

钢铁行业

行业深度研究报告

评级：推荐（维持）

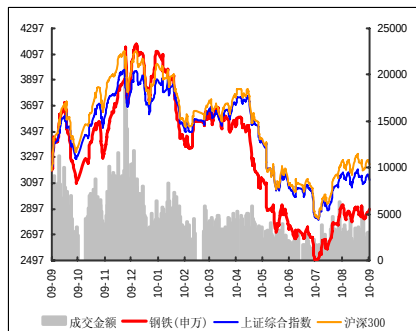
不可忽视的中游配置价值，低 PE 公司为首选

——钢铁行业二季度投资策略

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
攀钢钒钛（000629）	增持
宝钢股份（600019）	买入
八一钢铁（600581）	买入
西宁特钢（600118）	买入
华菱钢铁（000932）	增持
金岭矿业（000655）	增持

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》
《钢铁股配置价值逐渐提升》
《产业链上的博弈：此涨彼消的上中游》

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>

报告摘要:

否定之否定：两种投资策略的更迭。第一种投资策略即**投资时钟法**，即权益资产的行业配置遵循经济周期的一般规律，传统经济周期中，经济经历复苏到过热的过程，先是最下游的产业景气度提升，然后逐渐传导至中游，最后传导至上游。随着经济复苏不同阶段的演进，中游投资品和上游大宗商品逐渐成为优先投资标的。第二种投资策略在金融危机之后为人们所认识，即**下游经济复苏导致中游产销加速时应当增配资源类股票**。第二种投资策略正确的前提是上游对中游的绝对强势地位，我们认为这种强势地位正在逐渐弱化，中游冶炼配置价值在逐渐提升，当下游需求复苏时，中游和上游配置的权重差距应逐渐缩小。**钢铁行业有望逐步回归到上述第一种投资策略描述的轨道中。**

供给面：根据统计，2011 年新上产能大约为 3500 万吨左右，但预计此 2011 年产能增量与淘汰量总体基本持平，由于国家对建材产能控制严格，新增部分仍然集中在板材上。供给层面上新增产能增速放缓，今年产能利用率较去年将有一定幅度提高。

需求面：对于全年的钢材供需情况，我们认为 2011 年粗钢产量将达到 6.6 亿吨，同比增长 3335 万吨，同比增速 5.32%，较 2010 年回落 5.1 个百分点；表观消费量 6.3 亿吨，较上年增长 2937 万吨，同比增长 4.895%，增速较 2010 年回落 1.1 个百分点。净出口 3000 万吨，较上年增加近 400 万吨，库存变动为 0。全年来看，供需格局较 2010 年有一定的缓解，将有利于钢铁企业盈利的改善。

上游：上游原材料约束逐渐缓解。2011 年全年来看世界范围内相比需求增速铁矿石供给压力逐渐缓解，2012 年、2013 年或将更为明显。**未来铁矿石对钢铁冶炼环节的约束逐步缓解。**而随着冶金设备大型化趋势的发展，对优质焦煤的需求量将逐渐增加。**未来焦煤对钢铁冶炼环节的约束将长期存在。**

投资逻辑与策略建议：综合“产能难扩、需求不弱、上游原材料约束减缓”的论断，我们认为**钢铁配置价值逐渐提升**。目前钢铁板块盈利能力较差公司拥有较高 PE，而盈利能力较强公司 PE 较低，我们预计随着未来行业整体盈利能力的提升，同质公司 PE 逐渐回归靠拢，**低 PE 上市公司应为投资者首选**。我们下调铁矿石业务为主的上市公司**金岭矿业**和**攀钢钒钛**评级至“增持”，推荐目前盈利水平较高 PE 较低或者合理的上市公司**宝钢股份**、**大冶特钢**、**凌钢股份**、**西宁特钢**、**八一钢铁**，目前估值不算便宜但盈利能力将随板材盈利空间上升而提高的公司**武钢股份**、**鞍钢股份**给予“增持”评级，**华菱钢铁**目前估值已达 1.2 倍左右，潜在盈利能力尚未实现的情况下估值优势减弱，下调至“增持”评级。

目录

1、否定之否定：两种投资策略的更迭.....	3
2、“十二五”钢铁行业发展方向.....	3
3、行业供给面：新增产能增速放缓，产能利用率小幅提高.....	5
4、下游需求面：增速放缓.....	8
5、出口：适度乐观.....	11
6、库存.....	12
7、供需基本面总结.....	14
8、上游：原材料约束逐渐缓解.....	15
9、投资逻辑与策略建议：.....	17

1、否定之否定：两种投资策略的更迭

两种投资策略

在过去的四到五年里，我们见证了钢铁行业**两种投资策略**的更迭，第一种投资策略即**投资时钟法**，即权益资产的行业配置遵循经济周期的一般规律，传统经济周期中，经济经历复苏到过热的过程，先是最下游的产业景气度提升，然后逐渐传导至中游，最后传导至上游。随着经济复苏不同阶段的演进，中游投资品和上游大宗商品逐渐成为优先投资标的。第二种投资策略在金融危机之后为人们所认识，即**下游经济复苏导致中游产销加速时应当增配资源类股票**。

第二种投资策略一直正确吗？

第二种投资策略正确的前提是上游对中游的绝对强势地位，强势地位体现在两种形式，**第一种形式**为当由于需求复苏钢材价格上涨时，铁矿石价格能够以更大的涨幅吞噬其大部分新增利益；**第二种形式**为铁矿石由于供给或流动性因素自行上涨时，推动钢材价格被动提价。上游对中游的强势地位来自于**两个方面**，第一为资源供给紧缺；第二为货币流动性过剩。

在之前一系列报告中，我们已经指出这两个导致上游强势地位的因素都正在得到改变，上游对中游的强势地位趋弱是大概率事件，也就是说**第二种投资策略的前提逐渐弱化**。

钢铁行业景气度持续提升的三个途径

我们认为钢铁行业景气周期持续提升的三个途径分别为 1、**考虑周期：行业格局未变，经济繁荣甚至过热**。当经济进入过热阶段时，大宗商品价格伴随需求和通胀出现价格大幅上涨。在上述经济持续复苏到过热的过程中钢铁行业必然随着经济周期景气度逐渐提高。如果经济景气度持续提升直至过热，在这个过程中，虽然产业链上大部分利益仍将为资源品所攫取，但冶炼环节也必然分一杯羹，其盈利水平将持续提高。2、**穿越周期：行业格局改变，下游需求相对稳定**。不考虑经济周期的情况下，只有钢铁行业在产业链中的地位有所改变，钢铁行业才可能有较大行情的表现，也就是说钢铁产业对上下游议价能力大幅提高，实际上钢铁行业对下游议价能力已然不弱，提升空间只能在对上游行业的议价能力上，也就说钢铁行业相对于铁矿石的弱势地位得到改变 3、**两者同时发生：行业格局改变伴随着下游需求爆发**。

现实可能是经济复苏但需求不过热，行业格局逐步改善，即上游原材料约束逐渐趋弱。

结论：中游冶炼配置价值在逐渐提升，当下游需求复苏时，中游和上游配置的权重差距应逐渐缩小。钢铁行业有望逐步回归到上述第一种投资策略描述的轨道中。

2、“十二五”钢铁行业发展方向

钢铁消费结构发生转型

《中央关于十二五发展规划建议》的出台标志着结构调整成为未来我国经济发展的主基调，其中制造业升级和战略新兴产业的发展被放到史无前例的高度，这意味着钢铁行业也必将做出一系列的调整，首先就在于消费结构的转变上，将会呈现出两大发展趋势：

1) 工业用钢份额提升、建筑用钢份额缩小

随着我国逐渐进入重化工业阶段，传统依靠投资拉动的经济增长方式无以为继，钢材消费的重心也必会由建筑业向工业转移，相应工业用材的重要性会有所提升，而建筑钢材的发展潜力相对较小。但并不意味着建筑钢材没有提升空间，比如近期日本在地震期间的表现有望使得国内抗震钢筋的推广使用力度明显加大。

2) 钢材消费的高端化比例提升

经过 20 多年的积累，我国成套装备制造已形成一定的国际竞争优势，但核心零部件长期发展滞后，成为瓶颈，而零部件问题实质上就是材料问题。除此之外，未来战略新兴产业也将迎来一段高速发展期，特别是高铁、飞机、海工装备、能源装备、新能源汽车等高端装备制造领域，这将催生巨大的高端钢材需求，比如高等级管线钢、不锈钢、轴承钢、特种合金钢、合金钢板等，从而促进钢材消费向高端化转变。

钢铁业“十二五”发展目标

最新出炉的《钢铁工业“十二五”发展战略建议》对我国钢铁业在“十二五”期间的发展提出八方面目标，其中最值得关注的有四点：

1) 企业发展：多元化

钢铁企业走多元化之路、发展非钢产业由来已久，最近因为宝钢、武钢“十二五”规划的出台而备受关注。资料显示，鞍钢、沙钢、本钢、马钢、南钢等均有大力发展非钢产业的计划，而首钢、杭钢、济钢、酒钢、昆钢等非钢产业已具有相当规模（收入占比 30%-60%）。投资非钢产业既是钢铁企业在困境中的无奈之举，也是实现钢铁产业配套、人员安置、提升整体竞争力的有力措施，但同时也存在一定风险，钢铁企业需保持谨慎。

2) 布局调整：由内陆向沿海转移

建成宝钢湛江、武钢防城港、山钢日照等沿海现代化生产基地，华北、东北地区不再扩大产能，中西部根据需要适度布局。目前中国钢铁产能集中于华北、东北，两者粗钢产量共占全国的 45%，而消费却只占 24%，而华东和中南地区却有明显的缺口。实现地区供求平衡是优化成本、提高竞争力和保证可持续发展的重要手段，“十二五”末沿江、沿海产能将占总量的 40%。

3) 产品结构：高端化

新产品开发、质量提升、替代进口是中国钢铁业由大到强转变的关键。十二五将通过完善自主创新、改造工艺和技术装备、提高自动化水平，加快技术研发，重点开发高强度、塑性、长寿命的新一代钢材。

4) 资源保障：建立利益共享的铁矿石、煤炭等原燃料保障体系

2015 年铁矿石自给率将达到 45%以上，国外铁矿石资源掌控量占进口铁矿石的比重 50%以上。2010 年国产矿的大幅增加使得当年铁矿石自给率由上年的 37.5%上升至 40%。目前我国海外投资的铁矿石锁定资源量为 180 亿吨，在 2010 年进口的 6.19 亿吨中权益矿中仅为 6000 万吨，占比不到 10%。

兼并重组呈现新特点

“十二五”期间钢铁行业将继续推进联合重组，形成 5000 万至 6000 万吨级以上的特大型钢铁企业，以及若干家 1000 万至 3000 万吨级以上大型钢铁企业，国内排名前 10 位钢铁企业的产能占全国比例将达到 60%以上，而 2010 年该比例仅为 40%。不过，2010 年我国兼并重组掀起了一波小高潮，预示新一轮重组的加速。值得注意的是，本轮兼并重组呈现出许多新特点：（1）跨省重组将成为主体；（2）国企与民企的融合将加速；（3）重组模式趋于多样化。

但同时也要看到，兼并重组仍然遇到不小的阻力，首先来自于地方政府之间的利益博弈，其次来自于重组之后企业经营上的压力。

兼并重组的对与企业 and 行业的意义不仅在于提高行业集中度、增强话语权，更重要的是通过产能置换淘汰落后、改进技术、提高整体竞争力，目前太原钢铁、首钢、武钢、宝钢、河北钢铁等都在朝着这个方向努力。无论如何，推进兼并重组任重道远，相信在不远的未来能取得更大的进展。

图表 1 2010 年以来国内钢铁业兼并重组动态一览

重组主体	参与企业	重组方式	重组后产能	重组时间
沙钢集团	锡兴集团	重组	3500	2010 年 01 月
河北钢铁集团	石家庄钢铁集团	收购	5000	2010 年 03 月
昆钢	ST 马龙			2010 年 03 月
本钢港集团	北台钢铁集团		2000	2010 年 06 月
上海复星集团	同煤钢铁		600	2010 年 06 月
鞍钢集团公司	攀钢		3500	2010 年 07 月
首钢	通钢集团	收购		2010 年 07 月
马钢	重组长江钢铁获董事会批准	重组		2010 年 09 月
河钢集团	河北敬业、唐山松汀、邢台龙海、永洋钢铁、吉泰特钢	托管		2010 年 11 月
河钢集团	九江线材、燕山钢铁、荣信钢铁、鑫达钢铁、新金钢铁、裕华钢铁、金鼎重工	托管		2011 年 01 月
广钢集团	广日股份有限公司	资产置换		2011 年 01 月
吕梁钢铁集团	中阳钢铁、海威钢铁	重组		2010 年 02 月
鞍钢	三钢闽光	合作协议		2011 年 03 月
沿海钢铁集团	连云港兴鑫钢铁、镔鑫特钢、鸿泰钢铁、龙江钢铁和无锡新三洲特钢共同组建	重组	700	2011 年 03 月

资料来源: my steel, 德邦研究

淘汰落后、节能减排机制长效化逐渐清晰

截止 2010 年底, 炼铁、炼钢行业分别淘汰落后产能 11172 和 6683 万吨, 据了解, 上述数据仅占全部落后产能的 50%, 因此“十二五”期间任务仍然艰巨。2011 年钢铁业将按照既定目标淘汰 400 立方米及以下高炉, 30 吨及以下转炉、电炉; 除此之外, “十二五”节能减排还要增加二氧化碳、氨氮、氮氧化物等约束性控制指标。

2 月 18 日工信部发布文件, 要求地方政府最迟在每年 2 月底之前上报当年淘汰落后产能的任务目标; 近期山东省针对可能出现的能耗反弹提前部署节能减排工作; 山西省也动本年度电石、铁合金等行业淘汰落后产能的申报工作, 公布“十二五”期间淘汰落后产能步骤。上述迹象表明, 地方政府已具备一定自发意识, 淘汰落后、节能减排或将趋于常态化, 其长效机制正在逐渐清晰并被普遍接受。2010 年节能减排风暴对钢材市场的影响是空前的, 这种现象再次出现的可能性不大, 但会对供给面造成持续的压力, 并会以温和的态势释放出来, 这对钢铁业供需结构的改善和盈利的提升仍有较大的促进作用。

3、行业供给面: 新增产能增速放缓, 产能利用率小幅提高

产能增速放缓

2005、2008 年两波的高投资均导致随后几年粗钢产量的大幅增长, 但自 2009 年起, 国家对新增产能上马严厉限制, 并大力淘汰落后产能, 导致钢铁行业固定资产投资基本停止增长, 未来几年新增产能有限, 依据 Mysteel 的统计, 2011 年新上产能大约为 3500 万吨左右。

工信部数据显示, 2010-2011 年共需淘汰落后炼铁产能 1 亿吨, 其中 2010 年已淘汰部分约为 3000 万吨, 因此 2011 年共需淘汰落后炼铁产能 7000 万吨, 考虑到实际执行力度, 以 50% 计算则全年淘汰约 3500 万吨,

对应粗钢产能为 3220 万吨。因此 2011 年产能增量与淘汰量总体基本持平，我们统计 2010 年底的粗钢总能大约为 7.6 亿吨，故保守估计 2011 年底粗钢产能大约维持在 7.6-7.7 亿吨。由于国家对建材产能控制严格，新增部分仍然集中在板材上。

图表 2 2011 年新增钢铁产能

省份	公司	现有设备	产能(万吨/年)	新增设备	新增产能(万吨/年)	投产时间
安徽	新兴铸管	0	0	1280m3*1	100	Jan-11
安徽	长江钢铁	258m3*2, 420m3*1	100	1280m3*1	90	Jan-11
天津	天津钢铁	2500m3*2	400	1080m3*3	270	Jan-11
河北	舞阳钢铁	0		1260m3*1	100	Jan-11
山东	九羊集团富轮钢铁有限公司	450m3*2, 1280m3*1	200	1650m3*1	150	Jan-11
四川	攀钢西昌基地	0		1780m3*3	400	Jan-11
陕西	汉中钢铁	380m3*2, 450m3*1	130	1280m3*1	100	Mar-11
新疆	八一钢铁	380m3*6, 2500m3*2	640	2500m3*1	200	Apr-11
江苏	徐州东南钢铁	550m3*2	120	1280m3*2	200	Jun-11
江苏	沙钢集团永钢	450m3*3, 700m3*4	400	1080m3*2	180	Aug-11
黑龙江	西林钢铁	324m3*1, 450m3*1, 1250m3*1	180	1260m3*1	100	Oct-11
江苏	常熟龙腾特钢			1080m3*1	120	
江苏	联峰钢铁(张家港)			1080m3*2	240	
湖北	湖北新冶钢			1780m3*1	160	
吉林	吉林建龙			1800m3*1	170	
甘肃	酒钢			1800m3*1	160	
河北	宣钢			2500m3*1	200	
河北	迁安燕钢			2560m3*1	200	
河南	安钢			4747m3*1	380	
2011 年总计					3520	

资料来源: my steel, 德邦研究

2011 年产能利用率小幅增加

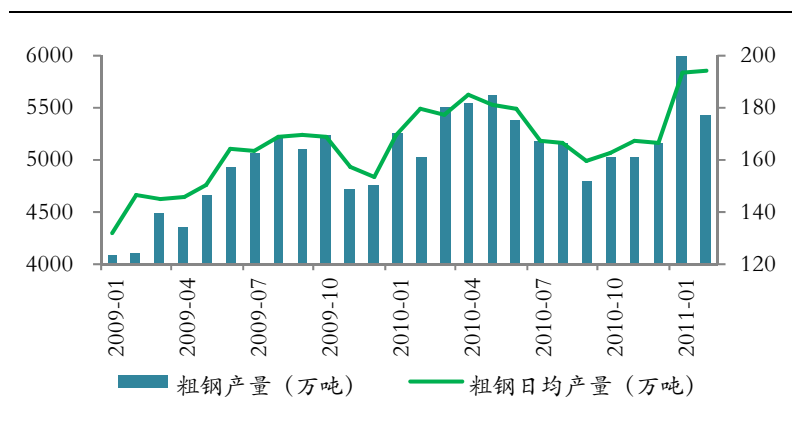
粗钢产能利用率在 2008 年见底后缓慢回升，2010 年达到 82.34%，2011 年随着钢铁企业供需状况的改善以及盈利的好转，产能利用率有望继续提升，我们预计可能会达到 85-86% 之间。产量约为 6.6 亿吨，同比增长 5.3%，增速较上年回落 5 个百分点。

依据 7.7 亿吨的产能，全年潜在最高粗钢日均产量有望达到 210 万吨，但其中包括部分无效产能，实际数据要小得多。最新数据显示，今年 1-2 月份产量分别为 5987 和 5431 万吨，对应的日均产量分别为 193.1 和 193.96 万吨，我们认为该产量已接近最高产量水平，即使再增加，空间也非常有限。

1-2 月份钢厂大举复产加大市场供给压力

2010 年四季度粗钢产量小幅增加，但增幅并不明显，日均产量也基本维持平衡，而从具体品种的增幅上看，前期限产较多的长材和热轧在 11 月份小幅反弹后再次维稳，这说明钢厂在四季度并没有随着节能减排的结束而明显复产，而年底的例行检修也保持了一定的力度。

图表 3 1-2 月份粗钢产量大幅增长

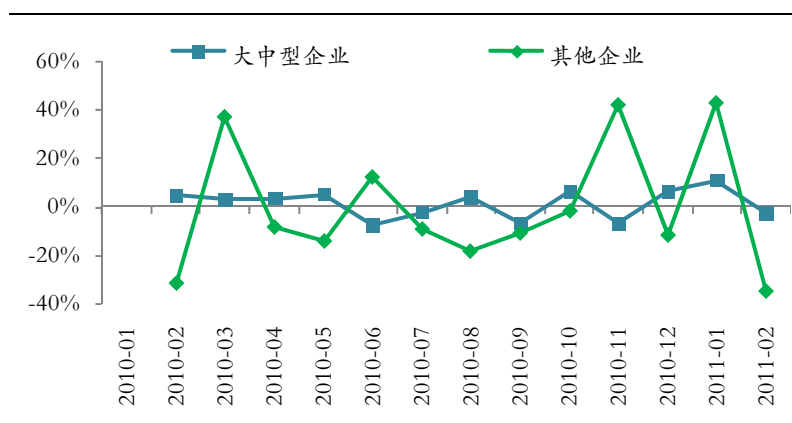


资料来源: my steel, 德邦研究

1、2 月份粗钢日均产量较 2010 年的最高日均产量（4 月份的 184.7 万吨）分别增加 4.6% 和 5.0%，意味着市场供给压力再次加大。而同时近期中钢协旬报数据显示，3 月份上中旬产量仍保持高水平，my steel 的微观调查也显示钢厂 3 月份仍然在足量生产，由于钢厂生产传导至市场供给大约需 15-20 天左右的时间，因此 3-4 月份市场供给压力仍会有所加大，不过二季度同时也是传统的消费旺季，因此整体价格走势预期不弱。

年初以来钢材产量的大幅增加首先在于前期持续上涨的钢材价格大大刺激了钢厂生产热情，中钢协旬报数据显示，1 月份大中型钢厂和小钢厂产量都有较明显增加，分别增长了 10.7% 和 42.5%，从中可以看出小钢厂在大举复产。但 2 月份形势发生分化，大钢厂生产继续保持热情，而小钢厂产量大幅下降，从日均产量上看，大中型钢厂环比增长 7.7% 而小钢厂环比减少近 30%，这与小钢厂经营灵活的特点较好的吻合，即在钢价下跌后迅速限制产量；而大中型钢厂则尾大难掉，产量仍然在快速增长。

图表 4 大中型钢铁企业与其他企业产量增幅



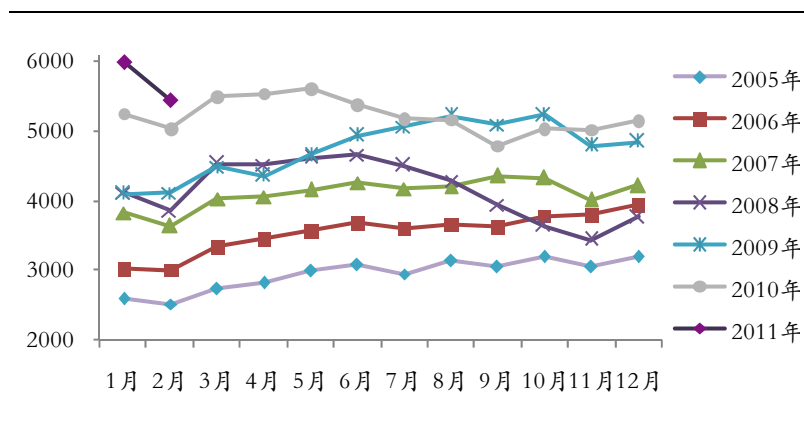
资料来源: my steel, 德邦研究

二季度产量仍会维持较高水平

对于二季度产量变化形势，可以从以下角度来分析。首先，二季度通常是传统的需求旺季和生产旺季，产量相对于一季度都会有较明显的回升，考虑到 2 月天数较少，实质上钢厂日均产量在 1、2 月份基本是稳步上升的；其次，从当前市场走势来看，钢材价格已现反弹之势，尽管目前处于频繁震荡过程中，但离改变弱势运行状态的时点已经越来越近，钢价一旦走强，钢厂的生产热情仍有望受到刺激；不过随着钢价下跌，生产经营灵活的小钢厂迅速减产的可能性比较大，预计 3 月份产量仍会维持较高水平；如果 4 月份价

格持续反弹，则 4、5 月份乃至整个二季度供给预计仍保持高位。

图表 5 历年 2 季度粗钢产量呈较高水平



资料来源: my steel, 德邦研究

4、下游需求面：增速放缓

在经历了 2010 年的普遍高速增长之后，钢铁需求增幅将不可避免的随下游行业增速下滑而出现回落，但受到国家刺激政策、下游行业固有周期、前期投资项目收尾等因素的支撑，整体上仍有望保持较快的增长。

基础设施建设仍保持相当力度

基建领域虽然受投资回落的拖累，但中央明确提出确保前期项目顺利收尾，因此实际建设还能维持一定力度；除此之外，前期陆续公布的数据显示，铁路、电网投资、水利等“十二五”仍将保持较大的建设规模，而西部大开发、区域规划、产业转移等的加速也会带来相当可观的需求增量；再者，2011 年是“十二五”开元之年，一般五年规划的第一年实际投资力度要略偏高，故整体上基建领域的钢材需求不会太差。我们预计基建领域全年用钢量约为 10182 万吨，同比增速为 6%，略高于房地产行业增速。

图表 6 近年来铁路建设情况（公里）

	新线铺轨	复线铺轨	新线投产	复线投产	电气化投产
2008 年完成	3369	2856	1600	1790	2630
2009 年计划	5148	3462	5849	4662	5606
2009 年完成	5461	4063	5557	4129	8448
2010 年计划	3690	3150	4613	3438	6401
2011 年计划	7935	6211	7901	6861	8800

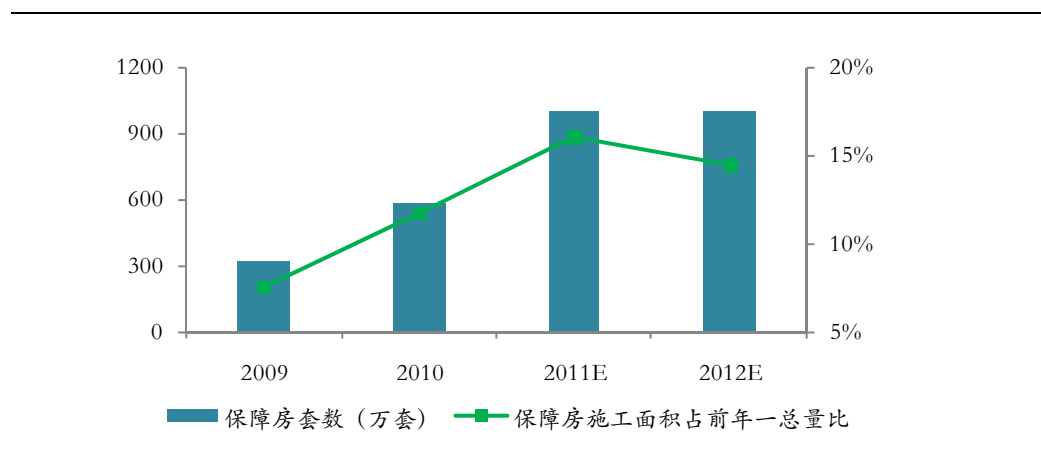
资料来源: my steel, 德邦研究

保障房对房地产用钢形成支撑

保障性住房是 2011 年钢材需求增量中最重要的部分。2011 年保障房总目标 1000 万套，增量 410 万套，按平均每套 65 平米、每平米用钢 40 公斤计算，新开工面积增量为 2.665 亿平方米，相当于 2010 年全年新开工面积 16.48 亿平方米的 16.17%，用钢量将达到 2010 年房地产业用钢量的约 20%。保障性住房在政策实施上遇到阻力，主要来自于供地和资金方面，但从近期国家三令五申的表明决心以及对资金方面的重视程度来看，我们认为全年完成 60% 的概率仍然是比较大的，因此房地产市场全年钢材需求问题不大。国家提出

未来 5 年共建设保障性住房 3600 万套，意味着“十二五”后三年每年平均 530 万套，对房地产市场用钢将在长期内形成较强的支撑。

图表 7 保障性住房施工面积比例近年将大幅增加



资料来源: my steel, 德邦研究

近期房地产调控频出重拳，市场对楼市下降的预期不断加强，同时最新数据显示，2 月份房地产新开工面积增速有较明显的放缓，但我们认为由于房地产建设周期较长，上半年钢材消费受此影响的概率很小，下半年可能存在一定的不确定性，这也是我们对房地产耗钢保持适当谨慎的原因。全年来看，预计房地产行业钢材消费仍能保持 5.5% 的增长，总量达到 22799 万吨左右。

工程机械和机床继续引领机械行业增长

机械行业通常因子行业众多而呈现出“东方不亮西方亮”的格局。目前引领行业增长的主要是工程机械和机床，两者都直接或间接地与宏观经济紧密相关，工程机械增长与基建投资同步，基础行业则滞后于下游汽车行业约 1 年左右，因此 2011 年增长仍然无碍，1、2 月份工程机械行业增速仍高到 50% 就是最好的例证；其他重要子行业如重型机械和基础件受需求或进口替代等因素拉动也具有较强的增长动力。除此之外，政策大力扶持的高端装备制造业也将成为机械领域新的重要增长极，而其对钢铁行业影响更是非同凡响，除了增加需求外，还将有效推升高端钢材的消费，大大促进钢铁行业结构调整和产品升级的步伐。预计 2011 年机械行业消耗钢材 12255 万吨，同比增长 8.0%。

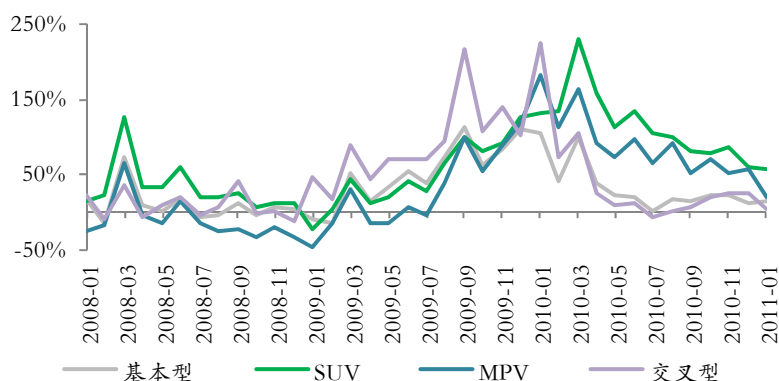
汽车行业增速回落但不悲观

汽车行业高增长态势在去年达到顶峰，超过 1800 万辆的产销量使中国毫无疑问成为世界第一汽车大国。政策的退出带来了巨大压力，但我们坚持认为 2011 年汽车行业增速并不悲观，一方面中国城镇化进程决定了汽车刚性需求仍然很大，这短期不会改变；另一方面政策只部分退出，对汽车消费刺激作用较大的节能补贴仍然持续，而经销商降价幅度通常也能完全覆盖政策优惠的空间；除此之外国内汽车更新换代和二线城市需求的起步也能起到正面作用。

2011 年产销数据表明汽车增速有所放缓，特别是 2、3 月份，即使扣除季节性因素也超过预期，其中小排量车型的大幅下滑更说明政策退出影响已开始显现，但我们认为这种走势短期仍可接受，而据此判断全年车市也并不充分，更进一步分析则仍有待观察。二季度也是传统的销售旺季，后期产量存在较大的反弹可能。对于全年，我们认为汽车产销量增速可能达到 12%，耗钢量 3850 万吨，同比增长 7.5%。

正如前文所述，日本地震是影响我国汽车行业全年增长的潜在重要的利空因素，但由于目前日本汽车行业恢复生产时间仍不确定，而实际影响效果也难以探明，因此后期值得密切关注。

图表 8 2010 年以来高端乘用车型领先增长

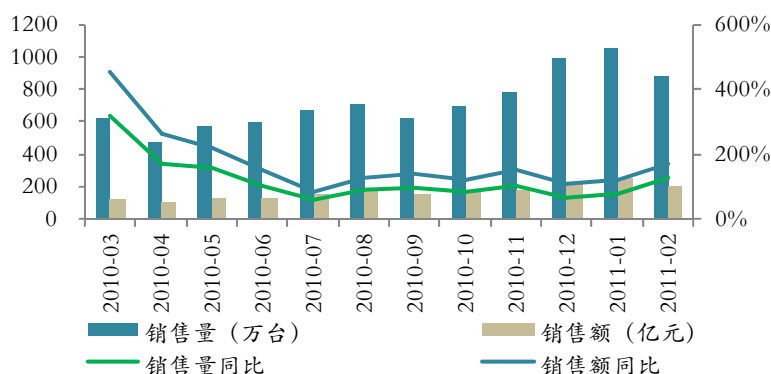


资料来源:my steel, 德邦研究

家电下乡仍值得期待

2011 年 1-2 月份家电下乡数据再创辉煌,销售量突破 1000 万台大关,销售量和销售额同比增速大幅回升。家电下乡和以旧换新等政策发挥的作用越来越大,2010 全年家电市场规模超过 1.04 万亿,其中家电下乡销售额 1732 亿元,以旧换新 1211 亿元,两者共占总量的 28.3%,而今年以来的数据也显示,政策刺激作用仍然相当强劲。除此之外,保障性住房也将带来利好,一般家电销售滞后于房屋销售面积变化 6-12 个月左右,因此下半年家电销量将值得期待。2011 年的家电市场在政策支持下增速仍然值得期待,全年用钢量有望达到 1268 万吨,增长 8.0%。

图表 9 家电下乡继续强劲增长



资料来源:my steel, 德邦研究

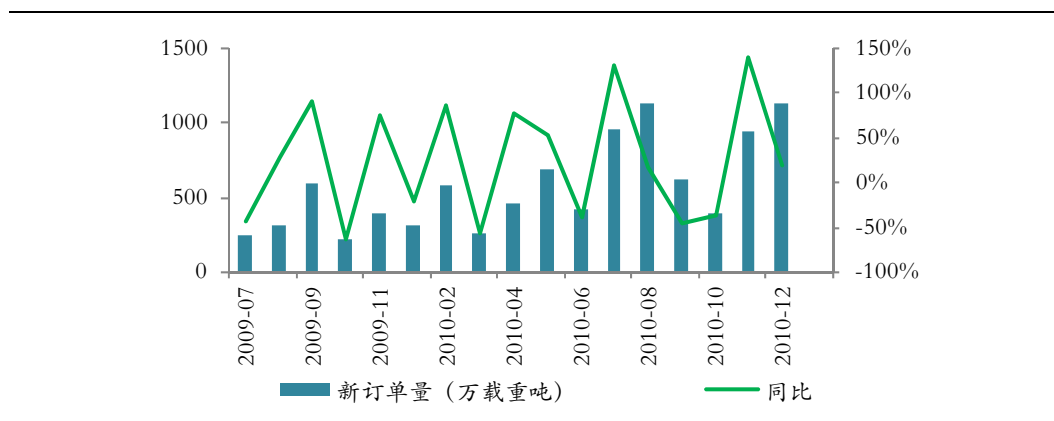
造船业需求较乐观

2010 是中国造船业风光的一年,2011 年是艰难复苏和充满风险的一年。尽管 2010 年三大指标表现极好,但船价持续处于低位、新船交付比例低等诸多现象暗示造船业离真正的复苏仍然很远,风险也在逐步积聚。低船价是造船市场活跃的主因,部分船东的投机行为掩盖了市场真实需求。全球航运市场的低迷以及运力的过剩是未来干散货船市场的隐忧,不过油船和集装箱船市场恢复势头较猛,海工装备领域也将带来机会,未来子行业出现分化将是必然。

2011 年 1 月全球新订单大幅下滑 57%,在上月小幅回升后重新下跌,预示造船市场复苏进程之艰难。然而,就钢材消费来讲,由于手持订单充足,相关品种的需求在 2013 年之前仍有望维持较快增长,我们保

持对 2011 年造船业需求相对较好的判断，预计消耗总钢材 1776 万吨，同比增速近 10%。

图表 10 造船业新订单再现回落态势



资料来源: my steel, 德邦研究

图表 11 2011 年主要下游行业运行增速预测

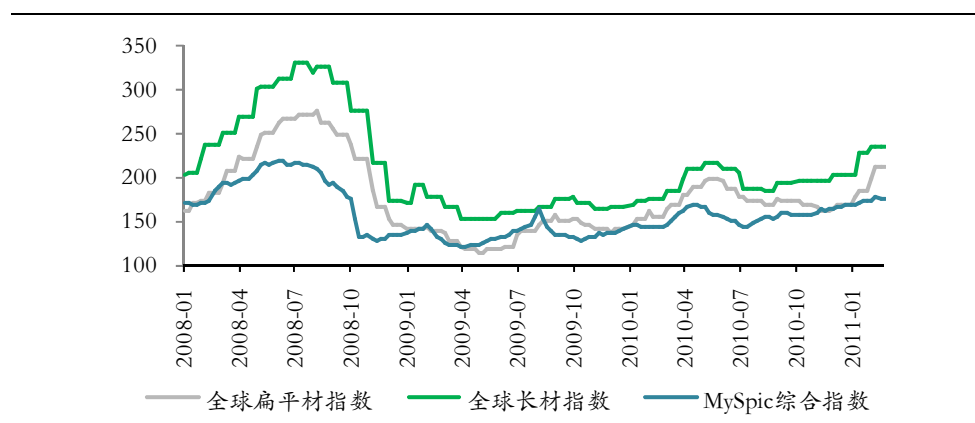
行业	指标	2010 年增速	预计 2011 年增速
房地产	房地产开发投资	33.2%	25.0%
	房地产施工面积	26.6%	15.0%
汽车	汽车产量	32.4%	12.0%
	汽车销量	32.4%	12.0%
机械	机械工业总产值	33.9%	15.0%
家电	四大家电总销量	24.8%	16.0%
造船	船舶工业总产值	25.2%	18.0%

资料来源: my steel, 德邦研究

5、出口：适度乐观

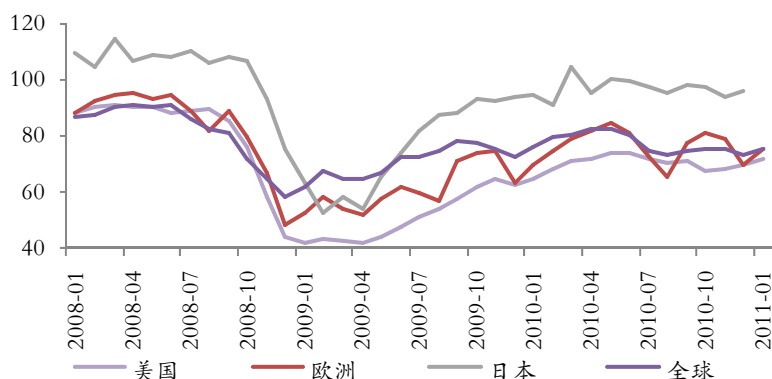
2010 年 1、2 月份钢材出口分别为 312 和 248 万吨，环比呈现先增后降的趋势。1 月份回升的主因在于国际市场的复苏，尽管国内价格四季度以来长期处于稳步向上趋势并且走势强于往年，但国际市场表现更好，国内外价差不断拉大；而世界主要产钢国的产能利用率也在 2011 年 1 月份环比同时上翘，这说明世界经济的复苏对钢铁消费的拉动作用正在体现，该因素后期或将继续拉动钢材出口的回升。

图表 12 近期国际钢材价格涨势强于国内



资料来源: my steel, 德邦研究

图表 13 世界主要钢材生产国产能利用率有所反弹

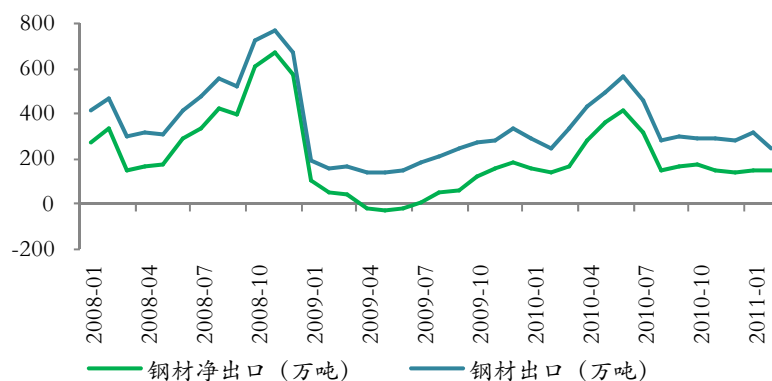


资料来源: my steel, 德邦研究

对于 2 月份出口的大幅回落, 我们认为主要原因在于春节因素。一方面, 历年 2 月份出口都有一定回落, 09、10 年环比分别下滑 18.1% 与 13.6%, 今年幅度 (-20.6%) 略高于往年但仍可控范围之内。另一方面, 2 月份钢材净出口 146 万吨, 与上月基本持平; 第三, 2 月份净出口同比增幅 108.1% 高于 1 月份, 而这是在出口同比低于 1 月份的前提下实现的, 这意味着 2 月份出口对消费的实际贡献要大于 1 月份。

展望 2011 年, 钢材出口随着世界各主要经济体经济复苏而回升的概率较大, 全年保持适度乐观的看法。另外一个潜在利好因素则是国际范围内的突发事件, 澳大利亚水灾使得国际焦煤供应出现短缺从而影响日本等国钢铁生产, 而国内焦煤受出口政策的影响增量有限, 因此中国填补日韩钢铁缺口的可能性较大。除此之外, 日本地震的影响不容小觑, 灾后重建对钢材消费的拉动将会是中长期内促进钢材消费的重要动力, 这对中国钢材出口将是又一利好。全年来看, 预计国内钢材有望实现 2000 万吨左右的净出口。

图表 14 2 月份钢材出口环比回落但净出口保持稳定



资料来源: my steel, 德邦研究

值得注意的是, 出口的意义不仅在于对需求的拉动, 更重要的是对国内钢材供需平衡的支持, 在供需弱平衡的条件下即使微量的出口也可能对国内市场走势产生重要影响。尽管 2011 年国内供需总体形势环比有所改善, 但出口的放量仍有望发挥较大的作用。

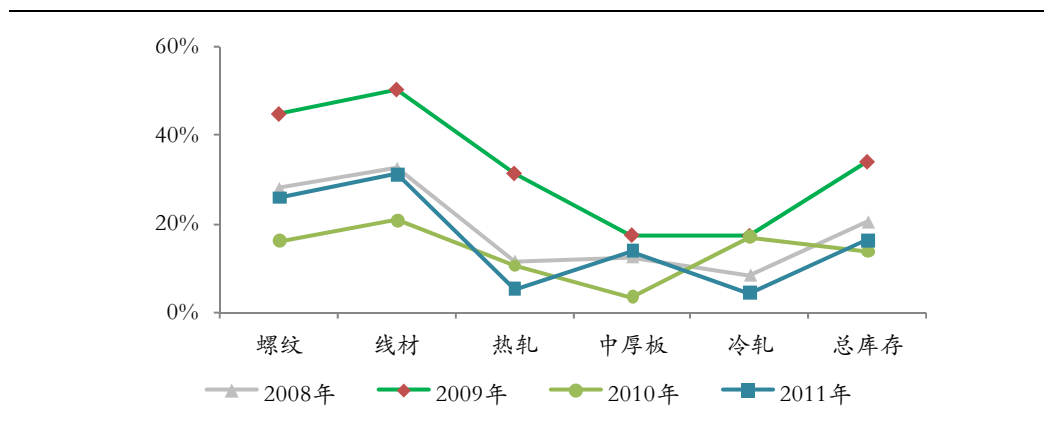
6、库存

库存是市场的风向标, 是供给和需求综合作用的集中反映。去年四季度, 随着钢材价格的持续上涨, 大力度的二次去库存最终得以顺利完成, 但年初以来库存的高位上升再次使得市场绷紧神经。

春节库存增长情况总体正常

春节期间钢贸商囤货导致库存大量增加是钢市惯例，尽管高位上涨的钢材价格大大提高了贸易商囤货的成本和风险，但实际情况表明，贸易商只是将囤货时间推后，在囤货力度上并未明显缩减。节后第一周 Mysteel 统计的钢材社会库存为 1712.5 万吨，较节前增长了 16.3%，增幅与往年相比基本正常，部分品种如热轧、冷轧等增幅偏低。此外，今年长材库存增幅明显大于板材，螺纹和线材分别增长了 25.8% 和 31.1%，而板材中增幅最大的中厚板也仅增加 13.8%。

图表 15 2011 年春节期间库存增长幅度属于正常



资料来源: my steel, 德邦研究

之所以如此，我们认为有两方面原因：首先 2010 年低长材库存消化程度明显好于板材，尤其是线材；其次这种现象本身也符合历年变化特点，长材下游领域季节性较强，需求下降的幅度也强于板材。螺纹和热轧增长最快部分是由于基数较低。

节后第五周库存掉头向下

在经历连续四周的上涨之后，钢材社会库存终于掉头向下。总量从最高点的 1890 万吨下降至 1862 万吨，同时所有的品种都有一定降幅；而从地域来看，除了东北地区外几乎所有地区库存都在下降过程中，而东北地区库存保持上涨的主要在建筑钢材上。

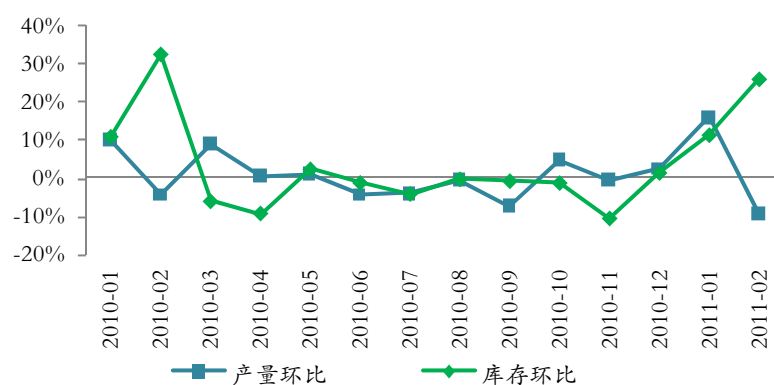
减少的社会库存可能有两个去处，一是向上游钢厂转移，即在钢厂出厂价与市场价倒挂的情况下贸易商减少从钢厂拿货；二是向下游用户转移，即下游加大采购量。根据我们的分析，两种可能性都有，其中第一种或许更为重要。根据 Mysteel 调查的市场信息可以得到印证，前期价格大跌时终端用户大多只按需采购，不过近期情况有所好转。同时，今年以来的“用工荒”问题也造成下游部分项目开工的推迟，但考虑到全国各地的建筑钢材库存都有下降，而唯独东北地区继续上升，故有可能也受到气温的影响。东北部分城市建筑钢材在价格跌倒一定水平时部分贸易商开始进货，导致库存仍在上涨，这说明贸易商心理低位依然存在，也意味着后期价格下跌的空间正在减小。

图表 16 社会库存开始掉头向下



资料来源:my steel, 德邦研究

图表 17 2 月份产量与库存增速走势分化



资料来源:my steel, 德邦研究

7、供需基本面总结

对于全年的钢材供需情况,我们认为 2011 年粗钢产量将达到 6.6 亿吨,同比增长 3335 万吨,同比增速 5.32%,较 2010 年回落 5.1 个百分点;表观消费量 6.3 亿吨,较上年增长 2937 万吨,同比增长 4.895%,增速较 2010 年回落 1.1 个百分点。净出口 3000 万吨,较上年增加近 400 万吨,库存变动为 0。全年来看,供需格局较 2010 年有一定的缓解,将有利于钢铁企业盈利的改善。

图表 18 2011 年钢材消费结构预测表

	2008	2009	2010	2011
建筑业	23000	27710	31217	32874
同比		20.5%	12.7%	5.3%
房地产	16560	19210	21611	22691
同比		16.0%	12.5%	5.0%
基础设施建设	6440	8501	9606	10182
同比		32.0%	13.0%	6.0%
制造业	23785	26288	28577	30126
同比		10.5%	8.7%	5.4%

机械	8810	10132	11347	12312
同比		15.0%	12.0%	8.5%
汽车	2470	3088	3582	3850
同比		25.0%	16.0%	7.5%
家电	936	1058	1174	1268
同比		13.0%	11.0%	8.0%
造船	1200	1488	1726	1881
同比		24.0%	16.0%	9.0%
其他	9749	10523	10748	10815
同比		7.9%	2.1%	0.6%
总消费量	46785	53998	59793	63000
库存变动	-1500	2500	270	0
表观消费量	45285	56498	60063	63000
同比		24.8%	6.3%	4.89%
净出口	4764	286	2602	3000
产量	50049	56784	62665	66000
		13.5%	10.4%	5.32%

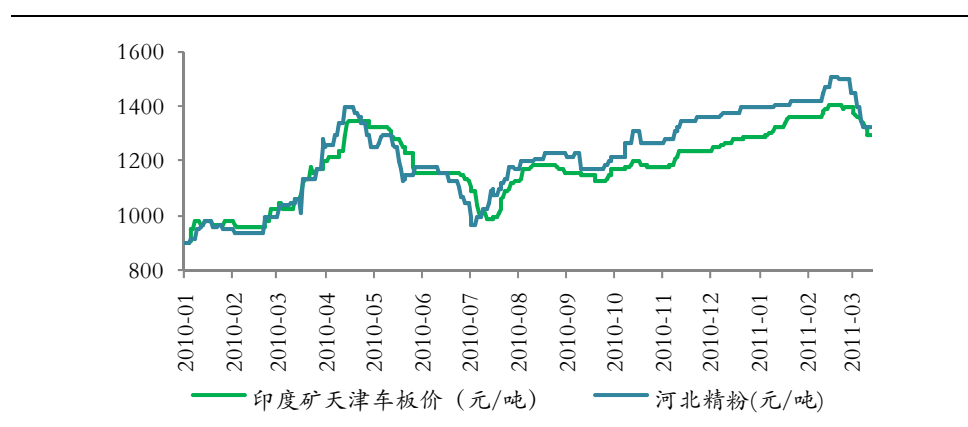
资料来源: my steel, 德邦研究

8、上游：原材料约束逐渐缓解

货币超发和供给偏紧共同造成矿价的上涨

四季度以来铁矿石价格持续上涨，现今虽然在钢价拖累下展开回调，但仍处在较高位置。63.5%印度矿价格最高达到创纪录的 198 美元/吨，66%唐山铁精粉也达到 1405 元/吨，相对于 7 月份的低点，两者分别上涨了 60.2%和 36.7%。

图表 19 近期内外矿价格同时下跌

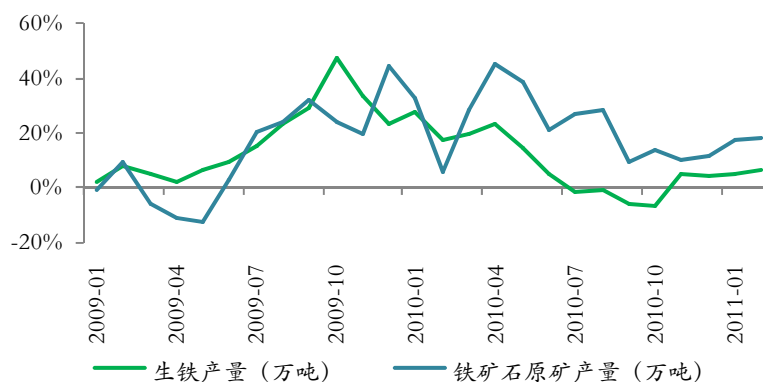


资料来源: my steel, 德邦研究

铁矿石价格连续上涨的原因来自于多方面：（1）印度矿供给偏少。下半年印度雨季及部分地区限制出口造成了供应偏紧，由于持续到货不足，港口印度铁矿石库存不断减少，一度创下 08 年以来的最低记录；（2）年底天气降温对国内矿开采和运输造成影响。整个四季度国内原矿产量都处于弱势低位，使得进口矿需求有所增加，从国内原矿产量与生铁产量的增速比较中也可看出内况对外矿的替代较历史最高水平仍有不小差距；（3）钢厂四季度补充库存。历年数据显示几乎每年四季度铁矿石进口量都会有所反弹，背后

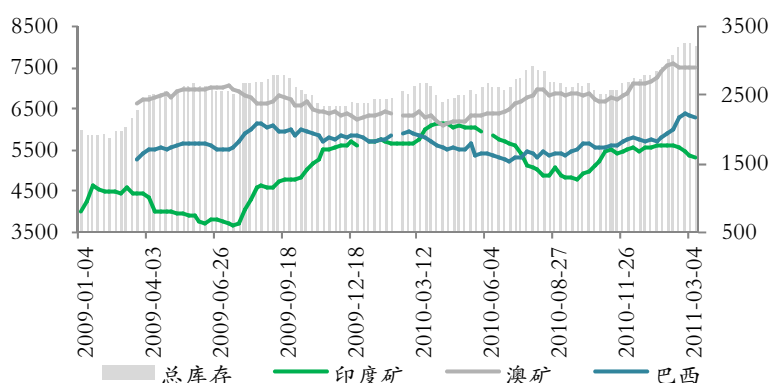
就是钢厂在补充库存。但也要看到，去年年底矿石进口量明显偏高，而港口铁矿石库存的连续大幅攀升说明钢厂囤货的力度明显强于往年。（4）美国二次量化宽松刺激政策。

图表 20 铁矿石原矿与生铁产量增速差距有所减小



资料来源: my steel, 德邦研究

图表 21 铁矿石港口库存高位回落，但印度矿占比有所增加



资料来源: my steel, 德邦研究

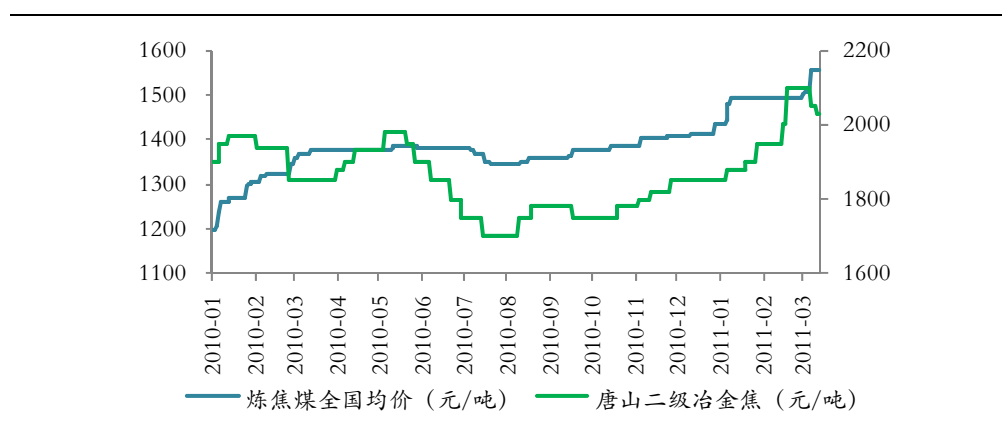
铁矿石供给

2010 年随着铁矿石价格的持续攀升，三大矿山从下半年开始逐渐进入满负荷生产状态，2010 年淡水河谷总产量有望达到 3.1 亿吨（权益矿产量约 2.99 亿吨），预计力拓总产量为 2.35 亿吨（权益矿产量为 1.68 亿吨），必和必拓总产量 1.59 亿吨（权益矿产量为 1.27 亿吨）。从 2011 年的产量增长情况来看，淡水河谷今年底新增加一个 2000 多万吨的项目，明年有望增加 3500 万吨的产量，巴西有望增加 6000 万吨的产量，澳大利亚的增量有限，明年产量增量 3000-4000 多万吨的水平，其他地区的增量相对平稳。2011 年全年来看世界范围内相比需求增速其供给压力逐渐缓解，2012 年、2013 年或将更为明显。未来铁矿石对钢铁冶炼环节的约束逐步缓解。

煤焦供给

尽管煤焦占钢铁生产成本的比例较铁矿石要小得多，而且我国煤焦对外依存度（6%左右）远远低于铁矿石（60%左右），但煤焦价格上涨同样不容忽视，特别是在其他价格原料涨势已经确定时。另外，我国煤焦品位普遍偏低，而随着冶金设备大型化趋势的发展，对优质焦煤的需求量将逐渐增加。未来焦煤对钢铁冶炼环节的约束将长期存在。

图表 22 焦煤、焦炭价格



资料来源:my steel, 德邦研究

9、投资逻辑与策略建议:

在以往的一系列报告中我们已经阐述过以下几个要点: 1、钢铁板块表现不佳之根源在于盈利水平下降而非估值 (PE) 下降; 2、钢铁盈利能力下降之根源在于上游原材料挤压而非下游; 3、不考虑经济周期, 从行业周期角度考虑, 钢铁盈利能力提升的前提是上游原材料约束减轻。

基于以上三点, 我们认为钢铁行业未来复苏的路径是: **上游价格持续强势——上游供给增加——供需关系逐渐逆转——上游原材料约束减轻——钢铁冶炼环节在经济复苏中享受的收益比例增加——盈利 (EPS) 提升——股价 (P) 提升——PE 维持相对稳定——PB 提高, 回归至相对合理水平。**

综合上述“产能难扩、需求不弱、上游原材料约束减缓”的论断, 我们认为钢铁配置价值逐渐提升。

具体投资建议, 我们认为从三个角度对公司进行分类: 1、随着盈利能力的提升, 中游冶炼型公司 PB 估值望逐渐提高, 而纯资源型公司估值难有提升空间。2、随着经济结构的不断调整, 板材未来需求可期, 板材的盈利能力提升空间更大。3、目前钢铁板块盈利能力较差公司拥有较高 PE, 而盈利能力较强公司 PE 较低, 我们预计随着未来行业整体盈利能力的提升, 同质公司 PE 逐渐回归靠拢, 低 PE 上市公司应为投资者首选。

基于上述三个角度的分析, 随着未来行业盈利水平的提高, 目前转嫁原材料高位成本能力较弱的公司业绩提升幅度或更大, 但由于目前 PE 估值已较高, 未来 E 的上升将使得 PE 回归至合理水平, 而目前转嫁原材料高位成本能力较强的公司 (低 PE, 高盈利) 的 PE 估值水平有望保持其合理水平, 盈利能力的提升将反映至股价上。

具体投资标的的选择上, 根据以上结论, 我们下调铁矿石业务为主的上市公司**金岭矿业**和**攀钢钢钒**评级至“增持”, **推荐**目前盈利水平较高 PE 较低或者合理的上市公司**宝钢股份**、**大冶特钢**、**凌钢股份**、**西宁特钢**、**八一钢铁**, 目前估值不算便宜但盈利能力将随板材盈利空间上升而提高的公司**武钢股份**、**鞍钢股份**给予“增持”评级, **华菱钢铁**目前估值已达 1.2 倍左右, 潜在盈利能力尚未实现的情况下估值优势减弱, 下调至“增持”评级。

图表 23 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
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
600231	凌钢股份	买入	0.74	0.88	1.08	15.24	12.82	10.44	2.44
600117	西宁特钢	买入	0.31	0.52	0.57	36.77	21.92	20.00	3.31
000708	大冶特钢	买入	1.25	1.49	1.87	14.66	12.31	9.80	3.24
600581	八一钢铁	买入	0.69	1	1.27	22.06	15.22	11.98	3.45
600019	宝钢股份	买入	0.74	0.8	0.93	10.08	9.33	8.02	1.25
000932	华菱钢铁	增持	-0.96	0.14	0.27	—	35.21	18.26	1.2
000655	金岭矿业	增持	0.83	1	1.21	28.31	23.50	19.42	6.5
000629	攀钢钒钛	增持	0.19	0.39	0.78	68.26	33.26	16.63	4.68

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。