

钢铁/普钢

2009 年 4 月 9 日



行业研究

行业点评

跟踪评级：维持 短期-中性，长期-A

行业景气继续筑底

——钢铁行业点评

核心观点

本报告设计出粗钢的真实消费指标，解读了近期粗钢产量增加的主体及原因，重申钢铁行业继续筑底、二季度末好转可以期待，以及 2009 年铁矿石长协价下降 30% 左右的观点。

小型钢企是粗钢产量提升的主力军。从已披露的重点大中型钢企月度粗钢产量数据可以推算出，小型钢企在近几个月产量提升迅速，占全国的比重在 2009 年 2 月已创近年最高水平，其主要原因是小钢多使用现货矿，而目前现货矿较长协矿有价格优势。

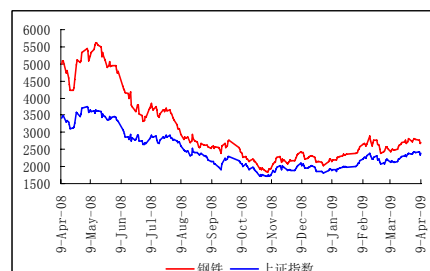
全国粗钢产量增加的主因是库存调整，终端消费仍有待观察。由于净出口量锐减，产量的增加体现为表观消费量的显著增加，但剔除生产、经销商库存的表观消费量数据趋势仍不明朗，我们认为这意味着终端消费仍有待观察。

但二季度末行业景气好转仍可以期待。目前钢价的下跌是由于库存过度补充后的适度回调所致，这也意味着库存的深度调整将告一段落，后期库存将趋于相对稳定，真实需求有望逐步改善。我们在此重申“参照货币供应量与钢价相关关系，钢价可能在今年二季度末阶段性见底”的观点。

2009 年铁矿石长协价降幅超过 40% 可能性不大。如果参照前两月现货矿价相对于 2008 年的降幅，2009 年长协矿价降幅应为 40%，但这种可能性不大，因为目前的现货矿价是历史较低水平，如果长协矿下降 40% 则意味着三大矿业巨头认同未来一段时期内铁矿石价格继续维持在目前的低位，我们维持矿价下降 30% 左右的判断。

行业评级和投资建议。我们仍然维持行业的中性评级，建议近阶段重点关注 2009 年铁矿石长期协议价谈判，适度增持高长协矿的企业如马钢股份、宝钢股份。基于我们对长协矿降幅以及钢铁行业景气度的判断，我们仍重点推荐鞍钢股份，维持对鞍钢股份推荐 A 的投资评级。

走势特征：



相关报告：

《钢铁行业：景气仍在底部震荡，但下半年好转可以期待》——行业专题报告——2009 年 2 月 27 日

研究员：王招华

电话：010-84183230

E-mail: wangzhaohua@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

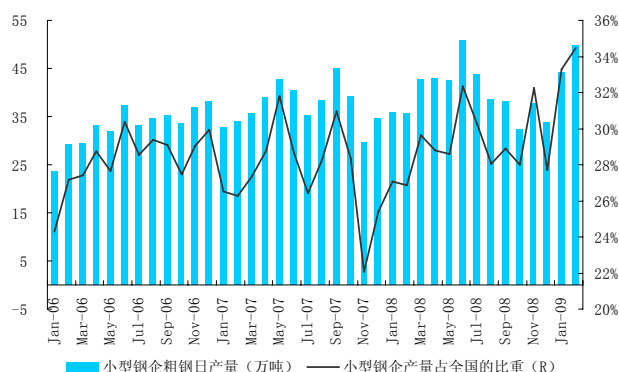
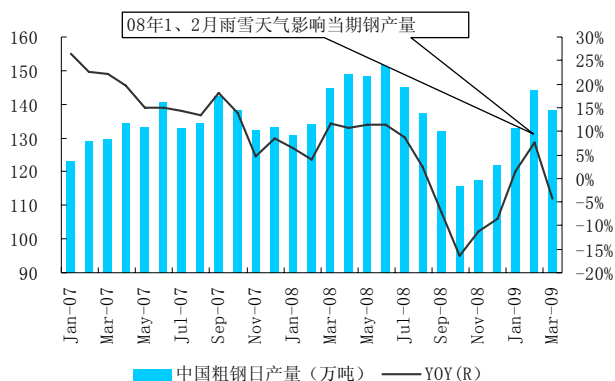
1、全国粗钢产量提升迅速，小钢企是主力

据上海证券报 4 月 9 日公布的数据，3 月全国粗钢日均产量为 138.4 万吨左右，较 2 月份的 144.7 万吨有所回落，但仍处于近 8 个月来的次高水平。

从已经披露的重点大中型钢企月度粗钢产量数据可以推算出，小型钢企在近几个月产量提升迅速，其占全国的比重在 2009 年 2 月已创近年最高水平。

图 1: 2009 年 3 月全国粗钢日产量仍处于较高水平

图 2: 2009 年 2 月小型钢企粗钢产量占比创近年新高



资料来源: Mysteel、上海证券报、国都证券

资料来源: Mysteel、中国钢铁工业协会、国都证券

小钢产量占比迅速提升主要原因是矿石成本优势。铁矿石成本占钢铁产品成本的 30% 左右，在目前各种商品现货大跌的背景下，海运费及铁矿石的现货价格已经低于长期协议价格，使得小钢在成本上较大钢具备一定优势。

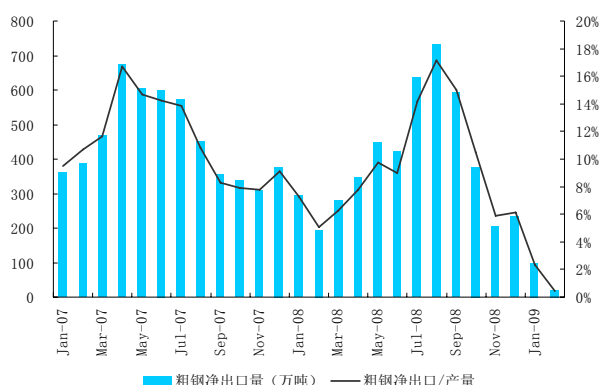
2、全国产量增加主要缘于库存调整，真实需求变化仍待观察

由于出口需求严重萎缩，产量增加的原因显然来自于国内因素，我们认为主要是库存调整，真实需求的变化仍有待进一步观察。

市场上广泛使用的表观消费量这一指标并未剔除库存因素，因而不能反映真实需求。库存由生产商、经销商、终端消费者三部分组成，由于缺乏终端消费者库存的统计数据，我们用剔除生产商、经销商库存后的表观消费量来代替真实消费。

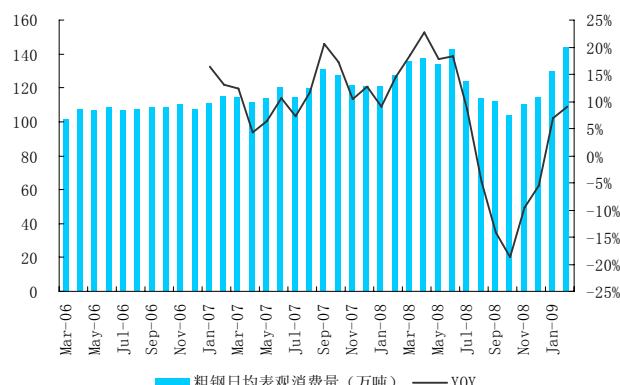
数据显示，真实需求（剔除生产商、经销商库存后的全国粗钢日均表观消费量）2 月份环比有所回升，但仍处于近年来偏低水平，且这一回升是否构成趋势也尚待观察。至于真实需求的同比增速由负转正，且持续攀高，我们认为也并不说明太多的问题，因为受雨雪天气影响，2008 年 1、2 月全国粗钢产销的基数均较低。

图 3：粗钢出口需求严重萎缩



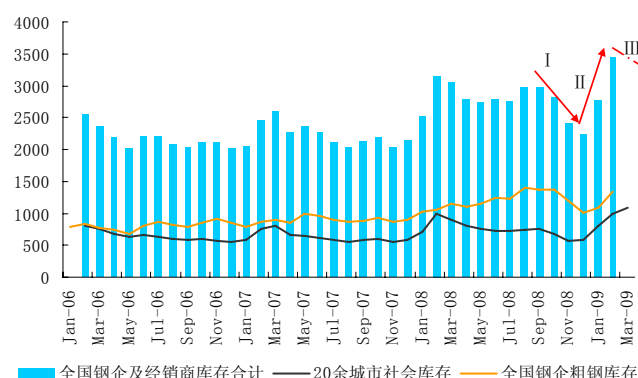
资料来源：Mysteel、海关总署、国都证券

图 4：粗钢表观消费量同比及环比数据均已显著好转



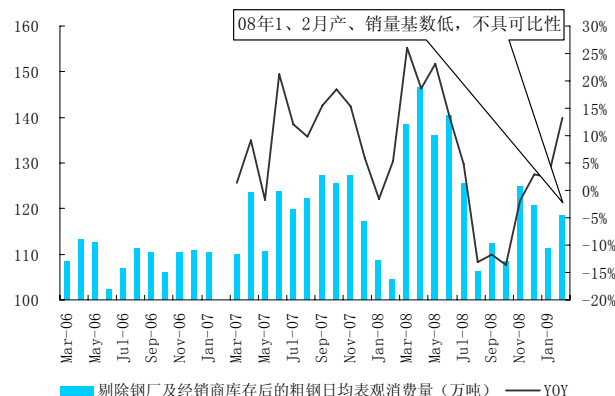
资料来源：Mysteel、中国钢铁工业协会、国都证券

图 5：推算的钢铁生产及经销商库存创历史新高



资料来源：Mysteel、上海证券报、国都证券

图 6：推算的粗钢真实需求数据并未表明显著好转



资料来源：Mysteel、中国钢铁工业协会、国都证券

3、钢铁行业景气继续筑底，但真实需求在二季度末好转可以期待

自 2008 年 12 月以来，我们持续认为，2009 年上半年钢铁行业难以复苏，将会在震荡中前行，2009 年 1、2 月份钢价呈现涨势是经销商过度补充库存使然，目前钢价再次探底，则缘于经销商库存的适当降低。

目前的库存走势应表明行业处于筑底的阶段，之后库存将可能趋稳，真实需求逐步启动，钢价震荡回升。

表 1：钢铁行业景气恢复的四个阶段

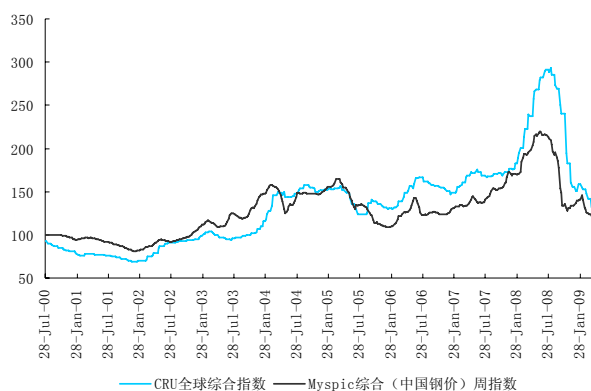
所处阶段	I	II	III	IV
库存	去库存化	过度补库	适当降库	趋稳
真实需求	低迷	低迷	低迷	逐步改善
钢价	跌	涨	跌	震荡回升

注：涂色表明目前所处的阶段

资料来源：国都证券

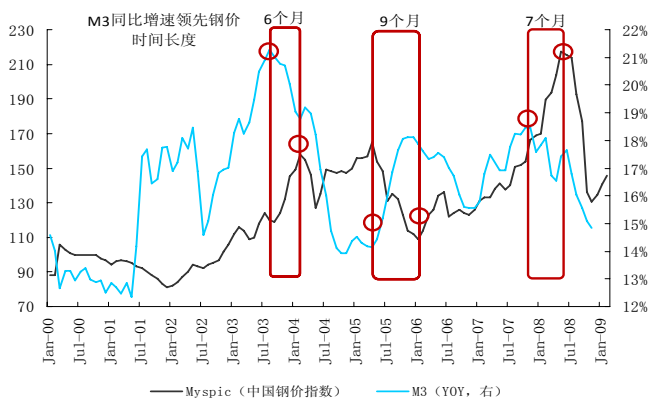
我们判断钢价将触底回升的另外一个理由是自 2008 年 11 月以来数次强调的观点，即 M3 与钢价的关系：2004—2008 年的三次经验显示，中国货币供应量 M3 同比增速领先于钢价 6—9 个月，M2 与 M3 增速走势大体相同，中国人民银行 2 月底表示，争取 2009 年广义货币供应量 M2 增长 17% 左右，这表明货币供应量增速在 2007 年 11 月已阶段性触底，据此判断，钢价极可能在今年二、三季度初阶段性见底，并步入一个相对稳定甚至震荡上涨的状态值得期待。

图 7：国内外钢价近期跌破 2008 年低点



资料来源：CRU、Mysteel、国都证券

图 8：M3 同比增速领先钢价 6-9 个月



资料来源：Mysteel、Bloomberg、国都证券

4、维持行业中性评级，建议将投资标的适度转向高长协矿企业

2009 年财年铁矿石价格谈判将于本季度尘埃落定，正如我们在第二部分中所指出的，这关系到大、小钢厂的生产成本以及产量。

表 2：粗钢产量增加的主体与长协矿价谈判可能的关系

	长协矿价确定之前	长协矿价确定后前期	长协矿价确定后期
产量增加	小钢	大钢	
的主体	（长协矿比例较低）	（长协矿比例较高）	全部

资料来源：国都证券研究所

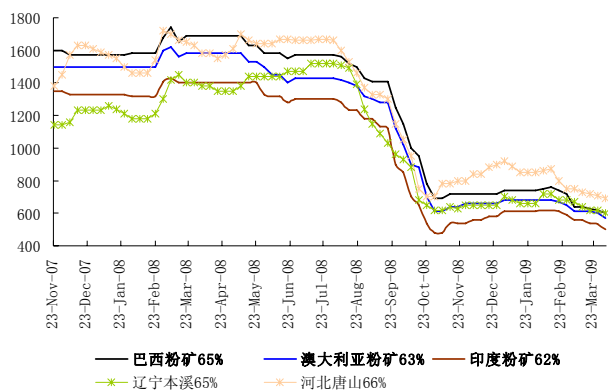
2009 年长协矿价格下降已成定局，这意味着未来高长协矿（通常是大钢）的成本劣势将逐渐淡化，产量占全国的比重趋于增加，因此我们建议投资者近阶段重点关注矿价谈判，将投资标的适度转向高长协矿的企业，如宝钢股份、马钢股份等。

如果参照现货矿价的降幅，2009 年长协矿价降幅应为 40%，但这种可能性不大，因为目前的现货矿价是历史较低水平，如果长协矿下降 40% 则意味着三大矿业巨头认同未来一段时期内铁矿石价格继续维持在目前的低位，我们维持矿价

下降 30%左右的判断。

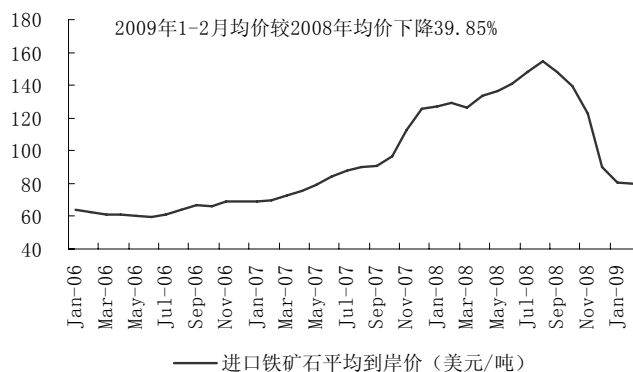
2009 年 1 季度国内进口矿到岸价较 2008 年平均水平下降幅度超过 40%，2009 年上半年这一降幅预计在 40%左右，根据与集团公司的矿价协议，这意味着鞍钢股份 2009 年下半年的铁矿石价格较 2008 年下降 40%左右，高于我们对长协矿谈判的预期，再结合我们对钢铁行业景气度的判断，龙头钢铁企业中，我们仍重点推荐鞍钢股份。

图 9: 2009 年至今国内现货矿较去年降幅为 40%



资料来源：CRU、Mysteel、国都证券研究所

图 10: 2009 年 1-2 月进口铁矿石到岸价较去年降 40%



资料来源：海关总署、国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	减持	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。