

# 盈利深度回调，资产质量夯实，仍待中期逻辑修复估值

## ——钢铁板块 2019 年中报综述

行业动态

◆**钢铁板块 2019H1 净利同比下降 40%，PE (TTM) 为 6.8 倍。**2019 年上半年钢铁行业供给端相对宽松、需求端表现平淡、成本端大幅增长，导致盈利水平显著收缩。2019H1 钢铁板块合计归母净利润 292 亿元，同比下降 39.7%；合计扣非净利润 281 亿元，同比下降 39.1%；平均毛利率为 11.6%，同比下降 3.9pct；截止 2019 年 9 月 2 日钢铁板块 PE(TTM) 为 6.8 倍，估值水平较低。

◆**2019Q2 扣非净利环比增长 67%，盈利短期复苏。**2019Q2 单季度钢铁板块合计归母净利润 184 亿元，环比增长 70%，同比下降 34%；合计扣非净利润 176 亿元，环比增长 67%，同比下降 32%。受需求回暖的影响，钢铁行业景气度短期有所复苏。

◆**上市钢企 2019H1 粗钢产量同比增长 6%，吨钢扣非净利 188 元。**2019H1 上市钢企合计粗钢产量 1.47 亿吨，同比增长 6%；占全国粗钢产量的比重为 29.9%，同比下降 0.8 个百分点。钢铁行业仍存在供给弹性，非上市钢企产量增长更显著。2019H1 板块吨钢扣非净利润 188 元/吨，同比下降 42%。

◆**板块资产负债率稳定，PB 仅为 0.84 倍。**2019H1 期末钢铁板块资产负债率为 58%，相比年初保持稳定；合计归母净资产 6397 亿元，相比年初增长 40 亿元，钢铁板块资产负债表已逐步夯实；截止 2019 年 9 月 2 日钢铁板块的市净率 PB 近为 0.84 倍，估值水平偏低。

◆**2019H1 经营净现金流和 FCF 显著下降。**2019H1 钢铁板块合计经营净现金流为 369 亿元，同比下降 43.7%，主要受矿价上涨影响；合计资本开支 295.39 亿元，同比增长 22%；合计自由现金流 (FCF) 为 73.61 亿元，同比下降 82.2%。钢铁行业现金流水平整体下滑。

◆**钢铁板块盈利回归理性，仍待中期逻辑利好支撑估值修复。**2019 年以来钢铁行业盈利已显著下滑，长期来看将回归理性。目前钢铁板块 PE、PB 估值水平均处于历史低位，若中期具备供给、需求、成本端的政策利好，仍有望支撑短期估值修复行情，我们维持板块“增持”评级。

◆**建议关注盈利水平超群的个股。**在行业长期景气趋势向下的背景下，我们建议关注高附加值、低成本的个股：大冶特钢、方大特钢，这两家公司 2019H1 毛利率、ROE、ROIC、吨钢净利等指标均在钢铁板块中排名前列，体现了公司在行业中超群的盈利能力。

◆**风险提示：**钢价波动风险；铁矿石等原材料价格波动风险；公司生产安全风险及经营不善风险；大盘波动风险等。

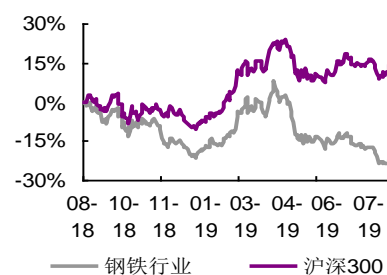
### 增持 (维持)

#### 分析师

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

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
000708	大冶特钢	15.03	1.14	1.26	1.19	13	12	13
600507	方大特钢	8.39	2.02	1.29	1.11	4	7	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 9 月 2 日

## 目 录

1、 2019H1 钢铁板块盈利回归理性，2019Q2 环比短暂复苏 .....	3
1.1、 2019H1 盈利显著收缩，净利同比下降 40%.....	3
1.2、 2019Q2 扣非净利环比增长 67%，盈利短期复苏 .....	5
1.3、 期间费用率小幅下降，所得税率与折旧费用增长 .....	6
2、 2019H1 钢产量同比增 6%，吨钢净利下降 .....	7
2.1、 上市钢企 2019H1 粗钢产量同比增长 6% .....	7
2.2、 2019H1 钢铁板块吨钢扣非净利润 188 元/吨.....	8
3、 板块资产负债率稳定，PB 仅为 0.84 倍 .....	9
4、 2019H1 经营净现金流和 FCF 显著下降.....	11
5、 钢铁板块盈利回归理性，仍待中期逻辑利好支撑估值修复.....	12
6、 风险提示.....	14

# 1、2019H1 钢铁板块盈利回归理性，2019Q2 环比短暂复苏

## 1.1、2019H1 盈利显著收缩，净利同比下降 40%

2019 年上半年，钢铁行业呈现供给端相对宽松，需求端表现平淡，钢铁行业景气度整体偏弱，叠加矿价大幅上涨，钢铁行业盈利水平显著收缩。

2019 年上半年，A 股 26 家上市钢企合计营业收入 7105 亿元，同比增长 2.6%。

2019 年上半年，A 股 26 家上市钢企合计归母净利润 292 亿元，同比下降 39.7%；合计扣非净利润 281 亿元，同比下降 39.1%。这反映了钢铁行业盈利水平显著下行。

表 1：上市钢企 2019 上半年营收与盈利情况（亿元）

名称	营业收入	归母净利润	同比	扣非净利	PE	ROE	ROIC
宝钢股份	1,410.87	61.87	-38%	62.48	7.3	3.6%	2.9%
华菱钢铁	484.41	22.37	-35%	23.04	3.0	11.3%	7.0%
三钢闽光	189.20	21.73	-33%	21.19	3.6	12.6%	11.0%
南钢股份	240.95	18.41	-20%	16.88	4.1	11.5%	8.5%
新钢股份	263.76	18.39	-15%	17.60	2.5	9.1%	7.3%
鞍钢股份	510.74	14.25	-59%	13.67	4.8	2.8%	2.6%
柳钢股份	228.78	12.65	-38%	12.44	3.4	12.3%	7.9%
河钢股份	623.94	11.68	-36%	11.49	9.1	2.1%	2.2%
太钢不锈	347.06	11.66	-59%	11.34	6.5	3.8%	2.9%
马钢股份	370.27	11.45	-67%	8.41	5.6	4.2%	3.1%
方大特钢	82.53	10.55	-19%	10.07	4.5	18.0%	15.0%
包钢股份	303.09	10.41	-26%	10.27	23.2	1.9%	2.3%
韶钢松山	137.88	10.07	-43%	9.23	3.5	14.0%	10.4%
首钢股份	327.84	10.02	-30%	9.97	9.2	3.8%	2.3%
酒钢宏兴	227.67	7.69	32%	7.59	9.2	6.8%	3.9%
杭钢股份	124.82	7.13	-38%	6.80	9.1	3.7%	3.3%
重庆钢铁	114.84	6.16	-19%	5.89	9.8	3.2%	3.5%
山东钢铁	323.55	5.77	-66%	5.52	16.2	2.8%	2.2%
本钢板材	241.03	4.53	-40%	4.61	19.8	2.3%	2.3%
凌钢股份	106.34	3.80	-49%	3.86	9.4	4.9%	3.7%
大冶特钢	63.86	2.94	15%	2.91	11.8	6.8%	5.6%
沙钢股份	62.35	2.85	-56%	2.23	21.2	6.0%	7.6%
安阳钢铁	148.88	2.51	-75%	2.31	6.3	2.5%	2.7%
抚顺特钢	30.82	1.26	扭亏为盈	1.19	2.0	2.9%	2.3%
八一钢铁	95.42	1.24	-43%	1.20	8.2	3.0%	2.4%
西宁特钢	43.88	0.58	365%	-0.89	-	5.0%	2.1%
<b>合计</b>	<b>7,104.80</b>	<b>291.98</b>	<b>-40%</b>	<b>281.31</b>	<b>6.8</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.8%</b>

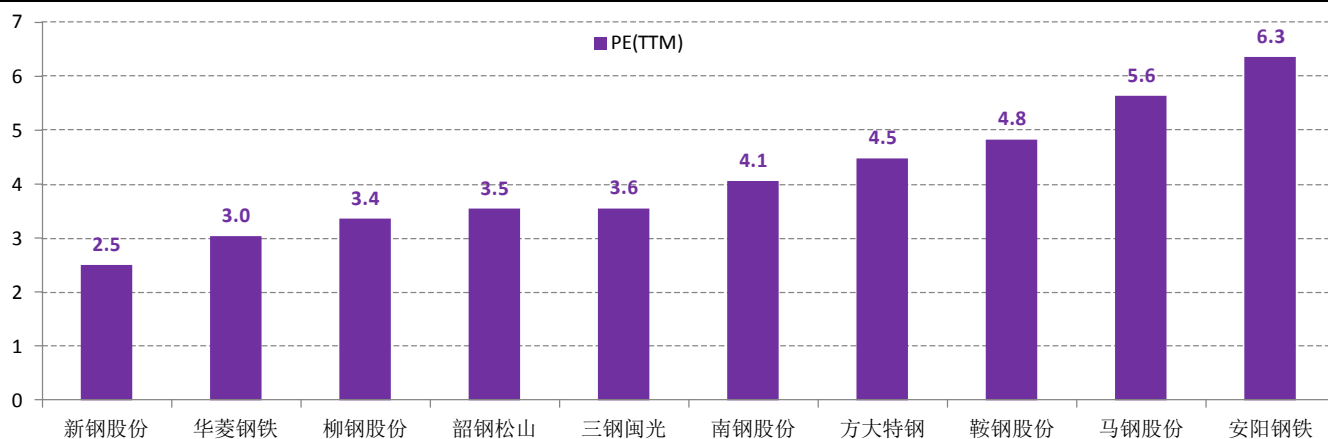
资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所（参照 2019 年 9 月 2 日收盘价）

从公司来看，2019H1 宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光的归母净利润位列前三；仅有大冶特钢、酒钢宏兴、西宁特钢的归母净利润同比增长。

2019H1 上市钢企平均毛利率为 11.6%，同比下降 3.9 个百分点；平均净利率为 4.1%，同比下降 2.9 个百分点。其中，方大特钢、三钢闽光的毛利率和净利率均名列前茅。

以 2019 年 9 月 2 日收盘价计算，26 家上市钢企总市值为 5371 亿元，板块 PE (TTM) 为 6.8 倍，其中 PE (TTM) 最低的是新钢股份 (3.2 倍)、华菱钢铁 (3.4 倍)、韶钢松山 (3.8 倍)、柳钢股份 (3.8 倍)。

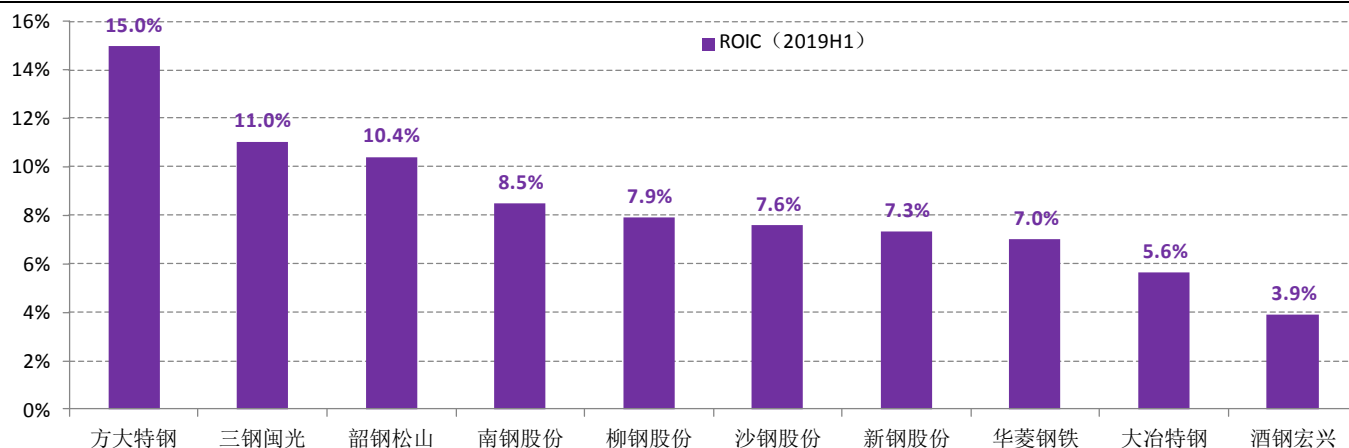
图 1: PE (TTM) 最低的 10 家上市钢企 (参照 2019 年 9 月 2 日收盘价)



资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所

2019H1 上市钢企加权平均 ROE 为 4.6%，其中方大特钢最高 (18%)；加权平均 ROIC 为 3.8%，其中方大特钢最高 (15%)。

图 2: 2019 上半年 ROIC 最高的 10 家上市钢企



资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所

## 1.2、2019Q2 扣非净利环比增长 67%，盈利短期复苏

2019Q2，受需求回暖的影响，钢铁行业景气度短期有所复苏，钢铁行业盈利水平环比有所增长。

2019Q2 单季度，26 家上市钢企合计营业收入 3781 亿元，环比增长 13.8%，同比增长 0.8%；

合计归母净利润 184 亿元，环比增长 70%，同比下降 34%；

合计扣非净利润 176 亿元，环比增长 67%，同比下降 32%；

单季度加权平均 ROE 为 2.9%，其中方大特钢最高（10%）。

从公司来看，2019Q2 归母净利润最高的上市钢企是宝钢股份、三钢闽光、华菱钢铁。

表 2：上市钢企 2019Q2 单季度营收与利润数据（亿元）

名称	营业收入	归母净利润	环比	同比	扣非净利	环比	同比	单季 ROE
宝钢股份	756.10	34.61	27.0%	-30.6%	34.65	24.5%	-23.5%	2.0%
三钢闽光	105.73	12.11	25.9%	-46.6%	11.69	23.1%	-18.8%	7.0%
华菱钢铁	247.09	11.45	4.8%	-39.9%	12.02	9.1%	-36.4%	5.8%
新钢股份	128.72	10.90	45.4%	-15.5%	10.31	41.5%	-18.3%	5.4%
马钢股份	193.09	10.61	1166.8%	-47.2%	7.85	1302.7%	-52.6%	3.9%
鞍钢股份	266.11	10.08	141.7%	-47.2%	9.75	148.7%	-49.6%	1.9%
南钢股份	122.79	10.04	20.0%	-21.6%	9.14	18.2%	-26.0%	6.3%
柳钢股份	126.17	8.81	129.7%	-11.4%	8.67	129.8%	-12.6%	8.6%
太钢不锈	176.30	8.21	138.2%	-40.3%	8.06	145.4%	-40.6%	2.6%
河钢股份	330.58	7.99	116.1%	-44.9%	7.83	114.6%	-44.8%	1.4%
酒钢宏兴	131.10	7.39	2289.0%	59.8%	7.34	2803.0%	77.4%	6.5%
首钢股份	173.96	7.28	165.4%	-20.9%	7.22	162.9%	-21.1%	2.7%
韶钢松山	71.38	6.02	48.4%	-33.0%	5.08	22.1%	-42.8%	8.4%
方大特钢	43.17	5.85	24.3%	-21.8%	5.60	25.2%	-24.2%	10.0%
包钢股份	168.66	5.54	13.7%	-28.9%	5.53	16.5%	-28.9%	1.0%
重庆钢铁	61.76	4.65	209.3%	13.1%	4.61	259.5%	20.6%	2.4%
山东钢铁	185.12	4.27	183.1%	-59.6%	4.14	198.7%	-61.6%	2.1%
八一钢铁	56.19	3.18	-	345.1%	3.16	-261.4%	359.4%	7.6%
凌钢股份	54.80	3.11	353.9%	-36.9%	3.12	317.4%	-37.0%	4.0%
杭钢股份	59.62	2.75	-37.2%	-57.9%	2.53	-40.8%	-58.3%	1.4%
大冶特钢	33.57	2.08	141.9%	26.0%	2.06	141.9%	24.3%	4.8%
安阳钢铁	92.47	1.94	239.0%	-78.2%	1.87	318.1%	-78.8%	2.0%
沙钢股份	33.30	1.85	84.2%	-52.9%	1.41	72.0%	-54.7%	3.9%
本钢板材	123.41	1.82	-33.1%	-55.3%	2.02	-21.9%	-46.4%	0.9%
抚顺特钢	15.02	0.75	49.0%	-257.8%	0.75	72.3%	-254.0%	1.7%
西宁特钢	25.01	0.42	163.1%	3099.2%	-0.43	-7.4%	1789.6%	3.6%
合计	3,781.21	183.69	69.6%	-33.8%	175.96	67.0%	-31.7%	2.9%

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

### 1.3、期间费用率小幅下降，所得税率与折旧费用增长

2019 上半年, 26 家上市钢企的加权平均期间费用率为 6.0%, 相比 2018 年全年水平下降了 0.4 个百分点, 其中期间费用率最低的上市钢企是新钢股份 (2.19%)、杭钢股份 (2.48%)、沙钢股份 (2.56%)。

2019 上半年, 26 家上市钢企的的加权平均所得税率为 17.56%, 相比 2018 年全年水平增长了 2.55 个百分点, 已有多家上市钢企达到或接近 25% 的标准所得税率水平。

2019 上半年, 26 家上市钢企的总折旧费用为 328 亿元, 同比 2018 年上半年增加了约 16 亿元。

表 3: 上市钢企期间费用率、所得税率、折旧

名称	期间费用率			所得税率			2019H1 折旧 (亿元)	折旧同比变化 (亿元)
	2019H1	2018	2017	2019H1	2018	2017		
新钢股份	2.19%	2.26%	2.45%	13.45%	10.92%	22.66%	5.29	0.15
杭钢股份	2.48%	2.47%	2.24%	24.06%	26.49%	18.03%	5.54	0.18
沙钢股份	2.56%	2.41%	2.40%	23.43%	23.57%	25.32%	1.71	-0.14
凌钢股份	3.12%	3.57%	3.91%	26.65%	27.12%	30.22%	3.00	0.15
韶钢松山	3.22%	4.50%	1.97%	7.88%	0.00%	0.00%	5.05	0.13
柳钢股份	3.65%	2.57%	1.37%	15.00%	14.41%	12.84%	4.42	0.09
三钢闽光	3.79%	3.80%	4.10%	24.31%	25.06%	24.83%	3.41	0.18
重庆钢铁	3.93%	4.71%	14.11%	0.26%	-1.67%	0.00%	3.33	-0.27
山东钢铁	4.52%	3.88%	3.06%	22.11%	4.79%	1.47%	9.84	5.42
南钢股份	4.98%	5.45%	5.55%	18.81%	19.78%	5.94%	8.95	0.68
马钢股份	5.10%	5.00%	4.48%	14.46%	14.33%	12.68%	16.87	-2.22
华菱钢铁	5.43%	6.29%	6.22%	11.54%	7.83%	0.61%	14.96	1.30
大冶特钢	5.71%	6.19%	5.41%	14.78%	15.09%	13.81%	1.00	-0.06
鞍钢股份	5.85%	5.98%	6.30%	22.86%	20.54%	-2.41%	17.49	0.91
抚顺特钢	5.91%	15.02%	16.97%	0.03%	0.00%	-2.54%	0.67	0.25
本钢板材	5.97%	6.84%	6.35%	5.42%	1.70%	16.02%	12.00	0.55
宝钢股份	6.27%	6.83%	5.66%	19.46%	16.31%	15.11%	91.73	2.58
首钢股份	6.73%	7.43%	7.04%	12.38%	-5.45%	7.10%	29.24	0.82
太钢不锈	7.34%	7.54%	7.93%	6.22%	7.97%	0.44%	16.67	-1.08
八一钢铁	7.60%	7.87%	6.07%	6.52%	16.92%	-7.48%	4.03	-0.01
河钢股份	7.89%	9.34%	8.29%	24.45%	19.29%	30.42%	36.87	4.82
酒钢宏兴	7.99%	8.22%	9.35%	1.70%	1.71%	-0.07%	6.64	0.85
安阳钢铁	8.18%	5.98%	7.32%	28.02%	1.65%	0.63%	7.88	0.38
方大特钢	9.23%	10.19%	7.25%	23.00%	23.75%	25.54%	1.92	0.06
包钢股份	10.11%	9.36%	9.13%	27.53%	21.49%	27.44%	17.23	0.42
西宁特钢	13.01%	21.10%	16.69%	12.39%	-1.85%	20.23%	2.18	-0.27
合计	6.00%	6.40%	6.01%	17.56%	15.01%	13.54%	327.90	15.84

资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所



## 2、2019H1 钢产量同比增 6%，吨钢净利下降

### 2.1、上市钢企 2019H1 粗钢产量同比增长 6%

从粗钢产量数据来看，2019 上半年，披露了钢铁产量的 24 家上市钢企合计粗钢产量 1.47 亿吨，同比增长 6%。

大部分上市钢企的钢铁产能并无增长，而是通过技改、优化设备与劳动效率等方式实现粗钢产量增长，这反映钢铁行业持续存在供给弹性，

具体来看，2019H1 粗钢产量最高的上市钢企是宝钢股份、河钢股份、鞍钢股份；2019H1 粗钢产量同比增幅最大的上市钢企是山东钢铁、韶钢松山、本钢板材；仅有方大特钢、马钢股份、杭钢股份粗钢产量同比下降。

2019H1 上述上市钢企粗钢产量占全国粗钢产量的比重为 29.9%，同比下降 0.8 个百分点，这说明上市钢企的钢铁产量增速低于非上市钢企，在增产方面相对更为克制。

表 4：上市钢企粗钢产量（万吨）

上市钢企	2019H1 粗钢产量（万吨）	2018H1 粗钢产量（万吨）	19H1/18H1 同比
宝钢股份	2429	2396	1.4%
河钢股份	1403	1221	14.9%
鞍钢股份	1370	1306	4.9%
华菱钢铁	990	880	12.5%
马钢股份	948	999	-5.1%
首钢股份	833	750	11.0%
包钢股份	752	747	0.7%
柳钢股份	650	637	2.0%
山东钢铁	626	501	24.9%
太钢不锈	539	536	0.6%
三钢闽光	511	493	3.6%
南钢股份	503	473	6.4%
本钢板材	487	414	17.6%
新钢股份	453	440	3.0%
酒钢宏兴	370	370	0.0%
韶钢松山	364	300	21.5%
重庆钢铁	325	310	4.9%
凌钢股份	292	269	8.4%
八一钢铁	263	234	12.3%
杭钢股份	218	226	-3.3%
方大特钢	196	208	-5.7%
西宁特钢	83	71	17.0%
大冶特钢	64	58	9.5%
抚顺特钢	32	32	0.0%
<b>上市钢企合计</b>	<b>14700</b>	<b>13873</b>	<b>6.0%</b>
全国粗钢产量	49217	45116	9.1%
上市钢企占比	29.9%	30.7%	-0.8pct

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

## 2.2、2019H1 钢铁板块吨钢扣非净利润 188 元/吨

2019 上半年，上市钢企的加权平均吨钢营收为 4689 元/吨，其中最高的是大冶特钢（10034 元/吨）、抚顺特钢（9617 元/吨）、太钢不锈（6435 元/吨），表明特钢或不锈钢企业的产品平均售价较高。

表 5：上市钢企吨钢财务数据

上市公司	粗钢产量 (万吨)	吨钢营收 (元/吨)	吨钢毛利 (元/吨)	吨钢扣非净利 (万吨)	半年度吨钢市值 (万吨)
方大特钢	196	4206	1106	513	6117
大冶特钢	64	10034	1179	458	10203
三钢闽光	511	3701	712	414	3783
新钢股份	453	5823	616	389	3090
抚顺特钢	32	9617	1052	370	17721
南钢股份	503	4790	742	335	2869
杭钢股份	218	5722	530	312	6223
宝钢股份	2429	5809	641	257	5329
韶钢松山	364	3788	412	254	2486
华菱钢铁	990	4895	667	233	1711
太钢不锈	539	6435	776	210	3961
酒钢宏兴	370	6161	745	205	3187
柳钢股份	650	3522	361	191	1981
重庆钢铁	325	3533	351	181	4937
包钢股份	752	4030	626	137	9092
凌钢股份	292	3643	321	132	2677
首钢股份	833	3936	458	120	2184
鞍钢股份	1370	3729	373	100	2074
本钢板材	487	4947	418	95	2974
马钢股份	948	3906	354	89	2173
山东钢铁	626	5169	406	88	2605
河钢股份	1403	4447	498	82	1938
八一钢铁	263	3624	332	46	1892
西宁特钢	83	5277	708	-107	4349
<b>合计</b>	<b>14700</b>	<b>4689</b>	<b>542</b>	<b>188</b>	<b>3489</b>

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所（吨钢市值参照 2019 年 9 月 2 日收盘价）

2019 上半年，上市钢企的加权平均吨钢毛利为 542 元/吨，其中最高的是大冶特钢、方大特钢、抚顺特钢。

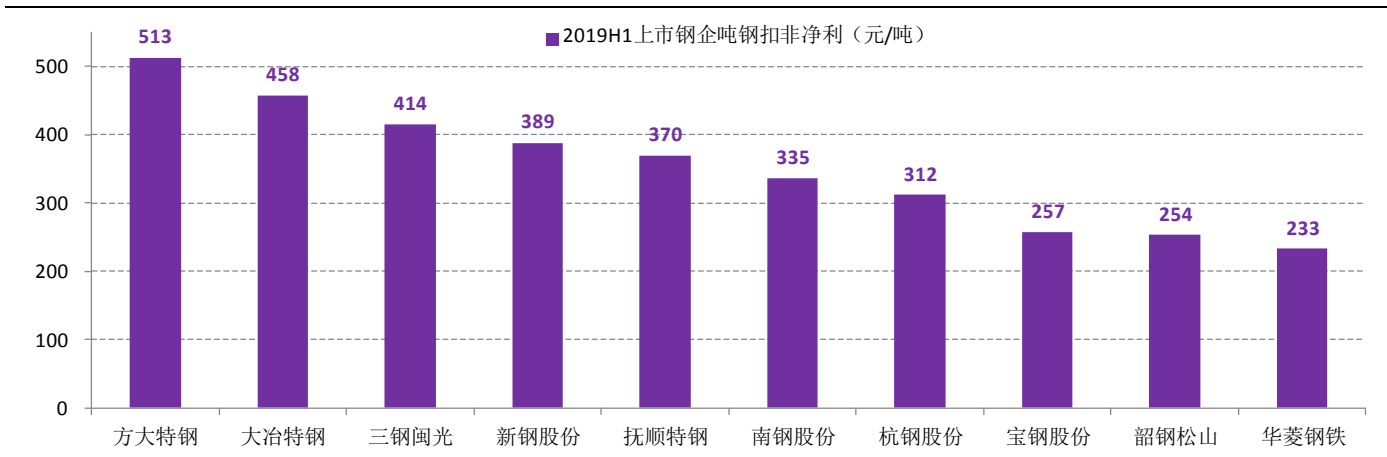
2019 上半年，上市钢企的加权平均吨钢扣非净利润为 188 元/吨，同比下降 134 元/吨，降幅为 41.6%；

其中 2019H1 吨钢扣非净利最高的上市钢企是方大特钢（513 元/吨）、大冶特钢（458 元/吨）、三钢闽光（414 元/吨）。



在钢铁行业景气度整体下行的背景下，吨钢净利水平较高的钢企，往往具备较强的成本控制能力，或较高的技术含量和产品附加值，筑造盈利的护城河。

图 3：2019 上半年吨钢扣非净利润最高的 10 家上市钢企（元/吨）



资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

以 2019 上半年粗钢产量计算，参考 2019 年 9 月 2 日收盘价，当前上市钢企平均半年度吨钢市值为 3489 元/吨，其中吨钢市值最低的上市钢企分别为华菱钢铁、八一钢铁、河钢股份。

### 3、板块资产负债率稳定，PB 仅为 0.84 倍

截止 2019 年 6 月 30 日，26 家上市钢企加权平均资产负债率为 58%，相比年初保持稳定；此前，中钢协提出到 2020 年争取把我国钢铁行业资产负债率降至 60%，目前上市钢企已经整体达到目标。

截止 2019 年 6 月 30 日，26 家上市钢企的合计归母净资产 6397 亿元，相比年初增长 40 亿元，增速较前期有所放缓。

目前钢铁板块资产负债表已逐步夯实，再考虑到盈利下滑，我们预计后期将呈现较为稳定的状态。

其中，资产负债率最低的上市钢企分别是重庆钢铁（28%）、杭钢股份（29%）、三钢闽光（35%）；资产负债率最高的上市钢企分别是西宁特钢（92%）、八一钢铁（78%）、河钢股份（72%）

以 2019H1 期末归母净资产计算，参照 2019 年 9 月 2 日收盘价，目前钢铁板块的市净率 PB 近为 0.84 倍，钢铁板块整体估值水平偏低。

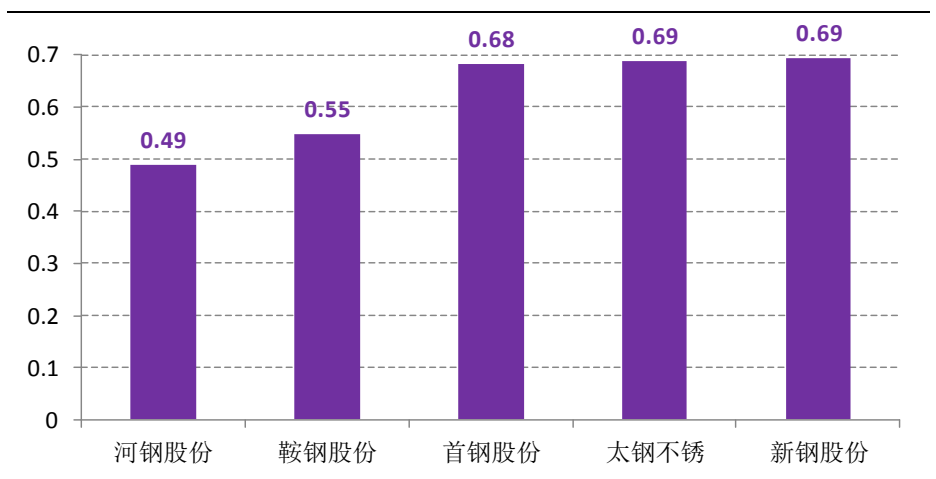
其中，PB（2019H1）最低的上市钢企分别是河钢股份（0.49 倍）、鞍钢股份（0.55 倍）、首钢股份（0.68 倍）、太钢不锈（0.69 倍）、新钢股份（0.69 倍）。

表 6: 上市钢企资产负债率及 PB (按 2019H1 资产负债率排名)

公司名称	归母净资产 (亿元)	资产负债率			PB
		2019H1	2018	2017	
重庆钢铁	191	28%	31%	33%	0.84
杭钢股份	193	29%	28%	32%	0.70
三钢闽光	172	35%	35%	37%	1.12
沙钢股份	47	38%	35%	36%	3.65
鞍钢股份	518	42%	42%	44%	0.55
大冶特钢	43	44%	43%	39%	1.49
宝钢股份	1,715	46%	44%	50%	0.75
抚顺特钢	43	48%	47%	112%	1.32
新钢股份	202	51%	53%	58%	0.69
南钢股份	160	52%	52%	59%	0.90
凌钢股份	77	54%	53%	57%	1.02
太钢不锈	310	55%	57%	63%	0.69
韶钢松山	72	55%	62%	79%	1.26
柳钢股份	103	58%	58%	69%	1.25
山东钢铁	208	59%	59%	55%	0.79
方大特钢	58	60%	30%	40%	2.05
华菱钢铁	198	60%	65%	81%	0.86
马钢股份	269	63%	58%	62%	0.76
包钢股份	537	63%	65%	66%	1.27
本钢板材	194	68%	67%	76%	0.75
酒钢宏兴	113	70%	73%	76%	1.04
首钢股份	267	72%	73%	73%	0.68
安阳钢铁	99	72%	74%	80%	0.70
河钢股份	555	72%	72%	75%	0.49
八一钢铁	42	78%	79%	82%	1.20
西宁特钢	12	92%	93%	85%	3.11
合计	6397	58%	58%	62%	0.84

资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所 (按 2019 年 9 月 2 日收盘价计算)

图 4: PB (2019H1) 最低的 5 家上市钢企 (参照 2019.8.30 收盘价)



资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所

## 4、2019H1 经营净现金流和 FCF 显著下降

2019 上半年，26 家上市钢企合计经营净现金流为 369 亿元，同比下降 43.7%，铁矿石原材料价格暴涨，钢铁行业盈利水平下降，导致上市钢企的现金流显著下降。

其中，2019 上半年经营净现金流最高的上市钢企分别是宝钢股份（94 亿元）、河钢股份（41 亿元）、安钢股份（38 亿元）、马钢股份（30 亿元）、柳钢股份（28 亿元）。

表 7：上市钢企经营净现金流、资本开支、自由现金流 FCF（亿元）

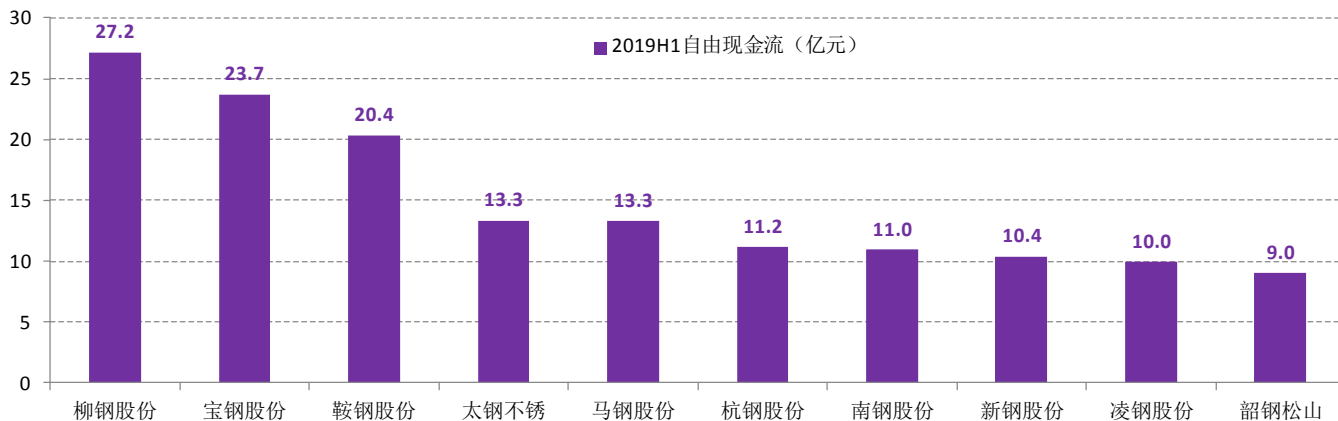
名称	经营净现金流	同比	资本开支	同比	自由现金流	同比
宝钢股份	94.37	-51.5%	70.66	26.6%	23.72	-82.9%
河钢股份	40.76	-6.0%	48.38	72.5%	-7.61	-149.6%
鞍钢股份	37.65	97.4%	17.27	59.6%	20.38	147.0%
马钢股份	29.73	-28.9%	16.42	42.3%	13.31	-56.0%
柳钢股份	27.34	1772%	0.18	16.6%	27.17	1973.4%
太钢不锈	18.70	-34.0%	5.36	82.9%	13.35	-47.4%
三钢闽光	15.85	-29.1%	13.82	294%	2.03	-89.2%
杭钢股份	15.09	-25.6%	3.92	25.8%	11.17	-35.0%
南钢股份	13.04	-19.9%	2.08	-40.3%	10.96	-14.3%
酒钢宏兴	12.83	-1.0%	3.90	26.8%	8.94	-9.6%
韶钢松山	12.69	-36.4%	3.68	-54.8%	9.01	-23.7%
新钢股份	11.71	-45.6%	1.30	-79.1%	10.41	-32.0%
首钢股份	11.27	-80.9%	43.22	15.3%	-31.95	-248.7%
凌钢股份	10.13	78.3%	0.15	-57.3%	9.97	87.4%
本钢板材	9.85	34.8%	5.45	-19.9%	4.40	777.8%
方大特钢	5.91	-37.1%	0.76	19.0%	5.16	-41.2%
安阳钢铁	3.70	-87.4%	2.99	3.6%	0.71	-97.3%
西宁特钢	3.16	1442%	0.31	39.6%	2.86	-
抚顺特钢	1.72	9034%	0.33	-63.3%	1.39	-
大冶特钢	1.20	-67.1%	0.28	4.3%	0.92	-72.7%
重庆钢铁	0.88	-	0.37	1286%	0.51	-
华菱钢铁	-0.54	-100.9%	10.93	8.0%	-11.47	-122.4%
沙钢股份	-0.61	-105.1%	1.16	-64.0%	-1.77	-120.3%
包钢股份	-1.79	-109.5%	10.59	26.2%	-12.38	-217.6%
山东钢铁	-1.99	-117.4%	31.80	2.8%	-33.79	-
八一钢铁	-3.68	-146.5%	0.09	-97.0%	-3.77	-178.0%
合计	<b>369.00</b>	<b>-43.7%</b>	<b>295.39</b>	<b>22.0%</b>	<b>73.61</b>	<b>-82.2%</b>

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

2019 上半年，26 家上市钢企合计资本开支 295.39 亿元，同比增长 22%，我们分析主要因为购置环保设备等因素，其中资本开支最高的上市钢企分别是宝钢股份（71 亿元）、河钢股份（48 亿元）、首钢股份（43 亿元）。

2019 上半年，26 家上市钢企合计自由现金流（FCF）为 73.61 亿元，同比下降 82.2%，主要是由于经营现金流显著减少，而资本开支仍然有所增长，导致钢企自由现金流不佳；其中自由现金流最多的上市钢企分别为柳钢股份（27 亿元）、宝钢股份（24 亿元）、鞍钢股份（20 亿元）。

图 5：2019 年上半年上市钢企自由现金流 FCF（亿元）



资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

## 5、钢铁板块盈利回归理性，仍待中期逻辑利好支撑估值修复

从钢铁供给角度来看，上市钢企 2019 上半年粗钢产量同比增长 6%，这表明钢铁行业仍存在供给弹性，主要来自产能置换、生产技术改进、短流程钢产量增加等。

从钢铁需求角度来看，我国已逐渐步入后工业化时代，房地产行业将面临较为严厉的调控政策，汽车等工业行业已进入产量负增长阶段，预计未来钢铁需求难以出现快速增长。

从成本角度来看，受海外供给收缩影响，2019 年铁矿石价格同比大幅增长，近期虽有震荡下行，但预计难以回落到此前低位水平，未来中短期内将在中高位水平震荡运行。

综上，我们预计钢铁行业景气度将呈现下行趋势，2019 年上半年上市钢企净利润已同比大幅回调，逐步回归理性区间；现金流水平也显著下降。

从资产质量角度来看，目前上市钢企的资产负债表已经充分夯实，2019 年以来上市钢企加权资产负债率已经稳定在 58% 左右，净资产仍在增长。目前钢铁板块的 PB（2019H1）仅为 0.84 倍。

从钢铁板块估值水平来看，尽管钢铁行业盈利下滑，但由于钢铁板块股价走势偏弱，目前钢铁板块 PE 绝对估值水平以及 PE 相对估值水平（即钢铁 PE/全行业综合 PE）均处于 2000 年以来的最低水平附近。

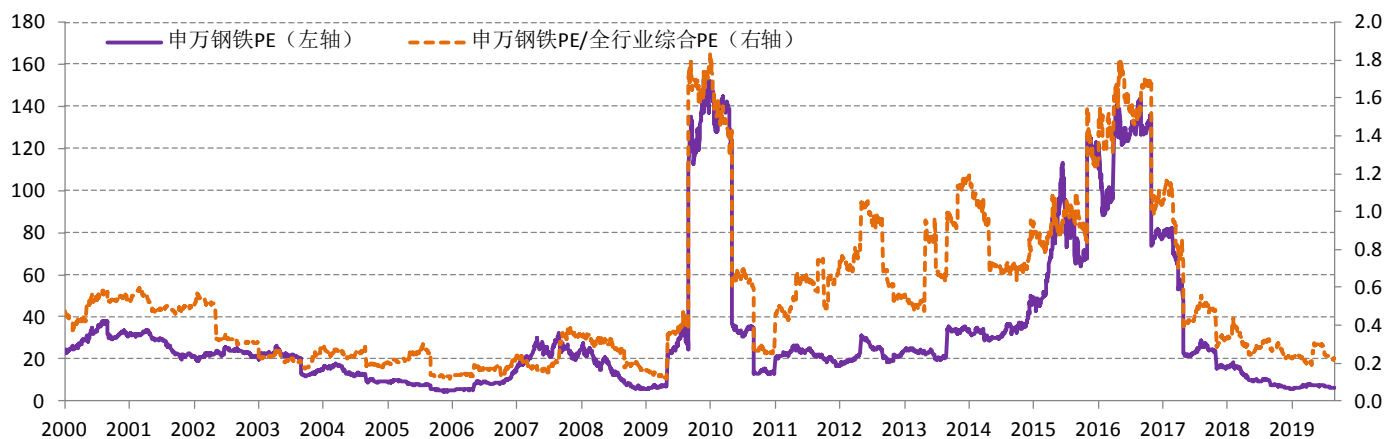
目前钢铁板块 PB 绝对估值水平处于历史最低水平附近，PB 相对估值水平（即钢铁 PB/全行业综合 PB）则处于历史中位水平附近。

综上，钢铁板块的估值水平整体处于偏低水平。

我们认为，长期来看钢铁板块的大趋势是盈利回归合理区间，因此难有趋势性的长期投资机会；中期来看，钢铁板块需等待在供给端（例如环保限产或查处违规产能）、需求端（例如针对地产等下游行业的利好调控政策）、成本端（例如针对矿价过快上涨的调控政策）出现政策性的中期利好逻辑，以支撑板块估值阶段性修复。

我们维持钢铁行业“增持”评级。

图 6：钢铁板块 PE 估值水平



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 7：钢铁板块 PB 估值水平



资料来源：Wind、光大证券研究所

在钢铁行业长期景气趋势向下的背景下，我们建议关注具备以下优势的个股：（1）产品具备高附加值，可以抵御行业下行周期；（2）具备低成本、高盈利、高分红、低估值等优势。

综上，我们建议重点关注大冶特钢、方大特钢。这两家公司 2019H1 毛利率、净利率、ROE、ROIC、吨钢净利等指标均在钢铁板块中排名前列，体现了公司具备较强的盈利能力。

## 6、风险提示

(1) 钢价波动风险。钢铁行业下游需求不振，或供给端增量超预期，均有可能使钢价波动下行，影响钢企盈利。

(2) 铁矿石等原材料价格波动风险。若铁矿石等原材料供给偏紧，可能导致价格波动，增加钢企成本。

(3) 公司生产安全风险及经营不善风险等。

(4) 大盘波动风险等。



## 行业及公司评级体系

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

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

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

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

## 特别声明

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

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

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