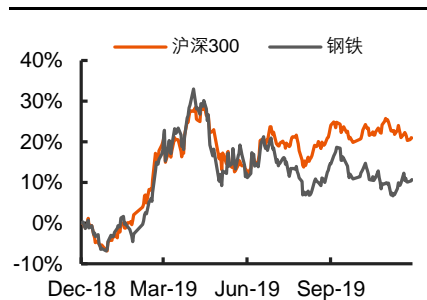


钢铁行业 2020 年度策略报告

板块趋势机会难觅，聚焦特钢板块及个股

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*钢铁*前三季度业绩明显下滑，Q4 业绩环比有望回升》
2019-11-03

《钢铁行业区域专题报告——山东篇：去产能、调结构、优布局，经济强省钢铁产业再出发》
2019-09-26

《钢铁行业区域专题报告——河北篇：环保与转型齐推进，钢铁大省加速升级》
2019-07-30

《钢铁行业区域专题报告——山西篇：机遇与风险并存，看好区域龙头成长空间》
2019-05-29

证券分析师

李军 投资咨询资格编号
S1060519050001
010-56800119
LIJUN243@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **2019 年回顾：盈利下降，业绩分化。**前 10 个月黑色金属冶炼及压延加工业实现利润 2119.10 元，同比下降 44.20%，降幅明显；但业绩出现分化，特钢盈利优于普钢。2019 年前三季度，SW 特钢板块合计实现归母净利润 88.43 亿元，同比增长 9.57%；SW 普钢合计实现归母净利润 366.48 亿元，同比下降 49.69%。受盈利增速下降影响，钢铁板块指数显著跑输大盘。
- **展望 2020 年：行业盈利继续下行，板块趋势性机会难觅。**(1) 需求预判：地产用钢需求韧性下降、制造业用钢难有起色，虽然基建用钢需求继续反弹，但独木难支，预计 2020 年行业用钢需求整体震荡下行；(2) 供给预判：新建产能集中进入投产期、环保对供给限制影响趋弱、增产工艺水平不断提升，预计 2020 年行业钢材供给整体维持高位；(3) 成本预判：铁矿石价格将有所下滑但难以大幅下降，同时政策助推焦炭价格高位波动、废钢价格小幅回落，钢企生产成本或小幅下降；(4) 进出口预判：预计 2020 年全年国内出口钢材 7000 万吨左右，进口保持 1200 万吨左右，继续保持低位；(5) 价格与盈利预判：2020 年钢材价格或将波动走弱，盈利继续下行。测算螺纹钢价格中枢 3640 元/吨，同比下降 6%左右；螺纹钢吨钢毛利 440 元/吨，同比下降 20%左右。
- **投资建议：聚焦具有盈利韧性的特钢板块及个股。**我们预判 2020 年钢铁行业盈利同比继续下行，钢铁板块难有趋势性投资机会，维持行业“中性”评级不变。随着制造业转型升级加速，特钢市场向上空间逐步打开；同时由于特钢价格较为刚性，特钢企业盈利韧性更强。在行业盈利下行周期，特钢板块值得关注。首推特钢板块龙头企业中信特钢，公司在行业竞争优势十分显著，同时未来三年业绩增长确定性强，产能规模有望继续扩张，向上空间仍然较大；其次，建议关注受益于油气开采投资不断增长的油管龙头企业常宝股份。普钢板块整体表现难以出彩，但个股或存在阶段性机会。建议关注成本管控能力强、规模优势明显且估值低、股息率高的个股，推荐三钢闽光，关注南钢股份。
- **风险提示：**1、宏观经济大幅下滑。如果宏观经济大幅下降将导致行业需求持续承压，行业供需格局可能大幅恶化，进而影响行业业绩增长和投资预期恶化。2、原材料价格上涨过快，导致钢厂利润被侵蚀。3、全球贸易摩擦持续加剧。若国外针对我国钢铁等出口产品持续加大反倾销等贸易摩擦措施，将可能导致我国外贸形势恶化，进而出口大幅下降，从而增加国内供应压力，供需格局进一步恶化，钢材价格承压。4、环保及安全事故。随着国家对环保和节能减排要求更加严格，行业整体环境治理成本及运行成本不断提高，对整体业绩有一定影响；同时，由于钢铁生产工序链条长，容易发生安全事故，一旦公司发生重大生产安全事故，将有可能导致全行业开展整顿，对行业正常生产运营产生影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2019/12/06	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
中信特钢	000708	24.79	1.23	1.31	1.39	1.44	20.15	18.92	17.83	17.22	推荐
三钢闽光	002110	8.33	2.65	1.57	1.64	1.74	3.14	5.31	5.08	4.79	推荐
常宝股份	002478	5.81	0.50	0.69	0.79	0.90	11.62	8.42	7.35	6.46	未评级
南钢股份	600282	3.19	0.91	0.76	0.79	0.83	3.51	4.20	4.04	3.84	未评级

注：均采用 wind 一致预期

正文目录

一、 2019 年回顾：盈利下降，业绩分化	6
1.1 盈利大幅下降，板块显著跑输大盘	6
1.2 业绩格局明显分化，特钢盈利优于普钢	7
二、 2020 年展望：行业盈利继续下行，板块趋势性机会难觅	8
2.1 2020 年需求预判：市场需求整体震荡下行	8
2.2 2020 年供给预判：钢材供给整体维持高位	10
2.3 2020 年成本预判：钢企生产成本或小幅下降	12
2.4 2020 年进出口预判：钢材进出口继续保持低位运行	14
2.5 2020 年钢价与盈利预判：钢价波动走弱，盈利继续下行	15
三、 投资策略：聚焦具有盈利韧性的特钢板块及个股	16
3.1 行业盈利继续下行，板块趋势性机会难觅，维持行业“中性”评级	16
3.2 特钢具有较强的盈利韧性，首推板块龙头中信特钢	17
3.3 建议关注受益于油气开采投资不断增长的油管龙头企业常宝股份	20
3.4 投资建议	20
四、 风险提示	20

图表目录

图表 1	2019 年前 10 个月黑色金属冶炼及压延加工业实现利润同比下降 44.20%	6
图表 2	前三季度 SW 钢铁上市公司实现归母净利润同比下降 43.77%	6
图表 3	单季度盈利增速处于 2017 年 Q3 以来的下降趋势中	7
图表 4	年初至今 SW 钢铁板块大幅跑输大盘	7
图表 5	SW 钢铁板块今年涨跌幅全市场排名倒数第二	7
图表 6	特钢板块与普钢板块盈利出现分化	7
图表 7	SW 特钢指数与 SW 普钢指数走势差距扩大	8
图表 8	土地购置面积呈下降趋势	8
图表 9	房屋竣工面积降幅持续收窄	8
图表 10	房地产投资同比增速预计继续下降	9
图表 11	房屋新开工面积同比增速预计继续下滑	9
图表 12	基建投资增速自 2018 年年中以来一直保持平稳增长	9
图表 13	2019 年 6 月后地方专项债月度融资规模明显有所增加	9
图表 14	制造业和民间制造业投资增速持续回落	10
图表 15	全部工业品 PPI 指数继续下行	10
图表 16	2019 年粗钢日均产量显著提升	10
图表 17	2019 年上半年开工且将于 2020 年投产的部分置换产能项目	11
图表 18	2018—2019 秋冬限产期高炉产能利用率同比提升反映限产力度减弱	12
图表 19	近几年钢铁企业吨钢综合能耗明显下降反映钢厂环保水平提升	12
图表 20	近两年转炉废钢消耗量显著提高	12
图表 21	近两年转炉冶炼时间显著缩短	12
图表 22	2019 年铁矿石价格同比明显上升	13
图表 23	2018 年四大矿企发运量占澳、巴两国铁矿出口总量 93.64%	13
图表 24	2019 年上半年置换项目高炉均为 1000m ³ 以上大高炉	13
图表 25	2019 年上半年置换项目中退出的 1000m ³ 以下小高炉约占 75%	13
图表 26	近些年焦炭新增产能显著下降	14
图表 27	焦炭价格从 2016 年开始稳步回升	14
图表 28	废钢市场价格自 2017 年开始保持高位	14
图表 29	会员企业转炉废钢消耗量自 17 年起保持高位	14
图表 30	世界钢协 10 月全球钢铁短期需求增速预测 (%)	15
图表 31	东盟地区 2016-2020 年粗钢产量预计	15
图表 32	预计 2020 年螺纹钢价格中枢 3640 元左右, 同比下降 6%左右	16
图表 33	预计 2020 年螺纹钢吨钢毛利 440 元/吨, 同比下降 20%左右	16

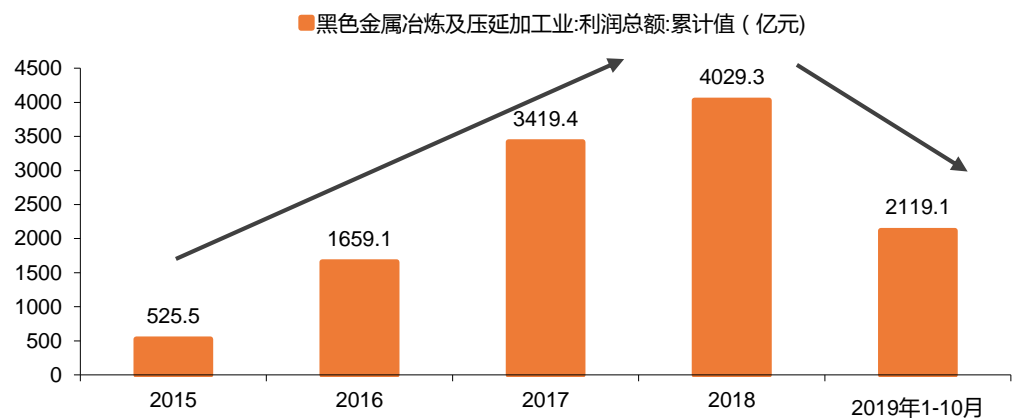
图表 34 行业盈利增长的年份板块往往跑赢大盘	17
图表 35 2015 年实现业绩为正的上市钢企.....	18
图表 36 2019 年前三季度实现业绩增长的上市钢企	18
图表 37 2015 年业绩为正的不同类型上市钢企分别占各自板块比重情况	18
图表 38 2019 年前三季度实现业绩增长的不同类型上市钢企分别占各自板块比重情况.....	18
图表 39 特钢行业集中度强于钢铁行业整体集中度.....	19
图表 40 中信特钢前三季度营收、利润、研发费用均位居 SW 特钢上市企业第一	19

一、2019 年回顾：盈利下降，业绩分化

1.1 盈利大幅下降，板块显著跑输大盘

自 2016 年钢铁行业实施供给侧结构性改革以来，钢铁行业最大变化是行业盈利显著改善，自 2015 年触底反弹后，连续三年盈利大幅增长。但 2019 年钢铁行业盈利增长趋势明显出现了拐点，整体盈利冲高回落，同比大幅下滑。据统计局数据，前 10 个月黑色金属冶炼及压延加工业实现利润 2119.10 亿元，同比下降 44.20%，降幅明显。

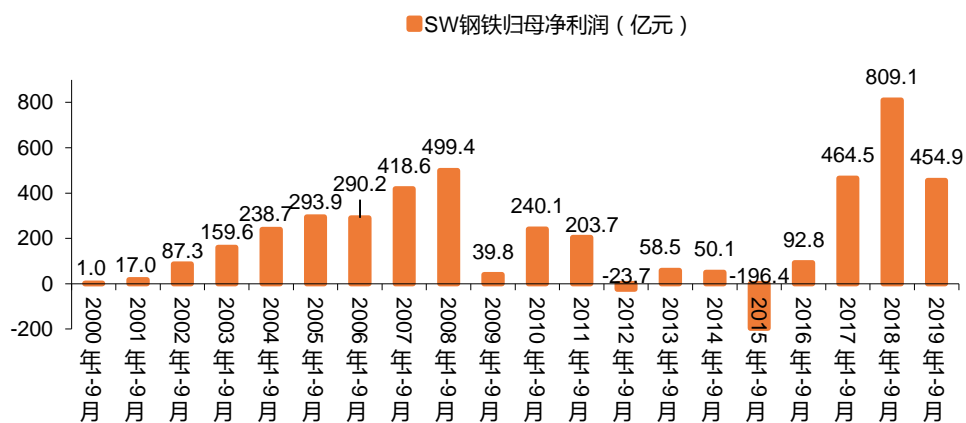
图表1 2019 年前 10 个月黑色金属冶炼及压延加工业实现利润同比下降 44.20%



资料来源: wind, 平安证券研究所

从上市钢铁企业公布的前三季度业绩来看，也出现了同样的盈利增速拐点。2019 年前三季度，SW 钢铁上市公司实现归母净利润合计 454.9 亿元，同比下降 43.77%，预计全年降幅超过 30%。

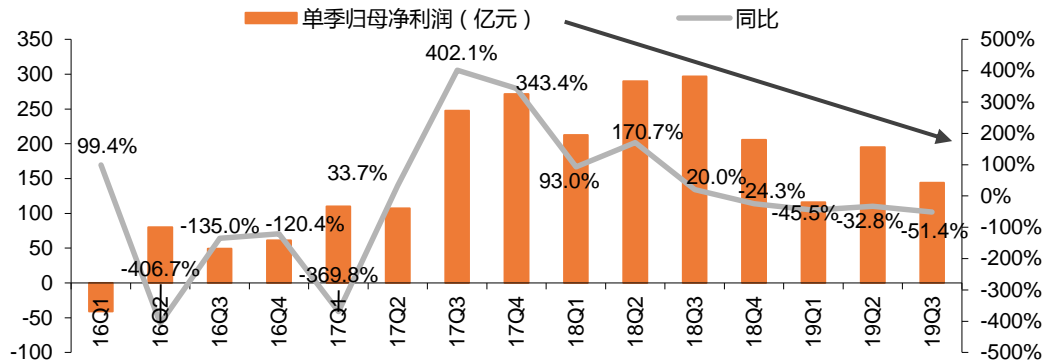
图表2 前三季度 SW 钢铁上市公司实现归母净利润同比下降 43.77%



资料来源: wind, 平安证券研究所

上市钢铁企业单季度盈利则延续了之前的下降趋势。2019 年 Q3 实现归母净利润 144.2 亿元，同比下降 51.4%，整体延续了 2017 年 Q3 以来下降趋势，也是 2018 年 Q4 盈利增速同比由正变负以来连续第 4 个季度同比下降。

图表3 单季度盈利增速处于 2017 年 Q3 以来的下降趋势中



资料来源: wind, 平安证券研究所

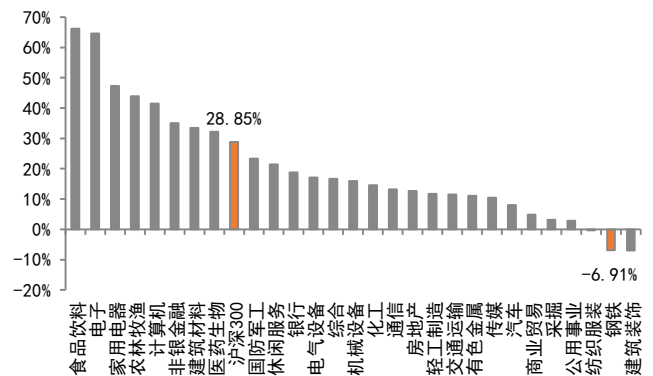
受盈利增速下降影响, 钢铁板块显著跑输大盘。截止到 12 月 5 日, SW 钢铁年初至今下跌 6.91%, 跑输沪深 300 指数 35.77 个百分点, 市场排名倒数第二。

图表4 年初至今 SW 钢铁板块大幅跑输大盘



资料来源:wind、平安证券研究所

图表5 SW 钢铁板块今年涨跌幅全市场排名倒数第二

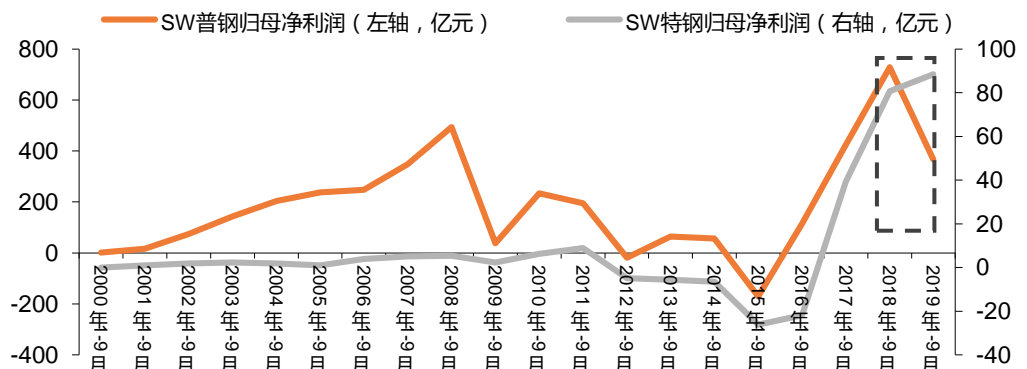


资料来源:wind、平安证券研究所

1.2 业绩格局明显分化, 特钢盈利优于普钢

从业绩格局来看, 今年钢铁行业整体业绩出现明显分化, 特钢盈利优于普钢。2019 年前三季度, SW 特钢板块合计实现归母净利润 88.43 亿元, 同比增长 9.57%; SW 普钢合计实现归母净利润 366.48 亿元, 同比下降 49.69%。特钢板块与普钢板块自 2000 年来首次出现了业绩分化格局。

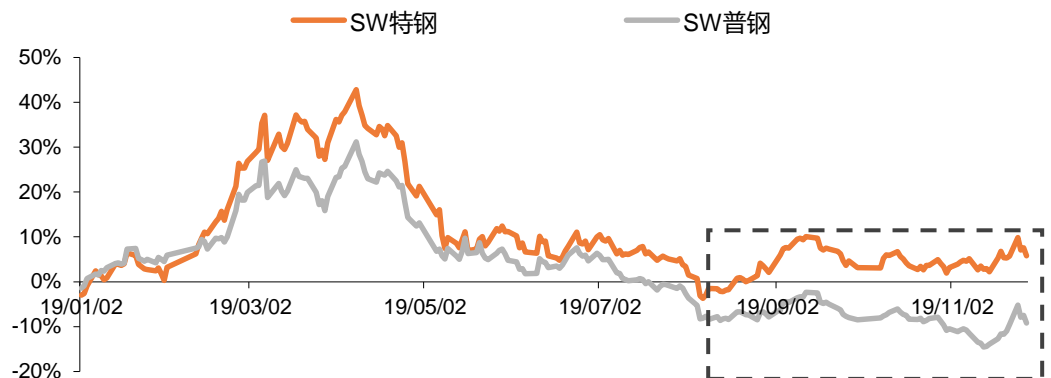
图表6 特钢板块与普钢板块盈利出现分化



资料来源: wind, 平安证券研究所

受业绩分化影响，SW 特钢指数走势明显强于 SW 普钢指数，两者差距扩大。

图表7 SW 特钢指数与 SW 普钢指数走势差距扩大



资料来源: wind, 平安证券研究所

二、 2020 年展望：行业盈利继续下行，板块趋势性机会难觅

总体判断：

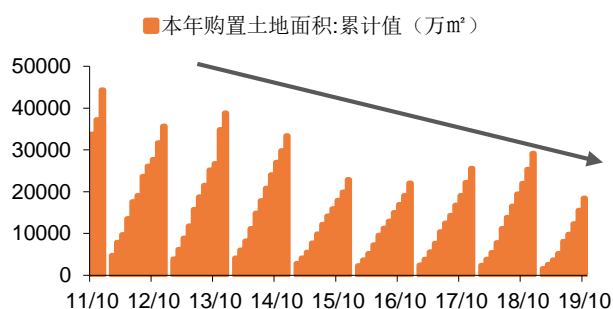
展望 2020 年，我们认为钢铁行业需求将震荡下行，供给维持高位，供需矛盾难以缓解，价格波动走弱；与此同时，成本将保持高位运行，行业盈利整体继续下行，板块趋势性机会难寻。

2.1 2020 年需求预判：市场需求整体震荡下行

■ 2.1.1 地产用钢需求韧性下降

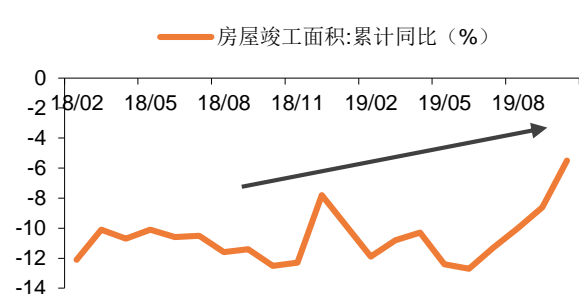
从 2019 年地产用钢情况来看，全年地产用钢需求韧性较强。但展望 2020 年，地产用钢需求韧性或将减弱。首先，“房住不炒”政策深入人心，政策调控再次全面放松的可能性较小；其次，地产固定资产投资和新开工增速 2020 年或将明显下降。受悲观预期影响，2019 年土地购置面积显著下滑，与此同时地产竣工面积同比降速收窄，反映房企拿地积极性不足，未来投资意愿走弱。根据平安地产组的预测，2020 年地产投资增速预计为 5.4%（2019 年 1-10 月增速 10.3%），新开工增速预计 3%（2019 年 1-10 月增速 10.0%），全年增速降幅预计超过 50%。尽管新开工绝对值远大于竣工，2020 年在建规模及建安投资仍将呈现增长，但考虑新开工用钢需求更大，新开工增速下滑带动地产用钢需求增速下降为大概率事件。

图表8 土地购置面积呈下降趋势



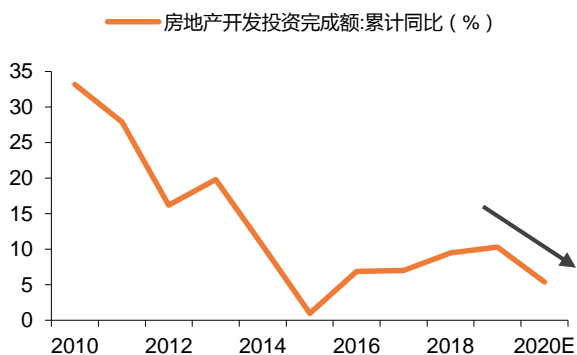
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 房屋竣工面积降幅持续收窄



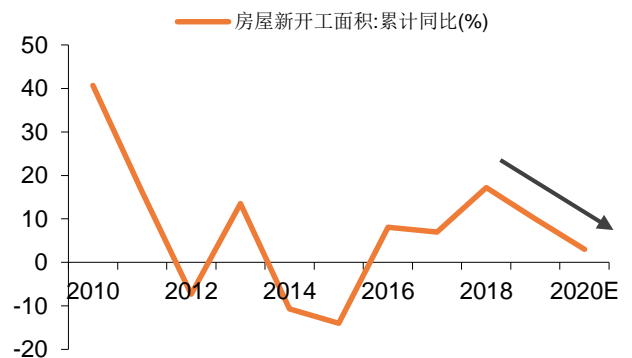
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 房地产投资同比增速预计继续下降



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 房屋新开工面积同比增速预计继续下滑

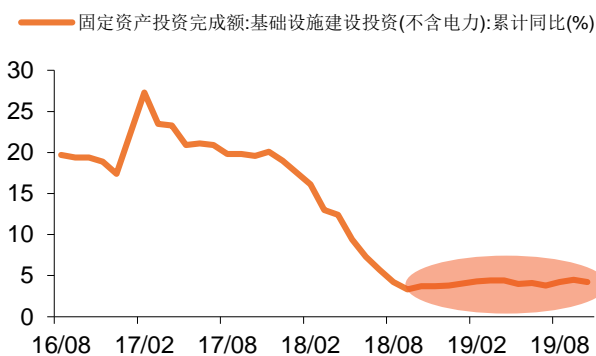


资料来源: wind, 平安证券研究所

2.1.2 基建用钢需求继续反弹

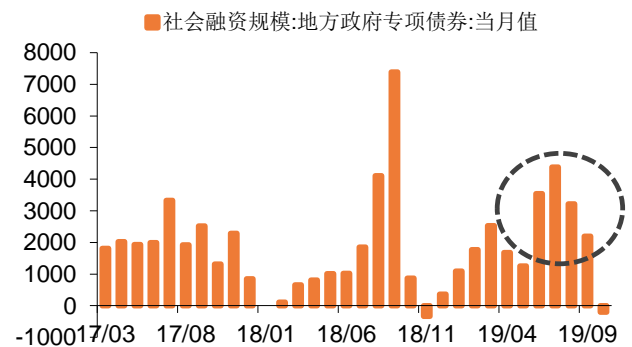
2019年6月10日,中办、国办联合印发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金;2019年9月5日,国常会提出“按规定提前下达明年部分专项债额度,确保明年初即可使用见效,同时扩大专项债使用范围,明确重点领域和禁止领域”。在地方专项债等政策的加持下,基建资金来源有望改善,这将提振基建投资,基建用钢需求有望继续反弹。

图表12 基建投资增速自2018年年中以来一直保持平稳增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 2019年6月后地方专项债月度融资规模明显有所增加

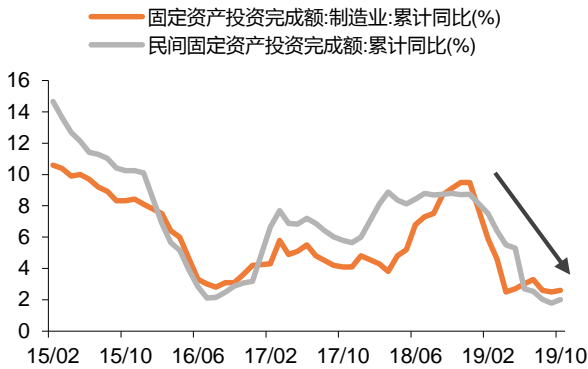


资料来源: wind, 平安证券研究所

2.1.3 制造业用钢需求难有起色

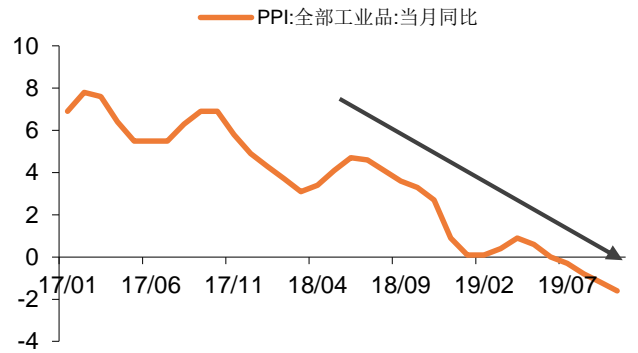
在经济下行和出口环境恶化的双重压力下,制造业投资信心不足,固定资产投资持续走低。2019年前10个月,制造业固定资产投资增速同比增长2.6%,为近年来低点;民间投资增速从2018年底以来也持续回落,反映民间制造业固定资产投资意愿也不足;工业品PPI指数依然处于下行通道,显示终端需求疲弱。受制于国内终端需求不强、出口环境短期难以好转,预计2020年制造业固定资产投资增速仍保持较低水平。平安宏观组预计2020年制造业固定资产投资增速也只有3.5%左右,制造业用钢需求难有大的起色。

图表14 制造业和民间制造业投资增速持续回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 全部工业品 PPI 指数继续下行



资料来源: wind, 平安证券研究所

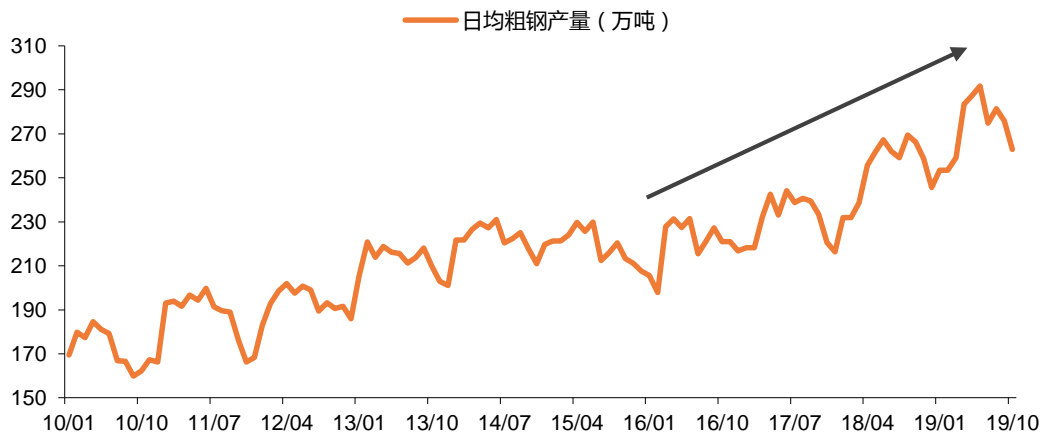
小结: 展望 2020 年主要下游用钢行业需求, 地产用钢需求韧性下降、制造业用钢难有起色, 虽然基建用钢需求继续反弹, 但独木难支, 我们预计 2020 年行业用钢需求整体震荡下行。

2.2 2020 年供给预判: 钢材供给整体维持高位

2.2.1 大量新建产能将于 2020 年集中释放

今年以来, 粗钢日均产量水平明显高于往年同期。6 月份日均产量超过 291 万吨/天, 创历史新高; 按照 1-10 月份粗钢日产水平估算, 2019 年全年粗钢产量有望突破 9.5 亿吨, 同比增加超过 3000 万吨, 将再创历史新高。

图表16 2019 年粗钢日均产量显著提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

自 2018 年 1 月 1 日《钢铁行业产能置换实施办法》正式施行以来, 钢铁行业产能置换项目遍布全国。数据显示, 2020 年是新建产能集中投产释放的年份。根据 Mysteel 不完全统计, 2018 年至 2019 年 9 月中旬, 钢铁行业产能置换项目共有 96 项, 其中将近半数计划于 2020 年底前投产, 涉及新建炼钢产能 7318 万吨、炼铁产能 6837 万吨; 退出炼钢产能 8648 万吨、炼铁产能 8631 万吨。虽然新投产产能伴随着旧产能退出, 但是工艺技术提升使得置换后的产能实际超产发挥远大于置换产能; 同时, 部分淘汰的旧产能是闲置或者半退出的无效产能, 通过置换将使这部分产能被激活释放。另外, 不排除部分企业利用产能置换项目违规新增产能。这些都将释放新增产能, 带来供给的增长。

图表17 2019年上半年开工且将于2020年投产的部分置换产能项目

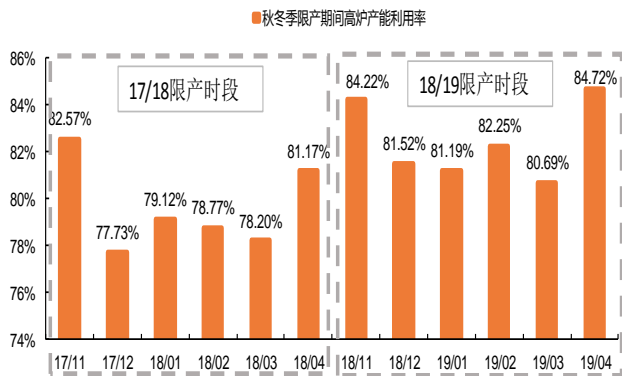
序号	企业名称	新建产能(万吨)		拟开工时间	拟竣工时间
		炼铁	炼钢		
1	承德建龙特殊钢有限公司	113	115	2019.6	2020.12
2	东北特殊钢集团股份有限公司	115		2019.7	2020.7
3	邢台钢铁有限责任公司	226	230	2019.5	2020.10-12
4	河北新武安钢铁集团鑫汇冶金有限公司		158	2019.6	2020.12
5	河北华西特种钢有限公司	196	180	2019.3	2020.6
6	河北天程重工集团有限公司	357	265	2019.3	2020.6
7	临沂钢铁投资集团有限公司		70	2019	2020
8	福建三宝钢铁有限公司		115	2019.1	2020.12
9	福建大东海实业集团有限公司	236	135	2019.6	2020.10
10	江苏众拓新材料科技有限公司		41	2019.4	2020.12
11	辽阳联合钢铁有限公司	226	330	2019.4	2020.12
12	河北津西钢铁集团股份有限公司	340	320	2019.6	2020.12
13	石横特钢集团有限公司	504	465	2019	2020
14	乌兰浩特钢铁有限责任公司		135	2019.8	2020.10
15	武汉钢铁集团鄂城钢铁有限责任公司		135	2019.1	2020.3
16	迁安市九江线材有限责任公司	133	115	2019.6	2020.6
17	唐山燕山钢铁有限公司	115	75	2019.6	2020.6
18	唐山市丰南区经安钢铁有限公司		170	2019.6	2020.12
19	唐山东海钢铁集团有限公司	143		2019.3	2020.12
20	唐山不锈钢有限责任公司	205	135	2019.3	2020.12
21	河北唐银钢铁有限公司	266	230	2019.3	2020.12
	合计	3175	3419		

资料来源: mysteel, 平安证券研究所

■ 2.2.2 环保因素对供给的限制影响趋弱

环保因素对供给的限制影响趋弱, 主要原因有两条: 一是环保政策更加强调精准施策、分类施策, 不再搞“一刀切”, 对钢厂产能释放影响减轻; 二是近些年钢铁企业环保投入不断加大、环保水平提升, 部分钢铁企业实现标准排放甚至是超低标准排放, 受环保政策限制影响变小。可以预见未来环保政策对钢铁供给影响会不断边际弱化。

图表18 2018—2019 秋冬限产期高炉产能利用率同比提升反映限产力度减弱



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表19 近几年钢铁企业吨钢综合能耗明显下降反映钢厂环保水平提升

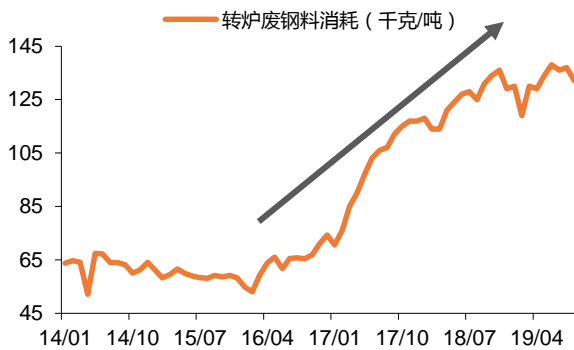


资料来源: wind, 平安证券研究所

2.2.3 增产工艺技术水平不断提升

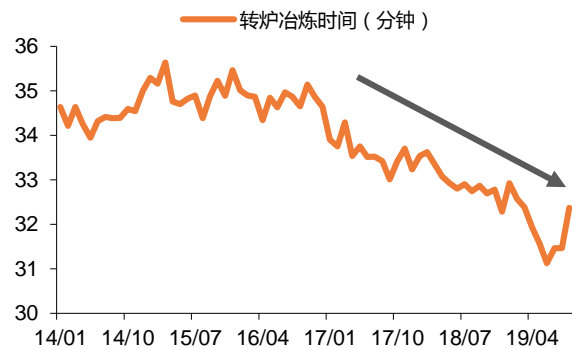
自 2016 年供给侧改革后,行业景气度显著提升。为了更大程度的创造效益,在政策“严禁新增产能”没有放松的前提下,部分钢铁企业加大对增产工艺的投入,在废钢添加比提升、冶炼强度提高、冶炼周期缩短等方面均取得了一定进步。这些增产工艺投入少,产出效益高,在行业内得到大量推广应用,这部分带来的产量增量也不容忽视。

图表20 近两年转炉废钢消耗量显著提高



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表21 近两年转炉冶炼时间显著缩短



资料来源: wind, 平安证券研究所

小结: 2019 钢材供给又上新台阶,展望 2020 年,新建产能集中进入投产期、环保对供给限制影响趋弱、增产工艺水平不断提升,我们预计 2020 年行业钢材供给整体维持高位。

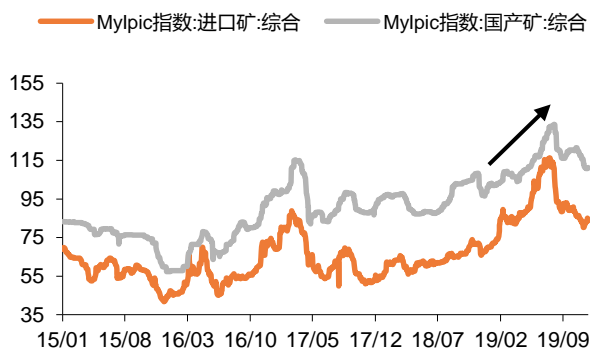
2.3 2020 年成本预判: 钢企生产成本或小幅下降

2.3.1 铁矿石价格不会大幅下降

2019 年受国内需求旺盛和供给端事故等事件影响,铁矿石价格同比大幅上涨。随着进口铁矿石供应逐渐恢复,铁矿石价格也开始逐步回落。但是我们认为 2020 年铁矿石价格难以大幅下降。一是四大矿山垄断国际铁矿石贸易的格局难以改变,国内钢铁企业没有话语权;二是国内新建产能项目间接增加了对进口铁矿石的依赖。这些年新建的产能置换项目多数都是从内陆搬迁至沿海、高炉新建舍小建大,这些因素都增强了国内钢厂对具有资源禀赋优势的国外高品位矿石的依赖。综合预判,明

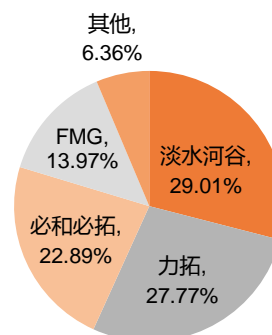
年铁矿石价格同比将有所下滑，但不会大幅下降，预计进口铁矿石价格中枢为 85 美元，同比下降 8-10%左右。

图表22 2019 年铁矿石价格同比明显上升



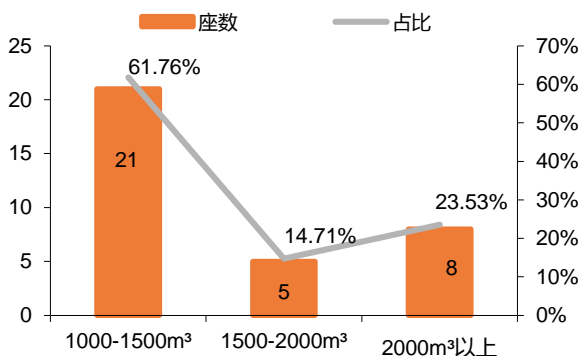
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表23 2018 年四大矿企发运量占澳、巴两国铁矿出口总量 93.64%



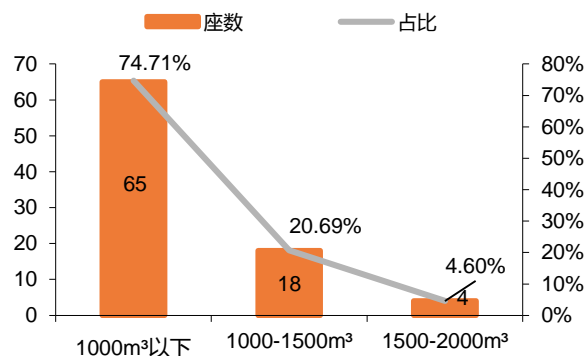
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表24 2019 年上半年置换项目高炉均为 1000m³以上大高炉



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表25 2019 年上半年置换项目中退出的 1000m³以下小高炉约占 75%

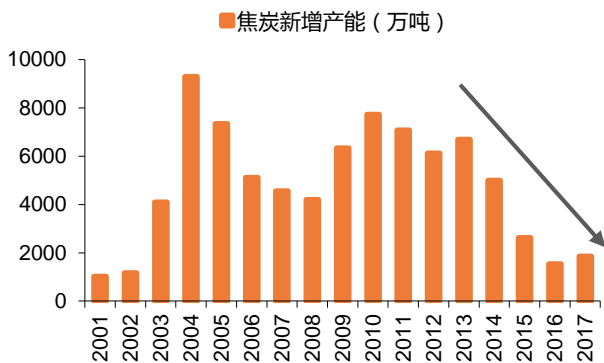


资料来源: wind, 平安证券研究所

2.3.2 焦炭价格高位波动

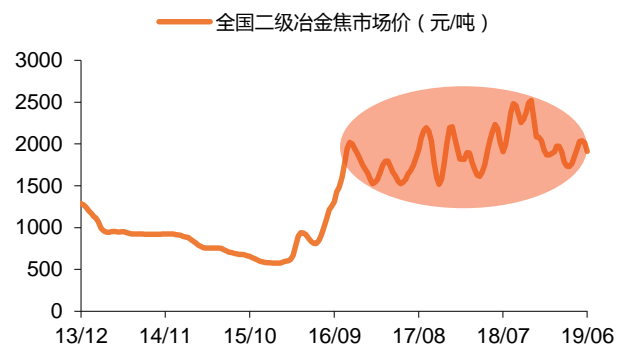
焦炭是仅次于铁矿石的第二大成本构成项，自 2016 年以来焦炭占生铁成本维持在 30%—40%。传统上焦炭由于行业集中度低、企业分散，议价能力较弱。但随着环保政策推进，这种局面或有所改观。2018 年 7 月 3 日国务院正式印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求重点区域加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右。如果该环保政策在 2020 年得到大力推进，将可能重塑焦炭行业格局，支撑焦炭价格高位运行。预计焦炭价格 2020 年价格中枢 2000 元/吨，同比增长 3-5%左右。

图表26 近些年焦炭新增产能显著下降



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表27 焦炭价格从2016年开始稳步回升

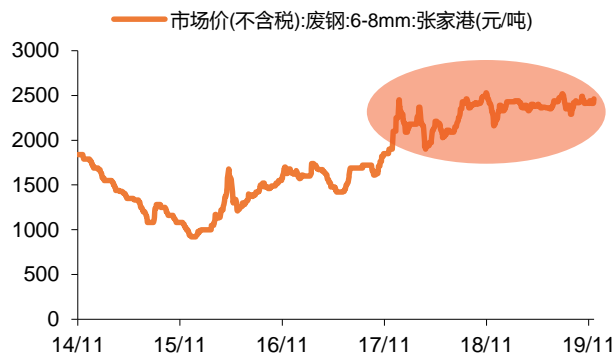


资料来源: wind, 平安证券研究所

2.3.3 废钢价格小幅回落

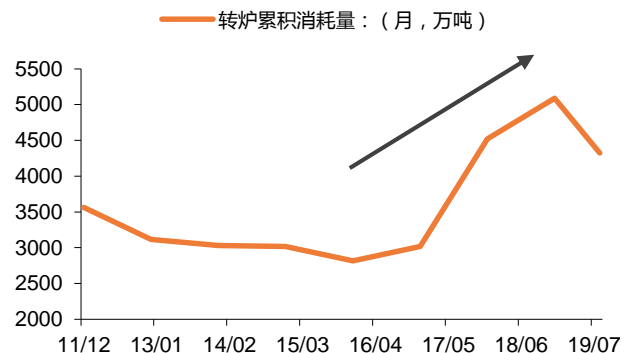
废钢在一定程度上可以替代铁矿石。随着2017年秋冬季限产政策推出,高炉限产导致废钢需求大幅增加;同时由于国内废钢供应有限,导致废钢价格自2017年明显上升。我们预计2020年行业供需格局偏弱,钢材价格将波动走弱,利润继续下行,电炉开工率或将下降,同时长流程废钢比也难以继续提升,这将导致废钢需求受到抑制,废钢价格也将调整下降。预计2020年废钢价格在2000-2200左右震荡,同比小幅回落。

图表28 废钢市场价格自2017年开始保持高位



资料来源: mysteel, 平安证券研究所

图表29 会员企业转炉废钢消耗量自17年起保持高位



资料来源: mysteel, 平安证券研究所

小结: 展望2020年,在供给维持高位的情况下,我们认为铁矿石价格将有所下滑但难以大幅下降,同时政策助推焦炭价格高位波动、废钢价格小幅回落,由于铁矿石价格在成本占比较高,铁矿石价格下降或将带动生产成本整体下行,钢企生产成本或将小幅下降。

2.4 2020年进出口预判: 钢材进出口继续保持低位运行

2020年,我们认为国内钢材进出口将继续保持低位运行态势。主要原因是:(1)全球钢铁需求增速下降。根据世界钢协10月份钢铁短期需求预测显示:2020年全球钢铁需求增速从3.9%下降到1.7%,降幅明显;(2)我国钢材传统出口地区东盟等地钢铁产量迅速增长,本地供应显著增加,挤占了我国部分钢材出口市场。据世界金属导报数据,2020年东盟地区粗钢产量将由2018年3100万吨增长至5000万吨,是世界钢材产量增长最快的地区之一;(3)全球钢铁进出口贸易摩擦频繁发生,

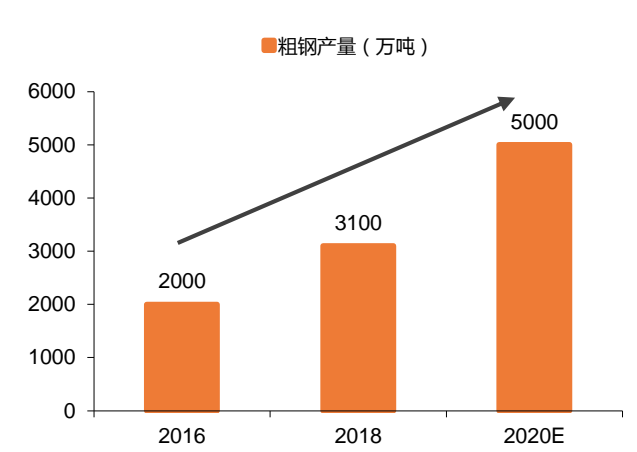
出口环境没有明显改善。预计 2020 年全年国内出口钢材 7000 万吨左右,进口保持 1200 万吨左右,继续保持低位水平。

图表30 世界钢协 10 月全球钢铁短期需求增速预测(%)

地区	2018	2019E	2020E
欧盟 28 国	3.6	-1.2	1.1
其他欧洲国家	-11.8	-12.1	5
独联体	1.9	4.8	2
北美自贸区	0.9	0.6	0.8
中南美洲	4	-0.4	3.9
非洲	4.5	-1.4	3.2
中东	-5.7	-4.6	0.2
亚洲及太平洋	6.5	6.2	1.8
全球	4.6	3.8	1.7

资料来源:世界钢协官网,平安证券研究所

图表31 东盟地区 2016-2020 年粗钢产量预计



资料来源:世界金属导报,平安证券研究所

2.5 2020 年钢价与盈利预判: 钢价波动走弱, 盈利继续下行

综合以上分析,我们认为 2020 年在需求震荡下行、供给维持高位的情况下,行业供需矛盾难以缓解,钢材价格或将波动走弱,盈利继续下行。由于螺纹钢是最具有代表性的钢材品种,我们以螺纹钢为例来测算 2020 年钢材价格中枢和吨钢毛利水平。

由于短流程电炉钢成本位于钢厂生产成本的上限,所以电炉钢企业是钢材价格最敏感的群体。同时电炉开启关闭成本很低,一旦钢价降到电炉成本线附近、电炉企业吨钢毛利为零时,电炉企业将停止生产,市场回归到长流程企业完全供应状态。

我们作如下假设:

- (1) 短流程电炉企业全部生产螺纹钢,且 100%使用废钢
- (2) 短流程电炉企业其他辅助成本项保持不变
- (3) 短流程电炉企业停止生产时,市场供需达到平衡状态。

在这种情境下,螺纹钢价格即为市场均衡价格。同时,在这个价格水平下,长流程钢企的平均吨钢毛利水平即为市场均衡状态下的毛利水平。

首先,我们对短流程电炉企业建立线性回归模型:

$$\text{profit} = -865.87 - 1.01 * \text{sc} - 0.0033 * \text{uge} + 0.84 * \text{p}$$

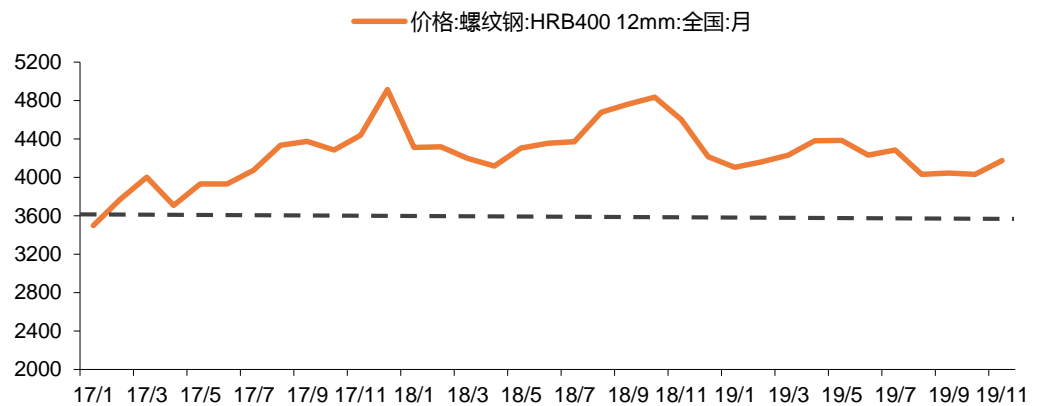
其中: SC—张家港废钢价格(6-8mm,不含税);

Uge—一方大碳素超高功率石墨电极(500mm)到厂均价;

P—上海螺纹钢(HRB400 20mm)价格

我们预计 2020 年石墨电极均价为 25000 元/吨,废钢价格为 2100 元/吨,当短流程吨钢毛利为零时,通过该线性回归模型计算出螺纹钢均价为 3640 元,同比下降 6%左右。

图表32 预计 2020 年螺纹钢价格中枢 3640 元左右，同比下降 6%左右



资料来源: wind, 平安证券研究所

综合以上钢材价格、原材料成本以及相关费用,根据行业螺纹钢吨钢毛利测算模型,我们测算出 2020 年螺纹钢吨钢毛利为 440 元/吨左右,下降 20%。盈利继续下降,但降幅有所收窄。

图表33 预计 2020 年螺纹钢吨钢毛利 440 元/吨, 同比下降 20%左右

主要项目	2016	2017	2018	2019E	2020E
上海螺纹钢价格(元/吨)	2411	3807	4119	3884	3640
铁矿石(美元/吨)	58	71	69	93	85
汇率(美元:人民币)	6.7	6.8	6.6	6.9	7.0
焦炭(元/吨)	1193	1868	2150	1935	2000
吨生铁成本(元/吨)	1415	1995	2006	2216	2169
废钢(元/吨)	1368	1693	2240	2400	2000
吨粗钢成本(元/吨)	1907	2748	2895	3182	3051
轧制费(元/吨)	150	150	150	150	150
螺纹钢成本	2057	2898	3045	3332	3201
吨钢毛利(元/吨)	354	909	1074	552	440
同比(%)	—	156%	18%	-49%	-20%

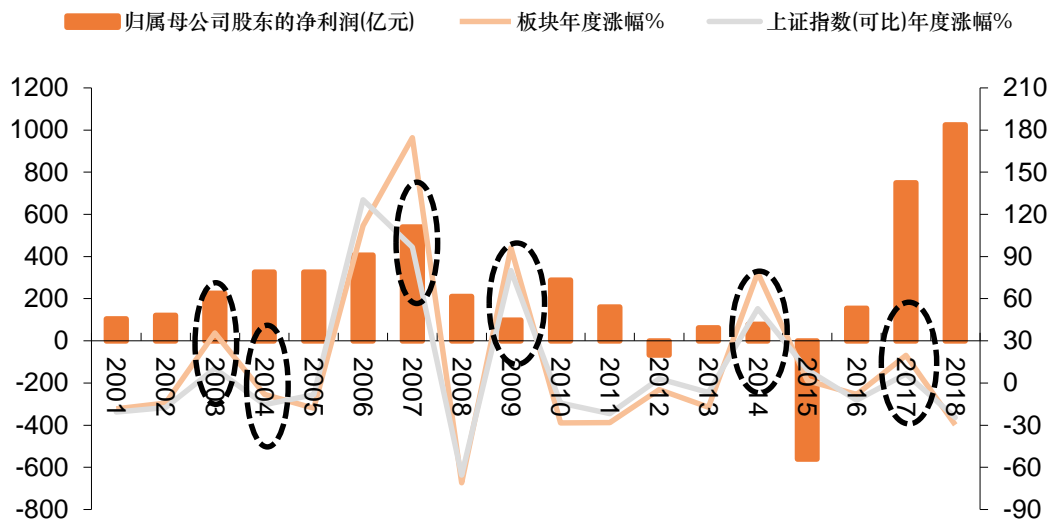
资料来源: wind, 平安证券研究所

三、投资策略：聚焦具有盈利韧性的特钢板块及个股

3.1 行业盈利继续下行，板块趋势性机会难觅，维持行业“中性”评级

通过复盘 2001 年—2018 年钢铁板块相对大盘涨幅与上市钢企利润涨幅情况,我们发现大部分板块涨幅领先大盘涨幅的年份,当年上市钢企公司盈利肯定保持增长。我们认为这其实反应了资金对于利润边际增长的追求,业绩增长是板块跑赢大盘的必要条件。

图表34 行业盈利增长的年份板块往往跑赢大盘



资料来源: wind, 平安证券研究所

截止至目前, 2019年SW钢铁板块大幅跑输沪深300指数, 其实也是今年行业盈利同比明显下降在资本市场的反映。我们预计2020年钢铁行业盈利同比继续下行, SW钢铁板块难有趋势性投资机会, 维持行业“中性”评级不变。

3.2 特钢具有较强的盈利韧性, 首推板块龙头中信特钢

■ 3.2.1 制造业转型升级加速, 助推特钢市场空间向上打开

《中国制造2025》中列出了五大工程, 其中高端装备创新工程指出“组织实施大型飞机、航空发动机及燃气轮机、民用航空、智能绿色列车、节能与新能源汽车、海洋工程装备及高技术船舶、智能电网成套装备、高档数控机床、核电装备、高端诊疗设备等一批创新和产业化专项、重大工程”全部涉及到了特钢新材料等领域。特钢新材料与制造业是相互依赖、相互促进的关系。制造业转型升级离不开上游新材料的支持, 新材料水平在很大程度上决定了下游制造业的水平; 同时, 制造业的技术进步也会促进新材料的发展提升。

随着制造业高质量发展顶层设计和相关文件的落地, 中国制造结构调整的步伐正不断加快, 制造业转型升级不断加速。2019年10月30日, 国家发展改革委修订发布《产业结构调整指导目录(2019年本)》, 将自2020年1月1日起施行。本次修订重点之一就是推动制造业高质量发展, 旨在把制造业高质量发展放到更加突出的位置。这份目录中, 制造业相关的条目共900多条, 占总条目数的60%以上。

随着政策推动和鼓励, 以军工产业、核电工业、高速铁路及汽车工业为代表的高端制造业迎来了快速发展, 这些特钢下游行业快速发展助推特钢市场空间向上打开。

■ 3.2.2 行业盈利下行周期, 特钢盈利韧性更强

由于特钢产品具有专业化强、辐射面窄、品种多、数量少等特点, 相比普碳钢, 特钢价格较为刚性。因此在行业整体盈利下行的情况下, 特钢盈利韧性更强。2015年钢铁行业全面亏损时, 实现正盈利的14家SW上市钢企有7家属于特钢板块, SW特钢板块企业中有70.0%实现盈利, 而SW普钢企业中实现盈利的仅占31.8%; 2019年前三季度32家上市钢企中只有9家企业实现利润同比增长,

其中 7 家企业属于特钢板块，2 家属于普钢板块，70% 的 SW 特钢板块企业利润增长，而盈利增长的普钢企业只占 SW 普钢企业总数的 9.1%。

图表35 2015 年实现业绩为正的上市钢企

序号	证券简称	2015 年归母净利润 (亿元)	增减幅度	所属板块
1	宝钢股份	10.13	-82.51%	普钢
2	新兴铸管	6.00	-28.21%	普钢
3	河钢股份	5.73	-17.75%	普钢
4	中信特钢	2.70	0.87%	特钢
5	永兴材料	2.22	-16.11%	特钢
6	常宝股份	2.06	-16.20%	特钢
7	武进不锈	1.36	-7.54%	普钢
8	久立特材	1.23	-35.35%	特钢
9	方大特钢	1.06	-81.39%	特钢
10	金洲管道	0.95	21.58%	特钢
11	山东钢铁	0.76	扭亏为盈	普钢
12	新钢股份	0.61	-85.10%	普钢
13	ST 抚钢	0.52	扭亏为盈	特钢
14	凌钢股份	0.48	扭亏为盈	普钢

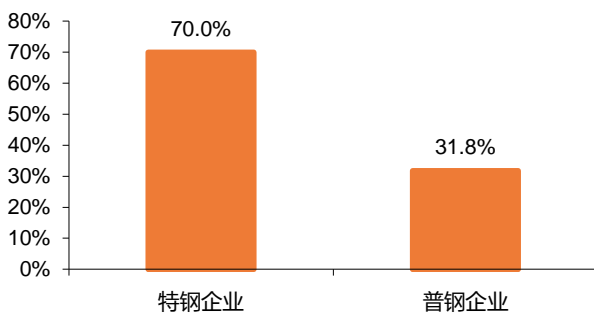
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表36 2019 年前三季度实现业绩增长的上市钢企

序号	证券简称	2019 年前三季度归母净利润 (亿元)	增减幅度	所属板块
1	中信特钢	36.66	37.31%	特钢
2	西宁特钢	0.87	扭亏为盈	特钢
3	ST 抚钢	1.74	扭亏为盈	特钢
4	久立特材	3.88	79.93%	特钢
5	金洲管道	1.61	46.89%	特钢
6	常宝股份	5.12	39.18%	特钢
7	永兴材料	3.61	9.39%	特钢
8	酒钢宏兴	12.53	16.70%	普钢
9	武进不锈	2.47	71.00%	普钢

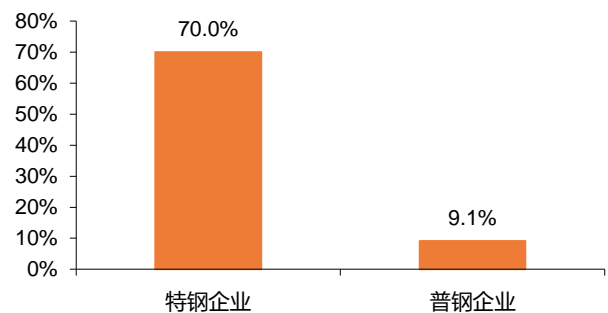
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表37 2015 年业绩为正的不同类型上市钢企分别占各自板块比重情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表38 2019 年前三季度实现业绩增长的不同类型上市钢企分别占各自板块比重情况

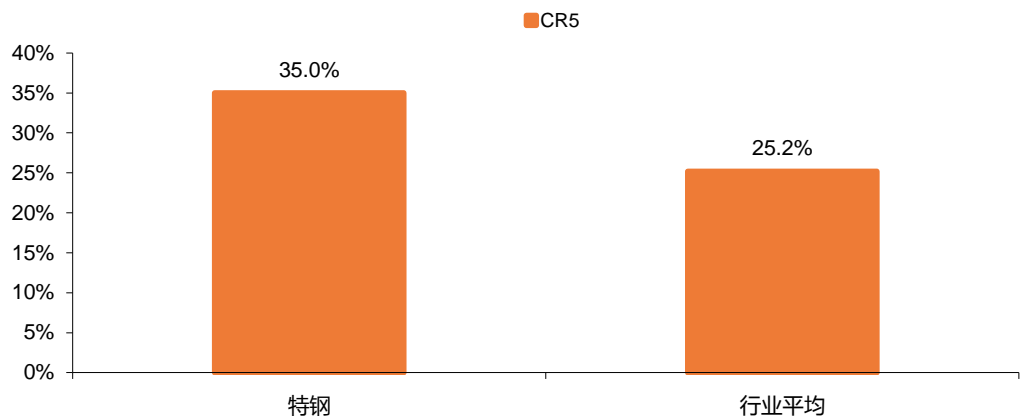


资料来源: wind, 平安证券研究所

■ 3.2.3 特钢格局优于普钢，龙头企业优势更为显著

据特钢企业协会数据，2017 年纳入特钢协会统计的 32 家特钢企业产量占特钢总产量的比重在 60%~70%，前 5 大特钢企业特钢产量占比在 35%左右；同期，钢铁行业前 5 家企业粗钢产量占比只有 25.2%，特钢行业集中度明显优于行业整体集中度。

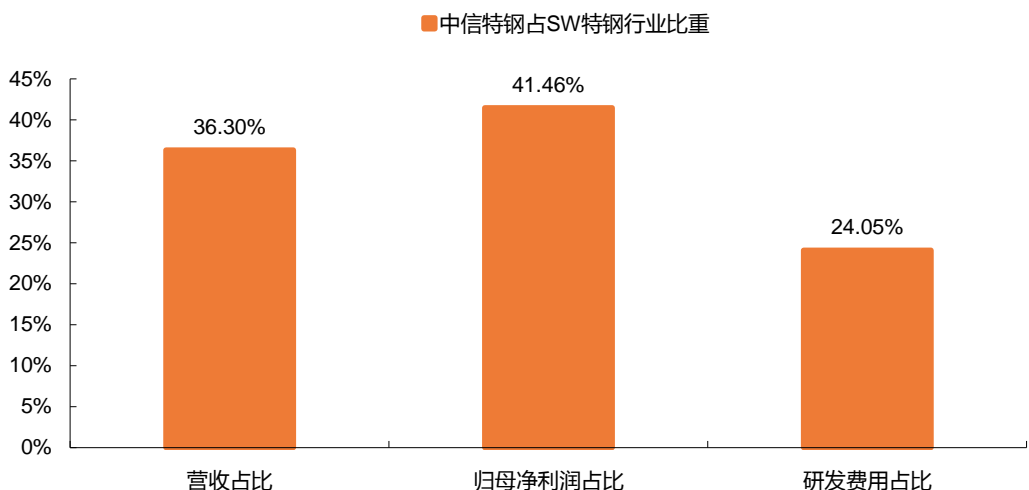
图表39 特钢行业集中度强于钢铁行业整体集中度



资料来源：特钢企业协会，中国冶金报，平安证券研究所

中信特钢是目前特钢行业龙头企业，2019 年重组完成后，公司具备年产 1300 多万吨特钢生产能力，工艺技术和装备具世界先进水平，是全球范围内规模最大、品类最全的专业化特钢生产企业。公司与行业其他公司相比，具有明显龙头优势：（1）多项产品市占率均居国内市场第一。重组草案显示，截至 2018 年末，公司子公司兴澄特钢的高标准轴承钢产销量世界第一，国内市场占有率超过 80%；汽车零部件用钢国内产销量第一，高端汽车钢国内市场占有率 65%以上；高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过 90%；矿用链条钢国内市场占有率超过 80%；高端连铸大圆坯国内市场占有率超过 70%。（2）前三季度实现收入、归母净利润均居 SW 特钢上市企业首位，占比分别达到 36.30% 和 41.46%。（3）公司研发投入快速增长，前三季度研发费用占营收比重达到 3.73%，位居 SW 特钢上市公司第二；研发费用绝对额行业第一，占 SW 特钢行业 24.05%。

图表40 中信特钢前三季度营收、利润、研发费用均位居 SW 特钢上市企业第一



资料来源：wind，平安证券研究所

3.2.4 中信特钢未来三年业绩锁定增长，特钢产能规模有望继续扩张

在中信特钢重组中信泰富投资时，中信泰富投资对重组方大冶特钢（中信特钢改名前名称）做出业绩承诺：2019 年—2021 年，中信泰富投资控股的兴澄特钢实现扣非归母净利润分别为 33.43 亿元、33.23 亿元、33.93 亿元。同时，中信特钢临时股东会 11 月 8 日通过现金收购兴澄特钢其余 13.5% 股权，使兴澄特钢成为公司的全资子公司，进一步增厚上市公司归母净利润。

展望未来，中信特钢制定了打造特钢产能 1500 万吨、力争 1600 万吨的精品特钢航母的战略目标，相对目前 1300 万吨左右的特钢产能，还有 200—300 万吨的增长空间，未来有望继续通过并购来做大规模，实现增长目标。

3.3 建议关注受益于油气开采投资不断增长的油管龙头企业常宝股份

公司是国内油井管重点制造商和全国口径合金高压锅炉管重点制造企业，主要产品为油气开采用管、电站锅炉用管、机械用管以及其他细分市场特殊用管；同时 2017 年完成发行股份购买医院资产，成为能源管材生产销售和医疗服务发展并举的双主业上市公司。其中能源管材板块是公司收入和利润的主要来源；医疗服务板块为大健康产业，周期波动风险较低，能够为公司提供优质的现金流和稳定的盈利增长点。

在国家推进能源安全战略的政策背景下，国内油气勘探开采力度不断加大。三大石油公司相继提出七年行动计划，确定国内勘探开发优先发展战略定位，2019—2025 年油气投资要稳定增长。中石油计划 2019-2025 年每年支出 50 亿元用于勘探开采投资；中石化确定国内勘探开采优先发展战略；中海油目标是到 2025 年实现勘探工作量与探明储量翻一番。2019 年上半年，中石油勘探开采支出 693.8 亿元，同比增长 18.9%；中石化支出 200.64 亿元，同比增长 86.4%；中海油支出 267 亿元，同比增长 61.8%。三大石油公司油气勘探支出初步兑现，勘探开采所涉及的油管等产品市场有望扩张，有利于公司业绩继续增长。

3.4 投资建议

2019 年钢铁行业盈利同比大幅下降，但是盈利结构出现分化，特钢板块业绩实现逆市增长。展望 2020 年，我们认为钢铁行业盈利将继续下行，板块趋势性机会难寻；但是特钢领域值得重点关注。一方面制造业转型升级加速，助推特钢市场空间向上打开；另一方面特钢产品特性决定了特钢企业盈利韧性更强。首推特钢板块龙头企业中信特钢，公司在行业竞争优势十分显著，同时未来三年业绩增长确定性强，产能规模有望继续扩张，向上空间仍然较大；其次，建议关注受益于油气开采投资不断增长的油管龙头企业常宝股份。普钢板块整体表现难以出彩，但个股或存在阶段性机会。建议关注成本管控能力强、规模优势明显且估值低、股息率高的个股，推荐三钢闽光，关注南钢股份。

四、风险提示

- 1、宏观经济大幅下滑。如果宏观经济大幅下降将导致行业需求持续承压，行业供需格局可能大幅恶化，进而影响行业业绩增长和投资预期恶化。
- 2、原材料价格上涨过快。如果铁矿石、煤焦等原材价格过快上涨，将造成钢厂生产成本上升，导致钢厂利润被侵蚀。
- 3、全球贸易摩擦持续加剧。若国外针对我国钢铁等出口产品持续加大反倾销等贸易摩擦措施，将可能导致我国外贸形势恶化，进而出口大幅下降，从而增加国内供应压力，供需格局进一步恶化，钢材价格承压。
- 4、环保及安全事故。随着国家对环保和节能减排要求更加严格，行业整体环境治理成本及运行成本不断提高，对整体业绩有一定影响；同时，由于钢铁生产工序链条长，容易发生安全事故，一旦公司发生重大生产安全事故，将有可能导致全行业开展整顿，对行业正常生产运营产生影响。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033