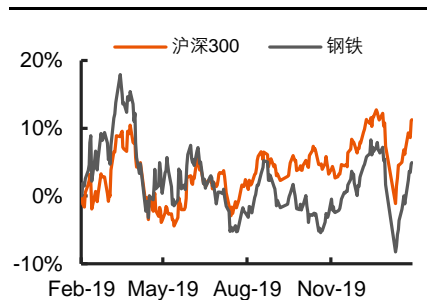


钢铁行业品种结构调整专题报告

特钢专题：攻守兼备，特钢配置正当时

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*钢铁*钢铁行业品种结构调整专题报告之二钢筋专题：钢材无冕之王，空间依旧宽广》 2019-03-29

《行业专题报告*钢铁*钢铁行业品种结构调整专题报告之三不锈钢专题：需求增长、产能扩张，竞争日益激烈》 2019-09-16

证券分析师

李军 投资咨询资格编号
S1060519050001
010-56800119
LIJUN243@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司
研究报告，如经由未经许可
的渠道获得研究报告，请慎

- **特钢需求广泛，抗周期性良好。**特钢具有高强度、高韧性、耐磨、耐腐蚀等性能，其牌号较多，主要应用于汽车、机械、航天、军工、交通、电力等领域。当前我国特钢行业有集中度偏低、中低端产品过剩、高端产品供给不足的特点，未来有较大改善空间；整体股价相较于普钢抗周期性强。
- **守：中短期利润有支撑，估值偏低。**特钢中短期也受到整体钢铁行业影响，当前铁矿溃坝利空正在逐步消退，成本端铁矿、废钢价格承压；同时，降息周期下地产韧性仍然存在，汽车方面，国六置换国五冲击逐步消退，汽车产量回升，收入端韧性仍存；综合来看，特钢行业利润仍有支撑，叠加股价估值偏低，“守”的属性凸显。
- **攻：需求空间广阔结构持续优化，产出缺口急速变小。**在我国新旧动能转型的大背景下，特钢为中国制造 2025 的基石，坚定看好特钢行业长期基本面。同时，当前特钢进口增速大幅下滑，国内特钢产量依然增速向上，行业产出缺口正在加速缩小。从企业微观来看，2002 年来特钢上市企业整体毛利率中枢稳步抬升，企业控成本能力较好；除此之外，整体上市企业杠杆率已从高点 78% 下滑至 2002 年以来最低点 55%，公司抗风险能力变强。当前为特钢行业基本面长期向好的发力点。
- **投资建议：**我国特钢需求空间巨大，特钢行业处于成长期内。但同时当前行业竞争激烈，集中度不高，中低端产品产能过剩，而中高端产品产能不足。在此情景下，具有规模优势的龙头企业或有更好发展，推荐中信特钢；除此之外，建议关注以差异化竞争为战略、受益于油气投资稳增长常宝股份。
- **风险提示：**1.上游原材料不可抗力因素导致价格大幅上行的风险。比如铁矿石供给发生不可抗力事件（如溃坝，煤矿垮塌，暴风等），铁矿石价格或大涨将侵蚀行业利润。2.风险事件造成全球经济大幅下行的风险。如果发生较大的风险事件，全球宏观大幅下行或拖累下游需求，同时投资者风险偏好降低或导致股市承压。3.连续安全事故爆发造成检修潮的风险。如果连续发生安全事故，或造成企业检修潮，损害企业利润。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2020-02-26	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
中信特钢	000708	25.75	0.17	1.69	1.81	1.94	149.8	15.2	14.3	13.3	推荐
常宝股份	002478	5.53	0.50	0.69	0.79	0.89	11.1	8.0	7.0	6.2	未评级

注：均采用 wind 一致预期。

正文目录

一、前言	4
二、特钢基本介绍	4
2.1 初识特钢	4
2.2 特钢产品分类	4
2.3 特钢生产工艺介绍	5
2.4 特钢供需初探：产量占比较小，需求应用广泛	6
2.5 特钢行业格局：产品分化，行业集中度有提升空间	7
2.6 特钢股价表现：相较于普钢抗跌能力强	9
三、守：利空出尽韧性犹在，便宜便是硬道理	9
3.1 成本端利空出尽，需求韧性犹在	9
3.2 估值尚处低位，便宜便是硬道理	12
四、攻：需求空间广阔，产出缺口变小	13
4.1 新经济下特钢需求增长空间广阔	13
4.2 中高端特钢占比提升，结构持续优化	17
4.3 另一个角度：行业产出缺口急速变小	17
4.4 企业微观视角：成本控制良好、杠杆率快速下降	18
五、投资建议	19
六、风险提示	19

图表目录

图表 1	按用途分类特钢产品	4
图表 2	按合金量分类特钢产品	5
图表 3	特钢主流冶炼流程	6
图表 4	特钢产量占比依然较小	6
图表 5	特钢主要应用行业	7
图表 6	普钢行业各领域需求占比（2018 年）	7
图表 7	特钢行业各领域需求占比（2018 年）	7
图表 8	特钢产品价格和行业周期中波动较小，表现稳定	8
图表 9	特钢行业集中度优于整体钢铁行业	8
图表 10	特钢板块较普钢板块呈现一定抗跌能力	9
图表 11	2019 年钢材需求良好（万吨）	10
图表 12	2019 年行业成本大幅上行蚕食利润（亿元）	10
图表 13	货币宽松政策下房贷利率有下行动力（%）	10
图表 14	房贷利率下行支撑商品房销售面积（%）	10
图表 15	地产销售中期韧性可传导至未来新开工（%）	11
图表 17	汽车产量有支撑	11
图表 18	四大矿山 2020 财年铁矿产量预计增加（亿吨）	12
图表 19	废钢价格与铁矿石价格走势一致（元/吨）	12
图表 20	当前钢铁产能利用率位于高位（%）	12
图表 21	特钢普钢估值处于历史低位	13
图表 22	2015 年来特钢行业支持政策梳理	13
图表 23	中国制造 2025 五大工程多涉及特钢材料	14
图表 24	汽车产量长期维持正增长（%）	15
图表 25	汽车人均保有量与国外有较大差距（辆/人）	15
图表 26	我国汽车销量预测	16
图表 27	特钢在核电的用途	16
图表 28	核电发电占比稳步提升	17
图表 29	中高端特钢占比提升	17
图表 30	特钢行业产出缺口急速变小（%）	18
图表 31	上市特钢企业毛利率中枢稳步抬升（%）	18
图表 32	特钢企业杠杆率下降明显（%）	19
图表 33	特钢企业财务费用与总资产之比下降明显	19

一、前言

特钢是众多高端制造行业不可或缺的基础原材料，特钢生产能力是衡量一个国家能否成为钢铁强国的重要标志。当前市场下，特钢行业中期盈利仍有韧性、估值较低，具有较强安全垫，“守”的属性凸显；同时，长期来看国家新旧动能转换赋予特钢行业“攻”的属性，未来增量可期。攻守兼备，特钢行业配置正当时。

二、特钢基本介绍

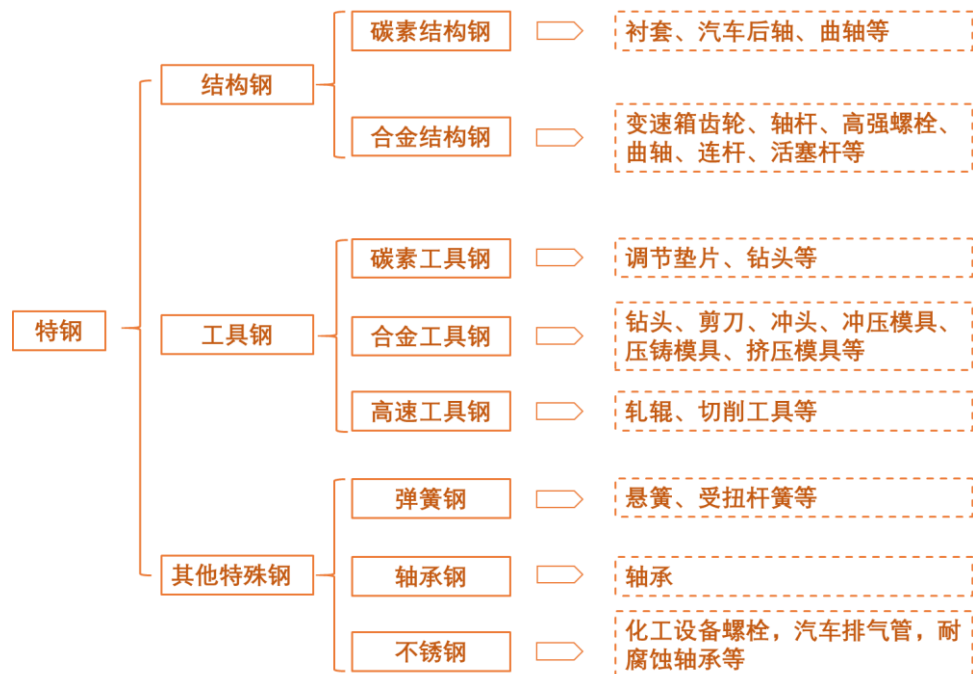
2.1 初识特钢

特钢通常是指除普通非合金钢以外的，具有特殊化学成分（即加入其他化学元素）、采用特殊的工艺生产、具备特殊的组织和性能、能够满足特殊需要的钢材。与普通钢材相比，特钢具有高强度、高韧性、耐磨、耐腐蚀等性能，主要应用于汽车、机械、航天、军工、交通、电力等领域。

2.2 特钢产品分类

特钢产品种类繁多，据统计特钢产品全球共有 2000 多个牌号，品种规格 50000 多个。特钢产品按照用途可以分为结构钢，工具钢与特种钢，而其后可细分为八大类：碳素结构钢，碳素工具钢，合金结构钢，轴承钢，弹簧钢，高速工具钢，合金工（模）具钢与不锈钢。

图表1 按用途分类特钢产品



资料来源：中国钢铁工业年鉴，平安证券研究所

同时，特钢也可以按照合金成分总量占比来区分。低合金特钢产品以碳素钢为主，通常合金量占比小于 1%，同时硫、磷元素较低，机械性能较好，价格低廉；一般合金特钢产品以合金结构钢为代表，

还包括其他普通的合金弹簧钢与合金轴承钢，通常其合金含量在 1%到 10%之间；高合金产品合金量一般大于 10%，多为特殊用途的工模具钢、高速工具钢以及不锈钢。

图表2 按合金量分类特钢产品

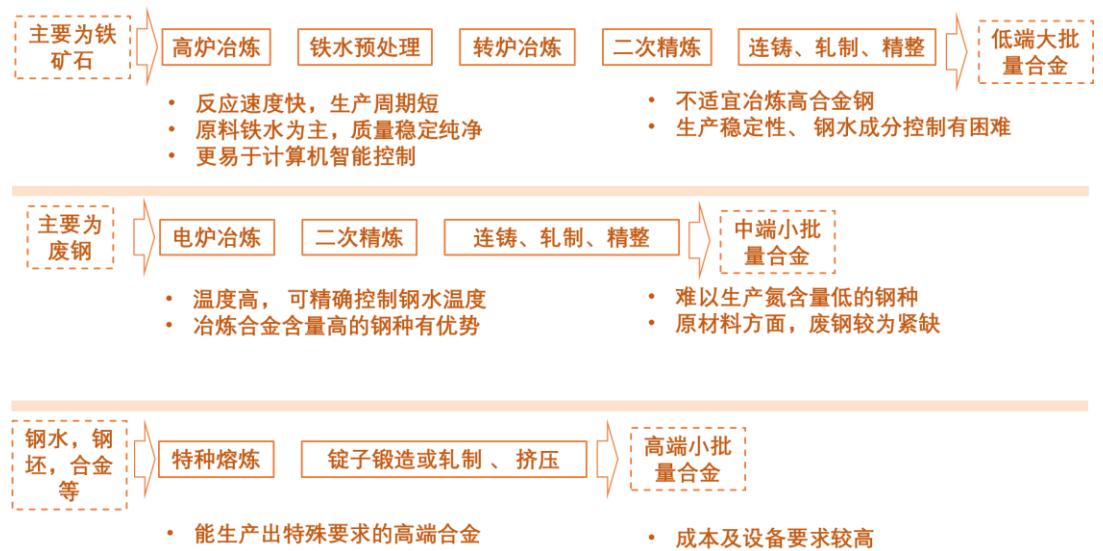
分类	特点	具体产品	特性	用途	常用标牌
低合金	合金<1%	优质碳素结构钢	含碳小于 0.8%的碳素钢，硫、磷及非金属夹杂物比碳素结构钢少	一般结构及机械结构零部件与流体用管道	20、45
		碳素工具钢	加工性良好，价格低廉，使用范围广泛	制作刀具、模具和量具	T10
		碳素弹簧钢	优良的冶金质量、良好的表面质量、精确的外形和尺寸	弹簧类产品	65、70、85、65Mn
合金	合金 1%到 10%	合金结构钢	具有较高的抗拉强度和屈服比（一般在 0.85 左右）、韧性和疲劳强度	截面尺寸较大的机器零件	16Mn、20Cr、40Mn2
		轴承钢	有较高的抗压强度、接触疲劳强度和耐磨性、外韧性和耐腐蚀性	轴承类	9Cr18、G20CrMo、GCr15
		合金弹簧钢	在碳素钢的基础上加入合金元素来提高钢的力学性能、淬透性等	高端弹簧类	55Si2Mn、60Si2Mn
高合金	合金>10%	合金工具钢	在碳素工具钢基础上加入合金元素以提高淬透性、韧性、耐磨性	量具、刀具、耐冲击工具和冷、热模具	9SiCr、Cr12、Cr12MoV
		高速工具钢	具有高硬度、高耐磨性和高耐热性的工具钢	切削工具，如车刀、钻头、滚刀、机用锯条	W12Cr4V5Co5
		不锈钢	空气中或化学腐蚀介质中能够抵抗腐蚀的一种高合金钢	钢管，餐具，海工设备、紧固件	201、304、430、409

资料来源：百度文库，平安证券研究所

2.3 特钢生产工艺介绍

特钢冶炼主要分为三种模式：转炉流程、电炉流程与特种熔炼。以往特钢冶炼一般采用电炉流程，但随着铁水预处理技术的发展，铁水脱硅、脱磷和脱硫技术的成功开发并应用于工业化生产，为转炉提供低磷、低硫铁水创造了条件，使转炉冶炼特殊钢的条件更加优越，转炉生产的特钢品种逐渐增多。而从原材料端来看，转炉流程多用铁矿石作为原材料，电炉流程原材料以废钢居多。除此之外，一些高精端行业对特钢稳定性，耐磨性，耐热性等要求较高，也产生出了特种熔炼方式，特种熔炼炉一般有：真空感应熔炼、冷坩埚熔炼、电渣重熔、真空电弧重熔、电子束重熔、等离子熔炼或重熔等。

图表3 特钢主流冶炼流程

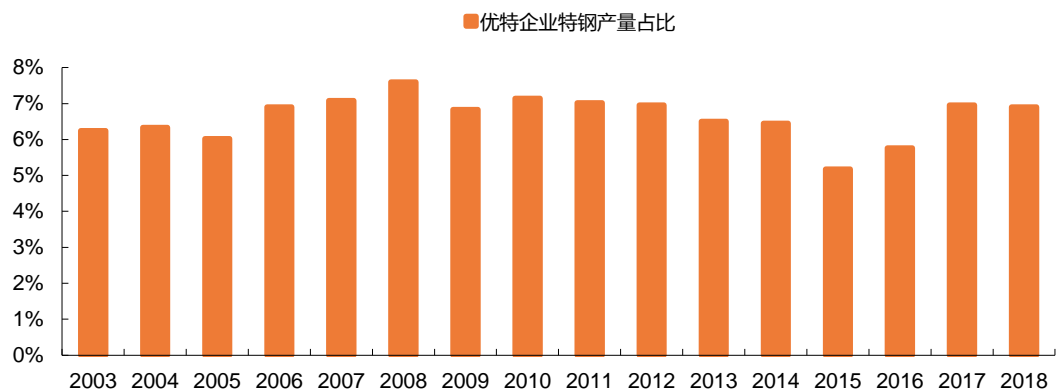


资料来源:《工业加热》, 平安证券研究所

2.4 特钢供需初探: 产量占比较小, 需求应用广泛

我国特钢总产量相较普钢占比较小。重点优特企业 2018 年特钢产量约为 7627 万吨, 相比 2018 年我国 12 亿吨钢材产量, 重点优特企业生产的特钢占比不到 10%。

图表4 特钢产量占比依然较小



资料来源: wind, 平安证券研究所

不同于普钢下游应用于建筑业居多, 特钢下游需求主要在汽车零部件、工业制造等, 在制造业领域较普钢应用更为广泛。

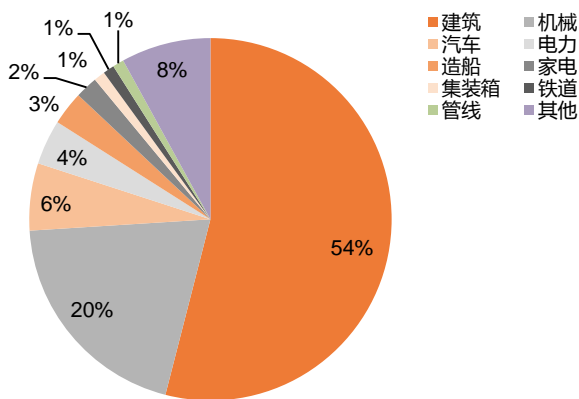
图表5 特钢主要应用行业

应用行业	特钢产品	应用零部件
汽车工业	弹簧钢、轴承钢、合金工具钢、合结钢	弹簧、悬挂、齿轮、传动轴等
高速铁路	合金结构钢、不锈钢、优质碳素钢	紧固件，轴承、轮对及转向架等
核电工业	不锈钢、合金结构钢	阀门、堆内构件、压力容器等
军工产业	高温合金、高强度低合金钢、合金结构钢	飞机起落架、飞机发动机、火箭发动机、军工级高强度钢等
能源行业	不锈钢、高速工具钢	发电机转子用钢、钻头、再热器受热管道等
船舶海工	合金结构钢、不锈钢、合金工具钢	钻杆、系泊链、海洋平台

资料来源：中国特钢协会，平安证券研究所

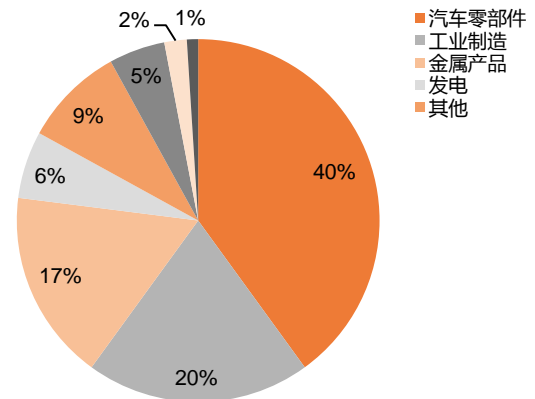
具体来看，特钢多用于汽车零部件，普钢多用于建筑。随着汽车工业的壮大、机械行业向高精尖设备发展转型，汽车领域特钢需求占比逐步扩大至 40%，其次为工业制造占比 20%，而普钢行业大部分应用于建筑业，占比 54%，其次是与建筑、基建相关的机械制造业。

图表6 普钢行业各领域需求占比（2018年）



资料来源：产业信息网，平安证券研究所

图表7 特钢行业各领域需求占比（2018年）



资料来源：产业信息网，平安证券研究所

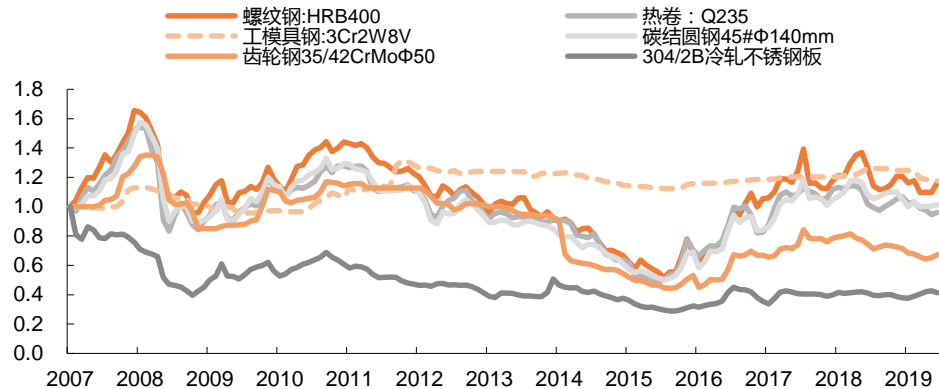
2.5 特钢行业格局：产品分化，行业集中度有提升空间

2.5.1 产品分化明显：中低端产品占比较高、高精尖产品仍有短板

我国特钢产品结构分化明显，整体呈现正三角型，表现为中低端产品占比较多，而行业附加值高的高端产品比较短缺。碳合结钢等低端产品与轴承钢、弹簧钢等中端产品占总量的 90%以上，而工模具钢、特种钢等高端特钢仅占比不到 10%。

因特钢品类多样化，特钢行业市场环境需要分品类来看，整体表现为高端产品供不应求，需求弹性大，议价能力强；同时低端产品供过于求，多为充分竞争品，行业议价能力较弱，产品价格随着周期与普钢价格一同波动。为了更好的观测价格波动，我们选择普钢代表品种螺纹钢、热卷，特钢代表品种工模具钢、碳结圆钢、齿轮钢、冷轧不锈钢板等产品价格，并分别对它们做归一化。

图表8 特钢产品价格行业周期中波动较小，表现稳定



资料来源: wind, 平安证券研究所

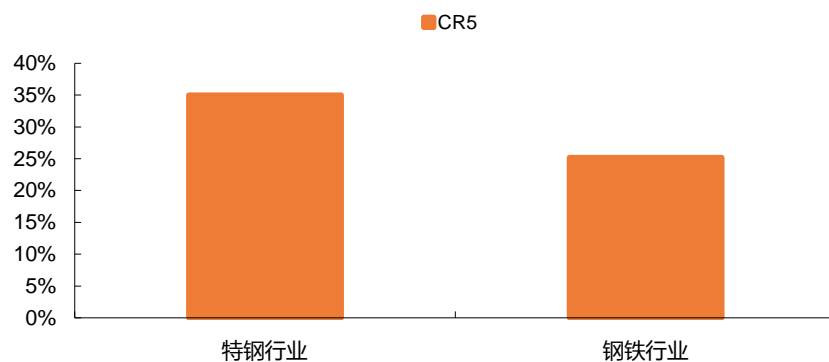
备注: 基期为2007年6月

可以看到，中低端产品与普钢价格波动节奏一致，在2011年至2016年行业下行时期，特钢低端产品如碳结圆钢、齿轮钢价格波动节奏与螺纹钢、热卷相同，跟随普钢价格下行；而在2016年开始的行业供给侧改革的上行周期中，上涨幅度又明显落后于普钢；其背后的原因或在于中低端特钢生产技术要求不高，企业特钢转普钢，普钢转特钢现象存在，导致两者呈现同向波动。但是特钢高端产品工模具钢则表现稳定，在行业下行周期未有下行趋势。

2.5.2 行业集中度优于普钢，但相较国外先进水平仍有提升空间

我国特钢行业集中度明显优于普钢行业。据特钢企业协会数据统计，2017年纳入特钢协会统计的32家特钢企业产量占特钢总产量的比重在60%~70%，前5大特钢企业特钢产量占比在35%左右；同期，钢铁行业前5家企业粗钢产量占比只有25.2%，特钢行业集中度明显优于行业整体集中度。

图表9 特钢行业集中度优于整体钢铁行业



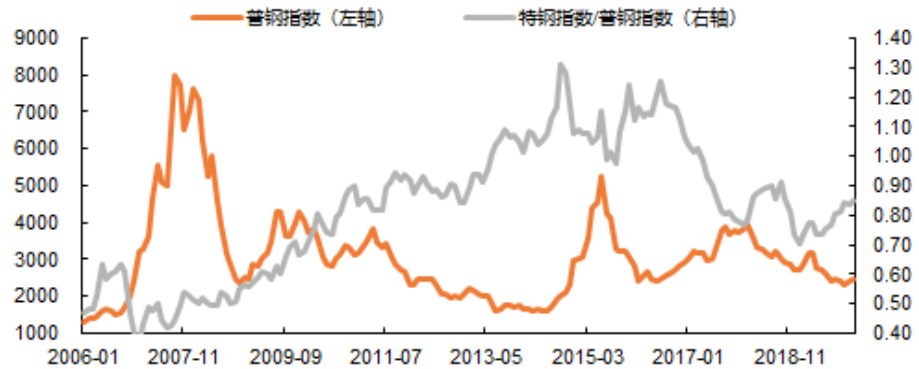
资料来源: wind, 平安证券研究所

但与发达国家相比，我国特钢行业集中度仍有提升空间。相比于欧盟特钢企业90%以上的集中度，我国CR5仅为35%左右仍有较大差距，而其他欧亚国家中，日本、韩国、俄罗斯等在2007年就达到了70%以上，我国特钢行业集中度仍有较大的提升空间。

2.6 特钢股价表现：相较于普钢抗跌能力强

特钢板块相对于普钢板块呈现一定抗跌能力。回顾普钢板块与特钢板块股价表现可发现，在普钢板块股价下跌时期，特钢板块相对于普钢更能取得超额收益。

图表10 特钢板块较普钢板块呈现一定抗跌能力



资料来源：wind，平安证券研究所

我们认为，造成此差异性的根本原因在于：相比普钢，特钢的抗跌能力较强。特钢产品种类繁多、总量较小、专业性强，下游需求分散，因此特钢产品价格具有较强刚性。在行业整体下行周期，特钢产品价格更为稳定，因此特钢企业的盈利韧性更强。

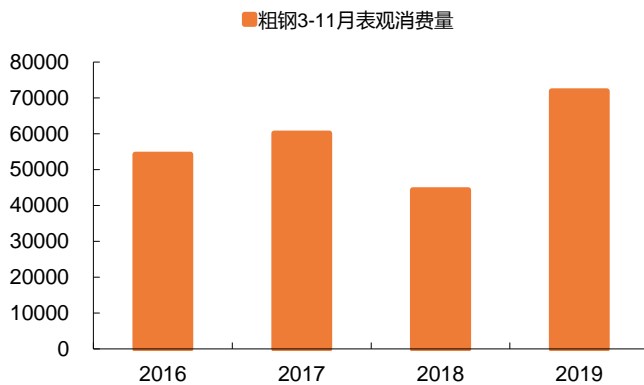
三、守：利空出尽韧性犹在，便宜便是硬道理

当前市场下，特钢行业中期收入端仍有韧性，成本面矿石溃坝利空逐步消退，盈利有支撑，较低估值赋予特钢较强安全垫，“守”的属性凸显。

3.1 成本端利空出尽，需求韧性犹在

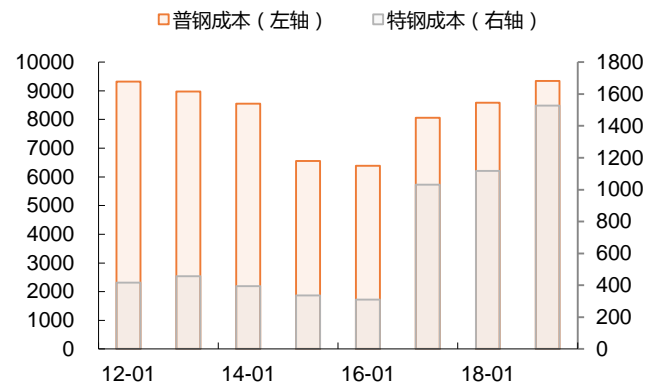
如前面分析，因普转特、特转普现象存在，特钢中低端产品与普钢价格走势趋于一致。所以既要分析特钢行业的中期趋势，也需要分析整体钢铁行业现阶段基本面。回顾2019年钢铁行业，虽然2019年钢铁行业需求端表现较好，3-11月粗钢表观消费量71948万吨，相较2018年同期大幅增长62%，但钢铁上市公司无论是股价还是财务报表，表现都差强人意，其背后主要原因有两点：一是房地产韧性虽然较强，但地产大周期到顶，钢材需求整体下行的长期预期没有改变；二是成本端铁矿石出现溃坝事件，上游铁矿价格大幅飙涨蚕食下游国内钢厂利润。

图表11 2019年钢材需求良好(万吨)



资料来源: mysteel, 平安证券研究所

图表12 2019年行业成本大幅上行蚕食利润(亿元)

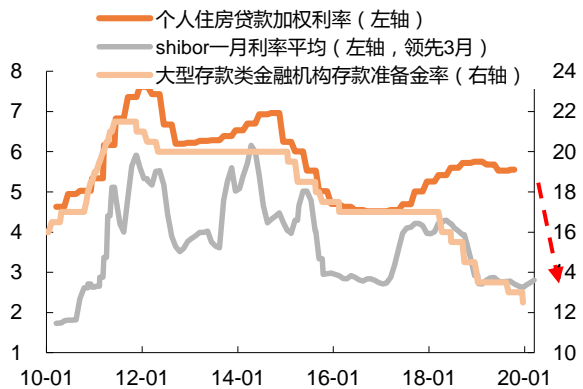


资料来源: wind, 平安证券研究所

收入端：需求韧性犹在，短中期仍有较强支撑

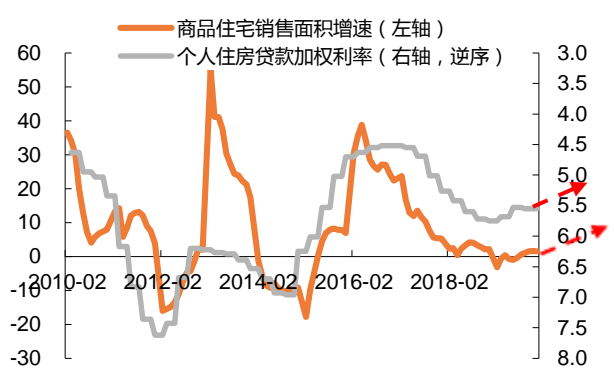
货币宽松引领房贷利率下行，地产销售仍有支撑。存款准备金率与shibor利率是引导房贷利率的重要指标，shibor利率领先房贷率3个月，存款准备金率与之同步，它们在2018年的背离来自于棚改货币化安置。在货币政策进入宽松环境之下，处于较高位置的住房贷款利率仍有下行动力。回溯历来房贷利率与地产销售数据，两者波动节奏反向同步，贷款利率下行将引导地产销售回暖。此外，地产政策并无边际收紧趋势，此轮政策收紧从2016年9月开始多地密集出台调控政策，到2017年3月多地调控加码，已经过去接近3年，成为地产收紧的最长时期，而在今年年初多地政策微调，虽然地产调控不会出现重大反转，但因城施政和小幅放松融资基本确认。在此政策背景下叠加房贷利率的下行，地产销量仍有支撑。

图表13 货币宽松政策下房贷利率有下行动力(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

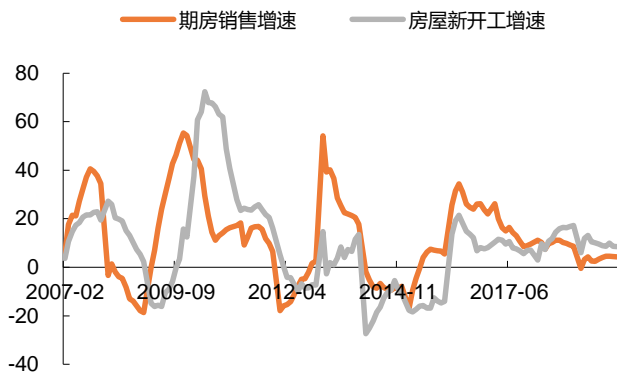
图表14 房贷利率下行支撑商品房销售面积(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

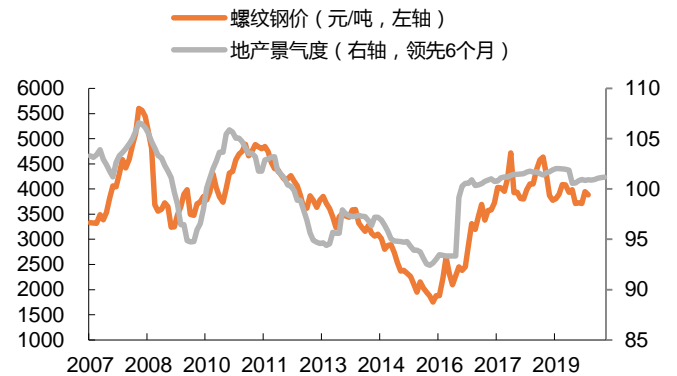
同时，地产销售韧性可传导至新开工，虽然当前疫情爆发导致钢铁行业承压，但开工会延迟不会缺席。并且，疫情爆发期的资金压力或导致地产商在疫情过后加速降价推盘刺激销售回款，在疫情过后，钢铁需求或将反弹。除此之外，地产景气指数依然维持高位，通过测算地产景气度和螺纹钢价格相关性，我们发现地产景气度领先螺纹钢价格6个月并且呈强相关性(相关性0.77)，中期来看地产韧性依然存在，钢铁价格难言下跌。

图表15 地产销售中期韧性可传导至未来新开工 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

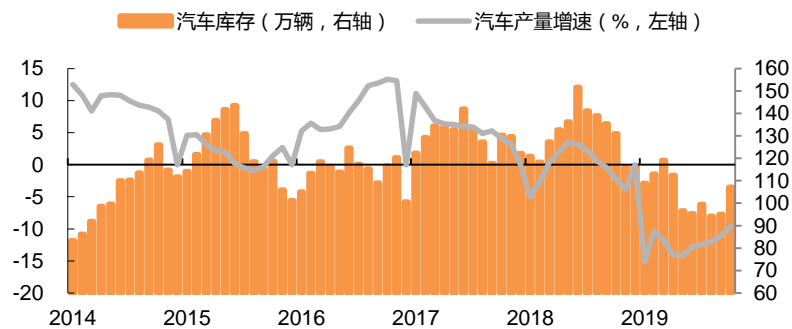
图表16 国房景气指数领先螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

汽车方面，国六置换国五持续推进，叠加当前汽车库存较低，汽车产量增速由2019年5月最低的-15.13%上升至2019年12月的-8.72%，汽车产量增速正在稳步回升。

图表17 汽车产量有支撑



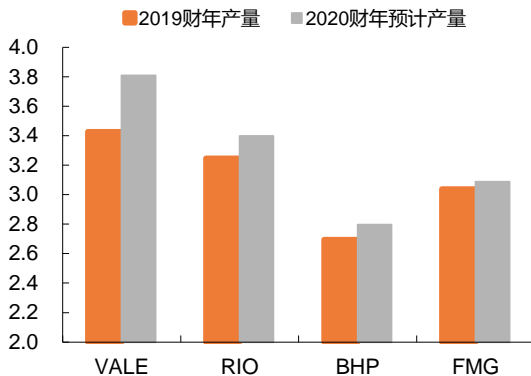
资料来源: wind, 平安证券研究所

成本端：利空因素逐步缓释

铁矿溃坝影响逐步消退，成本面利空逐步缓释。VALE公司正在陆续复产，Brucutu矿区已于6月22日复产，Vargem Grande于7月23日复产，Alegria矿区于11月1日复产。而未复产的矿区还有2100万吨产能的Fabrica&Vargem Grande矿区、1280万吨产能的Timbopeba以及800万吨产能的Feijao，若这些矿区陆续复产，会带来大约2000万吨至3000万吨的增量。除此之外，Vale官方在三季报告中表示，S11D矿区将在2020年实现满产，而其在2019年全年产量预计为7600万吨，那么2020年S11D矿区预计会带来1400万吨的供给增量。除VALE以外，力拓公司2020年给出的目标为产量增长5%，以2019年3亿吨发货量来算，力拓也会额外提供大约1500万吨增量。

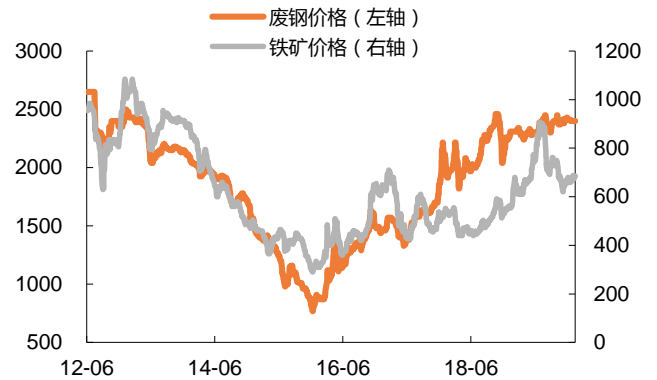
废钢在铁矿石利空情景下难有上行空间。观测历史，铁矿石与废钢呈现同涨同跌的特征，受矿难溃坝逐步消退影响，铁矿石价格逐步回落，废钢上行动力不足，或跟随铁矿石价格回落。

图表18 四大矿山 2020 财年铁矿产量预计增加 (亿吨)



资料来源: mysteel, 平安证券研究所

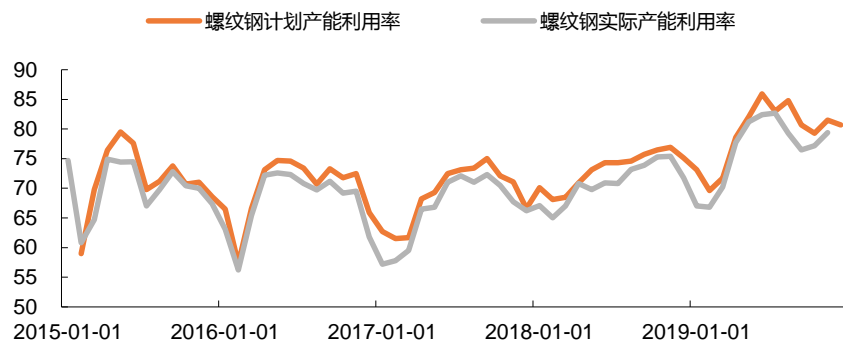
图表19 废钢价格与铁矿石价格走势一致 (元/吨)



资料来源: mysteel, 平安证券研究所

除此之外, 钢厂产能利用率当前已经达到 5 年来高位, 难以进一步提升。以螺纹钢为例, 2015 年至 2018 年平均螺纹钢产能利用率为 68.85%, 而 2019 年平均螺纹钢产能率已达到 76.4%, 较以往平均高出 8%, 其背后代表着企业扩产谨慎, 以时间与人力换取产量。在产能扩张缓慢、产能利用率高企的情况下, 供给端产量向上动力不足, 短中期内钢铁行业供需基本面保持基本平衡。

图表20 当前钢铁产能利用率位于高位 (%)



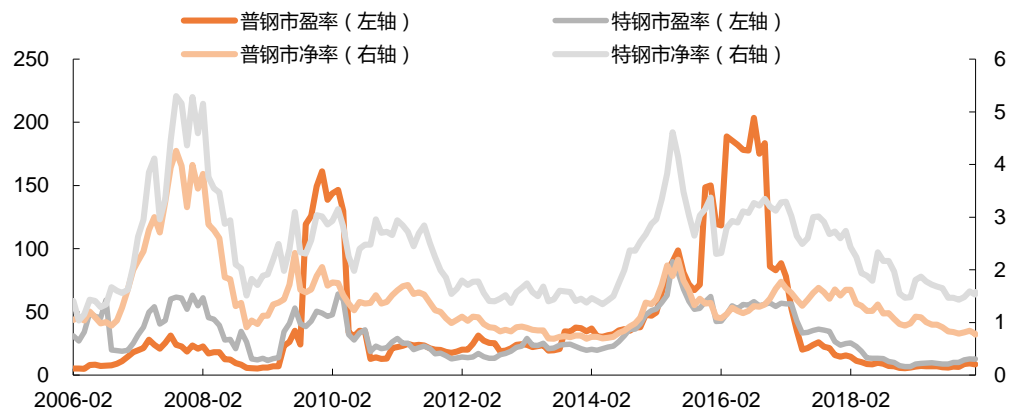
资料来源: mysteel, 平安证券研究所

展望 2020 年, 虽然大周期下钢铁需求到顶的长期预期依然不变, 但钢铁行业中短期依然有边际向好可能。其一为钢铁需求在中期仍将有韧性, 而成本端铁矿石溃坝影响利空逐步消退, 原材料端废钢与铁矿石有下跌动力; 其二为, 钢铁产能扩张仍然被政策严格控制, 钢铁企业扩产比较谨慎, 我们认为 2009 年 QE 下的大量增产能现象并不会发生。

3.2 估值尚处低位, 便宜便是硬道理

截止到 2020 年 2 月 21 日, 普钢市盈率与市净率为 8.64X、0.77X, 特钢市盈率为 12.82X、1.58X, 均处于历史低位, 在历史估值 10 分位以下。在当前建筑业持续韧性、汽车库存低位的情景下, 无论是预期应给到的估值还是基于现实利润给予的估值都存在低估。2020 年上游供需矛盾逐步释放, 特钢行业仍有向上动力, 坚定看好当前行业估值修复行情, 供给利空消退, 中期仍有韧性, 便宜便是硬道理。

图表21 特钢普钢估值处于历史低位



资料来源: wind, 平安证券研究所

四、攻：需求空间广阔，产出缺口变小

4.1 新经济下特钢需求增长空间广阔

4.1.1 政策面：支持特钢产业大力发展

新旧经济动能转换之际，政策支持特钢行业发展。2016年3月5日，十二届全国人大四次会议的《政府工作报告》中，“新经济”概念首次被写入，即新模式代替旧模式，新业态代替旧业态，新技术代替旧技术，新材料新能源代替旧材料旧能源，实现产业升级，实现数量增长型向质量增长型、外延增长型向内涵增长型、劳动密集型向知识密集型经济增长方式转变。当前特钢行业即是钢铁行业新经济转型的一个方向，由普钢行业“数量增长型”发展模式向特钢行业“质量增长型”发展模式转变为大势所趋。2015年以来，国家出台了一系列支持特钢产业发展的政策，助力特钢行业高质量发展：

图表22 2015年来特钢行业支持政策梳理

日期	政策标题	相关内容
2015/2/17	《关于批准建设省部共建高品质特殊钢冶金与制备国家重点实验室的通知》	省部共建高品质特殊钢冶金与制备国家重点实验室的建设和日常管理以上海市人民政府为主，上海市人民政府将每年为实验室提供不少于500万元的专项经费，作为实验室的基本科研业务和开放运行经费，在科研项目、人才培养引进以及条件建设等方面给予优先支持。
2016/1/29	《高新技术企业认定管理办法》	特殊性能钢材属于国家重点支持的高新技术领域。依据本办法认定的高新技术企业，可依据《企业所得税》及其实施条例等有关规定，申报享受税收优惠政策。
2016/10/21	《产业技术创新能力发展规划（2016-2020）》	重点发展轴承、齿轮、弹簧、基础树脂等先进基础材料。加快高温合金、船舶及海洋工程用钢、轨道交通用钢等关键战略材料的研发。
2016/10/28	《钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）》	支持企业重点推进高技术船舶、海洋工程装备、先进轨道交通、航空航天等领域重大技术装备所需高端钢材品种的研发和产业化，力争每年

		突破 3-4 个关键品种，持续增加有效供给。
2016/11/29	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	扩大高强轻合金、高性能纤维、特殊合金、先进无机非金属材料、高品质特殊钢、新兴显示材料、动力电池材料等规模化应用范围，逐步进入全球高端制造业采购体系
2016/12/30	《新材料产业发展指南》	到 2020 年，在碳纤维复合材料、高品质特殊钢、先进轻合金材料等领域实现 70 种以上重点新材料产业化及应用，建成与我国新材料产业发展水平相匹配的工艺装备保障体系。
2018/3/13	《新材料标准领航行动计划（2018-2020 年）》	基于稀土钢工业化研究与应用的新突破，完善稀土品种钢成分、工艺与质量标准，制定优特钢用高纯稀土金属与稀土合金标准，扩大稀土在钢铁行业的应用，打造国际化的稀土钢品牌涉及钢铁鼓励类 13 项，特钢中有高性能轴承钢，高性能齿轮用钢，高性能冷镦钢，高性能合金弹簧钢，先进轨道交通装备用钢，节能与新能源汽车用钢，低铁损高磁取向电工钢，高性能工模具钢，建筑结构用高强度抗震，钢板及型钢，高强度桥梁缆索用钢，高性能管线钢、耐磨钢、耐蚀钢，高强度高韧性工程机械用钢，海洋工程装备及高技术船舶用钢，电力装备用特殊钢，油气钻采集输用高品质特殊钢，高性能不锈钢，高温合金，高延性冷轧带肋钢筋，非调质钢，汽车等机械行业用高强钢，高纯度、品质合金粉末，复合钢材，半导体用高纯高性能钢的生产
2019/8/27	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	

资料来源：政策文件，平安证券研究所

2015 年 5 月发布《中国制造 2025》，以信息技术与制造技术深度融合的数字化网络化智能化制造为主线，具体包括五大工程，其中四项工程直接与特钢有关，特钢材料成为《中国制造 2025》实现的基石。

图表23 中国制造 2025 五大工程多涉及特钢材料

智能制造五大工程	内容摘要	点评
制造业创新中心（工业技术研究基地）建设工程	围绕重点行业转型升级和新一代信息技术、智能制造、增材制造、新材料、生物医药等领域创新发展的重大共性需求，形成一批制造业创新中心（工业技术研究基地）。	其中新材料直接包括特钢行业，其受益于国家研究支持，特钢行业产品国际竞争力提高
智能制造工程	紧密围绕重点制造领域关键环节，开展新一代信息技术与制造装备融合的集成创新和工程应用。支持产学研用联合攻关，开发智能产品和自主可控的智能装置并实现产业化。	新一代智能制造工程装备替代旧一代工程制造装备，特钢为工程装备的重要原料
工业强基工程	到 2020 年，40%的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，受制于人的局面逐步缓解，航天装备、通信装备、发电与输变电设备、工程机械、轨道交通装备、家用电器等产业急需的核心基础零部件	当前我国高端特钢多为进口，一些新兴装备原材料国内标准达不到，未来高端特钢行业产出缺口将变小

	(元器件)和关键基础材料的先进制造工艺得到推广应用。到2025年,70%的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障	
绿色制造工程	组织实施传统制造业能效提升、清洁生产、节水治污、循环利用等专项技术改造。	与特钢并无直接较大联系
高端装备创新工程	组织实施大型飞机、航空发动机及燃气轮机、民用航天、智能绿色列车、节能与新能源汽车、海洋工程装备及高技术船舶、智能电网成套装备、高档数控机床、核电装备、高端诊疗设备等一批创新和产业化专项、重大工程。	高端制造业起航,高端特钢需求增长空间广阔

资料来源: wind, 平安证券研究所

4.1.2 基本面: 长期来看下游终端需求仍有较大空间

在“房住不炒”的定位下,未来中高端制造业在中国经济发展中将担当重任,无论从横向比较,还是纵向比较,特钢下游需求将有较大空间。

汽车:

汽车需求占特钢需求比重为40%,同时汽车整体钢材用量占原材料比例约为72%~88%。车门、发动机盖等主要由薄板构成,特钢主要用于发动机内部、悬架等有特殊质量要求的零件。我国汽车用钢整体占比为:钢板约57%,优特钢为约为30%,钢带约6.5%,型钢约6%。

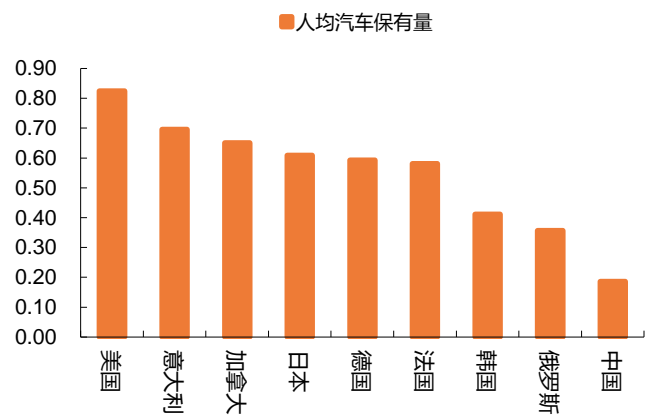
从长期基本面来看,我国人均汽车保有量仍处于低位,国内汽车需求空间巨大。我国经历了20年经济高速增长期,汽车产量持续增加,20年以来大多维持正增长,平均增速15.57%。同时,从中期纵向来看,汽车产量大约以4年为一个周期,当前汽车产量同比增速持续上升,从2019年5月-15.1%上行至2019年12月的-8.72%,汽车产量边际改善。横向与世界其他国家比较,当前我国汽车普及率仍然较低,人均汽车保有量仅有0.18,远远低于发达国家,不到美国的1/4,不到日本的1/3。未来汽车需求基数庞大,根据平安证券汽车团队预测,我国汽车内销有望至4000-5000万台一年。

图表24 汽车产量长期维持正增长(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表25 汽车人均保有量与国外有较大差距(辆/人)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表26 我国汽车销量预测

千人保有量	总保有量(亿)	换车周期(年)	年销售量(万台)
178	2.5	9	2769
200	2.8	9.5	2947
300	4.2	10	4200
400	5.6	10.5	5333
500	7	11	6364

资料来源: wind, 平安证券研究所

国内新能源汽车环境良好, 新能源汽车企比传统车企更有动力在我国进行投资建厂。我国传统汽车技术现在仍与国际车企有一定差距, 结合当前我国能源资源状况, 大力发展新能源汽车成为我国一大重要战略。同时, 从产业链来看, 我国汽车技术与国际汽车技术差距主要在于发动机与变速箱, 而新能源汽车以电动发动机代替汽油发动机, 且纯电动汽车没有变速箱, 除去发动机与变速箱, 我国新能源汽车产业链较为完备。结合我国新能源汽车战略、较为完备的产业链与较大的汽车需求空间, 新能源汽车企比传统车企更有动力在我国进行投资建厂。在 2018 年 7 月, 特斯拉确定在中国建立超级工厂, 10 月 17 日, 特斯拉也成为首个在中国独资建厂的外国汽车制造商。新能源汽车需要用到大量的优钢、特钢, 同时新能源汽车产业发展也会带动充电基础设施建设, 这些也会带来包括特钢在内的钢材需求。新能源汽车产业的崛起将带来特殊钢特别是高端特殊钢的需求空间增长。

核电:

核电建设对用钢材料要求较高, 需要满足核、力学、化学、辐照工艺性能。核电用钢尺寸精度高, 具有严格的无损检测要求, 主要用于管道、压力容器等。

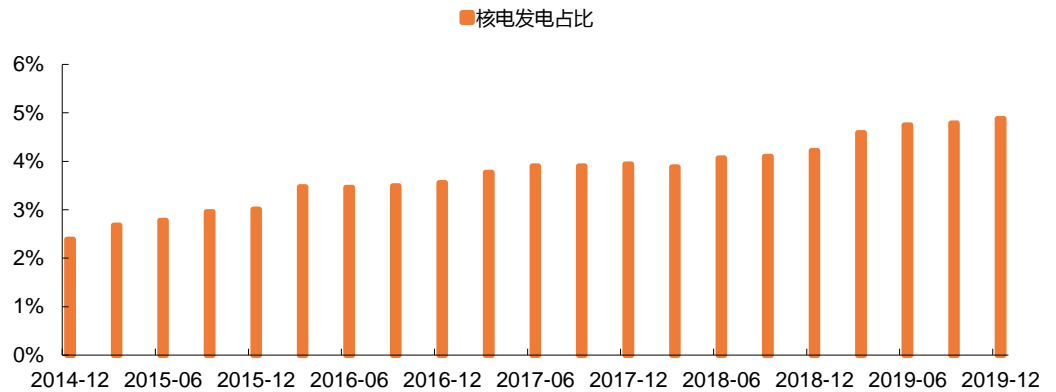
图表27 特钢在核电的用途

用途	主要应用配件	特钢类型
核岛用钢	核反应堆压力容器、蒸汽发生器、稳压器	低合金高强度钢板
	主管道	低合金奥氏体不锈钢或镍基合金钢管
常规岛用钢	汽轮机、汽轮发电机、主蒸汽管道、冷凝器、给水泵、加热器等	一般使用低合金结构钢不锈钢和碳钢

资料来源: wind, 平安证券研究所

低碳化为世界能源趋势, 煤炭发电转型向核能发电为特钢带来广阔需求。我国是煤炭大国, 主要发电以火电发电为主, 但其与全球能源低碳化的趋势以及我国环保政策不相适应, 以低碳化新能源代替传统火电是未来大趋势。目前, 我国核电发电占比也在稳步提升, 2019 年为 4.8%, 但与美国、欧盟核电发电占比 20% 比较, 差距依然较大, 核电发展空间广阔。

图表28 核电发电占比稳步提升

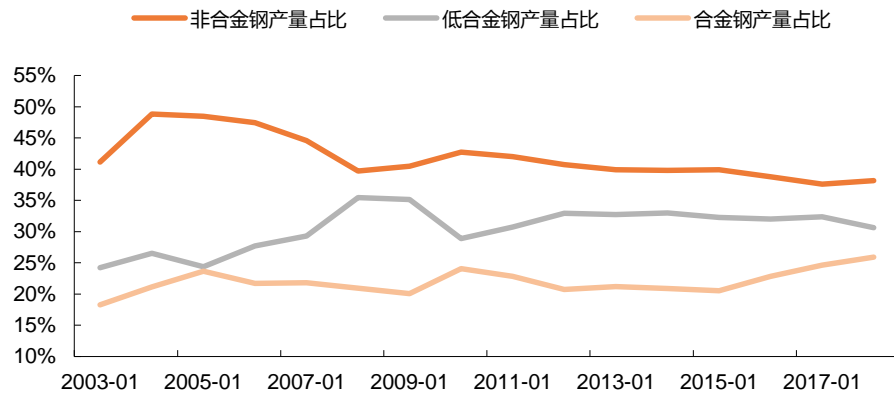


资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 中高端特钢占比提升，结构持续优化

当前特钢行业产品结构正在第二轮优化，产品由中低端迈向高端。自 2003 年以来，特钢行业共经历两轮产品结构优化的过程，第一轮起于 2003 年，主要趋势为特钢产品由非合金钢向低合金钢转向，即低端产品向中端产品的转向；当前正在经历开始于 2016 年的第二轮结构优化，产品由非合金钢与低合金钢向合金钢转变，即中低端产品向中高端产品转变。自 2016 年初以来，合金钢产量占比由 20.5%提升至 25.9%，增幅明显。

图表29 中高端特钢占比提升



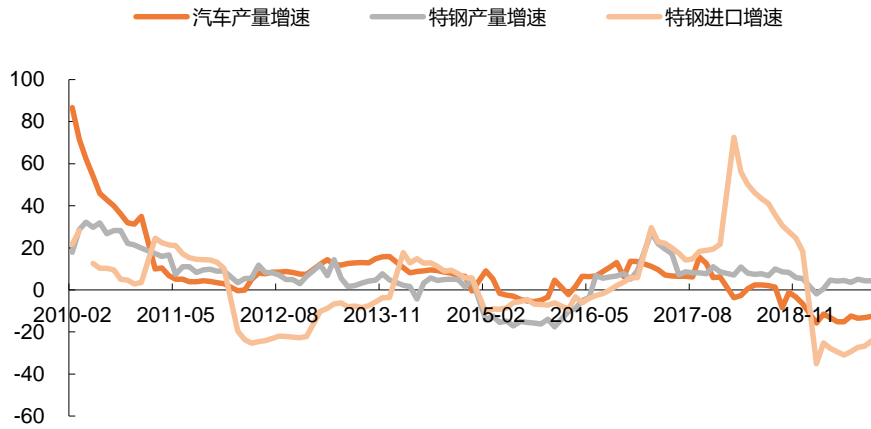
资料来源: wind, 平安证券研究所

4.3 另一个角度：行业产出缺口急速变小

当前国内特钢产量增速显著高于进口增速，行业产出缺口急速变小。汽车用特钢占总体特钢需求较大，汽车产量增速、特钢产量增速、特钢进口增速在以往十年来波动趋势基本保持一致。2016 年至 2018 年，特钢进口增速与汽车产量增速有所背离，其后原因或在于国内供给侧改革叠加环保限产加码导致特钢供给不足。在 2019 年，钢铁供给侧改革进入尾声、环保一刀切叫停，但行业基本面呈现

出特钢产量增速>汽车产量增速>特钢进口增速的情景，1-10月，汽车产量累计增速为-12.62%，自产特钢增速为4.25%，进口特钢-24.21%，反映自产特钢挤压进口特钢，行业产出缺口急速变小。

图表30 特钢行业产出缺口急速变小 (%)

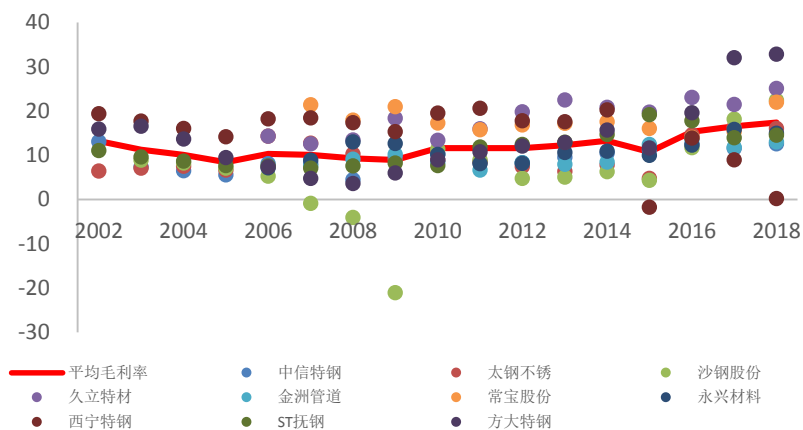


资料来源: wind, 平安证券研究所

4.4 企业微观视角：成本控制良好、杠杆率快速下降

特钢行业成本控制能力较强，毛利中枢稳步抬升。2002年以来，上市的所有特钢企业中除个别企业外，毛利率均保持为正。同时，行业整体毛利中枢逐步平稳抬升，截至目前企业平均毛利率为17.36%，较2002年的13.17%上行4.19个百分点。值得一提的是，在2011年至2015年整体周期行业悲观时期，特钢行业毛利率依然保持稳定，其背后反应出特钢企业有良好的成本控制能力。

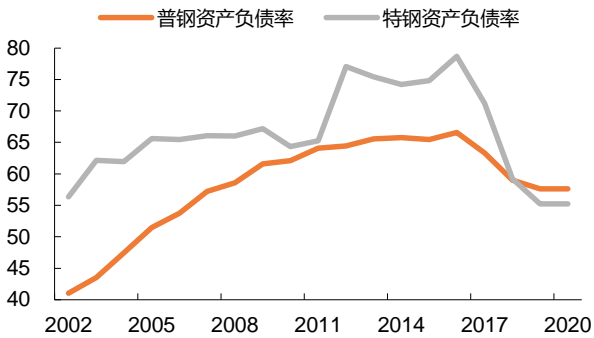
图表31 上市特钢企业毛利率中枢稳步抬升 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

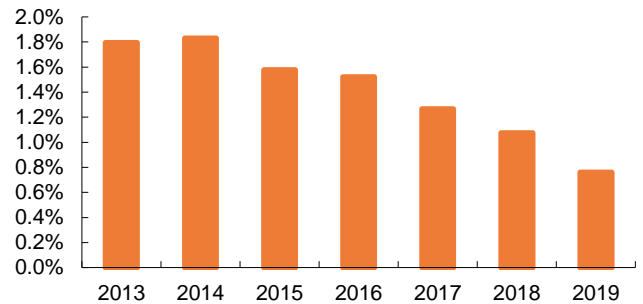
高杠杆问题在供给侧改革中快速解决，抗风险能力增强。2015年末，普钢行业杠杆率为62%，而特钢行业为78%，特钢行业杠杆率远远大于普钢行业，特钢企业高杠杆问题严重，而此后发生的东北特钢违约事件，更加让投资者对于高杠杆的特钢行业心存忌惮。但经过钢铁行业供给侧改革后，特钢行业杠杆率飞速下降至55%，比普钢行业杠杆率更低，为自2002年以来最低。同时，特钢上市企业财务费用与总资产之比在2016年以后也迅速下降。

图表32 特钢企业杠杆率下降明显(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表33 特钢企业财务费用与总资产之比下降明显



资料来源: wind, 平安证券研究所

五、投资建议

长期来看,特钢需求在我国经济升级转型之际仍有较大空间,其产品结构持续优化,生产端产出缺口急速变小,企业杠杆风险缓解;中短期来看,上游铁矿石溃坝对成本端利空影响逐步缓释,而收入端仍有韧性。结合当前上市企业较低的估值,我们认为配置特钢行业正当时。

为此,我们首推具有龙头优势的中信特钢。中信特钢是目前特钢行业龙头企业,前三季度营业收入在特钢板块占比最大,公司具备年产 1300 多万吨特钢生产能力,与行业其他公司相比,具有明显龙头优势:(1)据重组草案,截止 2018 年末高端汽车钢国内市场占有率 65%以上;高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过 90%;矿用链条钢国内市场占有率超过 80%。(2)公司研发投入快速增长,前三季度研发费用占营收比重达到 3.73%,位居 SW 特钢上市公司第二;研发费用绝对额行业第一,占 SW 特钢行业 24.05%。

其次,建议关注受益于能源安全战略的常宝股份。公司是石油油井管和小口径合金高压锅炉管的重点制造企业,主打差异化竞争战略,同时公司在 2017 年完成发行股份购买医院资产,成为一家多元化发展的公司。其主营业务石油油井管等产品受益于当前我国不断扩大的油气勘探支出;三大石油公司相继提出七年行动计划,确定国内勘探开发优先发展战略定位,2019—2025 年油气投资要稳定增长。2019 年上半年,中石油勘探开采支出 693.8 亿元,同比增长 18.9%;中石化支出 200.64 亿元,同比增长 86.4%;中海油支出 267 亿元,同比增长 61.8%。

六、风险提示

- 1) 上游原材料不可抗力因素导致价格大幅上行的风险。如果上游铁矿石供给发生不可抗力事件(溃坝,煤矿垮塌,暴风等),上游原材料或大涨侵蚀行业利润。
- 2) 风险事件造成全球经济大幅下行的风险。如果发生较大的风险事件,全球宏观大幅下行或拖累下游需求,同时投资者风险偏好降低,股市承压。
- 3) 连续安全事故爆发造成检修潮的风险。如果连续发生安全事故,或造成企业检修潮,损害企业利润。

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 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

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