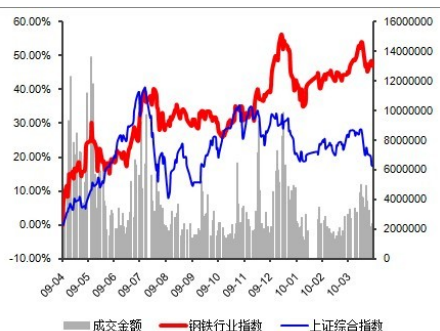


铁矿石涨价带来投资机会

2010年4月29日

报告要点:



报告作者:

国联证券钢铁研究小组

组长: 杨平

执业证书号: S0590210020003

联系人:

徐慧侃

电话: 0510-82833217

Email: xuhk@glsc.com.cn

独立性申明:

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。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

- **发展历史研究及消费峰值理论:** 进入新世纪以来, 中国钢铁工业的发展速度大大高于全球平均水平, 已成为世界最大的钢铁生产、消费和出口国。相比较世界钢铁行业的发展, 我国钢铁行业还有较大的上升空间。通过对世界钢铁行业的分析, 我国钢铁人均消费还是处于一个发展中期, 随着我国GDP的快速增长, 未来钢铁行业的发展空间还很大。
- **铁矿石、焦煤价格上升推动钢材价格:** 2010年铁矿石谈判废除长协议价格采用季度价格, 焦煤价格上涨基本成定局, 成本的上升必然带动钢价的升高。随着经济的逐步好转, 我国下游需求逐步上升, 国家固定资产投资的持续增长、房地产、造船、汽车、家电行业的复苏将带动钢铁的需求, 另外世界经济的回暖也将带动我国钢材出口的上升。所以未来我国钢材价格将稳步上升, 大幅下跌的可能性较小。
- **高附加值、成本转嫁能力高是钢铁行业发展趋势:** 随着钢材成本的提高, 能成功转嫁成本上升又能不影响公司利润收入将是未来投资的重点。重点关注下游需求旺盛的特钢、板材、建筑用钢。
- **投资策略:** 铁矿石涨价导致成本上升, 拥有铁矿石企业和能成功将铁矿石涨价转嫁给下游的企业将是未来投资重点。另外具有区域优势, 公司产品拥有高附加值, 有定价权的公司也是值得关注。我们推荐关注: 金岭矿业、宝钢股份、太钢不锈、大冶特钢、八一钢铁。

一、 发展历史研究及消费峰值理论

1.1 行业概述：

钢铁行业是以从事黑色金属矿物采选和黑色金属冶炼加工等工业生产活动为主的工业行业，包括金属铁、铬、锰等的矿物采选业、炼铁业、炼钢业、钢加工业、铁合金冶炼业、钢丝及其制品业等细分行业，是国家重要的战略性工业之一。

1.2 我国钢铁行业发展历史：

新中国钢铁工业发展的历程

新中国现代钢铁工业的崛起、壮大，大体经历了改革开放之前的高度集中的计划经济时期(1949~1978年)、改革开放初期(1978~1992年，计划经济向市场经济的过渡期)、社会主义市场经济初期(1993~2000年)和深化改革扩大开放国民经济高速增长时期(2001年以来)四个发展阶段。

第一阶段(1949~1978年)

从建国初期到第一个五年计划，我国第一个钢铁生产高速期是在第一个五年计划期间(1953~1957年)，年均增钢80万吨，年均增长31.6%，到1957年达到了535万吨。第二个高速发展期是国民经济调整期间(1963~1965年)，年均增钢185万吨，年均增长22.4%，到1965年达到了1223万吨。

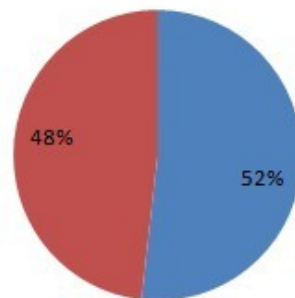
第二阶段(1978~1992年)

1978~1992年，钢铁工业固定资产投资共计1465.43亿元，其中基本建设投资759.72亿元，占51.8%，更新改造投资705.71亿元，占48.2%。

图1：1978-1992年固定资产投资

1978-1992年固定资产投资

■ 基本建设投资 更新改造投资 ■ 759.72亿元 705.71亿元



数据来源：中国统计年鉴，国家统计局2009年

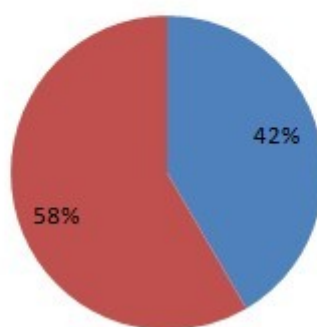
第三阶段(1993~2000年)

1993~2000年，中国钢铁工业固定资产投资达3476.06亿元，其中基本建设投资为1446.14亿元，占41.6%，更新改造投资2029.87亿元，占58.4%。同上一时期比较，固定资产投资总额增长了137%，其中更新改造投资比上一时期有所增加，占到58.4%。

图2:1993-2000年 固定资产投资

1993-2000年固定资产投资

■ 基本建设投资 更新改造投资 ■ 1446.14亿元 2029.87亿元



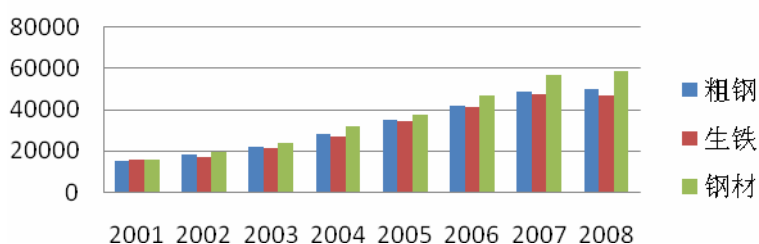
数据来源：中国统计年鉴，国家统计局2009年

第四阶段(2001~2008)

2001~2008年期间，钢产量年均增长率达到20%，占全球钢产量的比重从17.8%提高到38.2%，在世界钢铁业的地位显著提升；钢铁产品的进出口格局发生了根本性逆转，彻底结束了中国钢铁材料供给不足的历史，转而向钢材出口大国发展。

图3：粗钢、生铁、钢材生产情况

2001—2008年我国粗钢、生铁、钢材生产情况



数据来源：中国统计年鉴，国家统计局2009年

1.3世界钢铁行业的发展历史

钢铁工业是工业的基础。它直接关系到一国经济的发展，地区经济部门与地域结构的变动。常以钢铁的产量、消费量、特别是人均钢铁数量来衡量其经济发展水平。我国钢铁发展较晚，而国际上钢铁行业发展较早。

1. 世界钢铁行业发展迅速的原因

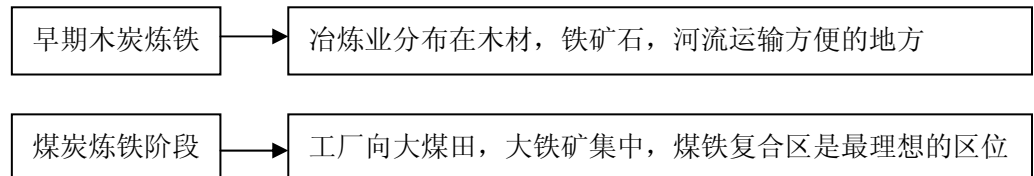
首先钢铁生产迅速发展的原因是世界不同经济类型的国家产业结构的调整，工业向重化学化发展，造船、汽车及建筑业的迅速发展，扩大了钢铁的需求量，钢铁工业成为许多国家的重点发展部门。当时国际市场上的铁矿石、煤炭、石油等原料、燃料不仅供给充足，且价格低廉，大大加快了世界钢铁工业的发展步伐。相比较，我国钢铁行业正处于迅速发展时期，在未来的两年里，我国将是以调整产业结构为主，向高附加值钢材市场发展。

2. 钢铁工业向大型化和现代化方向发展

随着科学技术的进步与生产力水平的提高，世界钢铁工业明显走向大型化，现代化。目前设备能力在500万吨以上的钢铁厂有50家，占世界钢铁厂总数的2%，却拥有生产能力的1/2。大型钢铁企业在生产和定价上具有优势。规模效应能在原材料定价中享受一定的优惠，能够有效的控制成本，使在产品销售上面也具有定价优势。

3. 世界钢铁工业空间结构变化的特点

世界上钢铁企业地域结构变化是从内陆资源指向临海消费布局的总趋势。第二次世界大战前的相当长的时间属内陆资源布局为主。



随着冶炼技术的改进，特别是炼铁焦比的下降，则由就煤而转向就铁布局。形成三种钢铁工业地域类型：在大煤田区建钢铁联合企业，以德国的鲁尔区、乌克兰的顿巴斯区，美国的阿巴拉契亚区为代表；在铁矿区形成钢铁工业基地，以法国洛林区，俄罗斯的马格尼托哥尔斯克，我国的包钢、马钢、武钢为代表；介于煤铁资源运输线上的基地以美国五大湖沿岸钢铁工业基地，俄罗斯的乌拉尔—库兹巴斯为代表。

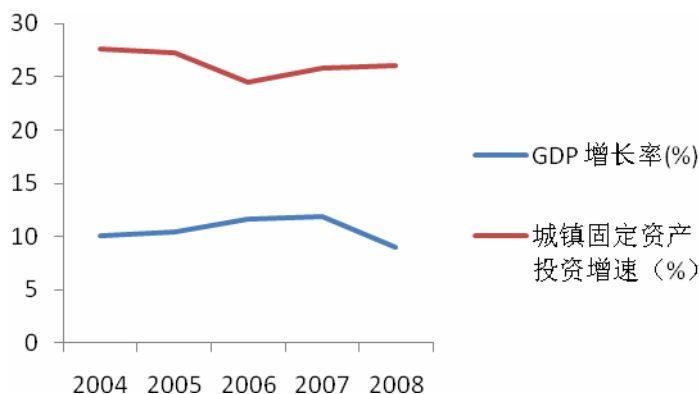
1.4 消费峰值理论

我国经济在金融危机后快速起稳，在国家4万亿投资及消费刺激的影响下，国家GDP增长还是维持在8.7%。较快的经济发展速度和较高水平的固定资产投资是钢铁行业持续增长的驱动因素。

GDP和钢铁消费相关性很高

钢铁的消费和一个国家GDP增长的相关性非常高。我们可以看出我国的固定资产投资速度远高于GDP增长率。在08年国家GDP增速放慢的情况下，我国固定资产投资仍维持26%的增速。2009年国家4万亿基础设施，促使增速超过30%，预计2010年增速仍能维持在28%以上。未来2-3 年国内钢铁需求总体仍为上升趋势。

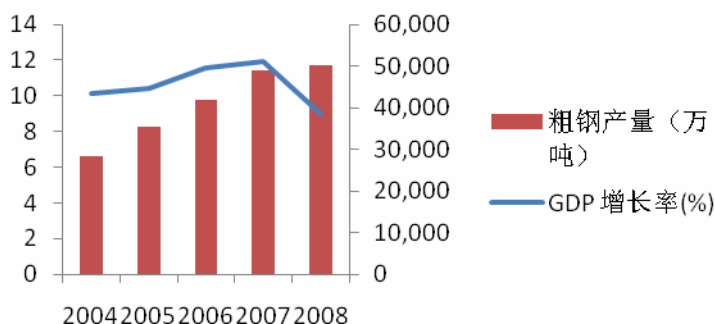
图4：城镇固定资产投资增速和GDP增速对比



数据来源：中国统计年检，国家统计局2009年

随着GDP的增长，粗钢的产量也在逐步增加，虽然在2008年全球金融危机时候，GDP增长出现了下滑，但是我国的粗钢产量还是维持在高位，并没有因为经济增速下滑而减少粗钢产量。

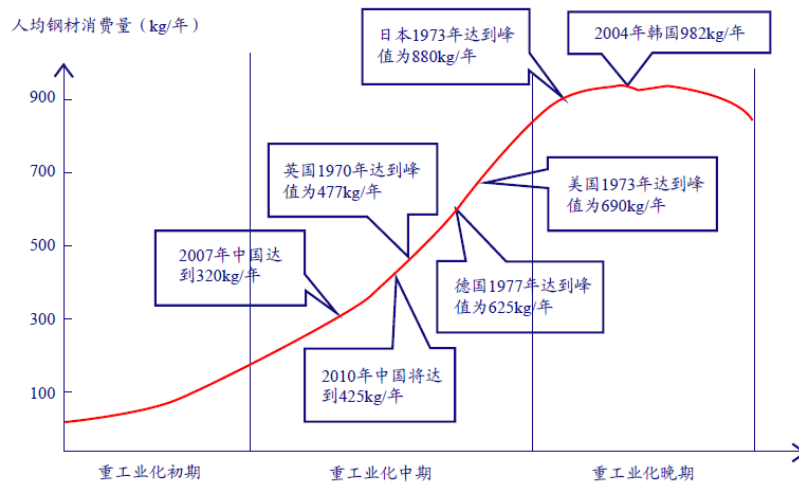
图5：粗钢产量和GDP增速对比



数据来源：中国统计年检，国家统计局2009年

随着我国钢材产量的增长，我国人均钢材消费量也处于平稳增长。从下图中可以看出，美国、英国、日本、德国在70年代分别达到人均消费的峰值，钢材产量达到最大化。我国和发达国家之间相比还有一定的差距。未来发展的空间很大。

图6:人均钢材消费量



数据来源: Wind 国联证券研究所

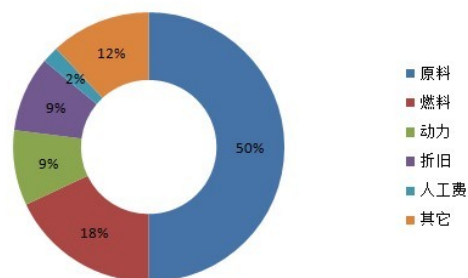
近年韩国钢铁行业发展迅速,峰值最高是韩国在2004年实现的,人均982kg/年,虽然韩国人均消费高,但是韩国是钢材出口国家,很大一部分钢材是用作出口而不是在本国消费,所以国际需求量对出口的依存度较大。我国人均消费还是处于发展中,目前我国人均消费峰值是2007年达到320kg/年,随着我国钢铁企业的发展,到2010年我国将达到425kg/年。我国钢铁人均消费量和发达国家相比仍处于中期阶段,未来的发展空间还是非常大的。

二、钢铁行业上游分析

2.1 钢材成本占比分析

在钢铁行业上游中最重要的影响因素之一的原材料来说,铁矿石、焦煤、海运费的价格是影响钢铁价格的重要指标之一。成本的降低对企业的毛利率提升有非常大的帮助。我国钢铁企业都是靠近铁矿或者焦煤资源,可以降低运输费用,不过我国钢铁行业发展迅速,近年铁矿石需求不断加大,目前铁矿石进口量的依赖程度已经达到60%,海外铁矿石的运费也是影响成本的重要因素之一。

图7: 钢材成本构成



数据来源: wind 国联证券研究所

上图是钢材成本构成图，结合国内钢铁企业的平均情况，炼铁工艺中影响总成本的主要因素是原料（铁矿石、焦炭）成本。其次是包括辅料、燃料、人工费用、折旧在内的其他费用，一些副产品的销售可以冲抵一部分的成本。

2.2 铁矿石行业分析

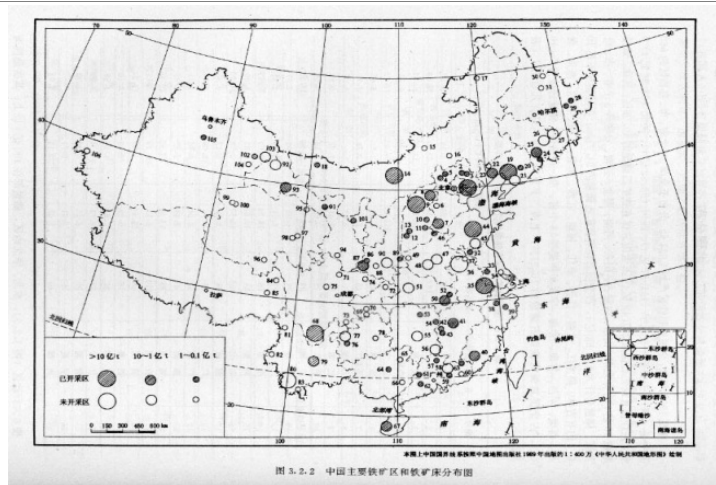
近年来作为炼钢中最重要的原料之一的铁矿石越来越受到关注。每年的铁矿石价格谈判总是会涉及到很多公司未来的采购成本、盈利能力问题。目前2010年以来，淡水河谷提出废除长协议定价机制，采用季度和铁矿指数定价机制取代，最新消息是每吨120美元，较去年增长110%，可见铁矿石在生产中所占的重要地位。下面看一下我国铁矿石的供给情况。

2.2.1 我国铁矿石供给情况

铁矿石价格一直是钢铁行业关注的重点，如果能提高铁矿石的自给率将对我国钢铁行业利润的提升带来好处。我国铁矿石资源丰富，近年来铁矿石的需求大幅上身，国家也鼓励大力开发发掘国内铁矿。

从下图中我们可以看出，我国铁矿石分布较分散，保有储量超过10亿吨的有：辽宁鞍山—本溪(106.5亿吨)、四川攀枝花—西昌(51.6亿吨)、冀东—北京(58.1亿吨)、山西五台—岚县(30.8亿吨)、宁(南京)芜(湖)—庐(江)枞(阳)(21.4亿吨)、内蒙古包头—白云鄂博(16.3亿吨)、云南惠民(11.2亿吨)、皖西霍丘(10.2亿吨)、鲁中(10.1亿吨)等9个地区；储量在5~10亿吨之间的有鄂东、鄂西、河北邯郸、邢台、滇中、甘肃酒泉、河南舞阳—许昌、江西新余—吉安、闽南等地区。上述17个地区经过40多年的开发建设，除惠民、鄂西、霍丘几个区因矿床自身特点和外部条件的影响，目前尚未开发利用外，均已成为我国主要的铁矿石原料供应基地。

图8:我国铁矿石分布



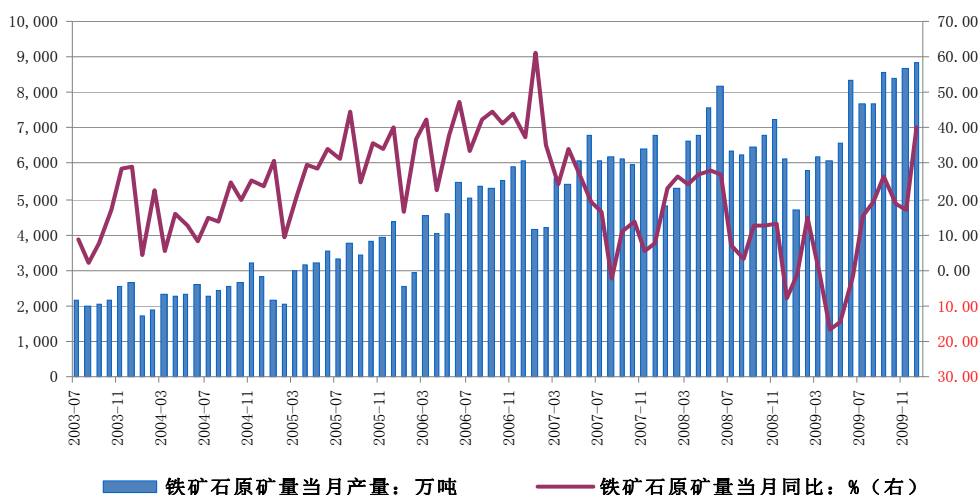
数据来源：国联证券研究所

目前我国铁矿石原矿量产量为8,824.82万吨，同比上涨 40.20%，增速为

2007年2月以来最大涨幅。随着进口铁矿石价格的上涨,国内铁矿石产量将有进一步上涨空间。

虽然我国铁矿石的储量巨大,但是品味较低,复合矿较多。其主要特点是:一是贫矿多,贫矿出储量占总储量的80%;二是多元素共生的复合矿石较多。此外矿体复杂;有些贫铁矿床上部为赤铁矿,下部为磁铁矿。这两个特点给我国铁矿石开采带来比较大的困难,因为贫矿多和复合矿石较多,带来了较高的开采成本,另外也给冶炼带来了难度。所以现在很大程度上我国钢铁企业的铁矿石还是通过进口来满足。

图9:铁矿石原矿量当月产量及同比



数据来源: Wind 国联证券研究所

2.2. 2国际铁矿石供给情况

从上述资料中可以看出我国铁矿石资源分布广泛,但是贫矿多,复合矿多,开采成本较高,利用率低。国际上的几大矿产区的矿储存量大,矿的品位高,利用率高,所以我国目前进口铁矿石的依赖程度逐年增加。国际上的三大铁矿石企业分别是必和必拓公司、巴西淡水河谷公司、力拓矿业公司。

全球铁矿石出产地主要分布在澳大利亚、巴西、印度和俄罗斯,其中澳大利亚和巴西的产量最大,且铁矿石质量好,品位高,开采成本相对较低。巴西淡水河谷、澳大利亚力拓、必和必拓三家公司是全球最大的综合性矿产资源生产公司,铁矿石供应量约占全球的65%左右,其余35%左右的产量由众多中小型矿产公司提供。

表1: 世界大型铁矿石分布情况

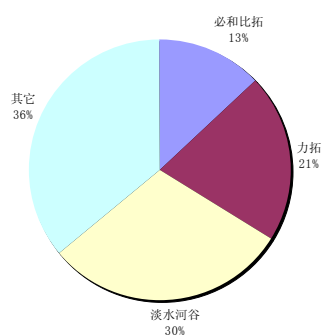
国家	矿区名称	储量 /亿吨	品位 fe%	百分比 /%占本国储量	相关著名铁矿企业
澳大利亚	哈默斯利	320	57	91	哈默斯利公司、bhp 公司
巴西	铁四角	300	35—69	65	淡水河谷 (cvrd) 公司、mbr 公司
巴西	卡拉加斯	180	60—67	35	淡水河谷公司
玻利维亚、 巴西	本通(玻) 乌鲁库姆 (巴西)	580	50—53	—	交通不便未开发
印度	比哈尔, 奥里萨	67	>60	29	mmtc 公司
加拿大	拉布拉多	206	36—38	51	加拿大铁矿公司(ioc)魁北克、卡蒂尔矿山公司(qcm)
美国	苏必利尔	163	31	94	明塔克、帝国铁矿、希宾公司、蒂尔登公司等
俄罗斯	库尔斯 克, 卡奇 卡纳尔	575	46	50	列别金、米哈依洛夫、斯托依连公司、卡奇卡纳尔公司
乌克兰	克里沃罗 格	194	36	17	英古列茨、南部、北部、中部采选公司
法国	洛林	77	33	95	
瑞典	基律纳	34	58—68	66	lkab 公司
委内瑞拉	博利瓦尔	20	45—69	99	cvg ferrominera orinoco ca
利比里亚、 几内亚	宁巴矿区	20	57—60	—	—

数据来源：我的钢铁，国联证券

世界上已探明的铁矿石储量最多的是巴西、澳大利亚、俄罗斯。储量和交通都比较方便的澳洲和巴西成为世界上最大的铁矿石出口国。我国钢铁行业的快速发展导致原材料的需求大幅上升，对海外铁矿石进口的依存度大幅上升。

全球三大铁矿石厂商的产量结构如下图：

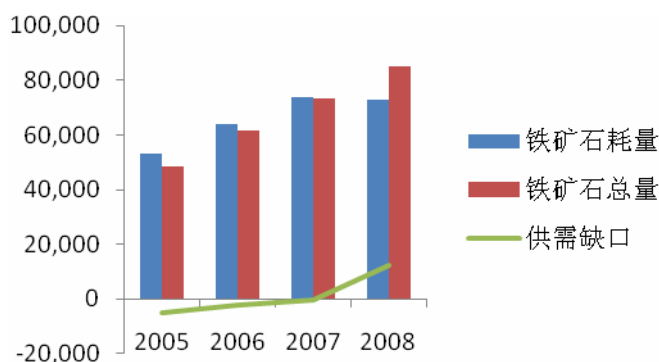
图 10：2007 年全球铁矿石产量结构



数据来源：CRU、国联证券研究所

三大铁矿石供应商是铁矿石协议价格的主要发起者，也是主要供应商。相对于全球钢铁冶炼企业，在铁矿石领域三家公司处于行业垄断地位。在铁矿石需求旺盛的时期，拥有铁矿石资源的企业对未来的发展将会有较好的帮助。在铁矿石价格持续上涨的近几年，自有矿产的企业能更好地控制生产成本。

图11：铁矿石供需缺口



数据来源：Wind 国联证券研究所

目前我国铁矿石缺口在慢慢缩小，随着2008年金融危机的影响，钢材生产下降，铁矿石的消耗量的增速没有铁矿石的增长快。但是2009年经济慢慢复苏，需求上升，铁矿石价格也随之上涨。目前铁矿石谈判进入最后阶段，日本钢铁企业有可能会接受铁矿石价格上涨1倍的价格，协议价格基本上与目前铁矿石现货价格持平。协议价格如此之高将进一步推动铁矿石价格的上涨。

2.2.3 铁矿石谈判体系

1990年以前，我国铁矿石对外依存度一直在10%以下。由于工业化和城市化进程的加快，加之我国铁矿石资源的短缺、品位低、杂质多，1990年以后，铁矿石对外依存度不断攀升，2003年达50%，以后一直维持在52%~57%。

中国自2004年首次参加与世界三大矿业巨头铁矿石长协价谈判以来，价格扶摇直上，2005年上涨71.5%，2006年上涨19%，2008年，世界第一矿业巨头巴西淡水河谷公司粉矿、块矿分别上涨65%和71%，“两拓”粉矿、块矿分别上涨79.88%和96.5%。长协矿价在5年间上涨397.8%。中国近一千家钢企中，除宝钢为代表的16家钢企可享受长协矿价外，绝大多数并无资格参与分享长协矿价，只能被动接受价格高于长协矿价40%左右的现货矿，而早年加入长协矿价谈判体系的欧盟、日本、韩国等钢铁生产大国的钢企则一体享受长协矿价。

我国自2004年参加到长协矿谈判价格体系之时，业内已约定俗成几大惯例。如三三制，即欧盟、日本、中国钢企各派代表参与三大巨头的长协矿价谈判。中国代表是宝钢，首发定价制，即三大巨头与三家中任何一家首选达成的协议，具有普遍的约束力；年度协议制，即每年11月份谈判达成协议价，时间效力为

次年全年；此外还有离岸价、同涨幅、计价基础以供求关系为依据，不以现货价和价格指数为基准等。

2010年铁矿石谈判已经打破了长协价格定价机制，采用季度定价机制，取代已运行了40多年的年度基准定价体系，让铁矿石价格更接近与现货矿石价格。三大矿商力推按季度定价，希望能够按季度定价，一方面由于需求旺盛，现货价高涨，按季度定价可以让交易价格更接近市场现货价；另一方面，可以打击长协制下一些大型贸易商转手买卖赚取高差价，将渠道利润收归矿商自己手中。而作为买家的中国、日本钢企均希望能延续长协价，一方面可以取得相对比较低的价格，另一方面其与下游客户签订的均是长期协议，如果改成按季度定价，生产成本控制将更困难，生产经营压力将更大。

2.3 焦煤价格分析

焦炭也是炼钢业重要的原材料之一，其价格占单位成本的15%。焦炭的价格波动对钢铁成本的影响也是非常大的。需求强劲与供给下降将推升焦炭价格。

作为煤炭资源大国，我国以煤为原料生产焦炭产品的产量多年居世界第一，但污染严重、生产能力过剩、普遍开工不足等问题同步存在。

受运输条件、煤质和保证电煤供应等因素影响，炼焦煤中每年大约仅有45%-50%用于钢铁行业消费，09 年全年炼焦煤增量为6521 万吨，用于钢铁行业的为2934-3260 万吨；09 年钢铁行业消耗炼焦煤约5.28 亿吨，较08 年增加了6683 万吨。这其中3000 多万吨缺口由进口来满足，09 年净进口炼焦煤3379 万吨，占增量需求的50%。

09 年炼焦煤供给最大的增量来自河南和陕西，安徽、贵州、山东次之，山西和江苏炼焦煤供给出现了1762万吨及812 万吨的减少。山西煤炭整合造成了炼焦煤供给的紧张，也造成了国内煤炭价格回调幅度低于国际煤价。

图12：09年个省份炼焦煤产量变动

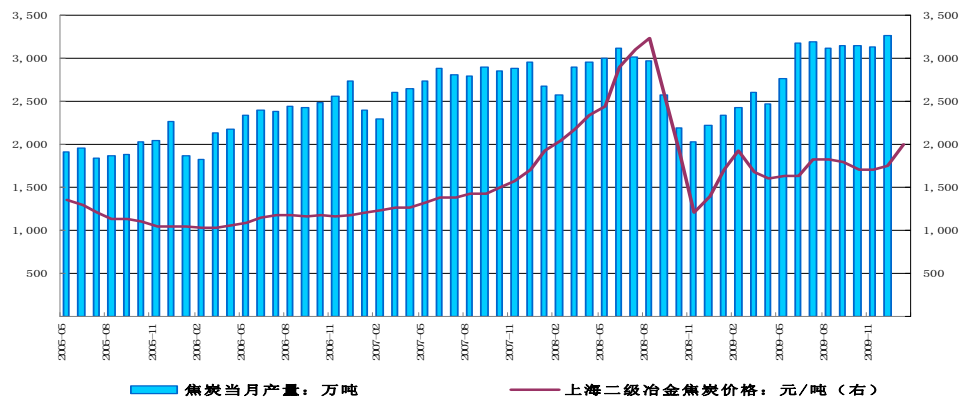


数据来源：煤炭资源网 国联证券研究所

测算 09 年新增炼焦煤需求约为6000 万吨，山西可贡献1887 万吨，陕西可贡献600-700 万吨，安徽500-600万吨，山东400-500 万吨，内蒙500-600 万吨，河南500 万吨左右（考虑到煤矿整合，仍有不确定性），其他净贡献1000 万吨。总体测算新增需求中仍有约500万吨左右需要进口，则10 年需要进口冶金煤将攀升至3800-3900万吨左右。炼焦煤供给依然紧俏。

2009年上海二级冶金焦价格波动不大，不过近期日本钢铁企业与澳洲BHP 焦煤签订了2010年焦煤进口价格，在2009年基础价格上涨55%，此举带动了今年焦煤价格上涨。

图13：焦煤产量和价格



数据来源：WIND 国联证券研究所

焦煤价格在2008年8月下跌以来，已经逐步出现企稳回升的状态。由于国内主要炼焦煤生产地山西进入资源整合，2009 年国内炼焦煤供给明显下降，进口大幅度增长，国内炼焦煤价格维持相对平稳运行，进入2010年，随着中国经济继续进入景气上升，国内钢铁产量仍将继续增长，但受资源整合影响，山西中小煤矿产量技术改造将由于煤机设备、资源等影响短期仍然难以明显增长，因此，预计2010 年国内炼焦煤供给仍将处于紧张状态，进口炼焦煤将继续保持高位。在全球钢铁行业处于复苏状态，国际市场炼焦煤需求将继续处于回升状态，国际炼焦煤价格将出现恢复性上涨。

2.4铁矿石海运费

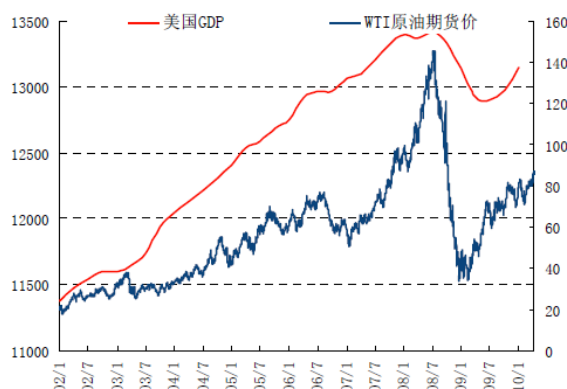
海运费通常占进口铁矿石价格离岸价的40-50%，最高的时候甚至超过了铁矿石协议价格。因此，海运费的波动对成本的影响也很大。

海运费价格中油价作为成本因素影响很大，而影响油价最大的因素是美元，和加息等因素的判断，二季度油价的运行中枢将在 80-90 美元的区间。如果美元出现阶段性贬值，可能会造成油价短时间内快速上行。但是我们认为美

元中期仍将维持强势以及宽松货币政策可能退出，因此油价上行的幅度相对有限。

下面是美国GDP和原油期货价格的比较，原油价格随着经济的发展的上升而上升。在08年经过过山车般的上涨和下跌后，油价趋于稳定在80-90美元附近，未来没有大幅上涨的动力。

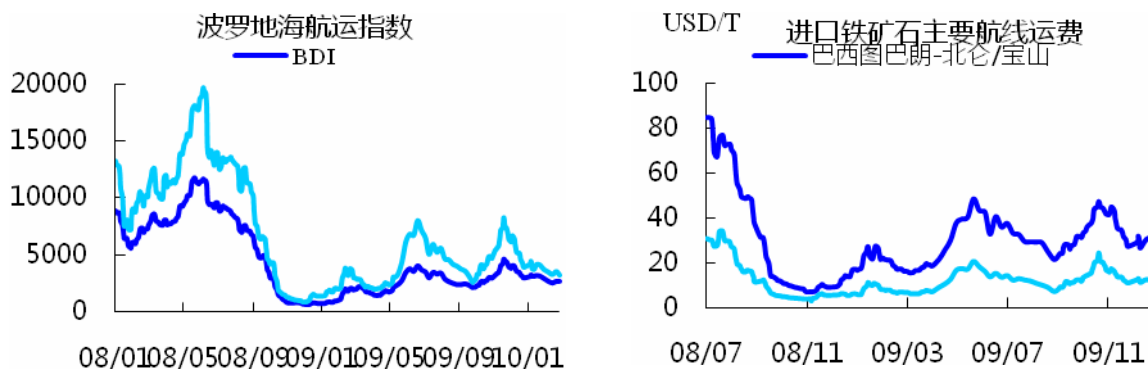
图14：美国GDP和原油期货价格比较



数据来源：WIND 国联证券研究所

国际原油价格的平稳也降低了海运的成本，在供需平稳的情况下，海运费上涨的动力不大。从历史数据来看近两年海运费价格波动较大，08年处于高位，随着经济的不景气和我国近两年铁矿石超额进口，运费价格没有出现较大的上涨。如果2010年铁矿石价格上涨，导致进口铁矿石数量下降，航运费用上涨的空间将不会大。

图15：波罗地海航运指数



数据来源：我的钢铁 国联证券研究所

三、国内钢铁行业分析

3.1 产业政策

钢铁总量过剩 产业集中度低

钢铁产业是国民经济的重要基础产业，我国在经济发展的相当长时期内钢铁需求较大，产量已居世界第一，但钢铁产业的技术水平和物耗与国际先进水平相比还有差距，钢铁产业长期粗放发展积累的矛盾日益突出。一是盲目投资严重，产能总量过剩。二是创新能力不强，先进生产技术、高端产品研发和应用还主要依靠引进和模仿，一些高档关键品种钢材仍需大量进口，消费结构处于中低档水平。三是产业布局不合理，大部分钢铁企业分布在内陆地区的大中型城市，受到环境容量、水资源、运输条件、能源供应等因素的严重制约。四是产业集中度低，五是资源控制力弱，国内铁矿资源禀赋低，自给率不足50%。六是流通秩序混乱。

实施兼并、重组，提高产业集中度

今后发展重点是淘汰落后产能调整生产方式、提升产业结构，提高能源利用效率、发展循环经济，加快联合重组步伐。通过钢铁产业组织结构调整，实施兼并、重组，扩大具有比较优势的骨干企业集团规模，提高产业集中度。到2010年，钢铁冶炼企业数量较大幅度减少，国内排名前十位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例达到50%以上；2020年达到70%以上。形成宝钢集团、鞍本集团、武钢集团等几个产能在5000万吨以上、具有较强国际竞争力的特大型钢铁企业；形成若干个产能在1000~3000万吨级的大型钢铁企业。

兼并重组的好处

从个股层面看，兼并重组对相关企业的企业可以起到改善业绩的作用，对其构成直接利好；从行业层面看，通过提高产业集中度，可以加大行业对外话语权，提升行业整体经营实力，进而提高全行业的平均估值水平。另外还可以提高环境保护和资源综合利用水平，节能降耗，最大限度地提高废气、废水、废物的综合利用水平，力争实现“零排放”，建立循环型钢铁工厂。

3.2 产业布局

我国钢铁产业布局调整，原则上不再单独建设新的钢铁联合企业、独立炼铁厂、炼钢厂，不提倡建设独立轧钢厂，必须依托有条件的现有企业，结合兼并、搬迁，在水资源、原料、运输、市场消费等具有比较优势的地区进行改造和扩建。新增生产能力要和淘汰落后生产能力相结合，原则上不再大幅度扩大钢铁生产能力。

从矿石、能源、资源、水资源、运输条件和国内外市场考虑，大型钢铁企业应主要分布在沿海地区。内陆地区钢铁企业应结合本地市场和矿石资源状况，以矿定产，不谋求生产规模的扩大，以可持续生产为主要考虑因素。

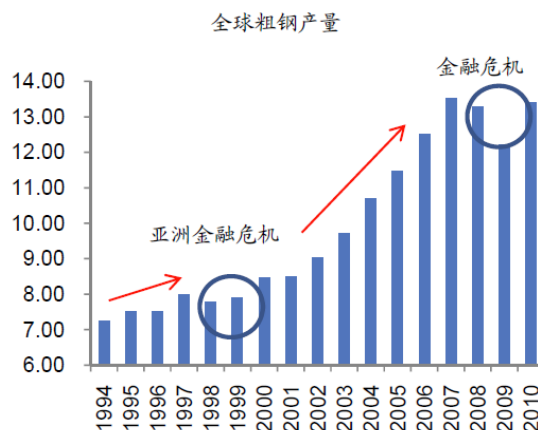
我国钢铁产业生产力布局不合理是一个重要方面。我国钢铁工业大多数企业靠近原料产地，属资源内陆型布局。这种布局造成的后果是运输量大、成本高、污染严重与资源浪费。此外，我国钢铁工业布局城市型特征明显，全国除西藏外，每个省、自治区、直辖市都有钢铁企业。这不但给城市环境容量造成很大压力，也制约了企业自身的发展。未来资源整合是发展方向，通过上下游的整合达到资源优化，降低生产成本。

四、钢铁行业下游分析

4.1 全球钢材需求

受全球工业复苏推动，2010年欧洲钢铁需求料将回升20%左右，全球钢铁行业的前景更加明亮。国际钢协秘书长IanChristmas说因全球经济好转，该协会或将把全球需求增幅预估2010年底全球对钢材的消费将在2009年下降35%的基础上增长12.5%。中国钢铁需求将继续增长10%左右，而在09年西方需求大幅下滑的情况下，老牌工业国需求仍将以两位数速度增长。2010年德国需求料将增长27%，法国料将增长30%，2010年美国钢铁需求预计将较2009年增长约25%。值得注意的是亚洲正日益成长为钢铁生产的“重心地带”，中国在09年全球金融危机之际钢铁需求仍增长25%。

图16：全球粗钢产量



数据来源：WIND 国联证券研究所

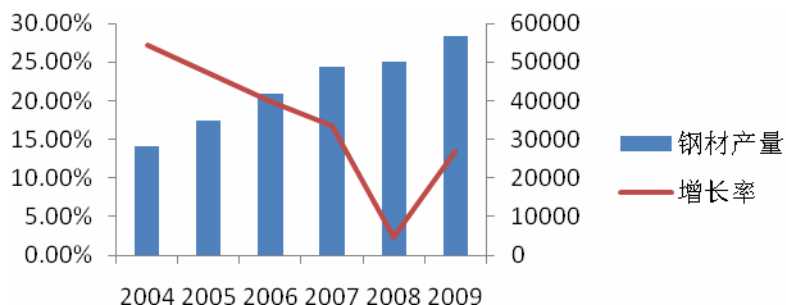
经济好转也带动了钢材需求的上升，全球粗钢产量在经历了金融危机的减产以后有望在2010年恢复。

我国钢铁产业国际竞争力明显增强

进入新世纪以来，中国钢铁工业的发展速度大大高于全球平均水平，已成为世界最大的钢铁生产、消费和出口国。中国钢产量占全球的比重从2001年的17.8%跃升至2008年的38.2%。

2008年我国钢产量超过世界排名第二至第八位的日本、美国、俄罗斯、印度、韩国、德国、乌克兰之和。

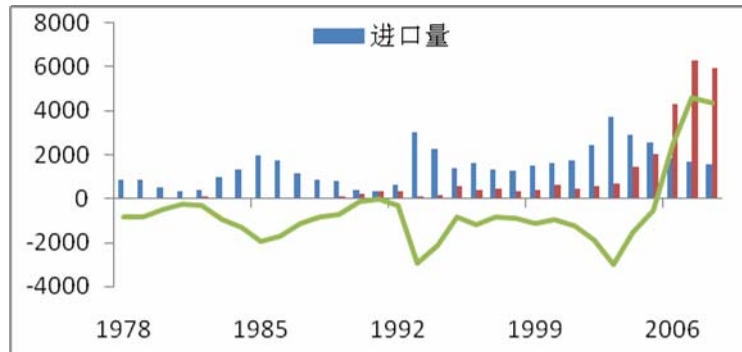
图17：我国钢材产量



数据来源：Wind 国联证券研究所

随着钢材产量的快速提高,我国从2006年开始,我国钢材实现净出口状态,而且增速维持在高位,钢铁行业的快速发展也促使上下游企业的快速发展。铁矿石的开发、焦煤的开采持续上升都是钢铁行业向好发展的表现。钢铁行业的快速发展,钢铁的产量持续上升,同时带动了我国固定资产投资的速度。

图18：钢材进出口数据（1978—2008）



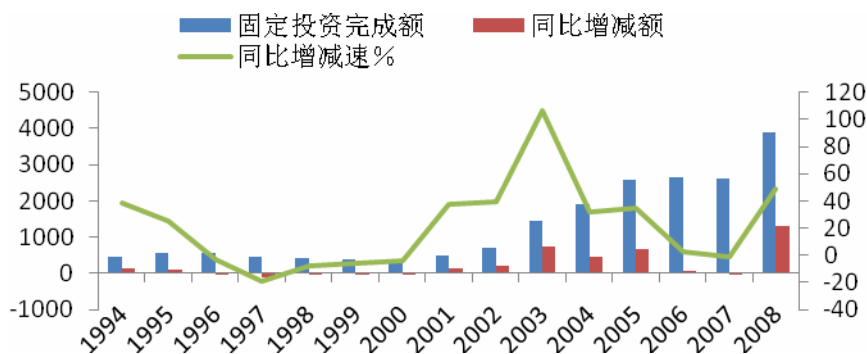
数据来源：Wind 国联证券研究所

国家固定资产投资也从迅速上升,从下图可以看出经过了2000年至2003年一个快速增长期以后。从2008年开始又进入第二个快速增长时期,主要是因为国家大力投入基础设施建设,来拉动国内的需求,钢铁的需求将会维持在高位。图6显示我国固定资产完成额迅速上升,同比增速已经达到2002年至2003年的速度。

尽管对 2010 年的投资,中央经济工作会议已提出:“要保持投资适度增长,重点用于完成在建项目,严格控制新上项目”,但从国家统计局公布的数据看,2009 年新开工项目344769 个,比去年同期增加87694 个;施工项目461544个,比去年同期增加102331 个。新开工项目计划总投资151941.73 亿元,

同比增长67.2%；施工项目计划总投资420140.71 亿元，同比增长32.3%。

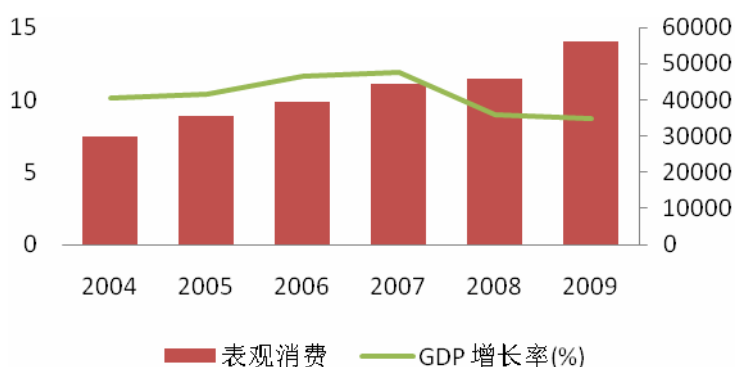
图19:固定资产年度投资完成额（亿元）



数据来源: Wind 国联证券研究所

2009 年全社会固定资产投资比上年增长30.1%，投资总量、增加量、增幅均创新高。正是由于巨大规模投资影响，2009 年国内粗钢表观消费达到56504万吨，增长24.8%，创历史新高。新开工建设项目和房地产开发是拉动煤炭需求的主力引擎，2009 年房地产新开工面积创历史新高，其它各类投资建设项目的开工规模也比之前两年又上新台阶，受这两大动力驱动，钢铁行业逐步走出低谷，钢材需求将有较大幅度上升。

图20:表观消费和GDP比较（万吨）



数据来源: Wind 国联证券研究所

表观消费量逐年上升，2009年达到56087.24万吨。在经济起稳回升的2010年，钢铁表观消费将达到6.1亿吨。在房地产、造船、机械、汽车、家电等行业快速发展的基础上，钢材需求量将上升。

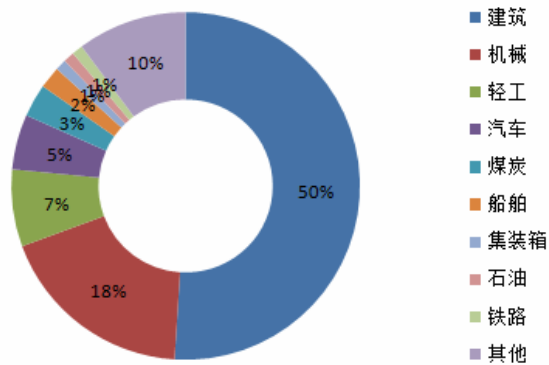
4.2 钢材需求结构

从消费的行业结构分析未来几年中国钢铁需求

从目前中国钢铁产品消费的行业结构看：建筑业是大头占50%；机械制造

占比18%；轻工业7%；汽车占比5%；煤炭3%。占比最大的还是建筑行业，所以国家固定资产投资和房地产行业的快速发展能迅速的拉动钢材需求。

图21：钢铁需求



数据来源：WIND 国联证券研究所

首先，我国基础设施建设正在逐年加大力度，2009年4万亿基础设施建设拉动了经济的起稳。2010年基础设施投入仍有较高的比例，这方面我们与先进国家相比相差甚远，消耗钢材量也很大。

其次，使用钢材较多的机电制造设备增幅很大(机械电器用钢材约占全国钢材消费量的30%)。如汽车、发电设备、切削机床、升降移动机械等，近两年的增幅都在30%~50%。而且出口比例中，机械设备及高新技术产品约占一半以上，仅去年这些产品就占出口总额的67%，其中机电产品占48%。据了解，这方面工作还要加强力度。因为这是一个现代化工业国必须具备的。

第三，住房、汽车、计算机、移动通讯设备，也已成为城市居民中消费的一大部分。在北京、上海、深圳、广州这一情况已开始显现。在一个13亿人口的大国，这种需求量是可观的。

4.3国内主要下游行业需求情况

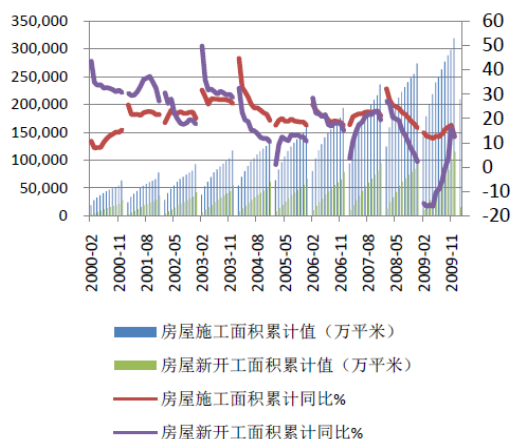
基础设施建设

我国基础设施建设增速一直维持在25%左右，去年4万亿投资以后，增速增加至30%。随着基础设施建设的完工2010年增速将会下降至平均水平。房地产市场的景气度也对钢铁的需求量上升起到重要的作用。虽然我国目前抑制房价过快增长的措施导致房子目前有钱无市的情况，商品房销售数量在2010年初出现大幅的萎缩。但是国家宏观调控要求多推出保障性住房，经济适用房，廉租房的建设还是能拉动对钢材的需求。随着房地产开工率的增长，也是3、4月份钢铁需求旺季的到来，钢铁企业的销售将有较大的上升。

图22：全国房屋施工与新开工面积

图23：全国住宅开工与销售差额（万平

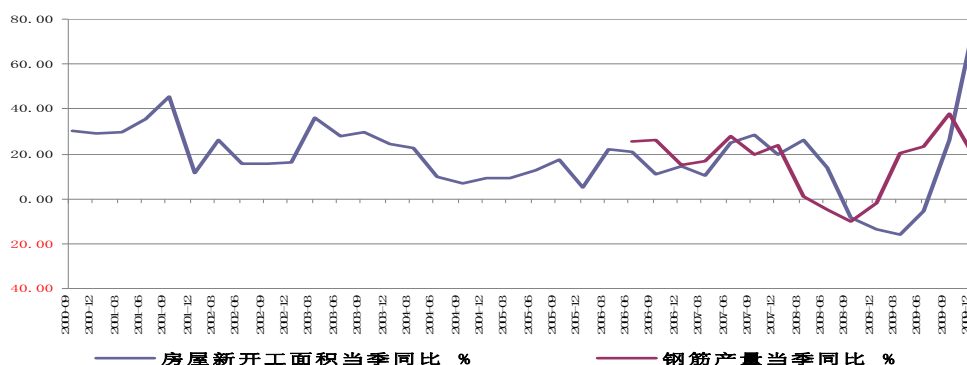
米)



数据来源：WIND 国联证券研究所

2009年以来钢筋产量随着房屋开工面积的增长出现较快增长。2009年四季度，房屋新开工面积当季同比增长75.35%，较前期大幅提高，钢筋产量当季同比增长19.68%，则有所回落。

图24：钢筋产量与房屋开发面积



数据来源：WIND 国联证券研究所

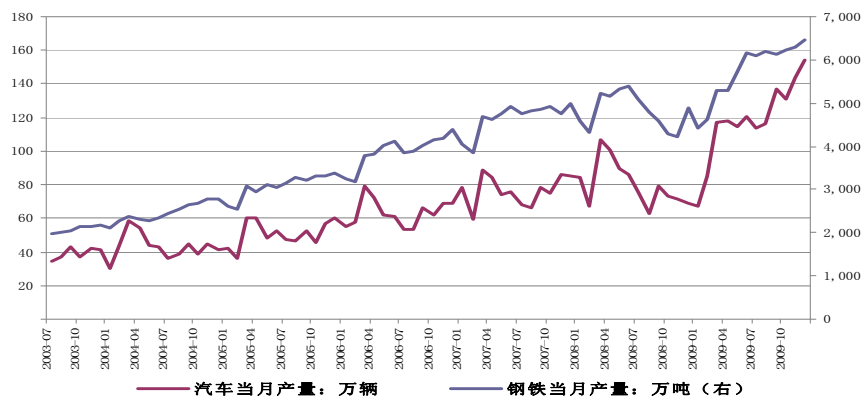
汽车、家电消费快速增长 板材需求旺盛

随着汽车下乡和家电下乡的政策出台以后，2009年汽车和家电消费出现了大幅增长，带动了上下游的企业从中受益。汽车用钢难以满足需求，特别是高附加值的钢材。

汽车用钢主要是有钢板、带钢、优质钢、型钢、钢管、钢圈等。汽车钢中的板材是生产汽车的主要原料，主要有热轧钢板、冷轧钢板和镀层板。在汽车用钢中，钢材占载货汽车所需生产原材料的85%，轿车这一比重则约为65%。

汽车产销火爆态势直接带动钢材需求，钢铁生产企业直接受益，今年特别是下半年来钢厂汽车用钢销售情况良好，部分钢厂产品甚至供不应求。初步统计，全年汽车用钢需求量较去年同期增长40%以上，增速明显高于粗钢产量及表观消费增速。

图25：钢材产量与汽车产量



数据来源: WIND 国联证券研究所

汽车产量与钢材产量具有较强的相关性, 2009年以来汽车产销大增拉动了钢材产量。2009年12月钢材产量为6, 464万吨, 汽车产量为154万辆, 均创出2003年7月以来的新高。预计2010年汽车行业仍能维持目前的销售数量。

五、2010 年钢铁价格分析

5.1 影响因素

对影响价格因素的分析能更好地提前预测出钢铁价格的发展方向, 根据这些因素来选出能对行业有指导作用的先行指标, 对行业的先行指标的分析可以更好地提前预测出钢铁价格的走势。

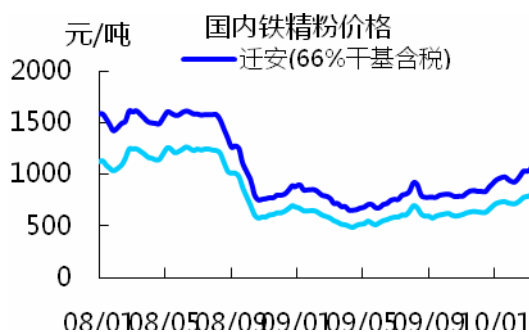
钢铁行业中, 影响钢材价格的因素比较多, 主要分为4点①经济增长; ②原材料、水、能源、运输; ③技术进步; ④钢铁产品的供求国际钢铁价格走势。对钢铁价格因素的分析可以提前判断价格的走势, 把握投资的策略。

5.2 2010年钢材价格上涨预期强烈

上游铁矿石价格上涨

在上游行业分析中提到铁矿石、煤炭等几大影响钢材价格因素的价格大幅上涨预期强烈, 铁矿石价格接近现货价格, 高成本推动了钢价持续上涨。另外国家大力发展节能减排, 环境成本的上升也不容忽视。

图26: 国内铁精粉价格



数据来源：我的钢铁 国联证券研究所

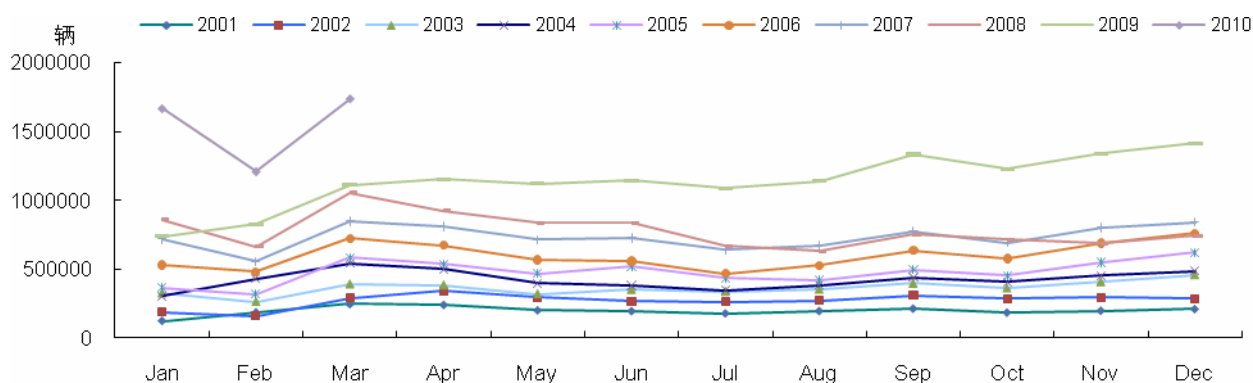
从上图我们可以看出上有铁矿石现货价格出现大幅上升，铁矿石进口的定价机制从长协价转变为季度定价模式，铁矿石价格出现上涨也是预期之中，虽然目前我国大型钢铁企业的铁矿石存货能维持到今年6月份，但低价格的铁矿石存货消耗完之后就必须从现货市场上购进，那时候钢铁生产成本将大幅上升，钢铁价格上涨将是难以避免的事情。从下图中我们可以看到，钢材价格也在缓慢上升中。

下游需求旺盛

另外从下游需求分析可以看出，我国固定资产建设的持续发展使得钢材需求的持续走高，另外汽车、家电的下乡政策刺激了消费，也带动了钢材的需求。从两方面来看我国钢材价格将维持平稳上升的趋势。

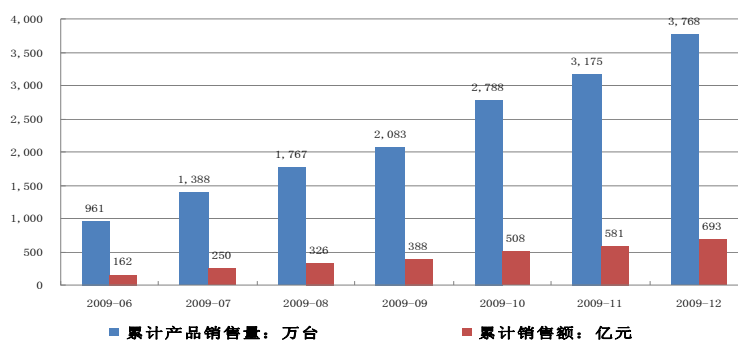
下图是我国汽车的整体每月销售数量，我们可以看出从2009年3月份开始，我国汽车销售数量就创出历史新高，并且每月都在上升。相比较2010年1月份销售数量更是有了很大提高，在经过2月份销售淡季的下降之后，3-4月份汽车销售旺季的来临，销售数量将会持续上升。钢材需求量也会随着下游行业的带动而逐步回暖。

图27：汽车销售数量



数据来源：WIND 国联证券研究所

图28：2009年家电销售数量



数据来源: WIND 国联证券研究所

家电消费需求处于上升趋势中, 家电下乡以旧换新政策给家电消费带来了契机。未来家电的生产和销售都将稳步上升, 家电出口也将趋于回暖。

图 29: 钢材指数

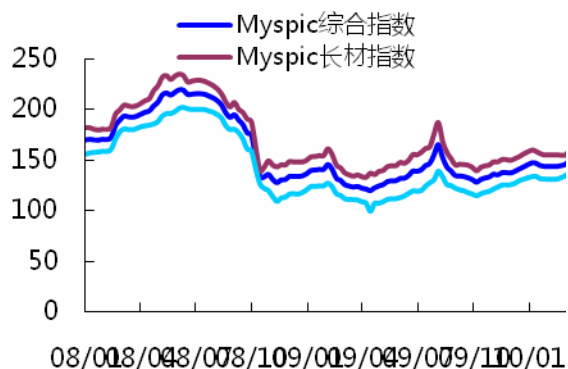


图 30: 热轧与冷轧均价

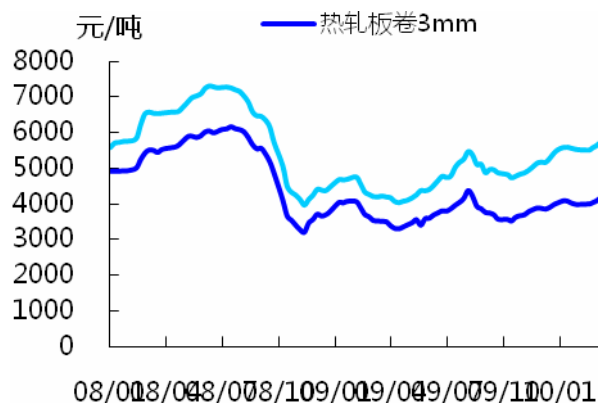


图 31: 20mm 中厚板均价

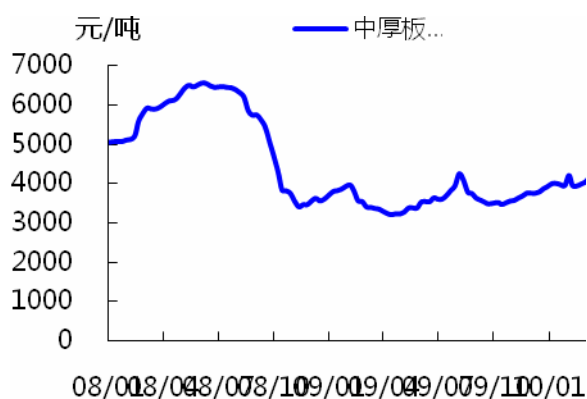


图 32: 镀锌板均价和彩涂板均价

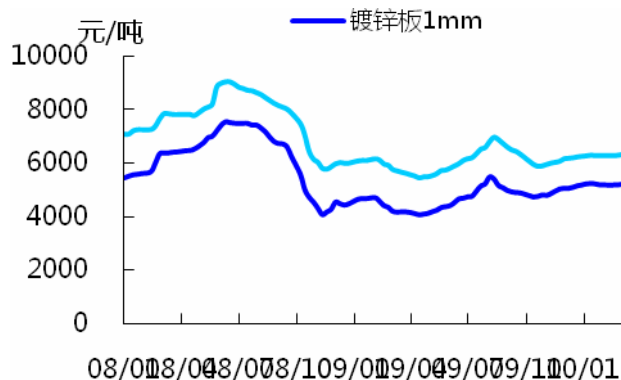
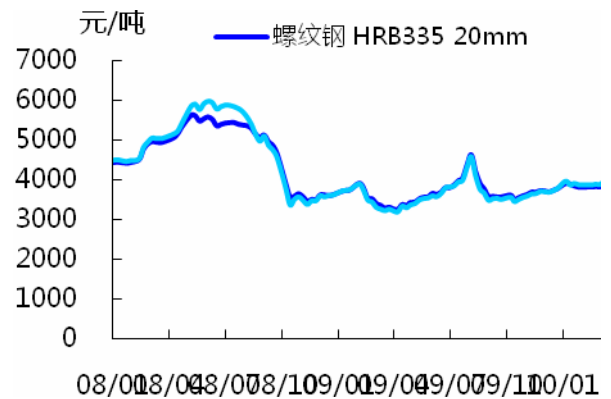


图 33: 螺纹钢均价和高线均价



数据来源：国联证券研究所 Mysteel

钢材价格将稳步上升

从上下游分析来看，目前我国还是主要以高炉炼钢为主，上游铁矿石作为钢铁生产的原材料，价格的上涨对钢材成本的上升有非常大的影响。从下游需求看，国家固定资产投资、房地产、汽车、家电、造船等行业的复苏将带动钢铁的需求，另外世界经济的回暖也将带动我国钢材出口的上升。从2010年铁矿石谈判开始，我国平均钢材价格都出现了上涨，从上图中我们可以看出各主要钢材品种都出现了上涨的趋势，各大钢铁企业也调高的出厂价格，5月份宝钢、武钢、鞍钢冷轧板卷出厂价都有较大的提高。所以未来我国钢材价格将稳步上升，大幅下跌的可能性很小。

六、2010 年投资机会

投资主线一：国家固定资产投资，建筑行业其用钢量占整个钢材需求的近35%，因此建筑行业的好坏对于钢铁行业的运行起着举足轻重的影响力。在建筑行业中，房地产耗钢占比非常大。房地产建设的带动，从而刺激了对螺纹钢、线材、圆钢等建筑钢材的需求，上市公司中主要关注八一钢铁。

投资主线二：随着人均GDP 的不断提高，城镇居民的购买力大大增强，消费升级及消费刺激政策带动了汽车、家电消费的快速增长，从而刺激了对高端板材的需求。因此，投资最具竞争力的企业，即拥有生产高端板材技术的企业，是未来投资的主流方向。主要关注大冶特钢、方大特钢。

投资主线三：在高成本时期，利润将向上下游转移。一方面往上游转移，我国钢铁企业资源控制力较弱，铁矿石资源的进口依赖已形成受制于人的不利局面。曾经的长协矿给与大的钢厂带来巨大的成本优势。而如今这样的优势难以维持，对于大部分依赖长协矿的钢铁企业，必须找到控制成本或者转移成本压力的办法。拥有铁矿石资源的企业将成为2010 年钢铁行业另一个投资品种，

而一直以来使用现货矿的民营企业获得了同台竞争的机会。另一方面，随着需求的旺盛，一些钢绞线、钢圈企业利润增长速度迅速将成为另一个投资品种。主要关注金岭矿业、新钢股份。

七、重点公司

宝钢股份（600019）

宝钢股份是我国最大、最现代化的钢铁联合企业，在国际钢铁市场上属于世界级钢铁联合企业。公司专业生产高技术含量、高附加值的钢铁产品。公司全部装备技术建立在当代钢铁冶炼、冷热加工、液压传感、电子控制、计算机和信息通讯等先进技术的基础上，具有大型化、连续化、自动化的特点。通过引进并对其不断进行技术改造，保持着世界最先进的技术水平。

公司经历了08年的金融危机，09年逐步复苏以后，2010年盈利能力将稳步上升。公司主要优势品种集中于汽车板、家电用钢、电工钢、管线钢、能源用管、船板、不锈钢、高合金钢等。公司拥有年产不锈钢150万吨、特钢90万吨、碳钢2255万吨的能力，在规模上具有绝对优势。

公司2009年高端市场份额有所扩大，汽车板深冲及高强钢产品销售比例稳步提升，随着汽车销售的旺盛，汽车板的需求将继续保持增长。未来铁矿石成本上涨，预计公司有能力成功转嫁给下游。公司产品的核心竞争力来自于品质而非单纯的价格竞争。在竞争对手同样面临成本上升的同时公司更具有竞争优势。

八一钢铁（600581）

公司是新疆唯一一家大型钢铁联合企业，是我国西北地区仅有的两个钢铁生产基地之一。公司主要从事钢铁冶炼、轧制、加工及销售，生产的钢种有普碳钢、螺纹钢、焊条钢、冷轧薄板、彩涂及镀锌板等品种。公司经过股权划转从2007年开始实际控制人变更为宝钢集团。

公司未来三大优势将驱动业绩增长。公司拥有区域优势、资源优势、大股东支持优势。公司地处新疆地区，未来将受益于新疆区域建设。公司受外来竞争将减少，主要因为运输费用导致外来企业很难和公司竞争。公司09年占地区市场份额70%以上，具备明显区域优势。另外公司有用铁矿石资源，新疆又拥有煤炭资源，为公司降低成本提供帮助。在技术上，公司又得益于大股东宝钢集团的帮助，在技术和管理上将得到大股东的帮助，为公司提高产品技术和生产经验，降低成本提供了丰富的经验。

太钢不锈（000825）

公司是目前国内最大的不锈钢生产基地，也是国际上重要的不锈钢生产厂家之一，是国内唯一的全流程不锈钢生产企业，产量和市场占有率居全国第一。公司产品广泛应用于建筑、石化、城市交通、环保、医疗及食品机械等各个领

域，曾获得‘中国消费品市场最受欢迎百家产品’。目前公司形成了 100 万吨不锈钢、70 万吨不锈钢材、其中 40 万吨不锈钢冷板的综合生产能力，进入国际不锈钢十强行列。

公司 09 年主营收入 718.3 亿元，同比下降了 13.5%；净利润 9.06 亿元，同比下降 26.7%。2010 年一季度实现主营收入 205.8 亿元，同比增长 68.5%；净利润 4.4 亿元，同比增长 162%；每股收益 0.078 元。

公司业绩逐渐增加，主要得益于不锈钢业务和碳钢业务盈利能力的提高。受益于镍价的持续大幅上涨以及订单的持续饱满。2010 年一季度财务数据的大幅增长也表明了公司盈利水平远高于同类公司，具有较高的投资价值。

大冶特钢（000708）

公司是一家大型钢铁企业，是我国轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、工模具钢及高精密度中厚壁无缝钢管等品种的生产基地。公司特种钢材正是用于政策未来数年将推行的汽车消费、新能源开发、铁路提速、制造业升级中所需的特种钢材。目前公司订单饱满，是极少数可以覆盖铁矿石涨价成本上升，保持高毛利的钢铁公司。

大股东中信泰富退出石家庄钢铁集团，也有利于大股东集中力量推动特钢业务发展。集团下新冶钢、兴澄特钢两公司未来也将随着和大冶特钢关联交易的增长，未来也有向股份公司注入的预期，中长期具有较高的投资价值。

金岭矿业（000655）

金岭矿业是国内唯一一家以铁精粉生产和销售为主营业务的上市公司，铁精粉销售收入占公司总收入的 80%以上。作为公司对外销售的主要产品，铁矿石价格的上涨显然能够提高公司的销售收入和盈利。

通过对公司年报提供的数据基础上分析如果铁矿石涨价对公司业绩将有多大的贡献。公司 09 年生产铁精粉 110 万吨，假定期间费用率为 10%，税率 25%，公司业绩的敏感性分析结果为：

表 2：金岭矿业业绩敏感性分析

假定现价	700									
铁矿石价格涨幅	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
EPS	0.46	0.55	0.63	0.72	0.81	0.90	0.98	1.07	1.16	1.25

数据来源：WIND 国联证券研究所

在公司开采和销售量、毛利率不变的假设前提下公司的业绩随着铁矿石价格的上升而增加，从表中我们可以看到随着铁矿石价格上涨的上涨，公司的业绩也随着上身，如果按照现在三大矿场要求的上涨 100%，2010 年公司业绩将有 1.25 元，比今年上升 228%。因此在铁矿石价格上涨过程中，金岭矿业值得投资者重点关注。

八、重要事件与市场催化剂

- 1、《准入条件及管理办法》的实施，将加速国内区域性重组的步伐，有利于提高行业集中度，并将对并购公司的价值重新评估。
- 2、铁矿石、焦煤等原材料价格的趋升，但涨幅小于钢材价格，将有利于企业提高利润率；
- 3、国际钢材回升，将有效刺激出口，有利于减轻国内产能过剩的压力；

九、主要风险

- 1、是否已经走出金融危机的影响，未来是否存在二次探底，导致需求的下降。
- 2、原材料涨价带来的成本上升的风险。
- 3、债务风险，钢铁企业负债率较高，一旦需求减少，企业流动资金将减少，影响企业正常经营。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话：0510-82833507

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话：021-58766036

传真：021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有，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。