

钢铁

天风问答系列：减产效果如何？吨钢毛利扩大何时扩大？

近期钢铁行业因限产、原料价格波动等问题引发行业广泛关注，我们总结了以下几个问题对此进行分析：

一：三季度钢铁各版块业绩如何？

- 1、前三季度钢铁板块营收及净利润大增，特别是冶钢原料及普钢板块；
- 2、Q3 单季度，冶炼原料利润维持增长，但普钢、特钢利润环比回落；
- 3、铁矿石价格 Q2 季度已开始回落，长单价格滞后使得冶钢原料利润维持增长；
- 4、Q3 季度吨钢毛利并不差，普钢利润下滑或来自于限产。

二：四季度减产效果如何？吨钢毛利扩大何时扩大？

- 1、三大政策发力，钢铁减产效果明显；
- 2、双焦价格回落，成本端压力缓解；
- 3、库存持续去化，静待需求回暖带动吨钢毛利再次扩大。

风险提示：宏观经济修复不及预期；全球通胀水平超预期；矿石增产不达预期；新冠疫苗研制、接种进展低于预期。

证券研究报告

2021 年 11 月 12 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

杨诚笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517020002

yangchengxiao@tfzq.com

田庆争

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080005

tianqingzheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《钢铁-行业研究周报:供需双弱，静待库存出清》 2021-11-07
- 2 《钢铁-行业研究周报:秋冬限产方案落地，减产力度再加强》 2021-10-31
- 3 《钢铁-行业研究周报:煤炭限价力度加剧，利好钢厂吨盈利扩大》 2021-10-26

内容目录

1. 三季度钢铁各版块业绩如何?	4
1.1. 前三季度营收及利润累计大增, 特别是冶钢原料及普钢板块	4
1.2. Q3 季度, 普钢、特钢利润环比回落, 冶钢原料维持增长	4
1.3. 铁矿石 Q2 季度已开始高位回落	5
1.4. Q3 季度吨钢毛利并不差, 普钢利润下滑或来自限产	6
2. 四季度减产效果如何? 吨钢毛利扩大何时扩大?	7
2.1. 三大政策发力, 钢铁减产效果明显	7
2.2. 双焦价格回落, 成本端压力缓解	7
2.3. 库存持续去化, 静待需求回暖带动吨钢毛利再次扩大	8
3. 风险提示	10

图表目录

图 1: 钢铁板块上市公司累计营收及同比	4
图 2: 钢铁板块上市公司累计归母净利润及同比	4
图 3: 细分板块累计营收及同比	4
图 4: 细分板块累计归母净利润及同比	4
图 5: 钢铁板块上市公司单季度营收及同比	5
图 6: 钢铁板块上市公司单季度归母净利润及同比	5
图 7: 细分板块单季度营收同比及环比	5
图 8: 细分板块单季度归母净利润同比及环比	5
图 9: 铁矿石期货价格 (元/吨)	5
图 10: 铁矿石现货价格 (元/吨)	5
图 11: Q3 季度生铁&粗钢产量环比下滑	6
图 12: 粗钢产量累计值及同比	7
图 13: 生铁产量累计值及同比	7
图 14: 焦煤价格高位回落 (元/吨)	8
图 15: 焦炭价格高位回落 (元/吨)	8
图 16: 长流程钢坯成本 (元/吨)	8
图 17: 短流程钢坯成本 (元/吨)	8
图 18: 钢铁行业分析框架: 上游成本、下游需求、中端钢铁本身	9
图 19: 长流程吨钢毛利 (元/吨)	9
图 20: 短流程吨钢毛利 (元/吨)	9
图 21: 钢材库存持续去化 (单位: 万吨)	10
图 22: 上海地区线螺采购量 (单位: 万吨)	10
表 1: 铁矿石期现货价格季度变化	6
表 2: Q3 季度吨钢毛利并不差 (单位: 元/吨)	6

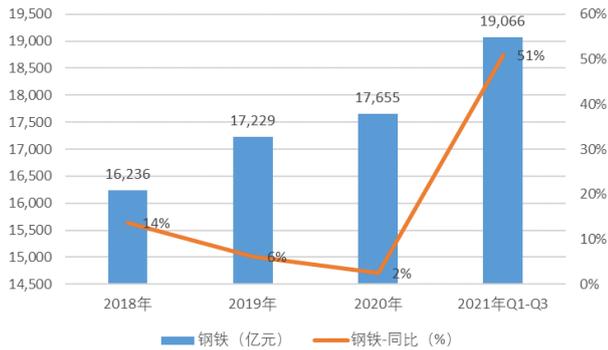
表 3：钢材库存去化并未彻底 9

1. 三季度钢铁各版块业绩如何？

1.1. 前三季度营收及利润累计大增，特别是冶钢原料及普钢板块

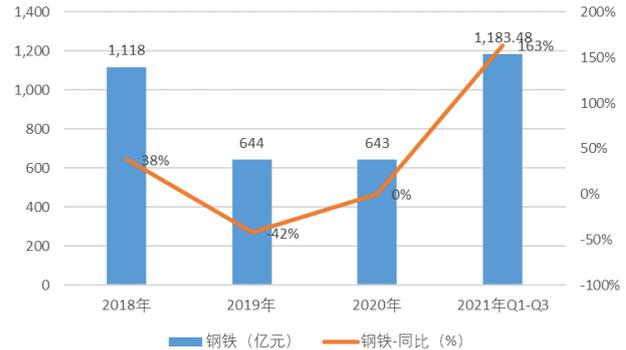
2021年前三季度，钢铁板块上市公司累计营收19066亿元，总收入已超过2020全年，同比51%；归母净利润方面，前三季度1183亿元，同比163%。分板块来看：冶钢原料营收520亿元，同比51%；普钢营收16195亿元，同比52%；特钢营收2351亿元，同比42%，细分板块营收呈现同比例涨跌，尤其是原料及普钢板块，相对而言特钢营收涨幅较小。

图 1：钢铁板块上市公司累计营收及同比



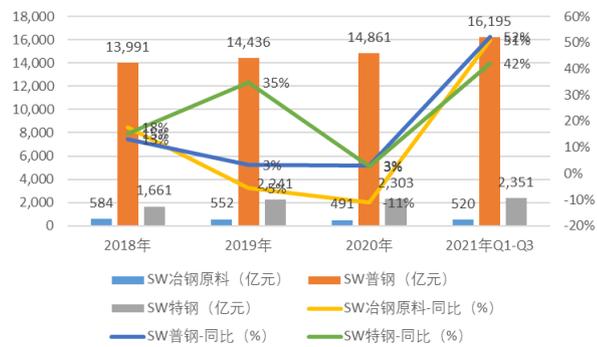
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：钢铁板块上市公司累计归母净利润及同比



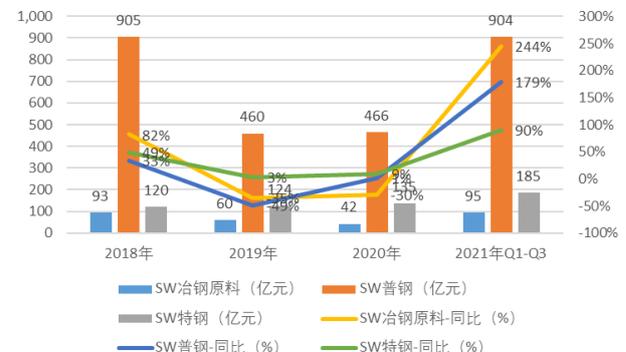
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：细分板块累计营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：细分板块累计归母净利润及同比

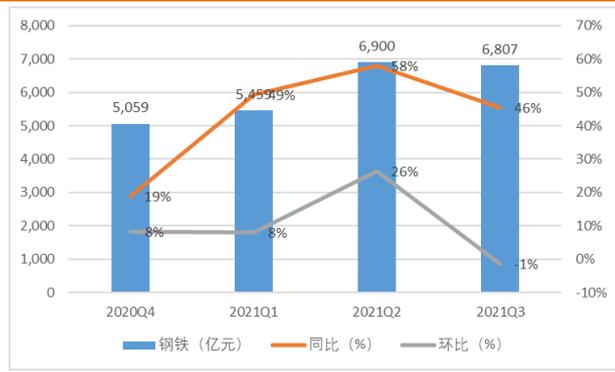


资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. Q3 季度，普钢、特钢利润环比回落，冶钢原料维持增长

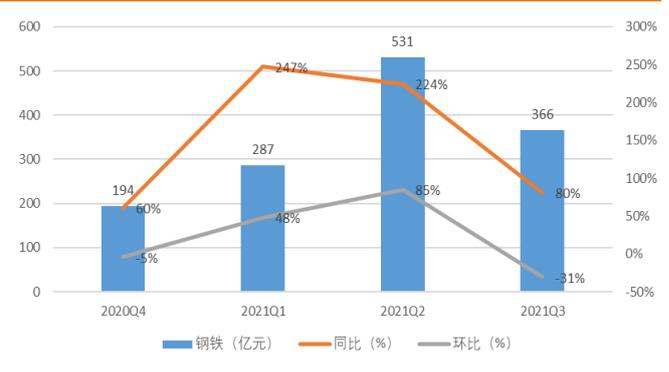
从单季度业绩来看，Q3 季度营收 6807 亿元，同增 46%，环增 -1%；归母净利润 366 亿元，同增 80%，环增 -31%，营收与净利润的环比数据来看，单季度受成本上升影响较大。细分板块来看，营收方面：冶钢原料营收 195 亿元，同增 49%，环增 5%；普钢营收 5773 亿元，同增 46%，环增 -2%；特钢营收 839 亿元，同增 42%，环增 -23%。归母净利润方面：冶钢原料归母净利润 41 亿元，同增 79%，环增 27%；普钢归母净利润 267 亿元，同增 50%，环增 -37%；特钢归母净利润 58 亿元，同增 27%，环增 -23%。冶钢原料单季度营收及盈利仍维持增长，而普钢、特钢环比业绩出现下滑。

图 5：钢铁板块上市公司单季度营收及同比



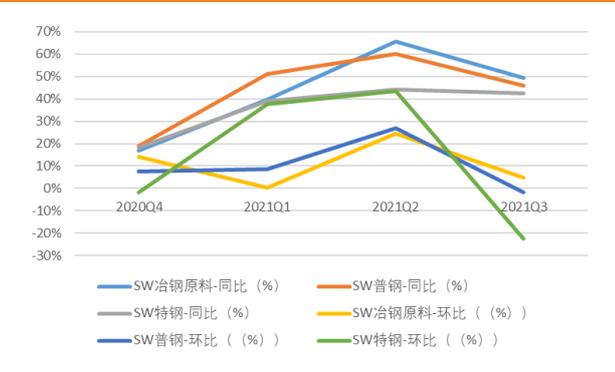
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：钢铁板块上市公司单季度归母净利润及同比



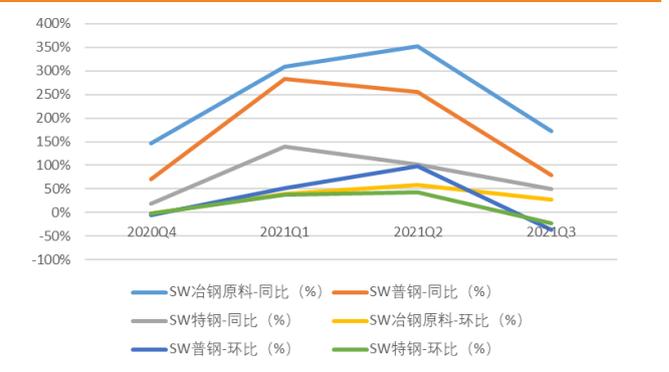
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：细分板块单季度营收同比及环比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：细分板块单季度归母净利润同比及环比



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 铁矿石 Q2 季度已开始高位回落

从铁矿石期现货价格来看，Q2 季度是铁矿石价格的高点，之后价格持续下滑截止到 11 月 11 日，价格已高点回落 40%左右，而上文中冶钢原料价格营收及利润环比仍增长，或因其销售采用长单价格滞后所致。

图 9：铁矿石期货价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：铁矿石现货价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1: 铁矿石期货现货价格季度变化

	铁矿石期货价格 (元/吨)	铁矿石进口矿价格 (元/吨)	铁矿石国产矿价格 (元/吨)
Q1	1,178.39	1,153.07	1,243.54
Q2	1,249.33	1,414.38	1,448.49
Q3	1,033.84	1,163.72	1,347.31
Q4 至今	659.74	821.23	1,027.72

资料来源: wind, 天风证券研究所

1.4. Q3 季度吨钢毛利并不差，普钢利润下滑或来自限产

从三季度吨钢毛利来看，长流程平均吨毛利为 745 元/吨，环比下滑 11.04%；短流程吨钢毛利 792 元/吨，环比下滑 0.86%。细分来看，像短流程的螺纹钢、冷轧、热轧吨钢毛利仍在持续扩大，长流程的线材、长&短流程的中厚板吨毛利环比出现 10%以上的下滑，但整体而言，吨钢毛利并不差。

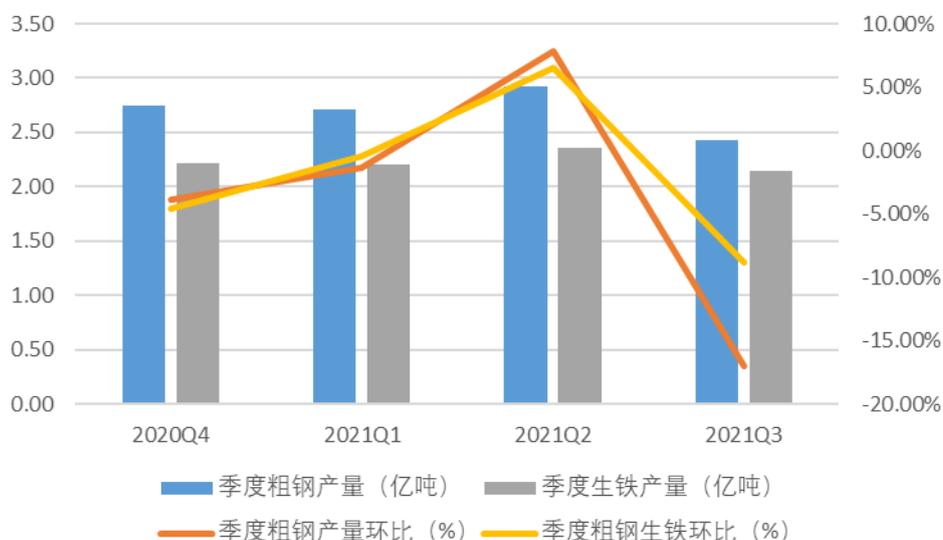
表 2: Q3 季度吨钢毛利并不差 (单位: 元/吨)

	长流程						短流程					
	螺纹钢	线材	热轧	冷轧	中厚板	平均	螺纹钢	线材	热轧	冷轧	中厚板	平均
Q1	290	413	372	998	375	490	249	372	330	957	333	448
Q2	483	924	810	1166	804	837	444	886	772	1127	766	799
Q3	479	806	730	1151	558	745	526	853	778	1198	605	792
环比	-0.75%	-12.76%	-9.85%	-1.25%	-30.61%	-11.04%	18.43%	-3.66%	0.74%	6.30%	-20.97%	-0.86%

资料来源: wind, 天风证券研究所

从产量来看，Q3 季度生铁产量 2.15 亿吨，环比-8.80%；粗钢产量 2.43 亿吨，环比-17.01%。始于三季度的钢铁行业限产，使得生铁&粗钢产量环比出现较大幅度的下滑，Q3 季度普钢利润下滑或主要源于限产。

图 11: Q3 季度生铁&粗钢产量环比下滑



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 四季度减产效果如何？吨钢毛利扩大何时扩大？

2.1. 三大政策发力，钢铁减产效果明显

一、能耗双控。8月12日，国家发展改革委印发了《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，表中显示不及半数省（区）能耗强度降低进展总体顺利。在能源消费总量控制方面，仍有8个省（区）为一级预警（形势十分严峻），5个省（区）为二级预警（形势比较严峻）。未来，对能耗强度降低为一级预警的省（区），对能耗强度不降反升的地区（地级市、州、盟），2021年暂停“两高”项目节能审查。9月中下旬以来，陆续有一些省市，开始加大力度控制能耗，由此导致钢铁产量进一步下降。钢联统计数据显示，9月第3、4周5大产品样本企业周产量环比分别下降36.96万吨和60.91万吨，降至23日当周的917万吨，其中螺纹周产量同比更是下降了105.46万吨，线材和热轧周产量同比分别下降34.41万吨和26.82万吨。

二、碳中和、碳达峰。钢铁行业是碳排放大户，今年要压减产量完成同比不增。能耗双控和碳中和、碳达峰，不是二选一的选择题，而是既要还要的必选题。所以，即使能耗双控达标，钢铁压减产量没有达标，还是要执行钢铁限产。

三、冬季限产。9月16日，生态环境部发布的《重点区域2021-2022年秋冬季大气污染防治综合治理攻坚方案（征求意见稿）》，内容与往年有所不同，2021-2022年秋冬季因为需要同《三年计划》计划保持步调一致，特意将考核目标按照时段进行拆分（2021年10-12月，2022年1-3月），统一行动实现多个目标；此外还增加河北北部，山西北部，山东东、南部，河南南部部分城市，城市数量达到60多个。

根据我的钢铁网统计，京津冀2+26城所在省份，炼铁产能约占全国47%，成品钢材方面分品种在全国的产能占比：热卷约50%，螺纹约27%，盘线约41%，中板约38%，带钢约81%，加上辽宁、内蒙两地，产能占比进一步扩大。值得注意的是，过去几年的秋冬季限产，按照文件推算的限产规模基本在3000~4000万吨之间，根据统计局数据，实际运行下来，相对9月粗钢产量，2018年10~12月月均只减了209万吨，2019年10~12月月均只减了74万吨，2020年只减了219万吨。说明过去几年的秋冬季限产，实质性减产效果不明显，仍存在较大的提升空间。

从目前的压减产量情况看，前三季度粗钢产量8.06亿吨，同增2.00%；生铁产量6.71亿吨，同增-1.30%。生铁累计产量出现负增长，粗钢仅有2%的增长，按照减产趋势预计前10月份或可完成累计产量不增，而去年四季度粗钢及生铁产量分别为2.75亿吨和2.22亿吨，相比今年第三季度的2.43亿吨和2.15亿吨，减产的边际影响减少。

图 12：粗钢产量累计值及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：生铁产量累计值及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 双焦价格回落，成本端压力缓解

上文提到，铁矿石价格自 Q2 季度开始高位回落，但双焦价格的上涨一定程度上抵消了铁矿石价格的下跌，致使钢坯成本维持在相对高位。但随着后续煤炭供应的增加，保价稳供的持续推进，Q4 季度开始双焦价格高位回落且仍未企稳，钢坯成本也随之下滑，成本端压力缓解。

图 14：焦煤价格高位回落（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：焦炭价格高位回落（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：长流程钢坯成本（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：短流程钢坯成本（元/吨）

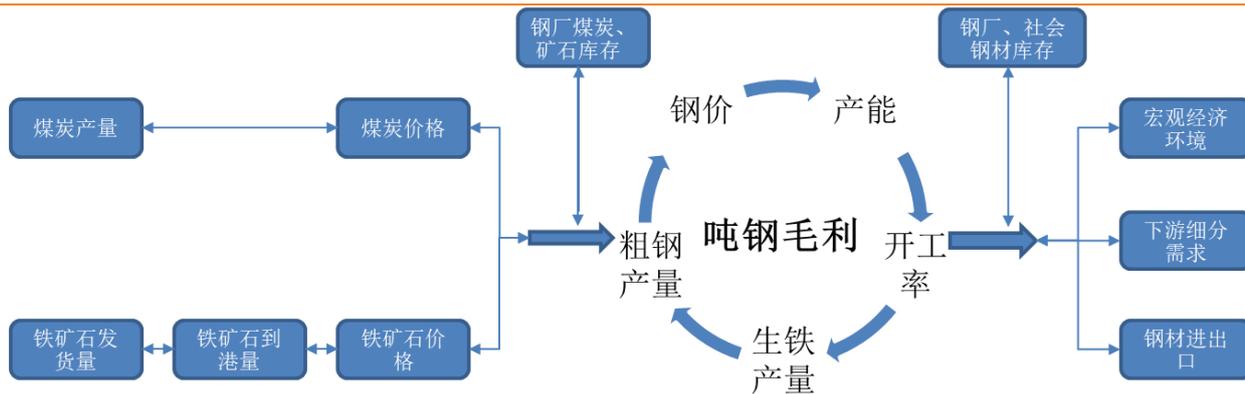


资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 库存持续去化，静待需求回暖带动吨钢毛利再次扩大

钢铁行业整体是以钢材吨钢毛利为核心，上、中、下三个环节互相影响。下游需求好时，社会库存、钢厂库存相继下降，钢价上涨，带动吨毛利上升，钢企开工率提升、产能扩张，生铁及粗钢产量增加，拉动上游原料库存下降，原料价格上升，原料供给增加，当产量超过需求增长时，钢价下跌，吨钢毛利下滑，之后对整个产业链形成负反馈。

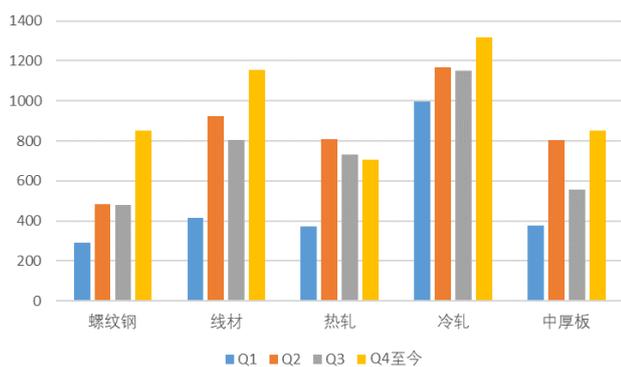
图 18：钢铁行业分析框架：上游成本、下游需求、中端钢铁本身



资料来源：天风证券研究所绘制

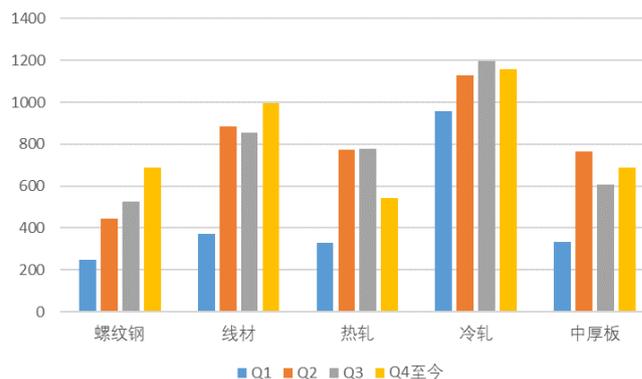
从截止 11 月 11 日的 Q4 季度吨钢毛利来看，除热轧板块及短流程冷轧吨钢毛利有所下滑外，其余品种吨钢毛利均在扩大，但必须要说，扩大的幅度并没有我们预期的那么大，究其原因，主要是当前需求仍未改善，成本端的下滑带动钢价下滑，压缩了吨钢毛利扩大的空间。

图 19：长流程吨钢毛利（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：短流程吨钢毛利（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

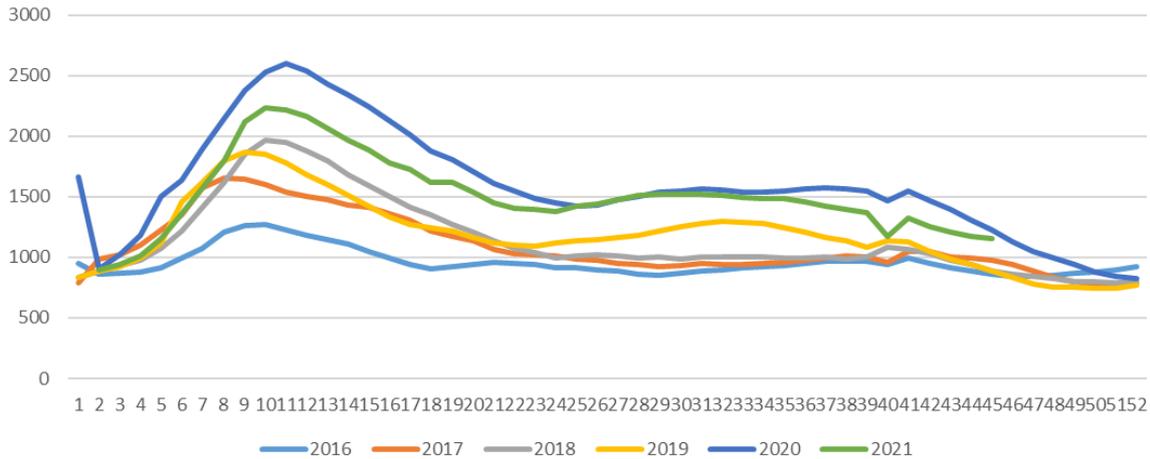
吨钢盈利何时再次扩大，我们认为需要产业链库存去化足够彻底，截止到 11 月第一周钢铁库存 1153 万吨，与去年同期相比下滑 6%，而与年初相比增长 37%。在钢铁产量不增的背景下，库存与年初相比仍有 30+% 的增长，说明钢铁库存去化并未彻底，全年仍在累库存，当这部分增量库存去化之后，供给端减产的影响或将真正体现，吨钢盈利或再次扩大。

表 3：钢材库存去化并未彻底

	螺纹钢	线材	热卷(板)	中板	冷轧	合计
11 月第一周 (万吨)	534	140	251	106	122	1,153
去年同期变化 (%)	-13%	19%	-7%	-10%	12%	-6%
年初至今变化 (%)	47%	75%	27%	3%	26%	37%

资料来源：wind，天风证券研究所

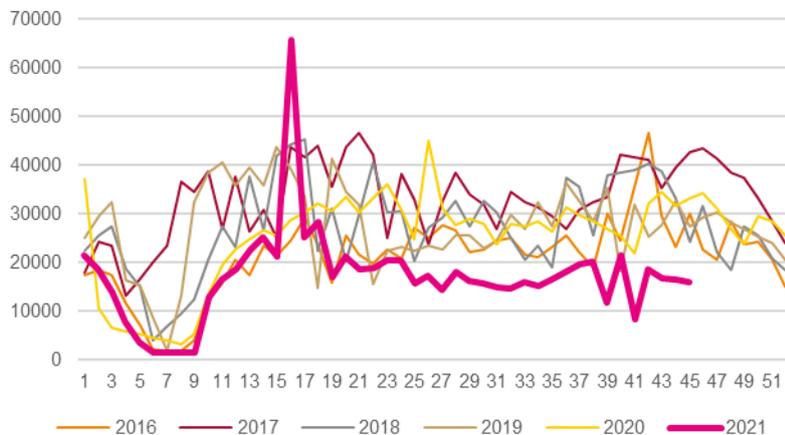
图 21：钢材库存持续去化（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

库存能否去化，主要来自需求端（供给端已在持续减产），从最直观的上海地区线螺采购量来看，11月第一周线螺采购量 1.59 万吨，环比上周下滑 3.6%，与去年同期相比仍处于较低的位置，后续随着地产调控的逐步宽松，需求或将逐步回暖。

图 22：上海地区线螺采购量（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 风险提示

宏观经济修复不及预期：钢铁作为全球经济的晴雨表，若宏观经济不及预期，或将影响钢铁的需求；

全球通胀水平超预期：若全球通胀水平超预期，钢铁上下游产业链的价格或均受到影响，进而对钢企盈利产量影响；

矿石增产不达预期：当前铁矿石趋势下行，主要系供给增多，若后续增产不及预期，铁矿石或将再次上涨，影响钢企利润；

新冠疫苗研制、接种进展低于预期：如果新冠疫情未得到有效遏制，或将影响宏观经济恢复以及铁矿石供给。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com