

多维指标研判钢铁周期及主题投资机会

—— 2009年Q2钢铁行业投资策略

2009年3月

国金证券研究所 周涛
电话：(8621) 61038261
邮箱：zhout@gjzq.com.cn



- 以宏观指标判断钢铁周期
- 以产能利用判断钢铁周期
- 以库存变化判断钢铁周期
- 以下游需求判断钢铁周期
- 投资主题一：资源类公司
- 投资主题二：并购预期类
- 投资主题三：基建投资类
- 投资主题四：期货受惠类

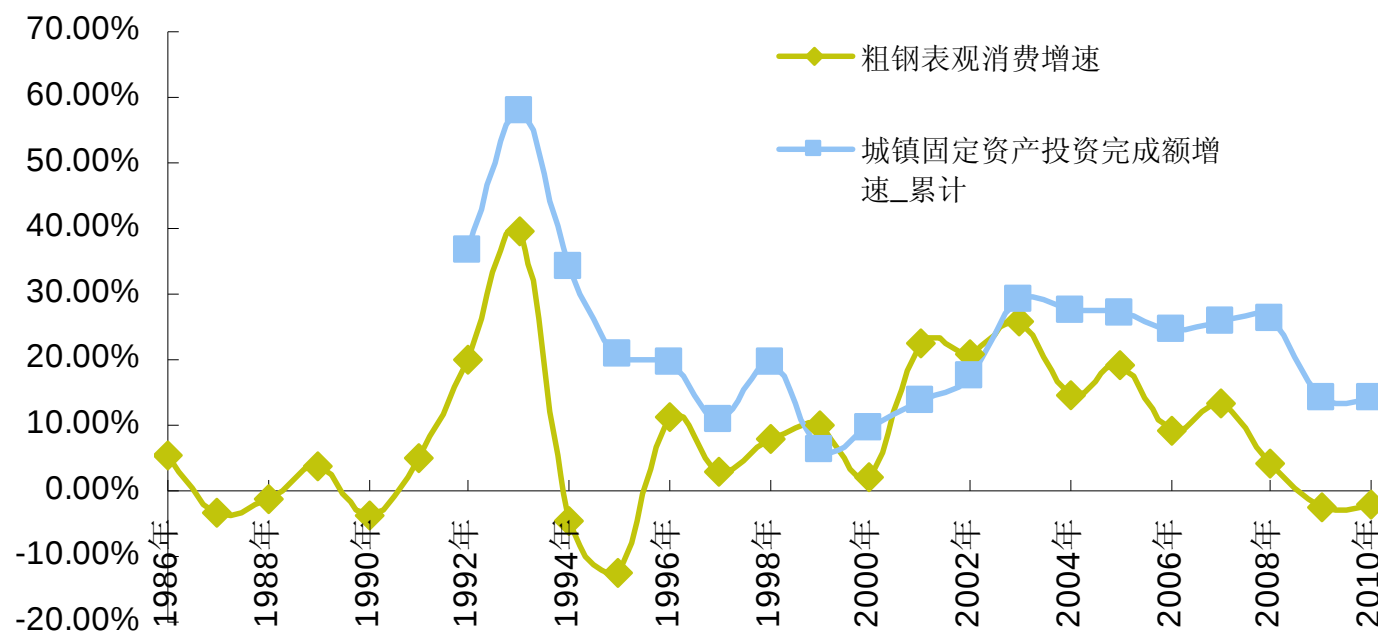
- 我们选取了多维的指标对钢铁行业目前的运行周期及**2**季度可能的变化趋势进行了分析;
- 宏观指标、库存数据、产能数据、下游数据等诸多指标显示：**09**年全年钢铁行业将在低位震荡运行，但并不排除存在的向上运行时间段，按照我们的分析思路，最晚**4**月中旬，钢材价格将具备向上运行的动力。所以在目前钢价低迷时期应提前标配钢铁股;
- 投资策略：**09**年我们定义为主题投资年，我们列举了资源类公司、并购预期类、基建投资类、期货受惠类等四类主题机会。重点关注的公司分别为资源类的凌钢股份、酒钢股份、唐钢股份、西宁特钢；基建投资类的新兴铸管；并购类的本钢板材等。

■ 以宏观指标判断钢铁周期

- 与钢铁相关的宏观指标包括FAI、GDP等等，我们选取城镇FAI作为研究对象，假设最坏的FAI数据，看钢铁行业的极限情况？
- 结论：09年按照14%投资增速，且如果出口大幅下滑，粗钢产量将只有4.57亿吨，同比08年下滑0.43亿吨，但也在可容忍范围以内。

	城镇固定资产 投资完成额_ 累计 (亿元)	城镇固定资产 投资完成额增 速_累计 (%)	固定资产投资价 格指数(上年 =100) (-)	钢产量 (万吨)	钢材出口 数量 (万吨)	钢材进口 数量 (万吨)	粗钢表观消 费量 (万吨)	粗钢表观消 费增速 (%)	粗钢消费/城镇固 定资产投资 (吨/亿元)	城镇FAI弹性系 数变化
1995年12月	15643.7	20.7	105.9	9536	567	1397	10009	-12.51%	6775.38	-27.39%
1996年12月	17567.2	19.5	104	10124.1	422	1599	11123	11.13%	6584.98	-2.81%
1997年12月	19194.2	10.8	101.7	10894.2	462	1323	11470	3.11%	6077.09	-7.71%
1998年12月	22491.4	19.5	99.8	11559	359	1242	12390	8.03%	5497.96	-9.53%
1999年12月	23732	6.3	99.6	12426	370	1486	13633	10.03%	5721.48	4.07%
2000年12月	26221.8	9.7	101.1	12850	621	1596	13917	2.09%	5365.92	-6.21%
2001年12月	30001.2	13.7	100.4	15163.4	474	1722	17024	22.32%	5697.17	6.17%
2002年12月	35488.8	17.4	100.2	18236.6	545	2449	20568	20.82%	5807.17	1.93%
2003年12月	45811.7	29.09	102.2	22233.6	696	3717	25855	25.70%	5767.83	-0.68%
2004年12月	59028.2	27.6	105.6	28291.1	1423	2930	29657	14.71%	5305.64	-8.01%
2005年12月	75095.1	27.2	101.6	35323.98	2052	2582	35306	19.05%	4776.71	-9.97%
2006年12月	93368.7	24.5	101.5	41914.85	4301	1851	38469	8.96%	4181.91	-12.45%
2007年12月	117414	25.8	103.91	48966	6265	1687	43528	13.15%	3852.18	-7.88%
2008年12月	148167.25	26.1	108.9	50048.8	5923	1543	45334	4.15%	3331.98	-13.50%
2009年12月	168910.67	14	102	45738	2400	960	44142	-2.63%	2665.58	-20.00%
2010年12月	192558.16	14	102	46304	3600	800	43277	-1.96%	2292.40	-14.00%

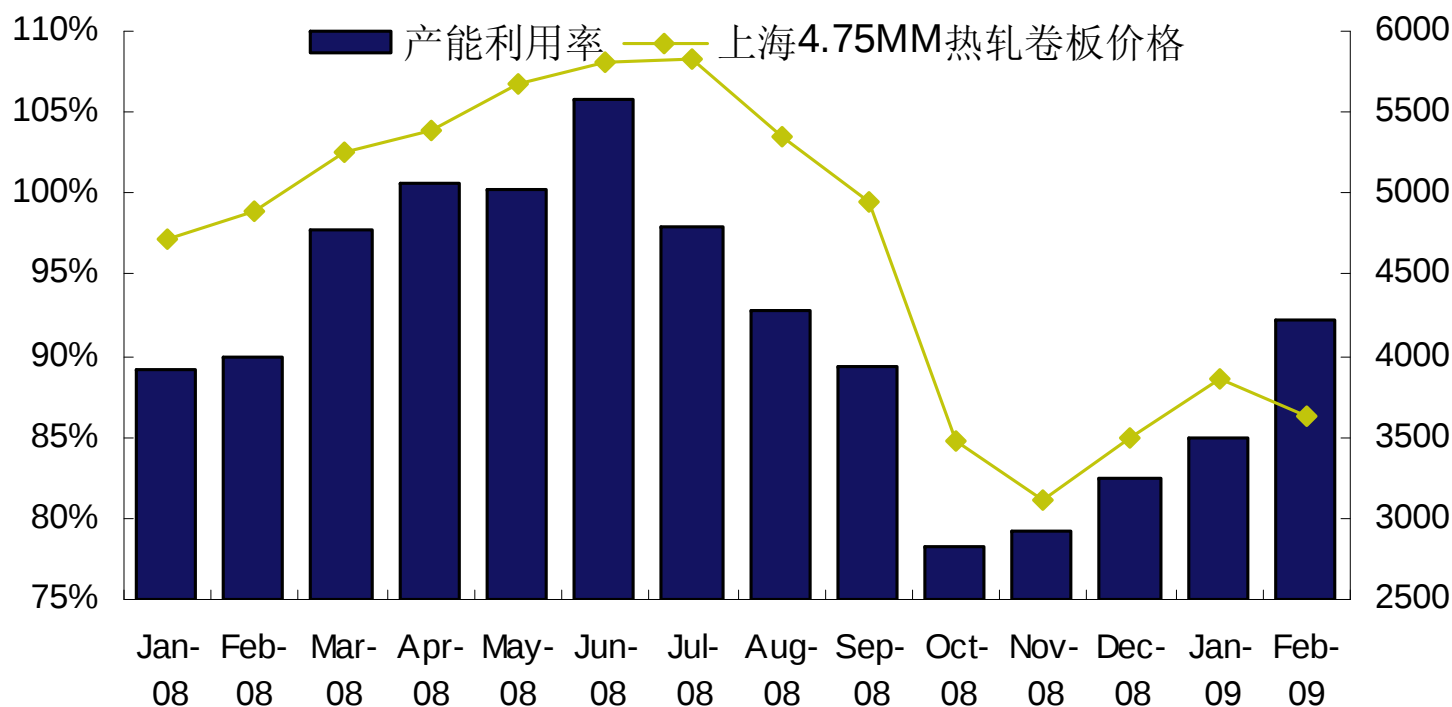
- 而实际上**09年1~2月FAI**投资达到**26.5%**，而**2月份钢铁需求**并未大幅增加，且钢价出现回落。原因？除了复产外？
- 解释：可以理解为投资对钢铁需求的滞后效应，如果滞后**2个月**的话，将对应**4月**后的需求环比有所增加，并对应钢价上涨。



■ 以产能利用率判断钢铁周期

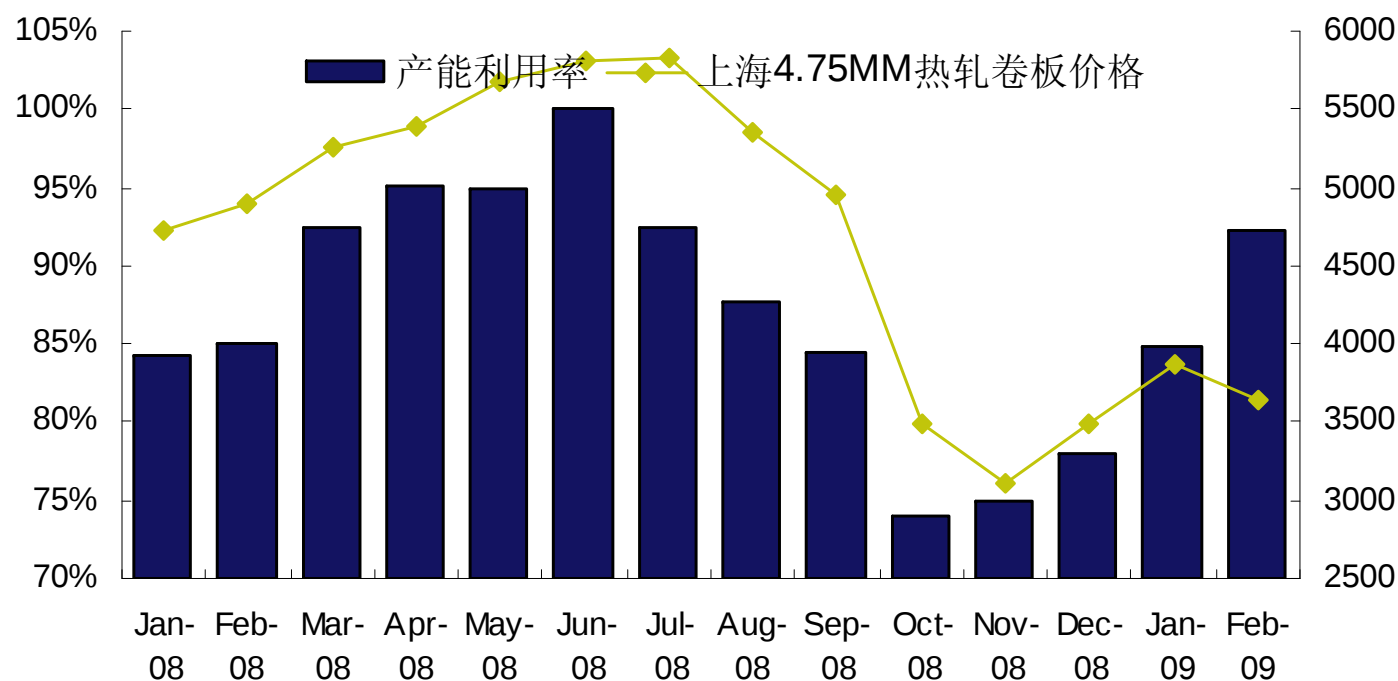
- 理论上讲，以钢铁行业的产能利用率来判断行业周期非常有效，不过由于无法准确确定每年的具体产能，我们仅按照我们自己的预测产能来说明；
- 我们采用三种方法来测算产能：第一以当年的最高日产量换算成年度数据；第二以固定资产投资数据来测算产能；第三以单个典型钢铁企业的产能来观察；
- 三种方法的结论一致：目前的产能利用率均达到较高位置，然而需求依旧疲软，所以前期钢价回落十分正常。等待产能回落到合理位置，并对应钢价的回升。假设产能利用率从2月中旬钢价下跌开始出现下滑，我们预计2个月的周期（上轮周期约4个月）完成调整，即4月中旬完成调整。

- 08年下半年，在产能利用率10月份下降至最低点（80%左右）后，钢价开始回升，而09年2月产能利用率反弹至92%，接近08年8月水平，因此钢价出现短期回落。目前我们正处第二轮的减产以降低产能利用率的过程中；（由于数据原因，产能利用率超过100%，建议更多关注的是该利用率的趋势）

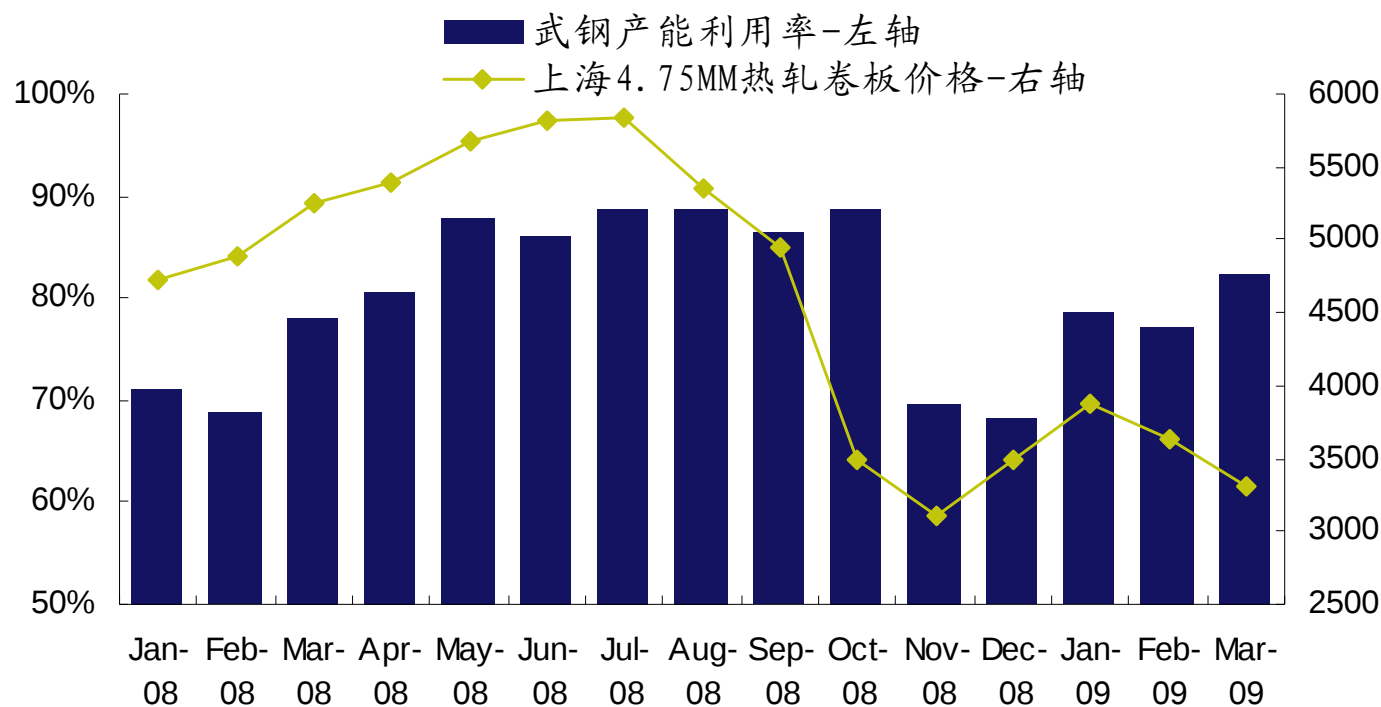


第二：以最高日产量看产能利用率

- 我们采用**2008年**粗钢日产量最高的**6月份**日均产量作为产能的近似值，同样发现钢价的回升开始于产能利用率最低的**10月份**后，当月产能利用率**74%**，而**09年2月**产能利用率达到**92%**以上，供给压力增加使得钢价出现回落；

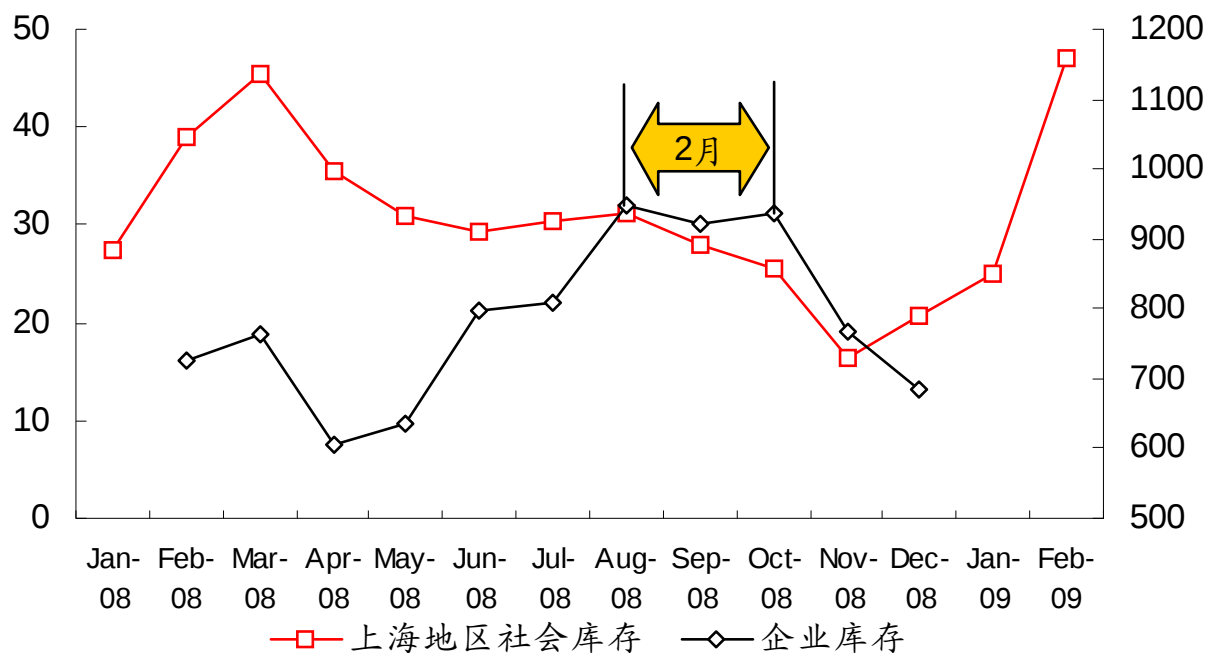


- 我们采用武钢股份的月度开工率数据来测算钢价运行规律；
- 结论：无论是以什么方法，目前的开工率应该还需要再次向下减少，从而促使钢价回升。前期钢协号召钢铁企业减产也是这个目的。

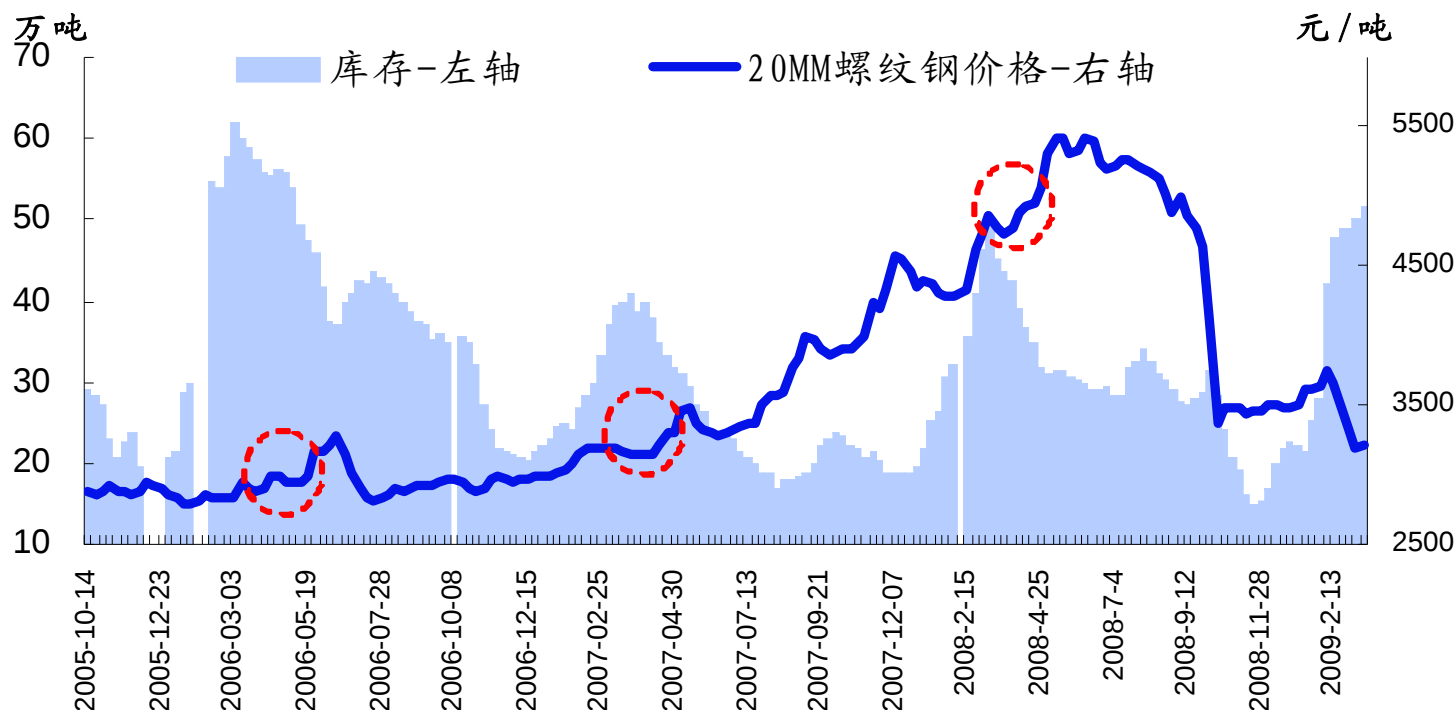


■ 以库存变化判断钢铁周期

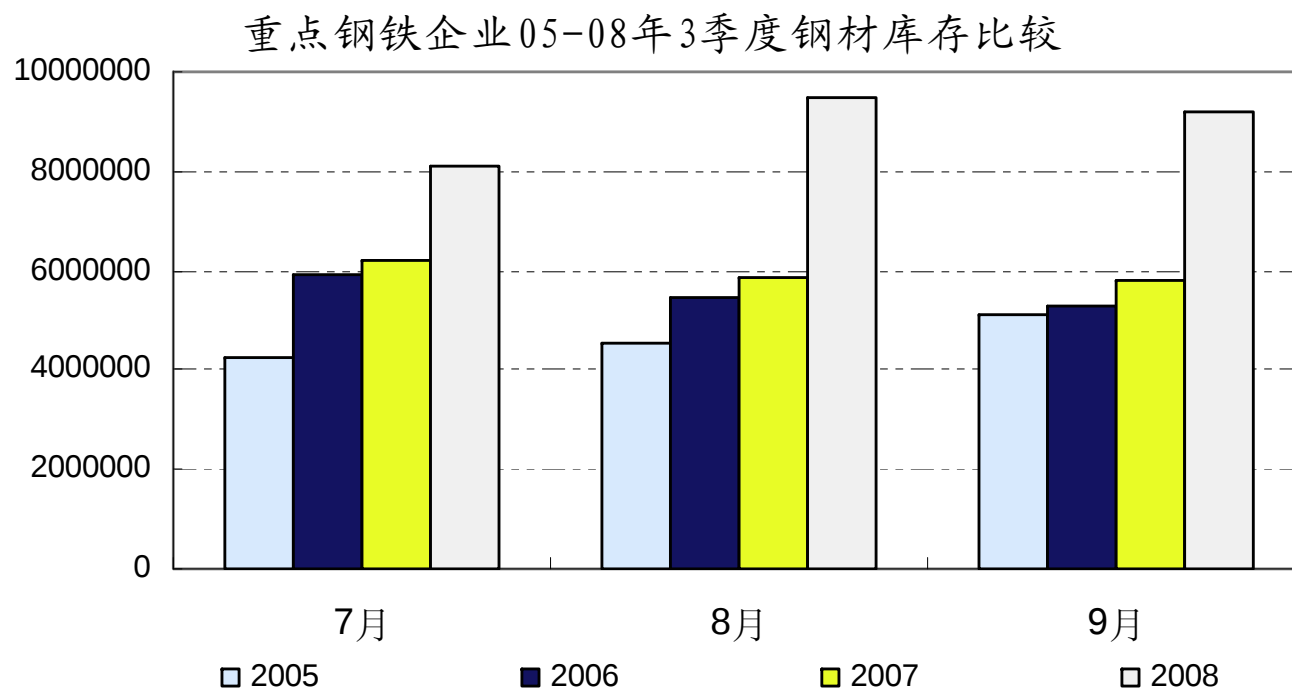
- 库存增加分为主动积累与被动积累两种类型；
- 库存消化顺序：库存可分为钢铁企业库存与社会库存，在08年的去库存周期过程中部分钢铁产品的社会库存消化时间提前钢铁企业库存2个月左右；
- 需要分析的问题：我们正处于第二轮去库存的时期？何时结束？



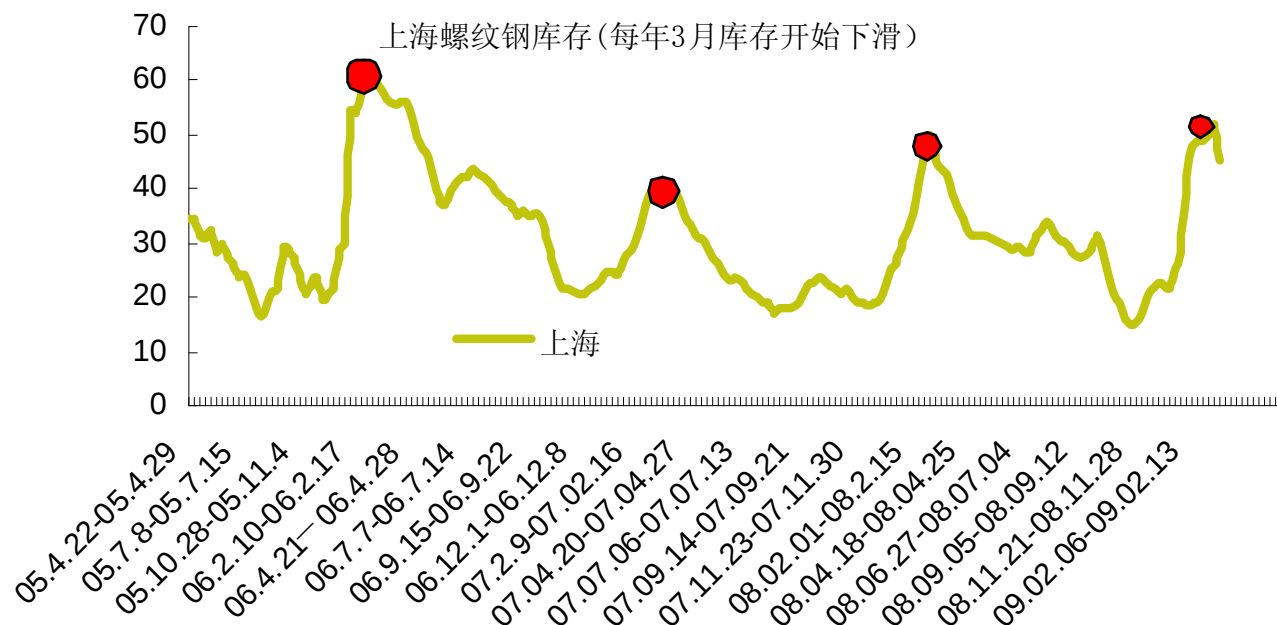
- 主动积累：**在预期需求良好的情况下，企业会增加原材料和成品库存投资以获得高额收益。这种“主动积累”过程往往带有一定的投机性，最典型的标志是“需求旺盛、价量齐升”，如**08年年初**；



- 被动积累：库存上升直接由供需关系的恶化所致，钢铁下游行业需求下降使得钢铁产品积压。最典型的标志是“需求低迷、量涨价跌”。如08年3季度末的库存增加；



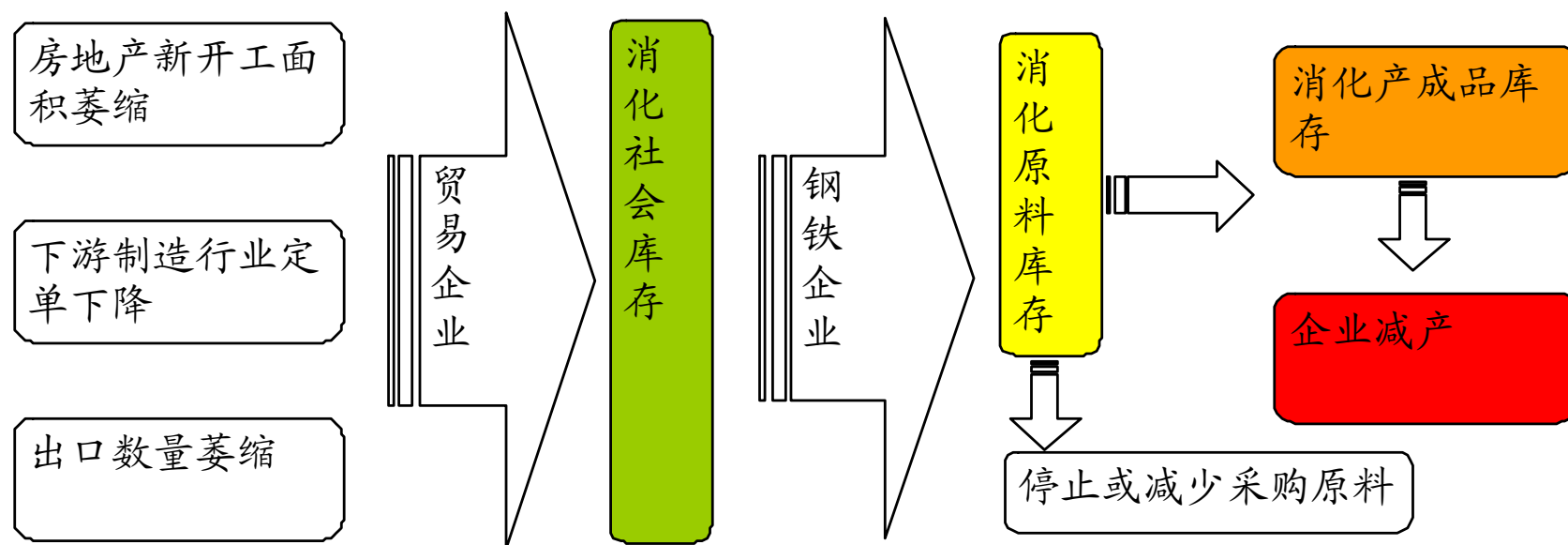
- 目前的库存上升我们认为是“主动积累”+“被动积累”的综合结果，每年**12月**到次年**3月**为库存大幅增加阶段，**3月**后为库存下滑阶段，并对应钢材价格上扬，但是**09年2季度**，库存下滑并不一定带来钢价的快速上升，更多可能是钢价的温和回升。因为本次的库存上升还存在“被动积累”的可能；



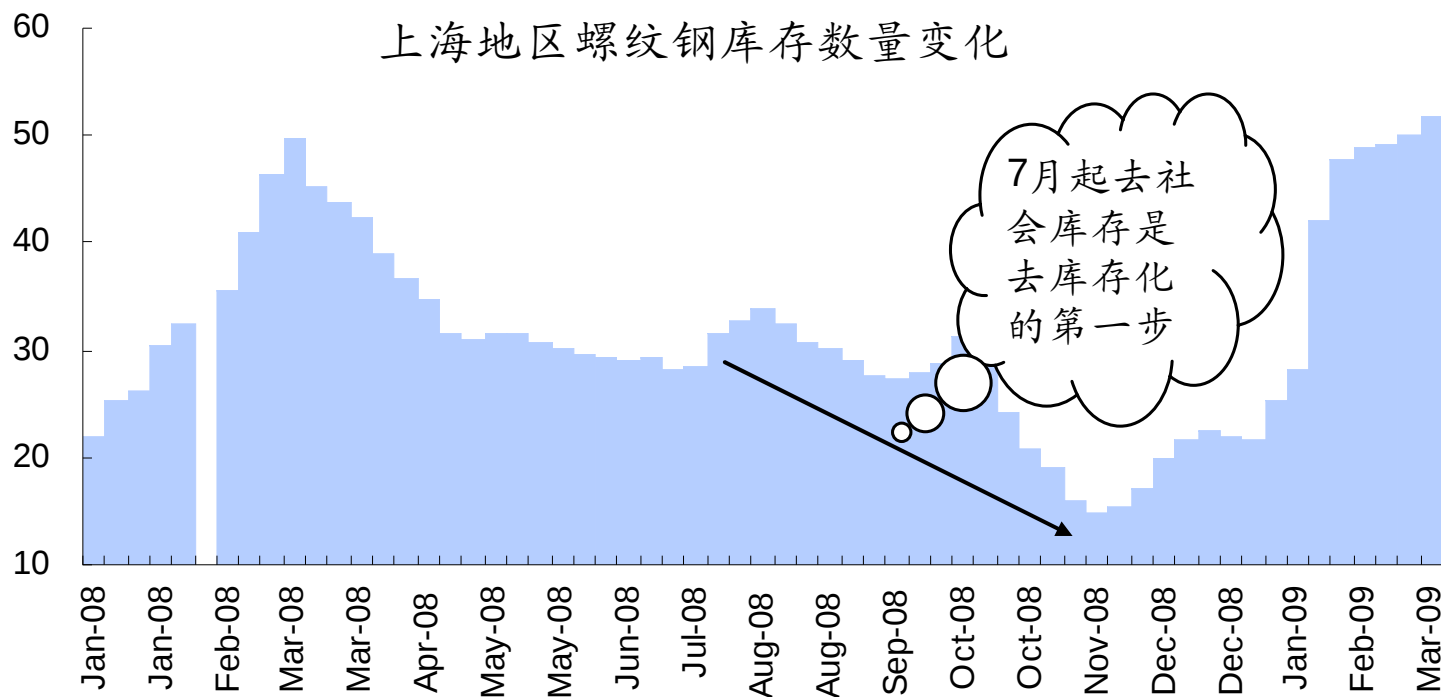
- 为什么说本次3月消库行为存在“被动积累”可能，可以从主要下游的经营数据侧面印证，09年上半年主要钢铁下游行业体现的只是环比数据好转带来对钢材的需求，由此注定钢价上涨更加温和。并且目前处于第二轮减产、第二轮去库存阶段，后面我们试图分析本轮去库周期。

	建筑行业						机械					
	新开工面积增速YTD			施工面积增速YTD			混凝土机械产量增速			收获机械产量增速		
	1月	2月	3月	1月	2月	3月	1月	2月	3月	1月	2月	3月
2003		49.7	35.9		31.6	29	-6.98	-20.86	-4.16	18.85	75.01	65.32
2004		32.3	22.5		44.6	32.8	-28.32	21.81	-10.54	-16.51	-15.19	-29.95
2005		1	9.3		17.2	19.2	-0.98	-25.68	0.25	29.34	-6.1	22.64
2006		28.3	22.1		25.7	23.3	-3.88	101.3	7.12	4.87	138.34	92.95
2007		3.6	10.6		17.4	20.7	34.18	26.37	47.8	-12.89	-54.92	-51.3
2008		27.2	25.9		32.1	27.5	77.65	78.9	48.1	30.16	20.51	22.75
2009		-14.8			14.2		-0.71	-5.2		38.34	40.17	
	家电						造船			汽车		
	电冰箱产量增速			微波炉产量增速			产量增速			产量增速		
	1月	2月	3月	1月	2月	3月	1月	2月	3月	1月	2月	3月
2003	9.7	17.5	50.5	32.83	42.74	28.22	27.2	-2.1	110.3	55.5	69.1	41.4
2004	41.2	41.2	25.6	21.18	48.98	17.15	-3.9	49.3	97.9	-9.3	44.7	36.1
2005	34.6	-14.2	-2.1	46.68	26.09	16.78	124.3	-1	60.2	37.6	-21	0.7
2006	3.26	38.8	34.4	-6.82	5.87	10.26	-31.96	96	26.9	26.1	57.9	29.5
2007	115.95	3.7	18	25.99	-0.64	20.95	-19.47	-45	51	39.6	3.8	17.8
2008	12.42	19.8	22.9	18.18	19.36	-4.58	48.55	225.3	33.6	9.78	16	21.3
2009	-20.92	22.3		-39.28	-28.92		-7.73	50.7		-21.62	22.9	

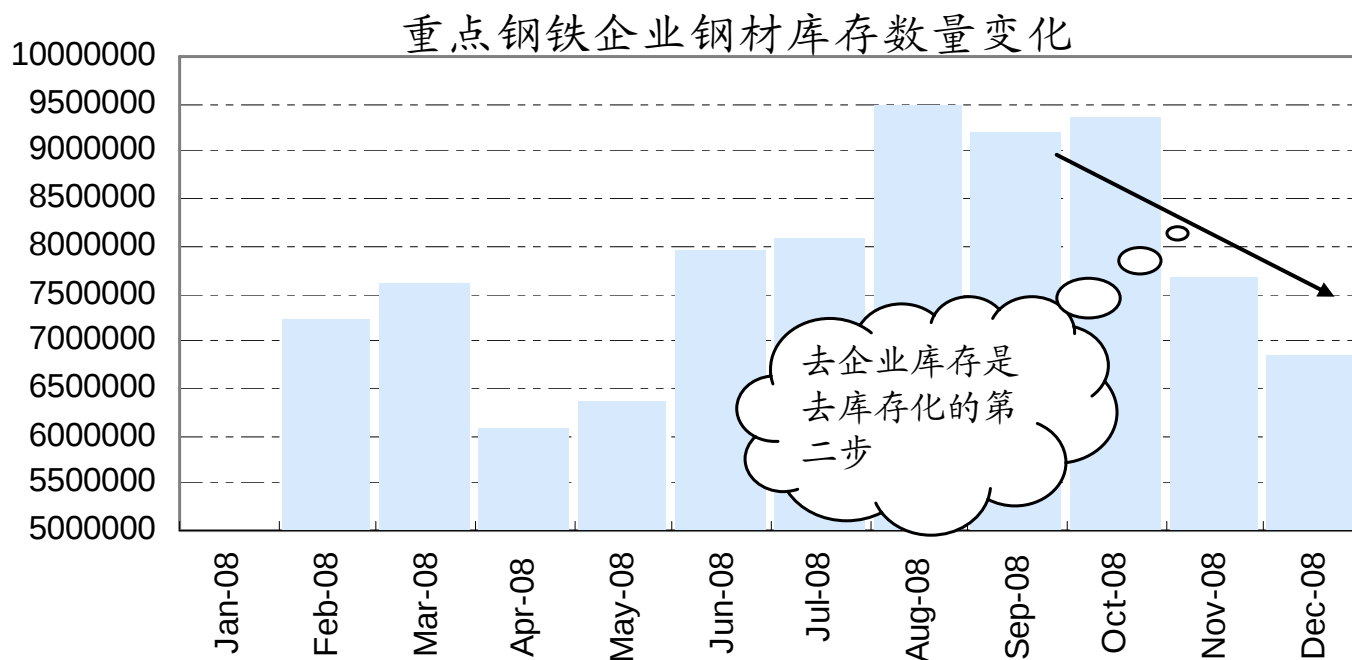
- 钢铁行业去库存化过程：去库三段论；



- 第一阶段去社会库存：** 在08年去库周期中，内外需同时下降，贸易商库存增加，于是逐渐减少对钢铁生产企业的定单数量，主动压缩钢材储存数量。而钢铁企业此时一般认为只是短期的市场扰动，并不会主动削减产量，市场供需失衡；

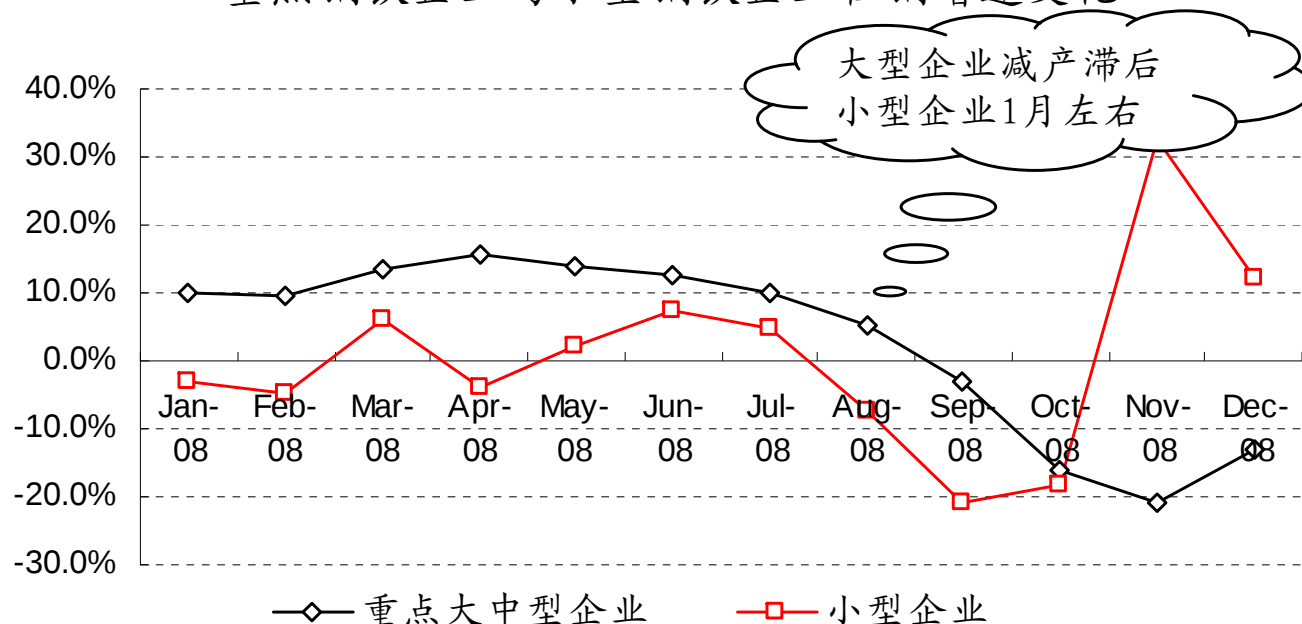


- 第二阶段去企业库存：随着流通企业的订单下降，钢铁生产企业开始停止或者减少对铁矿石、焦炭等原材料的采购，开始消化内部存货，进入去企业库存阶段。在去库存化的过程中，我们又细化为两个步骤：

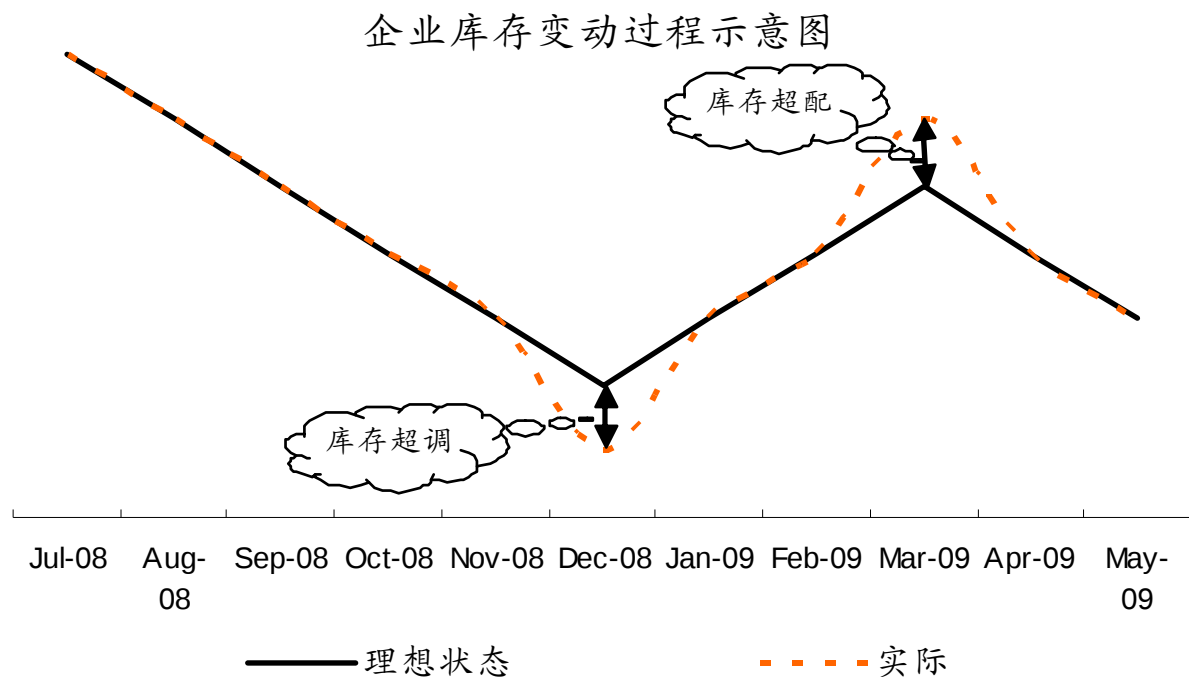


- 1、去原材料库存：企业优先消化之前高位购入的原料资源；
- 2、去产成品库存：待原料消化后，去产成品库存成为企业要务，伴随着钢铁企业开始减产。**08年**的减产过程中，大型企业的速度要慢于小型企业，主要原因在于大型企业原料囤积数量过大；

重点钢铁企业与小型钢铁企业粗钢增速变化



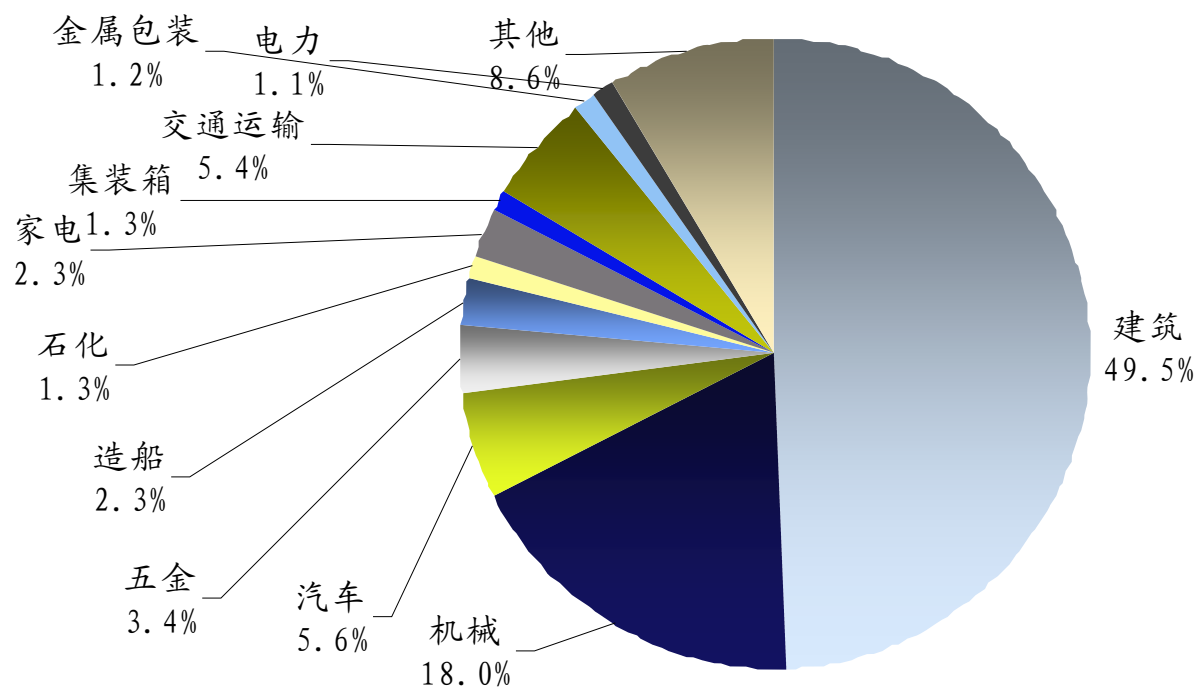
- 第三阶段库存再调整：在第二阶段中，钢铁产业链中企业库存不可避免会出现超调的现象，在产成品和原材料大幅度减少之后，增加采购补充库存会引发钢铁需求短期增加的现象，即所谓的钢价“熊市反弹”。钢铁企业随后开始复产。但需求阶段复苏并不能维持，随后需求低迷使钢铁企业重新步入新一轮去库存化阶段周期；



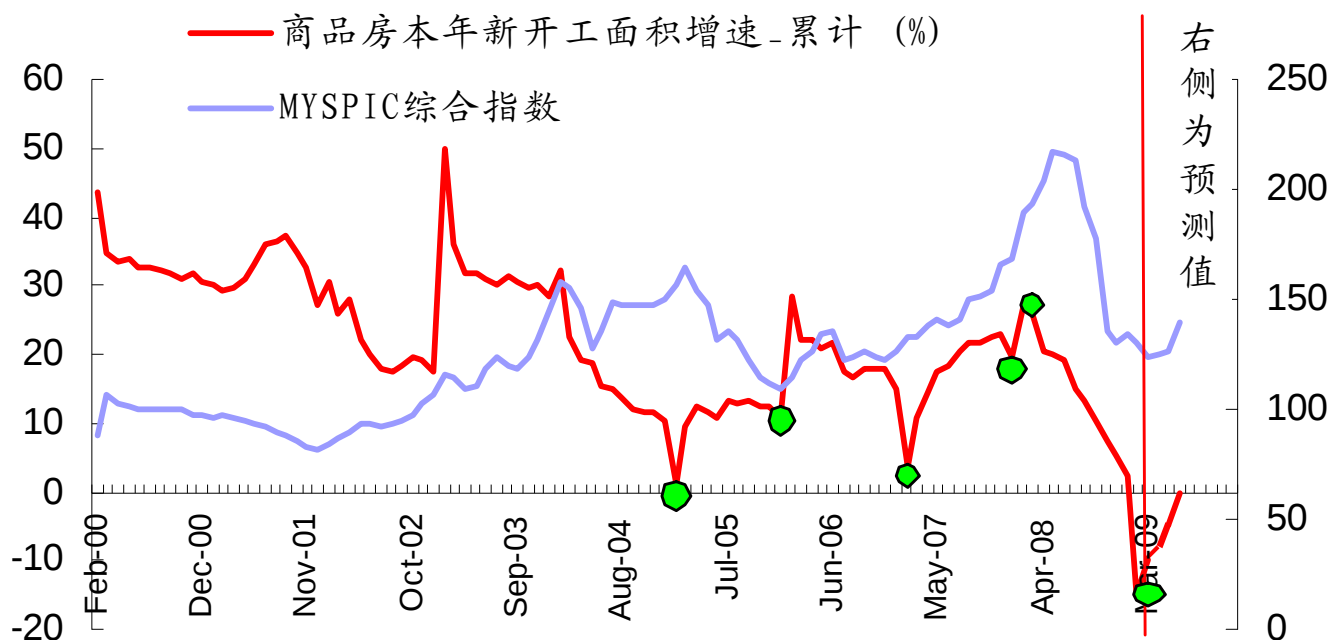
- 目前我们正处于第二轮减产及第二轮去库存的周期之中；
- 本次去库周期中社会库存与钢铁企业库存将同步下滑，所以调整周期将更快，预计**2个月**左右的调整时间，并且去库存的关键变量为销量与产量，预计最晚**4月中旬**价格将出现反弹。

■ 以下游需求判断钢铁周期

- 按照目前国内钢铁产品的下游消费结构来看，建筑业特别是房地产是决定钢铁行业走向的关键因素：



- 我们选取房地产新开工面积为主要指标;
- 数据分析: 并没有完全明确的指示关系, 但我们认为以“政策”+“开工”共同判断, 商品房新开工面积对钢价的先行指标作用还是比较明显;
- 结论: 目前由于政策面是明显偏多, 只需要商品房新开工面积出现低位回升, 钢价将具备上涨动力。



- 几个主要的时间节点按政策+开工增速，来看钢价涨跌：

时间	政策	开工增速	钢价表现
2005年2月	空，宏观调控（-）	低位上升（+）	下跌（-）
2005年12月	偏多，（+）	横盘上升（+）	上涨（+）
2007年2月	政策中性（0）	低位上升（+）	上涨（+）
2007年12月	政策中性（0）	高位上升（+）	上涨（+）
2008年2月	政策中性（0）	高位下滑（-）	下跌（-），但滞后4个月
2009年？月	政策偏多（+）	低位上升（+）	上涨（+）
说明：只要政策中性，开工面积回升，必然带动钢价上扬			

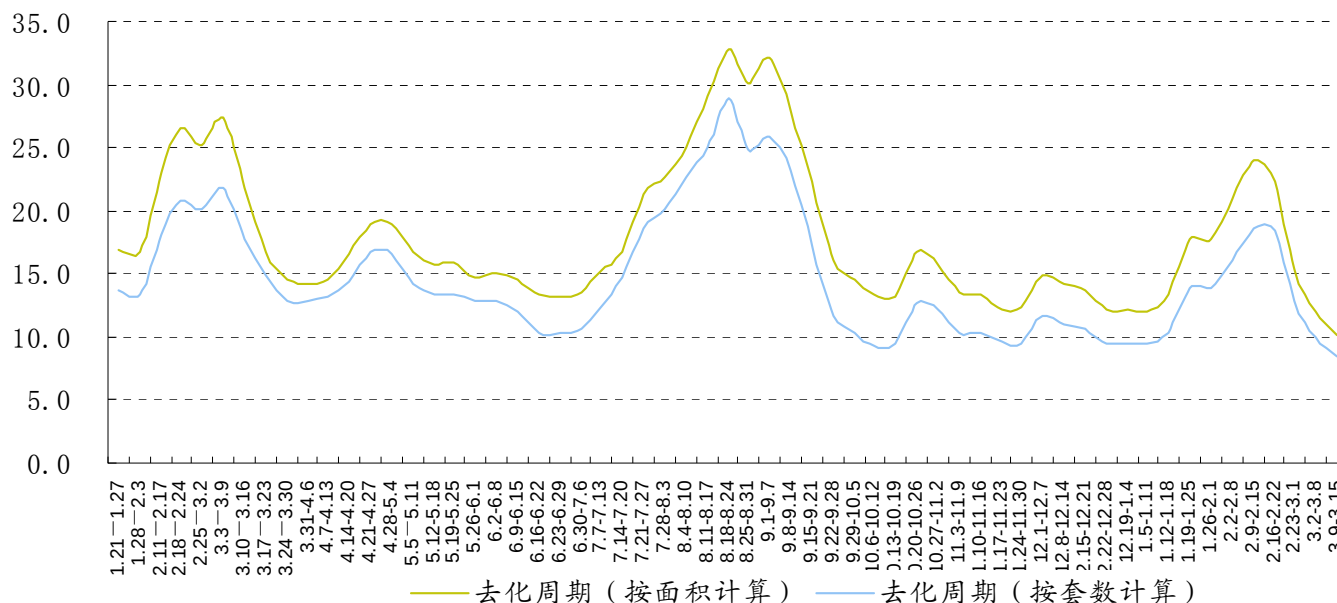
问题：以新开工面积增速作为先行指标的可能问题：

- 1、新开工面积增速数据获取的滞后；
- 2、是否可以找到新开工面积的先行指标？具体可以看下左图表；
- 3、新开工面积增加的前提：销售回暖+消化部分库存，房地产企业才会加大新开工面积，从而采购钢价促使价格上扬。
- 4、判断一：目前局部地产销售回暖带动新开工面积增加力度较弱；



- 判断二：从去库存周期看，北京的去库存周期已经接近历史低位，我们观察的上海也处于可比数据的低位，不过重要的还是心态，购房者的心态保证销量不会下滑，而开发商的心态保证新开工面积的增加，如果没有对未来良好预期的心态，即使开发商的房屋可售面积降到警戒线，其增加新开工面积的动力也不会很强。但是考虑到4、5月季节性的因素，房地产新开工面积的环比增加应在预期之中。

2008~2009北京房地产去库存化周期测算



■ 投资主题一：资源类公司

- 我们把钢铁行业中具有铁矿石的企业归纳为资源类公司；2季度建议以资源价值去重新认识部分钢铁资源股的价值；
- 重点关注凌钢股份、酒钢宏兴、唐钢股份、西宁特钢；
- 注意：图表中平均品位为测算值，可能与实际有较大差异。

2008年主要钢铁公司的矿石自给率比较（单位：万吨）

公司	08年生铁产量累计	铁矿石用量	原矿产量	铁精矿产量	平均品位测算	矿石自给率	矿石属性
鞍山钢铁集团公司	1608	2573	9737	1686	30.0%	65.5%	集团
西宁特殊钢集团有限责任公司	92	147	300	92	20.0%	62.7%	股份
本溪钢铁(集团)有限责任公司	743	1189	1666	628	24.5%	52.8%	集团
攀枝华钢铁(集团)公司	771	1234	1620	551	22.1%	44.7%	股份
太原钢铁(集团)有限公司	775	1240	1229	552	29.2%	44.5%	部分股份
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	609	975	353	304	35.0%	31.1%	股份
凌源钢铁集团有限责任公司	198	317	200	98	32.0%	31.1%	股份
包头钢铁(集团)有限责任公司	954	1526	1290	472	23.8%	30.9%	集团
首钢总公司	1181	1890	931	501	35.0%	26.5%	集团
承钢	400	641	400	130	21.1%	20.3%	集团
重庆钢铁(集团)有限责任公司	320	512	200	98	31.9%	19.2%	集团
新余钢铁有限责任公司	455	728	130	109	35.0%	15.0%	股份
马钢(集团)控股有限公司	1378	2204	904	257	18.4%	11.6%	集团
唐钢	1461	2337	800	200	35.0%	8.6%	股份
莱芜钢铁集团有限公司	993	1588	250	135	35.1%	8.5%	集团
安阳钢铁集团有限责任公司	821	1314	170	63	24.1%	4.8%	集团
济钢集团有限公司	1029	1647	180	45	16.3%	2.7%	集团

■ 投资主题二：并购预期类

- 钢铁产业振兴规划细则已经出台，并购整合是重点之一；
- 促进重组，提高集中度：进一步发挥宝钢、鞍本、武钢等大型企业集团的带动作用，推动鞍本集团、广东钢铁集团、广西钢铁集团、河北钢铁集团和山东钢铁集团完成集团内产供销、人财物统一管理的实质性重组；推进鞍本与攀钢、东北特钢，宝钢与包钢、宁波钢铁等跨地区的重组，推进天津钢管与天铁、天钢、天津冶金公司，太钢与省内钢铁企业等区域内的重组。力争到**2011**年，全国形成宝钢集团、鞍本集团、武钢集团等几个产能在**5000**万吨以上、具有较强国际竞争力的特大型钢铁企业；形成若干个产能在**1000~3000**万吨级的大型钢铁企业；
- 完善企业重组政策：制定鼓励钢铁企业兼并重组的政策措施，妥善解决富余人员安置、企业资产划转、债务核定与处置、财税利益分配等问题，对大型企业跨省(区、市)重组后的改扩建等项目优先予以核准。落实好鼓励钢铁企业重组的税收政策。适时研究制定钢铁企业兼并重组条例。

- **结论：**宝钢并购宁波钢铁以及钢铁产业振兴规划细则出台后，国内钢铁行业并购将加速，具体可参考我们3月4日行业深度研究报告《2009年：钢铁行业并购加速年》；
- **投资机会：**主要的投资机会汇总如下，并提示4、5月份重点关注本钢板材。

并购分类	说明	主要公司
龙头并购	已经或潜在被三大龙头并购的公司为我们关注的重点	如本钢板材、凌钢股份、抚顺特钢、广钢股份、韶钢松山、杭州钢铁、安阳钢铁、柳钢股份、新钢股份、马钢股份、包钢股份、三钢闽光
区域整合	河北钢铁的动作已经涉及到上市公司层面，如果并购开始加速的话，其他区域也会加速	山东钢铁、鞍本集团
民营生存	宝钢并购宁钢已经引起大家对民营钢铁企业生存去向的猜测，这确实是我们未来需要继续观察的重点	南钢股份、ST张铜

■ 投资主题三：基建投资类

- 4万亿基础建设投资对钢铁整体拉动较小，但是对长材类产品的作用还是不容忽视；
- 主要品种：新兴铸管、八一钢铁、莱钢股份、三钢闽光。其中新兴铸管可参考我们的相关报告《新兴铸管pe估值提高到20X合情合理》

2008年主要钢铁公司长材比例（集团口径）

公司	钢材产量（吨）	长材产量（吨）	长材比例
新兴铸管	2257010	2257010	100.0%
西宁	1042772	940366	90.2%
承钢	3713691	3085033	83.1%
杭钢	3551011	2814357	79.3%
三钢	4368357	3454880	79.1%
莱钢	10534426	7476334	71.0%
八一钢铁	4611821	2903241	63.0%
凌钢	1992202	1217293	61.1%
马钢	14113602	7332617	52.0%
酒钢	6798996	3524380	51.8%
韶钢	3865556	1980752	51.2%
重钢集团	3092853	1502181	48.6%
新余	4653847	2237502	48.1%
包钢	9048382	4034647	44.6%
华菱集团	10467796	4603196	44.0%
安阳	8085139	3322796	41.1%
唐钢	12619323	4485502	35.5%

■ 投资主题四：期货受惠类

- 3月27日，钢材期货正式上市，上市初期钢价的上涨（或超预期上涨）是惯例；
- 主要的期货受惠如下图表，具体可参考我们2月18日提前推出的行业研究报告《钢铁期货推出的相关受惠分析》。

类型	公司	说明
套保受惠型	大部分钢铁公司，以五矿发展为主的贸易类公司	影响最明显的无疑是钢铁贸易类公司，典型代表是五矿发展，公司年均钢材销量超过1100万吨，折合每股钢材销量约0.01吨，销售价格每提高1元，EPS将增加0.01元。当然我们并不排除他也会交易亏损的可能。
注册受惠型	因为未来用于期货交割产品必须是指定企业指定品牌，获得注册的钢铁上市公司将获得额外的订单需求，我们认为线材及螺纹钢生产的前几大钢企均可能获得注册	目前已经获得注册仓单的公司为马钢股份、沙钢、首钢、唐钢等
仓储受惠型	中储股份、被注册品牌的公司	
交易受惠型	马钢、沙钢等	实际上是期货自营



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 周涛
电话：(8621) 61038261
邮箱：zhout@gjzq.com.cn
2009年3月