

2010-04-06

行业研究 / 跟踪报告

钢铁

增持/ 维持评级

矿石资源主题仍将盘桓

分析师

黄静

SAC 执业证书编号:S1000208120164
+755-82492060 huangjing@lhqz.com

联系人

刘晓

+755-82364269 liuxiao@lhqz.com

- 我们之前的投资预判：1)、国内钢企的矿石平均购入成本不会进一步大幅飙升；2)、国内钢企平均盈利将逐步改善。
- 判断依据：随新一轮矿石合同的最终达成，我们预计：1、三大矿山将恢复发货量；2、国内钢厂的部分矿石采购需求退出现货市场转至长协渠道，因而长协合同价格的谈定，即便在 100%的大幅上升，仍将稳定而非推升现货价格；3、除少数主要依靠进口长协渠道购入矿石的企业将遭受成本的一次大幅提升冲击之外，多数目前在现货市场采购的钢铁企业成本将趋于稳定，不会出现进一步的大幅飙升；4、2 季度进入钢材消费旺季，钢铁企业的提价将在 2 季度持续，毛利将得以持续改善。
- 本周中钢协的最新抵制表态使矿石谈判结局又存不确定性，使我们之前的预判需作出局部调整，钢厂的毛利复苏时段或被延后：
- 矿石谈判最新动向：日韩与三大矿山谈判已接近尾声。韩国浦项钢铁近日表示已初步同意 4-6 月以每吨 100-105 美元的价格从巴西淡水河谷进口铁矿石。但中国与三大矿山谈判结局仍存不确定性。虽然市场普遍预期中国钢企最终将跟随日韩的谈判结果，但中钢协近日发表的“号召国内具有进口铁矿石资质的钢企和贸易商，在接下来的两个月内不从三大矿山进口铁矿石，抵制其垄断行为”的言论，使谈判的最终走向又陷入迷雾。
- 我们跟踪测算国内矿石的供需状况（图 9），结果显示 2010 年初以来，随 3 大矿山有意识的控制发往中国的矿石量，国内矿石供需显著趋紧，推动现货矿石价格不断走高。中钢协的抵制言论将客观加剧矿石国内供应趋紧的形势，判断未来矿石现货价格仍将保持升势，钢厂盈利仍将被不断侵蚀。
- 在投资标的选择上短期内我们认为仍以资源主题为主导，偏好于拥有矿石资源优势的酒钢、凌钢，及集团以优惠价格供给铁矿石的太钢不锈：
- 我们对于钢铁企业将进入盈利改善阶段的逻辑框架依然成立，但对其时点的判断因势推延。我们预计在未来 1-2 周内现货价格会因供需可能的进一步趋紧而持续上涨，使市场在对钢铁行业整体保持谨慎的同时，依然偏好于具有资源优势的钢企。

国内钢价

一周看点：钢材市场整固后价格料将继续上行

3月最后1周钢材价格上行速度明显放缓，螺纹1010主力期货合约周下跌6点，亦同样显示盘整态势。随各钢厂近期频繁且大幅地提升出厂价格，市场存在消化调整的客观要求。

我们预计下周钢厂将放缓加价节奏，以观察终端市场的消化承载状况，市场将进入一个整固阶段。但基于对实体需求的乐观预期，我们相信目前钢材市场已进入价格上升期，并将在4月持续。

表 1、国内主要钢材品种价格变动（元/吨）

产品	型号	现价 10/04/02	1周变动		1月变动		1季变动		距年内高点
			+/-	%	+/-	%	+/-	%	+/-
螺纹	20mm	4325	45	1.05	535	14.12	519	13.64	-349
线材	6.5mm	4395	53	1.22	545	14.16	551	14.33	-271
热轧	3mm	4449	65	1.48	501	12.69	550	14.11	0
冷轧	1mm	6104	32	0.53	359	6.25	443	7.83	-5
中板	20mm	4615	116	2.58	619	15.49	697	17.79	0

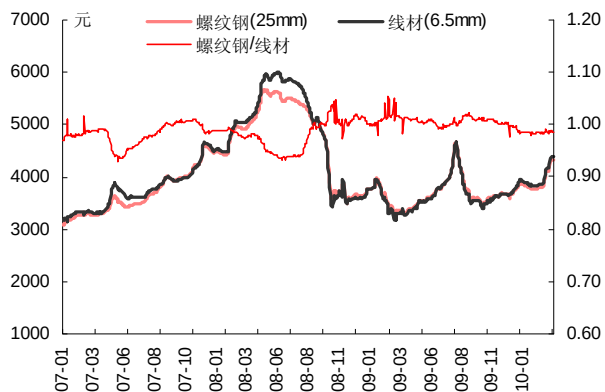
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所整理

表 2、国内主要钢材品种间价格比值变动

	现值 10/04/02	距历史均值 +/-
螺纹 / 线材	0.98	0.00
热轧 / 螺纹	1.03	-0.14
冷轧 / 螺纹	1.41	-0.09
中板 / 热轧	1.04	0.02
冷轧 / 热轧	1.37	0.09

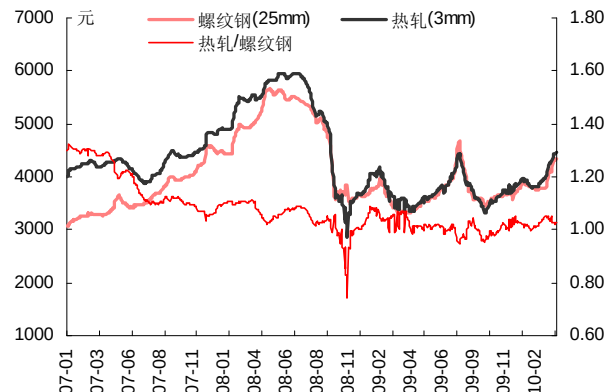
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所整理

图 1、螺纹钢、线材价格走势及对比



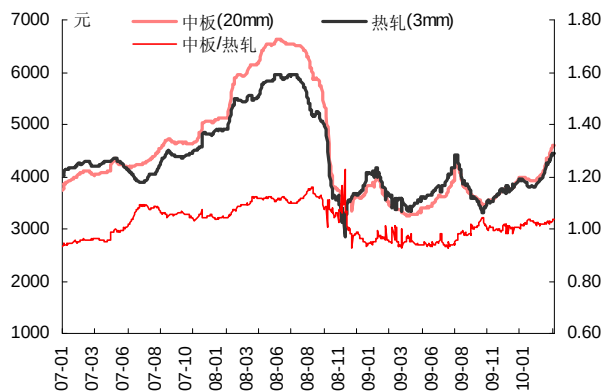
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所整理

图 2、螺纹钢、热轧价格走势及对比



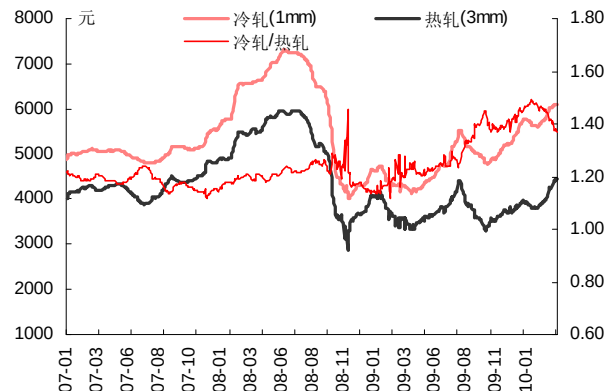
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所整理

图 3、中板、热轧价格走势及对比



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所整理

图 4、冷轧、热轧价格走势及对比



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所整理

国际钢价

一周看点：国际钢价上扬推动出口显著复苏

本周国际钢市继续上涨。CRU 国际钢价综合指数比上周上涨 6.8%，比上月上涨 14.7%，比去年同期上涨 41.1%。CRU 扁平材指数比上周上涨 6.8%；CRU 长材指数比上周上涨 6.8%。欧洲市场保持坚挺，北欧钢厂开始上调二季度薄板价格。美国市场保持坚挺，4 月份废钢继续上涨的可能性很大，钢厂将再度提价。亚洲市场保持坚挺，需求回升，市场价格继续上涨。总体上判断，短期内国际市场将持续坚挺。

国内外钢材价差方面，随海外市场钢材价格不断提升，钢材价差在对国内钢价构成明显支撑的同时，利于国内钢材出口特别是板材产品出口的明显恢复。

表 3、国际市场主要钢材品种价格变动（美元/吨）

产品	地区	本周价 10/04/01	1 周变动		1 月变动		1 季变动	
			+/-	%	+/-	%	+/-	%
螺纹	美国钢厂	639	0	0.00	38	6.32	126	24.56
	欧盟钢厂	588	0	0.00	49	9.09	74	14.40
	韩国市场	623	0	0.00	11	1.80	54	9.49
	日本市场	686	11	1.63	81	13.39	85	14.14
	东南亚进口	630	10	1.61	50	8.62	120	23.53
	独联体出口	580	40	7.41	95	19.59	140	31.82
中板	美国钢厂	849	0	0.00	44	5.47	143	20.25
	欧盟钢厂	670	0	0.00	29	4.52	22	3.40
	韩国市场	786	0	0.00	19	2.48	30	3.97
	日本市场	1006	22	2.24	9	0.90	15	1.51
	东南亚进口	680	30	4.62	80	13.33	170	33.33
	独联体出口	600	20	3.45	60	11.11	130	27.66
热轧	美国钢厂	717	0	0.00	22	3.17	133	22.77
	欧盟钢厂	684	0	0.00	111	19.37	103	17.73
	韩国市场	671	0	0.00	25	3.87	51	8.23
	日本市场	763	11	1.46	35	4.81	39	5.39
	东南亚进口	680	20	3.03	60	9.68	170	33.33
	独联体出口	625	-25	-3.85	50	8.70	115	22.55
冷轧	美国钢厂	860	0	0.00	33	3.99	176	25.73
	欧盟钢厂	766	0	0.00	84	12.32	81	11.82
	韩国市场	751	0	0.00	19	2.60	29	4.02
	日本市场	918	33	3.73	55	6.37	61	7.12
	东南亚进口	800	20	2.56	60	8.11	190	31.15
	独联体出口	735	20	2.80	85	13.08	125	20.49

资料来源: Mysteel, 华泰联合证券研究所整理

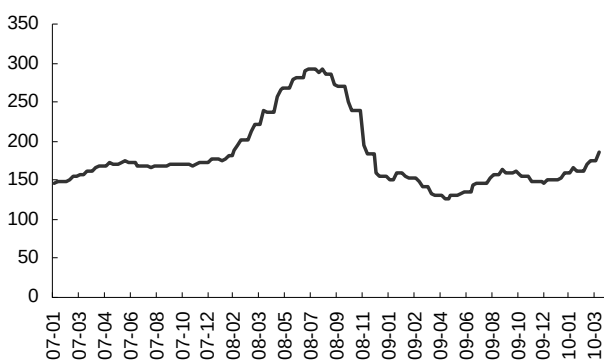
表 4、中国与主要国际钢材品种价差比较（美元/吨）

		螺纹	中板	热轧	冷轧
美国 - 中国	本周	35	172	72	-38
	上周	54	191	83	-38
	上月	68	207	109	-37
欧盟 - 中国	本周	-16	-7	39	-132
	上周	3	12	50	-132
	上月	6	43	-13	-182
韩国 - 中国	本周	19	109	26	-147
	上周	38	128	37	-147
	上月	79	169	60	-132
日本 - 中国	本周	82	329	118	20

	上周	90	326	118	-13
	上月	72	399	142	-1
东南亚 - 中国	本周	26	3	35	-98
	上周	35	-8	26	-118
	上月	47	2	34	-124
独联体 - 中国	本周	-24	-77	-20	-163
	上周	-45	-78	16	-183
	上月	-48	-58	-11	-214

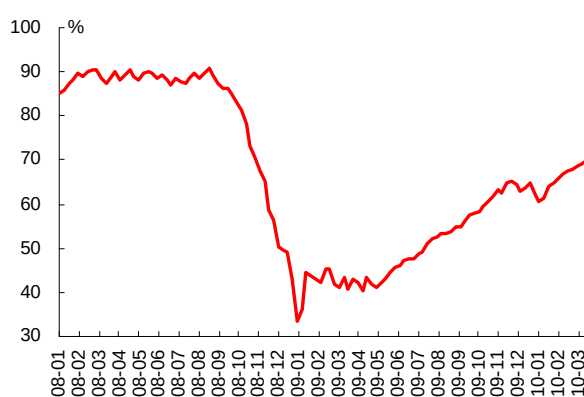
资料来源: Mysteel, 华泰联合证券研究所整理

图 5、CRU 全球钢材价格指数



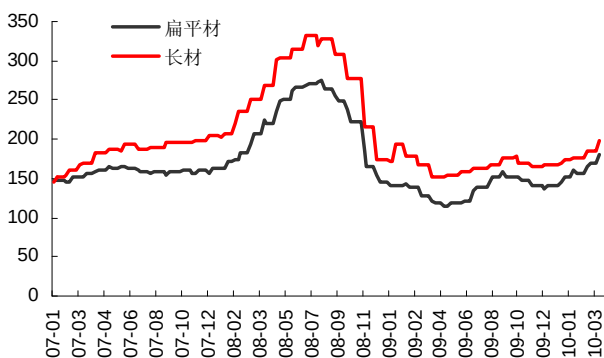
资料来源: CRU, 华泰联合证券研究所整理

图 6、美国粗钢周产能利用率



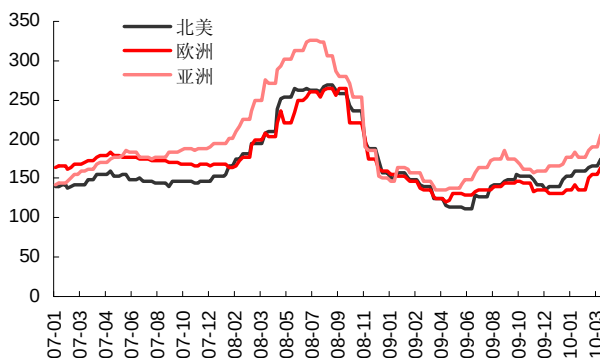
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所整理

图 7、CRU 全球扁平材、长材价格指数



资料来源: CRU, 华泰联合证券研究所整理

图 8、CRU 北美、欧洲、亚洲钢材价格指数



资料来源: CRU, 华泰联合证券研究所整理

钢铁原材料

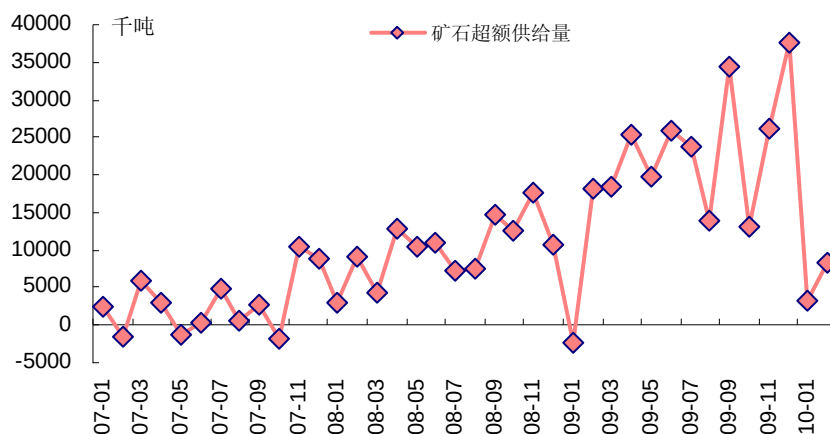
一周看点：矿石谈判不确定性依旧存在

日韩与三大矿山谈判已接近尾声。韩国浦项钢铁 4 月 2 日表示已初步同意 4-6 月以每吨 100-105 美元的价格从巴西淡水河谷进口铁矿石，价格涨幅在 83%-86%，略低于之前传出的日本钢企与淡水河谷 FOB110 美元/吨，100% 的涨幅。

但中国与三大矿山谈判结局仍存不确定性。虽然市场普遍预期中国钢企最终将跟随日韩的谈判结果，但中钢协近日发表的“号召国内具有进口铁矿石资质的钢企和贸易商，在接下来的两个月内不从三大矿山进口铁矿石，抵制其垄断行为”的言论，使谈判的最终走向又陷入迷雾。

我们跟踪测算国内矿石的供需状况（图 9），结果显示 2010 年初以来，随 3 大矿山有意识的控制发往中国的矿石量，国内矿石供需显著趋紧，推动现货矿石价格不断走高。中钢协的抵制言论将客观加剧矿石国内供应趋紧的形势，判断未来矿石现货价格仍将保持升势，钢厂盈利仍将被不断侵蚀。

图 9、2010 年 1、2 月国内矿石超额供给量显著萎缩



注：矿石超额供给量=国产矿石量+进口矿石量-（粗钢产量-废钢）×1.6

资料来源：华泰联合证券研究所整理

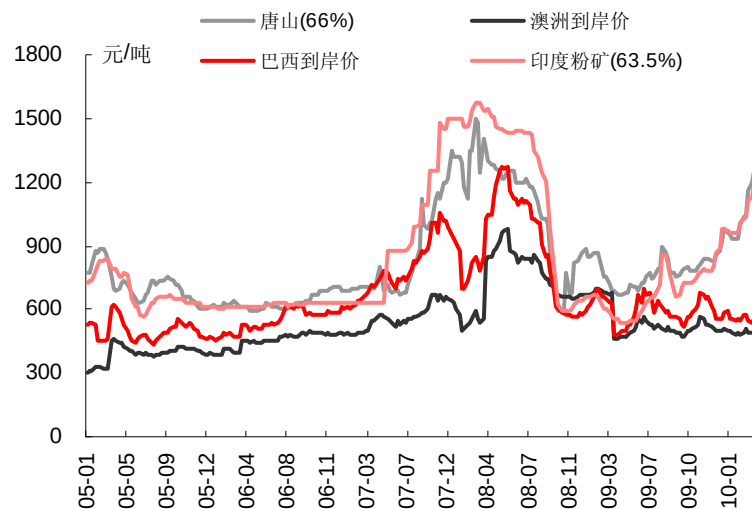
表 5、主要原材料价格变动（元/吨）

品种	产地及规格	现价	1 周变动		1 月变动		1 季变动		距年内高点
		10/04/02	+/-	%	+/-	%	+/-	%	+/-
国内铁矿石	唐山, 66% 干基含税	1250	50	4.17	215	20.77	370	42.05	0
进口现货矿	印度, 63.5%	1200	65	5.73	175	17.07	310	34.83	0
澳西-北仑海运费 (\$/t)	—	10.63	0.61	6.09	0.30	2.90	-0.42	-3.77	-10.13

图巴朗-北仑海运费 (\$/t)	—	27.09	3.11	12.97	-2.51	-8.48	0.00	0.00	-20.76
澳洲长协矿到岸价	澳洲, 65%	493	4.16	0.85	2.05	0.42	-2.84	-0.57	-191
巴西长协矿到岸价	巴西, 65%	555	21.23	3.98	-17.14	-2.99	-0.01	0.00	-142
主焦煤	邢台	1400	0	0.00	0	0.00	200	16.67	0
二级冶金焦	平顶山	1800	0	0.00	-50	-2.70	100	5.88	-100
废钢	上海	2970	0	0.00	100	3.48	220	8.00	0

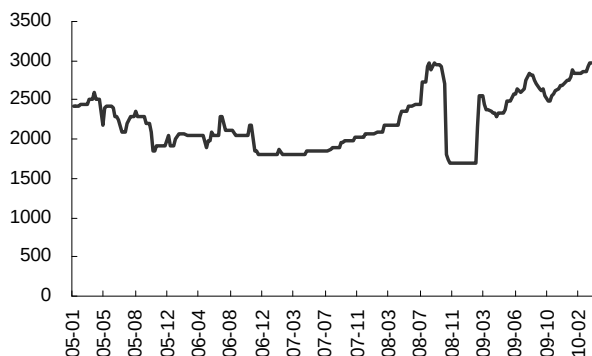
资料来源: Mysteel, Wind, 华泰联合证券研究所整理

图 10、不同产地铁矿石价格对比



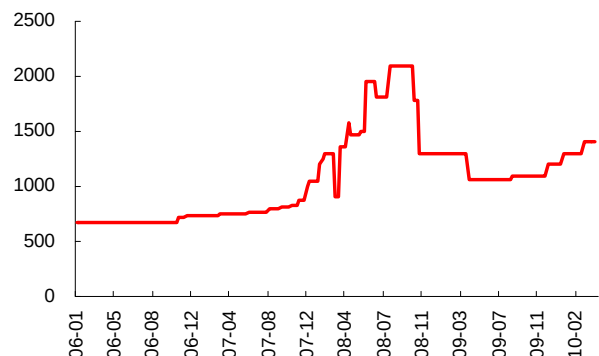
资料来源: Mysteel, Wind, 华泰联合证券研究所整理

图 11、废钢（上海含税）价格走势



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

图 12、主焦煤（邢台）价格走势



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

毛利跟踪

一周看点：钢材毛利的复苏势头或受阻隔

由于钢材价格近期出现整固态势，本周跟踪测算的各品种钢材毛利水平出现回落（表 6，7）。我们之前判断钢厂近期的提价已成功转移了成本的重负（表 7），随原料现货市场趋于稳定，若钢材价格的涨势可以持续，钢厂将进入毛利改善阶段。但中钢协的抵制言论增大了原料现货市场未来的不稳定性，使钢厂可能的毛利改善或被延迟。

表 6、依据综合成本国内主要钢材品种利润测算（元/吨 10/04/02 不含税价）

产品	市场价	综合成本	毛利			毛利率
	周变动	周变动	现值	周变动	距年内高点	现值%
螺纹	45	54	467	-15	-661	12.62
中板	116	60	423	39	-223	10.71
热轧	65	59	342	-3	-453	9.00
冷轧	32	70	1003	-43	-161	19.23

注：综合成本计算采用 65%现货矿与 35%长协矿平均值

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 7、依据现货成本国内主要钢材品种利润测算（元/吨 10/04/02 不含税价）

产品	市场价	现货成本	毛利			毛利率
	周变动	周变动	现值	周变动	距年内高点	现值%
螺纹	45	73	171	-35	-844	4.62
中板	116	82	91	17	-428	2.31
热轧	65	81	17	-25	-654	0.43
冷轧	32	96	616	-68	-379	11.81

注：现货成本计算采用 100%现货矿市场价格

资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 13、螺纹钢毛利变动测算



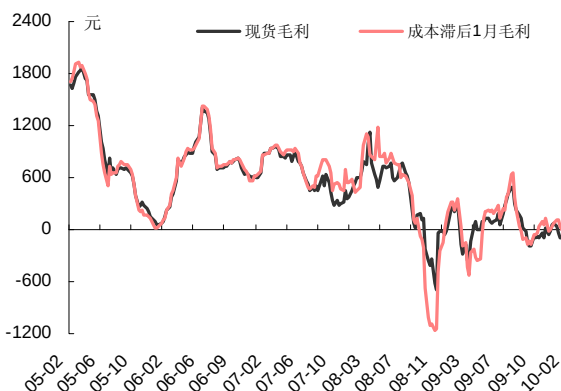
资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 14、中厚板毛利变动测算



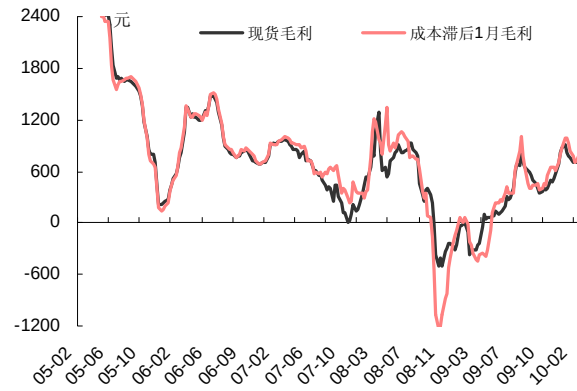
资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 15、热卷毛利变动测算



资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 16、冷卷毛利变动测算



资料来源：华泰联合证券研究所整理

库存

一周看点：流通库存降幅持续放大，但库存风险仍需警惕

本周流通市场钢材库存较上周减少 29 万吨，连续第 4 周库存持续滑落，验证了下游终端需求逐步复苏的判断。

表 8、国内主要钢材品种库存变动

	本周库存 10/04/02	库存周环比 +/-	距年内高点 +/-
螺纹钢	691	-15	-48
线材	196	-7	-38
热轧	526	-9	-48
冷轧	143	2	-6
中厚板	144	-1	-18

合计

1700

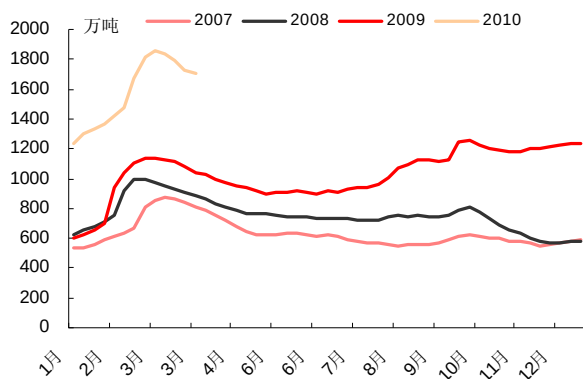
-29

-158

注：冷轧库存统计或发生口径改变导致库存异常上升

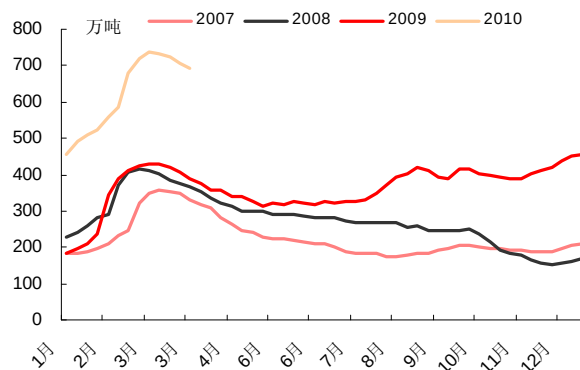
资料来源：Mysteel，华泰联合证券研究所整理

图 17、社会钢材库存整体走势



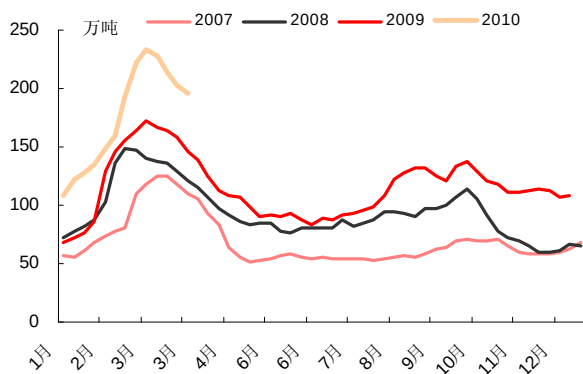
资料来源：Mysteel，华泰联合证券研究所整理

图 18、螺纹钢库存走势



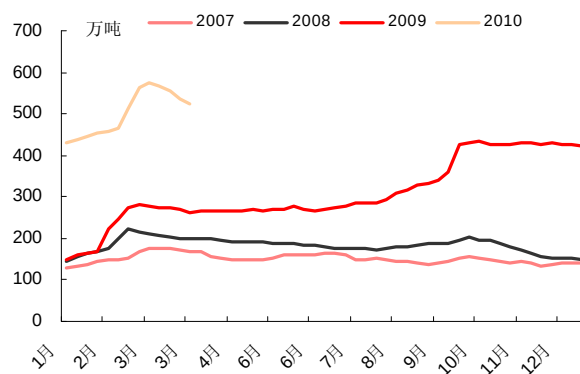
资料来源：Mysteel，华泰联合证券研究所整理

图 19、线材库存走势



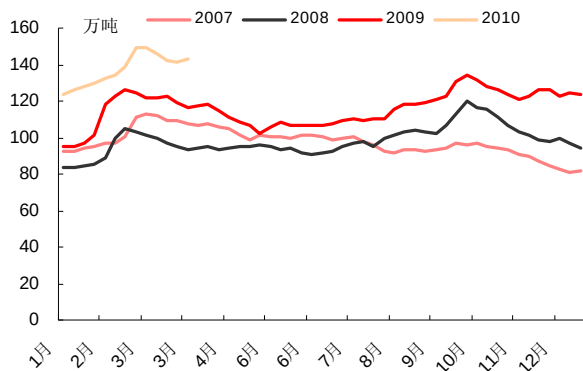
资料来源：Mysteel，华泰联合证券研究所整理

图 20、热轧库存走势



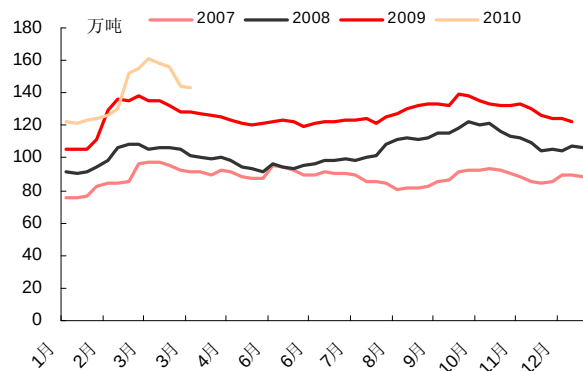
资料来源：Mysteel，华泰联合证券研究所整理

图 21、冷轧库存走势



资料来源: Mysteel, 华泰联合证券研究所整理

图 22、中厚板库存走势



资料来源: Mysteel, 华泰联合证券研究所整理

国际钢铁股走势比较

一周看点：全球钢铁股分化局势在延续

全球钢铁股本周走势再现分化局面。其中美国钢铁行业指数上涨 5.98%，欧洲钢铁行业指数涨 4.21%，而太平洋钢铁行业指数小幅上扬 2.66%。

估值方面，目前全球钢铁行业平均 2010PB 1.25-2.20，个股方面安塞乐米塔尔公司的市净率最低，为 1.00；美国 AK 钢公司市净率最高，为 2.19。以市净率估值指标衡量，国内钢铁公司估值在全球范围内处于均值上方，相对整体市场估值比率处于全球中位。

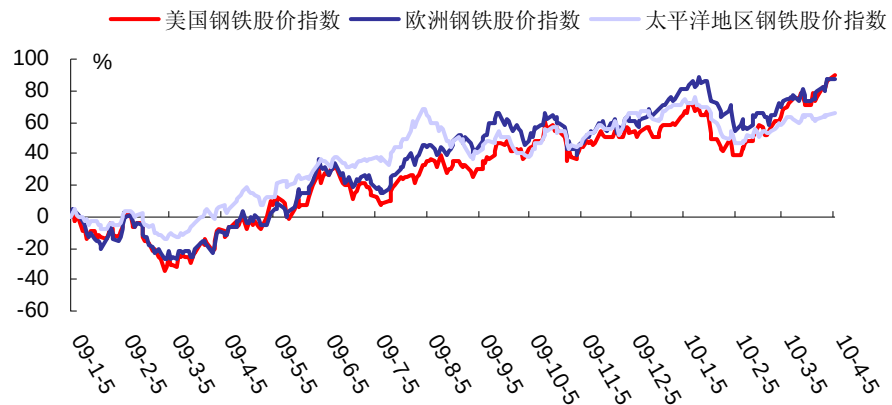
表 9、国际钢铁股估值

代码	名称	周绝对涨幅	最新估值		相对市场估值比率	
			2010 PE	2010 PB	2010 PE	2010 PB
INDU index	道琼斯指数	0.71%	12.02	2.29		
BUSIRON Index	美国钢铁行业指数	5.98%	11.14	2.20	0.93	0.96
NUE US Equity	纽科	0.61%	13.21	1.81	1.10	0.79
X US Equity	美国钢公司	2.72%	12.60	1.78	1.05	0.77
AKS US Equity	AK 钢公司	0.26%	10.58	2.19	0.88	0.96
MT US Equity	安塞乐米塔尔	3.44%	N.A.	1.00	N.A.	0.43
SPEURO Index	标普欧洲 350 指数	1.37%	10.67	1.49		
BEUIRON Index	欧洲钢铁行业指数	4.21%	10.92	1.25	1.02	0.84
TKA GR Equity	蒂森克虏伯	0.80%	12.02	1.24	1.13	0.83
SAXCME Index	标普亚洲 50 指数	2.96%	11.24	1.60		
BPRIRON index	太平洋地区钢铁行业指数	2.66%	10.79	1.40	0.96	0.87
5401 JP Equity	新日铁	4.80%	12.92	1.24	1.15	0.78
5411 JP Equity	JFE	4.65%	12.25	1.35	1.09	0.84
005490 KS Equity	浦项制铁	1.68%	9.04	1.22	0.80	0.76

TATA IN Equity	塔塔	1.26%	10.88	2.05	0.97	1.28
2002 TT Equity	台湾中钢	2.30%	11.43	1.61	1.02	1.00
000300.SH	沪深 300	4.04%	16.17	2.62		
801040.SI	申万黑色金属	2.55%	17.64	1.82	1.09	0.69

资料来源: Bloomberg, 朝阳永续一致预期, 华泰联合证券研究所整理

图 23、年初至今各地区钢铁股价指数走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所整理

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com