

钢铁

偏离与回归

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师：郭皓

执业证书编号：S0740519070004

电话：021-20315128

Email: guohao@r.qizq.com.cn

分析师：赖福洋

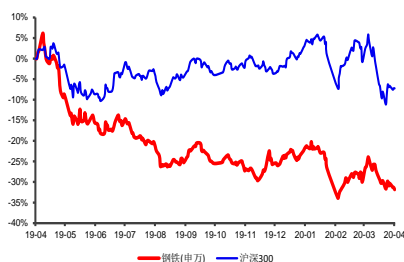
执业证书编号：S0740517080002

电话：021-20315128

Email: laify@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	33
行业总市值(百万元)	610,064.98
行业流通市值(百万元)	508,044.09

行业-市场走势对比

相关报告

- <<全球“隔离”冲击需求>>20200328
- <<乌云盖顶>>20200321
- <<脆弱的平衡>>20200320
- <<稳就业重于增长目标>>20200314
- <<预期丰满现实骨感>>20200307
- <<重新审视未来需求>>20200229
- <<现货超跌后的成本支撑>>20200222
- <<关注疫后政策走向>>20200215
- <<关注复工延后>>20200208
- <<疫情加大基本面波幅>>20200131
- <<总量低波动周期待重估>>20200118
- <<节前钢市平稳>>20200111
- <<淡季库存累积>>20200104
- <<只争朝夕>>20200102

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
方大特钢	8.06	1.18	1.07	1.00	1.14	6.83	7.53	8.06	7.07	0.84	增持
华菱钢铁	3.96	1.11	1.04	0.65	0.69	3.57	3.81	6.09	5.74	0.99	持有
永兴材料	15.9	1.08	0.95	1.00	1.09	14.7	16.75	15.91	14.60	0.34	增持
宝钢股份	4.77	0.97	0.54	0.58	0.55	4.92	8.83	8.22	8.67	-0.20	增持
久立特材	7.63	0.36	0.59	0.61	0.65	21.1	12.93	12.51	11.74	0.00	买入

投资要点

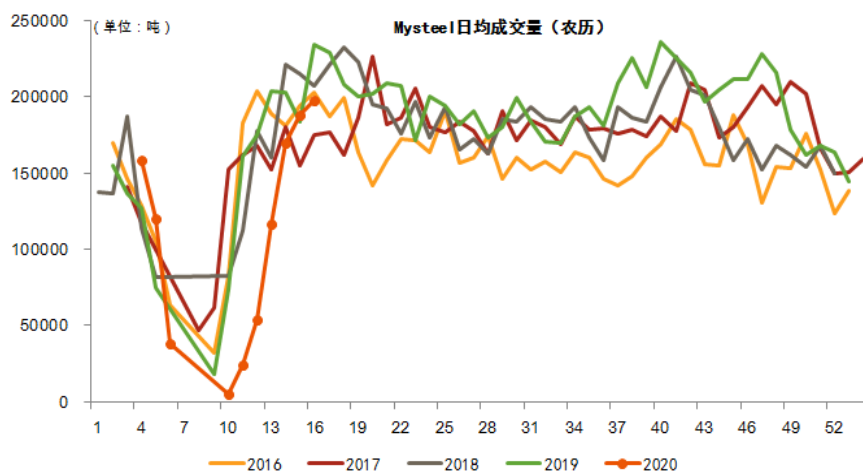
- **引言：**近期在钢价整体呈现弱势震荡之际，我们却看到钢铁库存去化持续维持高位，最新数据甚至接近往年旺季平均水准。而另一方面，在钢铁需求一片“繁荣”之际，全国水泥出货率或者工程机械开机率都要远低于去年同期水平。需求同源，一冷一热令人诧异，钢铁真实需求强度到底几何？中间的背离又是因何产生？为了解决这样的疑问，我们需要把行业数据再做一次细致筛选和甄别；
- **指标的选取：**为了衡量终端需求的真实状况，我们主要选取 Mysteel 建材成交量、社库去化以及数字水泥网水泥出货率数据，这三个指标不仅有总量统计，而且分城市、分区域（厂库缺少细分城市数据），有利于我们探知全国各地方的需求冷热状况，找出差异与矛盾。需要注意的是，由于以上三个指标口径不尽相同，如果只看绝对值难以有效衡量今年需求相比往年的变化程度，因此我们决定采用比值概念，即成交比、去化比以及出货比，分别用 2020 年建材成交量、社库去化以及水泥出货率除以对应的 2019 年农历同期数据，数值越高说明需求越好。当然，对螺纹总量需求强度的把控，我们也会引入钢联所公布的产量、厂库以及社库的拟合，通过不同的指标来佐证需求强弱；
- **疑问产生-真实需求到底几何？**由于建筑行业是钢铁、水泥最重要的下游需求领域，因此从理论上而言，钢铁需求和水泥出货量不应该存在较大背离。但我们看到上周，Mysteel 公布的产量、库存数据测算下的螺纹周度真实耗钢量已经上行至 405.5 万吨，相比去年仅回落 2.88%，基本达到往年旺季平均水准。而全国水泥出货率恢复速度却明显滞后，最新出货率仅 68%，同比下降 15.7 个百分点，与此相对应的是，上周全国建材日均成交量为 19.74 万吨，虽然出现持续回升，但也仅相当于往年同期 84.2% 的水平。因此令人疑惑的是，这其中的背离到底是因何产生？行业的真实需求又到底如何？
- **不同区域间需求差异有别：**但若为了回答行业真实需求的强弱，仅仅是盯着总量指标那便过于粗枝大叶，有时不同区域间的需求差异可以给我们揭示一些有效信息。通过筛选建材成交量、社库去化以及水泥出货率数据，我们发现（1）建材成交恢复最快的区域是：南方>华东>北方；（2）社库去化最快的区域是：华南>西南>华北>东北>西北>华东>华中；（3）水泥出货最快的区域是：华南>东北>西南=华东>西北>华中>华北（京津冀）。虽然不同统计指标样本存在一定差异，但我们依然可以从中找到一些共通点：（1）华南、西南地区需求普遍较好，其中两地的社库去化比分别是 2.21、2.01，遥遥领先全国。而华南的水泥出货率更是成为全国唯一超越去年同期水平的地区，出货比达到 103%，西南则为 89%；（2）华中社库去化和水泥出货率都远落后于其他地区，显示其真实需求较差，这也侧面印证了疫情之下湖北的复工复产进度异常缓慢；
- **城市需求的印证：**城市需求的强弱往往是各区域需求的集中体现，大城市更是如此。我们选取了 8 座具有代表性的城市，同样用以上三个指标进行排列，得到（1）建材成交恢复最快的城市是：杭州>成都>广州>上海>北京>西安>南京>重庆；（2）库存去化最快的城市是：南京>广州>成都>重庆>西安>北京>杭州>上海；（3）水泥出货率恢复最高的城市是：杭州=广州>南京>成都>重庆>西安>上海>北京。从以上排列，我们发现广州和成都在以上三大指标考核下表现都较为出色，这正好和华南、西南地区需求恢复较好遥相呼应；但与此同时，上海、北京在各项指标里总体居于后端，显示需求恢复成色仍显不足；
- **数据悖论的解释：**在数据之间相互印证的同时，部分城市和地区却因衡量指标的差异导致需求强弱的判断迥然不同。杭州的水泥出货率已经恢复到

往年同期水平，其建材成交量更是持续爆表，最新周度日成交增速高达 48%，但建材社会库存去化却一直较为缓慢，最新库存去化速度仅相当于往年一半（降库比 0.54）。目前我们监测的重点城市中，只有杭州、成都和广州的建材成交量要好于去年同期，并且杭州的成交增速大幅领先，我们认为这其中有投机性需求的刺激作用。重点城市作为区域内的钢材集散中心，其成交不仅取决于城市自身需求强弱，而且周边城市也至关重要。从水泥出货率来看，杭州并未与广州、成都拉开明显差距，而分区域来看，华东建材需求与华南、西南仍有一定差距，因此杭州建材成交“虚高”成分较大，贸易商相互倒手提升了市场成交强度。但剔除了这部分投机性需求的贡献，杭州地区整体需求表现在全国依然不错，因此其库存去化偏慢可能是由于表外库存的加速回流填充。前期累库过程中杭州、广州等地出现大量爆库现象，表外库存迅速增加，但由于华南地区整体需求更为强劲，因此即便表外库存出现回流，广州地区库存也可实现大幅下滑；

- **社库存去化背离原因-订单补偿性前移：**当然，现阶段最大的背离依然是钢铁库存去化维持高位，但对应的钢材成交、水泥出货却不甚理想。最新水泥出货率 68%，大致相当于去年同期 82% 左右的水平，这与上周建材成交表现较为吻合，因此我们认为现阶段钢铁整体需求恢复仍未达到往年旺季水准，并且在偏低的钢材成交量背景下终端工地也难以出现持续的大规模补库，社库之所以加速去化主要是由于终端工地集中复工导致库存补偿性前移。由于前期运输及工地材料入库限制，部分已经成交的订单依然积压在贸易商库存之中，但随着产业链逐渐复工，之前工地延迟接收的订单开始出现集中转移，这导致了近期社会库存降幅明显扩张；
- **钢铁需求承压下行：**如果社库大幅去化主要是由前期订单的补偿性转移所致，那么后期一旦下游需求复苏力度低于预期，我们很可能看到库存降幅快速收窄，彼时天量库存兑现压力将导致钢价持续承压。从现阶段情况来看，这个概率正变得越来越高。近期建材日成交量不仅未稳步上行至 20 万吨以上的旺季正常水准，而且有持续走弱态势（本周前三天日均成交 18.02 万吨），即便考虑钢价下跌之际的终端延迟采购，这个力度与往年同期 23 万吨左右的水平依然存在较大差距。同时由于海外疫情快速蔓延，国内防疫措施短期难以退出，人员流动受阻的情况下强刺激概率下降。若缺乏强刺激预期驱动的投机性需求，未来产业库存去化速度将逐步放缓，甚至可能出现以价换量的情况。着眼未来需求前景更为暗淡，基建地产传统引擎难以提供动力。新基建对传统钢铁拉动有限。而地产在疫情下影响更为突出，五年繁荣透支后本就积聚了较大均值回归压力，我们预计 2020 年地产销售在疫情冲击后，新开工面积将进一步走弱，转向对存量项目施工建设，对于偏前端消费的钢铁需求较为不利。钢铁行业前期库存“大幅”去化的偏离将逐渐回归真实水平，行业价格和盈利面临较大压力；
- **风险提示：**钢铁需求超预期释放；数据统计与实际情况出现较大偏离。

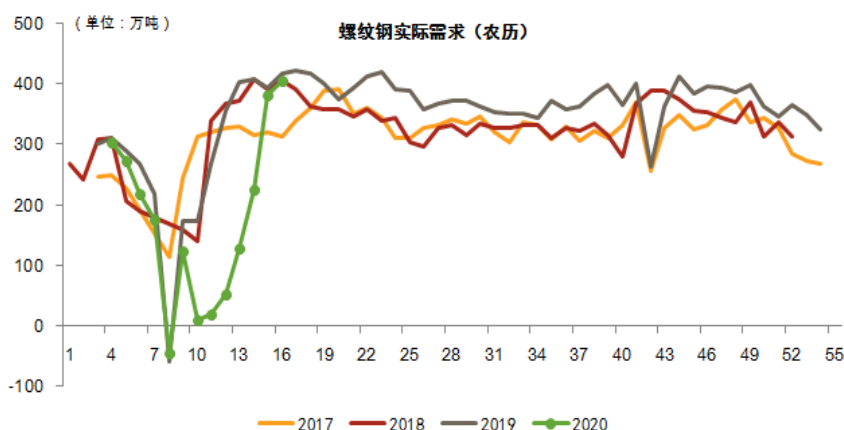
- **引言:** 近期在钢价整体呈现弱势震荡之际, 我们却看到钢铁库存去化持续维持高位, 最新数据甚至接近往年旺季平均水准。而另一方面, 在钢铁需求一片“繁荣”之际, 全国水泥出货率或者工程机械开机率都要远低于去年同期水平。需求同源, 一冷一热令人诧异, 钢铁真实需求强度到底几何? 中间的背离又是因何产生? 为了解决这样的疑问, 我们需要把行业数据再做一次细致筛选和甄别;
- **指标的选取:** 为了衡量终端需求的真实状况, 我们主要选取 Mysteel 建材成交量、社库去化以及数字水泥网水泥出货率数据, 这三个指标不仅有总量统计, 而且分城市、分区域(厂库缺少细分城市数据), 有利于我们探知全国各地方的需求冷热状况, 找出差异与矛盾。需要注意的是, 由于以上三个指标口径不尽相同, 如果只看绝对值难以有效衡量今年需求相比往年的变化程度, 因此我们决定采用比值概念, 即成交比、去化比以及出货比, 分别用 2020 年建材成交量、社库去化以及水泥出货率除以对应的 2019 年农历同期数据, 数值越高说明需求越好。当然, 对螺纹总量需求强度的把控, 我们也会引入钢联所公布的产量、厂库以及社库的拟合, 通过不同的指标来佐证需求强弱;
- **疑问产生-真实需求到底几何?** 由于建筑行业是钢铁、水泥最重要的下游需求领域, 因此从理论上而言, 钢铁需求和水泥出货量不应该存在较大背离。但我们看到上周, Mysteel 公布的产量、库存数据测算下的螺纹周度真实耗钢量已经上行至 405.5 万吨, 相比去年仅回落 2.88%, 基本达到往年旺季平均水准。而全国水泥出货率恢复速度却明显滞后, 最新出货率仅 68%, 同比下降 15.7 个百分点, 与此相对应的是, 上周全国建材日均成交量为 19.74 万吨, 虽然出现持续回升, 但也仅相当于往年同期 84.2% 的水平。因此令人疑惑的是, 这其中的背离到底是因何产生? 行业的真实需求又到底如何?

图表 1: Mysteel 建材日均成交量恢复速度偏慢



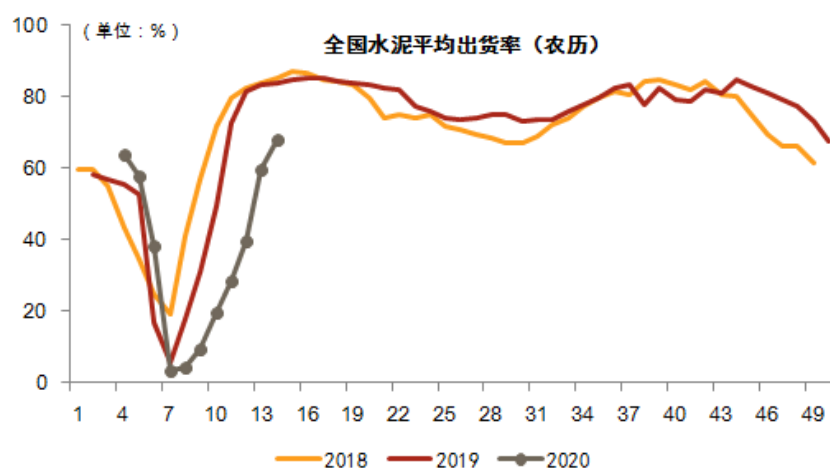
来源: 中泰证券研究所

图表 2: 近期 Mysteel 螺纹钢真实需求达到 2019 年同期水平



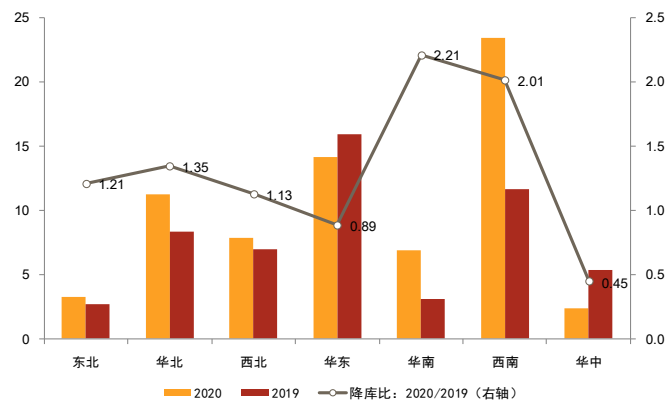
来源: 中泰证券研究所

图表 3: 2020 年全国水泥出货率要远低于往年同期水平

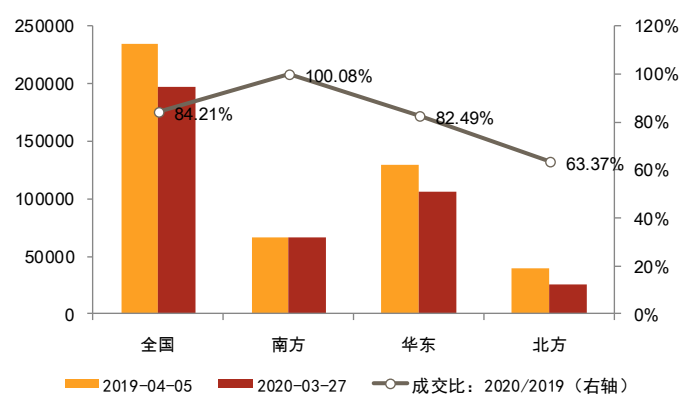


来源: 中泰证券研究所

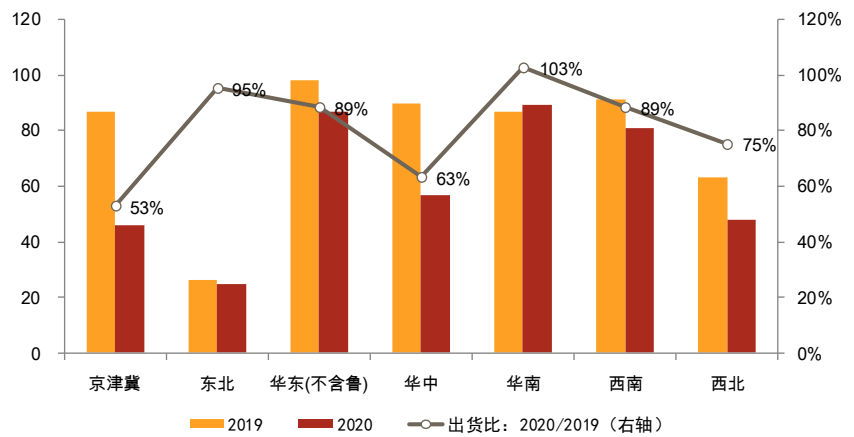
- 不同区域间需求差异有别:** 但若为了回答行业真实需求的强弱, 仅仅是盯着总量指标那便过于粗枝大叶, 有时不同区域间的需求差异可以给我们揭示一些有效信息。通过筛选建材成交量、社库去化以及水泥出货率数据, 我们发现 (1) 建材成交恢复最快的区域是: 南方 > 华东 > 北方; (2) 社库去化最快的区域是: 华南 > 西南 > 华北 > 东北 > 西北 > 华东 > 华中; (3) 水泥出货最快的区域是: 华南 > 东北 > 西南 = 华东 > 西北 > 华中 > 华北 (京津冀)。虽然不同统计指标样本存在一定差异, 但我们依然可以从中找到一些共通点: (1) 华南、西南地区需求普遍较好, 其中两地的社库去化比分别是 2.21、2.01, 遥遥领先全国。而华南的水泥出货率更是成为全国唯一超越去年同期水平的地区, 出货比达到 103%, 西南则为 89%; (2) 华中社库去化和水泥出货率都远落后于其他地区, 显示其真实需求较差, 这也侧面印证了疫情之下湖北的复工复产进度异常缓慢;

图表 4: 不同区域社会库存去化对比 (单位: 万吨)


来源: 中泰证券研究所

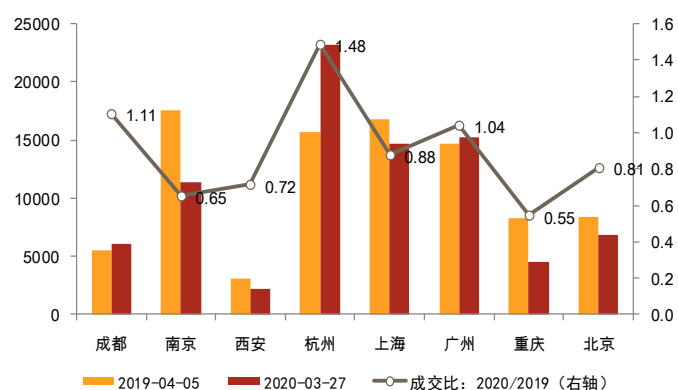
图表 5: 不同区域建材成交量对比 (单位: 吨)


来源: 中泰证券研究所

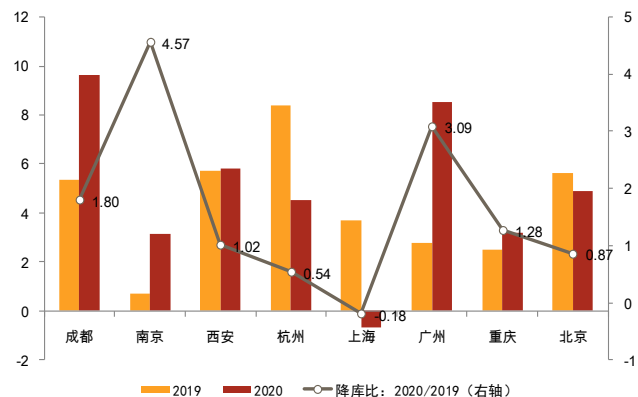
图表 6: 不同区域水泥出货率对比


来源: 中泰证券研究所

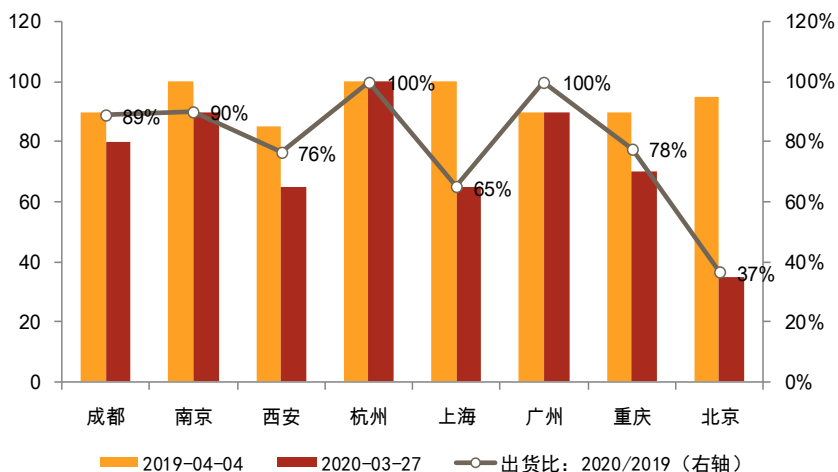
- 城市需求的印证:** 城市需求的强弱往往是各区域需求的集中体现,大城市更是如此。我们选取了 8 座具有代表性的城市, 同样用以上三个指标进行排列, 得到 (1) 建材成交恢复最快的城市是: 杭州 > 成都 > 广州 > 上海 > 北京 > 西安 > 南京 > 重庆; (2) 库存去化最快的城市是: 南京 > 广州 > 成都 > 重庆 > 西安 > 北京 > 杭州 > 上海; (3) 水泥出货率恢复最高的城市是: 杭州 = 广州 > 南京 > 成都 > 重庆 > 西安 > 上海 > 北京。从以上排列, 我们发现广州和成都在以上三大指标考核下表现都较为出色, 这正好和华南、西南地区需求恢复较好遥相呼应; 但与此同时, 上海、北京在各项指标里总体居于后端, 显示需求恢复成色仍显不足;

图表 7: 重点城市建材成交量对比 (单位: 吨)


来源: 中泰证券研究所

图表 8: 重点城市社会库存去化对比 (单位: 万吨)


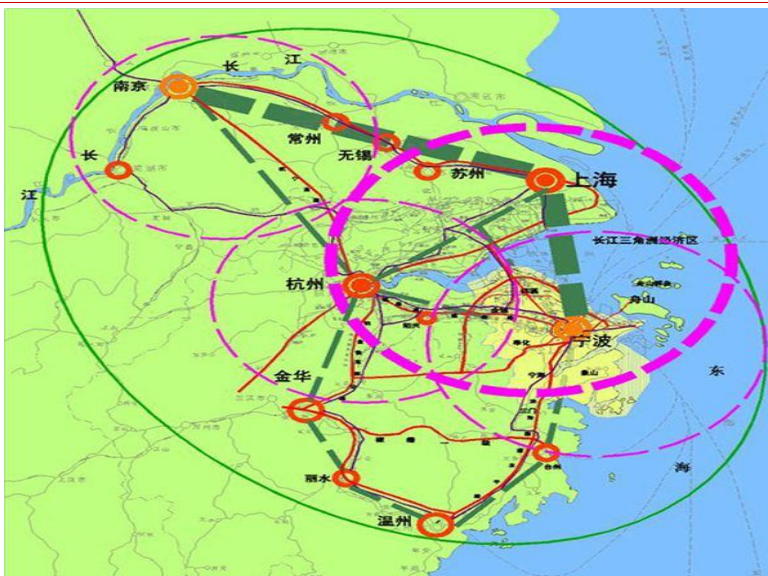
来源: 中泰证券研究所

图表 9: 重点城市水泥出货率对比 (单位: %)


来源: 中泰证券研究所

- 数据悖论的解释:** 在数据之间相互印证的同时, 部分城市和地区却因衡量指标的差异导致需求强弱的判断迥然不同。杭州的水泥出货率已经恢复到往年同期水平, 其建材成交量更是持续爆表, 最新周度日成交增速高达 48%, 但建材社会库存去化却一直较为缓慢, 最新库存去化速度仅相当于往年一半 (降库比 0.54)。目前我们监测的重点城市中, 只有杭州、成都和广州的建材成交量要好于去年同期, 并且杭州的成交增速大幅领先, 我们认为这其中存在投机性需求的刺激作用。重点城市作为区域内的钢材集散中心, 其成交不仅取决于城市自身需求强弱, 而且周边城市也至关重要。从水泥出货率来看, 杭州并未与广州、成都拉开明显差距, 而分区域来看, 华东建材需求与华南、西南仍有一定差距, 因此杭州建材成交“虚高”成分较大, 贸易商相互倒手提升了市场成交强度。但剔除了这部分投机性需求的贡献, 杭州地区整体需求表现在全国依然不错, 因此其库存去化偏慢可能是由于表外库存的加速回流填充。前期累库过程中杭州、广州等地出现大量爆库现象, 表外库存迅速增加, 但由于华南地区整体需求更为强劲, 因此即便表外库存出现回流, 广州地区库存也可实现大幅下滑;

图表 10: 杭州是华东地区的钢材集散中心



来源：中泰证券研究所

- **社库去化背离原因-订单补偿性前移:** 当然，现阶段最大的背离依然是钢铁库存去化维持高位，但对应的钢材成交、水泥出货却不甚理想。最新水泥出货率 68%，大致相当于去年同期 82% 左右的水平，这与上周建材成交表现较为吻合，因此我们认为现阶段钢铁整体需求恢复仍未达到往年旺季水准，并且在偏低的钢材成交量背景下终端工地也难以出现持续的大规模补库，社库之所以加速去化主要是由于终端工地集中复工导致库存补偿性前移。由于前期运输及工地材料入库限制，部分已经成交的订单依然积压在钢贸商库存之中，但随着产业链逐渐复工，之前工地延迟接收的订单开始出现集中转移，这导致了近期社会库存降幅明显扩张；
- **钢铁需求承压下行:** 如果社库大幅去化主要是由前期订单的补偿性转移所致，那么后期一旦下游需求复苏力度低于预期，我们很可能看到库存降幅快速收窄，彼时天量库存兑现压力将导致钢价持续承压。从现阶段情况来看，这个概率正变得越来越高。近期建材日成交量不仅未稳步上行至 20 万吨以上的旺季正常水准，而且有持续走弱态势（本周前三天日均成交 18.02 万吨），即便考虑钢价下跌之际的终端延迟采购，这个力度与去年同期 23 万吨左右的水平依然存在较大差距。同时由于海外疫情快速蔓延，国内防疫措施短期难以退出，人员流动受阻的情况下强刺激概率下降。若缺乏强刺激预期驱动的投机性需求，未来产业库存去化速度将逐步放缓，甚至可能出现以价换量的情况。着眼未来需求前景更为暗淡，基建地产传统引擎难以提供动力。新基建对传统钢铁拉动有限。而地产在疫情下影响更为突出，五年繁荣透支后本就积聚了较大均值回归压力，我们预计 2020 年地产销售在疫情冲击后，新开工面积将进一步走弱，转向对存量项目施工建设，对于偏前端消费的钢铁需求较为不利。钢铁行业前期库存“大幅”去化的偏离将逐渐回归真实水平，行业价格和盈利面临较大压力；
- **风险提示:** 钢铁需求超预期释放；数据统计与实际情况出现较大偏离。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。