

钢铁 II

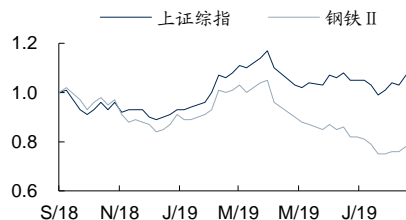
2019 年 9 月投资策略暨半年报业绩总结

中性

(维持评级)

2019 年 09 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(9月9日-9月15日): 钢材消费超预期, 钢厂盈利持续改善》——2019-09-16
 《钢铁行业周报(9月2日-9月8日): 金九银十, 降库提速》——2019-09-09
 《钢铁行业周报(8月26日-9月1日): 传统旺季临近, 盈利阶段筑底》——2019-09-02
 《钢铁行业周报(8月19日-8月25日): 库存高位下降, 钢价弱势震荡》——2019-08-26
 《钢铁行业周报(8月12日-8月18日): 钢厂减产增加, 库存下降来迟》——2019-08-19

证券分析师: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

行业投资策略

三重利好共振, 促行业盈利筑底回升

● 废钢用量调节钢材产量

8月, 唐山、邯郸等地高炉限产持续, 但力度较7月略有放松, 9月, 限产安排进一步减弱, 政策对于钢材产量的影响不断弱化。但在行业亏损面积增大的背景下, 长流程企业检修意愿增加, 短流程亏损企业主动停产, 使得全市场钢材产量自发下降, 市场化调节作用显现。我们认为, 市场能够对于钢材产量进行有效调节的先决条件是短流程成本高于长流程钢厂。当前时点, 行业盈利回暖, 要警惕产量再度上涨。

● 逆周期调节逐步发力

当前, 钢材消费保持旺盛, 产量虽高, 但库存也在持续下行。从短期来看, 金九银十, 行业进入消费旺季, 阶段性加速去库过程, 支撑钢价走势偏强震荡。但从中期看, 在地产政策严控的模式下, 土地购置面积大幅回落, 地产新开工增速或逐步下降, 而基建投资受到资金制约, 增量相对有限, 钢材消费仍存回落预期。

● 成本下降, 钢厂盈利筑底回升

8月, 四大矿山发货量基本恢复正常, 铁矿石供需稳定, 港口库存止降回升, 铁矿石价格大幅回落。随着原料价格的回落, 钢材价格也有所下降, 但降幅远小于成本端。9月, 钢材消费旺盛, 需求带动下, 钢价反弹, 行业盈利筑底回升。

● 上半年业绩总结: 盈利回归, 业绩分化

上半年, 申万钢铁板块 32 家企业合计实现归母净利润 310.72 亿元, 同比下降 38.20%。业绩下降主要受到铁矿石价格上涨的不利影响。分品种看, 特钢和普钢企业利润情况明显分化, 特钢强, 普钢弱。从普钢看, 钢价延续了长强板弱的格局, 主要原因在于需求端结构分化。

● 多重利好, 关注板块估值修复机会

近期, 钢铁行业迎来三重利好。一是, 金九银十, 钢铁行业迎来消费旺季; 二是, 电炉亏损面抬升, 钢材产量下降; 三是, 四大矿山发货量影响消退, 铁矿石价格回落。三季度, 因为原料库存的原因, 部分钢企尚需继续消化前期高原料价格的不利影响, 但在三重利好下, 钢铁行业盈利筑底回升。当前, 降准落地, 逆周期调节逐步发力, 行业盈利又见好转, 钢铁板块存在估值修复机会。建议关注行业龙头宝钢股份、特钢龙头大冶特钢、盈利稳健而估值低的三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份。

● 风险提示

行业需求端出现超预期下滑; 限产不及预期。

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	6.30	140,329	0.63	0.70	10.0	9.0
000708	大冶特钢	买入	16.66	7,487	1.15	1.28	14.5	13.0
002110	三钢闽光	增持	8.72	21,378	1.77	1.97	4.9	4.4
000932	华菱钢铁	增持	4.45	18,787	1.42	1.47	3.1	3.0
600782	新钢股份	增持	4.86	15,497	0.93	1.00	5.2	4.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

8月板块及个股表现.....	4
废钢用量调节钢材产量.....	6
逆周期调节逐步发力.....	8
资金制约基建投资.....	8
政策限制地产投资.....	11
消费旺盛，库存加速下降.....	13
成本下降，钢厂盈利筑底回升.....	14
上半年业绩总结：盈利回归，业绩分化.....	16
原料价高，盈利回归.....	16
普钢、特钢业绩分化.....	16
深入挖潜，三费降低.....	17
多重利好，关注板块估值修复机会.....	18
风险提示.....	19
国信证券投资评级.....	21
分析师承诺.....	21
风险提示.....	21
证券投资咨询业务的说明.....	21

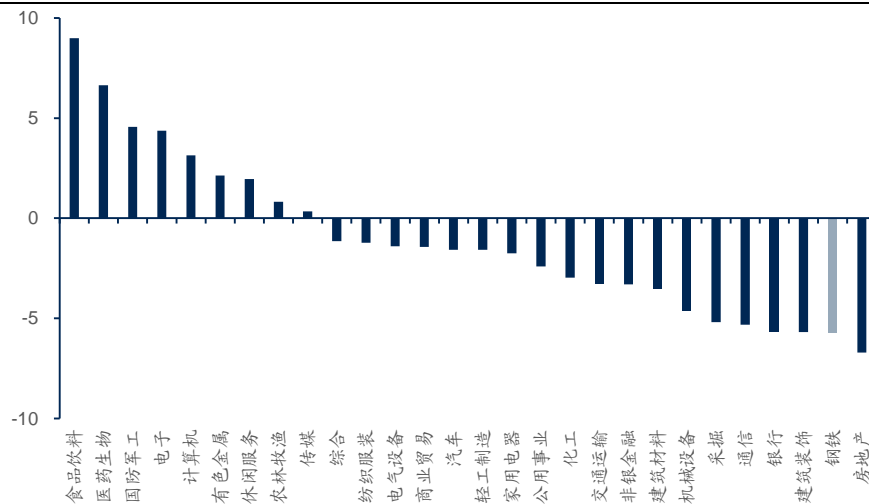
图表目录

图 1: 8 月申万一级行业涨跌幅 (%)	4
图 2: 钢铁股 8 月涨跌幅 (%)	4
图 3: 高炉开工率情况 (%)	6
图 4: 五大品种钢材产量 (万吨)	6
图 5: 废钢及铁矿石价格情况 (元/吨)	7
图 6: 电炉开工率及产能利用率 (%)	7
图 7: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	7
图 8: 147 家钢厂废钢日耗 (万吨)	7
图 9: 钢铁企业盈利面 (%)	8
图 10: 基础设施建设投资累计同比 (%)	9
图 11: 基础设施建设投资累计同比 (%)	9
图 12: 资金来源占比 (%)	10
图 13: 地方本级政府性基金收入情况 (万亿, %)	10
图 14: 地方专项债情况 (万亿)	10
图 15: 城投债发行情况 (万亿)	11
图 16: PPP 项目投资情况 (万亿, %)	11
图 17: 房屋新开工面积当月值 (万平方米)	12
图 18: 房屋新开工面积当月同比 (%)	12
图 19: 商品房销售面积当月值 (万平方米)	12
图 20: 商品房销售面积当月同比 (%)	12
图 21: 土地购置面积累积同比 (%)	12
图 22: 房屋施工面积累积同比 (%)	12
图 23: 五大钢材社会库存 (万吨)	13
图 24: 五大钢材厂内库存 (万吨)	13
图 25: 螺纹钢社会库存 (万吨)	13
图 26: 螺纹钢厂内库存 (万吨)	13
图 27: 热轧卷社会库存 (万吨)	14
图 28: 热轧卷厂内库存 (万吨)	14
图 29: 港口铁矿石库存 (万吨)	14
图 30: 铁矿石日均疏港量 (万吨)	14
图 31: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)	15
图 32: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)	15
图 33: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨)	15
图 34: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨)	15
图 35: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)	16
图 36: 国内港口进口矿价格 (元/湿吨)	16
图 37: 一级冶金焦价格走势 (元/吨)	16
图 38: 废钢价格走势 (元/吨)	16
表 1: 策略组合各月收益情况 (%)	5
表 2: 政治局会议针对房地产领域的表述	11
表 3: 原料月度均价	15
表 4: 上海钢材月度均价 (元/吨)	15
表 5: 钢铁企业归母净利润及估值情况 (亿元)	17
表 6: 钢铁企业三费情况 (亿元)	18
表 7: 钢铁企业估值情况	19

8 月板块及个股表现

进入 8 月，随着铁矿石供需缺口边际缩减，港口库存止降，铁矿石价格加速下跌。铁矿降价打破了前期钢价的成本支撑，钢价也随之大幅下跌。因原料库存的原因，钢企需继续消化前期高原料价格的不利影响，行业盈利面恶化。受此影响，8 月首周，钢铁板块再度下挫。8 月中万钢铁指数下跌 5.72%，跑输上证综指 4.14 个百分点。1-8 月，申万钢铁指数下跌 4.60%，与大盘差距进一步拉大，跑输上证综指 20.51 个百分点。

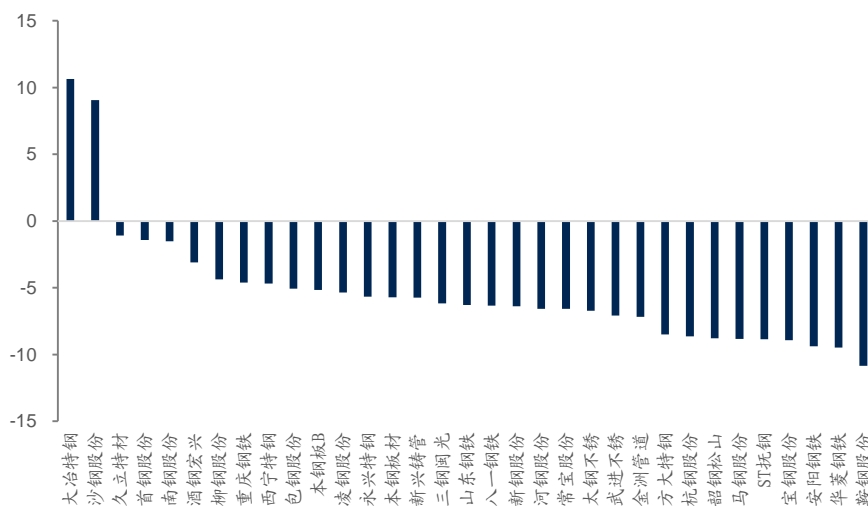
图 1：8 月申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从个股视角来看，申万钢铁板块 8 月仅有大冶特钢、沙钢股份两只标的上涨，其余 31 只呈现不同程度的下滑。

图 2：钢铁股 8 月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们在 8 月策略报告中推荐关注两条投资主线，一是随着中报季披露，盈利稳健的企业或表现占优；二是随着卷螺差的修复，前期被压制的板材企业业绩或逐步好转，标的包括大冶特钢、宝钢股份、三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份，整体表现略好于申万钢铁指数。

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		
2019 年 7 月	大冶特钢	2.83	-6.89	-5.28
	方大特钢	-7.36		
	三钢闽光	-9.57		
2019 年 8 月	大冶特钢	10.64	-5.72	-1.58
	三钢闽光	-6.18		
	新钢股份	-6.40		
	宝钢股份	-8.93		
	华菱钢铁	-9.48		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

废钢用量调节钢材产量

政策限产弱化。8月，唐山、邯郸等地高炉限产持续，但力度较7月略有放松，政策对于产量的影响有所弱化。可以看到唐山地区高炉开工率由7月12日的54.3%上升至8月9日的61.9%，并持续保持在60%以上水平；同期全国高炉开工率也由66.02%上升至69.48%。9月，唐山限产安排进一步减弱，多数钢厂不涉及高炉，仅针对烧结机展开限产，首钢迁钢则完全不受限产影响。

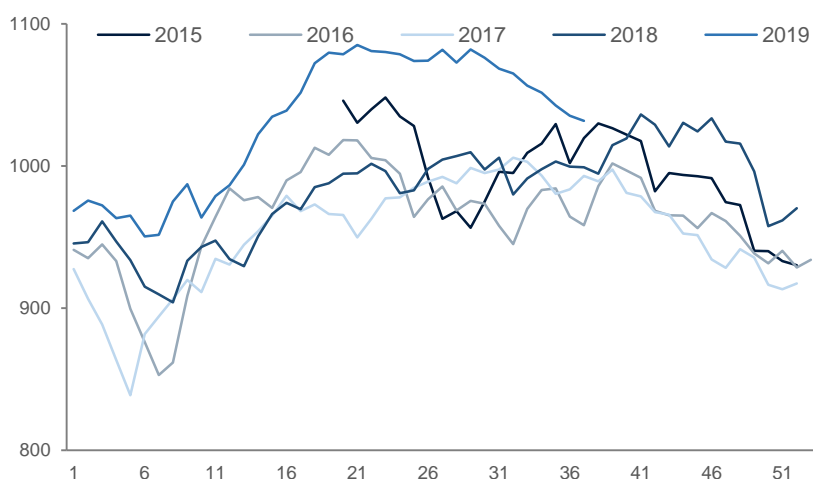
图3: 高炉开工率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

市场调节钢材产量下降。虽然政策影响有所弱化，但在行业亏损面积增大的背景下，长流程企业检修意愿增加，短流程亏损企业主动停产，使得全市场钢材产量自发下降，市场化调节作用显现。截至9月12日，Mysteel统计五大钢材产量合计1031.65万吨，已连续下降8周，较前期高点下降50.34万吨。

图4: 五大品种钢材产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

废钢用量有效调节市场产量。如我们反复强调的，在当前环境下，长流程钢厂尚难出现大幅自主减产。首先大多数钢厂仍保持盈利，无需减产；其次，长流程钢厂停复产成本高，轻易不会停产；另外，钢厂一旦停产往往就要面对银行

贷款偿还的问题，因此即使出现亏损，为了保障现金流，往往也并不会停产。而短流程钢厂则无以上问题，停产灵活。因此，**市场能够对于钢材产量进行有效调节的先决条件是短流程成本高于长流程钢厂**。在钢价下跌时，短流程钢厂亏损停产，市场产量下降，供需改善对钢价形成支撑。反之，若长流程钢厂成本更高，在钢价下跌时，行业供给持续放量，供需关系恶化，钢价可能会加速下跌。

可以看到，今年 1-7 月，铁矿石价格一路攀升，废钢价格则保持窄幅震荡，导致短流程炼钢成本占优，在 5 月钢价向下调整的过程中，电炉开工率保持高位。对比 8 月，铁矿石价格大幅回落，长流程企业炼钢成本占优，随着钢价的快速回落，电炉亏损面积增大，电炉产能利用率由 8 月 2 日的 67.07% 快速下降至 8 月 30 日的 57.37%。短流程主动停产，废钢消耗量下降，钢材产量减少，从供给侧刺激助力钢价止跌。

图 5：废钢及铁矿石价格情况（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：电炉开工率及产能利用率（%）



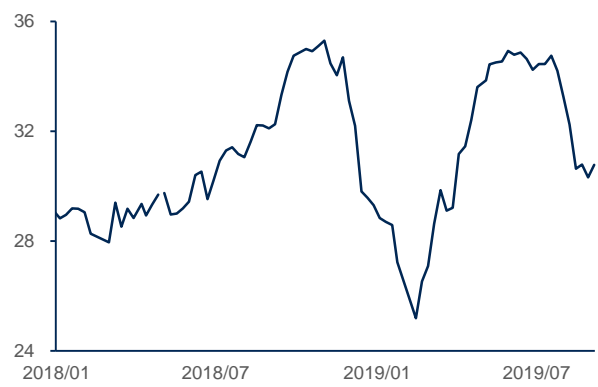
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7：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

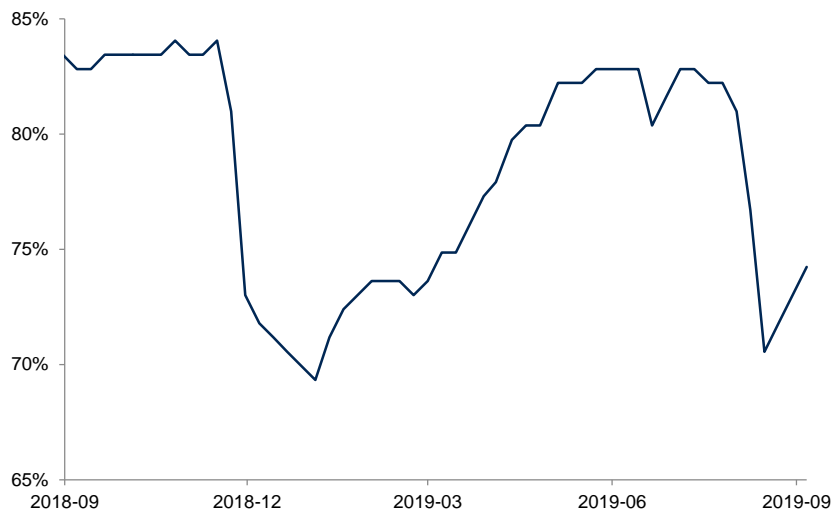
图 8：147 家钢厂废钢日耗（万吨）



资料来源: 富宝资讯, 国信证券经济研究所整理

警惕产量再度上涨。考虑到钢厂库存滞后的影响，随着前期铁矿石价格的下滑，钢厂的原料成本已基本筑底。在钢价回升下，钢铁企业盈利回暖。截至 9 月 6 日，钢铁企业盈利面为 74.2%，较低点上涨 3.6%。长流程检修意愿或再度转弱。同时，进入 9 月，部分省市大工业用电电价调出高峰价格，使得电炉炼钢成本下降，或使短流程钢厂亏损面积缩小。电炉企业开工率或再度上扬。

图 9: 钢铁企业盈利面 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

逆周期调节逐步发力

当前, 钢材消费保持旺盛, 产量虽高, 但高需求下库存也在持续下行。从短期来看, 金九银十, 行业进入消费旺季, 阶段性加速去库过程, 支撑钢价走势偏强震荡。但从中期看, 在地产政策严控的模式下, 土地购置面积大幅回落, 地产新开工增速或逐步下降, 而基建投资受到资金制约, 增量相对有限, 钢材消费仍存回落预期。

资金制约基建投资

政策托底, 但基建增速逐步提升。自 2018 年 7 月政治局会议提出加大基础设施领域补短板以来, 基础设施建设投资增速开始企稳回升。2019 年 6 月, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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, 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。2019 年 9 月, 国务院常务会议提前下达明年专项债部分新增额度并框定重点领域, 确定加快地方政府专项债券发行使用的措施, 带动有效投资支持补短板扩内需。政策导向下, 基建逆周期作用逐步发挥, 但基建增速尚处于低位。截至 8 月, 基础设施建设投资增速为 3.19%, 较去年 9 月的低点增长 2.93 个百分点。

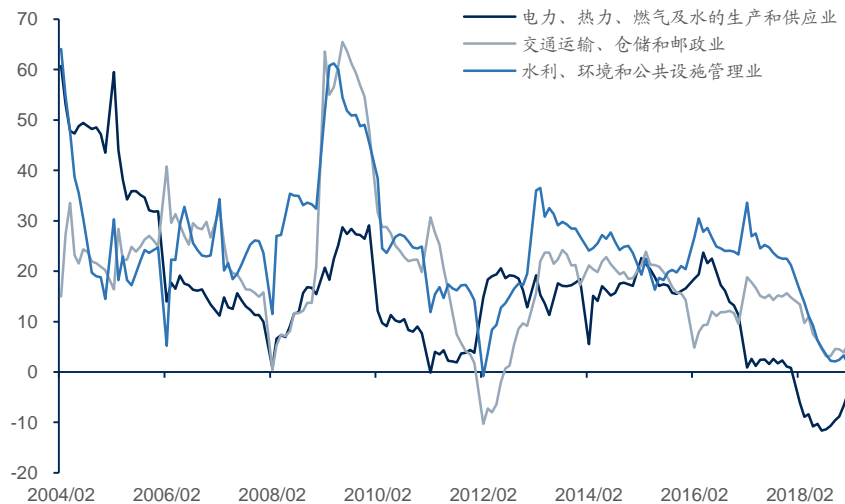
图 10: 基础设施建设投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

交通运输、仓储和邮政业投资相较之下增速最快。我国基础设施建设投资主要集中在三大领域，分别是电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业。当前水利、环境和公共设施管理业在基建投资占比中权重最高，2018 年占到总投资的 48.1%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业分别占比 15.8%和 36.1%。截至 2019 年 7 月，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业累积增速分别为 0.0%、4.6%、2.6%。

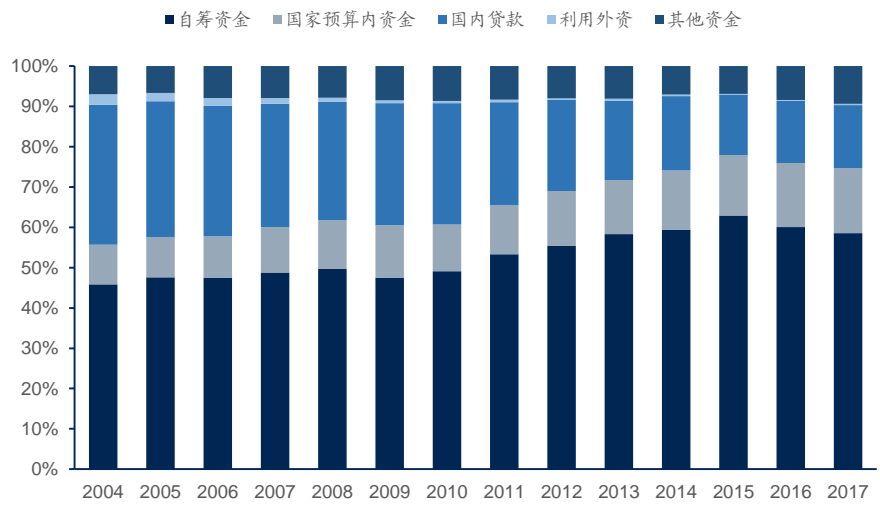
图 11: 基础设施建设投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

自筹资金是基建投资资金的主要来源。基建投资的资金来源主要有自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、利用外资和其他资金。2017 年基建领域合计投资 14.95 万亿元，同比增长 9.7%。近年来各项资金来源占比基本稳定，其中，自筹资金占比最高，2017 年为 8.76 万亿元，占比 58.57%。自筹资金具体包括政府性基金、地方专项债、城投债、铁道债、PPP、非标融资以及其他自筹资金。

图 12: 资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

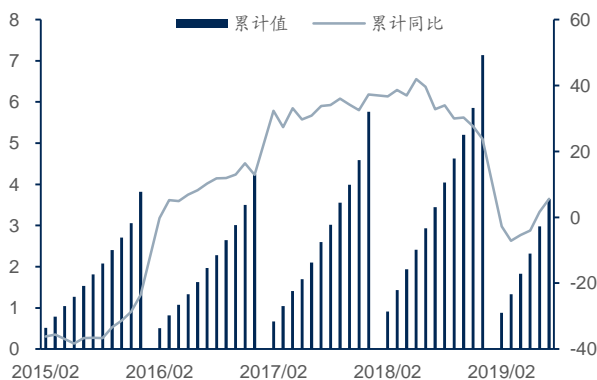
资金制约基建增速。在去杠杆、规范 PPP、非标业务强监管、化解地方政府隐性债务等系列因素的影响下，自筹资金存在较大向下压力，融资成为影响基建投资增速的重要原因。

分项来看，政府性基金收入中国有土地使用权出让收入占比长期超过 80%，在地产严控的背景下，今年地方政府性基金收入增速大幅回落，截至 7 月增速为 5.6%。

地方专项债是资金增量的主要来源，2019 年新增限额增长至 21500 亿元，专项债大幅扩容。9 月，国务院常务会议提前下达明年专项债部分新增额度并框定重点领域，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。但同时土储和棚改也占用了较大额度，截至目前，地方政府土地储备专项债、棚改区改造专项债发行量分别为 6521.95 亿元、6997.89 亿元。

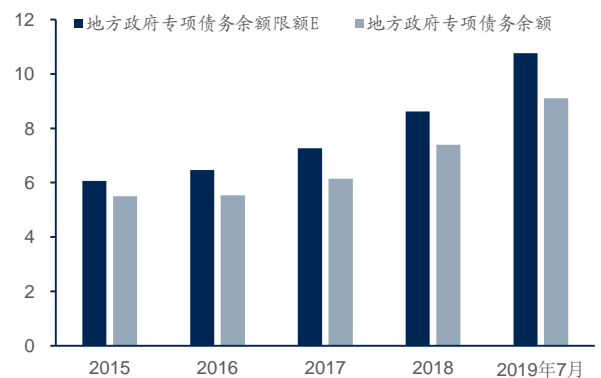
由于地方政府隐性债务监管较严，城投债、PPP 保持低增速。目前，城投债总发行量为 22255.2 亿元，大部分为偿还原有债务，净融资额为 6412.7 亿元；PPP 项目总投资额为 176991.0 亿元，与去年底基本持平。

图 13: 地方本级政府性基金收入情况 (万亿, %)



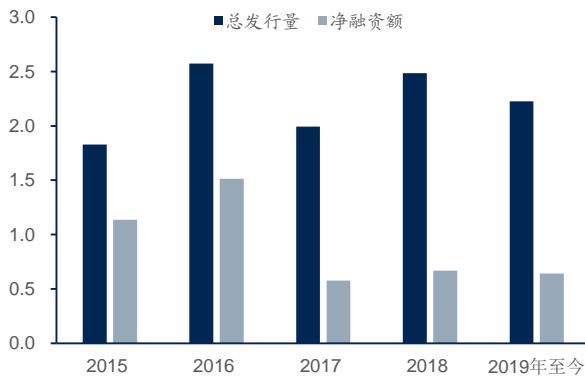
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 地方专项债情况 (万亿)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 城投债发行情况 (万亿)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: PPP 项目投资情况 (万亿, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策限制地产投资

继房地产企业融资收紧后, 7月30日政治局会议明确表示“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段”。8月7日, 银保监会下发信托“64号文”, 加强房地产信托合规管理和风险控制。8月8日银保监会发布《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》, 决定在32个城市展开银行房地产业务专项检查工作。

表 2: 政治局会议针对房地产领域的表述

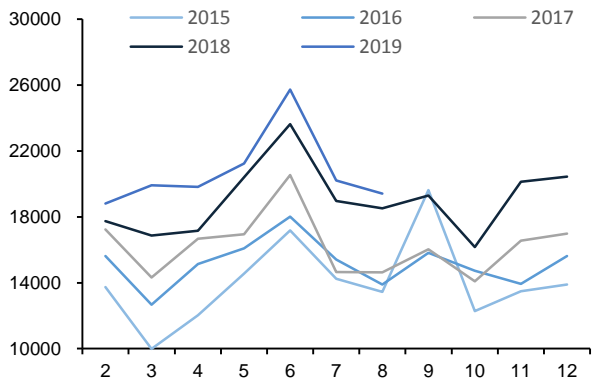
时间	房地产调控
2018.07	坚持因城施策, 坚决遏制房价上涨
2018.10	未提及
2018.12	未提及
2019.04	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019.07	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源: 新华社, 国信证券经济研究所整理

2019年1-8月, 全国房地产开发投资84589亿元, 同比增长10.5%, 增速较1-7月回落0.1个百分点。房屋新开工面积145133平方米, 同比增长8.9%, 增速较1-7月下降0.6个百分点, 增速已连续下降4个月。商品房销售面积累计101849万平方米, 同比下降0.6%, 降速较1-7月收窄0.7个百分点, 已连续7个月为负增长。

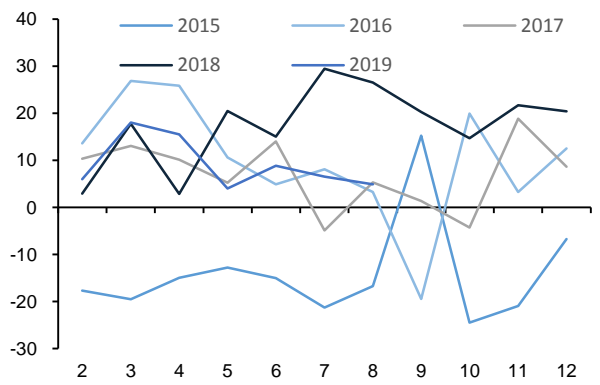
8月单月, 房地产开发投资11746亿元, 同比增长10.5%, 增速环比上涨2.0个百分点; 房屋新开工面积19417万平方米, 同比增长4.9%, 增速环比下降1.7个百分点; 商品房销售面积13066万平方米, 同比增长4.7%, 增速环比上涨3.5个百分点。

图 17: 房屋新开工面积当月值 (万平方米)



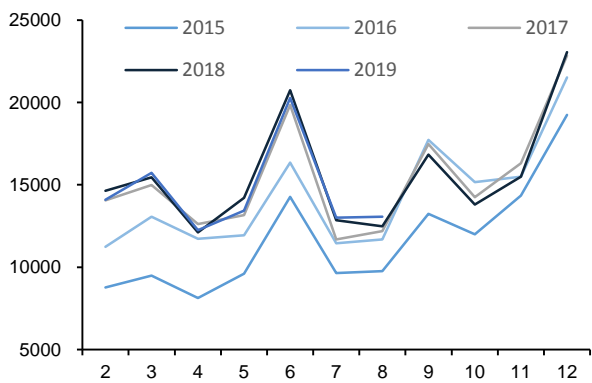
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 房屋新开工面积当月同比 (%)



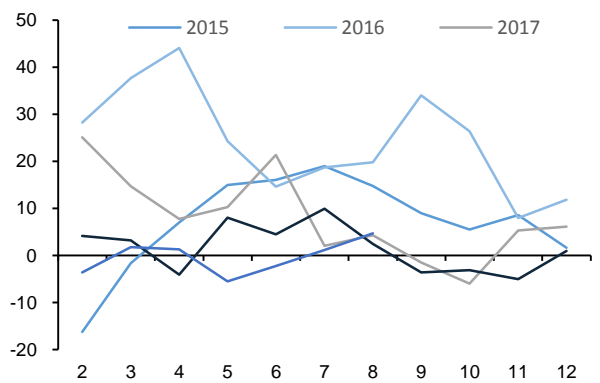
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 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 20: 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

图 21: 土地购置面积累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 房屋施工面积累积同比 (%)



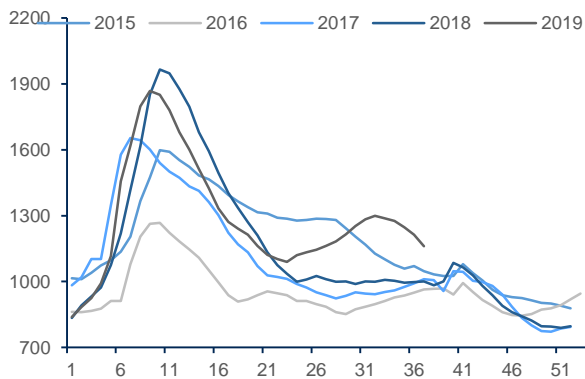
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

房地产政策层面严格受控，强调长效管理机制。政策导向下，地产行业投资增速逐步回落，土地购置面积大幅下降。地产新开工面积从高速增长向中等增速回归，但仍明显好于市场预期。考虑到项目新开工后的 1-3 个月是钢材用量最为集中的时间段，随着新开工面积增速的下降，建材消费或受到影响。但从需求端看，短期也不宜悲观，金九银十，钢材消费有望迎来季节性旺季。

消费旺盛，库存加速下降

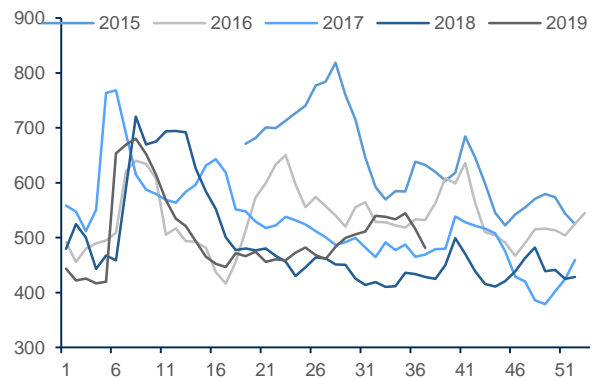
金九银十，钢材消费旺盛，远超市场预期。本周，五大钢材表观消费量达 1118.77 万吨，较上周再增 21.07 万吨，大幅高于往年同期。随着产量的下降以及旺季消费的放量，供需关系阶段性好转，钢材库存加速下降。截至 9 月 12 日，五大品种钢材合计厂内库存、社会库存分别为 481.68、1160.28 万吨，单周分别下降 34.4、52.72 万吨，降速理想，已逐步接近往年同期库存水平，对钢价形成有效支撑。

图 23: 五大钢材社会库存 (万吨)



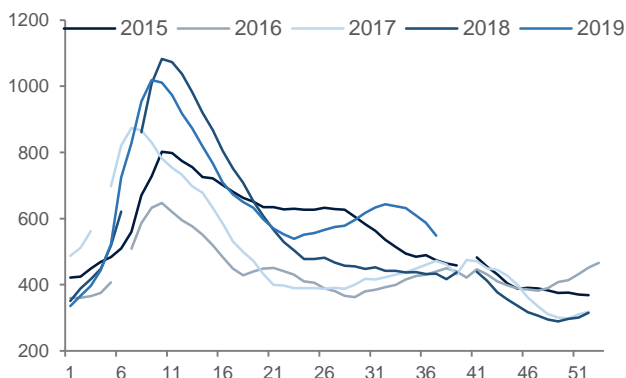
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 24: 五大钢材厂内库存 (万吨)



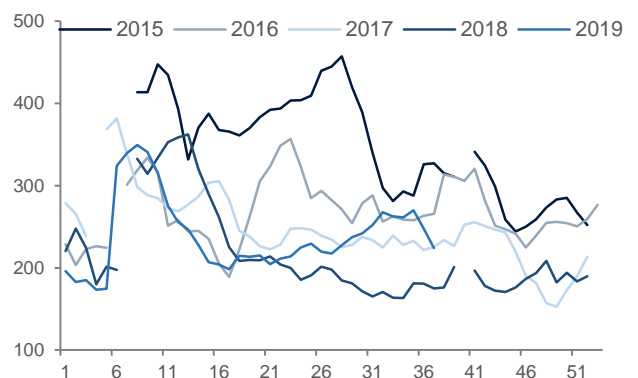
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 25: 螺纹钢社会库存 (万吨)



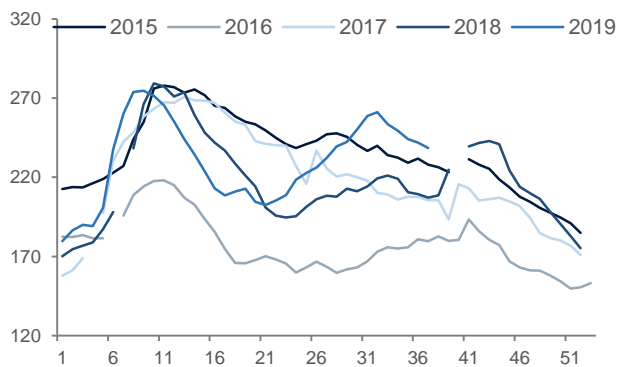
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 26: 螺纹钢厂内库存 (万吨)



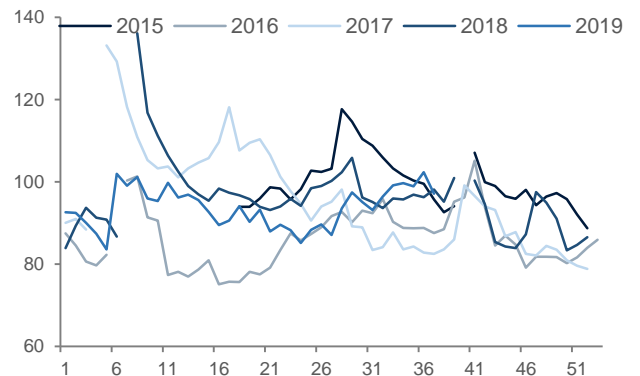
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 27: 热轧卷社会库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 28: 热轧卷厂内库存 (万吨)



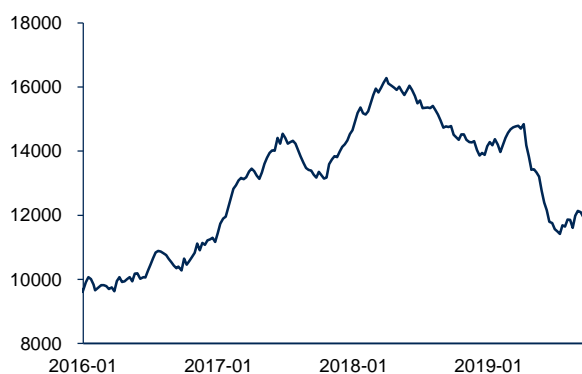
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

成本下降, 钢厂盈利筑底回升

原料价格大幅回落。8 月, 四大矿山发货量基本恢复正常, 铁矿石供需稳定, 港口库存止降回升, 随后稳定在 12000 万吨左右, 铁矿石价格大幅回落, 普氏 62% 指数由 7 月 30 日的 121.15 美元/吨跌至 8 月 29 日的 81.45 美元/吨。但正如我们在 8 月中旬月报中提到的, 铁矿石需求旺盛价格继续下探空间较小, 9 月随着钢厂补库, 铁矿石价格逐步回升。

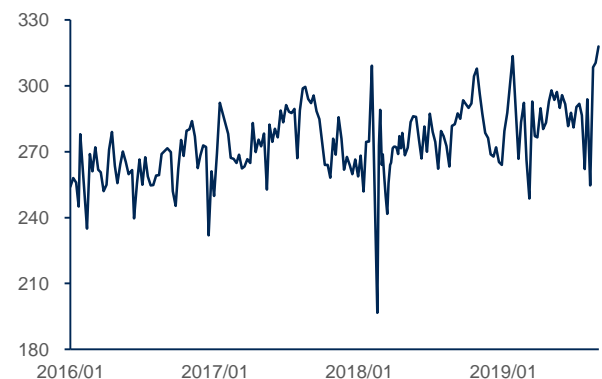
9 月首周, 铁矿石日均疏港量向上突破达 317.93 万吨, 创 2016 年来新高。多方面刺激因素下, 钢厂集中补库。一是目前铁矿石价格较前期大幅降低, 补库成本下降。二是唐山等地限产不及预期, 全国高炉开工率小幅提升, 铁矿石需求放量。三是厂内铁矿石库存比较低, 截至 8 月 28 日, 国内大中型钢厂进口铁矿石平均库存可用天数降至 24 天。四是中秋节、十一节日临近。需求带动下, 矿价小幅反弹, 后续走势尚需关注四大矿山发货情况。

图 29: 港口铁矿石库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 铁矿石日均疏港量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

8 月, 随着原料价格的回落, 钢材价格也有所下降, 但降幅远小于成本端。9 月, 旺盛的需求带动下, 价格则有所反弹。截至 9 月 12 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 3720、3690、4270、3780 元/吨。

表 3: 原料月度均价

	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
2019 年 8 月	90.91	1881	2551
2019 年 7 月	120.02	1792	2563
2018 年 8 月	67.16	2244	2449
环比	-24.25%	4.95%	-0.49%
同比	35.36%	-16.18%	4.16%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

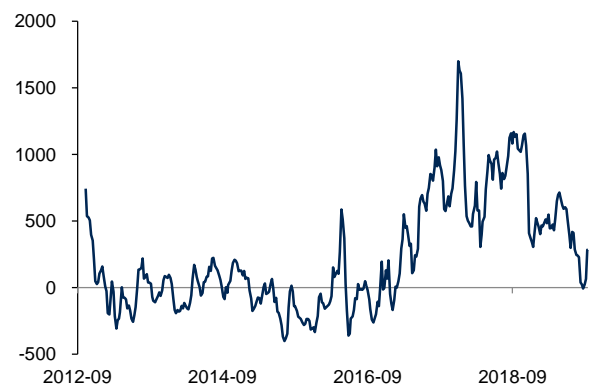
表 4: 上海钢材月度均价 (元/吨)

	螺纹钢	热轧卷板	冷轧卷板	中板
2019 年 8 月	3711	3698	4236	3816
2019 年 7 月	3985	3873	4222	3944
2018 年 8 月	4392	4309	4809	4447
环比	-6.87%	-4.53%	0.34%	-3.25%
同比	-15.50%	-14.17%	-11.92%	-14.18%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

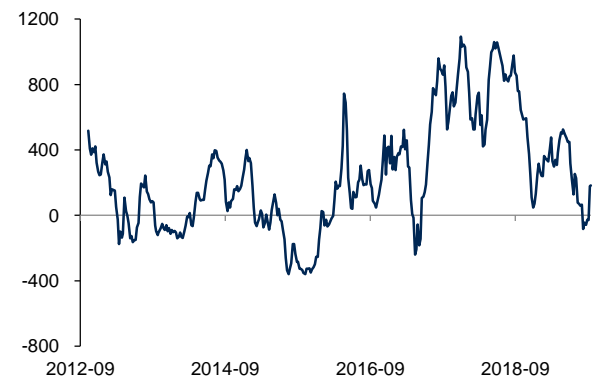
随着钢材消费传统旺季的临近, 以及铁矿石价格的大幅回调, 行业盈利筑底回升。截至 9 月 12 日, 钢铁企业盈利面为 75.5%, 较前期低点上涨 5.0%, 原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为 284.2 元/吨、178.9 元/吨、218.7 元/吨、141.1 元/吨,

图 31: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)



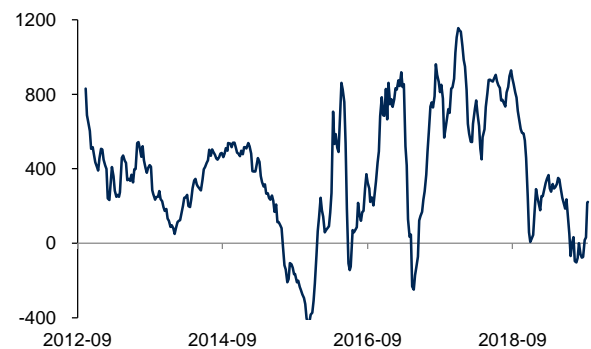
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 32: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)



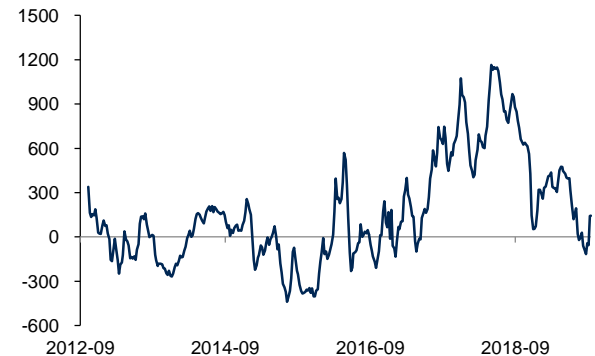
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 33: 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 34: 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

上半年业绩总结：盈利回归，业绩分化

原料价高，盈利回归

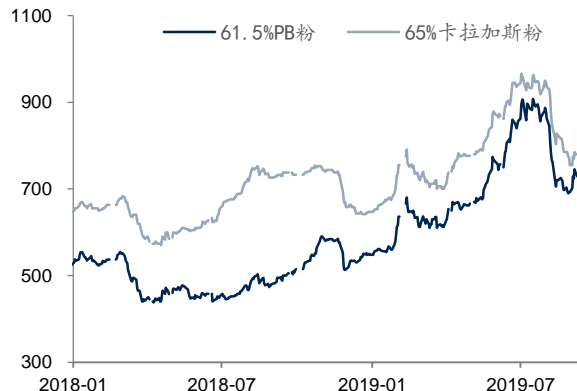
上半年，申万钢铁板块 32 家企业合计实现归母净利润 310.72 亿元，同比下降 38.20%。二季度单季实现归母净利润 194.92 亿元，环比上涨 68.32% 亿元。业绩下降主要受到铁矿石价格上涨的不利影响。上半年，普氏 62% 品位铁矿石均价高达 91.4 美元/吨，同比增长 30.9%，按照 1.6 吨铁矿石生产 1 吨铁折算，钢厂原料成本抬升约 234 元/吨。

图 35: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)



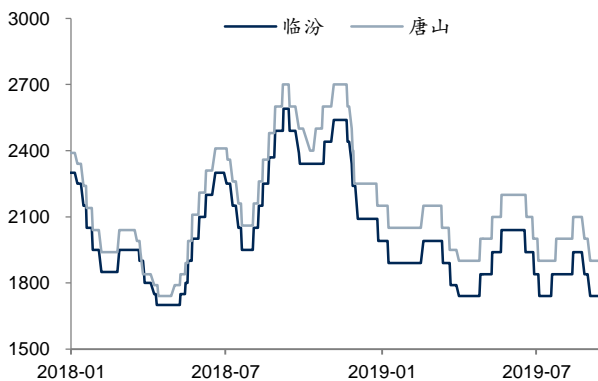
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 国内港口进口矿价格 (元/湿吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 一级冶金焦价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 废钢价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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。上半年，上海地区螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板均价同比分别上涨 0.11%、下降 5.99%、下降 7.52%、下降 6.54%。

普钢、特钢业绩分化

特钢和普钢企业利润情况明显分化。特钢企业同比普遍有所上涨，9 家特钢企业除太钢不锈、ST 抚钢，其余 7 家钢厂业绩大幅改善，涨幅居前的西宁特钢、武进不锈、常宝股份归母净利润同比分别上涨 365.2%、63.6%、62.0%。

普钢企业在铁矿石价格大幅上涨以及普碳钢钢价下调的不利影响下归母净利润呈现出不同幅度的下降,上半年,23家普钢企业归母净利润同比下降39.01%。二季度,随着钢价的回升,钢铁企业业绩普遍环比提升,环比上涨66.42%,其中10家普钢企业环比涨幅超过100%。

表 5: 钢铁企业归母净利润及估值情况 (亿元)

证券代码	证券简称	2019H1	同比	2019Q2	环比	销售毛利率	销售净利率
000898.SZ	鞍钢股份	14.25	-59.30%	10.08	141.70%	10.01	2.79
000709.SZ	河钢股份	11.68	-35.90%	7.99	116.10%	11.19	2.23
000959.SZ	首钢股份	10.02	-29.70%	7.28	165.40%	11.63	4.01
600126.SH	杭钢股份	7.13	-38.30%	2.75	-37.20%	9.27	5.83
600569.SH	安阳钢铁	2.51	-75.30%	1.94	239.00%	10.86	1.63
000825.SZ	太钢不锈	11.66	-58.90%	8.21	138.20%	12.06	3.30
600782.SH	新钢股份	18.39	-14.80%	10.9	45.40%	10.57	7.00
000778.SZ	新兴铸管	8.19	-27.80%	5	56.70%	12.86	4.49
600808.SH	马钢股份	11.45	-66.60%	10.61	1166.80%	9.06	3.83
000761.SZ	本钢板材	4.53	-40.10%	1.82	-33.10%	8.44	1.88
600019.SH	宝钢股份	61.87	-38.20%	34.61	27.00%	11.05	4.75
600022.SH	山东钢铁	5.78	-65.60%	4.27	183.20%	7.86	2.28
601005.SH	重庆钢铁	6.16	-19.20%	4.65	209.30%	9.94	5.36
000932.SZ	华菱钢铁	22.37	-34.90%	11.45	4.80%	13.65	6.84
600282.SH	南钢股份	18.41	-19.60%	10.04	20.00%	15.50	8.95
600231.SH	凌钢股份	3.8	-49.20%	3.11	353.90%	8.80	3.57
600307.SH	酒钢宏兴	7.69	31.60%	7.39	2289.30%	12.10	3.38
002110.SZ	三钢闽光	21.73	-32.80%	12.11	25.90%	19.24	11.51
600581.SH	八一钢铁	1.24	-42.60%	3.18	-263.70%	9.16	1.30
600010.SH	包钢股份	10.41	-26.50%	5.54	13.70%	15.53	3.44
603878.SH	武进不锈	1.5	63.60%	0.7	-13.30%	22.85	13.09
600399.SH	ST 抚钢	1.26	-280.50%	0.75	49.00%	10.94	4.07
000717.SZ	韶钢松山	10.07	-42.70%	6.02	48.40%	10.88	7.30
601003.SH	柳钢股份	12.65	-38.00%	8.82	129.70%	10.26	5.53
002478.SZ	常宝股份	3.34	62.00%	1.97	44.30%	25.81	13.15
002756.SZ	永兴材料	2.65	18.30%	1.63	60.90%	13.38	10.66
002443.SZ	金洲管道	0.95	45.00%	0.53	23.90%	14.48	4.43
000708.SZ	大冶特钢	2.94	15.00%	2.08	141.90%	11.75	4.60
600507.SH	方大特钢	10.55	-19.20%	5.85	24.30%	26.31	12.98
002318.SZ	久立特材	2.11	59.30%	1.39	93.90%	26.31	10.21
600117.SH	西宁特钢	0.58	365.20%	0.42	163.20%	13.41	0.93
002075.SZ	沙钢股份	2.85	-56.00%	1.85	84.20%	13.70	9.17

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

深入挖潜, 三费降低

上半年, 申万钢铁板块 32 家企业合计实现营业收入 7426.37 亿元, 同比上涨 2.84%。产生销售费用 117.87 亿元, 同比上涨 6.1%; 管理费用、研发费用合计 228.79 亿元, 同比上涨 15.0%; 财务费用 102.26 亿元, 同比下降 21.54%。随着企业资产质量改善, 资产负债率下降, 财务费用下降明显, 拓宽企业盈利空间。

表 6: 钢铁企业三费情况 (亿元)

证券代码	证券简称	三费合计			三费率		
		2019H1	2018	2017	2019H1	2018	2017
600782.SH	新钢股份	5.78	12.87	12.26	2.19%	2.26%	2.45%
600126.SH	杭钢股份	3.10	6.54	6.23	2.48%	2.47%	2.24%
002075.SZ	沙钢股份	1.59	3.55	2.98	2.56%	2.41%	2.40%
600231.SH	凌钢股份	3.32	7.43	7.04	3.12%	3.57%	3.91%
000717.SZ	韶钢松山	4.44	12.20	5.14	3.22%	4.50%	1.97%
601003.SH	柳钢股份	8.36	12.19	5.68	3.65%	2.57%	1.37%
002110.SZ	三钢闽光	7.17	13.79	13.00	3.79%	3.80%	4.10%
601005.SH	重庆钢铁	4.51	10.67	18.68	3.93%	4.71%	14.11%
600022.SH	山东钢铁	14.61	21.72	14.64	4.52%	3.88%	3.06%
600282.SH	南钢股份	11.99	23.79	20.87	4.98%	5.45%	5.55%
600808.SH	马钢股份	18.87	41.01	32.83	5.10%	5.00%	4.48%
000932.SZ	华菱钢铁	26.23	57.35	47.58	5.41%	6.28%	6.21%
000708.SZ	大冶特钢	3.65	7.78	5.53	5.71%	6.19%	5.41%
000898.SZ	鞍钢股份	29.89	62.87	53.15	5.85%	5.98%	6.30%
002756.SZ	永兴材料	1.46	2.96	2.54	5.87%	6.16%	6.31%
000778.SZ	新兴铸管	12.51	25.26	23.19	5.88%	6.23%	5.62%
600399.SH	ST 抚钢	1.82	8.78	8.46	5.91%	15.02%	16.97%
000761.SZ	本钢板材	14.40	34.34	25.73	5.97%	6.84%	6.35%
600019.SH	宝钢股份	88.35	208.16	163.69	6.26%	6.82%	5.65%
000959.SZ	首钢股份	22.06	48.88	42.39	6.73%	7.43%	7.04%
000825.SZ	太钢不锈	25.48	54.97	53.77	7.34%	7.54%	7.93%
600581.SH	八一钢铁	7.25	15.82	10.17	7.60%	7.87%	6.07%
000709.SZ	河钢股份	49.23	112.92	90.39	7.89%	9.34%	8.29%
603878.SH	武进不锈	0.92	1.82	1.35	7.97%	9.10%	9.21%
600307.SH	酒钢宏兴	18.20	37.37	38.34	7.99%	8.22%	9.35%
600569.SH	安阳钢铁	12.18	19.83	19.78	8.18%	5.98%	7.32%
002443.SZ	金洲管道	2.19	3.87	3.19	9.07%	8.04%	8.25%
600507.SH	方大特钢	7.62	17.62	10.12	9.23%	10.19%	7.25%
002478.SZ	常宝股份	2.57	5.03	3.63	9.32%	9.36%	10.39%
600010.SH	包钢股份	30.63	62.87	49.02	10.11%	9.36%	9.13%
600117.SH	西宁特钢	5.71	14.32	12.40	13.01%	21.10%	16.69%
002318.SZ	久立特材	2.83	6.45	4.34	13.49%	15.89%	15.30%
合计		448.91	975.01	808.09	6.04%	6.43%	6.03%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 三费包含销售费用、管理费用、研发费用和财务费用

多重利好, 关注板块估值修复机会

当前, 钢铁行业迎来三重利好。一是, 金九银十, 钢铁行业迎来消费旺季。九月前两周, 五大钢材表观消费量达 2216.47 万吨, 较 8 月前两周上涨 162.19 万吨, 钢材消费高于往年同期, 远超市场预期。二是, 电炉亏损面抬升, 钢材产量下降。因铁矿石价格回落, 废钢价格优势不再, 短流程炼钢成本高于长流程钢厂, 电炉企业停产增加, 全市场钢材产量自发下降, 市场化调节作用显现。三是, 四大矿山发货量影响消退, 铁矿石价格回落, 普氏 62% 指数由 7 月 30 日的 121.15 美元/吨跌至 8 月 29 日的 81.45 美元/吨, 9 月, 随着钢厂补库, 矿价再度抬升, 但远低于前期高位。

三季度, 因为原料库存的原因, 部分钢企尚需继续消化前期高原料价格的不利影响, 但在三重利好下, 钢铁行业迎来供需改善, 行业盈利筑底回升。相对于行业盈利情况, 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。考虑到部分钢铁企业高比例现金分红的特整, 估值继续向下调整空间较小。

当前, 降准落地, 逆周期调节逐步发力, 国内政策持续释放积极信号, 同时行业盈

利又见好转，钢铁板块存在估值修复机会。建议关注行业龙头宝钢股份、特钢龙头大冶特钢、盈利稳健而估值低的三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份。

表 7：钢铁企业估值情况

股票简称	吨钢市值	PE	PB
新钢股份	1742.22	2.79	0.77
华菱钢铁	937.73	3.31	0.94
柳钢股份	1114.85	3.80	1.42
韶钢松山	1497.10	3.87	1.38
三钢闽光	2236.99	3.97	1.25
南钢股份	1510.94	4.26	0.95
方大特钢	3186.19	5.00	2.29
鞍钢股份	1204.65	5.36	0.61
马钢股份	993.64	5.89	0.80
安阳钢铁	920.19	6.79	0.75
太钢不锈	2192.52	7.10	0.76
宝钢股份	2955.87	7.85	0.81
八一钢铁	948.16	8.74	1.28
新兴铸管	2300.46	9.14	0.79
首钢股份	1197.34	9.40	0.70
河钢股份	1053.94	9.50	0.61
杭钢股份	3167.48	9.65	0.75
酒钢宏兴	1784.94	9.81	1.10
凌钢股份	1473.29	9.83	1.06
重庆钢铁	2697.31	10.48	0.90
大冶特钢	6291.03	13.46	1.70
山东钢铁	1645.70	16.86	0.82
本钢板材	1734.34	21.21	0.80
沙钢股份	5402.74	21.72	3.74
包钢股份	4604.73	23.81	1.32

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 截至 2019 年 9 月 12 日

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	8.72	3.98	1.77	1.97	2.2	4.9	4.4	1.24
000932	华菱钢铁	增持	4.45	2.25	1.42	1.47	2.0	3.1	3.0	0.95
600019	宝钢股份	增持	6.30	0.97	0.63	0.70	6.5	10.0	9.0	0.82
000708	大冶特钢	买入	16.66	1.14	1.15	1.28	14.6	14.5	13.0	1.72
600507	方大特钢	增持	9.01	2.02	1.35	1.60	4.5	6.7	5.6	2.23
600282	南钢股份	增持	3.42	0.91	0.56	0.59	3.8	6.1	5.8	0.95
600782	新钢股份	增持	4.86	1.85	0.93	1.00	2.6	5.2	4.9	0.77
601003	柳钢股份	增持	5.70	1.80	1.05	1.18	3.2	5.4	4.8	1.42
600022	山东钢铁	增持	1.54	0.19	0.11	0.12	8.0	14.0	12.8	0.81
000959	首钢股份	增持	3.52	0.45	0.32	0.46	7.7	11.0	7.7	0.70
000629	攀钢钒钛	增持	3.13	0.36	0.31	0.32	8.7	10.1	9.8	2.95

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