

# 行业利润筑底 产量高弹性熨平周期性波动



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——钢铁行业中期策略报告（20190603）

## ❖ 利润拐点如期兑现，板块呈现高分红特质

钢厂环保限产放缓叠加上游原料上涨，2019Q1 钢铁板块盈利从 2018Q3 峰值继续回落。行业盈利位于下滑拐点，抑制市场情绪，钢铁板块估值和基金持仓比例均处于近年低位；2016 年供给侧改革带来的持续高盈利大幅提振了板块整体资产质量，板块个股逐渐呈现高分红特质。根据 2018 年已经发布的分红方案，钢铁板块平均股息率高达 4.34%（根据年报发布日股价测算），在多个行业中位列第二。

## ❖ 长材需求看地产韧性，板材端冷系压力逐步向热轧传导

2019 年上半年，钢铁行业呈现供需两旺，1-4 月粗钢表观消费增速高达 7.7%。分项来看，钢铁需求超预期仍集中在地产板块，基建需求伴随财政支出放缓脉冲减弱，家电下半年或跟随竣工面积回升，汽车暂难走出低迷态势。4 月份以来，地产销售、房企拿地积极性均有所回升，下半年地产仍可能是预期差最大的部分；板材供需矛盾仍在逐步激化。上半年板材压力集中以汽车为主要下游的冷系产品，普卷对应的机械和钢结构需求分项尚算坚挺，表现为热卷价格高位但冷-热轧价差不断缩窄。但随着汽车需求持续压制，机械订单增速放缓，冷轧压力将逐步向上游热卷传导。

## ❖ 粗钢产量高弹性熨平利润波动，矿价 100 美金将为常态

高成本电炉钢和高炉废钢添加，使得粗钢产量由供给侧改革之前的刚性转为高弹性。我们测算了 2015 年以来的螺纹钢价和螺纹表观需求波动率。自 2017 年以后，尽管粗钢表观需求波动率进一步扩大，但钢价波动率却不断降低。粗钢供应高弹性熨平需求波动，钢价波动率放缓，产业周期性波动缩窄。

原料端，铁矿石平衡表变化最为剧烈。Vale 矿难之后，铁矿石年度平衡从过剩转向缺口，普氏指数由年初 75 美金持续上涨至 100 美金上方。截止 5 月底，港口铁矿石库存伴随巴西发货下滑不断下降，钢厂开始被动补库。矿价 100 美金将成为常态，上方空间需警惕矿价调控政策和下游热卷潜在亏损带来的风险。相关标的：河北宣工、金岭矿业。

## ❖ 钢厂利润回归 400-500 元/吨正常区间，板块估值有望回升

高成本电炉提供安全边际，高炉-电炉利润差即为钢厂利润中长期底部，即 400-500 元/吨。2019Q1 螺纹品种毛利在 700 元/吨，下半年钢铁利润底部支撑将逐步显现。长期来看，钢价波动放缓，盈利底部支撑较强，板块估值有望等到修复，关注估值安全边际较高个股。相关标的：三钢闽光、方大特钢和宝钢股份。

## ❖ 风险提示：需求超预期下滑，进出口政策变化，环保政策变化

## 📌 证券研究报告

所属部门 | 行业研究部  
报告类别 | 深度报告  
所属行业 | 金属材料/钢铁  
报告时间 | 2019/6/3

## 📌 分析师

陈雳  
证书编号：S11000517060001  
010-66495651  
chenli@cczq.com

## 📌 联系人

许惠敏  
证书编号：S1100117120001  
021-68595156  
xuhuimin@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号  
中海国际中心 15 楼，  
100034  
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦  
11 楼，200120  
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000  
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道  
177 号中海国际中心 B 座 17  
楼，610041

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 一、2019Q1 钢铁板块表现回顾.....                           | 5  |
| 1.1 2019Q1 钢铁板块跑输大盘，铁矿石、长材子板块偏强.....             | 5  |
| 1.2 板块估值、基金持仓均处于近年低点.....                        | 6  |
| 1.3 上市公司资金充裕，行业高分红特征渐显.....                      | 7  |
| 二、2019 年 H2 需求展望：地产预期差或最大.....                   | 9  |
| 2.1 2019H1：供需表现均超预期.....                         | 9  |
| 2.2 地产下半年或仍存预期差，基建取决于财政节奏.....                   | 10 |
| 2.3 板材下游分项依然疲弱.....                              | 12 |
| 三、2019 年 H2 供应展望：粗钢产量高弹性熨平利润波动，矿价 100 美金或成为新常态.. | 16 |
| 3.1 产量高弹性，400-500 元/吨为利润底部.....                  | 16 |
| 3.2 Vale 事故减量兑现 100 美金矿价将成为新常态.....              | 18 |
| 四、钢厂利润回归 400-500 元/吨正常区间，板块估值有望回升.....           | 21 |
| 风险提示.....  | 23 |

## 图表目录

|       |                                    |    |
|-------|------------------------------------|----|
| 图 1:  | 2019 年沪深 300 与川财金属指数表现.....        | 5  |
| 图 2:  | 2019 年钢材子板块指数相对表现.....             | 5  |
| 图 3:  | 钢铁上市公司 2019Q1 涨跌幅表现.....           | 5  |
| 图 4:  | 2019 年 5 月 31 日各子行业 PE (TTM) ..... | 7  |
| 图 5:  | 2015 年以来基金钢铁重仓配置变化.....            | 7  |
| 图 6:  | 主要钢材品种盈利和售价成本变化.....               | 8  |
| 图 7:  | 钢铁上市公司毛利率季度变化.....                 | 8  |
| 图 8:  | 钢铁上市公司资产负债率.....                   | 8  |
| 图 9:  | 钢铁上市公司现金流比率.....                   | 9  |
| 图 10: | 钢铁上市公司资产负债率.....                   | 9  |
| 图 11: | 2018 年钢铁个股股息率排名.....               | 9  |
| 图 12: | 钢铁上市公司 ROE .....                   | 9  |
| 图 13: | 统计局粗钢产量及增速.....                    | 10 |
| 图 14: | 螺纹钢周度表观消费量 (农历季节性) .....           | 10 |
| 图 15: | 五大钢材品种库存季节性 (农历) .....             | 10 |
| 图 16: | 螺纹库存季节性 (农历) .....                 | 10 |
| 图 17: | 全国房屋销售面积累计增速.....                  | 11 |
| 图 18: | 一、二、三线房价环比变化.....                  | 11 |
| 图 19: | 土地成交溢价率 .....                      | 11 |
| 图 20: | 拿地数据领先新开工 9 个月.....                | 11 |
| 图 21: | 专项债累计投放量占年度目标系数.....               | 12 |
| 图 22: | 水泥-钢筋产量增速差额.....                   | 12 |
| 图 23: | 热轧下游需求分布图.....                     | 13 |
| 图 24: | 挖掘机产量增速 .....                      | 14 |
| 图 25: | 上市钢结构企业年度订单金额.....                 | 14 |
| 图 26: | 大家电用钢量增速 .....                     | 14 |
| 图 27: | 汽车产量同比增速 .....                     | 14 |
| 图 28: | 船舶在手订单量 .....                      | 15 |
| 图 29: | 集装箱产量增速 .....                      | 15 |
| 图 30: | 华南冷轧热轧价差 .....                     | 15 |
| 图 31: | MYSTEEL 样本钢厂内部冷轧比例.....            | 15 |
| 图 32: | 热卷新增产线投放 .....                     | 16 |
| 图 33: | 中国钢铁生产曲线变化.....                    | 17 |
| 图 34: | 电炉开工和利润率 .....                     | 18 |
| 图 35: | 高炉废钢系数 .....                       | 18 |
| 图 36: | 高炉-电炉利润差额.....                     | 18 |
| 图 37: | 螺纹表观消费与价格波动率对比.....                | 18 |
| 图 38: | VALE 矿难事故回顾 .....                  | 19 |
| 图 39: | VALE 事件对铁矿石平衡表的影响.....             | 19 |
| 图 40: | 巴西铁矿石发货季节性.....                    | 20 |
| 图 41: | 澳洲铁矿石发货季节性.....                    | 20 |
| 图 42: | 港口铁矿石库存 .....                      | 20 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

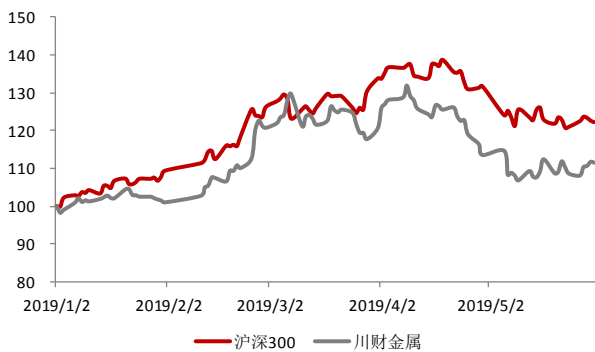
|       |                                    |    |
|-------|------------------------------------|----|
| 图 43: | 钢厂铁矿石库存天数.....                     | 20 |
| 图 44: | 不同铁矿石年度均价下国内铁矿石标的弹性测算.....         | 21 |
| 图 45: | 行业利润 500 元条件下的个股盈利底部和对应估值测算.....   | 21 |
| 图 46: | 钢铁板块上市公司对比 (2019 年 5 月 31 日) ..... | 22 |

## 一、2019Q1 钢铁板块表现回顾

### 1.1 2019Q1 钢铁板块跑输大盘，铁矿石、长材子板块偏强

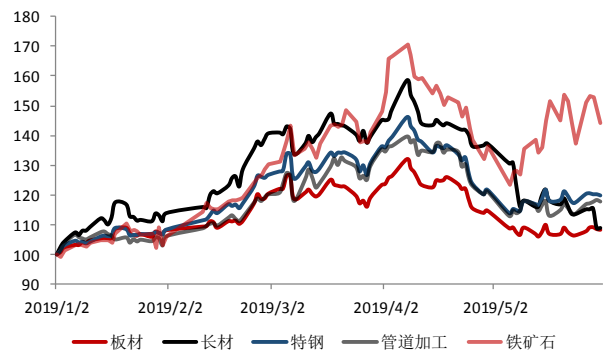
2019 年一季度，大盘整体走势较强，沪深 300 指数 1-3 月份累计上涨 30%。钢铁板块表现相对疲弱，川财金属指数 1-3 月份累计上涨 17.8%，涨幅在各板块中排名靠后。根据主要品种分类，我们将钢铁板块细分为长材、板材、特钢、管道加工和铁矿石等 5 个细分子板块。2019 年一季度，铁矿石板块涨幅最强，1-3 月份累计涨幅均为 48%，长材涨幅其次，1-3 月份累计涨幅均为 45%，特钢和管道加工累计涨幅分别为 36%、35%，板材子板块表现最弱，1-3 月份累计涨幅仅有 23%。

图 1：2019 年沪深 300 与川财金属指数表现



资料来源：截止 2019 年 5 月 31 日，Wind，川财证券研究所

图 2：2019 年钢材子板块指数相对表现



资料来源：截止 2019 年 5 月 31 日，Wind，川财证券研究所

图 3：钢铁上市公司 2019Q1 涨跌幅表现

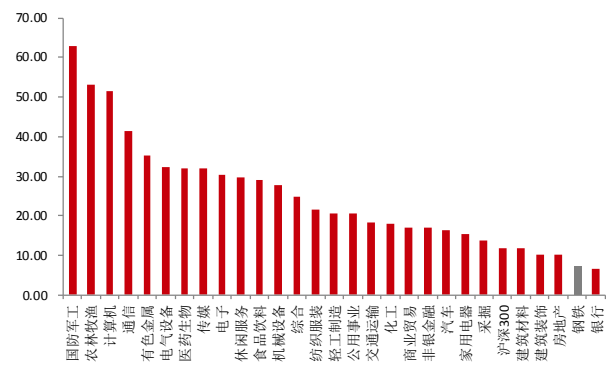
| 代码        | 公司   | 分类    | 近一月涨跌幅 | 2019Q1涨跌幅 | 2018Q4涨跌幅 | 2018涨跌幅 | PE (TTM) | PB   |
|-----------|------|-------|--------|-----------|-----------|---------|----------|------|
| 600581.SH | 八一钢铁 | 板材    | -4.94  | 38.20     | -25.83    | -47.92  | 16.29    | 1.53 |
| 000761.SZ | 本钢板材 | 板材    | 14.65  | 25.89     | -20.00    | -34.57  | 18.38    | 0.91 |
| 000932.SZ | 华菱钢铁 | 板材    | -13.40 | 25.08     | -27.77    | -25.28  | 3.11     | 1.06 |
| 600010.SH | 包钢股份 | 板材    | 3.53   | 23.65     | -10.84    | -39.84  | 25.28    | 1.51 |
| 600022.SH | 山东钢铁 | 板材    | -5.62  | 22.29     | -13.26    | -26.64  | 11.24    | 0.90 |
| 600282.SH | 南钢股份 | 板材    | -13.40 | 20.76     | -17.79    | -28.58  | 3.87     | 0.99 |
| 600569.SH | 安阳钢铁 | 板材    | -6.66  | 20.46     | -23.48    | -35.53  | 4.04     | 0.88 |
| 000709.SZ | 河钢股份 | 板材    | -6.56  | 20.42     | -12.88    | -24.75  | 8.76     | 0.65 |
| 600782.SH | 新钢股份 | 板材    | -14.65 | 19.45     | -13.73    | -21.52  | 2.79     | 0.82 |
| 000959.SZ | 首钢股份 | 板材    | -10.13 | 17.69     | -14.25    | -37.63  | 8.64     | 0.72 |
| 600126.SH | 杭钢股份 | 板材    | -0.58  | 13.97     | -5.45     | -14.60  | 9.32     | 0.92 |
| 601005.SH | 重庆钢铁 | 板材    | -5.37  | 12.89     | -4.43     | -9.77   | 10.90    | 0.93 |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 板材    | -5.29  | 11.23     | -17.20    | -20.90  | 7.28     | 0.84 |
| 000898.SZ | 鞍钢股份 | 板材    | -5.04  | 11.11     | -16.45    | -15.81  | 5.43     | 0.70 |
| 600507.SH | 方大特钢 | 长材    | -27.86 | 44.04     | -8.01     | -12.77  | 4.65     | 5.70 |
| 600231.SH | 凌钢股份 | 长材    | 5.06   | 31.09     | -23.93    | -41.61  | 8.99     | 1.23 |
| 002110.SZ | 三钢闽光 | 长材    | -17.82 | 28.93     | -27.29    | -27.82  | 3.36     | 1.36 |
| 000717.SZ | 韶钢松山 | 长材    | -12.57 | 25.49     | -29.78    | -48.65  | 3.83     | 1.66 |
| 601003.SH | 柳钢股份 | 长材    | -5.31  | 19.63     | -16.20    | -11.62  | 3.84     | 1.62 |
| 002075.SZ | 沙钢股份 | 综合    | 2.40   | 24.41     | -50.09    | -50.09  | 19.31    | 4.37 |
| 600307.SH | 酒钢宏兴 | 综合    | -6.45  | 23.56     | -11.16    | -33.22  | 12.70    | 1.20 |
| 000778.SZ | 新兴铸管 | 综合    | -8.32  | 18.79     | -11.13    | -14.34  | 8.62     | 0.83 |
| 600808.SH | 马钢股份 | 综合    | -2.30  | 12.43     | -14.39    | -11.66  | 5.68     | 0.93 |
| 002478.SZ | 常宝股份 | 管道加工  | -3.58  | 36.96     | -26.40    | -13.66  | 9.99     | 1.38 |
| 002318.SZ | 久立特材 | 管道加工  | -3.64  | 30.28     | -0.94     | -8.63   | 18.39    | 2.16 |
| 002433.SZ | 金洲管道 | 管道加工  | -7.17  | 26.44     | -16.10    | -44.56  | 15.59    | 0.76 |
| 601028.SH | 玉龙股份 | 管道加工  | 11.39  | 24.84     | -16.61    | -48.45  | 433.69   | 2.18 |
| 600399.SH | ST抚顺 | 特钢    | -22.25 | 68.00     | -41.31    | -55.36  | 2.29     | 1.45 |
| 300034.SZ | 钢研高纳 | 特钢    | 7.17   | 56.98     | -21.10    | -29.78  | 51.77    | 3.34 |
| 000708.SZ | 大冶特钢 | 特钢    | 2.06   | 42.19     | -12.74    | -21.04  | 11.14    | 1.36 |
| 002756.SZ | 永兴特钢 | 特钢    | 6.22   | 33.39     | -11.64    | -53.53  | 14.00    | 1.77 |
| 603878.SH | 武进不锈 | 特钢    | 0.36   | 24.27     | -10.29    | -31.87  | 13.71    | 1.51 |
| 000825.SZ | 太钢不锈 | 特钢    | -7.25  | 23.67     | -27.24    | -13.05  | 6.23     | 0.78 |
| 600117.SH | 西宁特钢 | 特钢    | 3.24   | 19.76     | -30.10    | -40.42  | -1.96    | 3.60 |
| 000655.SZ | 金岭矿业 | 原料-矿  | 12.85  | 58.46     | -2.03     | -57.02  | 28.97    | 1.38 |
| 600532.SH | 宏达矿业 | 原料-矿  | -3.64  | 44.42     | -9.43     | -60.64  | 119.95   | 1.49 |
| 002009.SZ | 天奇股份 | 废钢加工  | -7.38  | 43.65     | -14.77    | -55.01  | 31.48    | 1.57 |
| 600516.SH | 方大炭素 | 原料-碳素 | -14.78 | 35.19     | -25.37    | -38.28  | 7.33     | 2.41 |
| 000923.SZ | 河北宣工 | 原料-矿  | 3.14   | 25.51     | 1.27      | -40.35  | 53.18    | 1.71 |
| 002645.SZ | 华宏科技 | 废钢加工  | -8.12  | 24.16     | -26.22    | -34.00  | 19.02    | 1.69 |
| 600295.SH | 鄂尔多斯 | 原料-硅铁 | -8.84  | 23.33     | -15.54    | -47.54  | 12.10    | 0.95 |
| 601969.SH | 海南矿业 | 原料-矿  | 1.48   | 19.20     | -8.38     | -49.38  | -17.23   | 2.58 |
| 000629.SZ | 攀钢钒钛 | 原料-钒  | -6.48  | 18.67     | -32.28    | -2.28   | 8.45     | 3.23 |

资料来源：2019年5月31日，wind，川财证券研究所

## 1.2 板块估值、基金持仓均处于近年低点

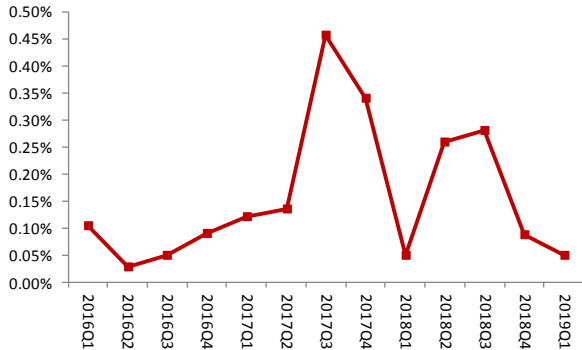
估值方面，钢铁板块 PE 持续处于 6-8 倍左右低位。根据 2019 年 5 月 27 日数据，钢铁行业 PE 仅略高于银行。基金重点持仓比例同样持续下滑，2019 年 Q1，基金钢铁重仓比例 0.05%，处于近三年来低点。

图 4：2019 年 5 月 31 日各子行业 PE (TTM)



资料来源：2019 年 5 月 31 日，Wind，川财证券研究所

图 5：2015 年以来基金钢铁重仓配置变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 1.3 上市公司资金充裕，行业高分红特征渐显

上市公司层面，2016-2017 年以来的供给侧红利进入尾声，板块盈利从 2018Q3 峰值回落。其中，长材个股平均毛利率从 2018Q3 的 21.94% 下降至 2018Q4 的 21.26%，2019Q1 继续下降至 13.91%；板材个股平均毛利率从 2018Q3 的 15.08% 下降至 2018Q4 的 14.11%，2019Q1 继续下降至 9.59%。

行业层面，2019Q1 各主要钢材品种盈利均有所下滑。其中，全国螺纹行业平均利润 700 元/吨，环比下滑 258 元/吨，同比下滑 257 元/吨；全国热卷行业平均利润 386 元/吨，环比下滑 39 元/吨，同比下滑 451 元/吨；全国冷轧行业平均利润 201 元/吨，环比下滑 77 元/吨，同比下滑 540 元/吨；全国中厚板行业平均利润 406 元/吨，环比下滑 46 元/吨，同比下滑 374 元/吨。品种盈利与基本面强弱相匹配，长材强于板材，板材中中厚板 > 热卷 > 冷轧。

考虑 1-2 月份淡季因素，2019Q1 利润回落有一定季节性影响，但对比 2018Q1，板块盈利同样在下滑，对应行业供需从 2017 年小幅缺口—2018 年的紧平衡—2019 年偏松。拆分来看，2019Q1 盈利下滑来自钢材价格回落和成本回升双重压力。

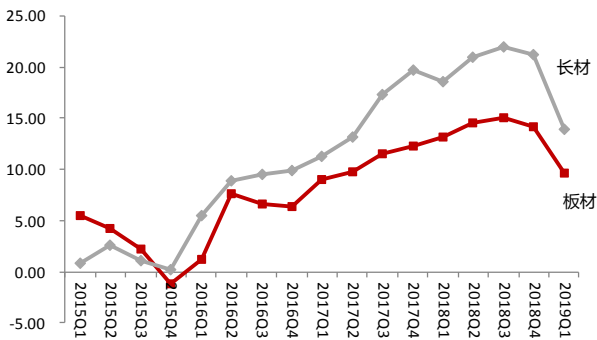


图 6：主要钢材品种盈利和售价成本变化

|        | 利润         |            |            |            | 价格   |      |      |      | 成本   |      |      |      |
|--------|------------|------------|------------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|        | 螺纹         | 热卷         | 冷轧         | 中厚板        | 螺纹   | 热卷   | 冷轧   | 中厚板  | 螺纹   | 热卷   | 冷轧   | 中厚板  |
| 2017Q1 | 394        | 375        | 571        | 172        | 3661 | 3792 | 4588 | 3689 | 3167 | 3317 | 3917 | 3417 |
| 2017Q2 | 749        | 198        | -1         | 190        | 3710 | 3325 | 3726 | 3404 | 2851 | 3001 | 3601 | 3101 |
| 2017Q3 | 911        | 708        | 545        | 494        | 4093 | 4040 | 4478 | 3926 | 3082 | 3232 | 3832 | 3332 |
| 2017Q4 | 1341       | 1071       | 991        | 949        | 4384 | 4264 | 4784 | 4242 | 2943 | 3093 | 3693 | 3193 |
| 2018Q1 | 957        | 837        | 741        | 780        | 4111 | 4141 | 4646 | 4185 | 3055 | 3205 | 3805 | 3305 |
| 2018Q2 | 1082       | 1035       | 798        | 1112       | 4108 | 4211 | 4574 | 4387 | 2926 | 3076 | 3676 | 3176 |
| 2018Q3 | 1176       | 929        | 786        | 950        | 4415 | 4319 | 4775 | 4439 | 3139 | 3289 | 3889 | 3389 |
| 2018Q4 | <b>958</b> | <b>424</b> | <b>279</b> | <b>452</b> | 4352 | 3968 | 4422 | 4096 | 3293 | 3443 | 4043 | 3543 |
| 2019Q1 | <b>700</b> | <b>386</b> | <b>201</b> | <b>406</b> | 3990 | 3826 | 4242 | 3947 | 3190 | 3340 | 3940 | 3440 |
| 环比     | -258       | -39        | -77        | -46        | -361 | -141 | -180 | -149 | -103 | -103 | -103 | -103 |
| 同比     | -257       | -451       | -540       | -374       | -121 | -315 | -404 | -238 | 136  | 136  | 136  | 136  |

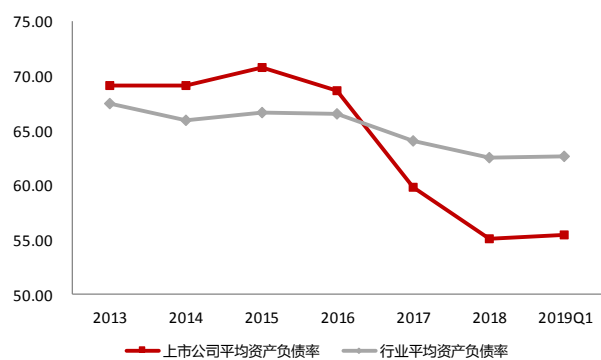
资料来源：wind, 川财证券研究所

图 7：钢铁上市公司毛利率季度变化



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 8：钢铁上市公司资产负债率



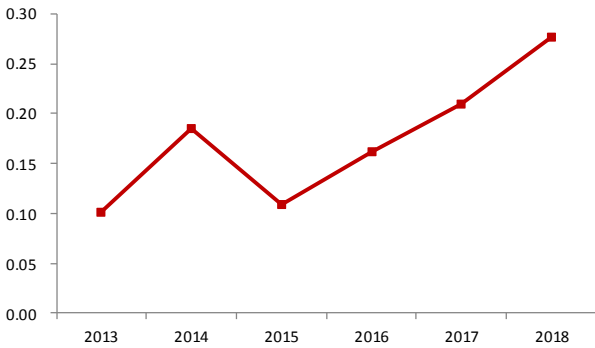
资料来源：Wind, 川财证券研究所

2016 年供给侧改革带来的持续的高盈利大幅提振了板块整体资产质量。钢铁上市公司资产负债率快速下降，ROE 大幅提振，企业现金流愈发充裕。综合 23 家上市钢企，2015 年以来，上市钢企资产负债率从 70.77% 持续降低至 2018 年的 55.07%，低于此前工信部“钢铁行业资产负债率降 60%”的标准。盈利能力方面，采用整体法测算 23 家上市钢企 ROE，2016 年行业 ROE 为 4.7%，2017 年 9.7%，2018 年 18.2%。

高盈利叠加资本支出减少，板块个股逐渐呈现高分红特质。根据 2018 年已经发布的分红方案，钢铁板块平均股息率高达 4.34%（根据年报发布日股价测算），在 28 个行业中位列第二。其中，方大特钢和三钢闽光分别以 13.64% 和 12.13% 位列第一和第二。

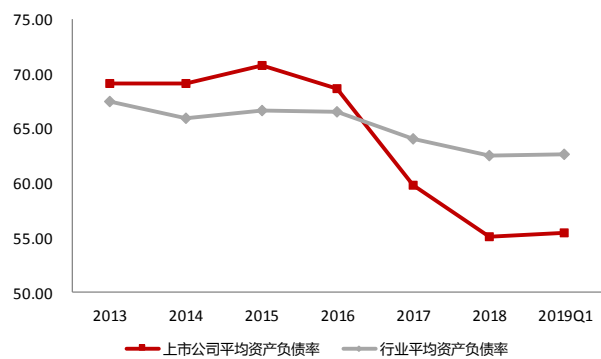


图 9：钢铁上市公司现金流比率



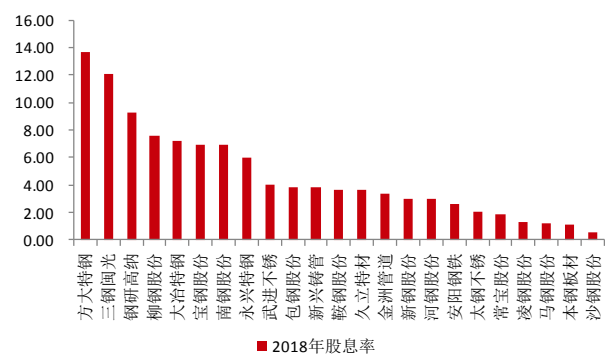
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：钢铁上市公司资产负债率



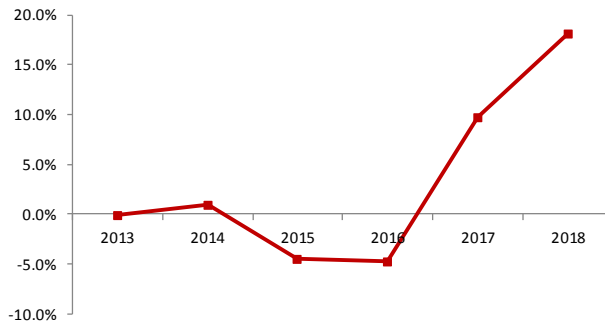
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2018 年钢铁个股股息率排名



资料来源：根据年报发布日股价测算，Wind，川财证券研究所

图 12：钢铁上市公司 ROE



资料来源：Wind，川财证券研究所

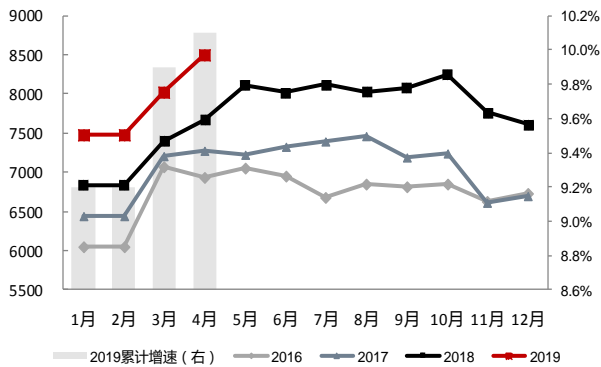
## 二、2019 年 H2 需求展望：地产预期差或最大

### 2.1 2019H1：供需表现均超预期

2019 年上半年，钢铁行业供需均有超预期，呈现供应超预期增加，表观消费超预期强的供需两旺态势。结合各下游主要分项，钢铁需求超预期仍集中在地产板块，基建伴随财政支撑放缓脉冲减弱，家电下半年或有亮点，汽车暂未走出低迷态势。货币环境偏宽松，地产需求预期差有望延续，整体韧性不容小觑。

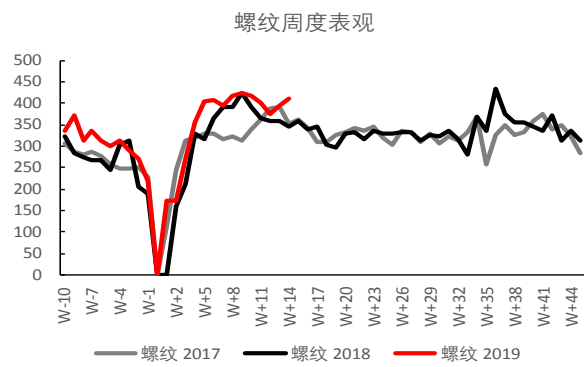
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 13: 统计局粗钢产量及增速



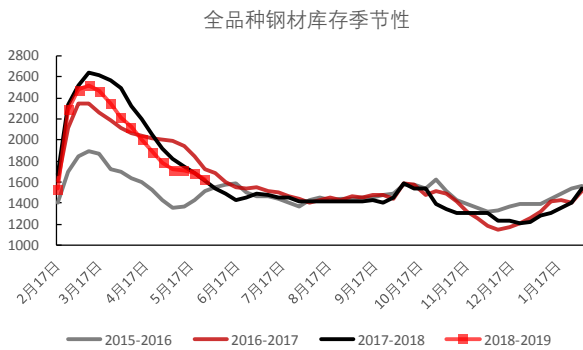
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 14: 螺纹钢周度表观消费量 (农历季节性)



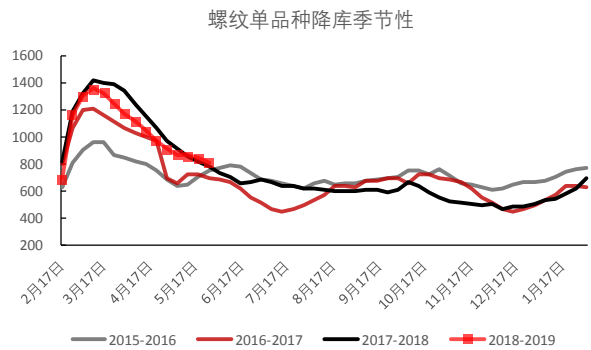
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 15: 五大钢材品种库存季节性 (农历)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 螺纹库存季节性 (农历)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

不论是从统计局还是 Mysteel 口径来看, 2019 年以来, 伴随环保限产压力放松, 粗钢产量不断攀高。2019 年 4 月, 全国粗钢日均产量 283.4 万吨, 刷新日均高点, 单月同比增速 12.7%。如此高的产量, 却并未对钢价造成太大压力。钢材现货价格 4-5 月份维持 4000 元/吨高位, 降库维持正常季节性速度。根据 1-4 月份产量和库存变化倒推, 粗钢表观累计消费增速高达 7.7%。

## 2.2 地产下半年或仍存预期差, 基建取决于财政节奏

地产和基建分别占钢材需求比例约 30%和 20%。上半年以来, 地产需求尤其是地产开工持续超预期, 支撑钢材供需两旺。基建发力较早, 但持续性仍待观察。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

对于螺纹、线材等长材品种，下游需求集中分布于房地产开发和施工阶段。因此，长材需求核心指标集中房屋新开工面积。统计局数据显示，上半年房地产新开工维持高位，1-4月份房屋新开工面积累计增13%。但根据拿地数据等行业领先指标，下半年开工数据或面临一定下滑压力。因此，尽管房屋销售开始回暖，但对下半年房地产需求仍存担忧。期货市场持续远月深度贴水结构反应市场这个担忧。

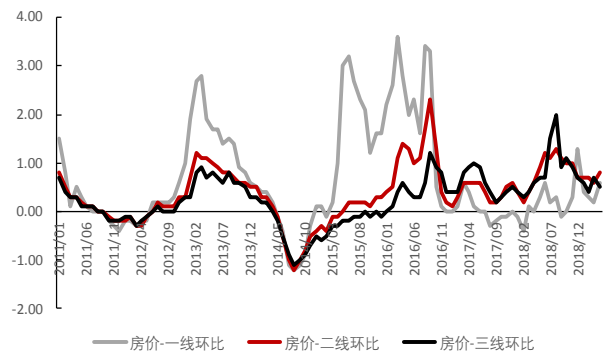
但伴随货币环境边际宽松，房地产市场韧性再度显现。1-4月份房屋销售累计增速13%，房企拿地热情升温，土地溢价率拐头向上。考虑核心指标销售、拿地边际上逐步改善，下半年需求下滑速度预计可控，房地产韧性仍将是需求最有可能超预期的因素。

图 17： 全国房屋销售面积累计增速



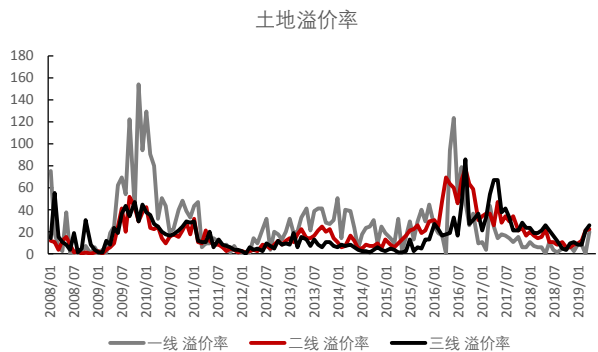
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18： 一、二、三线房价环比变化



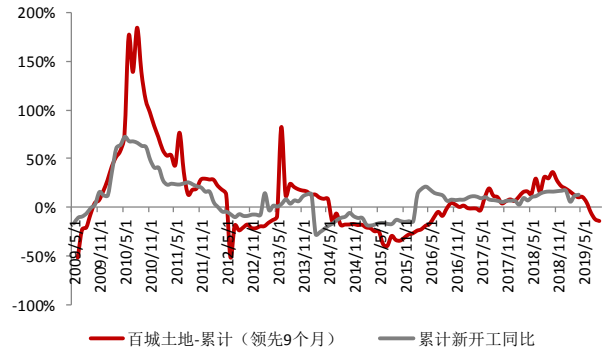
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19： 土地成交溢价率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20： 拿地数据领先新开工 9 个月



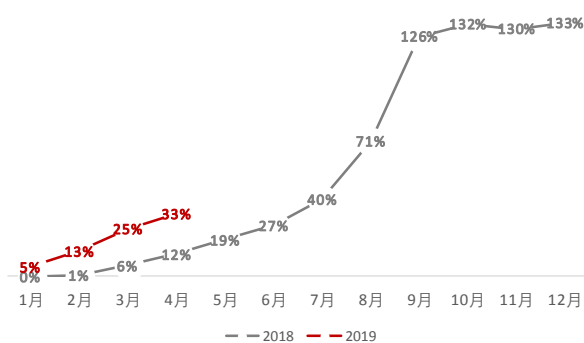
资料来源：Wind，川财证券研究所

2018年11月-2019年2月，在发改委项目集中批复+地方债提前投放等一系列财政政策支撑下，市场对基建托底一度寄予厚望。但从水泥、挖掘机等周边印证指标来看，自4月末以来，基建的托底作用或阶段性放缓。我们曾在年报中提过，现存基建项目主要源自2-3年前的项目批复，决定基建需求力度的核心因素在于财政资金支持。

我们从两个维度考察基建力度：一是财政资金释放；二是水泥、挖掘机等微观行业指标。财政方面，从地方债投放力度来看（占所有基建资金比例10%），今年财政力度有一定前置：去年1-4月份专项债累计完成年度目标仅有12%，今年1-4月份已经完成33%。下半年财政支持力度或有所减弱。

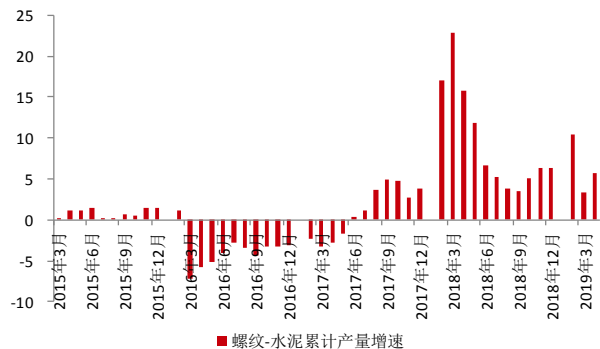
微观指标方面，我们用水泥-钢筋产量增速差来跟踪地产和基建需求差异。水泥需求中，房地产、基建和农村用占比为1/3:1/3:1/3；钢筋中，地产和基建占比2/3:1/3。水泥-钢筋产量差异可近似理解为房地产（钢筋）和基建（水泥）需求增速差。这一指标自2017年下半年以来持续为正，2019年价差虽有所缩窄，但地产增速仍然高于基建需求增速。挖机数据结构与水泥相似，房地产、基建、其他分别占比1/3:1/3:1/3。小松挖机利用小时数自4月份开始增速回落，侧面印证基建脉冲4月份略有放缓。

图 21：专项债累计投放量占年度目标系数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：水泥-钢筋产量增速差



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2.3 板材下游分项依然疲弱

相较于长材的供需两旺，2019年上半年板材表现较为疲弱，汽车等需求对于板材的拖累愈发显现。我们根据热卷终端使用形式对其下游需求做了重新划分，包括：普卷、钢管、冷轧涂镀和品种钢等其他形式。

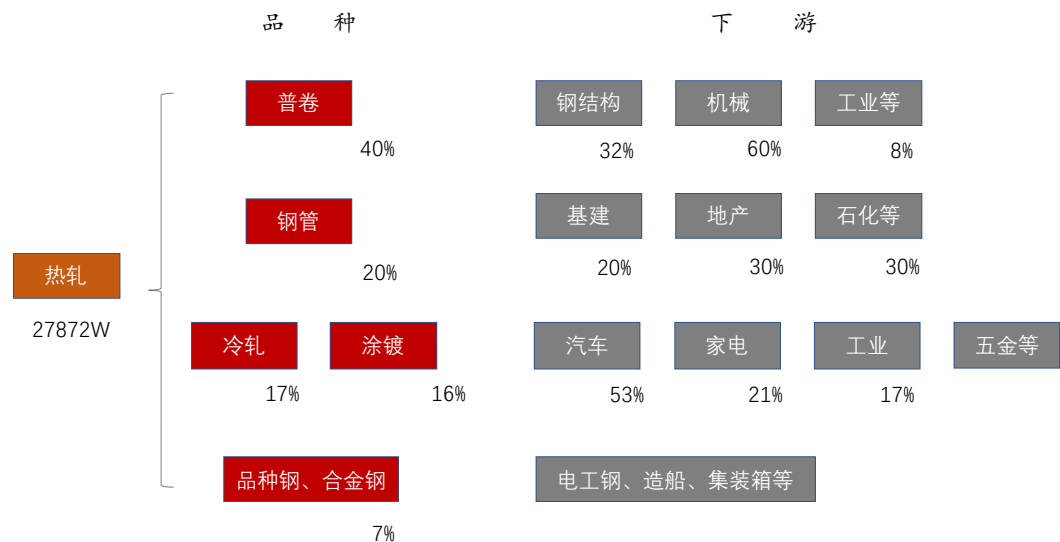
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

普卷：Q235 规格的普通热轧卷板，该形式在终端使用中占比约 40%。对应下游主要包括钢结构、机械等。其中，机械行业需求占比较高，流通渠道多为钢厂直供。以代表指标挖掘机数据为例，2019 年 1-4 月，挖掘机产量累计同比增长 19.13%，机械需求增速较高。钢结构方面，根据《“十三五”装配式建筑行动方案》，自 2018 年以来，钢结构在地产、基建等领域加速渗透。

钢管：用钢板经过卷曲成型后焊接制成的钢管，即焊管。焊管多由下游管厂二次加工后形成，该形式占比约 20%。钢管下游需求分布非常广泛，例如地产行业中，排水通风管道、钢结构、镀锌管等；基建中，桥梁、铁路、电力设备等；石化行业中，油井管、油气长输管线管等。

冷轧、涂镀：冷轧指用热轧钢卷为原料，经酸洗去除氧化皮后进行冷连轧。涂镀是以冷轧卷板或热轧卷板为基板，以热镀或者电镀方式沉积锌、铝等金属。冷轧下游集中汽车、家电、五金等行业；涂镀下游集中家电、工业厂房、汽车等行业。继 2018 年汽车年度产量增速首次转负后，2019 年上半年汽车行业数据继续恶化，1-4 月全国汽车产量累计同比下降 11.8%。冷轧板块需求压力最甚。

图 23：热轧下游需求分布图



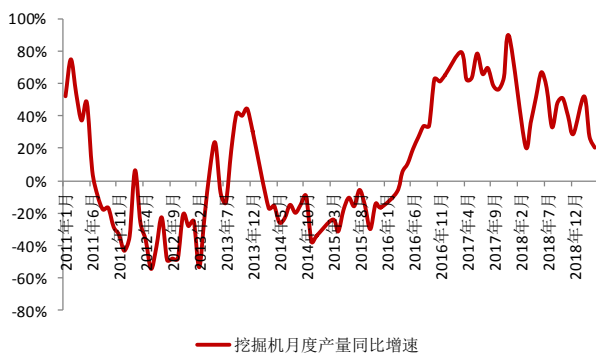
资料来源：wind，川财证券研究所

上半年以来，普卷和钢管对应的需求分项表现较强，但冷轧对应的汽车等终端明显恶化，导致冷轧-热轧价差持续缩窄。数据显示，华东、华南冷轧-热卷价差 2019 年年以来继续收窄。截止 5 月底，华南冷-热价差仅有 500 元/吨，华东冷-热价差不到 300 元/吨，均低于 500 元/吨的加工成本。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

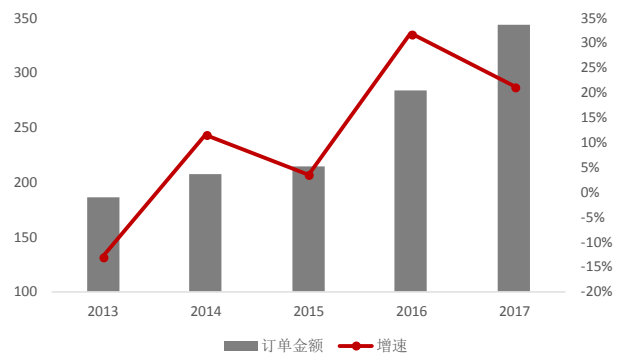
尽管汽车等下游需求明显走弱，但Mysteel等统计机构显示的热卷、冷轧产量上半年未见明显下滑（统计局已不公布这一品种产量）。Mysteel样本企业内部供货（用于冷轧、C料等）比例随着冷轧-热轧价差年内小幅回落5%，整体降幅不大。我们认为，上半年冷轧的减量更多通过样本外的独立深加工企业减产完成，而长流程钢厂的冷轧基料的减量由普卷和钢管的需求增量对冲。随着冷系终端持续低迷，普卷下游机械等需求增速放缓，冷系压力下半年将逐步至热轧。

图 24：挖掘机产量增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：上市钢结构企业年度订单金额



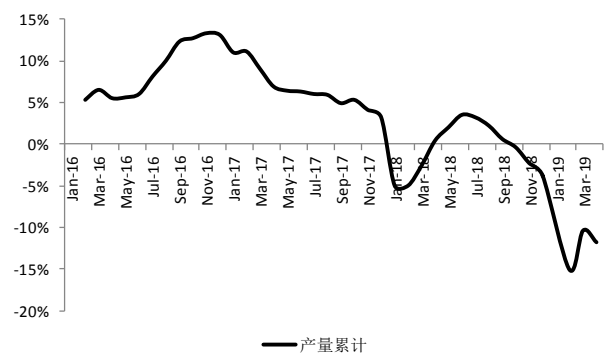
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：大家电用钢量增速



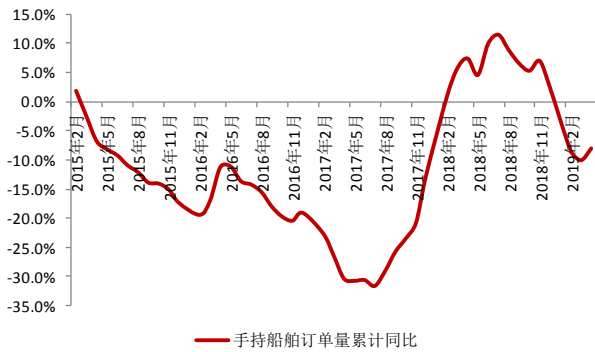
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：汽车产量同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28：船舶在手订单量



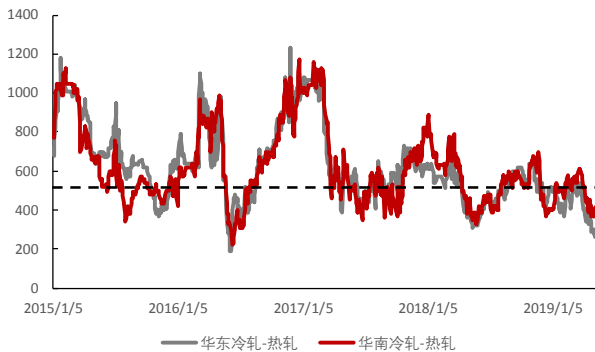
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29：集装箱产量增速



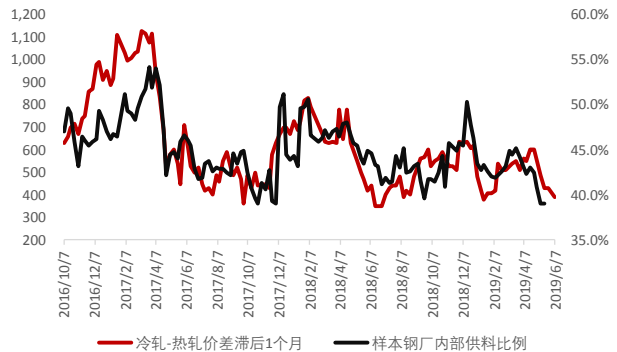
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30：华南冷轧热轧价差



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：Mysteel 样本钢厂内部冷轧比例



资料来源：Wind，川财证券研究所

板材另一个压力源自供应端新增产能释放。根据 Mysteel 等机构统计，2019 年全年新增热卷产线约 2200 万吨，其中华北、华南等多条产线上半年已经投产。但从实际供应增量来看，上半年尚未看到明显的供应增量。热卷新轧线从点火到顺行大约需要 3-6 个月左右磨合期，随着产线持续投产，这部分供应增量预计自 2019 年 6 月份开始体现在实际产量上。供需压力，叠加贸易摩擦不确定性，热卷仍将是钢铁各板块中最弱的一块。



图 32：热卷新增产线投放

|      |    | 产能  | 投产时间 | 产品定位               |
|------|----|-----|------|--------------------|
| 企业1  | 华北 | 200 | 2月   | 冷轧基料               |
|      | 华北 | 400 | 6月   | 普碳钢                |
|      | 华北 | 200 | 下半年  | 冷轧基料               |
| 企业2  | 华北 | 100 | 2月   | 冷轧基料、集装箱、高强钢、普卷薄规格 |
| 企业3  | 华北 | 150 | 3月   | 普卷薄规格、低端冷轧         |
| 企业4  | 华东 | 250 | 6月   | 冷轧基料、集装箱、高强钢、普卷薄规格 |
| 企业5  | 华东 | 225 | 下半年  | 普卷薄规格、低端冷轧         |
| 企业6  | 华南 | 225 | 下半年  | 普卷薄规格、低端冷轧         |
| 企业7  | 华北 | 200 | 4月份  | 冷轧基料               |
| 企业8  | 华北 | 460 | 9月份  | 品种钢                |
| 企业9  | 西北 | 250 | 下半年  | 硅钢                 |
| 企业10 | 华北 | 220 | 下半年  | 普碳钢                |
| 企业11 | 华北 | 250 | 下半年  | 冷轧基料               |
| 企业12 | 华北 | 200 | 下半年  | 冷轧基料               |

资料来源：Mysteel，川财证券研究所

## 三、2019 年 H2 供应展望：粗钢产量高弹性熨平利润波动， 矿价 100 美金或成为新常态

### 3.1 产量高弹性，400-500 元/吨为利润底部

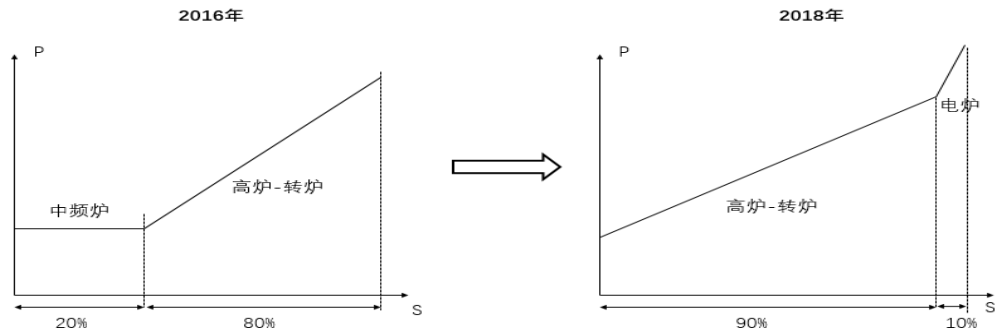
我们在 2019 年钢铁年报已经提示，经历供给侧改革之后，对行业端重大的影响在于改变了中国钢铁生产的成本曲线结构以及与之对应的产量弹性。

对于商品价格来说，供需弹性决定了商品的价格弹性。工业品之所以呈现明显的价格周期，内在驱动在于需求的周期性波动叠加供应短期刚性。在供给侧改革之前，钢材供应呈现较强刚性。以上一轮 2013-2015 年需求下滑周期为例，2015 年开始，需求持续走弱但开工呈现刚性，钢材生产利润一路跌至 -200 元/吨的全面亏损区间。

2018 年以来的产量和利润数据显示，粗钢产量呈现明显的高弹性。我们以 Mysteel 周度表观消费为源数据，测算了 2015 以来的螺纹钢价和螺纹表观需求波动率。发现，自 2017 年以后，尽管表观需求波动率进一步扩大（可能是贸易商期现套利增多导致的库存波动放大），但钢价波动率却不断降低。粗钢供应由刚性转向高弹性，钢价波动率放缓，产业周期性波动缩窄。

粗钢产量高弹性主要源自以下两个方面：

图 33：中国钢铁生产曲线变化



资料来源：Mysteel，川财证券研究所

### 1、电炉开停工调节

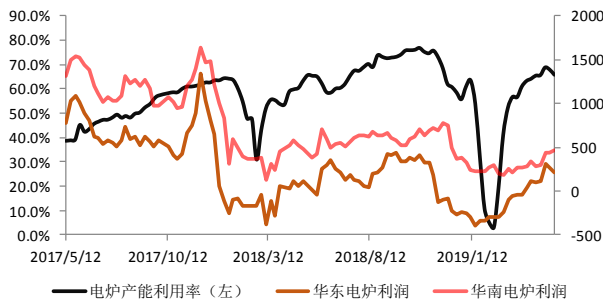
2018年以来，电炉产量占到全国粗钢产量10%，按照不同地区电价和废钢测算，约有60%以上电炉竞争力低于同区域高炉。即，保守估计，高成本电炉产量占粗钢总产量比例在6%以上。根据2018年以来电炉开工率和利润测算，电炉根据利润开停工调节非常灵活，利润对开工的传导周期在2-3周。

### 2、高炉废钢比例

长流程钢厂的高炉废钢系数也是调节粗钢产量的重要手段。一个很好的例子在于：2018.12-2019.2月淡季期间，为降低冬储压力，钢厂主动调低废钢添加比例。从2018年11月最高22%一直降到最低16%。通过这一调节，高炉粗钢产量在淡季期间减少了6%。2019年3月份旺季以后，随着需求回升，钢厂再度提高废钢系数，废钢比例重新回升至23%附近。伴随钢厂废钢添加比例创新高，螺纹等品种产量数据不断刷新高点。根据测算，高炉利润对废钢系数的传导周期也在1个月以内。

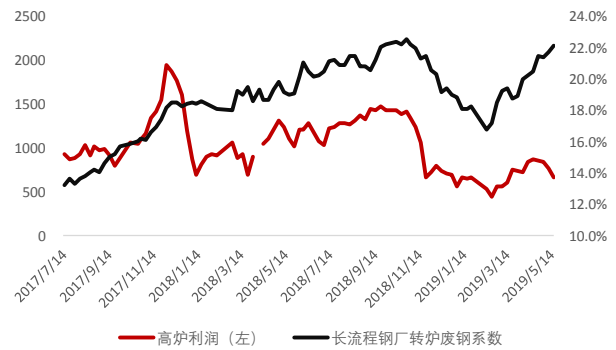
因此，在需求不发生急剧变动条件下（6%以上），粗钢产量高弹性决定了需求边际仅需要电炉调节即能够完成。高炉-电炉成本差成为高炉利润的天然保护屏障。根据测算和行业经验，高炉-电炉利润差一般在400-500元/吨。即，长流程钢厂毛利底部在400-500元/吨（螺纹品种）。2019Q1螺纹品种毛利在700元/吨，二季度下方底部支撑将逐步显现。长期来看，钢价波动放缓，盈利底部支撑较强，板块估值有望等到修复。

图 34：电炉开工和利润率



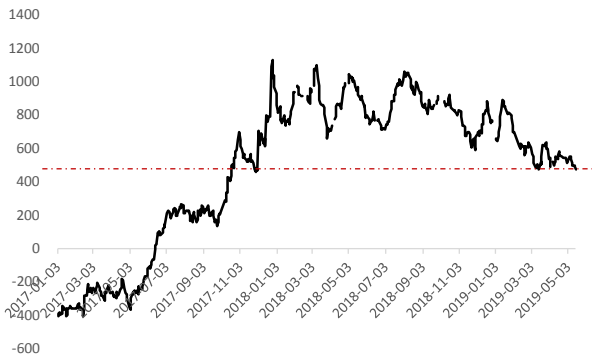
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：高炉废钢系数



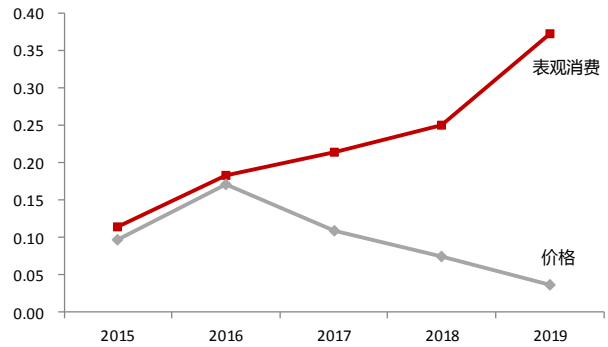
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36：高炉-电炉利润差额



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 37：螺纹表观消费与价格波动率对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 3.2 Vale 事故减量兑现 100 美金矿价将成为新常态

2019 年，黑色商品平衡表转变最大的无疑是铁矿石。四大矿山 Vale 年初发生重大矿难，导致年度产量缩减 6000-7000W 吨，直接将铁矿石年度平衡从过剩转向缺口。1 月份矿山事故后，Vale 事件进程略有波折，不确定性最大的在于其中一座 Brucutu 矿山（3000W）是否复产。该矿山并未采用事故矿难相同的上游式尾矿筑坝法，但生产许可证与事故矿难相关联。截止 5 月末，Brucutu 矿山复产时间尚未确定，年度平衡表维持缺口预期。Vale 事故后，矿价在上半年从年初 75 美金附近上涨至 100 美金上方，年度累计涨幅 33%。

图 38: VALE 矿难事故回顾

| 时间   | 影响量  | 详情  |
|------|------|---|
| 1.25 |      | 矿难发生。事故尾矿采用的上游式尾矿筑坝法 (Upstream tailings) 被认为是导致矿难的核心原因。此次事故严重性在于, Vale 曾在 2015 年 11 月由于同样的问题造成 Samarco 尾矿决堤, 当时死亡人数 19 人。 |
| 1.29 | 4000 | Vale 宣布关停 10 座上游式尾矿筑坝法的矿山, 并花费 3 年时间用其他先进方法替代 (之前 Samarco 事件后, Vale 已经在做这类的置换工作)。停产矿山预计影响铁矿石产量 4000 万吨/年 (包含 1100 万吨球团)。  |
| 2.4  | 7000 | 巴西监管部门吊销了其东南系统的 Brucutu 矿区营业执照, 该矿山年产能 3000 万吨; (有报道称其许可证与 Mina Feijão 有一定关联)。预计 Brucutu 未来能够复产, 但推翻法院禁令和重新获得牌照预计需要一年时间。  |
| 2.5  | 7000 | Vale 宣布 Vargem Grande 矿区生产, 该停产属于 1 月 29 日宣布关停的 10 座尾矿坝之一, 预计影响年产量 1300 万吨。其他尾矿 (1900W) 关停时点还在等待。                         |
| 2.8  |      | Vale 被要求暂停 Tubarão 港口进行的废料处理。Vale 表示, 该处理并未涉及污染, 预计影响期不长。该事件并不会影响港口发货, 主要造成 1500 万吨左右的球团产能受影响。(2 月 15 日已恢复)               |
| 2.18 |      | 巴西国家矿业局决定, 2021 年 8 月份之前, 完成所有上游式尾矿筑坝矿山改造, 改造计划 2019 年 8 月 15 日之前完成   |
| 4.10 |      | 在 Vale 年报的电话会议中, CFO 表态 Brucutu 将会在一个月左右复产  |
| 4.16 | 4000 | 法院宣布 Brucutu 复产   |
| 5.6  | 7000 | 上级法院否定 Brucutu 复产, 年度产量指引回到 307-332 Mt 下限。此时 Brucutu 已经恢复了 1/3, 但发货尚未开始恢复   |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 39: VALE 事件对铁矿石平衡表的影响

|                | 2017 |      | 2018 |      | 2019 |     |     |     |
|----------------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|
|                | 绝对量  | 同比变化 | 绝对量  | 同比变化 | 绝对量  | 事故前 | 事故后 | 品位  |
| Rio Tinto      | 328  | -2   | 335  | 8    | 343  | 8   | 10  | 62% |
| BHP Billiton   | 275  | 12   | 273  | -2   | 282  | 9   | 10  | 62% |
| Fortescue      | 170  | 2    | 170  | 0    | 170  | 0   | 0   | 58% |
| Vale           | 319  | 14   | 350  | 32   | 363  | 12  | -38 | 65% |
| Anglo American |      |      |      |      |      |     |     |     |
| -Kumba         | 45   | 4    | 45   | -1   | 45   | 0   | 0   | 63% |
| -Minas-Rio     | 17   | 1    | 4    | -13  | 17   | 13  | 10  | 67% |
| Roy Hill       | 40   | 40   | 45   | 5    | 50   | 5   | 5   | 59% |
| India          | 27   | 5    | 20   | -7   | 18   | -2  | 0   | 57% |
| 年度增量/减量        |      | 76   |      | 22   |      | 45  | -3  |     |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

Vale 事故后, 市场经历了情绪炒作+真实缺口两个阶段。2019 年 1-3 月份, 事故导致限产范围扩大和缺口预期, 贸易商情绪急速拉升, 普氏指数从 75 美金快速攀升至 90 美金。此时钢厂冬储钢材库存压力尚高, 原料库存充足条件下抵触情绪强烈。3 月份末开始, Vale 限产开始影响到真实发货量, 叠加澳洲飓风等季节性因素, 全球铁矿石发货遭遇历史性低点。而今年终端需求坚挺, 钢厂环保放松, 矿价自 4 月份开始, 在真实基本面推动下继续走强。

截止 5 月末, 铁矿石静态供需结构依然非常健康。巴西矿石发货每周较同期维持 120-140W 左右减量 (对应年化减量超 6000W), 港口库存快速下滑。4 月中旬-5 月末, 港口铁矿石库存急跌 2000W 至 1.27 亿吨。不考虑需求变化,

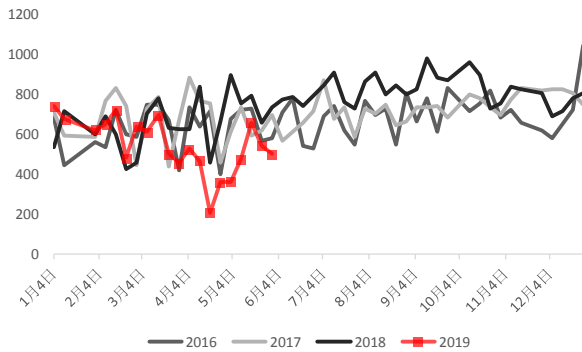
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

按照这一降幅，港口铁矿石降幅在 8-9 月份或降至 1 亿吨以下。下游钢厂对钢矿价维持抵触心态，上半年以被动降库存为主，钢厂可用库存天数持续下降。

展望下半年，矿价 100 美金上方将成为新常态。风险点在于：政策调控风险和下游热卷亏损减产风险。上文提及，我们对于下半年热卷供需维持悲观态度。5 月底，部分地区热卷现货利润已经跌至 100-200 元/吨，热卷持续走弱是否会影响铁矿石采购需求值得关注。

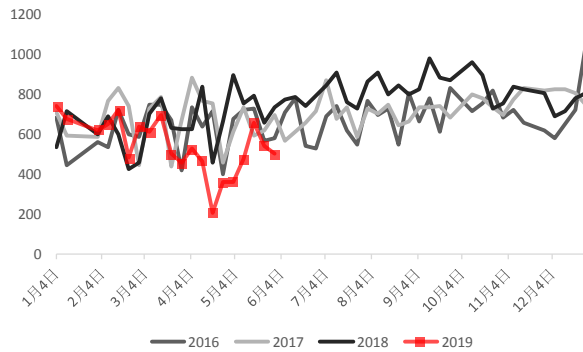
我们测算了不同铁矿石价格下，主要国内铁矿石标的的利润弹性。关注铁矿石相关标的：河北宣工和金岭矿业。

图 40：巴西铁矿石发货季节性



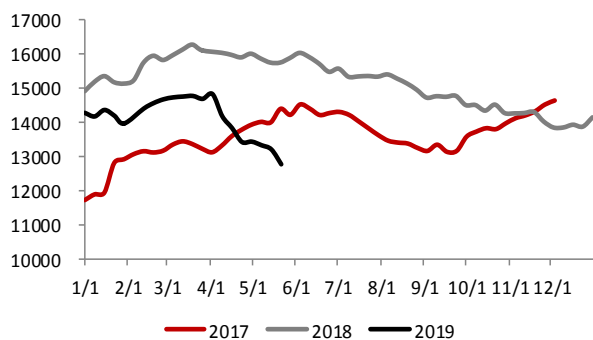
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：澳洲铁矿石发货季节性



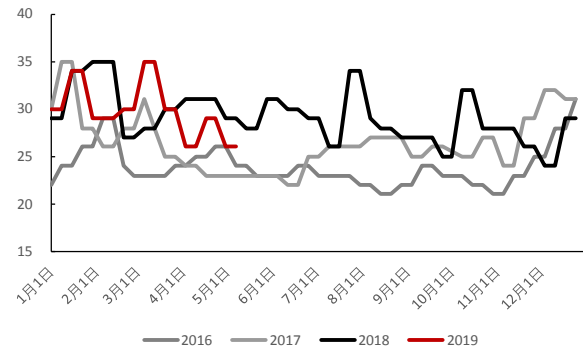
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：港口铁矿石库存



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 43：钢厂铁矿石库存天数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：不同铁矿石年度均价下国内铁矿石标的弹性测算

|           |      | 2016   | 2017   | 2018  | 2019EPS |       |       |       |       | PE    | 市值  |
|-----------|------|--------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
|           |      |        |        |       | 80\$    | 90\$  | 100\$ | 110\$ | 120\$ |       |     |
| 000932.SZ | 河北宣工 | 0.01   | 0.47   | 0.21  | 0.46    | 0.78  | 1.09  | 1.41  | 1.72  | 6.0   | 107 |
| 691969.SH | 海南矿业 | -0.15  | 0.02   | -0.39 | -0.14   | -0.05 | 0.04  | 0.13  | 0.22  | 144.4 | 105 |
| 000655.SZ | 金岭矿业 | -0.945 | -0.531 | 0.169 | 0.35    | 0.51  | 0.66  | 0.81  | 0.96  | 8.5   | 36  |
| 600532.SH | 宏达矿业 | 0.22   | -0.15  | 0.02  | 0.13    | 0.14  | 0.14  | 0.14  | 0.15  | 37.8  | 28  |

资料来源：2019年5月31日，Wind，川财证券研究所

## 四、钢厂利润回归 400-500 元/吨正常区间，板块估值有望回升

高成本电炉提供安全边际，高炉-电炉利润差即为钢厂利润中长期底部，即 400-500 元/吨。2019Q1 螺纹品种毛利在 700 元/吨，下半年钢铁利润底部支撑将逐步显现。长期来看，钢价波动放缓，盈利底部支撑较强，板块估值有望等到修复，关注估值安全边际较高的相关标的三钢闽光、方大特钢和宝钢股份。

图 45：行业利润 500 元条件下的个股盈利底部和对应估值测算

|      | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017 | 2018 | 2019E | 2019年预估利润对应PE |
|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|-------|---------------|
| 三钢闽光 | -127 | 33   | 70   | -52  | 8    | 4    | -101  | 40    | 461  | 767  | 234   | 9.7           |
| 方大特钢 | 18   | 76   | 177  | 133  | 182  | 138  | 73    | 112   | 466  | 744  | 307   | 10.1          |
| 宝钢股份 | -110 | 502  | 321  | 163  | 291  | 295  | 138   | 194   | 328  | 459  | 270   | 11.1          |
| 新钢股份 | 22   | 40   | 42   | -121 | -61  | 46   | -7    | 17    | 189  | 666  | 135   | 14.2          |
| 马钢股份 | -173 | 87   | 20   | -211 | -63  | -25  | -137  | -94   | 354  | 348  | 95    | 14.7          |
| 凌钢股份 | -36  | 157  | 155  | -138 | -69  | -79  | -176  | -107  | 217  | 276  | 84    | 19.7          |
| 南钢股份 | -94  | 23   | 147  | -156 | -87  | -38  | -59   | -220  | 213  | 496  | 74    | 21.9          |
| 新兴铸管 | 243  | 230  | 300  | 144  | 69   | -81  | -79   | 34    | 101  | 360  | 165   | 22.6          |
| 河钢股份 | -15  | 56   | 49   | 13   | -7   | 10   | 20    | 34    | 106  | 116  | 48    | 25.8          |
| 重庆钢铁 | -55  | 5    | 1    | -570 | -453 | -690 | -1129 | -4186 | -684 | 82   | 100   | 28.3          |
| 韶钢松山 | -509 | 4    | 13   | -489 | -62  | -161 | -462  | -204  | 310  | 585  | 59    | 30.2          |
| 杭钢股份 | -109 | 77   | 123  | -138 | -46  | 13   | -116  | -47   | 278  | 489  | 103   | 38.4          |
| 首钢股份 | 51   | 75   | 72   | -224 | -210 | 7    | -92   | -30   | 124  | 368  | 57    | 46.9          |
| 鞍钢股份 | -261 | 141  | -22  | -295 | -17  | 47   | -52   | -140  | 192  | 340  | 23    | 67.8          |
| 包钢股份 | -73  | -75  | 30   | -5   | 36   | 0    | -264  | -233  | 68   | 204  | 19    | 299.9         |
| 八一钢铁 | -82  | 109  | 96   | -9   | 22   | -181 | -596  | -344  | 229  | 167  | 4     | 305.0         |
| 华菱钢铁 | -50  | -81  | -95  | -269 | -82  | 3    | -75   | -197  | 153  | 382  | 10    | 103.6         |
| 本钢板材 | -277 | 68   | 74   | -2   | -6   | -2   | 10    | -187  | 84   | 60   | -11   | -93.8         |
| 安阳钢铁 | -141 | 77   | 14   | -484 | -185 | 54   | -151  | -140  | 131  | 273  | -18   | -60.0         |
| 山东钢铁 | -228 | 82   | 15   | -134 | -136 | -72  | -114  | -168  | 22   | 331  | -50   | -36.5         |
| 柳钢股份 | -10  | 124  | 74   | -20  | 41   | 73   | -186  | 4     | 206  | 578  | -267  | -7.4          |
| 行业利润 | 627  | 282  | 582  | 313  | 19   | 93   | -192  | 54    | 846  | 1081 | 500   |               |

资料来源：2019年5月31日，Wind，川财证券研究所

计算方式：通过个股吨钢净利润与行业毛利的历史数据拟合，以行业利润底部推算个股盈利底部

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

**图 46：钢铁板块上市公司对比（2019 年 5 月 31 日）**

|           |       | 流通市值   | 收盘价   | EPS   |       |      |      |      | PB (LF) | PE (TTM) |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|------|------|------|---------|----------|
|           |       |        |       | 16A   | 17A   | 18E  | 19E  | 20E  |         |          |
| 600282.SH | 南钢股份  | 153.41 | 3.36  | 0.09  | 0.79  | 1.03 | 1.04 | 1.09 | 0.99    | 3.87     |
| 600307.SH | 酒钢宏兴  | 125.89 | 2.03  | 0.01  | 0.07  | #N/A | #N/A | #N/A | 1.20    | 12.70    |
| 600532.SH | 宏达矿业  | 25.13  | 5.29  | 0.22  | -0.15 | #N/A | #N/A | #N/A | 1.49    | 119.95   |
| 600569.SH | 安阳钢铁  | 78.99  | 3.01  | 0.05  | 0.67  | 0.96 | 1.01 | 1.05 | 0.88    | 4.04     |
| 600581.SH | 八一钢铁  | 60.55  | 3.85  | 0.05  | 1.52  | 0.61 | 0.76 | 0.86 | 1.53    | 16.29    |
| 600782.SH | 新钢股份  | 160.39 | 5.07  | 0.18  | 1.09  | 1.59 | 1.68 | 1.78 | 0.82    | 2.79     |
| 600808.SH | 马钢股份  | 215.44 | 3.40  | 0.16  | 0.54  | 0.87 | 0.90 | 0.94 | 0.93    | 5.68     |
| 601003.SH | 柳钢股份  | 177.09 | 5.92  | 0.08  | 1.03  | 1.73 | 1.80 | 1.84 | 1.62    | 3.84     |
| 601005.SH | 重庆钢铁  | 160.91 | 1.94  | -1.06 | 0.04  | 0.16 | 0.17 | 0.17 | 0.93    | 10.90    |
| 000708.SZ | 大冶特钢  | 41.12  | 12.53 | 0.65  | 0.88  | 1.25 | 1.37 | 1.50 | 1.36    | 11.14    |
| 000825.SZ | 太钢不锈  | 260.89 | 4.22  | 0.20  | 0.81  | 1.02 | 1.05 | 1.07 | 0.78    | 6.23     |
| 603878.SH | 武进不锈  | 24.95  | 16.58 | 0.79  | 0.63  | 0.90 | 1.15 | 1.31 | 1.51    | 13.71    |
| 002423.SZ | 中原特钢  | 47.23  | 9.68  | 0.01  | -0.51 | #N/A | #N/A | #N/A | 1.40    | 94.01    |
| 002756.SZ | 永兴特钢  | 46.73  | 15.44 | 0.70  | 0.98  | 1.37 | 1.68 | 1.84 | 1.77    | 14.00    |
| 600399.SH | *ST抚钢 | 30.94  | 3.11  | -0.03 | -1.03 | #N/A | #N/A | #N/A | 1.45    | 2.29     |
| 300034.SZ | 钢研高纳  | 46.11  | 13.60 | 0.23  | 0.14  | 0.17 | 0.26 | 0.34 | 3.34    | 51.77    |
| 600117.SH | 西宁特钢  | 39.61  | 3.82  | 0.09  | 0.06  | #N/A | #N/A | #N/A | 3.60    | (1.96)   |
| 600507.SH | 方大特钢  | 146.58 | 9.11  | 0.50  | 1.92  | 2.19 | 2.33 | 2.48 | 5.70    | 4.65     |
| 000906.SZ | 浙商中拓  | 35.47  | 6.32  | 0.32  | 0.34  | #N/A | #N/A | #N/A | 1.91    | 9.68     |
| 600058.SH | 五矿发展  | 74.50  | 9.57  | 0.03  | 0.03  | #N/A | #N/A | #N/A | 2.50    | (12.80)  |
| 002711.SZ | 欧浦智网  | 45.31  | 1.54  | 0.34  | 0.20  | #N/A | #N/A | #N/A | (0.64)  | (0.37)   |
| 601028.SH | 玉龙股份  | 39.23  | 5.67  | -0.82 | 0.10  | 0.12 | 0.14 | 0.21 | 2.18    | 433.69   |
| 002318.SZ | 久立特材  | 53.52  | 7.15  | 0.20  | 0.16  | 0.33 | 0.39 | 0.46 | 2.16    | 18.39    |
| 002443.SZ | 金洲管道  | 29.10  | 7.78  | 0.12  | 0.31  | 0.36 | 0.39 | 0.41 | 1.75    | 18.09    |
| 002478.SZ | 常宝股份  | 48.19  | 5.93  | 0.27  | 0.17  | 0.52 | 0.64 | 0.75 | 1.38    | 9.99     |

资料来源：2019 年 5 月 31 日，Wind，川财证券研究所



## 风险提示

### 需求超预期下滑

文中钢铁行业盈利底部假设条件之一在于钢材需求不出现超预期剧烈下滑（超过6%）。考虑2000年以来，钢材需求年度表观需求最大下滑幅度仅5%，年度级别出现这一情况概率不大。

### 进出口政策变化

对于铁矿石等进口依赖度较高的商品，100美金高价后，关注进出口和调控政策变化。

### 环保政策变化

从执行层面，2019年以来的环保限产力度略有放松。但考虑今年为新中国成立70周年，且四季度雾霾多发，仍需要警惕四季度环保政策对钢材和焦炭生产的影响。

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004