

钢铁行业

行业专题研究报告

评级：中性 维持

产业链上的博弈：此涨彼消的上中游

重点推荐公司

公司名称	投资评级
大冶特钢 (000708)	买入
凌钢股份 (600231)	买入
st 钒钛 (000629)	买入
宝钢股份 (600019)	买入
西宁特钢 (600117)	买入
久立特材 (002318)	增持

报告摘要:

事件：中国考虑全面推行进口铁矿石代理制，推进进口铁矿石质量标准的建立，制定属于中国的铁矿石指数。我们借这一话题阐述铁矿石方面的主要观点。

铁矿石的特殊性：铁矿石进口数量巨大且进口依赖度高，涉及上下游产业链利益分配和国别利益分配，并且铁矿石价格高企是输入性通胀的组成部分，从**国别利益分配和输入性通胀**两个角度看，政府层面有足够动力从影响铁矿石价格的众多因素试图改变这一现状，提高对铁矿石的议价能力。

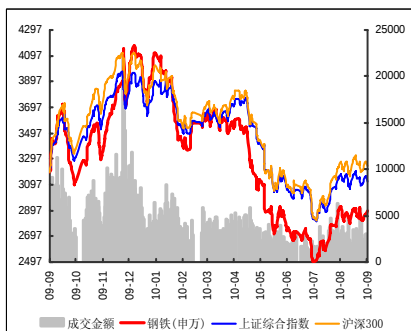
钢铁板块资本市场表现不佳之根源在于盈利水平的下降而非估值下降，目前钢铁行业 PE 高于 A 股整体 PE（按 10 年盈利计算），钢铁板块长期表现逊于上下游行业的根源在于盈利能力不断下滑而非估值水平的下滑，根源在 E 而不在 P/E（不需考虑指数系统性估值波动）。**钢铁板块行情逆转之条件在于行业景气度的持续上升。**

钢铁盈利能力下降之根源在于上游原材料的挤压而非下游需求：下游需求一直在周而复始地经历着由复苏到过热再到衰退的过程，虽然 GDP 耗钢材量将逐渐下降，但近两年的固定资产投资持续处于高位，不能解释钢材盈利能力弱化的结果。钢铁与其他中游行业的最大区别在于具有**上游原材料约束**。

铁矿石价格上涨的主导因素为**供求和流动性**。金融危机之后大宗商品的表现虽与经济复苏有所关联，但更重要的是美国等定量宽松货币政策引起的大范围流动性所致。从流动性来看，新兴市场由于经济增长态势良好且通胀压力加大则已经进入升息周期，全球范围内流动性过剩再次强化的概率在降低。从供求关系来看，预计 2011、2012 年铁矿石需求量增长大大低于新增产能，全球铁矿石供需偏紧的状态望逐步改善。但由于三大矿山在国际海市场上的绝对垄断地位，矿石价格至少将维持在大型矿山的开采成本之上。**政府或行业协会主导的提高我国钢企对铁矿石议价能力的各项措施也有望逐渐见效。**

总体而言，对铁矿石价格大幅上涨的预期已经大大减弱，不考虑经济周期波动，从行业周期角度看，国内粗钢冶炼盈利空间继续下降的空间不大，且有望在未来数年内缓慢回升。

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》
《自下而上选择投资标的》

钢铁行业研究小组

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

xiagd@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

<http://www.tebon.com.cn>

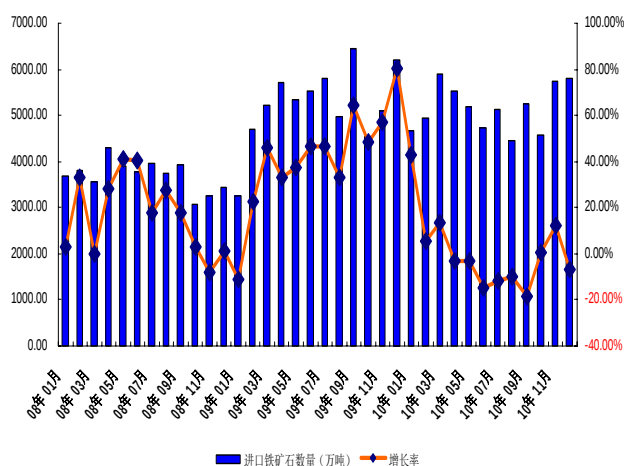
目录

1、铁矿石之特殊性是进口依赖度高且数量巨大:	3
2、钢铁板块表现不佳之根源在于盈利水平下降而非估值下降:	4
3、钢铁盈利能力下降之根源在于上游原材料挤压而非下游:	5
4、从铁矿石价格上涨的原因寻找未来矿石价格的趋势:	7
5、总结:	11

1、铁矿石之特殊性是进口依赖度高且数量巨大：

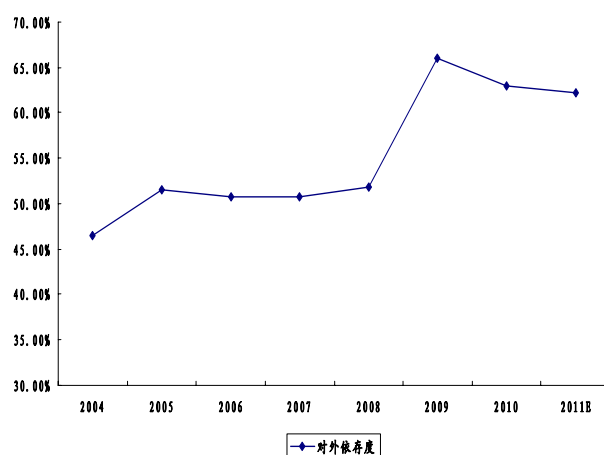
同为钢铁的上游原材料，铁矿石与焦煤的不同之处在于两点，一为铁矿石的进口依赖度远高于焦煤，二为铁矿石占钢材成本比重高于焦煤。这就意味着铁矿石价格不仅涉及上下游产业链的利益分配，也涉及国别间的利益分配。

图 1 铁矿石进口量及其增长率



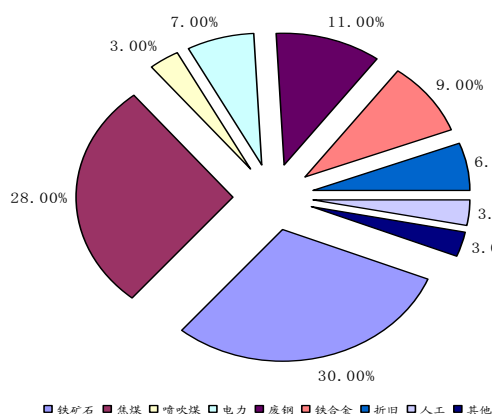
资料来源:my steel, 德邦研究

图 2 铁矿石进口依赖度变化



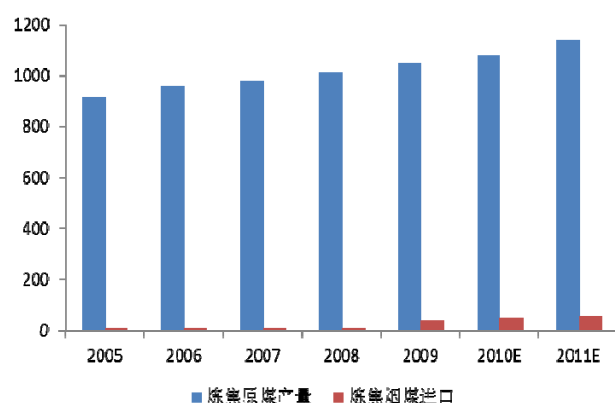
资料来源:my steel, 德邦研究

图 3 钢材生产成本构成



资料来源:德邦研究

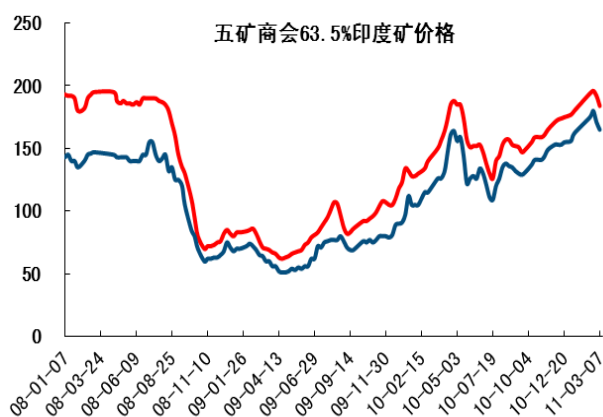
图 4 炼焦原煤产量/炼焦烟煤进口量



资料来源:my steel, 德邦研究

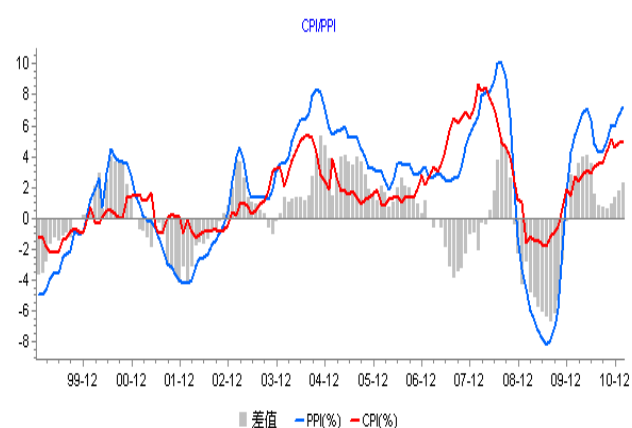
铁矿石价格高企是目前输入性通胀的表现之一，通过钢材这一最大的中游行业，最终部分传导至钢铁下游产业（另外部分则侵蚀冶炼环节的盈利空间），推进消费品和其他生产产品的价格上涨，加大了国内通胀压力。从国别利益分配和输入性通胀两个角度看，政府层面有足够动力从影响铁矿石价格的众多因素试图改变这一现状，提高对铁矿石的议价能力。

图 5 进口铁矿石价格走势



资料来源:my steel, 德邦研究

图 6 通货膨胀指标

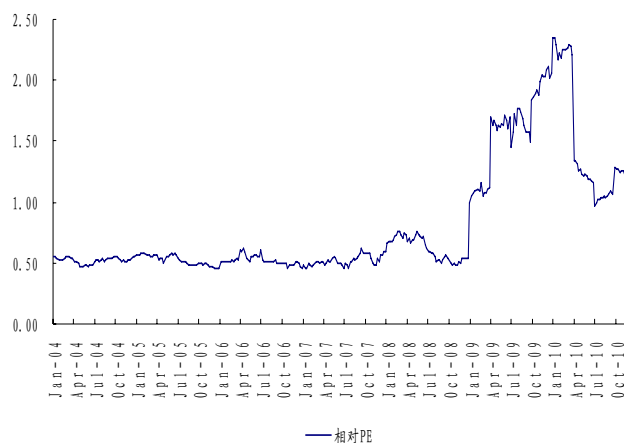


资料来源:wind 资讯, 德邦研究

2、钢铁板块表现不佳之根源在于盈利水平下降而非估值下降：

资本市场通常用 PE 定价，当企业发生亏损或者盈利极低时才适合用 PB 估值，因为资产的存在意味着盈利随时恢复的可能。我们观察 2010 年钢铁板块 PE 的绝对估值和相对估值，两者均没有出现明显不合理的低估情况。目前钢铁行业 PE 高于 A 股整体 PE（按 10 年盈利计算）。

图 7 钢铁板块相对 PE



资料来源:my steel, 德邦研究

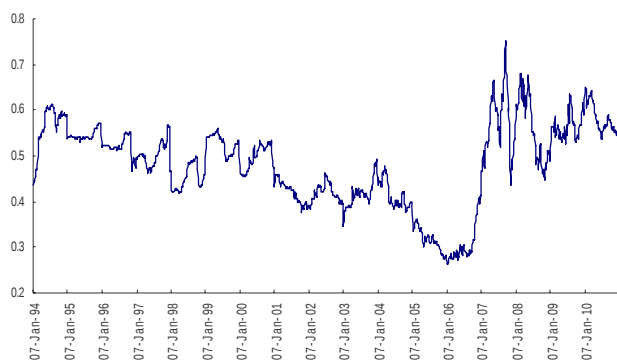
图 8 钢铁板块绝对 PE



资料来源:my steel, 德邦研究

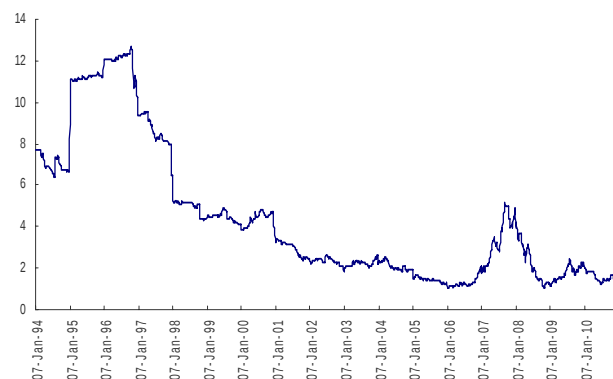
从绝对 PB 看，目前钢铁处于历史底部，相对 PB 处于均线以下，低 PB 的根源在于 PE 保持稳定的同时钢企盈利下滑。

图 9 钢铁板块相对 PB



资料来源:my steel, 德邦研究

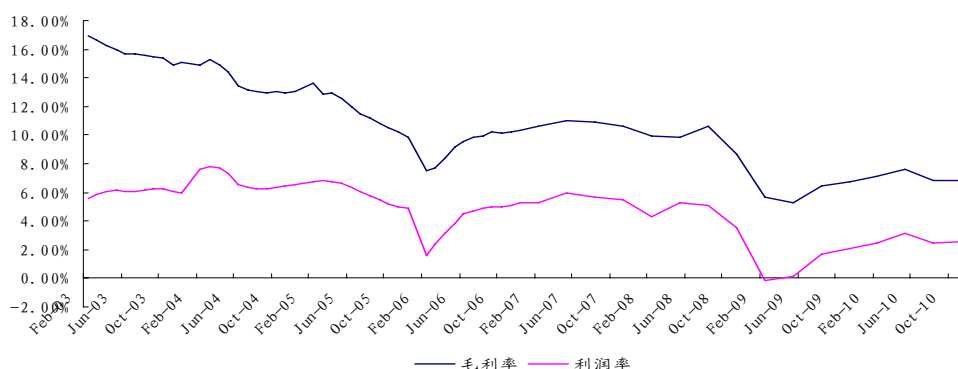
图 10 钢铁板块绝对 PB



资料来源:my steel, 德邦研究

观察钢铁行业的历史盈利数据,可以看出,忽略中间经济周期性波动,从 03 年起毛利率和净利率的中枢总体下移。08 年经历大幅下滑之后,长期在低位徘徊。

图 11 钢铁行业毛利率/利润率走势



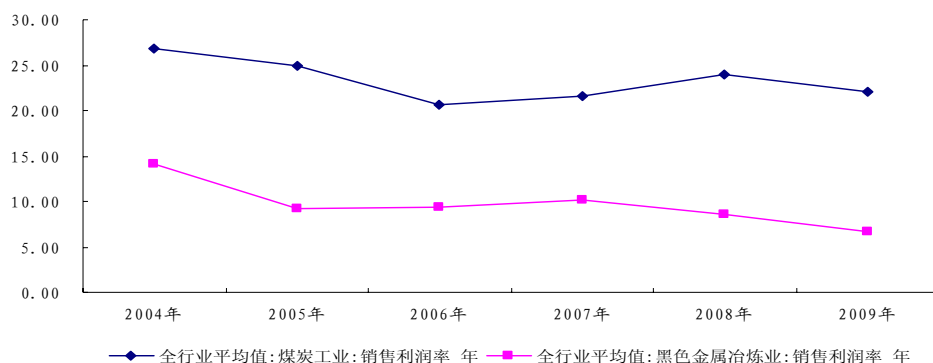
资料来源:wind资讯, 德邦研究

由于钢铁行业 PE 并未被严重低估,相对应的是钢铁行业盈利能力指标的不断恶化,所以钢铁板块长期表现逊于上下游行业的根源在于盈利能力不断下滑而非估值水平的下滑,根源在 E 而不在 P/E (不需考虑指数系统性估值波动)。钢铁板块行情逆转之条件在于行业景气度的持续上升。

3、钢铁盈利能力下降之根源在于上游原材料挤压而非下游:

观察钢铁冶炼环节和其上游煤炭行业盈利能力的变化趋势,04-09 年煤炭行业的销售利润率一直维持在 20%以上,08 年金融危机和 09 年经济刚刚恢复期间,煤炭行业的销售利润率仍然保持 20%以上,呈现较高的行业景气度。而钢铁冶炼业则从 07 年 10.2%的销售利润率降低到 09 年的 6.6%。

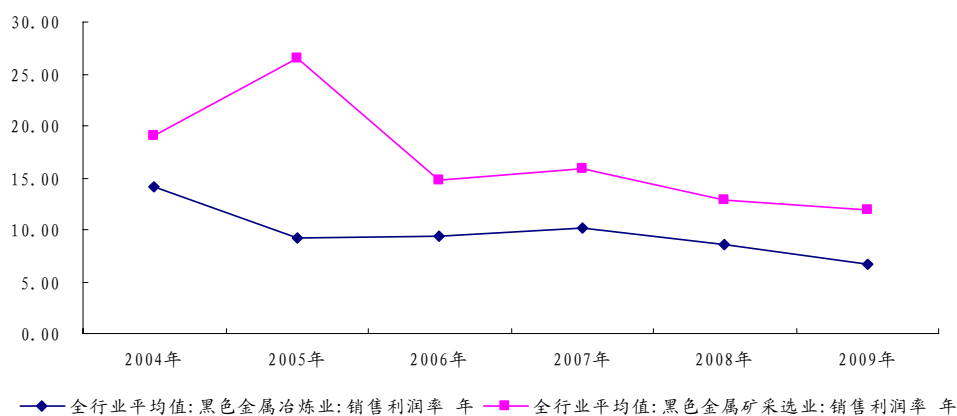
图 12 黑色金属冶炼/煤炭工业销售利润率对比



资料来源:wind资讯, 德邦研究

再观察钢铁冶炼环节和其上游铁矿石行业盈利能力的变化趋势,可以看出,05-09 年铁矿石和钢铁冶炼业销售利润率保持相同趋势,但销售利润率之差在 09 年开始逐渐拉大。同时需要注意的是,我们比较的数据是国内铁矿石采选企业,同三大矿商相比,采选成本明显偏高,世界范围内比较,铁矿石销售利润率的中枢在不断提高。

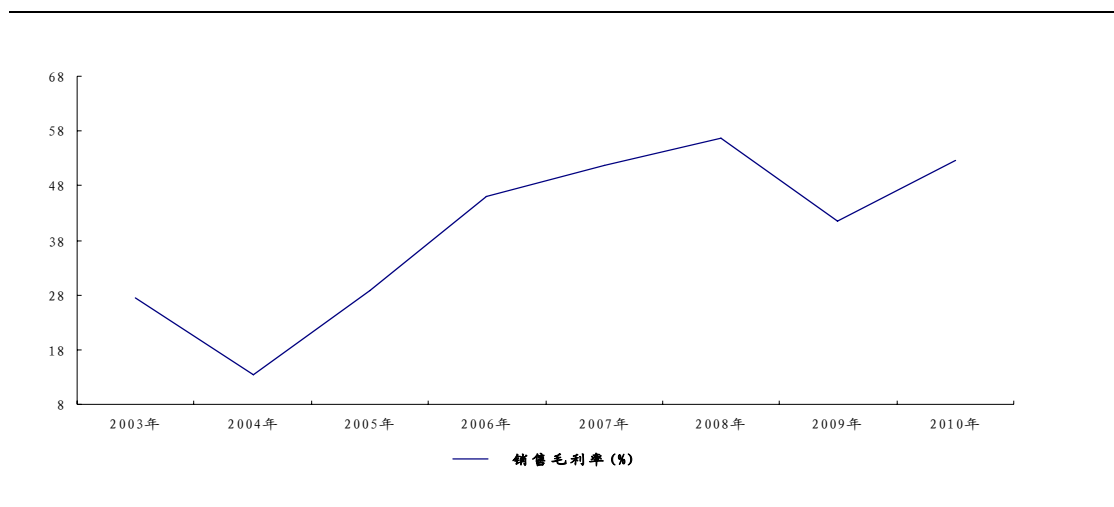
图 13 黑色金属冶炼/黑色金属矿采选业销售利润率对比



资料来源:wind资讯, 德邦研究

我们以铁矿石平均品位较高采选成本相对接近海外的金岭矿业为研究对象,其 03 年至 10 年的毛利率趋势如下:

图 14 金岭矿业销售毛利率走势



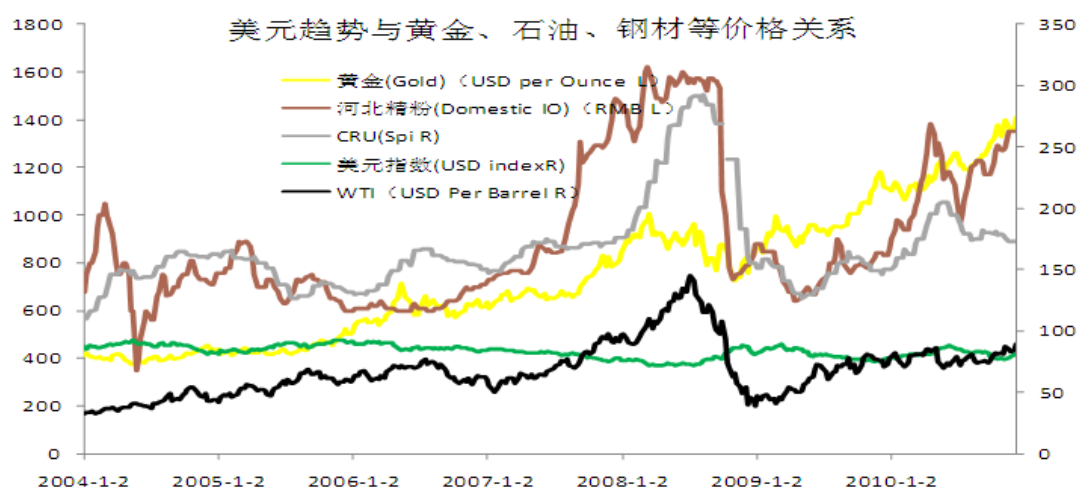
资料来源:wind资讯, 德邦研究

下游需求不是关键，下游需求一直在周而复始地经历着由复苏到过热再到衰退的过程，我们观察同为中游行业的水泥、玻纤等行业，盈利能力随着经济的复苏而明显提升，相反，钢铁行业 09、10 年的盈利能力始终在低位徘徊。钢铁与上述中游行业的区别在于具有上游原材料约束。

4、从铁矿石价格上涨的原因寻找未来矿石价格的趋势：

促使铁矿石价格上涨的因素众多，但主导因素为供求和流动性。抛开铁矿石这一单一商品，观察全球范围的大宗商品价格表现，毋庸置疑，金融危机之前的大宗商品价格上涨之原因是实体经济需求过热和流动性两个因素的融合，且经济过热本身就能引起流动性的充裕；而金融危机之后的表现虽与经济复苏有所关联，但更重要的是美国等定量宽松货币政策引起的大范围流动性所致。

图 15 美元与大宗商品

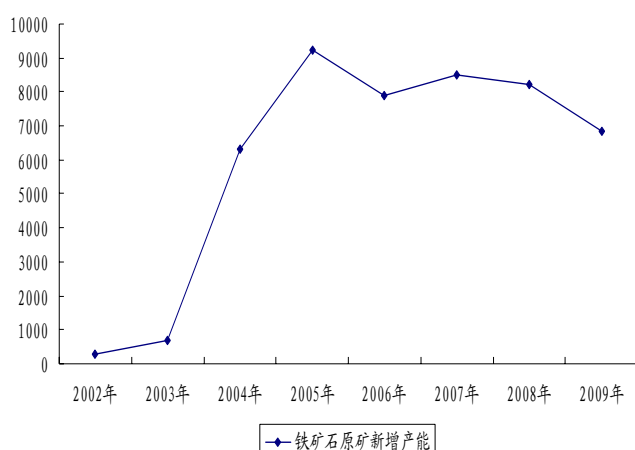


资料来源:my steel, 德邦研究

低利率和美元走弱的预期刺激大宗商品的价格上涨，铁矿石作为国际定价的大宗商品，虽金融属性不如黄金、铜等品种，但也不可能独善其身。

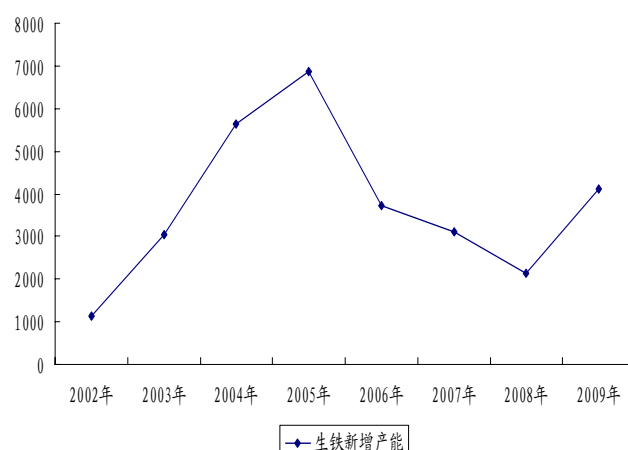
从供求因素看，前期下游需求持续保持旺盛（长期高速的固定资产投资）使得钢铁产能投资速度快于铁矿石行业，世界铁矿石产能的增加不能满足下游需求，这是 08 年之前铁矿石价格大幅上涨的主导因素，近两年产能因素依然在起着较大作用，2010 年前 10 个月全球粗钢产量为 11.65 亿吨，较去年增加 17.5%；其中欧洲为 29%，日韩 28%，中国为 12%，而同期铁矿石供应量仅 8.8% 的增幅，总体而言 2010 年铁矿石供需偏紧。

图 16 国内铁矿石原矿年度新增产能



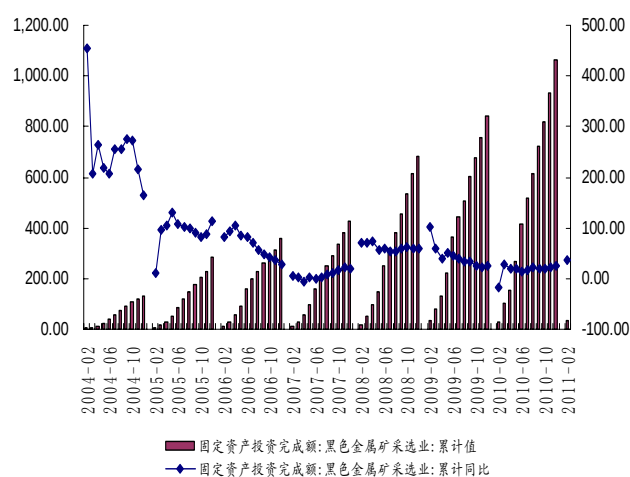
资料来源：wind 资讯, 德邦研究

图 17 国内生铁年度新增产能



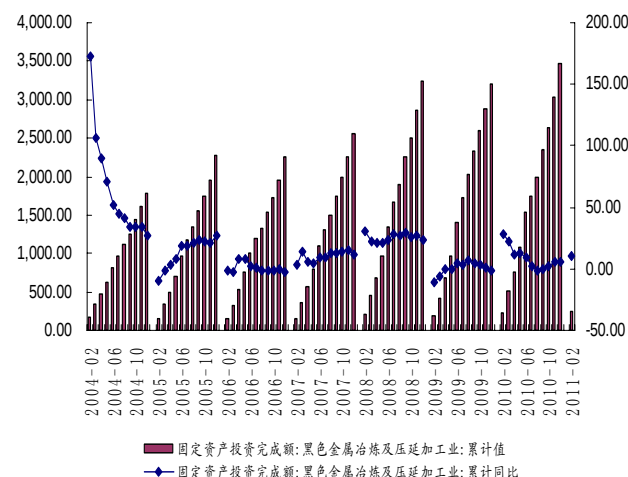
资料来源：wind 资讯, 德邦研究

图 18 黑色金属矿采选业固定资产投资累计值及同比



资料来源：wind 资讯, 德邦研究

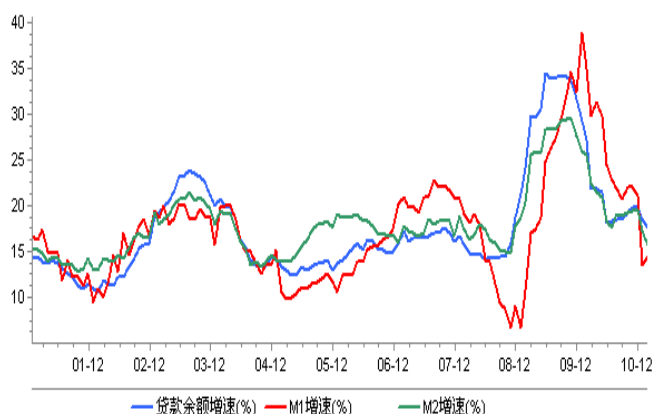
图 19 国内生铁年度新增产能



资料来源：wind 资讯, 德邦研究

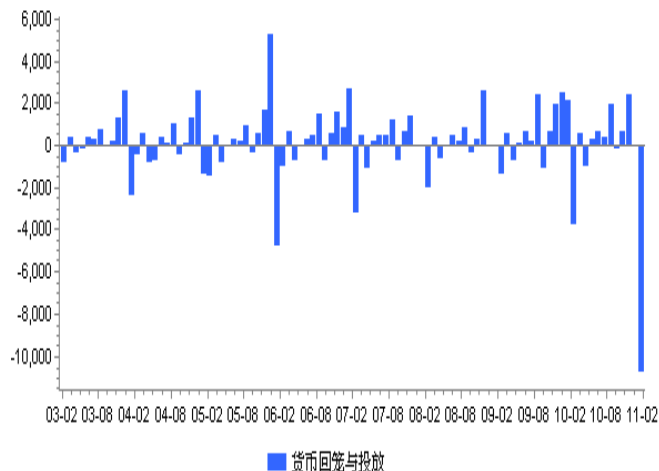
从导致价格上涨的因素出发思考未来这些因素能否继续发挥作用，首先看流动性，虽然欧美尚未进入加息周期，但继续扩大货币供给的动力已明显减弱，而新兴市场由于经济增长态势良好且通胀压力加大则已经进入升息周期，未来发生之前诸如量化宽松的流动性相关事件的概率大大降低。

图 20 m1/m2 增速



资料来源：wind 资讯, 德邦研究

图 21 货币回笼与投放

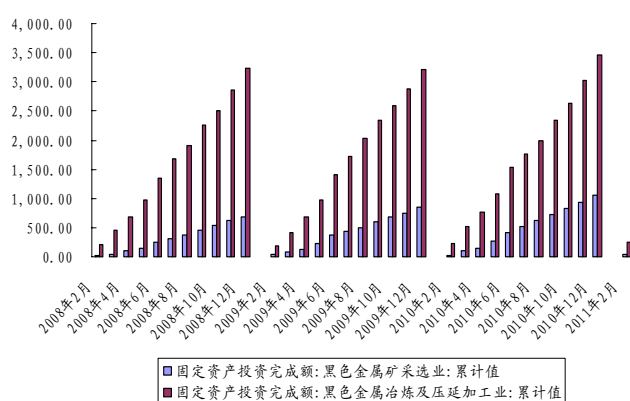


资料来源：wind 资讯, 德邦研究

观察未来供需格局，需求层面，未来国内钢铁产能投资增速大大放缓已是确定性事件，《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》要求 2010 年底前淘汰 300 立方米及以下高炉及 20 吨及以下转炉和电炉；2011 年底前淘汰 400 立方米及以下高炉及 30 吨及以下转炉和电炉。《加快钢铁工业结构调整若干意见》提出 2011 年底前我国将不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目。毫无疑问，国内钢铁产能投资放缓对世界范围铁矿石的需求影响很大。

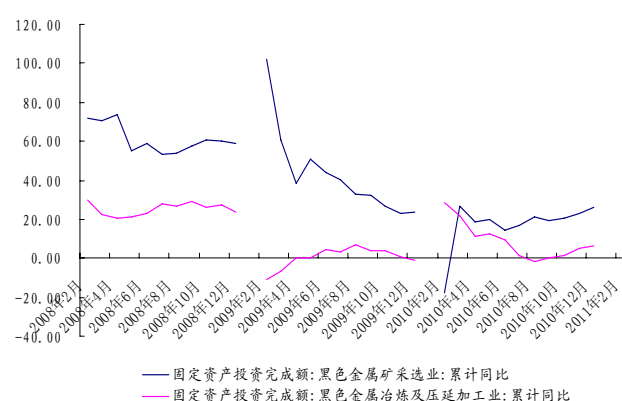
而国内矿山投资近几年则持续高增长，2010 年我国铁矿石进口量已呈下降态势，国内矿替代海外矿的趋势有望继续延续。

图 22 黑色金属矿采选业/冶炼业固定资产投资累计值



资料来源：wind 资讯, 德邦研究

图 23 国内生铁年度新增产能



资料来源：wind 资讯, 德邦研究

国内产能增加对铁矿石定价影响有限，我们考察未来全球铁矿石产能增加情况，据统计，目前全球在建铁矿石项目将于 2011 年新增铁矿石产能 2.35 亿吨，2012 年预计新增 2.38 亿吨，2013 预计达 2.88 亿吨。2010 年至 2012 年将有 6.8 亿吨左右的铁矿石产能将投产，其中，2.7 亿吨产能为确定投产，1.45 亿吨为很

可能投产，2.7 亿吨为可能投产。预计 2011、2012 年需求量增长远低于新增产能，全球铁矿石供需偏紧的状态望逐步改善。

虽然未来铁矿石产能大幅增加是大概率事件，但三大矿商的垄断力不可小觑，2009 年巴西 Vale 公司、澳大利亚力拓和必和必拓三大公司的产量占全球产量比重为 36%，从产量指标来看，集中度并不高，但并不能简单从产量占比评估其垄断力。由于很多企业为钢铁矿石一体型企业，其铁矿石未进入交易市场，并不能决定价格。这类似于国内 A 股市场中流通股和所有 A 股的关系，虽然非流通股数量巨大，但并不能决定股票价格，流通股的交易决定市场价格，而流通股市值占比较大的股票在市场中才真正起主导作用。同样理解，三大矿山 2009 年海运铁矿石市场的份额合计达 70% 以上，由此可见其对铁矿石价格的控制能力非常强。

2009 年全球经济经历低迷到开始复苏的过程，下游需求持续萎靡，但由于全球流动性的爆发，大宗商品价格一路上涨的背景下铁矿石价格也随之上扬，而 2010 年全球铁矿石供需则呈偏紧态势，加之美国量化宽松的刺激因素，铁矿石价格震荡上行。从新建产能来看，未来铁矿石供需关系逐渐缓解是大概率事件，但由于三大矿商对海运市场的垄断力量，铁矿石价格由于供给过剩出现大幅下跌的可能性并不大，由于垄断力量的存在，矿石价格至少将维持在大型矿山的开采成本之上。总体而言，对铁矿石价格大幅上涨的预期已经大大减弱，不考虑经济周期波动，从行业周期角度看，国内粗钢冶炼盈利空间继续下降的空间不大，且有望在未来数年内缓慢回升。

表 1 全球主要铁矿石在建项目及新增产能预估

铁矿石项目名称	所在国家	进展情况	投资方/控股方	成本 (百万美元)	预计完成时间	预计增加产能 (百万吨/年)	项目可能性
Sino Iron Magnetite Project/ Balmoral Central Magnetite Deposit	澳大利亚	Construction	Citic Pacific	3095	2010	27.6	确定
2010年预计新增总产能						209.1	
Vale Northern System (Carajas) Iron Ore Mines	巴西	Operating, exp/plans	Vale	2478	2011	30	确定
LabMag Iron Ore Deposit	加拿大	Feasibility	NML	2750	2011	35	可能
Mesa A/Warrambo	澳大利亚	Conceptual	Sumitomo Met Ind	901	2011	25	确定
Rapid Growth Project 5	澳大利亚	exp/feasib	BHP Billiton Gr	4800	2011	50	确定
2011年预计新增总产能						235.3	
Mbalam Iron Ore Deposit	喀麦隆	Feasibility	Sundance Res	3277	2012	35	可能
Priskolskoye Iron Ore Deposit	俄罗斯	Conceptual	MMK OJSC, Ural	3656	2012	35	可能
Minas Rio (MMX) Iron Ore Deposit	巴西	Construction	Anglo American	3627	2012	26.5	基本确定
Solomon Iron Ore Deposits	澳大利亚	Prefeasibility	Fortescue		2012	60	基本确定
2012年预计新增总产能						238.4	
Simandou Iron Ore Deposit	几内亚	Prefeasibility	Rio Tinto plc	6000	2013	70	
Faleme Iron Ore Deposit	塞内加尔	Prefeasibility	Arcelor Mittal	200	2013	25	
Serra Sul Iron Ore Deposit	巴西	Conceptual	Vale	11297	2013	90	
Jack Hills Iron Ore Mine	澳大利亚	Operating,exp/constr	Mitsubishi,Posco,Resource Cap, Sinosteel	781.6	2013	25	
West Pilbara Iron Ore Deposit	澳大利亚	Prefeasibility	AMCI, Aquila Res, Cullen	84.4	2013	30	
2013年预计新增总产能						288.7	
Exi Iron Ore Deposit	中国	Conceptual	Wugang	2120	2015	25	

资料来源:my steel, 德邦研究

5、总结：

1、铁矿石进口数量巨大且进口依赖度高，涉及上下游产业链利益分配和国别利益分配，并且铁矿石价格高企是输入性通胀的组成部分，从**国别利益分配和输入性通胀**两个角度看，政府层面有足够动力从影响铁矿石价格的众多因素试图改变这一现状，提高对铁矿石的议价能力。

2、**钢铁板块资本市场表现不佳之根源在于盈利水平的下降而非估值下降**，目前钢铁行业 PE 高于 A 股整体 PE（按 10 年盈利计算），钢铁板块长期表现逊于上下游行业的根源在于盈利能力不断下滑而非估值水平的下滑，根源在 E 而不在 P/E（不需考虑指数系统性估值波动）。**钢铁板块行情逆转之条件在于行业景气度的持续上升。**

3、**钢铁盈利能力下降之根源在于上游原材料的挤压而非下游需求**：下游需求一直在周而复始地经历着由复苏到过热再到衰退的过程，虽然 GDP 耗钢材量将逐渐下降，但近两年的固定资产投资持续处于高位，不能解释钢材盈利能力弱化的结果。钢铁与其他中游行业的最大区别**在于具有上游原材料约束。**

4、铁矿石价格上涨的主导因素为**供求和流动性**。金融危机之后大宗商品的表现虽与经济复苏有所关联，但更重要的是美国等定量宽松货币政策引起的大范围流动性所致。从流动性来看，新兴市场由于经济增长态势良好且通胀压力加大则已经进入升息周期，全球范围内流动性过剩再次强化的概率在降低。从供求关系来看，预计 2011、2012 年铁矿石需求量增长大大低于新增产能，全球铁矿石供需偏紧的状态望逐步改善。但由于三大矿山在国际海市场上的绝对垄断地位，矿石价格至少将维持在大型矿山的开采成本之上。**政府或行业协会主导的提高我国钢企对铁矿石议价能力的各项措施也有望逐渐见效。**

5、总体而言，对铁矿石价格大幅上涨的预期已经大大减弱，不考虑经济周期波动，从行业周期角度看，国内粗钢冶炼盈利空间继续下降的空间不大，且有望在未来数年内缓慢回升。

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。