

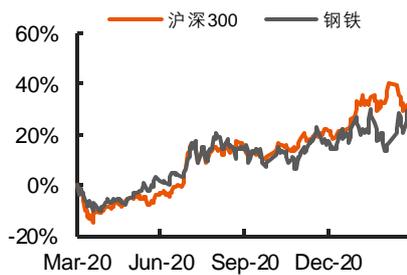
行业动态跟踪报告

钢价创 10 年来新高，还能持续多久？

中性（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业点评*钢铁*短期预期已满，基本面未至》 2021-03-04

《行业周报*大宗商品*市场短期担忧加剧，商品或面临调整压力》 2021-02-28

《行业周报*大宗商品*海外经济加速复苏，大宗商品整体走强》 2021-02-21

《行业周报*大宗商品*春节假期效应显现，大宗商品整体震荡》 2021-02-07

《行业周报*大宗商品*流动性短期趋紧，商品指数全面下跌》 2021-01-31

证券分析师

李军 投资咨询资格编号
S1060519050001
010-56800119
lijun243@pingan.com.cn



- **钢材价格创 10 年来新高，仅次于 2008 年历史高位。**本轮钢价快速上涨，我们认为流动性因素主导而非基本面因素主导。从供需两端来看，本轮钢材表观消费增速相比上一轮明显下降，而钢材供给弹性空间仍然较大。为应对疫情冲击，全球央行共同发力，开启规模庞大流动性宽松政策。美联储史无前例的扩表造成全球美元泛滥，同时当前国内流动性仍然宽松，内外共振之下助推钢价急速攀升。
- **本轮钢价上涨还能持续多久？**短期来看，国内货币仍然维持“不急转弯”基调，但中期来看货币政策转弯、回归中性是趋势，市场对此也多有预期。值得关注的是，从 3 月中旬到 4 月中旬，连续 4 次高层会议都提到了大宗商品价格快速上涨的问题，政策调整节奏是否加快值得关注。从国外来看，美国 3 月份非农数据大超预期，同时疫苗接种速度快速提升，美国经济复苏节奏加快，美联储官员开始讨论缩减 QE 问题。整体来看，美国无限量化宽松政策已进入下半场，退出时间或许已在路上。整体来看，钢材价格上涨势头短期可能还会持续，但不会太久，6 月份或将迎来拐点。
- **投资建议：**从钢价与股价的关系来看，股价对钢价保持高度敏感，背后的逻辑是“钢价上涨—盈利提升—股价上涨”。因此，钢价走势对股价走向有很强的指示意义。我们认为当前钢材价格走势已经接近拐点窗口期，未来钢价继续向上大幅攀升的阻力显著变大。在目前市场偏好低估值高安全边际的风格背景下，板块内低估值标的是阶段性博弈的焦点。短期来看，板块内低估值标的仍值得重视，建议关注新钢股份、三钢闽光、南钢股份、方大特钢；中长期来看，受益于制造业需求空间明确增长、综合竞争力实力更强的行业龙头值得持续关注，推荐宝钢股份和中信特钢。
- **风险提示：**1、经济复苏不及预期导致下游需求大幅下滑风险；2、政策落实不及预期。未来碳中和具体执行政策若不及预期，将导致前期高涨的市场预期回落，或引起行业投资大幅波动；3、原材料价格上涨幅度超预期。如果铁矿石、焦炭、废钢等主要原材料价格未来继续出现超预期上涨，将侵蚀行业公司业绩，导致行业企业经营业绩不达预期。

正文目录

一、	钢材价格创 10 年来新高，流动性因素主导.....	4
二、	本轮钢价上涨还能持续多久?	10
三、	投资建议	11
四、	风险提示	13

图表目录

图表 1	年初以来上海螺纹钢价格走势	4
图表 2	年初以来上海热轧卷板价格走势	4
图表 3	钢材价格指数创 2011 年来新高	4
图表 4	目前螺纹钢价格居历史次高位置	5
图表 5	目前热轧卷板价格居历史次高位置	5
图表 6	目前中板价格居历史次高位置	5
图表 7	目前冷轧卷板价格居历史次高位置	5
图表 8	本轮经济增速相比上一轮下了一个大台阶	6
图表 9	钢材表观消费量增速相比上一轮明显下降	6
图表 10	我国粗钢产能大概率到顶	7
图表 11	我国粗钢产量增长显著	7
图表 12	我国钢材产量与粗钢产量比值呈上升趋势	8
图表 13	2021Q1 社融规模保持高位	9
图表 14	2021 年 3 月 PPI 创近期新高	9
图表 15	美联储新一轮扩表幅度显著高于上一轮次贷危机	9
图表 16	近期几次高层会议对大宗商品价格的相关表述	10
图表 17	美国 3 月新增非农就业人数大幅增加	11
图表 18	美国新冠疫苗接种速度快速攀升	11
图表 19	2014—2020 上海螺纹钢月度价格走势（元/吨）	11
图表 20	2021 年以来 SW 钢铁指数与沪深 300 指数走势对比	12
图表 21	螺纹钢价格走势与 SW 钢铁指数走势对比	12
图表 22	最新 SW 钢铁 PB 为 1.26 倍，占 10 年来历史分位 57.7%	13
图表 23	SW 钢铁最新收盘价 PE（TTM）位居申万 28 个一级行业第 21 位	13

一、 钢材价格创 10 年来新高，流动性因素主导

自 2021 年 3 月以来，钢材价格出现凌厉上涨态势。以螺纹钢和热轧卷板为例，截止到 4 月 9 日，上海螺纹钢价格年初以来上涨 12.11%，其中 3 月 1 日以来涨幅达到 10.17%；上海热轧卷板价格涨幅更大，年初以来上涨 19.83%，其中 3 月 1 日以来涨幅达到 13.64%。可以看到，3 月份至今是年初以来钢材价格上涨最为迅猛的时间段。

图表1 年初以来上海螺纹钢价格走势



资料来源:wind, 平安证券研究所

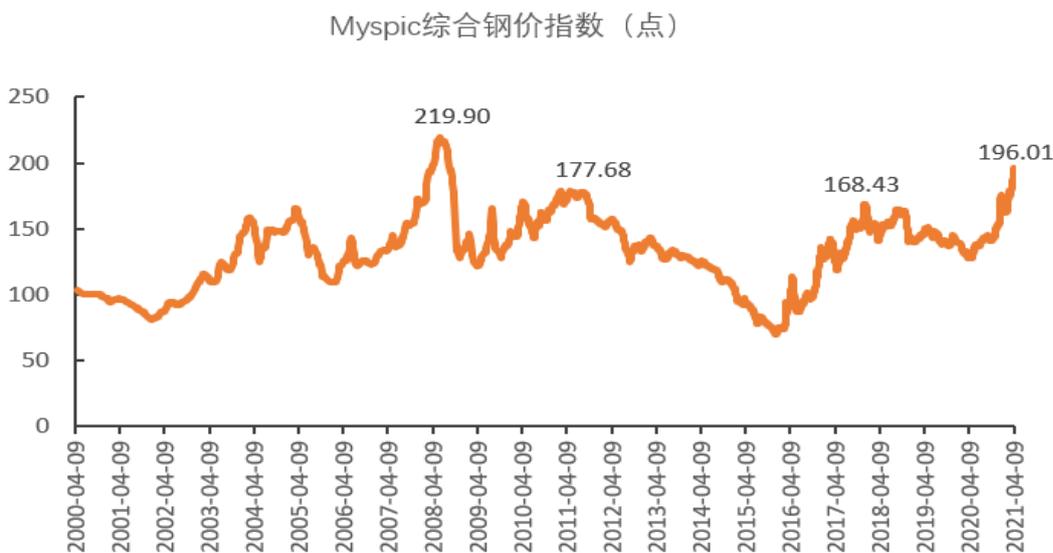
图表2 年初以来上海热轧卷板价格走势



资料来源:wind, 平安证券研究所

从历史价格走势来看,目前钢材价格仅次于 2008 年上半年历史记录高位,是 2011 年以来历史高位。

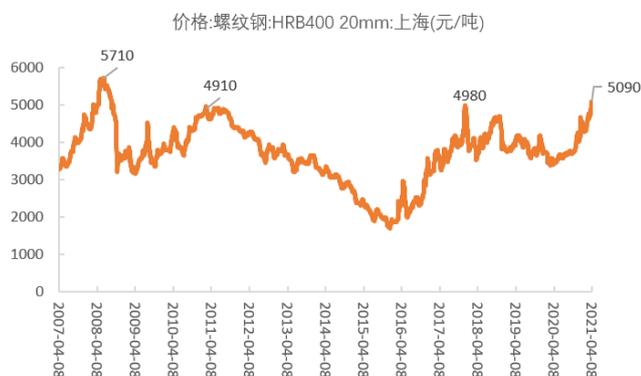
图表3 钢材价格指数创 2011 年来新高



资料来源:mysteel, 平安证券研究所

从主要钢材品种来看，螺纹钢、热卷、中板、冷轧板卷均创出 10 年来新高，仅次于 2008 年上一轮高点。

图表4 目前螺纹钢价格居历史次高位置



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 目前热轧卷板价格居历史次高位置



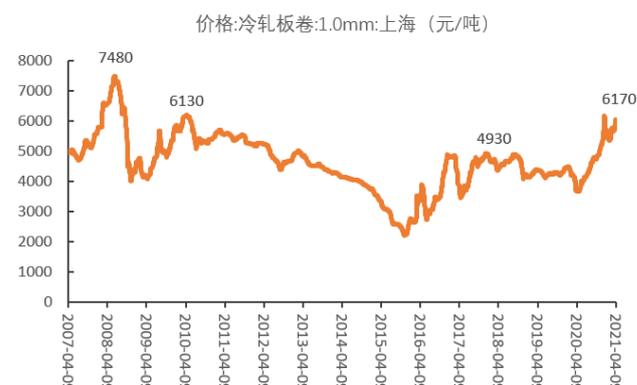
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 目前中板价格居历史次高位置



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 目前冷轧卷板价格居历史次高位置



资料来源:wind, 平安证券研究所

那么，跟 2008 年那一轮钢价上涨历史相比，这轮钢价上涨到底是基本面主导还是流动性主导？

我们认为流动性主导因素更多一些。从基本面来看，这一轮无论是供给还是需求，其成色均不如上一轮。

(1) 钢材表观消费增速相比上一轮明显下降

从经济增速来看，本轮钢价上涨周期处在疫情后经济复苏期，虽然同比 2020 年疫情期经济增速增长显著，但是拉长时间来看，整体增速仍然处于中低速增长的“新常态”中，经济增速相比上一轮已经下了一个大台阶。

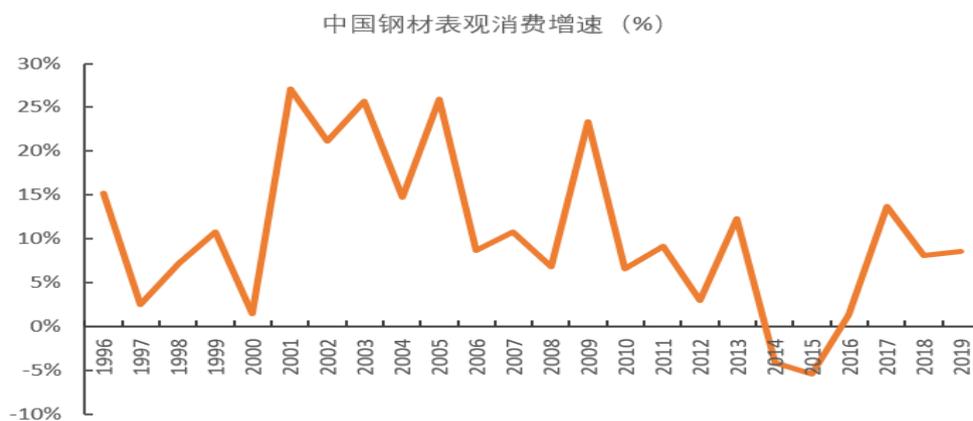
图表8 本轮经济增速相比上一轮下了一个大台阶



资料来源:mysteel, 平安证券研究所

钢材消费与经济增速密切相关，经济增速下降决定了钢材消费增速难以与上一轮增速相比。根据世界钢协数据，我国钢材表观消费量增速（表观消费量=产量-净出口量）自2009年以后明显下一个台阶。

图表9 钢材表观消费量增速相比上一轮明显下降

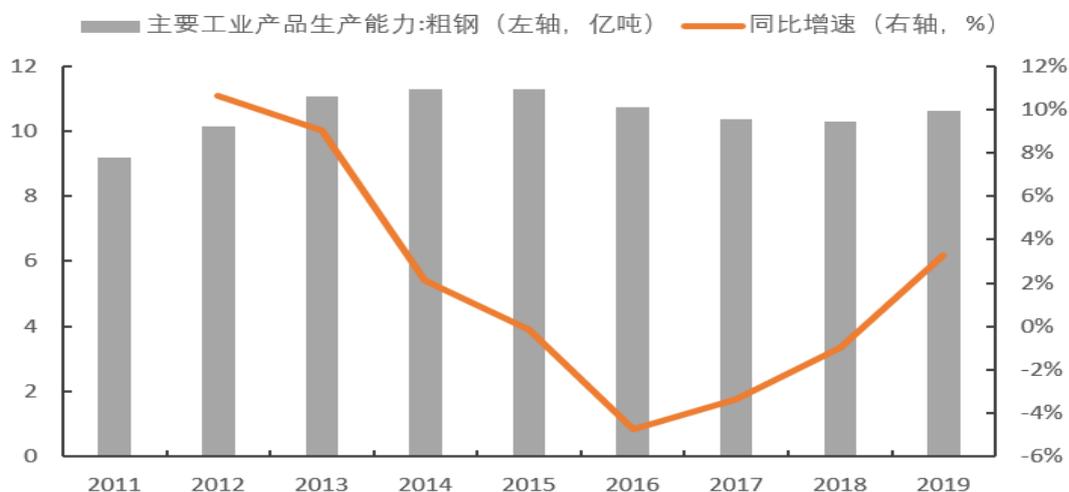


资料来源:mysteel, 平安证券研究所

（2）粗钢产能增长大概率到顶，但钢材供给弹性空间依然较大

经过多年行业政策管控，特别经过2016年开始的行业供给侧改革，三年内提前完成化解钢铁过剩产能1.5亿吨以上，取缔地条钢1.4亿吨以上，新增粗钢产能被严格控制。特别是在“碳达峰、碳中和”的绿色大背景下，我国粗钢产能增长大概率到顶。

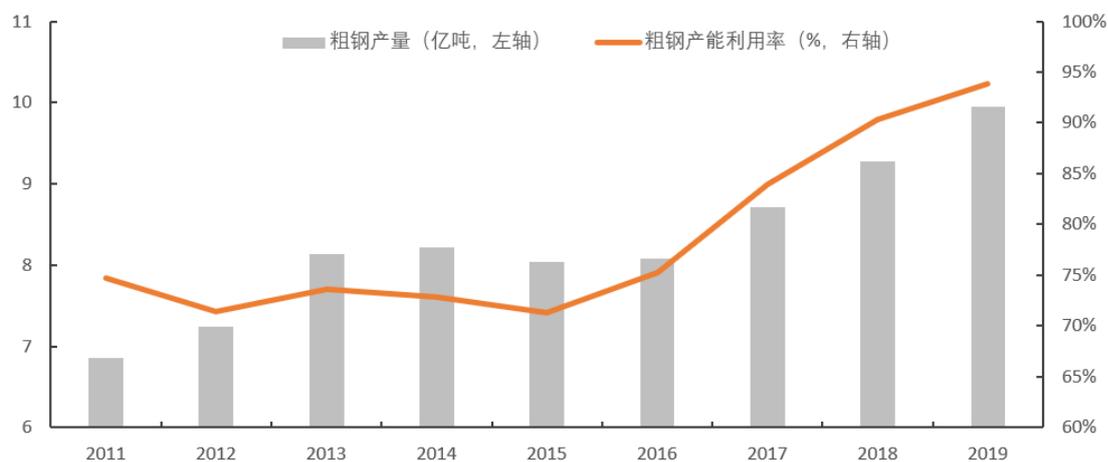
图表10 我国粗钢产能大概率到顶



资料来源:wind, 平安证券研究所

虽然粗钢产能被严格控制基本保持稳定,但是 2016 年以来,由于利润驱动,我国粗钢产量不断增长,产能利用率明显提升。因此粗钢产能不增长不等同于粗钢产量不增长。

图表11 我国粗钢产量增长显著



资料来源:wind, 平安证券研究所

2021 年,国家有关部委多次提出要确保实现“2021 年全国粗钢产量同比下降”,但由于具体执行办法、具体下降目标并没有公开,我们认为这项政策对行业供给端影响仍有待进一步跟踪和明确。事实上,我们多次强调,粗钢只是生产钢材成品的原料,并不能直接用于下游需求,只有将粗钢轧制成各类钢材成品才能满足下游行业需要,因此成品钢材供给变化才是影响钢价的供给因素,而非粗钢供给变化。

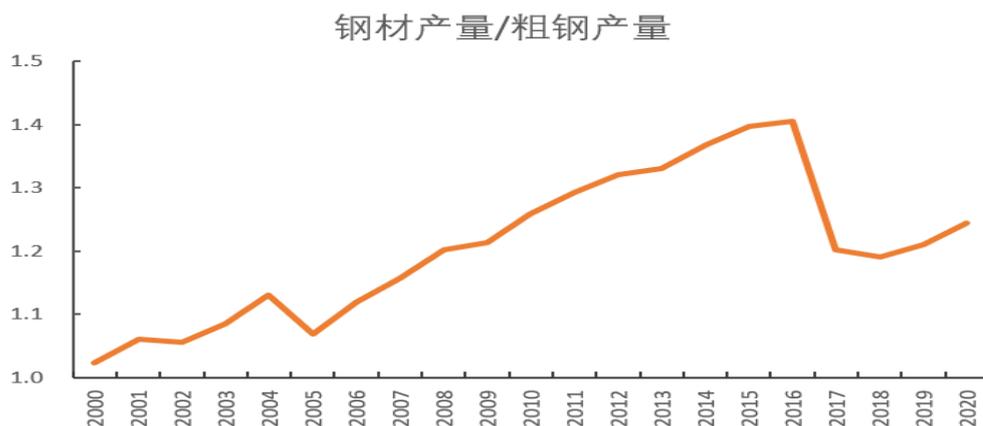
从钢材产量与粗钢产量的比值来看，2000年以来，该比值一直处于上升趋势之中，目前仍然没有看到拐点迹象。

我们认为，主要原因还是利润驱使。我国钢铁市场是一个充分竞争的市场，受制于投资大、资产重、退出难等特点，钢企之间竞争十分激烈。只要经营现金流能够覆盖变动成本，企业就不会主动退出，除非施加外力比如政策限制等；只有当经营现金流连变动成本都无法覆盖后，钢企才有可能主动停产限产，2015年全行业亏损时期众多钢企主动停产就是一个典型的例子。

截止到2020年12月，工信部先后公布了五批规范钢铁企业名录，共有260家、粗钢产能约10.08亿吨，这些合规企业产能大概占到了全国总产能95%以上。在行业绝大部分产能都是合规产能的背景下，再通过行政命令或者行政手段进行大规模产能淘汰既不现实也难以实现。即使部分地方通过环保手段压制区域企业产能释放，那也是暂时的，产能并没有消失。

同时，在利润高企的背景下，部分区域通过行政手段来压制本地产能释放，并不能影响到全国整体供应局面，那些没有政策限制的区域钢企肯定会加大产出力度，从而全国钢材供应局面整体达到动态平衡，这也是符合市场经济规律的。

图表12 我国钢材产量与粗钢产量比值呈上升趋势



资料来源:wind, 平安证券研究所

(3) 国内外流动性宽松局面共振助推钢价急速攀升

由于新冠疫情冲击，2020年全球经济遭遇重创。为了恢复经济增长，全球各国央行齐发力，开启了规模庞大的流动性宽松政策。

从国内来看，虽然我国经济于2020年下半年率先复苏，但是由于疫情影响至今并未完全消失，因此我国目前仍然维持着宽松货币政策。截止到一季度，我国社融规模达到10.2万亿，环比增长94.89%，同比小幅下降7.96%，其中3月份单月社融规模3.34万亿，环比增长95.32%，保持着较高规模。

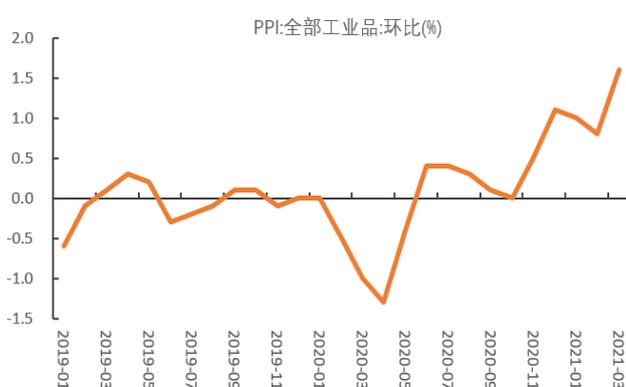
与此同时，PPI指数也创出了近期新高。3月PPI环比增长1.6%，为近年来新高。这也反映了流动性对资产价格上涨的助推作用很明显。

图表13 2021Q1 社融规模保持高位



资料来源:wind, 平安证券研究所

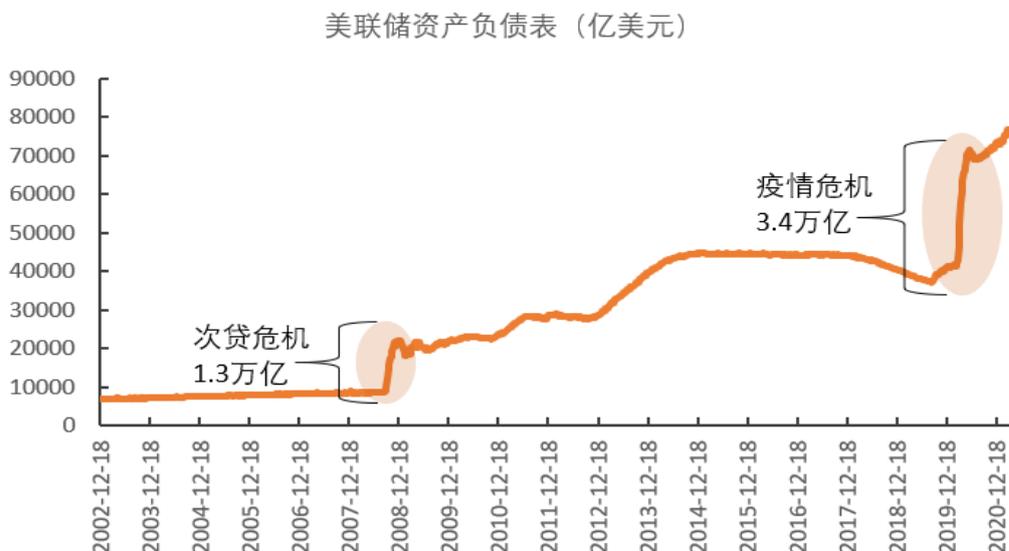
图表14 2021年3月 PPI创近期新高



资料来源:wind, 平安证券研究所

从国外来看，主要是美国因素。2020年初美国疫情爆发后，美联储开启“印钞机”，采取2008年次贷危机期间类似的流动性投放机制，其资产负债表的规模从2020年2月份的4.2万亿美元快速扩张至2021年2月份的7.6万亿美元，期间3.4万亿美元的扩表幅度，显著高于2008年1.3万亿美元的扩张规模。美联储史无前例的扩表，造成全球美元泛滥。当前农产品、贵金属、石油、铁矿石等主要大宗商品均以美元定价，美元泛滥导致大宗商品价格急剧上升。在全球经济一体化的背景下，国际大宗商品涨价必然会助推国内商品价格上涨。

图表15 美联储新一轮扩表幅度显著高于上一轮次贷危机



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、本轮钢价上涨还能持续多久？

本轮钢价上涨还能持续多久？要回答这个问题，就要看支撑本轮钢价上涨的主导因素能持续多久。根据第一部分分析，流动性因素是本轮钢价上涨的主导因素。

从国内来看，货币政策上仍然维持“不急转弯”基调。短期来看，流动性整体上还是比较充裕的，但中期来看，货币政策转弯、回归中性是趋势，市场对此也多有预期。需要注意的一点是，最近大宗商品价格快速上涨，已经引起了高层的关注，未来不排除在现有货币政策下出台相关行业干预措施。具体针对钢铁行业而言，关于取消钢材出口退税的传闻在业内一直不绝于耳，同时加大初级钢材品种进口也是被时有提及。在此背景下，钢材继续大幅上涨所面临的政策压力会比较大。

图表 16 近期几次高层会议对大宗商品价格的相关表述

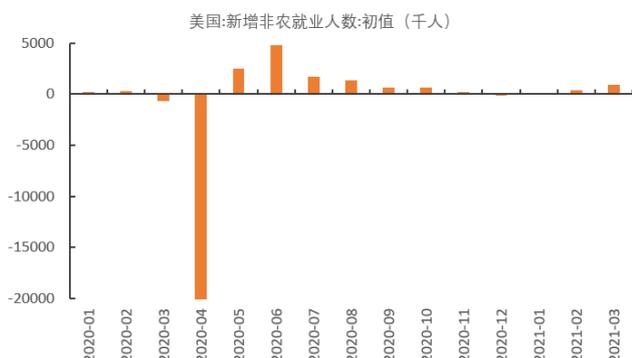
时间	会议	主要相关内容
3月15日	国常会	及时实施政策预调和微调，尤其要做好促就业、稳物价等工作，稳定市场预期。
3月25日	经济形势部分地方政府主要负责人视频座谈会	当前国际环境依然复杂，带来多方面影响特别是大宗商品价格上涨快，国内经济运行中也存在就业压力较大、部分行业恢复较慢等问题
4月8日	金融委第五十次会议	要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。
4月11日	经济形势专家和企业家座谈会	加强原材料等市场调节，缓解企业成本压力。

资料来源:新华社, 平安证券研究所整理

从国外来看，美国无限量化宽松措施退出虽然短期还看不到，但是从美国3月份超预期的非农数据来看，宽松政策退出可能在路上。2021年3月美国新增非农就业91.6万人，超市场预期的64.7万人，2月和1月分别上修为46.8万人和23.3万人。随着疫苗接种继续加速，疫情逐步改善，美国经济修复的速度有望继续加快。

4月12日，圣路易斯联储主席布拉德表示，美国疫苗接种率达75%时，美联储可能开始讨论缩减QE。如果按当前接种速度，在其他所有条件都相同的情况下，75%这个接种目标在短短的两个半月内就能达到。整体来看，美国无限量化宽松政策已进入下半场，退出时间或许已在路上。

图表17 美国3月新增非农就业人数大幅增加



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表18 美国新冠疫苗接种速度快速攀升

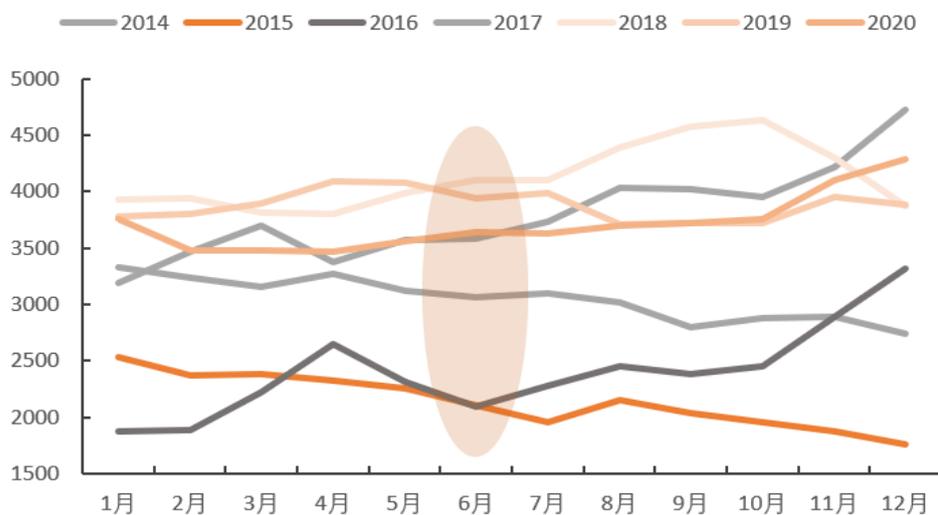


资料来源:wind, 平安证券研究所

整体来看，本轮钢价能否持续？

我们的答案是短期可能还会持续一段时间，但不会太久，6月份或将迎来拐点。一方面6月向来是全球主要央行的大事月，各主要央行均将在6月公布利率决议，是观察全球央行货币政策走向的窗口期；另一方面，从行业需求层面来讲，6月份我国南方大部分地区将迎来梅雨季节，属于需求淡季，钢材需求受到压制，预期偏空。

图表19 2014—2020上海螺纹钢月度价格走势（元/吨）

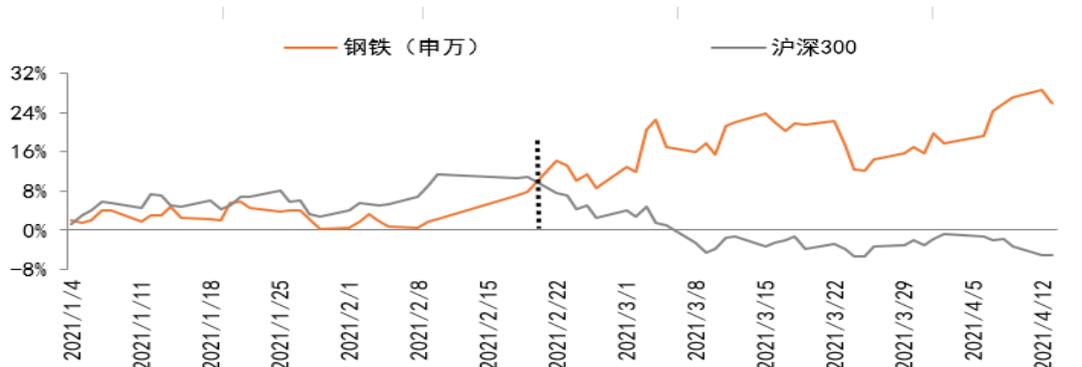


资料来源:wind, 平安证券研究所

三、投资建议

从二级市场来看，SW 钢铁指数从春节后开始跑赢沪深 300 指数，3 月份虽有几次明显回调，但整体仍保持上涨态势。

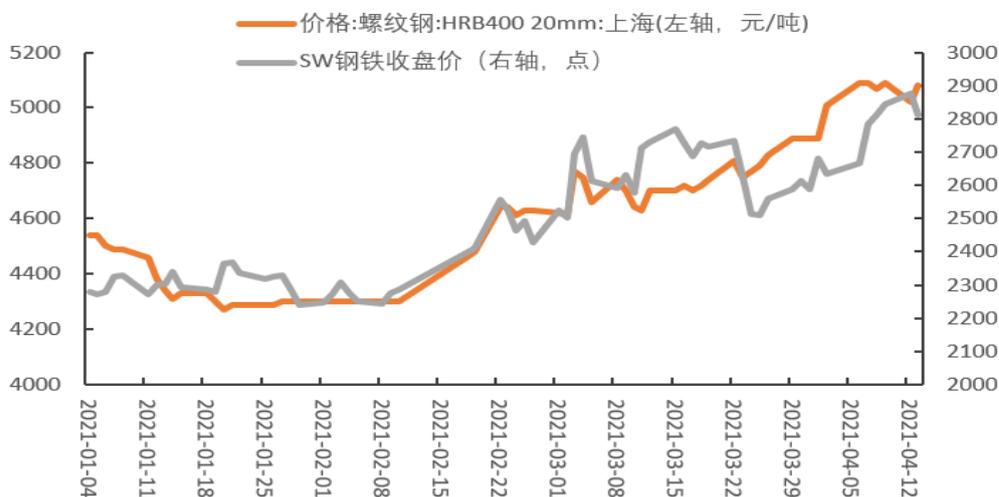
图表20 2021 年以来 SW 钢铁指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源:wind, 平安证券研究所

从钢价与股价的关系来看，股价对钢价保持高度敏感，背后的逻辑是“钢价上涨—盈利提升—股价上涨”。因此，钢价走势对股价走向有很强的指示意义。

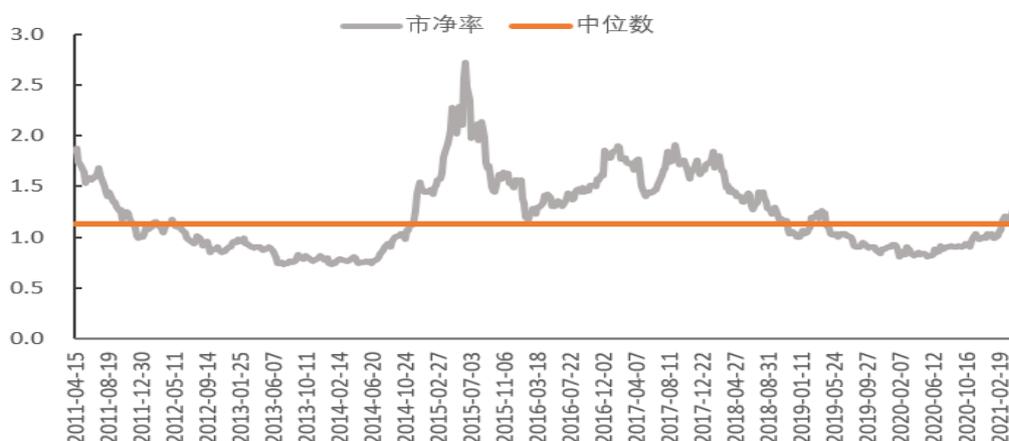
图表21 螺纹钢价格走势与 SW 钢铁指数走势对比



资料来源:wind, 平安证券研究所

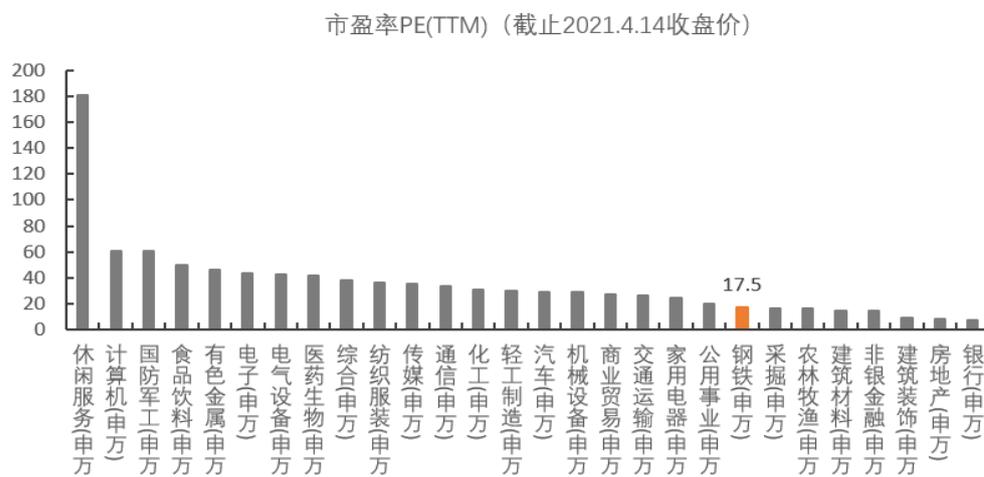
在目前市场偏好低估值的风格下，SW 钢铁估值水平目前已经不那么具备优势。经过次轮快速上涨，截止到 4 月 14 日，SW 钢铁 PB 为 1.26 倍，已超过 10 年来估值中位数水平，达到 57.7% 左右；从全市场对比来看，SW 钢铁 PE (TTM) 17.5 倍，位居申万 28 个一级行业中第 21 位，已经高于采掘、农林牧渔、建材等板块。

图表22 最新 SW 钢铁 PB 为 1.26 倍，占 10 年来历史分位 57.7%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表23 SW 钢铁最新收盘价 PE (TTM) 位居申万 28 个一级行业第 21 位



资料来源:wind, 平安证券研究所

综上，我们认为当前钢材价格走势已经接近拐点窗口期，未来钢价继续向上大幅攀升的阻力显著变大。在目前市场偏好低估值高安全边界的风格背景下，板块内低估值标的是阶段性博弈的焦点。短期来看，板块内低估值标的仍值得重视，建议关注新钢股份、三钢闽光、南钢股份、方大特钢；中长期来看，受益于制造业需求空间明确增长、综合竞争力实力更强的行业龙头值得持续关注，推荐宝钢股份和中信特钢。

四、风险提示

1、经济复苏不及预期导致下游需求大幅下滑风险。

- 2、政策落实不及预期。未来碳中和具体执行政策若不及预期，将导致前期高涨的市场预期回落，或引起行业投资大幅波动。
- 3、原材料价格上涨幅度超预期。如果铁矿石、焦炭、废钢等主要原材料价格未来继续出现超预期上涨，将侵蚀行业公司业绩，导致行业企业经营业绩不达预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033