

钢铁行业 2011 年 2 季度报告

评级：增持 上调评级

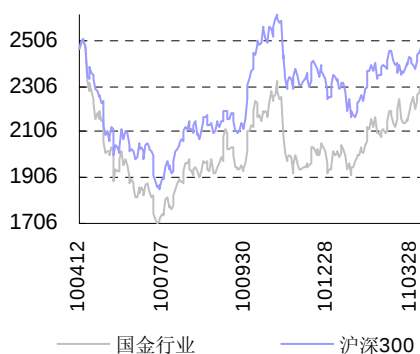
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

木乃伊复活

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	14.55
市场优化平均市盈率	29.70
国金钢铁指数	2312.37
沪深 300 指数	3353.36
上证指数	3030.02
深证成指	13036.23
中小板指数	7231.04



投资建议

- 2011 年、2012 年中国钢铁行业的产能利用率向上、全球铁矿石的产能利用率向下。在这样的大背景下，钢铁业的盈利弹性将会再现，亦即曾被市场定义为木乃伊（没有水份、没有弹性）的钢铁板块将会复活；
- 我们上调行业评级至“增持”，推荐四类股票：中厚板类（华菱钢铁、新钢股份、柳钢股份、南钢股份、重庆钢铁、安阳钢铁）；价值类（宝钢股份、武钢股份、鞍钢股份、太钢不锈、河北钢铁）；西北类（新兴铸管、八一钢铁、酒钢宏兴）；油气输送管类（金洲管道、常宝股份）。

前期观点回顾

- 2010 年 11 月 28 日《2011 年钢铁行业投资策略：守望“阳春四月”》：钢铁行业的“阳春四月”值得期待；
- 2011 年 2 月 20 日的《钢铁行业研究周报：钢价呈现盘整，取向硅钢独秀》：正式首推华菱钢铁；
- 2011 年 3 月 13 日《钢铁行业研究周报：钢价下跌的主因也在供给面》：钢价有望在阳春 4 月逐步步入上行通道；
- 2011 年 3 月 31 日国金证券 2 季度策略会 PPT：上调评级至“增持”。

相关报告

1. 《华菱钢铁（000932）深度研究报告：中兴相之相，弹性之美》，2011.4.7
2. 《钢铁行业研究周报：钢价下跌的主因也在供给面》，2011.3.13
3. 《2011 年钢铁行业投资策略：守望“阳春四月”》，2010.11.28

行业最新观点

- **钢铁行业的景气趋势向上。**我们判断 2011 年 Q2 全国 FAI 将会加速增长，而且出口量将会保持在 3 月份的高位，这有望推动钢铁行业的产能利用率在 2011 年 3 月中旬 94% 的基础上进一步攀升；从中期视角来看，2011 年、2012 年全国钢铁业净增产能幅度分别为 2.50% 和 1.29%，而需求增速分别为 6.78% 和 5.15%，因此行业供求关系将会持续改善。
- **铁矿石行业的景气趋势向下。**我们判断 2011 年全球铁除中国外的铁矿石产能利用率将下降 0.92 个百分点，至 90.04%；2012 年将继续下降 3.41 个百分点，至 86.63%；如果考虑到前期囤货及日本地震因素，2011 年全球除中国外铁矿石产能利用率便只会达到 88.27%。而金融危机后的 2009 年该值为 87.17%，该财年铁矿石长协 FOB 价同比下降 28%-33%。
- **钢铁行业的盈利弹性将会重现。**一方面行业的景气趋势好转，另一方面最主要的原材料铁矿石供求关系改善，在这样的大背景下，我们判断钢铁行业将不再为人做嫁衣、盈利弹性重新显现。
- **看好三个细分板块：中厚板+西北+油气输送管。**（1）一方面新增产能已经接近尾声，另一方面主要下游领域钢结构正方兴未艾，因此中厚板行业将会底部复苏；（2）由于区域市场新增产能的大量释放尚有待 2012 年中期以后，而 FAI 正高速增长，因此西北地区的钢铁供求关系会进一步改善；（3）在“十二五”天然气大发展的背景下，油气输送管的需求将会显著增加，进而提升该领域的景气度。

王招华 分析师 SAC 执业编号：S1130511030033
(8621)61038247
wangzh@gjzq.com.cn

风险提示

- （1）房地产和宏观经济的不确定性；（2）钢铁行业产能政策执行力度的不确定性。

内容目录

木乃伊复活	3
钢铁业供求关系将逐步向好	4
铁矿石供求关系逐年宽松	6
钢铁业的盈利弹性有望重现	10
牛花开三朵	11
西北地区的供求关系将进一步占优	11
中厚板有望引领品种钢复苏	12
油气输送管趋势性好转是大概率事件	15
投资建议和选股策略	17
上调行业评级至“增持”	17
板块估值应朝历史中枢回归	17
股票推荐	18

图表目录

图表 1: 3月中旬全国粗钢产能利用率达到 93.70%	4
图表 2: 全国城市经销商钢材库存同比增长在 5%左右	4
图表 3: 2011 年 2 季度固定资产投资增长将加速	4
图表 4: FAI 增长加速将会推动 Q2 粗钢需求量环比好转	4
图表 5: 钢铁出口量占产量的比重为 5%-9%	5
图表 6: 国内钢铁产品的价格优势再现	5
图表 7: 自上而下测算的全国钢铁表观消费量增速	5
图表 8: 分行业测算的全国钢铁表观消费量增速	5
图表 9: 近两年钢铁行业投资增速显著放缓	6
图表 10: 2011 年全国粗钢产能利用率将稳步攀升	6
图表 11: 钢铁行业是全国耗能、排污大户	6
图表 12: 钢铁行业 CR10 预计在 2015 年升至 60%	6
图表 13: 2010 年全球铁矿石产能利用率为近年来偏低水平	7
图表 14: 2010 年 4 季度全球主要国家铁矿石出口量显著增加	7
图表 15: 2011 年 Q4 全球铁矿石进口量环比增加 13%	8
图表 16: 近四个月中国超额进口了 1865 万吨铁矿石	8
图表 17: 2011 年开始全球铁矿石新增产能将进一步增加	8
图表 18: 全球新增铁矿石的供求关系平衡表	9
图表 19: 2011 年 Q2 铁矿石 FOB 价已至 172 美元/吨	10
图表 20: 全球绝大部分铁矿石的成本均在 120 美元以下	10
图表 21: 2011 年重点大中型企业吨钢利润预计增 30%	10

图表 22: 西北是全国钢铁业供不应求的少数地区	11
图表 23: 保守预计未来两年西北新增钢需求 753 万吨.....	11
图表 24: 西北地区新增钢铁产能主要在 2012 年 6 月以后	11
图表 25: 西北钢价总体较唐山有一定的溢价幅度	12
图表 26: 西北铁矿石价格远低于唐山	12
图表 27: 2011 年中厚板和热卷新增产能有限	12
图表 28: 中厚板和热卷的产业集中度较高	12
图表 29: 2010-2011 年全国新投产的中厚板产能统计	13
图表 30: 中厚板是钢结构耗费的品种	13
图表 31: 中国钢结构尚具备较大的发展空间.....	13
图表 32: 预计全国中厚板景气趋势将稳步向好	14
图表 33: 中厚板相对于螺纹钢的溢价处于历史偏低水平	14
图表 34: 中厚板相对于热卷的溢价则处于历史中值水平	14
图表 35: 管线管钢产量走势反映出油气输送管需求状况.....	15
图表 36: 2011 年中石油天然气与管道支出同比增 44%.....	15
图表 37: 2011-2015 年中国天然气消费 CAGR 达 21%	16
图表 38: 天然气输送管是最主要的油气输送管	16
图表 39: 中国天然气长期发展空间超过核电.....	16
图表 40: 2008 年底全国油气输送 SSAW 管仅 255 万吨.....	16
图表 41: 钢铁板块绝对和相对 PB 均低于历史中值	17
图表 42: 主要上市钢企吨钢市值均远低于重置成本.....	17
图表 43: 主要钢企产品结构、矿石来源及估值（股价取 4 月 8 日收盘价）..	18

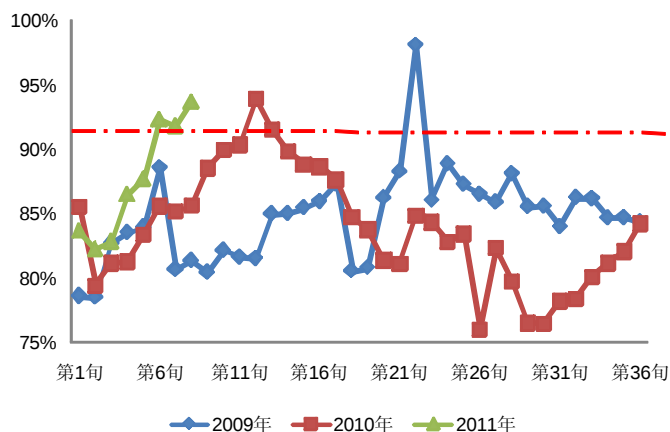
木乃伊复活

钢铁业供求关系将逐步向好

■ 短期受益于固定资产投资和出口

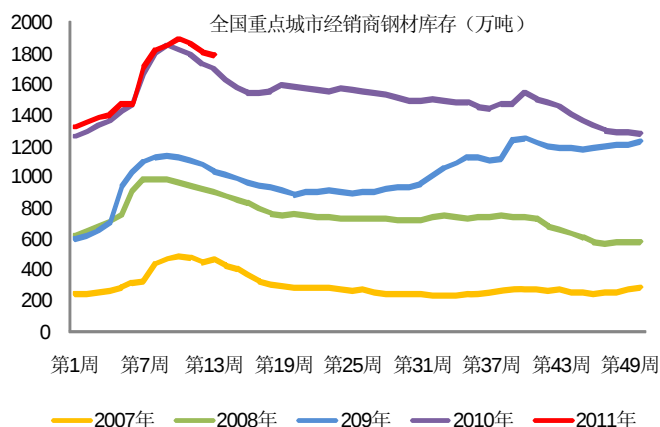
- 近几年，全国粗钢产能利用率超过 90% 的时点一般出现在 2 季度，但 2011 年 3 月中旬，全国粗钢产能利用率便连续第三旬稳定在 90% 以上；与此同时重点城市经销商钢材库存趋势性下降，且仅比历史同期高出 5% 左右。二者对比，反映出钢铁行业的真实需求尚可，这与 1 季度全国 FAI、机械、汽车、家电等的产销增速均较为可观相符。
- 但贸易商反馈近期钢铁终端需求采购不旺，我们判断这主要与供给回升较快引发的钢价盘整有关，在钢价总体不稳的大背景下，目前终端用户以消化前期库存为主。一方面，终端用户通常有 1-2 个月左右的库存，至 2 月 15 日钢价盘整以来已历时近 2 个月，**另一方面，预计 Q2 全国 FAI 有望加速增长（显著的推动因素之一是保障房的开工建设）**，这两个因素叠加有望推动 Q2 国内终端用户耗钢量显著增加。
- 从历史数据来看，2 季度通常也是钢铁消费旺季，只要固定资产投资增速仍然保持在高位，粗钢表观消费量在 2 季度环比好转是大概率事件。

图表1：3月中旬全国粗钢产能利用率达到93.70%



来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

图表2：全国城市经销商钢材库存同比增长在5%左右



来源：Mysteel、国金证券研究所

图表3：2011年2季度固定资产投资增长将加速

全社会固定资产投资同比增速				
	Q1	Q2	Q3	Q4
2007年	26.01%	28.73%	26.35%	20.33%
2008年	24.64%	27.06%	28.06%	23.56%
2009年	28.77%	35.73%	33.22%	23.34%
2010年	25.57%	24.81%	22.44%	23.10%
2011E	24.60%	25.30%	23.70%	22.30%

来源：WIND、国金证券研究所

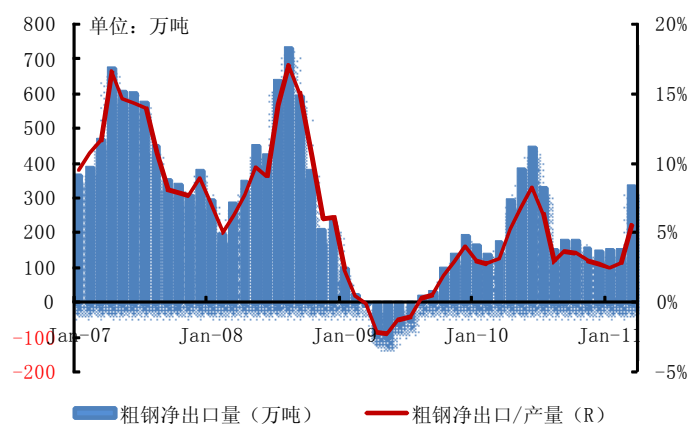
图表4：FAI增长加速将会推动Q2粗钢需求量环比好转

全国粗钢日均表观消费量（万吨）				
	Q1	Q2	Q3	Q4
2007年	114	116	123	125
2008年	129	138	117	109
2009年	144	156	167	155
2010年	170	169	157	160
2011E	189	192		

来源：WIND、国家统计局、国金证券研究所

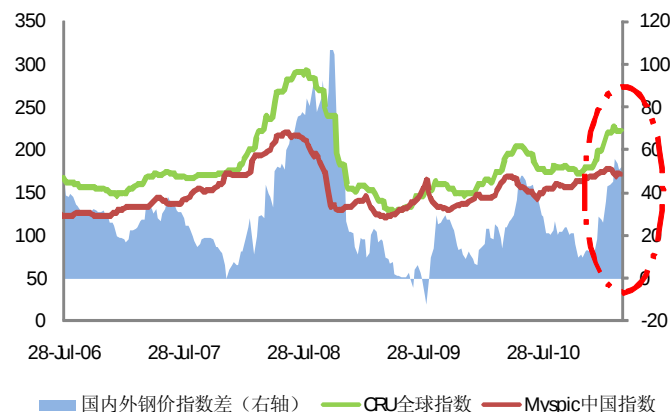
- 此外，在国内外高企的钢价差拉动下，3月份全国粗钢净出口量占产量的比重环比回升 2.8 个百分点，至 5.59%，已是近一年来的中高水平。由于国内外高钢价差仍在存在，因此我们判断 2011 年 Q2 这一状况有望持续。
- 出口占产量的比重高企，对改善钢铁行业的供求关系也构成利好。

图表5: 钢铁出口量占产量的比重为5%-9%



来源: Mysteel、海关总署、国家统计局、国金证券研究所

图表6: 国内钢铁产品的价格优势再现



来源: Mysteel、国金证券研究所

■ 中期受益于新增产能有限

- 从至上而下及自下而上两个角度, 我们测算 2011 年、2012 年中国粗钢表观消费量增长 6.78%和 5.15%。

图表7: 自上而下测算的全国钢铁表观消费量增速

	全社会固定资产投资完成额	YOY	固定资产投资价格指数	粗钢表观消费量	YOY	单位固定资产投资耗钢量	YOY
单位	亿元		上年=100	万吨		万吨/亿元	
1998年	28,406	13.9%	99.80	12,268	8.26%	0.431	-6.7%
1999年	29,855	5.1%	99.60	13,603	10.88%	0.454	5.3%
2000年	32,918	10.3%	101.10	13,791	1.38%	0.424	-6.7%
2001年	37,214	13.1%	100.40	14,387	4.32%	0.388	-8.4%
2002年	43,500	16.9%	100.20	17,521	21.78%	0.404	4.0%
2003年	55,567	27.7%	102.20	21,347	21.84%	0.393	-2.7%
2004年	70,477	26.8%	105.60	26,177	22.63%	0.392	-0.1%
2005年	88,774	26.0%	101.60	32,445	23.95%	0.371	-5.3%
2006年	109,998	23.9%	101.50	36,460	12.37%	0.336	-9.4%
2007年	137,324	24.8%	103.90	41,657	14.25%	0.315	-6.3%
2008年	172,828	25.9%	108.90	43,640	4.76%	0.275	-12.8%
2009年	224,599	30%	97.60	54,940	25.89%	0.239	-13.2%
2010E	280,749	25%	105	59,765	8.78%	0.224	-6.4%
2011E	336,898	20%	104	63,816	6.78%	0.197	-11.9%
2012E	397,540	18%	104	67,100	5.15%	0.176	-10.9%

注: 我们修正了2010年河北钢数据, 修正后的全国钢产量比统计局高761万吨

来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表8: 分行业测算的全国钢铁表观消费量增速

单位: 万吨	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
建筑地产	21,643	22,648	29,209	31,529	33,540	34,931
同比增长	11.56%	4.64%	28.97%	7.94%	6.38%	4.15%
机械	7,182	7,757	9,075	10,191	11,149	11,818
同比增长	23%	8%	17.0%	12.3%	9.4%	6.0%
轻工	3,203	3,363	4,372	4,691	5,019	5,270
同比增长	15.70%	5%	30%	7.30%	7%	5%
汽车	2,034	2,095	2,850	3,237	3,561	3,774
同比增长	13.20%	3.00%	36%	13.60%	10%	6%
煤炭	1,658	1,707	1,861	1,953	2,022	2,072
同比增长	12.76%	3.00%	9%	4.97%	3.5%	2.5%
船舶	1,213	1,249	1,100	1,394	1,492	1,492
同比增长	20%	3%	-12%	27%	7%	0%
集装箱	708	729	292	700	805	870
同比增长	19%	3%	-60%	140%	15%	8%
石油化工	666	686	810	834	859	885
同比增长	12%	3%	18%	3%	3%	3%
铁道装备与建设	548	565	762	873	960	1,032
同比增长	24.30%	3%	35%	14.50%	10%	7.5%
其他	2,802	2,840	4,611	4,362	4,409	4,961
同比增长	10.11%	1.36%	62.36%	-5.40%	1.08%	1.26%
总计	41,657	43,640	54,940	59,765	63,816	67,106
同比增长	14.25%	4.76%	25.89%	8.78%	6.78%	5.15%

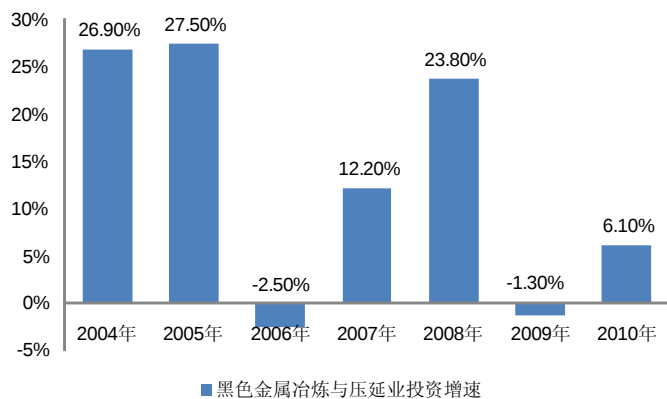
注: 我们修正了2010年河北粗钢数据, 修正后的全国粗钢产量比统计局公布的高761万吨

来源: 国家统计局、中国钢铁工业协会、国金证券研究所

- 但粗钢产能增速却较低, 主要是新增产能受到了国家控制。国务院在2010年6月曾明确规定: **2011年底前不再批准、备案任何扩大产能的钢铁项目**, 坚决制止以淘汰落后产能等名义擅自建设钢铁项目; 即将出台的钢铁“十二五”规划则要求**东北、华北、华东减量调整, 中南、西南等量淘汰, 西部适度增量**。
- 根据国家统计局的数据, 我们监测到最近两年钢铁业投资增速显著下降。根据 Custeel 的统计, 2010 年全国新投产的高炉产能为 4574 万吨, 2011 年新投产的高炉产能为 3893 万吨, 2012 年新投产的高炉产能预计会更少; 剔除掉淘汰的落后产能, 并假设铁、钢产能净增量同步, 那么 2010 年末中国粗钢产能为 7.56 亿吨, 增长 5.40%; 2011 年末粗钢产能为 7.75 亿吨, 同比增长 2.50%; 2012 年末粗钢产能预计不到 7.85 亿吨左右, 同比增长 1.29%。

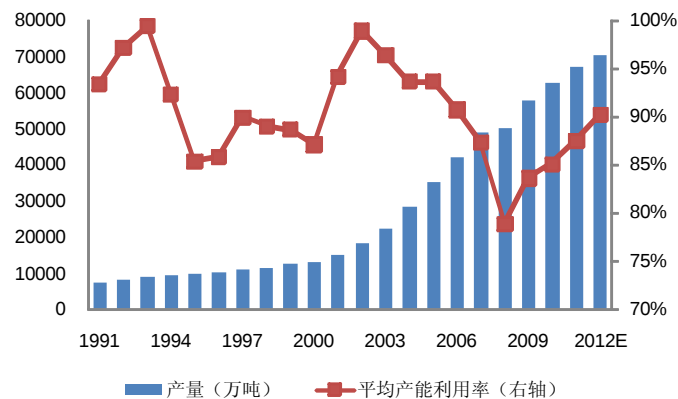
- 随着国际经济的逐步复苏，我们认为粗钢净出口量占产量的比重稳定在 5%-6%左右的水平可以期待；再考虑到前文对表观消费量的预测，我们判断，2011 年、2012 年全国粗钢产能利用率分别有望提升 2.47 和 2.67 个百分点，达到 87.49%和 90.16%。

图表9：近两年钢铁行业投资增速显著放缓



来源：WIND、国家统计局、国金证券研究所

图表10：2011 年全国粗钢产能利用率将稳步攀升

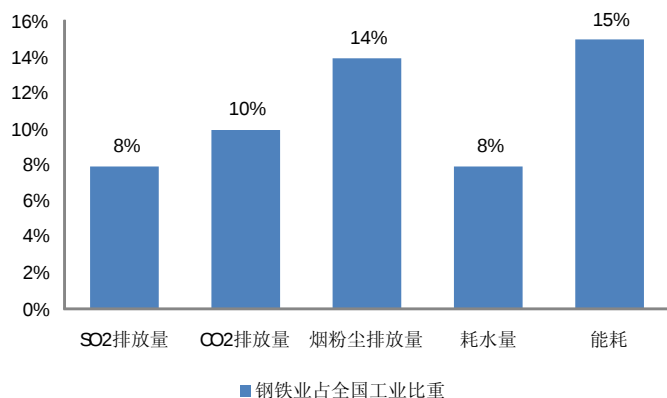


来源：Custeel、Mysteel、国金证券研究所

■ 长期受益于节能减排和行业秩序的改善

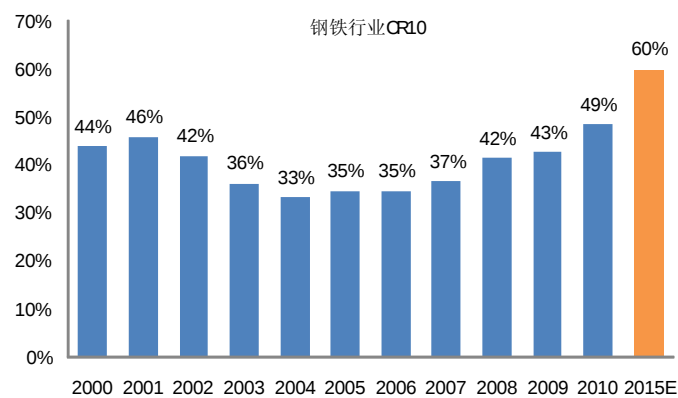
- 工信部近期公布的全国工业节能减排约束指标：2015 年全国单位工业增加值能耗、CO₂、用水量分别比“十一五”末降低 18%、18%以上和 30%；其中 2011 年这三项指标同比分别降低 4%、4%以上和 7%。而钢铁工业是全国的耗能、排污大户，预计节能减排将有助于淘汰钢铁落后产能，并限制现有产能的释放。
- 此外，按照钢铁“十二五”规划，2015 年全国 CR10 将较 2010 年提升 11 个百分点，至 60%，在这样的大背景下，钢铁行业的垄断程度将得以提升，经营秩序也将会好转。

图表11：钢铁行业是全国耗能、排污大户



来源：中国国际咨询公司、国金证券研究所

图表12：钢铁行业 CR10 预计在 2015 年升至 60%



来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

铁矿石供求关系逐年宽松

■ 2010 年全球铁矿石产能利用率创近年内较低水平

- 以年末产能为基准计算，2010 年全球除中国外的铁矿石产能利用率为 90.96%，处于近年来的较低水平，较 2007 年和 2008 年分别低出 7 和 11.27 个百分点，较金融危机后的 2009 年仅高出 3.79 个百分点。
- 从全球主要国家（企业）铁矿石出口数据来看，全球范围内的铁矿石出口量显著增加是在 2010 年 Q4，这反映出全球铁矿石的产能集中投产是在 2010 年 Q4。

图表13: 2010 年全球铁矿石产能利用率为近年来偏低水平

铁矿石 (百万吨)		2007	2008	2009	2010
年末产能	全球 (除中国)	1270	1385	1560	1649
	澳洲	296	351	436	474
	巴西	351	385	412	434
	其他	622	649	712	741
产量	全球 (除中国)	1298	1357	1360	1500
	澳洲	299	350	394	420
	巴西	337	346	300	370
	其他	663	661	666	710
产能利用率	全球 (除中国)	102.23%	97.95%	87.17%	90.96%
	澳洲	100.93%	99.63%	90.37%	88.61%
	巴西	95.77%	89.87%	72.80%	85.17%
	其他	106.50%	101.84%	93.53%	95.87%

注: 产能利用率以年末产能为基准计算

来源: UNCTAD、USGS、国金证券研究所

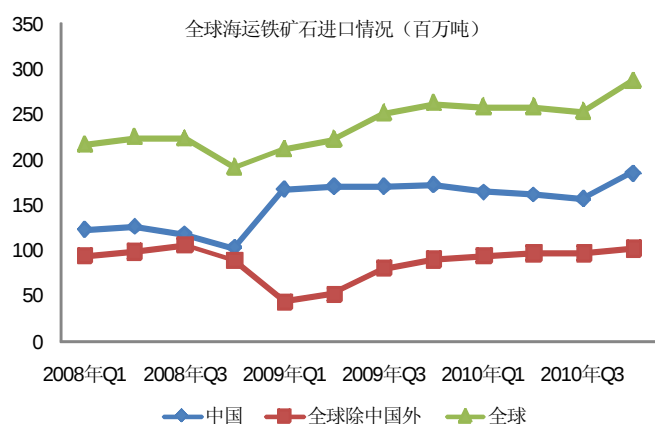
图表14: 2010 年 4 季度全球主要国家铁矿石出口量显著增加

铁矿石出口量 (百万吨)	vale	samarco	CSN	巴西 其他	巴西 合计	力拓	必和 必拓	FMG	澳洲 其他	澳洲 合计	印度	南非	独联 体	加拿 大	瑞典	其他	全球
2008年Q1	60.5	3.2	3.3	0.2	67.3	42.7	30.5	0	5.3	78.5	35	8	4	5	4	13.2	215
2008年Q2	62.3	4.3	3.2	0.2	70	45.9	31.7	1.7	6.2	85.4	28	9	5	6	4	14.6	222
2008年Q3	67.1	5.5	4.8	0.2	77.6	48.6	32.7	6.9	6	93.6	15	7	5	5	5	14.8	223
2008年Q4	47.5	3.8	4.9	0.2	56.3	33.1	29.8	6.3	5.4	74.6	28	7	5	4	4	12.1	191
2009年Q1	47.1	3	5.3	0.5	55.9	39.4	32	6.2	6.2	83.9	38	11	6	4	2	10.2	211
2009年Q2	52.3	3.6	4.4	0.4	60.7	52	29.1	8	6.6	95.7	26	12	9	7	3	8.6	222
2009年Q3	61.1	6.2	6.8	0.9	75.1	55.4	31.2	10.2	8.4	105.1	21	12	9	7	5	15.8	250
2009年Q4	60.2	5.9	7	0.8	73.9	55.8	32.8	9.1	7.9	105.6	34	10	8	8	6	15.5	261
2010年Q1	56.4	5.2	5.9	1.1	68.6	52.8	32.2	9.4	7.4	101.8	40	12	8	5	5	16.6	257
2010年Q2	58.9	5.1	5.9	0.9	70.8	55	34.1	10.4	7.9	107.4	29	13	6	6	5	19.8	257
2010年Q3	68.5	5.1	7.2	0.9	81.7	55.4	32.5	10.4	7.7	106	13	11	11	6	5	18.3	252
2010年Q4	70.6	6.9	6	1.3	84.9	60.5	38.4	10.9	9.4	119.2	25	10	12	7	5	16.9	280
2008年	237.4	16.8	16.2	0.8	271.2	170.3	124.7	14.8	22.9	332.8	106	32	18	20	18	52	850
2009年	220.9	18.7	23.5	2.5	265.6	202.6	125.2	33.4	29.1	390.3	119	44	32	27	16	50.1	944
2010年	254.4	22.3	25	4.3	305.9	223.6	137.3	41.1	32.4	434.4	108	46	36	24	20	71.7	1046

来源: 冶金经济内参、国金证券研究所

- 与出口数据相对应的是全球铁矿石的进口量在 2010 年 Q4 也有显著增加, 其中主要由中国推动。我们测算中国在 2010 年 11 月-2011 年 2 月期间超额进口了 1865 万吨铁矿石 (其中以 2010 年底囤积更为显著), 主要原因是当时市场较为看好后期铁矿石价格。
- 在 2011 年初, 随着中国铁矿石进口量回归理性, 总体有所回落, 铁矿石的价格也应声而降, 幅度一度达到 16%, 尽管此时澳大利亚、巴西均出现了洪水或飓风, 使得全球铁矿石的供给面也受到了抑制。

图表15：2011年Q4全球铁矿石进口量环比增加13%



来源：Macquarie、国金证券研究所

图表16：近四个月中国超额进口了1865万吨铁矿石



来源：海关总署、国家统计局、国金证券研究所

■ 2011年全球铁矿石产能利用率将进一步下降

- 假设：（1）2011年全球生铁产量增长7%，中国原矿产量增长18%；2012年全球生铁产量增长5%，中国原矿产量增长10%；（2）2009-2012年中国铁矿石原矿品位分别为22%、21%、20%、19%；（3）中国新增的原矿产能与产量相等（因尚无准确的中国原矿产能及其对应的品位数据）。
- 那么2011年全球铁矿石产能增长7.96%（其中中国增长12.38%，全球除中国外增长6.30%），全球除中国外的铁矿石产能利用率将为90.04%，环比下降0.92个百分点。
- 若再考虑2010年11月-2011年2月中国超额囤积了1865万吨铁矿石、以及日本地震减少当年铁矿石需求2200万吨，那么2011年全球除中国外铁矿石的产能利用率未88.27%，与金融危机后2009年的水平（87.17%）相当，而该财年铁矿石长协FOB价下降28%-33%。
- 基于同样的逻辑，我们也可以推算出2012年全球除中国外铁矿石产能利用率为86.63%。

图表17：2011年开始全球铁矿石新增产能将进一步增加

各大洲新增产能 (百万吨)		2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
新增产能	全球除中国外	114.7	163.4	92.8	103.4	163.5
	大洋洲	54.1	84.9	38	58.2	104.7
	南美洲	33.8	32.1	27.3	25	31.9
	印度	5.7	6.1	0.9	5.9	1
	非洲	7.7	22.4	8.2	13.5	17.5
	欧洲	4.3	12.5	11.2	5.7	8.4
	北美洲	9.1	5.4	7.2	-4.9	0
	三大矿山	57.7	53.5	23.6	66.1	87.1
	三大矿山占比	50.31%	32.74%	25.43%	63.93%	53.27%
总产能	全球除中国外	1384.9	1548.3	1641.1	1744.5	1908
	大洋洲	355.4	440.3	478.3	536.5	641.2
	南美洲	433.1	465.2	492.5	517.5	549.4
	印度	178.3	184.4	185.3	191.2	192.2
	非洲	70.1	92.5	100.7	114.2	131.7
	欧洲	232	244.5	255.7	261.4	269.8
	北美洲	116	121.4	128.6	123.7	123.7
	三大矿山	679.2	744.7	768.3	834.4	921.5
	三大矿山占比	49.04%	48.10%	46.82%	47.83%	48.30%

来源：国金证券研究所

图表18：全球新增铁矿石的供求关系平衡表

单位：万吨	2008年	2009年	2010年	2011年E	2012年E
全球生铁产量	100193	96932	108310	115892	121686
YOY	-2.55%	-3.25%	11.74%	7%	5%
全球单位生铁耗矿系数	1.65	1.72	1.72	1.72	1.72
全球铁矿石需求量	165436	167021	186004	199334	209300
全球铁精矿产能	168226	187041	200904	216902	235073
中国（产量）	29736	31021	36004	40462	42283
三大矿山	67920	74470	76830	83440	92150
其他	70570	81550	88070	93000	100640
新增铁精矿产能	5970	18814	13864	15998	18171
中国（产量）	-5510	1284	4984	4458	1821
三大矿山	5670	5350	1310	6610	8710
其他	5810	12180	7570	4930	7640
中国铁矿石原矿产量	80805	88127	107156	126443	139088
YOY	20.7%	9.06%	21.59%	18%	10%
假设的品位	23%	22%	21%	20%	19%
中国铁矿石投资（亿元）	680	841	1066		
YOY	59.25%	23.68%	26.40%		
全部铁矿石产能利用率（以年底数据计算）					
中国	100%	100%	100%	100%	100%
全球除中国外	97.95%	87.17%	90.96%	90.04%	86.63%
新增铁矿石产能利用率					
不考虑库存和地震因素，并且此前一年形成的铁矿石产能利用率不变，如果全球供求平衡					
（1）假设仅中国矿山满产，那么除中国外矿山新增产能的利用率应为					
三大矿山+其他	11%	-37%	149%	67%	63%
（2）假设三大矿山以外的企业均满产，那么三大矿山新增产能的利用率应为					
三大矿山	-79%	-349%	431%	42%	30%
注：由于中国铁精矿产能尚无准确统计，因此均以铁精矿产量代替					

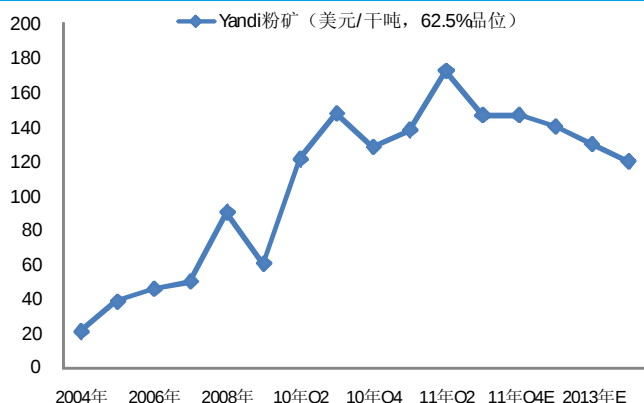
来源：UNCTAD、USGS、国金证券研究所

■ 铁矿石价格中长期下跌的趋势已经形成

- 静态来看，全球铁矿石资源尚可供利用 58 年，镍、铜、黄金、铅尚可供利用的年数在 20-49 年之间，而且从 2015 年开始，废钢对铁矿石的替代程度有望逐步加深，因此全球范围内铁矿石并不稀缺。
- 但是目前的铁矿石长协 FOB 价格高达 172 美元/吨，不仅远超旧矿的完全成本，也远超新矿的完全成本，这会刺激铁矿石项目大规模投产，铁矿石的投产周期通常为 2-3 年，我们判断在 2013 年后全球（尤其是中国，2010 年中国中小矿山的原矿产量占全国的比重达 82%）将有大量的未被统计的矿山投产。
- 据不完全统计，中国目前在重点大中型铁矿石原矿产能为 2.33 亿吨（平均品位在 25%-30%，中国重点大中型铁矿石企业原矿产量占全国的比重为 18%，因此中国实际新增铁矿石产能数据被低估的可能性较大）；2013 年澳大利亚、巴西等国将再投产 2.89 亿吨铁精矿，这意味着从 2013 年以后全球新增铁矿石产能占当已有铁矿石产能的比重可能超过 10%，铁矿石的供应过剩的局面将进一步显现。
- 矿价的走势与矿石的产能利用率存在一定的正相关关系，根据我们的上述判断，全球矿石产能利用率有望环逐年降；因此铁矿石价格中长

期下跌的局面已经形成，我们判断从 2011 年 Q3 开始长协 FOB 价将会趋势性走弱，不排除 2014 年跌至 120 美元/吨的可能性。

图表19：2011 年 Q2 铁矿石 FOB 价已至 172 美元/吨



来源：Umetal、国金证券研究所

图表20：全球绝大部分铁矿石的成本均在 120 美元以下

国外	矿山类别	含铁量	FOB成本	国内铁精矿成本	
澳洲	总体	63.50%	18	铁精矿产能	完全成本
	旧项目		17-22	4亿吨合计	85
	新项目		29-36	5000万吨	100以上
巴西	高品位	63.50%	16.5	4000万吨	80-89
	中等品位		32	1亿吨	60-79
南非		63.50%	23	2.1亿吨	60以下
印度	果阿	58-60%	19.5		
	恰蒂斯加尔邦	63%	37.5		
	浩斯派特	62-64%	42		
	东部地区	60-63%	53		

注：成本单位为美元/吨

来源：Mysteel、国金证券研究所

钢铁业的盈利弹性有望重现

■ 钢铁行业的盈利弹性有望重现

- 在 2010 年下半，钢铁产业曾被广泛认为是“两头受挤”：上游铁矿石强势涨价、下游需求萎靡不振，在这样的大背景下，钢价即便出现上涨，其结果也是为铁矿石做嫁衣。
- 但是从 2011 年 Q3 开始，我们认为钢铁行业将发生重大变化：一方面正如前文所述，铁矿石的供求关系已经发生逆转；另一方面钢铁行业的产能利用率有望进一步提升，行业“两头受挤”的状况将成往事，盈利能力有望得到趋势性的提升。
- 我们判断，2011 年全国重点大中型钢企吨钢税前利润同比提升 30%。

图表21：2011 年重点大中型企业吨钢利润预计增 30%

重点大中型钢企	2006年	2007年	2008年	2009年	2010	2011E
产量 (万吨)	34,031	39,175	41,885	46,594	51,540	55,148
销售收入 (亿元)	14,992	20,569	25,003	22,479	30,616	35,182
销售单价 (元/吨)	4,405	5,251	5,969	4,824	5,696	6,380
销售成本等 (亿元)	13,024	17,718	22,621	20,493	25,407	31,982
单位成本等 (元/吨)	3,827	4,523	5,401	4,398	5,221	5,799
销售费用 (亿元)	211	258	283	227	290	320
销售费用率	1.41%	1.25%	1.13%	1.01%	0.95%	0.91%
财务费用 (亿元)	192	296	406	353	453	550
财务费用率	1.28%	1.44%	1.62%	1.57%	1.48%	1.56%
管理费用 (亿元)	597	804	885	852	1003	1100
管理费用率	3.98%	3.91%	3.54%	3.79%	3.28%	3.13%
利润总额 (亿元)	968	1493	808	554	881	1,229
税前利润率	6.46%	7.26%	3.23%	2.46%	2.88%	3.49%
吨钢税前利润 (元)	284	381	193	119	171	223

注：表中销售单价与实际走势不完全一致，主要是因为产量与销量不一致

来源：中国钢铁供应协会、国金证券研究所