

评级：中性（维持）

钢铁行业

行业研究报告

第一创业研究所

张文丰 S1080210100005

电话：0755-82485194

邮件：zhangwenfeng@fcsc.cn

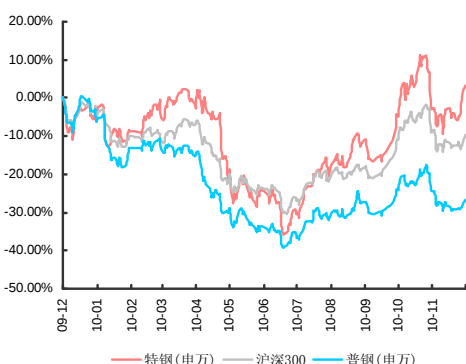
行业交易数据（2010/12/14）

12 个月涨跌幅	-25.74%
12 个月最高涨幅	2.16%
12 个月最大跌幅	-40.33%

行业基本数据（2010/12/14）

A 股流通市值（亿元）	3934.00
总市值（亿元）	6421.04
行业平均市盈率（PE）	18.72
行业平均市净率（PB）	1.49

行业指数与沪深 300 比较



相关报告

低速发展时代谁最“钢”强？

——钢铁行业 2011 年上半年投资策略

摘要：

- **供求状况将在政策与市场的作用下进一步改善** 预计 2011 年粗钢产量增长约 8%，需求增长约 10.83%，供给压力过大问题可望进一步改善，来自基本面的因素支持钢价继续小幅上扬，但供过于求的局面不会发生根本性扭转，钢价也很难产生持续的大级别行情。
- **原料成本“涨”是主旋律** 我们认为，钢铁主要原材料明年上半年多以上涨为主，而人工成本、管理费用、销售费用等也会因通胀因素而水涨船高，这意味着钢铁公司将继续面临成本上升的压力。
- **整体盈利能力增强，低利润率暂无法根本改观** 我们判断，2011 年上半年钢材市场价格将继续上涨，这将利好行业景气度的提高，预计钢铁行业盈利能力还将显著增强，但整体利润率仍将维持在较低水平。
- **维持“中性”评级** 鉴于钢铁行业低速增长时代的到来，伴之以低盈利态势的长期存在，以及国家经济结构调整的阵痛，机构很难在短期对该板块有很大偏好，不过明年行业景气度继续回升，加上其资产低估优势明显，维持 2011 年上半年“中性”的投资评级，操作上建议寻找低速发展时代的“钢”强者，即顺应我国经济产业结构调整和产业升级方向，并有望规避低利润率魔咒的公司。
- **偏好三类公司** 建议重点关注三个主题：一是资源类个股；二是区域振兴受益股；三是特钢和新材料。重点推荐**西宁特钢、大冶特钢、八一钢铁、新兴铸管、凌钢股份和酒钢宏兴**。
- **风险提示** 一是转型期经济出现明显滑坡；二是明年上半年产能集中反弹；三是流动性明显紧缩。

附：重点推荐上市公司列表

股票代码	公司简称	最新股价	EPS（每股收益）				PE（市盈率）				最新评级
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
600117	西宁特钢	9.14	0.05	0.27	0.44	0.48	182.80	33.85	20.77	19.04	强烈推荐
000708	大冶特钢	17.33	0.74	1.23	1.41	1.56	23.42	14.09	12.29	11.11	强烈推荐
600581	八一钢铁	11.98	0.14	0.88	1.06	1.27	85.57	13.61	11.30	9.43	强烈推荐
000778	新兴铸管	9.7	0.69	0.73	0.81	0.97	14.06	13.29	11.98	10.00	强烈推荐
600231	凌钢股份	9.03	0.37	0.78	0.90	1.04	24.41	11.58	10.03	8.68	强烈推荐



目 录

专题一：直面现实篇——被严重边缘化的“基础性行业”	3
1、产能过剩严重，行业进入低增长时代	3
2、难以较快顺应经济结构调整和产业升级的方向	4
3、受上下游挤压，低盈利成为行业发展的常态	5
专题二：探寻未来篇——钢铁产业“二度崛起”之望犹存	6
1、中国钢材消费峰值还远未来临	6
1.1、从人均粗钢产量与消费量来看	6
1.2、从钢材累积存量来看	8
2、钢材供求结构有望实现再次平衡	8
3、经济结构转型是挑战，也是机遇	8
3.1、汽车、装备制造用钢有望提速	9
3.2、战略性新兴产业将带动钢铁新材料的发展	9
3.3、节能环保也会拉动部分品种的需求	9
4、铁矿石之痛终究会散去	10
专题三：着眼明年篇——景气度续升，关注资源、特钢和区域三主题	11
1、供求状况将在政策与市场的作用下进一步改善	11
1.1、供给：预计 2011 年 6.72 亿吨，同比增速放缓至 8%	11
1.2、需求：预计明年钢材下游需求增速可达 10.83%	13
1.3、去库化正在进行	17
1.4、来自于供求面的因素支撑钢价小幅上行	18
2、原料成本“涨”是主旋律	18
2.1、“三因素”决定铁矿石价格很可能继续上涨	18
2.2、炼焦煤和焦炭价格或小幅	20
2.3、海运费上涨概率偏大	20
3、整体盈利能力增强，低利润率暂无法根本改观	21
4、行业内结构性分化继续加剧	22
4.1、区域发展不平衡，决定钢铁消费区域性特征	22
4.2、下游行业发展不平衡，使品种需求增速不一	23
4.3、重组增多加剧公司间业绩和规模的差异化	23
5、资产价值低估的趋势愈发明显	23
5.1、从资产的角度看，估值优势已然十分明显	23
5.2、从盈利预期的角度看，估值不具太大优势	24
6、策略及重点公司——“中性”评级，三类主题	24
6.1、投资策略与投资主题	24
6.2、重点上市公司	25
7、风险提示	27
7.1、转型期经济出现明显滑坡	27
7.2、明年上半年产能集中反弹	28
7.3、流动性明显紧缩	28



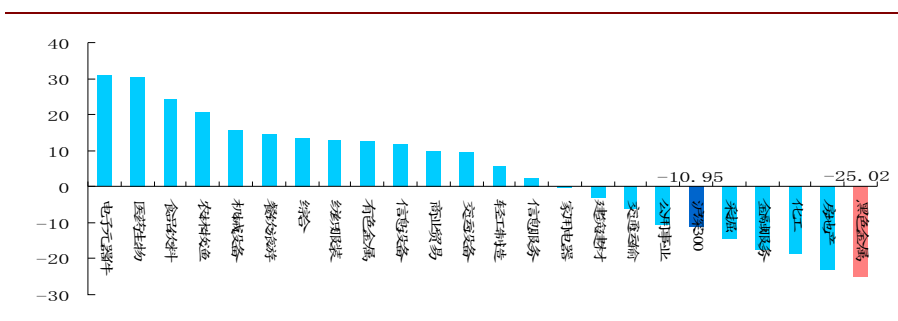
导 语

近年来，钢铁板块频遭市场冷遇，以至于尽管其估值一降再降，却依然被排除在投资者视线之外。钢铁作为国民经济的基础性行业，为我国工业化和城市化进程作出了巨大贡献，也曾在股市上演过辉煌，但如今却为何沦落到这般田地？我国钢铁产业的篇章是否已走到尽头？钢铁板块能否还可东山再起？明年钢铁行情又将怎样演绎？带着种种疑问，本报告将以三个专题的形式为投资者作详细解答。其中，专题一“直面现实篇”剖析了钢铁板块被边缘化的历史背景；专题二“探寻未来篇”展望了我国钢铁行业的未来；专题三“着眼明年篇”则对明年上半年钢铁行业表现及投资策略进行了详细探讨——

专题一：直面现实篇——被严重边缘化的“基础性行业”

钢铁板块近几年走势不佳，特别是今年以来截止12月14日累计跌幅达25%，表现远逊于大盘，与几大强势板块形成鲜明的对比。我们认为，造成钢铁板块遭受冷遇的根本原因在于其传统行业特征及低速发展时代的到来。这具体表现在以下三个方面。

图 1 钢铁板块成为 A 股跌幅之最

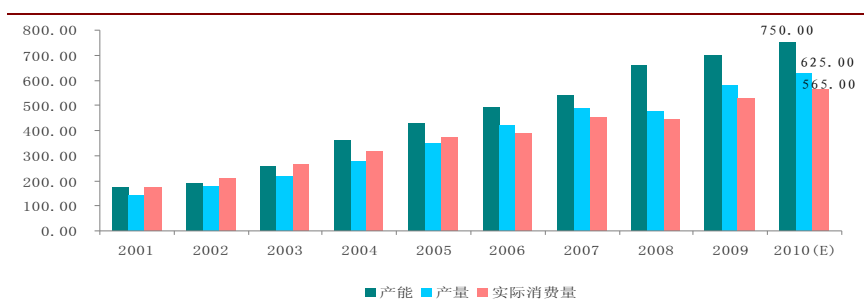


资料来源：WIND，第一创业证券

1、产能过剩严重，行业进入低增长时代

粗略估计，我国2010年粗钢总产能接近7.5亿吨，而实际需求却只有约5.65亿吨，过剩产能达1.85亿吨。即使按照86%的产能利用率来计算，实际过剩产能也达8000万吨，这部分产能要么是非正常性减产，要么以大量钢厂及社会库存的形式存在，进而成为影响钢材价格的“堰塞湖”，也制约着钢企效益的发挥。

图 2 粗钢产能与实际消费量增长情况（单位：百万吨）

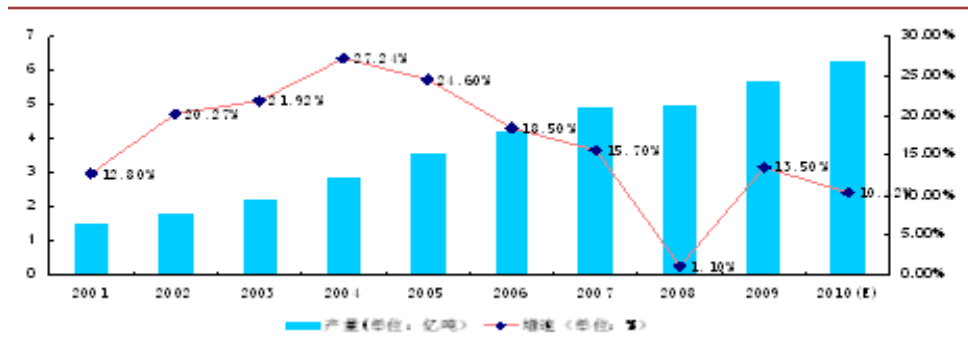


资料来源：中联钢，第一创业证券



产能的大量过剩也使得钢企借扩产提高业绩的年代已经不再。据统计，2009年，黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额3206.12亿元，同比08年减少1.30%，2010年前10月，固定资产投资完成额为2641.70亿元，较去年同期只增长1.60%，与07年增幅12.2%和08年增幅23.8%相比已出现明显趋缓或下滑趋势，预计2011-2012年钢铁产能投放量将会继续明显减少，钢铁产量逐步进入低增长时期。

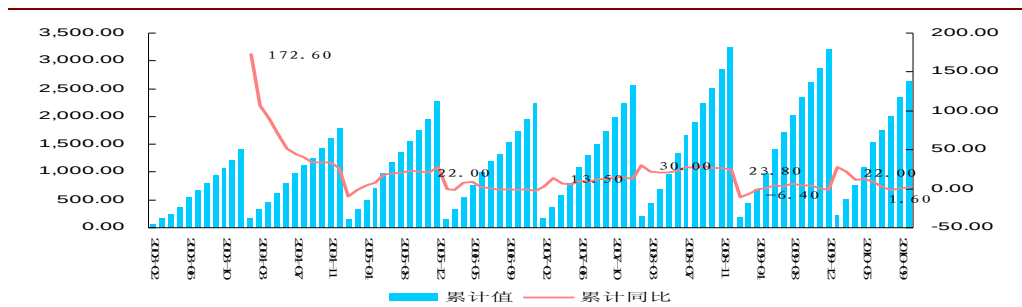
图3 我国钢铁行业或将告别高速增长期



资料来源: WIND, 第一创业证券

与之相应的，我国钢材消费也进入了低增长时代。从美、日等发达国家钢材消费历史来看，当工业化发展到一定阶段时，钢铁消费人均增速及总量增速会从高速到低速变化。2010年是我国经济结构调整和产业升级的元年，这意味着我国工业化已经进入中后期，经济发展步入新的阶段，即由以往的投资驱动为主向消费驱动型转变，产业结构将朝更加有利于经济可持续发展的方向迈进。这将使以投资拉动为主的钢铁需求有所承压，消费强度和结构都将发生显著变化，特别是总量增幅有所减缓，即进入我们所说的“低速发展时代”。

图4 黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额累计值及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: WIND, 第一创业证券

2、难以较快顺应经济结构调整和产业升级的方向

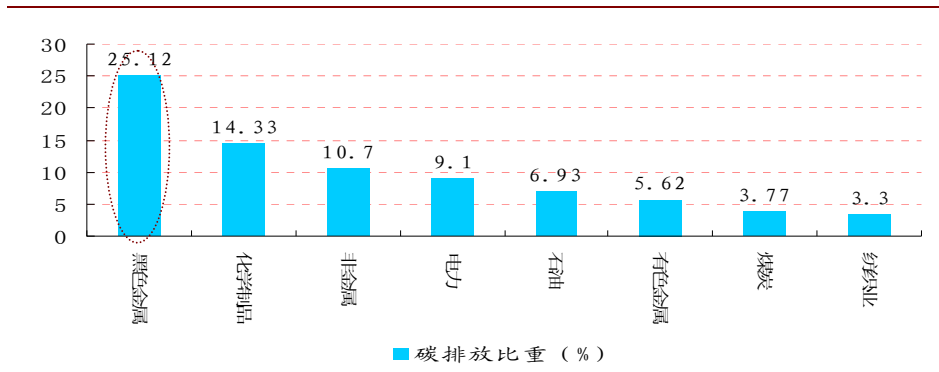
我国目前处于经济结构战略性调整的关键时期，对传统产业和新兴产业的实行严重的差别化待遇，这对传统产业提出了巨大挑战。

此外，随着后哥本哈根时代的到来，各国都把节能减排放到了经济发展的重要位置。我国也在哥本哈根气候大会上做出承诺，“争取到2020年中国单位GDP的二氧化碳排放比2005年下降40%~45%；争取到2020年非化石能源占一次性能源消费比重达到15%左右。”，这一目标的艰巨性毋庸置疑，将导致国家在“十二五规划”中继续贯彻更加严厉的约束性指标，除了进一步



加大环保产业投资以外,也进一步降低了传统污染耗能大户的生存空间。钢铁工业作为能耗和污染大户,其能耗占全国工业总能耗的15%,废水和固体废气物排放量分别占工业排放总量的14%和17%,未来将成为节能减排的主阵地,也使得钢企将承受一定压力。

图5 我国主要工业部门的碳排放比重(单位: %)



资料来源: 中国环境科学学会, 第一创业证券

3、受上下游挤压, 低盈利成为行业发展的常态

也正因为产能日益膨胀, 导致国内铁矿石产量难以满足国内钢厂的需要, 进口矿石量不断攀升, 从而使中国成为进口矿石最多的国家。然而, 因国内钢铁行业集中度极低, 与三家铁矿石产商控制了近70%的贸易量形成鲜明的对比, 导致我国在长协矿谈判始终处于弱势, 谈判价格出现年年飞涨的局面, 中国钢铁工业也逐渐沦落到为矿山打工的境地。(见表1)

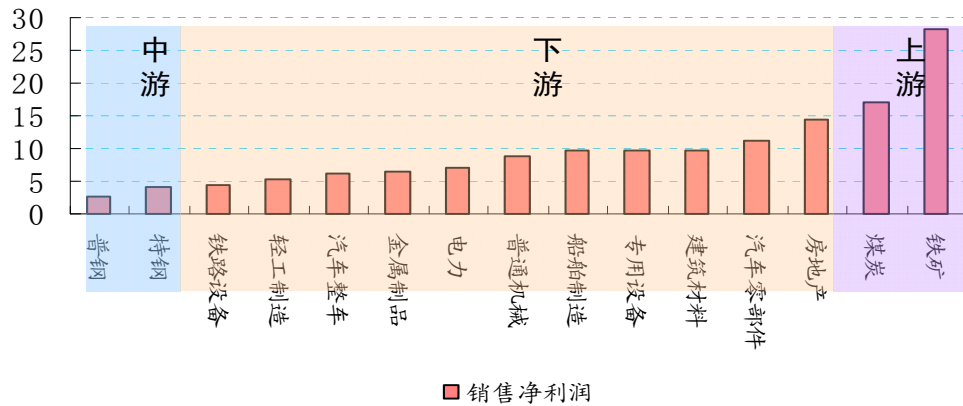
表1 近几年铁矿石谈判结果一览

年份	达成协议时间	谈判双方		铁矿石涨幅	
		购买方	供应方	粉矿	块矿
2010(Q4)	2010年9月	日本	力拓	-13%	
2010(Q3)	2010年6月	日本	力拓	19.5%	
2010(Q2)	2010年3月	日本	必和必拓	101.46%	
2009年	2009年8月	宝钢	FMG	-35%	-50.42%
	2009年5月	日新铁	力拓	-33%	-44%
2008年	2008年1月	宝钢	力拓	79.88%	96.50%
	2007年3月	日本日新铁	巴西淡水河谷	65%	71%
2007年	2006年12月	宝钢	淡水河谷	9.50%	9.50%
2006年	2006年6月	宝钢	必和必拓	19%	19%
2005年	2005年2月	日本日新铁	力拓	71.50%	71.50%

资料来源: 第一创业证券整理

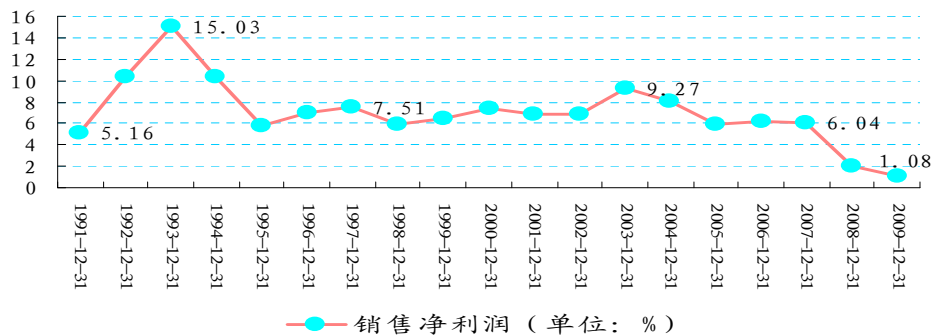
此外, 我国钢铁资源供给与实际需求近年来一直处于供过于求的状态, 产品同质化严重, 导致尽管下游行业利润率普遍高于钢铁行业, 却很难通过提价来转嫁成本上涨压力。据中钢协统计, 我国钢铁行业2009年的平均销售利润率只有2.43%, 2010年前三季度大中型钢铁企业销售利润率只有2.84%, 远低于中国工业企业的平均水平。

图6 钢铁行业销售净利率远低于其下游行业



资料来源：WIND，第一创业证券

图7 钢铁行业销售净利润不断走低



资料来源：WIND，第一创业证券

专题二：探寻未来篇——钢铁产业“二度崛起”之望犹存

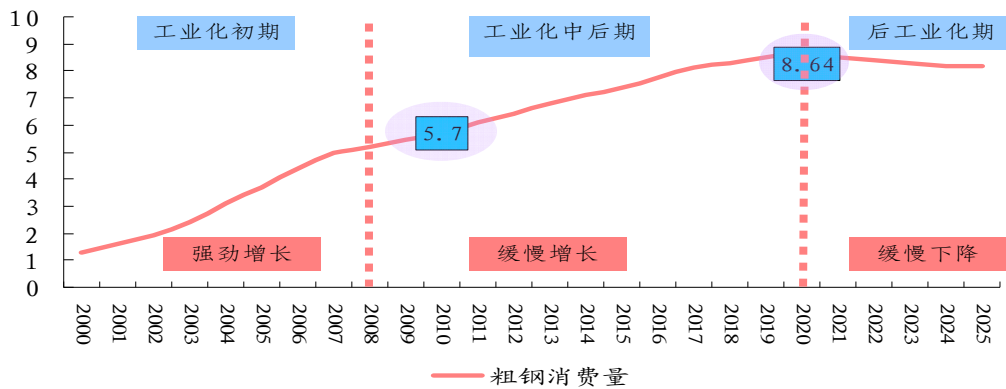
低速发展并不意味着衰退，中国钢铁产业还将继续支持工业化和城市化的深入推进，这一过程将是漫长的。此外，我国钢铁产业肩负着由钢铁大国向钢铁强国转变的长远使命，产业升级和技术进步将促使行业“二度崛起”，其中，不乏一些子行业和小品种将迎来更加巨大的发展空间！

1、中国钢材消费峰值还远未来临

1.1、从人均粗钢产量与消费量来看

世界发达国家的经验表明，一国钢材消费的增长与其工业化和城市化进程具有很强的相关性。经济学家钱纳里认为，人均GDP在1800-4800美元时处于工业化阶段中期，城市化率在30% - 60%之间；人均GDP在4800-9000美元时处于工业化阶段后期，城市化率在80%以上。

图8 我国将进入钢材产量低速增长时代



资料来源：第一创业证券

发展阶段的不同，决定了钢材消费强度的不同，并可判断一国钢材消费峰值水平。当一国处于工业化初期和中期阶段，钢材消费强度呈迅速上升趋势，直至工业化后期阶段钢材消费强度增速有所放缓，但还维持在一定高水平上，此时已经接近峰值水平。当该国而发展到成熟阶段时，由于有产业结构优化的需要，加上科技进步和居民消费结构的变化，钢材消费强度会缓慢下降。

对于我国钢材消费峰值及其来临时期的预判，许多学者都曾做过类似尝试，其多数观点认为中国目前处于工业化中后期阶段，其峰值来临可能在2020年前后。不过，也有少数学者认为，我国人均GDP已经接近4000美元，加上受产品替代和我国工业化特征的影响，峰值会提前到来。对于这一问题的判断，涉及面广且复杂，我们在报告中不作具体探讨，但有四点理由决定了我们偏好于更高的峰值水平：

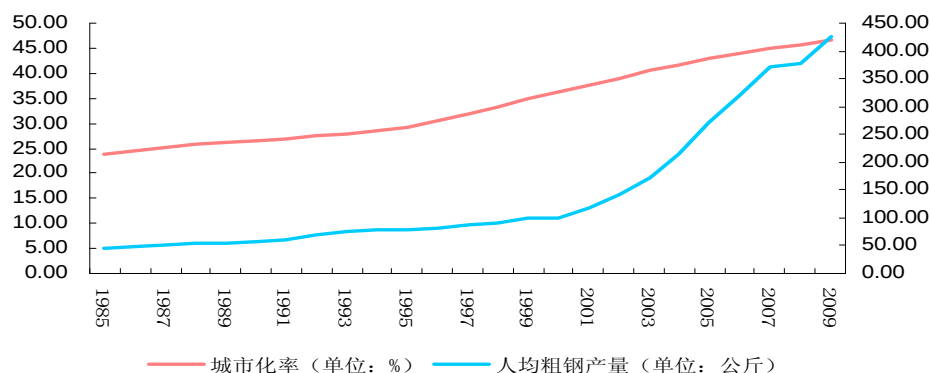
一是我国2009年人均GDP达到3788美元，2010年有望超过4000美元，但这只是名义GDP，且以当前的汇率所计算，如果以1998美元基础计算，离4800美元的工业化后期标准还有较大的差距；

二是我国2009年城市化率仅为46.59%，如果按户籍标准计算可能会远低于这一数字，仍属于经济增长中期，离稳定增长期的80%水平差距悬殊；

三是我们人均粗钢消费量09年为423公斤，离美国和日本的消费水平还比较远，更不用说达到韩国超1000公斤的高水平。

四是我国经济发展不平衡现象还非常严重，尽管东部地区工业化和城市化已经达到较高的水平，但中西部地区的发展还具有较大潜力，如果要达到或靠近东部水平，则其对钢材消费的潜力还非常大。

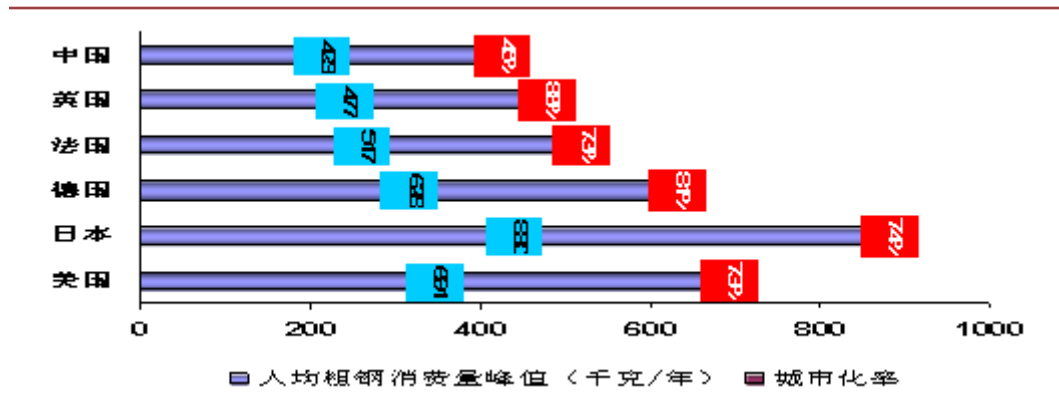
图9 中国人均粗钢产量与城市化率的关系



资料来源：我的钢铁，第一创业证券



图 10 发达国家人均消费量达到峰值时的城市化水平



资料来源：我的钢铁，第一创业证券

1.2、从钢材累积存量来看

工业化需要钢铁作支撑，随着工业化进程的深入，社会累积钢材存量也会出现大幅增长。从1901年到2007年，各主要工业国钢材累积存量分别为：美国78亿吨、日本46亿吨、前苏联64亿吨，而我国同期钢材累计消费总量为40亿吨。我国国土面积大，且正处在重工业阶段，装备的大型化和国产化将大大加强，且钢结构建筑将会逐步普及，这些都迫切需要钢材提供原料支持，因而钢材累积存量还有很大的空间。

2、钢材供求结构有望实现再次平衡

从05年开始，我国已经开始出台相关政策限制钢铁产能肆意扩张，然而，由于当时钢材市场供过于求的状况并不是特别严重，国家政策力度有限，且其投资回报率较高也吸引着地方政府大上钢铁项目。

目前，形势已经发生根本性的变化。一是钢铁产业效益低下，投资回报率远低于其他工业投资项目。二是国家对于节能环保的重视力度前所未有，这从一系列产能调控政策及配套措施，以及四季度以来的拉闸限电可以明显看出。三是我国经济结构调整，迫切需要发展新兴产业，改变传统产业过大的现状。这都使得钢铁产业新项目进度明显减缓，而且这一趋势还将延续。

与之对应，钢铁需求尽管也将减缓，但长期增长态势却是稳定的，我们在上一部分也有述及。因此，随着消费量持续增长与产能的严格控制，钢铁行业在未来某一时期是很有可能形成趋于平衡的供求结构。

3、经济结构转型是挑战，也是机遇

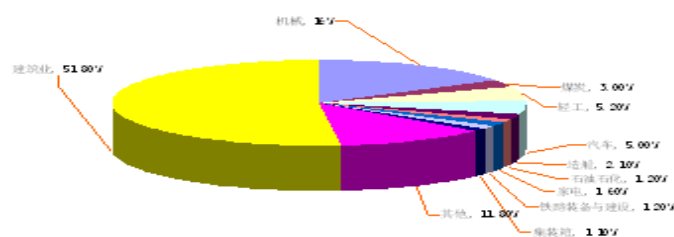
经济结构调整会促使钢材消费结构出现变化，也使行业中出现了一些结构性的机会，传统钢材品种继续受到淘汰的命运，但技术含量较高、节能环保的特钢、新材等子行业却将获得超速发展的机会。



3.1、汽车、装备制造用钢有望提速

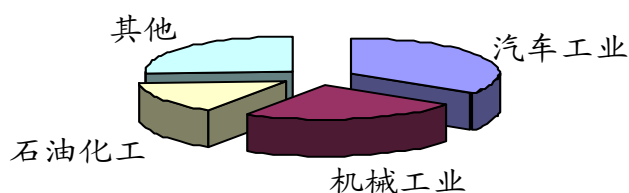
“十二五”是我国经济转型的关键阶段，这使钢材的下游行业发展速度和规模可能出现重大变化，也使钢材消费结构面临大的转变。目前，基建和房地产行业用钢占我国钢材销量的一半以上，未来基建和房地产投资可能出现减速，或将减少建筑用钢的需求，进而降低建筑用钢在钢材消费中的比例，但汽车、装备制造等领域则会迎来新的更大发展，从而带动相关钢材品种出现快速增长。

图 11 我国建筑用材占钢材消费绝大多数



资料来源：第一创业证券

图 12 优特钢的下游消费结构



资料来源：中国特钢协会，第一创业证券

3.2、战略性新兴产业将带动钢铁新材料的发展

国务院于今年10月份下发了《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，明确将从财税金融等方面出台一揽子政策加快培育和发展战略性新兴产业，具体包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等。这将拉动部分高档钢材的需求。具体而言，高档电力用钢和工模具钢百万千瓦火电及核电用特厚钢板和高压锅炉管、25万千瓦安以上变压器用高磁感低铁损取向硅钢、国防军工、航空航天关键材料等符合新产业发展方向的材料将迎来更多发展机会。

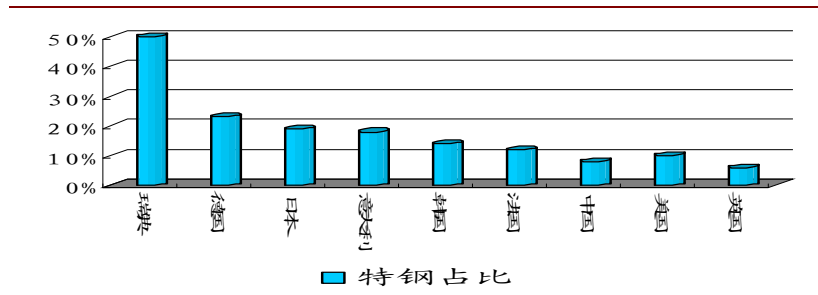
3.3、节能环保也会拉动部分品种的需求

随着节能环保更多进入政府决策范畴，中国将大力推广具有节能减排功效的钢材品种，比如高强度的建筑钢筋（400MPa及以上热轧带肋钢筋）和



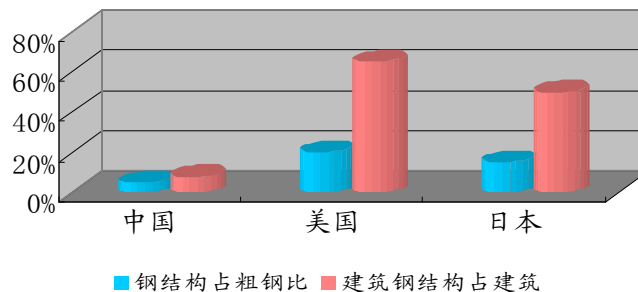
高强度轿车用钢（减轻自重，可节能），环保型的不锈钢（防腐蚀）和钢结构（减少水泥等非环保型材料），以及具有环保工艺特性的合金化程度更高的特钢等都将面临着新的发展机遇。

图 13 我国特钢占粗钢的比重还非常低



资料来源：中钢协，第一创业证券

图 14 我国钢结构占比远低于发达国家



资料来源：中国钢结构协会，第一创业证券

4、铁矿石之痛终究会散去

国内钢厂受铁矿石的牵制已经很多年，以至于这一现象成为常态。我们不禁要问，这种现象还有改观的可能吗？我们的观点是，限于钢铁产能控制的难度，以及国内铁矿石资源禀赋状况，短期这一现象无法改变，但是长期来看是有可能出现根本性变化的，而且从目前来看，局势正朝着好的方向发展。

一是国内粗钢产能投放正日益减少。由于政府对钢铁产能的限制和淘汰落后产能政策的实施，产能净投放量的减少是大的趋势，这将减少铁矿石的需求量。

二是国内矿石产量持续增长。随着铁矿石价格高企，国内钢企对矿石资源开发投入日益加强，近期也出现了铁矿石产量增速快于进口矿增速的现象。

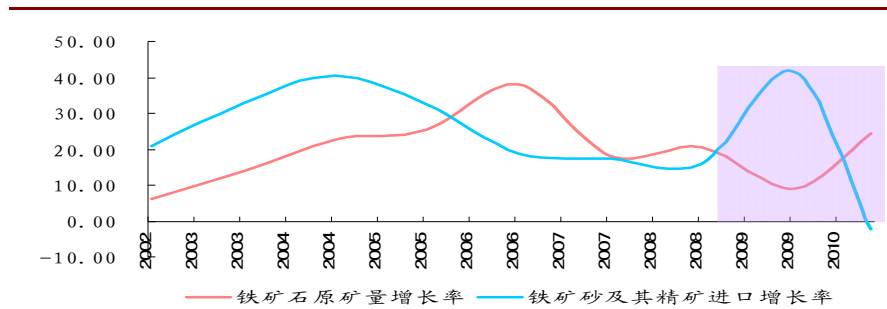
三是国内钢企控制的海外权益矿日益增多。近两年来，中国企业加大“走出去”步伐，积极寻求海外矿产开采。据了解，目前中国正在建设的海外铁矿石权益矿大体在1.9亿吨产能，相当于中国进口量的30%，如果这些权益矿均达产的话，无疑可大大减轻中国在铁矿石上的压力。

四是国内以废钢原料为主的电炉炼钢占比将提高。随着国内废钢存量的持续增长，短流程的电炉炼钢比例将会逐渐上升，这将减少对铁矿石的依赖程度。目前，许多国家已经以电炉炼钢为主，比如美国、印度等占比均超过60%，电炉炼钢具有流程短、污染小、节能等特征，我国限于电力、废钢的



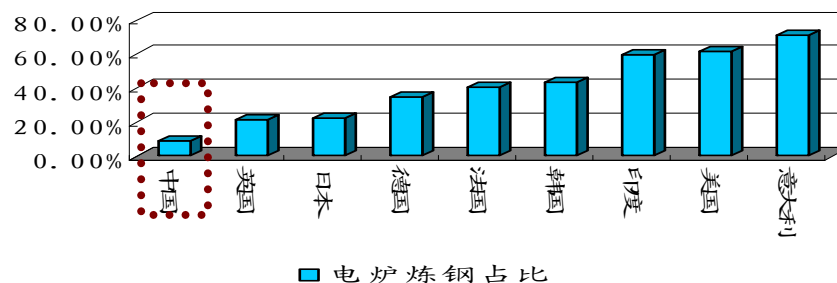
紧张局面还未能流行，但未来还是存在这一趋势，届时对铁矿石依赖可能会大大减少。

图 15 铁矿石产量有上升趋势，进口量有下降趋势



资料来源：WIND，第一创业证券

图 16 我国内电炉炼钢比例还非常低



资料来源：国际钢协，第一创业证券

综上，我们认为，经济结构调整和产业升级给钢铁行业带来的不是灾难，而是更多的机遇。顺势而为的“钢强”者，最终将在这一轮转型调整的新阶段中脱颖而出！

专题三：着眼明年篇——景气度续升，关注资源、特钢和区域三主题

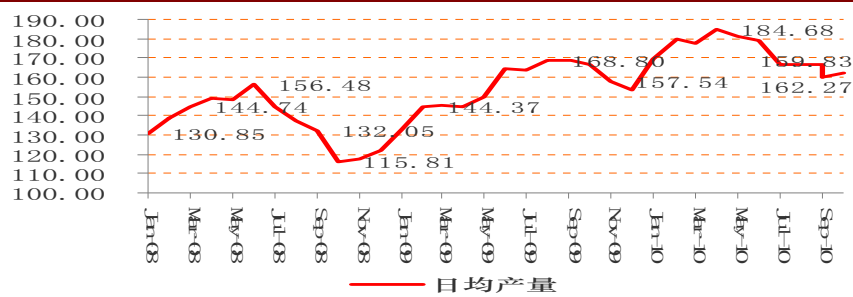
1、供求状况将在政策与市场的作用下进一步改善

1.1、供给：预计 2011 年 6.72 亿吨，同比增速放缓至 8%

1.1.1 拉闸限电减少四季度产量，2010 年粗钢产量可达 6.25 亿吨

受拉闸限电因素影响，今年四季度开工率明显不足，日产量由四月份最高 184.68 万吨骤降至 9 月份 159.83 万吨，当月粗钢产量在今年以来首次跌破 5000 万吨，10 月虽小幅反弹至 5030.46 万吨，但依然为本年次低水平，四季度粗钢产量将显著低于前三季度的平均水平，预计全年粗钢产量将为 6.25 亿吨，同比增长 10.42%。

图 17 下半年日均产量出现明显下滑



资料来源：WIND，第一创业证券

1.1.2 2011年净增炼钢产能将明显减少，预计为3000万

从2000年开始，我国几乎平均每年新增粗钢产能超过5000万吨，2010年底炼钢总产能已经跃升至近7.5亿吨。

我们判断，在钢铁行业当前的景气度水平以及国家对过剩产能行业的高压政策之下，未来几年新增产能投放量将逐渐降至3000万吨左右，这主要是因为：

(1) 钢铁行业投资回报不足。这几年新增粗钢产能较多主要是由于前几年钢铁业景气度较高时开工所形成，随着近几年钢铁行业利润率的急剧下降，投资回报率已大幅低于工业项目平均水平，政府和私人投资钢铁行业的积极性正逐渐减退。

(2) 国家调控力度明显加大。从近两年来看，国家对钢铁产能控制的决心和力度已然明显加大，且不排除有进一步的铁腕政策出台。短期来看，政府将依托《钢铁行业生产经营规范条件》出台清理的相关细则。这些措施将使未来几年很难上马新的钢铁产能。

表2 近两年关于钢铁产能调控的部分政策

2009年3月，《钢铁产业调整和振兴规划》提出，2011年底前再淘汰400立方米及以下高炉、30吨及以下转炉和电炉，相应淘汰落后炼铁能力7200万吨、炼钢能力2500万吨。

2010年4月6日，国务院发布《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》，指出，2011年底前，淘汰400立方米及以下炼铁高炉，淘汰30吨及以下炼钢转炉、电炉。

2010年5月6日，工信部发布《关于钢铁工业节能减排的指导意见》指出，确保2011年底前实现淘汰400立方米及以下高炉炼铁能力12540万吨，30吨及以下转炉和电炉炼钢能力2820万吨的目标。

2010年6月17日，国务院办公厅下发《关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》再次指出，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。

2010年7月12日，工信部公布《钢铁行业生产经营规范条件》，对钢铁企业在环境保护、能耗、生产规模等方面做了一系列规定，其规模的标准是：09年普钢企业粗钢产量100万吨及以上，特钢企业30万吨及以上，且合金钢比大于60%（不含合金钢比100%的高速钢、工模具钢等专业化企业）。

2010年11月4日，国家发展改革委等联合下发《国家发展改革委、国土资源部、环境保护部关于清理钢铁项目的通知》，将对钢铁项目进行一次清理，主要包括产能总体情况，项目核准情况，项目用地情况，以及项目节能环保等情况。

资料来源：第一创业证券整理

1.1.3 拉闸限电的非正常因素解除，日产量将回归至正常水平

随着“十一五”节能减排目标的实现，从明年开始拉闸限电将会解除，可以预见2011年上半年开工率及日产量水平将回归至正常水平。



我们分别运用日产量法及产能利用率法进行估算：

日产量法：假设以今年日产量峰值184.68万吨计算，2011年粗钢产量可达6.73亿吨。

产能估算法：假设明年新增炼钢有效产能3000万吨，2011年粗钢总产能将达到7.8亿吨，按照86%的历史平均产能利用率推算，明年产量将达到6.71亿吨。

取二者中值，预计2011年粗钢产量将在6.72亿吨左右，同比增长8%。

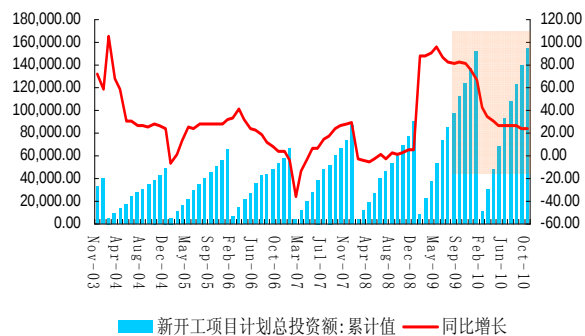
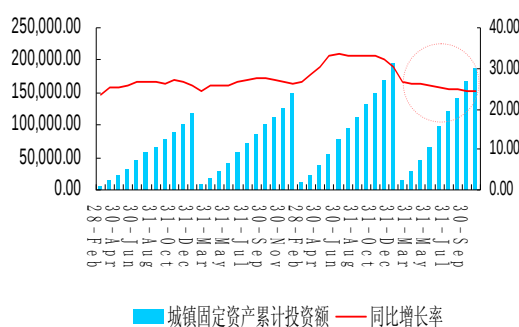
1.2、需求：预计明年钢材下游需求增速可达 10.83%

1.2.1 固定资产投资将放缓，但仍可维持在18%以上

2010年1-10月，我国城镇固定资产投资完成额187,556.00亿元，同比增长24.4%，预计全年增长超过24%，尽管比去年30.50%有所减缓，但总体已然处于高位。2010年1-10月，城镇固定资产投资新开工项目计划总投资额154,270.00亿元，累计增长23.8%，比09年同期的81.10%有较大幅度的下滑，这可能预示着未来几年内的城镇固定资产投资开工项目将逐步减少。当然，由于固定资产投资周期相对较长，今年新开工项目将在明后年延续，因而在我们所考虑的周期内不会出现明显下滑。

图 18 我国城镇固定资产投资额增长情况

图 19 工项目总投资额及增长情况



资料来源：WIND，第一创业证券

1.2.2 房地产投资虽有远虑，但无近忧

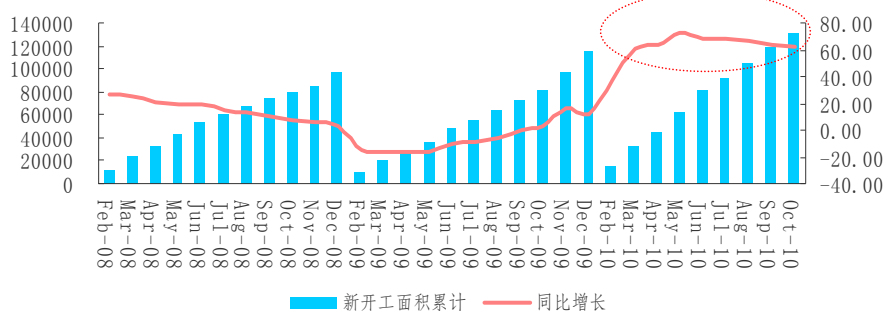
房地产对于下游钢铁需求的影响是巨大的，这不仅体现在其对建筑用钢上，而且还因其对基建、工程机械、家电等相关联行业的需求也产生着巨大影响，因而我们对房地产及其所引起的联动效应给予首要关注。

2010年1-10月份，房地产累计新开工面积为131,800.00万平方米，同比增长61.90%，今年以来始终维持高位，作为先行钢材消耗指标，这意味着至少未来六个月的房地产行业所用钢材的需求量还是有保证的。我们认为，房地产调控政策在长期可能会对开发商投资热情产生一定的抑制，但短期内不会对建筑钢材造成较大影响，其原因在于政策的直接指向是投机性购房需求，而对开发商的开发和保证供应量是持鼓励和支持态度的，况且还严令打击囤积土地以减少供应的行为。此外，棚户建设和预期1000万套的保障房建设也有力地保证了房地产行业的用钢需求。

因此，尽管房地产成为政策调控的焦点，且不排除出现新一轮调控措施，但短期（至少两年之内）来看，其对建筑钢材市场的影响应十分有限，这也印证为何房地产调控以来，螺纹钢的价格仍然一直强于其他钢铁品种，主要还是需求比较旺盛。



图 20 房地产新开工面积增速依然维持高位



资料来源：WIND，第一创业证券

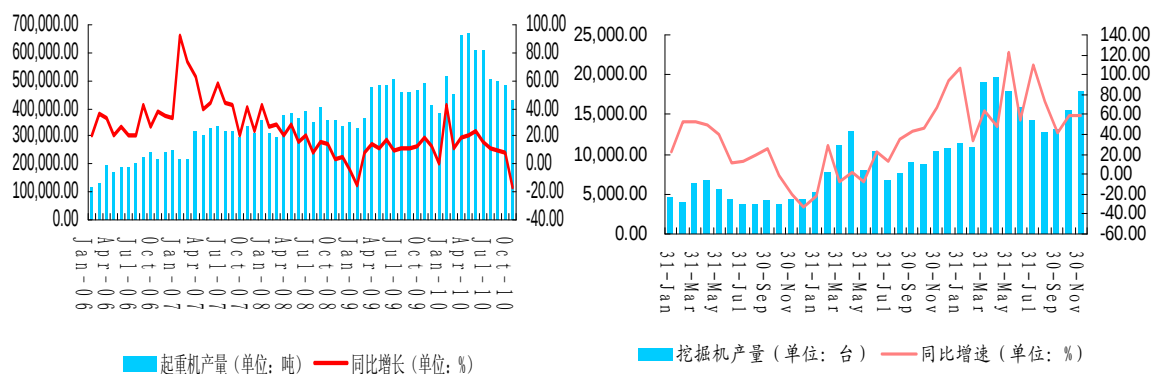
1.2.3 机械行业明年仍有较快增长

据中国工程机械工业协会统计，今年1-10月，挖掘机销量达到137900台，增速高达77.9%，装载机销量为182692台，同比增长57%。从各个品种的表现来看，进入销售淡季的工程机械行业依然保持着高速增长态势。

除上述主要品种外，其他工程机械产品也保持高增长势头。数据显示，1-10月叉车累计销售192595台，同比增速为73.5%；汽车起重机累计销量29630台，增速达30.9%；压路机累计销量达21324台，同比增速62%；推土机累计销售11965台，增长70.1%；沥青混凝土摊铺机累计销售2612台，同比增长86%。

我们认为，房地产开发短期不减的逻辑也支持着工程机械增速将保持一定的水平，而战略性新兴产业的发展将为工程机械行业带来新的增长动力，西部大开发、中部崛起、振兴东北以及其他区域振兴规划，也会给行业带来增长机会，预计明年机械行业仍将保持较快增速。

图 21 起重机和挖掘机产量均维持高位

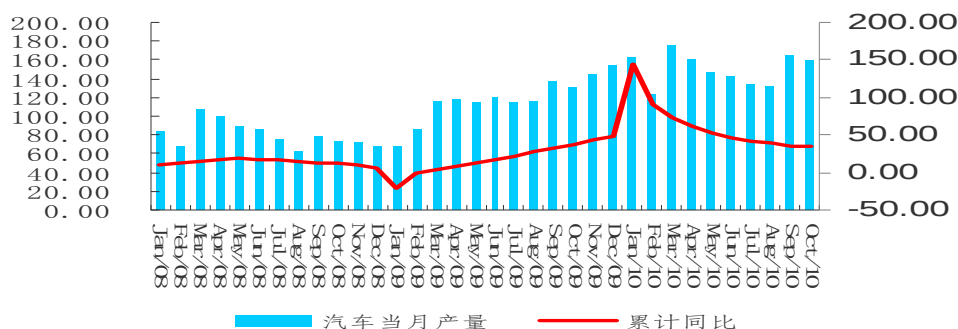


资料来源：WIND，第一创业证券

1.2.4 汽车行业产销继续乐观

1-10月，我国汽车行业产量1498.25万辆，同比增长33.79%，仍然处于较高水平，不过下半年同比增速有所放缓，全年仍在30%以上。我们预计，如此高的增长率明年或许不会延续，但参照美国、日本和韩国汽车人均保有量，中国的汽车产业还将有很大的发展空间，未来较长一段时间仍可能保持13%到15%的年增长率。

图 22 汽车产销量创历史新高



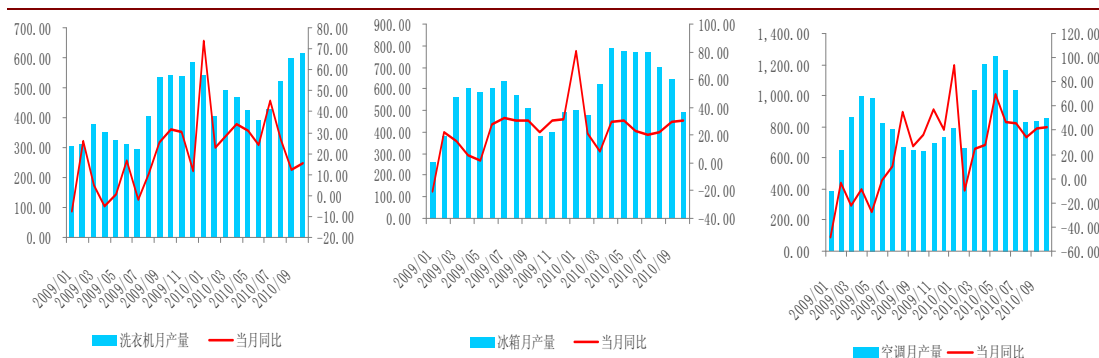
资料来源：WIND，第一创业证券

1.2.5 家电行业增速可能超预期

国家出台的促进内需政策“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等，对家电市场产生了重大影响，特别是家电下乡的电冰箱、洗衣机和冷柜等品种，满足农村消费结构升级的背景，得到广大农村市场的迎合，也产生了巨大的效果。这使得2010年家电行业增势喜人。1-10月，洗衣机产量4896.98万台，同比增长30.11%；电冰箱产量6519.02万台，同比增长28.38%；空调产量9389.58万台，同比增长40.54%。

我们认为，在国家政策的外生刺激，以及产业升级的内生作用下，农村对家电的普及型需求将加速增长，这使该行业在明年有望维持稳定的增长态势。

图 23 家电行业增长形势喜人



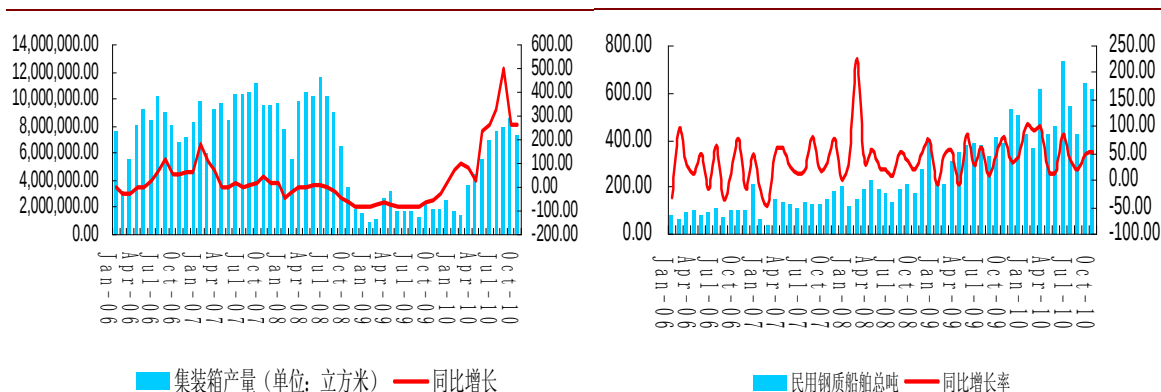
资料来源：WIND，第一创业证券

1.2.6 造船行业及集装箱行业增长可期

据工信部统计数据显示，2010年1-10月，全国造船完工量5080万载重吨，同比增长58.4%；新承接船舶订单量5462万载重吨，是去年同期新接订单量的2.9倍；截至10月底，手持船舶订单量19366万载重吨，比2009年底手持订单上升2.9%。这至少确保了明年甚至后年的完工量及对钢材的需求，增长有望维持在较高水平。

图24 集装箱产量显著回升

图25 造船完工量保持高增长



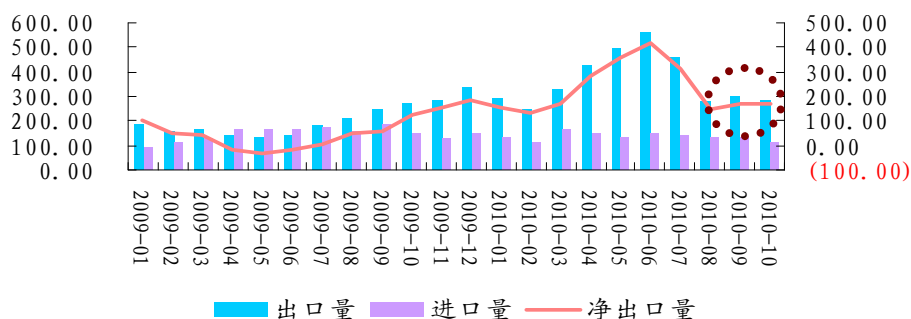
资料来源: WIND, 第一创业证券

集装箱制造方面, 由于近高铁逐渐盛行, 原有的客运线路将让位于铁路物流, 这使铁路物流将迎来新的发展阶段, 特别是以集装箱为主的运输占比会进一步扩大, 集装箱制造行业无疑面临着更加广阔的发展空间, 产量有望加速增长。此外, 集装箱海运价格目前处于高位, 这势必加大船企进一步加大集装箱运输的力度。

1.2.7 出口需求很可能维持当前水平

海关最新数据显示, 今年1-10月, 钢材累计出口3680万吨, 同比增长99.8%; 累计进口1363万吨, 同比下降8.2%; 合计粗钢净出口2432万吨, 全年净出口可能在2600万吨左右。我们认为, 因政府对钢材出口持不鼓励政策, 且国外钢材产能恢复较快, 而经济恢复进程较慢, 这将对我国出口形成制约, 预计明年净出口将维持当前水平, 预计不超过3000万吨。

图 26 明年上半年钢材出口很可能维持目前的低位



资料来源: WIND, 第一创业证券

表 3 2011 年国内下游行业及出口对钢铁需求的贡献度

下游行业		耗钢比	增速	贡献度
建筑业	农村、城镇公共及工业建筑	19.90%	13%	2.59%
	房地产	18.50%	12%	2.22%
	基础设施建设	13.40%	13%	1.74%
	机械	16.00%	18%	2.88%
汽车		5.00%	13%	0.65%
轻工		5.20%	2%	0.10%
煤炭		3.00%	1%	0.03%
造船		2.10%	5%	0.11%
家电		1.60%	10%	0.16%



石油石化	1.20%	5%	0.06%
铁路装备与建设	1.20%	6%	0.07%
集装箱	1.10%	8%	0.09%
出口	4.80%	2%	0.10%
其他	7.00%	1%	0.04%
合计	100%	/	10.83%

资料来源：第一创业证券

综合来看，我们依然看好基建、机械、汽车和家电等行业的增速，对房地产、船舶和出口持谨慎乐观态度，经测算，预计明年需求增幅在10.83%左右。

1.3、去库化正在进行

因供求状况的逐步改善，钢材库存也一直呈逐步降低趋势，拉闸限电更是加速去库化的进程。与之相应的，钢价在这一趋势下也保持了缓慢回升的良好势头。不过，这一现象更加明显的是螺纹钢和线材，而板卷表现依然不温不火。我们认为，这是因为限电所影响的更多是中小型钢企，而这些厂家生产的主要以建筑用材为主。不过，随着汽车、家电销量不减，板材的去库化也将出现。

图 27 钢材总库存出现持续下降

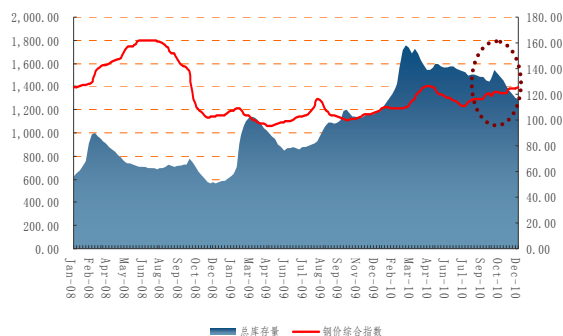
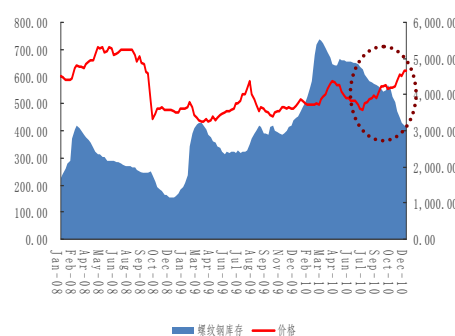


图 28 螺纹钢库存下降明显



资料来源：WIND，第一创业证券

图 29 线材库存已降至历史低点

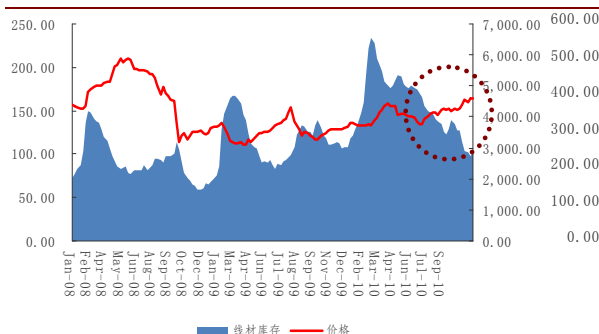
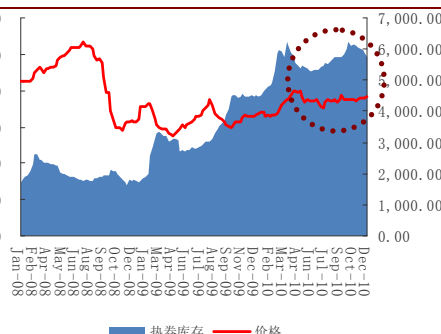


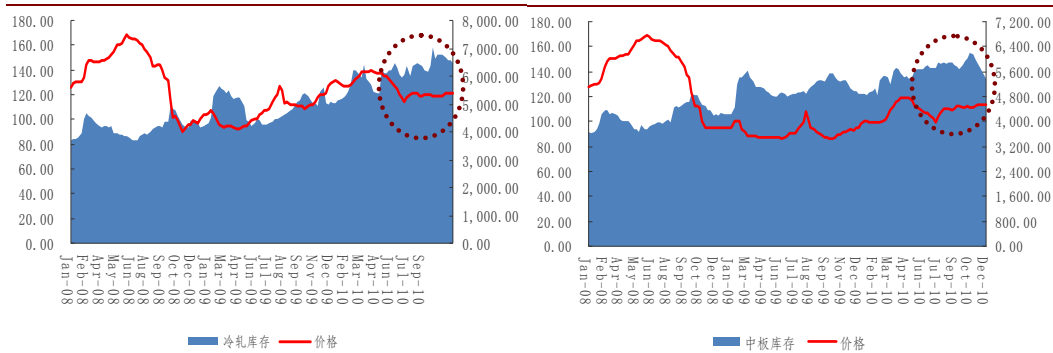
图 30 热卷库存仍处于高位



资料来源：WIND，第一创业证券

图 31 冷轧库存仍处于高位

图 32 中板库存出现小幅下降



资料来源：WIND，第一创业证券

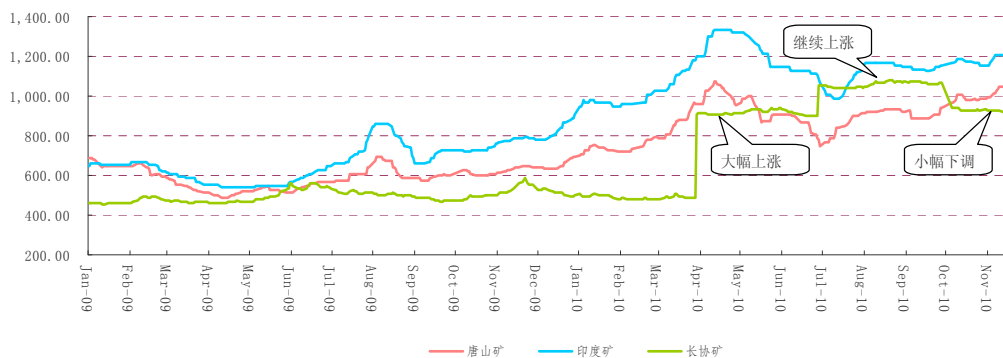
1.4、来自于供求面的因素支撑钢价小幅上行

综合分析，我们认为，明年钢铁消费量增速将小幅超过产量增速，可在一定程度上缓解供给压力过大的问题，明年上半年钢价亦有由基本面改善驱动的上扬动力，整体应比今年下半年有所抬高，不过从上下游实际需求的角度来考虑，供过于求的局面不会发生根本性的扭转，这将对钢价的长期上行形成掣肘，使钢价很难出现较大级别的反弹行情。

2、原料成本“涨”是主旋律

2.1、“三因素”决定铁矿石价格很可能继续上涨

图 33 三类铁矿石价格走势对比

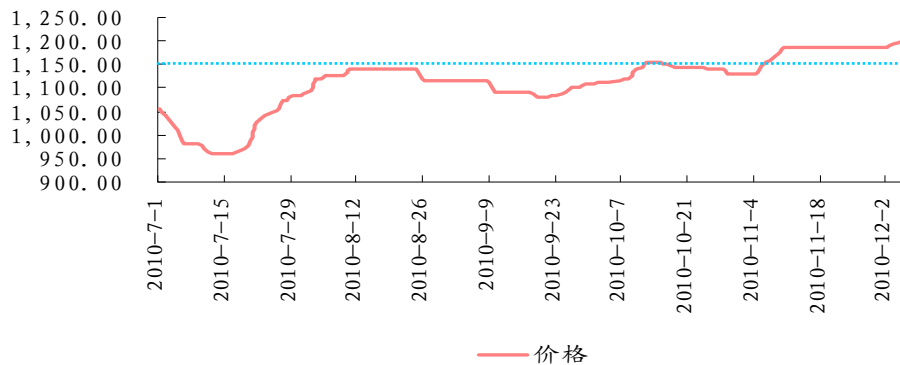


资料来源：WIND，第一创业证券

2.1.1 四季度铁矿石现货价格高于三季度将抬高长协矿价格；

我们预计明年铁矿石定价机制将继续沿用今年的季度定价模式，也即明年一季度的价格以今年四季度现货价格为基础确定涨跌幅度。从四季度以来的价格运行状况来看，整体较三季度有所抬高。我们简单以63%品位的青岛港印度粉矿车板价为例，其10月份以来均价为1162.33元，三季度均价为1114.09元，也即四季度涨幅约为5%，不过目前现货价格还在持续上涨，预计2011年一季度价格涨幅约为6%-8%。

图 34 四季度价格环比三季度继续上涨



资料来源：WIND，第一创业证券

表 4 季度价格模式计算

定价区间	前季度现货涨幅	本季度谈判价涨幅	本季度谈判价	定价机制
2010 年一季度	/	/	61	年度价模式
2010 年二季度	/	101.64%	123	季度价模式
2010 年三季度	20.13%	19.51%	147	季度价模式
2010 年四季度	-6.1%	-13.61%	127	季度价模式
2011 年一季度	4.33	(6%-8%)	(134.62-137.16)	季度价模式

资料来源：第一创业证券

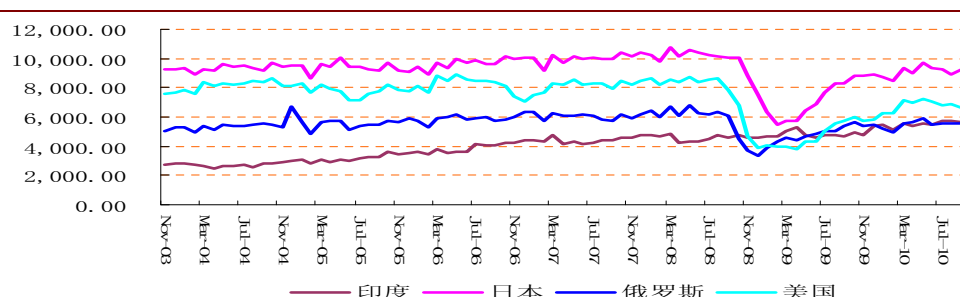
2.1.2 铁矿石谈判中方继续处于下风的现实短期无法改变

我国在谈判中的劣势也决定着谈判价格很难出现主动下调的情况。我们认为，这一方面在于中国产量将继续扩大，对于铁矿石的依赖还将加强，形势十分被动；另一方面在于我国在铁矿方面的资源禀赋状况不会发生变化，铁精粉产量及质量将继续受限，难以应付国内钢产量的扩张。

2.1.3 主要产钢国产能的恢复，将使矿石的国际需求维持较高水平

随着金融危机阴影的逐步消散，钢铁生产大国正逐步复产，其对铁矿石的需求将推升价格继续上行。据国际钢铁协会统计，1-9月全球粗钢产量同比增长19.4%至10.46亿吨，远超过中国12.74%的增速。据外电报道，黑德兰港口管理局负责管理必和必拓以及澳大利亚第三大铁矿石生产商FMG向海外出口铁矿石的港口发货。10月份该港口铁矿石发货量为1699万吨，其中发往中国的铁矿石量虽然锐减四成，但同期发往日本的铁矿石数量激增近三倍至711.2万吨。这也是10年来日本首次超过中国。这进一步验证了我们的判断，即在目前的国际背景之下，即使我国减产也很难对铁矿石谈判有任何威慑力。

图 35 主要产钢国产量逐渐恢复至正常水平



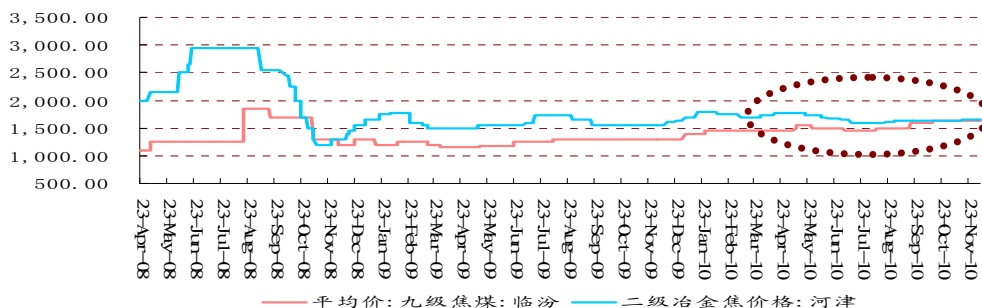
资料来源：国际钢协，第一创业证券



2.2、炼焦煤和焦炭价格或小幅

据测算，吨钢材成本中焦炭所占比重约为15-20%，焦炭价格上涨对于钢材成本有较大影响。目前，钢铁企业（主要是大中型企业）约30%的焦炭来源于自有炼焦系统，70%则通过采购独立炼焦企业的现货焦炭。从焦煤及焦炭的价格运行趋势来看，其总体仍处于低位，但一直维持了小幅上行的趋势。我们预计，随着明年上半年钢铁产能利用率的环比大幅回升，焦炭需求将集中释放，将对炼焦煤及焦炭价格有一定的提振，小幅上涨的可能性很大。

图 36 炼焦煤价格和焦炭价格总体还处于低位

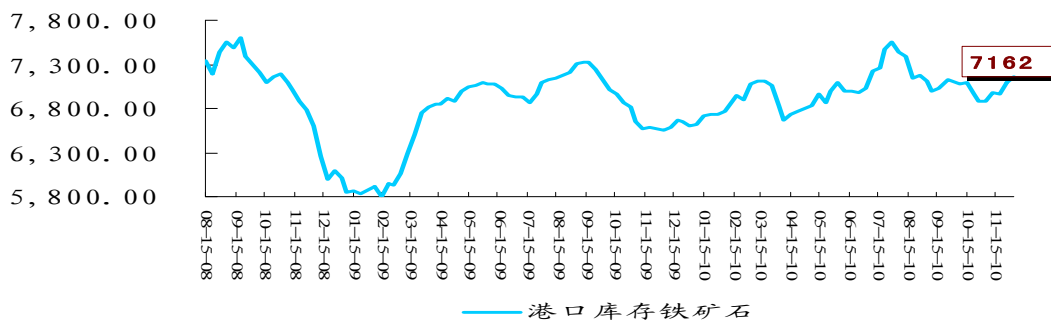


资料来源：WIND，第一创业证券

2.3、海运费上涨概率偏大

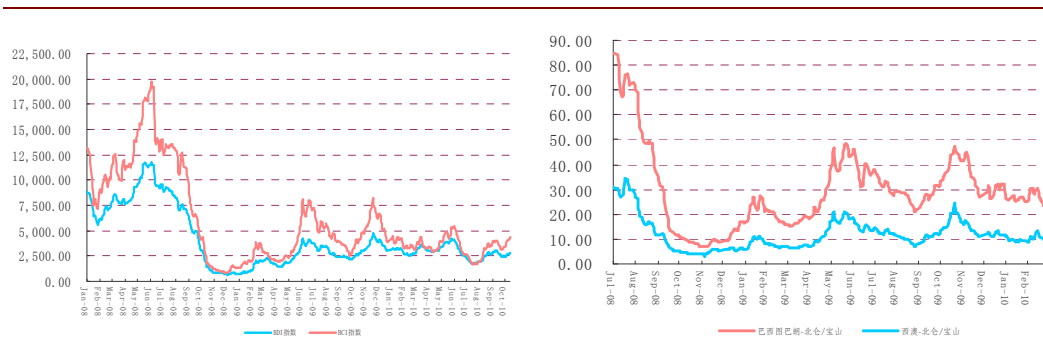
由于今年9月以来铁矿石需求量有所减缓，铁矿石库存上升，进口量萎缩，导致海运费一直在低位呈箱体震荡格局，还存在上涨空间。同样，随着拉闸限电告一段落，铁矿石经历一段去库后进口量将会上升，预计明年海运费将继续维持波动，但整体将会出现一定幅度的抬升。

图 37 铁矿石港口库存呈上升态势



资料来源：WIND，第一创业证券

图 38 海运费总体还处于低位



资料来源：WIND，第一创业证券

综合以上分析可知，钢铁主要原材料明年上半年多以上涨为主，而人工成本、管理费用、销售费用等也会随着通胀因素而水涨船高，这意味着钢铁公司将面临着成本继续上升的压力，当然对钢价的继续上行客观上起到支撑作用。

3、整体盈利能力增强，低利润率暂无法根本改观

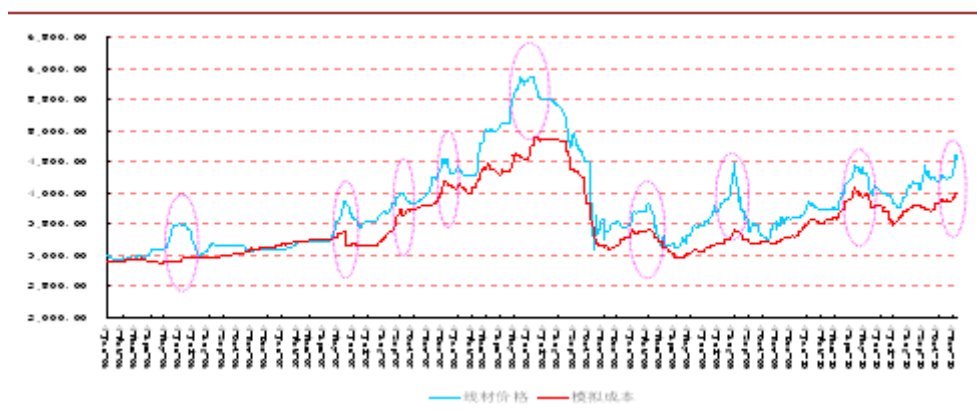
在对2011年上半年钢企盈利情况作分析前，我们首先需关注两个基本经验：

1、钢价上涨时铁矿、焦炭等原料成本也会同时上涨，但一般来说钢价涨幅能完全覆盖成本涨幅，因而价格上涨将使行业毛利水平提高。

2、由于钢铁行业固定成本占成本比重较大，因而经营杠杆较大，钢价上涨所带来的营业收入增加会带更大幅度的净利润增加。

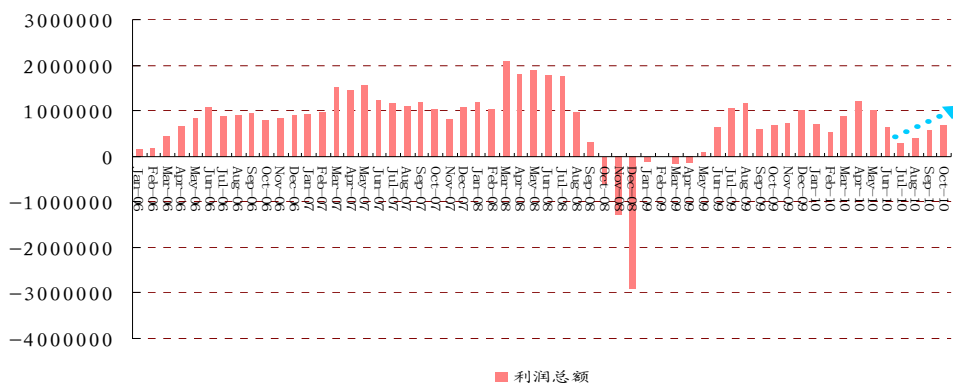
这表明，尽管行业利润一般受价格和成本的双向影响，但钢铁行业业绩却与钢材价格基本保持一致的走势。可以这样理解，当铁矿石成本上涨能传导至终端时，往往可以消化掉这一成本上涨的不利影响；而当铁矿石是由钢材价格上涨所引起时，钢价涨幅往往能覆盖铁矿石成本的上涨，所以预计钢企利润的关键还在于钢材市场价格如何演变。

图 39 利润率来源于钢价与成本的比拼



资料来源：WIND，第一创业证券

图 40 77 家重点钢企利润变化情况（单位：万元）



资料来源：中联钢，第一创业证券

结合前述对供求状况及成本的分析，我们判断2011年上半年钢材市场价格将继续上涨，这将利好行业景气度的提高，预计钢铁行业盈利能力还将显著增强，但整体利润率仍将维持在较低水平，受益更多的是能较好地控制好成本，且其产品结构能顺应国家政策方向的公司。

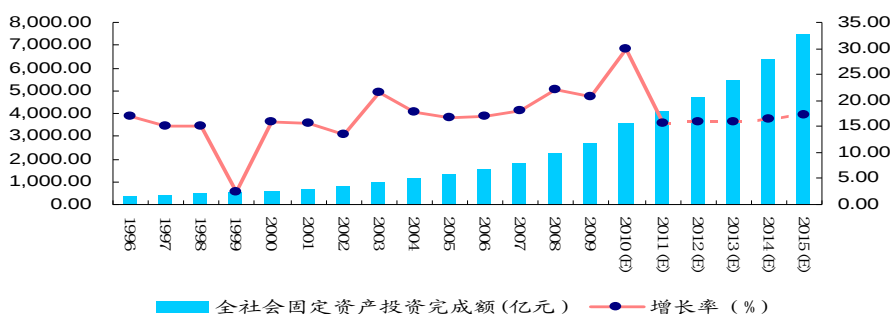
4、行业内结构性分化继续加剧

在对行业景气度分析以外，我们也不应忽视行业内可能出现的几个方面的变化，主要有：

4.1、区域发展不平衡，决定钢铁消费区域性特征

尽管我们对经济结构调整简单地理解为明年全国固定资产投资可能减速的预期，但这仅就全国而言，各地还将体现出较明显的差异。国家重点扶持的区域不仅不会出现减速，而且会迎来加速增长。这方面体现尤为明显的是新疆地区。2010年，中共中央和国务院召开新疆工作座谈会和西部大开发工作会议，要求推进“新疆的跨越式发展和长治久安”，提出“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多。按照规划目标，我们预计“十二五”全社会固定资产投资累积达到28250亿元，平均增速至少保持在20%左右，这确保了当地钢材市场的需求，处于当地或周边的企业受益将较为明显，比如八一钢铁、酒钢宏兴和新兴铸管等。

图 41 新疆未来五年固定资产投资平均增幅将至少在 20%以上



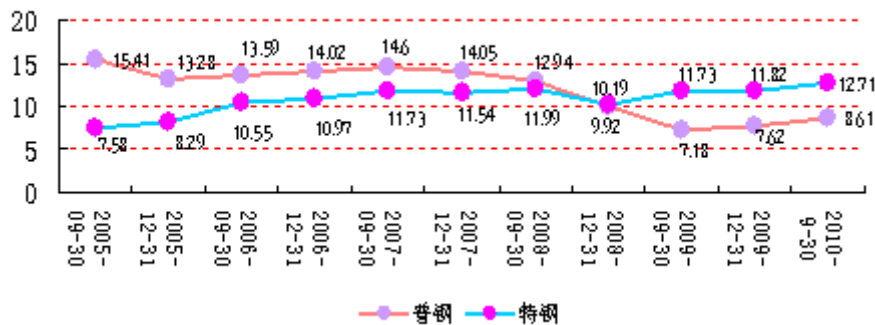
资料来源：WIND，第一创业证券



4.2、下游行业发展不平衡，使品种需求增速不一

近年来，技术含量高的特钢和板材品种一直表现不佳，这一类公司的业绩也明显低于以线棒材为主的公司，这主要是由于我国仍以建筑需求为主的消费结构所决定。不过，这一并不正常的现象也许将在明年逐步发生变化。而且，特钢毛利自08年底已经出现了高于普钢的趋势。我们认为，机械、汽车、船舶、家电等需求的推动，为板材和特钢明年业绩转好提供了基础。

图 42 特钢毛利率已经连续高于普钢毛利率（单位：%）



资料来源：WIND，第一创业证券

4.3、重组增多加剧公司间业绩和规模的差异化

目前，我国排名前五的钢企产能占比不足30%，为完成“国内排名前5位钢铁企业的产能占全国产能的比例达到45%以上”的目标，钢铁行业的重组方兴未艾。《加快钢铁企业联合重组指导意见》有望在短期内出台，这将使重组的路线更加明晰，促进重组再次提速。

重组目前已成为许多公司壮大规模、提升自身实力的路径，它们通过重组或资产注入等方式，整体规模和竞争力进一步加强，而另一些公司则在恶劣的竞争环境下显得越发难以适应，公司之间的规模和业绩分化会加剧。截止目前，两市因停牌重组的上市公司有首钢股份、广东钢铁、ST钒钛和三钢闽光，未来有重组可能的公司有抚顺特钢、凌钢股份、包钢股份等。

我们认为，钢铁资产的重组对行业来说是长期利好，也可能会涌现部分交易性的投资机会，投资者可择时操作，但行政力量主导的重组对于公司资源配置的优化和业绩的短期提升可能并不明显，需要长期的消化和整合过程。

5、资产价值低估的趋势愈发明显

5.1、从资产的角度看，估值优势已然十分明显

目前，钢铁板块市净率仅1.47倍，远低于1.81倍的历史平均水平，其对应大盘的相对市净率系数也才1.21，低于1.24的历史均值水平，资产低估的特征较为明显；从常用的吨钢市值来看，目前上市公司平均吨钢市值在



2165.30元左右，远低于目前吨钢重置成本至少在3500元左右，凸现估值的低位。

图 43 钢铁板块市净率 (PB)变化

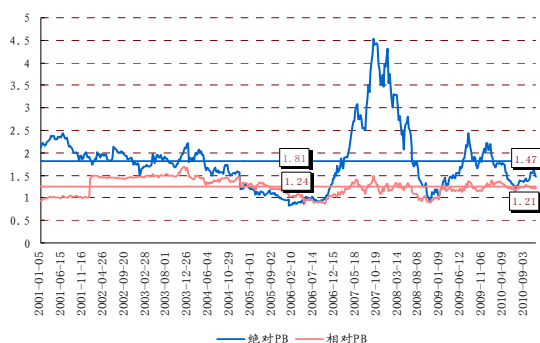
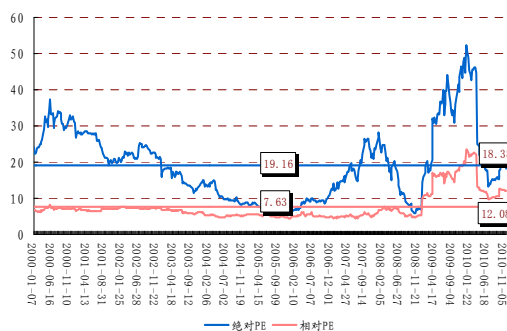


图 44 钢铁板块市盈率 (PE) 变化

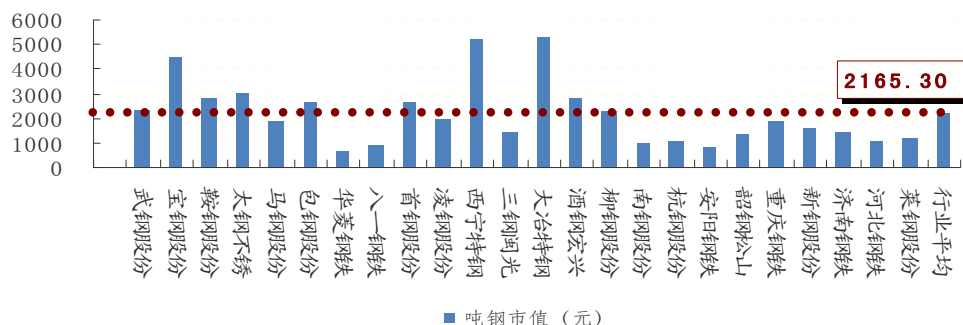


资料来源：WIND，第一创业证券

5.2、从盈利预期的角度看，估值不具太大优势

随着今年行业利润的转好，其市盈率正逐步恢复，当前18.38倍的市盈率也已低于历史平均19.16倍的水平，但显著高于历史最低水平，而且但其相对市盈率水平也远高于历史平均水平，从这一角度来看估值优势并不突出。

图 45 上市公司平均吨钢市值为 2165.30 元



资料来源：第一创业证券

6、策略及重点公司——“中性”评级，三类主题

6.1、投资策略与投资主题

鉴于钢铁行业低速增长时代的到来，伴之以低盈利态势的长期存在，以及国家经济结构调整带来的阵痛，机构很难在短期对该板块有很大的偏好，不过明年行业景气度将逐步回升，且前期大盘整体估值提升使钢铁板块更具低估优势，其安全边际高，存在一定的交易性机会，维持2011年上半年“中性”的投资评级，操作上建议寻找低速发展时代的“钢”强者，即顺应我国经济产业结构调整 and 产业升级方向，并有望规避低利润率魔咒的上市公司。



➤ 主题一：偏好资源类个股

受流动性及下游需求的影响，煤炭和铁矿石价格近年来不断上涨，而这一趋势很有可能在明年上半年得以延续。资源价格上涨对于下游行业意味着灾难，但对于资源在手的企业来讲，不仅可规避原料价格上涨，而且还意味着竞争力的增强和业绩的受益。为此，我们十分看好掌控着大量所需原料的钢铁个股，比如有铁矿石和焦炭的西宁特钢、有铁矿石的凌钢股份和酒钢宏兴等。

➤ 主题二：偏好区域振兴受益股

区域经济发展的不平衡决定了钢铁需求的增长具有很强的区域性特征，而位于区域半径之内的钢铁企业将独自享受来自于区域振兴的超额收益。我们十分看好将处于“跨越式发展”的新疆区域或其周边的企业，比如八一钢铁和酒钢宏兴。

➤ 主题三：偏好特钢和新材料

特殊钢及钢铁新材料是支撑中国装备制造业做大做强的脊梁，而且该子行业顺应了我国经济结构转型、节能环保的大方向，有望获得更大力度的政策支持。此外，我国特钢产量占粗钢比例仅为8%，而日本、美国等发达国家一般在18%左右，在经济调整调整的背景之下，上升空间巨大，有望获得超出行业的增速。我们建议重点关注大冶特钢、鼎泰新材、久立特材、新兴铸管等特钢和新材料类的公司。

表5 重点公司盈利预测及投资评级

股票代码	公司简称	最新股价	EPS（每股收益）				PE（市盈率）				最新评级
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
600117	西宁特钢	9.14	0.05	0.27	0.44	0.48	182.80	33.85	20.77	19.04	强烈推荐
000708	大冶特钢	17.33	0.74	1.23	1.41	1.56	23.42	14.09	12.29	11.11	强烈推荐
600581	八一钢铁	11.98	0.14	0.88	1.06	1.27	85.57	13.61	11.30	9.43	强烈推荐
000778	新兴铸管	9.7	0.69	0.73	0.81	0.97	14.06	13.29	11.98	10.00	强烈推荐
600231	凌钢股份	9.03	0.37	0.78	0.90	1.04	24.41	11.58	10.03	8.68	强烈推荐
002352	鼎泰新材	33.13	0.71	0.46	0.65	0.77	46.66	72.02	50.97	43.03	审慎推荐
600307	酒钢宏兴	9.96	0.16	0.56	0.67	0.74	62.3	17.8	14.9	13.5	审慎推荐
600019	宝钢股份	6.68	0.33	0.79	0.87	0.96	20.24	8.46	7.68	6.96	审慎推荐
600005	武钢股份	4.62	0.19	0.25	0.33	0.41	24.32	18.48	14.00	11.27	审慎推荐
000898	鞍钢股份	8.16	0.43	0.49	0.59	0.65	18.98	16.65	13.83	12.55	审慎推荐
000825	太钢不锈	5.58	0.16	0.24	0.31	0.43	34.88	23.25	18.00	12.98	审慎推荐

资料来源：第一创业证券 注：以12月13日收盘价为基准。

6.2、重点上市公司

➤ 西宁特钢（600117）——“资源”与“特钢”双轮驱动

1、公司特钢毛利正从低谷恢复正常 尽管公司特钢产量未来几年并无扩产计划，但该部分业务的毛利率正在从低谷中逐步恢复，公司历史平均毛利水平在16%左右，后受金融危机影响大幅降低，单季曾一度触及-5.23%的低点。从现在来看，公司2010年第三季度毛利已经恢复至20%以上，未来在经济结构调整背景下，我们依然看机械、汽车等行业的发展对特钢需求的拉动作用，预计公司特钢业绩还将稳中有升。



2、受益于资源价格上涨 公司目前有120万吨的铁精粉产能、60万吨原煤和70万吨焦炭产能，资源价格上涨对公司业绩贡献较大。此外，子公司西钢矿业部分产能已经试产，预计明年贡献20-30万吨铁精粉。受限于矿井建设进度，公司原煤产能未能达到计划的120万吨，但未来还具备较大增长空间。

3、给予“强烈推荐”的投资评级 预计2010-2012年EPS分别为0.27、0.44和0.48元，给予“强烈推荐”的投资评级。

➤ **大冶特钢（000708）——最具盈利能力的特钢龙头**

1、管理机制具有较大优势 中信泰富入主后，公司的管理和运营效率得到极大地提升，其期间费用率在特钢企业中最低，09年仅为3.1%，远低于特钢行业的平均水平7.1%，2010年1-9月期间费用率为3.26%，远低于西宁特钢的12.35%。

2、产品结构不断优化 公司不断加大新产品的开发和销售力度，新产品销售保持了快速的增长，高级轴承钢、高级2010年上半年效益产品已达到26%。

3、产能规模进一步扩大 随着公司扩建特冶锻造生产线，新的生产线将在原有4万吨产能的基础上翻一倍，形成一条3.5万吨锻材及模块的快锻生产线及一条4.5万吨锻材的精锻生产线，达到8万吨特钢生产能力，预计该生产线2011年1季度投产。

4、给予“强烈推荐”的投资评级 公司前三季度实现EPS0.92元，同比增长103.3%，预计2010-2012年EPS分别为1.23元、1.41元和1.56元。鉴于公司对应2010年动态市盈率仅13.73倍，给予“强烈推荐”的投资评级。

➤ **八一钢铁（600581）——新疆跨越式发展带来无限机遇**

1、难以撼动的区域龙头地位 公司在新疆地区市场占有率约为70%，其产品在新疆地区的销售占比为60%，在疆内处于绝对龙头地位。由于运输半径的限制，其他公司产品进入新疆成本较高，公司产品享受了约200元/吨的溢价，而且由于这一地位，集团在资源采购方面也具有较大的议价优势，从而有效降低公司铁水采购成本。

2、新疆跨越式发展带来莫大机遇 由于新疆“跨越式发展”战略的实施，其投资增速将在未来几年显著高于其他省份，基建投资首先受益，对钢材需求的拉动也将非常明显，公司产品的销售具有保障。目前，公司建材销售非常火爆，产能利用率也在100%，充分说明了国家区域振兴战略的巨大影响。

3、板材盈利优势将逐渐显现 限于新疆制造业发展基础较低，公司在疆内的板材销售一直清淡，产能利用率仅在70%左右。可以预见，新疆大发展将使工业基础水平提高，对板材需求量也将加大，公司板材的效益也将逐渐显现。而且，公司二期工程第二套机架装配完成后，中厚板设计产能有望增加60万吨，达到120万吨，也是公司业绩增长来源之一。

4、给予“强烈推荐”的投资评级 公司前三季度实现EPS0.63元，预计2010-2012年EPS将分别为0.88元、1.06元和1.27元，对应PE分别为13.26、11和9.19倍，给予“强烈推荐”的投资评级。

➤ **新兴铸管（000778）——产品升级在即，资源拓展成效显著**

1、球墨铸管还具有较高的成长性 公司现有球墨铸管产能约180万吨，在国内市场占有率为50%以上，产品毛利率一直较高，成为公司利润的稳定器。



据统计,我国目前已铺设的供水管道中,使用离心球墨铸管的比例还不到30%,与发达工业国家使用的80-90%的比例相比仍有很大差距,产品仍具有巨大的成长空间。

2、积极向上游拓展,并取得很大成效 近期公司进行了一系列的资本运作动作,其目的主要为加大对上游资源的掌控。公司目前拥有的资源有:持股40%的“铸管资源”拥有年产原煤130万吨,焦炭70万吨的产能;持股48%的金特钢铁所属莫托萨拉铁矿拥有约50万吨铁精粉产能,且持有34%股权的和合矿业拥有5亿吨探明储量正处于开发之中;公司还收购了祥和矿业30%的股权,按照协议可确保每年1400万元的分红;此外,公司与华鑫国际共同成立一家公司,投资AEI19%股权,并享有Roche Bay项目所有矿石产品的19%的优先购买权,且进一步增持其股权至50%的权利。

3、募投项目预期效益较好 公司09年公开增发资金投向四个项目,达产后有望成为公司的重要利润来源。其中,股权收购已经完成,离心浇铸复合管和3.6万吨径向锻造两个项目的产品市场应用前景十分广阔,公司利用其离心铸管技术优势向高合金和双金属无缝钢管等高附加值产品延伸,能有效提高公司整体盈利水平。

4、给予“强烈推荐”的投资评级 公司2010年前三季度实现EPS0.538元,预计2010-2012年EPS分别为0.73元、0.81元和0.97元,对应PE分别为12.9、11.6和9.7倍,给予“强烈推荐”的投资评级。

► 凌钢股份(600231):棒材取胜,资源为王

1、着力打造低成本的建筑用材 公司以建筑钢材为主,且专注于目前盈利相对较好的这一领域,新上的50万吨高线产能也已于今年投产,预计2011年产能逐步释放,可增加约20-30万吨的建材产量。公司一直以来都以成本控制能力强而著称,吨钢净利一直列于普钢类企业的前列,09年和10年上半年毛利率分别为10.25%和12.49%。

2、铁矿石的业绩贡献有望进一步体现 在铁矿石价格持续上涨的背景下,公司自有矿山保国铁矿成为利润的重要来源,预计今年可为公司贡献近2亿的净利。目前,所属矿山铁蛋山副井工程正在建设之中,预计2012年投产,而边家沟矿山基本准备就绪,可能不久就能贡献精粉,这将在更大程度上提升公司的业绩。

3、给予“强烈推荐”的投资评级 公司2010年前三季度实现EPS0.57元,预计2010-2012年EPS分别为0.78元、0.90元和1.04元,对应PE分别为11.54、10和8.7倍,给予“强烈推荐”的投资评级。

7、风险提示

7.1、转型期经济出现明显滑坡

尽管我们认为中国经济明年或未来几年可能出现转型期固有的阵痛——投资减速、增长放缓,但依然假设了其减速和放缓仅局限于较小幅度之内,且合理估计了明年经济和投资的增速,如果明年上半年滑坡程度超过我们的预期,则会对钢材市场的需求产生较大的负面影响。



7.2、明年上半年产能集中反弹

四季度拉闸限电使产量出现非正常的减少，但这一趋势不会延续，我们预期明年产能利用率将恢复至正常水平，但如受钢价上行和库存减少的影响，其恢复的程度超预期，进而出现上半年产能大幅度反弹的话，将对市场供给造成严重冲击，影响钢价继续上行。

7.3、流动性明显紧缩

明年将继续把防通胀、收信贷放置经济工作的重要位置，市场流动性可能出现大幅收紧，这不论对于房地产、基建下游开工产生影响，还是对钢材贸易商的资金产生影响，都将造成钢价波动，进而影响钢企的利润。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120