

成长、盈利与投资之辩

——钢铁行业专题报告

核心观点

1、工业化将推动行业内需仍有70%的增长空间。我们预计中国钢铁工业化在2021年全面完成，钢铁消费峰值也将在2021年触顶。参照发达国家（地区）的人均粗钢消费经验，我们通过区域加权法乐观估计出中国粗钢消费峰值在10.22亿吨，粗钢消费量2011-2021年复合增长率在4.94%左右，将远低于2001-2010年15.83%的水平。这意味着钢铁行业的成长性将呈现趋势性下降，但这更可能会是一个渐进递减的过程，全国粗钢消费在2011-2015年的复合增长率仍然超过5%的可能性较大。

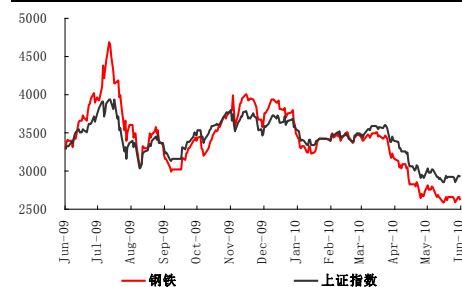
2、政府控制产能将增强行业长期盈利的弹性空间。通过对国产矿的有效自给率、废钢对矿石的替代效应以及三大矿业巨头垄断格局的分析，我们认为2011-2015年矿石价格仍将继续成为钢铁行业盈利的绊脚石，但目前政府要求大力淘汰落后钢铁产能，且决定“在2011年底之前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目”有助于行业产能低速甚至停止增长、产能利用率走高，在这样的背景下，我们认为行业亏损的局面不会是常态，从长期来看，行业盈利回升以及盈利的弹性仍然是值得期待的。

3、低估值将抑制板块后续的下行空间。目前钢铁板块的PB为1.3倍，相对于大盘的PB比值较历史均值低20%，大量钢铁股吨钢市值低于重置成本30%以上，鉴于“钢铁行业仍然具备一定的成长空间和盈利弹性”，因此我们认为钢铁板块已经被过度抛售，目前具备了绝对投资价值，后续即便继续下跌，空间亦有限，长期投资者可以积极关注。

4、但盈利趋势和历史经验均表明板块的中期投资机会宜继续等待。从供求关系和成本多个角度考察，我们认为未来六个月钢价、钢铁行业盈利仍然承压，而这才是决定板块中短期行情最重要的因素，有鉴于此，我们认为钢铁板块的中期投资机会宜继续等待。历史经验也对我们的上述结论构成支撑：2003年以来的四次反弹（或牛市启动的半年内）行情来看，钢铁板块无跑赢跑赢上涨指数5个百分点以上或跑输15个百分点以上的次数为0次。

5、投资建议和风险提示。我们认为未来6个月内钢铁板块同步大盘的可能性较大，下调钢铁行业投资评级至“中性B”，建议长期投资者关注盈利弹性高的八一钢铁、三钢闽光、莱钢股份、鞍钢股份等，中短期投资重点关注安全边际高的禾盛新材、恒星科技等。

行业表现对比图



相关报告

《钢铁业：需求环境超预期恶化，回暖或待2009年下半年》——行业深度研究——2008年10月23日

《钢铁业09年投资策略：迎接微利时代，备战交易性机会》——行业深度研究——2008年12月18日

《钢铁业：景气触底回升，估值洼地再现》——行业专题报告——2009年5月12日

《钢铁业：向四个正常化方向回归》——行业专题报告——2009年12月24日

《钢铁行业的中期投资机会宜继续等待》——行业点评报告——2010年5月10日
《铁矿石长协价和现货价走势预计在三季度出现背离》——行业点评报告——2010年5月19日

《落后产能淘汰无助行业景气提升》——行业点评报告——2010年5月31日

研究员：王招华

电话：010-84183230

Email: wangzhaohua@guodu.com

执业证书编号：S0940209080156

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

正文目录

1、工业化仍有望支撑中国钢铁内需 70% 的增长空间	5
1.1 内生角度：中国粗钢消费总量预计在 2021 年触顶	5
1.1.1 工业化的全面完成预计在 2021 年	5
1.1.2 城市化深化的过程中对钢的单耗量将会逐步下降	6
1.2 比较角度：中国粗钢消费峰值预计在 10.22 亿吨	8
1.2.1 参照国际人均钢消费量推算，中国钢消费增长空间预计还有 70%	8
1.2.2 问题的关键是：中国钢表观消费量（产量）2011-2015 年 CAGR 会高于 2006-2010 年吗？	9
1.3 长期发展方向：产业结构升级、海外建钢厂、拓展非钢领域	10
1.3.1 产业结构进一步向低碳、高技术含量方向升级	11
1.3.2 海外收购、新建钢厂：印度、越南或将成为潜在目的地	12
1.3.3 拓展非钢领域，向标杆企业看齐	13
2、产能受到抑制的背景下行业盈利具备回升基础	15
2.1 铁矿石价格未来五年内仍然易涨难跌	15
2.1.1 国产矿的有效自给率后劲难足	15
2.1.2 废钢对铁矿石的替代效应尚有待 2016-2020 年期间开始显现	17
2.1.3 进口矿的高度垄断格局五年内难撼	18
2.2 政府控制产能增强了行业盈利的弹性空间	19
2.2.1 政府控制钢铁产能的力度空前	19
2.2.2 经济增长的主推手仍有赖于传统行业	19
2.2.3 长期来看钢铁行业盈利回升仍然值得期待	20
2.3 但行业中期盈利仍然承压	21
2.3.1 国内钢价未来几个月内预期仍难乐观	21
2.3.2 出口政策和国外钢价共同调整将阻碍钢铁净出口回升势头	21
2.3.3 行业中期盈利仍然承压	23
3、投资策略：长期买入（超配），中期持有（标配）	24
3.1 投资评级：下调至“中性 B”	24
3.1.1 长期投资价值已经充分显现	24
3.1.2 但中期投资机会宜继续等待	24
3.1.3 历次反弹和牛市行情中启动的时间也表明超配钢铁的时机仍未到来	25
3.2 选股策略：长期偏重盈利弹性，中期偏重安全边际	26
3.2.1 长期投资选高盈利弹性组合	26
3.2.3 中期投资选高安全边际组合	28
3.2.3 重点公司盈利预测和投资评级	28

图表目录

图表 1: 钢铁消费总量的核心驱动因素和制约因素	5
图表 2: 按人均 GDP (美元/人) 指标计算中国离工业化成熟期已经不远	5
图表 3: 按三次产业结构指标计算中国离工业化成熟期已近在咫尺	6
图表 4: 按就业指标计算中国离工业化成熟期亦不远	6
图表 5: 按城镇化率指标计算中国离工业化成熟期尚有一定时期	6
图表 6: 城镇化进程深化对钢铁消费的影响初步量化分析	8
图表 7: 世界主要国家 (地区) 人均钢消费峰值统计	8
图表 8: 通过区域加权法预计中国钢消费峰值在 730kg/人	8
图表 9: 部分机构对未来 10 年中国钢需求的预测	9
图表 10: 主要国家钢产量起飞后的粗钢产量 (表观消费量) 年复合增长率比较	9
图表 11: 日本、德国钢材净出口量占产量的比重较大	10
图表 12: 1901 年以来世界主要国家人均钢产量变迁	10
图表 13: 近 10 年来中国粗钢产量增长主要依靠内需	10
图表 14: 近三年中国进口钢材量占产量的比重维持在 3%	11
图表 15: 部分品种钢仍存在一定的进口替代空间	11
图表 16: 中日两国钢铁企业研发费用占销售收入的比重比较	11
图表 17: 高炉炼铁是传统钢铁生产过程中碳排放最主要的工序	11
图表 18: 不同流程生产 1 吨钢水产生的 CO ₂ 排放量	12
图表 19: 和发达国家 (地区) 相比中国上市钢企境外收入和资产占比显著偏小	12
图表 20: 韩国浦项集团在国外有众多的投资企业	12
图表 21: 印度、越南等国家是世界经济的“明日之星”	13
图表 22: 目前印度、越南等国的人均钢铁消费量仅为中国的 10%-20%	13
图表 23: 2009 年世界主要国家上市钢企非钢业务的收入和资产占比	14
图表 24: 2009 年中国钢企的标杆企业收入和资产多元化情况	14
图表 25: 钢铁行业盈利决定因素框架图	15
图表 26: 我们推算的国内铁矿石原矿品位已持续三年稳定在 20% 左右	15
图表 27: 近 4 年中国 80% 以上的铁矿进口均来自澳巴印三国保证了进口矿品位的稳定性	16
图表 28: 目前国内 66% 铁精粉含税价在 1100 元/吨左右	16
图表 29: 在当前价格下品位为 10% 的原矿不具备开采价值	16
图表 30: 中国电炉钢占比显著偏低	17
图表 31: 中国累计粗钢产量占粗钢年产量比重仍然偏低	17
图表 32: 废钢的来源和预测方法	17
图表 33: 废钢和铁矿石之间存在一定的比价关系	17
图表 34: 预计 2016-2020 年间中国废钢供应量将开始丰富	17

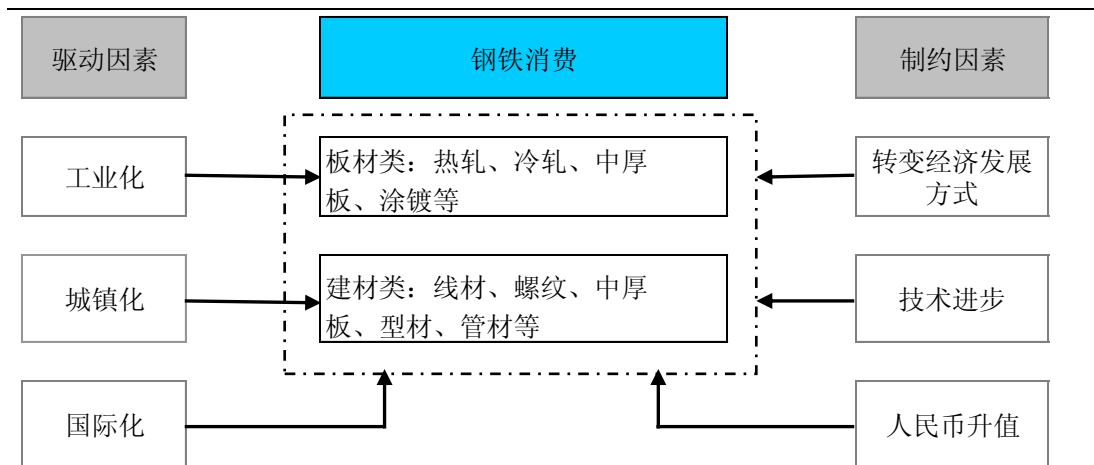
图表 35: 2015 年国外矿石产能底较 2009 年可能增 68%-----	18
图表 36: 2015 年国外铁矿石 FOB 成本不超过 70 美元/吨.....	18
图表 37: 目前中国国内铁矿石不含税价已至 145 美元/吨-----	18
图表 38: 三大矿业巨头的垄断地位在 2015 年底难撼.....	18
图表 39: 2010 年以来中央政府对钢铁行业的主要要求	19
图表 40: 房地产行业对经济增长以及钢铁需求均非常重要.....	19
图表 41: 以日本为例钢铁行业体现出鲜明的周期性特征	20
图表 42: 产能利用率拐点通常领先钢铁业盈利拐点 1 年-----	20
图表 43: 钢铁行业 2011 年产能利用率有望进一步回升	20
图表 44: M2 增速是国内钢价良好的领先指标-----	21
图表 45: 中国 FAI/GDP 显著高于其他国工业化时的水平	21
图表 46: 2009 年 M2 和 FAI 占 GDP 的比重偏高-----	21
图表 47: 2010 年 Q1 M2 和 FAI 占 GDP 的比重也仍偏高	21
图表 48: 废钢价格预示国际钢价将会继续走弱-----	22
图表 49: 中国钢铁出口回升引发政府调控预期.....	22
图表 50: 国内螺纹钢相对国外的价格优势正在减弱-----	22
图表 51: 国内热卷相对国外的价格优势也在减弱.....	22
图表 52: 世界钢铁工业协会对 2011 年全球钢需求较为谨慎.....	22
图表 53: 模拟的小钢企盈利情况-----	23
图表 54: 大中型钢企盈利预计在 3 季度下探	23
图表 55: 三季度长协矿 FOB 价高出金融危机前最高点 57%-----	23
图表 56: 三季度长协矿价格将高于现货矿	23
图表 57: 上市钢企的吨钢市值、PB 图谱	24
图表 58: 钢铁相对大盘 PB 比值仅比历史最低值高 10%-----	25
图表 59: 2008 年 11 月-2009 年 5 月钢铁板块基本同步大盘	25
图表 60: 03 年 11 月-04 年 4 月的反弹中钢铁股跑赢大盘-----	26
图表 61: 05 年 7 月牛市开始钢铁股在 06 年 10 月才启动.....	26
图表 62: 08 年 11 月牛市开始钢铁股在 09 年 5 月启动-----	26
图表 63: 09 年 9 月-09 年 11 月的反弹中钢铁跑赢大盘	26
图表 64: 主要上市钢企每股钢材产量	27
图表 65: 上市钢企产品结构、矿石来源以及 PB 估值情况（股价取 2010 年 6 月 22 日收盘价）	27
图表 66: 主要公司盈利预测和评级（股价取 2010 年 6 月 22 日收盘价）	28

1、工业化仍有望支撑中国钢铁内需 70%的增长空间

1.1 内生角度：中国粗钢消费总量预计在 2021 年触顶

长期来看，工业化、城镇化、国际化是驱动钢铁消费总量增长（即成长性）的主要因素，其中前两个因素最为核心。但在工业化中后期，随着经济发展方式转变和技术进步，终端用户对钢铁材料的要求越来越高，譬如高强度化要求（建筑）、轻量化生产（汽车）、替代品的深化（譬如塑料、铝）等都会降低对钢铁的单耗量，进而对钢消费总量形成制约。

图表 1：钢铁消费总量的核心驱动因素和制约因素



资料来源：国都证券研究所

1.1.1 工业化的全面完成预计在 2021 年

目前世界各国分析工业化进程使用最广泛的指标包括霍夫曼工业化四阶段指标，库兹涅茨五阶段说和H·钱纳里等人的“标准工业化结构转化模型”。本报告选择了在我国较为通行的人均GDP、三次产业结构、就业结构和城镇化等指标对目前我国所处的工业化阶段进行判断。

按前三种指标度量的结果显示，中国离工业化成熟期已经很近；按照第四种指标度量的结果显示，中国离工业化实现和经济增长期的完成尚有10-20年左右。而2007年8月中国社科院发布的《工业化蓝皮书》则认为，目前中国工业化进程步入中期的后半阶段，完成工业化尚需到2021年，我们倾向于认同该观点。

图表 2：按人均 GDP（美元/人）指标计算中国离工业化成熟期已经不远

时期	人均 GDP	经济发展阶段	中国人均 GDP
	2005 年美元值		美元值
1	686-1372	工业化前期	
2	1372-2744	工业化初期	初级产品生产阶段
3	2744-5488	工业化中期	
4	5488-10290	工业化成熟期	工业化阶段
5	10290-16464	发达经济初期	
6	16464-24696	发达经济高级期	经济稳定增长阶段

注：（1）鉴于采用汇率法和购买力平均法折算，可能被高估或低估，本报告采用 1971-2009 年美元/人民币汇率平均值 5.90，折算 2009-2013 年的人均 GDP；

（2）如果假设 2011-2013 年中国 GDP 年均增长 7%，那么按 5.84 的汇率计算，2013 年中国人均 GDP 将超过以 2005 年美元值计算的工业化成熟期标准。

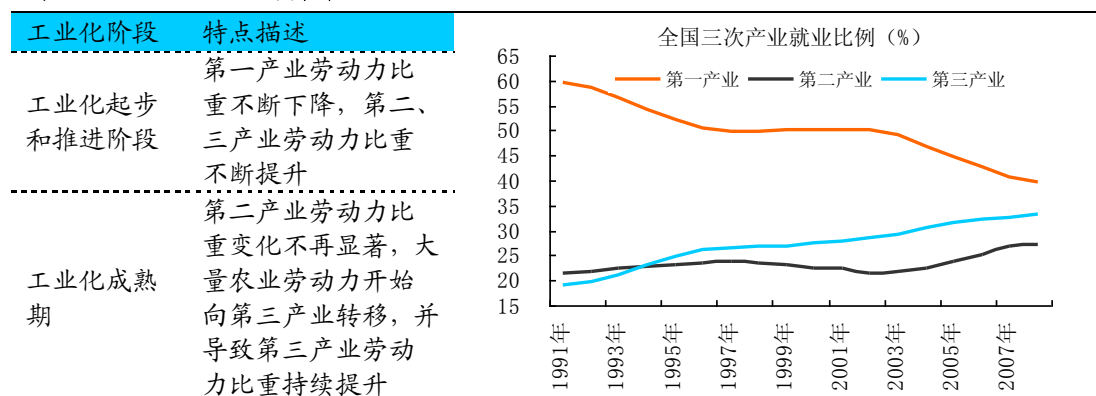
资料来源：H·钱纳里《工业化和经济增长的比较研究》、国家统计局、国都证券研究所

图表 3: 按三次产业结构指标计算中国离工业化成熟期已近在咫尺

工业化阶段	产业结构特点	中国 2009 年 GDP
工业化进程中	第一产业比重持续下降, 第二产业比重持续上升, 同时第三产业比重提高	
工业化中期阶段	第一产业比重下降至 20% 以下, 第二产业比重上升至高于第三产业而在 GDP 构成中占比最大时	第一产业占 10.6%, 第二产业占 46.8%, 第三产业占 42.6%
工业化成熟期	第一产业比重下降至 10% 以下, 第二产业比重上升至最高水平转为相对稳定或略降, 第三产业成为 GDP 构成中最大比重	

资料来源: H·钱纳里《工业化和经济增长的比较研究》、国家统计局、国都证券研究所

图表 4: 按就业指标计算中国离工业化成熟期亦不远



资料来源: H·钱纳里《工业化和经济增长的比较研究》、国家统计局、国都证券研究所

图表 5: 按城镇化率指标计算中国离工业化成熟期尚有一定时期

工业化阶段	特点描述	2009 年
工业化前期	城镇化率小于 32%	
工业化实现和经济增长期	城镇化率在 32%-65.2%	中国城镇化率: 46.6%
工业化后期及经济稳定增长阶段	城镇化率在 65.2% 以上	

注: 近年来中国城镇化率每年增加 1 个百分点左右

资料来源: H·钱纳里《工业化和经济增长的比较研究》、国家统计局、国都证券研究所

从国际经验来看(见本报告后续章节), 钢铁消费的峰值和工业化的完成在人口大国(人口数量超过 1 亿, 如美国、日本)同时达到, 但在人口小国和地区(如韩国、新加坡、中国台湾、阿联酋、卡塔尔)则非同步实现, 随着人口小国的城市化进程的继续深化, 其钢消费量会继续提升, 其中人口越少的国家人均钢消费峰值较工业化完成时期的人均钢消费量提升的空间越大, 拥有 5000 万人口的韩国 2008 年钢消费量为 1263kg/人, 较工业化时期的水平高出 51.80%。

对于拥有 13 亿人口的中国, 我们认为, 其更可能遵循大国路径, 亦即钢消费峰值与工业化完成在 2021 年同步达到。

1.1.2 城市化深化的过程中对钢的单耗量将会逐步下降

城镇化对钢材消费的增加主要体现在如下几点:

(1) 城镇居民住宅面积增加。一方面, 城镇化率每提升一个百分点, 城市人口将增加 1300 万余人, 按照 2008 年全国城镇人均居住面积 28 平方米(建筑面积算)计算, 这将需要增加城镇居民住宅面积 3.64 亿平方米, 假设城镇居民住宅面积耗钢量是农村居民住宅耗钢量的 8-10 倍, 为 60 千克/平方米, 那么仅此项直接净增加的年钢材消费量为 2000 万吨;

另一方面尽管2008年中国城市居民的人均居住面积已经处于世界较高水平,但仍低于大多数发达国家,这也意味着住房对用钢的需求仍有进一步增长空间。

(2) 城镇商品房占城市总居住面积的比重增加。中国商品房建设是在1998年住房体制改革开始后才大规模启动,此前大多数城市居民住房由政府或工作单位所有,随着时间的推移,新建住房逐步取代了老公房。如果假设1998年后完工的全部城市住房面积均为商品房,且之前的商品房为零,那么商品房在城市总居住面积中所占比重为35%—40%左右,如果未来10年内该比率按照4个百分点/年的速度提升,将意味着钢需求净增900万吨/年。

(3) 钢结构占房屋建筑的比重增加。目前钢结构年产量占全国钢产量的比例为5%左右,发达国家钢结构用钢量一般占钢材产量的10%,而每平方米建筑钢结构比钢筋混凝土结构增加用钢40kg左右。粗略估算,如果未来10年内钢结构产量占全国钢产量的比例按照0.5个百分点/年的速度提升,将意味着钢需求净增250万吨/年。

(4) 城镇化推动的工业化、基础设施建设。城镇化率的提升,也将会带来对家电、汽车、基建的需求,也会间接增加钢的消费。粗略估算,这一部分对钢铁消费的带动作用要大于城镇居民住宅的影响,即预计超过2000万吨/年。

但同时我们也注意到,目前我国经济发展仍然呈现粗放式特点,随着工业化、城市化进程的深化,各领域对钢强度的要求会逐步提升,这会节约对钢的单耗量,主要体现在如下方面:

(1) 建筑领域逐步使用高强度钢降低对钢的单耗量。

以螺纹钢按为例,螺纹钢按力学性能可划分为1-4级,级别越高,抗拉、抗震强度越高。在同等的建筑质量要求下,用三级螺纹钢替代二级螺纹钢可减少钢材使用量14%左右,替代12毫米以下的一级螺纹钢,则可节省40%以上的钢材,国外发达国家早就采用三级、四级,甚至五级螺纹钢用于各种建筑,但由于历史的原因,国内仍然主要使用二级螺纹钢,甚至还使用部分一级螺纹钢,2006年三级及以上螺纹钢的使用比例占全部螺纹钢产量的比重不到30%。根据国家发展规划,未来三级螺纹钢用量将达到螺纹钢总用量的80%左右。

如果2006年国内一、二级螺纹钢全面被三级螺纹钢替代,那么将能减少钢材的消耗量约1129万吨;06年除螺纹钢以外的主要建筑用钢约为15017万吨,如果这部分钢材全部提高用钢级别,又可以减少消耗2102万吨钢材,由此总共可节约3232万吨钢材,占当年钢材消费总量的8.40%左右,但预计这将是一个渐进的过程,如果这个过程在未来10年内完成,那么对钢铁消费总量减少的幅度应在300-500万吨/年。

(2) 技术进步降低机电等产品对钢的单耗量。

欧洲铝协公布的材料表明,汽车重量每降低100kg,每百公里可节约0.6L燃油(轿车百公里耗油在5L—20L左右不等)。根据科技部组织的“汽车轻量化联盟”要求,不难预测,未来汽车钢材单耗量将会下降,事实上中国汽车用钢单耗水平已经由2002年的平均2.2-2.3吨下降到2007年的1.8-1.9吨。与此同时,节约资源与合理用材也成为影响家电用材的重要指导思想,2003年-2007年,家电产品钢材单耗也普遍下降了8%-16%。

2009年全国非建筑领域(包括机电、石化等)用钢量在1.6亿吨左右,如果未来10年内,该领域内每年对钢铁的单耗量降低1%,将意味着1600-2000万吨/年的钢需求的下降。

图表 6: 城镇化进程深化对钢铁消费的影响初步量化分析

万吨/年	城镇化进程深化对钢铁消费的影响因素	增加（减少）耗钢量
增量因素	城镇居民住宅面积增加	2000
	城镇商品房占城市总居住面积的比重增加	900
	钢结构占房屋建筑的比重增加	250
	城镇化推动的工业化、基础设施建设	超过 2000
制约因素	建筑领域逐步使用高强度钢降低对钢的单耗量	(300-500)
	技术进步降低机电等产品对钢的单耗量	(1600-2000)

资料来源：国都证券研究所

1.2 比较角度：中国粗钢消费峰值预计在 10.22 亿吨

1.2.1 参照国际人均钢消费量推算，中国钢消费增长空间预计还有 70%

2000年以来曾有大量的机构、官员、学者试图预测中国钢铁消费峰值，但最终均以低估告终，这也是目前中国钢铁业集中度偏低以及铁矿石价格偏高的重要原因。在目前的时点上，中国钢铁业的消费峰值再次成为市场关注的热点，我们特在本部分中予以分析。

相对而言，预测中国钢消费峰值的最有价值参照指标是发达国家（地区）的人均钢消费量的峰值。

然而不同国家和地区的人均粗钢消费峰值相差甚大，通过观察我们可以发现如下规律：（1）人口小国（地区）的人均钢消费峰值普遍高于人口大国：譬如卡塔尔、阿联酋 1800-3200kg 之间，新加坡、韩国、中国台湾在 800-1300kg 之间，而美国、日本、德国在 600-800kg 之间，英国、法国在 400-500kg 之间；（2）亚洲国家（地区）的人均钢消费峰值普遍高于其他洲；（3）工业化晚实现的国家（地区）人均钢消费峰值通常高于工业化早实现的国家。

图表 7: 世界主要国家（地区）人均钢消费峰值统计

	年份	城市化率	人均钢消费量	备注
美国	1973	73%	691kg	人均钢消费峰值
日本	1973	74%	780kg	人均钢消费峰值
德国	1970	81%	628kg	人均钢消费峰值
法国	1973	73%	435kg	人均钢消费峰值
英国	1970	88%	446kg	人均钢消费峰值
韩国	2008	93%	1263kg	人均钢消费峰值
韩国	1997	85%	832kg	工业化完成时期钢消费值
新加坡	2004	NA	919 kg	人均钢消费峰值
中国台湾	2004	NA	969 kg	人均钢消费峰值
阿联酋	2008	NA	3139 kg	人均钢消费峰值
卡塔尔	2008	NA	1826 kg	人均钢消费峰值
中国	2010	48%	444kg	为预测值

资料来源：IISI、国都证券研究所

对于中国而言，我们预计六大区域的钢消费峰值会有所差异，其中华东地区参考韩国（取 850kg/人）、西北地区参考英法（取 500kg/人）、其他地区参考日美德（取 600-800kg/人），这样全国粗钢消费峰值在 730kg/人，较 2010 年的水平高出 64.40%。

图表 8: 通过区域加权法预计中国钢消费峰值在 730kg/人

粗钢产量占比	全社会 FAI 占比	人口占比	粗钢消费峰值预测
--------	------------	------	----------

华北	35.28%	14.51%	11.99%	750 kg/人
东北	10.82%	10.83%	8.31%	650 kg/人
华东	30.94%	35.63%	29.23%	850 kg/人
中南	13.91%	21.41%	28.08%	750 kg/人
西南	5.70%	9.67%	14.98%	600 kg/人
西北	3.35%	5.79%	7.41%	500 kg/人
全国	100%	100%	100%	730 kg/人

注：全国区域的分类参照国家统计局的标准

资料来源：国家统计局、国都证券研究所

预计中国的人口在2020年达到14亿，2033年达到峰值15亿，但人均钢消费峰值与人口峰值预计不会同时达到，如果按照我们前文所阐述的中国钢消费峰值在2021年左右达到，那么中国钢消费总量峰值预计达到10.22亿吨，较2010年尚有73.20%的增长空间。

我们对于2020年前后中国钢需求达到10.22亿吨的结论和部分国外企业和研究机构的预期相差不大。

图表 9：部分机构对未来 10 年中国钢需求的预测

对中国钢需求的预测		年复合增长率
CRU	在 2020 年会轻易地增长到 10 亿吨	2010-2020 年 5.42%
米塔尔	正常情况下在 2014 年达到 7.37 亿吨，在 2019 年达到	2011-2014 年 5.72%，
阿赛洛	8.46 亿吨	2015-2019 年 3.5%
国都 证券	在 2020 年左右达到 10.22 亿吨的消费峰值	2011-2020 年 4.94%左右

资料来源：冶金经济内参、Mysteel、国都证券研究所

1.2.2 问题的关键是：中国钢表观消费量（产量）2011-2015 年 CAGR 会高于 2006-2010 年吗？

表观消费量是产量与净出口之间的差值，在净出口变化不明显，或者净出口占产量的比重较小的情况下，表观消费量与产量的变化趋势会高度重合。对于绝大部分国家（地区）而言，其工业化期间钢产量均主要是满足内需，因此产量的增长与消费的增长呈现出一致性，研究产量的变迁对掌握其消费的变迁、对判断钢铁行业的成长性也有一定的参考意义。

观察主要国家钢产量起飞到工业化完成时的峰值路径，可以发现如下特征：（1）时间通常在20年左右，其中仅美国由于其间发生了两次世界大战而有所例外，其他三个国家均在19-21年左右；（2）起飞后的1-5年钢表观消费量（产量）复合增长率远高于6-10年，1-10年钢表观消费量（产量）复合增长率远高于11-20年；（3）部分国家钢产量起飞后的11-15年复合增长率高于6-10年，如日、韩，部分国外则相反，如日、德国，亦即一国钢表观消费量（产量）在起飞后第11-15年与6-10年的复合增长率之间并无明显规律。

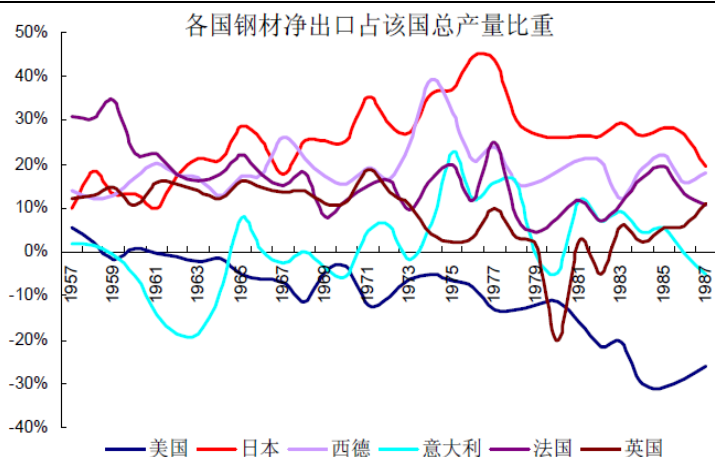
图表 10：主要国家钢产量起飞后的粗钢产量（表观消费量）年复合增长率比较

CAGR	1-5	6-10	11-15	16-20	1-10	11-20	峰值点
美国（从 1901 年起）	10.76%	5.29%	-0.37%	5.55%	8.76%	2.55%	1973 年
韩国（从 1976 年起）	25.10%	6.27%	12.33%	8.42%	15.30%	10.35%	1997 年
日本（从 1955 年起）	23.10%	13.23%	16.73%	2.43%	18.07%	9.35%	1973 年
德国（从 1950 年起）	12.60%	9.42%	1.67%	4.24%	11.00%	2.95%	1970 年
中国（从 2000 年起）	20.68%	11.19%	?	?	15.83%	4.94%?	2021?

注：（1）本表中所指峰值主要指工业化完成时的峰值；（2）美、日为表观消费量数据，韩、德为产量数据

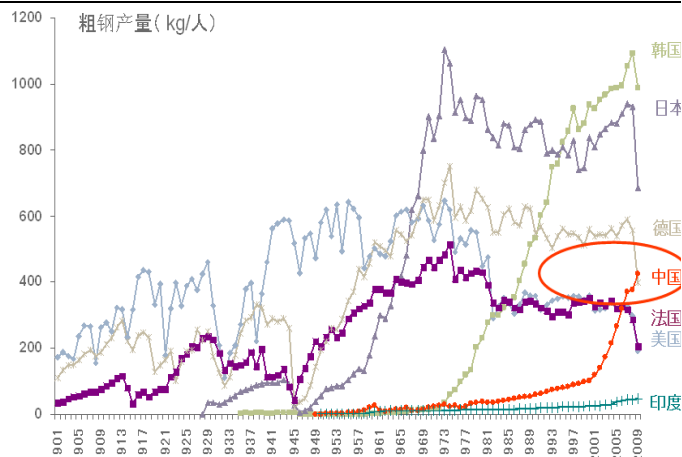
资料来源：IISI、USGS、JISF、国都证券研究所

图表 11: 日本、德国钢材净出口量占产量的比重较大



资料来源: IISI、国都证券研究所

图表 12: 1901 年以来世界主要国家人均钢产量变迁



资料来源: IISI、ArcelorMittal、国都证券研究所

结合前文的分析,中国预计会完美地重复前两个规律,但在第三个特征上,中国究竟会走向何方呢?亦即中国2006-2010年的钢产量复合增长率与2011-2015年比较,究竟孰高呢?

我们倾向于认为:中国钢需求在2011-2021年保持5.12%左右的年复合增长率,其中2011-2015年复合增长率会略低于2006-2010年的平均水平,但2016-2020年复合增长率会显著下降。如果2011-2015年中国钢产量复合增长率达到8%-6%,2016-2021年复合增长率达到2.71%-4.33%左右,那么到2021年中国粗钢产量将达到10.7亿吨,再考虑到净出口,该值与10.2亿吨的消费峰值基本吻合。

图表 13: 近 10 年来中国粗钢产量增长主要依靠内需

单位: 万吨	粗钢产量	YOY	粗钢表观消费量	YOY	净出口/产量
1998 年	11,559	6.10%	12,268	8.26%	-6.13%
1999 年	12,426	7.50%	13,603	10.88%	-9.47%
2000 年	12,850	3.41%	13,791	1.38%	-7.32%
2001 年	15,163	18.00%	16,463	19.38%	-8.57%
2002 年	18,237	20.27%	20,252	23.01%	-11.05%
2003 年	22,234	21.92%	25,878	27.78%	-16.39%
2004 年	28,291	27.24%	29,664	14.63%	-4.85%
2005 年	35,324	24.86%	35,309	19.03%	0.04%
2006 年	41,915	18.66%	38,456	8.91%	8.25%
2007 年	48,929	16.73%	43,466	13.03%	11.17%
2008 年	50,031	2.25%	45,293	4.20%	9.47%
2009 年	56,784	13.50%	56,504	24.75%	0.49%
2010 年 E	62,000	9.19%	60,000	4.42%	3.23%
粗钢产量 CAGR			粗钢表观消费量 CAGR		净出口/产量
2001-2005 年		22.41%	20.69%		-9.58%
2006-2010 年 E		11.91%	10.81%		6.14%

资料来源: 国家统计局、海关总署、国都证券研究所

1.3 长期发展方向: 产业结构升级、海外建钢厂、拓展非钢领域

前文我们已经指出,中国钢产量2011-2020年复合增长率将远低于2001-2010年,2016-2020年甚至可能以不到2%的复合增长率增长,与此同时,国家对节能环保的要求进

一步提高。在这种背景下，我们判断钢企的发展战略将由规模扩张更深刻地转向产业结构升级、海外建钢厂、以及拓展非钢领域。

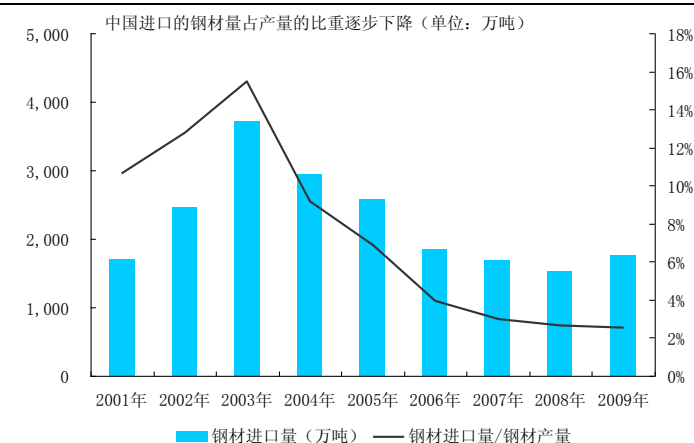
1.3.1 产业结构进一步向低碳、高技术含量方向升级

我们认为未来钢铁行业的产业结构升级主要包括三个方面：

(1) 高强度钢材生产比重的加大。这点我们在“城市化深化的过程中对钢的单耗量将会逐步下降”部分已经有所涉及，这里不再赘述。

(2) 技术水平进一步提升、进口替代进一步深化。2003年以来我国钢铁行业的进口替代已经有了长足发展，国内钢企的研发投入也持续加大。但我们看到，仍有部分高附加值的钢材品种不能自给，而只能高价进口，譬如部分特钢、板材、管材；部分钢材甚至被国外列入禁止对华出口名单，譬如航空母舰用的HY100及以上等级特种钢。这就要求钢铁企业需要进一步加大技术创新和产业升级力度，同时也能为今后扩大钢铁产品出口创造条件。

图表 14：近三年中国进口钢材量占产量的比重维持在 3% 图表 15：部分品种钢仍存在一定的进口替代空间



资料来源：国家统计局、海关总署、国都证券研究所

	进口数量	进口金额	进口单价	进口单价高出出口单价幅度	进口量/产量
单位	万吨	亿美元	美元/吨		
钢材	1,764	196	1,112	22.50%	2.55%
棒线材	86	11	1,295	97.49%	0.32%
角型材	38	2.99	788	27.87%	0.75%
板材	1,527	140	913	25.71%	5.11%
管材	63	28	4,505	269.19%	1.19%
铁道用材	28	3.77	1,326	19.25%	4.86%
其他钢材	21	10	4,985	263.06%	1.86%
特钢	312	60	1,925	130.17%	14.08%

注：上述数据均取 2009 年

资料来源：国家统计局、海关总署、国都证券研究所

图表 16：中日两国钢铁企业研发费用占销售收入的比重比较

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
日本	1.36%	1.01%	1.03%	NA	NA
中国	0.91%	1.22%	1.21%	NA	NA
宝钢	0.81%	0.90%	1.05%	1.15%	1.75%

资料来源：中国钢铁工业协会、冶金内参、宝钢股份、国都证券研究所

(3) 加大节能减排的力度和速度。从全球统计来看，钢铁工业排放的CO₂占全球温室气体总排放量的4%-5%，而中国钢铁工业占全国CO₂排放总量12%左右，而且中国吨钢CO₂比国际钢协要求的高15%-20%（2008年中国吨钢CO₂排放量为2.18吨），因此，在国家大力要求节能减排的背景下，通过优化炼钢炼铁技术和流程降低碳排放量将是中国钢铁行业未来的发展方向之一，这也能降低潜在的碳征税对钢铁行业的负面影响。

图表 17：高炉炼铁是传统钢铁生产过程中碳排放最主要的工序

CO ₂	高炉	炼钢	热轧	冷轧	自备电站	其它深加工	烧结	焦化
碳排放占比	73.60%	8.70%	1.40%	0.10%	0.10%	0.20%	11.50%	4.40%

资料来源：冶金工业规划研究院、国都证券研究所

图表 18: 不同流程生产 1 吨钢水产生的 CO₂排放量

生产流程	CO ₂ 排放, kg/t	电力, kW/t	CO ₂ 总排放, kg/t
高炉+转炉 (153kgPCI)	2111	187	2198
高炉+转炉 (250kgPCI)	2084	184	2170
COREX+电炉	1639	632	1934
Hismelt+电炉	1600 左右	370	1970 左右
电炉 (150kg /t 铁水)	396	478	619
电炉 (100%废钢)	68	458	282

资料来源: 冶金工业规划研究院、国都证券研究所

1.3.2 海外收购、新建钢厂: 印度、越南或将成为潜在目的地

2010年中国才开始陆续有到海外收购、新建钢厂的实质案例。该年4月, 武钢和巴西 LLX公司签署协议, 计划在巴西里约热内卢州建设一家钢铁厂, 其中武钢持70%股份, 该项目投产后可年产钢铁500万吨, 主要用于巴西汽车、造船和石油开采等行业; 该年5月, 鞍钢集团公司与美国钢发展公司签订了《鞍钢向美国钢发展公司进行股权投资协议》等三个协议, 协议计划分期建设4个螺纹钢厂和一个电工钢厂。

武钢和鞍钢在海外建设钢铁厂项目协议的签订, 标志着我国钢铁企业已经由钢材出口、建立海外营销中心等初级国际化经营, 向建设海外钢厂、实施海外资本运作的更高层次国际化之路迈进, 有利于缓解我国对外钢铁贸易摩擦、有效减低运输成本、实现合作共赢。

我们认为, 中国钢企拥有成熟的钢铁生产、建设经验, 到海外收购钢厂、新建钢厂有助于发挥中国钢企的优势, 规避国际贸易壁垒, 将是未来中国钢铁业发展的一个方向。

图表 19: 和发达国家 (地区) 相比中国上市钢企境外收入和资产占比显著偏小

2009 年	代码	注册地	境外收入占比	境外资产占比
米塔尔阿赛洛	MT NA	欧洲	48.30%	41.41%
JFE 控股	5411 JP	日本	38.35%	NA
USS	X US	美国	26.65%	20.44%
台湾中钢	2002 TT	中国台湾	24.35%	NA
浦项	005490 KS	韩国	18.02%	13.17%
印度钢铁管理局	SAIL IN	印度	1.66%	NA
宝钢股份	600019 CH	中国	9.39%	0
鞍钢股份	000898 CH	中国	5.01%	0
武钢股份	600005 CH	中国	0	0

注: 本表中“境外”指注册地以外的地方称为

资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 20: 韩国浦项集团在国外有众多的投资企业

	2009 年	2010E	2011E
中国	15	16	18
日本	6	6	6
东南亚	10	11	11
印度	4	6	6
美国	4	5	5
欧盟	3	4	4
合计	42	48	50

资料来源: POSCO、国都证券研究所

参照人口规模、经济发展现状以及发展趋势，我们认为印度将是世界经济的“明日之星”，预计2015-2020年之间印度的城市化率将达到中国钢产量起飞的2000年的水平，届时印度将是中国新建钢厂的主要目的地之一。除此之外，我们认为越南等国家也会成为选择对象。

图表 21：印度、越南等国家是世界经济的“明日之星”

年份	人口总数（亿人）				城市化率			
	中国	印度	越南	印尼	中国	印度	越南	印尼
1990	11.42	8.62	0.66	1.77	26.4%	25.5%	20.3%	30.6%
1995	12.11	9.53	0.73	1.92	30.9%	26.6%	22.2%	35.6%
2000	12.67	10.43	0.79	2.05	35.8%	27.7%	24.5%	42.0%
2005	13.12	11.31	0.84	2.19	42.5%	28.7%	27.3%	43.1%
2009E	13.46	11.98	0.88	2.30	46.1%	29.7%	29.8%	44.0%
2010E	13.54	12.14	0.89	2.33	47.0%	30.0%	30.4%	44.3%
2015E	13.96	12.94	0.94	2.44	51.1%	31.7%	33.6%	46.0%
2020E	14.31	13.67	0.98	2.54	55.0%	33.9%	37.0%	48.1%
2025E	14.53	14.31	1.02	2.63	58.6%	36.6%	40.5%	50.7%
2030E	14.62	14.85	1.05	2.71	61.9%	39.7%	44.2%	53.7%
2035E	14.62	15.28	1.08	2.78	64.9%	43.3%	47.9%	56.9%
2040E	14.55	15.65	1.10	2.84	67.8%	46.9%	51.6%	60.0%
2045E	14.40	15.94	1.11	2.87	70.6%	50.6%	55.3%	63.0%
2050E	14.17	16.14	1.12	2.88	73.2%	54.2%	59.0%	65.9%

资料来源：联合国人口司@2009年、国都证券研究所

参照城市化率等指标，我们预计未来2015-2020年前后越南、印度等国的钢消费预计会加速发展（对于印尼在城市化率达到35%之后，人均钢消费量却仍然维持在不到50kg的状况，我们尚不能给出合理的解释）。

图表 22：目前印度、越南等国的人均钢铁消费量仅为中国的10%-20%

		1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
中国	产量（万吨）	12,426	12,850	15,163	18,237	22,234	28,291	35,324	41,915	48,929	50,031
	消费（万吨）	13,618	13,809	17,065	20,572	25,858	28,731	36,195	39,340	44,013	45,285
	人均消费（kg）	108	109	134	160	200	221	277	299	333	341
印度	产量（万吨）	2,430	2,692	2,729	2,881	3,178	3,263	4,578	4,945	5,347	5,779
	消费（万吨）	2,990	3,020	3,120	3,409	3,418	3,922	4,314	4,910	5,549	5,363
	人均消费（kg）	30	30	31	33	32	37	40	44	49	47
印尼	产量（万吨）	289	285	278	246	204	368	368	376	416	392
	消费（万吨）	366	547	561	542	506	640	908	769	918	1206
	人均消费（kg）	17	26	26	25	23	28	40	33	39	51
越南	产量（万吨）	31	31	32	41	54	69	89	187	202	225
	消费（万吨）	254	294	404	523	518	579	557	609	1081	856
	人均消费（kg）	33	37	50	64	63	70	66	71	125	98

资料来源：IISI、国都证券研究所

1.3.3 拓展非钢领域，向标杆企业看齐

通过调研以及和标杆企业对比，我们均认为，未来逐步拓展非钢领域也是中国钢铁企业的发展方向之一。

图表 23: 2009 年世界主要国家上市钢企非钢业务的收入和资产占比

2009 年	代码	非钢业务收入占比	非钢业务资产占比
米塔尔阿赛洛	MT NA	0	0
JFE 控股	5411 JP	21.73%	12.42%
新日铁	5401 JP	20.18%	14.88%
USS	X US	2.52%	NA
台湾中钢	2002 TT	15.84%	17.41%
浦项	005490 KS	22.91%	22.50%
印度钢铁管理局	SAIL IN	0	0
宝钢股份	600019 CH	6.54%	6.63%
鞍钢股份	000898 CH	0	0
武钢股份	600005 CH	0	0

资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 24: 2009 年中国钢企的标杆企业收入和资产多元化情况

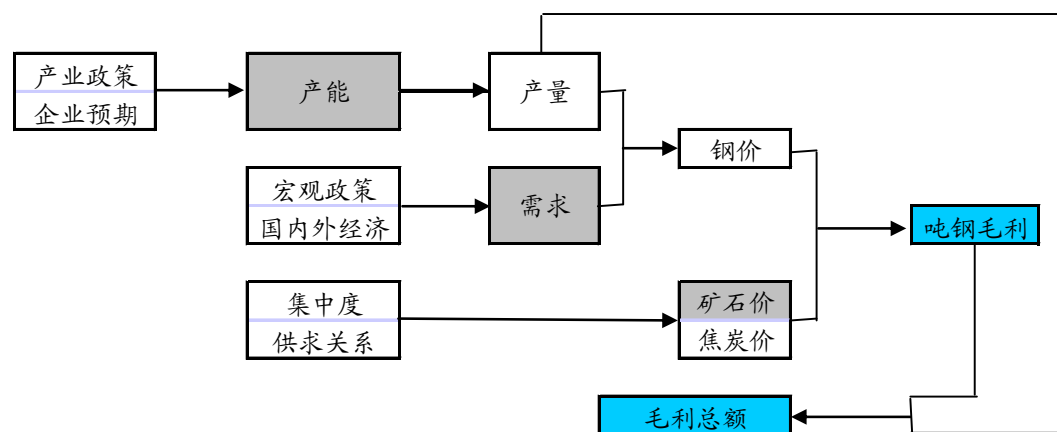
新日铁	收入	资产	JFE	收入	资产	浦项	收入	资产
钢铁制造	79.82%	85.12%	钢铁	78.27%	87.58%	钢铁制造&贸易	77.09%	77.50%
工程 & 建筑	7.98%	4.99%	造船	10.08%	6.56%	建筑	10.60%	10.19%
化工	4.94%	3.73%	工程	9.96%	4.62%	基本金属	8.09%	9.28%
系统解决方案	3.42%	2.86%	LSI	0.87%	0.72%	其他	4.21%	3.03%
城市发展	2.16%	2.59%	城市发展	0.82%	0.53%			
新材料	1.68%	0.71%						

资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

2、产能受到抑制的背景下行业盈利具备回升基础

决定钢铁业盈利的核心因素是钢价和矿价，其中钢价主要由供求关系决定，而矿价除由供求关系决定外，还在很大程度上受到钢矿双方集中度大小的影响。通过分析我们认为，至少未来5年内，寄希望于铁矿石价格不再成为钢铁行业盈利绊脚石并不现实，但由于产能受到抑制所导致的钢价上涨、钢铁业盈利回升仍是值得期待的。

图表 25：钢铁行业盈利决定因素框架图



资料来源：国都证券研究所

2.1 铁矿石价格未来五年内仍然易涨难跌

2.1.1 国产矿的有效自给率后劲难足

如果假设：（1）中国进口的铁矿石平均品位一直维持在63.5%的水平；（2）统计局的生铁、原矿石统计数据无误（对于2009年生铁产量偏低我们已经给予修正）；（3）2008年企业大量囤积高价铁矿石库存导致该年底全社会铁矿石库存较上年底增加2000万吨，2009年企业大量缩减铁矿石库存导致该年底全社会铁矿石库存较上年底下降5000万吨，那么可以推算出2008-2010年三年国产铁矿石原矿品位均在20%左右，而在2007年之前，该品位仍在30%左右。BHP等机构的有关研究也得出类似的结论。

图表 26：我们推算的国内铁矿石原矿品位已持续三年稳定在 20%左右

单位：百万吨	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010年 1-5月
粗钢产量	152	182	222	283	353	419	489	500	576	269
生铁产量	156	171	214	268	344	412	477	469	553	254
所需铁矿石量(生铁 产量*1.55)	241	265	331	416	533	639	739	727	857	394
官方统计铁矿石原矿 产量	217	231	261	346	420	589	682	808	880	383
未被统计的的原矿产 量	83	76	87	81	68	18	10	20	10	5
国内铁矿石原矿量	300	307	348	427	488	607	692	828	890	388
YOY	13%	2%	13%	23%	14%	24%	14%	20%	8%	30%
铁矿石行业投资额 (亿元)	6	8	50	133	282	357	427	680	841	268
YOY	NA	33%	525%	166%	112%	27%	20%	59%	24%	20%

铁矿石进口量(63.5%品位)	92	112	148	208	274	326	383	444	628	262
YOY	31.43%	21.74%	32.14%	40.54%	31.73%	19.10%	17.39%	15.81%	41.50%	8.4%
铁矿石进口量/铁矿石用量	38%	42%	45%	50%	51%	51%	52%	61%	73%	67%
铁矿石库存变化	1	1	-9	6	-15	-12	-14	20	-50	7
库存变化/铁矿石用量	0%	0%	-3%	1%	-3%	-2%	-2%	3%	-6%	2%
推算的国内铁矿原矿综合品位	31.36%	31.37%	35.03%	30.01%	35.54%	34.01%	33.91%	20.22%	19.93%	20.34%
国内铁矿石原矿折成63.5%精粉产量	148	152	192	202	273	325	370	264	279	124
YOY	11.35%	2.51%	26.52%	5.10%	35.38%	18.87%	13.78%	-28.68%	5.93%	NA

注：(1) 本表中对国家统计局的2009年11、12月份铁、钢统计数据进行了修复，因原数据有误；

(2) 2009年尽管港口铁矿石库存量增加503万吨，但是考虑到2008年底钢厂囤积了大量的矿石库存，我们假设该年全社会库存仍下降5000万吨

资料来源：国家统计局、海关总署、国都证券研究所

图表 27：近4年中国80%以上的铁矿进口均来自澳巴印三国保证了进口矿品位的稳定性

	2006年	2007年	2008年	2009年
铁矿石进口量(亿吨)	3.26	3.83	4.44	6.28
其中：巴西	23.42%	25.48%	22.68%	22.64%
澳洲	38.86%	38.01%	41.33%	41.71%
印度	22.91%	20.72%	20.51%	17.10%
三国合计	85.19%	84.21%	84.52%	81.45%

注：澳洲、巴西、印度三国铁矿石品位比较稳定

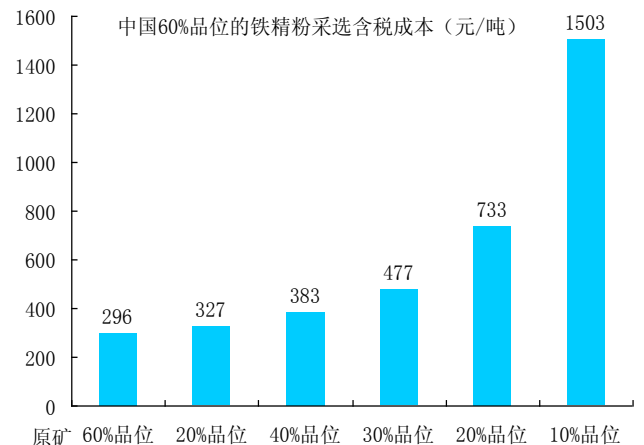
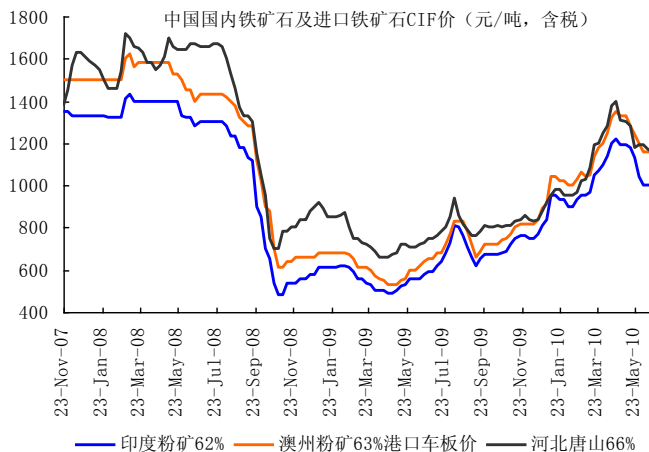
资料来源：海关总署、国都证券研究所

此外，我们还发现铁矿石的投资额统计数据对铁矿石产量的预示作用似乎不明显：2003-2005年中国黑色金属矿采选业的投资同比增速在100%-500%左右，但2004-2009年中国铁矿石原矿产量的增速均不超过25%，

参考不同品位原矿石的采选成本，在目前的市场价格条件下，仅15%以上品位的铁矿石原矿才具有开采价值。

综合考虑国内目前正在开采、有经济价值开采的铁矿石原矿的品位，以及铁矿石投资对原矿产量的带动作用，我们认为未来国内铁精矿的有效自己率后劲难足。

图表 28：目前国内66%铁精粉含税价在1100元/吨左右 图表 29：在当前价格下品位为10%的原矿不具备开采价值



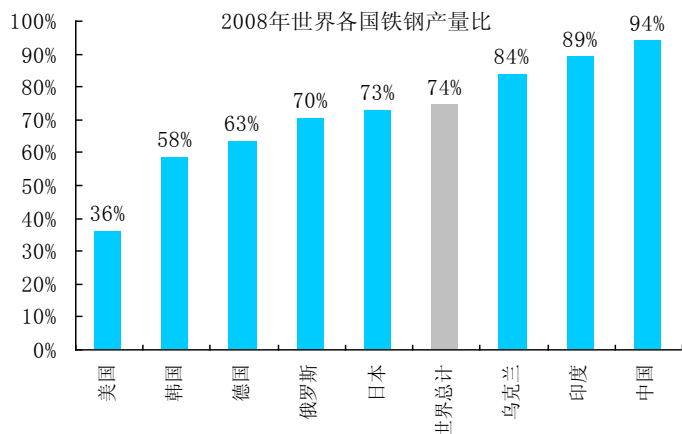
资料来源：钢之家、Mysteel、国都证券研究所

资料来源：国都证券研究所

2.1.2 废钢对铁矿石的替代效应尚有待 2016-2020 年期间开始显现

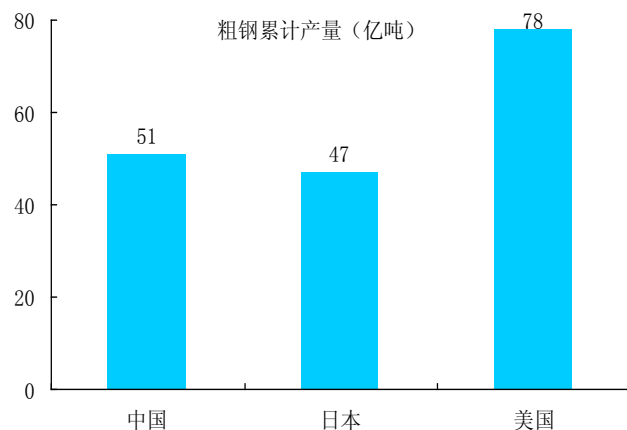
炼钢主要有高炉转炉和电炉两种工艺流程。在美、韩、德、日等发达国家，其经过多年的积累，年均废钢产出量可以满足本国相当一部分钢铁冶炼需求，钢铁冶炼采用电炉方式的比重更大，而中国主要采用高炉-转炉联合型生产方式，对铁矿石需求强度高。

图表 30：中国电炉钢占比显著偏低



资料来源：IISI、国都证券研究所

图表 31：中国累计粗钢产量占粗钢年产量比重仍然偏低



资料来源：国都证券研究所

根据中国工程院院士、中国金属学会理事长翁宇庆介绍，废钢可以分为自产废钢、加工废钢和折旧废钢三类，其中折旧废钢对废钢总量的影响最大，发达国家废钢资源丰富主要指折旧废钢资源丰富。

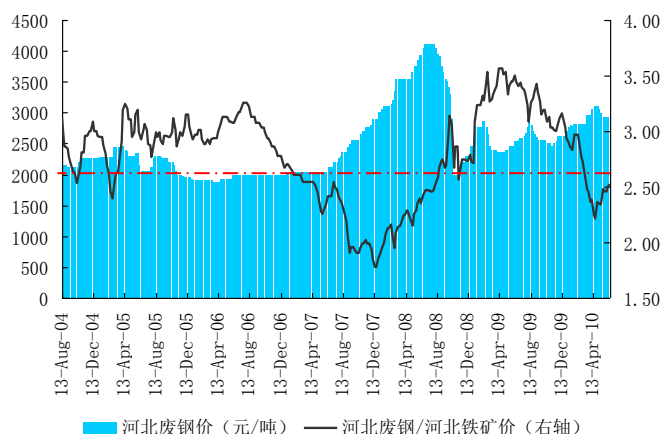
图表 32：废钢的来源和预测方法

废钢来源	定义	预测方法
自产废钢	钢企业内部炼钢、轧钢等工序的切头、切尾	$0.08 \times \text{当年钢产量}$
加工废钢	国内制造加工工业的废钢(加工铁屑)	$0.06 \times \text{当年钢产量}$
折旧废钢	国内的各种钢铁制品报废后形成的废钢	模型 1: $(0.35-0.4) \times 20 \text{ 年前钢产量}$; 模型 2: $0.32 \times (15 \text{ 年钢产量}) + 0.6 \times (50 \text{ 年前钢产量})$

资料来源：翁宇庆@2006 年、国都证券研究所

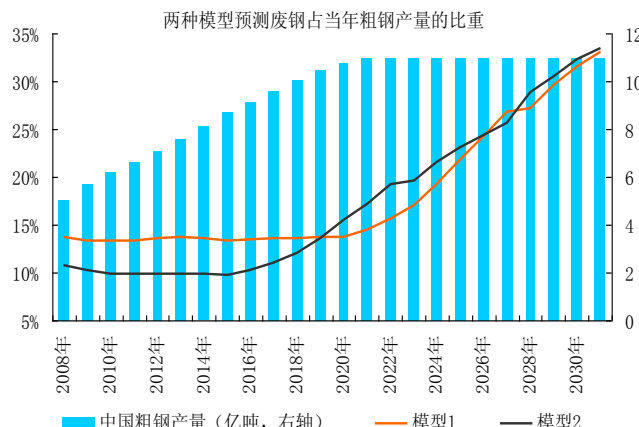
根据最近两年的情况，我们对上述模型略加修改，预计 2015-2020 年期间，中国废钢资源将开始丰富，届时电炉炼钢对高炉炼钢（亦即废钢对铁矿石）的替代效应才开始显现。

图表 33：废钢和铁矿石之间存在一定的比价关系



资料来源：钢之家、Mysteel、国都证券研究所

图表 34：预计 2016-2020 年间中国废钢供应量将开始丰富

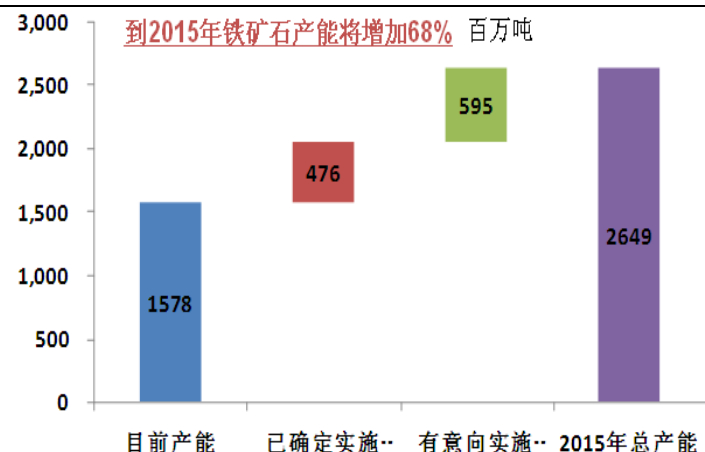


资料来源：国家统计局、国都证券研究所

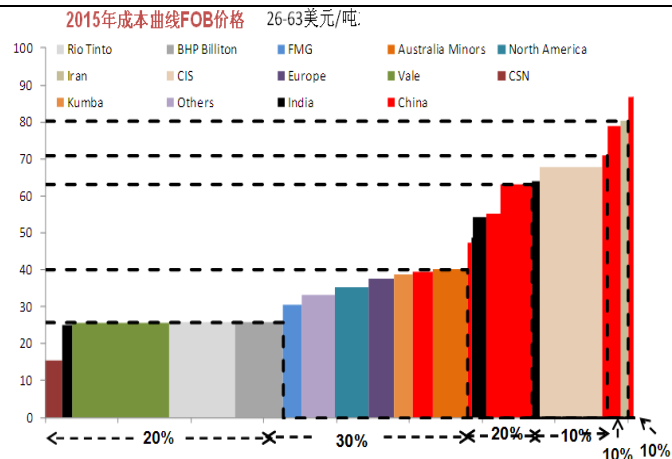
2.1.3 进口矿的高度垄断格局五年内难撼

以目前唐山66%铁精矿145美元/吨的不含税价以及澳洲、印度及巴西至中国10-30美元的海运费计算，目前大量的海外矿均具有经济开采价值。据Mysteel的统计，国外的铁矿石产能在2009年底为15.78亿吨，在2015年底可能增加至26.49亿吨（增幅为68%）；这些国外铁矿石产能对应的吨FOB成本在2009年底均不超过50美元，在2015年将不超过70美元。

图表 35：2015 年国外矿石产能底较 2009 年可能增 68% 图表 36：2015 年国外铁矿石 FOB 成本不超过 70 美元/吨



资料来源：Mysteel、MMI、国都证券研究所



资料来源：Mysteel、MMI、国都证券研究所

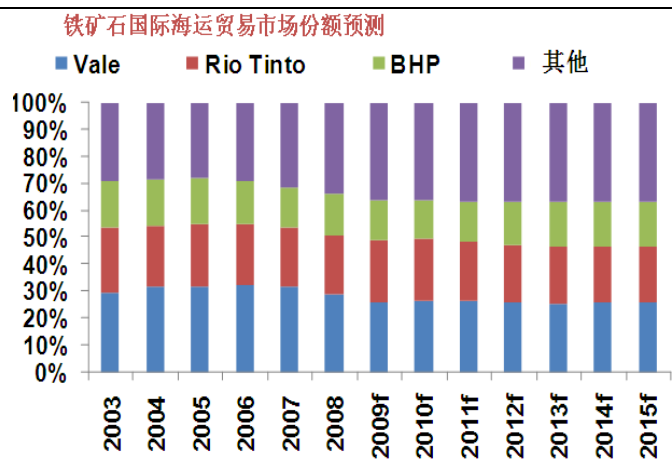
但2009-2015年增加的10.7亿吨铁矿石产能中，有5.95亿吨仅是有意向新增，这部分产能最后能否顺利投产具有极大的不确定性；而已确定新增的4.76亿吨产能中，有69.54%来自澳、巴两国，主要来自力拓（Rio Tinto）、必和必拓（BHP）、淡水河谷（VALE）三大矿业巨头。据Mysteel预测，2011-2015年三大矿业巨头仍将占据60%以上的铁矿石海运贸易量，而与此同时，中国对钢铁行业的目标仅是“力争到2015年，国内排名前10位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例从2009年的44%提高到60%以上”，

这意味着三大矿业巨头在未来较长的一段时间内继续具备操控全球铁矿石价格的能力，铁矿石价格仍然易涨难降。

图表 37：目前中国国内铁矿石不含税价已至 145 美元/吨 图表 38：三大矿业巨头的垄断地位在 2015 年底难撼

2015/百万吨	目前产能	已确定新增产能	占目前产能	有意向新增产能	占目前产能
澳大利亚	425	212	50%	218	51%
巴西	364	119	33%	165	45%
印度	197	52	26%	63	32%
独联体	245	35	14%	33	13%
欧洲	112	4	4%	12	11%
美国/加拿大	116	12	10%	41	35%
其他	119	42	35%	62	52%

资料来源：Mysteel、钢之家、国都证券研究所



资料来源：Mysteel、MMI、国都证券研究所

综上所述，在国产矿仍难当重任、废钢对铁矿石的替代效应不能显现、以及矿业巨头垄断地位难以撼动的三重背景下，我们认为2011-2015年寄希望于铁矿石价格不再成为钢铁行业盈利绊脚石并不现实，

2.2 政府控制产能增强了行业盈利的弹性空间

2.2.1 政府控制钢铁产能的力度空前

2010年以来，中央政府针对钢铁行业的产业政策文件较为频繁，主要包括严控新增产能、淘汰落后产能、鼓励技术创新、兼并重组等方面。我们猜测政府此举的意图主要有两个方面：（1）加大节能减排力度，以利于经济可持续发展；（2）改善在铁矿石价格长年受制于人的局面。

参照历史经验，我们认为通过落后产能淘汰来降低钢铁业总产能的可能性较小，但通过“2011年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目”，“坚决制止以淘汰落后产能等名义擅自建设钢铁项目，对违规建设的要严肃处理”等严控新增产能的手段达到未来两年内钢铁业总产能不再增加或少量增加的可能性较大。

即便未来需求增速低迷，但如果产能产量增速更低，也能导致行业供求关系紧张，使得钢价上涨、盈利回升，因此对于政府严控新增产能的政策值得高度关注。

图表 39：2010 年以来中央政府对钢铁行业的主要要求

关键词	主要内容
新增产能	（1）2011 年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目；（2）坚决制止以淘汰落后产能等名义擅自建设钢铁项目，对违规建设的要严肃处理
落后产能	（1）2010 年淘汰 3000 万吨炼铁产能，828 万吨；（2）2011 年淘汰 9540 万吨炼铁产能，1995 万吨炼钢产能
技术创新	（1）积极支持钢铁行业做好技术创新工作；（2）重点支持钢铁企业开展技术改造
铁矿石	（1）建立长期稳定的铁矿石进口渠道；（2）大力推进国内铁矿资源的勘探开发；（3）进一步推进“走出去”战略
节能减排	（1）鼓励发展短流程炼钢，有关部门要尽快出台鼓励余热发电上网政策；（2）通过强化环境准入、执法监管、考核问责等工作机制，进一步加强环保监测、减排核查；（3）要继续控制“两高一资”低附加值钢铁产品出口
兼并重组	力争到 2015 年，国内排名前 10 位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例从 2009 年的 44%提高到 60%以上

资料来源：中国钢铁工业协会、国都证券研究所

2.2.2 经济增长的主推手仍有赖于传统行业

十七大明确提出从“转变经济增长方式”到“转变经济发展方式”的内容目前已成为政府工作的重心之一，也成为资本市场的热点话题。但是“发展”的前提条件是“增长”，鉴于经济对传统行业极高的依赖性，我们认为这一依赖度在未来5-10年内根本扭转的可能性甚微（但依赖程度有所弱化），这也将支撑我们在本报告第一部分中得出的结论：预计工业化仍能支撑钢铁消费70%的增长空间。

图表 40：房地产行业对经济增长以及钢铁需求均非常重要

2009 年	比值
房地产投资/GDP	10.8%
建筑及地产从业人数/城镇就业总人数	10%
建筑地产用钢/钢铁消费总量	54%
其中：城镇居民住宅用钢/钢铁消费总量	18.4%
农村居民住宅/钢铁消费总量	1.6%
非住宅房屋/钢铁消费总量	20.5%

其他建筑/钢铁消费总量

13.5%

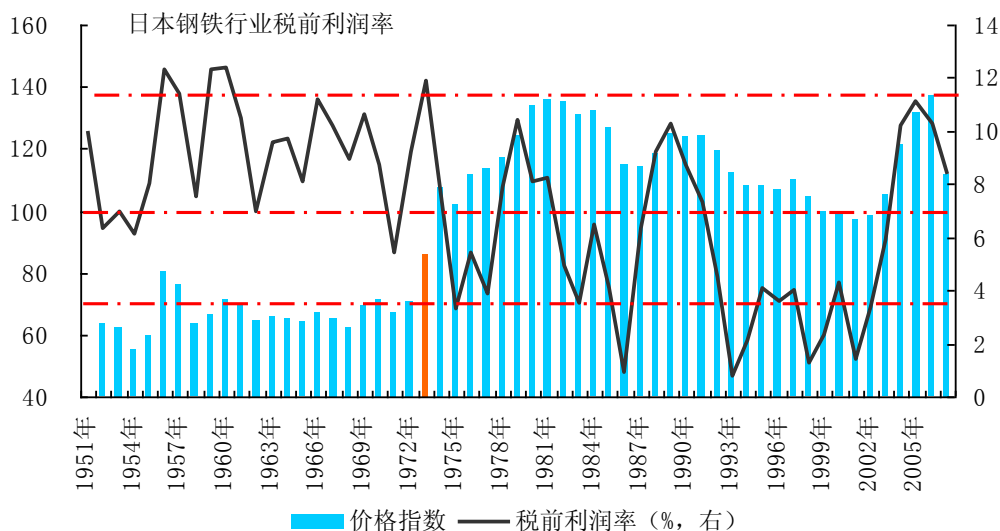
资料来源：国家统计局、国都证券研究所

2010年5月下旬，住建部要求2010年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房580万套（较年初增加300万套），改造农村危房120万户。按保障性住房建筑面积60平方米，每平方米消耗钢材35.5kg计算，580万套保障性住房如果在2010年全部完工，消耗的钢材总量为1235万吨，占6亿吨钢产量的比重为2.06%，较年初的预期多增加1个百分点。尽管该事件对钢铁需求的影响不大，但体现出政府保障经济增长的途径仍然充足。

2.2.3 长期来看钢铁行业盈利回升仍然值得期待

作为强周期性行业，钢铁业的盈利波动幅度较大，这从日本近60年来的钢铁业盈利走势也可以看出。因此我们相信，从长期来看，钢铁行业盈利回升是值得期待的。

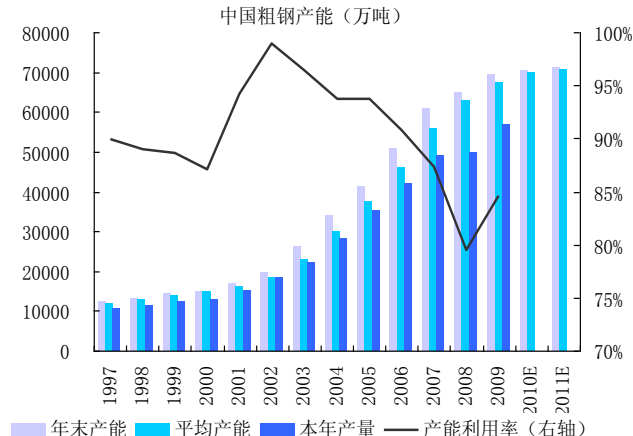
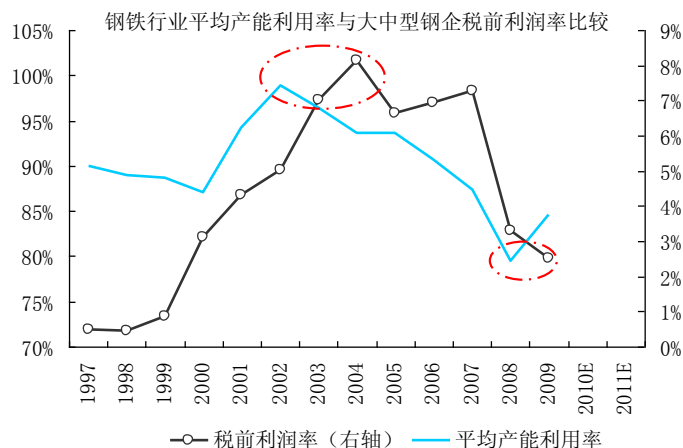
图表 41：以日本为例钢铁行业体现出鲜明的周期性特征



资料来源：JISF、国都证券研究所

问题的关键是，中国钢铁行业盈利何时出现长周期的、系统性的盈利上升局面的起始点？参照近年来钢铁行业平均产能利用率与大中型钢企税前利润率的相关关系，我们认为，如果政府对钢铁行业产能控制的力度有效，未来几年内全国钢铁产能利用率有望进一步回升，钢铁行业的盈利状况将得到很大程度的改善。

图表 42：产能利用率拐点通常领先钢铁业盈利拐点 1 年 图表 43：钢铁行业 2011 年产能利用率有望进一步回升



资料来源：Mysteel、冶金工业研究中心、国都证券研究所

资料来源：Mysteel、冶金工业研究中心、国都证券研究所

2.3 但行业中期盈利仍然承压

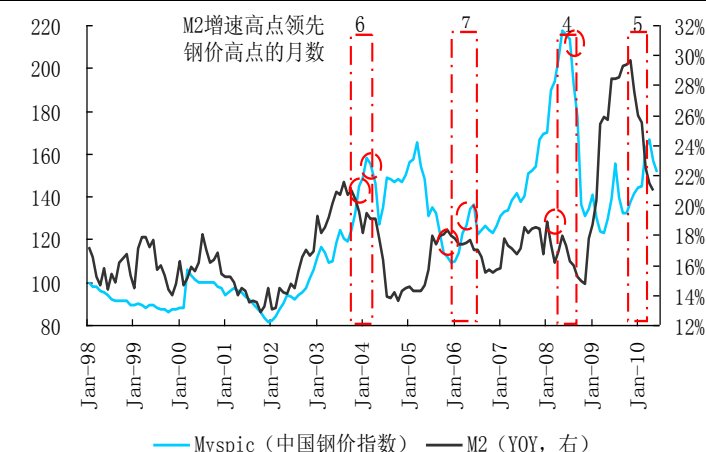
2.3.1 国内钢价未来几个月内预期仍难乐观

自08年以来，我们不断在尝试总结钢铁行业的领先指标，目前来看，有两对相关关系已被市场多次验证：（1）在国内，M2增速是钢价的领先指标，领先时间在4-7个月；（2）在发达国家，废钢价是钢价的领先指标。

我们在2010年5月10日行业点评报告《钢铁板块的中期投资机会宜继续等待》中曾指出：“中国M2增速在2009年12月达到29.64%后的阶段性高点后回落，因此国内钢价已在2010年4月份触顶是大概率事件”。

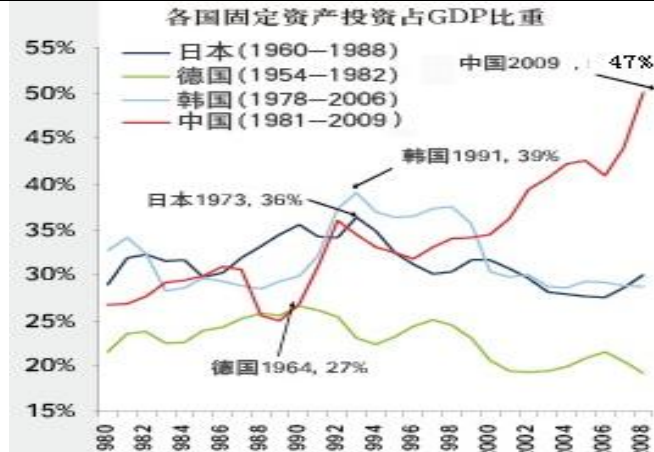
目前来看，由于货币供应量、固定资产投资在2010年Q1时占GDP的比重仍然偏高，中短期而言，M2增速有望继续下行，固定资产投资增速也可能高位继续回落。而政府对钢铁产能的控制预计在中短期内也难以达效。尽管目前钢价较5月初高点已经回落9.10%，后期可能出现反弹，但鉴于上述分析，尽管钢价可能出现波动局面，但我们认为，钢价中期仍不宜乐观。

图表 44: M2 增速是国内钢价良好的领先指标



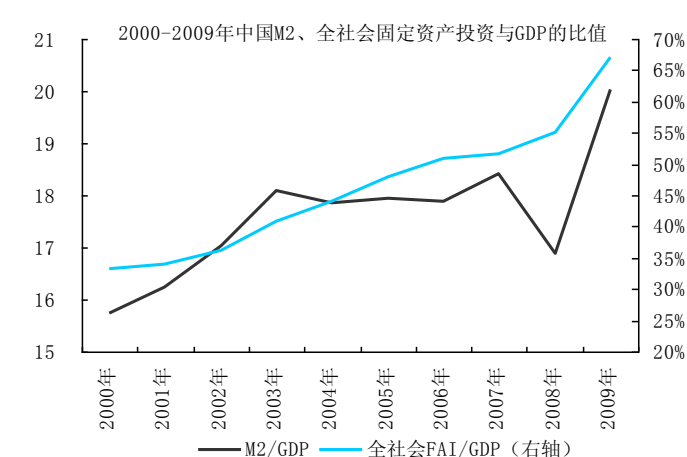
资料来源：国家统计局、Mysteel、国都证券研究所

图表 45: 中国 FAI/GDP 显著高于其他国工业化时的水平



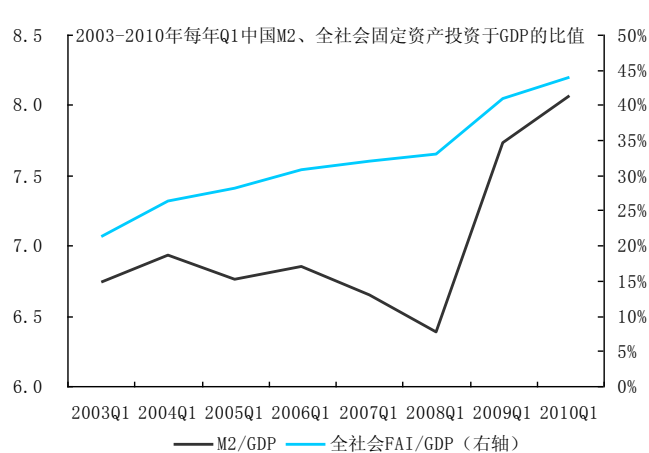
资料来源：IMF、国都证券研究所

图表 46: 2009 年 M2 和 FAI 占 GDP 的比重偏高



资料来源：国家统计局、WIND、国都证券研究所

图表 47: 2010 年 Q1 M2 和 FAI 占 GDP 的比重也仍偏高



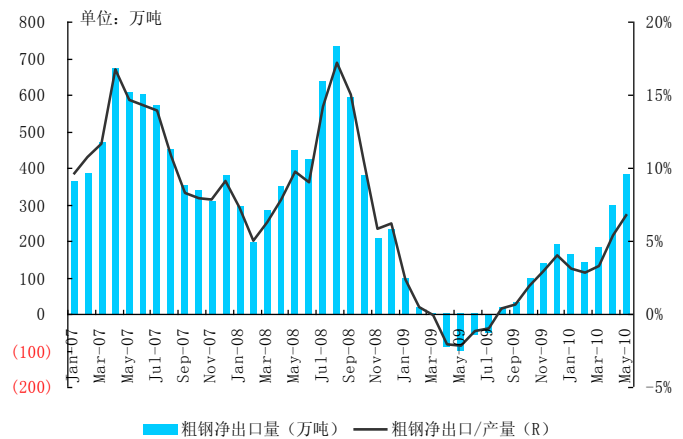
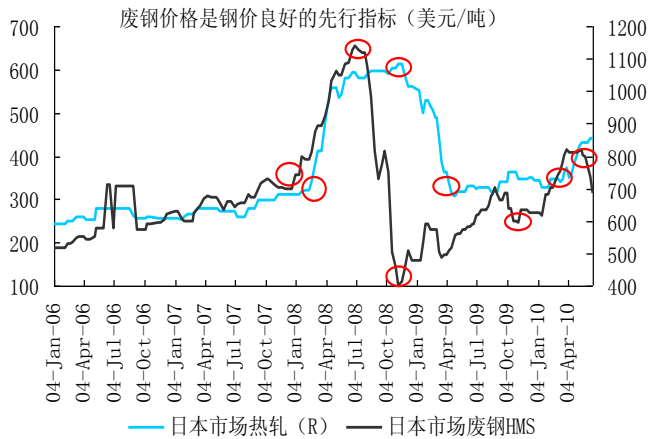
资料来源：国家统计局、WIND、国都证券研究所

2.3.2 出口政策和国外钢价共同调整将阻碍钢铁净出口回升势头

2010年5月全国粗钢净出口量占产量的比重已达到6.78%，创金融危机以来的最好水平，但我们预计这种净出口回升的趋势即将宣告结束，一方面是财政部在6月22日取消了部分钢材的出口退税率，另一方面从国外废钢价格走势以及国际钢铁需求趋势来看，国际钢价将会继续延续跌势。

图表 48：废钢价格预示国际钢价将会继续走弱

图表 49：中国钢铁出口回升引发政府调控预期

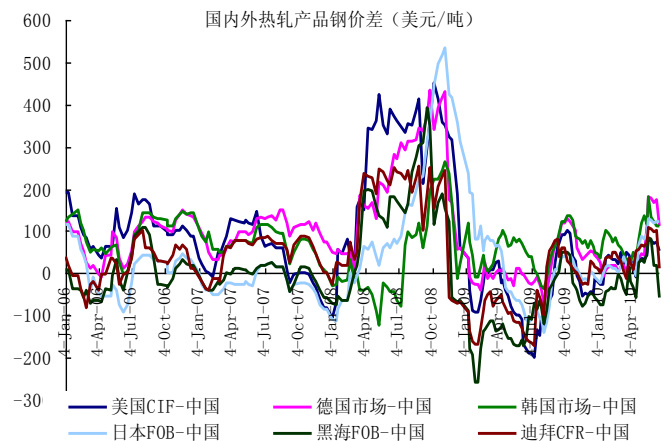
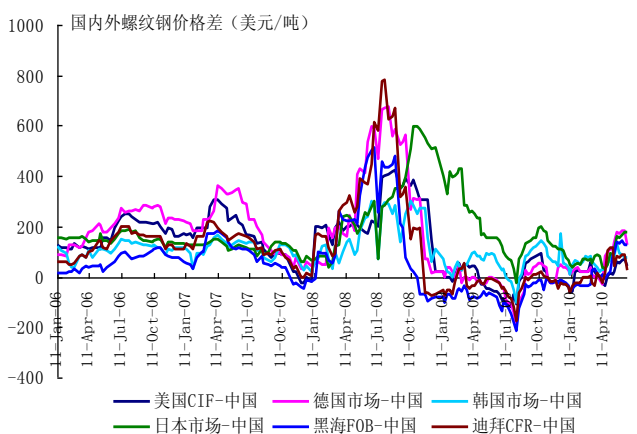


资料来源：Mysteel、国都证券研究所

资料来源：国家统计局、海关总署、国都证券研究所

图表 50：国内螺纹钢相对国外的价格优势正在减弱

图表 51：国内热卷相对国外的价格优势也在减弱



资料来源：Mysteel、国都证券研究所

资料来源：Mysteel、国都证券研究所

图表 52：世界钢铁工业协会对 2011 年全球钢需求较为谨慎

	表观消费量 (百万吨)			YOY		
	2009 年	2010 E	2011E	2009 年	2010 E	2011E
欧盟 27 国	118	135	145	-35.2%	13.7%	7.9%
其他欧洲国家	24	27	30	-12.5%	13.5%	11.9%
独联体	36	40	43	-28.2%	11.0%	8.0%
北美	81	100	107	-37.4%	23.5%	7.2%
非洲	26	29	31	9.6%	8.6%	9.3%
中南美洲	34	40	43	-24.1%	20.0%	6.7%
中东	41	45	48	-8.0%	10.0%	8.2%
亚太	762	826	858	8.7%	8.4%	3.9%
世界	1121	1241	1306	-6.7%	10.7%	5.3%
中国	542	579	595	24.8%	6.7%	2.8%
金砖四国	641	692	721	17.5%	8.0%	4.1%
中东+北非	58	63	68	0.8%	9.5%	8.4%
世界除中国	579	662	711	-24.5%	14.4%	7.4%

世界除金砖四国	480	549	586	-26.8%	14.3%	6.7%
---------	-----	-----	-----	--------	-------	------

资料来源：IISI@2010年4月、国都证券研究所

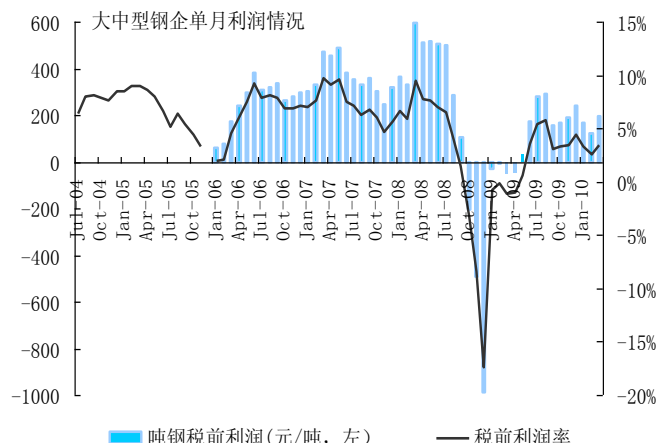
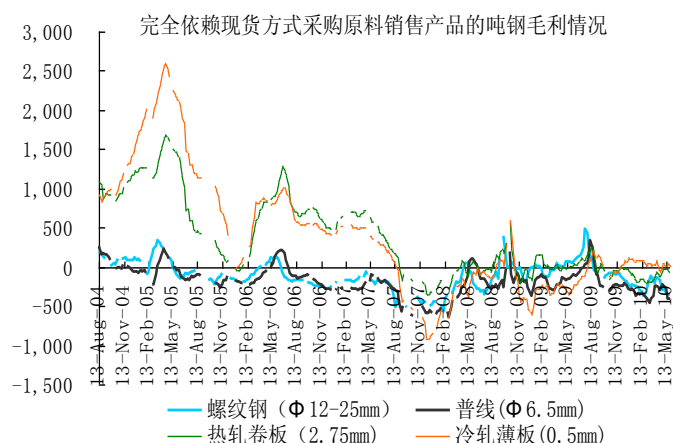
2.3.3 行业中期盈利仍然承压

我们模拟的完全依赖现货方式采购原料、销售产成品的钢厂近期盈利已接近至跟踪以来的最低水平（2004年4月以来），三季度可能出现全行业亏损局面，基于钢铁行业的周期性特征，很显然类似的亏损局面不会持续太长时间：迄今为止中国钢铁业尚未出现全年全行业亏损，最长的连续亏损时间是7个月。

尽管4季度长协矿FOB价预计会有所回落，进而降低钢铁行业的成本，但是我们认为其幅度将有限，而且从经验上来看，在国内外钢价下跌的趋势下，钢铁行业盈利很有可能会进一步下行。因此，中短期内钢铁行业的盈利仍然承压。

图表 53：模拟的小钢企盈利情况

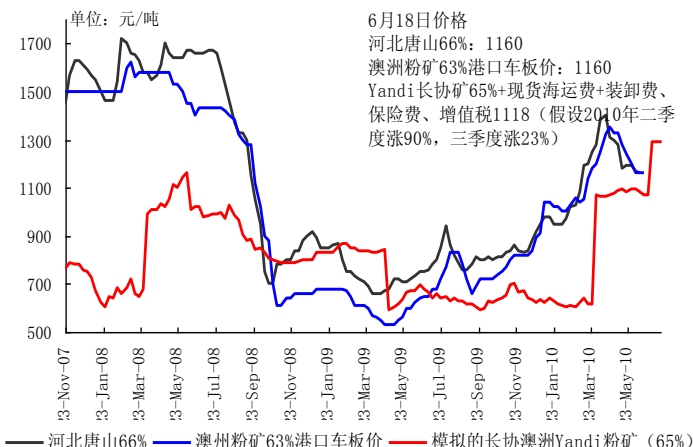
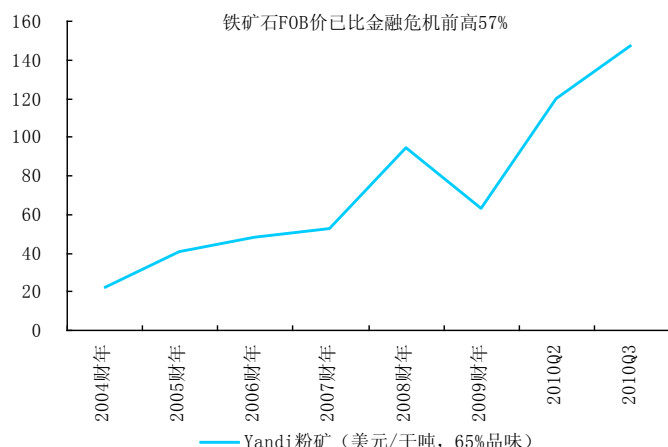
图表 54：大中型钢企盈利预计在 3 季度下探



资料来源：Mysteel、钢之家、国都证券研究所

资料来源：中国钢铁工业协会、国都证券研究所

图表 55：三季度长协矿 FOB 价高出金融危机前最高点 57% 图表 56：三季度长协矿价格将高于现货矿



资料来源：中联钢、国都证券研究所

资料来源：Mysteel、钢之家、国都证券研究所

3、投资策略：长期买入（超配），中期持有（标配）

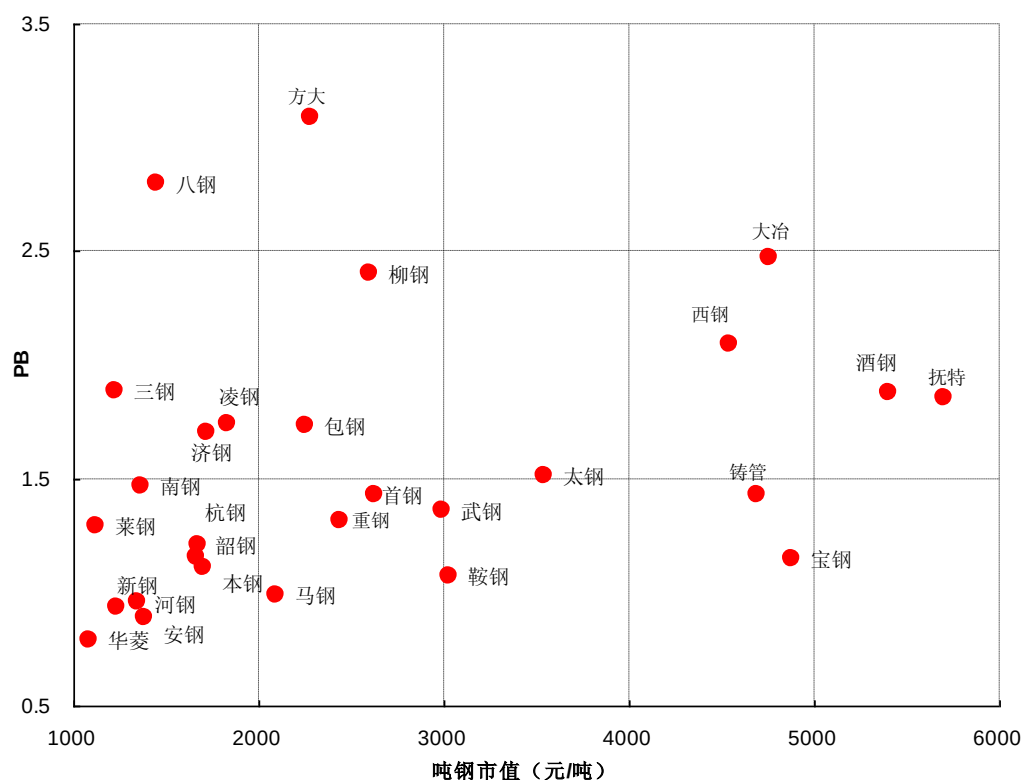
3.1 投资评级：下调至“中性 B”

3.1.1 长期投资价值已经充分显现

分析钢铁板块绝对投资价值的估值方法主要有两种：（1）PB估值，（2）重置成本。以6月18日收盘价计算，在30家上市钢企中，有5家PB低于1，有2家在1.0-1.1之间，全行业的PB均值在1.3倍；有8家吨钢市值在1500元以下，有6家在1500-2000元之间，而普通的全流程吨长材重置成本至少为2000元/吨，普通吨板材重置成本至少为3000元。

鉴于前文分析，从一个相对长的视角来看，钢铁行业的盈利回升、盈利弹性仍然是值得期待的，因此我们认为目前钢铁股的长期投资价值已经非常显著，

图表 57：上市钢企的吨钢市值、PB 图谱



资料来源：WIND、国都证券研究所

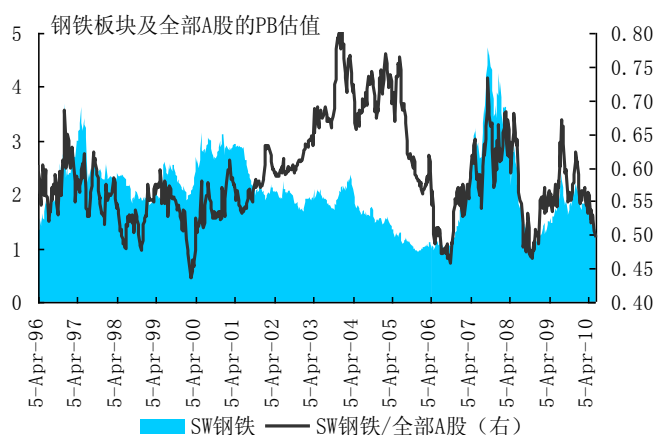
3.1.2 但中期投资机会宜继续等待

目前从相对于市场的PB估值角度来看，以6月18日收盘价计算，钢铁板块相对大盘的PB比值为0.5，高于1996年以来的最低值（2000年3月）14.07%，高于2006年以来的最低值（2006年9月）6.71%，高于2008年以来的最低值（2008年11月）6.25%，低于2000年以来的平均水平19.97%，因此我们认为钢铁股继续跑输大盘的概率很低。

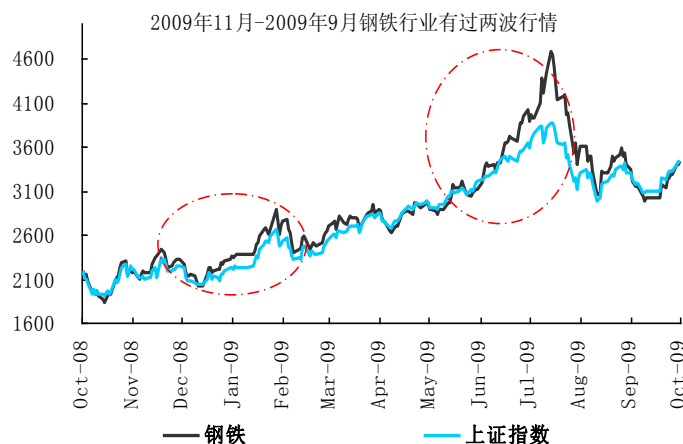
但决定钢铁股中短期投资价值的最重要的因素是行业景气趋势（亦即盈利趋势），盈利向好的必要条件是钢价上涨，鉴于前文我们对钢价和钢铁行业盈利的判断，我们认为钢铁钢铁板块的投资机会宜继续等待，未来6个月会同步大盘，再参考铁矿石仍将是行业长期盈利的绊脚石，下调行业评级至“中性B”，建议标配。

我们认为未来六个月，钢铁股更可能类似2008年11月-2009年5月之间的行情：先小幅跑赢大盘，然后再跑输大盘。对于小幅跑赢大盘的时机，我们将予以高度关注。

图表 58: 钢铁相对大盘 PB 比值仅比历史最低值高 10% 图表 59: 2008 年 11 月-2009 年 5 月钢铁板块基本同步大盘



资料来源: WIND、国都证券研究所



资料来源: WIND、国都证券研究所

3.1.3 历次反弹和牛市行情中启动的时间也表明超配钢铁的时机仍未到来

2003年以来像样的反弹行情(定义为持续时间为2个月左右及以上,反弹幅度超过25%)或者牛市行情共有4次,其中在反弹行情(或牛市的前半年)中,钢铁板块涨跌幅在上证指数中间5%范围内的有3次,跑输上证指数10个百分点以上的有1次,跑赢上证指数5个百分点以上或跑输15个百分点以上的为0次;我们将具体的时间起止及涨跌幅情况统计如下:

反弹行情之一。2003年11月18日-2004年4月8日,上证指数上涨34%(从1316点上涨到1770点),钢铁板块上涨30%,钢铁股跑输上证指数4个百分点(不过从2003年9月25日到2003年18日期间,上证指数下跌4%,钢铁股上涨8%);

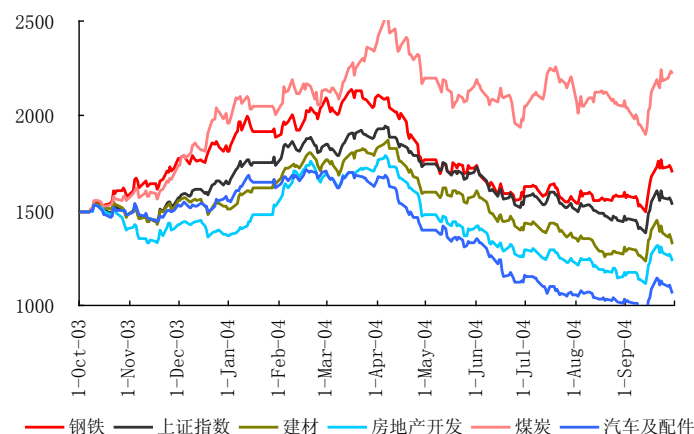
牛市行情之一。2005年7月18日-2007年10月16日,牛市启动的半年内,上证指数上涨22%(从1012点上涨到1233点),钢铁板块上涨9%,钢铁板块跑输大盘13个百分点;牛市启动的一年内,上证指数上涨66%(从1012点上涨到1684点),钢铁板块上涨33%,钢铁板块跑输大盘33个百分点(钢铁板块显著跑赢大盘的行情从2006年10月9日才开始,半年内钢铁板块上涨166%,跑赢上证指数72个百分点;一年内钢铁板块上涨357%,跑赢上证指数137个百分点,亦即牛市下半场钢铁板块才显著跑赢大盘);

牛市行情之二。2008年11月4日-2009年8月4日,牛市启动的半年内,上证指数上涨50%(从1707点上涨到2640点),钢铁板块上涨55%,钢铁板块跑赢上证指数5个百分点;整个牛市期间,上证指数上涨103%,钢铁板块上涨154%,钢铁板块跑赢上证指数51个百分点,也是牛市下半场钢铁板块才显著跑赢大盘。

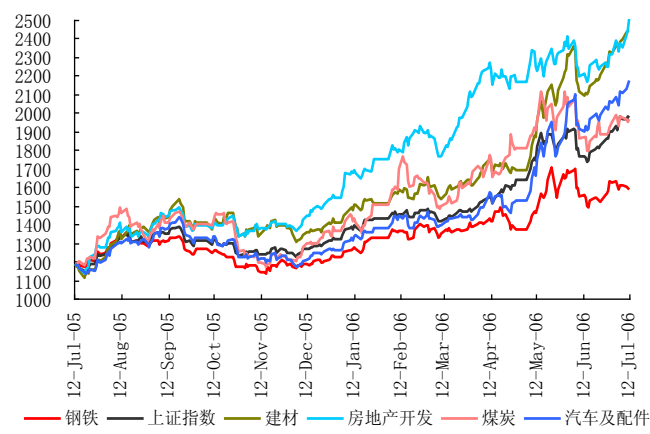
反弹行情之二。2009年9月29日-2009年11月23日,上证指数上涨25%(从2755点上涨到3339点),钢铁板块上涨24%,钢铁股跑输上证指数1个百分点。

通过观察上述历史经验,可以得出两个结论:(1)钢铁股的最佳投资时机是在牛市中场;(2)钢铁股的超配时机还没到来。

图表 60: 03 年 11 月-04 年 4 月的反弹中钢铁股跑赢大盘 图表 61: 05 年 7 月牛市开始钢铁股在 06 年 10 月才启动



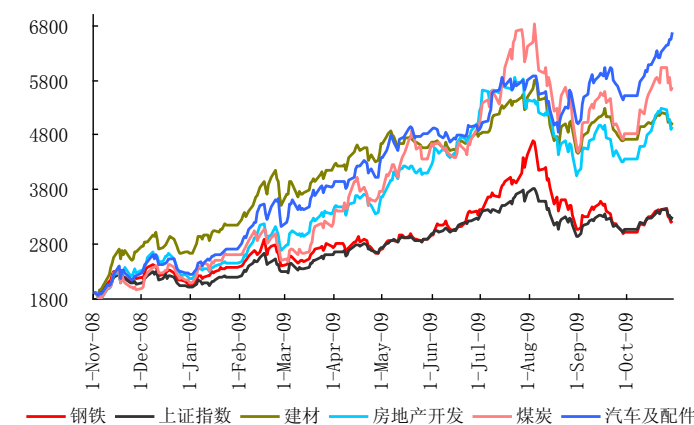
资料来源: 天相投资分析系统、国都证券研究所



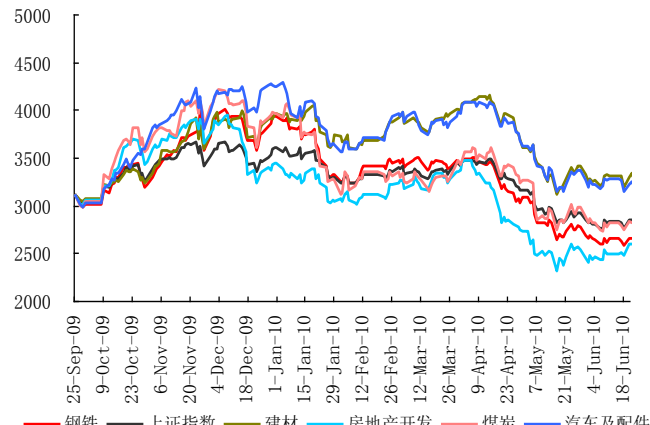
资料来源: 天相投资分析系统、国都证券研究所

图表 62: 08 年 11 月牛市开始钢铁股在 09 年 5 月启动

图表 63: 09 年 9 月-09 年 11 月的反弹中钢铁跑赢大盘



资料来源: 天相投资分析系统、国都证券研究所



资料来源: 天相投资分析系统、国都证券研究所

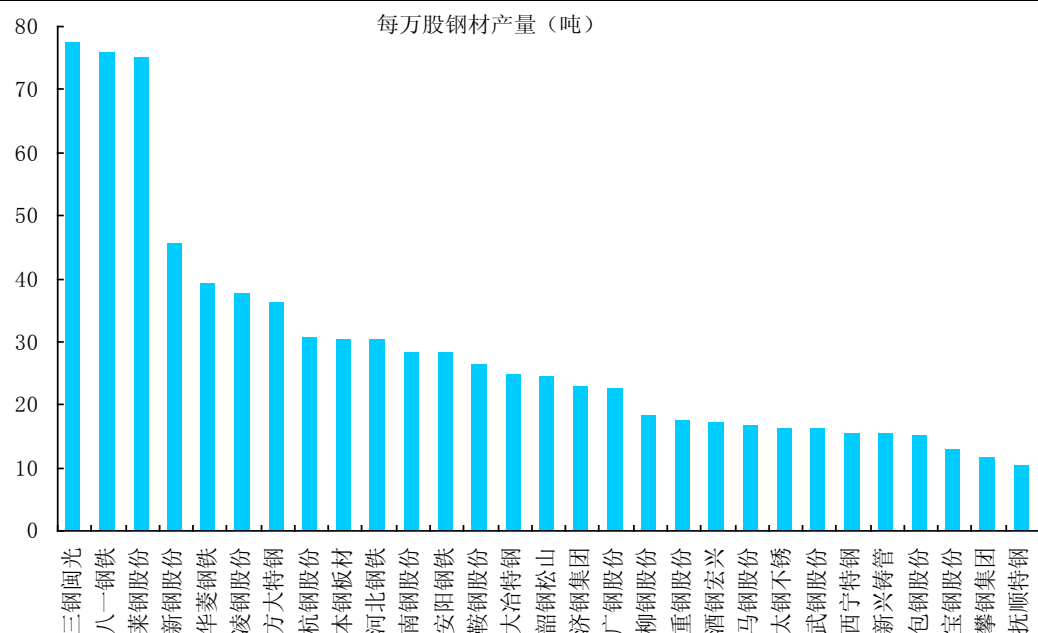
3.2 选股策略: 长期偏重盈利弹性, 中期偏重安全边际

3.2.1 长期投资选高盈利弹性组合

在目前钢铁板块具备绝对投资价值的情况下, 我们认为长期投资应重点关注盈利弹性。决定上市钢企盈利弹性的主要因素包括: (1) 每股钢材产量; (2) 成本结构; (3) 产能 (产量) 增量趋势; (4) 产品结构及对应的产品价格趋势; (5) 公司的管理水平。

基于此, 我们重点推荐的高盈利弹性组合包括: 八一钢铁、三钢闽光、莱钢股份、大冶特钢、鞍钢股份、太钢不锈、宝钢股份。

图表 64：主要上市钢企每股钢材产量



资料来源：公开资料、国都证券

图表 65：上市钢企产品结构、矿石来源以及 PB 估值情况（股价取 2010 年 6 月 22 日收盘价）

2009年产量占比	铁道用钢	长材	板材	管材	冷轧板带	中厚板	PB	矿石来源	
棒线螺+铸管	新兴铸管	100%					1.43	几乎全为现货矿	
棒线螺	三钢闽光	84.80%	15.20%			15.20%	1.88	51%进口，49%国内市场	
棒线螺	首钢股份	70.84%			29.16%		1.43	50%左右进口，其他以市场价采购集团矿	
棒线螺	八一钢铁	58.07%	41.93%		4.67%	4.85%	2.80	全部铁水来自集团，通常较市场价低200元/吨以上	
长材+矿	凌钢股份	67.37%	30.61%	2.02%	0.82%		1.74	自给率为30%左右	
棒线螺	杭钢股份	3.99%	77.78%	18.23%	1.28%		1.21	进口协议矿、国内矿各半	
线棒螺+特钢	方大特钢		99.96%	0.04%	0.04%		3.09	全部进口，长单比例较少	
型材	莱钢股份		100%				1.29	进口长协矿比例约80%	
型材+中厚板	柳钢股份		81.19%	18.81%		18.81%	2.41	60%以上进口	
中厚板	新钢股份		38.64%	61.36%	1.66%	40.14%	0.94	50%进口，大部分长协，09年采购现货长协为主	
中厚板	济南钢铁			87.63%	11.34%	61.86%	1.70	80%来自长协进口	
中厚板	南钢股份		38.17%	61.83%		52.18%	1.47	60%以上铁水以现货市场价向集团公司采购	
普板+不锈钢	宝钢股份	0.07%	7.56%	84.27%	7.47%	42.33%	12.66%	1.15	几乎全为进口长协矿
普板	鞍钢股份	4.25%	4.24%	89.48%	2.03%	30.81%	16.23%	1.07	65%来源于集团自有矿，价格滞后市场价半年
普板	本钢板材		4.79%	95.21%		29.82%	1.44%	1.11	60%来自集团矿山，价格较市场价优惠10%左右
普板+取向硅钢	武钢股份	6.14%	11.84%	82.01%		33.32%	17.44%	1.36	75%左右长协进口
综合+中厚板	重庆钢铁		50.23%	45.31%	4.47%	3.33%	41.96%	1.32	20%左右来自集团
综合	河北钢铁	0.08%	44.38%	55.40%	0.13%	8.84%	8.68%	0.96	70%左右进口，5%左右自产
综合	酒钢宏兴		54.29%	45.71%		2.74%	12.88%	1.88	15%自给，其他外购
综合	安阳钢铁		48.14%	51.86%			29.50%	0.89	20%左右长协，其他现货
综合	包钢股份	13.66%	29.16%	48.14%	9.04%	14.82%	14.12%	1.73	30%来自集团，其他外购
综合	华菱钢铁		48.37%	42.55%	9.08%	7.50%	19.72%	0.79	60%左右进口矿，其中90%长协
综合	韶钢松山		64.57%	35.43%			35.43%	1.15	正常长协为30%，09年有所增加
综合	广钢股份		57.08%	41.02%	1.86%	9.63%		7.68	60%左右进口，其他国内采购
综合+火车轮	马钢股份	2.15%	51.91%	45.73%		0.21%	26.42%	0.98	75%左右长协进口
普钢+不锈钢	太钢不锈		5.43%	93.62%	0.04%	13.27%	21.03%	1.51	50%来自集团和股份公司
特钢	大冶特钢		80.84%		19.16%			2.47	50%在国内采购，其余部分主要进口印度现货矿
特钢	西宁特钢		57.30%	42.70%		2.74%	12.88%	2.09	自给率为63%左右
特钢	抚顺特钢		98.18%	0.12%		0.10%	0.02%	1.85	NA
不锈钢管	久立特材			100%			3.28		钢坯全部外购，产品全为不锈钢管

注：(1)商品钢坯计入长材；(2)河北钢铁产量统计中包括了邢钢；(3)大冶特钢、西宁特钢是集团数据，抚顺特钢是东特集团数据

资料来源：公司公告、公司调研、公开资料、中国钢铁工业协会、国都证券研究所

3.2.3 中期投资选高安全边际组合

鉴于对钢铁行业盈利不乐观，我们认为中期投资宜重点关注高安全边际的股票。决定上市钢企中短期安全边际的主要因素包括：（1）PB估值水平；（2）吨钢市值相对重置成本的折价幅度；（3）盈利确定性高；（4）并购、重组等因素（主要公司的PB、吨钢市值图谱可参考图表57，产品结构和本成本情况可参考图表65）。

需要强调指出的是，金属制品企业如恒星科技、鼎泰新材、禾盛新材、齐星铁塔、金洲管道等企业的盈利模式是外购钢材，然后再加工成产成品销售，在钢价预期不乐观的背景下，如果其对钢铁库存控制合理，盈利仍能会有相对稳定的表现。

基于此，我们重点推荐的高安全边际组合包括：禾盛新材、恒星科技、莱钢股份、三钢闽光、八一钢铁、华菱钢铁、河北钢铁。

3.2.3 重点公司盈利预测和投资评级

我们认为金属制品类企业禾盛新材、恒星科技盈利稳定的趋势更强，中短期内给予重点推荐，此外八一钢铁、三钢闽光、莱钢股份进可攻退可守，而华菱钢铁和河北钢铁吨钢市值严重偏低重置成本，安全边际较高，因此均给予“推荐”的评级。

图表 66：主要公司盈利预测和评级（股价取 2010 年 6 月 22 日收盘价）

代码	名称	收盘价 (元)	EPS (元)		PE		PB	评级
			2010E	2011E	2010E	2011E		
002290.SZ	禾盛新材	28.03	0.75	1.14	37.37	24.59	4.99	推荐 B
002132.SZ	恒星科技	11.38	0.68	0.98	16.74	11.61	3.25	推荐 A
600102.SH	莱钢股份	8.38	0.511	0.68	16.40	12.32	1.28	推荐 B
002110.SZ	三钢闽光	9.46	0.4	0.75	23.65	12.61	1.88	推荐 B
600581.SH	八一钢铁	10.99	0.675	0.85	16.28	12.99	2.77	推荐 A
000932.SZ	华菱钢铁	4.25	0.18	0.32	23.61	13.28	0.79	推荐 A
000709.SZ	河北钢铁	4.04	0.21	0.32	19.24	12.63	0.96	推荐 B
600507.SH	方大特钢	8.26	0.65	0.92	12.71	8.98	3.09	中性 B
000708.SZ	大冶特钢	11.67	0.89	1.02	13.11	11.44	2.40	中性 A
600019.SH	宝钢股份	6.25	0.57	0.78	10.96	8.01	1.11	中性 A
000898.SZ	鞍钢股份	7.94	0.68	1.02	11.68	7.78	1.07	中性 A
000825.SZ	太钢不锈	5.67	0.42	0.64	13.50	8.86	1.51	中性 A
600005.SH	武钢股份	4.78	0.5	0.72	9.56	6.64	1.36	中性 B
002318.SZ	久立特材	20.90	0.54	0.87	38.74	24.10	2.50	中性 A
000655.SZ	金岭矿业	15.80	0.45	0.53	35.11	29.81	5.28	中性 A
002352.SZ	鼎泰新材	27.40	0.8	1.1	32.66	24.73	2.86	中性 B
002318.SZ	久立特材	20.90	0.54	0.87	38.74	24.10	2.50	中性 A

资料来源：WIND、国都证券研究所

上半年我们重点跟踪了久立特材和八一钢铁，相关报告在此一并列出：

《久立特材(002318)：加工费定价模式保障公司09年毛利稳定》——公司点评报告——2010年4月12日

《久立特材(002318)：受益于进口替代的程度预计难达市场预期》——投资价值分析——2010年4月24日

《久立特材(002318)：一季度业绩低于预期》——公司点评报告——2010年4月24日

《久立特材(002318)：核电蒸发器管的竞争激烈程度被市场低估》——公司点评报告

——2010年6月8日

《八一钢铁(600581): 钢铁业景气向好后的首选投资标的》——投资价值分析——
2010年6月5日

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiamasheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com