

钢铁

城镇化进程加快 2010 年合理利润可期

投资要点

- **09 年金融危机重挫，行业利润下降 45%** 09 年国内钢材价格可谓冰火两重天，上下幅度均超出预期；国内钢材产量快速恢复且创出新高，09 年全年粗钢产量累计 5.68 亿吨，同比增长 13.5%，出口虽有所回升，但总体仍处在较低水平，库存也随之上升。

1—11 月钢铁行业收入下降了 7%，利润下降了 45%。随着价格波动，一季度亏损、二季度微利、三季度大幅盈利，预计四季度比三季度下降 20% 左右。

- **预计 2010 年供给总量 6.25 亿吨，增长 10%，冷轧薄板、建筑用材供给量增长不大** 国务院 38 号文，抑制产能过剩，2010 年有了较好的供给环境，我们预计 09 年、2010 年产能分别达到 7.1 亿吨、7.6 亿吨左右，粗钢产量分别为 5.68 亿吨、6.25 亿吨，分别增长 13.5%、10%。

- **城镇化进程的加快将有效拉动钢材需求** 2010 年随着经济进一步复苏，城镇化进程的加快，房地产、基建、汽车、家电等行业仍将保持快速增长，预计国内粗钢需求 6 亿吨左右，需求增长 13.8%，总体供需环境要好于 2009 年。

- **2010 年吨钢毛利增加，恢复到合理水平，行业利润总额预计增长 52%** 预期 2010 年矿石、焦煤等价格仍会上升，成本推动加上需求拉动，2010 年钢材价格要高于 2009 年，预期平均上涨 9% 以上，平均吨钢毛利也将恢复到合理水平。

- **我们推荐两类公司：**

1、随着我国城镇化进程的加快，汽车、家电等行业消费仍将保持较快增长，看好以冷轧薄板（镀锌板）为主的公司宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份。

2、考虑 2010 年地产、基础设施建设投资仍将持续，再加上城镇化进程的加快，以建材为主的公司仍是我们关注的重点，重点公司新兴铸管、八一钢铁。此外特钢类的公司我们重点推荐业绩稳健的大冶特钢。

风险提示

国家宏观政策对房地产行业影响

成本上升过快，行业增收不增利

研究员：黄抒雁

Tel: 010-59370867

Email: huangshy@hczq.com

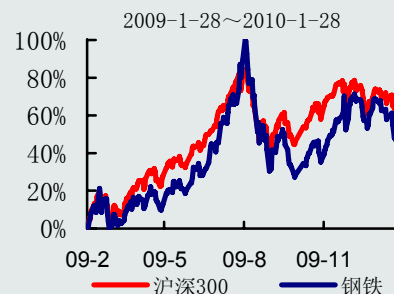
行业评级

行业评级：推荐
 评级变动：首次评级

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
宝钢股份 9600019)	推荐
大冶特钢 (000708)	推荐
鞍钢股份 (000898)	推荐
新兴铸管 (000778)	推荐
武钢股份 (600005)	推荐
八一钢铁 (600581)	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、2009 年钢铁行业运营状况	5
1、价格大幅波动	5
1.1 2009 年国内钢材市场价格大幅波动	5
1.2 建筑用材（螺纹钢、线材）价格波幅要远大于板材	5
1.3 国际钢材市场平均价格没有国内波动这么大，稳步回升	6
2、产量创新高	6
2.1 国内钢材产量快速恢复且创出新高	6
2.2 国际市场，欧美需求缓慢复苏，粗钢产量恢复缓慢	6
3、进口大幅下降，出口有所上升	7
3.1 月度出口量同比大幅下降，目前呈回升势头	8
3.2 进口量呈上升趋势	8
4、高库存	8
4.1 钢厂库存和社会库存都处在较高水平	8
4.2 高库存在一定程度上制约了价格的反弹空间	10
5、钢铁行业经营情况	11
5.1 价格大幅下降，行业利润同比大幅降低	11
5.2 环比业绩实现增长，3 季度是本年业绩高点	11
二、2010 年供需分析	11
1、供给面	11
2、关于产能利用率的讨论	15
3、需求面	17
3.1 城镇化进程的加快将有效拉动钢材需求	17
3.2 各产业对钢铁需求拉动作用预期	17
3.3 2010 年的出口预期	21
3.4 考虑消费强度的可能用钢需求	22
三、成本价格预期	22
1、成本情况	22
1.1 铁矿石	22
1.2 焦炭	25
2、价格预期	25
3、预期吨钢毛利变化情况	26
四、并购重组、资产注入仍是 2010 年行业看点	28
五、投资策略	29
1、市场快速回调带来波段超作机会	29
2、PB 相对估值优势	31
3、推荐冷轧薄板材、建筑用材上市公司	32
3.1 宝钢股份（600019）	33
3.2 大冶特钢（000708）	33
3.3 武钢股份（600005）	33

图表目录

图表 1	国内市场钢材价格大幅波动	5
图表 2	各品种价格变化	5
图表 3	国际市场钢材价格变化	6
图表 4	国内粗钢月度产量及增长情况	6
图表 5	全球粗钢产量及变化情况	7
图表 6	全球及主要钢铁生产国粗钢产量增幅	7
图表 7	不同国家和地区粗钢产量变化情况	7
图表 8	国内钢材出口情况	8
图表 9	钢材进口量情况	8
图表 10	社会总库存、热轧、螺纹钢主要市场库存情况	9
图表 11	冷轧、中厚板、线材主要市场库存情况	9
图表 12	钢厂钢材、钢坯库存情况	10
图表 13	钢主要品种库存情况	10
图表 14	螺纹钢、线材库存与价格对应关系	10
图表 15	钢铁行业收入、利润情况	11
图表 16	季度收入、利润情况	11
图表 17	季度收入、利润变化情况	11
图表 18	粗钢日产量情况	12
图表 19	钢铁行业固定资产投资及增速	12
图表 20	粗钢产量及增长情况	13
图表 21	线材产能、产量情况	13
图表 22	线材企业产能增加情况	13
图表 23	棒材（含钢筋）产能、产量情况	14
图表 24	棒材（含钢筋）产能扩张情况	14
图表 25	板材产能增加情况	15
图表 26	2009 年各板材品种产能产量情况	15
图表 27	我国近年来产能利用率情况	15
图表 28	中美两国年度产能利用率对比	16
图表 29	中美两国月度产能利用率对比	16
图表 30	日本城市再开发阶段钢铁产量增速	17
图表 31	钢材用途比例情况	18
图表 32	房地产月度投资完成额情况	18

图表 33	新开工面积及增长情况	18
图表 34	铁路、道路、水上运输固定资产投资增速情况	19
图表 35	月度汽车产量及增长情况	19
图表 36	冰箱产量及增长情况	20
图表 37	空调产量及增长情况	20
图表 38	交运设备固定资产投资情况	20
图表 39	通用设备固定资产投资情况	21
图表 40	粗钢需求预测	21
图表 41	表观消费量的预测	21
图表 42	GDP与钢铁消费强度变化	22
图表 43	铁矿石现货价格变化	22
图表 44	澳元最近大幅升值	23
图表 45	国内铁矿石产量	23
图表 46	铁矿石进口量情况	24
图表 47	铁矿石港口库存情况	24
图表 48	铁矿石运费情况	24
图表 49	焦煤、焦炭价格变化情况	25
图表 50	各品种价格走势预期	26
图表 51	主要品种年度价格预期	26
图表 52	主要钢材品种价格变化情况	26
图表 53	螺纹钢线材可预测毛利情况	27
图表 54	冷轧薄板可预测毛利情况	27
图表 55	3 大央企并构情况	28
图表 56	全国钢企分布图	29
图表 57	沪深 300 与申万钢铁指数走势对比	30
图表 58	新日铁与日经指数对比	30
图表 59	历次升值期间日本各行业指数涨幅	31
图表 60	钢铁板块PB及其与沪深 300PB比例情况	31
图表 61	钢铁板块指数走势与钢价走势对比	32
图表 62	主要上市公司业绩预期	32
图表 63	敏感性分析	33

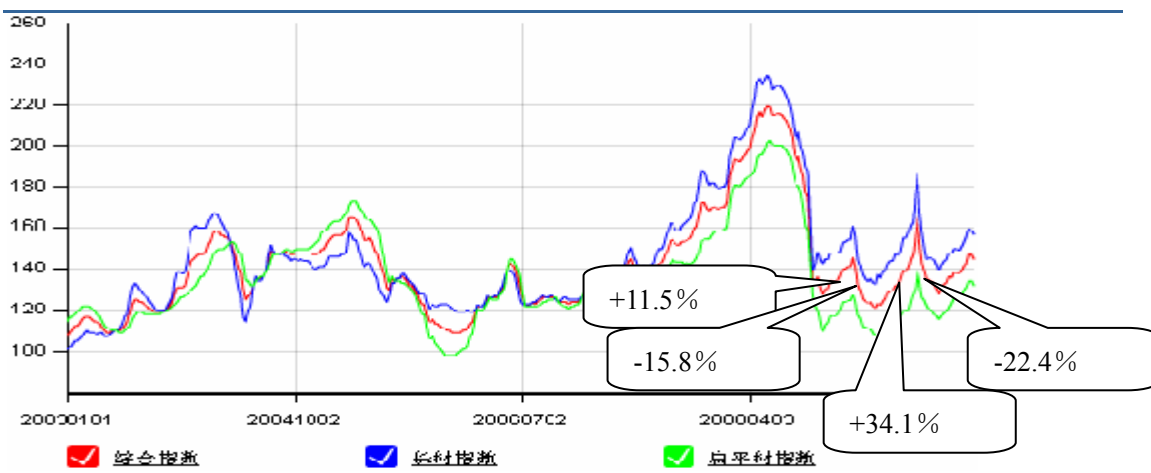
一、2009 年钢铁行业运营状况

1、价格大幅波动

1.1 2009 年国内钢材市场价格大幅波动

08 年 10 月国际金融危机恶化，包括钢铁在内的原物料价格都有了一波自由落体式下跌，受国家 4 万亿投资计划刺激，08 年 10 月底价格开始反弹，因需求并未恢复，价格仅小幅反弹，到春节后再次回落，一直下跌到 4 月中旬，而后随着库存的降低、需求的恢复，价格开始一路攀升到 8 月第一周，暴涨之后暴跌，10 月中旬后止跌反弹。

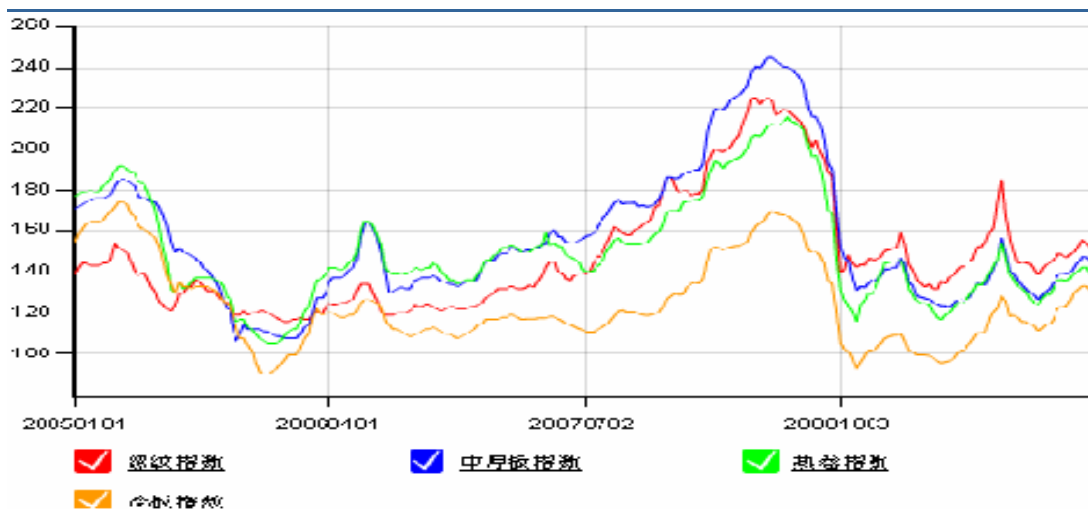
图表 1 国内市场钢材价格大幅波动



资料来源: mysteel

1.2 建筑用材（螺纹钢、线材）价格波幅要远大于板材

图表 2 各品种价格变化



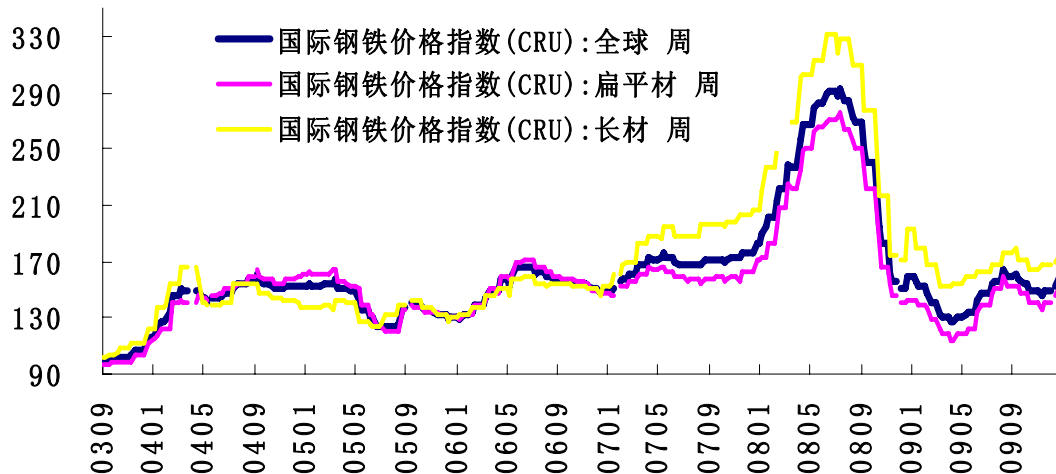
资料来源: mysteel

09 年 7 月底到 8 月初的一周，受期货市场大幅拉升影响（一周时间上涨了 12%），现货市场也出现了不正常的暴涨，一周上涨了 8% 以上，暴涨后出现暴跌。

1.3 国际钢材市场平均价格没有国内波动这么大，稳步回升

受国际金融危机影响，全球钢材需求量大幅降低，钢材价格一直跌到了4月末，5月初随着国际经济的回暖，需求逐步上升，钢价才开始止跌回升，国内8月初后开始下跌的过程中，国际钢材价格一直在缓慢回升过程中，目前随着开工率的提高，9月后价格开始回调，12月中旬企稳。

图表 3 国际市场钢材价格变化



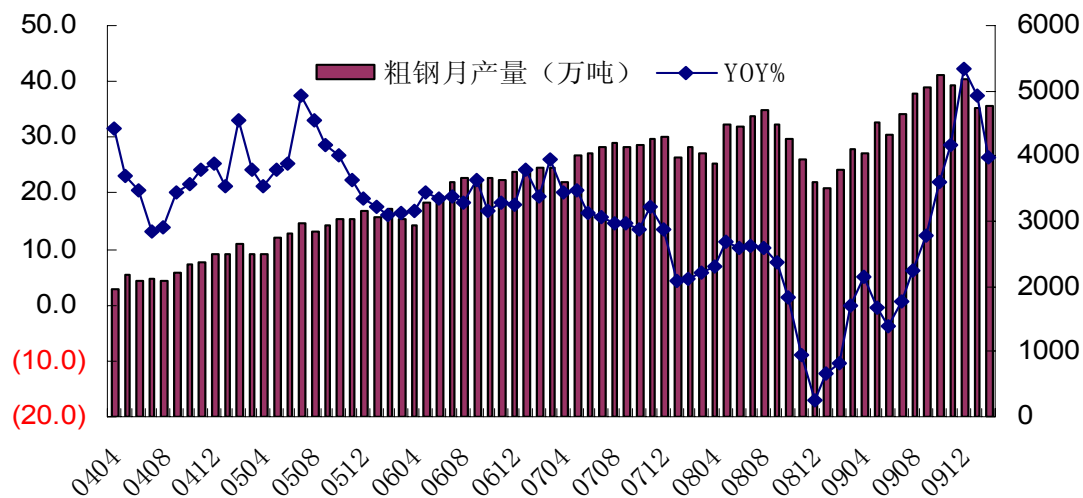
资料来源: WIND

2、产量创新高

2.1 国内钢材产量快速恢复且创出新高

国内粗钢产量在08年8月到达顶峰后，受危机影响快速下降，月粗钢产量由8月高点4690万吨，下降到11月的3520万吨，经济刺激计划实施后，粗钢产量快速回升，到09年8月月产量达到月度高点5230万吨，同比增长20%，09年全能5.68亿吨，同比增长13.4%。

图表 4 国内粗钢月度产量及增长情况



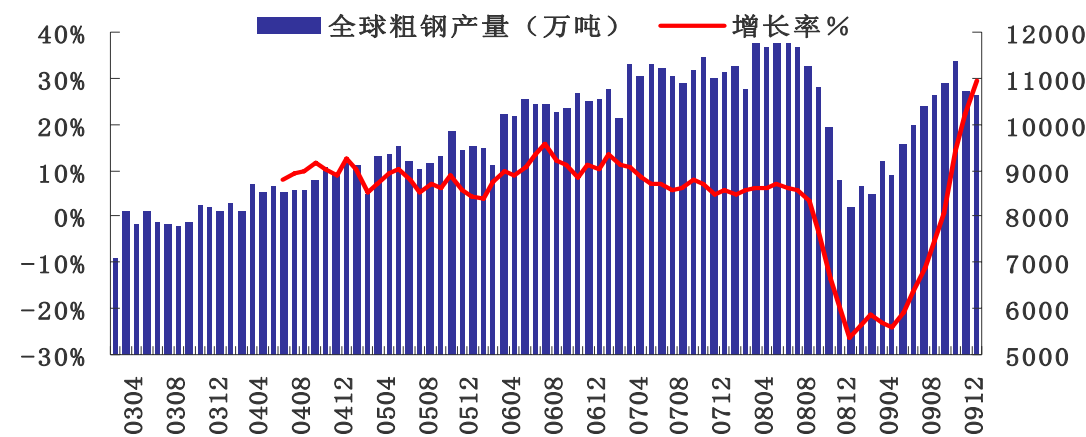
资料来源: mysteel

2.2 国际市场，欧美需求缓慢复苏，粗钢产量恢复缓慢

敬请阅读正文之后的免责声明

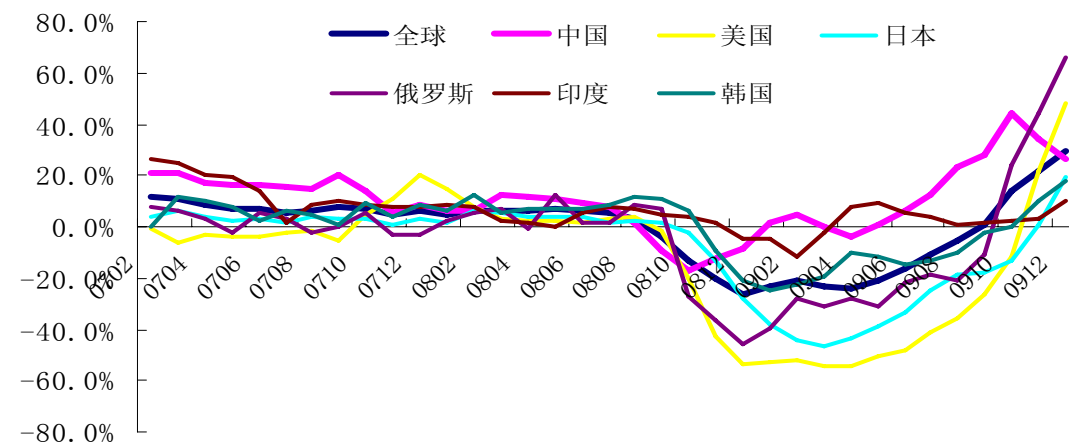
随着经济的触底回升，从 08 年 12 月后全球粗钢量开始缓慢回升，09 年全球粗钢累计 12.2 亿吨，同比下降了 8.3%，扣除中国影响，全球粗钢产量下降了 21.4%；随着经济的复苏，欧美发达国家开工率近几个月也呈快速回升势头，由前期的 40—50%，逐步恢复到 70% 以上，后期全球供给将会增加，价格也将受到影响。

图表 5 全球粗钢产量及变化情况



资料来源: mysteel

图表 6 全球及主要钢铁生产国粗钢产量增幅



数据来源: Bloomberg

图表 7 不同国家和地区粗钢产量变化情况

万吨	欧盟 27 国	独联体	北美	南美	非洲	亚洲	全球 66 国	扣除中国	中国
2009-12	1224	889	815	362	136	6756	10641	5875	4766
2009-11	1415	866	843	372	126	6678	10748	6022	4726
2009-10	1427	898	851	388	129	7168	11341	6167	5175
2009-09	1331	885	772	374	125	6932	10882	5811	5071
2009-08	1051	834	740	362	120	7085	10650	5418	5233
2009-07	1122	834	712	338	121	6834	10390	5322	5068

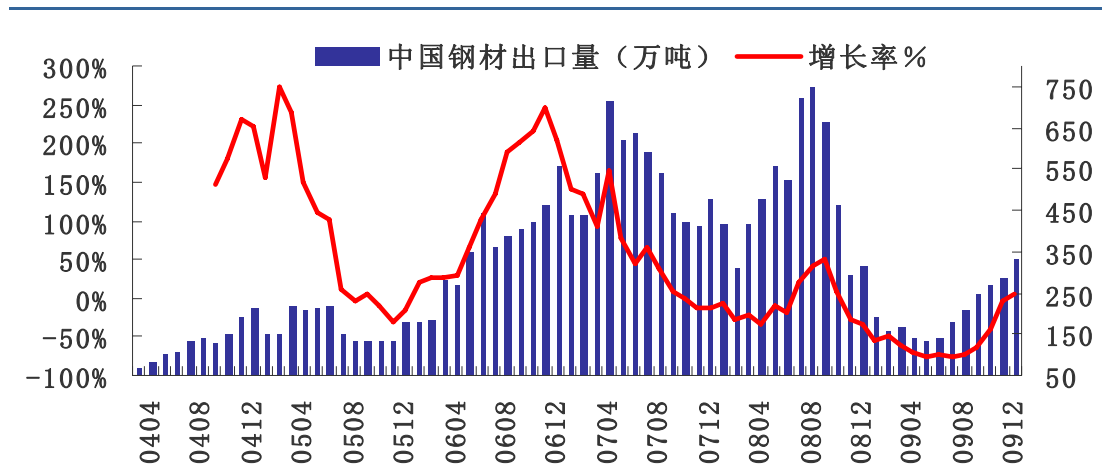
资料来源: 华创证券

3、进口大幅下降，出口有所上升

3.1 月度出口量同比大幅下降，目前呈回升势头

09 年受金融危机影响，国家市场需求大幅下降，出口量由 08 年 8 月的高点 768 万吨，快速萎缩到 09 年 3—4 月的 135 万吨左右，6 月后出口有所增加，12 月出口达到年内高点 334 万吨，但全年出口量 2460 万吨，同比下降 58.5%，总体仍处在较低的水平。

图表 8 国内钢材出口情况

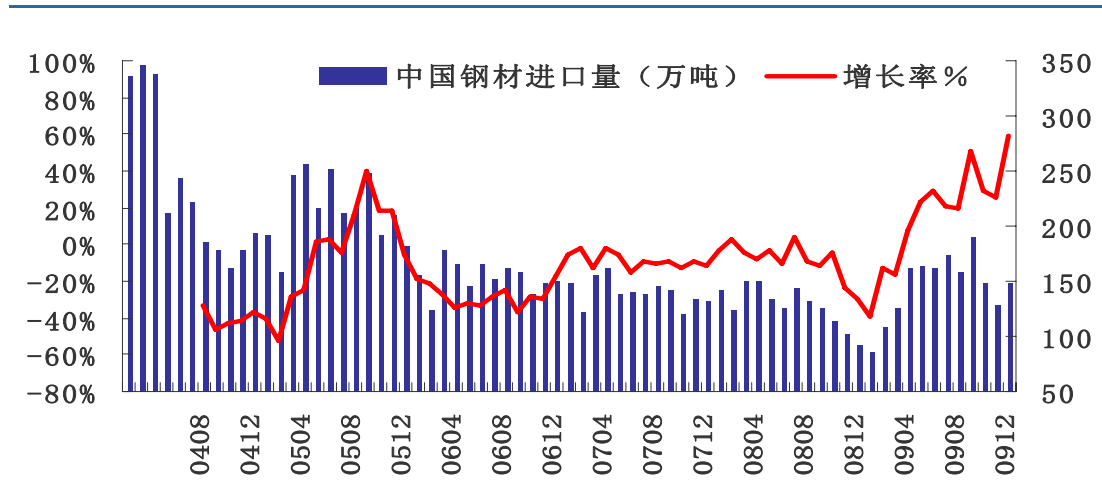


资料来源：海关

3.2 进口量呈上升趋势

进口量呈上升趋势，09 年全年进口 1763 万吨，同比增长 14.3%，从另外一方面证明国内需求要强于国外。

图表 9 钢材进口量情况



资料来源：海关

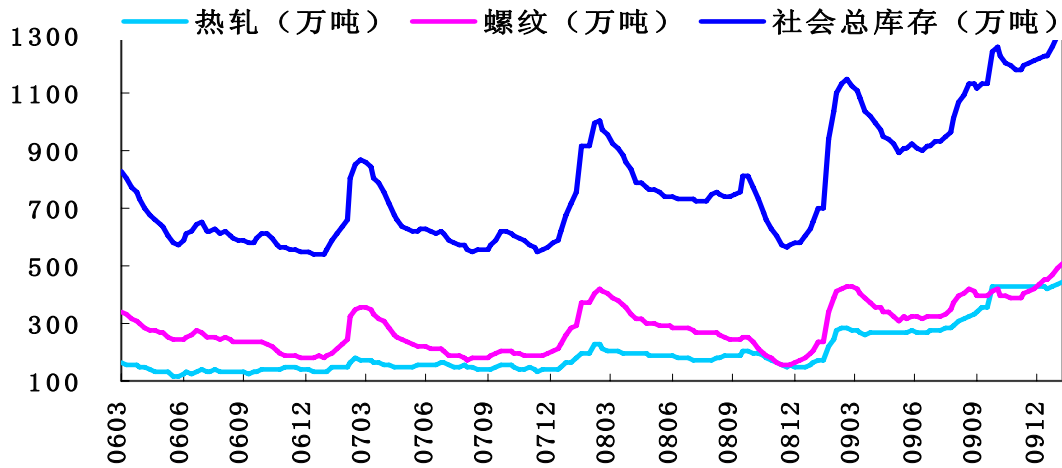
4、高库存

4.1 钢厂库存和社会库存都处在较高水平

09 年 6 月后，随着钢价格上升，产量的大幅增加，社会库存尤其是热轧薄板、中厚板库存持续增加，目前全国主要市场钢材库存预计在 1200 万吨左右。

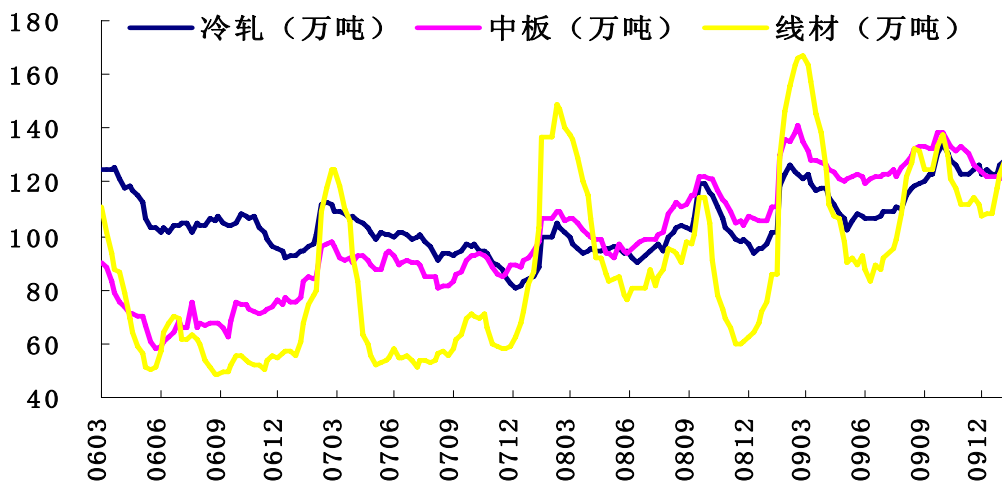
6—7 月钢厂库存较低, 8、9 月钢厂仍保持很高的开工率生产, 随着社会库存的增加, 钢厂库存总体也处在较高水平, 但和 08 年年底钢厂不计成本甩卖去库存有着本质差别, 经济复苏的预期下, 大幅降价甩卖情况目前没有出现。

图表 10 社会总库存、热轧、螺纹钢主要市场库存情况



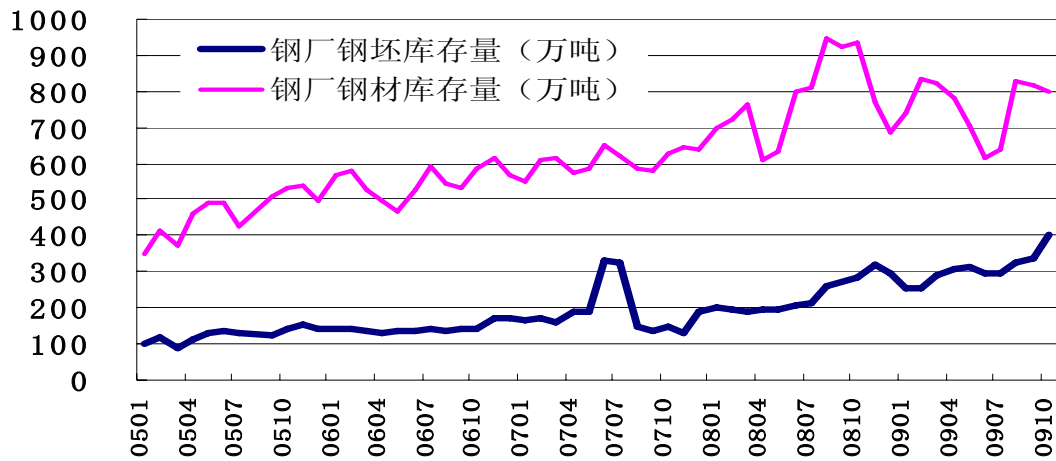
资料来源: MYSTEEL

图表 11 冷轧、中厚板、线材主要市场库存情况



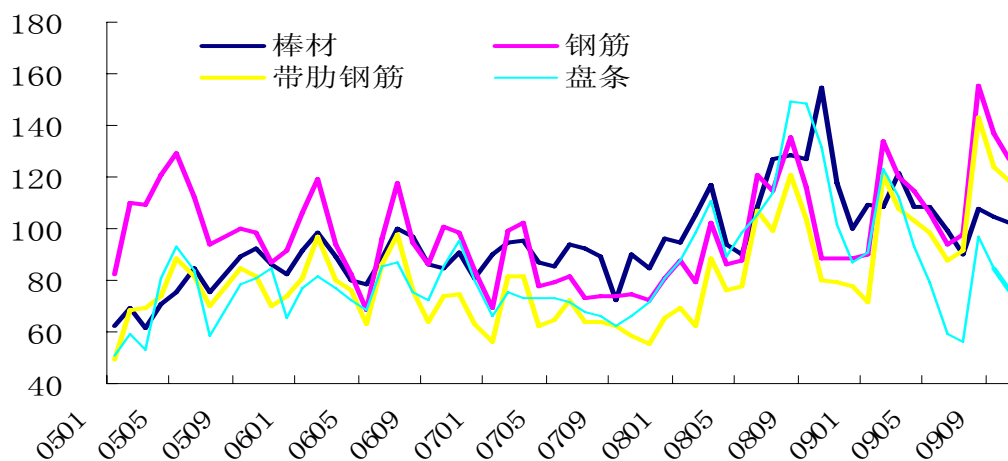
资料来源: MYSTEEL

图表 12 钢厂钢材、钢坯库存情况



资料来源: MYSTEEL

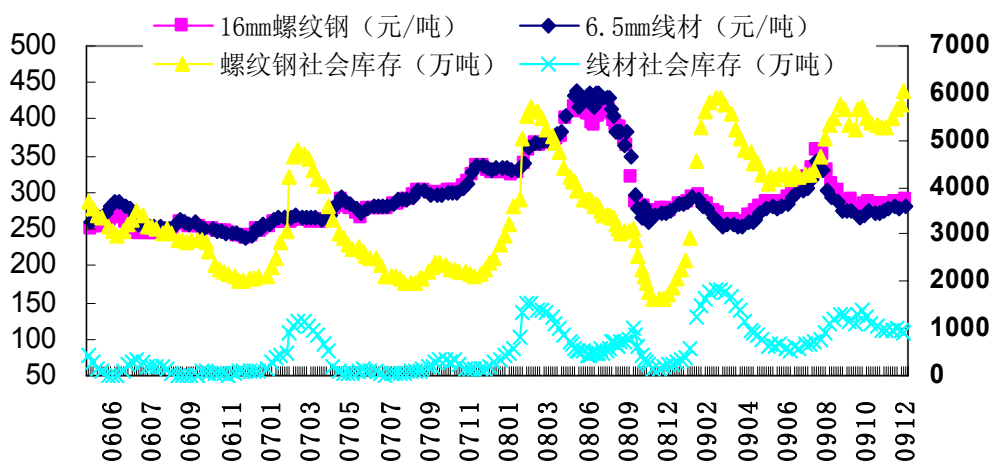
图表 13 钢主要品种库存情况



资料来源: mysteel

4.2 高库存在一定程度上制约了价格的反弹空间

图表 14 螺纹钢、线材库存与价格对应关系



资料来源: 华创证券

5、钢铁行业经营情况

5.1 价格大幅下降，行业利润同比大幅降低

图表 15 钢铁行业收入、利润情况

	收入(亿元)	利润(亿元)	年度营收 YOY	年度利润 YOY	毛利率	三费率	销售利润率	"ROE"
2005 年	21349	1037	34.2%	-0.1%	9.8%	4.9%	4.9%	13.9%
2006 年	25729	1348	20.5%	29.9%	10.3%	4.9%	5.2%	15.2%
2007 年 11 月	31605	1732	37.0%	48.3%	10.7%	4.7%	5.5%	15.7%
2008 年 11 月	42080	1475	33.1%	-14.8%	8.6%	4.6%	3.5%	11.6%
2009 年 11 月	39154	812	-7.0%	-45.0%	6.7%	4.3%	2.1%	5.8%

资料来源：华创证券

5.2 环比业绩实现增长，3 季度是本年业绩高点

图表 16 季度收入、利润情况

单位:亿元	产品销售收入	产品销售成本	销售费用	管理费用	财务费用	利润总额
2008(6-8)	13456	11884	142	292	148	662
2008(9-11)	10264	10001	117	222	149	-158
2009(1-2)	5277	4976	55	142	79	-8
2009(3-5)	9712	9221	85	242	119	34
2009(6-8)	11667	10737	86	277	123	428
2009(9-11)	12499	11597	92	270	131	357

资料来源：华创证券

图表 17 季度收入、利润变化情况

	季度营收 YOY	季度利润 YOY	季度营收 QOQ	季度利润 QOQ	毛利率	三费率	销售利润率	"ROE"
2008(1-2)	36.2%	12.1%	-5.5%	68.2%	10.0%	4.9%	4.3%	2.3%
2008(3-5)	45.2%	31.8%	36.8%	81.7%	9.7%	4.7%	5.8%	5.9%
2008(6-8)	47.3%	39.8%	9.0%	-6.7%	11.7%	4.3%	4.9%	5.2%
2008(9-11)	7.5%	-132.5%	-23.7%	-123.9%	2.6%	4.8%	-1.5%	-1.2%
2009(1-2)	-12.3%	-103.0%	-22.9%	-104.4%	5.7%	5.2%	-0.1%	-0.1%
2009(3-5)	-21.3%	-95.2%	22.7%	-395.7%	5.1%	4.6%	0.4%	0.3%
2009(6-8)	-13.3%	-35.4%	20.1%	1155.4%	8.0%	4.2%	3.7%	3.1%
2009(9-11)	21.8%	-325.5%	7.1%	-16.6%	7.2%	3.9%	2.9%	2.5%

资料来源：华创证券

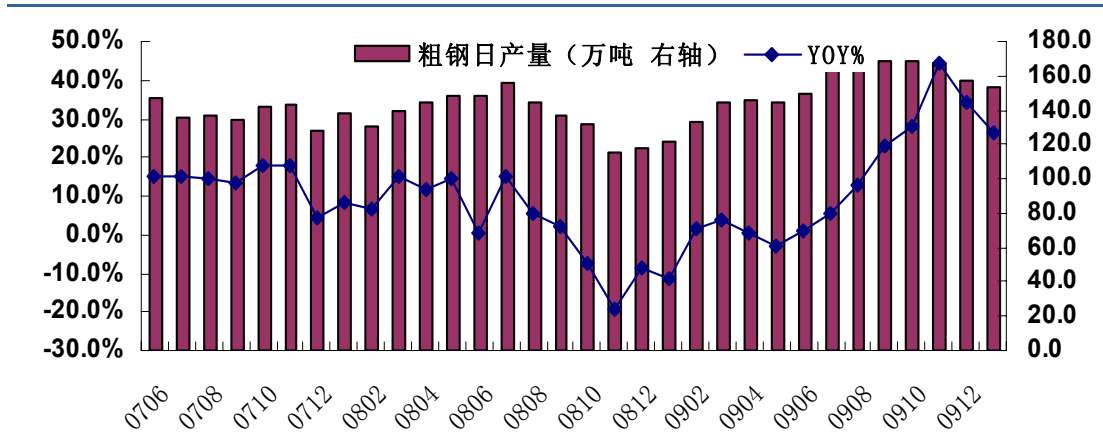
二、2010 年供需分析

1、供给面

近年来随着我国经济的快速增长，用钢量大增加，粗钢产量由 2000 年的 1.3 亿吨，到 09 年的 5.68 亿吨，年符合增长率 15%。

08 年受国际金融危机影响，钢产量增速创新低，09 年 4 月后随着我国经济回升势头逐渐明朗，钢材价格也开始稳步回升，开工率大幅提高，6—8 月，日平均产钢量达 165 万吨，9 月平均日产量创新高，达到 169 万吨，10 月到 12 月，日均钢产量有所下降。按目前日产量计算，粗钢年产量均在 6 亿吨以上；

图表 18 粗钢日产量情况

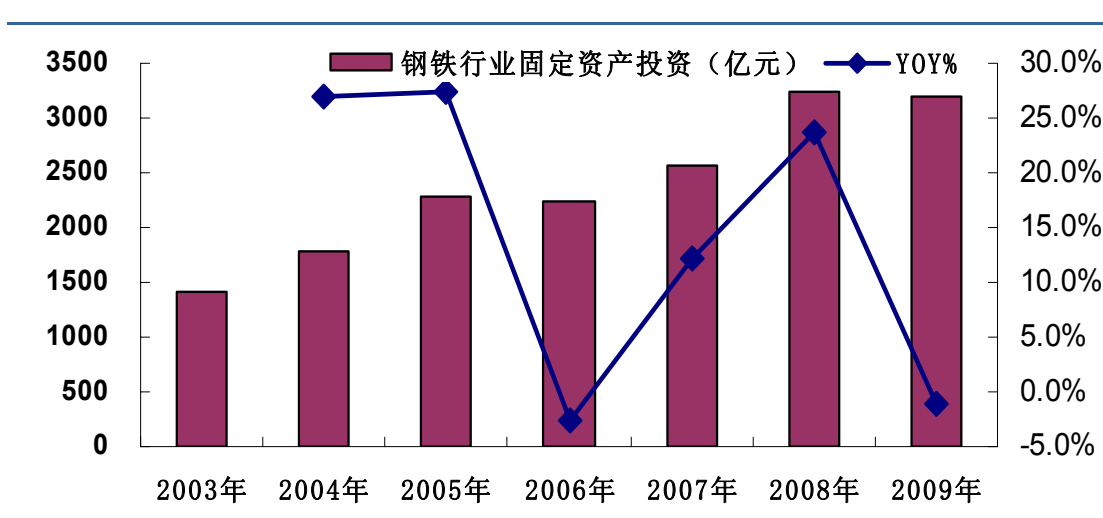


资料来源：华创证券

8 月 26 日，国务院常务会议研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展，钢铁行业是调控的重点。

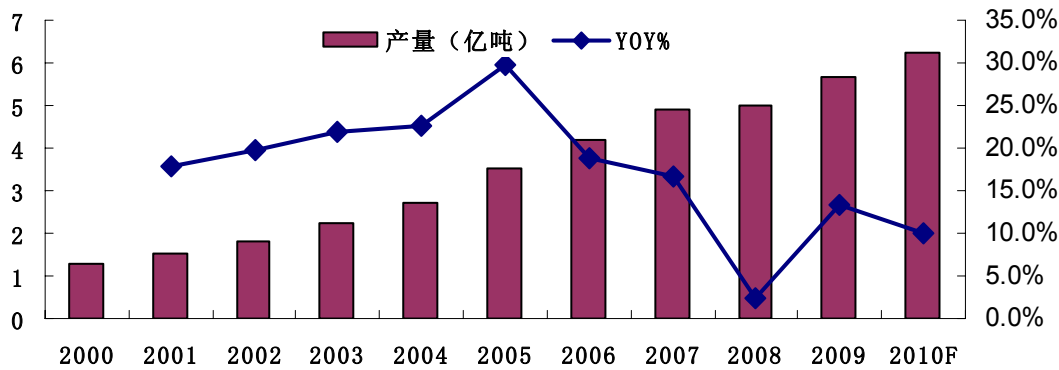
08 年底国内产能 6.6 亿吨，09 年 9 月底下发的国务院 38 号文（关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知）指出，09 年新建产能 5800 万吨，多数为违规建设，我们预计实际增加产能 5000 万吨左右。考虑国家目前严控产能过剩，淘汰落后产能，且钢铁行业固定资产投资增速也大幅降低，2010 年产能增加预计在 5000 万吨以内，预计 09 年、2010 年产能分别达到 7.1 亿吨、7.6 亿吨左右，粗钢产量分别为 5.68 亿吨、6.25 亿吨。

图表 19 钢铁行业固定资产投资及增速



资料来源：华创证券

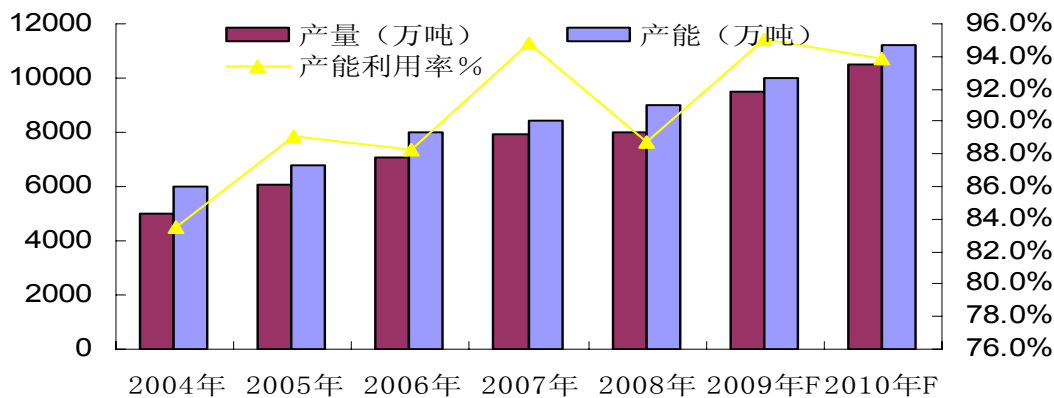
图表 20 粗钢产量及增长情况



资料来源：华创证券

2010 年线材产能、产量预计增加 1000 万吨，增幅 11% 左右，预计产量达到 10500 万吨。

图表 21 线材产能、产量情况



资料来源：华创证券

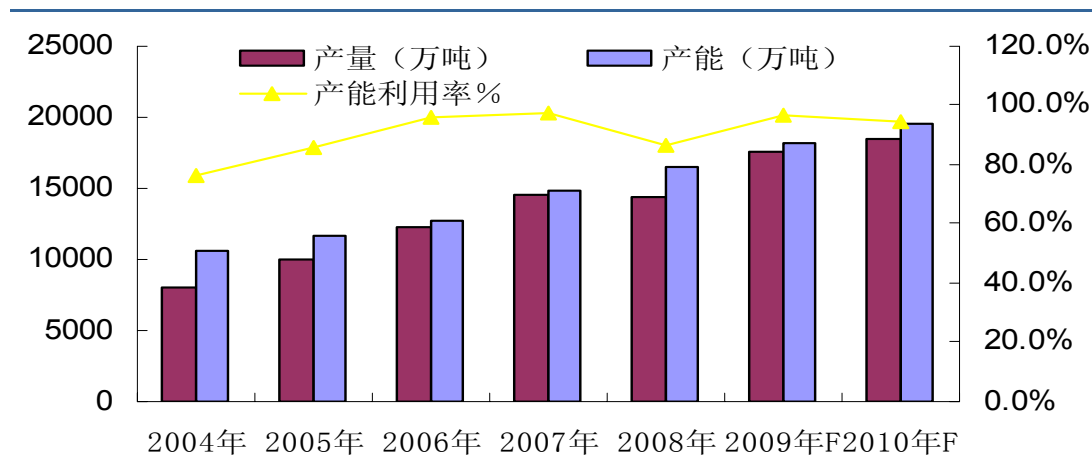
图表 22 线材企业产能增加情况

企业	产能 (万吨)	投产时间	企业	产能 (万吨)	时间
福建三金	60	2009 年 3 月	轧三友发	70	2009 年 8 月开工
南昌长力	80	2009 年 3 月	唐山松汀	90	2009 年 8 月开工
攀成钢	50	2009 年 3 月	安宁永昌	60	2009 年 8 月安装
洛阳伟业	60	2009 年 4 月	莱芜轧钢厂	45	2009 年 7 月平地
福建三安	60	2009 年 5 月	腾鳌兴华	50	2009 年 2 月在建
辽阳钢铁	50	2009 年 6 月	西林钢铁	100	2010 年 11 月投产
成都冶金	60	2009 年 6 月	洛钢孟津	50	2010 年 5 月投产
达钢	50	2009 年 6 月	柳钢	50	在建
山东西王	50	2009 年 6 月	荣程	70	
介休新泰	80	2009 年 7 月	青钢	100	
山西安泰	80	2009 年 7 月	海城钢铁	130	
天铁	60	2009 年 8 月	常平钢铁	100	
柳钢	60	2009 年 10 月	三元钢铁	100	
西林钢铁	90	改造	甘肃陇滇	20	
天津钢铁	80	2009 年 12 月			
合计	970		合计	935	

资料来源：华创证券 mysteel

2010 年棒材（含钢筋）产能、产量分别增加 1300 万吨、1000 万吨, 增幅 5%、7%。产量达到 18500 万吨。

图表 23 棒材（含钢筋）产能、产量情况



资料来源：华创证券

图表 24 棒材（含钢筋）产能扩张情况

企业	产能 (万吨)	投产时间	企业	产能 (万吨)	时间
济源	60	2009. 2	榆阳	60	2009 年 3 月拟建
南昌长力	80	2009. 2	安阳实业	30	2009 年 4 月签约
山东富伦	80	2009. 3	敬业集团	120	2009 年 4 月开工
广西贵港	80	2009. 2	轧三友发	80	2009 年 8 月开工
江苏永钢	60	2009. 6	信阳钢铁	100	2009 年 9 月开工
崇钢	80	2009. 6	山西晋钢	100	2009 年 9 月安装
攀长钢	50	2009. 6	四川德盛	80	2009 年 9 月开工
天铁	50	2009. 6	江苏永钢	120	2010 年 4 月投产
常州龙钢	60	2009. 6	浙西轧钢	50	2010 年 4 月投产
三安钢铁	160	2009. 6	酒钢榆钢	60	以下投产时间未定
宝钢八钢	120	2009. 7	信阳钢铁	100	
中阳钢铁	60	2009. 8	三钢	50	
广西贵港	80	2009. 9	锡钢	70	
乌兰浩特	90	2009. 10	富伦钢铁	80	
广东阳春新	80	2009. 10	张店钢厂	100	
汉中钢铁	60	2009. 12			
广东三兴	50	2009. 12			
合计	1300			1200	

资料来源：华创证券 mysteel

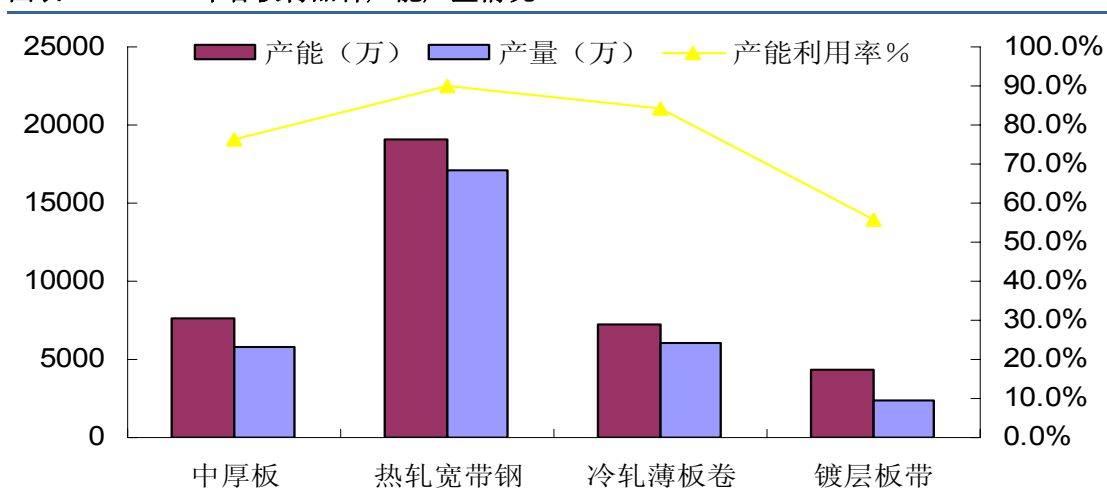
2010 年板材总体供给量仍增加较大，中厚板供需矛盾较大，镀锌板产品绝对量增幅不大

图表 25 板材产能增加情况

万吨	2008 年 底产能	2009 年 1— 10 月建成	增 加 %	2009 年 底产能	增 加 %	2009 年 11 月—2010 年 建设产能	2010 年 底产能	增加%
中厚板	5420	1603	29.6%	7633	40.8%	3263	10286	34.8%
热连轧	15464	2346	15.2%	19067	23.3%	2128	19938	4.6%
冷轧	6427	722	11.2%	7197	12.0%	1373	8522	18.4%
热浸镀锌（铝）	3520	572	16.3%	4281	21.6%	676	4768	11.4%
合计	30831	5243	17.0%	38178	23.8%	7440	43514	14.0%

资料来源：华创证券 mysteel

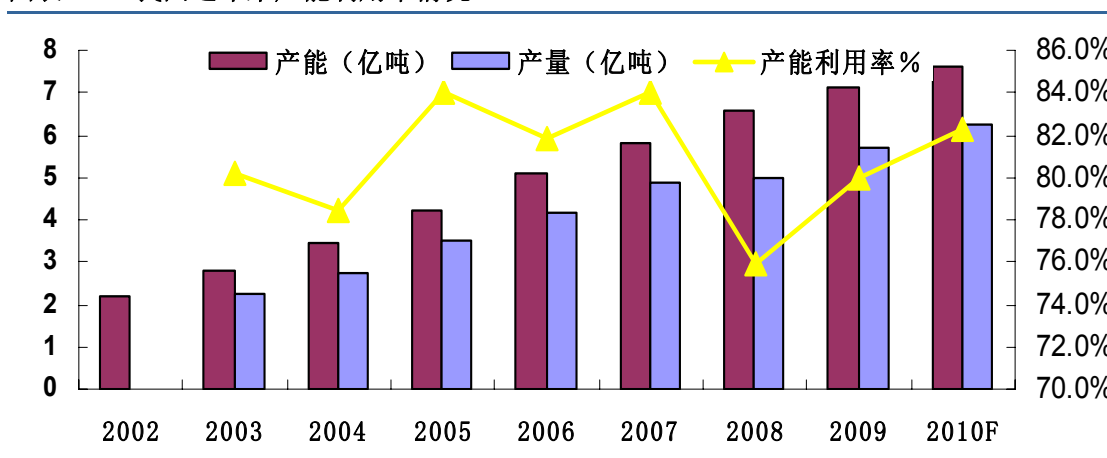
图表 26 2009 年各板材品种产能产量情况



资料来源：华创证券

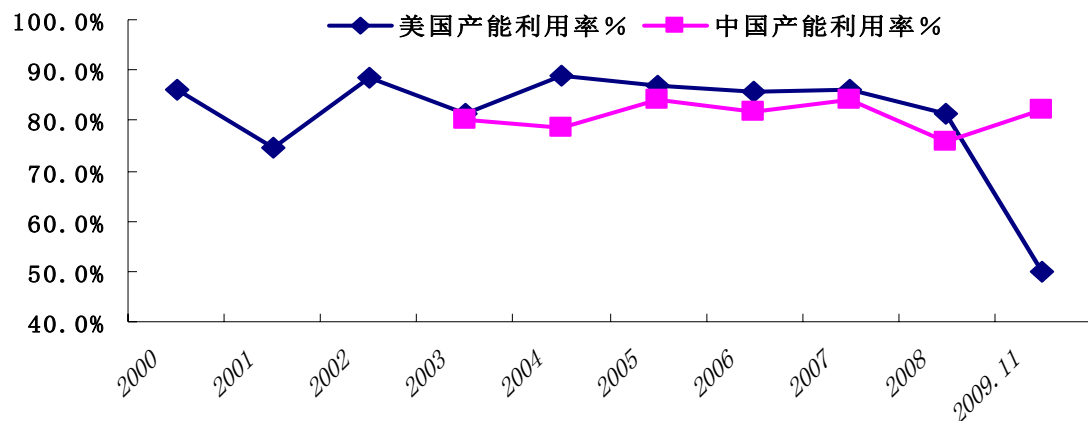
2、关于产能利用率的讨论

图表 27 我国近年来产能利用率情况



资料来源：中国钢铁协会 华创证券

图表 28 中美两国年度产能利用率对比



资料来源: bloomberg 华创证券

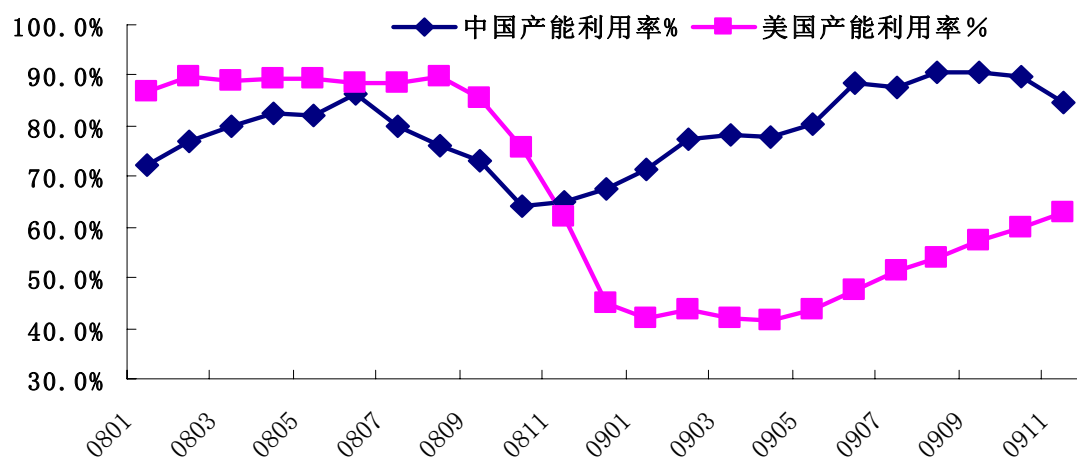
从以上两图可以看出,中美两国近年来平均产能利用率均在 80—90%之间,中国 04 年、08 年分别受宏观调控、金融危机影响,产能利用率略低于 80%,美国平均产能利用率高于中国,在 85%以上年份居多,国内平均在 81%左右,美国钢铁行业发展已处于成熟期,近年来基本没有新增产能,而我国近年经济一直处于快速增长期,每年都新增大量产能,产能利用率低略低也属正常,从成熟市场国家各行业平均来看,80%的产能利用率是正常水平。

7-9 月国内产量大增,产能利用率过高。

从下图可以看出,08 年 7、8 月金融危机加剧后,钢材需求大幅降低,两国产能利用率大幅降低,可以看出国内 08 年 11 月后,由于产业政策刺激,开工率恢复的快,而美国到 09 年 3 月份才开始恢复,且恢复要比国内慢得多,目前产能利用率才达到 70%。

但 09 年 4 月后国内钢材价格的大涨,国内 7—9 月产量大增,产能利用率达到了 90%,供给量的大增,8 月中旬后价格也开始了暴跌。

图表 29 中美两国月度产能利用率对比



资料来源: bloomberg 华创证券

3、需求面

从 02 年开始国内钢产量大幅增长，钢铁行业一直在过剩的讨论中发展，从 2 亿吨到目前的 6 亿吨，试想如果国内钢材产量停留在 2—3 亿吨，那么目前供需结构是无法想象的，最关键的问题是我们对国内经济快速增长预期不够；而目前产能已经超过了 7 亿吨，实质的也是无法回避的问题还是对未来钢铁需求的预测

3.1 城镇化进程的加快将有效拉动钢材需求

中央经济工作会议提出推进城镇化进程 09 年 12 月初召开的中央经济工作会议提出，把统筹城乡区域协调发展与推进城镇化结合起来，大力拓展发展空间。要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制，提高城市规划水平，加强市政基础设施建设，完善城市管理，全方位提高城镇化发展水平。

从日本城镇化的经验可以看出，城镇化进程的加快，将有效拉动钢材需求

为了对冲本币升值对经济的负面影响，日本采取财政政策和货币政策应对，1986 年和 1987 年相继公开发表的“前川报告”指出：“为了适应经济全球化的要求，必须改革日本的微观经济基础、逐步淘汰低效率的国内工业、调整经济结构。进一步开放国内市场，扩大进口，缩小贸易顺差。日本作为世界最大的债权国，应该为国际社会作贡献，向发展中国家提供援助，扩大对外直接投资，促进国际分工。

日本政府接受了“前川报告”中关于通过扩大内需，实现日本经济增长模式由“外需主导型”向“内需主导型”转变的战略。扩大内需战略包括：第一、增加政府公共投资，兴建公共工程。第二、调整产业结构，扩大企业设备投资，扩大对外直接投资。第三、转变居民消费结构。同时在 1986 年实施了普及住房政策、实施城市再开发（以东京建设金融中心为试点，其他都市圈跟进）政策，减免所得税政策，由于财政政策具有连续性，直到意识到资产泡沫，都没有发生重大变化。

城市再开发惠及了日本钢铁产业 1985 年开始的日元升值，对日本经济产生了一定冲击，钢产量在 1986 年出现下滑，但 1986 年推出的前川报告，标志着再次城镇化的开始，随后其它都市圈开始出现建设热，1988 年全国性的建设接近高潮，粗钢实现了正增长。

图表 30 日本城市再开发阶段钢铁产量增速

年度	粗钢	热轧薄板	镀锌板	生铁
1984	9%	14%	13%	10%
1985	0%	0%	7%	0%
1986	-7%	-7%	5%	-7%
1987	0%	-6%	12%	-2%
1988	7%	13%	10%	8%
1989	2%	-2%	9%	1%

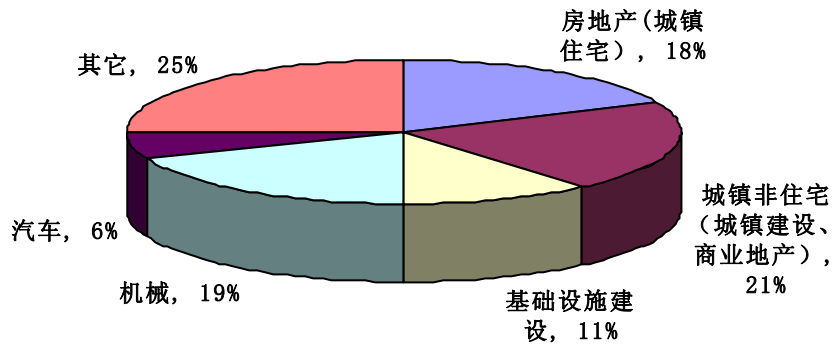
资料来源：bloomberg 华创证券

3.2 各产业对钢铁需求拉动作用预期

08 年大致需求结构，建筑用钢材占比大概 50%，工业与其它占 50%，建筑用材中房地产需

求预计占 39%，基础设施建设占比约为 11%。

图表 31 钢材用途比例情况

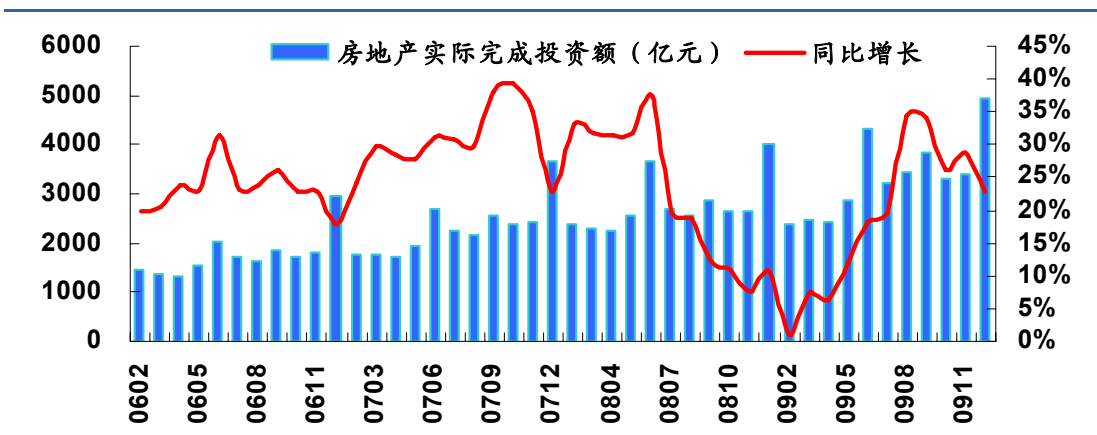


资料来源：中国钢铁协会

房地产

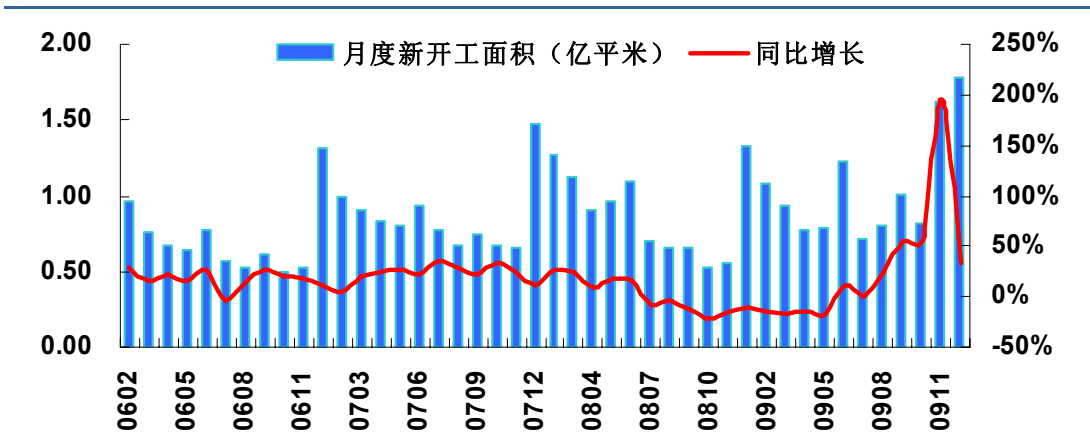
房地产业快速恢复，09 年全年累计投资额 3.62 万亿，同比增长 18%，且下半年呈加速增长势头；同时房地产新开工面积 6 月份后也实现了快速增长，预期 2010 年仍将保持 20% 以上速度增长。

图表 32 房地产月度投资完成额情况



资料来源：wind

图表 33 新开工面积及增长情况



资料来源：wind

基础设施建设

敬请阅读正文之后的免责声明

09 年国内基础设施建设投资力度加大，主要是金融危机后的政府投资，预计增速近 40%，前期投资的大部分项目将延续到 2010 年后，预计 2010 年基础设施建设固定资产投资仍将保持 18% 以上增速增长。

图表 34 铁路、道路、水上运输固定资产投资增速情况

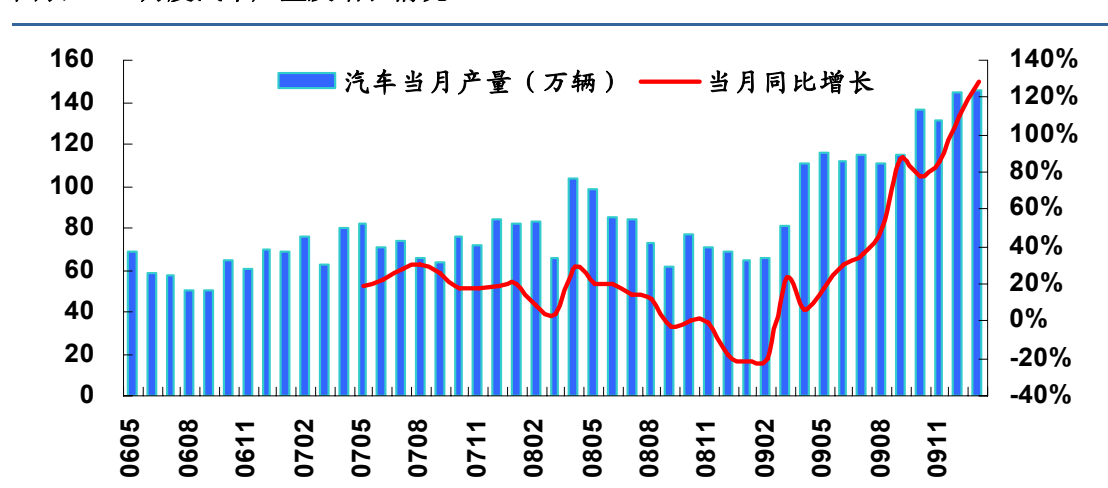
累计增速 %	铁路运输业 FAI%	道路运输业 FAI%	水上运输业 FAI%
2008-12	61.20	5.90	6.70
2009-03	102.00	43.60	27.80
2009-04	94.20	50.20	16.50
2009-05	110.90	52.00	26.90
2009-06	126.50	54.70	31.30
2009-07	126.90	49.20	33.50
2009-08	103.50	49.30	37.30
2009-09	87.5%	50.7%	38.3%
2009-10	82.5%	51.8%	36.0%
2009-11	80.7%	48.7%	35.5%
2009-12	67.5%	40.1%	37.8%

资料来源: wind 华创证券

汽车产业 家电等行业保持快速增长

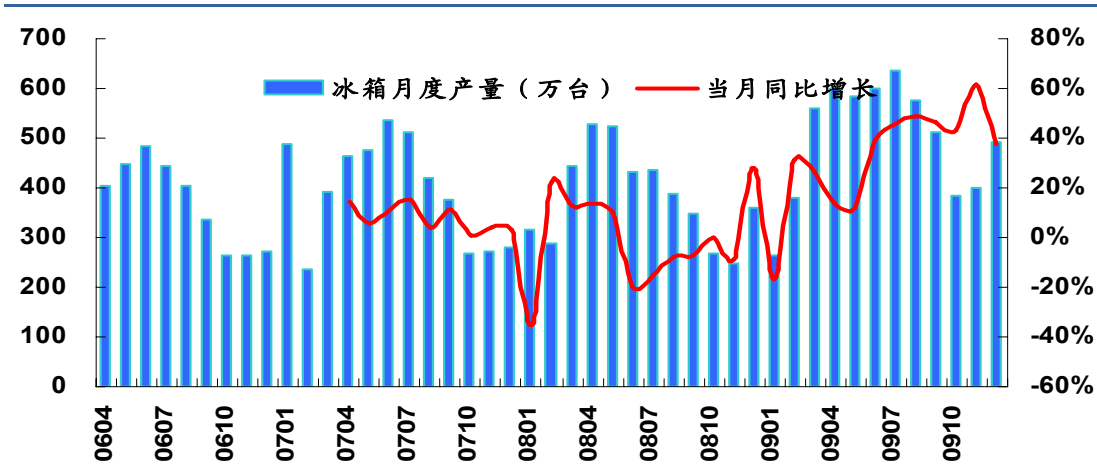
汽车等其它产业也保持高速增长，汽车产量 09 年产量 1383 万台，增长 48%，预计 2010 年仍将保持 15% 以上增速增长。家电行业 2010 年平均增长预计也在 15% 以上；汽车、家电等行业的快速增长，大大拉动了薄板材特别是冷轧薄板材的需求。8 月后的这波钢材快速下跌，冷轧薄板跌幅低，总体库存也不大，跟下游汽车、家电等行业增速加快关系很大。

图表 35 月度汽车产量及增长情况



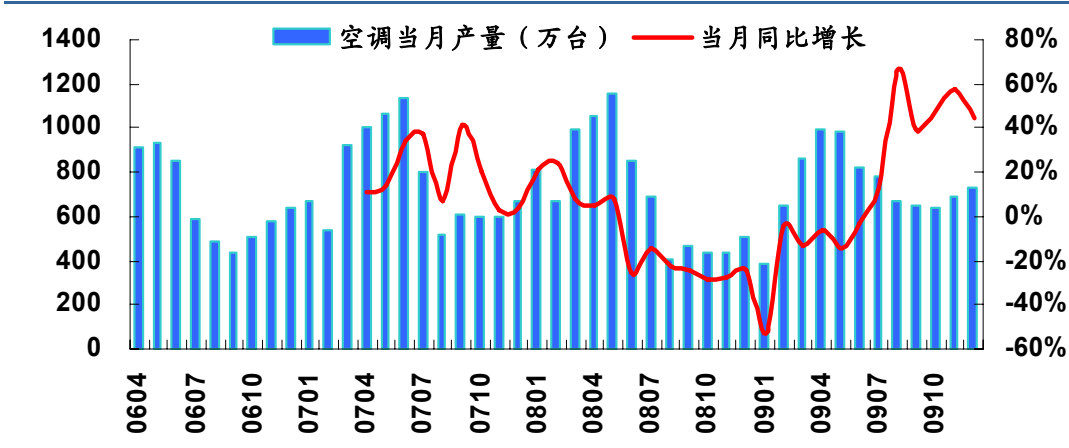
资料来源: wind

图表 36 冰箱产量及增长情况



资料来源: wind

图表 37 空调产量及增长情况

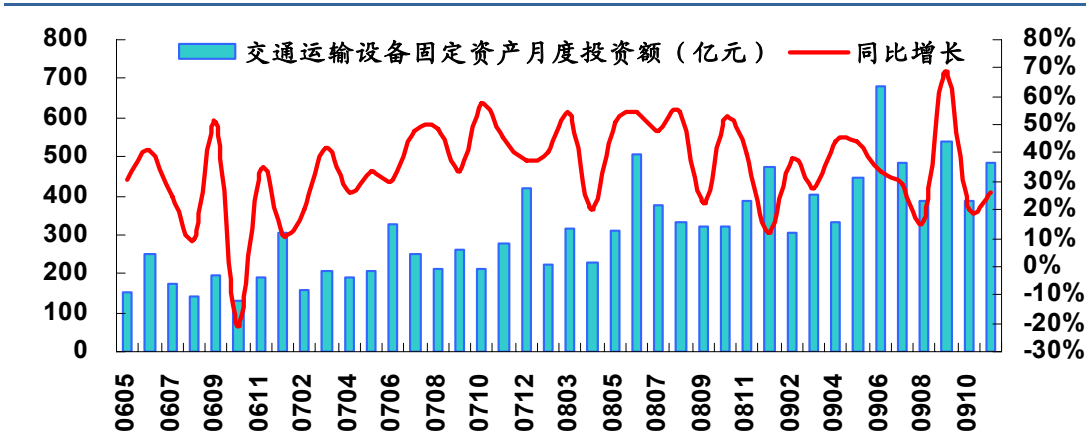


资料来源: wind

机械对钢材需求的拉动

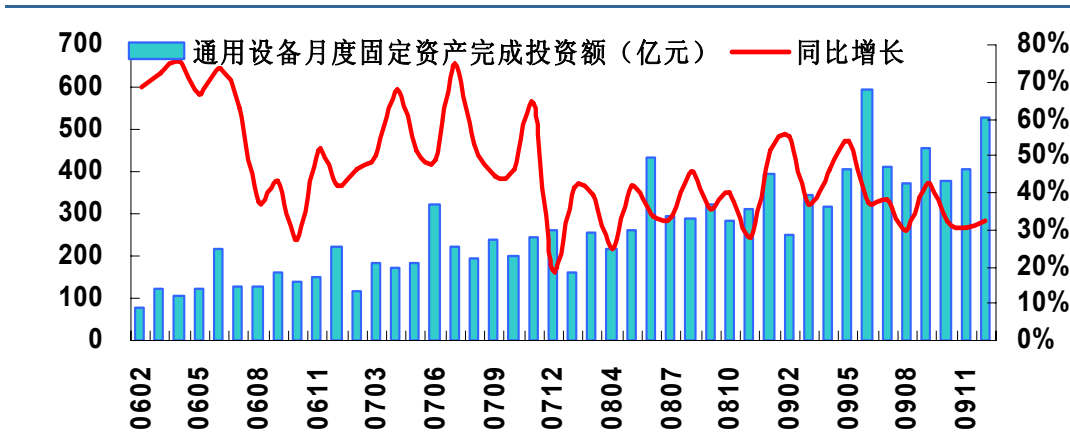
机械和其它方面固定资产投资 09 年也保持 20% 以上速度增长, 预计 2010 年仍能保持 10% 以上增速。

图表 38 交运设备固定资产投资情况



资料来源: wind

图表 39 通用设备固定资产投资情况



资料来源: wind

对 09 年、2010 年各行业粗钢消费的预测

图表 40 粗钢需求预测

粗钢需求预测（万吨）	2008 年	2009 年 F	YOY%	2010F	YOY%
房地产（建筑）	17940	20810	16%	24972	20%
基础设施	5060	6932	37%	8180	18%
机械	8740	9177	5%	9728	6%
汽车	2760	3864	40%	4250	10%
其它	11500	12305	7%	13289	8%
合计	45648	53089	16.3%	60420	13.8%

资料来源: 华创证券

3.3 2010 年的出口预期

目前出口数据逐月变好，但考虑贸易摩擦和国外开工率的提高，和人民币可能小幅升值的可能，我们预测 2010 年月平均出口量 300 万吨，全年出口钢材 3500 万吨左右。

在不考虑库存的情况下，对 2009 年和 2010 年粗钢表观消费量的预测

图表 41 表观消费量的预测

单位（万吨）	2008 年	2009	YOY%	2010F	YOY%
粗钢产量	50048	56800	13.5%	62500	10.0%
进口量	1523	1763	15.9%	2000	13.3%
出口量	5923	2460	-59.0%	3500	44.3%
表观消费量	45648	56103	23.0%	61000	8.7%

资料来源: 华创证券

目前国内库存处在相对高位，表观消费量部分一部分以库存形式存在，我们预计折成粗钢库存大概在 2000 万吨左右。可以说 09 年比 08 年多生产粗钢 6000 万吨，少出口了 3500 万吨，折算下来国内资源量多供给了 9500 万吨，其中国内消费需求增长了 7500 万吨左右，其它就是多增的库存 2000 万吨左右。

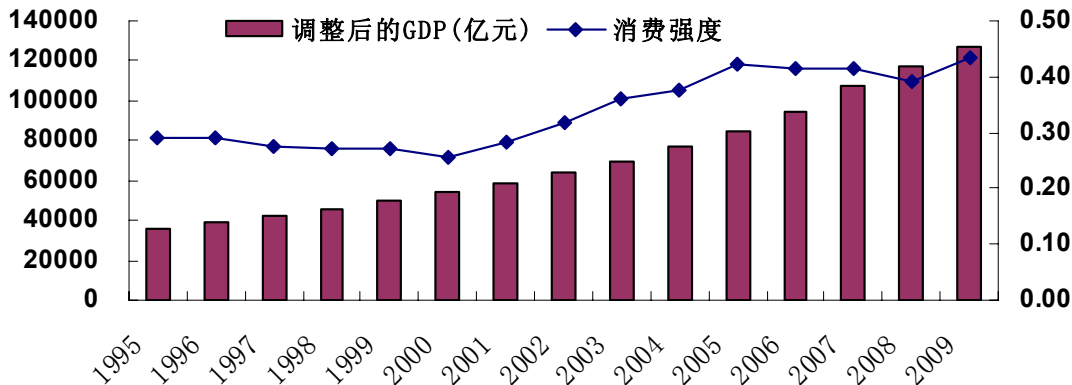
我们预计 2010 年国内粗钢消费量在 60000 万吨左右，净出口预计 1500 万吨左右，总体供需

敬请阅读正文之后的免责声明

情况要好于 09 年，可能出现总库存下降情况。

3.4 考虑消费强度的可能用钢需求

图表 42 GDP 与钢铁消费强度变化



资料来源：华创证券

我们以 1991 年为基数，对 GDP 进行了调整，按可比价格计算了 GDP 消费强度，05 年—07 年基本稳定在 0.41-0.42 之间，09 年消费强度达到了 0.44，考虑有库存影响因素，2010 年消费强度按 0.43 计算，GDP 按 9%估算，2010 年粗钢表观需求量分别为 59600 万吨。

综上述，我们认为 2010 年国内粗钢需求量在 60000 万吨左右，产量在 62500 万吨左右，供需情况要好于 09 年，总库存可能会降低。

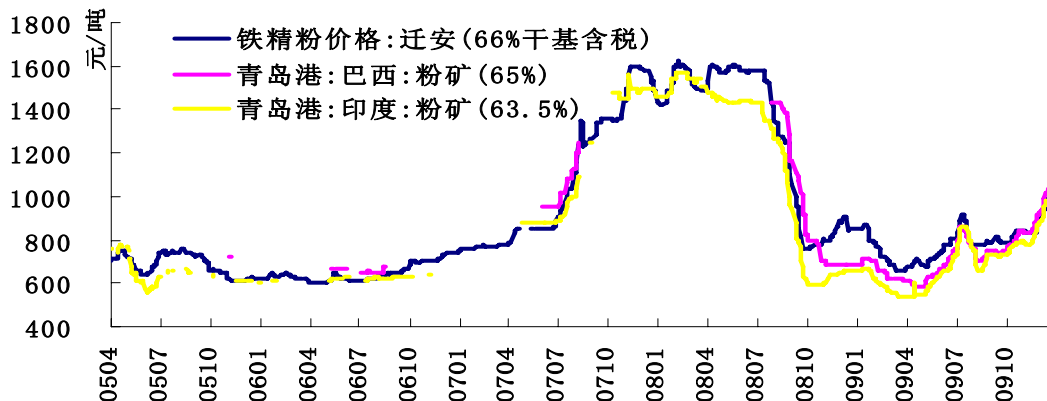
细分品种来看，建筑用材（螺纹钢、线材）受益城镇化建设的加快、房地产投资力度加大，需求量大，且供给量增长不大。城镇化进程的加快也拉动了汽车、家电等需求，冷轧薄板（镀锌板）2010 年仍是紧俏产品。

三、成本价格预期

1、成本情况

1.1 铁矿石

图表 43 铁矿石现货价格变化



资料来源：mysteel

铁矿石 09 年谈判不了了之，2010 年谈判已经开始，在 09 年下降 33%的基础上，我们判断 2010 年价格将会上涨，只是幅度问题，目前几大矿产商要求上涨 30%以上，我们估计 FOB 价格上涨大概 20%以上。

上涨原因：

长协矿和现货矿到岸价有价差

目前的澳大利亚到北仑港的进口到岸价为 900 元/吨左右；澳大利亚 FOB 价为 61 美元/吨，目前运费在 12 美元/吨左右，长协矿进口到岸价为 600 元/吨，目前现货矿到岸价高出长协矿 50%。

全球经济复苏势头基本确立，国际市场整个开工率在提高，矿石需求增加；澳元短期内对美元升值了 50%以上。

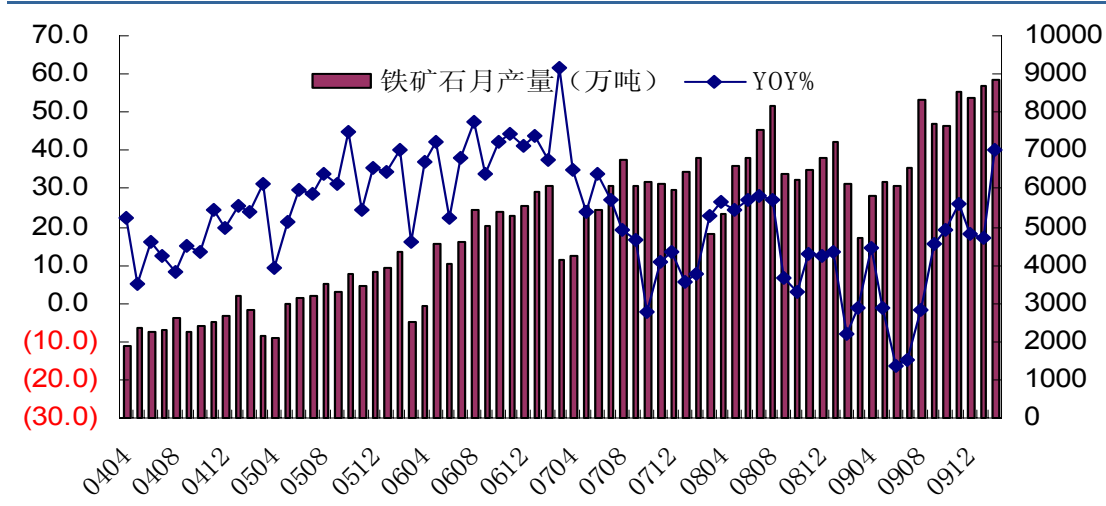
近几个月铁矿石大量进口、港口库存的增加，短期内供应充足，且国内铁矿石产量也大幅增加，这是谈判有利的因素。

图表 44 澳元最近大幅升值



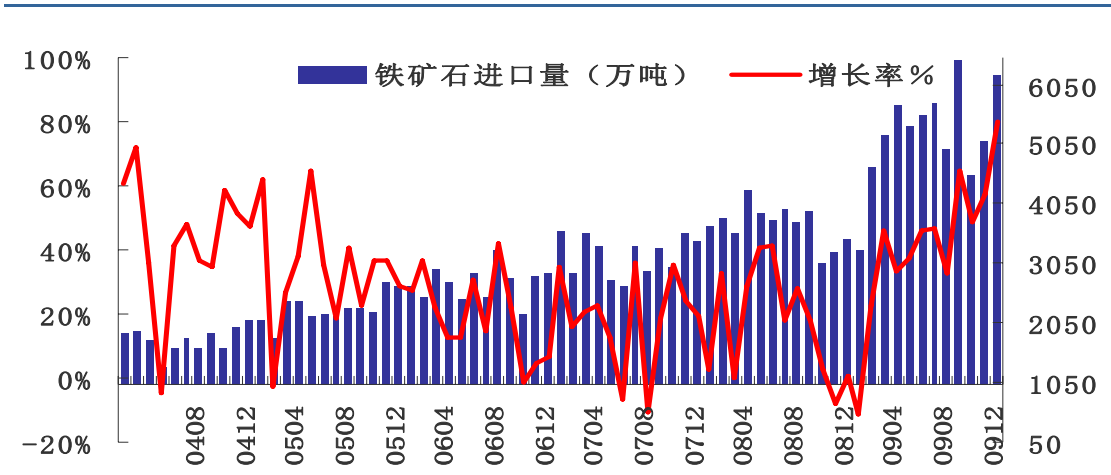
资料来源: wind

图表 45 国内铁矿石产量



资料来源: wind

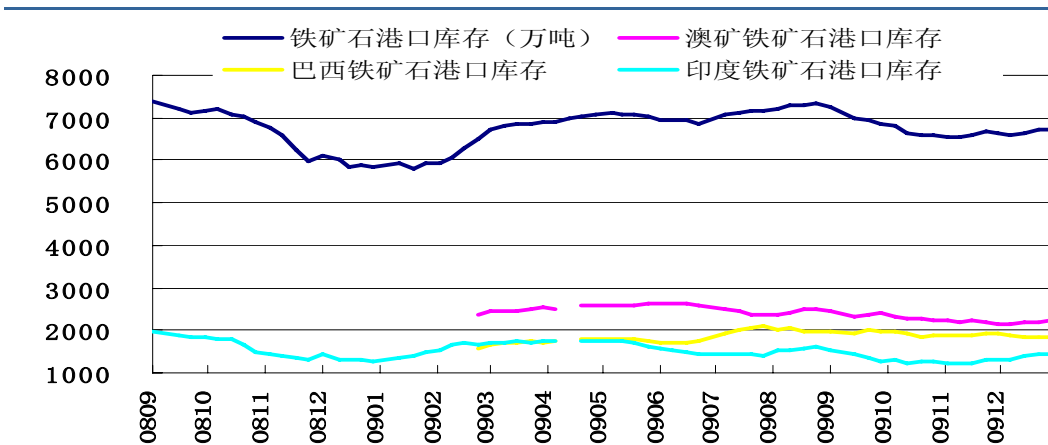
图表 46 铁矿石进口量情况



资料来源: wind

铁矿石港口库存量总体仍处在高位水平

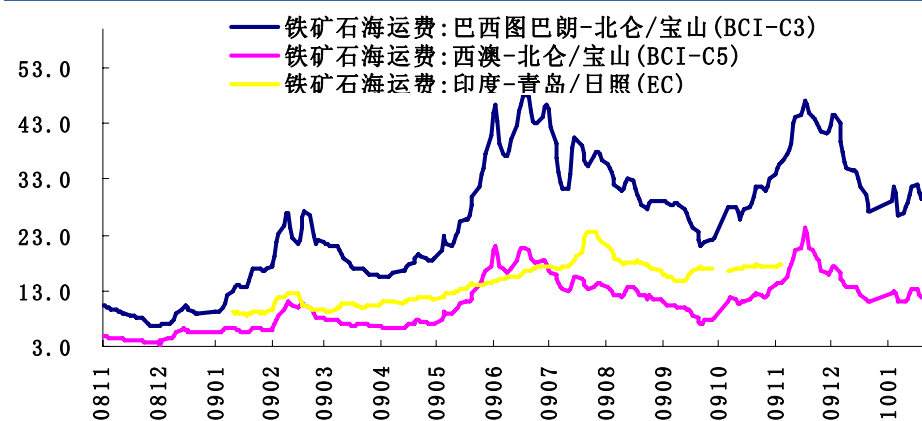
图表 47 铁矿石港口库存情况



资料来源: mysteel

海运费

图表 48 铁矿石运费情况

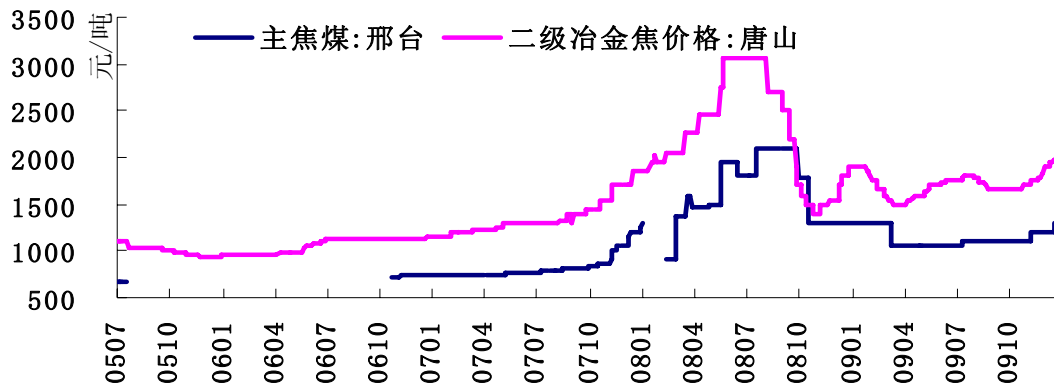


资料来源: mysteel

1.2 焦炭

焦煤供应紧张，焦炭后期下降空间不大，2010 年预期将上涨 10% 以上。

图表 49 焦煤、焦炭价格变化情况



资料来源: wind

按矿石价格上涨 20%，钢材成本上升约 135 元；焦煤价格上涨 10%，09 年平均价格为 1100 元/吨，焦煤价格上涨带来成本上升 75 元。2010 年两项增加吨钢成本 210 元/吨。

若铁矿石长协价上涨 30%，则矿石带来吨钢成本增加 203 元/吨，考虑焦煤价格上涨，成本合计增加 277 元/吨，成本上升将推动价格上涨，我们先按协议价上涨 20% 测算。

2、价格预期

2010 年价格预期

从我们对 2010 年的需求和供给预期分析来看，2010 年供需情况要好于 2009 年，再考虑目前国家对新上钢铁产能的严格控制，新增产能可能还要低于我们的预期，如果 2010 年度的平均产能利用率控制在 85% 以下（和近几年来平均产能利用率相当），那么 2010 年供需形式还是相对乐观的。

一季度尽管是消费淡季，但受矿石、焦煤价格上涨影响，成本推动价格上升；

短期内货币政策变化对价格有影响

受央行上调存款准备金率、上调央票利率，对整个流动性的担忧影响钢材期货市场，现货市场价格也小幅回调；同时，市场担心货币政策对地产行业影响大，进而影响钢材需求；另一方面，受矿石价格影响较大，铁矿石货价大涨，市场担心协议价涨幅超过预期，吨钢利润收窄；此外，今年天气偏冷，市场对短期需求有担忧。

尽管货币政策在收紧中，但全年固投速度仍将保持在较高水平，3—4 月消费旺季到来，钢材价格将由目前的成本推动变为需求推动价格回升，我们认为在通胀初期，钢铁行业向下游价格传导能力强，吨钢利润将有所上升。

随着下游复苏势头的加快，薄板材市场价格也会上涨，冷轧薄板总体表现要强于热轧薄板、中厚板，主要是后两个品种近两年产能增加较快。

图表 50 各品种价格走势预期

	螺纹钢(16mm)	线材(6.5mm)	中厚板(20mm)	热轧薄板(3mm)	冷轧薄板(1mm)
2008Q1	4755	4754	5508	5132	6089
2008Q2	5493	5686	6400	5731	6926
2008Q3	5216	5266	6128	5781	6651
2008Q4	3747	3539	3777	3713	4364
2009Q1	3611	3517	3713	3798	4396
2009Q2	3555	3433	3368	3502	4289
2009Q3	4000	3836	3746	3963	5085
价格上升	445	403	377	460	797
2009Q4	3650	3500	3550	3700	4700
价格变化	-190	-229	-63	-194	1
2010Q1F	3950	3850	3900	3950	5350
2010Q2F	4150	4000	3950	4100	5400

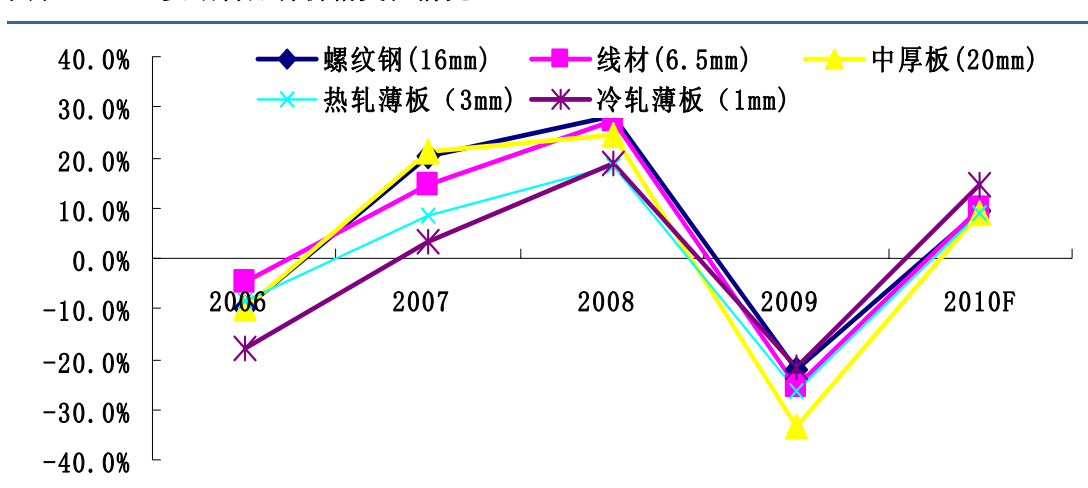
资料来源：华创证券 宝山钢市

图表 51 主要品种年度价格预期

	螺纹钢(16mm)	线材(6.5mm)	中厚板(20mm)	热轧薄板(3mm)	冷轧薄板(1mm)
2005	3448	3464	4006	4329	5962
2006	3113	3299	3604	3963	4900
2007	3743	3777	4376	4293	5053
2008	4803	4811	5453	5089	6007
2009	3744	3598	3627	3758	4714
2010F	4100	3950	3950	4100	5400
上涨	356	352	323	342	686

资料来源：华创证券

图表 52 主要钢材品种价格变化情况



资料来源：华创证券

我们预期，2010 年钢材价格平均上涨 9% 以上，冷轧薄板价格预期价格上涨幅度最大，涨幅 14.6%。

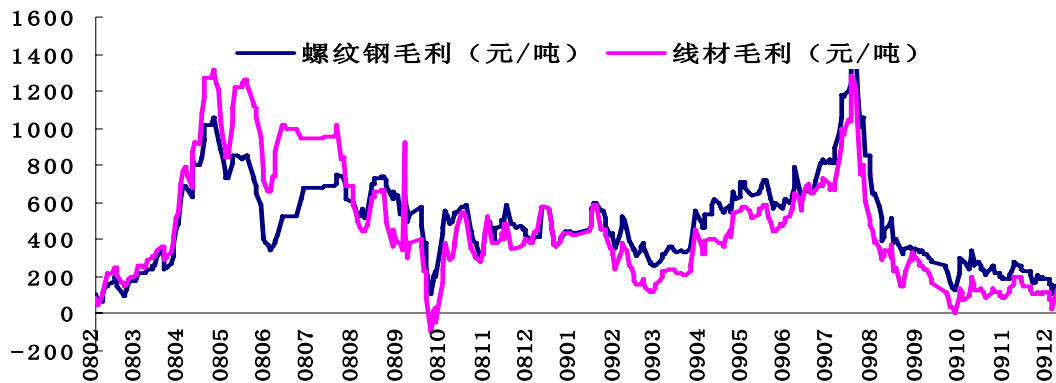
3、预期吨钢毛利变化情况

考虑矿石、焦炭等成本因素，考虑炼钢、轧钢成本的变化，我们按现货价粗略了各品种可预测毛利变化情况。

螺纹钢、冷轧薄板吨钢利润情况要好于其它品种。

从毛利测算中我们可以看到，价格的波动使得吨钢毛利在暴利和亏损间大幅波动，预期 2010 年吨钢材价格不会出现 09 年一样大的波动，合理利润值得期待。

图表 53 螺纹钢线材可预测毛利情况



资料来源：华创证券

图表 54 冷轧薄板可预测毛利情况



资料来源：华创证券

按我们前述判断，09 年平均吨钢成本上涨 210 元/吨以上，而价格平均上涨近 300 元/吨，建筑用材吨钢毛利将恢复到 250 元/吨以上，冷轧薄板上漲幅度更大，吨钢毛利可能达到 700 元/吨以上。

09 年预计行业利润总额 940 亿元，09 年 9—11 月行业利润总额 357 亿元，我们认为基本恢复到合理水平，按此平均计算，2010 年合理利润预计 1428 亿元，预计行业利润增长 52%。

四、并购重组、资产注入仍是 2010 年行业看点

2009 年 3 月出台的钢铁产业振兴规划和 9 月国务院发布的 38 号文，明确提出，严格控制产能过剩行业盲目扩张和重复建设，推进企业兼并重组和联合重组，加快淘汰落后产能；

充分利用当前市场倒逼机制，在减少或不增加产能的前提下，通过淘汰落后、联合重组和城市钢厂搬迁，加快结构调整和技术进步，推动钢铁工业实现由大到强的转变。不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目。

在此背景下，钢铁产业的并购重组也是未来行业发展的必由之路。

目前国内钢铁企业的兼并重组主要有以下几种情况

- （一）央企对地方国资控制的中、小钢企的重组；主要以宝钢、武钢、鞍钢为主导。
- （二）地方政府为主导的省内企业联合重组，目前已经基本作成的是河北钢铁集团、山东钢铁集团

以上两种是目前并购的主要形式

此外，目前的并购形式还包括地方国资控股的大钢企向省外的并购，包括首钢并购山西长治钢铁公司、贵州水钢等，民营企业间的并购，例如沙钢集团主导的并购等。

2010 年我们重点关注的公司包括首钢股份、三钢闽光、新钢股份等。

图表 55 3 大央企并购情况

	已并入	年产量（万吨）	可能并入	年产量（万吨）	涉及到上市公司	
宝钢系	宝钢集团	2400	新钢集团	650	宝钢股份	
	广钢集团	250	包钢集团	1000	广钢股份	新钢股份
	韶钢集团	430	杭钢集团	350	韶钢松山	包钢股份
	新疆八一钢铁	550			八一钢铁	杭钢股份
	宁波钢铁	300				
合计		5930				
鞍钢系	鞍钢集团	2000	攀钢集团	820	鞍钢股份	攀钢钢钒
	本溪钢铁	900	福建三钢集团	550	本钢股份	三钢闽光
			凌钢集团	310		凌钢股份
合计		4580				
武钢系	武钢集团	1400			武钢股份	
	鄂钢集团	260			柳钢股份	
	昆钢股份	580				
	柳钢集团	850				
合计		3090				

资料来源：华创证券

图表 56 全国钢企分布图



资料来源: MYSTEEL

五、投资策略

1、市场快速回调带来波段超作机会

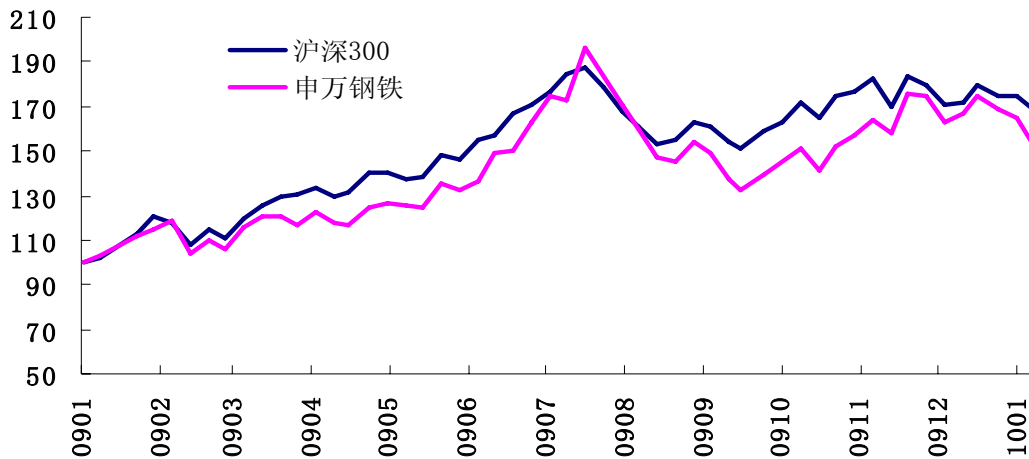
近期市场调整较大, 钢铁板块调整幅度超过大盘, 主要有两方面的原因:

一方面, 央行上调存款准备金率、上调央票利率, 对整个流动性的担忧影响钢材期货市场, 现货市场价格也小幅回调; 同时, 市场担心货币政策对地产行业影响大, 进而影响钢材需求;

另一方面, 受矿石价格影响较大, 铁矿石现货价大涨, 市场担心协议价涨幅超过预期, 吨钢利润收窄; 此外, 今年天气偏冷, 市场对短期需求有担忧。

09 年全年钢铁板块走势弱于沪深 300

图表 57 沪深 300 与申万钢铁指数走势对比



资料来源：华创证券

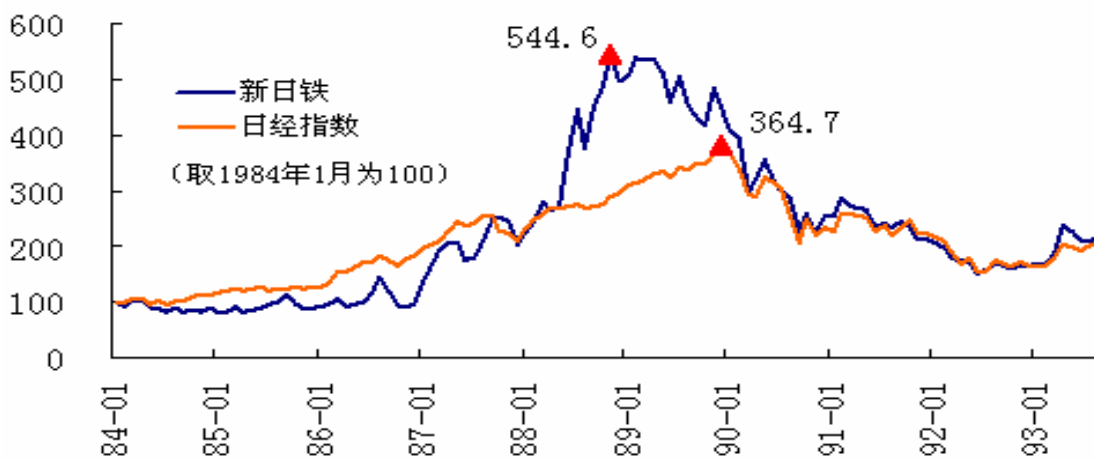
我们认为本次调整为钢铁板块的波段超作提供了机会。

尽管货币政策在收紧中，但全年固投速度仍将保持在较高水平，我们仍维持在 20%以上预期，3—4 月消费旺季到来，钢材价格将由目前的成本推动变为需求推动价格回升，我们认为在通胀初期，钢铁行业向下游价格传导能力强，吨钢利润将有所上升。

两会前后，预计将有有关城镇化的具体政策出台，这也将为钢铁板块的波段性超作提供了契机。

根据华创研究所策略组的研究，日本 86 年后日币升值、城镇化过程中，资产市场上钢铁行业涨幅居前，而我们所处的背景和日本当时有相似之处。

图表 58 新日铁与日经指数对比



资料来源：华创证券

图表 59 历次升值期间日本各行业指数涨幅

行业	第一次	行业	第二次	行业	第三次
采矿	448.0%	油和煤生产	235.8%	钢铁	483.6%
航运	379.4%	采矿	208.4%	公路	426.8%
钢铁	257.6%	服务业	138.2%	建筑	397.8%
运输设备	241.5%	房地产	133.8%	航运	396.8%
通信	224.5%	航运	128.7%	仓储	342.6%
油和煤生产	198.5%	钢铁	124.9%	农林牧渔	332.3%
日经指数	158.7%	日经指数	135.0%	日经指数	296.8%
全部平均	201.3%	全部平均	119.4%	全部平均	257.5%

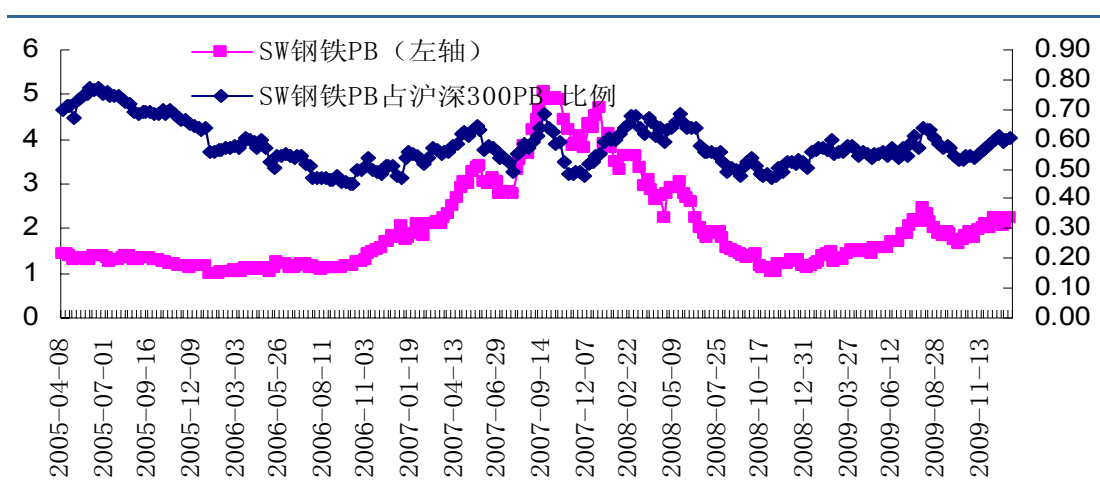
资料来源：华创证券

2、PB 相对估值优势

钢铁行业是典型的周期性行业，PB 估值更为科学，目前钢铁行业 PB 在 2 倍左右，05 年至今 PB 在 0.97—5 倍之间，平均 PB 2 倍；钢铁行业 PB 指数占沪深 300 比例目前是 0.6，和历史平均水平接近。

钢铁公司 08 年 4 季度巨亏，08 年全年增加净资产不高，PB 有所高估，所以我们认为钢铁板块 PB 估值优势仍然突出。

图表 60 钢铁板块 PB 及其与沪深 300PB 比例情况



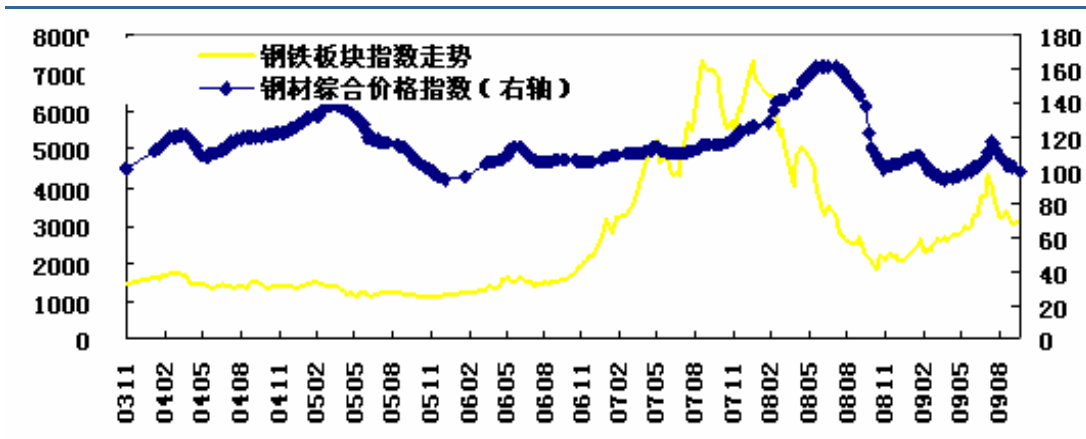
资料来源：华创证券

PE 估值高于沪深 300

钢铁行业一般时候 PE 估值都低于沪深 300PE，只有在景气低点时，PE 高于平均水平，而这也恰恰是介入的机会。

除受大盘影响外，钢铁板块和钢价走势亦步亦趋，目前经常是股价提前反映对钢材价格的预期，而当行业景气高，PE 极低时，股票就开始回落了。

图表 61 钢铁板块指数走势与钢价走势对比



资料来源：华创证券

3、推荐冷轧薄板材、建筑用材上市公司

在 2010 年经济回升的大背景下，需求的增长毋庸置疑，在国家严控产能大政策下，如果行业的开工率保持在正常水平，钢材价格的回升是值得期待的，钢铁行业保持合理的利润也是完全可能的；

我们推荐两类公司：

（一）随着我国城镇化进程的加快，汽车、家电等行业消费仍将保持较快增长，看好以冷轧薄板（镀锌板）为主的公司宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份。

（二）考虑 2010 年地产、基础设施建设投资仍将持续，再加上城镇化进程的加快，以建材为主的公司仍是我们的重点，重点公司新兴铸管、八一钢铁。

此外特钢类的公司我们重点推荐业绩稳健的大冶特钢。

图表 62 主要上市公司业绩预期

代码	钢产量 (万吨)	EPS			PE			PB	
		前 3 年平均	2009F	2010F	前 3 年平均	2009F	2010F		
宝钢股份	600019	2300	0.62	0.33	0.65	12.1	22.7	11.5	1.4
鞍钢股份	000898	1800	0.8	0.18	0.75	14.7	65.2	15.7	1.6
武钢股份	600005	1450	0.66	0.18	0.45	10.2	37.5	15.0	2.0
新兴铸管	000778	400	0.36	0.73	0.9	33.7	16.6	13.5	1.9
大冶特钢	000708	120	0.63	0.74	0.8	19.8	16.9	15.6	2.9
八一钢铁	600581	500	0.3	0.07	0.56	42.3	181.1	22.6	3.6

注：按 1 月 27 日收盘价计算

资料来源：华创证券

图表 63 敏感性分析

价格波动 100 元/吨	钢产量（万吨）	总股本（万）	净利润变化（万）	EPS 变化（元）
宝钢股份	2300	1751200	172500	0.10
武钢股份	1450	783815	108750	0.14
鞍钢股份	1800	723481	135000	0.19
大冶特钢	120	44941	9000	0.20
八一钢铁	500	76645	42500	0.55
新兴铸管	400	147000	30000	0.20

资料来源：华创证券

3.1 宝钢股份（600019）

- **城镇化进程加快推动冷轧薄板需求快速增长** 在国家大力推进城镇化进程政策下，下游汽车、家电等中长期将保持快速发展，有力拉动对冷轧薄板的需求，日本城镇化进程中龙头企业新日铁充分受益，国内龙头宝钢也必然在城镇化加速过程中充分受益。
- **“精品+规模” 产品结构优化 稳健发展**，目前宝刚独有及领先产品产量占比达到了 40%，冷轧薄板产品比例达到了 35%，后期仍会增长；目前冷轧产品国内市场占有率 19%，冷轧汽车板国内市场占有率 50%。
- 2009 年、2010 年预计净利润增长—10.9%、97%，EPS 预计分别为 0.33 元、0.65 元 PE 分别为 23、11 倍, 推荐。

3.2 大冶特钢（000708）

- **特钢成长空间更大** 发达国家特钢平均占比在 15—20%，而我国目前占比不到 10%，随着我国工业化进程的深入，特钢未来成长空间要远大于普钢。
- **1—3 季度 ROE 钢铁行业第一， 产品结构调整是后期的看点** 公司后期发展的亮点在于产品结构的调整，高附加值产品目前占比 30%左右，后期提升空间还很大，内生增长是公司后期的看点。
- **2010 年，吨钢利润上升，业绩增长 10%，2011 年后公司新投资锻造工程项目投产**，将进一步提升毛利水平，预计净利润增长 8% 以上。

3.3 武钢股份（600005）

- 武钢是国资委管理钢铁四大央企之一，国内综合实力排名前三；产品以薄板材为主，80% 以上均为板材，产品附加值高；且公司大部分均为 96 年以后更新改造设备，目前基本都是国际最先进的生产线，装备水平高。
- 公司目前有近 30 万吨产能的曲向硅钢，目前在国内处于垄断地位，年末三硅钢投产，又增加 12 万吨曲向硅钢产能。
- 公司冷轧产品收入占公司总收入的 45% 左右，且 3 冷轧（100 万吨）投产后，冷轧比例进一步提升；

- 公司产品大部分均为高附加值产品，吨钢合理利润应在 400 元以上，年合理 EPS 应在 0.4-0.6 元，06 年、07 年、08 年 EPS 分别为 0.5 元、0.83 元、0.66 元，目前股价风险不大，建议增持。

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

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。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801