

钢铁

优胜劣汰的时代

过程悲喜交加，结果中规中矩。2019年至今供给侧继续疯狂，环保限产放松带来边际增量及行业整体生产积极性均超预期，产量同比增长幅度偏高。需求侧在房地产及基建领域持续向好带动下表现不弱，甚至略超预期。在供需两旺博弈下，需求端略胜一筹，钢价在淡季表现韧性十足，旺季强劲反弹。吨钢毛利自去年高位开始理性回落，由于部分原料价格变动在预期之外，在钢价回落周期中，吨钢盈利回调幅度超出年初预期，但盈利中枢尚可。

供给与成本端红利退潮，后市如何演绎重在需求。预计全年产量同比增幅前高后低，测算上限同比增长6.43%。需求端不必过度悲观，房地产、基建、汽车等领域均存在向好预期，预计需求同比变化幅度约在-1.5%-3.6%之间。由于成本优势趋弱，同等盈利对应钢价中枢上移，预计吨钢毛利若维持在300元/吨以上的水平，钢价中枢（含税）需在3650元/吨以上。

普钢选股重内生。2019年再次出现行业供给侧大规模整体变动可能性几乎非常微小，只有走出特色、找到自己发展之路的企业才会有生存之道。我们综合参考公司吨钢盈利、现金流、分红、盈利弹性等多项指标，找寻相对具有投资价值标的：1) 在获取产品溢价难度提升且同质化严重的局势下，相对成本领先者可以赋予企业获取高于行业平均水平的利润；2) 对比企业获取现金能力，对收益质量进行评价，判断企业的运营状况和效果；3) 在盈利稳定基础上赋予相对较高的分红比例，公司更易被市场认可，提升自身投资吸引力；4) 在阶段性行情中，吨钢固定成本占比低的公司可以相对获取更高的增长弹性，提升上行修复空间。

投资策略：优胜劣汰的时代。2019年供给与成本端红利双双退去，但需求端仍存多项向好预期，对于基本面不必过度悲观，全年盈利虽有回落但不是衰退。今年行业层面干预减少后会使得企业的盈利更加“真实”、更加稳定，企业间的盈利增速会开始分化，当中会更加凸显出不同公司的经营特质与优势，能者居上。当公司这种优异经营能力与成果不断被市场认可后利于抬升相应公司的估值，提高配置价值。普钢标的中我们认为**方大特钢、三钢闽光、华菱钢铁**无论是从长期视角还是从短期弹性看均是较为优异的标的，具有配备价值，给予重点推荐；**宝钢股份**公司经营优质，经营现金流充沛，可长期战略配置；在普钢之外，我们继续看好油气勘探输送领域的高景气对加工制品类的需求，建议重点关注**久立特材**。

风险提示：不限产企业产量波动超预期风险；产能置换致有效产能大幅释放的风险；环保限产政策实际执行效果低于预期的风险；需求下滑超预期的风险；原料价格相对钢价表现强势且超预期的风险；外部环境持续恶化的风险。

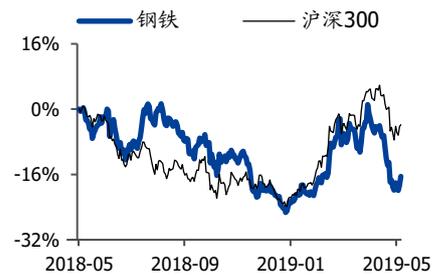
重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600507	方大特钢	2.08	1.39	1.54	1.73	4.9	7.3	6.6	5.8
002110	三钢闽光	3.98	2.90	3.04	3.22	4.1	5.6	5.3	5.0
000932	华菱钢铁	2.25	1.61	1.70	1.81	2.9	4.0	3.8	3.6
600019	宝钢股份	0.97	0.80	0.86	0.82	6.9	8.4	7.8	8.1
002318	久立特材	0.36	0.43	0.47	0.51	19.6	16.4	15.0	13.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（除华菱钢铁、方大特钢外，其余公司为Wind一致预期）

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《钢铁：需求转淡预期浓重，钢价弱势调整》
2019-05-12
- 《钢铁：成本红利收缩，2019Q1普钢板块增收不增利》
2019-05-05
- 《钢铁：节前需求备货支撑，钢价、矿价同步上涨》
2019-05-05



内容目录

1、过程悲喜交加，结果中规中矩.....	5
1.1 钢价复盘：供需上演强博弈，需求端略胜一筹.....	5
1.1.1 淡季不弱，旺季持续反弹.....	5
1.1.2 钢价走势依旧强势，原因几何？.....	6
1.2 吨钢盈利复盘：底部位置低于预期，但中枢尚可.....	10
1.2.1 预期之中与预期之外.....	10
1.2.2 闭环系统是否失灵？.....	11
2、供给与成本端红利退潮，后市如何演绎重在需求.....	12
2.1 供给端：预计产量增幅前高后低，测算上限同比增长 6.43%.....	13
2.2 需求端：不必过度悲观，存在多项向好预期.....	15
2.2.1 房地产：仍是刺激需求超预期的主导因素.....	15
2.2.2 基建：增速温和回升，托底需求.....	16
2.2.3 制造业：关注细分领域的景气度提升.....	17
2.2.4 需求测算：同比变化幅度约在-1.5%-3.6%之间.....	19
2.3 吨钢盈利：成本优势趋弱，同等盈利对应钢价中枢上移.....	20
3、普钢选股重内生.....	23
3.1 对比盈利高低，优异选股.....	23
3.2 对比现金流优劣，妥善选股.....	24
3.3 对比分红高低，长线选股.....	25
3.4 对比盈利弹性，灵活选股.....	26
3.5 内生选股逻辑总结.....	27
4、投资策略：优胜劣汰的时代.....	27
4.1 股市回顾.....	27
4.2 投资建议.....	29
5、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: Myspic 钢价综合指数走势	5
图表 2: 上海地区螺纹钢价格走势	5
图表 3: 2019 年以来中钢协会会员企业粗钢产量 (单位: 万吨)	6
图表 4: 主要环保限产地区粗钢产量变化情况	7
图表 5: 近几年社会库存走势 (单位: 万吨)	7
图表 6: 社会库存日均去化情况 (单位: 万吨)	7
图表 7: 房地产开发投资完成额情况	8
图表 8: 房屋新开工及施工面积累计同比	8
图表 9: 基建投资同比增速变化情况	8
图表 10: 制造业累计同比增速变化	9
图表 11: 专用设备制造业累计同比	9
图表 12: 通用设备制造业累计同比	9
图表 13: 汽车制造业累计同比	10
图表 14: 铁路、船舶等制造业累计同比	10
图表 15: 2019 年以来主营品种吨钢毛利变化及因素分析	11
图表 16: 钢价与矿价相对变动分析	12
图表 17: 修正后的闭环系统分析	12
图表 18: 2019 年以来行业基本面运行情况展示	13
图表 19: 主要环保限产省市各月日均产量情况 (单位: 万吨)	13
图表 20: 2019 年粗钢产量预测	14
图表 21: 全国房贷平均利率走势 (%)	15
图表 22: 30 大中城市商品房成交面积当月值 (单位: 万平方米)	15
图表 23: 100 大中城市成交土地楼面均价当周值	15
图表 24: 100 大中城市成交土地溢价率当周值	15
图表 25: 地方政府专项债当月值	16
图表 26: 非金融性公司当月新增中长期贷款	16
图表 27: PPP 项目总投资额与落地率	17
图表 28: 国内挖掘机产量及同比增速	17
图表 29: 国内汽车产量及同比增速	18
图表 30: 新接船舶订单及造船完工量变化情况	18
图表 31: 三桶油历年勘探与开发资本性支出 (单位: 亿元)	19
图表 32: 各领域需求预测	20
图表 33: 2010 年以来主要基础数据指标统计	21
图表 34: 钢价及吨钢毛利变动分析 (单位: 元/吨)	22
图表 35: 2019 年吨钢毛利与钢价联动关系假设 (单位: 元/吨)	22
图表 36: 普钢类上市企业吨钢盈利指标统计	23
图表 37: 经营现金流净额与净利润比值对比情况	24
图表 38: 近三年主要普钢上市公司分红情况	25
图表 39: 2018 年主要普钢上市公司可变与固定成本占比情况	26
图表 40: 普钢内生选股逻辑总结	27
图表 41: 2019 年以来钢铁板块相对上证综合指数走势对比	27
图表 42: 2019 年以来各行业区间涨跌幅(总市值加权平均)	28
图表 43: 2019 年以来钢铁行业细分板块涨跌幅情况	28

图表 44: 2019 年以来普钢细分子公司累计涨跌幅情况.....	29
图表 45: 重点跟踪公司估值情况一览.....	29

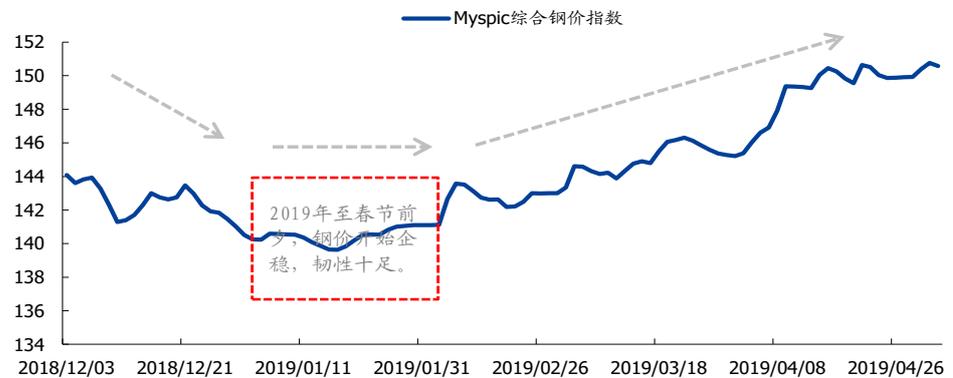
1、过程悲喜交加，结果中规中矩

1.1 钢价复盘：供需上演强博弈，需求端略胜一筹

1.1.1 淡季不弱，旺季持续反弹

钢价从2018年11月起自高位开始持续回落，且价格低迷的表现一直持续到2019年2月中旬，此后开始走出明显的反转态势。但我们形容今年的钢价形态为“碗底型”反弹走势，即自进入2019年之后直到春节前夕，钢价开始企稳，长期稳定在一定区间，在需求尚未复苏之前已表现出一定的抗跌性。

图表1: Myspic 钢价综合指数走势



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

以上海地区螺纹钢价格为例，在2019年1月中旬，价格曾触碰到3750元/吨的低点，但自2019年春节复工之前，螺纹钢价格基本长期稳定在3750—3800元/吨之间，价格表现韧性十足。待春节后，下游工地开始陆续复工，需求逐渐转暖，螺纹钢价格一路上扬至4000元/吨以上的水平。

图表2: 上海地区螺纹钢价格走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年以来钢价的走势哪些在我们的年初预期之中，而哪些又在预期之外？

预期之中：

- 1、2019年初，在需求淡季期间钢价自高位继续回落调整；
- 2、春节后工地复工，需求转暖，钢价开始反弹。

预期之外：

- 1、螺纹钢在低迷时期价格长期稳定在3750—3800元/吨的支撑位，好于市场预期；
- 2、进入传统旺季后，钢价强势反弹，快速突破4000元/吨，超出市场预期。

1.1.2 钢价走势依旧强势，原因几何？

那么是什么原因导致今年钢价走势相对依旧强势？针对2019年以来钢价表现情况，我们主要从以下几方面进行价格回归分析。

★供给侧：继续疯狂

国家统计局数据显示，2019年1-4月国内铁、钢、材累计产量同比分别增长9.6%/10.1%/11.1%，折算产量绝对增加额分别为2301/2889/3705万吨。2019年以来供给端产量增长趋势虽符合年初市场预期，但我们认为增长的幅度超出市场预期，尤其是在2018年部分南方非限产企业不断提升废钢添加比例的情况下今年产量依旧有较大幅度的增长。那么产量大幅度增长的主要原因有哪些？环保限产放松是否为主导因素？下面我们就相关问题来进行因素分析。

首先，钢协会会员企业产量同比继续增长，但增幅低于全国平均水平。自2019年以来，中钢协会会员企业产量有较明显的增长，2月与3月产量同比分别增长6.9%、5.8%，4月预估产量同比增长4.7%。也即在2019年多数大型会员企业集团产量依旧是以增长为主，但从增长幅度看，明显低于全国平均水平。

图表3：2019年以来中钢协会会员企业粗钢产量（单位：万吨）

时间		日均产量	同比	环比
2月	上旬	192.19	7.7%	7.9%
	中旬	194.74	8.1%	1.3%
	下旬	196.10	4.4%	0.7%
3月	上旬	188.43	8.8%	-3.9%
	中旬	190.23	6.4%	1.0%
	下旬	183.46	2.6%	-3.6%
4月	上旬	195.50	4.2%	6.6%
	中旬	200.57	4.9%	2.6%
时间		月度产量	同比	环比
2月		5438.10	6.9%	-3.8%
3月		5804.66	5.8%	6.7%
4月（预估）		5966.40	4.7%	2.8%

资料来源：中钢协，国盛证券研究所

其次，取暖季限产放松的确是产量同比增幅较高的主因。在统计的六个涉及环保限产的重点省市中，除天津市、河南省以外，其他省市粗钢产量同比均有一定幅度的增长，其中山西、河北、山东等主要实行取暖季限产的省市与去年重点限产时期（1-2月）的累计产量相比，同比增幅均在全国平均水平之上。经测算，2019年1-2月上述六个省市合计粗钢产量为8293.4万吨，全国产量占比55%。但六省市产量的绝对增加额为893.2万吨，在全国产量增加额占比为71%。据此推算，取暖季期间环保限产放松的确是导致

产量同比增幅较高的主要原因。

图表4: 主要环保限产地区粗钢产量变化情况

单位: 万吨	2019年 1-2月	2018年 1-2月	同比变化		2018年1-2月 还原产量	2019年产量增加
			简单计算	统计局公布		
山西	916.4	738.0	24.2%	24.4%	736.6	179.7
天津	268.6	269.1	-0.2%	-0.2%	269.1	-0.5
河北	3731.1	3165.0	17.9%	17.3%	3180.8	550.3
山东	1151.0	1058.5	8.7%	13.8%	1011.4	139.6
江苏	1845.3	1750.0	5.4%	2.1%	1807.4	38.0
河南	381.0	396.4	-3.9%	-3.5%	394.8	-13.8
合计	8293.4	7377.0	12.4%	12.1%	7400.2	893.2

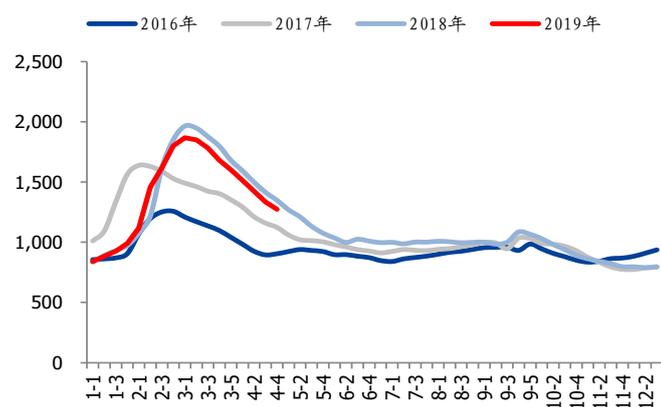
资料来源: 各省市统计局, 国盛证券研究所

★社会库存: 高速去化

2019年社会库存共累计增加1079万吨, 高点为1869万吨, 相比去年高点1965万吨少近96万吨。对比近两年社库累积形态, 由于2019年春节相对较早, 补库速度相比去年呈现节前高而节后低的态势, 但从时间跨度上看, 与去年基本相同。在库存结构上, 由于2018年多数投机商基于取暖季限产的乐观预期积极备货, 所以在结构上投机库存占比较多。但2019年一方面环保限产放松, 市场预期转变; 另一方面投机商经历2018年的惨痛教育之后态度也偏谨慎, 所以2019年社会库存基本集中在大的协议贸易商手中。鉴于今年库存结构的改变, 协议商相对投机商资金压力较小, 并不急于低价出货, 变相也解释了钢价为何可以在春节前期长期稳定在一定区间, 微幅震荡调整。

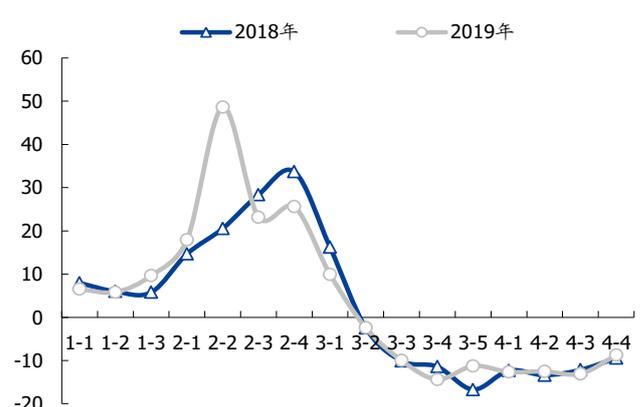
2019年春节后下游工地如期复工, 在社库去化阶段中, 今年整体去化速度基本与2018年水平相当, 自进入传统旺季起日均去库水平均在12万吨左右, 处于高速去化水平。但2019年产量同比大幅增长, 而社库去化速度却能与去年保持同步, 说明至今需求至少在总量上依旧旺盛, 并未出现预期的萎缩迹象。

图表5: 近几年社会库存走势(单位: 万吨)



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表6: 社会库存日均去化情况(单位: 万吨)



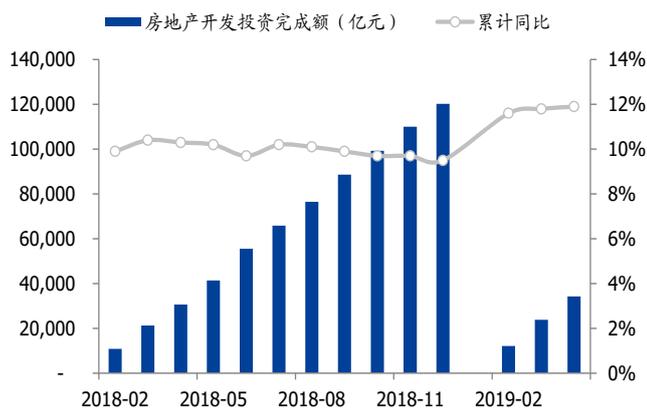
资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

★需求端：景气持续

上文提及从产量及库存的数据变化可以推断出今年终端需求表现依旧较好，下面我们从下游行业的具体数据体现上来进一步印证。

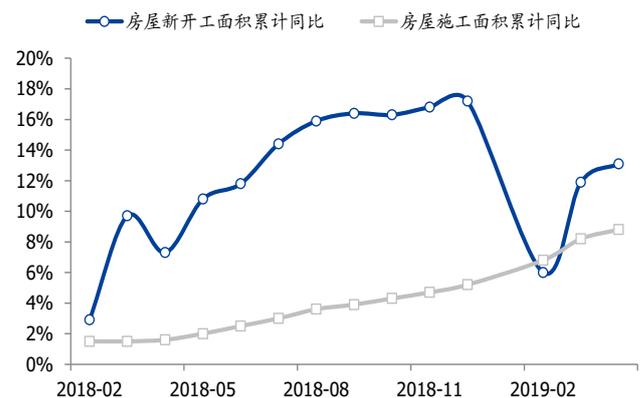
房地产领域：2019年房地产投资完成额依旧保持两位数的同比增速。最新数据显示2019年1-4月，房地产开发投资完成额为3.42万亿元，同比增长11.9%，自2018年恢复两位数增长以来本次增速再创新高。同期，房屋新开工面积继续增加，1-4月累计同比增速为13.1%，明显好于市场预期。与此配套，今年1-4月房屋施工面积累计同比增长8.8%，增速比去年同期高7.2个pct。2018年初房屋施工面积同比增速开始在低位徘徊，但近期施工面积同比增速开始持续增长，且在2019年明显已开始进入快速上升通道。

图表7：房地产开发投资完成额情况



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

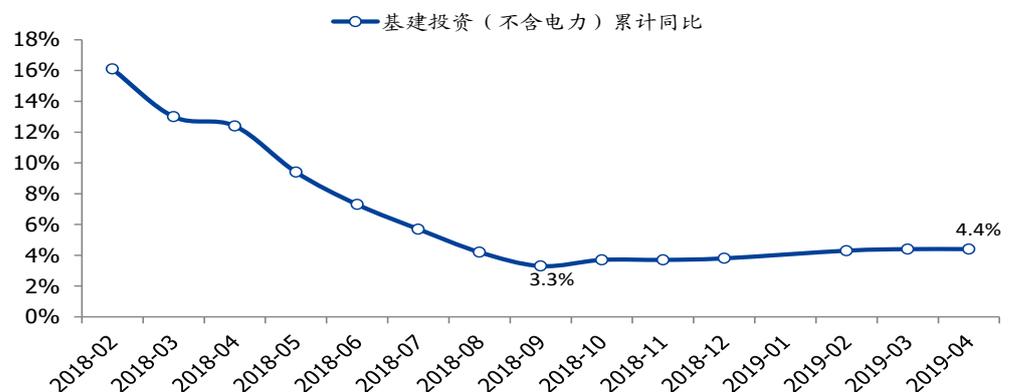
图表8：房屋新开工及施工面积累计同比



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

基建领域：国内经济下行压力仍在，基建对冲经济下滑、补短板的重要性持续提升。今年3月，新增社会融资规模达2.86万亿元，同比多增近1.28万亿元，大幅超出市场预期。2019年融资环境边际逐步改善，2018年集中出台利好基建稳增长政策效果开始显现，补短板建设持续发力。从数据显示看，2019年1-4月，基建投资累计同比增速为4.4%，与3月累计同比增速持平，自去年低点3.3%的增速开始逐步反弹且增速累计回升1.1个pct。

图表9：基建投资同比增速变化情况



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

制造业：我国制造业同比增速在2018年走出一波加速回升态势，但自2019年起，累计同比增速开始下滑，截至2019年4月，我国制造业累计同比增速为2.5%，自去年高点下降近7个pct。

图表 10: 制造业累计同比增速变化



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

从主要细分子行业看, 专用设备制造业和通用设备制造业固定资产投资累计同比增速都有不同幅度的下降, 但专用设备整体增速表现依旧尚可, 通用设备同比增速下滑较多。具体数据上, 2019年1-4月, 专用设备制造业累计同比增速为8.2%, 自去年高点累计下跌78.6个pct; 通用设备制造业前4月累计同比增速为1.8%, 至今回调幅度较大。

汽车制造业累计增速变化震荡幅度较大, 在2018年上半年呈现增速持续回升态势, 但回升幅度有限, 在下半年开始汽车行业投资同比增速重回下降渠道。截至2019年4月, 汽车制造业固定资产投资累计同比增速为-1.4%, 重新回到负增长阶段。

铁路、造船、航空航天及其他制造业累计同比增速自2018年5月份开始进入负增长模式, 主要是铁路投资增速同比下滑所致。截至2019年4月, 铁路、造船、航空航天及其他制造业累计同比增速为-8.2%, 环比上月累计下滑幅度有所缩窄。

图表 11: 专用设备制造业累计同比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 12: 通用设备制造业累计同比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 13: 汽车制造业累计同比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 14: 铁路、船舶等制造业累计同比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

可见, 截至目前需求端在房地产及基建领域持续向好, 机械设备领域同比增速虽有一定下滑, 但整体规模仍处于高位。相对而言, 汽车及其他制造业领域数据表现欠佳, 景气度依旧较为低迷。但由于钢铁需求主要集中于房地产、基建和机械领域, 所以整体上看当下终端市场需求表现并不弱, 甚至略超预期。在供需两旺的博弈下, 很明显暂时是需求端略胜一筹, 支撑钢价强劲反弹。

1.2 吨钢盈利复盘: 底部位置低于预期, 但中枢尚可

1.2.1 预期之中与预期之外

我们从统计 2019 年以来主要钢材品种吨钢毛利的变化情况看, 1 月产品吨钢盈利自去年高位持续回落后, 在 2 月达到一个相对低点, 3 月起随着需求回暖钢价开始上涨, 吨钢盈利持续回升。我们的盈利模型显示, 2019 年 1-4 月螺纹钢、热轧、冷轧、中厚板的吨钢毛利均值分别为 467/321/-12/238 元/吨, 同比分别下降 246/427/466/379 元/吨。在价格—成本因素分析中, 我们可以发现, 2019 年 1-4 月, 螺纹钢、热轧、冷轧、中厚板的价格同比变化分别为 2/-267/-335/-213 元/吨, 价格调整幅度明显小于吨钢毛利变化幅度, 从原料价格变动情况不难发现吨钢毛利的超调皆因部分原料价格不跌反涨, 如铁矿石、废钢价格分别大幅上涨 26%/13%。

对比年初策略, 2019 年以来吨钢毛利的实际变化走势哪些在我们的策略预期之中? 哪些在预期之外呢?

预期之中: 吨钢毛利自去年高位开始理性回落。

预期之外: 部分原料价格变动在预期之外, 在钢价回落周期中, 吨钢盈利的回调幅度超出年初预期。

图表 15: 2019 年以来主营产品吨钢毛利变化及因素分析

单位: 元/吨	螺纹钢	热轧卷板	冷轧卷板	中厚板
Jan-19	438	264	-69	193
Feb-19	326	215	-80	142
Mar-19	421	298	-13	215
Apr-19	682	506	113	401
平均值	467	321	-12	238
Jan-18	630	686	441	444
Feb-18	736	760	471	547
Mar-18	662	670	405	619
Apr-18	823	873	497	857
平均值	713	747	454	617
盈利同比变化	螺纹钢	热轧卷板	冷轧卷板	中厚板
1月	-192	-422	-510	-251
2月	-410	-545	-551	-405
3月	-241	-372	-418	-404
4月	-141	-367	-384	-456
平均值	-246	-427	-466	-379
下降幅度	-35%	-57%	-103%	-61%
现货价格	螺纹钢	热轧卷板	冷轧卷板	中厚板
2019年1-4月	3871	3853	4262	3932
2018年1-4月	3869	4120	4597	4145
价格同比涨跌	2	-267	-335	-213
主要原料价格	铁矿石	焦炭	废钢	硅锰
2019年1-4月	629	1981	2361	7676
2018年1-4月	500	1926	2094	8253
原料同比涨跌	26%	3%	13%	-7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2.2 闭环系统是否失灵?

我们在年初策略中提出的闭环系统是否失灵? 我们观察 2016 年至今, 即钢铁行业开始全面恢复盈利后, 铁矿石价格在 1 月份均为环比上涨, 我们认为今年 1 月份矿价的上涨多与钢厂恢复盈利后, 企业的正常生产带来对原料补库的需求息息相关, 属于常规影响。2 月, 淡水河谷停产事件致矿价强势上涨, 并走出一波独立行情, 属于突发事件, 在预期之外。3 月以来, 随着需求的复苏, 钢价开始大幅回涨, 淡水河谷事件边际影响趋弱, 而钢价表现相对强势, 吨钢毛利持续回升。

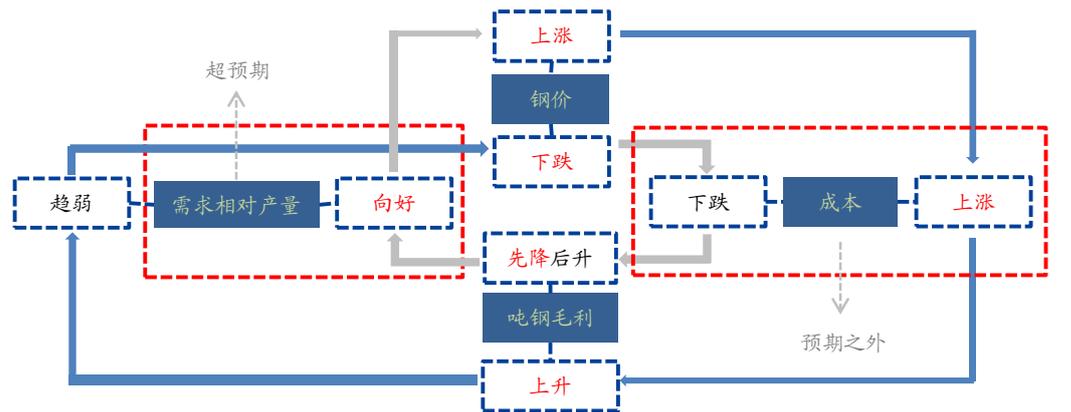
图表 16: 钢价与矿价相对变动分析

单位: 元/吨	铁矿石价格变动带来成本环比变化	螺纹钢价格环比变化	矿价变化分析	钢价变化分析	钢价相对矿价表现
Jan-19	55	-92	钢厂原料补库, 矿价逆势上涨	限产放松, 边际影响大, 价格回落空间大	弱势
Feb-19	130	29	淡水河谷事件, 矿价强势上涨	钢价企稳, 节后微涨	弱势
Mar-19	-16	89	淡水河谷事件反复, 支撑持续性存质疑	需求复苏, 钢价上涨	强势
Apr-19	20	165	飓风事件影响及跟随钢价上涨	需求向好, 钢价反弹	强势

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

再次回到我们的闭环系统中, 总结今年各指标联动变化为“钢价下跌—成本上升—吨钢毛利下降—需求相对产量向好—钢价上涨—成本上涨—吨钢毛利上升”。也即 2019 年以来在钢价下调的周期中, 成本端在突发事件影响下逆势上涨, 致吨钢毛利持续回调, 在钢价下跌阶段并未出现预期的吨钢毛利先跌后升的情况, 而是持续下降, 最终导致在钢价下跌期间吨钢盈利相对回调幅度较深, 属预期之外。另一方面, 今年以来虽然产量持续增长, 但需求表现更加强劲, 钢价强势反弹, 前文已指出此处也超出预期, 吨钢毛利在钢价的拉涨下持续上升。

图表 17: 修正后的闭环系统分析



资料来源: 国盛证券研究所

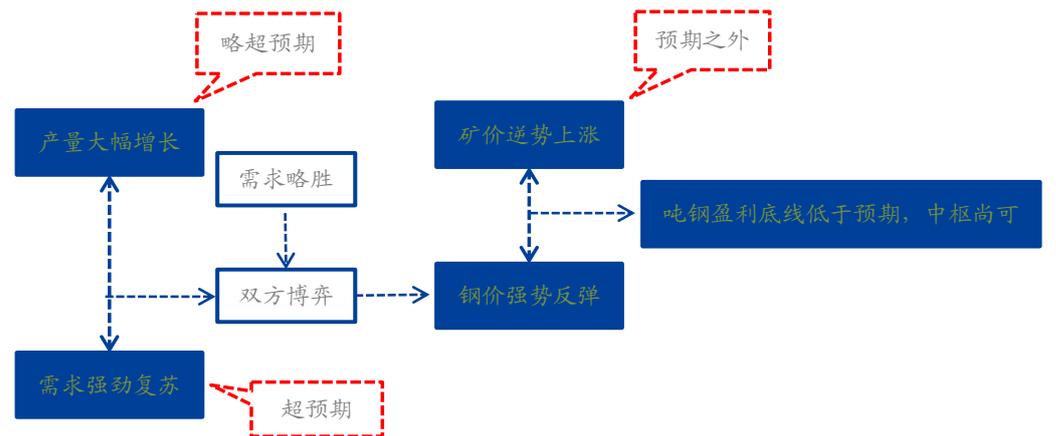
2、供给与成本端红利退潮, 后市如何演绎重在需求

写在前面:

前文我们总结了 2019 年以来钢价 (供给—需求)、吨钢盈利 (价格—成本) 的走势及其背后的原因。其中, 供给与需求端的增长均有超预期因素, 供需力量继续博弈; 成本端中部分原料价格涨势在预期之外, 吨钢毛利下调时触碰的底线超出预期, 但由于后期钢价反弹力度强劲, 至今吨钢盈利中枢尚且符合预期。

今后供需端会如何变化, 超预期因素是否可持续? 吨钢盈利将如何变动? 下面我们就一系列疑问开始展开分析。

图表 18: 2019 年以来行业基本面运行情况展示



资料来源：国盛证券研究所

2.1 供给端：预计产量增幅前高后低，测算上限同比增长 6.43%

从主要环保限产省市各月日均产量数据变化看，山西、河北、山东等省市为主要取暖季限产大省，受政策影响 2018 年一季度均是其全年产量的低点，此后随着企业复产，当地产量在 2、3 季度分别在不同时期达到高值。2019 年整体限产政策放松后，一方面由于去年基数低的原因，上述主要取暖季限产大省产量同比走势大概率应是呈现前高后低的态势。此外，江苏省 2018 年全年产量的低点集中在 3 季度，预计江苏省产量同比变化会走出前低后高的形态，但由于江苏省在 2018 年实行的多是临时环保限产政策，影响力度小于取暖季限产，预计产量同比波动幅度相对较小。

图表 19: 主要环保限产省市各月日均产量情况 (单位: 万吨)

日均产量	山西	天津	河北	山东	江苏	河南
2018-01	11.9	4.3	51.0	17.1	28.2	6.4
2018-02	13.2	4.8	56.5	18.9	31.2	7.1
2018-03	13.3	4.4	53.9	21.0	34.3	7.8
2018-04	15.0	5.6	64.3	21.7	31.4	8.2
2018-05	15.6	6.3	65.9	21.3	29.0	9.0
2018-06	16.4	6.2	72.1	20.7	30.3	9.2
2018-07	15.6	6.4	67.9	21.4	28.2	9.7
2018-08	16.2	6.3	78.6	21.1	27.6	9.4
2018-09	15.3	6.6	68.7	22.1	28.4	9.7
2018-10	14.9	5.9	70.6	21.6	28.0	9.4
2018-11	15.2	5.0	68.7	11.9	26.3	7.8
2018-12	14.5	4.6	61.5	17.1	20.2	1.4
2019-01	14.8	4.3	60.2	18.6	29.8	6.1
2019-02	16.4	4.8	66.6	20.6	33.0	6.8
2019-03	13.9	5.7	65.2	20.1	32.6	7.3

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

另一方面，我们观察今年一季度各省市产量，河北、山西、山东等省份虽仍在执行取暖季限产，但一季度整体日均产量基本与去年4、5月份相当，也即去年因取暖季限产抑制的产量相对减量在今年一季度基本全部释放。鉴于此，我们调整年初对于供给侧的假设和产量测算。

应用 2019 年度策略主要相关核心结论:

- I 以 2018 年全年为参考区间，叠加两年取暖季限产影响及非取暖季临时限产影响，测算 2018 年全年因环保限产影响的实际粗钢产量约 2356.8 万吨；
- II 电炉钢在 2019 年新增产能约有 802 万吨；
- III 2017 年公示的部分产能置换项目在 2019 年开始投产。

产量上限假设:

- I 环保限产方面，除了与 2018 年实际情况相比总体影响量再度下降 100%，在非限产月份，钢企产量同比仍可增长；
- II 电炉钢在 2019 年新增产能全部投产，即忽略钢价及成本影响因素；
- III 2018 年不限产的企业在 2019 年仍有 7% 的增长空间；
- IV 产能置换造成产量间歇波动影响有限，即大部分项目都是提前开建新产线，临近新产线投产时再拆除老设备。假设 2017 年置换项目中涉及转炉项目约有 10% 产能在 2019 年释放，除了产能差额影响外，预计因新旧设备切换影响产量为涉及旧产能的 10%。

产量中性假设:

- I 环保限产依然对产量造成扰动，但影响趋弱，预计与去年实际情况相比总体影响量再度下降 100%；
- II 电炉钢根据废钢及钢价的变化灵活投产，预计全年实际产能利用率为 70%；
- III 不限产的企业在 2018 年基本已接近生产极限，2019 年因吨钢毛利下降，为控成本减少废钢、高品位矿投入等，产量同比增长 4%；
- IV 产能置换对产量波动影响较大，假设 2017 年置换项目中涉及转炉项目约有 10% 产能在 2019 年释放，除产能差额影响外，预计因新旧设备切换影响产量为涉及旧产能的 20%。

产量下限假设:

- I 环保限产依然对产量造成扰动，但影响趋弱，预计与去年实际情况相比总体影响量再度下降 80%；
- II 电炉钢根据废钢及钢价的变化灵活投产，预计全年实际产能利用率为 60%；
- III 不限产的企业在 2018 年基本已接近生产极限，2019 年因吨钢毛利下降，为控成本减少废钢、高品位矿投入等，产量同比微增 2%；
- IV 产能置换对产量波动影响较大，假设 2017 年置换项目中涉及转炉项目约有 10% 产能在 2019 年释放，除产能差额影响外，预计因新旧设备切换影响产量为涉及旧产能的 30%。

图表 20: 2019 年粗钢产量预测

单位: 万吨	产量上限值	产量中性值	产量下限值
环保增量	2,666	2,357	1,885
电炉钢增量	802	562	481
不限产城市影响	2,866	1,637.78	1038
产能置换影响(转炉钢)	365	472	578
产量变动	5,969	4,085	2,827
粗钢产量: 2018	92,826	92,826	92,826
粗钢产量: 2019	98,795	96,911	95,653
YOY	6.43%	4.40%	3.05%

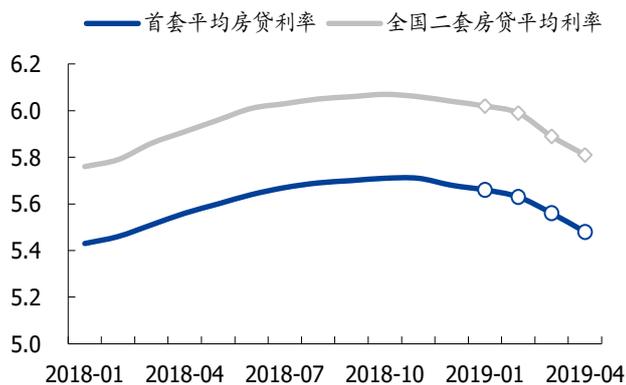
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.2 需求端：不必过度悲观，存在多项向好预期

2.2.1 房地产：仍是刺激需求超预期的主导因素

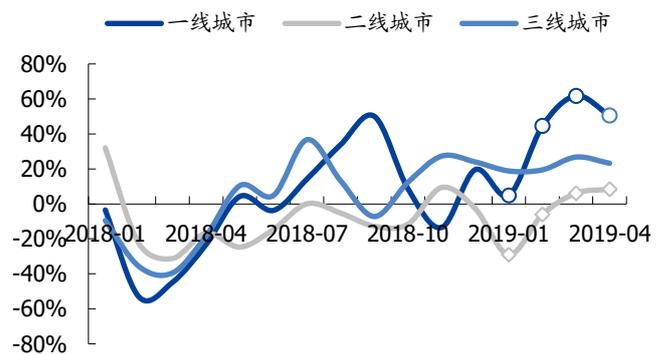
从销售端看，2019年以来全国房贷平均利率继续有所松动，截至4月末国内首套及二套房平均房贷利率分别为5.48%/5.81%，自2018年高点分别下降0.23/0.26个pct。房贷利率环比松动驱使终端成交持续回暖。据统计，进入2019年以来，30大中城市中尤其是一线城市商品房成交面积同比呈现大幅增长，二线城市同比由负转正，三线城市则依旧保持一定高位的增长。具体数据上，截至2019年4月，一至三线城市商品房成交面积当月同比分别增长50.5%/8.4%/23.2%，而去年同期三类城市成交面积同比均为负增长。

图表 21: 全国房贷平均利率走势 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 30 大中城市商品房成交面积当月值 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在房企拿地热情上，由于2019年融资难度大幅缓解，房企拿地积极性相应有所提高，土地市场热度回升。从数据上看，2019年以来100大中城市成交土地楼面均价与去年相比显著抬升，尤其自进入3月以来，成交土地楼面月均价基本在3000元/平方米以上水平，处于2018年中枢以上位置。成交土地溢价率自去年四季度初开始逐步回升，截至4月末，土地成交溢价率达24%，自前期低点回升近23个pct。

图表 23: 100 大中城市成交土地楼面均价当周值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 100 大中城市成交土地溢价率当周值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

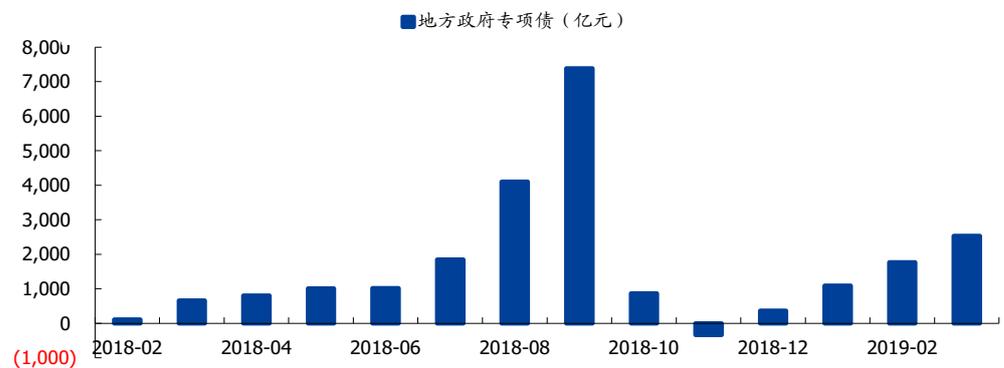
我们在年初策略中提及的有关银行房贷利率松动、购房政策边际放松等预期调整因素在2019年都露出端倪。在整个房地产链条中，“拿地—新开工—施工—销售”目前两端均出现向积极方向转变的迹象，在融资环境尚好及低库存周期影响下，销售回暖会进一步激发房企拿地热情，保障新开工增速。另一方面，去年虽有较高的新开工面积增速，但

同期施工面积增速并未出现同步高速增长。今年施工面积同比增速明显上升一个台阶，开始加速增长，此种数据表现证明了我们此前观点，即 2018 年房地产企业在获取预售证环节上表现出充分的积极性，但此后开工有放缓迹象，在交房回款压力下此部分工程或在 2019 年提升施工进度。我们根据当前销售、拿地及施工情况预判今年房地产新开工面积至少在二、三季度仍能保持可观的高度，地产链在 2019 年仍是刺激需求超预期情况出现的主要因素。

2.2.2 基建：增速温和回升，托底需求

2019 年以来国内宽松货币持续加码，为基建温和复苏提供资金保障。从政府专项债看，2019 年 1—3 月，每月发行规模同比均有所提高，前三月共累计发行专项债 5391 亿元，同比多发近 4622 亿元。预计 2018 年地方政府专项债发行规模将有 1 万亿在 2019 年投入，且 2019 年新增政府专项债额度约有 2 万亿。

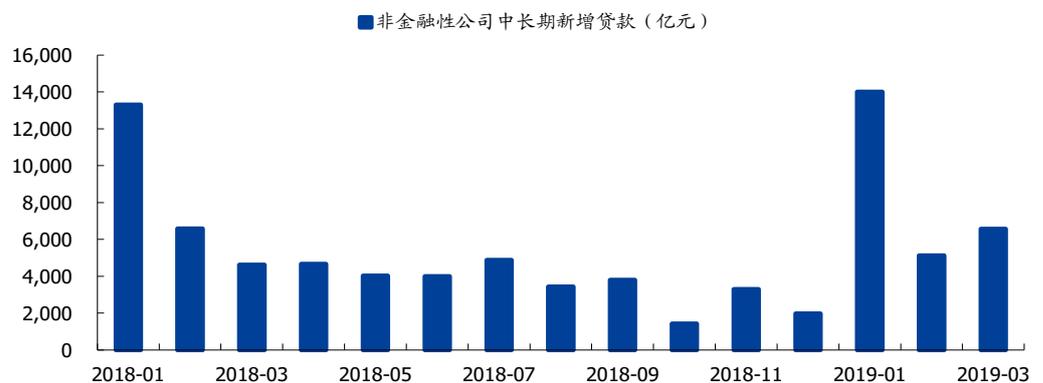
图表 25: 地方政府专项债当月值



资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

非金融性公司当月中长期贷款数据尤其在 3 月也有明显的增长。其中，前三月累计金额为 2.57 万亿，同比多增 1200 亿元；3 月新增贷款额为 6573 亿元，同比多增 1958 亿元，银行信贷供给后劲充足。

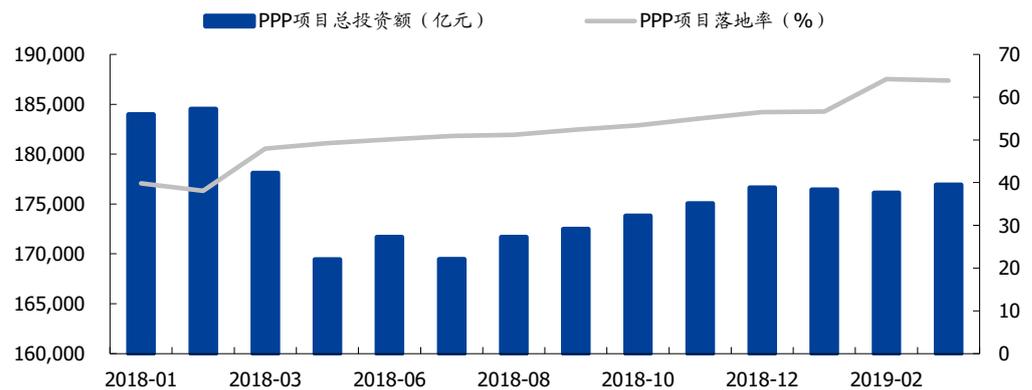
图表 26: 非金融性公司当月新增中长期贷款



资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

国内 PPP 项目当月总投资额自 2018 年下半年开始稳步回升，项目落地率也开始逐步提高。截至 2019 年 3 月，PPP 项目当月投资额近 1.77 万亿，项目落地率为 63.9%，自前期低点上升近 26 个 pct。

图表 27: PPP 项目总投资额与落地率



资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

当前融资环境边际持续改善, 对冲政策实效已经开始显现, 后期基建投资增速大概率会继续温和回升, 预计 2019 年基建投资增速有望升至 6%-10%。

2.2.3 制造业: 关注细分领域的景气度提升

机械领域: 挖掘机产量同比增速仍可保持高位增长。在用钢领域相对较为集中的工程机械分支中, 挖掘机产量 2019 年以来仍在保持一定高度的增长。从具体数据看, 2019 年 1-3 月, 国内挖掘机累计产量为 8.36 万台, 同比增长 40.7%, 增速处于近几年相对高位水平。2019 年房地产领域新开工同比增速依然较好, 施工面积同比增速有加速态势, 挖掘机需求依然向好。此外, 挖掘机仍存在日常更新及环保升级带来的更新换代需求, 预计国内挖掘机产销增速全年虽有小幅回落, 但调整幅度可控, 同比增速相对仍可保持高位。

图表 28: 国内挖掘机产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

汽车领域: 汽车消费领域存在逐步改善预期。2019 年 1-3 月, 国内汽车产量为 630.9 万辆, 同比下降 10.4%, 降幅同比扩大, 但环比趋缓。一方面, 2018 年初基数较高, 2019 年汽车产量同比降幅在前期会较深。另一方面, 2019 年国家多项政策出台, 刺激汽车消费升级。其中, 1 月推出《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》, 制定六项措施促进汽车消费, 车企开始陆续启动补贴方案, 抢占市场先机。随着后续具体细则的落地, “汽车下乡、换代升级” 需求有助于零售端逐步回暖, 促使行业重新步入向上周期, 全年汽车产量同比增速表现前低后高, 环比逐步改善。

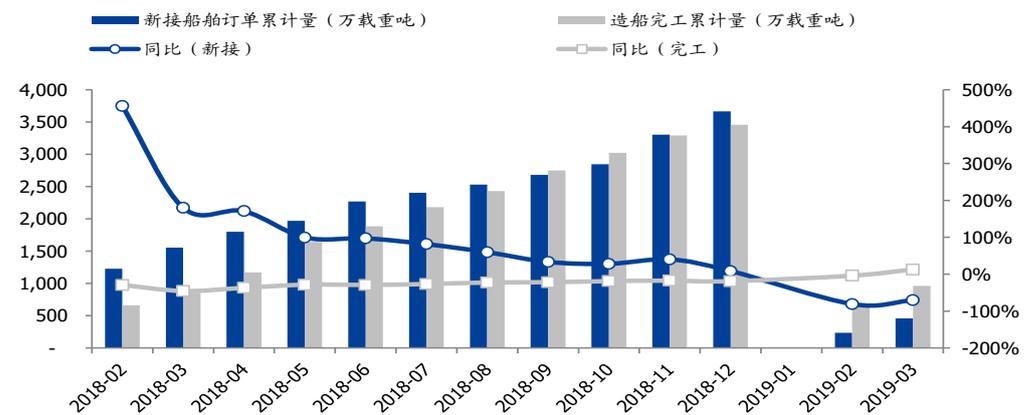
图表 29: 国内汽车产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

造船领域: 造船完工量同比增速有持续反弹动力。2019年1-3月, 新接船舶订单量为459万载重吨, 同比下降70.4%; 造船完工量为962万载重吨, 同比增长12.8%。从2019年数据变化看, 新接船舶订单同比下滑, 但造船完工量同比由负转正。正如我们前期所判, 2018年新增订单量并未在当年度进行集中生产, 实际生产相对订单产生日期具有一定的滞后性。我们认为, 2018年新订单大幅增长的带动效应会在2019年开始逐步显现, 造船完工量同比增速存在持续反弹动力, 并带动相应用钢需求。

图表 30: 新接船舶订单及造船完工量变化情况



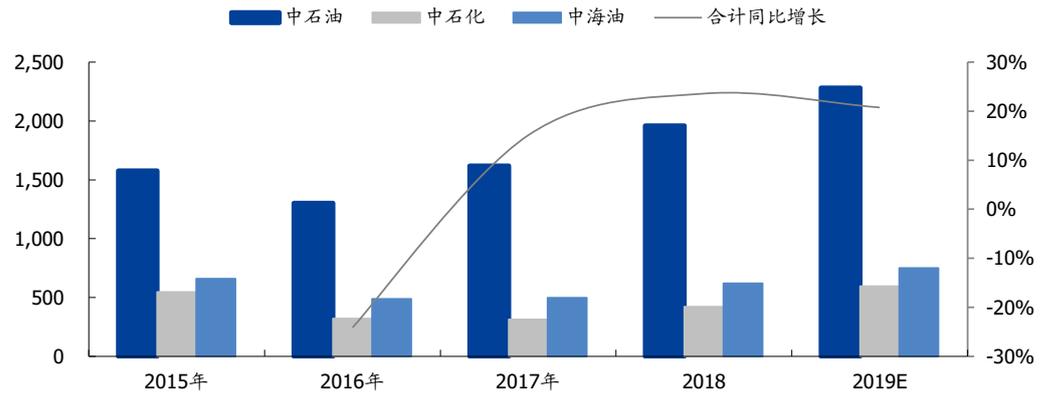
资料来源: 工信部, 国盛证券研究所

油气领域: 油气勘探输送领域持续高景气

能源方面, 国内主要能源企业资本开支力度依然不减。根据“三桶油”年报显示, 2017年“三桶油”勘探与开发资本性支出合计约3004.11亿元, 同比增长23.6%; 2019年勘探与开发资本性支出合计投资计划约3628亿元, 同比增长20.8%。资本开支趋势向上支撑相关油服领域高景气, 预计能源用钢依然可以保持一定幅度的增长。

天然气领域, 受益国家能源结构调整, 天然气需求持续向好。据发改委数据显示, 2018年国内天然气产量约1594亿立方米, 同比增长7.2%; 天然气表观消费量为2803亿立方米, 同比增长18.1%。2018年国内天然气产量稳步增长, 天然气消费继续增加, 并首次超过日本成为全球进口天然气第一大国, 市场总体仍处于供需偏紧阶段, 带动天然气用管道需求持续向好。

图表 31: 三桶油历年勘探与开发资本性支出 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2.2.4 需求测算: 同比变化幅度约在-1.5%-3.6%之间

参考年度策略中有关房地产、基建领域敏感性分析, 我们重新对钢铁主要细分下游领域的需求自下而上进行测算, 同样以房地产新开工面积同比增速和基建投资同比增速为主要参考指标做出 2019 年需求的三项测算值, 在一定假设基础上我们预计国内终端需求同比变化幅度约在-2.1%-3.4%之间, 整体需求同比变化幅度约在-1.5%-3.6%之间。

预测下限: 假设房地产新开工面积同比增速为-4%, 基建投资同比增速为 6%, 2019 年国内终端需求约 7.50 亿吨, 全年钢材需求总量约 8.10 亿吨, 终端需求同比下降 2.1%, 需求合计同比下降 1.5%;

预测中值: 假设房地产新开工面积同比增速为 0%, 基建投资同比增速为 8%, 2019 年国内终端需求约 7.68 亿吨, 全年钢材需求总量约 8.23 亿吨, 终端需求同比增长 0.2%, 需求合计同比增长 0.6%;

预测上限: 假设房地产新开工面积同比增速为 6%, 基建投资同比增速为 10%, 2019 年国内终端需求约 7.92 亿吨, 全年钢材需求总量约 8.52 亿吨, 终端需求同比上升 3.4%, 需求合计同比上升 3.6%。

图表 32: 各领域需求预测

百万吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	预期下限 2019E	预期中值 2019E	预期上限 2019E
建筑	423.0	435.0	410.0	412.0	430.0	465.0	453.6	468.4	488.9
机械	123.0	127.0	125.0	122.0	136.0	157.0	152.0	153.0	155.0
汽车	53.0	54.0	56.0	61.2	64.0	63.0	62.0	63.0	64.0
造船	17.0	17.0	16.0	15.1	15.2	17.0	17.8	17.9	18.0
能源	10.0	10.0	11.0	11.4	33.0	35.0	35.5	36.0	36.8
家电、五金行业	12.0	12.0	12.5	13.1	14.5	14.0	14.0	14.0	14.0
其他	16.8	17.3	14.5	15.0	15.0	15.0	15.2	15.2	15.2
国内需求	654.8	672.3	645.0	649.8	707.7	766.0	750.1	767.5	791.9
外部需求	75.4	79.3	80.6	95.3	62.1	56.3	60.0	60.0	60.0
需求合计	730.2	751.6	725.6	745.1	769.8	822.3	810.1	827.5	851.9
YOY	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	预期下限 2019E	预期中值 2019E	预期上限 2019E
建筑	7.1%	2.8%	-5.7%	0.5%	4.4%	8.1%	-2.5%	0.7%	5.1%
机械	4.2%	3.3%	-1.6%	-2.4%	11.5%	15.4%	-3.2%	-2.5%	-1.3%
汽车	15.2%	1.9%	3.7%	9.3%	4.6%	-1.6%	-1.6%	0.0%	1.6%
造船	-15.0%	0.0%	-5.9%	-5.6%	0.7%	11.8%	4.7%	5.3%	5.9%
能源	11.1%	0.0%	10.0%	3.6%	189.5%	6.1%	1.4%	2.9%	5.1%
家电、五金行业	0.0%	0.0%	4.2%	4.8%	10.7%	-3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	20.0%	3.0%	-16.2%	3.4%	0.0%	0.0%	1.3%	1.3%	1.3%
国内需求	6.6%	2.7%	-4.1%	0.7%	8.9%	8.2%	-2.1%	0.2%	3.4%
外部需求	79.2%	5.2%	1.6%	18.2%	-34.8%	-9.4%	6.6%	6.6%	6.6%
需求合计	11.3%	2.9%	-3.5%	2.7%	3.3%	6.8%	-1.5%	0.6%	3.6%

资料来源: 冶金工业研究院, Mysteel, 国盛证券研究所

2.3 吨钢盈利: 成本优势趋弱, 同等盈利对应钢价中枢上移

在此我们重新强调前期提出的行业盈利低点讨论, 并根据 2019 年以来的实际情况加以修正。

以螺纹钢为例, 我们统计 2010 年以来螺纹钢价格、成本波动及吨钢毛利的变动情况发现:

- 1、近几年钢价的高点, 以年度均值为主, 也是吨钢毛利的高点;
- 2、铁矿石自 2014 年开始话语权逐渐转弱, 钢价上涨的红利逐步向钢厂转移;
- 3、焦炭、废钢等价格波动与钢价走势一致, 但废钢价格在 2018 年明显强于其他原料;
- 4、吨钢盈利波动与产量增速存在高度的一致性。吨钢盈利恢复时, 产量增速也会提升; 吨钢盈利下降阶段也是产量增速下滑周期。

图表 33: 2010 年以来主要基础数据指标统计

单位: 元/吨		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
螺纹钢 (含 税价)	波动区间	3650— 4710	4330— 4970	3490— 4320	3200— 3930	2660— 3440	1690— 2670	1860— 3560	3130— 4810	3730— 4700
	均值	4124	4684	3960	3555	3048	2135	2412	3807	4119
	同比增长		14%	-15%	-10%	-14%	-30%	13%	58%	8%
	同比增加		560	-724	-404	-508	-912	277	1396	312
铁矿石	波动区间	910— 1300	1015— 1385	685— 1075	880— 1100	480— 925	305— 505	330— 510	407— 645	438— 543
	均值	1141	1270	958	963	687	421	413	497	475
	同比增长		11%	-25%	0.5%	-29%	-39%	-2%	20%	-5%
焦炭	波动区间	1700— 1980	1850— 2100	1315— 1955	1285— 1735	1055— 1415	710— 1035	690— 2215	1630— 2290	1700— 2615
	均值	1841	1970	1701	1442	1118	863	1191	1869	2148
	同比增长		7%	-14%	-15%	-22%	-23%	38%	57%	15%
废钢	波动区间	2620— 3160	3160— 3760	2480— 3300	2574— 2910	1750— 2574	920— 1640	970— 1610	1470— 2220	1925— 2410
	均值	2904	3557	2987	2703	2060	1269	1330	1643	2167
	同比增长		22%	-16%	-10%	-24%	-38%	5%	24%	32%
钢坯成本	波动区间	3229— 3949	3502— 4122	2567— 3566	2839— 3441	2013— 3016	1474— 2033	1526— 2659	2187— 2687	2298— 2929
	均值	3595	3924	3224	3078	2416	1770	1932	2436	2597
	同比增加		329	-700	-146	-662	-645	161	504	161
吨钢毛利	重点公司均值	280	270	155	206	166	-24	286	659	766
	同比增加		-10	-115	51	-40	-189	309	373	107
	方大特钢	423	549	490	490	511	268	486	1224	1336
	同比增加		126	-59	0	21	-243	218	738	112
	吨钢相对超额 盈利	143	279	335	284	345	292	200	565	570
产量(亿吨)	粗钢产量	6.27	6.83	7.17	7.79	8.23	8.04	8.08	8.32	9.28
	同比增速	9.3%	8.9%	3.1%	7.5%	0.9%	-2.3%	1.2%	5.7%	6.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们进一步对钢价及吨钢毛利变动进行梳理,发现由于 2014 年之后铁矿石定价权开始转弱,同一吨钢毛利范围(100-200)对应钢价中枢在下移。2016 年有供给侧改革因素加入之后,钢铁行业供给压力趋缓,铁矿石基本面再度趋弱,同一吨钢毛利区间对应钢价中枢再度下移。

图表 34: 钢价及吨钢毛利变动分析 (单位: 元/吨)

吨钢毛利	年份	钢价波动范围	当年价格均值
100 以下	2015 年	1690—2670	2135
100-200	2012 年	3490—4320	3960
	2014 年	2660—3440	3048
200—300	2010 年	3650—4710	4124
	2011 年	4330—4970	4684
	2013 年	3200—3930	3555
	2016 年	1860—3560	2412
600	2017 年	3130—4810	3807
700-800	2018 年	3730—4700	4119

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019 年主要原料价格预判:

铁矿石: 2019 年初淡水河谷停产事件带动矿价逆势上涨, 但供给端收缩预期对矿价支撑持续性不足, 且钢企在议价环节中仍会比矿企强势。我们预计 2019 年上半年矿价会相对钢价有优势, 但下半年会随同钢价自高位开始回调, 但全年铁矿石价格中枢会上移。

焦炭: 2019 年焦随钢走的局面大概率依然会持续, 钢企利润的收窄会继续向焦炭领域传导, 鉴于此我们预计 2019 年焦炭价格多会随钢价进行同步调整, 但震荡幅度会小于钢价。

废钢: 2018 年因钢企提产带动废钢需求上升, 废钢价格一路上涨。2019 年钢铁行业盈利大概率会自高点开始回落, 利润缩窄会对废钢投入的需求带来一定压力, 且在钢价下调的背景下废钢多会跟随调整, 但考虑到电炉钢增产需求及部分废钢资源的稀缺性, 预计 2019 全年废钢价格表现会强于钢价。

从今年原料与钢价相对走势看, 原料价格相对强势的表现略超我们此前的预期。若我们以当下钢铁行业供需面及原料市场基本面为假设前提重新调整测算, 预计 2019 年由于原料价格的相对强势, 成本红利趋弱, 同等水平的吨钢毛利值相应的钢价中枢要上移。我们预计吨钢毛利若维持在 300 元/吨以上的水平, 则钢价中枢 (含税) 需在 3650 元/吨以上。

图表 35: 2019 年吨钢毛利与钢价联动关系假设 (单位: 元/吨)

吨钢毛利	对应钢价
100 以下	3200 以下
100-200	3200—3400
200—300	3400—3650
300—400	3650—3800
400—500	3800—3950
500—600	中枢 3950
600—700	中枢 4050
700—800	中枢 4150

资料来源: 国盛证券研究所

3、普钢选股重内生

2017年在地条钢出清的基础上，供给端边际变化较大，全行业集体恢复盈利，我们认为企业在此种情况下的盈利增长属于行业整体复苏带动。2018年虽供给侧改革持续推进，但环保限产叠加产能出清两者的合计影响也无法与2017年供给端改革的大手笔相比，从直观上看即供给侧改革红利作用在弱化，映射到行业中就是企业的盈利增速开始分化，企业自身经营能力的好坏开始凸显。2019年可以说行业供给侧改革仍在继续，但环保限产作用在弱化，再次出现行业供给侧大规模整体变动的可能性几乎是非常微小，只有可以走出特色、找到自己发展之路的企业才会有生存之道。鉴于此，为确保可比性，我们从筛选出的20家普钢上市公司中，结合行业背景及参考企业自身的经营现状来找寻相对具备价值的投资标的。

3.1 对比盈利高低，优异选股

选股逻辑：作为产业链的上端，减少对下游行业利润的不合理挤压，使整个产业链条各领域的利润得到平衡是大势所趋，钢价今后的波动区间会更加趋于合理与稳定。而在获取产品溢价难度提升且同质化严重的局势下，相对成本领先者可以赋予企业获取高于行业平均水平的利润，吨钢盈利领先的钢企将成为超群之辈。

图表 36: 普钢类上市企业吨钢盈利指标统计

普钢上市公司	钢材产量 (万吨)		吨钢售价 (元/吨)		吨钢毛利 (元/吨)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
方大特钢	369	425	3666	3983	1158	1294
三钢闽光	631	959	3443	3707	908	1073
南钢股份	878	917	3777	4288	667	920
柳钢股份	722	765	5384	5816	480	854
华菱钢铁	1666	1836	4205	4707	633	853
宝钢股份	4538	4675	4788	4936	679	791
新钢股份	802	844	3937	4340	523	776
韶钢松山	580	618	3379	3828	598	757
鞍钢股份	2068	2413	4418	4345	628	705
杭钢股份	436	443	3331	3725	624	699
河钢股份	2638	2578	3970	4466	477	631
山东钢铁	717	1001	5771	4745	501	573
马钢股份	1860	1870	3729	4075	559	570
首钢股份	1453	1470	4011	4291	507	533
安阳钢铁	757	805	3485	4045	509	507
八一钢铁	493	523	3336	3734	473	500
包钢股份	1304	1438	3513	4139	413	485
凌钢股份	502	549	3346	3570	526	480
重庆钢铁	391	611	3119	3573	-95	468
本钢板材	1134	1178	3307	3925	401	363
普钢上市公司平均值			3896	4212	558	692

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

在我们统计的 20 家普钢上市企业中，2018 年平均吨钢毛利为 692 元/吨，同比增加 133 元/吨。有 10 家企业的盈利水平处于行业均值之上，其中方大特钢、三钢闽光、南钢股份、华菱钢铁、宝钢股份、新钢股份、韶钢松山等公司在近两年连续处于行业盈利水平头部与优势地位，具有相对较强的企业内部成本控制与经营管理优势。

3.2 对比现金流优劣，妥善选股

选股逻辑：对比企业获取现金能力，对收益质量进行评价，判断企业的运营状况和效果。关于公司盈利收现问题我们主要通过经营活动现金流量净额与净利润比值来衡量。首先我们认为上述两个因素均为正值是最基本的条件，另外比值大于 1 说明盈利收现较好，但若比值过于偏大，则存在净利润偏低或非现金费用较高的情况，如提取大额折旧金额。

2018 年 20 家普钢上市钢企中现金流量净额与净利润的比值在 1—2.5 之间的企业有 15 家，占比 75%。从企业各年度纵向指标变化看，我们选取近两年或近三年现金流量净额与净利润比值优良且相对稳定的企业，其中方大特钢、宝钢股份连续三年指标比值均为正，且在优异的范围稳定波动。华菱钢铁 2017 年开始恢复盈利，近两年指标值表现也相对优秀。其余如鞍钢股份、三钢闽光、柳钢股份、南钢股份、杭钢股份、韶钢松山、凌钢股份、马钢股份等也在近两年中呈现收益质量强且稳的特征。

图表 37: 经营现金流净额与净利润比值对比情况

证券代码	证券简称	2016	2017	2018
600782.SH	新钢股份	2.3	2.6	0.5
601005.SH	重庆钢铁	0.1	1.6	0.7
000898.SZ	鞍钢股份	2.7	1.1	1.0
002110.SZ	三钢闽光	1.1	0.7	1.1
600507.SH	方大特钢	2.0	1.0	1.2
601003.SH	柳钢股份	8.1	1.7	1.2
600282.SH	南钢股份	9.2	0.7	1.2
600126.SH	杭钢股份	4.5	1.0	1.3
000717.SZ	韶钢松山	4.3	1.4	1.3
600581.SH	八一钢铁	16.3	2.2	1.4
600231.SH	凌钢股份	5.2	1.1	1.4
600022.SH	山东钢铁	-6.4	0.5	1.9
600019.SH	宝钢股份	1.8	1.7	2.1
000932.SZ	华菱钢铁	-6.3	1.0	2.1
600010.SH	包钢股份	76.0	3.6	2.2
600808.SH	马钢股份	3.8	1.1	2.3
600569.SH	安阳钢铁	11.4	2.4	2.5
000709.SZ	河钢股份	0.8	9.0	2.8
000761.SZ	本钢板材	12.2	1.7	3.5
000959.SZ	首钢股份	19.6	4.2	5.2

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

3.3 对比分红高低，长线选股

选股逻辑：钢铁行业作为一个经历衰退期后进入新的改革期的行业领域，由于缺乏新兴产业的高成长性，市场投资吸引力较弱。但与以往不同的是，钢铁行业在经历深度变革之后，公司盈利的持续性相对更加有保障，若在盈利稳定的基础上赋予市场一个相对较高的年度分红比例，则该类企业会相对容易被市场所认可，提升自身投资吸引力。

2016—2018年自行业开始全面恢复盈利以来，主要普钢上市公司进行现金分红的企业数量由8家增加至12家，2018年末分配利润为负值的公司数量为4家，同比减少3家。预计随着行业的盈利企稳，企业未分配利润逐步提升，会有越来越多的企业符合进行现金分红的标准。从已分红的企业看，方大特钢、宝钢股份、三钢闽光、柳钢股份等可以定位为传统的相对高分红类企业。值得注意的是，南钢股份现金分红比例在2018年有显著提高，是成为传统高分红公司的潜在标的；华菱钢铁在2018年末分配利润实现由负转正，虽然公司没有进行现金分红，但通过转增的方式回报投资者，随着公司未分配利润的逐年积累，预计公司未来也可以成为一个高分红标的。

图表 38: 近三年主要普钢上市公司分红情况

证券代码	证券简称	现金分红比例 (%)			未分配利润 (亿元)	
		2016	2017	2018	2017	2018
600507.SH	方大特钢	50.2	83.5	84.1	28.1	35.6
600019.SH	宝钢股份	51.8	52.3	51.7	645.7	732.6
002110.SZ	三钢闽光	29.7	38.0	50.2	56.9	100.0
601003.SH	柳钢股份	39.1	48.4	33.4	31.9	60.6
600282.SH	南钢股份	—	6.9	33.1	46.0	80.6
000709.SZ	河钢股份	54.6	58.4	29.3	96.8	118.0
000898.SZ	鞍钢股份	30.0	29.9	20.0	76.0	56.4
000761.SZ	本钢板材	—	12.1	18.7	11.0	19.5
600569.SH	安阳钢铁	—	—	12.9	-12.0	6.5
600782.SH	新钢股份	11.1	9.2	10.8	39.9	90.4
600231.SH	凌钢股份	32.0	10.4	10.2	27.1	34.1
600010.SH	包钢股份	—	11.1	9.6	11.8	39.7
600808.SH	马钢股份	—	30.8	6.5	36.4	74.1
000959.SZ	首钢股份	—	—	—	-55.2	-32.6
600022.SH	山东钢铁	—	—	—	-18.1	2.9
600581.SH	八一钢铁	—	—	—	-23.1	-16.1
600126.SH	杭钢股份	—	—	—	23.8	43.2
601005.SH	重庆钢铁	—	—	—	-120.8	-102.9
000717.SZ	韶钢松山	—	—	—	-33.1	-0.6
000932.SZ	华菱钢铁	—	—	—	-5.5	62.4

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

3.4 对比盈利弹性，灵活选股

选股逻辑：在行业利润自高位开始理性回归，行业长期上涨大趋势出现概率较低的周期下，春秋旺季或预期好转带来的阶段性行情将成为投资基调的主旋律。在阶段性行情中，通过分析公司细分成本构成，找出产品经营中固定成本占比低的企业，这类公司在行业盈利处于上行周期时产品可以相对获取更高的增长弹性，提升公司整体盈利上行修复空间，相对行业整体而言可以获取超额收益。

在可统计的 19 家普钢公司产品经营成本中，行业吨钢固定经营成本占比均值为 15%，其中有 10 家企业低于均值水平。细分企业中，方大特钢、安阳钢铁、三钢闽光吨钢固定成本占比均在 10% 以下，宝钢股份、南钢股份、包钢股份等这类固定成本占比高的企业数值均在 20% 以上。可见，仅在产品经营方面固定成本占比最高与最低的企业间差距有 26 个 pct，差距较为明显。

图表 39: 2018 年主要普钢上市公司可变与固定成本占比情况

单位: 元/吨	吨钢可变成本	吨钢固定成本	可变成本占比	固定成本占比
方大特钢	2333	72	97%	3%
安阳钢铁	3141	124	96%	4%
三钢闽光	2378	228	91%	9%
山东钢铁	2533	299	89%	11%
新钢股份	3323	402	89%	11%
韶钢松山	3186	425	88%	12%
八一钢铁	2844	404	88%	12%
柳钢股份	4319	643	87%	13%
华菱钢铁	3354	500	87%	13%
本钢板材	3343	498	87%	13%
凌钢股份	2608	482	84%	16%
重庆钢铁	2612	604	81%	19%
鞍钢股份	2956	684	81%	19%
马钢股份	3020	712	81%	19%
首钢股份	2981	777	79%	21%
杭钢股份	2363	663	78%	22%
包钢股份	3008	929	76%	24%
南钢股份	2844	958	75%	25%
宝钢股份	2796	1157	71%	29%
平均值	2944	556	85%	15%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 (注: 河钢股份未披露成本细分项, 暂未统计)

3.5 内生选股逻辑总结

图表 40: 普钢内生选股逻辑总结

评价指标	长线思维			短线思维
	盈利优异	现金流优劣	分红高低	盈利弹性
方大特钢	头部	优	高	大
三钢闽光	头部	中上	高	大
华菱钢铁	头部	优	潜在高分红	中
宝钢股份	优势	优	高	小
南钢股份	头部	中上	中上等	小
新钢股份	优势	波动大	中	中上
韶钢松山	优势	中上	—	中上
柳钢股份	近一年优势	中上	高	中
安阳钢铁	中下	中等	中	大
包钢股份	中下	中等	中下	小
凌钢股份	中下	中上	中	中下
马钢股份	中下	中上	中下	中下

资料来源: 国盛证券研究所

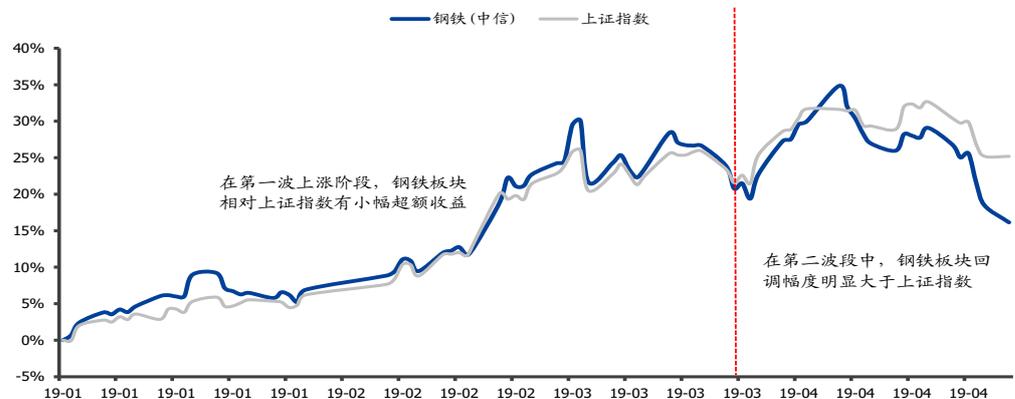
我们对在各项分析指标下表现优异的公司进行罗列并进行综合对比看, 我们认为长线选择上相对更加具备优势的公司主要有方大特钢、三钢闽光、华菱钢铁和宝钢股份。

4、投资策略: 优胜劣汰的时代

4.1 股市回顾

2019年以来在股市两个上涨波段中, 第一波段钢铁板块小幅跑赢上证综指, 但在第二波段中明显走势相对弱于上证综合指数。我们认为在第一波段中即一季度时期, 钢铁板块可以跑赢大盘主要源于有行业基本面复苏的映衬, 是钢价上涨与股市回暖双向驱动配合; 而在第二波段中钢铁板块明显回调幅度较大, 我们认为主要源于对后期春季旺季结束, 钢价回调基本面的先期反应。

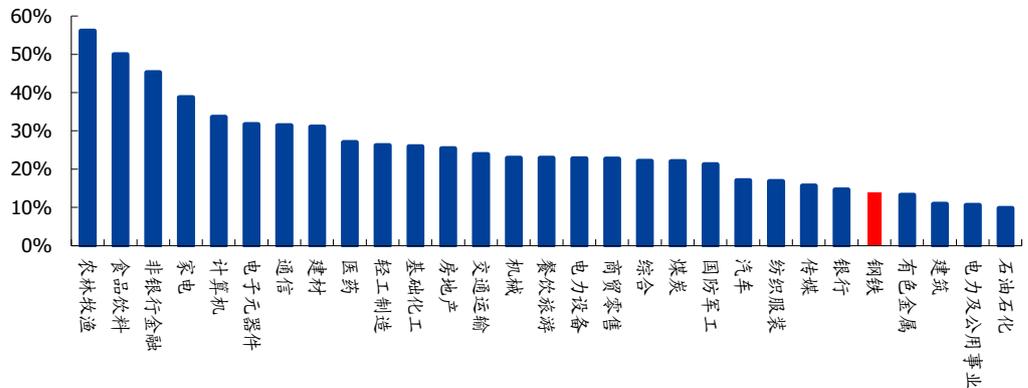
图表 41: 2019年以来钢铁板块相对上证综合指数走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对比各行业情况，2019年1-4月各行业平均累计涨幅为25%，钢铁板块累计涨幅仅为14%，低于平均值约11个pct，在29个行业中排名第25位，且其他排名相对靠后的行业如石油石化、建筑、有色金属等多为周期类板块。钢铁板块涨幅跑输多数行业主要源于在行业盈利回调及基本面悲观预期下，市场整体关注度下降，在股市上涨的行情中并没有给予充分积极的反应。

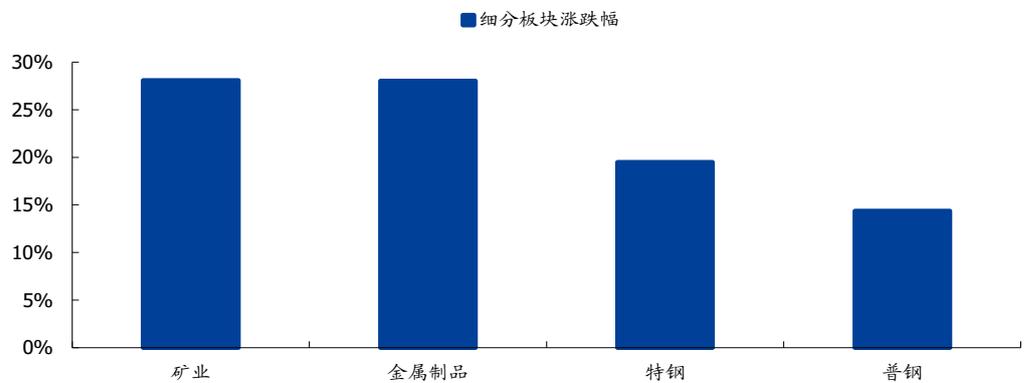
图表 42: 2019 年以来各行业区间涨跌幅(总市值加权平均)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从细分板块涨跌幅看，2019年以来涨幅最高的为矿业类公司，平均累计涨幅为28.1%，主要原因是受益矿价超预期上涨。其次为特钢和金属制品板块，分别累计上涨28%/19%；普钢板块平均累计涨幅仅为14%。

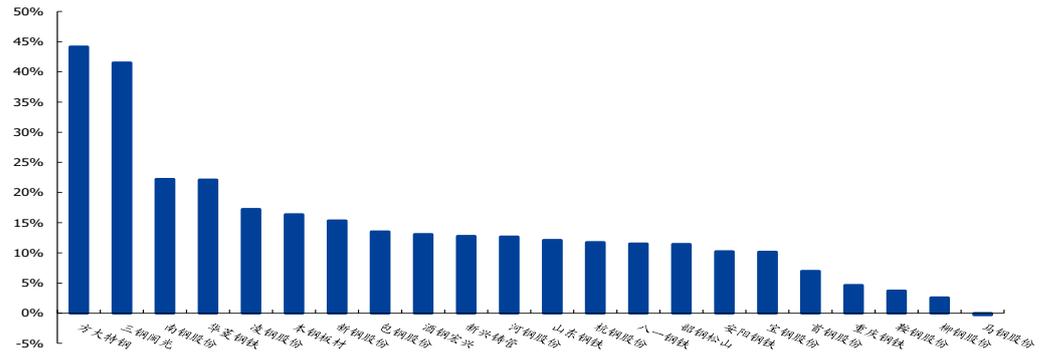
图表 43: 2019 年以来钢铁行业细分板块涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

但在普钢个股表现中，也有表现非凡的个股。其中，方大特钢、三钢闽光 2019 年以来分别累计上涨 44%/42%，涨幅高于多数矿业及特钢、制品类企业，表现较为突出。此外，南钢、华菱、凌钢、本钢、新钢等累计涨幅也都在均值之上。回顾年初策略，我们主要从成本优势、高分红潜力两个方向进行选股，其中方大特钢、三钢闽光是明显的吨钢盈利优且属于传统高分红的企业，也是我们重点推荐的标的，上半年的行情走势充分印证了我们年初选股思路的正确性。

图表 44: 2019 年以来普钢细分子公司累计涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 投资建议

2019 年供给与成本端红利双双退去, 但需求端仍存多项向好预期, 对于基本面不必过度悲观, 全年盈利虽有回落但不是衰退。今年行业层面干预减少后会使企业的盈利更加“真实”、更加稳定, 企业间的盈利增速会开始分化, 当中会更加凸显出不同公司的经营特质与优势, 能者居上。当公司这种优异经营能力与成果不断被市场认可后利于抬升相应公司的估值, 提高配置价值。综合上述分析, 普钢标的中我们认为方大特钢、三钢闽光、华菱钢铁无论是从长期视角还是从短期弹性看均是较为优异的标的, 具有配备价值, 给予重点推荐; 宝钢股份公司经营优质, 经营现金流充沛, 可长期战略配置; 在普钢之外, 我们继续看好油气勘探输送领域的高景气对加工类制品的需求, 建议重点关注久立特材。

图表 45: 重点跟踪公司估值情况一览

证券代码	证券简称	EPS(元)			PE(倍)			PB(倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000932.SZ	华菱钢铁	1.61	1.70	1.81	4.0	3.8	3.6	0.9	0.7	0.7
000717.SZ	韶钢松山	1.13	1.17	1.22	4.2	4.0	3.8	1.2	0.9	0.8
002110.SZ	三钢闽光	2.90	3.04	3.22	5.6	5.3	5.1	1.3	1.1	1.0
600282.SH	南钢股份	0.84	0.88	0.82	4.0	3.9	4.2	0.8	0.7	0.6
600782.SH	新钢股份	1.18	1.23	1.28	4.4	4.3	4.1	0.8	0.7	0.6
601003.SH	柳钢股份	1.34	1.46	1.40	4.7	4.3	4.5	1.3	1.0	0.9
600808.SH	马钢股份	0.59	0.63	0.65	5.7	5.3	5.1	0.8	0.7	0.6
600507.SH	方大特钢	1.39	1.54	1.73	7.3	6.6	5.8	1.9	1.6	1.5
600019.SH	宝钢股份	0.80	0.86	0.82	8.3	7.8	8.1	0.8	0.7	0.7
600581.SH	八一钢铁	0.28	0.37	0.42	13.5	10.5	9.1	1.3	1.2	1.1
000708.SZ	大冶特钢	1.35	1.42	1.53	9.7	9.3	8.6	1.6	1.4	1.3
002318.SZ	久立特材	0.43	0.47	0.51	16.3	14.9	13.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (除华菱钢铁、方大特钢外其余盈利预测为 Wind 一致预期)

5、风险提示

- 1、不限产企业产量波动超预期风险：**若钢价向下调整致吨钢盈利大幅萎缩时，企业主动减产能动性不强，甚至出现持续增长且增长幅度超出预期的局面，则行业整体盈利恢复难度加大，全年盈利中枢或继续向下调整；
- 2、产能置换致有效产能大幅释放的风险：**若产能置换监管不严，出现大批新旧设备同时有产出或者大规模出现低效率产能置换的高效率产能集中投产，产量在短期内增长幅度超预期，则会给钢价带来进一步下调的压力；
- 3、环保限产政策实际执行效果低于预期的风险：**若限产实际执行结果没有达到最本质的要求，以至于处于限产领域的企业在限产期间也没有减产迹象或减产迹象及其微弱，达到了正常生产甚至超产的水平；
- 4、需求下滑超预期的风险：**若地产需求韧性不足或基建恢复程度低于预期，则全年需求下滑存在超出预期的风险；
- 5、原料价格相对钢价表现强势且超预期的风险：**若国外铁矿石供给端减产再度扩大或钢厂增产超预期致矿价相对坚挺，则存在吨钢盈利中枢下移超预期的风险；
- 6、外部环境持续恶化的风险：**若外部经济贸易环境继续恶化，或大规模影响行业间接出口需求，则存在外部需求低于预期的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com