

供给侧再改革，钢铁牛市起航

——钢铁行业2021年春季投资策略

2021年3月3日

 王招华：周期组长、金属首席S0930515050001
刘慨昂：有色金属研究员S0930518050001

 证券研究报告

- **再改革第一步：工信部要求今年降产量**
- **再改革第二步：兼并重组向水泥学习**
- **再改革第三步：碳中和约束远期供给**
- **需求的判断：超预期的概率正在加大**
- **全面看多钢铁股：估值处于历史低位**

工信部50天内连续4次要求降低2021年钢产量

工信部部长肖亚庆、新闻发言人黄利斌、官网、信息中心官微、在2020年12月28日-2021年2月16日连续4次均明确要求：“确保2021年全国实现钢铁产量同比下降”。

其中工信部新闻发言人、运行监测协调局局长黄利斌1月26日在国新办举办的新闻发布会上谈了工信部下一步主要从四个方面推进钢铁产量的压减：（1）严禁新增钢铁产能；（2）完善相关的政策措施；（3）推进钢铁行业的兼并重组，推动提高行业集中度，推动解决行业长期存在的同质化竞争严重，资源配置不合理，研发创新协同能力不强等方面的问题，提高行业的创新能力和规模效益；（4）坚决压缩钢铁产量。着眼于实现碳达峰、碳中和阶段性目标，**逐步建立以碳排放、污染物排放、能耗总量为依据的存量约束机制，研究制定相关工作方案**，确保2021年全面实现钢铁产量同比的下降。

工信部近两个月关于钢产量同比下降的表态

	时间	核心内容	发言场合	信息来源
工信部部长肖亚庆	2020年12月28日	确保2021年粗钢产量同比下降	2021年全国工业和信息化工作会议	工信部官网
工信部新闻发言人黄利斌	2021年1月26日	确保2021年全面实现钢铁产量同比的下降	国务院新闻发布会	澎湃新闻
工信部官网	2021年2月8日	确保2021年全国粗钢产量同比下降	《继续奋斗 勇往直前 开启钢铁行业高质量发展新征程》文章	中国钢铁工业协会
工信部信息中心官微	2021年2月16日	确保2021年全国粗钢产量同比下降	工信部新年寄语钢铁行业	工信微报

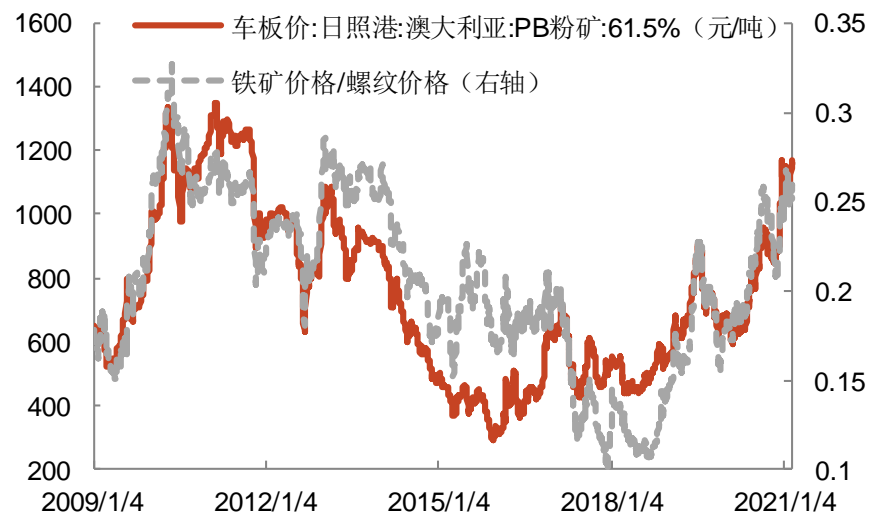
资料来源：WIND、光大证券研究所

限产的背景：铁矿价格和进口澳洲铁矿金额创新高

2021年2月22日，铁矿石（日照港澳洲PB粉矿61.5%品味）价格为1167元/吨，离2009年以来的最高值（2011年2月18日的1350元/吨）差13.6%；铁矿石和螺纹钢的价格比值为0.25，离2009年以来的最高值（2009年5月18日的0.327）差23%。

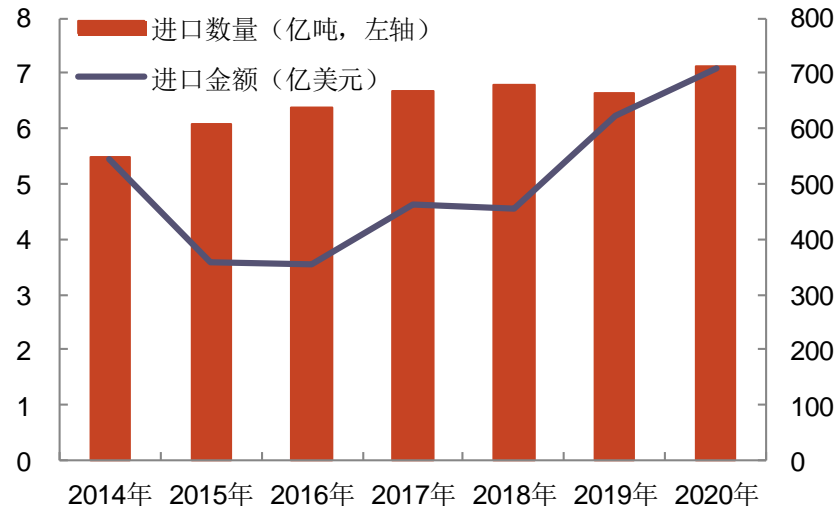
中国铁矿石2020年进口量达11.7亿吨，其中澳洲7.1亿吨，中国对进口铁矿石中澳洲的市场份额已从2018年的64%降至2020年的61%。2020年向澳洲的铁矿进口均价为99美元/吨、金额708亿美元，而2021年2月22日普氏62%品味铁矿石价格指数为176美元/吨，若全年均维持这个价格、以及7.1亿吨的进口量，那么2021年向澳大利亚的铁矿进口金额将达到1250亿美元。

铁矿和螺纹钢的价格比值已至历史高位



资料来源：WIND、Mysteel、光大证券研究所

中国从澳大利亚进口的铁矿石量价



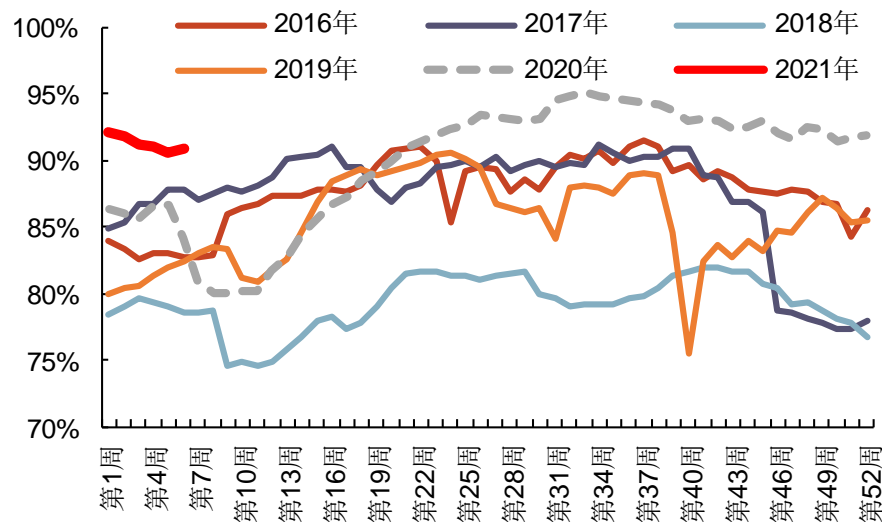
资料来源：海关总署、WIND、光大证券研究所

限产可能的影响：极端情况可能影响全国产量的5%

截止2021年2月19日，全国高炉产能利用率平均值为91.3%，高出去年同期5.4个百分点。若保持2021年钢产量同比持平，则可推断2021年2月20日-12月31日全国高炉产能利用率大致为89.6%，较上年同期下降0.7个百分点；**若保持2021年钢产量同比下降，今年剩下的时间内全国钢产量要降约1%。**

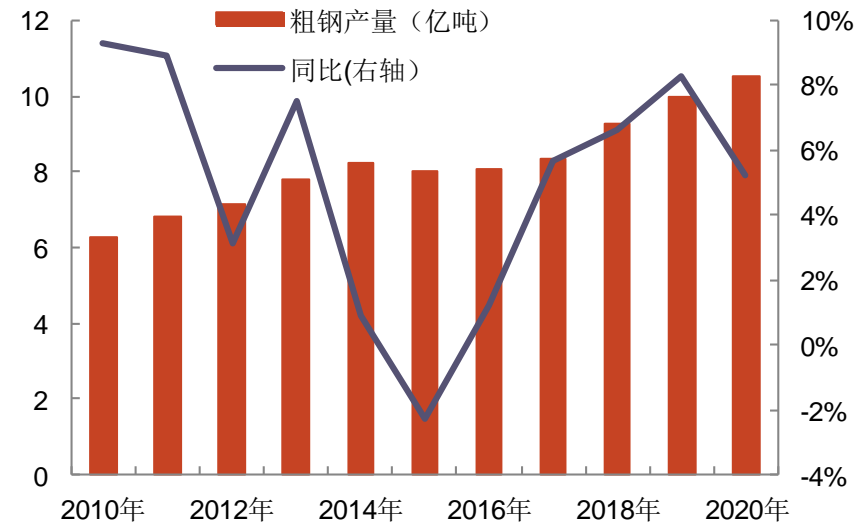
全国粗钢年产量2017-2020年的同比增长分别为：5.7%、6.6%、8.3%、5.2%，连续4年产量增长均超过5%，而净产能是不允许增加的、未批而建的产能大概率很小，因此可以认为这增加部分的产量绝大部分都是技术进步带来的产能增加，而且为数不少的钢厂产能利用率长期超过100%。**如果将超出产能的产量部分全部减产，我们推算影响全国的供给幅度会超过5%。**

全国高炉产能利用率（截止2021年2月19日）



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

全国钢产量已连续4年增长逾5%（截止2020年）



资料来源：WIND、国家统计局、光大证券研究所

中国宝武引领钢铁行业开启兼并重组之路

2020年全国钢产量10.6亿吨，预估前三强不超过2亿吨（其中宝武集团约1.15亿吨）、市场份额不到20%；若前三强要达到50%的市场份额，意味着合计产量5亿吨，这需要进一步的重组。中国宝武董事长陈德荣在2021年2月18日银企座谈会上明确指出“未来将继续推进联合重组，提升产业集中度”。水泥熟料行业CR3在2003年为9.5%，在2020为35%；而钢铁行业CR3在2003年为17.3%、在2020年为18.1%。

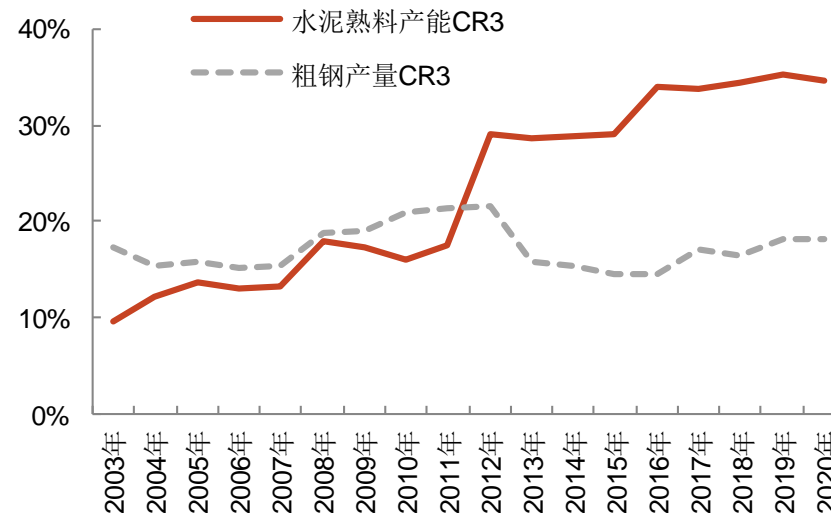
一个行业的CR3低于50%就不成熟

中国宝武 >

陈德荣强调，“不忘初心、牢记使命”主题一是大力推进产业联合重组。中国钢铁企业300多家，正处在“春秋时代”，必须通过联合重组，提高市场占有率，建立一个有序的市场秩序。如果一个行业的前三强，没有达到行业50%以上的市场份额，这就不是一个成熟的行业，中国钢铁工业远没有成熟，联合重组势在必行。 2019年9月28日

资料来源：中国宝武官微@2019年9月28日

全国钢铁和水泥熟料业集中度变迁



资料来源：WIND、国家统计局、光大证券研究所

钢铁龙头利润率有望逐步向水泥靠近

钢铁龙头宝钢股份

(600019) 2019年销售收入2921亿元、归母净利润124亿元，ROIC为6%、年末总市值为1279亿元。

水泥龙头海螺水泥

(600585) 2019年销售收入1570亿元、归母净利润336亿元，ROIC为23.8%、年末总市值为2904亿元。

随着钢铁业兼并重组的进程不断向水泥学习，我们认为钢铁业利润体量、盈利能力也有望随之向水泥行业靠近。

宝钢股份和海螺水泥的2001-2019年的利润和年末总市值（亿元）

宝钢股份	归母净利	ROIC	总市值	PE	海螺水泥	归母净利	ROIC	总市值	PE
2001年	25.6	6.50%	489	19.1	2001年	2	4.6%		
2002年	42.7	9.85%	515	12.1	2002年	3	4.3%	76	28.7
2003年	69.8	15.31%	885	12.7	2003年	7	8.5%	144	19.4
2004年	94.0	19.19%	751	8.0	2004年	10	8.7%	103	10.2
2005年	126.7	15.09%	721	5.7	2005年	4	2.9%	120	29.6
2006年	130.8	11.64%	1,517	11.6	2006年	15	13.0%	377	24.8
2007年	127.2	10.12%	3,054	24.0	2007年	25	13.9%	1,141	45.7
2008年	64.6	5.84%	813	12.6	2008年	26	10.6%	458	17.6
2009年	58.2	4.70%	1,692	29.1	2009年	35	10.5%	881	24.8
2010年	128.9	8.74%	1,119	8.7	2010年	62	15.4%	1,049	17.0
2011年	73.6	4.93%	849	11.5	2011年	116	20.7%	829	7.2
2012年	103.9	5.88%	837	8.1	2012年	63	10.1%	978	15.5
2013年	58.2	3.52%	674	11.6	2013年	94	13.5%	899	9.6
2014年	57.9	3.44%	1,155	19.9	2014年	110	14.2%	1,170	10.6
2015年	10.1	0.52%	919	90.7	2015年	75	8.8%	906	12.1
2016年	89.7	5.53%	1,045	11.7	2016年	85	9.8%	899	10.5
2017年	191.7	9.83%	1,910	10.0	2017年	159	16.3%	1,554	9.8
2018年	215.7	9.68%	1,447	6.7	2018年	298	25.9%	1,552	5.2
2019年	124.2	5.96%	1,279	10.3	2019年	336	23.8%	2,904	8.6

备注：总市值是按该年最后一天的市值，PE是用年末总市值/该年归母净利润

资料来源：WIND、光大证券研究所

钢铁行业是碳排放的主力军

据中国煤炭工业协会副秘书长张宏在2021年1月12日《中国煤炭报》上的数据：我国化石能源消费产生的碳排放总量为100亿吨左右，其中煤炭消费量产生的二氧化碳排放占75%左右，其次为石油和天然气，分别为14%、7%。而煤炭碳排放分布：电力43.6%、钢铁14.4%、建材12.3%。

据中央广播电视总台报道，生态环境部应对气候变化司司长李高说，钢铁行业“十四五”期间将尽早纳入碳排放权交易市场。

全国煤炭业的碳排放按行业分布

2015年	耗煤量（亿吨）	单位排碳量	排碳量（亿吨）	占煤炭碳排放的比重
电力	18.8	0.79KG/KWH	37.75	43.56%
钢铁	6.3		12.5	14.42%
建材	5.3		10.7	12.30%
采选煤		197KG/T	7.4	8.56%
化工	2.6		5.1	5.87%
其他	6.6		13.3	15.30%

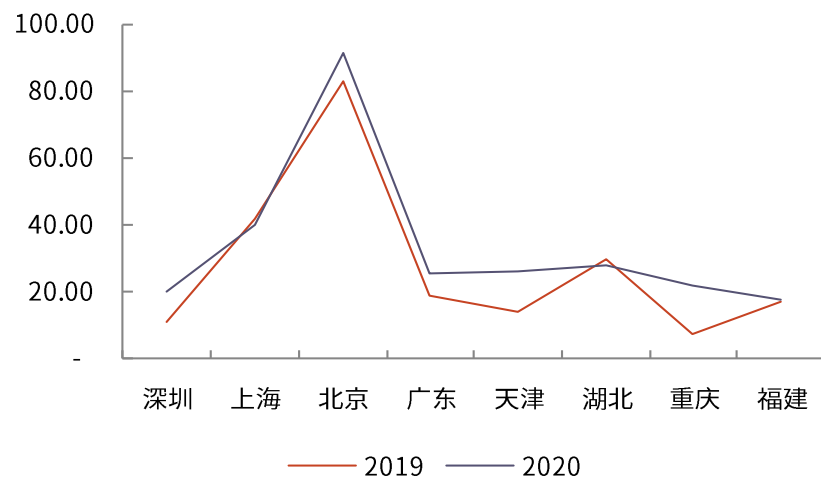
资料来源：樊金璐《我国煤炭行业全生命周期碳排放与碳流通图》

碳中和未来将提升中小钢厂的成本

2020年试点区域碳价普遍上涨，相较2019年，其中重庆碳价均价涨幅超200%，深圳、天津涨幅超80%，广东涨幅超35%，北京碳价高位上涨10%，突破90元/吨。

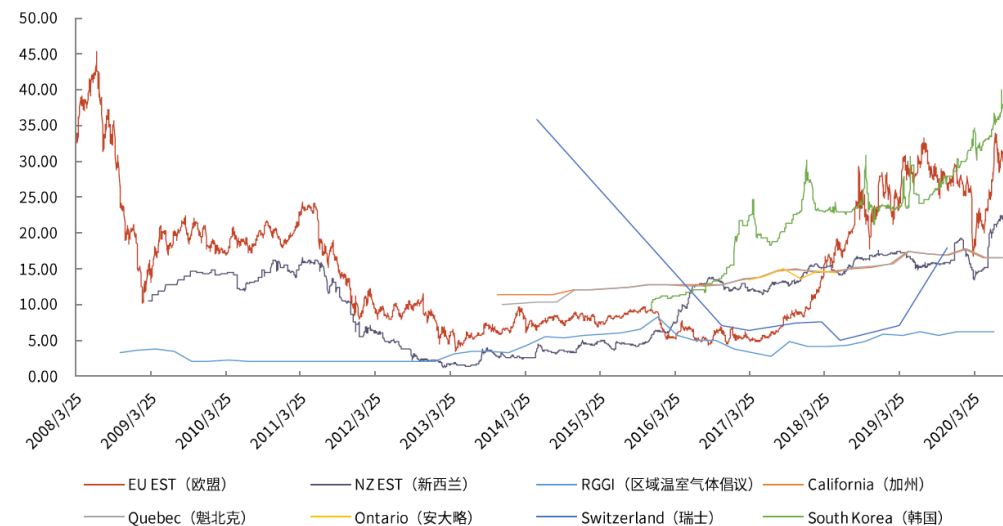
目前全球碳价处于上升通道。据世界银行估计，若想以高成本效益方式减少碳排放，碳价在2020年前至少需要达到40-80美元/吨二氧化碳、2030年达到50-100美元/吨。高碳价将会尤其拉升中小企业的成本，抑制其产量。

2019-2020年中国试点碳市场成交均价（元/吨）



资料来源：中创碳投、光大证券研究所

2019-2020年全球试点碳市场成交均价（美元/吨）



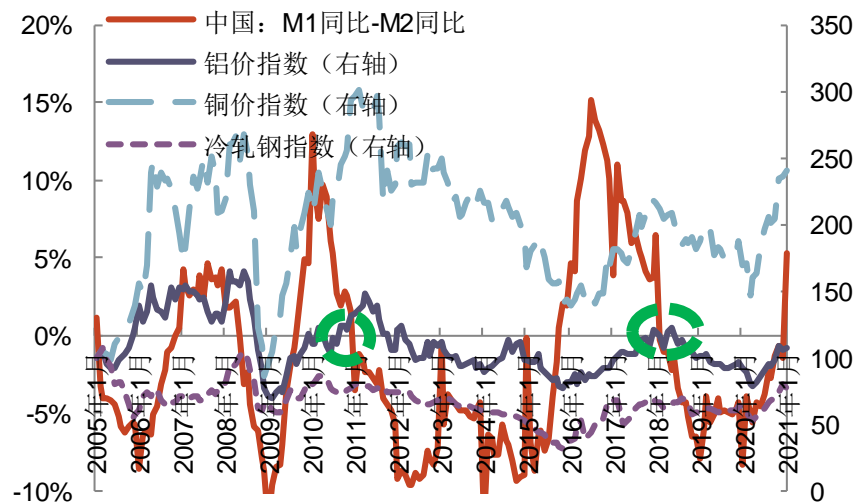
资料来源：中创碳投、光大证券研究所

需求的总量指标：M1-M2增速差、PMI新订单

$M2 = M1(M0 + \text{单位活期存款}) + \text{准货币}(\text{单位定期存款} + \text{个人存款} + \text{其他存款})$ 。M1-M2增速变大，说明准货币变少，个人和企业将资金拿去消费、投资，这反映经济逐步好转。2020年1月以来，该增速差值持续震荡修复，这有利于包括钢铁在内的商品价格上涨。

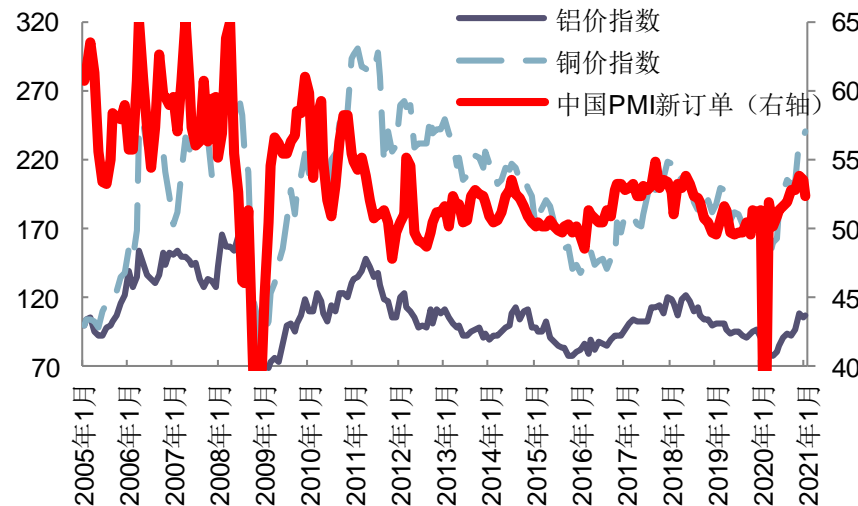
自2008年以来，LME铜价、铝价均与中国PMI新订单指数在大趋势总体一致，在大部分时期，PMI新订单阶段性高点对铜、铝、钢价格高点有领先性，其中领先冷轧钢价2-13个月、领先铜铝7-13个月。

中国M1和M2增速差与商品价格的走势



资料来源：WIND、光大证券研究所，更新至2021年1月

中国PMI新订单高点铜铝价格领先7-13个月



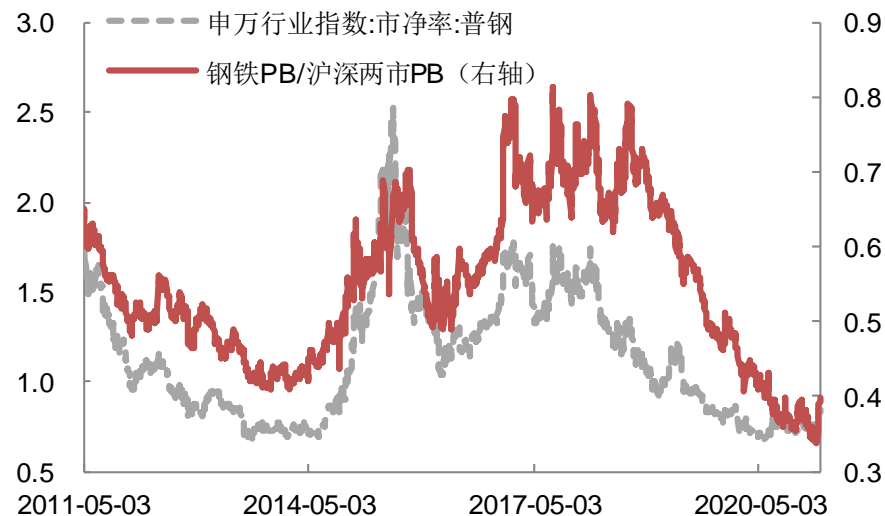
资料来源：WIND、国家统计局、光大证券研究所

钢铁股相对于大盘的位置：PB比值、收盘价比值

自2011年5月以来，普钢股的PB最高值为2.53倍（在2015年6月15日达到），最低值为0.68倍（2020年5月21日达到），而2021年2月26日的PB为0.83；普钢股PB/沪深两市A股的PB比值最高值为0.81（在2017年8月7日达到），最低值为0.336（在2021年2月10日达到），而2021年2月26日为0.397。

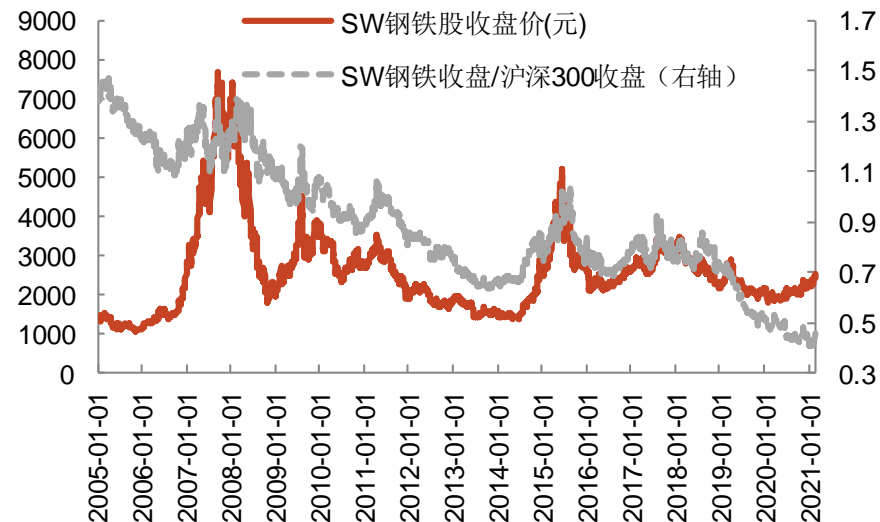
自2005年1月以来，SW钢铁股收盘价介于1070-7683之间，2021年2月26日为2427，SW钢铁股收盘价/沪深300指数收盘价的比值介于0.39-1.47之间，2021年2月26日为0.46。

普钢股PB及与两市A股PB的比值



资料来源：WIND、光大证券研究所，更新至2021年3月1日

SW钢铁指数及其与沪深300指数的比值



资料来源：WIND、光大证券研究所，更新至2021年3月1日

全面看多钢铁股（2）：弹性的测算

股价对商品价格的弹性也是短期选股的重要因素之一，在钢铁板块里面通常用吨钢市值来衡量。

我们测算吨钢市值的方法：用总市值/钢产量，其中钢产量按照2019年披露的钢材产量来计算。

按照2021年2月28日收盘价计算，钢铁吨钢市值偏低的：本钢板材、安阳钢铁、河钢集团、八一钢铁、马钢股份、凌钢股份、山东钢铁、鞍钢股份、首钢股份、酒钢宏兴、韶钢松山、华菱钢铁、三钢闽光、新钢股份、柳钢股份。

当然，衡量股票投资价值的因素，不止是弹性，还应该参照成长性、ROIC（资本投入回报率）、FCF（自由现金流）、PE（市盈率）、PB（市盈率）等指标综合考量。

钢铁股吨钢市值比较（万吨、亿元、元）

	2019年产量	总市值	吨钢市值	PB		2019年产量	总市值	吨钢市值	PB
本钢板材	1838	117	635	0.59	西宁特钢	181	36	2003	2.62
安阳钢铁	742	68	910	0.69	重庆钢铁	643	132	2054	0.67
河钢股份	2532	235	927	0.48	南钢股份	992	208	2094	0.91
八一钢铁	551	55	999	1.24	太钢不锈	1009	220	2179	0.68
马钢股份	1877	212	1128	0.76	新兴铸管	517	148	2863	0.67
凌钢股份	588	67	1135	0.81	宝钢股份	4687	1675	3573	0.93
山东钢铁	1351	157	1159	0.74	金洲管道	94	36	3785	1.24
鞍钢股份	2542	305	1199	0.58	杭钢股份	432	173	3999	0.89
首钢股份	1611	211	1310	0.74	方大特钢	367	155	4228	1.84
酒钢宏兴	740	99	1337	0.81	包钢股份	1458	702	4817	1.33
韶钢松山	713	105	1476	1.19	沙钢股份	318	216	6780	4.13
华菱钢铁	2288	358	1564	1.13	常宝股份	54	39	7238	0.86
三钢闽光	1043	164	1570	0.83	中信特钢	1373	1420	10341	5.01
新钢股份	874	141	1609	0.62	永兴材料	30	157	52713	3.80
柳钢股份	809	153	1888	1.34	ST抚钢	47	283	60482	5.80

资料来源：WIND、光大证券研究所，数据更新至2021年3月1日

从钢铁行业大趋势上来看，增加碳排放较低的电炉钢产量、减少碳排放相对较高的高炉-转炉钢产量，这将对电炉钢产业链构成利好，而石墨电极的最主要下游就在电炉钢，因此较为利好；高炉-转炉钢的减少有利于改善钢铁行业的供求关系以及供给秩序，对普碳钢行业也构成利好；而原料行业一方面受制于钢产量的减少而使得需求下降，另一方面部分品种的供给也会受到影响，因此总体会受损，但部分品种综合考虑下来仍然受益。我们重点推荐的股票是：华菱钢铁、宝钢股份、方大特钢等；建议关注方大炭素、柳钢股份、新钢股份。

主要钢铁股的盈利预测和估值

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000932.SZ	华菱钢铁	6.06	0.72	1.10	1.06	8	5	6	增持
600507.SH	方大特钢	7.38	1.18	0.90	0.86	6	8	9	增持
600019.SH	宝钢股份	8.04	0.56	0.52	0.48	14	15	17	增持

资料来源：： Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-01

❏ 领先指标失效的风险

我们判断流动性、商品价格的指标均是基于历史经验得出的规律总结，但是过去发生的规律并不必然在未来继续发挥作用，存在失效的风险。

❏ 宏观经济波动的风险

宏观经济的波动除了受到市场规律影响以外，还会受到政府调控、以及一切突发、不可测的事件的影响，这也会影响到我们周期股的判断。

❏ 产业供给波动的风险

大部分周期品的供给在短期内大概率是很难释放的，但是不排除存在一些已经停产的产能重启改变市场预期、以及替代品对风险。

❏ 公司治理、经营风险

公司经营、治理也存在一定难以预测的风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



钢铁有色研究团队

王招华

🔗 执业证书编号: S0930515050001

☎ 电话: 021-52523811

✉ 邮件: wangzhh@ebscn.com

刘慨昂

🔗 执业证书编号: S0930518050001

☎ 电话: 021-52523821

✉ 邮件: liuka@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。