

财务分析系列之十六：2019 年三季度报分析

普钢企业盈利大降，特钢、钢管企业表现抢眼

核心观点：

一、三季度概览：2019 年前三季度普钢企业盈利大降，特钢、钢管企业表现抢眼

申万钢铁指数各上市公司已发布 2019 年三季度报。根据 Wind 数据，2019 年前三季度 32 家钢企全部实现盈利，归母净利润合计为 455 亿元，同比大幅下降 45%，其中山东钢铁同比降幅最大，达 80%，重庆钢铁、韶钢松山、柳钢股份、太钢不锈、八一钢铁、沙钢股份、凌钢股份、马钢股份、鞍钢股份、安阳钢铁、山东钢铁同比降幅都在 50% 以上。业绩增长较快的企业均为特钢或钢管企业，其中久立特材 2019 年前三季度归母净利润同比增速达 80%。

二、基本面：2019 年前三季度粗钢产量创新高、供需双强，原料强势下盈利大幅回落

供需方面：2019 年前三季度房地产高韧性支撑行业整体需求保持稳定。根据国家统计局统计数据，2019 年前三季度粗钢产量 74782 万吨、同比增长 8%，再创历史同期新高，供需整体维持弱平衡。**价格方面：**根据 Mysteel 数据，主要钢材品种同比下跌 3%~9%，但原料端表现强势，进口矿、废钢均价分别大幅上涨 21%、9%。**毛利方面：**根据 Mysteel 数据，主要钢种吨钢毛利同比大幅下降，螺纹钢、热轧卷板、冷轧卷板降幅分别达 50%、53%、74%。

三、业绩分析：2019 年前三季度 32 家上市钢企总净利 455 亿元、同比大降 45%

盈利：整体看，2019 年前三季度 32 家钢企全部实现盈利，归母净利润合计为 455 亿元，同比大幅下降 45%；**盈利能力看，**常宝股份、武进不锈、久立特材等净利率居前，西宁特钢净利率最低。

费用：2019 年前三季度 32 家上市钢企中有 9 家钢企期间费用率同比上升、占比为 28%，23 家上市钢企同比下降、占比为 72%。新钢股份、沙钢股份和杭钢股份期间费用率最低。

2019 年全年业绩展望：根据各上市公司三季报，仅有沙钢股份、久立特材、安阳钢铁、马钢股份和西宁特钢披露了 2019 年全年归母净利润范围或方向。其中久立特材、西宁特钢预计 2019 年全年归母净利润同比将大幅增长、沙钢股份、安阳钢铁和马钢股份预计同比降大幅下降。

四、2019Q4 展望及投资建议：普钢供需格局维持弱平衡，建议关注特钢、油气管板块投资机会

我们判断 2019 年第四季度普钢行业供需将继续维持弱平衡、钢价或继续震荡走弱；但成本端尤其进口铁矿石供需紧平衡格局将环比改善、铁矿石价格中枢或继续下移，预计钢材盈利或将以稳为主。建议关注区域供需格局好、环保基础较好、产量存弹性的区域龙头宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光和方大特钢等；同时，对于板块结构性机会，建议关注结构高端、产能扩张、市场竞争格局趋好的特钢龙头如中信特钢，以及受益油气高景气度的油气管龙头如常宝股份、久立特材、金洲管道和玉龙股份等。

五、风险提示：宏观经济增速超预期下滑；环保限产、超低排放改造进程低于市场预期。

行业评级

买入

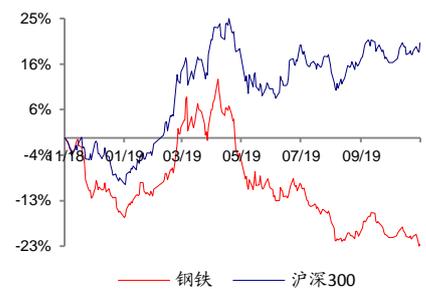
前次评级

买入

报告日期

2019-11-03

相对市场表现



分析师：

李莎



SAC 执证号：S0260513080002



SFC CE No. BNV167



020-66335140



lisha@gf.com.cn

分析师：

刘洋



SAC 执证号：S0260519060002



021-87570852



gzly@gf.com.cn

请注意，刘洋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

钢铁行业周报（2019 年第 2019-10-26

42 周）：钢材高库存压力有所

缓解、需求仍主导短期钢价

方向

钢铁行业周报（2019 年第 2019-10-19

41 周）：供需弱平衡延续，短

期钢价震荡行情不改

钢铁集团专题之四：本钢集 2019-10-17

团：位居国内前十钢企，内部

挖潜降成本空间大、债务结

构边际改善

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 收盘价 | 最近 报告日期 | 评级 | 合理价值 (元/股) | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 三钢闽光 | 002110.SZ | CNY | 7.63 | 2019/8/29 | 买入 | 11.93 | 2.01 | 2.06 | 3.80 | 3.70 | 1.09 | 1.04 | 23.6 | 21.1 |
| 方大特钢 | 600507.SH | CNY | 8.15 | 2019/8/16 | 买入 | 12.18 | 1.63 | 1.82 | 5.00 | 4.48 | 2.34 | 1.60 | 26.8 | 23.0 |
| 久立特材 | 002318.SZ | CNY | 8.18 | 2019/8/29 | 买入 | 9.76 | 0.51 | 0.53 | 16.04 | 15.43 | 9.00 | 8.14 | 11.9 | 11.1 |
| 鞍钢股份 | 000898.SZ | CNY | 3.00 | 2019/9/2 | 买入 | 4.66 | 0.39 | 0.41 | 7.69 | 7.32 | 3.85 | 3.61 | 6.3 | 6.2 |
| 马钢股份 | 600808.SH | CNY | 2.66 | 2019/9/2 | 买入 | 4.06 | 0.38 | 0.45 | 7.00 | 5.91 | 2.78 | 2.21 | 9.4 | 10.6 |
| 南钢股份 | 600282.SH | CNY | 3.10 | 2019/8/27 | 买入 | 5.10 | 0.70 | 0.74 | 4.42 | 4.20 | 2.49 | 2.28 | 17.9 | 17.0 |
| 韶钢松山 | 000717.SZ | CNY | 3.51 | 2019/8/20 | 买入 | 5.58 | 0.93 | 0.97 | 3.77 | 3.62 | 2.14 | 1.59 | 26.7 | 21.8 |
| 华菱钢铁 | 000932.SZ | CNY | 4.12 | 2019/8/18 | 买入 | 5.94 | 1.18 | 1.11 | 3.48 | 3.70 | 1.88 | 1.85 | 23.9 | 19.4 |
| 新兴铸管 | 000778.SZ | CNY | 3.89 | 2019/4/7 | 买入 | 7.00 | 0.42 | 0.45 | 9.26 | 8.64 | 4.38 | 3.90 | 7.5 | 7.5 |
| 新钢股份 | 600782.SH | CNY | 4.50 | 2019/8/21 | 买入 | 7.05 | 1.30 | 1.34 | 3.47 | 3.35 | 2.20 | 1.67 | 18.4 | 16.5 |
| 河钢股份 | 000709.SZ | CNY | 2.49 | 2019/4/27 | 买入 | 4.13 | 0.26 | 0.27 | 9.58 | 9.22 | 4.97 | 4.68 | 4.9 | 4.9 |
| 宝钢股份 | 600019.SH | CNY | 5.80 | 2019/10/27 | 买入 | 8.00 | 0.56 | 0.59 | 10.36 | 9.83 | 4.75 | 4.42 | 7.0 | 7.4 |
| 首钢股份 | 000959.SZ | CNY | 3.50 | 2019/4/28 | 买入 | 5.44 | 0.27 | 0.51 | 12.96 | 6.86 | 6.92 | 4.82 | 5.7 | 9.6 |
| 常宝股份 | 002478.SZ | CNY | 6.00 | 2019/8/29 | 买入 | 8.30 | 0.68 | 0.81 | 8.82 | 7.41 | 4.10 | 3.20 | 14.7 | 15.3 |
| 河北宣工 | 000923.SZ | CNY | 15.05 | 2019/7/2 | 买入 | 22.88 | 1.14 | 1.35 | 13.15 | 11.18 | 2.43 | 1.85 | 9.8 | 10.3 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

| | |
|---|----|
| 三季报概览：2019 年前三季度普钢企业盈利大降，特钢、钢管企业表现抢眼 | 6 |
| 一、基本面：2019 年前三季度粗钢产量创新高、供需双强，原料强势下盈利大幅回落...8 | |
| （一）供需：供给高弹性、需求高韧性，供需格局整体维持弱平衡 | 8 |
| （二）钢材和原料均价：主要钢材品种均价同比下跌 3%~9%，进口矿、废钢均价分 别大幅上涨 21%、9% | 11 |
| （三）盈利：主要钢种吨钢毛利同比大幅下降，冷卷降幅超过 70% | 13 |
| 二、业绩分析：2019 年前三季度 32 家上市钢企总净利 455 亿元、同比大降 45% | 14 |
| （一）盈利：2019 年前三季度 32 家上市钢企总净利 455 亿元、同比大降 45%，普 钢公司业绩下滑明显，特钢、钢管企业表现抢眼 | 14 |
| （二）费用控制：72%上市钢企期间费用率同比下降，新钢股份、沙钢股份和杭钢股 份期间费用率最低 | 18 |
| （三）2019 年全年业绩展望：久立特材、西宁特钢预计同比将大幅增长、沙钢股份、 安阳钢铁和马钢股份预计同比降大幅下滑 | 21 |
| 三、2019Q4 展望及投资建议：普钢供需格局维持弱平衡，建议关注特钢、油气管板块投 资机会 | 23 |
| 四、风险提示 | 25 |

图表索引

| | |
|---|----|
| 图 1: 2019 年前三季度申万钢铁指数板块 32 家上市公司归母净利润(单位: 亿元) | 14 |
| 图 2: 2019 年前三季度申万钢铁指数板块 32 家上市公司归母净利润同比变动幅度 | 15 |
| 图 3: 2019 年前三季度久立特材、常宝股份、方大特钢、武进不锈、中信特钢毛利率最高(单位: %) | 17 |
| 图 4: 2019 年前三季度山东钢铁、本钢板材、杭钢股份、凌钢股份、重庆钢铁毛利率最低(单位: %) | 17 |
| 图 5: 2019 年前三季度武进不锈、常宝股份、久立特材、永兴材料、三钢闽光净利率最高(单位: %) | 18 |
| 图 6: 2019 年前三季度西宁特钢、本钢板材、山东钢铁、八一钢铁、安阳钢铁净利率最低(单位: %) | 18 |
| 图 7: 2019 年前三季度久立特材、西宁特钢、包钢股份期间费用率较高(单位: %) | 20 |
| 图 8: 2019 年前三季度新钢股份、沙钢股份、杭钢股份期间费用率最低(单位: %) | 20 |
| 图 9: 2019 年前三季度西宁特钢、包钢股份、河钢股份财务费用率较高(单位: %) | 20 |
| 图 10: 2019 年前三季度杭钢股份、方大特钢、常宝股份财务费用率最低(单位: %) | 20 |
| 图 11: 2019 年前三季度久立特材、八一钢铁、酒钢宏兴销售费用率较高(单位: %) | 21 |
| 图 12: 2019 年前三季度杭钢股份、柳钢股份、三钢闽光销售费用率最低(单位: %) | 21 |
| 图 13: 2019 年前三季度方大特钢、久立特材、常宝股份管理费用率较高(单位: %) | 21 |
| 图 14: 2019 年前三季度凌钢股份、八一钢铁、首钢股份管理费用最低(单位: %) | 21 |
| 表 1: 2019 年前三季度申万钢铁指数板块 32 家企业全部实现盈利, 特钢、钢管企业表现抢眼 | 6 |
| 表 2: 2011~2018 年钢铁各需求终端历史表现(单位: 亿吨) | 8 |
| 表 3: 2019Q1-Q3 钢铁相关下游行业主要经营数据指标 | 9 |
| 表 4: 2019 年前三季度主要钢材品种价格同比下跌, 跌幅为 3%-9% | 11 |
| 表 5: 分季度看, 主要钢材产品季度均价变化情况(单位: 元/吨) | 11 |
| 表 6: 2019 年前三季度进口矿均价上涨 21%。焦炭均价下跌 6%, 废钢均价上涨 9% | |

| | |
|---|----|
| | 12 |
| 表 7: 分季度看, 主要原材料季度均价变化情况 (单位: 元/吨) | 12 |
| 表 8: 2019 年前三季度主要钢种吨钢毛利同比大幅下降, 螺纹钢、热轧卷板、冷轧卷板降幅分别达 50%、53%、74% | 13 |
| 表 9: 分季度看, 主要钢材产品吨钢毛利变化情况 (单位: 元/吨) | 13 |
| 表 10: 申万钢铁板块 32 家上市公司 2019 年前三季度业绩变动分析 | 14 |
| 表 11: 申万钢铁指数上市钢企 2019 年前三季度盈利情况 | 16 |
| 表 12: 2019 年前三季度 72% 上市钢企期间费用率同比下降 | 18 |
| 表 13: 部分上市钢企 2019 年全年归母净利润预测 | 22 |

三季报概览：2019 年前三季度普钢企业盈利大降，特钢、钢管企业表现抢眼

从行业整体表现上看，2019年前三季度32家钢企全部实现盈利，归母净利润合计为455亿元，同比大幅下降45%，其中山东钢铁同比降幅最大，达80%，重庆钢铁、韶钢松山、柳钢股份、太钢不锈、八一钢铁、沙钢股份、凌钢股份、马钢股份、鞍钢股份、安阳钢铁、山东钢铁同比降幅都在50%以上。

从截面表现上看，2019年前三季度归母净利润绝对额排名靠前的钢企为宝钢股份、中信特钢、华菱钢铁，其中宝钢股份2019年前三季度归母净利润88亿元；业绩增速前五的企业为久立特材、武进不锈、金洲管道、常宝股份和中信特钢，其中久立特材2019年前三季度归母净利润同比增速达80%。

表 1：2019 年前三季度申万钢铁指数板块 32 家企业全部实现盈利，特钢、钢管企业表现抢眼

| 证券代码 | 公司简称 | 2019 前三季度归母净利润 (亿元) | 业绩变动方向 | 业绩同比变动 (亿元) | 业绩同比变动幅度 |
|-----------|------|------------------------|--------|----------------|----------|
| 002318.SZ | 久立特材 | 3.9 | 盈利增加 | 1.7 | 80% |
| 603878.SH | 武进不锈 | 2.5 | 盈利增加 | 1.0 | 71% |
| 002443.SZ | 金洲管道 | 1.6 | 盈利增加 | 0.5 | 47% |
| 002478.SZ | 常宝股份 | 5.1 | 盈利增加 | 1.4 | 39% |
| 000708.SZ | 中信特钢 | 36.7 | 盈利增加 | 10.0 | 37% |
| 600307.SH | 酒钢宏兴 | 12.5 | 盈利增加 | 1.8 | 17% |
| 002756.SZ | 永兴材料 | 3.6 | 盈利增加 | 0.3 | 9% |
| 000778.SZ | 新兴铸管 | 13.1 | 盈利减少 | -5.0 | -28% |
| 600282.SH | 南钢股份 | 23.8 | 盈利减少 | -10.6 | -31% |
| 600782.SH | 新钢股份 | 26.5 | 盈利减少 | -13.0 | -33% |
| 000932.SZ | 华菱钢铁 | 33.9 | 盈利减少 | -20.8 | -38% |
| 000761.SZ | 本钢板材 | 4.9 | 盈利减少 | -3.4 | -41% |
| 000959.SZ | 首钢股份 | 12.4 | 盈利减少 | -9.0 | -42% |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 88.7 | 盈利减少 | -68.7 | -44% |
| 600507.SH | 方大特钢 | 12.8 | 盈利减少 | -10.4 | -45% |
| 002110.SZ | 三钢闽光 | 28.2 | 盈利减少 | -23.5 | -45% |
| 000709.SZ | 河钢股份 | 17.8 | 盈利减少 | -15.9 | -47% |
| 600010.SH | 包钢股份 | 11.9 | 盈利减少 | -11.2 | -48% |

| | | | | | |
|-----------|-------|------|------|-------|------|
| 600126.SH | 杭钢股份 | 8.2 | 盈利减少 | -7.8 | -49% |
| 601005.SH | 重庆钢铁 | 7.2 | 盈利减少 | -7.6 | -51% |
| 000717.SZ | 韶钢松山 | 12.9 | 盈利减少 | -14.7 | -53% |
| 601003.SH | 柳钢股份 | 14.8 | 盈利减少 | -17.7 | -54% |
| 000825.SZ | 太钢不锈 | 18.5 | 盈利减少 | -22.1 | -55% |
| 600581.SH | 八一钢铁 | 2.4 | 盈利减少 | -3.4 | -58% |
| 002075.SZ | 沙钢股份 | 3.7 | 盈利减少 | -6.2 | -63% |
| 600231.SH | 凌钢股份 | 4.2 | 盈利减少 | -8.6 | -67% |
| 600808.SH | 马钢股份 | 14.6 | 盈利减少 | -41.2 | -74% |
| 000898.SZ | 鞍钢股份 | 17.2 | 盈利减少 | -51.3 | -75% |
| 600569.SH | 安阳钢铁 | 3.8 | 盈利减少 | -11.9 | -76% |
| 600022.SH | 山东钢铁 | 4.9 | 盈利减少 | -19.3 | -80% |
| 600117.SH | 西宁特钢 | 0.9 | 扭亏为盈 | 6.6 | - |
| 600399.SH | ST 抚钢 | 1.7 | 扭亏为盈 | 3.0 | - |

数据来源：公司三季报、广发证券发展研究中心

接下来，我们将详细分析2019年前三季度钢企业绩下滑的主要原因以及我们对于钢铁行业2019年第四季度基本面和行业业绩的预判。

一、基本面：2019 年前三季度粗钢产量创新高、供需双强，原料强势下盈利大幅回落

（一）供需：供给高弹性、需求高韧性，供需格局整体维持弱平衡

1. 需求：制造业、汽车拖累需求、但房地产高韧性支撑2019年前三季度整体钢材需求处于高位水平

钢铁下游需求主要来自于建筑（包括地产和基建）、机械、汽车等。根据2018年冶金工业规划研究院发布的钢材存量结构计算，建筑、机械、汽车等这三类终端占比分别达52%、17%和7%。我们在2019年6月22日发布的报告《钢铁行业2019年中期投资策略：结构重于趋势，建议关注细分板块优质龙头》中对2019年下半年钢铁行业整体需求进行了分析：预计2019年下半年需求整体偏弱、供给扩展弹性强于需求，供需框架维持弱势；基本面支撑成本端稳中偏强，预计普钢板块价、利仍存压。预计下游行业中建筑板块需求以稳为主，制造业需求被进一步压制。

表 2：2011~2018 年钢铁各需求终端历史表现（单位：亿吨）

| | 2011A | 2012A | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 建筑 | 3.40 | 3.50 | 3.81 | 3.90 | 3.60 | 3.60 | 3.87 | 4.30 |
| 机械 | 1.18 | 1.25 | 1.33 | 1.40 | 1.29 | 1.28 | 1.36 | 1.40 |
| 汽车 | 0.41 | 0.42 | 0.47 | 0.50 | 0.50 | 0.54 | 0.58 | 0.56 |
| 能源 | 0.29 | 0.30 | 0.31 | 0.32 | 0.32 | 0.32 | 0.33 | 0.33 |
| 造船 | 0.22 | 0.16 | 0.13 | 0.13 | 0.14 | 0.12 | 0.14 | 0.12 |
| 家电 | 0.09 | 0.09 | 0.10 | 0.11 | 0.11 | 0.11 | 0.12 | 0.13 |
| 铁道 | 0.05 | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 集装箱 | 0.04 | 0.04 | 0.05 | 0.06 | 0.06 | 0.04 | 0.06 | 0.05 |
| 其他 | 0.52 | 0.60 | 0.69 | 0.69 | 0.63 | 0.68 | 0.75 | 1.26 |
| 合计 | 6.20 | 6.40 | 6.93 | 7.15 | 6.68 | 6.73 | 7.25 | 8.20 |

数据来源：冶金工业规划研究院、广发证券发展研究中心

（1）建筑

从房地产需求看，居民部门加杠杆带来的复苏脉冲效应边际递减，但仍构成2019年上半年钢需的重要支撑。2019年前三季度商品房销售面积累计同比增速为-0.1%，而去年同期增速为2.9%，这使得地产投资的继续增长受到约束。房地产补库需求下地产投资增速表现尚不至于太弱，房地产企业追求高周转率导致前三季度新开工面积累计同比增速仍维持9%的高位水平，因此房地产新开工的高韧性仍然支撑了2019年前三季度钢材需求。具体而言：（1）房地产开发投资累计同比增速小幅上升。根

据国家统计局数据，2019年1-9月我国房地产开发投资完成额累计同比增长10.5%，增速较2018年1-9月上升0.6个百分点，土地购置费大幅增加是主要原因，2019年1-9月土地购置费累计同比增速达20%。（2）房屋新开工、施工面积累计同比增速大幅上升、竣工面积累计同比增速大幅下降。根据国家统计局数据，2019年1-9月我国房屋施工、新开工和竣工面积累计同比增速分别为8.7%、8.6%和-8.6%，增速较2018年1-9月分别上升4.8、回落7.8和上升2.8个百分点。（3）商品房销售面积累计同比小幅下降、销售额累计同比增速明显。根据国家统计局数据，2019年1-9月我国商品房销售面积累计同比增速为-0.1%，较2018年1-9月下降3.0个百分点；商品房销售额同比上升7.1%，增速较2018年1-9月大幅下降6.2个百分点。

从基建需求看，基建投资在稳增长基调下明显走强，根据国家统计局统计数据，2019年前三季度基础建设投资（不含电力）累计同比增速为4.5%，而去年同期仅为3.3%。

（2）机械

朱格拉周期抬升是确定性更强的增长逻辑，但制造业投资增速承压明显。根据国家统计局统计数据，2019年1-9月，制造业固定资产投资额累计增速为2.5%，同比大幅回落6.2个百分点，机械、汽车和造船需求绝对量数据均表现不佳。

（3）汽车

汽车产量同比大幅下降。根据中国汽车工业协会数据，2019年1-9月，我国汽车产量1809万辆，同比降幅为11.4%。

（4）家电

家电产销表现良好。电冰箱产量同比小幅上升，洗衣机、空调产量均同比大幅上升。根据国家统计局数据，2019年1-9月份，家用电冰箱、洗衣机、空调累计产量分别为6427万台、5638万台和17005万台，同比分别增长4.3%、7.5%和6.4%，家电对冷轧薄板类钢材需求提升较为明显。

因此综合来看，2019年政策转向稳增长，尽管制造业承压、汽车产销量同比负增长对钢材需求造成一定拖累，但房地产新开工对钢材需求的高韧性支撑了2019年前三季度的整体钢材需求。

表 3: 2019Q1-Q3 钢铁相关下游行业主要经营数据指标

| | 2019 Q1-Q3 绝对值 | 累计同比增速 | 2018 Q1-Q3 绝对值 | 累计同比增速 | 增速变动幅度 |
|----------------|-------------------|--------|-------------------|--------|--------|
| 固定资产投资完成额（亿元） | 461204 | 5.4% | 483442 | 5.4% | 0.0% |
| 房地产开发投资完成额（亿元） | 98008 | 10.5% | 88665 | 9.9% | 0.6% |
| 房屋施工面积（万平方米） | 834201 | 8.7% | 767218 | 3.9% | 4.8% |
| 房屋新开工面积（万平方米） | 165707 | 8.6% | 152583 | 16.4% | -7.8% |
| 房屋竣工面积（万平方米） | 46748 | -8.6% | 51132 | -11.4% | 2.8% |
| 商品房销售面积（万平方米） | 119179 | -0.1% | 119313 | 2.9% | -3.0% |
| 商品房销售额（亿元） | 111491 | 7.1% | 104132 | 13.3% | -6.2% |

| | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 金属切削机床产量(万台) | 34 | -16.2% | 38 | 4.6% | -20.8% |
| 工业锅炉产量(蒸发量吨) | 301756 | -1.8% | 211855 | -8.2% | 6.4% |
| 铁路机车产量(辆) | 864 | 18.2% | 850 | -6.3% | 24.5% |
| 汽车产量(万辆) | 1809 | -11.4% | 2084 | 0.87% | -12.3% |
| 家用电冰箱产量(万台) | 6427 | 4.3% | 6017 | 2.1% | 2.2% |
| 家用洗衣机产量(万台) | 5638 | 7.5% | 5147 | 0.7% | 6.8% |
| 空调产量(万台) | 17005 | 6.4% | 16011 | 12.9% | -6.5% |

数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

2. 供给: 2019年巩固去产能成果, 粗钢产量再创历史新高

(1) 产能: 2019年全面转入结构性去产能、系统性优产能的新阶段, 产能收缩仍在继续

根据工信部数据, 截至2015年底我国粗钢产能为12亿吨。《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》作为未来五年我国钢铁工业发展的指导性文件, 就钢铁行业的“十三五”期间的调整升级提出明确量化指标, 粗钢产能要求净减少1~1.5亿吨, 总产能降低至10亿吨以下。2016年设定目标为淘汰钢铁产能4500万吨, 最终淘汰钢铁产能在6500万吨以上; 2017年设定目标为淘汰钢铁产能5000万吨, 根据工信部原材料司钢铁处处长徐文立在冶金工业规划研究院2017年12月9日主办的“2017(第六届)中国钢铁原材料市场高端论坛”上的讲话: “十三五”的前两年, 钢铁完成去产能已超过1.15亿吨, 2017年去产能任务也已超额完成; 2018年政府工作报告提出2018年将再压减钢铁产能3000万吨左右, 根据2019年1月29日工业和信息化部部长苗圩的讲话: 2018年已超额完成3000万吨钢铁去产能目标任务。到2018年年底, 已提前完成“十三五”确定的钢铁去产能1.4-1.5亿吨的上限指标。根据2019年4月30日公布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》, 2019年全面转入结构性去产能、系统性优产能的新阶段, 全面开展巩固钢铁煤炭去产能成果。对尚未完成压减粗钢产能目标的地区和中央企业, 力争在2019年全面完成任务; 尚未完成煤炭去产能目标的地区和中央企业, 在2020年底前完成任务; 继续大力淘汰关停不达标落后煤电机组。

(2) 产量: 2019年前三季度粗钢产量74782万吨、同比增长8%, 再创历史新高

根据国家统计局数据, 2019年前三季度粗钢累计产量同比增长8%达74782万吨, 创历史新高, 核心原因是钢材需求整体仍然维持高位, 钢企通过提高转炉及高炉废钢比增产。

(二) 钢材和原料均价：主要钢材品种均价同比下跌 3%~9%，进口矿、废钢均价分别大幅上涨 21%、9%

1. 钢价：2019年前三季度，主要钢材品种均价全面下跌、跌幅为3%~9%

2019年前三季度主要钢材产品均价全面下跌。具体而言：2019年前三季度螺纹钢、线材、热卷、中厚板、冷轧板、镀锌板均价同比2018年前三季度分别下跌5%、3%、8%、9%、9%。

表4：2019年前三季度主要钢材品种价格同比下跌，跌幅为3%-9%

| | 2019Q1-Q3 均价 (元/吨) | 2018Q1-Q3 均价 (元/吨) | 同比变动幅度 |
|-----|--------------------|--------------------|--------|
| 螺纹 | 3999 | 4209 | -5% |
| 线材 | 4220 | 4359 | -3% |
| 热卷 | 3861 | 4207 | -8% |
| 中厚板 | 3956 | 4343 | -9% |
| 冷轧板 | 4333 | 4756 | -9% |

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

从分季度同比角度看：2019年前三季度热卷、中厚板、冷板等板材价格在一、二、三季度都出现了同比下跌，而螺纹等长材价格在一、二表现则相对较强，但三季度价格同比大幅下跌；**从分季度环比角度看：**2019年第一季度螺纹、热卷、中厚板及冷板等主要钢材品种环比2018年第四季度均出现明显下跌，2019年二季度螺纹、热卷、中厚板及冷板均价环比均有所回升，2019年三季度螺纹、热卷、中厚板及冷板均价环比重回跌势。

表5：分季度看，主要钢材产品季度均价变化情况（单位：元/吨）

| | 螺纹 | | | 热卷 | | | 中厚 | | | 冷板 | | |
|------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|
| | 绝对值 | 同比 (%) | 环比 (%) |
| 19Q3 | 3867 | -13 | -7 | 3699 | -14 | -7 | 3773 | -15 | -7 | 4292 | -11 | -2 |
| 19Q2 | 4138 | 1 | 4 | 3968 | -5 | 4 | 4061 | -8 | 3 | 4373 | -6 | 1 |
| 19Q1 | 3980 | -3 | -9 | 3816 | -7 | -4 | 3957 | -6 | -4 | 4351 | -9 | -5 |
| 18Q4 | 4357 | -1 | -2 | 3962 | -7 | -8 | 4099 | -4 | -8 | 4576 | -6 | -5 |
| 18Q3 | 4431 | 9 | 9 | 4313 | 7 | 3 | 4444 | 13 | 1 | 4833 | 6 | 4 |
| 18Q2 | 4081 | 11 | 0 | 4180 | 27 | 1 | 4388 | 30 | 5 | 4651 | 21 | -3 |
| 18Q1 | 4097 | 14 | -7 | 4121 | 9 | -3 | 4188 | 14 | -2 | 4781 | 2 | -2 |

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

2. 原材料：2019年前三季度进口矿价格上涨21%，焦炭价格下跌6%，废钢价格上涨9%

2019年前三季度铁矿石、废钢均价大幅上涨，焦炭均价跌幅明显。2019年前三季度，受巴西淡水河谷溃坝事件影响，进口铁矿石价格强势上涨，巴西卡粉日照港进口均价同比大幅上涨21%，二级冶金焦均价同比下跌6%，而废钢（6-8mm唐山）均价同比则大幅上涨9%。

表6：2019年前三季度进口矿均价上涨21%。焦炭均价下跌6%，废钢均价上涨9%

| | 2019Q1-Q3 均价（元/吨） | 2018Q1-Q3 均价（元/吨） | 同比变动幅度 |
|---------------|-------------------|-------------------|--------|
| 巴西卡粉：日照港进口矿均价 | 801 | 663 | 21% |
| 二级冶金焦均价 | 1942 | 2069 | -6% |
| 废钢：6-8mm：唐山 | 2502 | 2289 | 9% |

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

从分季度同比均价角度看，2019年第一、二季度进口铁矿石和二级冶金焦均价同比出现大幅上涨，一季度涨幅分别为9%、15%，二季度两者的涨幅更是分别扩大到34%、22%。废钢价格在一、二季度则相对平稳；2019年第三季度，进口铁矿石、废钢均价同比大涨20%、7%，而二级冶金焦均价大跌17%；从分季度环比均价角度看，进口铁矿石和二级冶金焦的均价在2019年一、二季度均出现环比上涨，且进口铁矿石均价环比涨幅远高于同期二级冶金焦，三季度铁矿石均价环比涨幅收窄至5%，而冶金焦均价环比则大跌20%。废钢均价在2019年一、二季度较为平稳，三季度均价则环比大幅上涨13%。

表7：分季度看，主要原材料季度均价变化情况（单位：元/吨）

| | 巴西卡粉：日照港进口矿均价 | | | 二级冶金焦均价 | | | 废钢：6-8mm：唐山均价 | | |
|------|---------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------------|-------|-------|
| | 绝对值 | 同比（%） | 环比（%） | 绝对值 | 同比（%） | 环比（%） | 绝对值 | 同比（%） | 环比（%） |
| 19Q3 | 859 | 20 | 5 | 1891 | -17 | -20 | 2566 | 7 | 13 |
| 19Q2 | 821 | 34 | 15 | 2362 | 22 | 3 | 2264 | 3 | 1 |
| 19Q1 | 715 | 9 | -0.4 | 2287 | 15 | 1 | 2238 | -1 | -5 |
| 18Q4 | 717 | 5 | 0.2 | 2270 | 23 | 2 | 2367 | 19 | -1 |
| 18Q3 | 716 | 9 | 17 | 2217 | 19 | 19 | 2394 | 42 | 9 |
| 18Q2 | 611 | -2 | -7 | 1930 | 10 | -3 | 2195 | 48 | -3 |
| 18Q1 | 658 | -15 | -4 | 1991 | 10 | 2 | 2271 | 48 | 15 |

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

(三) 盈利：主要钢种吨钢毛利同比大幅下降，冷卷降幅超过 70%

根据前文所述，2019年前三季度主要钢材品种价格同比出现不同幅度的下跌，但除焦炭外主要原材料——铁矿石和废钢价格都出现大幅上涨，因此2019年前三季度主要钢材品种吨钢毛利同比大幅下降。

从年度均值角度看，根据Mysteel数据，2019年前三季度螺纹钢、热轧卷板、冷轧卷板平均吨钢毛利同比分别下降612、648、726元/吨，降幅分别达50%、53%、74%。

表8：2019年前三季度主要钢种吨钢毛利同比大幅下降，螺纹钢、热轧卷板、冷轧卷板降幅分别达50%、53%、74%

| | 2019Q1-Q3 均毛利 (元/吨) | 2018Q1-Q3 均毛利 (元/吨) | 同比变动 (元/吨) | 同比变动幅度 |
|------|---------------------|---------------------|------------|--------|
| 螺纹钢 | 616 | 1228 | -612 | -50% |
| 热轧板卷 | 578 | 1226 | -648 | -53% |
| 冷轧板卷 | 250 | 976 | -726 | -74% |

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

从分季度同比角度看，延续2018年第四季度颓势，螺纹、热卷、冷板吨钢毛利在2019年一、二、三季度同比均出现大幅下降，冷板吨钢毛利更是连续四个季度出现超过50%的降幅；从分季度环比角度看，2019年一季度螺纹、热卷吨钢毛利环比均大幅下降，降幅分别达到29%、10%，但二季度吨钢毛利降幅均明显收窄，其中螺纹钢吨钢毛利环比仅下降2%，热卷吨钢毛利环比小幅上升1%；三季度螺纹、热卷、冷板吨钢毛利环比降幅分别达45%、34%、55%。

表9：分季度看，主要钢材产品吨钢毛利变化情况（单位：元/吨）

| | 螺纹 | | | 热卷 | | | 冷板 | | |
|------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|
| | 绝对值 | 同比 (%) | 环比 (%) | 绝对值 | 同比 (%) | 环比 (%) | 绝对值 | 同比 (%) | 环比 (%) |
| 19Q3 | 400 | -69 | -45 | 436 | -64 | -34 | 117 | -87 | -55 |
| 19Q2 | 728 | -42 | -2 | 658 | -50 | 1 | 262 | -74 | -33 |
| 19Q1 | 741 | -35 | -29 | 652 | -44 | -10 | 388 | -62 | -28 |
| 18Q4 | 1043 | -38 | -19 | 727 | -50 | -39 | 542 | -57 | -41 |
| 18Q3 | 1279 | 1 | 2 | 1196 | 7 | -9 | 917 | 8 | -7 |
| 18Q2 | 1257 | 17 | 10 | 1316 | 156 | 13 | 988 | 252 | -4 |
| 18Q1 | 1143 | 69 | -32 | 1166 | 55 | -20 | 1026 | 18 | -19 |

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

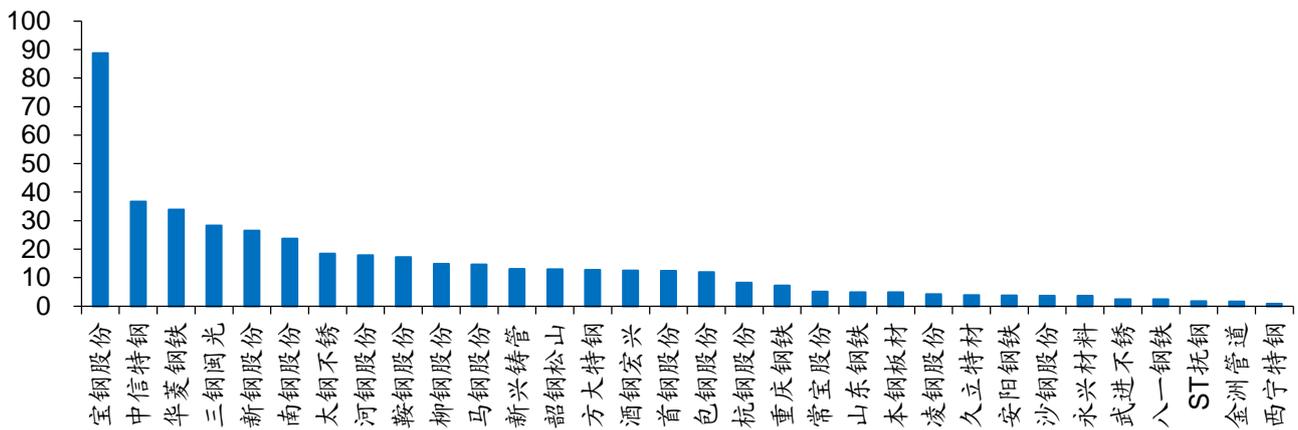
二、业绩分析：2019 年前三季度 32 家上市钢企总净利 455 亿元、同比大降 45%

(一) 盈利：2019 年前三季度 32 家上市钢企总净利 455 亿元、同比大降 45%，普钢公司业绩下滑明显，特钢、钢管企业表现抢眼

截至2019年10月31日，32家申万钢铁指数板块上市公司全部发布了2019年三季报。整体来看，普钢公司业绩下滑明显，特钢、钢管企业表现抢眼。

从盈利面情况看，32家钢企全部实现盈利，归母净利润合计达455亿元，同比大幅减少45%，其中山东钢铁同比降幅最大，达80%，重庆钢铁、韶钢松山、柳钢股份、太钢不锈、八一钢铁、沙钢股份、凌钢股份、马钢股份、鞍钢股份、安阳钢铁、山东钢铁同比降幅都在50%以上。行业整体盈利情况大幅弱化。

图1：2019年前三季度申万钢铁指数板块32家上市公司归母净利润（单位：亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从业绩变动情况看，2019年前三季度申万钢铁指数板块32家企业中7家企业盈利同比增长且均为特钢、钢管类企业，数量占比为22%；23家企业盈利减少，数量占比为72%；西宁特钢、ST抚钢扭亏为盈。

表 10：申万钢铁板块 32 家上市公司 2019 年前三季度业绩变动分析

| | 业绩情况 | 上市公司数 | 占比 | 公司名称 |
|----|------|-------|------|--|
| 盈利 | 盈利增加 | 7 | 22% | 久立特材、武进不锈、金洲管道、中信特钢、常宝股份、酒钢宏兴、永兴材料 |
| | 盈利减少 | 23 | 72% | 新兴铸管、南钢股份、新钢股份、华菱钢铁、本钢板材、首钢股份、宝钢股份、方大特钢、三钢闽光、河钢股份、包钢股份、杭钢股份、重庆钢铁、韶钢松山、柳钢股份、太钢不锈、八一钢铁、沙钢股份、凌钢股份、马钢股份、鞍钢股份、安阳钢铁、山东钢铁 |
| | 扭亏为盈 | 2 | 6% | 西宁特钢、ST 抚钢 |
| 合计 | | 32 | 100% | |

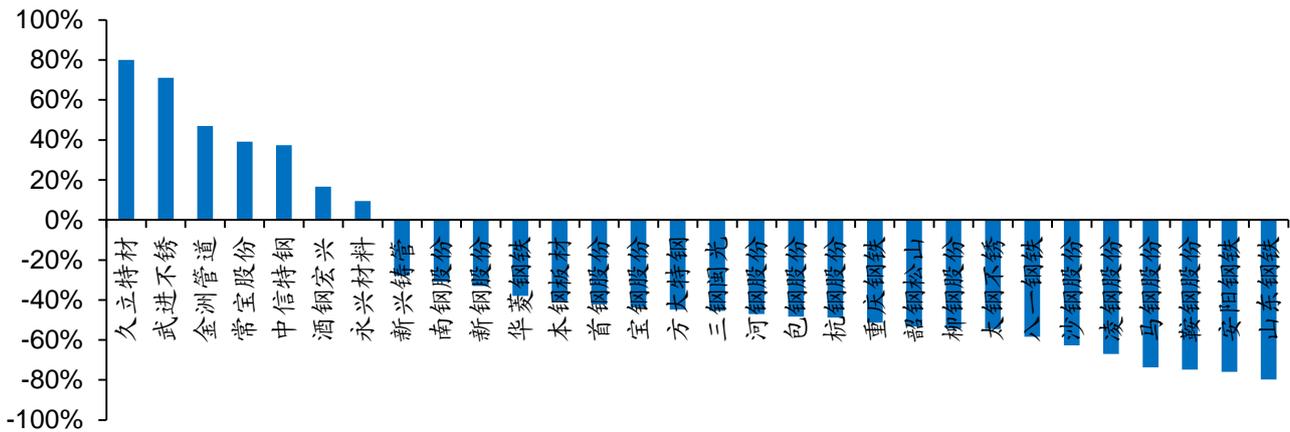
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

1. 业绩情况：7成钢企盈利能力大幅下降，西宁特钢、ST抚钢扭亏为盈

(1) 盈利同比增加的7家：根据各公司2019年三季报，久立特材、武进不锈2019年归母净利润同比增幅在50%以上，常宝股份、中信特钢增幅超30%。

(2) 盈利同比减少的23家：根据各公司2019年三季报，山东钢铁2019年前三季度归母净利润降幅达到80%；重庆钢铁、韶钢松山、柳钢股份、太钢不锈、八一钢铁、沙钢股份、凌钢股份、马钢股份、鞍钢股份和安阳钢铁的降幅超过50%；新兴铸管、南钢股份、新钢股份、华菱钢铁、本钢板材、首钢股份、宝钢股份、方大特钢、三钢闽光、河钢股份、包钢股份、杭钢股份的降幅小于50%。

图2：2019年前三季度申万钢铁指数板块32家上市公司归母净利润同比变动幅度



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(3) 扭亏为盈的2家：西宁特钢、ST抚钢

根据西宁特钢2019年三季报，2019年前三季度实现归母净利润0.87亿元，同比大幅增加6.63亿元，实现扭亏为盈。主要原因是公司坚持“变中求进、调整结构、提质增效、绿色发展”经营方针，坚定不移推动“质量、效率、动力”三大变革，通过提高产能利用率，调整股权结构、优化人力资源结构、调整产品结构、用户结构、区域结构，实现了制造成本大幅降低和效率的提升。

根据ST抚钢2019年三季报，ST抚钢2019年前三季度实现归母净利润1.74亿元，同比大幅增加3.0亿元，实现扭亏为盈。主因是公司重点围绕改善盈利能力开展技术和市场开发，同时严格控制制造成本，推进工艺优化实现节能降耗。通过激励政策调整，促进高附加值产品订单的持续增长。高温合金、高强钢等重点产品订单和产量大幅增加，对盈利能力提供了有力支撑。公司在产品结构调整，产品组合升级的情况下优化工艺，实现了制造成本的降低和效率的提升。

2. 盈利能力：常宝股份、武进不锈、久立特材净利率居前，西宁特钢净利率最低

囿于数据可得性，我们在此着重对申万钢铁指数上市公司毛利率、净利率等盈利指标进行横向比较。

(1) 同比数据

从毛利率同比增速看，2019年前三季度常宝股份、久立特材等8家上市钢企的毛利率上升，其中久立特材毛利率同比增幅达到5PCT，其余24家上市钢企毛利率均出现下降，其中降幅最大的是沙钢股份，同比下降13PCT。

从净利率同比增速看，2019年前三季度常宝股份、久立特材等9家上市钢企的净利率上升，其中久立特材上升幅度最大，同比增幅达5PCT，西宁特钢、ST抚钢净利率由负转正。其余23家上市钢企净利率均出现下降，其中降幅最大的是沙钢股份，同比下降11PCT。

表 11: 申万钢铁指数上市钢企 2019 年前三季度盈利情况

| 公司简称 | 毛利率 | | 净利率 | |
|-------|-----|----------|-----|----------|
| | 绝对值 | 同比 (PCT) | 绝对值 | 同比 (PCT) |
| 常宝股份 | 26% | 4 | 14% | 4 |
| 武进不锈 | 24% | 4 | 14% | 4 |
| 久立特材 | 28% | 5 | 12% | 5 |
| 方大特钢 | 24% | -8 | 12% | -6 |
| 永兴材料 | 13% | -2 | 10% | 1 |
| 三钢闽光 | 15% | -12 | 9% | -11 |
| 南钢股份 | 14% | -8 | 8% | -5 |
| 中信特钢 | 17% | 2 | 7% | 2 |
| 沙钢股份 | 10% | -13 | 7% | -11 |
| 韶钢松山 | 10% | -10 | 6% | -8 |
| 华菱钢铁 | 13% | -4 | 6% | -4 |
| 新钢股份 | 10% | -6 | 6% | -3 |
| 新兴铸管 | 12% | -5 | 5% | -1 |
| 金洲管道 | 15% | 1 | 5% | 1 |
| 宝钢股份 | 11% | -5 | 4% | -3 |
| 杭钢股份 | 7% | -6 | 4% | -4 |
| 酒钢宏兴 | 12% | 1 | 4% | 1 |
| ST 抚钢 | 11% | 2 | 4% | - |
| 柳钢股份 | 9% | -5 | 4% | -5 |
| 重庆钢铁 | 8% | -8 | 4% | -4 |
| 太钢不锈 | 12% | -5 | 3% | -4 |
| 首钢股份 | 11% | -3 | 3% | -2 |
| 包钢股份 | 14% | -2 | 3% | -3 |

| | | | | |
|------|-----|----|----|----|
| 凌钢股份 | 7% | -7 | 3% | -6 |
| 马钢股份 | 9% | -7 | 3% | -6 |
| 河钢股份 | 11% | -3 | 2% | -2 |
| 鞍钢股份 | 9% | -9 | 2% | -6 |
| 安阳钢铁 | 11% | -2 | 2% | -6 |
| 八一钢铁 | 10% | -4 | 2% | -3 |
| 本钢板材 | 7% | -4 | 1% | -1 |
| 山东钢铁 | 7% | -6 | 1% | -4 |
| 西宁特钢 | 13% | - | 1% | - |

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

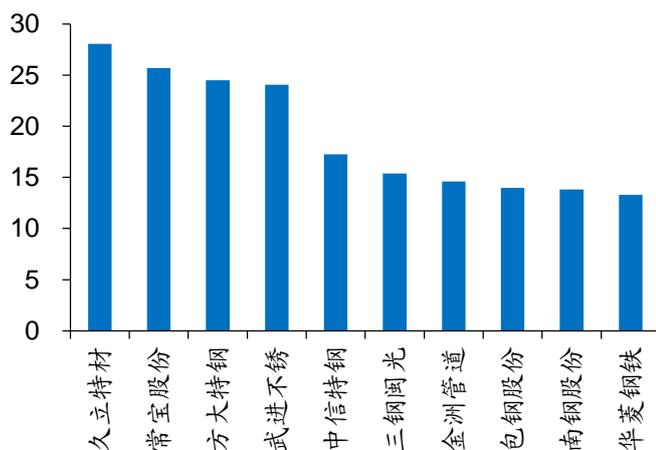
备注：“-”处出现正负值变化

(2) 截面数据

就毛利率看，2019年前三季度久立特材、常宝股份、方大特钢、武进不锈、中信特钢毛利率最高，其中久立特材、常宝股份、方大特钢、武进不锈的毛利率均超过20%；山东钢铁、本钢板材、杭钢股份、凌钢股份、重庆钢铁毛利率最低，其中山东钢铁毛利率仅为6.8%。

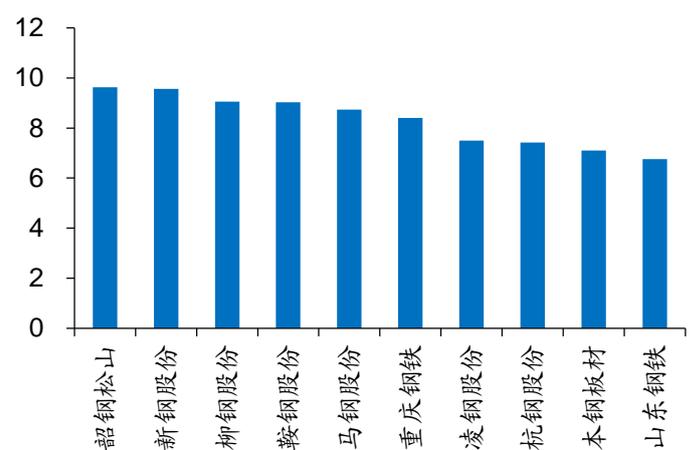
就净利润率看，2019年前三季度武进不锈、常宝股份、久立特材、方大特钢、永兴材料、净利率最高，其中武进不锈、常宝股份、久立特材、方大特钢净利率超过10%；西宁特钢、本钢板材、山东钢铁、八一钢铁、安阳钢铁净利率最低，其中西宁特钢净利率仅为0.8%。

图3：2019年前三季度久立特材、常宝股份、方大特钢、武进不锈、中信特钢毛利率最高（单位：%）



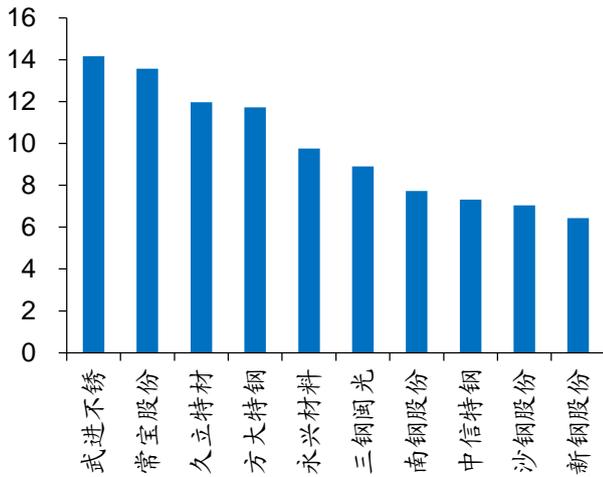
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图4：2019年前三季度山东钢铁、本钢板材、杭钢股份、凌钢股份、重庆钢铁毛利率最低（单位：%）



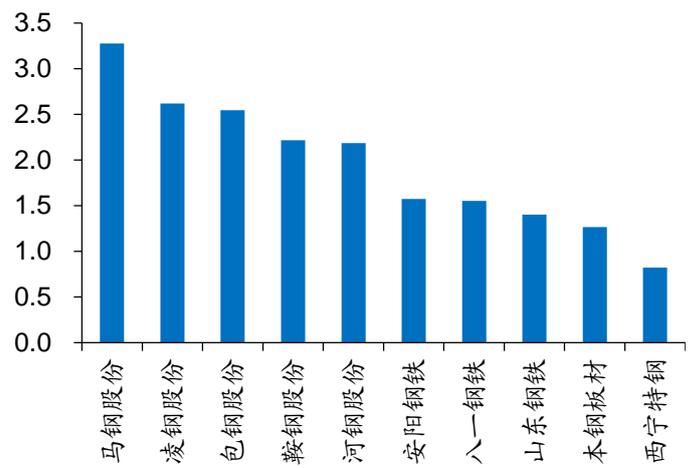
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图5: 2019年前三季度武进不锈、常宝股份、久立特材、永兴材料、三钢闽光净利率最高(单位: %)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图6: 2019年前三季度西宁特钢、本钢板材、山东钢铁、八一钢铁、安阳钢铁净利率最低(单位: %)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 费用控制: 72%上市钢企期间费用率同比下降, 新钢股份、沙钢股份和杭钢股份期间费用率最低

(1) 同比数据

根据各上市公司2019年三季报, 32家上市钢企中有9家钢企2019年前三季度期间费用率同比上升, 占比为28%; 23家上市钢企2019年前三季度期间费用率同比下降, 占比为72%。

表 12: 2019年前三季度 72%上市钢企期间费用率同比下降

| 公司简称 | 期间费用率分项 | | | | | | 期间费用率 (%) | 同比 (PCT) |
|------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|
| | 财务费用率 (%) | 同比 (PCT) | 销售费用率 (%) | 同比 (PCT) | 管理费用率 (%) | 同比 (PCT) | | |
| 新钢股份 | -0.1 | -0.3 | 0.6 | 0.1 | 1.5 | 0.0 | 2.0 | -0.2 |
| 沙钢股份 | -0.1 | 0.0 | 0.8 | 0.1 | 1.5 | 0.0 | 2.2 | 0.0 |
| 杭钢股份 | -0.9 | -0.4 | 0.1 | 0.0 | 3.1 | -0.1 | 2.3 | -0.5 |
| 凌钢股份 | 0.3 | -0.4 | 1.1 | -0.4 | 1.4 | 0.1 | 2.9 | -0.7 |
| 韶钢松山 | 0.6 | -0.4 | 0.4 | -1.3 | 2.0 | -0.7 | 3.0 | -2.4 |
| 三钢闽光 | 0.0 | -0.2 | 0.3 | 0.1 | 3.0 | -0.5 | 3.3 | -0.7 |
| 重庆钢铁 | 0.6 | -0.4 | 0.5 | 0.1 | 2.5 | -4.0 | 3.6 | -4.4 |
| 柳钢股份 | 0.2 | -0.9 | 0.1 | 0.0 | 3.7 | -0.2 | 4.1 | -1.0 |
| 山东钢铁 | 1.3 | 0.4 | 0.6 | 0.0 | 2.7 | -1.1 | 4.5 | -0.7 |
| 南钢股份 | 0.6 | -0.4 | 1.4 | 0.0 | 3.1 | -0.2 | 5.1 | -0.6 |
| 马钢股份 | 1.0 | -0.3 | 1.2 | 0.1 | 3.0 | 0.5 | 5.2 | 0.3 |

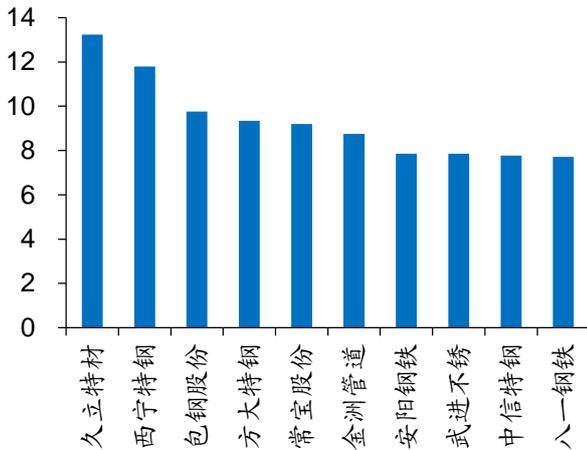
| | | | | | | | | |
|-------|------|------|-----|------|-----|------|------|------|
| 本钢板材 | 1.4 | -3.3 | 2.2 | 0.0 | 1.8 | -0.1 | 5.3 | -3.4 |
| 华菱钢铁 | 0.8 | -0.8 | 1.5 | -0.1 | 3.2 | -0.6 | 5.5 | -1.5 |
| 鞍钢股份 | 1.2 | -0.2 | 2.9 | 0.1 | 1.6 | 0.1 | 5.7 | 0.0 |
| 新兴铸管 | 1.1 | -0.2 | 2.5 | 0.1 | 2.2 | 0.1 | 5.8 | 0.0 |
| 永兴材料 | 0.1 | -0.3 | 1.1 | 0.1 | 4.8 | 0.1 | 6.0 | -0.1 |
| 宝钢股份 | 0.9 | -0.8 | 1.1 | 0.0 | 4.3 | -0.4 | 6.3 | -1.2 |
| 首钢股份 | 3.1 | -0.5 | 1.9 | 0.1 | 1.5 | -0.2 | 6.4 | -0.6 |
| ST 抚钢 | 1.1 | -5.6 | 1.5 | 0.2 | 4.0 | 0.7 | 6.6 | -4.7 |
| 河钢股份 | 3.3 | -0.4 | 1.0 | 0.2 | 3.2 | 0.0 | 7.5 | -0.1 |
| 太钢不锈 | 1.4 | -0.1 | 2.2 | 0.1 | 3.9 | 0.2 | 7.5 | 0.2 |
| 酒钢宏兴 | 1.7 | -0.3 | 3.6 | 0.2 | 2.3 | -0.1 | 7.6 | -0.2 |
| 八一钢铁 | 1.7 | -0.4 | 4.6 | -0.1 | 1.4 | 0.2 | 7.7 | -0.3 |
| 中信特钢 | 0.7 | 0.0 | 1.3 | -0.3 | 5.7 | 0.8 | 7.8 | 0.6 |
| 武进不锈 | 0.2 | 0.6 | 2.8 | -0.2 | 4.9 | -0.7 | 7.9 | -0.3 |
| 安阳钢铁 | 2.4 | -0.2 | 1.0 | 0.1 | 4.5 | 0.7 | 7.9 | 0.6 |
| 金洲管道 | 0.5 | -0.2 | 3.1 | 0.8 | 5.2 | 0.4 | 8.8 | 1.0 |
| 常宝股份 | -0.4 | 0.4 | 2.9 | 0.3 | 6.6 | -0.4 | 9.2 | 0.3 |
| 方大特钢 | -0.8 | -0.4 | 0.8 | 0.1 | 9.4 | 1.6 | 9.3 | 1.2 |
| 包钢股份 | 4.0 | 0.2 | 3.6 | -0.1 | 2.1 | 0.4 | 9.8 | 0.6 |
| 西宁特钢 | 7.0 | -4.1 | 2.7 | -0.2 | 2.1 | -2.0 | 11.8 | -6.3 |
| 久立特材 | 0.7 | -0.2 | 5.0 | 0.1 | 7.5 | -0.6 | 13.2 | -0.7 |

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(2) 截面数据

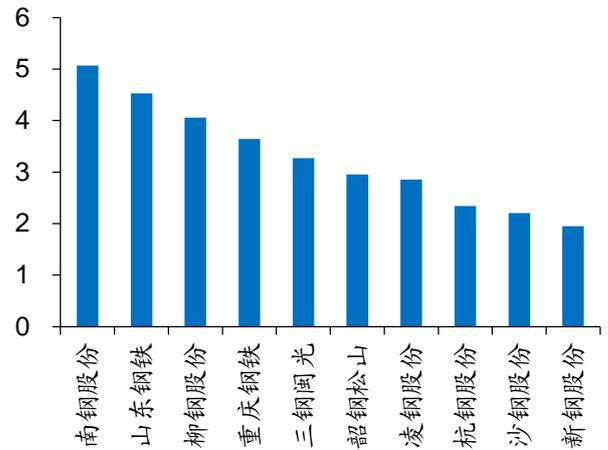
2019年前三季度，久立特材、西宁特钢、包钢股份、方大特钢和常宝股份期间费用率较高，其中久立特材和西宁特钢均超过10%；新钢股份、沙钢股份、杭钢股份、凌钢股份和韶钢松山期间费用率最低，其中新钢股份期间费用率仅为2%，反映出其较为优秀的成本控制能力。

图7：2019年前三季度久立特材、西宁特钢、包钢股份期间费用率较高（单位：%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图8：2019年前三季度新钢股份、沙钢股份、杭钢股份期间费用率最低（单位：%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

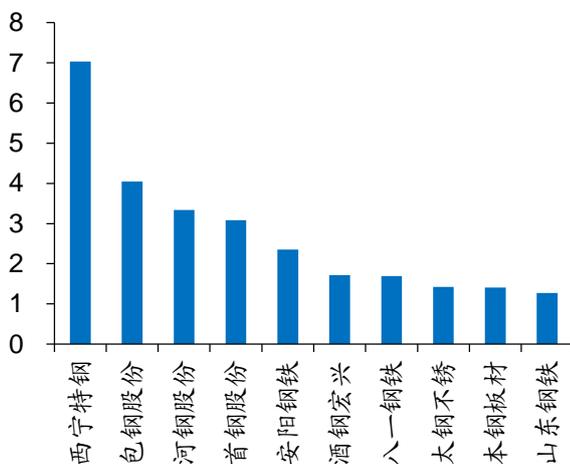
具体而言：

财务费用率：2019年前三季度，西宁特钢、包钢股份、河钢股份、首钢股份和安阳钢铁等公司财务费用率较高，其中西宁特钢达7%，反映出公司有息负债较高或者汇兑损失较高；而杭钢股份、方大特钢、常宝股份、新钢股份和沙钢股份等公司财务费用率最低且均为负值。

销售费用率：2019年前三季度，久立特材、八一钢铁、酒钢宏兴、包钢股份和金洲管道等公司销售费用较高，其中久立特材和八一钢铁均超过了4%；杭钢股份、柳钢股份、三钢闽光销售费用最低，其中杭钢股份、柳钢股份仅为0.1%。

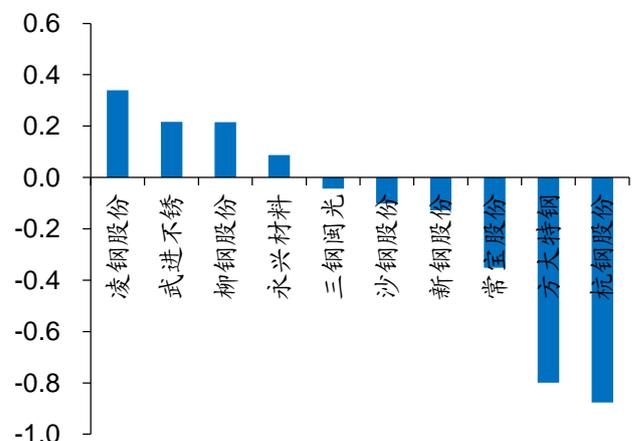
管理费用率：2019年前三季度，方大特钢、久立特材、常宝股份管理费用率较高，其中主要原因是研发费用或股权激励费用摊销较高；凌钢股份、八一钢铁、首钢股份管理费用率最低，其中凌钢股份、八一钢铁仅为1.4%。

图9：2019年前三季度西宁特钢、包钢股份、河钢股份财务费用率较高（单位：%）



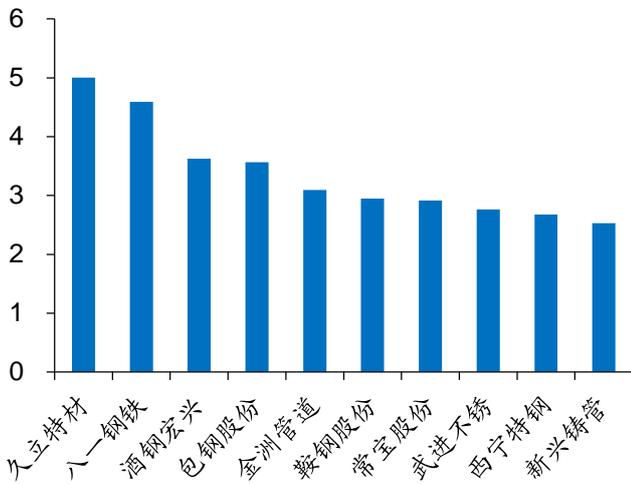
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图10：2019年前三季度杭钢股份、方大特钢、常宝股份财务费用率最低（单位：%）



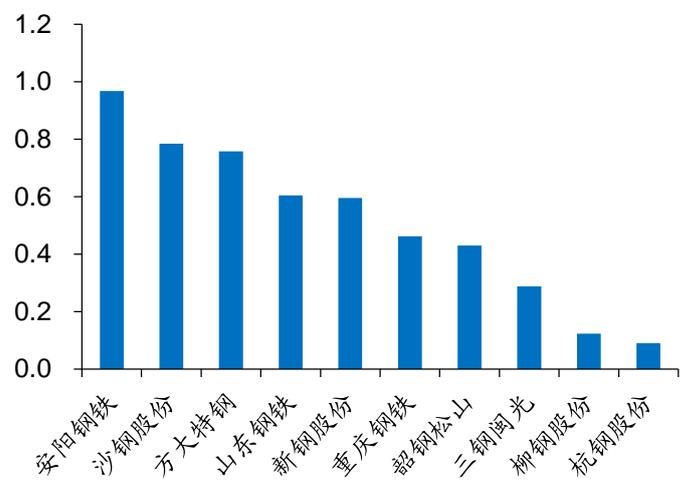
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图11: 2019年前三季度久立特材、八一钢铁、酒钢宏兴销售费用率较高(单位: %)



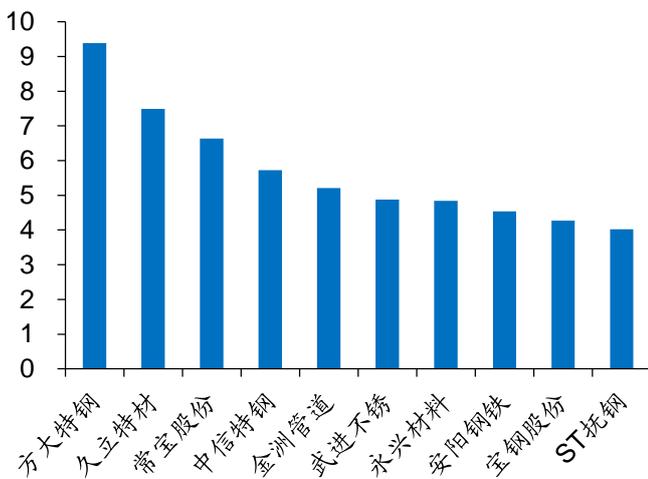
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图12: 2019年前三季度杭钢股份、柳钢股份、三钢闽光销售费用率最低(单位: %)



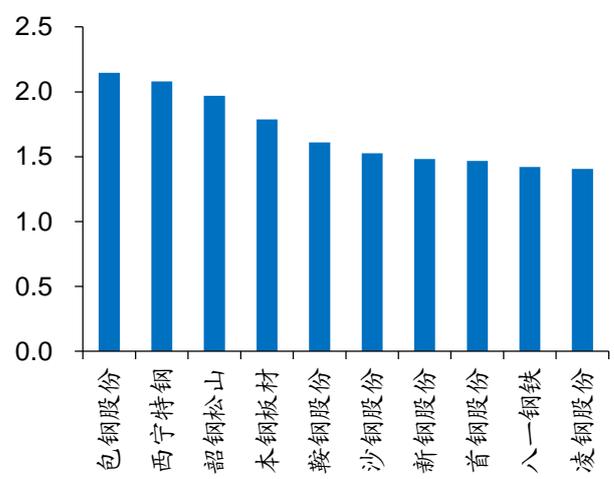
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图13: 2019年前三季度方大特钢、久立特材、常宝股份管理费用率较高(单位: %)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图14: 2019年前三季度凌钢股份、八一钢铁、首钢股份管理费用最低(单位: %)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(三) 2019年全年业绩展望: 久立特材、西宁特钢预计同比将大幅增长、沙钢股份、安阳钢铁和马钢股份预计同比降大幅下滑

根据各上市公司三季报, 仅有沙钢股份、久立特材、安阳钢铁、马钢股份和西宁特钢披露了2019年全年归母净利润范围或方向, 其中沙钢股份预计2019年全年归母净利润为4.2-5.9亿元, 同比大幅下降50%-64%; 久立特材预计2019年全年归母净利润为4.9-5.5亿元, 同比大幅上升60%-80%。安阳钢铁、马钢股份预计2019年全年

归母净利润将大幅下滑，而西宁特钢则预计2019年全年归母净利润将大幅上升。

表 13: 部分上市钢企 2019 年全年归母净利润预测

| 证券代码 | 公司简称 | 2019 年前三季度归母净利润 (亿元) | 2019 年全年归母净利润预测 (亿元) | 同比 |
|-----------|------|-------------------------|-------------------------|-----------|
| 002075.SZ | 沙钢股份 | 3.7 | 4.2-5.9 | -64%至-50% |
| 002318.SZ | 久立特材 | 3.9 | 4.9-5.5 | 60%至 80% |
| 600569.SH | 安阳钢铁 | 3.8 | - | 大幅下滑 |
| 600808.SH | 马钢股份 | 14.7 | - | 大幅下滑 |
| 600117.SH | 西宁特钢 | 0.9 | - | 大幅增加 |

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、2019Q4 展望及投资建议：普钢供需格局维持弱平衡，建议关注特钢、油气管板块投资机会

1. 普钢：供需仍将维持弱平衡，重视逆周期政策与秋冬季环保超预期的可能性

2019 年第四季度，我们认为，在未有强刺激政策或超预期环保政策出台的前提下，钢铁行业价格变动方向取决于限产强度与终端需求运行状况，盈利中枢或将在平衡位置震荡运行。建议关注超预期环保政策出台的可能性及实际执行力度。

需求端，在自上而下坚持“房住不炒”的政策基调下，房地产新开工增速或将持续减缓，但施工韧性将部分对冲房地产钢需的下滑，积极的财政政策加力提效支撑基建景气复苏，预计建筑板块需求以稳为主，但 2019 年第四季度或有季节性下降；2019 年以来制造业投资持续承压，工业增加值累计同比增速中枢下台阶，制造业需求被进一步压制。如若宏观经济下行压力持续加强，需关注逆周期刺激政策出台的可能性。

供给端，2019 年政策诉求由改革转向稳增长，环保限产等外部约束将渐进式宽松。短期看，考虑到已进入秋冬采暖季，部分区域仍将根据大气污染状况实施钢铁行业错峰生产，预计 2019 年第四季度供给端或环比趋于收缩。应密切关注环保政策超预期的可能性及实际执行的力度。

成本端，2019 年铁矿石供需格局由过剩转为偏紧将支撑铁矿石价格中枢上移，但 2019 年三季度以来供需紧平衡格局受海外矿山发货量提升和国内需求趋缓而有所改善，进口矿价中枢下台阶，预计 2019 年第四季度进口矿价仍有下行压力；焦炭供需两宽、价格或持稳，仍需密切跟踪焦化-生铁环保压力差异。

综上所述，我们判断 2019 年第四季度普钢行业供需将继续维持弱平衡、钢价或继续震荡走弱；但成本端尤其进口铁矿石供需紧平衡格局将环比改善、铁矿石价格中枢或继续下移，预计钢材盈利或将以稳为主。建议关注需求企稳向好、环保基础较好的龙头钢企：宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光、方大特钢等。

2. 特钢：建议关注结构高端、产能扩张、竞争格局趋好的特钢龙头

我们仍建议关注结构高端、盈利韧性强、产能存弹性、竞争格局趋好的特钢龙头：**中信特钢**。大冶特钢以发行股份方式收购兴澄特钢 86.50% 股权，该交易已于 2019 年 9 月完成，标志着中信特钢整体上市。中信特钢目前是国内最大的特钢生产企业，最终控制人为财政部。公司拥有江阴、青岛、靖江、湖北四大生产基地，炼钢产能达 1300 万吨。

3. 深加工：建议重点关注油气高景气度下油气管企业投资机会

油气资本开支高景气度将持续拉动油气用管需求。油气开采用管、油气集输净化用管和石油化工用管景气度将维持 2018 年以来的高位，特别是油气长输用焊管将在 2019-2020 年迎来需求高峰。根据中国石油和中国石化年报，2019 年两家企业预计资金开支合计 4369 亿元、同比增 16.8%；其中勘探与生产 2878 亿元、同比增 20.8%，

炼油与化工900亿元、同比增43.3%（中国石油和中国石化相同的资本开支项目）；此外中国石油预计2019年天然气管道资本开支265亿元、同比增8.0%。**建议重点关注油气用管相关上市公司：常宝股份、久立特材、金洲管道、玉龙股份等。**

四、风险提示

1. 宏观经济增速大幅下滑；
2. 非采暖季环保限产、采暖季错峰生产、超低排放改造进程低于市场预期；
3. 钢材、原材料价格出现大幅波动。

广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名，2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 刘 洋：资深分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名（团队），2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|------------------------------|---------------------------------|--|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期 16楼 | 香港中环干诺道中 111号永安中心 14楼 1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。