

[2010. 09. 27]

行业评级

钢铁行业

买入

钢铁不能一直都是烫手山芋

——钢铁 2010 年第四季度策略报告

姓名：任宪功

86-10-5836 2782

renxg@hotmail.com

姓名：刘勇

86-10-5836 2789

liuyong@bhq.com

SAC 执业证书编号：S1150210070003

核心观点：

- 让人困顿的钢铁股
- 节能减排冲刺，钢价穿上救生服
- 保障性住房建设登台，钢材消费不忧

投资要点：

● 让人困顿的钢铁股

我们对钢铁行业表现为何如此之差，以及强势个股为何强势进行了必要的反思。通过梳理发现尽管今年以来钢价走势并不差，从年初到 9 月 20 日，螺纹钢 3.0 上海上涨了 11.2%，符合我们的预期。但由于行业基本面的四大问题没有得到根本性改观，在经济与政策的混沌阶段，表现最差有它的逻辑和原因。

● 节能减排冲刺，钢价穿上救生服

下半年已成为地方政府冲刺节能减排目标的关键时期，那么从已公布的降低能耗措施来看，节能减排似乎不再是雷声大，雨点小，而处于风暴漩涡中的钢铁行业不可避免将受较大影响，因此我们在此关键时点评估节能减排将对钢铁行业产生什么样的后果，报告从（1）、节能减排的现状与对策；（2）节能减排导致钢价变化逻辑与实际效果预测两方面来分析。

● 保障性住房建设登台，钢材消费不忧

考虑到保障性住房的一系列现实压力，我们对不同计划目标完成率情况下的长材消费量进行预测。另外保障性住房的用钢强度 0.38 吨/平米。2010 和 2011 年悲观、中性、以及乐观假设下的计划目标完成率分别为 60%和 70%、80%和 90%、100%和 110%。得出长材消费量悲观假设下是 8482 万吨和 10071 万吨，中性假设下是 11309 万吨和 12948 万吨，乐观假设下是 14136 万吨和 15826 万吨。此外它的财富效应和交易受限将能带动汽车和家电消费，板材消费量也能得到提升。

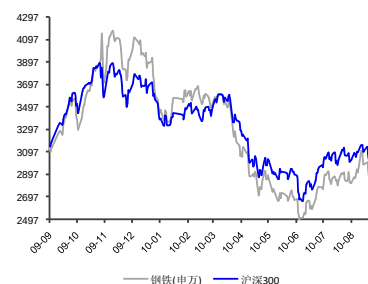
● 投资建议

我们认为钢价反弹可能会持续一段时间，看好四季度钢铁行业的投资机会，目前考虑买入钢铁股。选择的投资标的应该符合三个特征：大钢企、长材占比高、处在政策地。河北钢铁、新兴铸管便是不错的选择。随着节能减排任务重的省份相继推出同类措施，该区域的上市钢企也会有表现机会，如柳钢股份和八一钢铁、酒钢宏兴，此外行业龙头宝钢股份的经营业绩稳定，估值便宜，受益于行业减产，仍然值得推荐。

推荐公司

宝钢股份
酒钢宏兴
河北钢铁
新兴铸管
八一钢铁

买入
买入
买入
买入
买入



相关报告

- 《探寻钢价奥秘》
- 钢铁行业四季度投资策略报告
2009. 09. 20
- 《一年河东，一年河西》
- 2010 年钢铁行业年度策略报告
2009. 11. 25
- 《成本转嫁进行时》
- 2010 年钢铁二季度投资策略
2010. 03. 31
- 《受两端挤压的钢铁减产与盈利下降》
- 2010 年钢铁下半年投资策略
2010. 06. 04

图表目录

图 1: 申万一级行业指数截止目前的表现排名	3
图 2: 钢铁行业生命周期阶段	4
图 3: 我国粗钢产量及同比增速	4
图 4: 我国钢铁行业固定自产投资	5
图 5: 龙头企业宝钢也无法摆脱行业周期变化	5
图 6: 钢价矿价比今年一直比较低	6
图 7: 钢铁与全部工业品的出厂价格和购进价格指数之差比较	6
图 8: 中钢协会员企业实现利润总额	7
图 9: 按算术平均法口径下的申万行业毛利率比较	7
图 10: 年初至今所有钢铁上市公司涨跌幅比较	8
图 11: 年初至今特钢价格指数	8
图 12: 大冶特钢近毛利率迎来较大程度反转	9
图 13: 大冶特钢毛利按下游行业划分占比	10
图 14: 方大特钢毛利率好转趋势明显	11
图 15: 方大特钢毛利按主要产品划分占比	11
图 16: 工业增加值增速与用电量增速反应能耗变化趋势	12
图(表) 17: 全国各省市 2010 年上半年 GDP 单位能耗变动情况	13
图 18: 我国近几年重工业用电量占比非常高	13
图 19: 近八年来我国粗钢产量与钢价表现	15
图 20: 全国各省市今年累计产钢量排名	15
图(表) 21: 截止目前已采取限电措施的省份、减小量以及当地上市钢企	16
图 22: 长材占比排在前列的上市钢企统计	17
图 23: 上市钢企业绩对钢价上涨的弹性比较	17
图 24: 2007-2010 年当月实际消费量对比	18
图 25: 全国重点城市社会流通总库存(单位: 万吨)	18
图 26: 社会总库存占累计产量之比	19
图 27: 钢厂产成品库存占产量之比	19
图 28: PMI 原材料库存指数	20
图 29: 通用设备制造业原材料库存	20
图 30: 交通运输及设备制造业原材料库存	20
图 31: 钢铁行业下游需求分类	21
图(表) 32: 工信部划定的 18 个高耗能行业淘汰产能统计	22
图 33: 全国经济适用房竣工面积占比萎缩很快	23
图 34: 2009-2010 年我国保障性住房供应量规划目标	24
图 35: 2010 年的住房建设用地计划供给比例	24
图 36: 商品房竣工面积与长材销售量的比值表征住房用钢强度	24
图 37: 不同假设背景下的保障性住房建设对钢材的消费量预测	25
图 38: 2010 年螺纹钢 3.0 上海上涨 11.2%	26
图 39: 2009-2010 年国产铁矿石现货价格上涨 29.12%	27

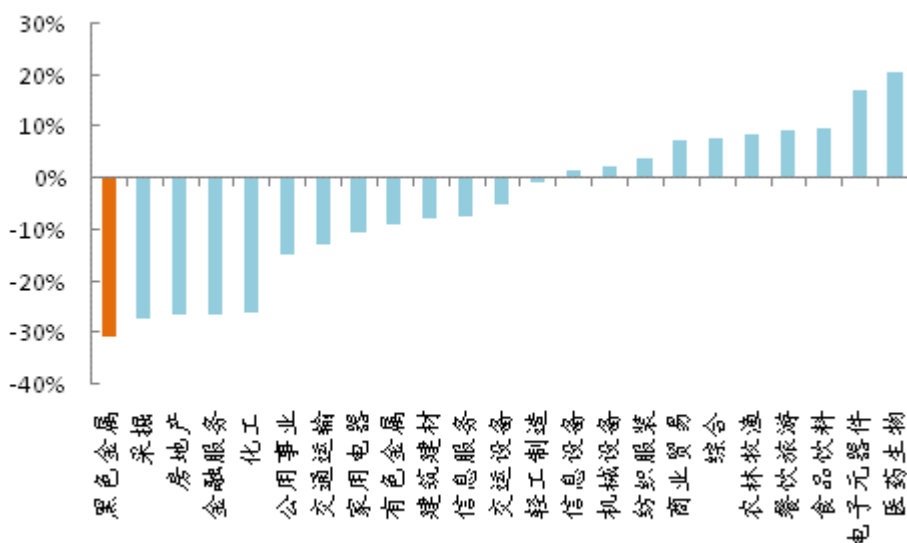
1、让人困顿的钢铁股

2010 年还剩一个季度就要过去了，在我们撰写今年最后一季度钢铁行业投资策略时，针对今年以来钢铁行业的运行状况，以及今年以来的钢铁板块表现做一下回顾和梳理，用一句话来概述就是，真是让人困顿的钢铁股啊。那么问题的关键是，我们想告诉投资者，为什么钢铁股跌的最多？在钢铁板块下跌惨烈之时，那些幸存者凭什么独树一帜？

1.1、为什么钢铁股跌的最多？

我们选取今年 1 月 1 日——9 月 21 日所有 A 股行业表现数据，以申万一级行业指数为标准。统计发现，截止目前，沪深 300 指数下跌 20.08%，上证综合指数下跌 20.93%。只有五大强周期性行业黑色金属、采掘、房地产、金融服务和化工跑输大盘。

图 1：申万一级行业指数截止目前的表现排名



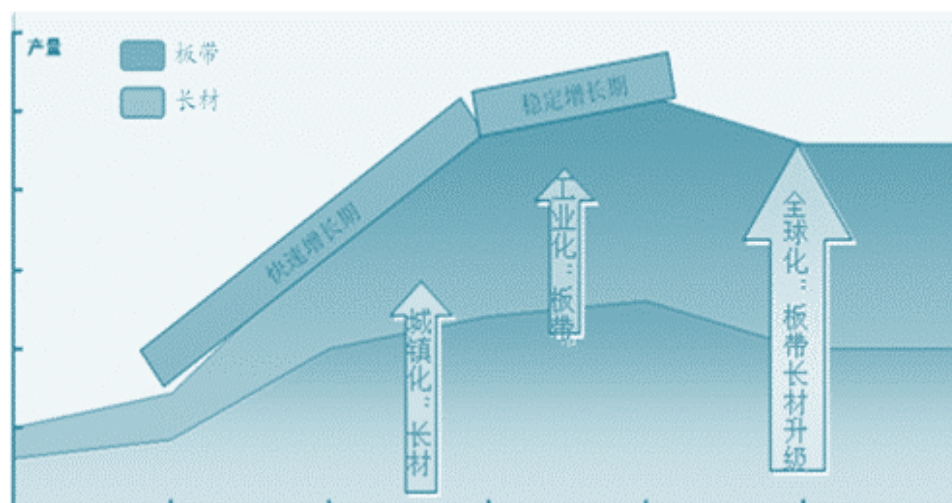
资料来源：wind 渤海证券研究所

众所周知，钢铁行业是强周期性行业，在经济复苏持续性不明朗、房地产调控下的经济二次探底之忧，以及结构转型预期强烈的背景下，其跑输大盘基本上是的，让人反思的是，为什么钢铁拿到了最后一名？为什么不是煤炭，不是金融，不是房地产，不是化工，不是有色金属。（实际上，我们在给出的四条理由中，其它行业基本情况或多或少要强于钢铁行业）

我们曾在之前的报告中陆陆续续的提到过钢铁行业在今年面临的恶劣形势，也即下跌理由，不外乎几种原因：（1）从行业生命周期角度看，钢铁已从快速发展阶

段步入稳步发展阶段，在过了这个拐点之后，投资者对钢铁股的兴趣大打折扣，因此，今年国内 A 股市场的震荡下挫行情特别不利于处于此生命周期阶段的行业。

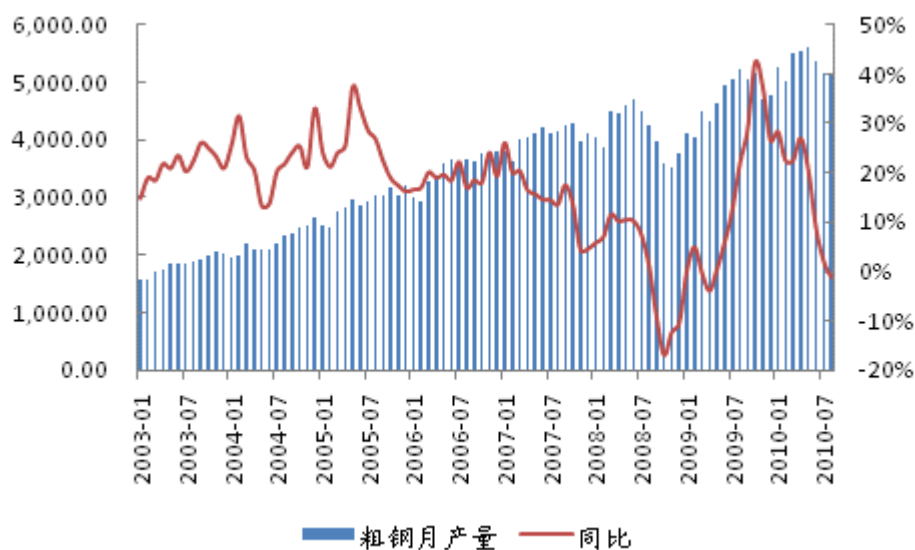
图 2: 钢铁行业生命周期阶段



资料来源：渤海证券研究所

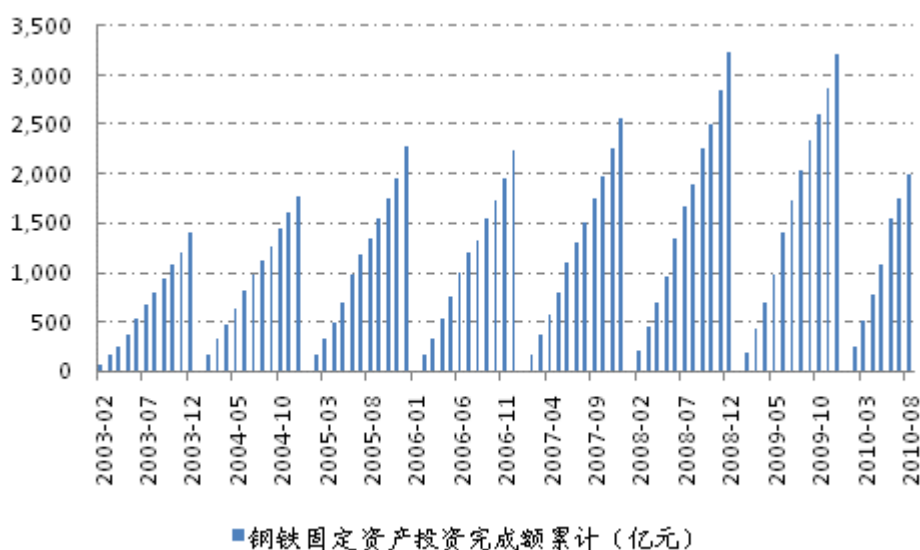
（2）钢铁供应释放太快，造成短期的供需失衡明显。我们提过一个观点，在中国市场管理机构以及类似于事业单位的国有企业对市场的前瞻能力较差，决策总是慢半拍。行业繁荣时累计的固定自产投资，经过 1-2 年的建设期，各项目在 2009 年下半年以后基本上都形成产能，加上市场高度分散，造成供应飙升，供需缺口明显加大，且可能维持一段时间。

图 3: 我国粗钢产量及同比增速



资料来源：wind 渤海证券研究所

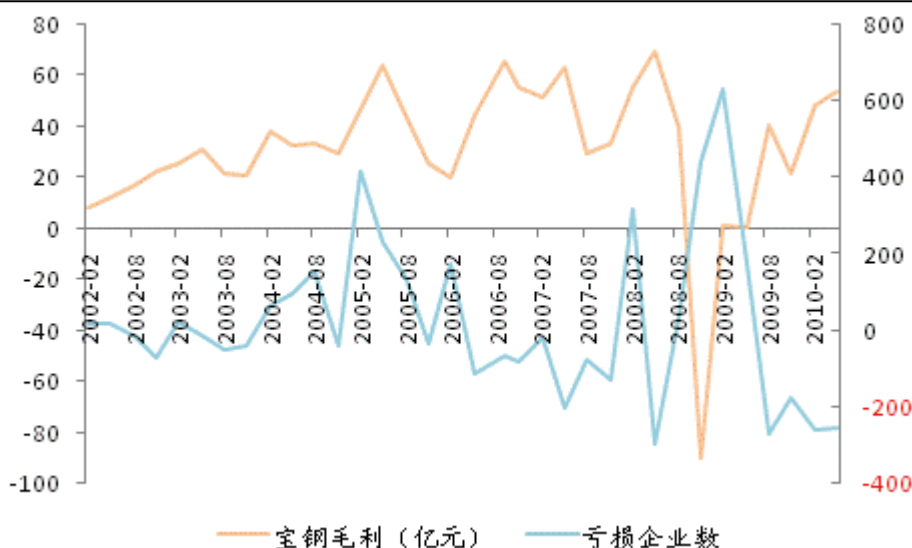
图 4: 我国钢铁行业固定自产投资



资料来源: wind 渤海证券研究所

(3) 在粗放式发展阶段, 各钢铁企业关注的是规模, 复制总比创新来的容易, 且复制同样能赚钱, 没有创新的动力, 因此目前各钢铁企业的产品同质化现象严重, 因此大家的周期也相同, 一荣俱荣, 一损俱损, 钢铁个股基本上与行业走势趋同, 这也造成了, 行业无论是向上还是向下, 形成的合力非常大。

图 5: 龙头企业宝钢也无法摆脱行业周期变化



资料来源: 公司公告 中钢协 渤海证券研究所

(4) 在所有的来料加工类行业中, 钢铁所受伤害似乎是最大的, 在铁矿石疯狂上涨的时候, 曾一度上升至国家战略层面讨论, 由此可见, 成本冲击对其造成的影

响也成了钢铁下跌的又一根稻草。钢价矿价比值自 09 年 7 月以来已连续下降 12 个月，接近历史低位水平。形成了高矿价、高钢价、低利润并存的局面。我们一直认为高矿价的根源两方面，一是产业资本的掌控力很强，两者处于非常不平等的产业链低位。二是金融资本旺盛，且资金成本低所造成的投机需求。

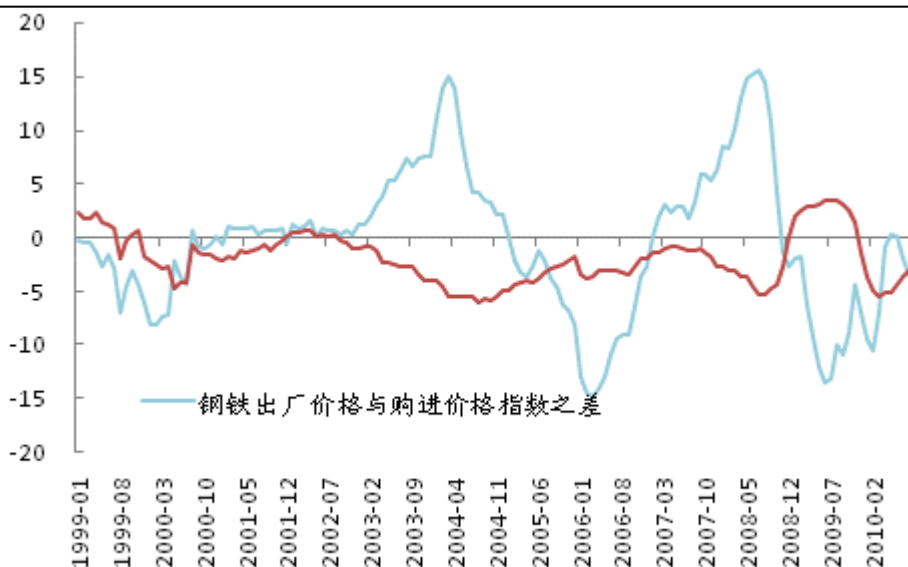
图 6: 钢价矿价比今年一直比较低



资料来源: wind 渤海证券研究所

尽管其它行业也同样面临基础原材料价格上涨的不利因素，比如铜加工行业、纺织行业等，但与铁矿石相较，规模小的多，行业负面影响小的多。与此同时我们观察钢铁的出厂价格指数与购进价格指数差，以及工业品的出厂价格指数与购进价格指数差，全部工业品的波动程度明显小于钢铁。

图 7: 钢铁与全部工业品的出厂价格和购进价格指数之差比较

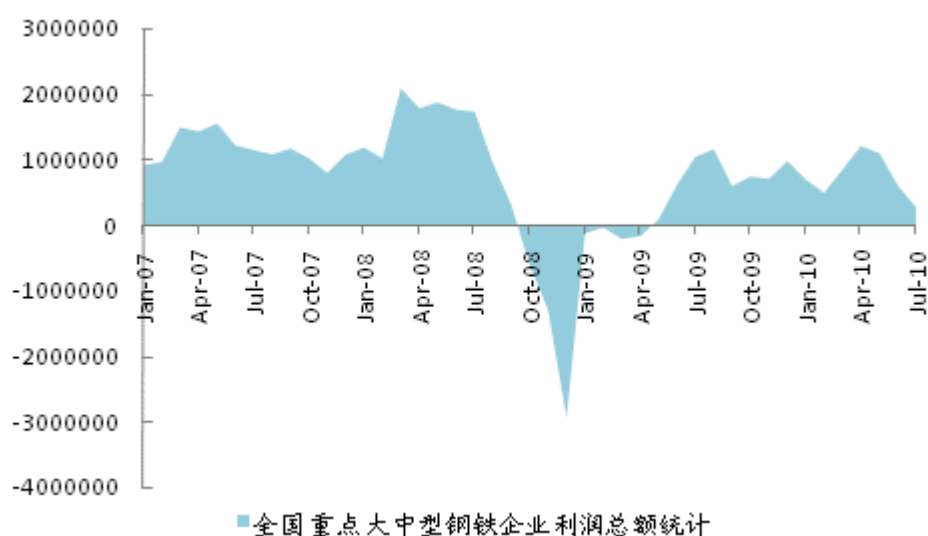


资料来源：wind 渤海证券研究所

正是由于上述的种种原因，我们看到钢铁行业产出结果确实也不尽如人意，从行业利润，以及从各盈利指标，都明显低于其它各行业。

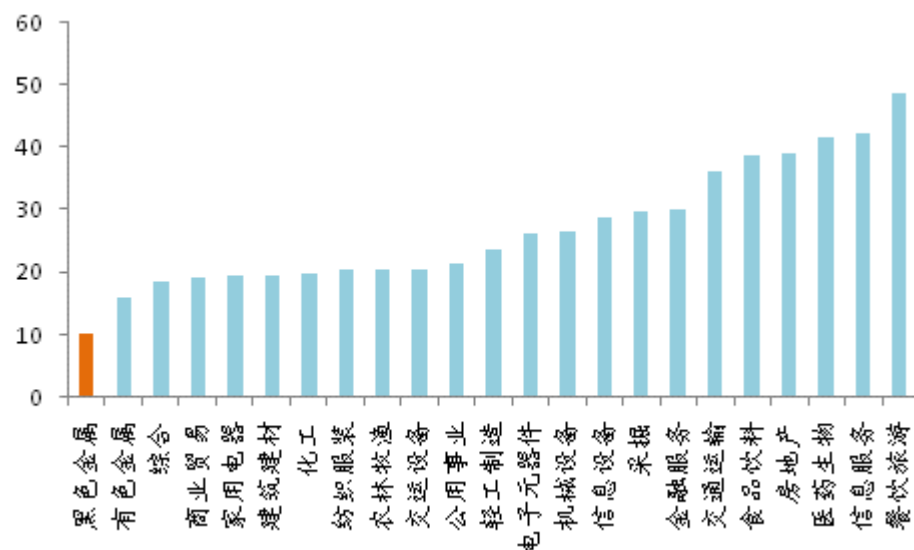
整个行业 2009 年的净资产收益率只有 3.42%，排名非常靠后；2010 年中期的毛利率水平是 9.99%，处于所有行业最后一名。盈利能力差可见一斑，难怪会成为沪深表现最差行业。

图 8：中钢协会会员企业实现利润总额



资料来源：中钢协 渤海证券研究所

图 9：按算术平均法口径下的申万行业毛利率比较

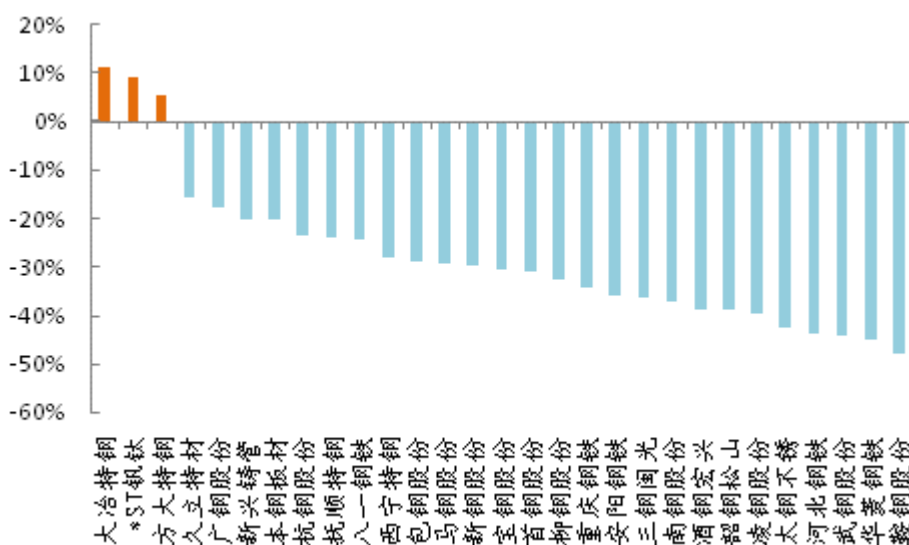


资料来源：wind 渤海证券研究所

1. 2、行业一片惨淡时，那些幸存者凭什么独树一帜？

前面我们提过，钢铁公司同质性严重，但通过对所有钢铁上市公司市场统计发现，仍然有三只股票走出了独立的强势行情，它们分别是大冶特钢、st 钒钛和方大特钢，期间收益率是 11.35%、9.12%和 5.24%。基本符合两大特征：流通盘规模中等和特殊钢产品。st 钒钛的上涨主要受益于事件型驱动，不作过多分析，当然其业绩也出现了环比和同比的上涨，与大多数钢铁公司表现一致。

图 10: 年初至今所有钢铁上市公司涨跌幅比较

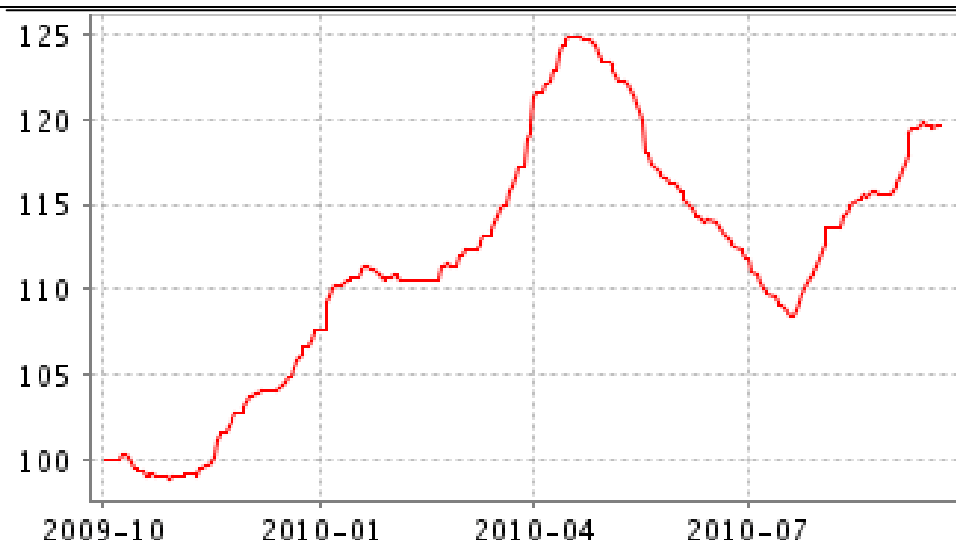


资料来源: wind 渤海证券研究所

特钢包括特殊用途钢和特殊性能钢。特殊用途钢是指制成的另构件在特殊条件下工作，对钢有特殊要求，如物理、化学、机械等性能。而特殊性能钢普遍指的是特殊质量合金钢，这些钢具有电磁、光、声、热即电化学等效应。目前我国有特殊钢企业 32 家，随着我国制造业的发展而逐渐成长起来，尤其是当钢铁规模达到一定阶段后，钢铁的精细化发展将成为趋势，因此特钢的前景仍比较广阔。

目前来看，特钢价格走势与普碳钢价格走势基本保持相同的趋势，只是由于供应结构稍好于普碳钢，因此其波动幅度较小。下面是 09 年 9 月至今特钢价格趋势图，可看出目前特钢价格仍处于上升态势。

图 11: 年初至今特钢价格指数

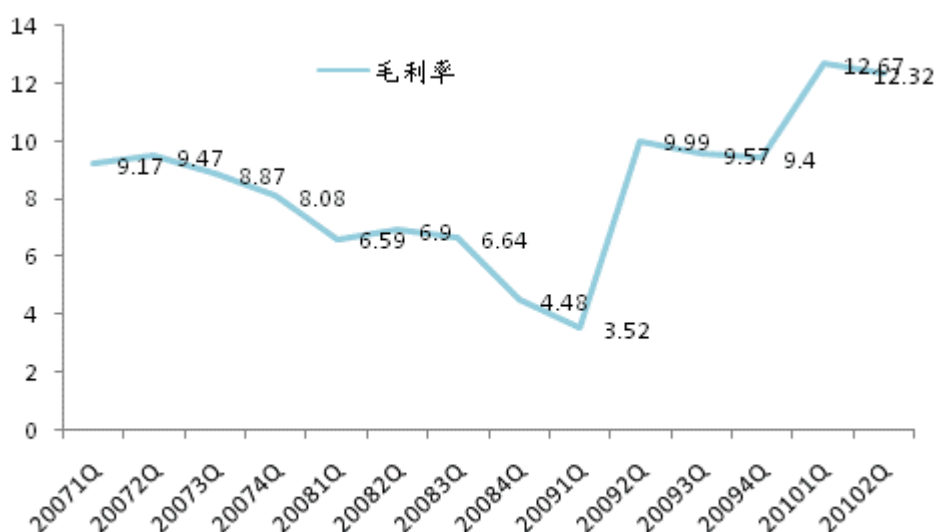


资料来源：我的钢铁网 渤海证券研究所

大冶特钢：内修外扩造就公司超预期发展

公司上半年超预期发展，从产出结果看，效益产品占上半年钢材总量的 26 %，同比增长186%。其中，高级轴承钢、高级齿轮钢同比分别增长34%、38%，铁路渗碳轴承钢保持国内领先水平，新开发的8407、8418 热作模具钢达到替代进口材的实物质量水平，供卡特彼勒IE 系列品种质量稳步提升，大规格T/P 系列高压锅炉管坯被国内外市场所认可，100Cr6 连铸轴承钢通过FAG 认证，38MnS6 连铸易切削钢通过日本爱知钢厂和丰田公司对我公司的工厂审核。开发新产品5.12 万吨，其中，开发核电支撑材料、涨断连杆用钢、高速列车电机轴用钢、钎头钻具用钢等，应用于新能源、高速交通、工程机械等高端行业，开发了潜在的高端市场。因此，公司的毛利率从水平出现稳定明显的上升。

图 12：大冶特钢近毛利率迎来较大程度反转

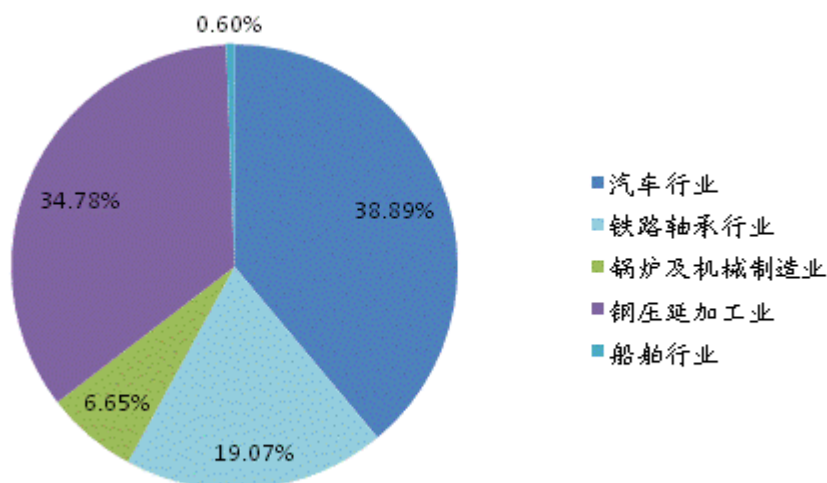


资料来源：wind 渤海证券研究所

大冶特钢毛利的好转，一方面来源于公司对内修炼，如狠抓研发，推出创新产品；降本增效，节能减排取得明显效益，吨钢综合能耗同比下降了13.72%，降低工序成本5834万元。另一方面在于公司产品的主要下游行业自09年以来保持高速增长，为公司发展提供了坚实的支撑。

下面是我们统计的2010年中期公司毛利润按下下游行业划分占比，汽车行业、铁路轴承行业和锅炉及机械制造业一共占据了总毛利润的64.62%，而这几个行业的增速恰好非常高。

图 13: 大冶特钢毛利按下下游行业划分占比



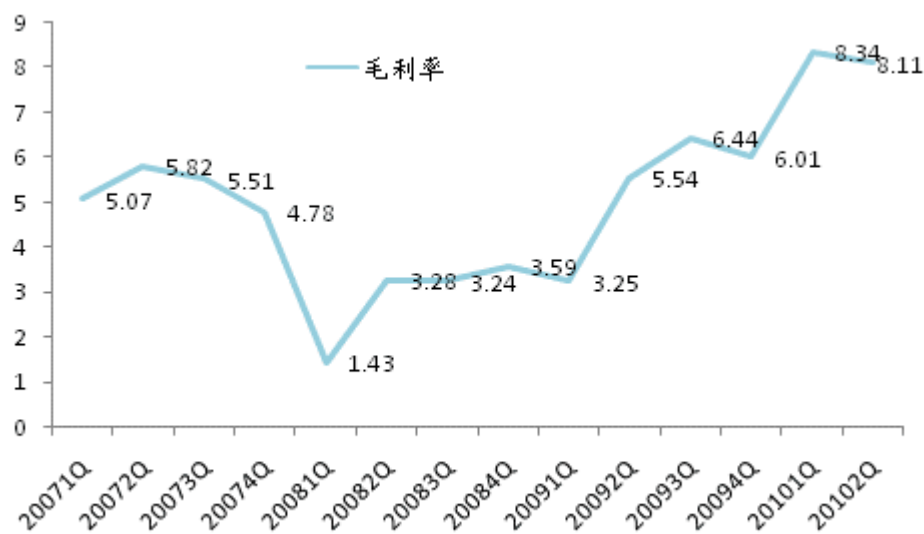
资料来源：公司公告 渤海证券研究所

方大特钢：改制后迎来公司发展春天

公司是我国最大的弹簧扁钢和汽车板簧生产基地，拥有从原材料铁矿石、焦炭到汽车零部件制成品的完整生产线，目前已从国有企业改制成为民营资本控股的上市公司。

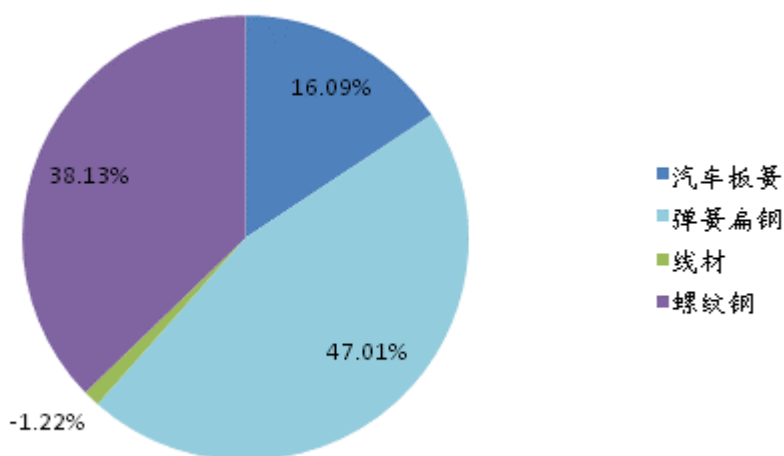
公司 2010 年表现如此抢眼，我们认为主要原因是改制后的整体管理经营能力上升，以及公司主导产品弹簧扁钢和汽车板簧随着汽车行业的快速发展而受益。可以看到公司目前的整体毛利率水平已超过金融危机之前时的水平。

图 14: 方大特钢毛利率好转趋势明显



资料来源: wind 渤海证券研究所

图 15: 方大特钢毛利按主要产品划分占比



资料来源: 公司公告 渤海证券研究所

二、节能减排冲刺，钢价穿上救生服？

今年下半年已成为地方政府冲刺节能减排目标的关键时期，那么从最近各媒体屡屡报道出的降低能耗措施来看，节能减排似乎不再是雷声大，雨点小，而处于风暴漩涡中的钢铁行业不可避免将受较大影响，因此我们在此关键时点有必要评估节能减排将对钢铁行业产生什么样的后果，打算从

(1)、节能减排的现状与对策；

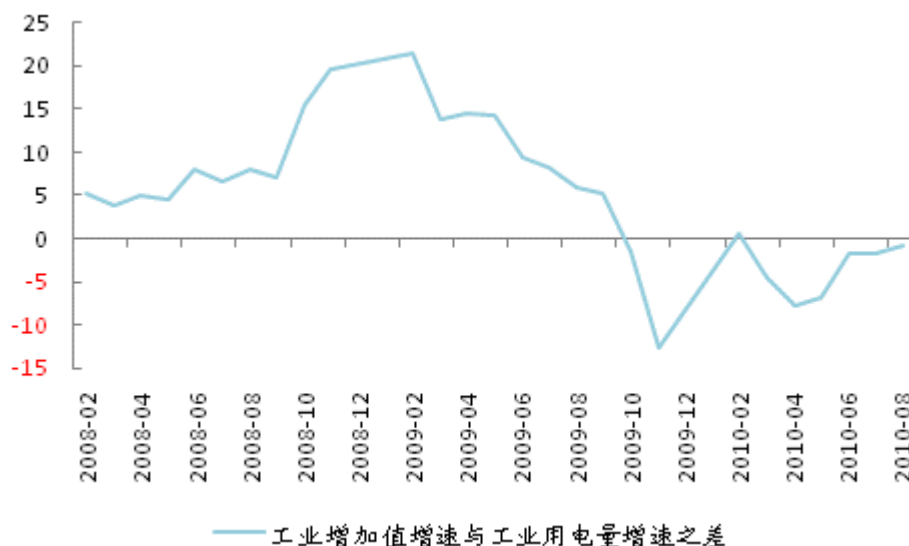
(2) 节能减排导致钢价变化逻辑与实际效果预测两方面来分析。

2.1、节能减排的现状与对策

2007 年公布的《节能减排综合性工作方案》明确了 2010 年实现节能减排的目标任务和总体要求，方案中指出，到 2010 年底，我国万元 GDP 能耗将从 2005 年的 1.22 吨标准煤下降到 1 吨标准煤以下，下降 20% 左右，单位工业增加值用水量下降 30%，主要污染物排放总量减少 10%，二氧化硫排放量从 2549 万吨减少到 2295 万吨。

首先我们从工业增加值与用电量增速来看 GDP 能耗的变动情况，当此差值向下时，证明产出能耗在升高，当差值向上时，表明产出能耗在下降。那么从该数据反应的情况看，产出能耗自 2009 年政府实施大刺激政策以来持续走高。这与发改委公布的各省市单位 GDP 能耗数据不谋而合。2010 年能耗变化依然没有明显和趋势性好转，我们大体上可认为目前的单位 GDP 能耗将与 2009 年的水平相同。因此如果要完成今年的节能目标，必须采取额外的措施。这是近段时间地方政府出台相关严厉措施的环境。

图 16: 工业增加值增速与用电量增速反应能耗变化趋势



资料来源: wind 渤海证券研究所

从节能目标看我们划定的是单位 GDP 能耗下降 20%。但“十一五”前四年累计单位 GDP 能耗下降 14.38%，今年上半年单位能耗不降反升，使得今年下半年的减排任

务十分艰巨。在十一五行将结束的时候，减排任务重的省份将对高耗能行业采取强制性措施限产。我们认为此次措施非常严厉，因为行政问责迫使相关地区领导人非常重视，他们的说法，就是不计代价，不讲条件，坚决落实。

然后，我们根据发改委公布的单位 GDP 能耗变化数据来看节能减排的压力。

下表是全国各省市上半年 GDP 单位能耗数据，可以发现，大部分省份要完成规定目标，任务比较艰巨。上半年全国平均下降了 0.88%，离全年下降 5.62%的目标还有一段距离。

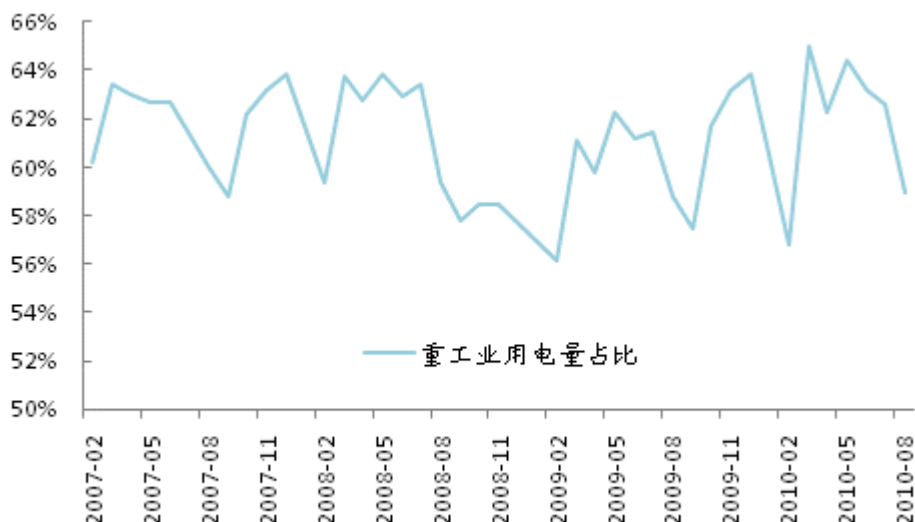
图（表）17：全国各省市 2010 年上半年 GDP 单位能耗变动情况

青海	7.53	河南	-0.85	湖北	-1.67	黑龙江	-2.98
宁夏	7.2	浙江	-0.97	北京	-2.4	海南	-3.19
广西	3.57	贵州	-1.03	福建	-2.42	重庆	-3.38
新疆	3.07	河北	-1.35	云南	-2.64	安徽	-3.58
陕西	0.89	山东	-1.64	内蒙古	-2.09	四川	-4.05
辽宁	0.32	上海	-0.53	广东	-2.21	吉林	-5.55
江苏	0.08	天津	-0.95	山西	-2.39		
湖南	-0.72	甘肃	-1.08	江西	-1.64		

资料来源：发改委 渤海证券研究所

因此我们理所当然会想到，要想快速的降低单位 GDP 能耗，最切实可行最见效的办法即是关停高耗能的重工业企业。因为在我国目前所处的发展阶段，重工业占国民经济的比重重，而且还处于只求规模、求发展，不太重视污染和能耗问题的阶段，重工业的单位 GDP 能耗远远高于其他行业。重工业占 GDP 比重只达到三成，但消耗全国 59%的能源。下图是我国重工业用电占比情况。

图 18：我国近几年重工业用电量占比非常高



资料来源: wind 渤海证券研究所

毫无疑问,为完成节能减排目标选择对重工业的关停将影响到工业产出并 GDP 增速的下降,因此这将是经济增长与节能减排的拉锯战,一方面,我们认为有迹象表明中央政府在地方官员政绩考核指标正在缓慢的改变过去以 GDP 为纲,另一方面,短期内的集中关停对经济增长的负面影响似乎也在可控范围之内。重工业的能源需求弹性大概在 2.1 左右,即 GDP 口径下的重工业增速每减慢一个百分点,能耗下降 2.1 个百分点。而按照下半年年 4.74% 的能耗下降比例,重工业增速需下降 2.3 个百分点左右,进而影响 GDP 下降 0.7 个百分点左右。

因此,从政绩考核的转变到对经济增长的负面影响有限,我们认为无论是中央政府还是地方政府在今年的最后几个月的时间内为完成节能减排目标而实施的关停重工业产能、落后产能的努力不会戛然而止。

钢铁产业是重工业和落后产能的典型代表,此次关停风暴也是从钢铁刮起,其后续影响还会再现。下面我们即来分析。

2.2 节能减排导致钢价变化逻辑与实际效果预测

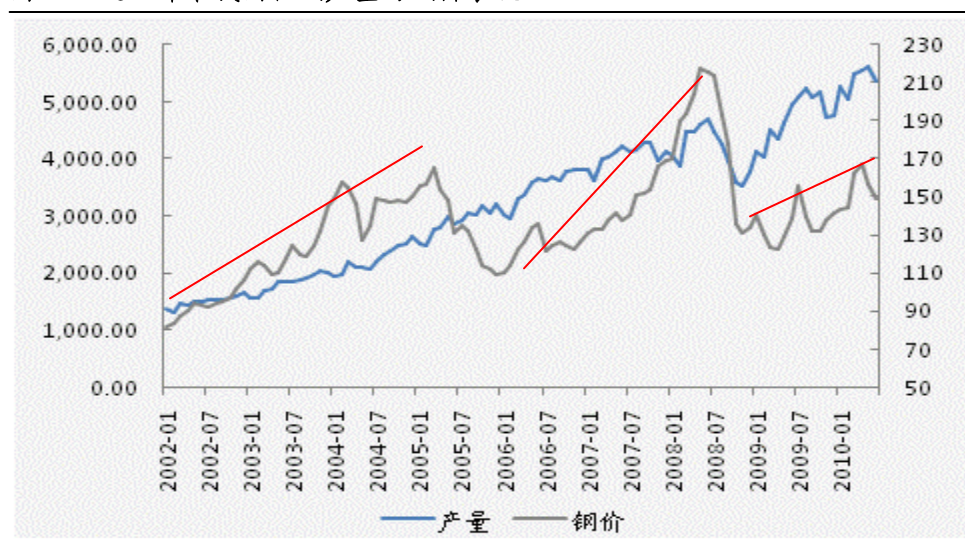
节能减排与钢价变化的逻辑关系,简短来说是通过控制产出影响短期供应量,造成短期内的供需失衡,冲击钢价出现较快上涨。

实际上钢材产量与价格的关系,在观察视角稍长一段时间内后发现,应该从不同

的视角解读产量与钢价：长期看，产量是需求量，产量增速高决定钢价趋势向好；短期看，产量是供应量，产量增速高决定钢价走势不乐观。

截取 2002 年以后的数据，我们大体上可认为钢铁行业还没有经历过真正意义上的主动减产，05 年之前几乎是一路上涨，08 年金融危机经历了一次快速的被动减产（我们把需求下降带动的产量下滑定义为被动减产），那么主动减产对钢价的影响无法从历史数据中观察。尽管我们可以从其它大宗商品如石油供给冲击下的油价暴涨找到支持案例。从逻辑上说，主动减产带来的供需调整至平衡状态，肯定会对钢价产生正面影响。这也是我们后期阶段性看好钢价的逻辑所在。但如果减产规模和持续时间逊于预期的话，那么钢价的表现也不会长久。

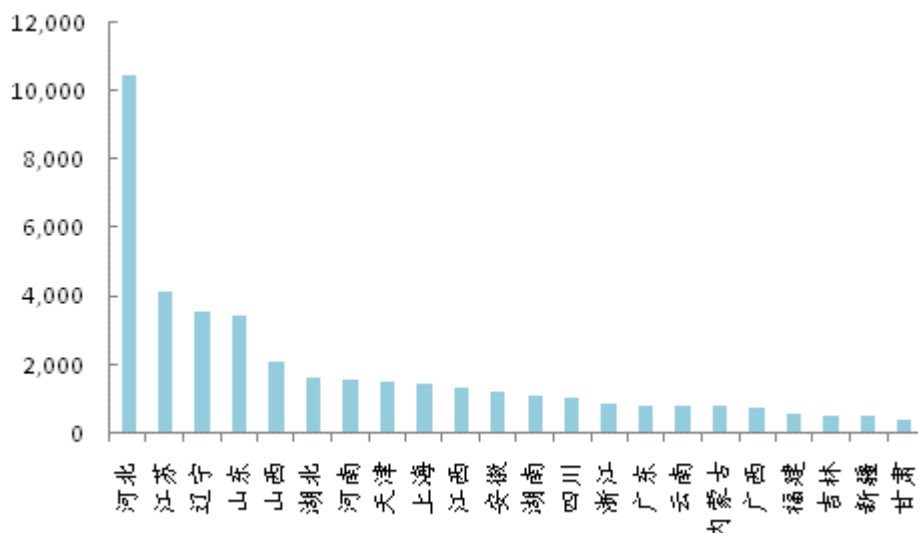
图 19：近八年来我国粗钢产量与钢价表现



资料来源：wind 渤海证券研究所

从政策出发逻辑看，最先限制钢铁产出的地方应该满足两个条件，一是节能减排任务重，二是钢材产量大。我们通过统计全国各省市今年 1-8 月累计粗钢产量，河北、江苏、辽宁、山东、山西五省占全国前 5 位。

图 20：全国各省市今年累计产钢量排名



资料来源: wind 渤海证券研究所

下表是我们根据公开资料统计的 8 月份以来已相继采取措施的浙江、江苏、山西和河北四省，其对钢铁行业的冲击。四省的钢材月减小量达到了前 7 月月均产量的 27.62%，可见幅度还是挺大的。按照比较保守的预计，全国的月减小量也达到了 15% 左右。钢材供应端压力的趋小程度可见一斑。

图（表） 21: 截止目前已采取限电措施 的省份、减小量以及当地上市钢企

	2010年月均产量	月减小量	持续时间	占比	当地上市钢企
浙江	232	25	不详	10.78%	杭钢股份
江苏	774	276	2个月	35.66%	南钢股份
河北	1518	349	4个月	22.99%	河北钢铁 新兴铸管
山西	238	110	2个月	46.22%	太钢不锈
四省合计	2762	760		27.52%	
全国合计	5677	760+100(假设)		15.15%	

资料来源: 百川资讯 渤海证券研究所

对于此次针对钢铁企业的关停风暴，我们认为有以下几点影响值得关注：

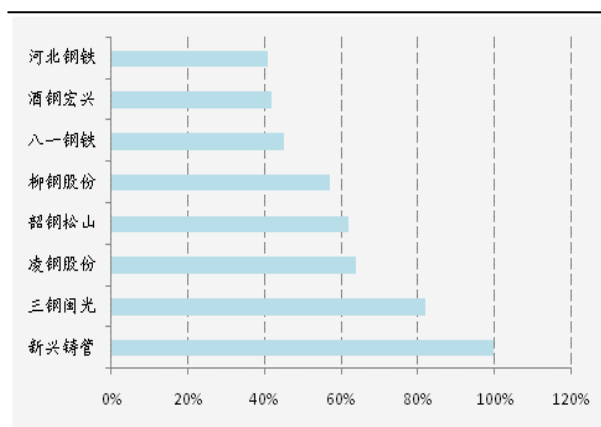
- （1）如果关停范围扩散至全国主要产钢区的话，将在短期内逆转钢铁供求关系。钢材价格很可能在供应大幅萎缩，四季度传统需求的背景下大幅上涨。由于受此次政策影响的主要长材生产线，因此螺纹钢和线材价格的表现会较好，线材占比

高的企业受益更加明显。

(2) 由于地方政府出台类似政策的时间点并不一致,而钢材的区域性特征较明显,因此处在关停范围内的非关停企业受益明显

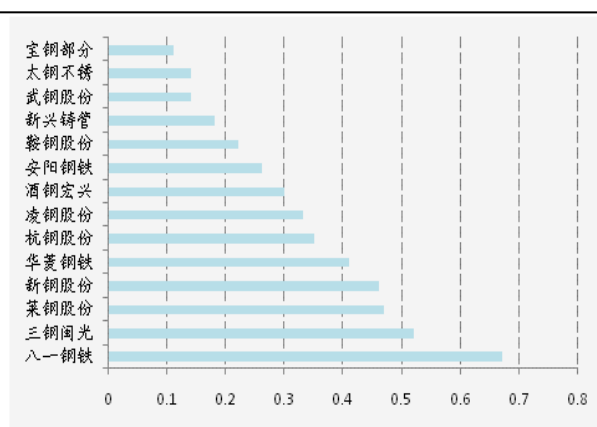
(3) 此次关停措施实施对象存在差别,受损的主要是中小钢铁企业,大型央企和地方所属的主要国企基本上被排除在外,所以大钢企是受益方。

图 22: 长材占比排在前列的上市钢企统计



资料来源: wind 渤海证券研究所

图 23: 上市钢企业绩对钢价上涨的弹性比较



资料来源: wind 渤海证券研究所

三、保障性住房建设登台, 钢材消费担忧吗?

尽管我们认为钢价的核心驱动力目前主要来自于供应端的变化,但对于需求端的情况了解和预测仍不能缺失,即使不能成为刺激因素,然也不能成为消极因素从而抵消供应减少的作用力。因此再重新审视钢铁下游需求。

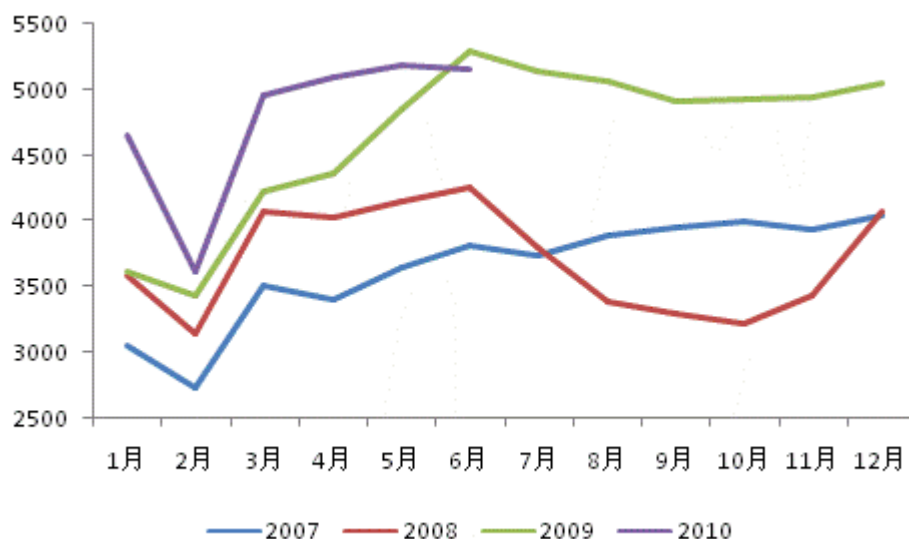
对下游需求的判断,按照我们以往的做法是预测下游需求增速,下游需求旺盛,钢材需求也继而旺盛,并进而换算成钢材需求量。考虑到该方法的先天不足,似乎对需求准确判断缺乏足够的支撑,我们拟改变这种思路,向逻辑和变化转变,不追求绝对数值,因为我们认为下游需求至少在一段时期内看不会快速增长至产能瓶颈的临界点。先前那种思路本身无法带来有用的信息。

3.1、季节性消费趋势未变

钢材的季节性消费趋势明显,每年的 9 月、10 月是钢材消费的传统旺季,也有所谓的“金九银十”,但总体上来看,第四季度的消费比较平稳,并不是主上升期,

那么这可从近几年的月实际消费量数据中观察到。因此，从季节性的角度，我们对于四季度的消费持中性态度，不乐观不悲观。

图 24: 2007-2010 年当月实际消费量对比

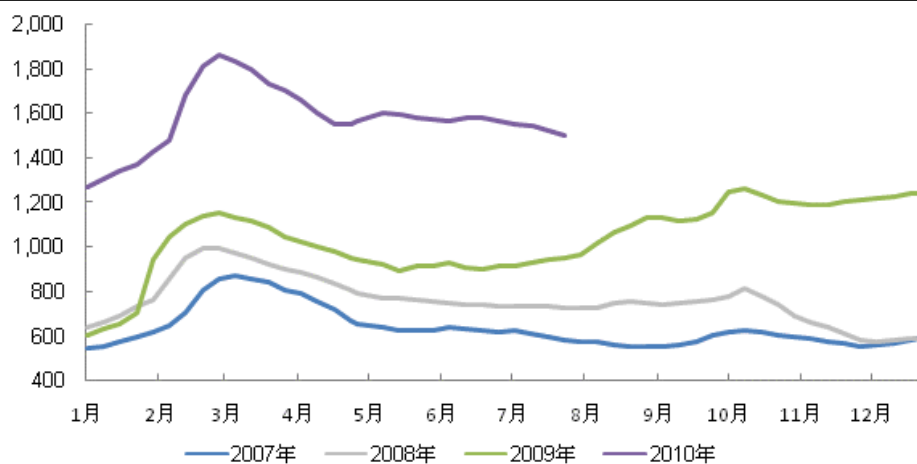


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.2、补库存对钢材需求影响偏正面

社会流通库存前几月经历了缓慢下跌，在需求淡季的情况下，库存下降，如果不是需求端的影响，则很可能是前几月对钢价不太乐观的背景下，流通商和下游用户主动去库存所致。

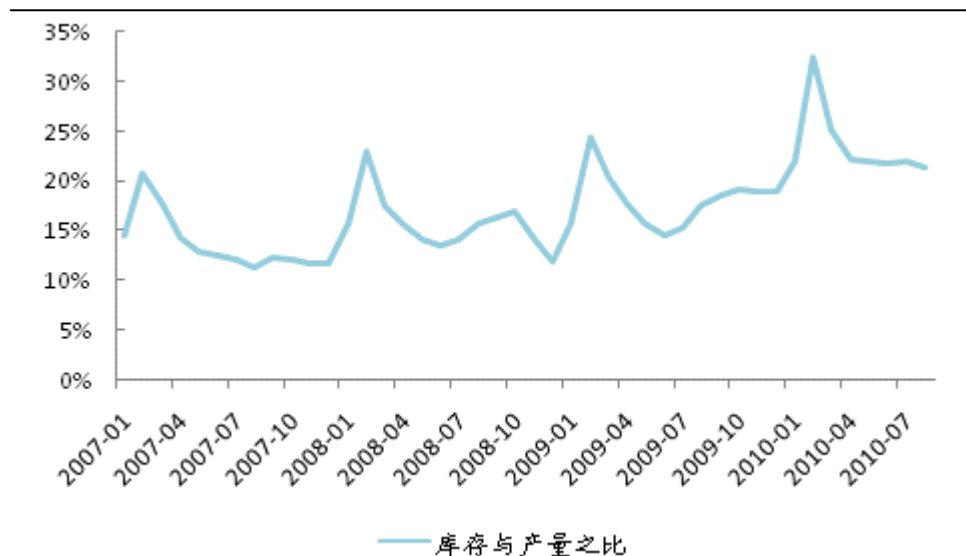
图 25: 全国重点城市社会流通总库存（单位：万吨）



资料来源: mysteel 渤海证券研究所

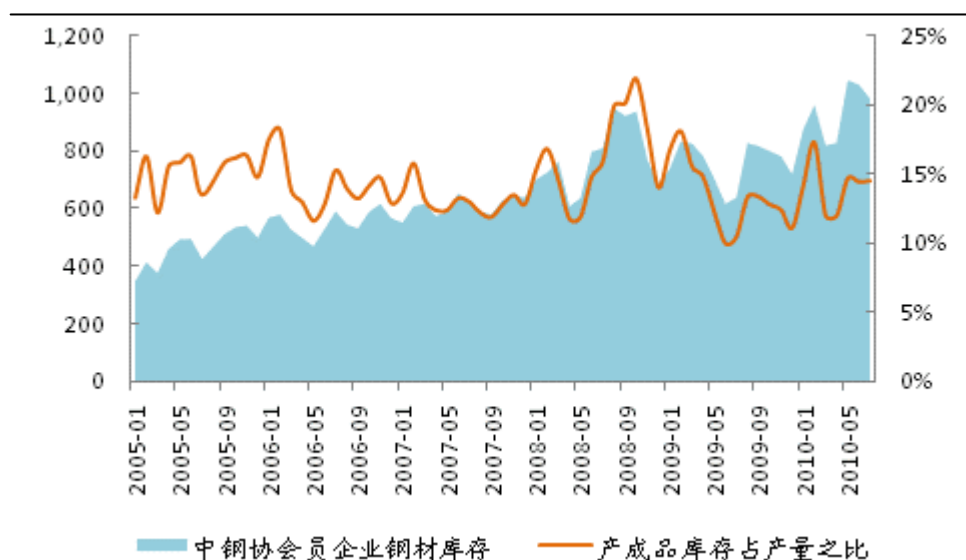
同时我们并不认为中间商库存过于庞大，按照库存产量比数据测算，目前的库存属于略微偏高，而且已经从最高点回落了。

图 26: 社会总库存占累计产量之比



资料来源: mysteel 渤海证券研究所

图 27: 钢厂产成品库存占产量之比



资料来源: mysteel 渤海证券研究所

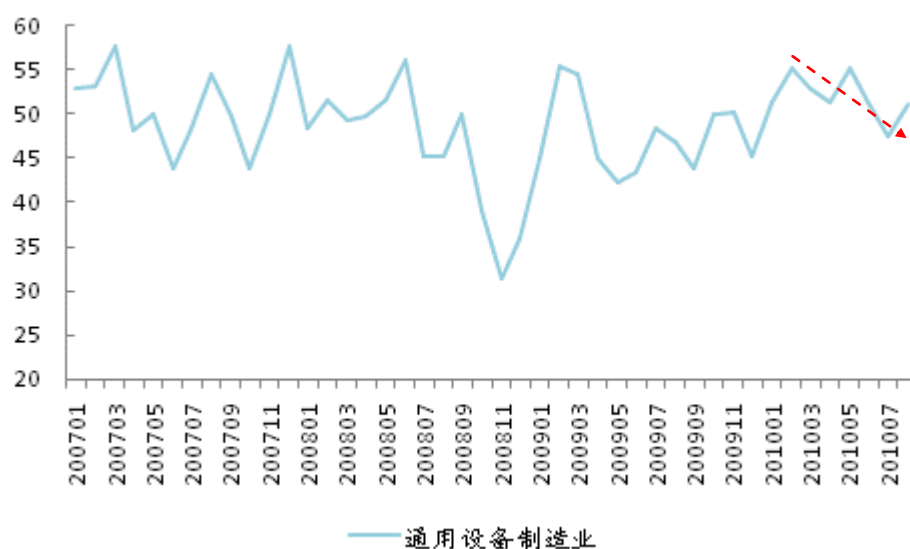
因此，如果由于外力因素使得需求方对钢价预期发生改变的话，则有可能在接下来的时间里重新补库存。而根据 PMI 原材料库存指数的下降趋势，我们大体上也能判断主要用钢行业如汽车、家电、机械和房地产的原材料库存已经连续下降。

图 28: PMI 原材料库存指数



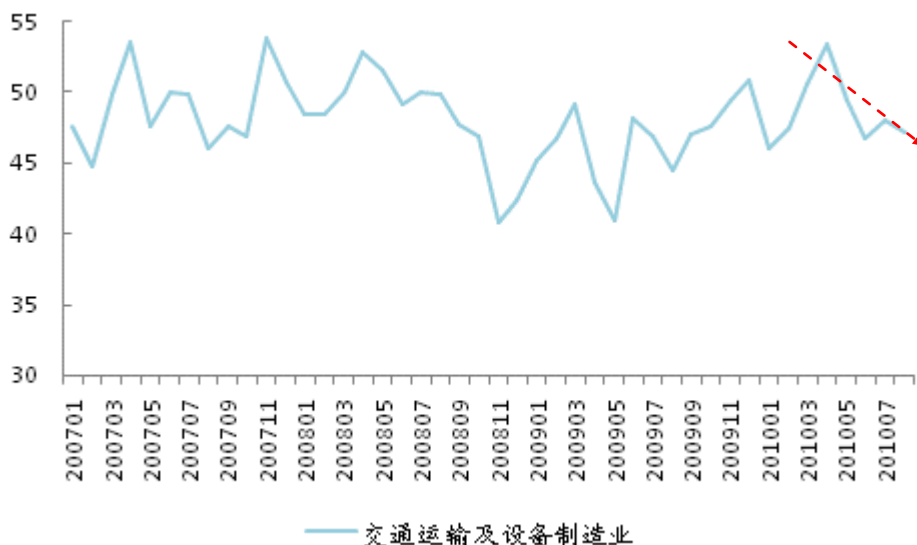
资料来源: 中采资讯 渤海证券研究所

图 29: 通用设备制造业原材料库存



资料来源: 中采资讯 渤海证券研究所

图 30: 交通运输及设备制造业原材料库存



资料来源：中采资讯 渤海证券研究所

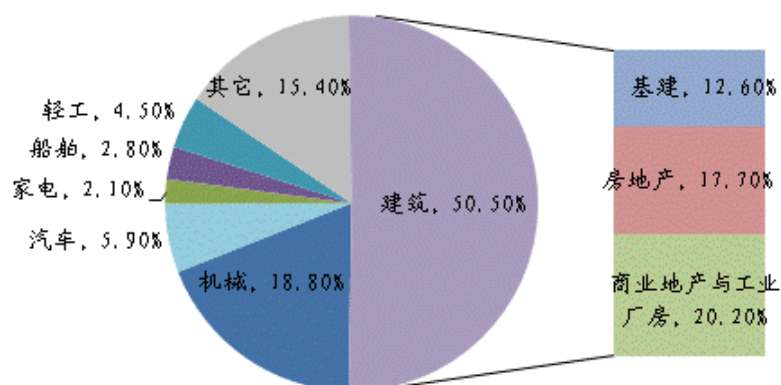
近段时间, 钢厂的产成品库存总量虽有所上升, 但企业产成品库存与产量之比, 目前仍维持在一个比较合理的水平, 由此可知, 中间商库存的减少, 并不主要是库存向生产商转移。

供应收缩，以及良好的钢价预期下将推动上下游向补库存的方向发展，这将放大短期内的钢材需求，对钢价影响偏正面。

3.3、节能减排对钢材需求的负面影响有限

最后，我们还考虑需求的另一个影响因素。诚然，对 GDP 能耗减排任务的担忧，投资者可能会担心，相关工业行业的限产，可能会导致工业产出出现下滑，进而影响到钢材需求。实际上，我们将工信部划定的 18 个高耗能行业及其淘汰产能进行解读，对比钢材消费下游需求分布，发现这 18 个高耗能行业对钢材的需求很小，甚至没有，也就是说，如果政府限产的思路主要集中在这 18 个行业的话，不会对钢材需求产生明显影响，即使我们从钢材需求上下游联动的角度看，其影响也很小。

图 31: 钢铁行业下游需求分类



资料来源：渤海证券研究所

图（表）32：工信部划定的 18 个高耗能行业淘汰产能统计

	淘汰产能（万）	淘汰产能（万）	淘汰产能（万）
炼铁	3524	铜	15
炼钢	876	铅	12
焦炭	2586	锌	29
铁合金	172	水泥	10700
电石	75	玻璃	993
电解铝	37	造纸	432
		酒精	69
		味精	19
		柠檬酸	1.7
		制革	1435
		印染	362162
		化纤	67

资料来源：工信部 渤海证券研究所

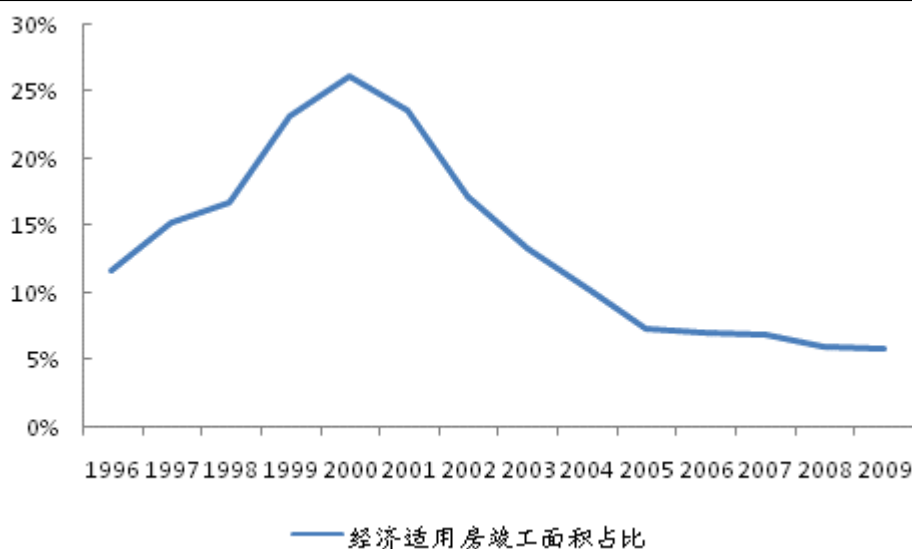
3.4、保障性住房建设提速，能解钢铁后顾之忧？

随着房价高涨严重超出大多数居民的购买能力，住房问题已成为政府和民众重点问题，关系民生和民心，住房问题处理不好将对社会稳定和经济的可持续发展产生一系列难以估摸的后果。因此，保障性住房建设重又进入大家的视野。实际上，从住房市场化以来，中央政府也实施过保障性住房政策，98 年中国实行住房制度改革，“建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系”，该政策的重心以经济适用房为主；06-07 年，廉租房体系和制度基本建立；09 年底至今，政府将住房重心重又回归保障性住房，制定了相关详实的保障性住房发展规划。尽管政府一直在推进保障性住房的建设，但总体来看，其发展相对商品房是非常缓慢甚至停滞的。通过经济适用房竣工面积占比变化即可看出保障性住房的极度

萎缩（注：由于数据缺失，我们仅用经济适用房数据来代表保障性住房。保障性

住房主要包括廉租房、经济适用房、限价房，其中廉租房和限价房的比例可能更低)。

图 33: 全国经济适用房竣工面积占比萎缩很快



资料来源：中国指数研究院 渤海证券研究所

保障性住房体系在中国已经成为了我国住房供应的最薄弱的一环，从根本上来讲，这是由政策和利益导致的，2003 年，政府明确指出将房地产业定位于国民经济的支柱产业，而经济适用房被定义成有保障性质的政策性商品住房，更不提廉租房和限价房了。此时，通过大力发展商品房，地方政府能最大限度土地财政，即是在这样的背景下，保障性住房停滞了很长一段时间。

据有关方面数据统计，我国目前市场中的存量保障房仅能覆盖 5-6%的城镇家庭，这离保障性住房覆盖 30%的低收入家庭目标相聚甚远。因此政府在今年相继出台了一系列保障性住房建设的文件。

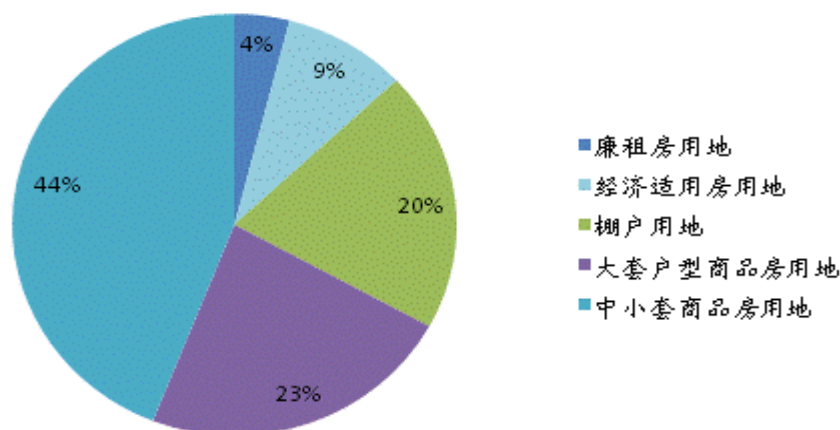
我们认为中央将通过建立地方政府问责机制、扩大保障性用地供给等主要措施，开始将政策侧重点转移到执行层面。根据最近出台的保障性住房建设规划，2009～2011 年将解决 750 万户城镇低收入家庭和 240 万户棚户区家庭的住房问题。2010 年建设各类保障性 300 万套、棚户区改造住房 280 万套、农村危改房改造 120 万套。不含农村危房改造的话，未来两年我国的保障性住房供应总套数将达到 620 万套左右，供应总面积达到 3.5 亿平米，

图 34: 2009-2010 年我国保障性住房供应量规划目标

类别	套数 (万)			供应面积 (万平方米)		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
经济适用房	60	160	170	3600	9600	10200
廉租房	177	180	161	8850	9000	8050
棚户区改造	130	280	300	7800	16800	18000
保障性住房	367	620	631	20250	35400	36250

资料来源: 住建部 渤海证券研究所

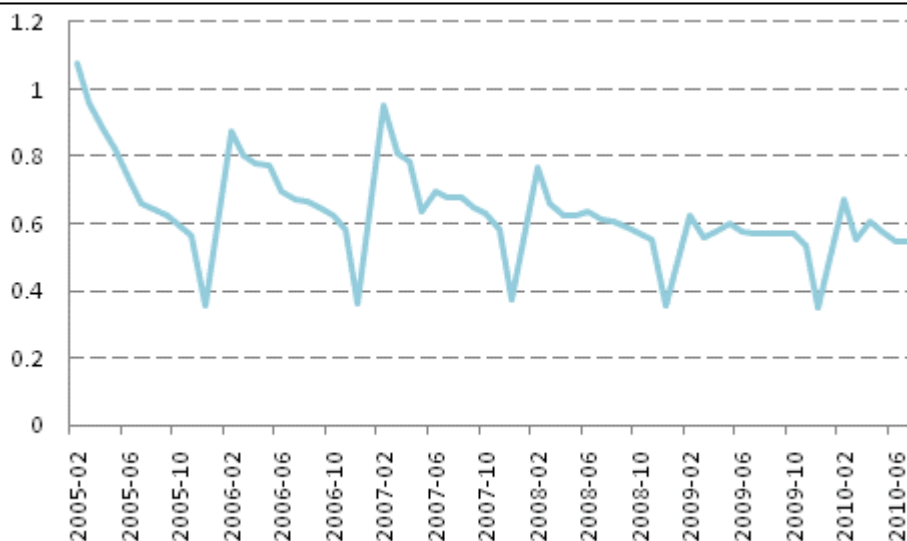
图 35: 2010 年的住房建设用地计划供给比例



资料来源: 住建部 渤海证券研究所

下面我们来计算我国商品房的用钢强度。抛开库存因素, 因为库存增量相对于销售量的比重较小, 故我们将长材销售量近似看作为消费量, 长材基本上是用在住房建筑领域。而前面我们也提到了非商品房住宅近几年的占比也很低, 因此大体上我们可假设所有的长材销售量均流向了商品房, 按此假设我们计算出, 目前我国的商品房的用钢强度大约是 0.4 吨每平米。

图 36: 商品房竣工面积与长材销售量的比值表征住房用钢强度



资料来源: wind 渤海证券研究所

然后最关键的是我们需要最终测算出,保障性住房建设将能带动多少钢材消费量。主要是长材的消费量。与此同时,保障性住房建设能增加财富效应,部分相当于政府的转移支付,普通民众用于住房支出的开支下降,而提升其它的消费支出,如汽车等。我们不认为保障性住房对普通商品房目前存在明显的挤出效应,因此住房供应规模的增大且由于实际居住程度大,将明显提升家电需求。总体来看,实际上保障性住房不仅能直接带动长材消费,也能间接提振板材需求,但此处对板材的需求量我们不做定量预测。

考虑到保障性住房的一系列现实压力,我们假设在不同的计划目标完成率情况下对长材消费量预测。另外保障性住房的用钢强度比商品房用钢强度要低一些,我们取 0.38 吨/平米。2010 和 2011 年悲观、中性、以及乐观假设下的计划目标完成率分别为 60%和 70%、80%和 90%、100%和 110%。按上述假设,我们得出能带动长材消费量悲观假设下是 8482 万吨和 10071 万吨,中性假设下是 11309 万吨和 12948 万吨,乐观假设下是 14136 万吨和 15826 万吨。

图 37: 不同假设背景下的保障性住房建设对钢材的消费量预测

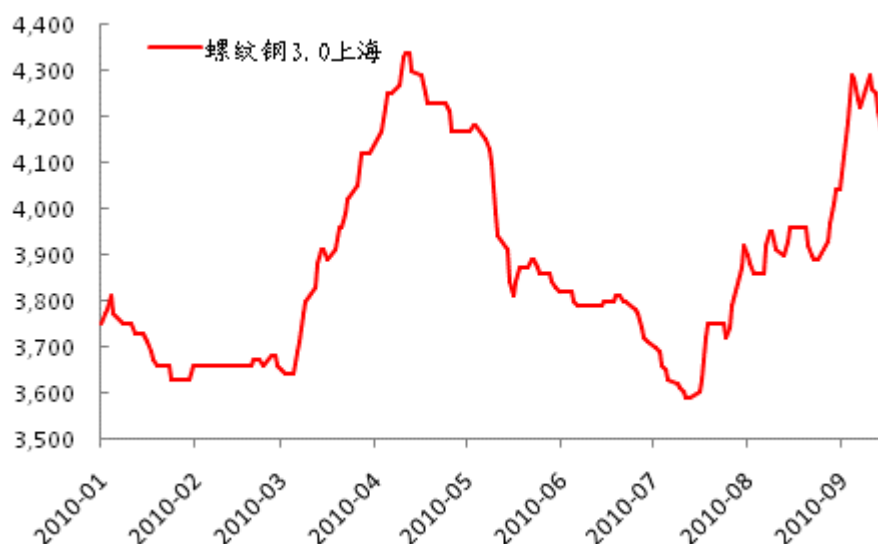
		计划目标	完成率	完成套数	竣工面积	用钢强度	长材消费量
悲观	2009	367		367	20250	0.38	7695
	2010E	620	60%	372	22320	0.38	8482
	2011E	631	70%	442	26502	0.38	10071
中性	2009	367		367	20250	0.38	7695
	2010E	620	80%	496	29760	0.38	11309
	2011E	631	90%	568	34074	0.38	12948
乐观	2009	367		367	20250	0.38	7695
	2010E	620	100%	620	37200	0.38	14136
	2011E	631	110%	694	41646	0.38	15825

资料来源：渤海证券研究所

四、投资建议

总体上，我们在四季度的投资策略中，首先对钢铁行业表现如此之差，以及强势个股进行了必要的反思。这帮助我们梳理思路，理清投资逻辑。发现尽管今年以来钢价走势并不差，从年初到9月20日，螺纹钢3.0上海上涨了11.2%，这符合我们的预期。但由于行业基本面的四大问题没有得到根本性改观，在经济与政策的混沌阶段，表现最差有它的逻辑和原因。

图 38: 2010 年螺纹钢 3.0 上海上涨 11.2%



资料来源：wind 渤海证券研究所

然后通过钢铁行业的两大主题节能减排和保障性住房建设进行了详细的解答，这可能从根本上改变未来一段时期内钢材的供需对比状况。通过分析，我们的观点

是，在一个季度内供应量下降是大概率事件，这对钢价形成正面推动，但需求的改善不会立竿见影，但也形成良好的预期。而目前时点下的两种良好预期很可能会推动一个季度内的再库存化，间接程度上扩大第四季度的消费需求。

因此我们在审视四季度的投资策略时，最终决定基本上延续二季度以来的投资策略不变。主要观点有如下几个：

- (1)、我们从去库存的速度和再库存的可能性两重角度看目前钢铁的实际需求，发现下游的消费能力事实上是超过我们的预期，尤其是建筑领域。
- (2)、7月和8月连续两个月的钢价反弹，驱动因素来自于行业限产和需求释放两方面，由于需求在未来几个月里逐渐明朗，且淘汰落后产能和节能减排的实际效果比之前预期的要好，因此我们略微修正我们对钢价判断的观点，由先前“对钢价期望不能太乐观”的观点，演变为“节能减排和产能淘汰实施雷声大，雨点也大将有可能使得钢价反弹的幅度和持续性得到加强”。
- (3) 铁矿石在产业链中的强势地位不会因为短期的下跌而得到有效根本的解决，对钢铁企业的经营利润影响深远，除非行业主动减产持续时间较长，钢材产量长期保持低位。显然此种情况发生的概率较低。

图 39: 2009-2010 年国产铁矿石现货价格上涨 29.12%



资料来源: wind 渤海证券研究所

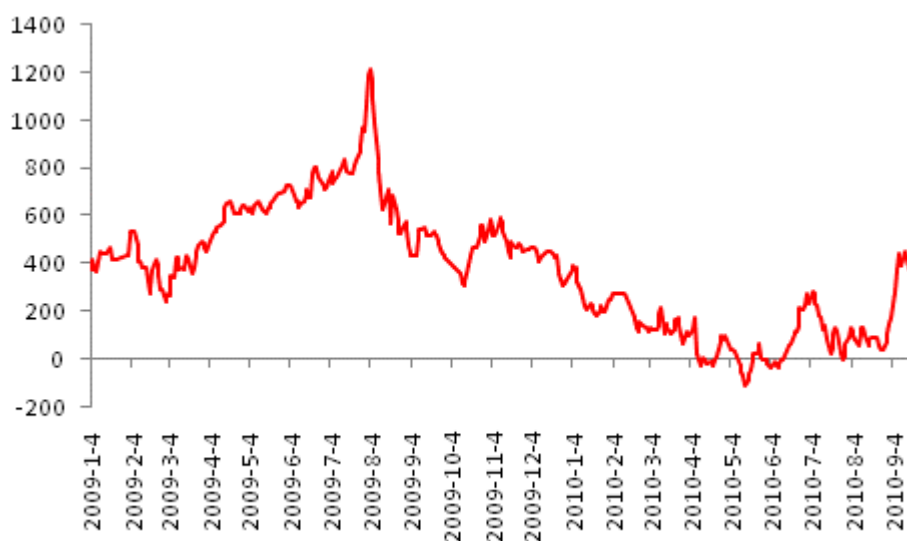
综合而言，虽然钢铁行业基本面发生趋势性好转还有待时日，钢铁行业在短期的供应管制下可能会出现大幅波动，钢铁股的投资机会更多来自于对政策的把握而

产生的交易性机会。但如果将视角放的长一些，我们将可能看到行业内的一些积极因素发生。第一，市场的优胜劣汰和政府管制将能在未来半年至一年左右时间内清理出相当一部分低效产能，第二、至少从目前看，中国经济增速如仍能保持8-9%的水平，中国的城镇化还有提升空间，钢材需求并没有到达顶点。所谓的产能过剩不会无期限的持续下去。第三、全球包括中国铁矿石投资的不断扩大将使得供应会越来越充足，当疯狂的石头不再成为稀缺时也就难以再疯狂，走向回归是必然。因此，当前几乎所有大众都对钢铁行业悲观至极时，我们觉得有必要畅想一下未来，存有一份适度乐观。

我们认为钢价反弹可能会持续一段时间，看好四季度钢铁行业的投资机会，目前考虑买入钢铁股。选择的投资标的应该符合三个特征：大钢企、长材占比高、处在政策地。河北钢铁、新兴铸管便是不错的选择。随着节能减排任务重的省份相继推出同类措施，该区域的上市钢企也会有表现机会，如柳钢股份和八一钢铁、酒钢宏兴，此外行业龙头宝钢股份的经营业绩稳定，估值便宜，受益于行业减产，仍然值得推荐。

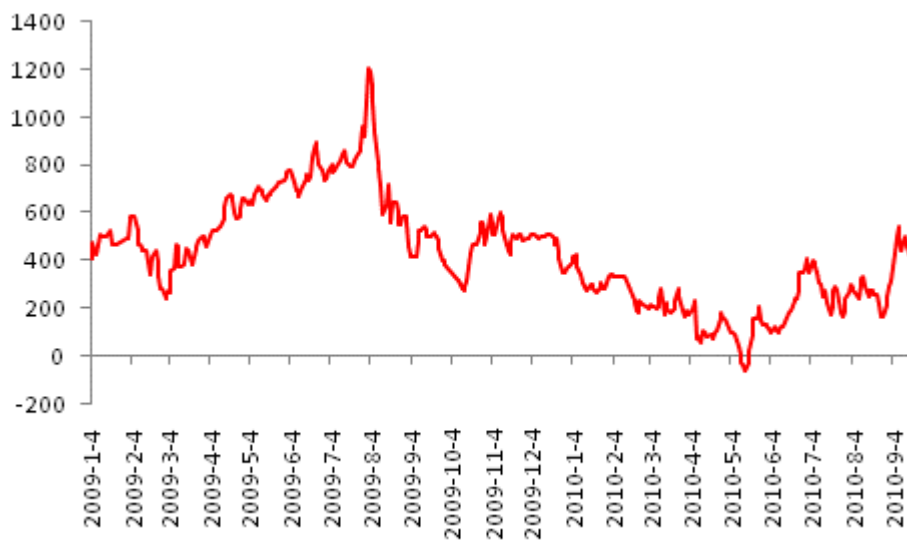
附录：钢铁行业各钢材品种盈利能力趋势图

2009 年至今螺纹钢毛利变化趋势



资料来源: wind 渤海证券研究所

2009 年至今线材毛利变化趋势



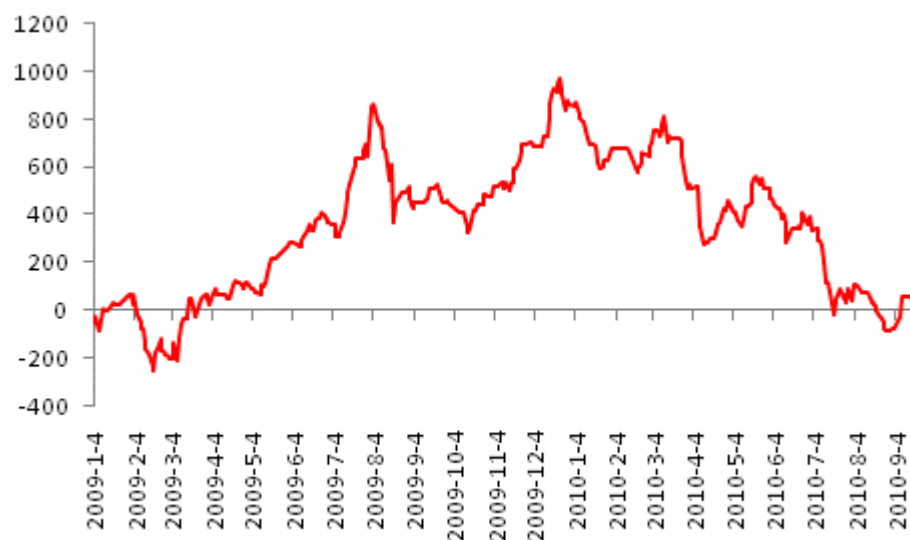
资料来源: wind 渤海证券研究所

2009 年至今热轧毛利变化趋势



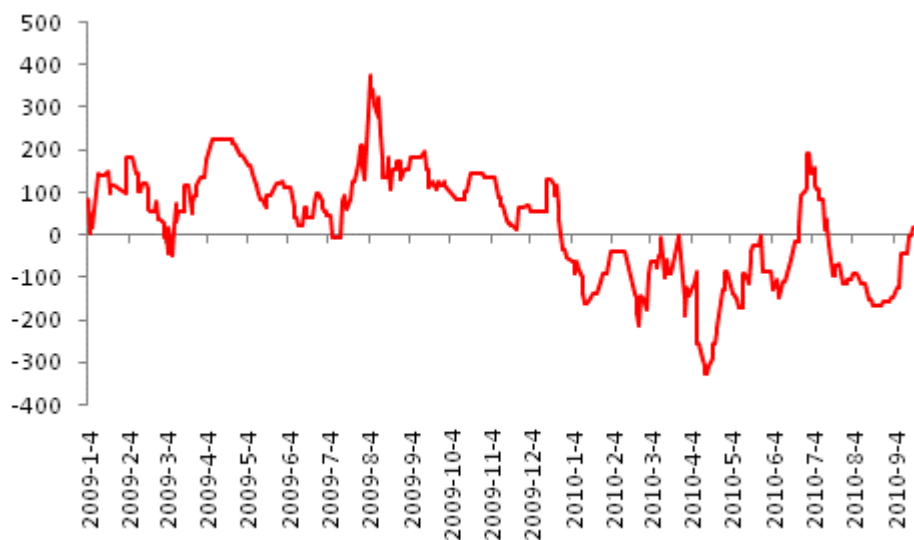
资料来源: wind 渤海证券研究所

2009 年至今冷轧毛利变化趋势



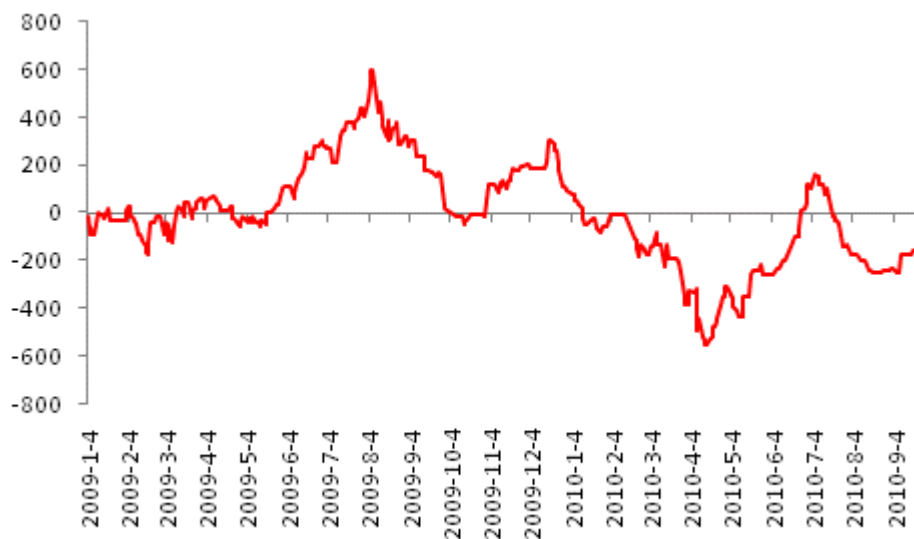
资料来源: wind 渤海证券研究所

2009 年至今中厚板毛利变化趋势



资料来源: wind 渤海证券研究所

2009 年至今镀锌板毛利变化趋势



资料来源: wind 渤海证券研究所

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

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋

022-28451131
13512060965

loyalbright@yahoo.com.cn

huangfeng@bhq.com

谢晓冬

022-28451849
13820872805

actionfish@live.cn

xiexd@bhq.com

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