

钢铁 II

行业估值系列专题

超配

(维持评级)

2019年05月22日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《钢铁行业周报(5月13日-5月19日): 矿价突破百元大关, 钢厂盈利仍有韧性》——2019-05-20
- 《钢铁行业周报(5月6日-5月12日): 高产量下钢厂利润双向承压》——2019-05-13
- 《钢铁行业2019年5月投资策略暨2018年年报及2019年一季度总结: 盈利压力与韧性并存》——2019-05-10
- 《钢铁行业周报(4月15日-4月21日): 需求旺盛, 高产量抑制降库速度》——2019-04-22
- 《钢铁行业周报(4月8日-4月14日): 供需两旺延续, 行业盈利提升》——2019-04-15

联系人: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

行业专题

供改后的钢铁板块估值

● 供需错配下的钢铁行业

钢铁行业是典型的周期行业, 随着供求关系的改变, 钢材价格以及行业盈利表现出大幅波动。行业发展大致遵循着经济高速增长→钢材需求爆发→钢材供不应求→钢价上涨→利润大幅上涨→产能扩张, 经济增速回落→钢材消费减弱→钢材供大于求→钢价下跌→企业利润大幅缩减。需求影响钢价趋势, 供给影响波动弹性, 在供需关系不断打破与再平衡的过程中, 钢铁行业呈现周期波动。

● 盈利的大幅波动长期抑制板块估值

回顾钢铁板块十余年来的估值情况, 板块市盈率波动剧烈, 市净率多次跌破1倍。当前, 钢铁板块 ROE 居前而估值水平处于各行业末尾, 盈利的大幅波动使市场给予板块更高的风险溢价, 进而长期抑制着板块估值。

● 供给侧结构性改革重塑钢铁行业格局

经过供给侧结构性改革, 行业落后产能出清, 新增产能严格受控, 实现了行业格局的重塑。当前, 钢铁行业过度投资问题得到解决, 并开始能自主通过度钢的合理添加及流向变化实现产量的调控, 使钢材价格波动趋缓。同时, 行业集中度的提升, 使产业链盈利向钢厂倾斜。预期行业盈利将恢复到正常水平。行业盈利韧性得到提高, 从长期看有助于板块估值的提升。

● 供给侧结构性改革为企业提质增效提供时间窗口

供给侧结构性改革红利下, 钢铁企业盈利好转, 得以加速降本增效工作的开展。经过三年的深入挖潜, 大部分钢厂运营效率大幅提高, 资产负债表修复, 成本负担有明显降低。我们认为, 成本护城河拓宽的钢铁企业即使再度面对2015年那样的行业格局, 其中很多也能保持盈利。同时, 因为产能严控, 投资方向受限, 钢厂均倾向于大比例现金分红, 高股息率吸引市场关注, 个股估值有提升空间。

● 投资策略-行业盈利韧性提升, 把握估值修复机会

从基本面角度看, 行业估值向上修复的力量来自两个方面。一是市场悲观预期修复带来的估值修复。2019年, 在需求下行压力下, 供给增量有限, 行业盈利虽有下降趋势, 但降幅可控, 前期市场对于行业盈利下滑幅度预期过度悲观, 随着行业盈利低位的确定有望使板块估值回归。盈利韧性强的超跌个股向上修复空间相对较大, 建议关注三钢闽光、华菱钢铁。

二是行业估值中枢的提升。经过供给侧结构性改革, 行业盈利的稳定性提升, 且高分红特征突出。行业或区域龙头、分红稳定的钢厂有望受益于此抬升估值, 建议重点关注宝钢股份、大冶特钢、方大特钢。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600019	宝钢股份	增持	6.75	150,364	0.63	0.70	10.7	9.6
000708	大冶特钢	买入	13.59	6,107	1.15	1.28	11.8	10.6
600507	方大特钢	增持	9.80	14,209	1.35	1.60	7.3	6.1
002110	三钢闽光	增持	17.68	28,896	1.91	2.03	9.3	8.7
000932	华菱钢铁	增持	6.46	19,481	1.42	1.47	4.5	4.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

供需错配下的钢铁行业，钢价、盈利、估值波动巨大。从基本面出发，我们认为钢铁行业盈利情况及公司业绩的大幅波动导致估值大起大落，过去盈利的波动巨大使市场给予板块更高的风险溢价，盈利的韧性不足是长期压制板块合理估值的重要原因。

2015 年底开始的供给侧结构性改革是钢铁行业的一次转折。这场全面变革带来的不仅是阶段性供给紧张使得行业持续两年的高盈利，更是实现了对行业格局的重塑，促使行业盈利韧性提高，企业盈利能力得到确定性的改善。从中长期看，行业估值中枢有望得到提高。行业或区域龙头、分红稳定的钢厂将受益于行业估值中枢的提升。可重点关注宝钢股份、大冶特钢、方大特钢。

经过供给侧结构性改革，钢铁板块上市企业降本增效工作普遍得到了有效推进，企业成本护城河拓宽，盈利能力提升。当前，行业需求下行压力大，企业盈利虽会回落，但仍有望保持合理水平。前期市场对于行业盈利下滑幅度预期过度悲观，随着需求下行，行业盈利低位的确定有望使板块估值回归。盈利韧性强的超跌个股向上修复空间相对较大，建议关注三钢闽光、华菱钢铁。

核心假设或逻辑

第一，我们认为钢铁行业作为典型的周期性行业，其估值变化受到基本面、心理面以及市场面的综合影响。本文主要探讨基本面变化对钢铁行业估值影响。我们认为盈利波动性大是市场给予板块更高的风险溢价，抑制板块估值的原因，经过供给侧结构性改革，行业盈利韧性提高有望带动板块估值中枢的提高。

第二，我们认为行业盈利韧性得到了确定性改善。因为经过供给侧结构性改革，钢铁行业产能严控，供给端变化受限且落后产能清退，这不仅使过度投资问题得到解决，行业也开始能自主通过废钢的合理添加及流向变化实现产量的调控，使钢材价格波动趋缓。同时，行业集中度的提升，使产业链盈利向钢厂倾斜，成本端有利于钢厂。

第三，个股估值存在低估。当前行业盈利韧性有改善，在盈利向上周期内，钢铁企业经过三年的深入挖潜，大部分钢厂运营效率大幅提高，成本负担有明显降低，且高比例现金分红有望延续。但市场对于钢铁上市公司业绩预期过于悲观，随着盈利低位的确定，个股估值存在修复空间。

与市场预期不同之处

第一，我们认为钢铁板块估值低不是单一因素导致的，其估值变化受到基本面、心理面以及市场面的综合影响。

第二，我们认为经过供给侧结构性改革，行业盈利能力得到了确定性的提高，即使需求下滑，钢厂盈利仍能保持合理水平。

股价变化的催化因素。

第一，行业盈利能力的变化。

第二，行业估值水平的变化。

核心假设或逻辑的主要风险

行业需求端出现超预期下滑。

内容目录

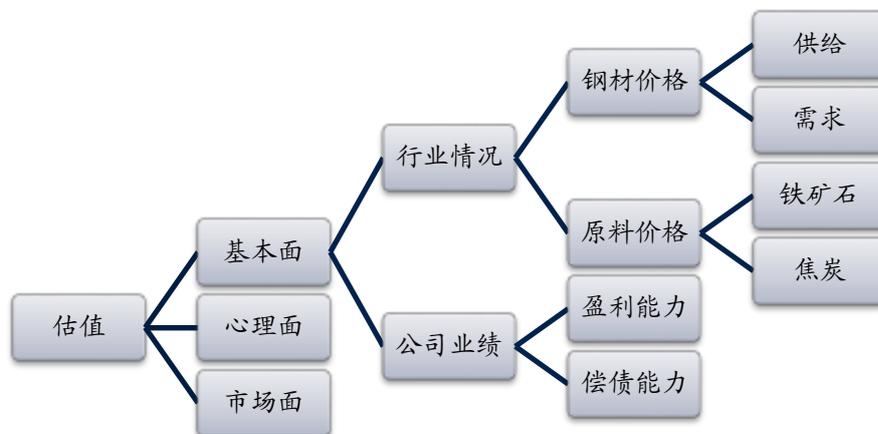
供需错配下的钢铁行业	5
钢价与盈利大幅波动.....	5
需求主要随地产周期波动.....	6
产能盲目扩张加剧行业波动.....	9
盈利的大幅波动长期抑制板块估值	10
业绩变化下市盈率波动剧烈.....	11
钢铁板块多次破净.....	12
估值低于其他传统周期性行业.....	13
供给侧结构性改革重塑钢铁行业格局	14
供需趋于合理，钢价韧性提高.....	14
产业链盈利向钢厂端倾斜.....	15
行业盈利韧性的提高助推板块估值提升.....	17
供给侧结构性改革为企业提质增效提供时间窗口	17
长材企业市净率普遍高于板材企业.....	18
运营效率提升.....	19
成本费用下降.....	21
分红比例提升.....	21
投资策略-行业盈利韧性提升，把握估值修复机会	22
风险提示	23
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

图 1: 钢铁板块估值分析逻辑	5
图 2: 上海地区钢材价格 (元/吨)	6
图 3: 申万钢铁板块归母净利润合计 (亿元)	6
图 4: 我国粗钢产能、产量及表观需求量 (亿吨)	6
图 5: 钢价在供需错配下不断波动 (亿吨, 元/吨)	6
图 6: 2017 年钢铁行业下游分布 (%)	7
图 7: 房地产开发投资增速与汽车、电冰箱产量增速情况 (%)	7
图 8: 我国钢材消费与房地产行业投资增速 (%)	8
图 9: 螺纹钢价格指数与房地产投资和基建投资增速的关系 (%)	8
图 10: 黑色冶炼及压延行业固定资产投资增速和粗钢产量增速 (%)	10
图 11: 粗钢产能利用率 (%)	10
图 12: 卡粉和 PB 粉价差 (元/吨)	10
图 13: 申万一级行业 2018 年 ROE 情况	11
图 14: 申万一级行业 PB 情况	11
图 15: 上证综指及申万钢铁市盈率情况	12
图 16: 上证综指及申万钢铁平均净资产收益率情况 (%)	12
图 17: 上证综指及申万钢铁市净率情况	13
图 18: 申万钢铁、煤炭、水泥板块市盈率	13
图 19: 申万钢铁、煤炭、水泥板块市净率	13
图 20: 申万钢铁、煤炭、水泥板块 ROE (%)	14
图 21: 申万钢铁、煤炭、水泥板块 ROA (%)	14
图 22: 中国和日本钢材价格 (美元/吨)	15
图 23: 铁矿石价格 (美元/吨)	16
图 24: 冶金焦价格 (元/吨)	16
图 25: 上海螺纹钢与澳大利亚 PB 粉矿价格比值	16
图 26: 铁矿石生产成本 (美元/湿吨)	17
图 27: 2007 年来部分钢铁上市企业 ROE 及 PB 情况	19
表 1: 钢铁行业发展指引	9
表 2: 钢铁上市公司 PB 情况	18
表 3: 钢铁上市公司吨钢净资产 (元/吨)	20
表 4: 钢铁上市公司人均产钢量 (吨/人)	20
表 5: 钢铁上市公司吨钢财务费用 (元/吨)	21
表 6: 钢铁上市公司分红情况	22
表 7: 钢铁上市公司估值情况	23

市盈率和市净率是钢铁行业估值的常用方法。我们认为钢铁行业作为典型的周期性行业，其估值变化受到基本面、心理面以及市场面的综合影响，各个方面因素如何影响钢铁板块估值是本系列报告试图探讨的问题。

图 1：钢铁板块估值分析逻辑



资料来源：国信证券经济研究所整理

回溯历史，钢铁板块估值有两个明显的特点，一是相对估值波动剧烈，二是市场给予的合理估值水平低于其他行业。从基本面出发，我们认为钢铁行业盈利情况及公司业绩的大幅波动导致估值大起大落，盈利的波动大使市场给予板块更高的风险溢价，这是长期压制板块合理估值水平的重要原因。

2015 年底开始的供给侧结构性改革是钢铁行业的一次转折。这场全面变革带来的不仅是阶段性供给紧张使得行业持续两年的高盈利，更是对行业格局的重塑，促使钢厂盈利能力得到确定性的改善。行业及企业盈利状况的变化也将进一步作用于板块及个股估值。本篇报告将从基本面出发，着眼探讨后供给侧结构性改革时代的钢铁板块估值。

供需错配下的钢铁行业

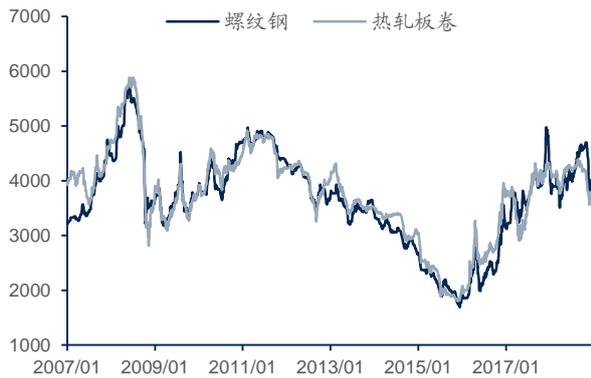
钢铁行业是典型的周期行业，随着供求关系的改变，钢材价格以及行业盈利表现出大幅波动。行业发展大致遵循着如下规律：**经济高速增长→钢材需求爆发→钢材供不应求→钢价上涨→利润大幅上涨→产能扩张，经济增速回落→钢材消费减弱→钢材供大于求→钢价下跌→企业利润大幅缩减**。在供需关系不断打破与再平衡的过程中，钢铁行业呈现周期波动。

钢价与盈利大幅波动

2007 年来，钢价已经历了三轮上涨。上海螺纹钢价格的顶点分别出现在 2008 年 6 月的 5710 元/吨，2011 年 2 月的 4970 元/吨，2017 年 12 月的 4980 元/吨。期间两轮下跌，螺纹钢价格的低点分别为 2009 年 4 月的 3150 元/吨和 2015 年 12 月的 1690 元/吨，较前期顶点的降幅分别达 44.8%和 66.0%。

随着钢材价格以及原料价格的涨跌，钢厂盈利也呈现出很强的波动。仅以上市公司为例，申万钢铁板块公司归母净利润合计在 2015 年跌至-561.99 亿元，供给侧结构性改革推动下，行业利润在 2018 年大幅反弹至 1014.62 亿元。

图 2: 上海地区钢材价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

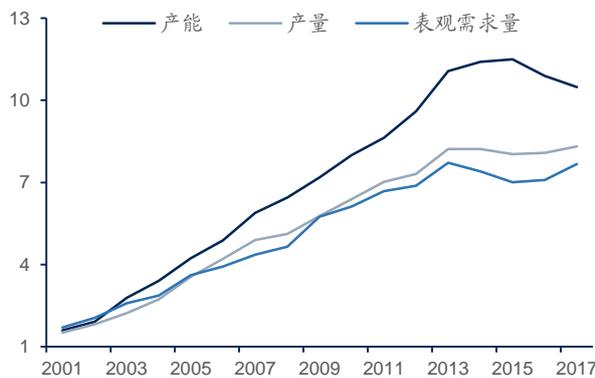
图 3: 申万钢铁板块归母净利润合计 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

遵循最基本的供求理论, 钢材的供需错配是钢价涨跌的核心动力。从大趋势看, 产能盲目扩张或需求减弱导致行业供大于求, 钢材价格下跌; 行业去产能或需求旺盛带动行业供不应求, 则钢价上涨。

图 4: 我国粗钢产能、产量及表观需求量 (亿吨)



资料来源: OECD, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 钢价在供需错配下不断波动 (亿吨, 元/吨)



资料来源: OECD, Wind, 国信证券经济研究所整理

2015 年启动的供给侧结构性改革是我国钢铁行业发展的一条分水岭, 行业盈利的波动性出现了本质变化。2015 年前, 行业的问题是供需增长过程中的不平衡导致钢价波动, 随着需求的周期性波动, 行业供给的过度增加或收缩进一步加剧了行业的周期波动。钢厂盈利随着供需关系的变化而大幅变动。2007 年经济高速增长势头下, 钢材需求增速较快, 钢铁企业利润较高, 2008 年随着次贷危机的爆发, 行业利润急剧收缩, 到 2009 下半年在“四万亿”的刺激下, 行业盈利逐步好转。但随着产能的盲目扩大, 随着需求增速的下行, 行业供给过剩问题愈发凸显, 导致行业盈利再度转差, 并在 2015 年出现全行业亏损的局面。

2015 年后, 随着供给侧结构性改革的进行, 行业产能受到严格管控, 供给收缩, 钢材供应紧张的逻辑推升钢价走高。

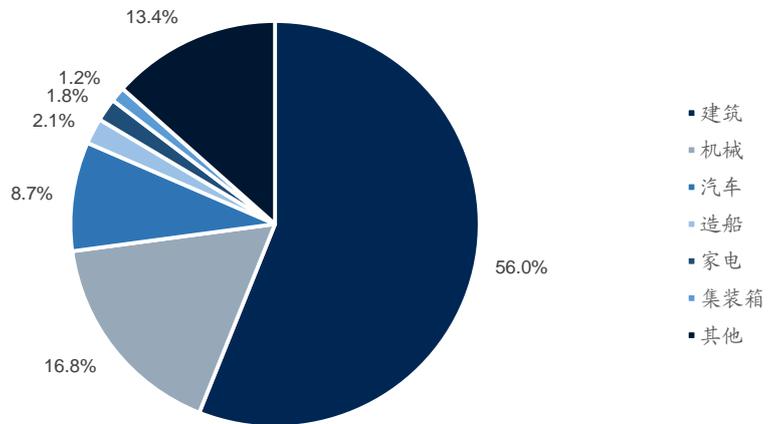
2019 年起, 随着行业供给进入相对稳定区间, 行业的核心问题回归需求, 钢价将随着需求的波动变化, 剔除掉产能无序变化带来的供给扰动, 周期波动的弹性或有所减弱。

需求主要随地产周期波动

我国钢铁行业以国内销售为主, 下游需求较为分散, 主要包括房地产、基建、机械、汽车、船舶、家电等。建筑用钢包括房地产和基建用钢, 是我国钢材最

主要的下游消费领域，用钢量占比长期超过 50%。

图 6: 2017 年钢铁行业下游分布 (%)



资料来源: Mysteel, Wind, 国信证券经济研究所整理

同时，汽车、家电等周期类行业用钢需求的变化也与房地产行业紧密相关。汽车产量、家电产量增速变化与房地产开发投资增速保持着相似的趋势。

图 7: 房地产开发投资增速与汽车、电冰箱产量增速情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

因此，我国钢材消费量增速表现出与房地产开发投资完成额增速走势的一致性。回顾十年来的情况，地产开发投资的大幅增加往往伴随着钢材消费的走高，而随着地产投资的走弱，钢材消费增速也通常会有所回落。

2017 年后两者走势出现明显差异，一个原因是粗钢统计口径的变更，2017 年我国全面打击地条钢，原有地条钢产量并不在统计局统计范围内，地条钢出清后，粗钢产量增加弥补这部分缺口，也进而导致钢材表观消费量统计口径的变化；另一个原因是房地产赶工需求带动阶段性钢材需求，房地产新开工与竣工面积增速差距拉大，房地产新开工数据高位持续下，钢材消费增速走高，房地产开发投资增速未能完全反映出钢材消费情况。

图 8: 我国钢材消费与房地产行业投资增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

房地产行业是螺纹钢消费的主要行业，**螺纹钢价格和房地产行业投资相关性很高**。可以看到 2007 年以来，我国螺纹钢价格指数与房地产开发投资增速的趋势基本完全一致。走势差异出现在 2009 年和 2017 年。地产行业钢材需求长期主导螺纹钢价格走势。

2008 年，世界经济危机下，我国房地产开发投资增速直线下跌，为对冲经济下行压力，我国提出四万亿计划，基础设施投资增速飞速增长，以基建平滑经济周期。因而，在基建投资的托底作用下，钢材需求得到支撑，2009 年螺纹钢价格走势冲高回落，走出了区别于地产投资增速的曲线。

2017 年，供给侧结构性改革大力推进，地条钢全面出清，钢材供给在行政管控下大幅收缩，行业供给紧张，刺激螺纹钢价格大幅上涨。所以 2017 年，虽然房地产投资增速保持在 7%-10% 区间震荡，螺纹钢价格却大幅上涨。随着钢铁行业供给侧改革进入成果巩固阶段，以及环保限产干预的阶段性退出，政策对钢材产量影响逐步弱化，螺纹钢价格或重回需求逻辑。

图 9: 螺纹钢价格指数与房地产投资和基建投资增速的关系 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

预期 2019 年上半年受到去年房地产新开工的拉动，钢材消费同比有望持平但下半年则会受到房地产销售增速下滑以及地产企业拿地不积极的影响，新开工

增速下滑，房地产行业钢材消费下滑，螺纹钢价格或随之震荡向下。

产能盲目扩张加剧行业波动

钢铁行业的产能发展经历了从无序到有序的过程，当前我国钢铁产能受到严格管控，从我国历次五年规划针对钢铁行业提出的指导方向可以清晰的看到行业发展脉络。

90年代，随着经济的高速发展，我国用钢需求不断扩大，政府大力支持钢铁行业发展，重点推进一批大中型钢厂的建设，钢铁行业产能大幅提升。1990年，我国粗钢年产量仅有6603.8万吨，到1996年已突破1亿吨。

2000年后，我国粗钢产量加速增长，供不应求的问题已解决。政策导向改为转变工业增长方式，补短板式的发展。

2006年的十一五规划已提出坚持内需主导严格控制新增钢铁生产能力。但期间需求快速向上，行业盈利丰厚时，钢企扩产能力充沛，无序的新建产能导致行业供需过剩问题恶化。在经济刺激下，钢材产能仍在快速扩张，至2014年，粗钢产量已突破8亿吨，是世界上最大的钢材生产国。

2016年十三五规划明确提出加快钢铁行业过剩产能退出，2018年1月，为了严禁钢铁行业新增产能，推进布局优化、结构调整和转型升级，工信部发布《钢铁行业产能置换实施办法》。到中期评估，我国已累计退出钢铁产能1.45亿吨以上，行业供需格局大幅改善。

表 1：钢铁行业发展指引

文件	年份	内容
中华人民共和国国民经济和社会发展十年规划和第八个五年计划纲要	1991	要通过对现有企业的改造和扩建，提高技术水平，降低能源和原材料消耗，增产短缺品种和提高产品质量；并加强矿山和辅助材料生产能力的建设。重点续建宝钢、武钢、攀钢、马钢、天津无缝钢管厂和太钢尖山铁矿等，新建宣钢近北庄、重钢平川、鞍钢齐大山等铁矿，以及武钢三炼钢、梅山热轧、本钢冷轧等项目。同时，加快一些重点钢铁企业的技术改造。
中华人民共和国国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标纲要	1996	加快现有大中型钢铁企业的改造扩建，引进和开发当代先进技术，抓好铁路、汽车、造船、电力、石油等专用钢材和不锈钢生产线的配套改造和扩建。加快淘汰化铁炼钢、平炉炼钢、横列式轧机等落后工艺设备，推广高炉喷煤、连铸、连轧技术。
中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年计划纲要	2001	加快转变工业增长方式。积极发展三大合成材料和精细化工产品、不锈钢和冷轧板、氧化铝、稀土深加工产品、新型干法水泥等。
国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要	2006	坚持内需主导，着力解决产能过剩问题，严格控制新增钢铁生产能力，加速淘汰落后工艺、装备和产品，提高钢铁产品档次和质量。
中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要	2011	优化产业布局；引导企业兼并重组
国务院关于《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》实施中期评估报告	2013	结构优化升级进展缓慢，钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃和船舶等行业产能过剩严重。继续按照“四个一批”的要求化解产能严重过剩矛盾，抑制“两高”行业盲目扩张。
中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要	2016	设立工业企业结构调整专项奖补资金，通过兼并重组、债务重组、破产清算、盘活资产，加快钢铁、煤炭等行业过剩产能退出，分类有序、积极稳妥处置退出企业，妥善做好人员安置等工作。
全国人民代表大会财政经济委员会关于《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》实施中期评估的调研报告	2018	去产能成效显著，“十三五”以来，累计退出钢铁产能1.45亿吨以上。

资料来源：中国人大网，国信证券经济研究所整理

过去，随着需求的变动，供给侧变化进一步加剧了行业波动。供给侧结构性改革前，行业盈利高会刺激钢厂扩产，行业亏损会使钢厂减少投资，粗钢产量保持与行业固定资产投资增速的同向波动。例如，2009年在“四万亿”刺激下，行业盈利逐步好转，钢厂对于未来行业需求做出了过度乐观的判断，带来产能的盲目扩张，2010年2月，黑色冶炼及压延行业固定资产投资增速高达28.3%，粗钢产量也同比增长25.4%，导致在随后几年行业需求增速下滑下，产能过剩问题突出，钢材价格断崖式下跌，最终出现全行业亏损。

2015年后，钢铁行业供给侧结构性改革开始，行业新增产能严格受控，行业投资转以产能置换或环保投入为主，也就出现了2017年来，行业固定资产投资增速持续上涨而粗钢产量增速基本保持水平的现象。钢材供给趋势上稳定，受盈利影响产能利用率的改变带来产量的小幅波动。供给侧产能受控是使行业的

核心问题转变为需求以及行业盈利波动相对减弱的原因。

图 10: 黑色冶炼及压延行业固定资产投资增速和粗钢产量增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢铁行业产能的发展决定了行业供给的大趋势，而钢厂实际生产安排则影响着行业供给的波动。钢厂产能利用率的变化与自身盈利情况紧密联系，在行业盈利丰厚时期，钢厂会尽量提高产量以扩大收益，如采取提高高品矿占比，增加废钢用量等方式。在行业高盈利的 2017、2018 年，铁矿石高低品矿价差明显扩大，反映了高品矿相对紧俏的市场行情；同时大量钢厂选择在炼钢环节添加废钢来增加产量，存在钢厂废钢添加量由 10% 提涨至 25%。而在行业亏损时期，钢厂会集中安排检修，甚至停工来减少亏损，如在行业全面亏损的 2015 年，我国粗钢产能利用率降至 66.99%。

图 11: 粗钢产能利用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 卡粉和 PB 粉价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

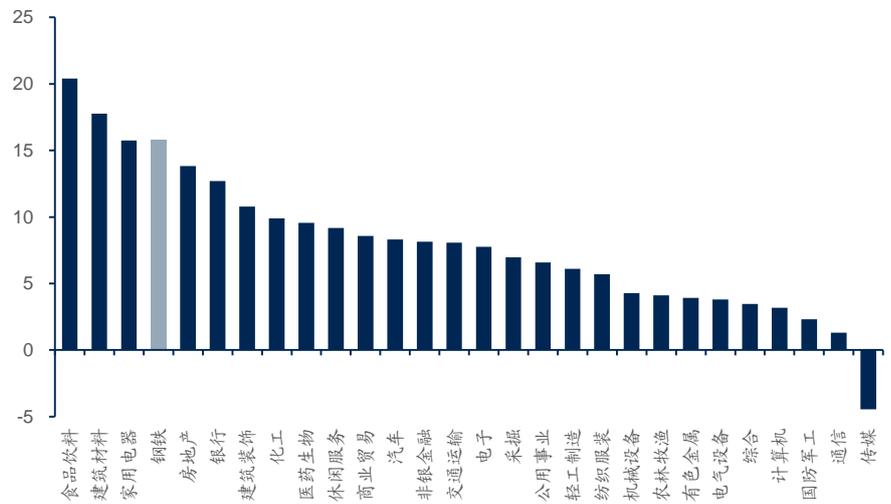
随着供给侧结构性改革进入成果巩固阶段，政策对于钢材产量的影响逐步退出。利润刺激下，钢厂产量还在不断向上突破，但在产能严控的背景下，预期 2019 年行业供给增量有限。

盈利的大幅波动长期抑制板块估值

回顾钢铁板块十余年来的估值情况，板块市盈率波动剧烈，市净率多次跌破 1

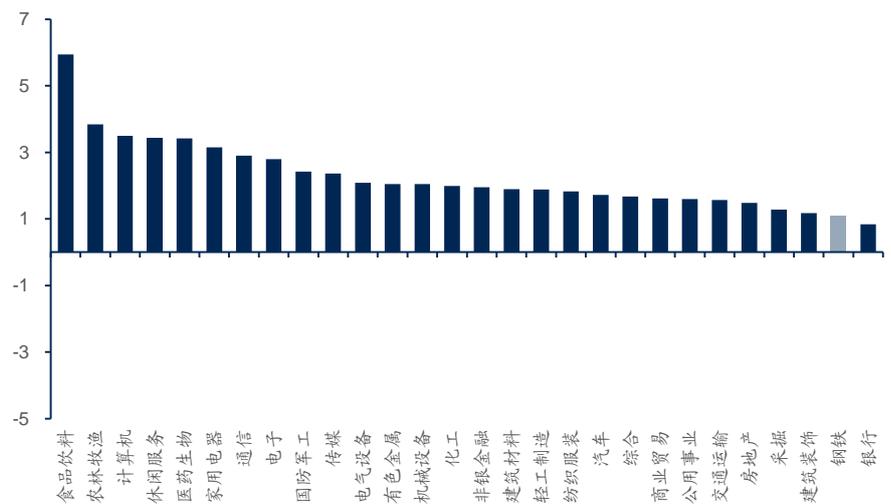
倍，即使相对于煤炭、水泥等其他传统周期板块，钢铁板块的估值也相对较低。当前，钢铁板块 ROE 居前而估值水平处于各行业末尾，盈利的大幅波动使市场给予板块更高的风险溢价，进而长期抑制着板块估值。

图 13: 申万一级行业 2018 年 ROE 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 申万一级行业 PB 情况

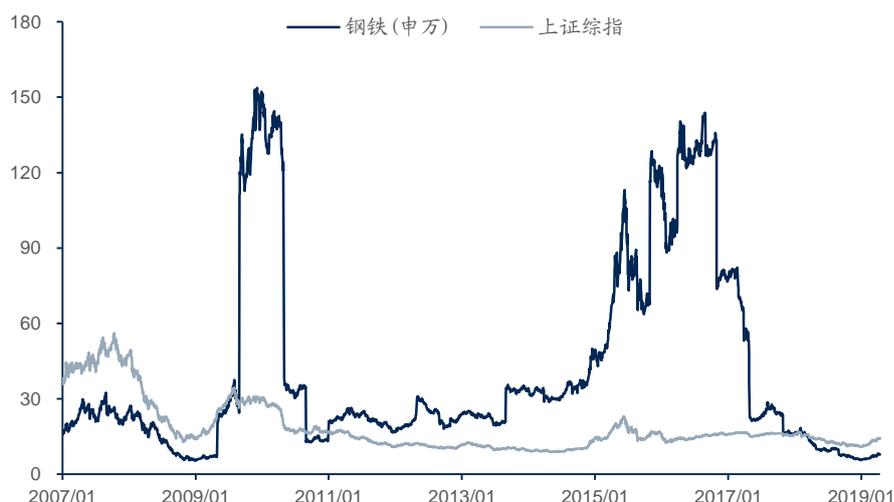


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 4 月 30 日)

业绩变化下市盈率波动剧烈

钢铁行业市盈率波动剧烈，行业盈利时，采用市盈率估值相对能更充分的反映出周期股的弹性。相较于上证综指，申万钢铁板块的市盈率波动明显较大，表现出极高的弹性。2007-2018 年间，申万钢铁指数滚动市盈率均值、中值、最大值、最小值分别为 41.85、24.55、153.73、5.34；同期，上证综指对应值分别为 18.65、15.46、56.15、8.90。

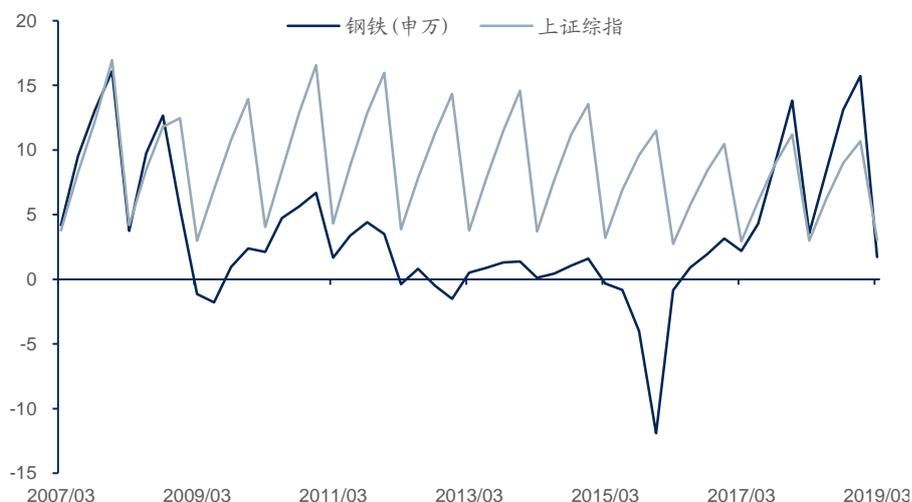
图 15: 上证综指及申万钢铁市盈率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢铁板块市盈率剧烈波动的原因是行业业绩的大幅波动以及市场预期的过度反应。如 2015 年钢铁行业出现全行业亏损, 板块估值大幅抬升, 随着行业盈利的持续改善, 板块估值逐步回落, 2018 年行业持续高盈利但宏观预期偏弱, 对应的行业估值则持续下调。

图 16: 上证综指及申万钢铁平均净资产收益率情况 (%)

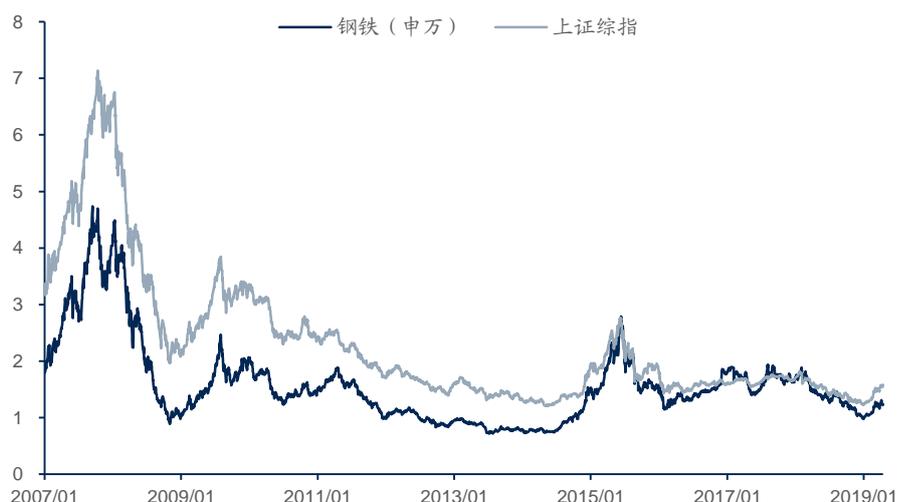


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢铁板块多次破净

钢铁行业作为重资产行业, 相较于市盈率采用市净率估值方法相对更为稳定。行业亏损时, 市盈率方法失效, 市净率有助于度量行业的底部。相较于其他行业, 钢铁板块市净率小于 1 出现的时长要更多。2007-2018 年间, 申万钢铁指数多次跌破 1 倍市净率, 分别发生在 2008 年 10-11 月、2011 年 12 月、2012 年 6 月到 2014 年 10 月。

图 17: 上证综指及申万钢铁市净率情况



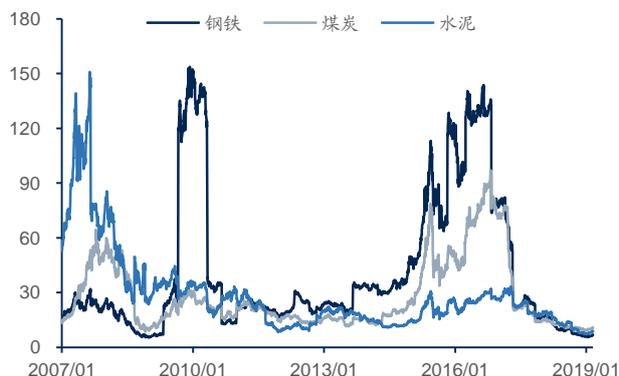
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

申万钢铁指数破净的过程往往出现在宏观经济转差, 钢价大幅下行的阶段, 表现出钢铁行业盈利预期的坍塌。2008 年 8 月, 次贷危机发酵升级, 经济环境恶化, 钢价快速下行, Myspic 钢价指数从 8 月 1 日的 211.8 大幅下跌到 11 月 28 日的 130.8, 跌幅达 28.2%, 期间钢铁板块破净。2011 年, 经济增长指标全面下滑, GDP 增速破 10 后持续下行, 钢价达到阶段顶点后掉头向下, 钢铁行业盈利持续收缩, 2012 年 6 月, 钢铁板块开始了长达 28 个月的破净过程。

估值低于其他传统周期性行业

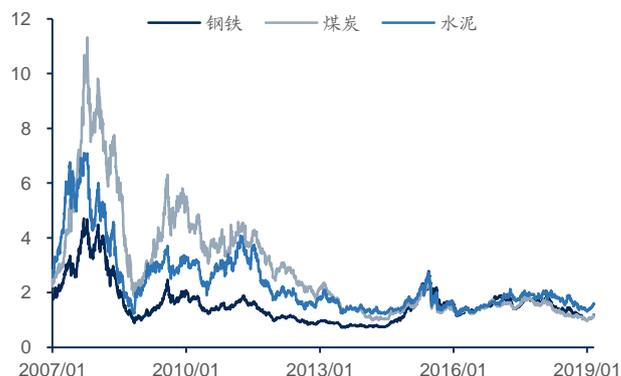
钢铁、煤炭、水泥同为周期品, 行业的盈利均存在周期性波动, 板块走势及估值存在相似性。而其中申万钢铁板块表现出更高的市盈率波动以及相对较低的市净率。截至 2019 年 4 月 30 日, 申万钢铁、煤炭开采以及水泥制造板块的市盈率分别为 7.26、11.90、9.00, 市净率分别为 1.09、1.20、1.61。钢铁板块估值相对较低。

图 18: 申万钢铁、煤炭、水泥板块市盈率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 申万钢铁、煤炭、水泥板块市净率

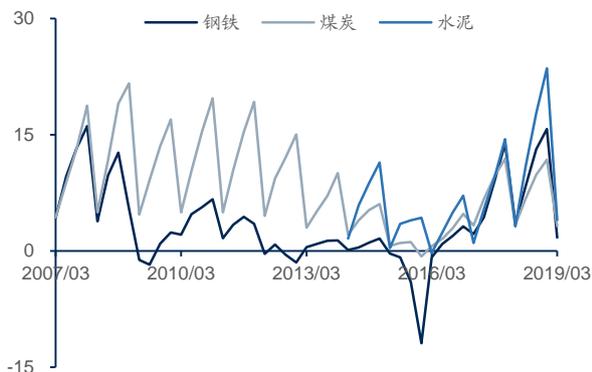


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据 DDM 模型, 可以推导出 PB 和 ROE 呈现正相关关系, 当前钢铁板块 ROE 更高, 而 PB 最低。同为传统周期性行业, 钢铁板块估值持续低于煤炭和水泥板块的原因可以归咎为行业盈利的稳定性弱, 需要对应更高的风险溢价。对比三个行业 2015 年和 2018 年的情况, 2015 年钢铁、煤炭、水泥板块 ROE 分别为 -11.92%、-0.72%、4.30%, 而 2018 年则分别为 15.73%、11.76%、23.58%。

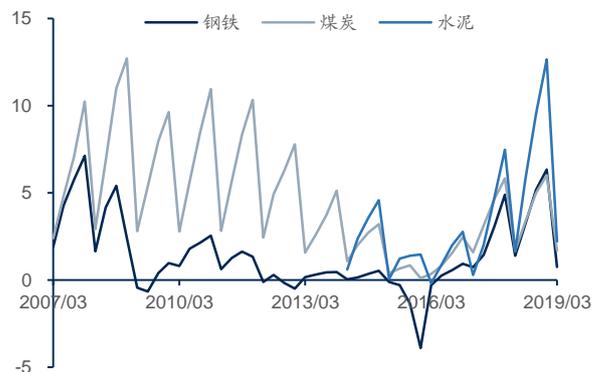
钢铁板块明显表现出更大的盈利波动。

图 20: 申万钢铁、煤炭、水泥板块 ROE (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 申万钢铁、煤炭、水泥板块 ROA (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

煤炭行业的盈利波动相对小是因为煤炭行业属于上游资源品, 开采成本相对固定, 而钢铁行业受到上游铁矿石价格的冲击造成利润的变动大。水泥行业盈利波动相对小是因为行业集中度高, 2016 年, 中国前十大水泥企业的集中度已提升至 63%, 而同年钢铁企业的 CR10 仅为 36%; 并且水泥行业因为区域半径的限制, 库存时间较短, 而钢铁行业因为投机性库存的存在, 销售价格波动中也包含了部分市场预期影响, 导致盈利波动相对大。钢铁行业盈利的波动导致行业估值的大幅波动, 也使行业合理估值水平受到压制。

供给侧结构性改革重塑钢铁行业格局

经过供给侧结构性改革, 行业落后产能出清, 新增产能严格受控。行业盈利持续三年向上是一系列改革带来的成果。供给侧结构性改革实现了行业格局的重塑, 行业盈利韧性得到提高, 从长期看有助于板块估值的提升。

供需趋于合理, 钢价韧性提高

过去, 钢铁行业一直存在过度投资的问题。在行业盈利上行周期中, 钢厂对于未来行业需求做出过度乐观的判断, 带来产能的盲目扩张, 使钢厂在行业需求增速下滑时, 要面对更为严重的产能过剩问题。产能的盲目增加大幅加剧了行业盈利波动, 供给侧结构性改革使行业产能得到有效控制, **过度投资问题得到解决**, 行业新建产能受到严格管控, 相应钢材价格因为产能过剩而暴跌的可能性大幅缩小。

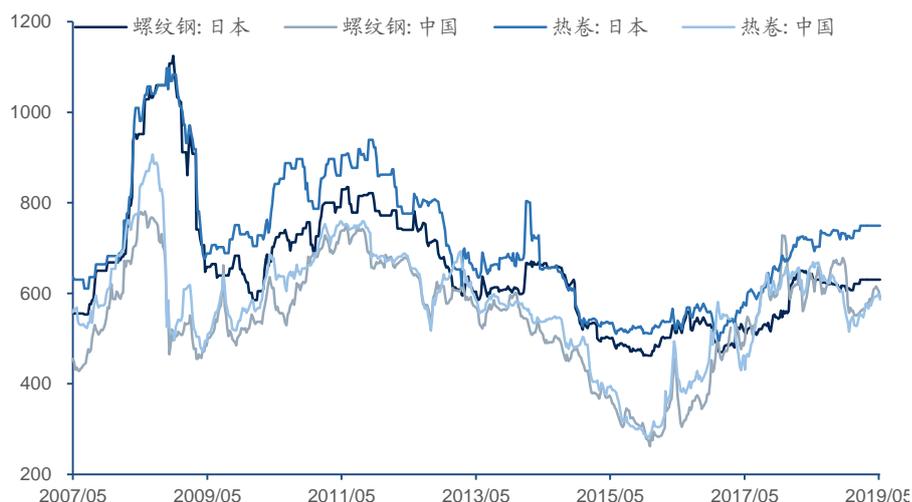
钢铁行业供给侧结构性改革的另一项重要成果是实现了“地条钢”的全面出清, 解决了劣币驱逐良币的问题, 使行业能**自主通过废钢的合理添加及流向实现产量的调控**。我国主流钢厂大部分采用长流程生产模式, 其问题在于停产很不灵活。因为高炉复产成本非常高; 同时一旦停产, 往往就要面对银行贷款偿还的问题; 再叠加停产可能会导致产品市场份额的萎缩。因此钢厂即使出现亏损, 往往也并不会停产, 而是加大生产以摊薄成本。相较于合规长流程企业, “地条钢”产品质量堪忧, 但开工灵活, 且因为省略了环保投入和税收缴纳等, 使生产成本大幅低于长流程钢厂。

供给侧结构性改革前, 在行业盈利下行周期中, 长流程企业因为停产成本高会持续生产, 地条钢企业因为成本低也不会减少产量, 导致市场环境的不断恶化。经过供给侧结构性改革, 原用于地条钢生产的废钢转为流向转炉、电炉市场,

钢价向下时，长流程企业废钢添加量减少，电炉企业往往因成本更高而率先开始停产，实现了产量的调控。“地条钢”的去除，解决了劣币驱逐良币的问题，行业能够自主通过废钢的合理添加和流向变化实现对产量的调控，行业秩序得到恢复，钢价波动有望减弱。

同时，落后产能的淘汰过程使行业集中度也得到了一定提升，使价格波动减弱。对于行业而言，抗风险能力有所提升。对比中日两国钢铁行业情况，可以看到行业集中度高的日本钢铁行业价格波动幅度明显低于我国。在需求下降时，企业间较容易进行协调，打价格战、恶性竞争的概率降低。

图 22: 中国和日本钢材价格 (美元/吨)



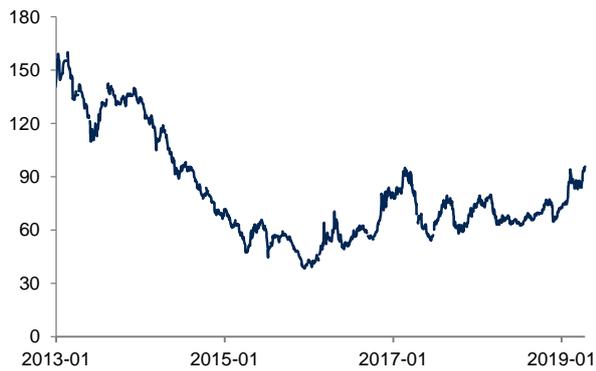
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

产业链盈利向钢厂端倾斜

简单来看，钢厂的毛利来源于钢材销售价格与铁矿石、焦炭原料成本的差。经济周期下，供需关系的变化导致产品价格的起伏，企业盈利随之波动。同时，钢厂产量巨大，吨钢盈利上涨 10 元，对于一家产量 500 万吨的钢厂来说，毛利就增长了 5000 万。此外，历史原因导致行业资产负债率较高，财务费用高，进而使行业净利润波动更为显著。

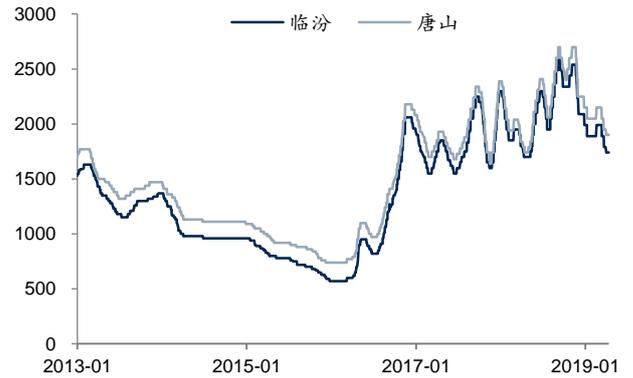
原料价格同样受供需关系影响。铁矿石和焦炭的需求集中于钢铁行业，因此钢材产量、高炉开工率直接影响原料需求。但钢厂、矿厂、焦化厂在市场上的话语权不尽相同。铁矿石因为产量集中在四大矿山，国内钢厂对进口依赖较高，相对于矿厂，钢厂议价能力相对较弱。而焦炭以国内生产为主，部分钢厂具备炼焦能力，而独立焦化企业十分分散，钢厂可以通过调整采购节奏影响上游焦炭价格，钢厂定价话语权强于焦化厂。

图 23: 铁矿石价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

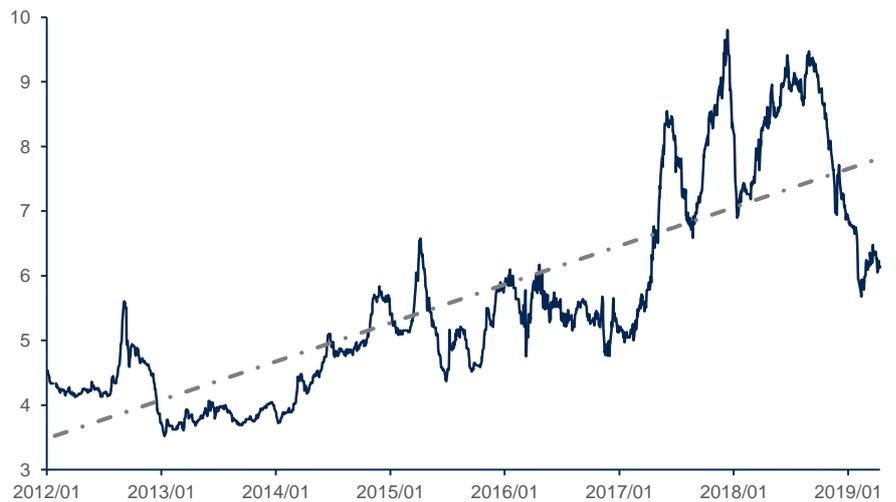
图 24: 冶金焦价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近年来, 随着钢材以及铁矿石供需关系的变化, 出现了产业链盈利再分配的过程。钢材方面供需趋于平衡而铁矿石供大于求, 使产业链盈利的分配逐步倾向于钢厂端, 可以清晰看到螺矿比长期趋势持续向上。供给侧结构性改革带来的行业集中度提升, 在一定程度上促使行业利润实现了再分配。

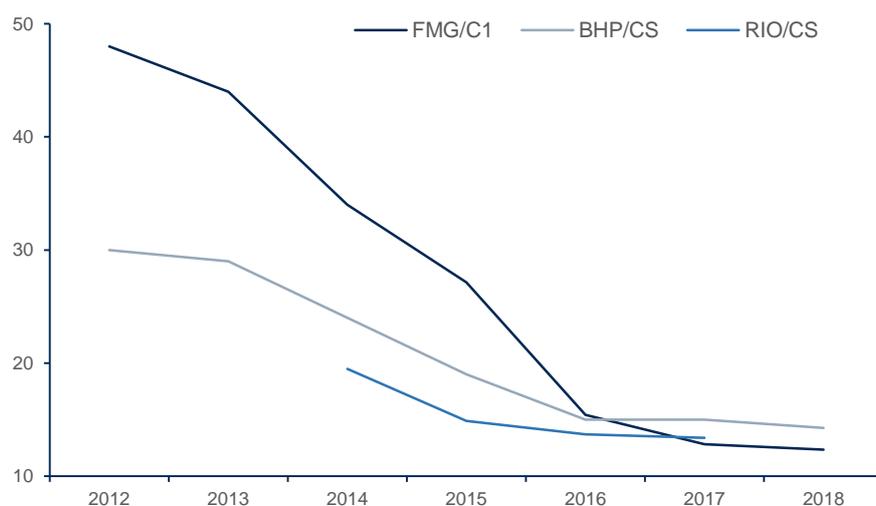
图 25: 上海螺纹钢与澳大利亚 PB 粉矿价格比值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

四大矿山铁矿石生产成本的持续下行也使钢厂利润增厚成为可能。以 FMG 为例, 随着规模的扩大, 其生产成本大幅下行, C1 成本从 2012 财年的 48 美元/湿吨降至 2018 财年的 12 美元/湿吨。因此, 铁矿石价格即使保持在较低水平, 钢厂仍有较高的盈利空间。

图 26: 铁矿石生产成本 (美元/湿吨)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着钢材价格以及原料价格的变化, 钢厂盈利大幅波动。产业链盈利的再分配使得钢厂端话语权增强, 盈利受原料端挤压减弱, 叠加钢价波动弹性趋弱, 钢厂盈利的稳定性有所提升。因此, 2019年, 在需求下行压力下, 我们认为行业盈利虽会下降, 但降幅可控, 预期行业盈利将恢复到正常水平。

行业盈利韧性的提高助推板块估值提升

回顾我国钢铁行业发展, 随着宏观经济以及行业周期的波动, 钢铁板块估值因企业业绩和市场盈利预期的变化而起伏。盈利的波动性大制约着行业估值。经过供给侧结构性改革, 钢材价格波动程度减弱, 产业链盈利从矿厂向钢厂倾斜, 行业盈利韧性得到了确定性的提升, 盈利波动带来的行业估值制约有望打破。从中长期看, 钢铁行业盈利稳定性的提升, 市场给予钢铁板块的风险溢价有望下移, 将有助于行业估值中枢的上移。

在当前时点, 钢铁板块市盈率处于历史低位, 市净率也接近 1 倍。行业低估值既是高业绩下的被动表现, 又是市场对于未来行业盈利过度悲观预期的体现。但区别于以往的是, 行业基本面已今非昔比, 受益于供给侧结构性改革, 行业供需格局大幅改善, 行业盈利的韧性有所提高。虽然存在未来盈利向下的趋势, 但回到 2015 年全行业亏损情况的可能性也极低, 2019 年行业盈利有望保持合理水平。因此, 我们认为在估值层面市场的悲观预期已较为充分的反应, 钢铁板块估值向下区间不大, 估值修复行情值得关注。

供给侧结构性改革为企业提质增效提供时间窗口

供给侧结构性改革红利下, 钢铁行业走出了持续近五年的下跌趋势, 钢铁企业盈利好转, 得以加速降本增效工作的开展。经过三年的深入挖潜, 大部分钢厂运营效率大幅提高, 资产负债表修复, 成本负担有明显降低。我们认为, 成本护城河拓宽的钢铁企业即使再度面对 2015 年那样的行业格局, 其中很多也能保持盈利。同时, 因为产能严控, 投资方向受限, 钢厂均倾向于大比例现金分红, 高股息率吸引市场关注, 个股估值有提升空间。

长材企业市净率普遍高于板材企业

市净率方面,长期来看长材企业市净率普遍高于板材企业。2007年1月至2018年3月,以长材生产为主的方大特钢、柳钢股份、三钢闽光的PB历史中值分别为3.22、2.43、1.98;以板材生产为主的钢铁巨头鞍钢股份、河钢股份、宝钢股份PB历史中值分别为0.89、0.90、1.00,在行业景气下行阶段,长期处于破净状态。

表 2: 钢铁上市公司 PB 情况

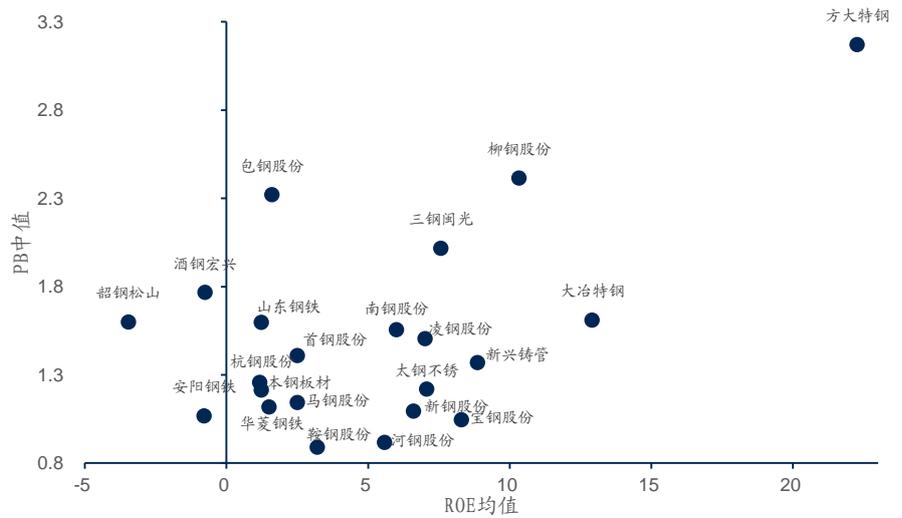
公司名称	2019年3月29日	历史均值	历史中值	历史低点	破净时长占比
方大特钢	3.24	3.15	3.22	0.79	0.74%
柳钢股份	1.91	2.62	2.43	0.87	4.60%
包钢股份	1.61	2.35	2.11	0.91	0.30%
三钢闽光	1.47	2.01	1.98	0.79	14.18%
八一钢铁	1.87	0.38	1.95	-62.45	22.34%
酒钢宏兴	1.38	1.78	1.69	0.65	12.93%
韶钢松山	2.24	7.89	1.64	0.55	17.40%
大冶特钢	1.27	1.92	1.57	0.75	13.97%
南钢股份	1.19	1.74	1.51	0.69	16.43%
山东钢铁	1.04	1.83	1.49	0.77	21.80%
凌钢股份	1.30	1.59	1.44	0.58	21.97%
重庆钢铁	1.05	0.65	1.41	-55.76	14.41%
首钢股份	0.89	1.46	1.30	0.57	26.03%
新兴铸管	1.01	1.53	1.29	0.71	22.17%
杭钢股份	0.96	1.33	1.22	0.70	31.14%
太钢不锈	0.99	1.63	1.18	0.54	35.77%
本钢板材	0.87	1.25	1.18	0.52	34.20%
华菱钢铁	1.30	1.36	1.16	0.49	42.39%
马钢股份	1.06	1.25	1.13	0.52	35.04%
新钢股份	1.14	1.49	1.07	0.48	40.98%
安阳钢铁	1.05	1.23	1.06	0.51	46.69%
宝钢股份	0.94	1.21	1.00	0.53	49.75%
河钢股份	0.75	1.30	0.90	0.43	60.90%
鞍钢股份	0.79	1.25	0.89	0.39	61.74%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

目前,钢铁板块个股的市净率基本处于均值向下位置,但明显高于历史最低点,原因在于行业盈利能力的改善,分红比例提升,带来市净率中枢的上移。

造成长材与板材企业市净率差异的一个原因是不同企业因产品不同,产线不同,吨钢资产差异客观存在,长材企业吨钢资产低,净资产收益率相对高,市场给予的长期PB估值水平也相对较高。

图 27: 2007 年来部分钢铁上市企业 ROE 及 PB 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营效率提升

经过供给侧结构性改革, 钢铁企业深入挖潜, 高利润下产钢能力不断向上突破, 同时部分国企分离“三供一业”, 资产运营效率、人员效率得到大幅改善, 比较 2012、2015、2018 年钢铁行业上市公司情况, 可以看到, 供给侧结构性改革实施以来, 钢厂的吨钢净资产以及人均产钢量均得到了大幅提升。

我们重点关注的 24 家钢铁企业平均吨钢净资产在 2012、2015、2018 年分别是 1530、1685、2192 元/吨, 在 2012-2015 年间提高了 10%, 2015-2018 年间提高了 30%。24 家钢铁企业平均人均产钢量在 2012、2015、2018 年分别为 520、524、729 吨/元, 在 2012-2015 年间提高了 1%, 2015-2018 年间提高了 39%。

表 3: 钢铁上市公司吨钢净资产 (元/吨)

股票简称	2018	2015	2012	2018/2015	2015/2012
韶钢松山	935	68	496	1269%	-86%
三钢闽光	1907	276	529	592%	-48%
杭钢股份	4108	932	1105	341%	-16%
南钢股份	1971	736	1226	168%	-40%
重庆钢铁	2904	1116	803	160%	39%
方大特钢	1603	640	1163	150%	-45%
新钢股份	2185	1025	966	113%	6%
柳钢股份	805	410	568	96%	-28%
华菱钢铁	1331	718	834	85%	-14%
安阳钢铁	1087	654	1345	66%	-51%
本钢板材	2194	1333	1560	65%	-15%
河钢股份	2200	1452	1537	52%	-6%
山东钢铁	2825	2101	964	34%	118%
马钢股份	1474	1102	1471	34%	-25%
太钢不锈	2880	2154	2558	34%	-16%
酒钢宏兴	1508	1192	1353	27%	-12%
大冶特钢	3752	3350	2040	12%	64%
新兴铸管	3059	3157	2318	-3%	36%
鞍钢股份	2006	2130	2457	-6%	-13%
凌钢股份	1346	1480	1073	-9%	38%
首钢股份	2339	3132	3482	-25%	-10%
宝钢股份	4018	5477	4978	-27%	10%
包钢股份	3455	6003	1369	-42%	338%
八一钢铁	721	-203	527	-454%	-139%
平均值	2192	1685	1530	30%	10%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 4: 钢铁上市公司人均产钢量 (吨/人)

股票简称	2018	2015	2012	2018/2015	2015/2012
杭钢股份	1218	431	455	183%	-5%
重庆钢铁	990	371	414	167%	-10%
包钢股份	524	236	325	122%	-28%
韶钢松山	988	575	460	72%	25%
华菱钢铁	865	509	431	70%	18%
马钢股份	763	477	348	60%	37%
凌钢股份	697	439	515	59%	-15%
山东钢铁	546	348	372	57%	-6%
新兴铸管	449	308	276	46%	12%
宝钢股份	839	585	723	43%	-19%
鞍钢股份	736	542	700	36%	-23%
方大特钢	571	447	366	28%	22%
八一钢铁	944	747	1295	26%	-42%
南钢股份	951	754	631	26%	19%
太钢不锈	550	441	381	25%	16%
柳钢股份	1341	1166	1038	15%	12%
首钢股份	871	758	755	15%	0%
大冶特钢	314	275	401	14%	-31%
新钢股份	485	430	319	13%	35%
本钢板材	486	434	408	12%	6%
安阳钢铁	471	431	250	9%	73%
三钢闽光	832	800	650	4%	23%
酒钢宏兴	319	312	376	2%	-17%
河钢股份	750	752	581	0%	29%
平均值	729	524	520	39%	1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本费用下降

连续三年的盈利，使钢厂现金流得到大幅改善，同时也使企业在资本市场融资难度有所降低。供给侧结构性改革给予钢厂较为充分的时间窗口，使钢厂得以偿还银行债务，改善资产负债水平。可以看到，经过三年的调整，钢厂资产负债率普遍已降至合理水平，行业资产负债率由 2015 年底的 66.7% 降至 2018 年底的 62.52%，财务成本得到大幅缩减。

我们重点关注的 24 家钢铁企业吨钢三费在 2012、2015、2018 年分别是 298、319、286 元/吨，在 2012-2015 年间升高了 12%，2015-2018 年间下降了 7%。吨钢财务费用在 2012、2015、2018 年分别是 84、107、64 元/吨，在 2012-2015 年间升高了 27%，2015-2018 年间下降了 40%。

表 5：钢铁上市公司吨钢财务费用（元/吨）

股票简称	2018	2015	2012	2018/2015	2015/2012
杭钢股份	-35	30	54	-215%	-44%
方大特钢	-19	36	56	-152%	-36%
大冶特钢	-41	-19	5	-113%	-519%
重庆钢铁	29	352	193	-92%	83%
三钢闽光	6	35	70	-82%	-49%
凌钢股份	27	115	35	-76%	228%
韶钢松山	34	141	107	-76%	31%
新钢股份	16	55	71	-70%	-22%
柳钢股份	28	69	73	-59%	-6%
华菱钢铁	78	186	130	-58%	43%
新兴铸管	76	167	87	-54%	92%
南钢股份	39	83	133	-53%	-38%
山东钢铁	58	106	99	-45%	7%
酒钢宏兴	133	210	104	-37%	102%
太钢不锈	103	157	113	-35%	39%
八一钢铁	73	103	53	-29%	94%
鞍钢股份	56	66	94	-14%	-30%
宝钢股份	93	107	18	-14%	508%
安阳钢铁	107	113	111	-5%	2%
马钢股份	44	43	84	2%	-49%
河钢股份	165	143	95	15%	50%
本钢板材	154	114	50	35%	129%
包钢股份	164	103	99	59%	4%
首钢股份	148	64	91	132%	-30%
平均值	64	107	84	-40%	27%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分红比例提升

当前，钢铁行业新增产能严格受控，钢厂投资受限，近年来选择高比例现金分红的上市公司越来越多。方大特钢、宝钢股份已连续三年现金分红比例超过 50%。分红水平的提升，有助于企业提升估值水平。

表 6: 钢铁上市公司分红情况

股票简称	2018 年归母净利润, 亿元	现金分红比例, %	现金分红数额 (含税), 亿元	每股派发现金红利, 元	股息率, %
方大特钢	29.27	84.21	24.65	1.70	11.8%
三钢闽光	65.07	50.24	32.69	2.00	10.9%
马钢股份	59.43	46.64	27.72	0.36	10.3%
柳钢股份	46.10	33.36	15.38	0.60	8.8%
南钢股份	40.08	33.12	13.27	0.30	7.7%
宝钢股份	215.65	51.65	111.38	0.50	7.0%
大冶特钢	5.10	70.47	3.60	0.80	6.1%
新兴铸管	21.01	37.98	7.98	0.20	4.2%
鞍钢股份	79.52	20.02	15.92	0.22	4.1%
新钢股份	59.05	10.80	6.38	0.20	3.4%
河钢股份	36.26	29.28	10.62	0.10	3.1%
安阳钢铁	18.57	12.89	2.39	0.10	3.0%
太钢不锈	49.77	11.44	5.70	0.10	2.2%
凌钢股份	11.97	10.18	1.22	0.04	1.4%
本钢板材	10.36	18.69	1.94	0.05	1.3%
包钢股份	33.24	9.60	3.19	0.01	0.4%
沙钢股份	11.77	5.62	0.66	0.03	0.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 4 月 30 日)

投资策略-行业盈利韧性提升, 把握估值修复机会

供给侧结构性改革给钢铁行业带来了全面的变革, 对于新增产能的控制以及落后产能的淘汰, 使行业盈利韧性大幅改善。三年的盈利过程中, 钢铁板块上市企业降本增效工作普遍得到了有效推进, 企业成本护城河拓宽, 盈利能力提升。盈利大幅波动对板块及个股估值的制约已经被打破。当前, 钢铁板块个股的市盈率远低于历史中值水平, 接近历史最低点, 市净率接近 1 倍水平, 估值向上修复空间充足。

从基本面角度看, 行业估值向上修复的力量来自两个方面。

一是盈利低位确定, 市场悲观预期修复带来的估值修复。在供给侧结构性改革前, 钢铁行业盈利大幅波动, 2015 年更是出现了全行业亏损。但供给侧结构性改革使此轮利润扩张周期期间, 行业产能并未扩张, 因此后期若需求温和回落, 产能严重过剩的局面并不会出现, 则钢铁企业盈利将从高利润回归到合理利润区间。前期市场对于行业盈利下滑幅度预期过度悲观, 随着需求下行, 行业盈利低位的确定有望使板块估值回归。盈利韧性强的超跌个股向上修复空间相对较大, 建议关注三钢闽光、华菱钢铁。

二是行业估值中枢的提升。经过供给侧结构性改革, 行业盈利的稳定性提升, 且高分红特征突出。从中长期看, 行业估值中枢有望得到提高。行业或区域龙头、分红稳定的钢厂将受益于行业估值中枢的提升。可重点关注宝钢股份、大冶特钢、方大特钢。

表 7: 钢铁上市公司估值情况

股票简称	吨钢市值	PE	PB
新钢股份	1916.55	2.79	0.82
华菱钢铁	1061.06	3.07	1.05
南钢股份	1616.23	3.86	0.99
韶钢松山	1793.11	3.88	1.68
安阳钢铁	897.60	4.05	0.89
柳钢股份	1293.15	4.28	1.55
三钢闽光	3012.22	4.44	1.50
方大特钢	3342.21	5.00	6.14
鞍钢股份	1499.09	5.34	0.69
马钢股份	1297.78	5.55	0.91
太钢不锈	2357.76	6.14	0.77
宝钢股份	3216.34	7.80	0.84
首钢股份	1258.52	8.52	0.71
新兴铸管	2463.58	8.56	0.83
河钢股份	1219.20	8.68	0.65
凌钢股份	1685.84	9.15	1.23
杭钢股份	3884.46	9.18	0.90
重庆钢铁	2846.04	10.95	0.93
山东钢铁	1848.12	11.31	0.91
大冶特钢	2667.36	12.08	1.36
酒钢宏兴	1623.45	12.83	1.21
八一钢铁	1119.63	16.17	1.52
沙钢股份	5429.27	16.57	3.75
本钢板材	1427.93	17.57	0.87
包钢股份	5324.98	24.13	1.45

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 5 月 20 日)

风险提示

行业需求端出现超预期下滑。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	最新
002110	三钢闽光	增持	17.68	3.98	1.91	2.03	4.4	9.3	8.7	2.09
000932	华菱钢铁	增持	6.46	2.25	1.42	1.47	2.9	4.5	4.4	2.06
600019	宝钢股份	增持	6.75	0.97	0.63	0.70	7.0	10.7	9.6	1.15
000708	大冶特钢	买入	13.59	1.14	1.15	1.28	11.9	11.8	10.6	1.11
600507	方大特钢	增持	9.80	2.02	1.35	1.60	4.9	7.3	6.1	4.71
600282	南钢股份	增持	3.35	0.91	0.56	0.59	3.7	6.0	5.7	1.58
600782	新钢股份	增持	5.07	1.85	0.93	1.00	2.7	5.5	5.1	1.29
601003	柳钢股份	增持	6.60	1.80	1.05	1.18	3.7	6.3	5.6	2.27

数据来源: wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032