

钢铁 II

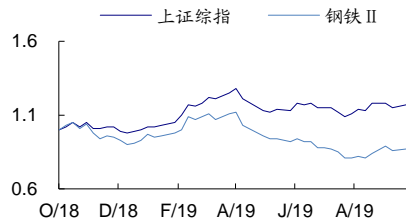
2019 年 10 月投资策略暨 3 季报业绩前瞻

中性

(维持评级)

2019 年 10 月 15 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 (10 月 7 日-10 月 13 日): 秋季限产有望加严》——2019-10-14
 《钢铁行业周报 (9 月 23 日-9 月 29 日): 节前限产超预期, 钢价偏强震荡》——2019-09-30
 《钢铁行业周报 (9 月 16 日-9 月 22 日): 节日影响降库, 钢价上行受阻》——2019-09-23
 《钢铁行业 2019 年 9 月投资策略暨半年报业绩总结: 三重利好共振, 促行业盈利筑底回升》——2019-09-17
 《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

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

强限产, 钢价存博弈机会

● 产量高, 但增长空间有限

秋冬季大气污染防治攻坚战工作重要而紧迫。去年秋冬季, 京津冀及周边地区 PM2.5 平均浓度不降反升, 今年秋冬季, 据预测, 气象条件整体偏差, 进一步加大了大气污染防治压力。因此, 面对即将迎来蓝天保卫战三年行动计划关键时期, 今年秋冬季的管控势必相对去年要更加严格。唐山近期出台的《10 月份全市大气污染防治强化管控方案》对于钢铁企业减排的要求较此前采暖季要更为严格。限产严格或阶段性抑制供给上涨。

● 消费韧性持续, 库存压力减弱

从行业基本面来看, 虽然钢材需求存在向下回归的预期, 但当前, 地产的韧性仍在持续超预期。9 月 4 周, 五大品种钢材库存合计下降 234.79 万吨。截至 10 月 10 日, 五大品种钢材社会库存、厂内库存分别下降至 1124.67 万吨、528.77 万吨, 库存整体水平已逐步接近往年同期库存水平, 对钢价形成有效支撑。

● 行业盈利稳步提升

9 月, 钢材需求强劲超预期, 带动库存加速下降。供给端, 受到十一影响, 节前钢厂限产力度大幅提高。双方向利好作用下, 钢材震荡向上, 长材表现明显优于板材。随着钢价偏强震荡, 以及铁矿石价格的大幅回调, 行业盈利持续好转。

● 三季报业绩前瞻: 高成本消化期, 业绩持续分化

三季度, 特钢和普钢企业利润情况预计将继续分化。特钢企业销售情况良好, 利润情况或持续提升。而普钢企业受到前期铁矿石价格大幅抬升的影响, 成本上涨或导致利润再度收敛。三季度, 铁矿石价格开始回落, 但整体均价要高于二季度, 再考虑到大型长流程钢厂的铁矿石库存周期往往有 1-2 个月, 因此, 三季度钢厂实际生产所耗铁矿石成本要明显高于市场价。按照原料滞后四周测算, 三季度, 螺纹钢、热卷、冷轧、中厚板对应毛利均值环比下降 59%、80%、69%、85%。

● 行业存博弈机会, 关注业绩稳定企业

从行业基本面来看, 10 月钢价存在向上博弈的机会。一方面, 钢材供给受到政策影响, 唐山等地强限产方案较大力度的抑制钢材产量; 另一方面, 10 月行业处于消费旺季的末期, 需求或仍保持较高水平。因此, 行业存在供需错配的机会, 短期支撑钢价向上。从钢铁板块来看, 10 月下旬, 即将迎来钢铁企业三季报密集披露期, 业绩情况或主导近期个股走势。建议关注行业龙头宝钢股份、特钢龙头中信特钢、盈利稳健而估值低的三钢闽光、华菱钢铁。

● 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
000708	中信特钢	买入	17.02	50,531	1.15	1.28	14.8	13.3
600019	宝钢股份	增持	6.00	133,647	0.63	0.70	9.5	8.6
002110	三钢闽光	增持	8.23	20,176	1.77	1.97	4.6	4.2
000932	华菱钢铁	增持	4.22	17,816	1.42	1.47	3.0	2.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

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

内容目录

9月板块及个股表现	4
产量高，但增长空间有限	6
国庆限产力度超预期.....	6
废钢供需偏紧，电炉开工率较低.....	7
秋冬季管控预期较为严格.....	8
消费韧性持续，库存压力减弱	11
行业盈利稳步提升	13
钢价存在博弈向上机会.....	13
铁矿石价格承压.....	13
钢厂盈利提升.....	14
三季报业绩前瞻：高成本消化期，业绩持续分化	16
高矿价，拉低三季度盈利.....	16
普钢、特钢业绩或延续分化.....	16
行业存博弈机会，关注业绩稳定企业	17
风险提示	17
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

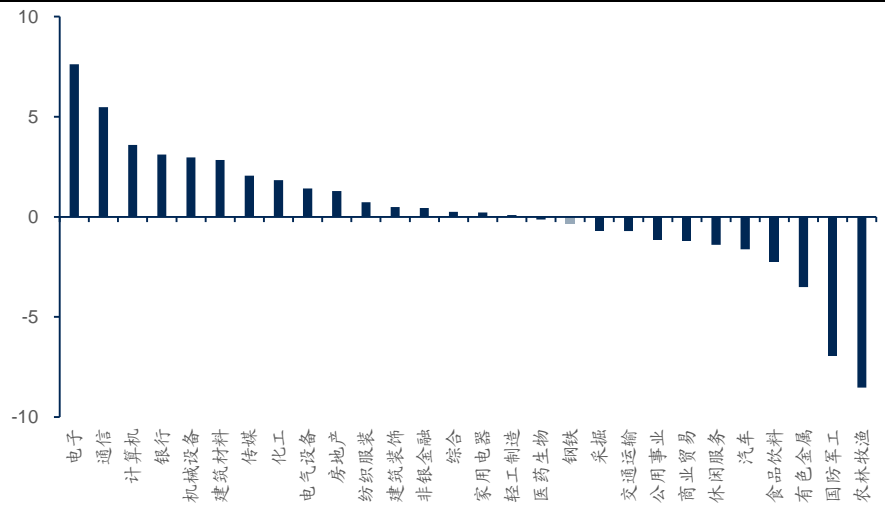
图表目录

图 1: 9 月申万一级行业涨跌幅 (%)	4
图 2: 钢铁股 9 月涨跌幅 (%)	4
图 3: 五大品种钢材产量 (万吨)	6
图 4: 高炉开工率情况 (%)	7
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 (%)	8
图 7: PM2.5 月均浓度 (微克/立方米)	9
图 8: 房屋新开工面积当月值 (万平方米)	11
图 9: 商品房销售面积当月值 (万平方米)	11
图 10: 房地产开发投资完成额累积同比 (%)	11
图 11: 房屋施工面积累积同比 (%)	11
图 12: 五大钢材社会库存 (万吨)	12
图 13: 五大钢材厂内库存 (万吨)	12
图 14: 螺纹钢社会库存 (万吨)	12
图 15: 螺纹钢厂内库存 (万吨)	12
图 16: 热轧卷社会库存 (万吨)	12
图 17: 热轧卷厂内库存 (万吨)	12
图 18: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	13
图 19: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)	13
图 20: 冷轧板价格走势 (元/吨)	13
图 21: 中厚板价格走势 (元/吨)	13
图 22: 港口铁矿石库存 (万吨)	14
图 23: 铁矿石日均疏港量 (万吨)	14
图 24: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)	14
图 25: 国内港口进口矿价格 (元/湿吨)	14
图 26: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)	15
图 27: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)	15
图 28: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨)	15
图 29: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨)	15
表 1: 策略组合各月收益情况 (%)	5
表 2: 京津冀及周边地区秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案对比	9
表 3: 唐山市钢铁行业错峰生产方案	10
表 4: 上海钢材月度均价 (元/吨)	16
表 5: 原料月度均价 (元/吨)	16
表 6: 上市公司归母净利润业绩预告情况 (亿元)	16
表 7: 钢铁企业估值情况	17

9月板块及个股表现

金九银十，钢材消费旺季，需求强劲超预期，带动库存加速下降。同时，受到十一影响，节前钢厂限产力度大幅提高，对供给影响预期升温。双方向利好作用下，钢材震荡向上，行业盈利面持续改善。但在对未来相对悲观的预期下，钢铁股表现依然弱势。同大盘走势相似，申万钢铁指数在上半月上涨，下半月下跌，9月整体下跌0.34%，跑输上证综指1.0个百分点。

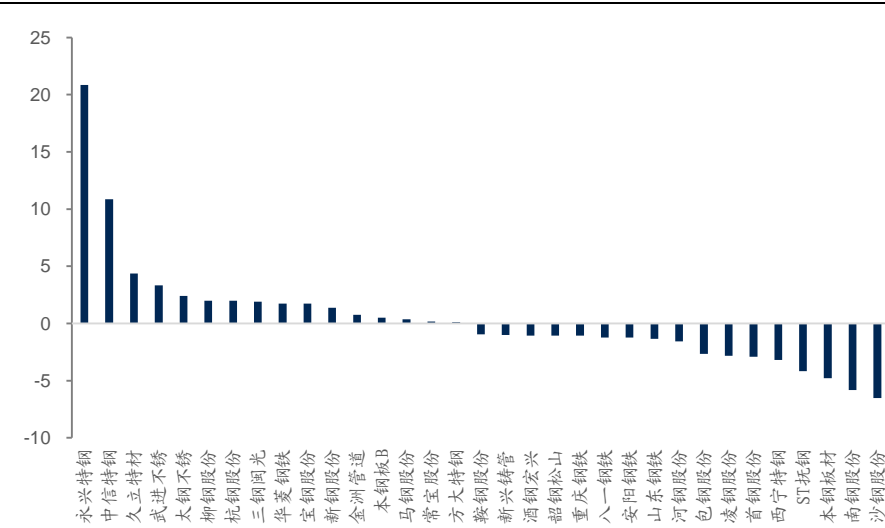
图 1：9月申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股视角来看，特钢表现依旧强于普钢，申万钢铁板块中9月涨幅最大的三只标的分别为永兴材料（20.94）、中信特钢（10.97）、久立特材（4.37）。

图 2：钢铁股 9月涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们在9月策略报告中提到，行业有望阶段性迎来三重利好，消费旺季、电炉产量下降、原料价格回落，钢铁板块建议关注行业龙头宝钢股份、特钢龙头中信特钢、盈利稳健而估值低的三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份。推荐个股9月均有所上涨，组合表现显著好于行业指数。

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
	中信特钢	4.49		
	方大特钢	0.00		
	宝钢股份	-0.83		
2019 年 5 月	中信特钢	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		
	中信特钢	1.36		
2019 年 7 月	中信特钢	2.83	-6.89	-5.28
	方大特钢	-7.36		
	三钢闽光	-9.57		
2019 年 8 月	中信特钢	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		
2019 年 9 月	中信特钢	10.87	-0.34	0.66
	三钢闽光	1.90		
	华菱钢铁	1.75		
	宝钢股份	1.72		
	新钢股份	1.37		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

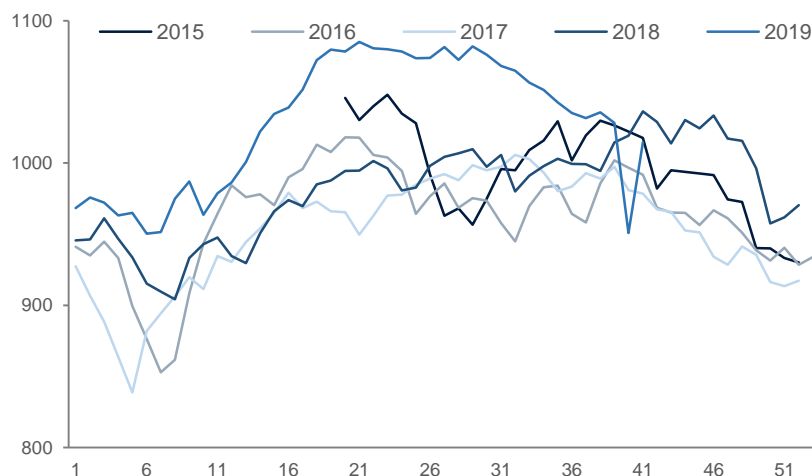
产量高，但增长空间有限

国庆限产力度超预期

十一前期，各地进一步加严空气质量强化管控措施，高炉限产比例超预期。唐山市在9月28日至10月2日期间，对钢厂进行管控，绩效评级为C类的，烧结、球团、石灰窑停产，高炉停产50%（含）以上。邯郸市发布重污染橙色预警，自9月23日24时起，启动二级强化措施，要求应急减产，钢铁行业烧结机、球团予以停产，高炉焖炉。山东省13个地市发布橙色预警并启动II级应急响应，在9月23日至10月3日，部分钢企限产比例达到30-50%。此外，天津、河南、山西、江苏等地均在此期间针对高炉提出不同程度的限产要求。

Mysteel 统计显示，唐山、武安、邯郸、天津、山东、河南、山西等地的节前后限产影响产量大概在400万吨左右。唐山地区来看，9月28日至10月2日期间，部分高炉执行了全部焖炉的操作，停限产达到顶峰，合计118座检修（不含长期停产），检修高炉容积合计112320m³；日均影响量29.46万吨，产能利用率下降至23.67%。

图3：五大品种钢材产量（万吨）



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

政策因素影响，截至9月27日，全国247家钢厂高炉开工率70.85%，环比下降10.33%，同比下降9.99%；日均铁水产量221.8万吨，环比下降10.46万吨，同比下降5.88万吨。虽然本轮强限产时间较短，但力度远超预期。

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

废钢供需偏紧，电炉开工率较低

8 月以来，铁矿石价格大幅回落，而废钢价格则震荡偏强，9 月唐山废钢价格保持在 750 元/吨左右的水平上。废钢价格的稳定在一定程度上反映出废钢供需偏紧的格局。9 月废钢资源处于趋紧的状态，据 Mysteel，截止 9 月 26 日，61 家钢厂废钢库存总量 261.01 万吨，较 2018 年同期下降 10.63%。今年废钢供应整体与去年水平接近，但需求因为上半年铁矿石价高，废钢性价比突出，长流程日耗增长明显。废钢供需偏紧的格局或持续。

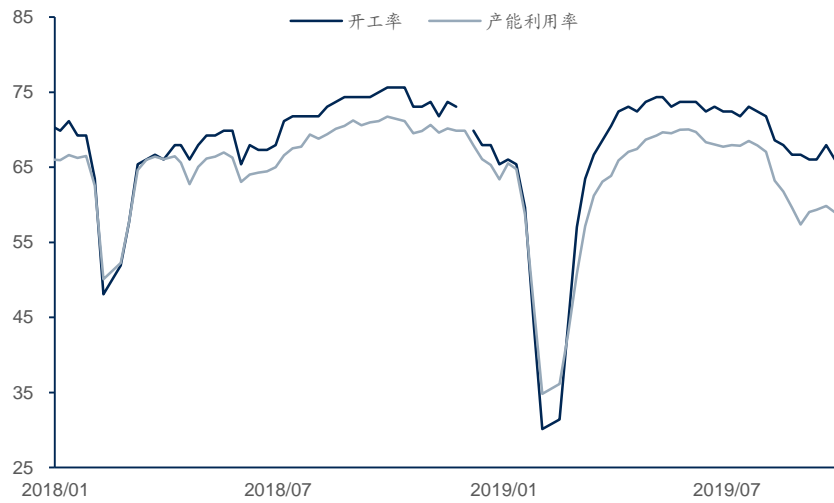
图 5: 废钢及铁矿石价格情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在相对较高的废钢价格下，电炉企业生产成本抬高，开工率较前期明显下降。截至 9 月 27 日，全国电炉企业开工率和产能利用率分别为 66.03%和 58.99%，较 8 月初分别下降 5.76%和 8.08%。

图 6: 电炉开工率及产能利用率 (%)



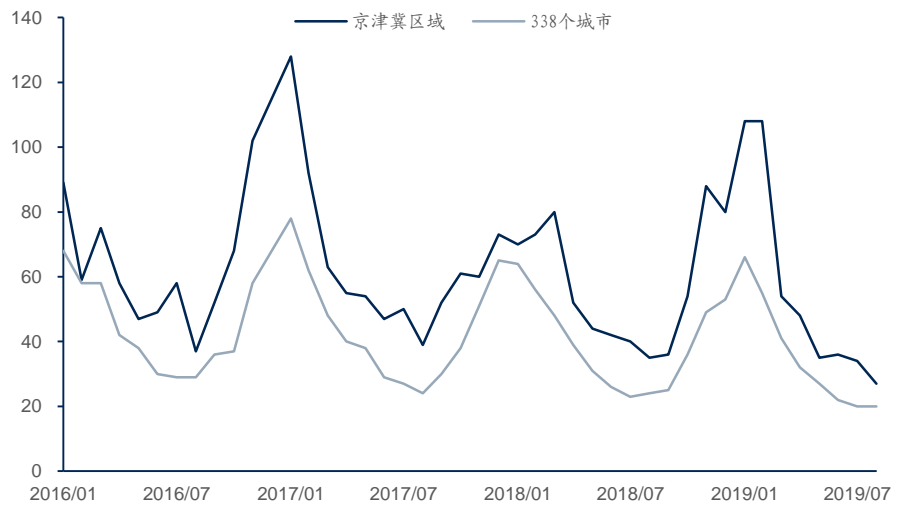
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

秋冬季管控预期较为严格

秋冬季大气污染综合治理攻坚工作重要而紧迫。9月,《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》出台,方案指出,党中央、国务院高度重视大气污染防治工作,将打赢蓝天保卫战作为打好污染防治攻坚战的重中之重,2020年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的目标年、关键年,2019-2020年秋冬季攻坚成效直接影响2020年目标的实现,各地要充分认识2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚的重要性和紧迫性,扎实推进各项任务措施,为坚决打赢蓝天保卫战、全面建成小康社会奠定坚实基础。

预期秋冬季管控较去年将更加严格。对比2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案,可以看到本轮方案对于PM2.5平均浓度同比下降的要求更高。去年秋冬季,受部分地区散煤复烧、“散乱污”企业反弹、车用油品不合格、重污染天气应对不力等问题的影响,京津冀及周边地区PM2.5平均浓度不降反升,同比上升6.5%,重污染天数同比增加36.8%。今年秋冬季,据预测,受厄尔尼诺影响,气象条件整体偏差,不利于大气污染物扩散,进一步加大了大气污染治理压力。因此,面对即将迎来蓝天保卫战三年行动计划关键时期,今年秋冬季的管控势必相对去年要更加严格。

图 7: PM2.5 月均浓度 (微克/立方米)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

针对钢铁行业,此次征求意见稿未提出明确的错峰生产要求,而是针对重污染天气,要求实施差异化应急管理。同时,对于行业超低排放有了更加明确的要求,2019年12月底前,河北省完成钢铁行业超低排放改造1亿吨,山西省完成1500万吨。

表 2: 京津冀及周边地区秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案对比

	2017-2018	2018-2019	2019-2020 (征求意见稿)
日期	2017年10月至2018年3月	2018年10月1日至2019年3月31日	2019年10月1日至2020年3月31日
目标	京津冀大气污染传输通道城市PM2.5平均浓度同比下降15%以上,重污染天数同比下降15%以上。	京津冀及周边地区细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降3%左右,重度及以上污染天数同比减少3%左右。	京津冀及周边地区PM2.5平均浓度同比下降5.5%,重度及以上污染天数同比减少8%。
错峰生产	钢铁焦化铸造行业实施部分错峰生产。石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市,采暖季钢铁产能限产50%,以高炉生产能能力计,采用企业实际用电量核实。焦化企业出焦时间均延长至36小时以上,位于城市建成区的焦化企业要延长至48小时以上。	实行差别化错峰生产,严禁采取“一刀切”方式。各地重点对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业,实施采暖期错峰生产;根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果,可适当缩短或延长错峰生产时间。	有效应对重污染天气。实施差异化应急管理,对重点行业中钢铁、焦化、氧化铝、电解铝、炭素、铜冶炼、陶瓷、玻璃、石灰窑、铸造、炼油和石油化工、制药、农药、涂料、油墨等15个明确绩效分级指标的行业,应严格评级程序,细化分级办法,确定A、B、C级企业。
化解过剩产能	河北省压减炼钢产能1562万吨、炼铁1624万吨;山东省压减炼钢产能183万吨	河北省钢铁产能压减退出1000万吨以上,山西省压减退出225万吨,山东省压减退出355万吨。	2019年12月底前,天津市关停荣程钢铁588立方米高炉1台;河北省压减钢铁产能1400万吨;山西省压减钢铁产能175万吨;山东省压减焦化产能1031万吨。河北省加快1000立方米以下高炉和100吨以下转炉淘汰。
超低排放		有序推进钢铁行业超低排放改造。	高标准实施钢铁行业超低排放改造。2019年12月底前,河北省完成钢铁行业超低排放改造1亿吨,山西省完成1500万吨。

资料来源:生态环境部,北极星大气网,国信证券经济研究所整理

以唐山地区为例,近期出台的《10月份全市大气污染防治强化管控方案》对于钢铁企业减排的要求较此前采暖季要更为严格。文件指出绩效评价为A、B类的不限产,绩效评价为C类的烧结、球团装备、石灰窑、高炉停产50%(含)以上,以生产装备计。我们假设C1类限产50%、C2类限产55%、C3类限产60%,据此测算,新方案影响高炉日均产能达15.52万吨,阶段性抑制供给上涨。近期,唐山迁安、遵化、乐亭、迁西等地先后公布了10月停限产方案,高炉限产比例均较高。

表 3: 唐山市钢铁行业错峰生产方案

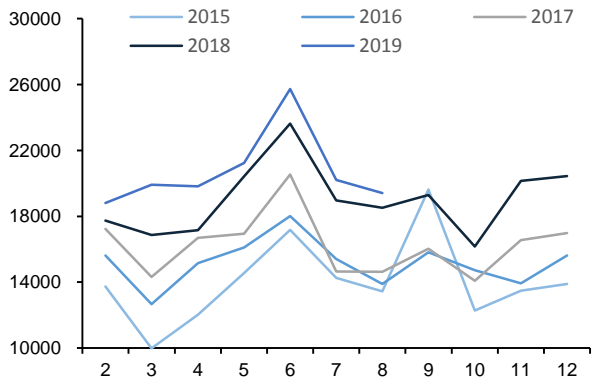
	2017-2018	2018-2019	2019-2020
日期	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日	2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日	
错峰生产依据	将钢铁企业分为绿、黄、红三类	分为 A、B、C、D 四类	分为 A、B、C1、C2、C3
错峰生产原则	绿色区即分值大于 60 分的企业, 采暖季限产比例不超过 43%; 红色区即分值小于 40 分的企业, 采暖季限产比例在 75% 左右; 黄色区即分值在 40-60 分区间的企业, 按照 50% 左右的比例。 未取得排污许可证的钢铁企业全部停产。	A 类 1 家, 不予限产; B 类 22 家, 限产幅度为 23.68%-48.34%, 平均比例为 39.3%; C 类 9 家, 限产幅度 49.3-56.07%, 平均比例为 53%; D 类 1 家, 限产幅度为 56.33%-69.40%, 平均比例为 60%; 无排污许可证 1 家。	10 月: A 类 1 家, 不限产; B 类 2 家, 不限产; C1 类 9 家、C2 类 15 家、C3 类 5 家, 停产 50% (含) 以上。
错峰生产任务	原则上全市高炉炼铁产能限产 50%, 但综合考虑钢铁企业低品位工业余热城镇供暖情况, 全市采暖季高炉炼铁产能限产任务为 1821 万吨。	全市秋冬季高炉错峰限产产能为 2508.26 万吨, 占秋冬季纳入错峰生产范围高炉产能的 42.57%, 综合政策性鼓励和支持因素计算, 全市秋冬季高炉错峰限产产能为 1859.22 万吨, 占秋冬季纳入错峰等生产范围高炉产能的 31.55%	
实际影响测算	约为 1300 万吨	约为 750 万吨	

资料来源: 唐山市人民政府, 唐山市统计局, 国信证券经济研究所整理

消费韧性持续，库存压力减弱

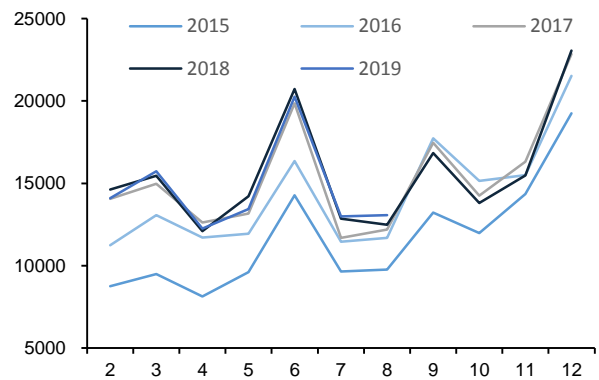
今年申万钢铁板块走势远弱于大盘，核心问题在于对需求的悲观预期导致的行业盈利大幅下跌预期。但从行业基本面来看，虽然钢材需求确实存在向下回归的预期，但当前，地产的韧性仍在持续超预期。统计局数据显示 1-8 月，全国房地产开发投资 84589 亿元，同比增长 10.5%；房屋新开工面积 145133 万平方米，同比增长 8.9%；商品房销售面积累计 101849 万平方米，同比下降 0.6%，各项数据均处于历史同期的较高水平。

图 8: 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 9: 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 10: 房地产开发投资完成额累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

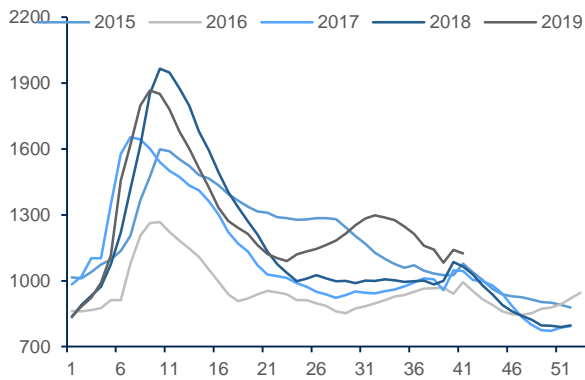
图 11: 房屋施工面积累积同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

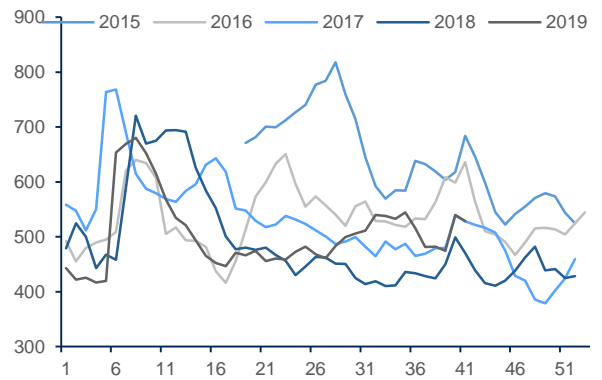
金九银十，钢材消费旺盛，近期需求韧性远超市场预期。8 月中旬以来，钢材库存开始加速下降，9 月 4 周，五大品种钢材库存合计下降 234.79 万吨，2016-2018 年间同期这一数据分别是上涨 56.34 万吨、下降 25.21 万吨、上涨 19.58 万吨。同时，十一受到严格限产的影响，钢材产量大幅下降，使得库存增量相对有限，截至 10 月 10 日，五大品种钢材社会库存、厂内库存分别下降至 1124.67 万吨、528.77 万吨，库存整体水平已逐步接近往年同期库存水平，对钢价形成有效支撑。

图 12: 五大钢材社会库存 (万吨)



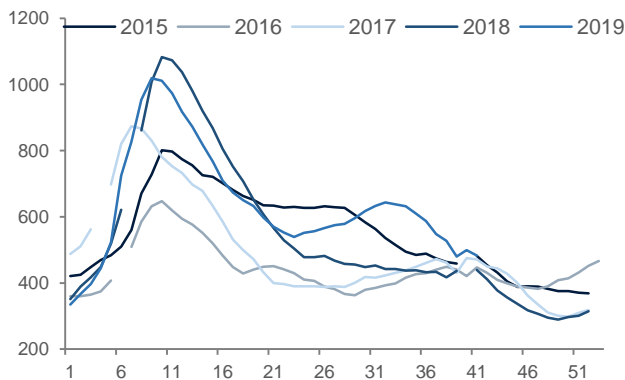
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 13: 五大钢材厂内库存 (万吨)



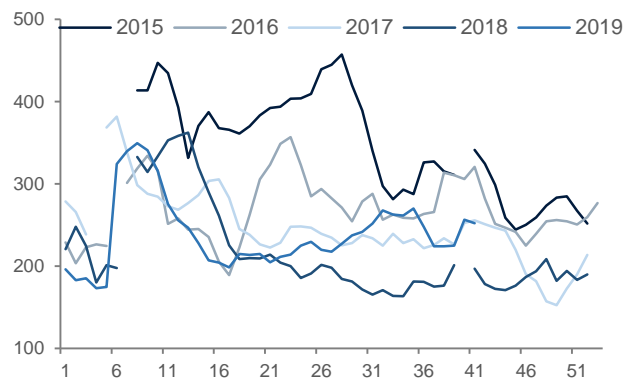
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 14: 螺纹钢社会库存 (万吨)



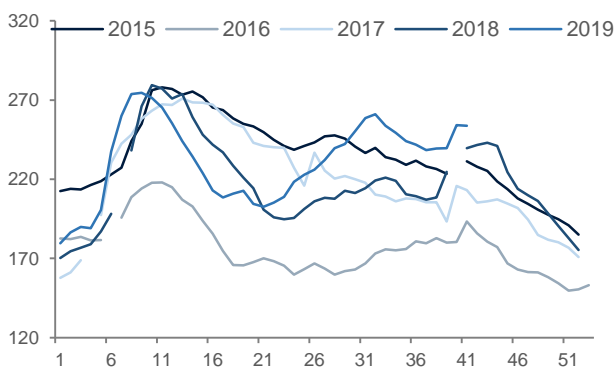
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 15: 螺纹钢厂内库存 (万吨)



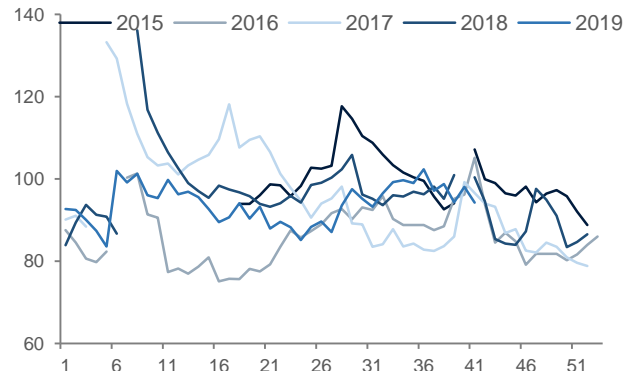
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 16: 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 17: 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

行业盈利稳步提升

钢价存在博弈向上机会

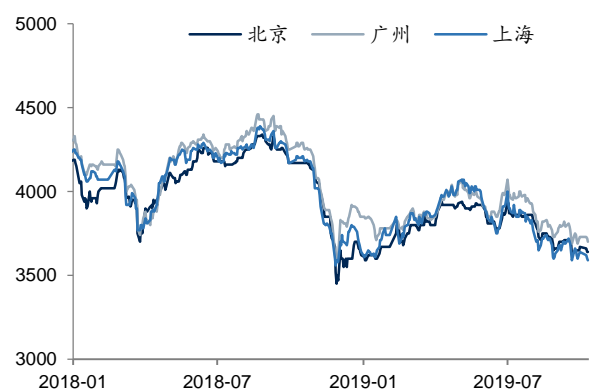
9月，钢材需求强劲超预期，带动库存加速下降。供给端，受到十一影响，节前钢厂限产力度大幅提高。双方向利好作用下，钢材震荡向上，长材表现明显优于板材。截至9月30日，上海地区20mm螺纹钢、4.75mm热卷、1.0mm冷轧板、20mm中厚板价格分别为3810、3640、4280、3770元/吨，较8月末分别上涨210、10、60、20元/吨。

图 18: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



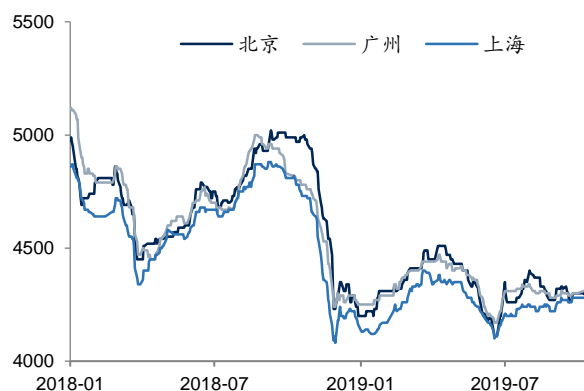
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 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 20: 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 21: 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

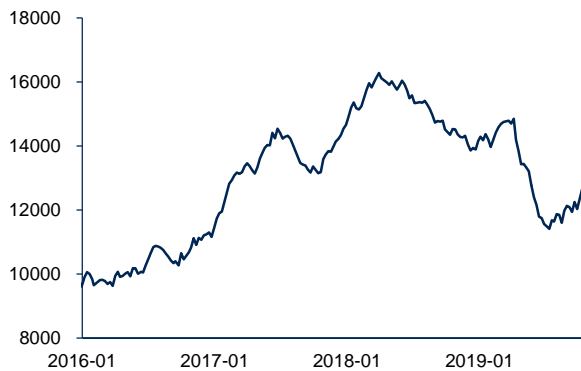
展望10月，钢价存在向上博弈的机会。一方面，钢材供给受到政策影响，唐山等地强限产方案较大力度抑制钢材产量；另一方面，10月行业处于消费旺季的末期，需求或仍保持较高水平。因此，行业存在供需错配的机会，短期支撑钢价向上。

铁矿石价格承压

9月，四大矿山发货量基本恢复正常，铁矿石供需稳定，普氏62%指数在80美元/吨左右的水平上震荡调整。可以看到，7月以来，港口铁矿石库存止降回升，截至10月11日，港口铁矿石库存上涨至12669.6万吨，较7月低点上涨1256.1万吨。同时，9月钢厂完成集中补库，日均疏港量开始向下回归，叠加

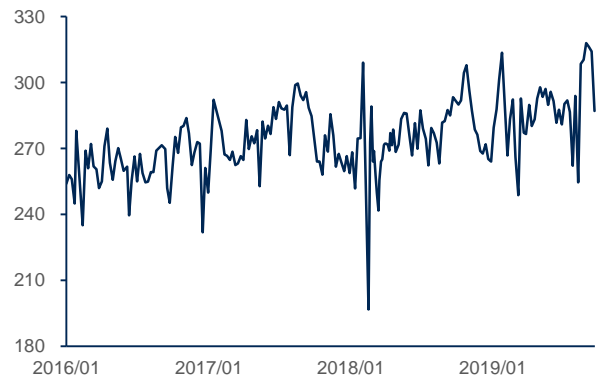
唐山等地高炉停限产工作的展开，后期铁矿石需求或受到抑制，铁矿石价格承压。

图 22: 港口铁矿石库存 (万吨)



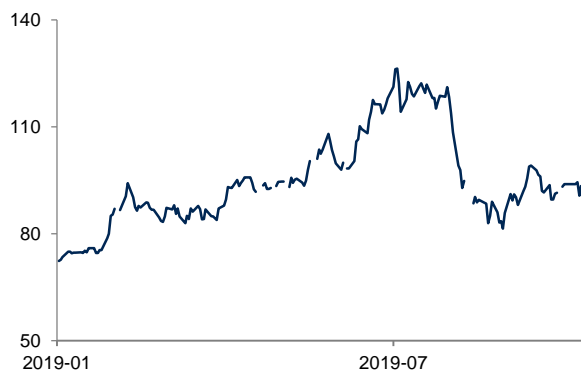
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 铁矿石日均疏港量 (万吨)



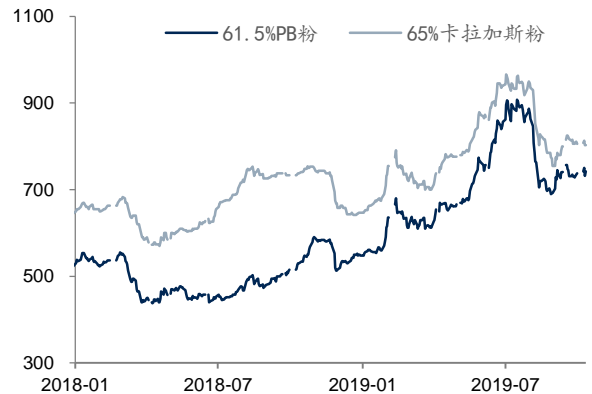
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 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 25: 国内港口进口矿价格 (元/湿吨)

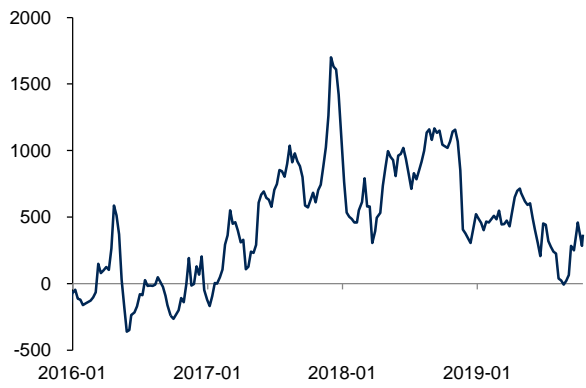


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢厂盈利提升

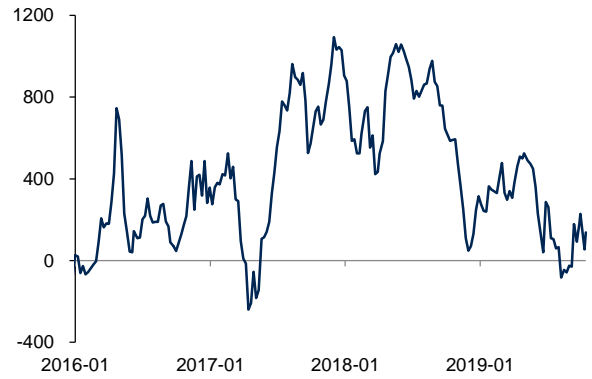
随着钢材消费传统旺季的到来，库存下降钢价偏强震荡，以及铁矿石价格的大幅回调，行业盈利持续好转。截至 10 月 11 日，钢铁企业盈利面为 79.1%，较 8 月低点上涨 8.6%；原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为 283.8 元/吨、54.1 元/吨、199.3 元/吨、104.0 元/吨。

图 26: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)



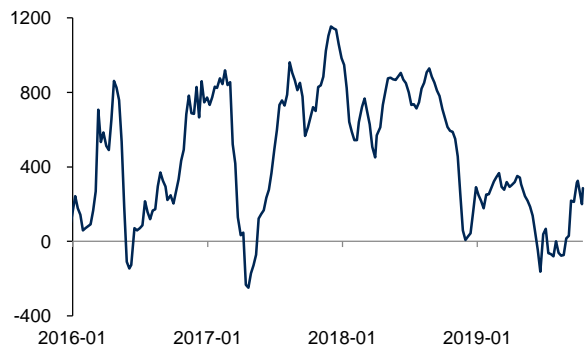
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 27: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)



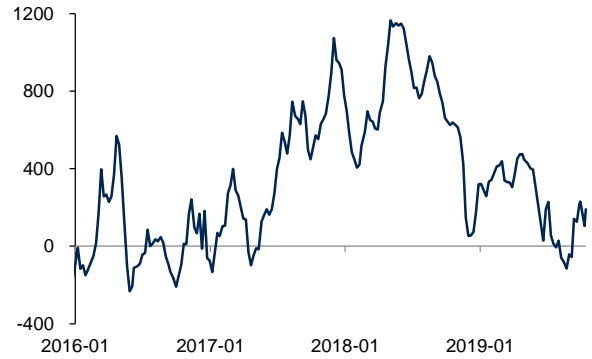
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 28: 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 29: 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

三季度业绩前瞻：高成本消化期，业绩持续分化

十月下旬，即将迎来钢铁企业三季度报密集披露期，业绩情况或主导近期个股走势。从已披露业绩预告的几家钢铁企业情况来看，特钢、普钢企业业绩继续分化。特钢企业销售情况良好，久立特材、中信特钢归母净利润同比均有较大幅度的增长。而普钢企业受到前期铁矿石价格大幅抬升的影响，利润再度收敛。

高矿价，拉低三季度盈利

三季度，随着铁矿石价格的下滑，钢材价格有所下降。三季度上海地区螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板均价分别为 3811、3748、4240、3847 元/吨，较二季度环比分别下降 5.64%、5.03%、0.68%、4.69%。

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 年三季度	3811	3748	4240	3847
2019 年二季度	4039	3946	4270	4036
2018 年三季度	4354	4268	4776	4398
环比	-5.64%	-5.03%	-0.68%	-4.69%
同比	-12.47%	-12.20%	-11.21%	-12.53%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

原料方面，随着铁矿石供需趋于稳定，7 月铁矿石价格止涨，8 月开始快速回落，9 月钢厂补库下，小幅超跌反弹，但整体均价要高于二季度。以青岛港 PB 粉为例，三季度均价为 790 元/吨，较二季度环比增长 9.71%。再考虑到大型长流程钢厂的铁矿石库存周期往往有 1-2 个月，因此，三季度钢厂实际生产所耗铁矿石成本要明显高于市场价。

表 5：原料月度均价（元/吨）

	青岛港 PB 粉	青岛港卡粉	临汾二级冶金焦	唐山废钢
2019 年三季度	790	860	1797	2566
2019 年二季度	720	824	1833	2460
2018 年三季度	480	718	2165	2394
环比	9.71%	4.46%	-1.97%	4.31%
同比	64.66%	19.88%	-17.00%	7.21%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

按照原料滞后四周测算，三季度，螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板对应毛利均值环比下降 59%、80%、69%、85%；同比下降 78%、91%、93%、94%。

普钢、特钢业绩或延续分化

三季度，特钢和普钢企业利润情况预计将继续分化。特钢企业销售情况良好，成本控制推进，利润情况或持续提升。而普钢企业受到前期铁矿石价格大幅抬升的影响，成本上涨或导致利润再度收敛。

表 6：上市公司归母净利润业绩预告情况（亿元）

证券简称	2019 三季度 上限	2019 三季度 下限	2019 三季度 中值	2019 第三季 度中值	2018 前三季 度	同比	2018 第三季 度	单季同比
久立特材	3.88	3.45	3.66	1.56	2.16	70.0%	0.83	87.0%
中信特钢	37.00	36.10	36.55	12.20	26.69	36.9%	11.68	4.5%
沙钢股份	5.40	3.60	4.50	1.65	9.93	-54.7%	3.46	-52.3%
柳钢股份	16.16	13.22	14.69	2.04	32.54	-54.9%	12.14	-83.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业存博弈机会，关注业绩稳定企业

从行业基本面来看，10月钢价存在向上博弈的机会。一方面，钢材供给受到政策影响，唐山等地强限产方案较大力度的抑制钢材产量；另一方面，10月行业处于消费旺季的末期，需求或仍保持较高水平。因此，行业存在供需错配的机会，短期支撑钢价向上。

从钢铁板块来看，10月下旬，即将迎来钢铁企业三季度报密集披露期，业绩情况或主导近期个股走势。业绩超预期的特钢企业和盈利相对稳定的普钢企业值得关注。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，但相对于行业盈利情况，板块估值已较为充分的反映出对于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征，估值继续向下调整空间较小。建议关注行业龙头宝钢股份、特钢龙头中信特钢、盈利稳健而估值低的三钢闽光、华菱钢铁。

表 7：钢铁企业估值情况

股票简称	吨钢市值	PE	PB
新钢股份	1624.40	2.60	0.72
华菱钢铁	897.05	3.17	0.89
柳钢股份	1038.44	3.54	1.32
韶钢松山	1383.63	3.58	1.27
三钢闽光	2066.87	3.66	1.16
南钢股份	1392.42	3.93	0.87
方大特钢	2924.41	4.59	2.11
鞍钢股份	1132.73	5.04	0.57
马钢股份	958.15	5.68	0.77
安阳钢铁	863.12	6.37	0.70
太钢不锈	2080.77	6.73	0.72
宝钢股份	2818.71	7.48	0.77
八一钢铁	915.37	8.44	1.23
新兴铸管	2232.97	8.87	0.77
河钢股份	1010.35	9.11	0.59
首钢股份	1176.93	9.24	0.69
凌钢股份	1393.11	9.30	1.00
酒钢宏兴	1713.54	9.42	1.06
杭钢股份	3122.97	9.51	0.74
重庆钢铁	2641.41	10.27	0.88
山东钢铁	1581.99	16.21	0.79
沙钢股份	4857.08	19.53	3.36
本钢板材	1643.52	20.10	0.76
包钢股份	4425.32	22.88	1.26
中信特钢	4229.07	93.63	1.87

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 截至 2019 年 10 月 11 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	8.23	3.98	1.77	1.97	2.1	4.6	4.2	1.17
000932	华菱钢铁	增持	4.22	2.25	1.42	1.47	1.9	3.0	2.9	0.90
600019	宝钢股份	增持	6.00	0.97	0.63	0.70	6.2	9.5	8.6	0.78
000708	中信特钢	买入	17.02	1.14	1.15	1.28	14.9	14.8	13.3	1.84
600507	方大特钢	增持	8.57	2.02	1.35	1.60	4.2	6.3	5.4	2.13
600282	南钢股份	增持	3.22	0.91	0.56	0.59	3.5	5.8	5.5	0.89
600782	新钢股份	增持	4.62	1.85	0.93	1.00	2.5	5.0	4.6	0.73
601003	柳钢股份	增持	5.21	1.80	1.05	1.18	2.9	5.0	4.4	1.30
600022	山东钢铁	增持	1.51	0.19	0.11	0.12	7.8	13.7	12.6	0.80
000959	首钢股份	增持	3.44	0.45	0.32	0.46	7.6	10.8	7.5	0.68
000629	攀钢钒钛	增持	2.89	0.36	0.31	0.32	8.0	9.3	9.0	2.72

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