

钢铁行业深度研究：

短期行业利润水平改善 长期行业增长高峰已过

行业评级：中 性

主要内容：

- 今年上半年下游需求旺盛 钢材产量再创新高：今年1-6月，我国粗钢产量达到2.69亿吨，累计同比增长21.2%，这一产量数值超越了危机前国内同期产量水平，是近年来的一个产量峰值，反映出我国上半年对于钢材的旺盛需求。
- 传统铁矿石定价机制瓦解 成本端波动加大：今年上半年一个非常重要的事件就是铁矿石长期协议价格谈判机制彻底瓦解。4月份，日韩钢厂首先同巴西淡水河谷签订季度协议价格。从近三个月的铁矿石市场走势来看，脱离长协价格约束的现货矿市场价格更多的受到了来自需求端的影响。
- 上半年行业利润水平整体有所好转 但是下半年难以保持稳定：一季度由于下游需求较为旺盛，对钢厂提价有一定的消化承受能力。钢厂从年初开始就不断提高钢铁产品价格，整个钢铁行业盈利情况趋于好转。下半年即使下游需求趋于稳定，但是成本端波动加剧将不利于行业利润水平的稳定，铁矿石定价机制的变化使得原材料成为调节钢铁行业短期利润水平波动的重要阀门。
- 下半年钢铁行业面临去库存压力：展望下半年行业运行趋势，我们认为，在下游需求已经放缓的情况下，高库存将限制钢价上行空间。全行业首先面临去库存的巨大压力。
- 宏观调控深刻改变行业未来发展路径 行业景气高峰已经结束：地产调控严重影响了对建筑钢材的短期需求预期；节能减排和淘汰落后产能的政策取向比地产调控对钢铁行业的影响更为深远。地产调控只是影响短期需求，节能减排政策将会制约行业长期供给和需求。节能减排政策今年以来的强力推进宣告整个钢铁行业高速发展的历史进程已经提前结束。
- 行业投资机会：吨钢毛利水平改善凸显短期估值优势

姜 江

执业证书编号：S1490210030003

010-58568299

jiangjiang@hrsec.com.cn

一、今年上半年下游需求旺盛 钢材产量再创新高

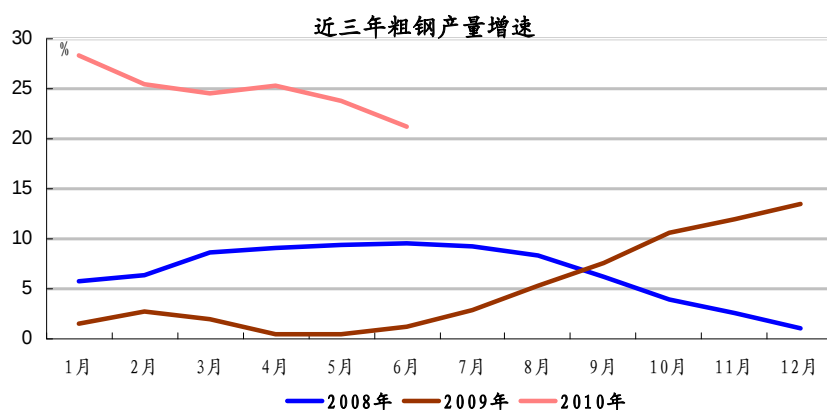
今年 1-6 月，我国粗钢产量达到 2.69 亿吨，累计同比增长 21.2%，这一产量数值超越了危机前国内同期产量水平，是近年来一个产量峰值，反映出我国上半年对于钢材的旺盛需求。

从单月产量来看，从年初开始，国内粗钢产量就同比大幅增长，一月粗钢产量 5200 万吨，同比增长 28%；二月、三月单月产量都维持在 5000 万吨以上的水平，增速虽有所放缓，但是呈现出淡季不淡的特征；四月单月产量达到 5500 万吨，同比增速 27%；五月粗钢产量受到下游需求放缓的影响，增速滑落至 21%，但是单月产量仍然达到了 5600 万吨。

出现上述反常现象的原因，一是 09 初受次贷危机影响，国内钢材产量处于低谷，形成了较低的基数；二是 09 年 4 万亿投资为代表的各级政府刺激计划自 09 年三季度开始产生效果，我国城市化和重工业化进程骤然加速，国内钢材需求快速回升。

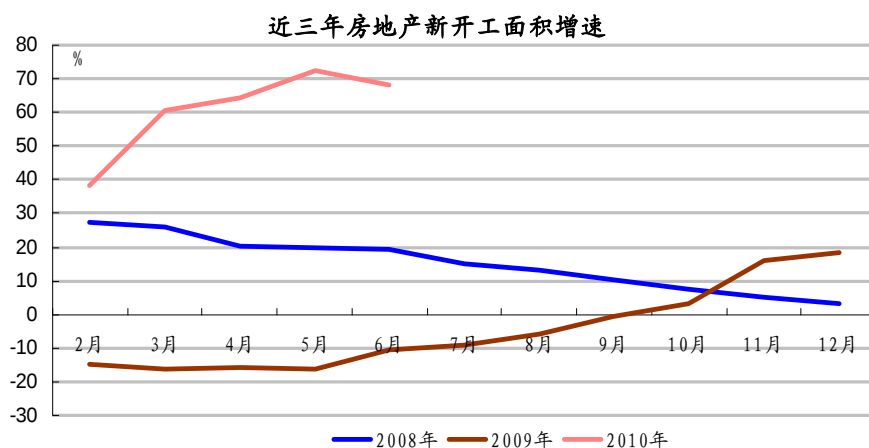
从 09 年下半年开始，极度宽松货币政策和以拉动内需为目标的产业政策逐渐产生效果，带动了钢铁行业主要下游，如房地产投资、汽车、白色家电等产量快速恢复到危机前水平。今年上半年，各行业的增长势头保持惯性冲高的态势，上述钢铁行业下游产量都创下近年峰值，从而带动钢材消费大幅增长。

图表 1：近三年粗钢产量增速对比图



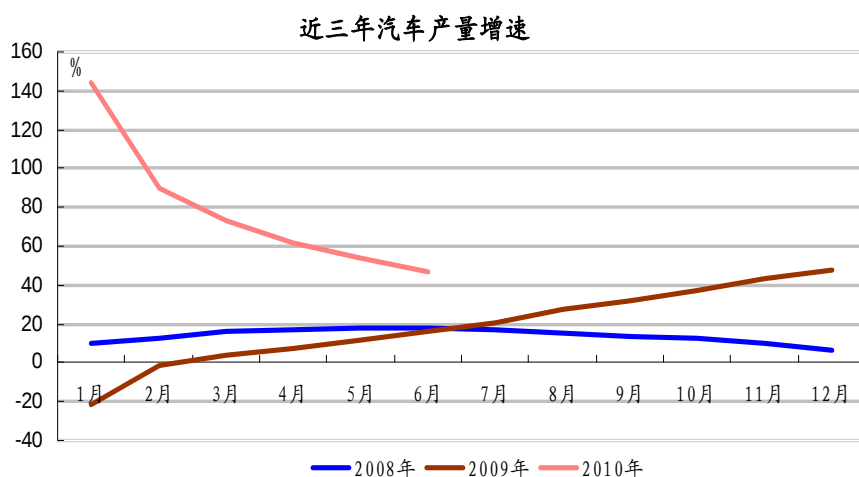
数据来源：华融证券

从 09 年 8 月开始，房地产新开工面积开始加速，今年 1-5 月这一趋势得到强化，即使是在寒冷的一季度，新开工面积增速仍达到了 40% 以上，进入二季度这一增速更是达到了 60% 以上，有力的带动了建筑钢材的消费。

图表2：近三年房地产新开工面积增速对比图


数据来源：华融证券

2010年1-6月，国内汽车产销908.72万辆和901.61万辆，同比分别增长46.67%和47.67%。从累计增速来看，呈现出淡季不淡，逐月走低的形态。一般情况下，国内汽车产销呈现明显的季节波动特征，全年3、9、11月份是汽车销售旺季，5至8月份是汽车销售淡季。但是自从09年小排量汽车购置税优惠、以旧换新等一系列刺激汽车消费政策出台以后，这一季节性波动规律被打乱。自09年初开始，汽车月度产量增速单边上扬，这一情况直到2010年一季度方才停止。09年全年国内汽车销量高达1364万辆，远超历史平均水平。

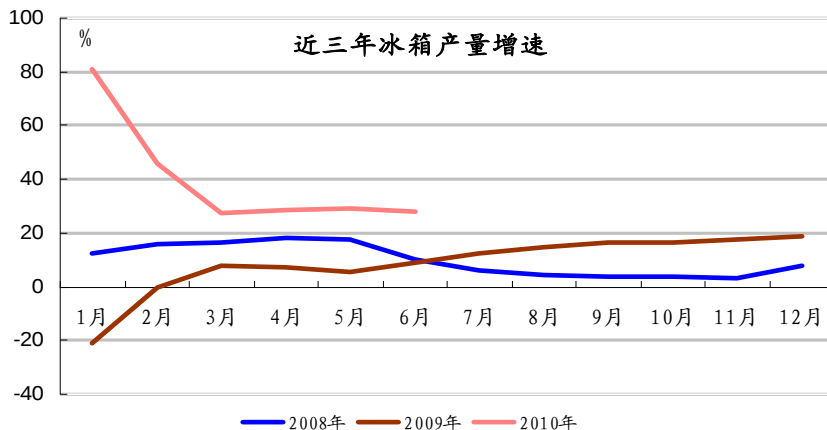
图表3：近三年汽车产量增速对比图


数据来源：华融证券

2010年上半年白色家电销量大幅提升。一季度，空调、冰箱、洗衣机等销量分别同比提升了38.31%、45.20%和25.52%；1-5月份，上述三种家电销量分别增长38.6%、29.3%和37.9%。白色家电产销量同比大幅增长的主要原因在于内需的快速增长，尤其是家电下乡、以旧换新等鼓励消费政策刺激

了中小城市和广大农村的消费需求潜力。今年上半年，全国共销售家电下乡产品 3252 万台，同比增长 238%；实现销售额 678 亿元，同比增长 317%；上半年家电下乡销售额已经超过去年全年的 648 亿元的水平。

图表4：近三年冰箱产量增速对比图



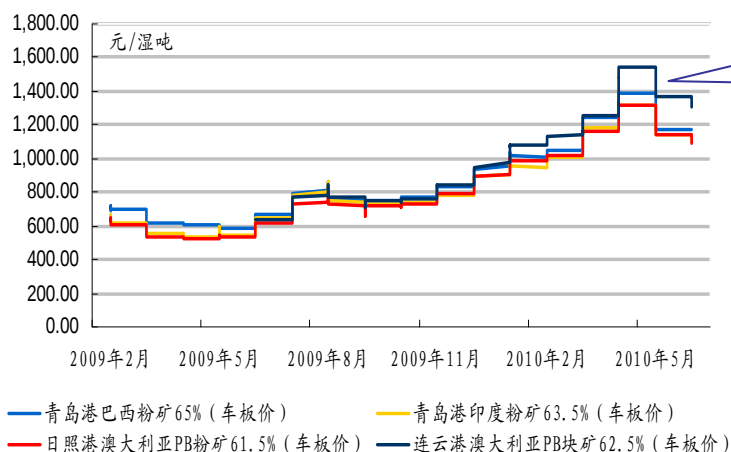
数据来源：华融证券

二、传统铁矿石定价机制瓦解 成本端波动加大

今年上半年一个非常重要的事件就是铁矿石长期协议价格谈判机制彻底瓦解。4 月份，日韩钢厂首先同巴西淡水河谷签订季度协议价格，巴西矿离岸价每吨约为 110 美元，比 2009 年长协价上涨 96.4%。长协机制正式宣告瓦解。随后由于现货矿价的下跌，更多的国内钢厂转向现货市场采购铁矿石。

从近三个月的铁矿石市场走势来看，脱离长协价格约束的现货矿市场价格更多的受到了来自需求端的影响。较有代表性的铁矿石品种青岛港巴西 65% 粉矿的车板价从 4 月末的 1390 元/湿吨一路下跌至 7 月初的 1070 元/湿吨，两个月跌幅达到 23%。铁矿石波动区间明显加大。

图表5：长协价取消后现货矿价格波动区间加大

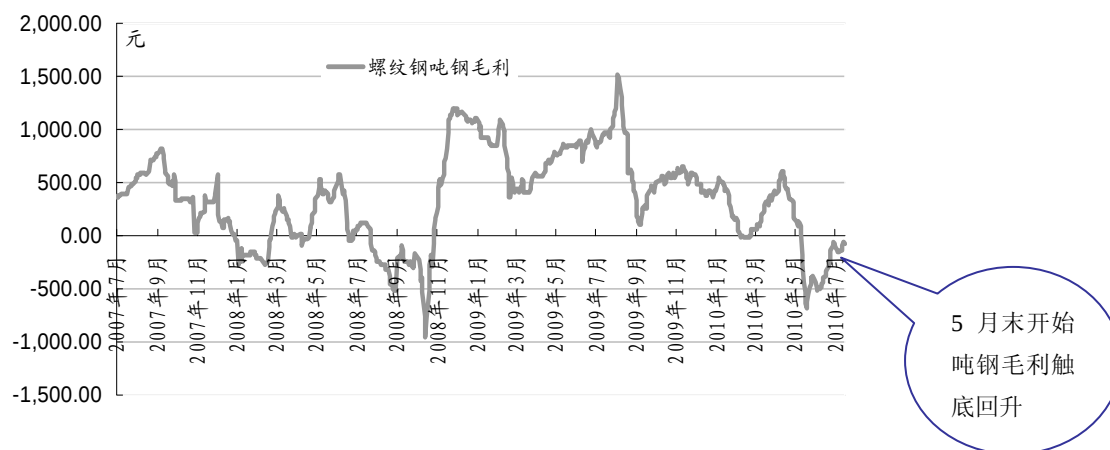


数据来源：华融证券

现货矿价格下跌带来积极影响：吨钢毛利改善

进口铁矿石价格的快速下降一方面反映出钢铁下游需求疲软的现实；另一方面矿价下跌将会滞后影响钢铁生产成本，带来钢厂成本压力的减轻。我们的螺纹钢吨钢毛利测算模型显示，由于铁矿石价格和焦炭价格的下跌，自5月末开始，国内螺纹钢生产成本已经开始出现明显下降，吨钢毛利变动趋势开始向有利于钢厂的方向转化。吨钢毛利滞后反应的原因是由于模型中采用的是提前一个月的铁矿石价格。

图表6：螺纹钢吨钢毛利回升



数据来源：华融证券

三、上半年行业利润水平整体有所好转 但是下半年难以保持稳定

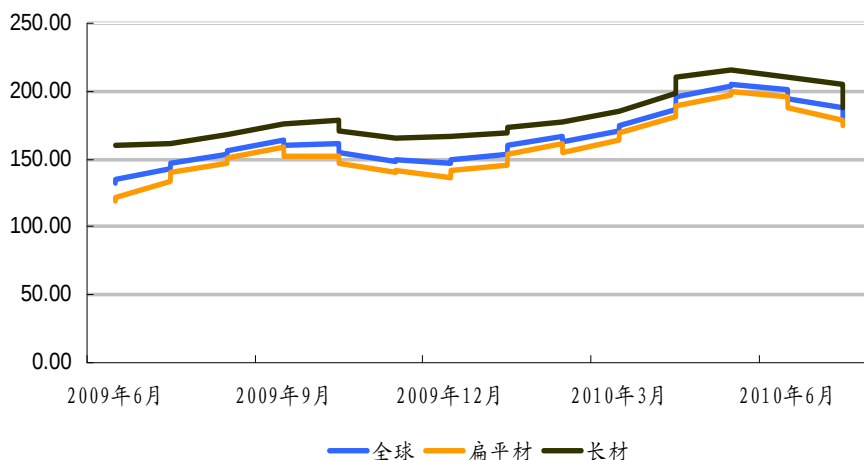
➤ 国内钢铁价格一季度上涨 二季度回落

首先看国际钢材价格，今年上半年受全球经济缓慢复苏拉动，CRU 全球钢铁价格指数基本处于上涨态势，从年初的 153.1 点回升至 6 月底的 194.8 点，涨幅达到 27.24%；美欧钢厂的产能利用率也开始缓慢恢复。

国内钢材价格方面，一季度由于下游需求较为旺盛，对钢厂提价有一定的消化承受能力。钢厂从年初开始就不断提高钢铁产品价格，主要钢厂产品价格基本一月一调，整个钢铁行业盈利情况趋于好转。这一局面一直持续到 4 月中旬，国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》后，各地商品房成交量迅速下滑，本轮钢价反弹才告一段落。

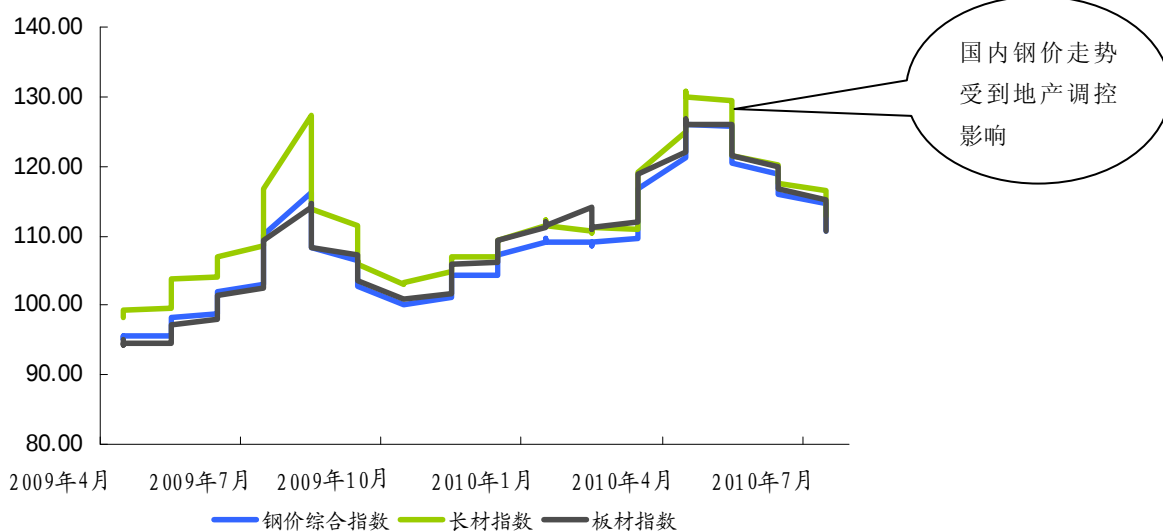
二季度钢价整体运行始终受到宏观调控的影响，下游需求增速明显回落，贸易商也多数处于观望状态，钢厂订单明显下滑。在主流钢厂主动降价的带动影响下，主要钢材品种价格都出现了明显的回落。国内钢价综合指数自年初 109.18 点最高上涨至 4 月下旬的 126.40 点，涨幅 15.78%；六月末回落至 115.89 点，7 月中旬，综合指数更是快速回落至 110.61 点，基本回到了年初的价格水平。

图表7：上半年全球钢价指数处于上升态势



数据来源：华融证券

图表8：国内钢价四月中旬触顶回落



数据来源：华融证券

➤ 上半年行业利润水平有所好转 但是下半年难以保持稳定

1-4 月上旬，钢铁行业处于量价齐升的局面，吨钢毛利基本处于正值区间，产量的快速扩张弥补了吨钢利润下滑对行业利润水平的影响，整个行业效益水平同比明显好转。中钢协统计数据显示，一季度 77 户大中型钢铁企业，实现销售收入 6694.5 亿元，同比增长 42.54%，实现利润 217.74 亿元，上年同期亏损 25.36 亿元，实现扭亏为盈；比上年 4 季度实现利润 254.1 亿元，环比减少 36.36 亿元，下降 14.31%。

但是 5 月份以后，随着钢价的快速下跌，钢铁行业的盈利水平迅速下滑，7 月初全行业已经接近亏损的边缘。下半年即使下游需求趋于稳定，但是成本波动加剧将不利于行业利润水平的稳定，铁矿石定价机制的变化使得原

材料成为调节钢铁行业短期利润水平波动的重要阀门。

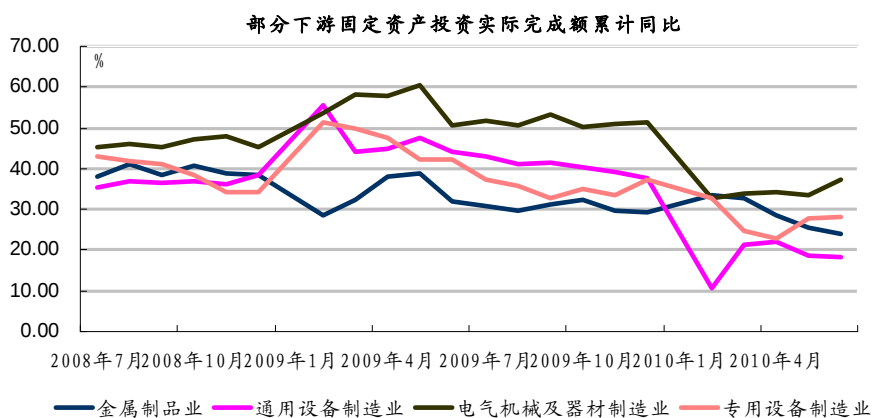
四、下半年钢铁行业面临去库存压力

展望下半年行业运行趋势，我们认为，在下游需求已经放缓的情况下，高库存将限制钢价上行空间。全行业首先面临去库存的巨大压力。

➤ 下半年下游需求面临放缓

首先是钢铁行业下游需求的重要先行指标—行业固定资产投资已经出现放缓迹象。

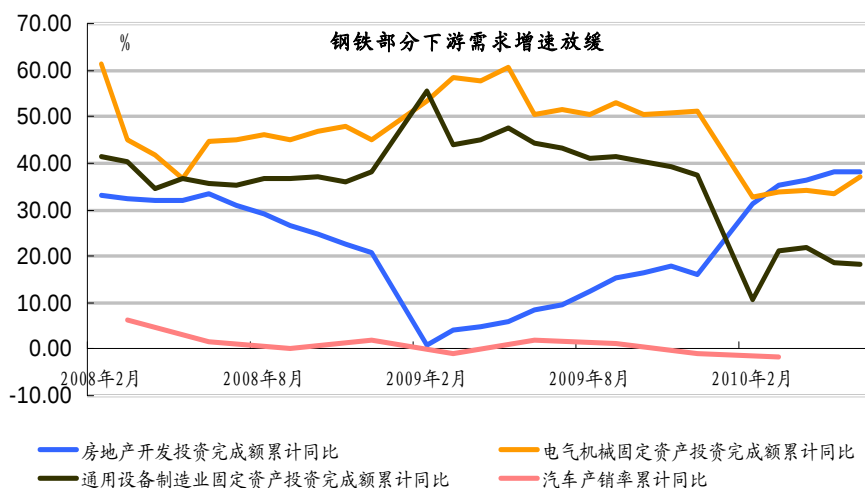
图表9：钢铁行业下游行业固定资产投资开始放缓



数据来源：华融证券

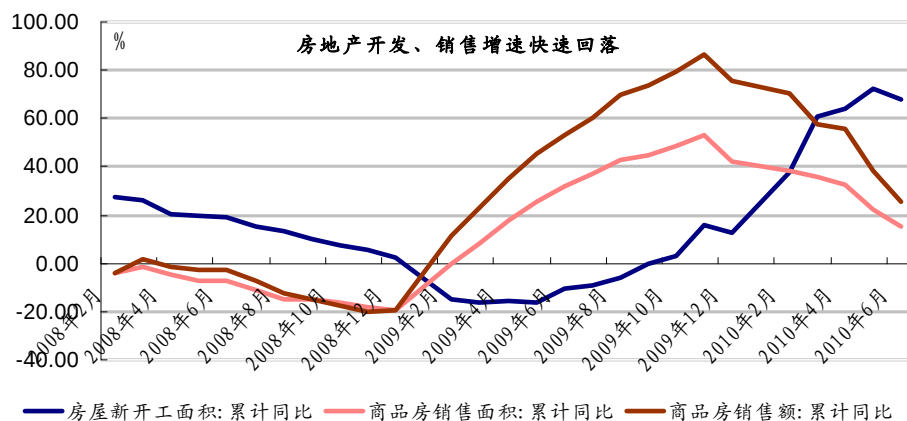
其次，除了房地产行业的开发投资增速相对保持强劲外，通用设备、汽车等重要下游行业的产成品增速也出现了放缓。房地产商品房销售增速更是快速回落。

图表10：部分钢铁行业下游行业产量增速



数据来源：华融证券

图表 11：房地产开发、销售数据快速回落

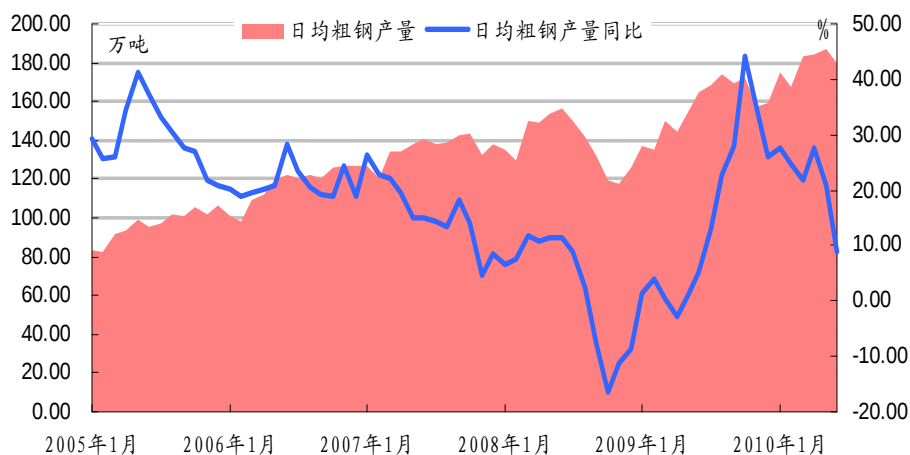


数据来源：华融证券

➤ 限产成为行业盈利短期改善的重要触发点

5 月份以后，伴随着钢价下跌，全行业再度逼近全行业亏损的局面，这一次以河北钢厂为代表的中小钢厂迅速采取了限产措施加以应对。进入 7 月份之后，加入限产的钢厂范围进一步扩大，目前全国日均粗钢产量已经出现了明显的下降。随着限产范围的扩大和铁矿石价格下降因素计入成本，7 月中旬以后，钢铁行业整体盈利水平有所改善。

图表 12：粗钢日均产量开始下降

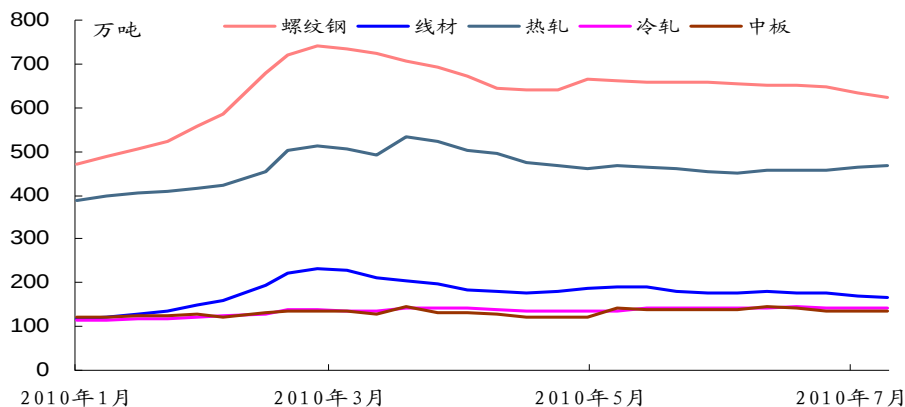


数据来源：华融证券

➤ 限产之后面临去库存压力

当前我国钢铁产能仍处于绝对过剩的局面，限产只是改善短期行业盈利的手段。而且限产之后钢价也很难大幅上行，因为在下游需求放缓的情况下，始终处于高位的钢材库存对钢价后市的反弹形成巨大的压力。在钢价弱势企稳之后，全行业面临着新一轮去库存过程。在这一过程完成之前，钢价和吨钢毛利都将只能维持低位运行。

图表 13：钢材库存始终居高不下



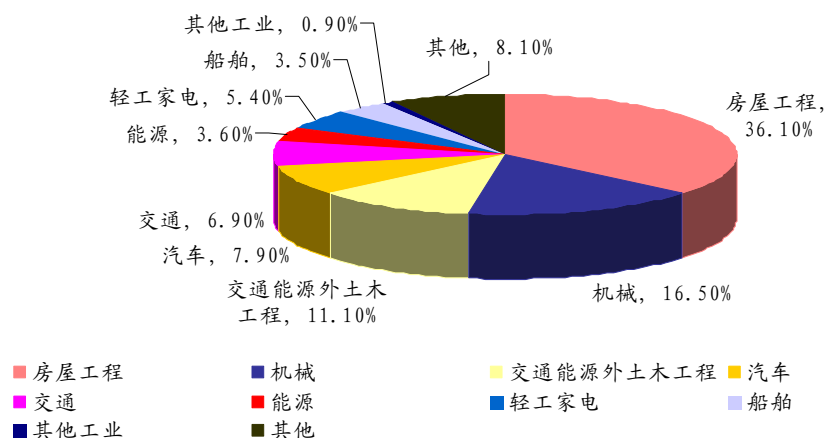
数据来源：华融证券

五、宏观调控深刻改变行业未来发展路径 行业景气高峰已经结束

➤ 地产调控严重影响了对建筑钢材的短期需求预期

房地产行业对于我国钢材消费比重很大。根据中钢协统计，2009 年我国钢材消费量中房屋工程用钢占到钢材消费总量的 36%，约 2.034 亿吨。其中大约 50%即一亿吨左右用于房地产开发建设。因此房地产施工面积的变化对于建筑用钢材，特别是螺纹钢等住宅建设用钢的需求会产生显著的影响。

图表 14：2009 年我国钢材消费行业分布



数据来源：华融证券

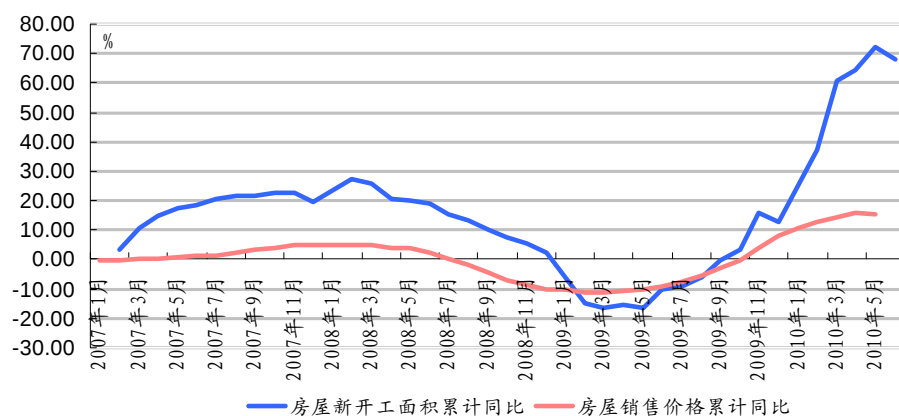
➤ 房地产调控对钢材需求影响的传导路径

本轮调控的核心目标是控制房价，附属目标包括完善我国住房保障制度，推进保障房建设等。由于目前的房地产市场高度市场化，对于价格变化和政策取向极为敏感，房价的滞涨将会导致商品房新开工量下滑，进而影响钢材

需求预期。

从历史数据来看，商品房销售价格涨跌趋势与房地产开发投资、房屋开工面积等投资数据变化趋势具有高度正相关的关系。

图表 15：房屋开工增速与房屋销售价格高度相关



数据来源：华融证券

➤ 节能减排政策推进标志钢铁行业已经度过景气高峰

节能减排和淘汰落后产能的政策取向比地产调控对钢铁行业的影响更为深远。地产调控只是影响短期需求，节能减排政策将会制约行业长期供给和需求。节能减排政策今年以来的强力推进宣告整个钢铁行业高速发展的历史进程已经提前结束。

与地产行业关联度极高的建筑建材行业和炼钢行业都是资源消耗性产业，产量的快速扩张带来的二氧化碳排放已经给环境和气候带来了非常严重的影响。建材和冶炼工业是对天然资源和能源资源消耗最高、破坏土地最多、对大气污染最为严重的行业，也是对不可再生资源依存度非常高的行业。按照每生产一吨螺纹钢消耗 0.8 吨焦炭计算，每炼一吨钢要排放 2.6 吨二氧化碳；同时，吨钢耗费的水资源也达到 5 立方米以上。来自工业和信息化部的数据显示，2008 年，我国重点大中型钢铁企业总能耗 2.43 亿吨标准煤，吨钢综合能耗 626.92 千克标准煤，吨钢耗新水 5.18 立方米；吨钢二氧化硫、化学需氧量（COD）、工业烟粉尘排放分别是 2.27 千克、0.13 千克、1.55 千克。同期我国每生产 1 吨水泥熟料要排放 1 吨二氧化碳、0.74 公斤二氧化硫、130 公斤粉尘，消耗 1.3 吨石灰石资源。我国吨钢和吨熟料的资源消耗和气体粉尘排放水平都远高于其他发达国家的排放水平，降低钢铁、建材等行业综合能耗在自然环境急剧恶化的今天已经显得十分迫切。

图表 16：2000~2020 年我国钢铁工业主要产品单位能耗指标

	单位	2000 年	2005 年	2010 年	2020 年
吨钢综合能耗	千克标准煤/吨	906	760	730	700
吨钢可比能耗	千克标准煤/吨	784	700	685	640
吨钢耗新水	吨		≤12	≤8	≤6

数据来源：上海科学技术情报研究所 华融证券

6月4日国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步加大对节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》。《意见》不仅对钢铁行业节能减排和淘汰落后产能工作作出了全面规划，而且对产能过快增长、行业兼并重组、铁矿石贸易等关系到钢铁行业发展的所有重要方面都做出了详细的政策指导，各相关部委权责划分也是明确到位，对钢铁行业未来长远发展影响极为深远。

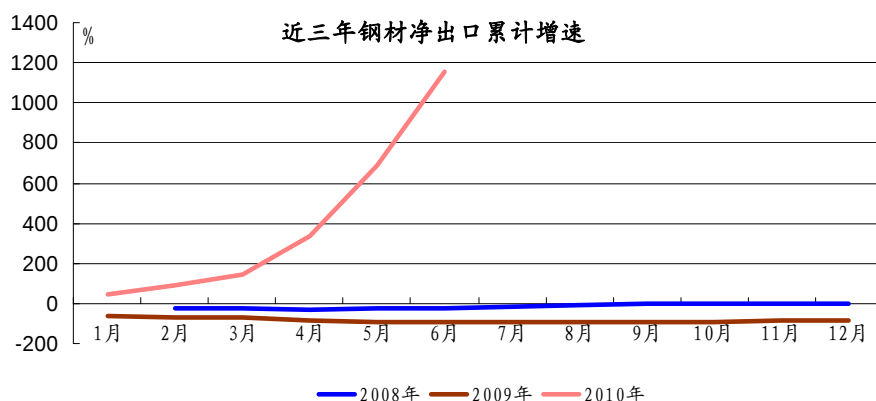
首先，超量供给现状将会被政策强力扭转。《意见》规定，除国家已批准开展前期工作的项目外，2011年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目，2000年以来的钢铁产能高速扩张的历史宣告结束。在政策的强力限制下，钢铁产量将进入低速增长时期。

其次，取消出口退税作为《意见》配套措施出台，影响外需。6月22日财政部发文通知，经国务院批准，自2010年7月15日起取消部分钢材等六大类商品的出口退税。政策力度之大是历史上罕见的，尤其是在我国钢铁出口量仍处于复苏阶段就出台了如此严厉的政策，这表明管理层对于钢材出口从此前的鼓励资源密集出口的角度转变过渡到鼓励节能减排的角度。出口退税这一保护手段的取消将会暴露我国钢铁实际生产成本上升对出口的不利影响，预计7月份开始，我国钢材净出口将显著下滑。

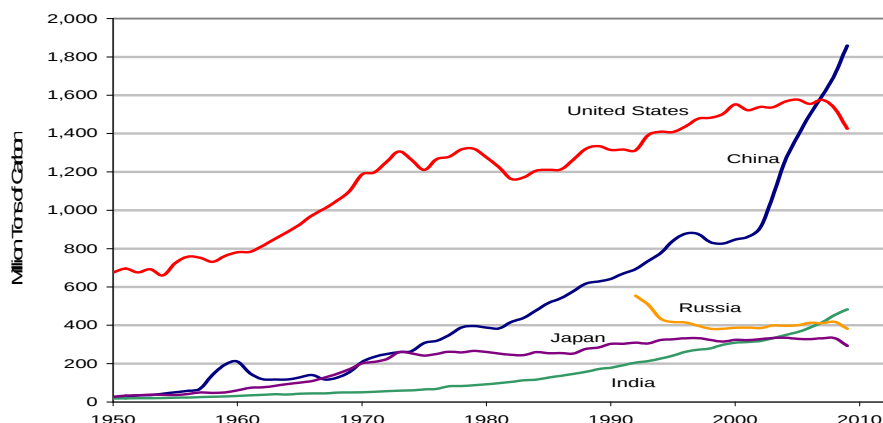
最后，我国当前已经超越美国成为全球二氧化碳排放量的第一大国，尤其是2000年后，随着我国重工业化进程加速，二氧化碳等温室气体排放量更是超高速增长，但是无论是从我国资源生态可承受能力的角度，还是从全球共同遏制温室气体排放，推进节能减排的趋势来看，过去十年的高能耗的发展模式未来都将受到摒弃。

从长远来看，随着节能减排政策力度加大，国民经济发展重心将会从发展资源密集型产业向发展资源节约型、替代型产业过渡；随着投资倾斜和技术进步，综合能耗远低于钢材，物理性能足以替代钢材的新型材料将会得到长足的发展和运用。某种程度上，资源约束可能会改变我国重工业化的发展进程，节能减排的推进将会深刻改变我国钢材长期供给和需求高速增长的格局。从产量的角度，钢铁行业的景气高峰已经过去，行业高速扩张的历史由于自然资源约束和政策方向的转变已经提前结束。

图表17：近三年钢材出口累计增速对比



数据来源：华融证券

图表 18：50 年来主要国家 CO₂ 排放量对比


数据来源：CDIAC, BP 华融证券

图表 19：近期我国推进钢铁行业节能减排的主要政策

政策/文件	发布日期	发布机构	政策主要内容
《钢铁生产经营规范条件》	7 月 12 日	工业和信息化部	规定了具体的排放标准：钢铁企业吨钢污水排放量不超过 2 立方米，吨钢烟尘粉尘排放量不超过 1 千克，吨钢二氧化硫排放量不超过 1.8 千克。企业规模方面，2005 年 7 月以前所建高炉有效容积 400 立方米以上，转炉、电炉公称容量 30 吨以上；2005 年 7 月《钢铁产业发展政策》颁布实施后建设改造的高炉有效容积 1000 立方米及以上，转炉公称容量 120 吨及以上，电炉公称容量 70 吨及以上。
《关于开展全国节能减排电力价格大检查督查工作的通知》	7 月 1 日	发改委等六部门	决定派出 7 个督查组，对全国 30 个省、自治区、直辖市开展节能减排电力价格大检查督查工作。《通知》明确，督查组将严格检查各地贯彻落实国务院《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》，以及发改委等部门《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》和《关于立即组织开展全国电力价格大检查的通知》的情况。重点检查各地不按国家规定时限和要求取消越权实施的优惠电价措施，以及不按规定时间和标准对高耗能企业执行差别电价等问题。
取消钢材等 406 种商品出口退税	6 月 22 日	财政部	经国务院批准，自 2010 年 7 月 15 日起取消部分钢材、医药、化工产品、有色金属加工材等商品的出口退税，总数达 406 种。
上收银行授信权限，排查淘汰落后产能项目信贷情况	6 月	银监会	银监会要求各银行业金融机构，在审批新的贷款信贷项目中，要严格落实国家产业政策和环保政策的各项要求，严格审核高耗能、高排放企业的融资申请，对产能过剩、落后产能以及节能减排控制行业，要合理上收授信权限，特别是涉及扩大产能的融资，授信权限应一律上收到总行。严把节能减排和淘汰落后产能信贷关，对不符合国家节能减排政策规定和国家明确要淘汰的落后产能的违规在建项目，不得提供任何形式的新增授信支持。
《国务院办公厅关	6 月 4 日	国务院	《若干意见》提出，要坚决抑制钢铁产能过快增长，切实制止

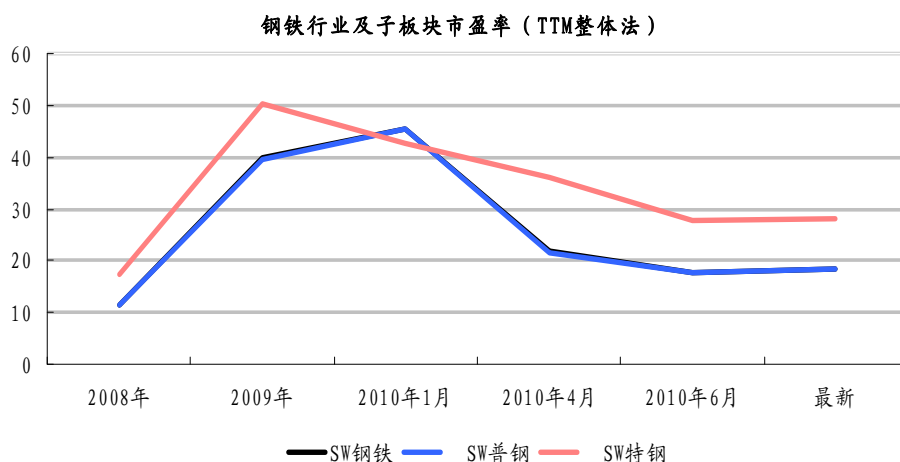
于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》			钢铁行业盲目投资和重复建设，将抑制钢铁产能过快增长作为落实节能减排工作的重中之重。除国家已批准开展前期工作的项目外，2011 年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目。要求加大淘汰落后产能力度，进一步完善落后钢铁产能退出机制，充分发挥市场配置资源的基础性作用，严格税收征管，清理和纠正地方擅自出台的对钢铁企业的税收优惠政策等。
《关于进一步做好支持节能减排和淘汰落后产能金融服务工作的意见》	6 月 1 日	央行、银监会	《意见》要求，对产业结构调整、发展方式转变和节能减排等工作开展过程中可能提前暴露出来的信贷风险，各银行业金融机构要严格进行风险分类，该降为不良贷款的要及时坚决调整到位并相应提足拨备，大力加强核销和处置工作。《意见》要求，严格审核高耗能、高排放企业的融资申请。对产能过剩、落后产能以及节能减排控制行业，要合理上收授信权限，特别是涉及扩大产能的融资，授信权限应一律上收到总行。

数据来源：华融证券

六、行业投资机会：吨钢毛利水平改善凸显短期估值优势

今年上半年钢铁板块始终保持探底走势，累计跌幅一度在申万 23 个一级行业中位列倒数第二，仅略好于地产板块表现。进入七月份，市场对于宏观调控走向预期发生变化，地产板块率先企稳反弹，钢铁板块在吨钢毛利改善和限产等利好刺激下，已出现了一定幅度的反弹。截止 7 月 23 日，钢铁板块指数 7 月内累计反弹幅度达到 14%，板块估值得到合理的修复。从钢铁板块子板块分类表现来看，特钢的市场表现优于普钢。当前钢铁板块的估值，纵向比较，与历史低点仍有 30%以上的空间；横向比较钢铁板块估值已经接近全部 A 股的平均水平。

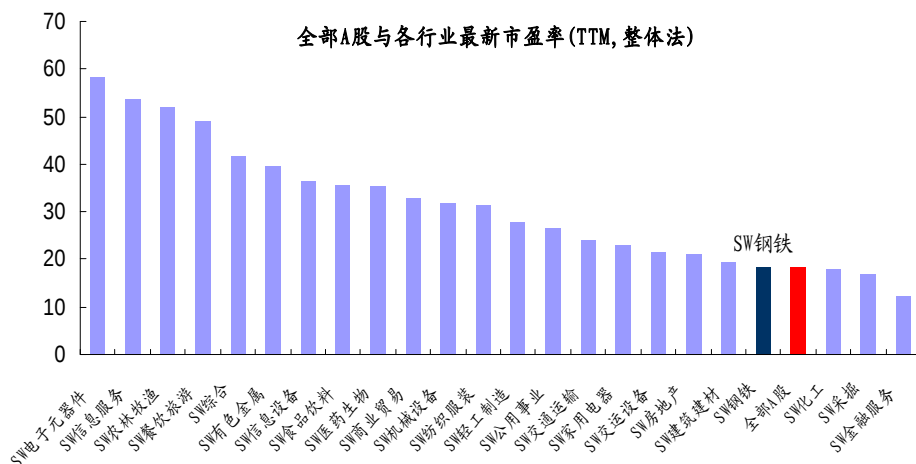
图表 20：钢铁板块及子板块市盈率表现



注：图中 SW 钢铁与 SW 普钢走势高度趋同，两线近似重合

数据来源：Wind 华融证券

图表 21：钢铁板块与其他行业市盈率比较



数据来源：Wind 华融证券

➤ **对于三季度后钢铁行业投资评级和投资建议：**

我们认为在国家大力推进节能减排和加大房地产调控的宏观背景下，在我国资源瓶颈的强力约束下，钢铁行业作为重工业发展模式的基础性行业，其增量式发展路径将被迫中断。从产量的角度，全行业景气高峰已经过去。从利润增长的角度，原材料的高度外向依赖使全行业利润水平长期维持在盈亏平衡点附近。

二级市场投资机会，我们认为年内钢铁行业的投资机会依赖于吨钢利润水平的改善和去库存化的顺利进行。其中，因为产品附加值的差异，特钢的盈利水平和投资机会相对优于普钢；因为国家区域投资政策的差异，西部钢铁上市公司利润弹性将相对大于东部钢铁上市公司。对三季度和四季度的行业评级，我们依然维持“中性”。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn