

短期底部利空出尽，中期过剩仍待消化

——钢铁行业 2011 年二季度投资策略报告

报告日期：2011 年 3 月 29 日

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060—8781

✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S1070210050004

要点：

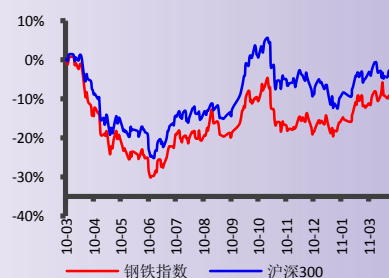
- 我们从钢价、成本、需求、盈利、产量以及投资和产能扩张六个维度对钢铁行业进行分析，得出目前处于长周期（3-5 年）已经度过拐点向上，中周期（1-2 年）仍待消化过剩产能，短周期（1-2 个季度）已经利空出尽预期在变好的时间点上。
- 核心要素如下：长周期看钢铁已经完全度过了金融危机的影响，难以再出现单季度大幅亏损的现象，考虑到宏观条件已经转向，现在的盈利属于正常水平，不能寄希望于盈利能力的再次快速改善（板材仍有增盈空间）。中周期看产能过剩略超预期，今年预计仍有 3500 万吨新增产能投产，这与目前吨钢日产的换算数据吻合，按目前每年 3000 亿的行业投资会继续带来近 4000 万吨/年的新增产能，需求年增 6-7%，供需平衡拐点比预想到来更晚。短周期看现在已经是阶段性的底部，钢价经过三月上中旬调整后短期触底，钢产量下降和库存下降，钢价预期起稳反弹，二季度协议矿价确定后最大利空出尽，而日本震后减产矿石需求降低也会抑制现货矿的飙涨，预计矿价短期会维持在 1400 附近，长期看海外矿依赖度会继续降低。环比一季度，二季度钢企盈利空间收窄进入微利状态，但已经在市场预期之内，预期会逐渐变化。
- 二季度可能出现的行业催化因素有：1、日本灾后重建的需求拉动。当重建计划出台时会形成催化，但概念大于实质。2、保障房施工力度超预期。一季度地方保障房建设集中在完成供地阶段，二季度开始施工会加速，不断出台的督促政策也会加强市场预期。3、减排限产风再起。工信部最新要求今年单位能耗下降 4%，虽然弱于去年（去年约 6%），但现在 194 万吨/天的产量释放肯定会受到遏制而下降，有利于缓和供给过剩。另外经我们测算，水利投资对钢铁的拉动非常有限，莫盲目跟水利概念。
- 投资策略：基于上述逻辑，我们对钢铁继续看好。目前行业整体 PE15 倍；PB1.69 倍，与 A 股整体折价率 0.56，处于历史均值偏下水平，估值略偏低。建议重点关注三条主线：一是地震受益概念股，即宝钢、凌钢，二是区域和特钢，即八钢、酒钢、铸管，三是低估值高安全个股，即大冶、杭钢和南钢。包钢考虑增发购入矿山后其股价当在 6.6-8.1 之间，可做波段操作。
- 风险提示：二季度存在行业盈利低于预期，地产投资下滑超预期以及市场系统性下跌的风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级： 推荐

钢铁行业相对市场表现



报告参考

大通胀与后过剩时代的钢铁抉择
——钢铁行业 2011 年投资策略

需求趋弱成本趋高，估值见底尚待政策
——钢铁行业 2010 年下半年投资策略



目录

1. 产能继续增长，产量再创新高.....	4
2. 投资增速下降，工业用钢回暖.....	8
2.1 投资增速下降，核心看房地产和保障房	8
2.1.1 基建高调唱多水利，概念大于实际新增需求.....	8
2.1.2 商品房投资下降，关键看保障房.....	9
2.1.3 用钢系数的下降可能导致今年表观消费增长太少.....	10
2.2 板材滞后，对长材尚未恢复盈利优势.....	11
2.2.1 板材更具弹性，反转时点未到.....	11
2.2.2 汽车需求降温，家电受益保障房.....	12
2.3 日本地震，利好我国钢材出口	13
3. 矿价上涨难超预期，短期成本利空出尽.....	15
3.1 协议期变短成为趋势，二季度协议矿如期上涨.....	15
3.2 海运费不会增加成本之忧.....	17
3.3 煤、焦、废钢等其他辅料二季度平稳.....	17
4. 二季度谨慎乐观，继续推荐——特色与低估.....	18



图表目录

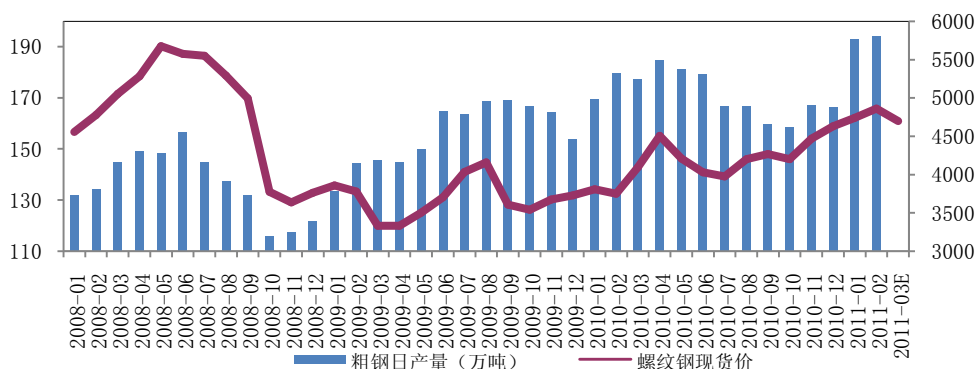
图 1	全国粗钢日产量及钢价变化	4
图 2	河北增产异常代表了限产过后的反弹动力	4
图 3	矿价走势与钢价走势对比	5
图 4	热轧宽钢带年产能增加量(万吨)	6
图 5	中宽厚板年产能增加量(万吨)	6
图 6	钢铁行业投资增速	6
图 7	螺纹钢现货价格及全国 26 城市社会库存	7
图 8	高速线材现货价格及全国 26 城市社会库存	7
图 9	投资增速缓降,新开工计划投资骤降	8
图 10	新开工项目数持续负增长	8
图 11	历年水利投资项目分布	9
图 12	水利总投资增速预测	9
图 13	地产投资主要指标	9
图 14	新开工和施工面积变化	9
图 15	投资对钢铁消费系数	10
图 16	工业增加值对钢铁消费系数	10
图 17	长板材价格差异变化	11
图 18	热轧宽钢带年新增产能	12
图 19	中宽厚板年新增产能	12
图 20	汽车和轿车产量增速	13
图 21	第二产业用电量增速	13
图 22	日本震灾受损钢厂分布	13
图 23	2010 年日本钢材出口产品分类	14
图 24	粗钢净出口及占国内产量比重变化	15
图 25	铁矿石现货价协议价与钢价对比图	15
图 26	铁矿石国产量(原矿)与进口量(精粉)	16
图 27	国内矿价与粗钢产量走势对比	16
图 28	巴西/西澳至宝山运费(\$/T)	17
图 29	BDI 与 BCI 指数	17
图 30	煤焦价格与钢材价格对比	17
图 31	废钢与生铁价格走势	17
图 32	钢铁与 A 股全部的市盈率对比(整体法, TTM)	18
图 33	钢铁与 A 股全部的市净率对比(整体法)	18
图 34	钢铁与 A 股全部的 ROE 对比(整体法)	19
图 35	钢铁与 A 股全部的净利率对比(整体法)	19
表格 1	预计 2011 年新增高炉产能	5
表格 2	预计 2011 年新增高炉产能	7
表格 3	保障房建设进度预期	10
表格 4	投资增速与消费乘数对钢材消费敏感性分析	11
表格 5	钢铁个股估值对比	19



1. 产能继续增长，产量再创新高

去年年中以后，受节能减排强制政治任务的限制，虽然钢价持续上涨，但产量却节节回落，粗钢日产一度降到去年 10 月份的最低点 158.6 万吨，最后两月当减排任务总体完成无忧后，粗钢产量才略有释放至 167 万吨左右，同时钢价继续上涨。转入今年一、二月份后，粗钢产量快速释放，日产达到 194 万吨，环比增幅达到 16%，再次创历史新高。与之对应的是，钢价自去年 7 月见底以来持续上涨，至今年 3 月初见顶，连续上涨 7 个月，总计上涨 1053 元/吨（螺纹钢），创金融危机以来的新高。

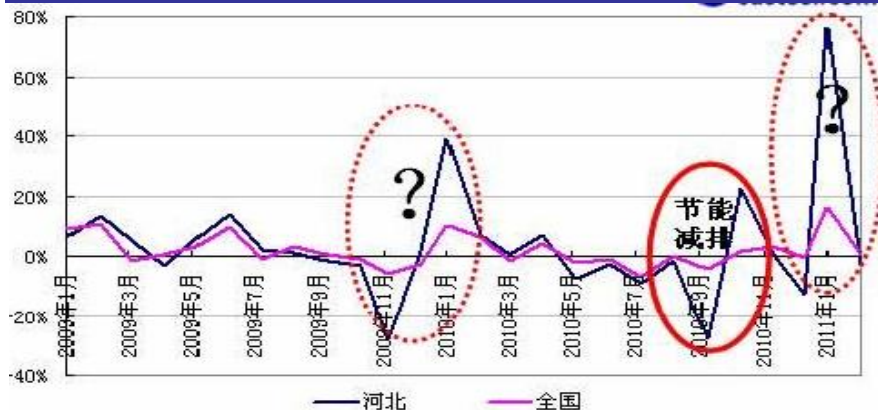
图 1 全国粗钢日产量及钢价变化



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

增产有三方面原因，一是去年四季度减排限产严重影响了部分钢企的经营，当限产的高压线撤去后必定要增产补效益，最为明显的是受限最为严重的河北，其 1 月份产量环比去年 12 月份增长 76%，河北产量全国占比再次由 17% 升至 27%。

图 2 河北增产异常代表了限产过后的反弹动力

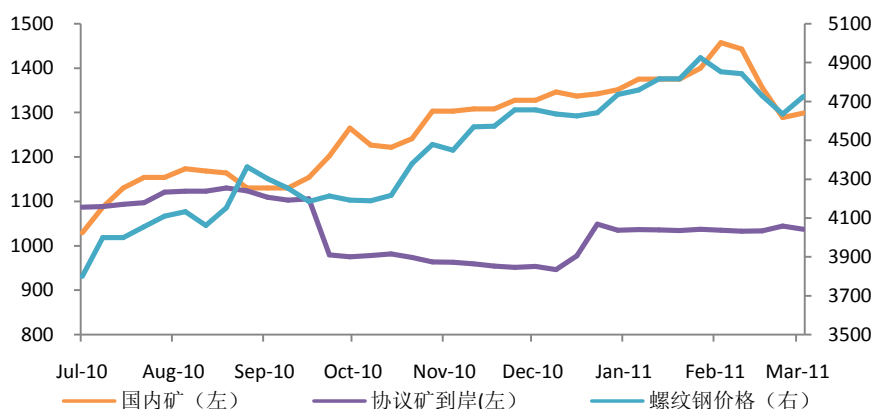


资料来源：钢之家，长城证券研究所

二是去年下半年矿价增速不及钢价，钢厂利润在持续放大，部分钢厂吨钢毛利可达 400 元以上，四季度钢企是被迫减产而非主动减产，高盈利诱使

钢企有动力在年后增产补利润并抢占市场。也再次验证了决定钢价与钢企利润的核心问题还是供给。

图 3 矿价走势与钢价走势对比



资料来源：钢之家，长城证券研究所

三是去年四季度部分将投产高炉推迟到今年一季度，而按照统计数据今年原计划又会新增高炉炼铁能力 3600 万吨，考虑到统计误差因素，预计今年实际可能新增高炉炼铁 3500 万吨左右。目前的日产粗钢峰值与 2010 年日产峰值 184.6 万吨相比新增产能年化也大致为 3500 万吨，数据基本吻合。

表格 1 预计 2011 年新增高炉产能

公司	新增高炉	新增产能(万吨/年)	预计投产时间
迁安燕钢	2560m3	200	2011 年
攀钢西昌	3×1750m3	400	2011 年
八钢	2500m3	200	2011 年
常熟龙腾特钢	1080m3	120	2011 年
联峰钢铁(张家港)	2×1080m3	240	2011 年
舞钢	1260m3	136	2011 年
湖北新冶钢	1780m3	160	2011 年
吉林建龙	1800m3	170	2011 年
酒钢	1800m3	160	2011 年
宣钢	2500m3	200	2011 年
九羊集团	1350m3	145	2011 年
安钢	4747m3	380	2011 年
青龙德龙铸业	850m3	100	2011 年
重钢	2500m3	200	2011 年
西林钢铁	1260m3	100	2011 年
沙钢集团永钢	2×1080m3	240	2011 年
徐州东南钢铁	2×1280m3	260	2011 年
长江钢铁	1080m3	100	2011 年

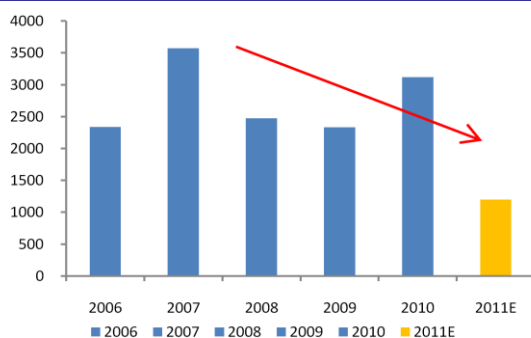


汉钢钢铁集团	1280m3	100	2011 年
2011 年合计		3611	

资料来源：百川资讯，长城证券研究所

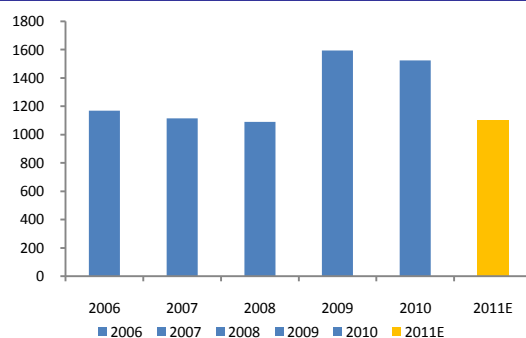
与之对应的是轧制产线产能亦在增加，但增速也在下降，按统计数据预计热轧卷板和中厚宽钢带今年新增产能分别为 1200 万吨和 1100 万吨，实际投产量可能略低于统计值，尽管仍有新增量，但增产高峰即将过去，板材今后的日子只会一年好过一年。

图 4 热轧宽钢带年产能增加量（万吨）



资料来源：钢铁协会，长城证券研究所

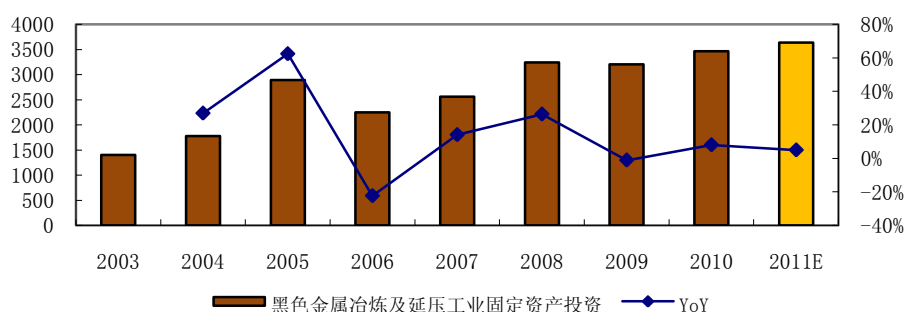
图 5 中宽厚板年产能增加量（万吨）



资料来源：钢铁协会，长城证券研究所

从总体看，我国钢铁行业投资在经过 2004-2008 长达五年的高增长后（2006 年除外），已经连续两年出现投资停滞，目前每年 3000 多亿的行业投资仍然偏高，按吨钢投资 6000 元算仍可年新增 5000 万吨产能，再考虑设备维护和环保投入等，预计 3000 亿元年投资相当于年新增产能 4000-4500 万吨，相当于年增 6%。只有进一步降低行业投资量，靠时间消化过剩产能，钢铁才能尽快熬出头。

图 6 钢铁行业投资增速



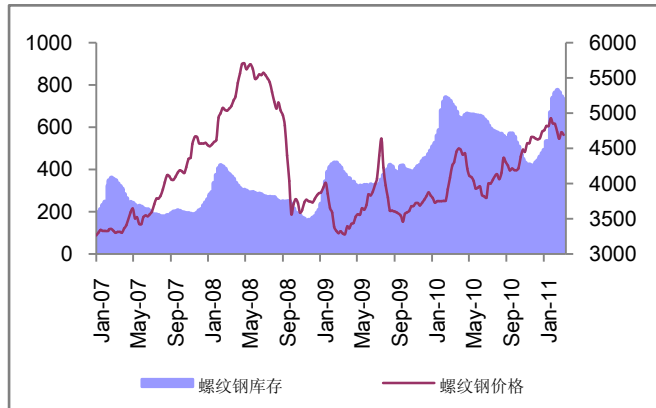
资料来源：国家统计局，长城证券研究所

春节期间，经销商普遍对节后钢价上涨和春季开工需求有过强预期，主动囤货现象普遍，导致库存不断攀升并带动钢价在春节淡季期间继续上涨，给钢厂以下游需求过分旺盛的预期，也增强了钢厂一边拉涨出厂价一边充分放产量的信心，后期则导致库存急剧升高并创下历史新高，同时钢价下跌，最大跌幅为 300 元/吨左右。我们认为目前的产量和价格已经提前部分消化了 4 月份旺季峰值的需求，因此二季度钢厂可能会减产，产量难以再创新高，



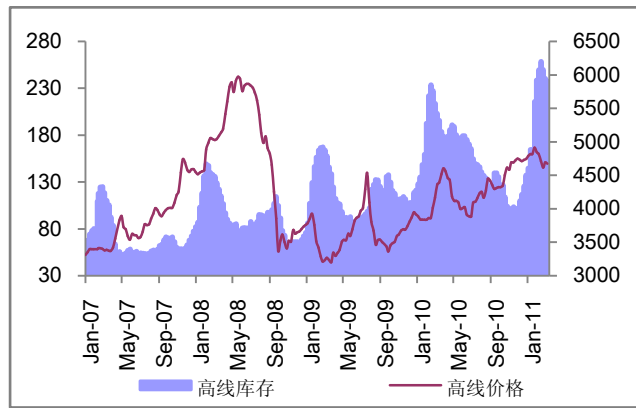
库存亦缓慢回落，钢价则会止跌企稳。假如二季度持续高产量高库存，则钢价必定再次下跌，对钢企来说无疑是最大的悲剧。由于产量统计有滞后性，因此目前监测库存变化至关重要。

图 7 螺纹钢现货价格及全国 26 城市社会库存



资料来源：Mysteel，长城证券研究所

图 8 高速线材现货价格及全国 26 城市社会库存



资料来源：Mysteel，长城证券研究所

去年下半年异常严厉的减排限产转眼间烟消云散无人再提，因此今年的产量可能更表现为市场本身的内在供需，预计全年粗钢产量为 6.6-6.7 亿吨左右，同比增长 6.8%。（具体分析见后）。

钢铁十二五规划近期出台，今后发展思路明确为由之前的追求规模转变为结构调整，其中最核心的内容有三点：一是提出要加快兼并重组，要求十二五末排名前十的钢企占总产量的 60%，二是加快布局结构调整，推进钢铁工业向沿海沿江转移，沿海沿江钢铁企业产能占全国产能的比例要达到 40%以上；三是要提高矿石自给率和海外权益矿规模，加强对上游的话语权，计划十二五末权益矿占比 40%以上。我们认为：1、中央必须进一步出台明确的支持政策，在现有财税政策下加快重组难以有实质突破。2、湛江基地和防城港基地两项目可能于今年下半年开闸放行，将利好韶钢、柳钢。3、目前我国钢企海外买矿权益总量已达 1.9 亿吨，但形成有效供给需要时间，预计今年仍不能改变矿石格局。总体来看，钢铁行业十二五规划对二季度行业发展无明显催化作用。另一方面，我国目前已经完成重工业化，同时城镇化速度降低，今后投资增速的降低不可避免，而非洲、南美、南亚和东南亚等新兴经济体将成为未来十年新的投资热土，这些地区钢产能普遍较低，根本不能满足经济加速发展要求，国内钢企难以再走日本当年靠高端板材出口消化过剩产能的老路，应该迅速谋划在上述地区新建钢厂做海外扩张，但钢铁行业十二五规划并未提及，有些遗憾。

表格 2 预计 2011 年新增高炉产能

	人口	GDP	粗钢产量	人均 GDP	人均钢消费
中国	133474	49090	600	3678	45
日本	12756	50680	65	39730	51
美国	30737	142563	80.6	46382	26
巴西	19148	15740	32.8	8220	17
印度	119906	12360	66.8	1031	6
印尼	23158	5394	3.6	2329	2



马来西亚	2776	1915	4.1	6898	15
非洲合计	76860	8852	16.7	1152	2

注：GDP 和人口数据采用 2009 年数据，粗钢产量采用 2010 年数据，其中日本和中国扣除了净出口部分。

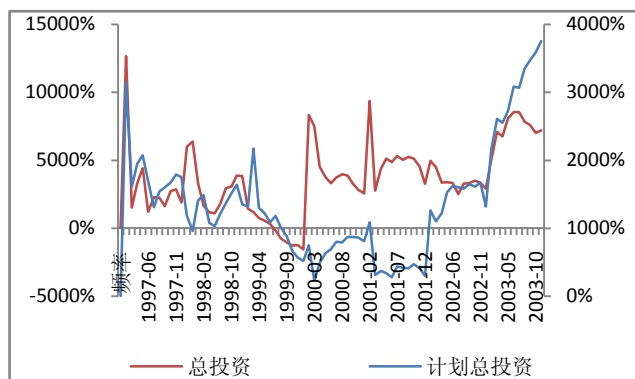
资料来源：IMF, ISII

2. 投资增速下降，工业用钢回暖

2.1 投资增速下降，核心看房地产和保障房

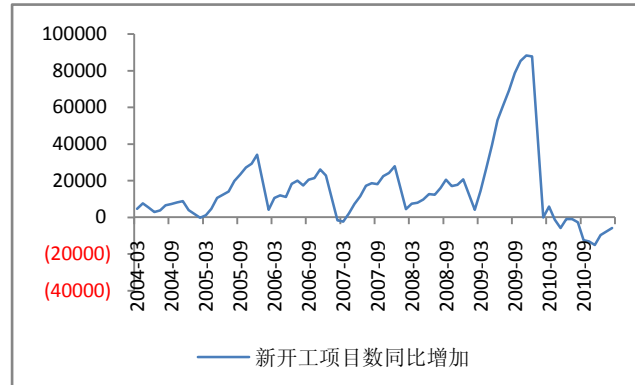
今年投资增速下降已经是市场普遍预期，但具体降幅仍有分歧，从历史经验看，投资增速低于 20% 的可能性不大，最多降至 18%（见下图）；另一方面，虽然一直在强调调整经济结构，但去年投资对 GDP 贡献仍有 55%，假设今年 GDP 降至 9%，投资贡献度降至 50%，测算投资增速仍有 18%。新增项目计划总投资额下滑更加严重，同时新开工项目负增长，表明今年在建项目的投资力度无忧，但明年投资下滑可能更明显。

图 9 投资增速缓降，新开工计划投资骤降



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 10 新开工项目数持续负增长

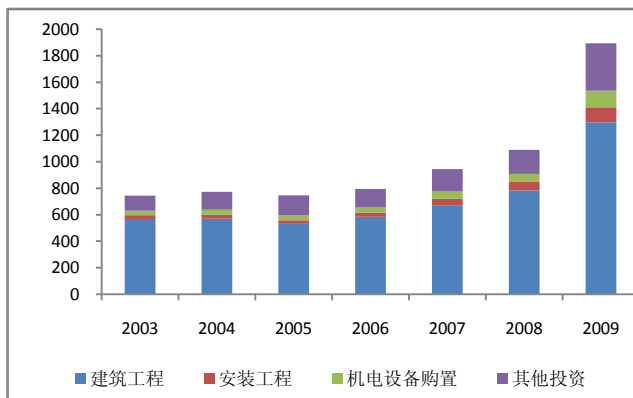


资料来源：国家统计局，长城证券研究所

2.1.1 基建高调唱多水利，概念大于实际新增需求

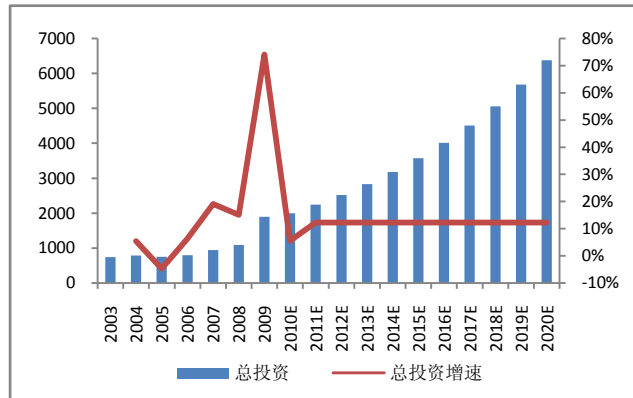
今年政府唯一高调倡导的基建投资即水利建设，1 号文件明确指出“力争今后十年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍，发挥政府在水利建设中的主导作用。”2009 年全国共完成水利投资 1894 亿元，同比增长 74%，其中建筑工程 1297 亿元，安装工程 113 亿元，机电设备 125 亿元，其他投资 358 亿元；预计 2010 年可完成 2000 亿元左右，同比增长 6%。目前市场普遍预期今后十年的年均值是 4000 亿元，假如按照稳定增长测算，则未来十年年复合增长率为 12.3%，以此测算今年水利实际投资增长为 250 亿元。与去年 27.8 万亿的全社会固定资产投资相比，相当于拉动总投资 0.09%，几乎微不足道。

图 11 历年水利投资项目分布



资料来源：水利部，长城证券研究所

图 12 水利总投资增速预测



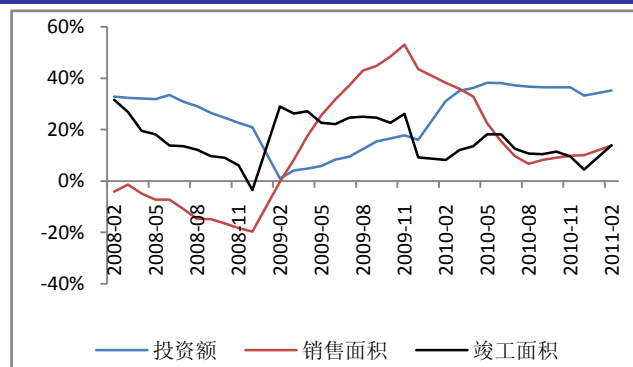
资料来源：水利部，长城证券研究所

按照去年全国的粗钢消费系数每亿元固定资产投资消费粗钢 2150 吨测算，则可新增的粗钢消费需求为 53 万吨，也就是相当于总量的 0.1%。假设我们把增速翻倍至 25%（如果未来十年持续 25% 的复合增长，则年均投资为 8300 亿元），则新增粗钢需求也就 100 万吨。况且，由于水利建设中对钢铁形成一次消费的是建筑工程，但水坝、沟渠等工程建设由于多为平面施工，其用钢系数远不如房地产、高铁等立体施工项目，因此上述估测偏乐观，水利建设对钢材消费超预期可能性不大。

2.1.2 商品房投资下降，关键看保障房

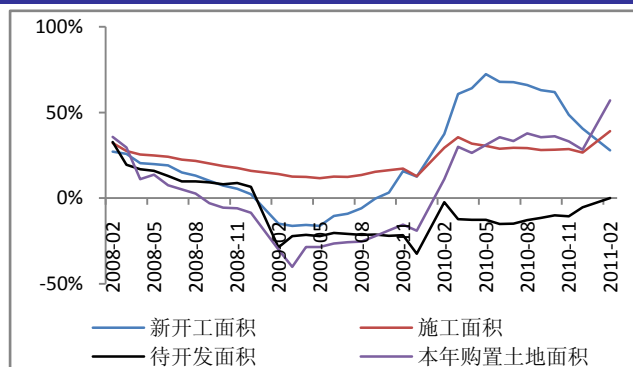
去年地产投资超市场预期，全年达到 33.2%，一方面是前年基数较低，销售的火爆同时刺激了开发商加快开发周转补库存的需求，另一方面是政府严厉的地产调控政策提出对闲置土地追缴空置费甚至无偿收回土地，逼迫开发商不得不提高开发速度。

图 13 地产投资主要指标



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 14 新开工和施工面积变化



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

去年的销售面积增速回落，最后与竣工面积增速基本持平，销售减供给的缺口由去年的 2.2 万平方米扩大到 2.8 万平方米，投资没能在当年补充缺口，由于年末限购令后成交大幅减少，预期今年缺口会缩减。虽然开发商去年拼命拿地，但其手中的存量未开发土地仍在持续减少，土地的稀缺性会越来越强，考虑到维持一定的土地库存，预期开发商会减少今年新开工的动力，去



年高速增长的新开工会维持今年的施工面积不至于回落明显，有可能与去年的增速持平。

表格 3 保障房建设进度预期

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
计划开工	580	1000	1000	800	400	400
基本建成	450	600	1000	1000	520	400
本年开工部分	350	400	400	400	120	120
上年开工部分	100	200	600	600	400	280
在建	200	600	600	400	280	280

资料来源：建设部，长城证券研究所

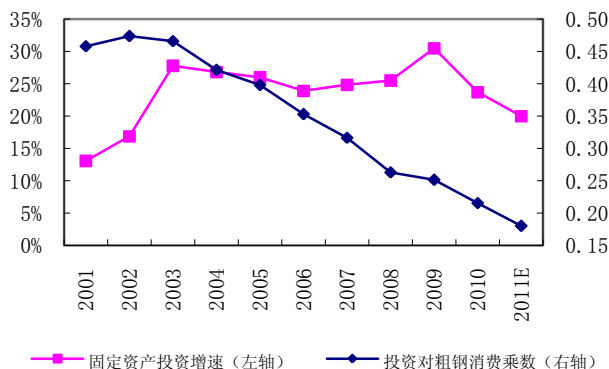
保障房是分析地产投资也是总投资增速的核心分歧点，去年规划建设 580 万套，预计竣工 350 万套，竣工率 60%，今年提出 1000 万套，实际竣工预计 600 万套。按照平均每套 60 平米测算，今年计划开工的面积新增 2.1 亿平米，预计竣工新增面积为 1.25 亿平米。商品房的新开工面积可能会下滑 15%，总的新开工面积增速会回落至 9% 附近。商品房投资增速至 15%，总的地产开发投资额增速会回落至 25%-30%。

总而言之，我们认为受去年新开工增速高的因素，地产施工今年并不会下降明显，但今年新开工的下降会导致明年的施工明显下滑。

2.1.3 用钢系数的下降可能导致今年表观消费增长太少

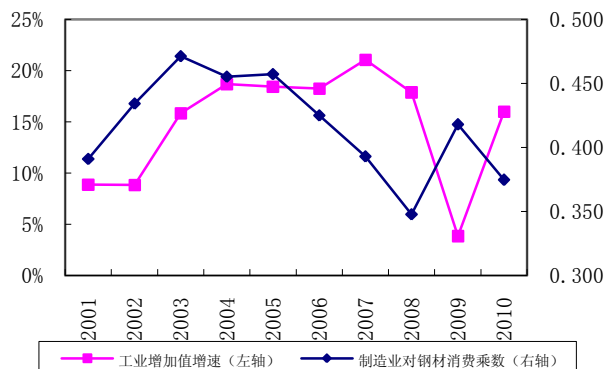
我们仍然用固定资产投资和工业增加值来近似模拟国内粗钢表观消费的变化，从下图可见，用钢表观消费对固定资产投资仍然是高度相关，只是消费系数在以每年 0.03 个点左右下滑（除去 09 年，由于危机后国家出台投资强刺激方案导致消费系数降速一次性放缓），而工业增加值则不具有明显参考意义。

图 15 投资对钢铁消费系数



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 16 工业增加值对钢铁消费系数



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

假设今年投资增速为 22%，用钢系数下滑至 0.185 左右，测算国内表观消费为 6.11-6.28 亿吨，比今年新增 1100-2800 万吨，而今年新增的产能至少 3500 万吨，以此来看，今年的过剩压力不会比去年更轻松，尤其是目前粗钢日产 194 万吨的水平，年化折合 7.08 亿吨，扣除粗钢净出口 3500 万吨



(去年为 2730 万吨, 偏乐观估计今年增加到 3500, 07 年前景气最高点时 5400 万吨) 后供给国内仍有 6.73 亿吨, 国内过剩 0.62-0.45 万吨, (以去年春季日产峰值 181 万吨计算的扣减净出口的国内过剩约 3300 万吨) 过剩压力反而继续增大。

表格 4 投资增速与消费乘数对钢材消费敏感性分析

钢材消费	固定资产投资增速						
	25%	24%	23%	22%	21%	20%	19%
对钢铁消费乘数							
0.195	6.78	6.73	6.67	6.62	6.56	6.51	6.45
0.190	6.61	6.55	6.50	6.45	6.39	6.34	6.29
0.185	6.43	6.38	6.33	6.28	6.23	6.17	6.12
0.180	6.26	6.21	6.16	6.11	6.06	6.01	5.96
0.175	6.08	6.04	5.99	5.94	5.89	5.84	5.79
0.170	5.91	5.86	5.82	5.77	5.72	5.67	5.63
0.165	5.74	5.69	5.64	5.60	5.55	5.51	5.46

资料整理: 长城证券研究所

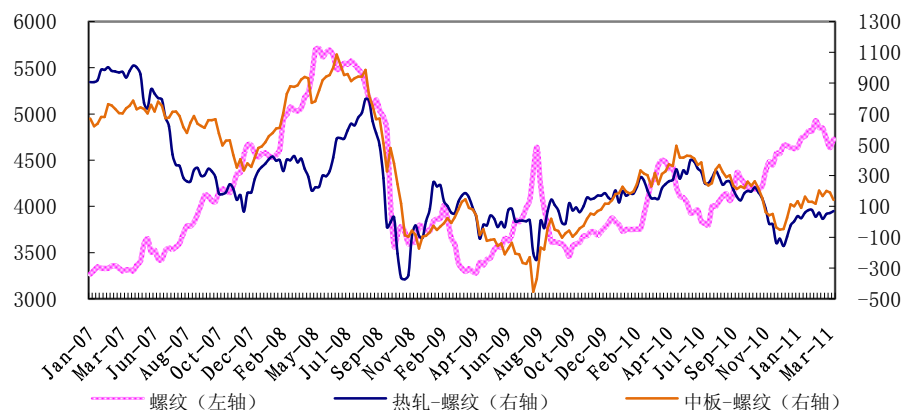
过剩问题超出我们之前预期, 主要是钢铁行业投资太高, 行业盈利已经大幅下滑, 甚至在 08 大幅亏损 09 微利的情形下, 2010 年行业投资额仍达 3400 亿元, 考虑通胀率后仍相当于 07-08 行业景气度最高值得水平, 可以说完全不考虑资金收益。消化过剩产能的道路比我们之前预期的还要长还要坎坷。

2.2 板材滞后, 对长材尚未恢复盈利优势

2.2.1 板材更具弹性, 反转时点未到

板材、长材其成本差异主要体现在轧制部分, 且基本固定, 而钢坯之前部分流程对长、板材成本要求并未有明显差异。我们以 20MM 螺纹钢为长材价格代表, 观察各板材品种对其价差, 借以分析板材和长材的利润差异走势。

图 17 长板材价格差异变化



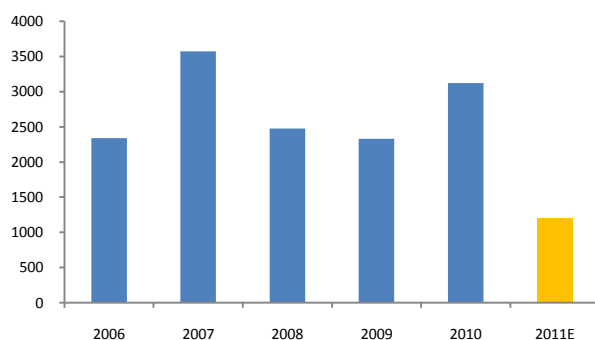
资料来源: 钢之家, 长城证券研究所



金融危机之间，中板和热轧对螺纹钢的价差可达 1000 元以上，扣除成本差异后其利润亦比螺纹钢多 700 元以上，因此钢企大量上马板材项目，危机后板材过剩严重，热轧和中板甚至比螺纹钢还要低 500 元/吨，板材企业亏损严重。09 年三季度至 10 年二季度，板材价格优势随钢价上涨逐渐恢复，最高可达 300-400 元，之后一路下滑，当钢价自去年中反弹以来，板材继续呈现相对弱势，至去年底，热轧-螺纹和中板-螺纹分别达到-150 元和-50 元，今年一季度，价差逐渐恢复至 100 元/吨附近。

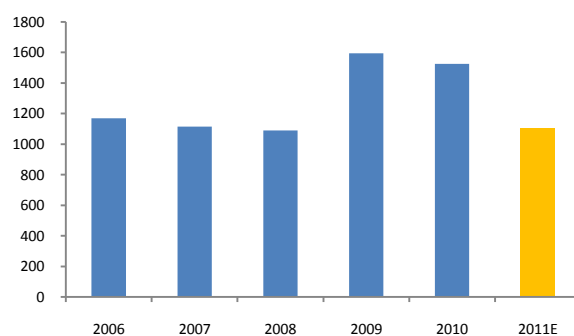
从以上走势可以看出，1、板材价格滞后，螺纹对市场反应灵敏，尤其是当价格剧烈波动时，板材迟滞效应尤其明显。2、09 年以来板材对长材的价差大体围绕 250 元/吨左右波动，最高不超过 400 元，板材仍未恢复其盈利优势，而板材中技术含量和成本更高的中板也并未恢复对热轧卷的优势。

图 18 热轧宽钢带年新增产能



资料来源：钢铁协会，长城证券研究所

图 19 中宽厚板年新增产能



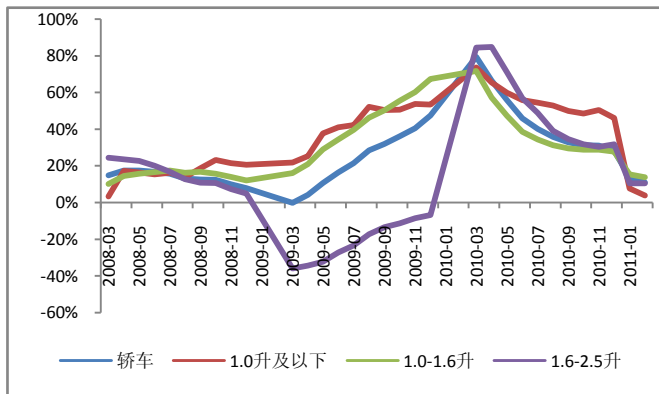
资料来源：钢铁协会，长城证券研究所

盈利优势来自于供需优势，09 年的基建投资和 10 年的地产主要拉动长材消费，虽然板材新增供给减少，但其需求恢复亦没有核心刺激因素，过剩压力仍大于长材。长材毛利率已经接近正常水平（不可能恢复至危机前高景气时期毛利率，已经接近之前的 3/4），而板材盈利改善空间仍大，长远看板材更具业绩弹性，只是从时点上看预计二季度还看不到明显变化，三季度后需重点关注板材。

2.2.2 汽车需求降温，家电受益保障房

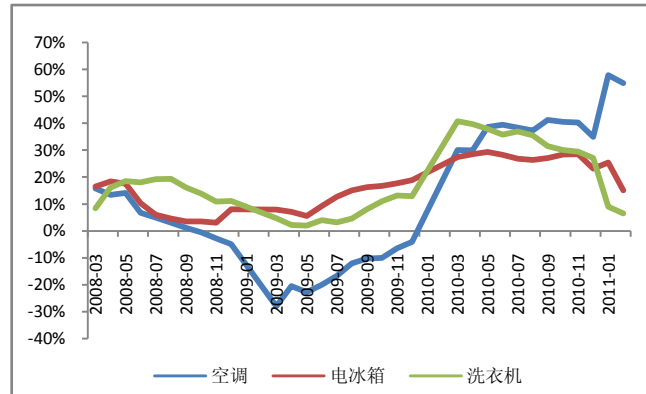
冷轧板卷和镀锌板占总钢材总产量的 7.5% 左右，主要用于汽车和家电消费。在前年去年高增长（47%）后，去年汽车产销再次超预期，达到 30%，预计今年在高基数基础上增速下滑。由于城市人口密度过大，我国不可能达到如美国的汽车保有量，限购令和提高使用费用以抑制个人车辆增长其实是必然的选择，而不断攀高的油价也会推高使用成本，预计今年增速下滑至 10% 左右。

图 20 汽车和轿车产量增速



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 21 第二产业用电量增速



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

如前所述，今年地产销售面积和明年竣工面积都将快速增长，包括保障房新增竣工 250 万套以上，这些房产的交付会带动今年的家电需求，尤其是刚性弹性大的空调需求，下半年家电产销超预期可能性更大。

2.3 日本地震，利好我国钢材出口

日本东北部地区此次强震，会对钢铁进出口带来如下影响：

一是市场替代。日本距离震中 400 公里范围内的钢厂有 11 家，合计粗钢产能为 2800 万吨，占日本总产能的 22%，这部分产能会受到直接的震灾影响，另外，震后电力缺乏也会导致未受震灾直接影响钢厂的部分减产，估计影响在 1-2 个月。2010 年我国对日出口钢材总量只有 80 万吨，其中又以线材和中厚板为主，因此地震对于我对日出口影响不大。

图 22 日本震灾受损钢厂分布

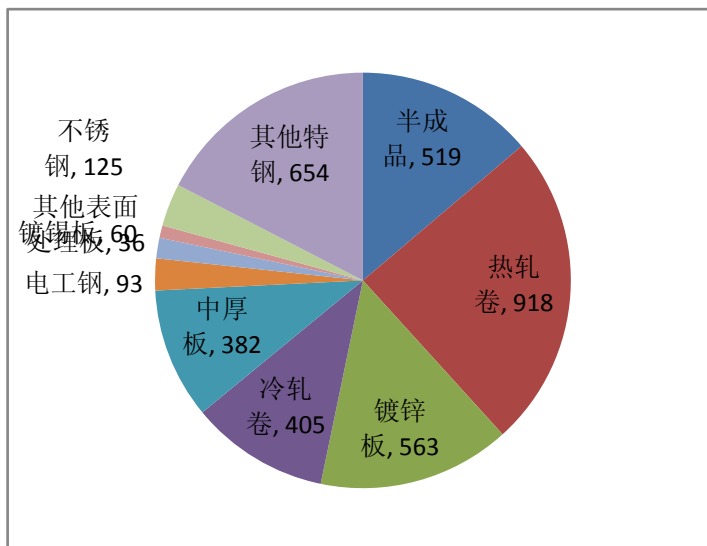


资料来源：钢之家，长城证券研究所

日本 2010 年出口钢材 4340 万吨，主要市场即为中国、韩国和东南亚地区，出口产品以高端的冷轧板、镀锌板和热轧卷板为主，与我国出口市场

和产品重合度高，利于我国钢企填补日出口受阻出现的市场空间，预计该部分可能会形成 450 万吨的市场空间。我国进口日本钢材占总进口量的一半左右，且以汽车板、家电板和电工钢等高端板为主，有利于这些品种产品钢企加快进口替代步伐。

图 23 2010 年日本钢材出口产品分类



资料来源：钢之家，长城证券研究所

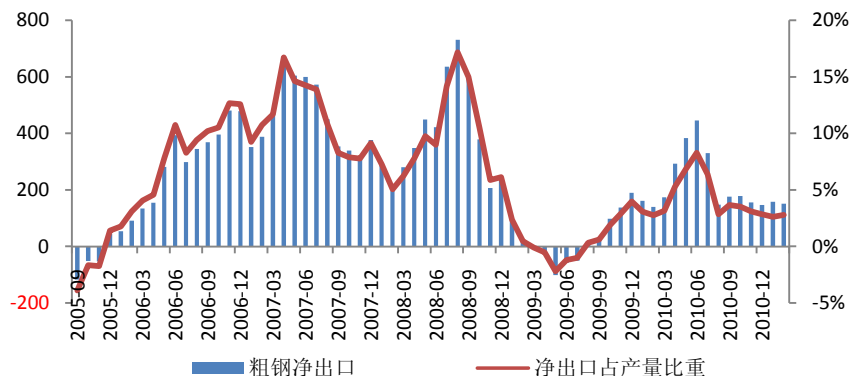
二是灾后重建。目前日本忙于震后核泄露危机处理，还没有展开正式的灾后重建评估，世界银行初步估算此次地震海啸给日本造成损失 1230-2350 亿美元之间，可能会拖累 GDP0.5 百分点。作为重灾区的日本东北部地区，由于多良港，也是炼钢、炼油、核电、汽车及电子零部件等产业的大本营，工业基础设置造破坏严重，一方面会形成产品短缺，另一方面工业重建的需求也会成为灾后重建的另一大部分。韩国钢企也是以板材为主，因此我国钢企预计会更受益于灾后重建需求。

一季度以来，欧美等发达国家市场钢价持续高位运行，美国纽柯公司等数次提价后，现美国热卷现货价已经到 950-990 美元/吨，中厚板主流成交价 980-1000 美元/短吨，由于供应紧张，线材亦出现持续上涨。3 月中旬美国钢企产能利用率已达到 75.5%，同比提高 4.4%；年初以来的平均产能利用率 73.3%，产量同比提高 9.2%。在欧洲，自去年中期以来，不断走强的真实需求已取代“补库存”需求成为欧盟市场实现增长的关键推动力，预计这一趋势在今年将得以持续，从而使真实消费和表观消费更趋平稳。欧洲钢联预计今年欧盟实际钢材消费量将增长约 4%，表观钢材消费量将增长 5%。

钢材净出口自去年 6 月达到 450 万吨/月的峰值后一路下滑，去年四季度至今一直徘徊在 150 万吨/月附近，与去年一季度基本持平，由于欧美经济仍在复苏中，乐观估计今年净出口会略超去年，达到 3000-3500 万吨。



图 24 粗钢净出口及占国内产量比重变化



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

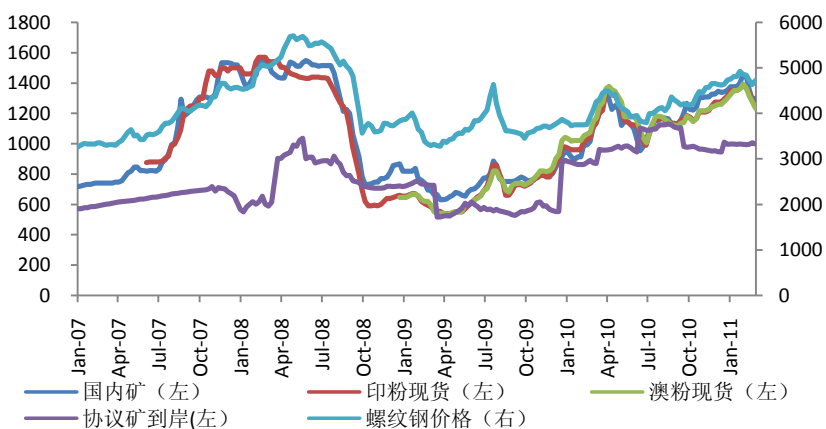
3. 矿价上涨难超预期，短期成本利空出尽

3.1 协议期变短成为趋势，二季度协议矿如期上涨

经过 2010 年的运行，协议矿季度定价机制已经成为既定事实，部分钢企声称三大矿要求其接受月度定价机制，但已被淡水河谷官方否认，我们认为月度定价甚至更短的接近于现货价的要价方式还只是少数个案，尚不具备全面推开的条件。我国钢企在谈判中处于群龙无首的状态，话语权完全丧失，每季度定价均是日韩钢企接受后由三大矿告知我钢企价格，爱买不买。

二季度协议矿涨至 170\$/吨，涨幅 25%，基本符合之前预期。将其按照现在的运费折算成到岸价约为 1250 元/吨，与现在的进口现货矿价基本相当，比国产矿略低 100 元/吨左右。

图 25 铁矿石现货价协议价与钢价对比图



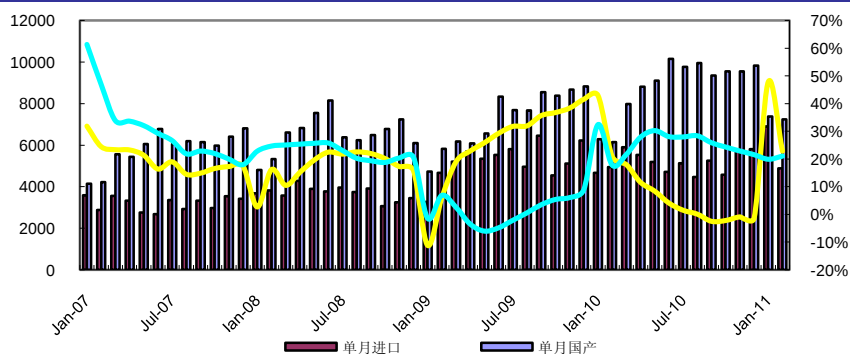
资料来源：Mysteel，长城证券研究所

铁矿石并非稀缺资源，矿价的根本决定因素还在供需和分散度。从长周



期看，近年矿价的走高增厚了矿山利润，国内矿产量占比增加，相对缓解了对进口矿的依赖，去年国产矿产量增长 21.6%而进口矿基本持平。如果再考虑去年三四季度减排限产对国内小矿山的产量限制，预计今年国内矿增速可能仍会达到 20%，按照采选比 2.5-3 测算新增精矿可供应 6000-7000 万的新增粗钢用量，基本满足测算的现有粗钢产量增长，进口矿增量空间不大。另一方面，我国钢企踊跃出海买矿，已经储备的权益矿计划产量达 1.9 亿吨，只是矿山建设期较长，形成有效供给尚需时间，总的来看对进口矿的依存度可能已经到达历史高位，今后将处于缓慢回落中。

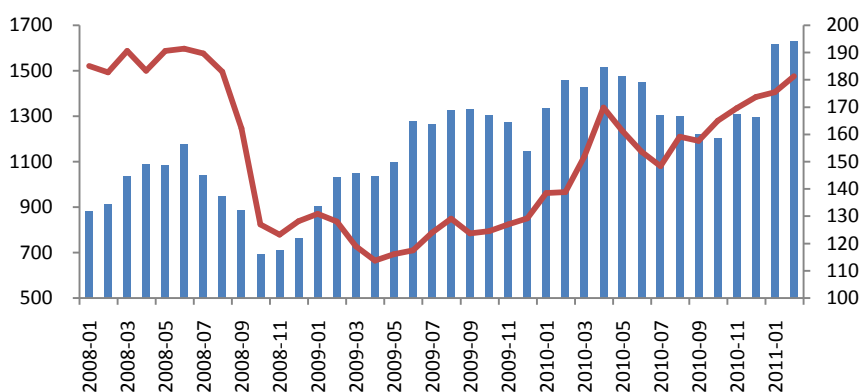
图 26 铁矿石国产量（原矿）与进口量（精粉）



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

从短周期看，矿价走势与钢产量变化高度相关，当钢产量回落时，矿价回落或者走平，至少不会大涨，钢产量增加时必定伴随矿价的上涨。目前粗钢日产已经达到 194 万吨，我们预计短期内再向上突破的空间有限，反而减产回落的可能性大，因此判断目前 1300 元-1400 元/吨的现货矿价可能是上半年的高点，矿价再超预期的可能性不大。

图 27 国内矿价与粗钢产量走势对比



资料来源：WIND，国家统计局，长城证券研究所

3.2 海运费不会增加成本之忧

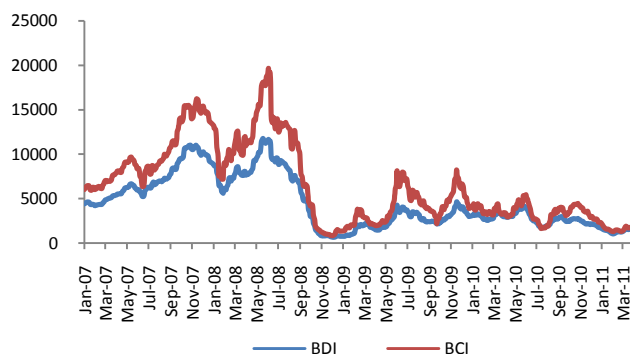
去年四季度以来，海运费一直低位徘徊，目前巴西-上海和西澳-北仑的运费分别为 19.15 和 7.37 美元每吨，虽然现在新船订单已经大幅增加，但新船价格以及运费仍未见明显恢复，整个国际航运业过剩依旧，预计供需改变还需要 1-2 年的时间，短期内看不到海运费大幅飙升进而增加矿石成本的趋势。

图 28 巴西/西澳至宝山运费 (\$/T)



资料来源：WIND，长城证券研究所

图 29 BDI 与 BCI 指数

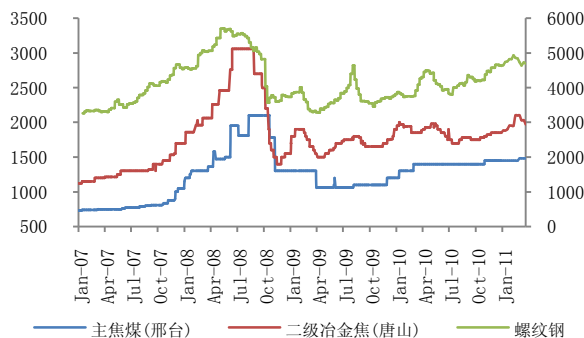


资料来源：WIND，长城证券研究所

3.3 煤、焦、废钢等其他辅料二季度平稳

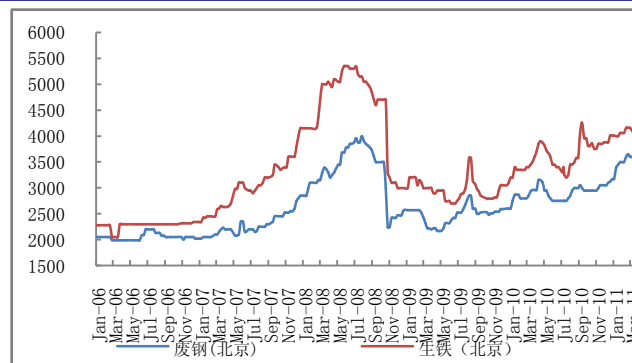
与钢价相比焦煤价格基本稳定，而焦炭价走势与钢价趋同，目前统计现有产能仍有一定的保价限产，预计二季度在此基础上再次大涨的可能性不大。废钢生铁与钢价走势更加趋同，这些辅料都不会成为成本增加的核心因素。

图 30 煤焦价格与钢材价格对比



资料来源：WIND，长城证券研究所

图 31 废钢与生铁价格走势



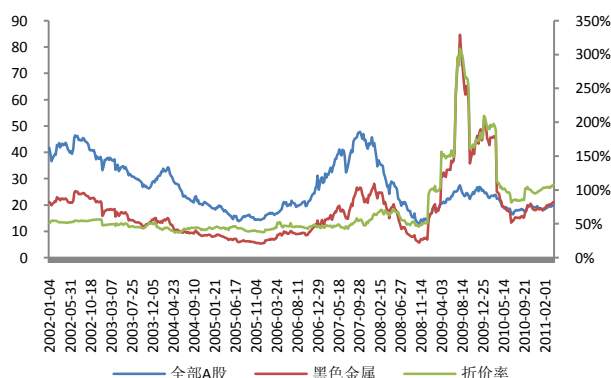
资料来源：WIND，长城证券研究所

4. 二季度谨慎乐观，继续推荐——特色与低估

综上所述我们认为：从供需看，需求不支持持续 194 万吨/日的高产量，二季度产量会缓慢下降，预计全年表观需求在 6.1-6.28 亿吨之间，加净出口后粗钢总需求在 6.6 亿吨附近。从钢价看，经过 3 月份的调整，目前已经是阶段性底部，钢价再次下跌空间不大，二季度会随着供给下降而反弹。从成本看，二季度协议矿价确定后行业最大的利空出尽，虽然按照现在的钢价测算二季度螺纹和热轧再次进入微利（吨钢毛利 100 元/吨附近），但是已经在市场预期之内，事情不会变的更糟。并且，预计钢产量下滑后现货矿价再次大涨的空间也不大，会维持在 1300-1400 元/吨附近，假如所愿那么三季度协议矿也不会再次大涨，成本预期不高。从需求看，地产投资的下降可能会低于市场预期，尤其是在中央不断推出督导政策下，保障房建设力度可能会超预期，对钢铁形成直接利好。即使实际的工程量不超预期，但其政策的不断推进会形成概念上的步步刺激。一季度不管从行业景气度和股价上钢铁都不如工程机械和水泥，二季度补涨概率大。

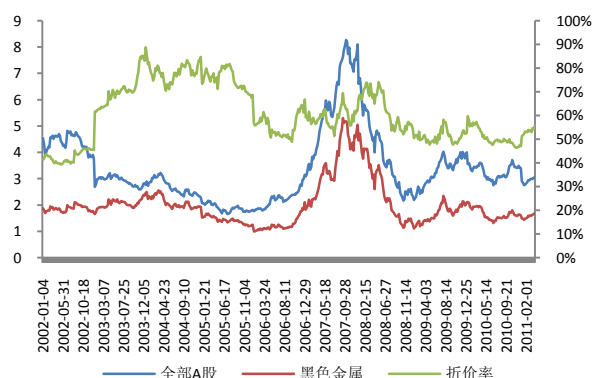
从估值看，目前钢铁普遍 PE 都在 15 倍以下（整体 15.5），尤其是宝钢、凌钢、铸管、八一等估值都不算高，从 PB 看，目前的钢铁整体 PB 为 1.69，与 A 股整体 PB 的折价率为 0.56，处于历史平均水平偏下。我们认为行业估值中枢会随着其景气度和盈利能力波动，不能单纯就估值看估值。目前 A 股整体的净资产收益率和净利率都达到近十年的峰值附近，而钢铁的收益能力大幅下滑，而且根据前述论证我们认为在可预期的 3 年内，不能对其盈利恢复报乐观预期，因此目前给的估值偏低，也并不过分低估。

图 32 钢铁与 A 股全部的市盈率对比(整体法, TTM)



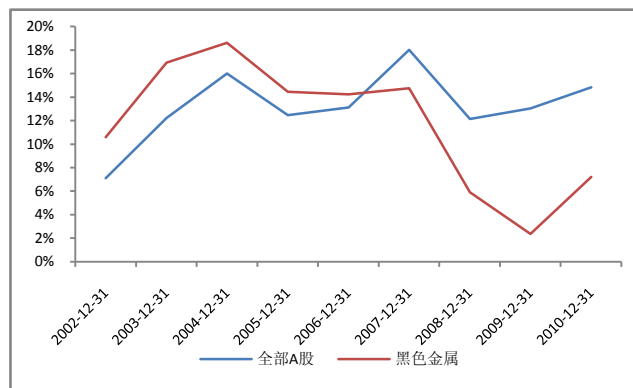
资料来源：WIND，长城证券研究所

图 33 钢铁与 A 股全部的市净率对比（整体法）



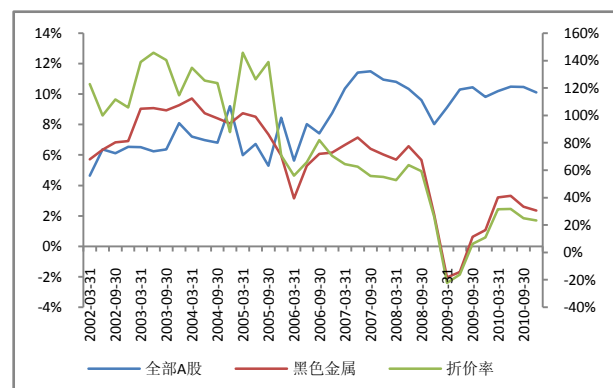
资料来源：WIND，长城证券研究所

图 34 钢铁与 A 股全部的 ROE 对比（整体法）



资料来源：WIND，长城证券研究所

图 35 钢铁与 A 股全部的净利率对比（整体法）



资料来源：WIND，长城证券研究所

二季度可能出现的触发因素或者超预期因素有：1、日本灾后重建计划的概念推动。日本至今没出台重建计划，预计该政策出台会对钢铁板块形成短期刺激。2、保障房建设加速。今年的保障房比去年再增长 78%，地方政府多数还在忙于落实土地供应阶段，二季度后可能实际建设速度会加速。3、再次减排限产。工信部 3 月 28 日提出今年的单位工业增加值能耗再降 4%（去年为 6%），下半年限产压力会加大，二季度可能会形成预期催化。4、湛江防城港两项目最终获批，将直接利好宝钢、武钢，间接利好韶钢、柳钢。

板块选择上，主要有三条主线，一是震后重建受益股，宝钢受益震后于市场替代，凌钢受益于灾后重建。可能会随灾后重建有波段性机会。二是区域和特钢，虽然全国来看仍过剩，但西部的八一和酒钢，不但垄断区域市场还受益周边矿石资源，尤其是八一去年年末费用提高后可能会在今年下半年放业绩；新兴铸管的铸管定价周期滞后形成的毛利率恢复。三是低估值安全边际高的个股，主要是大冶特钢、杭钢股份和南钢股份。

表格 5 钢铁个股估值对比

代码	简称	收盘价	总股本	产能	吨钢市值	钢含量	PB	10EPS	10PE	11EPS (E)	11PE	12EPS (E)	12PE	评级
						(KG/股)								
600581.SH	八一钢铁	14.22	76645	800	1362	10.44	3.22	0.69	21	1.14	12	1.37	10	强烈推荐
600307.SH	酒钢宏兴	12.38	204568	1000	2533	4.89	2.36	0.46	27	0.70	18	0.91	14	强烈推荐
600019.SH	宝钢股份	7.16	1751205	2600	4823	1.48	1.32	0.73	10	0.82	9	0.96	7	强烈推荐
000778.SZ	新兴铸管	10.58	191687	700	2897	3.65	1.93	0.70	15	0.85	12	0.97	11	强烈推荐
600282.SH	南钢股份	4.10	387575	700	2270	1.81	1.57	0.24	17	0.29	14	0.38	11	强烈推荐
000825.SZ	太钢不锈	5.84	569625	1049	3171	1.84	1.59	0.25	23	0.34	17	0.42	14	推荐
600231.SH	凌钢股份	10.67	80400	350	2451	4.35	2.31	0.74	14	0.86	12	1.02	10	推荐
000717.SZ	韶钢松山	3.94	166952	550	1196	3.29	1.13	0.02	197	0.18	22	0.26	15	推荐
000708.SZ	大冶特钢	17.89	44941	150	5360	3.34	3.17	1.25	14	1.44	12	1.68	11	推荐
600126.SH	杭钢股份	5.68	83894	350	1361	4.17	1.36	0.42	14	0.48	12	0.52	11	推荐
600010.SH	包钢股份	7.76	642364	1050	4747	1.63	3.95	0.03	259	0.15	52	0.18	43	推荐

注：酒钢和包钢的预测没有考虑增发募投和购买项目

资料来源：WIND，长城证券研究所

研究员介绍及承诺:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任钢铁行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>