

钢铁行业

行业评级：增持（调升）

关注结构调整带来的投资机会

——2010年下半年钢铁行业投资策略

2010年7月9日

钢铁行业/深度研究

相关研究：

《经济回暖带来确定性增长——2010年度钢铁行业投资策略》（2009.12）

《钢铁行业 2009 年下半年投资策略——关注主题投资机会》（2009.8.10）

《钢铁行业 2009 年二季度投资策略——关注局部和时点性交易机会》（2009.3.20）

《不锈钢龙头，已进入价值投资区域——太钢不锈钢深度研究》（2010.7.9）；

.....

分析师：刘俊清

0351-8686975

liujunqing@sxzq.com

联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

山西证券股份有限公司

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层

电话：0351-8686990

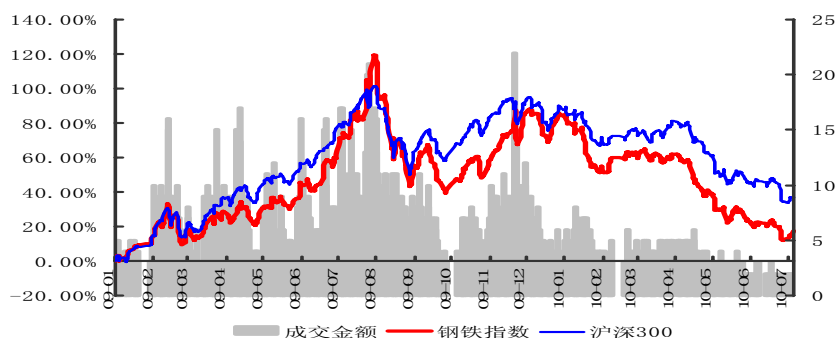
http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

投资要点：

- **上半年钢材市场高产量高库存高价格：**2010年上半年，在需求和成本的推动下，国内外钢材市场延续了2009年第四季度的走势继续震荡上行，无论是产品产量还是产品价格、社会库存于第二季度初期均创出了本轮反弹的新高，随后进入下降通道。
- **经济结构调整促进钢铁产品结构升级，下半年仍然依赖内需。**由于外围经济复苏缓慢且存在较大的不确定性，说明我国钢铁出口增幅不会继续扩大，部分产品出口退税的取消也限制了初级产品的出口；区域振兴规划的出台对局部钢铁企业形成利好；城镇化推进和居民消费升级将大幅增加对不锈钢金属制品的需求。下半年钢铁消费将出现结构性投资机会，主要依赖内需。
- **西部大开发和新疆振兴为西部钢铁企业提供了大发展机会。**根据国家部署，从2010年开始，西部地区将进入快速发展的10年。2010年将投资6822亿元，进行23项重点工程建设，较上年增长2133亿元。国家政策的倾斜将为一些重点产业将向西部转移，大规模的基础建设对钢铁产品形成大幅增长。
- **淘汰落后产能为大企业带来更多机会。**今年以来国家出台了一系列政策，鼓励兼并重组、提高淘汰标准、严格行业准入等。行业高成本遭遇国家的严厉政策，兼并重组、淘汰落后产能的进程可能会加快，这给具有先进技术、较大规模的企业带来更大的发展机会。
- **铁矿石价格超预期上涨，挤压了钢企利润空间。**今年以来，铁矿石价格长些机制瓦解，矿山提出季度定价，两个季度分别上涨100%和23%，出现了超预期上涨；同时，焦炭也在焦煤价格坚挺的支撑下高位盘整，钢铁企业的生产成本接近2008年初期的水平，而钢铁产品的价格却因为需求的不确定性先涨后跌，目前处在相对低位，大大挤压了钢铁企业的利润空间。下半年铁矿石现货价格将进一步下跌，焦炭价格也将回落，四季度末钢铁生产成本将逐步回到一个合理水平。
- **股票估值及投资策略。**经过半年多的调整，钢铁类股票已进入价值投资区域，下半年钢铁股票价格将随大盘震荡上行，钢铁类股票在实体经济结构性增长的带动下表现出不同的走势，确定的调整带来确定的增长。给予钢铁板块“增持”估值。重点关注太钢不锈钢、八一钢铁、酒钢宏兴、宝钢股份、西宁特钢、宝钢股份等股票。

钢铁板块股票价格一年来的走势



目 录

一、2010 年上半年钢市回顾—高产量高库存高价格	4
1.1 国内外市场价格、产量、库存均创出本轮反弹新高	4
1.2 影响因素不同，但国内外市场二季度均回落	6
1.3 出口快速回升，但持续性有待考量	6
1.4 铁矿石继续超量进口，库存较大	7
二、世界的不确定性增加，中国的确定性增强	8
2.1 世界经济增长出现反复，复苏进程曲折	8
2.2 刺激政策的边际效应递减，我国经济适度回调	9
2.3 结构调整元年，中国钢铁行业或将出现结构性增长	11
三、钢铁产业或将出现结构性增长.....	12
3.1 国家密集出台一系列关于结构调整政策	12
3.2 政策效应将逐步显现，部分子行业或区域前景较好	14
四、成本上升较多，钢企利润空间被压缩	15
4.1 下半年原材料价格由快速下跌转为窄幅震荡	15
4.2 钢材价格继续下跌，并在低位震荡	16
4.3 高成本下钢企效益将出现下滑	17
五、投资策略：行业评级为“增持”.....	18
5.1 钢铁类股票具备一定投资价值，2010 年下半年增持.....	18
5.2 关注结构调整带来的投资机会	19

图 目 录

图 1 全球粗钢产量季同比、环比增长率（万吨，%，%）	4
图 3 2009 年以来国内钢材价格指数走势	5
图 4 2009 年以来国内钢材价格指数走势	5
图 5:2009 年以来国内重点城市长材社会库存统计	5
图 6:2009 年以来国内重点城市板材社会库存统计	5
图 7 钢铁企业钢材月度库存变化	5
图 8 2006 年来我国钢材月度进出口变化情况	7
图 11: 全球及美国的经济增长	9
图 12: 我国经济景气度指数走势图	10
图 13 2005 年以来我国PMI指数变化情况	10
图 14 当月开发土地及商品房新开工、竣工、销售面积变动情况	10
图 15: 1994 年以来我国投资出口消费对GDP增长的贡献走势图	11
图 16 进口铁矿石现货港口车板价	16
图 17 国产铁矿石价格走势图	16
图 18 焦煤焦炭价格走势图	16
图 19: 2009 年以来建筑钢材的价格走势	17
图 20: 2009 年以来板材价格走势	17
图 21 钢铁行业季度利润水平	17
图 22 2009 年 1 月以来钢铁股票价格指数走势图	18
图 23: 钢铁板块市盈率走势（以 2009 年度业绩为基准）	19
图 24: 钢铁板块市净率走势（以 2009 年度业绩为基准）	19

表 目 录

表 1: 截止 7 月 2 日不同钢材品种的价格（元/吨）	6
表 2: 重点公司评级（以 7 月 9 日收盘价计算）	20

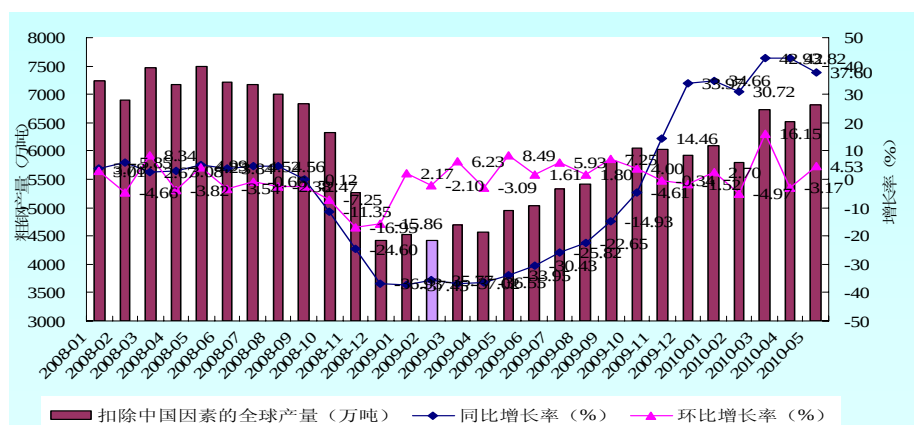
一、2010 年上半年钢市回顾—高产量高库存高价格

1.1 国内外市场价格、产量、库存均创出本轮反弹新高

2010 年上半年，在需求和成本的推动下，国内外钢材市场延续了 2009 年第四季度的走势继续震荡上行，无论是产品产量还是产品价格、社会库存于第二季度初期均创出了本轮反弹的新高（如图所示）。

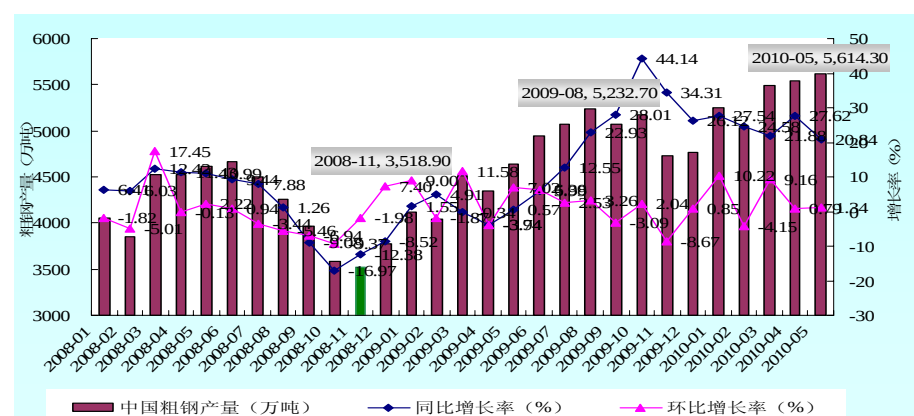
国际市场钢材产量大幅回升，全球粗钢同比增长幅度较大，截止 5 月份，全球粗钢产量达到 1.24 亿吨，扣除中国因素后产量为 6804 万吨，为 2008 年紧急危机以来的最高；中国钢产量连创新高，5 月份粗钢产量 6514.3 万吨，为历史新高；国内重点城市的钢材库存于 3 月初也创出了历史新高，达到 1858 万吨虽有所回落，但幅度不大。截止 5 月底，钢铁企业的钢材库存创出了历史新高，为 1045 万吨，第一次突破 1000 万吨大关。库存的高企给下半年钢铁市场带来较大的压力。

图 1 全球粗钢产量季同比、环比增长率（万吨，%，%）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 2 中国粗钢产量及同比、环比增长率（万吨，%，%）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 3 2009 年以来国内钢材价格指数走势

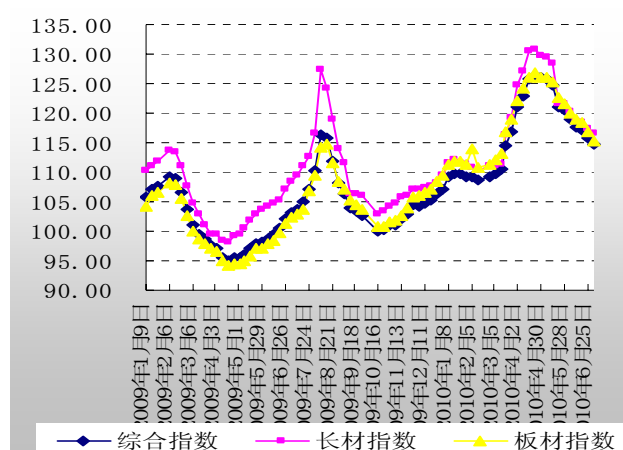
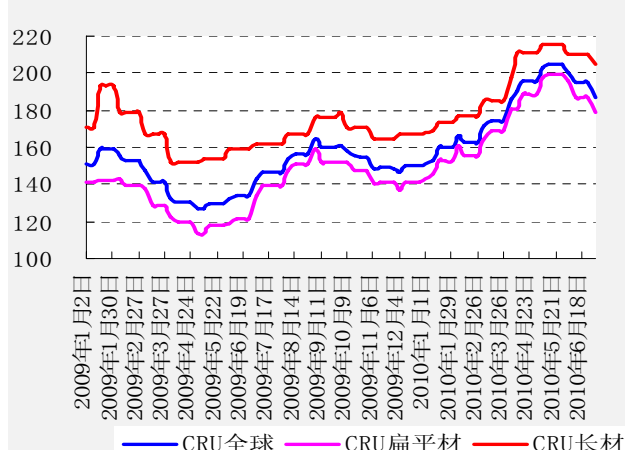


图 4 2009 年以来国内钢材价格指数走势



数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

图 5:2009 年以来国内重点城市长材社会库存统计

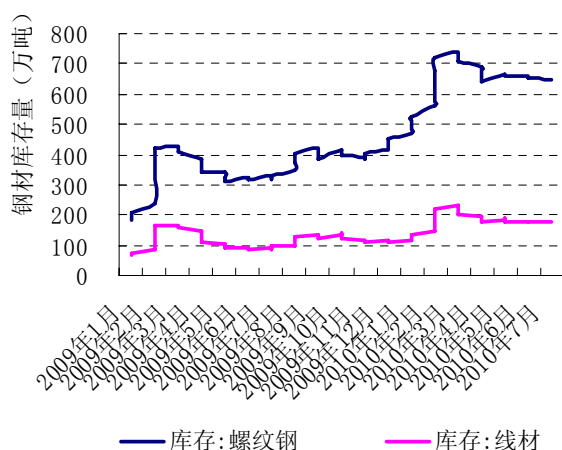
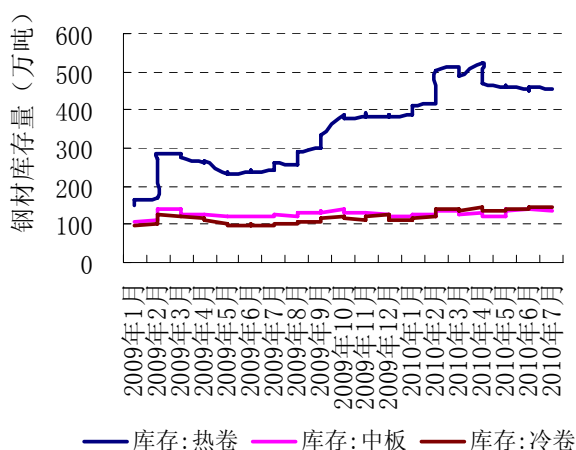
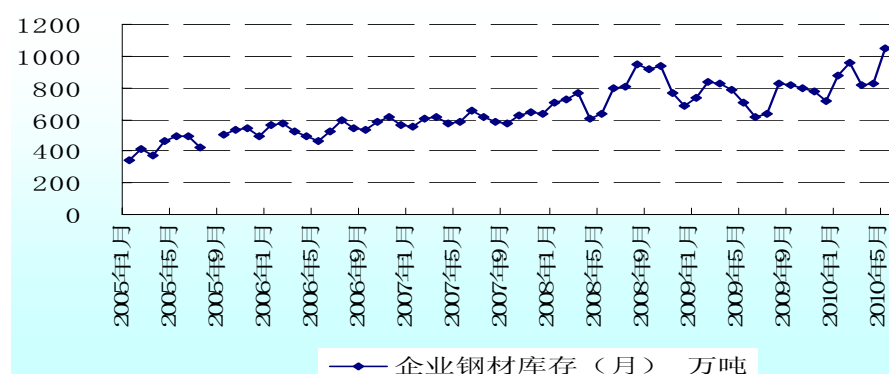


图 6:2009 年以来国内重点城市板材社会库存统计



数据来源：Mysteel, 山西证券研究所

图 7 钢铁企业钢材月度库存变化



数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

请务必阅读正文之后的特别声明部分

1.2 影响因素不同，但国内外市场二季度均回落

二季度，国内外钢材市场并没有像往常一样进入消费旺季，而是出现了崇高回落走势。分析其影响因素，国内市场与国外市场有所区别。

国际市场方面，欧洲主权债务危机的不断蔓延使得经济复苏大打折扣，

国内市场方面：4月中旬国务院针对房地产市场调控出台了“新国十条”，令钢材的消费预期发生改变，钢材价格从快速上涨转变为快速下跌，一个多月的时间就将前面的涨幅悉数跌去，目前钢材价格已经跌破去年高点，但仍高于 2009 年底的水平（见表 1）。

表 1：截止 7 月 2 日不同钢材品种的价格（元/吨）

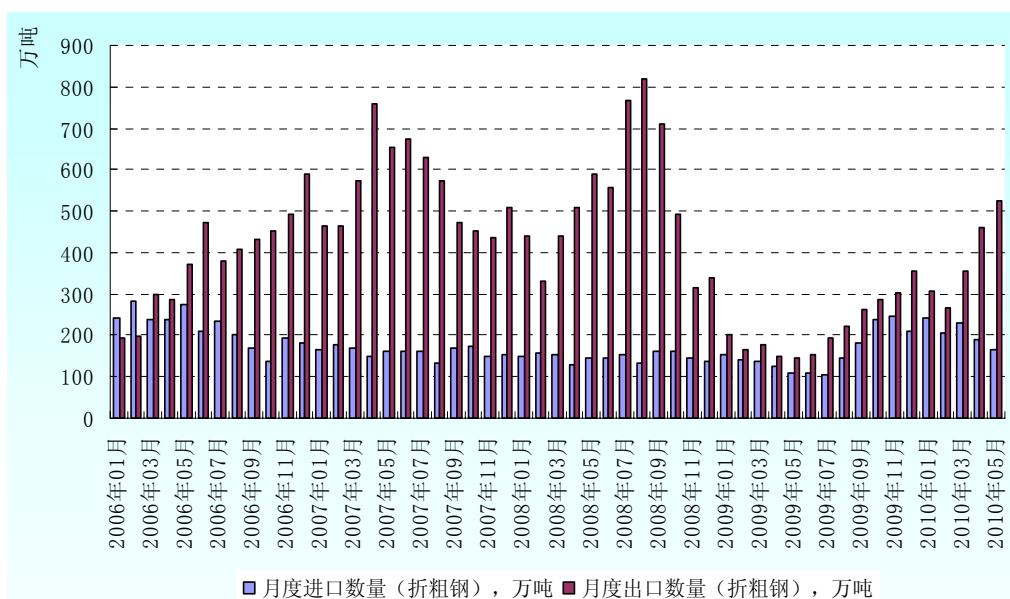
品 种	规 格	2009 年底		2010 年 7 月 2 日		本周指数比上 周涨跌	本周比去年底 涨跌
	(毫米)	价格	指数	价格	指数		
普线	Φ6.5	3744	108.74	3978	115.54	-0.7	6.8
螺纹钢	Φ12-25	3847	109.32	4011	113.98	-0.48	4.66
中厚板	6	4251	116.27	4728	129.32	-2.3	13.05
热轧薄板	1	4130	100.17	4677	113.44	-0.65	13.27
热轧卷板	2.75	3988	103.91	4333	112.9	-1.04	8.99
冷轧薄板	0.5	5586	114.54	5595	114.72	-2.32	0.18
镀锌板	0.5	5460	105.65	5538	107.16	-1.22	1.51
无缝管	159×6	4690	101.41	5329	115.22	-0.43	13.81

数据来源：Mysteel，山西证券研究所

1.3 出口快速回升，但持续性有待考量

2008 年金融危机发生后，我国钢材出口急剧萎缩，2009 年前半年基本上处于净进口状态，到下半年有所好转。2010 年以来大幅回升，1-5 月份我国共出口粗钢 1909 万吨，同比增长 128%，进口 764 万吨，同比下降 16%，实现净出口 1145 万吨，而去年同期是净进口 79 万吨。5 月份钢材出口 494 万吨，环比增加 63 万吨，钢坯 4 万吨，进口钢材 136 万吨，钢坯 2 万吨，相当于净出口粗钢 383 万吨，超过 2008 年 10 月份的 328 万吨的水平。

图 8 2006 年来我国钢材月度进出口变化情况



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

由于外围经济环境的持续低迷和欧洲国家主权债务危机的扩大，国际市场的钢铁消费增长缓慢，同时由于国际钢铁产量尚未达到危机前的水平，钢企的产能调节作用较强，一旦有需求，产能马上就可以释放。因此，我国钢铁出口前景并不乐观；同时贸易保护主义进一步升级，贸易摩擦不断发生，预计未来出口走势将弱势调整。同时，我国从 7 月 15 日开始取消 48 种钢材的出口退税，短期对行业有负面影响；人民币升值也会影响到钢材的出口。内外因素综合作用，下半年我国钢材出口增速可能放缓。

1.4 铁矿石继续超量进口，库存较大

由于钢铁行业的超预期，2009 年中国铁矿石进口也大大超过市场预期和实际消费，据中国海关统计，2009 年中国铁矿石进口量为 6.28 亿吨, 同比增长 41.53%，根据我们的测算，2009 年底市场上铁矿石库存达到 2.5 亿吨左右；据海关统计，2010 年 1 至 5 月份进口铁矿石 2.62 亿吨，国内生产铁矿石原矿 3.83 亿吨，折算后为 1.82 亿吨，生铁产量 2.54 亿吨，理论消耗铁矿石 4.06 亿吨。可以计算出截止 5 月底，市场上库存铁矿石为 2.88 亿吨。仅库存量就可支持钢企生产 4 个月，平均每月产量不低于 4500 万吨生铁。目前港口库存的进口铁矿石一直稳定在 7000 万吨左右。

图 9：铁矿石进口量月度统计

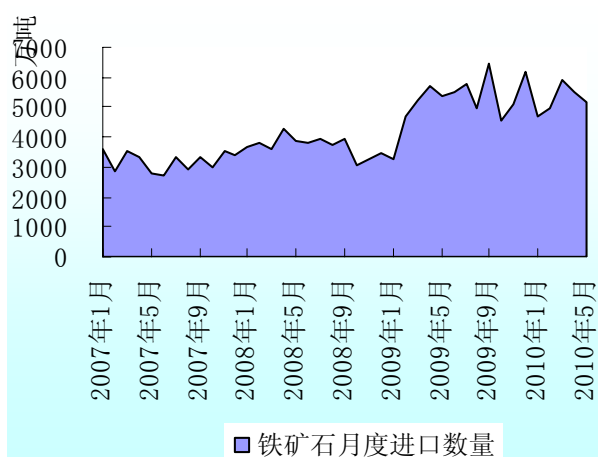
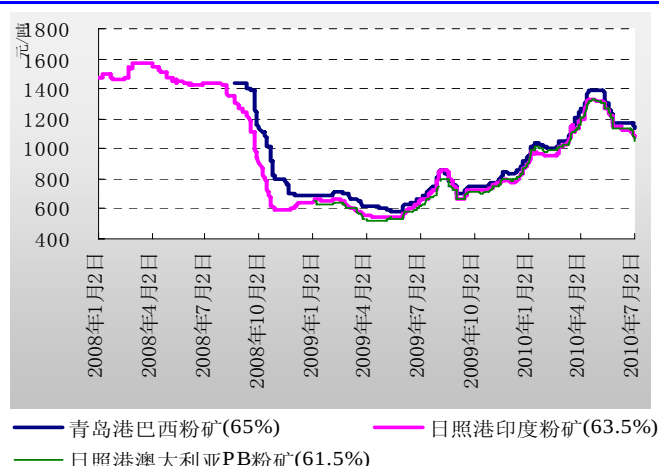


图 10：铁矿石进口价格走势



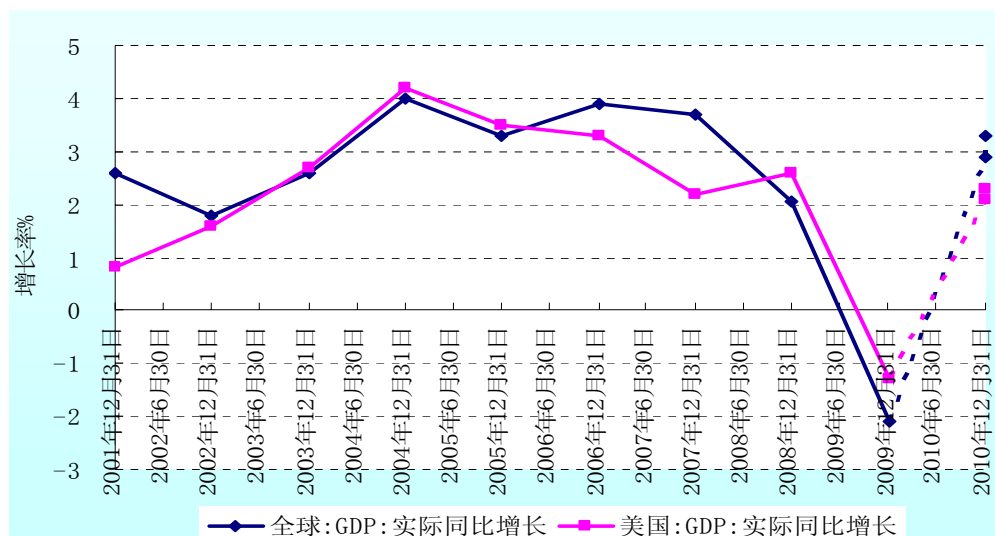
数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

二、世界的不确定性增加，中国的确定性增强

2.1 世界经济增长出现反复，复苏进程曲折

受益于政府救助，2009 年全球经济度过了最困难时刻，但 2010 年世界经济增长并未像预期的那样快速回升，而是出现了新的矛盾和问题，如欧盟的主权债务危机继续扩大，美国就业市场持续低迷，市场信心受损等大大减缓了世界经济复苏的步伐。相关机构对经济复苏增长的预测随时都在修改，从年初的高位逐步调低。6 月 10 日，世界银行在网上发布最新的《2010 年全球经济展望》，预测全球 GDP2010 年增长 2.9%，同时世行警告全球经济复苏将继续推进，但欧洲债务危机给中期可持续增长之路制造出新的障碍。世界银行预测全球 GDP 2010 年和 2011 年分别增长 2.9% 和 3.3%，到 2012 年升至 3.2~3.5%，一反 2009 年 2.1% 的下滑态势。世界银行预测发展中经济体 2010~2012 年期间年增长将达 5.7%~6.2%，但预计高收入国家 2010 年增长将在 2.1%~2.3% 区间——尚不足以抵消 2009 年 3.3% 的收缩——随后 2011 年增长预计为 1.9%~2.4%。我们认为，发达国家的经济增长比预期的要慢，幅度要低一些，因为世界经济从当前“政府驱动型”复苏向“自我修复型”复苏的转变之路仍然较为艰难曲折，进程将较为缓慢。

图 11：全球及美国的经济增长



数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

全球范围内的钢铁企业在春季消费增加和补充库存的共同作用下复产产能较多，开工率明显上升，到 2010 年 4 月份达到 83.4%，5 月份回落至 82%，仍处于高位。据了解，6 月份以后，韩国、日本、美国等各地钢企开始主动控制和减少产能。目前全球最大的钢铁生产商安赛乐米塔尔 (ArcelorMittal) 正计划削减美国印第安纳钢铁厂的产量。俄罗斯北方钢铁公司 (Severstal) 在美国运营有多家钢铁厂。这将持续夏休结束，大约在 9 月份以后。

2.2 刺激政策的边际效应递减，我国经济适度回调

2008 年 10 月金融危机发生后，中央推出了一系列货币、财政政策加以应对，特别是以十大产业振兴规划为首的强力刺激政策，促使我国经济率先脱离了世界经济的低迷态势，步入快速复苏的通道，成为世界瞩目的对象。截止 2009 年底，我国 GDP 达到 33.5 万亿，增长率为 9%。今年一季度，延续前期的强势，我国经济继续快速增长，一季度 GDP 达到 8.0577 万亿，增长率 11.9%。但是，随着投资的逐步落实到位和时间的推移，刺激政策的边际效应逐渐减弱，从 4 月份开始，各种经济指标开始出现回落，专家预计二季度增速将放缓到 10.5%，后期走势考验管理层的能力。

图 12: 我国经济景气度指数走势图

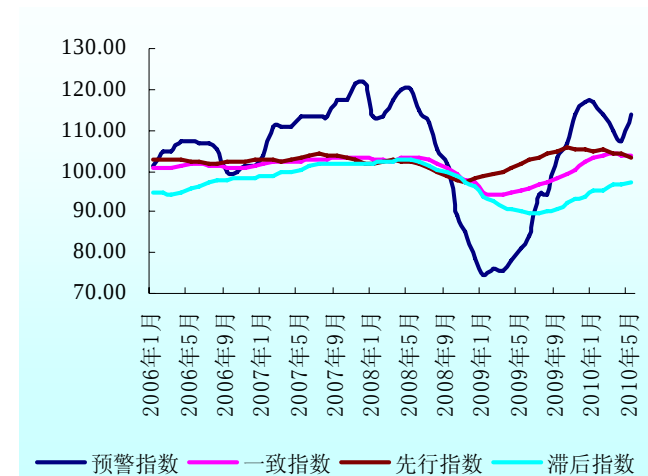
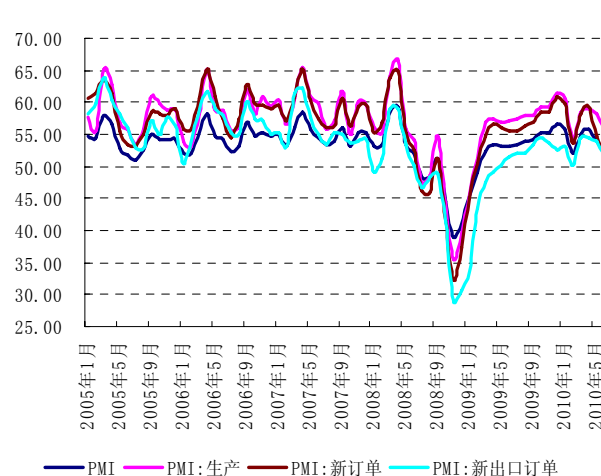
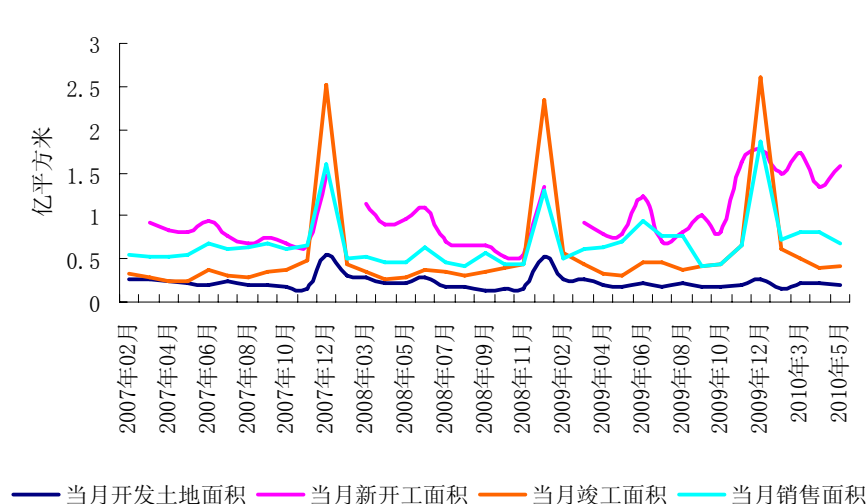


图 13 2005 年以来我国 PMI 指数变化情况



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 14 当月开发土地及商品房新开工、竣工、销售面积变动情况



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

由图可见，经济景气度的预警指标再次进入风险区域，先行指标和抑制指标出现回调；同时作为重要的先行指标，PMI 指数在 4 月达到 55.7 的峰值后连续两个月下滑：6 月份为 52.1，比前一个月回落 1.8 个百分点，创历史同期最大跌幅。与此同时，其它的一些领先指标也开始出现下降态势：新开工、在建项目以及固定资产投资完成额均在下降，固定资产投资增速从去年的 40%左右下降到目前的 20%左右，降幅比较明显。

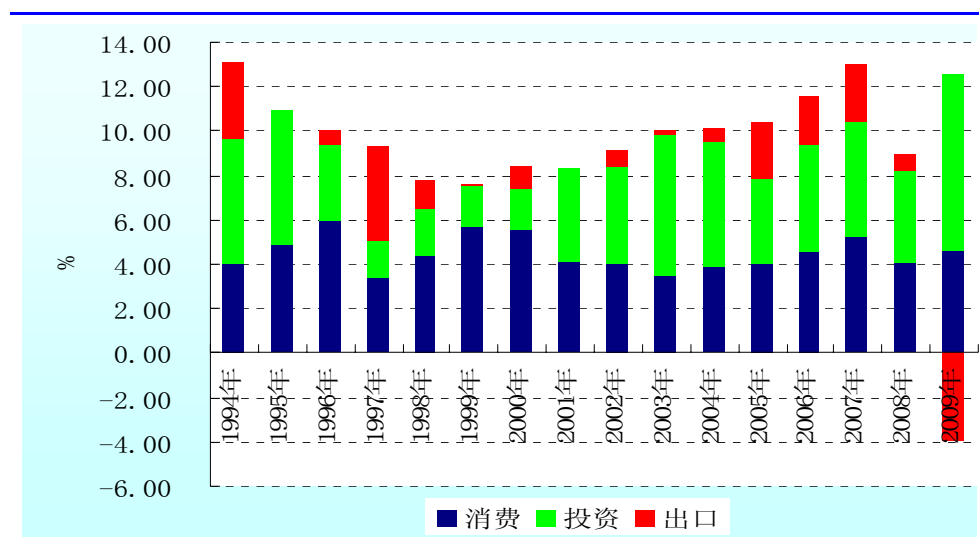
2.3 结构调整元年，中国钢铁行业或将出现结构性增长

经过 30 多年的快速发展，我国经济增长已经达到了前所未有的水平，数据显示，2000 年我国的 GDP 总量是 8.9 万亿元，2002 年首次突破 10 万亿元，2009 年则达到了 33.5 万亿元，世界排名第三。

众所周知，经过多年的发展，结构问题已经是我国经济运行中一个十分突出的问题，一方面是拉动经济依赖于投资和出口的增长模式不具有可持续性；一方面是内部经济结构、经济增长方式的不平衡，多数产业产能过剩、劳动力、资源价格偏低等，只有进行结构性调整和转型才能确保经济的可持续增长。结构调整需要一个长期的过程。从大的格局看，投资和出口为主导的外延式重化工业经济增长模式，逐渐向消费推动的经济增长模式转变，内需将是未来中国经济增长的主导力量，而内需中投资和消费的角色将逐步转变；出口增长将更加趋于均衡，而不是维持高速增长。从小的范围来看，有产业结构的调整、区域发展政策的调整等。产业结构方面，低端的劳动密集型行业将逐步被资本密集型和技术密集型行业所取代。根据发达国家的经验，这种调整大约需要 10 年左右的时间，加之我国地域广大、产业结构复杂、区域发展存在极大的不平衡，需要的时间可能会更长。

根据国家的有关部署，2010 年的主要政策目标是“稳增长和调结构”，是我国经济结构调整的起点。可以说，2010 年将成为我国经济结构调整的元年。结构调整是为了保持经济增长的稳定和持续，这给钢铁行业带来的是确定性的增长。

图 15：1994 年以来我国投资出口消费对 GDP 增长的贡献走势图



数据来源：山西证券研究所

三、钢铁产业或将出现结构性增长

3.1 国家密集出台一系列关于结构调整政策

2009 年金融危机发生后，我国出台了一系列经济刺激政策，到 2009 年底，我国经济已率先回归到快速增长的轨道上来。为了保持经济的快速稳定增长，我国从 2010 年开始着手经济结构调整。在 2009 年 12 月召开的经济工作会议上明确提出今年的经济结构调整的任务：一是扩大居民消费，增强消费对经济增长的拉动作用；二是积极稳妥推进城镇化建设，提升城镇发展的质量和水平；三是发展新兴产业，推进产业结构调整；四是推进节能减排，抑制过剩产能；五是推进基本公共服务均等化和引导产业有序转移，促进区域协调发展，继续实施西部大开发、东北地区等老工业基地振兴、中部崛起等区域发展战略等。在过去的半年时间里，管理层围绕上述基本部署，制定了一系列的政策，促进经济结构调整。

具体到钢铁行业，我们认为，中国钢铁产品结构调整是要以满足国内市场需求为主，目前我国的发展是以较快工业化和城镇化进程发展为主，这种发展的阶段对钢铁行业具有特殊的要求。考虑我国地域广阔，城乡发展的不平衡、东中西部区域发展的不平衡，对钢铁产品的需求具有结构性差异。因此，我国钢铁行业的走势将继续独立于国际市场，受国内不同区域经济景气度和政策调控的影响，部分行业存在长期投资机会。

2010 年以来出台重大结构调整政策：

1、关于钢铁行业与节能减排的调整政策

2009 年 12 月 9 日工信部发布《现有钢铁企业生产经营准入条件及管理办法》；对现有钢铁企业的生产经营从六个方面提出的准入条件，其中“百万吨”规模的门槛使近五分之四的钢企遭受“生死劫”；

20100224 国务院常务会研究进一步落实重点产业调整振兴规划；

20100225 国务院六措施推动落实产业调整振兴规划；

20100402 国务院办公厅转发发展改革委等部门关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的通知(2011 年底前，钢铁行业淘汰 400 立方米及以下炼铁高炉，淘汰 30 吨及以下炼钢转炉、电炉，并进行了较为详细的分工)；

20100407 国发【2010】7 号国务院关于进一步强化淘汰落后产能工作的通知；

20100617 国发【2010】34 号国务院办公厅关于进一步加大节能减排力度。

2、关于房地产行业的调整政策

20100107 国发【2010】4 号国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知；

2010年4月14日，国务院出台房地产调控政策，发出通知，要求二套房贷首付比例不低于50%，利率1.1倍；三套以上房可停贷；

20100417 国发【2010】10号国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知；
20100423 银监会发出二套房认定标准，不以房贷发生为界限拥有一套房产家庭再购房即认定为第二套；

房产新政出台后，房产市场迅速降温，新房打折、二手房抛售现象重新出现；而不少购房人的心态也同时受到影响，观望气氛再次浓郁起来。从整个新政出台的目的来看，是为了平抑房产市场的价格持续高热，在保证居者有其屋的基础上（一套房优惠政策），打击炒房之风，同时降低银行放贷风险。政策的导向是房地产按揭贷款只支持自有住房的资金需求，而非支持倒卖房屋的资金需求，提高炒房者从银行取得资金杠杆的成本，从而降低炒房冲动，以达到平抑房价的目的。

3、关于经济结构调整的政策及相关规定

20100527 国发办【2010】15号国务院批转发改委关于2010年深化经济体制改革重点工作意见的通知；

20100531 国务院发布经济改革重点 深化垄断性行业改革重点工作的意见；

20100610 国发【2010】19号国务院下发加强地方政府融资平台公司管理通知；

20100701 国务院常务会议研究部署促进企业兼并重组等事项。

4、关于出口退税调整政策的通知

2010年6月22日，财政部、国家税务总局出台调整出口退税政策的通知，要求从7月15日起，调整部分产品的出口退税，其中包括取消48中钢材的出口退税。

5、关于西部大开发的政策与规定

2010年7月5日，国务院召开专门会议，研究部署西部大开发相关事宜。国家计划2010年西部大开发新开工23项重点工程，投资总规模为6822亿元，较2009年的4689亿元增长46%，23项重点项目中主要集中在交通运输和能源利用。

西部大开发进入冲刺阶段。过去的10年，西部开发奠定可见的基础，从2010年开始，西部大开发将进入加速发展阶段，根据发达地区的经验，这个阶段大约需要近20年的时间，从2031年开始在用20年全面推进现代化阶段。目前进入第二阶段，西部大开发投资增速加快，重点项目增多，带动区域产业链发展完善，地区钢铁企业也将受益于区域开发带来的钢铁需求增长。

6、区域振兴规划

《新疆区域振兴规划》即将出台：从2009年开始，国家为了培育更多的区域经济增长极，保证国民经济稳定增长，先后出台了10多个区域振兴规划，区域经济的发展被提高到了前所未有的高度。今年包括长三角区域振兴规划（已出）、成渝

经济区振兴规划、西藏和新疆振兴规划都将陆续出台，这其中，新疆区域振兴规划尤为引人注目。

作为我国连接亚欧大陆的桥头堡和重要的能源基地，其重要性自不待言。新疆在未来几年的固定资产投资将有巨幅上升，区域内的经济将得到快速提升，而新疆也将成为今年区域投资中“含金量”最高的地方。2009年以来，新疆铁路、公路和机场的建设方兴未艾，据统计，新疆目前有在建铁路达11条，年度投资计划120亿元；公路投资150亿元，建设1.1万公里；在建的民航机场有新疆加快吐鲁番机场、库车机场的迁建，伊宁机场的改扩建和博乐机场建设，目标进度是在2010年内投入使用。加上相关的配套设施，整体建筑用钢需求将会有爆炸式增长。

3.2 政策效应将逐步显现，部分行业或区域前景较好

房地产调控直接影响建筑用钢的需求，但区域振兴规划使得局部有增长

由于建筑用钢的主要消费领域是房地产，受房地产调控的影响，4月份以来我国建筑市场整体回落。4月17日，国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，严厉程度超出预期，政策出台后，商品房市场成交量大幅下降，房价也小幅回落。体现在资本市场上，就是房地产板块以及房地产产业链上的钢铁、建筑、家电等行业均大幅下跌。调控政策将影响下半年的新开工，预计新开工数据在6月份以后会出现明显的回落，由于房地产是钢铁行业的最重要的下游行业，开工回落将直接影响用钢需求。

但是西部大开发的提速和新疆振兴规划的即将出台，对西部钢铁企业具有积极的拉动作用。根据7月5日的会议部署，国家计划2010年西部大开发新开工23项重点工程，投资总规模为6822亿元，较2009年的4689亿元增长46%，23项重点项目中主要集中在交通运输和能源利用，带动区域产业链发展完善，地区钢铁企业也将受益于区域开发带来的钢铁需求增长。

城镇化和消费升级

带动汽车和耐用消费品的消费，如不锈钢、冷轧板等的消费。

低碳经济和新兴产业

带动高端钢铁产品，对拥有先进技术和先进设备的大型企业有利。

兼并重组给重组龙头带来更好的发展机遇，如宝钢部分，太钢不锈钢等

根据上述分析，2010年，我国钢材消费以普通建筑钢材为代表的低端产品消费将逐步降温，消费升级和区域振兴将带动耐用消费品、制造业、轻工、新能源等行业所需求的不锈钢、特种钢、各类板材、型材和特钢产品等也将逐渐成为消费需求的热点，且随着这些行业产品的升级换代，其所需钢材的数量、质量和价格也将随之变化。

四、成本上升较多，钢企利润空间被压缩

决定钢材价格的因素不外乎以下几个方面——需求、供给和成本。根据我们的年度策略的分析，2010 年钢价呈震荡上行、调整、再上行、平稳运行的走势。目前看，第一阶段钢价在成本推动下的上涨超出了预期，第二阶段的回调幅度也比较大。由于铁矿石价格的大幅上涨，钢企的利润空间被压缩，特别是第三季度很可能陷入全行业亏损状态。

4.1 下半年原材料价格由快速下跌转为窄幅震荡

众所周知，钢铁生产的主要原材料是——铁矿石和焦炭的价格决定。

铁矿石价格将进一步下跌。受需求增加和供应垄断的共同影响，铁矿石价格多年来一直处于上升通道，进口长协价在 2009 年回调 40%左右。2010 年供应商废除了执行了 40 多年的年度协议价，改为季度定价模式。2010 年第二季度铁矿石价格就上涨一倍，矿上报价 110—120 美元/吨，中国钢厂无奈暂时接受了季度合约，同时进口铁矿石的现货价格一路飙升，5 月份达到 160 美元/吨；第三季度 3~5 月的综合价格定价，再涨 23%以上。这意味着，从今年 7 月份开始，含铁量 60%的澳大利亚团块铁矿石价格将上涨至 147 美元/吨。但是由于需求不振，价格回落，目前进口铁矿石现货矿（63.5%印粉）价格已经下跌至 130 美元/吨以下，低于矿山给出的季度价格 17 美元/吨。可以预计，由于钢材市场的走软和消费淡季的来临，铁矿石价格还将进一步下跌，但由于供应的垄断效应，回落时间和回调幅度可能有限。

铁矿石长协机制瓦解后，价格震荡加剧，上半年长协价向季度价过度，长协价低于现货价，有利于大型钢企，三季度季度协议价格处于高位，现货价格较低，目前还在继续下跌，对协议价格较少的中小公司有利；第四季度的定价仍然是对中小企业有利。产能过剩、严格淘汰的背景下，小企业生存困难，中型企业或可获得较好的增长。

焦炭价格小幅盘整。焦炭价格也是先涨后跌，目前基本在 1650 元/吨在从年初至今一直在 2000 元/吨附近窄幅震荡，合约焦煤价格自 2 月上调 150 元/吨后也一直维持稳定，在钢价上涨阶段并未上涨的煤焦价格在下跌阶段也将相对稳定。

图 16 进口铁矿石现货港口车板价

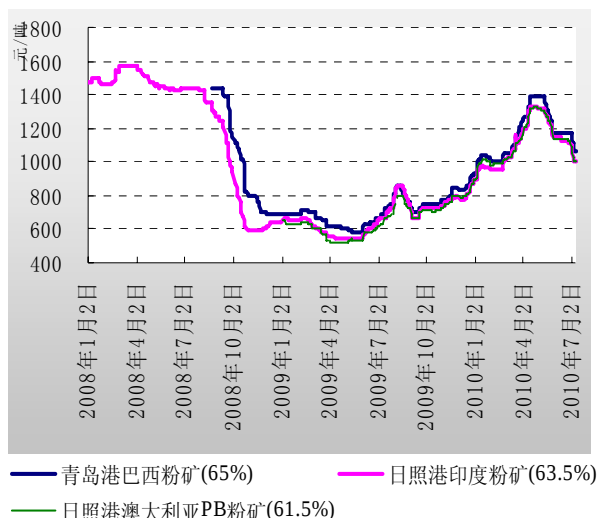
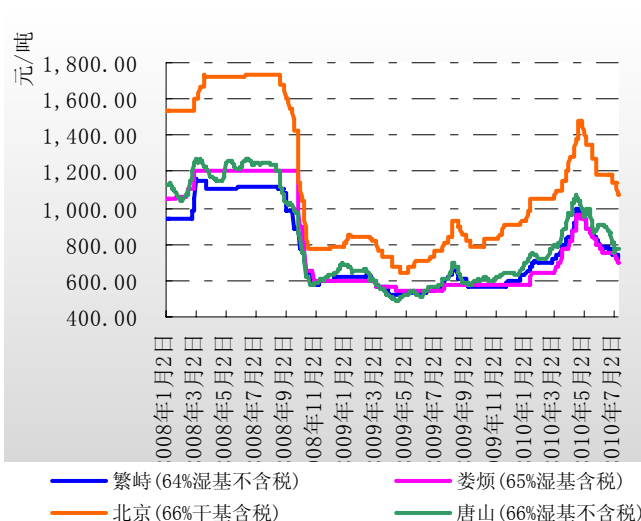
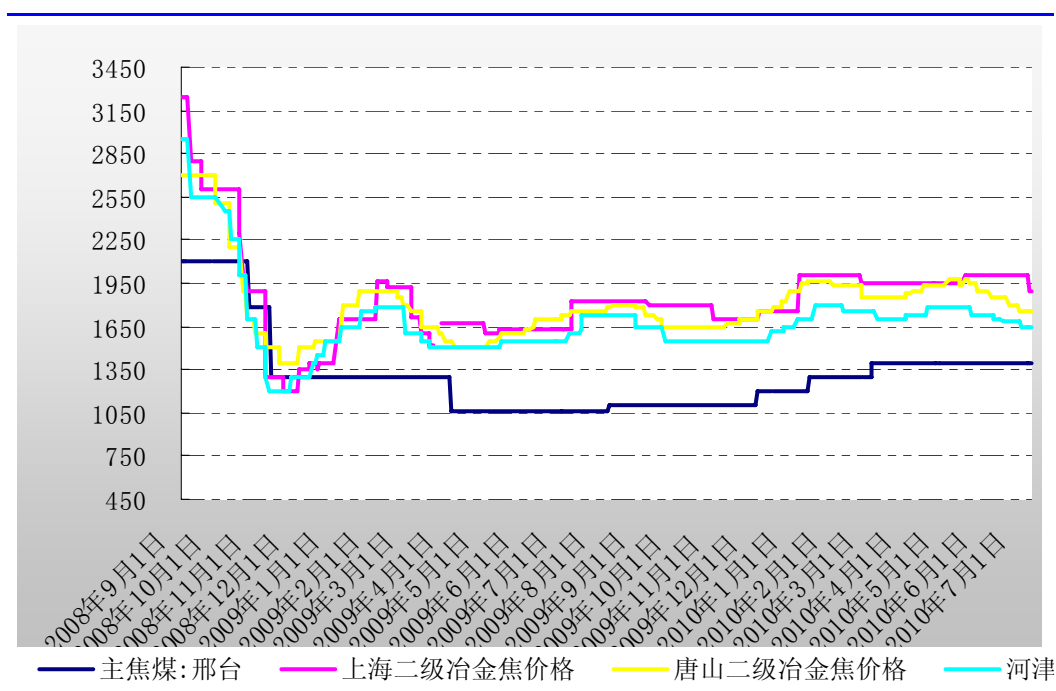


图 17 国产铁矿石价格走势



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 18 焦煤焦炭价格走势



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

4.2 钢材价格继续下跌，并在低位震荡

2010 年 4 月初，钢材品种的价格达到今年的高点后开始下跌，至今已经下跌三个月，建筑用钢和中板已经下跌 13%左右，其他板材下跌 10%左右，如图所示。预

计后市由于需求放缓和消费淡季的到来，加上钢材库存的高企，短期后市还将继续下跌，建筑用钢将在 3800 元/吨附近企稳后震荡，板材价格跌幅已经不大，但还需要通过震荡消化库存。

图 19：2009 年以来建筑钢材的价格走势

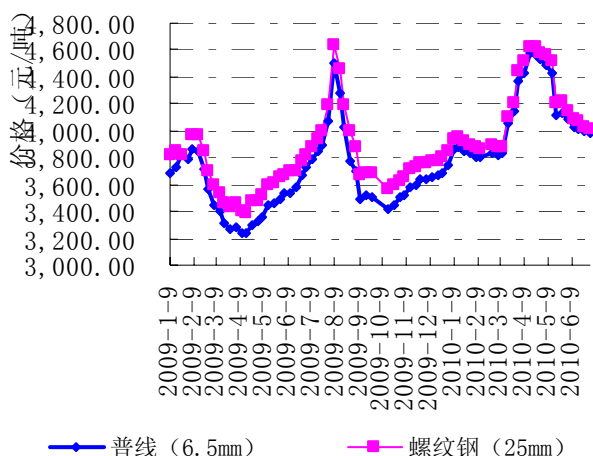
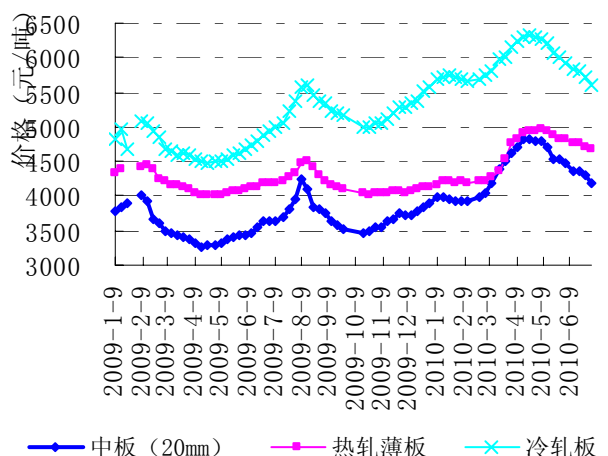


图 20：2009 年以来板材价格走势



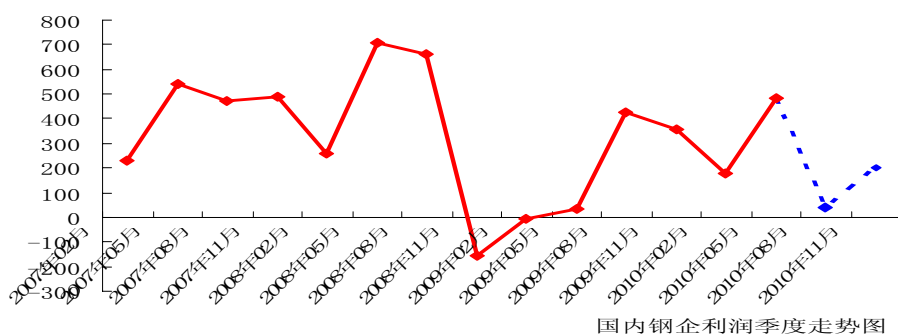
数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

4.3 高成本下钢企效益将出现下滑

钢铁企业效益的决定因素主要有钢材价格与原材料成本决定。

今年以来，进口铁矿石协议价的时间缩短，现货矿价格疯狂上涨，进口铁矿石数量也继续增加，市场上和企业内部的高价铁矿石库存较多，直接增加了钢企的生产成本；同时三季度钢材价格基本会落到去年四季度的水平，可以判定，第三季度钢企的效益将出现大幅下滑，甚至出现行业性的亏损；第四季度铁矿石价格回落、钢价反弹或可改善盈利状况。

图 21 钢铁行业季度利润水平

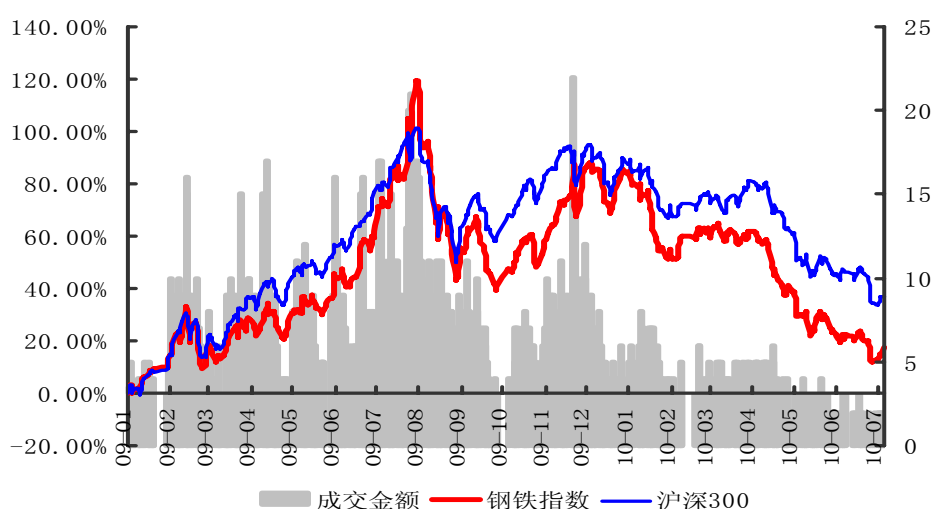


数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

五、投资策略：行业评级为“增持”

2010 年以来，无论是大盘、行业还是个股，均出现了下跌。至 7 月 8 日上证综指收于 2415.15 点，沪深 300 收于 2575.97 点，分别较去年年底下跌 26.3% 和 27.96%，跌幅较大；申万钢铁板块知识收于 2214.14，与去年底相比也下跌了 38.5%，最大跌幅超过 40%，其间钢铁类上市公司股票除*ST 钒钛上涨 4.7% 外，其余股票全部下跌，绝大多数股票的跌幅在 40% 左右（如图所示），并创出了自 2009 年 8 月开始调整以来的新低，近期有止跌企稳迹象。

图 22 2009 年 1 月以来钢铁股票价格指数走势图



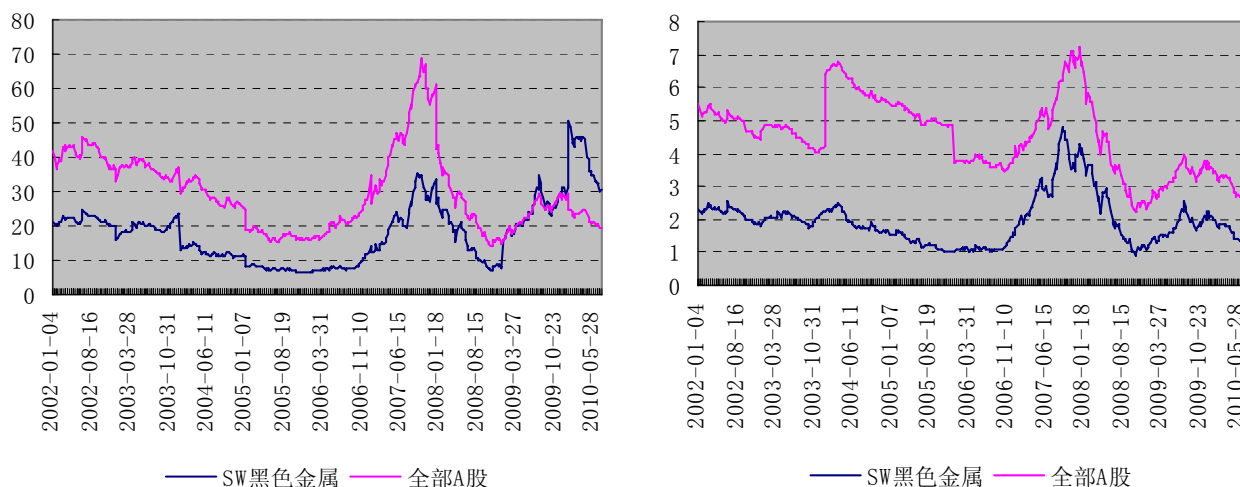
数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

5.1 钢铁类股票具备一定投资价值，2010 年下半年增持

鉴于当前钢价处于底部盘整，2010 年一季度开始将小幅回升并且一段时期内行业盈利都将处于底部，估值短期内仍将有一定的压力。根据 Wind 统计数据，我们分析了钢铁上市公司的综合市盈率和市净率水平发现，截止 7 月 9 日，钢铁板块市盈率为 30.43，高于全部 A 股的综合市盈率 19.49，市净率为 1.24，低于市场平均水平 2.52。

我们分析下半年反弹的概率较大。钢铁板块也将随着大盘震荡上行，大部分钢铁个股股票价格处于相对低位。在结构调整政策逐步明朗、区域经济振兴确定的大背景下，钢铁股随大盘震荡上行的机会较大。

图 23：钢铁板块市盈率走势（以 2009 年度业绩为基准）图 24：钢铁板块市净率走势（以 2009 年度业绩为基准）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

由图可见，钢铁行业的市净率已接近历史低点，具备一定的投资价值，但市盈率目前还处于相对高位。全部 A 股市盈率易接近历史低位，进一步下跌的空间较小。淘汰落后产能、兼并重组等政策的落实到位，可有效改善钢铁上市企业的资产质量，提高其盈利能力，从而降低上市公司的市盈率水平。

5.2 关注结构调整带来的投资机会

我们认为，在未来业绩确定性回升的预期下，钢铁板块整体将强于大盘。我们综合了结构调整和产业振兴等方面的考虑，2010 年下半年重点推荐龙头企业宝钢股份、太钢不锈，区域振兴带来的投资机会的八一钢铁、酒钢宏兴、新兴铸管、宝钢股份等。

太钢不锈（000825）：太钢不锈是全球规模最大的不锈钢龙头企业，具有极大的原材料成本优势，技术先进、设备优良，目前拥有 1000 万吨钢铁产能，其中不锈钢 300 万吨。

推荐理由有三：原材料成本优势，铁矿石自给率在 50%以上，地处山西焦煤产地；不锈钢产品受益于国家城镇化和居民消费的升级换代，市场规模将进一步扩大，弥补出口不足；经过半年多的调整，目前已经入价值投资区域。

八一钢铁（600581）：八一钢铁是新疆地区最大的钢铁企业，建筑用钢疆内市场占有率 70%以上，目前粗钢产能约 700 万吨，轧钢产能约 705 万吨，其中长材产能约 345 万吨，板材产能 360 万吨；钢材疆内销售约占 66%，疆外销售约占 34%。

新疆地区蕴藏着丰富的煤炭和铁矿石资源，是八一钢铁的有力支撑，是新疆振兴最大受益企业。

新兴铸管（000778）：地处河北省邯郸市，是国内铸管业龙头，世界第二，铸管产能 150 万吨，国内市场占有率 50%，在铸管领域有定价权。早在 2009 年就进军新疆。目前公司旗下金特钢铁是新疆地区第二大钢铁企业仅次于八一钢铁，现有产能 100 万吨（拟扩建至 150 万吨），自有铁矿储量约 1600 万吨，预计 2010 年年产达到 50 万吨精粉，公司已公告拟注入新疆铸管资源。是新疆振兴受益企业。

西宁特钢（600117）：西宁特钢位于青海省，目前拥有铁精粉-焦煤-焦炭-钢材一体化业务，是资源保有量最大，产业链最为完整的钢铁上市公司。受益于西部大开发。

酒钢宏兴（600307）：公司具有 800 万吨产能，公司将持续受益于西部固定资产投资大幅增加、铁路建设提速，风电项目快速增加等。

包钢股份（600010）：据报道继新疆、西藏发展规划出台之后，内蒙古发展规划有望于年内出台。公司是内蒙最大钢铁企业，具备千万吨级产能。

首钢股份（000959）：有代表性的国家政策受益股。由于公司生产基地搬迁，该股沉寂多年。但公司一直在积极准备，新建了曹妃甸板材生产基地，收购了山西长治钢铁、贵阳钢厂、水城钢厂等，成为跨省市、多品种的立体化经营管理的企业；特别市长材比重的增加提升了企业的盈利能力。随着国家结构调整政策的陆续出台，公司在西部的子公司将成为公司发展的新基地；目前已具备投资价值。

宝钢股份（600019）：宝钢股份是中国钢铁业的龙头，也是中国钢铁业并购整合的龙头企业，拥有汽车板、不锈钢等多个重量级的产品，“高端高需”品种占比高。公司技术实力雄厚，受国家政策扶持，在国家淘汰落后、做大做强钢铁业的背景下具有较强的成长性。

表 2：重点公司评级（以 7 月 9 日收盘价计算）

证券代码	证券简称	评级	收盘价 (元)	每股净资产	PB	EPS(元)		PE		
						2009 年	2010Q1	2009	2010Q1*4	2010E
000825.SZ	太钢不锈	买入	5.5	3.749	1.47	0.159	0.078	34.59	17.67	11.71
600581.SH	八一钢铁	买入	10.19	3.97	2.57	0.14	0.2	70.89	13.04	13.88
000778.SZ	新兴铸管	买入	6.8	6.56	1.35	0.69	0.2151	14.86	10.28	11.01
600019.SH	宝钢股份	买入	6.15	5.65	1.09	0.33	0.22	18.52	6.85	10.04
600307.SH	酒钢宏兴	买入	8.48	4.92	1.72	0.1569	0.08	54.06	25.85	11.49
600117.SH	西宁特钢	增持	6.41	3.33	1.93	0.05	0.041	136.65	39.29	21.32
000959.SZ	首钢股份	增持	3.26	2.62	1.25	0.1239	0.0163	26.31	50.15	17.55
600010.SH	包钢股份	增持	3.11	1.94	1.60	-0.25	0.0078	-12.25	99.26	40.30

数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读正文之后的特别声明部分