

金属行业2021年度策略报告：周期轮动，余音绕梁（三）黑色金属与特钢

2021年01月08日

看好/维持

钢铁

行业报告

分析师	张天丰 电话：021-25102914 邮箱：tfzhang901@126.com	执业证书编号：S1480520100001
分析师	张清清 电话：021-25102904 邮箱：zhangqq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520080002
分析师	胡道恒 电话：021-25102923 邮箱：hudh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080001

投资摘要：

2020年市场聚焦类成长周期，2021年上述逻辑或继续强化。2020年钢铁行业的利润下降影响了板块表现，申万钢铁跑输万得全A近20个百分点。盈利周期下行导致市场的悲观预期强烈，也约束了板块估值的修复，反而成长类特钢表现更佳。中信特钢、天工国际、ST抚钢等特钢行业或细分领域内的龙头企业都获得了相对收益，其估值具有成长属性且不断向合理水平回归。考虑到普钢盈利周期下行的趋势难改，而特钢正迎来需求景气上行和国产替代的机会，上述逻辑在2021年或继续强化。

当消费复苏遇上国产替代，新发展格局加速特钢高质成长。2021年国内外的汽车、机械需求继续释放，将拉动特钢消费同比增长约5%。我国特钢进口市场规模在300~500亿元，国内国际双循环的新发展格局将加速高端特钢的国产替代进程。国产化紧迫性强和市场潜力大的有：（1）未来20年航空发动机和燃气轮机用高温合金的平均市场规模达百亿元，其中进口替代市场60亿，而目前我国上述领域的市场规模尚不足30亿元，预计未来5年的复合增速或达20%；（2）高性能工模具钢：国产替代的市场空间约100亿元，未来10年市场规模的复合增速有望升至近10%；（3）先进轴承钢：国产替代的市场空间近百亿，或致未来10年的消费增速再提高约5%；此外，产品高端化提升议价能力和市场份额，并促进特钢企业高质成长。

内外需求共振加剧铁矿石供不应求，2021年价格重心或继续上移。受益于消费复苏、补库和更新需求，2021年汽车、家电及机械销量将同比增长5%左右，据此测算的制造业用钢需求将增长约5%。考虑到经济复苏后货币政策进一步宽松止步和房地产调控不放松，2021年房屋新开工面积将向均值回归，施工面积增速上升并支撑建筑用需求，基建投资受土地财政约束，据此测算的建筑用钢需求同比持平。综上预计，2021年国内的钢材消费增长约2000万吨。此外，随着海外经济复苏，国内钢材的净出口形势将改善并净增约1000万吨。2020年钢铁行业资本开支受高资产回报率刺激增长约25%，同时2020-2021年近亿吨置换产能投产将增加实际供给能力3000万吨并降低产能利用率1.4%，但利好铁矿石需求。主流矿山明年的新增铁矿石产量有限，其中仅淡水河谷预增1000~3000万吨。2021年国内废钢供给将增加2000万吨，铁矿石需求量将增加1000万吨；欧盟、日韩的铁矿石消费量预计增长约3000万吨；届时全球铁矿石贸易市场或供不应求，支撑2021年铁矿石价格中枢继续上移。

锌市场的基本面逐渐进入结构性的供需再平衡状态。原材料上游供应增速的相对释放（以矿为主）令前期供应紧张格局出现缓解，下游需求端得益于政策性刺激及产业周期底部的抬升而整体稳定。基本面供需矛盾长期的不突出意味着锌价格难以因基本面而形成强势的趋势性机会，而受2020年疫情影响所导致的供需错配及矿端产出预期收缩已经在下半年铅锌价格的大幅反弹中有效计入。从价格的角度考虑，14300的锌价或已成为近几年可预期的绝对低点。**锌均价在2022年附近伴随产业端原材料库存周期的延续，均价或有望向21000元靠拢。**

投资策略：顺应新发展格局，把握特钢高质成长的历史机遇。后疫情时代我国特钢需求将受益于汽车等消费回暖而重回增长，同时国内国际双循环的新发展格局将加速高端特钢的国产替代进程，并拉动相关特钢品种的需求增速提升。伴随着高端化带来的议价能力和市场份额提升，特钢企业将依托内生和进口替代市场实现高质成长。建议关注：**中信特钢、天工国际、久立特材**等。此外，国内外需求共振拉动铁矿石消费增长，2021年铁矿石国际贸易市场或供不应求，价格重心有望进一步上移。

风险提示：（1）宏观经济风险；（2）原材料价格风险；（3）企业经营风险。

目 录

1. 钢铁行业：顺应新发展格局，把握特钢高质成长的历史机遇	5
1.1 钢铁板块悲观预期尚在，估值低位却难修复	5
1.2 市场聚焦成长逻辑，特钢细分龙头跑赢大盘	5
2. 特钢展望：当消费复苏遇上国产替代，新发展格局加速高质成长	7
2.1 2021 年内需韧性叠加出口改善，特钢消费延续景气上行	7
2.2 双循环新发展格局加速高端特钢国产替代，拉动相关品种的消费增速再提高	9
2.3 高端化提升议价能力和市场份额，促进特钢企业高质成长	12
3. 黑色展望：内外需共振加剧铁矿石供不应求，价格重心或继续上移	13
3.1 2021 年中国钢材总消费增长 3000 万吨，对铁矿石需求形成较强支撑	13
3.1.1 2021 年国内建筑用钢预计同比持平，制造业用钢需求或增长 5%	13
3.1.2 中性假设下 2021 年我国的钢材需求或同比增长约 3000 万吨，理论上拉动铁矿石需求约 4800 万吨	14
3.2 铁矿石供给刚性加剧供不应求，2021 年价格重心或继续上移	15
3.2.1 高盈利水平刺激国内产能扩张，供给刚性的背景下铁矿石或供不应求	15
3.2.2 2021 年铁矿石价格重心上移，节奏方面或呈现“前高后低”	16
4. 锌展望：基本面进入供需再平衡状态	17
4.1 全球锌矿供给进入增长周期，但公共卫生事件导致锌矿生产遭受扰动	18
4.2 2020 年的库存周期重建对全球精炼锌需求产生拉动	19
5. 投资策略	20
5.1 特钢&黑色	20
5.2 锌	21
6. 风险提示	21
相关报告汇总	22

插图目录

图 1： 2020 年钢铁板块跑输万得全 A 近 20 个百分点	5
图 2： 2002-2020 年钢铁板块 PB-ROE（单季度）	5
图 3： 横向比较看钢铁板块的估值偏悲观（单季度）	5
图 4： 横向比较看钢铁行业 ROE 尚在历史较高分位（单季度）	5
图 5： 2019 年中信特钢分行业的营收来源占比情况	7
图 6： 1-11 月工程机械用内燃机销量同比增长 17.4%	7
图 7： 油气生产商 2020 年资本开支计划下调的幅度	7
图 8： 1-10 月风电装机容量同比增长 25%	7
图 9： 1-11 月我国的特钢出口同比下降 25%	8
图 10： 1-10 月重点优特钢企业的特钢产量增长 6%（万吨）	8
图 11： 汽车消费经历连续 2 年的负增长后迎来长周期拐点	8
图 12： 我国的汽车保有量和销量与美日的比较仍很低	8
图 13： 反映汽车需求的欧美冷轧板材价格快速上涨	9

图 14: 全球设备投资尚处在新一轮朱格拉周期的起点.....	9
图 15: 我国进口特钢单价 2 倍于出口单价.....	10
图 16: 2008-2019 年我国的特钢进口量及金额（右）.....	10
图 17: 我国进口的滚动轴承金额总体呈下降趋势.....	10
图 18: 我国模具的进口金额逐年下降（亿美元）.....	10
图 19: 2002-2019 年我国的高温合金产量年复合增长 10%.....	11
图 20: 我国高温合金的市场规模估算（亿元）.....	11
图 21: 我国目前模具钢的市场规模估算（亿元）.....	11
图 22: 我国目前轴承钢的市场规模估算（亿元）.....	11
图 23: 轴承钢的市场份额向头部集中.....	12
图 24: 天工国际在 36 家特钢类企业中的模具钢产销份额.....	12
图 25: 受“贸易战”和疫情影响地产始终未调整充分.....	13
图 26: 后疫情时代 M2 增速见顶、利率中枢将上移.....	13
图 27: 我国机械、汽车和家电的产量（累计同比，%）.....	13
图 28: 船舶、铁路及集装箱行业的产量累计同比（%）.....	13
图 29: 我国的制造业正在进入主动补库阶段.....	14
图 30: 钢铁行业的固定资产投资保持高速增长.....	15
图 31: Mysteel 统计的将投产置换产能（万吨）.....	15
图 32: 澳大利亚和巴西的铁矿石发运量（周，万吨）.....	16
图 33: 疫情后巴西铁矿石向中国出口的比例提升（月，亿美元）.....	16
图 34: 全球锌铅交易所库存.....	17
图 35: 伦敦锌铅注销仓单占比.....	17
图 36: 伦敦锌铅现货升水.....	17
图 37: 长江锌铅现货升水.....	17
图 38: 全球主要锌矿增量.....	18
图 39: 中国主要锌矿增量.....	18
图 40: 全球精炼锌产量增长图（虚线为预估值）.....	18
图 41: 全球锌消费区域占比.....	20
图 42: 中国锌消费结构占比.....	20
图 43: 中国锌矿成本曲线.....	20
图 44: 全球锌矿 C1 开采成本（2005-2019）.....	20

表格目录

表 1: 申万钢铁板块上市公司的估值分位及年内涨跌.....	6
表 2: 根据车型测算 2020-2021 年汽车用钢消耗量.....	9
表 3: 高端轴承钢的进口及国产化现状.....	12
表 4: 2020 年产品高端化特钢企业的销售均价逆势增长.....	12
表 5: 中性假设下 2021 年国内用钢的表现消费量将同比增 2.1%（亿吨）.....	14
表 6: 参与铁矿石国际贸易的主流矿山（四大矿山）明年的新增产能有限.....	15

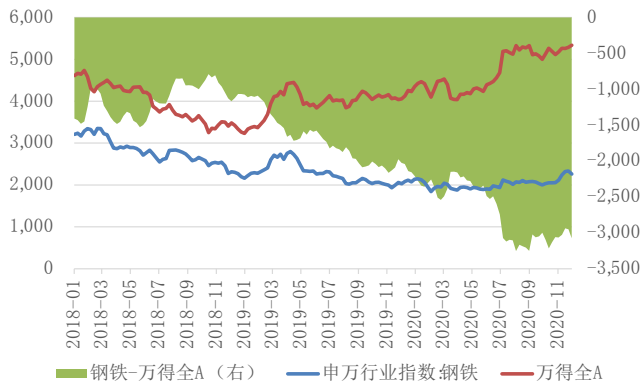
表 7: 中国铁矿石的供需平衡表预测（数量：万吨）	16
表 8: 全球精炼锌供需平衡预测表	17
表 9: 2014-2019 中国镀锌板产量及出口量变化	19
表 10: 中国钢结构产量及镀锌板用量预测（2020-2025）	19

1. 钢铁行业：顺应新发展格局，把握特钢高质成长的历史机遇

1.1 钢铁板块悲观预期尚在，估值低位却难修复

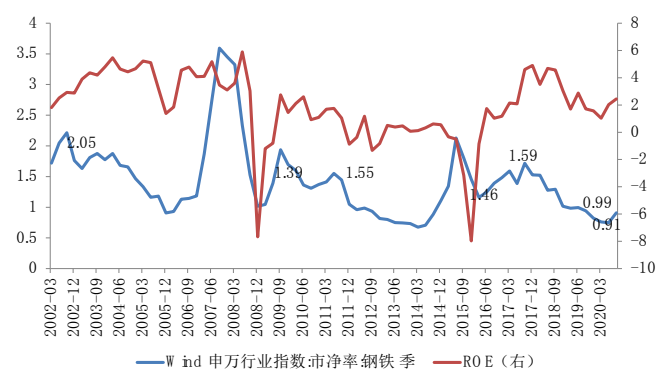
盈利周期下行导致市场预期悲观，板块估值低位却难修复。由于受到产能扩张和原料的双重挤压，2020 年 1-10 月钢铁行业的利润总额下降 12.9%，进而影响了板块的表现。截至 2020 年 12 月 9 日，申万钢铁指数的绝对收益率仅为+3.92%，行业排名第 20 位，同期万得全 A 指数为+23.24%。从与其他周期行业横向比较来看，钢铁、化工、有色和建材板块 2020Q3 ROE 的历史分位数分别为 80%、84%、56%和 76%，最新 PB 的历史分位数分别为 18%、37%、19%、47%，可以看到钢铁行业的 PB-ROE 分位数错配程度最大，反映了市场对钢铁板块的悲观预期强烈。尽管如此，在盈利周期下行的背景下，板块估值修复仍然受到约束。

图1：2020 年钢铁板块跑输万得全 A 近 20 个百分点



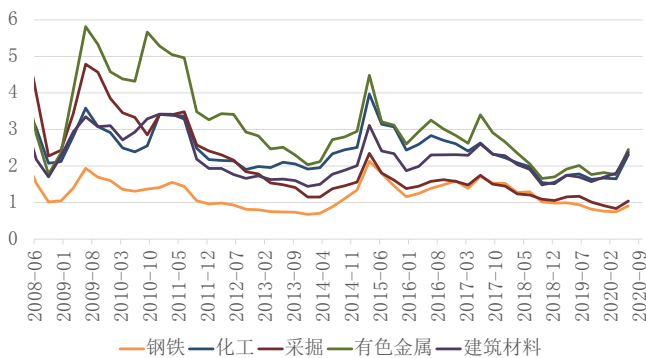
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：2022-2020 年钢铁板块 PB-ROE（单季度）



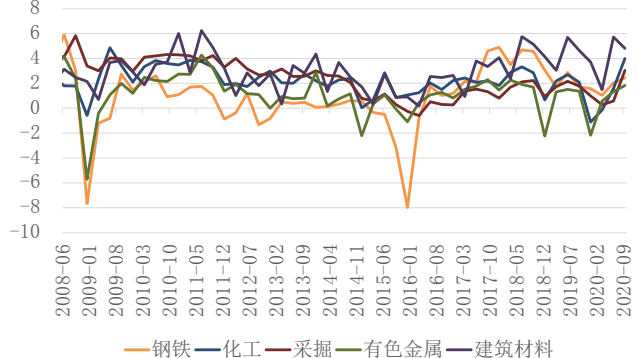
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图3：横向比较看钢铁板块的估值偏悲观（单季度）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图4：横向比较看钢铁行业 ROE 尚在历史较高分位（单季度）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 市场聚焦成长逻辑，特钢细分龙头跑赢大盘

板块内个股走势分化，特钢细分行业表现更佳。从二级行业来看，2020 年绝对收益排名前 10 中 6 家为特钢企业，其中前 3 名分别是 ST 抚钢、沙钢股份、永兴材料，且市场普遍给予 40 倍 PE 的成长估值。中信特钢、天工国际等特钢行业或细分领域内的龙头企业也都相对各自的大盘指数获得了相对收益。考虑到普钢盈利下行的趋势难改，而特钢正迎来需求景气向上和国产替代的机会，上述逻辑在 2021 年或继续强化。

表1：申万钢铁板块上市公司的估值分位及年内涨跌

代码	公司名称	PE	PB	PB 分位数	ROE 分位数	2020Q3ROE	2020 年涨跌%
600399.SH	ST 抚钢	44.2	5.2	77.5%	63.4%	4.6	265.15
002075.SZ	沙钢股份	45.0	5.3	41.9%	88.8%	3.6	91.83
002756.SZ	永兴材料	42.0	2.9	28.2%	57.6%	2.5	78.73
000708.SZ	中信特钢	17.4	4.0	98.9%	82.7%	6.2	56.81
600126.SH	杭钢股份	23.7	1.1	40.0%	89.1%	1.9	20.03
000932.SZ	华菱钢铁	5.6	1.1	52.6%	66.7%	5.9	14.12
002318.SZ	久立特材	12.9	2.6	25.5%	92.7%	8.3	13.48
000959.SZ	首钢股份	18.2	0.8	13.2%	70.8%	2.3	11.05
600019.SH	宝钢股份	12.1	0.8	32.8%	61.0%	2.2	10.31
002443.SZ	金洲管道	6.4	1.5	7.2%	36.6%	4.2	9.59
603995.SH	甬金股份	18.6	2.2	4.8%	30.4%	3.5	8.27
600117.SH	西宁特钢	234.7	3.4	87.5%	76.6%	-1.0	5.60
603878.SH	武进不锈	12.9	1.4	13.8%	57.8%	2.4	3.97
600507.SH	方大特钢	7.9	2.2	19.7%	43.3%	8.3	2.14
600282.SH	南钢股份	9.0	1.2	14.4%	83.1%	4.5	1.20
000717.SZ	韶钢松山	6.7	1.4	46.6%	64.2%	4.5	0.93
600581.SH	八一钢铁	33.1	1.5	28.3%	64.6%	5.4	0.84
0826.HK	天工国际	16.1	1.45	—	—	—	-0.74
600022.SH	山东钢铁	23.6	0.8	8.2%	59.3%	1.2	-1.40
601003.SH	柳钢股份	6.2	1.1	13.5%	47.5%	4.1	-3.09
000898.SZ	鞍钢股份	21.2	0.6	24.6%	70.1%	1.6	-7.01
000825.SZ	太钢不锈	15.9	0.7	15.2%	64.1%	1.5	-7.57
600782.SH	新钢股份	5.5	0.7	14.5%	42.3%	3.5	-7.94
600808.SH	马钢股份	17.6	0.8	28.5%	72.9%	2.7	-9.75
600010.SH	包钢股份	-154.6	1.0	6.2%	72.2%	0.2	-10.61
600569.SH	安阳钢铁	-63.3	0.7	27.0%	66.3%	3.7	-11.80
000709.SZ	河钢股份	12.4	0.5	12.5%	41.6%	0.8	-14.34
600231.SH	凌钢股份	15.3	0.8	16.0%	71.9%	3.4	-14.38
601005.SH	重庆钢铁	24.3	0.7	3.6%	89.2%	1.3	-17.30
002478.SZ	常宝股份	12.5	1.0	0.5%	10.8%	1.2	-18.64
600307.SH	酒钢宏兴	30.5	0.9	7.1%	92.7%	3.7	-20.39
002110.SZ	三钢闽光	6.1	0.9	4.9%	50.6%	4.1	-23.21
688186.SH	广大特材	32.1	3.6	3.1%	32.5%	2.9	-30.52

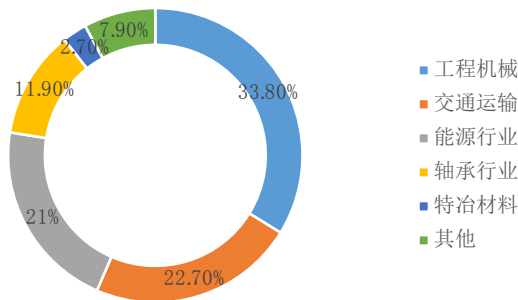
资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所（截至 2020 年 12 月恒生指数年涨跌幅为-5.52%）

2. 特钢展望：当消费复苏遇上国产替代，新发展格局加速高质成长

2.1 2021 年内需韧性叠加出口改善，特钢消费延续景气上行

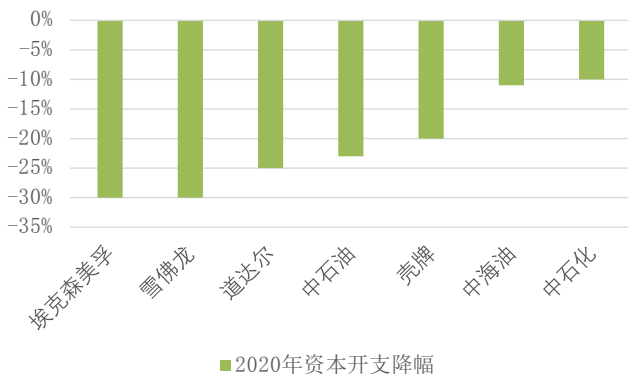
受益于工程机械和商用车需求景气，2020 年我国特钢产量预计同比增长。特钢的下游行业主要包括交通运输、工程机械、能源、航空军工等，从国内特钢行业龙头中信特钢的营收来源看，包含轴承（近 60%用于汽车）的交通运输行业、工程机械消费占比均为 34%左右。（1）作为特钢最大的下游行业，2020 年 1-11 月我国汽车产量受疫情影响同比下降 2.7%，其中乘用车下降 8%，而商用车增长 22%，按 34%特钢消费占比计算将拉动特钢消费约 1.2%。（2）第二大下游工程机械市场则受益于逆周期调控而呈现高景气度，1-11 月我国工程机械用内燃机销量同比增长 17.4%（同期挖掘机增长 34%），按 34%特钢消费占比计算将拉动特钢消费约 5.9 个百分点。（3）能源行业主要是油气管等传统能源用特钢（约占 13%）和风电新能源用特钢（约占 8%）；面对低油价中石油、中石化和中海油分别下调 2020 年全年资本支出增速至-23%、-10%和-11%，总资本支出按 15%降幅计算将拖累特钢消费 2 个百分点；1-10 月，全国新增风电装机容量 1829 万千瓦，同比增长 25%，将拉动特钢消费 2 个百分点。出口方面，据我们统计我国实际特钢出口量占当年海关统计口径约 15%（2017 年数据），按此推算 1-11 月我国特钢出口同比下降 25%将拖累特钢消费约 2%。受上述行业影响，1-9 月我国重点优特钢企业的优特钢材产量同比下降 1.69%，其中特钢产量增长 6%至 2875 万吨。

图5：2019 年中信特钢分行业的营收来源占比情况



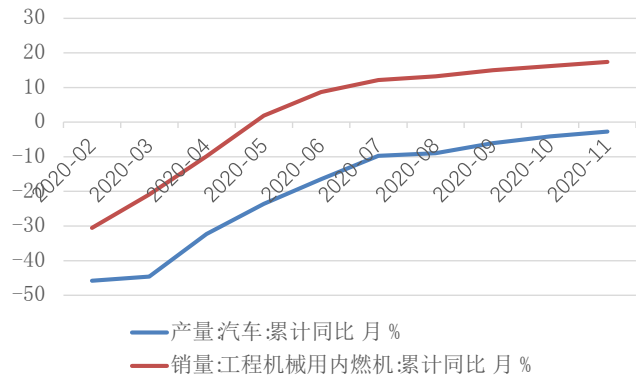
资料来源：公司公告，东兴证券研究所（中信股份披露数据）

图7：油气生产商 2020 年资本开支计划下调的幅度



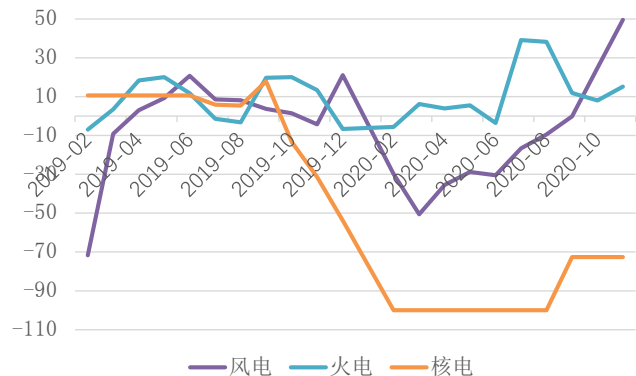
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：1-11 月工程机械用内燃机销量同比增长 17.4%



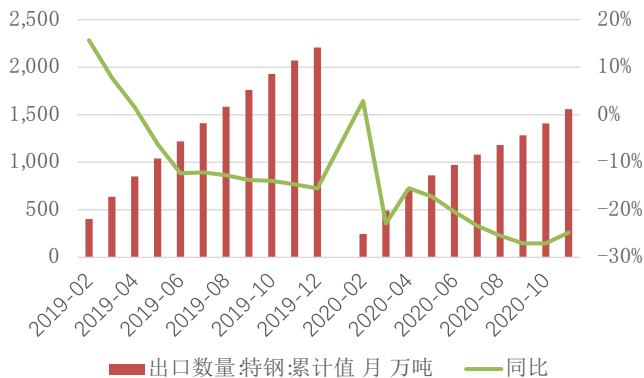
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图8：1-10 月风电装机容量同比增长 25%



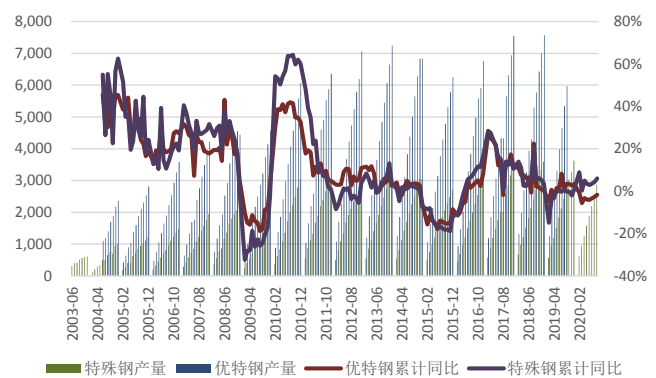
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：1-11 月我国的特钢出口同比下降 25%



资料来源：国家统计局，海关总署，东兴证券研究所

图10：1-10 月重点优特钢企业的特钢产量增长 6%（万吨）

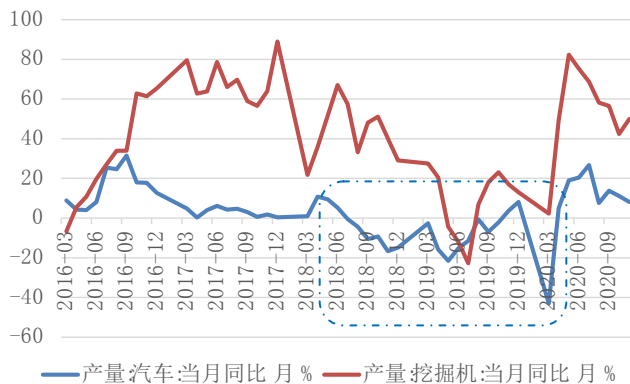


资料来源：Wind，特钢企业协会，东兴证券研究所

2021 年受益于内需韧性和出口改善，特钢消费延续景气上行。内销方面，2020 年 5 月以来汽车销量单月增速连续保持在 10%左右，中汽协预测 2021 年中国汽车销量将增长 4%，其中商用车销量将下降 10%，测算 2021 年汽车用特钢需求与 2020 年持平。2021 年工程机械市场受益于逆周期政策带来的新增需求、朱格拉周期带来的更新需求和出口，东兴机械研究团队预计 2021 年挖掘机销量同比增长 10%，参考 2020 年工程机械销量与挖掘机销量增速间 1:2 的相关性，我们预计 2021 年工程机械销量将同比增长约 5%，将拉动特钢消费增长 1.8%。能源行业中穆迪预计 2021 年油气资本开支因油价低迷短期难以显著增长，但 2021 年以后油气资本开支仍有望扩张，2021 年风电装机将受益于 2020 年订单的延续性、海上风电及海外需求扩张而继续维持 2020 年水平。根据新国防要求，“十四五”期间以特冶材料为代表的军工特钢有望年增长 20%以上，预计拉动特钢需求增长 0.5%。假设其他行业的特钢需求与制造业投资增速保持同步并增长 5%，将拉动特钢需求增长 0.4%。出口方面，随着全球汽车消费复苏，我国特钢出口将逐步恢复至 2019 年水平，届时将拉动特钢消费增长约 2%。受上述影响，2021 年我国特钢市场将延续景气并增长 5%。

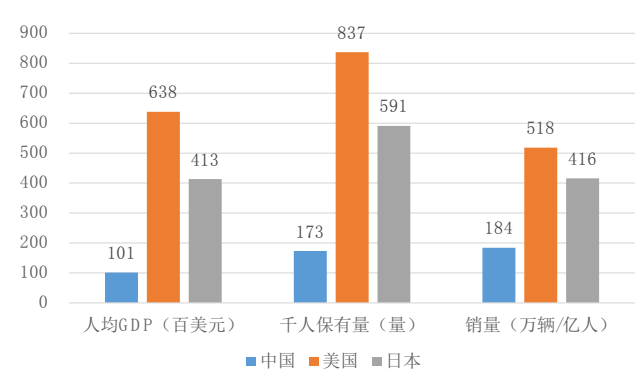
- ◆ 中汽协预测 2021 年中国汽车销量将增长 4%，IHS Markit 预计欧美汽车销量增长 10%左右。根据中汽协预测，2021 年汽车总销量预计达 2630 万辆，同比增长 4%左右，其中乘用车销量 2170 万辆，同比增长 7.5%左右。IHS Markit 预计 2021 年全球轻型车产量将增长 14%至 8430 万辆，其中英国在 2021 年汽车需求将同比增长 11%至 1530 万辆，美国销量增长 10%至 1600 万辆。

图11：汽车消费经历连续 2 年的负增长后迎来长周期拐点



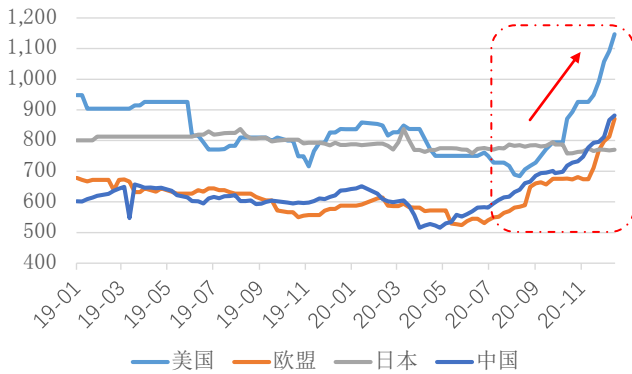
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图12：我国的汽车保有量和销量与美日的比较仍很低



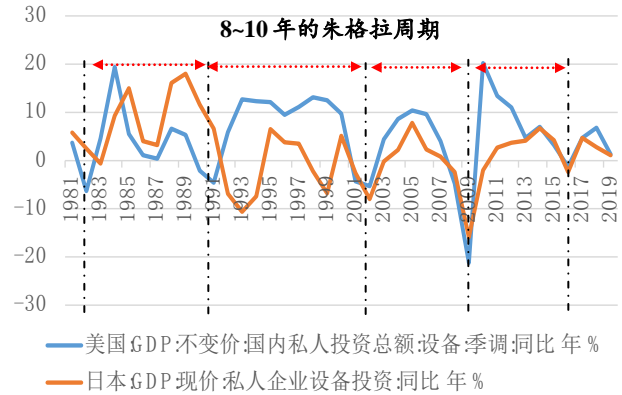
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图13：反映汽车需求的欧美冷轧板材价格快速上涨



资料来源：Wind，东兴证券研究所（市场价，周，美元/吨）

图14：全球设备投资尚处在新一轮朱格拉周期的起点



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：根据车型测算 2020-2021 年汽车用钢消耗量

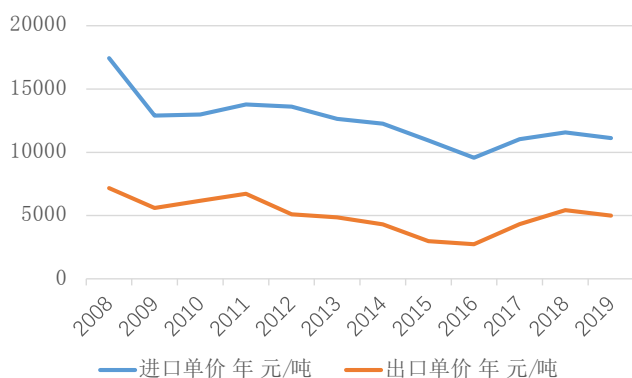
车型	单车耗钢/t	2020 产量 (万辆)	2020 年汽车钢用量/万吨	2021 产量 (万辆)	2021 年汽车钢用量/万吨
轿车	1.2	937	1124	—	—
MPV	1.6	102	163	—	—
SUV	1.6	940	1504	—	—
交叉型	1	39	39	—	—
乘用车合计	—	2018	2831	2169 (+7.5%)	3043 (+212)
重型货车	12	27	324	—	—
中型货车	4	12.5	50	—	—
轻型货车	1.5	205	308	—	—
微型货车	1	71	71	—	—
大型客车	8	5.4	43	—	—
中型客车	4	4.1	16	—	—
轻型客车	1.5	33	50	—	—
货车非完整	4	72	288	—	—
半挂牵引车	5	80	400	—	—
商用车合计	—	510	1550	460 (-10%)	1395 (-155)
合计	—	2528	4380	2629 (+4%)	4438 (+57)

资料来源：中汽协，Wind，国家统计局，东兴证券研究所（单车耗钢根据车型重量及产量取加权值；假设条件：汽车用钢占车重 60%；上述汽车用非专指特钢）

2.2 双循环新发展格局加速高端特钢国产替代，拉动相关品种的消费增速再提高

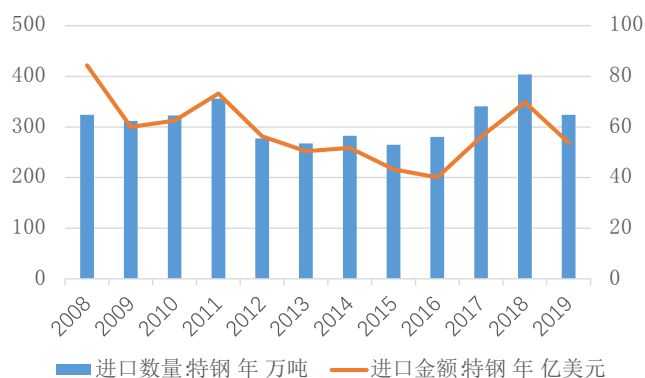
我国特钢进口替代市场规模在 300~500 亿元。2008 年以来我国的特钢进口总额在 40~70 亿美元区间波动，直接进口量达 300 万吨；滚动轴承、模具的进口市场规模分别为 30~40 亿美元、20~30 亿美元。伴随着我国制造能力的提升，产品质量与国外先进水平差距正在不断缩小，而且具有性价比优势，因此近年来我国的轴承、工模具等产品进口金额逐年下，高端特钢的需求持续释放。

图15：我国进口特钢单价 2 倍于出口单价



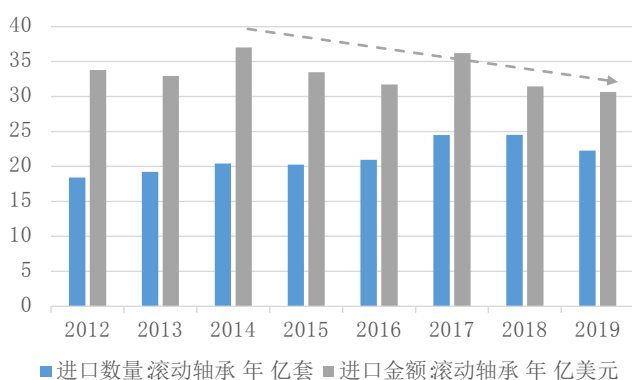
资料来源：海关总署，东兴证券研究所（人民币兑美元汇率按 1：6.7 计）

图16：2008-2019 年我国的特钢进口量及金额（右）



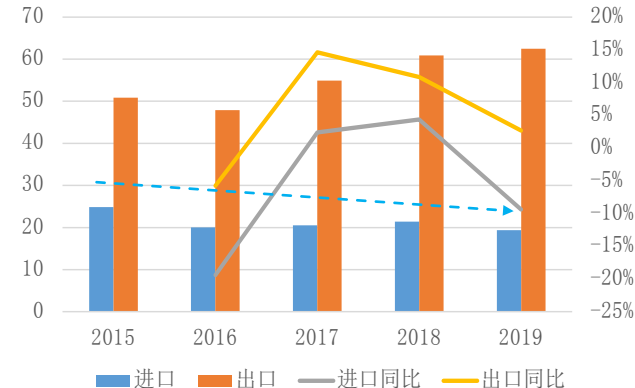
资料来源：海关总署，东兴证券研究所

图17：我国进口的滚动轴承金额总体呈下降趋势



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

图18：我国模具的进口金额逐年下降（亿美元）



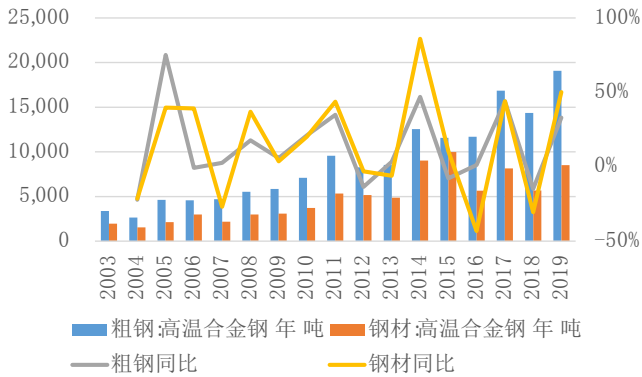
资料来源：海关总署，中国模具工业协会，东兴证券研究所

疫情加速了逆全球化和产业链重构，加上国际形势日趋复杂化，我国适时地提出国内国际双循环发展战略，势必将加速高端特钢的国产替代进程。由于高端特钢的认证周期较长，钢厂一旦实现替代并进入供应链后，就长期享有市场份额。当前在我国产业链中，高温合金、高性能工模具钢和先进轴承钢的国产化紧迫性强、市场潜力大：

（1）高温合金：装备需求释放叠加国产替代加速，“十四五”期间市场规模的复合增速或达 20%

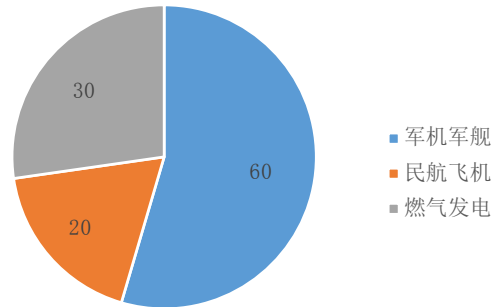
配备航空发动机、燃气轮机的新式装备密集投入使用，叠加国产替代加速，我国的高温合金市场步入快速增长的轨道。在深度报告《钢铁工业转型升级专题系列之一：乘大国崛起之风，把握军工特钢加速成长期的投资机会》中，我们测算未来 20 年航空发动机和燃气轮机用高温合金的平均市场规模达百亿以上，其中进口替代市场 60 亿元，而目前我国上述领域的市场规模尚不足 30 亿元，成长空间巨大。过去我国高温合金产量的复合增速约为 10%，根据新国防要求我们预计未来 5 年市场规模的复合增速或达 20%。

图19：2002-2019 年我国的高温合金产量年复合增长 10%



资料来源：特钢企业协会，东兴证券研究所

图20：我国高温合金的市场规模估算（亿元）

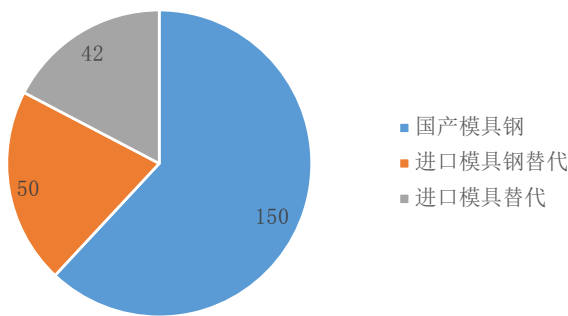


资料来源：特钢企业协会，Wind，公司年报，东兴证券研究所

(2) 高性能工模具钢：国产替代将促使未来 10 年国内模具钢市场的复合增速升至近 10%

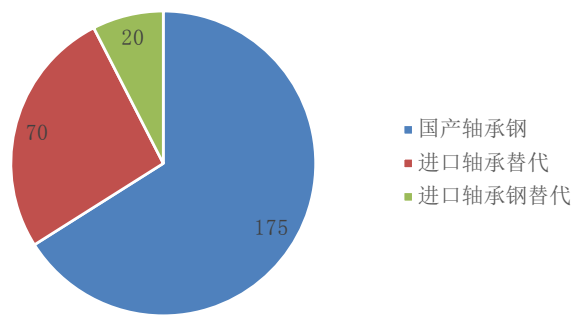
随着我国特钢生产能力提升，叠加疫情对供应链的冲击和下游行业自身降本的需求，主机厂和零部件企业正更多的选择我国本土产的模具钢原料。在深度报告《钢铁工业转型升级专题系列之二：高性能工模具钢是我国的战略性新兴产业》和《天工国际（00826）：工具钢加速“高质量”蜕变，新材料突破成长“天花板”》中，我们推算我国模具和模具钢国产替代的市场规模合计约 100 亿元（间接替代进口模具市场规模 42 亿元，直接进口替代模具钢市场规模 50 亿元），国内模具钢市场未来 10 年的复合增速有望升至近 10%。此外，我国粉末冶金高速钢的消费市场空间达 20 亿元。2020 年上半年我国的高性能工模具钢进口替代进展顺利，国内的头部钢厂受益于中高端工模具钢的国产化替代，在疫情期间实现了量价齐升的经营成果。

图21：我国目前模具钢的市场规模估算（亿元）



资料来源：海关总署，中国模具工业协会，东兴证券研究所

图22：我国目前轴承钢的市场规模估算（亿元）



资料来源：特钢企业协会，海关总署，东兴证券研究所

(3) 先进轴承钢：国产替代的市场容量近百亿，拉动轴承钢的消费增速再提高 5%以上

制造业升级对轴承钢的服役性能提出了更高的要求。目前国内汽车、高铁、风电、精密机床、大型机械主轴配套轴承等重型装备用的高端轴承依靠进口，国产关键轴承与国外先进国家在使用寿命、可靠性、Dn 值及耐温等方面尚存在一定的差距。在深度报告《钢铁工业转型升级专题系列之三：产品高端化提升特钢企业穿

越周期的成长性》中，我们根据进口轴承市场规模测算得到轴承钢国产替代的市场空间近百亿（进口轴承间接替代的市场规模约 70 亿元，按 95% 轴承钢国产化率和 10000 元/吨进口单价计的直接替代的市场规模约 20 亿元）。当前我国的轴承钢年产量 350 万吨左右，以 5000 元/吨计，市场规模约为 175 亿元。假设未来 10 年实现国产替代，每年将再新增轴承钢消费 10 亿元以上，则国产替代将拉动消费增速再提高 5% 以上。

表3：高端轴承钢的进口及国产化现状

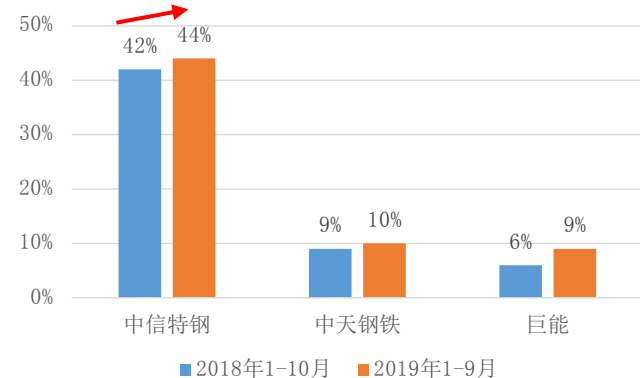
产品	进口/国产化现状
汽车轴承	国外变速箱轴承使用寿命 50 万 Km，而国内不到 10 万 Km。高档轿车变速器、变向节及轮毂轴承全部进口。
铁路轴承	目前我国高铁客运专线达 1.2 万 Km，保有量约 1.2 万辆，10 万套轴承全部进口。城市轨道交通轴承全部进口；重载货车轴承钢为电渣，成本比国外高出 2000 元左右。
机床轴承	国外高速机床主轴轴承的 Dn 值可达到 4×10^6 ，而我国不超过 2.5×10^6 。高速精密数控机床轴承全部进口。
轧机轴承	我国轧机轴承的寿命仅仅 800 小时，远低于国外的 8000 小时。在轧钢量、轧制力和稳定性等方面差距较大。
大型风电轴承	我国已经成为风电产业和风电应用大国，但 2MW 以上风电用主轴轴承和增速器轴承，全部从瑞典 SKF、德国 FAG、美国 TIMKEN 和日本 NSK 等进口。

资料来源：《高端轴承钢国内外品种及质量现状》，东兴证券研究所

2.3 高端化提升议价能力和市场份额，促进特钢企业高质成长

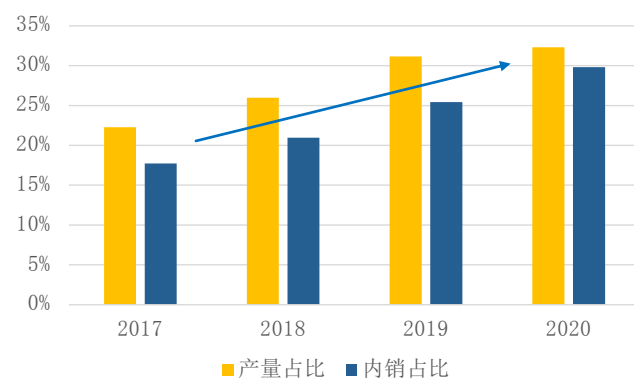
高端化提升议价能力和市场份额，促进特钢企业高质量成长。高端特钢对装备、技术和生产管理水平要求高，供给刚性致使具备供货能力的企业在产业链中的议价能力提升。受需求萎缩和疫情影响，2018 以来我国的轴承钢、模具钢消费疲软，但龙头特钢厂依靠产品升级在各细分领域的市场占有率逆势提升。此外，从发达国家看，后城镇化时期产能集中度提升是钢铁产业升级的路径之一。在《中信特钢（000708）：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇》报告中，我们测算的我国优特钢产量 CR5 不足 50%，与发达国家 70% 以上相比尚有较大的提升空间，未来特钢企业将凭借着充沛的经营性现金流和货币资金实现更多的外延式并购。

图23：轴承钢的市场份额向头部集中



资料来源：Mysteel，东兴证券研究所（以上为销量占比）

图24：天工国际在 36 家特钢类企业中的模具钢产销份额



资料来源：Mysteel，公司年报，东兴证券研究所（2020 年为预测值）

表4：2020 年产品高端化特钢企业的销售均价逆势增长

产品	价格变化（1-6月）	高端化公司	售价变化	原因分析
H13 市场价	-14.60%	天工国际	+9.3%（1-6月，模具钢）	国产替代提升中高端占比
		抚顺特钢	+4.57%（1-9月，高温合金）	军品占比提升

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

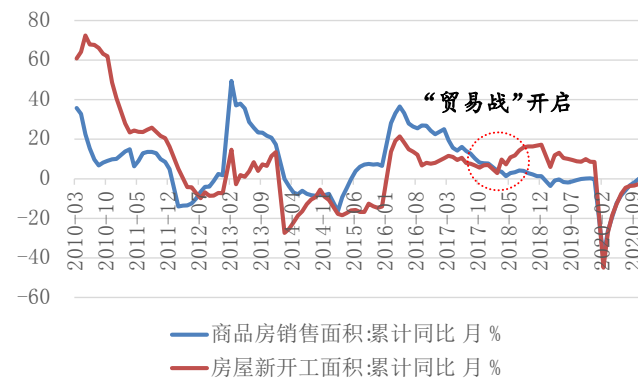
3. 黑色展望：内外需共振加剧铁矿石供不应求，价格重心或继续上移

3.1 2021 年中国钢材总消费增长 3000 万吨，对铁矿石需求形成较强支撑

3.1.1 2021 年国内建筑用钢预计同比持平，制造业用钢需求或增长 5%

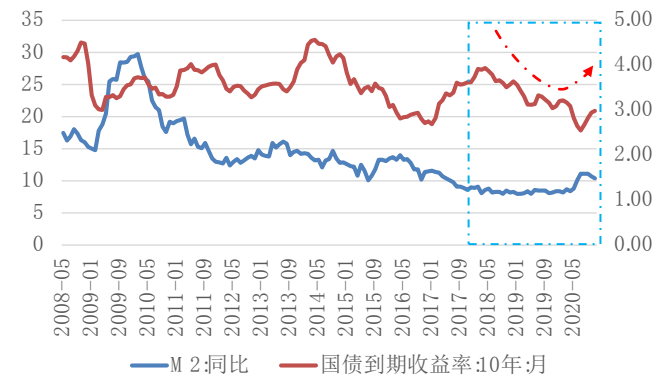
2021 年国内建筑用钢需求或同比持平，节奏上“近强远弱”。自 2016 年开启的地产周期受“贸易战”和疫情影响而始终未调整充分，考虑到经济复苏后货币政策进一步宽松止步和房地产调控不放松，2021 年房屋新开工面积有均值回归压力，东兴地产研究团队预计下降约 3%，施工面积同比增长 5%并托底需求；基建投资受土地财政约束仅增长约 5%；我们根据模型测算的建筑用钢需求同比持平。尽管如此，由于地产用钢需求仍受益于销售韧性和“高周转”行为，因此建筑用钢的需求短期尚有韧性，需求节奏上将呈现“近强远弱”。

图25：受“贸易战”和疫情影响地产始终未调整充分



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

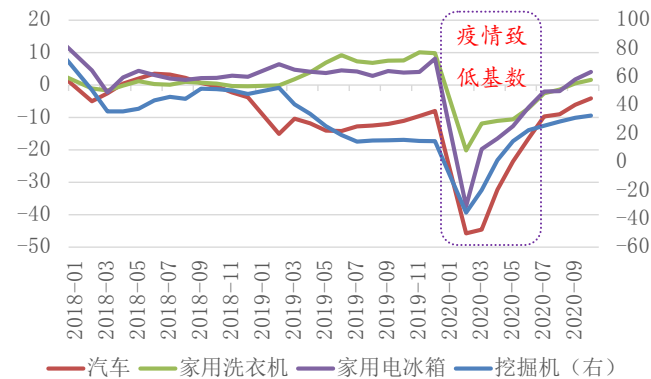
图26：后疫情时代 M2 增速见顶、利率中枢将上移



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

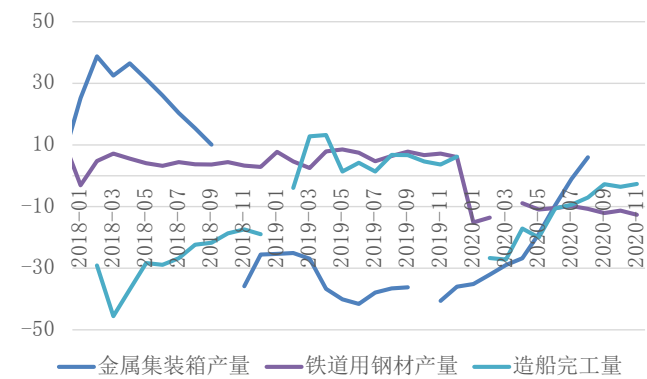
2021 年国内制造业用钢需求同比增长约 5%，“板强长弱”态势将延续。2021 年汽车、家电的产销量将受益于国内外的消费复苏和补库存而同比增长 5%，工程机械产销量受益于逆周期政策带来的新增需求和朱格拉周期带来的更新需求预计同比增长约 5%，据此我们测算制造业用钢需求将增长约 5%（表 1）。此外，铁路和船舶等制造业尚处在主动补库存的环节，对明年的制造业用钢需求形成较强支撑。

图27：我国机械、汽车和家电的产量（累计同比，%）



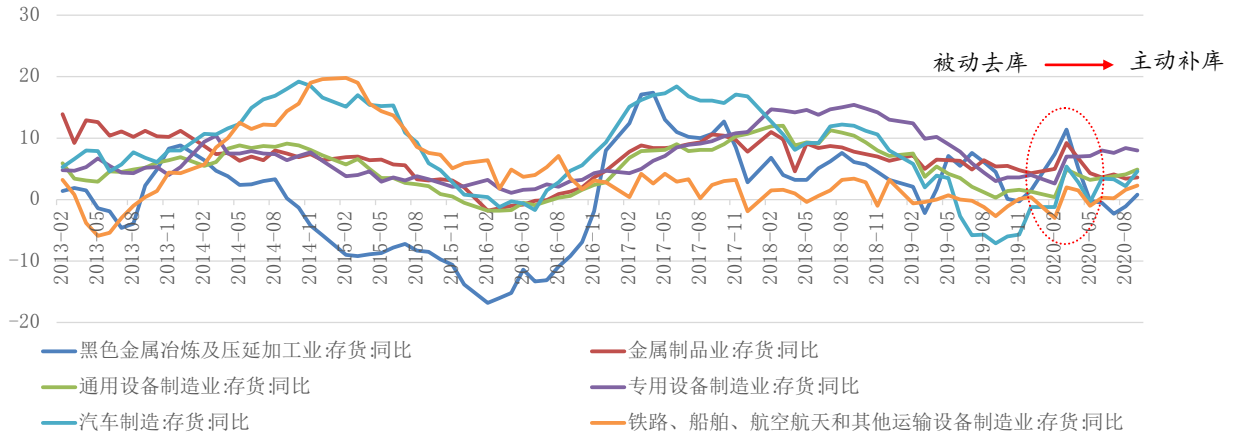
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图28：船舶、铁路及集装箱行业的产量累计同比（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图29：我国的制造业正在进入主动补库阶段



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

3.1.2 中性假设下 2021 年我国的钢材需求或同比增长约 3000 万吨，理论上拉动铁矿石需求约 4800 万吨

受益于国内需求提振和出口改善，预计 2021 年我国的钢材需求增长约 3000 万吨。2021 年国内基建将对冲房地产用钢的下滑，加上制造业用钢受益于消费改善和补库支撑，国内的钢材消费将增长约 2.1%，净增量约 2000 万吨。海外经济复苏后钢材的净出口形势将得到扭转，2021 年我国的钢材净出口有望增长 30%至 4500 万吨，净增约 1000 万吨。国内钢材需求和出口的改善，理论上拉动铁矿石需求增加约 4800 万吨。

- ◆ 2020 年海外钢材需求受疫情冲击大于国内，国内市场的钢材价格较出口溢价显著提高。1-9 月国内的钢材出口同比下降 19.2%至 4039 万吨，进口同比增长 72.2%至 1507 万吨，预计全年的净出口量约 3500 万吨，同比下降约 35%。根据世界钢铁协会的最新预测，发达国家、除中国外的发展中国家的钢材需求将分别增长 8.7%、9.2%，基本恢复至疫情前水平。这将促使国内外的钢材价差收窄，利好明年的钢材出口，预计 2021 年我国粗钢净出口同比增长约 30%至 4500 万吨，但净出口量较疫情前仍有小幅差距。

表5：中性假设下 2021 年国内用钢的表现消费量将同比增 2.1%（亿吨）

行业	2017	2018	2019	2020E	2021E 悲观		2021E 中性		2021E 乐观	
					消费量	同比	消费量	同比	消费量	同比
建筑	3.87	4.3	5.06	5.31	5.10	-4.0%	5.31	0.0%	5.53	4.0%
机械	1.36	1.4	1.42	1.85	1.85	0.0%	1.94	5.0%	2.03	10.0%
汽车	0.58	0.56	0.5	0.51	0.51	0.0%	0.52	2.0%	0.53	4.0%
能源	0.33	0.33	0.34	0.29	0.30	3.0%	0.30	5.0%	0.32	10.0%
造船	0.14	0.12	0.11	0.10	0.11	3.0%	0.11	5.0%	0.11	10.0%
家电	0.12	0.13	0.14	0.13	0.14	3.0%	0.14	5.0%	0.15	10.0%
铁道	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	3.0%	0.05	5.0%	0.05	10.0%
集装箱	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	3.0%	0.06	5.0%	0.06	10.0%
其他	0.75	1.26	1.44	1.37	1.41	3.0%	1.44	5.0%	1.50	10.0%
合计	7.26	8.21	9.11	9.66	9.51	-1.6%	9.86	2.1%	10.28	6.4%

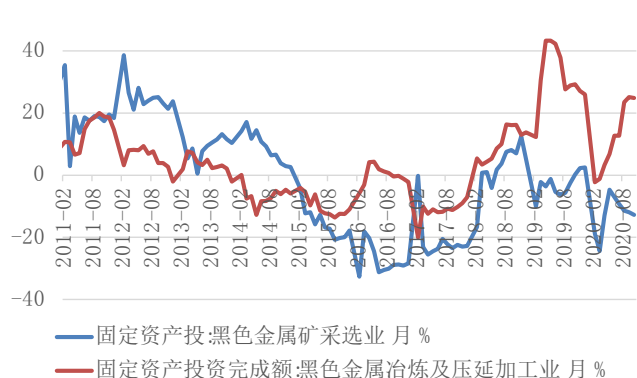
资料来源：冶金工业规划研究院，Mysteel，Wind，东兴证券研究所（根据各用钢下游行业运行分析，并考虑部分未统计在内的领域，采用下游行业消费法预测）

3.2 铁矿石供给刚性加剧供不应求，2021 年价格重心或继续上移

3.2.1 高盈利水平刺激国内产能扩张，供给刚性的背景下铁矿石或供不应求

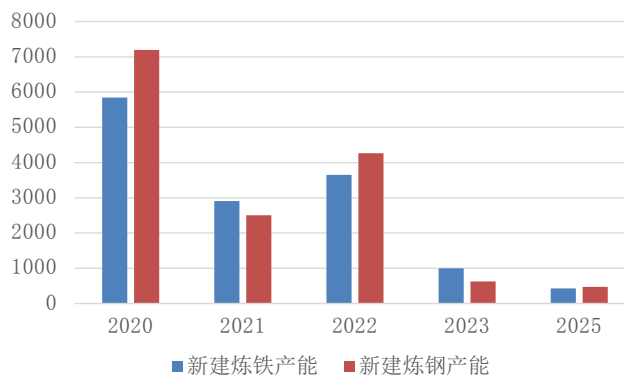
2020 年钢铁行业资本开支高增长或致产能利用率降低，但利好铁矿石需求。2019、2020 年前 3 季度钢铁资本开支受高资产回报率刺激分别增长 26%、25.1%，对应 2020-2021 年近亿吨置换产能的投放将不可避免地增加供给能力（测算 2021 年高炉产能增加约 3000 万吨）并降低产能利用率约 1.4%。此外，技术改进对产量提升的贡献也不可忽视。据了解面对 2021 年需求增长预期，部分钢厂计划通过提高高炉利用系数（提高富氧率、降低燃料比等）来提高产量。因此，**2021 年冶炼环节供需转松的大趋势难改，但利好铁矿石需求。**

图30：钢铁行业的固定资产投资保持高速增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图31：Mysteel 统计的将投产置换产能（万吨）



资料来源：Mysteel，东兴证券研究所

2021 年主流矿山的铁矿石供给增量难以满足 4000 万吨的需求增量。根据统计，四大矿山明年的新增铁矿石产能有限，其中淡水河谷预计 2021 年铁矿石产量为 3.15~3.35 万吨，较 2020 年仅增加 1000~3000 万吨。根据工信部提出 2025 年中国钢铁行业的废钢应用比例要达到 30% 的要求，预计 2021 年国内的废钢供给将同比增加 2000 万吨，那么国内铁矿石的需求将较 2020 年增约 1000 万吨。此外，根据世界钢铁工业协会预测的 2021 年发达国家的钢材需求将增长 8.7% 来看，2021 年主要铁矿石进口国欧盟、日韩的铁矿石消费量预计同比增长约 9%，需求增量约为 3000 万吨。综上所述，明年全球铁矿石贸易市场将面临供不应求的局面。

表6：参与铁矿石国际贸易的主流矿山（四大矿山）明年的新增产能有限

矿山	新增产能
淡水河谷	淡水河谷预计 2021 年铁矿石产量 3.15~3.35 万吨，较 2020 年增加 1000~3000 万吨。2020 年 9 月批准实施位于 SD11 扩产项目，该项目将使淡水河谷 S11D 矿山和选矿厂的年产能提高 2000 万吨以上，预计 2024 年投产。此外，公司提出扩产远期规划：东南矿区 Brucutu 和 Itabira 的选矿厂投产、Torto 和 Itabirucu 大坝启动、以及 Timbopeba 矿区全力运营之后，东南系统有望将产能增加 3800 万吨。南部矿区 Fabrica 的复工、Vargem Grande 解决了传送带和许可问题、以及 Maravilhas 三号大坝的启动，将新增产能 1600 万吨。
力拓	库戴德利铁矿项目（Koodaideri）正在按计划推进中，产能 4300 万吨，预计将在 2022 年投产。
必和必拓	西澳皮尔巴拉（Pilbara）中部地区的 South Flank 铁矿石项目，预计 2021 年开始首次生产，将完全取代目前年产量达 8,000 万吨的 Yandi 矿山。South Flank 的铁矿石品位将达 62%—63%，杨迪矿区的铁品位约 56%。
FMG	西澳 Eliwana 项目预计将于 2020 年 12 月开始生产，每年产量目标是 3000 万吨矿石，用于取代 Firetail 矿。Iron Bridge 项目总投入 26 亿美元，生产 2200 万吨年产能的 67% 高品磁铁矿，计划 2022 年上半年投产。
其他	Vale 和 BHP Billiton 合资的 Samarco 球团矿项目可能会在 2020 年 12 月复产，产能为 3000 万吨/年的 26%。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2.2 2021 年铁矿石价格重心上移，节奏方面或呈现“前高后低”

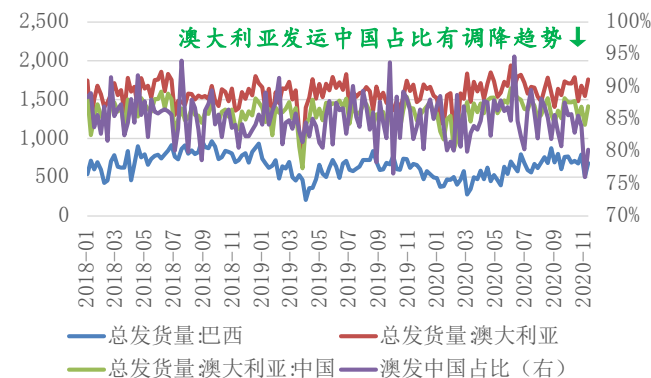
我们从铁矿石的供需关系、库存等角度对价格进行预测，核心假设如下：（1）需求方面，中国在废钢供给增加 2000 万吨的背景下 2021 年铁矿石总需求较 2020 年增长约 1000 万吨；2021 年主要铁矿石进口国欧盟、日韩的铁矿石消费量同比增长约 9%，净增量约 3000 万吨；考虑到巴西、澳矿产量相对刚性将导致向中国发运铁矿石的比例回落，预计巴西发往中国的铁矿石占出口比例将回落至 60%，澳大利亚维持在 85%；除中国外发展中国家的铁矿石自给自足。（2）供给方面，巴西 2021 年铁矿石的产量较 2020 年增加 2500 万吨，澳大利亚的产量稳定；参考 Mysteel 统计数据，国内将有约 1000 万吨精粉产能在 2021 年 2-3 季度投产，贡献 500 万吨增量；独联体、印度矿山以供应本地为主。综上，我们推算 2021 年国内铁矿石的港口库存将在 1.0~1.3 亿吨的低位波动，全年价格重心（62%，CFR）将较 2020 年上升。

表7：中国铁矿石的供需平衡表预测（数量：万吨）

时间	进口量	出口量	澳进口	巴进口	其他进口	国产精粉量	矿用量	港口库存变动	港口库存
202101	10112	100	5750	1912	2450	2406	12450	-32	12649
202102	9593	100	5325	1809	2459	2264	11485	272	12921
202103	9440	100	5340	1750	2350	2230	11992	-422	12499
202104	10555	100	6086	2019	2450	2514	13500	-531	11968
202105	10880	100	6150	2150	2580	2600	13659	-279	11689
202106	10770	100	6300	2120	2350	2650	13120	200	11889
202107	9825	100	5870	1900	2055	2420	12562	-417	11472
202108	9293	100	5622	1850	1821	2500	12242	-549	10923
202109	10014	100	5822	2042	2150	2650	12050	514	11437
202110	10022	100	5950	1910	2162	2600	12500	22	11459
202111	9447	100	5817	1850	1780	2520	11040	827	12286
202112	9662	100	6100	1862	1700	2500	11220	842	13128

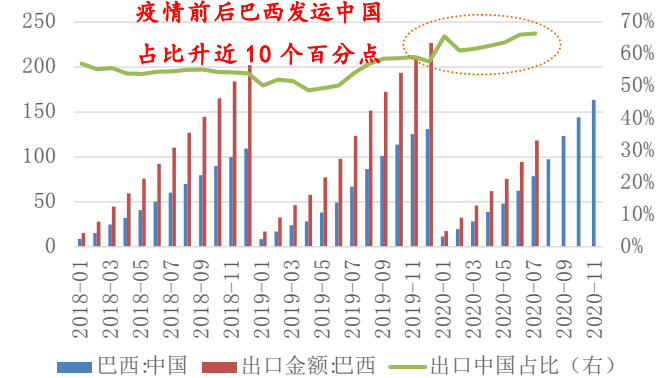
资料来源：Wind, Mysteel, 东兴证券研究所

图32：澳大利亚和巴西的铁矿石发运量（周，万吨）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图33：疫情后巴西铁矿石向中国出口的比例提升（月，亿美元）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

4. 锌展望：基本面进入供需再平衡状态

锌市场的基本面逐渐进入结构性的供需再平衡状态，原材料上游供应增速的相对释放（以矿为主）令前期供应紧张格局出现缓解，下游需求端得益于政策性刺激及产业周期底部的抬升而整体稳定。基本面供需矛盾长期的不突出意味着锌价格难以因基本面而形成强势的趋势性机会，而受2020年疫情影响所导致的供需错配及矿端产出预期收缩已经在下半年铅锌价格的大幅反弹中有效计入。从价格的角度考虑，锌价格的下跌空间当前观察较为有限，价格上行的阻力或低于下行阻力，这意味着锌均价在2022年附近伴随产业端原材料库存周期的延续，均价或有望向21000元靠拢。

表8：全球精炼锌供需平衡预测表

锌（万吨）	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
供应	1345	1327	1386	1352	1366	1420	1491
YoY%	1%	-1.3%	4.4%	-2.5%	1.0%	4.0%	5.0%
需求	1335	1370	1396	1393	1377	1398	1443
YoY%	0.90%	2.6%	1.9%	-0.2%	-1.1%	1.5%	3.2%
供需平衡	10	-43	-10	-41	-11	22	48

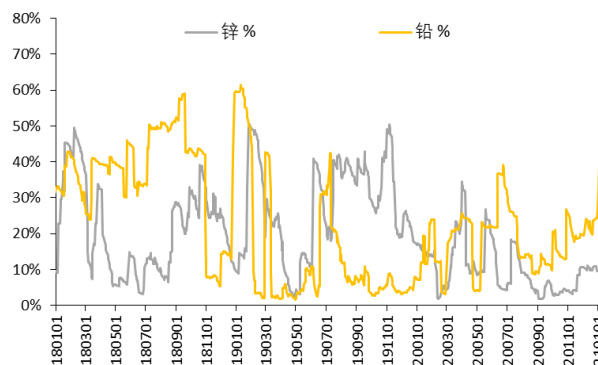
资料来源：SMM, Wind, 东兴证券研究所

图34：全球锌铅交易所库存



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图35：伦敦锌铅注销仓单占比



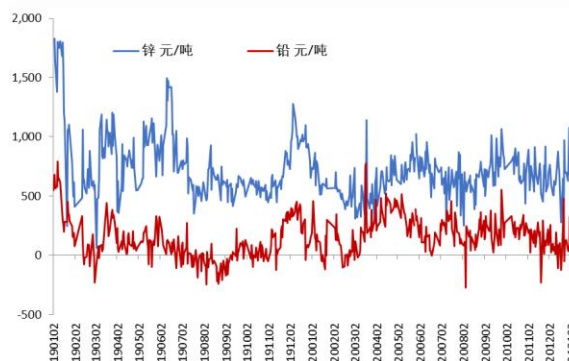
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图36：伦敦锌铅现货升水



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图37：长江锌铅现货升水



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

风险提示：锌矿产出复苏超预期、再生铅供应超预期、贸易战超预期发酵、镀锌及蓄电池消费大幅回落。

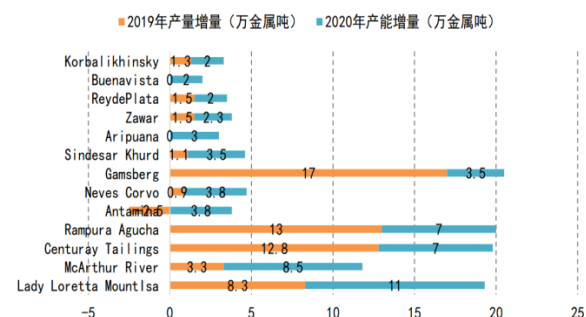
4.1 全球锌矿供给进入增长周期，但公共卫生事件导致锌矿生产遭受扰动

从全球锌的供需角度观察，全球精锌产量在锌矿产出增加背景下开始出现结构性扩张。2017年全球矿山供应得益于印度及秘鲁产量释放而重新进入扩张周期，2018年在澳洲、南非及古巴等增量释放的影响下而继续增长4.6%，至2019年鉴于澳洲世纪锌矿的产出恢复，整体矿端供给压力的释放已十分明显，并带动市场对2020年全球锌矿产出增量有超50万吨的预期，这导致锌价自2018年起承受结构性弱化。尽管锌矿持续性释放的产出预期存在，但2020年初发生的公共卫生事件致使全年锌矿年产量逆转预期而显现近40万吨的收缩，这意味着2020年全球锌矿供给的过剩预期出现了实质性变化。

除了全球锌矿依然处于扩张周期外，精炼锌产能扩张的步伐与锌矿产出的释放同步。以中国为例，2019年中国精炼锌产能+3.3%至560万吨，而2020年考虑到乌恰紫金锌业（10万吨）等产能释放的有效性，保守预计中国锌冶炼产能或增至580万吨。

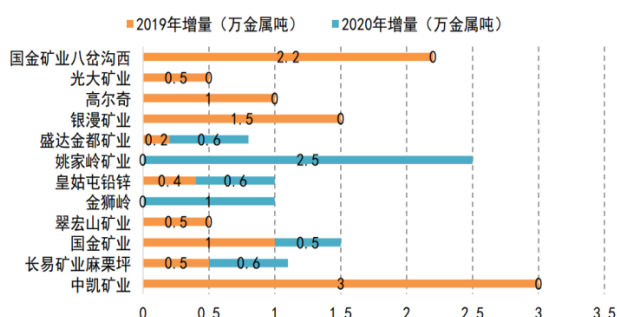
从全球精炼锌供给增速观察，2020及2021年全球精炼锌供应或分别增长4.16%及5.45%至1414万吨及1491万吨。

图38：全球主要锌矿增量



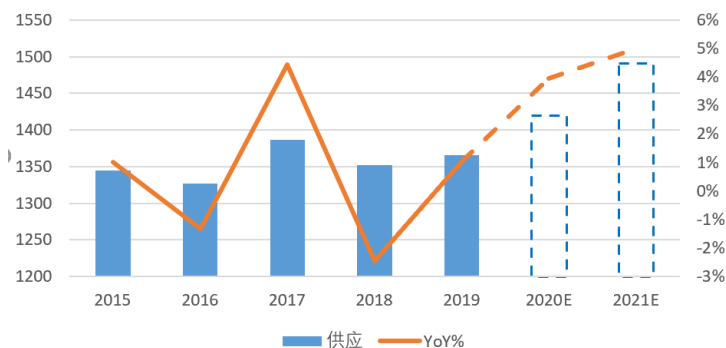
资料来源：ILZSG,SMM, 东兴证券研究所

图39：中国主要锌矿增量



资料来源：ILZSG,SMM, 东兴证券研究所

图40：全球精炼锌产量增长图（虚线为预估值）



资料来源：ILZSG,CRU,安泰科, 东兴证券研究所

4.2 2020 年的库存周期重建对全球精炼锌需求产生拉动

全球锌的实际需求状态已经由周期底部回升。尽管全球锌消费端开工率的下滑自2019年开始显现（中国环保限产、房地产行业镀锌订单转淡、中美贸易争端导致镀锌板出口订单减少以及疫情的扩散化影响致使汽车行业弱周期等均是影响锌消费的原因），带动整个行业出现快速的产成品去库及原材料端的被动补库，从而在2019年对锌的整体消费形成抑制。但另一方面，产业链环节的库存在经过长达两年的去化后已十分偏低，下游锌消费环节的原材料库存亦在近年来的底部区域，这意味着行业周期的抬头会推动锌加工产业链订单率的攀升，从而提振行业原材料库存周期由被动补库存转至主动补库存，而这点从20Q2政府主导下基建发力从而带动镀锌结构件等企业开工率的迅速反弹也可以印证。

表9：2014-2019 中国镀锌板产量及出口量变化

万吨	重点企业镀锌板产量	%	镀锌板出口	%	出口占比
2019	2130.4	-4.66%	907.4	0.97%	42.59%
2018	2234.5	-1.12%	898.7	-3.70%	40.22%
2017	2259.7	8.05%	933.2	-4.28%	41.30%
2016	2091.3	13.52%	974.9	9.05%	46.62%
2015	1842.2	6.20%	894	18.18%	48.53%
2014	1734.7	8.90%	756.5	34.37%	43.61%

资料来源：smm, wind, 东兴证券研究所

钢结构占比提升有望提振中国的锌消费规模的进一步扩大。从钢结构占比的增长性预测，若2025年钢结构占比增至15%，钢镀锌板用锌的总消费量将升至38.5万吨，增长19.2万吨，这意味着钢结构占比的提升有望给建筑镀锌带来16%的增量，提振中国锌消费总量提升4.8%（建筑镀锌占全国锌消费总量约32%）。

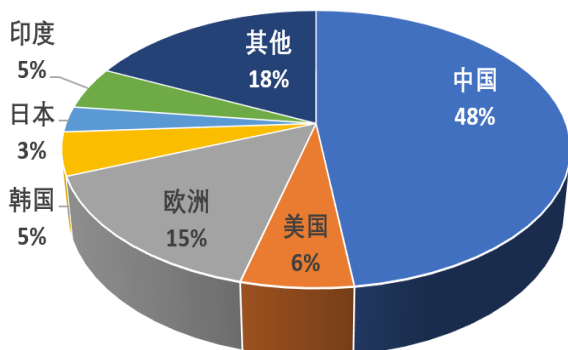
表10：中国钢结构产量及镀锌板用量预测（2020-2025）

年份	中国钢产量 亿吨	同比增长 %	钢结构产量 万吨	同比增长 %	钢结构占比 %	镀锌板用量 万吨	锌消费量 吨
2015	8.04		5007		6.2%		
2016	8.08	0.5%	5585	11.5%	6.9%		
2017	8.32	3.0%	6145	10.0%	7.4%		
2018	9.28	11.5%	6874	11.9%	7.4%		
2019	9.93	7.0%	7500	9.1%	7.6%	3750	192308
2020E	10	0.7%	9000	20.0%	9.0%	4500	230769
2021E	10	0.0%	10000	11.1%	10%	5000	256410
2022E	10	0.0%	11000	10.0%	11%	5500	282051
2023E	10	0.0%	12000	9.1%	12%	6000	307692
2024E	10	0.0%	13000	8.3%	13%	6500	333333
2025E	10	0.0%	15000	15.4%	15%	7500	384615

资料来源：wind, 东兴证券研究所

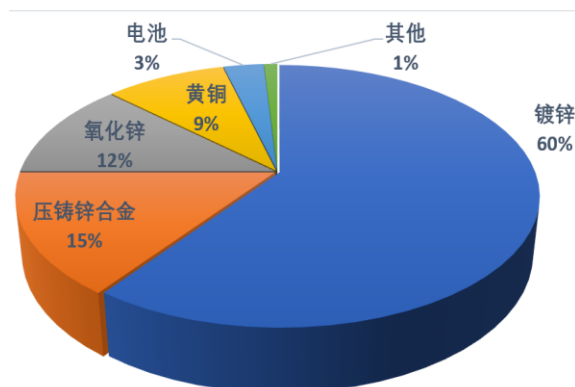
14300的锌价或已成为近几年可预期的绝对低点。锌的价格在2020年3月已经完成了高效的下跌压力测试，价格在波动率骤增下跌破锌矿成本曲线75%附近。锌矿75%成本分位线对于锌价有明显的指引意义，75%分位线的跌破意味着全球有超过25%的矿山进入亏损状态，这无疑会倒逼成本偏高及运营能力薄弱的小企业出现减产。根据Wood Mackenzie统计，全球75%矿山分位成本在1780美元/吨，90%分位线在2000美元/吨（对应国内矿价14500元/吨左右），从这个角度观察，伦锌1674的定价或许已经是阶段性锌价的底部，所对应的国内锌价低点14300附近或已经显现。因此锌在供给结构性扩张、需求稳定复苏背景下，锌价重心维持稳定且温和反弹概率较大。

图41：全球锌消费区域占比



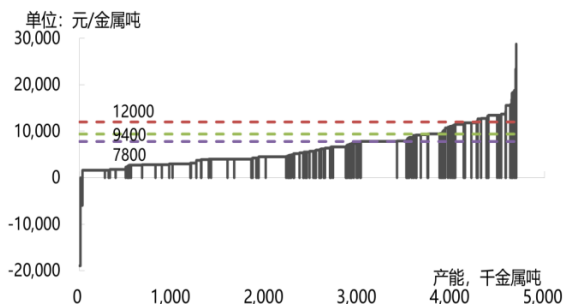
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图42：中国锌消费结构占比



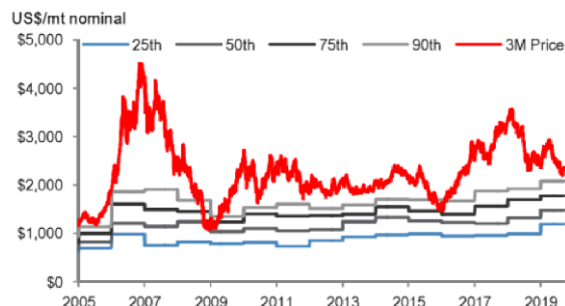
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图43：中国锌矿成本曲线



资料来源：ILZSG，东兴证券研究所

图44：全球锌矿 C1 开采成本（2005-2019）



资料来源：Wood Mac, JP Morgan, 东兴证券研究所

5. 投资策略

5.1 特钢&黑色

顺应新发展格局，把握特钢高质成长的历史机遇。后疫情时代我国特钢需求将受益于汽车等消费回暖而重回增长，同时国内国际双循环的新发展格局将加速高端特钢的国产替代进程，并拉动相关特钢品种的需求增速提升。伴随着高端化带来的议价能力和市场份额提升，特钢企业将依托内生和进口替代市场实现高质成长。建议关注：中信特钢、天工国际、久立特材等。此外，国内外需求共振拉动铁矿石消费增长，2021 年铁矿石国际贸易市场或供不应求，价格重心有望进一步上移。

(1) 中信特钢：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇。公司具有规模化、专业化和高端化的发展优势，拥有先进装备和经营理念，产品下游涵盖汽车、机械、轨交、能源、军工等高端装备制造业，具备较强的抵御经济周期或行业波动的能力。受益于高端特钢的需求增长以及疫情冲击加速国产替代，公司的产品结构不断优化升级，盈利能力稳步改善。公司未来的成长确定性强，启动的青岛特钢续建工程总计年产 113 万吨坯材，经营性现金流和货币资金充沛，再加上具有丰富的并购整合经验，为未来更多的外延式并购提供支撑。

(2) 天工国际：工具钢加速“高质量”蜕变，新材料突破成长“天花板”。公司是世界领先的工具钢供应商，高性能工模具钢产品被国家《战略性新兴产业分类（2018）》列入新材料产业。通过纵向一体化发展，再加上公司优秀的成本管控，产品竞争力和盈利能力优于同行。疫情冲击加速了产业链重构和高端工模具钢的国产替代，促进了公司高质量成长，并在后疫情时代受益于消费回暖和库存周期共振带来的工模具钢消费增长。公司投资的国内首条工具钢粉末冶金生产线（一期）投产，设计产能 2000 吨，填补了国内粉末冶金高速钢供应空白，并将视实际的生产和销售情况布局二期产线，届时该生产线的总产能预计达到 5000 吨。

5.2 锌

锌市场的基本面逐渐进入结构性的供需再平衡状态，锌价格的下跌空间当前观察较为有限，价格上行的阻力或低于下行阻力，均价或有望向21000元靠拢。

6. 风险提示

(1) 宏观经济风险；(2) 原材料价格风险；(3) 企业经营风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	钢铁工业转型升级专题系列之三：产品高端化提升特钢企业穿越周期的成长性	2020-10-30
行业深度报告	钢铁工业转型升级专题系列之二：高性能工模具钢是我国的战略性新兴产业	2020-08-27
行业深度报告	钢铁工业转型升级专题系列之一：乘大国崛起之风，把握军工特钢加速成长期的投资机会	2020-06-28
行业普通报告	钢铁行业报告：龙头钢企海外收购优质铁矿的意义在哪？	2020-06-28
行业普通报告	钢铁行业报告：受疫情影响的钢材需求回补了多少？	2020-06-09
行业普通报告	钢铁行业报告：如何看待方大钢铁集团并购达州钢铁？	2020-06-02
行业普通报告	钢铁行业报告：“两会”的宏观政策如何影响下半年的普钢市场？	2020-05-26
行业普通报告	钢铁行业报告：为什么 2 季度的铁矿石市场仍是紧平衡	2020-05-19
行业深度报告	疫情冲击下的钢铁市场展望：关注逆周期政策的力度和疫情对铁矿供给的影响	2020-05-11
行业深度报告	2019 年钢铁行业回顾专题之特钢：油气管维持高景气，高端特钢盈利向好	2020-05-08
公司深度报告	方大特钢（600507）：低成本重构竞争力，高回报期待规模化	2020-03-26
公司普通报告	中信特钢（000708）：通过疫情考验，期待重新起航	2020-08-19
公司深度报告	中信特钢（000708）：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇	2020-07-23
公司深度报告	天工国际（0826）：工具钢加速“高质量”蜕变，新材料突破成长“天花板”	2020-09-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期货期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

张清清

钢铁行业分析师，北京航空航天大学工学博士，在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文，其中包含第一作者发表的 SCI 论文 5 篇（累计 IF>10）；2015-2018 年在宝钢从事研究工作，期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程；2018 年 5 月加盟东兴证券。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有 1 年 PE 机构及 4 年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526