

钢铁行业

2018-8-27

五问钢价新高：一杯先敬供给，一杯遥敬需求

行业研究 | 点评报告

评级 **中性** 维持

随着近期取暖季限产预期的进一步强化，在钢材低库存叠加季节性旺季即将到来的背景下，螺纹钢价格再创年内新高。当前有关钢价上涨的疑虑很多，本文我们重点梳理钢价上涨背后的真实原因。

■ 第 1 问：近期钢价上涨是因为需求恢复吗？——不，是供给

理论上，价格永远是供需的反映，在大宗金融属性增强的今天，价格表征是供需缺口的预期变化。从水泥与铜的价格表现来看，将钢价的上涨归结到需求难以自圆其说。

事实上，自三月底旺季启动以来，钢价走势一直偏强。**而经过我们的测算来看，今年真实需求的表现总体为稳中偏弱。**我们主要跟踪的四个指标有：西本新干线的沪终端线螺采购量、统计局口径估算的粗钢表观消费量、以及 Mysteel 的全国建筑钢材成交量与估算成交量，均以季度平均的同比增速为考量，发现**四项指标 3 季度增速都显著弱于 2 季度与去年同期。**

在需求端并未得到有力证据的情况下，近期开工率数据的变化给我们指明了方向。全国高炉开工率大幅回落，应该是推动近期钢价再次大幅上涨的核心要素。

■ 第 2 问：供给端压力还能够继续延续吗？——大概率能，环保限产或将成常态

自 2016 年供给侧改革以来，供给端的变化陆续成为行业常态。自 2017 年加入取暖季限产因素后，环保压力导致高炉开工率下降，且一直没有恢复至之前的高位。

值得注意的是，去年的限产通过弥补废钢等方式，最终反倒使得实际产量相对强势，而在当前废钢添加比已经达到高位的情况下，继续通过废钢弥补产量的空间或也开始有限。

分析师 王鹤涛

☎ (8621) 61118772

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师 叶如祯

☎ (8621) 61118772

✉ yerz@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070008

分析师 肖勇

☎ (8621) 61118772

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

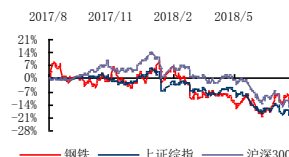
执业证书编号：S0490516080003

联系人 许红远

☎ (8621) 61118772

✉ xuhy3@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《供给导致的钢价大涨能否延续》2018-8-26

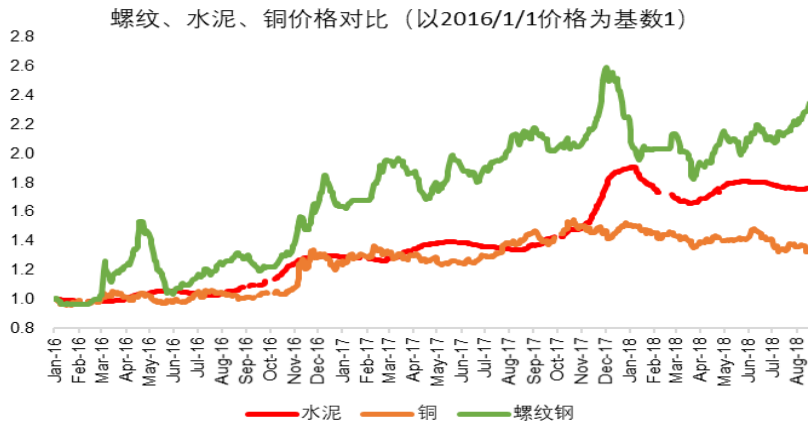
《为什么市场反弹，钢铁股反而领跌？》
2018-8-22

《环保限产驱动的钢价 N 型之路》2018-8-19

风险提示：

1. 行业供给弹性或存在大幅向上可能；
2. 需求释放强度受宏观层面压制。

图 1：螺纹钢和水泥价格 2018 年以来整体持续上涨，铜价回落



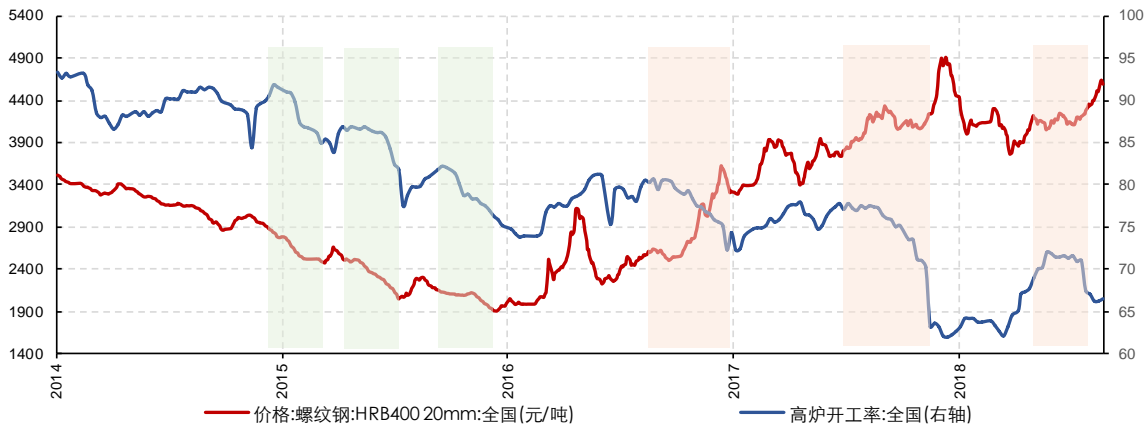
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：沪螺采购量、统计局估算成交量、Mysteel 全国建筑钢材成交量与估算成交量 3 季度增速都显著弱于 2 季度与去年同期

	估算成交量		全国建筑钢材成交量		沪终端线螺采购量		统计局估算成交	
	额 (日均/万吨)	增速	额 (日均/万吨)	增速	额 (日均/万吨)	增速	额 (日均/万吨)	增速
2016								
一季度	12.81		13.42		1.26		196	
二季度	17.34		17.22		2.32		225	
三季度	18.27		15.74		2.39		213	
四季度	15.80		15.70		2.52		214	
2017								
一季度	13.03	1.8%	13.80	2.9%	2.87	128.2%	206	5.1%
二季度	18.16	4.7%	18.38	6.7%	3.66	57.6%	255	13.1%
三季度	18.27	0.0%	18.20	15.6%	3.24	35.3%	223	4.4%
四季度	18.22	15.4%	18.22	16.1%	3.52	39.9%	214	-0.3%
2018								
一季度	13.00	-28.4%	14.16	2.6%	2.13	-25.9%	195	-5.5%
二季度	19.78	8.3%	19.79	7.7%	3.23	-11.8%	268	5.0%
三季度	18.50	1.5%	18.39	1.1%	2.88	-11.0%	260	1.8%
四季度								

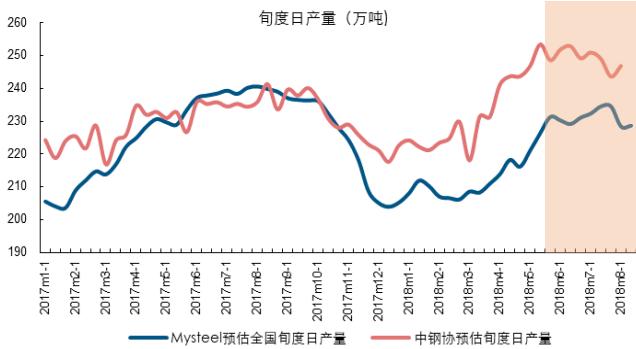
资料来源：Wind，Mysteel，长江证券研究所

图 3：螺纹钢价格与全国高炉开工率呈明显的负相关关系



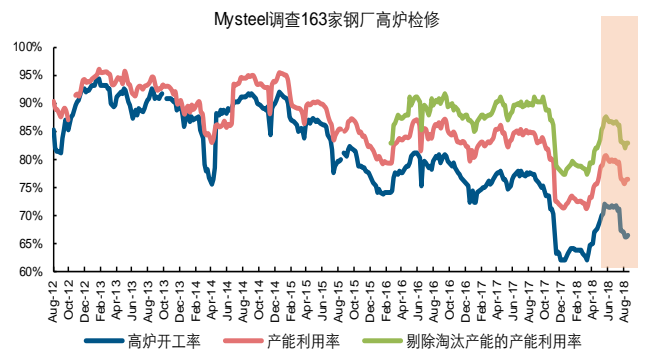
资料来源：Wind, Mysteel, 长江证券研究所

图 4：近期旬度粗钢日产量整体明显回落



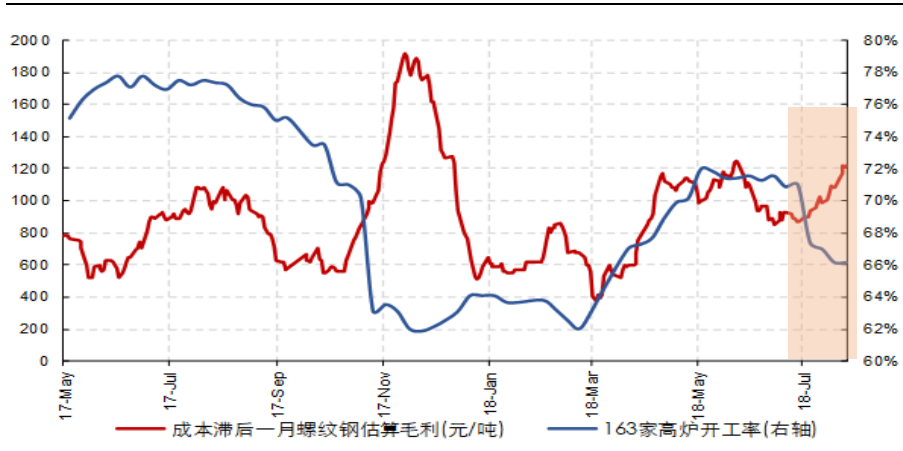
资料来源：Wind, Mysteel, 长江证券研究所

图 5：今年 7 月以来高炉开工率下滑明显



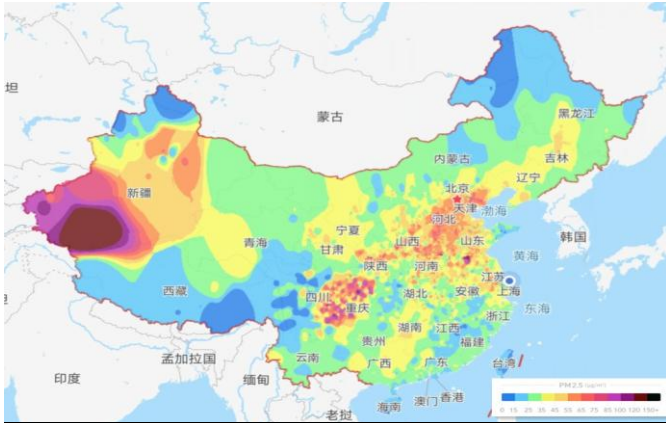
资料来源：Mysteel, 长江证券研究所

图 6：伴随高炉开工率下滑，螺纹成本滞后一月估算毛利大幅提高



资料来源：Wind, Mysteel, 长江证券研究所

图 7：2018 年以来国内空气质量情况（以 PM2.5 计）



资料来源：Wind，蔚蓝地图，高德地图，长江证券研究所

注：红色为京津冀区域及周边地区，蓝色为汾渭平原，黄色为长三角地区，其中山西省部分城市高炉位于汾渭平原，部分位于京津冀周边地区，因前者高炉产能占比较大，故将山西归类至汾渭平原。

图 8：今年采暖季限产区域一览



资料来源：国务院，长江证券研究所

图 9：京津冀城市普遍空气质量排名较差，环保压力较大

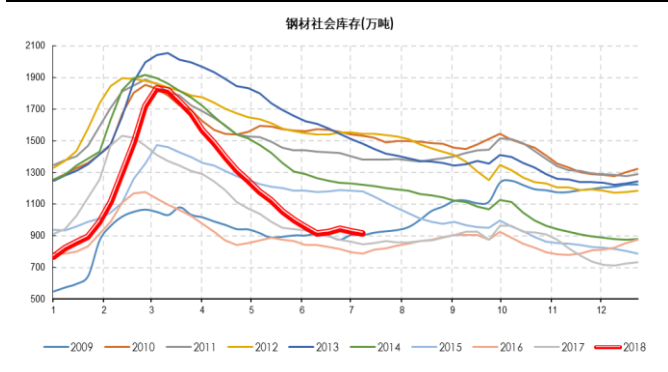
2018年前7月国内主要城市空气质量排名											
前20位	排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	城市	海口市	黄山市	拉萨市	舟山市	深圳市	丽水市	厦门市	珠海市	惠州市	中山市
后20位	排名	169	168	167	166	165	164	163	162	161	160
	城市	临汾市	邢台市	石家庄市	唐山市	晋城市	咸阳市	邯郸市	安阳市	太原市	运城市

资料来源：生态环境部，长江证券研究所

第 3 问：需求预期怎么看？一下行趋势，地产调控仍有较大隐忧

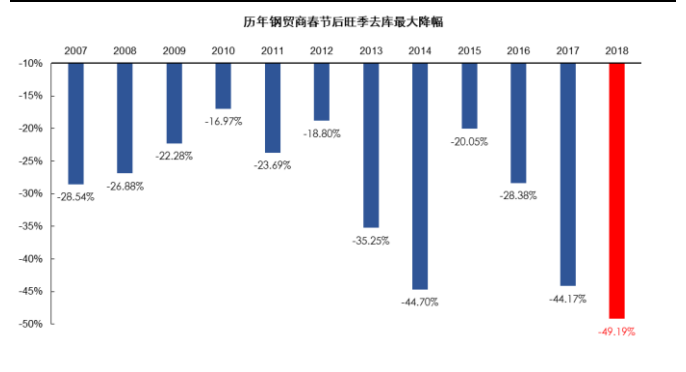
当前供给端因素已经陆续开始在高位价格中有所体现，需求的边际变化愈发值得重视。在宏观压力一直较大的背景下，微观层面的相对稳定与强势已经超出了自上而下的预期。这种背离主要来自两个原因：1、今年旺季开工晚，施工节奏被延后；2、部分中小开发商基于回款压力，急于推盘回笼资金。

图 10：当前钢材社会库存处于往年同期相对低位



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

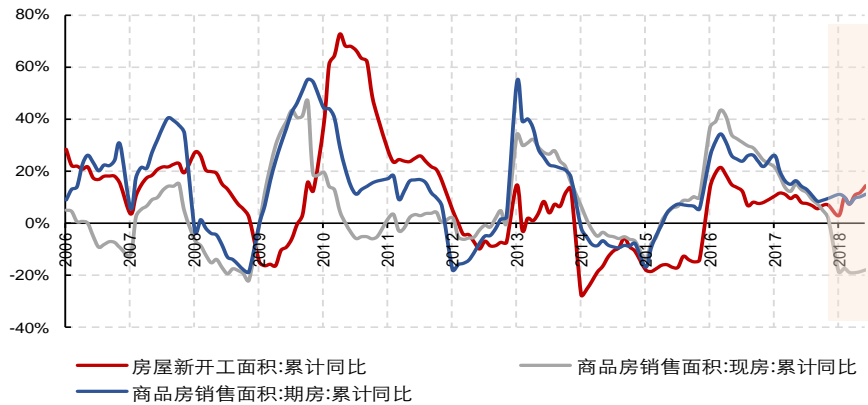
图 11：今年旺季去库最大降幅处于近 10 年来高位



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

而房屋销售面积的持续回落，最终会向拿地乃至地产投资传导，这就意味着只要地产依然在较大的调控压力之下，短期微观层面的强势是通过施工节奏打乱导致的透支性表现，后期投资仍将面临较大回落压力。

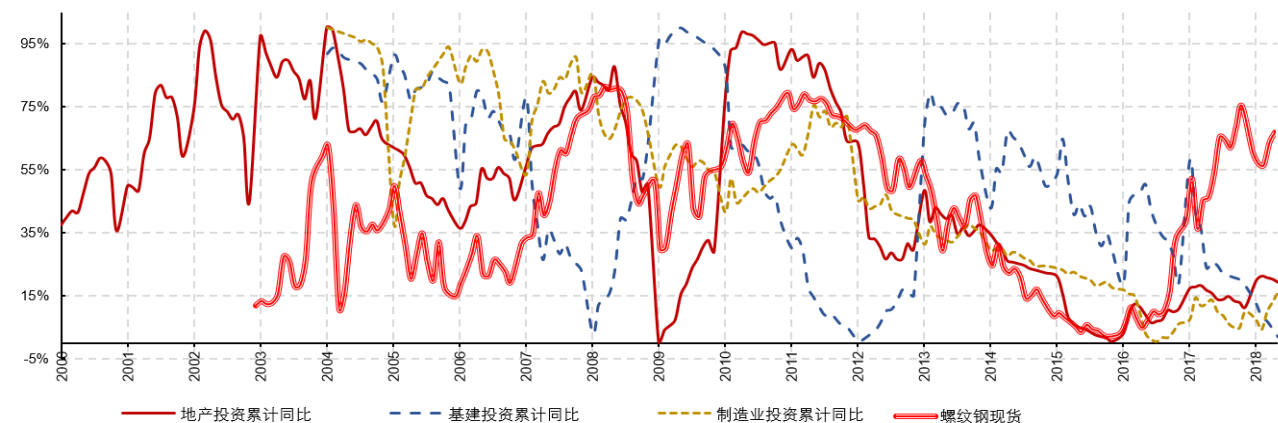
图 12：今年地产期房销售面积增速与新开工均相对坚挺，现房销售增速大幅回落



资料来源：Wind，长江证券研究所

历史经验的表征体现得相对明显：1、没有供给干扰的年份，钢价与地产投资的相关度极高，而与基建的相关性并不十分明显；2、近两年钢价走势仍与地产投资趋势一致，但斜率发生变化，供给刚性推升了钢价上涨的速率。因此，在中期维度上，在地产调控与信用收缩的压力下，需求回落与钢价承压概率较大。

图 13：2016 年以来供给刚性推升了钢价上涨的速率



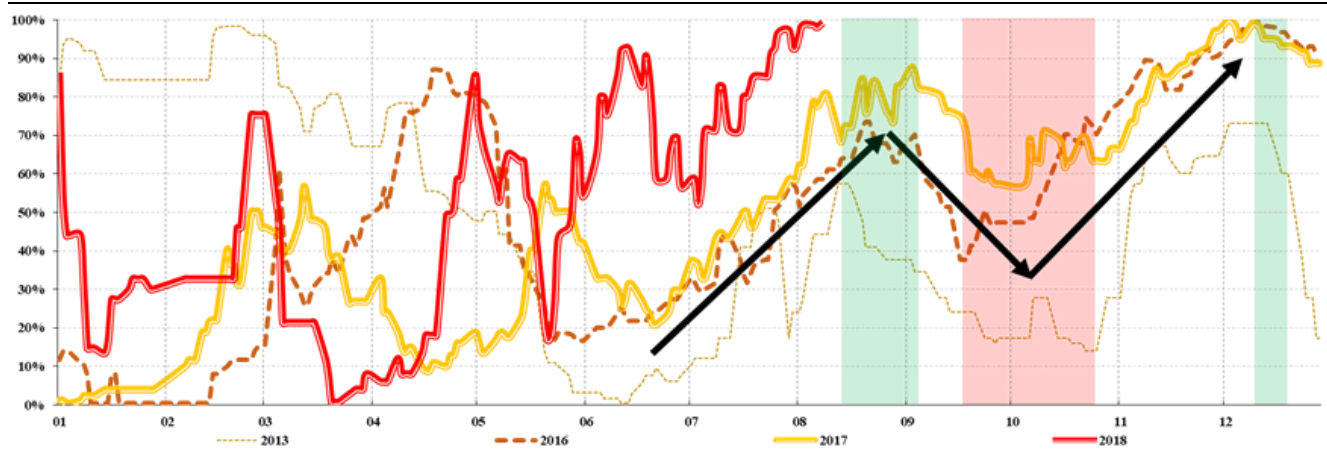
资料来源：Wind，长江证券研究所

第 4 问：钢价走势如何判断？—短期看供给，中期看需求

通过对 2011 年与 2017 年钢价走势的分析，可以得出两个有意思的结论：1、2017 年钢价自 8-9 月见顶并阶段性调整之后再创新高，属于强势 N 型；2、2011 年钢价见顶后下行，虽旺季略有反弹，但随后继续大幅回落，呈明显弱势 M 型。两种模式的区别，一是供给端是否具备较大释放弹性，二是需求是否有出现较大幅度的回落的风险。

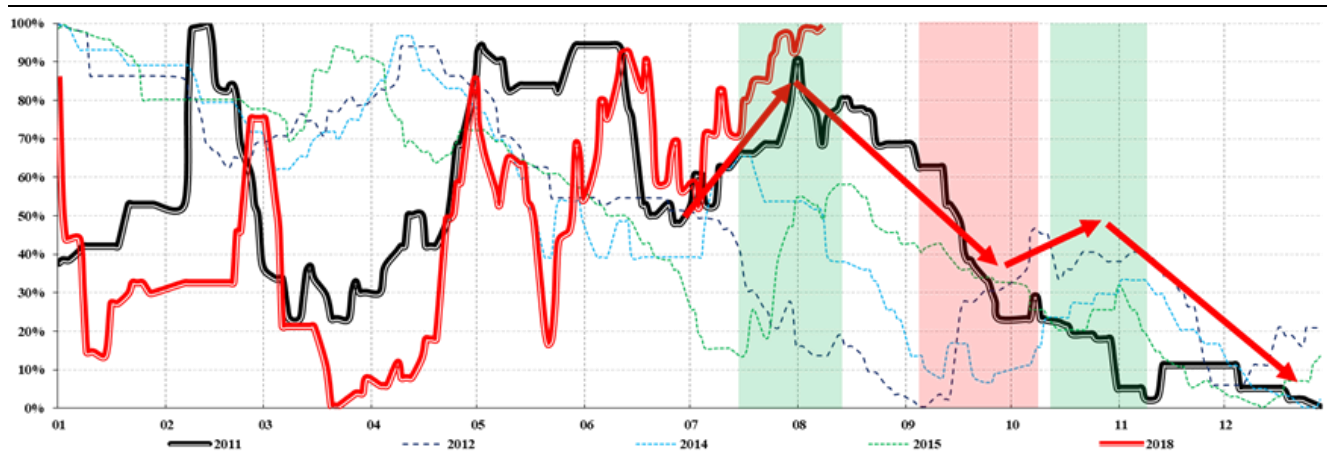
长期看需求：供给的变化毕竟是有边界和极限的，中长期随着需求压力的加大，价格中枢的变化还是取决于需求；**短期看供给力度：**短期的判断复杂一些，取决于供给与需求两个赛道的博弈，价格强势延续与否需要观察实际供给减产的力度。

图 14：2017 年钢价自 8-9 月见顶后阶段性调整之后再创新高，属于强势 N 型



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：纵轴为钢价分位数）

图 15：2011 年见顶后下行，虽旺季略有反弹，但随后钢价继续大幅回落，呈明显弱势 M 型



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：纵轴为钢价分位数）

第 5 问：钢铁的投资机会怎么把握？—商品且行且珍惜，权益越简单越好

当前商品价格处于高位且已经部分反映供给端的利好，在中长期需求难以较大幅度超出市场预期背景下，后期价格能否延续强势，取决于环保限产带来的供给实际减产力度与市场当前预期的供需缺口之间的匹配程度。

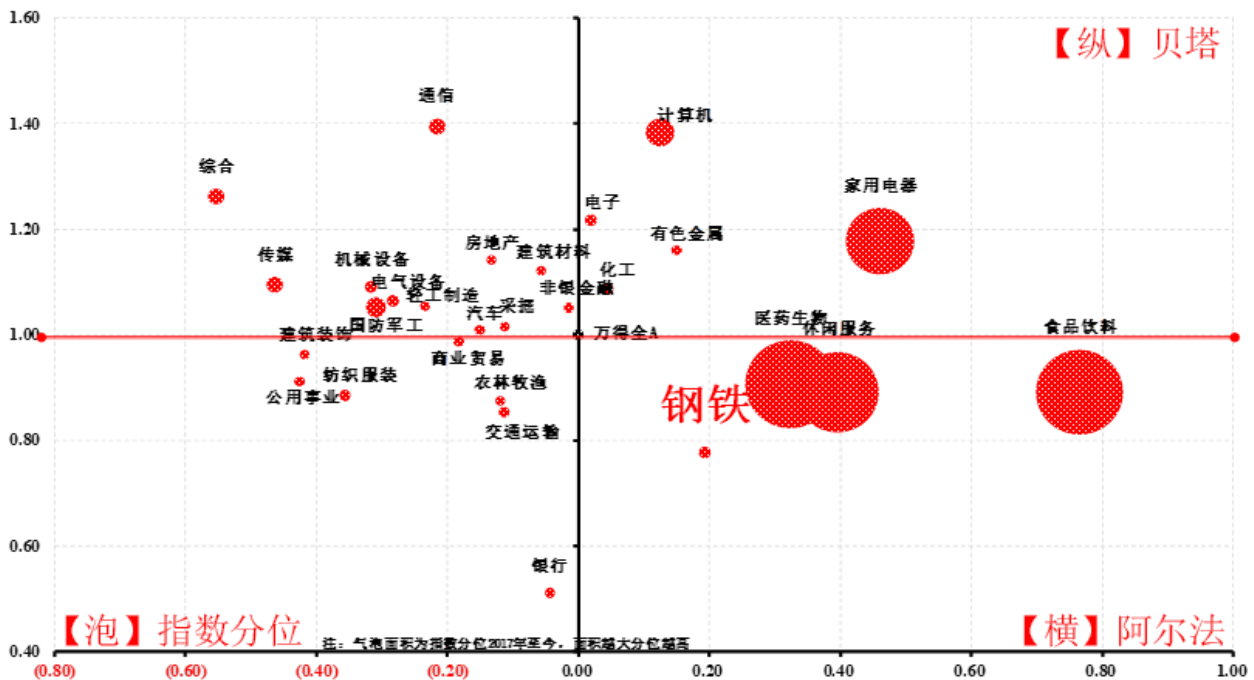
图 16: 钢材价格受限产影响明显



资料来源: Wind, 中联钢, Mysteel, 长江证券研究所

有意思的是, 权益方面的配置反倒简单化, 我们在之前《简单点》、《不要小看钢铁的阿尔法》等几个报告中通过模型测算一再强调, 钢铁行业相对收益在供给优化逻辑下呈现阿尔法大幅改善的特点。这说明, **阿尔法名列前茅, 使得行业从短期操作可转向到中长期持有的配置维度。**

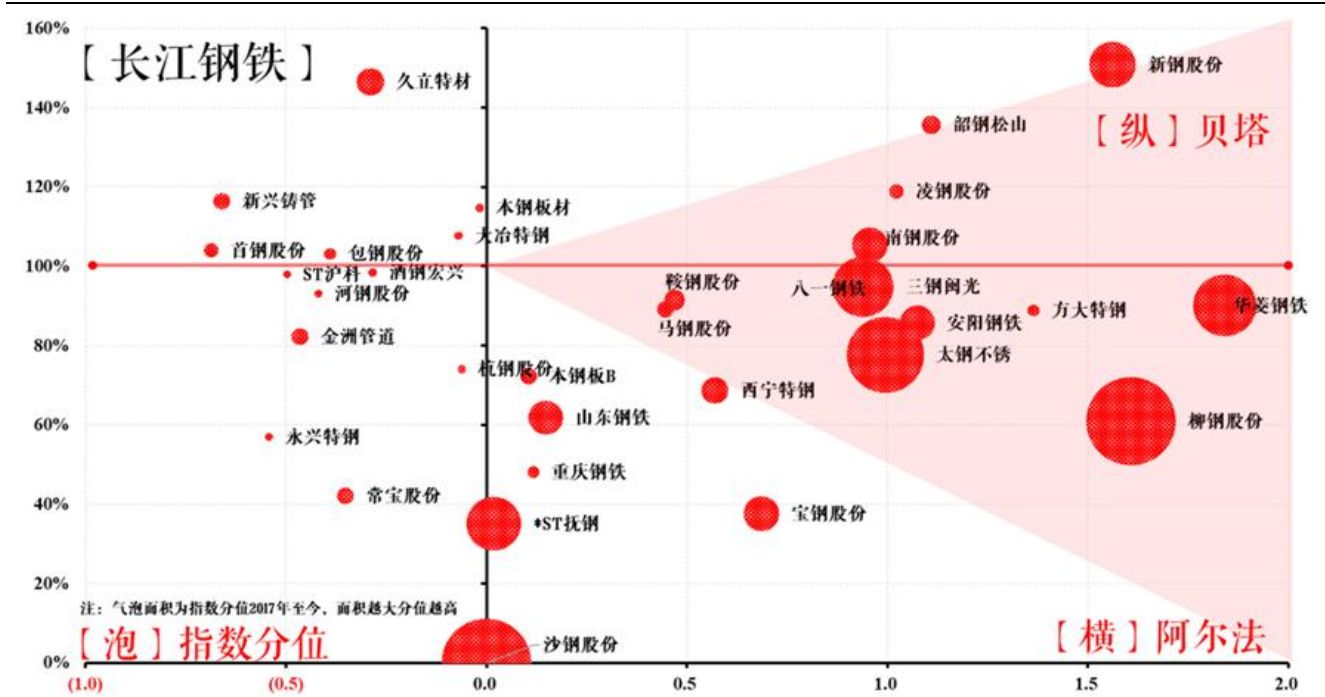
图 17: 钢铁行业的阿尔法优势在凸显, 但贝塔开始变小且不稳定



资料来源: Wind, 长江证券研究所

具体标的方面，目前逻辑与以往不同。结合我们的模型来看，钢铁行业选股关注两个维度：1、阿尔法的改善来自供给端优化，择股向头部集中；2、取暖季限产强化了限产区域与非限产区域内钢企表现的背离，因此坚定选择非限产区域的存量受益标的。

图 18：行业内头部优势公司表现明显优于行业

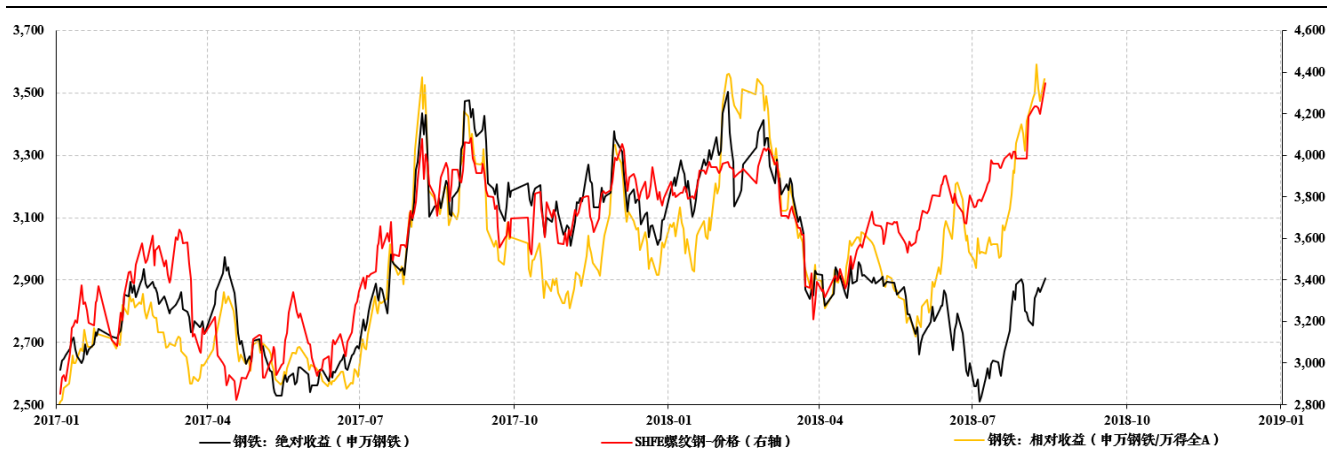


资料来源：Wind，长江证券研究所

因此，对钢铁板块而言，其实不必过分纠结市场短期各种噪音的扰动，只要把握住大方向和行业变化背后的核心思路，如何配置便可一目了然。从短期权益与基本面的匹配来看，虽然近期相对收益明显，但绝对收益角度依然远远不能追上强势的基本面，性价比依然较高。

对行业内阿尔法排名靠前，且本轮前期涨幅落后的部分优质标的继续重点关注是获取超额收益的合理选择。

图 19：近期绝对收益视角来看，股价与基本面略有背离，但相对收益修复显著（期货单位：元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。