

钢铁

盈利回归常态

-2019年钢铁上市公司中报业绩前瞻

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师：赖福洋

执业证书编号：S0740517080002

电话：021-20315128

分析师：邓轲

执业证书编号：S0740518040002

电话：021-20315223

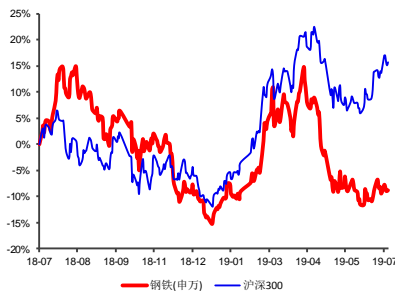
研究助理：曹云

电话：021-20315766

基本状况

| | |
|-------------|-----------|
| 上市公司数 | 32 |
| 行业总市值(百万元) | 651507.70 |
| 行业流通市值(百万元) | 610224.41 |

行业-市场走势对比



相关报告

- <<矿价冲高回落>>2019.07.06
- <<环保限产再起波澜>>2019.06.29
- <<矿价延续强势>>2019.06.22
- <<矿价强势反弹>>2019.06.15
- <<黑色链条的强弱转换>>2019.06.06
- <<矿价高位回落>>2019.06.01
- <<钢铁成本中枢显著抬升>>2019.05.25
- <<矿价重回百元时代>>2019.05.18
- <<地产强劲再次印证判断>>2019.05.15
- <<吨钢盈利重回高位区间>>2019.05.11
- <<供需博弈趋缓，钢价波动或收敛>>2019.05.04

重点公司基本状况

| 简称 | 股价 (元) | EPS | | | | PE | | | | PEG | 评级 |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | |
| 方大特钢 | 9.89 | 2.02 | 1.25 | 1.41 | 1.63 | 4.90 | 7.91 | 7.01 | 6.07 | -0.30 | 增持 |
| 华菱钢铁 | 4.79 | 2.25 | 1.32 | 1.43 | 1.52 | 2.13 | 3.63 | 3.35 | 3.15 | -0.17 | 增持 |
| 三钢闽光 | 9.29 | 3.98 | 2.34 | 2.49 | 2.63 | 2.33 | 3.97 | 3.73 | 3.53 | -0.20 | 增持 |
| 宝钢股份 | 6.59 | 0.97 | 0.65 | 0.69 | 0.74 | 6.79 | 10.14 | 9.55 | 8.91 | -0.36 | 增持 |
| 河北宣工 | 17.6 | 0.21 | 1.17 | 1.37 | 1.50 | 83.8 | 15.05 | 12.85 | 11.74 | 0.04 | 增持 |

投资要点

- **上半年需求进、供给退：**上半年钢铁基本面演绎符合我们年度策略《进退之间》的判断，需求向前，地产投资强势，基建弱复苏；供给后退，环保边际放松后，低成本产能得以释放，进退之间行业盈利逐步回归合理水平。钢产量的双位数增长结合不俗的库存去化幅度是需求强劲的最直接证据，背后主要受双位数增速的地产投资推动。钢产量高增长直接利好铁矿石，矿价在一季度巴西矿难催化暴涨后，进一步在二季度连创新高，需求端起到关键作用。钢铁冶炼环节受高炉限产放松影响，利润弹性不如原料端，二季度环比改善，但不如去年同期水平；
- **矿价强势，焦炭趋弱：**钢铁冶炼的主要原料包含铁矿石和焦炭，焦炭方面由于前期限产形同虚设，整体产量和库存均高于同期，价格表现稳中趋弱，二季度唐山二级冶金焦均价 1993 元/吨，环比一季度仅下滑 10 元/吨。原料端强势主要集中在铁矿石，二季度普氏指数平均 100 美元/干吨，环比一季度上涨 18 美元/干吨，涨幅高达 22%。铁矿石价格飙升得益于持续偏紧的供需格局，其中需求端爆发的影响权重更大。供给端主要受 3 月末澳洲飓风叠加 1 月淡水河谷溃坝事故发酵影响，二季度初澳洲、巴西铁矿石发货量降至历史最低值，同比腰斩，二季度海外发货量处于回升之中，目前已接近同期水平；而铁矿石需求端主要对应国内生铁产量，1-5 月生铁产量同比增 2741 万吨，对应铁矿石需求增 4385 万吨；
- **供需双旺，钢价上行：**二季度行业基本面处于供需双旺中，供给端在进入 4 月后，由于采暖季错峰限产正式结束，边际增量非常明显，4 月、5 月日均粗钢产量屡创新高，1-5 月累计粗钢产量 4.05 亿吨，同比增 10.2%；需求端则在旺季加速释放，1-5 月粗钢表观消费量 3.81 亿吨，同比增 10.4%，在产量增速位于高位情况下，产业链库存依然呈现下滑之势，实际需求韧性较强。此外，矿价上涨带动成本端抬升对钢价形成一定支撑，二季度 My spic 综合钢价指数平均值为 147.82，环比一季度增长 3.62%，具体品种来看，上海地区热轧、冷轧、螺纹钢及中板二季度均价分别环比提升 181 元、27 元、210 元和 131 元，幅度分别为 4.75%、0.64%、5.50%及 3.36%；
- **盈利环比情况尚可：**根据我们测算，2019 年二季度热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别为 364 元、-97 元、579 元及 246 元，环比一季度分别变动 27 元、-100 元、53 元及 -16 元，同比 2018 年二季度分别下滑 608 元、642 元、341 元及 696 元。在矿价强势抬升成本逾 200 元的情况下，二季度盈利环比一季度整体情况尚可，其中冷轧表现较差，6 月平均吨钢毛利已加速亏损接近 400 元，螺纹钢表现较好，在矿价逾 120 美元的情况下，吨钢毛利依然维持 300 元，板材长材的盈利分化主要是下游分化。考虑到上市公司经营存在原料库存周期，实际成本抬升或滞后反应，整体二季度表现应优于我们测算的行业情况；
- **关注板块估值修复时机：**盈利回调导致近半年钢铁股明显跑输大盘，这充分反映了供应释放和经济周期调整的悲观预期，而这两者在中短期内进一步恶化的可能性较低。相反若未来需求在地产的带领下持续扩张，推动行业盈利继续维持合理水平，行业基本面有望再次超出市场预期。在预期悲观时，超预期的难度降低，当前股价处于有利的博弈位置。由于需求扩张仍由地产主导，建议重点关注长材品种，如方大特钢、三钢闽光、韶钢松山，此外铁矿石行业高景气有望在下半年延续，关注河北宣工、海南矿业；
- **风险提示：**宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给释放力度超预期。

内容目录

| | |
|-----------------|-------|
| 二季度行业情况..... | - 3 - |
| 上半年需求进、供给退..... | - 3 - |
| 矿价强势，焦炭趋弱..... | - 3 - |
| 长强板弱，热强冷弱..... | - 4 - |
| 盈利尚可，冷轧略差..... | - 5 - |
| 投资策略..... | - 7 - |
| 风险提示..... | - 7 - |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|-------|
| 图表 1: 澳洲铁矿石发货量 (单位: 万吨)..... | - 3 - |
| 图表 2: 巴西铁矿石发货量 (单位: 万吨)..... | - 3 - |
| 图表 3: 国内粗钢日产量及环比变化..... | - 4 - |
| 图表 4: 普氏指数突破 100 美元..... | - 4 - |
| 图表 5: 唐山二级冶金焦 (单位: 元)..... | - 4 - |
| 图表 6: 主要品种年初至今吨钢毛利走势 (单位: 元)..... | - 4 - |
| 图表 7: 粗钢日耗量及同比变化..... | - 5 - |
| 图表 8: 二季度钢价中枢上移..... | - 5 - |
| 图表 9: 汽车产销数据持续低迷..... | - 5 - |
| 图表 10: 房地产开发投资完成额及同比增速..... | - 5 - |
| 图表 11: 行业盈利季度间变化 (单位: 元)..... | - 6 - |
| 图表 14: 2019 年钢铁上市公司中报业绩预测..... | - 6 - |

二季度行业情况

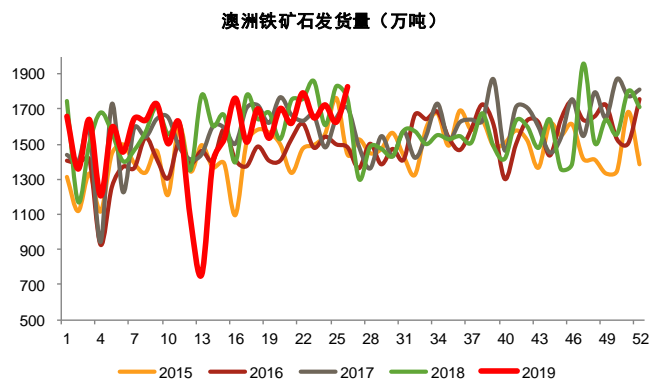
上半年需求进、供给退

- 上半年钢铁基本面演绎符合我们年度策略《进退之间》的判断，需求向前，地产投资强势，基建弱复苏；供给后退，环保边际放松后，低成本产能得以释放，进退之间行业盈利逐步回归合理水平。钢产量的双位数增长结合不俗的库存去化幅度是需求强劲的最直接证据，背后主要受双位数增速的地产投资推动。产量高增长直接利好铁矿石，矿价在一季度巴西矿难催化暴涨后，进一步在二季度连创新高，需求端起到关键作用。钢铁冶炼环节受高炉限产放松影响，利润弹性不如原料端，二季度环比改善，但不如去年同期水平。

矿价强势，焦炭趋弱

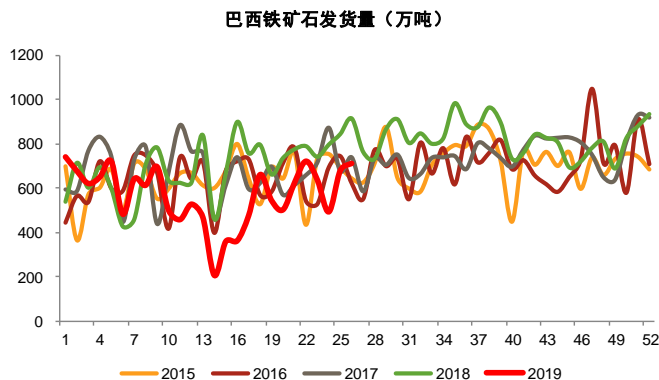
- **基本面支撑矿价飙涨：**铁矿石是今年黑色链条表现最为亮眼的资产，二季度普氏指数平均 100 美元/干吨，环比一季度上涨 18 美元/干吨，涨幅高达 22%，同时二季度末铁矿石 1909 合约季环比上涨 33%。铁矿石价格飙涨得益于持续偏紧的供需格局，其中需求端爆发的影响权重更大。供给端从二季度短期来看，主要是 3 月末澳洲飓风对黑德兰、沃尔科特及丹皮尔港等主要铁矿石发货港口造成一定影响，叠加 1 月淡水河谷溃坝事故发酵，二季度初澳洲、巴西铁矿石发货量降至历史最低值，同比腰斩，二季度海外发货量处于回升之中，目前已接近同期水平。铁矿石需求端主要对应国内生铁产量，而铁矿石需求端主要对应国内生铁产量，1-5 月生铁产量同比增 2741 万吨，对应铁矿石需求增 4385 万吨。供给端边际连创新高一方面表明环保限产方向性放松后对产量压制作用较为有限，另一方面则进一步证明钢铁实际下游需求处于较强韧性之中，因为在产能未到达瓶颈之前，产量由需求决定。回归铁矿基本面，仅二季度来看，供给和需求均处于利好方向，供需持续偏紧之下，矿价飙涨合情合理；

图表 1: 澳洲铁矿石发货量 (单位: 万吨)



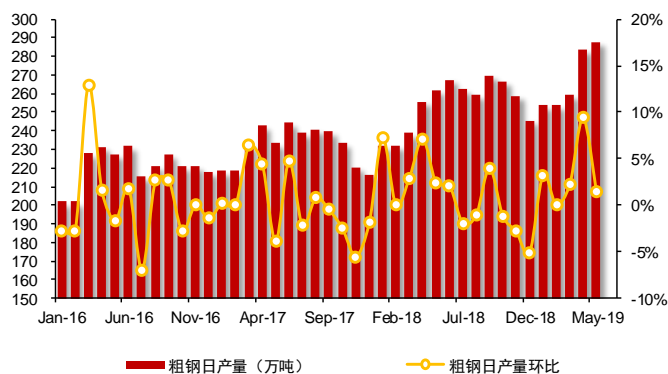
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 2: 巴西铁矿石发货量 (单位: 万吨)



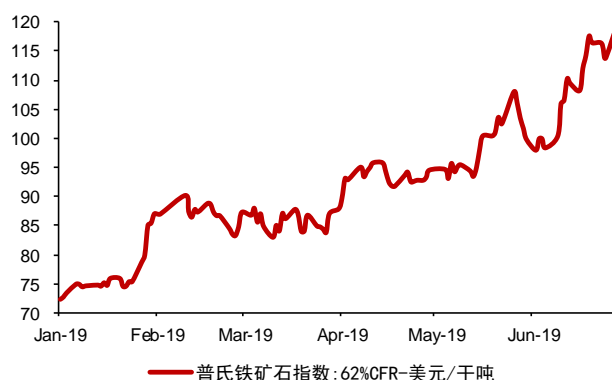
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 3: 国内粗钢日产量及环比变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

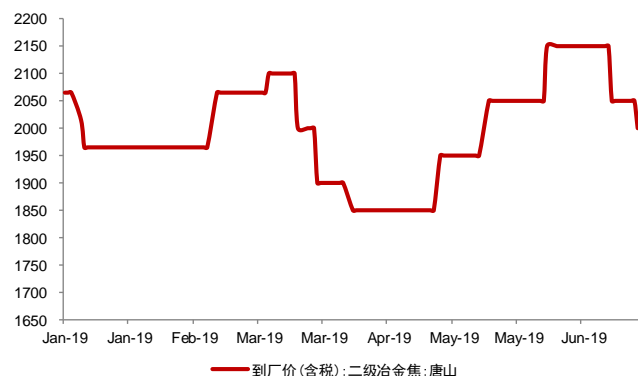
图表 4: 普氏指数突破 100 美元



来源: Wind, 中泰证券研究所

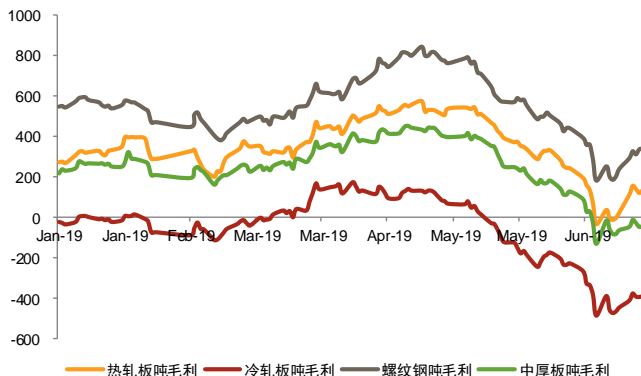
- 原料强势一定压缩成材盈利么？** 钢铁冶炼的主要原料包含铁矿石和焦炭，焦炭方面由于前期限产形同虚设，整体产量和库存均高于同期，价格表现稳中趋弱，二季度唐山二级冶金焦均价 1993 元/吨，环比一季度仅下滑 10 元/吨，对成本端的实质降低几乎可以忽略。原料端强势主要集中在铁矿石，但矿价上涨带动钢材成本端抬升并不意味着钢厂盈利一定压缩，冶炼环节盈利只取决于自身产能利用率的变化，只要行业供需维持偏强格局，企业可通过钢价上涨向下游传导成本压力。根据我们测算，二季度钢坯平均成本较一季度上升 221 元/吨，但不同品种间盈利涨跌互现，与其下游和价格表现相关。

图表 5: 唐山二级冶金焦 (单位: 元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 主要品种年初至今吨钢毛利走势 (单位: 元)



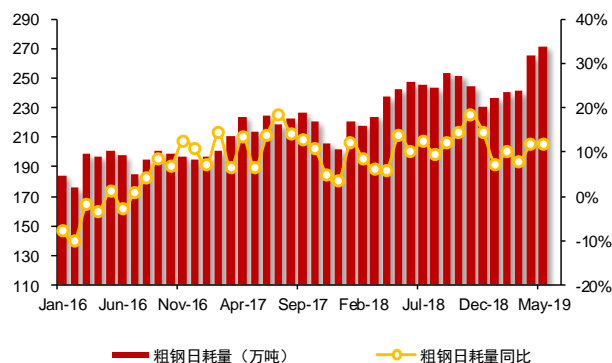
来源: 中泰证券研究所

长强板弱，热强冷弱

- 供需双旺，钢价上行：** 二季度行业基本面处于供需双旺中，供给端在进入 4 月后，由于采暖季错峰限产正式结束，边际增量非常明显，4 月、5 月日均粗钢产量屡创新高，1-5 月累计粗钢产量 4.05 亿吨，同比增 10.2%；需求端则在旺季加速释放，1-5 月粗钢表观消费量 3.81 亿吨，同比增 10.4%，在产量增速位于高位情况下，产业链库存依然呈现下滑之势，实际需求韧性较强。此外，矿价上涨带动成本端抬升对钢价形成一定支撑，二季度 Myspic 综合钢价指数平均值为 147.82，环比一季度增长 3.62%，具体品种来看，上海地区热轧、冷轧、螺纹钢及中板二季度均价分别环比提升 181 元、27 元、210 元和 131 元，幅度分别为 4.75%、

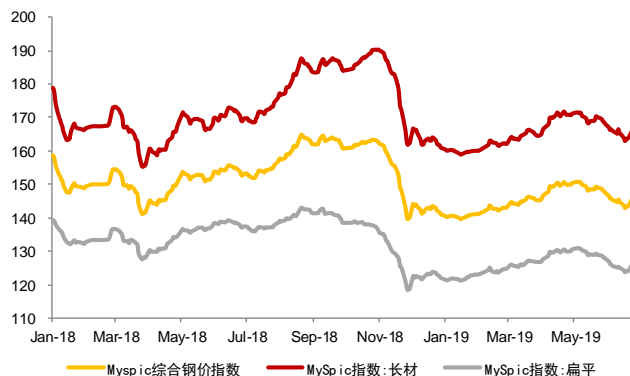
0.64%、5.50%及 3.36%;

图表 7: 粗钢日耗量及同比变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

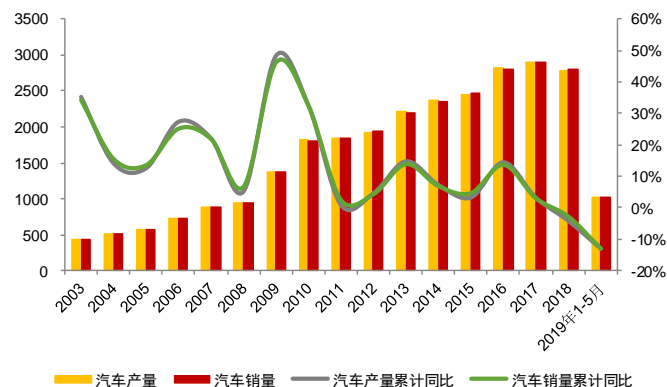
图表 8: 二季度钢价中枢上移



来源: Wind, 中泰证券研究所

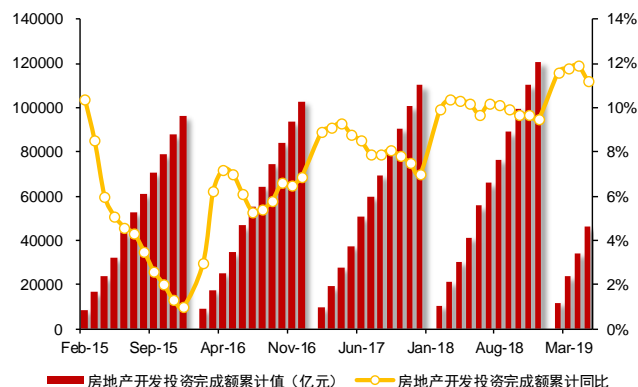
- **下游分化, 长强板弱:** 年初以来, 钢铁下游需求延续分化, 板材对应的汽车、机械、家电等下游行业数据有所回落, 尤其汽车产销加速萎靡对冷轧盈利造成严重拖累, 工程机械相关需求增速虽高位回落但整体表现尚可, 因此板材价格中又呈现热强冷弱格局。相反, 长材对应的建筑下游表现超预期, 其中基建复苏一般, 核心在于资金来源约束, 地产则成为年初以来需求韧性的主要支撑, 且春季复工需求加速释放, 1-5 月地产投资、新开工面积和房屋施工面积累计分别增长 11.2%、10.5%、8.8%, 投资结构呈现前端维持强势而后端逐步崛起之势。此外, 从中观层面验证, 二季度水泥价格上涨也侧面表明建筑业需求旺盛。

图表 9: 汽车产销数据持续低迷



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 房地产开发投资完成额及同比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

盈利尚可, 冷轧略差

- **盈利环比情况尚可:** 根据我们测算, 2019 年二季度热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别为 364 元、-97 元、579 元及 246 元, 环比一季度分别变动 27 元、-100 元、53 元及-16 元, 同比 2018 年二季度分别下滑 608 元、642 元、341 元及 696 元。在矿价强势抬升成本逾 200 元的情况下, 二季度盈利环比一季度整体情况尚可, 其中冷轧表现较差, 6 月平均吨钢毛利已加速亏损接近 400 元, 螺纹钢表现较好, 在矿价逾 120 美元的情况下, 吨钢毛利依然维持 300 元, 板材长材的盈利分化主

要是下游分化。考虑到上市公司经营存在原料库存周期，实际成本抬升或滞后反应，整体二季度表现应优于我们测算的行业情况。

图表 11: 行业盈利季度间变化 (单位: 元)

| | 热轧板吨毛利 | 冷轧板吨毛利 | 螺纹钢吨毛利 | 中厚板吨毛利 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 2018Q1 | 726 | 463 | 697 | 563 |
| 2018Q2 | 972 | 545 | 919 | 943 |
| 2018Q3 | 829 | 493 | 1009 | 718 |
| 2018Q4 | 393 | 84 | 812 | 323 |
| 2019Q1 | 337 | 3 | 526 | 262 |
| 2019Q2 | 364 | -97 | 579 | 246 |
| 2019Q2同比变动 | -608 | -642 | -341 | -696 |
| 2019Q2环比变动 | 27 | -100 | 53 | -16 |
| 4月 | 526 | 123 | 768 | 420 |
| 5月 | 415 | -88 | 615 | 286 |
| 6月 | 119 | -362 | 319 | 1 |
| 2018H1 | 851 | 505 | 810 | 756 |
| 2019H1 | 351 | -49 | 553 | 254 |
| 2019H1同比变动 | -500 | -553 | -257 | -502 |

来源: 中泰证券研究所

图表 12: 2019 年钢铁上市公司中报业绩预测

| 代码 | 简称 | 市值 (亿元) | 钢材产量 (万吨) | 吨钢市值 (元) | 2019Q1 净利 (亿元) | 2019Q2 预计净利 (亿元) | 2019H1 预计净利 (亿元) | 2019Q2 环比变动 | 2019Q2 同比变动 | 2019H1 同比变动 | 2019H1 年化PE |
|-----------|------|---------|-----------|----------|----------------|------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 600569.SH | 安阳钢铁 | 85 | 805 | 1056 | 0.6 | 4.3 | 4.9 | 658.9% | -51.1% | -51.7% | 8.7 |
| 600581.SH | 八一钢铁 | 57 | 523 | 1093 | -1.9 | 2.3 | 0.4 | 219.9% | 226.1% | -82.1% | 73.9 |
| 000932.SZ | 华菱钢铁 | 202 | 1836 | 1101 | 10.9 | 13.8 | 24.7 | 25.9% | -27.8% | -28.2% | 4.1 |
| 000709.SZ | 河钢股份 | 321 | 2578 | 1244 | 3.7 | 7.1 | 10.8 | 91.3% | -51.2% | -40.9% | 14.9 |
| 000959.SZ | 首钢股份 | 188 | 1471 | 1277 | 2.7 | 3.2 | 5.9 | 16.7% | -65.2% | -58.3% | 15.8 |
| 600808.SH | 马钢股份 | 252 | 1870 | 1349 | 0.8 | 7.1 | 7.9 | 743.9% | -64.8% | -76.9% | 16.0 |
| 000761.SZ | 本钢板材 | 164 | 1149 | 1425 | 2.7 | 1.2 | 3.9 | -55.6% | -70.3% | -48.2% | 20.9 |
| 000898.SZ | 鞍钢股份 | 345 | 2413 | 1428 | 4.2 | 9.0 | 13.2 | 116.0% | -52.8% | -62.3% | 13.1 |
| 600231.SH | 凌钢股份 | 89 | 549 | 1625 | 0.7 | 2.9 | 3.6 | 317.9% | -41.9% | -52.5% | 12.6 |
| 600282.SH | 南钢股份 | 155 | 917 | 1685 | 8.4 | 9.6 | 18.0 | 14.6% | -25.1% | -21.5% | 4.3 |
| 000717.SZ | 韶钢松山 | 109 | 618 | 1766 | 4.1 | 5.5 | 9.5 | 35.2% | -39.0% | -45.7% | 5.7 |
| 600022.SH | 山东钢铁 | 183 | 1001 | 1826 | 1.5 | 3.1 | 4.6 | 106.4% | -70.6% | -72.5% | 19.8 |
| 600307.SH | 酒钢宏兴 | 128 | 691 | 1849 | 0.3 | 6.5 | 6.8 | 2002.1% | 40.6% | 16.4% | 9.4 |
| 600782.SH | 新钢股份 | 160 | 844 | 1901 | 7.5 | 7.3 | 14.8 | -2.1% | -43.1% | -31.3% | 5.4 |
| 601003.SH | 柳钢股份 | 150 | 765 | 1960 | 3.8 | 7.3 | 11.2 | 90.6% | -26.5% | -45.4% | 6.7 |
| 000825.SZ | 太钢不锈 | 236 | 1070 | 2203 | 3.4 | 10.4 | 13.9 | 202.3% | -24.2% | -51.1% | 8.5 |
| 002110.SZ | 三钢闽光 | 228 | 959 | 2374 | 9.6 | 11.4 | 21.0 | 18.2% | -31.9% | -20.3% | 5.4 |
| 601005.SH | 重庆钢铁 | 174 | 611 | 2845 | 1.5 | 4.5 | 6.0 | 199.7% | 9.5% | -21.1% | 14.5 |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 1,468 | 4675 | 3140 | 27.3 | 38.0 | 65.3 | 39.4% | -23.8% | -34.8% | 11.2 |
| 600507.SH | 方大特钢 | 143 | 425 | 3373 | 4.7 | 6.0 | 10.7 | 27.3% | -20.0% | -18.1% | 6.7 |
| 000778.SZ | 新兴铸管 | 179 | 472 | 3792 | 3.2 | 5.1 | 8.3 | 58.7% | -33.1% | -27.2% | 10.9 |
| 600010.SH | 包钢股份 | 761 | 1438 | 5293 | 4.9 | 5.2 | 10.1 | 7.1% | -33.0% | -28.8% | 37.7 |
| 002756.SZ | 永兴特钢 | 53 | 28 | 18949 | 1.0 | 1.4 | 2.4 | 37.9% | 6.1% | 7.9% | 11.0 |

来源: 中泰证券研究所

投资策略

- 关注板块估值修复时机。盈利的回调导致近半年钢铁股明显跑输大盘，这充分反映了供应释放和经济周期调整的悲观预期，而这两者在中短期内进一步恶化的可能性较低。相反若未来需求在地产的带领下持续扩张，推动行业盈利继续维持合理水平，行业基本面有望再次超出市场预期。在预期悲观时，超预期的难度降低，当前股价处于有利的博弈位置。随着 A 股整体回调，我们建议在下半年可以关注钢铁板块估值修复的机会。由于需求扩张仍由地产主导，建议重点关注长材品种，如方大特钢、三钢闽光、韶钢松山，此外铁矿石行业高景气有望在下半年延续，关注河北宣工、海南矿业。

风险提示

- 宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给释放力度超预期。

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。