

行业报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

建材行业

2018 年业绩回顾及 2019 年展望: 波动增加, 回报有限

■ 宏观因素并没有超预期, 我们认为 2019 年钢铁企业盈利不确定性加剧, 风险与回报不匹配, 维持中性评级

■ 水泥行业预计 2019 年一季度量价仍同比增长, 但全年盈利向上空间有限

■ 铁矿石价格波动将加剧, 其影响尚未完全释放, 长期我们持谨慎态度
钢价与盈利背离加剧, 收益与风险并不匹配

年初以来, 马鞍山钢铁(323 HK)和鞍钢股份(347 HK)的涨幅为 18.3% 和 5.6%, 我们认为这主要是受环保执行力度超预期和螺纹钢期货走强(螺纹钢期货年初至今涨幅为 11.3%)的直接支撑。但与股价的乐观表现相反, 受 2018 年末以来钢价疲弱和巴西溃坝事件影响, 我们估算螺纹钢、冷轧薄板、热轧薄板和中厚板年初至今的吨钢估算毛利较 2018 年同期下降了 307/590/502/445 元人民币。马鞍山钢铁和鞍钢股份年初至今 2019 年净利润市场一致预期下降了 21%/20%。我们认为: 1) 股价与盈利难以长期背离, 钢铁企业盈利下滑已十分确定; 2) 基本面目前来看并没有超预期的迹象, 基建温和复苏, 房地产新开工明显下滑, 环保政策虽然趋严, 但执行力度有待观察, 且没有超过我们的极端假设; 3) 2019 年铁矿石价格的系统性波动预计明显增大, 对应钢铁行业盈利的不确定性亦较年初增加; 4) 大部分公司估值在 2018 年末和 2019 年初的调整后仍处于高位, 即使基本面大幅好转, 估值上行空间非常有限。综上所述, 我们认为钢铁企业短期内风险与收益并不匹配, 且不确定性持续增加, 建议持续观望, 我们维持对行业中性评级。

水泥 2019 年一季度量价上升, 关注需求强势区域

2018 年水泥行业盈利大幅增长 76%, 主要受益于需求的稳定和水泥价格的大幅提升。水泥价格以历史高位为起点进入 2019 年, 2019 年一季度全国水泥价格同比增长 8.3%, 水泥-煤炭价差同比增长 7.8%。3 月中旬后, 随着天气转好, 南方地区水泥出货得以恢复, 目前已全面进入旺季; 考虑到去年二季度的高基数, 预计今年二季度行情同比稳定。由于我们预计今年全国行业量价同比上升空间缩小, 推荐关注京津冀、粤港澳大湾区及长三角等需求强势区域。目前港股水泥板块平均股价较年初增长 33%, 行业平均估值 1.14 倍前瞻市净率, 高于历史平均 15%, 我们认为已经反映了市场对之前过于悲观的行业预期的修复, 维持行业中性评级。

铁矿石影响并未完全释放, 全年系统性波动将加剧

随着 3 大矿企公告产量收缩, 对中国铁矿石进口的潜在影响在 2,500-4,000 万吨左右。对应 2019 年需求的 2%-3.5%, 由于 80 美元以上的非主流矿成本曲线斜率明显提升, 2019 年整体铁矿石价格波动将加剧。由于前期铁矿石价格升幅过快, 也压制了前期一定的补库需求, 随着库存的消耗, 钢厂不得不进行补库, 所以我们预计本轮价格调整尚未结束, 我们预计 2019 年铁矿石价格大概率在 100-130 美元/吨之间波动(目前价格为 96 美元/吨)。

重点公司主要财务指标

公司	股票代码	评级	股价(港元)	目标价(港元)	上涨空间	市值(百万美元)	EPS	P/E (x)	P/B (x)	ROE (%)	净负债比率			
							FY18	FY19E	FY18	FY18	FY19E	FY18		
海螺水泥	0914.HK	中性	49.8	49.0	-1.6%	33,062	5.6	5.7	7.6	7.5	1.9	26.4%	22.5%	0.3%
中国建材	3323.HK	中性	7.5	6.6	-12.2%	8,086	1.0	1.0	6.7	6.3	0.8	10.3%	10.0%	130.6%
鞍钢股份	0347.HK	中性	5.7	5.9	4.2%	5,985	1.1	0.8	4.4	6.4	0.7	15.2%	9.7%	32.5%
马鞍山钢铁	0323.HK	中性	4.1	3.4	-16.4%	4,428	0.8	0.5	4.5	7.7	1.0	21.1%	12.5%	14.8%

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)预测, 基于 2019 年 4 月 12 日收盘价

焦一丁, CFA FRM 魏芸
+86 755 8290 8475 +86 755 8373 2985
jiaoyd@cmschina.com.cn weiyun@cmschina.com.cn
赵安博
+86 755 8285 2939
zhaoab@cmschina.com.cn

中性

前次评级	中性
恒生指数	29910
国企指数	11660

行业表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.1	6.4	(20.7)
相对表现	(2.0)	(6.5)	(10.8)

相关报告

1. 马鞍山钢铁股份(323 HK) - 2019年或比想象中更加艰难, 2019/3/26
2. 鞍钢股份(347 HK) - 2018年符合预期, 2019年面临挑战, 2019/3/19
3. 钢铁行业 - 季调后春节后需求尚可, 但盈利能力无明显改善迹象, 2019/3/5
4. 钢铁行业 - 巴西矿难导致铁矿石价格波动, 维持中性评级, 2019/2/13
5. 钢铁行业 - 供需不弱, 价格不振, 2019/1/21
6. 钢铁行业 - 库存仍快速下降, 静候采暖季限产数据表现, 2018/12/24
7. 钢铁及水泥行业 - 动能消失, 不进则退, 2018/12/3
8. 钢铁行业 - 库存仍快速下降, 静候采暖季限产数据表现, 2018/11/6

重点图表

图1: 100城成交土地规划建筑面积和房屋新开数据比较



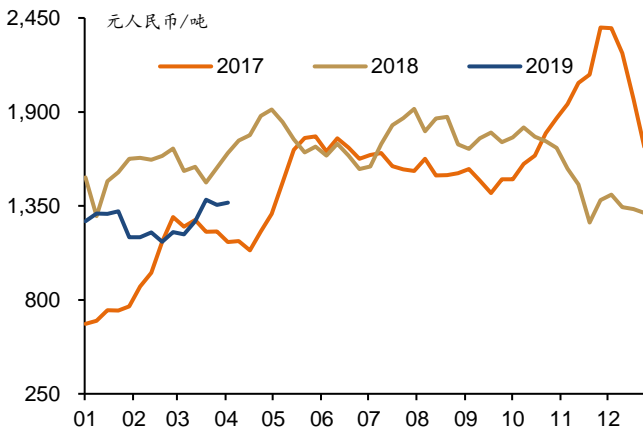
资料来源: Wind、招商证券(香港)预测

图2: 基建固定资产投资累计同比及预测



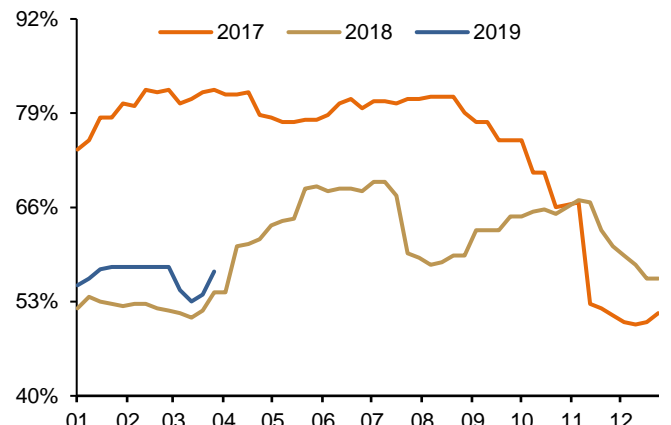
资料来源: Wind、招商证券(香港)预测

图3: 螺纹钢估算盈利空间(售价-原燃材料成本)



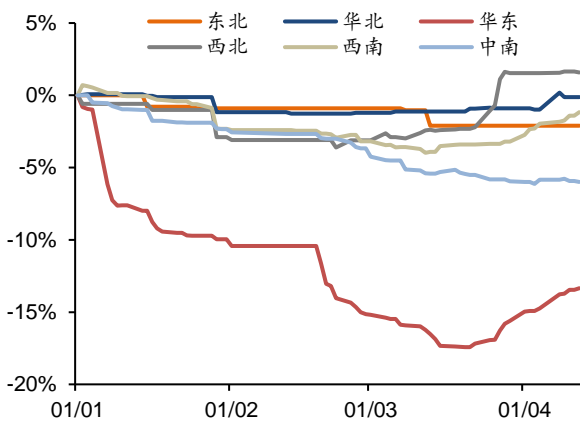
资料来源: 中国钢铁工业协会、招商证券(香港)

图4: 河北高炉开工率情况



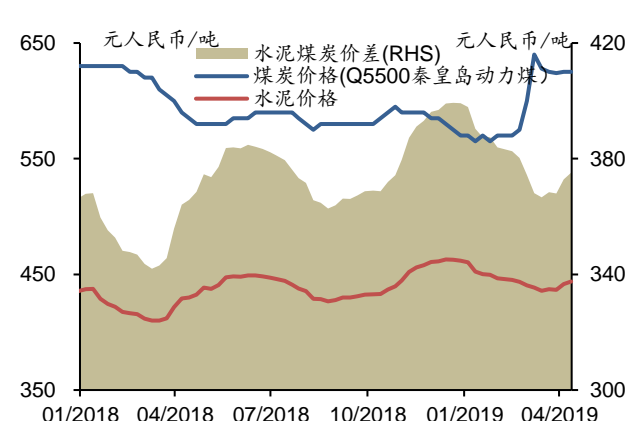
资料来源: 中国钢铁工业协会、招商证券(香港)

图5: 今年年初以来各地水泥价格变化情况



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图6: 水泥-煤炭价差



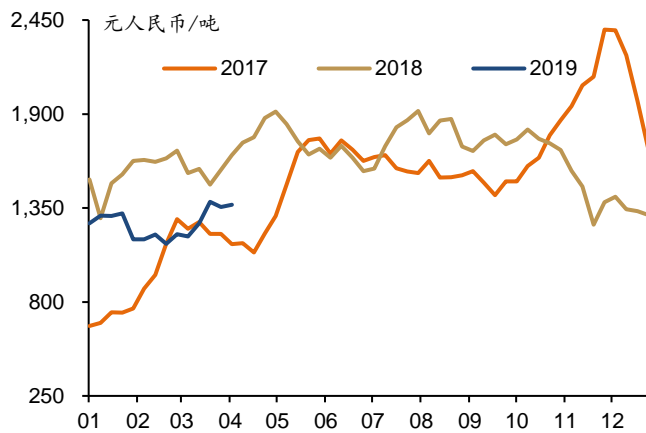
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

钢价与盈利背离加剧，收益与风险并不匹配

年初以来，马鞍山钢铁（323 HK）和鞍钢股份（347 HK）的涨幅为 18.3%和 5.6%，我们认为这主要是受环保执行力度超预期和螺纹钢期货走强（螺纹钢期货年初至今涨幅为 11.3%）的直接支撑，以及市场对贸易战担忧缓和、制造业 PMI 数据理想以及整体市场情绪好转等间接因素的影响。

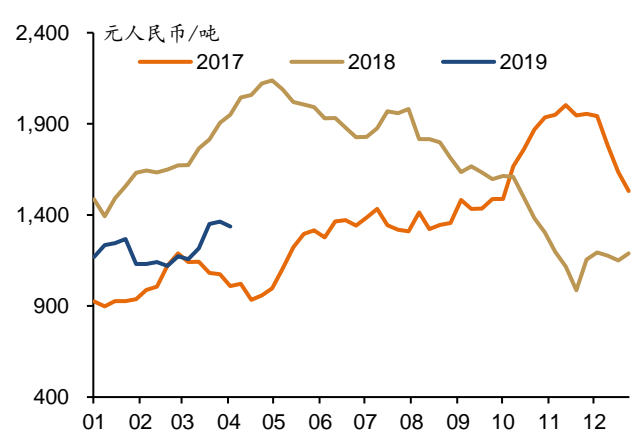
和股价的乐观表现相反，由于 2018 年供暖季相对宽松的限产政策导致钢铁价格疲弱，叠加淡水河谷溃坝事件导致铁矿石价格飙升。根据我们的估算，螺纹钢、冷轧薄板、热轧薄板和中厚板年初至今的吨钢估算毛利较 2018 年同期下降了 307/590/502/445 元人民币。

图7：螺纹钢估算盈利空间（售价-原燃材料成本）



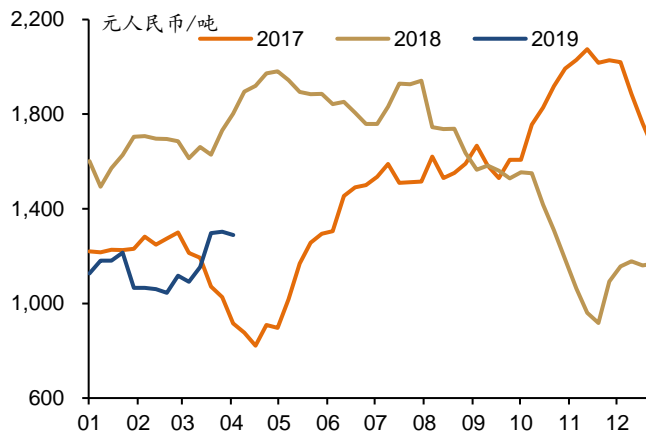
资料来源：中国钢铁工业协会、招商证券（香港）

图8：中板估算盈利空间（售价-原燃材料成本）



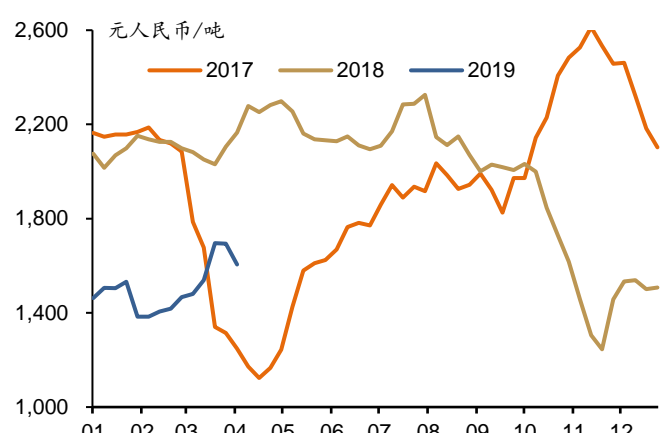
资料来源：中国钢铁工业协会、招商证券（香港）

图9：热轧薄板估算盈利空间（售价-原燃材料成本）



资料来源：中国钢铁工业协会、招商证券（香港）

图10：冷轧薄板估算盈利空间（售价-原燃材料成本）



资料来源：中国钢铁工业协会、招商证券（香港）

目前已经有多家钢铁企业公布了盈利预告，1 季度业绩普遍录得较大幅度倒退，和我们对钢材的毛利估算情况一致。年初以来马鞍山钢铁和鞍钢股份 2019 年盈利预测市场一致预期分别下降了 20%和 21%。

图11: 2019年一季度业绩预告

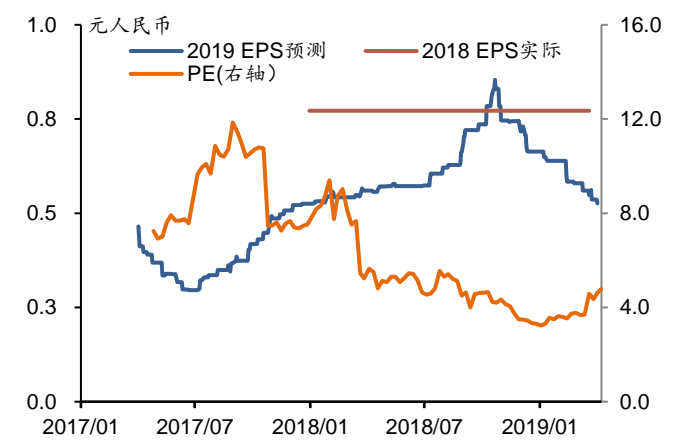
代码	公司	19年1季度业绩预计下滑
000898.SZ	鞍钢股份	78%
600231.SH	凌钢股份	73%
002075.SZ	沙钢股份	53% - 69%
601003.SH	柳钢股份	60% - 67%
002110.SZ	三钢闽光	12% - 44%
000932.SZ	华菱钢铁	17% - 24%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

我们认为 2019 年即使环保执行力度与 2018 年一致, 由于企业环保升级的不断深化, 供需关系仍将转向相对宽松。同时我们认为淡水河谷 (VALE.N, 未评级)、力拓 (RIO.N, 未评级) 以及必和必拓 (BBL.N, 未评级) 产量收缩的影响并未完全释放。在完全释放后, 由于 80 美元每吨以上的铁矿石成本线更为陡峭, 铁矿石价格的波动幅度将系统性增大, 对黑天鹅事件的反映也将更为激烈。综合来看, 钢厂的定价能力转弱的同时, 行业面对的不确定性加大, 下行风险大于上行风险。

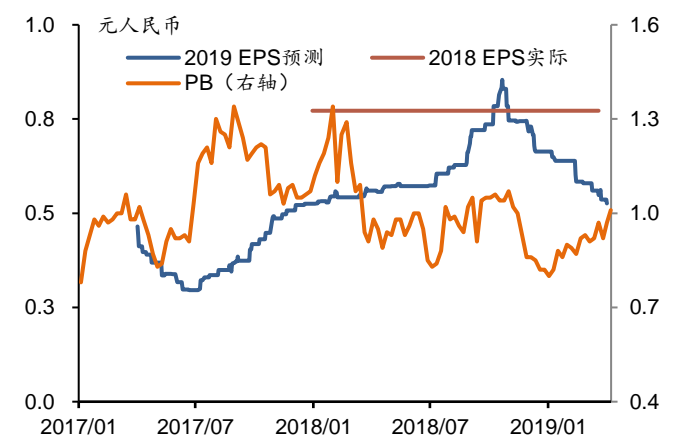
综上所述, 我们认为: 1) 股价与盈利难以长期背离, 钢铁企业盈利下滑已十分确定; 2) 基本面目前来看并没有超预期的迹象, 基建温和复苏, 房地产新开工明显下滑, 环保政策虽然趋严, 但执行力度有待观察且没有超过我们的极端假设; 3) 铁矿石短缺对价格的影响将持续发酵, 且 2019 年铁矿石价格的系统性波动预计明显增大, 对应钢铁行业盈利的不确定性亦较年初增加; 4) 大部分公司估值在 2018 年末和 2019 年初的调整后仍处于高位, 即使基本面大幅好转, 估值上行空间非常有限。我们认为钢铁企业短期内风险与收益并不匹配, 且不确定性持续增加, 建议持续观望, 我们维持对行业中性评级。

图12: 马鞍山钢铁市盈率与净利润市场一致预期比较



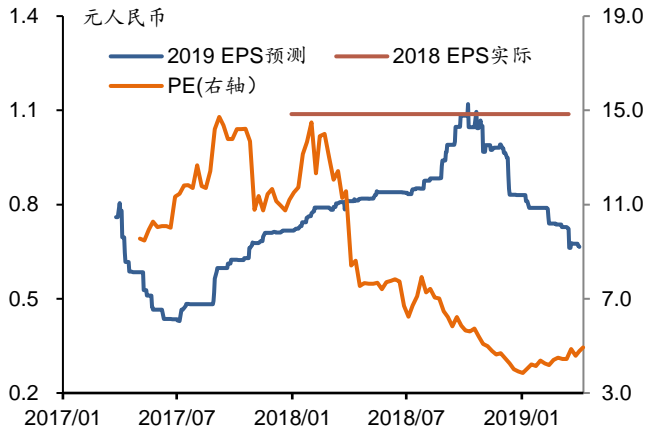
资料来源: Bloomberg、Wind、招商证券(香港)

图13: 马鞍山钢铁市净率与净利润市场一致预期比较



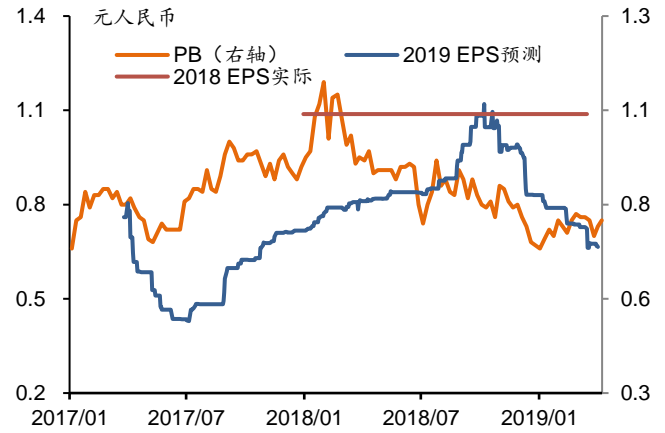
资料来源: Bloomberg、Wind、招商证券(香港)

图14: 鞍钢股份市盈率与净利润市场一致预期比较



资料来源: Bloomberg、Wind、招商证券(香港)

图15: 鞍钢股份市净率与净利润市场一致预期比较



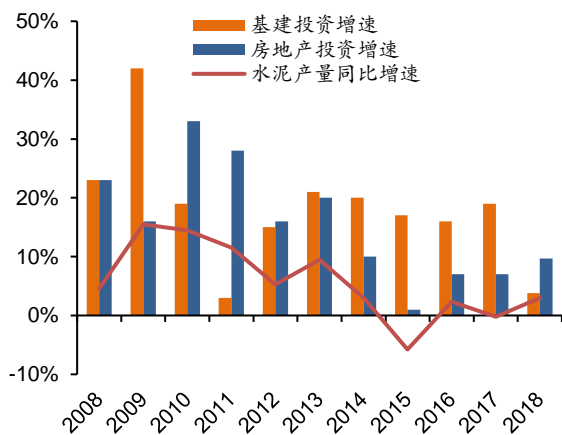
资料来源: Bloomberg、Wind、招商证券(香港)

水泥一季度价格略有增长, 关注地区龙头

2018年行业盈利大幅增长, 符合预期

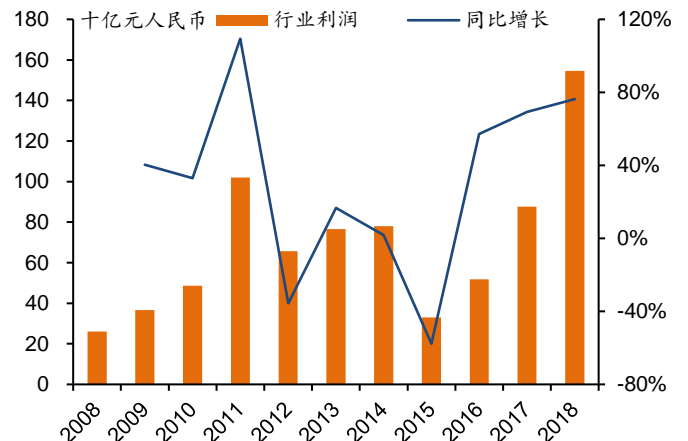
2018年水泥行业盈利大幅增长76%至1,546亿元人民币, 主要受益于: 1) 需求的稳定。2018年虽然基建投资仅同比增长3.8%, 但房地产投资同比增长9.5%, 水泥产量同比增长3%。2) 供给端的严格控制助推水泥价格提升。2018年全年水泥价格同比增长28%, 尤其是华东地区在四季度大幅增长。

图16: 2018年水泥需求稳定



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图17: 2018年水泥行业盈利大幅增长



资料来源: 国家统计局、招商证券(香港)

2019年一季度量价同比略有增长

经过2018年四季度的飙升, 水泥价格以历史高位为起点进入2019年。由于一季度为水泥行业传统淡季, 1-2月经历一轮回调。季度环比来看, 2019年一季度全国水泥价格下降3.6%, 华东地区下降7.6%; 同比来看, 1-2月基建投资同比增长4.3%, 房地产投资同比增长11.6%, 房屋新开工同比增长6%, 水泥需求同比增长0.5%, 基本稳定; 2019年一季度全国水泥价格同比增长8.3%, 华东地区增长8.1%, 全国水泥-煤炭价差同比增长7.8%。从各地区情况来看, 1-2月由于春节假期、南方雨水较多等原因, 整体需求不振; 从3月中旬以后, 随着天气转好, 以及各地区基建投资

开始发力，南方地区水泥出货得以恢复。目前，各地已进入旺季；考虑到去年二季度的高基数，预计今年二季度行业销售量价同比稳定，上半年整体有增长。

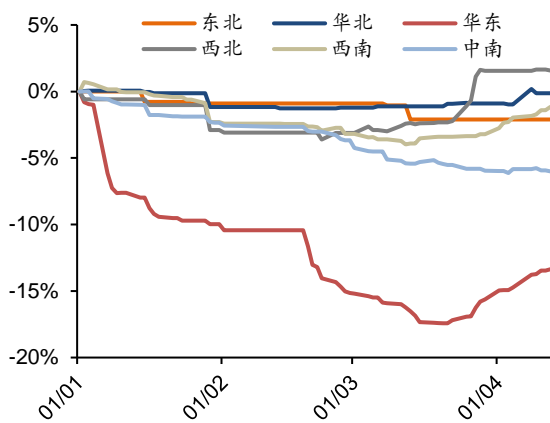
2019年由于预计房地产投资增速放缓，水泥需求整体面临一定压力；且水泥行业经历了2017-18年价格大幅上涨，2019年（尤其是四季度）价格再向上的空间缩小，旺季涨价将以小幅上涨、局部地区上涨为主。相较而言，全国性龙头和布局于京津冀、粤港澳大湾区和长三角等需求强势地区的企业盈利更具稳定性。

图18: 2019年一季度各地区水泥价格指数及环比、同比增长

	全国	长江	东北	华北	华东	西北	西南	中南
2018Q1	138.96	142.32	114.18	128.76	146.37	124.39	132.56	144.72
2018Q4	156.21	174.15	122.26	136.68	171.23	134.14	145.26	157.54
2019Q1	150.52	156.45	121.34	139.24	158.29	133.43	144.20	158.56
QoQ	-3.6%	-10.2%	-0.7%	1.9%	-7.6%	-0.5%	-0.7%	0.7%
YoY	8.3%	9.9%	6.3%	8.1%	8.1%	7.3%	8.8%	9.6%

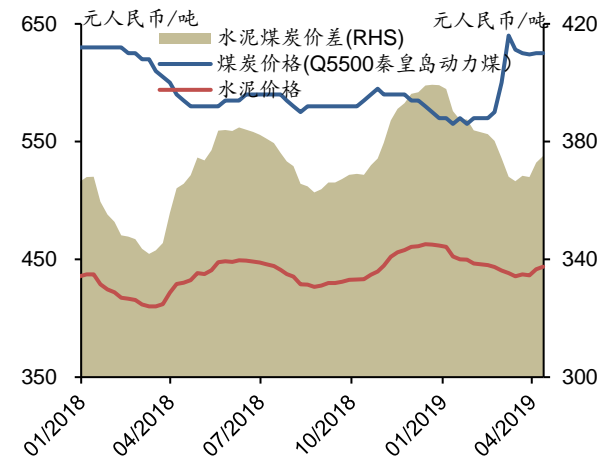
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图19: 今年年初以来各地水泥价格走势比较



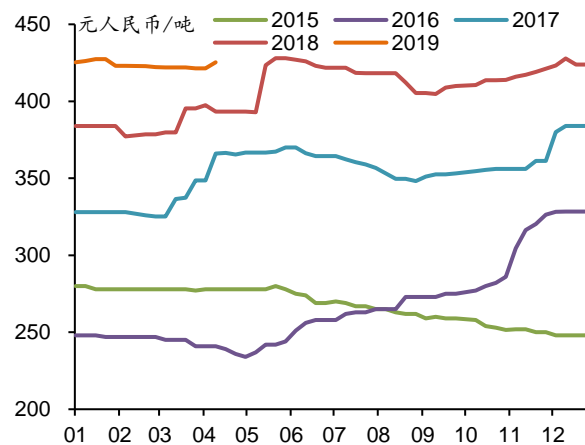
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图20: 水泥-煤炭价差



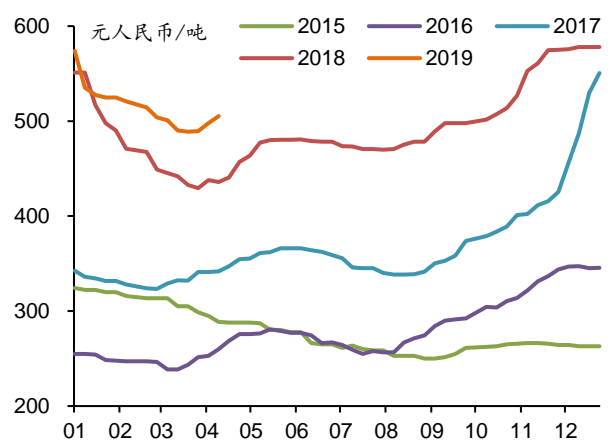
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图21: 华北PO42.5水泥价格



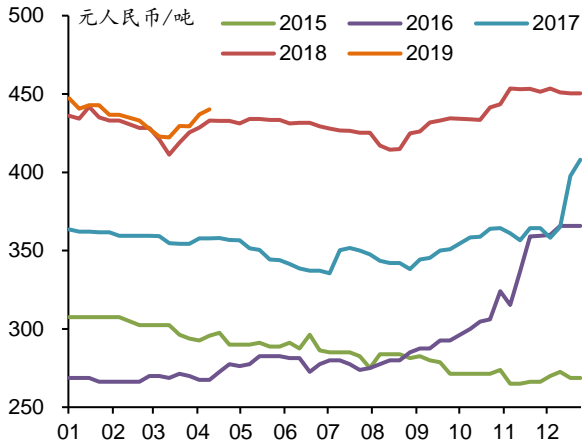
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图22: 华东PO42.5水泥价格



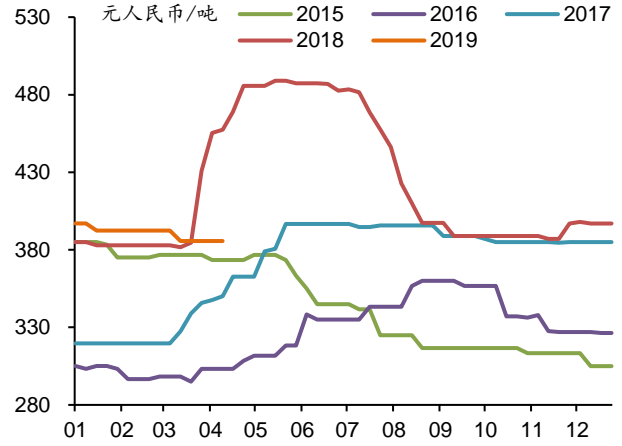
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图23: 西南PO42.5水泥价格



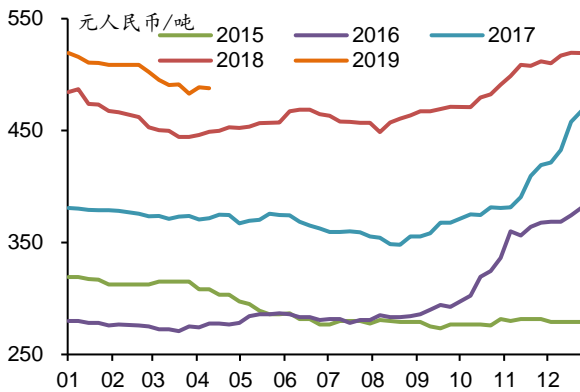
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图24: 东北PO42.5水泥价格



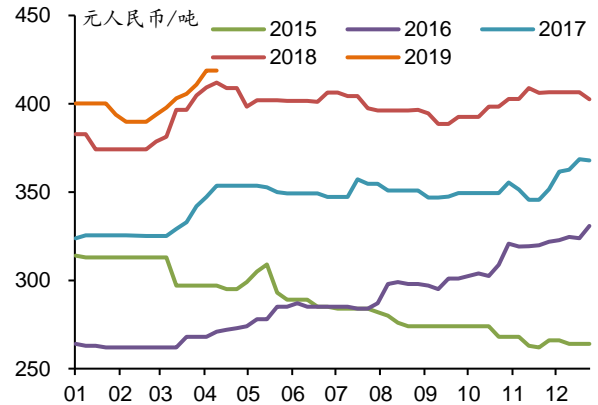
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图25: 中南PO42.5水泥价格



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图26: 西北PO42.5水泥价格



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

铁矿石价格波动加剧，不应过度关注短期因素

淡水河谷公告溃坝导致 2019 年产量将从 3.72 亿吨下降至 2.97 亿吨，同时增加 1,000 万吨的外部采购（增加外部采购不影响整体供需）。如果 Brucutu 矿区复产，产量也会下降至 3.22 亿吨，所以淡水河谷的总产能降低在 5,000-7,500 万吨。同时受热带气旋 Veronica 影响，力拓预计 2019 年出货量将处于之前指引的 3.38-3.5 亿吨的低端。

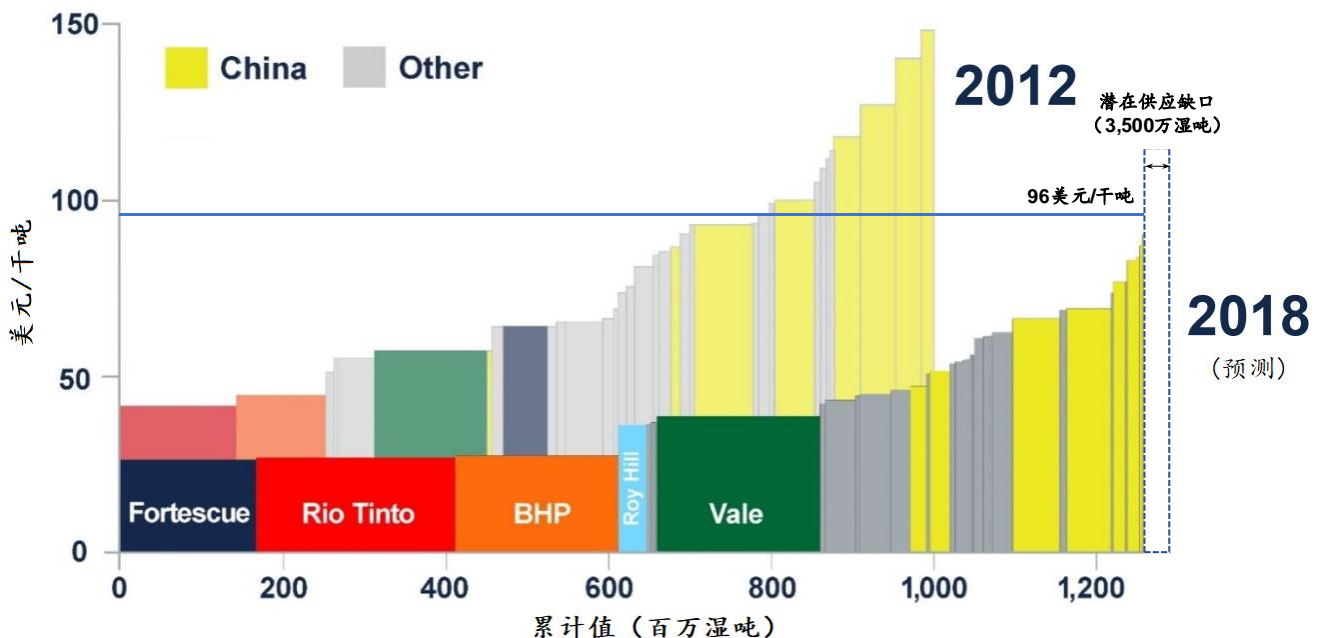
图27: 2019年铁矿石产量指引（百万吨）

公司	2019 原指引	2019 新指引	变化幅度
FMG	170	不变	
力拓	338 - 350	降至低端	
必和必拓	245	降低 14	
淡水河谷	372	297-332	
（不包括 1 千万吨第三方采购）			
总计	约 1,131	约 1,054	减少约 6.9%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

总体来看，目前较为确定的产能缩减在 5,500-8,000 万吨，由于中国需求约为全球需求的 50%，对应中国潜在的影响在 2,500-4,000 万吨左右。虽然潜在影响仅占 2019 年需求的 2%-3.5%，且缺口大概率可以被高成本的非主流矿弥补，但由于 80 美元以上的非主流矿成本曲线斜率明显提升，在面对同样幅度的供需波动，当前价格波动将明显大于在 60 美元附近的波动。由于前期铁矿石价格升幅过快，也压制了一定的补库需求，而随着库存的消耗，钢厂不得不进行补库，我们认为 2 季度铁矿石价格有望继续冲高，我们预计 2019 年铁矿石价格大概率在 100-130 美元/吨之间波动（目前价格为 96 美元/吨）。且后续如果出现突发状况，价格的波动将更明显。

图28: 中国铁矿石需求及成本曲线



资料来源: Metalytics, 招商证券 (香港)

铁矿石对钢铁企业盈利的影响在短期内是存在差异的，这个差异主要来自于不同企业铁矿石库存情况的不同而不是矿石来源的不同。由于此轮铁矿石的价格波动起点为淡水河谷溃坝，铁矿石价格短期快速拉升，如果钢厂库存充足，则铁矿石对 1 季度的影响则较小，甚至还能从钢价提升获利。而对于矿石的来源而言，1) 大部分上市钢企虽然有关联方

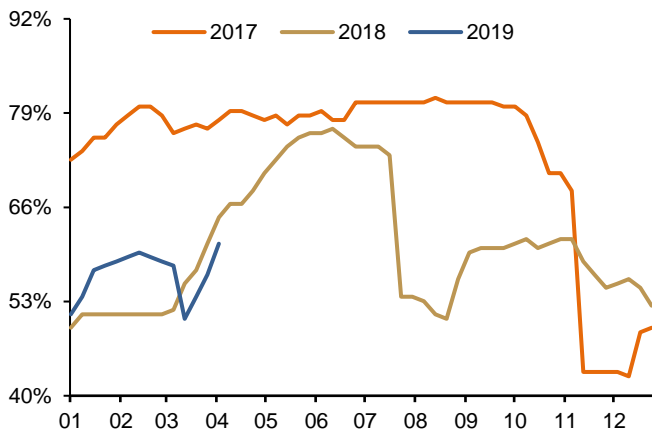
铁矿石资源，但并不在上市公司体内，所以不能对冲铁矿石涨价影响；2) 关联方铁矿石的价格也往往采取市场化的定价机制，大部分绑定了某项指数并给与一定的优惠条件，并不能在铁矿石波动期间给钢厂带来系统性超额收益。

综合上述观点，我们认为企业补库的节奏不同导致1季度的盈利会出现分化，但在2季度影响将趋同。铁矿石供应紧张格局已定，铁矿石系统性价格波动将增大，整体对钢铁企业影响负面。

环保略超预期，房地产及基建基本符合预期

环保方面，近期河北唐山、武安，山西临汾相继发布通知，预告当地钢铁、焦化等行业2-3季度的限产细则。从产能利用率情况来看，2019年与2018年接近，近期的环保情况超过市场预期。目前高炉开工情况与2018年相近。

图29: 唐山高炉开工率



资料来源: 中国钢铁工业协会, 招商证券(香港)

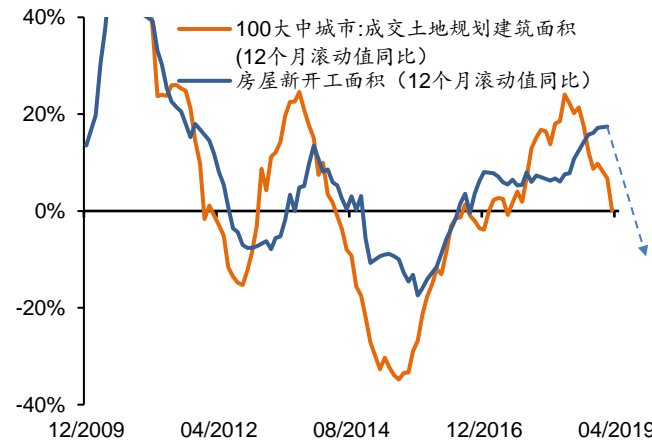
图30: 河北高炉开工率



资料来源: 中国钢铁工业协会, 招商证券(香港)

房地产开工情况符合预期，前2个月房屋新开工面积同比增速为6%，较2018年的17.2%明显下滑，符合我们的预期。100城成交土地规划建筑面积3月份同比增速维持下滑，我们根据其12个月滚动同比推测，2019年上半年房地产新开工将出现持续下滑。目前需求尚可部分得益于2018年开工较强带来的持续影响，而随着该影响的逐步消退，2019年下半年的真实需求将进一步承压。

图31: 100城成交土地规划建筑面积和房屋新开数据比较



资料来源: Wind, 招商证券(香港)预测

图32: 基建固定资产投资累计同比及预测



资料来源: Wind, 招商证券(香港)预测

基建方面，前两个月固定资产投资同比提升 4.3%，2018 年为 3.8%。基建拐点出现，虽然我们认为目前受季节因素影响升幅并不明显，但预计基建复苏幅度将逐步提升。我们在之前的报告中（《2019 年基建资金构成预测与分析》，2019 年 3 月 15 日）从基建资金来源的层面，我们预计 2019 年基建固定资产投资将同比提升 14%。

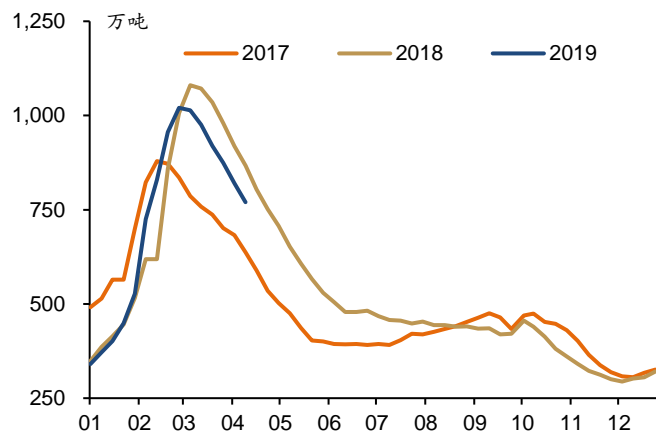
图33: 基建资金来源金额细分

亿元人民币	2018 估算	2019 预测	2019 预测占比	2019 增速
中央预算内基金	5,376*	5,776**	2.9%	7.4%
地方预算内基金	21,051	22,357	11.1%	6.2%
预算内资金总计	26,427	28,133	14.0%	6.5%
政府性基金支出（不包含专项债）	54,397	63,670	31.6%	17.0%
城投债	6,148*	6,148	3.0%	0.0%
专项债	13,500*	21,500**	10.7%	59.3%
PPP（资本金）	3,700	6,660	3.3%	80.0%
非标	27,964	27,964	13.9%	0.0%
自筹总计	105,710	125,943	62.5%	19.1%
外资+ 其他	10,571	10,571	5.2%	0.0%
缺口	5,285	5,603	2.8%	6.0%
国内贷款	28,189	31,375	15.6%	11.3%
合计	176,183*	201,624	100.0%	14.4%

资料来源: 政府工作报告、招商证券（香港）估算及预测；*2018年实际值，**2019年政府明确指引

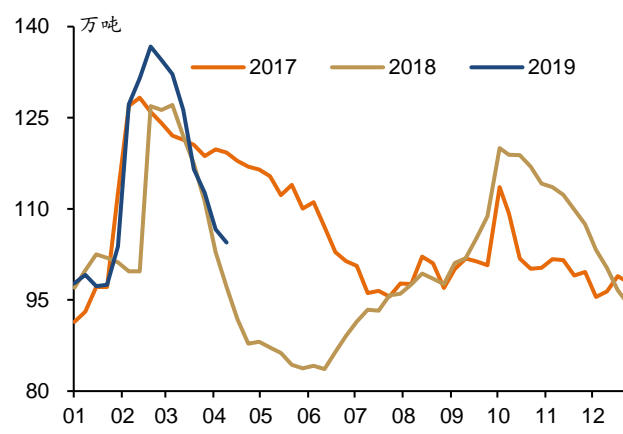
总体来看，环保严格程度略超预期，但房地产和基建的情况基本符合预期。库存数据基本介于 2017-2018 年水平之间，供需处于正常区间。

图34: 螺纹钢社会库存



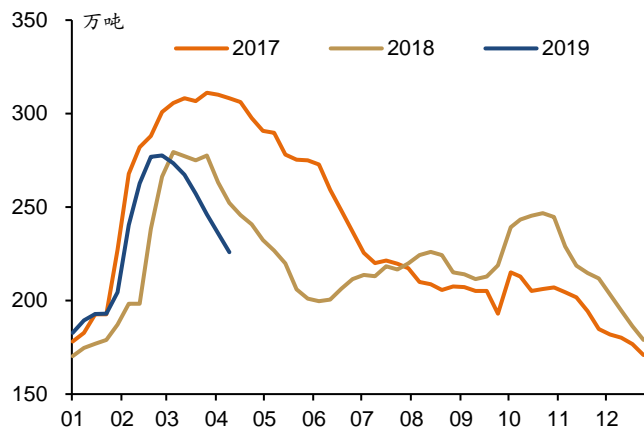
资料来源: 中国钢铁工业协会、招商证券（香港）

图35: 中板社会库存



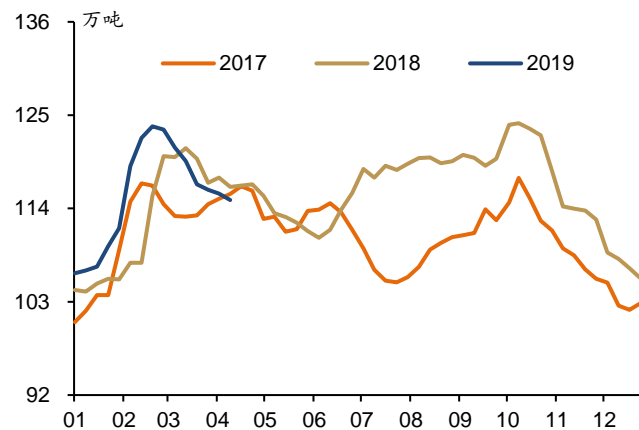
资料来源: 中国钢铁工业协会、招商证券（香港）

图36: 热轧薄板社会库存



资料来源: 中国钢铁工业协会、招商证券(香港)

图37: 冷轧薄板社会库存



资料来源: 中国钢铁工业协会、招商证券(香港)

图38: 同业比较

公司	代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 2018e-20e		净负债 比率	
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	EPS	EBITDA	2018e	
大型基建																				
中国交建	1800.HK	买入	8.2	10.3	25.4%	29,438	3.1	2.6	0.5	0.5	5.7	5.0	0.4	0.3	9.7%	10.2%	15.9%	20.3%	55.6%	
中国中铁	0390.HK	中性	6.5	7.3	10.9%	24,024	1.8	1.7	0.7	0.7	6.6	5.9	0.8	0.7	11.2%	11.1%	8.7%	6.9%	5.4%	
中国铁建	1186.HK	中性	9.7	12.6	29.1%	22,700	6.0	5.3	0.6	0.6	5.5	4.6	0.5	0.4	11.6%	12.0%	11.2%	11.8%	净现金	
中国能建	3996.HK	中性	1.0	1.8	86.3%	3,635	6.0	5.4	0.5	0.4	4.2	3.7	0.4	0.3	11.7%	12.3%	11.3%	9.8%	6.0%	
行业平均						19,949	4.2	3.7	0.6	0.5	5.5	4.8	0.5	0.4	11.1%	11.4%	11.8%	12.2%	22.3%	
中型基建																				
中建国际	3311.HK	买入	7.7	8.9	15.9%	4,943	7.0	6.2	0.9	0.8	8.6	7.1	0.4	0.3	10.4%	11.6%	21.3%	15.5%	12.4%	
中机工程	1829.HK	中性	4.0	4.3	9.1%	2,088	-1.6	-1.2	0.8	0.7	5.6	4.4	0.3	0.2	13.8%	15.7%	18.4%	22.5%	净现金	
行业平均						3,515	2.7	2.5	0.8	0.8	7.1	5.7	0.4	0.3	12.1%	13.6%	19.9%	19.0%	12.4%	
铁路设备																				
城建设计	1599.HK	买入	2.8	4.4	56.0%	485	-0.1	-0.1	0.7	0.7	5.6	4.5	0.3	0.2	12.6%	13.7%	19.6%	18.1%	净现金	
中国中车	1766.HK	中性	7.3	7.1	(2.2%)	37,466	12.4	10.5	1.2	1.1	15.8	12.3	0.8	0.6	7.6%	9.0%	19.2%	12.0%	净现金	
中国通号	3969.HK	中性	6.1	6.2	0.8%	6,868	8.8	7.9	1.5	1.4	13.2	11.8	0.8	0.7	12.1%	12.6%	17.0%	16.2%	净现金	
时代电气	3898.HK	中性	43.0	37.6	(12.6%)	6,443	13.8	13.1	2.1	1.9	16.6	15.2	1.9	1.7	13.2%	12.7%	8.8%	8.1%	净现金	
铁建装备	1786.HK	中性	2.1	2.4	11.8%	409	5.9	5.0	0.5	0.5	17.6	13.8	0.8	0.6	2.8%	3.5%	23.4%	15.8%	净现金	
行业平均						10,334	8.2	7.3	1.2	1.1	13.7	11.5	0.9	0.8	9.6%	10.3%	17.6%	14.0%	n.a.	
工程机械																				
中联重科	1157.HK	买入	4.9	6.4	29.8%	5,983	17.7	16.6	0.9	0.8	16.2	12.7	0.7	0.5	5.3%	6.7%	23.4%	8.1%	69.5%	
中国龙工	3339.HK	买入	2.9	3.4	18.2%	1,555	6.2	5.0	1.3	1.2	9.1	6.9	0.5	0.3	13.9%	16.8%	19.9%	11.9%	17.7%	
行业平均						3,769	12.0	10.8	1.1	1.0	12.7	9.8	0.6	0.4	9.6%	11.7%	21.6%	10.0%	43.6%	
矿山及港口设备																				
三一国际	0631.HK	买入	3.9	4.2	7.4%	1,520	12.9	8.3	1.9	1.6	20.0	13.7	0.5	0.3	9.4%	12.1%	40.4%	41.1%	净现金	
钢铁																				
鞍钢股份	0347.HK	中性	5.7	5.9	4.2%	5,985	4.2	5.4	0.7	0.6	4.4	6.4	-0.4	-0.6	15.2%	9.7%	(11.6%)	(9.1%)	32.5%	
马鞍山钢铁	0323.HK	中性	4.1	3.4	(16.4%)	4,428	3.7	5.3	1.0	1.0	4.5	7.7	-0.2	-0.3	21.1%	12.5%	(22.6%)	(14.9%)	14.8%	
行业平均						5,206	3.9	5.4	0.8	0.8	4.5	7.0	-0.3	-0.4	18.1%	11.1%	-17.1%	-12.0%	23.7%	
水泥																				
海螺水泥	0914.HK	中性	49.8	49.0	(1.6%)	33,062	6.5	5.8	1.9	1.6	7.6	7.5	-8.0	-7.9	26.4%	22.5%	(0.9%)	4.4%	0.3%	
中国建材	3323.HK	中性	7.5	6.6	(12.2%)	8,086	5.7	6.4	0.8	0.7	6.7	6.3	1.6	1.5	10.3%	10.0%	4.2%	(5.8%)	130.6%	
行业平均						20,574	6.1	6.1	1.3	1.2	7.1	6.9	-3.2	-3.2	18.4%	16.3%	1.6%	-0.7%	65.5%	
航空																				
中国国航	0753.HK	买入	10.0	10.0	(0.2%)	21,685	9.6	8.0	1.3	1.2	16.0	10.7	0.5	0.4	7.9%	10.7%	29.9%	14.1%	35.8%	
中国东方航空	0670.HK	买入	5.9	6.6	11.1%	14,355	9.8	7.3	1.3	1.1	27.3	8.5	0.3	0.1	4.7%	13.0%	92.1%	21.0%	88.4%	
中国南方航空	1055.HK	中性	7.5	7.7	2.8%	15,410	11.1	7.5	1.2	1.1	23.7	9.2	0.3	0.1	4.4%	11.7%	77.0%	29.3%	60.5%	
行业平均						17,150	10.2	7.6	1.3	1.1	22.3	9.5	0.4	0.2	5.7%	11.8%	66.3%	21.5%	61.6%	

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测, 基于2019年4月12日收盘价

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期48楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828