

维持中性评级 关注重组题材

---钢铁行业 2010 年第四季度投资策略 2010-9-21


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

I 第四季度钢产量有望保持低位

随着节能减排运动的深入，在拉闸限电措施的影响下，我们估算 8-12 月份我国将减少 2570 万吨左右的粗钢产量。而事实上限电措施还有进一步升级的可能，粗钢生产量比较大的辽宁、河南、上海、湖北、安徽等省市目前还有减排任务未完成，如果这几个省市也采取类似的措施来完成节能减排目标的话，第四季度全国的粗钢产量会进一步减少。

I 明年一季度产量会有反弹

不过，从中长期来看，对钢铁行业还是应该保持谨慎，因为在这次拉闸限电的措施只能短时间降低产量，却不能有效的减少产能。在节能减排的“插曲”结束后，中国钢铁行业的“主旋律”还会回到“两高一低”——高产能、高产量、低集中度。在顺利完成“十一五”节能计划后，在“十二五”计划还很遥远前，各地钢厂又会立马恢复生产，甚至是加班加点超额生产，以夺回失去的产量以及市场份额。届时，钢铁产量又会在今年已经很高的基础上再创新高，而明年上半年的钢材价格又会受到较大压制。

I 下游需求改善尚需时日

中国对房地产行业进行的调控及基础建设投资增速的下降，都使得建筑用钢的需求量保持在低位，而建筑用钢占到了全部钢铁需求的一半。除此之外，这些调控措施还会间接导致机械用钢、家电用钢需求的下降。在没有新的催化剂的作用下，钢铁下游需求改善尚需时日。

I 铁矿石成本下降将扭转钢厂亏损的局面

由于下半年出现的钢厂减产导致对铁矿石需求下降，第三季度进口铁矿石价格大幅下跌。在担忧第四季度铁矿石需求可能进一步下滑的情况下，“三大矿商”主动调低了第四季度铁矿石报价。据估算，四季度铁矿石价格总体将比三季度下降约 10%~13% 左右。这样一来，在不考虑其他成本变动的情况下，使用长协矿的钢铁生产商的 2010 年 4 季度生产成本将比 3 季度每吨下降 160~190 元/吨左右。我们根据现货原材料的价格及钢材现货价格模拟出钢厂的毛利状况，发现钢厂在目前基本能够扭亏为盈。

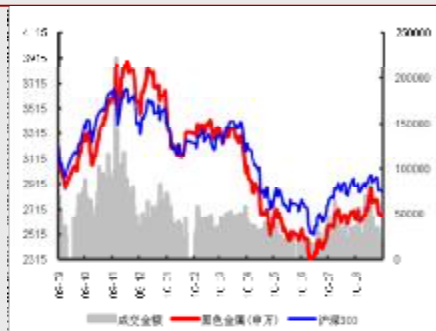
I 维持钢铁行业“中性”评级

对于第四季度，我们对钢材走势的基本判断是：随着金九银十的钢材消费旺季到来，钢材价格将在近期延续反弹趋势。但更长远一点来看，2011 年上半年的钢材产量释放将会对远期钢价形成非常大的压力。综合考虑，我们仍然维持钢铁行业的“中性”评级。具体投资思路可遵循以下两个思路：一是兼并重组题材，重点可关注莱钢股份、广钢股份、八一钢铁等；二是我们中期策略提到过的特钢行业，重点可关注大冶特钢、中原特钢等。

行业评级 中性

市盈率(TTM): 15.99
市净率: 1.39

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.6	-20.9	-17.3
相对表现 (%)	2.2	-7.4	-6.1

资料来源: Wind 资讯

重点公司评级

证券简称	EPS			每股净资产	评级
	2009	2010	2011		
莱钢股份	0.11	0.39	0.51	6.54	推荐
广钢股份	0.05	0.10	0.16	0.84	推荐
八一钢铁	0.14	0.73	1.01	3.97	推荐
大冶特钢	0.74	0.99	1.17	4.87	推荐
中原特钢	0.35	0.29	0.37	2.66	推荐
宝钢股份	0.33	0.64	0.77	5.68	中性

万炜、张欣 S0820208030013

邮箱: wanwei@ajzq.com
电话: 021-32229888-3502

相关报告

钢价走势分化，维持中性评级——钢铁行业 2010 年 8 月月报

2010-09-01

下半年钢企面临困境 关注特钢企业——钢铁行业 2010 年下半年投资策略

2010-06-25

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、第三季度钢价与钢铁股双双探底回升	3
二、第四季度钢产量有望保持低位，明年一季度会有反弹	5
三、下游需求改善尚需时日	9
3.1 建筑钢材需求受制于房地产调控及投资增速下滑	9
3.2 机械及家电用钢需求间接受到房地产调控影响	11
3.3 汽车造船增速都有不同程度的回落	12
3.4 未来两年我国钢材需求增速将大幅下滑	13
四、钢材出口将受取消退税及人民币升值预期冲击	14
五、铁矿石成本下降将扭转钢厂亏损的局面	15
六、下半年投资策略及重点关注公司	17

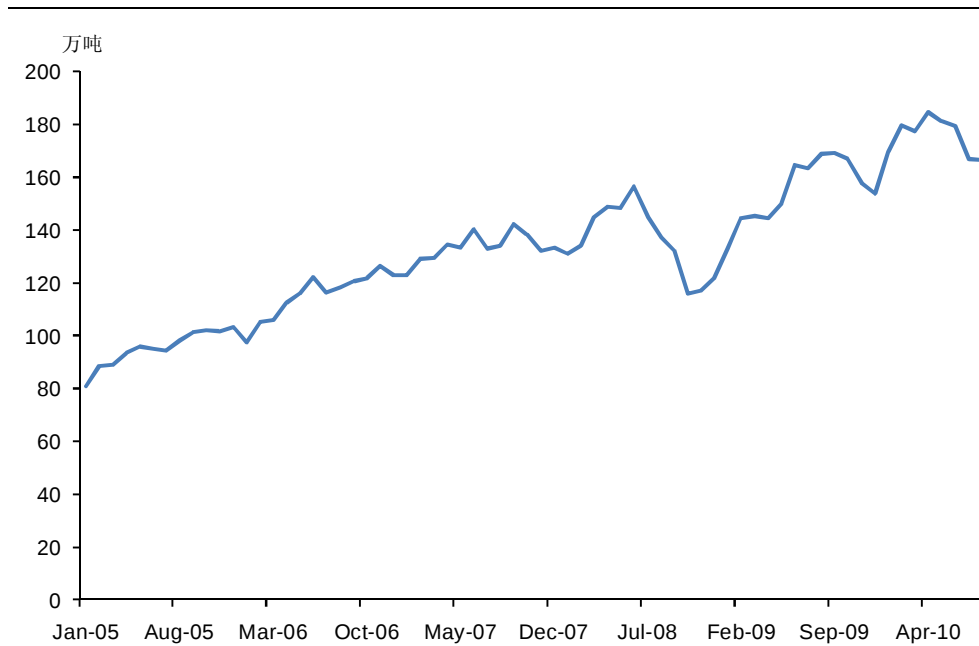
图 表 目 录

图表 1 全国粗钢日产量走势	3
图表 2 上海市场主要钢材现货价格走势	4
图表 3 申万钢铁指数及沪深 300 指数相对走势图	4
图表 4 目前已采取的节能减排措施统计	5
图表 5 全国各省市节能减排目标完成情况统计	6
图表 6 分类社会库存走势	7
图表 7 1101 与 1010 螺纹钢期货价差走势图	8
图表 8 中国钢铁下游需求分布图	9
图表 9 商品房施工面积及销售面积增速出现明显下滑	10
图表 10 固定资产投资额增速也保持在低位	10
图表 11 机械产品产量增速平缓	11
图表 12 家电产品产量增速也保持低位	11
图表 13 汽车产销量增速下滑明显	12
图表 14 民用钢质船舶产量增速也出现明显下降的势头	12
图表 15 国际钢协预测中国钢材表观消费增速将大幅下滑	13
图表 16 未来两年中国钢铁表观消费增速大幅下降	13
图表 17 美元兑人民币汇率走势图	14
图表 18 中国粗钢月度净出口量图表	15
图表 19 国内主要港口进口铁矿石到岸价 (CFR)	16
图表 20 根据现货价格模拟的螺纹钢毛利走势	16

一、第三季度钢价与钢铁股双双探底回升

自 2010 年 4 月中旬以来，随着国务院针对房地产市场调控的“新国十条”出台，钢材价格出现较大幅度的下跌，直至 7 月中旬，钢材价格才结束长达 3 个月的连续下跌，出现探底回升的迹象。正如我们在钢铁行业 2010 年下半年投资策略报告中预计的那样，进入下半年，在价格与成本倒挂的情况下，钢厂选择了减产。如图表 1 所示，7 月份全国粗钢日产量为 166.9 万吨，较 6 月份下降 6.9%，8 月份则继续下滑到 166.6 万吨。我们认为这是钢材价格出现探底回升的主要原因。

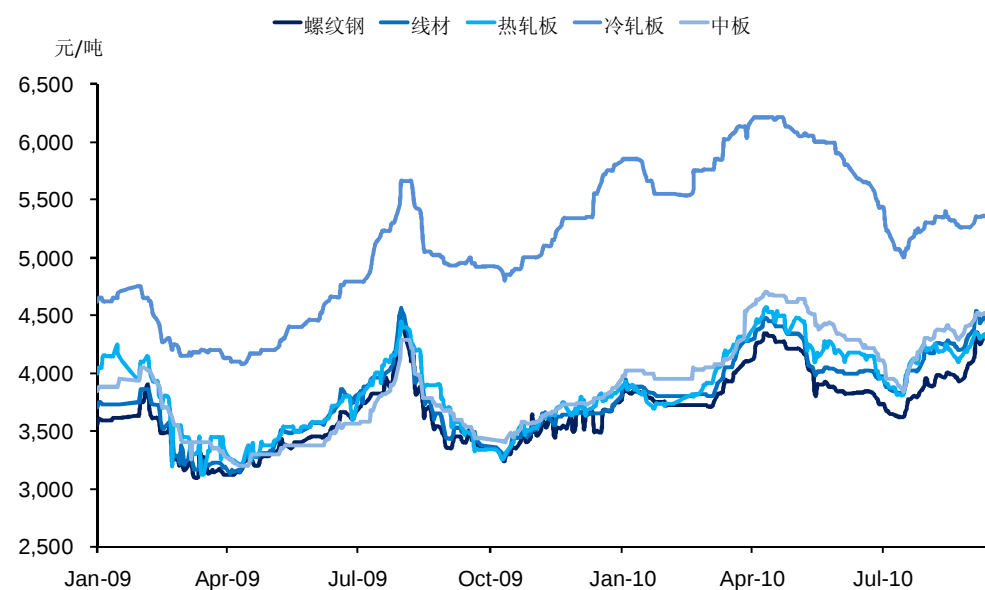
图表 1 全国粗钢日产量走势



数据来源：Bloomberg, 爱建证券研发总部

而在 9 月初，一场轰轰烈烈的节能减排运动席卷了钢铁行业，河北、山西等地的钢厂纷纷被拉闸限电甚至断电，直接导致钢材产量下降，钢价飙升。以上海市场为例，截至 9 月 17 日主要钢材品种的价格已较 7 月中旬的低点反弹超过 10%。其中反弹幅度最大的是建筑钢材，螺纹钢较前期低点反弹了 16.3%，线材下跌了 13.6%；板材中的热轧板、冷轧板及中板也较前期低点反弹了 10.7%，6.4%和 15.9%（见图表 2）。

图表 2 上海市场主要钢材现货价格走势



数据来源: Bloomberg, 爱建证券研发总部

在钢材价格反弹的刺激下, 再加上大部分钢铁行业上市公司中报因为上一年度基数较低而出现大幅增长, 钢铁股也在第三季度走出了一波探底回升的反弹行情。(见图表 3)

图表 3 申万钢铁指数及沪深 300 指数相对走势图



数据来源: Wind, 爱建证券研发总部

二、第四季度钢产量有望保持低位，明年一季度会有反弹

展望第四季度，我们认为在需求面近阶段没有明显变化的情况下，供应量的变化将会主导钢材价格变化。从前期减产带来的钢材价格探底成功到近期因节能减排导致的钢价飙涨就可以看到，都是因为供应减少而引发的价格上涨。下面我们就来分析一下 2010 年第四季度钢材产量的变化趋势。

目前钢材市场影响最大的事情应该就是节能减排了。据不完全统计，目前因节能减排而开始采取比较明确拉闸限电措施的省份包括河北、山西、山东、江苏、浙江、广西、甘肃等 7 个省市，从过去的情况看，这 7 个省市合计贡献了全国 51.4% 的粗钢产量。虽然不同地区采取的具体限电措施不尽相同，但无疑都会对钢铁企业生产构成影响。图表 4 是近期对钢铁企业采取各种措施的汇总。

图表 4 目前已采取的节能减排措施统计

措施	地区	影响时间
试行惩罚性电价	河北、浙江、安徽、广西、陕西等地	直到年底
控制 9-12 月产量和用电额度	河北唐山地区	直到年底
短期内关停高炉、生产线	河北武安地区、唐山地区、邯郸地区、浙江宁波、广西柳钢	武安地区 20 天至 1 个月；唐山丰润 100 多加轧材企业全部暂停生产 1 周；其他持续到年底
借机关闭落后产能	江苏无锡	永久性
对境内钢厂停产整顿	山西	2 个月
错峰限电；“开九停五”等	安徽省、江苏常州市、江苏南钢、江苏永钢	直到 10 月上旬或者 10 月底

数据来源：Mysteel

根据 Mysteel 的估算，此次限电措施将在 8-12 月份影响上述省市粗钢产量 2570

万吨左右。而事实上限电措施还有进一步升级的可能，从图表 5 我们可以看到，粗钢

请务必阅读正文之后的重要声明

生产量比较大的辽宁、河南、上海、湖北、安徽等省市目前还有减排任务未完成，如果这几个省市也采取类似的措施来完成节能减排目标的话，第四季度全国的粗钢产量会进一步减少。

图表 5 全国各省市节能减排目标完成情况统计

	“十一五” 目标	2006-2009 累计 降低率	2010 年需 完成目标	2010 年上 半年完成	2009 年粗钢 产量占比
河北	-20%	-17.21%	3.37%	-1.35%	23.84%
江苏	-20%	-17.53%	3.00%	0.08%	9.67%
山东	-22%	-18.51%	4.28%	-1.64%	8.55%
辽宁	-20%	-16.31%	4.41%	0.32%	8.42%
山西	-25%	-18.28%	8.22%	-2.39%	4.66%
河南	-20%	-17.15%	3.44%	-0.85%	4.10%
天津	-20%	-20.07%	-0.09%	-0.95%	3.74%
上海	-20%	-17.12%	3.48%	-0.53%	3.58%
湖北	-20%	-18.18%	2.23%	-1.67%	3.50%
安徽	-20%	-16.36%	4.35%	-3.58%	3.10%
江西	-20%	-16.19%	4.55%	-1.64%	2.85%
四川	-20%	-15.03%	5.85%	-4.05%	2.66%
湖南	-20%	-18.27%	2.12%	-0.72%	2.53%
内蒙古	-25%	-18.82%	7.62%	-2.09%	2.22%
广东	-16%	-13.89%	2.45%	-2.21%	1.98%
云南	-17%	-14.11%	3.36%	-2.64%	1.85%
浙江	-20%	-17.36%	3.20%	-0.97%	1.84%
广西	-15%	-13.48%	1.76%	3.57%	1.76%
吉林	-20%	-17.66%	2.85%	-5.55%	1.40%
福建	-16%	-13.48%	2.91%	-2.42%	1.35%
新疆	-20%	-8.55%	12.52%	3.07%	1.10%
甘肃	-20%	-17.04%	3.57%	-1.08%	1.10%
黑龙江	-20%	-16.60%	4.07%	-2.98%	1.00%
陕西	-20%	-17.19%	3.39%	0.89%	0.92%
北京	-20%	-22.28%	-2.93%	-2.40%	0.82%
贵州	-20%	-15.15%	5.71%	-1.03%	0.60%
重庆	-20%	-17.13%	3.47%	-3.38%	0.59%
青海	-17%	-11.02%	6.72%	7.53%	0.22%
海南	-12%	-7.15%	5.23%	-3.19%	0.04%
宁夏	-20%	-16.55%	4.13%	7.20%	0.00%

*表中底色为蓝色的是已经执行限电措施的省市

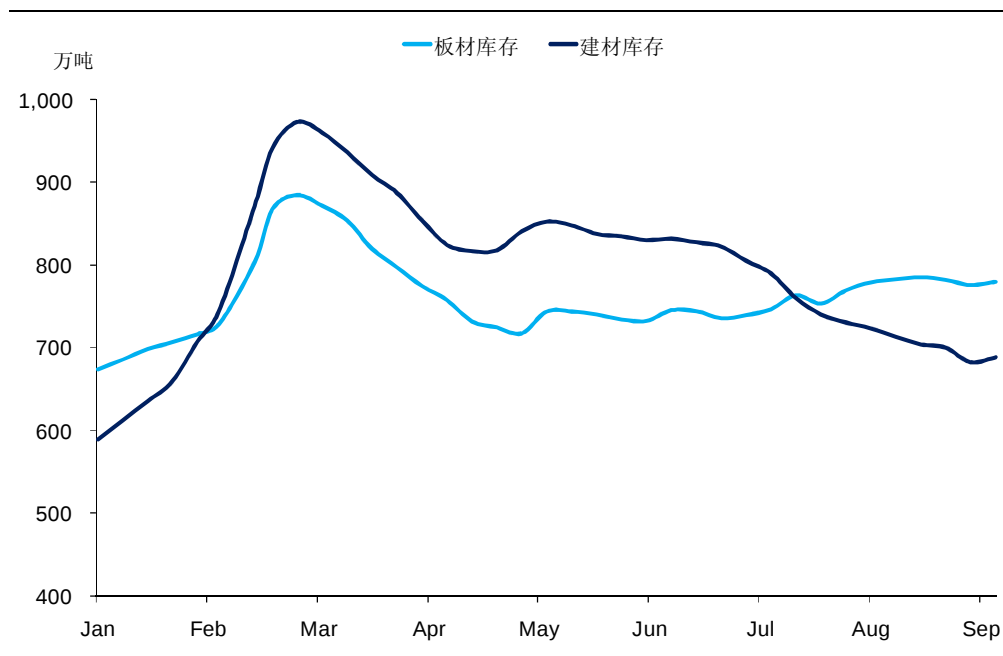
数据来源: Mysteel

我们认为第四季度钢材价格受供应减少的刺激会出现一定程度的反弹。不过，对

不同的钢材品种还是要区别对待。据我们了解，此次限电措施对小型钢企的影响要明显大于大型钢企。其原因主要有三点：第一，小型钢企生产设备相对落后，对环保控制力度较弱，其能耗指标普遍要高于大型钢企，所以其受调控影响力度也较大；其次，大型钢企一方面有良好的能源回收利用系统，一方面拥有自己的发电厂，能源供给保障要好于小型钢企；更为重要的是，大型钢厂是地方政府重要的财政收入来源，一旦停产，对地方政府的收入影响很大，而且就业等民生问题也会在一定程度上展现出来。所以除了河北钢铁集团略受波及之外，本次限电对其他大型钢厂影响的程度很小。

一般说来，河北、山西以及江浙等地区的中小钢厂以生产工艺相对简单建筑钢材（如螺纹钢、线材）为主，而大型钢厂以生产板材为主，而这次受限电影响较大的恰恰就是中小钢厂。因此限电对螺纹、线材等建筑钢材产量影响的力度要高于其它品种。虽然9月份的月度生产数据尚未出台，但从近期社会库存变化的方向可以看到，建材和板材社会库存的走势却截然相反（见图表6）。7月以来螺纹的库存一直呈稳步下降的趋势，而热轧却恰恰相反，一直处于缓慢上升过程中。因此我们判断第四季度建筑钢材的反弹力度要大于板材。

图表6 分类社会库存走势

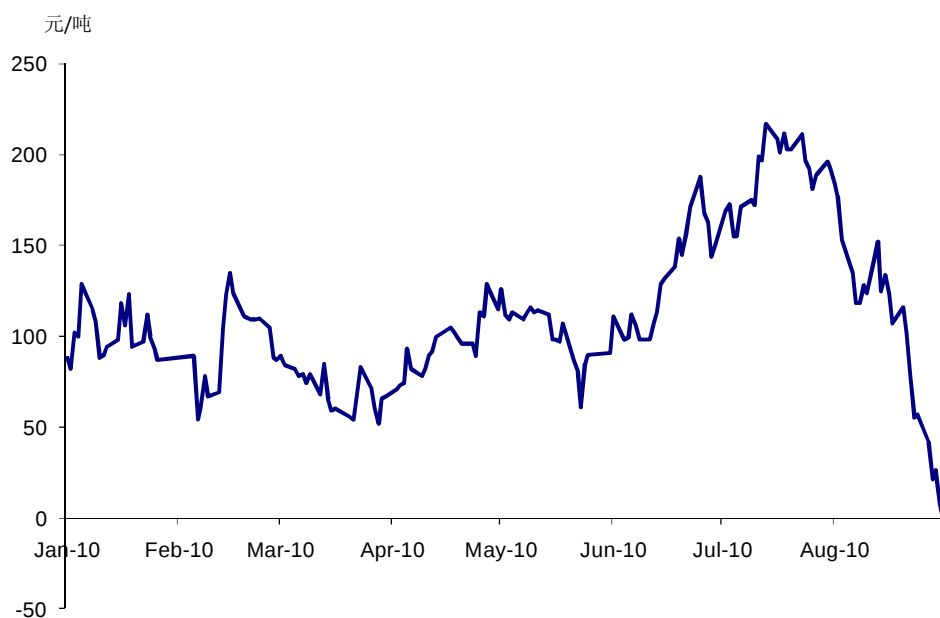


数据来源：Mysteel，爱建证券

不过，从中长期来看，对钢铁行业还是应该保持谨慎，因为在这次拉闸限电的措施只能短时间降低产量，却不能有效的减少产能。在节能减排的“插曲”结束后，中国钢铁行业的“主旋律”还会回到“两高一低”——高产能、高产量、低集中度。“两高一低”对中国钢材价格的长期压制我们在下半年策略报告里面已经有过详细论述。简言之，就是，在顺利完成“十一五”节能计划后，在“十二五”计划还很遥远前，各地钢厂又会立马恢复生产，甚至是加班加点超额生产，以夺回失去的产量以及市场份额。届时，钢铁产量又会在今年已经很高的基础上再创新高，而明年上半年的钢材价格又会受到较大压制。

图表 7 是 2011 年 1 月交割的螺纹钢的价格减去 2010 年 10 月分交割的螺纹钢价格，这代表了明年 1 季度钢材价格相对与近期价格的升水。我们看到近一段时间价差处于明显的回落过程中，这说明在近期价格大涨的时候，远期价格并没有出现相同幅度的上涨，表明了市场对明年一季度钢材价格的担忧。

图表 7 1101 与 1010 螺纹钢期货价差走势图

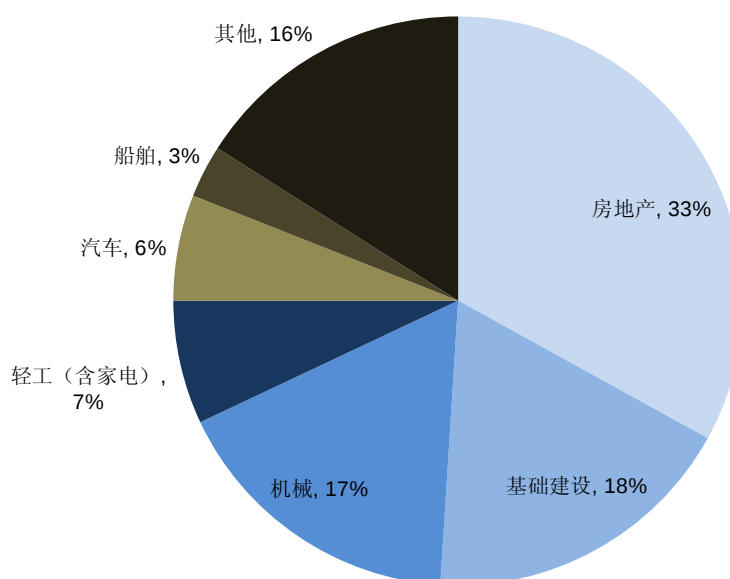


数据来源：Bloomberg，爱建证券

三、下游需求改善尚需时日

我们都知道，我国的钢铁需求主要来自建筑（包括房地产和基础设施建设）、机械制造、轻工业含（家用电器）、汽车等等（见图表 8）。

图表 8 中国钢铁下游需求分布图



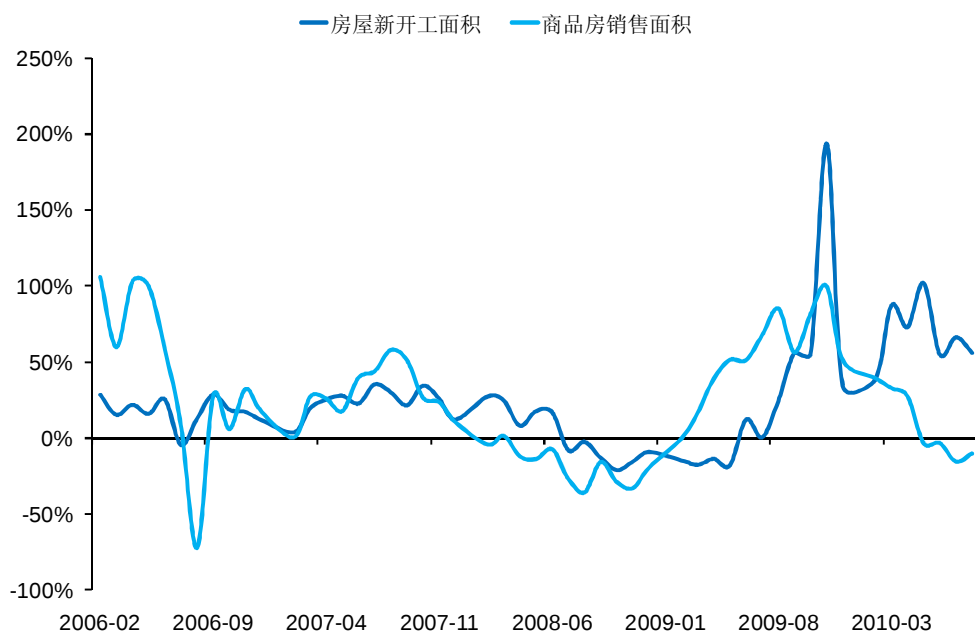
数据来源：爱建证券研发总部

3.1 建筑钢材需求受制于房地产调控及投资增速下滑

可以看到，建筑用钢占到了我国钢铁需求的一半，因此政府对房地产行业进行调控及减少基础建设投资，对钢材的需求影响颇大。

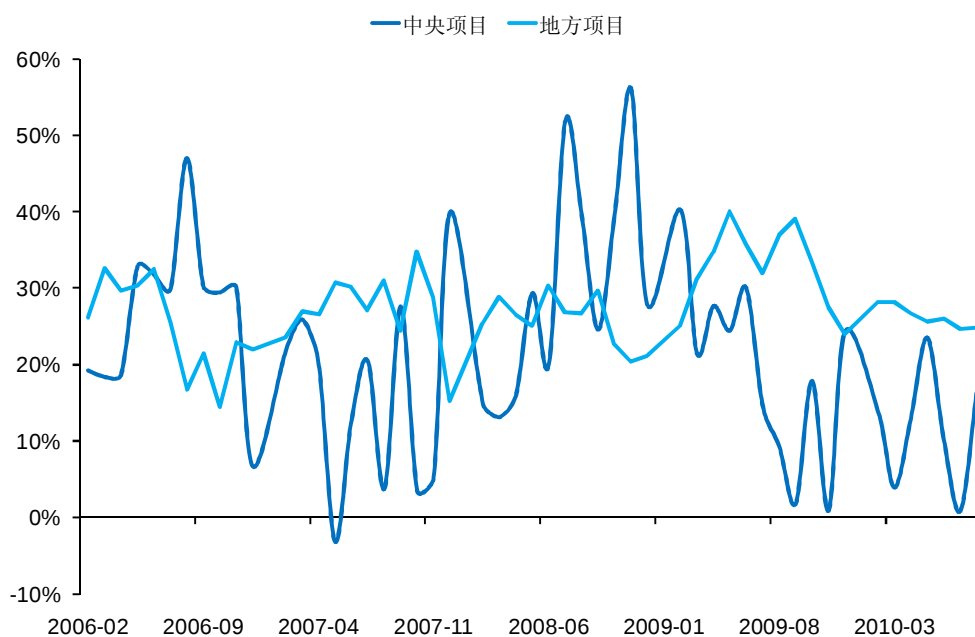
经过长达 5 个多月的“史上最严厉”的调控，房价虽然没有下降多少，但商品房施工面积以及销售面积的增速出现明显下滑。而中央一再强调要坚持目前的调控政策不放松，因此短时间内房地产行业对钢材的需求很难有多大起色。再加上四万亿投资计划实施后，后续并没有特别大的基建投资项目，固定资产投资也出现下滑，这一块对钢材的需求也不会有什么增长。

图表 9 商品房施工面积及销售面积增速出现明显下滑



数据来源: Wind, 爱建证券研发总部

图表 10 固定资产投资额增速也保持在低位

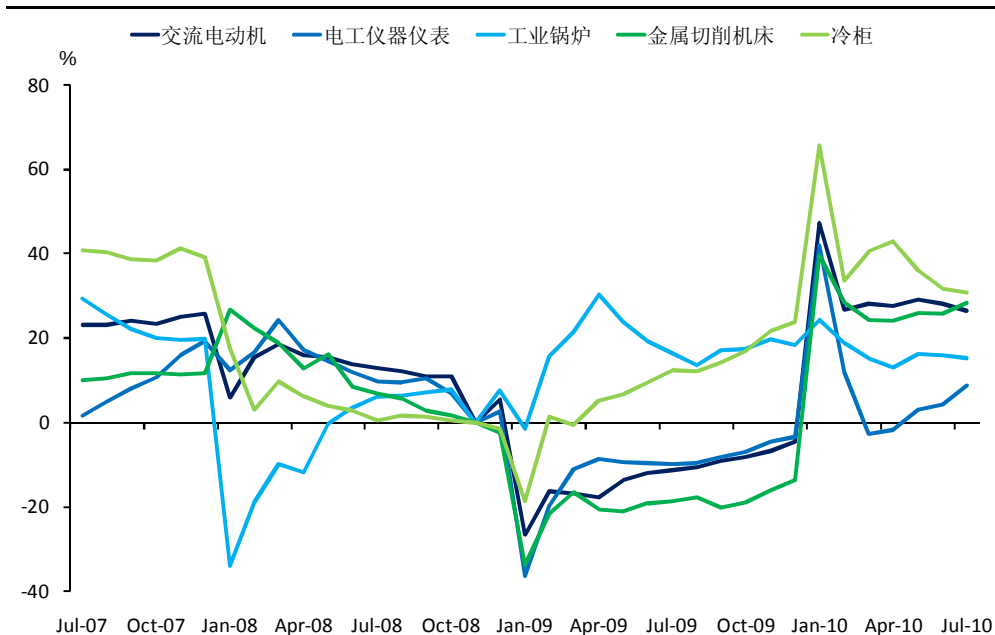


数据来源: Wind, 爱建证券研发总部

3.2 机械及家电用钢需求间接受到房地产调控影响

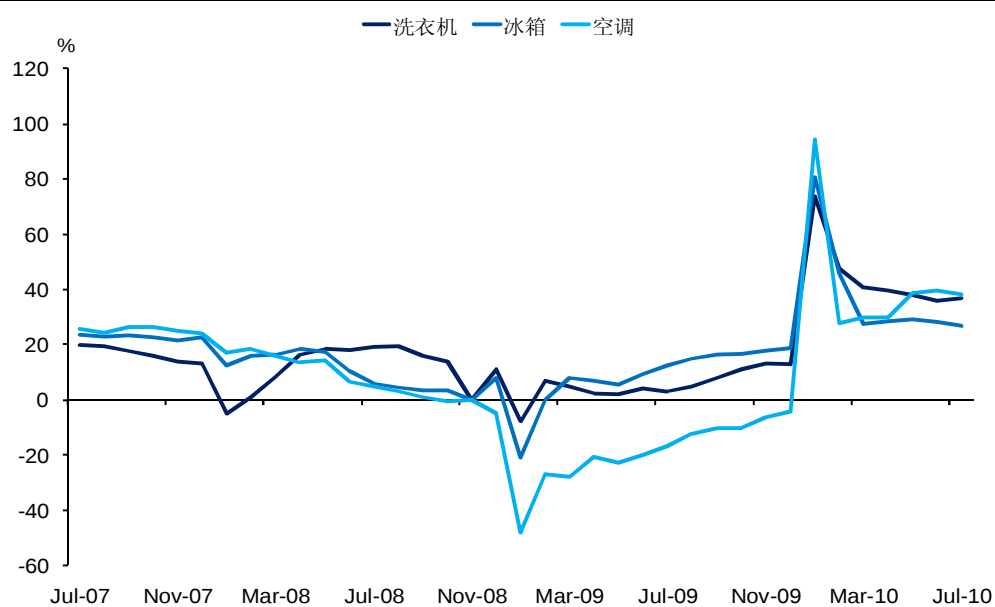
除此之外，由于房地产开工面积的减少及基础建设投资的下降，还会间接导致对机械用钢需求的下降，甚至对房地产行业的调控还会引起家用电器销售的减少而引发家电用钢需求的下降。

图表 11 机械产品产量增速平缓



数据来源：Wind，爱建证券研发总部

图表 12 家电产品产量增速也保持低位

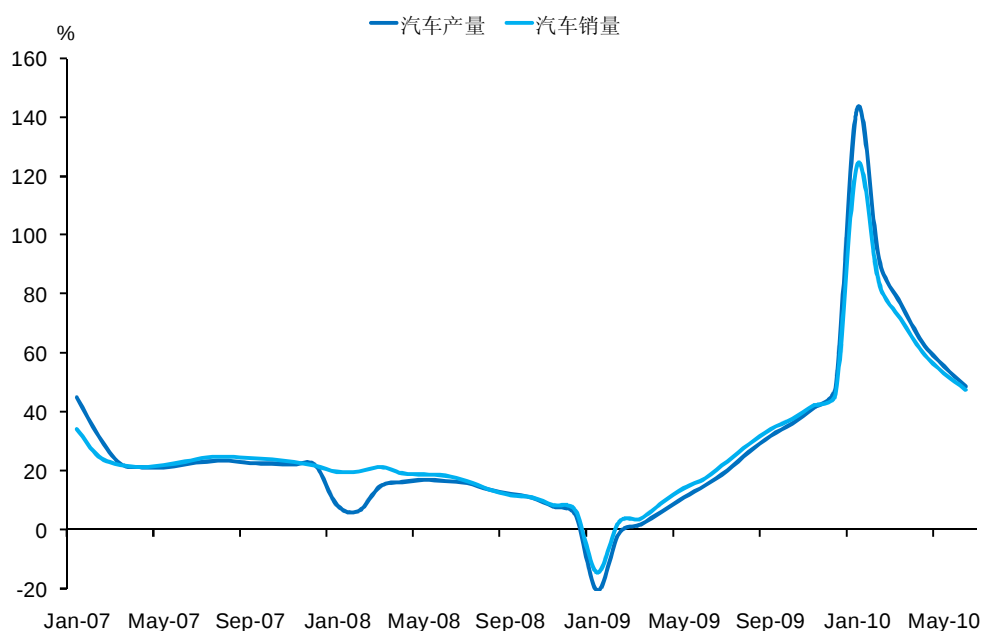


数据来源：Wind，爱建证券研发总部

3.3 汽车造船增速都有不同程度的回落

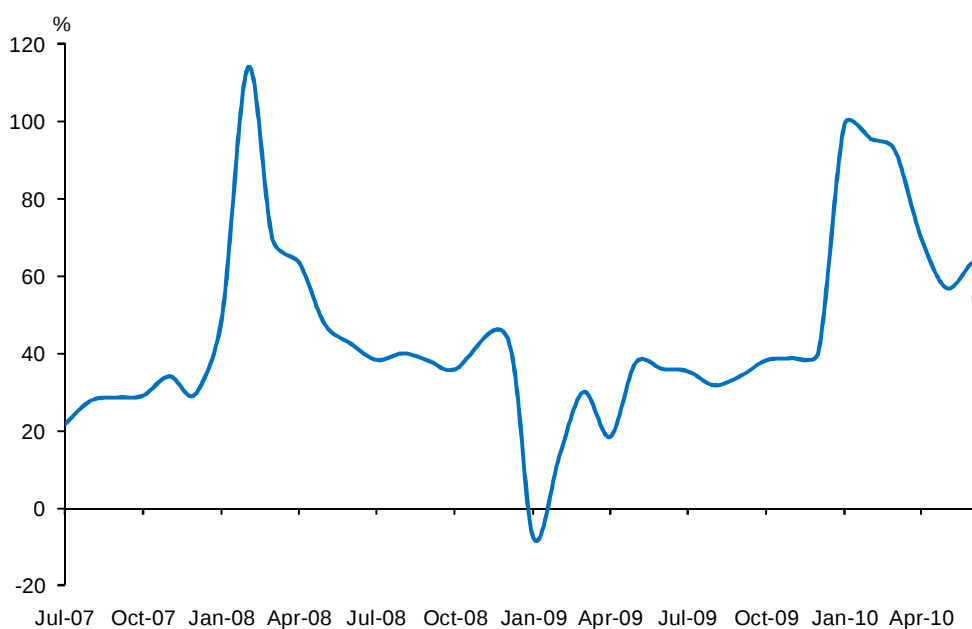
而汽车行业经过了去年的高速发展，目前增速已明显回落(见图表 13)。造船也有一定程度的下滑(见图表 14)。

图表 13 汽车产销量增速下滑明显



数据来源: Wind, 爱建证券研发总部

图表 14 民用钢质船舶产量增速也出现明显下降的势头



数据来源: Wind, 爱建证券研发总部

3.4 未来两年我国钢材需求增速将大幅下滑

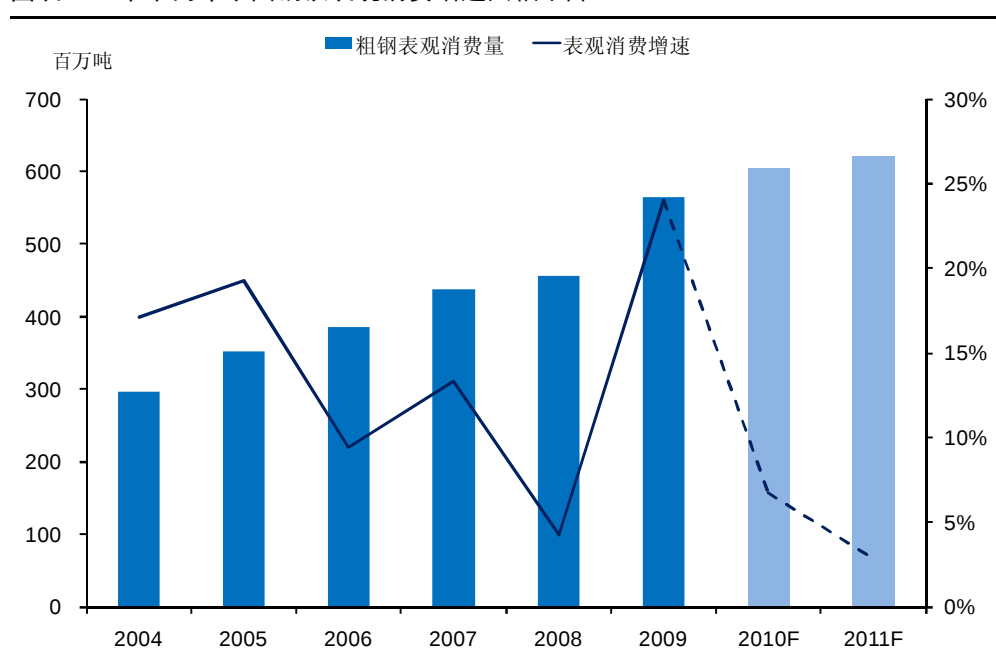
在这种大背景下，我们认为第四季度以及 2011 年钢铁下游需求不会有太大起色。中国钢材表观消费量的增幅 2010 年及 2011 年仅为 6.7% 和 2.8%，远远低于过去的水平。

图表 15 国际钢协预测中国钢材表观消费增速将大幅下滑

地区	表观需求量（百万吨）			增速（%）		
	2009	2010F	2011F	2009	2010F	2011F
中国	542.4	578.7	594.9	24.8%	6.7%	2.8%
欧盟（27）	118.4	134.6	145.2	-35.2%	13.7%	7.9%
欧洲其他地区	23.9	27.2	30.4	-12.5%	13.5%	11.9%
独联体	35.8	39.8	43.0	-28.2%	11.0%	8.0%
北美自由贸易区	80.9	99.9	107.1	-37.4%	23.5%	7.2%
中南美洲	33.6	40.4	43.1	-24.1%	20.0%	6.7%
非洲	26.4	28.7	31.3	9.6%	8.6%	9.3%
中东	40.7	44.7	48.4	-8.0%	10.0%	8.2%
亚洲及大洋洲	761.5	825.7	857.7	8.7%	8.4%	3.9%
全球	1121.2	1240.9	1306.2	-6.7%	10.7%	5.3%

数据来源：WSA, 爱建证券研发总部

图表 16 未来两年中国钢铁表观消费增速大幅下降



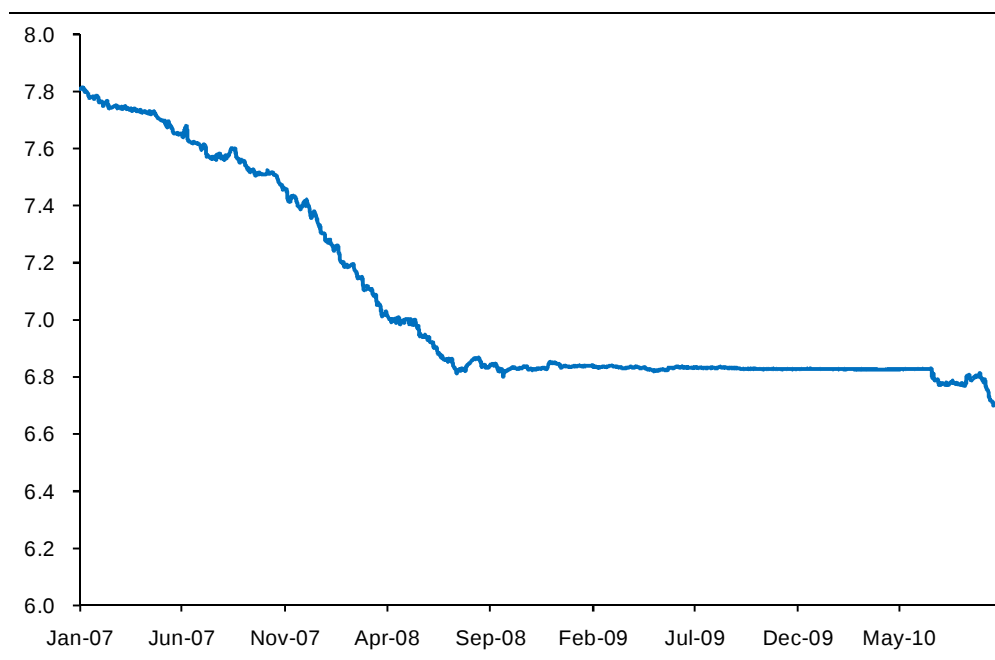
数据来源：WSA, 国家统计局, 爱建证券研发总部

四、钢材出口将受取消退税及人民币升值预期冲击

自 2010 年 7 月 15 日以来，财政部、国家税务总局取消部分钢材的出口退税。此次取消出口退税的商品清单中涵盖 48 种钢铁产品，基本覆盖了所有热卷产品，而冷轧卷则为宽<600mm 的产品，此外，还包括少量的型材。在此之前，除厚度 $\geq 3\text{mm}$ 高强度冷轧普中板卷出口退税率为 13%外，其他品种出口退税率均为 9%。此次取消后，这部分产品出口肯定会受到较大影响。

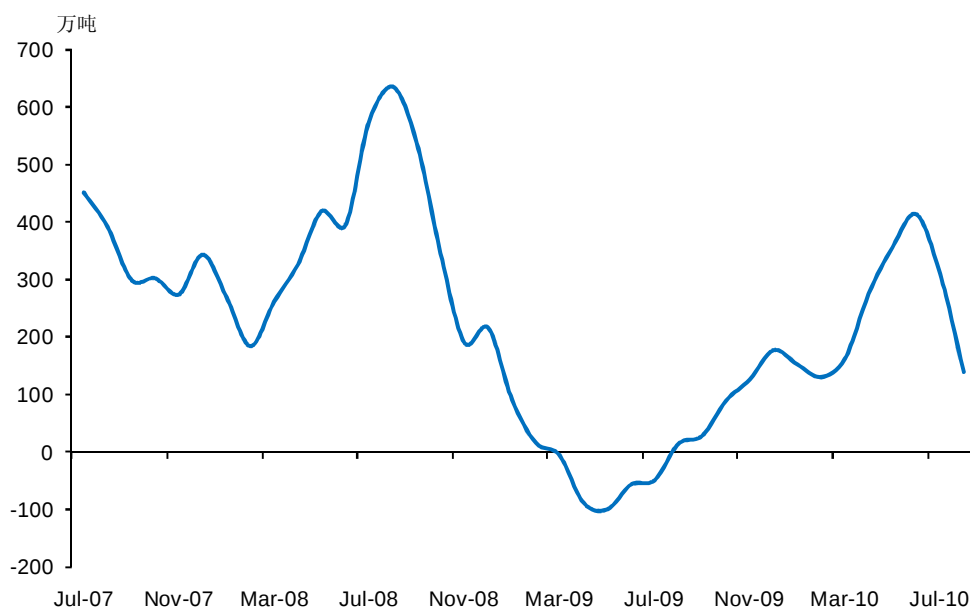
而人民币再度升值也对我国的钢铁出口造成较大困难，从近几个月的情况看，钢材出口呈现比较明显的下降趋势。

图表 17 美元兑人民币汇率走势图



数据来源：Bloomberg，爱建证券研发总部

图表 18 中国粗钢月度净出口量图表



数据来源：海关总署，爱建证券研发总部

五、铁矿石成本下降将扭转钢厂亏损的局面

虽然中钢协及中国钢铁企业一直没有明确承认铁矿石季度谈判，但这实际上已经成为一个既定的事实。由于下半年出现的钢厂减产导致对铁矿石需求下降，第三季度进口铁矿石价格大幅下跌，如图表 19 所示。在担忧第四季度铁矿石需求可能进一步下滑的情况下，“三大矿商”主动调低了第四季度铁矿石报价。据估算，四季度铁矿石价格总体将比三季度下降约 10%~13% 左右。

图表 19 国内主要港口进口铁矿石到岸价（CFR）

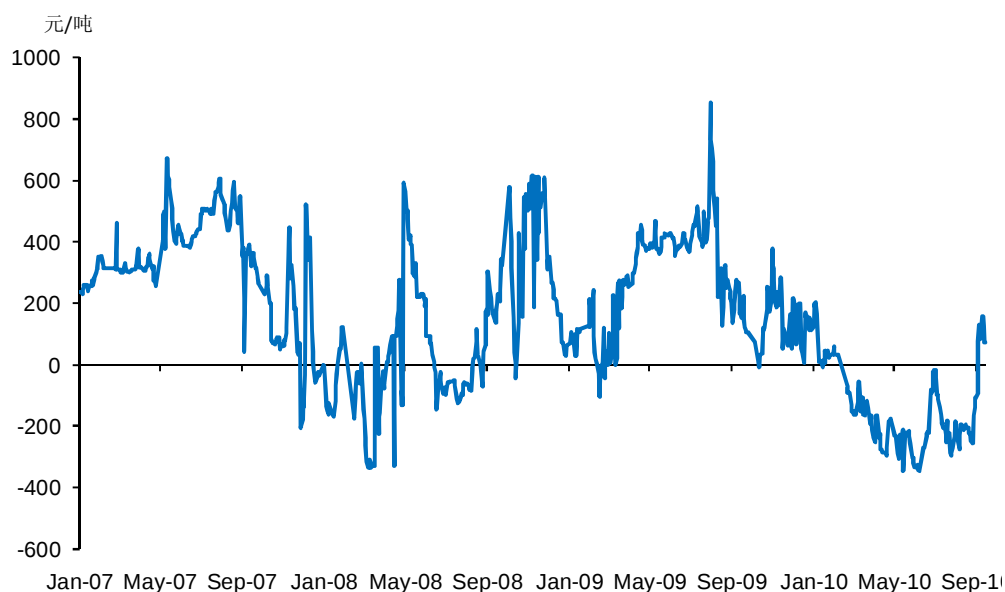


数据来源：Bloomberg，爱建证券研发总部

这样一来，在不考虑其他成本变动的情况下，使用长协矿的钢铁生产商的 2010 年 4 季度生产成本将比 3 季度每吨下降 160~190 元/吨左右。

而我们根据现货原材料的价格及钢材现货价格模拟出钢厂的毛利状况（见图表 20），发现钢厂在目前基本能够扭亏为盈。

图表 20 根据现货价格模拟的螺纹钢毛利走势



数据来源：爱建证券研发总部

六、下半年投资策略及重点关注公司

对于第四季度，我们对钢材走势的基本判断是：随着金九银十的钢材消费旺季到来，钢材价格将在近期延续反弹趋势。但更长远一点来看，2011 年上半年的钢材产量释放将会对远期钢价形成非常大的压力。综合考虑，我们仍然维持钢铁行业的“中性”评级。

针对第四季度的投资思路，我们建议重点关注兼并重组题材。其实早在 2009 年 3 月，国务院发出的《钢铁行业振兴规划》中明确指出：进一步发挥宝钢、鞍本、武钢等大型企业集团的带动作用，推进鞍本与攀钢、东北特钢，宝钢与包钢、宁波钢铁等跨地区的重组。力争到 2011 年，全国形成宝钢集团、鞍本集团、武钢集团等几个产能在 5000 万吨以上、具有较强国际竞争力的特大型钢铁企业；形成若干个产能在 1000 ~ 3000 万吨级的大型钢铁企业。而实际上截止到目前，除了鞍钢与攀钢的合并以及河北钢铁集团顺利挂牌外，宝钢与广东钢铁集团、武钢与广西钢铁集团、济钢与莱钢组建山东钢铁集团这些项目进展都不顺利，目前距完成《钢铁行业振兴规划》提出的目标只剩下 1 年左右的时间，我们相信未来一段时间钢铁行业将会展开一系列兼并重组事件，重点可关注**莱钢股份**、**广钢股份**、**八一钢铁**等。

而我们在下半年策略中提到的特钢行业，我们认为第四季度仍可关注。由于特钢行业从生产工艺到产品用途与普通碳钢都有着很大差别，因此普通碳钢所面临的诸如产能过剩等对特钢而言，都不会构成太大的问题。而且特钢产品具有良好市场前景，从过去几年的情况看，特钢产品即便有成本上涨压力也能够通过向下游提价转移释放，使毛利率继续保持稳定。在最近一年的走势中，特钢股票明显要强于普钢股票。重点可关注**大冶特钢**、**中原特钢**等。

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。