

寻找周期与成长共振

——2021年钢铁及新材料行业年度策略

钢铁有色建材行业首席分析师：杨件
执业证号：S0600520050001
联系电话：13166018765
2021.01.07

- 1、2020年钢铁高举高打。即使疫情影响，全年钢铁行业价格、产量仍然高位运行，反应行业需求大幅超预期。成本阶段性强势，全年钢铁利润微降，但结构分化，板材类公司同比增速较高。
- 2、2021年供需依然偏紧，产能利用率进一步抬升至89.6%。其中，需求端：预计随着制造业复苏、出口回升，同比增长4.8%，其中制造业增长7.9%，建筑业增长1.5%，外需增长3%；供给端：考虑到产能置换的延后，预计仍有部分产能投放，净增预计在2700万吨左右。
- 3、海外需求超预期回升。海外经济复苏，制造业生产底部抬升，目前粗钢产量尚未回到疫情之前。预计2021年中国钢材出口有望回升至历史中位水平，带来需求增量在4000万吨左右。
- 4、成本红利弱改善。2021年全球铁矿石产能增量主要为vale，以及矿价上涨后非主流矿增长，预计新增产能5000万吨；国内放开可再生资源进口资质，叠加废钢自然回收量小幅回升，预计废钢供应增加2000万吨；与此同时，2021年全球生铁产量增速预计在4.5%左右，对应铁矿石需求1亿吨左右。由此铁矿石供需平衡略微强化，矿价中枢预计抬升至118元/吨。
- 5、钢铁利润同比增加60%。预计2021年钢价上涨300元/吨，铁矿石、焦炭、废钢分别同比16%、2.1%、0.4%，对应吨钢毛利564元/吨，同比增加22.1%，净利润265元/吨，同比增加61.6%。
- 6、相关标的。2021年基于制造业复苏和海外经济回升，看好钢铁行业，首推制造业链条的板材和特钢，建议关注宝钢股份、中信特钢、新钢股份、河钢资源、久立特材、天工国际等。
7. 风险提示：制造业回暖不及预期；海外经济回升不及预期。



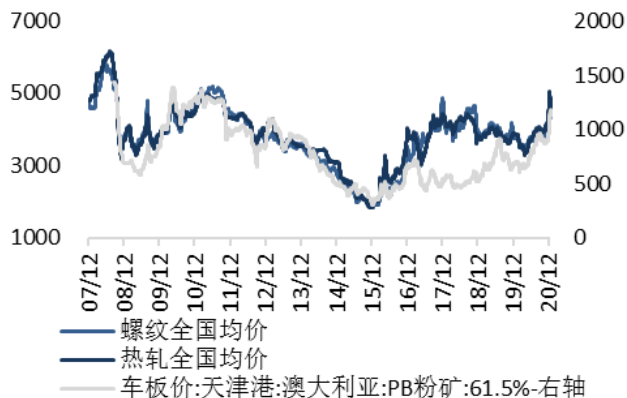
- 1、2020年钢铁行业回顾
- 2、2021年钢铁供需继续改善
- 3、需求高速增长
- 4、铁矿石供应增加5000万吨
- 5、钢铁、利润价格同增
- 6、相关标的
- 7、风险提示

1、2020年钢铁行业回顾

► 2020年钢铁行业高举高打

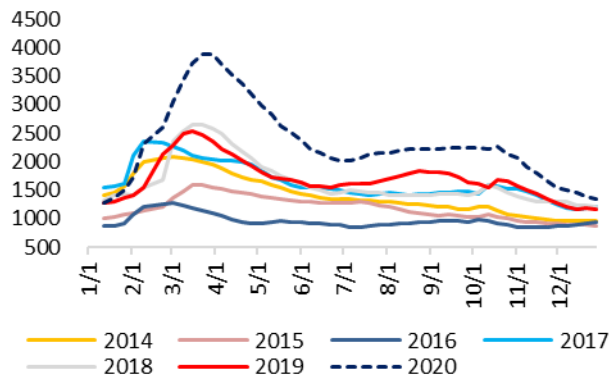
- 钢价震荡中创新高，库存前高后低，利润底部回升，结构上板强长弱，冷轧一枝独秀；
- 截止2020年12月31日，五大品种平均价格4767元/吨，平均毛利872元/吨（+46%，较2019年12月31日，下同），其中冷轧1236元/吨（+146%）、螺纹674元/吨（+7%）。

图：主要品种价格（单位：元/吨）



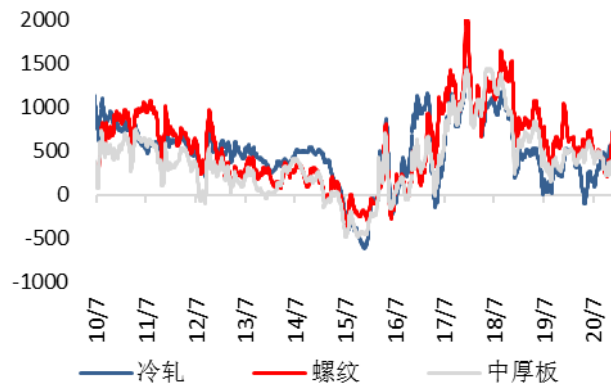
来源：Mysteel，东吴证券研究所测算

图：历年钢铁总库存（社会+钢厂库存）-单位（万吨）



来源：Mysteel，东吴证券研究所测算

图：主要品种毛利水平（单位：元/吨）



来源：Mysteel，东吴证券研究所测算

图：冷轧-热卷价格差（单位：元/吨）



来源：Mysteel，东吴证券研究所测算

2、2021年钢铁供需继续改善

► 产能利用率提高1个百分点

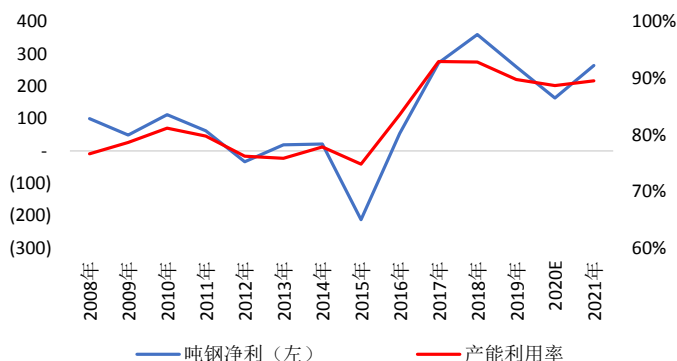
截止 2020年12月3日 Mysteel 调研统计, 2021 年 1-12 月份全国预计新增生铁产能 7145.3 万吨, 1-12 月预计淘汰生铁产能 4415.2 万吨, 全年预计净新增 2730.1 万吨; 2020/2021钢铁需求9.7/10.5亿吨, 供给10.6/10.7亿吨。

表: 钢铁供需平衡表

钢铁供需平衡	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020E	2021E
国内需求(万吨)	73,366	75,997	79,898	81,962	78,494	80,313	84,422	88,234	92,580	95,343	99,922
YOY	9.0%	3.6%	5.1%	2.6%	-4.2%	2.3%	5.1%	4.5%	4.9%	3.0%	4.8%
外部需求(万吨)	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,100	5,800	1,907	5,800
YOY	28.2%	28.4%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-10.0%	-4.9%	-67.1%	204.1%
粗钢总需求(万吨)	77,009	80,674	84,978	89,858	88,053	89,728	91,201	94,334	98,380	97,250	104,922
YOY	9.5%	4.6%	5.3%	5.7%	-2.0%	1.9%	1.6%	3.4%	4.3%	-1.1%	7.9%
库存变化(万吨)	-222	500	1,292	1,403	-1,175	844	1,321	-359	2,220	8,350	2,000
YOY	74.2%	-324.9%	158.4%	8.6%	-183.8%	-171.8%	56.5%	-127.1%	-718.8%	276.1%	-76.0%
粗钢实际总产量(亿吨)	76,787	81,206	86,270	91,261	86,878	90,572	92,522	93,975	100,600	105,600	106,922
YOY	9.7%	5.8%	6.2%	5.8%	-4.8%	4.3%	2.2%	1.6%	7.0%	5.0%	1.3%
粗钢总有效产能(亿吨)	9.63	10.65	11.37	11.72	11.61	10.84	9.95	10.11	11.20	11.90	11.94
YOY	11.6%	10.7%	6.7%	3.1%	-0.9%	-6.7%	-8.2%	1.7%	10.7%	6.3%	0.3%
产能利用率(含表外)	79.8%	76.2%	75.9%	77.8%	74.8%	83.6%	93.0%	92.9%	89.8%	88.7%	89.6%

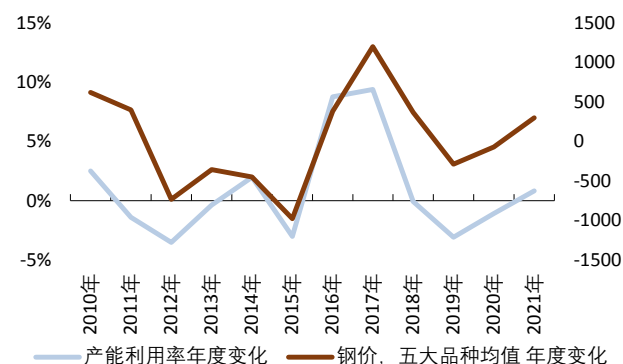
来源: Mysteel, 东吴证券研究所测算

图: 吨钢净利和产能利用率波动具有一致性



来源: Mysteel, 东吴证券研究所

图: 吨钢净利(右轴)和产能利用率(左轴)波动具有一致性



来源: Mysteel, 东吴证券研究所测算

3、需求高速增长

- 2020/2021年钢铁需求9.7/10.5亿吨，增速-1.1%/7.9%。
- 建筑业2019/2020E/2022E需求分别为4.64/4.72/4.80亿吨，增速分别为4.7%/1.7%/1.7%；
- 制造业2019/2020E/2022E需求分别为4.62/4.81/5.19亿吨，增速分别为5.2%/4.2%/7.8%；

表：钢铁需求按行业拆分（单位：万吨）

钢铁需求拆分	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020E	2021E
建筑业	34,690	37,188	37,709	39,689	39,899	39,057	40,395	41,889	44,303	46,386	47,197	48,023
YOY	10.3%	7.2%	1.4%	5.3%	0.5%	-2.1%	3.4%	3.7%	5.8%	4.7%	1.7%	1.7%
其中，基建	17,303	18,063	18,966	20,009	20,809	21,018	21,543	22,189	22,633	23,199	23,547	24,018
YOY	6.0%	4.4%	5.0%	5.5%	4.0%	1.0%	2.5%	3.0%	2.0%	2.5%	1.5%	2.0%
其中，地产	17,387	19,126	18,743	19,680	19,090	18,040	18,852	19,700	21,670	23,187	23,651	24,005
YOY	15.0%	10.0%	-2.0%	5.0%	-3.0%	-5.5%	4.5%	4.5%	10.0%	7.0%	2.0%	1.5%
制造业	32,622	36,178	38,288	40,209	42,063	39,437	39,918	42,532	43,931	46,194	48,145	51,899
YOY	21.4%	10.9%	5.8%	5.0%	4.6%	-6.2%	1.2%	6.5%	3.3%	5.2%	4.2%	7.8%
其中，机械	15,270	17,103	18,043	18,314	18,864	17,732	18,086	19,352	20,030	21,131	22,399	23,743
YOY	18.0%	12.0%	5.5%	1.5%	3.0%	-6.0%	2.0%	7.0%	3.5%	5.5%	6.0%	6.0%
其中，汽车	5,568	5,679	6,003	6,573	6,961	7,044	7,749	8,059	7,978	7,659	7,582	8,341
YOY	24.0%	2.0%	5.7%	9.5%	5.9%	1.2%	10.0%	4.0%	-1.0%	-4.0%	-1.0%	10.0%
其中，家电	1,186	1,328	1,406	1,491	1,550	1,535	1,589	1,748	1,817	1,936	1,878	2,159
YOY	21.0%	12.0%	5.9%	6.0%	4.0%	-1.0%	3.5%	10.0%	4.0%	6.5%	-3.0%	15.0%
其中，造船	2,079	2,412	2,339	2,468	2,690	2,556	2,326	2,674	2,460	2,657	2,524	2,777
YOY	35.0%	16.0%	-3.0%	5.5%	9.0%	-5.0%	-9.0%	15.0%	-8.0%	8.0%	-5.0%	10.0%
其中，集装箱	962	1,154	1,200	1,260	1,474	1,356	1,207	1,690	1,943	1,652	1,982	2,577
YOY	180.0%	20.0%	4.0%	5.0%	17.0%	-8.0%	-11.0%	40.0%	15.0%	-15.0%	20.0%	30.0%
其中，能源化工	2,617	3,167	3,800	4,370	4,676	3,834	3,451	3,278	3,770	4,901	5,146	5,403
YOY	15.0%	21.0%	20.0%	15.0%	7.0%	-18.0%	-10.0%	-5.0%	15.0%	30.0%	5.0%	5.0%
其他	4,940	5,336	5,496	5,733	5,848	5,380	5,511	5,731	5,932	6,258	6,634	6,899
YOY	15.0%	8.0%	3.0%	4.3%	2.0%	-8.0%	2.4%	4.0%	3.5%	5.5%	6.0%	4.0%
终端需求	67,312	73,366	75,997	79,898	81,962	78,494	80,313	84,422	88,234	92,580	95,343	99,922
YOY	15.4%	9.0%	3.6%	5.1%	2.6%	-4.2%	2.3%	5.1%	4.5%	4.9%	3.0%	4.8%
外部需求	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,100	5,800	1,907	5,000
YOY	-1969.7%	28.2%	28.4%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-10.0%	-4.9%	-67.1%	3.0%
总需求	70,154	77,009	80,674	84,978	89,858	88,053	89,728	91,201	94,334	98,380	97,250	104,922
YOY	20.6%	9.8%	4.8%	5.3%	5.7%	-2.0%	1.9%	1.6%	3.4%	4.3%	-1.1%	7.9%

来源：Mysteel, wind, 东吴证券研究所测算

3.1 制造业复苏的周期因素和非周期因素

制造业全面复苏

- ✓ 工程机械：2020年Q2开始恢复；
- ✓ 汽车：2020年Q3初开始恢复；
- ✓ 家电：2020年Q3末开始恢复；
- ✓ 集装箱：2020年Q4初开始恢复。

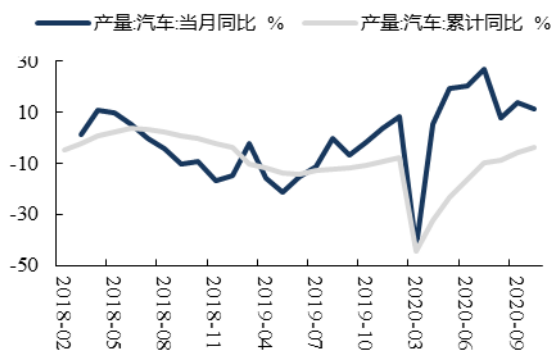
制造业库存周期

- ✓ 3年半一个库存周期：2019年底、2016年中、2013年底、2009年中；
- ✓ 制造业投资也是3年半周期，制造业投资与库存周期同步；
- ✓ 先行指标：工业企业利润、100大中城市土地供应量。

非周期因素：

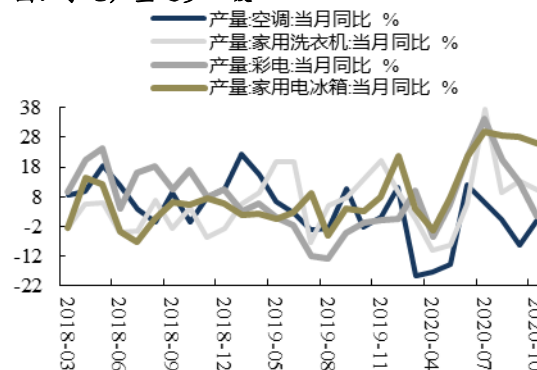
- ✓ 1) 更新换代；2) 机械替代人工；3) 环保及淘汰落后；
- ✓ 小挖占比提升；保有量基数大，更新需求占总需求六成。

图：汽车产量逐步回暖



来源：wind，东吴证券研究所

图：家电产量逐步回暖



来源：wind，东吴证券研究所

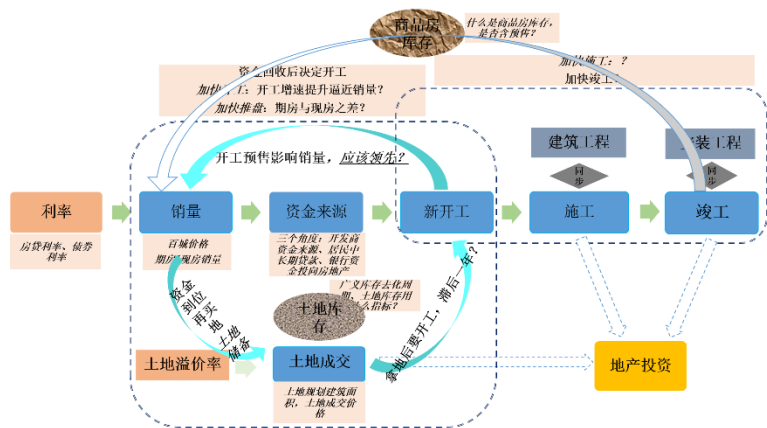
➤ 房地产中长期：钩稽关系

利率——销量：利率下到3.5%左右，销量一般会起来；销售——资金来源——拿地/新开工/投资；钢价见底看新开工，钢价见顶先看新开工再看施工；钢价滞后于销量6个月左右；土地溢价率决定拿地，拿地同步或略微领先于新开工；新开工偶尔领先于投资；投资由土地购置费和建筑，与购置费基本一致，建筑工程看施工，安装工程看竣工；竣工滞后于新开工

➤ 结论

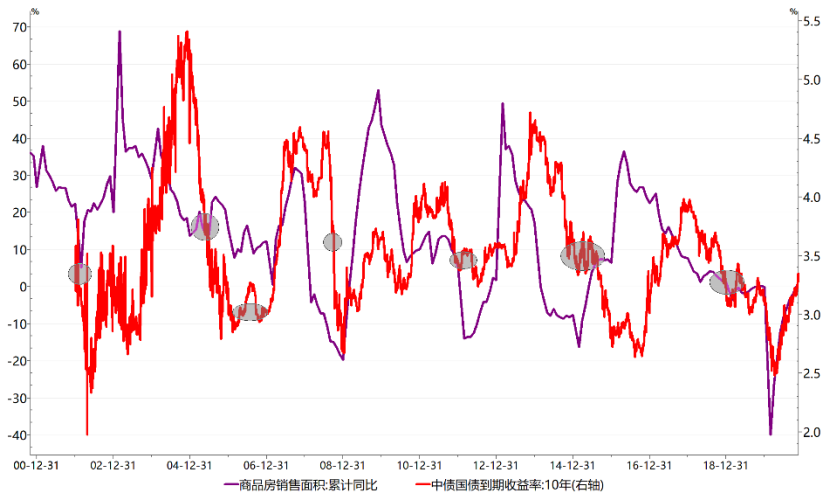
- ✓ 链条1：利率仍低于3.5%，销量有上行动力；销量上行期，钢价无大风险
- ✓ 链条2：土地溢价率下行，新开工上行空间不大；新开工见顶钢价见顶
- ✓ 链条3：竣工仍然可以期待

图：商品房施工流程



来源：智研咨询，东吴证券研究所

图：商品房销售面积与国债收益率关系



来源：wind，东吴证券研究所

3.2 基建地产整体看平

➤ 基建：会不会超预期？当前预期足够悲观

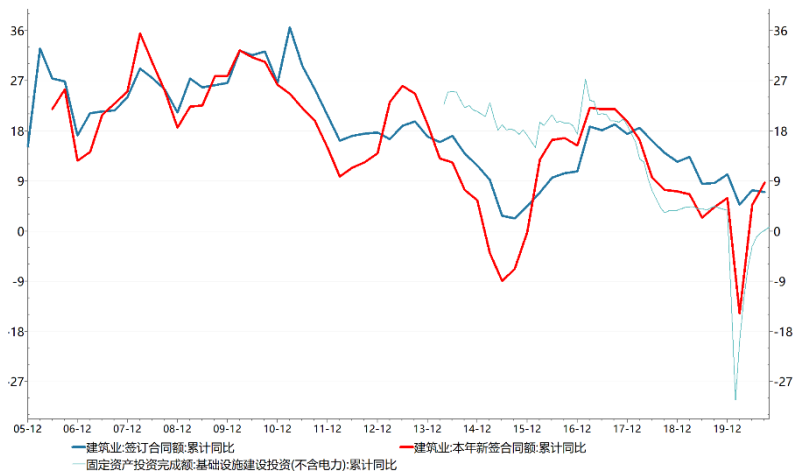
2020年6、7、8、9、10、11月份各省市开工重大项目4100余个、1400个、2980个、5319、4504、4405个，项目总投资分别超2.4万亿、约9780亿、1.51万亿、2.77、3.22、2.43万亿。这些项目将为四季度乃至2021年的建筑钢材需求奠定基础，尤其是浙江省的投资巨大；

截至2020年10月底，2020年新入库项目877个、投资额14635亿元，同比减少4173亿元、下降22.2%；净入库项目430个、投资额8361亿元，同比减少1732亿元、下降17.2%；

2020年前3季度八大建筑央企已完成年度新签额74705亿元，同比增长接近20%左右；

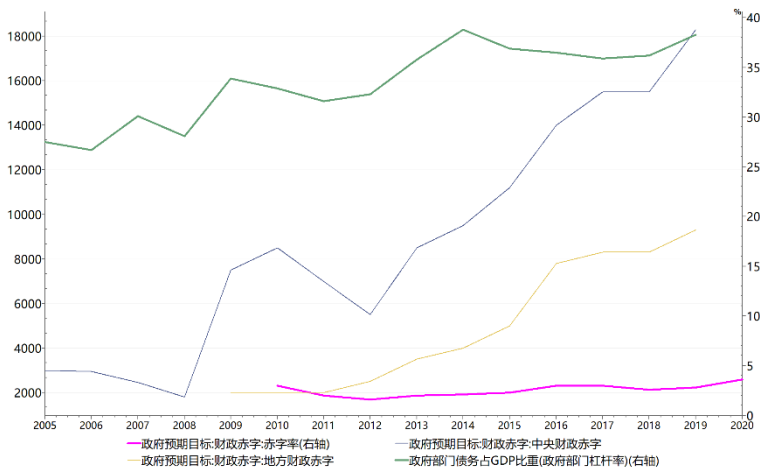
➤ 估计2020年基建投资增速有望达到3.7%左右，预计2021年或达到2%左右

图：建筑业签订合同额回升



来源：wind，东吴证券研究所

图：政府赤字目标



来源：wind，东吴证券研究所

3.3 出口大幅回升

► 前 10 月进出口变化使得国内供给增加了 3698 万吨。

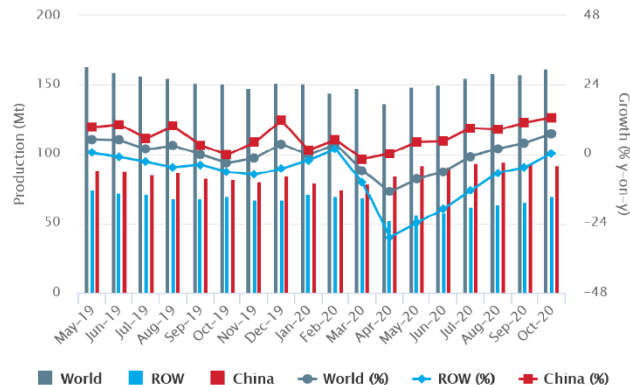
前 11 月钢材进口 1886 万吨，同比增 804 万吨；出口 4883 万吨，同比减 1084 万吨；前 10 月进口生铁 431 万吨（10 月进口 45.6 万吨），去年同期仅进口 37 万吨，同比多进口 394 万吨；前 10 月进口 279 万吨直接还原铁（10 月进口 20.0 万吨），去年同期进口 113 万吨，同比多进口 166 万吨；前 10 月进口钢坯 1578 万吨（10 月进口 161 万吨），去年同期仅进口 155 万吨，同比多进口 1423 万吨；10 月进口钢坯中，普方坯和普板坯分别是 94 万吨和 41.8 万吨，前 10 月分别是 844 和 565 万吨；

► 海外钢产量低位回升，尚未回到疫情前

10 月国际钢协统计 64 个国家和地区粗钢产量 1.62 亿吨，前 10 月产量 15.1 亿吨；10 月全球粗钢同比增 7.0% 1064 万吨），环比增 1000 万吨，累积降 2.0% 3130 万吨）；

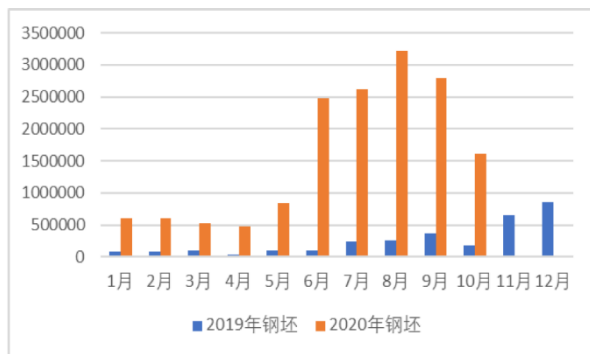
10 月国际钢协统计生铁产量 1.09 亿吨，环比小幅增长（增 263 万吨），同比增 514 万吨；前 10 月产量 10.78 亿吨，同比下降 1.6%（减 1702 万吨）；10 月全球粗钢和生铁单月产量都回到同比高增长，环比也大幅增加。

图：国内和海外粗钢产量（左轴）和同比增速（右轴）

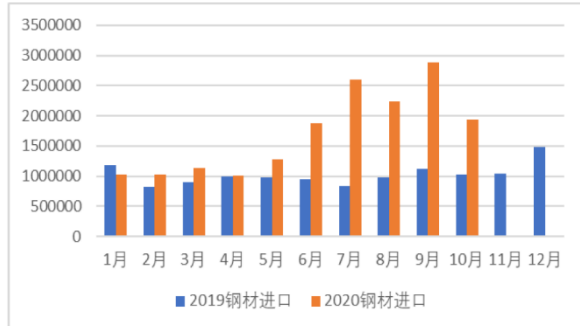


来源：wind，东吴证券研究所

图：2020年钢坯产量较2019年大幅提升（单位：吨）



图：2020年钢材进口量较2019年大幅提升（单位：吨）



来源：wind，东吴证券研究所

3.4 全球供需好转

► 全球供给需求双增，供小于求

OECD 统计 2020 年 在建 5820 万吨，计划建设 2010 万吨；2022 年全球产能有望达到 24.20 至 24.4 亿吨；
根据国际钢协 10 月发布的报告，估计 2020 年全球钢材需求下降 2.4%，预测 2021 年全球钢材需求增长 4.1%；
预测中国钢材需求平稳，而欧洲有望成为增幅最大的区域。

表：全球钢材需求预计下滑2.4%

2020年10月	单位：百万吨			同比 (%)		
地区	2019	2020 (f)	2021 (f)	2019	2020 (f)	2021 (f)
欧洲联盟 (28)	158.3	134.3	149.0	-5.5	-15.2	11.0
其他欧洲	33.8	35.2	39.3	-10.0	4.0	11.9
独联体	58.9	53.6	56.5	5.9	-9.0	5.5
北美	135.3	114.6	122.2	-4.0	-15.3	6.7
中南美洲	41.6	37.4	40.5	-3.0	-10.1	8.2
非洲	36.4	30.6	33.4	0.4	-16.0	9.3
中东	47.9	38.5	40.9	-3.5	-19.5	6.2
亚洲和大洋洲	1254.5	1280.9	1313.1	6.6	2.1	2.5
全球	1766.7	1725.1	1795.1	3.5	-2.4	4.1
全球 (除中国)	859.2	745.0	815.0	-1.4	-13.3	9.4
发达经济体	393.4	336.7	363.5	-3.8	-14.4	7.9
中国	907.5	980.1	980.1	8.5	8.0	0.0
除中国以外的新兴及发展中国家	465.8	408.3	451.6	0.8	-12.3	10.6
东南亚 (5)	77.8	73.1	77.3	0.8	-6.0	5.8
中东和北非	65.9	54.8	58.4	-3.1	-16.8	6.7

来源：国际钢协，东吴证券研究所

表：全球钢铁产能预测

	现有额定产能 (百万吨)		%变化	2020-22年潜在新增 (百万吨)		2022年产能 (百万吨)		%变化 (2019vs2022)	
	2018	2019 (A)	2019/2018	在建 (B)	计划 (B)	Low (A+B)	High (A+B+C)	Low	High
非洲	41.4	43.9	5.90%	1.9	0.8	45.7	46.5	4.20%	6.00%
亚洲	1574.4	1604.8	1.90%	27.7	3	1632.5	1635.5	1.70%	1.90%
独联体	139.3	140.8	1.10%	1.9	3.2	142.7	145.9	1.30%	3.60%
欧洲	274	274.7	0.30%	3.7	0	278.4	278.4	1.30%	1.30%
欧盟	216.4	216.4	0.00%	0.2	0	216.7	216.7	0.10%	0.10%
其他欧洲国家	57.5	58.2	1.20%	3.5	0	61.7	61.7	6.00%	6.00%
拉丁美洲	74.2	74.2	0.00%	0.2	1.3	74.4	75.7	0.30%	1.90%
中东	62.3	65.1	4.50%	19.6	6	84.7	90.6	30.10%	39.30%
北美	156.5	152.6	-2.50%	3.3	5.9	155.9	161.8	2.10%	6.00%
大洋洲	6.4	6.4	0.00%	0	0	6.4	6.4	0.00%	0.00%
经合组织/欧盟经济体	644.6	641.4	-0.50%	7	5.9	648.4	654.3	1.10%	2.00%
非经合组织/欧盟经济体	1683.9	1721.1	2.20%	51.2	14.2	1772.2	1786.4	3.00%	3.80%
全球	2328.4	2362.5	1.50%	58.2	20.1	2420.6	2440.8	2.50%	3.30%

来源：国际钢协，东吴证券研究所

4.1 铁矿石供应增加5000万吨

► 21年新增产能5000万吨左右：

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2021年投产，用于取代Firetail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4000万吨，2021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。

整体来看，2022年前四大矿山产能增量有限。目前四大矿山计划增产项目仅有淡水河谷S11D项目、Gelado项目以及FMG的Iron Bridge项目。除了S11D项目在2021年内产量有望逐步释放以及Brutucu等矿区的逐渐恢复以外，其余项目均预期于2022年投产。结合四大矿山的产量指引，预计2021年四大矿山铁矿石供给将有所回升，但空间较为有限，预期增量为5000万吨左右。

表：四大矿山扩产计划以替换项目为主

矿山	项目	目前产能	预期产能	预期投产时间	备注
淡水河谷	S11D	7000-8000	9000	2022	新增1500万吨左右
	Gelado	0	1000	2022	选矿
必和必拓	South Flank	8000	8000	2021	替换
力拓	Koodaideri	4000	4000	2021	替换
FMG	Eliwana	3000	3000	2021	替换
	Iron Bridge	0	2200	2022	替换

来源：wind，东吴证券研究所

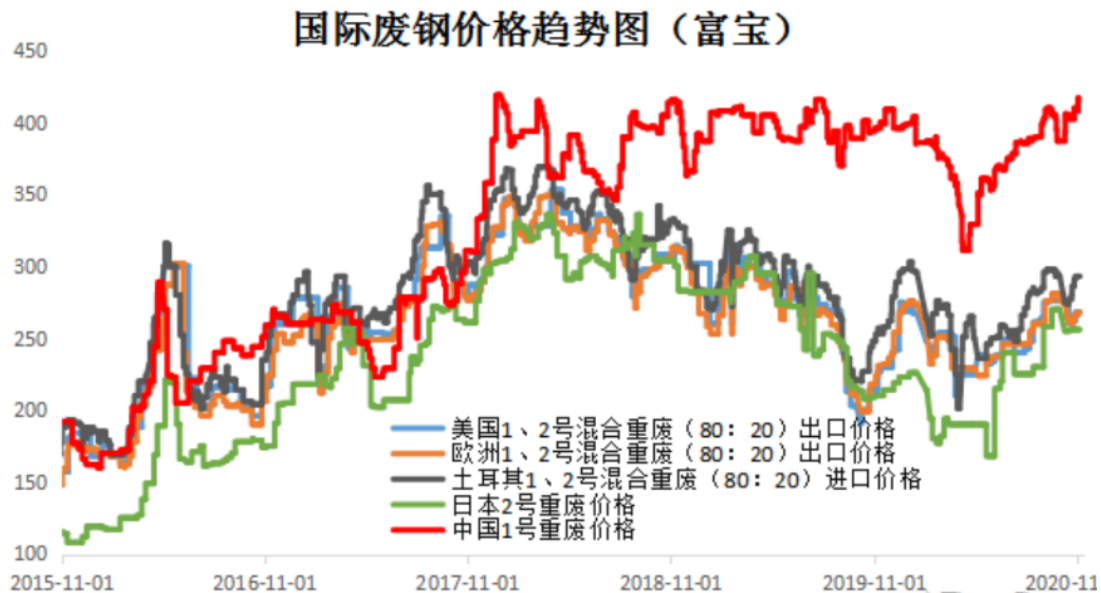
4.2 废钢供应增加2000万吨

➤ 废钢：供应增加2000万吨左右

2020年国内废钢资源供应量约为2.38亿吨，其中自产废钢4050，社会加工废钢19750，需求方面，我国废钢消耗量为21100万吨，较2019年基本持平。

随着再生资源进口资质放开，预计2021年废钢资源量将增加至2.5-2.55万吨，同比增加2000万吨左右。

图：国际废钢价格趋势图（单位：元/吨）



来源：富宝废钢网，东吴证券研究所

4.3 铁矿供需进一步趋紧

► 铁矿供需过剩有所缓解，均价抬升

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；

供需平衡：

供给-2020/2021/2022年供给20.85/21.40/22.10亿吨，增速-1.8%/2.6%/3.3%；

需求-2020/2021/2022年需求20.22/21.12/21.76亿吨，增速-1.8%/4.5%/1.5%；

库存变动-2020/2021/2022年0.14/0.29/-0.12亿吨；

供需平衡-2020/2021/2022年0.49/-0.02/0.46亿吨。

表：全球铁矿石供需平衡表

单位：亿吨	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年		
全球生铁产量	10.37	10.11	11.36	12.05	12.28	12.83	11.83	11.62	11.65	12.18	12.53	12.87	12.64	13.20	13.60
同比	-1.8%	-2.5%	12.3%	6.1%	1.9%	4.4%	-7.8%	-1.8%	0.3%	4.5%	2.9%	2.7%	-1.80%	4.5%	1.5%
其中，中国	4.71	5.44	5.90	6.30	6.58	7.09	7.12	6.91	7.01	7.11	7.80	8.30	8.70	9.05	9.32
同比	0.3%	15.5%	8.5%	6.7%	4.5%	7.8%	0.4%	-2.8%	1.3%	1.4%	9.7%	5.4%	4.80%	4.0%	3.0%
其中，国外	5.66	4.67	5.46	5.75	5.70	5.74	4.71	4.71	4.64	5.07	4.76	4.79	3.94	4.15	4.28
同比	-3.5%	-17.4%	16.7%	5.5%	-0.9%	0.6%	-17.9%	-0.2%	-1.3%	9.3%	-6.2%	0.5%	-1.80%	5.5%	3%
全球折算铁矿需求	16.59	16.18	18.17	19.28	19.65	20.53	18.93	18.59	18.64	19.49	20.05	20.59	20.22	21.12	21.76
全球铁矿石产量	15.91	18.74	19.58	19.04	20.02	20.77	20.30	21.16	21.63	22.17	22.23	21.23	20.85	21.40	22.10
同比	-7.4%	17.8%	4.5%	-2.7%	5.1%	3.7%	-2.2%	4.2%	2.2%	2.5%	0.3%	-4.5%	-1.80%	2.6%	3.3%
其中，四大矿		5.6	6.5	7.2	7.4	8.2	9.3	10.6	10.8	11.0	11.3	10.5	10.9	11.3	11.6
同比		17.7%	9.8%	2.7%	11.4%	13.6%	13.6%	1.5%	2.1%	3.3%	-7.1%	-1.80%	3.4%	2.8%	
全球库存变动	0.30	0.30	0.27	0.50	-0.55	0.28	-0.19	-0.11	0.58	0.74	-0.21	-0.25	0.14	0.29	-0.12
全球供给-需求	-0.98	2.26	1.13	-0.74	0.91	-0.04	1.57	2.67	2.41	1.94	2.39	0.89	0.49	-0.02	0.46
全球供需缺口变动	0.98	-3.24	1.13	1.87	-1.65	0.96	-1.61	-1.10	0.26	0.47	-0.45	1.50	0.40	0.51	-0.48
矿石均价(美元/吨)	135.0	100.0	152.0	167.0	141.0	134.0	116.0	55.0	54.0	71.0	69.0	92.0	102.0	118.0	105.0
矿价变动(美元/吨)	135.0	-35.0	52.0	15.0	-26.0	-7.0	-18.0	-61.0	-1.0	17.0	-2.0	23.0	10.0	16.0	-13.0
敏感系数(矿价变动/缺口变动)	137.68	10.80	46.00	8.04	15.77	-7.31	11.17	55.21	-3.81	36.48	4.47	15.35	24.81	31.50	27.12

来源：Mysteel，东吴证券研究所测算

► 2021年吨钢净利同比增加62%:

我们预计2021年钢价上涨300元/吨，铁矿石、焦炭、废钢分别同比16%、2.1%、0.4%，对应吨钢毛利564元/吨，同比增加22.1%，净利润265元/吨，同比增加61.6%。

表：钢材价格毛利表（单位：元/吨）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
钢价，五大品种均值	4472	4871	4137	3782	3330	2350	2734	3937	4305	4019	3950	4250
年度变化	621	399	-735	-355	-452	-980	384	1203	368	-286	-69	300
增幅	16.1%	8.9%	-15.1%	-8.6%	-11.9%	-29.4%	16.3%	44.0%	9.3%	-6.6%	-1.7%	7.6%
其中，螺纹	4319	4898	4070	3621	3114	2211	2488	3868	4190	3930	3755	4040
其中，线材	4245	4779	3971	3618	3182	2319	2620	4012	4444	4151	4017	4322
其中，热轧	4345	4730	4101	3752	3330	2294	2780	3828	4211	3841	3833	4124
其中，冷轧	5605	5433	4778	4567	4076	2943	3413	4425	4719	4295	4392	4726
其中，中厚板	4357	4754	3979	3675	3291	2254	2652	3759	4299	3882	3860	4153
钢坯成本	3459	3732	3172	3042	2506	1970	2133	2571	2670	2920	2997	3195
年度变化	765	273	-560	-130	-535	-536	163	438	99	250	77	198
增幅	28.4%	7.9%	-15.0%	-4.1%	-17.6%	-21.4%	8.3%	20.5%	3.8%	9.4%	2.6%	6.6%
铁矿石-进口矿	1188	1210	927	951	671	428	463	561	520	713	792	919
年度变化	474	22	-283	24	-279	-243	35	98	-41	193	79	127
增幅	66.3%	1.9%	-23.4%	2.5%	-29.4%	-36.2%	8.1%	21.2%	-7.4%	37.2%	11.1%	16.0%
焦炭-二级冶金焦	1840	1970	1710	1442	1118	863	1191	1873	2129	1931	1871	1911
年度变化	135	130	-268	-268	-324	-255	328	682	256	-198	-60	40
增幅	7.9%	7.1%	-13.2%	-15.7%	-22.5%	-22.8%	38.0%	57.3%	13.6%	-9.3%	-3.1%	2.1%
废钢	2751	3242	2661	2353	1981	1292	1316	1676	2314	2516	2514	2514
年度变化	308	491	-582	-308	-371	-690	24	361	637	202	-2	10
增幅	12.6%	17.8%	-17.9%	-11.6%	-15.8%	-34.8%	1.8%	27.4%	38.0%	8.7%	-0.1%	0.4%
吨钢毛利，测算	391	464	315	194	281	-80	338	925	1095	578	462	564
年度变化	-110	73	-149	-122	88	-362	418	588	170	-517	-116	102
增幅	-22.0%	18.6%	-32.1%	-38.6%	45.2%	-128.6%	-519.8%	174.1%	18.4%	-47.2%	-20.1%	22.1%
其中，螺纹	406	658	415	200	232	-52	258	1024	1163	698	460	521
其中，线材	301	508	286	168	270	26	361	1138	1386	905	689	780
其中，热轧	271	330	286	170	288	-130	390	822	1023	469	361	457
其中，冷轧	932	432	364	387	434	-82	423	819	931	327	306	441
其中，中厚板	263	333	144	74	229	-189	242	734	1092	494	381	466
吨钢三费(上市公司)	257	290	294	266	290	309	294	271	302	290	280	270
年度变化	21	33	4	-28	24	19	-15	-23	31	-12	-10	-10
增幅	9.1%	13.0%	1.4%	-9.6%	9.0%	6.4%	-5.0%	-7.7%	11.3%	-3.9%	-3.4%	-3.6%
吨钢净利(理论测算)	101	130	16	-55	-7	-292	33	491	595	216	164	265
年度变化	-99	29	-115	-70	48	-285	325	458	104	-379	-53	101
增幅	-49.5%	29.2%	-88.0%	-449.4%	-87.5%	4177.4%	-111.3%	1386.6%	21.3%	-63.7%	-24.3%	61.6%

来源：Mysteel，东吴证券研究所测算

- **中国钢铁行业核心资产。**公司粗钢产能为4853万吨，为全行业第一；钢产量4688万吨，为全世界第二。公司核心产品汽车板市占率高达60%，家电板市占率高达70%。
- **公司被显著低估。**公司PB为0.66x，PE为10x（历史低位）。2019年公司分红比例为50.2%，股息率4.88%（历史中位）；而2019年公司净利润为124亿元、ROE为7.05%（历史中高水平）。
- **汽车、家电回暖，板材景气上行。**公司业绩驱动依靠汽车、家电行业。2019年公司汽车、家电销量占比合计40%，利润贡献近60%。复工复产以来，汽车产销触底回升，家电产量整体向好。由于国内无汽车板、家电板新增产能，我们预计2020/21/22年汽车板供给缺口为14/-59/-125万吨。家电板供给缺口分别为-7/-20/-30万吨。
- **公司业绩将中期向上。**公司主营产品连续8个月上调出厂价，冷轧、热轧、彩涂、镀锌板价格上调8.8%、4.1%、13.1%、21.4%，且产品价格-铁矿石价格比均有所上调。因此我们预测公司业绩将中期向上，20年Q3/Q4净利36/39亿元，同比34%/10%；21年Q1/Q2净利38/44亿元，同比147%/78%。
- **盈利预测与投资评级。**预测2020/21/22年公司营业收入分别为3105/3649/3850亿元，增速分别为6.5%/17.5%/5.5%；净利润分别为120/170/180亿元，增速分别为-3.9%/41.8%/6.1%；PE分别为12.14x/8.59x/8.10x。考虑公司PE历史区间10-30x，PB区间0.5-3x，公司估值为历史低位，故维持“买入”评级。
- **风险提示：原材料铁矿石价格上涨超预期，公司扩产进度不及预期。**

表：宝钢股份盈利预测与估值（估值日期：2021年1月11日）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	291,594	310,548	364,893	384,963
同比（%）	-4.3%	6.5%	17.5%	5.5%
归母净利润（百万元）	12,423	12,032	17,003	18,045
同比（%）	-42.1%	-3.9%	41.8%	6.1%
每股收益（元/股）	0.56	0.54	0.76	0.81
P/E（倍）	11.76	12.14	8.59	8.10

来源：wind，东吴证券研究所测算

- **百年钢铁巨头，沿海沿江产业链布局。** 公司是我国特殊钢产业引领者、市场主导者和行业标准制定者，也是全球钢种品种最齐全、覆盖面最广的精品特殊钢制造企业。目前形成了沿海沿江产业链的战略大布局。公司被显著低估。
- **高端特钢龙头，技术创新引领增长。** 2019年公司与兴澄特钢重组，重组完成后总产能达到1300万吨，在特种钢材领域市占率为11.44%，遥遥领先竞争对手。核心产品定位中高端。公司构建了以企业为主体、研究院为平台的开放式技术创新体系，每年科技研发投入到数十亿元。
- **从收购到重组，管理优势助力收购资产经营改善。**
 - 公司在2004-2008年兼并了冶钢集团、石家庄钢铁和安徽铜陵焦化；2017年以来，整合了青岛特钢、江苏锡钢集团和靖江特钢三家优质潜力公司。
 - 中信特钢利用其先进科学的管理模式，对并入的企业进行深度改造，以大冶特钢、青岛特钢、靖江特钢的整改案例为代表，三者均在并入次年实现扭亏为盈，而且保持业绩的迅速增长。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司2020-2022年实现营业收入分别为835.13亿元、931.17亿元、959.10亿元，同比增长15.0%、11.5%、3.0%；实现归母净利润分别为65.42亿元、75.04亿元、78.89亿元，同比增长21.4%、14.7%、5.1%；对应PE分别为20.30倍、17.70倍、16.83倍，低于行业可比公司估值，故首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 特钢需求增长不及预期；原材料铁矿石价格上涨超预期；海外市场风险。

表：中信特钢盈利预测与估值（估值日期：2021年1月11日）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	72,620	83,513	93,117	95,910
同比（%）	477.6%	15.0%	11.5%	3.0%
归母净利润（百万元）	5,386	6,542	7,504	7,889
同比（%）	956.3%	21.4%	14.7%	5.1%
每股收益（元/股）	1.07	1.30	1.49	1.56
P/E（倍）	24.65	20.30	17.70	16.83

来源：wind，东吴证券研究所测算

- **深耕高端制造的江浙地区优质民企。**主营高端不锈钢及特种合金管道，产销量多年位居国内首位，在超级双相不锈钢、大型换热器用焊管、海水淡化用钢、核电U690管等尖端产品上实现**进口替代**。
- **高端不锈钢管行业：高壁垒、低供给、强需求。**但由于较高的技术壁垒、以及高昂的研发投入，国内相关产品产量仍然稳定。下游需求则主要包括油气、核电、火电、机械等，总体受政策扶持，中期前景良好。
- **大炼化业务开花结果，摆脱油价周期波动的影响。**公司近年来大力度涉足大炼化项目，从而全面打通油气化工产业链，摆脱以往受油价大幅波动带来的需求冲击。陆续中标塔里木乙烷制乙烯、中石化镇海基地、神华榆林乙二醇、中科合资广东炼化一体化等多个大炼化项目。
- **多个新项目投产在即，业绩增量可观。**预期收益3亿元的募投项目（年产5500KM 核电半导体医药仪器仪表等领域用精密管材项目、年产1000 吨航空航天材料及制品项目、工业自动化与智能制造项目）即将进入投产期；预期利润6201万元的年产5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目已经开始建设；此外2020年公司参股兄弟公司永兴材料10%股权。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司2020 2022 年实现营收分别为49.22亿元、54.39亿元、 59.83亿元，同比增速分别为10.93%、10.50%、10.00%实现归属母公司股东净利润分别为6.22亿元、7.17亿元、8.14亿元，同比增速分别为24.34%、15.36%、13.54%对应的PE分别为16.46 倍、14.33倍、12.56 倍 ，考虑到公司目前估值水平处于历史的相对低位，且显著低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：原材料价格波动、募投项目不达预期、油价波动。**

表：久立特材盈利预测与估值（估值日期：2021年1月11日）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4437	4922	5439	5983
同比（%）	9.2%	10.9%	10.5%	10.0%
归母净利润（百万元）	500	622	717	814
同比（%）	64.7%	24.34%	15.36%	13.54%
每股收益（元/股）	0.59	0.74	0.85	0.97
P/E（倍）	20.64	16.46	14.33	12.56

来源：wind，东吴证券研究所测算

- **金属新材料领域的优秀民企。**公司传统主营为高端不锈钢棒线材及特殊合金，目前总产能35万吨/年。公司 2017年开始进军锂电行业，先后收购了永诚锂业、花桥矿业等，目前1万吨电池级碳酸锂项已经达产，锂产业已经成为公司第二主业。
- **高端特钢龙头，主业稳中有升。**公司不锈钢棒线材国内市场占有率长期稳居前二，双相不锈钢棒线材产量居全国第一。公司短期内业绩钢铁业务稳中有升，增长主要来自于产品结构调整，以及技改项目完成后获得3至4万吨的产量增加，及10%成材率的提升。
- **锂电行业新贵，公司全产业链布局蓄势待发。**公司从2017年开始进军锂电行业，目前公司1万吨电池级碳酸锂项目已经达产，销售情况良好，实现产销平衡。同时，公司的联营公司花锂矿业与公司收购的花桥矿业所查明控制的经济资源量矿石量 5238.04万吨，保障未来原料供给；公司投资的永诚锂业主攻中游选矿，至此公司成功打通电池级碳酸锂产业链。随着未来新能源汽车行业的迅速增长，电池级碳酸锂价格有持续回升的动力。锂产业链未来将逐步成长为公司除特钢外的第二增长极。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司2020-2022年实现营业收入分别为49.45亿元、56.31亿元、55.04亿元，同比增长0.7%、13.9%、-2.2%；实现归母净利润分别为3.82亿元、4.63亿元、5.50亿元，同比增长 11.7%、21.2%、18.7%，对应 PE分别为 55.54倍、45.64倍、38.48倍，考虑到公司目前的估值水平处于历史的相对低位，且目前PE、PB估值均处于行业中下水平，故首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：不锈钢原材料价格上升、新能源车销量不及预期、云母提锂技术改进不及预期。**

表：永兴材料盈利预测与估值（估值日期：2021年1月11日）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4909	4945	5631	5504
同比（%）	2.4%	0.7%	13.9%	-2.2%
归母净利润（百万元）	344	382	463	550
同比（%）	-11.9%	11.7%	21.2%	18.7%
每股收益（元/股）	0.95	1.06	1.29	1.53
P/E（倍）	61.97	55.54	45.64	38.48

来源：wind，东吴证券研究所测算

- 分享河钢集团资源，逐步专注于矿产主业。公司前身为宣化工程机械厂，主要产品包括铜矿、铁矿石、蛭石。2019年公司由矿产资源和机械双主业驱动模式，优化为专注矿产资源主业。
- 铁矿石行业：制造业驱动，供需结构向好。供给端：四大矿山资本开支处于低位，全球产量难有大幅增长。需求端：海外粗钢产量大幅下滑，国内制造业驱动带来板材开工率、产量增长优于螺纹钢。
- 铁矿石业务：高品位低运费，放量可期。公司铁矿石品位高达65%。铁矿石业务毛利率高达90.75%；南非-中国运费仅为11.51美元/吨，较澳大利亚、巴西有明显优势。
- 铜矿：疫情扰乱供给，中期景气上升。供给端：由于新冠疫情蔓延，铜矿供给端受到冲击主要包括智利、秘鲁的进口占比下滑、各大铜矿扩产计划推迟。
- 铜业务：深耕南非市场，二期项目2022年有望达产。公司旗下的PC是南非最大的铜棒/线生产商，终端客户销售稳定，生产管理体系优越。目前铜一期边缘仍有部分余矿，采掘仍具有经济性；铜二期项目设计产能7万吨。
- 风险提示：需求不及预期；铜矿放量不及预期。

表：河钢资源盈利预测与估值（估值日期：2021年1月11日）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5800	6559	9216	10984
同比（%）	16.7%	13.1%	40.5%	19.2%
归母净利润（百万元）	529	931	1761	2230
同比（%）	294.1%	76.2%	89.1%	26.6%
每股收益（元/股）	0.81	1.43	2.70	3.42
P/E（倍）	18.24	19.13	10.12	7.99

来源：wind一致预期，东吴证券研究所测算

- 1. 制造业回暖不及预期。**汽车、家电、工程机械等产销处于底部回升状态，不排除后续出现需求低于预期的情况。
- 2. 海外经济回升不及预期。**欧美疫情再次恶化，多国“封国”，经济回升节奏再度放慢，将不利于海外需求回暖。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园