

高温退却，洗礼重生

——钢铁行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆钢铁供给弹性仍在持续显现，主要来自产能利用率提升和产能置换。

2019年1-4月粗钢产量同比增长10.1%；2019年上市钢企目标粗钢产量同比增长3%。钢铁产量增长主要来自两方面：（1）2019年至今全国高炉产能利用率均值同比增长2.5个百分点，主要是由于环保限产力度减弱、钢企技改和增效；（2）产能置换往往导致钢铁产量实际增长，2019年首钢京唐二期、山钢日照一期二步等项目投产会增加钢铁供给。

◆短期关注政策扰动，中长期供给侧红利难再现。高炉产能利用率是目前监测钢铁供给和景气度的最重要指标之一。2019年下半年，短期需高度关注“回头看”行动、国庆70周年等事件可能带来的影响。中长期来看，钢铁供给弹性逐渐释放是自然过程，我们预计由钢铁供给侧红利带来的行业景气度单边向上周期将较难再出现。

◆后工业化时代的钢铁需求波澜不惊，长强板弱格局延续。2019年5月钢铁PMI新订单指数46.7%，环比、同比均下降5个百分点；水泥价格走势平稳。分行业来看，2019年以来房地产景气度显著回暖，投资额与开工面积同比大幅增长；基建较为平稳；汽车等制造业较低迷。钢铁需求整体波澜不惊，呈现长强板弱格局，预计2019年下半年延续。

◆高温退却，钢价盈利逐渐回归理性。持续的供给弹性使2019Q1上市钢企扣非净利降至近七个季度新低；供给紧缺致矿价高企也显著影响钢铁盈利。我们预计钢铁行业高盈利盛宴难再，将逐步回归理性。估值角度来看，截止2019年6月3日，钢铁板块PB/沪深300PB的比值为0.74，处于历史中位水平，钢铁板块的整体估值优势并不显著。

◆钢企洗礼重生“内功”愈加扎实，板块股息率为5.7%。行业近两年以来维持高盈利，使多数上市钢企自身素质已有显著提升，包括资产负债率、员工效率、折旧、税率都恢复至健康状态，2018年26家上市钢企有16家分红，合计分红金额占归母净利润36%，加权平均股息率为5.7%，钢铁板块投资回报率较为可观。我们维持钢铁板块“增持”评级。

◆推荐高治理水平个股：大冶特钢、华菱钢铁。建议关注具备高ROIC、公司治理出众、高盈利水平个股，推荐大冶特钢和华菱钢铁。（1）大冶特钢看点在于中信特钢整体上市后打造国内特钢龙头；（2）华菱钢铁看点在于公司治理和资产负债的持续优化，具备一定低估值优势。

◆风险分析：供给量过多；下游需求不及预期；公司生产安全风险等。

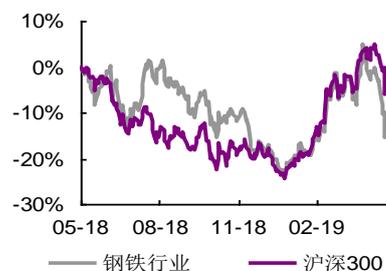
增持（维持）

分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebcn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzhh@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
000708	大冶特钢	12.46	1.14	1.05	1.02	11.0	11.9	12.2	增持
000932	华菱钢铁	6.28	2.25	1.88	1.73	2.8	3.5	3.8	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年6月5日

目 录

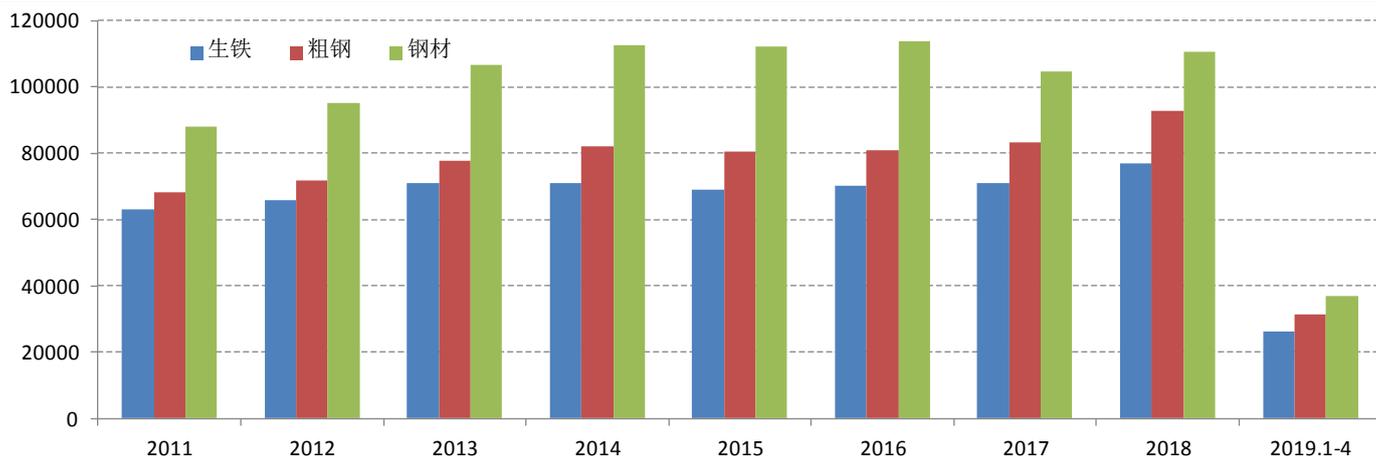
1、 供给弹性持续显现，政策红利边际弱化	3
1.1、 2019 年以来我国粗钢产量继续显著增长	3
1.2、 铁钢比维持低位，长材产量占比提升.....	4
1.3、 2019Q1 重点钢企粗钢产量同比增长 7.4%	5
1.4、 2019 年上市钢企目标粗钢产量同比增长 3%	6
1.5、 2019 年钢铁供给弹性主要来自产能利用率提升	7
1.6、 产能置换过程带来钢铁产量实际增长.....	8
1.7、 关注短期政策面扰动，预计中长期钢铁供给侧红利难再现.....	8
2、 钢铁需求波澜不惊，长强板弱格局延续	10
2.1、 近期钢铁 PMI 新订单指数与水泥价格整体平稳	10
2.2、 房地产行业景气度显著回暖，支撑建筑用钢需求	11
2.3、 基建行业景气度近期较平稳，弱于去年同期.....	12
2.4、 汽车、家电行业用钢需求量分析.....	12
2.5、 钢铁需求整体波澜不惊，长强板弱格局延续.....	13
3、 钢价盈利逐渐回归理性，相对 PB 为历史中值	13
3.1、 2019Q1 钢铁板块盈利创近七个季度新低.....	13
3.2、 供给紧缺致矿价高企，或持续影响钢铁盈利.....	14
3.3、 钢铁板块相对 PB 处于历史中位，估值优势不显著	15
4、 钢企内功愈加扎实，推荐高治理水平个股	17
4.1、 打铁还需自身硬，钢企“内功”愈加扎实	17
4.2、 推荐公司治理出众、低成本、高附加值个股.....	18
4.3、 大冶特钢：特钢产品盈利稳健，中信特钢整体上市打造国内特钢龙头	19
4.4、 华菱钢铁：负债结构优化，未来有望落实分红.....	20
5、 风险分析.....	21

1、供给弹性持续显现，政策红利边际弱化

1.1、2019 年以来我国粗钢产量继续显著增长

2019 年以来，国家统计局披露的钢铁产量持续攀高：2019 年 1-4 月，全国粗钢产量为 31496 万吨，同比增长 10.1%；2019 年 4 月，全国粗钢产量 8503 万吨，同比增长 12.7%。

图 1：国家统计局披露的历年铁、钢、材产量（万吨）

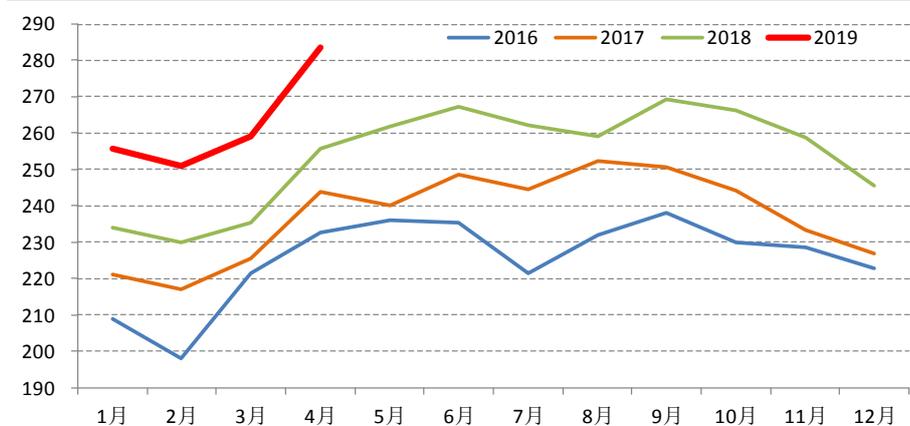


资料来源：国家统计局、Wind、光大证券研究所

其中，2019 年 4 月全国粗钢日均产量为 283.4 万吨，环比增长 24.3 万吨/日，增幅 9.4%，创单月粗钢产量历史新高。

值得一提的是，国家统计局的钢铁产量数据仅统计规模以上企业，不包括小型钢企、地条钢产量等，故而不能非常准确地反映钢铁产量变化情况。

图 2：国家统计局披露的每月粗钢日均产量（万吨）



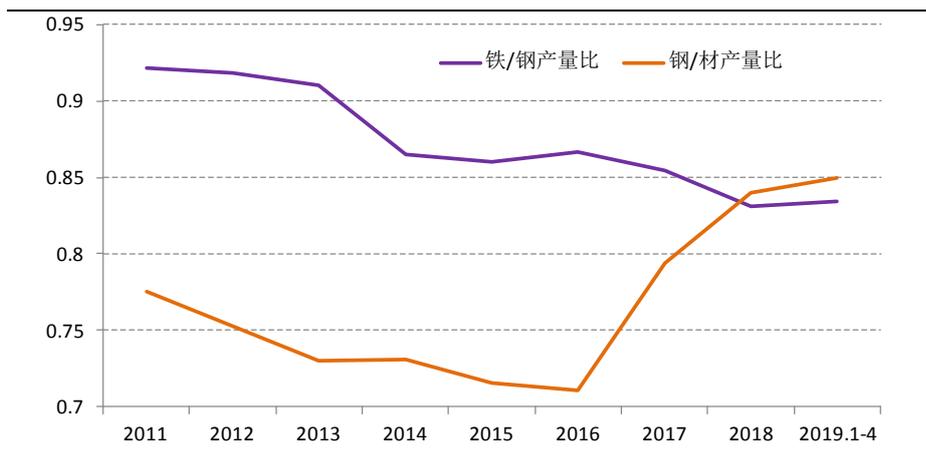
资料来源：国家统计局、Wind、光大证券研究所

1.2、铁钢比维持低位，长材产量占比提升

生铁/粗钢产量近年来呈现逐年下降趋势,2018年降至0.83的历史低位,这表明近年来电炉钢产量在统计局口径中持续增长。

2019年1-4月铁钢比小幅复苏至0.834,这是由于2019年以来短流程盈利相对长流程处于劣势,电炉钢产量未有增长。

图 3: 近年来铁/钢产量比持续下降, 钢/材产量比持续增长

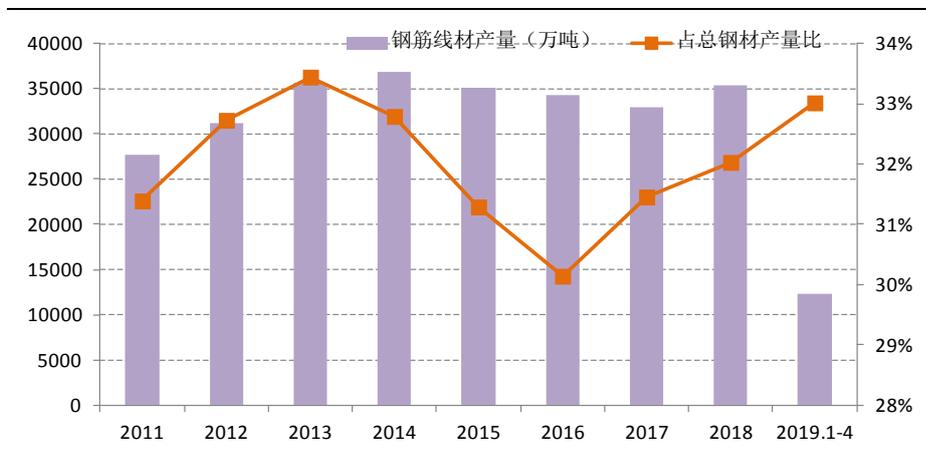


资料来源: 国家统计局、Wind、光大证券研究所

粗钢/钢材产量比则从2016年以来呈现逐年增长趋势,2019年1-4月已经达到0.85的近年高位。板材产量统计过程中,往往存在重复统计的现象,例如由热轧加工成冷轧,产量可能会被统计了两次;而长材产量统计较少有该现象。因此,板材产量占比愈高,愈会使钢材总产量被高估。

2016年以来,统计局口径的长材产量占比明显提升,钢筋线材产量占比已从2016年的30%左右增长至2019年1-4月的33%左右,这是由于地条钢清理后更多的长材产量由表外转表内,以及近年来建筑行业需求较好。

图 4: 近年来我国钢筋线材产量占比持续提升



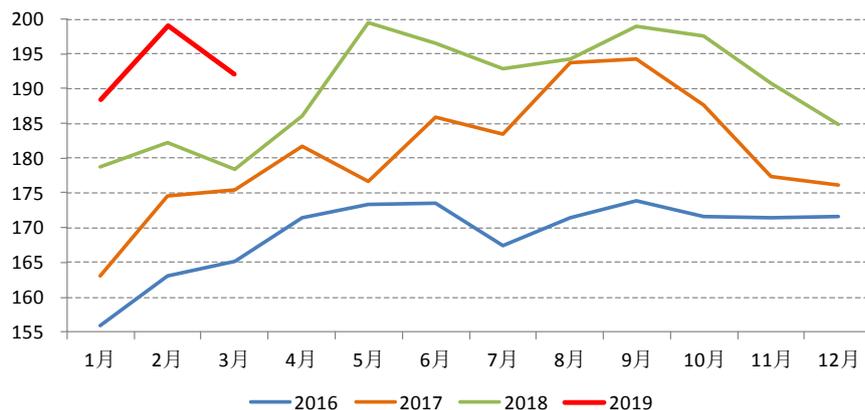
资料来源: 国家统计局、Wind、光大证券研究所

1.3、2019Q1 重点钢企粗钢产量同比增长 7.4%

从中钢协重点钢企的产量数据来看，2019 年 1-3 月重点钢企粗钢产量 17366 万吨，同比增长 7.4%。

考虑到国家统计局仅统计规模以上企业的粗钢产量，其统计口径并不稳定；而中钢协重点钢企粗钢产量的统计口径相对稳定，我们认为后者的同比增幅更接近实际情况。

图 5：中钢协重点钢企每月粗钢日均产量（万吨）

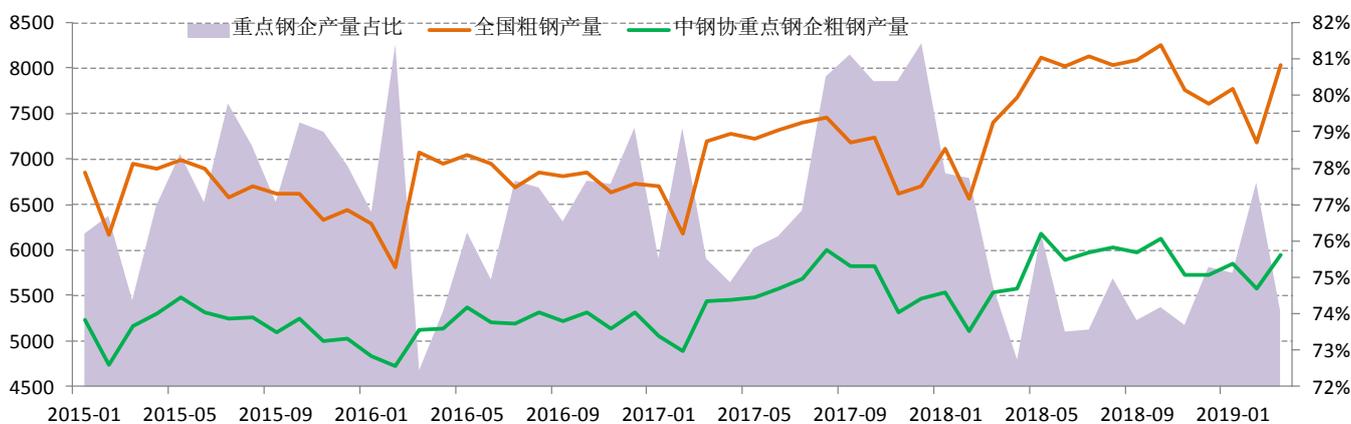


资料来源：中钢协、Wind、光大证券研究所

从中钢协重点钢企粗钢产量占全国粗钢产量的比例来看，2018 年二季度以来同比有所降低，约在 73% 左右，主要是由于重点钢企更为严格的执行了环保限产，使产量有所下降；

2019 年以来，重点钢企粗钢产量占比同比回升，则是由于环保限产力度相对减弱，使重点钢企的产量有所回升。

图 6：中钢协重点钢企粗钢产量占比（万吨）



资料来源：国家统计局、中钢协、Wind、光大证券研究所

1.4、2019 年上市钢企目标粗钢产量同比增长 3%

从上市公司的粗钢产量数据来看，2018 年 26 家上市钢企合计粗钢产量 29655 万吨，同比增长 9.7%。而且这 26 家上市钢企 2018 年实际粗钢产量，相比这些公司在 2017 年年报中披露的 2018 年目标产量，超出了 4.2%。

展望 2019 年，26 家上市钢企合计目标粗钢产量为 30509 万吨，同比 2018 年实际产量增长 2.9%，这表明供给弹性仍在持续显现。

大多数上市钢企在年报中对于 2019 年宏观经济与钢铁行业的展望是：2019 年中国宏观经济增速放缓，国内钢材需求整体稳定；同时国内产能置换带来的钢铁产能或将陆续投产，钢铁行业仍存在供给弹性，预计 2019 年国内钢价的平均水平大概率同比下降。

表 1：上市钢企粗钢产量及相关指标（万吨）

名称	2018 年粗钢产量	18/17 同比	2018 年实际产量/目标产量	2019 年目标粗钢产量	19/18 同比
宝钢股份	4848	3.0%	102.3%	4818	-0.6%
河钢股份	2680	-0.4%	98.2%	2626	-2.0%
鞍钢股份	2616	15.7%	115.7%	2616	0.0%
华菱钢铁	1972	13.9%	106.0%	2080	5.5%
马钢股份	1964	27.7%	125.5%	1921	-2.2%
首钢股份	1555	-1.8%	98.4%	1684	8.3%
包钢股份	1525	7.4%	104.9%	1500	-1.6%
柳钢股份	1308	6.3%	104.6%	1280	-2.1%
太钢不锈	1070	1.9%	101.9%	1080	0.9%
山东钢铁	1031	43.2%	98.7%	1325	28.5%
南钢股份	1005	2.0%	100.5%	1060	5.5%
本钢板材	896	0.9%	97.6%	1014	13.2%
新钢股份	893	4.4%	102.4%	930	4.1%
安阳钢铁	828	11.5%	91.7%	800	-3.4%
三钢闽光	828	27.0%	126.5%	1001	20.9%
酒钢宏兴	702	35.6%	108.0%	690	-1.7%
韶钢松山	661	10.4%	108.4%	700	5.9%
重庆钢铁	638	55.1%	106.4%	640	0.3%
八一钢铁	561	8.7%	89.0%	600	7.0%
凌钢股份	553	9.5%	100.0%	560	1.3%
杭钢股份	455	-0.5%	103.5%	440	-3.4%
方大特钢	420	15.3%	102.0%	428	1.8%
沙钢股份	328	2.0%	93.6%	350	6.8%
西宁特钢	138	15.5%	83.7%	175	26.7%
大冶特钢	117	2.5%	103.0%	127	8.2%
抚顺特钢	63	21.3%	99.7%	64	1.8%
合计	29655	9.7%	104.2%	30509	2.9%

资料来源：公司年报、光大证券研究所

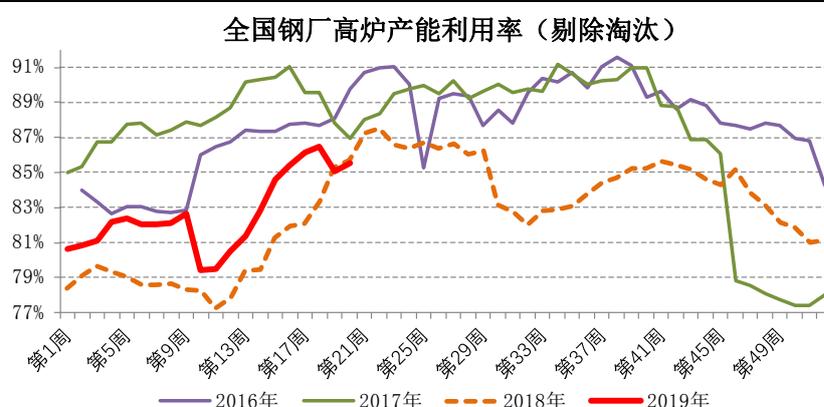
1.5、2019 年钢铁供给弹性主要来自产能利用率提升

目前全国钢铁行业仍处于严格的政策管控之中，原则上不允许新增钢铁产能。在此背景下，钢铁产量的增长主要源自于钢厂产能利用率的提升。

根据 Mysteel 统计的全国 163 家高炉产能利用率(剔除淘汰产能)数据，2019 年至今平均值为 82.6%，同比 2018 年同期显著增长 2.5 个百分点，这直接导致了 2019 年至今钢铁产量同比增长显著。

高炉产能利用率的提升，主要有两个原因：(1) 2019 年环保限产的执行力度相比 2018 年整体更弱；(2) 钢企不断地在改进生产工艺、改造生产设备、提高劳动效率等，高炉产能利用率的逐步提升是个自然过程。

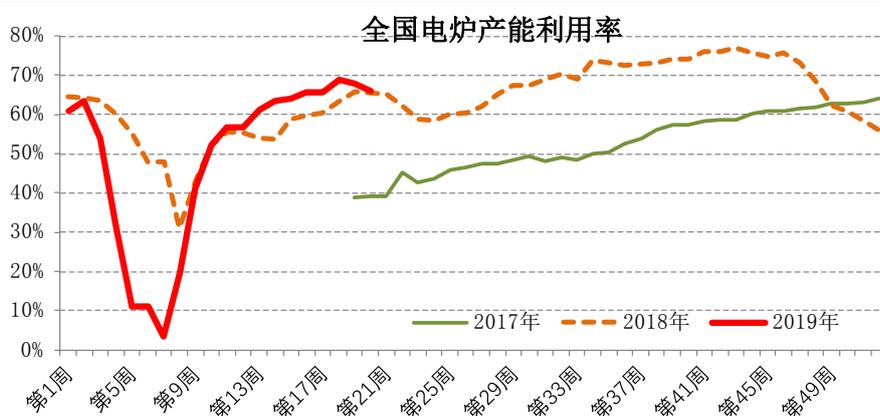
图 7：2019 年以来全国高炉产能利用率明显高于 2018 年同期



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

另一方面，2019 年以来电炉产能利用率是整体低于 2018 年的，主要是由于废钢供给相对偏紧，春节前后短流程炼钢利润有所下降，使电炉开工短期陷入低谷；但开春后随着短流程利润好转，电炉开工已大幅回暖，产能利用率已经超过去年同期，供给压力仍不容小觑。

图 8：2019 年电炉产能利用率低谷反弹，至今已反超去年同期



资料来源：Mysteel、光大证券研究所 (本数据从 2017 年 5 月开始统计)

1.6、产能置换过程带来钢铁产量实际增长

虽然目前国家发改委原则上不允许新增钢铁产能，但是允许钢企进行产能置换，即淘汰落后产能、同时新建先进产能。

在这个过程中，钢铁产量往往是实际增长的，因为被淘汰的落后产能大多处于关停状态，实际产量很低；新建的先进产能则大多处于满产状态，实际产量较高。

根据不完全统计，2019 年以来就有多家钢企的置换产能逐渐投产，包括首钢京唐二期项目、山钢日照一期二步项目等，都将在 2019 年释放钢材产量，这将对钢铁行业供给带来实质增量。

产品结构方面，新建的钢铁产能更多的是以板材产品为主，这对于板材供给构成更大压力。

表 2：部分 2019 年新投产的钢铁产能

钢铁企业	新项目总产能	主要钢材品类	投产时间
首钢京唐钢铁二期一步	500 万吨	热卷、中厚板、冷轧	2019 年 Q1
唐山东华钢铁	120 万吨	热轧带钢	2019 年 4 月
唐山港陆钢铁	200 万吨	冷轧	2019 年中
山钢日照公司一期第二批	400 万吨	热卷、中厚板、冷轧	2019 年初

资料来源：BHI 拟在建项目网、光大证券研究所

此外，据 Mysteel 不完全统计，2019 年一季度有 25 家钢厂公示了产能置换项目，其中淘汰落后产能约 5068.52 万吨，新建产能约 5643.12 万吨左右。我们预计未来产能置换的过程仍将持续带来钢铁产量的实际增长。

1.7、关注短期政策面扰动，预计中长期钢铁供给侧红利难再现

鉴于我国钢铁产能主要以长流程炼钢为主（占比约 87% 左右），高炉产能利用率是监测钢铁行业供给的重要指标，也是影响钢铁行业景气度的重要因素。

2017 年底以来，高炉产能利用率和钢价走势高度相关：

2017 年 11 月起，采暖季环保限产执行严厉，推动钢价迅速上涨；

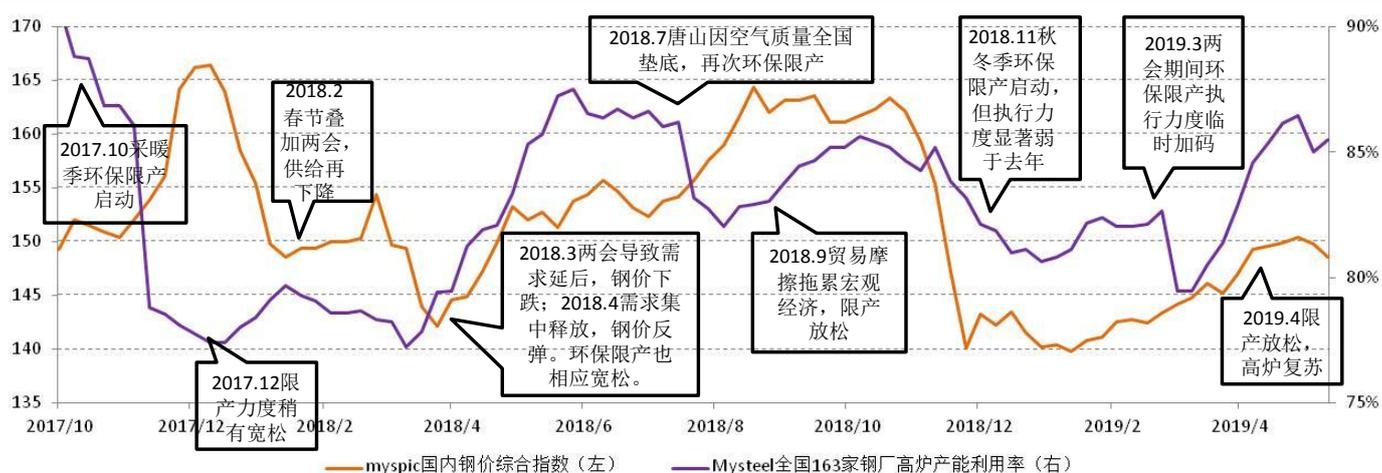
2018 年 7 月唐山因空气质量全国垫底再次实施环保限产，钢价显著上涨；

2018 年底秋冬季环保限产的执行效果不及预期，钢价出现大幅下跌；

2019 年 3 月中旬，“两会”期间唐山等地区执行了临时环保限产，使高炉产能利用率短期迅速走低，彼时钢价也显著增长；

2019 年 4 月-5 月高炉产能利用率逐步复苏，但相比 2016-2017 年同期水平仍偏低，钢价维持高位震荡。

图 9：2017 年底以来，高炉产能利用率和钢价关系高度相关

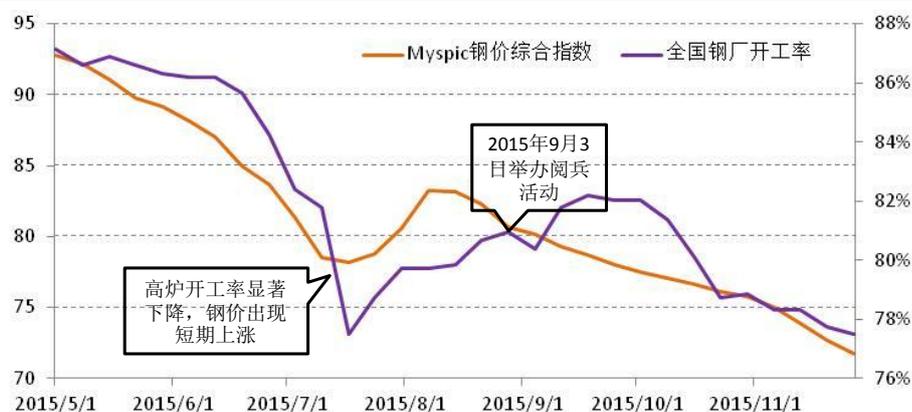


资料来源：Mysteel、光大证券研究所

展望 2019 年下半年，需要高度关注部委查处违规钢铁产能“回头看”行动，产能置换督查行动对钢铁供给的影响。此外，今年国庆 70 周年期间，可能会对高炉产能利用率造成短期影响。

作为参考，2015 年 9 月 3 日纪念抗日战争胜利 70 周年阅兵活动之前，高炉开工率曾出现短期下降，钢价则出现短期上涨行情。

图 10：2015 年阅兵活动之前，高炉开工率曾显著下降，钢价短期上涨



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

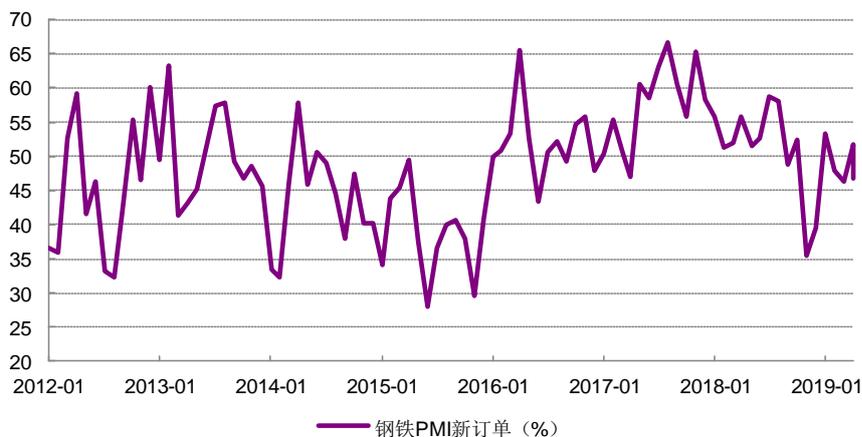
整体来看 2019 年下半年及 2020 年钢铁行业供给面，虽然可能会有短期政策性事件影响高炉开工率，但钢铁供给弹性逐渐释放是大势所趋，我们预计钢铁供给量将在中长期维持宽松的态势，难以对钢价和钢铁盈利构成显著支撑，预计由钢铁供给侧红利带来的钢铁景气单边向上周期将较难出现。

2、钢铁需求波澜不惊，长强板弱格局延续

2.1、近期钢铁 PMI 新订单指数与水泥价格整体平稳

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

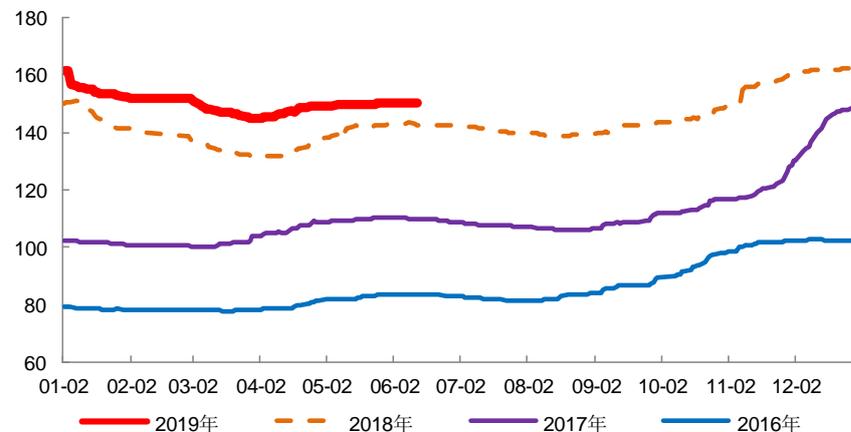
图 11：钢铁行业 PMI 新订单指数跟踪（截至 2019 年 5 月）



资料来源：Wind

2019 年 5 月，钢铁行业 PMI 新订单指数 46.7%，环比下降 5 个百分点，同比下降 4.9 个百分点，位于荣枯线以下，表明制造业的用钢需求短期有所回落，整体相对平缓，未有超预期表现。

图 12：全国水泥价格指数



资料来源：wind

水泥和建筑用钢大部分都用于基建、房地产等建筑领域，而水泥由于没有库存，是观察建筑需求的一个适宜指标。

截至2019年5月底，全国水泥价格指数为150.36，4月累计上涨0.5%，整个5月份呈稳中小幅上涨趋势，表明建筑行业景气度尚可，对水泥、螺纹钢等建材的需求拉动较为显著。

2.2、房地产行业景气度显著回暖，支撑建筑用钢需求

房地产是钢铁的主要下游需求，2018年以来，房地产开发投资完成额累计增速保持在10%左右，但扣除了土地购置费之后，2018年累计增速均为负值。

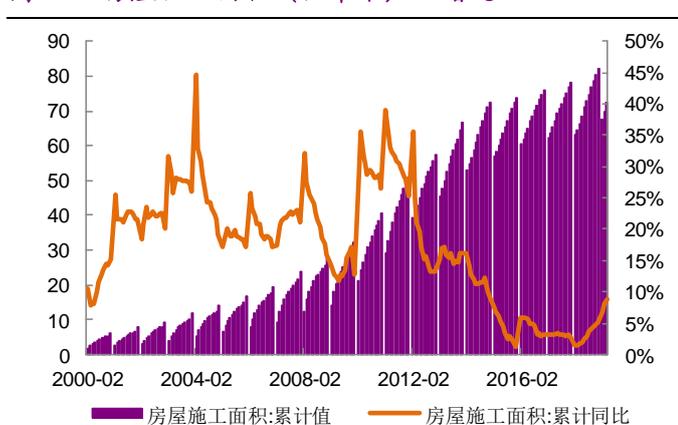
2019年4月，全国房地产开发投资完成额累计同比11.9%，增速环比增长0.1pct，同比增长1.6pct；4月全国房地产开发投资完成额扣除土地购置费后，累计同比5.52%，增速环比增长0.4pct，同比增长7.1pct。

图 13：房地产开发投资完成额增速及扣除土地购置费后的增速



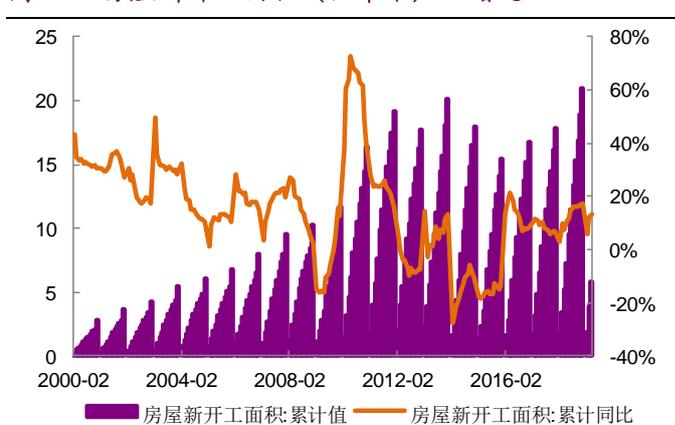
资料来源：国家统计局

图 14：房屋施工面积（亿平方米）及增速



资料来源：国家统计局

图 15：房屋新开工面积（亿平方米）及增速



资料来源：国家统计局

2019年4月,全国房屋施工面积累计同比增速8.8%,环比增加0.6pct,同比增加7.2pct;房屋新开工面积累计同比增速13.1%,环比增加1.2pct,同比增加5.8pct。

整体来看,房地产行业投资额、开工面积、施工面积同比均显著增长,表明当前房地产行业景气度较好,用钢需求量有所提升。

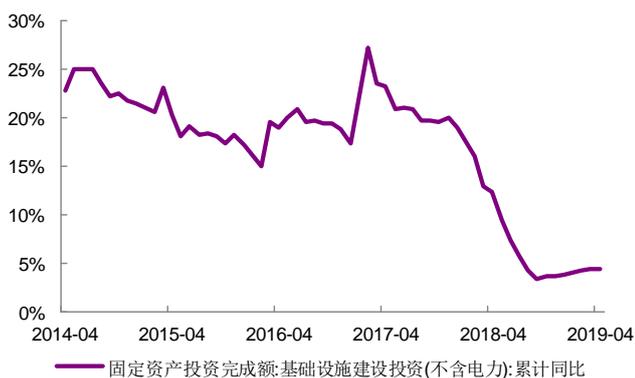
2.3、基建行业景气度近期较平稳,弱于去年同期

基建也是钢铁的另一重要下游需求。2019年4月,我国基建(不含电力)固定资产投资完成额同比增速为4.4%,环比持平,同比下降8pct。

2019年4月,我国挖掘机开工138.8个小时,同比下降7.71%,环比上涨1.83%。

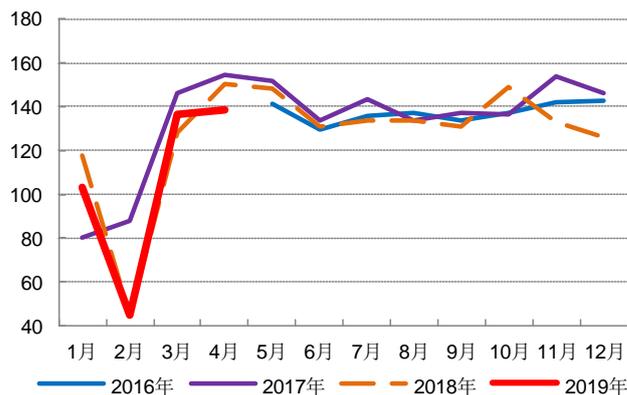
这表明当前基建行业景气度环比整体平稳,但低于去年同期,对用钢需求量的支撑较为平稳。

图 16: 基建(不含电力)固定资产投资完成额累计同比



资料来源:国家统计局

图 17: 挖掘机开工小时数(月度)



资料来源:wind

2.4、汽车、家电行业用钢需求量分析

2019年1-4月,我国汽车累计产量同比下降11.8%;2019年4月,我国汽车当月产量同比下降15.8%。

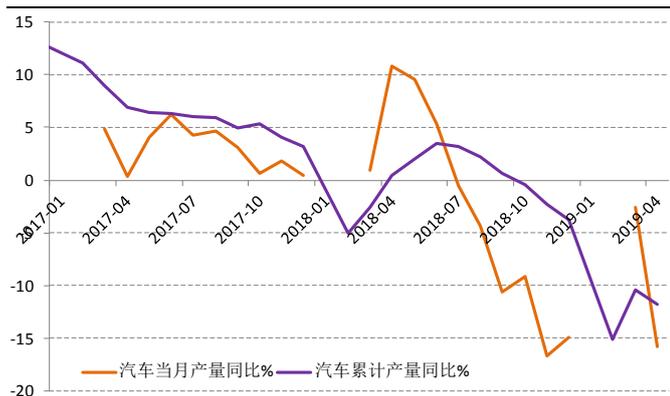
整体看来,汽车行业仍处于低迷阶段,产量呈现加速下降趋势;4月汽车产量的同比降幅环比有所扩大,汽车行业衰退力度未见缓解。

汽车行业低迷,导致冷轧板需求偏弱,价格走势也相对较弱。

2019年1-4月,我国家用电冰箱、家用洗衣机、空调累计产量同比增速分别为4.1%、3.9%、12.5%,均维持较好的增长势头。

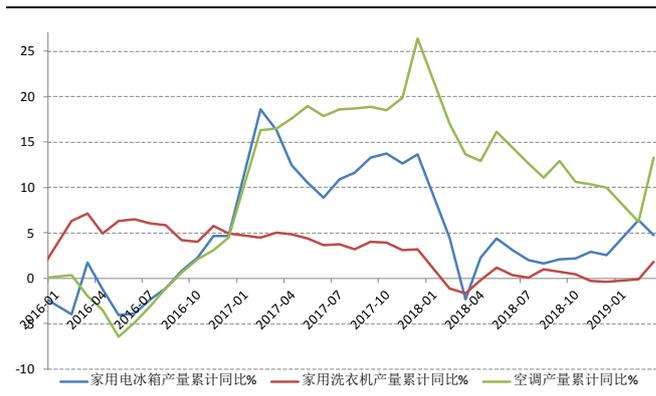
随着房地产销售端逐步回暖,预计2019年家电产销量稳健增长,对冷轧板的需求和价格构成小幅支撑。

图 18：汽车当月产量、累计产量同比增速



资料来源：Wind

图 19：家电产量累计同比增速



资料来源：Wind

2.5、钢铁需求整体波澜不惊，长强板弱格局延续

综上，从钢铁行业 PMI 新订单指数来看，工业制造业用钢需求量短期较弱；从水泥价格指数来看，建筑行业用钢需求量较为稳健。

分具体行业来看，2019 年以来房地产行业景气度显著回暖，房地产开发投资额、施工面积、新开工面积均同比显著增长；基建行业相对稳健，基建固投完成额低于去年同期，但相比去年下半年已有显著复苏。

在目前宏观经济压力较大，资金面相对宽松的背景下，我们预计 2019 年下半年建筑产业链仍将维持较好的景气度，对建筑用钢的需求有所支撑。

工业行业景气度则相对较弱，尤其以汽车行业为甚，2019 年以来汽车产量持续负增长，且降幅呈现扩大趋势，行业萧条暂时未见缓解；2019 年下半年需高度关注汽车限购放宽等刺激政策，有望在一定程度上缓解汽车行业景气度低迷。

家电行业景气度尚可，2019 年以来家用电冰箱、家用洗衣机、空调等主要家电产品的产量均同比稳健增长；2019 年下半年，房地产行业景气度较好，利于家电的销售。

整体来看，建筑产业链景气度较好，螺纹钢等长材需求得以支撑；汽车等工业行业景气度较弱，冷轧等板材需求偏弱。钢铁行业需求长强板弱格局或延续。

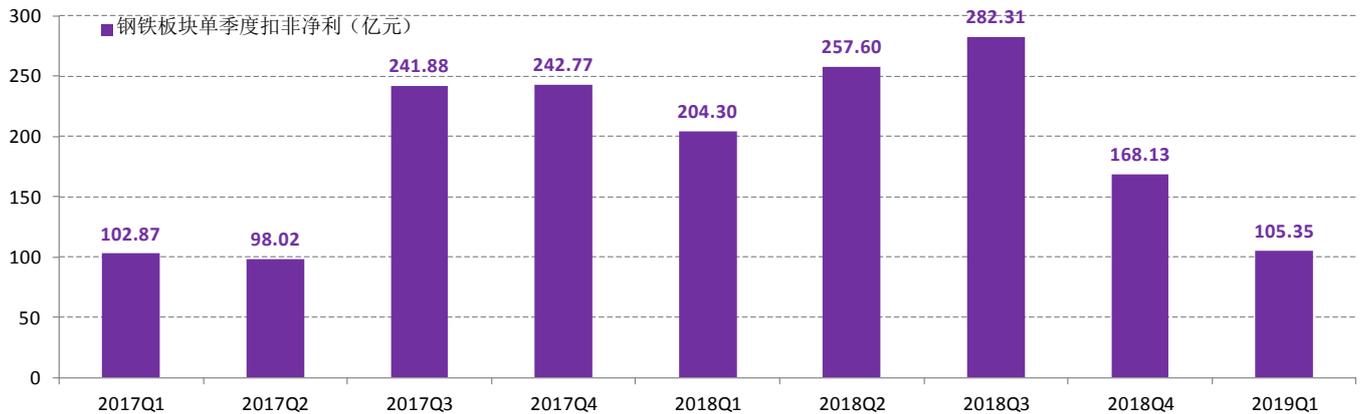
3、钢价盈利逐渐回归理性，相对 PB 为历史中值

3.1、2019Q1 钢铁板块盈利创近七个季度新低

在钢铁供给弹性仍在释放、钢铁需求相对平稳的背景下，2019 年钢铁行业的盈利水平整体下行。

据我们统计，A 股 26 家上市钢企 2019Q1 合计归母净利润同比下降 48%，环比下降 46%；扣非归母净利润环比下降 37%，降至近七个季度以来的新低。这表明我国钢铁盈利水平已经整体下滑。

图 20: 2019Q1 钢铁板块合计扣非净利润降至近七个季度新低



资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所

2019Q2 以来, 下游行业用钢需求集中复苏, 同时高炉产能利用率仍在历史较低水平, 钢价和钢铁盈利有所恢复, 我们模拟测算的长流程螺纹钢毛利环比增长了 230 元/吨, 基本与 2018Q4 平均水平持平, 但相比钢铁行业此前的高盈利仍有落差。

图 21: 2019Q2 以来模拟长流程螺纹钢毛利环比有所复苏 (元/吨) (2019Q2 数据为截止到 2019 年 6 月 4 日)



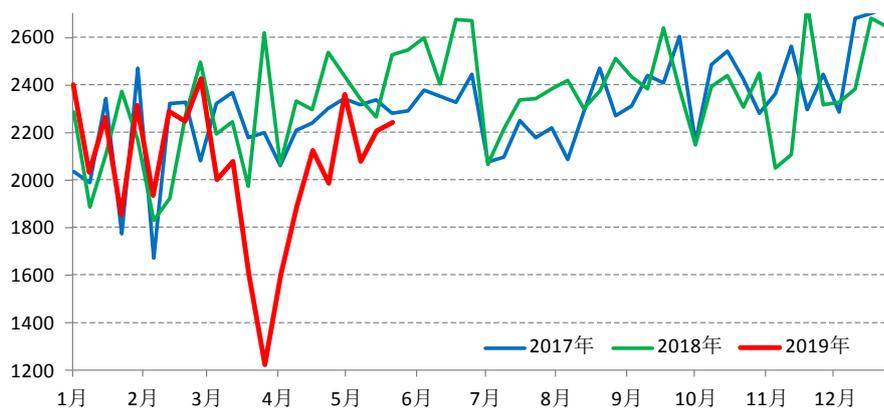
资料来源: Wind、Mysteel、光大证券研究所

3.2、供给紧缺致矿价高企, 或持续影响钢铁盈利

展望 2019 年下半年钢铁行业盈利, 一方面需要高度关注高炉产能利用率对钢价的影响, 另一方面铁矿石原材料的成本上涨因素不容忽视。

由于年初巴西淡水河谷矿难事件影响了铁矿石产量, 2019 年以来铁矿石供给呈现偏紧格局, 价格呈现显著上涨趋势。2019 年 5 月澳洲巴西铁矿石平均每周发货量为 2220 万吨, 同比下降 7.1%。

图 22：澳洲、巴西铁矿石每周发货量（万吨）



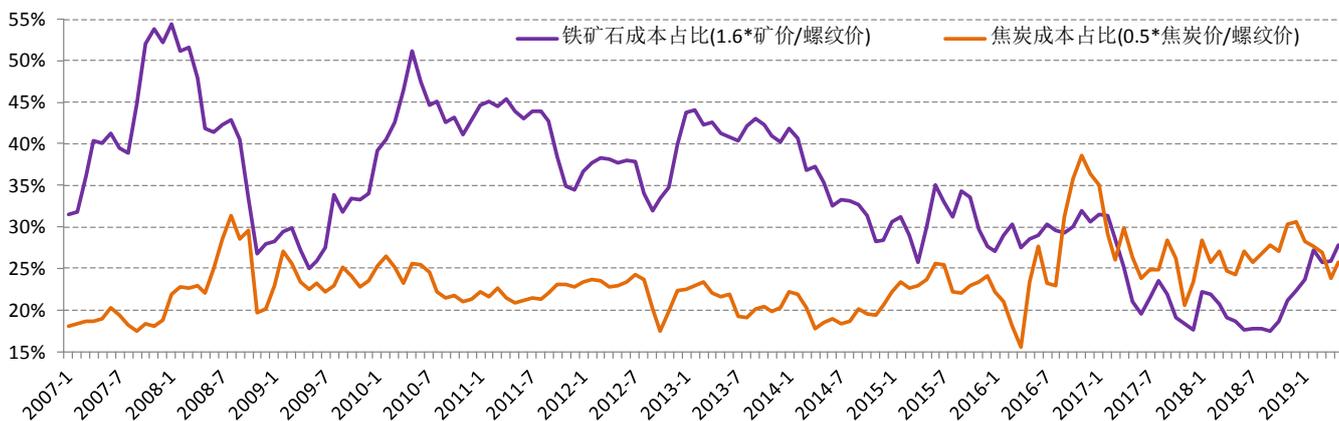
资料来源：Mysteel

2019年5月澳粉矿（61.5%）均价710元/吨，同比大幅上涨52.9%，而同期螺纹钢价格同比增长2.4%，热轧价格同比下跌5.7%，冷轧价格同比下跌6.1%——这对钢铁盈利构成不利影响。

2019年5月，铁矿石成本占螺纹钢价格的比例为27.8%，近半年增长了10个百分点。铁矿石价格上涨导致钢材成本显著提升。

我们预计铁矿石供给短期内仍维持偏紧格局，矿价或维持高位震荡，可能会继续对2019年下半年钢铁行业盈利构成不利影响。

图 23：螺纹钢的铁矿成本占比、焦炭成本占比变化趋势（按月度均价统计）



资料来源：Wind、光大证券研究所

3.3、钢铁板块相对PB处于历史中位，估值优势不显著

从市盈率来看，2019年6月3日钢铁板块PE（TTM）为7.5倍左右，处于历史最低水平；钢铁PE/沪深300PE为0.54，同样处于历史最低水平。

2017-2018年钢铁行业盈利水平处于历史最高水平，并持续时间较长，上市钢企普遍盈利显著增长，市盈率水平处于低位。

但2019Q1钢铁行业盈利已出现显著下滑,后期预计盈利逐渐回归理性,难以长期维持此前的高盈利,从这个角度来看,钢铁板块PE低估值优势较难长期维持,难以对股价构成显著提振。

图 24: 钢铁板块 PE 绝对估值相对估值均处于历史低位



资料来源: Wind、光大证券研究所

从市净率来看,2019年6月3日钢铁板块PB为1.02倍左右,处于历史较低水平;钢铁PB/沪深300PB为0.74,处于历史中位水平。

随着盈利好转,上市钢企的资产负债表已有所修复,2019Q1板块资产负债率约为57%,仍有优化空间。

目前钢铁板块市净率估值水平的优势并不显著,PB相对估值尚处于历史中位。

图 25: 钢铁板块 PB 绝对估值处于历史低位, PB 相对估值处于历史中位



资料来源: Wind、光大证券研究所

4、钢企内功愈加扎实，推荐高治理水平个股

4.1、打铁还需自身硬，钢企“内功”愈加扎实

虽然钢铁行业的盈利难以长期维持高位，逐步回归理性。近两年以来，钢铁行业维持历史最高盈利水平，使大多数钢铁企业的“内功”愈加扎实，企业自身素质已有显著提升，主要体现在：

(1) 2019Q1 期末，钢铁板块整体资产负债率已经下降至 57.2%，相比 2017 年末已经下降了 5.3 个百分点，处于较为健康的水平；

(2) 钢企的员工劳动效率、薪酬持续提升，2018 年上市钢企人均粗钢产量达到 698 吨/人，同比增长了 13.6%；平均年薪已达到 16.5 万元；

(3) 钢企的期间费用率持续下降，2019Q1 上市钢企平均期间费用率下降至 5.8%；所得税率逐渐上升至较合理水平，2019Q1 达到 18%；

(4) 钢企的折旧稳步增加，2018 年上市钢企总折旧费用为 638.91 亿元，同比 2017 年增加 45 亿元；

(5) 多家上市钢企具备高分红率，从 2018 年报来看，26 家上市钢企中，共有 16 家上市钢企拟分配现金股利，共拟分红 277.3 亿元，分红金额同比增长 25.6%，合计分红金额占 16 家公司合计归母净利润的 36%。

股息率来看，16 家实施分红的上市钢企加权平均股息率为 5.7%，其中最高的方大特钢高达 18.8%，这表明目前部分上市钢企的股东回报率较高，具备一定投资价值。

表 3：上市钢企 2018 年报拟分红（按股息率排名）

名称	2018 年分红金额 (亿元)	分红/归母净利润	股息率 (参考 2019.5.30 市值)
方大特钢	24.7	84.2%	18.8%
三钢闽光	32.7	50.2%	14.8%
马钢股份	27.7	46.6%	10.9%
柳钢股份	15.4	33.4%	10.0%
南钢股份	13.3	33.1%	8.9%
宝钢股份	111.3	51.6%	7.2%
大冶特钢	3.6	70.6%	6.3%
鞍钢股份	15.9	20.0%	4.5%
新钢股份	6.4	10.8%	3.9%
河钢股份	10.6	29.3%	3.4%
安阳钢铁	2.4	12.9%	3.3%
太钢不锈	5.7	11.5%	2.4%
凌钢股份	1.2	10.2%	1.3%
本钢板材	1.9	18.7%	1.2%
沙钢股份	1.3	11.2%	0.6%
包钢股份	3.2	9.6%	0.4%
以上 16 家合计	277.3	36.0%	5.7%

资料来源：公司财报、光大证券研究所

所谓“打铁还需自身硬”，虽然行业盈利难以长期维持高位，但钢企自身素质改善，利于行业长期稳健发展。

综上所述，我们预计钢铁行业盈利将逐步回归理性，钢铁板块的估值优势整体并不显著，因此中长期来看钢铁板块较难出现显著超额收益。

但另一方面，钢铁行业已经重归于稳健经营，不再是之前“千疮百孔”的状态，大多数上市钢企在生产、财务、经营、管理等方面已有大幅好转，亏损风险显著降低，同时板块在未来仍具备一定的高分红比例预期，盈利水平较好的上市钢企仍具备投资价值。

我们维持钢铁板块“增持”评级。

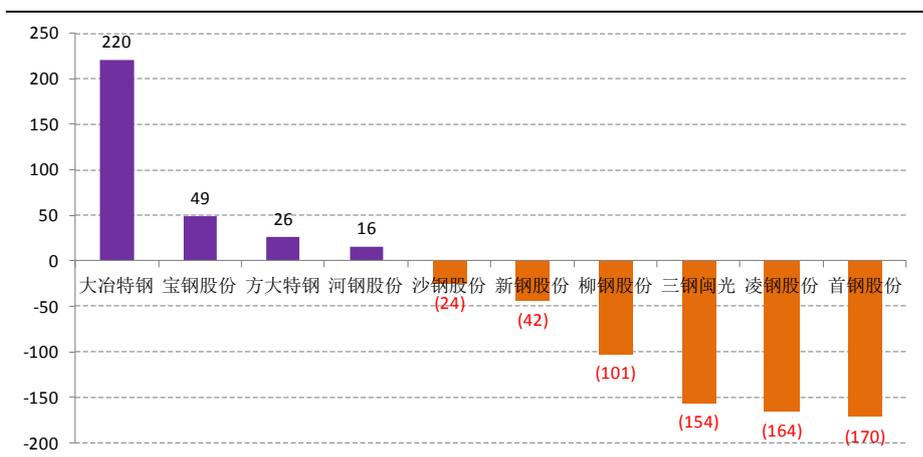
4.2、推荐公司治理出众、低成本、高附加值个股

在钢铁行业中长期景气度趋于下降的背景下，我们认为在公司治理、成本控制、产品附加值等方面出众的上市公司，更有望实现较高的盈利和超额收益。

筛选公司治理较好的钢铁股，我们首先看 2015 年的盈利，彼时由于钢铁行业大萧条，大部分钢铁企业都陷入亏损，在此时仍能实现较好的盈利的企业，表明其公司治理水平较好。

2015 年吨钢扣非净利润居前三的钢铁企业分别是大冶特钢(220 元/吨)、宝钢股份(49 元/吨)、方大特钢(26 元/吨)。其中，大冶特钢的特殊钢材产品更高端，且更偏产业链下游，具备一定的抵御钢铁行业周期波动的属性。

图 26：2015 年吨钢扣非净利润排名前十名的上市钢企（元/吨）

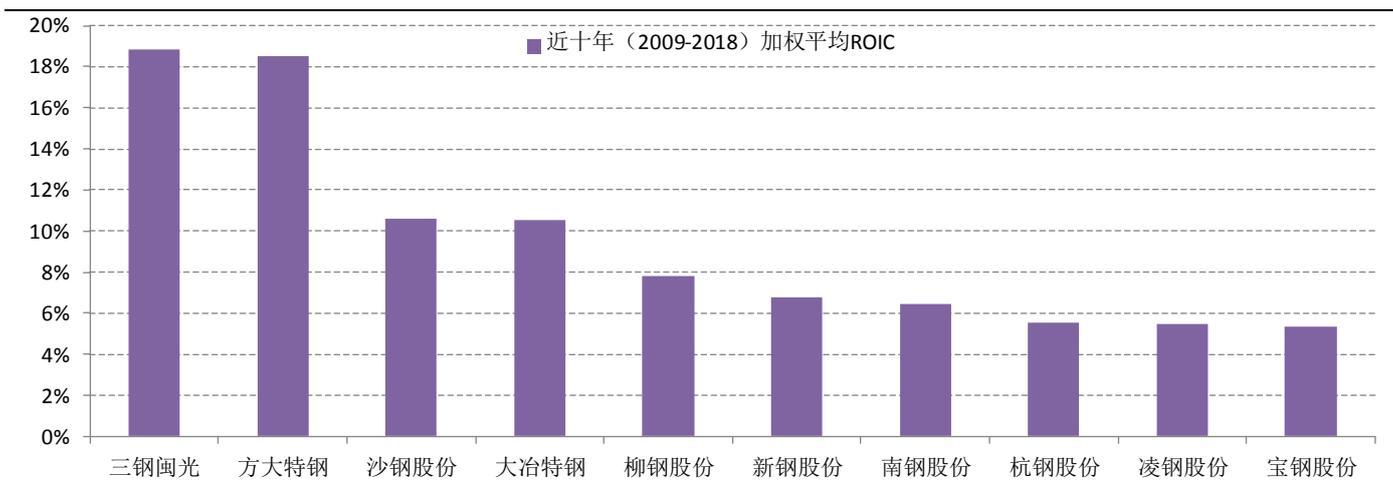


资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

我们认为 ROIC（投入资本回报率）是衡量一家上市公司投资价值的重要参考指标，代表了公司的盈利能力以及预期分红能力。

我们整理了近十年以来钢铁板块的加权 ROIC，全行业的平均水平约为 3.5%，最高的五家上市钢企分别是三钢闽光(18.8%)、方大特钢(18.5%)、沙钢股份(10.6%)、大冶特钢(10.5%)、柳钢股份(7.8%)。

图 27：近十年加权平均 ROIC 最高的 10 家上市钢企



资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

此外，在钢铁行业整体盈利缺乏弹性的时期，自身具备长期发展战略和内生增长动力的企业，更有望在长跑中脱颖而出。

我们整理了具备长期战略利好的上市钢企，主要包括：

(1) 大冶特钢：我国制造业将逐步实现结构升级，未来高端制造的发展将利好公司特钢产品；与同属中信泰富特钢集团的兴澄特钢等兄弟公司有望创造协同效益，综合竞争力有望提升。

(2) 华菱钢铁：公司已公告未来将 100%控股湘钢、衡钢等主要生产单元，改善治理结构，此外计划收购阳春新钢铁，产能规模再上一层楼；VAMA 汽车板子公司未来有望厚积薄发。

表 4：部分具备长期战略利好的上市钢企

上市钢企	公司自身具备的长期战略利好
大冶特钢	(1) 中信集团特钢板块将整体上市，打造国内规模最大，竞争力最强特钢企业。 (2) 我国制造业将逐步实现结构升级，未来高端制造的发展将利好公司特钢产品。
华菱钢铁	(1) 公司未来将 100%控股湘钢、衡钢等主要生产单元，治理结构向好；(2) 公司计划收购阳春新钢铁，产能规模再上一层楼；(3) VAMA 汽车板子公司未来有望厚积薄发，产品结构升级。

资料来源：光大证券研究所整理

综上，我们推荐钢铁行业个股为大冶特钢和华菱钢铁。

4.3、大冶特钢：特钢产品盈利稳健，中信特钢整体上市打造国内特钢龙头

◆特钢企业经营稳健，公司营收连续 5 个季度稳定，2019Q1 净利小幅下降。从 2018Q1 至 2019Q1，公司连续五个季度的营收稳定在 30-33 亿元，这在周期性行业中非常难得，彰显公司作为特钢企业，生产经营更稳健；公司 2019Q1 归母净利润同比降 5%至 0.86 亿元，降幅显著低于普钢企业。

◆**坚持市场化经营，钢材产量持续增长。**公司 2018 年“抓住市场机遇、发挥极限产能”，在产能不变的背景下生产钢材 228.97 万吨，同比增加 11.86%，体现了市场化经营优势，公司 2019 年目标钢材产量再增长 3.5%。

◆**2018 年归母净利润 70.5% 用于分红，当前股息率为 6.3%。**公司 2018 年拟分红 3.60 亿元（含税），占归母净利润的 70.47%，当前股息率 6.3%。2018 年公司资产负债率 41.65%，自由现金流 6.84 亿元，ROIC 为 10.5%，债务压力较小，可用于分红的现金较为充沛。

◆**拟定增实现中信特钢整体上市，打造国内特钢龙头。**公司拟定增收购兴澄特钢，实现中信泰富特钢集团整体上市，届时公司特钢年产能将达到 1300 万吨，成为国内特钢行业龙头，竞争力将显著提升。中信特钢生产经营状况良好，2019Q1 兴澄特钢江阴本部钢产量同比增长 6.4%，降本增效和总产量均创历史最好水平，青岛特钢、新冶钢、靖江特钢产量均同比增长。

◆**维持“增持”评级。**我们暂不考虑重组影响，维持公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.05 元、1.02 元、1.02 元。公司重组后有望带来竞争力显著提升，我们维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**重组进程不及预期；特钢产品需求不及预期；公司经营不善风险；大盘波动风险等。

表 5：大冶特钢业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,227	12,573	12,324	12,240	12,150
营业收入增长率	59.98%	22.94%	-1.98%	-0.68%	-0.74%
净利润（百万元）	395	510	472	460	456
净利润增长率	34.93%	29.19%	-7.57%	-2.46%	-0.81%
EPS（元）	0.88	1.14	1.05	1.02	1.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.80%	11.59%	10.44%	9.91%	9.55%
P/E	14.2	11.0	11.9	12.2	12.3
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 5 日

4.4、华菱钢铁：负债结构优化，未来有望落实分红

◆**现金流充沛，ROIC 增长 5 个百分点至 21%。**公司 2018 年实现归母净利润 67.8 亿元，粗钢产量 1972 万吨，吨钢净利润为 344 元，均创历史新高。2018 年经营净现金流 144 亿元，同比增长 242%；自由现金流 128 亿元，同比增长 238%；ROE 为 48.64%，ROIC 为 20.77%

◆**资产负债率已降至 62.51%，创近 11 年新低。**2018 年末公司银行负债同比减少 78.1 亿元；实施首单地方国企和钢铁行业市场化、法治化债转股，向公司下属核心钢铁子公司增资 32.8 亿元；2018 年末公司长、短期负债比例优化为 38%：62%，长期负债占比较年初提升 22 个百分点。

◆**计划未来三年分红不低于当年归母净利润 20%。**公司计划在 2019 年-2021 年累计分红原则上不少于近三年年均可分配利润的 30%；在现金能够满足经营和发展前提下，分红不低于当年归母净利润的 20%。

◆**2019Q1 净利有所回落，Q2 有望复苏。**公司 2019Q1 归母净利 10.92 亿元，同比下降 28.78%，环比下降 16.25%，主要是受钢铁行业景气度低迷影响所致。随着 2019Q2 行业回暖，公司业绩亦有望复苏。

◆**拟定增收购核心子公司全部少数股权，提升归母净利润和长期竞争力。**公司旗下湘钢、涟钢、衡阳钢管 2018 年合计净利润为 86.07 亿元，但贡献归母净利润为 62.06 亿元，公司拟定增收购其全部少数股权，按重组后持股比例公司 2018 年归母净利润将增加 24.01 亿元。此外也有利于增强上市公司对旗下子公司的控制权，优化公司治理，增强长期竞争力。

◆**估值水平偏低，维持“增持”评级。**我们维持公司盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.88 元、1.73 元、1.59 元。当前公司 PE(2019E) 为 3.5 倍，估值水平偏低，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**定增重组进展不及预期；钢价波动风险；公司经营风险等。

表 6：华菱钢铁业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	76,511	91,179	80,490	77,319	76,546
营业收入增长率	53.60%	19.17%	-11.72%	-3.94%	-1.00%
净利润（百万元）	4,121	6,780	5,682	5,217	4,795
净利润增长率	-490.55%	64.53%	-16.19%	-8.18%	-8.10%
EPS（元）	1.37	2.25	1.88	1.73	1.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	39.82%	38.67%	24.48%	18.35%	15.04%
P/E	4.6	2.8	3.5	3.8	4.1
P/B	1.8	1.1	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 30 日

5、风险分析

(1) 钢铁供给量过多。如果 2019 年环保限产等政策宽松，可能使钢铁行业供给量偏多，对钢价和钢企盈利形成压力。

(2) 钢铁下游需求不及预期。如果房地产和基建行业景气度复苏不及预期，或汽车造船等行业持续严重低迷，可能使钢材需求量不及预期，对钢价和钢企盈利形成压力。

(3) 公司生产安全风险等。包括炼铁炼钢等环节的生产安全等风险等。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

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

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

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

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

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

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

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

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

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼