

深度报告

钢铁

钢铁行业 2010 年投资策略

推荐

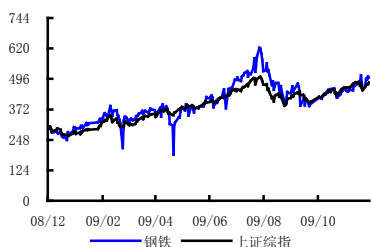
(维持评级)

2009 年 12 月 10 日

本报告的独到之处

- 指出我国“保增长，扩内需”将有利于钢铁产能的消化，并用翔实数据说明 2010 年钢铁需求的增长将大于产能的增长。

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《钢铁行业运行近况点评：建仓时机已基本来临》——2009-10-15

《钢铁行业月报：高产量、高库存，低钢价(请以此为准)》——2009-10-12

《钢铁行业月报：高产量、高库存，低钢价》——2009-10-12

分析师：郑东

电话：010-82254160

E-mail: zhengdong@guosen.com.cn

分析师：秦波

电话：010-82252922

E-mail: qinbo@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

阶段性波动导致的差异化投资

● 09 年行业在政策驱动下逐步走出低谷

我国 4 万亿的投资刺激内需，配以积极的财政政策和宽松的货币政策，大量低息贷款投放，汽车、家电等刺激消费计划也陆续出台，这些都极大地改善了国内的钢铁需求环境，钢铁产销强劲回升。国际上，各国联手出台经济救助计划，也抑制了经济的衰退，全球钢铁需求也在低迷中缓慢回升。

● 2010 年经济复苏明朗，需求增长可缓解产能压力，保证供需平衡

在假设 2010 年固定资产投资增速在 25% 左右的情况下，我国粗钢表观消费量在 6.3 亿吨左右，同比增长约 11%；明年出口形势好转，我们预计粗钢净出口在 2100 万吨左右。按照年 7.33 亿吨的产能规模计算，89% 的产能利用率对应 6.51 万吨的粗钢产量，供需基本平衡。

● 长材继续受益于基建地产，板材受益于机械、汽车家电消费增长

一方面，大型基建等基础设施建设将保持高位，而地产建设有望在明年继续增长，特别是明年上半年有望迎来地产建设的高峰期，有力保障长材需求。另一方面，在国家刺激内需的情况下，机械设备制造业也将出现需求转旺，加上汽车、家电销售预计仍将维持高位，这将有力推动板材的需求。

● 铁矿石等原料成本价格将上涨，钢材价格将呈倒 W 型走势

在通胀及全球复苏影响下，我们预计 2010 年长协铁矿石涨幅 10%-15% 之间。在下游需求的保障下，钢铁具有一定的成本转嫁能力。若假设原料价格均上涨 15%，钢价上涨 7% 左右即可覆盖原料涨幅，若钢价上涨 17%，则能达到 2007 年的盈利能力。钢材价格的变化，主要受到产能、库存、成本、需求、政策、心理等多重因素影响，加上钢材期货的价格变化，使得波动的频率会增多，而难以把握。

● 维持“推荐”的投资评级。

钢铁行业目前 P/B 为 2.10 倍左右，A 股为 3.95 倍，钢铁行业 P/B 与 A 股 P/B 的比值为 0.55 倍，比 2002 年以来的平均值 0.62 要低 11% 左右，这在经济复苏的背景下，估值明显偏低。我们维持行业评级为“推荐”，并建议重点关注区域龙头类公司以及高端板材类公司。节奏把握上，首先关注拥有自有资源及高长材比例、高端品种板比例大的上市公司，此外，关注重组并购等政策性影响类公司。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元) 2009-12-4	EPS 2009E	EPS 2010E	PE 2009E	投资评级
600307	酒钢宏兴	34428.77	16.83	0.19	0.68	89	推荐
000898	鞍钢股份	110475.52	15.27	0.21	0.69	72	推荐
600581	八一钢铁	10622.98	13.86	0.03	0.75	483	推荐
002110	三钢闽光	8737.00	16.34	0.15	0.72	109	推荐
601003	柳钢股份	23116.39	9.02	0.13	0.55	69	推荐
000825	太钢不锈	58899.20	10.34	0.07	0.41	143	推荐
600019	宝钢股份	160234.80	9.15	0.30	0.56	31	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论

我们假设 2010 年我国固定资产投资增速在 25% 左右, 在此假设前提下, 明年我国粗钢表现消费量将达到 6.3 亿吨左右, 同比增长约 11%。出口上我们预计明年我国钢材出口总量在 3500 万吨左右, 进口总量在 1500 万吨左右, 钢材净出口 2000 万吨合粗钢净出口 2100 万吨。因此, 国内粗钢产量需要在 6.51 亿吨左右才能够达到供需平衡。

产能上, 我们预计 2009 年底我国粗钢产能在 7.15 亿吨左右, 2010 年在 7.5 亿吨左右, 全年平均产能约 7.32 亿吨。目前我国粗钢产能利用率水平已经处于历史较高水平, 在 90% 左右, 按照 7.32 亿吨的产能计算, 89% 的产能利用率既可达到 6.51 亿吨的产量。

一方面 89% 的产能利用率水平已经很高, 再进一步提高的空间不大; 另一方面我们在计算粗钢表现消费量的假设条件已经比较保守, 如果固定资产投资对粗钢的消费强度高于我们的假设, 或地产及基建投资的比例加大, 特别是在目前国家强调继续推进城市化建设的背景下, 需求超预期的可能性完全存在。因此, 可以认为 2010 年我国钢铁供需基本平衡。

从另一个角度来看, 产能过剩在理论上应该是一种常态。从某种意义上讲, 市场经济就是过剩经济。出现产能过剩的主要原因是市场信号失灵, 企业很难准确预测市场需求, 导致投资行为具有一定的盲目性。作为发展中大国, 区域发展不平衡, 很难从宏观和总量上保持供需平衡, 出现产能过剩、结构不合理有客观必然性。但产能如果严重过剩, 则将会影响经济的正常发展。此次在金融危机导致的经济危机影响下, 钢铁行业几年来快速增长的刚性产能就受到经济衰退的严峻挑战, 08 年底, 钢铁需求一度降到零的状态, 开工率降到 50% 左右, 这就出现严重的产能过剩。但全球出台各种刺激经济政策, 尤其是中国果断采取积极财政政策, 以及各种消费刺激政策, 从而大大缓和了供需矛盾, 使下游需求迅速回升。

分品种来看, 长材消费的增长仍然源于投资驱动, 主要受益于基建的高额投资水平和地产及开工的高增长, 而目前我国长材产能扩张规模有限, 因此长材的供需环境有望保持在较好水平。板材方面, 消费刺激政策有望继续拉动汽车、家电等的销售, 汽车板、冷轧板等板材受益比较明显。此外, 机械及造船等的复苏也将拉动中厚板、热轧板的需求, 而在比价关系的带动下, 长材、冷轧价格的启动也将带动中厚板、热轧板价格的提升。

原材料上, 2010 年铁矿石需求将上升, 虽然供大于求的局面并未改变, 但三大矿山企业控制了全球 70% 以上的海上铁矿石供应, 垄断地位没有改变, 加上美元贬值、澳大利亚汇率上升等原因, 铁矿石价格仍然看涨。我们预计 2010 年长协铁矿石价格上涨 10%~15% 左右。

钢材价格的变化, 主要受到产能、库存、成本、需求、政策、心理等多重因素影响, 加上钢材期货的价格变化, 使得波动的频率会增多, 而难以把握。总体上, 钢材价格走势将呈倒 W 型的震荡状态。而且, 不同的钢材品种, 其价格的波动时点存在差异, 股价也将伴随着钢材价格的波动而波动。

投资建议

估值上,从 PE 来看,目前钢铁板块的市值是 8624 亿元,对应 2009 年 PE 在 17 倍左右,估值相对 A 股偏低。从 PB 来看,钢铁行业目前 P/B 为 2.10 倍左右,A 股整体 P/B 为 3.95 倍,钢铁行业 P/B 与 A 股 P/B 的比值为 0.55 倍,比 1994 年以来的平均值 0.57 要低 3.5%,更比 2002 年上一轮经济周期以来的平均值 0.62 要低 11%左右,这在经济复苏的背景下,估值依然偏低。从行业发展的趋势来看,2010 年钢铁行业的投资机会依然值得期待,我们维持行业评级为“推荐”。

在估值优先的前提下,我们建议重点关注:区域龙头类公司和高端板材类公司,以及并购重组及政策性影响类公司,比如酒钢宏兴、鞍钢股份、八一钢铁、新兴铸管、恒星科技、柳钢股份、大冶特钢、三钢闽光、太钢不锈、宝钢股份。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设为 2008 年宏观经济急剧下滑的趋势在 2009~2010 年能实现扭转,而不会出现更深程度的恶化,2009 年 GDP 实际增长能完成国家制订的“保八”目标,2010 年积极财政政策和宽松货币政策不发生根本性变化,进一步企稳增长的格局没有改变。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、地产投资不能有效启动;
- 2、国家后续经济刺激计划力度低于预期。
- 3、流动性过剩导致的通货膨胀。政府的加息预期。
- 4、业绩随钢材价格波动影响频繁,难以把握,将影响估值的准确性
- 5、大盘异常波动。

内容目录

投资摘要	2
2009 年回顾	7
重创之后在政策驱动下，逐步走出低谷	7
国内钢铁生产快速增长，国际生产逐渐恢复	7
产能压制，钢价波折前行	8
原料价格跟随钢价，整体波动幅度较小	8
企业盈利已经有所好转，4 季度同比将全部上涨	9
2010 年钢铁行业供需环境分析	9
外需：预计粗钢出口 3500 万吨左右，同比增长 52%	9
内需：粗钢表观消费量在 6.3 亿吨左右，同比增长 10%以上	10
供给：产量在 6.51 亿吨左右同比增长 13.4%	11
供需对比：能够实现动态的供需平衡	11
库存：绝对数量较高，但相对高产量来看仍处合理水平	12
各类钢材品种消费均呈增长态势	13
长材仍然是最受益的品种之一	13
汽车、家电等板材将受益于消费增长	15
机械行业的恢复及出口的回升也有利于板材价格的上升	16
通胀及全球复苏将致铁矿等原材料价格上涨	17
2010 年铁矿石价格仍呈上涨态势	17
预计长协矿涨幅在 10%~15%之间	19
产能过剩已呈趋势，要依赖需求的增长来缓解	19
产能过剩已呈市场经济的常态	19
中国的产能过剩存在结构性差异，不能笼统言之	19
“保增长，扩内需”将有利于钢铁产能的消化	20
“淘汰落后，兼并重组”将抑制产能的无序发展	20
受多种因素影响，钢材价格将呈倒W型走势	20
投资策略——维持“推荐”评级	21
行业评级：维持“推荐”评级	21
选股建议：做好分阶段的差异化投资	21

图表目录

图 1: 我国粗钢日产水平走势 (万吨/日)	7
图 2: 全球粗钢年均产量走势 (百万吨)	7
图 3: 全球各国粗钢产量同比增速走势	7
图 4: 全球粗钢产能利用率走势	7
图 5: 我国钢铁价格走势 (元/吨)	8
图 6: CRU 全球各地区钢铁价格指数走势	8
图 7: 国内铁矿石、焦炭平均价格走势 (单位: 元/吨)	8
图 8: 全球海运价格走势	8
图 9: 沪深两市上市钢铁企业但季度盈利走势 (亿元)	9
图 10: 我国钢材月度进出口走势 (单位: 万吨)	9
图 11: 我国钢材年度进出口走势 (单位: 万吨)	9
图 12: 国内外热轧价格差走势 (单位: 美元/吨)	10
表 1: 钢材表观消费量与FAI等增速走势及预测	10
图 13: 固定资产投资钢材消费强度走势 (吨/亿元)	10
表 2: 国信证券对部分宏观经济指标的预测	11
图 14: 我国钢材产能、产量增长走势 (单位: 万吨)	11
图 15: 我国粗钢产能利用率走势	11
表 3: 钢铁行业 2009-2010 年新增炼钢产能统计	12
图 16: 我国主要城市长材库存量走势 (单位: 万吨)	13
图 17: 我国主要城市板材库存量走势 (单位: 万吨)	13
图 18: 主要城市长板材累计库存量走势 (单位: 万吨)	13
图 19: 库存量占同期钢材产量的比例走势	13
图 20: 2010 年各个行业对钢材消费的贡献 (单位: 万吨)	13
图 21: 长材产量及地产相关指标走势对比	13
图 22: 长材产量弹性已经很小	14
表 4: 2009 年我国钢材新建产能统计	14
图 23: 我国汽车产量走势 (万辆)	15
图 24: 彩电空调冰箱冷柜及洗衣机产量走势 (万台)	15
图 25: 我国镀锌板产量走势 (万吨)	15
图 26: 我国涂层板产量走势 (万吨)	15
图 27: 工程机械行业增长情况及预测	16
图 28: 工程机械行业出口增长情况及预测	16
图 29: 中厚板、螺纹钢价格关系图解 (单位: 元/吨)	16
图 30: 中厚板、螺纹钢比价关系图解	16
表 5: 钢铁行业上市公司产品结构	16
图 31: 历史铁矿石产量、价格走势及其背后推动因素图解	18
图 32: 澳大利亚元汇率走势	18
图 33: 铁矿石长协价格走势	19
表 6: 2010 年钢铁价格水平测算	21

表 7: 2010 年钢铁行业投资主题	22
图 34: 钢铁行业、A股市场P/B及两者相对比例走势.....	22
表 8: A股部分行业区间涨跌幅（截至 2009 年 12 月 8 日）	22
表 9: 钢铁行业上市公司区间涨跌幅比较（截至 2009 年 12 月 8 日）	23
图 35: 钢铁行业上市公司PB 、 吨钢市值比较（2009 年 12 月 8 日）	24

2009 年回顾

重创之后在政策驱动下，逐步走出低谷

今年初以来，国务院采取积极的财政政策和宽松的货币政策，经济危机后我国提出 4 万亿的投资刺激内需计划，并陆续颁布了钢铁、汽车等十大产业振兴规划，在重点产业调整和振兴规划等一系列政策措施的有力带动下，钢铁行业运行态势逐步向好，目前我国钢铁行业已基本扭转金融危机造成的生产需求急剧下降的势头，企业效益由亏变盈。此外，大量低息贷款投放，汽车消费税收返还、家电下乡及以旧换新等刺激消费计划陆续出台，这些都极大地改善了国内的钢铁需求环境，钢铁产销强劲回升。国际上，各国联手出台经济救助计划，也抑制了经济的衰退，国际钢铁需求也在低迷中缓慢回升。

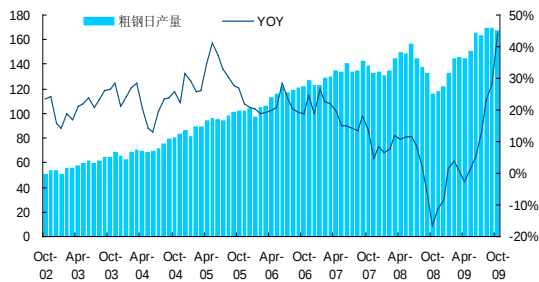
国内钢铁生产快速增长，国际生产逐渐恢复

截至今年 10 月，我国粗钢累计产量达到 4.72 亿吨，同比增长 10.45%。其中 10 月当月产量 5174 万吨，相当于日产 167 万吨，合全年 6.1 亿吨的生产水平，产能利用率在 90%左右。我们预计 11 月、12 月我国粗钢生产仍将会维持在较高水平，全年粗钢产量有望达到 5.74 亿吨左右，同比增长 14.7%。

国际上来看，今年前 10 个月全球粗钢产量为 9.82 亿吨，同比下降 13.5%。其中，10 月当月产量为 1.12 亿吨，同比增长了 13.1%。我们预计今年全球粗钢产量在 11.95 亿吨左右，同比下降约 10.13%。

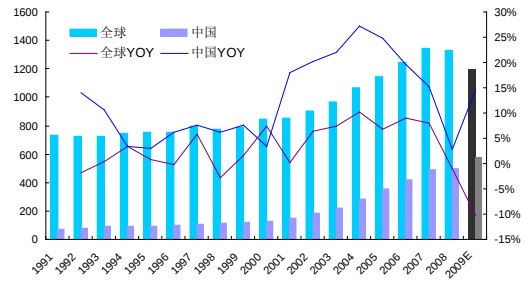
目前全球粗钢产能利用率已经从去年年底的 58.3%上升到 76%，全球主要国家和地区粗钢生产水平也环比不断提升。

图 1：我国粗钢日产量水平走势（万吨/日）



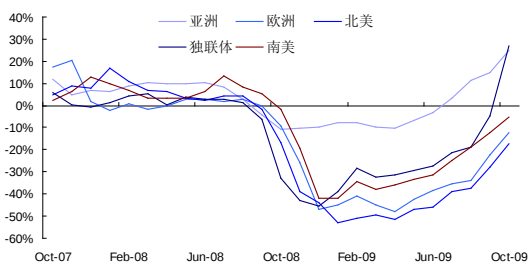
资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

图 2：全球粗钢年均产量走势（百万吨）



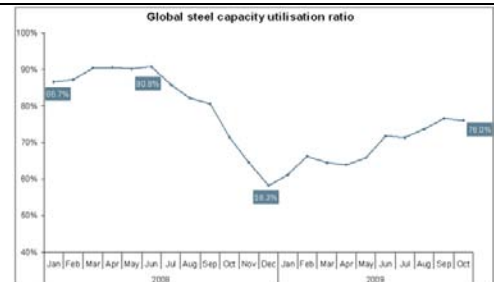
资料来源：IISI，国信证券经济研究所

图 3：全球各国粗钢产量同比增速走势



资料来源：IISI，国信证券经济研究所

图 4：全球粗钢产能利用率走势



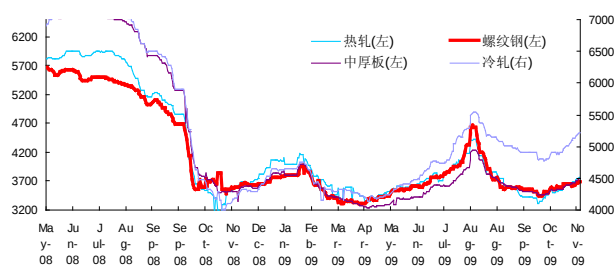
资料来源：IISI，国信证券经济研究所

产能压制，钢价波折前行

国内来看，1 季度我国钢价超跌反弹，同时钢铁产量恢复上升，但是经济重创之后需求尚未立即启动，产量高于需求，钢铁价格再次陷入低迷，热轧价格一度下跌到 2850 元/吨。2 季度中后期，各项政策的效果逐步体现，钢铁需求快速回升，钢铁市场甚至出现了短期的供不应求状况，钢价快速上升，同时期货市场对钢铁价格产生了较大的放大作用，进一步推动了现货价格的上涨，其中，螺纹钢现货价格从 3300 元/吨一路上涨到 4670 元/吨左右，涨幅超过 40%，涨势过于迅猛。由于企业迅速扩产，钢铁供应快速上升，而此时国家宏观政策特别是信贷的适度调控的表态也给市场带来了负面的心理层次的影响，虽然需求仍然非常强劲，但有些虚高的钢铁价格在 3 季度中期出现急剧回调，最低时下跌到 3450 元/吨，跌幅达到 26%。目前钢铁价格已经有所回稳，螺纹钢价格恢复到 3690 元/吨左右，钢铁价格中枢在缓慢抬升。

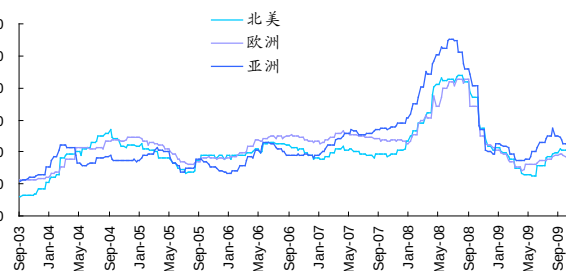
国际上，欧洲、美国钢铁价格也从今年 4、5 月份开始反弹，但是反弹幅度相对比较温和，其中，欧洲钢铁价格指数从 120 左右上升到 147 左右，升幅 22.5%；美国钢铁价格指数从 115 左右上升到 155 左右，升幅约 35%。进入 12 月后，由于进入欧美的假期，钢铁价格有所下跌，但幅度并不大。

图 5：我国钢铁价格走势（元/吨）



资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

图 6：CRU 全球各地区钢铁价格指数走势

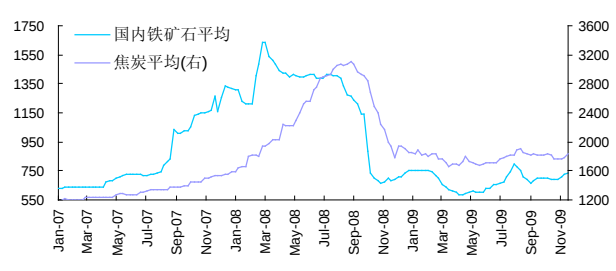


资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

原料价格跟随钢价，整体波动幅度较小

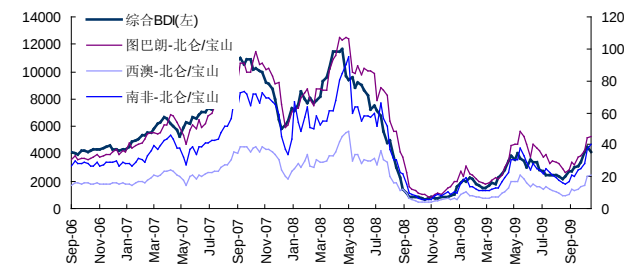
由于钢铁需求还没有到达供需两旺的阶段，原材料还不具备单独提价的能力。今年铁矿石价格、焦炭价格走势基本上和钢铁价格走势一致。海运价格虽有上涨，但目前还不足以对钢铁行业形成较大影响。

图 7：国内铁矿石、焦炭平均价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

图 8：全球海运价格走势

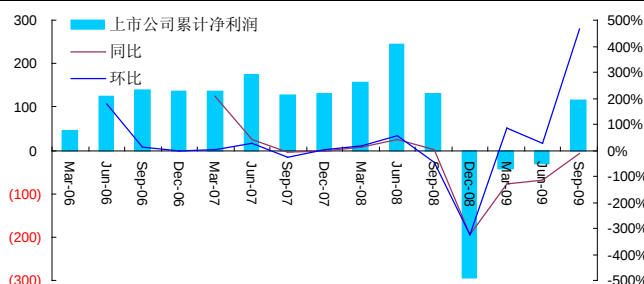


资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

企业盈利已经有所好转，4 季度同比将全部上涨

从我国钢铁企业的盈利来看，产能利用率及钢铁价格水平的抬升都大大缓解了我国钢铁行业的盈利水平，70 家重点大中型企业 5 月份起实现扭亏，7-8 两个月盈利分别超过 100 亿元，1-10 月累计实现利润 375.85 亿元，企业经营状况整体好于年初。以沪深两市上市钢铁企业为例，3 季度单季实现盈利 140 亿元，环比今年 1、2 季度已经明显改善。4 季度钢铁价格水平基本稳定，企业整体 4 季度状况同比所有指标都将上涨，仍能保持一定的利润空间。

图 9：沪深两市上市钢铁企业但季度盈利走势（亿元）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

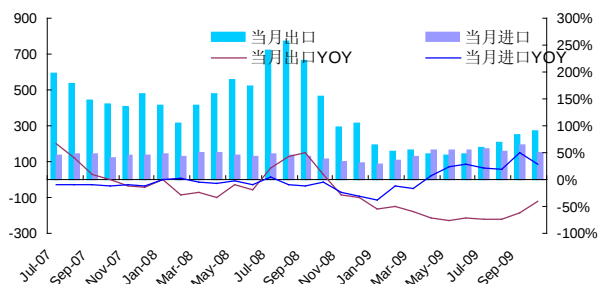
2010 年钢铁行业供需环境分析

外需：预计粗钢出口 3500 万吨左右，同比增长 52%

在经历了今年 3 月份出口最低谷之后，我国钢铁出口连续回升，截至今今年 10 月，我国累计出口钢材 1840 万吨，其中 10 月份出口钢材 271 万吨，预计全年钢材出口总量在 2300 万吨左右。进口方面，截至今今年 10 月，我国累计进口钢材 1486 万吨，其中 10 月份进口 148 万吨，预计今年全年进口总量在 1750 万吨左右。

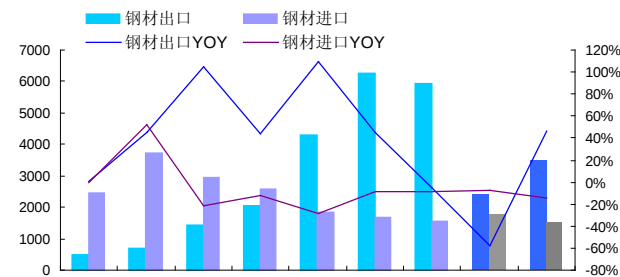
2010 年全球钢铁需求逐步复苏，预计我国钢材出口将有增长，同时由于国内外价格倒挂现象也将有所缓解，我国进口钢材总量可能有所下降。我们初步预计 2010 年我国钢材出口、进口规模分别在 3500、1500 万吨左右，净出口钢材 2000 万吨合粗钢 2100 万吨。

图 10：我国钢材月度进出口走势（单位：万吨）



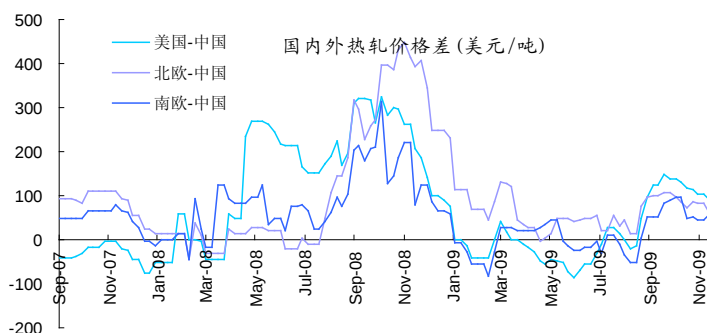
资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

图 11：我国钢材年度进出口走势（单位：万吨）



资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

图 12: 国内外热轧价格差走势 (单位: 美元/吨)



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

内需: 粗钢表观消费量在 6.3 亿吨左右, 同比增长 10%以上

从我国固定资产投资的粗钢消费强度来看, 2001 年以来单位固定资产投资粗钢表观消费量整体呈逐年下降趋势。2005~2008 年固定资产投资粗钢消费强度每年都下降 500 吨/亿元左右, 到 2008 年为 3057 吨/亿元。

我们预计今年粗钢产量为 5.74 亿吨, 净出口钢材折合成粗钢 600 万吨, 因此 2009 年我国粗钢表观消费量为 5.68 亿吨 (产量-净出口)。由此计算今年我国固定资产投资粗钢消费强度下降到 2865 吨/亿元(图 13)。

就 2010 年的情况来看, 我们认为该强度仍然有下降的空间, 但是由于此次经济反转主要是由投资拉动, 2009 年积极财政政策拉动内需, 而基础设施建设的项目的实施期应重点在 2010 年体现, 如设备交货及安装等, 因此出现 2005~2008 年降幅的可能性不大。

跟据国信宏观小组对 2010 年宏观经济数据的预测, 2010 年我国固定资产投资增速达到 25%, 累计投资额在 24.78 亿元左右。基于谨慎的原则, 我们假设 2010 年固定资产投资粗钢消费强度下降 300 吨/亿元到 2565 吨/亿元左右, 在假设固定资产投资增速在 23%~25%之间的情况下, 2010 年我国粗钢表观消费区间在 6.26~6.36 亿吨之间, 同比增长 10%~12%。

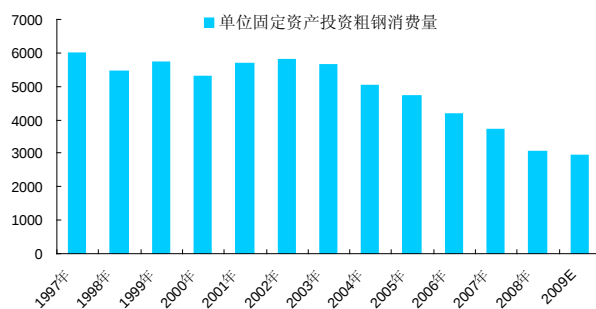
此外, 由于我国目前的经济增长是以投资为主导的结构, 正常情况下钢材消费的增长幅度要至少高于 GDP 增长幅度 2 个百分点以上, 国信宏观小组预测 GDP 增速将达到 10.8%, 因此即便以此测算, 钢材的表观消费同比增长幅度超过了 12%。

表 1: 钢材表观消费量与 FAI 等增速走势及预测

时间	固定资产投资 (亿元)	固定资产投资 YOY(%)	固定资产投资价格指数	FAI 粗钢消费强度 (吨/亿元)	钢表观消费量 亿吨
2002 年	35,489	18.3	100.2	5797	2.06
2003 年	45,812	29.1	102.2	5644	2.59
2004 年	59,028	28.8	105.6	5024	2.97
2005 年	75,095	27.2	101.6	4701	3.53
2006 年	93,369	24.3	101.5	4158	3.88
2007 年	117,465	25.8	103.9	3698	4.34
2008 年	148,738	26.1	108.9	3057	4.55
2009 年 E	198,268	33.3	100.0	2865	5.68
2010 E1	243,870	23	100	2565	6.26
2010 E2	245,852	24	100	2565	6.31
2010 E2	247,835	25	100	2565	6.36

资料来源: 国信证券经济研究所

图 13: 固定资产投资钢材消费强度走势 (吨/亿元)



资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 国信证券对部分宏观经济指标的预测

指标	Q1	Q2	Q3	Q4	2010 年全年	2009 年预计
GDP	13.8%	10.6%	10.0%	9.7%	10.8%	8.5%
固定资产投资	30.1%	20.5%	23.5%	26.5%	25.0%	33.0%
进口	40.1%	24.2%	17.3%	16.5%	22.7%	-13.2%
出口	22.3%	27.4%	23.1%	17.2%	22.0%	-16.7%
CPI	1.6%	2.1%	2.3%	2.5%	2.1%	-0.8%
PPI	1.9%	3.5%	3.0%	2.2%	2.6%	-5.4%
M1	29.9%	23.3%	19.6%	18.1%	18.1%	32.0%
M2	24.0%	20.0%	19.1%	19.2%	19.2%	28.0%

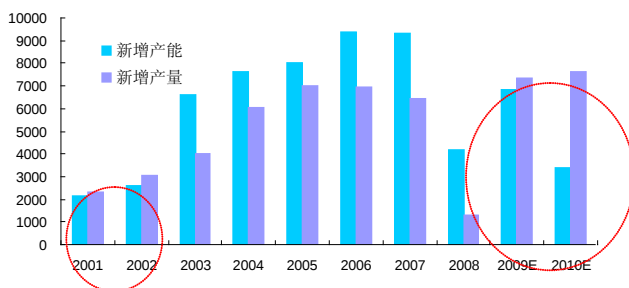
资料来源: 国信证券经济研究所

供给: 产量在 6.51 亿吨左右同比增长 13.4%

2009 年初我国粗钢产能为 6.6 亿吨, 根据中国钢铁工业协会提供的数据, 2009 年我国预计将新增粗钢产能 6848 万吨; 2010 年将建成投产粗钢产能 3390 万吨; 2011 年将建成投产粗钢产能 2372 万吨。根据该组产能扩张数据, 考虑部分钢铁企业落后高炉的淘汰, 我们预计 2009 年增加的有效产能只有 5500 万吨左右, 因此 2009 年底我国粗钢产能预计在 7.15 亿吨左右。假设 2010 年没有小高炉的淘汰, 则 2010 年年底我国粗钢产能将在 7.5 亿吨左右, 因此, 全年平均产能在 7.32 亿吨左右。

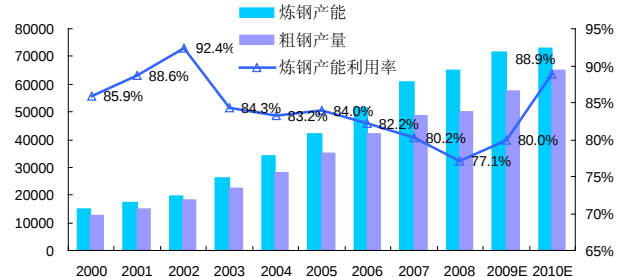
目前我国粗钢产能利用率水平已经处于历史较高水平, 在 90% 左右, 历史上只有 2003 年粗钢产能利用率达到 92.4%。按照 7.32 亿吨的产能规模, 全年 89% 的产能利用率来计算, 2010 年我国粗钢产量也在 6.51 亿吨左右, 同比增长 13.4%。

图 14: 我国钢材产能、产量增长走势 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 15: 我国粗钢能利用率走势



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

供需对比: 能够实现动态的供需平衡

按照之前的计算, 2010 年我国粗钢净出口在 2100 万吨左右, 粗钢表观消费量在 6.3 亿吨左右, 因此, 累计粗钢产量在 6.51 亿吨左右即可实现供需平衡。从我们的计算来看, 2010 年 89% 的产能利用率水平可实现全年 6.51 亿吨的生产规模。一方面 89% 的产能利用率水平已经很高, 再进一步提高的空间不大; 另一方面我们在计算表观消费量的时候假设条件已经比较保守, 如果地产或基建投资的比例加大, 特别是在目前国家强调继续推进城市化建设的背景下, 需求超预期的可能性完全存在, 因此, 可以认为 2010 年我国钢铁供需基本平衡。

表 3: 钢铁行业 2009-2010 年新增炼钢产能统计

钢厂	高炉型号	有效容积(m3)	年设计产能(万吨)	投产时间
2009 年				
河北兴华钢铁	1 号 550 立方米	550	70	1 月 3 日
龙钢	1 号 1280 立方米	1280	120	1 月 10 日
新钢	9 号高炉	2500	210	2 月 18 日
唐山国丰	2 号高炉	1780	160	2 月 18 日
八钢	2 号 2500 立方米	2500	175	2 月 28 日
鞍钢鲅鱼圈	2 号高炉	4038	350	4 月 26 日
邯钢新区	2 号高炉	3200	260	4 月 21 日
衡钢	1080 立方米	1080	82.5	5 月 1 日
梅钢	4 号高炉	3200	260	5 月 13 日
唐山港陆钢铁	1160 立方米	1160	120	5 月 15 日
首钢京唐	1 号高炉	5500	400	5 月 21 日
唐山瑞丰金友	1580 立方米	1580	150	5 月 22 日
山西晋钢	2 号高炉	680	80	6 月 6 日
天铁	2800 立方米	2800	220	6 月 21 日
武钢	8 号高炉	3800	320	8 月 1 日
山西中阳钢铁	1180 立方米	1180*2	240	8 月 16 日
河北钢铁集团承钢公司	新 3 号 2500 高炉	2500	210	8 月 28 日
江阴兴澄特钢	3200	3200	270	9 月 27 日
九钢	4 号高炉	1780	160	9 月 24 日
涟钢	新高炉	3200	260	10 月 7 日
荣钢集团	4 号高炉	850	100	10 月 10 日
韶钢	8 号高炉	3200	275	10 月 16 日
沙钢	新高炉	5800	500	10 月 21 日
新钢	10 号高炉	2500	210	11 月 10 日
山西晋钢	3 号高炉	1380	120	12 月
北满特钢		450	50	12 月
沧州黄骅纵横钢铁		2350	200	12 月
唐山北阳钢铁		1080*2	200	12 月
			5773	
2010 年				
抚顺新钢		1750*2	100	2010 年 1 月
池州贵航金属制品		1000*1	80	2010 年 1 月
石家庄钢铁		2500*2	400	2010 年 1 月
邢台龙海钢铁集团		1000*1	80	2010 年 1 月
大冶特钢		2500*2	400	2010 年 1 月
南昌钢铁		1050*1	90	2010 年 1 月
德胜钢铁		1250*1	100	2010 年 1 月
重庆钢铁		2500*2	400	2010 年 1 月
酒钢		1800*1	150	2010 年 1 月
八一钢铁		3200*2	500	2010 年 1 月
金特和钢		588*2	130	2010 年 1 月
水城钢铁		2500*1	200	2010 年 5 月
霍邱大昌矿业		1280*1	100	2010 年 6 月
东海特钢		1350*1	100	2010 年 6 月
溧阳申特		1250*1	100	2010 年 8 月
迁安燕山钢铁		1780*2	260	2010 年 12 月
			3190	

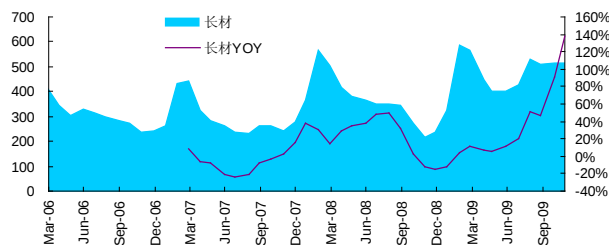
资料来源: CISA, 国信证券经济研究所

库存: 绝对数量较高, 但相对高产量来看仍处合理水平

截至 11 月底, 我国市场上铁矿石库存绝对量仍然处于较高水平, 长材、板材与去年同期相比增长都在 100% 左右。但是, 首先是去年年底正是去库存化的高峰期, 今年的高增长有去年低基数的原因; 其次, 由于今年钢材产量大幅增长, 如果

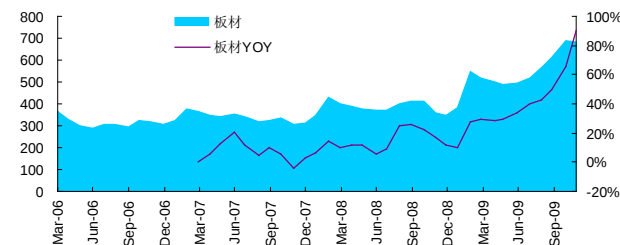
看库存量与产量的比例，实际上并没有高得离谱，仍然处于相对合理的区间。

图 16: 我国主要城市长材库存量走势 (单位: 万吨)



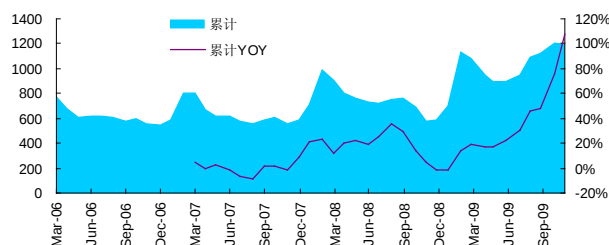
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 17: 我国主要城市板材库存量走势 (单位: 万吨)



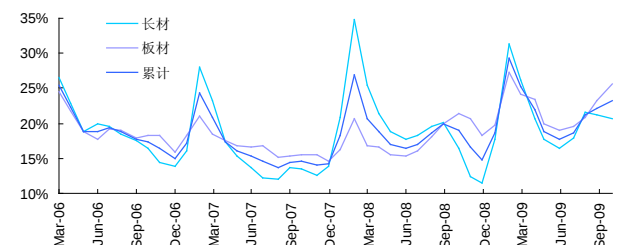
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图 18: 主要城市长板材累计库存量走势 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 19: 库存量占同期钢材产量的比例走势



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

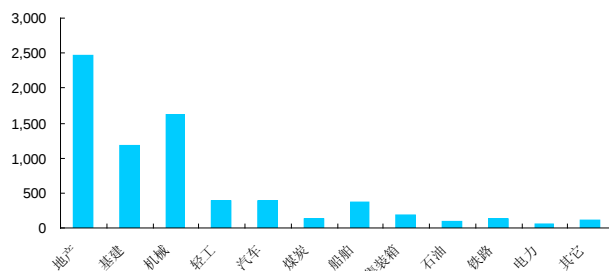
各类钢材品种消费均呈增长态势

长材仍然是最受益的品种之一

根据我们分行业钢材需求加总的分析，2010 年地产对钢铁需求的增加将是钢材需求增长最主要的动力。从目前钢铁行业开工状况来看，板材的供给弹性要高于长材的供给弹性，截至 10 月，我国长材产量同比增长率在 40% 左右，能够再增加的产能已经很少，而板材 10 月产量同比增长是在 30% 左右，但根据我们从企业了解的情况来看，部分企业的板材开工率还有提升空间。

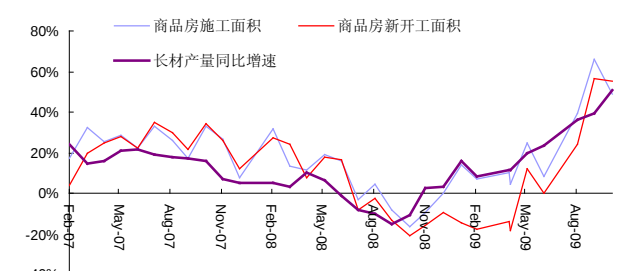
从新建产能来看，根据中国联合钢铁网的统计，2009 年我国正式投产的板材产能在 4500 万吨左右，而长材产能在 510 万吨左右，当然这当中可能有疏漏的地方，特别是地方一些小企业。但是，总体来看明年长材的供需环境仍将优于板材，长材价格有望在市场中率先上涨，并且因为其成本优势，盈利能力率先超过板材。

图 20: 2010 年各个行业对钢材消费的贡献 (单位: 万吨)



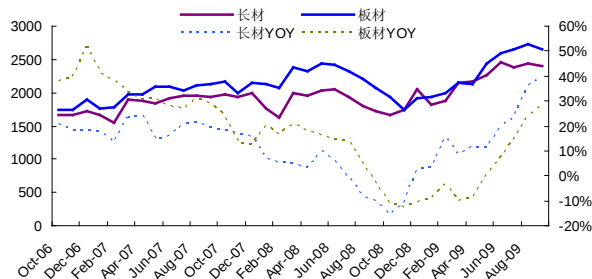
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 21: 长材产量及地产相关指标走势对比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图 22: 长材产量弹性已经很小



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

表 4: 2009 年我国钢材新建产能统计

企业	生产线	产能(万吨)	开建时间	投产时间	备注
安泰集团	优质高速线材	80	N/A	N/A	热负荷试车成功
鞍钢	精品钢	200	N/A	2009 底	建设中
八一钢铁	中厚板	60	N/A	2009.7	正式投产
宝钢	炉卷热轧项目	28.22	N/A	2009.5	已完成热负荷试车
宝钢	冷轧板	20	2007.8	2009.7	正式投产
本钢	不锈钢冷轧板	10	2009.6	2011	正式投产
福建三安	高速线材	60	N/A	2009.6	全面正式投产
福建宇星实业	热镀锌板	15	N/A	2009.5	正式投产
抚顺特钢	高精度钢材	0.1	N/A	2009.8	正式投产
富钢集团	特种钢和不锈钢棒线材	45	N/A	2009.3	开始投产
冠洲集团	彩涂板	20	N/A	2009.9	总产能达 60 万吨
海宇集团	镀锡薄板	20	N/A	2009.7	正式投产
河北钢铁		450	N/A	2009.4	正式投产
河北钢铁	冷轧	215	N/A	2010	建设中
河南青山金汇不锈钢	不锈钢宽坯	30	N/A	2009.8	正式投产
河南顺凯彩钢	1250mm 热镀锌	18	N/A	2009.4	正式投产
华菱安米电工钢	(非)晶粒取向电工钢	60	2009.6	N/A	建设中
华菱安米汽车板公司	冷轧汽车板	120	2009.6	N/A	建设中
济源钢铁	直条棒材和大盘卷	60	N/A	2009.2	正式投产
佳隆公司	彩色涂层钢板	15	N/A	2009.7	进入热调试阶段
江苏克罗德	连续热镀锌	15	N/A	2009.7	正式投产
江苏旋力集团	中厚板	50	2009.3	2009.1	建设中
涟钢	2250 热轧项目	441	N/A	2009.9	正式投产
宁波中盟	热镀锌	15	N/A	N/A	已热负荷联动试车
山东西王集团	特钢项目	150	2009.3	2009 底	开始建设
首钢	板材	80	2007.9	2009.9	已热负荷联动试车
首钢	热镀锌板	160.7	N/A	2009.9	试生产开始
首钢		485	N/A	2009.3	正式投产
四川德胜集团		100	N/A	2009.5	正式投产
唐山丰南冷轧镀锌	冷轧精品	120	N/A	2009.8	正式投产
天津鞍钢	镀锌板	32	N/A	2009.6	正式投产
武钢	三硅钢工程	70	2007.1	2009.5	正式投产
武钢	CSP 工程	250	2007.9	2009.3	投产
西南不锈钢	热轧板材	200	N/A	2009.8	正式投产
新钢	薄板工程	300	2007.3	2009.2	正式投产
新疆新源兴源	380 高炉	100	2008.7	2009.6	正式投产
烨辉科技材料	热浸镀锌钢卷	6.9	N/A	2009.5	正式投产
浙江舜达	1250mm 热镀锌	12	N/A	2009.5	正式投产
中阳钢铁		240	2003.3	2009.9	正式投产
重庆钢铁	船舶用钢(161.4173in)	180	N/A	2009.9	正式投产

板材累计		4533.92			
中阳钢铁	高速线材	60	N/A	2009.9	正式投产
山东西王集团特钢	线材	50	N/A	N/A	负荷试车成功
冷钢	高速线材	60	N/A	2009.2	正式投产
江苏永刚	线材	60	2008.7	2009.6	正式投产
敬业集团	棒材	160	2009.4	N/A	建设中
酒钢	H 型钢和棒材生产线	120	2009.3	N/A	建设中
长材累计		510			
合计		5043.92			

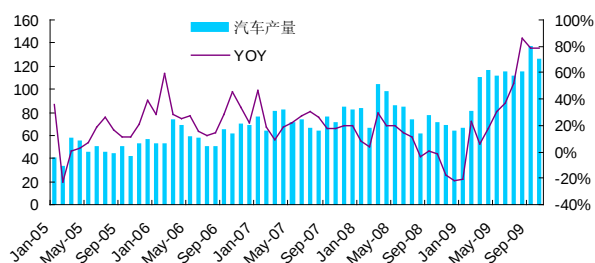
数据来源: Custeel, 国信证券经纪研究所

汽车、家电等板材将受益于消费增长

今年汽车销售旺盛,截至 10 月汽车累计产销量均超过 1000 万辆,预计全年有望达到 1300 万辆,同比增长 40%左右。而家电方面,受益于家电下乡等刺激消费政策,我国彩电、空调、冰箱、冷柜及洗衣机等家电销售也是出现了较大改观,今年 8、9、10 月当月累计销售量同比增速都在 30%以上,产销两旺。

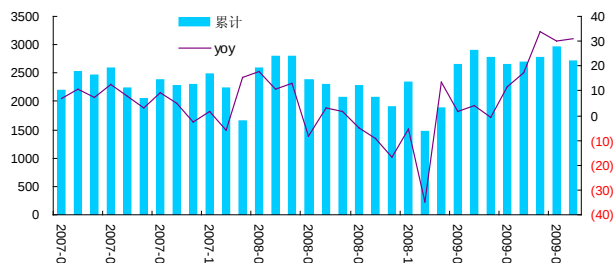
汽车家电销售的大幅增长极大地刺激了我国汽车用钢等的需求,部分主要汽车用钢板生产企业比如宝钢等的产品已经供不应求。刺激消费仍然是国家保经济增长的重要手段,预计还将有相关的政策出台,在国家刺激内需的情况下,我国汽车、家电销售仍将维持在高位,这将有力推动汽车用板、家电用板的需求。

图 23: 我国汽车产量走势 (万辆)



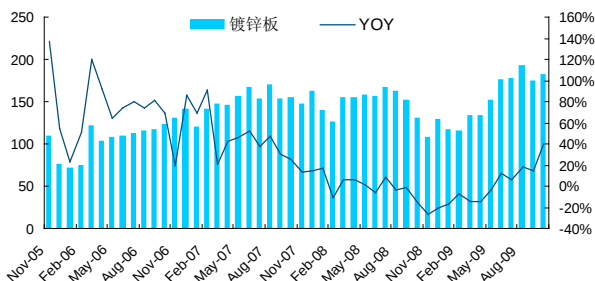
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 24: 彩电空调冰箱冷柜及洗衣机产量走势 (万台)



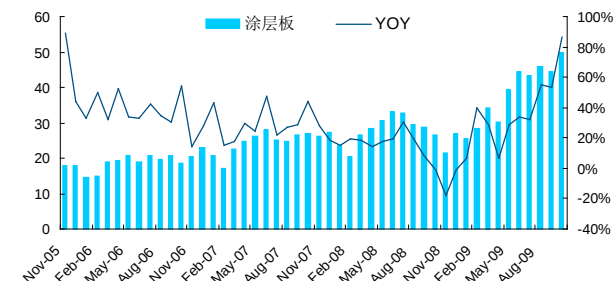
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图 25: 我国镀锌板产量走势 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 26: 我国涂层板产量走势 (万吨)



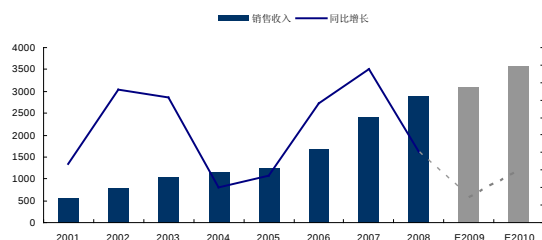
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

机械行业的恢复及出口的回升也有利于板材价格的上升

虽然中厚板、热轧板供需环境仍然难以乐观，但是机械行业的复苏都有助于进一步缓解板材产能压力。根据国信机械行业研究员预测，09 年工程机械行业温和增长，预计全年增速不到 10%，且同比增长呈前低后高逐步提高的趋势。预计 2010 年行业将延续这一上升趋势，全年整体增速将会加快，但上半年增速将更高，而下半年由于各个方面因素增长将略降，预计 2010 年行业同比增长将达到 15% 左右。

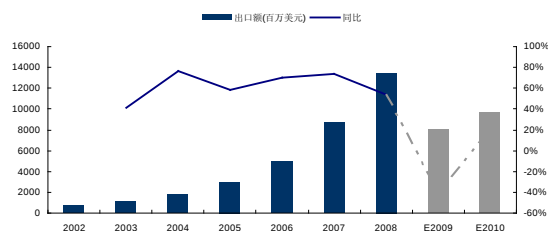
机械出口方面，09 年 1 季度乃至整个上半年都维持在底部，下半年出口虽有所好转，但全年出口大幅下降已成定局，预计 09 年行业出口降幅仍在 40% 以上。考虑全球经济再度探底的可能性极小，而当前新兴市场及发展中国家经济走向复苏的态势已较为明显，2010 年工程机械行业出口相对 2009 年显著改善的可能很大，预计 2010 年行业出口同比增长有望达到 20% 以上。

图 27：工程机械行业增长情况及预测



资料来源：国信证券经济研究所

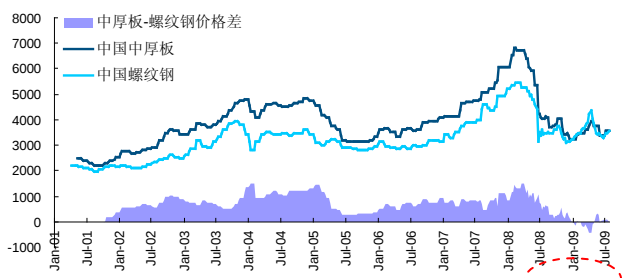
图 28：工程机械行业出口增长情况及预测



资料来源：国信证券经济研究所

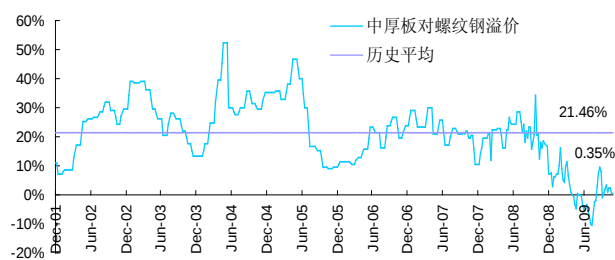
而板材与长材的比价关系使得中厚板、热轧板价格有望在长材价格上升的带动及成本上涨的推动下出现上涨。从目前螺纹钢对中厚板的比价关系来看，两者价格水平已经基本接近，这不符合产业链条价值规律。2001 年以来中厚板对螺纹钢的平均溢价率是 21.46% 左右，而目前只有 0.35%。

图 29：中厚板、螺纹钢价格关系图解（单位：元/吨）



数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 30：中厚板、螺纹钢比价关系图解



数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

表 5：钢铁行业上市公司产品结构

	螺纹钢	线材	型材	热轧	冷轧	中厚板	其它
攀钢钢钒	16%			38%	19%		28%
唐钢股份	25%	14%		28%	13%	16%	5%
韶钢松山	25%	25%				50%	
本钢板材				80%	15%	0%	5%
新兴铸管	100%						

太钢不锈			50%			28%
鞍钢股份		4%	33%	30%	19%	13%
华菱钢铁	29%		35%	22%		16%
首钢股份	73%			27%		
三钢闽光	37%	39%			23%	
邯郸钢铁			即将合并入唐钢			
武钢股份	4%	6%	39%	24%	7%	18%
宝钢股份	2%		36%	47%	8%	8%
济南钢铁			25%		75%	
莱钢股份	29%		21%	19%	4%	17%
杭钢股份	27%	24%	21%	24%		10%
凌钢股份	67%		28%			5%
南钢股份	18%				71%	11%
酒钢宏兴	36%	14%	29%		14%	
承德钒钛			即将合并入唐钢			
安阳钢铁	25%	9%	51%		13%	
八一钢铁	18%	22%	14%	33%	4%	2%
新钢股份	10%	38%			43%	8%
马钢股份	18%	15%	16%	48%		2%
柳钢股份	56%		29%		15%	
重庆钢铁	13%	16%	29%	2%	40%	

数据来源：国信证券经济研究所

通胀及全球复苏将致铁矿等原材料价格上涨

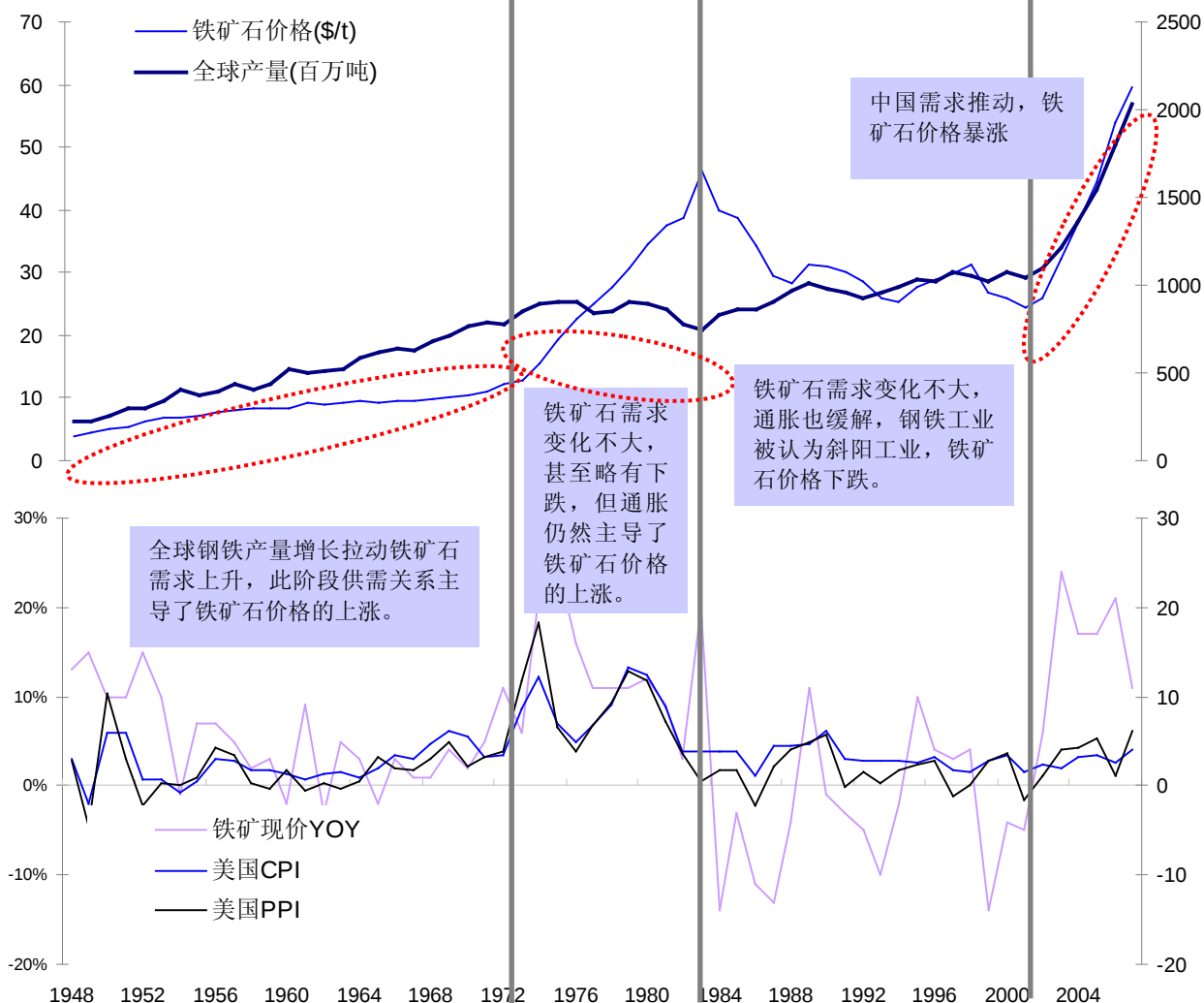
2010 年铁矿石价格仍呈上涨态势

从历史数据来看，通胀与需求增长都将导致铁矿石价格的上涨。而 2010 年全球铁矿石需求的增长是可以确定的，仅我国 5600 万吨的粗钢增量就需要近 9000 万吨的铁矿石，而国际钢铁产量的回升，也将增加对铁矿石的需求。

因此，虽然从供给来看，目前全球铁矿石仍然是过剩的，而且力拓、必合必拓及淡水河谷公司仍然在继续扩张他们的产能，但是，由于此三巨头控制了全球 70% 的海运铁矿石，基本上处于垄断地位，拥有很强的产能控制能力，对下游处于绝对的优势地位。尽管，中国已经尝试和 FMG 进行合作，并逐步在世界其他矿源地区进行投资和合作，如印度、南非、蒙古等，这对遏制垄断具有积极意义，但远水解不了近渴，短期的卖放市场局面还难以改变。

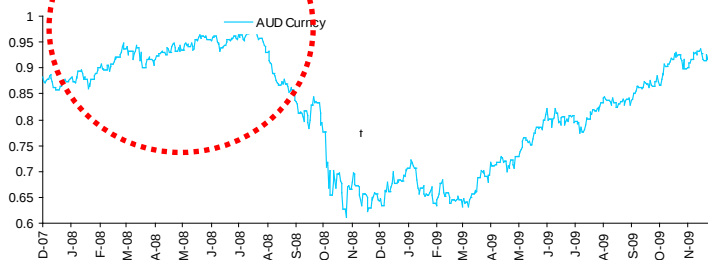
此外，全球性通货膨胀、美元贬值、汇率上升等都讲影响铁矿石等资源品的价格。澳大利亚是全球最大的铁矿石出口国，也是最大的焦煤出口国家之一，而这两种资源均是钢铁行业最基本的原材料。由于 10 月澳大利亚央行率先加息，汇率上升，将导致铁矿石、煤炭价格的上涨，2010 年铁矿石谈判即将开始，铁矿石、焦煤等原料的价格进一步上涨在所难免。

图 31: 历史铁矿石产量、价格走势及其背后推动因素图解



数据来源: IISI, Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 32: 澳大利亚元汇率走势

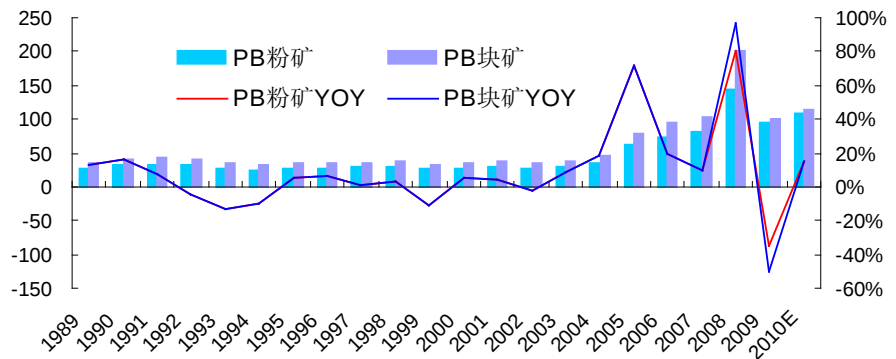


数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

预计长协矿涨幅在 10%~15%之间

从全球钢铁供需关系的紧张程度来看，2010 年好于 2009、2008 年，但差于 2007 年。因此，我们预计铁矿石长协价格仍将上涨，但不会到达 2008 年上半年的情形。预计铁矿石价格涨幅在 10%-15%之间，与 2007 年铁矿石价格差距不会太大。

图 33：铁矿石长协价格走势



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

产能过剩已呈趋势，要依赖需求的增长来缓解

产能过剩已呈市场经济的常态

产能过剩在理论上应该是一种常态，从某种意义上讲，市场经济就是过剩经济。出现产能过剩的主要原因是市场信号失灵，企业很难准确预测市场需求，导致投资行为具有一定的盲目性。作为发展中大国，区域发展不平衡，很难从宏观和总量上保持供需平衡，出现产能过剩、结构不合理有客观必然性。但产能如果严重过剩，则将会影响经济的正常发展。此次在金融危机导致的经济危机影响下，钢铁行业几年来快速增长的刚性产能就受到经济衰退的严峻挑战，08 年底，钢铁需求一度降到零的状态，开工率降到 50% 左右，这就出现严重的产能过剩。但全球出台各种刺激经济政策，尤其是中国果断采取积极财政政策，以及各种消费刺激政策，从而大大缓和了供需矛盾，使下游需求迅速回升。如果没有拉动内需的政策出台，产能过剩的压力可想而知。因此，产能是否过剩，重要的是看下游需求能否同步增长。从中国经济的发展趋势看，工业化、城镇化依然是重要的支撑点，因此，钢铁行业整体上仍有 5-10 年的发展空间；但短期内，快速增长的产能如果没有相应的有效需求，势必会出现产能过剩的压力。

中国的产能过剩存在结构性差异，不能笼统言之

从目前看，中国的钢铁产能尽管从总量上看，存在较大压力，但从细分层面上看，仍存在品种结构，区域结构以及企业结构的差异，不能笼统而论之。从目前的情况看，品种结构上，长材类产品要好于普通板材类产品。近几年，在行业的发展上，片面强调产业消费升级，而忽略了国家消费的现实，而过多过快的发展板材类产品，而基础设施房地产等用长材类产品并未得到有效发展，使得螺纹钢线材等产材产品产能出现供给短缺，而普通热轧板产品产能过剩严重；区域结构上，西部欠发达地区要好于华北华东地区，国家在发展战略上，提出了开发西部、立足中部、

加快发展沿海北部湾经济圈、环渤海经济圈、台海经济圈等区域经济，而这些地区均属欠发达地区，工业化水平整体较低，更缺乏钢铁产品的支撑；在企业结构上，成本的差异将影响企业产能的释放，一些地方中小企业，由于缺乏稳定的原料供给，通常原料成本都较高，一旦市场价格下跌，亏损在所难免，导致停产，而且最易受到政策的制约。因此，产能过剩是动态，波动的。

“保增长，扩内需”将有利于钢铁产能的消化

而且产能过剩的程度受国家政策的影响较大，有很强的政策敏感性。“保增长，扩内需”将有助于产能的消化，更有利于钢铁行业的发展。因为所谓“保增长”，按目前国家的经济状况看，因为我国整体经济仍然是一种粗放性经济，主要是靠投资。这就意味着 GDP 要保持在 8-10% 之间，则钢铁产品的消费增速就要达到 12% 左右，这对钢铁行业是有利的，再加上“扩内需”，如加大基础设施建设及房地产投资，鼓励汽车消费，家电下乡，以旧换新等下游需求都大大增加了钢材产品的消费，09 年汽车产量创历史新高，突破 1000 万辆大关。历史经验表明：在经济复苏的初期，各国采取的刺激经济计划，对钢铁行业都是有利的，是有较好的投资机会的。特别是对中国，下游较大的需求空间，就是钢铁行业发展的空间。但 2010 年“调结构、扩内需、防通胀”的经济政策，也许会影响 2010 年以后的钢材消费。

“淘汰落后，兼并重组”将抑制产能的无序发展

钢铁行业联合重组实施细则行将启动，宝钢重组宁波钢铁成为钢铁产业调整和振兴规划出台后第一个钢铁业重组项目，鞍钢重组攀钢也在积极推进。需要强调的是，这些产业发展向好迹象是在国际钢材市场持续低迷、钢材出口受阻、进口冲击，市场不稳定因素仍然较多的背景下实现的。重点产业调整振兴规划提出的标本兼治、远近结合的政策取向是正确的，保增长、扩内需、调结构的措施是有效的。尽快抑制产能过剩，把有限的要素资源引导和集中配置到调整存量、优化增量、培育新的增长点，不仅可以使当前保增长和调结构有机结合起来，而且对转变发展方式，实现经济社会可持续发展具有重要的意义。国家发展改革委将按照党中央、国务院“保增长、扩内需、调结构”的决策部署，进一步抓好重点产业调整和振兴规划及国发 38 号文件的贯彻落实。一是会同有关部门尽快修订发布《产业结构调整指导目录》；二是进一步加强钢铁、水泥、平板玻璃项目审批管理。不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目。严禁各地借等量淘汰落后产能之名，避开国家环保、土地和投资主管部门的监管、审批，自行建设钢铁项目；三是重点支持有条件的大型钢铁企业发展百万千瓦火电及核电用特厚板和高压锅炉管、25 万千瓦安以上变压器用高磁感低铁损取向硅钢、高档工模具钢等关键品种。这些都将抑制产能的无序发展。

受多种因素影响，钢材价格将呈倒 W 型走势

价格的上涨，受到产能、库存、成本、需求、政策、心理等多重因素影响，加上钢材期货的价格变化，使得波动的频率会增多，而难以把握。总体上，钢材价格走势将呈倒 W 型的震荡状态。而且，不同的钢材品种，其价格的波动时点存在差异。股价也将伴随着钢材价格的波动而波动。

在假设 2010 年铁矿石、焦煤价格均上涨 15% 的前提下，吨钢原材料成本在 2350 元/吨左右，同比上涨 310 元/吨。按此计算，钢材平均价格上涨 7.16% 即可覆盖原材料价格的上涨，达到 2009 年的盈利水平。如果以 2007 年钢铁行业的盈

利能力为基准，按照现货市场价 2007 年吨钢原材料成本在 2014 元/吨左右，而吨钢平均价格在 4696 元/吨，因此，2010 年钢铁行业若要达到 2007 年的盈利能力，则钢价将要达到 5031 元/吨，较 2009 年上涨 17.58%。从行业基本面来看我们认为 2010 年钢铁行业盈利水平将好于 2009 年，但可能弱于 2007 年，因此，在假设原材料平均上涨 15%的前提下，钢价平均上涨的空间在 7.16%~17.58%之间。

从钢铁行业历史表现来看，2009 年 3 季度是钢铁行业上市公司盈利最高的时候，34 家上市公司单季度累计实现净利润 114.63 亿元。2007 年平均是 142 亿元/季度。我们认为 2010 年钢铁行业全年平均盈利有能力达到 2009 年第三季度的平均水平，因此 2010 年钢铁行业上市公司全年的业绩能够达到 460 亿元。而 2010 年和 2007 年相比来看，虽然盈利能力略微逊色，但是由于钢铁产量增加了 30%，因此上市公司单季度净利润总量达到 142 亿元是由一定基础保证的，照此计算，钢铁行业上市公司也有较大概率在 2010 年实现 530 亿元左右的净利润。

表 6：2010 年钢铁价格水平测算

	原料成本	平均钢价	长材均价	板材均价
2007 年	2,014	4,696	3676	5036
YOY	23.82%	7.69%	17.34%	5.58%
2008 年	2,795	5,696	4798	5996
YOY	38.82%	21.30%	30.52%	19.06%
2009 年	2,043	4,279	3685	4477
YOY	-26.91%	-24.88%	-23.19%	-25.34%
2010 年 E1	2,350	4,585	3,992	4,783
YOY	15.00%	7.16%	8.32%	6.85%
2010 年 E2		5,031	3,565	5,351
YOY	15.00%	17.58%	-3.24%	19.53%

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

投资策略---维持“推荐”评级

行业评级：维持“推荐”评级

估值上，从 PE 来看，目前钢铁板块的市值是 8624 亿元，对应 2009 年 PE 在 17 倍左右，估值相对 A 股偏低。从 PB 来看，钢铁行业目前 P/B 为 2.10 倍左右，A 股整体 P/B 为 3.95 倍，钢铁行业 P/B 与 A 股 P/B 的比值为 0.55 倍，比 1994 年以来的平均值 0.57 要低 3.5%，更比 2002 年上一轮经济周期以来的平均值 0.62 要低 11%左右，这在经济复苏的背景下，估值依然偏低。从行业发展的趋势来看，2010 年钢铁行业的投资机会依然值得期待，我们维持行业评级为“推荐”。

选股建议：做好分阶段的差异化投资

我们将重点推荐具备资源优势、品种优势和区域优势的公司。我们在估值优先的情况下，在估值优先的前提下，我们建议重点关注：区域龙头类公司和高端板材类公司，以及购并重组及政策性影响类公司，比如酒钢宏兴、鞍钢股份、八一钢铁、新兴铸管、恒星科技、柳钢股份、大冶特钢、三钢闽光、太钢不锈、宝钢股份等。

在节奏把握上，我们建议做好分阶段的差异化投资。在明年经济保持较高增长的背景下，基建投资将维持在较高水平，而地产投资开工也将进一步提高，这些都有利于长材需求的提升。而机械设备等制造业的逐步复苏，以及汽车、家电等继续

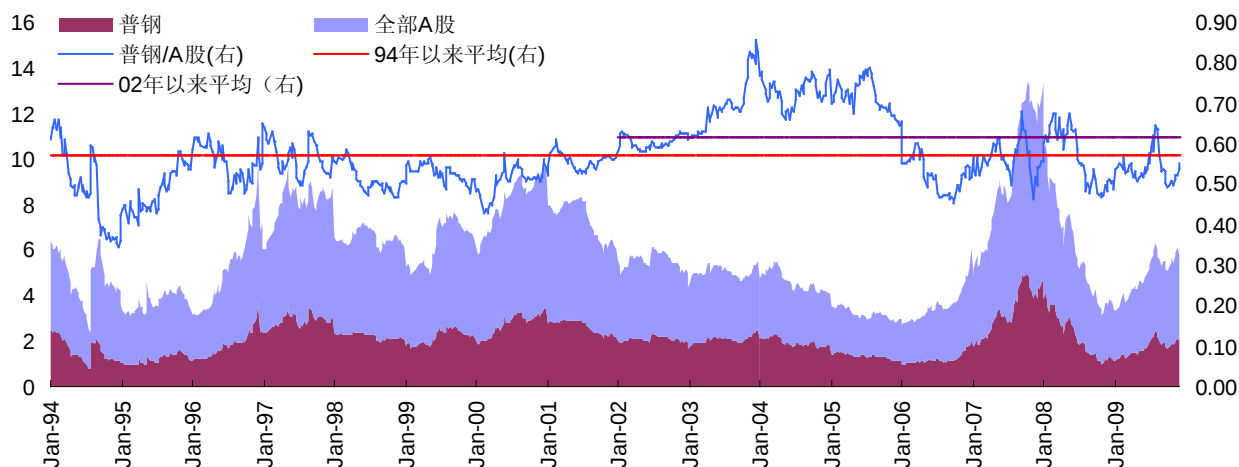
受益于消费刺激政策，销量也有望进一步提高，这将有力的拉动板材特别是冷轧板的需求。因此，我们建议根据长材、冷轧、热轧及中厚板次第复苏的时间关系，首先重点关注拥有自有资源及高长材比例、高品种板比例的上市公司，在此类公司启动之后，再进一步把握其它低估值的板材类公司的投资机会。

表 7：2010 年钢铁行业投资主题

投资主题	投资理由	代表公司
区域优势	区域内钢铁供需不平衡	八一钢铁（新疆建设）、酒钢宏兴（新疆及西部建设）、三钢闽光（海西经济区建设）、柳钢股份（广西北部湾建设）
资源优势	抵御原材料成本上涨	酒钢宏兴（集团资产注入后自有矿石比例达到 50%），太钢不锈（集团矿石占 85%），八一钢铁（集团矿石占 70%），包钢股份（集团矿石占 70%）、鞍钢股份（集团矿石自给率 70%）
品种优势	短缺产品可获超额利润	长材型：新兴铸管（100%）、三钢闽光（80%）、莱钢股份(70%)、八一钢铁(60-70%)、唐钢股份（换股后 50%以上）、酒钢宏兴（50%）、柳钢股份（股份公司长材比例在 65%左右） 宝钢股份（汽车、家电用板）、太钢不锈
规模扩张	价格回升规模扩张业绩具有爆发性增长潜力	鞍钢股份、八一钢铁

数据来源：国信证券经济研究所

图 34：钢铁行业、A 股市场 P/B 及两者相对比例走势



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

注：94 年以来平均是指 94 年以来普钢行业 PB 与 A 股市场 PB 比值的平均

表 8：A 股部分行业区间涨跌幅（截至 2009 年 12 月 8 日）

代码	简称	09 年 8 月 4 日	过去一周	过去一月	过去一季	08 年 10 月 28 日
000001.SH	上证综合指数	-4.79%	3.17%	4.19%	14.42%	91.29%
000300.SH	沪深 300	-4.30%	3.20%	4.05%	16.75%	119.02%
399001.SZ	深证成份指数	0.53%	3.29%	7.26%	19.72%	142.91%
801020.SI	采掘	-0.85%	2.35%	7.29%	27.02%	206.37%
801030.SI	化工	-1.07%	4.19%	0.22%	15.87%	106.95%
801040.SI	黑色金属	-15.44%	6.98%	15.62%	20.72%	103.82%
801050.SI	有色金属	-5.96%	4.35%	5.20%	18.28%	256.50%
801060.SI	建筑建材	-1.31%	3.42%	6.86%	15.68%	123.19%
801070.SI	机械设备	9.17%	2.85%	5.64%	22.74%	167.44%

801090.SI	交运设备	16.04%	3.21%	7.47%	27.69%	236.45%
801110.SI	家用电器	32.31%	1.70%	9.25%	38.87%	202.19%
801140.SI	轻工制造	12.23%	6.40%	9.74%	28.11%	162.58%
801170.SI	交通运输	-5.08%	2.25%	4.72%	14.46%	76.23%
801180.SI	房地产	2.03%	4.71%	4.96%	22.22%	180.38%
801190.SI	金融服务	-9.77%	2.99%	0.85%	13.39%	117.57%

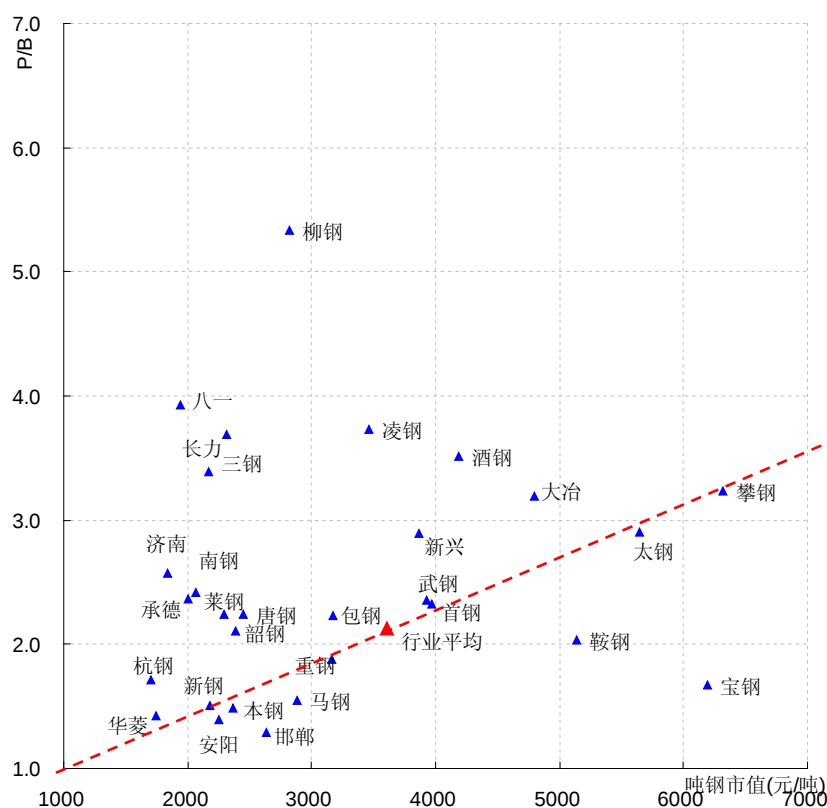
资料来源：Wind、国信证券经济研究所，截至日：2009 年 12 月 1 日

表 9：钢铁行业上市公司区间涨跌幅比较（截至 2009 年 12 月 8 日）

代码	简称	历史 最高价	08 年 最低价	09 年 10 月 10 日股价	现价 VS. 历 史最高价格	现价 VS. 08 年最低价格	现价 VS. 09 年 8 月 4 日价
801040.SI	黑色金属	7749	1780	3753.94	-51.56%	110.92%	-32.86%
000709.SZ	唐钢股份	18.12	3.69	7.59	-58.11%	105.69%	-31.31%
600005.SH	武钢股份	23.08	3.92	8.52	-63.08%	117.35%	-30.62%
000761.SZ	本钢板材	17.96	3.48	7.57	-57.85%	117.53%	-27.90%
002110.SZ	三钢闽光	20.92	4.69	16.97	-18.88%	261.83%	-14.77%
000825.SZ	太钢不锈	22.09	2.93	10.10	-54.28%	244.71%	-16.60%
600808.SH	马钢股份	15.32	3.12	5.08	-66.84%	62.82%	-27.43%
600001.SH	邯郸钢铁	10.92	3.25	5.71	-47.71%	75.69%	-27.17%
000717.SZ	韶钢松山	16.61	2.56	7.17	-56.83%	180.08%	-18.52%
600282.SH	南钢股份	13.79	2.28	6.50	-52.86%	185.09%	-22.06%
600231.SH	凌钢股份	15.62	3.22	13.88	-11.14%	331.06%	0.43%
600569.SH	安阳钢铁	14.9	2.43	5.70	-61.74%	134.57%	-24.00%
000898.SZ	鞍钢股份	34.55	5.05	15.66	-54.67%	210.10%	-17.14%
600022.SH	济南钢铁	14.81	2.34	5.27	-64.42%	125.21%	-30.66%
600357.SH	承德钒钛	25.12	4.5	8.21	-67.32%	82.44%	-24.40%
600581.SH	八一钢铁	19.7	3.29	14.59	-25.94%	343.47%	-2.08%
600782.SH	新钢股份	23.86	3.2	9.10	-61.86%	184.38%	-15.35%
000932.SZ	华菱钢铁	14.7	3.19	8.04	-45.31%	152.04%	-19.92%
601003.SH	柳钢股份	13.7	2.16	8.97	-34.53%	315.28%	-13.83%
600019.SH	宝钢股份	21.59	4.08	9.18	-57.48%	125.00%	-9.11%
000959.SZ	首钢股份	10.19	2.68	6.17	-39.45%	130.22%	-15.94%
600117.SH	西宁特钢	26.57	3.29	11.39	-57.13%	246.20%	-17.52%
601005.SH	重庆钢铁	10.09	2.7	6.23	-38.26%	130.74%	-20.13%
600126.SH	杭钢股份	10.75	2.98	6.92	-35.63%	132.21%	-15.09%
600307.SH	酒钢宏兴	36.7	3.63	16.57	-54.85%	356.47%	-7.43%
600010.SH	包钢股份	10.57	2.09	4.89	-53.74%	133.97%	-13.76%
600102.SH	莱钢股份	24.84	4.64	13.07	-47.38%	181.68%	-7.50%
600399.SH	抚顺特钢	16.6	2.59	8.94	-46.14%	245.17%	-10.60%
000778.SZ	新兴铸管	18.23	4.23	13.28	-27.15%	213.95%	-3.77%
600894.SH	广钢股份	10.67	2.1	7.66	-28.21%	264.76%	3.93%
000708.SZ	大冶特钢	20.85	3.64	12.36	-40.72%	239.56%	16.17%
600507.SH	长力股份	12.47	1.93	9.12	-26.86%	372.54%	-11.71%
000629.SZ	攀钢钢钒	14.73	6.7	7.98	-45.82%	19.10%	-6.52%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所

图 35: 钢铁行业上市公司 PB、吨钢市值比较 (2009 年 12 月 8 日)



资料来源: 国信证券经济研究所

注: 如果将公司所处坐标与原点连接成一条直线, 则该直线将是公司吨钢市值、PB 的运动轨迹, 其斜率 = 钢铁产量/公司净资产, 即公司净资产越低而钢铁产量越高, 则斜率越大。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价 2009-12-4	2008	EPS 2009E	2010E	P/E 2008	2009E	2008	P/B 2009E	2010E	评级
酒钢宏兴	600307	16.83	0.02	0.19	0.68	777	89	3.61	3.58	3.41	推荐
鞍钢股份	000898	15.27	0.41	0.21	0.69	37	72	2.08	2.01	1.96	推荐
八一钢铁	600581	13.86	0.14	0.03	0.75	102	483	3.76	3.64	3.51	推荐
新兴铸管	000778	13.07	0.35	0.72	0.86	38	18	3.83	3.72	3.62	推荐
三钢闽光	002110	16.34	0.07	0.15	0.72	251	109	3.34	3.21	3.07	推荐
大冶特钢	000708	11.79	0.45	0.65	0.83	26	18	2.77	2.65	2.51	推荐
恒星科技	002132	13.32	0.32	0.56	0.85	42	24	4.68	4.53	4.39	推荐
柳钢股份	601003	9.02	0.01	0.13	0.55	1490	69	4.86	4.01	2.60	推荐
太钢不锈	000825	10.34	0.22	0.07	0.41	48	143	2.87	2.51	2.27	推荐
宝钢股份	600019	9.15	0.37	0.30	0.56	25	31	1.74	1.62	1.39	推荐
武钢股份	600005	8.32	0.66	0.16	0.48	13	52	2.42	2.33	2.27	推荐

数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-60875173		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	Linli2@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				