

钢铁行业

行业评级：增持（调升）

经济回暖带来确定性增长

——2010 年度钢铁行业投资策略

2009 年 12 月 25 日

钢铁行业/深度研究

相关研究：

《需求结构性恢复 主体投资将继续——2009 年第四季度投资策略》
(2009.10.12)

《钢铁行业 2009 年下半年投资策略——关注主题投资机会》(2009.8.10)

《钢铁行业 2009 年二季度投资策略——关注局部和时点性交易机会》
(2009.3.20)

《潜龙在渊 蓄势待发——太钢不锈钢深度研究》(2009.2.20)；

.....

分析师：刘俊清

0351-8686975

liujunqing@sxzq.com

联系人：焦春成

0351-8686986

sxzqyfz@i618.com.cn

山西证券股份有限公司

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层

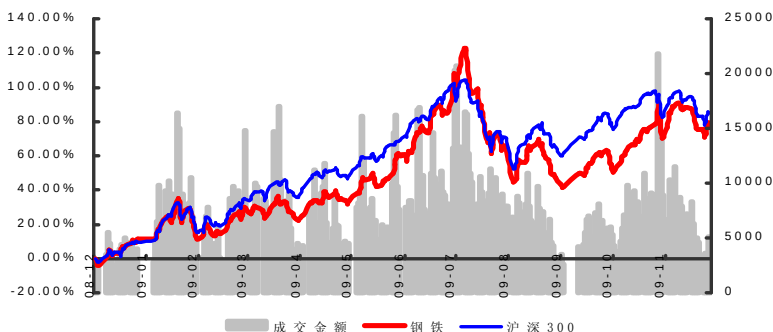
电话：0351-8686986

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- 经济大环境向好。2010年，我国的经济刺激政策将得到延续，铁、公、基的建设项目继续增加、城镇化的推进、汽车和家电下乡等政策进一步落实到位，由中央投资带动地方投资、民间投资的持续跟进，以投资继续和消费上升为主的经济大环境持续向好。国际经济环境触底企稳，开始回升。
- 需求结构性恢复，基础建设带动长材消费增大。由于投资拉动的消费以基础建设为主，带动建筑钢材和工程机械的消费，房地产行业新开工面积、土地完工面积增加均为长材的消费打开了空间；汽车、家电下乡带动相关冷轧板的消费稳步回升。
- 严重的贸易保护主义导致我国出口回升缓慢。自金融危机以来，国际范围内的贸易保护主义严重泛滥，为了本国钢铁业利益，各国政府可能采取越来越多的贸易保护措施，力图阻止我国钢材的进入，这在很大程度上抑制我国钢材出口。
- 钢材价格震荡上行，钢企效益稳步回升。钢铁企业效益的决定因素主要有钢材价格与原材料成本决定，在铁矿石价格上涨20%以内、焦炭价格窄幅波动，钢铁生产成本小幅增加，钢企的效益直接决定于钢价的变化。2010年钢价震荡上行是主旋律，在市场需求稳定向好的情况下，钢企利润将稳步回升。
- 淘汰落后产能为大企业带来更多机会。钢铁产能过剩成为共识，淘汰落后产能已成为行业内不得不做的头等大事。国家颁布了一系列的政策措施，鼓励兼并重组、提高淘汰标准、严格行业准入等。可见2010年国家将加大淘汰落后产能的力度，提高钢铁产业的技术水平和产品等级。这给具有先进技术、一定规模的企业带来更大的发展机会。
- 股票估值及投资策略。2010年钢铁股票价格呈震荡上行趋势，钢铁板块股票估值低于市场平均水平，考虑钢材市场的确定性增长，我们认为可以对钢铁板块“增持”，但要把握投资时点，上半年将好于下半年。2010年重点推荐龙头企业宝钢股份、太钢不锈钢、鞍钢股份；区域投资机会的首钢股份、广钢股份、三钢闽光；业绩确定性增长的新兴铸管、大冶特钢；拥有资源优势 and 长材优势的华菱钢铁等。

钢铁板块股票价格一年来的走势



目 录

一、2009 年钢材市场回顾——高产量高库存低价格	4
1.1 国际钢材市场低位运行	4
1.2 国内钢材产量创历史新高	6
1.3 出口下滑，社会库存处于历史高位	6
1.4 价格低位运行，企业处在盈亏边缘	8
1.5 铁矿石超量进口	10
1.6 2009 年国内钢铁企业的大事	10
二、2010 年经济环境大背景向好	11
三、下游需求总体好转，仍存在结构性差异	13
3.1 基础建设稳步推进，钢材消费继续增长	13
3.2 2010 年我国钢材消费在 6.1 ~ 6.20 亿吨	19
四、钢材价格波段上行，钢企效益稳步回升	19
4.1 产能结构性过剩，供给充分	20
4.2 原材料成本上涨	20
4.3 钢材价格阶段性上涨	21
4.4 钢企效益稳步回升	22
五、投资策略：调升行业评级为“增持”	23
5.1 钢铁类股票估值偏低，2010 年增持	23
5.2 关注业绩确定性增长的投资机会	24

图 目 录

图 1 全球粗钢产量季同比、环比增长率（万吨，%，%）	4
图 3 2008 年 10 月以来国际钢材价格指数走势	5
图 4 2008 年以来我国粗钢产量及增长变化图	6
图 5 2008 年来我国钢材月度进出口变化情况	7
图 8：2008 年 7 月以来国内钢材综合价格指数	9
图 9 钢铁上市公司的净利润变化情况	9
图 12：全球及美国的经济增长	12
图 13：我国经济景气度指数走势图	12
图 14 2007 年以来我国 PMI 指数变化情况	12
图 15：1994 年以来我国投资出口消费对 GDP 增长的贡献走势图	13
图 16 我国城镇固定资产投资完成情况（单位：亿元）	14
图 17 我国城镇固定资产投资同比增长率变动情况（%）	14
图 18 房地产开发投资完成及变动情况	15
图 19 当月开发土地及商品房新开工、竣工、销售面积变动情况	15
图 20 2005 年以来工业锅炉产量同比增长变化情况	16
图 21 2005 年以来金属切削机产量增长变化情况	16
图 22 国内民用船舶产量同比增长率	16
图 23 我国汽车产销量同比变动情况（%）	17
图 24 我国乘用车和商用车的增长情况	17
图 25 家用电器月产量变化情况（单位：万台）	18
图 25 图 26 家用电器月产量同比增速变化情况（%）	18
图 27 进口铁矿石现货港口车板价	21
图 28 国产铁矿石价格走势	21
图 29 焦煤焦炭价格走势	21
图 30 螺纹钢现货与期货价格走势	22
图 31 线材现货与期货价格走势	22
图 32 2008 年 10 月以来钢铁股票价格指数走势图	23
图 33：钢铁板块市盈率走势（以 2009 年三季度业绩为基准）	24
图 34：钢铁板块市净率走势（以 2009 年三季度业绩为基准）	24

表 目 录

表 1 不同钢材品种的价格（元/吨）	8
表 2 钢铁类上市公司市盈率和市净率的统计及比较	226

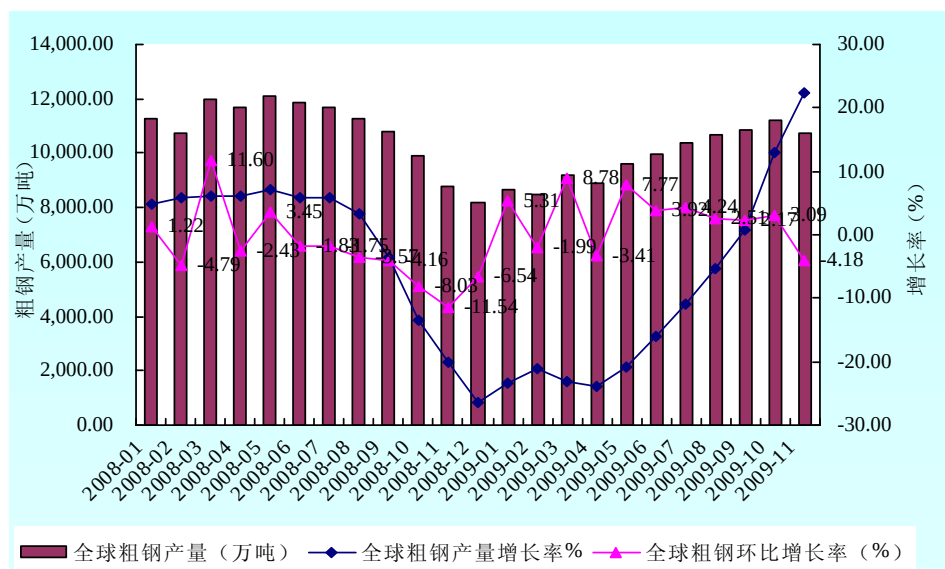
一、2009 年钢材市场回顾——高产量高库存低价格

1.1 国际钢材市场低位运行

受金融危机的影响，全球范围内钢铁需求明显萎缩，产量大幅度下降，到 2008 年 12 月降到近年最低，全球月度粗钢产量约为 8206 万吨，扣除中国因素后，全球粗钢产量 2008 年 12 月份最低达到 4426.8 万吨。之后震荡回升，但回升速度较慢，10 月产量达到年内高点后，又开始回落。钢材价格也处在低位运行。之后缓慢回升，

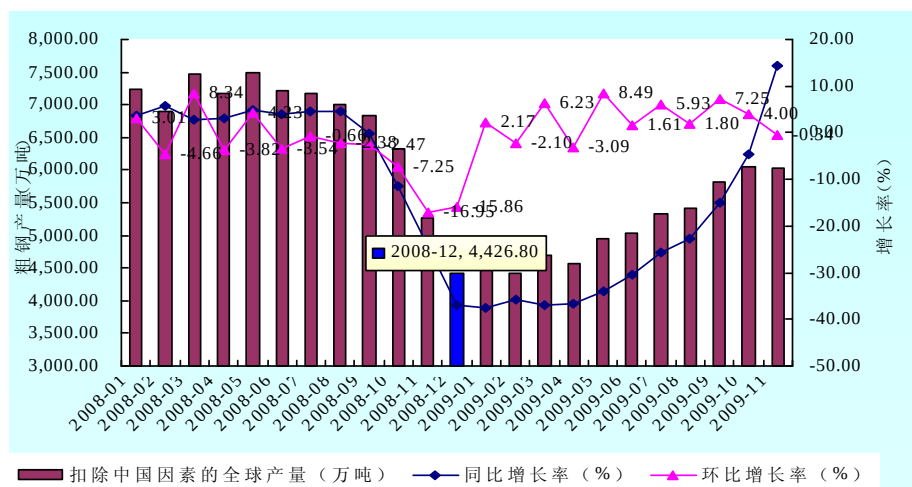
国际钢铁协会(worldsteel)的统计数据表明，2009 年 11 月份全球 66 个主要产钢国和地区粗钢产量为 1.075 亿吨，同比增长 24.2%，连续三个月保持同比增长。1-11 月份，全球 66 个主要产钢国家和地区粗钢累计产量为 10.9 亿吨，同比下降 10.8%。1-11 月份欧盟 27 国粗钢产量为 1.263 亿吨，同比下降 33.2%；独联体粗钢产量为 8847 万吨，同比下降 18.4%；北美粗钢产量为 7461 万吨，同比下降 37.4%；亚洲粗钢产量为 7.068 亿吨，同比增长 2%。预计全球粗钢产量将接近 12 亿吨。

图 1 全球粗钢产量季同比、环比增长率（万吨，%，%）



数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

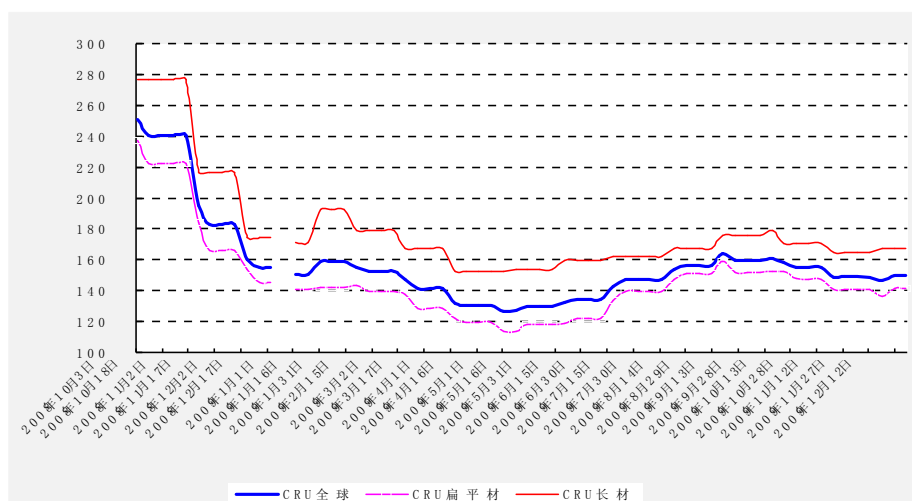
图 2 扣除中国因素后全球粗钢产量季同比、环比增长率（万吨，%，%）



数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

由于需求明显萎缩，2008 年下半年开始，国际市场钢材价格大幅度下降，CRU 钢材综合价格指数从 287.7 点的高位逐月下跌，去年年末下跌到 155.2 点的低点，下降 46.05%，其中扁平材下降 46.55%，长材下降 45.21%。今年以来，在上年末国际市场钢材价格低价位的基础上，1 月份有所反弹，然后连续三个月下降，5 月份以来连续四个月小幅上升，10 月份又开始下降。11 月末钢材价格指数 148.7 点，比上年末的低价位下降 6.5 点，降幅 4.2%，其中扁平材下降 6.39%，长材下降 4.24%。总体上，国际市场钢材价格低位运行。如图所示。

图 3 2008 年 10 月以来国际钢材价格指数走势



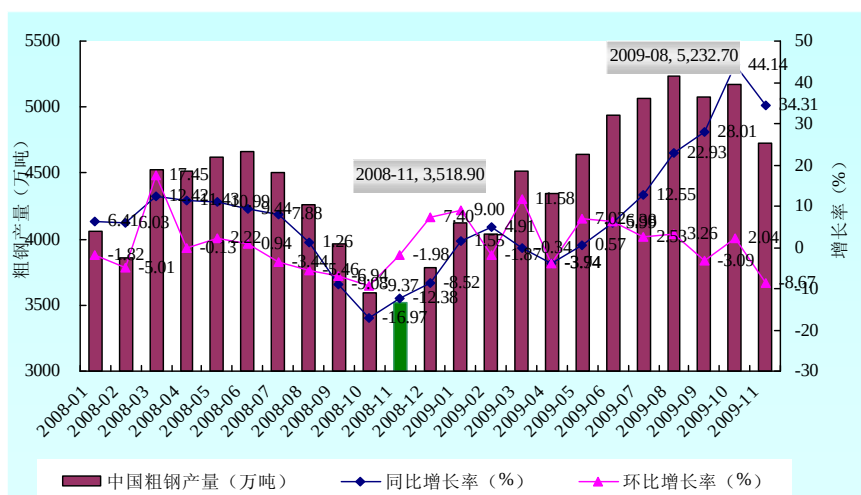
数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

1.2 国内钢材产量创历史新高

今年以来，由于我国经济在国家连续出台一系列拉内需、保增长、调结构的政策刺激下，国内经济出现回升向好态势，钢材需求得到有效刺激，促使钢厂产能释放。据了解，到 11 月份，钢企开工率大部分都在 90%以上，国内日均钢产量屡创新高。

2008 年粗钢产量跌入低点后，受国家政策的拉动，产量逐月回升，不断创出历史新高，8 月产量达到创纪录的 5232.7 万吨，之后有所回落。1-11 月，我国粗钢产量为 5.187 亿吨，同比增长 12.61%，日均产量 9 月份达到全年高点 169. 万吨，预计全年产量可达到 5.66 亿吨。

图 4 2008 年以来我国粗钢产量及增长变化图

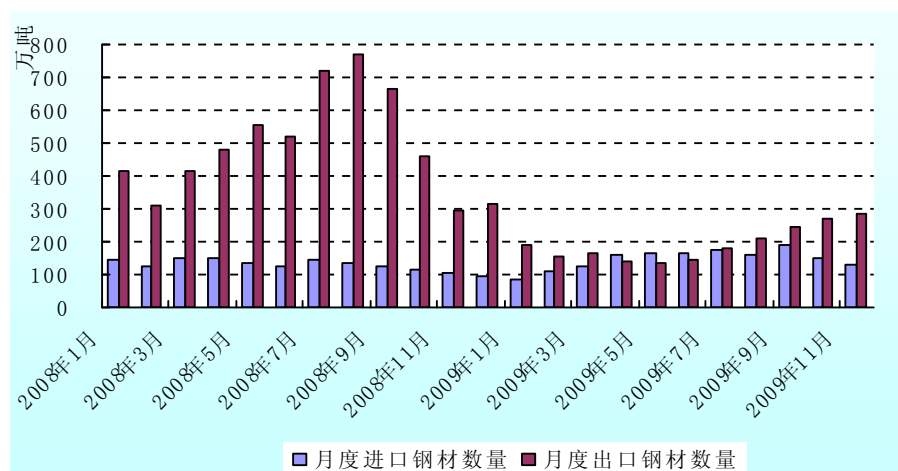


数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

1.3 出口下滑，社会库存处于历史高位

由于国际市场的持续疲软，我国钢铁出口大幅度下降，前半年基本上处于净进口状态，下半年有所好转，但相比往年，截至 11 月，我国钢材净出口也出现了 90% 的下降，从去年的 4112 万吨下降到今年的 407 万吨；钢坯也从净出口 97.4 万吨转变为净进口 337 万吨，二者共同作用，到今年 11 月的净出口几乎为零。

图 5 2008 年来我国钢材月度进出口变化情况



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

产量的持续扩大和出口的不景气导致国内钢材资源充足，社会库存节节升高，特别是进入下半年以来，国内的钢材库存一直处于高位运行，特别是热卷库存也创了历史新高。

由于下游需求与钢材产量不能同步增长，国内钢材的社会库存先涨后跌再上升，1、2 月份上涨，2 月下旬开始下跌，到 6 月下旬，钢材库存达到今年的低点。在钢材期货投机以及通胀预期的引导下，经销商大量囤积钢材，使得钢材库存从 7 月份开始，出现持续回升的态势。当螺纹钢被炒到 5000 元时，达到了期货市场和下游实体经济所能接受的极限。据我的钢铁网统计，12 月 18 日，国内钢材库存 1219 万吨，其中，建材库存达 544.38 万吨，板材库存升至 674.37 万吨。其中，螺纹钢库存为 437.14 万吨，热卷库存量为 427.11 万吨。说明螺纹钢供应充分，热轧产品过剩严重，其它产品基本供需平衡。

图 6：国内长材库存走势

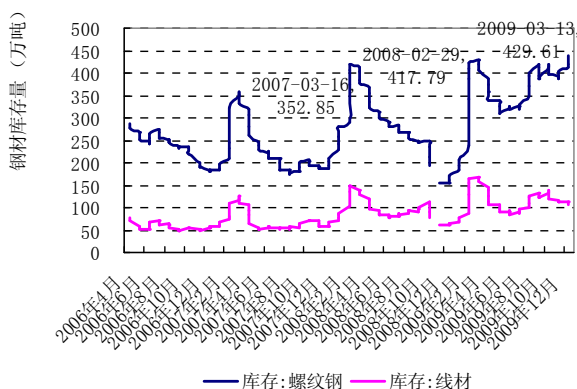
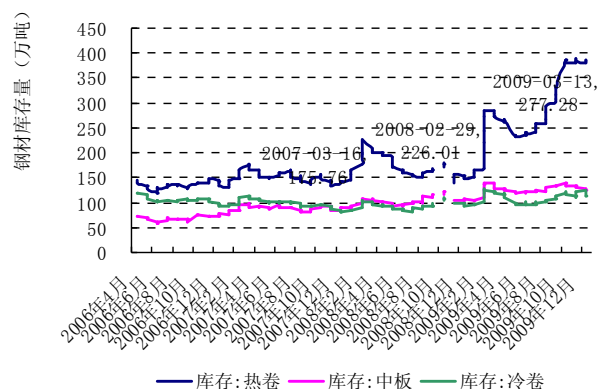


图 7 国内板卷钢材库存走势



数据来源：Mysteel，山西证券研究所

由此可以看出，我国钢材的表观消费也大幅度增加，与 2008 年比较，2009 年粗钢产量增加 6100 万吨左右，进出口因素的影响增加资源量 4600 万吨左右，合计全年粗钢表观消费量 5.64 亿吨左右，比上年增加 9900 万吨左右，增长 21.29%；

1.4 价格低位运行，企业处在盈亏边缘

1.4.1 钢材价格低位震荡

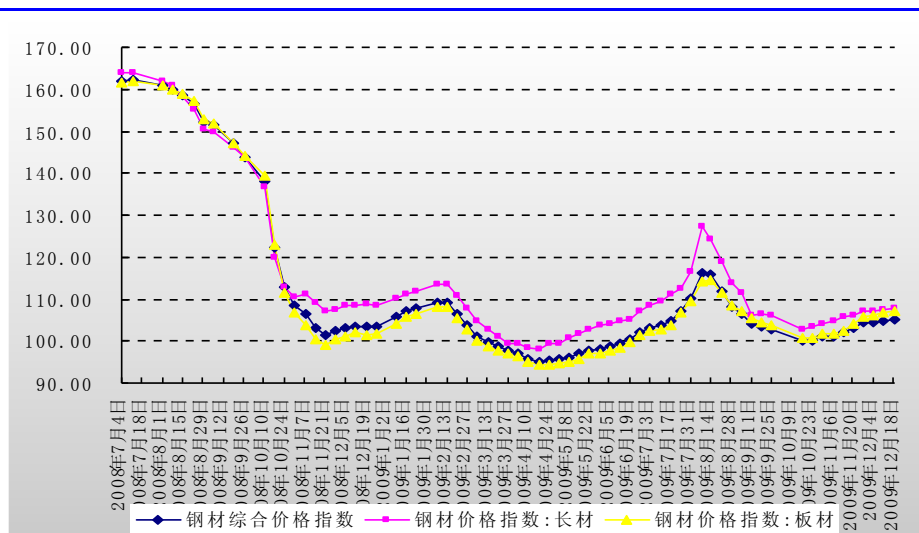
2009 年以来，我国在需求恢复的强烈预期下，加上资金的投资炒作形成了两波上涨两波下跌行情，显示出价格波动频繁，而且波动幅度较大的特征。第一波上涨发生在 1~2 月份，是在国家政策的拉动下，市场良好预期促进钢价上涨；下跌是因为需求尚未真正恢复导致；第二波上涨起始于 4 月下旬，快速上涨发生在 7 月份及 8 月初，这次钢价上涨本人认为是非理性的成分居多，主要原因是在良好的消费需求增长预期下，先是钢价上涨是钢厂提高出厂价引导；继而是投机资金对钢材期货的投机炒作引导钢价上涨。以上几点共同作用，导致钢价在短短的一个月内上涨了 14.06%，其中长材上涨 19%，螺纹钢价格达到 4630 元/吨，线材价格达到 4506 元/吨。但现实是残酷的，由于下游消费需求尚未有效恢复，企业产能充分释放，产品供应充足，最终导致了钢材价格的暴跌，两个月综合指数下跌 13.67 点，跌幅达到 11.75%，长材指数下跌 21.41 点，跌幅达 16.8%。10 月中旬才跌到低位，开始低位震荡。到目前为止，钢材价格仍在低位震荡。12 月 18 日的各品种钢材价格如下表。

表 1：不同钢材品种的价格（元/吨）

品 种	规 格	2008 年底		2009 年 12 月 18 日		本周指数比上	本周比去年底
	（毫米）	价格	指数	价格	指数	周升跌	升跌
普线	Φ6.5	3589	104.24	3669	106.56	0.46	2.32
螺纹钢	Φ12-25	3721	105.74	3772	107.19	-0.06	1.45
中厚板	6	3577	120.24	4197	114.80	0.44	-5.44
热轧薄板	1	4257	103.25	4088	99.15	0.53	-4.10
热轧卷板	2.75	3804	99.11	3920	102.14	0.92	3.03
冷轧薄板	0.5	4668	95.71	5382	110.35	0.86	14.64
镀锌板	0.5	4889	94.60	5353	103.58	-0.15	8.98
无缝管	159×6	5061	109.43	4657	100.69	0.34	-8.74

数据来源：Mysteel，山西证券研究所

图 8：2008 年 7 月以来国内钢材综合价格指数

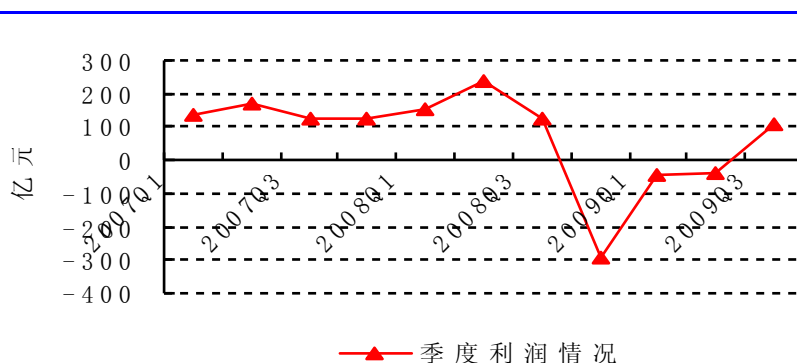


数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

1.4.2 钢企效益处于今年低位

2009 年，我国钢铁企业盈利水平整体处于低位，特别是大中型钢企基本在微利状态下运行。据中钢协统计，纳入统计的 70 户大中型钢铁生产企业，1-9 月实现主营业务销售收入 15553.68 亿元，同比下降 24.39%；实现利税 846.11 亿元，同比下降 62.55%；实现利润 299.78 亿元，同比下降 77.65%。应当指出，今年 1—4 月实现利润为亏损 56.07 亿元，5-9 月份连续盈利，共计实现利润 355.85 亿元，10 月、11 月行业整体盈利分别为 76 亿元和 72.6 亿元，较为平稳，1-11 月，行业整体盈利 448.38 万元，预计全年盈利在 500 亿元左右。

图 9 钢铁上市公司的净利润变化情况



数据来源：山西证券研究所

1.5 铁矿石超量进口

由于钢铁行业的超预期，2009 年中国铁矿石进口也大大超过市场预期和实际消费，据中国海关统计，1-11 月中国铁矿石进口量为 5.66 亿吨，同比增长 38.2%，其中 9 月份达到创纪录的 6455 万吨单月进口量，按钢产量 5.187 亿吨计，需要铁矿石约 8.299 亿吨，减去国产铁矿石约 4 亿吨后，大约需要进口铁矿石 4.299 亿吨，再减去正常库存量 5000 万吨左右，进口量超过实际需求约 8000 万吨左右。

图 10：铁矿石进口量月度统计

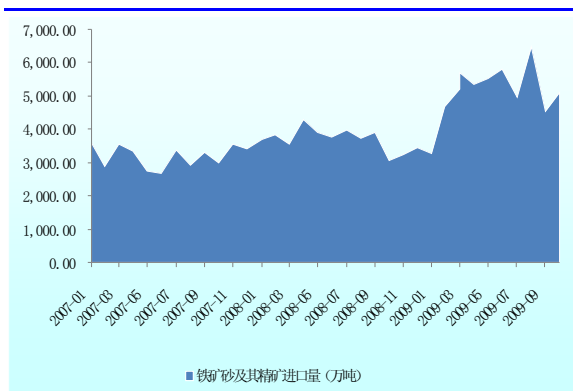
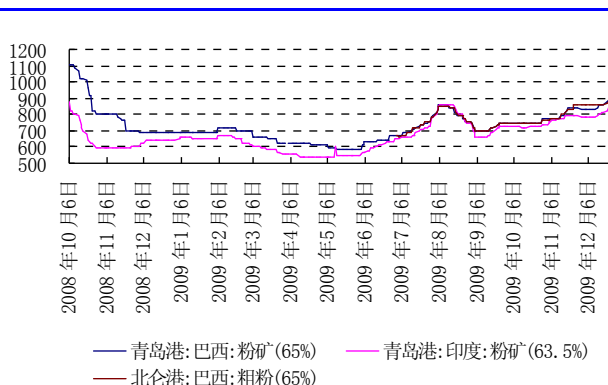


图 11：铁矿石进口价格走势



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

1.6 2009 年国内钢铁企业的大事

国务院原则通过汽车、钢铁产业振兴规划

2009 年年初国务院制定的产业振兴规划，给了所有钢铁人鼓励 and 信心。加快钢铁产业调整和振兴，必须以控制总量、淘汰落后、联合重组、技术改造、优化布局为重点，推动钢铁产业由大变强。

保护主义抬头，美欧再向中国钢铁业发难

2009 年，中国钢铁行业在世界范围内接二连三地遭受反倾销反补贴调查，巨额的反倾销反补贴税让国内各大钢厂头疼。事实上，在美国所有行业中，钢铁业对外国产品提出的反倾销诉讼最多

钢材期货上市，引领现货价格

月 27 日，我国正式推出了钢材期货。期货价格和现货价格共同影响、共同作用，两者之间的关系越来越紧密。截至 11 月 30 日的螺纹钢期货价格和上海地区现货市场价格相关性分析的结果表明，两者的相关系数高达 0.87

力拓案揭示钢铁行业内乱

力拓为国际三大矿产公司之一。7月5日，澳大利亚力拓公司驻上海办事处的首席代表胡士泰等4人因涉嫌为境外刺探和窃取中国国家秘密，被中国国家安全机关依法刑事拘留

中国企业不接受 2009 年铁矿石“首发价格

中国钢铁企业进口铁矿石将近占到世界总进口量的 30%。国际三大巨头此前放出风声，要求铁矿石价格上涨 30%~35%。中国钢铁工业协会则表示，下一年度中国铁矿石将供过于求，并推出了适应中国企业运作习惯的“中国模式”。中国钢厂下一步将坚持与矿商继续进行谈判，力争获得与预期相一致的谈判结果。

工信部出台钢铁业淘汰落后退出机制

12月9日，工信部出台《现有钢铁企业生产经营准入条件及管理办法》（征求意见稿）。其中，“2008年度普钢企业粗钢产量100万吨及以上，特钢企业50万吨及以上”这一准入条件备受关注。业内人士认为，这将引起整个钢铁业的大变革，大量钢企将被陆续淘汰出局。业内人士预计，国内大致有1亿吨的产能不符合该要求，100万吨产能规模以下的钢企约占总数的2/3，产能大约占据中国总产能的1/5

二、2010 年经济环境大背景向好

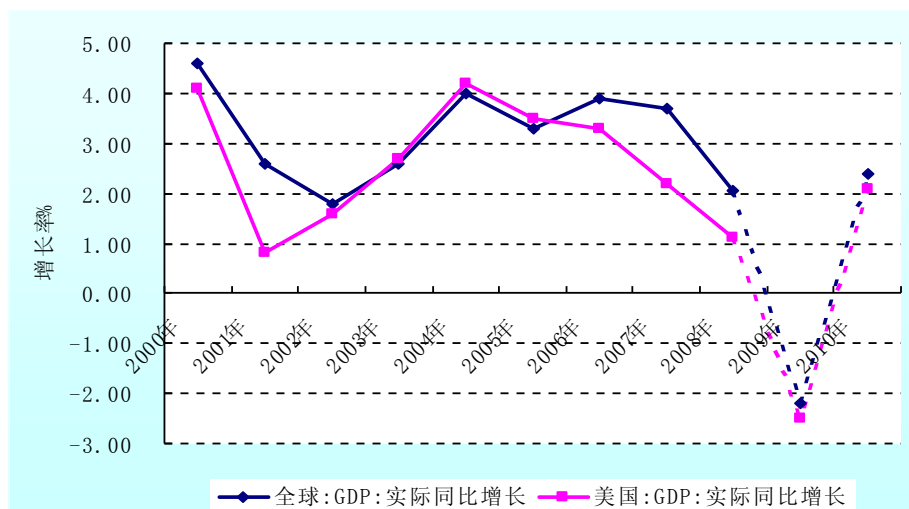
2.1 世界经济缓慢复苏

遭遇了百年一遇的经济危机后能在较短的时间内步入复苏，得益于世界范围内各经济体采取的大规模的财政刺激政策，并加强相互协调，这在世界范围内有效挽救了人们的信心，使工业生产下降势头得以逆转，从而为世界经济缓慢复苏创造了条件。

联合国经济与社会事务部日前发布了《2010年世界经济形势与展望》报告的主要内容。报告称，如果目前的刺激经济政策得以持续，世界经济将在2010年缓慢复苏，实现2.4%的低速增长。发展中经济体将成为2010年世界经济增长的主要动力，其中亚洲地区发展中经济体的经济增长速度最快，中国将达8.8%，印度为6.5%。发展中国家整体经济增长将从2009年的1.9%升至5.3%，但仍低于金融危机发生前年均7%的增长率。发达经济体也将出现增长，但幅度不会很大，美国经济预计2009年负增长2.5%，2010年增长2.1%。欧盟和日本明年经济增长较慢，预计分别为0.6%和0.9%。

但是，从世界经济当前“政府驱动型”复苏向“自我修复型”复苏的转变还需要艰难曲折的路要走，进程将较为缓慢。

图 12: 全球及美国的经济增长



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

2.2 中国经济持续强劲增长

2008 年 10 月金融危机以来, 由于我国出台了一系列的经济刺激政策, 促我国经济率先脱离了世界经济的低迷态势, 步入快速复苏的通道, 成为世界瞩目的对象。从我国经济景气度指数走势来看, 除经济景气滞后指数继续下跌外, 其他指数走势今年以来一直处于上升通道, 特别是预警指标上升幅度较大, 先行指标有加速的趋势, 预示着未来我国经济景气度还将继续上升。

图 13: 我国经济景气度指数走势图

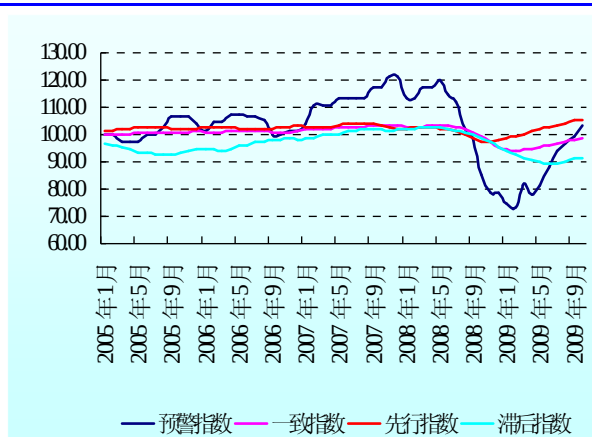
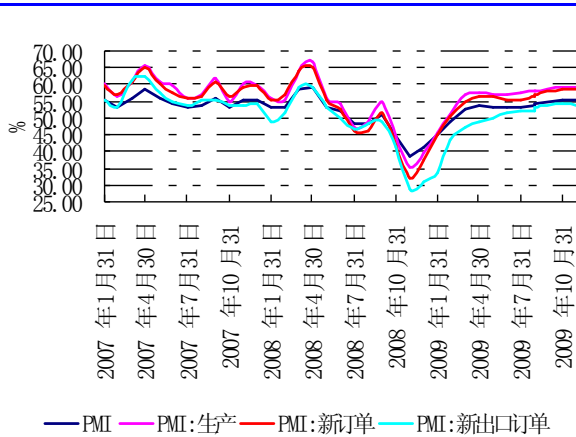


图 14 2007 年以来我国 PMI 指数变化情况



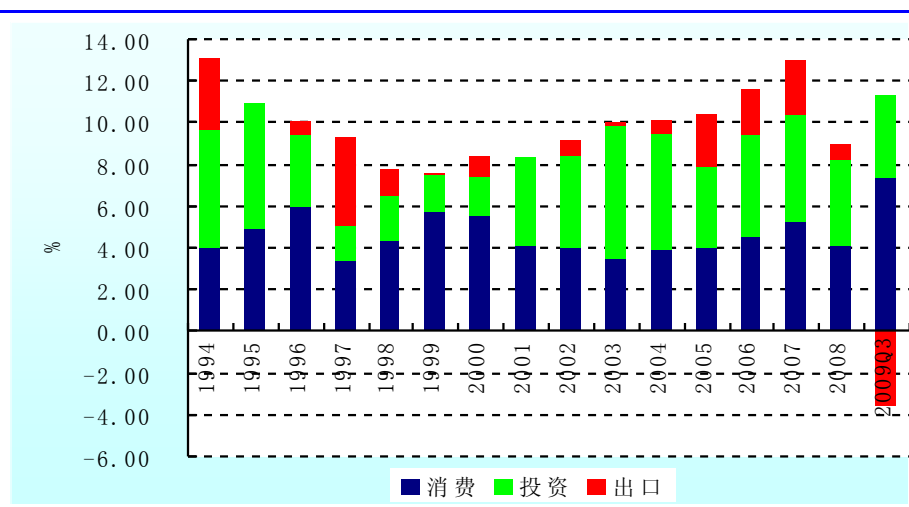
数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

从宏观层面来看, 我国经济继续保持稳步回升态势, 2009 年增长 8% 已无悬念, 这为 2010 年经济平稳较快增长奠定了基础。前不久的中央经济工作会议明确了要

保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，继续落实和丰富完善应对国际金融危机的一揽子计划，以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展，在发展中促转变，在转变中谋发展，也就是说要稳增长、防通胀、调结构、促转型。

因此作为拉动经济增长的投资政策得到延续，城镇化的推进、铁路网、公路网的建设等都将增加对钢材的需求。

图 15：1994 年以来我国投资出口消费对 GDP 增长的贡献走势图



数据来源：山西证券研究所

三、下游需求总体好转，仍存在结构性差异

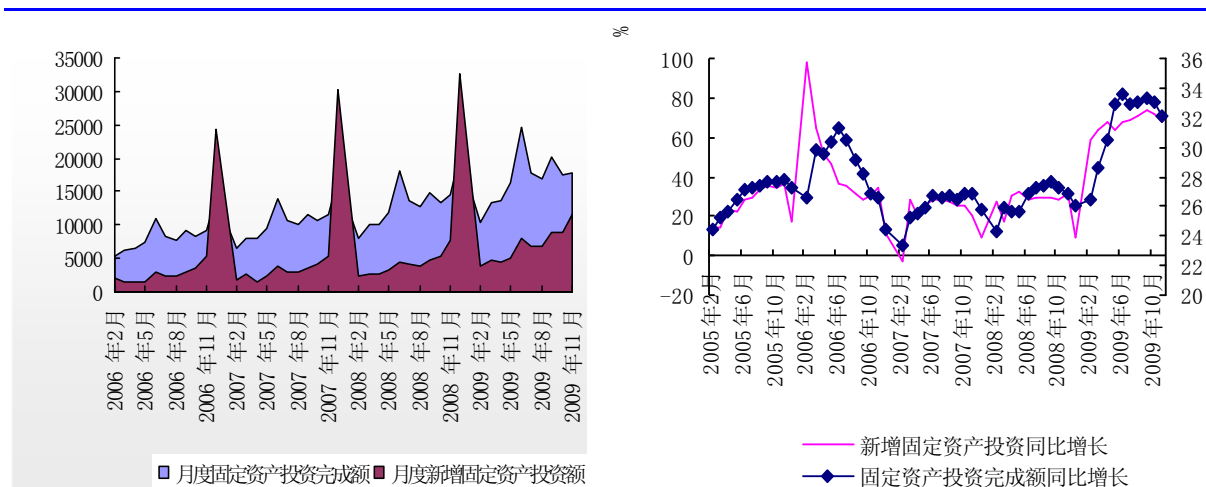
2010 年钢铁需求钢铁是工业的基础，经济的发展离不开钢铁工业的支撑。我国投资拉动的经济刺激政策带动了钢铁行业的消费，特别是建筑用钢消费增长较快，汽车、家电用钢也因国家的刺激政策得到全面恢复。随着下游行业逐渐走出低迷，未来我国钢铁消费将继续出现结构性、时段性的复苏势头。

3.1 基础建设稳步推进，钢材消费继续增长

基础建设是钢材消费的重要领域，而基础建设是通过固定资产投资投资来实现的。2009 年 1-11 月，城镇固定资产投资累计完成 168634 亿元，同比增长 32.1%，新增固定资产投资 68941 亿元，同比增长 67.6%。固定资产投资大幅增长显示国内基础建设正大规模扩张，而基础建设对钢材的需求占钢材消费总量的 20%以上，因此新增固定资产投资的大幅增加将有力地拉动钢材的需求。

由图也可以看出，两个月固定资产投资增速近有回落的迹象，考虑今年中期由于政策的因素固定资产投资增速过大，2010 年的基数较高，增速回落也比较正常；中国的城镇化步伐的加快以及国家公布的近几年投资建设计划，铁、公、基的投资增长明确，用钢量将持续增加，特别是建筑用钢、轨道用钢增幅较大。预计未来一年固定资产投资增速会在 26%以上，高于 2006 年以来的平均水平。

图 16 我国城镇固定资产投资完成情况（单位：亿元） 图 17 我国城镇固定资产投资同比增长率变动情况（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

3.1.1 房地产新开工面积增加，拉动长材的消费继续增长

对国内钢材走势影响力最大的应属房地产行业，房地产行业消费钢材占钢材消费总量的 35%以上，消费品种不仅有钢筋、线材，而且包括部分圆钢、型材、中厚板等钢材品种，房地产行业的发展状况直接影响着钢材的消费。

根据国家统计局公布的数据，1—11 月，全国完成房地产开发投资 31270.9 亿元，同比增长 17.8%，增幅逐月升高；到 11 月，增幅比去年同期回落 4.9 个百分点。房地产施工面积、新开工面积均出现大幅增长，累计同比增长 17.22%，环比继续增加；新开工面积为 9.76 亿平方米，累计同比增长 15.76%。房地产销售面积同比增长 53.01%，环比增长 10%。

从目前的统计数据来看，2009 年以来，房地产业销售大幅增长，上半年新开工项目较少，房地产库存降幅较大；下半年特别是进入四季度以来，房屋新开工面积、施工面积等都出现了快速增长态势。对于土地开发，2009 年开发商土地储备较为充分，国家关于房地产土地开发等政策的调整将加快土地开发向房地产开发的转换进度，从而进一步增加房地产的新开发面积。，考虑房地产施工相对于新开工一般有 2-4 个月的时滞，预计 2010 年度新开工面积、施工面积均会高于往年。

因此，2010 年房地产对钢材需求将好于 2009 年，特别是对建筑钢材构成一定的支撑。

房地产建设用钢主要涉及螺纹钢、线材、型钢，同时房地产复苏还将带来下游家电、家装等需求，对冷轧板、不锈钢也有较大的需求。

图 18 房地产开发投资完成及变动情况

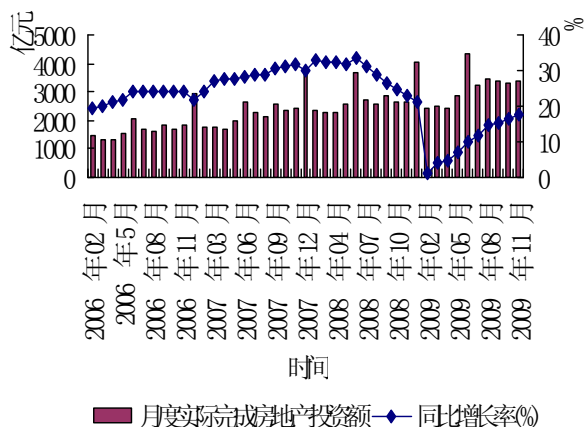
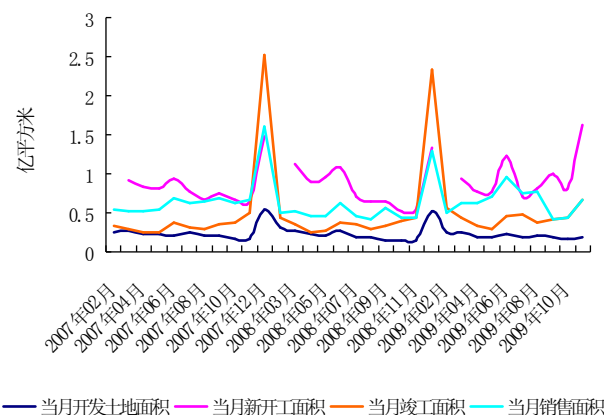


图 19 当月开发土地及商品房新开工、竣工、销售面积变动情况



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

3.1.2 机械设备和造船行业对型钢和中厚板的需求呈恢复态势

以消费中厚板和型钢为主的机械行业与大型基础设施建设密不可分，工程建筑类机械在政府通过投资拉动经济之时迎来自身的景气周期。其中工程机械受益于基础建设投资的快速增长，从年初就引领了机械行业的复苏，不同的机械产品的产量均出现了大幅增长态势。据统计，2009 年主要产品产量告别普涨时期，53%的品种产量上涨，47%品种产量下降；目前产量增长较快的产品主要是：农机、小排量汽车、风电设备、输变电设备、混凝土机械、铸锻件等；前三季度规模以上装备工业增加值同比增长 11.2%，其中 7、8、9 月份同比分别增长 15.9%、16.1%、16.8%。以工业锅炉和金属切削机为例，产品产量增速震荡上行，特别是进入四季度后，增速一直上升，目前已接近近年高点。随着国家振兴政策的进一步落实和国际经济环境的好转，风电及核电等新能源设备及输变电、工矿电器设备需求有望继续大幅增长，同时行业内部结构性升级、装备创新的需求强烈，预计 2010 年机械行业将出现整体回升态势，增加相关用钢需求大约 15%。

图 20 2005 年以来工业锅炉产量同比增长变化情况

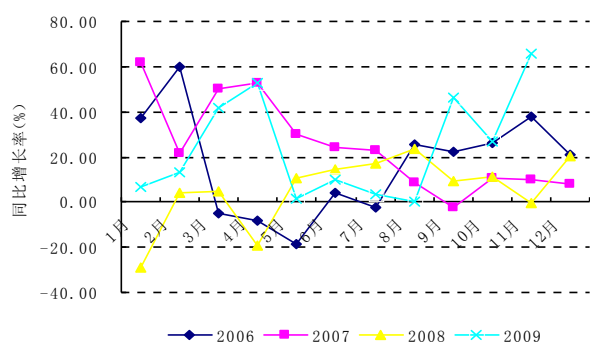
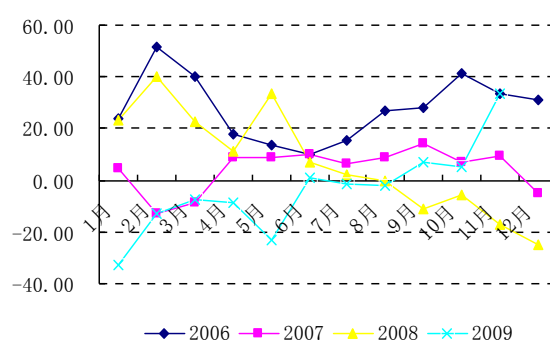


图 21 2005 年以来金属切削机产量增长变化情况



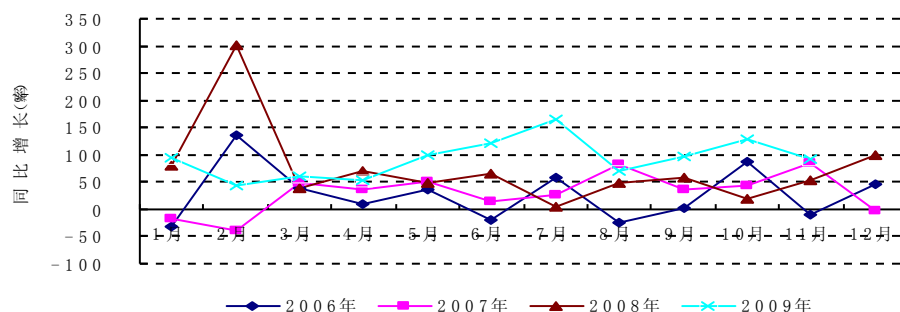
数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

造船行业 2009 年整体低位运行, 去库存化特征明显。2009 以来船舶工业市场进入低谷期, 但我国船舶工业的下降幅度一直低于全球平均水平。6 月份以来船舶订单情况开始发生好转, 新船订单量持续创出年内新高, 近 3 个月新船成交放大, 我国船舶工业成交量占全球的 60%以上。同时民用钢制船舶订单量大量增加。

据工信部统计, 1-11 月, 我国造船完工量 3654 万载重吨, 同比增长 41%; 新承接船舶订单 2294 万载重吨, 同比下降 61%, 其中 11 月新接订单 383 万载重吨; 手持船舶订单 18896 万载重吨, 比年初手持订单下降 7.7%, 比上月底下降 0.3%。1-11 月, 中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 33%、61.1%、38.3%, 比 2008 年底分别提高了 3.5、23.4、2.8 个百分点。

根据国务院颁布《船舶工业调整和振兴规划》提出今后 3 年船舶工业要保持平稳较快增长, 力争在 2011 年造船产量达到 5000 万吨。考虑国际造船业的复苏情况和我国船舶手持订单和造船完工量等因素, 综合测算后, 我们认为, 2010 年我国造船业继续向好, 预计造船完工量将在 4400 万吨左右, 比 2009 增长 10%以上, 加上配套用钢项目的增多, 船舶业总体用钢需求增长幅度也在 14.5%左右。

图 22 国内民用船舶产量同比增长率



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

3.1.3 汽车行业 产销两旺

汽车用钢主要涉及汽车面板用冷轧板、结构板、不锈钢和特钢。2009 年汽车行业的复苏之快、力度之大超出我们的预期，前 8 个月除 1 月份、3 月份意外，其他月份汽车产销量同比增速都在 20%以上。11 月份，汽车产量达 139.26 万辆，同比增长 103%，汽车销量达到 133.9 万辆，同比增加 95.5%，产销率达 96%以上，1-11 月汽车产量为 1226.5 万辆，同比增长 41.6%，预计全年产量将超过 1300 万辆，首次超过美国，成为全球最大汽车市场。。随着公路建设推进和国家汽车下乡政策的延续，2010 年汽车产销量增速仍将保持在一定高水平上，预计增长率在 15%以上，这将带动汽车用钢的消费增长达到 15%以上。

图 23 我国汽车产销量同比变动情况（%）

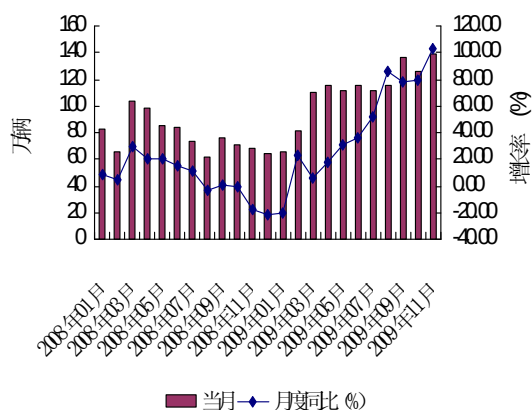
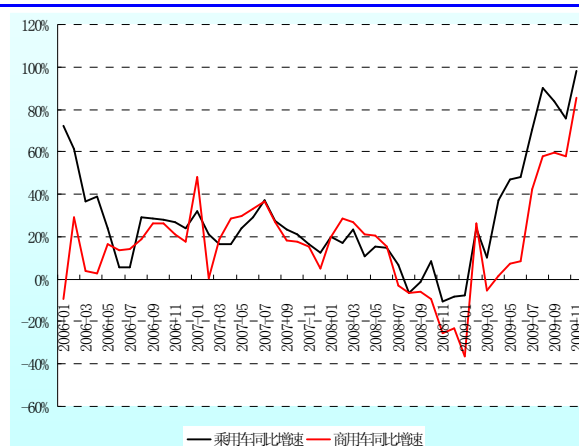


图 24 我国乘用车和商用车的增长情况



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

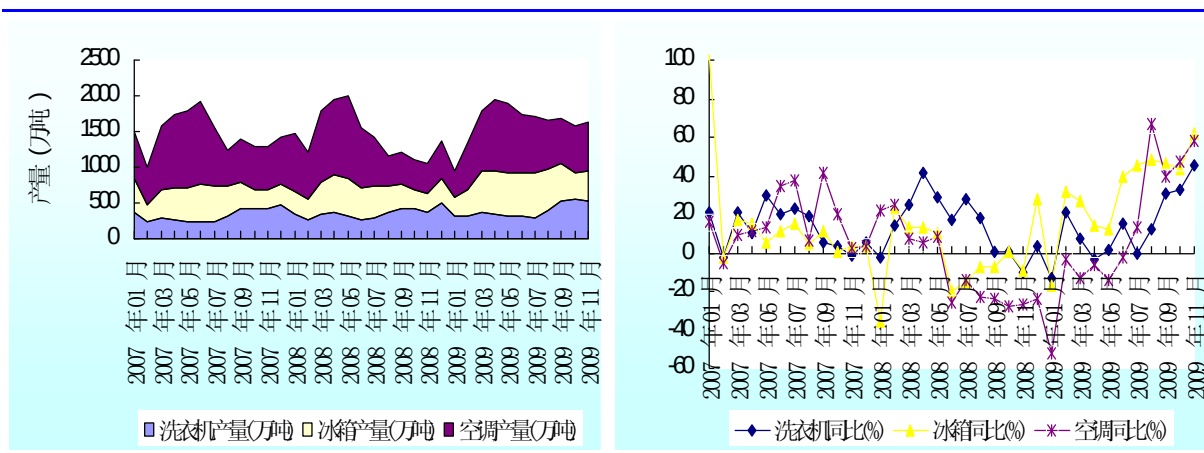
3.1.4 家电下乡用钢增长确定

家电用钢涉及冷轧板、不锈钢和硅钢。家电行业目前的钢材消费量占总消费量的比重相对较小，但从长远来看，家电行业仍是中国国内相当具有潜力的行业。如前文所述，在向消费拉动型经济体转型的过程当中，一个重中之重便是拉动农村人口的消费。在拉动家电消费的过程中，一方面提高农民的可支配收入，另一方面则是努力引导产业发展，逐步将电视机、洗衣机、电冰箱等家电从农村居民的奢侈品转化为必需品。

在家电下乡、以旧换新等多项政策措施的刺激下，家电行业扭转了去年下半年的颓势，主要品种产量、销量均出现增长。2009 年 1-11 月份，洗衣机、冰箱、空调的产量同比分别增加 13.12%、17.6%、-6.43%。随着国家对家电刺激政策的强化和进一步推广实施，2010 年家电消费将进一步增加；同时随着国外经济的触底回升，外围消费环境好转，带动我国家电出口的好转。二者共同作用提升家电用钢需求。

图 25 家用电器月产量变化情况（单位：万台）

图 26 家用电器月产量同比增速变化情况（%）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

3.1.5 出口好转，增幅有限

2008 年我国钢铁产品每年出口大约 6000 万吨，占全部钢铁产量的 15%。2009 年，我国钢铁出口大幅下降 90%以上。不过，从 5 月份开始，我国钢铁出口逐步回升，到 11 月月度出口量增加至 285 万吨。预计随着外围经济的好转，国际市场需求增加，我国钢铁出口回升的趋势会继续，但增幅有限。

需求增长缓慢，国外钢企可以通过开工率应对需求弹性。四季度以来，国际经济复苏的趋势明确，但由于各个国家经济刺激政策的逐渐减弱，经济的自我修复还需要相当长的时间，因此 2010 年国际经济复苏过程将是缓慢而复杂的，经济活动依然远低于危机前的水平。因此，对钢材消费需求将是缓慢增长的。同时由于 2009 年世界范围内的钢铁产能利用率较低，到目前为止，发达国家的产能利用率维持在 65%以下，提升的空间较大。一旦需求确定性增加，当地钢企可立即开工生产，增加供应，从而抑制我国的钢铁产品出口。

严重的贸易保护主义泛滥业阻碍了我国的钢铁产品出口。自金融危机以来，国际范围内的贸易保护主义严重泛滥，中国成为最大的受害国，钢铁产业更是成为重灾区。为了本国钢铁业利益，各国政府可能采取越来越多的贸易保护措施，力图阻止我国钢材的进入，这在很大程度上抑制我国钢材出口。如 10 月 7 日，应美国钢铁公司（USS）、V&MStar 公司、TMKIPSCO 公司以及美国钢铁工人联合会的请求，美国商务部将对从中国输美部分无缝钢管发起反倾销和反补贴税调查。美方公司要求对从中国进口的无缝钢管征收 98.37%的反倾销税，并对中国政府的补贴征收额外的反补贴税。而 10 月 6 日，欧盟裁定中国输欧无缝钢管对其产业构成损害威胁，决定征收 17.7%-39.2%的最终反倾销税。据伦敦经济中心的数据，目前各国政府正在

计划、或准备实施的贸易保护措施有 134 项，其中 77 项针对中国。商务部的最新统计显示，1 至 8 月共有 17 个国家和地区对中国发起 79 起贸易救济调查，涉案金额突破百亿美元，同比分别增长 16.2% 和 121.2%。这对 2010 年的钢铁产品出口会带来加大的负面影响。

总体上看，2010 年我国钢铁产品出口将维持在 3000 万吨左右，进口将有所回落。

3.2 2010 年我国钢材消费在 6.1 ~ 6.20 亿吨

从钢材下游消费上看，2010 年我国钢材表观消费在今年 5.64 亿吨的基础上增长约 8~10% 左右，在 6.09 ~ 6.20 亿吨；钢材产量将在今年 5.66 亿吨的基础上增长 8 ~ 10%，达到 6.11 ~ 6.22 亿吨。

从钢材消费与 GDP 增长的相关性上看，发达国家经济发展的历程表明当一个国家的人均 GDP 达到 6000 美元、工业化基本完成、第三产业比重超过 50% 的时候，钢材消费将达到饱和点，之后人均消费钢材开始下降并最终倒到一个相对合理的区域。钢材消费达到饱和点所需要的三个基本条件我国均未达标，未来我国钢铁消费仍将保持增长趋势。从钢铁消费与 GDP 增长的关系来看，一般钢铁消费与 GDP 的相关系数为 0.2 左右，发达国家现对较低。考虑我国经济发展的不平衡性以及技术进步的作用，低碳经济、新能源等新模式对钢铁生产的要求，我们认为，我国钢材消费与 GDP 的相关系数可以在 0.165~0.175 之间，按 2010 年我国 GDP 增长 8.5% 计，我国钢铁消费约在 6.11~6.25 亿吨。

根据上述分析，2010 年，我国钢材消费以普通建筑钢材为代表的低端产品消费将逐步降温，同时有关部门制定的振兴钢铁产业的政策细则将于近期出台，其中建筑用钢强制标准可能淘汰强度 400MPa 以下的钢筋，推广 III 级以上螺纹钢。如果强制执行该标准，将有 45% 的长材产能被淘汰，而 HRB400、HRB500 高强度热轧带肋钢筋将成为热门。与此同时，明年制造业、轻工、新能源等行业所需求的各类板材、型材和特钢产品等也将逐渐成为消费需求的热点，且随着这些行业产品的升级换代，其所需钢材的数量、质量和价格也将随之变化。

四、钢材价格波段上行，钢企效益稳步回升

决定钢材价格的因素不外乎以下几个方面——需求、供给和成本。根据我们的分析，2010 年钢价呈震荡上行、调整、再上行、平稳运行的走势，以目前价位计，最高涨幅可能在 25% 左右，钢企效益稳步回升。

4.1 产能结构性过剩，供给充分

2008 年我国粗钢产能 6.6 亿吨，需求仅 5 亿吨左右，约四分之一的钢铁及制品依赖国际市场。据统计，到 2009 年底，全年新增产能约 6458 万吨，全年产能将达到 7.2 亿吨以上；2010 年新增产能 3408 万吨，届时产能将达到 7.5 亿吨以上，而实际需求在 6.2 亿吨左右，产能过剩问题突出。从另一方面来讲，我国钢铁业产能过剩仍属于阶段性和结构性过剩。而且产品结构性过剩也是不断变化的。前几年由于中小钢铁企业产能增加过快，长材增加，呈现供大于求的状况。但由于近几年各地盲目上板材项目，致使板材产能过大，其过剩产能远大于长材。跟据工信部的淘汰落后产能的任务，分解落实 2009 年淘汰落后炼铁产能 2113 万吨，炼钢产能 1691 万吨。如果能够顺利完成，则 2010 年的产能要比市场预计的低一些。

过剩的产能充分释放，将为市场提供充足的钢铁资源，使国内钢铁市场难保稳定，将呈现波动周期缩短、频次加快的特点。因此控制并淘汰落后产能成为现在和今后很长一段时间钢铁行业最重要的事情之一。

4.2 原材料成本上涨

众所周知，钢铁生产的主要原材料是——铁矿石和焦炭的价格决定。

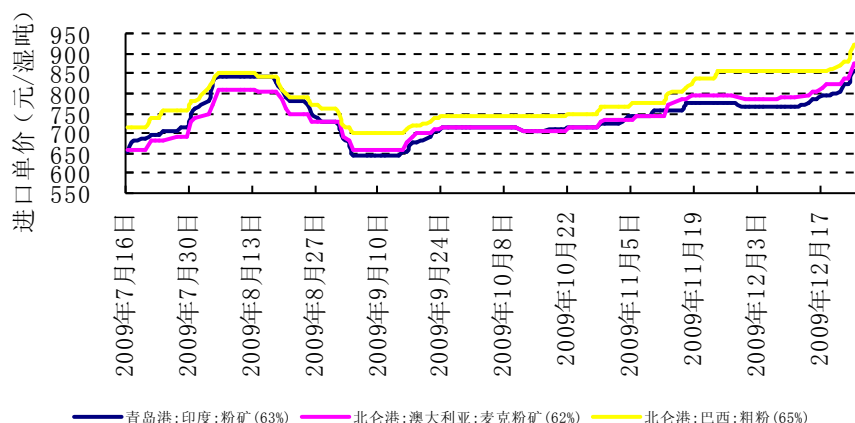
铁矿石涨价预期确定，长协价预计上涨 20%左右。2009 年力拓与日本新日铁公司谈成的长协矿价是具体为 PB 粉矿每干公吨度 97 美分，YANDI 粉矿每干公吨度 97 美分，PB 块矿每干公吨度 112 美分，与 2008 年相比分别下降 32.95%、32.95%和 44.47%。执行至 2010 年 3 月底。中国宝钢与 FMG 达成铁矿石降价 35%的协议，有效期至 2009 年 12 月底。根据目前的执行情况来看，执行效果不好。

现货价在目前基础上涨价幅度不会超过 15%。铁矿石进口的现货价格自 9 月份以来一直稳步上涨，目前 FOB 价格已突破每吨 100 美元，较长协矿价高出 60%；目前正在进行的两拓合并也是铁矿石巨头对资源控制力更集中，议价能力将更强；发达经济体正在复苏期，钢厂开工率将提高，全球矿石需求仍将增长；中国铁矿石需求增长预期仍然较为强烈等多种因素共同推高铁矿石的长协价格。而我国的铁矿石进口则比较混乱，议价能力较弱。同时，海运费也将在目前价位震荡缓慢走高。从而提高铁矿石的价格。我国铁矿石对外依存度较高，只能被动接受市场价格，铁矿石涨价成为必然，预计涨价幅度在 15~20%之间。

受国家淘汰落后产能政策的影响，焦煤、焦炭供给不会增加太多，价格将维持高位运行，在目前基础上焦炭价格涨幅不会超过 10%。

2010 年钢铁生产原材料成本将呈上涨趋势。

图 27 进口铁矿石现货港口车板价



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 28 国产铁矿石价格走势图

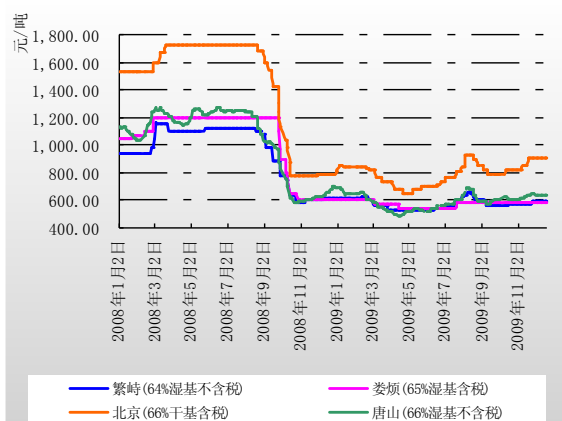
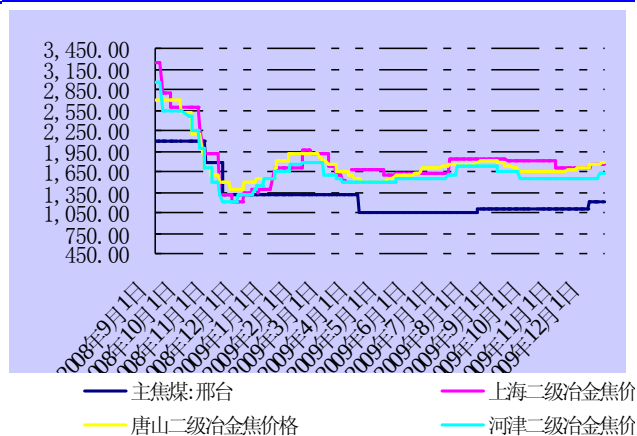


图 29 焦煤焦炭价格走势图



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

4.3 钢材价格阶段性上涨

需求上升、供给充分决定了钢材市场的稳定运行；原材料成本的上涨态势决定了成本支撑的钢材价格将呈上涨趋势，2010 年钢材价格将上涨 25%左右，呈震荡上行、调整、再上行、平稳运行的走势，以目前价位计，最高涨幅可能在 25%左右。

钢材期货价格成为现货价格的风向标。自 3 月 27 日钢材期货挂牌交易以来，钢材期货价格与现货价格就齐涨共跌（见图），演绎着同样逻辑，现货价格基本跟随期货价格运行。目前钢材期货价格在低位运行，后市上涨的可能性较大。那就预示着，钢材现货市场价格也应该是低位了，后市上涨的几率更大。不过市场不会一帆风顺、单边上行，震荡、波段上行应该是常态。

图 30 螺纹钢现货与期货价格走势

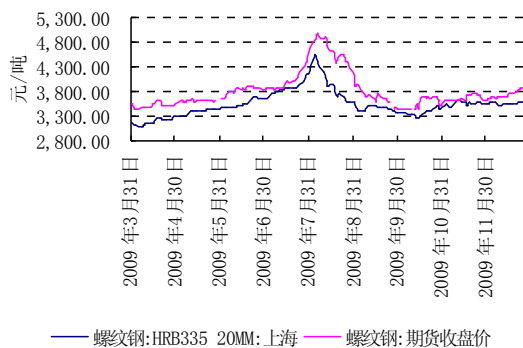
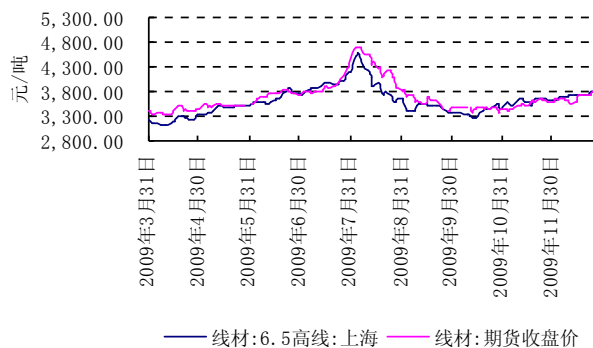


图 31 线材现货与期货价格走势



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

4.4 钢企效益稳步回升

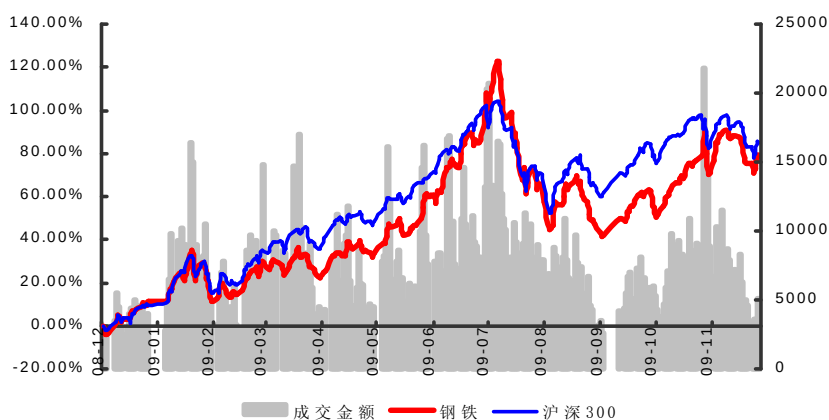
钢铁企业效益的决定因素主要有钢材价格与原材料成本决定。

对于钢材价格, 我们前面已经作了分析预测, 认为 2010 年钢材价格上升的趋势明确, 钢材生产成本上涨幅度有限, 因此钢铁生产企业交易将稳步回升。建筑钢材和冷轧的利润仍将高于其他品种, 冷轧板中厚板不锈钢的成长性较好。

五、投资策略：调升行业评级为“增持”

2009 年以来，钢铁类上市公司的股票价格指数走出了先涨后跌的趋势，从 1 月 5 日的 1932.94 开始上涨，到 8 月 4 日的 4528.70 点，涨幅达到 134.29%，其间多数钢铁类股票价格都翻了一番，甚至更多；但从 8 月 4 日以来，出现快速下跌，截止 9 月 30 日，钢铁股票价格指数收盘于 2871.99，不到两个月时间下跌了 1656.71，跌幅达到 36.6% 如图所示。

图 32 2008 年 10 月以来钢铁股票价格指数走势图



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

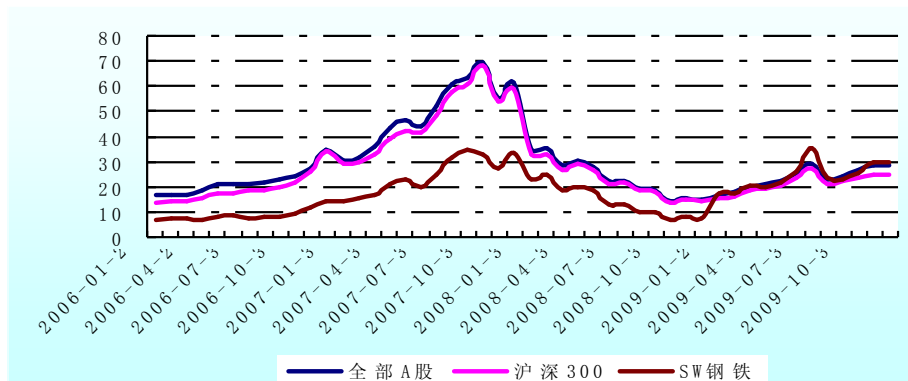
5.1 钢铁类股票估值偏低，2010 年增持

鉴于当前钢价处于底部盘整，2010 年一季度开始将小幅回升并且一段时期内行业盈利都将处于底部，估值短期内仍将有一定的压力。但从中期看，随着下游需求的有效回复，企业盈利的将震荡回升，对股指有一定的提升作用。根据 Wind 统计数据，我们分析了钢铁上市公司的综合市盈率和市净率水平发现，截止 12 月 25 日，钢铁板块市盈率为 59.26，高于全部 A 股的综合市盈率 29.69，市净率为 1.99，低于市场平均水平 2.11。未来业绩回升，可有效降低股票市盈率水平，给股价上涨带来较大的空间。

股票市场经过几个月的震荡调整，12 月 25 日上证综指收于 3141.35 点，沪深 300 收于 3424.78 点，分别较年初上涨 75.12%、91.14%，涨幅较大，不多时从 2008 年的低位出发，预计 2010 年仍见震荡上行。钢铁板块也将随着大盘震荡上行，大

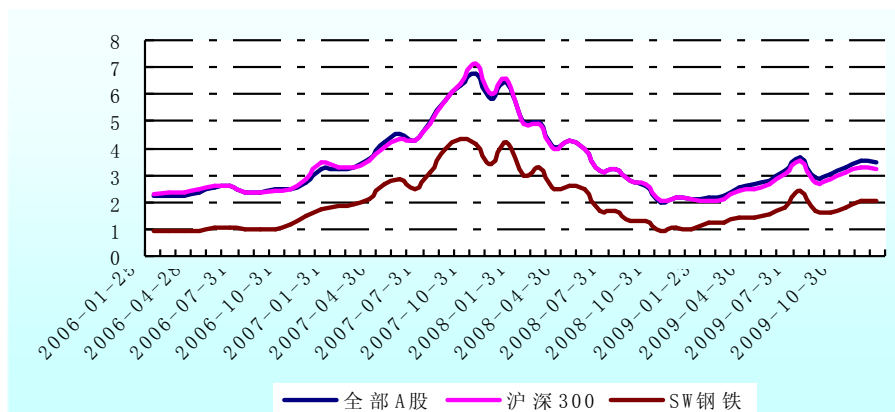
部分钢铁个股股票价格处于相对低位。在经济复苏预期向好、企业效益回升的大背景下，后市震荡上行的机会较大。

图 33: 钢铁板块市盈率走势（以 2009 年三季度业绩为基准）



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 34: 钢铁板块市净率走势（以 2009 年三季度业绩为基准）



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

5.2 关注业绩确定性增长的投资机会

我们认为，在未来业绩确定性回升的预期下，钢铁板块整体将强于大盘。我们综合了资源、出口、资产注入、业绩等方面的考虑，2010 年重点推荐龙头企业宝钢股份、太钢不锈、鞍钢股份；区域投资机会的首钢股份、广钢股份、三钢闽光；业绩确定性增长的新兴铸管、大冶特钢；拥有资源优势 and 长材优势的华菱钢铁等。

太钢不锈（000825）

太钢不锈是全球规模最大的不锈钢龙头企业，具有极大的原材料成本优势，技术先进、设备优良。经过两年多的调整，不锈钢行业构筑了坚实的底部，2009 年三

季度扭亏为盈。2010 年将随着经济的进一步好转而逐步走出低谷，并在全球范围内步入有效复苏阶段，不锈钢市场将持续好转，公司将因此受益；公司的另一支柱中厚板产品也将受益于经济的复苏而具有较好的收益预期；另外，作为山西省的重组龙头也将受到政府的特别扶持。

首钢股份（000959）

有代表性的国家政策受益股。由于公司生产基地搬迁，该股沉寂多年。但公司一直在积极准备，新建了曹妃甸板材生产基地，收购了山西长治钢铁、贵阳钢厂、水城钢厂等，成为跨省市、多品种的立体化经营管理的企业；特别市长材比重的增加提升了企业的盈利能力。随着国家投资政策的延续和经济的全面回暖，公司厚积薄发，2010 年股票将有较出色的表现。

宝钢股份（600019）

宝钢股份是中国钢铁业的龙头，也是中国钢铁业并购整合的龙头企业，拥有汽车板、不锈钢等多个重量级的产品，“高端高需”品种占比高，今年汽车板超 300 万吨，家电板 200 多万吨，合计 500 多万吨，约占总产量的 24%，热轧加冷轧 1500 万吨，总共 2300 万吨。09 三季度冷轧热轧毛利分别为 25%、20%，毛利占比达 70%，2009 年汽车产销火爆和家电回暖公司的汽车板家电板甚至供不应求，明年刺激消费政策只会加强不会削弱，公司将受益非浅。公司技术实力雄厚，受国家政策扶持，在国家淘汰落后、做大做强钢铁业的背景下具有较强的成长性。

广钢股份（600894）

公司以圆钢螺纹钢为主，受益于国家政策的拉动，2009 年成功拟扭亏为盈，公司生产的“五羊”牌螺纹钢在华南地区有重要的品牌影响力，于 8 月 21 日获准在上海期货交易所注册，并可用于上期所螺纹钢标准合约的履约交割。广钢股份可在期货市场上进行套期保值操作，有利于公司控制原材料采购和产品存货价格风险，提前锁定成本和利润。同时，全长近 50 公里港珠澳大桥已于 12 月 20 日正式动工，用钢将超过 100 万吨以上。地理位置、产品质量等因素决定了广钢股份将成为该项目最大的受益者之一。

鞍钢股份（000898）

鞍钢股份是仅次于宝钢的板材龙头，受益于汽车、家电等消费行业。公司板材综合实力仅次于宝钢，预计明年冷轧板产量约占总产量的 30%，2009、2010 年汽车、家电需求旺盛，这将对公司高端冷轧板材的订单和盈利能力构成强有力保障。公司鲅鱼圈项目 08 年 9 月投产，新增 500 万吨产能，新增产能于 2009、2010 年逐步得到释放，钢材产量将分别增长 17%、14%。公司所在地铁矿石资源丰富，并能以优惠价从集团公司取得 60%的铁矿石，原材料优势也比较突出。因此明年高成本的问题逐渐淡化，加上市场形势向好，盈利能力相对今年将大幅好转。

表 2：钢铁类上市公司市盈率和市净率的统计及比较

证券代码	证券简称	评级	12 月 25 日 收盘价 (元)	每股净资产 BPS (元)	市净 率 (PB)	每股收益 EPS ()		市盈率 (PE)		
						2008A	2009Q3	2008A	2009Q3	2010E
000959.SZ	首钢股份	买入	5.9	2.62	2.25	0.1384	0.1394	42.64	31.75	27.04
000778.SZ	新兴铸管	增持+	12.31	6.26	1.97	0.4348	0.6706	35.54	16.81	14.97
000708.SZ	大冶特钢	增持+	11.96	4.26	2.81	0.447	0.454	26.76	19.74	15.38
000825.SZ	太钢不锈	增持+	8.99	3.50	2.57	0.2287	0.006	41.47	1091.66	21.92
600019.SH	宝钢股份	增持+	8.92	5.30	1.68	0.37	0.21	24.18	31.62	17.21
600581.SH	八一钢铁	增持+	14.85	3.56	4.17	0.14	-0.07	109.57	-164.68	26.61
000898.SZ	鞍钢股份	增持+	15.1	7.19	2.10	0.413	0.046	36.55	248.29	21.47
600231.SH	凌钢股份	增持+	12.69	3.79	3.35	0.44	0.26	28.63	36.36	16.59
002110.SZ	三钢闽光	增持+	17.01	4.88	3.49	0.065	0.008	261.05	1634.96	18.96
601003.SH	柳钢股份	增持+	8.13	1.89	4.30	0.0061	0.0341	1342.61	178.83	14.95
600282.SH	南钢股份	增持	5.93	2.62	2.27	0.0731	0.065	81.09	68.75	19.94
600894.SH	广钢股份	增持	7.35	0.77	9.52	-1.268	0.041	-5.79	135.88	40.64
000709.SZ	唐钢股份	增持	7.09	3.37	2.10	0.48	0.09	14.91	59.94	17.89
000717.SZ	韶钢松山	增持	6.45	3.44	1.87	-0.9652	0.0236	-6.68	204.71	17.74
000761.SZ	本钢板材	增持	6.74	4.54	1.48	0.05	-0.457	128.03	-11.06	20.11
000932.SZ	华菱钢铁	增持	7.17	5.34	1.34	0.3481	-0.082	20.60	-65.57	17.22
600001.SH	邯郸钢铁	增持	5.29	4.41	1.20	0.213	0.071	24.86	55.62	19.32
600005.SH	武钢股份	增持	7.82	3.44	2.28	0.662	0.134	11.81	43.68	13.49
600022.SH	济南钢铁	增持	5.27	2.11	2.50	0.5509	-0.1948	21.07	-20.29	16.01
600102.SH	莱钢股份	增持	13.07	6.10	2.14	0.286	-0.186	45.71	-52.81	17.26
600117.SH	西宁特钢	增持	10.44	3.25	3.21	0.0237	0.0241	439.76	325.35	34.85
600126.SH	杭钢股份	增持	6.37	4.05	1.57	0.04	0.13	145.54	35.59	18.62
600307.SH	酒钢宏兴	增持	14.74	4.83	3.05	0.0507	0.13	680.76	82.44	21.30
600782.SH	新钢股份	增持	8.12	5.83	1.39	0.5	0.11	16.22	57.61	19.26
600808.SH	马钢股份	增持	4.86	3.39	1.44	0.104	0.0009	52.69	4059.22	18.57
行业平均值					2.57			51.43	64.33	25.72

数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。