

## 钢铁行业 2020 年度投资策略

推荐 (维持)

## 供给扰动繁花散尽，需求逻辑重回主导

- **重回需求主导的研究框架。**2020 年，去产能任务已经完成，经过过去两年投资，环保改造基本完成，政策性停限产也有所减少，非市场性的供给冲击相较于过去明显减少，钢价研究重回需求主导的框架。在需求决定框架下，总需求决定长期价格走势，需求预期差造成的短期供需错配决定了短期的价格波动。
- **国内需求-总量角度看需求：**从基建、地产和制造业三个方面分析，在政策的保驾护航下，基建处于上升周期；地产的新开工在逐渐下滑，但施工仍然处在高位，在地产销售韧性不改的情况下，地产的资金压力有所减少，地产需求总量预估增速缓慢下滑。制造业目前处于降价去库存周期，库存已经到了极低水平，且信贷金融环境有所改善，明年有望进入补库周期。
- **国内需求-微观角度看需求：**除了自上而下的需求研究视角，我们也建立了从下向上的视角看需求。综合钢铁、水泥、管桩和挖机四个指标，我们认为今年地产的需求一直处在相对较高的位置，且目前没有出现超季节性下滑的特征，短期需求偏强。
- **海外需求及对国内的影响。**三季度开始海外需求的下滑非常明显。一方面是海外的粗钢产量开始下降，另一方面是海外的出口增加，低价的钢坯资源向国内转移。目前来看，钢坯的进口量尚不足以对国内市场的供需造成影响。更多的影响体现在海外需求下降导致海外钢材产量下降，因此铁矿石、焦煤、废钢等原材料需求有所下降，而铁矿和焦煤本身属于利润较为丰厚的环节，需求下降后价格有非常大的压缩空间，因此原料下跌导致成本坍塌，进而影响国内钢价是海外需求下跌影响国内钢价的主要途径。如果用全球化的思维来进行国内钢铁定价，则价格=利润（国内定价）+成本（国内外共同定价）。国内成材的供需基本面决定了成材环节的利润。而成本则是全球定价的，全球的供需共同决定了原材料的价格。全球定价的成本+国内定价的利润共同决定了成材价格。
- **预期需求导致短期供给变化的作用机制。**对未来需求的预期会直接影响价格，价格的变动会影响到企业利润。当前产能分布决定了部分产能本身就长期处于盈亏平衡线附近，利润的变动会直接决定供给，从而实现需求预期决定供给这一链条。同时市场的需求预期不一定准确，因此预期需求决定的供给与实际需求很多时候存在偏差，这个偏差会直接造成供需缺口，决定一段时间内的价格波动。
- **需求决定框架下的利润波动范围。**目前钢材产能处于阶段性过剩周期。在成材需求淡季的 7 月附近和 2 月附近，必须有部分产能主动停止生产，才能保证供需平衡，在库存蓄水池的调节下，减产行为的发生可能会提前或者滞后，但基本呈 M 型波动。废钢价格的韧性保证了长短流程成本差会一直存在，减产的主要是电炉产能。预计长流程和短流程的成本差也会稳定在 400 元左右，电炉旺季生产，淡季亏损，则高炉利润同样会呈现 M 型波动。淡季利润 200-300 元，旺季利润 500-600 元会是明年长流程利润的合理范围。
- **投资建议：**结合估值和分红预期两方面因素，板材板块推荐新钢股份和华菱钢铁、长材板块推荐方大特钢和三钢闽光。
- **风险提示：**海外需求持续恶化，废钢价格下跌。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
方大特钢	8.16	1.14	1.44	1.57	7.1	5.7	5.2	1.83	强推
三钢闽光	7.77	1.39	1.46	1.53	5.5	5.3	5.0	1.04	推荐
新钢股份	4.56	1.1	1.15	1.26	4.1	3.9	3.6	0.77	强推
华菱钢铁	4.17	0.99	1.05	1.13	4.21	3.97	3.69	1.0	强推

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 11 月 07 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师: 任志强

电话: 021-20572571

邮箱: renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号: S0360518010002

## 证券分析师: 严鹏

电话: 021-20572535

邮箱: yanpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360518070001

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	32	0.86
总市值(亿元)	6,174.67	0.98
流通市值(亿元)	5,228.35	1.13

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.85	-19.91	-21.7	-21.7
相对表现	-6.79	-22.2	-44.38	-44.38



## 相关研究报告

《钢铁行业重大事项点评: 库存和成交快评: 从废钢出发继续看多短期钢价》

2019-10-09

《钢铁行业重大事项点评: 库存和成交快评: 成材端基本面偏强, 预期挤压产业链利润》

2019-10-31

《钢铁行业三季报总结: 普钢业绩整体下滑, 特钢行业一枝独秀》

2019-11-03

# 目录

一、重回需求主导的研究框架.....	4
(一) 总需求决定长期价格走势.....	4
(二) 阶段需求的预期差造成了短期价格波动.....	4
二、国内需求研究框架：总量和微观角度的结合.....	5
(一) 总量角度：自上而下对需求趋势做预估.....	5
1、基建：政策保驾护航，基建持续反弹.....	5
2、地产：新开工承压，但断崖下跌可能较小.....	5
3、制造业：主动去库后期，明年有望迎来补库周期.....	6
(二) 微观角度：自下而上对当前需求做判断.....	8
1、钢铁：消费持续高位.....	8
2、水泥：出货率保持旺盛.....	8
3、管桩：销售同比正增长.....	9
4、挖机开工小时数：受设备更新周期影响同比偏低，环比符合季节性规律.....	9
三、海外需求对国内价格的作用机制.....	10
四、需求预期导致短期供给变化的作用机制.....	13
(一) 废钢日耗的调节是利润传导至供给的主要方式.....	13
(二) 需求预期通过价格间接决定供给.....	14
(三) 预期需求与实际需求的预期差造成价格的小范围波动.....	14
五、需求决定框架下的利润波动范围.....	15
(一) 废钢价格中枢上移，价格韧性偏强.....	15
(二) 废钢价格韧性决定了长短流程成本差的存在，保证了高炉利润.....	16
六、投资建议.....	16
七、风险提示.....	16

# 图表目录

图表 1	螺纹价格与供给驱动	4
图表 2	基建投资完成额累计同比	5
图表 3	拿地与新开工	6
图表 4	期房销售与新开工	6
图表 5	地产施工面积累计同比	6
图表 6	工业的量&价	7
图表 7	工业企业产销率	7
图表 8	工业企业产成品库存	7
图表 9	企业中长期信贷当月新增值	8
图表 10	M1、M2 同比增速	8
图表 11	螺纹钢表观消费量（万吨）	8
图表 12	建筑钢材成交量（七天移动平均）	8
图表 13	水泥出货率	9
图表 14	管桩销售与房屋新开工面积	9
图表 15	挖机小时数	10
图表 16	钢产量变化趋势（中国&中国之外的其他区域）	10
图表 17	钢材进出口数据	11
图表 18	钢坯进口数据	12
图表 19	国际市场钢坯价格对比	12
图表 20	巴西发往中国铁矿石占比	13
图表 21	短流程废钢日耗（吨）	14
图表 22	长流程废钢日耗（吨）	14
图表 23	需求预期影响供给的链条	14
图表 24	张家港废钢价格	15
图表 25	废钢长短流程日耗合计	15
图表 26	废钢价格和到货量	15
图表 27	废钢库存	15
图表 28	短流程利润	16
图表 29	长短流程利润差	16
图表 30	各公司的估值和分红预期	16

## 一、重回需求主导的研究框架

2017 年是供给侧改革第一年，主线投资逻辑是清除地条钢造成的供需缺口。2018 年环保成为主题，“2+26 城市”供暖季限产，徐州限产都是阶段行情的主导因素。2019 年供给的非市场性调节减少，同时经过过去两年的高盈利，行业的产能利用率得到了极大程度的开发，刚性的供给短缺基本消失，除了 7 月唐山的应急限产对市场造成了一定影响，全年的价格主线基本为需求和需求预期主导。2020 年，企业环保投资基本完成，政策也更加灵活，非市场性的供给冲击会进一步减少，钢价研究重回需求主导的框架。在需求决定框架下，总需求决定长期价格走势，需求预期差造成的短期供需错配决定了短期的价格波动。

图表 1 螺纹价格与供给驱动



资料来源: wind, 华创证券

### (一) 总需求决定长期价格走势

对国内的需求，我们建立了自上而下判断和自下而上跟踪两个体系。自上而下的需求判断体系通过地产、基建、制造业的趋势和对应的前瞻指标定调需求的大方向。自下而上的需求跟踪体系通过高频的周度数据对当下需求做出判断，辅以季节性特征和线性外推的模式对短期的需求做出一定判断。

在以往需求主导的研究框架中，海外需求更多作为一个既定变量，大部分时候难以对国内造成比较大的影响。但 19 年三季度以来，海外需求迅速下降，与国内上涨的需求形成劈叉，并通过成本传导的方式对国内价格造成了一定影响，此次我们将海外需求也纳入了框架范围。

### (二) 阶段需求的预期差造成了短期价格波动

2019 年开始，供给的潜在产出总量已经高于实际需求总量，因此价格下跌利润减少，倒逼部分产能停产，形成阶段性平衡的情况成为行业常态。在 2019 年中期策略报告《雪落无痕，雁过留声-论供给侧改革带来的行业永久性变革》一文中，我们讨论了供给侧改革后的产能组成和成本曲线，说明了这种供给模式的作用机制。

在需求主导的研究框架下，供给的主动调节机制是靠需求预期触发的。在未来需求预期差的情况下，价格会提前下跌导致供给减少，反之价格会提前上涨增加供给。而实际需求往往与预期需求有差别，如果实际需求是强于前期预期的，则前期供给不足会导致阶段性价格高涨补足供给缺口；反之则价格会大幅下跌压缩供给同时消化前期高产量造成的库存。即在总需求决定了大趋势的情况下，需求的预期差会造成短期供需错配引起价格波动。

## 二、国内需求研究框架：总量和微观角度的结合

### （一）总量角度：自上而下对需求趋势做预估

从总量角度看需求是通过自上而下的分析方法，对基建、地产和制造业等主要用钢领域的变化趋势做判断，进而得出需求总量变化的方向。

从目前来看，在政策的保驾护航下，基建处于上升周期；地产的新开工在逐渐下滑，但施工仍然处在高位，在地产销售韧性不改的情况下，地产的资金压力有所减少，地产需求总量预估增速缓慢下滑。制造业目前处于降价去库存周期，库存已经到了极低水平，且信贷金融环境有所改善，明年有望进入补库周期。

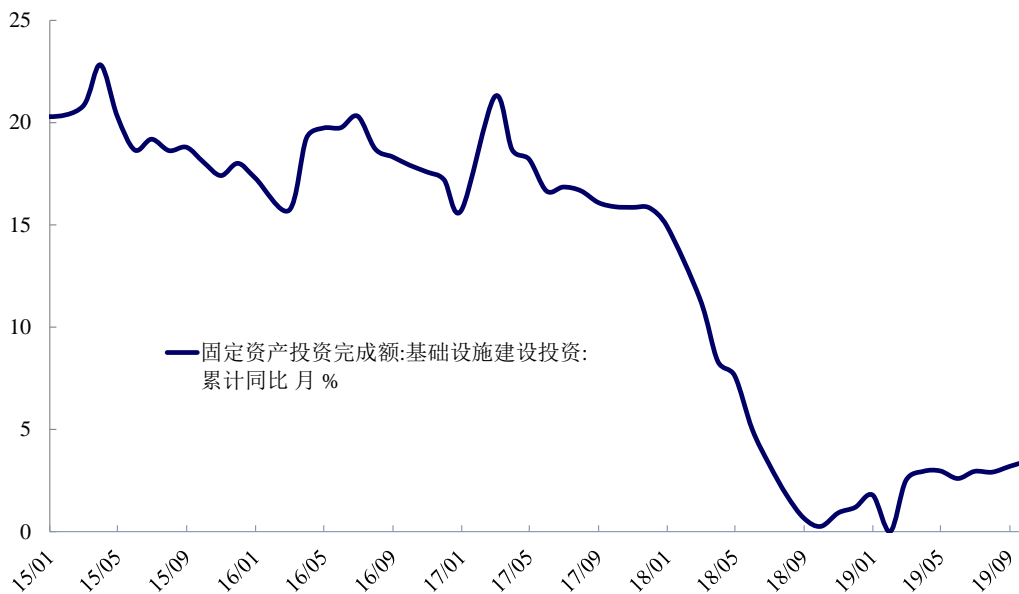
### 1、基建：政策保驾护航，基建持续反弹

今年 6 月 13 日，中共中央办公厅、国务院办公厅在《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》中允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。

今年 9 月 5 日，国常会提出“按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，同时扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域。重点用于交通、能源、农林水利、污水处理、冷链物流、水电气热等基础设施和生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务。不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。”

在专项债为主的政策保驾护航下，基础设施建设的投资累计同比持续上升，基建步入上升通道。

图表 2 基建投资完成额累计同比

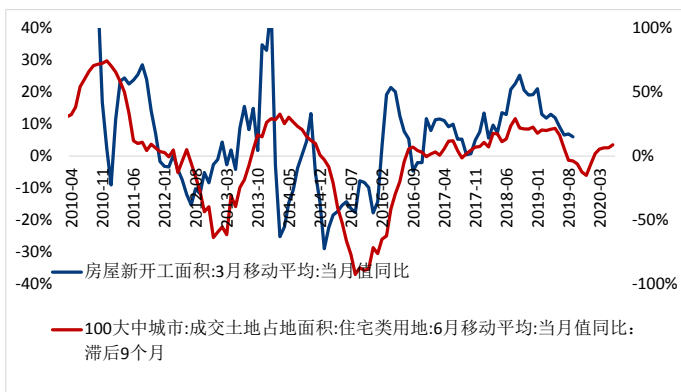


资料来源: wind, 华创证券

### 2、地产：新开工承压，但断崖下跌可能较小

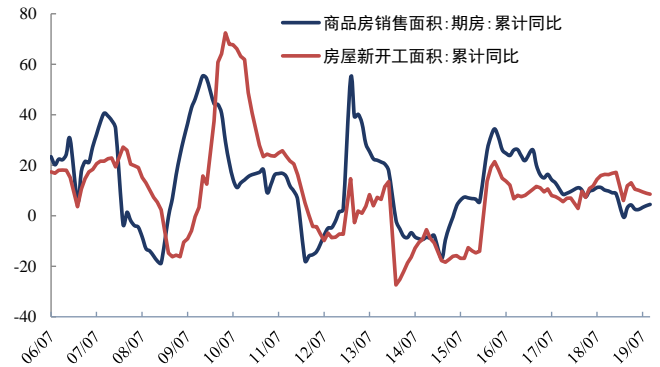
从地产新开工的两个前置指标来看，拿地指引的新开工同比增速会先下行然后反弹，期房销售指引的新开工韧性较强，从这两个指标来看，地产新开工都未出现断崖下滑的迹象，但是走弱是一个基本趋势。

图表 3 拿地与新开工



资料来源: wind, 华创证券

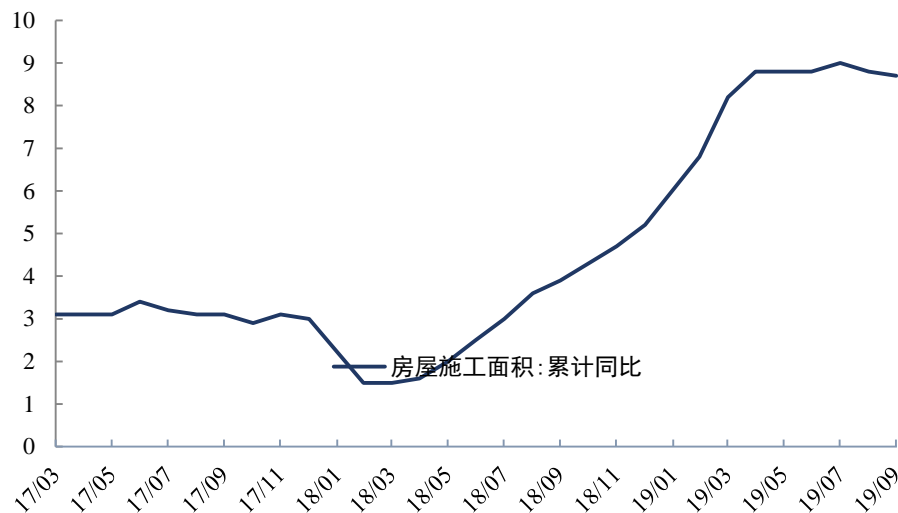
图表 4 期房销售与新开工



资料来源: wind, 华创证券

同时前期较强的新开工会逐步传导至施工, 本年4月份开始, 施工一直处在较强的位置, 也支撑了需求的韧性。

图表 5 地产施工面积累计同比



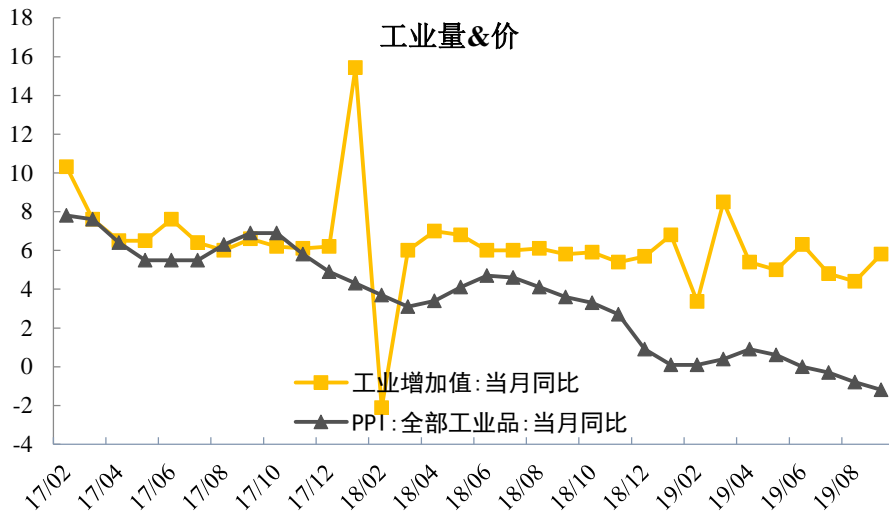
资料来源: wind, 华创证券

总结来看, 预计明年新开工增速下降, 施工增速在高位徘徊, 地产需求总量增速下滑, 但负增长的可能性较小。

### 3、制造业: 主动去库后期, 明年有望迎来补库周期

从9月的最新数据来看, 工业增加值本年内的波动较大, 未有明显下滑, 但PPI一直处于下行阶段。量稳价跌的特征明显。

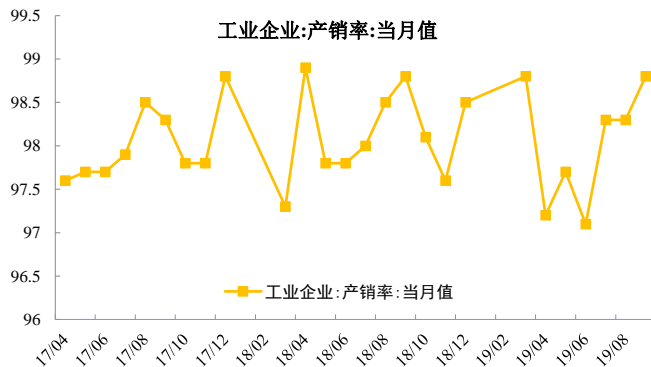
图表 6 工业的量&价



资料来源: wind, 华创证券

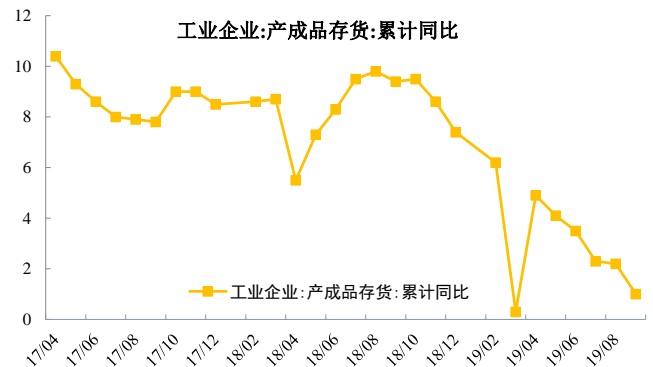
从产销率和产成品库存来看, 产销率一直攀升, 但库存持续下降。

图表 7 工业企业产销率



资料来源: wind, 华创证券

图表 8 工业企业产成品库存

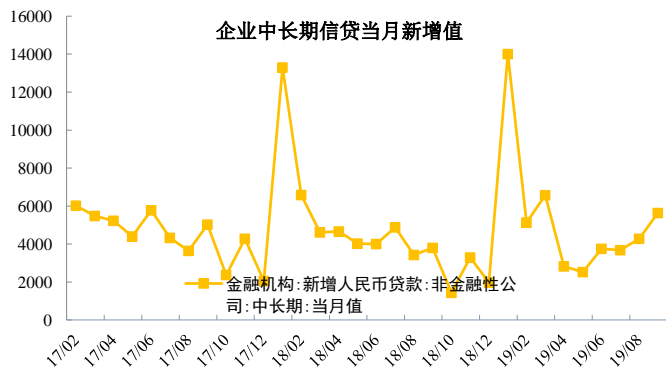


资料来源: wind, 华创证券

综合以上因素, 目前工业处于需求尚可, 价格下降, 库存下降, 产销率较高阶段, 是非常典型悲观预期下降价去库存特征。

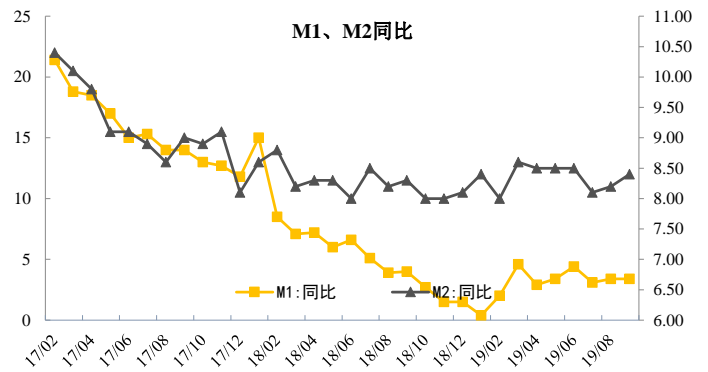
但从一些金融数据来看, 也有一些积极信号。首先与经营性融资相关度最高的中长期信贷有明显的提升, 企业融资环境改善对需求会有明显的提振。其次, 根据华创宏观的研究, M1 一般领先于产成品库存 12 个月, 从今年年初开始, M1 的同比增速开始回升, 也是产成品库存有望进入补库周期的信号。

图表 9 企业中长期信贷当月新增值



资料来源: wind, 华创证券

图表 10 M1、M2 同比增速



资料来源: wind, 华创证券

综上, 制造业尚处于主动去库存阶段, 但从更为领先的金融数据指标来看, 制造业已经出现了一些积极的信号, 但积极的信号是否会转化为最终的制造业补库周期, 尚需进行观察。

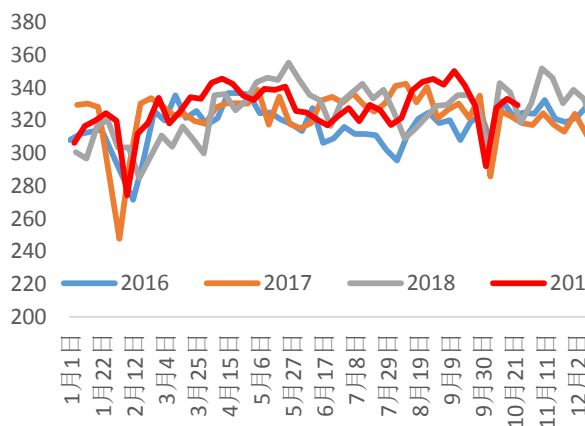
## (二) 微观角度: 自下而上对当前需求做判断

除了自上而下的需求研究视角, 我们也建立了从下向上的视角看需求。综合钢铁、水泥、管桩和挖机四个指标, 我们认为今年的需求一直处在相对较高的位置, 且目前没有出现超季节性下滑的特征, 短期需求不存在断崖下跌风险。

### 1、钢铁: 消费持续高位

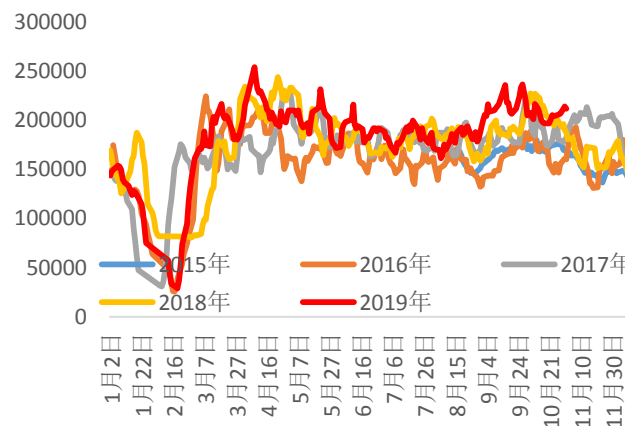
从螺纹钢的表观消费和建筑钢材成交量数据来看, 今年的消费一直处于较高的位置。

图表 11 螺纹钢表观消费量 (万吨)



资料来源: wind, 华创证券

图表 12 建筑钢材成交量 (七天移动平均)



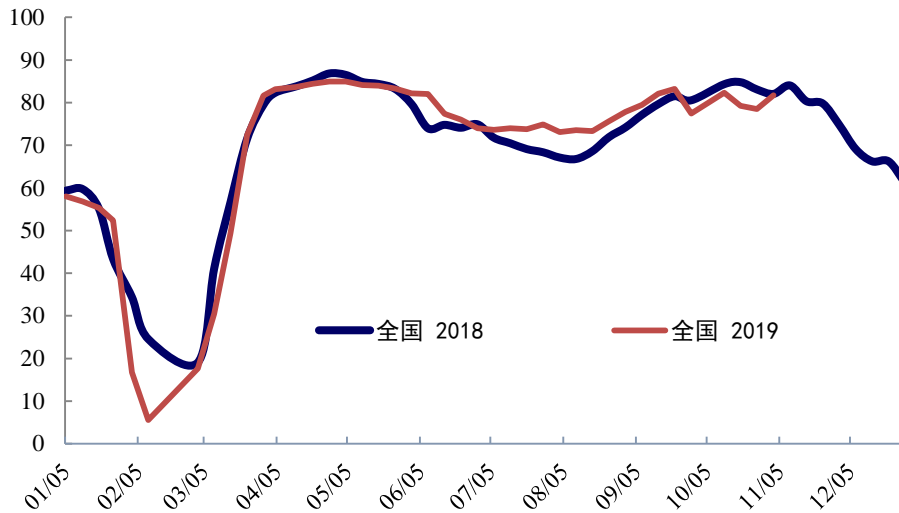
资料来源: wind, 华创证券

### 2、水泥: 出货率保持旺盛

今年到目前为止, 水泥出货率与去年同期基本一致, 水泥消费保持相对旺盛。



图表 13 水泥出货率

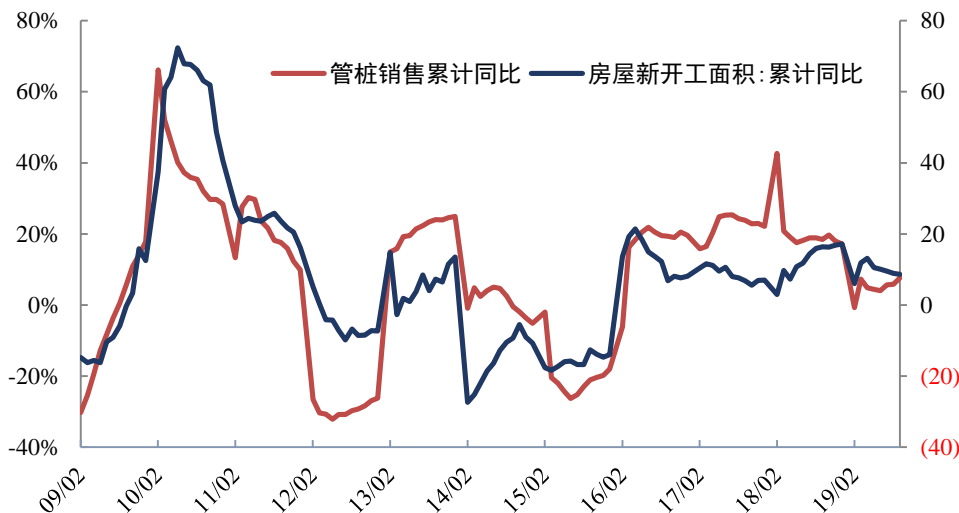


资料来源：水泥协会，华创证券

### 3、管桩：销售同比正增长

管桩是用于地基阶段，分为预制管桩和浇灌桩，近年浇灌桩的使用增加，因此管桩和新开工的拟合相较于前期出现了偏差。但管桩的数据仍然可以作为一个近似变量来对新开工做出判断。近期的管桩销售和新订单仍然保持正向增长，短期内房屋新开工难有大坡度下滑。

图表 14 管桩销售与房屋新开工面积

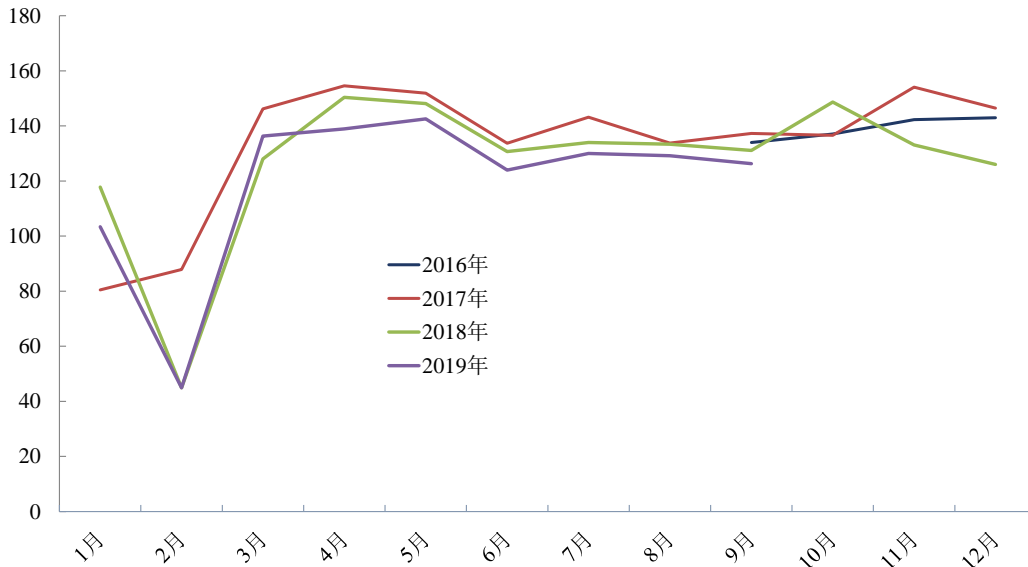


资料来源：wind，华创证券

### 4、挖机开工小时数：受设备更新周期影响同比偏低，环比符合季节性规律

挖机开工小时数受设备周期影响明显，今年同比数据略有失真。抛开同比数据从环比的角度来看，今年的挖机小时数基本符合季节性规律，没有出现超季节性的特征，目前需求仍然延续前期偏强的状态。

图表 15 挖机小时数

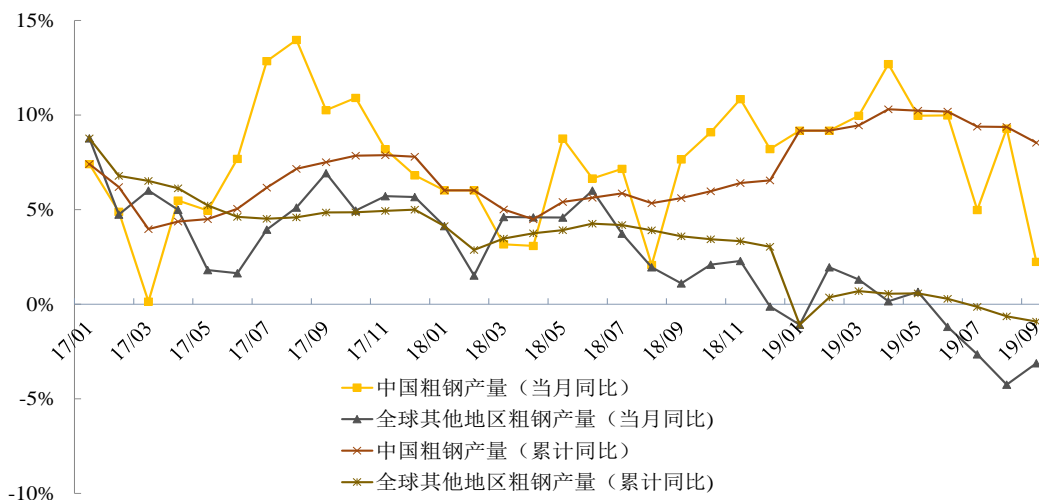


资料来源: wind, 华创证券

### 三、海外需求对国内价格的作用机制

从产量数据来看, 把全球的粗钢产量分为中国和中国之外的其他区域。年初开始, 中国的粗钢产量增速较高, 累计同比增速一致在 9% 左右增长。而除去中国之外的其他区域, 粗钢产量同比增速从年初开始就已经大幅下滑, 三季度开始更是直接转负。仅从粗钢产量的增速来推测, 就能观测到海外需求的颓势从三季度就已经开始。

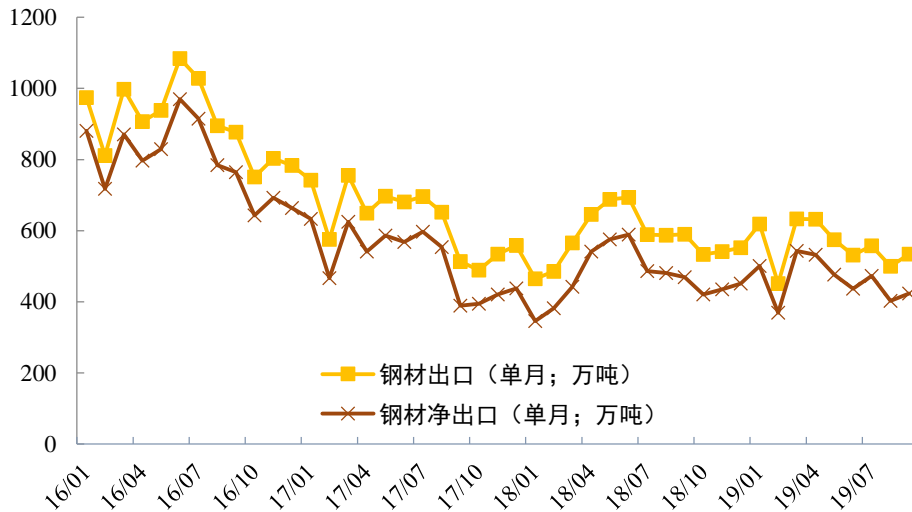
图表 16 钢产量变化趋势 (中国&中国之外的其他区域)



资料来源: wind, 华创证券

从进出口数据来看，供给侧改革以来，国内的净出口数据已经回落至月度 400-500 的区间范围，本年内未出现明显下滑。截至今年 9 月，国内成材净出口 4156 万吨，同比去年下降了 155 万吨，相对于国内 9 亿吨的产销数据量级极小，暂时可以忽略不计。

图表 17 钢材进出口数据



资料来源: wind, 华创证券

除了成材，国内进口钢材的另一个重要形式是钢坯（国内不鼓励半成品钢坯出口，因此钢坯出口的税率较高，出口基本忽略不计）。钢坯作为轧材原料，没有规格限制，因此对价差的反应更为敏感。

从三季度开始，钢坯的进口大幅增加，从 10 万吨左右的平均水平连续上升，9 月数据已经达到了 37 万吨。钢坯进口大幅增加的时间与海外产量大幅下降的时间一致，即三季度开始海外需求开始恶化，产量下降的同时开始降价向中国出口。

但从数量级来看，即使三季度开始钢坯进口大幅增加，但 40 万吨的单月进口量仍然不会对国内产销造成比较大的影响。海外的需求恶化压力并非通过进出口实现传导。

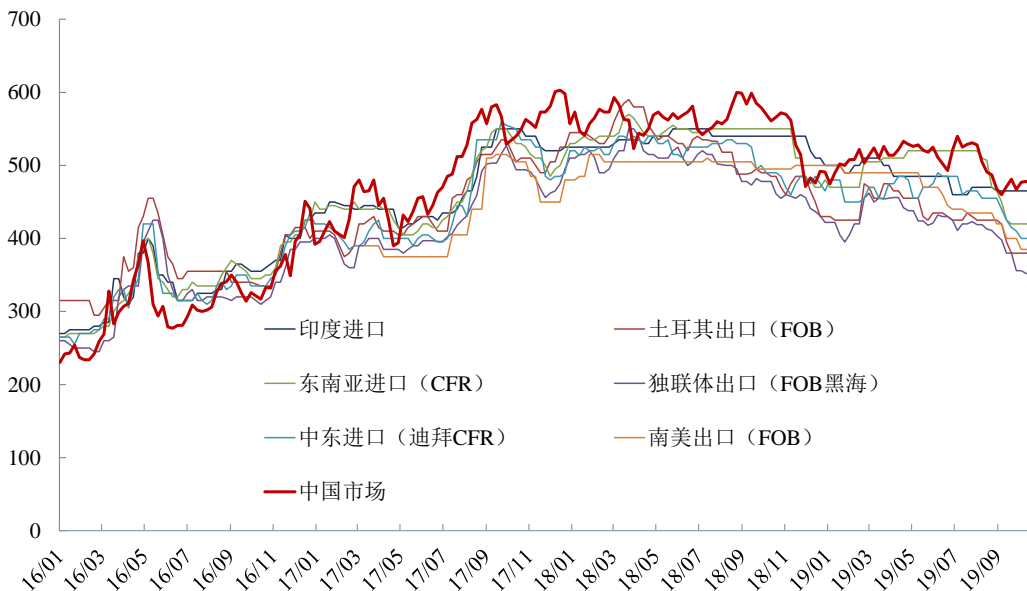
图表 18 钢坯进口数据



资料来源: wind, 华创证券

从最新的钢坯价格来看，印度的钢坯进口价格较为坚挺，东南亚和中东进口价格下跌速度比国内更快，预计印度后期会成为出口钢坯的主要吸收地。此外，土耳其、南美和独联体（主要指俄罗斯）的出口价格也都出现了大幅下跌，国内价格相对于这些出口地仍然有吸引力。但考虑到钢坯进口量级较小，短期对基本面的扰动较少。

图表 19 国际市场钢坯价格对比



资料来源: mysteel, 华创证券

总结来看，国外需求的下滑是比较直接的

，三季度开始海外需求的下滑非常明显。一方面是海外的粗钢产量开始下降，另一方面是海外的出口增加，低价的钢坯资源向国内转移。目前来看，钢坯的进口量尚不足以对国内市场的供需造成影响。更多的影响体现在海外需求下降导致海外钢材产量下降，因此铁矿石、焦煤、废钢等原材料需求有所下降，而铁矿和焦煤本身属于利润较

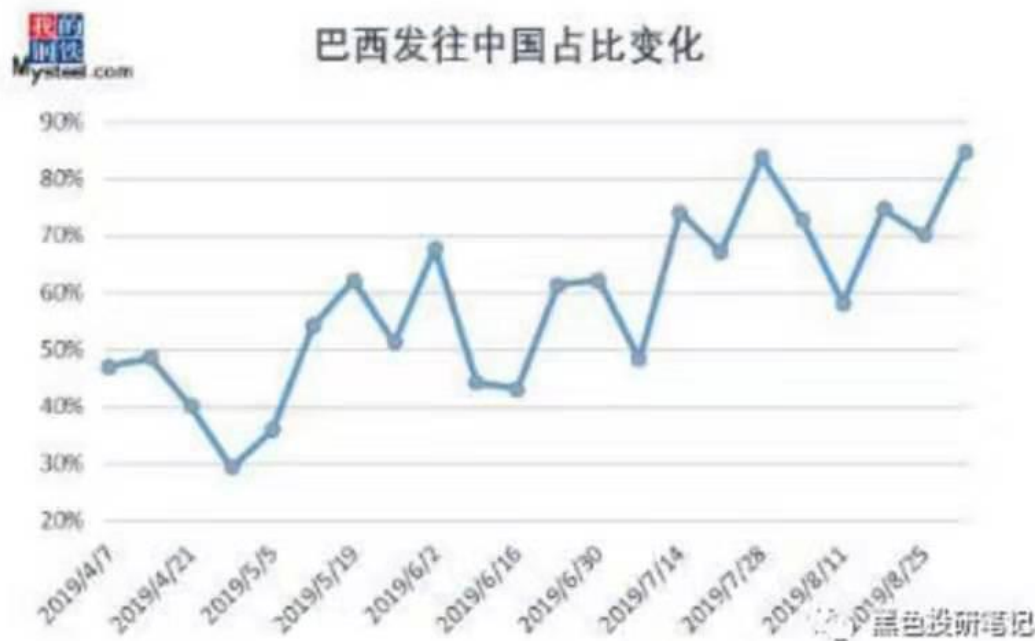
为丰厚的环节，需求下降后价格有非常大的压缩空间，因此原料下跌导致成本坍塌，进而影响国内钢价是海外需求下跌影响国内钢价的主要途径。

分析钢铁的三个主要成本项目，废钢的进口基本可以忽略不计，因此受海外需求下降的影响比较小，是目前最强的成本支撑项目。

焦煤的进口受进口配额的限制，压力略低于铁矿。

而铁矿属于全球定价的原料，对海外需求的变化最为敏感。三季度开始，巴西铁矿石发往中国的比例大幅增加，与海外产量下降，国内进口增加的时间也比较一致。全球铁矿需求的下降和供给的逐渐恢复主导了 8 月初铁矿的暴跌，对国内的钢价也有一定的影响。

**图表 20 巴西发往中国铁矿石占比**



资料来源: mysteel, 黑色投研笔记

如果用全球化的思维来进行国内钢铁定价，则价格=利润（国内定价）+成本（国内外共同定价）。因为钢材的进出口量较小，因此国内成材的基本面基本不受海外影响，国内成材的供需基本面决定了成材环节的利润。而成本则是全球定价的，全球的供需共同决定了原材料的价格。全球定价的成本+国内定价的利润共同决定了成材价格。这也解释了在国内供需基本面仍然较好的情况下，为何价格的中枢出现了明显的下移。

#### 四、需求预期导致短期供给变化的作用机制

##### （一）废钢日耗的调节是利润传导至供给的主要方式

目前供给由电炉和高炉组成，电炉成本高于高炉成本，同时电炉的供给较为灵活，如果螺纹钢价格下行导致了电炉盈利减少或亏损，电炉的生产会迅速调节，入炉废钢选择优质重废还是毛料、根据峰电谷电价格选择全天的开关时间等方式都可以在开工的情况下灵活调整产量；利润进一步下跌电炉厂也会选择短期停止生产。因此，当价格

下跌触及高成本的电炉盈亏平衡线后，供给会迅速减少适应市场需求。这种利润与供给的快速联动模式保证了是需求预期可以干扰到供给的前提条件。

短流程产能利用率的调节和开关的调节都比较简单，所以废钢日耗与利润的同步波动性极强。长流程日耗的波动略滞后于利润，且长流程由于必须添加废钢作为冷却剂，所以长流程日耗相与利润相关性略低于短流程。但二者合计已经足以对供需基本面造成很大的影响。

**图表 21 短流程废钢日耗（吨）**



资料来源：富宝废钢，华创证券

**图表 22 长流程废钢日耗（吨）**

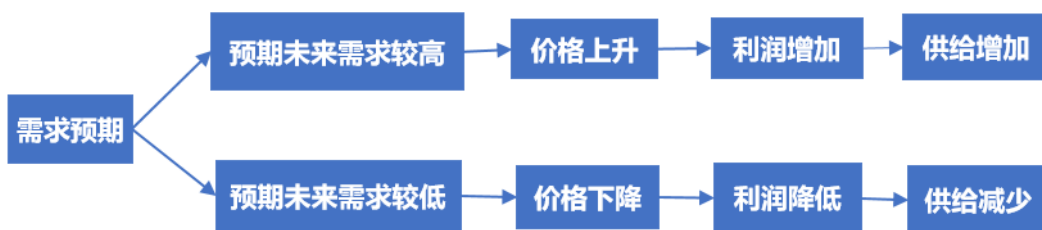


资料来源：富宝废钢，华创证券

### （二）需求预期通过价格间接决定供给

对未来需求的预期会直接影响价格，价格的变动会影响到企业利润。当前产能分布决定了部分产能本身就长期处于盈亏平衡线附近，利润的变动会直接决定供给，从而实现需求预期决定供给这一链条。

**图表 23 需求预期影响供给的链条**



资料来源：wind，富宝废钢，华创证券

所以当需求预期较差的阶段，价格会有所下跌进而影响利润，利润减少后电炉的产能利用率和高炉的废钢添加比例都会减少，通过减少高成本废钢的使用来减少供给。

### （三）预期需求与实际需求的预期差造成价格的小范围波动

市场的需求预期不一定准确，因此预期需求决定的供给与实际需求很多时候存在偏差，这个偏差会直接造成供需缺口，决定一段时间内的价格波动。如旺季预期需求低于实际需求，则预期需求决定的供给不能满足实际需求，

真实进入旺季后会出现明显的供给缺口，价格会大幅反弹，从而补足前期少生产的量，造成一段时间的波段行情。

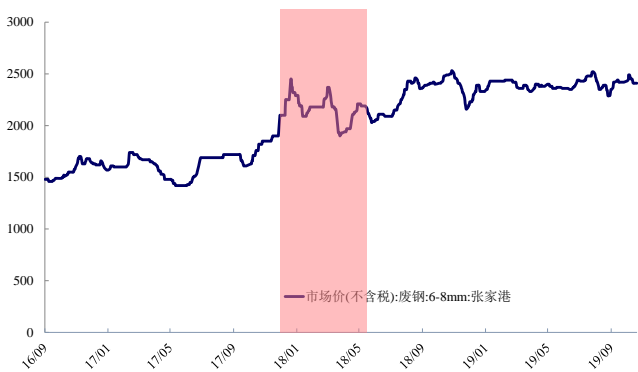
## 五、需求决定框架下的利润波动范围

### (一) 废钢价格中枢上移，价格韧性偏强

2017-2018 年供暖季，高炉限产导致废钢需求大幅增加，各种技改手段纷纷出现，长流程可添加的废钢比例大幅增加，废钢价格随之上升。虽然后期螺纹价格下跌后废钢价格也跟随下跌，但供暖季限产期间废钢的库存得到了大幅消耗，废钢小幅回调后价格步入上行周期。

去年 11 月和今年 7 月两次钢价下跌利润压缩，废钢使用都有所下降，但废钢价格仅在消费下降初期出现了下跌，随后迅速反弹，相对螺纹钢价格走出了独立行情。

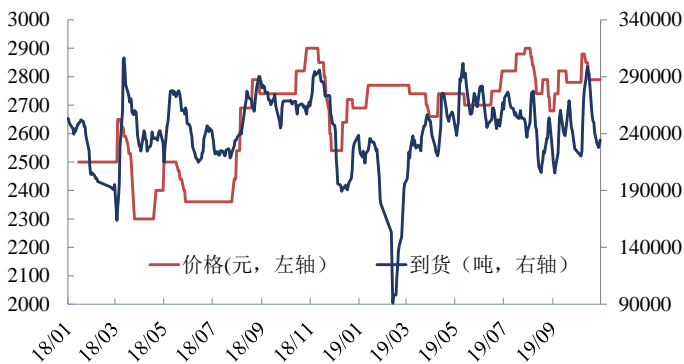
图表 24 张家港废钢价格



资料来源：富宝废钢，华创证券

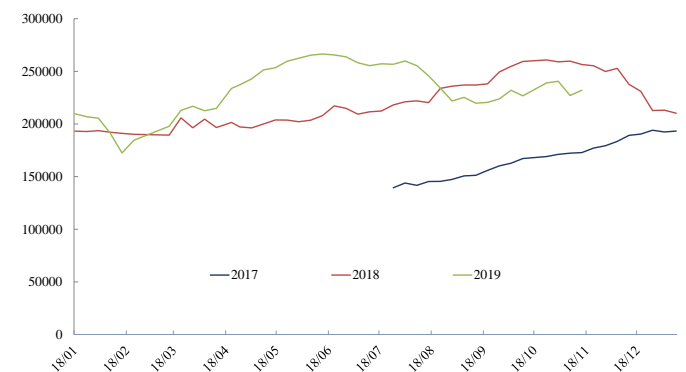
分析废钢价格韧性的原因，大约有以下三点，第一，供给短缺。今年废钢的供给相对短缺，拆迁废钢和制造业废钢产量有明显的下降。第二，废钢产业链成熟度增强，议价权增加。从价格和到货的动态变化来看，在废钢相对短缺的大前提下，只要价格下跌，废钢基地就会捂货不出减少供货，下游收废钢作坊也会减少废品收购，钢厂到货迅速下降，倒逼价格提升。第三，钢厂库存较低。钢厂废钢的库存较少，因此连续几天到货较低后就会出现明显短缺，必须提高废钢价格。目前数据来看，上述三个大前提仍然存在，因此我们认为废钢价格的韧性可以维持。

图表 26 废钢价格和到货量



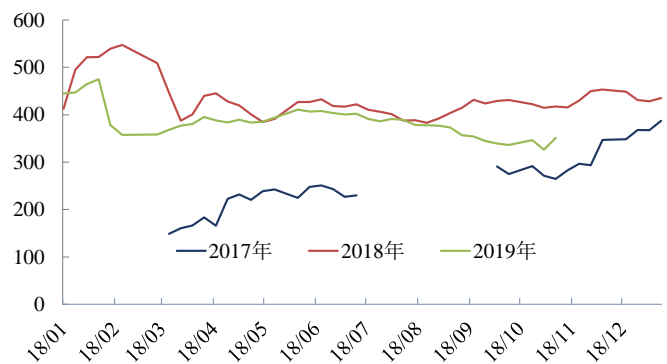
资料来源：wind，华创证券

图表 25 废钢长短流程日耗合计



资料来源：富宝废钢，华创证券

图表 27 废钢库存



资料来源：wind，华创证券

## （二）废钢价格韧性决定了长短流程成本差的存在，保证了高炉利润

目前钢材产能处于阶段性过剩周期。在成材需求淡季的 7 月附近和 2 月附近，必须有部分产能主动停止生产，才能保证供需平衡，在库存蓄水池的调节下，减产行为的发生可能会提前或者滞后，但基本呈 M 型波动。废钢价格的韧性保证了长短流程成本差会一直存在，减产的主要是电炉产能。

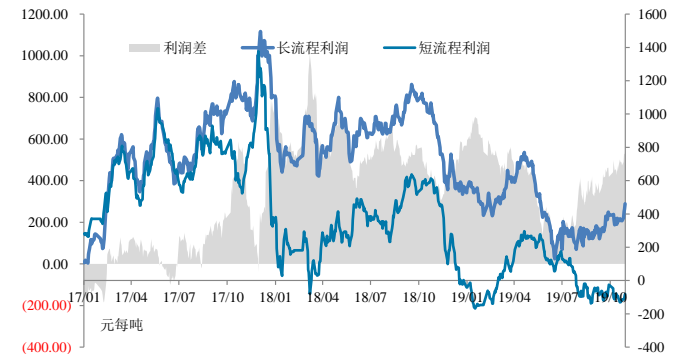
今年内铁矿石事故造成长短流程成本差波动较大，剔除这些特殊情况后，预计长流程和短流程的成本差也会稳定在 400 元左右，电炉旺季生产，淡季亏损，则高炉利润同样会呈现 M 型波动。淡季利润 200-300 元，旺季利润 500-600 元会是明年长流程利润的合理范围。

图表 28 短流程利润



资料来源: wind, 华创证券

图表 29 长短流程利润差



资料来源: wind, 华创证券

## 六、投资建议

在供给侧改革的红利基本结束，行业回归正常利润区间后，在低利润下保持盈利韧性、分红能力高成为普钢板块个股选择的两条主线。

19 年钢铁行业盈利已经经历了一轮考验，19 年的业绩基本可以证明公司在弱行业背景下的盈利能力。从这个角度来看，新钢股份、华菱钢铁、南钢股份、韶钢松山、三钢闽光是表现较好且估值较低的企业，方大特钢业绩主要受高炉事故影响，剔除偶然性因素后业绩较好，预计事故高炉恢复生产后业绩会有明显好转。

钢铁企业的分红率较高，结合历史分红情况和本年分红能力，对个股的股息率进行预估，股息率在 5% 以上的有方大特钢、三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份、柳钢股份、新兴铸管、宝钢股份。

结合估值和分红预期两方面因素，板材板块推荐新钢股份和华菱钢铁、长材板块推荐方大特钢和三钢闽光。

图表 30 各公司的估值和分红预期

证券简称	2019E 归母净利润 (亿元)	预期股利支付率	分红 (百万元)	市值 (亿元)	股息率	PE	PB
新钢股份	35	20%	700	143	5%	4.1	0.68
华菱钢铁	42	30%	1260	174	7%	4.2	0.84
三钢闽光	34	39%	1365	188	7%	5.4	1.05
方大特钢	17	73%	1241	118	11%	6.9	1.91

资料来源: wind, 华创证券预测

## 七、风险提示

海外需求持续恶化，废钢价格下跌。



## 大宗组团队介绍

### 副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

### 组长、高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500