

自下而上选择钢铁投资标的

中性(维持)

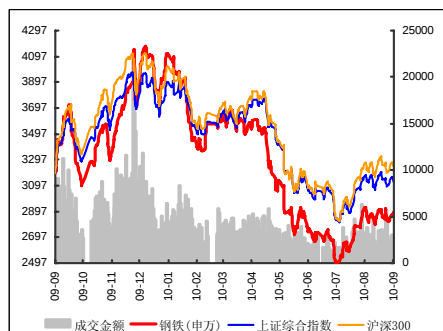
——钢铁行业月报

报告摘要:

市场数据

钢铁指数	3228.68
三个月涨跌幅	14.01%
上证综合指数	2997.5
沪深300指数	3403.87

行业相对股价表现



相关研究

《基本面波澜不惊 等待估值修复》

德邦证券研究所 钢铁有色研究小组

联系人: 蔡培培

电话: 8621-68761616-8521

邮箱: caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

钢价上涨却不足喜:一月份以来国际国内钢材价格大幅上涨,同时原材料价格也大幅上涨,受澳大利亚和巴西地区洪水和印度对铁矿石统一加收20%出口关税的传言的影响,资源供应量的紧缩是推高价格不断上涨的主要原因。炼焦煤市场依然受资源偏紧影响,价格有望继续保持高位,国内钢厂成本压力依然很大。受铁矿石成交量下降影响,国际海运价格大幅下降。在国内钢企议价能力未发生改变的情况下,钢材价格上涨也可能招致铁矿石价格的进一步上涨,短期钢企盈利能力虽有所提升,但中长期改善迹象尚不明朗。

行业大机会促发因素暂未形成:行业系统性大机会之促发因素均难在短期体现,1、**经济未热,通胀先行;**迫使货币政策转向紧缩,上升经济周期受阻,下游需求难现爆发式增长,由需求引致的经济良性过热出现的可能性为零。2、**上游供给短期不会过剩;**下游需求平稳期唯有上游资源品价格走弱才能提升钢企盈利空间,即上游资源品过剩情形出现。焦煤具有供给瓶颈,预计长期供给偏紧。铁矿石并不稀奇,但近期传闻印度对铁矿石加收20%出口关税,且澳洲爆发洪水,短期供给受到一定影响,短期供给不会过剩。3、**行业产能、集中度格局的变化是长期过程。**随着节能减排力度的放松和钢价上涨导致短期盈利空间的扩大,预计国内日均粗钢产量进一步上升,供给压力依旧。

投资策略:1、**趋势角度:**冶炼环节行业性大机会暂时无法形成,机会来自估值修复,资源属性企业盈利能力仍维持优势地位。重组题材持谨慎态度,并购行为中处于弱势地位的一方或有投资机会。2、**价值角度:**通过**自下而上**的方法,根据公司特征通过不同角度选取投资标的,可以作为长期投资的品种。我们推荐主要标的为 **st 钒钛** (权益和固定收益投资者博弈型); **宝钢股份** (价值回归型); **华菱钢铁** (期待业绩改善型); **凌钢股份** (历史业绩优胜型); **大冶特钢** (受益下游型)。

目录

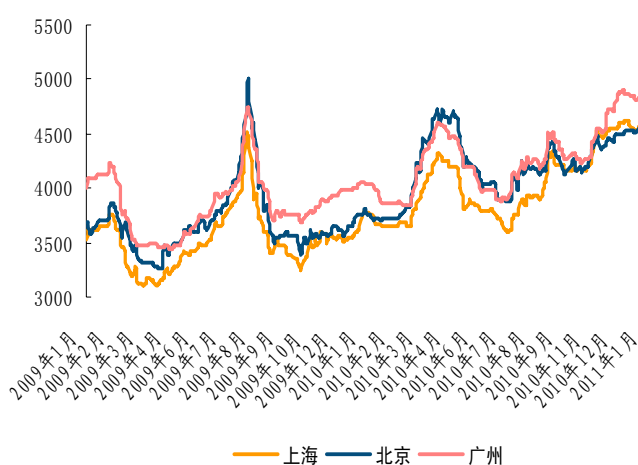
1 钢价虽涨却不足喜.....	3
钢价：成本推动为主.....	3
2 行业大机会促发因素暂未形成.....	5
经济未热，通胀先行.....	5
上游供给短期不会过剩.....	6
行业产能、集中度格局的变化是长期过程.....	6
3 投资策略：趋势角度和价值角度.....	7
趋势角度.....	7
价值角度.....	7
权益和固定收益投资者博弈型：st 钒钛.....	7
公司价值回归型：宝钢股份.....	8
期待业绩改善型：华菱钢铁.....	8
历史业绩优胜型：凌钢股份.....	8
受益下游型：大冶特钢.....	8

1 钢价虽涨却不足喜

钢价：成本推动为主

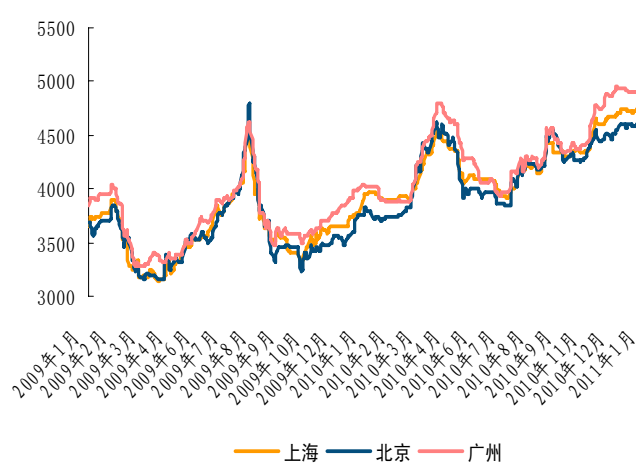
一月份以来国际国内钢材价格大幅上涨，1月21日myspic指数达到172.6，较12月底上涨2.8%，长材指数达到193.9，较12月底上涨2.2%，板材价格表现优于长材，1月21日板材指数为151.5，较12月底上涨3%以上。国际钢价上涨更加迅速，以美国热轧板卷价格为例，1月份以来大涨15%以上。

图 1-1 螺纹钢价格走势



资料来源:my steel, 德邦研究

图 1-2 高线价格走势



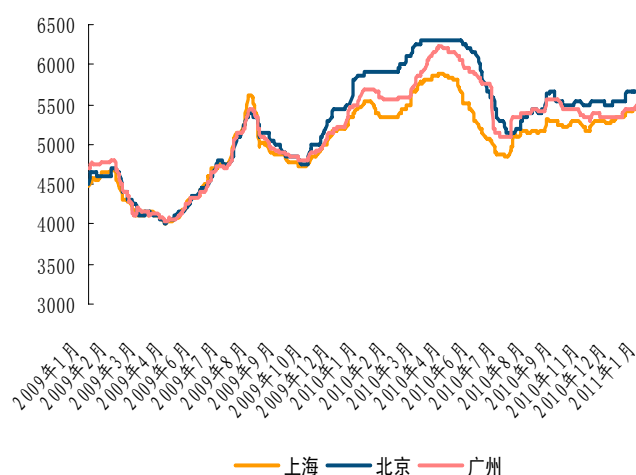
资料来源:my steel, 德邦研究

图 1-3 热轧价格走势



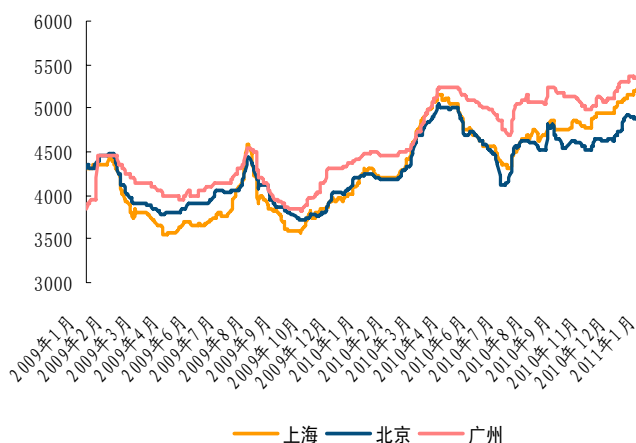
资料来源:my steel, 德邦研究

图 1-4 冷轧价格走势



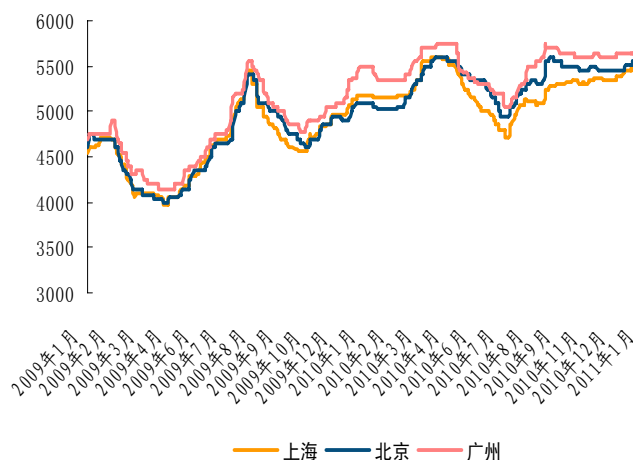
资料来源:my steel, 德邦研究

图 1-5 中厚板价格



资料来源:my steel, 德邦研究

图 1-6 热镀锌板



资料来源:my steel, 德邦研究

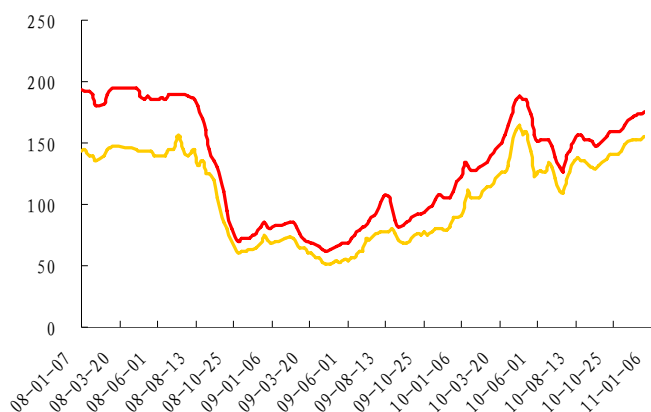
伴随钢材价格上涨的是原材料价格的大幅上涨,资源供应量是推高价格不断上涨的主要原因。澳大利亚和巴西地区受洪水影响较大,巴西铁矿石主产区米纳斯吉拉斯州受到灾情严重,发往中国铁矿石量减少较多。2010 年印度政府上调铁矿石出口关税(块矿由之前的 5% 上调至 15%,粉矿维持 5%不变),其第二大铁矿石生产地卡纳塔克在下半年禁止出口铁矿石,我国进口印度铁矿石因此出现较大幅度下降,1-11 月印度矿占我国进口矿石比重为 16%,呈持续下降趋势。此次传言印度对铁矿石统一加收 20%出口关税来满足国内需求,改变了贸易商的预期,推动铁矿石价格继续上涨。

截至 1 月 20 日,天津港印度粉矿 63.5%含税湿吨车板价报 1360-1370 元,63.5%印度粉矿外盘报价在 186-188 美元,接近历史最高位。由于四季度铁矿石价格一路震荡上行,铁矿石一季度协议价也将较有所上浮,根据三巨头的季度价格定价指数,淡水河谷将把 2011 年第一季度的关键产品售价上调 7%,力拓在 2011 年第一季度将其主要铁矿石产品价格提高 8%。国内钢厂成本压力依然很大。

国内煤焦价格总体以稳为主,局部地区小幅上涨。其中华北地区炼焦煤市场价格随各大矿煤价的上涨而小幅上调,河北唐山地区焦炭行情较为平稳,二级冶金焦出厂含税价格维持在 1880 元/吨,一级冶金焦出厂含税价 2000 元/吨。整体看来,焦炭亏损局面更加严峻,倒挂趋势更加明显。后期炼焦煤市场依然受资源偏紧影响,价格有望上涨。

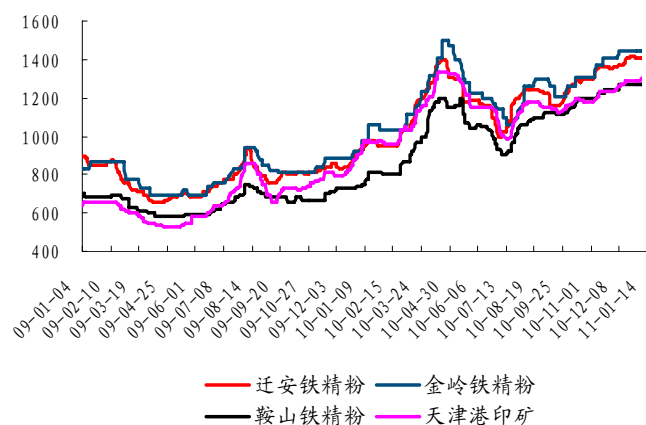
受铁矿石成交量下降影响,国际海运价格大幅下降。

图 1-7 印度矿价格走势



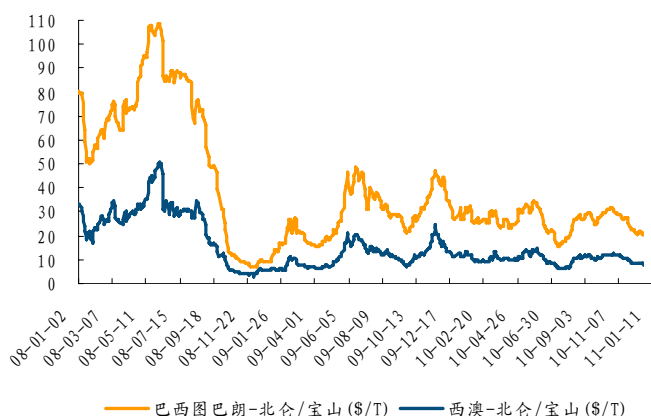
资料来源: my steel, 德邦研究

图 1-8 国内现货矿价格



资料来源: wind 资讯, 德邦研究

图 1-9 海运费价格走势



资料来源: wind 资讯, 德邦研究

图 1-10 BDI 走势



资料来源: wind 资讯, 德邦研究

总结: 钢价上涨不足喜, 主要推手为原材料价格上涨极其预期, 在议价能力未发生改变的情况下, 钢材价格的上涨也可能招致铁矿石价格的进一步上涨, 短期钢企盈利能力有所提升, 但中长期改善迹象尚不明朗。

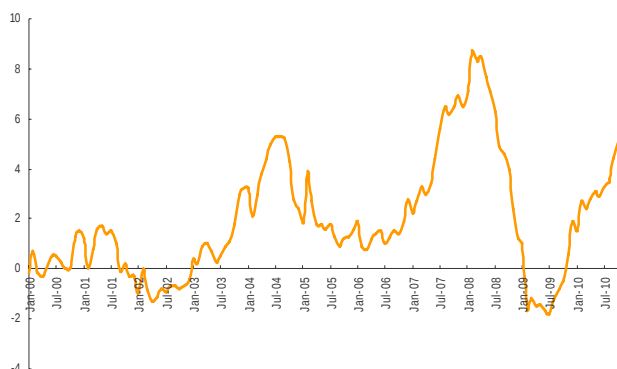
2 行业大机会促发因素暂未形成

经济未热, 通胀先行

行业系统性机会促发因素之经济基本面未形成支持, 目前的下游需求增速平稳, 且可预期变化有限, 在尚未考虑资产价格上涨的因素, 通货膨胀则愈演愈烈, 迫使货币政策转向紧缩, 上升经济周期受阻, 下游需求难现爆发式增长, 由需求引致的经济良性过热出现的可能性为零。

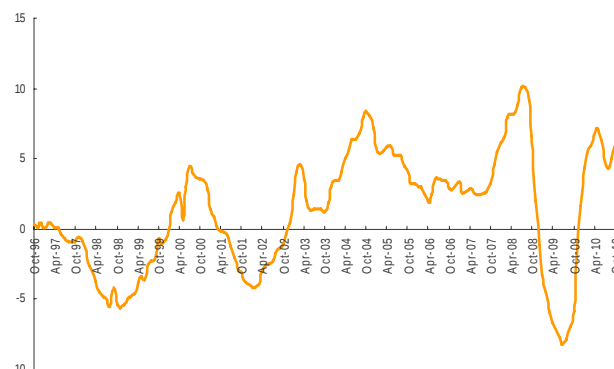
数据显示,全年居民消费价格同比上涨 3.3%,其中 12 月份居民消费价格同比上涨 4.6%,环比上涨 0.5%。全年工业品出厂价格同比上涨 5.5%,12 月份上涨 5.9%,环比上涨 0.7%。全年原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 9.6%,12 月份上涨 9.5%,环比上涨 1.1%。

图 1-11 CPI 走势



资料来源: wind 资讯, 德邦研究

图 1-12 PPI 走势



资料来源: wind 资讯, 德邦研究

上游供给短期不会过剩

行业系统性机会促发因素之上游供给中短期难以过剩。经济走势波澜不惊的情形下唯有上游资源品价格走弱才能提升钢企盈利空间,即上游资源品过剩情形出现。焦煤具有供给瓶颈,预计长期供给偏紧。铁矿石并不稀奇,但近期传闻印度对铁矿石加收 20% 出口关税,且澳洲爆发洪水,短期供给受到一定影响,短期供给不会过剩。

行业产能、集中度格局的变化是长期过程

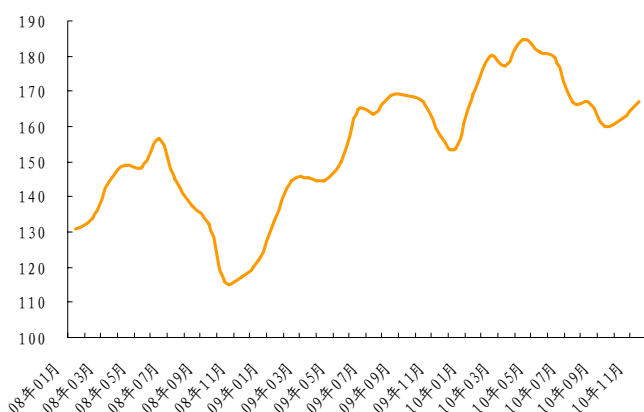
根据国家统计局数据,我国 2010 年 12 月粗钢产量 5,152 万吨,同比增长 6.3%;12 月钢材产量 6,784 万吨,同比增长 3.5%。2010 年粗钢产量达 6.27 亿吨,同比增长 9.3%。

根据中国钢铁工业协会数据,1 月上旬日均粗钢产量 179 万吨,高于去年 12 月下旬的日均 173 万吨。1 月上旬的粗钢产量水平相当于年产粗钢 6.53 亿吨。钢铁节能减排力度进一步放松,自去年 12 月起钢厂开工率继续回升势头,根据统计局数据,12 月粗钢日产量为 166.2 万吨,远低于上述 1 月上旬的水平。

我们认为随着节能减排力度的放松和钢价上涨导致短期盈利空间的扩大,预计国内日均粗钢产量进一步上升。

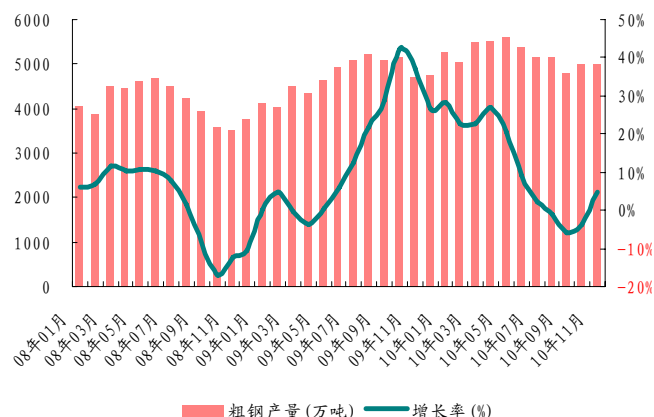
行业产能紧缩和集中度提高是长期而缓慢的过程,我们的月度策略暂不考虑该变量的影响。

图 1-13 国内粗钢日均产量



资料来源: my steel, 德邦研究

图 1-14 国内粗钢月产量及增速



资料来源: my steel, 德邦研究

3 投资策略：趋势角度和价值角度

趋势角度

通过以上分析，冶炼环节行业性大机会暂时无法形成，我们认为目前资源属性企业盈利能力仍维持优势地位，而冶炼环节的机会来自估值修复。对于重组题材，并购行为中处于弱势地位的一方或有投资机会，但该类投资机会需具体分析，总体上我们持谨慎态度。

价值角度

通过自下而上的方法，根据公司特征通过不同角度选取投资标的，可以作为长期投资的品种。

权益和固定收益投资者博弈型：st 钒钛

推介理由：1、重组后资源储量巨大，产能扩张潜力可观。经测算，预计 st 钒钛 11 年权益铁精粉产量 1000 万吨（攀钢矿业 780 万吨+鞍千矿业 220 万吨），12 年权益铁精粉产量 1875.26 万吨（攀钢矿业 855 万吨+鞍千矿业 270 万吨+卡拉拉铁矿 1100 万吨）。远景权益铁精粉产量达 3708.8 万吨（攀钢矿业 1400 万吨+鞍千矿业 270 万吨+卡拉拉铁矿 3000 万吨）。铁精粉产能巨大，远超国内其他可比上市公司。按 12 年产量算，吨精粉市值为 3703.35 元。与金岭矿业和凌钢股份相比均偏低。2、短期资金博弈，中长期价值显现。目前 st 钒钛流通股股东中固定收益投资者占比较高，抛压较重，中短期或保持震荡，权益投资和固定收益投资者在博弈之中。但 st 钒钛长期投资价值不容质疑。具体内容参考德邦证券报告《吨铁精粉市值远低于可比公司》。

公司价值回归型：宝钢股份

推荐理由：1、**宝钢在行业“熊市”中显示出卓越盈利能力**。10年宝钢股份的毛利率水平却相当于07年行业高景气时期，净利率水平则相当于06年的行业最高点，独立于行业景气周期的态势。2、**公司产品结构抗周期，且具备成长性**。公司在深加工和服务环节贡献利润，产品附加值较高，其优势和独有产品比例一直提高，且发挥了钢材综合服务功能。由于高端板材及其他高端钢材的进口替代空间较大，公司产品成长性尚在，产品结构与消费和高端装备制造业的关系愈来愈大，抗周期能力显著。3、**公司战略**。公司战略为产品差异化和成本控制。具体内容为：将资源集中于技术壁垒较强的高端优势产品；加强产品链的延伸，增加对下游用户的服务比例，提供用钢整体方案；科技创新，加强环保建设，实现低排放。低成本的具体内容包括产业链整合和内部管理优化。4、**估值过低**。市盈率为个位数，行业最低，市净率为行业最低之一。**具体内容参考德邦证券报告《从行业的不利因素看宝钢的投资价值》。**

期待业绩改善型：华菱钢铁

推荐理由：1、金融危机后公司盈利不佳，10年大幅亏损或将是业绩低点。2、公司产品结构逐渐以板材为主，新增产能产品结构高端化，毛利率水平较高。产能逐步释放将带来较高的业绩弹性。3、公司正在加大资源控制，未来原材料成本压力有望缓解。4、未来公司资本性支出减少，华菱集团以大幅高于净资产价格认购增发股份，资产负债结构有望得到优化。5、估值安全。PB为0.8倍，华菱钢铁业绩扭亏可以期待，但绩效大幅提高尚需观察。目前股价安全性较高，价值体现。

历史业绩优胜型：凌钢股份

推荐理由：1、历史业绩优秀。历史ROE基本维持10%以上，居长材类上市公司首位。2、**核心竞争力之一：禀赋**。优越的铁矿石资源，未来铁精粉产能将逐渐扩大，自给率将逐步提高。3、**核心竞争力之二：经营能力**。公司具备区域内优秀的定价和销售能力，虽然建筑用钢比例较高，但直供比例较高，销售能力优秀，公司成本优势明显，吨钢折旧、吨钢财务费用、吨钢销售费用等均居钢铁上市公司较低水平。**具体内容参考德邦证券报告《凌钢股份：长材类上市公司中的翘楚》。**

受益下游型：大冶特钢

推荐理由：1、受益装备制造业，**下游抗周期且成长性高**。公司主要产品为轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、高温合金钢、工模具钢等，下游行业为汽车、铁路轴承、锅炉及机械制造、船舶、风电核电设备等。与普钢不同，公司主要产品和下游行业分布具有明显的抗周期性，需求呈现稳定增长态势，公司无建筑用钢，因此受固定资产投资因素的影响很小。2、**公司效益产品比重持续提高**，财务上表现为ROE逐渐提高。3、管理绩效优秀，费用率低，具备股东特钢产业整合预期。**具体内容参考德邦证券报告《产品优势明显 管理效率突出》。**

表 1 重点公司盈利预测和投资评级

代码	简称	投资评级	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	
000655	金岭矿业	买入	0.37	0.90	1.13	68.49	27.84	22.16	3.47
600231	凌钢股份	买入	0.37	0.78	1.04	24.26	11.48	8.65	2.00
600117	西宁特钢	买入	0.05	0.22	0.37	189.15	39.87	24.36	2.66
000708	大冶特钢	买入	0.74	1.00	1.20	23.01	17.03	14.19	3.20
600507	方大特钢	买入	0.03	0.26	0.51	252.80	24.50	12.39	4.21
600019	宝钢股份	买入	0.33	0.70	0.81	20.03	9.39	8.21	1.13
000932	华菱钢铁	买入	0.04	-0.04	0.19	90.18	----	20.93	0.79
002318	久立特材	增持	0.46	0.40	0.73	49.61	56.50	31.23	3.47

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。