

2024年05月20日

证券研究报告·策略专题报告

策略专题



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

产能过剩时行情如何演绎？13年~15年 黑色产能过剩五阶段行情对当下锂电链的启示

摘要

- 近年来国内新能源逐步进入过剩阶段，行业产成品价格大规模腰斩，跌价氛围下各环节利润被迫出清，权益市场上相关行业遭到盈利估值双杀。行至当前，无论是产业者还是投资者，皆对行业过剩未来何时出清、怎么出清充满疑惑。
- 考虑到锂电链和黑色链数据可得较强，本篇报告我们试图对十年前国内黑色产能过剩进行复盘，同时根据黑色板块交易逻辑演绎划分出不同阶段。

五阶段分别对应：(1) 13.01~14.02，钢铁跑输大盘；(2) 14.03~14.06，跑平大盘；(3) 14.07~15.01，钢铁快速反弹；(4) 15.02~15.08，行情较为波折，整体跑平；(5) 15.09~15.12，再度跑输大盘。

复盘后我们发现：

(1) 上游矿企确认开启新一轮资本开支一年半后，资源股定价逻辑会发生变化；

(2) 在黑色整体产能过剩中，需求端和供给端两因子交替定价；

(3) 权益市场上并不抗拒“衰退式盈利”，这意味着钢材涨价并非钢铁板块跑赢的必须因素，市场可以在14年交易“衰退式盈利”一段时间，但最后视角还是落实到现实黑色需求端是否有改善；

(4) 产业链库存数据对板块超额收益有阶段性的指引作用，14年上半年黑色下游库存低于过去3年均值时，引发市场对补库行情的期待，但之后要是下游需求并未兑现，那么“低库存”这一利好将失效；

(5) 在市场交易盈利反转向上的时候，前期跌的多的、供需环境较差的普钢环节大幅反弹，而交易需求疲弱盈利向下时，供需环境较好、具有较深护城河的环节将较有韧性。

- 综合考虑上游碳酸锂跌价释放成本红利、下游动力电池需求旺盛和控产能政策陆续出台，我们认为当前锂电产业链环境和14年黑色链“衰退式盈利”时期有较多相似之处，下半年锂电有望出现一波超额收益的机会，以盈利出清更为完全的正极环节更优。
- 风险提示：全球经济后续大幅波动的风险；历史数据统计结果只显示过去的市场态势但历史不一定会重演的风险；第三方数据提供不准确风险。

西南证券研究发展中心

分析师：程睿智

执业证号：S1250524050004

电话：18301668853

邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

联系人：李历

电话：13246286636

邮箱：llyf@swsc.com.cn

相关研究

- 23年报&24Q1财报业绩分析：全A盈利有所收窄，“出行链”“出口链”盈利好转 (2024-05-20)
- 2024Q1公募基金持仓分析：规模持续下滑，仓位再度缩减，增持资源股 (2024-04-28)
- 大类资产交易逻辑观察：逐渐拥挤的复苏共识 (2024-04-09)
- 关于二次通胀：从70-80年代日德 vs 英美的通胀观点差异谈起 (2024-03-12)
- 2023Q4公募基金持仓分析：规模缩减仓位上升，重点增持电子、医药 (2024-01-29)
- 适应性预期下的映射重构——2024年策略展望 (2023-12-01)

目 录

1 2013~2015 铁矿石产能过剩周期是怎么来的，能和当前碳酸锂过剩类比吗？	1
2 以钢铁板块超额收益划分十年前黑色链产能过剩时行情演绎的五阶段	5
2.1 阶段（1）13.01~14.02：宏观+产业双重压力下钢铁大幅跑输	5
2.2 阶段（2）14.03~14.06：产能出清预期开始发酵，行业跑平大盘	9
2.3 阶段（3）14.07~15.01：宏观地产放松+行业衰退式盈利改善，利好共振下行业一转颓势	12
2.4 阶段（4）15.02~15.08：需求萎靡对冲上游原料扩产红利，利润再度快速回落，钢铁板块跟随大盘波动	16
2.5 阶段（5）15.09~15.12：宏观压力再演绎叠加海外矿石再度供给放量，供需双杀致使板块迎来极致下跌趋势	17
3 十年前黑色链产能过剩周期对当下锂电链的思考	20
3.1 思考一：上游矿企确认开启新一轮资本开始一年半后，资源股定价逻辑会发生变化	20
3.2 思考二：上游过剩的背景下，需要上游原料价格触及矿山成本线才能顺利出清	22
3.3 思考三：当前锂电产业链环境和 14 年黑色链“衰退式盈利”时期有较多相似之处	26

图 目 录

图 1: 铁矿 Big4 大概市占率在 40%左右	1
图 2: 2013 年全球铁矿石生产曲线, Big4 成本较低	1
图 3: 铁矿 Big4 在 2010 年开启新一轮资本开支周期	2
图 4: Big4 铁矿产量从 2013 年 Q2 开始回升	2
图 5: 国内铁矿石扩产高峰主要在 2012 年 Q1 左右	3
图 6: 2013 年后国内黑色终端需求开始下行 (%)	3
图 7: 截至 2023Q4, 锂矿仍在资本开支高峰	4
图 8: 锂电链和黑色链较为相似	4
图 9: 13 年之后、16 年之前, 钢铁板块超额收益可以划分成五阶段	5
图 10: 2008 年四万亿之后中国产能利用率持续下滑 (%)	6
图 11: 相较历轮全球复苏周期, 13 年韩国出口增速均值较低, 隐含当时全球经济弱复苏 (%)	6
图 12: 根据钢材和铁矿现货价格计算的钢厂利润和官方季度数据有较强的相关性	6
图 13: 13 年钢铁高频利润开始快速下行	7
图 14: 12 年中国粗钢产能快速扩张	7
图 15: 上市钢铁公司在建工程增速	7
图 16: 13 年黑色链库存压力排序: 钢厂>社会中下游>港口	8
图 17: 2014 年开始, 钢厂高频利润开始止跌企稳	10
图 18: 14 年 4 月开始, 社会中下游钢材库存开始去化	11
图 19: 阶段 (3) 中, 权益市场钢铁板块展现出超额收益, 同期现货却持续跌价	13
图 20: 2014 年下半年开始地产逐步放松, 助推地产销售冲高	14
图 21: 上游铁矿和下游钢厂扩张速度在 13 年下半年开始背离	14
图 22: 国内铁矿和海外铁矿利润增速在 14 年回落	14
图 23: 国内普钢和特钢利润增速在 14 年逐季修复	14
图 24: 国内普钢和特钢毛利率在 14 年逐季修复	15
图 25: 国内铁矿和海外铁矿毛利在 14 年下行	15
图 26: 15 年年初, 铁矿石现货价格跌破 08 年低点	16
图 27: 15 年年初国内工业需求持续萎靡	16
图 28: 15 年年初开始, 钢厂高频利润跌破前期低位, 再度下行	16
图 29: 15 年 Q4, 普钢和特钢毛利快速回落	18
图 30: 15 年 Q4, 海内外铁矿石毛利均被下行	18
图 31: 15 年海外铁矿 Big4 负债/EBIT 创 06 年以来新高	19
图 32: 黑色产能过剩前, 上游铁矿端超额收益明显	20
图 33: 海外铁矿 Big4 相对美股跑赢	20
图 34: 当市场在 13 年确认上游 capex 高峰后, 矿山股超额收益开始脱离现货价格	21
图 35: 碳酸锂价格和锂矿企业 capex 增速	22
图 36: 2015 年全球铁矿石矿山生产成本曲线	23
图 37: 90%分位生产成本是铜价的重要支撑位	23
图 38: 铁矿石价格和各分位数生产成本 (美元/吨)	24
图 39: 碳酸锂价格和各分位数生产成本 (元/吨)	25

图 40：海内外锂矿企业财务状况均良好，资产负债表压力不大	26
图 41：锂电链和黑色链超额收益对比	26
图 42：锂电中游的正极和电解液高频价差正在企稳.....	27
图 43：24 年一季报显示正极环节单季度盈利增速修复最快.....	27
图 44：碳酸锂库存正在去化	27
图 45：14 年螺纹钢库存去化	27
图 46：国内动力电池月度装机量，24 年 4 月创新高（兆瓦时）	28
图 47：14 年下半年开始，国内钢厂开工率创新高	28
图 48：锂电中游各环节单季度毛利率（%）	29
图 49：当前锂电中游和上游 capex 增速出现劈叉.....	29

表 目 录

表 1：阶段（1）中细分钢铁个股表现，特钢明显跑赢普钢	9
表 2：13 年四季度开始，控钢铁产能政策开始陆续出台	10
表 3：阶段（2）中细分钢铁个股表现，普钢开始和特钢不相上下	12
表 4：阶段（3）中细分钢铁个股表现	15
表 5：阶段（4）中细分钢铁个股表现	17
表 6：阶段（5）中细分钢铁个股表现	19

近年来国内新能源逐步进入过剩阶段，行业产成品价格大规模腰斩，跌价氛围下各环节利润被迫出清，权益市场上相关行业遭到盈利估值双杀。行至当前，无论是产业者还是投资者，皆对行业过剩未来何时出清、怎么出清充满疑惑。

考虑到锂电链和黑色链数据可得较强，本篇报告我们试图对十年前国内黑色产能过剩进行复盘，同时根据黑色板块交易逻辑演绎划分出不同阶段。我们发现，产能过剩并非意味着相关板块一定跑输大盘，在行业上下游产能扩张速度有差异的情况下，行业部分环节将经历“衰退式盈利”，此时对应该环节股价（超额收益）走高。我们认为当前的锂电中游存在着类似的机会，下文开始进行详细论述。

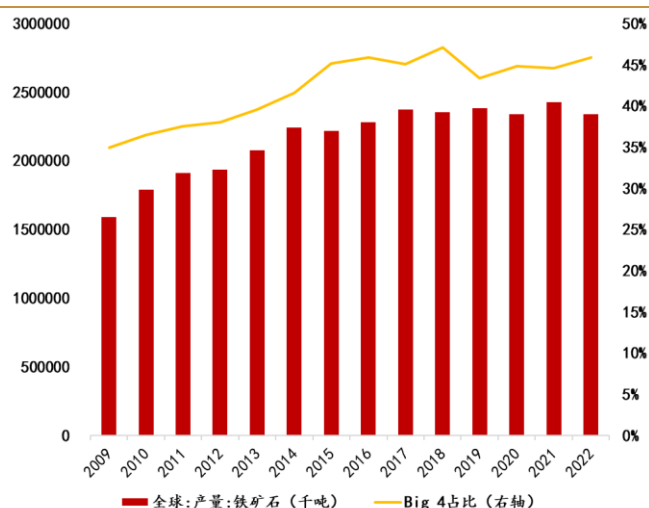
1 2013~2015 铁矿石产能过剩周期是怎么来的，能和当前碳酸锂过剩类比吗？

2011 年之前中国经济高速增长，大宗商品价格翻了几倍又几倍，铁矿石也不例外，其价格从 06 年的 58 美元/吨暴涨至 2011 年的 180 美元/吨。在高价高利润驱动下自然而然引发了全球矿商对于铁矿石投资开发采掘的热情。当时全球铁矿石主要产量集中于 Big 4（当前亦是如此），分别是淡水河谷（巴西）、必拓（澳大利亚）、力和必拓（澳大利亚）和 FMG（澳大利亚）。

从产量数据上看，2010 年之后 Big 4 每年生产的铁矿石产量大致占全球的 30%~50% 左右，再加上 Big 4 铁矿石边际生产成本处于全球最低一档，这意味着 Big 4 手里既掌握“货”，同时生产成本还优于业内其它同行，因此 Big 4 属于铁矿石市场上最强有力的绝对定价者。

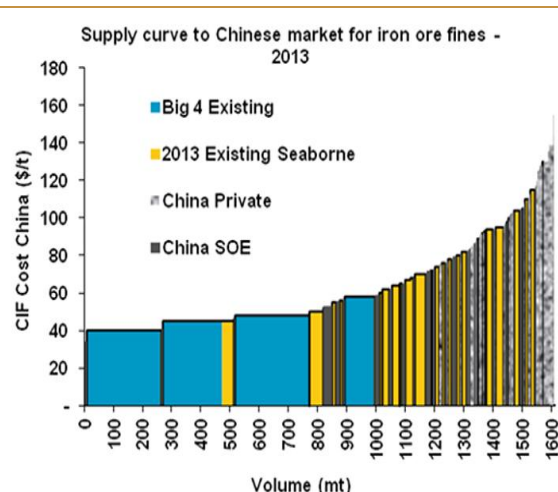
类比来看，当下全球主要锂矿企业包括 SQM（智利）、雅宝（美国）、赣锋锂业、天齐锂业等，从 23 年产量上看上述四个锂矿市占率同样在 50% 左右，和铁矿 Big4 一样属于强有力的定价者。

图 1：铁矿 Big4 大概市占率在 40% 左右



数据来源：wind、西南证券整理

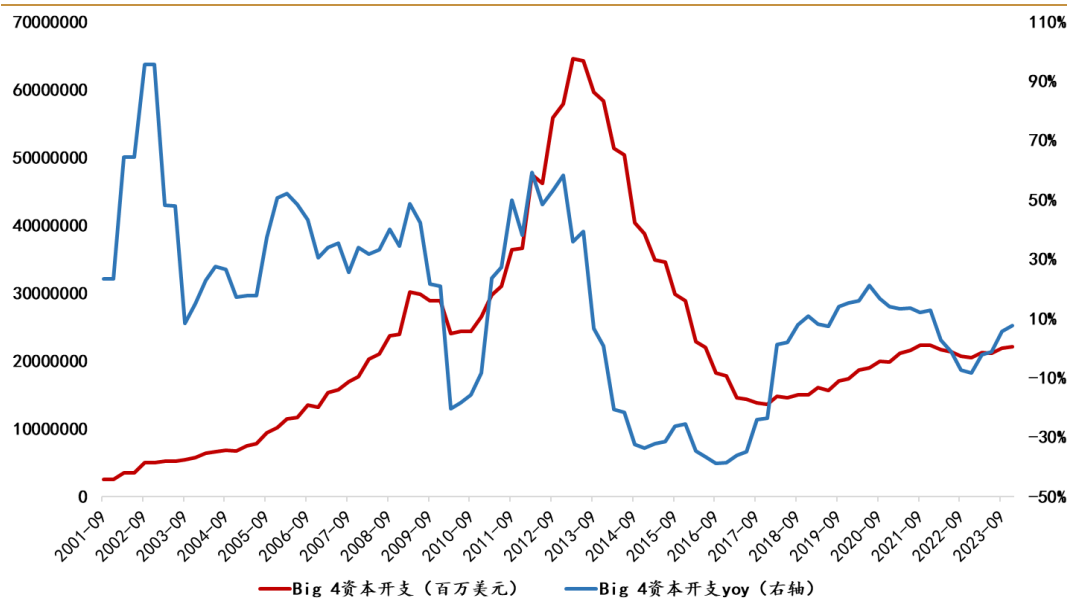
图 2：2013 年全球铁矿石生产曲线，Big4 成本较低



数据来源：wood mackenzie、西南证券整理

前文提到 2006 年之后铁矿石价格飞涨，掀起全球矿商开发铁矿资源的热情，因此 Big 4 在金融危机后同样顺势开启了新一轮资本开支。从财报数据上看，Big 4 资本开支增速于 2010Q1 触底，随后一路上行直至 2012 年 Q4，同比增加 58%。

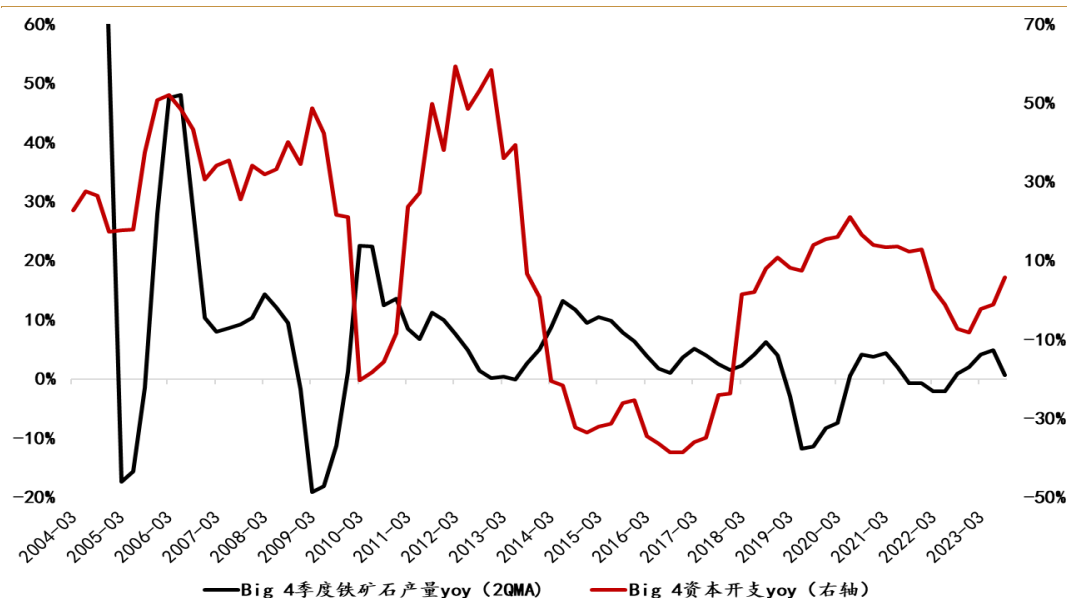
图 3：铁矿 Big4 在 2010 年开启新一轮资本开支周期



数据来源：wind，西南证券整理

从 Big 4 季度铁矿石产量上看，铁矿石产出增速从 2013 年 Q2 开始回升，期间最高峰是 2014 年 Q2（增速录得 13.2%）。

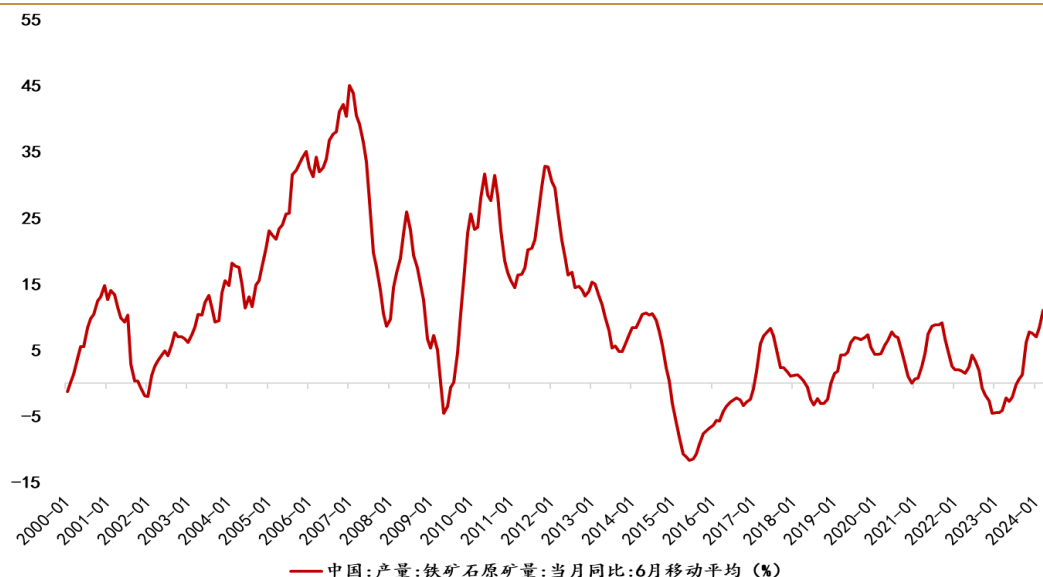
图 4：Big4 铁矿产量从 2013 年 Q2 开始回升



数据来源：wind，西南证券整理

高利润刺激下产量快速扩张的故事同样在国内上演。从统计局铁矿石产量增速上看，国内扩产高峰主要在 2012 年 Q1 左右，随后国内铁矿供给增速有所回落，且回落时间早于海外 Big4。这主要源于国内铁矿生产成本更高，相较 Big 4 每吨 30 美元~50 美元的成本，国内铁矿普遍在 80 美元~100 美元左右，在铁矿石价格下行过程中更容易被打到成本线而被挤出关停。

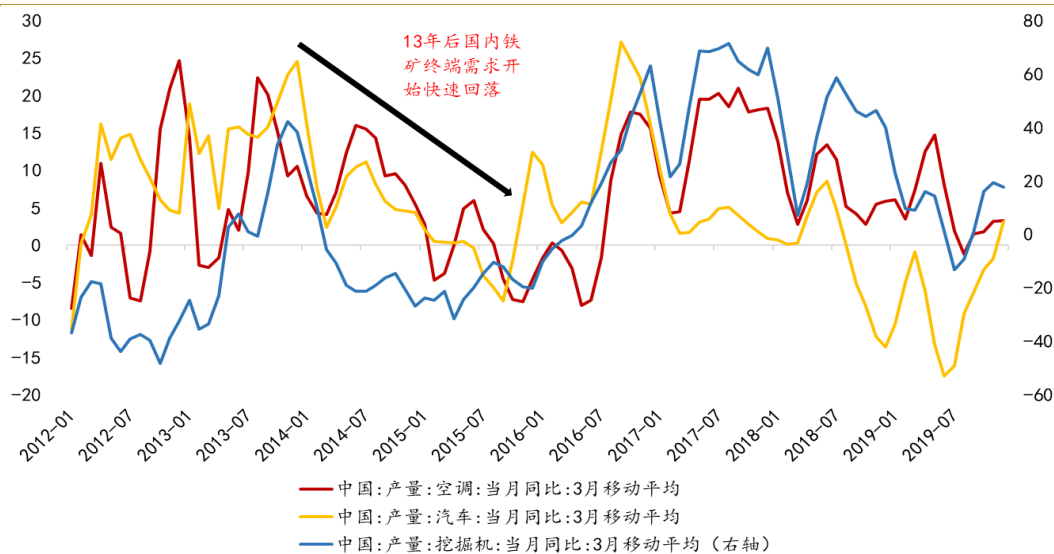
图 5：国内铁矿石扩产高峰主要在 2012 年 Q1 左右



数据来源：wind，西南证券整理

在国内外供给端双重发力下，铁矿石供给逐渐变得充裕。与此同时，作为全球最主要的铁矿需求国——中国，需求端反而在承受着压力。我们从铁矿最宽泛的三大终端需求来看——地产、家电、汽车，三者的需求增速在 2013 年之后普遍回落，下行周期持续将近两年（更具体的复盘我们在下文进行描述）。

图 6：2013 年后国内黑色终端需求开始下行（%）

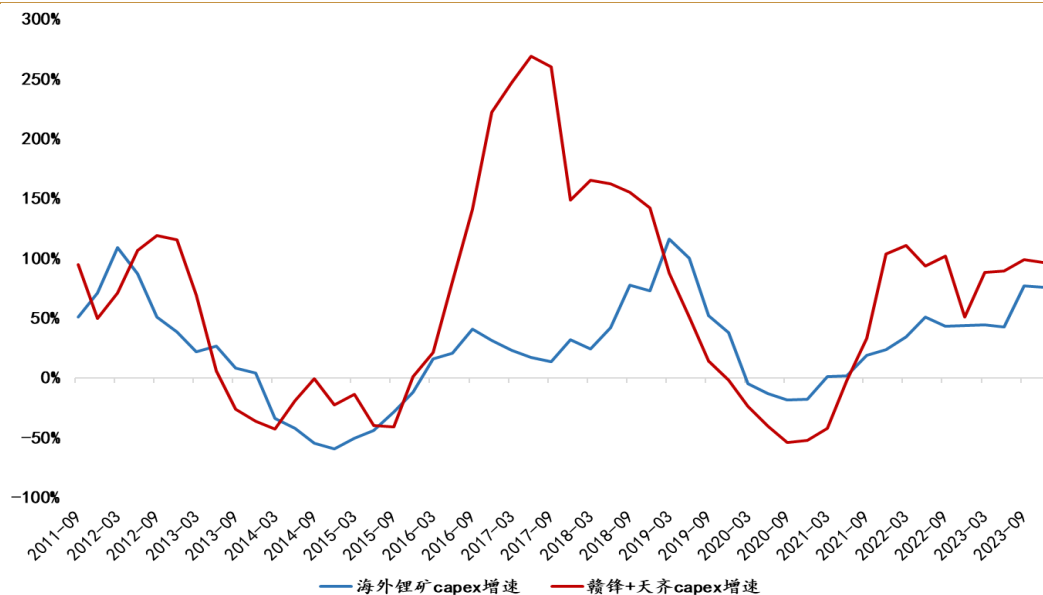


数据来源：wind，西南证券整理

总之，在“供应上+需求下”这一明显的供需劈叉现实下，黑色行业从源头端正式进入供给过剩周期，上游过剩的负面影响也将蔓延到一整个黑色产业链。

近两年的碳酸锂，同样也是类似的故事。疫情之后全球对新能源的快速推进带来碳酸锂需求的快速爆发，正如同 2001 年中国加入 WTO 叠加开启城镇化浪潮后所带来的钢铁需求增量；需求集中爆发带动产业链上游原材料价格翻了数倍之后，自然迎来上游矿企新一轮资本开支，只不过一个发生在 2012 年，一个发生在 2022 年。

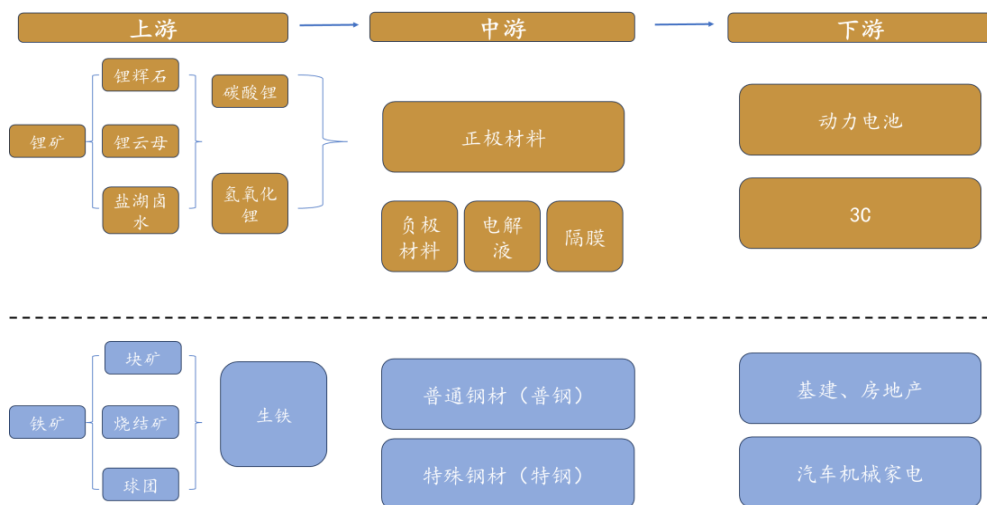
图 7：截至 2023Q4，锂矿仍在资本开支高峰



数据来源：wind，西南证券整理

参考具体产业链，锂电和钢铁较为类似。两者的上游均为矿山；锂电中游主要是正极、负极、电解液、隔膜，钢铁中游是各类钢材（我们主要分成普通钢材和特殊钢材）；锂电下游是电池厂，钢铁下游是建筑工地和家电汽车厂等。

图 8：锂电链和黑色链较为相似



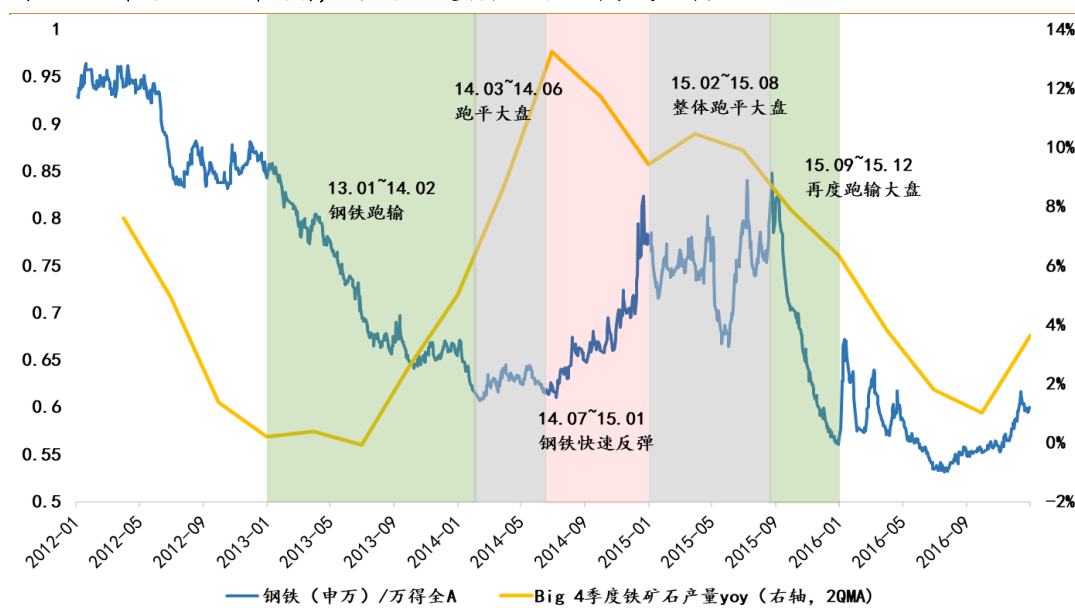
数据来源：Wind，西南证券整理

2 以钢铁板块超额收益划分十年前黑色链产能过剩时行情演绎的五阶段

前文提到，海外铁矿 Big4 从 11 年开始进入新一轮资本开支周期，两年后开始兑现，从 13 年开始铁矿石发货量持续放量，因此从逻辑上而言，此时整体黑色产业才切身感受到产能过剩。

因此观察 13 年之后、16 年供给侧改革正式落地之前钢铁行业的超额收益，我们可以将其划分出五阶段：（1）13.01~14.02，钢铁跑输大盘；（2）14.03~14.06，跑平大盘；（3）14.07~15.01，钢铁快速反弹；（4）15.02~15.08，行情较为波折，整体跑平；（5）15.09~15.12，再度跑输大盘。

图 9：13 年之后、16 年之前，钢铁板块超额收益可以划分成五阶段



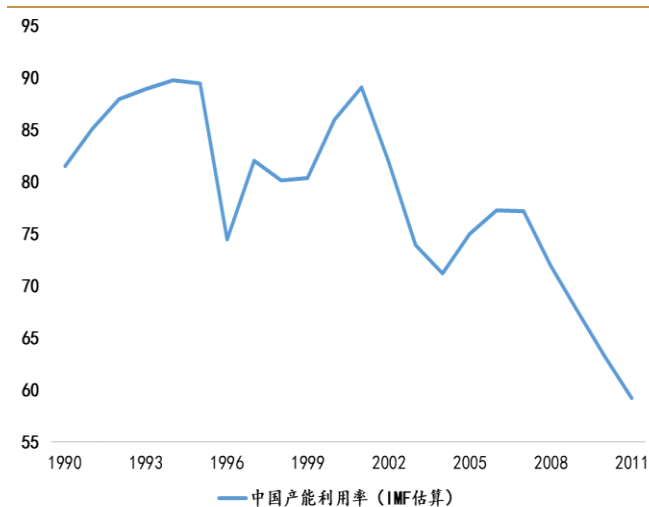
数据来源：wind，西南证券整理

2.1 阶段（1）13.01~14.02：宏观+产业双重压力下钢铁大幅跑输

13 年 2 月份国五条颁布，国家继续对前期过热的地产进行宏观调控，市场对经济复苏的信心被削弱大半。同时受 09 年四万亿投资狂潮后遗症，经济持续受产能过剩的大周期压制。从 IMF 估算的结果看，当时国内产能利用率只有 60% 左右，已经连续 4 年下滑。产能过剩引发工业产品价格通缩，PPI 持续负增，企业盈利受压制，进而无法驱动工业企业开启新一轮补库周期，因此对经济支撑力度减弱，市场再度预期经济将进入长期下行趋势。事后看，13 年二季度后经济虽然保持一定的复苏势头（如 PMI 持续处于 50 以上并缓慢向上），但整体幅度实际上不及年前的市场预期。

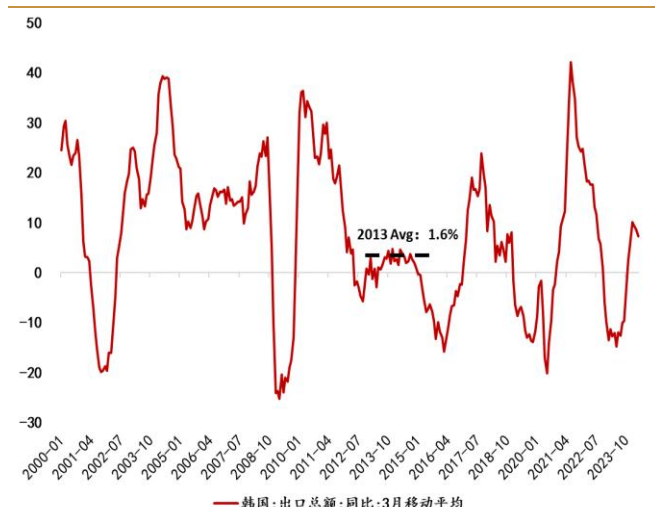
从外需上看 13 年也并未有过多亮眼的地方，尽管欧美制造业景气度在 13 年持续攀升，但韩国出口数据只基本上维持在个位数增长区间，这在历次全球复苏周期中属于偏弱的一次。

图 10：2008 年四万亿之后中国产能利用率持续下滑（%）



数据来源：wind、西南证券整理

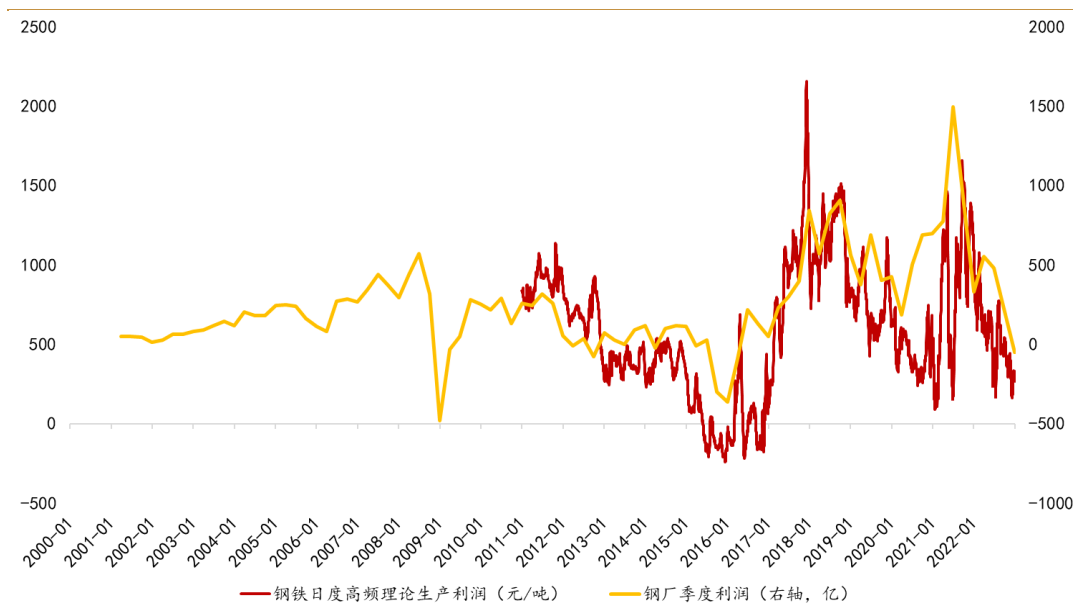
图 11：相较历轮全球复苏周期，13 年韩国出口增速均值较低，隐含当时全球经济弱复苏（%）



数据来源：wind、西南证券整理

我们用钢材生产的产成品和原材料日度价格带入到成本利润公式中，就能得到高频的钢厂利润跟踪数据。模拟出来的高频利润和实际统计的钢厂季度利润有很强的相关性，因此我们可以根据模拟利润来高频观察钢厂当前的盈利状况。

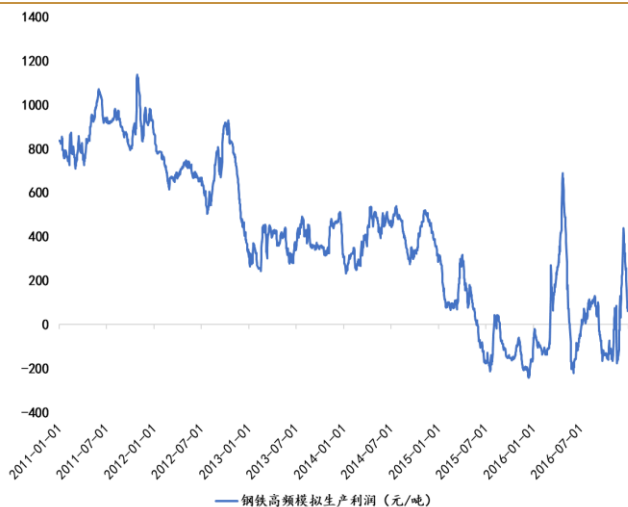
图 12：根据钢材和铁矿现货价格计算的钢厂利润和官方季度数据有较强的相关性



数据来源：wind、西南证券整理

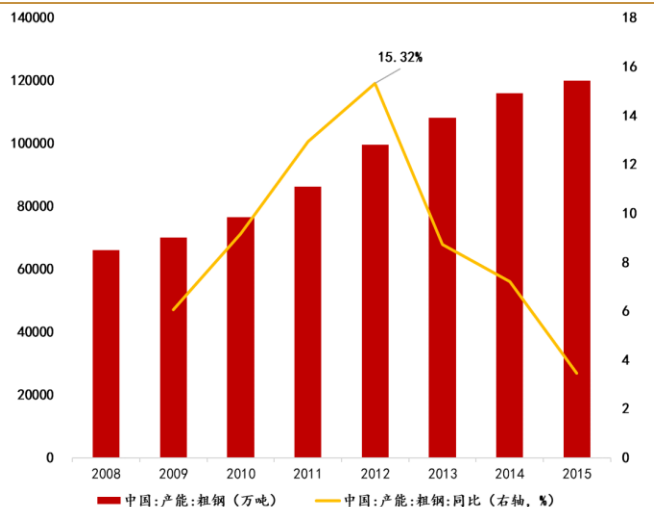
13 年全年平均模拟利润为 350 元/吨左右，和前两年的 880 元/吨和 680 元/吨相比大幅萎缩，13 年是钢厂利润大幅下滑的元年。全产业链产能过剩是主因，尽管前文一直提到海外铁矿 Big4 扩张，但就事论事而言，13 年产业链过剩矛盾最严重的地方是国内中下游钢厂。根据工信部官方数据，12 年中国粗钢产能为 9.9 亿吨，同比增速 15%，考虑到中国经济增速下台阶，粗钢端生产扩张明显超出实际需求。

图 13：13 年钢铁高频利润开始快速下行



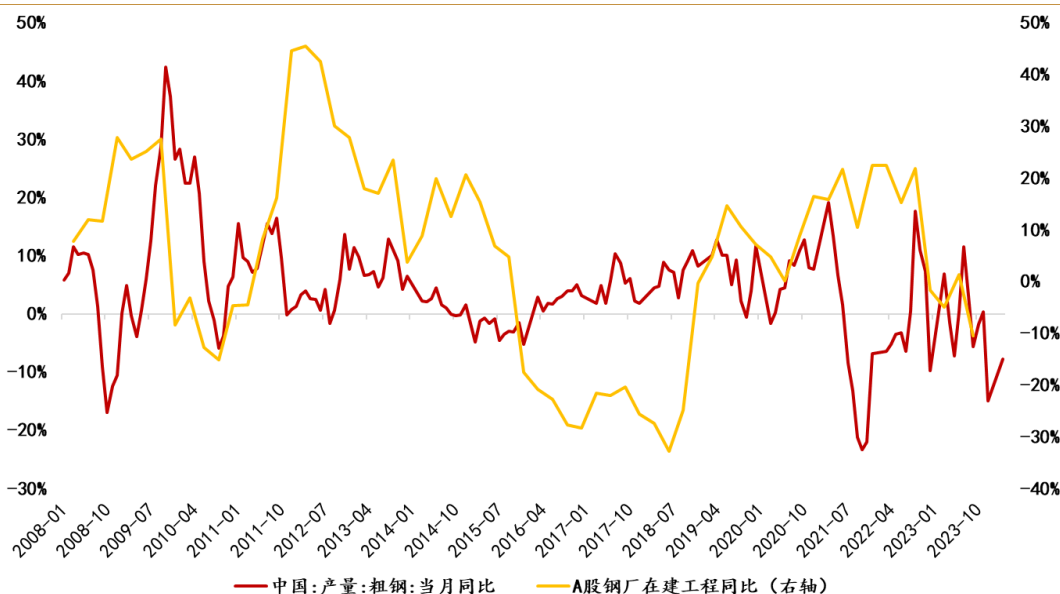
数据来源：wind、西南证券整理

图 14：12 年中国粗钢产能快速扩张



数据来源：wind、西南证券整理

图 15：上市钢铁公司在建工程增速



数据来源：wind、西南证券整理

产能的大量新增就相当于为该商品设了一个价格“天花板”，一旦商品价格大幅上行，必然对应项目加速落地和产能利用率的提高，因此产能增速过高的品种其价格将始终承压，而这就解释了为何 13 年钢材价格韧性十足（全年仅下跌了 10%），钢厂利润却大幅萎靡。

同时产能过剩必然带来库存压力。我们试图以一个相对全貌的视角去观察黑色链库存情况，而非只观察某一个环节。从实际产业链视角梳理：铁矿石在巴西和澳洲开采后经过海运运输至中国港口，紧接着钢厂从港口采购铁矿原料以冶炼成钢材，随后将钢材卖给国内贸易商，最后社会各终端需求方（建筑工地、家电厂等）从贸易商采购钢材进行加工制造。

考虑到数据可得性，我们主要考虑三大环节的库存压力：以港口铁矿石库存（代表上游原料）、钢厂螺纹钢（代表钢厂产成品压力）、社会螺纹钢库存（代表中下游贸易商库存）来观察行业整体库存变动情况。同时，我们主要计算当年库存相对过去 3 年季节性均值的比，来得到连续的时间序列。

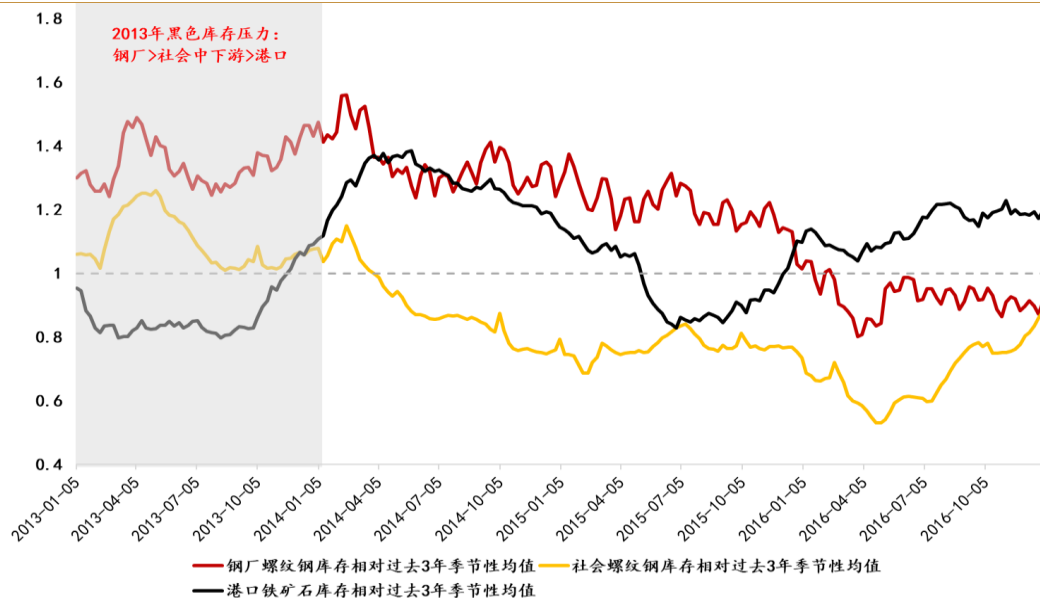
以“港口铁矿石库存”为例，我们将 2013 年第一周的库存数据除以 2010、2011 和 2012 年第一周库存的平均值。若比值大于 1，说明当前库存位于过去 3 年库存均值之上；反之，则说明当前库存低于过去 3 年库存均值。这样做的好处在于能够得到一个相对稳健的库存压力指标。

数据显示，13 年库存压力主要集中在钢厂环节，社会中下游环节其次，而上游铁矿库存压力最轻。全年来看钢厂库存接近过去 3 年均值的 1.5 倍左右，在钢厂产能大幅扩张、叠加下游需求疲弱的背景下符合逻辑；社会中下游库存则同样表现为库存稍高。两环节叠加看表明库存压力均普遍存在于钢厂和社会中下游贸易商，这也就解释了为什么 13 年全年无论是投资者还是产业参与者，心态均较为悲观。

而代表最上游的港口铁矿石库存存在 13 年 Q4 出现一波脉冲上升，这刚好对应 13 年开始海外铁矿 Big4 正式进入增产周期，经过 1~2 个月后铁矿石从巴西或澳洲海运至中国，因此 13 年四季度国内港口出现了一波明显的铁矿石原料累库。

总而言之，特别进入到 13 年下半年之后，产能过剩使得三大环节均存在着明显的库存压力。

图 16：13 年黑色链库存压力排序：钢厂>社会中下游>港口



数据来源：wind，西南证券整理

13 年黑色产业内部还存在着这么一种悲观预期，那就是大部分钢厂作为地方大型国有企业，不仅需要创收，还承担着地方财政税务和民生就业等多重目标。因此传统的市场化机制，即通过行业亏损驱逐部分多余产能来实现供需再平衡，相当困难。

因此在宏观和产业内部双重压力下，钢铁明显跑输大盘。产业链各环节股价表现，海外铁矿 Big4 (-4%) > 特钢 (-9%) > 普钢 (-24%) > 国内铁矿 (-40%)。

阶段（1）中特钢股表现极度亮眼，例如玉龙股份，涨幅 69%；久立特材，涨幅 58%；抚顺特钢，涨幅 46%；金洲管道，涨幅 13%。特钢（主营油气管道或高端管材等）作为护城河较高、且能显著避免和传统钢铁竞争的细分行业，受到投资者追捧买入。普通的钢铁股在阶段（1）跌幅中位数在-25%左右。

表 1：阶段（1）中细分钢铁个股表现，特钢明显跑赢普钢

代码	简称	上市日期	阶段（1） 13.01~14.02 股价表现	区间首日PB	区间末尾PB	PB变化	13Q4 ROE TTM	13Q4 扣非利润TTM 增速	所属细分行业
601028.SH	玉龙股份	2011-11-07	69.4%	1.51	2.42	60.04%	7.36%	34.2%	金属制品
002318.SZ	久立特材	2009-12-11	58.8%	2.37	3.28	38.51%	12.16%	38.5%	特钢Ⅲ
600399.SH	抚顺特钢	2000-12-29	46.0%	1.54	2.22	44.44%	1.35%	-4.6%	特钢Ⅲ
002443.SZ	金洲管道	2010-07-06	13.2%	1.87	1.78	-4.82%	5.84%	4.3%	特钢Ⅲ
600992.SH	贵绳股份	2004-05-14	9.1%	1.22	1.29	5.44%	1.53%	17.3%	金属制品
600126.SH	杭钢股份	1998-03-11	6.9%	0.77	0.84	9.81%	0.62%	99.3%	板材
002075.SZ	沙钢股份	2006-10-25	5.9%	2.60	2.67	2.67%	1.20%	217.7%	特钢Ⅲ
600507.SH	方大特钢	2003-09-30	3.8%	1.61	1.59	-1.28%	21.78%	1.6%	特钢Ⅲ
000890.SZ	法尔胜	1999-01-19	2.6%	1.41	1.44	2.13%	0.62%	126.1%	金属制品
600784.SH	鲁银投资	1996-12-25	1.0%	3.01	2.21	-26.43%	9.68%	-12.3%	综合Ⅲ
002478.SZ	常宝股份	2010-09-21	-2.8%	1.69	1.47	-13.51%	8.44%	0.3%	特钢Ⅲ
002110.SZ	三钢闽光	2007-01-26	-4.2%	1.00	0.92	-7.79%	1.93%	118.7%	长材
200761.SZ	本钢板B	1997-07-08	-5.8%	0.43	0.38	-10.42%	1.80%	124.0%	板材
000778.SZ	新兴铸管	1997-06-06	-14.8%	1.08	0.86	-20.48%	6.49%	-99.2%	钢铁管材
002132.SZ	恒星科技	2007-04-27	-15.0%	2.26	1.85	-17.80%	2.73%	154.4%	金属制品
000761.SZ	本钢板材	1998-01-15	-17.0%	0.69	0.57	-18.48%	1.80%	124.0%	板材
600010.SH	包钢股份	2001-03-09	-18.9%	2.71	1.84	-32.15%	1.33%	-49.6%	板材
600782.SH	新钢股份	1996-12-25	-20.4%	0.74	0.62	-15.56%	1.44%	105.8%	板材
000708.SZ	中信特钢	1997-03-26	-21.2%	1.13	0.83	-26.59%	6.42%	18.3%	特钢Ⅲ
600019.SH	宝钢股份	2000-12-12	-22.3%	0.75	0.55	-26.97%	5.27%	43.1%	板材
000959.SZ	首钢股份	1999-12-16	-22.5%	1.12	0.91	-18.80%	-3.22%	31.7%	板材
600808.SH	马钢股份	1994-01-06	-23.1%	0.67	0.54	-19.21%	0.68%	88.7%	板材
000932.SZ	华菱钢铁	1999-08-03	-24.5%	0.65	0.54	-16.73%	1.05%	88.5%	板材
000717.SZ	中南股份	1997-05-08	-24.8%	1.21	0.97	-19.95%	2.33%	97.0%	长材
600569.SH	安阳钢铁	2001-08-20	-25.2%	0.66	0.58	-11.04%	0.72%	100.6%	板材
600282.SH	南钢股份	2000-09-19	-27.1%	1.03	0.75	-26.81%	-7.47%	50.7%	板材
000898.SZ	鞍钢股份	1997-12-25	-27.8%	0.59	0.43	-27.01%	1.64%	117.1%	板材
600022.SZ	山东钢铁	2004-06-29	-27.9%	0.95	0.80	-16.21%	1.22%	99.0%	板材
600307.SH	酒钢宏兴	2000-12-20	-28.2%	1.12	0.76	-31.87%	-14.24%	-597.9%	板材
000825.SZ	太钢不锈	1998-10-21	-31.9%	0.87	0.56	-35.23%	2.56%	-44.9%	特钢Ⅲ
600117.SH	ST西钢	1997-10-15	-32.5%	1.27	0.84	-33.49%	-2.53%	-907.4%	特钢Ⅲ
601003.SH	柳钢股份	2007-02-27	-34.1%	1.55	0.93	-40.08%	3.86%	241.7%	板材
000709.SZ	河钢股份	1997-04-16	-34.3%	0.66	0.44	-34.02%	0.27%	-175.5%	板材
600231.SH	凌钢股份	2000-05-11	-35.8%	0.96	0.63	-34.09%	2.00%	-21.0%	长材
600581.SH	八一钢铁	2002-08-16	-35.9%	1.27	0.79	-37.70%	0.92%	-69.7%	板材
601005.SH	重庆钢铁	2007-02-28	-37.7%	2.21	0.96	-56.71%	-25.20%	-33.8%	特钢Ⅲ

数据来源：wind，西南证券整理

2.2 阶段（2）14.03~14.06：产能出清预期开始发酵，行业跑平大盘

供给端：从 13 年 9 月份开始，一系列利于黑色行业出清的政策开始出台。按照国务院文件看，粗钢总产能将在未来压降 8% 左右。13 年 11 月，国内第一钢铁产能大省河北在媒体直播上公开拆除共 26 座炼钢炉，共拆除钢铁产能 680 万吨；同时，政府机构开始核查钢铁企业环保整改情况，若到期不达标，将面临信贷收紧、行政问责等惩罚措施。种种措施落地后，市场对于黑色产能出清预期开始发酵。

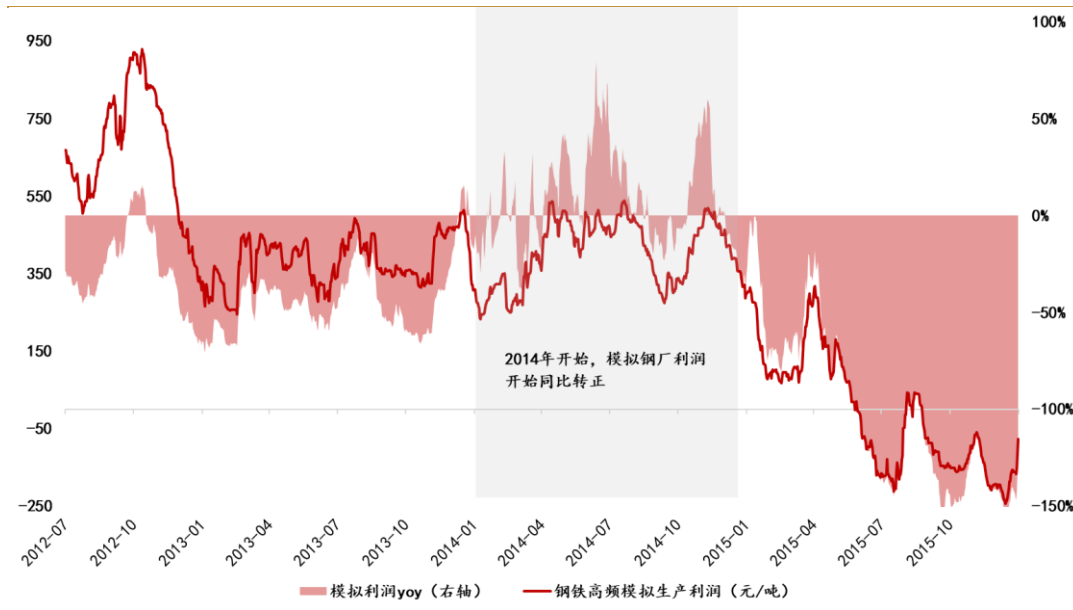
表 2：13 年四季度开始，控钢铁产能政策开始陆续出台

政策名称	发布部门	发布时间	相关内容
大气污染防治行动计划	国务院	2013年9月	到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，优良天数逐年提高。 京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降25%、20%、15%左右。 北京市细颗粒物年均浓度控制在60微克/立方米左右 提出十项具体措施，包括加大综合治理力度、调整优化产业结构、加快企业技术改造等。
京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则	环保部、发改委、工信部	2013年9月	钢铁行业完成除尘升级改造的产能规模不得低于6538万吨。 到2017年年底，钢铁行业完成清洁生产审核，推进企业清洁生产技术改造。 不得审批钢铁等产能严重过剩行业新增产能项目。 加快淘汰落后产能，具体包括北京市、天津市、河北省、山西省、山东省的产能调整和淘汰。
河北省大气污染防治行动计划实施方案	河北省	2013年9月	到2015年，全省71家钢铁企业的120台烧结机和球团生产设备均要安装脱硫设施。 至2017年，全省钢铁产能削减6000万吨。 到2017年，规模以上工业企业单位工业增加值能耗比2012年降低20%以上。
关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见	国务院	2013年10月	2015年之前再淘汰炼铁1500万吨，炼钢1500万吨 重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西以及江西等地区钢铁产业结构调整，压缩钢铁总产能8000万吨以上
银监会主席尚福林在银行化解产能过剩暨践行绿色信贷会议上的讲话	银监会	2013年11月	践行绿色信贷标准，支持企业节能减排，限制高污染、高能耗行业发展 支持扩大有效需求，助推消化一批产能 支持钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等产业领域内的优势企业走出去，在全球范围内开展资源和价值链整合 支持企业兼并重组，助推整合一批产能，并购贷款期限可延长至7年

数据来源：新华网，西南证券整理

而且从 14 年开始，高频模拟利润显示钢厂利润停止下行；如若计算同比，则同样进入 14 年后钢厂利润开始转正。前期因为产能过剩而被不断压缩的生产利润终于得以喘息，“差无可差”开始成为市场新的博弈主线。

图 17：2014 年开始，钢厂高频利润开始止跌企稳



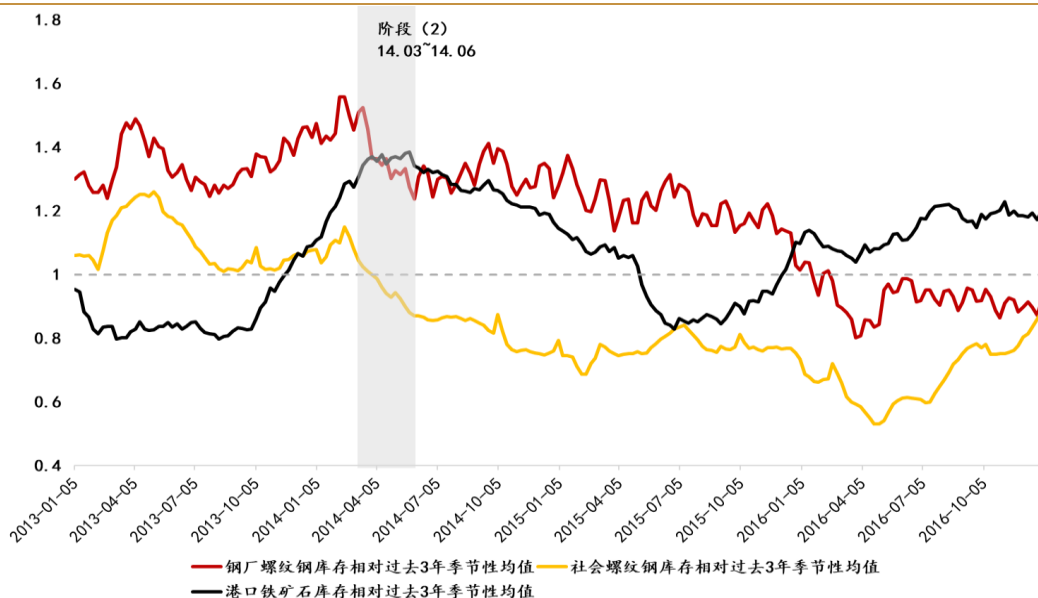
数据来源：Wind，西南证券整理

需求端上看，14年之后国内经济进入新一轮下行周期，产能过剩问题进一步发酵，最典型的例子就是14年下半年开始空调龙头企业为了应对高企的渠道库存开启轰轰烈烈的价格战，终端行业也陷入到产能过剩的泥潭中。

因此此背景下钢厂利润的增速回正，更多归因到铁矿原料价格下跌的幅度大于钢材产成品，钢厂正在经历“衰退式盈利”，此情形和宏观下行周期中出现的“衰退式顺差”大致类似。

从黑色链三大环节库存上看，此阶段代表中下游环节的社会库存开始明显去库，开始低于过去3年季节性均值，这对于产业而言是一个明显利多的信号。回看当时市场预期，也能发现投资者对后续中下游补库的期待开始增加；而中游钢厂环节内部库存相比之前有所去化，但依然维持在相对高位。代表最上游的港口铁矿石库存继续冲高，原料愈发宽松。从三大环节库存变动上看，下游去库+上游累库，这种环境确实有助于钢厂利润修复。

图 18：14 年 4 月开始，社会中下游钢材库存开始去化



数据来源：Wind，西南证券整理

统计该阶段钢铁各环节表现：特钢（1%）>普钢（-0.5%）>国内铁矿（-1.2%）>海外铁矿 Big4（-7%）。

和阶段（1）中特钢大获全胜不同，行业盈利的修复预期使得普钢在阶段（2）开始重新占据主线，表现前 10 个股里面有一半都是代表普钢的板材，而上一个阶段的龙头玉龙股份和久立特材则表现相对靠后。

表 3：阶段（2）中细分钢铁个股表现，普钢开始和特钢不相上下

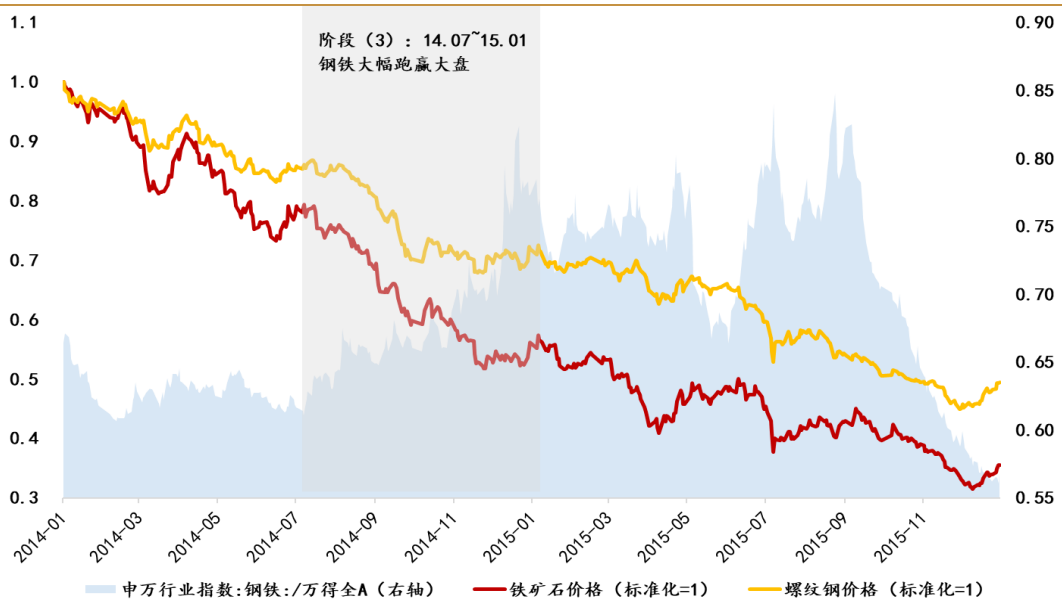
代码	简称	上市日期	上阶段 股价表现	阶段（2）14.3~14.6 股价表现	区间首日PB	区间末尾PB	PB变化	14Q2 ROE TTM	14Q2 扣非利润TTM 增速	所属细分行业
000761.SZ	本钢板材	1998-01-15	-17.0%	39.6%	0.57	0.79	40.32%	1.84%	15.5%	板材
600399.SH	抚顺特钢	2000-12-29	46.0%	26.4%	2.22	2.78	25.43%	1.53%	14.0%	特钢III
002132.SZ	恒星科技	2007-04-27	-15.0%	22.1%	1.85	2.26	21.70%	4.14%	666.8%	金属制品
000959.SZ	首钢股份	1999-12-16	-22.5%	15.0%	0.91	0.62	-31.35%	0.24%	59.8%	板材
600019.SH	宝钢股份	2000-12-12	-22.3%	14.1%	0.55	0.61	11.59%	4.71%	-14.2%	板材
600992.SH	贵绳股份	2004-05-14	9.1%	12.7%	1.29	1.45	12.05%	1.65%	19.9%	金属制品
000932.SZ	华菱钢铁	1999-08-03	-24.5%	11.6%	0.52	0.58	13.02%	5.00%	92.9%	板材
000825.SZ	太钢不锈	1998-10-21	-31.9%	11.3%	0.56	0.61	9.16%	2.74%	21.8%	特钢III
600569.SH	安阳钢铁	2001-08-20	-25.2%	10.8%	0.58	0.61	4.35%	9.63%	106.8%	板材
000890.SZ	法尔胜	1999-01-19	2.6%	10.2%	1.44	1.59	10.34%	0.52%	-18.6%	金属制品
000898.SZ	鞍钢股份	1997-12-25	-27.8%	10.0%	0.43	0.47	8.80%	1.36%	-14.3%	板材
000708.SZ	中信特钢	1997-03-26	-21.2%	9.0%	0.83	0.89	6.84%	6.99%	22.5%	特钢III
601003.SH	柳钢股份	2007-02-27	-34.1%	8.9%	0.93	0.99	6.77%	8.62%	311.4%	板材
600126.SH	杭钢股份	1998-03-11	6.9%	6.8%	0.84	0.89	5.54%	3.06%	107.0%	板材
000709.SZ	河钢股份	1997-04-16	-34.3%	5.7%	0.44	0.46	5.31%	0.87%	642.8%	板材
000778.SZ	新兴铸管	1997-06-06	-14.8%	4.6%	0.86	0.85	-0.69%	6.99%	-110.1%	钢铁管材
200761.SZ	本钢板B	1997-07-08	-5.8%	3.3%	0.38	0.40	4.49%	1.84%	15.5%	板材
000717.SZ	中南股份	1997-05-08	-24.8%	-1.2%	0.97	1.03	6.11%	-17.92%	-1761.4%	长材
600808.SH	马钢股份	1994-01-06	-23.1%	-1.3%	0.54	0.54	-1.16%	-1.07%	-101.4%	板材
600022.SH	山东钢铁	2004-06-29	-27.9%	-1.3%	0.80	0.79	-0.61%	-3.66%	-362.0%	板材
601005.SH	重庆钢铁	2007-02-28	-37.7%	-2.2%	0.96	1.05	9.92%	-25.95%	-23.0%	特钢III
600581.SH	八一钢铁	2002-08-16	-35.9%	-2.7%	0.79	0.81	2.38%	-25.47%	-1401.2%	板材
600507.SH	方大特钢	2003-09-30	3.8%	-2.8%	1.59	1.63	2.34%	21.76%	0.8%	特钢III
600784.SH	鲁银投资	1996-12-25	1.0%	-3.1%	2.21	2.06	-7.10%	7.29%	29.1%	综合III
002075.SZ	沙钢股份	2006-10-25	5.9%	-3.3%	2.67	2.58	-3.39%	2.28%	357.4%	特钢III
600307.SH	酒钢宏兴	2000-12-20	-28.2%	-3.9%	0.76	0.88	14.85%	-17.99%	-240.5%	板材
002318.SZ	久立特材	2009-12-11	58.8%	-4.5%	3.28	2.93	-10.52%	11.37%	9.4%	特钢III
002478.SZ	常宝股份	2010-09-21	-2.8%	-5.1%	1.47	1.37	-6.16%	8.71%	11.3%	特钢III
600117.SH	ST西钢	1997-10-15	-32.5%	-5.4%	0.84	0.85	1.01%	-9.84%	-314.6%	特钢III
600282.SH	南钢股份	2000-09-19	-27.1%	-7.6%	0.75	0.74	-1.35%	-5.06%	-38.5%	板材
600231.SH	凌钢股份	2000-05-11	-35.8%	-9.6%	0.63	0.60	-5.14%	-6.48%	-6.6%	长材
002110.SZ	三钢闽光	2007-01-26	-4.2%	-9.8%	0.92	0.84	-8.27%	1.52%	-31.7%	长材
002443.SZ	金洲管道	2010-07-06	13.2%	-11.1%	1.78	1.59	-10.95%	4.72%	-45.0%	特钢III
601028.SH	玉龙股份	2011-11-07	69.4%	-12.4%	2.42	2.09	-13.84%	6.88%	-24.0%	金属制品
600782.SH	新钢股份	1996-12-25	-20.4%	-16.5%	0.62	0.50	-19.34%	4.17%	86.6%	板材
600010.SH	包钢股份	2001-03-09	-18.9%	-16.9%	1.84	1.54	-16.48%	0.91%	-54.7%	板材

数据来源：Wind、西南证券整理

2.3 阶段（3）14.07~15.01：宏观地产放松+行业衰退式盈利改善，利好共振下行业一转颓势

14年7月开始至15年1月，钢铁板块上涨87%，大幅跑赢基准（同期万得全A涨54%），该涨幅仅次于非银金融，位于31个申万一级行业中第二。诡异的是，同期黑色现货市场一片哀嚎，螺纹钢下跌18%、铁矿石下跌32%，黑色产业信心进一步崩塌，投资黑色商品和黑色股票完全是冰火两重天的感受。

图 19：阶段（3）中，权益市场钢铁板块展现出超额收益，同期现货却持续跌价



数据来源: wind, 西南证券整理

权益市场上钢铁行业的重新跑赢，最直接驱动因素就是地产需求的预期好转。

从 14 年 7 月开始，地产放松潮开始。7 月 10 日，济南宣布取消限购，打响省会城市放松第一枪；紧接着 7 月 15 日，海口宣布购房不再需要购房者提供套数证明，各地方政府紧随其后跟进放松政策。9 月 30 日，“930”新政出台，中央层面开启全国性宽松潮：对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，贷款购买第二套住房时，可按照首套房贷政策执行；对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍，同年 11 月央行重启降息。

前文提及，阶段（1）中 13 年 2 月的国五条出台后，地产周期被压制；而 14 年“930 新政”从信贷、购房条件等各方面对地产进行解绑，各地楼市迅速回暖，三十城地产销售同比增速从 14 年 9 月的-7%迅速上冲至 14 年 12 月的 30%。

供给端上看，产能过剩依旧存在，但边际利好出现，钢厂利润暂时稳住。

前文提及，14 年连最终端的空调行业都发生了明显的价格战，这意味着以黑色链来看，自上而下均存在着明显的产能过剩。但是全行业过剩的背景下，环节间过剩的“多与寡”将决定利润分配的格局。

14 年 Q2 是海外铁矿 Big4 的发货量高峰，铁矿发货量同比增幅 13%，创新一轮资本开支以来供应新高；相比之下，14 年国内粗钢产能仅增加 7%，从前高 15% 回落将近一半。实际上供给端上的“13%”和需求端上的“7%”这两个数字很难进行直接对比，但两者的趋势是明显背离的，海外矿石供给在持续扩张，而国内粗钢产能确从高位回落。两环节扩张速度的差异将决定着扩张较慢的一方能获得更多的利润分配。

图 20：2014 年下半年开始地产逐步放松，助推地产销售冲高

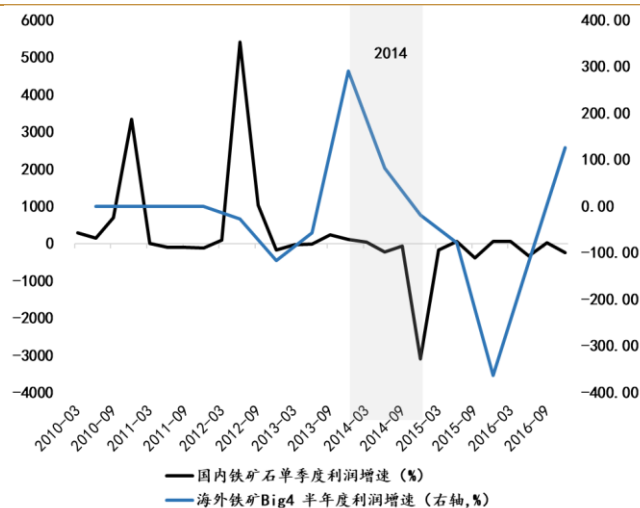


数据来源：wind、西南证券整理

从黑色细分环节观察上市公司财报，国内上游铁矿企业受海外 Big4 增产拖累，14 年单季度利润大幅萎缩，增速分别是 32%、-227%、-67%和-3094%；单季度毛利率分别是 31%、25%、22%和 22%。

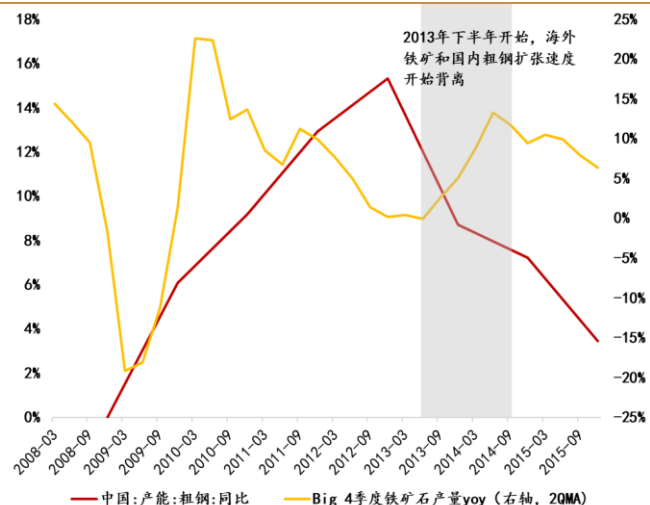
而中游钢厂利润则得到显著修复，其中普钢企业利润修复最快，单季度利润增速为 -104%、-26%、46%和 1131%；特钢企业单季度利润增速为 -47%、25%、-56%和 396%。不过由于特钢受益于产品竞争力和护城河，毛利高于普钢，前者单季度毛利率基本高出后者 50%。总的来说，14 年钢厂利润的改善并不依赖于产品价格的上涨，更多是原料价格下跌所展现出来的被动式修复。

图 22：国内铁矿和海外铁矿利润增速在 14 年回落



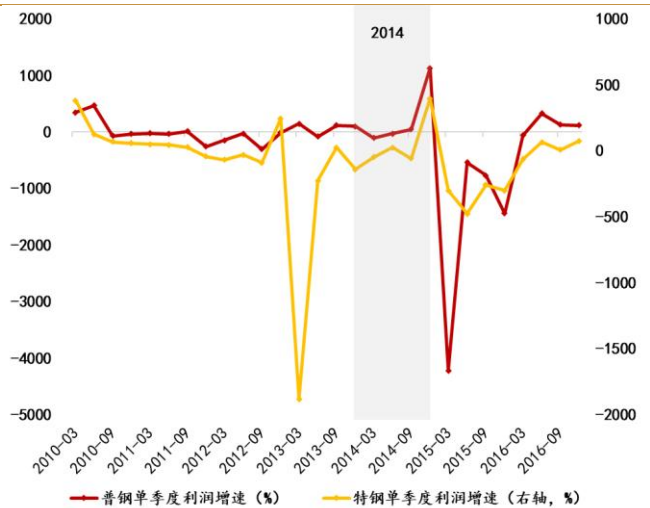
数据来源：wind、西南证券整理

图 21：上游铁矿和下游钢厂扩张速度在 13 年下半年开始背离



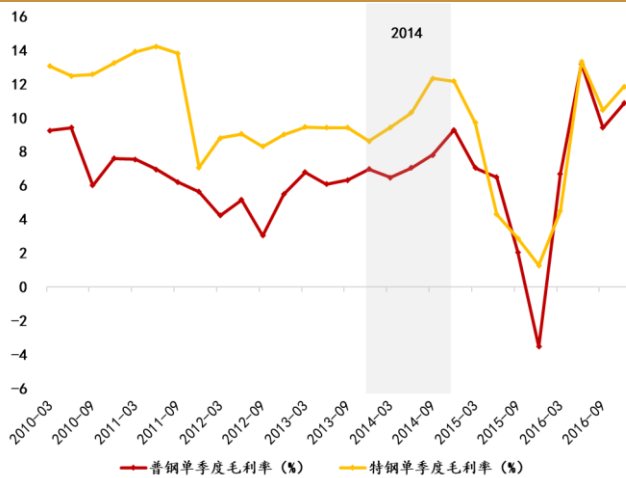
数据来源：wind、西南证券整理

图 23：国内普钢和特钢利润增速在 14 年逐季修复



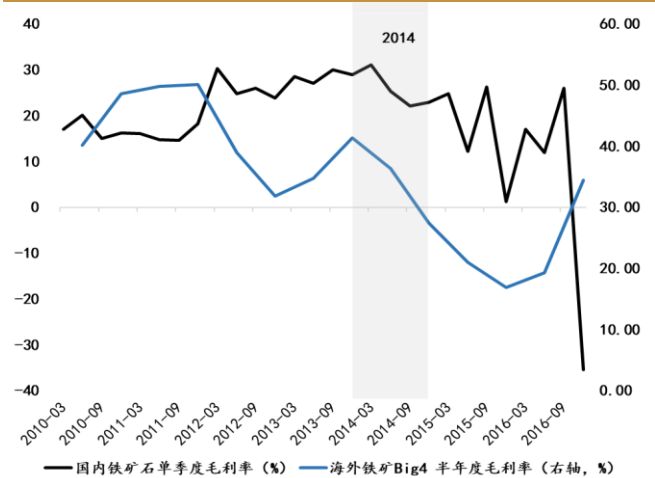
数据来源：wind、西南证券整理

图 24：国内普钢和特钢毛利率在 14 年逐季修复



数据来源：wind、西南证券整理

图 25：国内铁矿和海外铁矿毛利在 14 年下行



数据来源：wind、西南证券整理

统计该阶段钢铁各环节表现：特钢（92%）>普钢（89%）>国内铁矿（40%）>海外铁矿 Big4（-34%）。

具体到钢铁板块个股，由于 14 年下半年之后 A 股“主题炒作”的偏好开始跃升，在转型升级和并购重组预期下，军工相关特钢及材料股抚顺特钢录得涨幅第一。整体来看特钢和普钢均有不错的亮眼表现，但押注普钢明显胜率更高。

表 4：阶段（3）中细分钢铁个股表现

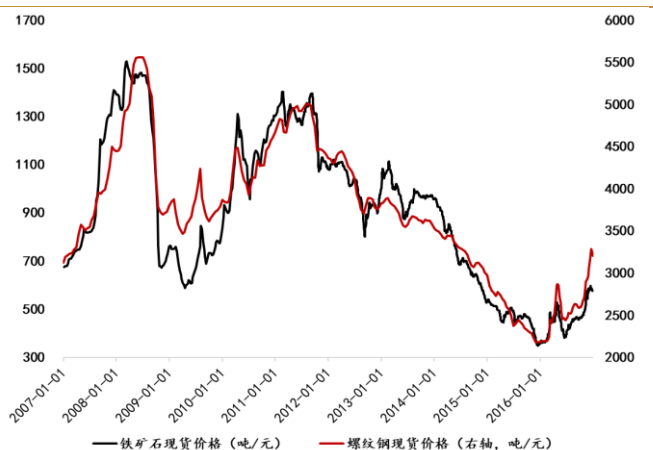
代码	简称	上市日期	上阶段 股价表现	阶段（3）14.7~15.1 股价表现	区间首日PB	区间末尾PB	PB变化	14Q4 ROE TTM	14Q4 扣非利润TTM 增速	所属细分行业
600399.SH	抚顺特钢	2000-12-29	26.4%	196.8%	2.78	8.21	195.22%	-45.05%	-869.7%	特钢III
600010.SH	宝钢股份	2001-03-09	-16.9%	176.7%	1.53	4.26	178.24%	1.06%	99.3%	板材
600282.SH	南钢股份	2000-09-19	-7.6%	141.5%	0.74	1.74	134.70%	3.41%	122.3%	板材
002318.SZ	久立特材	2009-12-11	-4.5%	132.5%	2.93	5.59	91.01%	7.90%	-9.0%	特钢III
600784.SH	鲁银投资	1996-12-25	-3.1%	132.1%	2.06	4.73	129.18%	2.57%	-25.3%	综合III
600782.SH	新钢股份	1996-12-25	-16.5%	132.1%	0.51	1.14	124.94%	5.06%	480.2%	板材
600808.SH	马钢股份	1994-01-06	-1.3%	121.5%	0.53	1.18	122.00%	0.95%	65.2%	板材
000890.SZ	法尔胜	1999-01-19	10.2%	107.7%	1.59	3.29	107.64%	0.50%	-322.7%	金属制品
000717.SZ	中南股份	1997-05-08	-1.2%	101.8%	1.02	2.41	136.49%	-47.27%	-2317.4%	长材
600231.SH	凌钢股份	2000-05-11	-9.6%	95.2%	0.61	1.19	97.10%	-23.09%	-79.4%	长材
000709.SZ	河钢股份	1997-04-16	5.7%	86.4%	0.46	0.85	85.95%	1.62%	1057.1%	板材
600022.SH	山东钢铁	2004-06-29	-1.3%	85.9%	0.79	1.55	96.73%	-12.04%	-3915.4%	板材
000825.SZ	太钢不锈	1998-10-21	11.3%	85.7%	0.61	1.12	83.10%	1.77%	-35.4%	特钢III
600507.SH	方大特钢	2003-09-30	-2.8%	83.2%	1.63	2.69	65.23%	19.09%	7.9%	特钢III
000932.SZ	华菱钢铁	1999-08-03	11.6%	76.2%	0.57	1.01	77.35%	0.73%	110.7%	板材
600126.SH	杭钢股份	1998-03-11	6.8%	75.6%	0.91	1.55	71.50%	0.32%	-3070.4%	板材
000898.SZ	鞍钢股份	1997-12-25	10.0%	74.8%	0.47	0.81	71.73%	1.94%	31.9%	板材
600307.SH	酒钢宏兴	2000-12-20	-3.9%	72.8%	0.88	1.49	68.72%	0.24%	100.1%	板材
601003.SH	柳钢股份	2007-02-27	8.9%	72.0%	0.98	1.68	70.69%	2.96%	-27.5%	板材
000708.SZ	中信特钢	1997-03-26	9.0%	68.0%	0.88	1.41	60.87%	8.08%	35.2%	特钢III
600569.SH	安阳钢铁	2001-08-20	10.8%	67.9%	0.61	1.02	67.09%	0.40%	-74.2%	板材
002075.SZ	沙钢股份	2006-10-25	-3.3%	64.9%	2.58	4.16	61.13%	1.47%	57.1%	特钢III
600117.SH	ST西钢	1997-10-15	-5.4%	60.2%	0.85	1.40	65.03%	1.54%	-33.2%	特钢III
000959.SZ	首钢股份	1999-12-16	15.0%	60.0%	0.62	0.97	56.20%	0.27%	42.2%	板材
601028.SH	玉龙股份	2011-11-07	-12.4%	49.8%	2.09	2.70	29.51%	4.52%	-30.6%	金属制品
002110.SZ	三钢闽光	2007-01-26	-9.8%	48.4%	0.84	1.34	59.44%	1.23%	-20.4%	长材
000778.SZ	新兴铸管	1997-06-06	4.6%	46.4%	0.85	1.21	43.30%	5.03%	-4339.5%	钢铁管材
600019.SH	宝钢股份	2000-12-12	14.1%	44.9%	0.61	0.86	40.43%	5.07%	-8.3%	板材
601005.SH	重庆钢铁	2007-02-28	-2.2%	40.7%	1.09	1.69	54.51%	0.52%	-1.5%	特钢III
600581.SH	八一钢铁	2002-08-16	-2.7%	38.2%	0.81	2.40	196.30%	-127.14%	-6333.9%	板材
000761.SZ	本钢板材	1998-01-15	39.6%	37.3%	0.81	1.08	34.35%	1.51%	232.4%	板材
600992.SH	贵绳股份	2004-05-14	12.7%	35.5%	1.44	1.94	35.28%	1.52%	7.6%	金属制品
002132.SZ	恒星科技	2004-02-27	22.1%	35.2%	2.35	2.97	26.24%	3.82%	137.5%	金属制品
002478.SZ	常宝股份	2010-09-21	-5.1%	29.5%	1.38	1.70	22.47%	8.61%	15.7%	特钢III
002443.SZ	金洲管道	2010-07-06	-11.1%	23.9%	1.60	1.92	20.38%	4.06%	-39.1%	特钢III
200761.SZ	本钢板B	1997-07-08	3.3%	19.7%	0.40	0.47	17.62%	1.51%	232.4%	板材

数据来源：Wind、西南证券整理

2.4 阶段（4）15.02~15.08：需求萎靡对冲上游原料扩产红利，利润再度快速回落，钢铁板块跟随大盘波动

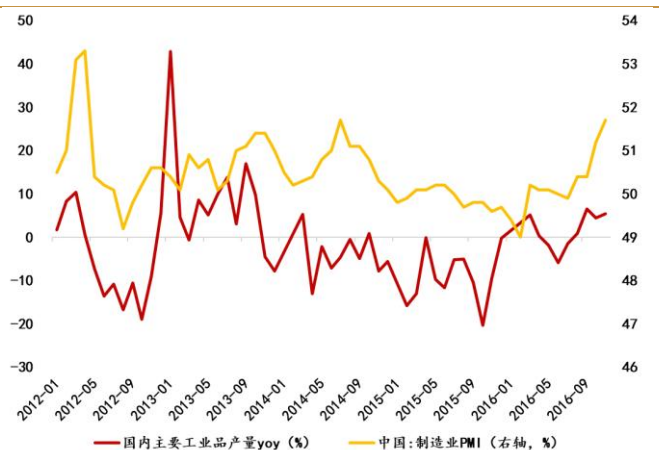
如果说上一阶段市场定价钢铁股的逻辑主要在于供给端的新变化，那么在这一阶段需求端再度成为占据行情主线。15年2月份，铁矿石价格正式跌破08年金融危机低点，背后是国内工业需求的继续疲软，同期公布的1月份国内制造业PMI时隔两年重新回落至荣枯线以下。将常见的工业品（工业锅炉、金属切削机床、金属冶炼设备、水泥设备）月度产量进行加总并计算增速，15年增速持续为负，基本上全年在-10%和-20%之间波动。

图 26：15 年年初，铁矿石现货价格跌破 08 年低点



数据来源：wind、西南证券整理

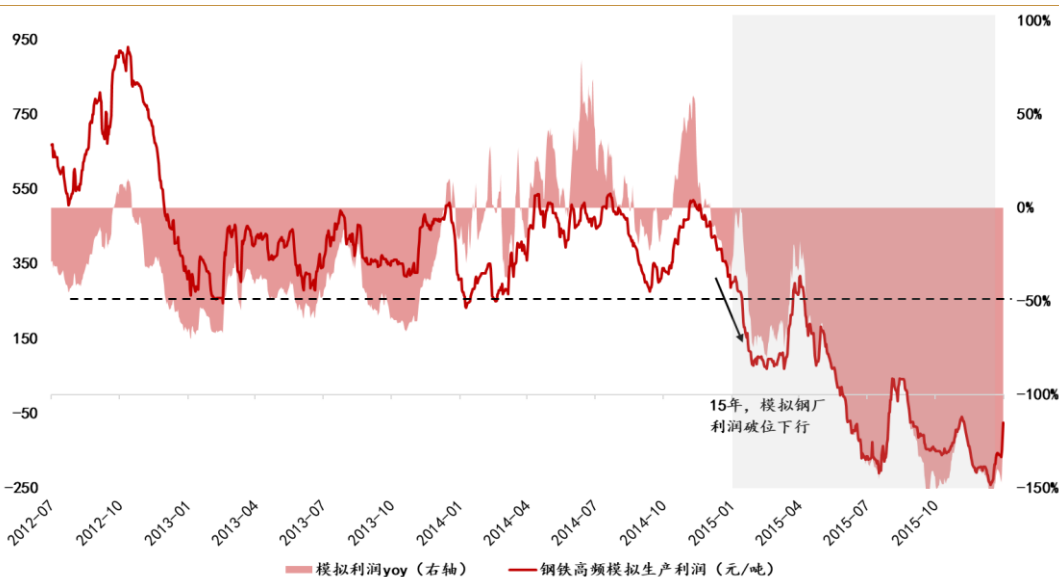
图 27：15 年年初国内工业需求持续萎靡



数据来源：wind、西南证券整理

本质上 14 年开始国内经济就已经进入新一轮下行周期，需求持续向下，只不过在供给端新变化下钢铁行业定价因子发生切换，对供应端的关注高于需求端，带动权益市场上钢铁板块热度上行；但钢铁始终是周期股，需求端才是定价核心。在需求持续萎靡的背景下，15 年开始钢厂利润再度破位下行。

图 28：15 年年初开始，钢厂高频利润跌破前期低位，再度下行



数据来源：wind、西南证券整理

统计该阶段钢铁各环节表现：特钢（23%）>普钢（13%）>国内铁矿（11%）>海外铁矿 Big4（-18%）。

由于彼时 A 股正处在杠杆泡沫牛市中后段，当时炒作的国企改革、京津冀、新材料、一带一路等多种主题均能在钢铁股上找到相关映射，叠加比较视角下钢铁板块估值较低，防御性较好，因此这阶段板块并未由于利润破位下行而大幅跑输，更多是跟随大盘波动。同样的，炒作逻辑下特钢表现较好。

表 5：阶段（4）中细分钢铁个股表现

代码	简称	上市日期	上阶段 股价表现	阶段（4）15.2~15.8 股价表现	区间首日PB	区间末尾PB	PB变化	15Q2 ROE TTM	15Q2 扣非利润TTM 增速	所属细分行业
002075.SZ	沙钢股份	2006-10-25	64.9%	419.7%	4.16	22.37	437.29%	-2.70%	-98.2%	特钢III
000778.SZ	新兴铸管	1997-06-06	46.4%	138.7%	1.21	2.81	131.86%	4.00%	-23.6%	钢铁管材
601003.SH	柳钢股份	2007-02-27	72.0%	92.0%	1.68	3.68	118.92%	-13.07%	-424.7%	板材
000717.SZ	中南股份	1997-05-08	101.8%	76.2%	2.41	7.15	196.39%	-74.50%	-19.6%	长材
002443.SZ	金洲管道	2010-07-06	23.9%	63.4%	1.92	3.08	60.41%	4.72%	49.7%	特钢III
600581.SH	八一钢铁	2002-08-16	38.2%	58.4%	2.40	7.67	219.04%	-267.02%	-18.5%	板材
000959.SZ	首钢股份	1999-12-16	60.0%	56.9%	0.97	1.36	39.61%	-0.71%	-162.1%	板材
002110.SZ	三钢闽光	2007-01-26	48.4%	50.1%	1.34	2.22	65.65%	-8.37%	-524.7%	长材
601005.SH	重庆钢铁	2007-02-28	40.7%	38.7%	1.69	2.53	49.27%	-15.89%	-61.4%	特钢III
000708.SZ	中信特钢	1997-03-26	68.0%	37.1%	1.41	1.86	31.49%	8.17%	1.9%	特钢III
000890.SZ	法尔胜	1999-01-19	107.7%	31.8%	3.29	4.29	30.22%	0.38%	-38.4%	金属制品
000709.SZ	河钢股份	1997-04-16	86.4%	29.4%	0.85	1.09	27.83%	1.66%	12.0%	板材
600022.SH	山东钢铁	2004-06-29	85.9%	29.3%	1.55	1.91	22.87%	-5.11%	100.0%	板材
600307.SH	酒钢宏兴	2000-12-20	72.8%	28.9%	1.49	2.10	41.17%	-7.87%	-363.8%	板材
600126.SH	杭钢股份	1998-03-11	75.6%	17.7%	1.55	2.01	29.21%	-9.78%	-5971.6%	板材
601028.SH	玉龙股份	2011-11-07	49.8%	11.9%	2.70	2.96	9.42%	5.81%	73.5%	金属制品
600507.SH	方大特钢	2003-09-30	83.2%	8.9%	2.69	3.82	41.99%	20.04%	-47.7%	特钢III
600117.SH	ST西钢	1997-10-15	60.2%	7.8%	1.40	1.63	16.41%	-2.81%	-87.3%	特钢III
002132.SZ	恒星科技	2007-04-27	35.2%	6.1%	2.97	2.30	-22.38%	2.77%	52.4%	金属制品
600992.SH	贵绳股份	2004-05-14	35.5%	5.7%	1.94	2.04	4.97%	1.04%	-15.1%	金属制品
600569.SH	安阳钢铁	2001-08-20	67.9%	3.2%	1.02	1.12	9.66%	-6.02%	-1152.0%	板材
002478.SZ	常宝股份	2010-09-21	29.5%	1.8%	1.70	1.66	-1.88%	7.89%	-38.5%	特钢III
000761.SZ	本钢板材	1998-01-15	37.3%	-0.7%	1.08	1.07	-1.36%	1.22%	-31.1%	板材
600019.SH	宝钢股份	2000-12-12	44.9%	-1.9%	0.86	0.82	-4.38%	5.06%	0.0%	板材
000898.SZ	鞍钢股份	1997-12-25	74.8%	-3.2%	0.81	0.77	-4.21%	1.05%	-82.5%	板材
200761.SZ	本钢板B	1997-07-08	19.7%	-4.2%	0.47	0.46	-1.65%	1.22%	-31.1%	板材
600231.SH	凌钢股份	2000-05-11	95.2%	-4.6%	1.19	1.36	14.10%	-19.80%	47.1%	长材
600808.SH	马钢股份	1994-01-06	121.5%	-5.7%	1.18	1.15	-2.45%	-1.30%	-69.9%	板材
000825.SZ	太钢不锈	1998-10-21	85.7%	-6.5%	1.12	1.05	-6.46%	0.48%	-103.1%	特钢III
000932.SZ	华菱钢铁	1999-08-03	76.2%	-7.4%	1.01	0.94	-6.28%	-0.98%	-507.5%	板材
600282.SH	南钢股份	2000-09-19	141.5%	-9.6%	1.74	1.56	-10.06%	2.44%	-73.5%	板材
600399.SH	抚顺特钢	2000-12-29	196.8%	-10.1%	8.21	6.86	-16.47%	-0.40%	823.1%	特钢III
002318.SZ	久立特材	2009-12-11	132.5%	-19.9%	5.59	4.58	-17.98%	6.58%	-38.2%	特钢III
600010.SH	包钢股份	2001-03-09	176.7%	-20.8%	4.26	2.68	-36.92%	-0.61%	-1889.9%	板材
600782.SH	新钢股份	1996-12-25	132.1%	-23.0%	1.14	0.86	-24.23%	3.65%	-426.8%	板材
600784.SH	鲁银投资	1996-12-25	132.1%	-31.5%	4.73	3.00	-36.51%	0.56%	-94.8%	综合III

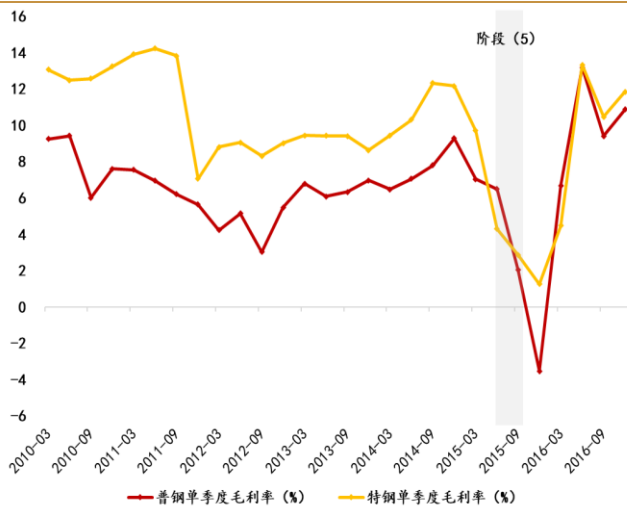
数据来源：Wind、西南证券整理

2.5 阶段（5）15.09~15.12：宏观压力再演绎叠加海外矿石再度供给放量，供需双杀致使板块迎来极致下跌趋势

15 年 9 月开始，钢铁板块迎来最极致的一波下跌行情，四个月里板块整体下跌-12%，创 31 个申万一级行业最差，同时大盘上涨 23%，远远跑输基准。实体端，黑色从业者迎来至暗时刻，产成品价格不断跌价，当时螺纹钢期货价格最低跌到 1600 元/吨，铁矿石期货跌到 280 元/吨，相较当前的价格水位属于是极致惨烈情形。

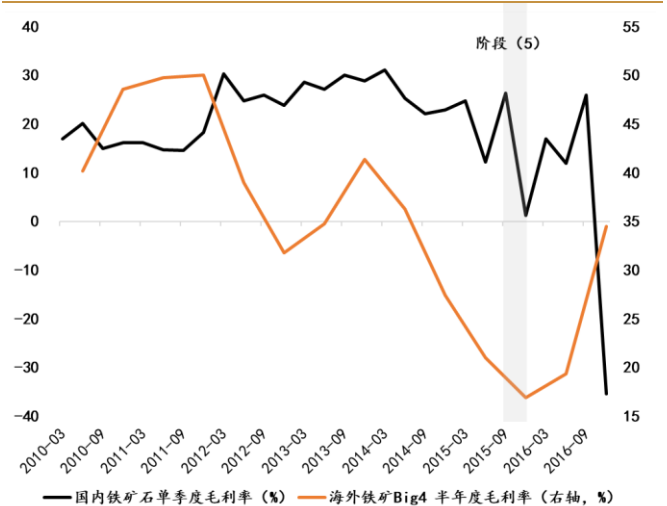
黑色链各环节在 15 年下半年均出现大幅亏损，特别是前期因低成本而具有较强韧性的海外铁矿 Big4 下半年利润增速录得-363%，相较上半年的-78%亏损继续扩大。Big4 下半年毛利率滑落至 21%，创 2010 年以来新低。国内钢厂环节同样亏损严重，但无论是利润增速还是毛利率，特钢均优于普钢。

图 29：15 年 Q4，普钢和特钢毛利快速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 30：15 年 Q4，海内外铁矿石毛利均被下行



数据来源：wind、西南证券整理

钢铁板块大幅下行的首要原因是该阶段宏观压力较大。

前文提及 15 年之后钢铁利润已经创新低，且市场开始重新审视黑色需求端的现实情况，只不过炒作氛围掩盖了利润疲软的现实。在 15 年 811 汇改之后，人民币大幅贬值带来资本账户波动，投资者开始对实体经济需求进行再审视，需求担忧再起。

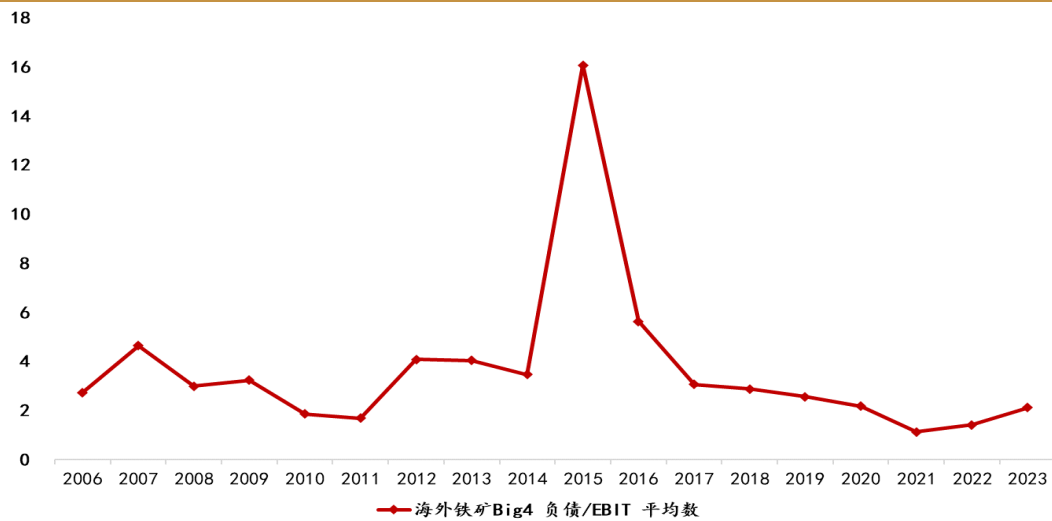
其次，尽管国内钢厂产能增速持续放缓，但海外铁矿 Big4 的争相增产成为拖累行业利润的导火索。

在前期铁矿石下跌时，市场曾幻想过一种场景，即由于铁矿石行业集中度较高，因此可以类比原油的欧佩克组织，当铁矿石价格跌到寡头企业成本线后，自律组织就会产生，并通过减产措施来挽救铁矿价格，因此铁矿石跌不深。

可惜幻想终究是幻想，事实则是在中国钢厂陷入全面亏损时，海外铁矿 Big4 反倒顺势开始价格战，铁矿石发货量持续位于高位。Big4 继续扩产的原因主要有两个，一是其生产成本较低，远低于世界其它铁矿石生产商，因此通过价格战来抢占市场份额。中国矿山由于成本较高，纷纷停产，15 年国内矿山开工率平均 40%左右，最低为 28%，较 12 年的 85%左右大幅下跌。

原因二则是海外铁矿 Big4 本身也在承受铁矿跌价的伤害，但由于矿山端财务状况较差，在资产负债表压力下只能选择不断亏本生产来维持现金流稳定。我们计算 Big4 的负债/EBIT 平均数，2015 年数值为 16，远高于 2006 年以来的平均值 3.6，这意味着彼时矿山端企业的行为逻辑只能是偏向竞争而非合作。

图 31：15 年海外铁矿 Big4 负债/EBIT 创 06 年以来新高



数据来源：wind，西南证券整理

该阶段细分环节涨幅：国内铁矿（25%）>特钢（6%）>普钢（-17%）>海外铁矿 Big4（-26%），国内铁矿由于部分个股炒作主题因素因而涨幅偏大，和海外矿企以及行业基本面相背离。剔除国内铁矿，特钢表现再度领头，表明市场在交易行业弱需求这一利空时，供需环境相对更好的细分领域具有更强的防御性。

表 6：阶段（5）中细分钢铁个股表现

代码	简称	上市日期	上阶段 股价表现	阶段（5）15.9~15.12 股价表现	区间首日PB	区间末尾PB	PB变化	15Q4 ROE TTM	15Q4 扣非利润TTM 增速	所属细分行业
002443.SZ	金洲管道	2010-07-06	63.4%	53.3%	3.08	4.72	53.39%	4.83%	29.5%	特钢III
600992.SH	贵绳股份	2004-05-14	5.7%	44.9%	1.84	2.95	60.48%	1.36%	2.8%	金属制品
600231.SH	凌钢股份	2000-05-11	-4.6%	36.5%	1.30	1.76	34.91%	0.93%	22.5%	长材
002132.SZ	恒星科技	2007-04-27	6.1%	29.9%	2.10	2.96	41.08%	2.21%	-1.7%	金属制品
600117.SH	ST西钢	1997-10-15	7.8%	28.6%	1.49	2.36	58.24%	-151.04%	-2758.3%	特钢III
600581.SH	八一钢铁	2002-08-16	58.4%	23.6%	6.90	-61.33	-988.61%	#VALUE!	-24.3%	板材
002478.SZ	常宝股份	2010-09-21	1.8%	19.5%	1.50	1.95	30.50%	6.95%	-37.6%	特钢III
000890.SZ	法尔胜	1999-01-19	31.8%	16.7%	4.29	5.01	16.69%	0.53%	-77.6%	金属制品
002318.SZ	久立特材	2009-12-11	-19.9%	16.4%	4.13	5.24	27.07%	4.99%	-40.9%	特钢III
600782.SH	新钢股份	1996-12-25	-23.0%	15.3%	0.95	1.01	6.23%	0.75%	-199.7%	板材
600126.SH	杭钢股份	1998-03-11	17.7%	12.8%	1.81	2.35	30.24%	-49.17%	-1093.4%	板材
600784.SH	鲁银投资	1996-12-25	-31.5%	10.1%	2.70	3.30	22.05%	-4.50%	-291.9%	综合III
000761.SZ	本钢板材	1998-01-15	-0.7%	6.1%	1.00	1.13	13.00%	-27.60%	-1944.8%	板材
200761.SZ	本钢板B	1997-07-08	-4.2%	4.0%	0.44	0.49	9.30%	-27.60%	-1944.8%	板材
000932.SZ	华菱钢铁	1999-08-03	-7.4%	3.5%	0.94	1.08	14.87%	-40.67%	-7477.0%	板材
600507.SH	方大特钢	2003-09-30	8.9%	2.3%	3.55	3.90	9.97%	5.25%	-83.1%	特钢III
002075.SZ	沙钢股份	2006-10-25	419.7%	0.0%	22.37	22.45	0.33%	-3.50%	-380.7%	特钢III
600569.SH	安阳钢铁	2001-08-20	3.2%	-1.9%	1.10	1.27	15.42%	-54.21%	-47330.1%	板材
600019.SH	宝钢股份	2000-12-12	-1.9%	-1.3%	0.85	0.81	-4.93%	0.90%	-81.3%	板材
601028.SH	玉龙股份	2011-11-07	11.9%	-1.6%	2.66	2.80	5.28%	4.95%	11.1%	金属制品
600399.SH	抚顺特钢	2000-12-29	-10.1%	-1.2%	6.17	6.39	3.50%	17.25%	63.4%	特钢III
600808.SH	马钢股份	1994-01-06	-5.7%	-1.5%	1.13	1.17	3.49%	-26.03%	-3210.1%	板材
000898.SZ	鞍钢股份	1997-12-25	-3.2%	-1.0%	0.79	0.73	-7.30%	-10.61%	-609.8%	板材
600282.SH	南钢股份	2000-09-19	-9.6%	-1.6%	1.47	1.52	3.23%	-38.57%	-2242.0%	板材
600010.SH	包钢股份	2001-03-09	-20.8%	-1.8%	2.80	2.38	-15.14%	-7.02%	-480.5%	板材
000825.SZ	太钢不锈	1998-10-21	-6.5%	-0.9%	1.09	0.96	-11.31%	-17.44%	-1121.2%	特钢III
000708.SZ	中信特钢	1997-03-26	37.1%	-12.3%	1.86	1.60	-13.99%	7.73%	-13.2%	特钢III
600022.SH	山东钢铁	2004-06-29	29.3%	-17.1%	1.76	1.66	-5.66%	0.46%	-54.0%	板材
000717.SZ	中南股份	1997-05-08	76.2%	-17.9%	6.79	10.34	52.32%	-731.34%	-87.5%	长材
600307.SH	酒钢宏兴	2000-12-20	28.9%	-18.2%	1.90	1.86	-2.25%	-81.20%	-219722.9%	板材
000709.SZ	河钢股份	1997-04-16	29.4%	-15.0%	1.02	0.81	-20.39%	1.31%	-15.9%	板材
601005.SH	重庆钢铁	2007-02-28	38.7%	-15.4%	2.53	2.15	-14.69%	-150.10%	-266.7%	特钢III
002110.SZ	三钢闽光	2007-01-26	50.1%	-16.3%	2.22	1.95	-11.91%	-56.31%	-2865.9%	长材
000959.SZ	首钢股份	1999-12-16	56.9%	-18.6%	1.36	0.96	-29.61%	-4.88%	-682.5%	板材
601003.SH	柳钢股份	2007-02-27	92.0%	-12.4%	3.68	2.28	-38.01%	-26.80%	-919.5%	板材
000778.SZ	新兴铸管	1997-06-06	138.7%	-19.8%	2.81	1.42	-49.62%	3.53%	-8.1%	钢铁管材

数据来源：Wind、西南证券整理

总而言之，我们经过复盘之后发现以下几点规律：

(1) 在黑色整体产能过剩中，需求端和供给端两因子交替定价；

(2) 权益市场上并不抗拒“衰退式盈利”，这意味着钢材涨价并非钢铁板块跑赢的必须因素，市场可以在 14 年交易“衰退式盈利”一段时间，但最后视角还是落实到现实黑色需求端是否有改善；

(3) 产业链库存数据对板块超额收益有阶段性的指引作用，14 年上半年黑色下游库存低于过去 3 年均值时，引发市场对补库行情的期待，但之后要是下游需求并未兑现，那么“低库存”这一利好将失效；

(4) 在市场交易盈利反转向上的时候，前期跌的多的、供需环境较差的普钢环节大幅反弹，而交易需求疲弱盈利向下时，供需环境较好、具有较深护城河的环节将较有韧性。

3 十年前黑色链产能过剩周期对当下锂电链的思考

3.1 思考一：上游矿企确认开启新一轮资本开始一年半后，资源股定价逻辑会发生变化

在黑色产业链产能过剩的担忧真正发酵前，上游铁矿曾经在一年半的时间内（2010 年 1 月~2011 年 7 月）跑出亮眼表现，同期中下游的钢铁超额收益则显著为负。彼时黑色链上下游行情劈叉的原因主要是，08 年四万亿政策使得市场很早就开始意识到钢铁厂产能过剩的事实，因此实际上 09 年开始，黑色链中下游的钢铁股就已经大幅跑输市场；而相比之下，黑色上游的铁矿环节由于矿企集中度较高，供给暂时未在 11 年之前明显放量，且中国国内钢铁厂大幅扩张，产能落地成产量的过程中将会带来事实上的铁矿原料需求韧性，叠加当时全球经济尚且处在景气区间，因此市场选择在 2010 年之后买入国内铁矿石股。同期海外 Big4 矿山股价走势也是较为类似，跑额收益持续至 2011 年下半年。

图 32：黑色产能过剩前，上游铁矿端超额收益明显



数据来源：wind、西南证券整理

图 33：海外铁矿 Big4 相对美股跑赢

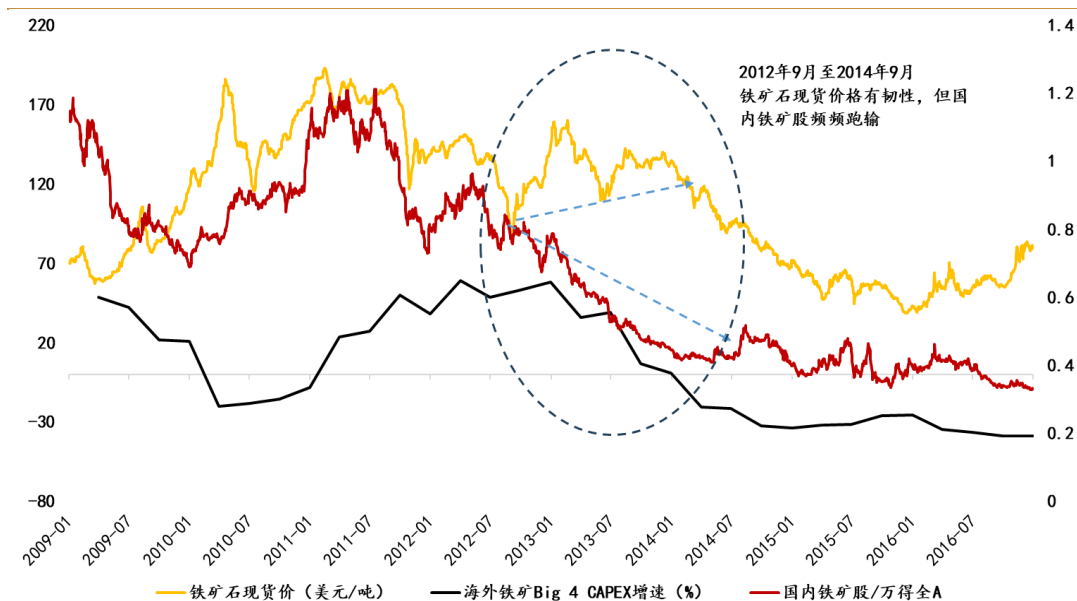


数据来源：wind、西南证券整理

2011年下半年开始，国内铁矿股的定价逻辑开始发生明显变化。在此之前，国内铁矿股的超额收益紧跟铁矿石现货价，两者相关性较高。但随着市场逐步认知到海外铁矿 Big4 进入资本开支高峰后，两者开始脱钩。假若从时间上观察的话，大约是海外铁矿 Big4 资本开支触底向上反弹一年半后，供给宽松的担忧将成为资源股新的定价主线。

事后看，2012年9月至2014年9月，铁矿石现货价格韧性十足，期间有两波明显的现货涨价行情：从12年9月的100美元/吨涨至13年2月的150美元/吨，涨幅50%；从13年6月的110美元/吨涨至13年12月的138美元/吨，涨幅25%。但产业周期的涨价行情并未映射至权益市场上，上述两个时间段国内铁矿股反而分别跑输大盘15%和24%。

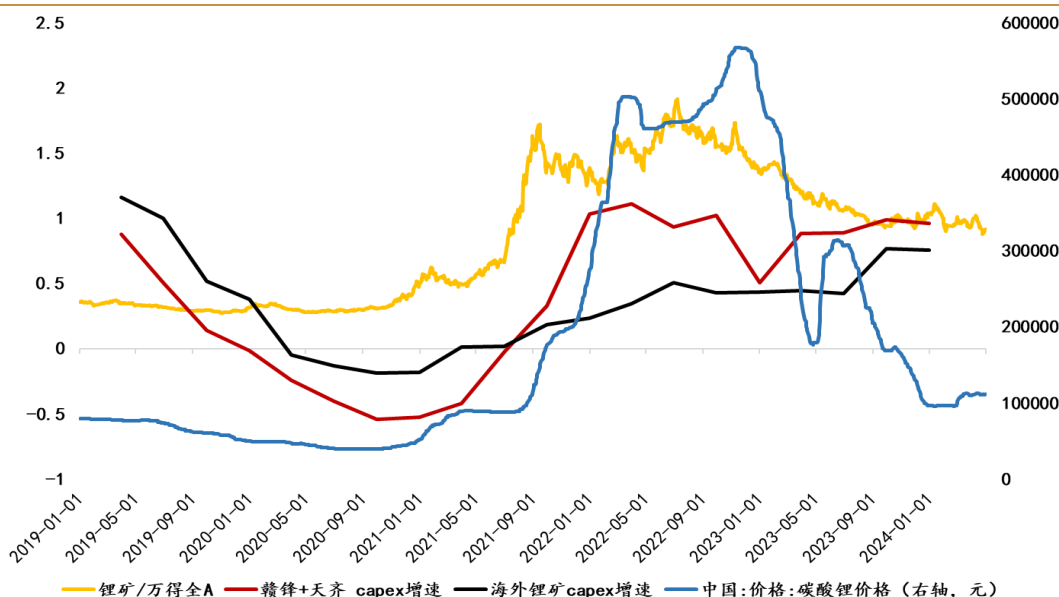
图 34：当市场在 13 年确认上游 capex 高峰后，矿山股超额收益开始脱离现货价格



数据来源：wind，西南证券整理

最近的锂矿也是如此，在市场看到全球锂矿股 CAPEX 在 21 年触底回升近一年半后，投资者确认新一轮资本开支周期启动，上游锂供给转松的担忧使得 22 年下半年开始国内锂矿股和碳酸锂现货价格开始脱钩。彼时 22 年下半年碳酸锂最后一波涨价涨了 20%，但同期锂矿股并未跟随，22 年下半年跑输大盘 20%。23 年 5 月碳酸锂现货在一个月内涨价 40%，但锂矿股同样并未有所反应。

图 35：碳酸锂价格和锂矿企业 capex 增速



数据来源: wind, 西南证券整理

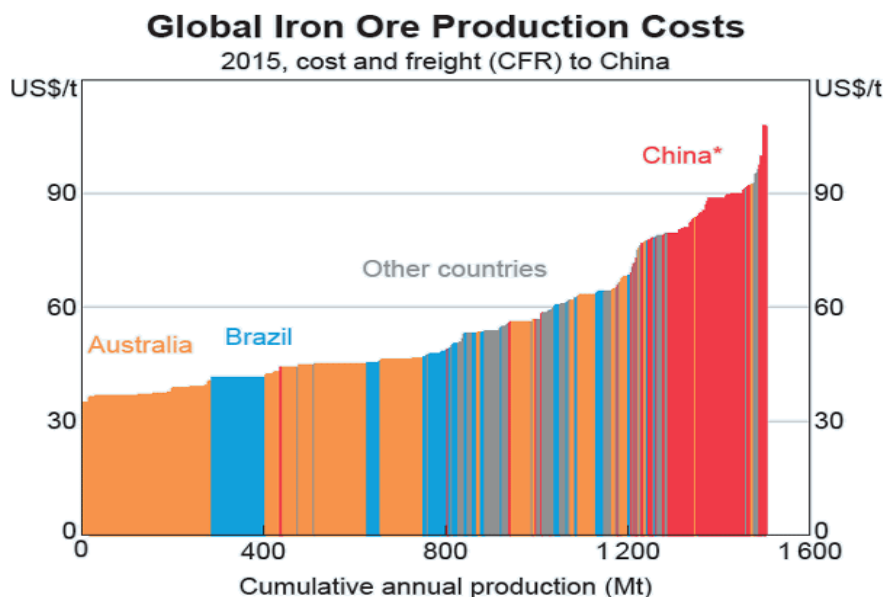
3.2 思考二：上游过剩的背景下，需要上游原料价格触及矿山成本线才能顺利出清

工业品存在着利润调节产量机制，当某一商品的生产利润不断压缩甚至转负时，那么这一商品就有了减产的可能，厂商会降低开工率减少供给，商品价格后续可能触底企稳。反之，商品高价则对应后续厂商调高开工率供给放量的可能，商品价格后续可能拐头向下。因此对于商品而言，生产利润就如同股票的估值，当利润足够低时，其下跌的动能就会衰减，此时再去押注价格下行的阻力就会变大。

对于矿资源，一般将生产利润定义成“矿的价格”减去“矿山生产成本”。又由于每个矿商的品味、开采条件、人力成本、基础设施折旧等情况不同，所以就有了矿山生产成本曲线，其尽力记录了不同矿山的产量，以及生产一吨矿资源所花费的成本。如 2015 年澳洲联储绘制的全球铁矿石矿山生产成本曲线为例，横轴是每个矿山年度产量，按照生产成本低→高的顺序从左到右排序；而纵轴则是对应的具体生产成本。

从图中我们可知，2015 年全球矿山大约有 1500 百万吨产出，中国矿山的生产成本最高，大约对应 80~110 美元/吨。巴西和澳洲的矿山生产成本最低，大约在 30~60 美元/吨。事后看，15 年全年铁矿石价格为 71 美元/吨，这意味着中国矿山基本上全部进入亏损局面，这也就解释了为何上文提到 15 年中国矿山开工率只有两成左右，市场份额被低成本的 Big4 系数挤出。

图 36：2015 年全球铁矿石矿山生产成本曲线

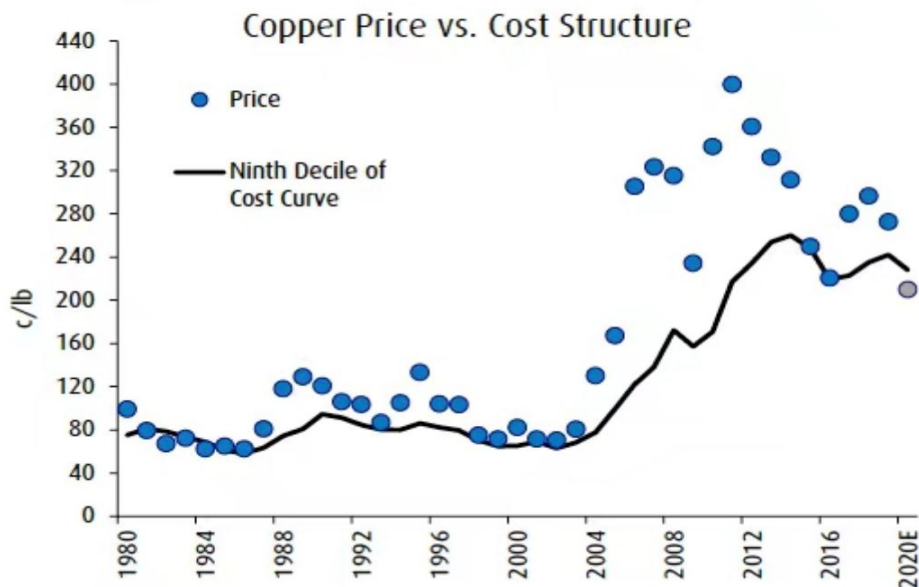


数据来源：RBA，西南证券整理

那么，考虑到生产厂商这么多，商品价格需要跌到多低才能够有效出清呢？一般而言，90%分位成本线是一个有效的商品价格支撑位，其对应的是在该价格水位下，将有 10%的厂商因为亏本而损失产量。

以 1980 至 2020 年铜价走势为例，90%分位生产成本线是铜价向下的强支撑位，对应有效出清价格水位。且一般而言，在经济复苏周期，铜价能向上偏离成本线，对应矿山端能分配到利润；而经济疲弱周期，铜价基本上贴合成本线运行，此时对应矿山端利润为零。

图 37：90%分位生产成本是铜价的重要支撑位

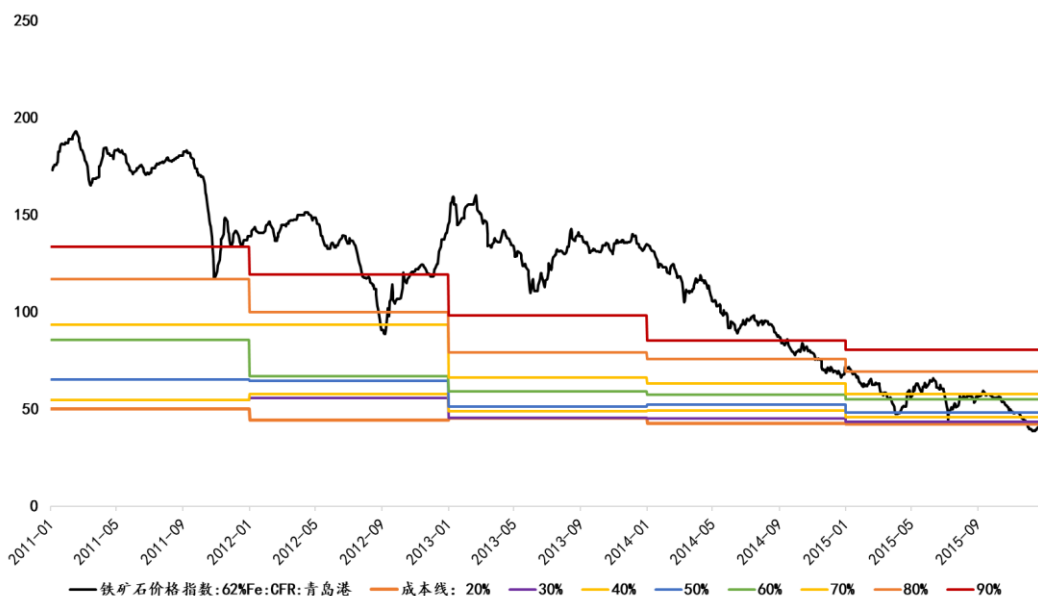


数据来源：wood mackenzie，西南证券整理

我们将铁矿石价格和各分位数生产成本叠加一起看，11年下半年和12年下半年铁矿石曾经最低向下打到70%分位成本线才停歇，但由于Big4是在13年才正式进入扩产周期，因此在铁矿尚紧平衡的情况下价格很快向上修复。

而正式进入扩产周期后，矿石价格从13年开始持续回落，到14年9月正式击穿90%分位成本线，此时基本上对应中国矿山开始陆续进入停产周期。而到了15年，在海外Big4因为资产负债表压力甩卖铁矿稳定现金流之后，铁矿曾经在4月击穿50%成本线、7月击穿30%成本线；15年四季度黑色出现极致下跌行情时，悲观情绪带动铁矿石价格一度击穿20%成本线，这意味着即使Big4中成本最低的澳洲矿企也将出现明显亏损，出清效果显著，矿山基本上停止了后续的扩产动作。在此之后铁矿价格在16年重新反弹，全年上涨68%。

图 38：铁矿石价格和各分位数生产成本（美元/吨）

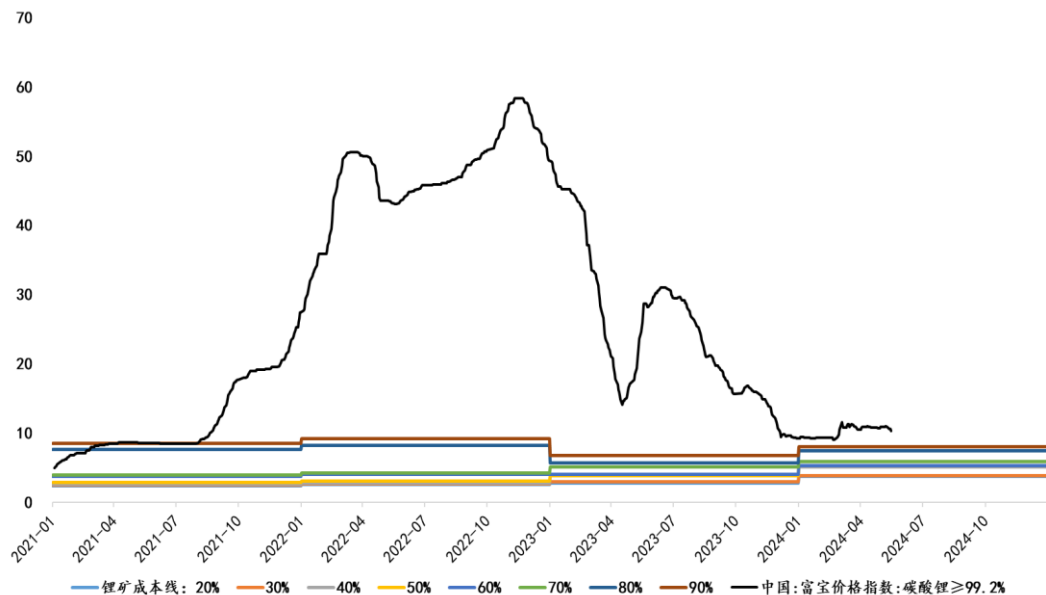


数据来源：RBA，西南证券整理

同时这有助于我们理解，当2014年中国钢厂利润企稳并略微回暖时，为何市场当时幻想的“钢厂利润企稳→产量稳步走高→原料铁矿石需求量提升→铁矿石价格回暖”逻辑并未兑现。原因在于，彼时海外铁矿Big4端尚有利润，此时中国钢厂一旦加大铁矿采购量并推升铁矿价格回暖，就立马招致上游矿山端更快速度扩产，铁矿价格回落压力加大，并再度拖累好不容易企稳的钢材价格，整个产业链重新被上游扩产的跌价阴霾所笼罩。最终黑色行业的完全出清，还是要全环节亏损才能兑现。

当前锂矿同样处在扩产周期，从碳酸锂和生产成本曲线上看，碳酸锂价格从23年大幅下跌，但跌至90%分位成本线左右时有所支撑。24年5月上旬碳酸锂价格大致10万元/吨左右，高于90%分位成本线的8万元/吨。

图 39：碳酸锂价格和各分位数生产成本（元/吨）



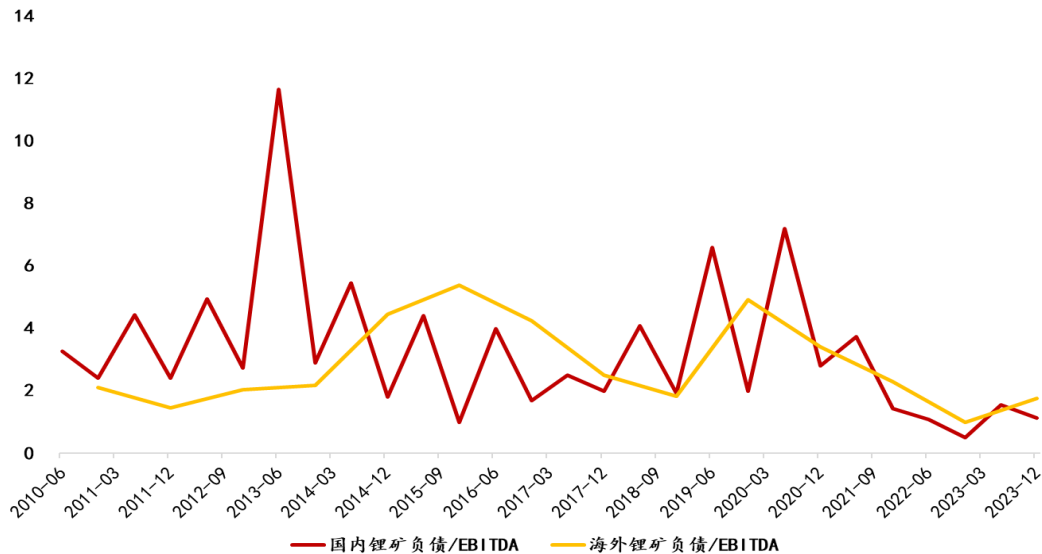
数据来源：SMM，西南证券整理

根据 SMM 估算，24 年和 25 年全球碳酸锂产量增速将连续两年在 30% 左右，在如此大的扩产背景下为何当前锂价尚未继续下探，并维持在 90% 分位成本线之上？

原因主要在于，参考铁矿石价格规律，只有类似 15 年上游矿企不顾一切亏损甩卖时，价格才有大幅下探的基础；而基于同样视角，我们去观察当下海外和国内锂矿企业的财务情况，两者的负债/EBIT 均处在较低水位，这意味着良好的财务状况使得锂矿企业更能够基于传统的利润机制而调整产量和资本开支计划。实际上今年年初众多锂矿企业在碳酸锂下探后已经开始下调自身的产量指引，如 1 月份澳洲 Finnis 项目的采矿暂时停止，雅宝也宣布削减 24 年资本开支计划并裁员。与此同时，国内环保政策的推行一定程度上也对国内锂矿供给起到缩减的作用。

再加上 24 年国内一系列政策落地，新能源车销量再度冲高，叠加 23 年 H2 下游碳酸锂库存去化，因此市场短期在讲的短周期复苏故事对碳酸锂价格有支撑。不过考虑到远期上游锂矿扩产动能仍在，因此虽无近忧但有远虑，锂矿难言出清反转。

图 40：海内外锂矿企业财务状况均良好，资产负债表压力不大



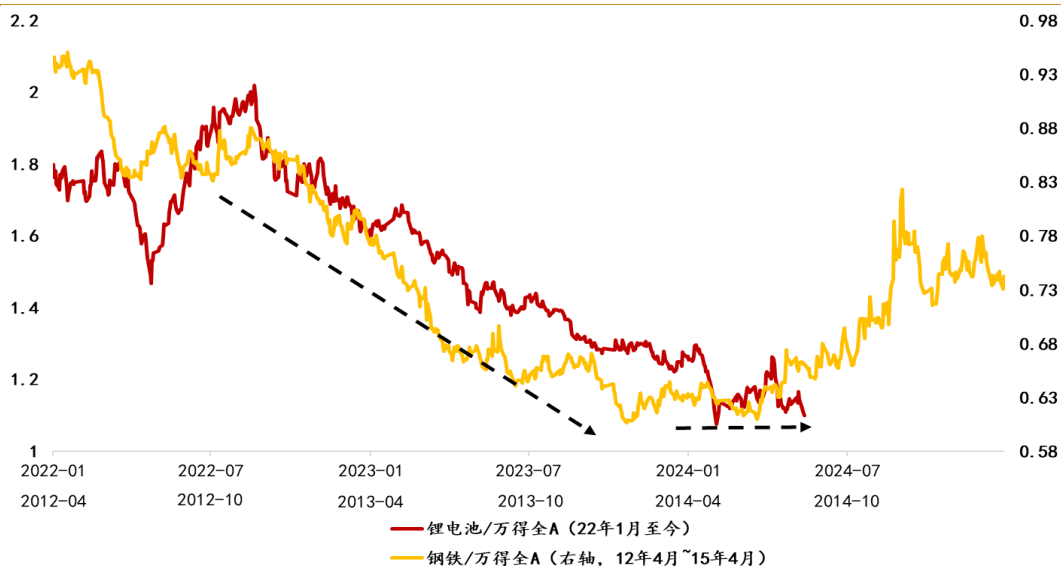
数据来源：wind，西南证券整理

3.3 思考三：当前锂电产业链环境和 14 年黑色链“衰退式盈利”时期有较多相似之处

从 22 年下半年开始，国内锂电超额收益开始见顶并持续回落，直至 24 年春节回来后才逐步磨底企稳。从行情演绎上看，23 年锂电链和 13 年的黑色链均经历了阶段（1）中产能过剩对股价的第一波杀跌。

参照黑色链，钢厂在经过第一波杀跌后因“衰退式盈利”而超额收益企稳，此后更是因为利好驱动在 14 年下半年出现股价大反弹，那么锂电是否会重演 10 年前的故事？

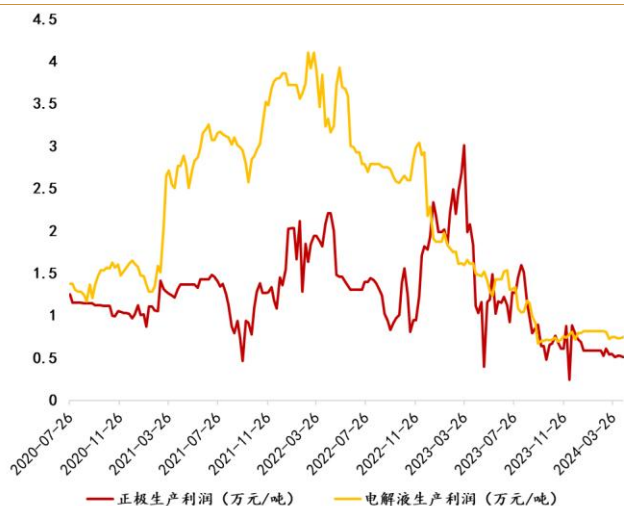
图 41：锂电链和黑色链超额收益对比



数据来源：wind，西南证券整理

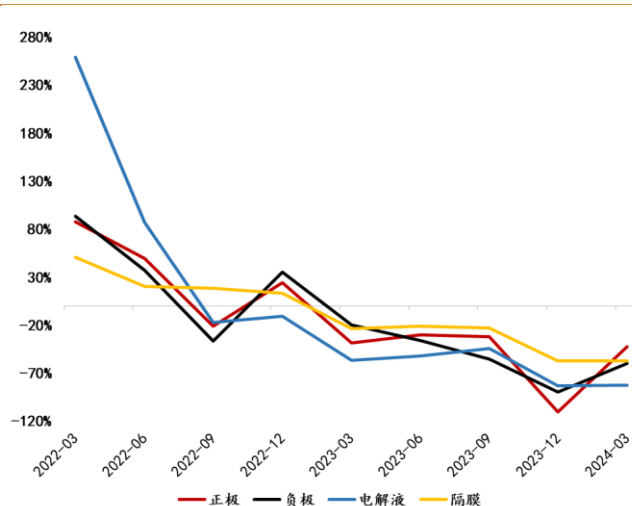
首先，碳酸锂和铁矿石都因为供给放量而价格大幅下跌，由此带来中下游环节的利润修复。观察锂电产业链高频价差，当前正极和电解液的高频价差已经触底企稳近两个季度，假若价差能持续保持，那么下半年高频生产利润将有机会因低基数而同比转正。参考黑色链经验，锂电可能会有一波“衰退式盈利”定价。24 年一季报显示，锂电正极单季度利润增速-42%，相较 23Q4 的-110%有了明显好转，同期锂电负极单季度利润增速-59%、隔膜-57%、电解液-82%，明显锂电正极更直接受益于上游碳酸锂跌价而利润开始止跌企稳。

图 42：锂电中游的正极和电解液高频价差正在企稳



数据来源：SMM、西南证券整理

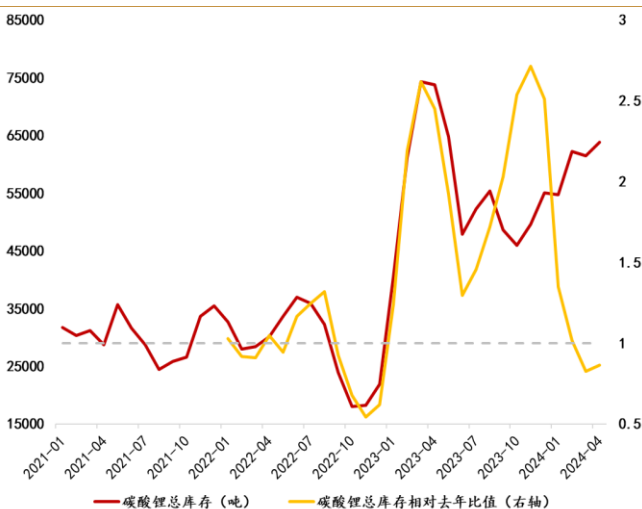
图 43：24 年一季报显示正极环节单季度盈利增速修复最快



数据来源：wind、西南证券整理

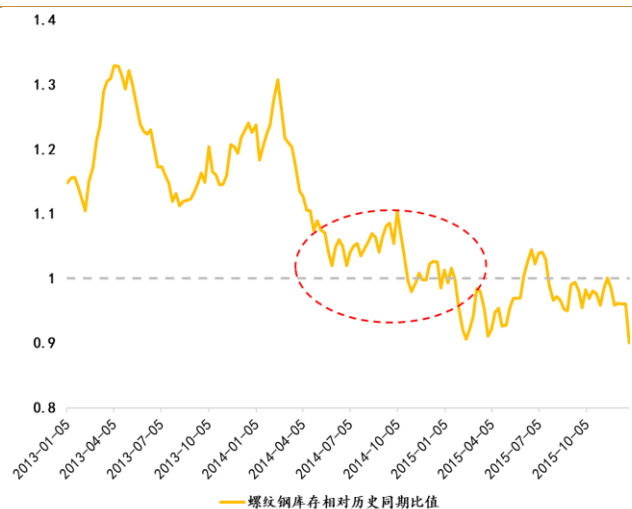
其次，产业链库存开始初步去化，补库逻辑开始演绎并带动权益市场上相关板块反弹。碳酸锂月度库存数据从 21 年开始记录，因此考虑到数据长度我们直接计算 T 年相对 T-1 年的库存之比。24 年 2 月开始，碳酸锂总库存相对去年同期开始去库，库存压力有所缓解，与此同时市场开始演绎补库逻辑。黑色链类似的情形则发生在 14 年下半年，同期市场也在讲黑色补库的故事，并带动钢厂个股反弹。

图 44：碳酸锂库存正在去化



数据来源：SMM、西南证券整理

图 45：14 年螺纹钢库存去化

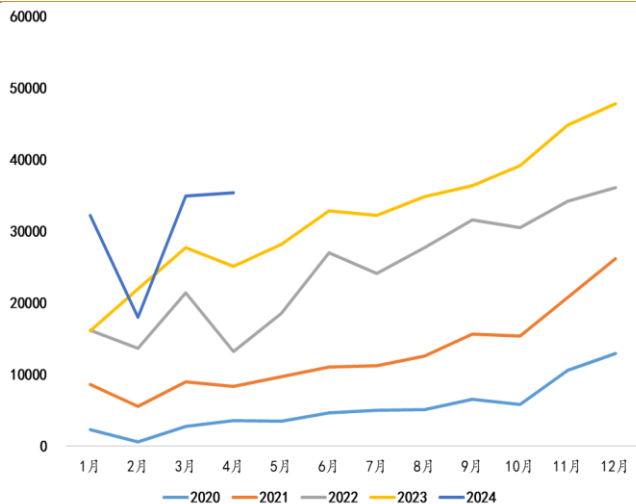


数据来源：wind、西南证券整理

再者，今年以来，政策开始逐步关注锂电中游产能过剩问题。24 年 5 月，工信部发布对锂电池行业规范的征求意见稿，其中提到“引导企业减少单纯扩大产能的制造项目，加强技术创新、提高产品质量、降低生产成本”。尽管文件本身只是引导性文件，但政策端对行业过剩问题的关注和各部门 13 年年底密集发布政策去除钢厂过剩产能有类似之处。同时，资本市场上也在引导收紧锂电相关企业融资，半年以来，寒锐钴业和鼎盛新材均停止了前期定增扩产的动作。未来如果有更强有力的行政性文件出台，那么锂电中游环节盈利将得到进一步修复。

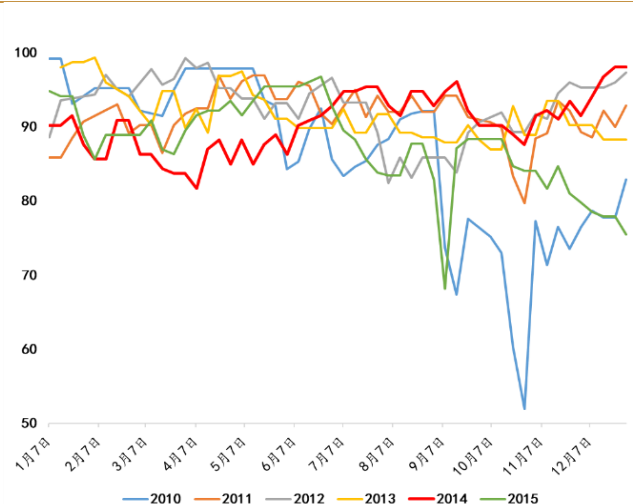
最后，需求刺激下均出现了行业中游排产的明显冲高。今年春节后国内车企大面积开打价格战，叠加前期去库和海外经济回暖，共同推动国内中游电池排产快速回升。根据电池联盟数据，今年 3、4 月份动力电池装机量明显高于去年同期，且一般环比回落的 4 月在今年并未出现，暗示今年锂电需求相较以往更为旺盛。与之类似的则是 14 年下半年，由于地产政策放松，地产销售增速走高，彼时恰逢国内钢材库存经历一轮去化，因此在需求利好刺激下钢厂开工率创近四年新高，同期钢铁板块超额收益显著。

图 46：国内动力电池月度装机量，24 年 4 月创新高（兆瓦时）



数据来源：wind、西南证券整理

图 47：14 年下半年开始，国内钢厂开工率创新高



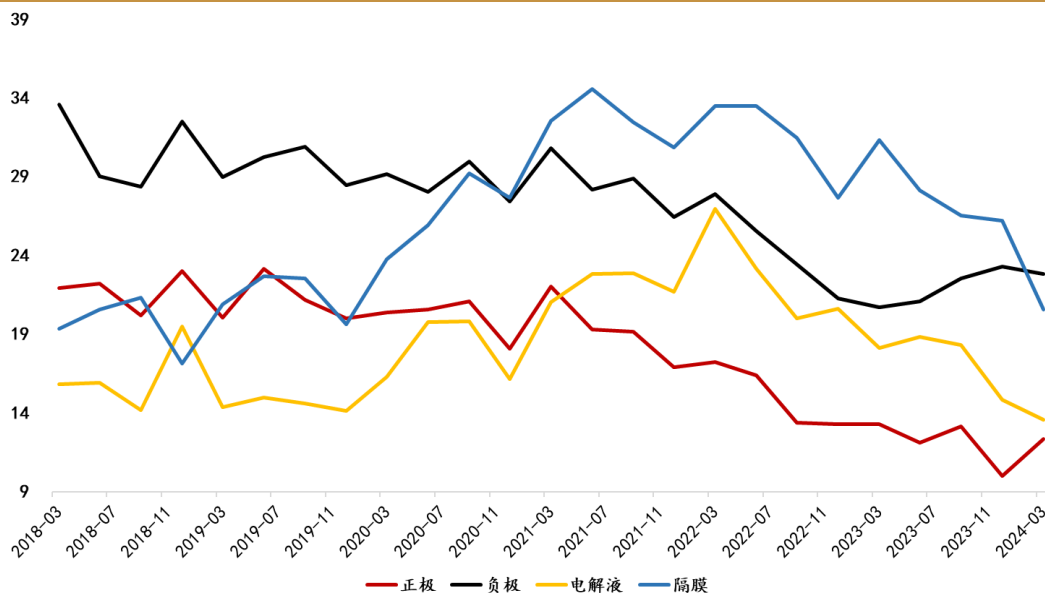
数据来源：wind、西南证券整理

综上所述，我们认为从产业链利润、产业库存、政策引导和行业需求来看，当前的锂电和 14 年的黑色链有较为相似之处，众多因素驱动板块出现“衰退式盈利”，锂电超额收益机会或许正在来临。

对于后续配置方向，我们认为可以参考黑色链的阶段（2）和阶段（3），彼时竞争格局较差的普钢重新跑赢特钢，事后看普钢当时的利润增速也远高于特钢。在“衰退式盈利”的背景下，利润的重新修复将扭转前期“做多供需格局好、利润有韧性”的交易方向，竞争格局相对较差的环节反而因为利润和估值的更大下跌而被赋予更充足的向上弹性。

从锂电中游各环节单季度毛利率上看，正极环节由于前期扩产更充分因而毛利最低，最新 24Q1 正极毛利率仅为 12.3%，相较前高的 22% 接近腰斩。而隔膜则因为竞争格局较好，毛利保持在相对较高水位。因此从盈利弹性角度出发，叠加前期股价回调最充分，锂电中游的正极环节或许会展现出超额收益。

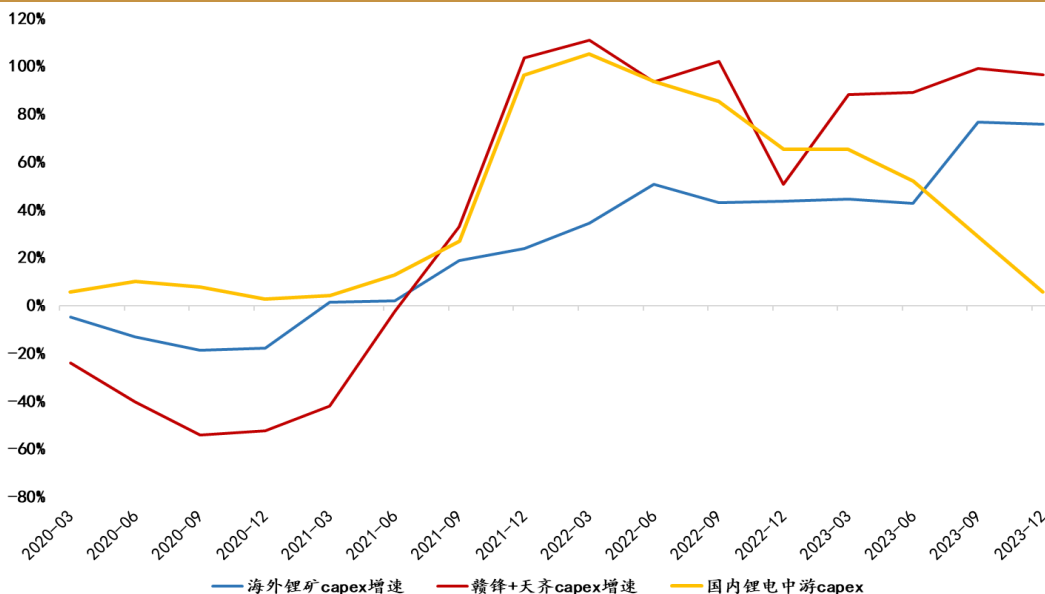
图 48：锂电中游各环节单季度毛利率（%）



数据来源：wind，西南证券整理

对于上游锂矿而言，假若参考黑色链经验，当前锂价尚未跌破 90%分位成本线，矿山端生产仍有利润，在远期锂矿供给持续放量的压制下，这意味着上游出清仍需要一段时间。当然，由于企业经营逻辑不同，本轮锂矿调整供给的速度和弹性远强于当时的铁矿石企业，这意味着上游锂矿企业在争夺产业链利润时的话语权同样强于当时。不过，考虑到国内锂电中游 capex 周期相对上游矿端更接近结束，因此预计未来一段时间锂电中游依然强于上游。

图 49：当前锂电中游和上游 capex 增速出现劈叉



数据来源：wind，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn