

财务分析系列之十四：2019Q1

盈利下滑但经营活动现金流及盈利质量改善，业绩表现分化

2019 年一季报概览：申万钢铁板块归母净利润同比下滑 47.5%

2019 年一季度，根据中钢协数据，钢铁协会会员企业实现销售收入 9685 亿元、同比增 12.8%，实现利润总额 375 亿元、同比降 30.2%。申万钢铁板块，32 家钢企合计实现营业收入 3481 亿元、同比增 3.9%，营业毛利 362 亿元、同比降 27.3%，利润总额 157 亿元、同比降 44.5%，归母净利润 116 亿元、同比降 47.5%。

剔除八一钢铁归母净利润-2 亿元之外，其余 31 家钢企均实现正利润。其中 ST 抚钢扭亏为盈，金洲管道、常宝股份、武进不锈、久立特材、永兴特钢的归母净利润同比增长，其余均不同程度的下滑。

一、2019Q1 基本面：被动补库叠加成本框架强于供需，价利中枢下探

二、2019Q1 财报：盈利下滑但经营活动现金流及盈利质量显著改善，板块内部业绩表现分化

申万普钢板块优于特钢，期间费用增幅较快致长材利润降幅大于板材。普钢方面，申万长材、板材板块营收增长、毛利下滑；长材期间费用增幅显著快于板材（主要增量贡献项为研发费用、同比增幅高达 102.6%），长材利润总额和归母净利润降幅大于板材板块。特钢方面，营收与利润指标均同比下降，但期间费用同比下降 13.3%，归母净利润降幅为 49.1%。

盈利分析：（1）销量增长带来钢企营业收入的增长，产销量下行加速钢企营业收入的下降；结构上，深加工企业和秋冬季错峰生产压力较大的钢企营收同比明显改善。（2）剔除个别企业，申万钢企营业成本均出现了不同程度的上升；结构上，成本控制能力较强的钢企成本增幅小于行业均值。（3）油气、核电景气促深加工企业营收、毛利改善明显，区位优、产销量弹性大、成本控制能力较强的钢企盈利表现优于行业。具体到企业，方大特钢、新兴铸管和三钢闽光业绩表现优于申万钢铁长材板块。河钢股份、杭钢股份、新钢股份、南钢股份、本钢板材、包钢股份、华菱钢铁业绩表现优于申万钢铁板材板块。油气和核电景气回升致深加工板块（武进不锈、金洲管道、常宝股份、久立特材等）营收、利润同比显著改善。

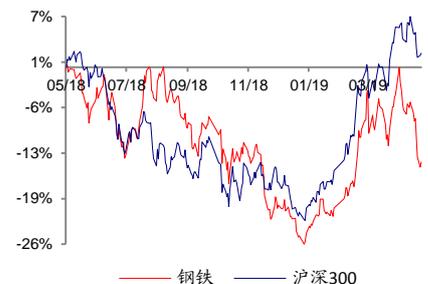
现金流与盈利质量：经营活动现金流及盈利质量显著改善，特钢改善幅度优于板材、优于长材。

三、2019 年展望及投资建议：需求端，2019 年地产下行、基建托底、制造业韧性仍强，钢铁需求以稳为主；供给端，限产等外部约束将渐进式宽松或导致供给能力释放。钢铁行业供需格局同比趋弱，钢价中枢下行但仍维持相对较高位置；叠加铁矿石价格中枢上行，成本端承压，盈利水平中枢下降但仍维持相对高位，但需关注需求景气度提升、环保扰动下供需平衡超预期可能性。建议重点关注区位优、成本管控强的长材龙头：三钢闽光、方大特钢，需求具备韧性的板材龙头：华菱钢铁、新钢股份、宝钢股份，及受益于油气高景气及核电重启的钢管龙头：久立特材等。

四、风险提示：宏观经济大幅下滑；环保政策方向及执行效果弹性较大；原材料价格大幅上行。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-05

相对市场表现



分析师：

李莎



SAC 执证号：S0260513080002

SFC CE No. BNV167



020-66335140



lisha@gf.com.cn

分析师：

陈潇



SAC 执证号：S0260518120001



020-66335140



gzchenxiao@gf.com.cn

请注意，陈潇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

2019 年 5 月投资策略：密切 关注环保政策弹性及供需平 衡韧性的预期差	2019-05-05
环保高压下的钢铁专题二十 四：《关于推进实施钢铁行 业超低排放的意见》发布：超 低排放改造启动，落后产能 将逐步退出，环保基础好钢 企更受益	2019-04-30
公募基金持仓分析	2019-04-28
二：2019Q1 公募基金钢铁配 置比例 0.10%、环比降 0.06Pct，低配格局深化	

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三钢闽光	002110.SZ	CNY	18.31	2019/4/2	买入	23.09	3.56	3.80	5.14	4.82	2.87	2.60	27.8	25.0
方大特钢	600507.SH	CNY	14.39	2019/2/23	买入	16.60	1.73	1.89	8.32	7.61	4.76	3.84	28.0	23.4
久立特材	002318.SZ	CNY	7.42	2019/3/20	买入	9.80	0.49	0.50	15.14	14.84	8.39	7.62	11.5	10.6
鞍钢股份	000898.SZ	CNY	5.36	2019/3/22	买入	8.13	0.92	0.95	5.83	5.64	3.94	3.54	11.3	10.4
马钢股份	600808.SH	CNY	3.48	2019/3/25	买入	5.47	0.72	0.78	4.83	4.46	2.21	1.66	16.5	15.7
南钢股份	600282.SH	CNY	3.88	2019/3/25	买入	5.53	0.82	0.85	4.73	4.56	2.57	2.33	20.3	18.6
韶钢松山	000717.SZ	CNY	5.17	2019/3/31	买入	7.10	1.00	1.05	5.17	4.92	2.76	2.06	28.1	23.8
重庆钢铁	601005.SH	CNY	2.05	2019/4/1	增持	2.67	0.14	0.15	14.64	13.67	6.74	5.53	6.3	6.2
华菱钢铁	000932.SZ	CNY	7.54	2019/4/1	买入	9.09	1.72	1.87	4.38	4.03	2.27	1.97	24.6	22.3
山东钢铁	600022.SH	CNY	1.78	2019/4/4	买入	2.48	0.22	0.25	8.09	7.12	4.34	3.58	10.9	10.6
新兴铸管	000778.SZ	CNY	4.81	2019/4/7	买入	7.00	0.42	0.45	11.45	10.69	5.17	4.66	7.5	7.5
新钢股份	600782.SH	CNY	5.94	2019/4/26	买入	8.46	1.30	1.34	4.58	4.42	2.98	2.33	18.4	16.5
河钢股份	000709.SZ	CNY	3.20	2019/4/27	买入	4.13	0.26	0.27	12.31	11.85	5.46	5.14	4.9	4.9
宝钢股份	600019.SH	CNY	7.17	2019/4/28	买入	9.10	0.75	0.77	9.56	9.31	4.69	4.36	9.1	9.1
首钢股份	000959.SZ	CNY	3.95	2019/4/28	买入	5.44	0.27	0.51	14.63	7.75	7.15	5.01	5.7	9.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

2019 年一季报概览：申万钢铁板块归母净利润同比下滑 47.5%	5
一、2019Q1 基本面：被动补库叠加原料端强势，价利中枢下探	6
（一）供给：粗钢累计同比增 9.9%，中厚板、热卷和螺纹钢增产明显	6
（二）需求：结构性重于趋势性，景气或好于预期	7
（三）供需及库存：供需格局偏强，产量高企、库存低位佐证需求旺盛	9
（四）成本：供需态势分化下、成本端差异演进，矿强、焦弱、废钢稳	11
（五）价与利：供给弹性高于需求弹性、成本框架强于供需，价利中枢下探	12
二、2019Q1 财报：盈利下滑但经营活动现金流及盈利质量显著改善，板块内 部业绩表现分化	14
（一）盈利能力：区位优、成本控制强、产销量弹性大的普钢相对较好，景气回升 的深加工钢企价、利同比显著改善	14
（二）现金流与盈利质量：经营活动现金流及盈利质量显著改善，特钢改善幅度优 于普钢	20
三、2019 年展望和投资建议：关注供需平衡预期差及结构性行情	23
（一）2019 年展望：需求以稳为主，环保限产约束放松或致供给释放，铁矿石等原 料价格中枢上行，钢企盈利承压	23
（二）投资建议：建议关注供需平衡韧性预期差及结构性行情	24
四、风险提示	25

图表索引

图 1: 2016-2019 年生铁、粗钢、钢材累计同比增速.....	6
图 2: 2015-2019 年月度粗钢日均产量变化 (单位: 万吨/天)	6
图 3: 建筑业总产值累计同比增速领先制造业固定资产投资完成额累计同比增速四个季度.....	8
图 4: 通用与专用设备制造业库存同比增速.....	9
图 5: 汽车制造业库存增速和汽车产量增速关系	9
图 6: 2013 年至今周度社会库存变化 (单位: 万吨)	10
图 7: 2015 年至今周度钢厂库存变化 (单位: 万吨)	10
图 8: 2018-2019 螺纹钢分月度消耗量测算 (万吨/天)	11
图 9: 2018-2019 热卷分月度消耗量测算 (万吨/天)	11
图 10: 2017-2019 年分季度螺纹钢毛利走势	13
图 11: 2017-2019 年分季度热卷毛利走势	13
图 12: 申万钢铁 2019 年一季报营业利润拆解.....	18
表 1: 2019 年一季度申万钢企盈利变化情况概览	5
表 2: 2019 年一季度 Mysteel 统计的同样本钢企主要钢材产量月度产量 (单位: 万吨)	7
表 3: 2019 年一季度建筑业主要指标及边际变化表现	8
表 4: 2019 年一季度制造业主要指标及边际变化表现	9
表 5: 主要钢材品种社会库存和钢厂库存情况列示.....	10
表 6: 2019 年一季度 Mysteel 统计的同样本主要钢材品种月度消耗量预测 (单位: 万吨)	11
表 7: 2018-2019 年度主要原材料品种季度价格均值及变化 (单位: 元/吨)	12
表 8: 2018-2019 年度主要钢材季度价格均值及变化 (单位: 元/吨)	13
表 9: 依据申万钢铁和主营业务结构将 32 家上市钢企进行分类	14
表 10: 申万钢铁板块 2019 年一季报利润表概览.....	14
表 11: 2019 年一季度申万钢铁细分板块盈利表现.....	15
表 12: 申万钢铁长材板块 2019 年一季报利润表概览 (单位: 亿元)	16
表 13: 申万钢铁板材板块 2019 年一季报利润表概览 (单位: 亿元)	17
表 14: 申万钢铁特钢板块 2019 年一季报利润表概览 (单位: 亿元)	18
表 15: 申万钢铁 2019 年一季报营业利润拆解.....	19
表 16: 申万钢铁长材板块 2019 年经营活动现金流与经营活动净收益概览.....	20
表 17: 申万钢铁板材板块 2019 年经营活动现金流与经营活动净收益概览.....	21
表 18: 申万钢铁特钢板块 2019 年经营活动现金流与经营活动净收益概览.....	22

2019 年一季度报概览：申万钢铁板块归母净利润同比下滑 47.5%

根据中钢协数据，2019年一季度，钢铁协会会员企业实现销售收入9685亿元、同比增12.8%，实现利润总额375亿元、同比降30.2%。就申万钢铁板块而言，32家钢铁合计实现营业收入3481亿元、同比增3.9%，实现营业毛利362亿元、同比降27.3%，实现利润总额157亿元、同比降44.5%，实现归母净利润116亿元、同比降47.5%。

剔除八一钢铁归母净利润-2亿元之外，其余31家钢企均实现正利润。其中ST抚钢扭亏为盈，金洲管道、常宝股份、武进不锈、久立特材、永兴特钢归母净利润同比增长，其余均出现不同程度的下滑。

表 1：2019年一季度申万钢企盈利变化情况概览

证券简称	业绩变动方向	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速	证券简称	业绩变动方向	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速
ST 抚钢	扭亏为盈	0.5	329.7%	华菱钢铁	盈利减少	10.9	-28.8%
金洲管道	盈利增加	0.4	339.8%	三钢闽光	盈利减少	9.6	-33.0%
常宝股份	盈利增加	1.4	190.0%	首钢股份	盈利减少	2.7	-45.7%
武进不锈	盈利增加	0.8	148.9%	宝钢股份	盈利减少	27.3	-45.7%
久立特材	盈利增加	0.7	48.9%	韶钢松山	盈利减少	4.1	-52.3%
西宁特钢	盈利增加	0.2	43.2%	安阳钢铁	盈利减少	0.6	-55.6%
永兴特钢	盈利增加	1.0	10.6%	重庆钢铁	盈利减少	1.5	-57.1%
河钢股份	盈利减少	3.7	-0.9%	沙钢股份	盈利减少	1.0	-60.6%
大冶特钢	盈利减少	0.9	-5.0%	柳钢股份	盈利减少	3.8	-63.3%
杭钢股份	盈利减少	4.4	-13.0%	凌钢股份	盈利减少	0.7	-73.1%
新钢股份	盈利减少	7.5	-13.8%	酒钢宏兴	盈利减少	0.3	-74.8%
方大特钢	盈利减少	4.7	-15.6%	山东钢铁	盈利减少	1.5	-75.7%
新兴铸管	盈利减少	3.2	-15.8%	太钢不锈	盈利减少	3.4	-76.4%
南钢股份	盈利减少	8.4	-17.0%	鞍钢股份	盈利减少	4.2	-78.2%
本钢板材	盈利减少	2.7	-22.5%	马钢股份	盈利减少	0.8	-94.1%
包钢股份	盈利减少	4.9	-23.5%	八一钢铁	由盈转亏	-1.9	-234.6%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

接下来，我们将重点探析2019年一季度钢铁板块及企业业绩变动的主要原因，并给出我们对于2019年基本面及行业业绩的预判。

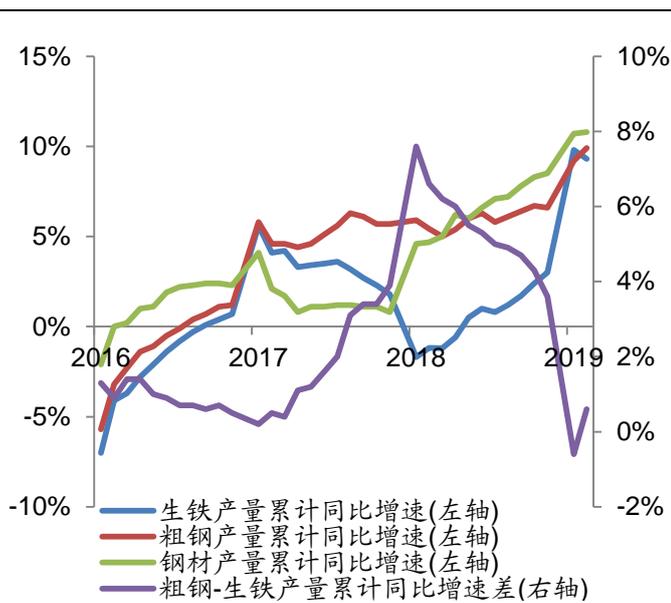
一、2019Q1 基本面：被动补库叠加原料端强势，价利中枢下探

（一）供给：粗钢累计同比增 9.9%，中厚板、热卷和螺纹钢增产明显

边缘产量收缩推动成本曲线结构前移，生铁、粗钢与钢材累计同比增速趋于收敛。根据国家统计局数据，2019年1-3月，我国生铁、粗钢和钢材产量分别达19490万吨、23107万吨和26907万吨，累计同比增速分别达9.3%、9.9%和10.8%。“差异化”环保政策及盈利边际收缩背景下，成本曲线结构已出现明显左移、边缘产量趋于收缩，粗钢产量增速与生铁产量增速之差由2018年2月的7.6%逐步收窄至2019年3月的0.6%。

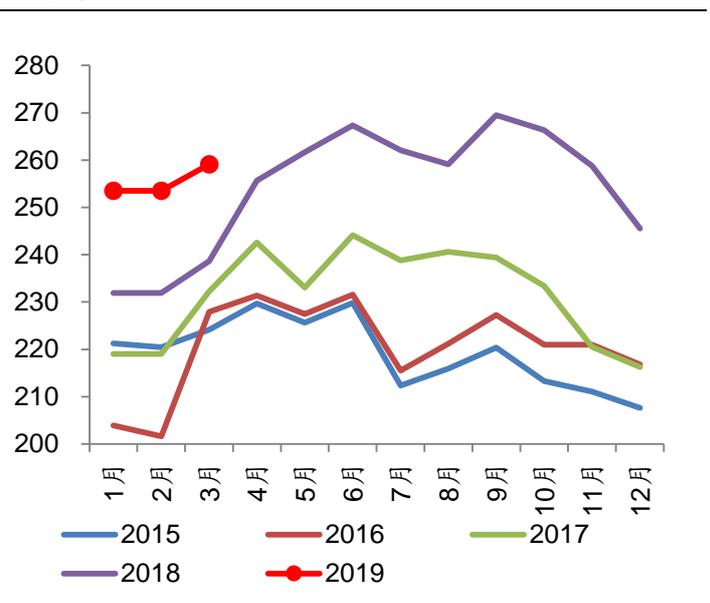
从日均产量的角度来观测，2019年1、2、3月粗钢日均产量分别达254万吨/天、254万吨/天和259万吨/天，单月产量均创历史同期新高。

图 1：2016-2019年生铁、粗钢、钢材累计同比增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 2：2015-2019年月度粗钢日均产量变化（单位：万吨/天）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

从钢材产量的内部结构来观测，囿于国家统计局数据暂未披露分品种钢材产量，我们利用Mysteel披露的主要钢材品种数据进行分析，2019年1-3月，同样本钢企中厚板、热卷和螺纹钢产量同比分别增长13.51%、5.01%和2.49%，线材和冷轧板卷均有不同程度的下降。

表 2: 2019年一季度Mysteel统计的同样本钢企主要钢材产量月度产量 (单位: 万吨)

	螺纹钢	线材	热轧板卷	冷轧板卷	中厚板
2019年1月	1541	807	1584	400	502
2019年2月	1386	697	1480	377	473
2019年3月	1615	771	1587	423	513
2019年1-3月	4542	2274	4651	1200	1488
2018年1-3月	4431	2385	4429	1206	1311
2019年同比	2.5%	-4.7%	5.0%	-0.5%	13.5%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

备注: 螺纹钢调研样本覆盖全国 151 家螺纹钢生产企业, 包括 349 条螺纹钢产能, 样本总产能为 2.71 亿吨; 线材调研样本覆盖全国 99 家线材生产企业, 包括 204 条线材产能, 样本总产能为 1.45 亿吨; 热轧板卷样本总数为 37 家; 冷轧板卷调研样本覆盖全国 26 家冷轧板卷生产企业, 包括 48 条冷轧板卷产能, 样本总产能为 0.58 亿吨; 中厚板调研样本覆盖全国 38 家中厚板生产企业, 包括 63 条中厚板产能, 样本总产能为 0.85 亿吨

(二) 需求: 结构性重于趋势性, 景气或好于预期

根据国家统计局数据, 2019年一季度, 我国实际GDP增速为6.4%, 持平于2018年四季度, 2019年经济开局平稳。就钢铁行业需求而言, 下游细分板块明显分化:

1、地产投资结构后移叠加财政政策“加力提效”, 建筑业需求韧性十足

2019年一季度, 地产前周期指标景气有所回落, 地产销售面积、购置土地面积、新开工面积为-0.9%、-33.1%、11.9%, 环比分别增2.7、增1.0和增5.9PCT, 较2018年全年分别降2.2、降47.3和降5.3PCT。受益于实质性景气改善, 叠加季节性错位, 前端指标出现逆势改善, 销售、土地购置与新开工增速均环比上升。后周期新开工与施工面积增速逐步收敛、施工进度和工期正逐步修复, 投资结构后移托底地产需求。新开工面积、施工面积累计同比增速分别为5.9%、8.2%, 环比分别降0.10PCT、增1.4PCT, 较2018年全年分别降11.3和增3.0PCT, 新开工面积与施工面积增速差收敛至-2.3%, 环比继续下降1.50PCT。

2019年一季度, 我们推算的基建投资增速为3.8%, 环比上升1.3PCT。当前基建增速复苏更多反映的是2018年下半段项目审批加快与资金投放提速的影响, 而2019年财政支出节奏偏前且政策取向较为积极, 同时银行风险偏好提升有助基建融资改善。积极财政政策加力提效降支撑基建景气复苏, 未来地产钢需与基建钢需权重或将重配。

表 3: 2019年一季度建筑业主要指标及边际变化表现

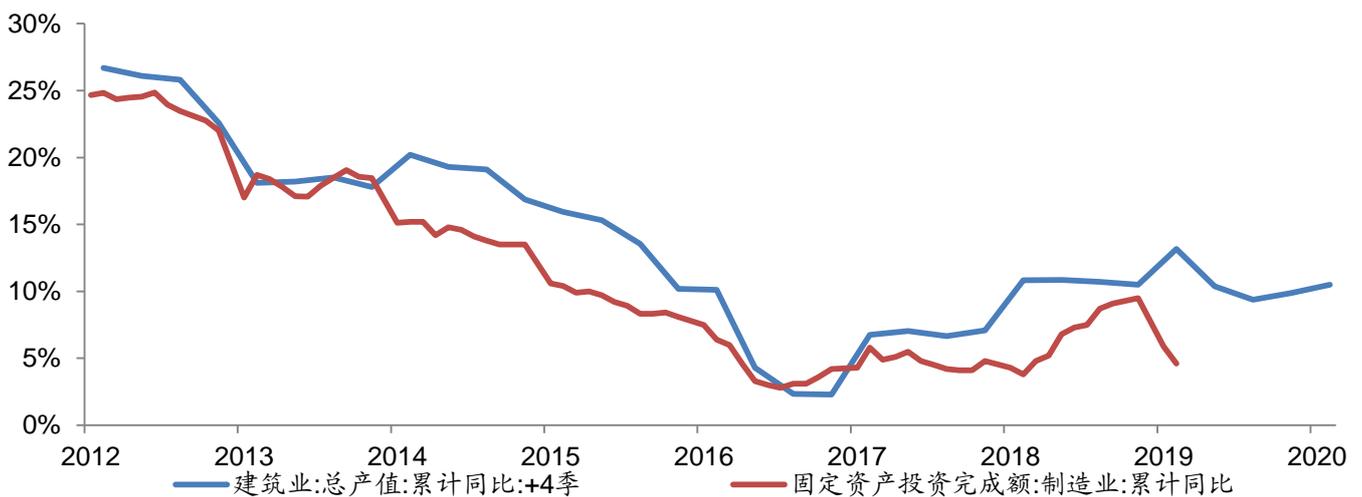
	增速			边际变化	
	2019年1-3月	2019年1-2月	2018年	环比	较2018年
商品房销售面积:累计同比	-0.9%	-3.6%	1.3%	2.7%	-2.2%
本年购置土地面积:累计同比	-33.1%	-34.1%	14.2%	1.0%	-47.3%
房屋新开工面积:累计同比	11.9%	6.0%	17.2%	5.9%	-5.3%
房屋施工面积:累计同比	8.2%	6.8%	5.2%	1.4%	3.0%
房地产开发投资完成额:累计同比	11.8%	11.6%	9.5%	0.2%	2.3%
固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	3.8%	2.5%	1.8%	1.3%	2.0%

数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

2、制造业投资继续下降、库存逐步去化，但结构上基建产业链相关制造板块表现亮眼

2019年一季度，我国制造业固定资产投资完成额累计同比增长4.6%，累计同比增速环比下降1.3PCT，较2018年全年下降4.9PCT。从建筑业总产值累计同比增速和制造业固定资产投资完成额累计同比增速两个指标来观测，建筑业总产值累计同比增速领先制造业固定资产投资完成额累计同比增速四个季度，我们判断短期制造业固定资产投资仍将继续下探。

图 3: 建筑业总产值累计同比增速领先制造业固定资产投资完成额累计同比增速四个季度



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

备注: 建筑业:总产值:累计同比:+4季表示建筑业:总产值:累计同比向前平移四个季度，即一年

基建复苏支撑工程机械产销景气。2019年一季度，主要企业工程机械销量累计同比增速为14.4%，环比降0.8PCT，较2018年全年降11.1PCT，挖掘机产量累计同

比增速为40.7%，环比降11.6PCT，较2018全年降7.2PCT；基建复苏支撑产销景气仍佳。

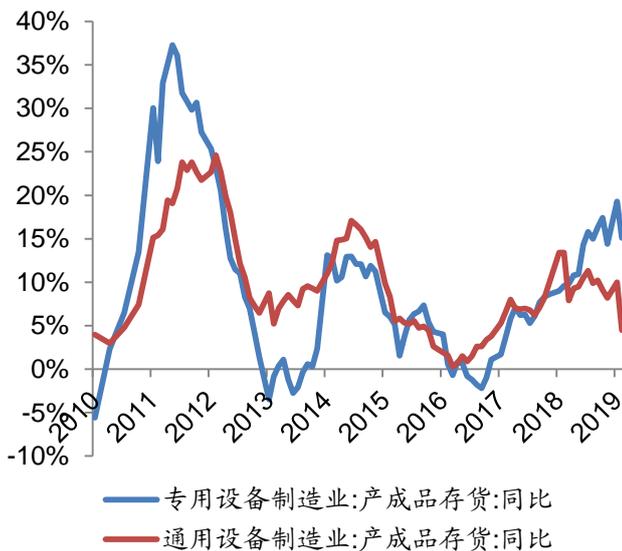
表 4：2019年一季度制造业主要指标及边际变化表现

	增速			边际变化	
	2019年1-3月	2019年1-2月	2018年	环比	较2018年
固定资产投资完成额:制造业:累计同比	4.6%	5.9%	9.5%	-1.3%	-4.9%
产量:挖掘机:累计同比	40.7%	52.3%	47.9%	-11.6%	-7.2%
销量:工程机械:主要企业:累计同比	14.4%	15.2%	25.5%	-0.8%	-11.1%
产量:汽车:累计同比	-10.4%	-15.1%	-3.8%	4.7%	-6.6%
销量:汽车:累计同比	-11.3%	-14.9%	-2.8%	3.6%	-8.6%

数据来源：国家统计局、汽车工业协会、广发证券发展研究中心

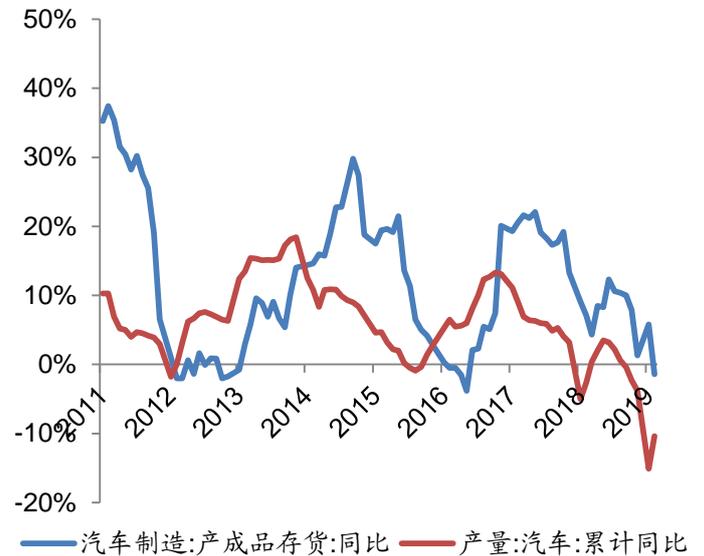
汽车仍处于主动去库周期，产、销均偏弱。2019年一季度，2019年1-3月汽车产量增速为-10.4%，环比增4.7PCT，较2018年降6.6PCT；汽车销量增速为-11.3%，环比降3.6PCT，较2018全年降8.6PCT；汽车产销景气仍然维持在下行通道当中。

图 4：通用与专用设备制造业库存同比增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 5：汽车制造业库存增速和汽车产量增速关系



数据来源：国家统计局、汽车工业协会、广发证券发展研究中心

（三）供需及库存：供需格局偏强，产量高企、库存低位佐证需求旺盛

根据Mysteel数据，截至2019年3月29日，主要钢材品种社会库存合计达1603万

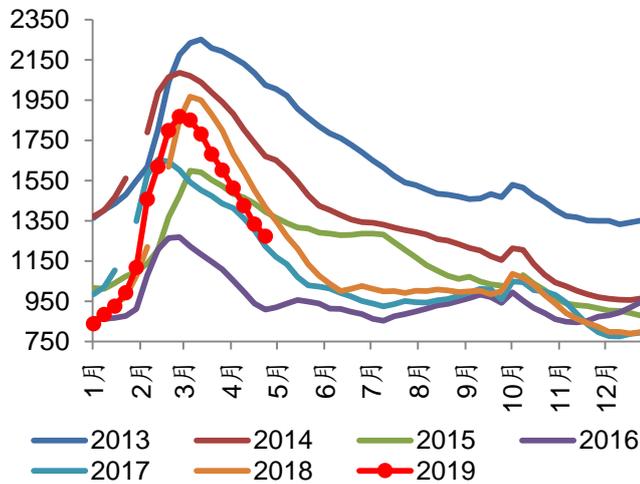
吨，较2018年年底累计增805万吨（2018年同期为1005万吨）；主要钢材品种钢厂库存合计达521万吨，较2018年年底累计增92万吨（2018年同期为228万吨）；主要钢材品种社会库存和钢厂库存合计达到2124万吨，较2018年年底累计增897万吨（2018年同期为1223万吨）。

表 5: 主要钢材品种社会库存和钢厂库存情况列示

	社会库存 (万吨)	钢厂库存 (万吨)	社会库存+钢厂库存 (万吨)
2018年12月28日	798	429	1226
2019年3月29日	1603	521	2123
2019年一季度累计	805	92	897
2019年一季度峰值	1869	680	2521
2017年12月29日	794	463	1257
2018年3月30日	1799	692	2491
2018年一季度累计	1005	228	1233
2018年一季度峰值	1967	730	2648

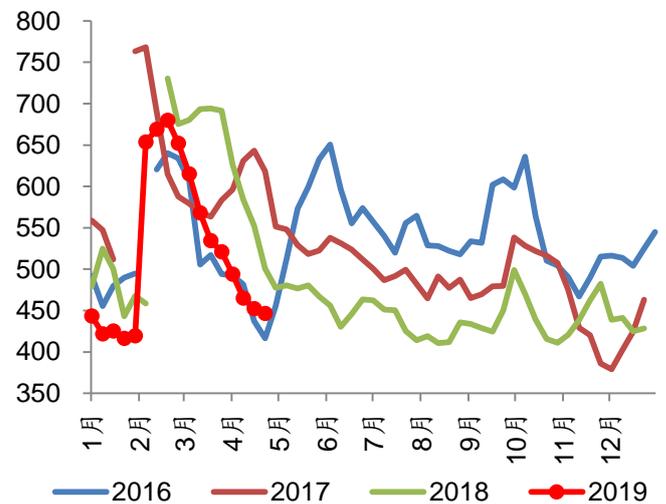
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图6: 2013年至今周度社会库存变化 (单位: 万吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图7: 2015年至今周度钢厂库存变化 (单位: 万吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

某种意义上，库存是高频数据中供需关系的微观反应，逻辑在于：当供给总量超过需求总量时，则钢材供应链趋于阻滞，导致库存积压；当需求总量强于供给总量时，则钢材供应链趋于疏通，导致库存去化。因此我们可以观测库存的变化来推测钢铁产业链的供需力量的相对变化。如上所述，**2019年一季度钢铁行业产量显著高于2018年同期，钢厂和社会钢材库存低于2018年同期，由此我们可推测：2019年一季度需求或显著优于2018年同期。**

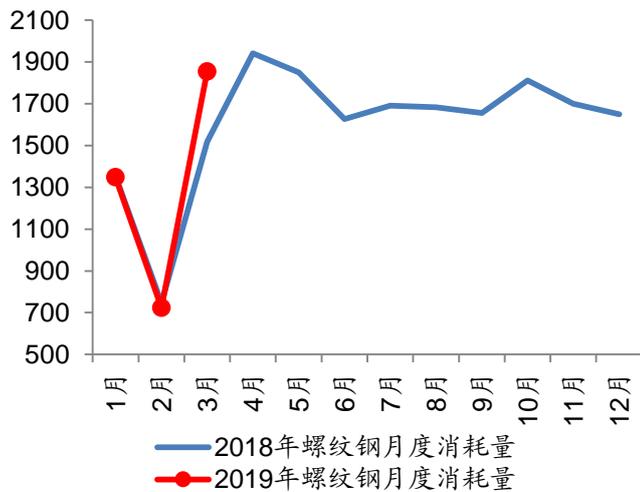
我们通过构建如下指标来衡量主要钢材品种的月度消耗量=主要钢材品种月度产量-主要钢材品种社会库存和钢厂库存的变化量(当月-上月), 总体而言, 2019年一季度, 主要钢材品种消耗量预计13258万吨、同比增5.8%; 其中, 中厚板、螺纹钢和热轧板卷需求同比分别增13.2%、8.5%和6.2%。

表 6: 2019年一季度Mysteel统计的同样本主要钢材品种月度消耗量预测(单位: 万吨)

	螺纹钢	线材	热轧板卷	冷轧板卷	中厚板
2019年1月	1349	728	1562	395	488
2019年2月	723	514	1393	367	431
2019年3月	1855	860	1617	432	543
2019年1-3月	3927	2102	4572	1194	1462
2018年1-3月	3620	2121	4306	1191	1291
2019年同比	8.5%	-0.9%	6.2%	0.3%	13.2%

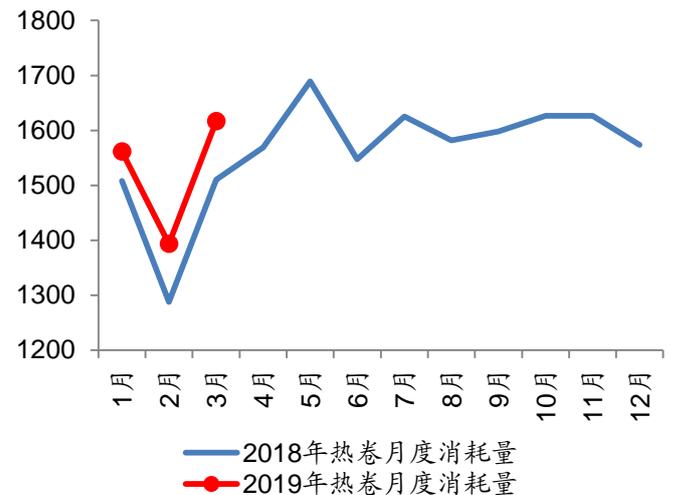
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图8: 2018-2019螺纹钢分月度消耗量测算(万吨/天)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图9: 2018-2019热卷分月度消耗量测算(万吨/天)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

(四) 成本: 供需态势分化下、成本端差异演进, 矿强、焦弱、废钢稳

铁矿石受累巴西淡水河谷矿难等不可抗力因素影响, 叠加一季度为海外矿山发货量低点, 铁矿石供需格局由偏弱转为供不应求, 铁矿石价格中枢抬升。2019年一季度, 铁矿石综合价格指数高达646元/吨, 同比增22.0%, 环比增9.7%, 较2018年年度均价上涨18.8%。

焦炭受累重点区域错峰生产不达预期、需求收缩快于供给, 叠加港口库存高企, 价格中枢逐步下探。2019年一季度, 焦炭产量累计增7.3%至11217万吨; 同期焦炭

港口库存累积87万吨至375万吨（2018年同期累积63万吨至364万吨）。供需格局偏弱至价格下跌，2019年一季度焦炭均价1982元/吨，同比降1.1%，环比降15.2%，较2018年年度均价降7.0%。

囿于盈利空间收窄和采暖季错峰生产边际宽松，钢铁行业供给曲线结构前移，废钢整体呈现供需两弱格局。2019年一季度，废钢价格为2549元/吨，同比增5.0%，环比降0.9%，较2018年年度均价增4.4%。

表 7：2018-2019年度主要原材料品种季度价格均值及变化（单位：元/吨）

	铁矿石	主焦煤	焦炭	废钢	钢坯
2018 年一季度	530	1395	2005	2427	3580
2018 年二季度	509	1395	1921	2283	3585
2018 年三季度	548	1326	2247	2482	3886
2018 年四季度	589	1400	2337	2572	3603
2018 年全年	544	1378	2130	2441	3666
2019 年一季度	646	1406	1982	2549	3431
2019 年一季度环比	9.7%	0.4%	-15.2%	-0.9%	-4.8%
2019 年一季度同比	22.0%	0.8%	-1.1%	5.0%	-4.1%
2019 年一季度较 2018 年	18.8%	2.0%	-7.0%	4.4%	-6.4%

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

（五）价与利：供给弹性高于需求弹性、成本框架强于供需，价利中枢下探

供给端，2018-2019年秋冬季钢铁行业错峰生产执行明显低于预期，钢铁行业供给端产量高企；此外，错峰生产约束的边际放松使得成本曲线结构前移、末端平缓，钢厂增产潜力足。需求端，地产投资结构后移、基建触底回升托底建筑用钢需求，制造业需求平稳为主。综合而言，2019年一季度钢铁行业供需格局偏弱、供给扩张弹性强于需求弹性；结合周期律，2019年一季度钢铁行业步入一轮被动补库存周期，价格和盈利走势偏弱。

2019年一季度，主要钢材品种均价明显下滑。具体而言，螺纹钢、高线、热轧板卷、冷轧卷板和中厚板均价分别达3992、4074、3827、4568和3934元/吨，环比分别降8.3%、降9.1%、降3.5%、降4.4%、降3.0%，同比分别降2.9%、降3.7%、降7.1%、降7.4%、降5.3%，较2018年全年均价分别降6.0%、降7.3%、降7.9%、降6.6%、降7.5%。

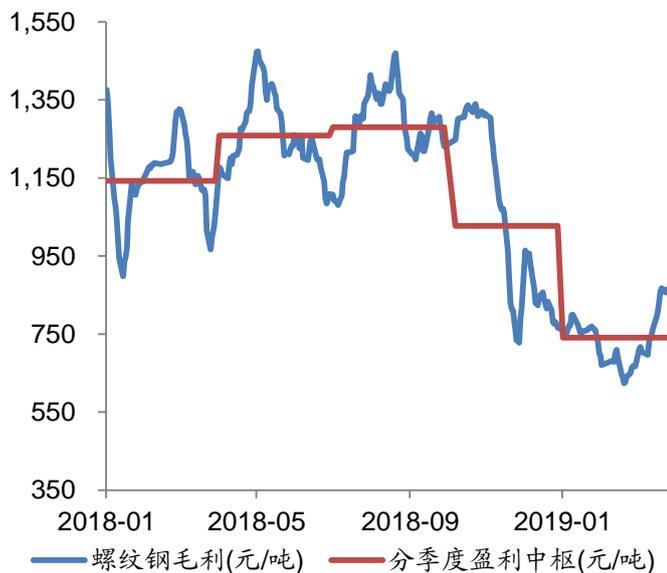
表 8: 2018-2019年度主要钢材季度价格均值及变化 (单位: 元/吨)

	螺纹钢	高线	热轧卷板	冷轧卷板	中厚板
2018 年一季度	4112	4230	4118	4931	4154
2018 年二季度	4088	4252	4194	4825	4383
2018 年三季度	4417	4601	4338	5016	4409
2018 年四季度	4354	4481	3966	4776	4057
2018 年全年	4245	4395	4158	4889	4254
2019 年一季度	3992	4074	3827	4568	3934
2019 年一季度环比	-8.3%	-9.1%	-3.5%	-4.4%	-3.0%
2019 年一季度同比	-2.9%	-3.7%	-7.1%	-7.4%	-5.3%
2019 年一季度较 2018 年	-6.0%	-7.3%	-7.9%	-6.6%	-7.5%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

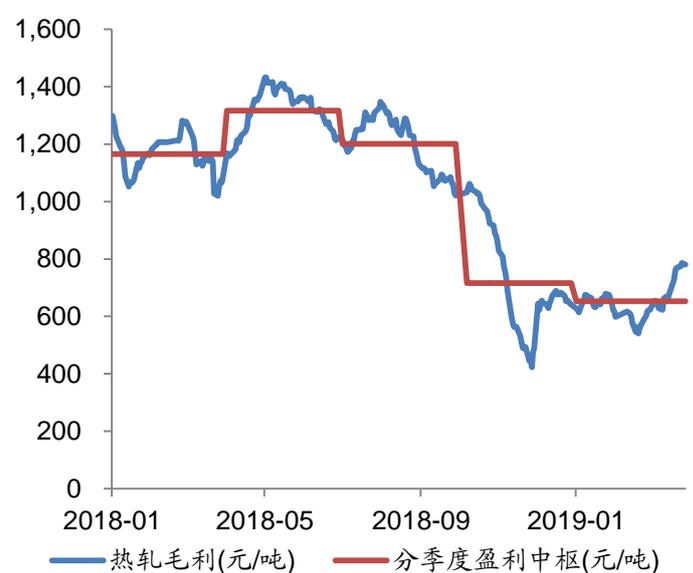
2019年一季度, 主要钢材品种盈利明显回落; 其中, 螺纹钢、热轧卷板和冷轧卷板吨钢毛利分别达741、652和388元/吨, 环比分别降27.9%、降8.9%和降27.2%, 同比分别降35.1%、降44.0%、降62.2%, 较2018年全年均毛利分别下降37.0%、降40.4%和降55.0%。

图 10: 2017-2019年分季度螺纹钢毛利走势



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图 11: 2017-2019年分季度热卷毛利走势



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

二、2019Q1 财报：盈利下滑但经营活动现金流及盈利质量显著改善，板块内部业绩表现分化

我们将以申万钢铁32家钢企为样本重点分析2019年钢铁行业一季报。此外，依据申万钢铁及公司的主营业务结构，我们进一步将申万钢铁32家钢企进一步划分为普钢企业、特钢企业，其中普钢企业又可以进一步拆分为普钢长材和普钢板材（提请注意：分类由客观分类结合主观判断进行）。

备注：2018年期间合并报表范围发生变更的个股已依据2019年一季报合并报表范围对2018年一季报进行追溯调整。

表 9：依据申万钢铁和主营业务结构将32家上市钢企进行分类

按照成分性能	按照产品结构分类	个股列示
普钢（22家）	长材（9家）	韶钢松山、新兴铸管、三钢闽光、凌钢股份、方大特钢、山东钢铁、酒钢宏兴、八一钢铁、柳钢股份
	板材（13家）	河钢股份、本钢板材、鞍钢股份、华菱钢铁、首钢股份、宝钢股份、南钢股份、安阳钢铁、新钢股份、重庆钢铁、包钢股份、杭钢股份、马钢股份
特钢（10家）		大冶特钢、太钢不锈、沙钢股份、久立特材、金洲管道、常宝股份、永兴特钢、西宁特钢、ST抚钢、武进不锈

数据来源：申万行业分类、公司公告、广发证券发展研究中心

（一）盈利能力：区位优势、成本控制强、产销量弹性大的普钢相对较好，景气回升的深加工钢企价、利同比显著改善

申万钢铁板块产销助营收增长，价格回稳、利润回调。2019年一季度，申万钢铁板块上市钢企实现营业收入3481亿元、同比增5.2%；受累营业成本增速快于营业收入，毛利361亿元、同比降25.3%；同口径可比期间费用（销售费用+管理费用（含研发费用）+财务费用）200亿元，同比增4.8%，其中销售费用、管理费用和财务费用同比分别增8.2%、增10.1%和降7.9%；营业利润158亿元、同比降42.6%；利润总额157亿元、同比降42.6%，归母净利润116亿元、同比降45.5%。

表 10：申万钢铁板块2019年一季报利润表概览

	2018Q1（亿元）	2018Q4（亿元）	2019Q1（亿元）	同比	环比
营业总收入	3349	3852	3481	3.9%	-9.6%
营业成本	2850	3326	3118	9.4%	-6.2%
毛利	499	525	362	-27.3%	-31.0%

销售费用	52	63	56	6.3%	-11.5%
管理费用	63	68	60	-4.9%	-11.6%
研发费用	28	61	37	31.9%	-38.3%
财务费用	51	52	46	-8.7%	-11.0%
利润总额	284	240	157	-44.5%	-34.3%
归母净利润	220	206	116	-47.5%	-43.7%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

申万普钢板块优于特钢，长材期间费用增幅较快致长材利润降幅大于板材。普钢方面，申万长材、板材板块营收增长、毛利下滑；囿于长材期间费用增幅显著快于板材（主要增量贡献项为研发费用、同比增幅高达102.6%），长材板块利润总额和归母净利润降幅高于板材板块。特钢方面，营收与利润指标均同比下降，但期间费用同比下降13.3%，归母净利润降幅为49.1%。

表 11：2019年一季度申万钢铁细分板块盈利表现

		申万长材板块	申万板材板块	申万特钢板块
营业总收入	绝对值（亿元）	723	2441	316
	同比	5.8%	4.1%	-1.1%
毛利	绝对值（亿元）	75	253	35
	同比	-26.7%	-26.4%	-34.0%
期间费用	绝对值（亿元）	37	142	20
	同比	14.3%	2.5%	-13.3%
利润总额	绝对值（亿元）	34	110	13
	同比	-47.1%	-42.3%	-53.1%
归母净利润	绝对值（亿元）	26	80	10
	同比	-52.0%	-45.6%	-49.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

方大特钢、新兴铸管和三钢闽光业绩表现优于申万钢铁长材板块。山东钢铁、凌钢股份、八一钢铁、韶钢松山和新兴铸管营收同比增长幅度超10%，主要原因或在于销量同比增幅明显（其中八一钢铁、山东钢铁钢材销量同比分别增22.9%和18.4%）。受累行业基本面下行、原材料价格上涨，长材企业毛利均出现不同程度的下行，部分成本管控能力强的钢企如方大特钢、新兴铸管等毛利降幅明显小于行业均值。大部分长材钢企期间费用均呈现不同程度的增长，其中山东钢铁（期运输费及港口费增加、利息支出增加）、八一钢铁（运量及运价均上涨、后勤服务费增加）、方大特钢（员工激励及利息支出增加）增幅明显。研发费用则囿于按研发加计扣除

相关文件的归集范围进行归集，长材企业振幅较大。受累行业基本面下行、费用增加，长材企业归母净利润均出现不同程度的下降，区域优良、成本控制能力较强的钢企业绩表现稍好，其中方大特钢、新兴铸管和三钢闽光归母净利润同比分别下滑15.6%、下滑15.8%和下滑33.0%。

表 12: 申万钢铁长材板块2019年一季报利润表概览 (单位: 亿元)

证券简称	营业收入	同比	毛利	同比	期间费用	同比	研发费用	同比	归母净利润	同比
方大特钢	39	1.9%	10	-9.1%	4	13.5%	0	-53.7%	5	-15.6%
新兴铸管	106	11.8%	12	-7.6%	5	-4.9%	1	20.8%	3	-15.8%
三钢闽光	83	-0.5%	17	-27.2%	1	-2.2%	2	-4.7%	10	-33.0%
韶钢松山	66	13.5%	7	-34.5%	1	-52.0%	2	2628%	4	-52.3%
柳钢股份	103	-9.6%	7	-50.8%	1	-8.2%	1	382.9%	4	-63.3%
凌钢股份	52	16.1%	3	-39.0%	2	6.1%	0	64.4%	1	-73.1%
酒钢宏兴	97	-1.6%	9	-3.7%	7	-6.8%	1	1058%	0	-74.8%
山东钢铁	138	17.3%	8	-29.0%	5	44.8%	1	296.3%	2	-75.7%
八一钢铁	39	15.1%	1	-65.4%	3	27.9%	0	-91.7%	-2	-235%
申万长材	723	5.8%	75	-26.7%	30	3.3%	7	102.3%	26	-52.0%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

河钢股份、杭钢股份、新钢股份、南钢股份、本钢板材、包钢股份、华菱钢铁业绩表现优于申万钢铁板材板块。华菱钢铁、河钢股份和南钢股份营业收入同比分别增长18.6%、17.2%和14.0%，主要原因或在于公司销量同比增幅明显(华菱钢铁、南钢股份销量同比分别增19.0%、增7.1%)；其余企业受累行业基本面下行、营收同比表现欠佳。剔除河钢股份，其余板材钢企毛利均出现不同程度的下滑，主因或在于行业基本面较差、原材料价格涨幅明显，马钢股份(去产能及高炉大修致钢材产量同比下滑12.3%、销量同比下滑10.7%)和鞍钢股份、宝钢股份、重庆钢铁等板材占比较高的钢企毛利下滑幅度较深。期间费用整体振幅不大，其中杭钢股份期间费用下降主因在于存款利息增加、借款利息减少至财务费用显著减少，本钢板材期间费用下降主因在于汇兑收益增加至财务费用显著减少，宝钢股份期间费用下降主因在于辞退福利减少至管理费用显著减少；河钢股份期间费用大增的主因在于折旧费、绿化费、修理费增加至管理费用大增叠加销量增加至销售费用增加。归母净利润同比均出现不同程度的下降，其中河钢股份、杭钢股份、新钢股份、南钢股份、本钢板材、包钢股份、华菱钢铁业绩表现优于板块均值。

表 13: 申万钢铁板材板块2019年一季度报利润表概览(单位:亿元)

证券简称	营业收入	同比	毛利	同比	期间费用	同比	研发费用	同比	归母净利润	同比
河钢股份	293	17.2%	35	21.3%	22	20.9%	5	24.9%	4	-0.9%
杭钢股份	65	-0.3%	6	-25.2%	1	-35.8%	1	46.3%	4	-13.0%
新钢股份	135	8.0%	12	-7.0%	2	11.3%	1	1167%	7	-13.8%
南钢股份	118	14.0%	17	-17.7%	5	5.3%	1	93.0%	8	-17.0%
本钢板材	118	1.0%	7	-21.6%	4	-17.0%	0	171.1%	3	-22.5%
包钢股份	134	3.5%	22	-6.5%	15	-2.7%	0	-75.2%	5	-23.5%
华菱钢铁	237	18.6%	31	-6.0%	10	-9.7%	1	79.9%	11	-28.8%
首钢股份	154	5.3%	17	-13.8%	10	-4.1%	0	101.2%	3	-45.7%
宝钢股份	655	-3.1%	67	-39.3%	23	-16.8%	14	32.1%	27	-45.7%
安阳钢铁	56	-9.9%	5	-15.8%	5	6.6%	0	425.7%	1	-55.6%
重庆钢铁	53	3.0%	3	-39.0%	1	-0.1%	0	0.0%	2	-57.1%
鞍钢股份	245	4.0%	20	-50.8%	13	-1.3%	1	13.3%	4	-78.2%
马钢股份	177	-3.2%	10	-60.1%	7	-4.3%	1	78.2%	1	-94.1%
申万板材	2441	4.1%	253	-26.4%	117	58.6%	26	43.6%	80	-45.6%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

油气和核电景气回升致深加工板块营收、利润同比显著改善。受益油气和核电景气回升,深加工企业营业收入、毛利同比增速亮眼,武进不锈、金洲管道、常宝股份、久立特材营收同比分别增53.6%、39.1%、18.6%和13.3%,毛利同比分别增105.8%、72.1%、53.4%和13.5%。费用管理上,金洲管道受累销量及运杂费增加至销售费用增加,武进不锈受累销量及员工工资增加至销售费用增加叠加利息支出增加至财务费用增加,其余深加工企业受益利息收入增加、利息支出减少和汇兑收益增加至期间费用同比下降。受益行业景气,金洲管道、常宝股份、武进不锈和久立特材的归母净利润增速分别达339.8%、190.0%、148.9%和48.9%。

ST抚钢受益高温合金、不锈钢量价齐升,营收同比增1.5%,受益借款减少、财务费用明显减少,叠加债务重组利得增加、营业外收支显著增加,公司实现扭亏为盈、归母净利润同比增329.7%。西宁特钢收益产销量增加叠加深化改革各项举措初步见效,归母净利润同比增43.2%;其余特钢企业(沙钢股份、太钢不锈)上下游分布基本与普钢类似、业绩表现较为一般。

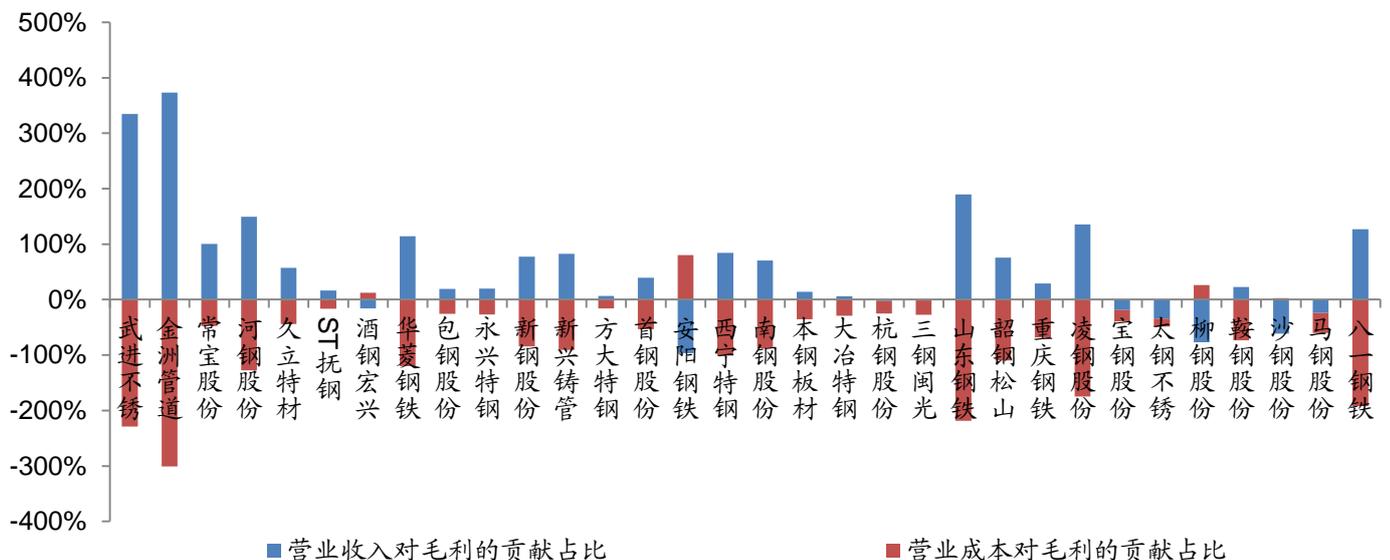
表 14: 申万钢铁特钢板块2019年一季度报利润表概览 (单位: 亿元)

证券简称	营业收入	同比	毛利	同比	期间费用	同比	研发费用	同比	归母净利润	同比
金洲管道	10	39.1%	1	72.1%	1	64.5%	0	-38.7%	0	339.8%
常宝股份	13	18.6%	3	53.4%	1	-13.5%	0	8.3%	1	190.0%
武进不锈	6	53.6%	1	105.8%	0	34.9%	0	44.7%	1	148.9%
久立特材	10	13.3%	2	13.5%	1	-14.7%	0	140.2%	1	48.9%
ST 抚钢	16	1.5%	1	-0.2%	1	-42.2%	0	0.0%	1	329.7%
西宁特钢	19	13.9%	2	-16.7%	3	10.5%	0	-94.6%	0	43.2%
永兴特钢	12	3.0%	2	-6.9%	0	3.9%	0	6.5%	1	10.6%
大冶特钢	30	0.7%	3	-23.4%	1	-22.6%	1	-28.8%	1	-5.0%
沙钢股份	29	-14.0%	3	-58.8%	1	-2.4%	0	480.8%	1	-60.6%
太钢不锈	171	-5.7%	15	-48.8%	7	-14.7%	4	3.1%	3	-76.4%
申万特钢	316	-1.1%	35	-34.0%	15	-10.0%	7	-0.8%	10	-49.1%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

通过对申万钢铁一季报营业利润的拆解并结合上述分析, 可知: (1) 钢材销量增长带来了钢企营业收入增长, 产销量下行加速了钢企营业收入下降; 结构上, 深加工企业和秋冬季错峰生产压力较大的钢企营收同比明显改善。(2) 剔除个别企业, 申万钢企营业成本均出现了不同程度的上升侵蚀营业毛利, 结构上, 成本控制能力较强的钢企成本增幅小于行业均值。(3) 油气、核电景气促深加工企业营收、毛利改善明显, 区位优、产销量弹性大、成本控制能力较强的钢企盈利表现优于行业。

图 12: 申万钢铁2019年一季度报营业利润拆解



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 15: 申万钢铁2019年一季报营业利润拆解

	销量同比	营收同比	营收 对毛利的贡献	营业成本同比	营业成本 对毛利的贡献	营业毛利同比
武进不锈	10.61%	53.6%	334.8%	43.7%	-228.9%	105.8%
金洲管道		39.1%	373.0%	35.3%	-300.9%	72.1%
常宝股份		18.6%	100.7%	10.7%	-47.3%	53.4%
河钢股份		17.2%	149.1%	16.7%	-127.8%	21.3%
久立特材		13.3%	57.4%	13.2%	-43.8%	13.5%
ST 抚钢	-3.43%	1.5%	16.4%	1.6%	-16.6%	-0.2%
酒钢宏兴	10.43%	-1.6%	-16.1%	-1.4%	12.4%	-3.7%
华菱钢铁	18.97%	18.6%	114.0%	23.4%	-120.0%	-6.0%
包钢股份	8.68%	3.5%	19.1%	5.8%	-25.7%	-6.5%
永兴特钢		3.0%	19.8%	4.8%	-26.6%	-6.9%
新钢股份	12.26%	8.0%	77.2%	9.7%	-84.2%	-7.0%
新兴铸管		11.8%	82.8%	15.0%	-90.4%	-7.6%
方大特钢	-1.65%	1.9%	6.5%	6.4%	-15.6%	-9.1%
首钢股份		5.3%	39.7%	8.3%	-53.5%	-13.8%
安阳钢铁	-18.13%	-9.9%	-96.2%	-9.2%	80.4%	-15.8%
西宁特钢	7.67%	13.9%	84.1%	20.0%	-100.8%	-16.7%
南钢股份	7.10%	14.0%	70.4%	21.8%	-88.1%	-17.7%
本钢板材		1.0%	13.8%	2.9%	-35.5%	-21.6%
大冶特钢		0.7%	5.9%	4.0%	-29.3%	-23.4%
杭钢股份	5.27%	-0.3%	-2.5%	3.4%	-22.7%	-25.2%
三钢闽光		-0.5%	-1.7%	9.7%	-25.6%	-27.2%
山东钢铁	18.40%	17.3%	189.7%	21.9%	-218.7%	-29.0%
韶钢松山		13.5%	75.5%	23.9%	-109.9%	-34.5%
重庆钢铁	8.94%	3.0%	29.2%	7.9%	-68.2%	-39.0%
凌钢股份	27.08%	16.1%	135.6%	23.4%	-174.6%	-39.0%
宝钢股份	2.01%	-3.1%	-18.6%	4.1%	-20.7%	-39.3%
太钢不锈		-5.7%	-34.5%	2.8%	-14.3%	-48.8%
柳钢股份	-9.34%	-9.6%	-76.7%	-3.7%	26.0%	-50.8%
鞍钢股份		4.0%	22.9%	15.4%	-73.6%	-50.8%
沙钢股份		-14.0%	-61.5%	-0.8%	2.7%	-58.8%
马钢股份	-10.66%	-3.2%	-24.1%	5.6%	-36.0%	-60.1%
八一钢铁	22.92%	15.1%	126.7%	26.0%	-192.1%	-65.4%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 现金流与盈利质量：经营活动现金流及盈利质量显著改善，特钢改善幅度优于普钢

根据申万钢铁板块32家钢企的财务报表数据，可计算得到2019年一季度，申万钢铁板块实现经营活动现金流164亿元、同比增108.9%，经营活动净收益（营业总收入-营业总成本）139亿元、同比降49.0%，经营活动现金净流入与经营活动净收益的比值达1.2、同比增0.9，申万钢铁板块经营活动现金流及盈利质量显著改善。

申万钢铁长材板块经营活动现金流恶化、盈利质量基本持平，酒钢宏兴、柳钢股份经营活动现金流及盈利质量显著改善。2019年一季度，申万钢铁长材板块实现经营活动现金流14亿元、同比降47.7%，经营活动净收益（营业总收入-营业总成本）33亿元、同比降48.9%，经营活动现金净流入与经营活动净收益的比值为0.4、同比基本持平。其中酒钢宏兴、柳钢股份经营活动现金流及盈利质量均同比改善，韶钢松山、凌钢股份和三钢闽光盈利质量改善。方大特钢、山东钢铁和八一钢铁经营活动现金净流出，盈利质量恶化。

表 16：申万钢铁长材板块2019年经营活动现金流与经营活动净收益概览

	2019 年一季度			2018 年一季度		
	经营活动净现金流 (亿元)	经营活动净收益 (亿元)	经营活动净现金流/经营活动净收益	经营活动净现金流 (亿元)	经营活动净收益 (亿元)	经营活动净现金流/经营活动净收益
酒钢宏兴	10.1	0.3	38.7	3.7	1.1	3.5
柳钢股份	14.0	4.4	3.2	12.9	12.2	1.1
韶钢松山	4.8	4.2	1.2	5.3	8.4	0.6
凌钢股份	0.5	1.1	0.5	-4.4	3.4	-1.3
三钢闽光	5.4	12.8	0.4	3.3	18.8	0.2
新兴铸管	1.3	5.2	0.2	7.9	6.2	1.3
方大特钢	-10.8	5.8	-1.8	2.4	7.3	0.3
山东钢铁	-9.6	1.4	-6.7	-1.2	6.3	-0.2
八一钢铁	-2.1	-1.9	1.1	-3.4	1.4	-2.4
申万长材	13.8	33.3	0.4	26.4	65.1	0.4

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

申万钢铁板材板块经营活动现金流及盈利质量改善，安阳钢铁、本钢板材、河钢股份、鞍钢股份经营活动现金流及盈利质量改善。2019年一季度，申万钢铁板材板块实现经营活动现金流135亿元、同比增182.7%，经营活动净收益（营业总收入-营业总成本）95亿元、同比降47.3%，经营活动现金净流入与经营活动净收益的比值为1.4、同比增1.2。其中安阳钢铁、本钢板材、河钢股份、鞍钢股份经营活动现金流及盈利质量均同比改善，首钢股份、杭钢股份和南钢股份盈利质量改善；马钢股份、重庆钢铁和华菱钢铁经营活动现金净流出，盈利质量恶化。

表 17: 申万钢铁板材板块2019年经营活动现金流与经营活动净收益概览

	2019 年一季度			2018 年一季度		
	经营活动净现金流 (亿元)	经营活动净收益 (亿元)	经营活动净现金流/经营活动净收益	经营活动净现金流 (亿元)	经营活动净收益 (亿元)	经营活动净现金流/经营活动净收益
安阳钢铁	7.6	0.4	20.2	7.3	1.4	5.4
本钢板材	27.5	2.7	10.2	-88.7	3.5	-25.4
河钢股份	51.5	6.0	8.6	42.3	4.9	8.6
鞍钢股份	20.1	4.9	4.1	-5.8	23.5	-0.2
首钢股份	11.3	4.2	2.7	15.2	6.4	2.4
杭钢股份	9.4	4.6	2.0	-4.6	6.4	-0.7
南钢股份	16.2	9.3	1.7	3.4	14.0	0.2
宝钢股份	13.6	30.6	0.4	35.9	66.2	0.5
新钢股份	3.6	8.1	0.4	11.1	10.3	1.1
包钢股份	1.7	6.0	0.3	13.4	8.0	1.7
华菱钢铁	-3.5	17.3	-0.2	14.8	18.6	0.8
重庆钢铁	-1.4	1.4	-1.0	-3.0	3.5	-0.9
马钢股份	-22.9	-0.3	69.3	6.3	14.2	0.4
申万板材	134.8	95.2	1.4	47.7	180.7	0.3

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

申万特钢板材板块经营活动现金流及盈利质量显著改善, 太钢不锈、久立特材经营活动现金流及盈利质量改善。2019年一季度, 申万钢铁特钢板块实现经营活动现金流16亿元、同比增246.1%, 经营活动净收益(营业总收入-营业总成本)10亿元、同比降61.1%, 经营活动现金净流入与经营活动净收益的比值为1.5、同比增1.3。其中太钢不锈、久立特材经营活动现金流及盈利质量均同比改善, 沙钢股份、永兴特钢和武进不锈盈利质量显著改善; 金洲管道、ST抚钢、常宝股份、大冶特钢和西宁特钢经营活动现金持续净流出, 盈利质量较差。

表 18: 申万钢铁特钢板块2019年经营活动现金流与经营活动净收益概览

	2019 年一季度			2018 年一季度		
	经营活动净现金流 (亿元)	经营活动净收益 (亿元)	经营活动净现金流/经营活动净收益	经营活动净现金流 (亿元)	经营活动净收益 (亿元)	经营活动净现金流/经营活动净收益
太钢不锈	14.5	2.9	5.0	11.5	16.3	0.7
久立特材	2.1	0.6	3.3	-1.0	0.5	-2.1
沙钢股份	2.1	2.3	0.9	2.7	6.7	0.4
永兴特钢	0.3	0.7	0.5	-1.0	0.8	-1.3
武进不锈	0.4	0.8	0.5	0.0	0.3	0.0
西宁特钢	-0.1	-0.6	0.2	-2.5	0.1	-24.0
大冶特钢	-0.7	1.0	-0.7	-1.1	1.1	-1.1
常宝股份	-1.4	1.7	-0.8	-0.3	0.7	-0.5
ST 抚钢	-0.4	0.4	-1.1	-1.3	-0.2	6.1
金洲管道	-1.3	0.3	-4.2	-2.4	0.0	-69.5
申万特钢	15.5	10.2	1.5	4.5	26.2	0.2

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

三、2019 年展望和投资建议：关注供需平衡预期差及结构性行情

（一）2019 年展望：需求以稳为主，环保限产约束放松或致供给释放，铁矿石等原料价格中枢上行，钢企盈利承压

我们曾在2018年12月11日发布的报告《2019年钢铁行业投资策略-纷扰渐弱，万象归宗》中对2019年钢铁行业基本面情况进行了分析与展望。在此，我们结合2019年一季度情况，进一步进行分析：

1、需求端：房地产韧性仍较强、基建补短板将稳定建筑钢材需求，朱格拉周期下的设备更新需求仍将支撑制造业钢需，汽车需求或将迎来增速拐点

（1）建筑：地产方面，预计2019年销售面积增速将有所下探。销售走弱将逐步传导至投资端，对房地产投资、新开工和施工的推进形成资金上的掣肘，叠加此前新开工数据、置地面积数据均不同程度的有相当长时间背离，后续新开工数据、置地面积数据变化方向将逐步向销售面积增速靠拢，两者下行压力较大。**基建方面**，考虑到前期加快项目审批、推动专项债发行及基建补短板等一系列措施将逐渐在基建投资上得到体现，并且在地产投资、消费及出口面临压力的条件下，基建投资需扮演逆周期调节的作用，因此我们预计基建投资增速将逐步走出底部区域，并进一步带动钢需，从而对冲地产钢需趋弱带来的影响。**总体来看，我们认为2019年建筑钢材需求将以稳为主。**

（2）制造业：制造业投资相对于建筑业产值（基建+地产的原发需求）稳定滞后12个月左右。结合我们以上对建筑板块的判断，我们判断建筑业总产值或将震荡回落。由此，制造业固定资产投资或伴随主动去库存周期而出现调整，制造业钢铁需求或承压。但朱格拉周期下的设备更新需求仍在，中短期制造业钢需韧性仍然较强。

（3）汽车：经济增长、消费升级是驱动汽车行业稳定发展的中长期因素。尽管购置税优惠政策退出、进口关税下调、国六标准施行在即等引发观望情绪等利空因素导致短期汽车销量增速承压，但我们认为2019年汽车需求增速将随主动去库存进程调整到位而出现拐点，迎来边际改善。

2、供给端：产能仍将持续收缩，盈利中枢下移或将部分对冲环保限产约束放松带来的供给释放，但粗钢产量大概率仍将高于2018年

对于2019年，我们的判断如下：

（1）产能：参考现有政策对钢铁行业去产能的要求，我们判断2018-2020年钢铁产能仍将处于持续收缩过程中，方式包括且不限于：（a）供给侧改革；（b）减量置换；（c）城市钢厂搬迁；（d）对不符合高炉最小容积、转炉最小公称容量的设备实施减量置换改造升级；（e）某些城市整体退出钢铁产能，部分方式本质上均为减量置换。

(2) 产量: 2019年, 政策诉求由改革转向稳增长, 限产等外部约束将渐进式宽松但不确定性增强, 边缘产量的扩张倾向将收敛, 并沿成本曲线往复均衡运动。综合分析成本曲线与供给均衡, 在相同盈利水平下, 2019年的产量大概率高于2018年, 但边缘产量收缩会对冲限产放松带来的影响, 形成风险缓冲。由于限产约束放松且盈利中枢下移, 长流程钢厂产能释放相对充分, 要素替代开始出现, 转炉废钢比可能将回落到一个偏低的水平、长流程铁矿石入炉品位下移。**2019年粗钢产量增速将开始向生铁产量增速回归, 甚至可能低于生铁产量增速, 这或将一定程度上缓冲限产放松带来的供给释放。**

3、成本端: 铁矿石供需趋紧价格中枢抬升, 焦炭基本面偏强, 废钢景气度下行

铁矿石: 根据我们于2019年4月24日发布的《铁矿石专题报告之八: 再看2019年--供需趋紧, 非主流矿增产抑制矿价上行幅度》深度报告, 我们认为: **从供给看,** 预计四大矿山2019年铁矿石产量同比将下降3.2-7.5%。最保守假设下, 即除四大矿山外的非主流矿山产量不变, 则预计2019年全球铁矿石产量为21.4~21.9亿吨, 同比下降3.2%~1.6%。从需求看, 文中预计2019年全球铁矿石需求同比增速达1.2%。因此综合供需, 全球铁矿石供需格局将趋紧, 价格中枢将抬升。

焦炭: 供给端看, 焦炭产能将进一步收缩, 逻辑在于: (1) 2018-2020年尚存2300万吨焦化行业化解过剩产能任务, 占2017年年底焦化产能的比重为3.65%。(2) 重点区域炭化室在4.3米以下、运行寿命超过10年的焦炉逐步减量置换退出。(3) 京津冀及周边地区实施“以钢定焦”, 力争2020年炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右。2015年开始, 高炉废钢比的提升以及铁矿石入炉品位提升致焦炭产量增速慢于生铁产量增速。**需求端看,** 钢铁行业盈利中枢的逐步下移将促钢厂降低铁矿石入炉品位, 在产量不变的情况下, 铁矿石入炉品位的下降将提高焦比从而增加焦炭的使用; 而盈利中枢的逐步下移也将抑制钢厂生铁产量, 焦炭需求将相对平稳。**综合供需, 我们判断: 2019年焦炭需求平稳、供给相对收缩, 预计基本面偏强。**

废钢: 供给端看, 钢铁积蓄量持续增长, 相应的废钢铁资源的规模随之增长。废钢铁加工产业的日益发展成熟提供技术支持, 预计废钢供给逐步增加。**需求端看,** 盈利中枢的下移将致高盈利敏感性的产量退出, 即长、短流程均将不同幅度降低废钢比, 其次, 行业盈利中枢的下移或致电炉产能投产进程不达预期, 预计废钢需求稳中偏弱。**综合供需, 废钢供给持续扩张、需求稳中偏弱, 景气下行。**

(二) 投资建议: 建议关注供需平衡韧性预期差及结构性行情

综上所述我们认为, 2019年地产下行、基建托底、制造业韧性仍强, 钢铁行业需求相对稳定, 限产等外部约束将渐进式宽松或导致供给能力释放, 钢铁行业供需格局同比趋弱, 钢价中枢下行但仍维持相对较高位置; 铁矿石价格中枢上行, 钢企成本端承压, 盈利水平中枢下降但仍维持相对高位, 仍需关注需求景气度提升、环保扰动下供需平衡超预期可能性。**建议重点关注区位优势、成本管控强的长材龙头: 三钢闽光、方大特钢, 需求具备韧性的板材龙头: 华菱钢铁、新钢股份、宝钢股份, 及受益于油气高景气及核电重启的钢管龙头: 久立特材等。**

四、风险提示

- 1、宏观经济大幅下滑；
- 2、环保政策方向及执行效果弹性较大；
- 3、原材料价格大幅上行。

广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队），2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队）。
- 刘 洋：研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。
- 李 衍 亮：研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。