

推荐 (维持)

供需改善空间扩大，长材特钢机会更大

2010 年 9 月 2 日

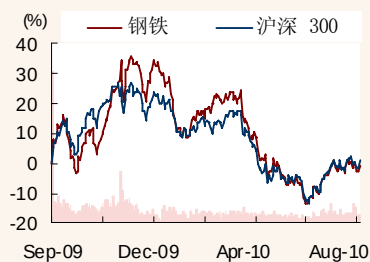
上证指数 2623

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	40	2.4
总市值 (亿元)	5924	2.7
流通市值 (亿元)	3753	2.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.8	-14.1	-14.4
相对表现	0.6	-3.9	-4.6



相关报告

- 1、《对钢铁行业节能减排和结构调整若干意见》的点评——钢铁行业结构调整的大幕开启》2010/6/11
- 2、《对工信部 2010 年淘汰落后产能目标的点评——用“铁”的手腕淘汰落后炼铁产能》2010/5/31
- 3、《落后产能淘汰力度加大，休克疗法或成真？》2010/3/25

张士宝

 0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn
 S1090203100123

研究助理

黄星

 0755-82943245
 huangxing@cmschina.com.cn

本篇报告从供给和需求两个角度分析，分析了自 7 月中旬钢价反弹以来钢铁行业出现的积极变化，长材需求将随着保障房建设的进度加快及落后产能淘汰力度加大而持续受益，中期看好长材的需求。板材供求转好信号出现，8 月汽车销量自 5 月以来首次环比回升。预计长材价格尚有 10% 的上行空间。维持行业投资评级“推荐”。

- **供给方面，继续严控新增产能与落后产能淘汰力度加大。**2011 年年底前不再核准任何扩大产能的项目，堵住了产能增长的源头；工信部要求在 9 月底关停的钢铁落后产能分别超出此前规划 17.33% 和 5.46%，淘汰力度加大。
- **需求方面，保障房建设进入加速期，三季度是建筑用钢需求旺季。**580 万套保障性住房和棚户区改造合计能够带来 2737 万吨的钢铁需求，保障性住房、棚改房和中小套型商品房用地供应量为 4.2 万公顷，占 10 年 1-6 月份住房用地实际供应量的 75%。随着四季度保障房完成指标考核的到来，预计下半年保障房建设将加速。2010 年西部大开发重点项目投资约拉动钢铁需求 1719 万吨，加上灾后重建需求合计拉动新增需求约 5008 万吨；三、四季度建筑用钢需求将明显改善。
- **钢铁行业投资拐点领先钢价和钢铁行业盈利的拐点。**历史上，2006 年 8 月份和 2008 年 11 月份启动的两拨钢铁股牛市均领先钢价触底回升和见顶回落，同样的，钢铁股投资拐点也领先于钢铁行业盈利拐点，领先约 3~5 个月。作为强周期代表性的钢铁行业，股市作为行业的晴雨表表现尤为突出。
- **长材价格进入反转，板材继续反弹。**长材价格在上述利好因素影响下进入反转，沙钢于昨天上调 9 月上旬螺纹钢出厂价格 100 元/吨，将点燃长材行情。作为国内最大的建筑钢材生产企业及钢材期货市场重要的套保参与者，沙钢在钢价反弹超过 10% 后继续提价折射出公司对后市持乐观态度。预计板材价格在汽车销售数据 8 月转好以及进入“金九银十”旺季作用下，将继续反弹。

投资策略与公司选择：综上，维持钢铁行业投资评级至“推荐”，我们推荐板材配置选择宝钢、鞍钢、太钢；具有区域优势、板材配置八一钢铁、三钢闽光，凌钢股份；重组类配置宝钢系韶钢、包钢、广钢；资源类配置金岭矿业、酒钢、凌钢，另外特钢方面关注大冶特钢和方大特钢，以及攻守兼备的新兴铸管。短期内重点推荐八一钢铁、三钢闽光、首钢股份、大冶特钢及新兴铸管。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
宝钢股份	6.55	0.37	0.33	0.68	19	9	1.1	审慎推荐-A
鞍钢股份	8.21	0.41	0.1	0.64	84	13	1.1	审慎推荐-A
武钢股份	4.7	0.66	0.19	0.24	25	19	1.3	审慎推荐-A
莱钢股份	8.7	0.29	0.11	0.38	81	23	1.4	审慎推荐-A
新兴铸管	7.7	0.43	0.69	0.78	10	9	1.4	强烈推荐-B
柳钢股份	5.5	0.01	0.11	0.25	44	19	2.4	审慎推荐-B
八一钢铁	13.2	0.14	0.14	0.75	77	14	2.7	强烈推荐-B
太钢不锈	5.7	0.23	0.16	0.4	37	15	1.6	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

引言	3
一、供给—落后产能淘汰再提速	3
二、需求—悲观预期进一步缓解	5
1、保障性住房	5
2、汽车、家电需求止跌回升	7
3、区域开发需求拉动将超预期	7
4、灾后重建及水利工程建设	10
三、从投资的角度上看钢铁行业	11
1、钢铁股投资拐点领先于钢价与行业盈利拐点的出现	11
2、当前趋势	12
3、投资策略	14

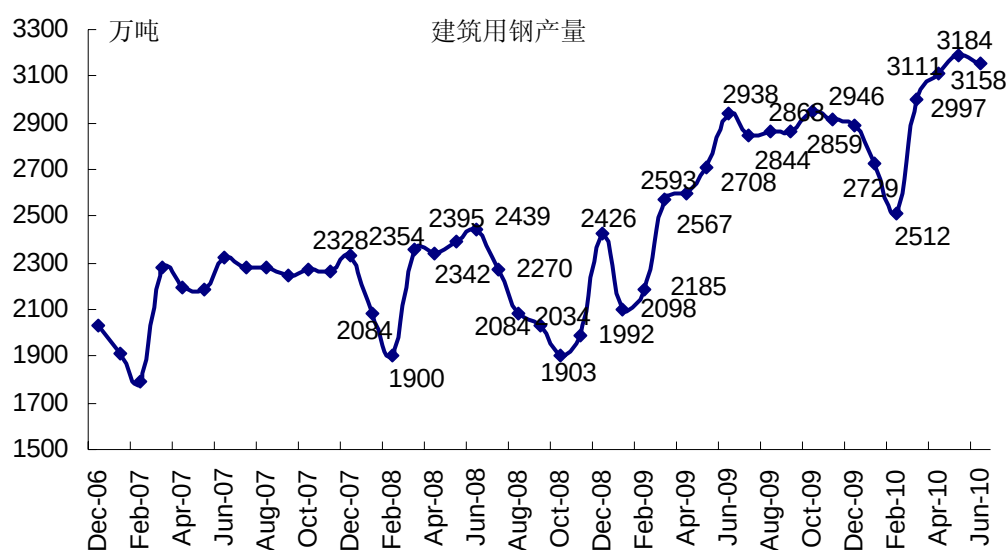
图表目录

图 1: 我国全国建筑用钢月度产量	3
图 2: 西部大开发区域图	3
图 3: 全国及新疆地区固定资产投资同比增速	3
图 4: 八一钢铁区域优势明显, 辐射效应强	3
图 5: 近几年新疆粗钢产量及增速	3
图 6: 钢铁股与钢价走势对比	11
图 7: 钢铁股与钢铁库存走势对比	11
图 8: 钢铁股领先钢铁行业毛利率见底或见顶	11
图 9: 钢价和成本变动对应投资机会矩阵图	12
图 10: 钢价和库存变动对应投资机会矩阵图	12
图 11: 重点城市螺纹钢库存变化	12
图 12: 重点城市线材库存变化	12
图 13: Myspic 长材指数 (截至 8 月 27 日)	13
图 14: 螺纹钢现货与期货价格对比 (截至 8 月 27 日)	13
图 15: 线材钢现货与期货价格对比 (截至 8 月 27 日)	13
图 16: 2010 年下半年信贷投放节奏可能加快	14
图 17: 钢铁行业历史 PEBand	15
图 18: 钢铁行业历史 PBBand	15
表 1: 2007-2009 年中国炼钢产能与落后炼钢产能淘汰统计	4
表 2: 2010 年工信部下发的落后钢铁产能淘汰目标高于国务院	5
表 3: 2010 年 580 万套保障性住房和棚户区改造房用钢量测算	6
表 4: 保障房近年规划	6
表 5: 钢铁股盈利敏感性排序	15

引言

在我们 7 月 23 日的报告《钢铁股投资领先盈利拐点，上调行业投资评级》中，上调钢铁行业的评级至“推荐”，阐述了我们对于钢铁股中期的看法是：因固定投资回落产生的 7000 万吨钢铁需求缺口能够得到弥补，保障性住房和西部大开发对钢铁需求的拉动使长材的需求中期看好；另外从投资的角度上指出钢铁股的投资拐点领先钢价和钢铁行业盈利的拐点，投资钢铁股正当时。在这篇报告中，我们从供给和需求两个方面分析，认为三、四季度随着节能减排和落后产能淘汰步伐加速及力度加大，下游需求特别是长材需求将随着销售旺季到来、保障房建设提速、汽车销售环比止跌回升及区域开发等积极信号出现，而有明显上升。供需关系将有继续改善。

图 1：我国全国建筑用钢月度产量



资料来源：国家统计局，招商证券

一、供给—落后产能淘汰再提速

落后产能淘汰重拳再出，如期达标当无疑议。继 5 月初国务院《关于进一步加大对工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》要求今年淘汰炼铁产能 2500 万吨、炼钢 600 万吨，5 月份中下旬工信部提出 2010 年淘汰炼铁产能 3000 万吨，炼钢产能 825 万吨后，工信部工业落后产能淘汰节奏再度加速，工信部在 8 月 8 日公布了最新落后产能淘汰规划，要求在 9 月 30 日前关停 2087 家钢铁厂、水泥厂和其他能源密集型工厂的落后产能。未按规定限期淘汰落后产能的企业，银行业金融机构不得提供任何形式的新增授信支持，投资管理部门不予审批和核准新的投资项目，国土资源管理部门不予批准新增用地，相关管理部门不予办理生产许可。对未按规定淘汰落后产能、被地方政府责令关闭或撤销的企业如未限期办理工商注销登记或者依法吊销工商营业执照。必要时，政府相关部门可要求电力供应企业依法对落后产能企业停止供电。

相对于以前国家管理层往往对行业或区域提出具体指标，这份落后产能淘汰将目标细化到企业，便于管理层对政策实施及执行进度的掌握和调控，增大了预期规划按时完成的可行性。并且从名单观察，钢铁行业的中小民企居多，这也就意味着相对于大中型国企，在民企的落后产能淘汰过程中，来自于地方政府的阻力相对较小，有利于关停目标的顺

利完成。据估算，此次淘汰产能目标值比 5 月份提出的淘汰炼铁产能 3000 万吨，炼钢产能 825 万吨分别增加 520 万吨或 17.33%，45 万吨或 5.46%。

节能减排及产能淘汰逼出“限电”令。按照工信部此前的通知，对于落后产能淘汰落后于计划季度或未能按时达标的企业将限电或直接停电，目前山西、江苏、浙江都已经开始对部分钢企执行这一政策。另外随着“十一五”计划已经渐入尾声，地方政府面临节能减排计划完成的考核压力，为确保完成节能减排目标（即单位国内生产总值能耗降低 20% 左右），部分地方已经对钢铁行业实施较为严格的限电措施。包括临时的生产时间限制，及差异化电价，对高耗能企业电价上涨。个别节能减排压力较大的地区直接对能耗较大的高炉予以暂时关停。

落后产能认证认可措施釜底抽薪。根据国家认证认可监督管理委员会近日颁发的最新要求，为促进淘汰落后产能，国家认监委要求，各认证机构要对照今年淘汰落后产能企业名单，准确识别出各自的获证企业，相关企业未完成关停任务前，任何机构不得为其提供任何形式的认证服务；

上述规定也就意味着落后产能淘汰没有按期达标企业的产品将得不到国家认监委在产品、服务、管理体系方面是否符合国家颁布的行业现行技术规范的认证。根据 2003 年公布的《认证认可条例》第二十八条规定：为了保护国家安全、防止欺诈行为、保护人体健康或者安全、保护动植物生命或者健康、保护环境，国家规定相关产品必须经过认证的，应当经过认证并标注认证标志后，方可出厂、销售或者在其他经营活动中使用。换言之，9 月 30 日后，继续释放的落后产能的将无法获得销售许可证进行正常销售。

表 1:2007-2009 年中国炼钢产能与落后炼钢产能淘汰统计

万 t	2009 年	2008 年	备注
产能:			
2007 年底中国炼钢产能		58819	推算
2008 年新增炼钢产能		6229	
2008 年淘汰落后炼钢产能		648	
2008 年底中国炼钢产能		64400	
2009 年黑色金属冶炼及压延加工完成投资, 亿元	3206.12		
2009 年约新增炼钢产能	5500		
2009 年底中国炼钢产能（未考虑淘汰落实产能）	69900		
2009 年淘汰落后产能	1691		2010 年 1 月 27 日，工业和信息化部在新闻发布会上表示，2009 年中国淘汰落后的炼钢、炼铁产能分别达到 1691 万吨和 2113 万吨。
2009 年底中国炼钢产能（考虑淘汰落实产能）	68209		

资料来源：根据中钢协协会会长邓崎琳《加快结构调整 转变发展方式 促进钢铁工业可持续健康发展》讲话整理，招商证券

表 2: 2010年工信部下达的落后钢铁产能淘汰目标高于国务院

部门	淘汰内容	炼铁 (万吨)	炼钢 (万吨)	时间节点	保障或惩戒措施
国务院	2010年5月5日, 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》要求淘汰目标任务	2500	600	2010 年 年底前	今年内中国将不再审批“两高”和产能过剩行业扩大产能项目, 并通过提高土地使用成本、加大差别电价加价幅度、加大行政处罚力度等手段, 使落后产能无利可图、无法生存 金融机构不得提供任何形式的新增授信支持, 投资管理部门不予审批和核准新的投资项目, 国土资源管理部门不予批准新增用地, 相关管理部门不予办理生产许可, 必要时依然停电。
工信部	2010年5月27日工业和信息化部向各地政府下达的 2010 年 18 个行业淘汰落后产能的目标任务	3000	825	2010 年 第三季度 前全部关 停	
工信部	关停 2087 家钢铁厂、水泥厂和其他能源密集型工厂的落后产能	3525	876	2010 年 9 月 30 日 前	
	新增 增幅	525 17.33%	51 5.46%		

资料来源: 招商证券整理

二、需求—悲观预期进一步缓解

始于 4 月份的房地产严厉调控政策而产生的钢铁需求悲观预期正在进一步好转, 近期国家相继推出了强劲的保障性住房和经济适用房建设政策, 以及西部大开发建设提速, 都将改变前期由于房地产调控带来悲观预期。

1、保障性住房

从历史的经验来看, 在国家城镇化的建设高峰期, 西方发达国家的保障性住房都曾在整个国家住房结构中占到很高的比例。英国的保障性住房占住房存量最高时接近 60%、中国香港超过 45%、新加坡超过 90%。而我国目前这一占比约为 10%, 保障性住房建设严重滞后于经济发展及城镇化进程。

根据住建部的规划, 今年全国保障性建设和改造棚户区一共要建设住房 580 万套。目前据住建部, 保障性住房, 包括廉租房建设、经济实用住房建设, 限价房建设, 公共租赁住房建设和各类棚户区改造之后的安置用房建设, 住房和城乡建设部代表保障性住房联系协调小组已经和各个省市签订了协议, 大部分省市已经与各地市县签订了任务书, 2010 年计划建设 580 万套保障性住房。如果全面开工, 按照每套面积 60-70 平米计算, 相当于 3.5 亿平米新开工面积。占 2009 全年房屋新开工面积的 30%。中央已经下达 600 多亿资金, 按照中央与地方 1: 2 出资, 总投资规模接近 2000 亿元。

据我们测算, 580 万套保障性住房和棚户区改造合计能够带来 2737 万吨的钢铁需求, 比市场乐观预计的 2100 万吨要高出 600 万吨, 未来空间更广阔。保障性住房按照户均 55 平方米/套, 总建筑面积约 1.65 亿平方米, 单位面积用钢量 0.058~0.065 吨, 用钢

总量中值约 1015 万吨；棚户区改造按照单位面积 100 平方米算，建筑总面积 2.8 亿平方米，用钢量中值为 1722 万吨，二者合计约增加用钢量 2737 万吨。考虑到我国的实际情况，若按照中国保障房存量将占到房地产 30%-40%测算的话，未来保障房的建设用钢需求将达到 1.34 亿吨左右。

保障房供地得到保证，总体建设进程在加快。从土地供应来看，根据统计，2010 年 1 至 6 月份，全国住房用地实际供应量 5.6 万公顷，同比增长约 135%。在全国住房用地供应总量大幅增长同时，住房供应结构更趋合理。保障性住房、棚改房和中小套型商品房用地供应量为 4.2 万公顷，占 1 至 6 月份住房用地实际供应量的 75%；全国保障性住房用地实际供应量 9472 公顷(其中棚户区改造中保障性住房用地为 3526 公顷)，与去年同期实际供应量相比增加约 133%；从全国来看，东部地区落实情况较好，其中，天津、北京和江苏等省(市)政府高度重视，提前谋划，及时组织土地供应，优先安排保障性住房用地，土地、规划、资金三到位，实现了时间过半，任务完成过半，目前计划落实比例分别达到 90%、60%、50%以上。

表 3：2010 年 580 万套保障性住房和棚户区改造房用钢量测算

	套数 (万套)	单位面积(平方米/套)	建筑总面积 (亿平方米)	单位面积用 钢量(吨/平方米)	用钢总量(亿吨)	用钢总量 中值(亿吨)	单位投资 额(元/平方米)	总投资额 (亿元)
经济适用房和廉租房	300	经济适用房 60；廉租房 50；取平均 55。	1.65	0.058 ~ 0.065	0.0957 ~ 0.10725	0.1015		3300
棚户区或旧城改造	280	100	2.8		0.1624 ~ 0.182	0.1722	2000	5600
合计	580	77	4.45		0.2581 ~ 0.2893	0.2737		8900
2009 年房地产						1.92		36231.71
占 2009 年之比						14.25%		24.56%

备注：1、保障房和棚户区改造房单位面积用钢量按 6~8 层的小高层住宅每平方米用钢量 58~65 公斤计算；2、单位投资额按 2009 年单位造价 2000 元计算(含建筑安装，不含城市配套、地价、家具家电等)

资料来源：招商证券测算

表 4: 保障房近年规划

2010 年保障性住房建设任务	580 万套	2010 年, 中国住房保障注定要全面提速。与此同时, 不少地方政府已明确“今年保障房开工量不少于总量 60%”的目标
中央已经下达资金	600 多亿元	2010 年 7 月 17 日住建部部长姜伟新在“2010 中国市长论坛”上除透露中央下达 600 多亿元资金支持保障房建设外, 还透露了中央将利用公积金贷款支持保障性住房试点, 但他并未透露具体的城市, 除了北京。
2010 年保障房投资总额	4300 亿元左右	
建设保障房所需的地方配套资金主要来源	政府财政补贴、住房公积金增值收益, 以及土地出让金净收益的不低于 10% 等。此外, 今年中央代发的 2000 亿元地方债也作为地方的配套资金, 补充用于廉租房建设。	但在实际操作中, 这些资金往往难以到位。中国土地勘测规划院近日分布的报告指出, 房贷新政使地方政府的房地产相关收入缩水, 财政压力加大, 可能影响到保障性住房建设和土地供应计划的顺利完成。
2011 年末解决困难家庭住房问题	747 万户	2009 年 5 月住建部等三部委曾发文明确指出
2012 年末基本解决家庭的住房问题	1540 万户	2009 年底住建部在“国四条”中提到的目标
2009 年北京市计划政策性住房新开工	850 万平方米	
2010 年北京市计划政策性住房竣工	200 万平方米	竣工和开工相差 650 万平方米
2005 年经济适用房施工面积	783.4 万平方米	
2005 年经济适用房竣工面积	325.6 万平方米	
2006 年经济适用房施工面积	806.5 万平方米	
2006 年经济适用房竣工面积	323 万平方米	一半以上的保障性住房面积都消失了
2007 年经济适用房施工面积	710.5 万平方米	
2007 年经济适用房竣工面积	237.2 万平方米	

数据来源: 招商证券整理

2、汽车、家电需求止跌回升

在经历三个月销量环比下降之后, 8 月份汽车销量首度出现环比增长。中国汽车技术研究中心近日发布数据显示, 8 月份全国汽车销量为 121.55 万辆, 环比增长 15.09%, 预计 9 月份车市仍将表现良好。各汽车厂家下半年上市新车明显环比增多, 消费选择空间日益扩大; 由于前期产能释放过快, 库存压力导致经销商降价与促销力度不断加大, 优惠幅度大、范围广, 极大地激发消费者购车热情; 节能汽车补贴政策效果显现, 推广目录陆续公布, 再加上原有多项利好政策的延续, 中国汽车技术研究中心主任赵航认为 9 月份乘用车市场仍将表现良好。从目前掌握的订单情况, 8 月份仍有较大幅度增长。

3、区域开发需求拉动将超预期

2010 年西部大开发重点项目投资约拉动钢铁需求 1719 万吨。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。按全国 2009 年亿元固定资产投资带

动粗钢产量 0.252 万吨（为历史最低数值）算，西部大开发 6822 亿元投资拉动钢铁需求约 1719 万吨。

新疆地区城镇化总体水平低，固定资产投资增速持续走低，城镇发展空间大。根据最新统计，新疆非农业人口口径的城镇化率 39.64%，比全国低 6.04%。城镇数量少，规模小；城镇密度仅 1.45 个/万 KM^2 。新疆地区固定资产投资增速自 08 年以来，下降明显。随着新疆区域开发的进行，固定资产投资将迅速回升。

八一钢铁：区域优势+产能扩张+资源保障率高+板材盈利能力提升空间大+业绩敏感性高。1、八一钢铁作为新疆地区最大的钢企及国企之一，占有疆内超过 70% 的市场，下游客户，市场、供货渠道构架相对成熟，在新疆大开发中，区域及先发优势明显；产能在钢铁行业淘汰产能的背景下，逆势而上，预计在“十二五”期间，公司将形成普钢特钢兼有，长材板材并举的产品结构，产能将达到 1000 万吨；

2、目前铁矿石自给率在 30% 左右，焦煤自给率达到了 48%。八钢在哈密地区和阿勒泰地区有雅满苏和磁海两座铁矿，年产 110 万 t，另外，蒙库铁矿年产 200 万 t 精粉，且开采成本较低。焦煤资源主要来自乌鲁木齐艾维尔沟煤矿，该矿年产量 180 万 t。新疆铁矿资源丰富，富矿比例高，据预测铁矿石资源量超过 100 亿吨，种种迹象表明当地政府对与八钢铁矿、焦煤资源给予优先保障和政策倾斜。八钢正在加大探矿力度，不断提高原料自给率；公司资源保障率未来提升空间可观。

3、公司目前盈利贡献主要来自于长材品种，未来随着新疆经济结构的完善，经济总量及人民生活水平的提升，板材品种的市场需求空间将打开。而母公司宝钢集团在板材的生产技术，设备工艺以及管理水平上居世界一流水准，届时协同效应及市场需求的共同作用下，公司板材盈利能力将有跨越式提升。

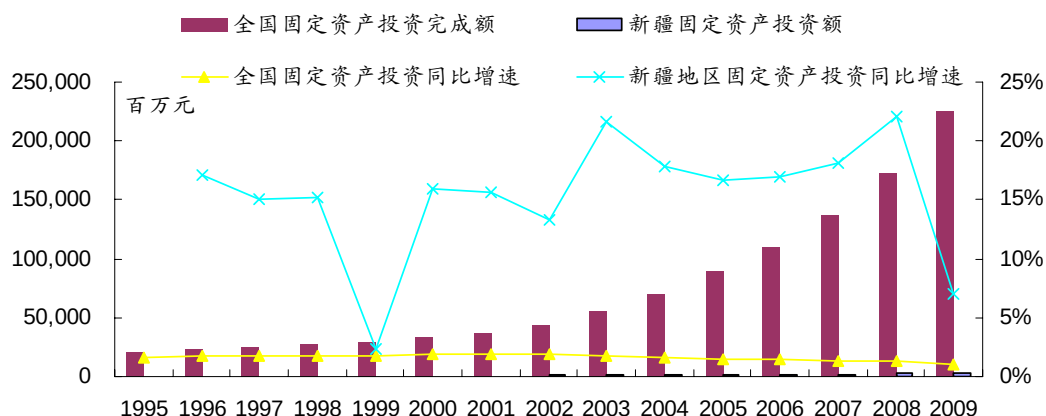
4、公司在上市钢铁企业中业绩对钢价敏感性位居首位。

图 2：西部大开发区域图



资料来源：招商证券

图 3: 全国及新疆地区固定资产投资同比增速



数据来源: Wind, 招商证券整理

图 4: 八一钢铁区域优势明显, 辐射效应强



资料来源: 招商证券整理

图 5: 近几年新疆粗钢产量及增速

年份	粗钢产量 (万 t)	增长率 (%)
2001年	132	17.9%
2002年	176	33.3%
2003年	202	14.8%
2004年	238	17.8%
2005年	306	28.6%
2006年	394	28.8%
2007年	446	13.2%
2008年	536	20.2%
2009年	625	16.6%

数据来源：招商证券整理

4、灾后重建及水利工程建设

2010 年入汛以来，我国极端灾害性天气突发多发，江南、华南、西南和江淮等地区先后出现多次大范围强降雨过程，汛情发生早，洪涝灾害种类多，受灾程度重，为此国务院要求尽快启动水利重点薄弱环节工程建设；预计灾后重建及后续水利设施用钢需求约 500~600 万吨。

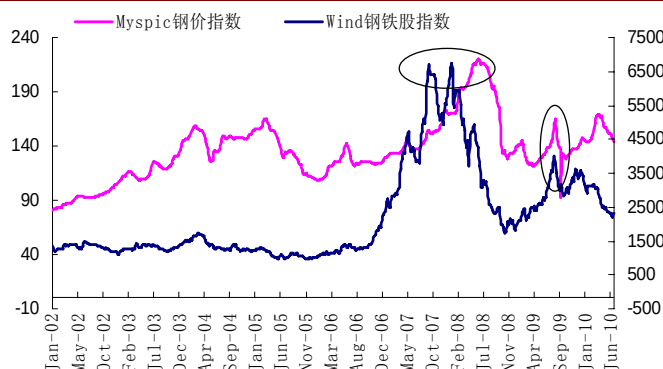
另外，国家发改委 9 月 1 日称，今年下半年要全力完成两年 4 万亿元的投资计划，要求加快推进中央投资项目建设，确保已下达投资计划的项目在中央检查组秋季检查前按要求如期开工建设。如此，尚未开工的项目将在三季度突击开工，对建筑用钢需求将有所增加。

三、从投资的角度上看钢铁行业

1、钢铁股投资拐点领先于钢价与行业盈利拐点的出现

从历史上钢铁股与钢价走势上看，二者基本正相关，但钢铁股走势要领先钢价。历史上，2006 年 8 月份钢铁股启动，年底钢价步入上升通道，钢铁股启动约领先钢价 3 个月，同样的，钢铁股 2008 年 1 月份到顶，而钢价则滞后到 6 月份见顶；同样的钢铁股于 2008 年 11 月份见底，而钢价则与 2009 年 5 月份触底回升。

图 6：钢铁股与钢价走势对比



资料来源：Mysteel，Wind，招商证券研发中心

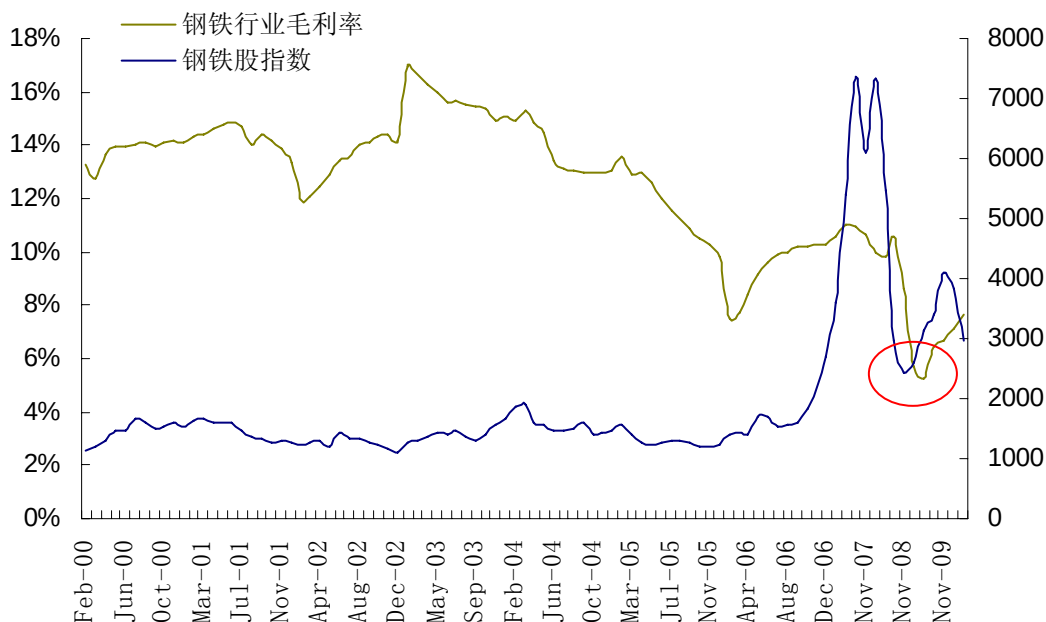
图 7：钢铁股与钢铁库存走势对比



资料来源：Mysteel，Wind，招商证券研发中心

同样的，钢铁股拐点较钢铁行业盈利拐点提前，领先约 3~5 个月。

图 8：钢铁股领先钢铁行业毛利率见底或见顶



资料来源：Wind,招商证券

低钢价、低成本区域是买进钢铁股的最佳时点。一般而言，在钢铁行业低谷期，表现为盈利低，钢价和成本均处于低位，此时钢铁股估值最为便宜，随着需求回升或供给减少使得供求缺口缩窄，则钢价领先成本回升，行业盈利空间打开，所以从低钢价低成本向

高钢价低成本转移的时间是买进钢铁股的最佳时机;

高钢价、高成本是减持钢铁股的较佳时机。随着钢价上升,钢企逐渐扩大供应量,上游成本价格跟随上涨,钢厂上调出厂价格,此时是进一步增持钢铁股的时机;当进入高钢价和高成本区域时,此时是减持的时机,后续钢价下跌而成本处于高位,盈利缩窄甚至亏损,应逐步卖出。

库存和钢价对应的投资原理同上。钢价、成本和钢价、库存指标二者结合,决定投资时机更佳,将取得相对或绝对收益。

图 9: 钢价和成本变动对应投资机会矩阵图

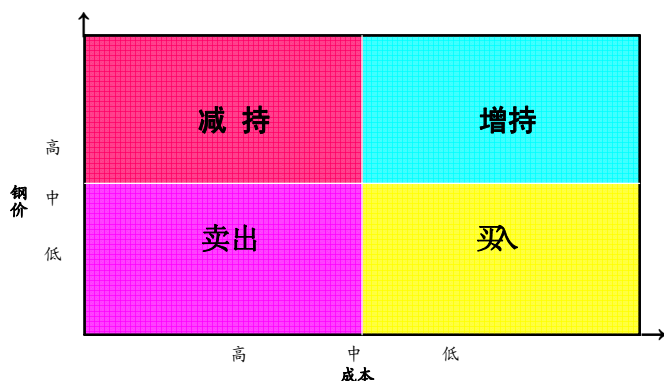
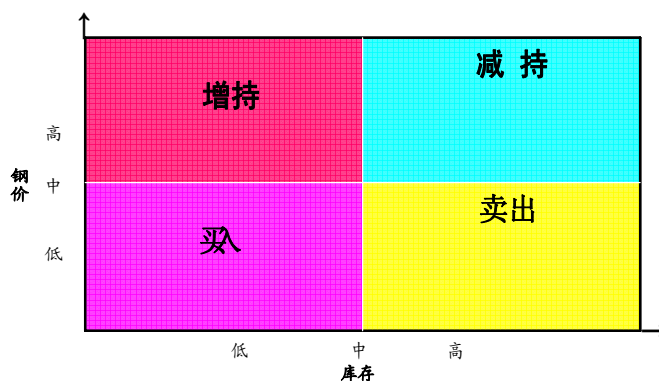


图 10: 钢价和库存变动对应投资机会矩阵图

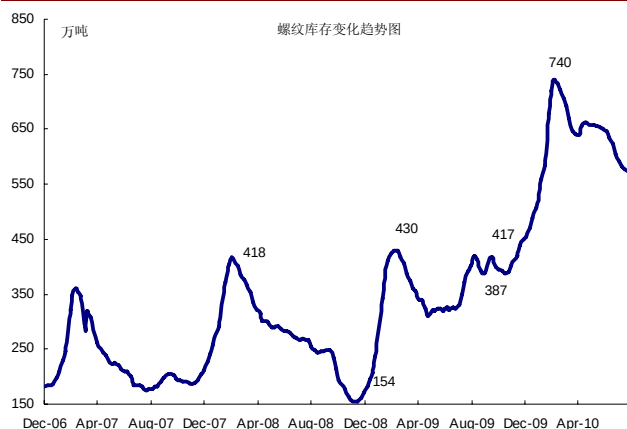


资料来源:招商证券研发中心

2、当前趋势

建筑用钢库存持续下降。全国重点城市长材库存自 10 年 3 月份达到 973 万吨历史高点,截至到 2010-8-27,重点城市长材社会库存已从前期高点下降了 256 万吨或 35.85%。预计随着 9、10 月份建筑用钢需求旺季的到来,建筑用钢库存将进一步下降,中间商库存压力将继续减缓,采购热情将随着钢价上升及库存减少迅速回升。

图 11: 重点城市螺纹钢库存



资料来源: Mysteel, 招商证券研发中心

图 12: 重点城市线材库存变化

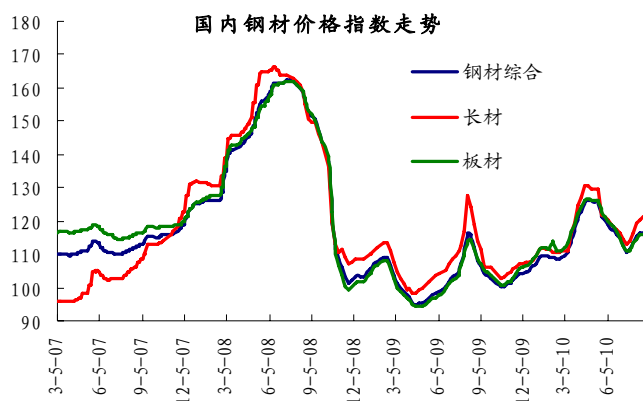


资料来源: Mysteel, 招商证券研发中心

正如我们前期所预测的那样，长材价格上涨快于板材，正由反弹进入反转。长材价格于7月中旬开始这一轮反弹以来，涨幅已经超过10%，领先于板材约6%的涨幅。随着9、10月份建筑用钢旺季的到来，以及需要淘汰的落后产能主要以建筑用钢为主，长材供需关系将得到有效改善。预计建筑用钢价格尚有10%的反弹空间，建筑用钢相关公司股价上涨空间约为20%。

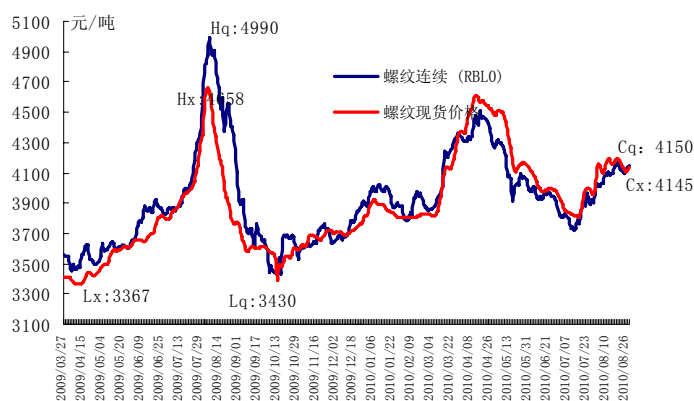
近期线材和螺纹钢期货涨势明显，期货与现货价差逐步拉大，反映出市场对钢材后市价格预期偏正面。

图 33: Myspic 长材指数 (截至 8 月 27 日)



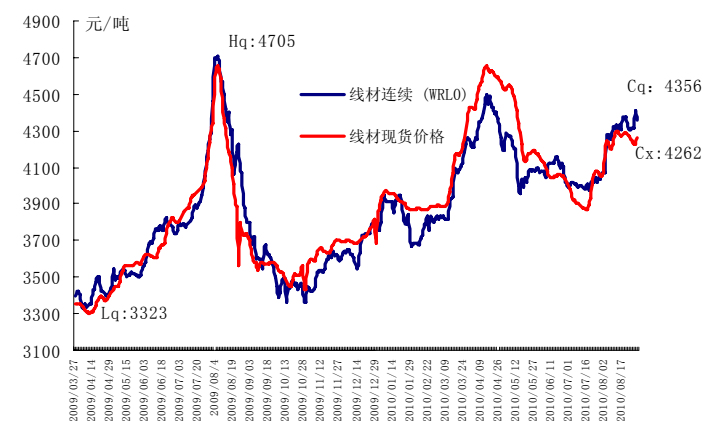
资料来源：招商期货，Mysteel，招商证券研发中心

图 44: 螺纹钢现货与期货价格对比 (截至 8 月 27 日)



资料来源：招商期货，Mysteel，招商证券研发中心

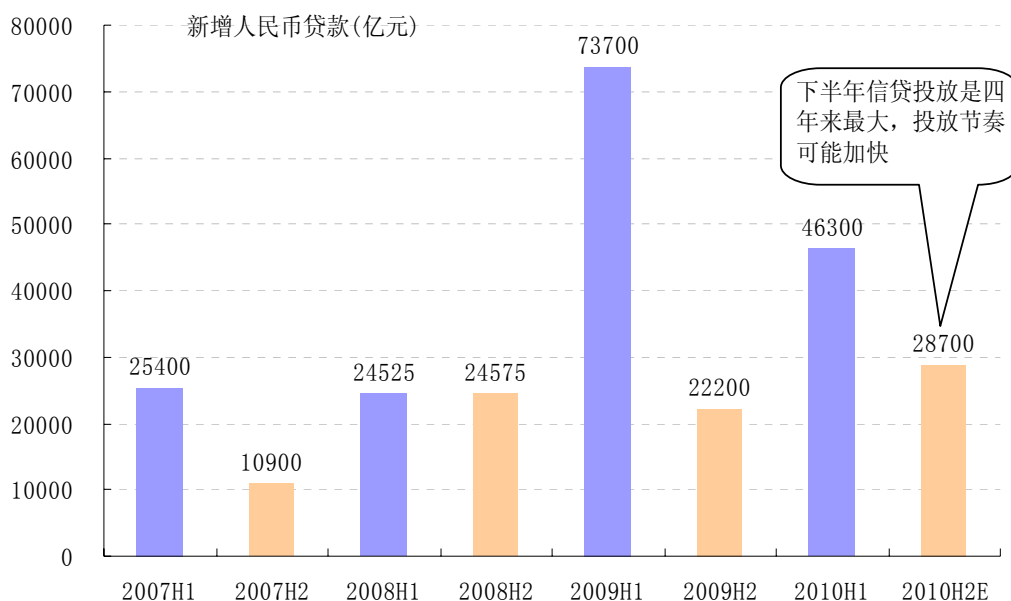
图 15: 线材现货与期货价格对比 (截至 8 月 27 日)



资料来源：招商期货，Mysteel，招商证券研发中心

据我们宏观组预计，2010年下半年信贷投放节奏可能有所加快，货币流动性相比往年下半年仍显充裕。6月份新增贷款6034亿元，与上月6394亿元相比略有下降。其中对企业贷款当月新增3660亿元，与上月基本持平。上半年贷款增加4.63万亿，相对于全年7.5万亿的信贷规模控制要求，预计下半年信贷总量为2.9万亿，月均投放高于去年同期。因此，下半年信贷总量同比相对宽松，与上半年相比，预计投放节奏可能会有所加快。

图 56: 2010 年下半年信贷投放节奏可能加快



备注：数据区间是 2007 年至 2010 年半年度数据，其中 2010 年下半年数据是预计数。
资料来源：国家统计局，招商证券；

3、投资策略

综上所述，我们认为：从供求关系上看，长材类供求关系仍好于板材，随着汽车销售三个月来首次环比止跌回升，家电产品继续旺销，板材的供求关系开始出现向好趋势。

我们看好长材的主要理由有：1、国家加大力度实施保障性住房和棚户区改造以及西部大开发等计划都刺激了长材的需求。

2、尽管地产调控导致长材需求预期走低，但库存持续下降表明建筑用钢实际需求未见减弱，随着 9、10 月份销售旺季到来，预计长材需求将继续放大。

3、国内正处于城镇化中期，相关研究表明，当城镇化率在 30%至 65%区间时，城镇化率处于加速阶段，整个城镇化率曲线呈 S 型曲线；

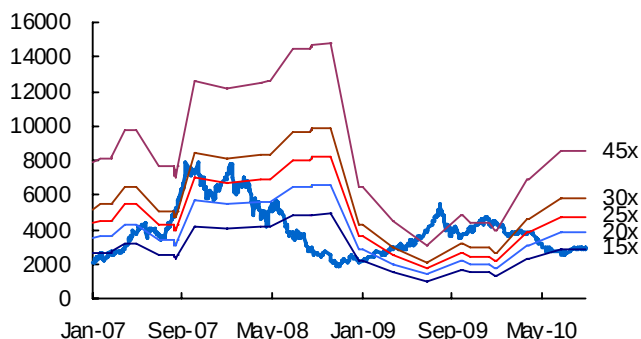
4、9 月底明确关停的落后产能以中小民营钢企居多，因技术装备，资金限制，长材下游需求近年来随着房地产市场井喷及固定资产投资不断加大，民营企业进入钢铁领域首选建筑用钢，因此关停产能将首先对长材供需产生积极影响。

综上，兼顾钢企对钢价盈利敏感性选股，以及具有区域优势和受益于兼并重组的钢铁股，我们推荐板材配置选择宝钢、鞍钢、太钢；具有区域优势、板材配置八一钢铁、三钢闽光，凌钢股份；重组类配置宝钢系韶钢、包钢、广钢；资源类配置金岭矿业、酒钢、凌钢，另外特钢方面关注大冶特钢和方大特钢，以及攻守兼备的新兴铸管。

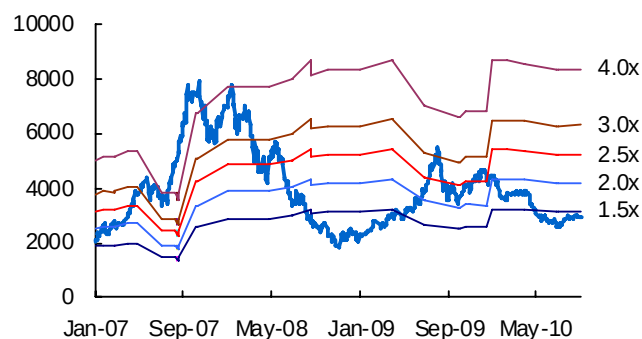
表5: 钢铁股盈利敏感性排序

排序	证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	10 年钢材	吨钢盈利上升 100 元 对应 EPS 增长	所得税率
1	600581.SH	八一钢铁	7.66	578	0.64	15%
2	600102.SH	莱钢股份	9.22	746	0.61	25%
3	002110.SZ	三钢闽光	5.35	396	0.56	25%
4	600782.SH	新钢股份	13.93	785	0.42	25%
5	000932.SZ	华菱钢铁	27.38	1345	0.37	25%
6	600307.SH	酒钢宏兴	20.46	724	0.30	15%
7	600231.SH	凌钢股份	8.04	320	0.30	25%
8	000761.SZ	本钢板材	31.36	1091	0.26	25%
9	000709.SZ	河北钢铁	68.77	2345	0.26	25%
10	000717.SZ	韶钢松山	16.70	500	0.25	15%
11	600126.SH	杭钢股份	8.39	265	0.24	25%
12	000898.SZ	鞍钢股份	72.35	2170	0.22	25%
13	600282.SH	南钢股份	16.85	479	0.21	25%
14	600569.SH	安阳钢铁	23.94	670	0.21	25%
15	600022.SH	济南钢铁	31.20	817	0.20	25%
16	000778.SZ	新兴铸管	14.75	361	0.18	25%
17	000708.SZ	大冶特钢	4.49	110	0.18	25%
18	600894.SH	广钢股份	7.62	170	0.17	25%
19	000825.SZ	太钢不锈	56.96	1007	0.15	15%
20	601003.SH	柳钢股份	25.63	450	0.15	15%
21	600005.SH	武钢股份	78.38	1550	0.15	25%
22	601005.SH	重庆钢铁	17.33	300	0.15	15%
23	600808.SH	马钢股份	77.01	1347	0.13	25%
24	600117.SH	西宁特钢	7.41	118.36	0.12	25%
25	600010.SH	包钢股份	64.24	958.2	0.11	25%
26	600019.SH	宝钢股份	175.12	2499	0.11	25%
27	000959.SZ	首钢股份	29.67	341	0.09	25%
28	600399.SH	抚顺特钢	5.20	54	0.08	25%

资料来源: 招商证券

图 67: 钢铁行业历史PEBand


说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
 2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

图 18: 钢铁行业历史PBBand


分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师，新财富钢铁行业最佳分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢 8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。

黄星：经济学硕士，2009 年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。