

2009 年 09 月 30 日

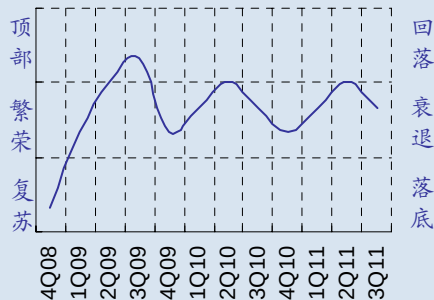
长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	10.12
市场优化平均市盈率	20.60
国金钢铁指数	2224.04
沪深 300 指数	2972.29
上证指数	2754.54
深证成指	11069.28
中小板指数	4382.07



行业景气周期预期4Q08-3Q11



周涛

 (8621)61038261
 zhout@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

钢铁行业 2009 年 4 季度报告

——产能、库存、需求如何驱动钢价

减持

持有

增持

投资要点

- 经历了上半年钢材价格的持续上涨及快速回落，投资者对 4 季度的行业运行环境渐趋谨慎。观察钢铁行业主要运行指标，又回到了产能压力、需求变化、库存演变、钢价走向等传统因素上。我们尝试再次对这些主要问题进行新的对比分析；
- 钢材价格：投资者对钢价的关注到了最直接最原始的地步，一般认为没有钢价的稳定及上涨就不会有大的钢铁股投资机会。特别是钢材期货的推出，不仅加大了钢价的波动幅度，也加大了股价的波动范围。我们预期 4 季度钢价会有一个企稳反弹的阶段，按照传统的旺季情况看，预计 10 月中下旬钢价上涨的概率较大；
- 钢价的企稳上涨分为企稳及上涨。我们认为生产成本只是钢价阶段企稳的因素，而真正的价格上涨必须要依靠新增的下游需求，目前的高库存又制约着钢价上涨，产能的压力也让投资者担忧，所以我们把这 3 个因素归纳在一起说明：
 - ◆ 产能压力：2009 年粗钢的新增量为 5500 万吨，而 2010~2011 年年均增量约为 3000 万吨，粗钢增量已呈下滑趋势。预计 2009~2011 年的粗钢产能分别为 6.89、7.29、7.59 亿吨；
 - ◆ 需求动力：4 季度重点关注的需求来自房地产及部分基建，我们定义为滞后的房地产新开工面积带来的采购用钢；
 - ◆ 库存演变：每年的 3 月库存均会到达高点，并通过 4、5 月份的消费行为进行消化，而今年 9 月的高库存状况如果参照 3 月的情形，预计也要 1~2 个月的消化期，估计 10 月下旬库存变化将有利钢价；
 - ◆ 综合结果：我们综合分析以上因素并对 4 季度的供需对比分析显示，4 季度粗钢过剩量为 551 万吨，但只要能正常消库与消费，这个过剩量完全可以以库存的形式被消化，同时 9 月份开始出现的钢厂检修等因素均会减少我们理论上分析的供给量。由此看钢价上涨的动力还是存在的。
- 投资策略及组合：在之前的投资策略中我们经常以基础建设类、资源类、并购重组类、板材类等方式来区分投资机会，本次的投资组合将打破这种方式。在钢铁股已经提前超预期下跌，而未来钢材价格将企稳反弹的背景下，建议关注三类公司：第一类为高 β 值的公司带来的阶段投资机会，主要以三钢闽光、柳钢股份、酒钢宏兴、凌钢股份等等为主；第二类为大股东有迫切资本运作的公司：如莱钢股份、韶钢松山等等；第三类为稳健增长的公司，主要以大冶特钢为主。

内容目录

我们对钢铁行业 4 季度的基本看法	4
钢价如何演变：期待 10 月份的钢价企稳反弹	4
无法回避的钢材社会库存趋势推测	4
所有的一切均寄托于需求的好转或者超预期	4
以生产成本判断钢材价格底部区域	4
对行业供需环境的分析：4 季度需求的关键因素分析	7
基建与房地产的需求变化是 4 季度钢铁行业关键	7
对房地产行业用钢的说明：滞后的新开工面积用钢	8
小结：4 季度更多要看房地产的需求变化	11
对行业供需环境的分析：供给压力依然无法忽视	11
2009~2011 年钢铁行业新增供给分析	11
09 年 4 季度及未来供需对比分析	13
理论供需分析之外：钢企减产、库存下降、钢价上涨？	14
钢企能否减产、库存能否下降将加速钢价的企稳上涨	14
钢铁企业减产情况分析：首先以检修形式出现	14
库存情况分析：9 月份的高库存状态如何演变	16
钢铁行业 4 季度投资策略及组合	18
关于钢铁股的投资逻辑汇总	18
主要投资组合	19

图表目录

图表 1：上海地区热轧板卷与螺纹钢价格比较（元/吨）	5
图表 2：本轮钢材价格暴涨暴跌有市场投机炒作的因素	5
图表 3：几种情景下热轧板卷与螺纹钢成本比较（含税）	6
图表 4：现货铁矿石价格触底反弹（元/吨）	6
图表 5：国内主要市场焦炭价格跌幅较低（元/吨）	6
图表 6：美国钢铁行业产能利用率逐步提高	6
图表 7：08 年 10 月与目前成本价格差额比较（含税）	7
图表 8：以往对钢铁下游行业需求分类	7
图表 9：对钢铁下游行业需求的重新归纳	7
图表 10：工业用钢与发电量成正相关关系	8
图表 11：09 年 3 季度新开工项目数量开始下降	8
图表 12：8 月建筑行业新订单抽样调研汇总	9
图表 13：螺纹钢日产量增速缓慢	9
图表 14：上海螺纹钢库存上升较快	9

图表 15: 房地产新开工面积增速比较	10
图表 16: 建筑行业新订单数量滞后于新开工面积	10
图表 17: 螺纹钢表观消费与房地产新开工面积比较	11
图表 18: 钢铁行业下游驱动力比较	11
图表 19: 2009 年以来已经投产的高炉统计	12
图表 20: 2009 年 10~12 月份估计要投产的高炉数	12
图表 21: 中国粗钢产能变化统计 (亿吨)	13
图表 22: 09 年分季度粗钢供需平衡表 (万吨)	14
图表 23: 国内粗钢日产量及环比增速比较	15
图表 24: 9 月份钢铁生产企业检修数量开始增加	15
图表 25: 测算的热轧板材利润情况重新陷入亏损	16
图表 26: 测算的螺纹钢毛利率不断缩小	16
图表 27: 9 月份吨钢利润下降将降低钢铁行业产能利用率	16
图表 28: 全国主要城市螺纹钢库存变化 (万吨)	16
图表 29: 全国主要城市热轧板卷库存变化 (万吨)	16
图表 30: 当前钢铁行业的库存演变示意图	17
图表 31: 上海市场螺纹钢库存与钢材价格变化比较	17
图表 32: 重点大中型钢铁企业库存变化 (吨)	18
图表 33: 全球主要钢铁公司估值比较	19
图表 34: 钢铁行业与沪深 300 指数的 PB 比较	20

我们对钢铁行业 4 季度的基本看法

钢价如何演变：期待 10 月份的钢价企稳反弹

- 钢价是钢铁行业投资的重要指标。我们认为生产成本是钢价下跌的支撑之一，而价格上行阶段的最后制约因素是产量的快速增长。通过目前的钢价和成本对比，大部分钢种已经跌至成本线附近，继续下行空间不大，也就是说钢材价格具备初步企稳的条件，但能支撑钢价持续稳健上涨的基础显然还是下游行业的需求增加。正如我们在今年 3 月底提出 4 月中下旬钢价将触底回升一样，目前我们认为 10 月下旬钢价将企稳反弹，其中价格上涨的动力来自房地产及基础建设的滞后需求驱动。

无法回避的钢材社会库存趋势推测

- 又是一年秋来到，投资者预期中的“金九银十”业已过半，钢市运行与 08 年情形十分雷同，9 月钢材市场是失望的，而投资者也不敢对 10 月的钢材市场做过多的奢望。摆在投资者心头的磐石还是库存。一轮经济危机让大家对库存压力有了深刻认识；
- 回顾钢材库存，我们以市场上唯一的且并不可靠的 Mysteel 的社会钢材库存为研究对象分析，每年的 3 月高库存都在 5 月的消费旺季中轻松化解，而今年 9 月的高库存历史上是没有先例的。我们只是猜想，会不会与 3 月的库存消化一样，9 月的高库存将在“银 10 月的旺季”中无形化解。其实能否真正如我们预期库存被消费所化解，主要还要看房地产等重点行业的需求增量；
- 风险因素：社会库存到高位了，下游库存依旧处于合理位置，而钢厂库存也开始增加了。真正的库存风险是未来钢厂库存的潜在增加。这一切的化解都必须靠需求来解决。当然我们也尝试用简单比较的方法来测算库存的消化时间段，如果按照今年 3 月以来的高库存消化时间，本轮钢材社会库存的消化时间至少也得 1.5 个月，以此来看 10 月中下旬钢价上涨的概率会更大。

所有的一切均寄托于需求的好转或者超预期

- 前面所分析的一切，最终都落脚到国内钢材的需求变化。我们首先认为钢价在 10 月会企稳，而上涨的动力来自需求，需求的超预期更多要依赖于房地产投资带来的钢材采购；
- 我们所预期的房地产对钢材的采购更多的是对房地产新开工数据的滞后反映，即 6 月份以来的房地产新开工面积的大幅增加将在 10 月份滞后体现对钢材采购的概率会更大些，由此带动钢材需求的增加，对应的钢材价格才具备持续上涨的基础。

以生产成本判断钢材价格底部区域

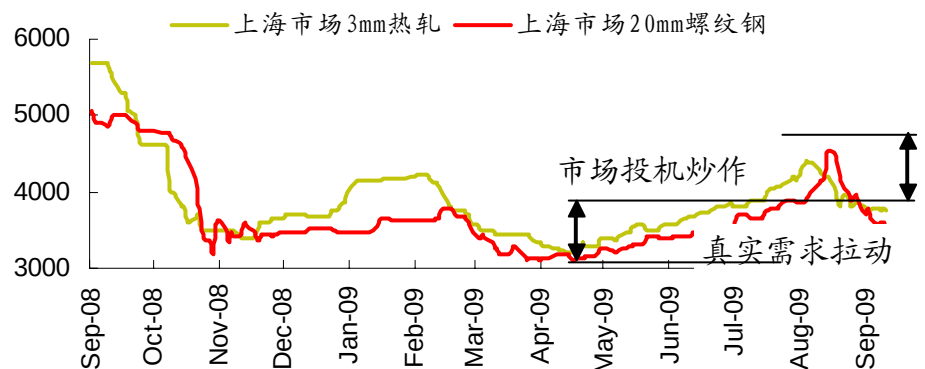
- 自从有了期货，钢价的波动更活跃了。钢价 4 月中旬触底以来逐渐回升。但 7 月下旬在钢材期货市场引领下，出现了暴涨暴跌的行情，目前钢材价格已经回落至本次价格飙升的起始点。我们把钢价的波动范围分为真实需求拉动与市场投机炒作两个阶段，目前上海市场螺纹钢价格已经跌到两个波动区间的下沿；

图表1：上海地区热轧板卷与螺纹钢价格比较（元/吨）



来源：国金证券研究所

图表2：本轮钢材价格暴涨暴跌有市场投机炒作的因素



来源：国金证券研究所

- 在钢材价格变动因素中，生产成本是判断价格下跌阶段底部区域的依据之一，因此我们对主要钢材品种做出 3 种情景假设，目前热轧卷板价格已经低于中性成本，而螺纹钢则略高于中性假设：
 - ◆ 中性假设看钢价：主要是以目前原料价格对应钢材成本来看钢价的支撑。热轧板卷行业成本在 3573 元/吨，螺纹钢行业成本在 3232 元/吨，
 - ◆ 悲观假设看钢价：主要是假设几个主要原料的相对极限价格从而测算出主要产品的成本，并作为钢材价格的支撑。热轧板卷行业成本在 3088 元/吨，螺纹钢行业成本在 2713 元/吨；
 - ◆ 极度悲观看钢价：主要是考虑现金成本后的生产成本对钢价的支撑。热轧板卷行业成本在 2788 元/吨，螺纹钢行业成本在 2413 元/吨；

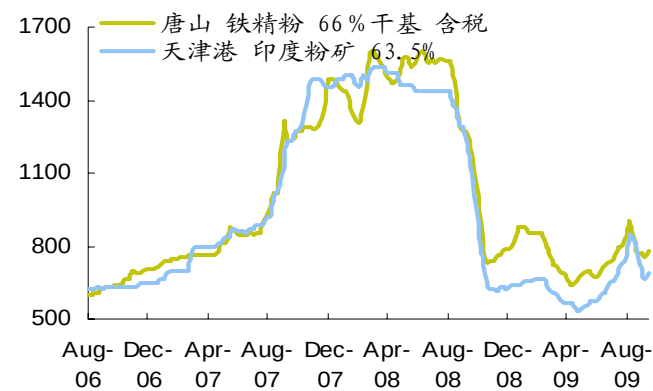
图表3：几种情景下热轧板卷与螺纹钢成本比较（含税）

	澳矿	巴西矿	唐山	图巴朗-北 仑港	澳西-北仑 港	焦炭	废钢	热轧板卷成 本	螺纹钢成本
	美分干吨度	美分干吨度	元/吨	美元/吨	美元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨
Oct-08	144.66	118.98	786	14.68	6.54	2250	2250	3911	3581
Sep-09	96.92	85.67	770	29.1	10.91	1830	2730	3573	3232
悲观状况	96.92	85.67	640	6.79	3.62	1200	2070	3088	2713
极度悲观								2788	2413

来源：国金证券研究所

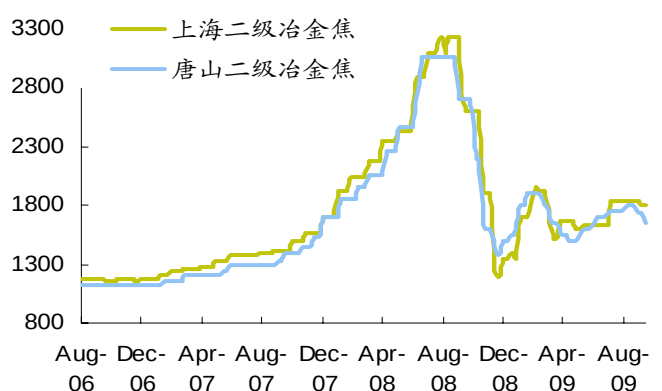
- 我们认为铁矿石等大宗原材料价格是全球定价的商品，随着海外经济体逐步恢复，钢铁企业开工率回升，原料价格继续下行空间有限，其中铁矿石价格已经逐步显露出反弹迹象，因此后期钢铁生产成本下行的空间较小。我们倾向于以中性假设去作为生产成本的支撑底线更符合实际情况；

图表4：现货铁矿石价格触底反弹（元/吨）

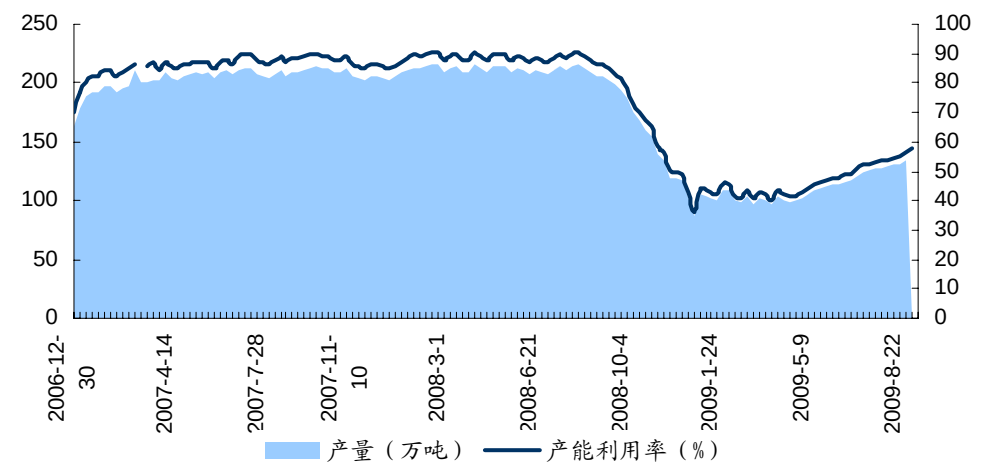


来源：国金证券研究所

图表5：国内主要市场焦炭价格跌幅较低（元/吨）



图表6：美国钢铁行业产能利用率逐步提高



来源：国金证券研究所

- 历史情形比较看钢价下跌极限：我们以 08 年 10 月份行业环境最差时点的钢价与生产成本的差额作为本次钢价下破生产成本的极限，结合以上中性生产成本的假设，预计钢材价格还有 500 元的下跌空间。但我们认为 08 年 10 月份的钢价下跌属于非正常情形下的反映，对应的是所有行业的集体需求休克，本次出现这种情况的概率较小；

图表7：08 年 10 月与目前成本价格差额比较（含税）

	4.75mm 热轧卷 价格	热轧卷 成本	差额	20mm 螺纹钢 价格	螺纹钢 成本	差额
	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨
2008 年 10 月	3080	3699	-619	3360	3616	-256
2009 年 9 月	3402	3531	-129	3472	3185	287

来源：国金证券研究所

- 小结：单纯以成本角度来看，钢价已经接近底部区域，下行空间不大。但是如果只有成本支撑的钢价最多只是阶段性稳定，一定要有需求的支撑，才可以支撑钢价的持续上涨，所以我们下面将重点分析下游需求的变化。

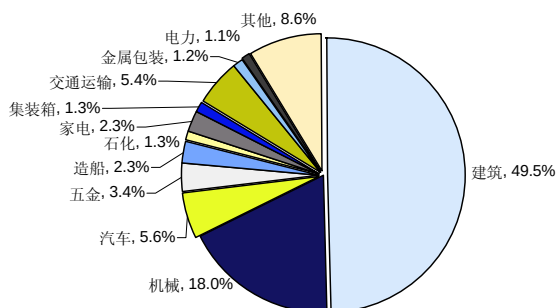
对行业供需环境的分析：4 季度需求的关键因素分析

基建与房地产的需求变化是 4 季度钢铁行业关键

- 需求分类：有别于此前钢铁下游分类，我们对钢铁下游需求重新归纳为政府投资项目（基建）、房地产和工业三个方面。严格来说，出口也属于需求方向，但就目前情况来看海外复苏进程较慢，出口短期内所占比重较低，无法对国内供需环境起到明显提振作用，4 季度需求关注重点依然在国内市场；

图表8：以往对钢铁下游行业需求分类

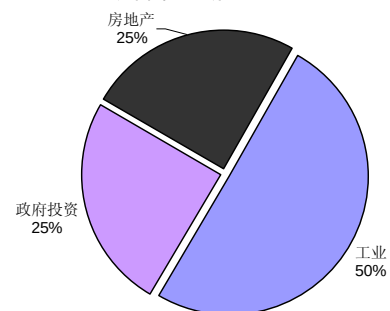
之前我国钢铁下游需求分类方法



来源：国金证券研究所

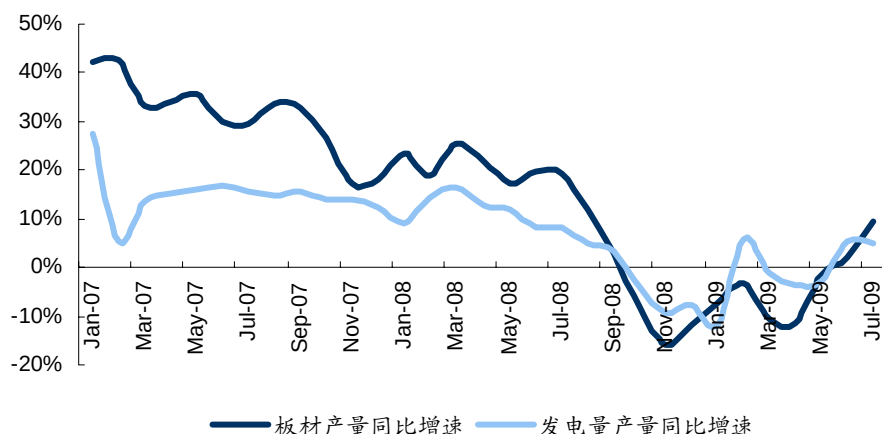
图表9：对钢铁下游行业需求的重新归纳

钢铁需求重新划分结构



- 工业需求稳定增长：从工业来看，上半年汽车、家电行业产销量已经达到历史最好水平，因此未来对钢铁需求扩张的空间有限。而机械、造船等工业门类中较大于行业目前处于缓慢回升之中。通过对发电量与钢铁需求同比增速的观察，超预期需求出现还要经历较长时间。因此对 4 季度钢铁需求的关键仍然落在基础建设与房地产两个方面；

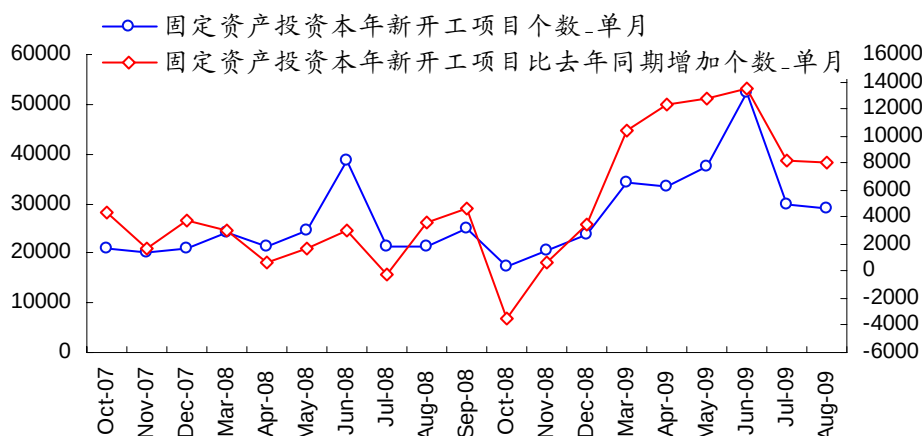
图表10：工业用钢与发电量正相关关系



来源：国金证券研究所

- 基建需求后期以延续项目为主：从 7、8 月份固定资产投资新开工项目数量来看，环比出现了一定下降，我们认为政府在 2009 年保八目标实现可能性大幅增强后，后期将为 2010 的刺激措施预留政策空间，4 季度基础建设钢铁需求主要来自于前期项目的继续推进，新增项目数量可能将有所减少。总体来看未来基建需求强度仍将维持在较高水平，但鉴于新开工项目数量下降，需求增速方面低于上半年；

图表11：09 年 3 季度新开工项目数量开始下降



来源：国金证券研究所

对房地产行业用钢的说明：滞后的新开工面积用钢

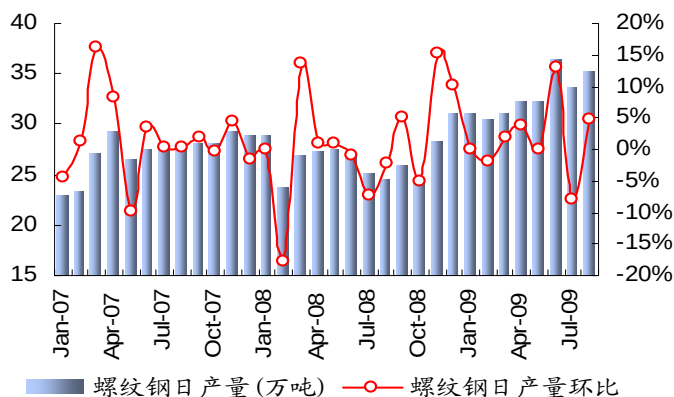
- 房地产需求增量较大：鉴于今年上半年房地产销售的火爆景象，投资者对下半年房地产新开工用钢增量较为乐观。但从建筑类企业 8 月份订单来看，来自于房地产行业的订单较上半年并没有明显增加。同时建筑关联度最高的螺纹钢库存上升幅度较大；

图表12: 8 月建筑行业新订单抽样调研汇总

企业名称	上升	不变	下降
浙江恒大建设集团			1
中建第八工程局第三建筑公司			1
上海锦惠建筑工程有限公司			1
内蒙古第二建设股份有限公司			1
贵州海尔电器有限公司		1	
无锡市现代重工工程有限公司			1
浙江宝业住宅产业股份有限公司			1
威县华新建材有限公司			1
北京城建十建设工程有限公司		1	
华升建设集团有限公司		1	
合肥瑶海轻型建材有限公司		1	
锡山市建筑实业总公司	1		
四川省华西集团公司上海分公司			1
浙江环宇建设集团有限公司	1		
上海鹏欣(集团)有限公司	1		
无锡市锡山三建实业有限公司		1	
江苏天海建材有限公司	1		
本溪钢铁(集团)第三建筑工程有限公司		1	
无锡三和钢格板有限公司		1	
东营迎春钢结构有限公司			1
宁波市住宅建设总公司		1	
浙江省东阳第三建筑工程有限公司			1
江阴市华夏建设工程有限公司	1		
中建七局有限公司杭州分公司		1	
镇江润阳房地产开发有限公司		1	
长宁建设工程总承包有限公司责任公司	1		
上海第一海洋地质工程公司			1
-	-	-	-
合计	26%	36%	38%

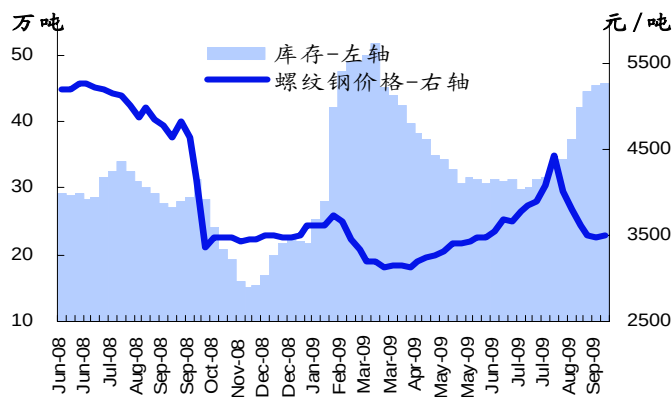
来源: 国金证券研究所

图表13: 螺纹钢日产量环速缓慢



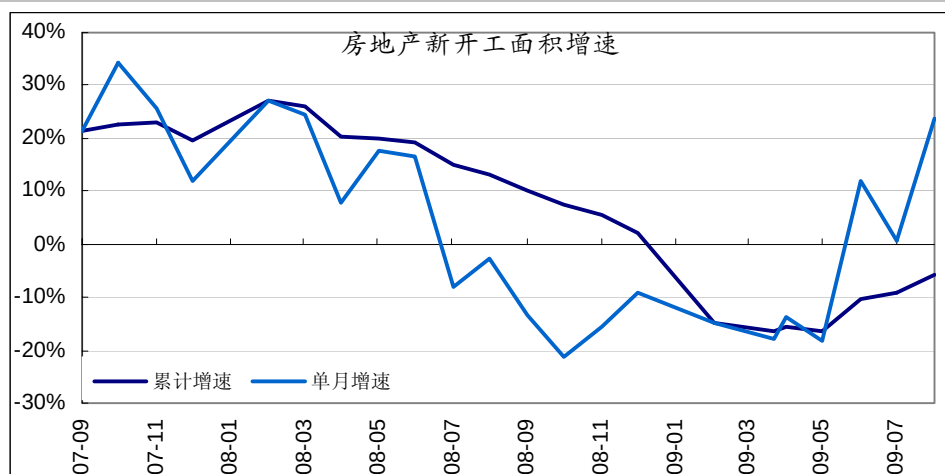
来源: 国金证券研究所

图表14: 上海螺纹钢库存上升较快



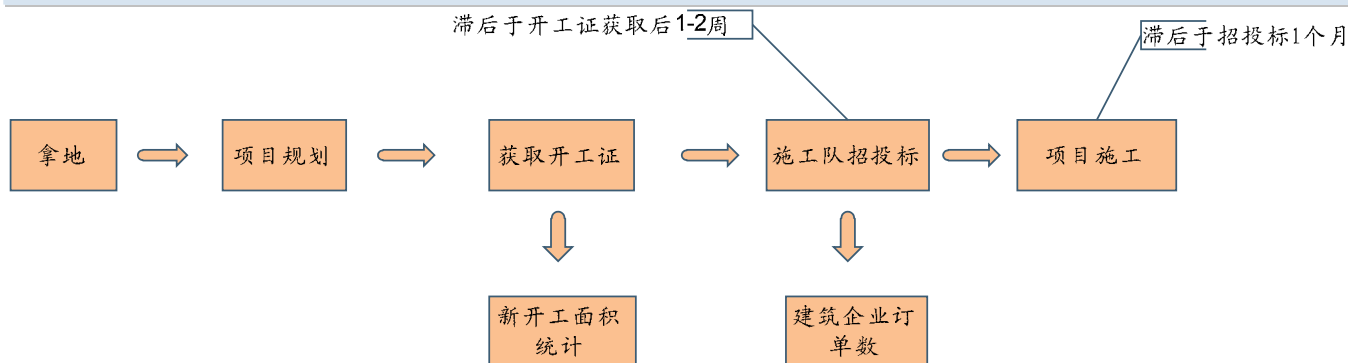
- 而实际上，从钢材需求的领先指标房地产新开工面积增速来看，6 月份数据就出现了快速增加，经过 7 月数据的环比下滑后，8 月再次环比增加，但从主要钢材贸易商的实地调研情况反馈，从 6 月份以来还没有看到明显的地产新订单。具体原因是新开工面积统计的标准是地产企业获得开工许可证，而实际上真正的开工则需要滞后 2~3 个月；
 - ◆ 新开工面积增速：预计 09 年全年增速达到 6.9%；
 - ◆ 房地产销售回暖领先新开工面积增加 2~3 个月，而新开工面积增加领先钢材采购 2~3 个月；
 - ◆ 而 09 年的情形更加特殊，虽然房地产的销售面积回暖从 4 月份就开始，但真正的地产实际新开工还是偏谨慎。不过从 6 月份以来的新开工面积持续累积，实际最佳开工时间点就是 10 月份，否则随着 11 月份后的气温下降，再次开工将推迟到 2010 年的 4 月份。我们认为 6~9 月份的理论新开工面积至少有部分将在 10 月份真正体现出来对钢材的采购。

图表15：房地产新开工面积增速比较



来源：国金证券研究所

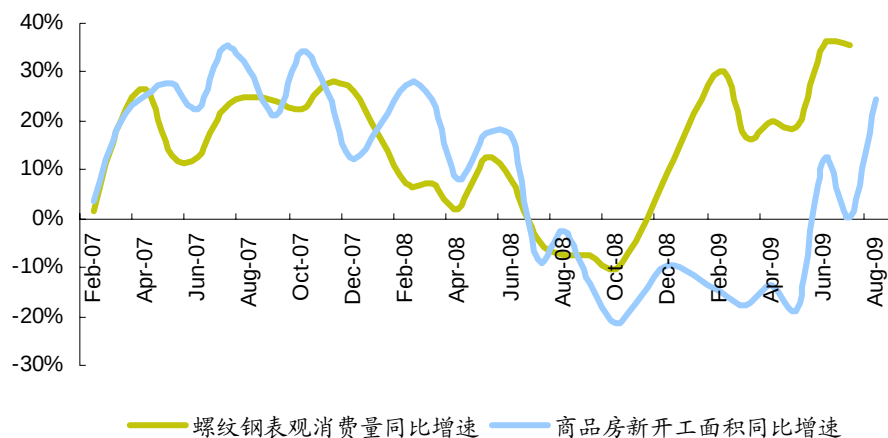
图表16：建筑行业新订单数量滞后于新开工面积



来源：国金证券研究所

- 螺纹钢表观消费与地产新开工面积增速的比较说明：
 - ◆ 从比较数据看，09 年之前两者之间的趋势基本一致，但 09 年以来的增速差异性加大。因为螺纹钢上半年的消费更多来自基础建设，而房地产方面的需求被滞后了；
 - ◆ 我们认为 10 月份是一个比较关键的月份，期待 6 月份以来的地产新开工面积增速滞后在 10 月份带来对钢材的需求采购，从而驱动钢价价格的稳健上涨。

图表17：螺纹钢表观消费与房地产新开工面积比较



来源：国金证券研究所

小结：4 季度更多要看房地产的需求变化

- 按照我们简单的打分表测算，4 季度我们要更多关注房地产需求的变化带来的对钢材的新驱动力，当然出口环境的改善也将在预期之中。

图表18：钢铁行业下游驱动力比较

	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
工业	-2	-1	-1	0	1
房地产	-2	-1	0	0	1
基建	1	2	3	2	1
出口	-1	-2	-2	-1	0
合计	-4	-2	0	1	3

来源：国金证券研究所

对行业供需环境的分析：供给压力依然无法忽视

2009~2011 年钢铁行业新增供给分析

- 首先我们需要明确 2009 年粗钢的增量到底有多大，我们对国内 09 年的高炉新增量进行了粗略统计，截止 09 年 9 月，国内高炉投产数据为 3500 万吨，而年末还将投产的高炉约为 2000 万吨，全年总量大约为 5500 万吨。如果假设对应的粗钢也按同样的数据增加，基本与前期钢协相关人员的统计一致。同时我们预计 2010~2011 年平均粗钢增量约为 3000 万吨左右。整体来看，粗钢增量逐步放缓；
- 按照这样的假设：2009~2011 年的粗钢产能分别为 6.89、7.29、7.59 亿吨；
- 说明：我们对产能测算的方法为按照当年最高日产量年化计算而来，可能与其他媒体公布的数据存在差异。

图表19：2009 年以来已经投产的高炉统计

公司	炉号	容积 (m3)	投产日期	年产量 (万吨)
河北兴华钢铁公司	1号	550	1月3日	70
唐山国丰	2号	1780	2月18日	160
新钢	9号	2500	2月18日	210
八钢	2号	2500	2月27日	210
兴澄特钢		3200	3月28日	260
乌兰浩特钢铁		503	4月	70
邯钢新区	2号	3200	4月21日	260
鞍钢鲅鱼圈	2号	4038	4月26日	350
宝钢梅钢	4号	3200	5月12日	260
唐山陆港钢铁公司		1160	5月15日	120
首钢京唐	1号	5500	5月21日	400
唐山瑞丰金友		1580	5月22日	150
天铁		2800	6月21日	220
福建三钢	3号		7月21日	
武钢	8号	3800	8月1日	320
中天钢铁	龙祥(改造)		8月12日	
吕梁中钢集团		1180	8月16日	120
中阳钢铁		1080	8月18日	110
承钢	新3号	2500	8月23日	210
总计				3500

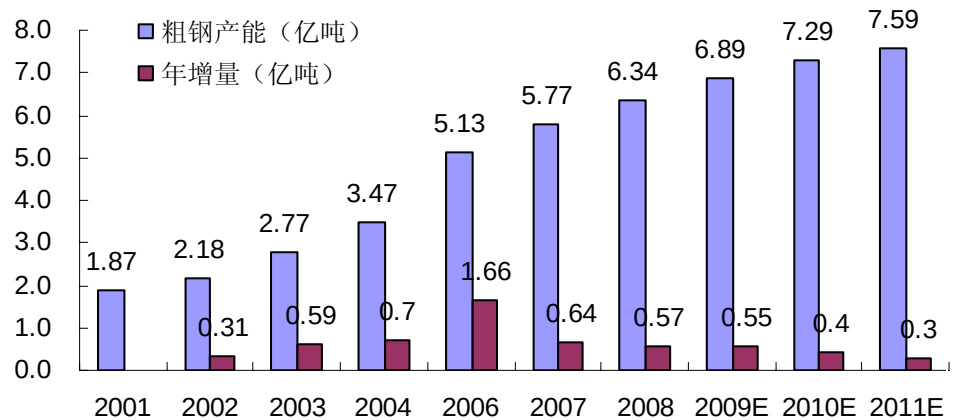
来源：国金证券研究所、钢之家

图表20：2009 年 10~12 月份估计要投产的高炉数

公司	炉号	容积(m3)	开工日期	预计投产日期	年产量 (万吨)
鄂钢	1号	2600	2008年2月	2009年10月	210
新钢	10号	2500		2009年10月	210
湘钢	2号		2008年9月		
萍钢九钢	2号	1780		2009年10月	160
芜湖富鑫钢铁		580		2009年9月	80
萍钢九钢	4号			2009年9月	
同煤集团		450		择日	60
唐山东海特钢		1350	2009年9月		130
沙钢		5800		2009年10月	420
常州中发		600	2009年9月		80
涟钢		3200		2009年9月	260
宣钢	新2号	2500	2009年9月		210
韶钢	8号	3200		2009年9月	260
总计					2080

来源：国金证券研究所、钢之家

图表21：中国粗钢产能变化统计（亿吨）



来源：国金证券研究所

09 年 4 季度及未来供需对比分析

- 4 季度产能压力测算：因为每年上半年的 5、6 月左右与下半年的 9、10 月份左右均为钢铁行业的相对消费旺季，我们对 4 季度的供需环境测算采取 Q4 与 Q2 对比分析进行：
 - ◆ Q4 与 Q2 生产量：15312 万吨、13914 万吨；
 - ◆ Q4 与 Q2 消费量：14311 万吨、14162 万吨；
 - ◆ Q4 与 Q2 净出口：450 万吨、-248 万吨；
 - ◆ 小结：正常情况下，Q4 将过剩 551 万吨，不过该过剩量能以库存的形式存在。所以我们总体可以认为 4 季度为供需平衡格局，关键还是要看 9 月份已经到高位库存如何消化，能否走出类似 3 月份后的消库行为。

图表22：09 年分季度粗钢供需平衡表（万吨）

粗钢需求测算					
	2007 Q4	2008 Q4	2009Q1	2009Q2	2009 Q4E
建筑业	5632	4990	6253	7010	7159
y-o-y					
建筑业需求分布					
房地产	2016	1786	2239	2510	2585
y-o-y					3.0%
商业地产和工业厂房	2197	1946	2439	2734	2816
y-o-y					3.0%
大型基础设施建筑	1228	1088	1363	1528	1513
y-o-y					-1.0%
农村房屋住宅	191	170	213	238	245
y-o-y					3.0%
工业	4415	3911	4902	5495	5495
					0.0%
其他	1331	1179	1478	1657	1657
y-o-y					0.0%
国内粗钢消费量	11378	10080	12633	14162	14311
					1.1%
粗钢产能变化					
粗钢产能					17400
粗钢产能利用率可达到最高值					88%
国内粗钢产量			12744.4	13913.9	15312
季度日产量			141.6	152.9	166.4
4季度净出口预测			111	-248	450
缺口（-）或过剩（+）				0	551
当时库存情况				高位	高位
说明：我们对比09年Q4与Q2的供需形势，表上的百分比为Q4环比Q2数据					

来源：国金证券研究所

理论供需分析之外：钢企减产、库存下降、钢价上涨？

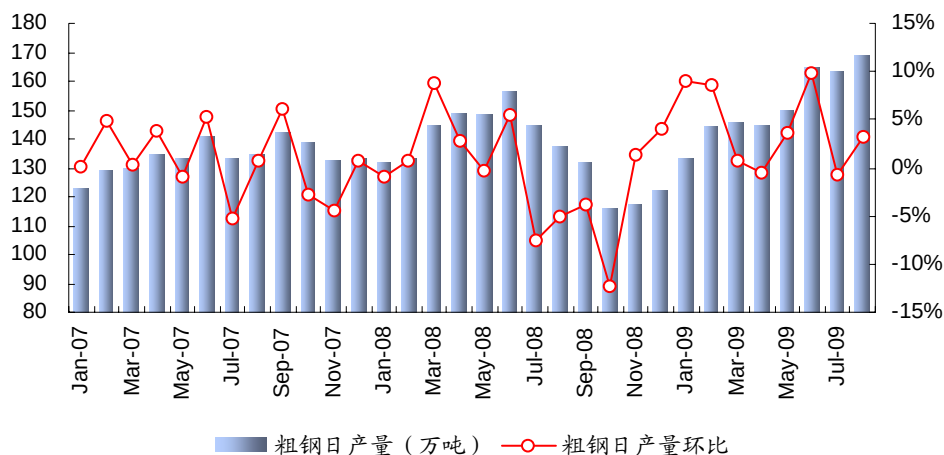
钢企能否减产、库存能否下降将加速钢价的企稳上涨

- 上文按照传统的供需分析测算，4 季度供给将过剩 551 万吨，但我们认为该过剩量可以以库存的形式存在，所以理论上的供给过剩并不一定代表钢价无法上涨；
- 我们认为钢铁企业能否减产及库存能否正常被消化决定未来钢价价格的走势。也改变我们从理论上所分析的供需对比数量。

钢铁企业减产情况分析：首先以检修形式出现

- 检修增多减轻供给压力：我们认为钢铁行业产能利用率并不会始终维持在高位，8 月份粗钢日产量达到 169 万吨，创出历史新高。这是我国钢铁产能利用率接近阶段极限的表现。由于过高的利润驱使，国内钢铁生产企业中断了年度例行的检修，继续开足马力生产，当月产量实际是一种超产的临界状态，而这样的状态并不会持续长时间段，随着钢材价格回落，企业超产积极性回落，之前中断的检修将重新进行，因此供给增长空间有限；

图表23：国内粗钢日产量及环比增速比较



来源：国金证券研究所

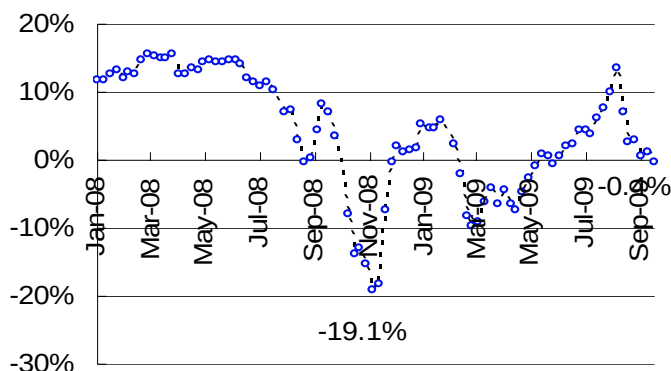
图表24：9 月份钢铁生产企业检修数量开始增加

	检修时间	影响品种	影响产量	开始时间
长材类检修信息				
日照钢铁	15天	H型钢	5万吨	8.15
日照钢铁	12天	线材	4万吨	9.8
通钢	15天	角钢、槽钢	2万吨	8.15
达钢	10-15天	普线	1.3-1.8万吨	8.23
水钢	5天	棒材、高线		8.25
首钢	15天	线材	6-7万吨	9.1
韶钢	一周左右	螺纹钢	2万吨	9.6
扁平材类检修信息				
春冶	未定	中厚板		8.17
鞍钢	12天	热轧板卷	12万吨	9月中旬
邢台德龙	7天	热轧带钢	2.5万吨	8.31
吉林建龙钢铁	22天	热轧带钢	6万吨	9.5

来源：国金证券研究所

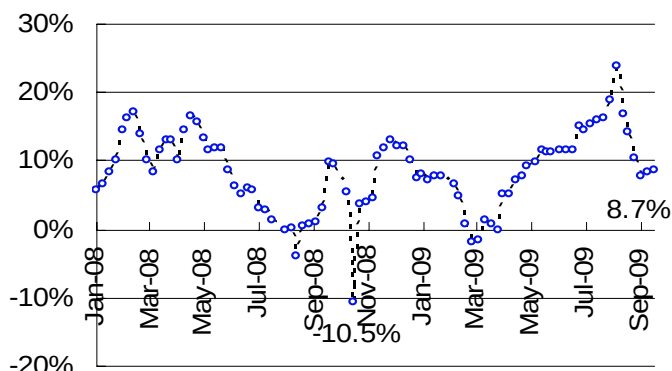
- 吨钢利润下降迫使企业减产：仅仅依靠前期检修恢复并不足以改变市场供需环境，供给面改善还需要企业主动减产。中国钢铁行业环境近似于完全竞争市场，在市场各参与方博弈的情况下，仅仅靠企业自律控制产量是不现实的想法。减产只发生在吨钢利润下降的情况下。目前来看主要钢材产品毛利快速回落，我们认为企业主动减产将逐渐涌现，产能利用率将随之降低。我们时刻关注并等待钢铁企业的主动减产行为出现。

图表25：测算的热轧板材利润情况重新陷入亏损

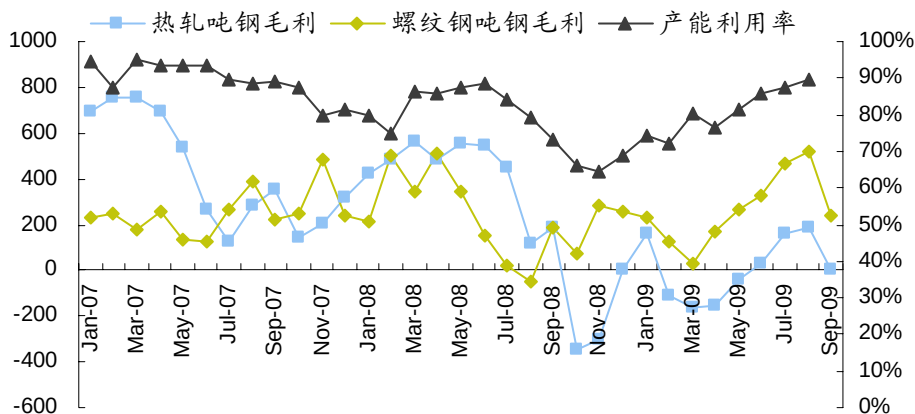


来源：国金证券研究所

图表26：测算的螺纹钢毛利率不断缩小



图表27：9 月份吨钢利润下降将降低钢铁行业产能利用率

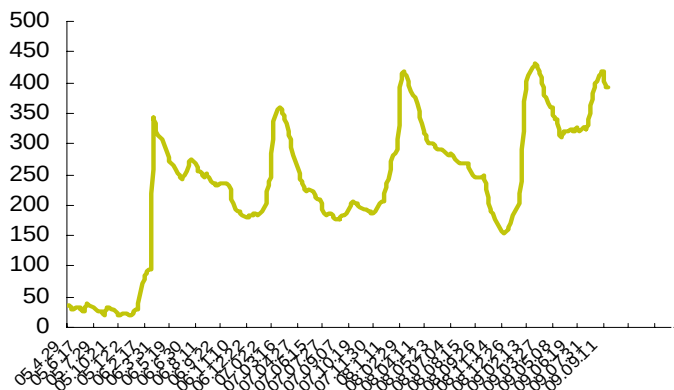


来源：国金证券研究所

库存情况分析：9 月份的高库存状态如何演变

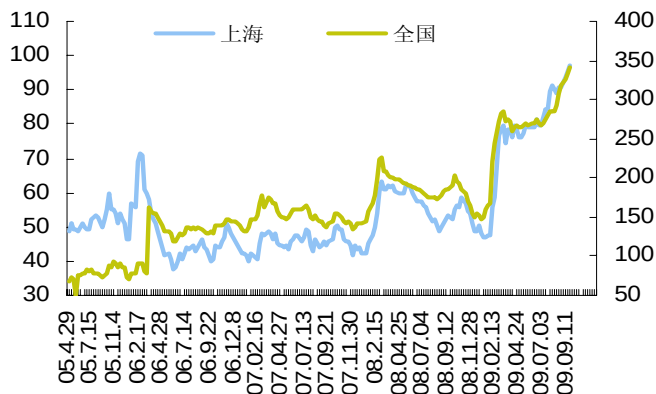
- 社会库存大幅增加：我们将库存分为社会库存、钢铁企业库存和下游用户库存三个方面。目前钢铁企业和下游用户库存维持在正常水平。主要是社会库存出现了大幅增加。据不完全统计当前全国社会螺纹钢库存 392 万吨，较 5 月下旬低点上升了 23%；而社会热轧卷板库存达到 342 万吨，较 5 月下旬低点上升了 28%；

图表28：全国主要城市螺纹钢库存变化（万吨）



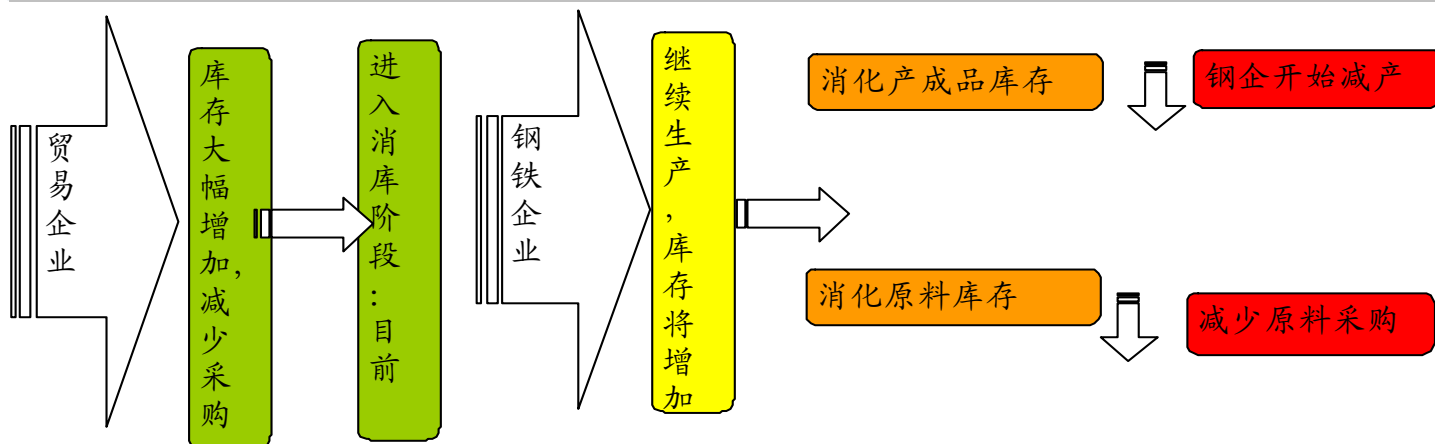
来源：国金证券研究所

图表29：全国主要城市热轧板卷库存变化（万吨）



- 目前的关键是社会库存如何快速消化。我们通过图表示意几类库存的演变规律。我们后面将以 08 年下半年的库存演变作为参考对象：

图表30：当前钢铁行业的库存演变示意图

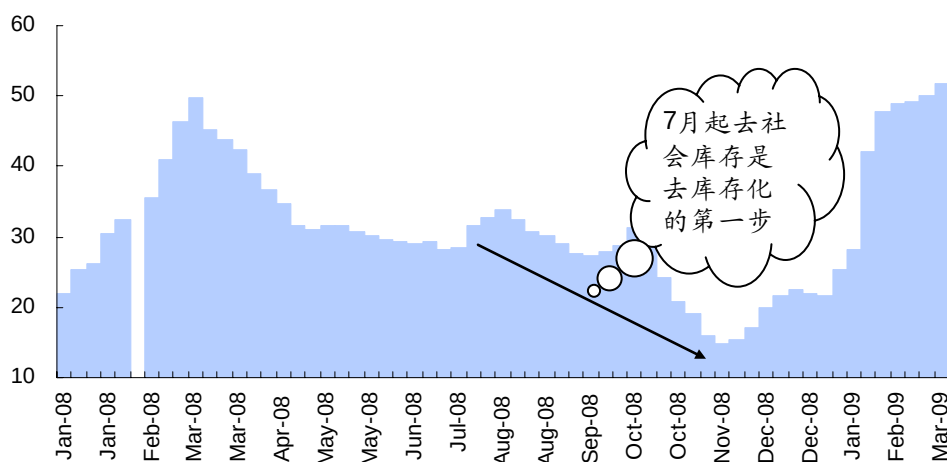


当前库存概况：社会库存已经到高位，而钢厂库存将持续增加，必须等待减产及消费出现！

来源：国金证券研究所

- 第一阶段去社会库存：下游企业需求下降，贸易商库存增加，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。这段时期可参考 08 年 7 月份的情况；

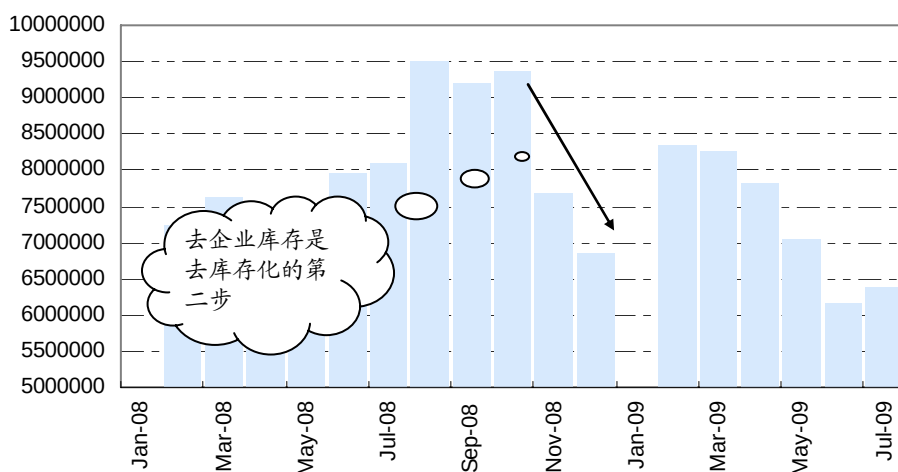
图表31：上海市场螺纹钢库存与钢材价格变化比较



来源：国金证券研究所

- 第二阶段去企业库存：随着流通企业的定单的下降，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：

图表32：重点大中型钢铁企业库存变化（吨）



来源：国金证券研究所

- ◆ 去原材料库存：企业优先消化之前高位购入的原料资源，这一阶段企业可能并不会减产，反而会加大产量快速转化原料为产成品，力图在时间上减少因生产过程中钢价下跌带来的损失，这一点在生产灵活的中小企业表现非常明显；
- ◆ 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正式减产，这是去库存化中最为剧痛的时期。我们发现 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，消化时间较小型企业处于劣势；
- ◆ 以上两阶段开始的顺序有先后，但期间第一、二阶段可能会出现重叠，也就是社会库存和钢铁企业库存同时消化的阶段。
- 小结：目前社会钢材库存增长已经放缓，而钢铁企业库存开始增大，如果以 3 月初库存达到高点作为上次去化周期的起点，而 4 月中下旬价格回升作为终点来看，实际中间经历时间约为 1.5 月的时间，对比 10 月与 5 月份的需求情况，我们以 1.5 月作为本轮去化周期的初步标准，9 月初全国社会总库存达到高点作为本轮的起点，企业 10 月左右进行减产，钢价在 10 月下旬出现回升的可能性更大一些。

钢铁行业 4 季度投资策略及组合

关于钢铁股的投资逻辑汇总

- 虽然在《09 年钢铁行业下半年投资策略报告》已经进行过说明，但我们还是再次强调钢铁股的投资逻辑：
 - ◆ 产业逻辑：由房地产等下游行业需求的好转推演到对钢铁股的投资，09 年上半年部分投资者是基于这样一条投资逻辑参与钢铁股的；
 - ◆ 行业变化：钢铁行业本身的趋势好转，或者出现一些超预期的行业变化因素，如我们在 09 年下半年投资策略报告中提出的寻找下半年行业超预期因素；
 - ◆ 估值因素：钢铁股和其他行业比较，估值偏低引发的交易机会。这是投资者过去选择钢铁股的理由，由此导致钢铁行业的表现过于短暂。
- 我们认为钢铁行业的投资不是估值因素，更多的是基于产业循环逻辑和行业本身趋势好转。所以我们 4 季度更加关心的是钢价以及房地产数据等等。

主要投资组合

- 单从 4 季度角度看，我们所分析的钢材价格及需求等因素均不如上半年所假设的确定。如钢价价格等 10 月中下旬存在一次持续的上涨可能。但预期钢价表现力度超过上半年的概率偏小。所以我们建议投资者还是以波段操作参与 4 季度存在的投资机会；
- 在之前的投资策略中，我们经常以基础建设类、资源类、并购重组类、板材类等方式来区分投资机会，本次的投资组合将打破这种组合：
 - ◆ 第一类：高 β 值的公司带来的反弹机会，主要以三钢闽光、柳钢股份、酒钢宏兴、凌钢股份等等为主；
 - ◆ 第二类：大股东有迫切资本运作的公司：如莱钢股份、韶钢松山等等；
 - ◆ 第三类：稳健增长的公司，主要以大冶特钢为主。

图表33：全球主要钢铁公司估值比较

代码	名称	货币	2009-9-25 收盘价	PE			PB			ROE		
				2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
600019 ch equity	宝钢股份	CNY	6.650	23.147	23.147	14.206	1.233	1.215	1.135	11.059	4.421	8.162
000629 ch equity	攀钢股份	CNY	7.800	205.789	205.789	42.500	2.256	2.973	3.061	7.600	1.600	1.300
600001 ch equity	邯郸钢铁	CNY	4.910	26.522	26.522	17.681	0.996	1.089	1.032	14.300	3.667	5.650
600005 ch equity	武钢股份	CNY	7.510	16.697	16.697	11.880	1.749	1.923	1.664	24.408	10.325	13.608
600808 ch equity	马钢股份	CNY	4.400	25.680	25.680	14.183	1.200	1.253	1.164	4.108	3.617	8.322
000898 ch equity	鞍钢股份	CNY	11.840	36.025	36.025	15.283	1.454	1.552	1.437	11.685	3.201	9.781
BRAZIL	巴西											
GGBR4 bz equity	盖尔道公司	BRL	23.750	5.322	27.019	11.971	1.736	1.702	1.557	23.537	7.818	13.147
GERMANY	德国											
TKA gr equity	蒂森克虏伯钢铁公司	EUR	23.870	4.658		9.734	1.035	1.254	1.206	19.598	-11.503	5.493
SZG gr equity	萨尔茨吉特钢铁公司	EUR	68.900		15.156	15.156	0.855	0.958	0.906	16.191	-3.565	5.736
JAPAN	日本											
5411 jp equity	JFE钢铁公司	JPY	3430.000	9.810	13.633	11.714	1.183	1.260	1.292	16.991	9.508	2.504
5406 jp equity	神户制钢	JPY	165.000	9.588		11.294	0.733	0.906	1.061	14.545	-5.340	-9.324
5405 jp equity	住友金属	JPY	237.000	9.587	10.291	18.632	1.099	1.184	1.299	20.138	11.612	-3.645
5401 jp equity	新日铁钢铁公司	JPY	353.000	8.965	13.178	14.033	1.038	1.183	1.279	17.216	8.587	0.645
INDIA	印度											
TATA IN EQUITY	塔塔钢铁公司	INR	512.650	3.926	4.618	7.677	1.224	1.253	1.734	30.048	26.800	8.828
SOUTH KOREA	韩国											
005490 ks equity	浦项钢铁公司	KRW	502000.000	6.451	16.249	9.203	1.441	1.399	1.258	17.977	9.183	12.969
TAIWAN	台湾											
2002 tt equity	台湾中钢	TWD	30.000	43.333	43.333	10.499	1.708	1.682	1.538	10.945	3.404	10.921
UNITED STATES	美国											
NUE us equity	纽柯钢铁公司	USD	47.830	7.345		12.195	1.846	2.038	1.898	25.562	-3.388	13.033
AKS us equity	AK钢铁控股公司	USD	21.230	2.290		9.911	1.797	2.797	2.548	35.600	-12.320	14.975
X us equity	美国钢铁公司	USD	47.960	2.095		10.950	0.903	1.472	1.538	33.928	-33.057	10.130
MT us equity	安塞乐米塔尔	USD	38.200	3.488		10.092	0.836	1.009	0.976	23.800	-1.030	8.075
RUSSIA	俄罗斯											
CHMF RU EQUITY	谢韦尔钢铁	USD	3.250	1.609		8.409	0.658	0.973	0.910	30.367	-8.086	5.320

来源：国金证券研究所、Bloomberg（为保持国内外数据的可比较性，所有业绩预测均来自 Bloomberg）

图表34：钢铁行业与沪深300指数的PB比较

钢铁行业与沪深300指数的PB比较图



来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;
 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。