

行业研究/深度研究

2017年02月06日

行业评级:

黑色金属 增持(维持)
钢铁 II 增持(维持)

陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

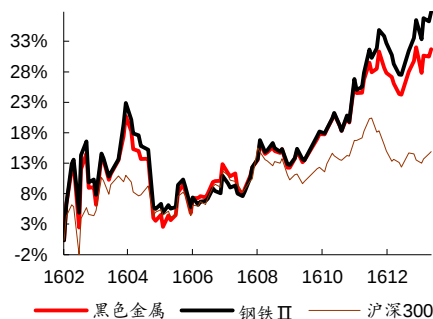
邱瀚萱 010-63211166
联系人 qiuhanxuan@htsc.com

杨欧雯 010-56793972
联系人 yangouwen@htsc.com

相关研究

- 1《钢铁 II/黑色金属: 焦炭价格下降, 吨钢利润回升》2017.02
- 2《方大特钢(600507, 买入): 业绩同比大幅增长》2017.01
- 3《钢铁 II/黑色金属: 节后地产预期摆动或影响板块估值》2017.01

行业走势图



资料来源: Wind

钢铁 2016 年报业绩走出低谷

2016 年年报业绩前瞻

钢铁年报预告迎利好, 正走出低谷

截止1月底, 华泰证券钢铁池31家上市钢企中, 已有27家在1月发布年报预告, 22家的净利润在2016年实现正增长和正盈利。尤其1月17日, 宝钢股份发布预告称全年净利润同比增长770%, 远高于三季度公布的600%-800%的中位数, 次日钢铁板块飆红大涨1.72%, 带动板块上行。我们在2017年年度策略报告《供给为轮, 蔽而新成》中指出1月底各个钢企年报预告发布, 将有望引发年报预告行情, 预期快速兑现。

钢厂利润底部反弹

2015年钢铁行业巨额亏损, 2016年行业利润好转, 根源在于供给侧改革强化。2016年, 各个钢材品种吨钢利润反弹, 有低库存、需求好转等共同原因, 如螺纹钢、冷轧吨钢模拟利润分别上升131元、235元。从2015年3季度到2016年1季度, 大量产能因亏损关停, 复产成本高及融资成本高导致大部分产能永久退出市场, 在产产能减少。加上需求侧的微刺激, 使得2016年需求增长。

中短期钢价承压及地产预期摆动或影响板块绝对估值

节后或有两个因素在短期或中期影响板块绝对估值水平: 一是建材社会库存已在高位, 节后开工需验证, 钢价可能短期有去库存压力, 二是市场担心二季度及之后房地产投资下滑, 2月房地产销售数据将在3月中旬公布, 期间房地产预期摆动将会影响钢铁板块绝对估值水平。建议配备远端盈利能力较强的股票, 从EBITDA/EV角度看, 推荐宝钢股份、本钢板材、方大特钢、太钢不锈钢、南钢股份。

后期关注上下游供求曲线相对弹性变化

在需求下行的悲观假设下, 吨钢利润或来自于钢铁供给曲线的相对变化, 如地条钢、中频炉等低成本产能的去化使得钢铁成本曲线向上移动、变得更加陡峭, 如海外矿山低成本产能的投放使得铁矿石成本曲线向下移动、变的更加平坦。此外, 有效产能去化幅度的增加, 可能带动优质龙头钢厂在某些区域的定价权的提高和总利润的改善。

风险提示: 产业政策变化; 宏观经济走势; 钢材价格及原材料价格。

正文目录

年报预告行情落地，符合前期预期.....	3
钢厂利润底部反弹.....	6
2016Q2，低库存、供需错配促吨钢利润转正.....	6
2016Q3-Q4，建筑用钢吨钢利润转差，冷轧利润继续走高.....	8
产能利用率、行业成本曲线提高，促钢厂利润好转.....	11
后期关注上下游供求曲线相对弹性变化.....	12
供给侧去产能预期差缩小，关注区域性机会.....	12
短期、中期看板块或回调，但相对配置仍有优势.....	12
长期关注上下游供求曲线相对弹性变化.....	12
风险提示.....	13
国内外宏观经济形势及政策调整.....	13
钢材及原材料价格变动风险.....	13
下游需求持续低迷对钢铁行业的影响.....	13

图表目录

图表 1： 21 家普钢上市公司年报预告.....	3
图表 2： 10 家特钢上市公司年报预告.....	3
图表 3： 3 家钢贸上市公司年报预告.....	3
图表 4： 4 家采选矿上市公司年报预告.....	4
图表 5： 5 家管道上市公司年报预告.....	4
图表 6： 华泰证券钢铁股票池上市公司年报发布日期.....	4
图表 7： 宝钢股份、Wind 钢铁指数及沪深 300 走势.....	5
图表 8： 模拟吨钢毛利润.....	6
图表 9： 模拟钢材毛利率.....	6
图表 10： 高炉开工率.....	6
图表 11： 粗钢在产产能利用率.....	6
图表 12： 建筑用钢钢价（元/吨）.....	7
图表 13： 板材价格（元/吨）.....	7
图表 14： 钢材社会库存（万吨）.....	7
图表 15： 螺纹钢社会库存（万吨）.....	7
图表 16： 年度钢价、原燃料价格及钢材利润测算（元/吨）.....	8
图表 17： 炼焦煤供需缺口（万吨）.....	9
图表 18： 山西焦炭价格.....	9
图表 19： 铁矿石价格（元/吨）.....	9
图表 20： 钢坯毛利（元/吨）.....	9
图表 21： 汽车产量（万辆）及累计同比.....	10
图表 22： 季度钢价、原燃料价格及钢材利润测算（元/吨）.....	10

年报预告行情落地，符合前期预期

截至目前，华泰证券钢铁组跟踪的 31 家上市钢企中，已有 27 家在 1 月发布年报预告，22 家的净利润在 2016 年实现正增长和正盈利。

图表1：21 家普钢上市公司年报预告

证券代码	证券简称	归属于母公司净利润(亿元)			EPS (元)			同比 (%)		
		2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A
600005.SH	武钢股份	4.06	-75.15	12.57	0.04	-0.74	0.13	105.00	-697.63	194.32
000932.SZ	华菱钢铁	-13~-8	-29.59	0.75	-0.43~-0.27	-0.98	0.02	减亏	-4064.60	-29.44
600019.SH	宝钢股份	88.12	10.13	57.92	0.54	0.06	0.35	770.00	-82.51	-0.45
000709.SZ	河钢股份	15-16	5.73	6.97	0.14~0.15	0.05	0.07	162~179	-17.75	500.10
601003.SH	柳钢股份	1.85	-11.89	1.69	0.07	-0.46	0.07	116.00	-804.95	-22.14
002110.SZ	三钢闽光	8.34~9.99	-9.29	0.32	0.61~0.73	-1.74	0.06	扭亏为盈	-3006.28	-40.72
000761.SZ	本钢板材	6.60	-32.94	2.33	0.21	-1.05	0.07	扭亏为盈	-1514.76	-15.53
600126.SH	杭钢股份	7.29	-10.89	0.11	0.28	-1.30	0.01	扭亏为盈	-10244.85	-48.02
600010.SH	包钢股份	0.50~1.00	-33.06	2.00	0.002~0.003	-0.13	0.01	扭亏为盈	-1750.46	-20.09
600022.SH	山东钢铁	-6.9~-5.3	0.76	-13.98	-0.08~-0.06	0.01	-0.22	转亏	扭亏为盈	-983.42
600782.SH	新钢股份	4.80~5.80	0.61	4.06	0.17~0.21	0.04	0.29	693~858	-85.10	270.83
600581.SH	*ST 八钢	0.20	-25.09	-20.35	0.03	-3.27	-2.65	扭亏为盈	增亏	-6195.39
601005.SH	重庆钢铁	-43.75	-59.87	0.51	-0.99	-1.35	0.01	减亏	-11741.32	扭亏为盈
000959.SZ	首钢股份	3.50~4.50	-11.37	0.63	0.07~0.09	-0.21	0.01	131~140	-1914.42	扭亏为盈
600808.SH	马钢股份	12.28	-48.04	2.21	0.16	-0.62	0.03	126.00	-2277.67	40.32
000898.SZ	鞍钢股份	16.10	-45.93	9.28	0.22	-0.64	0.13	135.00	-594.94	20.52
600569.SH	安阳钢铁	0.80~1.20	-25.51	0.29	0.03~0.05	-1.07	0.01	扭亏为盈	-9040.25	-45.19
600231.SH	凌钢股份	0.95~1.43	0.48	-7.13	0.04~0.06	0.06	-0.89	100~200	扭亏为盈	-1032.64
600307.SH	酒钢宏兴	0.78	-73.64	0.39	0.01	-1.18	0.01	扭亏为盈	-18917.21	扭亏为盈
000717.SZ	*ST 韶钢	1.05	-25.96	-13.88	0.04	-1.07	-0.57	扭亏为盈	增亏	-1468.16
002075.SZ	沙钢股份*	1.80~2.60	-0.81	0.35	0.08~0.12	-0.04	0.02	扭亏为盈	-328.93	24.69

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：带*为三季报预告

图表2：10 家特钢上市公司年报预告

证券代码	证券简称	归属于母公司净利润(亿元)			EPS (元)			同比 (%)		
		2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A
600117.SH	西宁特钢	0.60~0.90	-16.19	0.42	0.06~0.09	-2.18	0.06	扭亏为盈	-3993.42	扭亏为盈
002756.SZ	永兴特钢*	2.22~2.66	2.22	2.64	0.62~0.74	1.24	1.76	0~20	-16.11	13.98
002423.SZ	*ST 中特	0.04~0.10	-2.13	-0.47	0.01~0.02	-0.42	-0.10	扭亏为盈	增亏	-2114.65
600282.SH	南钢股份	3.5	-24.32	2.92	0.09	-0.63	0.08	扭亏为盈	-933.23	扭亏为盈
300034.SZ	钢研高纳	0.90~1.00	1.24	1.10	0.22~0.24	0.39	0.35	-28~-20	12.80	27.16
603878.SH	武进不锈	1.19~1.24	1.36	1.47	0.59~0.61	0.90	0.97	-12~-9	-7.54	-20.20
000708.SZ	大冶特钢**	2.77	2.70	2.68	0.62	0.60	0.60	3	0.87	32.92
600507.SH	方大特钢	6.25~6.78	1.06	5.69	0.47~0.51	0.08	0.43	490~540	-81.39	1.16
000825.SZ	太钢不锈	10.5~12.5	-37.11	4.42	0.18~0.22	-0.65	0.08	128~134	-939.76	-29.82
600399.SH	抚顺特钢**	1.51	1.97	0.47	0.12	0.23	0.09	-23	318.94	102.51

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：带*为三季度预告，带**为华泰预测数据

图表3：3 家钢贸上市公司年报预告

证券代码	证券简称	归属于母公司净利润(亿元)			EPS (元)			同比 (%)		
		2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A
002711.SZ	欧浦智网*	2.03~2.36	1.62	1.26	0.31~0.36	0.49	0.86	25~45	28.52	7.95
000906.SZ	浙商中拓	1.20~1.40	0.86	0.74	0.31~0.36	0.25	0.22	39~63	16.58	5.55
600058.SH	五矿发展	0.25~0.35	-39.53	2.10	0.02~0.03	-3.69	0.20	扭亏为盈	-1981.97	-24.93

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：带*为三季度预告

图表4： 4 家采选矿上市公司年报预告

证券代码	证券简称	归属于母公司净利润(亿元)			EPS (元)			同比 (%)		
		2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A
000629.SZ	*ST 钒钛	-63~-60	-22.07	-37.75	-0.73~-0.70	-0.26	-0.44	亏损扩大	减亏	-787.61
600532.SH	宏达矿业	1.15	-3.55	1.76	0.22	-0.81	0.44	扭亏为盈	-301.48	7.48
601969.SH	海南矿业	-3.1~-2.5	0.10	4.24	-0.17~-0.13	0.01	0.25	转亏	-97.60	-57.76
000655.SZ	金岭矿业	-6.05~-5.1	0.10	2.09	-1.02~-0.86	0.02	0.35	转亏	-95.00	-20.07

资料来源：Wind，华泰证券研究所；

图表5： 5 家管道上市公司年报预告

证券代码	证券简称	归属于母公司净利润(亿元)			EPS (元)			同比 (%)		
		2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A	2016E	2015A	2014A
000778.SZ	新兴铸管**	6.1	6.00	8.35	0.17	0.16	0.23	1.73	-28.21	-19.01
002443.SZ	金洲管道*	0.67~1.14	0.95	0.78	0.13~0.22	0.18	0.15	-30~20	21.58	-29.16
002318.SZ	久立特材	1.47~1.84	1.23	1.90	0.18~0.22	0.15	0.61	20~50	-35.35	-12.55
002478.SZ	常宝股份*	1.03~2.06	2.06	2.46	0.26~0.52	0.52	0.61	-50~0	-16.20	8.33
601028.SH	玉龙股份	-6.8~-6.3	1.30	1.16	-0.87~-0.80	0.17	0.36	转亏	12.01	-21.83

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：带*为三季度预告，带**为华泰预测数据

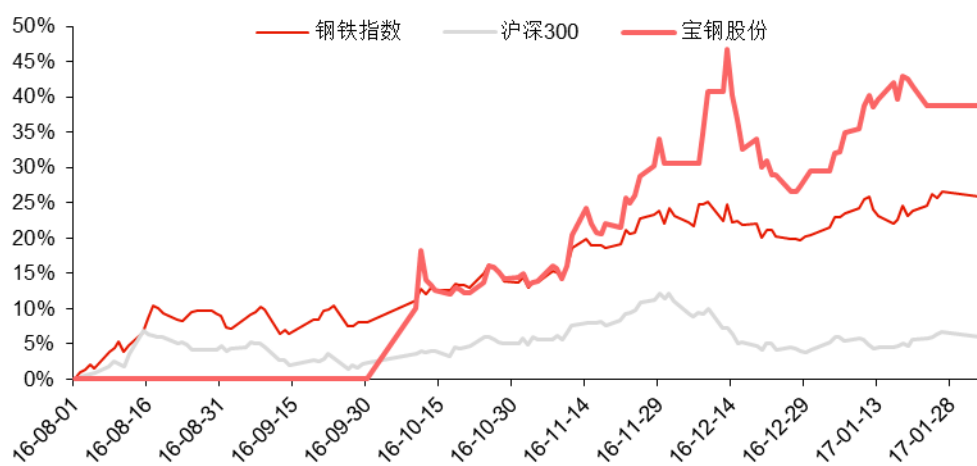
图表6： 华泰证券钢铁股票池上市公司年报发布日期

周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
2/20	2/21	2/22	2/23	2/24	2/25	2/26	2/27	2/28	3/1	3/2	3/3	3/4	3/5
					大冶特钢			*ST 韶钢	南钢股份		凌钢股份		
								永兴特钢					
								钢研高纳					
周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
3/6	3/7	3/8	3/9	3/10	3/11	3/12	3/13	3/14	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19
	常宝股份							久立特材		安阳钢铁		金岭矿业	
												方大特钢	
周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
3/20	3/21	3/22	3/23	3/24	3/25	3/26	3/27	3/28	3/29	3/30	3/31	4/1	4/2
								西宁特钢	鞍钢股份	首钢股份	重庆钢铁		
								酒钢宏兴	抚顺特钢	马钢股份			
								沙钢股份					
								五矿发展					
								海南矿业					
周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
4/3	4/4	4/5	4/6	4/7	4/8	4/9	4/10	4/11	4/12	4/13	4/14	4/15	4/16
	*ST 八一										武进不锈	宏达矿业	
周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
4/17	4/18	4/19	4/20	4/21	4/22	4/23	4/24	4/25	4/26	4/27	4/28	4/29	4/30
	新钢股份		*ST 钒钛	包钢股份	本钢板材			新兴铸管	欧浦智网	太钢不锈	河钢股份	武钢股份	
			山东钢铁		杭钢股份			金洲管道	三钢闽光	柳钢股份	玉龙股份	华菱钢铁	
												宝钢股份	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

1月17日，宝钢股份发布预告称全年净利润同比增长770%，远高于三季度公布的600%-800%的中位数，次日钢铁板块随红大涨1.72%，宝钢股份上涨2.34%，分别高于同日沪深300指数1.33、1.95个百分点。我们在2017年年度策略报告《供给为轮，蔽而新成》中指出1月底各个钢企年报预告发布，将有望引发年报预告行情，预期已兑现。

图表7： 宝钢股份、Wind 钢铁指数及沪深 300 走势

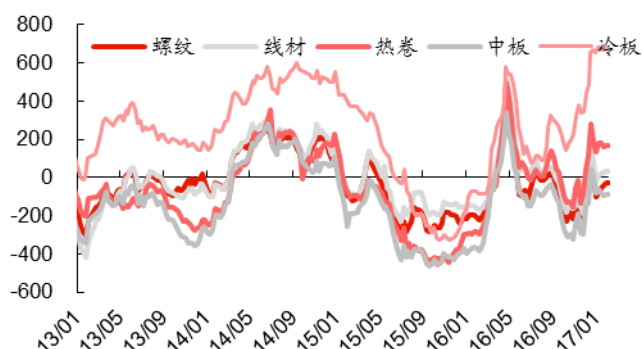


资料来源：Wind，华泰证券研究所

钢厂利润底部反弹

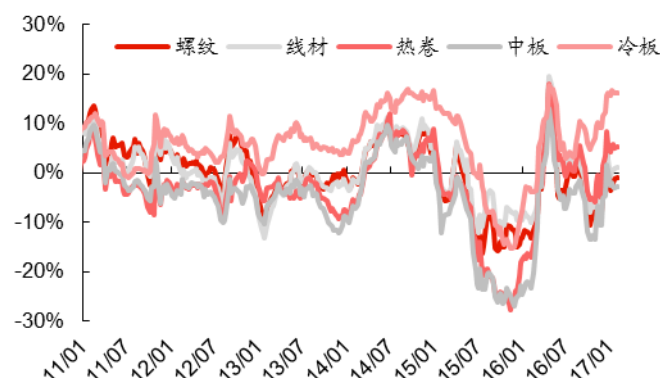
2016 年，各个钢材品种吨钢利润反弹，有低库存、需求好转等共同原因；各个品种吨钢利润反弹幅度不一样，是由于各个品种的议价能力不一样。钢厂利润好转，既有吨钢利润上升的原因，也有产能利用率提高的原因。

图表8：模拟吨钢毛利润



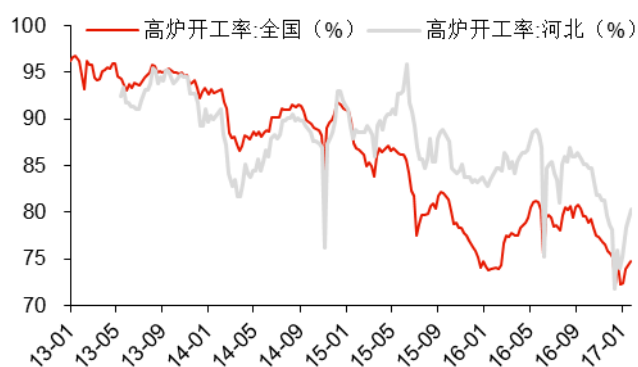
资料来源：华泰证券研究所

图表9：模拟钢材毛利率



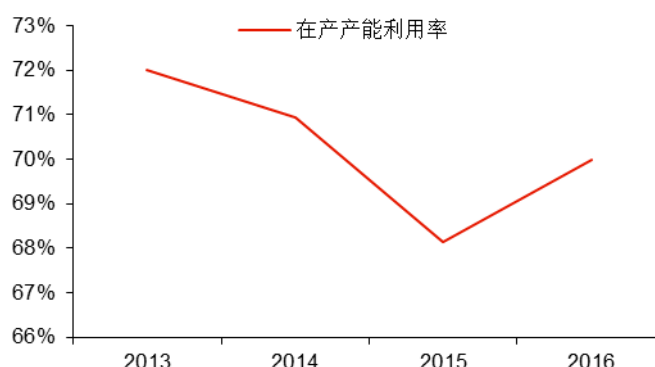
资料来源：华泰证券研究所

图表10：高炉开工率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：粗钢在产产能利用率

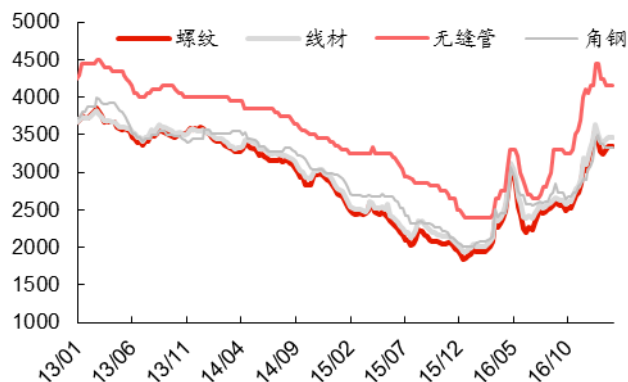


资料来源：华泰证券研究所

2016Q2，低库存、供需错配促吨钢利润转正

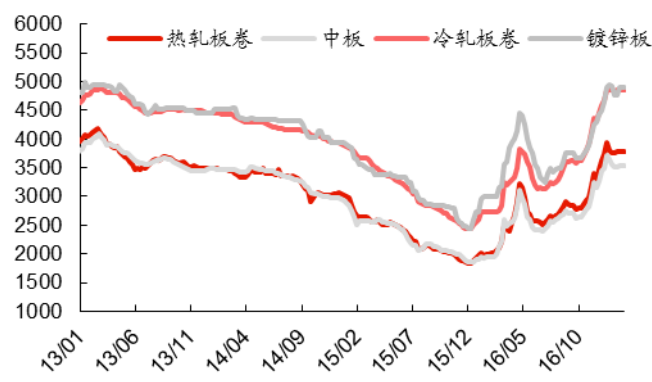
从 2012 年到 2015 年，钢价不断下跌，库存与同期比较不断走低。2015 年，钢价跌幅最大，螺纹钢全国均价较去年下降 29%，螺纹钢吨钢模拟利润下降 247 元。从上市钢企 2015 年财报看，四季度亏损惨重，一方面是吨钢利润亏损，另外一方面是钢企担心银行抽贷，普遍不愿减产。2015 年年底到 2016 年年初，行业内部分产能被迫关停，2016 年 2 月底，停产产能已达 1.71 亿吨。

图表12: 建筑用钢钢价(元/吨)



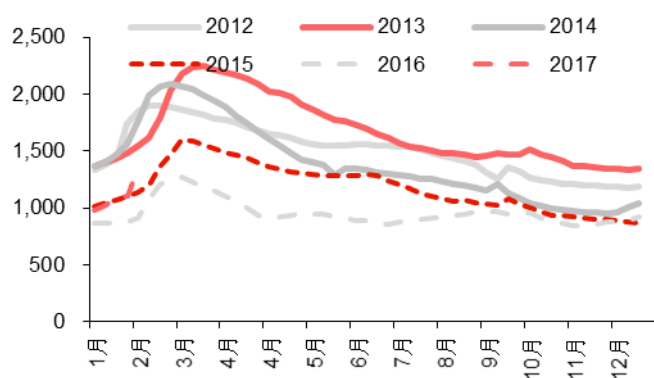
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 板材价格(元/吨)



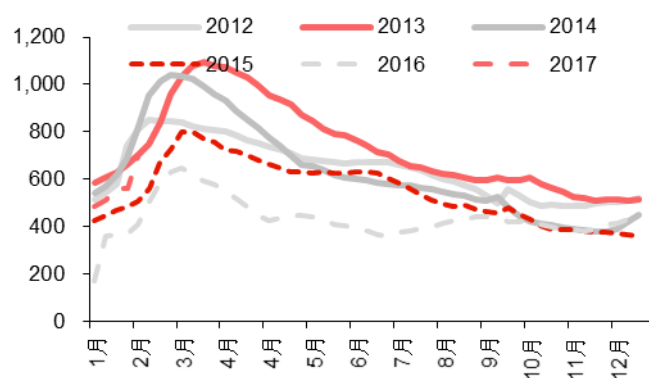
资料来源: 华泰证券研究所

图表14: 钢材社会库存(万吨)



资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

图表15: 螺纹钢社会库存(万吨)



资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

2016 年春节(2 月 7 日-2 月 13 日)后, 信贷数据显示房地产销售、新开工面积向好, 累计同比分别增加 28.20%、13.70%。同期, 由于银行执行供给侧改革政策, 压缩过剩产能行业贷款, 停产产能获得资金复产较难, 低库存叠加供需错配促成钢价反弹及吨钢利润好转。

图表16： 年度钢价、原燃料价格及钢材利润测算（元/吨）

钢材价格（含税）									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
25mm 螺纹钢全国均价	4889	3786	4267	4747	3944	3577	3145	2236	2526
增速	28%	-23%	13%	11%	-17%	-9%	-12%	-29%	13%
5.5mm 热卷全国均价	4918	3628	4241	4677	3997	3699	3285	2277	2744
增速	19%	-26%	17%	10%	-15%	-7%	-11%	-31%	21%
1.0mm*1250 冷板全国均价	6055	4723	5529	5488	4844	4609	4197	3066	3500
增速	20%	-22%	17%	-1%	-12%	-5%	-9%	-27%	14%
铁矿石价格（含税）									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
澳洲进口矿（61.5%）含税	82	69	112	154	122	123	85	54	55
运费	24	12	10	9	8	9	8	5	4
人民币汇率	7	7	7	6	6	6	6	6	7
到岸价（含税）	859	644	969	1231	958	955	669	429	461
增速	30%	-25%	51%	27%	-22%	0%	-30%	-36%	7%
焦炭价格（含税）									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
二级冶金焦华东市场价	1923	1984	1927	2042	1759	1495	1189	866	1078
增速	57%	3%	-3%	6%	-14%	-15%	-20%	-27%	24%
废钢价格（含税）									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
废钢价格	3337	2443	2679	3522	3042	2628	2198	1362	1461
增速	39%	-27%	10%	31%	-14%	-14%	-16%	-38%	7%
吨钢利润（含税）									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
螺纹-模拟利润增幅	145	(73)	(197)	61	(187)	(132)	136	(247)	121
热卷-模拟利润增幅	(133)	(198)	(109)	9	(62)	(70)	176	(307)	265
冷轧-模拟利润增幅	47	(233)	56	(398)	(31)	(14)	174	(409)	235

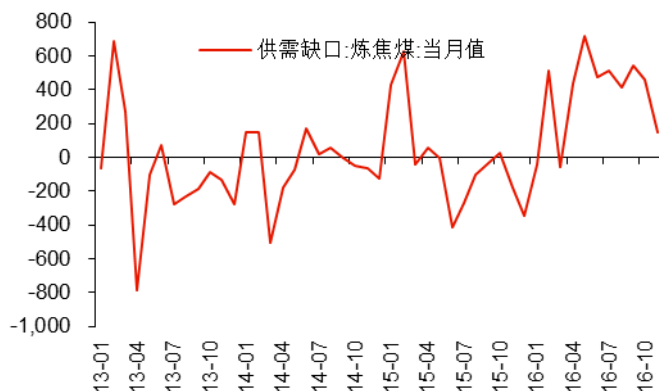
资料来源：华泰证券研究所

2016Q3-Q4，建筑用钢吨钢利润转差，冷轧利润继续走高

2016 年上半年，尽管供给侧改革、去产能甚嚣尘上，但是执行加速是从 7 月份开始，并且所拆产能主要以停产产能为主，在产产能关停主要在年底。因此，2016 年大部分时间的钢材价格、吨钢利润受去产能影响有限；各个品种的竞争格局、下游领域差异较大，因此在下半年各个品种的价格、吨钢利润表现也不太一样。

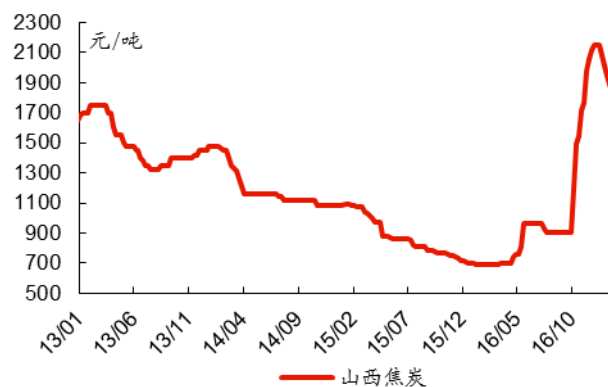
在高利润刺激下，4 月到 6 月，约 6000 万吨产能复产，加上南北方进入雨季，需求转淡，螺纹钢等建筑用钢利润在三季度走低。进入四季度后，煤炭 276 限产效果凸显，焦煤、焦炭产量累计同比下降，加上库存低位、运输紧张，焦炭供应紧张、价格大幅走高。部分钢厂甚至面临焦炭断供的困境，不得不转而使用高品位铁矿石以减少焦炭用量，造成铁矿石价格结构性上涨，推高原燃料成本。由于建筑用钢供应分散、产能利用率偏低，对下游议价能力差，无法转移成本，吨钢利润下滑。

图表17: 炼焦煤供需缺口(万吨)



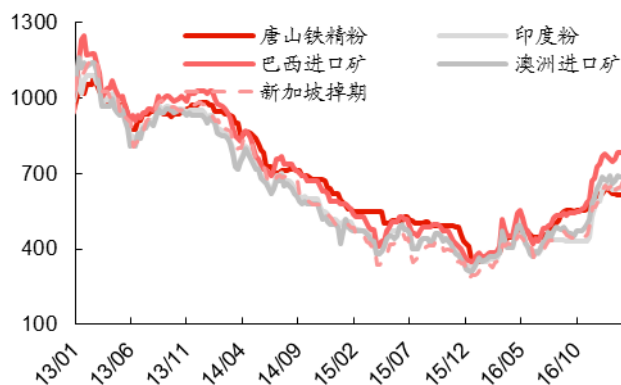
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 供需缺口=总需求-总供给

图表18: 山西焦炭价格



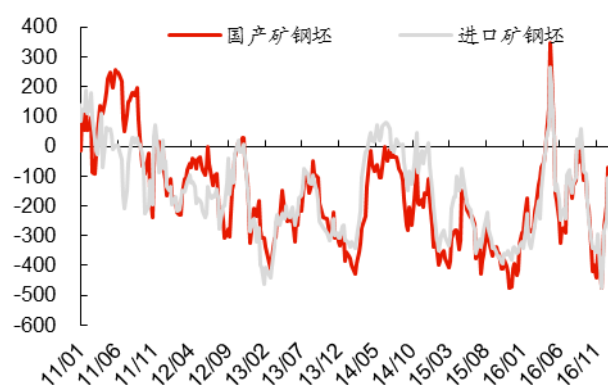
资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

图表19: 铁矿石价格(元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 供需缺口=总需求-总供给

图表20: 钢坯毛利(元/吨)

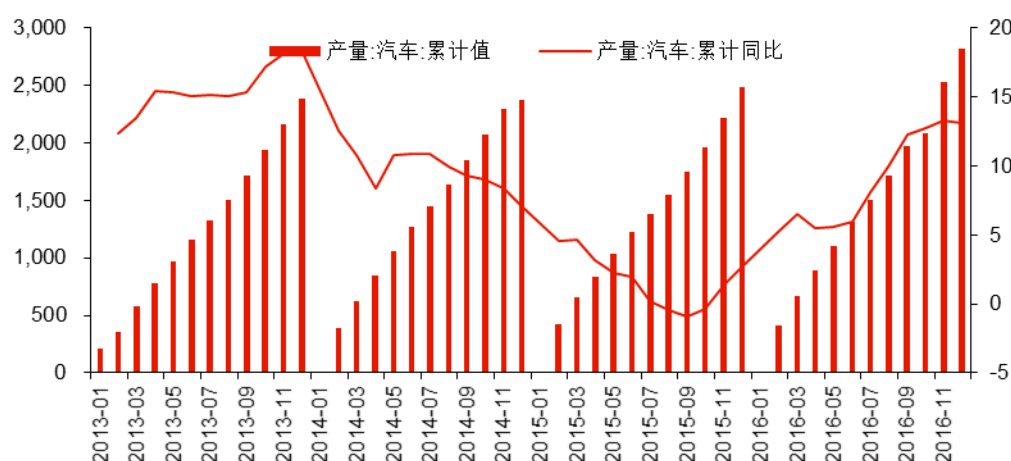


资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

目前,从年报预告看,部分产品结构偏建筑用钢的上市钢企四季度盈利超预期。上市钢企规模普遍较大,焦煤、焦炭原燃料获取能力强,相比于其他中小钢企在原燃料的选购上回旋余地更大。

与螺纹钢等建筑用钢不同,冷轧供应相对集中,竞争格局倾向于寡头竞争,下游主要为汽车等高附加值对下游议价能力强。2016 年全年看,汽车产量同比增加 13%,下半年增速加快。四季度,冷轧产品成功地将成本向下游转移,吨钢利润季环比增长 205 元。

图表21: 汽车产量(万辆)及累计同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 季度钢价、原燃料价格及钢材利润测算(元/吨)

钢材价格(含税)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
25mm 螺纹钢全国均价	2512	2368	2122	1983	2048	2512	2507	3041
增速	-13%	-6%	-10%	-7%	3%	23%	0%	21%
5.5mm 热卷全国均价	2672	2461	2112	1924	2129	2742	2741	3365
增速	-12%	-8%	-14%	-9%	11%	29%	0%	23%
1.0mm*1250 冷板	3673	3290	2855	2541	2850	3424	3417	4317
增速	-8%	-10%	-13%	-11%	12%	20%	0%	26%

铁矿石价格(含税)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
澳洲进口矿(61.5%)	61	57	54	45	47	51	55	68
运费	4	5	6	5	3	4	5	6
人民币汇率	6	6	6	6	7	7	7	7
到岸价(含税)	470	443	437	370	382	421	466	589
增速	-10%	-6%	-2%	-15%	3%	10%	11%	27%

焦炭价格(含税)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
二级冶金焦华东市场价	1061	892	806	737	693	841	911	1878
增速	-2%	-16%	-10%	-9%	-6%	21%	8%	106%

废钢价格(含税)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
废钢价格	1675	1504	1247	1070	1096	1450	1551	1741
增速	-17%	-10%	-17%	-14%	2%	32%	7%	12%

吨钢利润(不含税)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
螺纹-模拟利润增幅	(217)	(27)	(148)	11	68	268	(147)	(89)
热卷-模拟利润增幅	(204)	(79)	(235)	(19)	183	389	(149)	(35)
冷轧-模拟利润增幅	(149)	(226)	(309)	(127)	271	357	(158)	205

资料来源: 华泰证券研究所

产能利用率、行业成本曲线提高，促钢厂利润好转

螺纹钢等建筑用钢的供给端存在产能过剩、产能分散的缺陷，需求端建筑承包商存在着分散、利润微薄等缺陷，产业链导致中游对上下游议价能力弱。在产能利用率较低的情况下，其价格上涨有两个途径，一是终端需求增长带来的上游原燃料价格的上涨，二是上游原燃料去产能、供给收缩带来的原燃料价格上涨。行业利润总体提升有两个途径，一方面是依靠自身产能利用率的提升，另一方面是依靠供求曲线相对弹性的变化。

2016 年 4 季度，煤炭行业供给侧改革带来的焦煤、焦炭产量下降，抬升了钢铁行业的成本曲线，促成建筑用钢价格上涨。四季度末，地条钢、中频炉等低成本产能关停，抬升了行业的供给曲线，也在一定程度上带来了价格上涨及利润好转。

从 2015 年 3 季度到 2016 年 1 季度，大量产能因亏损关停，由于复产成本高及融资成本高，大部分产能永久退出市场，导致在产产能减少。加上需求侧的微刺激，使得 2016 年需求增长。以上共同造成行业产能利用率提高。

后期关注上下游供求曲线相对弹性变化

供给侧去产能预期差缩小，关注区域性机会

在 2016 年全年煤炭行业去产能及年末至今打击地条钢、中频炉的力度影响下，市场对去产能预期已经一致，不一致的地方在于去产能的强度和效果。如果短期有事件冲击，或将推动板块向上，但市场对事件的阈值将会不断拔高。

从 2016 年看，产能去化主要集中建筑用钢品种、民营钢企上，建筑用钢有销售半径，因此区域龙头国企受益大。从区域上看，2016 年河北省是最主要的去产能区域，绝对值大、有效产能占比高；2017 年，无效产能 2000 万吨主要在江苏省，河北省去产能 1986 万吨全部为有效产能。此外，地条钢及中频炉产能会在 2017 年年中前全部关停，仅唐山就有 2000 万吨相关产能，按产能利用率 35% 计算，将影响 700 万吨产量。从去产能品种、企业性质及区域考虑，华北龙头钢企的区域定价权有望进一步增强。

短期、中期看板块或回调，但相对配置仍有优势

春节期间，河北大型钢企高负荷生产，部分中小钢企节前开始检修、进入放假状态，视节后市场状况决定复产时间；1 月钢铁 PMI49.7%，较上月回升 2.1 个百分点，官方 PMI 指数采样来自大中型企业，与上述情况吻合。

2 月 3 日的钢材库存较 1 月 20 日的钢材库存上升 22%，其中，螺纹钢库存上升 24%、线材库存上升 37%、热卷库存上升 18%、中板库存上升 15%，并且螺纹库存已经超越 2013 年同期水平。春节后的库存高位，及不断上涨的资金成本造成钢贸商补库存需求下降。

近期钢价与 1 月 20 日比较，变化不大，市场交易冷淡，成交价格参考意义不大。节后高库存及下游施工复工缓慢，可能导致钢价承压，对钢铁板块有负面影响。

下游需求中，市场对房地产投资较为担心，2 月房地产投资及销售数据将于 3 月 14 日公布，从节后到 3 月中旬有较长的数据空窗期，期间地产预期摆动可能影响板块绝对估值水平。在地产预期摆动期间，建议配备远端盈利能力较强的股票，从 EBIT/EV、EBITDA/EV 角度看，推荐宝钢股份、本钢板材、方大特钢、太钢不锈、南钢股份。

从相对配置角度看，在市场风格切换迹象明显及名义利率上行期间，周期股相对成长股更具配备价值。

长期关注上下游供求曲线相对弹性变化

在需求下行的悲观假设下，吨钢利润或来自于钢铁供给曲线的变化，如地条钢、中频炉等低成本产能的去化使得钢铁成本曲线向上移动、变得更加陡峭，如海外矿山低成本产能的投放使得铁矿石成本曲线向下移动、变的更加平坦。

此外，有效产能去化幅度的增加，可带来产能利用率的提升，可能带来优质龙头钢厂在某些区域的定价权的提高和总利润的改善。

风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到行业的整体表现，若下游需求进一步恶化，钢铁行业仍然可能出现业绩大幅下滑，以及供给侧改革执行力度等。

钢材及原材料价格变动风险

铁矿石价格对成本端影响直接，若涨幅过大，钢铁公司盈利可能继续下行。

下游需求持续低迷对钢铁行业的影响

比如若房地产行业新开工面积继续下滑，钢铁需求将会继续下降，对钢铁行业影响将十分明显。

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，需在允许的范围内使用，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：Z23032000。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 2017 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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