步改善，特别是2018Q4环比下降4.28pct，主要因ST抚钢通过债务重组，改善资本负债结构。

图表31：6家特钢行业上市钢企财务表现摘要（整体法，2018Q4&2019Q1）

	2018Q4	同比	环比	2019Q1	同比	环比
营业收入	257.69	-0.20%	-0.98%	250.58	-2.28%	-2.76%
归属于母公司股东的净利润	24.06	60.07%	189.12%	6.30	-61.87%	-73.81%
扣非净利润	(2.95)	-131.28%	-137.17%	5.02	-69.01%	-
三费率	8.45%	-0.65pct	-0.4pct	6.46%	-1.15pct	-1.99pct
毛利率	13.21%	-6.26pct	0.23pct	9.72%	-5.78pct	-3.49pct
销售净利率	9.34%	4.1pct	6.18pct	2.74%	-3.62pct	-6.6pct
ROE(平均)	5.63%	1.65pct	3.53pct	1.38%	-2.91pct	-4.25pct
资产负债率	60.66%	-7.26pct	-4.28pct	58.87%	-7.27pct	-1.8pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

4家管道加工企业业绩同比上涨92%

4家管道加工企业2018年实现营业收入157.70亿元，同比增长36.24%；归属于母公司股东的净利润9.97亿元，同比增长91.75%；三费率为10.43%，同比基本持平；销售净利率为6.69%，同比增长2.06pct。

图表32：4家管道行业上市钢企财务表现摘要（整体法，2018年）

	2018年	同比	2017年
营业收入	157.70	36.24%	115.75
归属于母公司股东的净利润	9.97	91.75%	5.20
扣非净利润	8.37	158.11%	3.24
三费率	10.43%	-0.12pct	10.55%
毛利率	18.41%	3.62pct	14.79%
销售净利率	6.69%	2.06pct	4.63%
ROE(平均)	8.97%	3.85pct	5.11%
资产负债率	30.98%	-0.71pct	31.69%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

单季看，2018Q4，4家管道行业加工企业营业收入42.27亿元，同比增长22.53%，环比基本持平；归属于母公司股东的净利润为2.17亿元，同比增长58.99%，环比下降26.74%；销售净利率为5.57%，同比增长1.45pct，环比下降1.76pct。2019Q1，实现营业收入34.54亿元，同比增长10.48%，环比下降18.28%；归属于母公司股东的净利润为2.43亿元，同比增长123.5%，环比下降12.14%；销售净利率为9.06%，同比增长5.25pct，环比下降3.49pct。2018Q4、2019Q1营业收入情况环比逐步下行，但2019Q1盈利情况同、环比出现改善，且资产负债率出现明显下行。

图表33：4家管道行业上市钢企财务表现摘要（整体法，2018Q4&2019Q1）

	2018Q4	同比	环比	2019Q1	同比	环比
营业收入	42.27	22.53%	-0.27%	34.54	10.48%	-18.28%
归属于母公司股东的净利润	2.17	58.99%	-26.74%	2.43	123.50%	12.14%
扣非净利润	1.75	125.26%	-39.64%	2.02	141.28%	69.16%
三费率	12.06%	0.42pct	2.33pct	10.71%	-0.5pct	-1.34pct
毛利率	19.56%	3.7pct	-0.23pct	19.79%	3.19pct	0.23pct
销售净利率	5.57%	1.45pct	-1.76pct	9.06%	5.25pct	3.49pct
ROE(平均)	2.08%	0.73pct	-0.59pct	2.10%	1.09pct	0.02pct
资产负债率	30.98%	-0.71pct	-2.55pct	28.56%	-3.1pct	-2.41pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

原材料企业攀钢钒钛业绩改善明显

受益于螺纹新标，2018年攀钢钒钛业绩改善。针对选定的5家原材料行业企业进行分析，2018年实现营业收入252.04亿元，同比增长31.60%；归属于母公司股东的净利润25.70亿元，同比增长240.59%；三费率为17.42%，同比下降3.68pct。其中，攀钢钒钛营业收入达151.61亿元，同比增长60.68%，归属于母公司股东的净利润达30.90亿元，同比增长257.96%。

5家原材料企业除攀钢钒钛外，均为铁矿石企业，2018年PB粉均价同比下跌44元/吨，降幅达8%，铁矿石企业业绩改善不明显；攀钢钒钛业绩受益于地条钢产能去化及钢筋新标执行，钒产品市价于2018年9月起大幅上涨，五氧化二钒（98%片，四川）全年均价上涨15万元/吨，涨幅达131%。

图表34：5家原材料行业上市钢企财务表现摘要（整体法，2018年）

	2018年	同比	2017年
营业收入	252.04	31.60%	191.51
归属于母公司股东的净利润	25.70	240.59%	7.55
扣非净利润	26.16	571.62%	3.89
三费率	17.42%	-3.68pct	21.10%
毛利率	29.50%	-1.1pct	30.60%
销售净利率	10.79%	5.44pct	5.36%
ROE(平均)	12.23%	7.55pct	4.68%
资产负债率	33.83%	-6.2pct	40.03%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元

2019Q1 钒价下跌拖累原材料企业环比表现。单季度看，2018Q4，5家原材料行业上市公司营业收入78.36亿元，同比上行37.7%，环比上行27.78%；归属于母公司股东净利润为9.59亿元，去年同期为-2.96亿元，环比增长57.64%，环比上行主要因攀钢钒钛受益于钒价格上涨。

2019Q1，5家原料企业实现营业收入71.07亿元，同比增长36.35%，环比下降9.31%；归属于母公司股东的净利润9.17亿元，同比增长134.15%，环比下降4.37%，环比下降或因钒价于2019Q1出现环比回落。

图表35：5家原材料行业上市钢企财务表现摘要（整体法，2018Q4&2019Q1）

	2018Q4	同比	环比	2019Q1	同比	环比
营业收入	78.36	37.70%	27.78%	71.07	36.35%	-9.31%
归属于母公司股东的净利润	9.59	-2.96*	57.64%	9.17	134.15%	-4.37%
扣非净利润	9.09	-3.54*	44.64%	8.75	97.83%	-77.88%
三费率	9.60%	-9.9pct	-15.66pct	13.24%	-4.59pct	3.64pct
毛利率	26.61%	2.2pct	-7.79pct	28.87%	-0.4pct	2.26pct
销售净利率	13.01%	18.01pct	2.6pct	19.83%	11.68pct	6.81pct
ROE(平均)	4.70%	6.18pct	1.79pct	4.01%	2.06pct	-0.69pct
资产负债率	33.83%	-6.2pct	-1.78pct	31.75%	-7.17pct	-2.08pct

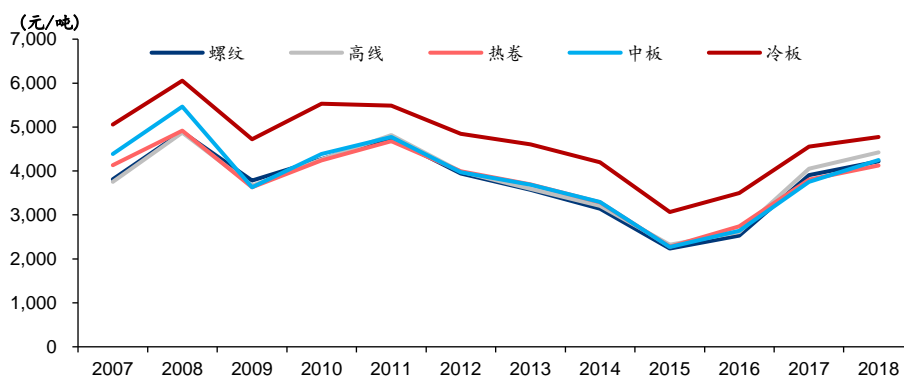
资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：营业收入、归属于母公司股东的净利润、扣非净利润单位：亿元；*为去年同期

2018-2019Q1, 钢铁行业基本面回顾

2018Q4、2019Q1 钢铁供需转差

2018年多品种价格接近2007年来75%历史分位。从近10年数据看,2018年高线价格表现最佳,超过历史75%分位,螺纹、热卷、中板和冷板价格均接近75%分位。同比看,五大品种价格较2017年均有一定程度上行,其中中板价格同比增幅最大,为489元/吨,冷板同比增幅最小,为218元/吨,或与下游汽车表现不佳有关——2018年汽车产量、销量增速分别为-3.8%、-2.8%,是1990年以来中国汽车首次负增长。

图表36: 2007-2018年钢材价格走势



资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

图表37: 2007-2018年钢材价格分布

	螺纹	高线	热卷	中板	冷板
1/4分位	3253	3306	3371	3378	4286
2/4分位	3860	3868	3899	3865	4748
3/4分位	4255	4382	4214	4387	5380
2018年	4216	4422	4122	4246	4772
同比	308	371	320	489	218

资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所; 单位: 元/吨

2018Q4-2019Q1 供需恶化, 钢材价格同比环比下行。2018Q4, 长材和板材的价格出现分化, 长材价格同比、环比波动较小, 或因在地条钢产能去化、环保限产的背景下, 钢铁供给曲线发生改变, 电弧炉边际成本曲线成为供给曲线的尾部, 在需求未大幅下行情况下, 成为边际价格的制定者, 对长材价格形成支撑。而卷板价格同比、环比下行较多, 一方面因环保限产同比、环比放松, 另外一方面因四季度汽车景气度同比、环比下行。

2019Q1, 长材、板材价格均出现同比下行, 与环保限产同比放松有关; 环比看, 板材表现较长材强, 或与年初工业企业补库有关。

图表38: 2017Q1-2019Q1 钢材价格季度均价

	螺纹	高线	热卷	普板	冷板
2017Q1	3579	3693	3745	3624	4761
2017Q2	3660	3747	3255	3345	3927
2017Q3	4060	4208	4011	3887	4629
2017Q4	4369	4597	4231	4204	4928
2018Q1	4066	4234	4082	4147	4856
2018Q2	4068	4302	4171	4362	4696
2018Q3	4413	4636	4293	4409	4869
2018Q4	4327	4523	3928	4049	4657
2019Q1	3944	4084	3799	3915	4433

资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所; 单位: 元/吨

2018Q4，事件推动铁矿价格强势

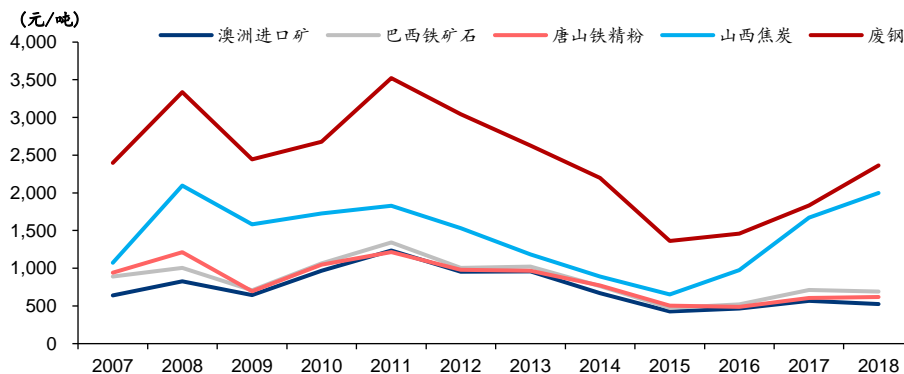
2018年全年看，铁矿石价格处于近10年历史低位。从近10年数据看，2018年澳洲PB粉和巴西卡粉价格均在2007年来的25%分位以下，全年铁矿石价格同比下行。一方面因环保限产，导致铁矿石需求增量不及四大矿山高品矿的增量、短流程产量替代长流程产量，另一方面，地条钢产能去化后，原由地条钢使用的废钢进入长流程钢厂，在一定程度上替代了铁矿石。

图表39：2007年-2018年原材料价格均价

	澳洲pb粉	巴西卡粉	唐山铁精粉	山西焦炭	废钢
2007	639	892	942	1074	2399
2008	826	1007	1212	2097	3337
2009	645	706	697	1582	2443
2010	965	1064	1047	1726	2679
2011	1235	1342	1214	1831	3522
2012	954	1005	979	1531	3042
2013	957	1022	967	1184	2626
2014	670	763	770	889	2198
2015	427	474	505	652	1362
2016	464	520	488	975	1461
2017	568	711	604	1670	1833
2018	524	690	620	1997	2364

资料来源：中联钢，华泰证券研究所；单位：元/吨

图表40：2017-2018主要原材料季度均价（含税价）



资料来源：中联钢，华泰证券研究所

图表41：2007-2018年原材料价格分布

	澳洲进口矿	巴西铁矿石	唐山铁精粉	山西焦炭	废钢
1/4分位	535	694	608	1000	1925
2/4分位	658	828	856	1556	2421
3/4分位	956	1018	1030	1805	2951
2018年	524	690	620	1997	2364
同比	-44	-21	16	327	531

资料来源：中联钢，华泰证券研究所；单位：元/吨

2018Q4至2019Q1，脱轨等事件驱动铁矿石价格上行。2018Q4，力拓港口检修、BHP脱轨等事件，澳洲对中国发货季同比、季环比下行，叠加中国环保限产同比、环比放松及春节前钢厂集中补库存等影响，铁矿价格同比、环比上行。

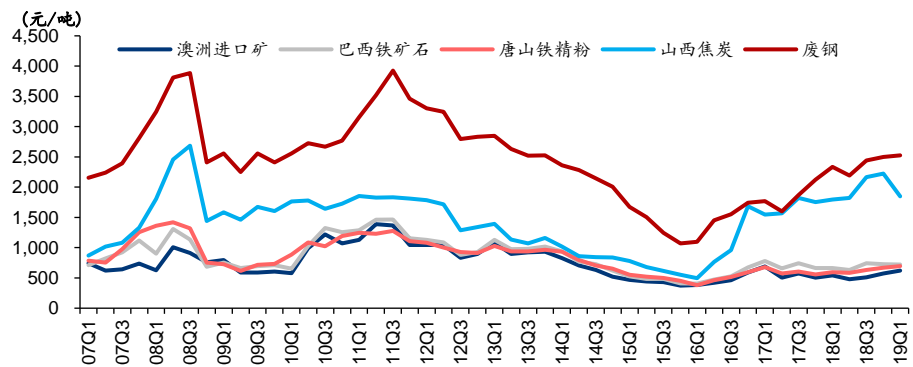
2019Q1，VALE矿难及此后西澳Veronica台风盛行，澳洲矿山发货进一步受影响，铁矿石价格上行较多。此外，我们认为受前期四大矿山资本开支计划下行影响及铁矿石、废钢增量下行、环保限产减弱等因素影响，铁矿石或步入中长期景气期。

图表42: 2017Q1-2019Q1 原材料均价

季度均价	澳洲进口矿	巴西铁矿石	唐山铁精粉	山西焦炭	废钢
2017Q1	690	779	677	1545	1767
2017Q2	503	657	572	1570	1598
2017Q3	572	740	605	1819	1869
2017Q4	504	665	559	1754	2123
2018Q1	544	664	596	1796	2335
2018Q2	478	631	586	1821	2191
2018Q3	508	743	632	2163	2442
2018Q4	571	727	670	2225	2500
2019Q1	622	722	693	1850	2525

资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所; 单位: 元/吨

图表43: 2007Q1-2019Q1 原材料价格走势



资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

图表44: 2007Q1-2019Q1 原材料价格分布

	澳洲进口矿	巴西铁矿石	唐山铁精粉	山西焦炭	废钢
1/4 分位	533	664	600	1017	2066
2/4 分位	644	753	753	1570	2442
3/4 分位	929	1058	1026	1800	2803
2018Q4	571	727	670	2225	2500
同比	67	62	111	471	377
环比	63	-16	38	62	58
2019Q1	622	722	693	1850	2525
同比	78	58	98	54	190
环比	51	-5	23	-375	25

资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所; 单位: 元/吨

图表45： 近期 VALE 矿难后续事件汇总

时间	事件	信息
2019.3.18	Guaíba 港口禁令被解除	VALE 官方宣布已收到法庭解除 Guaíba 港口禁令的通知，公司可立即恢复该港口的作业活动。VALE 再次重申，该港口所有证件均齐全，并在有效期内
2018.3.19	Minervino 及 Cordao Nova Vista 两座尾矿坝被要求关停	VALE 收到法院通知要求关停 Minervino 及 Cordao Nova Vista 两座尾矿坝，并要求公司提供相关矿坝结构稳定性证明。据称，这些尾矿坝靠近 VALE 的 Cauê 矿区。但 Cauê 矿区所使用矿坝为非上游式尾矿坝，因此此次矿坝关停对生产造成影响的可能性非常小
2019.3.19	Brucutu 矿区作业活动及 Laranjeiras 尾矿坝的运营被批准恢复	VALE 官方宣布其收到来自米纳斯吉拉斯 (Minas Gerais) 州检查厅的文件，批准恢复其 Brucutu 矿区作业活动及 Laranjeiras 尾矿坝的运营。但目前该矿区及尾矿坝仍处于关停中，最终重启的时间仍旧需要得到环保部的最终答复。Brucutu 矿区是 Minas Gerais 州规模最大的矿区，铁矿年产能约 3000 万吨，约占 VALE 原计划年产能的 8%。今年 2 月初 VALE 事故后，政府于 2 月 4 日下令关停后，Laranjeiras 尾矿坝及 Brucutu 矿区后就一直处在关停状态
2019.3.20	Alegria 矿山被 VALE 暂时性关停	VALE 公司官方称其已暂停其位于 Mariana 综合项目下的 Alegria 矿山的作业活动。Alegria 矿山不属于此前 VALE 公司宣布要关闭的 10 座尾矿坝而影响的矿区关停名单中，该矿山铁矿年产量约 1000 万吨。此次暂时性关停主要由于该矿山尾矿坝虽具备结构稳定性证明，但并未进行压力测试。因此，作为预防性措施，VALE 官方决定暂时关停该矿区。有关人员将在承压条件下对对应矿坝进行稳定性检测，一旦检测结束且结果证明有稳定保证，此矿区将复产
2019.3.22	Brucutu 矿区的 PDE3 及 Barragem Sul 尾矿坝被审查	巴西检查厅要求 VALE 公司提交 Brucutu 矿区的 PDE3 及 Barragem Sul 尾矿坝稳定性评估证明，并通过独立审计公司对这两个大坝重新进行安全稳定性评估。另外，巴西检查厅要求 VALE 提供最新地质检查，完成提交尾矿坝稳定性评估证明及危险紧急预警计划
2019.3.25	法院发布 VALE 尾矿坝禁令 Brucutu 矿区未能按时开启	巴西法院下达对 VALE 尾矿坝生产禁令，包括：Paracatu, Lavra Azul, Didão Leste, Mosquito, Cobras, Sul, Sabiá, B3, Estrada de São Gonçalo, Principal, Captação, Poclga, Athayde dam 等尾矿。由于 Brucutu 矿区的精粉厂废料排至 Sul 尾矿坝，影响 Brucutu 矿区生产。因此，Brucutu 矿区不能按此前计划重新运营。
2019.3.29	VALE 官方宣布提升另外三座尾矿坝预警级别	VALE 官网宣布尾矿坝 B3/B4、Forquilha 1 号及三号尾矿坝经过审查未达到国家矿业局 (ANM) 的新出的安全规定，因此作为预防措施，公司将这三座尾矿坝预警级别从 2 级提升至 3 级
2019.3.29	VALE 官方宣布 2019 年铁矿销售预估量	VALE 公司依据相关规定官方宣布其 2019 年铁矿销售量预计在 3.07 亿吨至 3.32 亿吨之间。2018 年 VALE 铁矿总销售量 (含球团) 为 3.66 亿吨
2019.4.1	VALE 官方声明尾矿坝稳定性情况	VALE 官方宣布其 80 座在用尾矿坝的结构稳定性证明原定于 2019 年 3 月 31 日失效，目前这些尾矿坝的稳定性证明已更新。此前 VALE 针对其上游尾矿坝进行重新紧急预警评估及对周边可能影响区域居民进行疏散，而这些处于暂停状态的上游尾矿坝的稳定性证明并未更新
2019.4.16	法院已同意暂停施行关于 Brucutu 矿区关停决定	VALE 官方宣布米纳斯吉拉斯州法院已同意暂停施行关于 Brucutu 矿区关停决定。法院同意 Brucutu 矿区于文件发布后 72 小时后完全重新运营。VALE 再次确认 2019 年铁矿石及球团销售量目标在 3.07-3.32 亿吨，与此前发布销售目标一致。其目前销售预期应在中等范围内。
2019.4.19	VALE 的 Brucutu 矿区已恢复作业	4 月 19 日外媒消息称，据 Mariana 工会主席表示，继 4 月 16 日法院批准 VALE 的 Brucutu 矿区在 72 小时内复产决定后，截至目前 Brucutu 矿区已恢复生产，该矿区作业工人也已陆续重返工作岗位。

资料来源：Mysteel，华泰证券研究所

2018 年吨钢毛利润为近十年最高

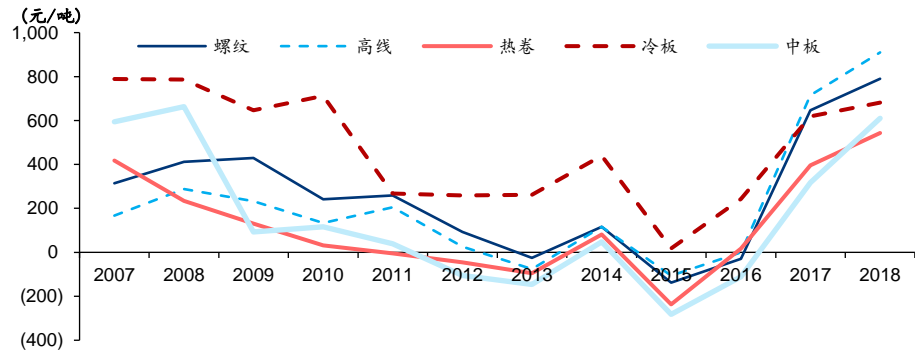
从近 10 年数据看，螺纹、高线、热卷品种的吨毛利均为高点，冷板、中板吨毛利均位于 75%分位以上，其中中板吨毛利同比增幅最大，为 293 元/吨，冷板吨毛利同比增幅最小，为 63 元/吨，或与 2018 年汽车产销负增速有关。

图表46： 2007-2018 年各钢材品种吨毛利润

	螺纹	高线	热卷	冷板	中板
2007	315	168	417	789	594
2008	412	287	235	787	663
2009	430	233	131	647	93
2010	242	134	31	712	116
2011	259	206	(5)	268	39
2012	93	26	(45)	258	(106)
2013	(25)	(76)	(96)	262	(147)
2014	116	116	81	440	48
2015	(138)	(106)	(237)	18	(282)
2016	(29)	(1)	17	243	(111)
2017	646	714	396	618	317
2018	790	910	543	682	609

资料来源：中联钢，Mysteel，华泰证券研究所

图表47： 2007-2018年钢材毛利走势



资料来源：中联钢，华泰证券研究所

图表48： 2007-2018年钢材毛利分布

	螺纹	高线	热卷	冷板	中板
1/4分位	5	6	-35	259	-110
2/4分位	250	151	56	529	70
3/4分位	426	274	355	704	525
2018年	790	910	543	682	609
同比	144	195	147	63	293

资料来源：中联钢，华泰证券研究所；单位：元/吨

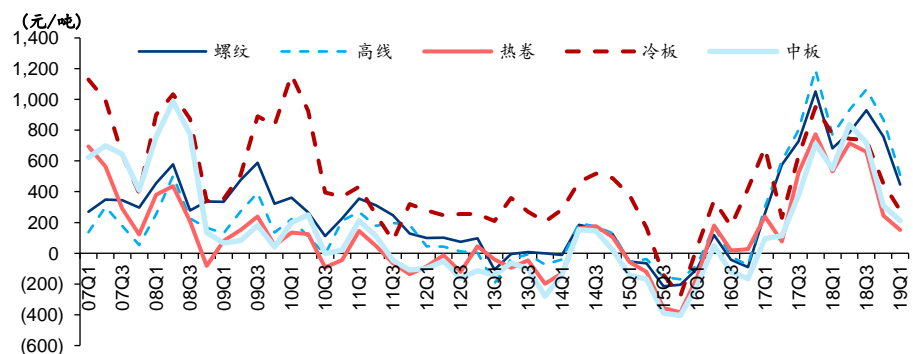
从季度数据看，2018Q4、2019Q1吨毛利数据整体表现均较差，同比、环比均出现下行。2018Q4以板材下行最为明显，热卷同比下行530元/吨，环比下行415元/吨；冷板同比下行497元/吨，环比下行283元/吨。2019Q1由于工业企业补库存，卷板利润环比下行较少。

图表49： 2017Q1-2019Q1各钢材品种吨毛利

	螺纹	高线	热卷	冷板	中板
2017Q1	259	301	238	686	94
2017Q2	577	600	76	230	113
2017Q3	728	800	525	633	379
2017Q4	1052	1193	774	950	711
2018Q1	683	770	532	774	548
2018Q2	786	933	714	745	838
2018Q3	930	1064	659	736	719
2018Q4	759	869	244	453	309
2019Q1	448	509	152	278	212

资料来源：中联钢，Mysteel，华泰证券研究所

图表50： 2007Q1-2019Q1钢材毛利走势



资料来源：中联钢，华泰证券研究所

图表51： 2007Q1-2019Q1 钢材毛利分布

	螺纹	高线	热卷	中板	冷板
1/4 分位	40	-7	-74	255	-111
2/4 分位	259	174	80	391	83
3/4 分位	405	287	238	741	344
2018Q4	759	869	244	453	309
同比	-293	-324	-530	-497	-402
环比	-171	-195	-415	-283	-410
2019Q1	448	509	152	278	212
同比	-235	-261	-380	-496	-336
环比	-311	-360	-92	-175	-97

资料来源：中联钢，华泰证券研究所；单位：元/吨

风险提示

地产销售、新开工情况不及预期

2019年4月，中央政治局会议再提“房住不炒”，降低市场对地产预期，后期地产或承压，销售、新开工情况或无法维持2019Q1良好增长态势。

汽车、家电等下游行业或持续低迷

2019年初至今，汽车、家电行业转弱，其中汽车产销均同比下行，后期若持续低迷，或难带动相关领域用钢需求。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com