

推荐 (维持)

静待春色倍还人

2020 年 05 月 28 日

钢铁行业 2020 中期投资策略

上证指数 2847

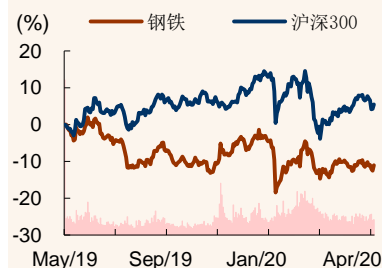
行业规模

占比%

股票家数 (只)	37	1.0
总市值 (亿元)	6005	1.0
流通市值 (亿元)	4970	1.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.4	-6.2	-8.6
相对表现	-1.6	-5.7	-16.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《钢铁行业周报—需求启动, 钢材震荡偏多》2020-03-16
- 2、《钢铁行业深度报告—特钢: 政策春风育特钢, 风物长宜放眼量》2019-12-31
- 3、《铁矿石 2020 年度策略报告—供给偏松, 价格中枢下移》2019-12-30

马晓晴

maxiaoqing@cmschina.com.cn  
S1090519010002

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn  
S1090517030002

钢铁行业在无大量新增供给背景下, 2020 年行业主逻辑变为关注需求, 行业景气未必继续改善但大概率可以维持, 关注盈利持续下的板块估值修复机会。维持行业“推荐”评级。

- **2020 年下半年钢铁价格及盈利预计。2020 年整条黑色系产业链议价权上移, 成材的需求成为行业关注重点。**由于疫情的影响, 基建作为稳增长的重要抓手, 预计大幅提升。预计 2020 年钢材并不悲观, 预计需求增长 1.7%, 供给释放 2%, 产能利用率小幅下滑 0.3%。行业基本面在 2020 年较为稳定, 行业仍可以保持一定的盈利水平。
- **需求端: 基建向上, 地产向下。**我们判断, 2020 年钢铁总需求同比增长 1.7%, 地产韧性仍在叠加汽车触底反弹。制造业受疫情影响持续低迷, 而建筑业方面, 基建发力对冲地产, 地产见顶回落。投资品持续性较强, 滞后性加周期被拉长。消费品方面, 向下有底, 中期小幅波动。
- **供给端: 行业供给端变化不大, 电炉带来供给弹性。**2020 年供给侧改革对于产能影响减弱, 总体产能保持稳定。2020 年全年拟新建炼钢产能 7318.8 万吨、炼铁产能 6837.05 万吨; 退出炼钢产能 8648.28 万吨、炼铁产能 8361.23 万吨。由于新建产能利用率高于原有设备, 预计 2020 年新增供给约 2% 左右。
- **成本: 煤、铁元素全球过剩。**过去的 2019 年, 铁矿石由于溃坝问题, 供给收紧价格蹿升。但是随着铁矿石供给恢复, 2020 年利润将实现重新分配, 从上游向下游转移。短期来看, 铁矿石由于受疫情影响, 港口库存仍然处于低位, 价格强势。中长期来看, 铁矿石发运恢复, 新增矿山达产, 价格趋于弱势。焦炭方面, 议价权仍在其下游钢铁产业, 价格由钢铁产业链利润决定。短期来看, 山东实行以煤定焦策略, 价格强势, 中长期关注政策执行情况。
- **投资标的: 1) 低估值普钢公司: 柳钢股份、三钢闽光、华菱钢铁等。2) 军工材料特钢公司: 钢研高纳等。**
- **风险提示: 地产投资大幅度下滑, 宏观经济风险等。**

重点公司主要财务指标

	股价	20EPS	21EPS	22EPS	20PE	21PE	PB	评级
柳钢股份	5.2	0.76	0.79	0.83	6.8	6.5	1.2	强烈推荐-A
华菱钢铁	3.8	0.78	0.84	0.90	5.5	6.3	0.8	强烈推荐-A
三钢闽光	6.9	1.23	1.32	1.38	5.6	5.3	0.8	强烈推荐-A
钢研高纳	16.5	0.40	0.51	0.60	41.0	32.4	3.7	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、需求端：地产向下、基建向上 .....	4
1.1 房地产：复工加速推进，行业缓慢修复 .....	4
1.2 基建：专项债+旧改带动基建投资加速 .....	6
1.3 汽车：疫情致行业整体承压，复工助力供需两端改善 .....	8
1.4 机械：工程机械景气度提升 .....	9
1.5 供需平衡表：钢铁需求并不悲观 .....	10
二、供给端：开工率及产能利用率持续恢复 .....	11
2.1 供给稳定，产能置换为主 .....	11
2.2 疫情之后，产量逐步提升 .....	12
三、库存端：社会、钢厂库存快速去化 .....	13
四、原材料：煤、铁元素全球过剩 .....	14
4.1 铁矿石：短期库存低位，长期供给增加 .....	14
4.2 煤炭：国内产量恢复，海外需求下滑 .....	15
五、钢材盈利状况 .....	17
六、投资标的 .....	17
七、风险提示 .....	17

## 图表目录

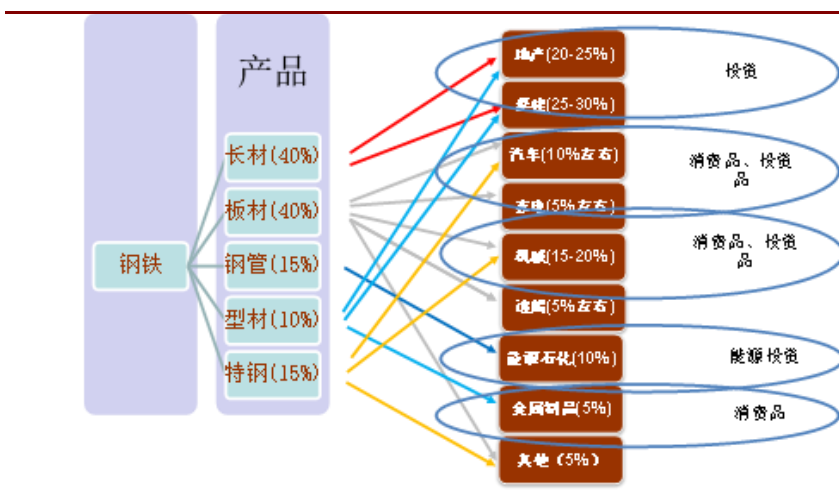
图 1：钢铁需求拆分 .....	4
图 2：固定资产年投资一季度明显下滑 .....	4
图 3：棚改投资逐年收紧 .....	5
图 4：部分省市新开工棚改计划降幅明显 .....	5
图 5：4 月房屋开发投资完成额累计同比下跌 .....	5
图 6：4 月房屋新开工面积累计同比下跌 .....	5
图 7：4 月房屋施工面积累计同比上升 .....	6
图 8：4 月房屋竣工面积累计同比下跌 .....	6
图 9：近两年一季度专项债发行金额对比（亿元） .....	6
图 10：历年专项债用途汇总（亿元） .....	6
图 11：近两年一季度专项债发行金额对比（亿元） .....	7
图 12：历年专项债用途汇总（亿元） .....	7

图 13: 棚改、旧改在许多存在差异 .....	7
图 14: 4 月汽车产销率持续下降 (%) .....	8
图 15: 4 月汽车产量有所回升 .....	8
图 16: 全球汽车厂商 5 月开始陆续复工复产 .....	9
图 17: 4 月装载机销量同比提升 .....	10
图 18: 4 月挖掘机同比大增 .....	10
图 19: 钢铁供需平衡表 .....	10
图 20: 钢铁供需平衡表 .....	11
图 21: 3 月钢材产量同比增速下滑明显 .....	12
图 22: 全国高炉开工率、产能利用率稳步上升 .....	12
图 23: 3 月钢材产量同比增速下滑明显 .....	13
图 24: 社会库存高位回落 .....	13
图 25: 钢厂库存高位回落 .....	13
图 26: 社会库存持续去化 .....	14
图 27: 钢厂库存持续去化 .....	14
图 28: 部分钢企停工安排一览 .....	15
图 29: 铁矿石库存持续下降 .....	15
图 30: 铁矿石进口量维持稳定 .....	15
图 31: 3 月原煤产量增幅明显 .....	16
图 32: 原煤产业基本恢复至 2019 年同期水平 .....	16
图 33: 部分钢企停工安排一览 .....	16
图 34: 钢材毛利维持震荡 .....	17
图 35: 原煤产业基本恢复至 2019 年同期水平 .....	17

## 一、需求端：地产向下、基建向上

钢铁下游需求结构主要分为投资品和消费品，主要需求驱动的下游行业包括房地产、基建、汽车、机械、家电等。通常，房地产传导周期中，投资品（挖掘机、商用车）需求滞后于地产 1 年，消费品（汽车、家电）滞后于投资品 1-2 年。

图 1：钢铁需求拆分

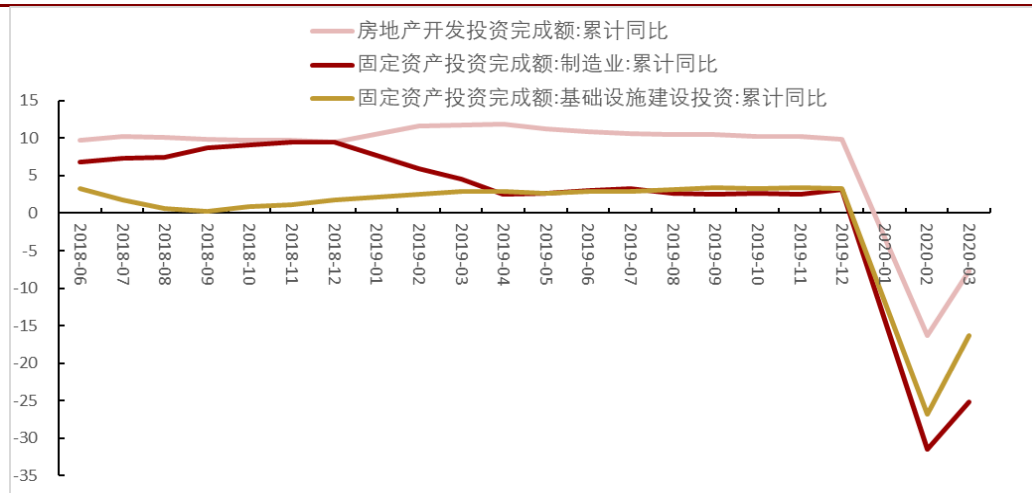


资料来源：wind、招商证券

### 1.1 房地产：复工加速推进，行业缓慢修复

**房地产行业缓慢修复。**根据国家统计局房地产开发投资与销售数据，受疫情停工影响，1-4 月全国房地产开发投资完成额 33102 亿元，同比减少 3.30%，增速较 2019 年放缓 14 个百分点，房地产投资数据下滑明显。但随着 2 月下旬以来逐步复工，3 月投资数据开始回暖。

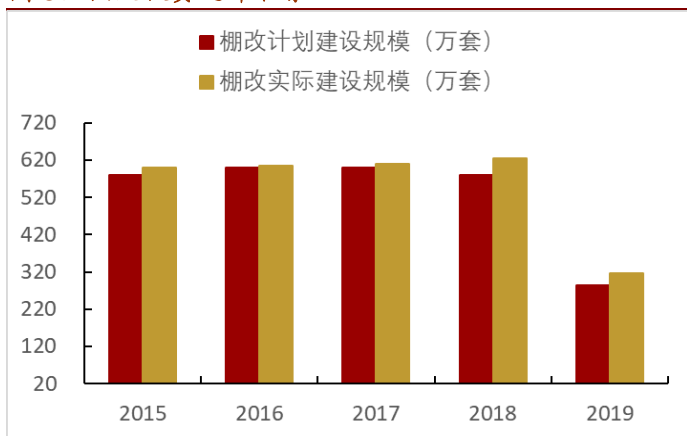
图 2：固定资产年投资一季度明显下滑



资料来源：Wind、招商证券

棚改收紧叠加“房住不炒”，疫情后“旧改”发力稳投资。今年是三年棚改攻坚计划的最后一年，在去年12月全国住房和城乡建设工作会议中已经明确“严格把握棚改范围和标准”，据此可以判断今年的棚改政策将较为严格。同时今年4月17日政治局重提“房住不炒”，为短期内不会全面放松房地产行业定调。目前部分省市已经公布2020年棚改计划，大部分省份的棚改项目数量较前一年均出现显著回落。但结合受疫情影响以来我国经济发展遭受严重冲击，我国一季度GDP同比下降6.8%，固定资产投资同比下降16.1%的现状，“旧改”已经取代“棚改”成为政府稳投资保增长的一大抓手，填补目前投资的不足。

图3：棚改投资逐年收紧



资料来源：Wind、住建部、招商证券

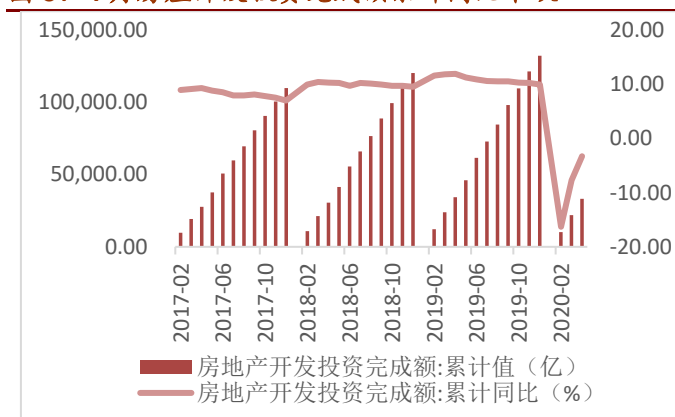
图4：部分省市新开工棚改计划降幅明显

省份	2019	2020	变动幅度 (%)
陕西	9.8万套	1.7万套	-82.7
湖南	8.0万套	9.1万套	13.8
陕西	4.8万套	2.7万套	-43.8
贵州	7.6万套	4.9万套	-35.5
山东	21.4万套	14.3万套	-33.2
合计	51.6万套	32.7万套	-36.6

资料来源：各省市住建厅、政府工作报告、招商证券

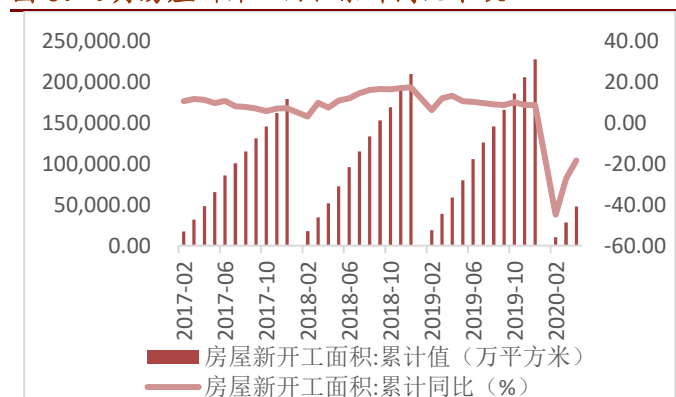
复工加速推进，开竣工增速降幅收窄。2020年1-4月全国房屋开工、施工、竣工面积增速分别为-18.4%、2.5%、-14.5%；其中，开工、竣工面积从单月数据看，降幅收窄较为明显。这是由于2月以后全国多省市在组织防范疫情反弹的前提下，积极进行有序的开工复工。

图5：4月房屋开发投资完成额累计同比下跌



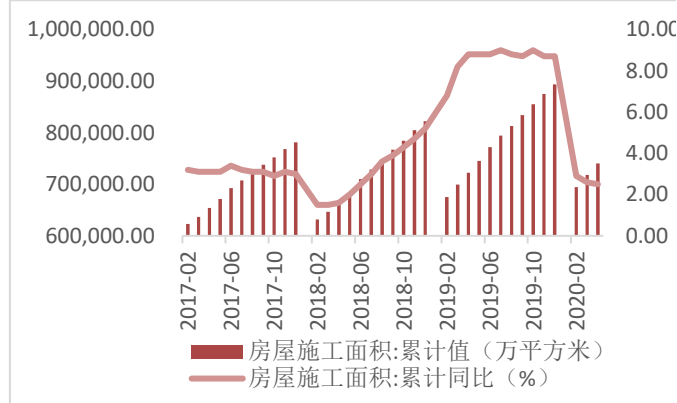
资料来源：Wind、招商证券

图6：4月房屋新开工面积累计同比下跌



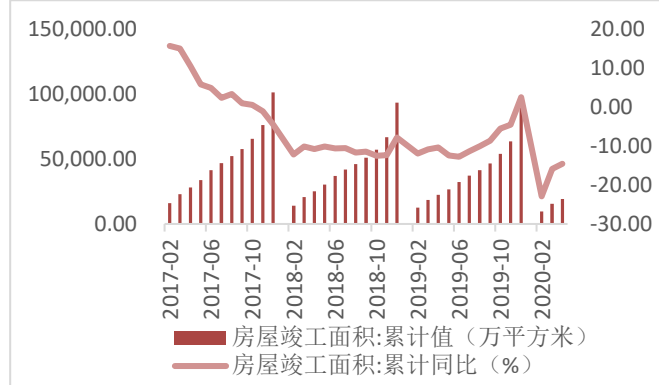
资料来源：Wind、招商证券

图 7：4 月房屋施工面积累计同比上升



资料来源：Wind、招商证券

图 8：4 月房屋竣工面积累计同比下跌

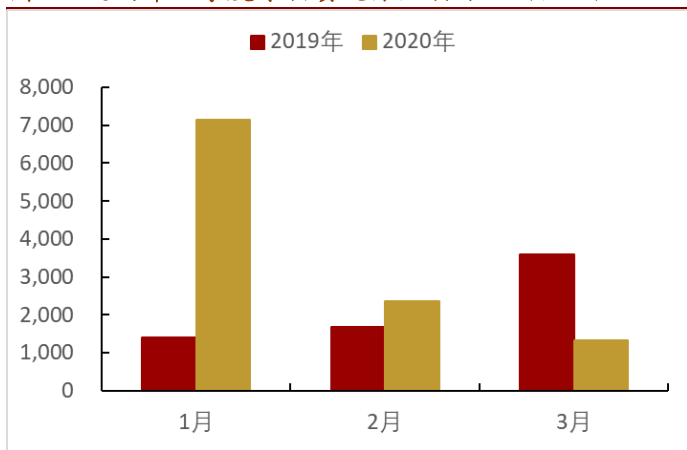


资料来源：Wind、招商证券

## 1.2 基建：专项债+旧改带动基建投资加速

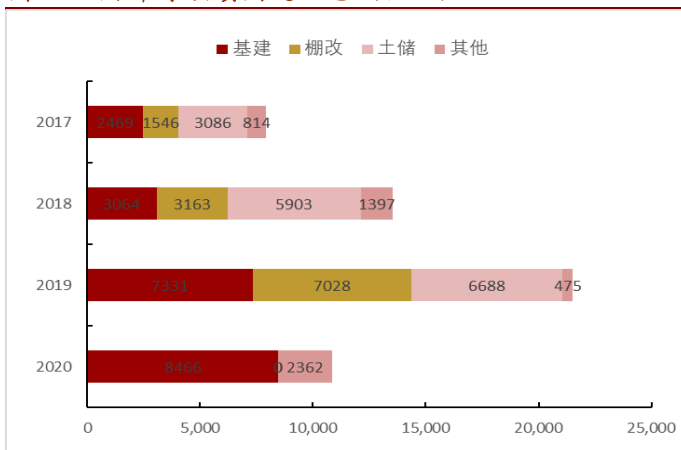
一季度专项债发行进度超前，万亿规模利好基建行业。今年前 3 月新增专项债发行金额分别为 7148.2 亿元、2349.7 亿元、1330.93 亿元，共计 10829 亿元；而上年同期的新增专项债金额分别为 1411.7 亿元、1666.5 亿元、3581.99 亿元，共计 6660 亿元，可见 2020 年专项债的发行进度较上年大幅提前，发行规模较上年显著加大。从 Q1 新增专项债用资金用途来看，用于基建的专项债发行金额为 8466 亿元，占总金额的 78.2%；而 2017 年、2018 年、2019 年投入基建项目的专项债占比分别为 31.2%、22.7%、34.1%，可见为对冲疫情影响，各级政府的投资意愿大幅提升，对专项债资金需求更为强烈，同时旧改纳入专项债支持范围将显著利好基建行业。考虑到房地产相关的专项债资金因为政策因素被严格限制，2020 年投入基建的专项债发行比例预计将维持 Q1 的高比例。

图 9：近两年一季度专项债发行金额对比（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 10：历年专项债用途汇总（亿元）

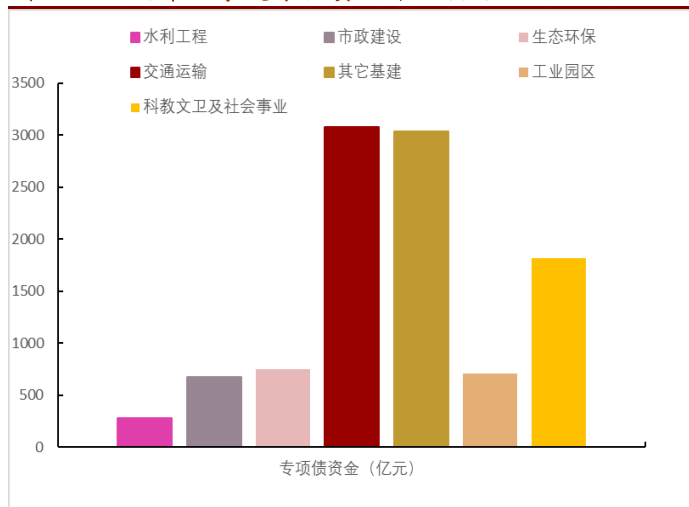


资料来源：Wind、招商证券

专项债主要投向交通等基础设施项目。2020 年 1-3 月基础设施、工业园区、科教文卫专项债资金分别为 7811.7 亿元、711.6 亿元、1814.5 亿元，占比分别为 72.1%、6.6%、16.8%；其中基础设施建设中交通运输、水利工程、市政建设、生态环保方向资金分别为 3075.5 亿元、278.2 亿元、673.0 亿元、751.3 亿元，交通运输类专项债的占比最高，是资金重点投放的领域。

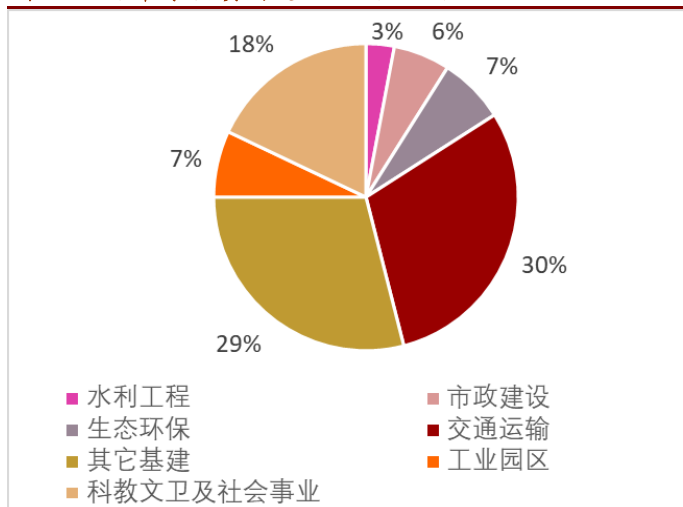


图 11：近两年一季度专项债发行金额对比（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 12：历年专项债用途汇总（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

**重大项目专项债作资本金比例提高撬动基建投资加速。**根据4月3日国务院新闻发布会消息，为了带动社会资本投入，提高专项债券资金的拉动作用，将在符合政策规定和防控风险的基础上，允许地方对今年新增专项债券适当提高用作重大项目资本金的比例，将去年专项债最高可用作项目资本金比例20%提升至25%。由于铁路、轨道交通等重大项目具有投资金额大，风险水平低的特点，故专项债用作此类项目的资本金比例提升将有效拉动基建投资。

**旧改规模扩大拉动基建等行业未来增长。**2019年开始专项债已经开始支持旧改稳步推进，今年旧改基本要求与去年基本一致，但在改造规模、资金支持、改造具体内容等方面都有所变化。1.规模上显著扩大：4月14日国常会明确提出“今年各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比去年增加一倍”。2.资金支持加大：4月14日国常会明确对老旧小区改造应“中央财政给予补助，地方政府专项债给予倾斜”，而去年7月1日住建部表态应防止增加地方债务，可以发现今年对旧改的融资支持明显增强。3.涉及改造设施更全面：本次疫情暴露的诸多老旧小区设施、公共卫生、治理、服务等方面的问题，在避免了对房地产市场进行直接刺激的前提下，拉动基建、消费，带动相关行业的增长，是一项供给侧结构性改革。

图 13：棚改、旧改在许多存在差异

	参与主体	融资方式	投资规模	组织实施	经济效应
棚改	政府	PSL棚改专项贷款 财政、专项债	投资规模大 (年均1.5万亿)	周期长 (一年半左右)	稳投资 促销费 (偏地产)
旧改	政府 社会 居民	财政、专项债 社会投资 居民出资	投资规模小 (年均2-3千亿)	周期短 (一般半年内)	稳投资 促销费 调结构 (偏基建)

资料来源：招商证券

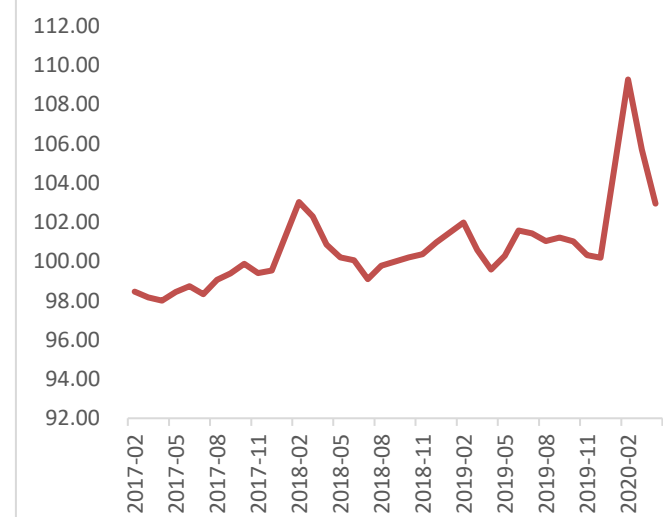
**对冲疫情影响，旧改升级正当时。**在疫情影响下国内经济面临失速风险，当下“旧改”

已经成为政府稳投资保增长的一大抓手，是对冲投资不足的关键手段，不排除未来政策对旧改支持力度加大的可能性，如加大专项债等财政资金支持力度、大幅提高加装电梯的补贴比例等，显著提升旧改投资规模。

### 1.3 汽车：疫情致行业整体承压，复工助力供需两端改善

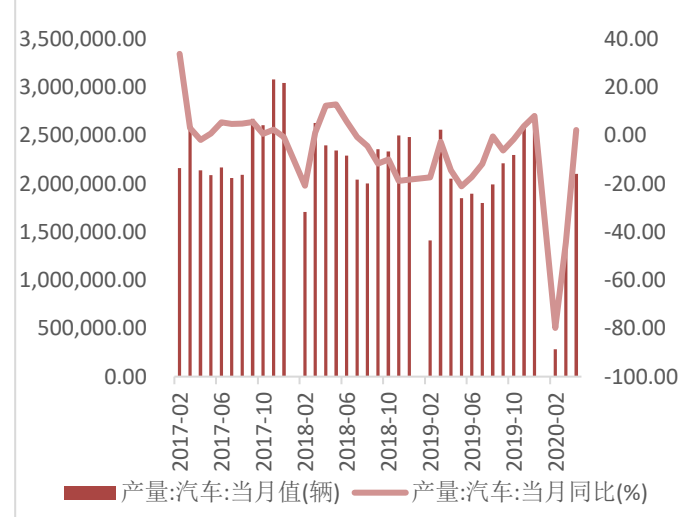
**国内复工稳步推进，产销降幅收窄。**根据中国汽车工业协会的统计，随着国内疫情得到进一步控制及政策鼓励复工复产，汽车企业复工复产率在稳步上升，23 家企业集团员工返岗率 86%。从产销量来看，2020 年 3 月，汽车产销分别完成 142.2 万辆和 143.0 万辆，环比分别增长 399.8%和 361.5%，同比分别下降 44.4%和 43.3%。2020 年 1-3 月，汽车累计产销分别为 347.4 万辆、367.2 万辆，同比分别下降 45.2%、42.4%。汽车产销降幅较上月明显收窄，但是由于国内疫情尚未得到完全控制，消费者的购车需求仍处于被抑制状态，车企产销量继续大幅下滑。

图 14：4 月汽车产销率持续下降 (%)



资料来源：Wind、招商证券

图 15：4 月汽车产量有所回升



资料来源：Wind、招商证券

**海外车企陆续复工复产，供给端迎来缓慢复苏。**近期，随着欧洲持续严格执行科学防疫措施，疫情在大部分欧洲国家逐步得到控制。包括戴姆勒、大众、宝马、丰田等多家车企均表示将部分恢复其欧洲生产厂的复工运转。以宝马集团为例，宝马将于 5 月 4 日将其在德国慕尼黑、丁格芬、雷根斯堡、莱比锡的工厂以及在英国的牛津 Mini 工厂、古德伍德劳斯莱斯工厂恢复生产。参考中国汽车行业恢复态势：2 月份受疫情影响，中国汽车销量大幅下滑 79%后，3 月份随着疫情得到有效控制，当月汽车销量环比增长 361.5%，产销降幅收窄。所以，虽然欧洲 3 月份乘用车销量同比下降 52%，但随着未来海外疫情态势的缓解，海外汽车市场也将迎来缓慢复苏，4 月末、5 月初部分欧洲工厂复工复产就是一个积极的复苏信号。而随着汽车行业供给端逐步恢复，预计需求端也将随着严格防疫措施的放松、社会秩序的有序恢复而逐渐回暖。



图 16：全球汽车厂商 5 月开始陆续复工复产

车企		工厂	停产/复工时间
大众集团	大众	德国兹威考、斯洛伐克布拉迪斯拉发工厂	4月20日复工
		德国其他工厂、葡萄牙工厂、西班牙工厂、俄罗斯工厂、美国工厂	4月27日复工
		美国查特努加工厂	4月27日复工
		南非、阿根廷、巴西和墨西哥工厂	5月复工
	大众集团零部件公司	德国布伦瑞克、卡塞尔工厂	4月6日复工
		德国萨尔茨基特、开姆尼茨、汉诺威工厂、波兰工厂	4月14日复工
	奥迪	匈牙利乔尔工厂	4月14日复工
		德国内卡苏姆、比利时布鲁塞尔工厂	4月20日复工
		德国英戈尔施塔特工厂	4月27日复工
	宾利	英格兰克鲁郡工厂	3月21日起停产，为期4周
	布加迪	法国莫尔塞姆工厂	3月20日起停产
	保时捷	德国莱比锡、Stuttgar-Zuffenhausen工厂	停产至4月20日
	斯柯达	捷克工厂	停产至4月27日
	西雅特	所有工厂	停产中
宝马集团		德国慕尼黑、丁格芬、雷根斯堡、莱比锡工厂	4月20日停工
		德国兰茨胡特、瓦克斯多夫零部件工厂	4月28日停工
		牛津Mini工厂、古德伍德劳斯莱斯工厂	4月22日停工
		荷兰代工制造商Valmet	停产至5月5日
		美国阿拉巴马万斯工厂、查尔斯顿工厂	4月20日复工
丰田汽车		法国瓦朗谢纳工厂	4月21日复工
		英国和土耳其工厂	停产至5月4日
		波兰发动机工厂	4月22日复工
		捷克TPCA合资公司	停产至5月4日复工
		美国普林斯顿工厂、乔治敦工厂、Blue Springs工厂、圣安东尼奥工厂	5月4日复工
		巴西工厂	6月22日前复产
特斯拉		美国费里蒙特工厂	5月4日复工
		美国纽约工厂	特产呼吸机

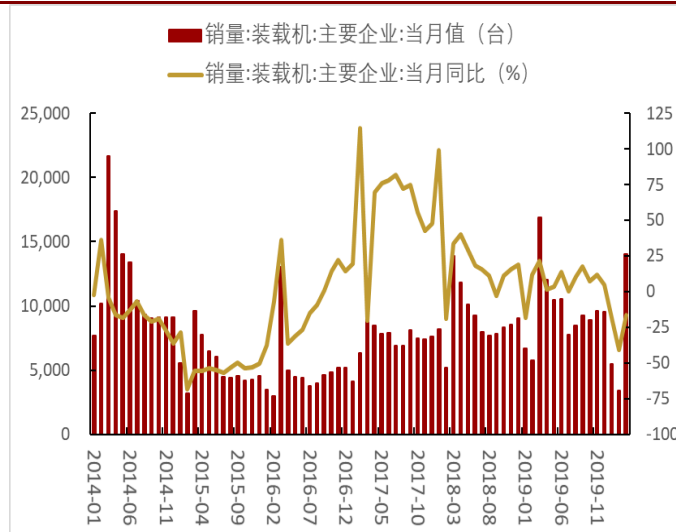
资料来源：公开信息、招商证券

## 1.4 机械：工程机械景气度提升

复工复产及逆周期政策持续推进，国内工程机械景气度提升。4 月份挖掘机同比大增 60%。1-4 月，全行业共销售挖掘机 114056 台，同比增长 10.5%；其中国内 104648 台，同比增长 9.35%；出口 9408 台，同比增长 25.7%。2020 年 4 月，装载机销量 16666 台，同比增长 31.4%。其中，国内市场销量 14662 台，同比增长 35.1%；出口销量 2004 台，同比增长 9.15%。工程机械的高增长，与固定资产投资，尤其是其中的基建的加速落地

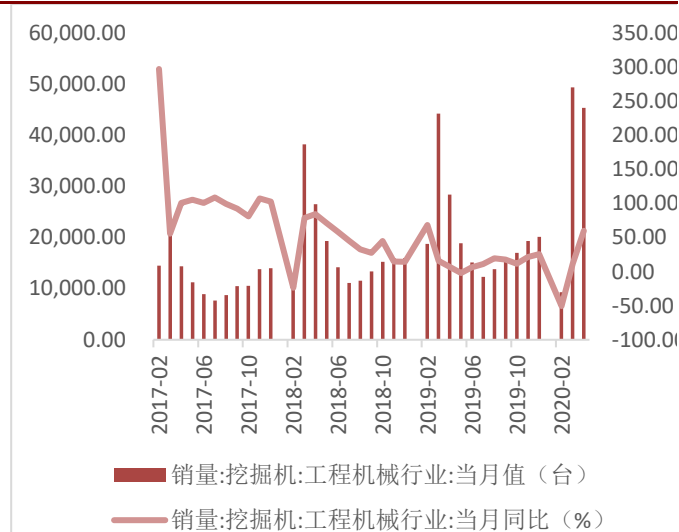
密切相关。

图 17：4 月装载机销量同比提升



资料来源：Wind、招商证券

图 18：4 月挖掘机同比大增



资料来源：Wind、招商证券

## 1.5 供需平衡表：钢铁需求并不悲观

对于 20 年的需求展望，我们认为，制造业受疫情影响持续低迷，而建筑业方面，基建发力对冲地产，地产见顶回落。投资品持续性较强，滞后性加周期被拉长。消费品方面，向下有底，中期小幅波动。

从地产方面，土地成交面积增速一般领先地产新开工面积增速 6 个月左右，去年年底百城土地成交占地面积增速大幅回落，虽然较为充足的待开发土地面积可以在一定程度上延缓拿地到新开工的传导过程。预计 2020 年地产新开工也有所下滑，但幅度有限。地产方面，由于疫情货币宽松影响预计 2020 年新开工增速 2%，并不十分悲观。地产仍具有韧性。

对于基建方面，我们认为 2020 年基建稳增长的效果突出，基建作为稳定经济的抓手，基建同比增长 12%。我们判断，2020 年钢铁总需求同比增长 1.7%，地产具有韧性叠加基建发力。

图 19：钢铁供需平衡表

## 钢铁需求拆分

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E
建筑业	23,200	26,488	31,256	33,913	35,574	37,780	37,677	36,909	37,656	38,237	41,459	44,546	47,712
YOY	-9.4%	14.2%	18.0%	8.5%	4.9%	6.2%	1.7%	-2.0%	2.0%	1.5%	8.4%	7.4%	1.7%
其中：地产	12,378	12,789	16,022	17,915	17,936	19,027	18,549	17,437	17,872	18,176	19,994	21,793	22,229
YOY		3.3%	25.3%	11.8%	-2.0%	6.1%	-2.5%	-6.0%	2.5%	1.7%	10.0%	9.0%	2.0%
其中：基建	10,822	13,699	15,234	15,998	17,639	18,753	19,128	19,472	19,784	20,061	21,465	22,753	25,483
YOY		26.6%	11.2%	5.0%	6.0%	6.3%	2.0%	1.8%	1.6%	1.4%	7.0%	6.0%	12.0%
制造业	21,419	29,027	28,185	30,853	32,472	34,198	35,621	33,794	34,615	36,452	40,260	43,674	43,012
YOY		35.5%	-2.9%	9.5%	5.2%	5.3%	4.2%	-5.1%	2.4%	5.3%	10.4%	8.5%	0.6%
其中：机械	11,502	12,450	14,442	15,771	16,638	16,888	17,394	16,003	16,243	17,055	19,101	21,012	21,432
YOY		8.2%	16.0%	9.2%	5.5%	1.5%	3.0%	-8.0%	1.5%	5.0%	12.0%	10.0%	2.0%
其中：汽车	3,298	4,090	4,949	5,592	5,911	6,473	6,854	6,957	7,653	7,921	8,555	8,811	7,666
YOY		24.0%	21.0%	13.0%	5.7%	9.5%	5.9%	1.5%	10.0%	3.5%	8.0%	3.0%	-13.0%
其中：家电	750	780	1,248	1,398	1,480	1,569	1,632	1,656	1,714	1,903	2,112	2,344	2,380
YOY		4.0%	60.0%	12.0%	5.9%	6.0%	4.0%	1.5%	3.5%	11.0%	11.0%	11.0%	1.5%
其中：造船	1,500	1,400	1,694	1,965	1,906	2,011	2,192	2,082	1,895	2,179	2,506	2,882	2,738
YOY		-6.7%	21.0%	16.0%	-3.0%	5.5%	9.0%	-5.0%	-9.0%	15.0%	15.0%	15.0%	-5.0%
其他	4,368	10,307	5,852	6,128	6,536	7,258	7,549	7,096	7,110	7,394	7,986	8,625	8,797
YOY		136.0%	-43.2%	4.7%	6.7%	11.0%	4.0%	-6.0%	0.2%	4.0%	8.0%	8.0%	2.0%
终端需求	44,619	55,515	59,441	64,766	68,046	71,978	73,298	70,703	72,271	74,689	81,719	88,220	90,725
YOY		24.4%	7.1%	9.0%	5.1%	5.8%	1.8%	-3.5%	2.2%	3.3%	9.4%	8.0%	1.2%
外部需求	5,171	-152	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,305	5,989	5,091
YOY		-84.1%	274.6%	28.3%	9.0%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-7.0%	-5.0%	-15.0%
总需求	49,790	55,363	62,283	68,409	72,723	77,058	81,194	80,262	81,687	81,468	88,023	94,209	95,816
YOY		11.3%	15.2%	9.5%	4.6%	6.0%	5.4%	-1.1%	1.8%	-0.3%	8.0%	7.0%	1.7%

资料来源：wind、招商证券

图 20：钢铁供需平衡表

## 钢铁供需平衡

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017	2018	2019	2020E
国内需求	44,619	55,515	59,441	64,766	68,046	71,978	73,298	70,703	72,271	74,689	81,719	88,220	92,314
YOY		24.4%	7.1%	9.0%	5.1%	5.8%	1.8%	-3.5%	2.2%	3.3%	9.4%	8.0%	1.2%
外部需求	5,171	-152	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,305	5,989	5,091
YOY		-102.9%	1969.7%	28.2%	28.4%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-7.0%	-5.0%	-15.0%
总需求	49,790	55,363	62,283	68,409	72,723	77,058	81,194	80,262	81,687	81,468	88,023	94,209	97,405
YOY		11.3%	15.2%	9.5%	4.6%	6.0%	5.4%	-1.1%	1.8%	-0.3%	8.0%	7.0%	3.4%
库存变化		1,200	345	17	-64	795	-1,075	-221	851	200	800	801	1,200
YOY			-71.3%	-95.1%	-476.5%	1342.2%	-235.2%	-79.4%	-484.7%	-76.5%	300.0%	0.1%	49.8%
粗钢总产量	49,790	56,640	62,650	68,427	72,655	77,904	82,269	80,483	80,836	83,173	92,821	100,989	95,435
YOY		13.8%	10.6%	9.2%	6.2%	7.2%	5.6%	-2.2%	0.4%	2.9%	11.6%	8.8%	-5.5%
粗钢有效产能	6,57	7.18	7.72	8.61	9.72	10.40	10.65	12.00	11.50	11.30	11.10	12.10	13.10
产能利用率	75.8%	78.8%	81.2%	79.5%	74.7%	74.9%	77.3%	67.1%	70.3%	73.6%	83.6%	83.5%	72.9%
粗钢总产量（考虑表外）	5.59	6.37	7.03	7.70	8.05	8.59	8.99	8.86	8.91	8.48	9.30	10.10	10.10
粗钢年末产能（考虑表外）	7.87	8.52	9.08	10.56	11.38	11.80	11.86	11.51	10.13	9.67	9.80	10.80	11.80
粗钢有效产能（考虑表外）	7.52	8.24	8.85	9.87	11.02	11.65	11.89	11.75	10.85	9.60	11.20	12.30	12.50
产能利用率（考虑表外）	74.26%	77.27%	79.45%	78.04%	73.06%	73.71%	75.63%	75.45%	82.15%	88.31%	83.04%	82.11%	80.80%

资料来源：wind、招商证券

## 二、供给端：开工率及产能利用率持续恢复

## 2.1 供给稳定，产能置换为主

供给变动不大，产能置换为主。据 Mysteel 统计，自 2018 年以来，全国共发布 96 项产能置换方案，其中 46 项将于 2020 年底前投产，涉及 12 省（市区），45 家钢企。拟新建炼钢产能 7318.8 万吨、炼铁产能 6837.05 万吨；退出炼钢产能 8648.28 万吨、炼铁产能 8361.23 万吨。拟新建高炉 48 座、转炉 45 座、电炉 16 座。初步计算，其中 76% 的炼钢产能和 42% 的炼铁产能将在 2020 年下半年投产。由于新建产能利用率高于原有设备，预计 2020 年新增供给约 2% 左右。

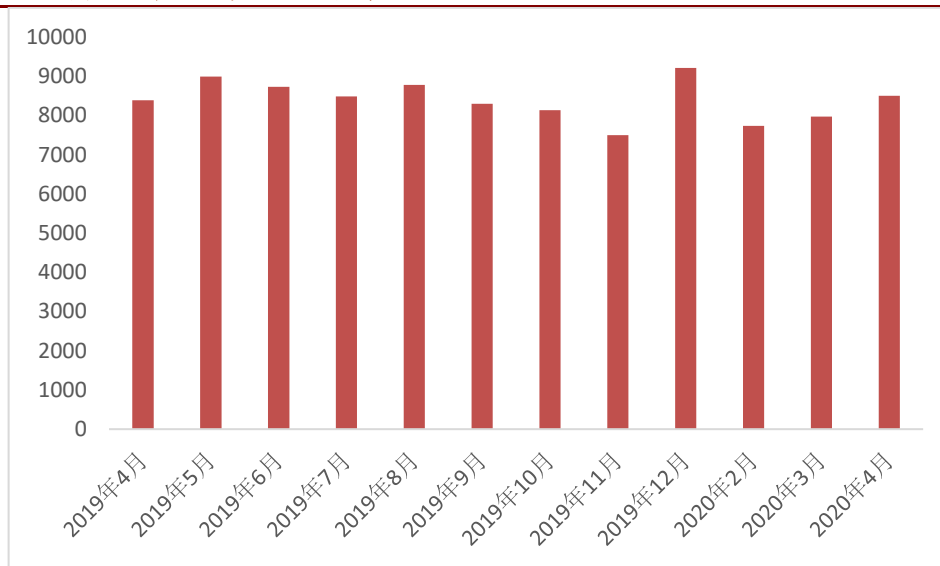
电炉决定供给弹性。相比于长流程钢厂（高炉）生产停产复产成本高，短流程钢厂（电炉）生产相对灵活，停产复产简单。目前由于废钢资源紧张，电炉企业成本高于高炉企业，一旦钢材价格下跌，电炉率先停产，形成明显的成本支撑。

2020 年电炉开工仍是调节供应的核心因素。在利润下降后，会率先减产支撑钢材价格，而一旦利润持续好转，电炉开工又将立刻恢复。电炉供给弹性大，钢材上有顶下有底。

## 2.2 疫情之后，产量逐步提升

受疫情影响原因，钢材产量低位增长。2020 年 4 月，全国生产粗钢 8503.0 万吨、同比增长 0.20%，粗钢日产水平为 283.43 万吨/日，日产环比增长 11.26%。1-4 月，全国累计生产粗钢 3.2 亿吨，同比增长 1.30%，粗钢累计日产 264.02 万吨，同比增长 0.46%。

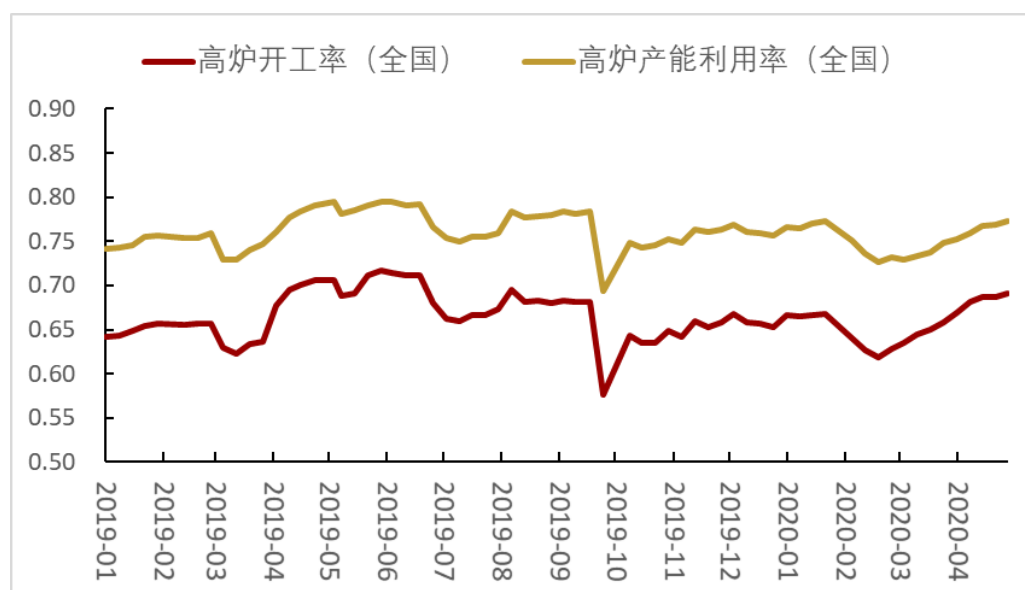
图 21：3 月钢材产量同比增速下滑明显



资料来源：Wind、招商证券

高炉开工率、产能利用率稳步上升。3 月以来，随着我国疫情控制取得成效，各地政府积极推进复工复产，我国高炉开工率稳步上升，至 4 月底达到 69.06%；高炉产能利用率一路走高达到 77.36%，预示供给端有序恢复。

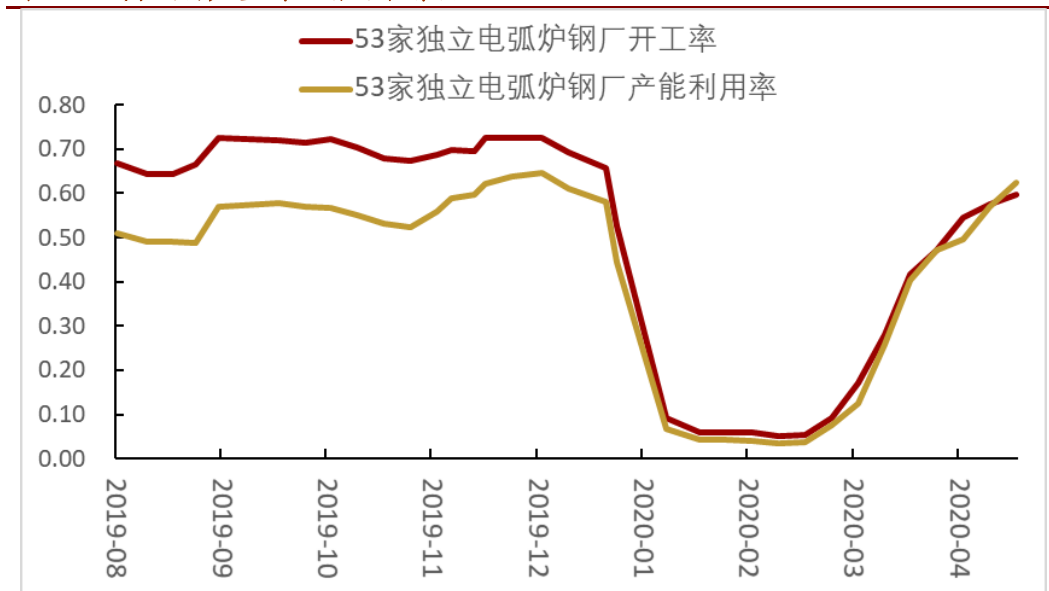
图 22：全国高炉开工率、产能利用率稳步上升



资料来源：Mysteel、招商证券

**电炉开工率、产能利用率谷底反弹。**去年年底以来，由于疫情影响，电炉开工率、产能利用率曾跌至谷底，但2月中旬以来疫情防治措施起效，复工复产后我国电炉开工率、产能利用率谷底反弹，至4月末分别达到59.8%、62.6%。

图 23：3 月钢材产量同比增速下滑明显

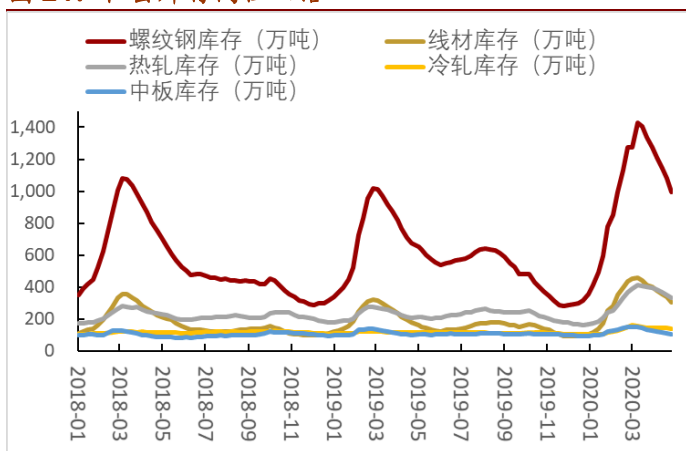


资料来源：Mysteel、招商证券

### 三、库存端：社会、钢厂库存快速去化

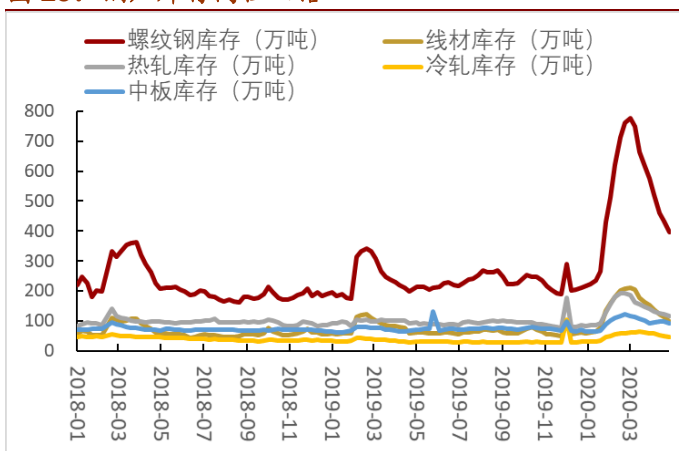
自去年底受疫情影响，社会、钢厂库存由于需求不足被动存储逐月走高至2月末的历史高位后，随着我国疫情防范取得阶段性成效，今年3月开始的复工复产持续推进加大了社会、钢厂库存的消耗，至4月末社会、钢厂的螺纹钢、线材、热轧、冷轧、中板库存均从高位回落。

图 24：社会库存高位回落



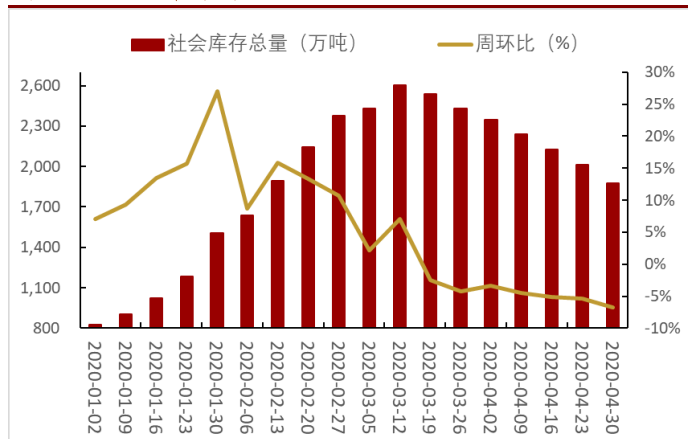
资料来源：Mysteel、招商证券

图 25：钢厂库存高位回落



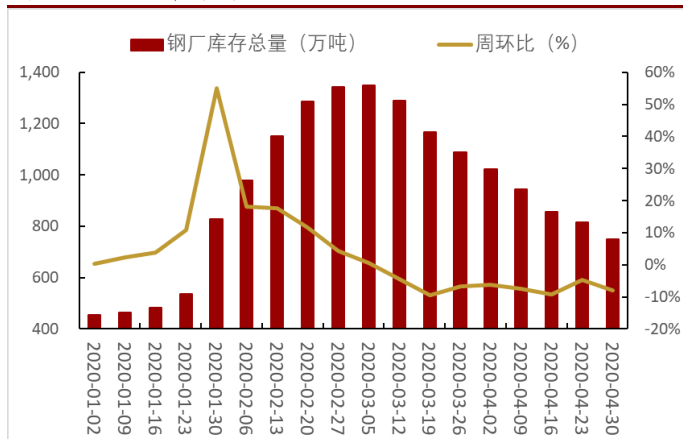
去化速度，社会、钢厂库存将分别于7月下旬、7月上旬初回归去年9月库存水平。

图 26：社会库存持续去化



资料来源：Mysteel、招商证券

图 27：钢厂库存持续去化



资料来源：Mysteel、招商证券

## 四、原材料：煤、铁元素全球过剩

### 4.1 铁矿石：短期库存低位，长期供给增加

一季末海外铁矿石需求骤减，推进复工利好需求端恢复。今年3月以来，欧、美、日等多国钢厂受到疫情的冲击：下游订单萎缩叠加员工健康风险。公共卫生事件对3月海外的钢材需求造成了较大的冲击，主要体现在汽车、家电等制造业，进入3月下旬后，海外成材开始出现低价资源，传导至生产端后，全球各主要钢材生产商开始纷纷采取措施进行减产，减少了对铁矿的需求，形成铁矿石的相对过剩。故大部分海外钢厂都制定了暂时性停产计划，已知的包括安米、JFE、新日铁在内的大型钢企计划关停铁水产能就超3600万吨，且疫情二次反弹风险使关停产能在未来有可能进一步增长。但随着欧盟、日本、韩国、美国疫情的缓和，下游制造业的逐步复工，二季度海外部分钢厂高炉停产或将取消，铁水产量减少程度将缩小，铁矿需求下降程度低于预期。复工推进，二季度海外部分高炉停产或将取消，对铁矿石需求的冲击将大幅减少。



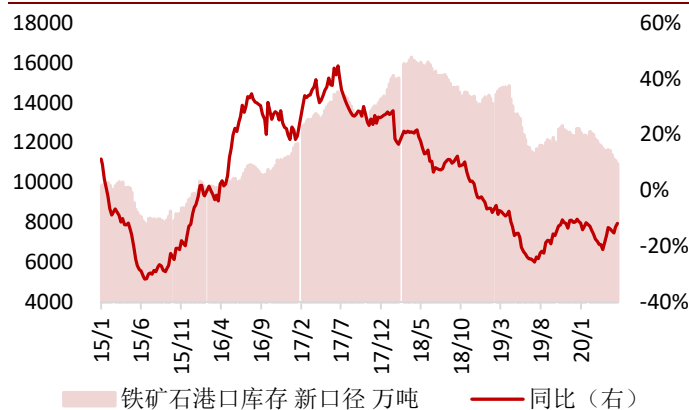
图 28：部分钢企停工安排一览

公司	时间	工厂	产能（万吨）
美国钢铁	4月下旬	Mon Valley 1号高炉	109
	4月	加里钢厂4号、8号高炉	230
JFE	4月底	仓敷地区4号高炉	700
	6月底	福山地区4号高炉	
新日铁	4月中旬	鹿岛工厂1号高炉	800
	4月下旬	和歌山工厂1号高炉	
	计划中	君津1号高炉	
安米	3月	北美印第安纳4号高炉	100
	3月	意大利塔兰托工厂2号高炉	200
	4月	北美克利夫兰6号高炉	150
	4月	巴西图巴朗3号高炉	280
	4月	西班牙阿斯图里亚A炉	240
	继续停产	波兰Krakow	135
RINL	4月	Vijayanagar	130
盖尔道	4月	巴西工厂1座高炉	300
Usiminas	计划中	关闭巴西工厂两座高炉	160

资料来源：World steel capacity、公开信息、招商证券

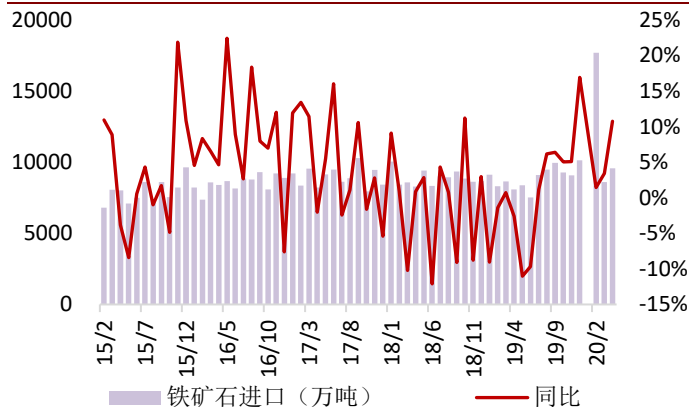
短期来看，铁矿石库存持续下滑，仍处于低位。疫情对于铁矿石生产国发货量有影响。此外，2020年上半年新增矿山由于疫情影响，达产推后，短期来看价格维持强势。长期来看，随着疫情影响减弱，新增矿山达产，铁矿石价格趋弱。

图 29：铁矿石库存持续下降



资料来源：Mysteel、招商证券

图 30：铁矿石进口量维持稳定



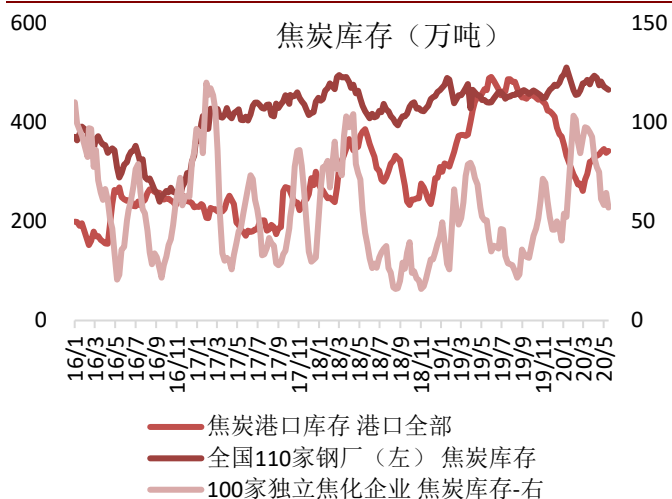
资料来源：Mysteel、招商证券

## 4.2 煤炭：国内产量恢复，海外需求下滑

国内原煤产量基本恢复。根据国家统计局数据，3月份全国原煤产量为33726万吨，同

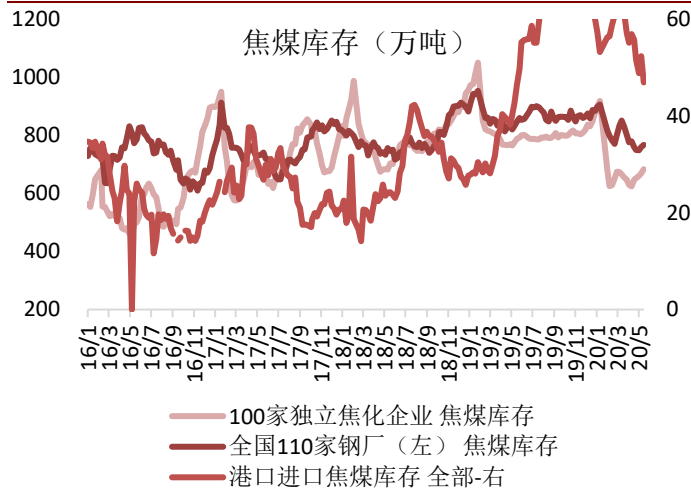
比增长 9.6%，日均产量达 1088 万吨。1-3 月全国累计原煤产量 82991 万吨，同比下降 0.5%。由于 3 月份产量同比增长较大，复工后国内原煤生产已经基本恢复到 2019 年同期水平，新冠疫情对国内原煤生产行业的负面影响已基本消除。

图 31：焦炭库存有所下降



资料来源：Wind、招商证券

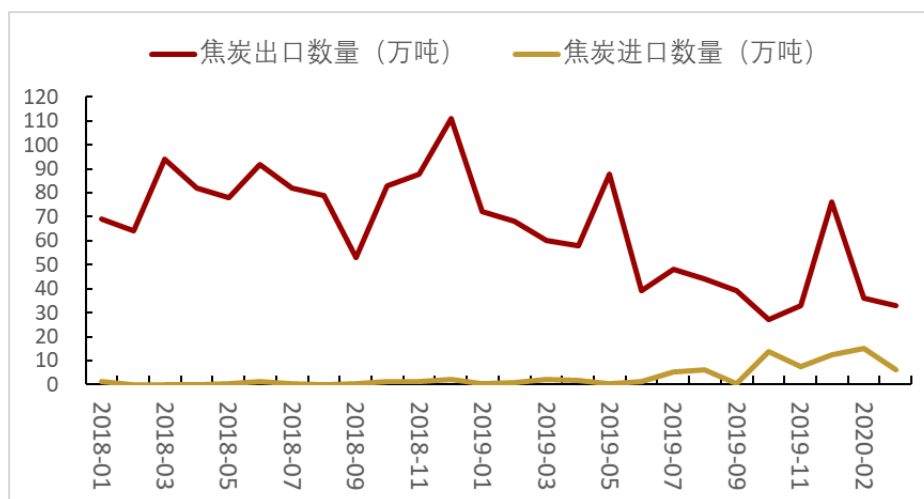
图 32：焦煤库存有所下降



资料来源：Wind、招商证券

**焦炭海外需求下滑。**2020 年 1-3 月份国内进口焦炭累计约 21 万吨，较去年同期增加约 18 万吨。虽然 1-3 月进口总量相较于出口数量很少，但折射出当下全球焦炭供过于求的现状。由于疫情的影响海外钢厂减产较多，全球市场需求端剩余的焦炭积极向复工进度领先的中国出口，且国内焦炭价格高于国际价格。另外，国外需求端疲软导致国内出口需求持续降低，导致出口资源回流国内市场，叠加焦炭进口量的增加，在一定程度上加大焦炭的供给压力。短期来看，山东实行以煤定焦影响 600 万吨焦炭产能，短期价格强势，长期关注政策实行情况。

图 33：焦炭海外需求下降



资料来源：wind、招商证券

## 五、钢材盈利状况

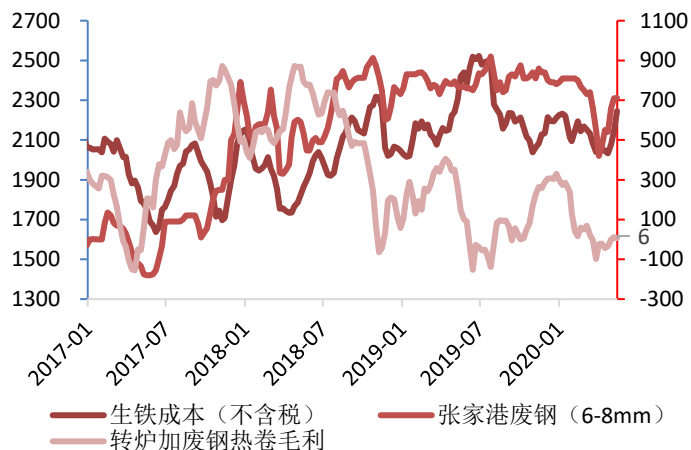
截至 2020 年 5 月 27 日，2020 年螺纹钢平均毛利为 310 元/吨，热轧板平均毛利 214 元/吨。根据供需平衡表，预计 2020 年全年产能利用率 80%左右，钢铁行业产能利用率和毛利呈现线性相关，预计 2020 年钢材毛利 300 元/吨。

图 34：钢材毛利维持震荡



资料来源：Wind、招商证券

图 35：原煤产业基本恢复至 2019 年同期水平



资料来源：Wind、招商证券

## 六、投资标的

从 2016 年开始，钢铁行业呈现全行业扭亏，2016-2018 年行业呈现上升趋势，资产负债率大幅下降，盈利大幅上升。2020 年钢铁行业以需求为核心，盈利仍能维持，普钢板块估值被低估，具有投资价值。

建议关注 1) 普钢低估值的柳钢股份、三钢闽光、华菱钢铁等。2) 军工新材料特钢公司：钢研高纳等。

## 七、风险提示

房地产大幅下跌，宏观经济风险等。宏观经济下滑导致需求下滑风险。未来两个季度不排除宏观经济进一步下滑的风险，进而影响钢铁下游需求不达预期等。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

马晓晴：毕业于香港中文大学，商科硕士，2018年3月加入招商证券，曾任职于天风证券，4年金属新材料研究经验。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。