



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

铁里花，期待政策给力

——钢铁行业2011年投资策略

胡皓

2010年12月4日

行业出现整体性机会的可能性

◆ 行业竞争结构改变的条件

- 全球生铁日均产量低于245万吨，或者连续三个月低于280万吨
- 我国日均粗钢产量低于133万吨，或者连续三个月低于150万吨
- 印度、巴西、南非粗钢产量连续三个月负增长，特别是政策性导致增长预期的改变
- 三大矿企年度产量低于5.7亿吨，或者季度产量低于1.35亿吨
- 矿石协议价全部取消，同时钢铁股PB也处在低水平

◆ 保障房——钢铁需求中最可能盛开的花朵

- 保障房需求超预期
 - 对保障房实施贴息贷款
 - 出现针对房地产的相关重大案件，或连续出现相关惩治措施
- 其他需求超预期
 - 基建用钢增加20%以上
 - 机械用钢增加34%以上
 - 汽车用钢增加65%以上
 - 单月净出口回复至50万吨以上，或连续三个月保持433万吨以上

◆ 考虑到流动性和三大矿企的增产计划，竞争结构达成的可能性较低。建议重点关注政策能否给力保障房——钢铁需求中这个最可能结果的花朵

本报告的主要观点

- ◆ 就目前的假设来看，行业仍不具备大的投资机会
 - 2011年供需关系好于今年，属于“去库存化”的一年。单就盈利来看，行业仍不具备大的投资机会
 - 行业目前可以看到的大机会为竞争结构的改变，但由于目前全球宽松的流动性，我们认为在2013年竞争结构才会发生改变
- ◆ 目前可以看到的投资机会主要包括两点
 - 横向投资：选择增长空间大，或者有增长潜力的个别小板块的机会投资
 - 补涨的机会
- ◆ 同时提示关注行业出现整体性机会的可能性
 - 行业竞争结构发生改变
 - 需求能否重新高企

1

基本面

行业不具备大的投资机会

2011年总需求6.3亿吨

◆ 房地产行业需求负增长

◆ 机械、汽车、家电、石化等行业需求存在两位数增长

年份	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
建筑	21777	25600	23200	30500	34440	33438
YOY	10.70%	17.56%	-9.38%	31.47%	12.92%	-2.91%
其中：工业、城市住房及建筑	16477	20200	17800	19200	23040	21888
YOY		22.60%	-11.88%	7.87%	20%	-5%
基建投资	4700	4700	4600	10400	10400	10400
YOY		0.00%	-2.13%	126.09%	0%	0%
农村住房及建筑	600	700	800	900	1000	1150
YOY		16.67%	14.29%	12.50%	11.11%	15%
机械	5840	6273	8500	9200	10580	12167
YOY	21.04%	7.41%	35.50%	8.24%	15%	15%
汽车	2424	2895	2400	3300	3960	4554
YOY	8.85%	19.43%	-17.10%	37.50%	20%	15%
家电	1250	1448	750	780	897	1031.55
YOY	12.21%	15.84%	-48.20%	4.00%	15%	15%
造船	410	482	1500	1400	1680	1680
YOY	10.51%	17.56%	211.20%	-6.67%	20%	0%
铁道	700	724	394	556	583.8	642.18
YOY	25.67%	3.43%	-45.58%	41.12%	5%	10%
石化	710	820	530	630	693	796.95
YOY	12.52%	15.49%	-35.37%	18.87%	10%	15%
集装箱	455	482	460	104	104	104
YOY	22.64%	5.93%	-4.56%	-77.39%	0%	0%
主要行业合计	33565.9	38724	37734	46470	52937.8	54413.68
YOY	12.76%	15.37%	-2.56%	23.15%	13.92%	2.79%
全国	41800	47600	42970	52000	59000	61000
YOY	12.67%	13.88%	-9.73%	21.01%	13.46%	3.39%
外部需求	2450	4578	4380	694	2500	2000
YOY	-	86.86%	-4.32%	-84.16%	260.40%	-20.00%
总需求	44250	52178	47350	52694	61500	63000
YOY		17.92%	-9.25%	11.29%	16.71%	2.44%

2011年总供给6.2亿吨

- ◆ 节能减排压力减缓，建筑钢材恢复性增长
- ◆ 冷轧、石化因需求增长，产量再度增加。受冷轧增加及需求较差的影响，热轧减少

年份	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
螺纹钢	8198.2	9931	9618.9	12306	13000	13300
YOY	21.14%	21.13%	-3.14%	27.94%	5.64%	2.31%
线材	5672.2	6871	7985	9596.6	10600	10800
YOY	-	21.13%	16.21%	20.18%	10.46%	1.89%
热轧	5532.2	6366	6145.2	8015.8	9200	8400
YOY	33.62%	15.07%	-3.47%	30.44%	14.77%	-8.70%
冷轧	4571.9	6072	6085.5	6926.9	9400	10600
YOY	56.86%	32.81%	0.22%	13.83%	35.70%	12.77%
中厚板	8591.4	11398	13253	14238	17000	16500
YOY	25.44%	32.66%	16.28%	7.43%	19.40%	-2.94%
无缝钢管	1490.8	1853	1979.9	2143.1	2500	2500
YOY	25.44%	24.28%	6.86%	8.24%	16.65%	0.00%
焊管	2180.6	2326	2361.4	3053.8	3400	4000
YOY	25.44%	6.65%	1.54%	29.32%	11.34%	17.65%
型材	3479.9	3335	3912	4999.9	5300	5500
YOY	-	-4.15%	17.29%	27.81%	6.00%	3.77%
硅钢片	329.95	414.5	444.5	451.3	550	550
YOY	37.08%	25.61%	7.25%	1.53%	21.87%	0.00%
棒材	3606.8	4483	4706.9	5506.3	6900	7200
YOY	25.87%	24.28%	5.01%	16.98%	25.31%	4.35%
铁道用钢材	332.42	318.6	450.2	582.4	550	600
YOY	6.96%	-4.15%	41.30%	29.36%	-5.56%	9.09%
其它	2713	2641	963	1115	600	850
YOY	-51.50%	-2.65%	-63.55%	15.79%	-46.18%	41.67%
钢材总计	46699	56008	57906	68935	79000	80800
YOY	26.44%	19.93%	3.39%	19.05%	14.60%	2.28%
粗钢总计	42146	48763	49790	56640	62500	61812
YOY	21.09%	15.70%	2.11%	13.76%	10.35%	-1.10%
粗钢/钢材	90.25%	87.06%	85.98%	82.16%	79.11%	76.5%

2011年完全成本吨钢4622元

- ◆ 2011年煤、焦炭和矿石均价较目前价格(11月19日)的价格分别上涨8%、7%和7%
- ◆ 可以得知，人民币升值5%，具有资源属性的三类原料，由于供需关系不同，涨幅存在差异

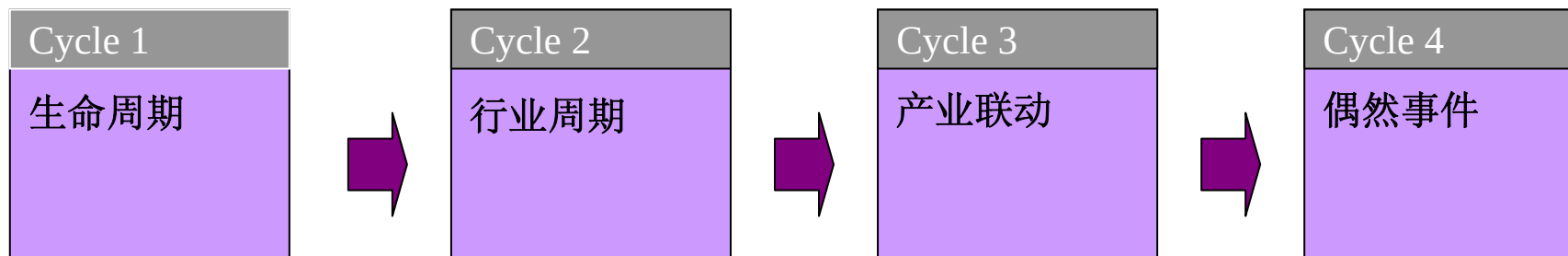
年份	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
矿石	641	1021	1339	781	1158	1450
YOY	-8.10%	59.27%	31.09%	-41.65%	48.24%	25.20%
海运费	28	61	61	29	27	30
YOY	3.48%	116.59%	-0.38%	-52.96%	-5.94%	11.82%
焦炭	1125	1390	2328	1734	1921	2100
YOY	-7.04%	23.60%	67.46%	-25.50%	10.74%	9.35%
喷吹煤	450	467	855	830	993	1300
YOY	-2.25%	3.70%	83.10%	-2.96%	19.72%	30.89%
废钢	2021	1889	2261	2475	2915	3200
YOY	-8.49%	-6.52%	19.67%	9.48%	17.77%	9.79%
硅锰	4882	7846	10631	7301	8365	9000
YOY	-9.36%	60.70%	35.50%	-31.32%	14.58%	7.59%
人民币汇率	7.97	7.60	6.95	6.83	6.79	6.45
YOY	-2.38%	-4.61%	-8.63%	-1.66%	-0.64%	-4.24%
加权成本	2449	3208	3791	2941	3532	4042
YOY	-2.57%	30.99%	18.19%	-22.43%	20.11%	14.43%
吨钢三费	207	252	292	296	300	300
YOY	10.90%	21.74%	15.70%	1.36%	1.42%	0.00%
吨钢折旧	207	231	255	266	275	280
YOY	1.86%	11.77%	10.45%	4.22%	3.42%	1.82%
固定成本	2656	3460	4083	3237	3832	4342
YOY	-1.64%	30.27%	18.00%	-20.73%	18.41%	13.30%
完全成本	2863	3691	4338	3503	4107	4622
YOY	-1.40%	28.93%	17.53%	-19.27%	17.27%	12.53%

行业仍不具备大的投资机会

- ◆ 钢价决定因素：供需关系、成本和流动性
 - 2010年供需关系好于今年，属于“去库存化”的一年
 - 明年信贷空间将继续宽松，但贷款增幅将小于今年。钢价受流动性支撑的力度减弱
 - 矿价涨幅：25%>钢价涨幅：14%
- ◆ 投资机会
 - 单就明年的盈利来看，由于矿价涨幅大于钢价，行业仍不具备大的投资机会
 - 而长期来看，则需综合考虑行业周期的特点

年份	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
总需求	44250	52178	47350	52694	61500	63000
YOY		18%	-9%	11%	17%	2%
总供给	42146	48762.9	49789.86	56640	62500	61812
YOY	21.09%	15.70%	2.11%	13.76%	10.35%	-1.10%
固定成本	2656	3460	4083	3237	3832	4342
YOY	-1.64%	30.27%	18.00%	-20.73%	18.41%	13.30%
完全成本	2863	3691	4338	3503	4107	4622
YOY	-1.40%	28.93%	17.53%	-19.27%	17.27%	12.53%
短期贷款/产量	2.34	2.35	2.51	2.59	2.62	2.66
YOY	-6.97%	0.44%	7.09%	2.95%	1.39%	1.37%
平均钢价	2943.1	3580.94	4583.3466	3527.309	3950	4500
YOY	3.35%	21.67%	27.99%	-23.04%	11.65%	13.92%
毛利	80	(110)	245	25	(157)	(122)
YOY	-	-	24493.46%	2475.83%	-	0.00%

钢铁行业的周期特点



股价表现



对应的基本面情况



行业处于成熟期，**不成立**



行业竞争结构发生改变/ 需求重新高企



部分下游行业超预期/新兴行业对应的钢材品种



非基本面，**补涨机会**

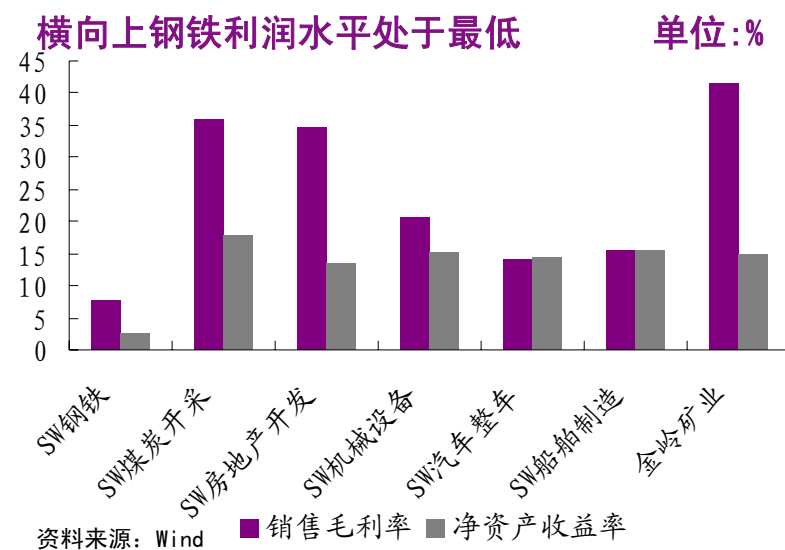
2

竞争结构

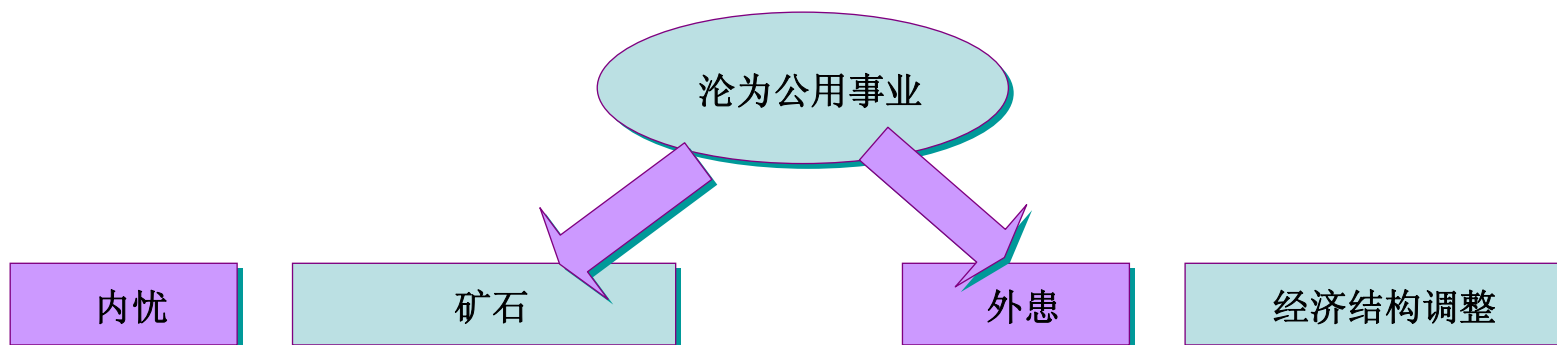
抓住行业唯一的大机会

周期位置： 已进入亏损、微利时刻

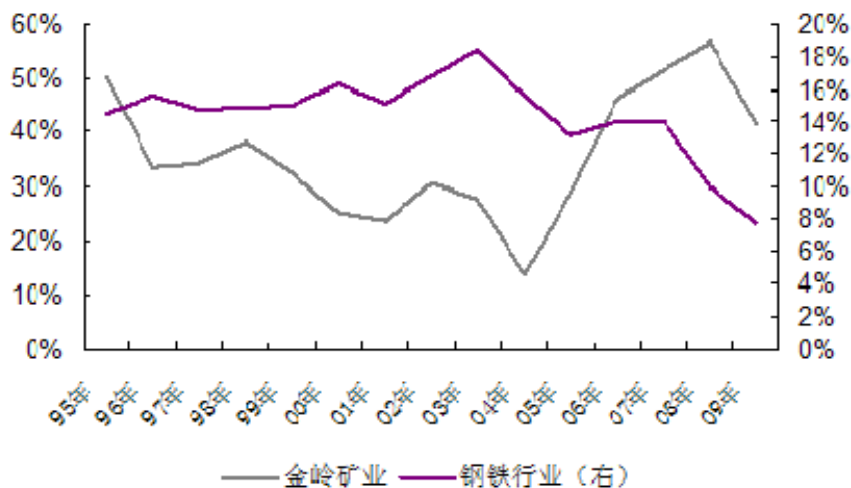
- ◆ 2010年：钢铁进入微利时刻
 - 净资产收益率下降90%
 - 毛利率下降51%
- ◆ 与上下游企业相比，利润处于最低水平
 - 远低于煤炭、矿石
 - 低于房地产、机械、汽车和船舶
- ◆ 钢铁沦为“公用事业”
 - 主要贡献：就业和税收



内忧不除，“公用”未已



在产业链的利润损失对钢铁影响更大



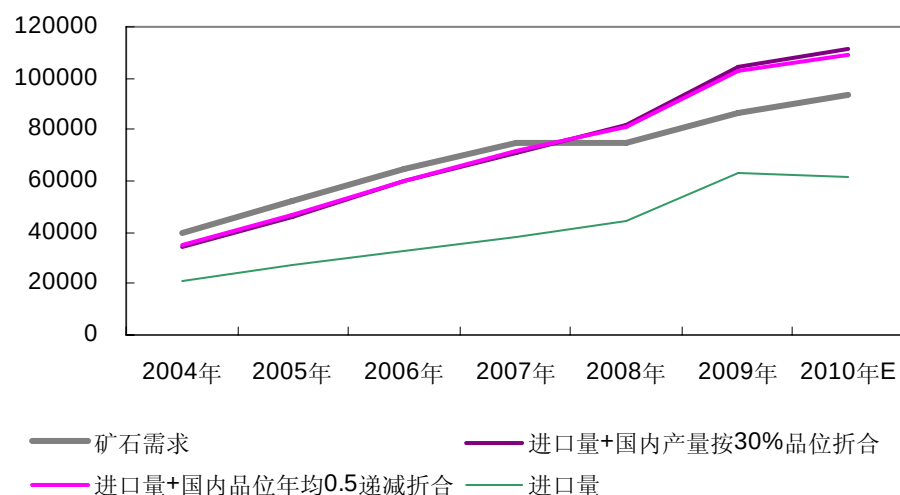
- ◆ 沦为公用事业的原因：内忧和外患
 - 经济结构调整，影响行业周期
 - 矿石定价周期短期化和国内钢铁竞争态势拉长周期底部的位置
- ◆ 就2011年来说，两者的影响程度：内忧>外患
 - 美国发货币，内忧不改，矿价涨幅大于钢价
- ◆ 再次重申我们的观点：行业唯一的大机会即能有行业大机会为改变行业竞争格局
 - 以期提高行业在产业链中的盈利分配比例

矿石供需:应着眼于全球

◆ 竞争结构发生改变包含两点内容:

- 矿石供需关系
- 矿石、钢铁的行业结构对比

2008年国内矿石起已经供大于求 单位: 万吨



资料来源: 光大证券研究所

◆ 结论:

- 随着金融属性的增加, 国内矿石15%由投资需求消化
 - 流动性充裕和资源属性是投资需求增加的原因
- 矿企已经开始控制出货量
- 国内矿产量的增加, 但由于品味的降低, 逐步增加的成本也进一步推高了矿价
- 建议: 不应局限于国内供需, 竞争结构应着眼于全球, 而不是一味地增加国内矿石产量

严重缺乏竞争力的国内低品位矿山

◆ 目前现状

- 来自中国冶金矿山企业协会的资料，2008年
 - 全国铁矿选矿入选原矿品位29.39%，精矿品位64.75%
 - 尾矿品位10.61%，选矿回收率78.28%
 - 精矿成本441.26元/吨
- 国内冶金矿山企业税费负担率均在20%以上，部分甚至高达40%以上
 - 而澳大利亚、巴西的矿山综合税费只有4%—5%

◆ 未来仍不容乐观

- 5年来新发现的大中型铁矿产地有79处，勘查共新增铁矿资源储量87.41亿吨

国内新发现矿山以低品位为主

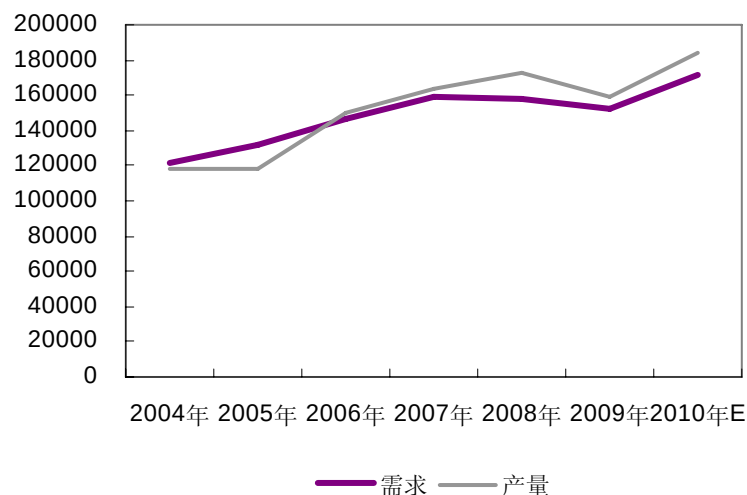
年份	新增铁矿资源储量	代表矿区	储量	品位 (%)
2005年	16.1	河北滦南县马城铁矿	42133	34.89
		滦县常峪铁矿	9989	30
		滦源独山城铁矿	9334	22
		内蒙古宁城五官营子铁矿	8979	30
		湖北丹江口田家沟铁矿	5571	24.41
2006年	12.34	山东济钢走马岭铁矿	5341	30.71
		安徽当涂杨庄铁矿	18562	—
		山东吕县肖家沟铁矿	10030	35.71
		内蒙古宁城西箭铁矿	9680	18.46
		青海格尔木肯德可克铁矿	7189	—
2007年	17.14	四川攀枝花市白马铁矿	77661	35
		内蒙古白云鄂博西矿	31025	27.8
		河南安钢舞阳铁山铁矿	6113	34
		内蒙古达尔罕旗公山超贫磁铁矿	32800	—
		四川米易县茂茂坪铁矿	22300	—
2008年	13.93	湖北谷城县银洞山铁矿区兴隆观矿段	18500	23.49
		山东汶上县张宝庄铁矿	16300	36
		新疆富蕴县蒙库铁矿	6100	25.85
		山东淄博市金岭铁矿王旺庄矿区	5300	44
		辽宁鞍山市眼前山铁矿眼前山区	5000	47
2009年	27.9	河北滦南县马城铁矿	62000	—
		山东沂水县上峪铁矿	46000	34.89
		山东临沂会宝岭铁矿	17000	15
		内蒙古丰镇对九沟铁矿	7800	31.48
		安徽霍丘付老庄铁矿	5400	—

资料来源：光大证券研究所

目前全球矿石的供需关系：基本平衡

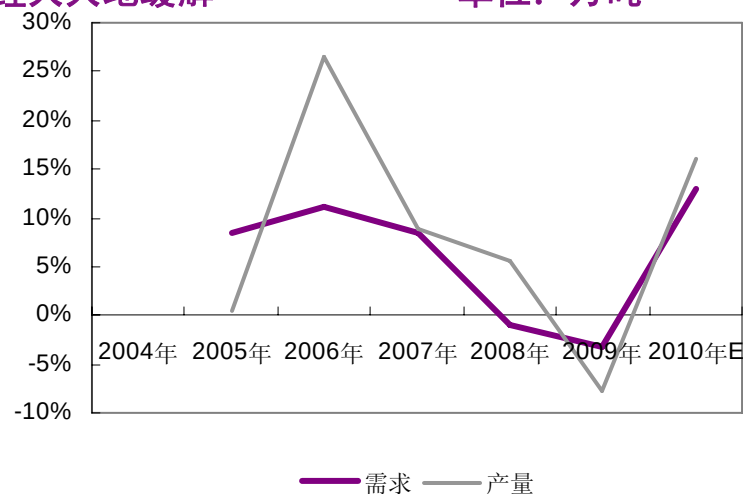
- ◆ 同中国一样，随着金融属性的增加，全球约5%的矿石以库存的形式保存下来（即投资需求）
- ◆ 全球矿产量在经过06年的大幅增加后，供需关系已经基本平衡
- ◆ 但值得关注的是，矿石供需平衡是建立在如我国的大量贫矿生产的基础上，而这部分贫矿的高成本也是高矿价的原因之一
 - 再次强调一下，供需关系逆转取决于低成本，即富矿的产量增加
 - 高矿价的另一个原因为流动性推动

2006年全球矿石产量的大幅增加，供需关系已经大大地缓解



资料来源：光大证券研究所

单位：万吨



铁矿石非稀缺资源：全球储量1600亿吨

全球主要国家的铁矿石资源情况

单位：万吨

国家或地区	矿石储量	品位	2006年	2007年	2008年	2009年
中国	1260000	33%	27644	33232	36600	41322
澳大利亚	1800000	61%	27509	29906	34980	39390
巴西	2100000	67%	31863	33653	34600	29980
印度	660000	64%	18092	20694	21400	25740
俄罗斯	2500000	46%	10390	10495	9927	
乌克兰	3000000	30%	7310	7743	7172	
美国	690000	30%	5290	5240	5300	2650
南非	100000	65%	4133	4156	4900	5540
加拿大	170000	65%	3497	3410	3210	3300
瑞典	350000	63%	2330	2471	2380	1770
伊朗	180000	56%	1813	2200	2200	
委内瑞拉	400000	60%	2210	2065	2150	1490
哈萨克斯坦	830000	40%	1860	1891	2714	
墨西哥	70000	57%	962	1090	1150	
毛里塔尼亚	70000	57%	1113	1192	1120	1020
智利			790	787	840	
世界总计	16000000	50%	149774	163078	172254	158770

资料来源：IISI、光大证券研究所

◆ 富矿地区

- **巴西**作为世界上大型矿石之一，拥有最大的储量和较高的品位
 - 特别是卡拉加斯的铁矿石品位达到了67%
- **澳大利亚**无论是储量还是品位均处于较高水平
 - 哈默根利矿区，是目前已勘测出的铁矿储量之首
- **印度**储量虽然不是特别大，但品位均在60%以上
 - 代表矿区比哈尔、奥里萨
- **非洲**的铁矿石主要分布在沿海地区，储量虽然不大，但品位在60%以上
 - 由于目前产量较少，未来增产潜力较大
- **委内瑞拉**
- 其它地区：**加拿大、瑞典**
 - 老矿区，增产难度较大

◆ 贫矿地区

- 中国、美国、俄罗斯、乌克兰等国，虽然资源贮量大，但品位基本上在50%以下

未来两年全球矿石产量增量巨大

澳洲、印度矿石产量增量巨大，非洲、南美增加潜力巨大 单位：万吨

	2006年	2007年	2008年	2009年
澳大利亚	27509	29906	34980	39390
开采年限	65	60	51	46
增长率		8.71%	16.97%	12.61%
巴西	31863	33653	34600	29980
开采年限	66	62	61	70
增长率		5.62%	2.81%	-13.35%
印度	18092	20694	21400	25740
开采年限	36	32	31	26
增长率		14.38%	3.41%	20.28%
南非	4133	4156	4900	5540
开采年限	24	24	20	18
增长率		0.56%	17.90%	13.06%
委内瑞拉	2210	2065	2150	1490
开采年限	181	194	186	268
增长率		-6.56%	4.12%	-30.70%
毛里塔尼亚	1113	1192	1120	1020
开采年限	63	59	63	69
增长率		7.10%	-6.04%	-8.93%

资料来源：光大证券研究所

除中国的贫矿地区暂统计到的矿石新增产能

- ◆ Novokrivorochsky (乌克兰): 1360万吨
- ◆ Krasnoyarsk (俄罗斯): 200万吨
- ◆ Hiparsa (阿根廷): 180万吨
- ◆ Quy Xa (越南): 150万吨

- ◆ 至2013年四大富矿地区矿石产量的增量将在2亿吨以上
- ◆ 贫矿地区矿石产量折合后的增量也在1亿吨以上
 - 中国原矿产量2010年较2009年增长2亿吨
 - 其它区域增长量也在1亿吨以上

考虑其它增量，富矿地区未来两年增量2亿吨以上 单位：万吨

扩建的矿山			
	权属	国家	新增产能
Northern System	CVRD	巴西	3000
Area C	BHP (85%)	澳大利亚	2000
Yandicoongina	Rio Tinto	澳大利亚	1600
Sishen	Kumba Iron	南非	1300
Whyalla	Onesteel	澳大利亚	600
Bailadila	NMD	印度	300
Koolyanbbling	Portman	澳大利亚	200
新建的矿山			
Hope Downs	Rio Tinto	澳大利亚	2200
Fazendao	CVRD	巴西	1580
Khumani	African	南非	840
Itabirites	CVRD	巴西	700
Fortescue	Citic Pacific	澳大利亚	700
总计			15020

光大证券
EAGLE SECURITIES

资料来源：公开资料

矿石供需逆转年：2013

◆ 重要假设:

- 至2013年全球折合后的矿产量较今年增加3亿吨
- 钢铁实现第四次重心转移，印、巴、南非接棒中国

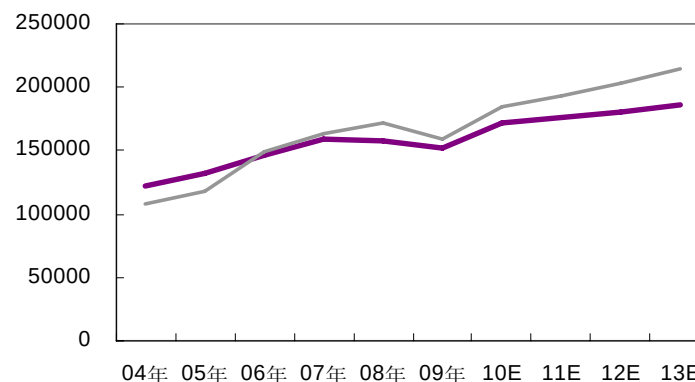
◆ 结论:

- 2011、12、13年库存占比分别为30%、40%和51%
- 每吨\$200，资金占用分别为1170、1630、2200亿\$

◆ 总结

- 根据显著性指标，2011年将发生供需逆转，但考虑到全球充足的流动性，**2013年逆转的可能性较大**
- 2011年逆转的关键：**流动性和矿方对产量的调控能力**

2013年矿石的库存/产量比将达到13% 单位：万吨



未来全球生铁产量年均复合增速为3.57%

单位：万吨

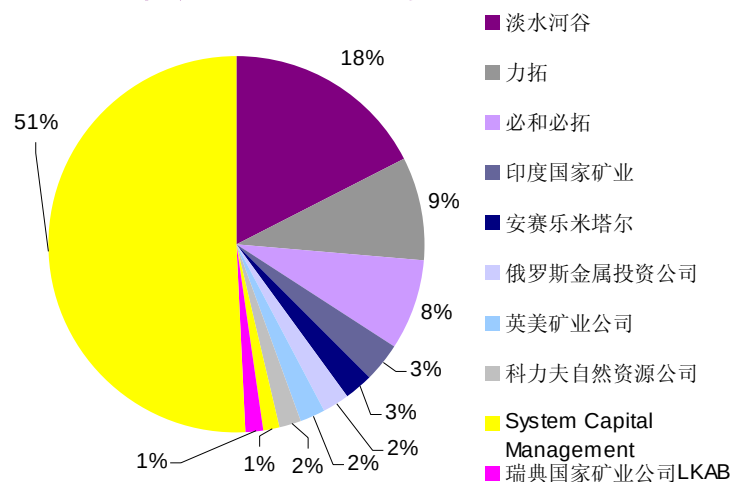
	05年	06年	07年	08年	09年	10年E	平均	2011年E	2012年E	2013年E
全球生铁产量	82148	91434	99024	97907	94622	106903	95340	109934	112986	116090
YOY		11%	8%	-1%	-3%	13%	6%	3%	3%	3%
亚洲	50075	58435	65487	66370	71385	78426	65030	82424	86139	89562
YOY		17%	12%	1%	8%	10%	10%	5%	5%	4%
其中中国	32916	40540	46629	47110	54375	58227	46633	59974	61173	61785
YOY		23%	15%	1%	15%	7%	12%	3%	2%	1%
印度	3661	4241	4670	4905	5068	6032	4763	6937	7977	9174
YOY		16%	10%	5%	3%	19%	11%	15%	15%	15%
南美	4956	4779	5015	4885	3505	4186	4554	4489	4824	5195
YOY		-4%	5%	-3%	-28%	19%	-2%	7%	7%	8%
其中巴西	3432	3289	3595	3527	2528	3221	3265	3543	3898	4287
YOY		-4%	9%	-2%	-28%	27%	0%	10%	10%	10%
非洲	1075	1072	1004	880	735	1208	996	1320	1443	1578
YOY		0%	-6%	-12%	-16%	64%	6%	9%	9%	9%
其中南非	791	791	709	654	576	1002	754	1102	1212	1334
YOY		0%	-10%	-8%	-12%	74%	9%	10%	10%	10%
其它	26042	27149	27518	25772	18996	23083	24760	22852	22624	22398
YOY		4%	1%	-6%	-26%	22%	-1%	-1%	-1%	-1%

资料来源：光大证券研究所

资料来源：光大证券研究所

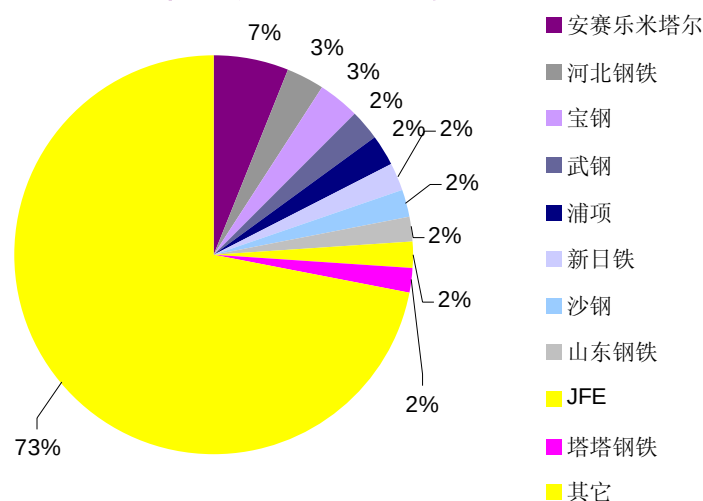
差异明显的行业结构对比

2008年矿石企业CR10为49%



资料来源：国土资源部

2009年钢铁企业CR10为27%



资料来源：ISSI

- ◆ 产量集中度对比——改变难度巨大
 - 全球钢铁CR10与矿石CR10的对比：51%: 27%
 - CR3与CR3的对比：34%: 12%
- ◆ 向心力对比——“全球统一战线”难度较大
 - 安赛乐米塔尔本身即拥有矿山，全资矿山的矿石供给占产量的40%
 - 日本钢厂和印度钢厂也直接或间接地拥有大型矿企的大量股权
- ◆ 矿石贸易集中度对比——提高我国自身集中度，更重要的是三大矿企占比的降低
 - 06-09年全球铁矿石海运贸易量分别为7.25、7.35、8.89、9.24亿吨，预计2010年为9.8亿吨
 - 三大矿企的海运量将由78%下降至71%，但仍然保持在70%以上
 - 我国进口铁矿口占海运量由45%上升至60%

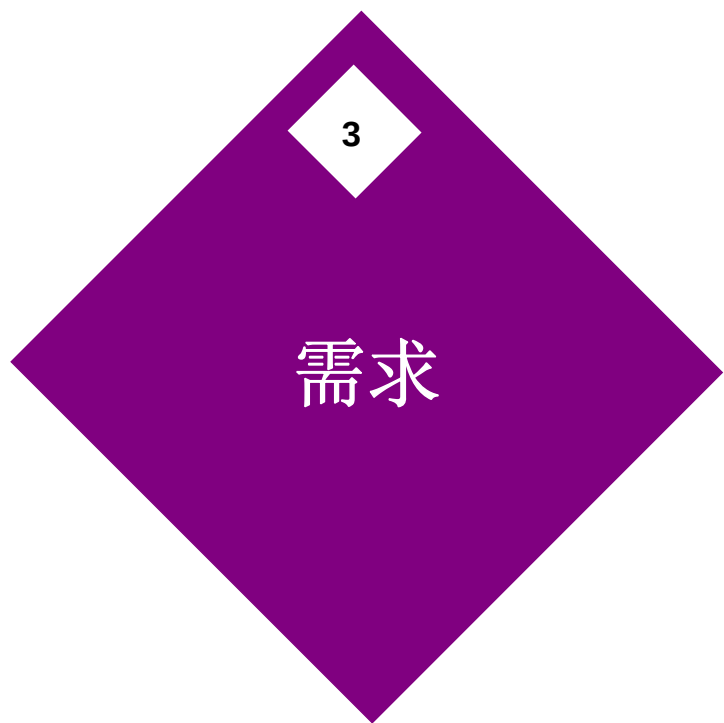
明年行业竞争结构改变的条件总结

◆ 目前具有改变竞争结构可能性的因素

- 供需关系逆转：资金无法支撑巨大的库存
- 话语权逆转：三大矿企海运量占比下降至我国占比以下

◆ 2010年竞争结构逆转的条件

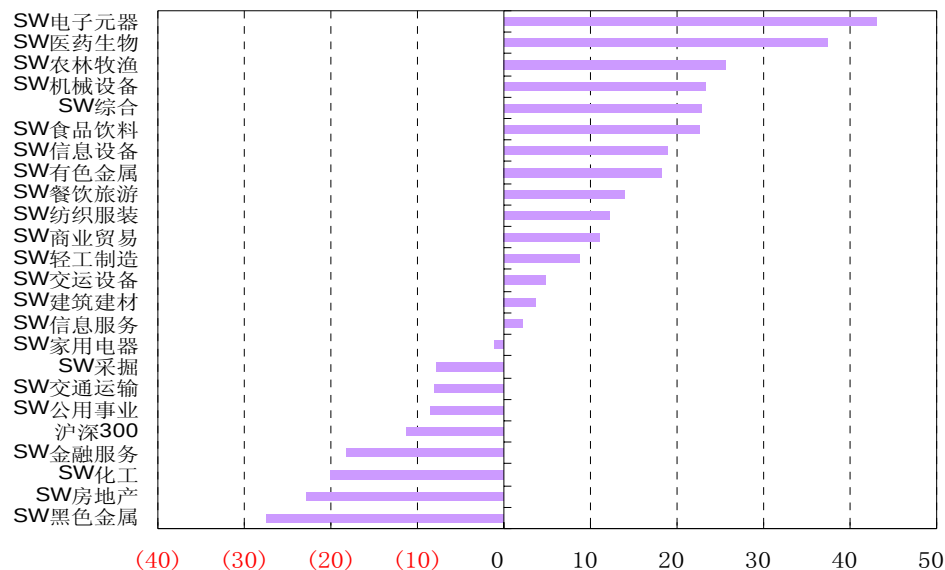
- 资金无法支撑巨大的库存
 - 矿石库存继续增加——全球生铁产量低于预期
 - 全球生铁日均产量低于**245**（80%），或者连续三个月低于**280**（90%）
 - » 目前预计日均产量为309万吨
 - 我国日均粗钢产量低于**133**（75%），或者连续三个月低于**150**（85%）
 - » 目前预计我国日均粗钢产量为173万吨
 - 印度、巴西、南非钢产量连续三个月负增长，特别是政策性导致增长预期的改变
 - 预期矿价上涨空间不大——资金的非理性出逃，需其它催化剂
 - 全球流动性下降——玉石俱焚，可能性为0
 - 话语权逆转：三大矿企海运量占比下降至我国的占比以下
 - 三大矿企年度产量低于**5.7**（95%），或者季度产量低于**1.35**（90%）
 - 我国国内“矿石产量增加+钢材增加”有限，进口量继续大幅增加的可能性不大，预期我国海运量占比维持在60%
 - 预计2011年全球海运量小涨至10亿吨
 - 利空出尽：**矿石协议价全部取消，同时钢铁股PB也处在低水平**
- ◆ 考虑到流动性和三大矿企的增产计划，以上条件达成的可能性较低



低预期下的修复行情

市场已经充分反映“公用事业”属性

2010年各行业的股价走势中钢铁表现最差



资料来源: Wind

- ◆ 2010年钢铁板块的股价走势表现最差
 - 说明市场已经充分预期了钢铁的“内忧”和“外患”
- ◆ 需求重新高企也意味着一波中级行情
 - 影响虽没有改变竞争结构大,但在市场低预期的情况下,预期差将成为一波中级修复行情的催化剂

需求增加： 房地产， 还是房地产！

◆ 需求超预期的标准： 6.5亿吨以上

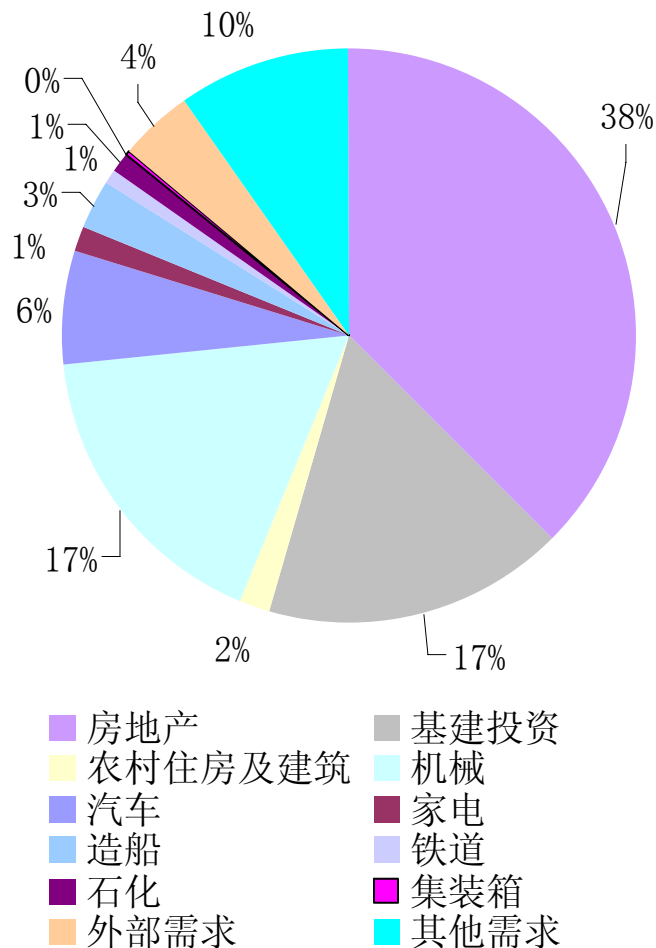
- 目前预期2011年我国钢铁行业供给、需求分别为6.2、6.3亿吨
- 按照06、07年的标准，需求超越供给5%以上供不应求明显
 - 06、07年需求分别超越供给5%、7%
- 按照钢铁80%-90%产能利用率的历史经验来看，需求增长5%正好越过产能利用率85%的行业景气线
- 库存高企，5%以下我们认为明年即为“去库存”的过程

◆ 就效果来看，房地产(含工、商业住宅)拉动需求效果最明显

- 与总需求的直接占比37%，增加2000万吨相当于自身增加10%
- 考虑到对家电、工程机械、汽车等行业的影响，房地产总占比在50%以上，即房地产及需求增加7%左右

◆ 就需求结构来看，有望拉动总需求的选项还包含基建、机械、汽车

房地产、基建、机械、汽车和出口为增加总需求的选项



资料来源：光大证券研究所

商品房：不能期望的“烫山芋”

- ◆ 寻找房地产增长的方向：商品房or保障房？
- ◆ 商品房不靠谱，原因：光大房地产认为针对商品房的调控没有回头路，限购范围恐扩大且长期化
 - 负利率下的房价上涨压力仍然很大
 - 限购令长期化，限购范围随时可能扩大
 - 政策反复后果严重——09年教训房价涨幅100%
 - 2010年新开工面积过大，2011年年中供给将陆续进入市场

限购令将长期化

时间	城市	本市户籍家庭		纳税证明或社会保险证明		
		拥有2套住房	有1套房	无该证明的		
9月30日	深圳	限购2套	禁止购房	限购1套	禁止购房	禁止购房
10月1日	厦门	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房
10月7日	上海	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房
10月9日	宁波	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	禁止购房	禁止购房
10月10日	福州	新购1套住房	禁止购房	限购1套	禁止购房	禁止购房
10月11日	杭州	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房
10月12日	南京	限制购买第三套住房	限制购买第三套住房	限制购买第三套住房	限制购买第三套住房	限制购买第三套住房
10月12日	温州	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	禁止购房	禁止购房
10月13日	天津	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房
10月14日	海口	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房
10月15日	广州	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	禁止购房	禁止购房
10月16日	三亚	限购1套	限购1套	限购1套	限购1套	限购1套
10月18日	大连	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房	新购1套住房

资料来源：光大证券研究所

保障房： 房地产增速的“守护者”

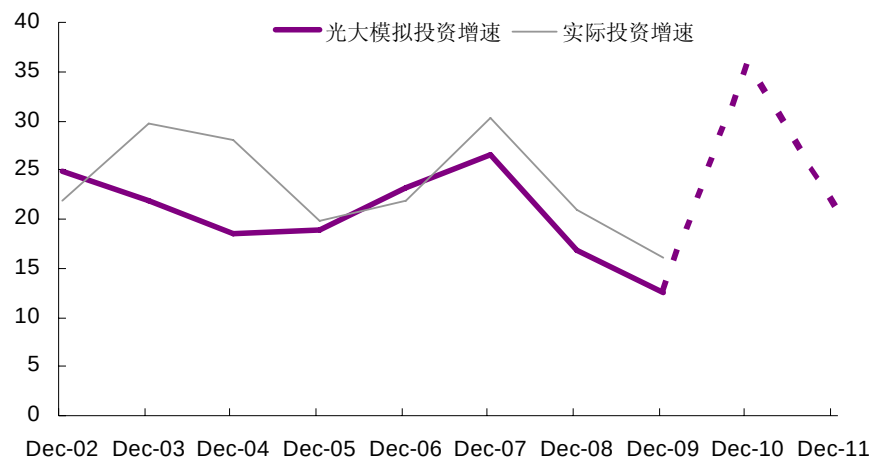
◆ 大力建设保障房可保障房地产需求

- 根据光大房地产的预测模型（历史误差5%以内），2011年全年商品房投资增速为8.5%左右
- 光大房地产认为若保障房实施到位的话，商品房投资下滑的影响可由保障房完全抵消
- 若2011年新增1000万套保障房建设量，2011年房地产开发投资增速将达21.3%

◆ 我们明年房地产用钢明年减少5%，主要依据明年保障房明年的执行力度为50%，即为500万套

- 若不考虑保障房，明年房地产用钢将下降11%
 - 按照一套保障房65平，一平40公斤计算

光大房地产模拟房地产投资增速走势 单位：%

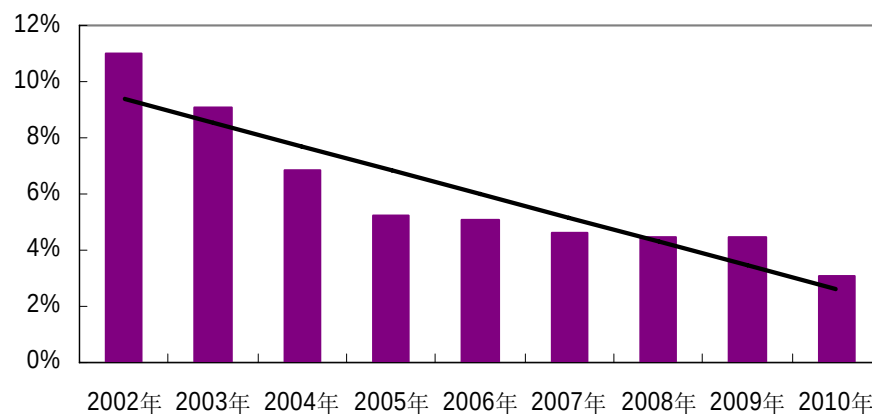


资料来源：光大证券研究所

1250万套保障房可保需求无碍

- ◆ 明年再建设750万套保障房即可增加需求2000万吨钢材需求
 - 即总套数增加至1250万套
 - 依然按照一套保障房65平，一平40公斤计算
- ◆ 回归之老问题：执行力
 - 从历史上来看，保障房建设严重缺失
 - 执行力受阻的原因
 - 资金来源（按一平1000元成本计算需8000亿左右）
 - 相关利益方的阻碍

历史上来看，保障房建设严重缺失



■ 经济适用房投资占比 — 线性(经济适用房投资占比)

大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

明年需求高企的条件总结

◆ 致使需求高企的因素

- 单个行业超预期
- 多个行业——意味着经济超预期，大盘的大机会
 - 这部分内容放在下一节的补涨行情中

◆ 2010年需求高企的条件

- 房地产需求超预期，即1250万套保障房实施或预计会实施
 - 资金来源确定
 - 中央财政4000亿以上(50%以上)——可能性为0
 - 对保障房实施贴息贷款（75%）
 - » 地方政府很支持
 - 强行打击相关利益方
 - 出现重大相关案件，或连续出现相关惩治措施
 - » 符合我们一贯的显著或连续性的判断标准
- 其他行业的需求超预期
 - 基建用钢增加20%以上
 - 机械用钢增加34%以上
 - 汽车用钢增加65%以上
 - 单月净出口回复至50万吨（50%）以上，或连续三个月保持433万吨（50%）以上
 - » 4000万吨对应的净单月出口量为333万吨

◆ 考虑到保障房对经济增长的重要性，期待政策给力！

4

其它

补涨与产业联动

补涨：估值的提升

- ◆ 就行业总体而言，钢铁在基本面不支持其大幅上涨时，估值提升将是其上涨的主要方式
- ◆ 补涨特性可以从如下几个方面分析：
 - 在市场氛围偏周期类时，跟随周期类的上涨，呈现持续小幅上涨的态势
 - 市场板块轮动时，钢铁股补涨，其意味着一次轮动的结束

产业联动：横向投资机会

- ◆ 产业联动，若将流动性归结到投资需求，即为我们一直提及的横向投资
 - 横向投资：即在钢铁行业总体投资机会不大的情况下，选择增长空间大的，或者有增长潜力的个别小板块投资
- ◆ 就我们已挖掘的板块来看，受益的主要包括矿石、冷轧、不锈钢、炭素、耐火材料等行业
 - 矿石：受益于全球释放流动性——参见我们的矿石深度报告
 - 冷轧、不锈钢：受益于消费升级——参见我们09年下半年投资策略
 - 炭素：受益于废钢冶炼比例的提升——过于长期化，无研究报告
 - 耐火材料：受益于节能减排和产业升级——参见我们的耐火材料深度报告
- ◆ 结论：我们依然维持横向投资是钢铁行业投资主旋律的判断
 - 当行业发生竞争结构改变或需求高企时，行业性机会为主线

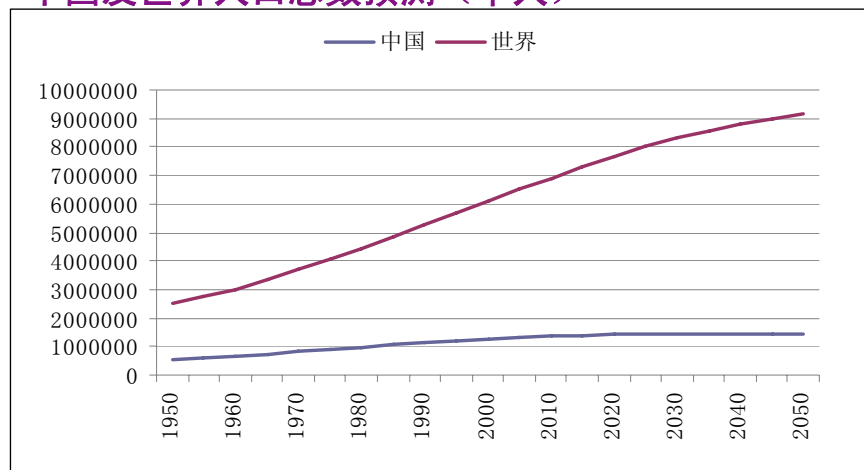
横向投资:重要的是“向下走”

改革方向：消费和升级

加快 推进 经济 结构 战略 调整	需求结构	扩大内需战略重点是扩大消费需求，深化收入分配制度改革
	产业结构	推动科技创新和结构升级。把创新发展与绿色发展有机结合起来
	要素投入结构	深化资源性产品价格和要素市场改革
	城乡结构	“十二五”时期，我国城镇化率将超过50%
	区域结构	把深入实施西部大开发战略放在区域发展总体战略优先位置

资料来源：光大证券研究所

中国及世界人口总数预测（千人）



资料来源：FAO

◆ “向下走”的逻辑

- 提升消费和产业结构升级，未来政策支持的重点，下游是未来很长一段时间投资的主题
- 目前我国14亿的人口基数将支持消费存在巨大的上涨空间
 - 如同制造业，不排除外部需求再次打开我国消费品需求的成长空间
- 下游对应的行业较多，其将呈现“东方不亮西方亮”的特点

◆ “向下走”的思路

- 中短期：市场热点和进口替代
 - 光大策略认为技术进步+新兴领域是明年的热点，
- 长期：技术壁垒和服务升级

◆ 针对“向下走”，我们不久将推出相关深度报告，敬请关注

请多指正！

非常感谢！