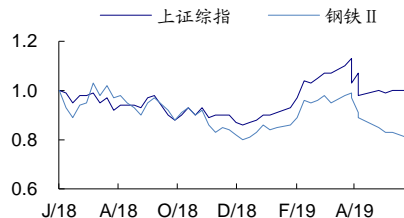


钢铁 II
2019 年中期投资策略暨 6 月月报
中性

(维持评级)

2019 年 06 月 19 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(6月10日-6月16日): 矿价持续上涨, 钢厂利润渐薄》——2019-06-17
 《钢铁行业周报(6月3日-6月9日): 需求小幅下滑, 钢厂利润收缩》——2019-06-10
 《钢铁行业周报(5月27日-6月2日): 库存拐点临近, 钢价承压》——2019-06-03
 《钢铁行业估值系列专题: 自上而下看钢铁行业估值》——2019-05-30
 《钢铁行业周报(5月20日-5月26日): 供需两旺, 成本支撑螺纹钢价格上行》——2019-05-27

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码: S0980510120027

行业投资策略
盈利回归, 稳中求进
● 限产退场, 供给攀升

在环保限产影响淡化的背景下, 钢厂普遍开足马力生产, 导致钢材产量持续攀升, 1-5 月我国粗钢累计产量同比增长 10.2%。产量增长来自高炉开工率、高炉利用系数、高品矿用量、废钢用量等因素的提高。我国钢铁行业集中度较低, 产能增量虽受到严格控制, 但在无政策干预下, 高产量问题尚难解决。我们预期下半年粗钢增幅将略小于上半年, 在 2000-3000 万吨左右。

● 强消费与弱预期的博弈

1-5 月, 钢材消费持续超预期, 特别是房地产带动的长材消费表现十分强劲。高产量下, 高需求带动钢材库存顺畅下降, 整体表现出供需平衡的状态, 促使钢材价格维持高位震荡。下半年, 我们预计钢材需求较去年略有下降, 其中地产需求或逐步减弱, 基建托底作用增强, 制造业下行压力较大, 其中汽车需求有望触底回升, 长强板弱格局将持续。

● 铁矿价高, 供需偏紧尚难缓解

上半年, 铁矿石价格大幅上涨。价格的持续攀升不仅因为淡水河谷溃坝事故以及澳大利亚飓风影响供给, 更因为需求端超预期的增长。铁矿石港口库存持续快速下降, 供需偏紧的局面将延续, 铁矿石价格高位或持续。

● 钢价趋弱, 利润回归

下半年, 钢铁行业面临很大的产量压力, 同时需求或有所减弱, 行业供需失衡压力加大, 对钢材价格形成压制。但当前成本对于钢价的支撑力度较强, 短期来看钢价回落幅度有限。从行业盈利来看, 随着产业链各环节供需状况的变化, 预期下半年产业链盈利分配情况或变为矿强于材强于焦, 钢厂盈利将向常态回归。

● 投资策略-稳中求进

当前, 钢铁板块估值处于较低区间, 估值已较为充分的反映出市场对于钢价下滑, 行业盈利收缩的预期。下半年, 建议关注三条投资主线。一是, 关注盈利相对稳定企业, 推荐关注大冶特钢、宝钢股份, 两家龙头企业产品附加值高, 在历史业绩上表现出较高的稳定性。二是, 寻求汽车板阶段性机会, 下半年汽车行业产销情况存在触底回升的机会, 将有利汽车板消费, 因此建议阶段性关注宝钢股份。三是, 静候估值修复机会, 随着宽货币向宽信用传导, 行业预期或有改善进而带动估值提升, 建议关注低估值、高弹性的长材标的方大特钢和三钢闽光。

● 风险提示

行业需求端出现超预期下滑。

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	6.42	143,013	0.63	0.70	10.2	9.2
000708	大冶特钢	增持	12.64	5,681	1.15	1.28	11.0	9.9
600507	方大特钢	增持	8.93	12,947	1.35	1.60	6.6	5.6
002110	三钢闽光	增持	8.40	20,593	1.91	2.03	4.4	4.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

5月板块及个股表现	4
限产退场，供给攀升	5
粗钢产量屡创新高	5
环保政策影响淡化	7
下半年高产量或持续	9
强消费与弱预期的博弈	9
地产仍是拉动钢材需求的核心因素	9
专项债新政发布，基建托底作用或逐步显现	11
汽车板块需求低迷，下半年有望触底回升	12
淡季叠加淡预期，库存出现拐点	13
铁矿价高，供需偏紧尚难缓解	14
钢价趋弱，利润回归	16
投资策略-稳中求进	18
风险提示	20
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

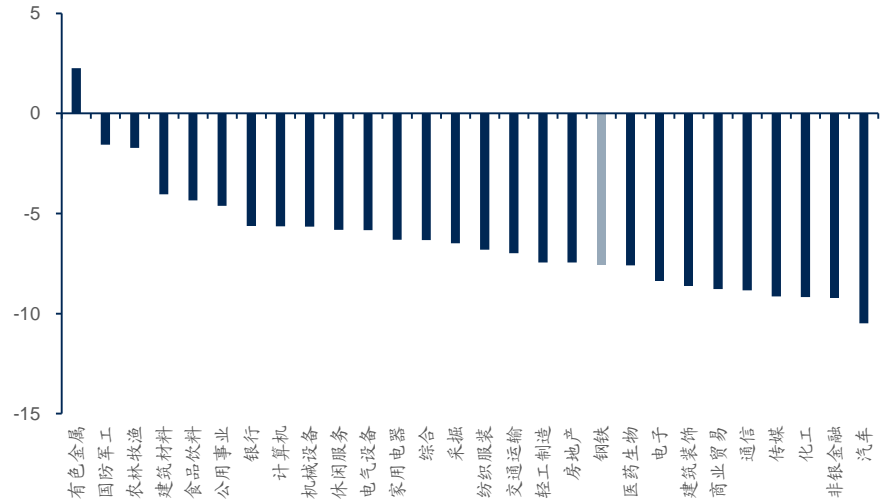
图表目录

图 1: 5 月申万一级行业涨跌幅 (%)	4
图 2: 钢铁股 5 月涨跌幅 (%)	4
图 3: 钢铁股 1-5 月涨跌幅 (%)	5
图 4: 我国粗钢月度产量 (万吨)	6
图 5: 全国高炉产能利用率 (%)	6
图 6: 国内钢厂入炉结构配比 (%)	7
图 7: 我国钢铁行业废钢消耗量 (百万吨)	7
图 8: 唐山、邯郸地区粗钢月度产量 (万吨)	8
图 9: 分省市电炉企业模拟毛利 (元/吨)	9
图 10: 房屋新开工面积当月值 (万平方米)	10
图 11: 房屋新开工面积当月同比 (%)	10
图 12: 土地购置面积累计值及累计同比	11
图 13: 商品房销售面积当月值 (万平方米)	11
图 14: 商品房销售面积当月同比 (%)	11
图 15: 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比 (%)	12
图 16: 中汽协汽车单月产量及当月同比增速 (万辆, %)	12
图 17: 上海地区热轧板卷及冷轧板卷价格走势 (元/吨)	13
图 18: 汽车库存情况 (万辆)	13
图 19: 五大钢材社会库存 (万吨)	14
图 20: 五大钢材厂内库存 (万吨)	14
图 21: 螺纹钢社会库存 (万吨)	14
图 22: 螺纹钢厂内库存 (万吨)	14
图 23: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)	15
图 24: 巴西和澳大利亚铁矿石周发货量 (万吨)	16
图 25: 铁矿石港口库存 (万吨)	16
图 26: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	17
图 27: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)	17
图 28: 冷轧板价格走势 (元/吨)	17
图 29: 中厚板价格走势 (元/吨)	17
图 30: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)	17
图 31: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)	17
图 32: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨)	18
图 33: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨)	18
图 34: 螺矿比及螺焦比变化情况	18
图 35: 钢铁板块和宝钢股份、大冶特钢销售毛利率变化情况 (%)	19
表 1: 策略组合各月收益情况 (%)	5
表 2: 分省市粗钢产量 (万吨)	8
表 3: 四大矿山铁矿石季度产量 (千吨)	15
表 4: 钢铁企业估值情况	19
表 5: 货币信用环境与钢铁行业情况	20

5月板块及个股表现

5月，钢铁行业供需两旺，钢价处于震荡行情，但铁矿石价格的持续上涨压缩了钢厂利润。钢铁板块震荡向下，5月，申万钢铁指数下跌7.54%，跑输上证综指1.71个百分点。1-5月，申万钢铁指数上涨7.24%，跑输上证综指9.04个百分点。

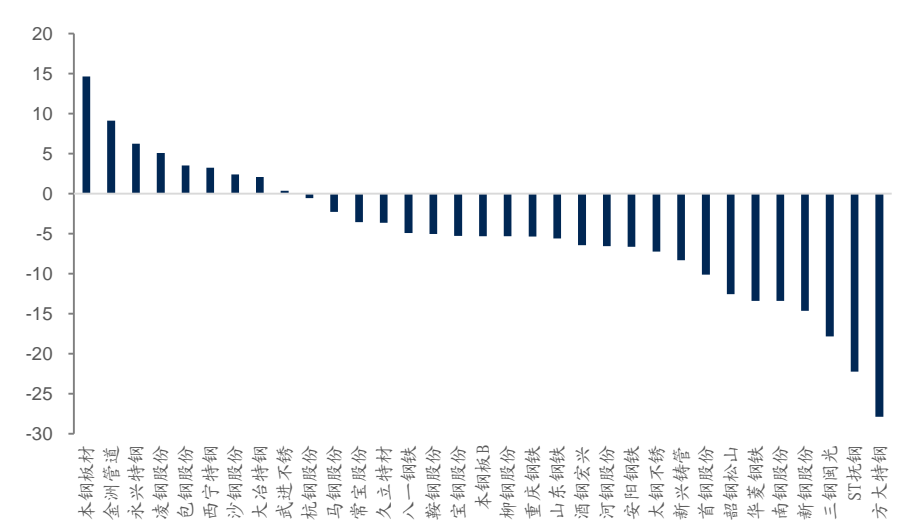
图1：5月申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

5月，钢铁板块多只股票完成分红除权，前期因高分红上涨幅度较大个股出现较大幅度的回调。申万钢铁33只标的中，9只上涨。月涨幅居前的是本钢板材（14.65）、金洲管道（9.12）、永兴特钢（6.22），跌幅最大的是方大特钢（-27.86）。

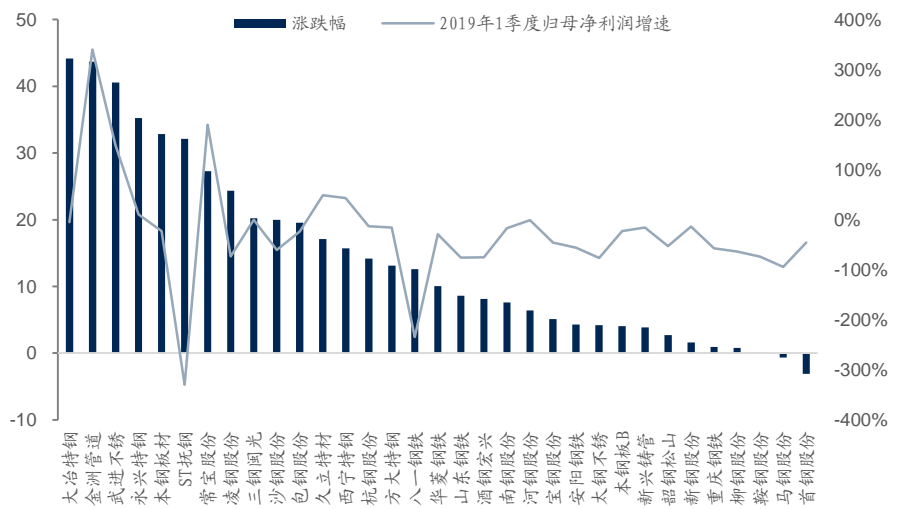
图2：钢铁股5月涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

1-5月，申万钢铁特钢标的涨幅明显强于普钢标的，盈利差异是造成这一区别的核心原因。1-5月涨幅居前的是大冶特钢（44.16）、金洲管道（43.66）、武进不锈（40.55）。

图 3: 钢铁股 1-5 月涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们在 5 月策略报告中推荐关注特钢标的大冶特钢, 以及低估值、盈利韧性高的上市公司, 三钢闽光、新钢股份、华菱钢铁。在 5 月分别上涨 2.06%、下跌 17.92%、14.65%、13.40%, 投资组合跑输板块指数。

表 1: 策略组合各月收益情况 (%)

月度组合	月度涨跌幅	中万钢铁指数	上证综指
2019 年 1 月	三钢闽光 方大特钢 柳钢股份	3.80	3.64
2019 年 2 月	方大特钢 三钢闽光 柳钢股份 宝钢股份	15.02	13.79
2019 年 3 月	三钢闽光 柳钢股份 宝钢股份	1.31	5.09
2019 年 4 月	三钢闽光 大冶特钢 方大特钢 宝钢股份	-5.35	-0.40
2019 年 5 月	大冶特钢 华菱钢铁 新钢股份 三钢闽光	-7.54	-5.84

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

限产退场, 供给攀升

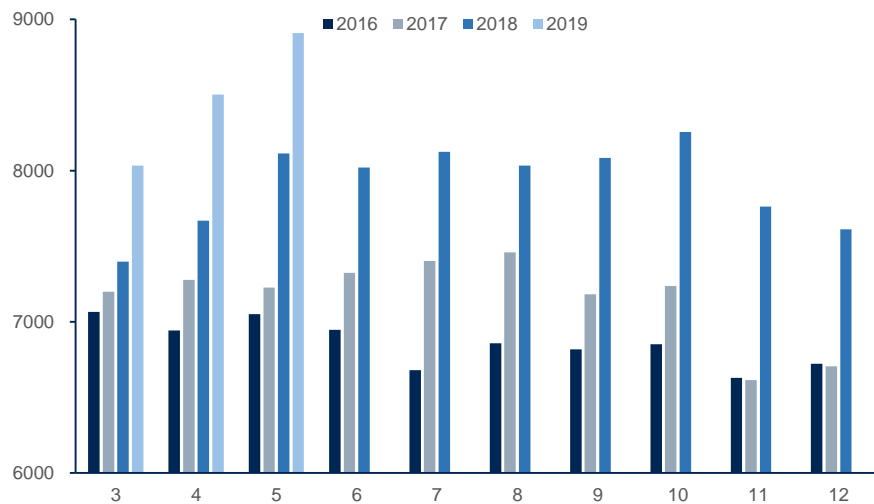
当前, 钢铁企业普遍处于盈利状态, 在环保限产影响淡化的背景下, 钢厂普遍开足马力生产, 导致钢材产量持续攀升。我国钢铁行业集中度较低, 产能增量虽受到严格控制, 但在无政策干预下, 高产量问题尚难解决, 对于钢价走势形成压制。

粗钢产量屡创新高

在利润刺激下, 钢铁企业保持高产量。统计局数据显示, 1-5 月我国生铁累计产量 33535 万吨, 同比增长 8.9%; 5 月单月生铁产量 7219 万吨, 同比增长 6.6%。

1-5 月我国粗钢累计产量达 40488 万吨，同比增长 10.2%；5 月单月粗钢产量 8909 万吨，同比增长 11.5%。5 月粗钢日均产量达到 287.4 万吨，再创历史新高。

图 4：我国粗钢月度产量（万吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

生铁产量的提升来自高炉开工率的提升以及高炉利用系数的提高。截至 6 月 14 日，在唐山等地仍在开展非采暖季环保限产的背景下，全国高炉产能利用率（扣除淘汰产能）达 86.1%。

图 5：全国高炉产能利用率（%）



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

为了增大产量，钢厂普遍提高了高品矿用量。通常来说，入炉品位提高 1%，铁水产量可约提高 3%。截至 6 月 5 日，在入炉结构配比中，球团矿占比已升至 15.73%。

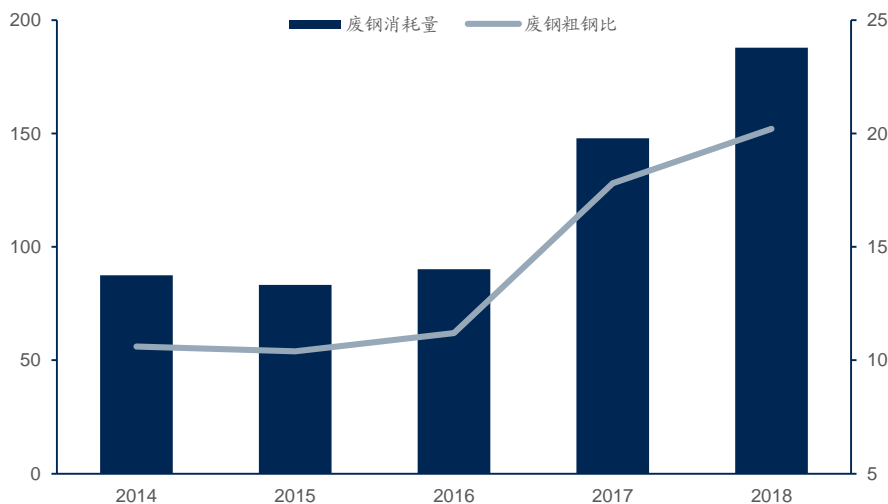
图 6: 国内钢厂入炉结构配比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

废钢使用量的增加是粗钢产量持续升高的重要原因, 电炉用废钢以及转炉用废钢均持续提升。加强电炉炼钢是我国钢铁行业布局优化的重点工作之一, 从近几年各地已公告的钢铁行业产能置换项目来看, 拟新建的近 2 亿吨粗钢产能中, 电炉钢产能在 6000 万吨左右, 电炉产能的逐步释放增加了粗钢产量。同时, 为了提高粗钢产量, 部分钢厂的废钢比已增至 25-30% 的较高水平。国际回收局近日发布的数据显示, 2018 年中国废钢消费量大幅增长至 1.878 亿吨, 较 2017 年增长 3990 万吨, 增速达 27%, 废钢使用比例也进一步增长到 20.2%。废钢消费量的大幅走高推升了粗钢产量。

图 7: 我国钢铁行业废钢消耗量 (百万吨)



资料来源: BIR, 国信证券经济研究所整理

环保政策影响淡化

随着钢厂脱硫脱硝设备的提升, 越来越多的企业满足了超低排放改造标准, 受环保限产影响在不断减少。2018 年 9 月以来, 环保限产力度较过往有所下降。分省回顾钢铁行业产量, 可以看到产量增长最大的省份为河北, 今年 1-4 月, 粗钢产量较 2018 年同期增长 1203.5 万吨, 占到全国粗钢产量增量的 46.3%。

其余主要增产省份山西、江苏、山东也均为前期受到环保限产约束较大的地方。

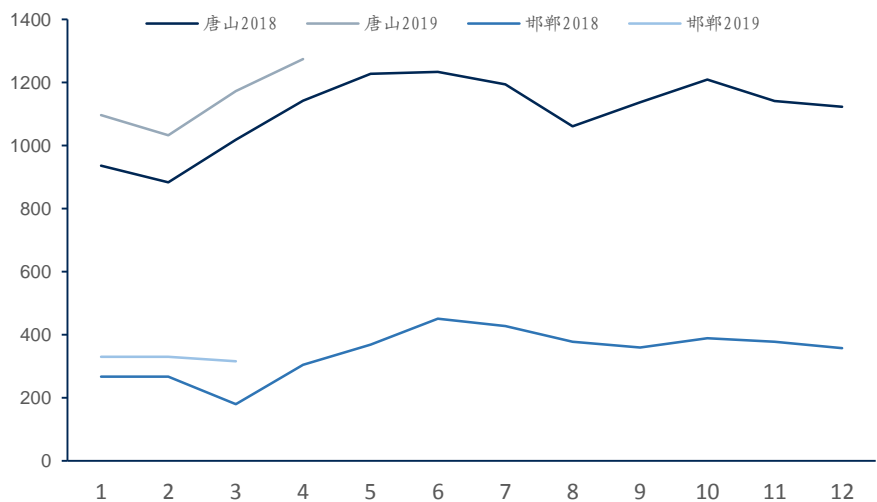
表 2: 分省市粗钢产量 (万吨)

省份	2019 年 1-4 月粗钢产量, 万吨	同比增量, 万吨	同比增速, %
河北	7,968.8	1,203.5	17.8
山西	1,836.6	236.3	14.8
辽宁	2,400.4	228.7	10.5
江苏	3,890.4	135.4	3.6
山东	2,466.7	106.9	4.5
福建	744.3	91.4	14.0
湖南	793.8	84.8	12.0
云南	697.6	83.1	13.5
四川	830.3	77.3	10.3
天津	643.6	68.8	12.0
重庆	258.6	57.1	28.3
广东	959.7	54.3	6.0
浙江	427.4	52.1	13.9
湖北	1,005.0	48.0	5.0
陕西	442.2	42.9	10.7
新疆	313.3	38.1	13.9
黑龙江	279.2	37.7	15.6
甘肃	287.6	35.7	14.2
内蒙古	771.4	31.6	4.3
吉林	416.8	27.3	7.0
江西	826.2	13.4	1.6
上海	545.1	10.2	1.9
青海	49.6	6.1	14.0
贵州	132.6	1.0	0.7
河南	886.9	0.2	0.0
安徽	991.8	-25.4	-2.5
广西	562.0	-147.1	-20.7
合计	31,427.6	2,599.2	9.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

河北省产钢大市的唐山和邯郸, 虽有限产政策, 但粗钢产量仍持续高于去年同期。今年 1-4 月, 唐山粗钢产量达 4577 万吨, 较去年同期高 598 万吨。

图 8: 唐山、邯郸地区粗钢月度产量 (万吨)



资料来源: 唐山市统计局, 邯郸市统计局, 国信证券经济研究所整理

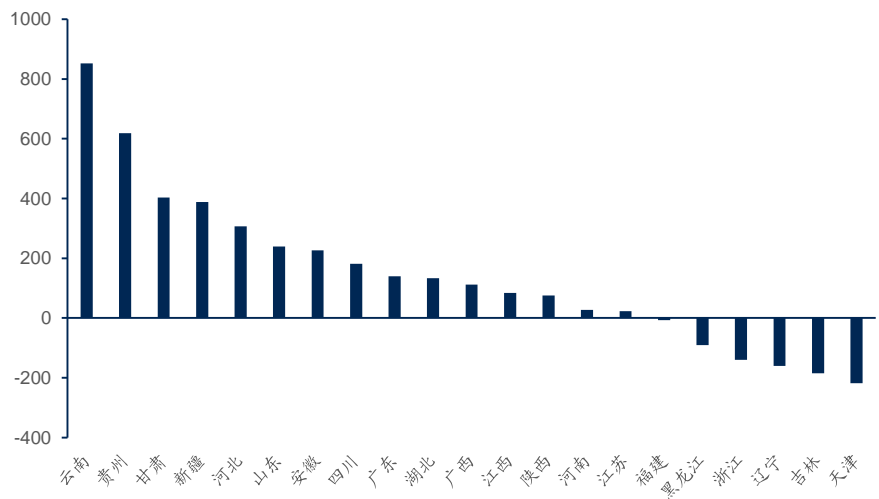
随着各地超低排放改造工程的推进, 钢厂污染治理水平持续提高, 部分钢厂环保水平已实现国际领先。环保限产对于钢材产量的影响将不断减弱。

下半年高产量或持续

当前，钢铁行业盈利情况持续收缩，但长流程钢厂为了分摊各项费用成本，尚未出现减产现象。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。

短期来看，市场供给端产量的节奏调控将主要受电炉企业影响。世界钢铁协会数据显示 2018 年我国电炉产量增长至 1.21 亿吨。钢价向下时，电炉企业往往因成本更高而率先开始停产，从而实现了产量的调控。但我们也注意到受钢材售价、废钢售价以及电价差异的影响，各地电炉钢毛利情况差异较大。如西南地区因小水电丰富，电价低，当前电炉生产成本低于当地长流程钢厂，这部分电炉企业同样较难停产。

图 9：分省市电炉企业模拟毛利（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算 (6 月 14 日)

考虑到环保限产放松，产能的增减带来的影响，我们预期下半年粗钢供应增速将延续较高水平，但因去年采暖季限产情况已有所放松，我们预计下半年粗钢增幅将小于上半年，在 2000-3000 万吨左右。

强消费与弱预期的博弈

1-5 月，钢材消费持续超预期，特别是房地产带动的长材消费表现十分强劲。高产量下，高需求带动钢材库存顺畅下降，整体表现出供需平衡的状态，促使钢材价格维持高位震荡。下半年，产量高增长下需求能否继续扩张将直接影响钢价走势。我们延续年度策略对需求的整体判断，预计下半年钢材需求较去年略有下降，其中地产需求或逐步减弱，基建托底作用增强，制造业下行压力较大，长强板弱格局将持续。

地产仍是拉动钢材需求的核心因素

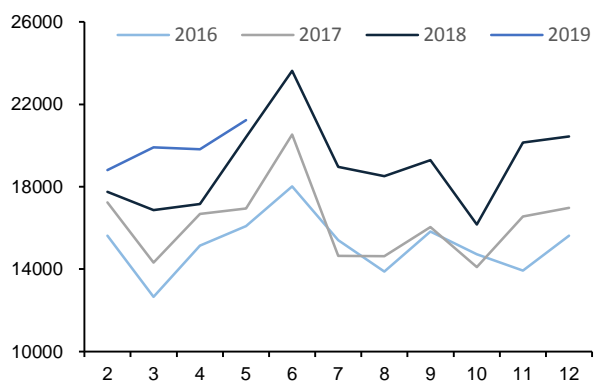
地产作为钢材需求最主要的下游消费行业，其走势变化对于钢铁行业的影响非常重要。通常来说，房地产项目开发流程包括土地获取→项目开工→施工建设→房产预售→竣工交付几个主要环节。从土地获取到项目开工通常间隔 6-9 个月，项目开工到房产预售间隔 6-9 个月，各省市因政策的不同，时间长短各有

不同。对于钢铁行业而言，项目新开工后的 1-3 个月是钢材用量最为集中的时间段，因此当前市场最为关注的问题也就是地产新开工面积增速是否会出现大幅回落。

在过往的小周期中，房地产行业呈现出三年小周期的规律，投资、开工、售量等数据均有类似表现。但在最近一轮周期下，其时间跨度被明显拉长，主要源于楼市调控政策的干预以及低库存状态的推动。

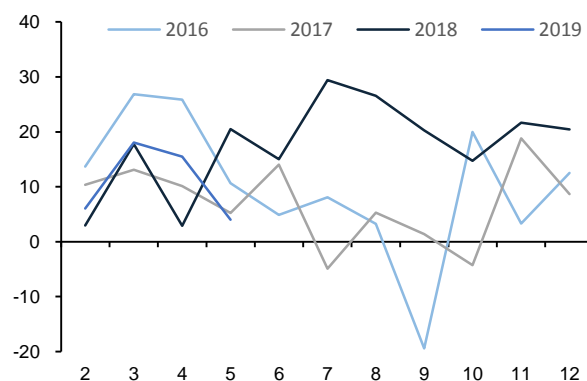
对于钢铁行业需求影响最大的就是持续超预期的地产新开工数据，在房地产商持续赶工期已快速回笼资金的背景下，房屋新开工面积累计增速自 2018 年 5 月开始持续呈现出两位数的高增速，增速及高增速持续的时间跨度超过市场普遍预期，大幅刺激了钢材需求。

图 10: 房屋新开工面积当月值 (万平方米)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 房屋新开工面积当月同比 (%)

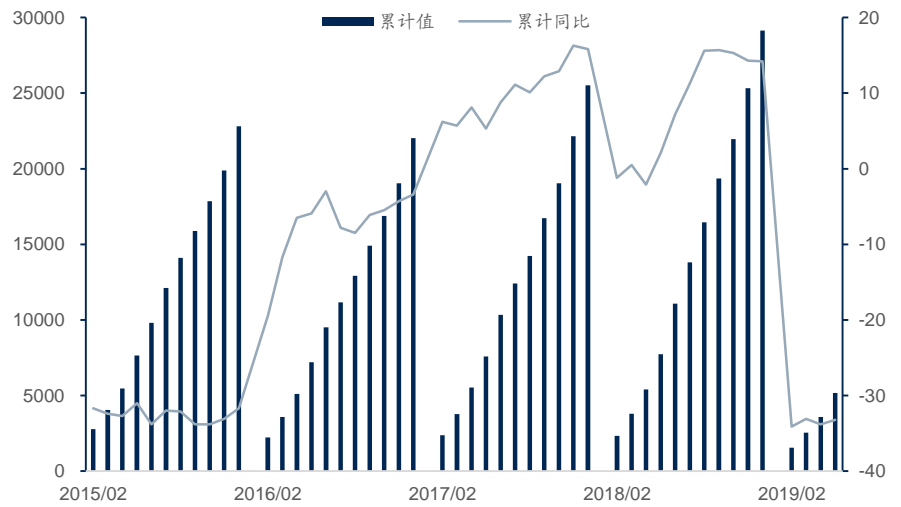


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

但在 5 月，地产数据出现回落。2019 年 1-5 月，全国房地产开发投资 46075 亿元，同比增长 11.2%，增速较 1-4 月回落 0.7 个百分点；房屋新开工面积 79784 万平方米，同比增长 10.5%，增速较 1-4 月下降 2.6 个百分点。5 月单月，房地产开工投资 11858 亿元，同比增长 9.5%，增速环比下降 2.5 个百分点；房屋新开工面积 21232 万平方米，同比增长 4.0%，增速环比大幅下降 11.5 个百分点。

新开工面积增速的回落存在着一定的必然性。从年初开始，购置土地面积出现大幅回落，1-5 月，土地购置面积累计仅 5170 万平方米，同比大幅下降 33.2%。高周转环境下，土地购置面积增速的下降反映出房地产开发商预期较差，在一定程度上会影响未来地产新开工增速。

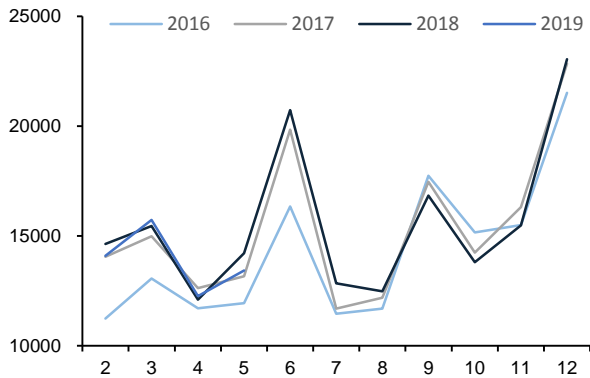
图 12: 土地购置面积累计值及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

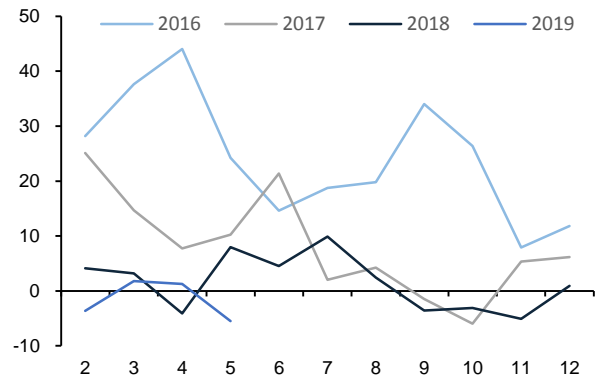
此外, 商品房销售面积累计增速自去年起已保持在较低水平, 今年开始转为负增长。1-5 月, 商品房销售面积累计 55518 万平方米, 同比下降 1.6%, 降速较 1-4 月下降 1.3 个百分点。销售面积的持续下滑会影响到地产项目回款, 进而抑制未来地产企业拿地意愿。

图 13: 商品房销售面积当月值 (万平方米)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 商品房销售面积当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

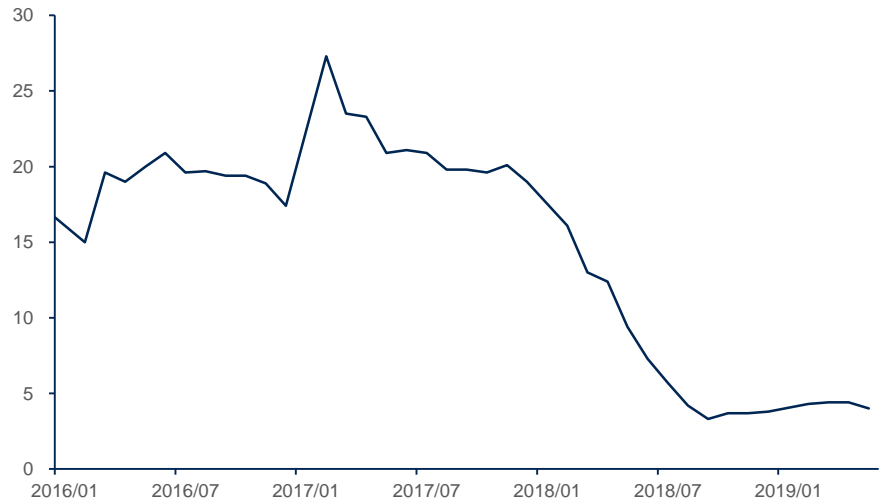
因此, 从中期来看, 下半年受到房地产销售增速下滑以及房地产企业拿地不积极的影响, 房地产行业钢材消费或出现下滑。但在高基数下, 新开工面积增速低增长也表现出较强的钢材需求拉动作用。同时政策干预下, 地产新开工面积增速的下滑或表现为温和回落。我们预计下半年房地产行业钢材消费同比会略有下降 1-2%。

专项债新政发布, 基建托底作用或逐步显现

6 月 10 日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》, 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。自去年 7 月, 中共中央政治局会议提出“把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务, 加大基础设施领域补短板的力度”以来, 基建投资增速虽有温和回升, 但一直都维持在较低水平, 截至 5 月, 基建投资累计增速为 4.0%。此次专项债新政的出台, 允许将专项债作为项目资本金, 一方面使得

专项债可以在一定程度上撬动债务融资，另一方面也降低了地方政府启动重大项目投资的门槛，有望提振基建。预计下半年基建投资增速或逐步回升，成为支撑钢材消费的重要发力点。

图 15: 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比 (%)

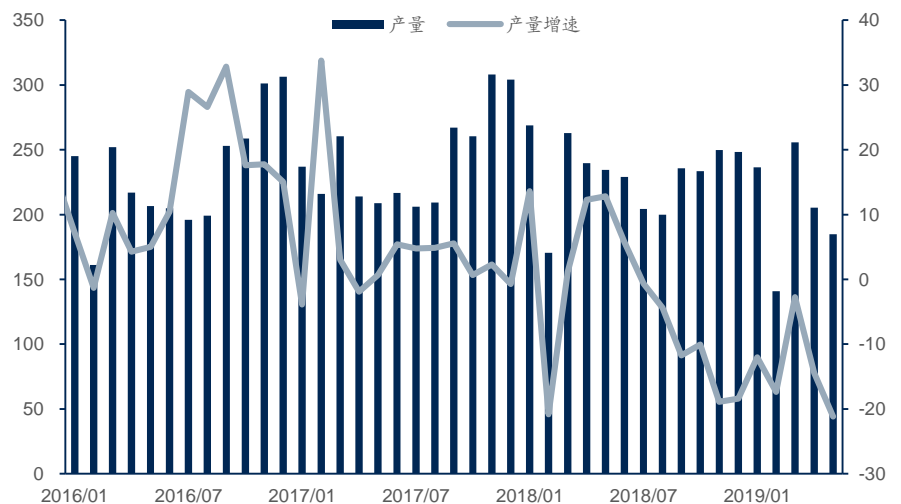


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

汽车板块需求低迷，下半年有望触底回升

当前，制造业整体表现较差，明显拖累板材需求。汽车行业尤为明显。2018 年下半年以来，汽车行业产销量开始出现明显下滑。今年，汽车行业持续低迷，产销量均保持负增长。1-5 月，中汽协汽车产量、销量分别为 1023.70、1026.59 万辆，同比分别下降-13.01%、-12.95%。

图 16: 中汽协汽车单月产量及当月同比增速 (万辆, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

汽车行业减产使得汽车板需求遭遇明显下滑，钢厂汽车板订单情况较去年同期明显弱化。需求弱势下，汽车板价格承压，上半年冷轧与热轧的价差不断缩小。截至 6 月 14 日，上海地区冷轧与热轧价差缩减至 350 元/吨，原料滞后一个月模拟冷轧毛利润已降至-45.3 元/吨。

图 17: 上海地区热轧板卷及冷轧板卷价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

但下半年汽车行业表现有望迎来改善。主要原因有以下几点：一是新增值税税率已于 4 月执行，折扣让利消费的效果或持续发酵；二是去年下半年汽车销售已处于负增长，基数相对较低，今年下半年的增速数据或有所改善；三是库存经过近一年的消化已回归合理水平，从去年 7 月的 151.60 万辆下降至今年 5 月的 112.4 万辆。四是，陆续出台的相关政策可能刺激汽车消费，近期广东省出台了《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，放宽广州、深圳汽车摇号和竞拍指标，至 2020 年深圳、广州将分别增加 8 万、10 万购车指标；6 月 6 日，发改委等三部委印发《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》，提出严禁各地出台新的汽车限购规定，不得对新能源汽车实行限行、限购。因此下半年随着汽车产销数据触底回升，当前相对疲软的板材需求或可得到提振。

图 18: 汽车库存情况 (万辆)



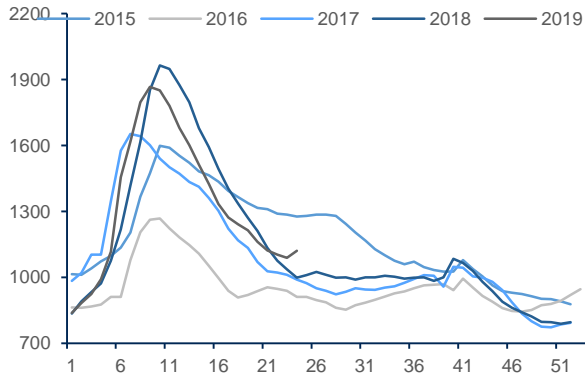
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

淡季叠加淡预期，库存出现拐点

传统需求淡季下，高产量带来的库存压力逐步显现。截至 6 月 13 日，五大钢材

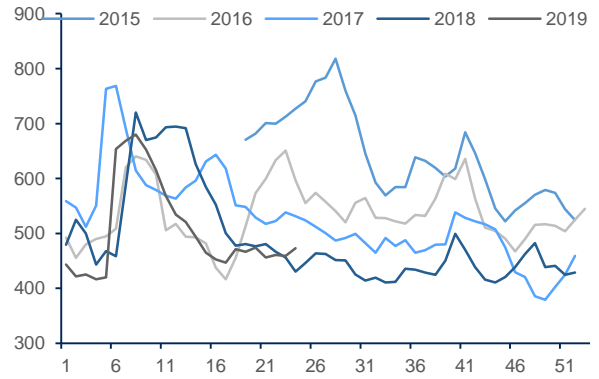
合计厂内库存、社会库存分别为 472.80、1120.39 万吨，较前一周分别上涨 13.99、30.95 万吨，总库存高于去年同期。高产量下，螺纹钢库存增速最为突出，螺纹钢产量较前一周上涨 4.09 万吨，厂库上涨 10.86 万吨，社库上涨 12.23 万吨，表观消费量下降 29.75 万吨。在淡旺季转换下，降库速度趋缓，高产量隐忧开始对钢材价格形成明显压制。

图 19: 五大钢材社会库存 (万吨)



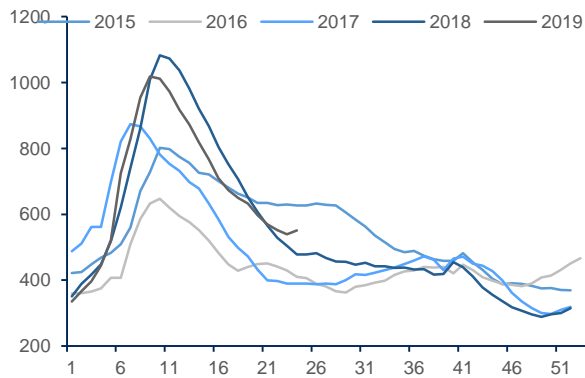
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 20: 五大钢材厂内库存 (万吨)



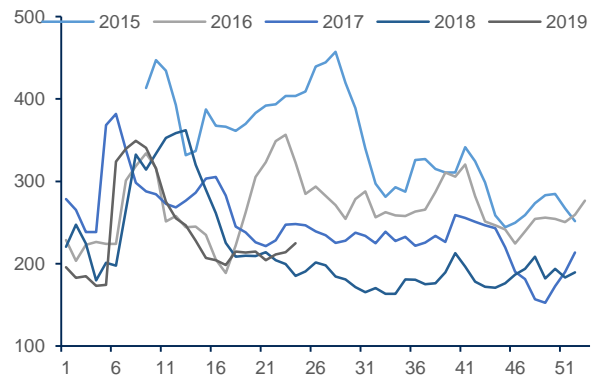
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 21: 螺纹钢社会库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 22: 螺纹钢厂内库存 (万吨)

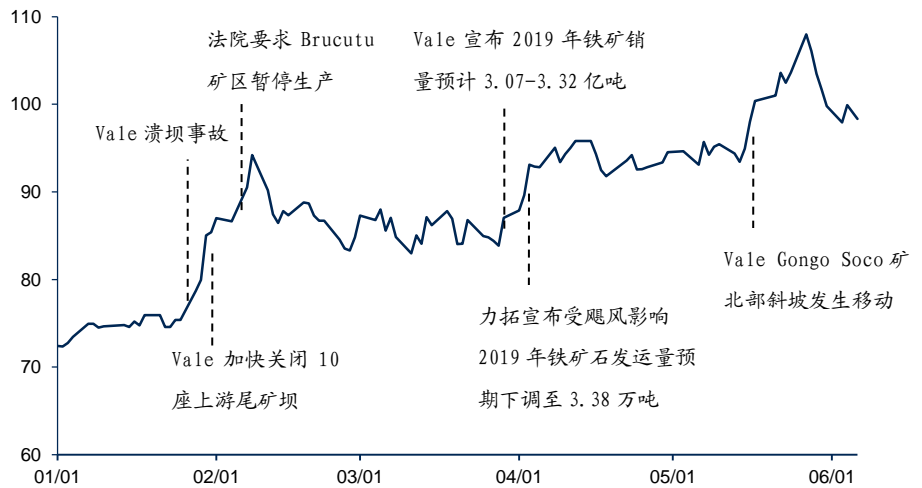


资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

铁矿价高，供需偏紧尚难缓解

上半年，铁矿石是黑色系中最为强势的品种，价格大幅上涨。截至 6 月 17 日，氏 62%品位铁矿石价格为 108.2 美元/吨，较年初已上涨 35.9 美元/吨。铁矿石价格的持续攀升不仅因为淡水河谷溃坝事故以及澳大利亚飓风影响供给，更因为需求端超预期的增长。短期来看，铁矿石供需偏紧的局面仍将延续，铁矿石价格高位有望持续。

图 23: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

淡水河谷 Brucutu 矿区涉及产能 3000 万吨, 其运营状况的反复变更对铁矿石市场造成较大影响。2 月 4 日, 巴西法院要求 Brucutu 矿区暂停生产, 消息发出后, 铁矿石价格大幅上涨。3 月 19 日, Vale 官方宣布其收到来自米纳斯吉拉斯州检查厅的文件, 批准恢复其 Brucutu 矿区作业活动, 受此影响铁矿石价格小幅回调。3 月 25 日, 巴西法院下达对 Vale 尾矿坝生产禁令, 导致 Brucutu 矿区不能按此前计划重新运营, 叠加 Vale 宣布 2019 年铁矿销量预计 3.07-3.32 亿吨, 铁矿石价格再度走高。4 月 16 日, Vale 官方再度宣布, 米纳斯吉拉斯州法院已同意中止执行前期由 SantaBarbara 地方法院发布的针对 Brucutu 矿区的暂时关停法令, 正式批准 Brucutu 矿区在州法院做出上述决定后的 72 小时内完全恢复运营, 铁矿石价格回调。5 月 6 日, 公司发文表示已经接到 MinasGerais 法院的传唤, 根据国家法院的裁决, 要求淡水河谷停止 Brucutu 矿区湿矿加工作业, 受此影响, 铁矿石供应偏紧预期再度升温, 铁矿石价格出现上涨。

铁矿石行业供给相对集中, 四大矿山产量在全球总产量中的占比超过 50%。可以看到四大矿山一季度产销量环比出现明显下滑, 市场供应下降明显。并且四大矿山已分别发布声明, 不同程度的下调了发货量预期。矿价高位下, 非主流矿山增产预期较强, 但实际增长较为缓慢, 以我国铁矿石原矿量为例, 1-5 月累计产量为 33545.5 万吨, 同比增长 4.8%。预期全年铁矿石供给与去年基本持平。

表 3: 四大矿山铁矿石季度产量 (千吨)

		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
IRON	澳大利亚矿区	83,120	85,534	82,542	86,576	75,995
	加拿大矿区	4,027	1,484	4,905	4,830	4,225
Vale	北方系统	40,601	46,210	53,919	52,911	41,015
	东南部系统	22,213	27,630	28,016	26,532	19,578
	南方系统	18,530	22,244	22,378	20,985	11,776
	中西部系统	609	670	632	559	501
BHP		67,048	72,145	69,342	65,515	63,609
FMG		39100	44100	42900	42500	43000
合计		275,247	300,017	304,635	300,408	259,698

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着飓风影响弱化, 目前澳大利亚铁矿石发货量已基本恢复正常, 但巴西发货量仍较低。截至 6 月 16 日, 澳大利亚和巴西周发货量分别为 1723 和 492 万吨, 将对港口到货量造成直接影响。

图 24: 巴西和澳大利亚铁矿石周发货量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

而铁矿石需求端出现超预期增长, 国内生铁产量的持续攀升带动了大量铁矿石需求。受此影响, 4 月以来, 铁矿石港口库存出现大幅收缩。截至 6 月 14 日, 港口铁矿石库存降至 11795.7 万吨, 较 4 月初已下降 3047.7 万吨, 已恢复到 2017 年初的较低水平。港口库存的快速下降对铁矿石价格形成正向支撑, 矿厂盈利攀升挤压钢厂利润。

图 25: 铁矿石港口库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢价趋弱, 利润回归

下半年, 钢铁行业面临很大的产量压力, 同时需求或有所减弱, 行业供需失衡压力加大, 对钢材价格形成压制。截至 6 月 17 日, 上海地区 20mm 螺纹钢、4.75mm 热卷、1.0mm 冷轧板、20mm 中厚板价格分别为 3860、3770、4130、3940 元/吨, 较月初均有明显回落。但当前成本对于钢价的支撑力度较强, 短期来看钢价回落幅度有限。

图 26: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 冷轧板价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

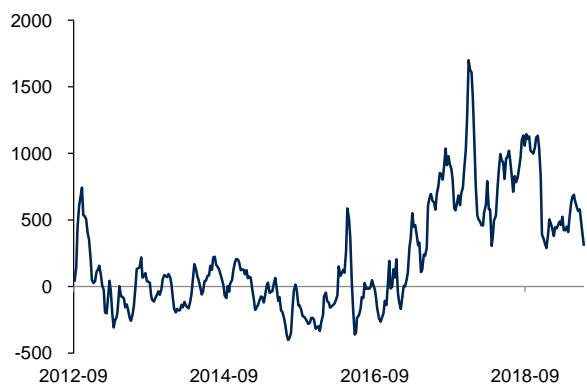
图 29: 中厚板价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

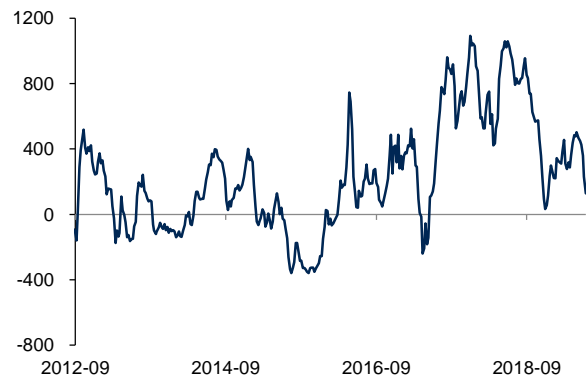
从行业盈利来看,随着产业链各环节供需状况的变化,利润的分配情况也在不断变化,预期下半年钢厂盈利将向常态回归。当前,铁矿石整体供需紧张,焦炭受环保影响也表现较为强势,钢厂利润受到原料价格上涨挤压不断缩减。截至6月14日,原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别降至305.4元/吨、129.2元/吨、-45.3元/吨、121.0元/吨。钢厂利润处于年内低位,但仍明显高于历史底部盈利。

图 30: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)



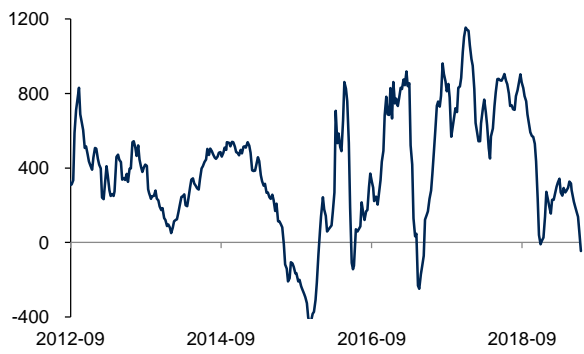
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 31: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)



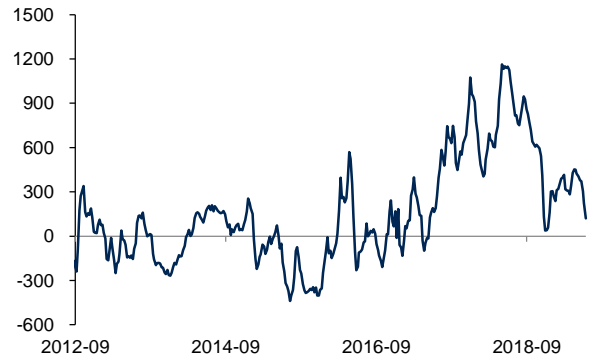
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 32: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 33: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

但从长期来看,焦炭是产业链中议价能力最为薄弱的品种,且环保限产的执行情况尚有待考察。后期若钢厂盈利进一步下滑,势必会加大力度打压焦炭利润,产业链盈利或变为矿强于材强于焦。

图 34: 螺矿比及螺焦比变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资策略-稳中求进

经过连续两个月的回调,钢铁板块估值重回较低区间,估值已较为充分的反映出市场对于钢价下滑,行业盈利收缩的预期,估值继续向下调整空间较小。

表 4: 钢铁企业估值情况

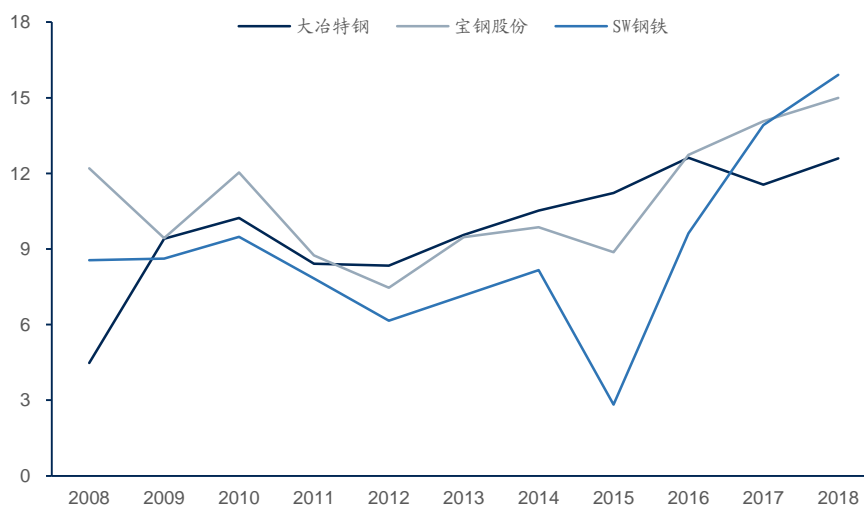
股票简称	吨钢市值	PE	PB
新钢股份	1874.96	2.73	0.80
华菱钢铁	1032.48	2.99	1.02
三钢闽光	2146.72	3.17	1.29
韶钢松山	1656.08	3.59	1.55
柳钢股份	1103.10	3.66	1.54
南钢股份	1616.23	3.86	0.99
方大特钢	3045.50	4.56	5.59
安阳钢铁	1034.32	4.67	0.85
鞍钢股份	1511.08	5.38	0.70
马钢股份	1325.14	5.66	0.92
太钢不锈	2244.40	5.84	0.75
宝钢股份	3059.10	7.42	0.85
杭钢股份	3426.57	8.10	0.80
新兴铸管	2463.58	8.56	0.83
首钢股份	1265.71	8.57	0.72
河钢股份	1227.44	8.73	0.65
凌钢股份	1620.22	8.80	1.20
重庆钢铁	2846.04	10.95	0.93
山东钢铁	1815.31	11.11	0.89
大冶特钢	2480.90	11.23	1.38
酒钢宏兴	1583.86	12.52	1.18
八一钢铁	1037.56	14.98	1.41
本钢板材	1385.15	17.04	0.84
沙钢股份	5669.63	17.31	3.92
包钢股份	5388.38	24.41	1.46

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

下半年, 建议关注三条投资主线。

一是, 关注盈利相对稳定企业。下半年, 行业整体价格及利润向下压力较大, 相对来说, 产品附加值高的企业受到价格波动的影响会比较小, 因此从业绩变化层面我们推荐关注大冶特钢、宝钢股份。两家企业分属特钢和普钢领域龙头企业, 是特钢棒线材和高端板材的代表, 在历史业绩上表现出较高的稳定性, 并有持续的分红。

图 35: 钢铁板块和宝钢股份、大冶特钢销售毛利率变化情况(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二是, 寻求汽车板阶段性机会。下半年汽车行业产销情况存在触底回升的机会, 汽车行业一旦出现好转, 将有利汽车板消费, 进而有望带动汽车板价格提升。

目前，国内汽车板领域呈现“一超多强”的格局，宝钢股份在冷轧汽车板市场上拥有 50%以上的市场份额，因此建议阶段性关注宝钢股份。

三是，静候估值修复机会。回溯十年来钢铁板块走势，每一轮货币政策宽松，逐步带动信用扩张，对于房地产或基建的大规模刺激政策的出台，往往伴随着市场对于钢铁板块的预期改善，带动估值提升，进而使钢铁板块在“宽货币+宽信用”组合下表现出更大的向上弹性，跑赢大盘。当前，宽货币正在向宽信用传导，行业预期悲观的背景下，钢铁行业估值或继续在低位徘徊，但向上的机会已在酝酿。建议关注低估值、高弹性的长材标的方大特钢和三钢闽光。

表 5：货币信用环境与钢铁行业情况

		时长, 月	钢材价格指数变动	行业毛利率变动	钢铁(申万)涨跌幅	上证综指涨跌幅
宽货币+宽信用	2008.12-2009.07	8	6.63%	5.21%	79.59%	63.57%
	2014.04-2014.07	4	-4.26%	0.34%	11.07%	8.22%
	2016.06-2017.01	8	47.24%	1.12%	21.41%	8.38%
紧货币+宽信用	2009.07-2009.12	6	-3.40%	-0.81%	30.85%	14.67%
	2010.07-2010.12	6	13.04%	1.14%	17.68%	17.07%
	2012.07-2013.05	11	-5.78%	0.98%	-5.48%	5.07%
	2017.01-2017.10	10	16.11%	3.27%	18.94%	9.11%
紧货币+紧信用	2008.02-2008.09	8	6.49%	0.59%	-67.44%	-58.43%
	2009.12-2010.07	8	6.66%	-1.23%	-24.71%	-17.13%
	2010.12-2011.11	12	-4.65%	0.44%	-20.14%	-17.92%
	2013.05-2014.04	12	-5.75%	0.11%	-16.89%	-5.50%
	2017.10-2018.03	6	-6.29%	-1.61%	-6.79%	-5.11%
宽货币+紧信用	2008.09-2008.12	4	-28.23%	-6.47%	-20.04%	-23.41%
	2011.11-2012.07	9	-11.65%	-2.89%	-28.04%	-14.63%
	2014.07-2016.06	24	-26.18%	0.60%	55.83%	47.86%
	2018.03-2018.12	10	-1.43%	-2.02%	-40.30%	-25.76%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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	8.40	3.98	1.91	2.03	2.1	4.4	4.1	2.46
000932	华菱钢铁	增持	4.49	2.25	1.42	1.47	2.0	3.2	3.1	2.35
600019	宝钢股份	增持	6.42	0.97	0.63	0.70	6.6	10.2	9.2	1.25
000708	大冶特钢	增持	12.64	1.14	1.15	1.28	11.1	11.0	9.9	1.16
600507	方大特钢	增持	8.93	2.02	1.35	1.60	4.4	6.6	5.6	4.54
600282	南钢股份	增持	3.35	0.91	0.56	0.59	3.7	6.0	5.7	1.76
600782	新钢股份	增持	4.96	1.85	0.93	1.00	2.7	5.3	5.0	1.47
601003	柳钢股份	增持	5.63	1.80	1.05	1.18	3.1	5.4	4.8	2.81

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