



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2020年春季投资策略报告会

证券研究报告

2020年03月04日

需求后移，钢价触底

——2020年钢铁行业春季投资策略

行业评级：增持

姓名：李鹏飞（分析师）

邮箱：lipengfei@gtjas.com

电话：010-59312799

证书编号：S0880117090041

姓名：魏雨迪（研究助理）

邮箱：weiyudi@gtjas.com

电话：021-38674763

证书编号：S0880117120039

姓名：张树玮（研究助理）

邮箱：zhangshuwei@gtjas.com

电话：021-38674768

证书编号：S0880118100060

01

我们维持行业“增持”评级。

重点推荐成长性和成本优势兼具的行业龙头：三钢闽光、方大特钢；低估值板材标的华菱钢铁、新钢股份。同时受益特钢渗透率不断提升，行业龙头持续受益，推荐特钢及高端材料标的：中信特钢、永兴材料；油气管道行业景气超出市场预期，推荐常宝股份、久立特材、武进不锈、四方达等

02

疫情或导致本轮经济周期的变化

疫情对国内经济影响较大，我们看到货币和财政政策都在发生积极变化。市场普遍认为地产和基建需求中长期是下降的，但是目前投资依然对国内经济有着不可替代的作用。我们或会看到地产和基建成为稳经济的重要发力点，这将改变整个地产和基建的周期走势。目前地产库存水平较低，利率的下行以及地产政策的缓和或会对下半年地产销售有重要影响，若本轮销售在上半年触底，未来2-3年我们可能会看到地产的上行周期，从而改变一直以来地产持续下降的一致预期。钢材下游需求短期有所恢复，建筑用钢成交量已触底回升，需求的拐点已经见到。地产和基建的开工大概率在3月初逐步回升，3月中下旬需求会迎来大幅反弹

03

我们认为钢铁板块已进入重要战略配置期

判断在此次疫情结束之后，一方面是需求端未来2-3年的需求周期可能因为地产和基建发生变化，我们相对乐观。同时中长期看产业格局向好，集中度提升，龙头议价权提升，竞争格局优化。钢铁板块目前处于低预期、低估值阶段。同时，疫情结束后，集中的复工和赶工需求应该会集中出现，钢价大概率将触底反弹。我们认为当前在疫情影响下，增持钢铁板块的时机已经出现。后续下游赶工需求、叠加政策预期的逐步强化将成为板块大幅反弹的催化剂

04

铁矿：供需缺口收窄，维持全年矿价中枢80美金判断

综合四大矿山、非主流矿以及国内矿情况来看，2020年全球铁矿供给前低后高，全年铁矿供给有望达到22.71亿吨，增量为7300万吨，同比上升3.13%。需求端中国、越南以及印度生铁产量预期将保持增长，而其他国家的产量则继续下滑，全年铁矿需求平稳略有增长，预期全年生铁产量将增长至13亿吨左右，增量为2000万吨，同比上升1.56%。由于年内铁矿供给预期逐季回升，我们认为铁矿价格将在下半年缓慢回落，从全年来看，铁矿供需缺口将收窄，维持矿价中枢80美金附近的判断

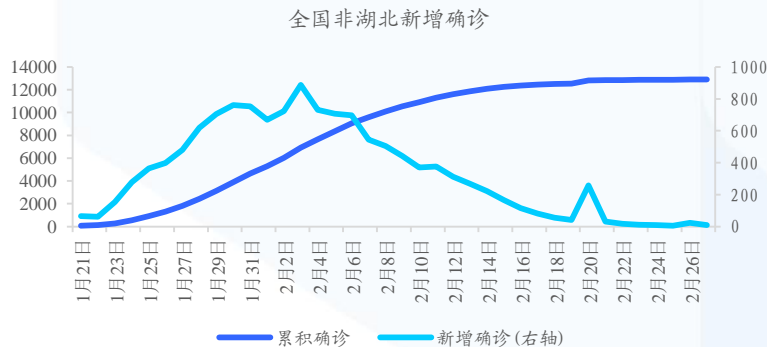
风险提示: 疫情超预期发展，宏观政策不及预期

01

疫情集中影响一季度

2月27日钟南山院士在广州市疫情防控保障专题新闻通气会上表示，有信心4月底基本控制疫情。而此前2月11日，钟南山院士表示，根据数学模型和近期疫情发展、政策采取的防疫行动来看，预计峰值会在2月中下旬出现，疫情可能会在4月份结束。疫情对经济的影响集中在一季度，最坏的时间逐渐过去。

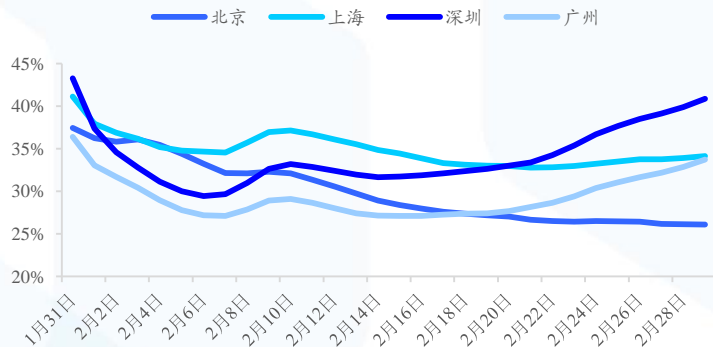
湖北省以外新增确诊病例连续下降。我们观察到全国除湖北地区以外的新增确诊人数已经出现明显的拐点，湖北地区以外的疫情已经初步得到控制。全国非湖北地区新增确诊的高点出现在2月3日（正月初十）左右，每日新增确诊人数在700人以上，而随着各地防疫措施的不断严格，每日新增确诊人数逐渐下降，2月22日以后全国非湖北地区每日新增确诊人数降低到30人以下，新冠疫情在非湖北地区初步得到控制。



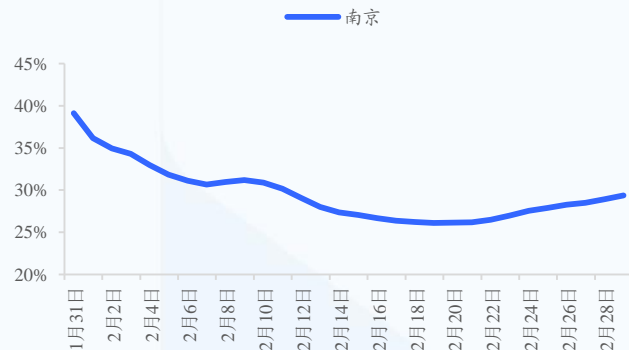
数据来源：国家卫健委，国泰君安证券研究

一线城市已经逐渐复工，其他城市稍慢。我们用2020年正月初一开始各城市累积迁入人数与2019年同期累积人数的比率，衡量各大城市的复工节奏。从各大城市迁入指数来看，上海、深圳、广州、北京四大一线城市2020年相较2019年返城人数比率稳中有升，说明一线城市复工正在稳步进行中。而其他城市如南京等，返城人数上升较慢，整体复工水平较低。根据我们草根调研了解，全国非湖北地区复工节奏虽相对缓慢，但较多地区已经基本做好复工准备，随时可以复工。结合疫情数据来看，我们认为下游需求最坏的时间已经逐渐过去，后期需求将稳步提升。

除北京外，一线城市复工比例稳步上升



二线城市复工节奏较慢

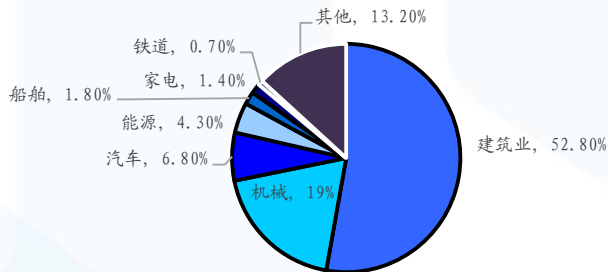


数据来源：百度地图，国泰君安证券研究

注：复工比例=2020年累计迁入人数/2019年同期，复工比例自1月25日（正月初一）起计算

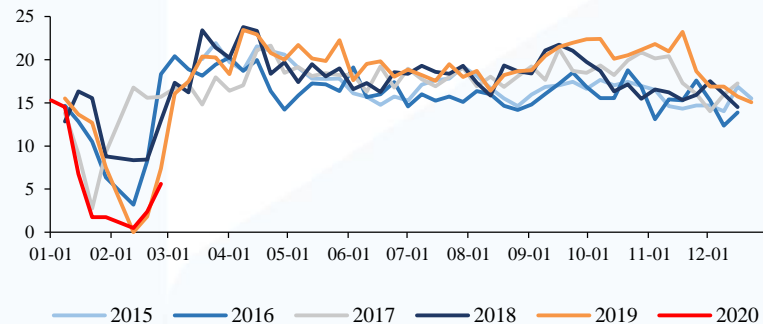
目前疫情对行业影响逐渐从对需求的大幅影响逐步传导到钢厂生产端。钢材下游需求短期有所恢复，但绝对水平仍处于相对低位。钢铁行业的下游主要是两个方面，一个是地产基建的建筑业，一个是汽车、机械等制造业。目前来看，制造业需求恢复的会更好，板材产品受疫情影响小于建材企业；而根据我们对钢厂和贸易商的调研了解，地产和基建为代表的建筑业短期需求还没有出现明显回升。但是从边际上看，整个建筑用钢的成交量在上周已经触底回升，这说明整个需求的拐点已经见到。我们对需求的判断是，整个地产和基建的开工大概率在3月初逐步回升，到3月中下旬，需求会迎来比较大幅度的反弹。需要特别关注海外的疫情控制程度，警惕疫情可能的反向输入风险。

钢铁下游需求以建筑、机械行业为主

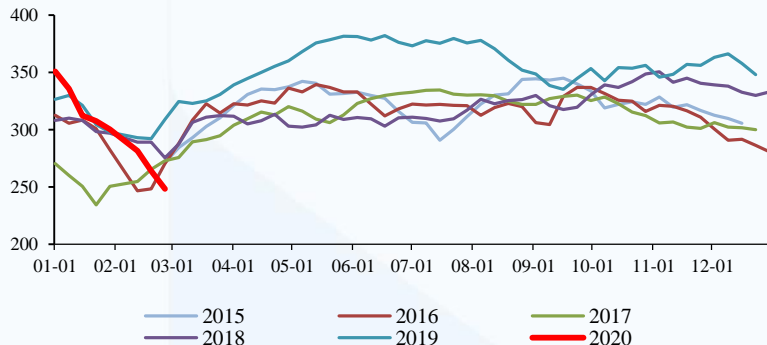


数据来源：冶金工业研究院，mysteel，国泰君安证券研究

全国建筑钢材成交量已触底回升(万吨)



五大品种钢材周产量明显下降(万吨)



从供给端来看，春节期间大部分钢厂高炉正常运转，电炉基本处于关停状态。春节期间电炉原料废钢的供给基本停止，价格相对较高，电炉基本无利润、关停较多。而高炉停产相对较难，且到目前高炉仍有200元/吨左右的生产利润，所以钢材产量下降的幅度不明显。但由于整个社会库存和钢厂库存出现了大幅度的累积，下游需求短期无明显好转，我们或逐渐看到更多钢厂的停产检修，产量可能会继续下降。钢企的减产虽然是被动的，但也会对库存的累积有一定减缓作用。我们认为随着需求的逐步恢复，以及短期钢厂产量的持续下滑，库存的压力也会逐步出现好转。

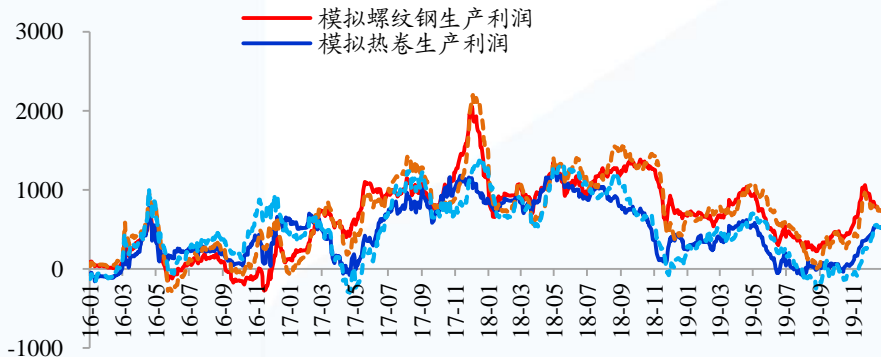
电炉炉利润处于负值区间(元/吨)

电炉炉模拟利润



数据来源：富宝资讯，mysteel，国泰君安证券研究

高炉利润仍然维持较好的水平(元/吨)



短流程电炉炉废钢日耗几乎为零

49家独立电炉厂废钢日耗(富宝)

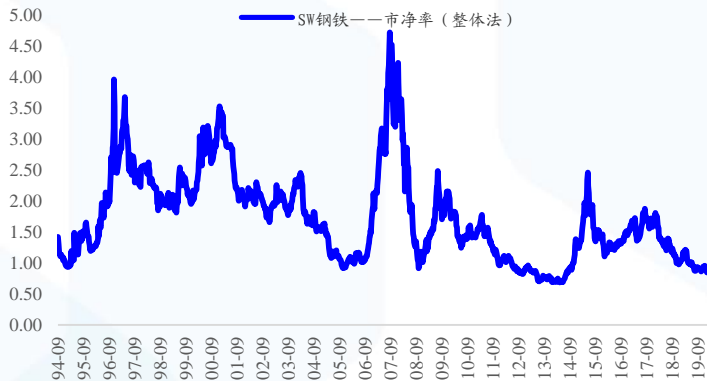


02

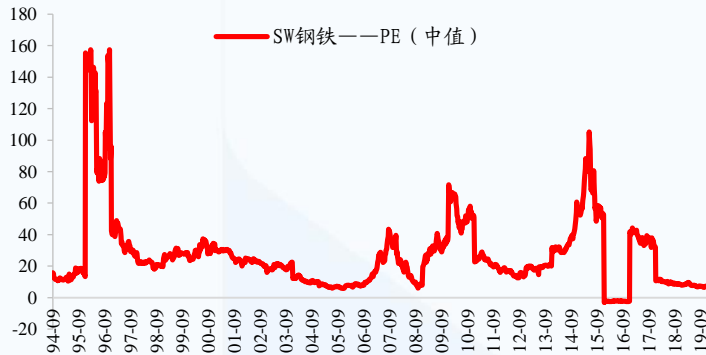
市场忽略了钢铁行业的格局变化

悲观因素基本反映到钢铁板块定价中。疫情对供需的冲击短期来看确实很大，这也是市场担心钢铁股的核心原因：后期即使需求恢复，在高库存的背景下，钢价上涨的压力还是很大。我们认为此次疫情对企业的盈利的影 响是季度级别的，而且这些悲观因素基本反映到了板块中，我们看到2020年钢铁板块的涨幅依然是倒数，跌了7个点，同时整个板块的PB下探至0.84倍，已经完全回到了13-14年，也即供给侧改革之前的水平，距离历史最低PB向下空间只有15%，但现在整个钢铁供给的格局和供给侧改革之前已经完全不同。

钢铁行业PB水平处于历史低位



钢铁行业PE处于绝对低位

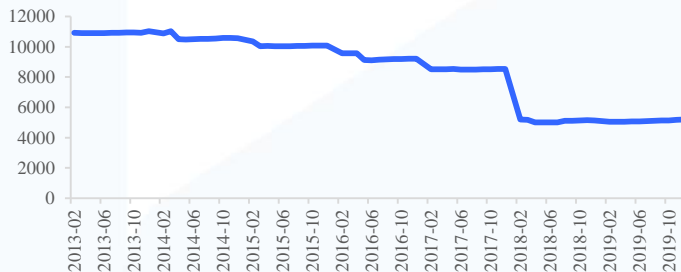


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

行业集中度提升，钢企盈利稳定性提高。钢铁行业集中度在不断提升，地条钢被出清，我们看到龙头在某些领域已经出现一些定价能力，同时电炉钢占比的不断抬升，导致钢铁价格波动性持续下降，企业的盈利确定性越来越高，稳定性越来越强。同时目前产能周期和之前的情况完全不可比，现在钢铁产能在未来是没有大量新增的，产能基本是存量或置换的。最近政策也在支持，1月23日，国家发改委、工信部发布《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》，要求各地区自2020年1月24日起，不得再公示、公告新的钢铁产能置换方案，不得再备案新的钢铁项目，我们认为这一政策是影响中长期行业发展趋势的核心，行业变相新增产能被控制住，对行业格局和供需影响深远。市场关注疫情对供需的影响，但我们认为影响基本被反映在股价中，而我们应该看到行业更远的发展趋势，行业供给和结构的变化。

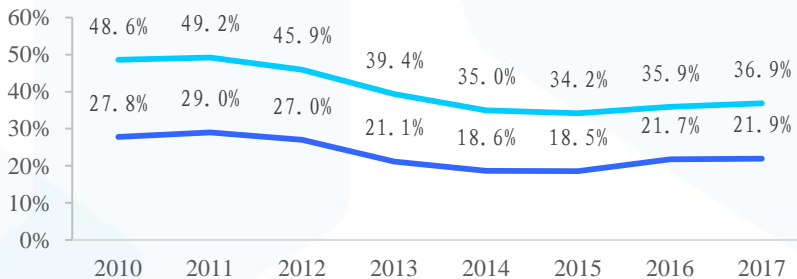
钢铁行业企业个数下降

黑色金属冶炼及压延加工业: 企业单位数



我国钢铁行业集中度在2015年之后提升

CR4 CR10



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

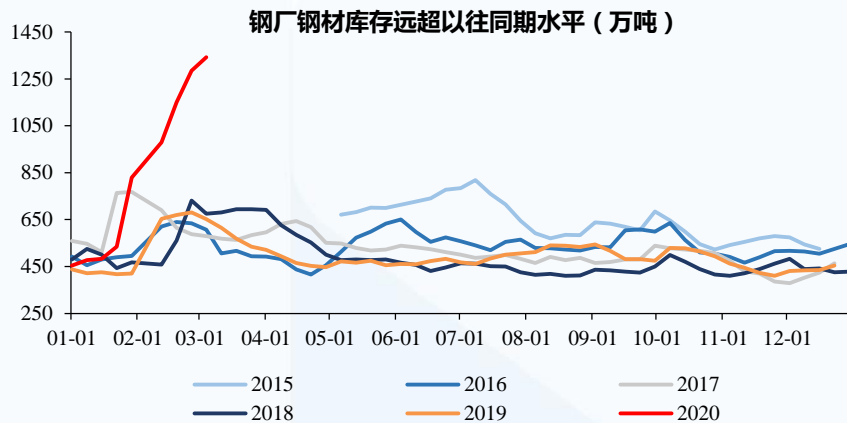
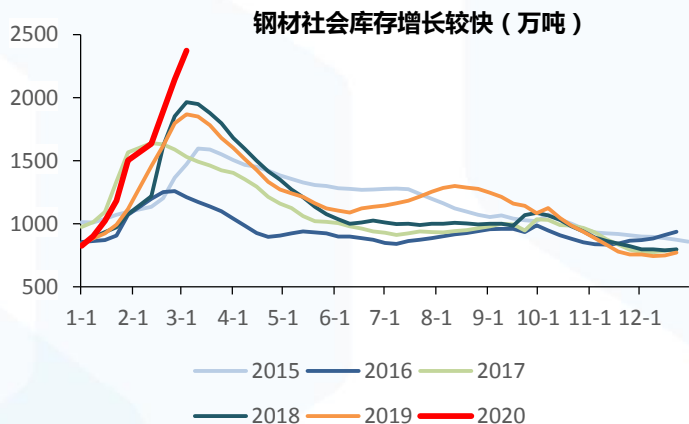
措施	内容
暂停钢铁产能置换和项目备案	自2020年1月24日起，不得再公示、公告新的钢铁产能置换方案，不得再备案新的钢铁项目。未按本通知要求继续公示、公告钢铁产能置换方案、备案钢铁项目的，将视为违规新增钢铁产能报请国务院严肃查处
现有钢铁产能置换项目自查	全面梳理2016年以来备案的钢铁产能项目，并开展自查自纠，已投产的要确保被置换产能全部拆除到位
制定出台相关政策文件	国家发展改革委、工业和信息化部正在会同有关方面，研究制定钢铁项目备案指导意见、修订钢铁产能置换办法

数据来源：工信部网站，国泰君安证券研究

03

钢铁板块进入重要战略配置期

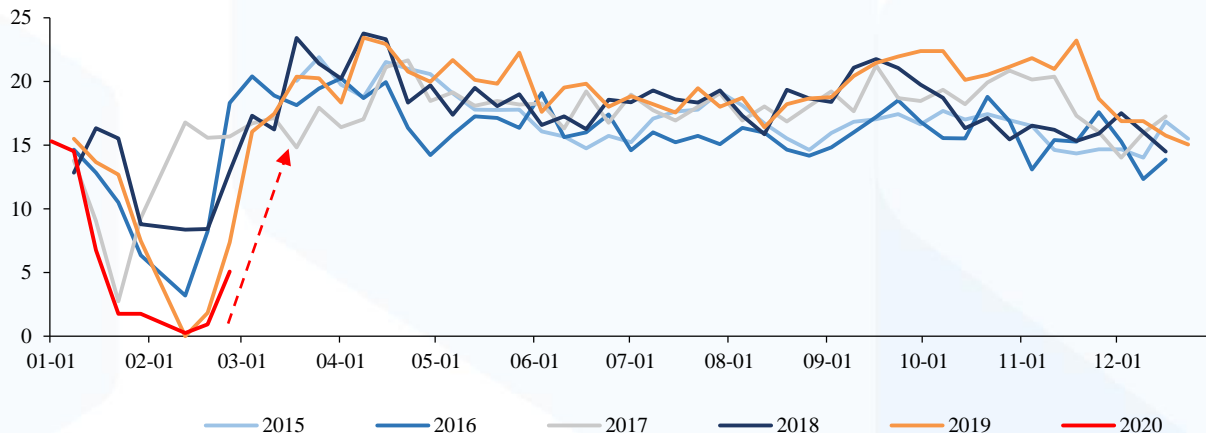
新冠疫情严重拖累钢材需求，钢材市场供需双弱。受新冠疫情影响，钢铁行业出现了两个较为明显的变化：1) 2月以来钢材下游需求基本停滞，使得钢材社会库存和钢厂库存高速增长。根据我的钢铁网统计数据，截至2月27日，我国钢材社会库存达到2373.62万吨，较2019年同期高506.62万吨，社会库存增速较快且仍将继续累积。2) 大宗物料及产成品运输受阻。钢企春节期间原辅材料一般备货至正月十五左右，但由于新冠疫情发展超出预期，原辅材料运输受阻严重，钢企被迫降低生产负荷，被动减产逐渐增加。我们观察到全国高炉开工率连续降低，且电弧炉开工率几乎为零。而同样由于运输受阻，截至2月27日，钢企钢材库存总量已达1342.22万吨，较2019年同期高689.94万吨，超高的产成品库存也使钢企被迫降低生产负荷。我们认为钢企被动减产在下游需求明显恢复之前仍将持续，而超高的库存水平将在短期对钢价形成压力。



数据来源：Mysteel，国泰君安证券研究

疫情有效控制后，下游赶工将使需求集中爆发。 疫情推后而非消灭下游需求，我们认为疫情得到有效控制后，下游将集中复工，需求或出现集中爆发。随着疫情对交通运输影响的下降，钢材日均成交量将逐渐上升。虽然目前钢材贸易商和钢企库存水平较高，贸易恢复之后部分贸易商迫于资金压力或将快速去库存，钢价在短期或出现下跌，但下跌幅度有限。而随着下游需求的恢复和市场预期的好转，钢材市场将逐渐恢复到稳定去库的阶段，钢价已然触底。

疫情有效控制后，下游需求将迎来反弹（万吨/天）



数据来源：Mysteel，国泰君安证券研究

决策层要求坚持完成2020年经济社会发展目标。2月3日和2月12日的中央政治局常委会会议明确要求，要坚持2020年经济社会发展目标。2020年经济社会发展目标在2019年12月12日中央经济工作会议中已经明确，即全面建成小康社会和“十三五”规划收官，实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础。根据国泰君安宏观团队测算，为实现上述目标，2020年我国GDP增速需保持在5.5%以上。结合当前环境，两次中央政治局常委会会议指出了以下政策方向：1) 全力推进复工复产；2) 积极扩大投资；3) 扩大消费。

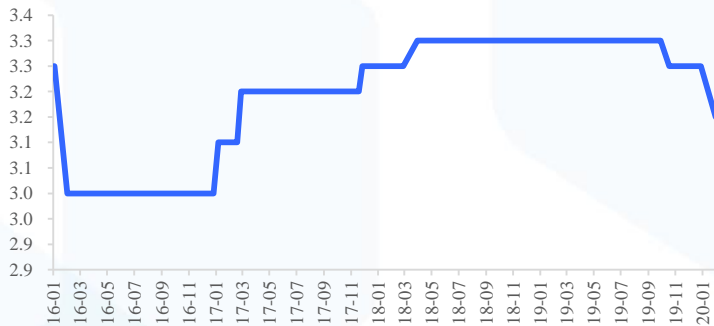
政策方向	内容
复工复产	保持产业链总体稳定，加大金融支持力度，保障企业合理资金需求，防止出现资金链断裂，最大限度稳定企业用工
扩大投资	抓住春节后施工的黄金时机，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内资金，调动民间投资积极性，加强土地、资金、能耗等方面的保障，确保重大项目特别是制造业项目及时开工建设
扩大消费	加快释放新兴消费潜力，积极丰富5G技术应用场景，带动5G手机等终端消费，推动增加电子商务、电子政务、网络教育、网络娱乐等方面消费；鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费

数据来源：新华网，国泰君安证券研究

政策端宽松已经逐渐落地，需求边际或超预期。我们观察到目前政策的宽松已经逐渐落地，2月17日，央行一年期中期借贷便利（MLF）中标利率下调10bp，MLF利率的下调是逆回购利率下调操作的延续。而LPR一年期和五年期利率在2月20日分别下调10bp、5bp。在基建方面，2月11日财政部发文提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，其中专项债2900亿元，2020年累计提前下达1.29万亿专项债债务限额，较2019年提前下达的0.81万亿有明显上升。我们认为目前政策宽松已经逐渐落地，叠加钢材下游的集中复工，需求边际或超预期。

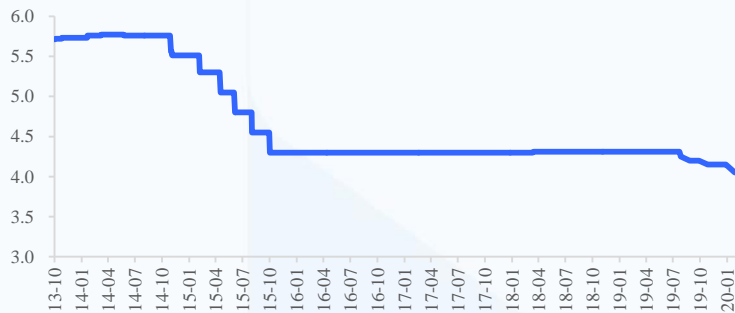
一年期MLF利率已下降

中期借贷便利(MLF): 利率: 1年 (%)



LPR利率跟随下降

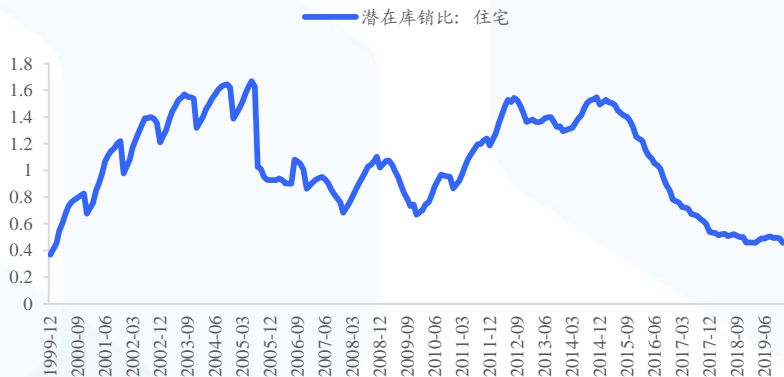
贷款市场报价利率(LPR): 1年 (%)



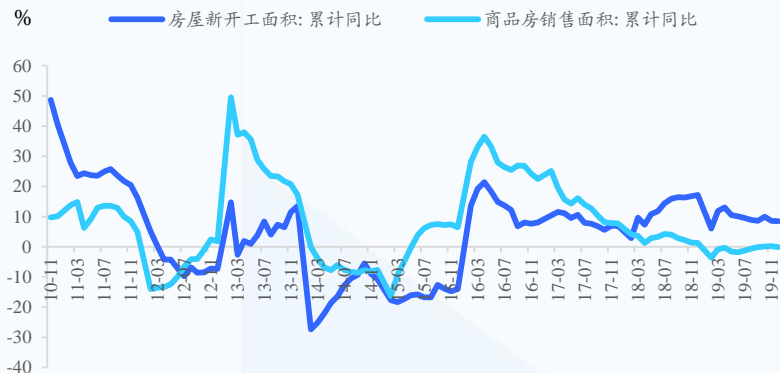
数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究

疫情或导致本轮经济周期的变化。此次疫情对国内经济影响较大，在这种情况下，我们看到货币政策和财政政策都在发生积极变化。市场普遍认为地产和基建是夕阳产业，需求中长期是下降的，但是目前来看，投资依然对国内经济有着影响和不可替代的作用。我们可能会看到地产和基建后期会成为稳经济的重要发力点，这或改变整个地产和基建的周期走势。目前地产的库存水平较低，利率的持续下行以及地产政策的缓和可能会对下半年地产销售有很重要的影响，如果本轮销售在上半年触底，那么未来2-3年我们可能会看到地产的上行周期，从而改变一直以来地产持续下降的一致预期。

住宅的潜在库存销售比仍处于较低位置



地产销售或于2020年下半年触底回升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

专项债提前下达额度高增长，基建发力的基础已经形成。基建投资的主要影响因素为基建资金来源，随着2月11日财政部最新下达的2900亿专项债额度，2020年提前下达的专项债额度已经达到1.29万亿元，较2019年同期的0.81万亿元增长59.26%。目前提前下达的1.29万亿元的额度，已经达到2019年总额度（2.15万亿）的60%，是正常程序所允许的“暂时”上限，后续额度需要两会期间人大审批方能通过。且相关规定明确专项债不能用作土地储备和房地产领域，结合目前已经提前下达的专项债额度来看，2020年基建发力的基础已经夯实，基建投资对需求的拉动值得期待。

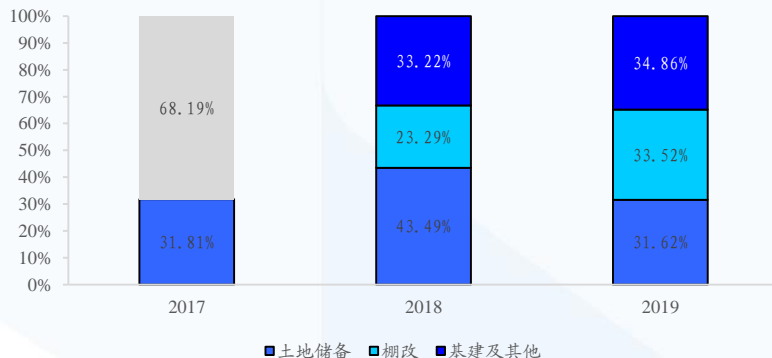
我们认为钢铁板块已进入重要战略配置期。判断在此次疫情结束之后，一方面是需求端未来2-3年的需求周期可能因为地产和基建发生变化，我们相对乐观。同时中长期看产业格局向好，集中度提升，龙头议价权提升，竞争格局优化。钢铁板块目前处于低预期、低估值阶段，按照19年预测业绩，目前龙头公司基本在5倍PE。同时，疫情结束后，集中的复工和赶工需求应该会比较集中的出现，钢价大概率将触底反弹。我们认为当前在疫情之下，超跌情况下、增持钢铁板块的机会已经出现。后续下游赶工需求、叠加政策预期的逐步强化将成为板块大幅反弹的催化剂。重点推荐成长性和成本优势兼具的行业龙头：三钢闽光、方大特钢；低估值板材标的华菱钢铁、新钢股份。

2020年基建投资将持续回暖



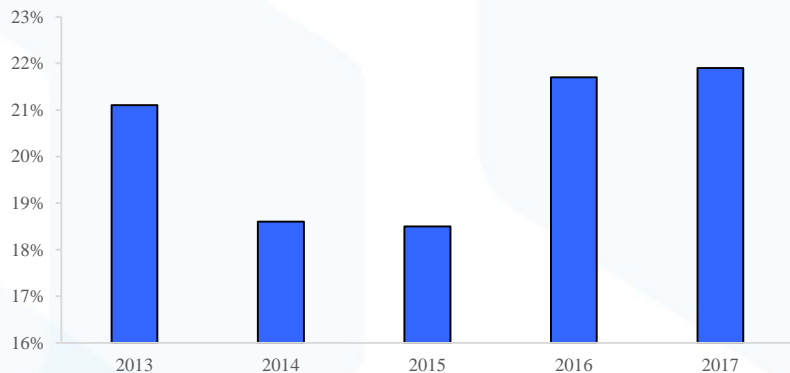
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

新增专项债用于基建比例上升

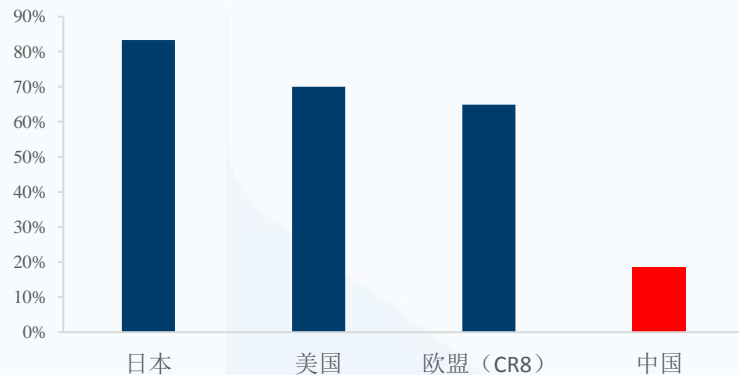


虽然我国钢铁行业的并购重组正在进行，但行业整体集中度仍然较低，我们认为随着国家政策的不断推进和行业利润的回归正常，钢铁行业兼并重组的窗口再次打开，我国钢铁行业集中度的上升仍将持续。从美国、日本、韩国的经验来看，钢铁行业集中度在工业化后期将集中到少数几家钢企中，而我国距离这一行业集中度仍有较大距离，未来兼并重组仍将继续进行。

中国钢铁行业CR4 (%)

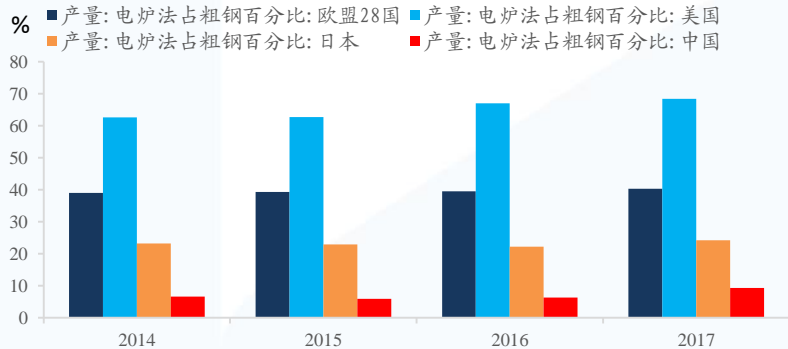


各国钢铁行业CR4对比

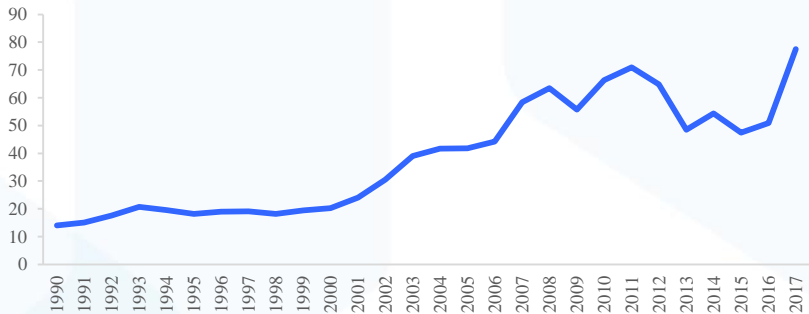


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

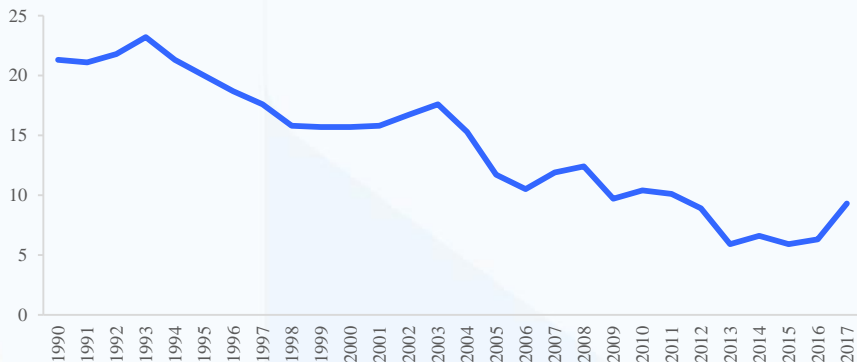
2018及2019年，我国新增电弧炉产能分别为2000万吨、1948万吨，目前我国电弧炉产量已接近1亿吨。虽然短期中，废钢供给紧张带来的电弧炉成本偏高制约了电弧炉的发展，但根据我国再生资源回收利用协会的预测，我国废钢资源年均增加约2000万吨，长期来看我国废钢资源将逐渐丰富，电炉钢也将逐渐发展，电炉钢的产量占比将稳步提升。另外，随着电炉钢占比的上升，我国铁矿石的进口或逐渐下降，对外依存度将逐渐回落。



中国电炉钢产量 (百万吨)



中国电炉钢产量占比 (%)



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

随着我国告别高增速发展和环保政策的收紧，钢铁行业由粗放式逐渐转向精细化发展。我国钢铁行业的环保首先在产能比较集中的河北地区展开，在环保方式上由简单的“一刀切”限产发展为盯住天气指标动态限产。其次，位于城市的钢铁企业开始面临环保压力，宝钢南京梅山基地搬迁到盐城即为一例。同时，全国范围内的环保工作也在展开，超低排放标准或将成为行业未来的环保准则，绿色环保将成为钢铁企业的“必修课”。另外，处于成熟期的钢铁行业由于其产品价格高度市场化，企业对自身成本潜力的挖掘显得更加重要，我们认为钢铁行业或逐渐借助科技手段提高自身生产效率、勾连产业链上下游并降低生产成本，这或是行业精细化发展的必由之路。

```
graph LR; A[环保一刀切] --> B[盯住天气, 动态限产]; C[粗放式发展] --> D[精细化、智慧化发展]
```

环保一刀切

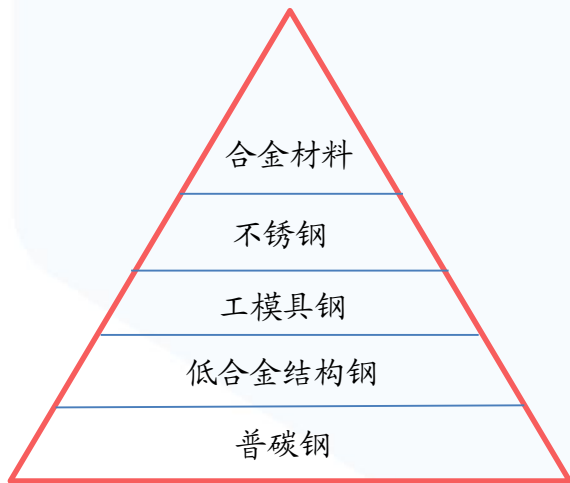
盯住天气，
动态限产

粗放式发展

精细化、智
慧化发展

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

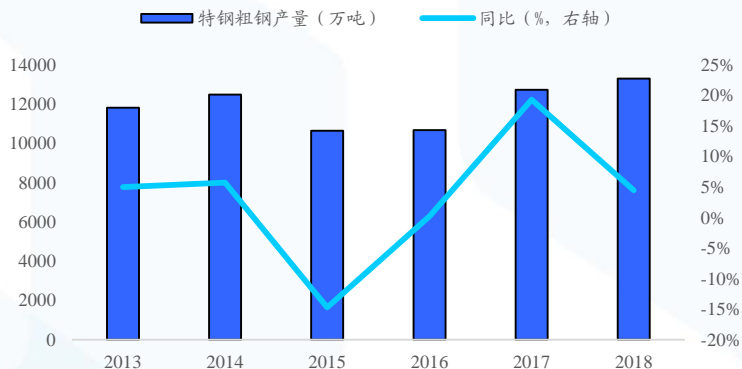
从全球各个国家制造业的发展来看，伴随一国制造业的发展，其对高端材料的使用量逐渐上升。这一趋势在钢铁行业表现为优特钢的占比不断提升。我国钢铁行业的粗犷发展期已经结束，在经济增速逐渐下台阶的背景下，钢铁行业势必会走上精细化、高附加值的产品升级道路。我国目前面临自身经济增速下行和中美贸易的双重压力，经济增速的换挡对应着制造业的转型升级，而高端制造将拉动我国优特钢的需求。



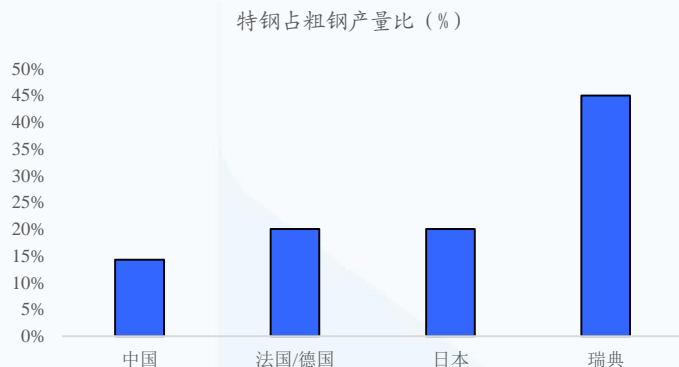
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

我国特钢渗透率仍有较大提升空间，重点推荐特钢行业龙头中信特钢、锂电和特钢并驾齐驱的永兴材料。根据中国特钢协会数据，2018年我国特钢粗钢产量1.33亿吨，同比上升4.4%。2018年，我国特钢产量占整体粗钢产量的14.3%，而发达国家如日本、法国、德国的特钢占比在20%以上，瑞典特钢产量占比45%左右，我国特钢渗透率仍然有待提高。我们认为随着我国高端制造业的稳步发展，特别是汽车、核电和航空航天等领域的不断升级，我国特钢产量占比将逐渐提升，特钢行在长期来看具有较好的成长性，行业龙头将持续受益。

我国特钢产量维持增长趋势



我国特钢渗透率仍有较大提升空间



数据来源: 特钢行业协会, 国泰君安证券研究

04

铁矿：供需缺口收窄，矿价维持高位

2020年全球铁矿供给随四大矿山铁矿产量逐渐回升，全年呈前低后高格局。2020一季度四大矿山铁矿产量环比回落，之后逐季回升，全年增长7500万吨。铁矿需求平稳略有增长背景下，2020年全球铁矿供需缺口整体收窄，下半年随着供给回升，矿价或缓慢回落，全年铁矿价格中枢在80美金附近。

中长期来看，未来2-3年内铁矿价格中枢有望保持较高水平。市场预期铁矿供需格局将在2021年回到供给过剩的局面，矿价会出现大幅下跌。而我们认为，中长期看，四大矿山产能扩张周期已经结束，未来2-3年内四大矿山产能增量保持较低水平。在需求平稳略有增长背景下，矿价大概率保持在70美金以上，处于较高水平。



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

四大矿山2020年一季度产量预期环比下降。我们预期2020年一季度四大矿山铁矿产量为2.56亿吨，环比下降0.24亿吨，降幅为8.35%，主要原因有二：一是淡水河谷关停矿区复产节奏慢于预期叠加1-2月份巴西暴雨影响，淡水河谷一季度铁矿产量预期下滑500万吨；二是力拓主要矿区Pilbara受飓风Damien影响运量下滑，全年运量目标由3.3-3.43亿吨下调至3.24-3.34亿吨。

淡水河谷季力拓下调产量指引

单位:亿吨	2020年最新指引	产量指引变化
淡水河谷产量	3.40-3.55	全年保持不变，1Q2020产量指引由0.68-0.73亿吨下调至0.63-0.68
力拓运量	3.24-3.34	受飓风Damien影响，由3.3-3.43下调至3.24-3.34亿吨
必和必拓产量	2.73-2.86(3Q2019-2Q2020)	无
FMG运量	1.70-1.75((3Q2019-2Q2020)	预估处于指引上沿

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2020全年四大矿山铁矿供给呈前低后高格局，全年供给为11.42亿吨，较2019年上升0.75亿吨，主要原因是全球铁矿龙头淡水河谷关停矿区的逐渐复产以及必和必拓检修结束后年内产量有望持续攀升。分矿山看，淡水河谷北部矿区铁矿产量有望持续攀升，而年内其1500万吨关停产能有望逐渐恢复，全年产量将逐渐上升；力拓在飓风过后其Pilbara矿区运量在二季度有望恢复至0.84亿吨，接近其2019年下半年水平；必和必拓将于2020年上半年结束对其主要港口的检修，产量在下半年有望继续增长；福蒂斯丘（FMG）运营情况良好，预期全年运量将保持较好水平。

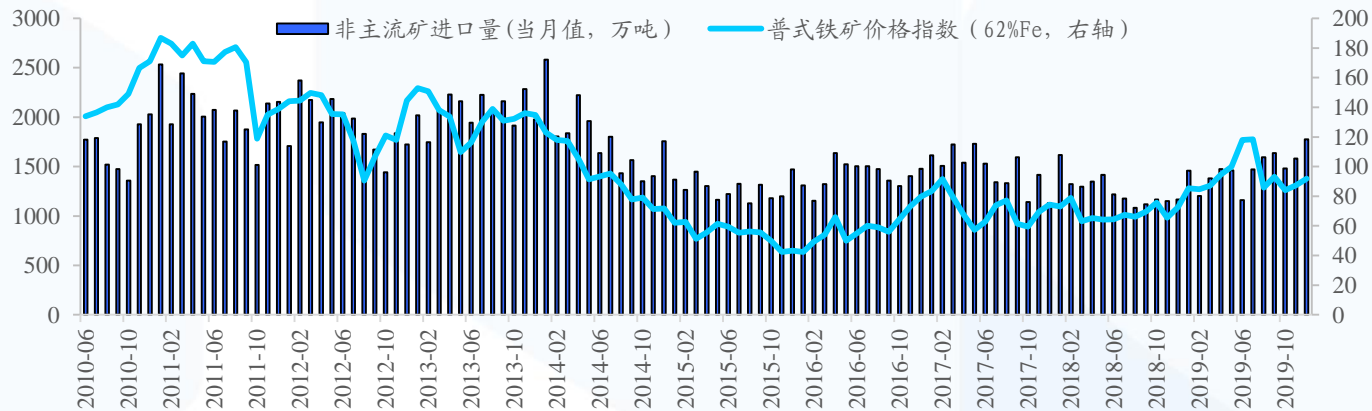
2季度四大矿山供给预期将开始回升

单位: 亿吨	1Q2020E	4Q2019	1Q2020E 环比	1Q2020E 环比增量	1Q2019	1Q2020E 同比	1Q2020E 同比增量	2Q2020E	2Q2020E 环比增量	2020E	2020E同 比增量
淡水河谷 产量	0.65	0.78	-17%	-0.13	0.73	-11%	-0.08	0.7	0.05	3.47	0.45
力拓运量	0.77	0.87	-6%	-0.10	0.69	19%	0.08	0.84	0.07	3.32	0.05
必和必拓 产量	0.71	0.68	5%	0.03	0.63	14%	0.08	0.71	0	2.88	0.18
FMG运量	0.43	0.46	-7%	-0.03	0.38	13%	0.05	0.43	0	1.75	0.07
合计	2.56	2.8	-8%	-0.24	2.43	5%	0.13	2.68	0.12	11.42	0.75

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

预期2020年全球铁矿供给有望达到22.71亿吨，增量为7300万吨，同比上升3.13%。非主流矿方面，我们认为2020年非主流矿山整体供给将随普氏铁矿价格下降。从我国非主流铁矿石进口量来看，非主流矿进口量与普氏指数正相关性很强，我们预期2020年非主流铁矿供给将在下半年随着铁矿价格回落而逐渐下降，产量整体将下滑1100万吨。国内矿方面，我们预期2020年国内矿产量将继续增长1000万吨左右。综合来看，我们认为2020年全球铁矿产量有望达到22.71亿吨，较2019年上升7300万吨。

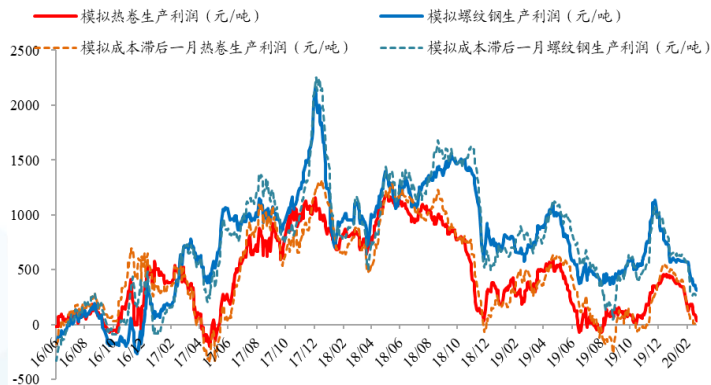
我国非主流铁矿进口量与普氏铁矿指数正相关性很强



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

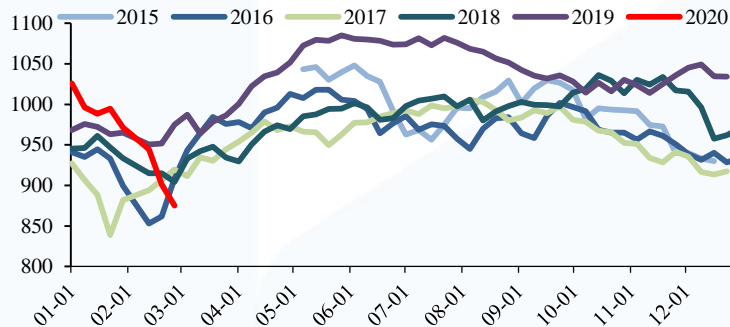
国内铁矿需求一季度有所回落。受疫情影响，国内长流程钢厂利润短期有所下滑，国内铁矿需求一季度略有回落。截止2月23日，全国高炉开工率及唐山高炉开工率分别为61.88%、60.14%，均有所下滑，且五大品种钢材产量近期亦出现下滑。我们认为2020年一季度国内铁矿需求有所回落。

测算螺纹热卷生产利润均下滑



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

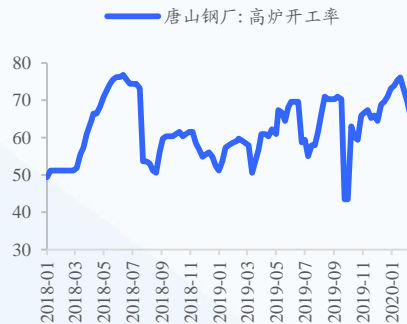
短期钢材产量出现下滑



全国高炉开工率有所下滑(%)

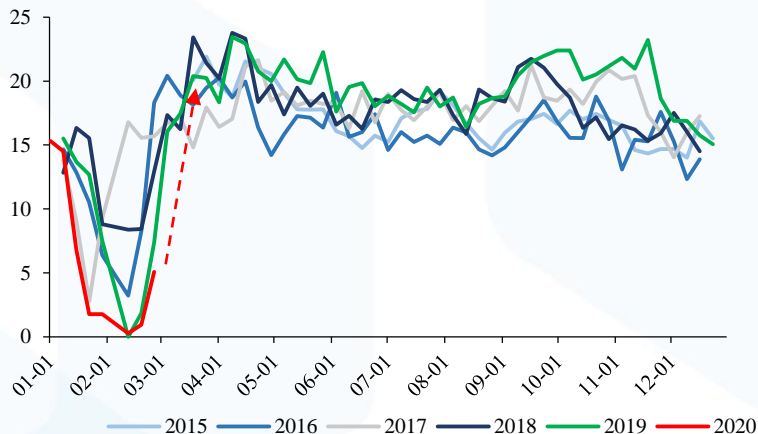


唐山高炉开工率有所下滑(%)



铁矿库存保持平稳背景下，预期二三季度国内铁矿需求有所回升，全年生铁产量略有增长。我们认为2季度国内铁矿需求将会有所回升，全年来看略有增长，主要原因有二：一是国内被疫情延后的钢铁需求将在2季度集中释放，整体钢材库存将出现去化，钢价在短暂下跌后会随着需求的好转而逐渐上行，钢厂生铁产量将在利润刺激下有所回升；二是在决策层坚持完成2020年经济社会发展目标的背景下，预期年内有望出台一系列积极拉动投资的政策，国内钢铁需求无需担忧，全年生铁产量将略有增长。我们预期2020年我国生铁产量将保持2%左右的增速，总产量为8.25亿吨，同比增长1600万吨。

国内钢铁需求2季度有望回升（万吨/天）



数据来源：Mysteel，国泰君安证券研究

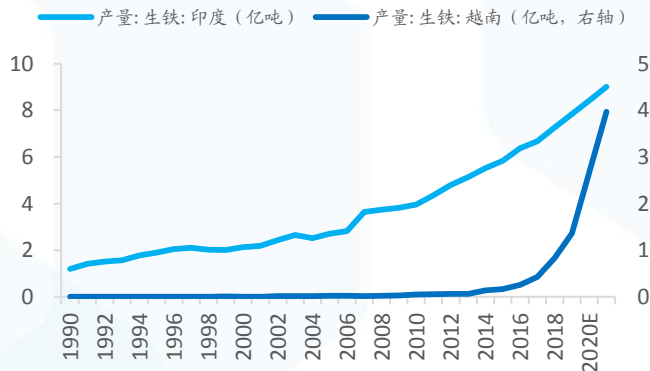
国家政策方向以复工、稳投资消费为主线

政策方向	内容
复工复产	保持产业链总体稳定，加大金融支持力度，保障企业合理资金需求，防止出现资金链断裂，最大限度稳定企业用工
扩大投资	抓住春节后施工的黄金时机，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内资金，调动民间投资积极性，加强土地、资金、能耗等方面的保障，确保重大项目特别是制造业项目及时开工建设
扩大消费	加快释放新兴消费潜力，积极丰富5G技术应用场景，带动5G手机等终端消费，推动增加电子商务、电子政务、网络教育、网络娱乐等方面消费；鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费

数据来源：新华网，国泰君安证券研究

预期2020年全球生铁产量增量为2000万吨。目前，全球生铁产量的增量主要集中于中国、印度以及越南为首的东南亚。2019年我国生铁产量达8.09亿吨，新增3831万吨。预期2020年全年中国生铁产量将增长1600万吨左右。另一方面，我们预期2019年印度与越南分别产生铁7700、1250万吨，若我们假设两国延续其生铁产量稳定增长的趋势，则2019年其生铁产量共计增长1000万吨。此外，我们预期其他国家2020年生铁产量将延续下降趋势，全年生铁产量将下降600万吨左右。根据我们的假设，2020年全球生铁产量将增长至13亿吨左右，增量约为2000万吨，以平均铁矿品味56.7%计算，对应全年铁矿需求增量近3600万吨。

印度、越南生铁产量预期保持增长



全球生铁产量增量为2000万吨



数据来源：Wind，国际钢铁协会，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国际钢铁协会，国泰君安证券研究

2020年铁矿供需缺口收窄，下半年铁矿价格或缓慢回落，维持全年矿价中枢保持80美金的判断。综合四大矿山、非主流矿以及国内矿情况来看，2020年全球铁矿供给前低后高，全年铁矿供给有望达到22.71亿吨，增量为7300万吨，同比上升3.13%。需求端中国、越南以及印度生铁产量预期将保持增长，而其他国家产量则继续下滑，全年铁矿需求平稳略有增长，预期全年生铁产量将增长至13亿吨左右，增量为2000万吨，同比上升1.56%。由于年内铁矿供给预期逐季回升，我们认为铁矿价格将在下半年缓慢回落，而从全年来看，铁矿供需缺口将收窄，维持矿价中枢80美金附近的判断。

未来2年铁矿供需缺口仍存

生铁产量 (百万吨)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国	691	698	711	771	809	825	835
同比		0.98%	1.80%	8.48%	4.92%	1.98%	1.21%
印度	58	64	67	73	77	81	85
同比		10.34%	4.69%	8.37%	6.05%	5.19%	4.94%
越南	1.7	2.6	4.3	8.3	12.5	18.5	24
同比		52.94%	65.38%	93.02%	50.60%	48.00%	30.27%
其他国家	407	402	398	386	382	376	370
同比		-1.15%	-1.06%	-2.99%	-1.05%	-1.57%	-1.60%
全球	1158	1167	1180	1238	1280.5	1300.5	1314
同比		0.78%	1.11%	4.92%	3.43%	1.56%	1.05%
增量		9	13	58	42.5	20	13.5
铁矿需求	2042	2058	2081	2183	2258	2294	2318
铁矿产量 (百万吨)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VALE	345.8	349	367	384.6	302	347	370
同比		0.93%	5.16%	4.80%	-21.48%	14.90%	6.63%
BHP	254	262	268	270	270	288	289
同比		3.15%	2.29%	0.75%	0.00%	6.67%	0.35%
RIO	336.6	330	330	338	327	332	340
同比		-1.96%	0.00%	2.42%	-3.25%	1.53%	2.41%
FMG	165.4	171	169	168	168	175	176
同比		3.39%	-1.17%	-0.77%	0.00%	4.35%	0.57%
四大矿山	1102	1112	1134	1167	1067	1142	1175
同比		0.91%	1.98%	2.91%	-8.59%	7.06%	2.89%
国内矿山	123.5	231	262	250	261	270	267
同比		87.04%	13.42%	-4.58%	4.59%	3.26%	-1.11%
其他矿山	804.5	773	767	800	870	859	855
同比		-3.92%	-0.78%	4.30%	8.75%	-1.26%	-0.47%
全球	2030	2116	2163	2217	2198	2271	2297
同比		4.24%	2.22%	2.50%	-0.85%	3.31%	1.14%
增量		86	47	54	-19	73	26
供需缺口	-12	58	82	34	-60	-23	-21

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

中长期来看，未来2-3年内铁矿价格中枢有望保持较高水平。我们观察到四大矿山2022年前新建产能较少。目前四大矿山计划增产项目仅有淡水河谷Gelado项目及FMG铁桥项目，我们预期2021年四大矿山产能增量为1300万吨，2022年为2200万吨，整体保持较低水平。而未来2-3年内，国内生铁产量仍将保持平稳，而印度及越南等新兴经济体生铁产量有望持续增长。中长期铁矿价格中枢仍将保持较高水平。受益标的河钢资源、金岭矿业、宏达矿业及海南矿业。

未来2-3年四大矿山新增产能较少（单位：万吨/年）

2021	项目名称	所属公司	项目产能	产能增量	2022	项目名称	所属公司	项目产能	产能增量
1	Gelado	淡水河谷	1000	1000	1	Iron Bridge	FMG	2200	2000
2	South Flank	必和必拓	8000（替换）	0					
3	Koodaideri	力拓	4300（替换）	300					
4	Eliwana	FMG	3000（替换）	0					
合计				1300					2200

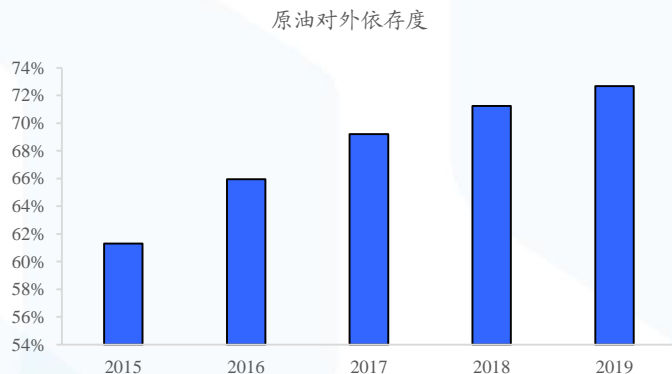
数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

05

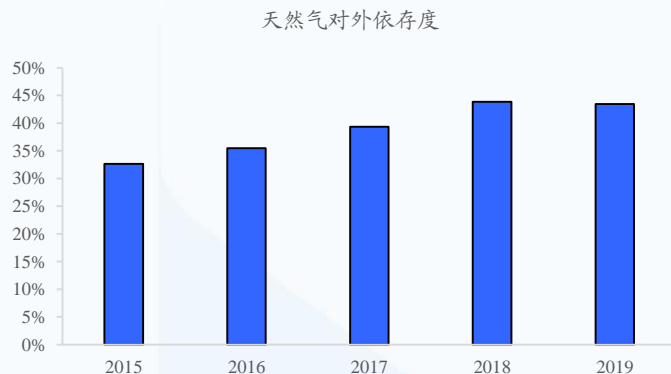
油气投资：油气投资景气超预期

我国油气对外依存度逐渐上升，保障国家能源安全成为重要考量。2010年以来，我国油气投资对外依存度逐渐上升：2019年，我国原油对外依存度72.7%，同比上升1.43个百分点；天然气对外依存度43.5%（截至11月数据），同比下降0.36个百分点，仍处于高位。在当前国际局势下，能源安全问题逐渐成为国家战略的重要考量。

我国原油对外依存度逐年上升



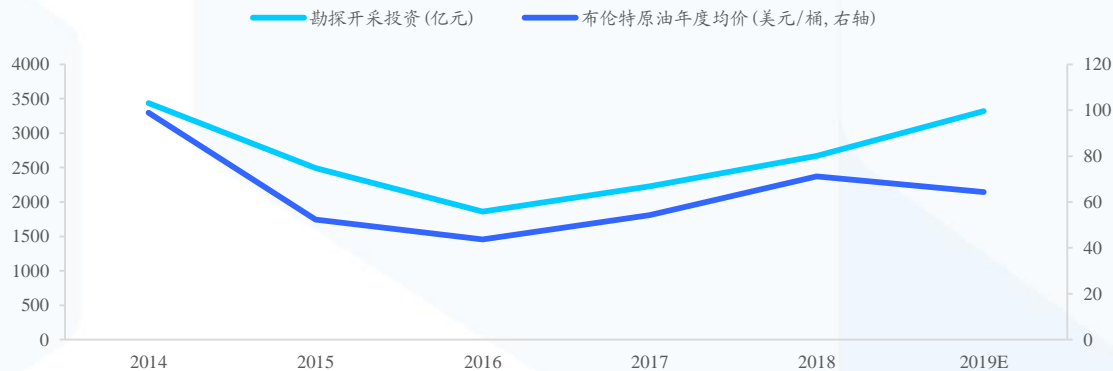
我国天然气对外依存度稳步提升



数据来源：国家统计局，海关总署，国泰君安证券研究

与市场认知不同，我们认为目前我国油气投资逐渐与原油价格脱钩。2018年7月，国家领导作出重要批示，要求加大国内油气勘探开发工作力度、保障国家能源安全。而2020年能源工作会议再次强调了“补短板、稳增长，切实抓好油气安全保障”的工作重点。结合2019年12月国家管网公司的成立、2020年1月公布全面放开油气勘查开采市场的政策，我们认为当前我国油气行业增储上产的政策取向稳定，我国油气投资与国家能源安全政策密切相关，而受原油价格的影响逐渐减弱，2019年我国油气勘探投资与国际油价走势已经出现背离。

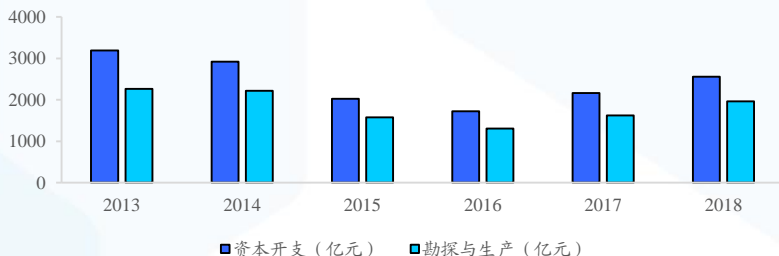
2019年我国油气投资与原油价格走势脱钩



数据来源：国家能源局，wind，国泰君安证券研究

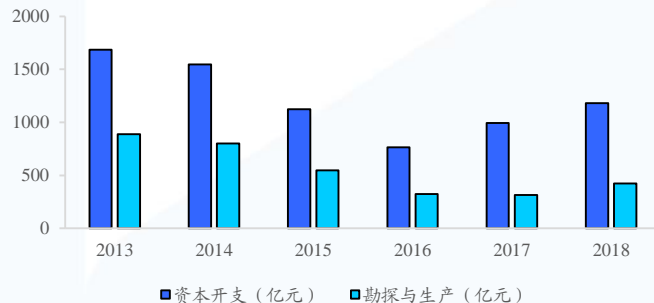
三大石油公司资本开支大幅上升，油气投资景气周期或超预期。2019年，中石油计划资本开支3006亿元，同比增长17.43%，其中勘探与生产资本支出2282亿元，同比上升16.36%；中海油2019年完成资本开支802亿元，同比增长27.3%，中海油2020年计划资本开支850-950亿元，同比增幅6%-18.5%，同时2020年中海油上调产量目标，产量年均复合增速为6%；中石化2019年计划资本开支1363亿，同比增长15.51%，其中勘探开发资本支出596亿，同比上升41.23%。在国家能源安全政策的背景下，我国油气投资受油价影响减弱，而随着国有石油公司加大资本开支及放开民营资本进入勘探领域的政策兑现，我们预期本轮我国油气投资的景气周期或超市场预期。重点推荐油气开采油套管龙头常宝股份（002478.SZ），不锈钢管龙头久立特材（002318.SZ）、武进不锈（603878.SH）以及油气开采钻头用超硬材料龙头四方达（300179.SZ）。

中石油资本开支逐渐上升

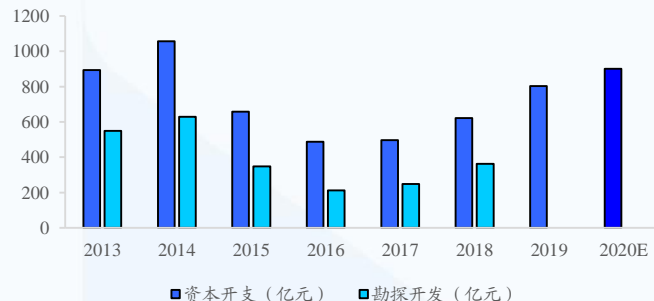


数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

中石化资本开支逐渐上升



中海油资本开支



数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

公司是石油油管和小口径合金高压锅炉管重点制造企业，是我国油管龙头企业。公司拥有油管产能25万吨、套管产能25万吨，锅炉管产能20万吨，品种管产能5万吨，公司中石油油管份额始终处于大约20-25%，位于第一或第二。2014-2016年油气行业景气下行迫使油管行业供应商减少，行业集中度提高，行业竞争格局优化。目前行业在逐渐寡头化，头部企业和后面的差距在拉大，经营状况欠佳的供应商在上一轮不景气周期中遭遇淘汰。另一方面，油气开采用管行业进入壁垒较高，一般下游认证的时间为5-10年，试图加入市场的企业技术标准不具有竞争力。我们统计公司目前新建和已建成的储备项目了5个，主要是以后端处理和新建产线为主，包括6.5万吨智能热处理生产线和7.5万吨智能车丝生产线、10万吨的智能车丝生产线，新建一条30万吨热轧无缝钢管生产线及其公辅设施等。总结下来，我们认为国家政策定调将显著推高国内油气投资水平，公司作为我国油管行业的龙头公司，将直接受益于油气投资的回暖。同时，油套管新增高端产能的释放将进一步增加公司业绩和成长性。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,494	5,376	5,669	6,117	6,382
同比	58%	54%	5%	8%	4%
经营利润 (EBIT)	166	618	819	909	965
同比	405%	273%	33%	11%	6%
净利润 (归母)	144	480	664	735	782
同比	31%	234%	38%	11%	6%
每股净收益 (元)	0.15	0.50	0.69	0.77	0.82
每股股利 (元)	0.10	0.12	0.20	0.25	0.30
市盈率	39.49	11.81	8.55	7.72	7.25
股息率 (%)	1.7%	2.0%	3.4%	4.2%	5.1%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



久立特材是我国不锈钢管龙头企业。公司以无缝管、焊接管为主要产品。受到17年以来油气投资回暖，公司业绩持续回升，目前PE处在上市以来低位，利润和毛利率都处于历史高位。公司目前无缝管、焊接管加上管件，产能在11万吨，2019年产量预计能够到10万吨，18年9.5万吨，17年之前只有7万吨，这两年油气行业资本开支上行，导致下游需求的提高，公司产量和毛利率出现持续上行。

公司产品中，油气占比50%左右。公司产品有油井管，其他油气方面的管道主要用在净化站、冶炼和前端输送，不涉及后端的运输。相对同行，公司产品价格更高，强度更大，随着油气井深挖和地质条件恶劣，公司的油井管会得到更多的应用，中国西部的7000米井深的开采用管为公司供应。同时公司还有高端核电用管，随着核电逐步重启，公司业绩也将受益。油气投资如果持续，公司业绩将持续超出市场预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,833	4,063	4,513	5,379	6,348
同比	5%	43%	11%	19%	18%
经营利润 (EBIT)	183	382	528	588	659
同比	-6%	109%	38%	11%	12%
净利润 (归母)	134	304	407	462	507
同比	-20%	127%	34%	13%	10%
每股净收益 (元)	0.16	0.36	0.48	0.55	0.60
每股股利 (元)	0.15	0.30	0.30	0.30	0.30
市盈率	44.27	19.51	14.55	12.84	11.68
股息率 (%)	2.1%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司是我国超硬复合材料的龙头企业，主要产品包括聚晶金刚石，产品包括石油、天然气钻探用聚晶金刚石复合片等，占比在60%以上。公司其他产品涉及煤田及矿山用金刚石复合片、切削刀具用金刚石复合片。一方面，公司业绩在16年后随着石油市场景气程度回暖，公司产品需求保持上升；另一方面公司不断推进大客户战略，尤其是聚焦海外大客户，提高产品附加值，持续加大研发投入，优化产品结构，部分产品实现进口替代，使公司产品盈利能力上升。公司与海外竞争对手相比具有成本优势，我们认为未来业绩的增长核心增量，一是和国外竞争对手抢客户份额，二是新产品的开拓升级。公司在国内市场紧盯“三桶油”核心钻头供应商，叠加我国油气勘探与开采业务量增加的背景，公司国内销售大幅回暖，支撑公司业绩稳步走高。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	314	377	486	598	712
同比	88%	20%	29%	23%	19%
经营利润 (EBIT)	83	68	158	199	250
同比	249%	-18%	132%	26%	26%
净利润 (归母)	62	65	114	150	191
同比	109%	5%	77%	32%	27%
每股净收益 (元)	0.12	0.13	0.23	0.30	0.38
每股股利 (元)	0.10	0.15	0.11	0.15	0.19
市盈率	42.34	40.38	22.87	17.38	13.65
股息率 (%)	1.9%	2.9%	2.1%	2.8%	3.7%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



证券简称	股票代码	收盘价	每股收益（元）			市盈率			投资评级
		3月3日	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
三钢闽光	002110.SZ	8.51	3.98	1.51	1.55	2.14	5.64	5.49	增持
方大特钢	600507.SH	8.94	2.08	1.11	1.14	4.30	8.05	7.84	增持
华菱钢铁	000932.SZ	4.19	2.25	1.05	1.11	1.86	3.99	3.77	增持
新钢股份	600782.SH	4.50	1.85	1.11	1.25	2.43	4.05	3.60	增持
中信特钢	000708.SZ	28.73	1.14	1.61	1.65	25.20	17.84	17.41	增持
永兴材料	002756.SZ	20.50	1.08	1.31	1.51	18.98	15.65	13.58	增持
常宝股份	002478.SZ	5.56	0.49	0.69	0.77	11.35	8.06	7.22	增持
久立特材	002318.SZ	9.01	0.36	0.64	0.72	25.03	14.08	12.51	增持
武进不锈	603878.SH	11.09	0.99	1.09	1.15	11.20	10.17	9.64	增持
四方达	300179.SZ	6.56	0.13	0.23	0.3	50.46	28.52	21.87	增持

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究



疫情超预期发展。当前湖北省外疫情已经初步得到控制，湖北省内疫情已处在最后的决战阶段，根据钟南山院士判断，2月中下旬将迎来疫情的峰值，4月左右全国疫情平稳。若疫情发展超过市场预期，下游需求的恢复节奏或不及预期，钢价承压。

宏观政策不及预期。一季度受到疫情拖累，我国经济增速预期偏弱，二、三季度国家或出台相关政策保障投资和消费，以实现2020年经济社会目标。若国家相关政策不及预期，将导致钢材下游需求偏弱，不利于钢材价格。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安钢铁团队

Thank you for listening

