

钢铁 II

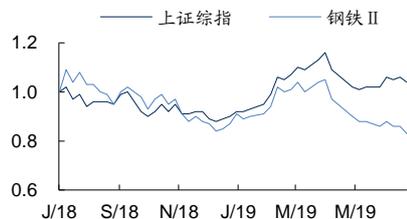
2019 年中报业绩前瞻暨 7 月投资策略

中性

(维持评级)

2019 年 07 月 17 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(7月8日-7月14日): 限产抑制产量, 雨季影响需求》——2019-07-15
 《钢铁行业周报(7月1日-7月7日): 环保限产力度影响产业链利润分配》——2019-07-08
 《钢铁行业周报(6月24日-6月30日): 限产严格执行, 钢厂利润修复》——2019-07-01
 《钢铁行业周报(6月17日-6月23日): 唐山限产之声再起》——2019-06-24
 《钢铁行业 2019 年中期投资策略暨 6 月月报: 盈利回归, 稳中求进》——2019-06-19

联系人: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030002

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

行业投资策略

中报业绩回落, 限产提供新机遇

● 环保限产开启, 行业供给阶段性缩减

近期, 唐山、武安市政府相继发布大气污染管控方案。相较于此前的停限产要求, 本次力度明显加大。首先, 停限产比例有大幅提高, 我们测算, 本次停限产日均约影响铁水产量 17.5 万吨; 其次, 限产手段更为严格, 要求高炉扒炉停产; 另外, 权责也更加清晰, 监管严格。文件发布以来, 高炉停限产工作执行严格, 高炉开工率明显下降。随着停限产工作的推进, 市场供给压力有望阶段性缓解, 带动钢价提升。

● 需求持续超预期, 但存向下压力

上半年, 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。6 月单月, 房屋新开工面积创新高, 达 2.57 亿平方米。但近期房地产政策有收紧趋势, 房企融资难度增加, 房贷利率有所上升。在“稳地价、稳预期、稳地价”的目标指导下, 房地产销售增速下滑, 土地购置面积增速回落, 地产新开工增速承压, 后期房地产行业钢材消费或出现温和回落。

● 铁矿石价格再创新高

上半年, 铁矿石是黑色系中最为强势的品种, 价格大幅上涨。铁矿石价格的持续攀升不仅因为四大矿山发货量的缩减, 更因为需求端超预期的增长。7 月, 唐山、邯郸等地的限产会对铁矿石需求造成一定影响, 港口铁矿石库存下降速度有望趋缓, 但全年铁矿石供小于求的格局尚未改变, 铁矿石价格或继续坚挺。

● 原料价高, 钢厂利润向合理水平回归

因铁矿石价格的大幅上涨, 上半年普钢企业同比利润出现不同程度的回落。1-6 月, 上海螺纹钢均价为 3933 元/吨, 同比增长 0.11%, 而普氏 62% 铁矿石均价高达 91.4 美元/吨, 同比增长 30.9%, 对应钢厂原料成本抬升约 234 元/吨。从环比情况看, 钢铁企业二季度盈利有望好于一季度, 主要受益于二季度钢价的回暖。

● 投资策略-把握环保限产时间窗口, 关注中报业绩稳健企业

当前, 钢铁板块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。7 月, 停限产工作的开展, 打破了前期高产量持续的局面, 有望使市场供给压力阶段性缓解, 带动钢价提升; 同时, 压制原料价格, 利好钢厂利润。上半年, 地产需求带动下, 长材表现强于板材, 中报季临近, 建议关注南方长材企业三钢闽光、方大特钢, 以及盈利稳健的特钢龙头公司大冶特钢。

● 风险提示

行业需求端出现超预期下滑; 限产不及预期。

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
002110	三钢闽光	增持	8.90	21,819	1.91	2.03	4.7	4.4
600507	方大特钢	增持	9.52	13,803	1.35	1.60	7.1	6.0
000708	大冶特钢	增持	12.21	5,487	1.15	1.28	10.6	9.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

6月板块及个股表现	4
环保限产开启，行业供给阶段性缩减	6
需求持续超预期，但存向下压力	10
地产端钢材消费韧性持续.....	10
6月乘用车市场回暖，静候政策刺激.....	11
库存累积，已高于去年同期.....	12
铁矿石价格再创新高	14
供给增加缓慢.....	14
港口库存持续下降.....	15
原料价高，钢厂利润向合理水平回归	17
长强板弱格局持续.....	17
原料价格普遍上涨.....	17
上半年钢厂利润下行明显.....	18
把握环保限产时间窗口，关注中报业绩稳健企业	20
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

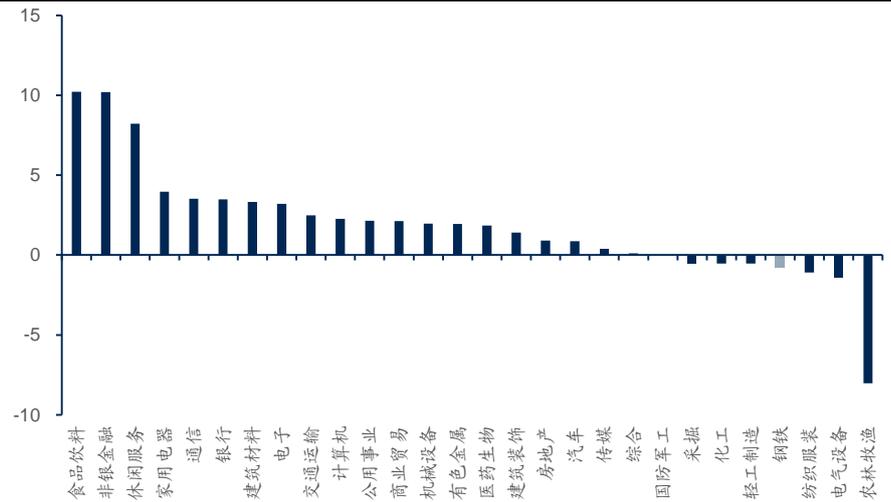
图表目录

图 1: 6 月申万一级行业涨跌幅 (%)	4
图 2: 钢铁股 6 月涨跌幅 (%)	4
图 3: 唐山、邯郸在 168 城市 AQI 中的排名情况 (倒排)	6
图 4: 高炉开工率情况 (%)	9
图 5: 房屋新开工面积当月值 (万平方米)	10
图 6: 房屋新开工面积当月同比 (%)	10
图 7: 商品房销售面积当月值 (万平方米)	11
图 8: 商品房销售面积当月同比 (%)	11
图 9: 中汽协汽车单月产量及当月同比增速 (万辆, %)	11
图 10: 汽车库存情况 (万辆)	12
图 11: 五大钢材社会库存 (万吨)	12
图 12: 五大钢材厂内库存 (万吨)	12
图 13: 螺纹钢社会库存 (万吨)	13
图 14: 螺纹钢厂内库存 (万吨)	13
图 15: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	13
图 16: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)	13
图 17: 冷轧板价格走势 (元/吨)	13
图 18: 中厚板价格走势 (元/吨)	13
图 19: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)	14
图 20: 2019 年四大矿山发货量 (万吨)	15
图 21: 铁矿石进口数量 (万吨)	15
图 22: 铁矿石港口库存 (万吨)	16
图 23: 螺矿比及螺焦比变化情况	18
图 24: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)	19
图 25: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)	19
图 26: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨)	19
图 27: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨)	19
表 1: 策略组合各月收益情况 (%)	5
表 2: 唐山钢铁企业停限产影响测算 (万吨)	7
表 3: 武安市钢铁企业管控情况 (万吨)	8
表 4: 钢铁板块上市公司半年度业绩预告情况 (亿元)	17
表 5: 上海钢材季度均价 (元/吨)	17
表 6: 原料季度均价	18
表 7: 钢铁企业估值情况	20

6月板块及个股表现

进入6月，钢材高产量下库存转增，钢材价格受到抑制。同时，铁矿石价格上涨势不改，钢厂盈利承压。直到6月23日，唐山发布《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》，环保限产再度影响行业供需格局，钢厂盈利快速修复。受到市场对于钢铁行业整体情绪偏弱影响，6月，钢铁板块震荡调整，申万钢铁指数下跌0.77%，跑输上证综指3.53个百分点。1-6月，申万钢铁指数上涨6.47%，跑输上证综指12.58个百分点。

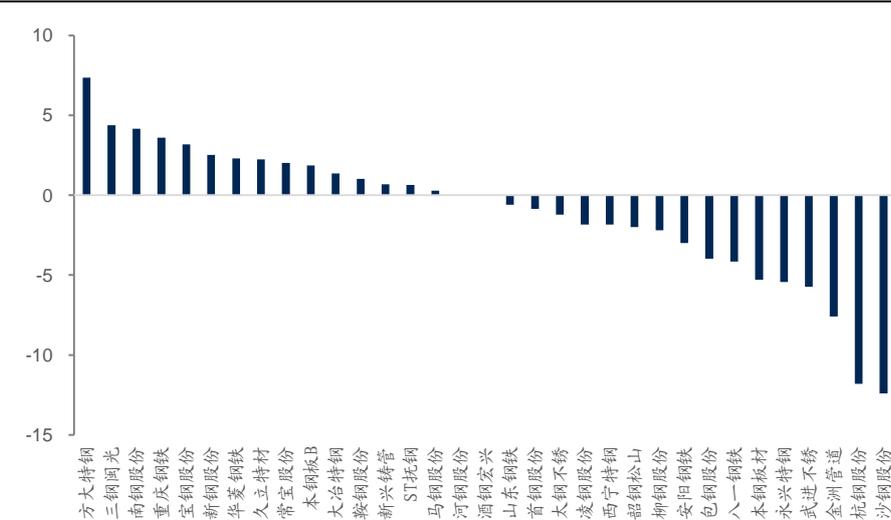
图1：6月申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

6月，受唐山限产政策影响，估值较低的南方钢厂表现相对强势。申万钢铁33只标的中，15只上涨。月涨幅居前的是方大特钢（7.35）、三钢闽光（4.38）、南钢股份（4.17），跌幅最大的是沙钢股份（-12.40）。

图2：钢铁股6月涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们在6月策略报告中推荐关注低估值、高弹性的长材标的方大特钢、三钢闽光；汽车板龙头企业宝钢股份和盈利相对稳定的特钢龙头大冶特钢，投资组合明显跑赢板块指数。

表 1: 策略组合各月收益情况 (%)

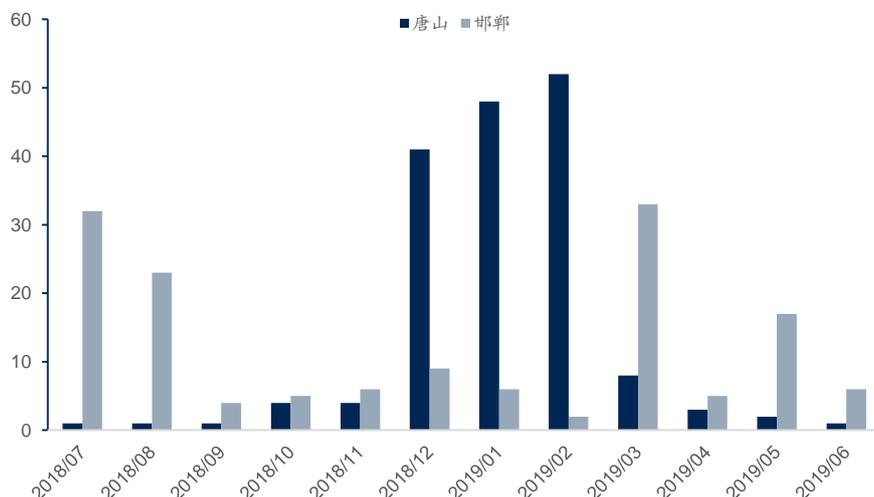
	月度组合	月度涨跌幅	申万钢铁指数	上证综指
2019 年 1 月	三钢闽光	10.56	3.80	3.64
	方大特钢	8.61		
	柳钢股份	7.00		
2019 年 2 月	方大特钢	31.61	15.02	13.79
	三钢闽光	15.35		
	柳钢股份	13.94		
	宝钢股份	6.99		
2019 年 3 月	三钢闽光	1.10	1.31	5.09
	柳钢股份	-1.87		
	宝钢股份	-3.60		
2019 年 4 月	三钢闽光	11.04	-5.35	-0.40
	大冶特钢	4.49		
	方大特钢	0.00		
	宝钢股份	-0.83		
2019 年 5 月	大冶特钢	2.06	-7.54	-5.84
	华菱钢铁	-13.40		
	新钢股份	-14.65		
	三钢闽光	-17.92		
2019 年 6 月	方大特钢	7.35	-0.77	2.77
	三钢闽光	4.38		
	宝钢股份	3.17		
	大冶特钢	1.36		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

环保限产开启，行业供给阶段性缩减

2018 年四季度开始，唐山地区针对环保问题的钢厂停限产工作有所放松，2019 年 3 月以来，唐山再度回到空气质量排名末位，环保压力大幅提升。

图 3: 唐山、邯郸在 168 城市 AQI 中的排名情况 (倒排)



资料来源:真气网, 国信证券经济研究所整理

6 月 23 日，唐山地区发布《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》，针对 6 月份唐山市空气质量不降反升，在全国重点城市排名末位的问题，就钢铁企业停限产工作发布通知。相较于此前的停限产要求，本次力度明显加大。首先，停限产比例有大幅提高，8 月 1 日前，绩效评价为 A 类的首钢迁钢，沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁，烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产 20%；除此以外，全市其他钢铁企业烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产比例不低于 50%。其次，限产手段更为严格，要求高炉扒炉停产，切断相关设备生产电源并加贴封条或加装铅封。另外，权责也更加清晰，明确监管责任人与分管县领导，有企业、县市区工信局、县市政府三级负责人。

我们测算，本次停限产要求单月约影响唐山企业生铁产能 474 万吨，相较于此前发布 7 月限产政策力度增加了 212 万吨。考虑到钢厂高炉利用系数提高，转炉环节增加废钢用量等因素，对实际粗钢产量的影响或有一定出入。

表 2: 唐山钢铁企业停限产影响测算 (万吨)

序号	区域	企业名称	高炉产能	原 7 月限产计划	原 8 月限产计划	特殊限产比例	原 7 月	原 8 月	特殊限产
1	迁安市	首钢股份公司迁安钢铁公司	762	0%	0	20%	0.0	0.0	12.7
2	曹妃甸区	首钢京唐钢铁联合有限责任公司	926	20%	0	20%	15.4	0.0	15.4
3	路北区	河北钢铁股份有限公司唐山分公司	704	30%	0	50%	17.6	0.0	29.3
4	滦州市	河北东海特钢集团有限公司	548	30%	0	50%	13.7	0.0	22.8
5	迁安市	河北鑫达钢铁有限公司	483	30%	0	50%	12.1	0.0	20.1
6	遵化市	唐山港陆钢铁有限公司	565	0%	30%	50%	0.0	14.1	23.6
7	迁西县	河北津西钢铁集团股份有限公司	739	0%	30%	50%	0.0	18.5	30.8
8	滦州市	唐山东海钢铁集团有限公司	410	30%	0	50%	10.3	0.0	17.1
9	迁安市	唐山燕山钢铁有限公司	802	30%	0	50%	20.1	0.0	33.4
10	古冶区	唐山国义特种钢铁有限公司	347	30%	0	50%	8.7	0.0	14.5
11	古冶区	唐山不锈钢有限责任公司	238	30%	0	50%	6.0	0.0	9.9
12	乐亭县	唐山中厚板材有限公司	289	20%	0	20%	4.8	0.0	4.8
13	丰南区	唐山市丰南区经安钢铁有限公司	326	30%	0	50%	8.2	0.0	13.6
14	迁安市	迁安市九江线材有限责任公司	795	30%	0	50%	19.9	0.0	33.1
15	迁安市	河北荣信钢铁有限公司	321	30%	0	50%	8.0	0.0	13.4
16	乐亭县	唐山市德龙钢铁有限公司	312	20%	0	20%	5.2	0.0	5.2
17	丰润区	唐山新宝泰钢铁有限公司	232	0%	30%	50%	0.0	5.8	9.7
18	丰南区	唐山瑞丰钢铁(集团)有限公司	486	30%	0	50%	12.1	0.0	20.2
19	丰南区	唐山市丰南区凯恒钢铁有限公司	241	30%	0	50%	6.0	0.0	10.0
20	迁西县	河北津西钢铁集团特钢有限公司	246	0%	30%	50%	0.0	6.2	10.3
21	开平区	河北唐银钢铁有限公司	253	30%	0	50%	6.3	0.0	10.5
22	丰润区	河北天柱钢铁集团有限公司	346	0%	30%	50%	0.0	8.7	14.4
23	滦州市	滦县金马工业有限公司	285	30%	0	50%	7.1	0.0	11.9
24	迁安市	唐山松汀钢铁有限公司	343	50%	0	50%	14.3	0.0	14.3
25	滦南县	天津荣程集团唐山特种钢有限公司	104	50%	0	50%	4.3	0.0	4.3
26	古冶区	唐山市春兴特种钢有限公司	208	50%	0	50%	8.7	0.0	8.7
27	丰南区	唐山东华钢铁企业集团有限公司	246	50%	0	50%	10.3	0.0	10.3
28	迁安市	迁安轧一钢铁集团有限公司	135	50%	0	50%	5.6	0.0	5.6
29	曹妃甸区	唐山文丰机械设备有限公司	208	20%	0	20%	3.5	0.0	3.5
30	遵化市	唐山建龙特殊钢有限公司	165	0%	50%	50%	0.0	6.9	6.9
31	滦南县	河北华西钢铁有限公司	214	50%	0	50%	8.9	0.0	8.9
32	滦州市	唐山兴隆钢铁有限公司	166	70%	0	50%	9.7	0.0	6.9
33	玉田县	唐山市玉田建邦实业有限公司	112	0%	70%	50%	0.0	6.5	4.7
34	丰南区	河北纵横钢铁集团丰南钢铁有限公司	790	20%	0	20%	13.2	0.0	13.2
合计							260	67	474

资料来源:工信部, Mysteel, 国信证券经济研究所整理

7月2日,唐山市政府发布《7月份全市大气污染防治强化管控方案》,相较于6月版本,部分钢厂在一些时段可以不限产,7月1日至15日唐钢不锈钢可不限产,7月15日至31日文丰钢铁、华西钢铁、天柱钢铁、国义特钢可不限产,我们测算将减少限产量约25万吨。

7月8日,武安市政府印发《武安市2019年钢铁焦化水泥行业三季度大气污染防治差别化管控实施方案》,通知要求在7月1日-8月31日期间,全市14家钢铁、6家焦化及2家水泥企业按照要求执行错峰停产政策,9月份结合本市的空气质量和气象条件再另行制定管控方案。据Mysteel,限产文件发出前武安地区共有10座高炉处于检修停产,影响日均铁水产量2.16万吨。我们测算,限产若严格实施,预计日均约影响产量3万吨,限产力度较前期明显增加。

表 3: 武安市钢铁企业管控情况 (万吨)

序号	企业名称	主要生产设备	停产时间	高炉产能	高炉停产天数	影响产量
1	河北新金钢铁有限公司	2#1080m3 高炉	7月22日0时-8月31日24时	91	41	10.2
		3#1080m3 高炉	正常生产	91	0	0.0
		4#450m3 高炉	正常生产	52	0	0.0
		5#450m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	52	62	8.8
2	河北新武安钢铁集团文安钢铁有限公司	4#510m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	57	62	9.7
		5#510m3 高炉	7月18日0时-8月31日24时	57	45	7.0
		1#1080m3 高炉	正常生产	91	0	0.0
3	河北文丰钢铁有限公司	1#460m3 高炉	正常生产	53	0	0.0
		2#460m3 高炉	7月22日0时-7月31日24时	53	10	1.5
		3#550m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	60	62	10.2
		4#480m3 高炉	8月19日0时-8月31日24时	55	13	2.0
		5#480m3 高炉	7月9日0时-8月31日24时	55	53	8.0
4	武安市明芳钢铁有限公司	1#460m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	53	62	9.0
		2#1080m3 高炉	7月9日0时-8月31日24时	91	53	13.2
		3#1080m3 高炉	正常生产	91	0	0.0
5	河北新武安钢铁集团鑫山钢铁有限公司	600m3 高炉	正常生产	65	0	0.0
6	武安市裕华钢铁有限公司	1#600m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	65	62	11.0
		2#600m3 高炉	7月21日0时-8月31日24时	65	42	7.5
		3#600m3 高炉	正常生产	65	0	0.0
		4#1080m3 高炉	正常生产	91	0	0.0
		5#1080m3 高炉	正常生产	91	0	0.0
		6#420m3 高炉	正常生产	50	0	0.0
7	河北兴华钢铁有限公司	1#550m3 高炉	正常生产	60	0	0.0
		3#550m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	60	62	10.2
8	金鼎重工有限公司	1#1080m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	91	62	15.5
		2#1080m3 高炉	8月27日0时-8月31日24时	91	5	1.2
		3#1080m3 高炉	正常生产	91	0	0.0
9	河北龙凤山铸业有限公司	1#800m3 高炉	7月1日0时-8月17日24时	84	48	11.0
		2#800m3 高炉	正常生产	84	0	0.0
10	河北新武安钢铁集团鑫汇冶金有限公司	4#460m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	53	62	9.0
		1#1080m3 高炉	8月29日0时-8月31日24时	91	3	0.7
11	河北新武安钢铁集团烘熔钢铁有限公司	1#620m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	67	62	11.4
		2#1260m3 高炉	7月14日0时-7月14日24时	106	1	0.3
12	武安市永诚铸业有限责任公司	460m3 高炉	7月1日0时-7月30日24时	53	30	4.4
13	河北普阳钢铁有限公司	1#1050m3 高炉	正常生产	89	0	0.0
		2#1050m3 高炉	正常生产	89	0	0.0
		3#1050m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	89	62	15.1
		4#1260m3 高炉	8月23日0时-8月31日24时	106	9	2.6
		5#1260m3 高炉	正常生产	106	0	0.0
		6#600m3 高炉	正常生产	65	0	0.0
14	新兴铸管股份有限公司	1#1280m3 高炉	8月24日0时-8月31日24时	108	8	2.4
		2#420m3 高炉	正常生产	50	0	0.0
		3#308m3 高炉	7月1日0时-8月31日24时	34	62	5.8
合计				3161	1043	187.7

资料来源:邯郸市生态环境局, 国信证券经济研究所整理

文件发布以来, 高炉停限产工作执行严格, 高炉开工率明显下降。截至7月12日, 全国、唐山的高炉开工率分别降至 66.02%、55.07%, 较6月21日, 分别下降 5.11%、14.50%。

图 4: 高炉开工率情况 (%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

回溯去年 7-8 月唐山限产情况, 限产具体要求为所有烧结机、竖炉限产 50% (完成脱硝治理的除外); 唐钢、唐银各保留 1 座高炉; 古冶、丰润、丰南、滦县、玉田钢铁企业高炉产能限产 50%; 其他 (迁安、迁西、遵化、滦南、乐亭) 钢铁企业高炉产能限产 30%, 相较 6 月, 限产实际日均影响铁水 8 万吨左右。同期, 邢台、常州等地对高炉开工也有不同程度的限制, 钢材供给持续较低水平, 带动钢材价格持续走高。从 2018 年 7 月 20 日限产正式开始到 8 月 20 日, 唐山方坯价格由 3720 元/吨, 上涨至 4110 元/吨, 期间申万钢铁指数大幅跑赢上证综指。

若此次停限产工作严格执行, 市场供给压力有望阶段性缓解, 带动钢价提升。同时, 压制焦炭价格, 实现焦企利润向钢厂转移, 利好钢厂利润。

需求持续超预期，但存向下压力

上半年，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。但近期房地产政策有收紧趋势，房企融资难度增加，房贷利率有所上升。在“稳地价、稳预期、稳地价”的目标指导下，土地购置面积增速回落，地产新开工增速承压，或逐步影响钢材消费。

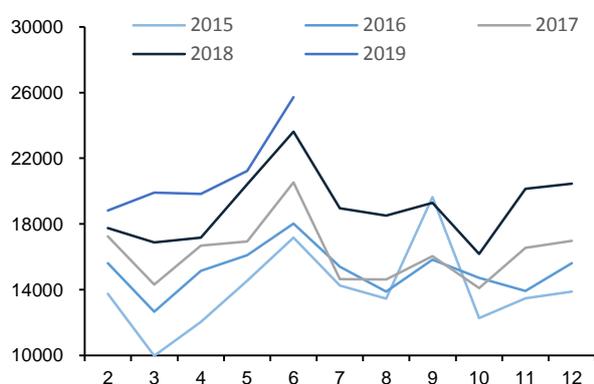
地产端钢材消费韧性持续

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。而项目新开工后的 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。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，高增速持续的时间跨度超过市场普遍预期，也大幅刺激着钢材需求。

2019 年 1-6 月，全国房地产开发投资 61609 亿元，同比增长 10.9%，增速较 1-5 月回落 0.3 个百分点；房屋新开工面积 105509 万平方米，同比增长 10.1%，增速较 1-5 月下降 0.4 个百分点。1-6 月，商品房销售面积累计 75786 万平方米，同比下降 1.8%，降速较 1-5 月扩大 0.2 个百分点。

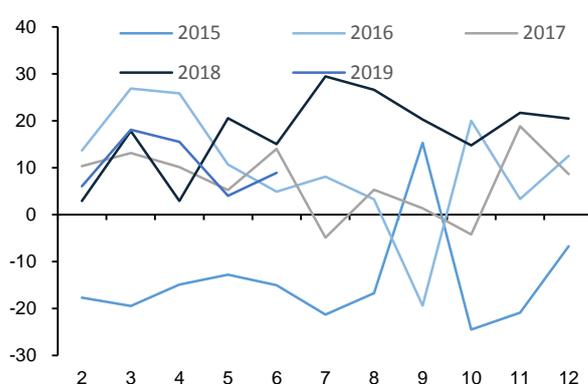
6 月单月，房地产开工投资 15534 亿元，同比增长 10.1%，增速环比上涨 0.6 个百分点；房屋新开工面积创新高，达 25726 万平方米，同比增长 8.9%，增速环比上涨 4.9 个百分点；商品房销售面积 20268 万平方米，同比下降 2.2%，降速环比收窄 3.3 个百分点。

图 5：房屋新开工面积当月值（万平方米）



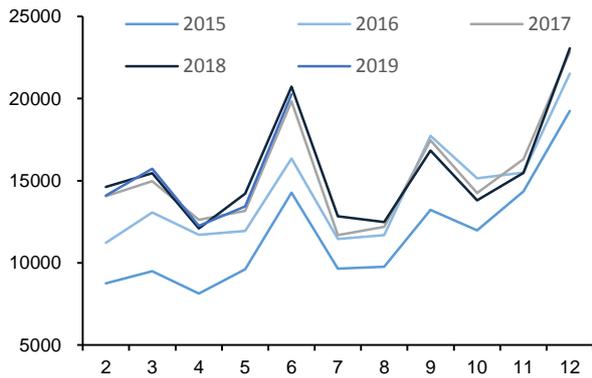
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：房屋新开工面积当月同比（%）



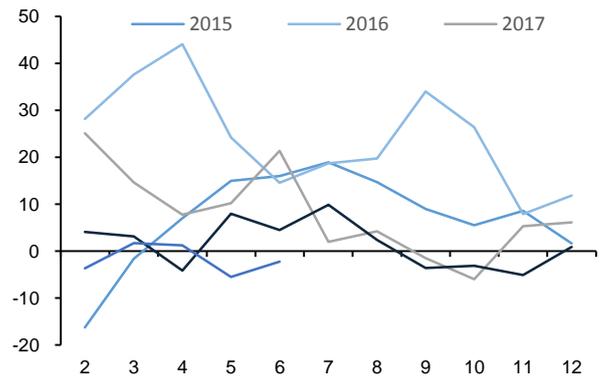
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7: 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 8: 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

但近期, 房地产企业融资有收紧趋势。7 月初, 为加强房地产信托领域风险防控, 针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司, 银保监会开展了约谈警示, 要求这些信托公司控制业务增速, 提高风险管控水平。其后, 发改委发布《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》, 提出房企海外发债只能偿还一年内到期的中长期境外债务。

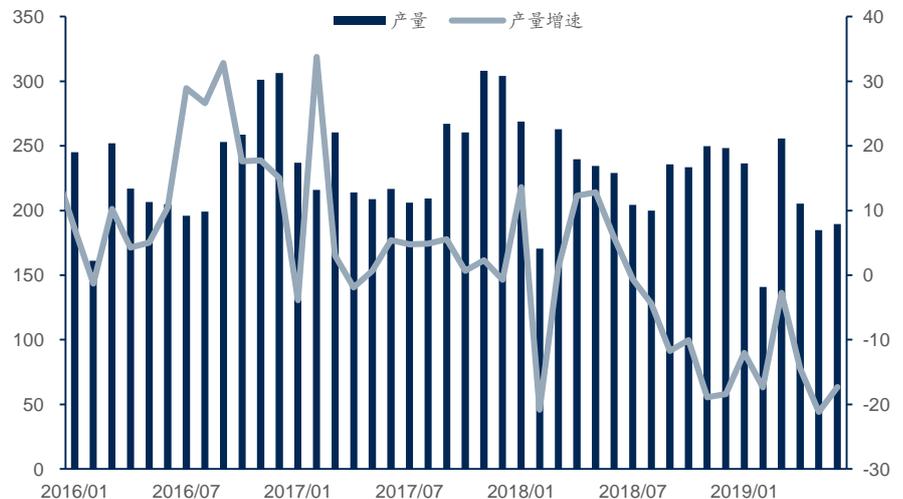
同时, 融 360 大数据研究院监测数据显示, 6 月越来越多的城市上调房贷利率, 全国首套房贷款平均利率为 5.423%, 二套房贷款平均利率为 5.75%, 经过半年连降后开始回弹。

因此, 从短期来看, 梅雨季的持续或影响当前钢材消费。从中期来看, 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温和回落。

6 月乘用车市场回暖, 静候政策刺激

受部分省市从 7 月 1 日起, 国五切换国六排放标准, 6 月厂商和经销商加大了促销力度, 促使乘用车市场产阶段性回暖。6 月, 我国汽车产销分别完成 189.5 万辆和 205.6 万辆, 同比下降 17.3% 和 9.6%, 环比增长 2.5% 和 7.5%。同比数据已连续下降 12 个月。

图 9: 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

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较低水平，从去年7月的151.60万辆下降至今年6月的96.6万辆；四是，陆续出台的相关政策可能刺激汽车消费，后期汽车产销量的走势在很大程度上将受销售刺激政策力度影响。

图 10: 汽车库存情况 (万辆)



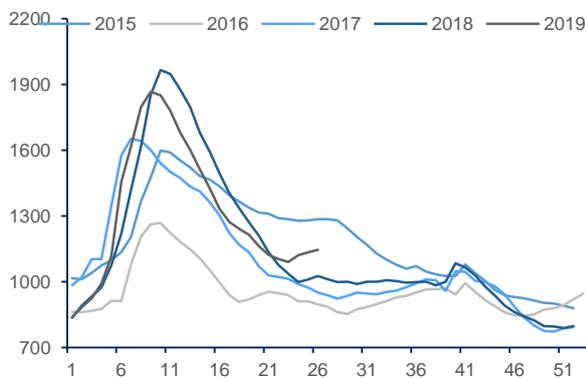
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

汽车产销量数据的好转，有望改善冷轧板低迷的现状。汽车板领域行业龙头企业宝钢股份发布的8月期货产品出厂价中，普冷板已上调了100元/吨。

库存累积，已高于去年同期

传统需求淡季下，高产量带来的库存压力逐步显现。截至7月11日，五大钢材合计厂内库存、社会库存分别为483.33、1182.35万吨，较前一周分别上涨22.27、20.28万吨，库存水平已明显高于去年同期。高产量下，螺纹钢库存增速最为突出，螺纹钢厂库、社库分别高于去年同期18.30、84.41万吨。

图 11: 五大钢材社会库存 (万吨)



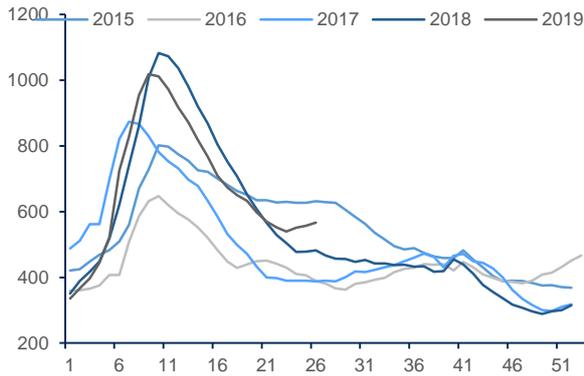
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 12: 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 13: 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

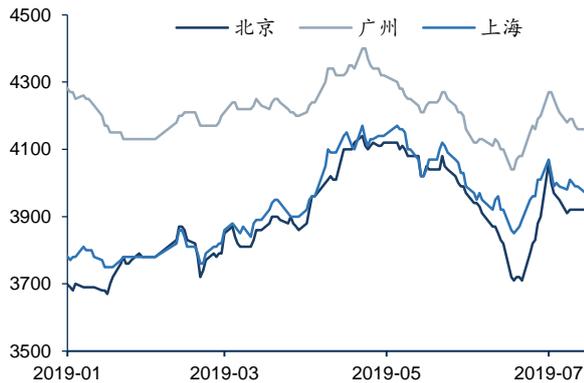
图 14: 螺纹钢厂内库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

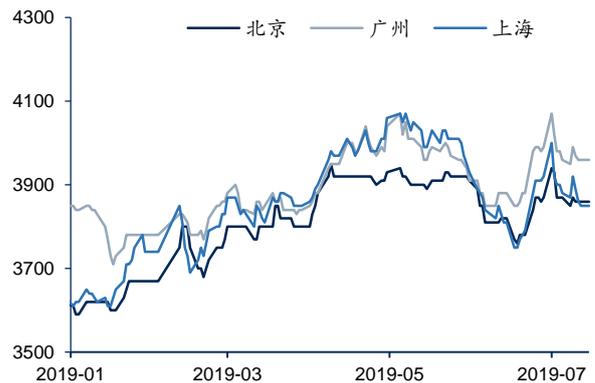
当前, 行业供给端受到环保限产影响, 钢材产量有所下降。需求端受到梅雨季影响, 消费也有所转弱。供需两侧的变化都不容忽视, 钢价在供需的博弈下震荡调整。截至 7 月 15 日, 上海地区 20mm 螺纹钢、4.75mm 热卷、1.0mm 冷轧板、20mm 中厚板价格分别为 3970、3850、4200、3930 元/吨, 均略高于限产开始前钢价。

图 15: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



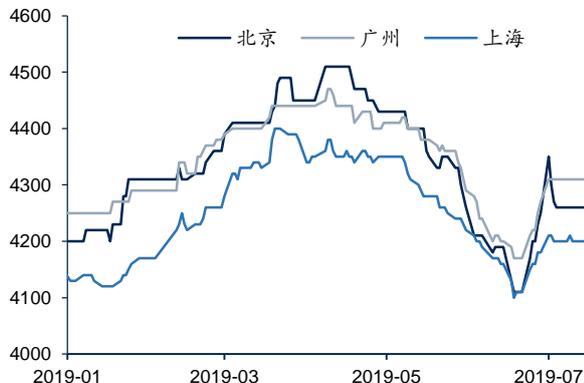
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)



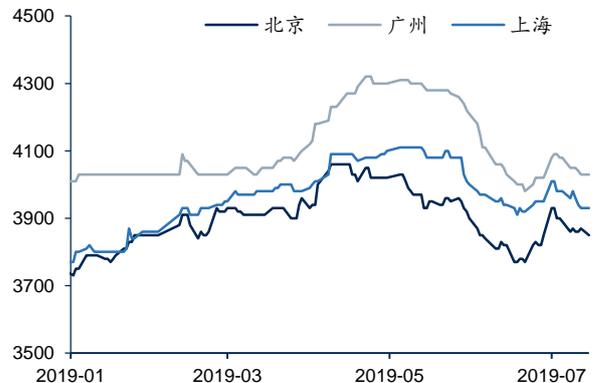
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 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 18: 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

铁矿石价格再创新高

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7月15日，普氏62%品位铁矿石价格为121.4美元/吨，较年初已上涨49.1美元/吨。铁矿石价格的持续攀升不仅因为四大矿山发货量的缩减，更因为需求端超预期的增长。7月初，因市场传言“永安期货被举报操纵铁矿石市场，证监会已去该公司调查”铁矿石期现货价格大幅回调，表现出市场对于价格持续高位的情感宣泄。但短期尚难言供需改善，铁矿石价格或维持坚挺。

图 19: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)

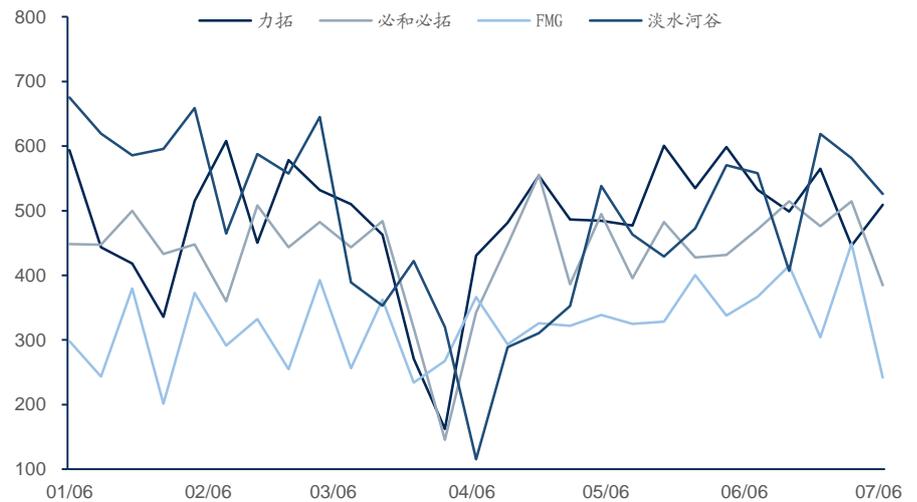


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

供给增加缓慢

铁矿石行业供给集中，四大矿山产量在全球总产量中的占比超过 50%。四大矿山发货量的降低对铁矿石市场供给造成较大的冲击。受淡水河谷溃坝事故以及澳洲台风影响，上半年，四大矿山发货量明显下滑，四大矿山周度合计发货量最低跌至 895.3 万吨，较年内高点低 1156.4 万吨；上半年合计发货 45011.9 万吨，较去年同期低 3847.6 万吨。随着 BHP、FMG 冲刺财年计划完成，发货量再度下滑，截至 7 月 7 日，BHP、FMG 周发货量分别为 384.5、242.1 万吨，较前一周分别下降 130.2、206.8 万吨，发货量的下降势必影响后期铁矿石到港量。

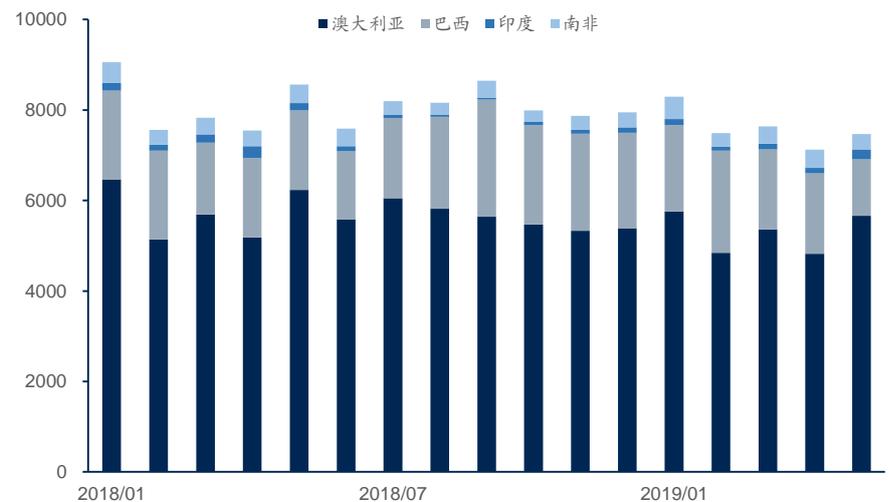
图 20: 2019 年四大矿山发货量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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。1-5 月, 我国铁矿石原矿量累计产量为 33545.5 万吨, 同比增长 4.8%; 从印度、南非进口铁矿石数量 913.7、1905.4 万吨, 较去年同期分别增加 218.4、降低 11.5 万吨。

图 21: 铁矿石进口数量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

港口库存持续下降

铁矿石需求端出现超预期增长是促使铁矿石价格持续上涨的另一重要原因。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 7 月 12 日, 港口铁矿石库存降至 11413.5 万吨, 较 4 月初已下降 3429.93 万吨, 已恢复到较低水平。7 月, 唐山、邯郸等地的限产会对铁矿石需求造成一定影响, 港口铁矿石库存下降速度有望趋缓, 但全年铁矿石供小于求的格局尚未改变。

图 22: 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

原料价高，钢厂利润向合理水平回归

截至7月15日，申万钢铁板块已有7家上市公司发布了业绩预告。从同比表现来看，普钢和特钢企业明显分化，从事管材生产的武进不锈、常宝股份、久立特材归母净利润同比预期增长均超过50%，而普钢企业同比业绩均表现为不同程度的回落。普钢企业业绩下滑最主要的原因是铁矿石价格的大幅上涨，上半年，普氏62%品位铁矿石均价高达91.4美元/吨，同比增长30.9%，按照1.6吨铁矿石生产1吨铁折算，钢厂原料成本抬升约234元/吨。从环比情况看，钢铁企业二季度盈利普遍好于一季度，主要受益于二季度钢价的回暖。

表4：钢铁板块上市公司半年度业绩预告情况（亿元）

证券代码	证券简称	预告净利润上限	预告净利润下限	2018年中报归母净利润	2019一季度归母净利润	同比	环比
000898.SZ	鞍钢股份	14.50	14.50	34.99	4.17	-58.56%	147.72%
000825.SZ	太钢不锈	12.00	11.00	28.36	3.45	-59.45%	133.67%
002318.SZ	久立特材	2.12	1.99	1.32	0.72	55.00%	85.94%
000717.SZ	韶钢松山	9.70	9.70	17.57	4.05	-44.78%	39.24%
002478.SZ	常宝股份	3.40	3.09	2.06	1.37	57.50%	37.57%
000932.SZ	华菱钢铁	25.80	24.80	34.39	10.92	-26.42%	31.59%
603878.SH	武进不锈	1.50	1.50	0.92	0.81	63.56%	-13.27%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

长强板弱格局持续

去年四季度以来，受到环保限产放松的影响，钢价高位回落。一季度，随着需求端启动，钢材消费持续超预期，钢价开始逐步回暖。5月高产量压力不断累积，在需求端强消费与弱预期的博弈中钢价震荡偏弱，直到6月下旬唐山发布限产通知，钢价再度走高。

分品种看，上半年钢材价格延续了长强板弱的格局。原因在于需求端结构分化，以长材消费为主的房地产基建上半年相对景气，而带动板材需求的制造业则相对疲软，特别是汽车产销量持续的下滑，大幅抑制了冷轧产品价格。

表5：上海钢材季度均价（元/吨）

	螺纹钢	热轧卷板	冷轧卷板	中板
2018Q1	3890	4057	4645	4118
2018Q2	3966	4141	4556	4377
2018Q3	4354	4268	4776	4398
2018Q4	4250	3886	4427	4066
2019Q1	3827	3760	4240	3903
2019Q2	4039	3946	4270	4036
2019Q2 环比	5.54%	4.94%	0.70%	3.41%
2019H1 同比	0.11%	-5.99%	-7.52%	-6.54%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

原料价格普遍上涨

上半年铁矿石、废钢价格均有明显上涨。1-6月，普氏62%铁矿石价格指数均值为91.71美元/吨，同比上涨31.32%，铁矿石价格的上涨是淡水河谷溃坝事故、澳洲飓风影响发货供应以及需求端超预期增长两方面因素共同影响的结果。铁矿石价格的持续上涨使钢厂盈利受到大幅挤压。

1-6月，唐山地区废钢均价为2468.67元/吨，同比增长10.43%。年初，因为钢厂积极冬储，随后电炉企业积极复工，废钢需求旺盛，废钢价格有所上涨。4月，因税改落地，且钢厂盈利趋弱，下调废钢采购价，废钢价格出现阶段性回

调。5月，随着需求改善，废钢价格再度回暖。因今年铁矿石价格持续上涨，铁水成本高昂，长流程钢厂整体保持较高的废钢添加水平，废钢需求旺盛，价格高于去年同期。

表 6: 原料季度均价

	普氏 62%铁矿石价格指数, 美元/吨	临汾一级冶金焦, 元/吨	唐山废钢, 元/吨
2018Q1	74.34	1980.11	2273.08
2018Q2	65.34	1930.83	2197.88
2018Q3	66.75	2266.35	2393.70
2018Q4	71.43	2299.04	2373.61
2019Q1	83.02	1916.88	2476.97
2019Q2	100.39	1901.53	2460.37
2019Q2 环比	20.92%	-0.80%	-0.67%
2019H1 同比	31.32%	-2.37%	10.43%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

1-6月，临汾一级冶金焦均价 1909.21 元/吨，同比下降 2.37%，焦炭价格在一定程度上受到钢厂端压制。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，产业链盈利表现为矿强于材强于焦。

图 23: 螺矿比及螺焦比变化情况

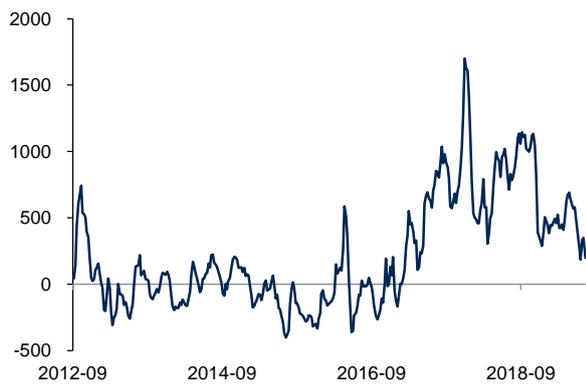


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上半年钢厂利润下行明显

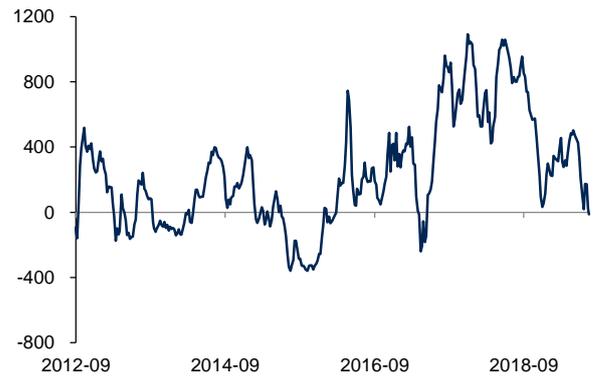
受到原料价格大幅上涨以及钢材价格走弱的影响，上半年钢厂盈利回落。地产需求拉动下，钢厂利润虽较去年高位大幅回落，但仍明显高于历史底部盈利。钢厂盈利尚有韧性。截至 7 月 12 日，钢铁企业盈利面为 82.8%，原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为 225.8 元/吨、22.0 元/吨、-158.2 元/吨、-34.9 元/吨。

图 24: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)



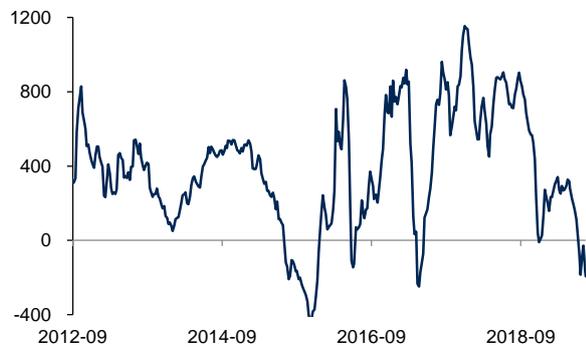
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 25: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)



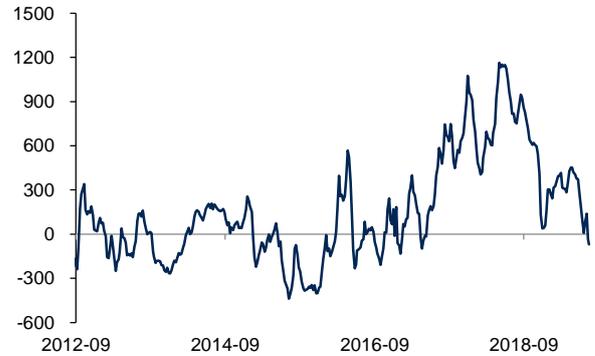
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 26: 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 27: 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

把握环保限产时间窗口，关注中报业绩稳健企业

经过连续三个月的回调，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。7月，唐山及邯郸停限产工作的开展，打破了前期高产量持续的局面，有望使市场供给压力阶段性缓解，带动钢价提升。同时，压制原料价格，利好钢厂利润。

上半年，地产需求带动下，长材表现强于板材，长材生产企业业绩也有望好于板材企业。建议关注南方长材企业三钢闽光、方大特钢，以及盈利稳健的特钢龙头企业大冶特钢。

表 7: 钢铁企业估值情况

股票简称	吨钢市值	PE	PB
新钢股份	1852.28	2.70	0.82
华菱钢铁	1071.57	3.10	1.06
三钢闽光	2274.50	3.36	1.36
柳钢股份	1093.30	3.62	1.52
韶钢松山	1699.15	3.68	1.60
南钢股份	1631.55	3.90	1.00
安阳钢铁	1027.19	4.63	0.85
方大特钢	3246.72	4.86	5.96
鞍钢股份	1410.94	5.02	0.67
马钢股份	1180.51	5.05	0.90
太钢不锈	2301.08	5.99	0.77
宝钢股份	2978.09	7.22	0.83
杭钢股份	3464.72	8.19	0.81
河钢股份	1157.42	8.24	0.54
首钢股份	1236.95	8.37	0.70
凌钢股份	1554.60	8.44	1.15
新兴铸管	2463.58	8.56	0.83
山东钢铁	1760.63	10.77	0.87
大冶特钢	2396.51	10.85	1.33
重庆钢铁	2846.04	10.95	0.93
酒钢宏兴	1591.77	12.58	1.19
八一钢铁	1061.01	15.32	1.44
沙钢股份	5606.00	17.11	3.87
本钢板材	1470.70	18.09	0.90
包钢股份	5103.11	23.12	1.39

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。

限产不及预期。

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	8.90	3.98	1.91	2.03	2.2	4.7	4.4	2.35
000932	华菱钢铁	增持	4.66	2.25	1.42	1.47	2.1	3.3	3.2	2.22
600019	宝钢股份	增持	6.25	0.97	0.63	0.70	6.4	9.9	8.9	1.05
000708	大冶特钢	增持	12.21	1.14	1.15	1.28	10.7	10.6	9.5	0.99
600507	方大特钢	增持	9.52	2.02	1.35	1.60	4.7	7.1	6.0	4.17
600282	南钢股份	增持	3.38	0.91	0.56	0.59	3.7	6.0	5.7	1.65
600782	新钢股份	增持	4.90	1.85	0.93	1.00	2.6	5.3	4.9	1.43
601003	柳钢股份	增持	5.58	1.80	1.05	1.18	3.1	5.3	4.7	2.97

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