

撰写日期：2020 年 11 月 20 日

证券研究报告--产业研究专题报告

供给优化渐入佳境，需求转化迎来新周期

2021 年钢铁行业策略报告

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

研究助理：张锦

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆**2020 年行业运行情况**：疫情冲击，供需错位，截止 10 月末国内钢材库存比去年同期高 35%；复工复产，供需新高，1-9 月粗钢同比 4.5%，表观消费量同比 7.73%。企业盈利筑底稳步回，1-3 季度 34 家钢铁上市公司合计实现归母净利润 408.4 亿元，同比下降 10.9%，特钢和钢管子板块上升。钢铁上市公司单季归母净利润同比分别是-90.33%、-2.52%、87.75%，企业盈利有见底回升。截止 10 月末 SW 钢铁板块全年-4.84%。

◆**供给结构调整渐入佳境**。通过近五年的供给侧改革，2020 年钢铁供给端有循序渐进的变化，也有加速提升的趋势：理论产能持续减少，区域布局不断优化，电炉钢产量占比稳步攀升；行业内兼并重组增多，集中度有加速提升趋势；海外钢材钢坯大幅流入，外需减弱同时面临进口增加的挑战。

◆**需求结构转化迎来新周期**。在内循环为主的发展格局下，国内经济将进一步加速向消费、创新驱动转变。预计 2021 年国内 GDP 耗钢系数进入下行趋势，与投资链条相关的建筑用钢需求趋弱，与消费链条相关的高端板材需求稳步增长；特钢高端品种对进口的依赖程度较高，未来替代空间较大。随着疫苗的投入使用，海外疫情将稳步得到控制，钢材表观消费小幅增长。整体预计 2021 年钢铁内需基本持平、外需小幅增长。

◆**2021 年整体铁矿石供需转向宽松，价格中枢下行**；焦炭供需紧平衡，价格整体维持高位。在相对宽松的供需基本盘面下，供给端的变化支撑行业盈利中枢筑底趋稳。2021 年在以内循环为主题的发展格局中，部分消费链条的用钢需求预期好于投资建筑链条；预计全年呈现板强长弱的盈利格局；特钢类公司盈利延续稳健态势，盈利中枢高于普钢公司。

◆**截止 10 月末，钢铁板块估值处在历史和申万 28 个行业的低位**。低估值一方面推动产业资本加速兼并重组；另一方面随着电炉占比的攀升，在产品同等盈利的条件下，受益于高资产周转率，其投资回报率 ROE 整体高于转炉钢厂，有助进一步提升公司估值。

◆**投资建议**：关注生产高端冷轧板的企业，受汽车、家电供需的好转，其盈利整体好于 2020 年水平。关注部分企业通过兼并重组，优化资源要素配置提升资产效率、增强成本优势，实现超额盈利能力。关注电炉钢竞争力提升后，产量占比逐步攀升的公司；关注以高端产品为主的特钢上市公司。

◆**风险提示**：国内消费回升较慢，汽车、家电等大宗性、可选性消费品产量低于预期，对板材需求偏弱；基建投资增速放缓，房地产企业投资和拿地积极性下降，房地产新开工全年负增长；建筑用钢需求大幅减少；海外疫情持续恶化、贸易争端加剧，钢材进口延续高位。

内容目录

1. 2020 年行业运行情况：疫情冲击，供需错位；复工复产，供需新高；企业盈利筑底稳步回升	6
2. 供给优化渐入佳境：结构优化循序渐渐，集中度加速提升	9
2.1. 理论产能持续减少，区域布局不断优化	10
2.2. 电炉钢在供给端占比稳步攀升	11
2.3. 行业内兼并重组增加，产业集中度有加速提升趋势	13
2.4. 2020 年海外需求大幅下降，全球钢铁产业链要素和资源流向中国	17
3. 需求转化迎来新周期：2021 年需求持平、板强长弱、特强普弱	19
3.1. 经济重回消费和创新驱动，GDP 耗钢系数下降	19
3.2. 房地产投资回弱，对建筑用钢需求拉动减弱	20
3.3. 基建投资平稳，对建筑用钢需求持平	23
3.4. 乘用车稳步增长，商用车销量趋稳，汽车用钢稳定增长	23
3.5. 三大家电产销恢复增长，家电用钢回暖	25
3.6. 工程机械景气度回调，机械用钢环比下降	26
3.7. 造船完工量见底反弹，船舶用钢需求改善	27
3.8. 预计 2021 年海外需求回升，钢材净出口小幅增长	28
3.9. 高端特钢进口替代稳步增长	29
3.10. 总结：2021 年国内需求基本持平，海外需求小幅增长	30
4. 2021 年行业盈利整体企稳，板强长弱、特强普弱	31
4.1. 铁矿供需相对宽松，价格中枢下降	31
4.2. 焦炭供需紧平衡，价格整体维持高位	34
4.3. 行业盈利中枢底部趋稳，呈现板强长弱	34
4.4. 在替代进口的机遇下，特钢类公司盈利延续稳健态势	35
5. 行业估值趋势	36
5.1. 低估值推动产业资本加速兼并重组	37
5.2. 电炉竞争力逐步显现、占比攀升，有助进一步提升钢铁估值	38
6. 投资建议	39
7. 风险提示	40

图表目录

图 1：粗钢、钢材产量及增速	7
图 2：钢材表观消费量	7
图 3：钢材进出口情况	7
图 4：中国钢坯进口量	7
图 5：螺纹钢表观消费情况	7
图 6：热轧板表观消费情况	7
图 7：冷轧板表观消费情况	8
图 8：螺纹钢、热轧板卷、冷轧板卷价格	8
图 9：焦炭和铁矿石现货价格	8
图 10：季度平均吨钢毛利模拟	8
图 11：黑色金属冶炼及压延加工业毛利率	8
图 12：钢铁上市公司细分类毛利率	8
图 13：黑色金属冶炼及压延加工业：资产负债率	8
图 14：固定资产投资完成额：制造业：黑色金属冶炼及压延加工业：累计同比	8

图 15: 2020 年前三季度钢铁上市公司单季营收同比	9
图 16: 2020 年前三季度钢铁上市公司单季归母净利润同比	9
图 17: 2020 年以来钢铁上市公司涨跌幅	9
图 18: 钢铁上市公司动态市盈率和市净率对比	9
图 19: 公布炼铁产能置换情况	11
图 20: 公布炼铁产能置换情况	11
图 21: 新建产能预计投产时间统计	11
图 22: 电炉粗钢产量及占比 (万吨, %)	12
图 23: 电炉产能占比	12
图 24: 电炉利用系数和冶炼时间	12
图 25: 转炉螺纹钢和电炉螺纹钢毛利差 (元/吨)	12
图 26: 废钢价格、废钢/铁矿	12
图 27: 国内电炉产能利用率和开工率	12
图 28: 中国前十钢企产量占比	13
图 29: 海外重要区域粗钢产量同比	18
图 30: 印度粗钢产量及同比	18
图 31: 亚洲其他经济体粗钢产量及同比	18
图 32: 钢材进口国家情况 1	18
图 33: 中国铁矿石进口情况	19
图 34: 澳大利亚铁矿出口到中国情况	19
图 35: 巴西铁矿出口到中国情况	19
图 36: 印度出口至中国铁矿石	19
图 37: GDP 及增速	20
图 38: 国民经济三大产业增速	20
图 39: 国民经济十七大产业对金属产品的消耗系数	20
图 40: 人均耗钢量和亿元 GDP 耗钢系数	20
图 41: 房地产开发投资完成情况	21
图 42: 居民中长期贷款情况	21
图 43: 房地产开发资金来源: 定金及预收款、个人按揭款	21
图 44: 房地产开发资金来源: 国内贷款	21
图 45: 房地产开发资金来源: 合计	22
图 46: 商品房销售面积	22
图 47: 周度百城土地成交面积	22
图 48: 房屋新开工面积	22
图 49: 重点钢企钢材和钢筋销量情况	22
图 50: 基础设施建设投资同比	23
图 51: 部分基础设施行业固定资产投资累计同比	23
图 52: 地方政府专项债累计值	23
图 53: 汽车产销量情况	24
图 54: 汽车销量和库存同比	24
图 55: 乘用车产销量情况	24
图 56: 乘用车销量和库存同比	24
图 57: 商用车产销量情况	24
图 58: 商用车销量和库存同比	24
图 59: 空调产量情况	25
图 60: 冰箱产量情况	25
图 61: 洗衣机产量情况	26
图 62: 空调出口和内销情况	26

图 63: 冰箱出口和内销情况	26
图 64: 洗衣机出口和内销情况	26
图 65: 当月挖掘机产量	27
图 66: 当月挖掘机出口情况	27
图 67: 五大工程机械销量同比	27
图 68: 国内造船完工量	28
图 69: Clarksons 全球造船完工量	28
图 70: 中国手持船舶订单量	28
图 71: 波罗的海干散货指数 (BDI)	28
图 72: 全球部分重要经济体出口增速	28
图 73: 钢材进出口	29
图 74: 2020 年 1-8 月国内钢材出口区域变化	29
图 75: 特钢进出口情况	30
图 76: 特钢进出口价格对比	30
图 77: 特钢进口及占表观消费量比重	30
图 78: 四大矿山单季铁矿产量	31
图 79: 四大矿山单季铁矿销量	31
图 80: 重点企业铁精矿产量	33
图 81: 国内铁矿石原矿产量	33
图 82: 国内焦炭产量情况	34
图 83: 周度全国焦炭总库存	34
图 84: 季度平均吨钢毛利模拟	35
图 85: 螺纹毛利模拟与长材上市公司整体毛利率	35
图 86: 热轧+普冷平均模拟毛利与板材上市公司整体毛利率	35
图 87: 螺纹+热轧平均模拟毛利与板长兼顾上市公司整体毛利率	35
图 88: 特钢类上市公司毛利率	35
图 89: 钢铁申万市盈率-TTM	36
图 90: 钢铁申万市净率	36
图 91: 申万一级行业市盈率对比	36
图 92: 申万一级行业市净率对比	36
图 93: 2016-2020 年钢铁行业并购数量及金额	37
图 94: 2019-2020 年并购项目 PE 估值分布数量	37
图 95: 美钢联和纽柯 ROE 对比	38
图 96: 美钢联和纽柯毛利率对比	38
图 97: 美钢联和纽柯资产周转率对比	39
图 98: 美钢联和纽柯杠杆率对比	39
图 99: 美钢联和纽柯市盈率对比	39
图 100: 美钢联和纽柯市净率对比	39
表 1: 2020 年鼓励钢铁产业兼并重组的政策文件	13
表 2: 建龙集团旗下子公司基本情况	15
表 3: 德龙集团旗下子公司基本情况	16
表 4: 方大集团旗下子公司基本情况	16
表 5: 河北敬业集团旗下子公司基本情况	17
表 6: 钢铁供需平衡表	30
表 7: Vale 旗下矿山生产情况	32

表 8：铁矿供需平衡表.....	33
表 9：2019-2020 年上市公司涉及钢铁的并购项目情况.....	37

1. 2020 年行业运行情况：疫情冲击，供需错位；复工复产，供需新高；企业盈利筑底稳步回升

疫情冲击，供需有错位。新冠疫情发生后，国内粗钢和钢材供给受到小幅冲击，在疫情受到控制、经济进入复工复产以后，供给端快速恢复，3月粗钢和钢材产量实现增长，4月累计产量实现增长。受下游开工延缓和外需下降的影响，粗钢和钢材表观消费从4月开始增长，5月累计数据实现增长。2020年整体呈现供需错配，受此影响国内钢材库存整体大幅高于历史同期，截止10月末钢厂和社会合计库存高于去年同期约35%。

复工复产以来，钢铁产量和消费量创新高：随着国内复工复产的持续推进，以及出口的逐步转好，钢铁下游行业基本恢复正常，1-9月，国内累计粗钢产量7.82亿吨，同比4.5%；累计钢材产量9.64亿吨同比5.6%。1-9月国内钢材表观消费量9.24亿吨，同比7.73%。钢铁供需创新高。

钢材进口大幅增长，钢坯进口创历史新高。1-9月钢材累计出口量4038.5万吨，同比-19.73%；钢材累计进口量1507.3万吨，同比72.26%；钢材累计净进口量2531万吨，同比-39.1%。1-9月钢坯累计进口量1137.4万吨，同比728.4%；钢坯出口1.4万吨。

冷轧板全年消费同比回升快，螺纹钢消费前期回升较快、后期疲软。冷轧板消费从4月开始小幅回升，到8月增速中枢进一步提升，整体消费回升快；螺纹钢表观消费量从4月末开始恢复增长，5-6月保持较高增速，8月开始消费同比下降、疲软。热轧板整体消费变化介于两者之间。

1-9月钢材价格指数呈现V型走势，品种间回升力度有分化。全年钢价在4月阶段性见底后，逐步回升；其中冷轧板回升力度最大，由3700元/吨上涨到4800元/吨；热轧板由3300元/吨上涨到8月4150元/吨；螺纹钢回升力度最弱，由3400元/吨上涨到3800元/吨。

原料价格全年波动上行。铁矿石普氏价格指数由年初的80美元/吨上涨到120美元/吨；山西二级焦炭价格由1540元/吨上涨到1820元/吨。

螺纹钢毛利出现倒V型变化，热轧板和冷轧板毛利呈现V型变化。1-9月螺纹钢吨钢毛利349元/吨，全年呈现倒V型，二季度最高；热轧板吨钢毛利317元/吨，全年呈现V型走势，三季度最高；冷轧板吨钢毛利322元/吨，全年呈现V型走势，一季度最高。

全行业固定资产投资增速加快，资产负债率小幅下降：受环保搬迁、以及企业超低排放要求的推动，1-9月全行业固定资产累计同比增速23.5%，前期施工的延缓，到三季度集中释放，推动增速快速回升；截止9月末，全行业资产负债率61.46%，相比2019年末下降0.45个pct。

上市公司毛利率同比减少，长材企业下滑幅度大于板材企业：全年行业平均毛利率7.04%，相比2019年下降0.65个pct。前三季度纳入我们跟踪的32家A股上市公司中：板材类平均为9.25%，相比2019年下降0.76个pct；板材+长材兼有类公司，9.23%，下降0.86个pct；长材为主的公司12.8%，下降2.26个pct；特钢上市15.56%，上升0.04个pct；无缝钢管类上市公司23.91%，下降1.85个pct。

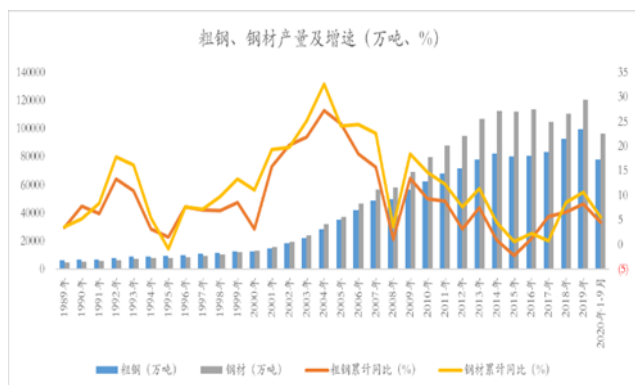
1-3季度34家钢铁上市公司合计实现归母净利润408.4亿元，同比下降10.9%。其中：板材为主的上市公司同比下降24.7%，板材与长材兼有的上市公司同比下降6.6%，长材类上市公司同比下降8%，特钢类上市公司剔除中信特钢增发影响、同比上升17.2%，钢管类上市公司同比上升13.8%。

1-3季度钢铁上市公司平均营收增速分别是-9.52%、2.97%、9.98%；归母净利润增速分

别是-90.33%、-2.52%、87.75%。从季度趋势变化来看，企业盈利有见底回升。

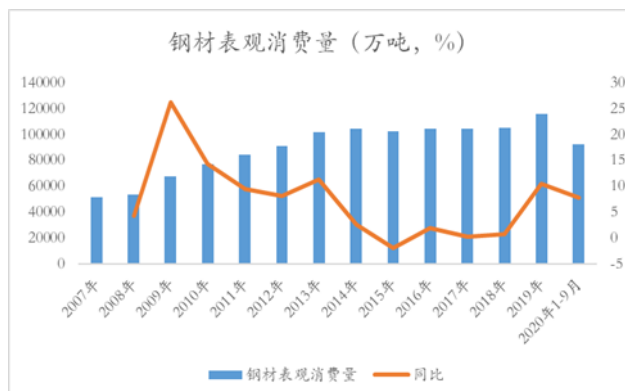
全年钢铁板块跑输大盘，但部分特钢类上市公司、无缝钢管类上市公司跑赢大盘。截止10月31日，SW钢铁板块全年-4.84%，大幅落后于沪深300的14.62%的涨幅；但特钢板块实现取得年涨幅28.4%，其中中信特钢、沙钢股份、ST抚钢跑赢大盘。受盈利下降的影响，相比年初，钢铁上市公司动态市盈率小幅上升，但整体市净率呈现下行趋势。

图1：粗钢、钢材产量及增速



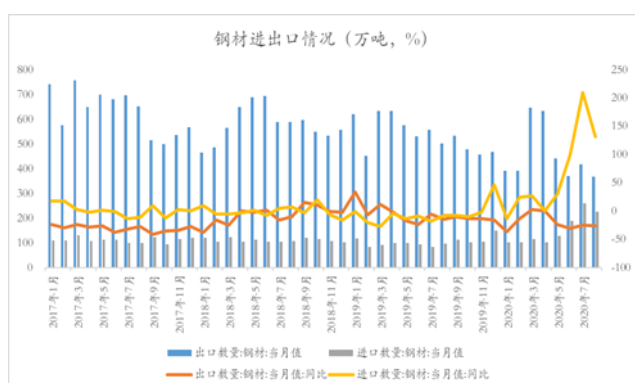
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图2：钢材表观消费量



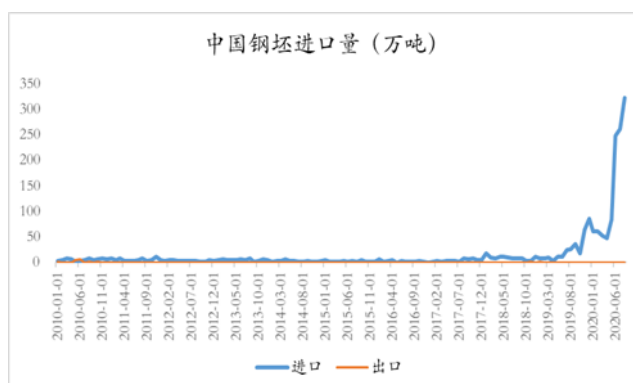
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图3：钢材进出口情况



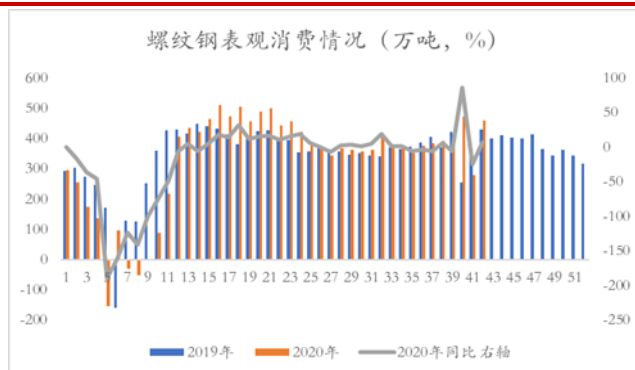
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图4：中国钢坯进口量



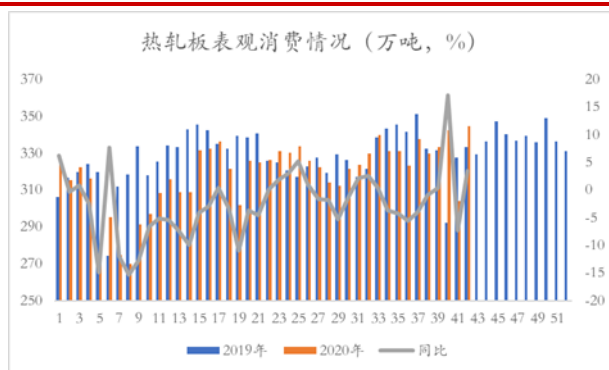
资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图5：螺纹钢表观消费情况



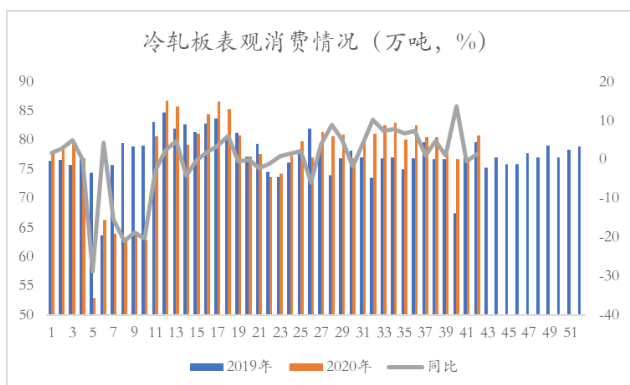
资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图6：热轧板表观消费情况



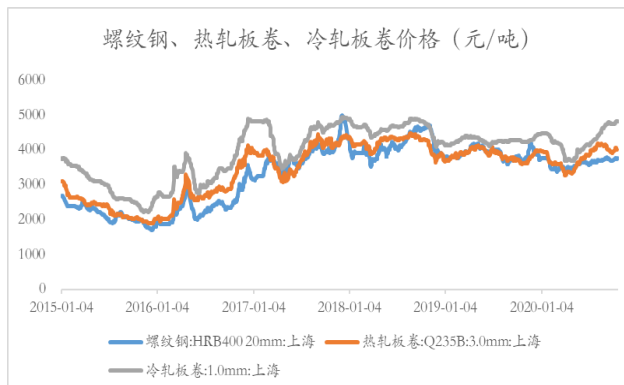
资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 7：冷轧板表观消费情况



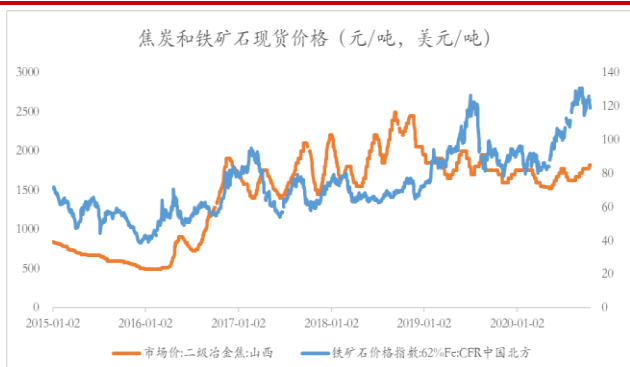
资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 8：螺纹钢、热轧板卷、冷轧板卷价格



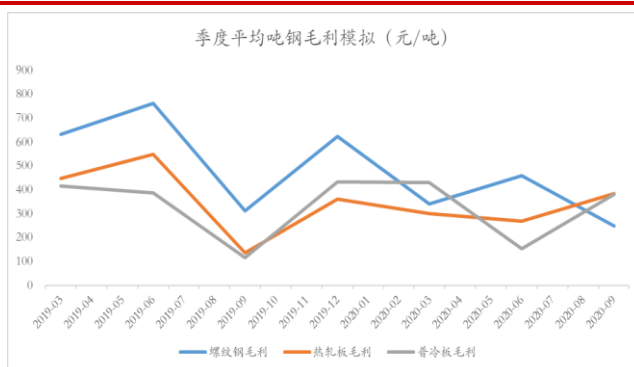
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：焦炭和铁矿石现货价格



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：季度平均吨钢毛利模拟



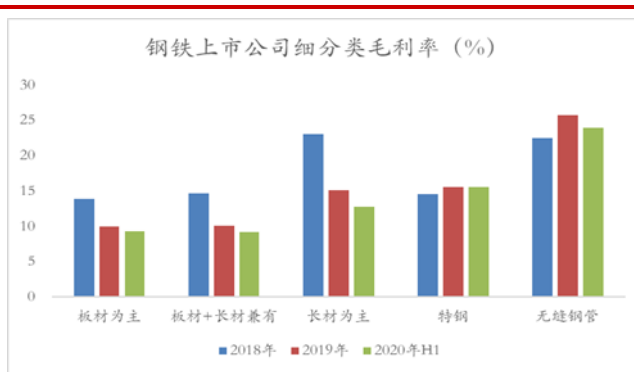
资料来源：华宝证券研究创新部

图 11：黑色金属冶炼及压延加工业毛利率



资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

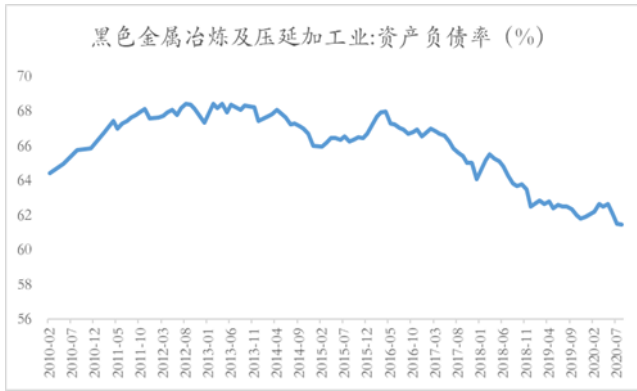
图 12：钢铁上市公司细分类毛利率



资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

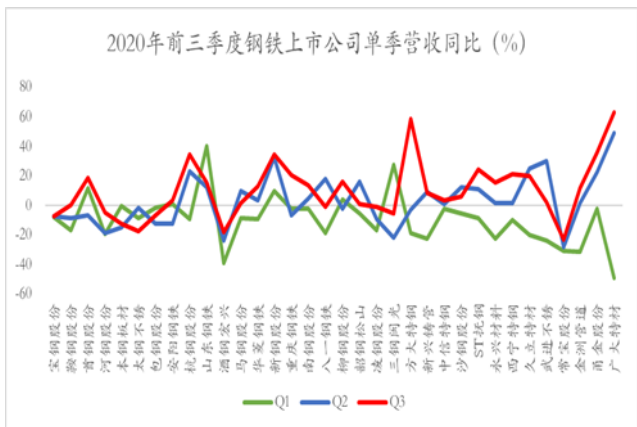
图 13：黑色金属冶炼及压延加工业：资产负债率

图 14：固定资产投资完成额：制造业：黑色金属冶炼及压延加工业：累计同比



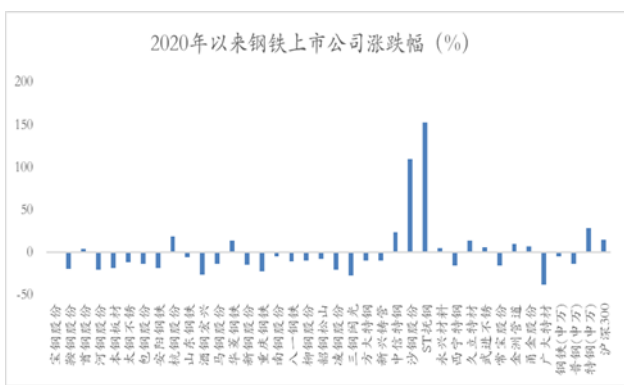
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 15: 2020 年前三季度钢铁上市公司单季营收同比

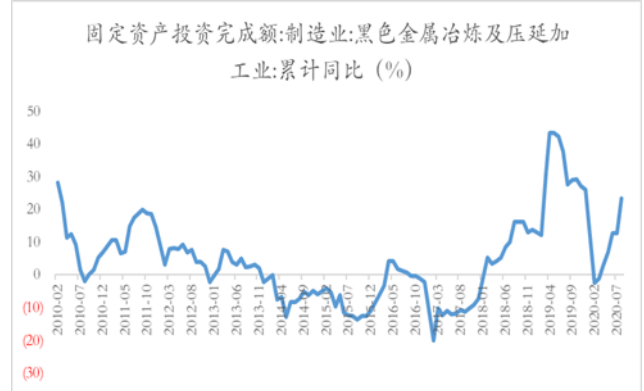


资料来源: 上市公司公告, 华宝证券研究创新部

图 17: 2020 年以来钢铁上市公司涨跌幅

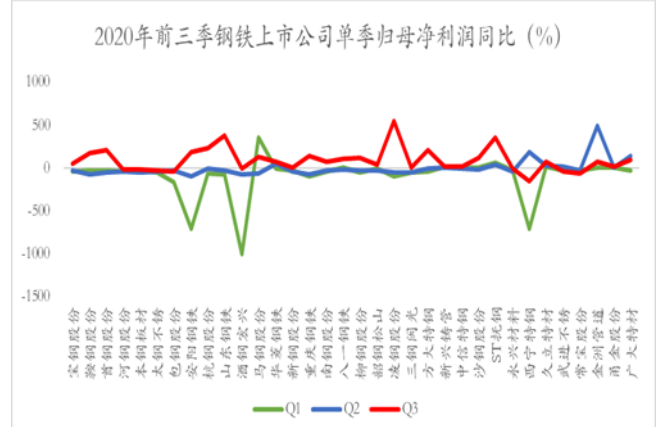


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部



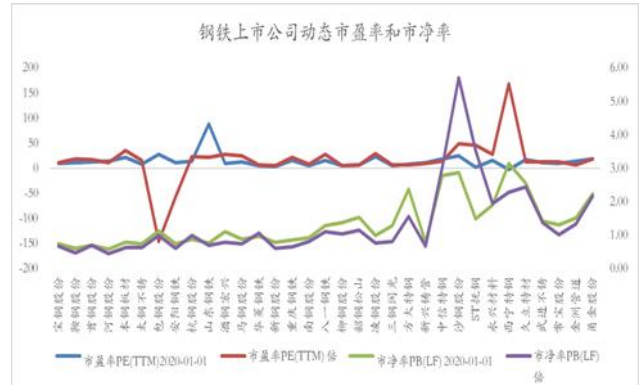
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 16: 2020 年前三季度钢铁上市公司单季归母净利润同比



资料来源: 上市公司公告, 华宝证券研究创新部

图 18: 钢铁上市公司动态市盈率和市净率对比



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2. 供给优化渐入佳境: 结构优化循序渐渐, 集中度加速提升

通过近五年的供给侧改革, 2020 年钢铁供给端结构既有循序渐渐的变化, 也有加速提升的趋势: 理论产能持续减少, 区域布局不断优化, 电炉钢产量占比稳步攀升; 行业内兼并重组增多, 集中度有加速提升趋势; 海外钢材和钢坯大幅流入, 外需减弱同时面临进口增加的

挑战。

2.1. 理论产能持续减少，区域布局不断优化

已完成备案的产能置换净退出炼铁 3696 万吨，炼钢 3264 万吨。2020 年 1 月 24 日，国家发改委和工信部联合下发通知暂停产能置换备案。在此之前已完成备案的产能置换方案中，根据我的钢铁网统计，合计退出炼铁产能 22026 万吨，新建炼铁 18330 万吨，净退出约 3696 万吨；合计退出炼钢产能 21967 万吨，新建炼钢产能 18703 万吨，净退出约 3264 万吨。整体来看，产能置换减量高于原先预期（2020 年策略报告中预期为粗钢产能减少 0.26 亿吨）。整体理论产能稳步减少。

中长期产能置换或将实施更大比例的减量，压减理论产能的同时将会对实际产能形成有效控制。7 月初江苏钢铁协会网站公布了《钢铁产能置换实施办法》（征求意见稿），意见稿重点从置换区域、工艺装备、兼并重组等角度提升产能置换比例，确保对理论产能进一步压减，同时对有效产能也能起到控制效果。实施办法具有以下几方面特点：

- 敏感区域调整为重点区域；将置换主体范围扩大为重点区域，一些置换项目多，但位置不敏感的区域也被规划进本次规定的范围内。如：新增安徽省、汾渭平原区域，其他“2+26”大气通道城市等。
- 扩大产能置换涉及的工艺装备范围。包括企业建设脱磷转炉须履行产能置换手续，建设非高炉炼铁、提钒转炉、回转窑-矿热炉（RKEF）等设备，产能核定须“一事一议”上报工业和信息化部。
- 增加减量置换比例和范围。大气污染防治重点区域置换比例不低于 1.5:1，其他地区置换比例不低于 1.25:1。企业完成实质性兼并重组（实现绝对控股且完成法人、股权关系、章程等工商变更）后取得的合规产能用于项目建设时，大气污染防治重点区域的置换比例不低于 1.25:1，其他地区的置换比例不低于 1.1:1。
- 鼓励发展电弧炉和非高炉炼铁。各地区钢铁企业内部退出转炉建设电炉且一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备的项目可对炼钢产能实施等量置换，退出的炼铁产能可按本办法规定用于置换。利用现有电炉置换新建电炉的项目可实施等量置换。对原厂区不新增钢铁产能的内部技术改造项目可实施等量置换。退出配套烧结、焦炉、高炉等设备建设非高炉炼铁的项目炼铁产能可实施等量置换。

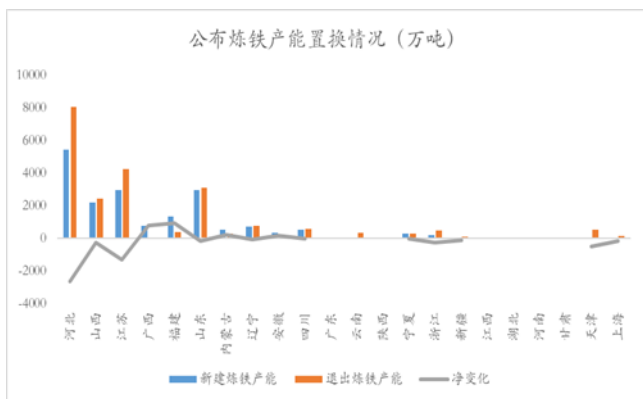
原先预计 2020 年新建产能集中投产阶段。从之前的公告备案投产情况来看，2020 年是新建炼铁产能投产 5843 万吨，新建炼钢产能投产 7193 万吨，是新建产能投产最多的一年；其次是 2022 年（炼铁 3650 万吨，炼钢 4263 万吨）；2021 年（炼铁 2907 万吨，炼钢 2503 万吨）。

2020 年受疫情影响，部分产能投产时间有推迟。2020 年 1-6 月，实际投产炼铁产能 162 万吨，实际投产炼钢产能 257 万吨。2020 年下半年，全国钢企拟投产炼铁产能 3073 万吨，退出炼铁产能 3909 万吨；拟投产炼钢产能 6291 万吨，退出炼钢产能 4875 万吨。以上产能置换计划多集中在华北及东北地区。测算有近 2500 万吨炼铁产能、600 万吨炼钢产能延迟到下一年投产。

福建、广西、内蒙古、广东是未来产能净流入区域，区域布局得到优化，北材南下的区域结构性矛盾有望缓解。根据我的钢铁网统计，在所有已发布的产能置换方案中：福建省炼铁产能净增加 943 万吨，炼钢产能净增加 658 万吨，是国内产能第一大净流入区域；其次是广西（炼铁 781 万吨，炼钢 431 万吨），内蒙古（炼铁 242 万吨，炼钢 373 万吨），广东（炼钢 322 万吨）。河北是产能第一大净流出区域，炼铁净减少 2642 万吨，炼钢净减少 1756 万吨；其次是江苏（炼铁-1275 万吨，炼钢-788 万吨）。随着大量产能从传统的北方地区流出，

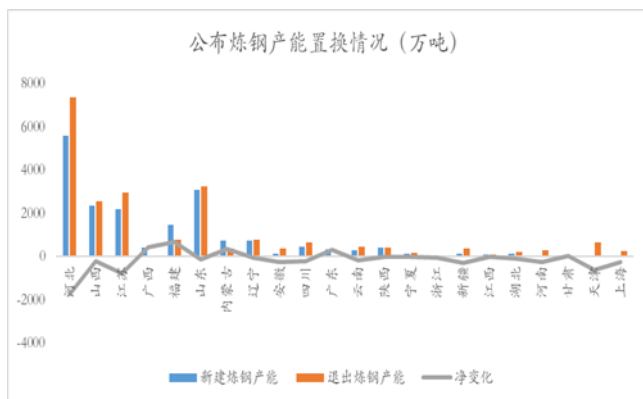
迁入南方等钢铁消费重点区域，国内钢铁产能区域布局得到优化，北材南下的区域结构性矛盾有望缓解。

图 19：公布炼铁产能置换情况



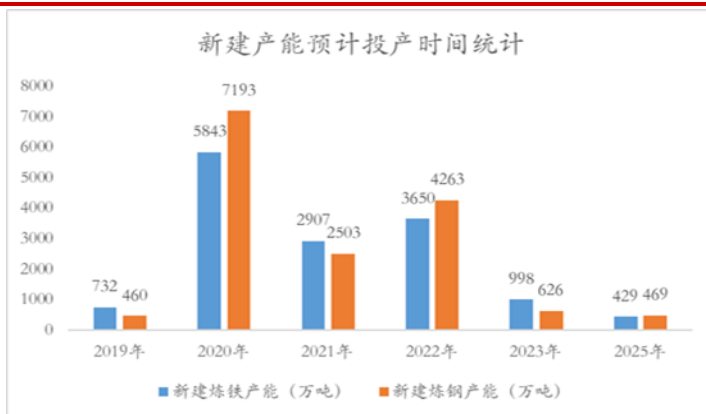
资料来源：我的钢铁网站，华宝证券研究创新部

图 20：公布炼钢产能置换情况



资料来源：我的钢铁网站，华宝证券研究创新部

图 21：新建产能预计投产时间统计



资料来源：我的钢铁网站，华宝证券研究创新部

2.2. 电炉钢在供给端占比稳步攀升

从 2015 年以来，国内电炉钢产量和占比逐步提升；2019 年国内电炉钢产量约 1.2 亿吨，占国内比重近 12%。

2020 年末国内电炉产能约 1.75 亿吨，且主要以独立电炉炼钢厂为主。根据我的钢铁网调研：2019 年末我国电炉炼钢总产能约 1.7 亿吨，其中 2020 年预计新增产能 1489 万吨，计划淘汰产能 920 万吨，实际净增加 569 万吨，预计 2020 年末电炉产能在 1.75 亿吨。其中独立电炉钢厂占比达到 69%，同时拥有高炉和电炉的生产企业占比只有 31%。在产能区域分布上，华东地区占比高达约 41%，其次是华中（16%）、华南（13%）。

政策鼓励、技术进步、成本劣势扭转是驱动未来电炉产量占比持续攀升的主要因素，预计 2021 年电炉钢产量还会稳步增长。

- 政策鼓励：在《钢铁行业产能置换实施办法》（2018 版）和最新的征求意见稿，明确提出：各地区钢铁企业内部退出转炉建设电炉且一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备的项目可对炼钢产能实施等量置换，退出的炼铁产能可按本办法规定用于

置换。在《关于引导电弧炉短流程炼钢发展的指导意见（征求意见稿）》明确提出：加强废钢资源保障体系建设、强化短流程炼钢的标准引领，到十四五末，我国电炉钢产量占比提升到 20%。

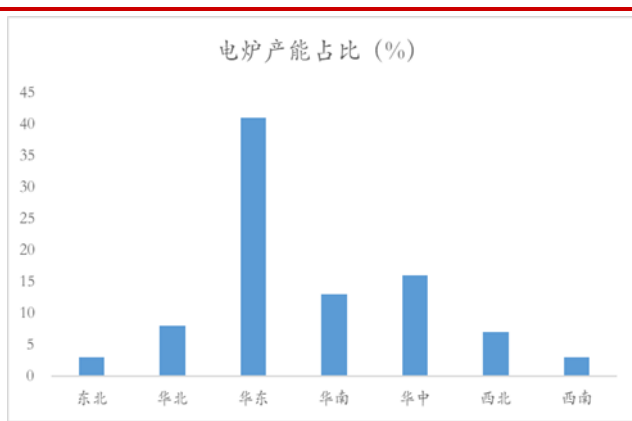
- 技术进步：2018 年以来，国内电炉工艺技术持续提升，冶炼时间稳步下降，目前全行业均值基本稳定在 1 小时以内。电炉利用系数持续提升，最新的 5、6、7 三月基本稳定在 25 吨/兆安·日。整体来看，工艺技术持续提升，使得电炉生产效率大幅增长。
- 成本劣势逐步扭转：今年以来矿石价格整体高位坚挺，废钢价格趋稳，短流程电炉企业盈利与长流程企业的差距逐步缩小。1-9 月国内废钢平均价格 2340 元/吨，废钢与铁矿石价格比由 2018 年的 3.5 下降到 2.6。短流程电炉企业平期盈利与长流程企业的差距逐步缩小，从 2018 年、2019 年的 400-500 元/吨水平下降到 2020 年 9 月 50 元/吨。部分地区电炉钢厂谷期盈利甚至已经好于长流程钢厂。

图 22：电炉粗钢产量及占比（万吨，%）



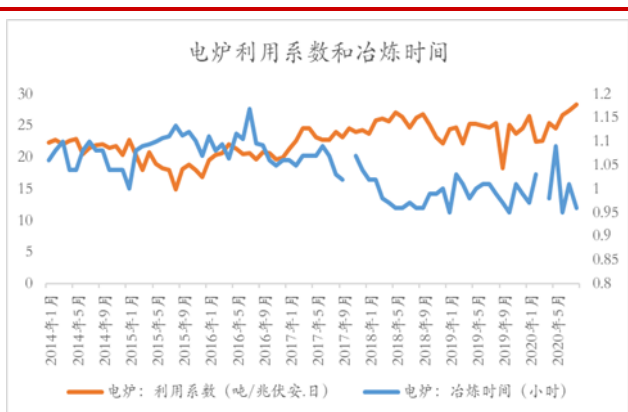
资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 23：电炉产能占比



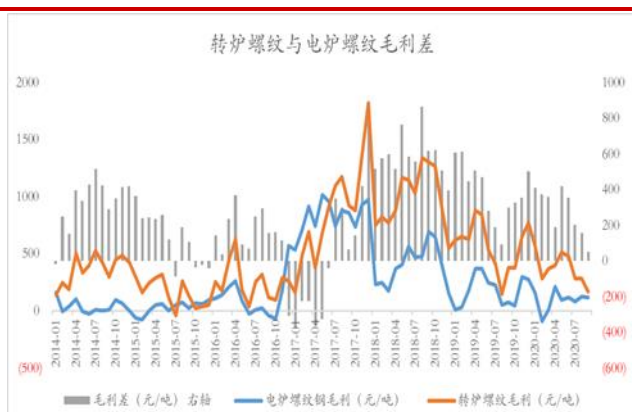
资料来源：我的钢铁网站，华宝证券研究创新部

图 24：电炉利用系数和冶炼时间



资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

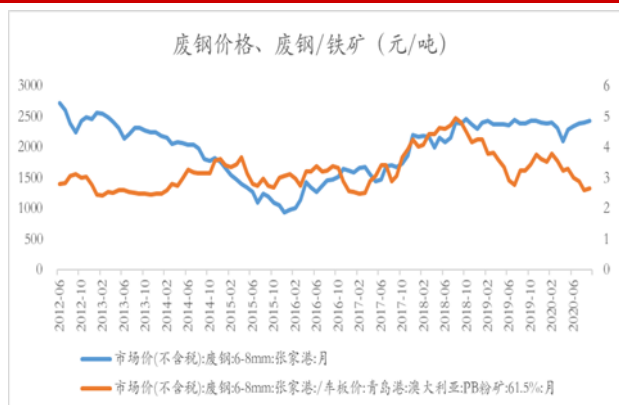
图 25：转炉螺纹和电炉螺纹毛利差（元/吨）



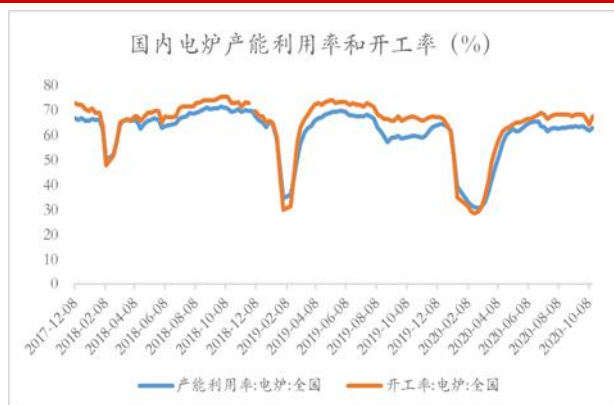
资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 26：废钢价格、废钢/铁矿

图 27：国内电炉产能利用率和开工率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3. 行业内兼并重组增加，产业集中度有加速提升趋势

2019 年以来，钢铁行业兼并重组项目增多，中国宝武接连重组马钢、重钢、太钢，河北敬业先后在国内收购云南安宁永昌、广东泰都钢铁；北京建龙集团收购山西文水海威、宁夏申银特钢，德龙控股收购新天钢，辽宁方大收购四川达钢。产业集中度有加速提升趋势。

截止 2020 年 8 月，前十钢企产量占比 38.1%；如果将德龙收购新天钢、方大收购四川达钢计算在内，产业集中度将有进一步提升。

图 28：中国前十钢企产量占比



资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

政策层面对兼并重组由鼓励走向直接驱动。2020 年国家、山西、河北、山东、河南等地纷纷出台方案，推动钢铁产能整合，提升钢铁产业集中度。但从政策表述来看，越来越多的省份直接增加了产业集中度、相关重组项目等内容，表明政策已逐步从原先的鼓励升级到直接驱动，同时在新产能置换办法征求意见稿中明确提到放宽对完成兼并重组企业的产能置换比例，也进一步驱动钢企走重组整合。

表 1：2020 年鼓励钢铁产业兼并重组的政策文件

政策文件	涉及兼并重组相关内容
《关于做好 2020 年重点领域化解	鼓励企业实施战略性兼并重组。按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组。有关地区要指导和协助企

过剩产能工作的通知》	业做好兼并重组中的职工安置、资产债务处置和历史遗留问题处理。
《钢铁产能置换实施办法》(征求意见稿)	放宽完成实质性兼并重组(实现绝对控股且完成法人、股权关系、章程等工商变更)取得的合规产能用于项目建设的置换比例范围。间接推动企业兼并重组。
《山西省钢铁产业转型升级 2020 年行动计划》	- 积极推动太钢集团按照合理布局、优势互补的原则,实施不锈钢上下游产业整合,打造全球一流不锈钢生产企业。 - 加快推动晋南钢铁产能置换项目落地,实现立恒钢铁、星原钢铁的产能整合。引导长治市钢铁企业开展兼并重组,统筹组建联合企业集团,实现深度融合、集聚发展。支持和鼓励山西建龙、晋钢集团等龙头企业,加快整合省内存量产能,打造差异化、多元化、集团化发展的区域龙头企业。推进高义钢铁和铭福钢铁通过市场化办法组建钢铁企业集团。 - 通过企业兼并重组带动空间布局优化、转型升级,促进钢铁企业生产建设规范有序,降低企业综合成本、能耗、排放,提高产业化水平。
《河北省钢铁产业链集群化发展三年行动计划》	- 加快推动企业兼并重组,着力构建以世界级大型集团为引领、国内具有较强影响力集团为支撑、新优专精特新企业为补充的梯次发展格局。 2020 年底,产量排名前 10 家钢铁企业粗钢产量占比达到 60%,力争到 2022 年底提高到 65%,大型企业集团整合上下游链条能力明显增强。 - 稳步推进城市钢厂向临港、沿铁转移或有序退出,大幅提高铁路、水路运输能力,基本形成“临海靠港、铁路沿线”产业布局。 2020 年石钢、河钢乐钢、太行 3 个退城搬迁项目建成投产,2021 年河钢宣钢产能全部退出,2022 年城市钢厂搬迁项目基本建成。
《山东省先进钢铁制造产业基地规划(2018—2025)》	- 着力打造日—临沿海先进钢铁制造产业基地、莱—泰内陆精品钢生产基地,加快建设日照先进钢铁制造产业集群、临沂临港高端不锈钢与先进特钢制造产业集群、莱芜精品钢和 400 系不锈钢产业集群、泰安特种建筑用钢产业集群。 - 将目前分散在 12 个市的钢铁企业和钢铁产能,逐步向日—临沿海先进钢铁制造产业基地和莱—泰内陆精品钢生产基地转移,到 2022 年,济南、淄博、聊城、滨州等传输通道城市钢铁企业产能退出 70%以上,将青岛董家口、日照岚山、临沂临港等沿海地区钢铁产能占比提升到 50%以上;到 2025 年,传输通道城市和胶济铁路沿线地区的钢铁产能应退尽退,沿海地区钢铁产能占比提升到 70%以上。
《河南省关于培育新能源汽车及零部件、精品钢及深加工、高端装备制造、文化旅游四大千亿级产业的实施意见》	2020 年企业重组整合、装备产能置换、环保提标改造基本完成。优特钢比重达到 30%以上,企业数量由 11 家整合为 4 家,形成功能完备的原料保障、冶炼、轧材、精深加工产业群,主营业务收入力争达到 1500 亿元左右。 - 推动西部钢铁企业整合,建设年销售收入超 200 亿的优特钢大型钢铁集团。

资料来源:相关新闻整理,华宝证券研究创新部

随着部分民营企业兼并重组经验的逐步积累,以及规模和能力的提升,他们或将成为下一阶段兼并重组的主力军。近年来以建龙、德龙、敬业、方大为代表的民营企业陆续在国内开展兼并重组,其规模和财务实力持续提升;这类民营企业管理模式更加市场化,整合能力不断增强,或将成为下一阶段兼并重组的主力军。

建龙集团:拥有近 20 年的重组整合经验,实力规模位居行业前五。

从 1998 年开始,建龙集团先后在国内重组整合 12 家钢企和 1 家海外钢企,截止 2020

年6月，建龙集团实际控制的粗钢产能约4200万吨（含托管的文水海威）。经过22年的发展，建龙集团以介入破产重整模式为主，通过对陷入困境钢企的重整，得到了部分地方政府的高度认可，尤其是黑龙江和山西省，这也为建龙集团能够在当地持续推进产业整合的提供了政策支持。

2019年建龙集团粗钢产量3118.5万吨。连续两年粗钢产量在国内排名第五位。建龙集团目前的产品结构以建筑用螺纹钢和低端热轧板为主，经过多年的持续兼并，建龙集团在部分省份的钢铁供给结构上拥有较大的影响力：其中建龙集团占据黑龙江供给总量的100%，占据宁夏约50%，占据吉林约25%，占据山西省的约15%。2018年建龙集团发布“亿吨平台战略”：明确提出全资+控股钢铁产能5000万吨，参股钢铁产能5000万。未来建龙集团的兼并重组的步伐还将加快。

表2：建龙集团旗下子公司基本情况

子公司	地点	建龙集团持股 比例	炼铁	炼钢	粗钢产能（万吨）
山西建龙	山西运城闻喜	100%	4*630m3, 1*1080m3, 1*1380m3	转炉：1*80t, 1*90t, 2*120t	475
唐山建龙	河北唐山遵化	100%	3*450m3	转炉：2*60t	170
承德建龙	河北承德兴隆	100%	1*650m3, 1*1350m3	转炉：1*70t, 1*120t, 1*70t 提钒转炉	325
唐山新宝泰	河北唐山丰润	50%	1*450m3, 1*630m3, 1*1080m3	转炉：3*60t	255
抚顺新钢铁	辽宁抚顺	70.72%	2*420m3, 1*580m3, 2*450m3	转炉：3*35t, 1*40t	225
吉林建龙	吉林省吉林市	100%	2*1800m3,	转炉：2*120t	270
吉林恒联精密铸造	吉林省磐石市	100%	2*450m3	转炉：2*35t	120
黑龙江建龙	黑龙江双鸭山	100%	3*530m3	转炉：2*60t	170
西林钢铁集团	黑龙江伊春	100%	1*550m3, 1*1080m3, 2*1260m3	转炉：4*120t。 电炉：2*50t	612
西林阿城钢铁	黑龙江伊春	100%	1*450m3, 1*1260m3	转炉：1*120t。 电炉：2*65t	230
建龙北满特殊钢	黑龙江齐齐哈尔	91.24%	2*450m3	转炉：2*40t, 1*45t, 2*120t。 电炉：1*90t	520
建龙宁夏	宁夏石嘴山	80.13%	2*600m3, 1*1350m3	转炉：2*60t	170
建龙包钢万腾	内蒙古乌海	65.56%	1*1166m3, 1*1200m3	转炉*2*120t	270
马来西亚东钢	马来西亚登嘉楼州	60%	1*600m3	转炉 1*60t	75

山西文水海威	山西吕梁文水	托管	6*450m3, 1*1800m3	转炉: 2*60t, 1*120t	305
--------	--------	----	----------------------	----------------------	-----

资料来源: 相关新闻整理, 华宝证券研究创新部

德龙集团: 成功重组天津渤海钢铁, 混改案列示范效应明显。

德龙控股集团有限公司成立于 2005 年, 是中国第一家在海外上市的民营钢铁企业; 2019 年德龙集团通过重整方式完成对天津渤海钢铁的重组, 实现混合所有制改革; 目前德龙集团控制的海内外合计产能约 2500 万吨。2020 年 9 月德龙与河钢建立战略合作关系; 双方明确在国内是存量合作, 在海外开展增量合作。整体来看, 成功完成天钢混改后, 进一步强化了德龙集团走并购重组的道路。

表 3: 德龙集团旗下子公司基本情况

子公司	地点	炼铁	炼钢	粗钢产能 (万吨)
德龙钢铁	河北邢台	3*1080m3	转炉: 2*120t	300
唐山德龙	河北唐山	2*1080m3	转炉: 2*80t	240
天津天铁冶金集团	河北邯郸	1*450m3, 4*700m3 1*2500m3	转炉: 2*180t, 3*45t,	500
天津钢铁集团有限公司	天津	1*1080m3, 1*2000m3, 1*3200m3,	转炉: 3*120t, 电 炉: 2*110t	665
天津天钢联合特钢有限公司	天津	2*500m3, 3*1080m3	转炉: 3*120t	450
印尼德信	印尼	2*1780m3	转炉: 2*120t	350

资料来源: 相关新闻整理, 华宝证券研究创新部

方大集团: 辽宁方大集团从 2009 年收购南昌钢铁进入钢铁行业, 先后重组江西萍钢、萍钢九江等钢铁公司; 近年先后通过重组方式接手天津、辽宁等地国有企业, 2020 年方大集团完成对四川达钢的破产重整; 目前产能近 1800 万吨。在成功完成多个项目后, 方大集团具备较强的兼并重组和多基地管理能力。

表 4: 方大集团旗下子公司基本情况

子公司	地点	炼铁	炼钢	粗钢产能 (万吨)
方大特钢	江西南昌	2*1050m3 1*510m3	转炉: 2*65t, 1*80t	330
方大九钢	江西九江	2*1780m3, 1*1080m3, 1*450m3,	转炉: 2*60t, 2*120t	550
方大萍钢	江西萍乡	2*420m3, 1*422m3 1*450m3	转炉: 4*35t,	230
方大萍钢安源	江西萍乡	1*1080m3,	转炉: 2*50t,	320

		1*620m3	1*60t	
达钢	四川达州	1*430m3, 2*480m3, 1*1260m3	转炉: 3*120t	350

资料来源: 相关新闻整理, 华宝证券研究创新部

河北敬业集团: 公司总部在河北石家庄, 以石家庄平山基地为基础, 2014 年重组乌兰浩特钢铁厂, 6 年时间使乌钢产能由 50 万吨发展为 200 万吨。2020 年 3 月, 收购英国第二大钢铁企业—英国钢铁公司, 成为跨国企业集团。2020 年 3 月、9 月相继接手云南永昌钢铁公司、广东泰都钢铁公司, 积极开拓西南、华南市场, 并向东南亚辐射。

表 5: 河北敬业旗下子公司基本情况

子公司	地点	炼铁	炼钢	粗钢产能 (万吨)
河北敬业	河北石家庄	6*1260m3 3*1080m3 2*580m3 1*450m3	转炉: 4*50t, 2*80t, 3*150t	1000
云南敬业	云南永昌	1*1350m3, 1*450m3,	转炉: 2*50t, 1*120t	270
乌兰浩特钢铁	内蒙古乌兰浩特	1*503m3, 1*616m3 1*450m3	转炉: 1*70t,	113
广东泰都	广东	1*1080m3,	转炉: 1*90t,	110

资料来源: 相关新闻整理, 华宝证券研究创新部

整体来看, 部分头部的民营企业经过多年的发展, 成功的推进了多期兼并重组项目, 积累了丰富的经验, 也受到部分地方政府的认同。国内经济进入内循环后, 新旧动能转换, 地方政府推动辖区内的钢企走兼并重组、高质量发展的动力增加; 部分头部民营企业, 拥有相应的重组经验, 规模和能力的提升, 或将成为下一阶段兼并重组的主力军。

2.4. 2020 年海外需求大幅下降, 全球钢铁产业链要素和资源流向中国

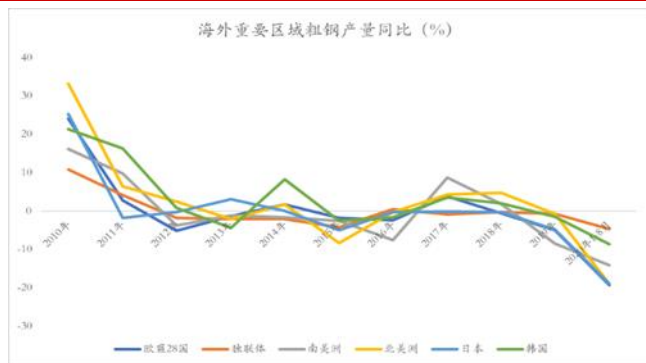
2020 年海外受疫情影响, 需求下降导致供给加速下滑。2019 年海外六大区域, 欧盟、独联体、南美、北美、日本、韩国粗钢产量粗钢产量同比分别是-4.9%、-0.74%、-8.42%、-0.76%、-4.79%、-1.52%。1-8 月六大区域累计粗钢产量同比-19.3%、-4.7%、-14.1%、-19%、-19%、-8.6%, 海外需求下降导致粗钢供给加速下滑。

但部分新兴经济体粗钢产量延续增长趋势。2019 年印度粗钢产量 1.11 亿吨, 同比 1.74%; 2020 年 1-8 月累计粗钢产量 6111 万吨, 同比-18.8%; 越南 2019 年粗钢产量 2010 万吨, 同比 29.7%; 2020 年 1-8 月累计粗钢产量 1549 万吨, 同比 12.2%。

新兴国家受制于国内需求和原先出口地区的需求下降, 将钢材出口转向中国。2020 年国内钢材进口来源主要是从南亚、东南亚、独联体地区的钢材大幅增加。南亚地区主要是印度, 2018、2019 年的出口中国基本在月均 0 的水平, 到 2020 年 6 月达到 26 万吨, 7 月 58 万吨,

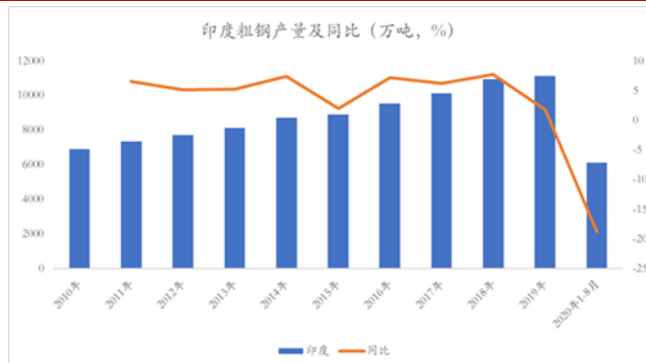
8月41万吨；东南亚地区出口中国在2018、2019年月均3万吨左右，2020年6-7月达到30-40万吨；独联体地区2018、2019年出口中国月均0万吨左右，2020年7、8月均10万吨左右水平。整体来看，印度和东南亚等新兴国家之前钢材以内需为主，今年受到疫情影响，内部需求下降；独联体地区之前钢材以出口欧盟为主，今年欧盟受到疫情影响需求下降；这些新兴经济体国家钢材生产成本具备相对优势，因此将钢材出口转向中国。

图 29：海外重要区域粗钢产量同比



资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 30：印度粗钢产量及同比



资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 31：亚洲其他经济体粗钢产量及同比



资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 32：钢材进口国家情况 1

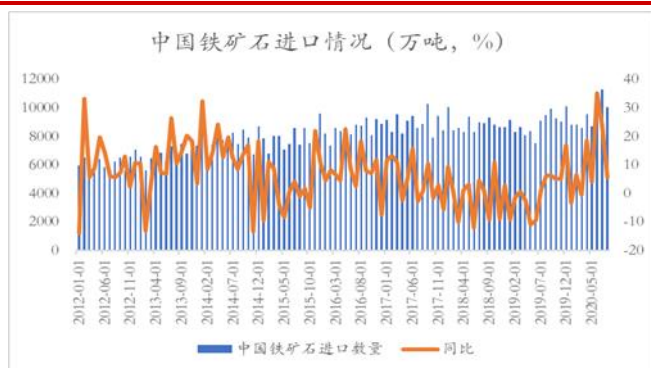


资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

国内铁矿进口连续三月超亿吨，全球铁矿出口大量转向中国。8月国内进口铁矿石10036万吨，同比5.81%，连续三个月超过1亿吨。6-8月三个月，澳大利亚、巴西、印度、智利、蒙古、俄罗斯、加拿大等国对中国的铁矿出口同比、环比都出现大幅增加；其中巴西尽管深受疫情和溃坝事件影响，铁矿生产发货同比下降，但对中国的发货量占比持续增加，7-8月分别是57%、60%、75%，大幅高于18年正常水平。整体来看，日本、韩国、欧盟等传统铁矿进口重要区域的需求下降，导致大量铁矿资源出口转向中国。

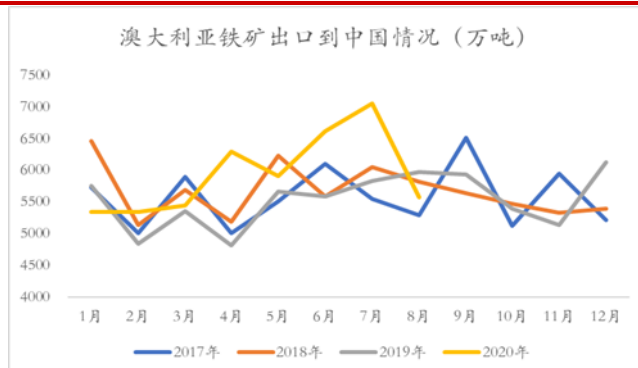
今年受疫情影响，日本、韩国、欧盟等传统制造业大国经济受到大幅冲击，钢材需求和生产下降，原本以该区域为出口导向的铁矿、钢坯、钢材只能重新寻求流向。同时印度、东南亚等新兴经济体受疫情影响，国内钢材需求下降，导致钢坯、钢材也转向出口。中国经济在政策的支撑下，复工复产稳步推进，国内钢材需求较好，导致全球钢铁产业链要素和资源流入中国。

图 33：中国铁矿石进口情况



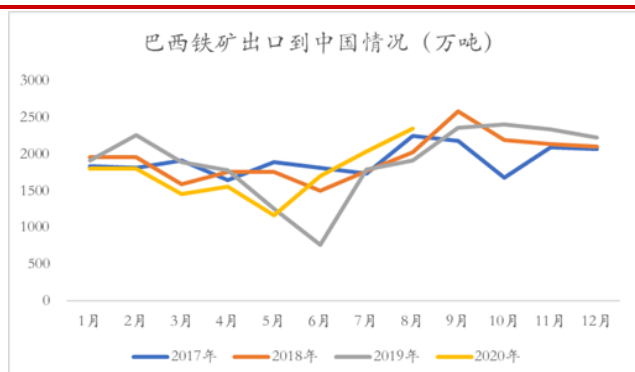
资料来源：海关总署，华宝证券研究创新部

图 34：澳大利亚铁矿出口到中国情况



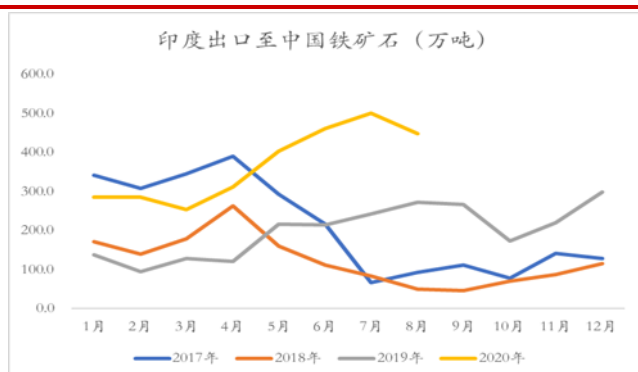
资料来源：海关总署，华宝证券研究创新部

图 35：巴西铁矿出口到中国情况



资料来源：海关总署，华宝证券研究创新部

图 36：印度出口至中国铁矿石



资料来源：海关总署，华宝证券研究创新部

3. 需求转化迎来新周期：2021 年需求持平、板强长弱、特强普弱

2021 年是十四五规划的开局之年，在内循环为主的发展格局下，国内经济将进一步加速向消费、创新驱动转变。预计国内 GDP 耗钢系数进入下行趋势，与投资链条相关的建筑用钢需求趋弱，与消费链条相关的高端板材需求稳步增长；随着疫苗的投入使用，2021 年海外疫情将稳步得到控制，需求逐步复苏，钢材表观消费小幅增长。整体预计 2021 年钢铁内需基本持平、外需小幅增长。内需呈现板强长弱、特强普弱。

3.1. 经济重回消费和创新驱动，GDP 耗钢系数下降

2020 年国内前三季度 GDP64.83 万亿元，累计同比 0.7%。第一产业累计同比 2.3%，第二产业累计同比 0.9%，第三产业累计同比 0.4%。受疫情冲击，国内经济增速下滑；在逆周期政策的驱动下，第二产业领先第三产业恢复增长，其中二季度第二产业当季同比 4.7%，前值-9.6%；第三产业当季同比 1.9%，前值-5.2%。2021 年逆周期政策逐步退出，经济重回到内生性发展轨道，消费和创新驱动仍将是中国经济的主动力，第三产业将重新引领经济增长。

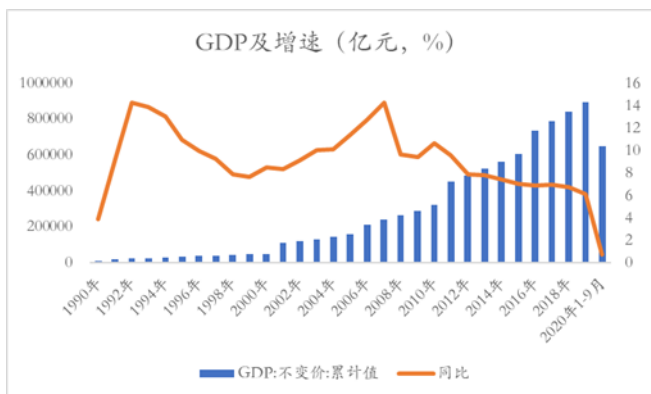
从产业对金属产品的消耗系数来看，第三产业对包括钢材在内的的金属产品消费整体弱于第二产业，11 个第二产业投入产出中对金属产品消耗系数平均为 0.08，5 个第三产业投入产出中对金属产品的消耗系数平均为 0.01。

2014 年以来我国经济的增速逐步回落，经济结构调整，第三产业增速和所占比重均超过

第二产业，消费和创新逐步引领经济发展。受此影响，国内单位 GDP 耗钢系数出现回落，由 2013 年的 1548 吨/亿元下降到 2016 年的 1046 吨/亿元。2015-2019 年，国民经济耗钢系数整体在 950-1150 之间波动，耗钢系数呈现小幅波动、趋稳的态势。

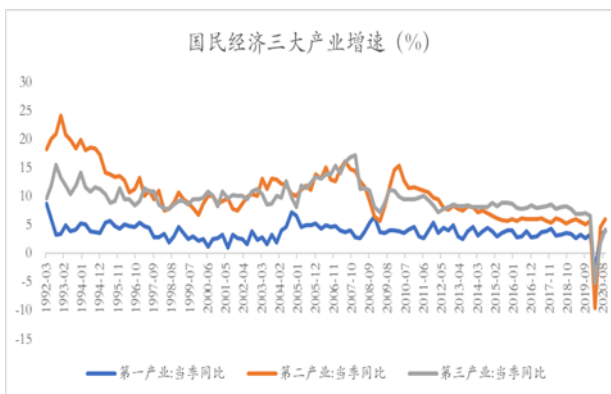
2020 年 H1 国民经济耗钢系数 1178 吨/亿元，环比上升 120 吨。短时期耗钢系数环比大幅回升主要与上半年第二产业增速好于第三产业有关。随着疫情逐步控制，逆周期政策逐步退出，进入内循环发展为主的格局，未来第三产业增速将再次引领，单位经济对钢材需求量将减少。预计 2021 年国民经济耗钢系数环比下降。

图 37: GDP 及增速



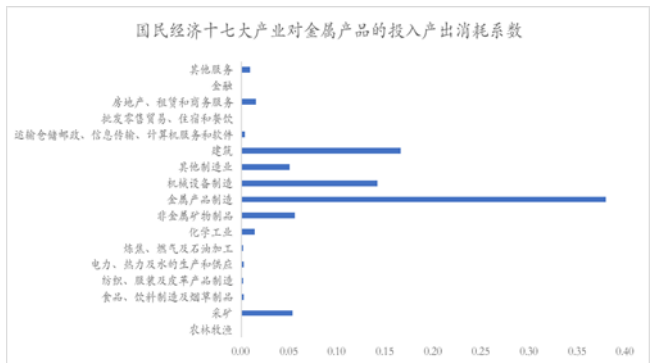
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 38: 国民经济三大产业增速



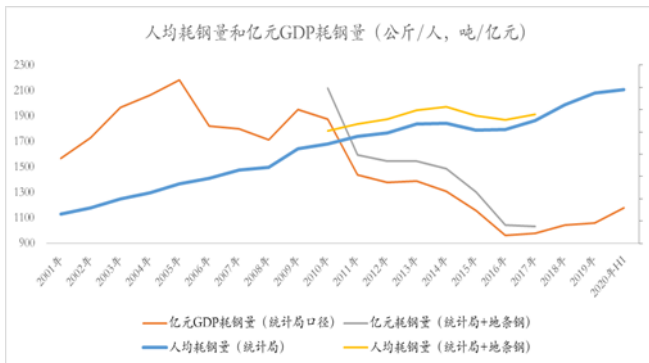
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 39: 国民经济十七大产业对金属产品的消耗系数



资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 40: 人均耗钢量和亿元 GDP 耗钢系数



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.2. 房地产投资回弱，对建筑用钢需求拉动减弱

2020 年前三季度国内房地产投资累计完成 10.3 万亿元，同比 5.6%。前三季度房地产快速回升主要来自于信贷宽松，其中：

- 居民再次加杠杆，房地产销售大幅回暖，拉动房地产投资回升。一方面随着利率市场化改革的推进，贷款利息成本下降，2020 年 LPR 由年初的 4.8% 下降到 4.65；另一方面上半年在宽松信贷的支持下，银行加大面向居民发放住房放贷。1-9 月居民中长期贷款合计 46000 亿元，同比增长 11.1%；居民中长期贷款以购房为主，这也体现在房地产开发到位资金中，其中来自定金及预收款合计 45145 亿元，同比 2.9%；个人按揭贷款 21783 亿元，同比 9.5%，最终通过居民购房正反馈拉动投资端增长。
- 上半年房企融资放宽，支撑房地产投资回暖。2 月复工复产以来，各地加大对房地产企业复工复产的政策支持，包括税收政策、延迟交土地出让金等；同时在宽信贷

的环境下，银行业加大对房企的放贷，1-9月房企获得贷款合计20484亿元，同比4%，进一步支撑房地产投资回暖。

- 在信贷宽松的驱动下，1-9月国内新房合计成交面积117072万平方米，累计同比-1.7%，从4月开始当月同比转正、加快回升；销售和资金到位的改善，驱动房企加快拿地，1-9月国内百城土地成交面积达49642万平方米，同比11%；土地成交的放量也驱动房地产新开工的转好，1-9月房地产新开工面积160090万平方米，5-8月连续持续创历史同期新高。
- 上半年房地产新开工的转好，再叠加建筑施工用钢实施新标准，1-9月建筑用钢需求整体较好；重点钢企钢筋产量1.35亿吨，同比增速11%，整体高于钢材总体增速7.9%的水平。
- 建筑结构新规范调整导致单位面积用钢量增加。2019年4月1日起开始实施《建筑结构可靠性设计统一标准》。在新版规范中，恒载和活载分项系数由(1.2, 1.4)调整到(1.3, 1.5)。这对建筑用钢筋的需求将产生一定的拉动；根据建筑结构模型的测算，以20楼剪力墙结构的塔楼和3层框架结构的商业楼层为例，新旧标准对各部件的含钢量的影响分别增加0.22kg/m²和1.2kg/m²。

随着经济的逐步恢复，2020年三季度以来逆周期政策逐步退出，同时7月国内再次对房地产调控趋严。在内循环发展的大格局下，2021年房地产投资同比预计整体回弱，房地产对建筑用钢需求拉动偏弱。

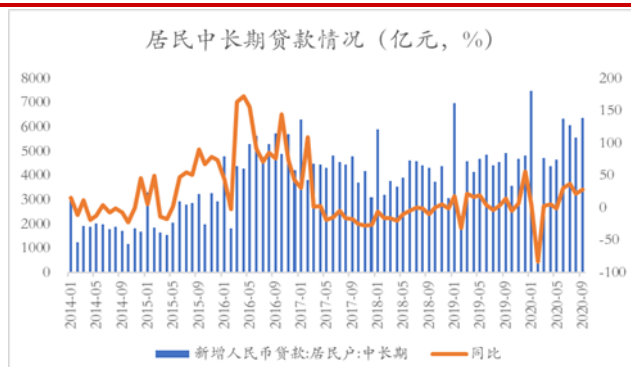
8月20日，住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，会议上，明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，被称为“三道红线”。该政策将于2021年1月1日起全行业全面推行。“三道红线”包括房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%；房企的净负债率不得大于100%；房企的“现金短债比”小于1。拿地销售比是否过高、经营性现金流情况两个方面也将作为监管机构考察的重要指标。三道红线管控将使得房企融资规模得到管控。

图 41：房地产开发投资完成情况



资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

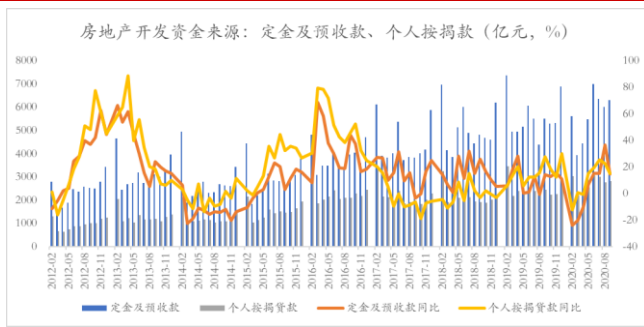
图 42：居民中长期贷款情况



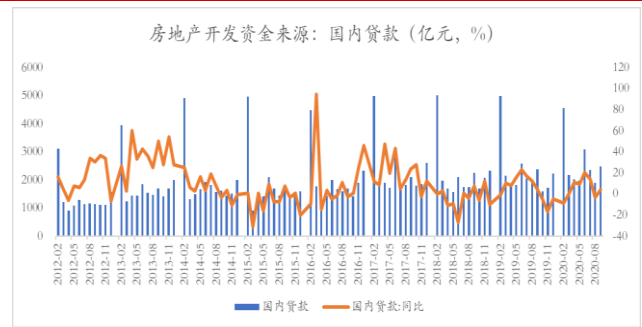
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 43：房地产开发资金来源：定金及预收款、个人按揭款

图 44：房地产开发资金来源：国内贷款



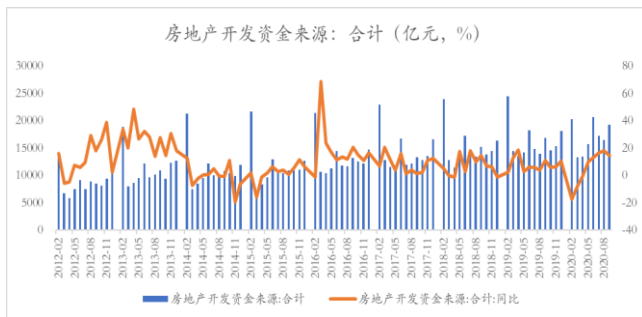
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部



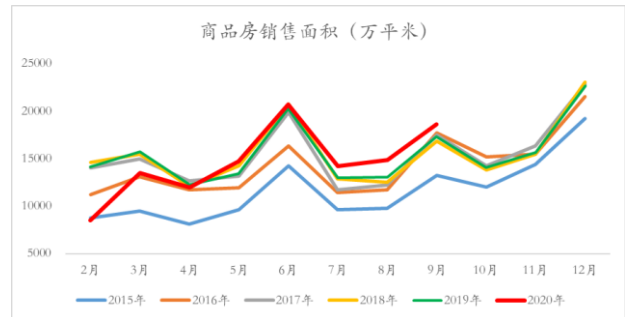
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 45: 房地产开发资金来源: 合计

图 46: 商品房销售面积



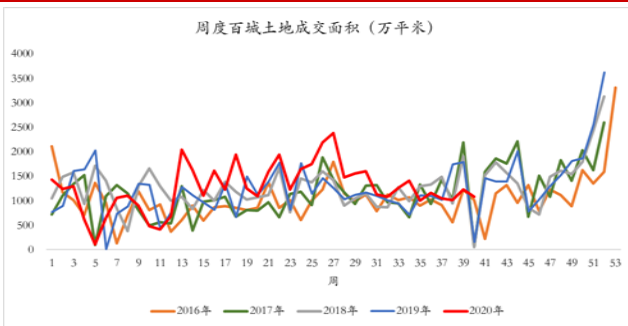
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部



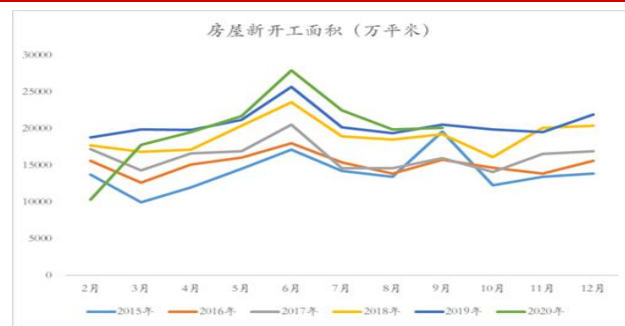
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 47: 周度百城土地成交面积

图 48: 房屋新开工面积

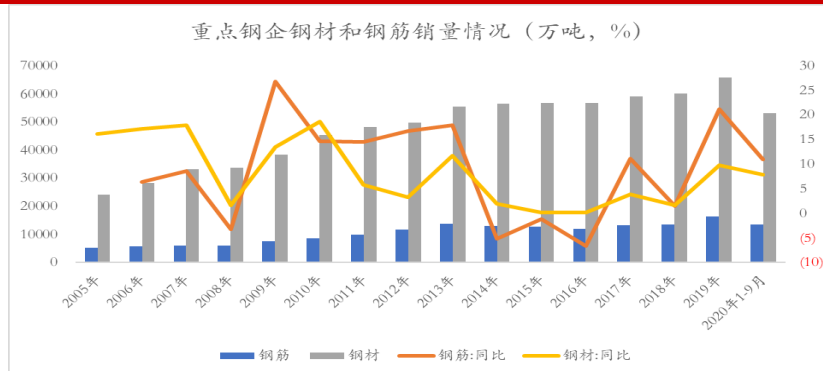


资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部



资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 49: 重点钢企钢材和钢筋销量情况



资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

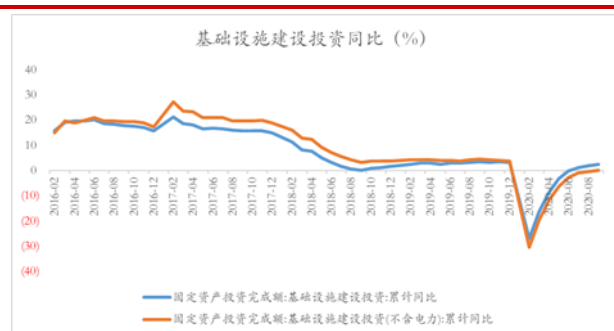
3.3. 基建投资平稳，对建筑用钢需求持平

2020年1-9月广义基建投资累计同比2.42%，狭义基建投资累计同比0.2%。1-9月交通运输、仓储和邮政业累计同比2.1%，其中铁路投资同比4.5%，道路运输同比3%，水上运输同比-1.9%，水利、环境和公共设施管理同比-2.1%。

5月政府工作报告明确提出全年地方债发行量3.75万亿元。从专项债实际发行情况来看，1-9月地方政府专项债累计发行36966亿元。上半年在逆周期六稳和六保政策的驱动下，地方专项债加速发行，但从专项债投入领域来看，主要以面向新基建投资为主；传统基建投资尽管二季度以来有回升，但整体还是以趋稳为主。

预计2021年继续实施积极的财政政策，但随着经济稳步恢复，总体财政政策边际上会有收紧的趋势，地方政府专项债增幅或将缩小，预计全年基建投资延续低速平稳的态势，基建带来的建筑用钢需求整体趋稳。

图 50：基础设施建设投资同比



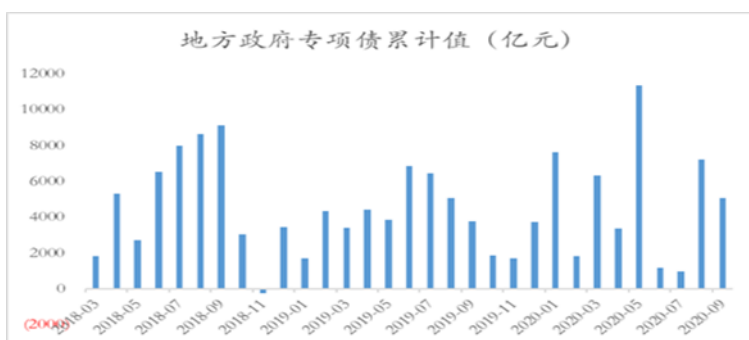
资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 51：部分基础设施行业固定资产投资累计同比



资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

图 52：地方政府专项债累计值



资料来源：国家统计局，Wind，华宝证券研究创新部

3.4. 乘用车稳步增长，商用车销量趋稳，汽车用钢稳定增长

1-9月，国内汽车合计产量1695.7万辆，同比-6.7%；合计销量1711.6万辆，同比-6.9%。从4月开始汽车产销恢复增长，连续5个月销量增速高于10%；随着汽车销售逐步恢复增长，从7月开始库存同比转正，但补库力度较弱。

1-9月，国内乘用车合计产量1322.1万辆，同比-12.4%；销量1337.6万辆，同比-12.4%。从5月开始乘用车产销恢复增长，9月乘用车销量突破200万辆，库存延续下降的趋势。

1-9月，国内商用车累计产量373.5万辆，同比21.5%；销量374万辆，同比19.81%。从4月开始，商用车迎来高增长，连续6个月销量增速高于30%，库存增速基本与销量一致，维持在较高水平，整体反映商用车市场景气度较高。

横向与巴西、墨西哥等国对比来看，中国乘用车消费仍有潜力，但从渗透率来看，中国汽车市场进入普及前期到后期的转化，未来中长期将以低速增长为主；经济进入内循环为主，汽车是居民消费重要支出，未来对汽车消费的支持政策整体呈现温和性、持续性；在房价趋稳、居民收入增长回升的预期下，汽车类可选消费的支出将有很好的保障；短期停车矛盾的缓解和保险费用的下降，制约购车需求的因素有改善。高端化、“新四化”导向是乘用车消费升级的主趋势。

2016年以来国内中等收入阶层群体收入增速加快，同时部分高端车售价的下调，以及二手车市场的成长，保障了乘用车更新换代、消费升级的持续性。

新能源车“电动化、智能化、网联化、共享化”的技术驱动，将进一步加速居民对乘用车消费的升级。

预计2021年乘用车市场在低增速区间迎来一轮上升周期。

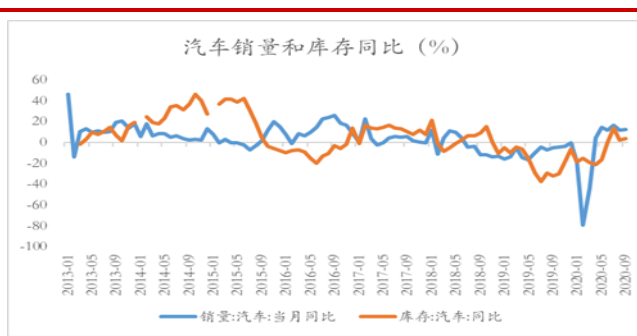
2021年重卡市场，政策带来的存量更新驱动力减弱，但在内循环发展为主的格局下，治超常态化，新增需求增速回升；预计2021年重卡市场需求趋稳。受此拉动，2021年国内汽车用钢同比稳定增长。

图 53：汽车产销量情况



资料来源：中汽协，华宝证券研究创新部

图 54：汽车销量和库存同比



资料来源：中汽协，华宝证券研究创新部

图 55：乘用车产销量情况



资料来源：中汽协，华宝证券研究创新部

图 56：乘用车销量和库存同比



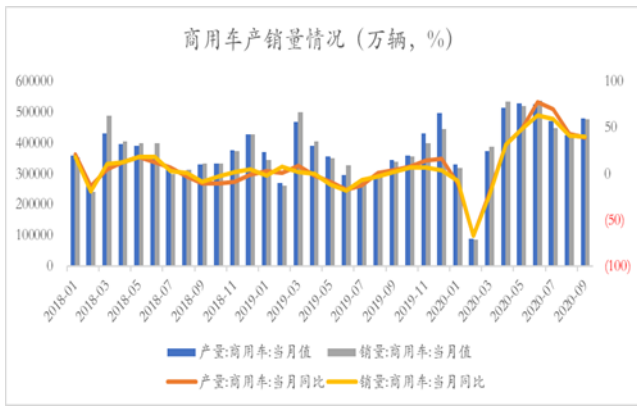
资料来源：中汽协，华宝证券研究创新部

图 57：商用车产销量情况



图 58：商用车销量和库存同比





资料来源：中汽协，华宝证券研究创新部



资料来源：中汽协，华宝证券研究创新部

3.5. 三大家电产销恢复增长，家电用钢回暖

2020 年 1-8 月空调累计产量 13887 万台，同比-12.2%；1-8 月冰箱累计产量 5537 万台，同比-1.9%；1-8 月洗衣机累计产量 4733.9 万台，同比-1.4%。

2020 年三大家电内销整体负增长，冰箱需求有改善迹象。1-8 月国内空调销量 5684.5 万台，同比-17.4%；从 6 月开始同比转正，但到 8 月再次大幅回调，反映空调市场需求还没有大幅回暖。1-9 月冰箱销量 2639.7 万台，同比-7%；从 6 月开始稳步恢复增长，反映冰箱需求稳步改善。1-8 月洗衣机销量 2512.1 万台，同比-11.5%；当月同比延续负增长，整体需求仍较低迷。

2020 年空调和洗衣机出口下滑，冰箱出口快速回升。1-8 月空调累计出口 3768 万台，同比-15.61%；当月同比延续负增长。1-8 月冰箱累计出口 4242 万台，同比 11.54%；从 6 月开始连续 4 个月出口大幅增长。洗衣机累计出口 1333 万台，同比-21.45%，当月出口延续负增长。

从三大家电的内外需来看，冰箱领先空调和洗衣机改善，整体说明在疫情影响下，社会经济活动受到隔离，居民居家工作和生活对保存食物需求的增加。

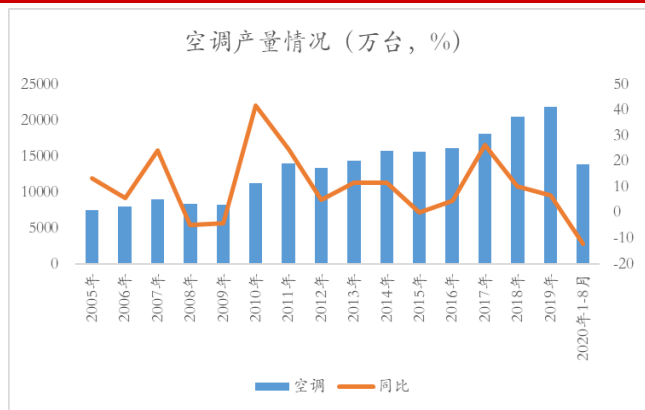
由于家电出口占比较高，外需会受到疫情和贸易争端两方面因素影响；内需受房地产竣工以及存量更新额影响。基于影响因素的不同，大致有以下三种情景：

- 情景一：海外疫情全面得到控制，经济社会生活恢复；且贸易争端维持现有局面，三大家电外需改善。三大家电需求整体迎来增长，空调和洗衣机恢复较快。
- 情景二：海外随着疫苗投入使用、疫情逐步控制；且贸易争端维持现有局面，三大家电外需稳步改善。在内循环的推动下，空调、冰箱、洗衣稳步恢复；整体三大家电销量稳步增长，空调、洗衣机增速高于冰箱。
- 情景三：海外疫情持续，贸易争端加剧，三大家电外需整体基本持平，国内需求稳步改善。整体销量小幅增长。

我们倾向于状态二：三大家电销量恢复增长，且空调、洗衣机增速高于冰箱。受此拉动，家电用钢回暖。

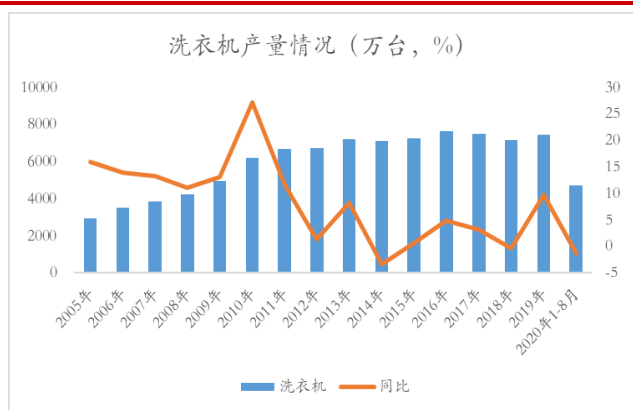
图 59：空调产量情况

图 60：冰箱产量情况



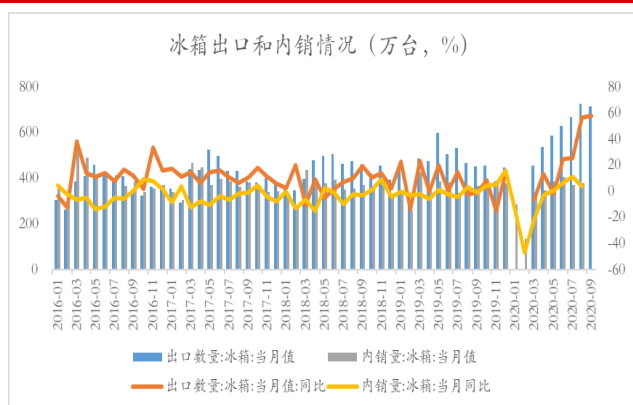
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 61: 洗衣机产量情况

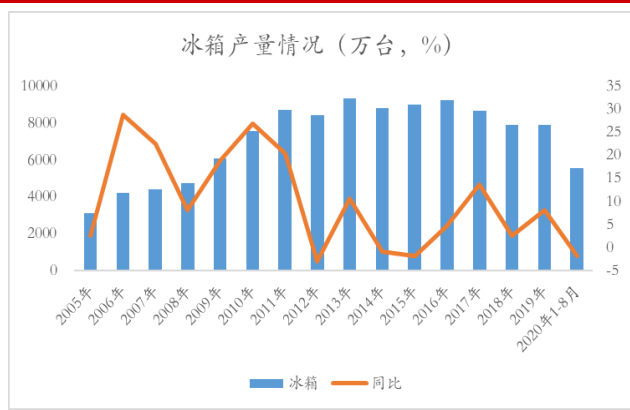


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 63: 冰箱出口和内销情况

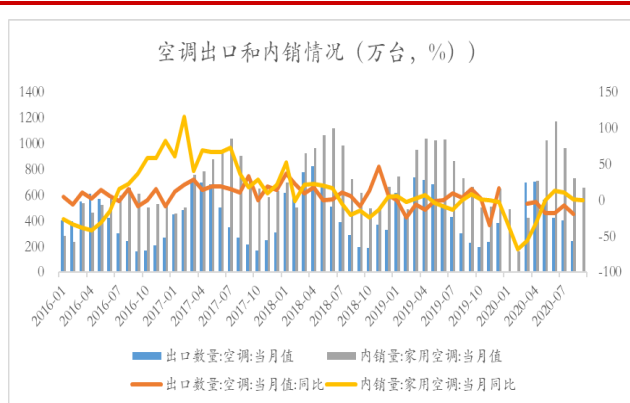


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部



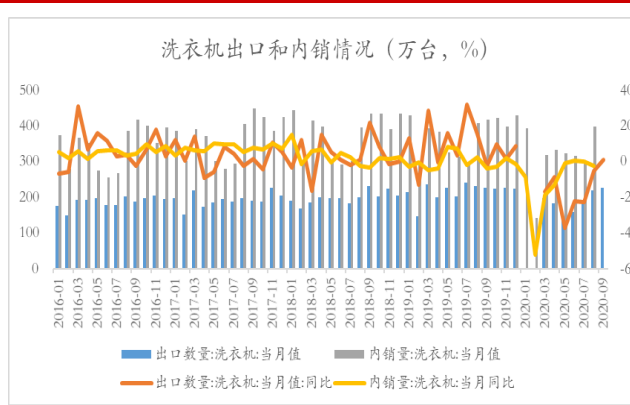
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 62: 空调出口和内销情况



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 64: 洗衣机出口和内销情况



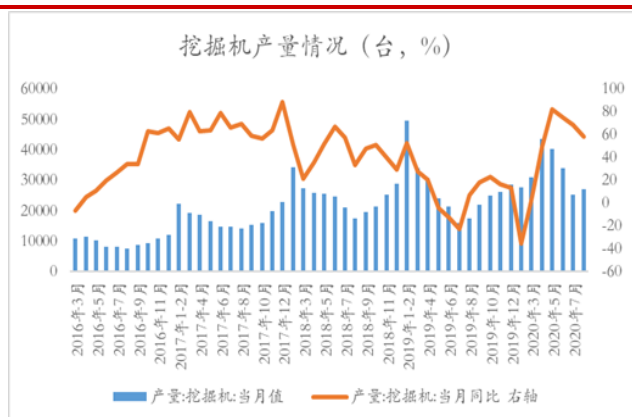
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

3.6. 工程机械景气度回调, 机械用钢环比下降

2020 年逆周期政策加码, 固定资产投资快速回升的拉动, 工程机械整体呈现高景气度, 大部分产品销量实现高增长。1-8 月挖掘机产量 24.03 万台, 同比 28.5%, 从 4 月开始连续保持着高增长; 1-8 月挖掘机销量 21.05 万台, 同比 28.81%; 推土机销量 3954 辆, 同比 -3.47%; 装载机销量 81328 辆, 同比 3.42%; 起重机销量 37332 辆, 同比 22.14%; 压路机销量 13582 辆, 同比 12.53%; 叉车销量 476971 辆, 同比 18.9%。

2021 年随着逆周期政策的退出，国内经济重回到消费和创新驱动，固定资产投资增速下行，对工程机械需求减少，景气度回调，机械用钢需求下降。

图 65：当月挖掘机产量



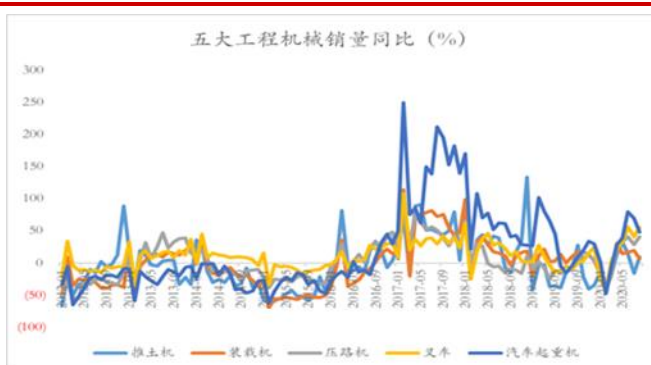
资料来源：中国工程机械协会，华宝证券研究创新部

图 66：当月挖掘机出口情况



资料来源：中国工程机械协会，华宝证券研究创新部

图 67：五大工程机械销量同比



资料来源：中国工程机械协会，华宝证券研究创新部

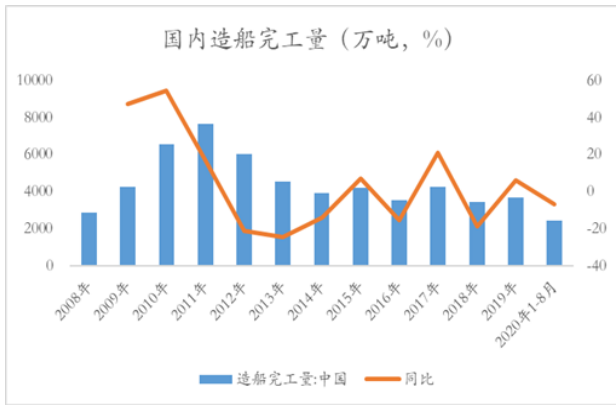
3.7. 造船完工量见底反弹，船舶用钢需求改善

1-8 月国内造船完工量 2410 万吨，同比-7.09%。1-8 月 Clarksons 全球造船完工量 6122 万吨，同比-9.93%。截止 9 月国内手持船舶订单量 6985 万吨，相比 2019 年末下降 1181 万吨；全球手持订单量 14837 万吨，相比 2019 年末 3800 万吨。

从全球贸易形势来看，出口在 2020 年 5 月触底后，逐步回升；8 月美国货物进出口金额同比由最低的-30%回升到-9.15%；日本贸易总额由最低的-27.1%回升到-17.8%；欧盟 27 国商品贸易进出同比由最低的-27.9%回升到-13.5%；中国商品进出口同比有-9.2%回升到 9 月的 11.4%。进出口的环比改善，也带动波罗的海指数回升，在 2 月和 5 月经历触底后，由 400 左右快速攀升至 1600-2000 的区间。

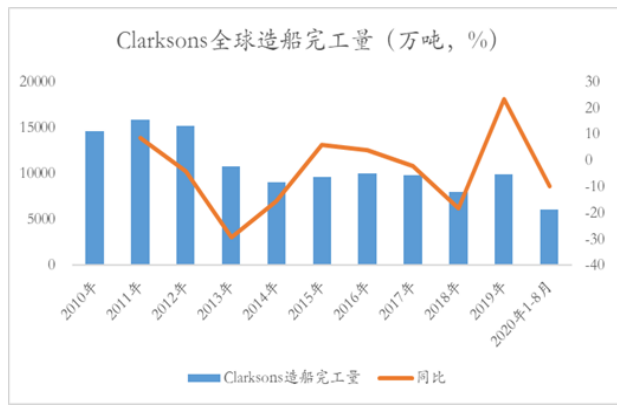
预计 2021 年随着疫情逐步控制，全球贸易争端维持目前状况，出口逐步改善，在 BDI 指数回升的驱动下，造船企业新接订单量逐步增加，出现见底反弹趋势。受此拉动，船舶用钢需求改善。

图 68：国内造船完工量



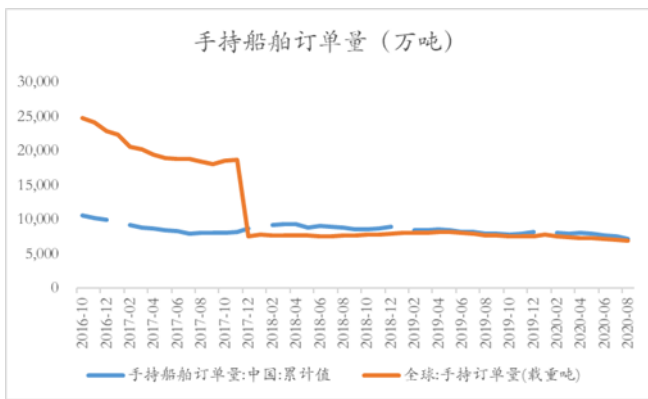
资料来源：中国船舶工业协会，华宝证券研究创新部

图 69：Clarksons 全球造船完工量



资料来源：中国船舶工业协会，华宝证券研究创新部

图 70：中国手持船舶订单量



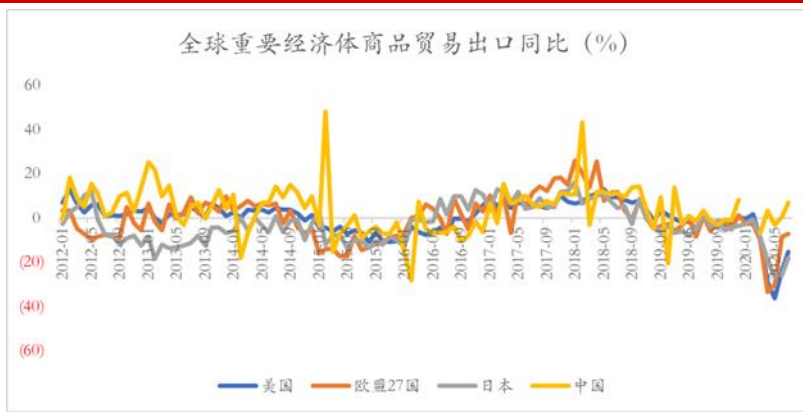
资料来源：中国船舶工业协会，华宝证券研究创新部

图 71：波罗的海干散货指数 (BDI)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 72：全球部分重要经济体出口增速



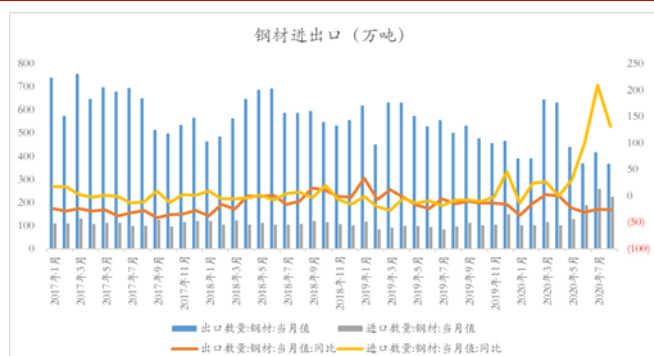
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.8. 预计 2021 年海外需求回升，钢材净出口小幅增长

1-8 月，国内累计钢材净出口 2436.7 万吨，同比-34.74%；其中累计出口 3656.09 万吨，同比-18.7%，减少 841.3 万吨，其中对东南亚出口减少 304 万吨，对东亚出口减少 206 万吨，对欧盟出口减少 86 万吨，对南亚出口减少 83.5 万吨，对南美出口减少 74.7 万吨；累计进口 1218.84 万吨，同比 59.58%。基于对疫情和全球贸易格局不同状态的研判，未来有六种情景，我们倾向于情景二。

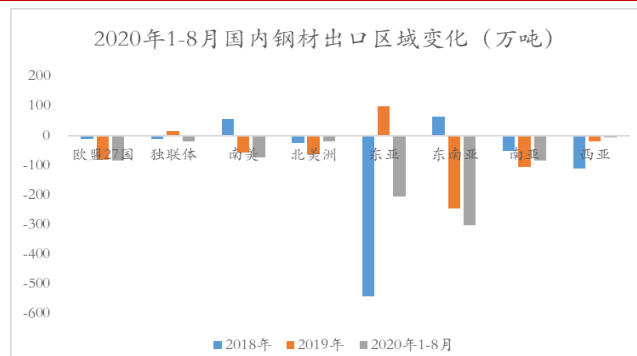
- 情景一：海外疫情稳步控制，经济活动恢复；全球贸易格局有改善。海外钢材需求回升，国内钢材出口增长，之前部分出口至中国的钢材重新回流欧美等区域。钢材净出口增长，回到 2019 年的水平。
- 情景二：海外疫情稳步控制，经济活动恢复；全球贸易维持现有局面。海外钢材需求回升，国内钢材出口小幅增长，之前部分出口至中国的钢材重新回流欧美等区域。钢材净出口小幅增长，但仍然低于 2019 年的水平。
- 情景三：海外疫情稳步控制，经济活动恢复；全球贸易争端加剧。海外钢材需求小幅回升，国内钢材出口基本持平，之前部分出口至中国钢材重新回流欧美，国内进口同比下降，钢材净出口基本持平。
- 情景四：海外疫情阶段性蔓延，经济活动有一定冲击；全球贸易格局有改善。海外钢材需求整体持平，国内钢材出口小幅增长，国内进口延续高位。钢材净出口基本持平。
- 情景五：海外疫情阶段性蔓延，经济活动有一定冲击；全球贸易争端维持现有局面。海外钢材需求整体持平，国内钢材出口基本持平，国内进口延续高位。钢材净出口基本持平。
- 情景六：海外疫情阶段性蔓延，经济活动有一定冲击；全球贸易争端加剧。海外钢材需求整体持平，国内钢材出口下降，国内进口延续高位。钢材净出口再下降。

图 73：钢材进出口



资料来源：海关总署，Wind，华宝证券研究创新部

图 74：2020 年 1-8 月国内钢材出口区域变化



资料来源：海关总署，Wind，华宝证券研究创新部

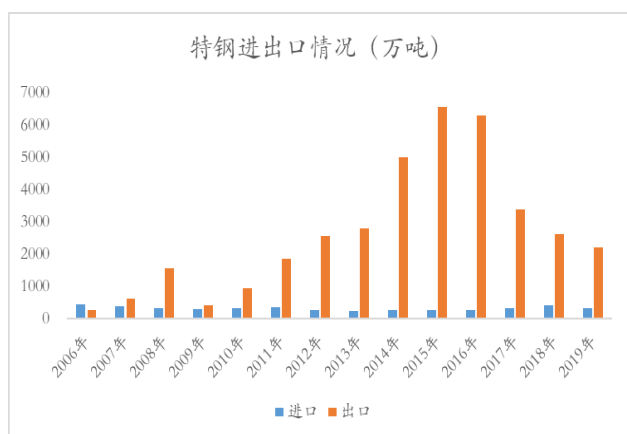
3.9. 高端特钢进口替代稳步增长

1-9 月国内特钢进口大幅增加。特钢进口合计 340.7 万吨，同比增加 45.8%；特钢出口 1759.1 万吨，同比减少 27%。其中进口增加幅度低于普钢，出口减少幅度与普钢基本相当。

大量中低端特钢涌入国内市场。1-9 月国内进口特钢平均价格 1284 美元/吨，相比 2019 年下降 373 美元；1-9 月国内出口特钢平均价格 720 美元/吨，相比 2019 年下降 24 美元。整体来看，进口价格大幅下降，反映 2020 年进口的增量主要来自于中低端特钢的进入。

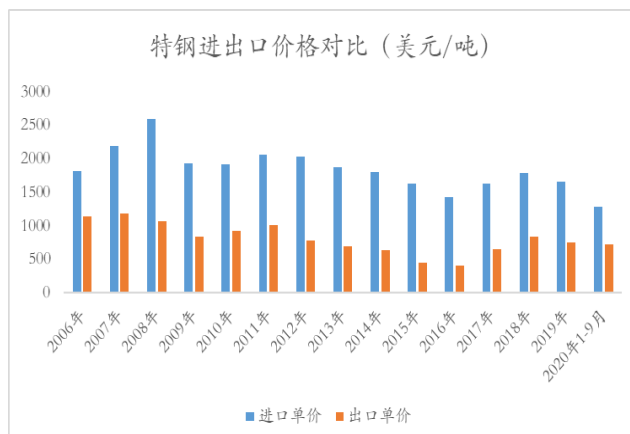
特钢高端品种对外部进口的依赖程度较高，未来替代空间较大。从进口占表观消费量的比重来看，2020 年 1-9 月为 3.9%，相比 2020 年上升 1 个 pct，相比同期普钢高 2.2 个 pct。整体说明特钢部分品种对外部进口的依赖程度仍然较高，一些高端钢种仍需要进口。假设特钢进口占消费的比重降到与普钢相一致，未来特钢产业进口替代空间在 200 万吨左右。相当于一家中型特钢企业产量。随着经济进入内循环为主的格局下，高端特钢进口替代将迎来稳步增长。

图 75：特钢进出口情况



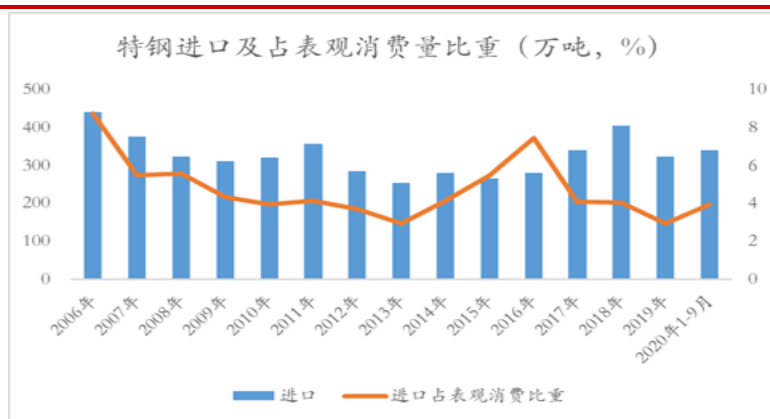
资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 76：特钢进出口价格对比



资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

图 77：特钢进口及占表观消费量比重



资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

3.10. 总结：2021 年国内需求基本持平，海外需求小幅增长

2021 年国内基建投资企稳、房地产投资小幅回弱，消费和出口小幅改善，GDP 增速整体回到疫情前水平，受 2020 年低基数的影响，预计 2021 年 GDP 增速回到 6% 的水平。我们预计国内粗钢表观消费基本持平，海外需求小幅增长。供给小幅增长。

表 6：钢铁供需平衡表

(万吨)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E
建筑行业用钢量	410.0	412.0	413.0	460.6	488.2	512.6	515.2
同比 (%)	-5.7	0.5	0.2	8.0	6.0	5.0	0.5
机械行业用钢量	125.0	122.0	124.0	125.2	130.2	140.7	140.7
同比 (%)	-1.6	-2.4	1.6	1.0	4.0	8.0	0.0
汽车行业用钢量	56.0	61.2	64.0	61.4	56.5	56.0	57.1
同比 (%)	3.7	9.3	4.6	-4.0	-8.0	-1.0	2.0
造船行业用钢量	16.0	15.1	15.2	13.4	13.6	13.1	13.4
同比 (%)	-5.9	-5.6	0.7	-12.0	2.0	-4.0	2.0
家电、五金行业用钢量	13.0	13.1	13.4	13.8	14.8	15.1	15.9
同比 (%)	8.3	0.8	2.3	3.3	7.0	2.0	5.0
其他行业用钢	403.9	419.4	356.6	374.5	449.4	490.0	500.0

粗钢表观消费量	698.1	707.3	766.3	869.5	944.1	1003.5	1008.5
同比 (%)	-5.5	1.3	8.3	13.5	8.6	6.3	0.5
钢材表观消费量	1023.9	1042.7	986.1	1049.3	1152.8	1227.4	1242.1
同比 (%)	-2.1	1.8	-5.4	6.4	9.9	6.5	1.2
粗钢净出口	105.7	101.1	65.4	58.7	52.3	34.0	36.4
同比 (%)	25.6	-4.4	-35.3	-10.2	-10.9	-35.0	7.0
钢材净出口	99.6	95.3	62.1	56.2	52.0	36.4	40.0
同比 (%)	25.5	-4.4	-34.8	-9.6	-7.4	-30.0	10.0
粗钢产量	803.8	808.4	831.7	928.3	996.3	1037.5	1044.9
同比 (%)	-2.3	0.6	2.9	11.6	7.3	4.1	0.7
钢材产量	1123.5	1138.0	1048.2	1105.5	1204.8	1263.8	1282.2
同比 (%)	-0.2	1.3	-7.9	5.5	9.0	4.9	1.5

资料来源：钢联数据，华宝证券研究创新部

4. 2021 年行业盈利整体企稳，板强长弱、特强普弱

4.1. 铁矿供需相对宽松，价格中枢下降

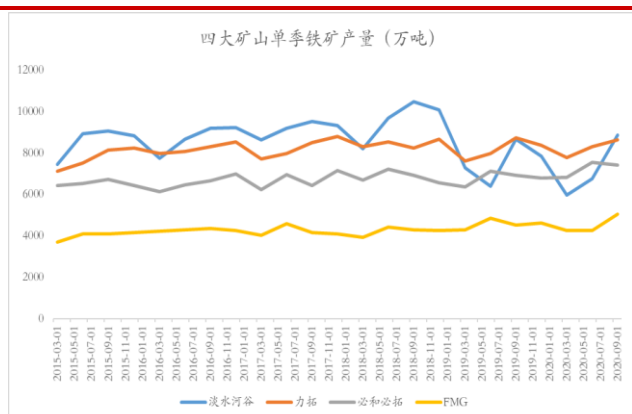
2020 年前三季度两拓产量增长，淡水河谷产量下滑、但二季度以来逐步改善，FMG 产量下滑。其中：1-9 月力拓铁矿石产量 2.47 亿吨，同比增长 1.8%；销量 2.56 亿吨，同比 0.9%。其中一、二季度产量同比增长 2.4%、4.3%，三季度同比-1.1%。

1-9 月必和必拓铁矿石产量 2.17 亿吨，同比 6.8%；销量 2.19 亿吨，同比 7.63%。其中一、二、三季度产量持续增长，分别是 7.2%、6.3%、7.1%。

1-9 月淡水河谷铁矿石产量 2.16 亿吨，同比-3.5%；销量 1.95 亿吨，同比-12.9%。其中一、二、三季度产量同比分别是-18%、5.5%、2.3%。

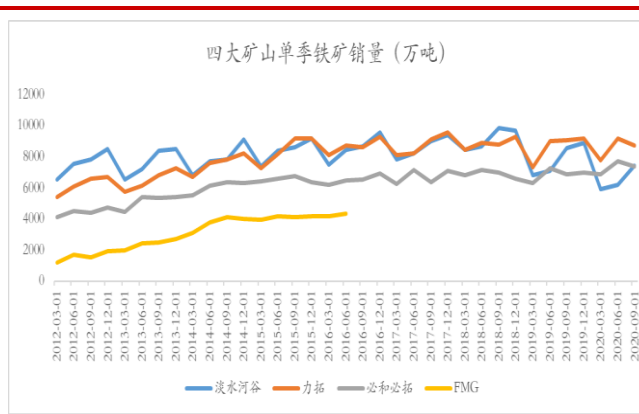
1-9 月 FMG 产量 1.31 亿吨，同比-4.0%；其中一、二、三季度同比分别是-1.4%、-12%、2%。

图 78：四大矿山单季铁矿产量



资料来源：公司公告，华宝证券研究创新部

图 79：四大矿山单季铁矿销量



资料来源：公司公告，华宝证券研究创新部

2021 年整体铁矿石供需相对宽松。铁矿石供给增量主要来 VALE 部分矿山的复产，以及下半年新建矿山陆续投产。

- 从 2020 年下半年开始，VALE 前期停产矿山陆续复产，2020 年 6 月 S11D 产能通过改造、提升至 9100 万吨/年，2021 年将完全释放。同时 2021 年还约有 4000 万吨产能有待恢复；
- 新建矿山在 2021 年下半年陆续投产。包括 Eliwana、Iron Bridge、South Flank，主要以替代枯竭矿山为主，预计将会带来部分增量。其中：

2021 年投产项目：力拓旗下的西澳大利亚皮尔巴拉地区的西安吉拉斯和罗布谷矿山，2021 年投产，弥补 Pilbara Blend 和 Robe Valley 产能的枯竭。BHP 旗下的 South Flank 项目，产能 8000 万吨，2021 年年中投产，将作为杨迪的替补项目。FMG 旗下的 Eliwana 项目，产能 3000 万吨，将使 West Pilbara Fines 年产能增加到 4000 万吨，计划于 2020 年 12 月投产，用于取代 Firetai 矿。VALE Gelado 项目生产 64.3% 的铁含量的球团矿，预计于 2021 年下半年投产。

2022 年投产项目：力拓旗下的西澳大利亚皮尔巴拉地区 Koodaideri 矿山，产能 4300 万吨，2022 年投产，亦将支撑 Pilbara Blend 的生产。FMG 旗下的 Iron Bridge 项目，产能 2200 万吨/年，计划 2022 年上半年投产。VALE 北部系统扩产项目，从 2022-2024 年陆续投产，新增产能 4000 万吨。

表 7：Vale 旗下矿山生产情况

	2019 年 Q1	2019 年 Q2	2019 年 Q3	2019 年 Q4	2020 年 Q1	2020 年 Q2	2020 年 Q3	备注
北部系统	4101.5	4157.6	5540.1	5072.9	3990	4246.3	5685	
卡拉加斯	2302.9	2583.8	3504.7	3143.8	2148	2431.9	3245.9	
S11	1798.6	1573.8	2035.4	1929.1	1842	1814.4	2439.1	
东南系统	1957.8	1585.6	2069.5	1701.9	1178.9	1272.1	1630.7	预计还有 1200 万吨产能未恢复
Itabira (Caue, Conceicao and others)	929.2	877.4	983.6	806.7	600.7	532.4	646.5	
Minas Centrais (Brucutu and others)	519.1	524.3	884.9	660	364.9	419	439.4	(评估 Brucutu 矿区尾矿坝)
Mariana (Alegria, Timbopeba and others)	509.5	183.9	201	235.2	211.3	320.7	544.8	Fazendão 矿区是淡水河谷 Mariana 复合矿区的一部分，年产能约 200 万吨。于 2020 年 2 月底停产
南部系统（部 分来自于第三 方采购）	1177.6	617.3	980.6	998	735.6	1176.8	1493	预计还有 2800 万吨产能未恢复
Paraopeba (Mutuca and others)	444.7	573.6	710.9	499.7	364.8	587.3	706.4	事故矿区(2017 年和 2018 年，C ó rrego de Feijão 矿区的产量分别为 780 万吨和 850 万吨)
Vargem Grande (Vargem)	243.2	43.6	269.7	498.3	370.8	589.5	786.6	

Grande and
others)

Minas Itabirto
(Fabrica and
Pico)

489.7

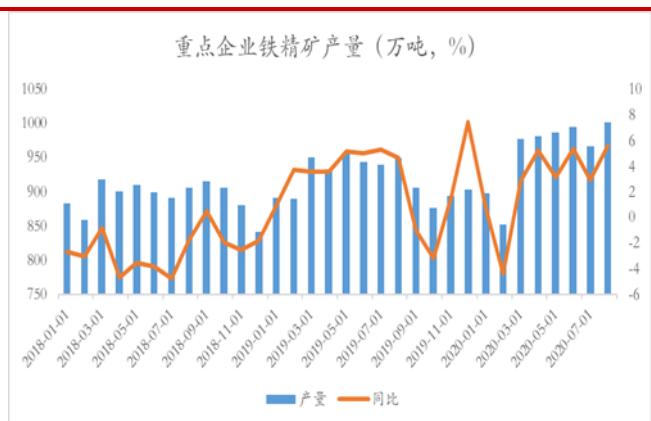
(干法复产推迟至 3 季度, 湿
法复产推迟至 4 季度)

中西系统	50.1	45.1	80.2				
Corumba	50.1	45.1	80.2	61.6	55.9	64.5	58.9
铁矿产量	7287	6405.5	8670.4	7834.4	5960.5	6759.7	8867.6

资料来源: 公司报告, 华宝证券研究创新部

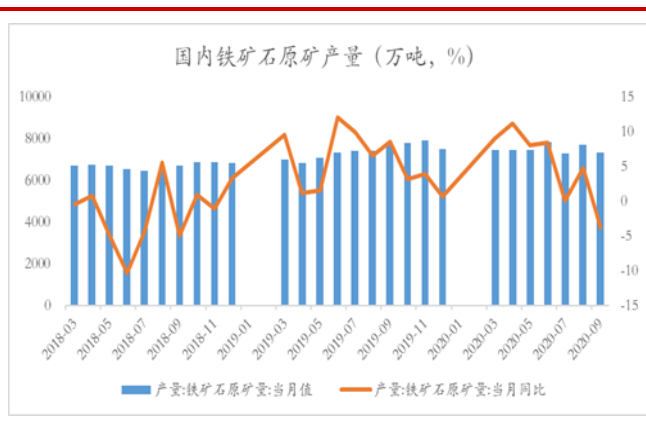
2021 年国内矿供给基本稳定。其中 2020 年 1-9 月国内铁矿石原矿产量 63607 万吨, 累计同比 2.6%; 1-8 月国内重点企业铁精矿产量 7660.6 万吨, 同比 2.8%。由于国内铁矿资源禀赋较差, 开发成本高, 审批手续复杂等问题, 尽管 2019 年以来矿企效益明显好转, 但企业投资意愿整体仍然不足。1-9 月份, 黑色金属采选业完成固定资产投资同比下降 11.9%, 降幅扩大。受此影响, 未来大幅增加产量的可能性不大。

图 80: 重点企业铁精矿产量



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 81: 国内铁矿石原矿产量



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

预计 2021 年全球铁水产量增速低于主要矿山供给增速, 受此影响, 2021 年矿石供需整体宽松, 普氏指数价格中枢预计在 80-90 美元/吨左右。

表 8: 铁矿供需平衡表

	国内铁水 产量 (万 吨)	同比 (%)	全球铁水 产量 (万 吨)	同比 (%)	四大矿产 量 (万吨)	同比 (%)	青岛现货 价(61.5%, 元/吨)	同比 (%)	普氏指 数(美元 /吨)	同比 (%)
2016 年	70074	0.7	124942	1.12	104728.6	4.6	444.04	7.8	58.45	5.3
2017 年	71075.9	1.8	127483.6	2.03	107125.4	2.3	542.32	22.1	71.32	22
2018 年	77105.4	3	135420	6.23	110847	3.48	501.48	-7.5	69.46	-2.6
2019 年	80936.5	5.3	138830	2.52	103407.6	-6.71	698.83	39.35	93.41	34.48
2020 年 1-9 月	66547.8	3.8	102116.9	-2.7	81693	1.19	747.5	6	100.17	5.5
2020 年 E	84821.4	4.8	135359.3	-2.5	104958.7	1.5	711	1.7	95	1.7
2021 年 E	85246	0.5	136307	0.7	108107	3	673.32	-5.3	80-90	-5 到 -10

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

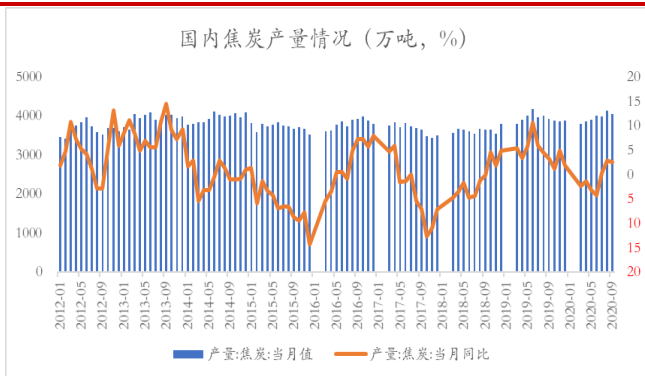
敬请参阅报告结尾处免责声明

4.2. 焦炭供需紧平衡，价格整体维持高位

2020 年前三季度我国的焦炭供给总体偏紧，产量保持负增长的趋势，1-9 月焦炭产量 35086 万吨，同比-0.9%。截止 9 月末，国内焦炭总库存 728 万吨，相比年初下降 175 万吨。与下游钢铁行业增产不同，焦化行业今年的主题是去产能。根据我的钢铁网数据，全年淘汰产能达到 6000 万吨以上，与之对比新增产能不足 5000 万吨，全年焦炭产能总体减少 1000 万吨左右。从全年去产能节奏来看，四季度属于焦化去产能较为集中的季节，其中 10 月淘汰产能在 1700 万吨左右，新增产能 860 万吨，产能净减少 840 万吨左右，12 月有 1100 万吨的产能净减少。

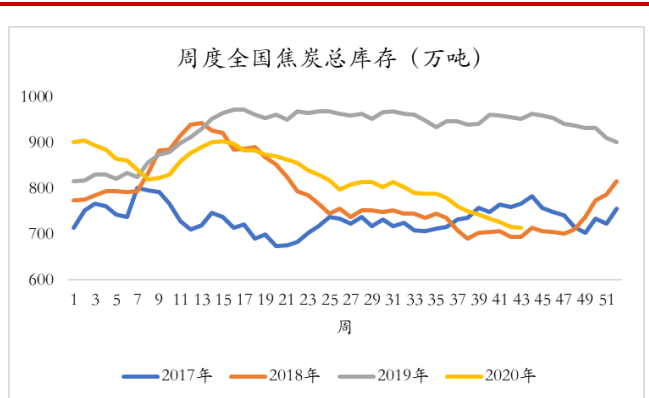
总体来看，在 2021 年国内粗钢供给小幅增长的预期下，短期电炉钢无法大幅取代转炉，铁水供给即处于平稳状态下，2020 年焦炭去产能，尤其是四季度的集中去产能，将进一步加剧焦炭供需紧张的局面，预计 2021 年焦炭供需紧平衡，价格整体维持高位。

图 82：国内焦炭产量情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 83：周度全国焦炭总库存



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.3. 行业盈利中枢底部趋稳，呈现板强长弱

从 2016 年供给侧改革以来，钢铁行业盈利基本反映了供需状态：在 2020 年年度策略上，我们总体判断 2020 年供需弱平衡状态，钢企盈利总体趋稳。但受疫情的冲击，需求恢复滞后于生产，这也导致阶段性供需矛盾放大，1-9 月钢企整体盈利下滑。

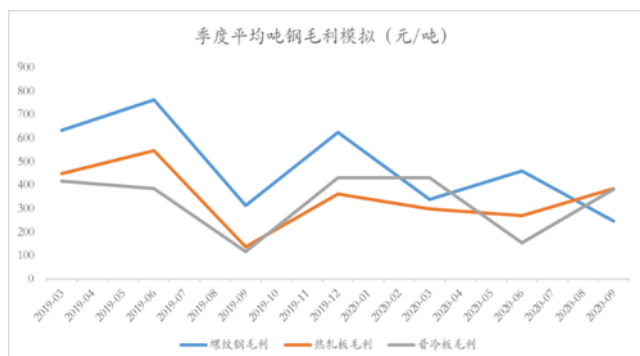
1-9 月，国内螺纹钢平均吨钢毛利 348 元/吨；热轧板平均吨钢毛利 318 元/吨，冷轧板平均吨钢毛利 322 元/吨。从全年的毛利变化趋势来看，螺纹钢盈利高点在二季度，热轧板在三季度，冷轧板在一季度。钢材盈利变化与下游需求变化一致，二季度复工复产，基建和房地产投资快速恢复，建筑用钢需求旺盛；三季度后，随着汽车、家电等耐用消费品需求转好，以及出口的边际改善，对热轧板和冷轧板需求增加，带动盈利改善。

尽管行业集中度和电炉钢占比都在攀升，但 2021 年钢铁行业供给侧发生较大变化概率较小，行业供需整体处于相对宽松的状态；供给决定盈利底部、需求决定盈利弹性的居民，全行业盈利中枢处在底部趋稳状态。2021 年在以内循环为主题的发展格局中，部分消费链条的用钢需求预期好于投资建筑链条。预计全年呈现板强长弱的盈利格局，受汽车、家电供需的好转，生产高端冷轧板企业的盈利整体好于 2020 年水平；生产热轧和建筑用钢的企业盈利整体与 2020 年相一致。

部分企业通过兼并重组，资产和要素规模扩大，具备在不同资产、要素之间进行生产优

化配置的基础，公司的资产效率、成本优势得到增强，这类公司获取行业平均盈利的基础上，还能获取竞争力优势带来的超额盈利。

图 84：季度平均吨钢毛利模拟



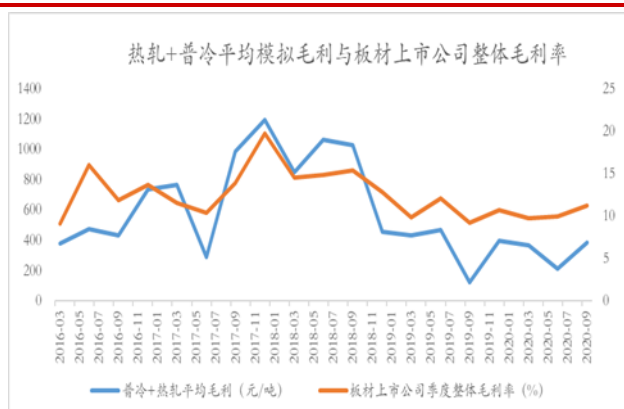
资料来源：华宝证券研究创新部

图 85：螺纹毛利模拟与长材上市公司整体毛利率



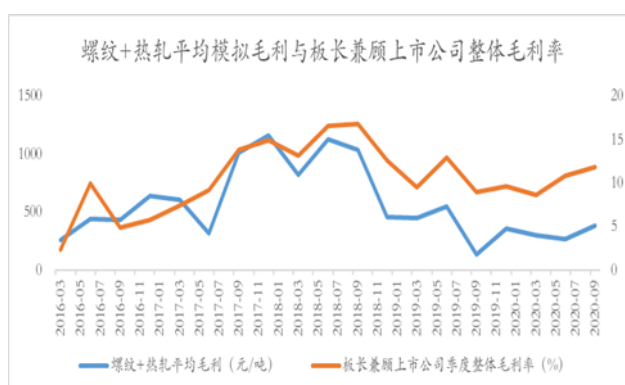
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 86：热轧+普冷平均模拟毛利与板材上市公司整体毛利率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 87：螺纹+热轧平均模拟毛利与板长兼顾上市公司整体毛利率

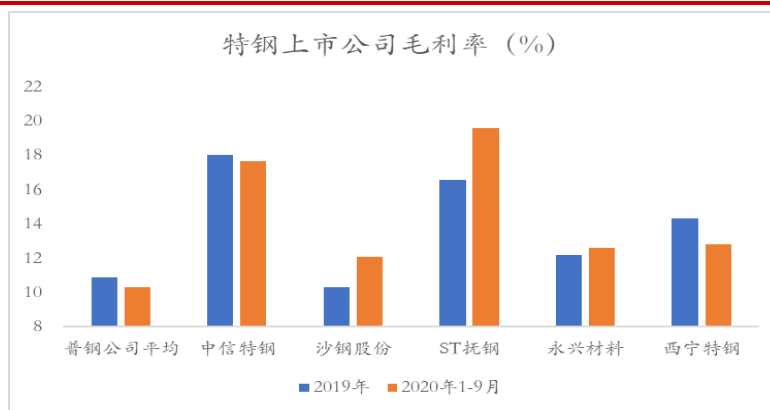


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.4. 在替代进口的机遇下，特钢类公司盈利延续稳健态势

在替代高端进口的机遇下，特钢类公司盈利延续稳健态势，盈利中枢高于普钢公司。2019年以来，国内特钢上市公司毛利率基本稳定，其中沙钢股份、ST 抚钢、永兴材料、广大特材毛利率小幅增长，且整体高于普钢类公司的平均水平。未来高端特钢进口替代的机遇空间加大，特钢公司的盈利延续稳健、中枢高于普钢公司的态势。

图 88：特钢类上市公司毛利率



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

5. 行业估值趋势

截止 10 月末，钢铁申万动态市盈率 14.72，处于历史 32 分位点；钢铁申万市净率 0.93，处于历史 14 分位点。

截止 10 月末，钢铁在申万 28 个一级行业中市盈率排名倒数第四，2019 年同期倒数第二。钢铁在申万 28 个一级行业中市净率排名倒数第三，2019 年同期倒数第二。

图 89：钢铁申万市盈率-TTM



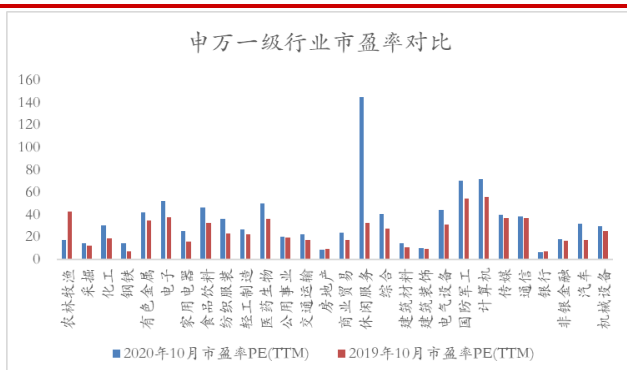
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 90：钢铁申万市净率



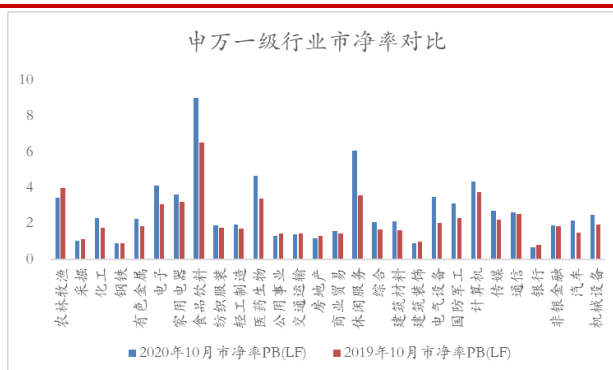
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 91：申万一级行业市盈率对比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 92：申万一级行业市净率对比



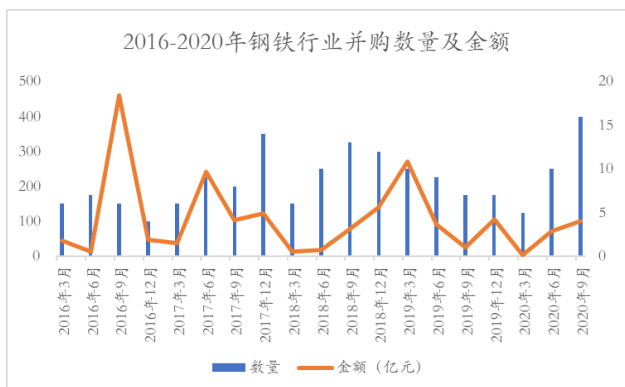
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5.1. 低估值推动产业资本加速兼并重组

2016 年供给侧改革以来，上市公司涉及钢铁的并购项目累计达 165 个，合计金额 1995 亿元；2020 年以来，钢铁行业并购项目和并购金额都有上升趋势，2020 年三季度并购项目 16 个，合计金额 101 亿元。行业持续的低估值也推动产业资本加速兼并重组。

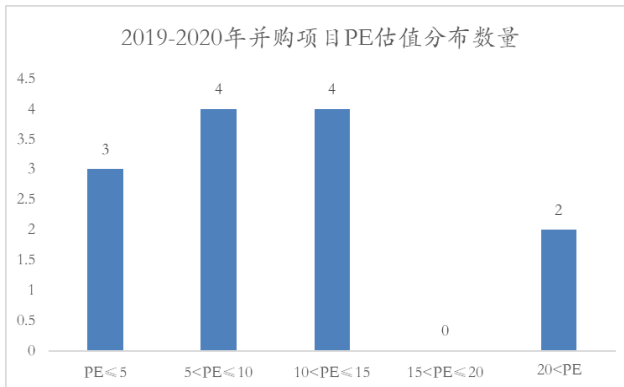
- 2019 年以来行业并购标的估值低于 10 占比较多。2019 年以来，披露估值的 13 个项目中，静态 PE 低于 5 的项目有 3 个，PE 处在 5-10 之间的有 4 个，PE 处在 10-15 之间的有 4 个。静态 PE 估值最低的是华菱钢铁收购阳春新钢项目，估值为 3.13。整体来看，行业兼并重组以低估值项目多。
- 产业资本横向并购项目占比多。2019 年以来，包括上市公司在内的产业资本涉及的钢铁并购项目达 20 个，其中上市公司横向并购项目数量 5 个。上市公司自身股权兼并项目 6 个，整体反映了产业资本加速对钢铁行业的兼并重组。

图 93：2016-2020 年钢铁行业并购数量及金额



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 94：2019-2020 年并购项目 PE 估值分布数量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 9：2019-2020 年上市公司涉及钢铁的并购项目情况

并购性质	项目	并购属性	支付方式
上市公司收购旗下子公司小股东股权	● 首钢股份收购首钢京唐小股东股权		股权
	● 南京钢铁收购南钢发展和南钢金江小股东股权		股权
	● 中信特钢收购兴澄特钢小股东股权		现金
上市公司收购统一控制人下属企业	● 华菱钢铁收购阳春新钢	横向并购	现金
	● 柳钢股份增资控股广西钢铁	横向并购	现金
	● 津西股份收购正达钢铁	横向并购	现金
	● 三钢闽光收购罗源闽光	横向并购	现金
	● 河钢股份收购河钢乐亭	横向并购	现金
上市公司控制人变更	● 中国宝武收购马钢股份	横向并购	国有划转
	● 中国宝武收购太钢不锈	横向并购	国有划转
	● 中国宝武收购长寿钢铁	横向并购	现金
	● 上海厚皕科技有限公司收购玉龙股份		现金
上市公司部分股权被收购	● 泰悦投资、九江萍钢收购凌钢股份部分股权	混改	现金
	● 长城资本收购武进不锈	战略投资	现金
	● 中国宝武收购首钢股份	股权多元化	股权交换
	● 首钢集团收购宝钢股份	股权多元化	股权交换

	● 久立特材收购永兴材料	战略投资	现金
	● 北京恒溢永晟收购西宁特钢		现金
上市公司剥离相	● 韶钢松山剥离宝特韶钢 50%股权,		现金
关业务	● ST 重机剥离重机林钢		

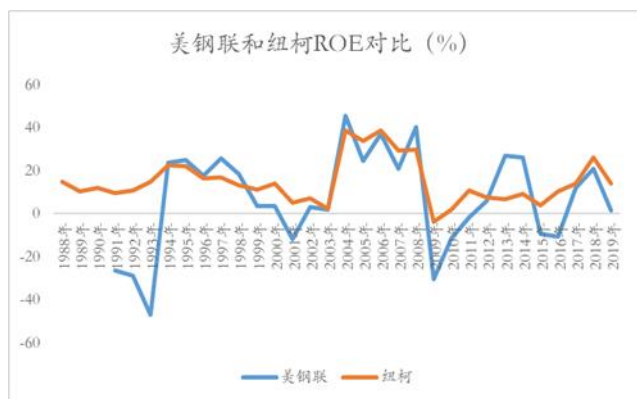
资料来源：上市公司公告，Wind，华宝证券研究创新部

5.2. 电炉竞争力逐步显现、占比攀升，有助进一步提升钢铁估值

随着电炉炼钢工艺技术效率逐步提升，成本劣势扭转，竞争力逐步显现，在产品同等盈利的条件下，电炉钢厂由于投资低、资产效率高，其资产周转率快，推动投资回报率 ROE 整体高于转炉钢厂。从美国的经验来看，电炉竞争力增强、电炉钢占比攀升的时期内，市场给予的电炉钢厂估值也高于传统传统钢厂。

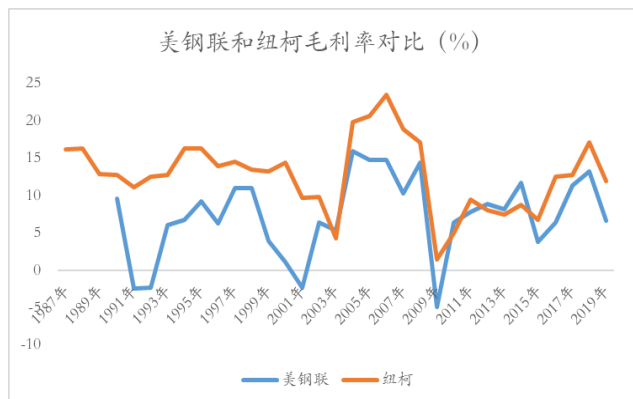
- 分析研究美国电炉钢厂（纽柯）和转炉钢厂（美钢联），1976 年以后电炉竞争力逐步好于转炉，转炉钢占比持平乃至下降，电炉钢占比持续上升。在此期间，电炉钢厂产品盈利好于转炉钢厂，资产效率高于转炉钢厂，尽管杠杆倍数不及转炉钢厂，但电炉钢厂 ROE 整体高于转炉钢厂，因此获得的 PE、PB 估值也高于转炉钢厂。
- 电炉钢企产品盈利整体高于转炉钢企。1987 年以来，纽柯平均毛利率为 12.8%，美钢联平均毛利率 7.2%，电炉钢厂成本优势来自于：固定成本折旧、原燃料成本、人力成本优势三方面。其中固定成本折旧与投资小，人力成本优势与生产效率有关。
- 电炉钢厂资产周转率高于转炉钢厂。1987 年以来，纽柯总资产周转率平均为 1.42，美钢联总资产周转率平均为 1.1。电炉钢厂资产效率优势来自：固定资产总量小，废钢库存周转快于铁矿和焦炭库存。
- 尽管美钢联杠杆倍数大幅高于纽柯，1987 年以来，美钢联杠杆倍数达到 4.38，纽柯杠杆倍数为 1.78；但电炉周期下，电炉钢企业整体净资产回报率高于转炉钢企业，稳定性更好。1987 年以来，纽柯 ROE 均值为 14.8%，最高值 38.68%，最低值-3.81%；美钢联 ROE 均值为 7.1%，最高值 45.5%，最低值-47.1%。
- 受益于高资产回报率，电炉钢厂整体获得的估值高于转炉钢厂。近 30 年美钢联平均市盈率 17.2，纽柯平均市盈率 29。美钢联平均市净率 1.88，纽柯平均市净率为 2.54。

图 95：美钢联和纽柯 ROE 对比



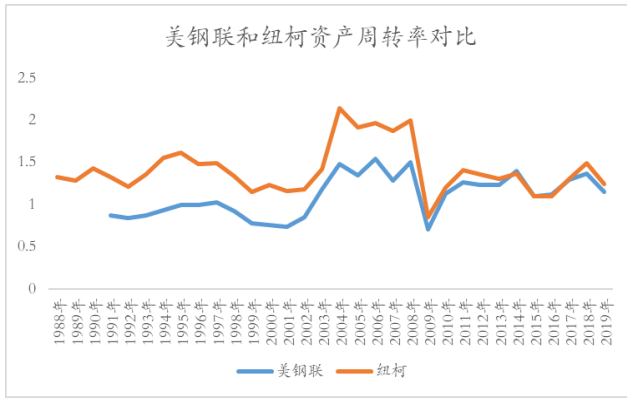
资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 96：美钢联和纽柯毛利率对比



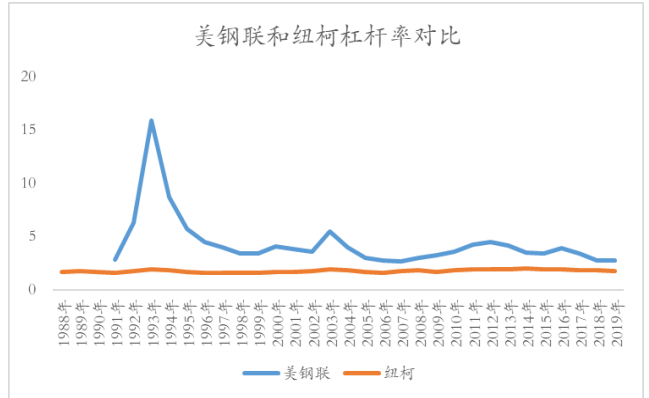
资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 97：美钢联和纽柯资产周转率对比



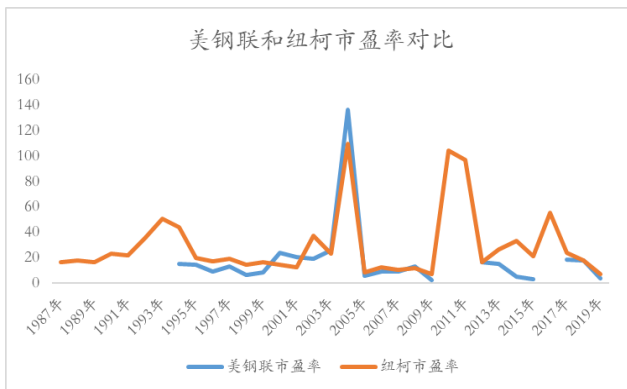
资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 98：美钢联和纽柯杠杆率对比



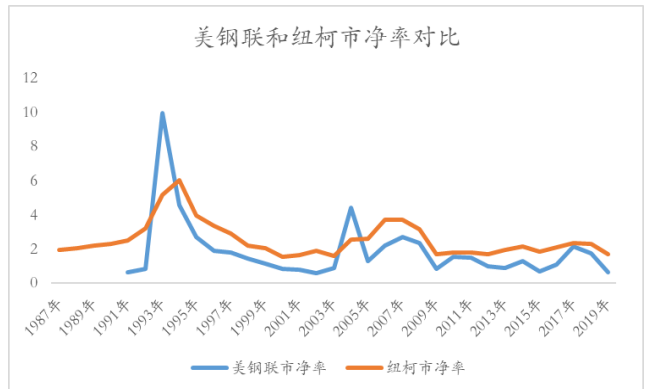
资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 99：美钢联和纽柯市盈率对比



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 100：美钢联和纽柯市净率对比



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

6. 投资建议

关注生产高端冷轧板的企业，受汽车、家电供需的好转，生产高端冷轧板的公司盈利整体好于 2020 年水平。

关注供给端通过兼并重组或推动电炉钢占比攀升的公司。

- 部分企业通过兼并重组，资产和要素规模扩大，具备在不同资产、要素之间进行生产优化配置的基础，公司的资产效率、成本优势得到增强，这类公司获取行业平均盈利的基础上，还能获取竞争力优势带来的超额盈利。
- 电炉钢占比逐步攀升的公司：电炉工艺技术效率逐步提升叠加废钢资源逐步释放，驱动成本劣势扭转，电炉钢竞争力逐步显现，再加上电炉钢厂投资低、资产效率高，在产品同等盈利的条件下，受益于高资产周转率，其投资回报率 ROE 整体高于转炉钢厂，更易获取市场的高估值。

关注以高端产品为主的特钢上市公司：经济进入内循环为主的发展格局下，进口替代和支撑制造业升级是特钢发展的主趋势，关注以高端产品为主的特钢上市公司。

7. 风险提示

- 1、宏观经济增速继续下滑；国内消费回升较慢，汽车、家电等大宗性、可选性消费品产量低于预期，对板材需求偏弱。
- 2、国内财政支出低于预期，基建投资增速放缓，房地产企业投资和拿地积极性下降，房地产新开工全年负增长；建筑用钢需求大幅减少。
- 3、海外疫情持续恶化，钢材需求低迷，部分国家钢材大幅流入中国，导致国内钢材供需宽松，钢价低迷。

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。