

行业研究/季度策略

2019年12月10日

行业评级:

黑色金属 增持 (维持)
钢铁 II 增持 (维持)

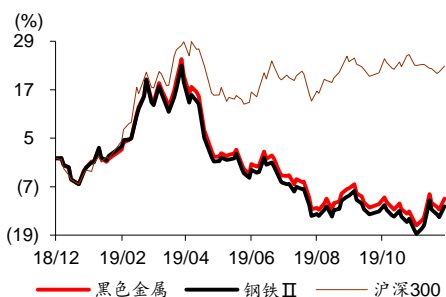
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

龚润华 联系人 gongrunhua@htsc.com

相关研究

- 1 《黑色金属: 周期行业数据周报 (第四十九周)》2019.12
- 2 《黑色金属: 行业周报 (第四十九周)》2019.12
- 3 《黑色金属: 行业周报 (第四十八周)》2019.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

长周期下行途中的短周期反抗

钢铁行业春季策略

20Q1 钢铁板块或有反弹机会

我们在前期年度策略报告《长周期向下, 寻找优质个股》(2019.11.26) 中提出钢铁产能扩张、上游铁矿处于产能收缩期, 2020 年钢铁行业盈利不乐观, 但跌幅有望收窄。近期根据宏观、行业指标, 我们判断 20Q1 钢铁板块有望反弹, 判断依据包括: 宏观经济指标改善可能性, 我们认为春季地产、基建新开工较好; 钢铁行业内, 钢材库存偏低, 且废钢缺乏制约短流程产量, 钢价向上弹性大, 且铁矿议价能力削弱, 矿价有望下行, 短期行业盈利有望改善; 与其他行业比较, 钢铁板块整体估值水平低, 部分个股有较好分红。综上, 我们推荐三钢闽光、韶钢松山等南方长材钢铁股。

宏观经济: 部分指标触底, Q1 或迎复苏

据华泰固收报告《滞胀表象, 枕戈待旦》(2019.11.18), M1、社融与 PPI 三个指标对工业库存周期 (生产环节) 有较好的领先性。目前 M1、社融数据指向 20Q1 库存周期有望底部回升, 有助于宏观经济表现出韧性。另外, 全社会用电量当月同比已在 2019 年 7 月到达底部后上行, 六大电厂日耗煤水平已达到近 6 年同期历史高位, 也可印证 20Q1 经济或存韧性的可能。

下游需求: 看好 20Q1 地产、基建新开工

地产方面, 从领先指标住宅成交土地规划建筑面积看 (领先 6 个月), 20Q1 住宅新开工面积增速或有较好表现, 且短期内建筑工程环节施工存量或将支撑投资增速的强韧性表现。基建方面, 2020 年部分新增专项债限额 1 万亿元已提前下发, 地方政府可提前进行前期准备, 叠加 19 年以来允许专项债作为项目资本金、扩大专项债用作资本金范围以及降低部分基建最低资本金出资比例等多项政策利好, 20Q1 基建项目有望集中开工。

钢铁行业: 20Q1 钢材价格有望反弹, 短期盈利或可修复

根据我们深度报告《供给拐点来临, 议价能力或上行》(2019.2.10), 我们判断铁矿石产能处于收缩周期。我们测算 2020 年四大矿铁矿产量增量高于铁矿石需求增量, 铁矿价格或下行, 钢企盈利增速具备改善基础。钢材库存已进入近 5 年同期历史低位, 且 2020 年春节假期较早, 后期需求下行有限, 库存或可维持低位, 春节后钢材议价能力有望走强, 价格弹性空间或较大。另外, 钢厂废钢库存处近 3 年历史低位, 对短流程生产形成一定刚性约束, 致供给曲线更加陡峭, 或可对钢价形成支撑。

钢铁板块整体估值较低, 部分个股高分红

横向对比看, 目前钢铁 (中信) 指数 PE (TTM) 为 11.01 倍, 在 29 个行业中排名倒数第 5; PB (LF) 为 0.99 倍, 在 29 个行业中排名倒数第 3。纵向对比看, 目前钢铁 (中信) 指数 PE、PB 分别处于近 10 年 22.95%、21.46% 分位点, 钢铁板块比较估值处于较低位置。我们测算部分钢铁个股 2019 年分红率, 保守预计共有 5 家公司股息率或在 4% 以上。

风险提示: 宏观经济不及预期, 矿价出现波动, 下游需求不及预期。

重点推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 (元) | 投资评级 | EPS (元) | | | | P/E (倍) | | | |
|--------|------|---------|------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 002110 | 三钢闽光 | 8.77 | 增持 | 2.65 | 1.46 | 1.57 | 1.66 | 3.31 | 6.01 | 5.59 | 5.28 |
| 000717 | 韶钢松山 | 4.73 | 增持 | 1.37 | 0.69 | 0.62 | 0.81 | 3.45 | 6.86 | 7.63 | 5.84 |

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 宏观经济：部分指标触底，Q1 或迎复苏 | 4 |
| 库存、发电量触底，提升经济信心 | 4 |
| 20Q1 地产及基建新开工有望向好 | 4 |
| 地产：20Q1 新开工面积增速或向上 | 4 |
| 基建：部分新项目有望于 20Q1 开工 | 5 |
| 钢铁行业：螺矿比下行，成材库存偏低 | 7 |
| 上游成本：铁矿议价能力相对削弱 | 7 |
| 废钢、钢材低库存有利于价格反弹 | 9 |
| 个股低估值叠加分红，钢铁股或迎反弹 | 10 |
| 估值：行业板块中钢铁估值相对低 | 10 |
| 分红：部分钢铁个股或有较高分红 | 11 |
| 个股：建议关注三钢闽光、韶钢松山等南方长材钢铁股 | 12 |
| 风险提示 | 15 |

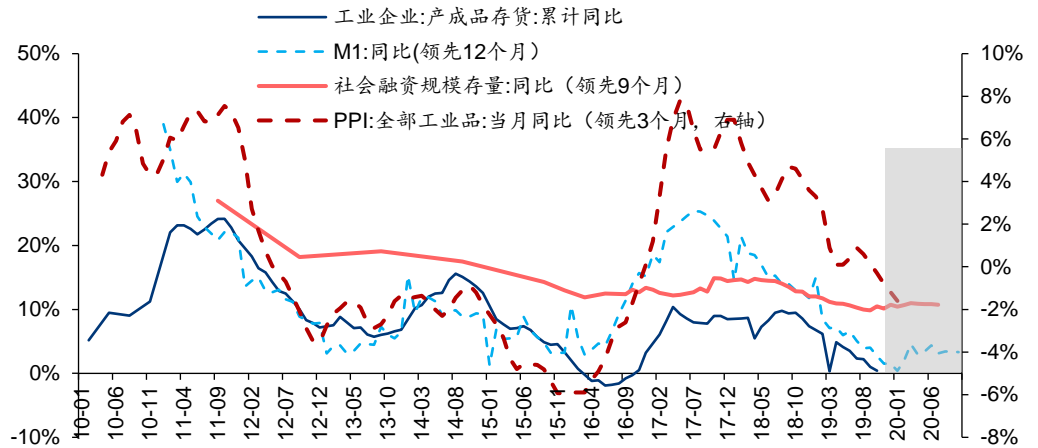
图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 工业企业产成品库存及相关领先性指标..... | 4 |
| 图表 2: 全社会用电量当月同比 | 4 |
| 图表 3: 六大电厂日耗煤量 (移动 7 日平均) | 4 |
| 图表 4: 住宅成交土地规划建筑面积与住宅新开工面积增速对比 | 5 |
| 图表 5: 新开工面积与地产安装工程投资累计增速对比..... | 5 |
| 图表 6: 基建投资累计同比 | 6 |
| 图表 7: 新增专项债、一般债限额 | 6 |
| 图表 8: VALE 矿难事故受影响矿区停、复产情况 | 7 |
| 图表 9: 四大矿增量与铁矿石需求增量 | 7 |
| 图表 10: 螺纹利润及螺矿比 | 8 |
| 图表 11: 五大钢材品种社会库存 (原点为春节) | 9 |
| 图表 12: 螺纹钢社会库存 (原点为春节) | 9 |
| 图表 13: 样本钢厂废钢库存 (61 家, 原点为春节) | 9 |
| 图表 14: 钢铁板块可能反弹的逻辑框架 | 10 |
| 图表 15: 中信一级行业指数 PE (TTM) | 10 |
| 图表 16: 中信一级行业指数 PB (LF) | 10 |
| 图表 17: 中信钢铁指数 PE-Band | 11 |
| 图表 18: 中信钢铁指数 PB-Band | 11 |
| 图表 19: 部分钢铁上市公司 2019 年分红数据预测 | 11 |
| 图表 20: 7 家普钢上市钢企吨钢生产成本比较 | 12 |
| 图表 21: 7 家上市钢企吨钢费用对比 | 13 |
| 图表 22: 7 家上市钢企吨钢利润及利润率比较 | 14 |
| 图表 23: 三钢闽光产能分布情况 | 15 |
| 图表 24: 广州及其他地区螺纹钢价差 | 15 |
| 图表 25: 韶钢松山基建技改项目计划投资额及生产性改造项目占比 | 15 |

宏观经济：部分指标触底，Q1 或迎复苏 库存、发电量触底，提升经济信心

据华泰固收报告《滞胀表象，枕戈待旦》(2019.11.18)，M1、社融与 PPI 三个指标，分别对应着实体的货币、信用与需求，对工业库存周期(生产环节)有较好的领先性。从三个不同层次的领先性指标看，M1、社融数据指向 20Q1 库存周期将底部回升，但考虑到回升幅度有限，库存周期回升力度或较弱，但有助于宏观经济表现出韧性。

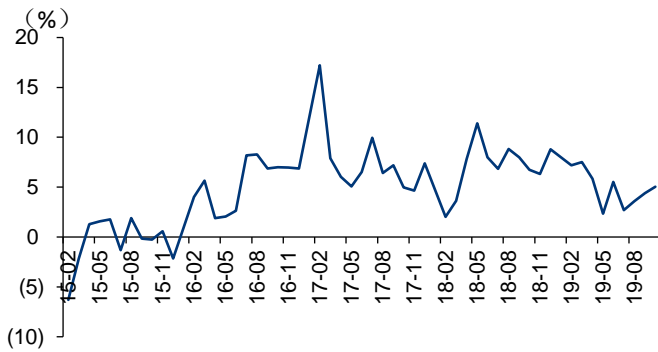
图表1：工业企业产成品库存及相关领先性指标



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

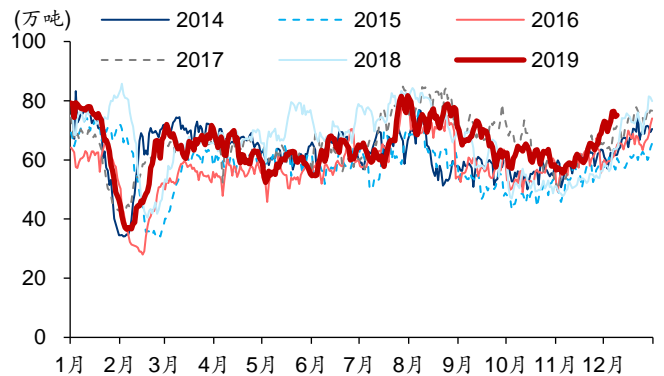
此外，全社会用电量当月同比已在 2019 年 7 月到达底部后上行；六大电厂日耗煤水平已达到近 6 年同期历史高位。

图表2：全社会用电量当月同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：六大电厂日耗煤量(移动7日平均)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

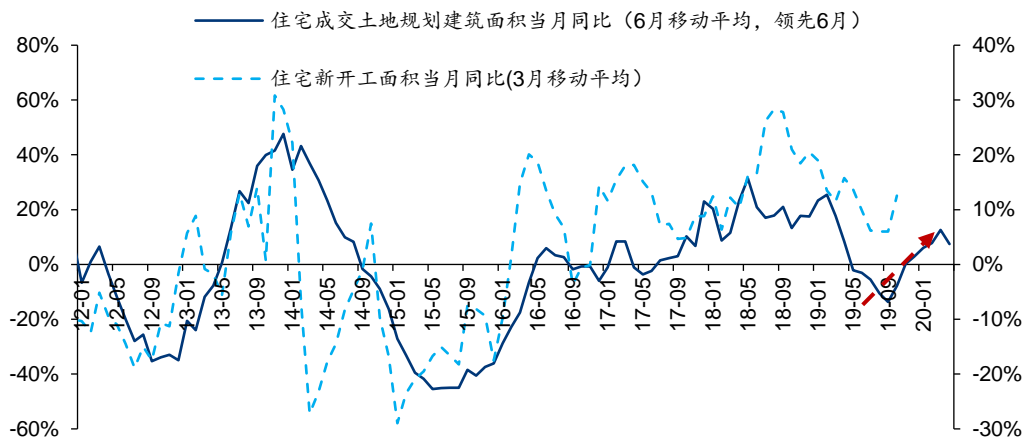
20Q1 地产及基建新开工有望向好

地产：20Q1 新开工面积增速或向上

2020 年对地产投资谨慎观点维持不变。在前期 2020 年年度策略报告《长周期向下，寻找优质个股》(2019.11.26)中，我们对 2020 年地产投资的态度转为谨慎，预计结构可能发生变化，建筑工程投资、其他费用(含土地购置费用)占比将下行，而安装工程占比将上行。我们认为 2020 年的地产投资增速可能下滑两次，第一次是因为融资、销售回款下降，开发商资金偏紧导致土地购置增速下行，第二次是因为新开工下行及竣工上行带来的施工量下降、地产建筑工程投资增速下滑。

短看 20Q1 新开工面积增速表现或较好。从领先指标住宅成交土地规划建筑面积看，2019Q1 住宅新开工面积增速或有较好表现。

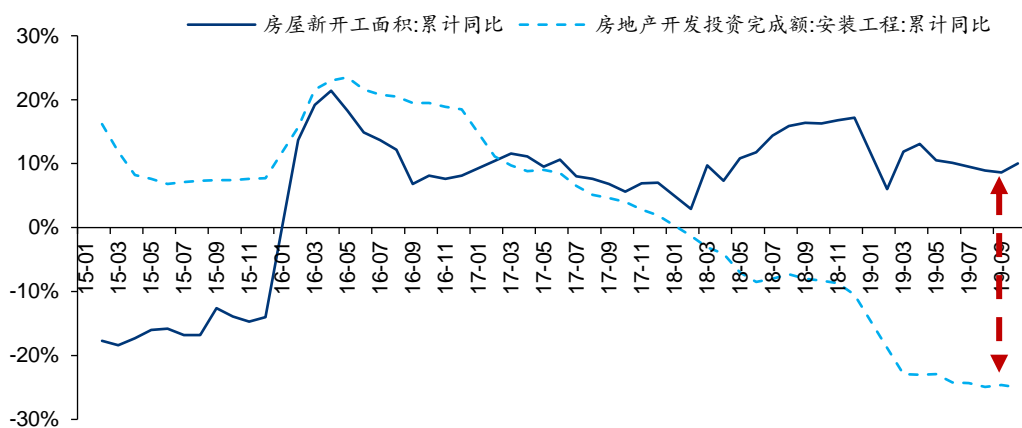
图表4：住宅成交土地规划建筑面积与住宅新开工面积增速对比



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

短期施工存量可支撑地产建筑工程投资。由于竣工面积确认涉及到增值税缴纳环节，房企有延迟确认倾向，因此安装工程投资情况更能反映出地产实际的施工建设所处阶段。从新开工面积和安装工程投资累计增速水平看，2018 年以来两者走势背离，目前仍未看到增速靠拢迹象，表明在前端的建筑工程环节的施工存量仍在累积，因此我们认为短期内或可对建筑工程投资形成支撑，期待增速的强韧性表现。

图表5：新开工面积与地产安装工程投资累计增速对比

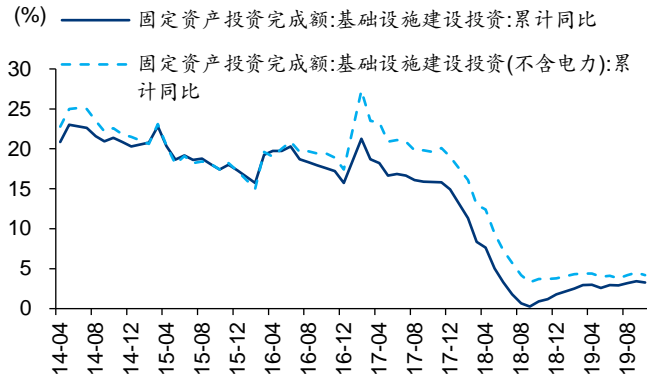


资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

基建：部分新项目有望于 20Q1 开工

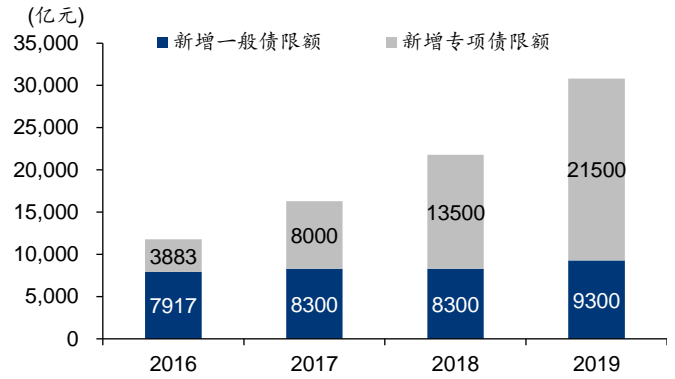
前期资本金不足，专项债对基建刺激有限。尽管 2019 年新增专项债限额增加、发行进度提前，但对基建投资增速提振作用有限，或主要因两点：一是新增地方债直接流入基建比例有限，从债券资金投向看，19 年前 9 月新增债券资金用于基建直接相关的交通运输（13%）、市政建设（14%）合计仅占 27%；二是资本金来源受阻，包括央企去杠杆、清理隐形债务压力增大，以及资管新规影响，基建项目资本金实际到位不足，导致基建投资增速上行有限。

图表6: 基建投资累计同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 新增专项债、一般债限额



资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

提前下发 2020 年部分新增专项债限额 1 万亿元。11 月 27 日, 财政部提前下发 2020 年部分新增专项债限额 1 万亿元, 虽然需明年年初才可实际发行, 但从基建项目建设流程上看, 提前下发新增专项债限额有利于地方政府今年年前进行相关项目的前期准备, 从而在明年年初可迅速实现项目的投放, 相关企业经过招投标、签订合同等流程后即可开工建设。

2019 年多项政策利好为基建项目“解绑”。19 年以来, 多项与基建领域相关的政策利好逐步释放:

- 1) 2019 年 6 月, 中办、国办印发的《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, “主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目……允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金”, 打破以往“债务性资金不得用于项目资本金”的限制。
- 2) 2019 年 9 月, 国常会提出扩大新增专项债适用范围, “重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施, 城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目…冷链物流设施, 水电气热等市政和产业园区基础设施”, 并且明确“以省为单位, 专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右”。
- 3) 2019 年 11 月, 国常会提出降低部分基建最低资本金出资比例, 将港口、沿海及航运资本金比例由 25%降至 20%, 对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等基建, 在回报机制明确, 收益可靠风险可控前提下, 资本金比例可下调不超过 5%, 同时拓宽了资本金筹集的来源, 明确可通过股权融资筹措资本金。据华泰建筑团队在《基建资本金比例下降, 融资改善有望延续》(2019.11.14) 中测算, 下调资本金比例要求后, 2018 年可节约 0.53 万亿元资本金, 按 3 倍杠杆考虑, 可额外撬动超 1.5 万亿基建投资 (2018 年基建实际投资额 14.5 万亿)。

2020 年新增专项债可迅速发行, 叠加多项政策利好, 我们预计 2020Q1 基建项目有望集中新开工, 从而形成实际的基建投资以及带动相应的用钢需求增长。

钢铁行业：螺矿比下行，成材库存偏低

上游成本：铁矿议价能力相对削弱

铁矿石处于产能收缩周期。根据我们铁矿石深度报告《供给拐点来临，议价能力或上行》(2019.2.10)，我们从四大矿山的资本开支与铁矿产量增量角度出发，得出资本开支高峰领先产量增量高峰 3-5 年的结论，进而判断出目前以四大矿山为代表的全球铁矿石产业处于产能收缩周期，在没有其它突发因素干扰下，2019-2021 年铁矿价格或逐年上升。

测算四大矿产量增量高于铁矿需求增量，预计 2020 年铁矿价格或同比下行。2019 年年初 VALE 发生矿难，此后逐步复产，打乱原有铁矿供给节奏，2019 年铁矿价格波动较大。根据 VALE 最新 19Q3 季报及官网新闻，目前 VALE 前期矿难停产的 9280 万吨产能中，已复产 5000 万吨，仍有 4280 万吨待复产。据我们 2020 年度策略报告《长周期向下，寻找优质个股》(2019.11.26)，根据四大矿山复产以及全球铁矿需求变动情况，我们预计 2020 年铁矿价格同比下行。此外，12 月 3 日，VALE 在投资者大会上披露 2020-2023 年产量目标，我们最新测算 2020 年四大矿铁矿产量增量约为 4156 万吨，高于铁矿石需求增量，我们预计 2020 年铁矿均价或下行，与前期 2020 年度策略报告判断一致。钢铁企业面临上游成本侧压力或减轻，盈利增速具备改善基础。

另外，12 月 3 日，VALE 的 Brucutu 矿区 Laranjeiras 尾矿坝暂时关停 1-2 个月，影响产量 150 万吨/月，但考虑到仍存在不确定性，或带来边际影响，后续建议持续关注。

图表8：VALE 矿难事故受影响矿区停、复产情况

| | 受影响停产产能 (万吨) | 复产情况 | 仍待复产产能 (万吨) |
|--------------|--------------|---|-------------|
| 综合矿区 | 4000 | 2019 年 7 月 24 日，Vale 宣布 Vaagem grande 矿区干选生产恢复，预计 2019 年产量 500 万吨，年化产能约为 1200 万吨 | 2800 |
| Brucutu 矿区 | 3000 | 2019 年 5 月 28 日，Brucutu 矿区 1000 万吨干选产能已复产 2019 年 6 月 22 日，剩余 2000 万吨湿选产能复产 2019 年 12 月 3 日，Laranjeiras 尾矿坝暂时关停 1-2 月，150 万吨/月 | - |
| Timbopeba 矿区 | 1280 | | 1280 |
| Alegria 矿区 | 1000 | 2019 年 11 月 1 日，Vale 宣布已获取必要授权，将恢复 Alegria 运营，对应约为 800 万吨产能，预计 2019 年新增 100 万吨产量 | 200 |
| 汇总 | 9280 | | 4280 |

1. 19Q3 季报 (201910.25) 披露，预计 2021 年前全部恢复，其中 2020 年恢复 2300 万吨，2021 年恢复 2500 万吨 (包含 Alegria 矿区全部产能)
2. 12 月 3 日，投资者大会披露 2020-2023 年铁矿石产量目标值分别为 3.4-3.55、2.75-3.95、3.9-4、3.9-4 亿吨

资料来源：Vale 官网，公司公告，Mysteel，华泰证券研究所；综合矿区包括 Feijao、Vargem grande、Fabrica

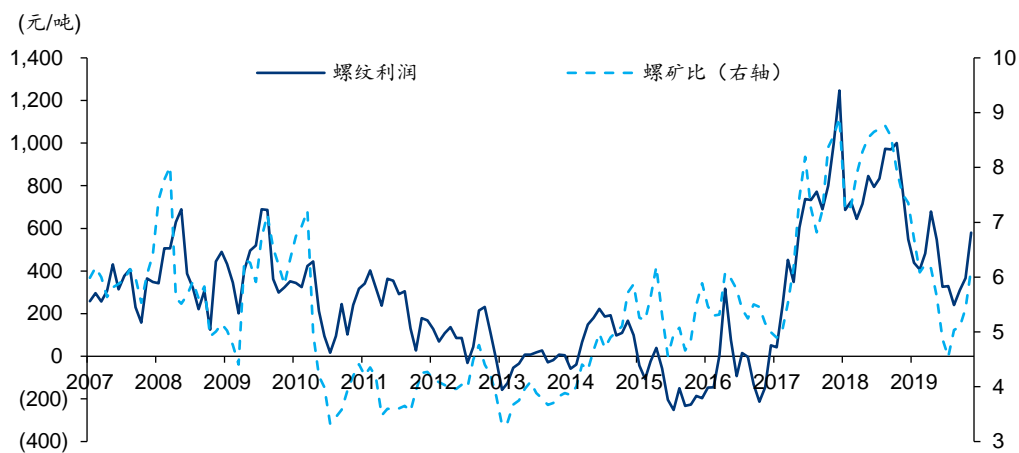
图表9：四大矿增量与铁矿石需求增量

| | 单位 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|----|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 四大矿增量 | 万吨 | 6925 | 4600 | 2397 | 3360 | -7663 | 4156 | 4250 |
| 铁矿石需求增量 | 万吨 | -2554 | 2538 | 8486 | 4839 | 8386 | 1898 | 3610 |
| 均价预测 | | | | | | ↑ | ↓ | ↓ |

资料来源：VALE、BHP、RIO、FMG 公司公告，Mysteel，中钢网，华泰证券研究所

螺矿比已触底，维持低位震荡。从钢铁产业链利润分配角度看，螺矿比从高位回落，并已于2019年7月触底，预计维持低位震荡。铁矿相对钢材议价能力削弱，有利于钢企盈利增速修复。

图表10：螺纹利润及螺矿比

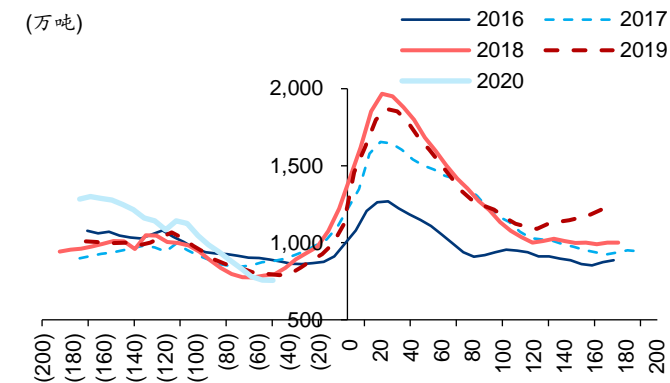


资料来源：Mysteel，中联钢，华泰证券研究所

废钢、钢材低库存有利于价格反弹

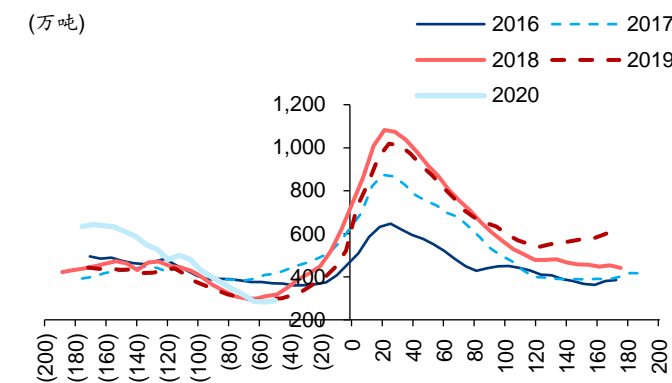
螺纹社库已进入近5年历史低位。以春节假期为原点，可以看出前期钢材高位社会库存已被逐步消化，目前已进入近五年同期历史低位水平。另外，2020年春节假期较早（2020.1.24-2020.1.30），且今年大概率不会出现冷冬，需求下行或有限，库存或可维持低位；在春节假期后，库存低位下，钢材议价能力有望走强，价格弹性空间或较大。

图表11：五大钢材品种社会库存（原点为春节）



资料来源：Mysteel，华泰证券研究所；更新至2019年12月6日；横轴为距春节天数

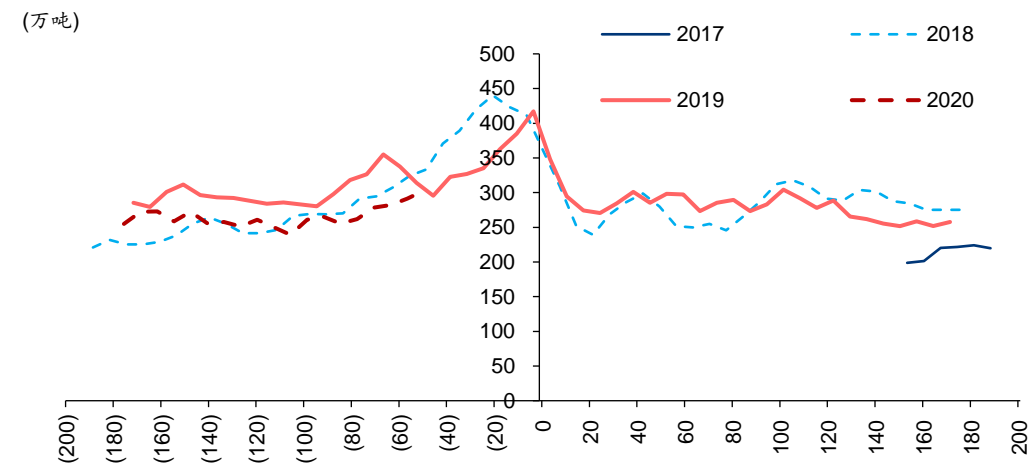
图表12：螺纹钢社会库存（原点为春节）



资料来源：Mysteel，华泰证券研究所；更新至2019年12月6日；横轴为距春节天数

废钢库存为近3年同期历史低位。19年受铁矿价格上行冲击，废钢需求向好、样本钢厂库存逐步被消耗至低位。废钢库存低位下，将对短流程生产规模形成一定的刚性约束，或致使钢铁供给曲线更加陡峭，有利于钢材价格反弹。

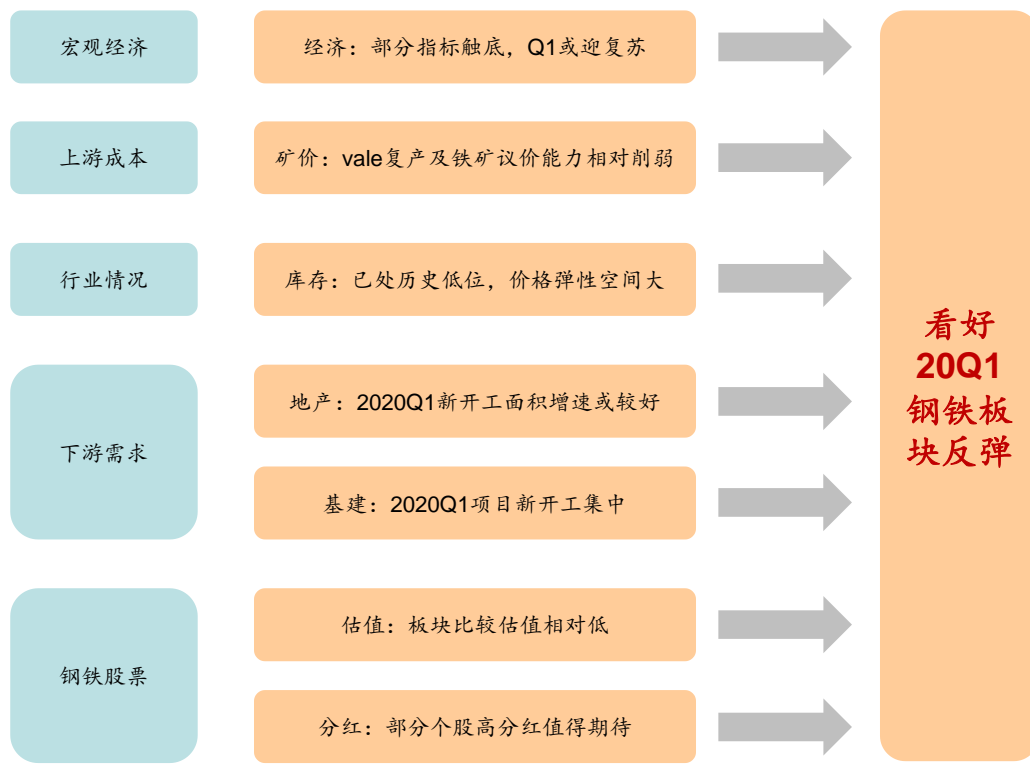
图表13：样本钢厂废钢库存（61家，原点为春节）



资料来源：Mysteel，华泰证券研究所；更新至2019年12月6日；横轴为距春节天数

个股低估值叠加分红，钢铁股或迎反弹

图表14： 钢铁板块可能反弹的逻辑框架

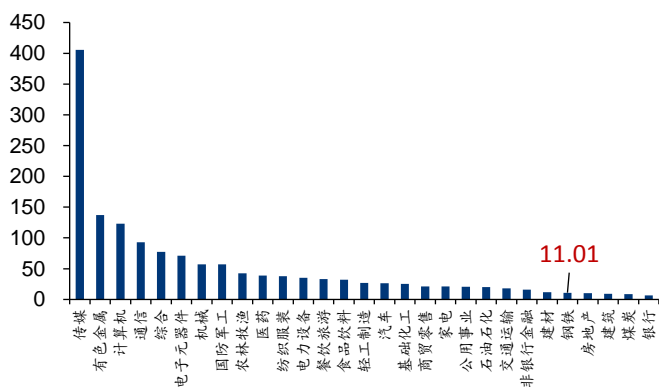


资料来源：华泰证券研究所

估值：行业板块中钢铁估值相对低

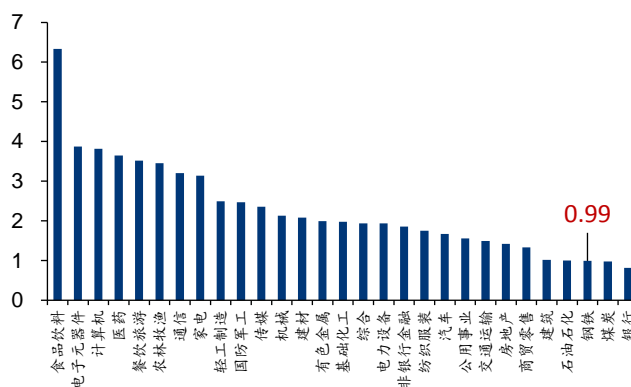
钢铁板块估值处相对低位。横向对比看，目前钢铁（中信一级）指数 PE（TTM）为 11.01 倍，在 29 个行业中排名倒数第 5；PB（LF）为 0.99 倍，在 29 个行业中排名倒数第 3。

图表15： 中信一级行业指数 PE（TTM）



资料来源：Wind，华泰证券研究所；2019 年 12 月 9 日

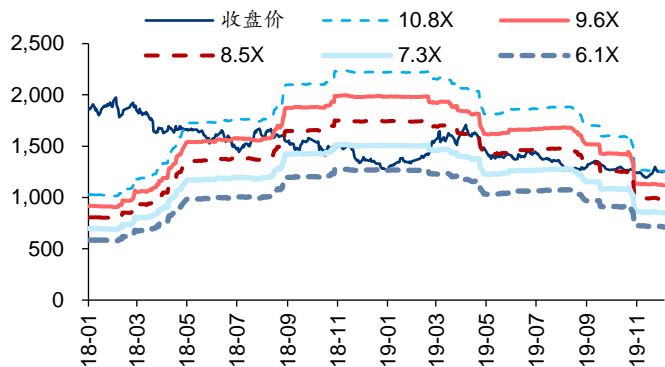
图表16： 中信一级行业指数 PB（LF）



资料来源：Wind，华泰证券研究所；2019 年 12 月 9 日

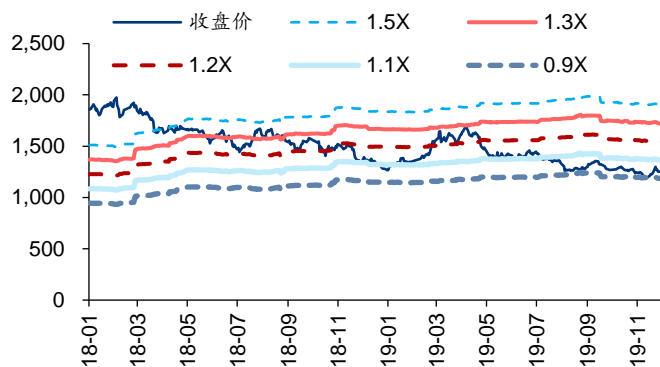
纵向对比看，据 Wind，目前钢铁（中信一级）指数 PE 处于 22.95%分位点（近 10 年），PB 处于 21.46%分位点（近 10 年）。

图表17: 中信钢铁指数 PE-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 中信钢铁指数 PB-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

分红: 部分钢铁个股或有较高分红

我们根据部分钢铁上市公司章程中分红规定以及历史分红水平, 结合 2019 年盈利水平预测, 测算其 2019 年分红率。根据预测结果, 我们认为部分个股或有较好分红, 保守预计共有 5 家公司股息率或将在 4% 以上 (2019.12.9)。

图表19: 部分钢铁上市公司 2019 年分红数据预测

| 代码 | 公司 | 归属于母公司股东净利润(亿元) | | 2019 年预测分红比率及对比 | | | 2019 年预测股息率 | | 估值水平 | |
|-----------|------|-----------------|--------|-----------------|-------------|-------------|-----------------|-------|----------|---------|
| | | 2018 | 2019E | 2018 年现金分红比率 | 2019 按照公司章程 | 2019 预测分红比例 | 按公司章程规定最低分红比率测算 | 预测股息率 | PE (ttm) | PB (lf) |
| 000932.SZ | 华菱钢铁 | 67.80 | 42.75 | 0.00% | 31.76% | 31.76% | 6.98% | 6.98% | 4.14 | 0.94 |
| 000717.SZ | 韶钢松山 | 33.06 | 16.80 | 0.00% | 43.89% | 43.89% | 6.44% | 6.44% | 6.22 | 1.53 |
| 600282.SH | 南钢股份 | 40.08 | 30.80 | 33.12% | 30.00% | 30.00% | 6.32% | 6.32% | 4.96 | 0.88 |
| 002110.SZ | 三钢闽光 | 65.07 | 35.86 | 50.24% | - | 35.00% | - | 5.84% | 5.18 | 1.20 |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 215.65 | 121.24 | 51.65% | 50.00% | 50.00% | 4.83% | 4.83% | 8.54 | 0.72 |
| 000959.SZ | 首钢股份 | 24.04 | 16.60 | 0.00% | 36.76% | 36.76% | 3.30% | 3.30% | 12.31 | 0.68 |
| 600022.SH | 山东钢铁 | 21.07 | 9.34 | 0.00% | 48.28% | 48.28% | 2.92% | 2.92% | 86.67 | 0.75 |
| 600808.SH | 马钢股份 | 59.43 | 18.29 | 46.64% | 30.00% | 30.00% | 2.54% | 2.54% | 11.82 | 0.79 |
| 000708.SZ | 中信特钢 | 5.10 | 47.30 | 70.47% | - | 35.00% | - | 2.25% | 19.34 | 2.99 |
| 000898.SZ | 鞍钢股份 | 79.52 | 21.40 | 20.02% | 7.88% | 30.00% | 0.57% | 2.17% | 10.48 | 0.57 |
| 601003.SH | 柳钢股份 | 46.10 | 23.88 | 33.36% | 10.00% | 10.00% | 1.73% | 1.73% | 4.86 | 1.32 |
| 600782.SH | 新钢股份 | 59.05 | 35.34 | 10.80% | 7.54% | 7.54% | 1.68% | 1.68% | 3.44 | 0.75 |
| 000778.SZ | 新兴铸管 | 21.01 | 16.77 | 37.98% | 8.60% | 8.60% | 0.89% | 0.89% | 10.09 | 0.77 |
| 600569.SH | 安阳钢铁 | 18.57 | 5.62 | 12.89% | 10.00% | 10.00% | 0.78% | 0.78% | 10.85 | 0.72 |
| 601005.SH | 重庆钢铁 | 17.88 | 11.95 | 0.00% | - | - | - | - | 15.97 | 0.85 |
| 600507.SH | 方大特钢 | 29.27 | 18.26 | 84.09% | - | - | - | - | 7.42 | 2.28 |
| 600117.SH | 西宁特钢 | -20.46 | 1.16 | 0.00% | - | - | - | - | -2.62 | 3.04 |
| 600581.SH | 八一钢铁 | 7.01 | 2.84 | 0.00% | - | - | - | - | 14.35 | 1.22 |
| 600516.SH | 方大炭素 | 55.93 | 23.35 | 0.00% | - | - | - | - | 10.09 | 2.03 |
| 000629.SZ | 攀钢钒钛 | 30.90 | 19.66 | 0.00% | - | - | - | - | 9.91 | 2.57 |

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所; 标红数据为华泰预测, 西宁特钢无 Wind 一致预测, 按照前三季度年化预测, 其余来自 Wind 一致预测; 2019 年预测分红比例中, 标红为华泰预测, 其余与根据公司章程测算的最低分红比例保持一致; 数据截至 2019 年 12 月 9 日

个股：建议关注三钢闽光、韶钢松山等南方长材钢铁股

在普钢个股中，我们从产品结构、地理位置角度出发，选取7家上市公司进行对比：三钢闽光、方大特钢、韶钢松山、凌钢股份、新钢股份、南钢股份、华菱钢铁。

图表20：7家普钢上市钢企吨钢生产成本比较

| | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|-----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 方大特钢 | 原燃料 | 4110 | 3191 | 2973 | 2514 | 1875 | 1860 | 2410 | 2661 |
| | 其他 | 138 | 99 | 96 | 95 | 80 | 83 | 81 | 98 |
| | 小计 | 4248 | 3290 | 3069 | 2610 | 1955 | 1943 | 2491 | 2759 |
| | 折旧 | 159 | 146 | 131 | 81 | 83 | 77 | 56 | 56 |
| | 合计 | 4408 | 3436 | 3200 | 2691 | 2037 | 2019 | 2547 | 2815 |
| 三钢闽光 | 原燃料 | 3645 | 3151 | 2894 | 2422 | 1745 | 1666 | 2232 | 2365 |
| | 其他 | 262 | 209 | 225 | 193 | 187 | 150 | 188 | 172 |
| | 小计 | 3907 | 3360 | 3119 | 2615 | 1931 | 1816 | 2420 | 2537 |
| | 折旧 | 97 | 99 | 69 | 69 | 72 | 54 | 60 | 63 |
| | 合计 | 4004 | 3459 | 3188 | 2684 | 2004 | 1870 | 2480 | 2599 |
| 韶钢松山 | 原燃料 | 3665 | 3119 | 2730 | 2419 | 1843 | 1741 | 2414 | 2630 |
| | 其他 | 214 | 243 | 204 | 209 | 191 | 190 | 262 | 306 |
| | 小计 | 3879 | 3362 | 2934 | 2628 | 2034 | 1931 | 2676 | 2936 |
| | 折旧 | 262 | 233 | 189 | 188 | 222 | 179 | 139 | 167 |
| | 合计 | 4141 | 3595 | 3123 | 2816 | 2257 | 2111 | 2816 | 3104 |
| 凌钢股份 | 原燃料 | 3077 | 2786 | 2454 | 2069 | 1390 | 1658 | 2150 | 2625 |
| | 其他 | 287 | 314 | 343 | 373 | 492 | 439 | 518 | 391 |
| | 小计 | 3364 | 3101 | 2797 | 2442 | 1882 | 2097 | 2668 | 3017 |
| | 折旧 | 88 | 100 | 65 | 73 | 84 | 84 | 103 | 97 |
| | 合计 | 3452 | 3201 | 2862 | 2515 | 1966 | 2181 | 2770 | 3114 |
| 新钢股份 | 原燃料 | 3843 | 3178 | 2877 | 2526 | 1940 | 2109 | 2926 | 3145 |
| | 其他 | 247 | 253 | 261 | 247 | 216 | 213 | 242 | 262 |
| | 小计 | 4090 | 3430 | 3138 | 2773 | 2156 | 2322 | 3168 | 3407 |
| | 折旧 | 170 | 166 | 165 | 157 | 144 | 128 | 122 | 115 |
| | 合计 | 4261 | 3596 | 3303 | 2930 | 2300 | 2450 | 3290 | 3522 |
| 南钢股份 | 原燃料 | 4139 | 3425 | 2939 | 2369 | 1926 | 1767 | 2627 | 2839 |
| | 其他 | 385 | 390 | 368 | 329 | 313 | 277 | 327 | 355 |
| | 小计 | 4524 | 3816 | 3306 | 2699 | 2239 | 2045 | 2954 | 3194 |
| | 折旧 | 228 | 143 | 154 | 166 | 176 | 178 | 174 | 171 |
| | 合计 | 4752 | 3958 | 3460 | 2865 | 2415 | 2223 | 3128 | 3365 |
| 华菱钢铁 | 原燃料 | 3814 | 3317 | 2841 | 2565 | 2291 | 2199 | 3093 | 3330 |
| | 其他 | 372 | 386 | 351 | 249 | 143 | 373 | 339 | 342 |
| | 小计 | 4186 | 3704 | 3192 | 2814 | 2434 | 2571 | 3432 | 3671 |
| | 折旧 | 271 | 218 | 179 | 174 | 194 | 181 | 161 | 154 |
| | 合计 | 4457 | 3922 | 3372 | 2988 | 2628 | 2752 | 3593 | 3826 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；2018年之前，三钢闽光、韶钢松山的生产成本中含部分研发费用，因公司公布数据有限，无法追溯调整；吨钢折旧为全部固定资产折旧口径减去销售、管理、研发费用中包含的折旧

单位：元/吨

图表21：7家上市钢企吨钢费用对比

| | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 销售费用（不含折旧） | 新钢股份 | 40 | 39 | 43 | 52 | 34 | 34 | 32 | 33 |
| | 南钢股份 | 58 | 64 | 62 | 67 | 65 | 50 | 58 | 61 |
| | 方大特钢 | 38 | 35 | 29 | 29 | 25 | 28 | 31 | 27 |
| | 三钢闽光 | 9 | 10 | 7 | 7 | 8 | 11 | 12 | 9 |
| | 韶钢松山 | 11 | 13 | 16 | 23 | 21 | 21 | 21 | 38 |
| | 凌钢股份 | 45 | 46 | 44 | 52 | 54 | 48 | 49 | 51 |
| | 华菱钢铁 | 49 | 45 | 41 | 51 | 60 | 58 | 61 | 78 |
| 管理费用（含研发，不含折旧） | 新钢股份 | 78 | 75 | 70 | 104 | 58 | 52 | 74 | 91 |
| | 南钢股份 | 106 | 110 | 129 | 109 | 112 | 92 | 108 | 143 |
| | 方大特钢 | 110 | 106 | 114 | 112 | 82 | 116 | 162 | 322 |
| | 三钢闽光 | 36 | 32 | 33 | 29 | 31 | 33 | 27 | 118 |
| | 韶钢松山 | 67 | 59 | 40 | 36 | 43 | 21 | 14 | 111 |
| | 凌钢股份 | 106 | 107 | 93 | 94 | 82 | 27 | 38 | 47 |
| | 华菱钢铁 | 113 | 118 | 101 | 100 | 100 | 86 | 112 | 146 |
| 财务费用（不含折旧） | 新钢股份 | 67 | 71 | 55 | 53 | 55 | 57 | 35 | 17 |
| | 南钢股份 | 120 | 145 | 145 | 119 | 89 | 82 | 63 | 43 |
| | 方大特钢 | 64 | 54 | 48 | 51 | 35 | 24 | 6 | -18 |
| | 三钢闽光 | 78 | 74 | 62 | 41 | 36 | 24 | 16 | 6 |
| | 韶钢松山 | 79 | 111 | 48 | 90 | 143 | 116 | 49 | 36 |
| | 凌钢股份 | -4 | 34 | 43 | 67 | 84 | 80 | 40 | 28 |
| | 华菱钢铁 | 80 | 134 | 88 | 128 | 193 | 153 | 112 | 83 |
| 费用合计（含研发，不含折旧） | 新钢股份 | 185 | 186 | 168 | 209 | 146 | 143 | 141 | 80 |
| | 南钢股份 | 284 | 319 | 336 | 294 | 266 | 225 | 228 | 246 |
| | 方大特钢 | 212 | 195 | 191 | 192 | 141 | 168 | 200 | 330 |
| | 三钢闽光 | 123 | 115 | 102 | 77 | 75 | 67 | 56 | 133 |
| | 韶钢松山 | 157 | 183 | 104 | 149 | 207 | 158 | 84 | 186 |
| | 凌钢股份 | 147 | 186 | 180 | 214 | 221 | 156 | 126 | 125 |
| | 华菱钢铁 | 242 | 298 | 230 | 279 | 353 | 297 | 285 | 308 |
| 费用合计（含研发、折旧） | 新钢股份 | 189 | 190 | 173 | 213 | 151 | 146 | 145 | 144 |
| | 南钢股份 | 302 | 337 | 357 | 310 | 280 | 237 | 239 | 259 |
| | 方大特钢 | 247 | 222 | 221 | 241 | 177 | 203 | 234 | 358 |
| | 三钢闽光 | 126 | 118 | 103 | 78 | 76 | 69 | 60 | 143 |
| | 韶钢松山 | 170 | 189 | 110 | 155 | 215 | 162 | 89 | 196 |
| | 凌钢股份 | 155 | 197 | 193 | 225 | 233 | 169 | 138 | 136 |
| | 华菱钢铁 | 247 | 302 | 233 | 282 | 357 | 301 | 287 | 310 |

资料来源：公司公告，上市公司年报，华泰证券研究所；单位：元；注：为方便历史追溯，研发费用并入管理费用；2018年前，三钢闽光、韶钢松山的研发费用部分计入生产成本、部分计入管理费用，故无法追溯，因此三钢闽光、韶钢松山仅2018年管理费用中含有研发费用

单位：元/吨

图表22： 7 家上市钢企吨钢利润及利润率比较

| | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 钢材价格 | 新钢股份 | 4244 | 3730 | 3615 | 3335 | 2282 | 2506 | 3749 | 4201 |
| | 南钢股份 | 5007 | 4080 | 3621 | 3192 | 2479 | 2479 | 3798 | 4280 |
| | 方大特钢 | 4631 | 3635 | 3348 | 2886 | 2146 | 2267 | 3459 | 3808 |
| | 三钢闽光 | 4255 | 3571 | 3353 | 2808 | 1953 | 2168 | 3429 | 3687 |
| | 韶钢松山 | 4173 | 3447 | 3208 | 2779 | 1985 | 2247 | 3409 | 3805 |
| | 凌钢股份 | 3699 | 3279 | 2948 | 2620 | 2008 | 2338 | 3290 | 3593 |
| | 华菱钢铁 | 4778 | 4183 | 3883 | 3591 | 2681 | 2961 | 4230 | 4673 |
| | 吨钢利润 (利润总额+折旧口径) | 新钢股份 | 196 | 8 | 188 | 216 | 152 | 205 | 606 |
| 南钢股份 | | 288 | 32 | 17 | 233 | -73 | 244 | 599 | 827 |
| 方大特钢 | | 559 | 403 | 387 | 348 | 155 | 354 | 967 | 949 |
| 三钢闽光 | | 168 | 48 | 81 | 76 | -143 | 256 | 900 | 969 |
| 韶钢松山 | | 75 | -102 | 220 | -30 | -259 | 203 | 582 | 703 |
| 凌钢股份 | | 149 | 123 | 85 | -94 | 109 | 144 | 453 | 408 |
| 华菱钢铁 | | 282 | -26 | 194 | 188 | -95 | 75 | 485 | 661 |
| 吨钢利润 (利润总额口径) | | 新钢股份 | 21 | -162 | 19 | 55 | 4 | 73 | 479 |
| | 南钢股份 | 41 | -129 | -157 | 52 | -263 | 54 | 414 | 643 |
| | 方大特钢 | 365 | 228 | 225 | 218 | 36 | 243 | 876 | 865 |
| | 三钢闽光 | 67 | -53 | 11 | 6 | -217 | 201 | 836 | 902 |
| | 韶钢松山 | -199 | -341 | 24 | -224 | -490 | 21 | 437 | 532 |
| | 凌钢股份 | 52 | 12 | 6 | -180 | 13 | 47 | 339 | 301 |
| | 华菱钢铁 | 6 | -248 | 12 | 12 | -292 | -110 | 322 | 505 |
| | 利润率 (利润总额/钢铁营业收入) | 新钢股份 | 0.5% | -4.3% | 0.5% | 1.6% | 0.2% | 2.9% | 12.8% |
| 南钢股份 | | 0.8% | -3.2% | -4.3% | 1.6% | -10.6% | 2.2% | 10.9% | 15.0% |
| 方大特钢 | | 7.9% | 6.3% | 6.7% | 7.6% | 1.7% | 10.7% | 25.3% | 22.7% |
| 三钢闽光 | | 1.6% | -1.5% | 0.3% | 0.2% | -11.1% | 9.3% | 24.4% | 24.5% |
| 韶钢松山 | | -4.8% | -9.9% | 0.8% | -8.0% | -24.7% | 0.9% | 12.8% | 14.0% |
| 凌钢股份 | | 1.4% | 0.4% | 0.2% | -6.9% | 0.6% | 2.0% | 10.3% | 8.4% |
| 华菱钢铁 | | 0.1% | -5.9% | 0.3% | 0.3% | -10.9% | -3.7% | 7.6% | 10.8% |

资料来源：Wind，上市公司公告，华泰证券研究所；注：部分上市公司利润总额包括非钢业务，无法做区分

单位：除利润率外，均为元/吨

三钢闽光成本费用优势明显，且仍有产能扩张空间。从吨钢原燃料成本看，凌钢股份在较长的时间里优势明显，三钢闽光在 2014 年后降本发力明显，2018 年成为最低成本，主要因会计政策变化，原归纳到营业成本中的研发投入单列为研发费用。从人工等其他吨钢成本上看，最低的是方大特钢，三钢闽光其次。从加总的非折旧成本、成本看，2018 年三钢闽光均为 7 家钢企中的最低水平。从吨钢费用看（不含折旧），因三钢闽光地处福建，福建为钢材净流入省份，三钢闽光销售距离短，吨钢销售费用较低，2018 年仅 9 元，远低于方大特钢的 27 元；吨钢管理费用较韶钢松山高，但较方大特钢低；吨钢财务费用则稳步下降，仅次于方大特钢。

另外，三钢闽光现有粗钢产能 950 万吨（三明本部 660 万吨，泉州闽光产能 290 万吨），另有 100 万吨产能指标（山钢新疆公司），且据投资者关系活动记录表（2019.9.5），目前正在推进现金收购控股股东持有的罗源闽光，未来权益口径粗钢产能或达 1250 万吨，较目前的产能有 32% 的提升空间，可在一定程度上弥补周期下行阶段吨钢业绩的下滑。

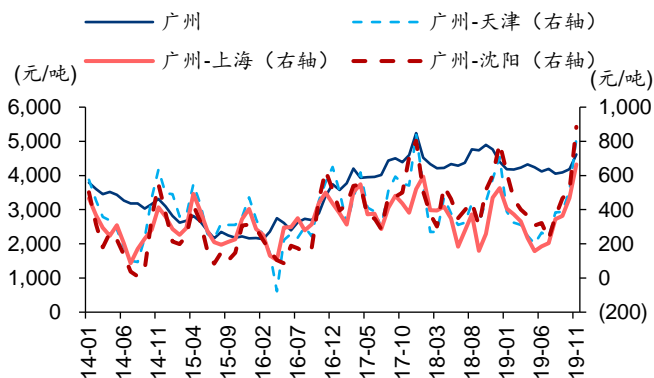
图表23: 三钢闽光产能分布情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

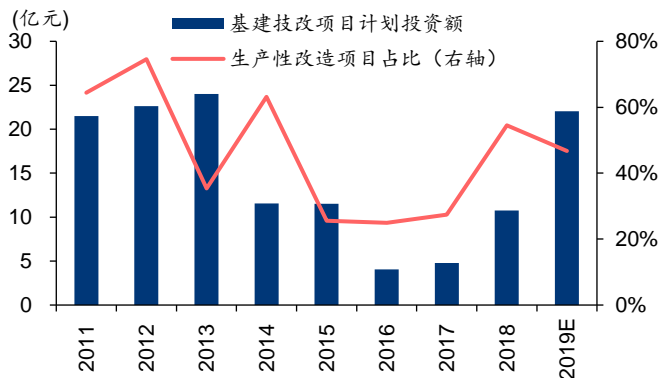
韶钢松山具备区域溢价, 且内部仍有降本空间。韶钢松山地处广东, 广东省粗钢产量占比(3.1%, 2018年)明显低于该省GDP(10.6%, 2018年)和固定资产投资占比(6.5%, 2018年), 为钢材净流入省, 钢材较北方地区有溢价。另外, 从前述吨钢成本、费用数据看, 韶钢松山目前在行业中表现处中游水平, 仍有较大的内部降本增效空间。2016年起, 公司加大基建技改项目投资, 或有助于公司降本增效。

图表24: 广州及其他地区螺纹钢价差



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 韶钢松山基建技改项目计划投资额及生产性改造项目占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

风险提示

宏观经济不及预期

若 2020Q1 宏观经济复苏不及预期, 则钢铁行业景气度难以回升

矿价出现波动

若 VALE 复产情况发生变化, 或是有突发性事件影响, 铁矿价格发生较大波动, 将对钢企盈利带来影响

下游需求不及预期

若 2020Q1 地产新开工面积增速不及预期, 或基建投资增速上行有限, 钢铁下游需求走弱, 行业景气度则面临进一步下行风险

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com