

# 钢铁行业：以日为鉴，寻找钢铁工业转型升级的结构性机会

## ——钢铁行业海外对标系列之日本篇

2019年12月16日

看好/维持

钢铁

行业报告

首席分析师	罗四维 电话：010-66554047 邮箱：luosw@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080002
研究助理	张清清 电话：010-66555445 邮箱 zhangqq@dxzq.net.cn	

### 投资摘要：

为了缓解城镇化后期的供需矛盾，日本钢铁工业踏上了规模化发展之路。从二战结束到1970年，是日本经济复苏和高速发展的阶段，日本的粗钢产量随之从1950年的484万吨快速增长至1970年的9332万吨，累计增长近20倍。与此同时，经历了三次大规模投资后的日本国内粗钢产能也快速增长。当城镇化后期经济增速由高速向中低速切换时，钢铁产能过剩问题渐显，钢价长期低迷。为了阻止国内的钢铁产能继续扩张、改善供需环境，日本钢铁行业于1970年后在大型钢企之间展开了四次大规模的兼并重组。

**规模化发展后产能向头部集中，对海外市场的依赖度提升。**合并重组后日本的粗钢产量增长势头得到控制，产能利用率长期维持在较高的水平。产能集中度CR4从1970年的60%提高到2018年的86.6%，其中行业龙头的市占率得到了逆势提升，经营业绩相比小型钢企表现更优。具备国际竞争力的钢企把更多的产品出口到国外，出口占比提升至40%。尽管行业的盈利能力在每次重组的初期都得到明显的改善，但由于内需持续低迷和出口竞争加剧，其长期向下的趋势并未被扭转。产能集中度提升和市场多元化导致钢企业绩周期的形态趋于扁平化。

**特钢是长周期向下能获得相对收益的结构性机会，投资钢铁龙头公司的绝对收益不差。**1974-2018年间大同特殊钢的年化收益率为4.1%，几乎两倍于日本制铁的2.1%，小幅跑赢日经225指数。大同特殊钢的高投资回报与日本钢铁业中特钢占比提升至20%以上的结构化转型有关。日本制铁在过去45年间有两个高投资回报周期：（1）1974-1989年，由于日本国内宽松货币政策+房地产泡沫，日本制铁的年化收益率为13.8%；期间日经225指数的年化收益率为15.2%。（2）1992-2007年，由于海外经济复苏，日本制铁的年化收益率为9.3%；期间日经225指数的年化收益率为11.2%。

**我国钢铁工业的转型滞后，集中度、出口份额和特钢占比的提高是未来十年的结构性机会。**我国粗钢净出口占总产量的比重比仅为5%，远低于日本的40%。“一带一路”沿线国家的工业基础薄弱，市场容量高达16亿吨，为我国钢铁产能的输出和钢企国际化提供了巨大的机会。我国优特钢产量占粗钢总产量的比重不足10%，实际占比或仅为5%，明显低于日本25%的特钢占比。从日本钢铁产业的转型路径来看，先期的技术积累和工程师红利的释放将继续强化制造业在国际市场中的竞争力，特钢产业随之迎来又一个高速发展时期。

**建议配置行业龙头，把握特钢的相对收益机会。**面对后城镇化时期的经济结构转型，我国钢铁行业结束了第一阶段的高速扩张并将步入存量时代，集中度提升和产品结构升级是未来十年发展的主旋律。一方面，行业龙头能更多受益于国内市场占有率提升带来的业绩成长，同时具备国际竞争力的企业有望依托国际市场实现第二阶段的扩张；另一方面，制造业转型升级和工程师红利的释放将拉动特钢需求的增长和占比的提升，特钢企业将延续一阶扩张，有获得相对收益的机会。重点推荐：宝钢股份、中信特钢。

**风险提示：**（1）原材料价格风险；（2）企业经营风险；（3）宏观经济风险。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	19E	20E	21E	19E	20E	21E		
宝钢股份	0.50	0.58	0.69	11.18	9.63	8.10	0.72	强烈推荐
中信特钢	1.62	1.75	1.85	15.23	14.10	13.34	3.03	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 后城镇化时代日本钢铁工业如何寻求突破？</b> .....	<b>5</b>
1.1 背景：城镇化进程放缓，结构性过剩凸显 .....	5
1.2 路径：大型钢企之间合并重组的规模化之路 .....	7
<b>2. 规模化发展为日本钢铁带来哪些变化？</b> .....	<b>8</b>
2.1 规模化的结果一：产能扩张趋缓，产能头部集中 .....	8
2.2 规模化结果之二：海外依赖度提升 .....	10
2.3 规模化结果之三：周期趋扁平化，盈利中枢向下 .....	11
<b>3. 规模化过程中钢铁股的投资回报如何？</b> .....	<b>12</b>
3.1 日本制铁：投资龙头公司的绝对收益并不差 .....	12
3.2 大同特殊钢：长周期向下的结构性机会 .....	13
3.2.1 大同特殊钢大幅跑赢日本制铁 .....	13
3.2.2 大同特殊钢高投资回报的原因：制造业升级下的汽车出口繁荣 .....	14
<b>4. 日本钢铁工业规模化给我们的启示</b> .....	<b>16</b>
4.1 我国钢铁行业的坐标：城镇化超前，结构转型滞后 .....	16
4.1.1 经济发展视角：我国处在日本 1970-1985 年之间 .....	16
4.1.2 钢铁产业视角：产能集中度、特钢和出口占比均有待提高 .....	17
4.2 我国钢铁行业未来可能寻求的突破 .....	18
4.2.1 “一带一路”引领我国钢铁出口和国际化布局 .....	18
4.2.2 工程师红利和制造业升级释放特钢新需求 .....	20
4.3 投资建议 .....	22
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>23</b>
<b>6. 相关报告汇总</b> .....	<b>24</b>

## 表格目录

<b>表 1:1970 年八幡和富士钢铁公司合并为新日铁后各产品的市场占有率</b> .....	<b>7</b>
<b>表 2:日本制铁的兼并重组历史</b> .....	<b>8</b>
<b>表 3:日本钢铁企业产量前 5 名</b> .....	<b>10</b>
<b>表 4:根据车型测算 2017 年汽车用钢消耗约 4200 万吨</b> .....	<b>18</b>

## 插图目录

<b>图 1:1970 年日本钢铁转型的背景是经济增速换挡</b> .....	<b>5</b>
<b>图 2:日本历史上的年粗钢产量</b> .....	<b>5</b>
<b>图 3:日本城镇化率与我国的比较</b> .....	<b>6</b>

图 4:日本国内汽车消费量及增速 .....	6
图 5:1970 年前后日本国内小型钢企的供需状况 .....	6
图 6:1970 年前后日本国内小型钢企的产能持续扩张 .....	6
图 7:1970 年前日本国内小型钢企的融资环境恶化 .....	6
图 8:重组前日本国内钢铁价格表现低迷 .....	6
图 9:1970 年是日本钢铁行业规模化的开端 .....	7
图 10:1970 年后日本钢铁行业的产能利用率指数 .....	9
图 11:中日钢铁行业的 CR4 对比 .....	9
图 12:日本制铁的粗钢产量逆势增长 .....	9
图 13:大型企业的经营状况持续由于小型钢企 .....	9
图 14:1970s 日本钢材出口自 19.1%提升至 33.5% .....	10
图 15:次贷危机后日本的海外销量占比一度超过 40% .....	10
图 16:2015 年日本制铁的海外营收占比达到 40.86% .....	11
图 17:日本制铁 2003-2008 年的 ROE 大幅回升 .....	11
图 18:重组的早期日本钢铁行业与国内经济更相关 .....	11
图 19:2000 年后日本钢铁行业与全球经济环境更相关 .....	11
图 20:1970 年后日本钢铁行业的财务状态更稳健 .....	12
图 21:日本钢铁行业的销售利润率中枢下移 .....	12
图 22:2002 年和 2012 年附近日本钢铁供需矛盾突出 .....	12
图 23:日本粗钢产量占世界总产量的比重持续下降 .....	12
图 24:日本制铁的投资回报与日经 225 指数 .....	13
图 25:日本制铁的 PB-ROE .....	13
图 26:大同特殊钢的投资回报显著高于日本制铁 .....	14
图 27:大同特殊钢的历史 PB-ROE .....	14
图 28:1992-2007 年大同特殊钢与日本制铁的盈利能力 .....	14
图 29:日本制铁的下游已明显特钢化 .....	14
图 30:日本特钢占比自 1973 年粗钢见顶后快速提高 .....	15
图 31:特钢下游主要是汽车行业 .....	15
图 32:1975-1985 年间日本汽车产量接近翻番 .....	15
图 33:汽车产量增量贡献主要来自于出口 .....	15
图 34:1970 年后日系车在美国的市场份额快速提升 .....	15
图 35:我国汽车出口占世界贸易的比重不足 1% .....	15
图 36:我国居民杠杆率低于日本地产泡沫时期 .....	16
图 37:我国政府部门杠杆率已不低 .....	16
图 38:我国非金融企业部门的杠杆率较高 .....	16
图 39:我国的宏观杠杆率已经达到发达国家水平 .....	16
图 40:我国粗钢产量基本见顶 .....	17
图 41:我国优特钢产量占粗钢比重低于发达国家水平 .....	17
图 42:日本钢铁行业的产品结构中板材占比 60%以上 .....	17
图 43:我国钢铁行业产品结构中板材占比达到 40%以上 .....	17

图 44:我国粗钢净出口情况.....	18
图 45:我国主要钢材出口目标国为亚洲地区.....	18
图 46:“一带一路”倡议.....	19
图 47:世界主要国家 2018 年的人均粗钢消费量.....	19
图 48:亚洲国家的粗钢供需缺口持续扩大（正为缺，千吨）.....	19
图 49:亚洲主要国家的粗钢表观消费量（千吨）.....	20
图 50: 亚洲主要国家的粗钢表观消费增速.....	20
图 51:世界各国 2019 年千人汽车保有量.....	21
图 52:2018 年各国汽车销量占比.....	21
图 53:我国汽车销量自 2004 年以来高速增长.....	21
图 54:2018 年汽车销量前 20 国家所在的地区（万辆）.....	21
图 55:全球工程机械销量创历史新高.....	21
图 56:欠发达国家对工程机械销量贡献主要增量.....	21
图 57:我国工程机械行业出口交货值总体增长.....	22
图 58:出口占工程机械行业的营收比重不断提高.....	22
图 59:2018 年我国钢企的粗钢产量排行.....	23
图 60:2018 年上市钢企的粗钢产量排行.....	23
图 61:宝钢股份的市占率.....	23
图 62:中信特钢的市占率（2017 年前为大冶特钢+兴澄计）.....	23

## 1. 后城镇化时代日本钢铁工业如何寻求突破？

### 1.1 背景：城镇化进程放缓，结构性过剩凸显

伴随着战后日本经济的高速发展和粗钢需求的快速增长，日本国内的粗钢产能也快速增长。产能的过度扩张导致钢铁企业在面对需求的周期性波动时，所处的供需环境和经营业绩波动变大，但这种局面在经济增速换挡的早期依靠经济的短期回暖会有所改善。直到 1970 年后日本步入后城镇化时期，经济增速趋势性向下，由高速向中低速转换，钢铁产能的结构性过剩愈发突出并成为持续性的问题。此时，钢价长期低迷，企业的融资环境恶化，日本国内钢铁行业要求重组的呼声越来越大。

- ◆ 从二战结束到 1970 年，是日本经济复苏和高速发展的阶段，其 GDP 增速中枢长期维持在 10% 以上。与此同时，日本粗钢产量从 1950 年的 484 万吨快速增长至 1970 年的 9332 万吨，累计增长近 20 倍，年复合增长率达到 16%。钢铁消费增长的动力一方面来自于城镇化，1950 年至 1970 年间日本的城镇化率从 53% 提升至 72%；另一方面来自于城镇化对汽车等耐用品消费的拉动，1960 年至 1970 年间日本的汽车国内年消费量从 44 万辆快速增长至 420 万辆，创造了十年翻十倍的奇迹。
- ◆ 随着国内经济的高速发展，日本的粗钢产能在 1970 年前持续增长。1951 年至 1970 年，日本钢铁产业在政府的扶持之下前后推行了三次大规模生产设备投资计划：（1）第一次发生在 1951-1955 年间，日本共向钢铁业投资 1282 亿元，其中 50% 用于进口并升级轧钢设备，使其生产水平迅速上台阶；（2）第二次发生在 1956-1960 年间，新建了 11 座 1000m<sup>3</sup> 以上的大高炉，到 1960 年日本的钢铁产量仅次于美国和苏联；（3）第三次计划（1961~1970 年）则主要集中新建一批临海大型钢铁联合企业，新日铁、日本钢管、川崎制铁、住友金属、神户制钢等纷纷在沿海选址建厂，配备当时世界最先进的设备和技术，设计粗钢产能均在 1000 万吨以上。
- ◆ 根据日本央行公布的短观指数看（由对景气看好企业所占比例减去对景气看坏企业所占比例计算而来，结果为负数表明持悲观态度的企业多于持乐观态度的企业），自 1960 年开始日本国内的钢铁行业供需已开始呈现较明显的周期性波动。尽管在 1965 年附近日本国内的宏观经济环境短期改善，钢铁行业的供需环境也随之改善，但国内的钢铁产能仍然在扩张。随着宏观经济再次走弱，1960s 末日本钢企的供需环境和企业经营效益再次恶化。

图 1:1970 年日本钢铁转型的背景是经济增速换挡



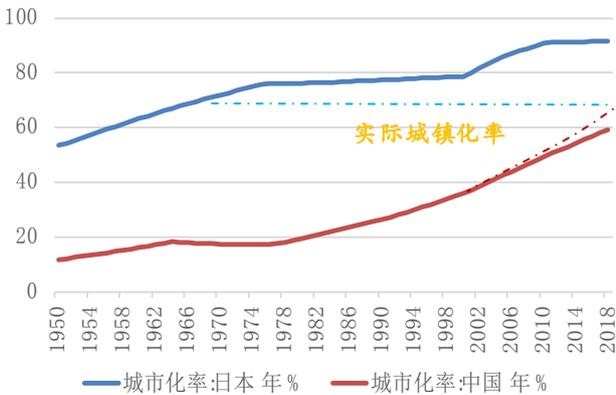
资料来源：日本统计局，东兴证券研究所

图 2:日本历史上的年粗钢产量



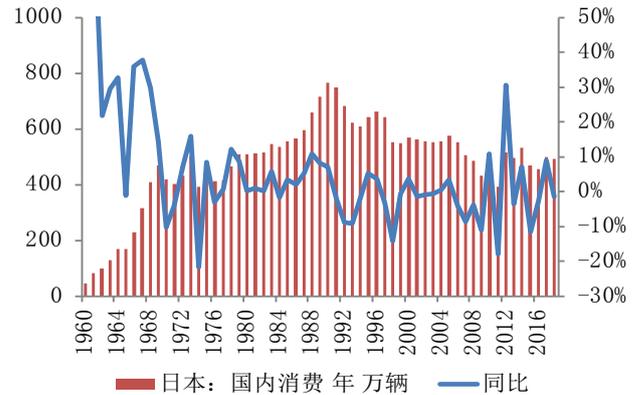
资料来源：日本内阁府，东兴证券研究所

图 3:日本城镇化率与我国的比较



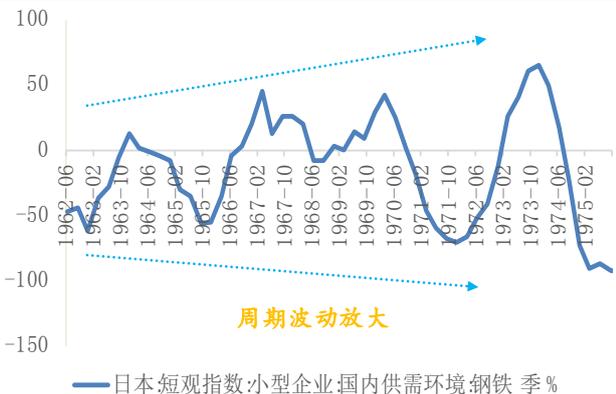
资料来源：国家统计局，日本统计局，东兴证券研究所

图 4:日本国内汽车消费量及增速



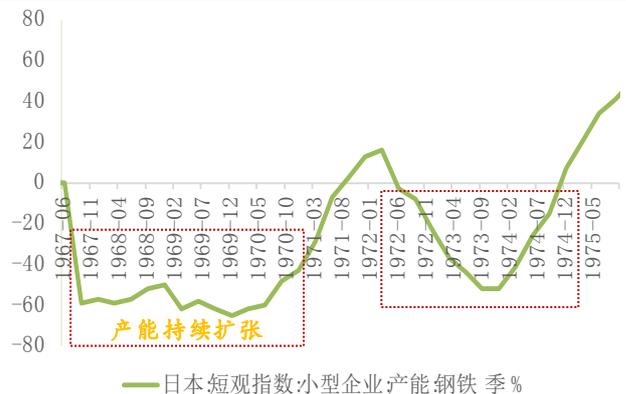
资料来源：日本内阁府，东兴证券研究所

图 5:1970 年前后日本国内小型钢企的供需状况



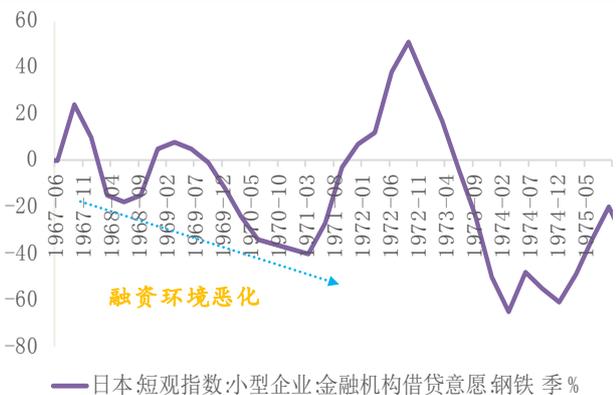
资料来源：日本央行，东兴证券研究所

图 6:1970 年前后日本国内小型钢企的产能持续扩张



资料来源：日本央行，东兴证券研究所

图 7: 1970 年前日本国内小型钢企的融资环境恶化



资料来源：日本央行，东兴证券研究所

图 8:重组前日本国内钢铁价格表现低迷



资料来源：日本内阁府，东兴证券研究所

## 1.2 路径：大型钢企之间合并重组的规模化之路

1970 年开始，后城镇化时期的日本经济增长进入换挡期，GDP 增速由高速增长向中低速增长切换。前期钢铁行业产能的过度扩张导致钢铁行业的供需环境急剧恶化。为了阻止国内钢铁产能进一步扩张、改善供需环境，日本钢铁行业在大型钢企之间展开了历史上四次大规模的合并重组。

- ◆ 第一次：1970 年 3 月，八幡、富士两家大型钢铁公司分而复合形成新日本制铁；合并后新产品市场占有率大幅度提升。
- ◆ 第二次：1976 年，由大同特殊钢、日本特钢、特殊制钢合并成立了大同特殊钢。
- ◆ 2002 年 11 月，新日铁、住友金属以及神户制钢三方于正式签订软联盟协议，宣告了以新日铁和住友金属为核心的战略软联盟形成。
- ◆ 第三次：2011-2012 年：日本钢管和川崎制铁合并成立 JFE；新日铁与住友金属正式合并，形成新日铁住金，一跃成为当时全球产量第二的龙头钢企。
- ◆ 第四次：2018-2019 年：新日本制铁提出将山阳特殊钢的持股比例提高到 51% 以上，并于 2019 年实现将山阳特殊钢作为子公司运营；2018 年 6 月全资收购瑞典奥瓦科集团成为山阳特殊钢的全资子公司。

图 9:1970 年是日本钢铁行业规模化的开端



资料来源：东兴证券研究所

表 1:1970 年八幡和富士钢铁公司合并为新日铁后各产品的市场占有率

产品种类	八幡市占率%	富士市占率%	两公司合计	合并后销售额占比%	合并后的第二位厂家	追赶者市占率%
重钢轨	74.6	23	97.6	1.8	日本砂铁	1.6
钢矢板	61.2	34.8	96	2.8	日本钢管	2.6
电器钢板	51.2	13.4	64.6	3.7	川崎制铁	33.5
镀锡铁皮	38.5	28.4	66.9	5.5	东洋钢板	24.9
大型型钢	31.5	28.6	60.1	7.2	川崎制铁	9.7
铸造生铁	15.8	38.4	54.2	2.6	神户制钢	17
普通线材	22.4	18.1	40.5	3.4	神户制钢	18.8
厚中板	15.7	16.1	31.8	15.5	川崎制铁	17.4
冷轧薄板	19.9	11.6	31.5	12.1	川崎制铁	15.1

资料来源：《日本公平交易委员会事务局（1977 年），P190》，东兴证券研究所

表 2:日本制铁的兼并重组历史

年份	日本制铁（新日铁住金）的兼并重组历史
1857 年	在岩手县釜石市日本第一台西式熔炉成功出铁
1875 年	工部省在釜石开始建设制铁所
1897 年	农务省在八幡开工建设八幡制铁所
1909 年	北海道炭矿汽船（株）轮西制铁所开工
1934 年	国营八幡制铁所、轮西制铁所、釜石矿山、三菱制铁、富士制钢、九州制钢、东阳制铁创立“日本制铁（株）”
1939 年	日本制铁（株）设立广畑制铁所
1950 年	根据“过度经济力集中排除法”解体“日本制铁（株）”，分别成立八幡制铁（株），富士制铁（株）
1955 年	八幡制铁设立光制铁所
1958 年	富士制铁与中部财界共同出资创立东海制铁（株）；八幡制铁设立户畑制造所
1961 年	八幡制铁所设立堺制铁所
1965 年	八幡制铁所设立君津制铁所
1967 年	富士制铁吸收合并东海制铁（株），改称为名古屋制铁所
1968 年	八幡制铁吸收合并八幡钢管（株）
1970 年	<b>八幡制铁（株），富士制铁（株）再度合并，新日本制铁（株）成立</b>
1971 年	吸收合并富士三机钢管（株），设立大分制铁所
1991 年	合并中央研究本部与设备技术本部，设立技术开发本部（成立综合技术中心）
2001 年	将电子，信息通信与新日铁信息通信系统（株）的业务合并，成立新日铁系统集成（株）
2002 年	<b>新日铁与住友金属工业出资协议，形成了新日铁战略联盟集团</b>
2003 年	与住友金属工业（株）在不锈钢业务上合并，设立新日铁住金不锈钢（株）
2006 年	分离工程技术业务，继承给新日铁工程技术（株）
2006 年	分离新材料业务，继承给新日铁材料（株）
2011 年	达成 2012 年 10 月 1 日与住友金属工业（株）合并为目标的探讨研究启动意向
2012 年	<b>与住友金属工业合并，成立新日铁住金</b>
2013 年	联合安赛乐米塔尔收购蒂森克虏伯美国钢厂
2015 年	新日铁住金海外收购煤矿 Boggabri 的 10% 股份；收购铃木金属工业公司的所有股份，成为全资子公司
2016 年	扩大与法国瓦卢瑞克集团（Vallourec）的战略合作，对双方现有的位于巴西的两家无缝钢管公司进行整合等
2017 年	新日铁住金宣布完成对日新制钢股份的要约收购，日新制钢成为其子公司
2018 年	新日铁住金对山阳特殊钢的持股比例为 14.5%，100% 全资收购瑞典奥沃科集团成为山阳特殊钢的全资子公司
2019 年	将对山阳特殊钢的持股比例提高到 51% 并实现控股，将山阳特殊钢作为子公司运营，更名为日本制铁

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

## 2. 规模化发展为日本钢铁带来哪些变化？

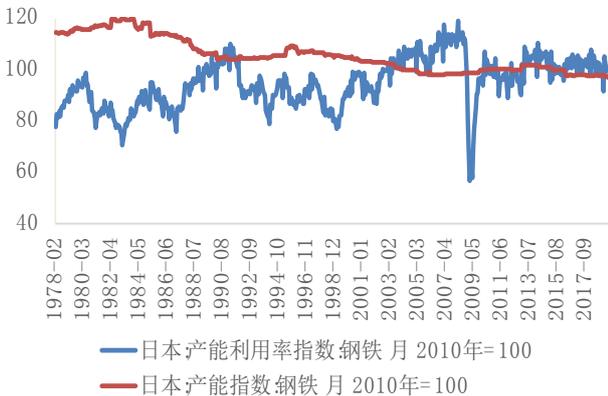
### 2.1 规模化的结果一：产能扩张趋缓，产能头部集中

经过上述合并重组的过程，日本的粗钢产量增长势头得到控制，在 1973 年达到历史峰值的 1.2 亿吨后，便基本稳定在 1-1.2 亿吨。与此同时，钢铁行业的产能利用率长期维持在较高的水平，除了 2008 年受到次贷危机影响外，在近 45 年内从未低于之前的水平。合并后日本钢铁的产能集中度 CR4 从 1970 年

的60%提高到2018年的86.6%，其中行业龙头受益最为显著，其市占率得到逆势提升，经营业绩相比小型钢企表现更优。

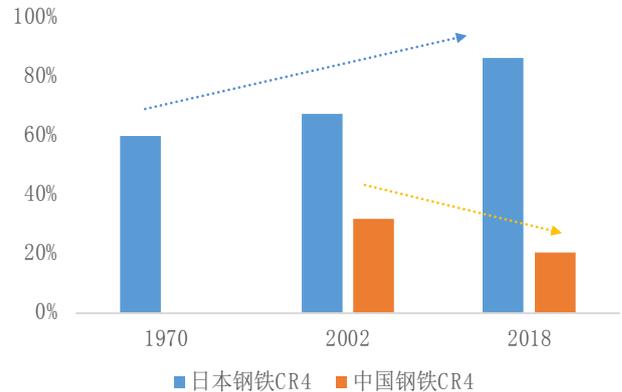
- ◆ 为了顺利完成结构转换和对衰退产业的调整，1978年制定了“特定萧条产业离职者临时措施法”和“特定萧条地区中小企业对策临时措施法”。“特安法”实施之后，日本钢铁产能并未出现实质性下降，主要是新旧置换，先进产能代替落后产能。到“特安法”在1983年废止时，尽管过剩设备的处理目标已经基本完成，但生产能力却增加了，钢产能指数从1978年的110上升至1984年的115。随后在需求总体不振的背景下，日本钢铁业经历了持续30年的产能收缩。
- ◆ 在兼并重组的早期，日本钢铁业的产能利用率指数在70-100区间内波动；兼并重组的后期，由于产能扩张理性，钢铁业的产能利用率无论是绝对值水平还是稳定性均较之前有所改善。
- ◆ 以日本制铁（前称新日铁住金）为例，虽然自1973年日本钢铁行业兼并重组开始日本国内的粗钢产量始终在1亿吨左右徘徊，但作为行业龙头的日本制铁粗钢产量从合并初期的3300万吨持续提高到2018年的4784万吨。与此同时，日本制铁相对国内总产量的占比从34%提高至2018年的45.8%。

图 10: 1970 年后日本钢铁行业的产能利用率指数



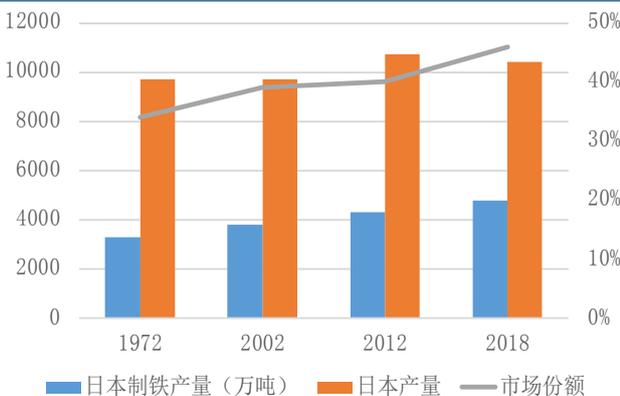
资料来源：日本经济产业省，东兴证券研究所

图 11: 中日钢铁行业的 CR4 对比



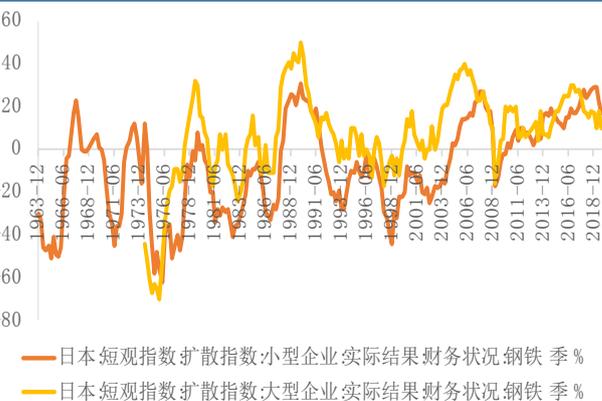
资料来源：国际钢铁协会，东兴证券研究所

图 12: 日本制铁的粗钢产量逆势增长



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 13: 大型企业的经营状况持续由于小型钢企



资料来源：日本央行，东兴证券研究所

表 3:日本钢铁企业产量前 5 名

钢企	2002 年 (万吨)	钢企	2018 年 (万吨)
新日铁	3086	日本制铁	4784
日本钢管	1653	JFE	3231
川崎制铁	1372	神户制钢	687
住友金属	1181	日新制钢	336
神户制钢	665	东京制钢	286
CR5	73.8%		89.4%

资料来源：《世界钢铁统计数据》，东兴证券研究所

## 2.2 规模化结果之二：海外依赖度提升

由于城镇化后期，日本国内的粗钢表观消费基本见顶，供给格局变差。为了改善上述局面，日本在大型钢企之间实施了兼并重组，成立了具有国际竞争力的新日本制铁、大同特殊钢等企业。随后，以新日本制铁为代表的日本钢铁企业把更多的产品出口到国外，导致日本钢铁行业对海外市场的依赖度持续提升。随之而来的是，日本钢铁企业的业绩周期性与全球的宏观经济相关性越来越强，而非本国的经济。

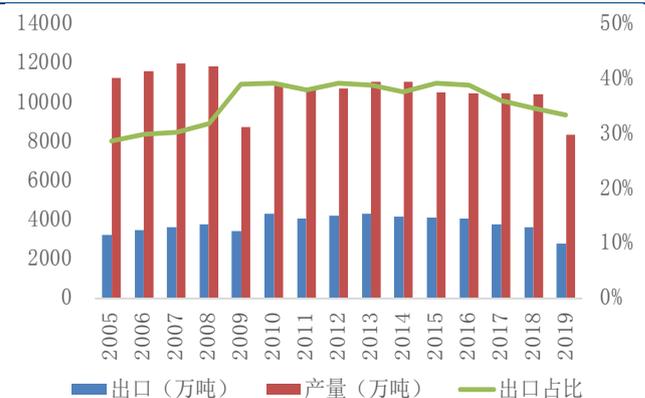
- ◆ 在合并重组前，1968 年日本的钢材出口占粗钢产量的比重为 19.1%，而到 1976 年这个比重上升至 33.5%；次贷危机后，日本国内的表观需求再次下降，导致其钢铁行业的出口占比一度上升到 40%，2010 年出口绝对量达到 4300 万吨。
- ◆ 日本钢材出口的提升有其独特的环境：（1）日本所面对的市场是极大的，包括中国在内的新兴经济体陆续实施改革开放，对钢材的需求大幅增长。以日本制铁为例，2015 年海外营收占比为 40.86%，其中就包括来自亚洲地区（除日本）的 26.47%。（2）制造业大量向海外转移，带动原材料需求外溢。
- ◆ 对海外市场依赖度的提高，导致日本钢铁行业对全球宏观经济的依赖性较过往显著增强。例如，在 2002-2008 年全球宏观经济的上行周期内，尽管国内经济疲软，日本钢铁行业的盈利能力仍大幅提升。

图 14:1970s 日本钢材出口自 19.1%提升至 33.5%

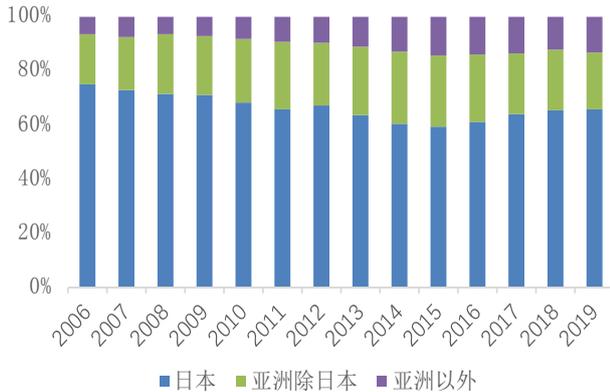


资料来源：世界钢铁协会，东兴证券研究所

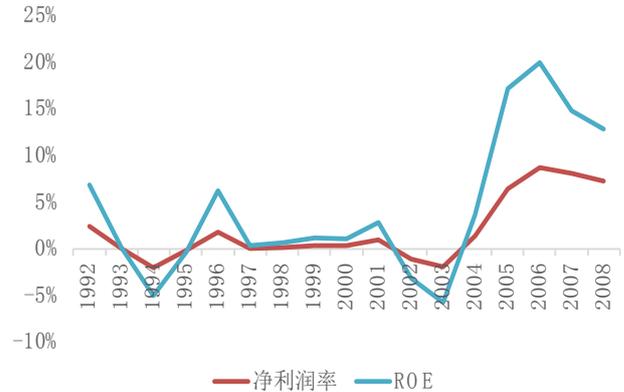
图 15:次贷危机后日本的海外销量占比一度超过 40%



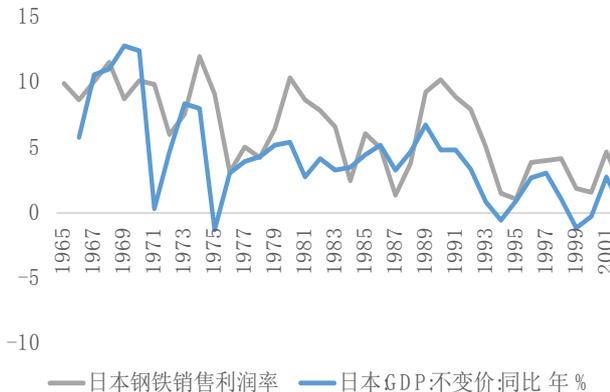
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

**图 16: 2015 年日本制铁的海外营收占比达到 40.86%**


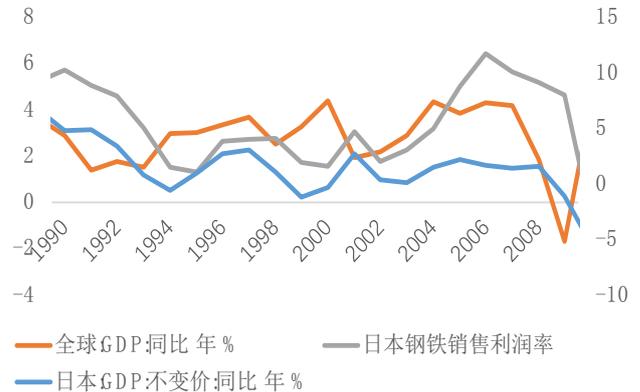
资料来源：世界钢铁协会，东兴证券研究所

**图 17: 日本制铁 2003-2008 年的 ROE 大幅回升**


资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

**图 18: 重组的早期日本钢铁行业与国内经济更相关**


资料来源：Bloomberg，Wind，东兴证券研究所

**图 19: 2000 年后日本钢铁行业与全球经济环境更相关**


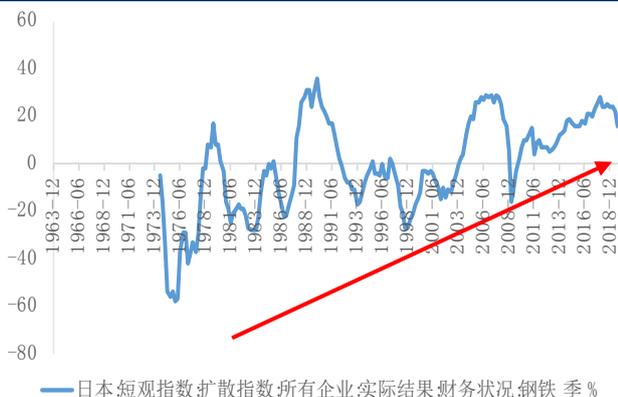
资料来源：Bloomberg，Wind，东兴证券研究所

### 2.3 规模化结果之三：周期趋扁平化，盈利中枢向下

自 1970 年日本钢铁业规模化发展以来，行业的盈利能力虽然在每一次重组初期都能得到明显的改善，但由于国内需求的长期性低迷和海外竞争的日益加剧，其盈利能力向下的长期趋势并未被扭转。同时，产能集中度提升和市场主体的多元化导致日本钢铁行业的业绩周期形态与过去相比更趋于扁平化。

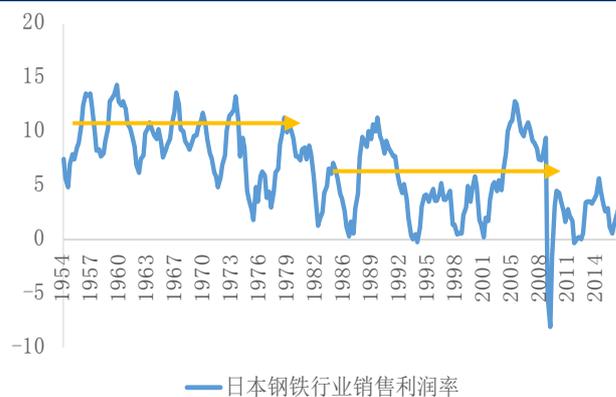
- ◆ 在日本钢铁行业重组前，销售利润率中枢在 10% 以上；重组开启后，日本钢铁行业的销售利润率短期都有显著的环比改善，但随后又回落至更低的水平，规模化发展的后期其销售利润率中枢回落至 5% 附近。我们认为原因主要如下：（1）日本国内的经济持续低迷和钢材表观消费疲软；（2）过度依赖海外市场导致在面对海外市场本土钢企的竞争时，日本钢企的盈利能力受到挤压。
- ◆ 以日本钢铁行业的销售利润率作为日本钢铁业周期性的参考，可以看到，在兼并重组开启之前日本钢铁企业的业绩周期持续时间短，形态上尖锐；而兼并重组后单个周期持续的时间更长，周期形态明显钝化。我们认为：（1）日本钢铁行业产能集中度提升后，在面对周期上行时的产能扩张更为可控；（2）对海外市场依赖度的提升导致下游市场更多元化；上述是导致日本钢铁行业周期扁平化的主要原因。

图 20: 1970 年后日本钢铁行业的财务状况更稳健



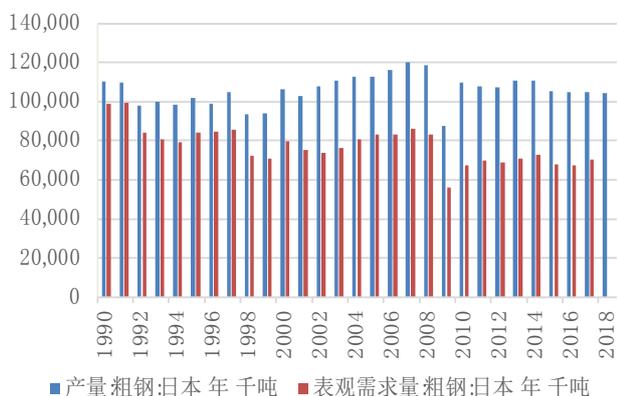
资料来源：日本央行，东兴证券研究所

图 21: 日本钢铁行业的销售利润率中枢下移



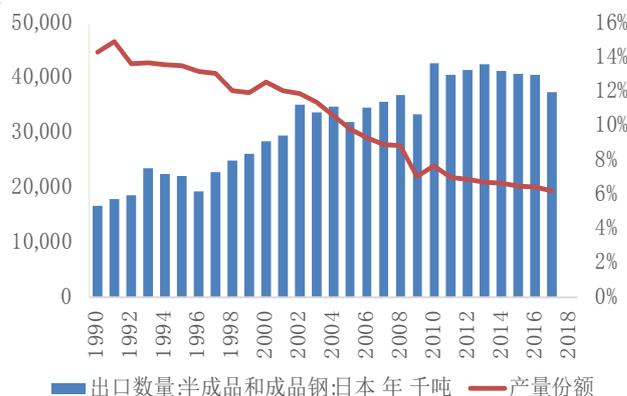
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 22: 2002 年和 2012 年附近日本钢铁供需矛盾突出



资料来源：国际钢铁协会，东兴证券研究所

图 23: 日本粗钢产量占世界总产量的比重持续下降



资料来源：国际钢铁协会，东兴证券研究所

### 3. 规模化过程中钢铁股的投资回报如何？

#### 3.1 日本制铁：投资龙头公司的绝对收益并不差

我们以日本钢铁行业的标杆企业日本制铁（前称新日铁住金）为例，来分析日本钢铁行业重组时期优质的钢铁公司在股票市场的表现。由于数据的可获得性有限，我们选取了 1974 年以来日本制铁的股份价和日经 225 指数。可以看到，尽管日本钢铁行业在重组后周期呈现扁平化，但股价仍然表现出极强的周期性。以日本钢铁行业粗钢产量见顶后的 45 年区间（1974-2018）的为例，如果不采取低买高卖、而是采用长期持有的方式，日本制铁的累计投资回报率仅为 1.6 倍，而日经 225 指数同期投资回报率为 5.1 倍。尽管如此，日本制铁在过去 45 年仍然存在两个高投资回报周期：（1）1974-1989；（2）1992-2007。

- ◆ 1974-1989 年，日本制铁的累计投资回报率为 5.9 倍，年化收益率 13.8%，其投资回报可分两个阶段看：
  - （1）1974-1984 年，由于国内需求持续疲软，钢铁行业的盈利水平继续下台阶，公司的投资回报一般；
  - （2）1985-1989 年，在日本国内宽松货币政策+房地产泡沫时期，日本制铁短期内取得了极高的投资回报。与此同时，日经 225 指数的累计投资回报率为 7.3 倍，年化收益率为 15.2%，在此 15 年区间内

小幅跑赢日本制铁。

- ◆ 1992-2007 年，日本制铁的累计投资回报率为 2.8 倍，年化收益率为 9.3%，其投资回报依然可分两个阶段看：(1) 1992-2000 年，由于国内和海外需求疲软，公司的投资回报一般；(2) 2001-2007 年，**海外宏观经济复苏**，日本制铁短期内取得了高投资回报。与此同时，日经 225 指数的累计投资回报率为 4.0 倍，年化收益率为 11.2%，在此 15 年的区间内小幅跑赢日本制铁。此阶段内日本制铁的年 ROE 均值为 3.8%，PB 均值为 1.85。

**图 24:日本制铁的投资回报与日经 225 指数**


资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

**图 25:日本制铁的 PB-ROE**


资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

## 3.2 大同特殊钢：长周期向下的结构性机会

### 3.2.1 大同特殊钢大幅跑赢日本制铁

大同特殊钢是日本特钢细分领域的龙头企业，主要生产特殊钢棒线材、管材等产品，其在本国轴承用市场占有率第一。通过对历史股价的复盘看到，1974-2018 年间大同特殊钢的累计投资回报率达到了 5.2 倍，显著高于日本制铁的 1.6 倍，甚至跑赢了日经 225 指数的 5.1 倍；大同特殊钢的年化收益率为 4.1%，而日本制铁仅为 2.1%，前者近乎两倍于后者。

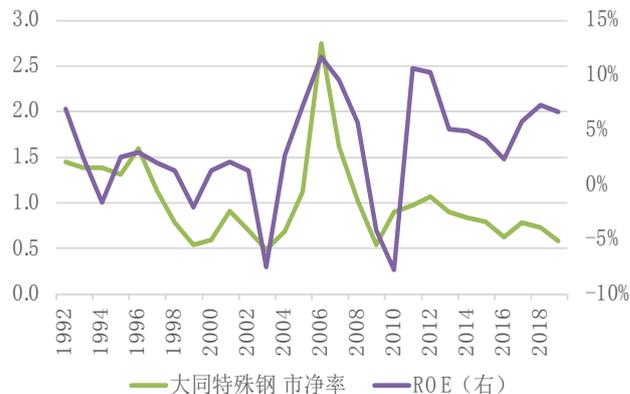
- ◆ 大同特殊钢在 1945 年 10 月开始恢复生产；1950 年大同制钢公司与大同钢板公司分离，并作为新大同制钢公司；1960 年决定建设知多厂并于 1962 年开始投产；1964 年与关东制钢公司合并；1976 年公司通过与日本特殊钢公司和特殊制钢公司进行合并，诞生了大同特殊钢公司。
- ◆ 大同特殊钢的高投资回报主要发生在 1974-1989 年间，期间大同特殊钢的累计投资回报率达到了 11 倍，年化收益率为 18%，而同期日本制铁的累计投资回报率仅为 5.9 倍，大同特殊钢近两倍于日本制铁。**我们认为这与日本钢铁产业结构中特钢占比的大幅提升有关**，其原因将在下文细致分析。
- ◆ 1992-2007 年间，大同特殊钢的累计投资回报率为 1.6 倍，低于同期日本制铁的累计投资回报率。我们认为主要原因是：(1) 日本钢铁业中特钢占比提升到 20~25% 的水平后，没有继续向上的空间；(2) 日本制铁等普钢企业追求产品高附加价值化，进入特钢市场并缩小了与特钢企业间的盈利差异。在此期间，大同特殊钢的年 ROE 均值为 2.66%，低于日本制铁，PB 均值为 1.15。

图 26:大同特殊钢的投资回报显著高于日本制铁



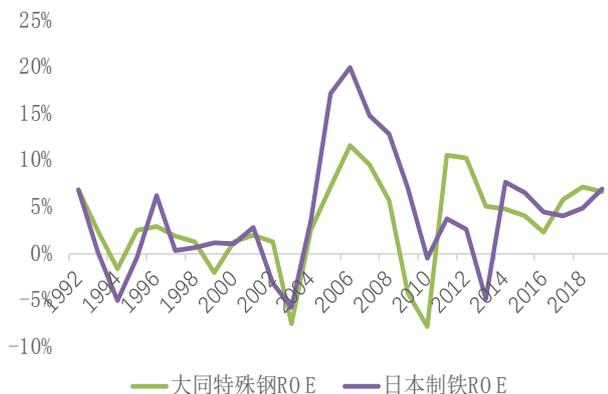
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 27:大同特殊钢的历史 PB-ROE



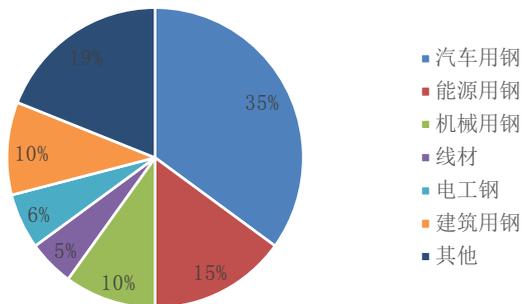
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 28:1992-2007 年大同特殊钢与日本制铁的盈利能力



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 29:日本制铁的产品结构已明显特钢化



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

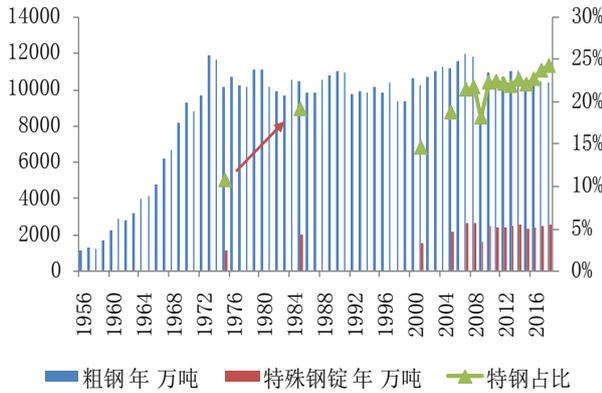
### 3.2.2 大同特殊钢高投资回报的原因：制造业升级下的汽车出口繁荣

大同特殊钢的高投资回报与日本特殊钢产业的快速成长密不可分的，而日本特殊钢产业的成长又与日本汽车产业的繁荣有关。1976 年的后城镇化时期，日本的特钢产量在十年间快速攀升，占比从 1975 年的 10.8% 迅速上升到 1985 年的 19.2%，年均增长率 6.5% 左右，目前占比已达到 25%。根据大同特殊钢官方的描述，包括冲压模具在内的汽车制造业在 1970s 消费了日本 50% 以上的特钢产品。

◆ 与特钢产量增加相对应的是日本的汽车产量接近翻番，主要贡献来自于汽车出口。我们看到日本的特钢产量高速增长 的 1972-1985 年间，日本国内的汽车产量从 629 万辆快速增长至 1225 万辆，增量的绝对值达到 596 万辆，与特钢产量翻番基本吻合，表明汽车产量的增加是特钢需求增长的重要原因。1972-1985 年间日本的汽车出口量由 200 万辆上升到近 673 万辆，增量的绝对值与日本国内汽车产量的绝对值相近，表明日本汽车产业的成长主要来自于出口。

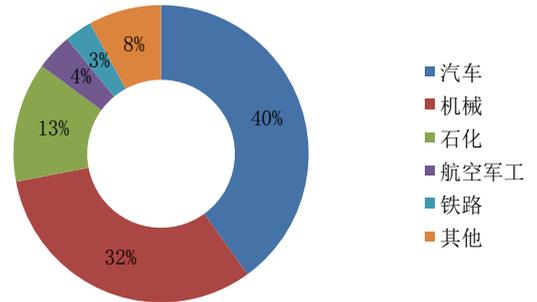
◆ 日本汽车出口的繁荣有以下方面的原因：（1）低成本优势和工程师红利的释放提升了日本汽车工业的国际竞争力；（2）面对的市场空间巨大，包括美国和欧洲在内的汽车销售市场尚未进入饱和期。

图 30:日本特钢占比自 1973 年粗钢见顶后快速提高



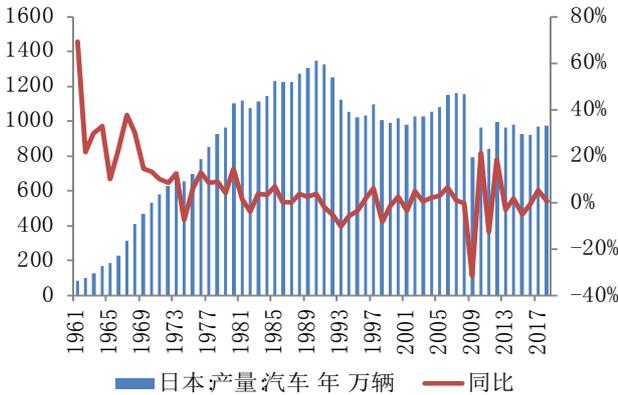
资料来源：日本钢铁工业协会，东兴证券研究所

图 31:特钢下游主要是汽车行业



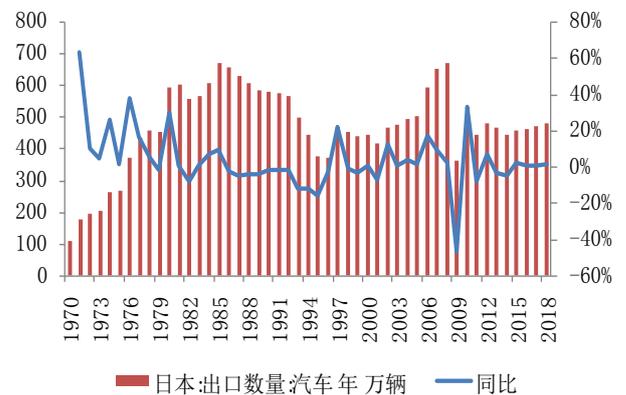
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 32:1975-1985 年间日本汽车产量接近翻番



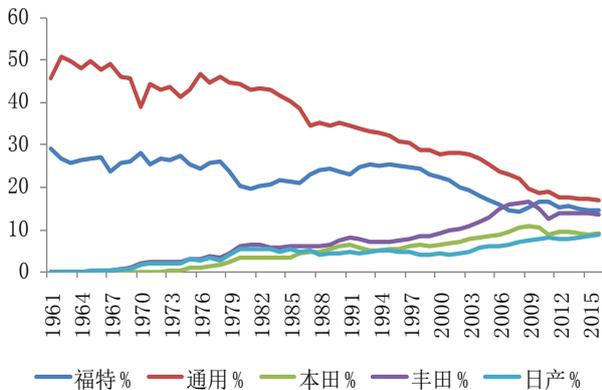
资料来源：日本汽车工业协会，东兴证券研究所

图 33:汽车产量增量贡献主要来自于出口



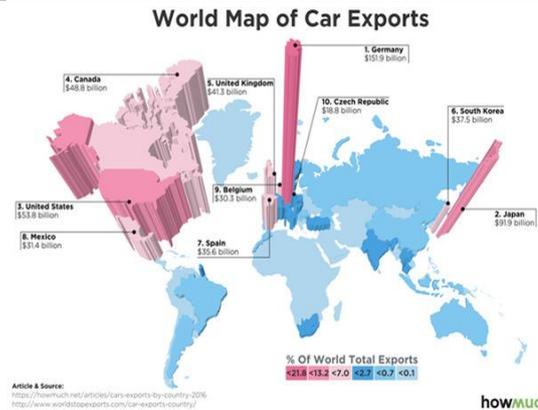
资料来源：日本汽车工业协会，东兴证券研究所

图 34:1970 年后日系车在美国的市场份额快速提升



资料来源：WardsAuto，东兴证券研究所

图 35: 我国汽车出口占世界贸易的比重不足 1%



资料来源：<http://news.bitauto.com>，东兴证券研究所

## 4. 日本钢铁工业规模化给我们的启示

### 4.1 我国钢铁行业的坐标：城镇化超前，结构转型滞后

#### 4.1.1 经济发展视角：我国处在日本 1970-1985 年之间

过去我国粗钢表观消费的内生增长动力主要来自于城镇化，发展的模式则依赖于信贷的高速扩张。从当前我国城镇化水平和宏观杠杆率看，未来表观消费的总量增量空间已不大。

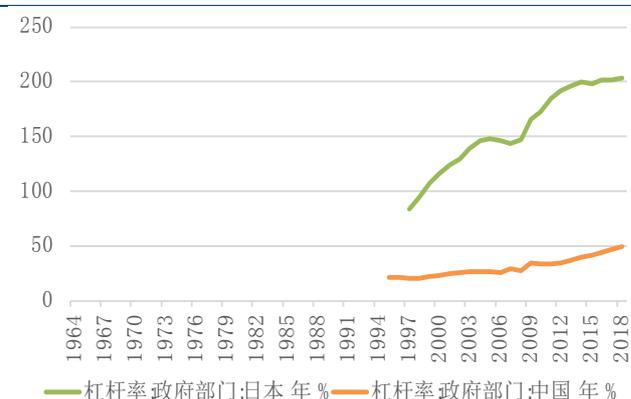
- ◆ 2018 年我国的城镇化率达到 59.58%，如果考虑到部分未被统计的常住人口，则实际城镇化率可能接近 70%，与 1973 年日本粗钢产量见顶时期的城镇化水平相当，意味着我国粗钢产量即将见顶。
- ◆ 我国居民部门的杠杆率已接近 80 年代日本房地产“最后的疯狂”前的水平，非金融企业部门的杠杆率接近日本 90 年代房地产泡沫破裂时的峰值，而政府部门的宏观杠杆率应低于日本 90 年代的水平。总的宏观杠杆率接近发达国家的水平，尤其与同等收入的发展中国家相比属于较高的水平。

图 36:我国居民杠杆率低于日本地产泡沫时期



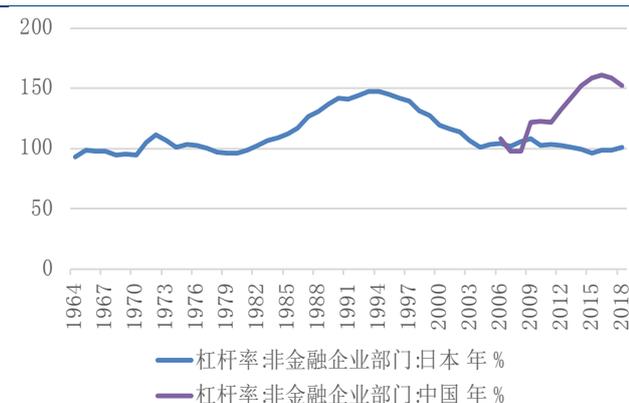
资料来源：国际清算银行，东兴证券研究所

图 37:我国政府部门杠杆率已不低



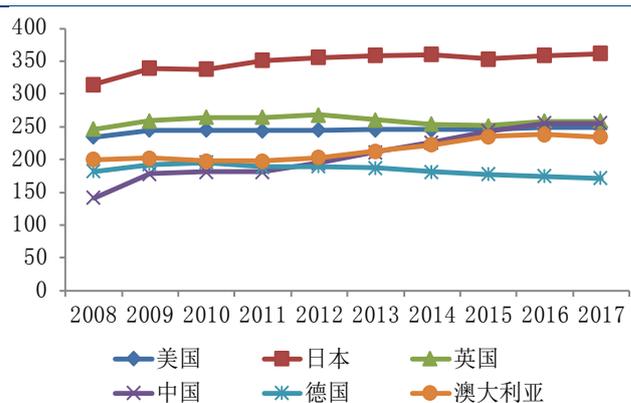
资料来源：国际清算银行，东兴证券研究所

图 38:我国非金融企业部门的杠杆率较高



资料来源：国际清算银行，东兴证券研究所

图 39:我国的宏观杠杆率已经达到发达国家水平



资料来源：国际清算银行，东兴证券研究所

#### 4.1.2 钢铁产业视角：产能集中度、特钢和出口占比均有待提高

与日本相比，我国的钢铁产业结构有较大的改善空间：（1）我国钢铁行业的集中度与日本相去甚远，未来的提升空间巨大；（2）从产品结构上看，我国的特殊钢占比过低，与我国制造业大国的身份不符合；（3）从国际化程度上，我国钢材出口占比过低，出口有望成为我国钢铁总量性机会的突破点。

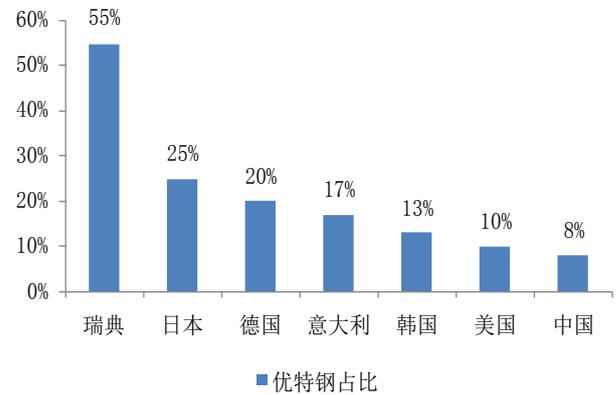
- ◆ 2018 年我国钢铁行业的集中度 CR4 约为 20%，与日本 1970 年 CR4 60%、2018 年 CR4 80% 的集中度相去甚远，未来集中度提升的空间巨大。
- ◆ 根据特钢企业协会公布的数据，2018 年我国重点企业优特钢产量 0.75 亿吨，仅占当年我国粗钢产量的 8%，与日本 1970s 初期的占比相当。如果按照我们以汽车用钢口径测算的实际特钢消费量和出口计，占比或仅为 5% 左右，与制造业强国相比低得多。此外，我国钢材产量中有超过 40% 的是螺纹钢、线材等建筑用钢产品，而日本的产品结构中 60% 以上为热轧、冷轧等制造业用钢产品。
- ◆ 根据海关总署的数据，2018 年我国粗钢净出口量约为 5000 万吨，占国内粗钢产的比重约为 5%。1970 年后，日本钢铁业的出口占产量比重达到 30%-40%，与之相比我国的钢材出口有较大的提高空间。

图 40: 我国粗钢产量基本见顶



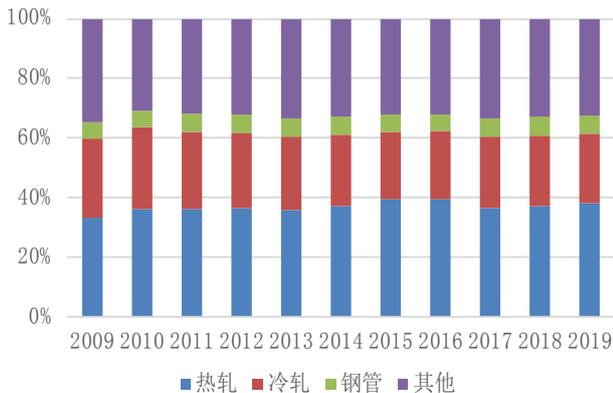
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所（重点优特钢企业口径）

图 41: 我国优特钢产量占粗钢比重低于发达国家水平



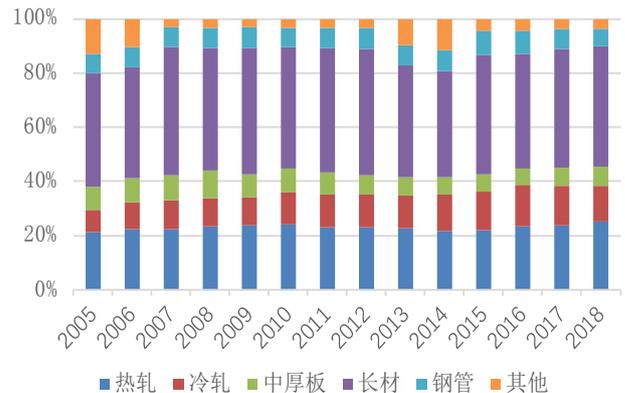
资料来源：《国外特殊钢产业的特点及发展趋势》，东兴证券研究所

图 42: 日本钢铁行业的产品结构中板材占比 60% 以上



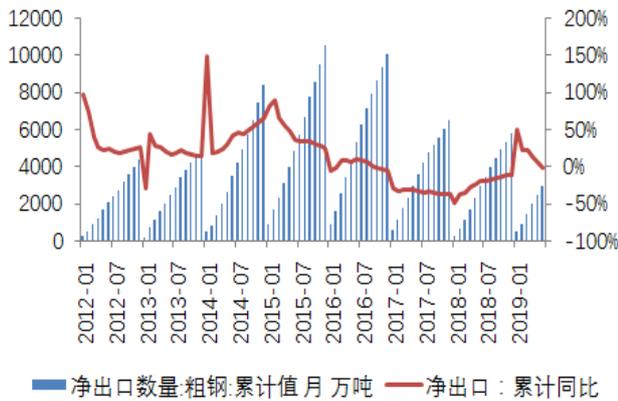
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 43: 我国钢铁行业产品结构中板材占比达到 40% 以上



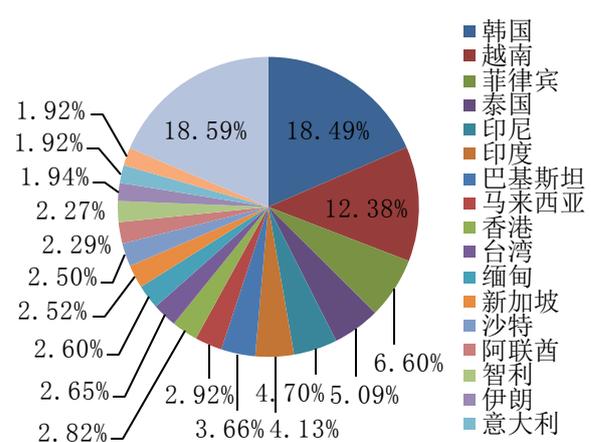
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 44:我国粗钢净出口情况



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

图 45:我国主要钢材出口目标国为亚洲地区



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

表 4:根据车型测算 2017 年汽车用钢消耗约 4200 万吨

车型	2017 销量	单车耗钢	2017 年用钢
轿车	1194	1.16	1385
MPV	205	1.55	318
SUV	1029	1.55	1595
交叉型	53	1	53
乘用车合计	2481		3351
重型货车	22.2	9.25	205
中型货车	17.2	4.1	71
轻型货车	163	1.8	293
微型货车	56	0.88	49
大型客车	9.3	9	84
中型客车	7.2	4	29
轻型客车	31.4	1.5	47
商用车合计	306		778
合计	2787		4129

资料来源：汽车工业协会，东兴证券研究所

## 4.2 我国钢铁行业未来可能寻求的突破

### 4.2.1 “一带一路”引领我国钢铁出口和国际化布局

“一带一路”合作倡议是2013年9月和10月由国家主席习近平分别提出，包括建设“新丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”，核心是基础设施建设。“一带一路”沿线国家的工业基础薄弱，市场容量高达16亿吨，为我国钢铁产能的输出和钢铁企业的国际化提供了巨大的机会。

◆ “一带一路”沿线共66个国家，约47亿人口，占世界总人口的三分之二，参与国年人均钢铁消费强

度为 130 公斤，远低于中国及发达国家的水平。在印度洋沿岸的“一带一路”沿线就有着 23 亿人口待发展的区域。(1) 如果按照今天中国人均钢产量 700 公斤来算，这个区域要发展起来，它的**钢铁市场将达到 16 亿吨**。(2) 中国工业化和城镇化至今，粗钢累计消费量仅 100 亿吨左右；如果上述区域的城镇化达到中国的水平，**粗钢总需求量有望达到 200 亿吨**。

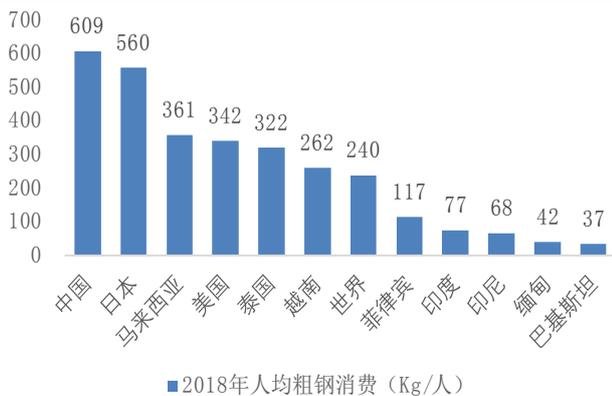
- ◆ “一带一路”沿线国家的工业化基础薄弱，用钢需求增长潜力巨大。以印度、东南亚为例，自 2000 年以来需求持续增长，部分国家的需求增速高达 20% 以上。“一带一路”参与国国内炼钢产能大多不足，其中仅有 10 个国家为钢铁净出口国，其他国家均在一定程度上依赖钢铁进口，超过 20 个国家不具备任何钢铁冶炼能力。2017 年，泰国、越南、印度尼西亚、菲律宾、马来西亚分别净进口粗钢 1538 万吨、1284 万吨、1112 万吨，以上东南亚 3 国 2017 年的粗钢净进口量达到近 4000 万吨。

图 46：“一带一路”倡议



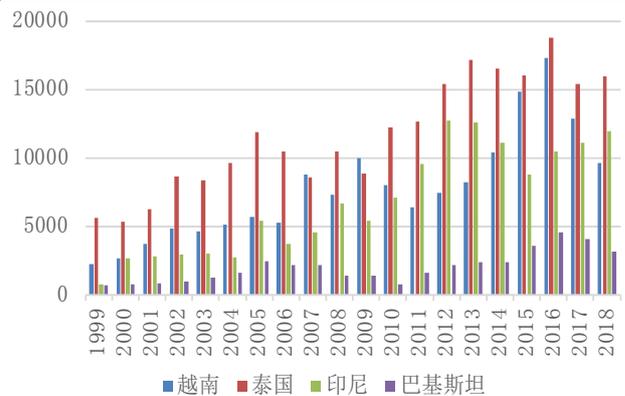
资料来源：东兴证券研究所

图 47:世界主要国家 2018 年的人均粗钢消费量



资料来源：世界钢铁协会，东兴证券研究所

图 48:亚洲国家的粗钢供需缺口持续扩大（正为缺，千吨）



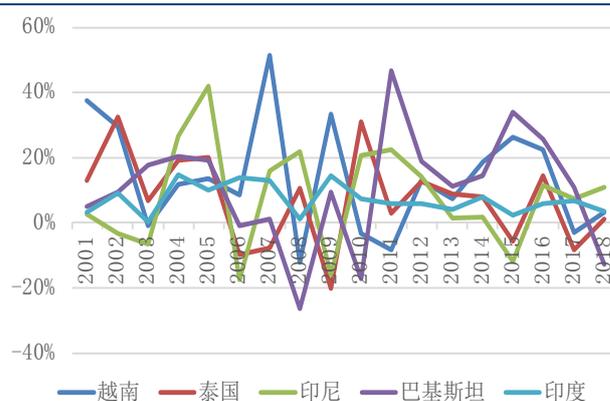
资料来源：世界钢铁协会，东兴证券研究所

图 49:亚洲主要国家的粗钢表观消费量（千吨）



资料来源：世界钢铁协会，东兴证券研究所

图 50: 亚洲主要国家的粗钢表观消费增速



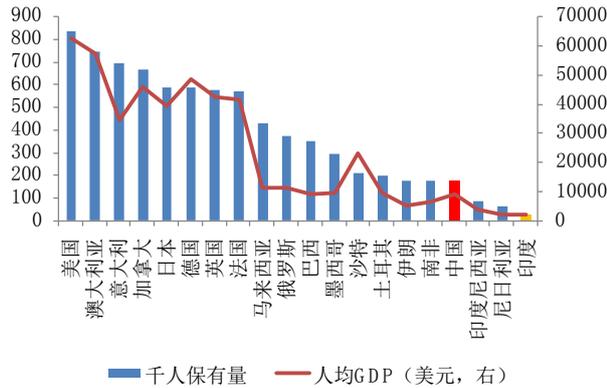
资料来源：世界钢铁协会，东兴证券研究所

#### 4.2.2 工程师红利和制造业升级释放特钢新需求

从发达国家钢铁产业的发展路径来看，随着经济达到繁荣的中期，一国积累了足够的技术后，其工程师红利的释放会进一步强化制造业在国际市场中的竞争力，汽车、机械等出口提升将带来需求的持续增长，特钢产业迎来高速发展时期，特钢占粗钢产量的比重会有显著的提高。

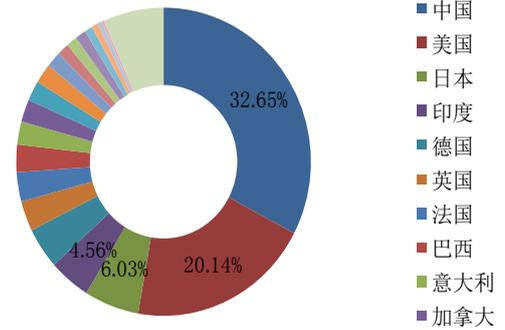
- ◆ 世界银行发布的 2019 年全球 20 个主要国家千人汽车拥有量数据显示，排名第一位的美国千人汽车拥有量达 837 辆，中国为 173 辆，仅为美国的 1/5，位列榜单第 17 名，印度仅 22 辆，仅为美国的 1/40，位列 20 位。从两个世界人口超级大国来看，世界的汽车消费增长空间仍然巨大。随着亚洲、非洲等后发地区的人均 GDP 水平不断提高，汽车拥有量将持续提升。
- ◆ 从汽车年销量看，中、美、日、印度、德国是销量前 5 的国家，发达国家的汽车销量基本平稳，印度 2018 年销量同比增长 9%。销量增速前 5 的国家分别是泰国、巴西、智利、俄罗斯、印度和哥伦比亚，印度、东南亚和南美洲等后发地区的汽车销量增速有望接替中国成为新的销量增长点。
- ◆ 如果以美国汽车年销量 1800 万辆的峰值和 3.3 亿人口类比计算，同时考虑到中国的城乡二元结构等因素，保守预测中国、印度的汽车销量峰值也都将超过 4000 万辆，印度汽车年销量增长对全球汽车用特钢年需求的拉动在 40 个百分点，再加上除中印以外的亚非拉地区的需求增长空间有 60% 以上。
- ◆ 近年来，我国自主品牌汽车开始在海外开拓市场，以长城、吉利、长安为代表的国产车正以性价比赢得中低端市场，出口数量快速增长，我国已成为世界上重要的汽车出口国。同时国产品牌汽车厂开始在海外开设制造工厂，将带动国内相关产业链上的原材料企业实现产品出口和产能输出。与日本类似，未来我国特钢产品的出口将伴随国内汽车制造企业产能的外溢，实现出口占比和占世界贸易比重的双提高。
- ◆ 工程机械销量呈现明显的周期性，但从全球的消费峰值看依然呈现上升的态势，尤其是印度、东南亚和其他亚非拉等欠发达地区的基础设施建设和工程机械消费增长空间巨大。根据中、美、日等国家的工程机械销量峰值水平，我们推测印度和世界除欧美中日以外的其他地区工程机械销量距离峰值仍有至少 40 万台的距离，因此工程机械用特钢年消费量距离顶部至少有 30% 以上的增长空间。

图 51:世界各国 2019 年千人汽车保有量



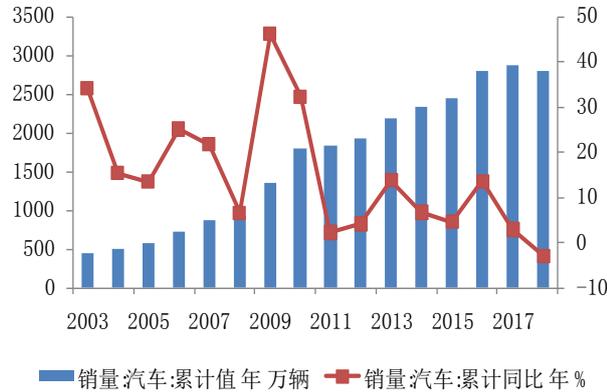
资料来源：世界银行，东兴证券研究所

图 52:2018 年各国汽车销量占比



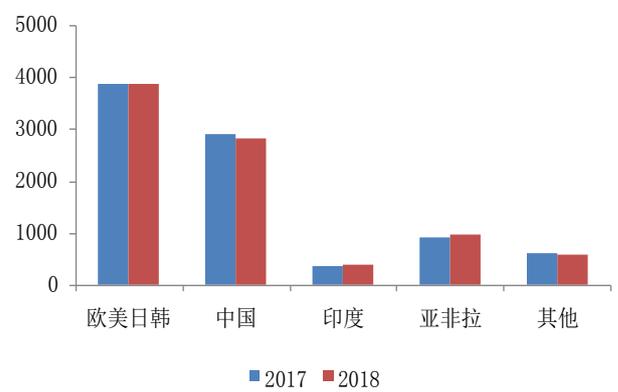
资料来源：Jato Dynamic，东兴证券研究所

图 53:我国汽车销量自 2004 年以来高速增长



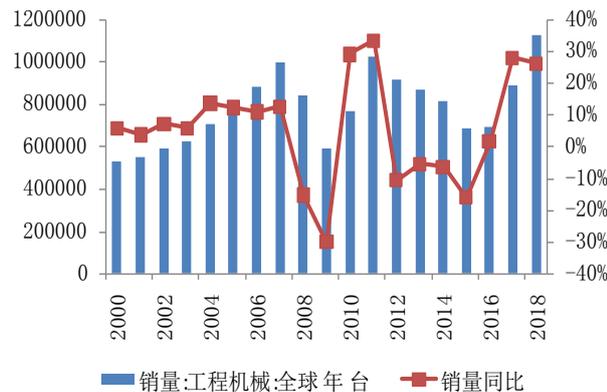
资料来源：汽车工业协会，东兴证券研究所

图 54:2018 年汽车销量前 20 国家所在的地区（万辆）



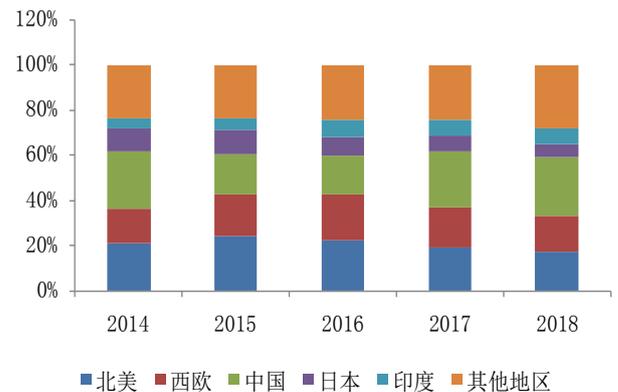
资料来源：Jato Dynamic，东兴证券研究所（亚非拉为剔除中印数据）

图 55:全球工程机械销量创历史新高



资料来源：中国工程机械工业年鉴，东兴证券研究所

图 56:欠发达国家对工程机械销量贡献主要增量



资料来源：中国工程机械工业年鉴，东兴证券研究所

图 57:我国工程机械行业出口交货值总体增长



资料来源：中国工程机械工业年鉴，东兴证券研究所

图 58:出口占工程机械行业的营收比重不断提高

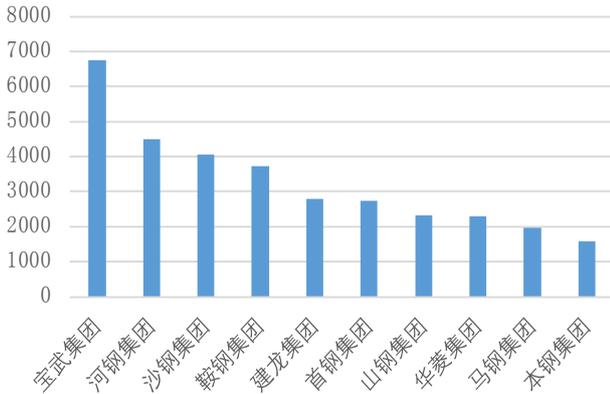


资料来源：中国工程机械工业年鉴，东兴证券研究所

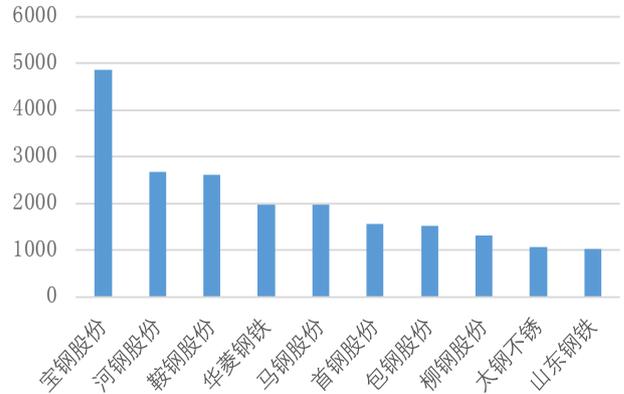
### 4.3 投资建议

面对后城镇化时期的经济结构转型，我国钢铁行业结束了第一阶段的高速扩张并将步入存量时代，集中度、出口份额提升和产品升级是未来十年发展的主旋律。一方面，行业龙头能更多受益于国内市场占有率提升带来的业绩成长，同时具备国际竞争力的企业有望依托国际市场实现第二阶段的扩张；另一方面，制造业转型升级和工程师红利的释放将拉动特钢需求的增长和占比的提升，特钢企业将延续一阶扩张，有获得相对收益的机会。

- ◆ 行业龙头是我国钢铁兼并重组的先锋。十八大以来国内钢铁行业兼并重组 26 起，其中以国有企业主导的兼并重组有 9 起，非国有企业主导的兼并重组有 17 起。上市公司体系内，2015 年宝钢股份吸收合并武钢后成为我国最大的上市钢铁企业。上市体系外，2019 年宝武集团控股马钢集团；河北通过整合石家庄钢厂、宣钢、承钢和邯钢集团，形成了年产量 4400 多万吨河钢集团。民营钢企方面，逐渐形成了沙钢、建龙、方大、津西、敬业、德龙等 1000~4000 万吨的钢铁集团。建议关注：宝钢股份。
- ◆ 龙头企业率先进行国际化布局。我国钢企海外建厂最早始于 2007 年，宝钢集团与淡水河谷公司合资组建的宝钢 CSV 钢铁公司，该项目因金融危机的原因宣告失败；中国宝武董事长陈德荣称，未来将把国际化投资作为集团的重点工作，建设海外钢铁基地已被提上议事日程。2016 年，河钢集团并购塞尔维亚斯梅代雷沃钢厂，合作后运营良好，已成为塞尔维亚第二大出口企业。后续，有青山不锈、德龙镍业等钢企计划在印尼建厂布局不锈钢产能。建议关注：宝钢股份。
- ◆ 特钢企业正朝着规模化、专业化和品牌化的方向发展。规模化方面，中信特钢先后合并吸收了华菱锡钢、青岛特钢，成为全球产能规模第一的特钢企业，产品涵盖轴承钢、弹簧钢、工具钢、不锈钢、无缝钢管、高温合金等完整的特钢品类；2017 年，沙钢集团和建龙钢铁分别重组了东北特钢集团的部分资产。据我们的不完全统计，目前我国重点优特钢企业的产能集中度 CR10 约为 50%，部分重点优特钢企业中优特钢产量占比不足 50%，集中度有继续提升的趋势。目前国内特钢主体以四大企业集团和其他专业化企业构成：中信特钢、沙钢集团（东北特钢集团、沙钢淮钢）、宝武集团（宝钢特钢、宝钢不锈）、河钢集团（石钢、舞钢）；专业化的企业以太钢不锈、天津无缝、久立特材、天工国际等为代表。不同类型的特钢生产企业结合自身的优势和特点培育和发展的相应的客户群体，部分企业和产品在国际市场已经初步形成竞争能力。建议关注：中信特钢。

**图 59:2018 年我国钢企的粗钢产量排行**


资料来源：中钢协，东兴证券研究所

**图 60:2018 年上市钢企的粗钢产量排行**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 61:宝钢股份的市占率**


资料来源：公司公告，国家统计局，东兴证券研究所

**图 62:中信特钢的市占率（2017 年前为大冶特钢+兴澄计）**


资料来源：公司公告，中钢协，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

- (1) 原材料价格风险；(2) 企业经营风险；(3) 宏观经济风险。

## 6. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	钢铁行业深度报告：只争朝夕——估值和成本视角下钢铁股短期博弈的投资价值分析	2019-02-21
行业	东兴证券钢铁行业 2019 年度投资策略报告：在不确定性中寻找确定性	2018-12-14
公司	宝钢股份（600019）：航母扬帆 行稳致远	2018-07-13
公司	三钢闽光（002110）：集天时地利人和之宜 扬闽中钢铁龙头之帆	2018-09-12
公司	常宝股份（002478）：油气复苏推升业绩 医疗板块助力增长	2018-10-16
公司	大冶特钢（000708）：拟关联收购兴澄特钢，世界级特钢龙头诞生	2019-06-18
公司	宝钢股份（600019）中报业绩点评：坚持打造低成本龙头，关注宝马重组外溢效应	2019-08-29
公司	大冶特钢（000708）中报业绩点评：业绩逆势高增长，特钢航母即将起航	2019-08-21
公司	方大特钢（600507）中报业绩点评：盈利能力保持领先，二季度利润环比提升	2019-08-16
公司	三钢闽光（002110）中报业绩点评：低成本和区位优势筑壁垒，关注后续资本运作	2018-08-29
公司	常宝股份（002478）半年度业绩预告点评：单季盈利创新高 全年业绩有望延续高增长	2019-07-16

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 罗四维

化工行业首席分析师，大周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018 年 5 月加盟东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。