

[2010.07.07]

静待减产开始

——钢铁 2010 年 6 月份月报

姓名：张延明 姓名：刘勇
86-22-2845 1653 86-10-5836 2789
zhangym@bhq.com liuyong@bhq.com

SAC 执业证书编号：S1150209110152

核心观点：

- 产量环比增速下降，供应端未见明显改善
- 外需走弱和出口退税调整波及出口
- 国产矿和进口矿殊途同归

投资要点：

● 产量环比增速下降，供应端未见明显改善

5 月份，钢铁相关产品产量环比继续维持增长势头，枉顾下游需求端的萎缩。粗钢和钢材产量分别达到了 5614 万吨、7121 万吨，同比分别增长 20.84% 和 24.31%。日产量达到 181 万吨，总的来看 PMI 新订单指数连续两月下滑，工业生产萎缩和房地产业销售面积同比增速的下滑，预计钢厂将启动新一轮的减产潮。从钢铁行业本身运行状况来看，企业库存已连续大幅度飙升，去库存化刻不容缓，这都将导致今年钢材产量拐点可能在 7 月份来临。

● 外需走弱和出口退税调整波及出口

5 月份钢材净出口 358 万吨。单月出口数据爬升到了最高峰时的 64.32%，超出此前预期。主要因为国际国内价差 5 月份出现了一个较明显的上升，而最新数据显示该价差正在缩小。此外国家出台针对主要钢材品种的出口退税调整，调整幅度较大，不可避免的将影响钢材出口，特别是此次税率下调主要针对板材，而 2010 年 1-5 月份我国钢材出口构成中板材占据半壁江山，故板材出口形势尤为悲观。

● 国产矿与进口矿殊途同归

未来全球钢产量将下滑，给进口铁矿石带来压力，由于国际铁矿石供应过于集中的特点，加上资源税收压力日渐显现，进口矿石在未来继续弱势整理。而国产铁主要供应国内中小钢企，它们的集中减产检修导致国产铁需求疲弱，其下行压力较进口铁要大。由于价差倒挂，如果越来越多的钢企开始转而采购国产矿，导致国产矿的出货量加大，将能遏制国产矿的大幅下跌趋势，当然这需要视新形势下的违约潮来决定。

● 投资建议

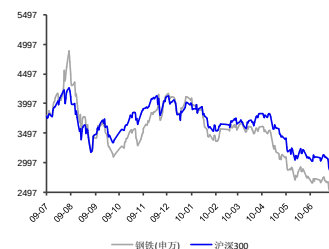
两端受压的不利格局将使得钢铁行业三季度经营局面异常困难，钢企要走出困境唯一自救的方式是减产。相关迹象表明正在减产和计划减产的公司数量正在增加，一方面铁矿石价格会在钢材产量下滑的打压下持续走低，缓解成本压力，另一方面，减产的实施将有效缓解目前的供需不平衡状态，正是基于这一预期变化，我们认为钢铁行业仍然存在投资机会，其投资机会来源于减产实施后供需平衡部分。我们认为行业改善的预期值得期待，加上较低的估值水平，给予钢铁行业“买入”评级。建议重点关注具有产品优势的龙头上市公司如久立特材、宝钢股份、新兴铸管。

子行业评级

钢铁	买入
板材	买入
线材、建筑钢	中性
其他	中性

推荐公司

宝钢股份	买入
酒钢宏兴	买入
西宁特钢	买入
久立特材	买入



相关报告

2010 年钢铁行业年度策略

2010 年 2 季度钢铁行业投资策略

图表目录

图（表）1：5月份钢铁相关产品产量汇总	3
图 2：2007-2010 年国内粗钢日产量比较	3
图 3：全国重点大中型钢铁企业利润总额变化	4
图 4：近几个月来长材产量及占比变化趋势	4
图 5：近几个月来板材产量及占比变化趋势	4
图 6：重点大中型钢厂与小钢厂产量比较	5
图 7：2010 年 1-5 月份我国钢材出口构成	6
图 8：主要上市钢铁企业境外收入占整体营业收入之比	6
图 9：2008-2010 年 3 月钢材进出口统计	7
图 10：热轧国际国内价差：	7
图 11：全球除中国外粗钢产量及增速	7
图 12：北美、欧洲和亚洲 CRU 指数	8
图 13：CRU 全球板材和长材指数	8
图 14：2005 年以来国内钢材表观消费增速与 PMI 新订单相关密切	9
图 15：社会库存与钢材产量之比	9
图 16：全国重点城市社会流通总库存（单位：万吨）	10
图 17：全国重点城市板材总库存	10
图 18：全国重点城市长材社会总库存	10
图 19：中钢协会员企业的钢材库存	11
图 20：铁矿石价格和二级冶金焦价格	11
图 21：巴西/澳大利亚至中国青岛铁矿石海运费	12
图 22：MYSPI 钢材价格指数	12
图 23：螺纹钢价格走势及价差比较	13
图 24：普线价格走势及价差比较	13
图 25：热轧价格走势及价差比较	14
图 26：冷轧价格走势及价差比较	14
图 27：中板价格走势及价差比较	14
图 28：镀锌板价格走势及价差比较	14

一、产量环比增速下降，供应端未见明显改善

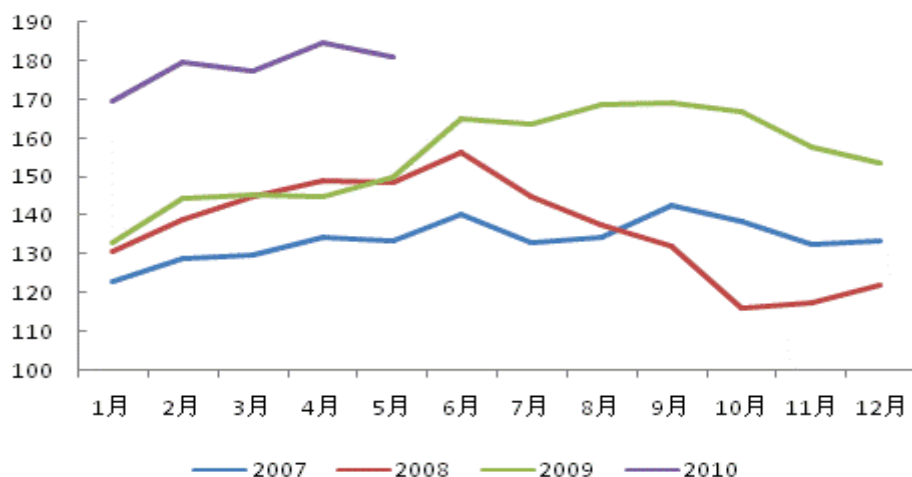
5 月份，钢铁相关产品产量环比继续维持增长势头，枉顾下游需求端的萎缩。粗钢和钢材产量分别达到了 5614 万吨、7121 万吨，环比增长 1.33%和 3.05%，同比分别增长 20.84%和 24.31%，增速略有下降。即使在行业景气下滑明显的背景下，钢铁产量依然居高不下，可见其供给弹性较小，进一步压制了钢材市场转好的时间和空间。同时，我们观察粗钢日产量指标，5 月份的粗钢日产量达到 181 万吨，仅低于 4 月份的 185 万吨，从图 2 可看出，今年前 5 月的粗钢日产量基本上是小幅攀升之势。

图（表）1：5 月份钢铁相关产品产量汇总

	5月产量	1-5月产量	当月环比	当月同比	累计同比
粗钢	5,614.19	26,940.54	1.33%	20.84%	24.39%
生铁	5,226.35	25,328.04	1.24%	15.05%	21.46%
钢材	7,121.95	32,592.83	3.05%	24.31%	28.50%
焦炭	3,353.03	15,672.39	3.33%	21.16%	24.37%
铁矿石	9,105.56	38,319.66	3.39%	38.90%	30.56%

资料来源：渤海证券研究所

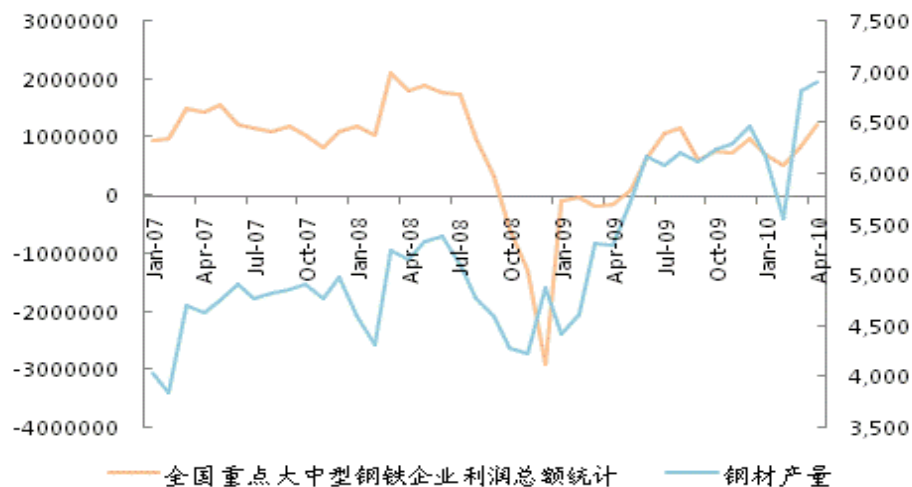
图 2：2007-2010 年国内粗钢日产量比较



资料来源：渤海证券研究所

然而，当我们一致预期，并且实实在在发生的行业景气下滑阶段，为何钢材产量还能屡创新高，如果从最简单的行业利润趋势看，或许能一窥端倪。我们以中钢协发布的全国重点钢铁企业利润指标为例，可看出前 5 月钢铁行业利润实际上还是不错的，同比增长 33 倍，因此在这种背景下企业主动减产几乎是不可能的事情，而不减产又将不可避免的使行业运行继续恶化。

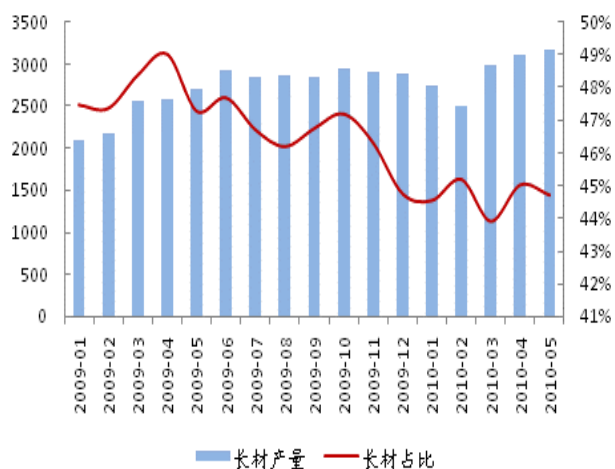
图 3: 全国重点大中型钢铁企业利润总额变化



资料来源：渤海证券研究所

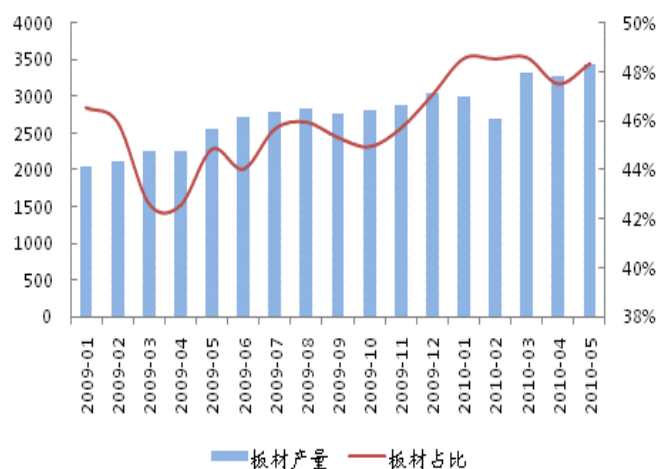
再来看钢材品种结构的变化，总体来看，板材产量和长材产量的份额没有太大变化，长材占比基本上在 44%-45% 的区间，板材占比在 47-48% 的区间内波动。分细项看，长材方面，型材产量已现放缓迹象，连续三个月下降。而线材和钢筋产量 5 月份仍处上升，创下历史新高。板材方面，增长较快的品种是热轧和冷轧薄板，环比分别上升了 19.77% 和 19.1%。热轧的供需关系本来就一直未见明显好转，而冷轧又由于产品结构升级，冷轧产品一度供不应求加大其产能投资，随着大型钢企新上的冷轧薄板生产线陆续进入投产期，未来存在较大供应压力的可能性不能排除。

图 4: 近几个月来长材产量及占比变化趋势



资料来源：渤海证券研究所

图 5: 近几个月来板材产量及占比变化趋势

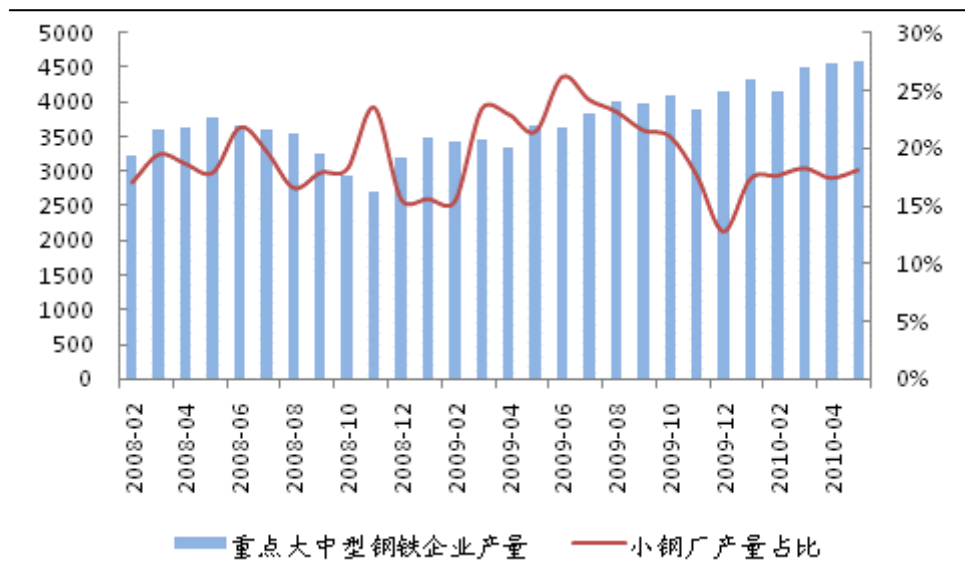


资料来源：渤海证券研究所

从产量增长来源看，大小钢厂产量份额比较平稳，近几月没有出现明显变化。小

钢厂产量占比仍然维持低位，处于 18%左右的水平。可以看出，尽管目前钢铁行业整体运营较困难，但可能还是比 08 年境况要好，作为市场感知最灵敏的小钢厂也还没有出现主动减产现象，钢铁行业前 5 月总体运行情况良好。

图 6：重点大中型钢厂与小钢厂产量比较



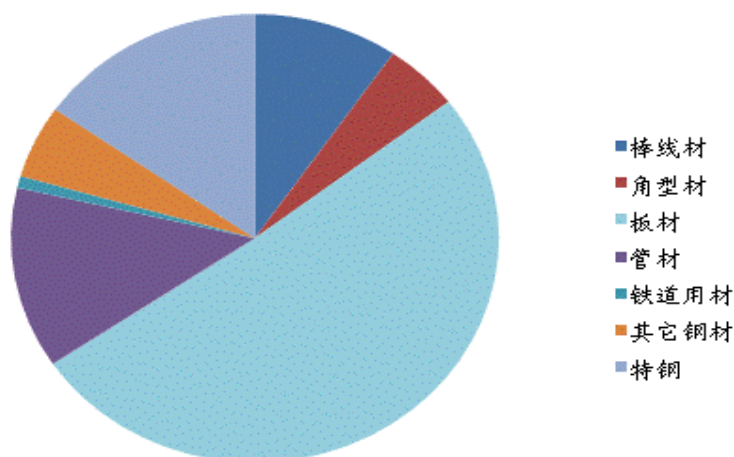
资料来源：渤海证券研究所

综合来看，PMI 新订单指数连续两月下滑，工业生产萎缩和房地产业销售面积同比增速的下滑，我们预计钢厂将启动新一轮的减产潮。而且从钢铁行业本身运行状况来看，企业库存已连续大幅度飙升，去库存化刻不容缓，这都将导致今年钢材产量拐点可能在 7 月份来临。

二、外需走弱和出口退税调整波及出口

6 月份，对钢铁出口影响较大的事件是国家出台针对主要钢材品种的出口退税调整，而且调整幅度大大超出市场预期，出口比重较大的几大品种出口退税直接从 13% 降至 0。如果我们观察这个政策出台的时间窗口，发现很有意思，一是 5 月份中国的钢材净出口快速升高，单月净出口量达到了 358 万吨，二是央行重启人民币汇改，可见中国对外贸易摩擦的政治压力大升。而作为贸易争端较严重的钢铁产品首当其冲，因此需要对其出口政策主动进行调整。此外之前我们曾提到“由于中国钢材产品的差异性不明显，没有溢价能力，刺激出口的最主要因素还是国际国内价差（包括市场价差和出口补贴带来的隐形价差）和贸易政策”，在显性价差并不十分突出的情况下，为何净出口水平会连续上升，出口补贴的隐形价差是主要因素。为了不让授人口实，遂主动调整。其三，钢材出口的越多，所需要进口的铁矿石就越多（废钢资源的限制使得电炉炼钢的比例非常低），在铁矿石进口未出现明显改观的背景下，这种低附加值的加工贸易可以减少其规模。因此随着该政策的实施，不可避免的将严重影响到国内钢材出口，特别是此次出口退税税率下调针对的品种主要是板材，而 2010 年 1-5 月份我国钢材出口构成中板材占据半壁江山，故板材出口形势不容乐观。

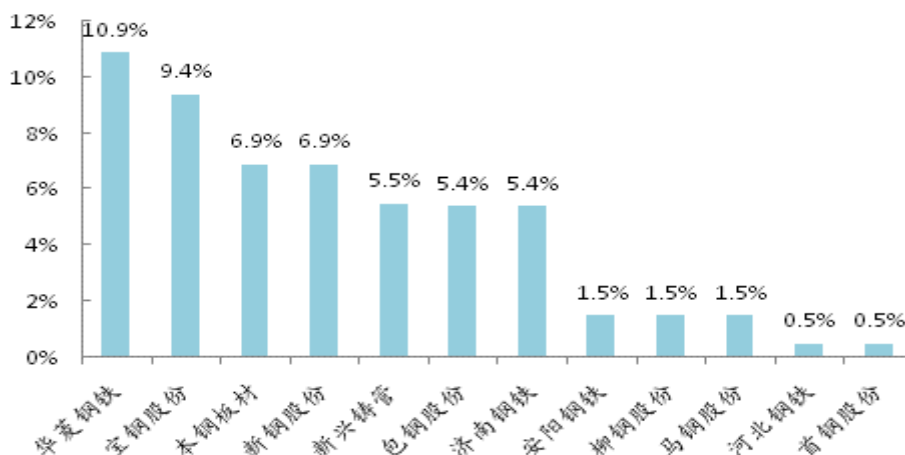
图 7：2010 年 1-5 月份我国钢材出口构成



资料来源：渤海证券研究所

此外，通过分析主要上市钢铁企业境外收入占整体营业收入之比情况，我们发现受此次政策影响较大的企业，据图所示，华菱和宝钢受影响较大。

图 8：主要上市钢铁企业境外收入占整体营业收入之比

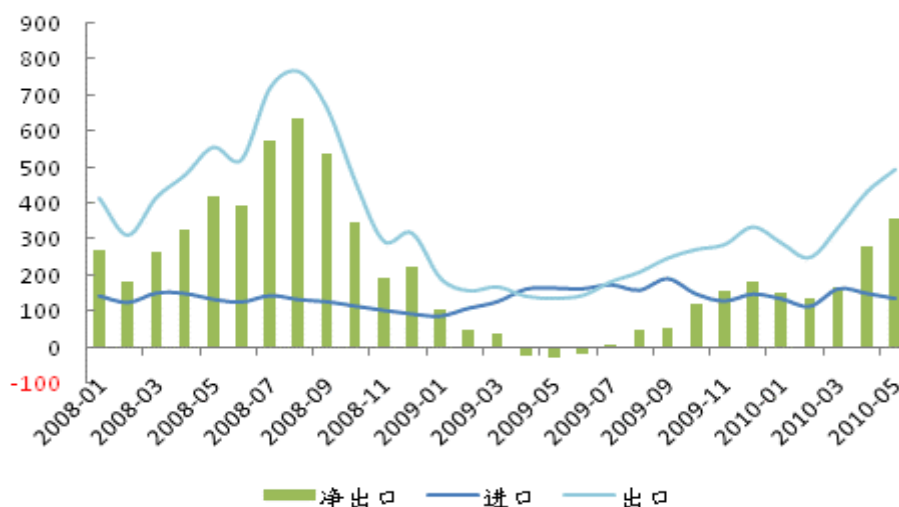


资料来源：WIND 渤海证券研究所

5 月份钢材出口 494 万吨，进口 136 万吨，净出口 358 万吨。单月出口数据爬升到了最高峰时的 64.32%，这个幅度还是超出了我们的预期。考虑到国际经济复苏进程的不确定性，以及贸易保护主义的抬头趋势日渐明显，以及出口退税政策的下调，我们判断钢材出口将出现下滑。按目前的进出口数据，可大体预测 2010 年全年钢材净出口大约 1300-1400 万吨。并且如果欧洲经济体主权债务危机持续，加上新兴经济体的钢铁产业产能的扩大，中国的钢铁出口存在下跌的可能性。国际国内价差 5 月份出现了一个较明显的上升，造成价差扩大的主要原因是国际市场坚挺，而国内市场持续弱势。但根据目前我们监测到的 6 月份最新价差数据显示，除中日价差外，其它主要经济体的螺纹钢价差和热轧价差均出现了不同程度的下滑，对出口的拉动作用减弱。总的来看，国际国内价差减小和政策利空的

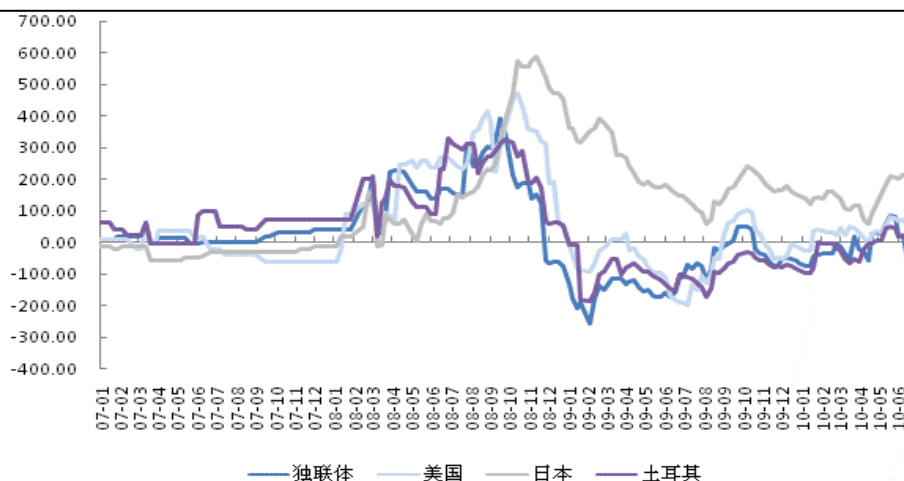
双重压制下，我们预计 7 月份我国的钢材出口将面临环比下降。

图 9：2008-2010 年 3 月钢材进出口统计



资料来源：渤海证券研究所

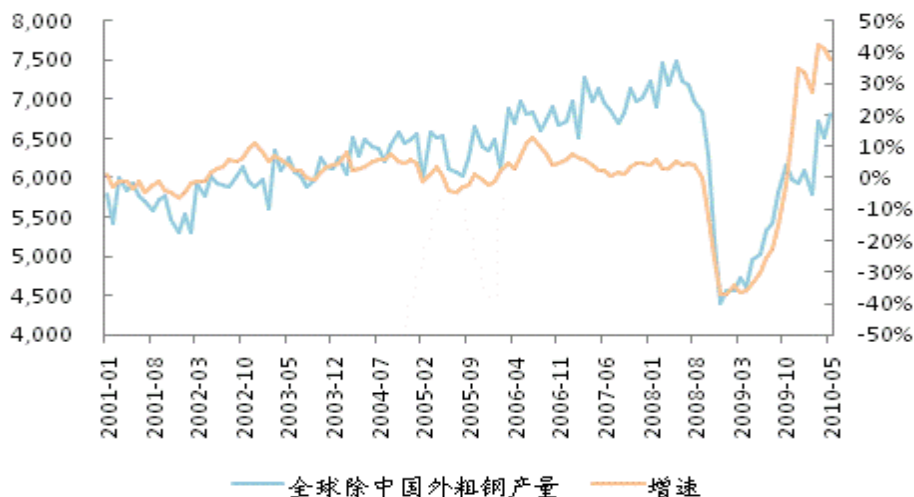
图 10：热轧国际国内价差：



资料来源：渤海证券研究所

国际钢铁市场上，5 月份全球除中国外的粗钢产量达到 6804 万吨，自经济复苏以来，粗钢产量快速爬升，其中日本和韩国当月产量分别是 973 万吨和 517 万吨，已攀升至金融危机前水平；欧盟和美国当月产量分别是 1632 万吨和 716 万吨，亦连续爬升 17 个月。考虑到对需求持续增长的担忧，以及发达经济体再库存的动力减弱，甚至面临二次去库存的可能，我们认为粗钢产量连续增长的势头将告一段落。同时，我们还观察发现主要经济体粗钢产量趋势与国内存在较大的同质性。

图 11：全球除中国外粗钢产量及增速

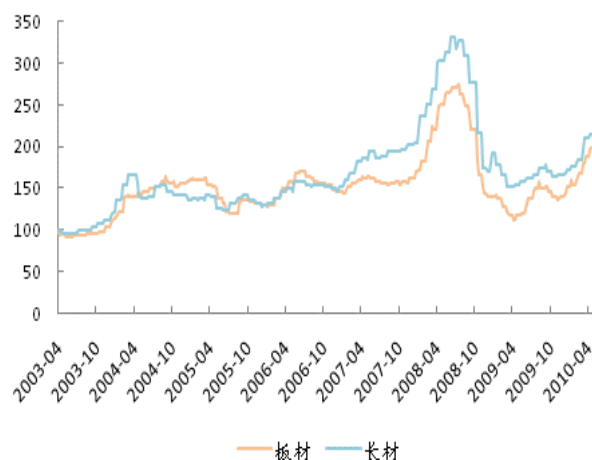
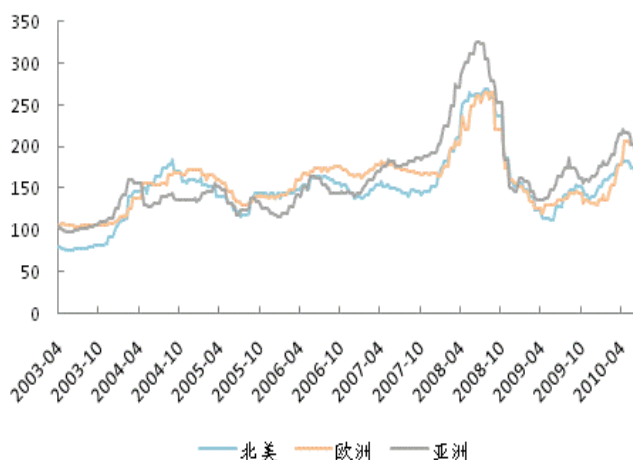


资料来源：渤海证券研究所

国际钢价上月表现同样弱势。CRU 国际钢价指数显示，北美、欧洲和亚洲 CRU 指数月跌幅分别为 6.38%、3.82% 和 8.10%。而以品种计算的全球板材和长材指数分别下跌 8.69% 和 2.57%，扁平材明显弱势。在目前的时点上，全球经济不确定因素增大，中短期来看，国际钢价恐不会很乐观，震荡向下的概率较大。

图 12: 北美、欧洲和亚洲 CRU 指数

图 13: CRU 全球板材和长材指数



资料来源：渤海证券研究所

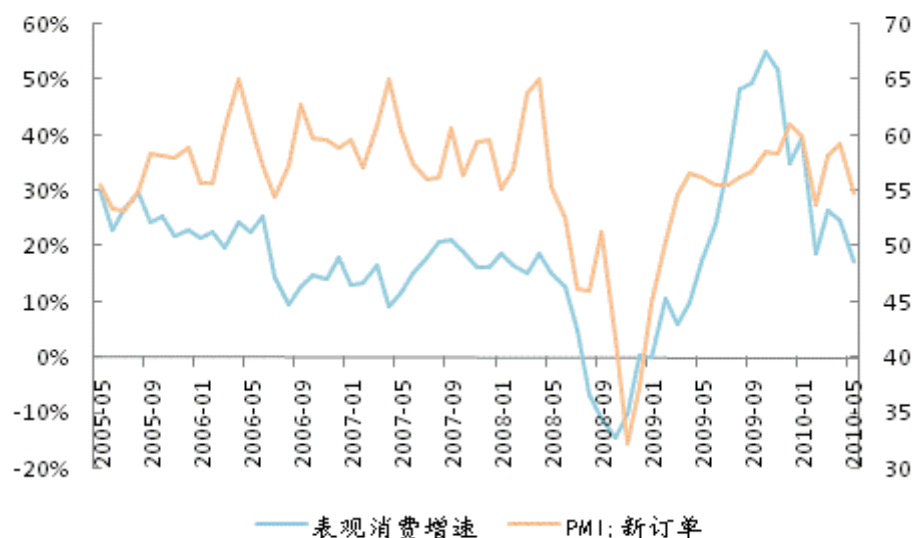
资料来源：渤海证券研究所

三、表观消费增速下降，预期会更弱

5 月份，钢材表观消费量 6763 万吨，增速进一步下滑至 17.4%，环比 4 月份下降了 7.4 个百分点。如果我们考虑钢材社会库存和企业库存因素，其实际消费增速也快速下滑。我们比较表观消费增速与 PMI 新订单指数，发现两者存在比较明显的正相关关系，政策退出和投资收缩使得 PMI 指数出现了连续两个月下滑，对应粗钢表观消费增速一定程度上的回落。高增速不可能长期维持，将会逐渐进入一个温和的区间，继续维持我们上月的观点不变，即未来一段时间增速落在 10%-15%

的区间内的概率很大。

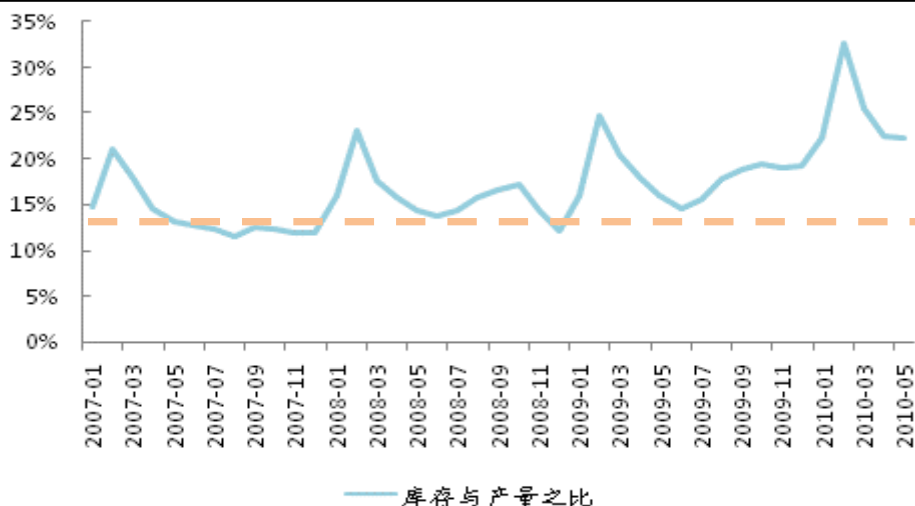
图 14: 2005 年以来国内钢材表观消费增速与 PMI 新订单相关密切



资料来源：渤海证券研究所

自 08 年以来，高位库存始终是钢铁行业挥之不去的一个隐忧。钢材流通社会库存高涨，既有生产与消费的不匹配因素，部分也是钢材期货和电子盘交割规模扩大所致，同时也是宽松信贷货币条件下贸易商仓单质押。实际上我们还比较了库存与产量比的历史趋势，发现目前的比值仍大幅高于历史平均水平，接近前几年峰值，根据以往的悲观假设表现，景气下滑阶段的社会合理库存水平大概是产量的 15%，较目前库存产量低 7 个百分点。

图 15: 社会库存与钢材产量之比

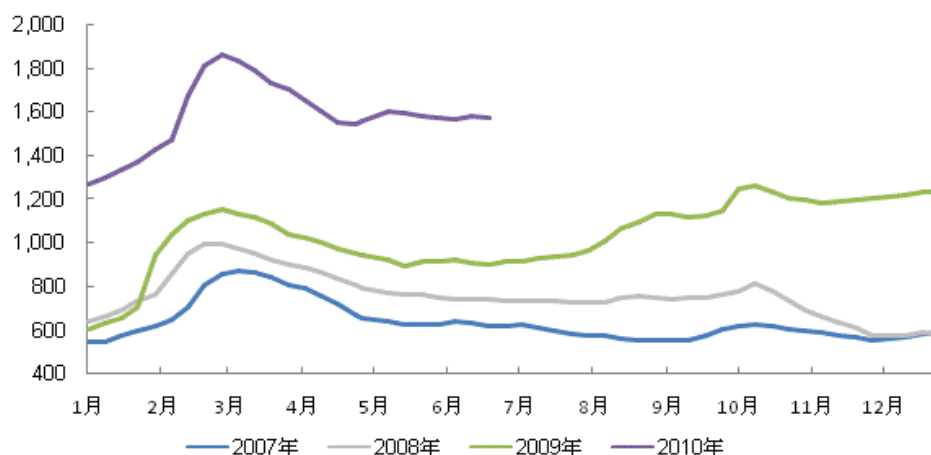


资料来源：渤海证券研究所

6 月底的库存量 1558 万吨，折合成全国社会总库存大约为 10906 万吨，而 5 月份的钢材产量为 7121 万吨，总库存接近 1.5 个月的钢材产量。我们原先预计，在行

业景气即将面临下滑前夜，钢铁贸易商会充分利用难得消费旺季时机，大幅消减库存，社会流通库存也随之进入快速下降通道，然而事与愿违。6 月份的全国重点城市社会库存为 1558 万吨，较前月只微幅下降了 20 万吨，这将给后续的去库存带来明显压力。我们曾强调，正如周期性行业重视趋势而非绝对值数值的特点，库存水平的绝对高低并不是关键因素，抛开季节性变化之外的趋势变化才是。从钢贸商的行为举动分析，由于前阶段其进货成本要高于市场价格，尽管钢厂会给予一定程度补贴，但不解决亏损状况。目前抛库存很明显并不甘心，他们存在较浓厚的观望心理。如果去库存前提条件成立，将给钢材价格造成比较大的压力。

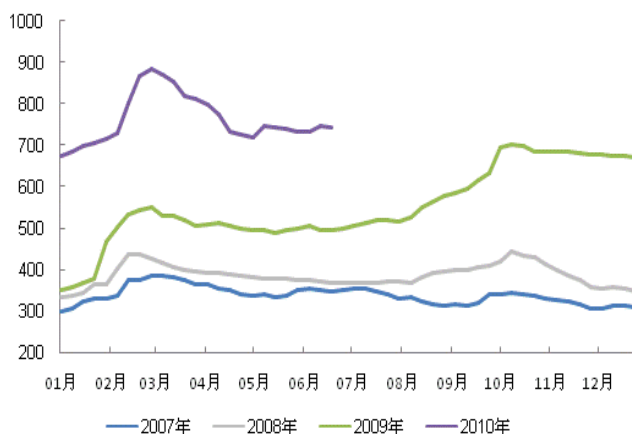
图 16: 全国重点城市社会流通总库存 (单位: 万吨)



资料来源: 渤海证券研究所

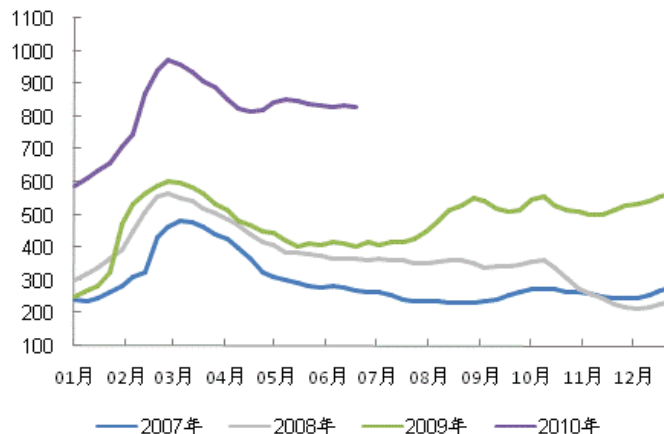
具体分品种看，5 月份以来无论是板材还是长材，库存变化都不大，维持原有水平。主要原因是工业生产和建筑业同时下滑，消费能力趋弱。

图 17: 全国重点城市板材总库存



资料来源: 渤海证券研究所

图 18: 全国重点城市长材社会总库存

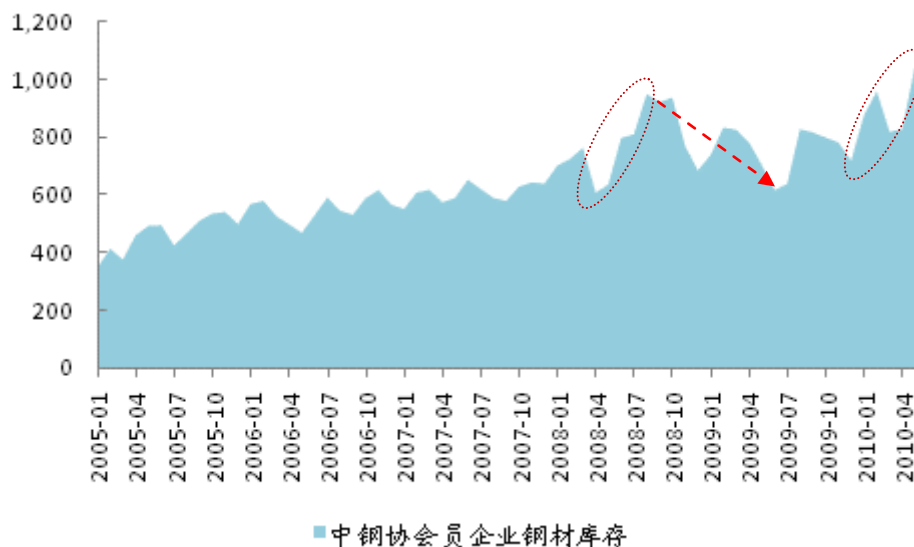


资料来源: 渤海证券研究所

再看此期间的钢铁企业库存变化情况。伴随着产量的不断上升，而下游需求并没有明显改观，钢材库存出现了从社会流通领域向企业转变的趋势，据中钢协统计的会员企业钢材库存数据显示，今年前 5 个月的企业库存骤升，类似于 08 年 4

月-8月情形。5月份的企业产成品库存已创历史新高，突破千万吨级水平，达到1045万吨。企业库存上升有两个后果，一是被迫减产，二是出厂价下调，我们认为在目前钢企盈利能力薄弱阶段，去库存将首先以被迫减产的方式进行。

图 19：中钢协会会员企业的钢材库存



资料来源：渤海证券研究所

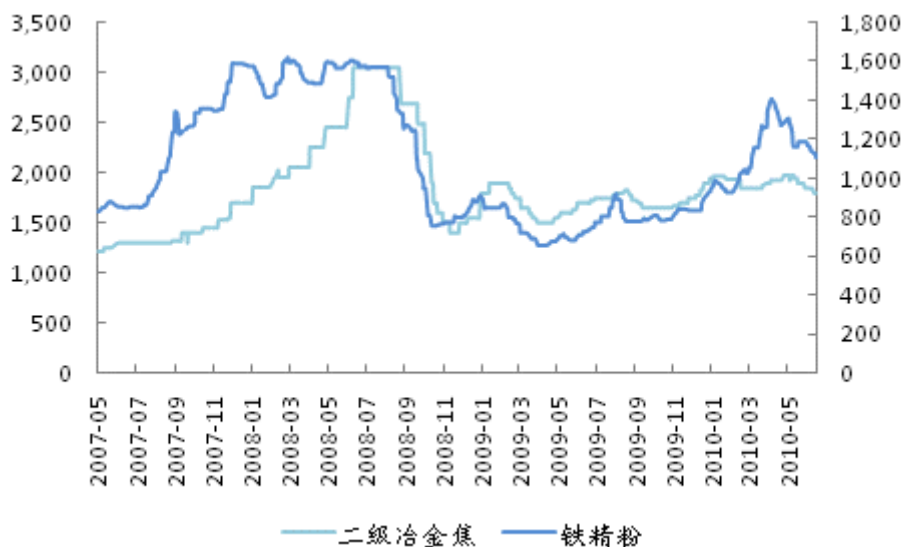
四、钢价毫无起色，毛利阶段性短暂回升

钢铁景气的下滑，也将高高在上的铁矿石价格拉下了神坛，尽管有报道说三大矿商倾向于将三季度报价在二季度的基础上再提高 25%，无论是否达成协议（现货价与协议价价差的再次倒挂，将使得该提价要求面临巨大违约风险），这并不能反应未来矿石价格趋势，因为此次提价并不是基于供需关系，而是基于前一季度市场成交均价，属于滞后指标。上月芝加哥商品交易所新增加了铁矿石掉期交易，使得目前全球进行铁矿石掉期交易的交易所增加到了 5 家，而且无论是矿石厂商，还是投行似乎都在积极推动铁矿石的现货化，我们认为这将会是未来发展新趋势。

6 月份国内铁矿石价格全月处于下降通道，国内迁安 66% 干基含税的价格整体下降了 14.29%。进口铁矿石现货价回落幅度较小，目前 63.5% 品位的印度现货矿港口报价 142 美元，全月下降 5.96%。

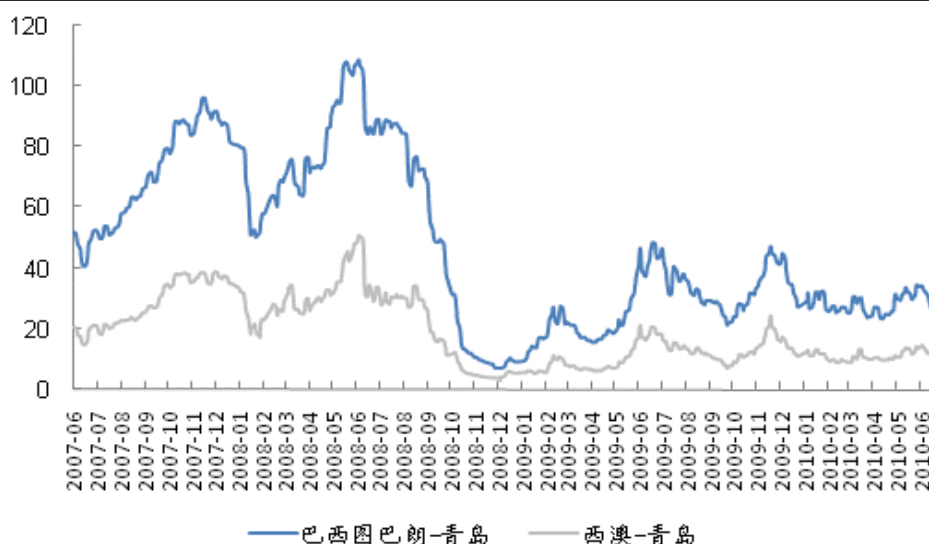
我们认为，未来全球钢铁产量将面临下滑，这给进口铁矿石带来一定压力，但由于国际铁矿石市场供应过于集中的特点，加上资源税收压力日渐显现（如印度最近已提高了铁矿石的出口税），进口铁矿石可能在未来一个月继续弱势整理。而国产铁矿石主要是供应国内中小钢企，中小钢企的集中减产检修导致国产铁矿石需求疲弱，其下行压力较进口铁矿石要大。此外，由于价差倒挂，如果越来越多的钢企开始转而采购国产矿，导致国产矿的出货量加大，将能遏制国产矿的大幅下跌趋势，当然这需要视新形势下的违约潮来决定。

图 20：铁矿石价格和二级冶金焦价格



资料来源：渤海证券研究所

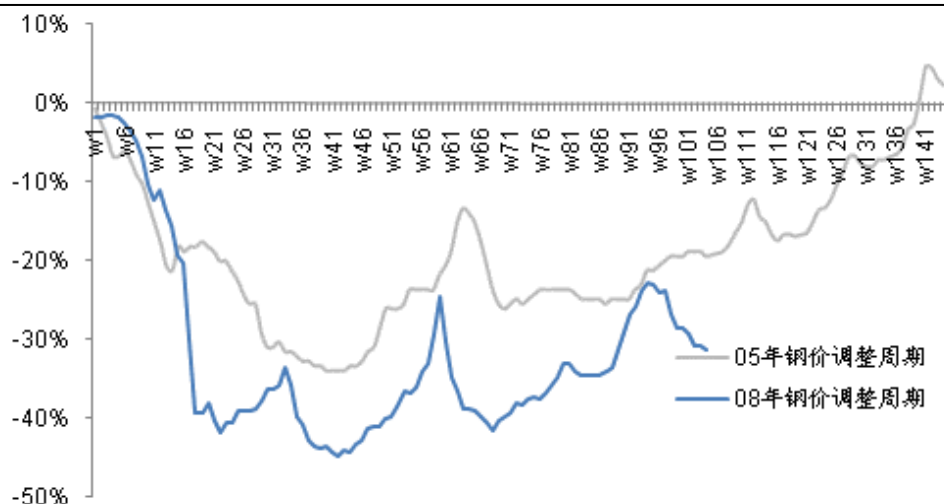
图 21: 巴西/澳大利亚至中国青岛铁矿石海运费



资料来源：渤海证券研究所

6月份我的钢铁网发布的钢价指数下跌了6.43%，自4月中旬的反弹高点以来下降了13.38%。其中上月长材指数下跌了4.4%，板材指数下跌了5.6%。钢厂于上月已开始下调出厂价，其中尤以冷轧品种为甚，如代表市场方向的宝钢一次性将冷轧品种下调1000元/吨，严重打击市场信心，使得板材指数一月跌幅大于长材指数。在出货量减少、存量上升的双重冲击下，钢材价格向下走的动力依然存在，短期来看，由于政策取向不明，房地产调控没有达到原先预期等多种因素交织在一起，钢价很可能维持一段时间的整理，伺机再选择突破口。

图 22: MYSPIC 钢材价格指数

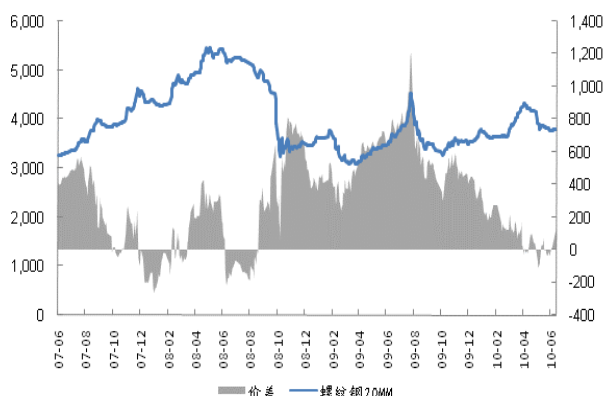


资料来源：渤海证券研究所

此外，根据我们实时监控的钢材品种价差数据显示，源于上月钢价下跌幅度小于矿石下跌幅度，MYSPIIC 综合指数下跌 6.43%，MYIPIC 综合指数下跌 14.4%。6 月中下旬各主流品种的价差开始触底反弹，昭示以国产矿现货价为基准计算的毛利好转。

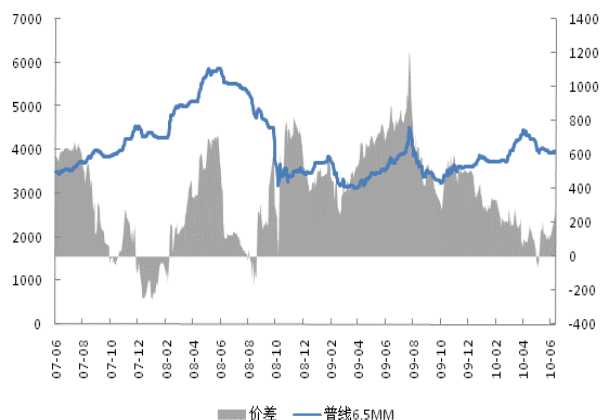
分品种来看，螺纹钢月跌幅 3.13%，毛利上升 279 元/吨；热轧月跌幅 0.69%，毛利上升 356 元/吨；冷轧月跌幅 8.94%，毛利下降 71 元/吨；中板普 8mm 月跌幅 2.53%，毛利上升 279 元/吨；镀锌横盘，毛利上升 381 元/吨；管材月跌幅 0.98%，毛利上升 339 元/吨。目前毛利最高的品种是热轧和普线材，毛利水平最低的是管材和普板 20mm。但正如前面强调所述，该数据是以国产矿现货价为基准，对于大多数上市钢铁企业来说，毛利改善情况并不如此乐观，一方面是进口矿现货价跌幅低于国产矿，另一方面二季度的协议矿价格较目前市场价格高出许多。

图 23: 螺纹钢价格走势及价差比较



资料来源：渤海证券研究所

图 24: 普线价格走势及价差比较



资料来源：渤海证券研究所

图 25: 热轧价格走势及价差比较

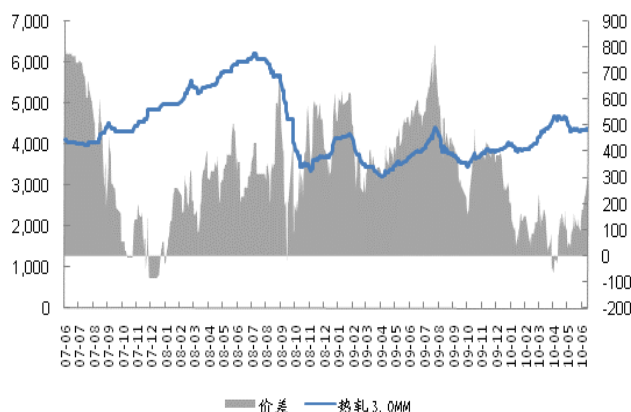
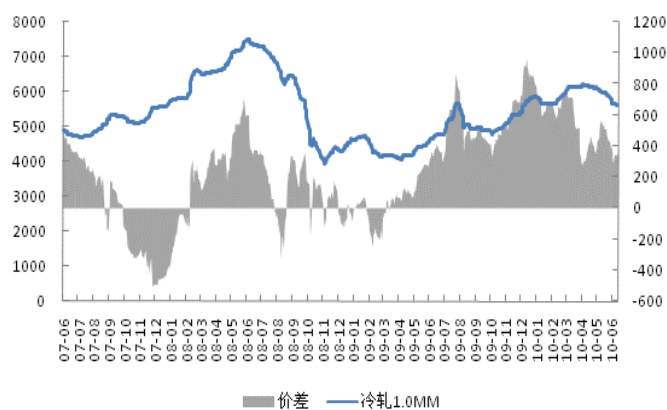


图 26: 冷轧价格走势及价差比较



资料来源: 渤海证券研究所

资料来源: 渤海证券研究所

图 27: 中板价格走势及价差比较

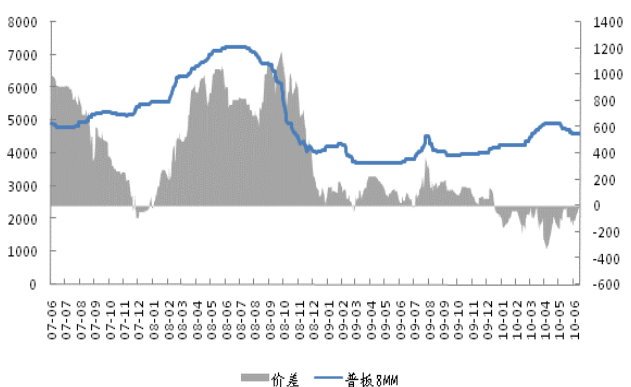
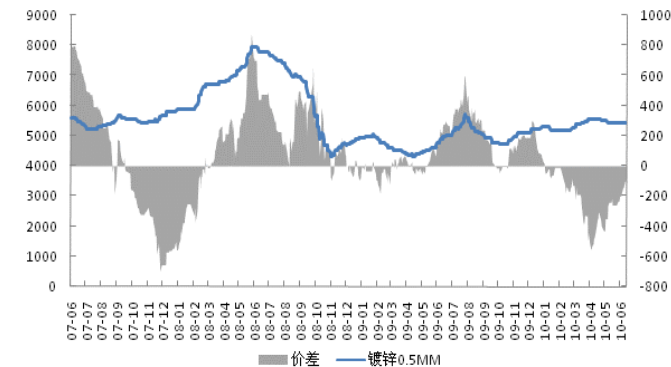


图 28: 镀锌板价格走势及价差比较



资料来源: 渤海证券研究所

资料来源: 渤海证券研究所

五、投资建议

市场上一致预期,两端受压的不利格局将使得钢铁行业三季度经营局面异常困难,不可否认,下游需求疲弱阶段的钢材转嫁能力较差。而钢企要走出困境,唯一自救的方式是减产,相关迹象表明,正在减产和计划减产的公司数量正在增加,一方面,铁矿石价格会在钢材产量下滑的打压下持续走低,缓解成本压力,另一方面,减产的实施将有效缓解目前的供需不平衡状态(我们也承认减产程度与钢价下跌程度呈正向循环关系,即只有减产才能使钢价企稳,而只有钢价下跌才能使减产得以实施),正是基于这一预期变化,我们认为钢铁行业仍然存在投资机会,简单来说,其投资机会大小来源于减产实施程度深浅。

二级市场上,钢铁板块6月份继续跑输大盘。经济结构调整的甚嚣尘上,经济增速二次探底的担忧加重,当遭遇市场整体估值向下调整时,钢铁作为典型的“受害行业”,跑输大盘似乎已成为必然,然而如果看看钢铁板块目前的估值水平,包括市净率指标,华菱、安阳等公司已跌破净资产许多,钢铁市值与重置成本的比值,无论是从历史纵向比,还是相对横向比,目前的估值水平已较低,基本上已

反映了投资者对行业的悲观预期。我们认为行业改善的预期值得期待，加上较低的估值水平，给予钢铁行业“买入”评级。建议重点关注具有产品优势的龙头上市公司如久立特材、宝钢股份、新兴铸管。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作
请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
 13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
 13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602、603

邮政编码: 100032

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn