

短期延续利好，长期压力增大

——钢铁行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**行业现状：震荡下行至微利状态。**5月29日，全国高炉产能利用率以及钢厂废钢日耗量均较近5年峰值仅低出4.5%左右，全国钢铁PMI新订单指数在6月初实现了近13个月以来的首次高于50（荣枯分界线），全国房地产4月新开工面积已接近去年同期。但是，模拟的钢铁利润却连续处于2017年以来的最低水平，这主要是供需所致。

◆**行业短期有利好：货币宽松、经济复苏。**历史经验显示，在没有供给因素干扰的情况下，M2增速对钢价有一定的领先作用、国债收益率与螺纹钢大方向一致；而M2增速在3月份已出现了明显回升、国债收益率从5月初以来也持续回升，这分别意味着货币有宽松、经济在复苏，而这都对钢价构成利多。

◆**中期压力之一：地条钢并未形成长效打压机制。**地条钢一度占中国钢铁供应量的8%-10%，在2017年轰轰烈烈的打击地条钢运动后，市场对地条钢的关注度显著降低，并一致预期地条钢归零。但是由于其生产和违法成本低、复产技术难度低，在目前暂时没有行政监管、也缺乏长效治理机制的背景下，我们结合数据推理、案例观察，认为地条钢存在死灰复燃的可能性，尤其需要防止其对钢铁行业的影响从量变过度到质变。

◆**中期压力之二：房地产新开工面积可能趋势向下。**房地产新开工面积增速的大趋势对螺纹钢价有一定的领先性，一方面中国房地产新开工面积、钢铁需求可能已见顶，另一方面广义的房地产库存（新开工面积*0.9与竣工面积的差值的累计值）与当年销售面积的比值在2019年恢复至历史高位，高库存之后往往是新开工面积的下滑，这将对钢价、钢铁需求构成抑制。

◆**中期压力之三：折旧废钢增加炼钢的铁元素供应。**从铁元素的来源来看，钢铁来自于两块：（1）高炉炼铁，与高炉产能有关，目前全国高炉产能基本没有净增量；（2）废钢，与钢铁的生命周期以及回收利用有关。我们构建的模型显示，折旧废钢占当年钢产量的比重在2019年为个位数，但未来会加速增长，这将推动未来钢铁产量的增长。

◆**投资建议：顺应大势，精选个股。**钢铁板块的最新PB估值较历史最低点高出15%左右，综合估值和行业发展前景，我们维持钢铁板块“增持”评级，建议重点关注竞争力强的上市钢企，譬如低成本的方大特钢、高附加值的宝钢股份。

◆**风险提示。**（1）行业产能进一步过剩；（2）需求进一步走弱；（3）公司经营不善。

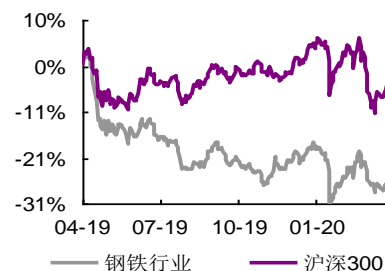
增持（维持）

分析师

王招华（执业证书编号：S0930515050001）
021-52523811
wangzh@ebcn.com

刘慨昂（执业证书编号：S0930518050001）
021-52523821
liuka@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 现状：震荡下行至微利状态	3
1.1、 产量近新高、需求恢复快.....	3
1.2、 价格在震荡、利润已微薄.....	4
2、 展望：短期有利好，中期压力大	5
2.1、 短期仍有利好：货币供应再次宽松	5
2.2、 中期压力之一：地条钢并未形成长效的打压机制	6
2.3、 中期压力之二：房地产新开工面积可能趋势向下	7
2.4、 中期压力之三：折旧废钢增加炼钢的铁元素供应	8
3、 投资建议：维持行业“增持”评级.....	9
4、 风险提示：	9

1、现状：震荡下行至微利状态

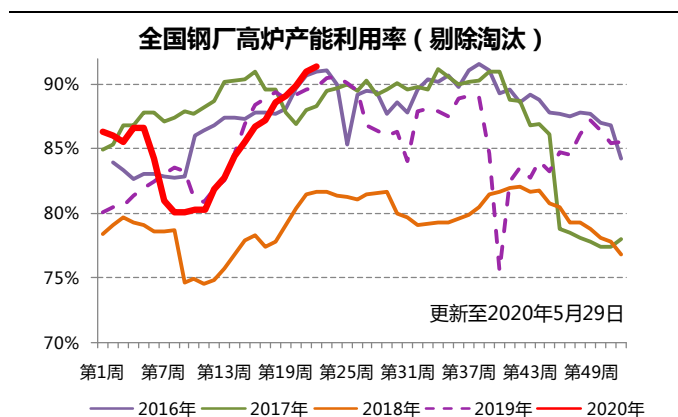
1.1、产量近新高、需求恢复快

钢铁冶炼中，铁元素的来源由两个部分组成：铁矿石（主要用于高炉炼铁）、废钢（主要用于高炉、转炉、电炉的炼铁、炼钢）。

Mysteel 统计的全高炉产能利用率在 5 月 29 日为 91.02%，较 2013 年有统计以来的最高值 95.86%（2013 年 8 月 16 日）仅低出 4.84 个百分点；富宝资讯统计的全 147 家钢厂日均废钢消耗量在 5 月 29 日为 33.73 万吨，较 2008 年有统计以来的最高值 35.30（2018 年 11 月 2 日）仅低出 4.44%。

考虑到钢铁净新增产能基本没有，因此可以说全国钢铁生产已经接近历史峰值、大概率也是历史极值了。

图 1：全国 247 座高炉产能利用率接近历史新高



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

图 2：全国废钢日耗量也达到历史高位

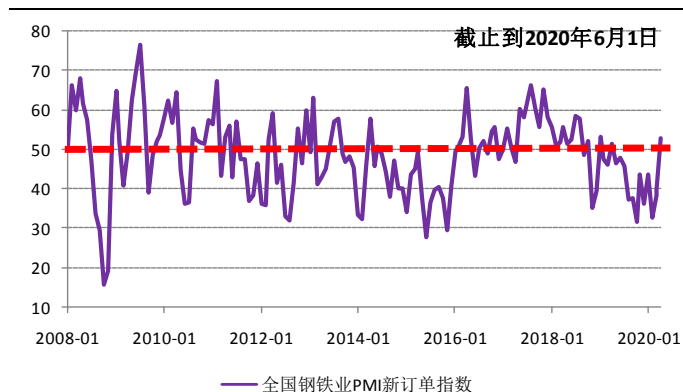


资料来源：富宝资讯、光大证券研究所

与此相对应，6 月 1 日公布的全国钢铁 PMI 新订单指数最新值为 52.9，是自 2019 年 5 月以来的首次高于 50（荣枯平衡线）。

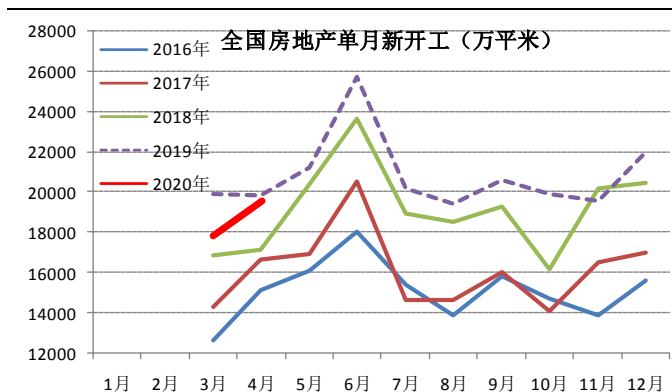
钢铁最大的需求是房地产。全国房地产单月新开工面积在 4 月份达到 1.96 亿平米，同比下降 1.31%，而 2019 年的房地产新开工是历史最高值，光大证券房地产团队认为在未来也是最高值，因此，4 月份新开工同比基本持平，显示出需求恢复得较为强劲。

图 3：全国钢铁 PMI 新订单指数近 13 个月首次高于 50



资料来源：中物联钢铁专委会、光大证券研究所

图 4：全国房地产单月新开工面积已接近去年同期



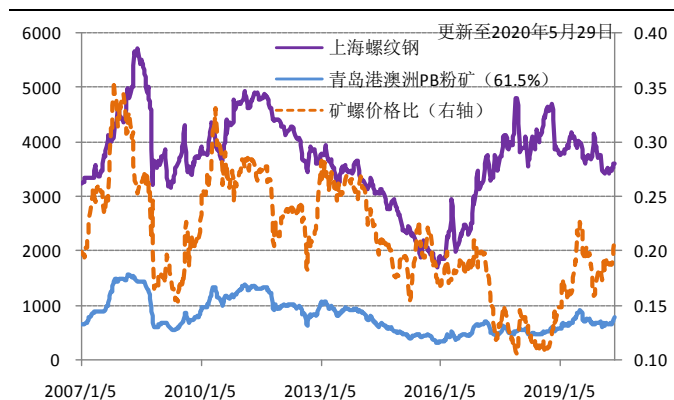
资料来源：国家统计局、WIND、光大证券研究所

1.2、价格在震荡、利润已微薄

上海螺纹钢价从2月7日-5月29日以来一直在3400-3600元/吨窄幅震荡，但铁矿石价格（以青岛港澳澳洲PB粉矿61.5%为基准）从2月7日的597元/吨持续走高至5月29日的760元/吨。铁矿石价格的走强直接受两个因素影响：（1）高炉高产能利用率，（2）巴西疫情影响淡水河谷铁矿石供应的预期；深层次因素则是矿螺价格比值的回归：截止到2020年5月29日，矿螺价格比值为0.21，等同于2007年以来的均值。

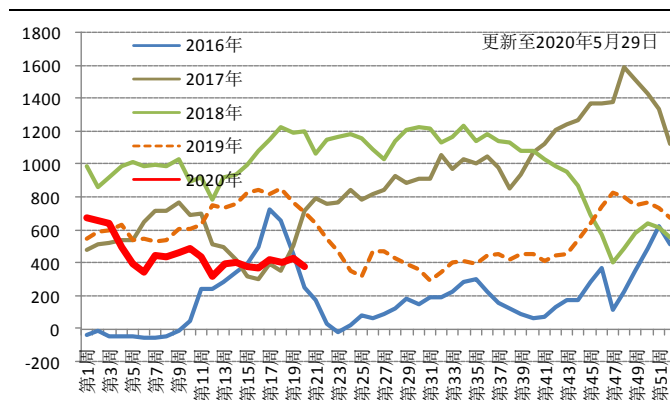
模拟的长流程钢铁毛利自2月初以来一直在300-500元/吨徘徊，其中5月29日毛利385元/吨，扣除三费及所得税后，净利润基本呈现微利状态；其中4-5月份的净利均值较1-3月份下降约100元/吨。

图5：上海螺纹钢价二季度一直在3400-3600元/吨震荡



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

图6：模拟的钢铁长流程毛利持续在低位徘徊（元/吨）

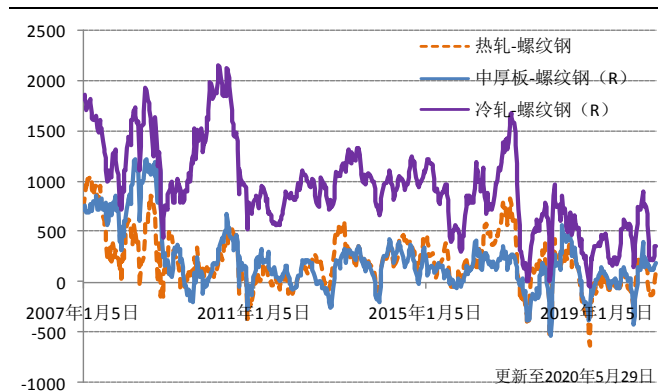


资料来源：Mysteel、光大证券研究所

各钢铁品种中，总体依然是螺纹钢的价格和盈利表现最强，其次是中厚板。热轧、中厚板、冷轧和螺纹的价格差2007年1月1日-2020年5月29日期间的均值分别为203元/吨、216元/吨、941元/吨，而在2020年5月29日的价差则分别为110元/吨、180元/吨、350元/吨。

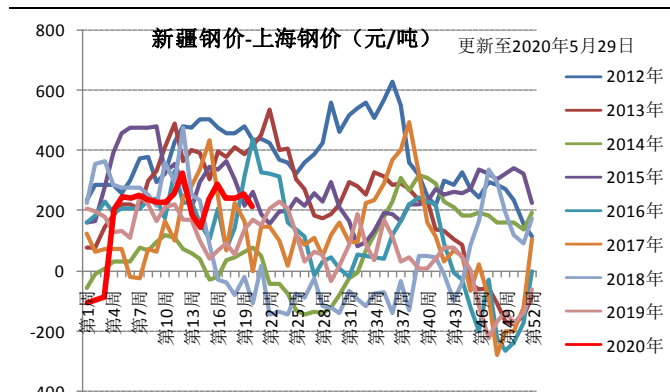
由于运输半径的因素，钢铁分区域最值得关注的是疆内和疆外。新疆和上海的钢价（取螺纹和热卷的均值）差的均值在2007年1月1日-2020年5月29日为203元/吨，在2020年5月29日为215元/吨。总体来看，新疆和上海的钢价差已处于2007年以来的中间值水平，但是较高点还有距离。

图7：各主要工业材钢种与螺纹的价格差（元/吨）



资料来源：Mysteel、WIND、光大证券研究所

图8：新疆和上海的钢价差（元/吨）



资料来源：Mysteel、WIND、光大证券研究所

2、展望：短期有利好，中期压力大

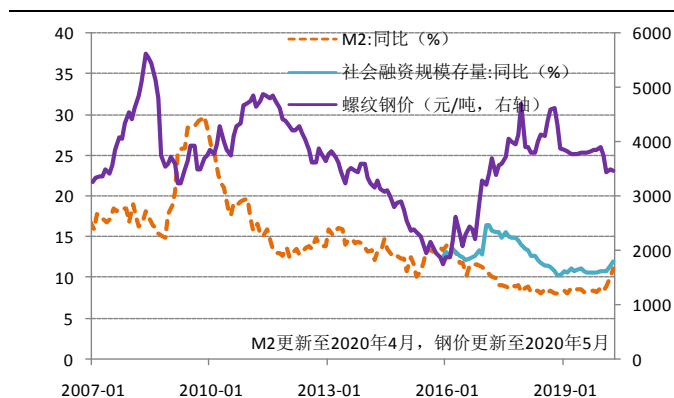
2.1、短期仍有利好：货币供应再次宽松

钢铁行业的研究，除了供需以外，还需要关注货币的因素。因为钢价本质上也是一种货币现象。

全国 M2 同比增速在 2017 年 7 月-2020 年 2 月一直在 8%-9% 之间波动，较前几年的 M2 增速值已经明显下了一个台阶。但是从 2020 年 3 月开始，M2 增速出现回升，至 4 月份同比增长已达 11.10%，这已相当于 2016 年 10 月份的水平。全国社融存量同比增速也出现了类似的情况。这显示国内货币供应出现了显著宽松。

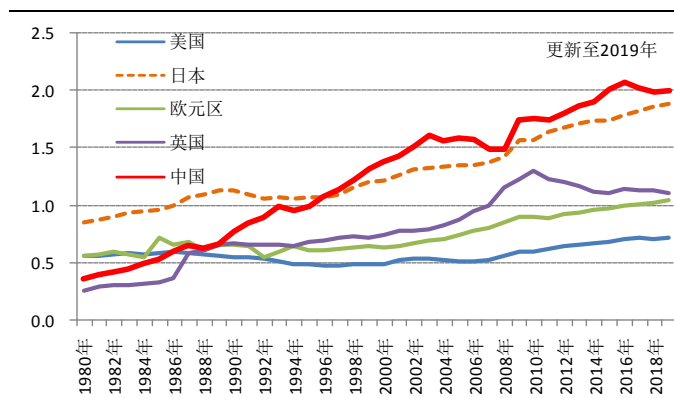
在不考虑钢铁供应因素的前提下，M2 或者社融存量增速对螺纹钢价在大多数情况下有一定的领先作用，只是领先的时间长度有差异。但是 M2 增速是有内生制约的：中国 M2/GDP 已在全球主要经济体中处于最高水平，继续加速扩张的弊大于利，其实中国已经在 2017 年、2018 年有所收敛，但是在 2019 年、2020 年有所回升，但是我们相信，还是会再次降杠杆的。

图 9：全国 M2 和社融存量的增速 3 月以来显著回升



资料来源：WIND、中国人民银行、Mysteel、光大证券研究所

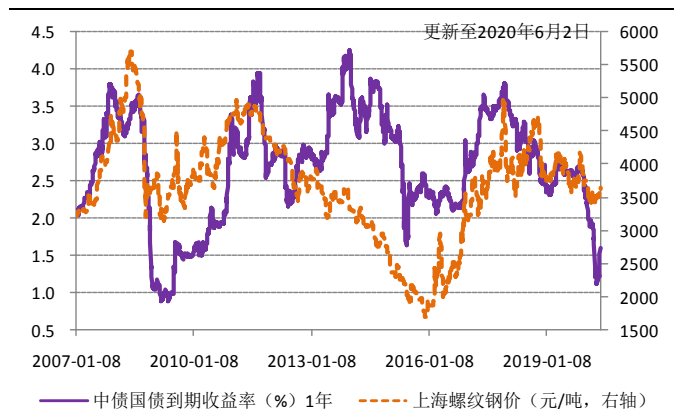
图 10：中国 M2/GDP 在全球主要经济体最高



资料来源：WIND、光大证券研究所

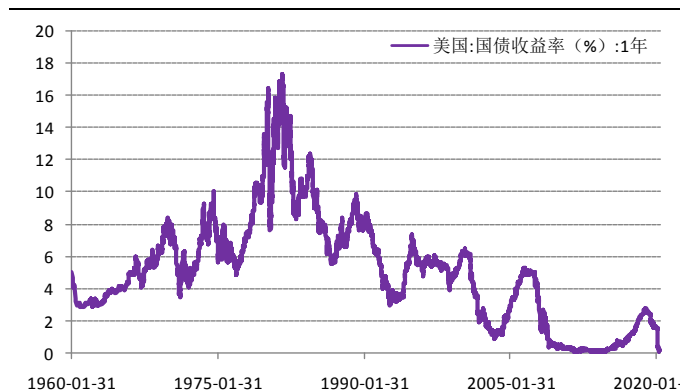
从一年期国债收益率的角度来看，阶段性的收益率低点在 2020 年 4 月 29 日达到（1.12%），目前已底部回升了 47 个 BP 至 1.59%，这显示货币最宽松的时候或许已经过去、宏观经济有企稳迹象，对钢价构成利多；

图 11：宏观经济同时决定国债收益率和螺纹钢价



资料来源：中债估值中心、WIND、光大证券研究所

图 12：美国一年期国债收益率已接近于 0



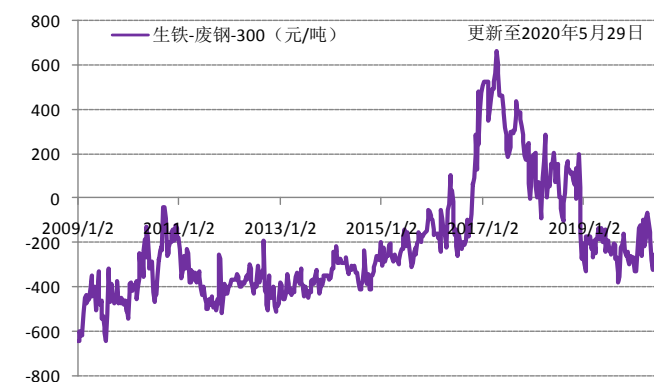
资料来源：美联储、WIND、光大证券研究所

2.2、中期压力之一：地条钢并未形成长效的打压机制

对于中国钢铁供应的构成，市场目前的一致预期是：高炉-转炉钢约占90%、电炉钢约占10%，地条钢基本清零；曾经的一致预期是2016年地条钢产量约占全国钢产量的8%-10%。

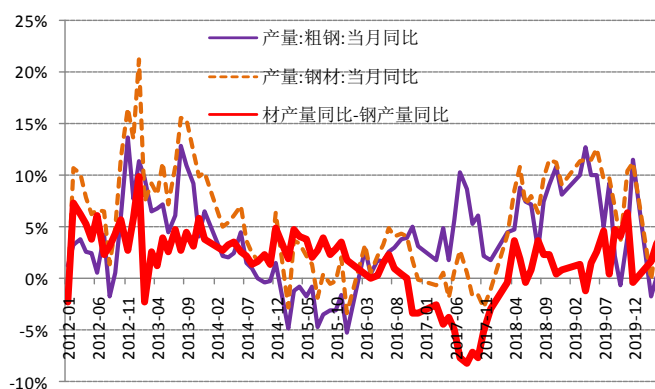
根据废钢与生铁之间的价格差，可以大体认为电炉钢的成本比高炉-转炉钢高200-300元/吨，因此可以假设，若高炉-转炉钢净利润为0，那么电炉钢（原料主要是废钢）则亏损200-300元/吨，也就意味着电炉钢亏损超过折旧，将会选择停产，影响全国供应量的5%-10%。因此，只要需求降幅不超过5%-10%，钢铁的盈利最差情况是在盈亏平衡线附近徘徊。

图 13：生铁和废钢的价差



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 14：全国钢材和粗钢的当月产量同比增速



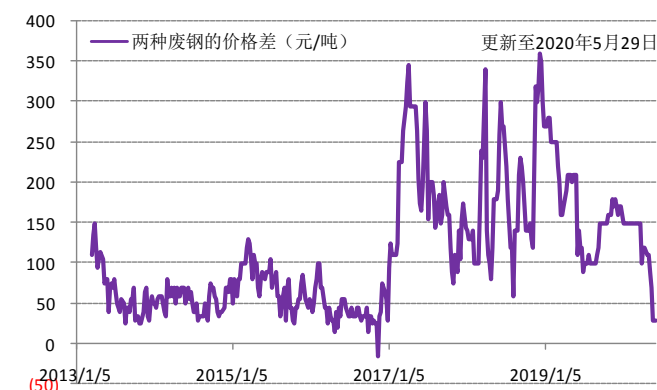
资料来源：Wind、国家统计局、光大证券研究所

但这并不是一个可跟踪、可检验的判断，尤其是对地条钢产量清零的结论过于武断。我们在2018年中外发的《钢铁供给研究框架：打造逻辑推理和数据验证的研究闭环》中曾设计过一个指标来跟踪判断地条钢，最新的数据显示，地条钢有死灰复燃的迹象。

从逻辑推理的角度，地条钢的违法成本并不高，目前也尚未形成长效治理机制，但是由于地条钢生产成本在主要钢铁生产工艺中最低，因此有死灰复燃的经济动力。

地条钢如果死灰复燃，并且从量变到质变，将可能使钢价跌回2015年。

图 15：两种废钢的价格差已显著回落



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 16：近半年以来的地条钢案例和政策

案例	报道单位
2020年5月 江苏兴化3家中频炉企业被勒令停产	泰州网
2020年3月 60余吨地条钢在昆钢集中销毁	中国冶金报
2020年3月 广东某钢厂因地条钢被举报	中国冶金报
2019年12月 山西繁峙县查处上千吨地条钢	中国冶金报
政策	报道单位
2020年6月 丽江公布打击地条钢举报电话	Mysteel
2020年5月 曲靖公布打击地条钢举报电话	Mysteel
2020年5月 宁夏通报防范地条钢死灰复燃的工作	Mysteel
2020年4月 江西地条钢举报奖金由0.5万元提高至1万元	Mysteel
2020年4月 柳州天和社区开展地条钢排查行动	柳州市政府

资料来源：中国冶金报、Mysteel、光大证券研究所

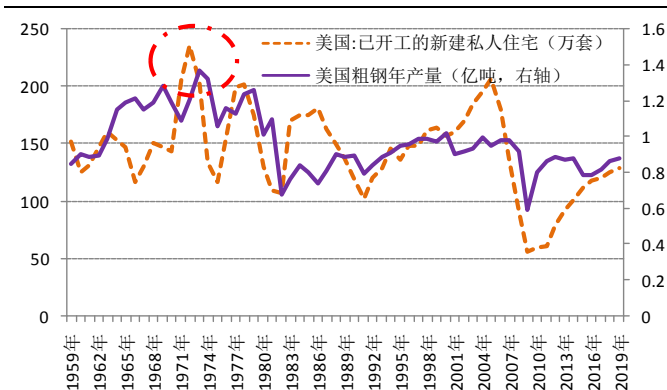
2.3、中期压力之二：房地产新开工面积可能趋势向下

房地产是直接耗钢最大的领域，大约占 35%，同时房地产也会带动工程机械、家电等的消费。因此，从供求的角度而言，跟踪房地产产业的发展对钢铁行业至关重要，而房地产业耗钢主要发生在新开工环节。

美国的数据显示，新建私人住宅开工套数在 1972 年达到峰值（236 万套）、而人均粗钢消费量则在 1973 年达到（691kg）；1972-1982 年期间，美国的新建私人住宅开工套数下降 55%、粗钢产量下降 44%。

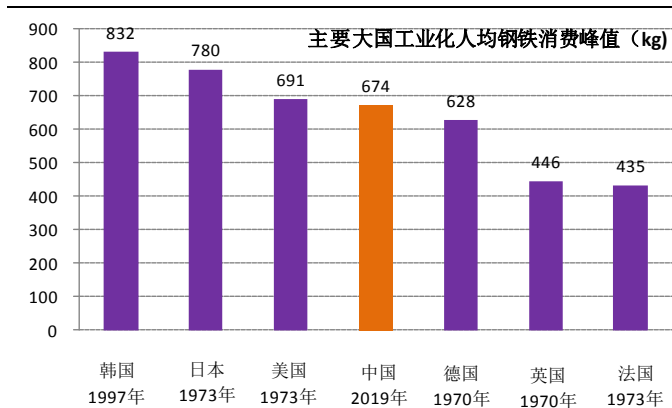
而中国 2019 年人均钢铁消费量为 674kg，略低于美国峰值水平约 2.5%，已显著高于德国、法国、英国，仍低于日本、韩国。考虑到中国的国土面积与美国相当，中国的人均钢铁消费峰值应与美国类似，也就是说中国的钢铁消费峰值即将见顶，光大证券房地产研究员也认为中国的房地产新开工面积大概率也在 2019 年见顶。

图 17：美国房地产新开工套数与美国钢产量



资料来源：国际钢铁协会、美国商务部、光大证券研究所

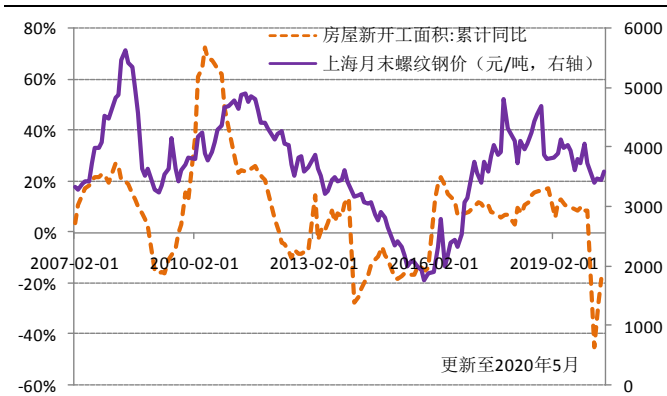
图 18：主要大国工业化人均钢铁消费峰值 (kg)



资料来源：IISI、光大证券研究所

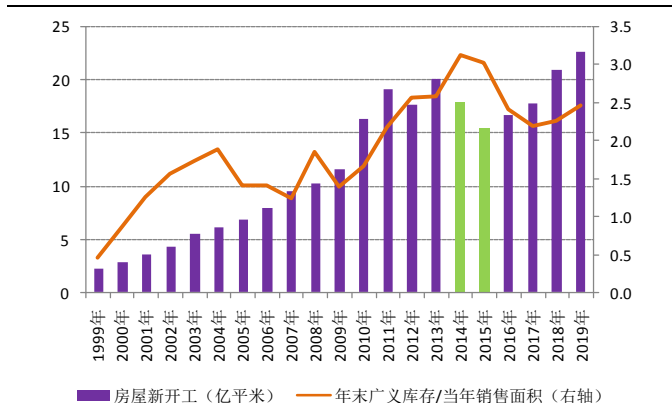
房地产新开工面积增速的大趋势对螺纹钢价有一定的领先性，一方面中国房地产新开工面积、钢铁需求可能已见顶，另一方面广义的房地产库存（新开工面积*0.9 与竣工面积的差值的累计值）与当年销售面积的比值在 2019 年恢复至历史高位，高库存之后往往是新开工面积的下滑，这将对钢价、钢铁需求构成抑制。

图 19：中国螺纹钢价与房地产新开工累计增速



资料来源：WIND、国家统计局、光大证券研究所

图 20：中国房地产广义库存再次处于历史高位



资料来源：WIND、国家统计局、光大证券研究所

2.4、中期压力之三：折旧废钢增加炼钢的铁元素供应

从铁元素的来源来看，钢铁来自于两块：（1）高炉炼铁，与高炉产能有关，目前全国高炉产能基本没有净增量；（2）废钢，与钢铁的生命周期以及回收利用有关。

根据中国工程院院士、中国金属学会理事长翁宇庆介绍，废钢可以分为自产废钢、加工废钢和折旧废钢三类，其中折旧废钢对废钢总量的影响最大，发达国家废钢资源丰富主要指折旧废钢资源丰富。

废钢的折旧来源主要是各种用钢领域，包括建筑、家电、机械、食品、汽车等，回收周期从5-70年不等。

图 21：废钢的来源和预测方法

废钢来源	定义	预测方法
自产废钢	钢企内部炼钢、轧钢等工序的切头	$0.08 \times \text{当年钢产量}$
加工废钢	国内制造加工工业的废钢（加工铁	$0.06 \times \text{当年钢产量}$
折旧废钢	国内的各种钢铁制品报废后形成的废钢	模型1： $(0.35-0.4) \times 20$ 年前钢产量；模型2： $0.32 \times (15\text{年前钢产量}) + 0.6 \times (50\text{年前钢产量})$

资料来源：翁宇庆《钢铁生产的发展与废钢应用的前景》、光大证券研究所

图 22：折旧废钢的回收周期

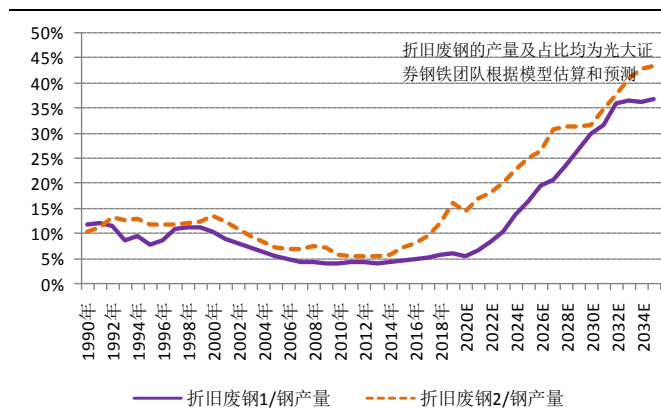
种类	所占比例	回收周期
家电、汽车、包装、家具等	40%-50%	5-10年
板材		
化工、造船、压力容器等	30%-40%	10-20年
建筑	10%-20%	20-30年
钢轨	5%-10%	10-20年
长材		
建筑材	70%-80%	50-70年
机械	10%-20%	10-15年

资料来源：徐匡迪、洪新《电炉短流程回顾和发展中的若干问题》

假设中国的钢铁产量从2021年开始每年下降1.5%直至2035年，那么根据两种模型测算的结果均显示，中国的废钢资源丰富程度有望在2021-2025年期间快速提升，目前折旧废钢占当年钢产量的比重仅为个位数，但是乐观情况下在2030年有望达到30%，这非常有利于废钢资源（炼钢的铁元素）的丰富。

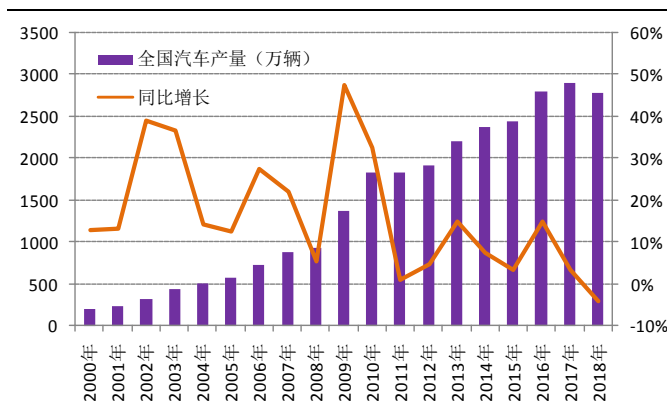
而从废钢的重要来源汽车的产量数据来看，2009年开始中国汽车开始大卖（当年产销1379万辆），而8-15年汽车进入报废期，1辆汽车平均耗钢量在1.5吨，因此理论上来看，由汽车报废带来的废钢的增加将进入高速增长期。而其他用钢行业也存在类似的情况。

图 23：废钢资源的丰富程度近年有望快速提升



资料来源：WIND、国家统计局、光大证券研究所

图 24：全国汽车产量在 2009 年突破 1000 万辆



资料来源：WIND、国家统计局、光大证券研究所

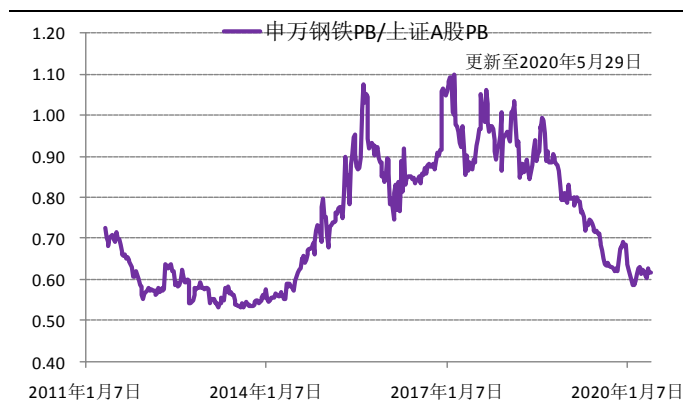
3、投资建议：维持行业“增持”评级

前文通过研究钢铁需求（房地产新开工）、钢铁供给（地条钢以及废钢供应）的角度，我们判断钢铁行业的供求关系在中期将面临宽松。

但是，股票投资需要综合基本面趋势与估值情况来综合考虑。2020年5月29日，钢铁板块的整体PB为0.82倍，较历史最低点（2013年7月19日的0.73倍）高出12%；钢铁板块的PB与上证A股的PB比值为0.62倍，较历史最低点（2013年8月23日的0.532倍）高出16%。

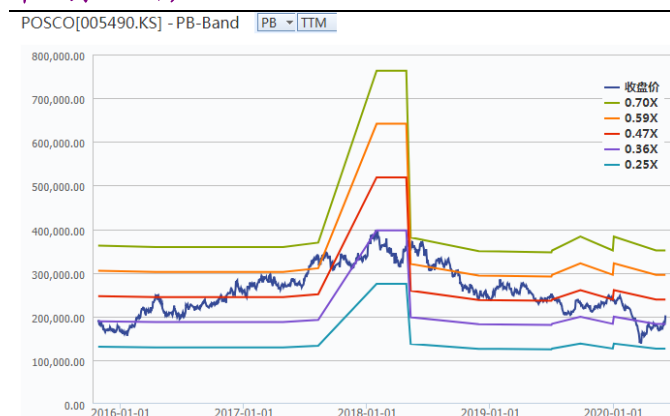
综合考虑估值和基本面趋势，我们仍然维持钢铁板块的“增持”评级。

图 25：钢铁板块与上证 A 股的 PB 比值处于历史低位



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 26：韩国浦项的 PB 也处于历史低位（更新至 2020 年 5 月 29 日）



资料来源：WIND、光大证券研究所

我们建议重点关注具有核心竞争力的方大特钢、宝钢股份。

图 27：部分钢铁相关上市公司归母净利润预测和估值（亿元 RMB、倍）

2020/6/4		总市值	2019A	2020E	2021E	20年PE	20年PB
600507.SH	方大特钢	115	17.11	12.44	10.12	9	1.67
600019.SH	宝钢股份	1024	124.23	88.71	80.34	11	0.59

资料来源：WIND、光大证券研究所预测

4、风险提示：

（1）供给端风险。长流程炼铁炼钢的技术进步、以及废钢回收的增加使得钢铁行业的供给出现了弹性；地条钢的长效机制仍未建立，将削弱合法合规钢厂的竞争力。

（2）需求端风险。房地产新开工面积未来可能出现持续负增长，这将对房地产的需求造成很大的负面影响。

（3）公司运营风险。部分钢企、尤其是在集团层面 2017-2019 年归母净利润一直亏损，与行业的高盈利不一致（这期间正是供给侧改革带来的钢铁行业高盈利），未来如果行业景气度持续走弱，这些企业的经营情况值得关注。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼