

钢铁

天风问答系列：钢铁三问三答

近期钢铁行业铁矿石价格、钢企盈利性等问题引发行业广泛关注，我们总结了以下 3 个问题对此进行分析：

1. 铁矿石为何反弹？

长流程钢材盈利回升至年内高点，而以废钢为原料的短流程钢材盈利仍在年内低点徘徊，利润催化下使得钢企减少废钢用量而加大对铁矿石的需求；而且，对钢企而言在完成产量不减的前提下适当性的增产是利润最大化的方式。此外当前地产端对钢材需求虽未明显改善，但地产政策预期改善下，需求好转只是时间问题。基于以上三点，铁矿石价格出现反弹。

2. 铁矿石反弹的持续性

从铁矿石需求来看：中国 22 年一季度冬季限产，预计 2+26 城所在省份减产 3385 万吨，22 年中国对铁矿石需求下滑；海外方面，根据世界钢铁协会预测，2022 年全球钢铁消费 18.96 亿吨，增长 4100 万吨，增幅为 2.2%，其中对中国的预测为 0 增长，但我们预计中国减产 3385 万吨（仅考虑冬季限产），则 22 年全球钢铁消费量仅增长 700 万吨，对应铁矿石需求增量仅为 1000 万吨左右。从铁矿石供给来看：当前高盈利下，海外矿企增产动力强，国内又在提升铁矿自主保障能力，因此从边际变化来看我们认为铁矿石处于过剩状态。当前中国港口铁矿石 1.55 亿吨，自下半年开始一直处于快速累库阶段，当前库存已接近 5 年新高，考虑明年一季度限产持续，预计库存或将持续上行。基于以上四点：随着需求增速的下滑以及铁矿石的增产，从矿石角度处于过剩状态，尤其是 22 年一季度限产，累库或更为严重，因此我们认为，铁矿石价格持续上行不具有长期持续性，我们认为仍会维持低位盘整的状态。

3. 钢企盈利怎么看

随着铁矿石、双焦价格的回落，成本端的推动告一段落，钢铁限产又进一步限制了成本端的扰动，而且随着铁矿石的过剩，钢企在原料端的议价能力或将显著增强，产业链的利润传导至钢铁端。当前时点，钢铁板块的主要逻辑在需求端，可跟踪的指标在于钢铁终端需求以及钢材库存。随着地产端需求的改善，钢材库存的进一步下降，叠加钢材产量的限制，钢企对上游话语权的提升，钢企利润或将再次迎来高光时刻，吨利润或长期维持在高位。

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 12 月 26 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

田庆争

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080005

tianqingzheng@tfzq.com

杨诚笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517020002

yangchengxiao@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:需求预期恢复,继续重申钢铁板块投资机会》 2021-12-19
- 2 《钢铁-行业研究周报:地产政策缓和,需求好转预期下重视钢铁板块底部修复机会》 2021-12-12
- 3 《钢铁-行业研究周报:盈利持续回升,再次重申钢铁板块底部投资机会》 2021-12-05

内容目录

1. 铁矿石为何反弹.....	3
2. 铁矿石反弹的持续性.....	4
3. 钢企盈利怎么看.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：铁矿石期货结算价底部反弹 32.73%.....	3
图 2：进口铁矿石价格底部反弹 41.24%.....	3
图 3：双焦价格持续下跌.....	3
图 4：钢坯成本回落.....	3
图 5：长流程吨钢毛利（元/吨）.....	4
图 6：短流程吨钢毛利（元/吨）.....	4
图 7：21 年前 11 月粗钢产量累计同比-2.6%.....	4
图 8：21 年前 11 月粗钢产量累计同比-4.2%.....	4
图 9：铁矿石库存接近 5 年新高（单位：万吨）.....	6
图 10：钢铁行业分析框架：上游成本、下游需求、中端钢铁本身.....	7
图 11：钢材库存回落至往年同期水平（单位：万吨）.....	7
表 1：22 年 Q1 季度限产，影响比例超 3%.....	5
表 2：世界钢协对全球钢铁需求预测（单位：%）.....	5
表 3：四大矿山仍在增产.....	5

1. 铁矿石为何反弹

11月中旬至今铁矿石期货价格已由低点的527元/吨回升至当前(12月24日)的700元/吨,涨幅为32.73%,进口铁矿石也由低点592元/吨会升至836元/吨,涨幅为41.24%,对应普氏价格已超过120美元/吨(62%)。

图 1: 铁矿石期货结算价底部反弹 32.73%



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 进口铁矿石价格底部反弹 41.24%



资料来源: wind, 天风证券研究所

其原因,我们认为主要在于:

1、长流程钢材盈利回升至年内高点,而以废钢为原料的短流程钢材盈利仍在年内低点徘徊,利润催化下使得钢企减少废钢用量而加大对铁矿石的需求。因10月份以来,焦煤焦炭价格持续下跌,造成吨钢成本大幅回落,当前长流程钢坯吨钢成本3542元/吨(12月24日),短流程钢坯成本4428元/吨(12月24日)。

图 3: 双焦价格持续下跌



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 钢坯成本回落



资料来源: wind, 天风证券研究所

钢坯成本的持续回落,带来钢企的吨钢毛利持续回升,长流程中吨钢毛利均回升至1000元/吨以上,盈利最高的冷轧和盈利最低的热轧的吨钢毛利均回到年内高点,反观以废钢为原料的短流程钢坯无论冷轧还是热轧其吨钢毛利仍在年内低点徘徊。长流程的高利润推动钢企减少废钢用量而加大铁矿石的需求。

图 5：长流程吨钢毛利（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

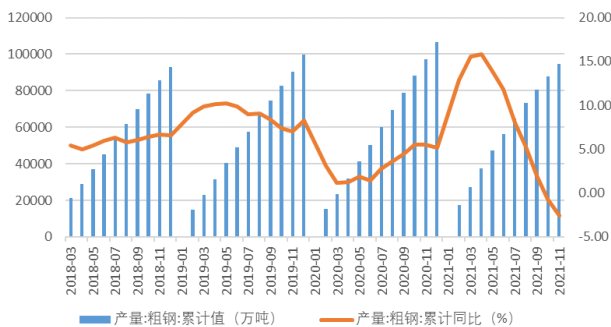
图 6：短流程吨钢毛利（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

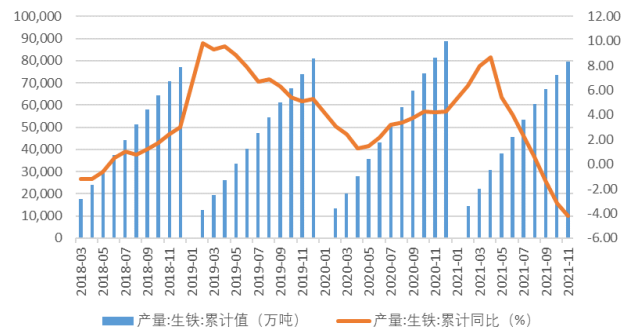
2、截止到 2021 年 11 月，累计粗钢产量 9.46 亿吨，同比-2.6%；生铁产量 7.96 亿吨，同比-4.2%，生铁及粗钢产量已经提前完成全年产量不增的目标。在当前高盈利下，对钢企而言在完成产量不增的前提下适当性的增产是利润最大化的方式。

图 7：21 年前 11 月粗钢产量累计同比-2.6%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：21 年前 11 月生铁产量累计同比-4.2%



资料来源：wind，天风证券研究所

3、地产托底预期，预期需求触底。12 月 10 日，中央经济工作会议通稿中强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。中央政治局会议近年首次提及房地产行业“良性循环”，有别于以往仅围绕“促进房地产市场平稳健康发展”的表述，释放重建行业信心的明确信号。我们预计涉房融资或逐步解冻，房企合理正常的融资需求、购地、融资等经营行为有望逐步回归常态。当前地产端对钢材需求虽未明显改善，但地产政策预期改善下，需求好转只是时间问题。

基于以上三点原因，铁矿石价格出现 30%以上的反弹，但持续性以及后续空间如何？

2. 铁矿石反弹的持续性

我们认为，铁矿石价格反弹只是暂时的，从长期来看，铁矿石价格仍处于过剩状态进入低位徘徊状态。主要原因在于：

1、冬季限产下，减产仍在持续，22 年中国对铁矿石需求下滑。根据工信部及生态环境部 10 月 13 日发布的《京津冀及周边地区实行钢铁行业错峰生产》的通知，对北京市、天津市、河北省、山西省、山东省、河南省等 2+26 城地区实行错峰生产，工作目标主要为：第一阶段：2021 年 11 月 15 日至 2021 年 12 月 31 日，确保完成本地区粗钢产量压减目标任务。

第二阶段：2022 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 15 日，以削减采暖季增加的大气污染物排放量为目标，原则上各有关地区钢铁企业错峰生产比例不低于上一年同期粗钢产量的 30%。2+26 城所在省份 2021 年一季度累计生铁产量 1.02 亿吨、粗钢产量 1.13 亿吨，按照 30% 比例减产，共减产生铁 3068 万吨、粗钢 3385 万吨，影响比例超 3%。若在冬奥会期间出现大气污染物超标的情况，减产或将加剧。22 年对铁矿石的需求仍在持续下滑。

表 1：22 年 Q1 季度限产，影响比例超 3%

	2+26 城所在省份 21 年 Q1 累计产量	21 年全国产量 (预计)	减产 30%影响量	影响比例
生铁 (万吨)	10228	85923	3068	3.57%
粗钢 (万吨)	11285	101567	3385	3.33%

资料来源：wind，天风证券研究所

2、海外需求高峰已过，对铁矿石需求增量有限。根据世界钢铁协会预测，2022 年全球钢铁消费 18.96 亿吨，增长 4100 万吨，增幅为 2.2%，相对 2021 年的 4.5% 的增速下滑 2.3pct。其中对中国的预测为 0 增长，若仅考虑中国冬季限产，其余时间和地区产量与 21 年持平，则 22 年全球钢铁消费量仅增长 700 万吨，对应铁矿石需求增量仅为 1000 万吨左右。

表 2：世界钢协对全球钢铁需求预测 (单位：%)

地区	2020	2021E	2022E
欧盟 27 国+英国	-11.21	2.7	5.5
欧盟其它地区	9.4	16.4	7.1
独联体	-0.3	3.1	3
北美自贸区	-15.8	13.7	5.4
中南美洲	-7.2	23.2	0.9
非洲地区	-9.7	10.4	7.5
中东地区	-4.4	2	4.9
亚洲和太平洋	3.7	1.9	1.1
全球	0.1	4.5	2.2
全球 (中国除外)	-9.5	11.5	4.7
发达经济体	-12.7	12.2	4.3
中国	9.1	-1	0
新兴和发展中经济体 (中国除外)	-6.8	11	5
东盟 5 国	-10.1	6.6	5.4
中东和北非地区	-6.4	3.6	6.5

资料来源：世界钢协，天风证券研究所

3、高盈利下，海外矿企增产，国内提升铁矿自主保障能力。

在当前高盈利下，海外矿企均出现不同程度增产，四大矿企中淡水河谷、力拓预计增产 3500 万吨左右，同时印度等中小矿企亦在增产。

表 3：四大矿山仍在增产

单位：亿吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
淡水河谷	3.49	3.67	3.85	3.02	3.00	3.15	3.28
力拓	2.81	2.82	2.91	2.81	2.86	2.72	2.93
必和必拓	2.26	2.31	2.41	2.40	2.55	2.50	2.50
FMG	1.91	1.91	1.93	2.11	2.08	2.40	2.40
合计	10.47	10.71	11.08	10.34	10.49	10.77	11.11

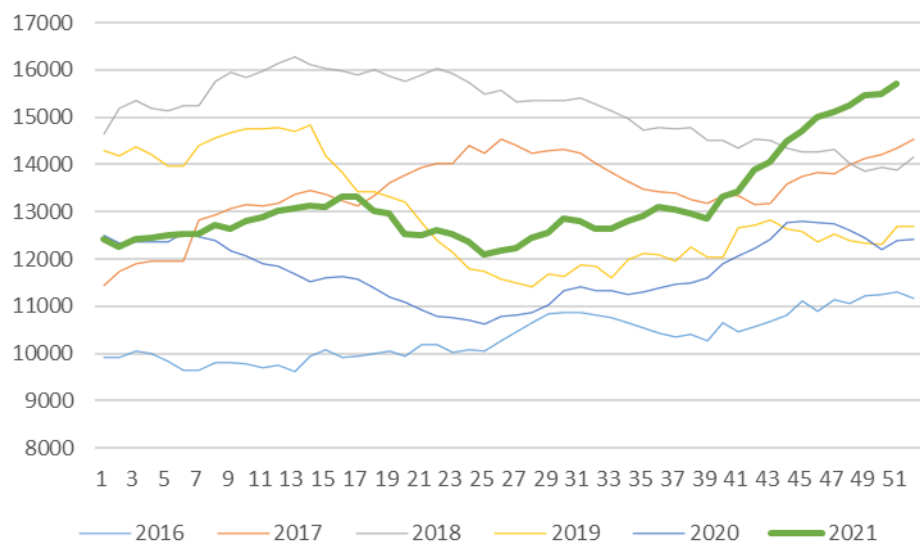
资料来源：wind，财联社，中钢网，天风证券研究所

此外，自然资源部明确支持国内铁矿石资源的开发，将铁矿列为战略性矿产，加快实现铁矿找矿突破，促进增储上产。国家发改委要求不断提升我国铁矿石自主保障能力，维护我国钢铁行业产业链、供应链安全。中钢协指出，力争“十四五”期间国内铁精矿产量增加1亿吨以上。

无论是从矿企盈利，还是从国内供应链安全角度，22 年铁矿石供给仍在增加。

4、从铁矿石港口库存来看，当前中国港口铁矿石 1.55 亿吨（12 月 24 日），自下半年开始一直处于快速累库阶段，当前库存已接近 5 年新高，考虑明年一季度限产持续，预计库存或将持续上行。

图 9：铁矿石库存接近 5 年新高（单位：万吨）



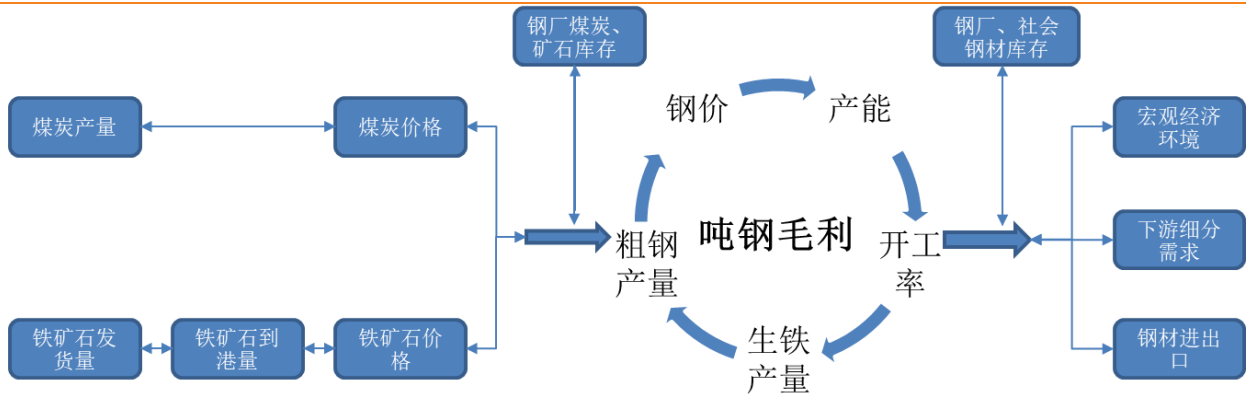
资料来源：wind，天风证券研究所

基于以上四点：随着需求增速的下滑以及铁矿石的增产，从矿石角度处于过剩状态，尤其是 22 年一季度限产，累库或更为严重，因此我们认为，铁矿石价格持续上行不具有长期持续性，我们认为仍会维持低位盘整的状态。

3. 钢企盈利怎么看

我们在之前的报告中指出：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 10：钢铁行业分析框架：上游成本、下游需求、中端钢铁本身

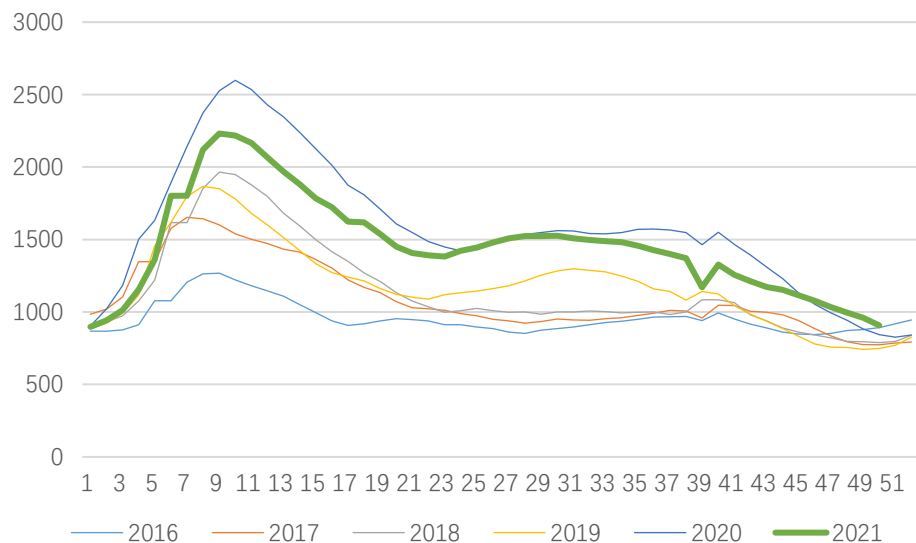


资料来源：天风证券研究所

随着铁矿石、双焦价格的回落，成本端的推动告一段落，钢铁限产又进一步限制了成本端的扰动，而且随着铁矿石的过剩，钢企在原料端的议价能力或将显著增强，产业链的利润传导至钢铁端。我们在第一部分中指出，当前长流程吨钢毛利已达年内高点也进一步验证了此逻辑。

当前时点，钢铁板块的主要逻辑在需求端，可跟踪的指标在于钢铁终端需求以及钢材库存。

图 11：钢材库存回落至往年同期水平（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

当前钢材库存已基本回落至往年同期水平，需求端的变化主要体现在国家对地产端的政策方向的转变，我们预计涉房融资或逐步解冻，房企合理正常的融资需求、购地、融资等经营行为有望逐步回归常态。当前地产端对钢材需求虽未明显改善，但地产政策预期改善下，需求好转只是时间问题。随着地产端需求的改善，钢材库存的进一步下降，叠加钢材产量的限制，钢企对上游话语权的提升，钢企利润或将再次迎来高光时刻，吨利润或长期维持在高位。

4. 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