

下游复工叠加去库存迎来钢价反弹窗口，行业景气度 边际改善关注电炉钢和海外疫情 ——三月行业动态报告 核心观点

最新观点

1) 疫情有效控制后下游复工复产改善钢材边际需求、库存去化

新冠疫情之后复工复产，需求边际改善、库存去化。3月底，五大品种钢材社会库存环比下降比例由2.42%提升到4.22%，五大品种钢厂库存环比下降6.83%。全国螺纹钢价格小幅反弹1.78%至3584元/吨。

2) 产能置换政策趋严，供给反弹初步显现

国家将会加强逆周期调节政策以对冲疫情的负面影响；多部委发文研究制定新的产能置换的指导方案和实施方案，持续优化供给。受到钢价回升刺激钢厂生产积极性增强，全国螺纹钢周产量达到290.10万吨，环比增加17.12万吨，提升幅度达到6.27%；高炉、电炉的开工率分别达到65.06%和41.67%，环比上月分别提高3.18个百分点和12.82个百分点；高炉、电炉产能利用率均分别上行1.36%、13.35%。

3) 海外疫情升级或将扰动澳巴铁矿石供给，铁矿石短期震荡偏强，无碍全年利润修复。铁矿石价格相较于去年860元/吨的高点回落20.35%至685.00元/吨，目前的价格水平仅比去年淡水河谷矿难和澳洲飓风影响之后铁矿石价格仅高出4.34%。短期铁矿石价格将在巴澳供给扰动及钢厂开工率回暖下维持震荡偏强的格局，长期仍然偏弱。

4) 投资机会：目前行业估值水平仍然较低，投资安全边际高。关注疫情之后复工复产需求、库存去化和供给边际收紧下的钢价反弹窗口期。疫情过后为恢复经济国家的逆周期经济政策调节所带来的下游房地产与基建对钢铁行业的需求增量成为行业估值修复的催化剂。

投资建议

短期疫情得到控制、下游行业复工复产带来的需求恢复、库存去化利好钢材价格短期反弹窗口。中期存在需求逐步释放、库存去化和供给边际收紧下的钢价反弹带来的估值修复机会。长期来看，疫情过后延期补偿性需求、逆周期调节政策和新产能置换指导意见的出台，持续改善行业供需关系，同时在矿价长期弱势、产能结构合理、分红率较高的情况下，有望在疫情之后修复行业全年利润和估值。建议关注成本控制优秀的南方长材三钢闽光(002110.SZ)和受益于集中度提高的行业龙头宝钢股份(600019.SH)等。

核心组合

证券代码	证券简称	推荐理由
002110.SZ	三钢闽光	区域性行业龙头，环保压力小，产能扩张积极
600019.SH	宝钢股份	行业龙头，技术、环保优势明显
600507.SH	方大特钢	经营稳健、现金流充足

风险提示

原燃料成本上涨的风险，钢材价格下跌的风险，房地产和基建需求增速放缓的风险。

钢铁行业

推荐 维持评级

分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

联系人

叶肖鑫

✉: yexiaoxin_yj@chinastock.com.cn

吴建璋

✉: wujianzhang_yj@chinastock.com.cn

行业数据及组合表现 2020.03.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、 中期下游复工需求恢复较快库存拐点松动，供给弹性初步显现	3
(一) 钢铁行业在国民经济中的地位重要、占比及行业概述	3
(二) 下游复工逐步修复钢材需求、库存拐点松动，供给弹性初步显现	6
(三) 需求端：地产调控存边际放松预期，经济下行基建托底，疫情影响下需求或将推迟到三季度反应	11
(四) 环保限产逐步进入尾声，疫情影响逐渐消退下钢厂生产积极性增强	15
(五) 海外疫情扩散对铁矿石等原材料供应存在扰动可能	20
(六) 中美贸易战缓和及对行业影响较小，行业运行平稳	23
(七) 特钢需求快速增长，抗周期波动较强	26
(八) 行业政策围绕持续改善供需关系，产能置换指导意见修改限制新增产能	27
(九) 行业景气度短期受到疫情影响	27
1. 受到疫情影响，预计近期钢价下跌行业景气度有所回落	27
2. 杜邦分析：供改以来 ROE 逐渐提升	27
3. 财务数据分析：行业毛利率供改之后逐渐提高，行业景气度上升	28
二、 钢铁行业处于成熟期，供需关系持续改善	29
(一) 中期钢材需求韧性仍存，关注复工进度带来的库存拐点	29
(二) 行业成熟，产业结构优化、技术研发和管理升级或成突破口	30
1. 钢铁行业同质化强，且具备强周期大宗属性，受宏观经济影响相对较大	30
2. 公司根据自身特点形成产业特色	30
(三) 去产能边际影响减弱，总产能控制转向优化产能结构	30
(四) 未来方向：产业升级、兼并重组、融合新技术和国际合作	32
1. 继续产能控制、巩固环保成果	32
2. 改善产业“北重南轻”局面	32
3. 促进优质企业联合及重组，达成资源优化配置	32
4. 产业升级融合新技术、新模式和新业态	32
4. 国际产业形势：产能转向中印东南亚，传统钢铁强国优势仍存	32
三、 行业面临的问题及建议	33
(一) 现存问题	33
1. 优质品位矿产资源被国外垄断	33
2. 下游需求下降加剧产能过剩矛盾	33
3. 低端产能过剩，中高端特钢技术、产能不足	33
4. “双反”政策对出口产生不利影响	33
(二) 建议及对策	34
1. 收购国外优质矿山，与国际巨头建立合作关系	34
2. 持续优化供需关系，巩固供给侧改革成果	34
3. 优化产业结构	34
4. 科技创新发展高端特钢及高端板材	34
四、 钢铁行业在资本市场中的发展情况	34

(一) 钢铁行业市值占比下降：上市家数 33 家，A 股市值占比降低.....	34
(二) 2017 年至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史较低位置.....	35
(三) 板块表现同质化较大，行业估值略低于美股和港股行业估值.....	36
五、投资建议及股票池.....	36
(一) 投资建议.....	36
(二) 股票池：.....	36
六、风险提示.....	37

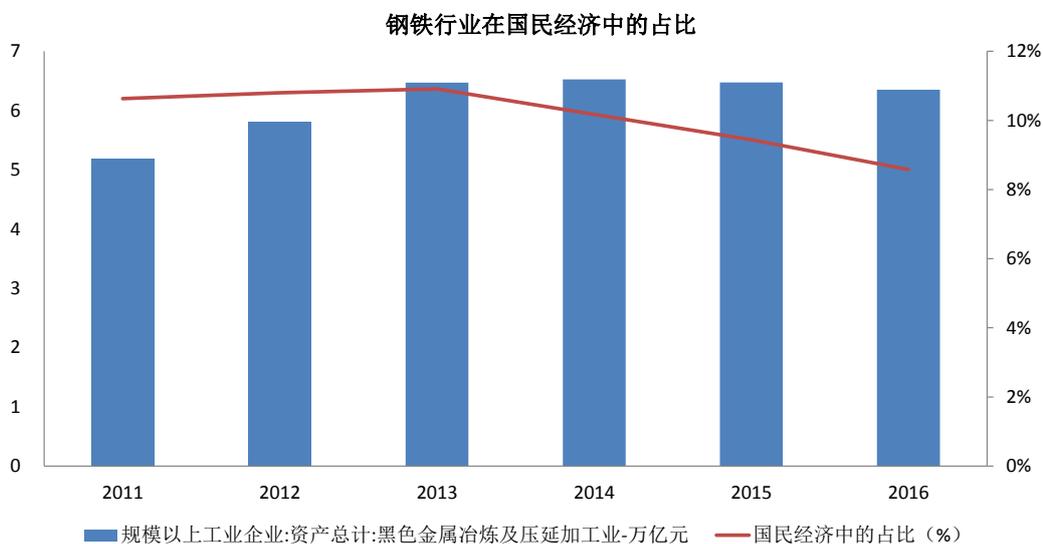
一、中期下游复工需求恢复较快库存拐点松动，供给弹性初步显现

(一) 钢铁行业在国民经济中的地位重要、占比及行业概述

钢铁行业主要是指生产销售钢铁产品的行业。钢铁是铁与 C (碳)、Si (硅)、Mn (锰)、P (磷)、S (硫) 以及少量的其他元素所组成的合金。其中除 Fe (铁) 外，C 的含量对钢铁的机械性能起着主要作用，故统称为铁碳合金。它是工程技术中最重要、也是最有最主要的，用量最大的金属材料。按照钢材的成材形态分为：长材和板材；五大品种钢材分为：螺纹钢、线材、热轧板卷、冷轧板卷和中厚板。钢铁需求同 GDP 增速、固定资产投资及房地产投资等宏观指标联系紧密。近几年，随着以上宏观指标的下行，市场对钢铁行业的需求也呈下降态势，钢铁行业虽存在韧性，但其市场压力仍不断显现。

此外，钢铁行业在供给侧改革之后，产能去化明显，占比逐步降低；钢铁行业盈利情况自 2004 年至今波动剧烈，毛利率与净利率经明显下滑后于 2015 年明显回升。为应对利润剧烈波动的局面，部分钢铁企业采取降本增效的措施努力经营，如宝钢股份、方大特钢等等，并取得较好效果。但是随着行业利润稳步回升，钢厂的生产积极性不断增加，产能利用率维持在合理偏高的水平，导致粗钢的产量不断攀高，产量增速也达到了 10% 左右，超过了钢材需求和宏观经济的增速。因此，短期内钢材价格承压，供需关系的持续改善成为行业内最大的问题之一。

图 1：钢铁行业在国民经济中的占比情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2015 年供给侧改革政策实施以来，去产能、地条钢清理和环保限停产等一系列政策对供给侧产能进行了优化和压缩。在宏观经济转型、增速稳中趋降的背景下，钢材需求基本与宏观经济增速吻合，因此供给端政策的落地和持续性对于钢铁行业的供需关系的持续改善具有重要的意义。经过数年的改革，供需关系有了明显的改善，钢材价格也稳步提升，平均钢材价格由供改之前的吨钢不到 3000 元上涨到最高 5000 元，钢材价格上涨了近一倍，同时成本端原燃料的价格相对稳定，钢厂的盈利环境明显改善；目前已经进入了深化供给侧改革的阶段，“十三五”计划去产能任务已经基本完成，供改进入了优化产业结构、提升技术产品的附加值和科技

创新融合新技术等新的阶段。

2018年我国宏观经济下行压力加大,经济总量首次突破90万亿元,全年GDP增速为6.6%,与预期几乎一致,然而较2017年实际GDP增速回落0.3%。而进入2019年,多项经济和金融数据保持平稳,随着全球经济下行压力加大和贸易摩擦不断加剧,国内经济压力也面对一定下行压力。

去年房地产新开工数据仍然保持高位,“房住不炒”是房地产调控主基调,纾困房地产企业但不刺激房地产需求,或是目前政策的一大方向。据新华网,为缓解疫情对房地产市场的冲击,近期多地政府持续密集发布稳定房地产行业发展的政策。值得注意的是,个别城市的政策涉及到松动限购、限售和限商政策,这些政策公布后,引发广泛关注后又陆续撤销,从而上演“一日游”。从历次政治局会议和国常会看到,“房住不炒”是房地产调控主基调,纾困房地产企业但不刺激房地产需求,或是目前政策的一大方向。

年后疫情期间政府陆续对房地产政策进行微调,少数地方出台的允许加杠杆等政策,之后又陆续被撤销,市场虽然有推动地产政策对冲疫情影响边际宽松的预期,从而拉动房地产及建筑钢材的需求,但是政府在房地产政策反面比较谨慎,具体还要看政策的下一步发布和执行情况。2020年2月份,受疫情影响,中国制造业采购经理指数(PMI)为35.7%,比上月下降14.3个百分点。2月29日,据统计局官网,国家统计局服务业调查中心中国物流与采购联合会发布2020年2月中国采购经理指数运行情况。数据显示,2020年2月份,受新冠肺炎疫情冲击,中国采购经理指数明显回落,但随着党中央、国务院统筹推进疫情防控和经济社会发展,目前企业复工率回升较快,生产经营活动正有序恢复。截至2月25日,全国采购经理调查企业中,大中型企业复工率为78.9%,其中大中型制造业企业达到85.6%。

从房地产开发投资、新开工、基建投资完成额等数据来看,疫情对于下游房地产、基建的影响比较显著。2020年1—2月份,全国房地产开发投资10115亿元,同比下降16.3%,环比回落26.2个百分点;房屋新开工面积10370万平方米,同比下降44.9%,环比增速下降53.4个百分点。从3月27日的政治局会议可以看到国家将适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债规模等,另外货币政策方面将会推动贷款利率下行,保持流动性合理充裕,房地产政策的供给端放松大于需求端,供给端土地成交受到干扰较小,“因城施策”需求端受到政策的收紧影响,整体上对于房地产放松还是需要时间的检验。基建方面主要是新基建可能会持续发力成为稳增长的重要方式。2019年1—12月份全国房地产开发投资13.22万亿,同比增长9.9%,环比回落0.3个百分点;房屋新开工面积227154万平方米,增长8.5%,增速回落0.1个百分点。

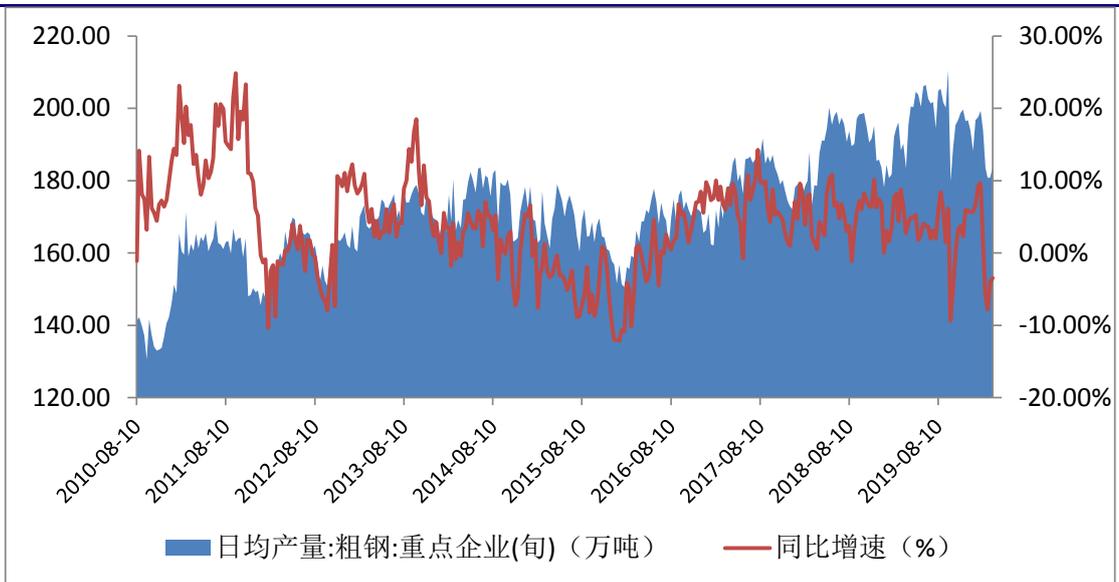
同时从中央政治局坚持不以房地产作为短期刺激经济的手段,对于房地产信托、海外债和限购限贷收紧等政策来看,对于房地产和钢铁行业均有较大的影响。今年的新冠疫情从武汉蔓延至全国其他地区,为应对疫情影响,春节后,各级政府部门陆续对房地产政策进行微调,比如延长土地出让金缴纳时间、延缓偿还公积金贷款、延期缴纳税费、加大土地供应流转拍卖等等合理化的调整政策,这些政策都主要是针对供给侧保护房地产企业在疫情下的现金流,但对需求侧就买房这块并没有出台相关政策,同时从最新政治局会议当中并没有提到房地产调控政策相关内容,之前地方政策如驻马店、南宁等地的“允许加杠杆”举措,允许使用公积金购买第二套住房以及降低首套房公积金贷款首付比例为20%,并实行购房补助政策,带有较强的“托市”性质等政策也都撤销了相关政策、说法。市场下行叠加疫情的影响,2020年的房地产市场开局不利的情况下,未来存在房地产政策在一定时间段内适度放松的可能性,以完成稳增长托底性调节动作。1—12月的基建投资持续改善增速达到3.8%,环比降低0.2个百分点。

2020年1-2月我国基础设施建设投资(不含电力)累计完成7千万元,同比下滑30.3%,增速水平较去年同期下降34.6个百分点,环比1-12月增速下降34.1个百分点。2月下游主要用钢行业受到疫情影响,产销大幅回落,对钢材消费形成明显冲击。房地产方面,2020年1-2月,全国房地产开发投资同比下降16.3%;房屋新开工面积同比下降44.9%;商品房销售面积同比下降39.9%。基建方面,1-2月,基础设施建设投资累积同比下降26.9%。另外其他制造业方面,汽车方面,2月汽车销量同比下降79.1%。机械方面,2月挖掘机销量同比下降50.5%。

社融数据继续宽松,整体货币环境合理充裕、适度宽松。2月20日,央行发布2020年1月份的金融统计数据及社融数据,总体来看,新增信贷和社融规模均超预期。12月末,广义货币(M2)同比增长8.4%,增速比上月末降低0.3个百分点,比上年同期持平;人民币贷款增加3.34万亿元,同比多增加1109亿元;社会融资规模增量为5.07万亿元,比上年同期多3883亿元。2月末,广义货币(M2)余额203.08万亿元,同比增长8.8%,增速分别比上月末和上年同期高0.4个和0.8个百分点;前两个月人民币贷款增加4.24万亿元,同比多增1308亿元,2020年前两个月社会融资规模增量累计为5.92万亿元,比上年同期多2717亿元。

短期来看,受到疫情的影响中国乃至全球的经济都承受了较大的压力,但是展望2020年中国经济在疫情得到有效控制、复工复产稳步推进之后或将稳中向好且保有韧性,短期影响下游需求,中期看需求延后并不会消失,且为了对冲经济影响国家可能会出台更为积极的逆周期经济调节政策和更为宽松灵活的货币政策,有利于稳定未来钢材的需求预期。在中美贸易局势缓和和国内逆周期政策继续结构性发力的时间点,周期性回落因素出现边际改善同时冲击性因素也逐渐缓和的前提下,2020年下半年在疫情得到有效控制之后中国经济有望出现企稳回升,供需两端都有望得到改善。考虑疫情的实际影响,短期来看宏观经济和钢铁行业具有一定困难性,汽车去年产销并不理想,1-12月累计销量同比下降8.2%,临近年底降幅逐渐收窄并恢复,但是受到疫情的影响,汽车产销量出现显著的下滑,国家出台相关消费刺激政策对于缓解这一趋势或有一定帮助,但是短期来看行业供需两端尤其是消费信心的建立还需要一个过程;年前原油价格企稳在60美元/吨左右,但是在沙特和俄罗斯的谈判崩盘之后,沙特主动加大原油供给、降低价格,对于全球流动性和经济的稳定性都具有较大的负面影响。通信技术相关制造业也抓住转型升级和国产替代化的机会持续扩张,工业经济基本面企稳改善;工业品价格和补库短期受到疫情影响,但是长期来看在中国经济韧性支撑下仍然有望止跌反弹,带动企业适度补充库存。需求端,投资、消费和进出口增速将有所回升。年初开始加快专项债提前投放的速度、提高专项债中基建投资占比、降低项目资本金的比例、优先安排重大民生基建工程等政策体现了中央、政府对于出台相关政策对冲疫情对于经济影响的决心,同时央行通过再贷款再贴现、公开市场操作、调降MLF和LPR等系列政策支持经济恢复和中小企业复工融资等问题和需求。另外,多地政府年后陆续出台房地产合理化调控政策和延迟土地出让金、相关税费、降低购房限制和首付比例等措施,有助于未来房地产行业的恢复,提振销售、新开工等数据,稳定钢材需求的预期。

图 2：粗钢产量情况



资料来源：中钢协，中国银河证券研究院

（二）下游复工逐步修复钢材需求、库存拐点松动，供给弹性初步显现

下游行业逐步复产、复工带动钢材需求，库存拐点有所松动。据新华网，截至3月20日，除湖北外，各省约1.1万个重点项目复工率为89.1%，由国家发改委调度的533个重大交通项目复工率已经达到97.8%。1-2月新增专项债较去年同期大幅增加36%。另外，随着下游各行业的逐步复产、复工，进程加快将带动钢材消费的快速提升。3月26日，上海钢联公布本周钢材库存数据，钢材社会库存环比下降比例由2.42%提升到4.22%，库存进一步去化。螺纹、线材、热卷、冷卷、中厚板本周库存分别为1335.94万吨、413.09万吨、402.2万吨、144.55万吨、134.85万吨，较上周变化幅度分别为-4.93%、-5.76%、-0.66%、-2.25%、-4.56%。五大品种总社会库存降幅为4.22%。五大品种钢厂库存周环比分别-6.95%、-8.76%、-5.47%、-4.48%、-6.32%，五大品种钢厂库存环比下降6.83%。预计，但随着刺激政策的不断落地，全社会固定资产投资有望进一步提升，对于对冲疫情的影响和稳增长、稳就业等目标的实现，固定资产投资逐步高于常年水平，钢材消费有望继续加速。

高炉、电炉开工率回升，增大供给端压力。钢铁行业供给侧受到的影响相对较弱，1-2月我国粗钢产量同比增长3.1%，截止3月20日全国高炉、电炉的开工率分别达到65.06%和41.67%，环比上月分别提高3.18个百分点和12.82个百分点；高炉、电炉产能利用率均分别上行1.36%、13.35%，随着废钢基地逐渐复工和产业工人逐渐到岗，废钢到货和供给能力的提升可能促进目前尚处相对低位的电炉产能利用率；预计随着钢价小幅反弹电炉开工率提升、生产积极性或将提高。疫情对于钢厂开工的影响程度分化，高炉影响不大，而电炉影响较大。节后开工率分化，短流程电弧炉开工率显著回落，而高炉开工率弹性不大，螺纹产量小幅下降7.17万吨，降至300万吨，预计随着利润下降钢厂将有主动减产的趋势，但有一定的滞后性。

从产业链供需两端来看，疫情对于行业影响最大的应该是物流运输环节和复工进度。其中由于物流运输限制带来的最大影响是物流运输受阻、原燃料供应库存短缺和成品钢材库存的严重积压。

由于各地政府出台相关管制办法严格限制车辆、船舶的通行，物流运输除铁路运输外受阻

情况严重。部分区域道路的运输车辆只能在有限的区域内行驶，从而造成相关运输车辆及司机无法顺利流通，如浙江桐乡、宁波，虽然个别企业复工，但仅仅只允许机动车在本市实行短倒运输，并且需要政府市、县级批准，同时严禁一切外来车辆的进入；另外广西、贵州、重庆等地的部分高速公路仅限于应急通行使用，而且需要各种批准手续。杭州、台州、温州等地的钢材成品码头基本处于停滞状态，受到南方港口压港滞期的影响，完成北材南运的北方船舶，无法离开南方港口返航，导致北方运力出现严重不足。

由于物流受阻，钢铁企业原燃料库存严重短缺，导致企业主动、被动复工率较低。春节、疫情期间，公路及水运受到的影响较大，物流受限的时间窗口大约在一个月左右，目前船舶、汽车等运输能力还未完全恢复；由于钢铁企业的铁矿石、焦炭、焦煤、废钢、石灰、铁合金等原料需要跨省域、县域进行长距离运输，长时间的物流交通管制导致大量钢铁企业的原燃料库存短缺，给复工之后组织生产造成了较大困难。如东北地区某企业炼焦煤只能维持 7-9 天，西北地区某企业炼焦煤仅能维持一周，华东地区某企业石灰石库存不足 2 天等，多家废钢企业面临废钢资源供给不足，尤其对于短流程钢厂来说开工难度较大。

表 1：全国春节后钢铁企业复工复产进度

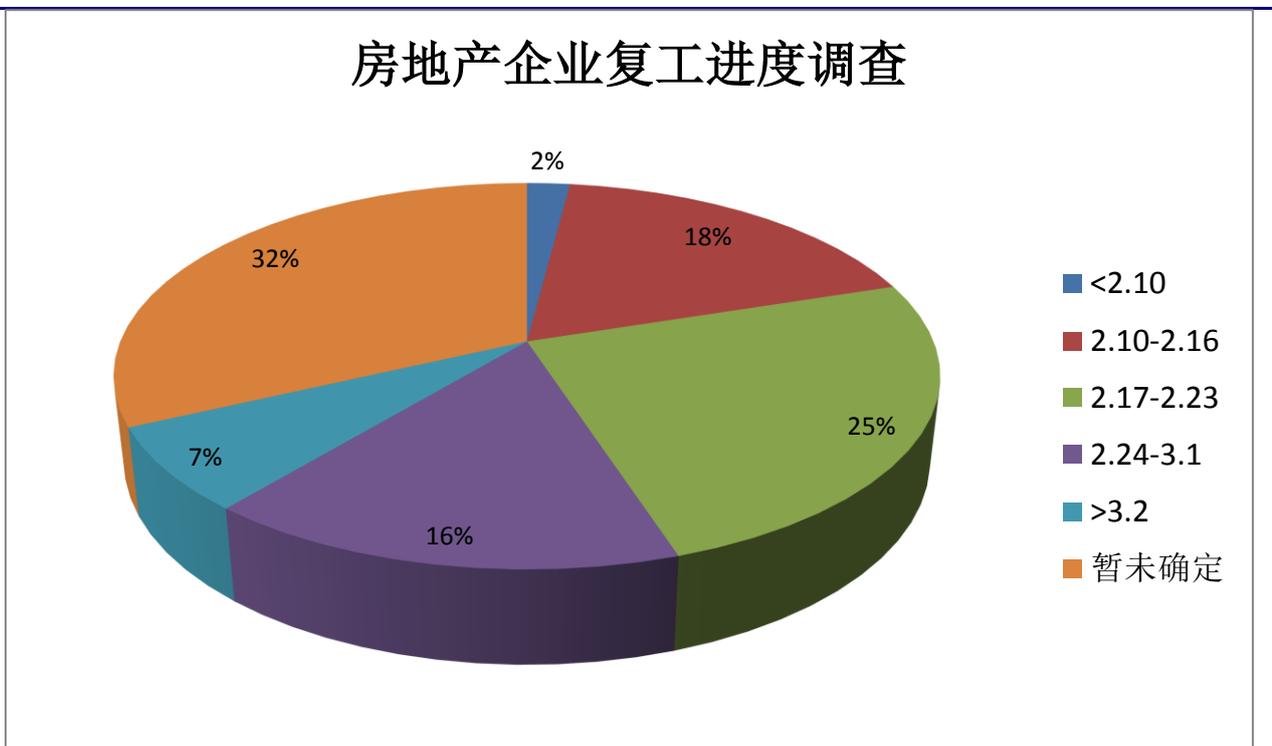
地区	钢铁企业复工率(%)
北京市	100.00
天津市	100.00
山西省	100.00
辽宁省	100.00
吉林省	100.00
黑龙江	100.00
上海市	100.00
江西省	100.00
湖南省	100.00
重庆市	100.00
甘肃省	100.00
青海省	100.00
河北省	90.91
内蒙区	88.89
山东省	88.24
江苏省	84.62
河南省	78.57
陕西省	75.00
广西省	66.67
云南省	60.00
福建省	50.00
新疆区	50.00
安徽省	38.46
四川省	31.25
湖北省	29.41

广东省	25.00
贵州省	25.00

资料来源：冶金规划研究院，中国银河证券研究院

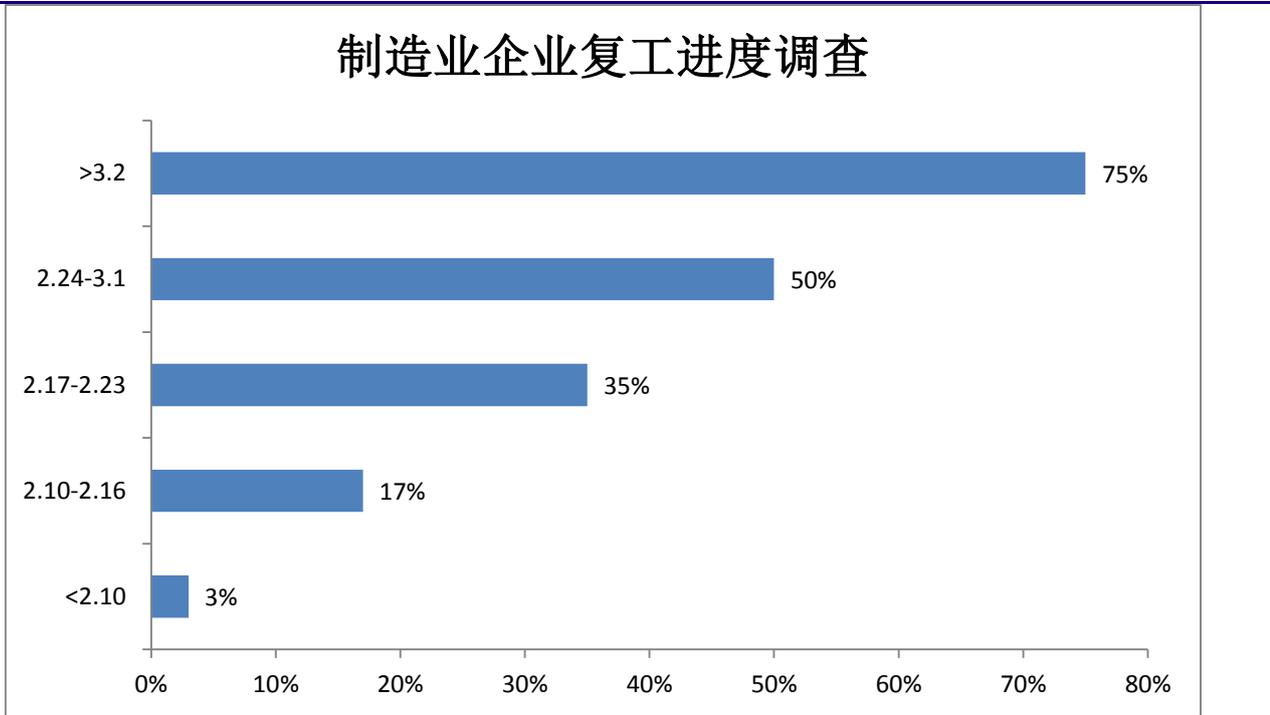
年前物流运输不畅导致钢材库存严重积压，随着物流运输的恢复，库存逐渐得到有效去化。库存的快速累积一方面来源于下游行业延期复工缩减的钢材需求，另外一方面来源于企业发货困难以及港口码头卸货作业的停滞。导致钢材厂库及社库创历史新高，仓库甚至出现满仓甚至爆仓的情况。2月中旬，全国主要市场5大品种钢材社库总量上升至1735万吨，比上旬增加264万吨，增长17.9%，比1月增加923万吨，增长113.7%。3月底，五大品种钢材社会库存环比下降比例由2.42%提升到4.22%，五大品种钢厂库存环比下降6.83%。全国螺纹钢价格小幅反弹1.78%至3584元/吨。

图 3：房地产企业复工进度调研



资料来源：SSM，中国银河证券研究院

图 4：制造业企业复工进度调研



资料来源：SSM，中国银河证券研究院

表 2：全国春节后钢铁企业复工复产进度

年份	库存累积起点	库存累积重点	库存累积时间（周）	库存累积量（万吨）	增幅
2015	2014-12-12	2015-03-06	12	-	-
2016	2016-01-01	2016-03-04	8	287.3	80%
2017	2016-11-18	2017-02-17	13	491.7	129%
2018	2017-12-15	2018-03-09	12	784.5	263%
2019	2018-12-07	2019-03-01	12	729.8	253%
2020E	2019-11-29	2020-03-13	15	916.8	324%

资料来源：SSM，中国银河证券研究院

随着疫情得到有效控制，全行业基本复工后，五大品种钢材的开工率和产能利用率均得到显著改善。截止 3 月 31 日，螺纹钢、线材、热轧、冷轧、中厚板的产能利用率分别为 63.6%、57.1%、76.1%、78.6%和 73.1%，分别环比提高了 3.8%、3.7%、-1.2%、-0.1%和 0.8%。全国建材钢厂螺纹开工率已经达到 61.64%，相比 2 月底的开工率低谷 49.51%，已经提升了 12.13 个百分点。

新冠疫情之前对于物流、复工、用工、下游需求等产业链各个环节均产生不同程度的影响，但主要还是源于疫情防控的升级对春节后流动人口和相关企业的停限产的限制，进而影响钢企以及下游行业生产活动，延迟开工或将影响钢材供需节奏和价格。尤其是地产、基建等下游行业短期将会受到延迟开工的负面影响，同时大量建筑工人由于防控疫情的要求，不能及时返程，造成劳动力的短缺，在客观上减少对钢材的需求。相对于 2003 年非典疫情的爆发，主要集中在

3月中下旬到5月底时间段，建筑工人已正常返程，建筑工地正常开工，因此相对而言，2003年建筑行业受疫情的影响并不严重。

表 3：预计疫情对于钢铁行业下游各行业的短期影响和长期影响

影响行业	短期影响	长期影响
建筑行业	整体冲击较大，钢材需求承压	疫情结束后，预计公共交通基础设施、新型城镇化建设项目将补偿性释放，有效带动钢材市场需求加速增加
机械行业	下游项目延期复工，节后销售旺季明显推迟，影响较大	全年影响有限，预计 2020 年机械行业钢材消费量将小幅下降
汽车行业	短期延迟复工、4S 店歇业，产销量均下滑	全年整体影响较小，春节属于传统淡季
能源行业	电网建设工程、电力设备采购、企业复工等推迟，需求面临较大的下行压力	疫情结束后，电网投资将加速、石油天然气市场需求或将迎来恢复性反弹
家电行业	短期影响较大，线下销售基本停滞、线上物流困难	疫情推迟家电需求，但全年需求总量有限，消费潜力在二三季度销售旺季可被激发
造船行业	短期下行压力加大，拖累油船、散货船和集装箱船市场需求侧表现	出口订单停工，国内订单有流失风险
集装箱行业	集装箱产量、出口将下降，减弱钢材需求	-
铁道行业	施工项目将受到工人延期返回的影响	通过后续追赶工程进度，预计能够完成全年铁路投资和建设目标

资料来源：冶金规划研究院，中国银河证券研究院

疫情对市场的影响有限，中长期来看经济发展趋势和钢材的需求仍将主导行业的发展。在非典疫情爆发期螺纹钢价格指数由 2730 元/吨跌至 2679 元/吨，下跌 51 元/吨，跌幅 1.87%，虽略有下跌，但整体跌幅不大；而上证指数从 1510 点上涨到 1568 点，中间一度上涨到 1650 点的高位，申万钢铁行业指数从 1274 点上涨到 1374 点，上涨 7.85%，中间经历高位 1500 点。

表 4：2020 年建筑行业由于新冠疫情延迟开工时间表

地区	复工时间
重庆、江苏、浙江、广东、上海、福建、云南等	不早于 2 月 9 日 24 时
天津	一律推迟，具体时间待定
河南	未经同意，不得擅自开复工
温州	不早于 2 月 17 日 24 时
湖北	不早于 2 月 13 日 24 时

资料来源：各省市人民政府办公厅，中国银河证券研究院

短期疫情市场避险情绪以及节后需求恢复的担忧或将影响下游开工需求，中期来看需求韧性仍然较好。目前我国整体钢材供需格局处于供需偏宽松的格局，本次新型冠状病毒疫情爆发

时间在春节期间，春节前后由于终端需求基本停滞，在年底长流程盈利较好、四季度利润环比翻倍以及对2020年上半年宏观经济预期修复及钢材需求预期较为乐观的情况下，钢厂生产积极性较高，无论是钢厂库存还是社会库存都会出现快速累库，对于钢材价格产生一定的压制作用。短期市场避险情绪以及节后需求恢复的担忧对黑色各商品有较大利空影响，中期价格主要取决于各商品基本面、宏观大背景以及疫情的发展情况。中期来看，国家将会加强逆周期调节政策以对冲疫情的负面影响，2019年以来国家通过降低基建项目资本金比例、加快专项债发放节奏等方式加大基建投资作为稳增长的重要手段，在此背景下对钢材特别是建材需求刺激有望进一步增强，未来“长强板不弱”将继续主导钢铁市场格局。总体上虽然短期有压力，但中长期是利好钢材需求的。同时，发改委、工信部发文暂停钢铁产能置换和项目备案，开展现有钢铁产能置换项目自查、制定出台相关政策文件、加强贯彻落实和督促检查，相关部委正在会同有关方面，研究制定钢铁项目备案指导意见、修订钢铁产能置换办法，下一步部际联席会议将组织相关部门，对各地已经公告的产能置换方案和备案的钢铁项目进行抽查，对发现存在问题的将依法依规严肃处理，并作为反面典型公开曝光，有助于减轻新增、隐性产能对于供给端的压力。预计疫情得到全面控制出现拐点之后，延后的复工需求、补库以及政府出台的调控政策或将导致需求端的爆发，支撑钢价的上行。

（三）需求端：地产调控存边际放松预期，经济下行基建托底，疫情影响下需求或将推迟到三季度反应

钢材的下游需求结构主要以房地产和基建为主，两者占比75%左右。下游需求格局主要是房地产业平稳有韧性、基建逐步回升，使钢铁下游的需求超出市场预期。

2月下游主要用钢行业受到疫情影响，产销大幅回落，对钢材消费形成明显冲击。房地产方面，2020年1-2月，全国房地产开发投资同比下降16.3%；房屋新开工面积同比下降44.9%；商品房销售面积同比下降39.9%。基建方面，1-2月，基础设施建设投资累积同比下降26.9%。另外其他制造业方面，汽车方面，2月汽车销量同比下降79.1%。机械方面，2月挖掘机销量同比下降50.5%。

流动性宽松稳定预期、强基建的政策利好、后期春季开工将拉动钢材需求的增长。央行变向降息下，降低企业融资成本下的市场环境利于钢铁行业的需求，有望提振未来钢材的价格。央行2月3日为对冲公开市场逆回购到期和金融市场资金集中到期等因素的影响，维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕，3日以利率招标方式开展了1.2万亿元逆回购操作。9000亿元7天期逆回购操作，中标利率2.4%；3000亿元14天期逆回购操作，中标利率2.55%，中标利率双双较前次操作降低10个基点。不仅确保当前一段时间银行体系流动性合理充裕，稳定各方预期，平抑金融市场异常波动，同时巩固前期降准等政策的降成本效果，加大金融对实体经济支持力度。

前期国务院常务会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点。项目资本金比例的下调将进一步撬动其他融资，解决项目资金问题，加速基建项目工程的开工进度，提供了较好的需求环境。另外暖冬的气候环境和冬储的需求也助力拉动钢材需求的增长。

从房地产开发投资、新开工、基建投资完成额等数据来看，疫情对于下游房地产、基建的影响比较显著。房地产方面，2020年1-2月，全国房地产开发投资同比下降16.3%；房屋新开工面积同比下降44.9%；商品房销售面积同比下降39.9%。基建方面，1-2月，基础设施建设投资累积同比下降26.9%。

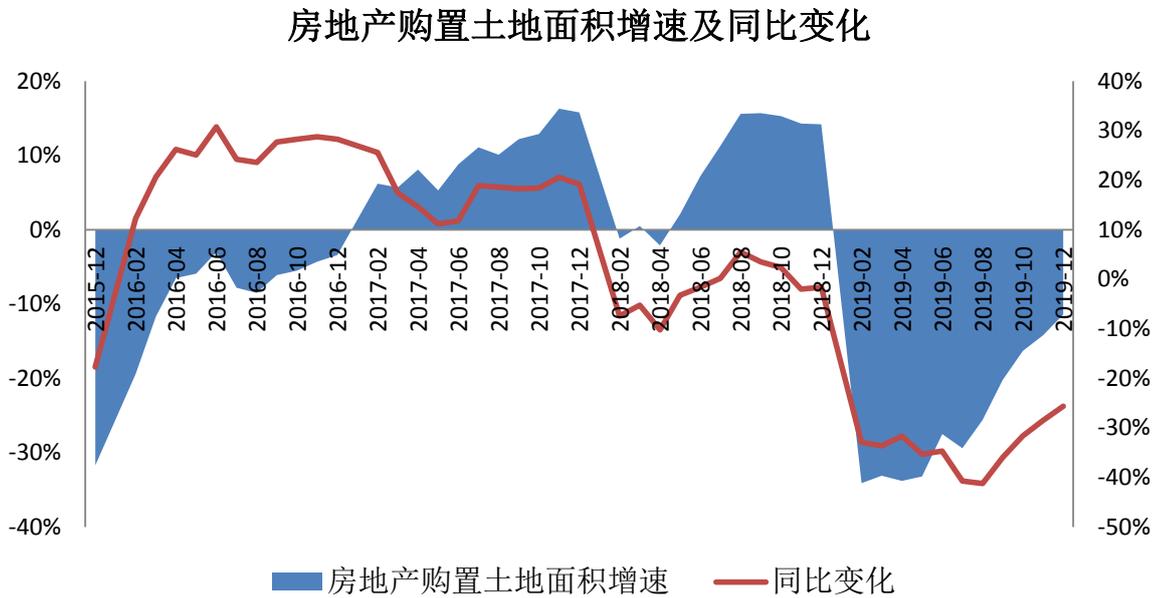
2020年1—2月份，全国房地产开发投资10115亿元，同比下降16.3%，环比回落26.2个百分点；房屋新开工面积10370万平方米，同比下降44.9%，环比增速下降53.4个百分点。从3月27日的政治局会议可以看到国家将适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债规模等，另外货币政策方面将会推动贷款市场利率下行，

保持流动性合理充裕，房地产政策的供给端放松大于需求端，供给端土地成交受到干扰较小，“因城施策”需求端受到政策的收紧影响，整体上对于房地产放松还是需要时间的检验。基建方面主要是新基建可能会持续发力成为稳增长的重要方式。2019年1-12月份全国房地产开发投资13.22万亿，同比增长9.9%，环比回落0.3个百分点；房屋新开工面积227154万平方米，增长8.5%，增速回落0.1个百分点。

同时从中央政治局坚持不以房地产作为短期刺激经济的手段，对于房地产信托、海外债和限购限贷收紧等政策来看，对于房地产和钢铁行业均有较大的影响。今年的新冠疫情从武汉蔓延至全国其他地区，为应对疫情影响，春节后，各级政府部门陆续对房地产政策进行微调，比如延长土地出让金缴纳时间、延缓偿还公积金贷款、延期缴纳税费、加大土地供应流转拍卖等等合理化的调整政策，这些政策都主要是针对供给侧保护房地产企业在疫情下的现金流，但对需求侧就买房这块并没有出台相关政策，同时从最新政治局会议当中并没有提到房地产调控政策相关内容，之前地方政策如驻马店、南宁等地的“允许加杠杆”举措，允许使用公积金贷款购买第二套住房以及降低首套房公积金贷款首付比例为20%，并实行购房补助政策，带有较强的“托市”性质等政策也都撤销了相关政策、说法。市场下行叠加疫情影响，2020年的房地产市场开局不利的情况下，未来存在房地产政策在一定时间段内适度放松的可能性，以完成稳增长托底性调节动作。

考虑到去年的房地产业平稳有韧性，预计今年在疫情恢复之后新开工销售情况可能会逐渐改善，短期对冲经济风险可能会有补偿性需求释放，长期来看在国家“房住不炒”等大政策背景之下应该还是保持平稳、支撑需求。2019年房地产调控趋严，地产行业以稳基调为主，预计未来调控将以“短期行政限制退出”+“长效机制出台”。在经济下滑和房住不炒的政策严控下，市场预计地产需求可能下滑，但今年以来房地产销售与新开工增速极有韧性，尤其是10月的销售与新开工增速再度上行，销售增速由负转正，超出市场预期，为钢铁行业的需求提供了有利支撑。另外住建部发布的建筑钢结构的新标准，提升了载荷分项系数，提升了1%-5%左右的钢材需求，有效对冲了地产的相关利空因素，增强了行业的需求韧性。12月份地产销售数据同比降低0.1%，环比减小0.3个百分点，房屋新开工面积227154万平方米，仍然保持增长8.5%的高增长，增速回落0.1个百分点，但是绝对增速仍然高于2017年下半年到2018年上半年，仍然能够支撑钢材旺盛需求。

图 5：土地购置面积增速及同比变化率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

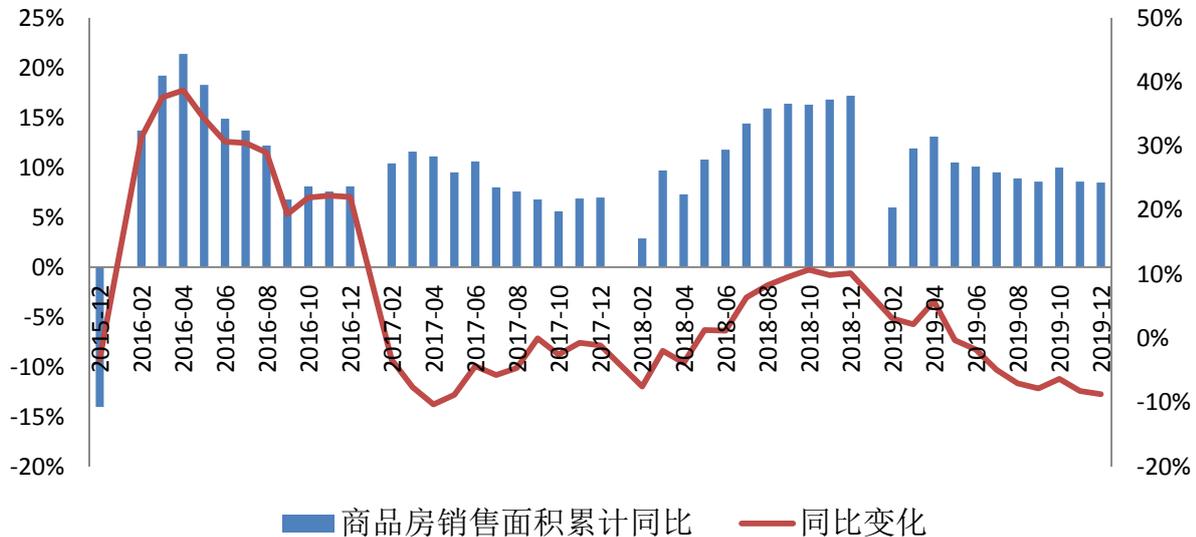
图 6：商品房销售面积增速及同比变化率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 7：房屋新开工面积增速及同比变化百分比

房屋新开工面积增速及同比变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

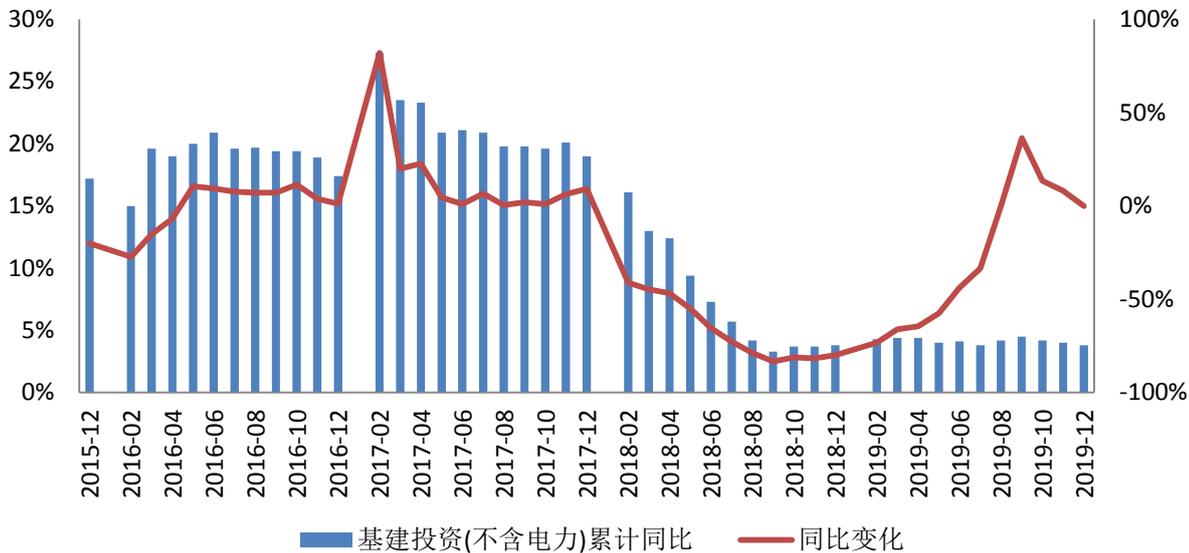
基建投资增速企稳回升。从去年开始，基建投资进入了增速下行的周期；今年基建投资增速同比明显下滑，1-12月份基建投资增速达到3.8%，环比降低0.2个百分点。政策明确基建补短板，基建有望在2020年持续发力，拉动建筑材料和工程机械领域的需求。去年底开始财政部提前发放明年专项债额度，同时国常会进一步降低项目资本金的比例5个百分点，对于基建的拉动作用将会产生持续作用。

轨道交通、新型基建和雄安新区或将成为基建增长的发力点，带动钢材的需求，提振未来钢材的价格。从中央经济工作会议、国常会、发改委、财政部和工信部等各中央和各部委的指导精神来看，2020年经济工作重心可能依旧会放在稳投资上面，力争通过逆周期政策调整加大基建投资力度，以对冲经济下行的压力和疫情对经济的负面影响。基建投资的中速扩张或将带动钢材的需求增长，长期来看可能抵消房地产需求的消退，在供需紧平衡的情况下，有望提振未来钢材的价格。

2020年疫情对房地产行业的影响程度要比2003年严重，终端需求延后一个季度左右预计大幅拖累钢材价格。对于2019年房屋新开工面积增速平均仅为10%左右，明显较2002-2003年30%左右的平均新开工面积要低。预计2020年上半年房屋在建施工面积存量能够支撑房地产市场并保持一定的韧性，2019年房屋施工面积同比增长8.7%，相比2018年的施工面积增速5.2%增加了3.5个百分点，同时2019年新开工面积保持了8.5%的较高水平，虽然不及2018年高，但是较2017年7.0%的新开工增速来看仍然高出了1.5个百分点，同时自去年9月份以来基建投资有筑底迹象。但春节期间新型冠状病毒疫情爆发，势必影响建筑行业开工。从目前统计的各地建筑行业开工时间来看，春节后各地普遍延迟开工，虽部分地区计划开复工时间不得早于2月9日，但具体开工时间可能还需根据疫情控制程度来决定。如果从正常开工时间2月1日来计算，以平均开工时间2月10日来计算，延迟开工9天，如果假设2月开工后疫情能够得到有效控制，保持较高的复工效率，短期需求会减少1/3左右，再加上高库存，春节前1月23号，上海地区螺纹钢价格为3750元/吨，受疫情影响可能造成前期高成本螺纹钢现货发生亏损100-200元/吨左右。

图 8：基建类固定资产投资增速及同比变化率

基建类固定资产投资增速及同比变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

短期累库将压制钢价且累库速度有所放缓，长期来看供需关系的改善或将推动钢材价格上行。截止2月21日，根据Mysteel调研结果显示，钢材社会库存增加251.73万吨，环比前一周增幅达到13.3%，增幅收窄2个百分点。螺纹钢、线材、热轧、冷轧、中板单周库存及变化幅度分别为137.96万吨(+13.9%)、47.6万吨(+13.6%)、44.57万吨(+15.4%)、10万吨(+8.0%)、11.6万吨(+8.7%)，相比月初累库绝对值和增幅都有大幅降低，螺纹钢累库环比降低458.77万吨，增幅降低6.8个百分点，热轧板累库降低161.86万吨，冷轧板累库降低95.45万吨。

在疫情控制之后，需求持续释放和供给短期无法完全恢复的情况下，库存高位逐渐得到缓解，钢材价格将迎来短期反弹的窗口。3月底，五大品种钢材社会库存环比下降比例由2.42%提升到4.22%，五大品种钢厂库存环比下降6.83%。全国螺纹钢价格小幅反弹1.78%至3584元/吨。全国螺纹钢价格小幅反弹1.78%至3584元/吨。

之前受疫情的影响，全国大部分区域逐渐复工复产，但是由于交通运输和下游返程务工人员的限制，累库还将持续到三月中旬左右，期间价格或将窄幅震荡下跌。截止到12月10日，全国三级螺纹的平均价格为3986.50元/吨，较上月同期上涨了185.3元/吨，较今年钢价底部8月底3711.5元/吨上涨了275，上涨幅度7.41%。截止到02月26日，全国三级螺纹的平均价格为3668元/吨，2月份平均价格为3730.89元/吨，较上月同期下跌了104.82元/吨，下降幅度达到2.73%与一月降幅基本持平。

(四) 环保限产逐步进入尾声，疫情影响逐渐消退下钢厂生产积极性增强

2019-2020年采暖环保限产季逐渐进入尾声，供给边际宽松，钢厂生产积极性逐渐增强。截止到03月27日，全国螺纹钢周产量达到290.10万吨，环比增加17.12万吨，提升幅度达到6.27%；高炉开工率65.88%，环比上月提高了3.03个百分点。

回顾今年采暖季，总体来说限产比较严格，在强环保的大行业背景之下，今年的采暖季可能也会如期到来。2019-2020年采暖环保限产季逐渐进入尾声，供给边际宽松。截止到02月02日，全国螺纹钢周产量达到300.37万吨，环比下降7.17万吨，下降幅度达到2.39%；对比去年跨年产量变化规律，也是同比增加10%左右，但是在1月份产量逐渐下降，增速也从

10%下降到3%-5%左右；高炉开工率66.85%，基本维持稳定，环保限产的力度仍然较大。截止到02月21日，全国螺纹钢周产量达到248.38万吨，环比下降15.77万吨，下降幅度达到5.97%；相比月初，周产量下降幅度达25%。

《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》于本周发布，在钢铁行业限产方面，并没有达到或超过去年错峰限产的要求，行动方案要求实施差异化应急管理，根据空气质量进行短期动态调控。

6月23日，唐山市政府出台《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》，要求加大钢铁企业停限产力度，进一步减低工业污染物排放，改善全市空气质量，并给出新一轮钢铁企业停限产时间表。

据上海有色网统计，唐山市发布采暖季限产新要求，具体如下，

1、9月24日至9月30日(特殊时段)，高炉停产50%以上，烧结、竖炉、白灰窑全停，不可恢复生产。

2、10月1日至11月14日(第一阶段)，高炉、烧结、竖炉、白灰停产50%；如遇重污染天气预警，高炉停产50%不变，烧结、竖炉全部停产，5天后恢复到高炉停产比例(50%)，白灰窑全停。

3、11月15日至次年3月15日(第二阶段)，高炉、烧结、竖炉、白灰按照表上c1c2c3类企业比例停产(鑫达停50%)；遇有重污染天气预警，高炉停产50%不变，烧结、竖炉全部停产，5天后恢复到高炉停产比例50%，白灰窑全停。

4、3月15日以后(其他时间段)，按照技术指南要求，遇有重污染天气预警，c类企业烧结、竖炉停产，5天后烧结、竖炉按照50%停产；高炉停产50%；白灰窑全停。

山东省：

9月22日山东省重污染天气应急小组下发《关于切实做好9月25日至29日重污染天气过程应对工作的函》，建议济南、淄博、潍坊、临沂等13市于9月23日零时发布橙色预警，9月24日零时启动Ⅱ级应急响应。多家钢企已接到通知并陆续开始停减产，其中山东闽源全停、永锋限产30-40%、西王限产40-50%、广富限产50%、石横限产15%左右，限产时间初步为9月23日至10月3日。

济源市：济源市环保局预通知：9月25日0点至10月1日24点，济钢烧结、球团、石灰全停，高炉停一半，这样执行5天后，可以恢复其中一半。预计炼钢相应也会停一半，根据济钢用氧停杭氧的机组，发电至少停一个机组，视煤气情况调节特大棒和棒线的生产。各单位提前准备生产物料及安排检修，原料处落实炼钢用灰。若有变化，生产部再及时通知。

廊坊市：《廊坊市生态环境局关于发布重污染天气橙色预警并启动Ⅱ级应急响应的报告》于2019年9月24日零时发布重污染天气橙色预警并启动Ⅱ级应急响应，预警解除时间另行通知。天津市：按照生态环境部《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》要求，橙色预警期间绩效水平达到B级的钢铁企业烧结机、球团设备停产，预警响应时间超过120小时之后时段停产50%，石灰窑停产；绩效水平为C级的钢铁企业烧结机、球团设备停产，预警响应时间超过120小时之后时段停产50%，高炉停产50%(含)以上，以高炉计，非秋冬季时段以采用闷炉等方式减少污染物排放，石灰窑停产，禁止使用国四及以下重型载货车辆(含燃气)进行物料运输。

邯郸市：自9月23日24时起，发布重污染天气橙色预警，启动二级强化措施，根据《邯郸市2019年重污染天气应急减排清单》和《邯郸市2019年9-12月重点行业生产调控方案》要求应急减产。具体要求如下：①钢铁行业烧结机、球团予以停产，高炉焖炉。②焦化企

业 4.3 米焦炉延长结焦时间 72 小时；其它焦化企业焦炉延长结焦时间至 36 小时。③所有施工工地全面停止室外施工作业；混凝土浇筑作业在当前连续浇筑过程结束后停止。④炭素生产企业焙烧工序提前进入生产调控，50%焙烧工序(以火焰系统统计)停止入料。

表 5：7 月份大气污染防治强化管控方案

领导负责制	时间表安排	部署细致
各县(市)区政府要履行属地管理责任,主要领导为第一责任人,分管领导靠前指挥,切实组织好辖区内钢铁企业停限产到位	8 月 1 日以前,按照要求高炉扒炉停产;8 月 1 日之后,视全市空气质量和气象条件情况再决定上述停限产措施是否延续执行。焦化企业 7 月 10 日以前关停到位。各地的停限产清单要在规定时间表内在本地政府网站以及主要新闻媒体公开。	绩效评价为:A 类的首钢迁钢,沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁,烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产 20%;全省其他钢铁企业烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产比例不低于 50%,高炉扒炉停产。置换产能按时停产。为首钢京唐钢铁二期一步、丰南纵横钢铁项目产能置换的钢铁、焦化装备,必须按承诺时限关停。丰南区要组织粤丰钢铁停产到位。通宝、蓝海、榕丰、东方(部分装备)4 家焦化企业要于 7 月 10 日前关停到位。

资料来源:唐山市政府,中国银河证券研究院

此前,根据《唐山市重点行业 2019 年第二至第三季度错峰生产实施方案》,唐山 5 月由钢铁重点生产区域执行非采暖季错峰生产方案。本次限停产通知,除首钢迁钢、首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板等 6 家企业限产 20%外,其他企业一刀切执行限产 50%,且从烧结机到高炉、转炉一并限产。本次《通知》措辞非常严厉,各项部署也非常细致、周全,时间表明确排到了 8 月 1 日之前,主要领导负责,分管领导要深入第一线安排限停产工作,可见此次唐山市政府对钢铁企业停限产的决心非常大,预计此次限产执行会非常严格,对钢铁企业实际生产的影响也会比较大。

7 月 22 日唐山又发布《7 月下旬全市大气污染防治加严管控措施的通知》,在此前 7 月份限停产的基础上,加大了停产力度,除了高炉停产之外,停产烧结炉和延长出焦时间。

表 6：7 月下旬全市大气污染防治加严管控措施的通知

停部分烧结机	停全部烧结机	减少焦炭
7 月 21 日 0 时至 7 月 31 日 24 时,绩效评价评价为 A 类的首钢迁钢、沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁,涉搬迁的天柱钢铁、华西钢铁、国义特钢,停 20%的烧结机(竖炉)装备	7 月 21 日 0 时至 7 月 25 日 24 时、7 月 29 日 0 时至 31 日 24 时,丰南区、古冶区、开平区、路北区、滦州市、滦南县、迁安市钢铁企业停 70%的烧结机(竖炉)装备,丰润区、迁西县、遵化市钢铁企业停 50%的烧结机(竖炉)装备。7 月 26 日 0 时至 7 月 28 日 24 时,全市钢铁企业烧结机(竖炉)装备全部停产,高炉休风闷炉。	焦化企业绩效评价为 A 类的延长结焦时间至 28 小时,绩效评价 B 类及以下的延长结焦时间至 36 小时。

资料来源:唐山市政府,中国银河证券研究院

根据兰格钢铁网初步测算,唐山新增限产政策将导致粗钢产量每日减少 8 万吨左右,预计全月将影响超过 200 万吨,如果按照年化 2400 万吨产量来估算,此次政策影响唐山总产量 20%左右,相当于全国年产量减少 3%左右。因此这一政策将会推动了钢材供给收缩与涨价预期。如果按照去年采暖季环保限产的影响来看,无论从整体限产的规模和影响的程度来看,对于行业产能的影响都是要比此次限停产大,虽然不及 2017 年环保限产一刀切的政策影响大,但

是整体来看对于产能的影响也达到了 10%-20%左右,但是钢材的价格仅从三季度环保前的 4500 元/吨上涨到 4650 元/吨,吨钢价格提高了 3.3%左右。如果按照线性估算,此次吨钢实际价格将提升 30 元左右,如果取 3500 元/吨的吨钢成本来估算,行业利润将提升 0.25%左右。

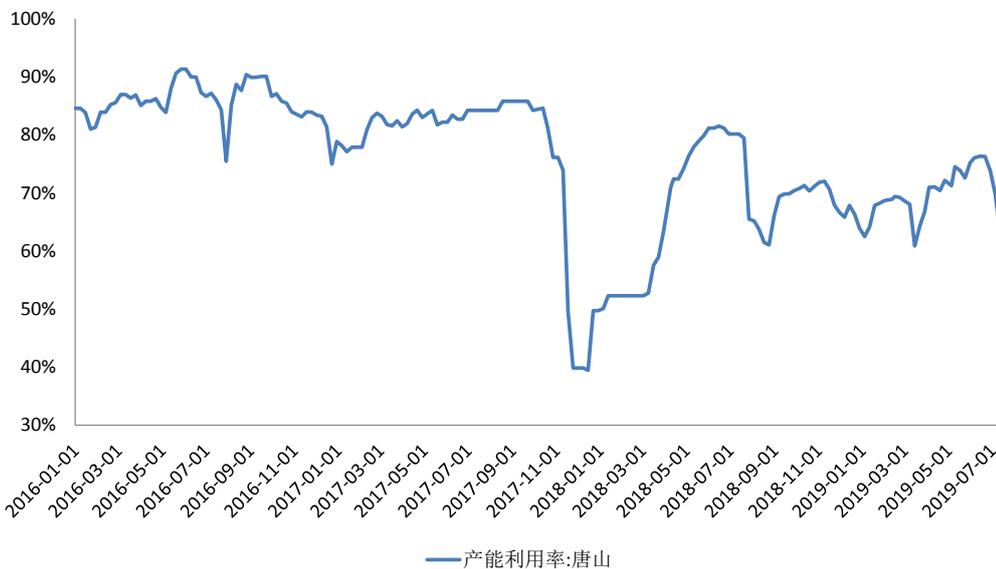
对照去年的非采暖季限产政策,无严格的全市限产政策、无月度限产具体政策,钢铁企业限产比例与其对市主城区空气质量的影响程度直接挂钩,并根据气象条件综合确定限产比例。而本次限产政策不仅严格,而且不断加码。

表 7: 唐山市 2017-2018 年采暖季钢铁行业错峰生产方案

基础限产比例	动态限产比例	空气指标目标
位于市主城区的河钢集团唐钢公司(本部)、河北唐银钢铁有限公司、唐山国丰钢铁有限公司基础限产比例为 15%,其余各县(市)区钢铁企业基础限产比例为 10%	位于市主城区的钢铁企业不再增加动态限产比例;其余各县(市)区钢铁企业在基础限产比例的基础上,根据各月常年主导风向变化情况(依据历史气象统计资料),对位于市主城区上风向的钢铁企业限产比例再增加 5%	从唐山市制定的 SO ₂ 、NO ₂ 、CO 三种气体减排任务显示,SO ₂ 上半年浓度值为 36 微克/立方米,攻坚目标是比上半年浓度值下降 31%;NO ₂ 上半年浓度值为 57 微克/立方米,攻坚目标是比上半年浓度值下降 21%;CO 上半年浓度值为 3.3 毫克/立方米,攻坚目标是比上半年浓度值下降 24%。

资料来源:唐山市政府,中国银河证券研究院

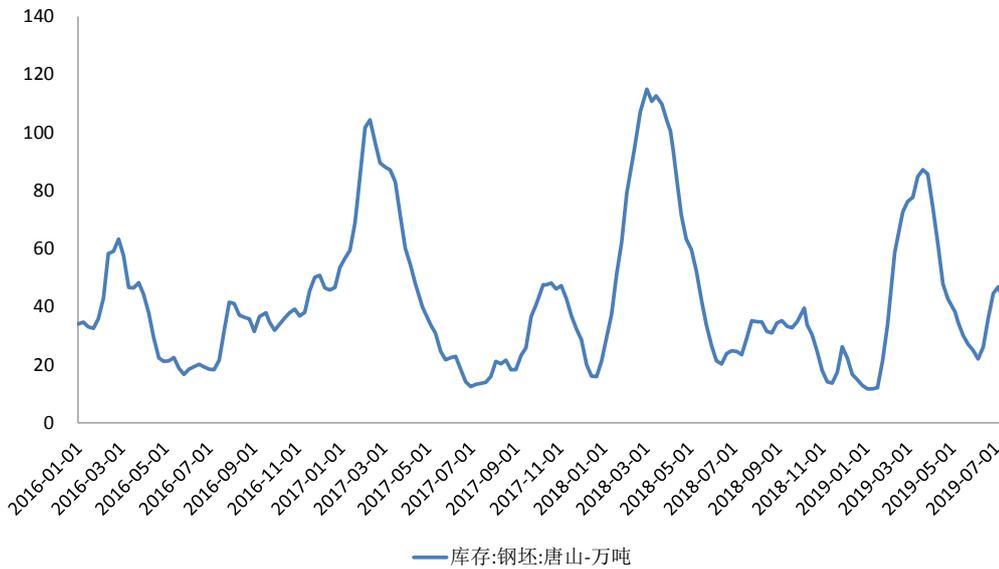
图 9: 唐山产能利用率下降



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

钢坯库存目前处于低位,有利于支撑钢材价格。钢坯库存较低,有利于控制钢材短期供给,叠加烧结炉停产预期,未来产量的恢复周期延长。目前钢材价格稳定,未来上涨潜力较大。

图 10: 钢坯库存



资料来源: 钢之家, 中国银河证券研究院

图 11: 唐山钢价稳定, 上涨潜力大



资料来源: 钢之家, 中国银河证券研究院

受到钢价回升刺激钢厂生产积极性增强, 相比疫情控制之前有了明显改善。全国螺纹钢周产量达到 290.10 万吨, 环比增加 17.12 万吨, 提升幅度达到 6.27%; 高炉、电炉的开工率分别达到 65.06%和 41.67%, 环比上月分别提高 3.18 个百分点和 12.82 个百分点; 高炉、电炉产能利用率均分别上行 1.36%、13.35%。

疫情控制之前由于废钢原料短缺以及钢价下跌导致的短流程钢厂大面积亏损, 电炉钢企业主动减产或者提前安排检修, 开工率大幅降低。2020 年 02 月 26 日, 全国电炉钢开工率为 28.85%, 不到节前开工率的一半。电炉钢开工率处于低位对于缓解供给端的压力有一

定帮助。

(五) 海外疫情扩散对铁矿石等原材料供应存在扰动可能

海外疫情仍在扩散，需要关注铁矿石、铁合金、焦煤等原材料供应扰动。随着海外疫情不断扩散，上游原材料端已经出现地区封锁造成供应减少或短缺情况。据钢铁网报道，南非总统已于3月23日发表声明实行全国性的封锁，从3月26日午夜至4月16日周四午夜结束，为期21天。南非为我国最大锰矿进口国，2019年进口占比近40%。受此影响，锰硅2005合约24-26日三天累积涨幅已达10.9%，其中3月26日合约更是以涨停价收盘。需要注意的是，我国钢铁原材料包括铁矿石、锰、铬、镍、焦煤都大幅依赖国外进口，而且供应地非常集中。2019年我国铁矿石对外依存度达83%，其中澳洲和巴西为我国铁矿石的最主要进口国，占比分别为62.1%、21.4%。而两国的新增确诊和累积确诊人数仍处于加速爬坡阶段，如果巴西和澳洲出现疫情扩散导致矿山停产甚至港口封闭，则将对行业的整体运行情况造成巨大影响。同时，我国钢铁行业尤其是电炉钢行业仍处于复产复工阶段，钢材需求快速复苏，高炉产能利用率为73.78%，周环比增加0.45个百分点，对上游原材料的需求正在不断提升。原材料价格的上涨或将侵蚀钢铁企业利润。

由于每年澳洲一季度的飓风天气影响，澳洲铁矿石供应存在短时间紧张，铁矿石价格存在小幅上涨，但是从长期来看铁矿石供过于求的格局稳定，铁矿石的价格将逐步回落到合理区间。截止到03月27日，铁矿石价格相较于去年860元/吨的高点回落20.35%至685.00元/吨，目前的价格水平仅比去年淡水河谷矿难和澳洲飓风影响之后铁矿石价格仅高出4.34%。伴随铁矿石价格的回落，以及钢材价格中枢的反弹，行业盈利能力重新开始增强。2019年前三季度行业利润总额为1972.10亿元，同比降低41.80%，相较于年初由于钢材价格大幅下跌引起的行业利润跳水，目前降幅已经较2月份显著收窄17.2个百分点，行业利润进入逐渐修复阶段。20Q1螺纹、高线、热卷、普板、冷板（不含税）均价同比分别变动-3.5%、-2.9%、-1.5%、-1.8%、+2.6%；环比分别变动-6.3%、-6.4%、-2.2%、-1.2%、+0.1%。20Q1澳洲PB粉、巴西卡粉、唐山铁精粉（不含税）均价同比分别变动+10.0%、+15.0%、+9.5%，环比分别变动-1.2%、+5.3%、-1.4%。20Q1冶炼成本继续上行，螺纹、高线、热卷、普板、冷板毛利同比分别变动-39.9%、-32.3%、-72.8%、-57.4%、+13.0%，环比分别变动-47.9%、-43.3%、-71.7%、42.6%、-7.1%，20Q1钢厂盈利承压。同时随着疫情的逐步修复、供需关系改善，行业利润环比有望逐渐改善。

图 12：铁矿石价格走势

铁矿石价格及同比变化

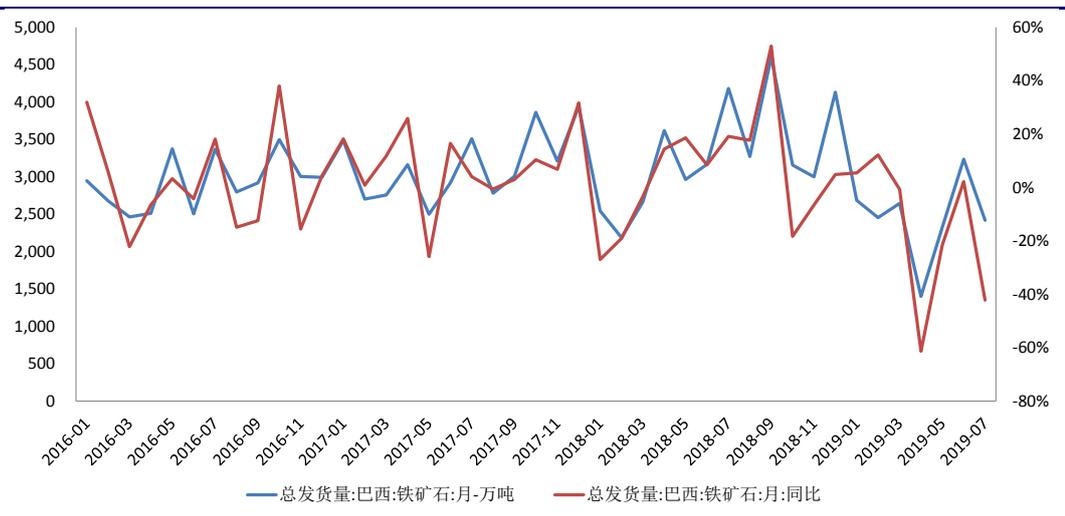


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

未来铁矿石价格将在需求边际改善、供应扰动增加以及阶段原材料补库的状态下维持震荡偏强的格局。随着采暖季逐渐进入尾声以及疫情得到有效控制后、下游逐渐复产复工, 铁矿石需求边际改善。截止到 03 月 27 日, 全国螺纹钢周产量达到 290.10 万吨, 环比增加 17.12 万吨, 提升幅度达到 6.27%; 高炉开工率 65.88%, 环比上月提高了 3.03 个百分点, 之前受到上游原材料短缺、工人到岗率低、下游行业停工需求较弱、钢材价格偏低等多重因素的影响逐渐减弱, 钢厂生产积极性逐渐增强, 减少之前通过主动减产和密集安排检修等措施来降低产能利用率的行为, 加大了排产计划。同时铁矿石供应短期出现了明显的改善, 其中澳洲和巴西 3 月 22 日统计铁矿石的发货量为 1728.6 万吨和 499.8 万吨, 分别环比提高了 17.62%和 43.41%, 同比提高了 60.58%和-5.09%。但是相比之下, 高炉开工需求相对旺盛, 目前港口铁矿石库存环比上月出现了下降, 之前一直处于去年 7 月份以来的阶段性高位, 达到了 1.17 亿吨, 环比减少了 400 万吨, 去库幅度达到 3.3%。

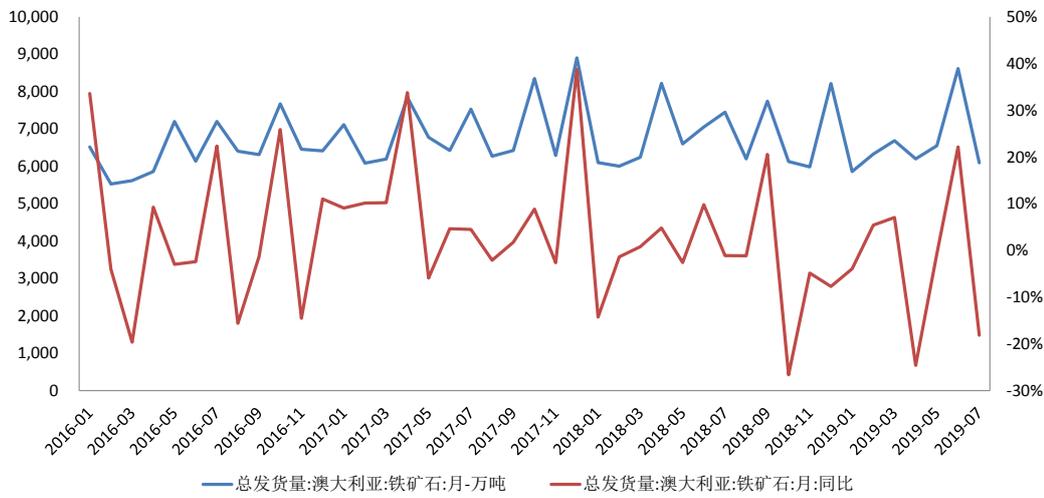
由于去年年初的钢价大幅跳水以及铁矿石价格高企侵蚀钢厂利润, 一季度利润基数相对较低, 如果疫情能够得到有效控制, 一季度疫情影响下的利润损失对于全年的影响有限, 二季度行业利润有望得到环比修复。

图 13: 巴西发货量企稳回升



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

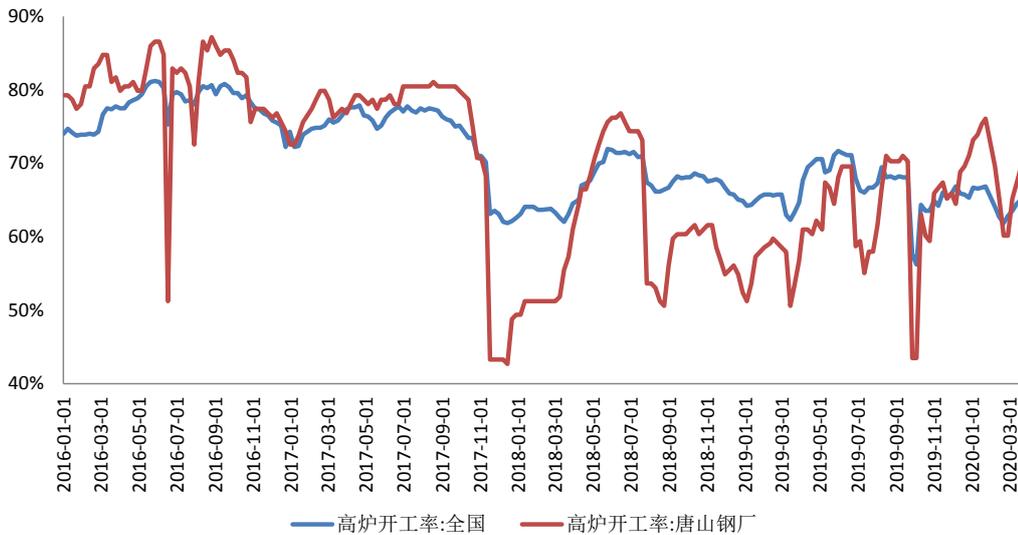
图 14: 澳洲发货量迅速增长



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 15: 高炉开工率回升, 唐山开工率达到年内高点

国内高炉开工率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 16: 国内铁矿石港口库存总量



资料来源: 西本新干线, 中国银河证券研究院

回顾去年停限产工作的启动时点, 预计在强环保的大行业背景下, 环保预热的时间点可能会提前。6月23日, 唐山市政府出台《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》, 要求加大钢铁企业停限产力度, 进一步减低工业污染物排放, 改善全市空气质量, 并给出新一轮钢铁企业停限产时间表。

长期来看, 焦炭供给过剩, 相对弱势, 短期价格可能由于去产能有一定提振。8月8日, 山东焦化去产能方案基本正式敲定——2019年压减焦化产能1031万吨, 2020年压减655万吨, 两年共压减24家焦化企业1686万吨焦炭产能。8月14日, 山西省召开了全省焦化行业压减过剩产能行动推进会, 明确提出山西省焦化总产能1.87亿吨, 两年压减到1.47亿吨以内。2018年年底全国焦化在产产能约为5.59亿吨, 今年6月底在产产能大概为5.51亿吨, 山西两年压减4000万吨, 山东压减1600万吨, 两年压减5600万吨产能, 压减超过10%产能, 焦化去产能集中在今年下半年以及2020年。

准一级冶金焦价格达到2200元/吨, 同比仍下降13%, 月环比增长了5%, 没有突破今年的高位2250元/吨, 去年曾经一度到2800元/吨, 跟钢厂的环保限产不及预期增大焦炭需求有关; 而且去年的库存水平维持在390万吨较低的水平, 目前库存水平450万吨, 同时钢厂的盈利情况并不好, 对于焦炭的价格有一定的抑制作用。另外吨钢耗焦量在0.3-0.35吨左右, 一般钢厂自供焦比例平均在20%左右, 因此焦炭价格的上涨对于成本端的影响有限。预计焦炭的价格震荡走强, 维持在2200-2500左右。

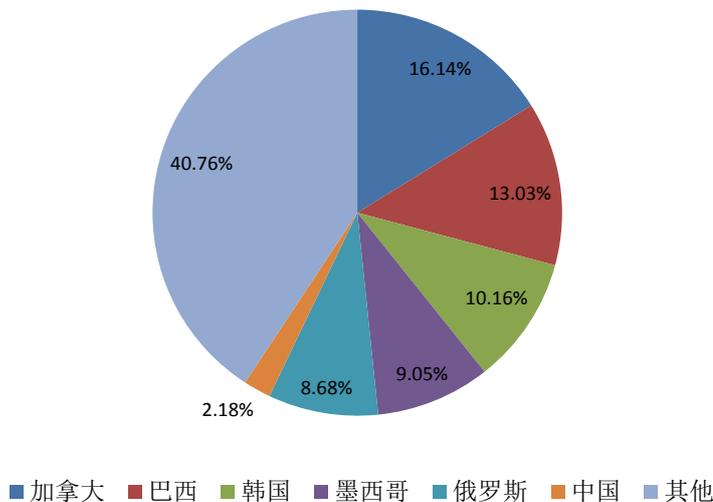
(六) 中美贸易战缓和和行业影响较小, 行业运行平稳

中美贸易战逐渐缓和, 对于钢材出口有一定积极作用, 但是考虑到疫情影响, 钢材出口已经同比下降三成; 同时钢材出口占比不到7%, 对于整体行业影响不大; 从钢材出口结构来看, 主要是冷轧板、不锈钢管及其他制品, 对于占大头的普钢尤其是螺线建筑长材几无影响。2019年5月10日起, 中美贸易战再次升温, 美方对第三批总共两千多亿美元的中国商品, 从10%的进口关税提升至25%, 随后中国商务部作为回应, 公布了价值800亿美元的美进口商品清单, 决定自6月1日起对美进口商品加征25%的关税, 其中包括不锈钢板带在内的一系列钢铁制品。总的来讲, 中美之间的钢铁进出口规模很小, 而且由于2018年4月开始美已经对中国出口的钢铝产品已经开始征收25%的关税, 并且对于

部分产品预制钢、钢制轮毂、铸铁污水、管材、板材、棒线材和钢丝、钢管接头等产品实行 100%-250%的双反税，中美贸易对钢铁行业的影响较小，行业运行平稳。

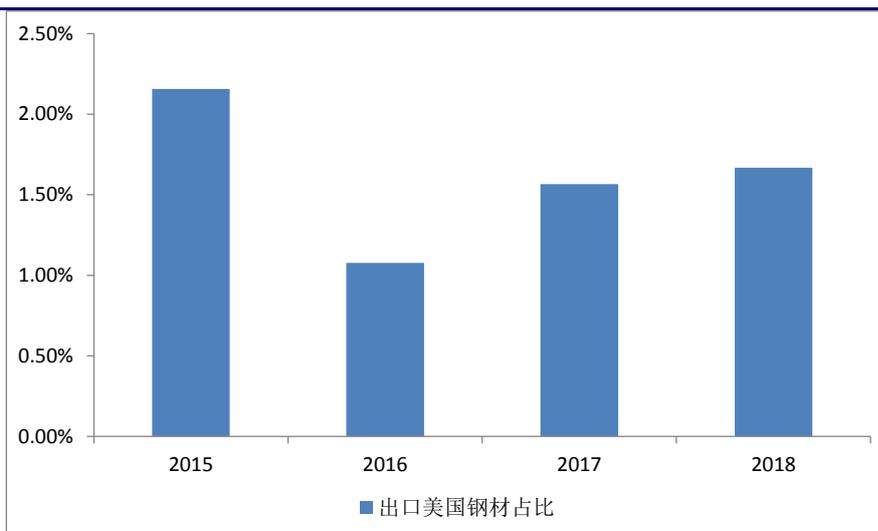
中国出口对美国影响不大。据美国商务部 2018 年 2 月公布的《The Effect of Imports of Steel on the National Security》（“影响报告”）报告中数据显示，2017 年美国共进口钢材 3593 万吨，进口中国钢材产品 78.4 万吨，位居第 11 位，仅占美国进口总量的 2.2%。美国是世界上最大的钢铁进口国。美国钢铁协会数据显示，2017 年美国进口钢铁产品 3812.1 万吨，同比增长 15.4%。其中成品钢材 2955.8 万吨，同比增长 12.2%。在成品钢材进口排名中，中国位列第 7 位，进口 81.3 万吨，较 2016 年下降 5.7%，占美国成品钢材进口总量的 2.75%。

图 17: 美国钢材进口结构



资料来源：美国商务部，中国银河证券研究院

图 18: 对美出口占比情况

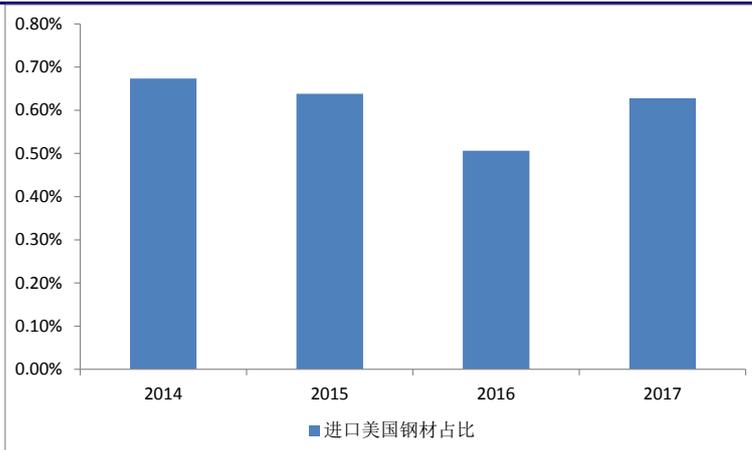


资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

对美出口对中国影响较小，且中国出口规模逐渐降低。中国海关数据显示，2017 年我国出口钢材 7524 万吨，数

量与10年前相比大幅下降了78.15%。其中出口至美国118万吨，仅占我国钢材出口总量的1.57%。2015年为2.16%，2016年为1.08%，而这一比例在2006年时为12.22%。中国钢铁产量占世界总产量的一半左右，出口量也稳居世界首位。2011年以来，中国钢材出口连年保持两位数增长，至2015年出口量到达顶峰1.12亿吨。2015年后，受国际贸易保护主义及国内供给侧改革影响，钢材出口进入下降通道，2016年出口1.08亿吨，同比下降3.5%，2017年出口7541万吨，同比大降三成。

图 19: 进口美国钢材占比



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

贸易战加征25%关税的边际影响较弱。2017年4月，美国商务部分别对进口钢铁产品启动“232调查”（指美国商务部根据1962年《贸易扩展法》第232条款，对特定产品进口是否威胁美国国家安全立案调查）。2018年2月16日，美国商务部公布调查报告，认为进口钢铁产品严重损害国内产业，威胁国家安全，特朗普授意将税率提升至25%。关税保护政策已经引发了美国钢材的价格上涨，平均出厂价格上涨了16.7%。2017年就对华不锈钢板材（圆形焊接不锈钢管等）反倾销和反补贴“双反”调查，美国商务部作出终裁。最终裁定的税率实在是高得离谱：反倾销税率63.86%—76.64%，外加反补贴税率75.6%—190.71%。1980—2001年底，美国对进口钢铁发动了538起反倾销和反补贴调查，年均立案约25件，占其反倾销和反补贴立案总数的42%。2019年3月20日，美国贸易委员会对进口自中国的预制钢、钢制轮毂、铸铁污水管等作出双反终裁，涉案十几亿美元。双反税率在50%—200%。双反主要针对管材、板材、棒线材；232调查主要针对其他钢材（如钢丝、钢管接头等）。

同时中国政府的对美反制加征清单包括147项钢铁制品，关税税率由4%—7%提高到25%；中国进口美国钢材的影响很小，2018年中国自美国进口8万吨，进口占比很小，反制的影响也较小。

图 20: 对美出口利润占比的二元敏感性分析

Tax rate-加征税率-%	Output-对美出口量-百万吨							
	0.050%	1.74	1.54	1.34	1.14	0.94	0.74	0.00
0.0	0.102%	0.090%	0.079%	0.067%	0.055%	0.044%	0.000%	
5.0%	0.097%	0.086%	0.075%	0.064%	0.052%	0.041%	0.000%	
10.00%	0.092%	0.081%	0.071%	0.060%	0.050%	0.039%	0.000%	
25.00%	0.076%	0.068%	0.059%	0.050%	0.041%	0.033%	0.000%	
35.00%	0.066%	0.059%	0.051%	0.044%	0.036%	0.028%	0.000%	
45.00%	0.056%	0.050%	0.043%	0.037%	0.031%	0.024%	0.000%	
55.00%	0.046%	0.041%	0.036%	0.030%	0.025%	0.020%	0.000%	

资料来源: 中国银河证券研究院

市场对于中美贸易战存在过度解读，同时考虑到目前行业较低的估值，存在长期行业配置机会。

本次贸易战对于行业利润影响较小:根据我们的中美钢材进出口贸易测算模型，考虑中美进出口关税、双反政策及进口替代等行业收入和利润的影响，本次由于关税调整减少的出口利润额仅占行业利润的0.011%；本次关税调整

将减少中国钢铁出口利润 5970 万元，降幅约为 17.40%。同时未来的潜在影响也较小：未来中国对美钢材出口量和加征关税对出口利润影响的二元敏感性分析结果显示，中国对美出口钢材利润占行业总利润比例仅为 0.036%-0.071%，未来的影响也将十分有限。

最悲观情况，中美贸易战对于行业的利润影响也很有限。针对中美双方加征关税的覆盖率、加征关税税率和进出口量，做出美方立场、中方立场和中间立场的情景假设分析，即便完全站在美方立场，停止所有中国钢材对美出口同时保持进口美国钢材低关税的情形，中国的钢铁行业利润也仅降低 0.055%。中立情况下，出口利润降低额仅占 0.007%；乐观情况下，中美贸易战对于行业的利润提升有一定帮助。

图 21：中国钢材出口基本面的情景分析

	出口收入占比	出口利润降低- 百万元	出口利润降低 额占比幅度	当年出口利 润降幅	出口利润占 比
美国立场	0.006%	313.012	0.055%	93.713%	0.004%
中立立场	0.090%	38.353	0.007%	11.174%	0.054%
中国立场	0.329%	-754.363	-0.134%	-206.837%	0.198%

资料来源：中国银河证券研究院

另外，近期铁矿石价格上涨主要由巴西矿难和澳洲飓风影响的持续发酵引发，产量收缩预期的影响经过了四个月的积累传导到价格终端，短期对行业的利润有一定影响。

（七）特钢需求快速增长，抗周期波动较强

钢铁行业在去产能、出清无效产能的同时，也在积极提高产业结构和盈利水平。据国家统计局，2018 年中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，同比分别增长 3%、6.6%和 8.5%；而同期特钢粗钢产量为 1.33 亿吨，与 1978 年相比，产量增长了近 40 倍，年均增长率为 10%左右；但是特钢在粗钢中占比仅 14.33%，其中高端特钢的占比仅 10%，对比发达国家 30%-50%的特钢高占比来说，随着我国工业化进程的深入推进，未来国内钢铁行业产品结构将逐步优化，特种合金材料在钢铁总产量中的比例也将提升，行业面临较大发展空间国内中高端特钢的未来发展较大。

高品质特种钢材归属于国家重点扶持的战略新兴产业项下的“先进钢铁材料”产业。合金材料包括高品质齿轮钢、高品质模具钢、特种不锈钢、高温合金和超高强度钢等国家重点鼓励发展的新材料产品主要应用于新能源风电、轨道交通及各类精密机械部件，需求增长较快。一方面，国内产品结构低端化，高端产品进口化的窘境，目前国内诸多关键合金材料仍为空白或依赖进口，未来进口替代的需求空间较大；另外，下游需求行业景气度较高，需求增长较快，带动特钢产业的发展，如风力发电行业，根据球风能理事会（GWEC）数据，2018 年全球海上风电累计装机容量为 23.30GW，较 2011 年复合增长率高达 41.4%，另根据交通运输部数据，2012 年我国高铁营业里程仅为 0.9 万公里，2017 年增长到 2.5 万公里，年均复合增长率高达 23%。

近期科创板受理公司广大特材就是特钢行业的代表，未来有望提升特钢板块估值。公司主要经营齿轮钢、模具钢和风电主轴等，公司不断强化自主创新能力，截至目前，累计获得专利 45 项，其中发明专利 19 项。公司的经营业绩高速增长，2017 年和 2018 年的营收为 11.27 亿元和 15.07 亿元，分别同比增长 29.40%和 33.80%；归母净利润 0.86 亿元和 1.34 亿元，分别同比增长 81.03%和 54.55%。对照日本大同和美国卡朋特等特钢公司 20-30 倍的估值，而目前 A 股特钢行业的平均估值仅为 11 倍，未来以广大特材为代表的特钢公司有望提升特钢行业的整体估值水平。

（八）行业政策围绕持续改善供需关系，产能置换指导意见修改限制新增产能

产能过剩、高能耗、高污染是钢铁行业的主要问题，因此行业政策主要是围绕解决这些产业问题和优化产业结构提出的，包括供给侧改革去产能、环保限产和地条钢清理等。自 2007 年，月度粗钢产量几乎稳步上升。2018 年月度粗钢产量最高可达 8084 万吨。钢铁行业属于重资产行业，吨钢折旧大，无法轻易减产，故去产能将缓慢推进。相关政策如供给侧改革及钢厂迁移等，通过消耗剩余产能、出清落后产能（地条钢）使我国钢铁在册钢铁企业家数从 11034 家（2013）降至 5138 家（2018），同时 2016-2018 年三年钢铁产能淘汰约 1.45 亿吨（基本接近 2016 年初提出的钢铁产能淘汰目标），取得了较好进展。与去产能相配合的还有环保相关政策，如采暖季限产，加强对钢铁企业环保投入及措施实行的监督力度等，这对于可持续发展有重大意义。

（九）行业景气度短期受到疫情影响

1. 受到疫情影响，预计近期钢价下跌行业景气度有所回落

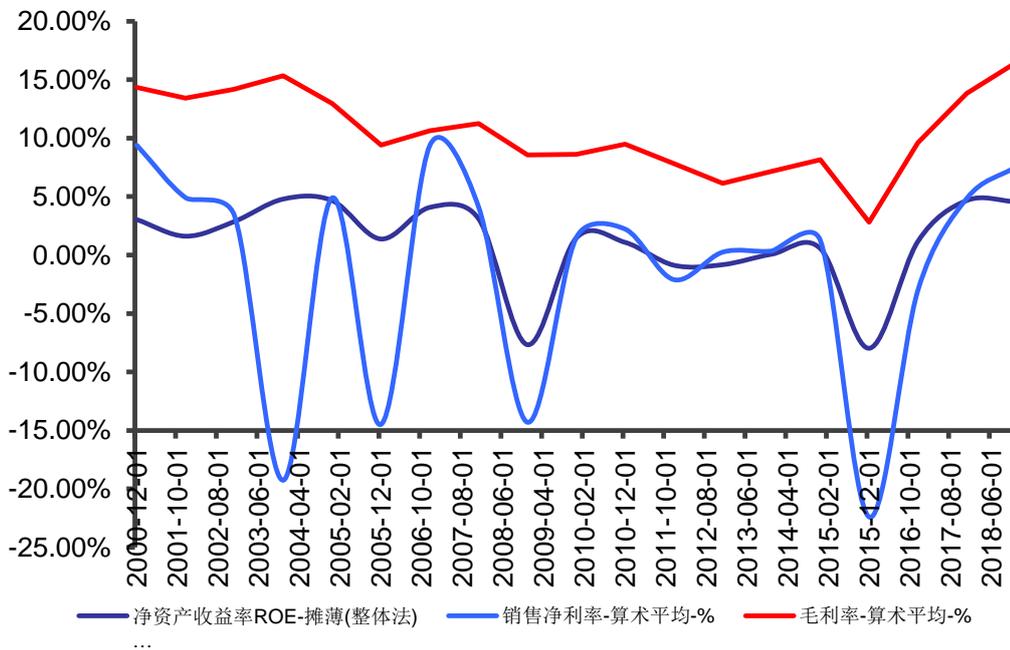
近期由于疫情影响、钢材价格的回落和海外铁矿石价格回到合理区间，预计一季度行业利润有所收窄。二季度之后随着疫情的有效控制和地产基建开工带来的需求回暖，钢材价格将重新回到合理区间。

供给侧改革以来，行业的供需关系得到了明显改善，钢厂逐渐从扭亏为盈进入到盈利高速增长的车道。高速增长的利润加大了钢厂生产的积极性，但同时宏观经济进入下行通道叠加出口受限也影响了需求端的表现，导致行业供需关系逐渐从紧平衡步入供给偏宽松的格局。2017 年行业净利润增速达到了 400%-500%，属于供改以来的最高水平；而进入 2018 年行业利润增速伴随钢价回落逐渐收窄，根据中钢协公布，2018 年行业利润增速仅为 39%。据发改委，2018 年我国钢铁行业主营业务收入 7.65 万亿元，同比增长 13.8%；实现利润 4704 亿元，同比增长 39.3%。

2. 杜邦分析：供改以来 ROE 逐渐提升

目前行业的平均动态 ROE 为 9.40%。通过杜邦分析发现，ROE 较高来源于高净利润 6.16%、高资产周转率 0.79 和资产负债率 51.95%。从杜邦指标的历史演变来看，供给侧改革之后，行业受益于供需关系的改善，股东权益回报和盈利能力持续上升。

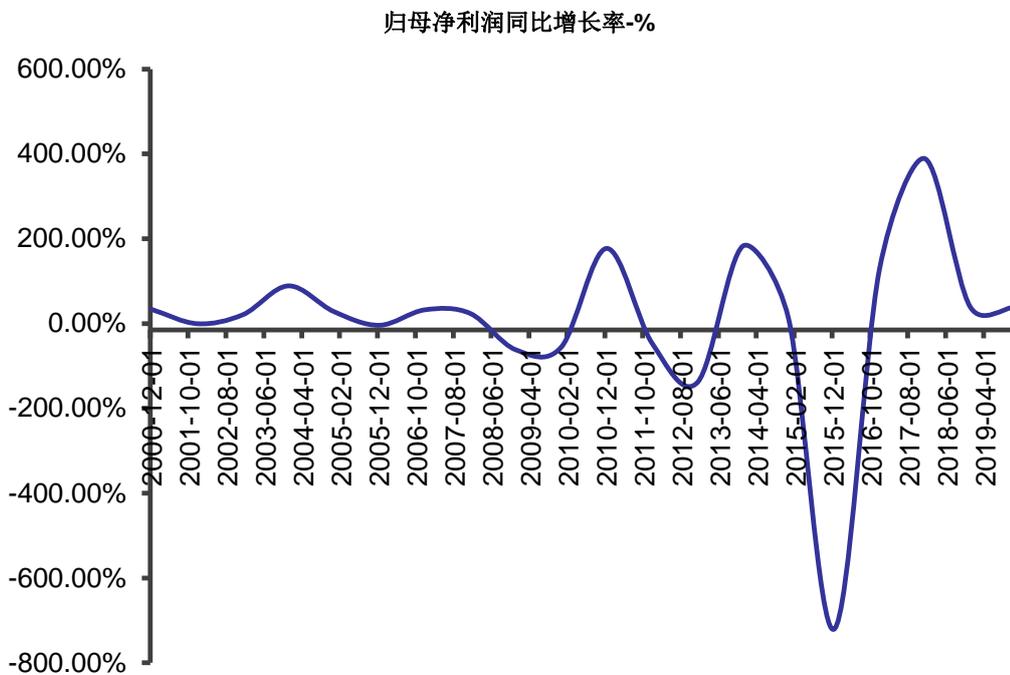
图 22：钢铁行业的杜邦分析指标的历史演变



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

3. 财务数据分析：行业毛利率供改之后逐渐提高，行业景气度上升

图 23：钢铁行业的财务分析指标的历史演变



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

通过财务分析，行业毛利率 12.79%，相比历史处于高位，但是从长期来看行业的盈利能

力较弱；经营获取现金利润的质量较高，现金流/净利润比例为 171.46%；负债率合理适中，资产负债率 51.95%；营收成长和净利润同比增长率分别为 1.59%和-45.59%，目前行业盈利水平受到原料端和供需基本面的拖累，未来行业景气度边际改善的潜力较大。

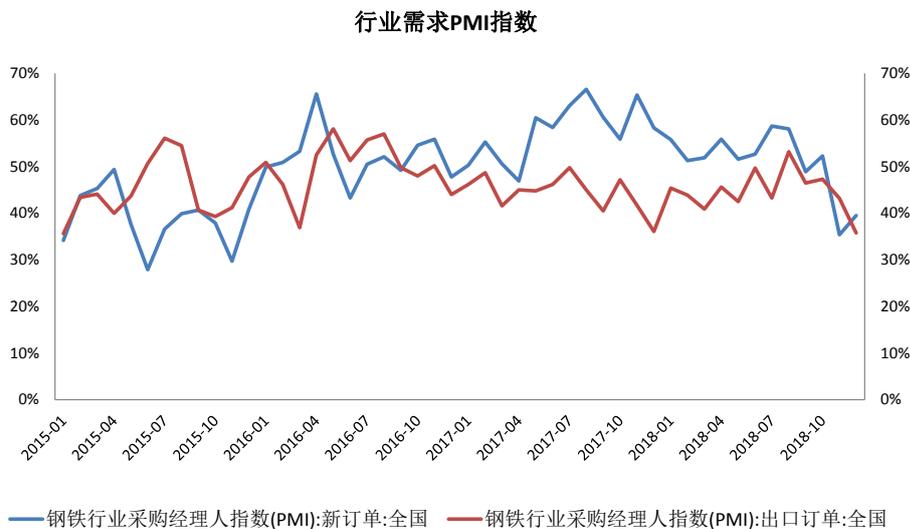
二、钢铁行业处于成熟期，供需关系持续改善

（一）中期钢材需求韧性仍存，关注复工进度带来的库存拐点

行业需求 PMI 指数仍然荣枯分水线以下，但是目前的供需格局优于供改之前，后供改时代的需求 PMI 指数在 40%-70%区间运行，目前已经接近区间底部，未来在需求韧性较大的情况下，需求的持续改善值得期待。

受到疫情的影响，钢铁行业综合 PMI 指数仍然处于荣枯线以下。从中物联钢铁物流专业委员会调查、发布的钢铁行业 PMI 来看，1 月份为 47.1%，较上月上升 4 个百分点。分项指数显示，市场需求仍处于放缓趋势，钢厂生产相对平稳，产业链库存趋增，市场价格波动较小，企业对后市预期向好。值得关注的是，当前新型冠状病毒肺炎疫情扩散，短期内将影响钢铁行业的生产和需求。

图 24：行业需求 PMI 指数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 25：重点企业钢材库存变化情况



资料来源：中钢协，中国银河证券研究院

(二) 行业成熟，产业结构优化、技术研发和管理升级或成突破口

1. 钢铁行业同质化强，且具备强周期大宗属性，受宏观经济影响相对较大

钢铁行业同质化较强，从申万一级行业分类来看，钢铁行业主要包括普钢和特钢。但是从产品细分来看，可以分为长材、板材或者细分为五大品种钢材：螺纹钢、线材、热轧卷板、冷轧卷板和中厚板等，特钢则种类繁多：如不锈钢、汽车板簧钢、工具钢、轴承钢、合金钢和其他特殊用途钢等。钢材作为大宗商品，同质化较强，属于工业化标准产品，供需容易受到宏观经济基本面的影响，存在套期保值的衍生品工具对冲现货价格的风险。

2. 公司根据自身特点形成产业特色

虽然行业的产品同质化强，但是上市公司会根据自身发展的特点和技术优势，制定具有特色的管理模式和产品。如三钢闽光(002110.SZ)地处东南沿海、大湾区辐射带，闽浙粤等地的经济发展较快，对于基础设施的投资增速居于全国前列，建筑钢材的需求旺盛带动公司发展以螺纹钢、光面圆钢和线材等建筑钢材为特色的主营业务；同时由于“长强板弱”的市场格局，长材的高利润支撑公司不断进行资产收购和技术发展。行业的兼并重组、产业结构优化是大势所趋，人工智能、大数据、工业互联网等新技术、新业态也有待于传统钢铁制造业进行深度融合。

(三) 去产能边际影响减弱，总产能控制转向优化产能结构

(1) 供改：国家层面去产能任务完成，河北省钢铁总量限为 2 亿吨

十三五规划制定的去产能 1-1.5 亿吨的去产能计划已经在 2018 年基本完成，2019 年两会期间河北省又提出 2019 年继续去产能 1400 万吨。未来改革的方向由总量控制转向产业结构优化、提升产品附加值上。河北和江苏等产钢大省由于去产能的执行到位和环保限产的力度大，产能得到了很好的控制，行业供需格局得到了持续的优化。

图 26: 十三五规划去产能的完成情况



资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

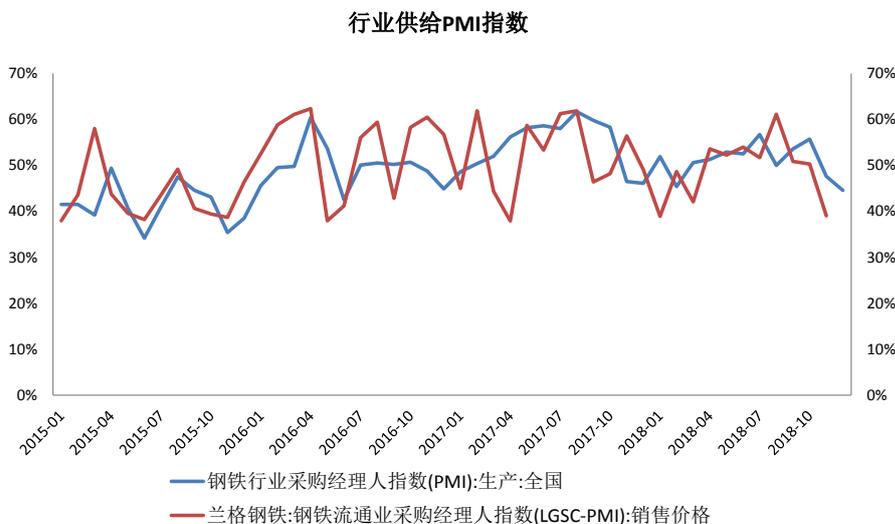
(2) 环保: 政策拐点出现, 采暖季限产未及预期

2017 年环保限产是环保政策趋严以来最为严格的, 而 2018 年由于宏观经济复杂的形势和下行压力不断加大, 采暖季限产实际执行的力度比较宽松, 高炉开工率和钢材日均产量等指标在采暖季居高不下, 对限产实际影响的时间不仅较 2017 年晚了半个月左右, 限产幅度也有所降低; 4 月中旬全国重点钢铁企业粗钢日均产量 200.57 万吨, 环比增长 2.59%。

(3) 产能: 技术升级提高设备潜能, 高炉大修产能提升或达 15%

从行业供给的角度看, PMI 生产指数的持续走低, 低于荣枯分界线, 未来产业发展快速发展的可能性较小。

图 27: 行业供给 PMI 指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

经过产能置换和设备升级改造, 实际产能可能有所上升; 但是如果如果没有拿到工信部经信委

批复的产能指标，产能置换和升级一般会做等产或者减产设计。设备升级改造更多的是为了提升设备利用率，从而达到降低成本和提升生产效率的目的。

(四) 未来方向：产业升级、兼并重组、融合新技术和国际合作

1. 继续产能控制、巩固环保成果

据工信部和中钢协对行业 2019 年的工作部署，行业未来会继续加紧产能控制，严防以产能置换等方式变相增加实际产能，违规新建产能等，对于地条钢，将会加大监管力度严防死灰复燃。持续改善行业供需格局，巩固环保政策的成果。

2. 改善产业“北重南轻”局面

据工信部和中钢协对行业 2019 年的工作部署，行业未来会继续加紧产能控制，严防以产能置换等方式变相增加实际产能，违规新建产能等，对于地条钢，将会加大监管力度严防死灰复燃。持续改善行业供需格局，巩固环保政策的成果。

3. 促进优质企业联合及重组，达成资源优化配置

通过并购重组，一方面出清僵尸企业，提高资源、设备的利用率，另一方面整合优化资源，降低低端产能，提高行业集中度和议价能力，从而实现优化产能和企业利润的目的。目前前 10 大钢铁企业的产能仅占 30%左右，根据工信部 2020 年-2025 年实现集中度在 65%的目标，企业并购重组或将是顺势所趋。

4. 产业升级融合新技术、新模式和新业态

通过和人工智能、大数据、云计算、5G 和工业互联网等新技术进行融合形成智能制造、智能物流等新技术和新业态，不断强化降本、提质、增效，大力促进传统钢铁产业升级，增强行业盈利能力。

4. 国际产业形势：产能转向中印东南亚，传统钢铁强国优势仍存

欧美日韩等先进钢铁工业国家已经在 20-50 年前走过了钢铁工业大发展时期，传统钢铁工业在国民经济中的地位逐渐降低，产能规模逐渐萎缩，同时人均钢产量也逐渐降低到合理水平。钢铁强国占有行业优势的方面主要是精密设备的制造、先进工艺技术和高端特种钢的生产。

目前新晋的钢铁工业大国主要是印度、中国和东南亚等发展中国家。世界钢铁协会(WSA)发布的《世界钢铁统计数据 2017》根据 2016 年粗钢产量情况对全球钢铁企业进行排名，并发布了全球前 50 大钢铁企业名单，2016 年粗钢产量排名前 10 的企业分别是安赛乐米塔尔集团、宝武集团、河钢集团、新日铁住金、浦项集团、沙钢集团、鞍钢集团、日本钢铁工程控股公司、首钢集团和塔塔钢铁集团。其中安赛乐米塔尔集团粗钢产量接近 1 亿吨；有 5 家中国企业进入前 10，分别是宝武集团、河钢集团、沙钢集团、鞍钢集团、首钢集团；日本有 2 家企业进入前 10，分别是新日铁住金和日本钢铁工程控股。

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 优质品位矿产资源被国外垄断

中国的生铁、粗钢、钢材产量超过了全球半数，但是优质高品位的铁矿石，尤其是高品位的球团矿资源却集中在巴西、澳洲等国，国内钢厂议价能力反而较低。优质铁矿石不仅采选成本低、价格高，而且生产效率高、钢材品质好、污染能耗较小，在钢铁行业产业链中具有非常重要的地位。国际铁矿石巨头如淡水河谷、必和必拓、力拓和FMG等公司以其矿产资源丰富和开采成本较低垄断了国际铁矿石市场，中国80%以上的铁矿石均来源于进口，因此稳定、廉价的矿石资源就成为了行业良性发展最为重要的问题。

2. 下游需求下降加剧产能过剩矛盾

供给侧改革之后，钢铁行业的供需关系得到较大改善，钢厂利润处于历史较高水平，据中钢协统计，2018年钢铁行业利润同比增长39%，吨钢利润在300-1500元左右，因此钢厂的生产积极性较大，2018年生铁、粗钢和钢材的产量同比增长了5%-11%。平均产能利用率能保持在80%左右的高位，重点钢企的日均钢产量在180-200万吨左右；而与供给旺盛相矛盾的是需求面的疲软：下游房地产行业长期的固定资产投资增速在5%以下，房地产土地购置面积增速也不容乐观，国家对于房地产市场的监管采用短期行政监管和长效机制建立并重的方式，未来房地产需求比较平稳；基建投资完成额累计同比增长率收窄，2018年同比降低了15个百分点左右，截至2018年年底，累计增速触底回升到4.3%左右，需求增速赶不上钢材供给的增速。同时供给侧改革来到了后去产能时代，从行业去产能过渡到优化产业结构，供需关系的改善形势比较严峻。对于传统工业重镇、钢厂成为纳税大户和经济支柱的地区，由政府部门牵头和银行系统支持的投资冲动较强，重资产、投资回报稳定是该行业比较突出的特点，供给侧改革红利释放之后，行业供需格局持续改善，钢材价格强势，导致钢铁行业的利润较高，也进一步加大了地方投资的冲动。

3. 低端产能过剩，中高端特钢技术、产能不足

由于历史原因，钢铁行业产业布局比较集中，主要集中在原北方工业重镇，尤其是交通比较便利、铁矿石资源丰富的内陆地区。能源资源消耗大、环境污染严重是行业现存的较大问题。环保、监管体系的不完善导致“上有政策，下有对策”，地条钢的死灰复燃和环保的阴奉阳违始终是行业存在的比较大的问题。一方面，需要建立持续督导的长效机制；另一方面需要继续完善相关的监管体系，从根本上改善行业的生态环境。目前钢铁行业大约9成产能集中在普钢长板材上，而特钢中大部分是高碳、低合金和不锈钢、工具钢、轴承钢等中低端特钢，产品的技术附加值不大，仍属于能源、资源消耗严重的传统产业，亟待通过产业升级来提高产品的市场竞争力和附加值。

4. “双反”政策对出口产生不利影响

由于行业供给侧改革主要集中于普钢，而对于特钢来说，行业处于严重产能过剩，因此以不锈钢、工具钢等为代表的特钢出口成为行业短期需要面临的现实，而由于供给过剩、竞争加

剧，行业自然面临降低出口价格、大打价格战，违反了相关进口国家如欧盟、东南亚等国家产业的相关利益，对于钢材出口商实行“反倾销、反补贴”的双反政策。如欧盟将汽车用钢板在内的十几个钢材品种列为反倾销对象，提高进口关税，并延长执行期限到 2020 年以后。

（二）建议及对策

1. 收购国外优质矿山，与国际巨头建立合作关系

国内以宝武集团、河钢集团和鞍钢集团等为代表的超大型钢铁生产企业不断地寻找与国际铁矿石巨头合作的机会，与必和必拓、力拓等公司签订了战略合作协议，锁定了优质铁矿石的来源与成本，为今后稳定经营和发展壮大奠定了良好的基础。

2. 持续优化供需关系，巩固供给侧改革成果

合理利用现有政策制度，共同维护行业规则和秩序，去低端产能，通过降本、提质、增效来打造城市钢厂和绿色钢厂，不断优化产能结构，提高产品的附加值。行业监管常态化，通过完善监管体系和建立长效监管机制，持续改善行业供需格局，巩固行业利润的较高水平。

3. 优化产业结构

优化产业布局，一方面是空间的优化，从内地向港口转移、从北方向南方转移；另一方面是产能结构的优化，降低低端产能的比例，不断提高高端产能的占比，通过技术创新和工艺改进实现降本、提质、增效，提高技术和产品的附加值；再者是通过兼并重组实现僵尸企业和无效产能的出清，提高产能利用率，通过规模效应实现集约化生产，提高行业的劳动生产率。根据不同地区的特点和优势，进行互补性资源整合，寻找新的行业内生动能和增长点。建立一批沿海的绿色、高端钢铁生产基地，对分散的产能进行集中管理，提高整体统筹的能力，降低生产运行的成本。因城施策、因地施策，根据不同地区的资源禀赋、经济发展特点和环保形势等特点，设计具体的规划和路线图，对于相关的行业政策设计可实施、可监测的指标，有利于企业根据自身情况，制定具体的对标方案，实施高效的整改措施。

4. 科技创新发展高端特钢及高端板材

通过技术、人才引进新技术、新工艺、新模式和新业态，通过科研投入和股权激励等方式提高生产效率和技术含量，将人工智能、大数据、云计算等新技术与钢铁行业进行深度融合，发展新材料、新装备、新技术、新工艺。培育行业的新动能，发掘利润的新增长点。

四、钢铁行业在资本市场中的发展情况

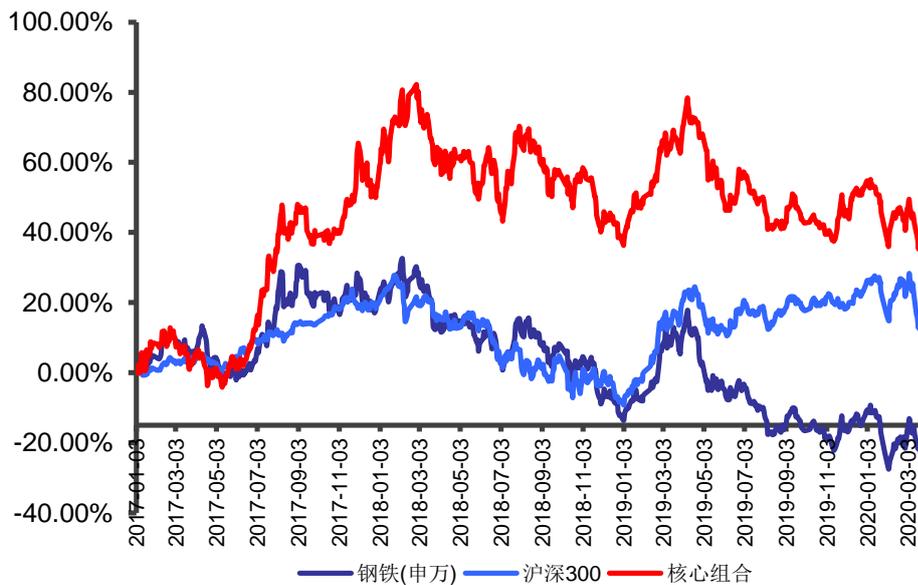
（一）钢铁行业市值占比下降：上市家数 33 家，A 股市值占比降低

截至 2019 年，钢铁行业上市公司家数为 33 家，占全部 A 股上市公司 3590 家的 0.92%；总市值为 7730 亿元，占全部 A 股上市公司 59.8 万亿元的 1.23%。随着国家有关部门和行业协会对于提升行业集中度的要求，2025 年前后 CR10 力争达到 60%以上；钢铁集团公司对上市公司进行优质钢铁资产注入，同时部分具有一定实力的公司通过产能指标竞购和兼并收购等方式进行外延生长。

2018年1-12月，中钢协会会员企业实现工业总产值3.46万亿元，同比增长14.67%；实现销售收入4.11万亿元，同比增长13.04%；盈利2862.72亿元，同比大幅增长41.12%。上市钢铁企业最新一期营业收入1.26万亿元，盈利1134.38亿元，分别占行业总营收和总盈利的30.66%和39.63%。

（二）2017年至今板块表现弱于沪深300，估值处于历史较低位置

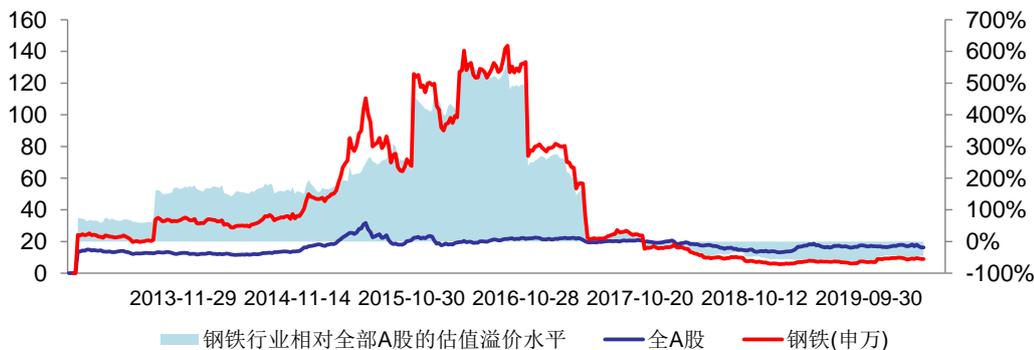
图 28：钢铁行业市场表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

截至2020年03月27日，钢铁行业一年滚动市盈率为8.95倍(TTM整体法，剔除负值)，A股平均为16.21倍，分别较2013年以来的历史均值17.48倍和42.97倍，分别低79.17%和高7.26%。行业估值溢价率方面，目前钢铁行业的估值溢价率较历史平均水平低176.1个百分点。当前值为-44.79%，历史均值为131%。目前钢铁行业的估值水平较低，投资的安全边际较高。

图 29：钢铁行业估值及溢价分析

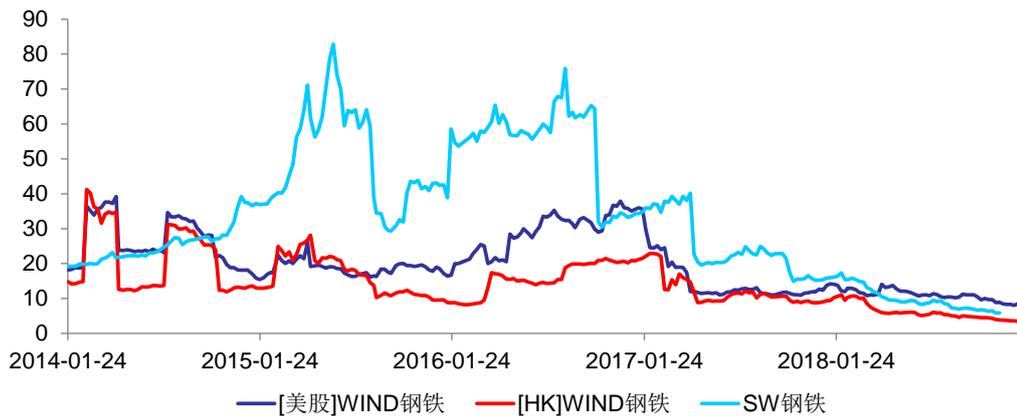


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）板块表现同质化较大，行业估值略低于美股和港股行业估值

国内钢铁行业市盈率高于美国与香港钢铁行业的市盈率。以算术平均法计算市盈率，国内钢铁行业的动态市盈率为 12.67 倍。同期美股钢铁行业的市盈率为 12.68 倍，港股钢铁行业的市盈率为 40.02 倍。国内钢铁行业由于供给侧改革之后景气度较高，同时由于经济发展特点依赖于基础钢材的供给，行业的未来成长性相较于海外市场要好。

图 30：国内外钢铁行业估值分析



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议及股票池

（一）投资建议

短期来看，新冠疫情得到有效控制、下游行业逐渐复工复产带来的需求恢复利好钢材价格短期反弹，快速回暖的钢厂开工率和目前库存的绝对高位或将对钢材价格的反弹形成一定的压制。但中长期钢材价格主要取决于商品基本面、宏观大背景以及疫情的发展情况，国家将会加强逆周期调节政策以对冲疫情的负面影响，对于钢材需求存在修复的可能。在总体需求保持平稳且有韧性下，铁矿石等成本稳定下行业盈利能力反弹，钢铁公司随行业利润恢复。公司业绩在行业的利润反弹的带动下，钢铁公司的低估值有望修复。

随着疫情得到有效控制，行业供需两端逐步改善，在下游行业需求迅速恢复下，整体行业景气度较疫情期间获得明显改善，钢材价格企稳反弹。虽然行业短期受到疫情期间的冲击影响，但是未来在逆周期政策调节、产业升级和创新等一系列政策引导之下，经济预期逐步改善、下游地产基建的需求回暖和行业供需关系的持续改善或将成为行业估值修复的催化剂。投资机会或将出现在兼并重组、环保影响小、产业链延伸等结构性机会。作为周期性行业，投资风险点主要体现在逆周期调节政策不力和行业供需关系恶化等宏观风险。

（二）股票池：

流动性宽松稳定预期、稳基建补短板的政策利好、疫情解除之后下游复产逐渐恢复将拉动钢材需求的增长。地产、基建等下游需求短期受到疫情的一定冲击，但是随着复工复产的稳步推进带动钢材需求增长和库存拐点松动，短期存在供需配合下的钢价反弹窗口。长期仍

然看好国家逆周期调节和稳增长、稳就业下的地产需求韧性较好，基建需求比较平稳。同时，发改委、工信部发文明令暂停钢铁产能置换和项目备案，开展现有钢铁产能置换项目自查自纠、督促检查和研究制定钢铁项目备案指导意见、修订钢铁产能置换办法等，利好供给端控制产能实现减量发展的结构性优化的趋势，有利于钢铁行业供需关系的持续改善和未来的长期发展。建议关注受到环保影响小、成本控制能力优秀的南方长材钢厂三钢闽光（002110.SZ）；受益于行业集中度不断提高的行业龙头宝钢股份（600019.SH）；下游细分行业和成本优势明显、抗周期性较强的方大特钢（600507.SH）南钢股份（600282.SH）和华菱钢铁（000932.SZ）等；下游需求快速增长、兼并重组的特钢龙头中信特钢（000708.SZ）；受益油气勘探投资加速的钢管标的常宝股份（002478.SZ）；受益于锂电景气周期的不锈钢棒线和云母锂电双业务并重的永兴材料（002756.SZ）等。

表 8：股票池

证券代码	证券简称	推荐理由
002110.SZ	三钢闽光	区域性行业龙头，环保压力小，产能扩张积极
600019.SH	宝钢股份	行业龙头，技术、环保优势明显
600507.SH	方大特钢	经营稳健、现金流充足

资料来源：wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

- 1、上游原燃料成本价格上涨
- 2、钢材价格下跌
- 3、下游钢材需求大幅降低

插图目录

图 1: 钢铁行业在国民经济中的占比情况	3
图 2: 粗钢产量情况	6
图 3: 房地产企业复工进度调研	8
图 4: 制造业企业复工进度调研	9
图 5: 土地购置面积增速及同比变化率	13
图 6: 商品房销售面积增速及同比变化率	13
图 7: 房屋新开工面积增速及同比变化百分比	13
图 8: 基建类固定资产投资增速及同比变化率	15
图 9: 唐山产能利用率下降	18
图 10: 钢坯库存	19
图 11: 唐山钢价稳定, 上涨潜力大	19
图 12: 铁矿石价格走势	20
图 13: 巴西发货量企稳回升	21
图 14: 澳洲发货量迅速增长	22
图 15: 高炉开工率回升, 唐山开工率达到年内高点	22
图 16: 国内铁矿石港口库存总量	23
图 17: 美国钢材进口结构	24
图 18: 对美出口占比情况	24
图 19: 进口美国钢材占比	25
图 20: 对美出口利润占比的二元敏感性分析	25
图 21: 中国钢材出口基本面的情景分析	26
图 22: 钢铁行业的杜邦分析指标的历史演变	28
图 23: 钢铁行业的财务分析指标的历史演变	28
图 24: 行业需求 PMI 指数	29
图 25: 重点企业钢材库存变化情况	30
图 26: 十三五规划去产能的完成情况	31
图 27: 行业供给 PMI 指数	31
图 28: 钢铁行业市场表现	35
图 29: 钢铁行业估值及溢价分析	35
图 30: 国内外钢铁行业估值分析	36

表格目录

表 1: 全国春节后钢铁企业复工复产进度	7
表 2: 全国春节后钢铁企业复工复产进度	9
表 3: 预计疫情对于钢铁行业下游各行业的短期影响和长期影响	10
表 4: 2020 年建筑行业由于新冠疫情延迟开工时间表	10
表 5: 7 月份大气污染防治强化管控方案	17
表 6: 7 月下旬全市大气污染防治加严管控措施的通知	17

表 7: 唐山市 2017-2018 年采暖季钢铁行业错峰生产方案18

表 8: 股票池.....37

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

华立，行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn