

2011-06-13

证券研究报告
行业研究 / 中期策略

钢铁

增持/维持评级

分析师

赵湘鄂

SAC 执业证书编号:s1000511030004

(021)6849 8628

zhaoxiange@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陈雳

(021)5010 6003

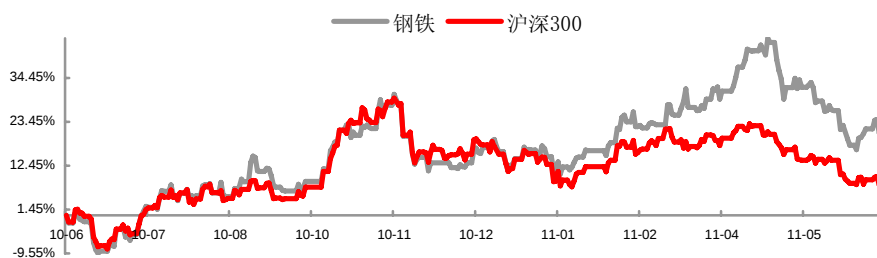
chenliyjs@mail.htlhsc.com.cn

规避短期风险，静待趋势行情

——钢铁行业 2011 年中期策略

- **2011 年 1-4 月钢铁板块表现强于大市；5-6 月大幅回落至年初水平。**我们认为上涨的主要动力在于钢铁行业长期的低估值优势终于引起了市场的关注，资金的偏好转移以及日本地震带来的阶段性出口增加也形成催化因素，但由于缺乏基本面有效配合，导致钢铁板块冲高回落。
- **下游需求情况仍存疑问，产量高位将带来市场压力。**从目前制造业主要行业变化趋势来看，预计三季度制造业景气程度继续呈下降趋势；此外，上半年房地产景气指数拐点已现，如无政策变化，将出现销售下降-新开工下降-地产投资下降的依次变化，下半年形势依旧严峻，能否维稳将主要取决于保障房建设开工的支撑力度。预计 2011 年钢铁产能利用率将比去年提高并维持在高位上，以目前产量及产能利用率情况看，较高的产能释放将给后期市场带来较大压力，特别是在需求转弱情况下，近期社会库存企稳也从侧面反应了这种压力。
- **钢价区间震荡，高冶炼成本致钢厂盈利能力不足。**2011 年上半年，钢材价格虽然始终保持震荡上行，但钢铁的盈利能力却因成本因素而弱化，长材吨钢毛利约维持在 300 元/吨左右，板材已处于盈亏边缘；由于铁矿石定价模式改变，冶炼成本与钢价的联动效应加强，单纯的钢价涨跌与企业实际利润贡献关联性下降，2011 年中期钢价越来越接近 08 年的历史高点，我们预计下半年高钢价、高成本、低利润的态势将延续。
- **我们继续给予行业“增持”评级。**综合上述，我们认为上半年估值修复行情的冲高回落，基本面未完全配合是主因；目前钢铁板块的估值水平重回年初的低位水平，部分钢铁股价已经到达或接近到达历史最低，估值的安全性逐步体现，一旦有恐慌性调整将带来抄底机会，建议做好左侧进入准备。鉴于行业基本面短期在底部调整，而长期来看行业远景向好，我们继续给予行业“增持”评级。当前时间点可重点关注限电、保障房建设情况对钢铁供需情况的影响，特别是保障房的真实建设情况将是影响钢铁行业下半年走势的关键变量。
- **下半年继续从“区域优势+资源储备+资产注入+长期价值”的四个维度考虑。**建议对以下公司重点关注：宝钢股份、八一钢铁、新兴铸管、方大炭素、酒钢宏兴、西宁特钢、凌钢股份、河北钢铁、新钢股份、太钢不锈、三钢闽光、攀钢钒钛等。
- **风险提示：**（1）国内宏观经济及国际大宗商品走势；（2）原材料成本变动风险；（3）限电及保障房对钢铁行业的影响。

最近 52 周行业表现



投资要点

投资评级与估值

我们认为上半年估值修复行情的结束，基本面未完全配合是主因。由于房地产、制造业需求增速在上半年出现下降趋势，对钢铁消费的拉力减弱，再加上铁矿石、焦炭等主要冶炼原料价格暴涨，直接导致钢厂盈利能力下降。

目前钢铁板块相对大盘的 PB 估值为 0.6 左右，处于历史平均水平，鉴于行业基本面短期在底部调整，长期来看行业远景向好，我们继续给予行业“增持”评级。

重点关注：宝钢股份、八一钢铁、新兴铸管、方大炭素、酒钢宏兴、西宁特钢、凌钢股份、河北钢铁、新钢股份、太钢不锈、三钢闽光、攀钢钒钛等。

有别于大众的认识

1、对于下半年保障房的投资拉动，我们相对判断比较谨慎，认为还需要看最终的实际执行情况，真实的建设情况将是影响钢铁行业下半年走势的关键变量。我们认为市场对保障房建设对钢材消费给予了过高的期望，通过我们持续跟踪调研了解到，上半年保障房建设情况并不是特别理想，当前实际钢铁需求拉动主要在于东北、西部地区在二、三季度出现传统季节性开工好转，以及西部投资的大幅增加；今年以来，汽车、机械、家电行业为代表的制造业以及出口对钢材消费的拉力已明显弱化。

2、2011 年下半年预计随着电荒的延续并加大，对钢铁行业生产节奏将有直接影响，特别是一些中小厂将被迫减产，大钢厂将借机增加检修频率，或将阶段性缓和行业供需矛盾。

3、我们认为当前市场对二、三季度长材需求给予了较高的期望，但现阶段长材已达历史相对高位，不排除有利好出尽，促发走势反转向下的风险存在，特别是四季度随着西部及东北地区入冬，长材将进入需求淡季，届时可多关注板材能否出现底部反弹。

4、我们认为钢铁股价经过一轮快速回落后，当前公司估值的安全性逐步体现，建议下半年做好左侧进入准备，一旦有恐慌性调整将带来抄底机会，我们会积极进行底部推荐。同时，我们明确趋势性大机会必须建立在市场情绪和基本面两大基础之上，缺少任一方面，那么市场只适宜逢低介入的波段操作，不会出现趋势性大行情，未来行业内宝钢、河钢这类大型龙头企业行情的启动，可以作为趋势性机会确立的标志。

股价表现的催化剂

国家积极产业政策的出台；房地产、制造业需求持续好转；出口大幅增加；铁矿石成本相对合理，钢价上涨；钢厂大幅度减产，缓和供需矛盾。

核心假设风险

终端市场需求继续低于预期；钢铁产量居高不下；钢价出现暴跌或矿价暴涨。

目 录

一 上半年估值修复行情缺乏基本面支撑	6
1.1 1~4 月钢铁板块表现强于大市	6
1.2 5~6 月行情震荡回调，投资重归理性	7
二 下半年钢铁行业仍以底部调整为主	10
2.1 终端行业需求同比增速仍有趋减迹象	10
2.2 中西部固投高于全国，积极看多区域性钢铁需求	11
2.3 钢铁产量持续居高不下，钢厂减产动力仍不足	12
2.4 社会库存虽连续下降，我们不减对后期库存回升的担忧	14
2.5 铁矿石进口量减价增，预计下半年冶炼成本仍较高	15
2.6 钢价高位区间震荡，钢材利润低位徘徊	16
三 限电及保障房情况将对下半年行业走势产生重大影响	17
3.1 预计三季度限电对钢铁行业的影响将有所放大	17
3.2 保障房对钢材消费的拉动至关重要	18
3.3 钢铁行业长期来看仍在向积极方向发展	19
四 规避短期风险，静待趋势机会	20
4.1 估值水平高位回落，再次给予行业安全边际	20
4.2 “区域+资源+政策+产品”的投资策略	20
4.3 HUS 重点覆盖公司情况	21
风险提示	22
国内宏观经济及国际大宗商品走势	22
原材料成本变动风险	22
限电及保障房对钢铁行业的影响	22

图表目录

图 1:	钢铁板块与沪深 300 指数走势比较.....	6
图 2:	2011 年一季度钢铁板块业绩超预期幅度垫底.....	6
图 3:	2011 年一季度利润下滑的钢铁公司数目过半.....	6
图 4:	钢铁行业基本面存在的问题.....	7
图 5:	地产行业新开工项目同比明显减少.....	7
图 6:	家电产量同比增速也出现下降趋势.....	7
图 7:	汽车产量同比增速出现负增长.....	8
图 8:	机械订单情况也不尽人意.....	8
图 9:	铁矿石价格维持高位.....	9
图 10:	废钢、焦煤价格也不断上涨.....	9
图 11:	2011 年上半年成本支撑钢价随震荡上行.....	9
图 12:	地产景气指数已现下降趋势.....	10
图 13:	新开工、销售同比均出现回落.....	10
图 14:	PMI 景气指数已接近 09 年底部水平.....	10
图 15:	中西部区域固投增速高于东部地区.....	11
图 16:	新疆 GDP 同比增速水平远高于全国.....	11
图 17:	中国粗钢日均产量情况.....	12
图 18:	中国钢筋产量统计.....	13
图 19:	中国线材产量统计.....	13
图 20:	中国中板产量统计.....	13
图 21:	中国热轧产量统计.....	13
图 22:	中国冷轧产量统计.....	13
图 23:	中国涂镀产量统计.....	13
图 24:	中国钢材社会库存逐年上升.....	14
图 25:	中国长材与板材社会库存变化比较.....	14
图 26:	2011 年钢材出口较 2010 年增量有限.....	15
图 27:	2011 年钢铁产量将高于 2010 年.....	15
图 28:	进口矿价震荡上行趋势不变.....	15
图 29:	2011 年板材盈利不容乐观.....	16
图 30:	2011 年长材盈利情况较好.....	16
图 31:	保障房已经成为住宅新开工的主要拉动力.....	18
图 32:	2011 年后保障房竣工项目将不断增加.....	18
图 33:	钢铁行业长期来看积极向好.....	19
图 34:	钢铁行业 PB 相对估值 6 月份重归安全区间.....	20
图 35:	积极看好四类钢铁公司.....	21
表格 1:	2011 年上半年钢铁日均产量统计.....	8
表格 2:	新疆钢材消费仍供不应求.....	11
表格 3:	中国钢铁表观消费及产能利用率情况.....	12
表格 4:	上半年限电对钢铁行业的影响.....	17
表格 5:	2011 年住宅新开工对钢铁行业需求的拉动情况.....	18

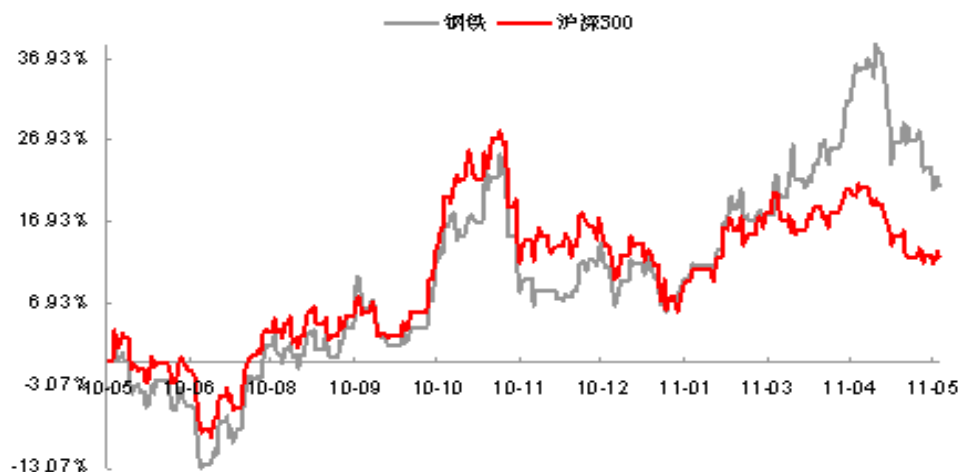
表格 6: 十二五期间保障房建设对于整体钢铁行业的需求拉动	19
-------------------------------------	----

一 上半年估值修复行情缺乏基本面支撑

1.1 1~4 月钢铁板块表现强于大势

2011 年 1 至 4 月份，受板块投资周期轮动效应影响，银行、钢铁这类相对低估值行业引得资本市场兴趣浓厚，表现强于大势。3 月份以前，我们从风险偏好角度对钢铁板块位于估值洼地时的投资机会一直持乐观态度。

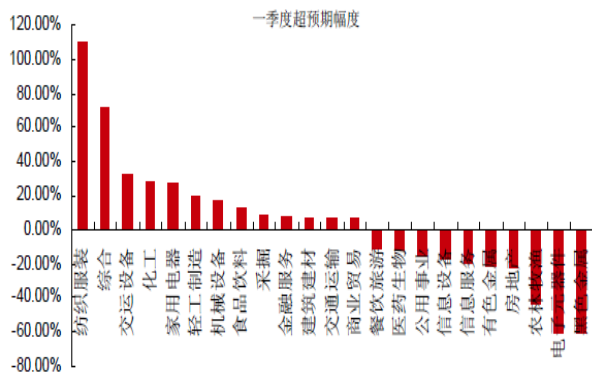
图 1： 钢铁板块与沪深 300 指数走势比较



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

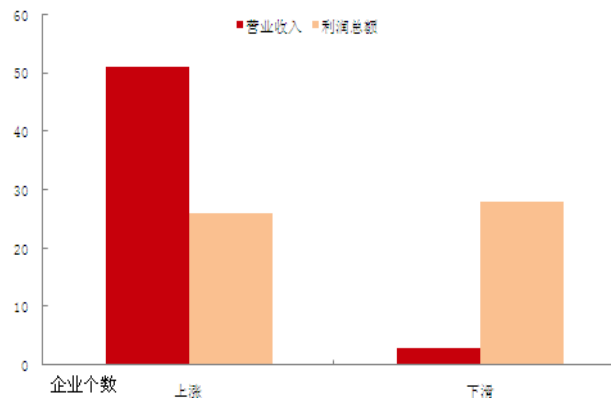
行业基本面未给予足够支撑，从一季度钢铁上市公司披露的实际业绩可以得到印证。2011 年一季度，HUS 钢铁股票池 54 家公司营业收入、营业成本均明显上升，净利润却明显下降，利润总额 114.21 亿元，较去年同期 120 亿元，同比降低 8%；从具体的公司来看，有 28 家企业同比下降，占股票池企业总数的 52%；钢铁行业盈利能力超预期幅度在各行业比较中垫底。

图 2： 2011 年一季度钢铁板块业绩超预期幅度垫底



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 3： 2011 年一季度利润下滑的钢铁公司数目过半

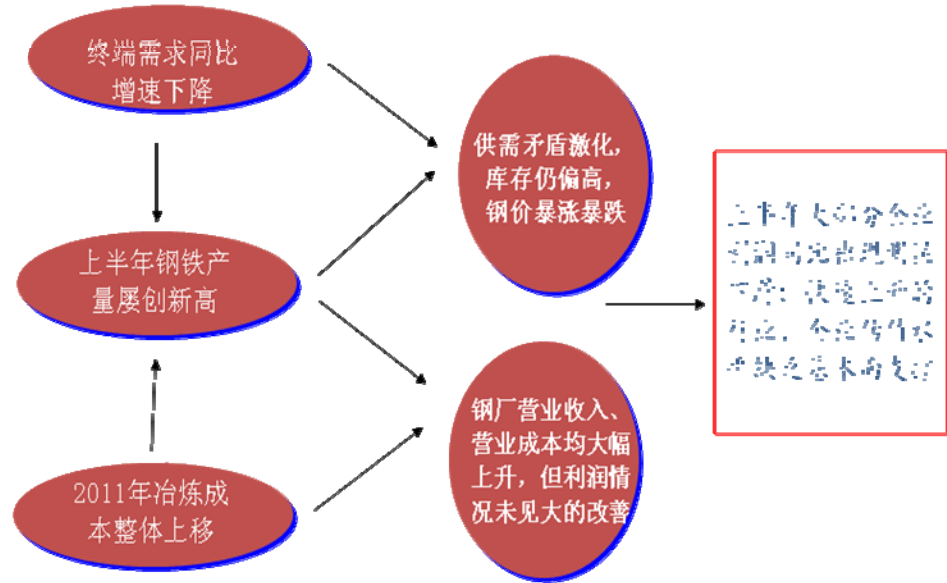


资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

1.2 5~6 月行情震荡回调，投资重归理性

2011 年 5~6 月以来，市场对钢铁板块的认识逐渐理性，市场投资向理性回归。我们从 4 月份开始持续揭示钢铁行业需要谨慎地看待这轮涨势，行业仍面临着下游需求晚于且低于预期、产能释放极其明显、对铁矿石的成本控制力不足的三大客观现状及潜在风险，缺少基本面配合，勿把一阵春风当作行业大趋势。

图 4： 钢铁行业基本面存在的问题

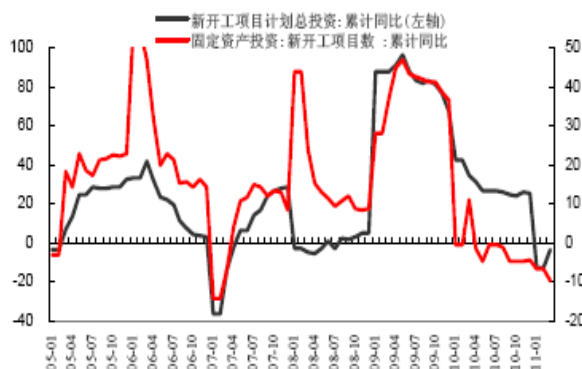


资料来源：华泰联合证券研究所整理

首先，从终端需求情况来看，上半年增速放缓迹象十分明显。

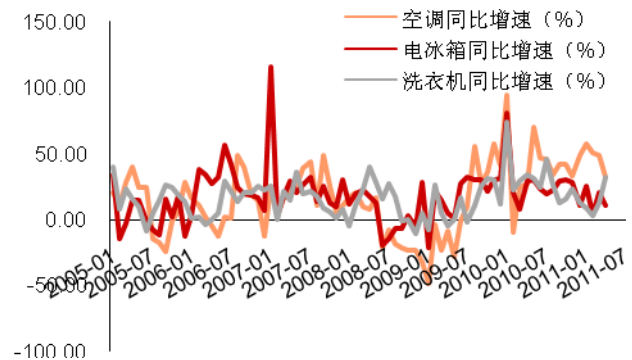
房地产新开工面积增速延续下滑态势。1-4 月份,全国新开工面积 5.68 亿平方米,同比增速为 24.41%,仅为去年同期同比增速的 38%。从家电产量来看，除了洗衣机同比增速出现上行势头外，空调、冰箱产量均呈下滑态势。

图 5： 地产行业新开工项目同比明显减少



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 6： 家电产量同比增速也出现下降趋势

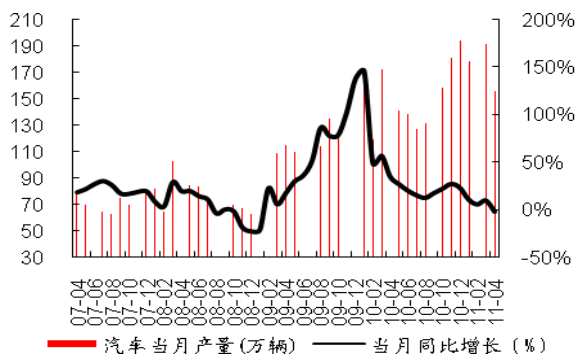


资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

汽车产量同比增速也呈现下滑态势。2011 年 4 月份汽车销量 155.2 万辆，环比下降

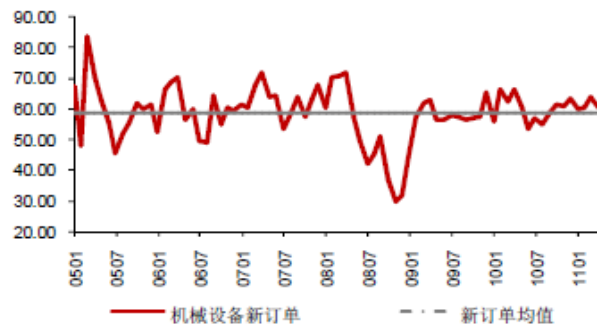
15.12%，同比出现金融危机以来的首次负增长。继4月中国汽车产销出现自2009年2月以来27个月的首次负增长之后，5月汽车产销较上月进一步回落。中国汽车工业协会报告显示，5月汽车产销134.89万辆和138.28万辆，环比下降12.14%和10.90%，同比下降4.89%和3.98%。

图7：汽车产量同比增速出现负增长



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图8：机械订单情况也不尽人意



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

其次，当前钢铁行业高产能利用率、高库存、高价格、低利润的“三高一低”特征明显。从钢铁产能释放来看，自2月下旬以来，粗钢日均产量长期维持在190万吨以上的高位，进一步加大了后期去库存的压力。同时，我们也注意到协会统计口径自3月以来，明显大幅增加了对非钢协重点企业日均产量的预估数，这部分增幅50%达到日均30万吨左右，中小钢厂的产量数据大增，是全国粗钢产量被垫高的重要原因。

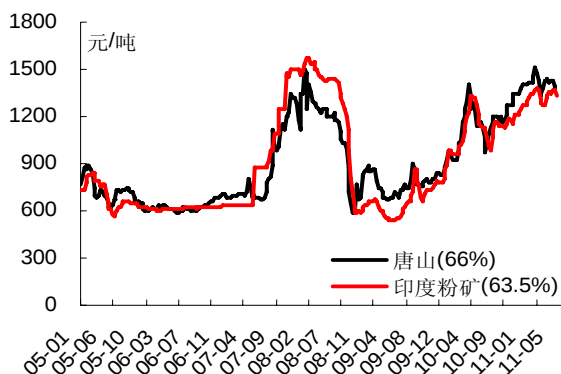
表格1：2011年上半年钢铁日均产量统计

	2011年 月份	日均			环比(%)		
		全国 产量	重点大中型 企业	非重点 企业	全国 产量	重点大中型 企业	非重点企 业
1月	上旬	179.4	151.2	28.2	3.5%	3.5%	3.4%
	中旬	169.5	148.9	20.7	-5.5%	-1.5%	-26.5%
	下旬	171.0	150.3	20.7	0.9%	1.0%	-0.2%
2月	上旬	178.7	158.5	20.2	4.5%	5.4%	-2.2%
	中旬	181.4	159.5	21.9	1.5%	0.6%	8.4%
	下旬	191.2	171.2	19.9	5.4%	7.4%	-9.0%
3月	上旬	190.3	159.0	31.3	-0.4%	-7.1%	57.1%
	中旬	194.5	162.5	32.0	2.2%	2.2%	2.2%
	下旬	192.2	161.5	30.8	-1.2%	-0.6%	-3.8%
4月	上旬	197.9	165.3	32.6	3.0%	2.4%	5.9%
	中旬	190.4	161.3	29.1	-3.8%	-2.4%	-10.7%
	下旬	194.1	164.4	29.7	1.9%	1.9%	2.1%
5月	上旬	194.7	163.2	31.4	0.3%	-0.7%	5.9%
	中旬	198.4	166.2	32.2	1.9%	1.8%	2.3%
	下旬	191.5	160.4	31.1	-3.5%	-3.5%	-3.4%

资料来源：中国钢铁工业协会，华泰联合证券研究所

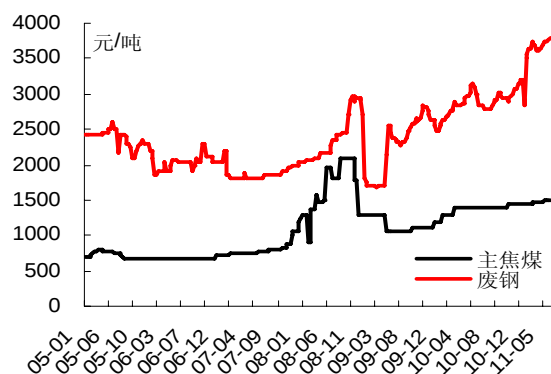
2011 年上半年冶金原料价格一路高涨，钢厂采购成本提高，直接影响钢厂利润。一季度纳入中国钢铁工业协会统计的 77 户大中型企业产品销售利润率只有 2.91%，比全国工业行业平均销售利润率 6.2% 低 3.29%，钢铁行业整体处于低效益运行状态。77 户大中型企业中，有 10 户企业亏损，亏损面达 13%，亏损额 6.5 亿元，大部分企业生产经营仍处于困难中。

图 9： 铁矿石价格维持高位



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 10： 废钢、焦煤价格也不断上涨

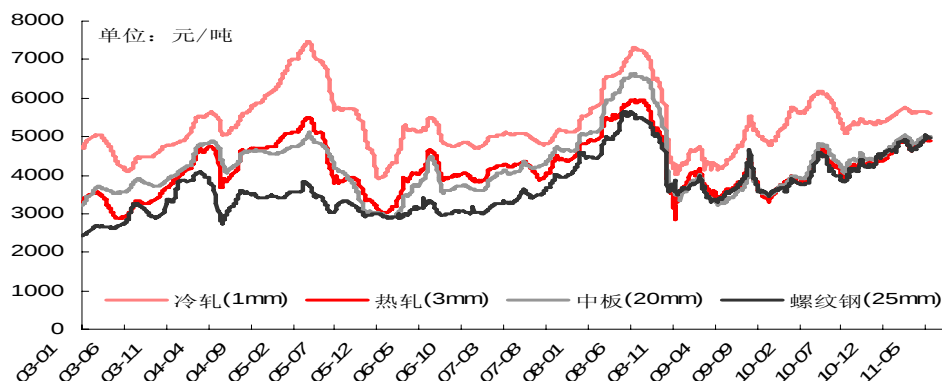


资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

2011 年一季度铁矿石综合均价在 1420 元/吨左右，环比 2010 年四季度均价 1340 元/吨上涨 6%，同比去年 1025 元/吨上涨 39%；进口到岸价平均 156.62 美元/吨，同比上涨 60.31 美元/吨，涨幅 62.62%。2011 年二季度铁矿石价格上涨幅度在 15-25%，较一季度每吨高出近 30 美元，环比更增加冶炼成本 300 元/吨左右。

除了铁矿石价格，焦煤、废钢价格也出现了明显上涨， 2011 年上半年均价分别在 1470、3580 元/吨左右，环比分别上涨 4%、22%，同比分别上涨 8%、25%。

图 11： 2011 年上半年成本支撑钢价随震荡上行



资料来源：Custeel，华泰联合证券研究所整理

综合上述，上半年基本面情况并不足以支撑钢铁板块投资快速冲高，上涨的主要动力在于钢铁行业长期的低估值优势终于引起了市场的关注，资金的偏好转移以及日本地震带来的阶段性出口增加也形成催化因素，钢铁企业盈利能力普遍未超预期。

二 下半年钢铁行业仍以底部调整为主

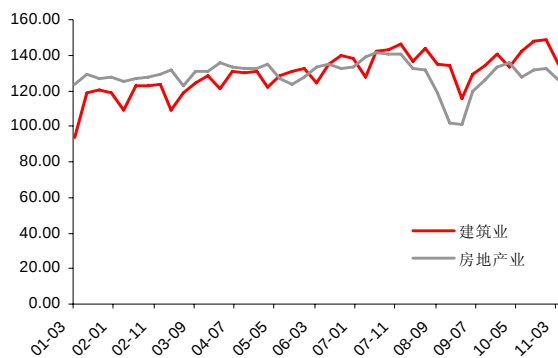
2.1 终端行业需求同比增速仍有趋减迹象

“十二五”时期是我国经济转型的关键时期，按照我国 GDP 由“十一五”年均增长 11.2% 下调 4.2% 为 7%，加上全社会对钢材消费强度减弱，“十二五”期间对全社会钢材消费的需求的增幅将会下降。

同“十一五”时期的高需求、高增长的态势不同，中钢协预测“十二五”时期国内市场需求年均增长率将降至 2.6%~4.6%。

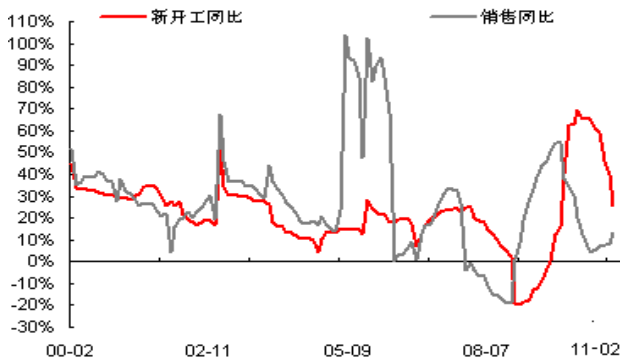
从统计局公布的 2011 年一季度数据来看，房地产行业的景气指数较去年同期下降了 13.9，环比去年第四季度也下降了 11.9；其次是与之密切相关的建筑行业，景气指数较去年下降了 4.4 个点，环比上一季度下降了 28.2。

图 12： 地产景气指数已现下降趋势



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 13： 新开工、销售同比均出现回落

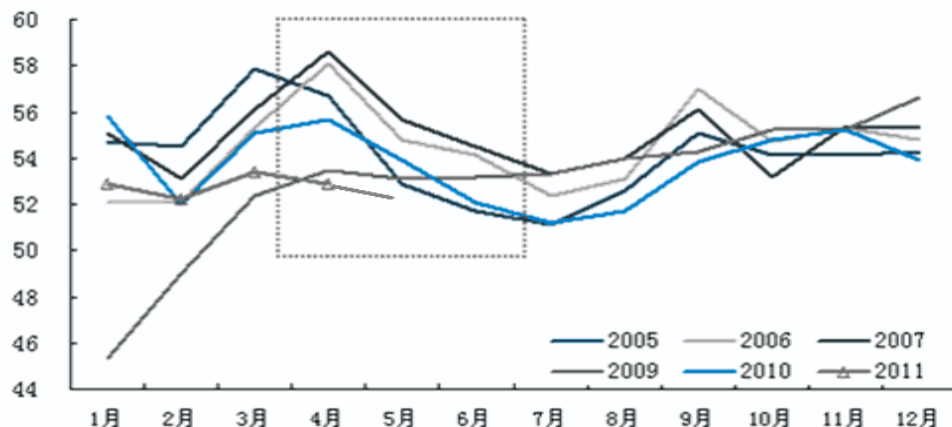


资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

国家对房地产调控没有放松迹象，地产景气指数在上半年已出现拐点，新开工和销售面积也出现了高位回落，下半年形势依然严峻。

不仅是房地产行业承压明显，2011 年 PMI 指数也出现明显下滑，2011 年已接近 09 年底部水平。

图 14： PMI 景气指数已接近 09 年底部水平



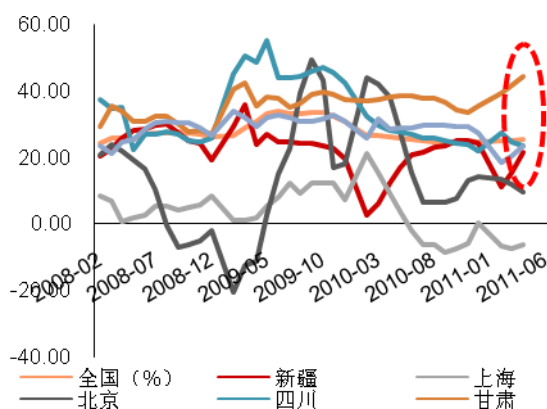
资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

2011 年 4 月 PMI 为 52.9,较上月回落 0.5 个百分点,新订单为 53.8,比上月回落 1.4 个百分点,4 月 PMI 指数反季节下滑,反映制造业整体景气度下降,5 月中国 PMI 指数从 4 月份的 52.9 下降至 52.0,创下 PMI 指数 7 年历史中 5 月份的新低。

2.2 中西部固投高于全国,积极看多区域性钢铁需求

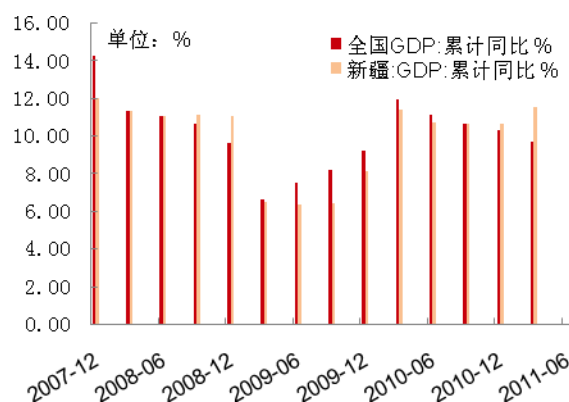
中西部地区固定资产投资同比增幅持续高于华东区域。新疆、甘肃、四川、重庆等中西部区域 2011 年以来仍保持着较高增长;北京、上海等东部一线城市则同比下降趋势明显,且低于全国平均水平。特别是新疆地区,受国家重点建设投资拉动,其 GDP 累计同比增速自 2010 年下半年以来持续远高于全国平均水平。

图 15: 中西部区域固投增速高于东部地区



资料来源: 国家统计局, 华泰联合证券研究所整理

图 16: 新疆 GDP 同比增速水平远高于全国



资料来源: 国家统计局, 华泰联合证券研究所整理

新疆等西部地区大规模建设发展对钢材的消费在不断上升,结合季节性因素,我们对 10 月份之前的中西部钢铁消费及当地钢材价格持乐观态度。

表格 2: 新疆钢材消费仍供不应求

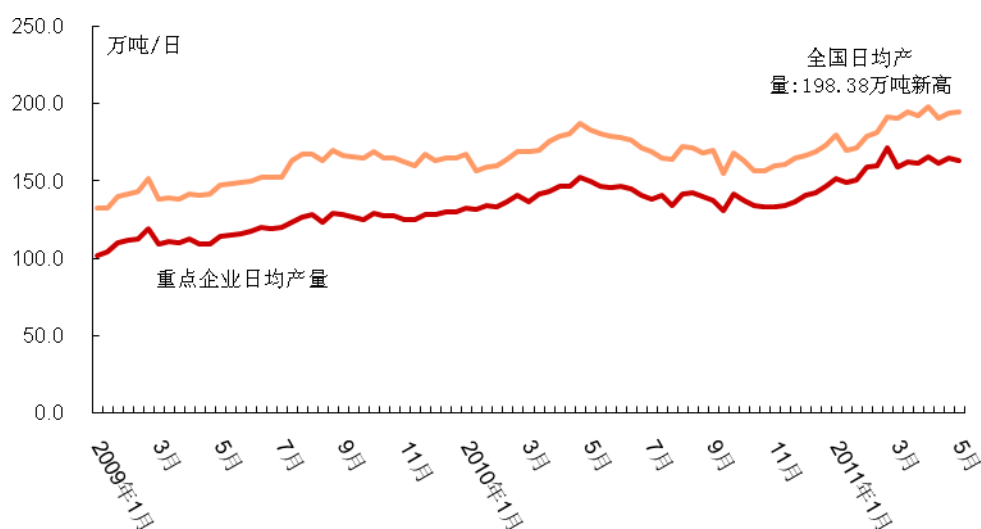
项目	单位	2011E	2012E	2013E	2014E
固定资产投资	(亿元)	4000	4800	5500	6200
固定资产投资增速	(%)	25%	20%	15%	13%
粗钢产量假设	(万吨)	780	840	880	920
产量增速	(%)	8%	8%	5%	5%
粗钢需求	(万吨)	1155	1387	1589	1791
需求增速	(%)	25%	20%	15%	13%
投资消费强度	(吨/亿元)	2889	2889	2889	2889
供需缺口	(万吨)	-375	-547	-709	-871

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

2.3 钢铁产量持续居高不下，钢厂减产动力仍不足

据中钢协最新的产能预计，2011年年底全行业的炼钢产能将达到7.68亿吨左右，虽然2011年底前国家不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目，使得钢铁新建产能增速首次回落到5%以下，产能过剩情况依旧比较突出。

图 17： 中国粗钢日均产量情况



资料来源：中国钢铁工业协会，华泰联合证券研究所整理

2011年1-4月，中国生产粗钢2.297亿吨，同比增长8.3%，产能利用率升至89.7%新高，各主要品种产量均呈现上升势头。

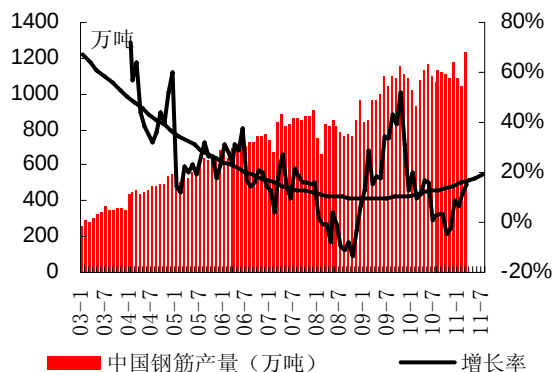
表格 3：中国钢铁表观消费及产能利用率情况

日期	粗钢产能	粗钢产量	钢材进口量	钢材出口量	表观消费量	产能利用率
2003年	26381	22116	3717	696	25137	83.8%
2004年	34013	28049	1422	2926	26545	82.5%
2005年	42376	35345	2053	2582	34816	83.4%
2006年	56315	42285	1852	4304	39833	75.1%
2007年	61031	48924	1686	6226	44384	80.2%
2008年	64431	50031	1546	5927	45650	77.7%
2009年	71328	56784	1763	2460	56087	79.6%
2010年	74000	62665	1643	4256	60052	84.7%
2011年E	76800	66000	1500	4600	62900	85.9%

资料来源：中国钢铁工业协会，海关总署，华泰联合证券研究所整理

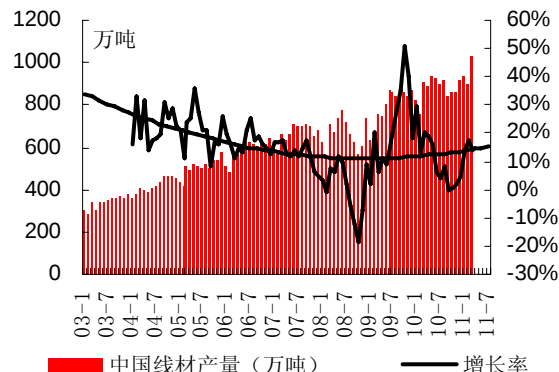
我们预计2011年整体产能利用率仍将高达85%以上，为近年来最高水平。而且，从我们日常与一些钢厂沟通了解到，上半年大部分钢厂仍有利润，所以即便需求增速放缓，但钢厂生产动力积极，未见主动减产。

图 18: 中国钢筋产量统计



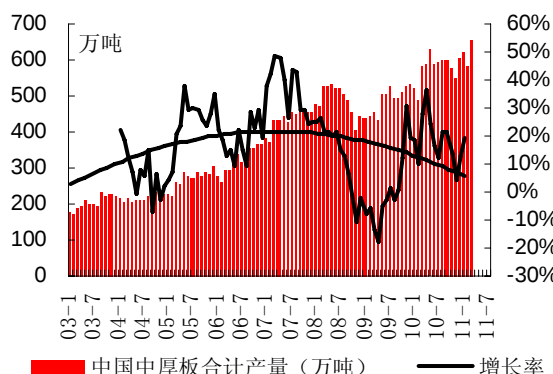
资料来源: 中国钢铁工业协会, 华泰联合证券研究所整理

图 19: 中国线材产量统计



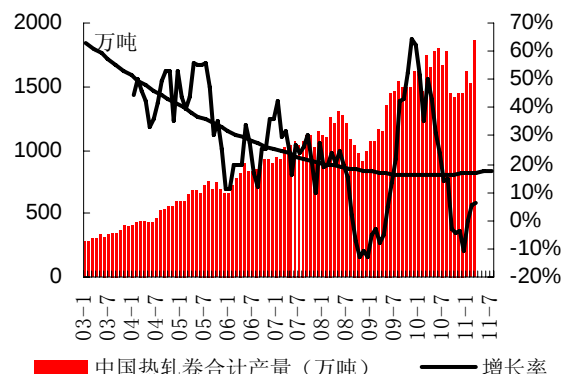
资料来源: 中国钢铁工业协会, 华泰联合证券研究所整理

图 20: 中国中板产量统计



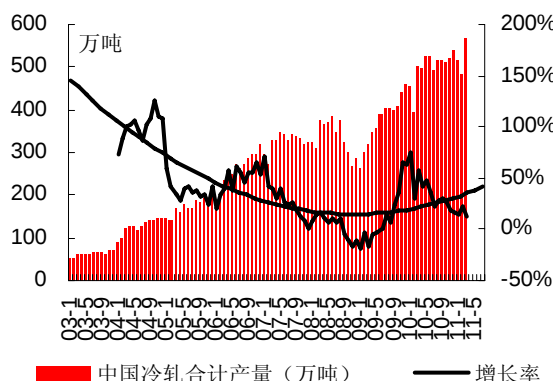
资料来源: 中国钢铁工业协会, 华泰联合证券研究所整理

图 21: 中国热轧产量统计



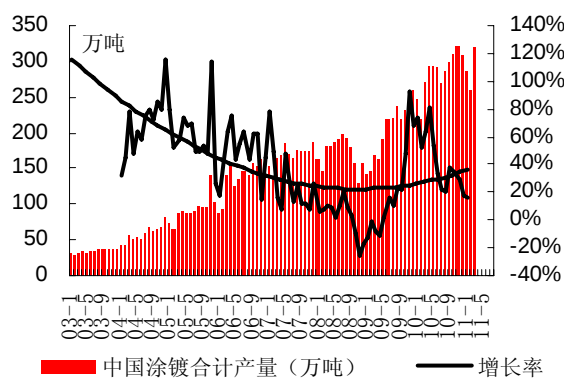
资料来源: 中国钢铁工业协会, 华泰联合证券研究所整理

图 22: 中国冷轧产量统计



资料来源: 中国钢铁工业协会, 华泰联合证券研究所整理

图 23: 中国涂镀产量统计

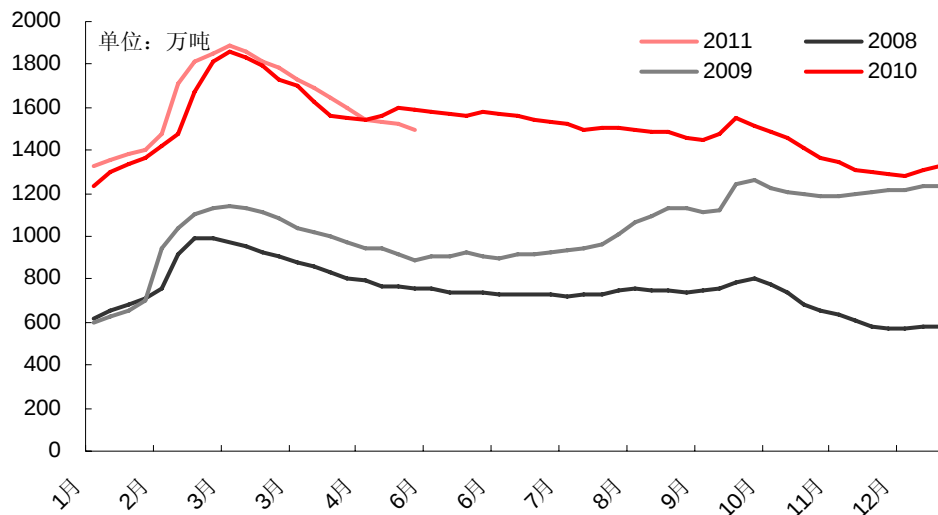


资料来源: 中国钢铁工业协会, 华泰联合证券研究所整理

2.4 社会库存虽连续下降，我们不减对后期库存回升的担忧

2011年一季度钢铁行业社会库存曾创下1890万吨的历史新高，随着钢铁需求季节性好转，中西部、东北地区基建项目开工增多，长材上半年去库存程度明显。

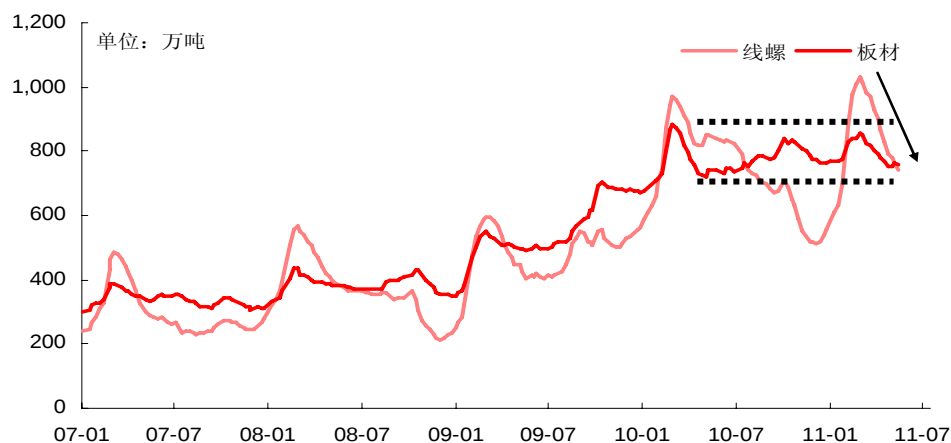
图 24： 中国钢材社会库存逐年上升



资料来源: Mysteel, 华泰联合证券研究所整理

上半年社会总体库存较2010年变化不大，整体维系高位。特别是受制造业增速下降影响，板材库存消耗缓慢，去库存情况远不及长材，其中，冷轧库存更是在5月中旬创历史新高。

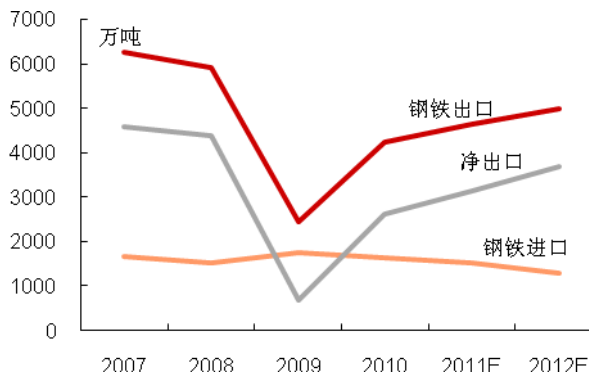
图 25： 中国长材与板材社会库存变化比较



资料来源: Mysteel, 华泰联合证券研究所整理

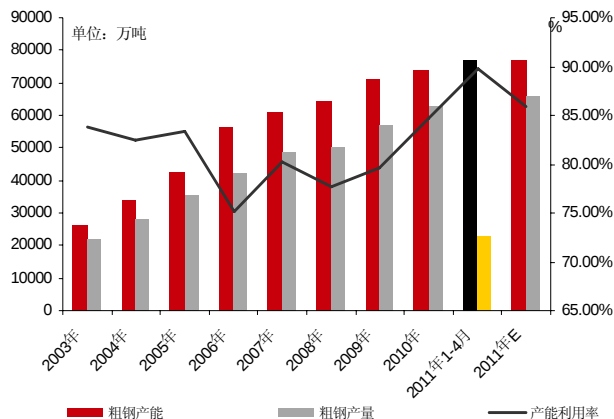
综合来看，2011 年以来终端消费情况低于预期，钢厂产量持续高位，进出口情况基本和去年持平，预计今年净出口将在 3500 万吨左右，尚不足以形成大的消费拉力，我们对保障房的钢材消费拉动仍在继续观察，因此，我们对于下半年的实际需求好坏仍有一定忧虑，一旦需求低于预期，库存将出现快速回升。

图 26： 2011 年钢材出口较 2010 年增量有限



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

图 27： 2011 年钢铁产量将高于 2010 年

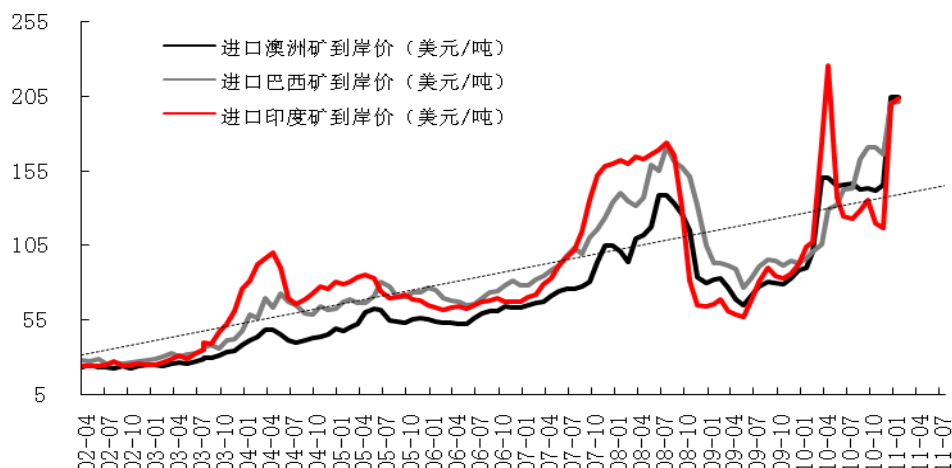


资料来源: 中国钢铁工业协会, 华泰联合证券研究所整理

2.5 铁矿石进口量减价增，预计下半年冶炼成本仍较高

铁矿石进口出现量减价增的特征。海关数据显示，4 月中国进口铁矿石 5288 万吨，同比下降 4.5%，环比下降 11.1%，这是继 3 月矿石进口回升后再次出现下滑。2 季度长协价格以及现货价格普遍上涨是制约国内厂商进口主因。4 月份铁矿石进口单价为 160.5 美元/干吨，环比基本持平，处于历史高位，1~4 月份，我国铁矿石进口均价为 157.6 美元/吨，同比上涨 53.9%。

图 28： 进口矿价震荡上行趋势不变



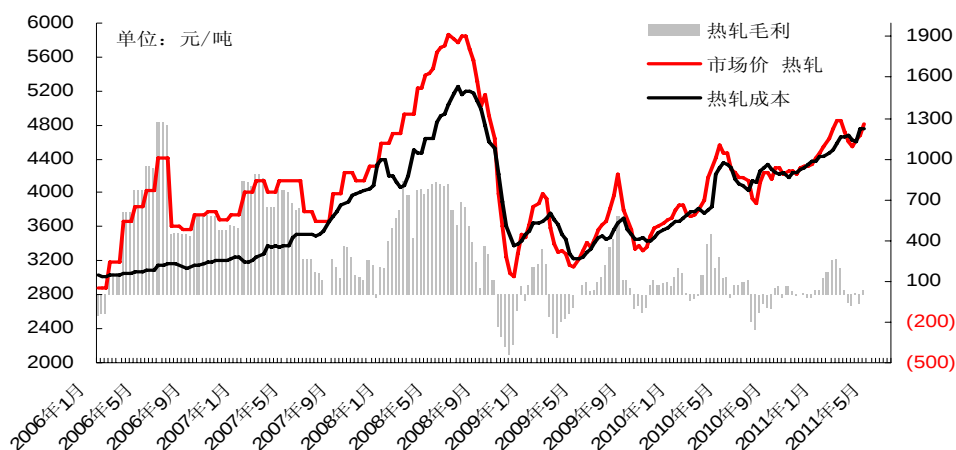
资料来源: Mysteel, 华泰联合证券研究所整理

结合钢铁生产对进口矿的以来情况，我们判断铁矿石供需格局短期不会逆转，预计下半年铁矿石价格同比仍将维系高位。

2.6 钢价高位区间震荡，钢材利润低位徘徊

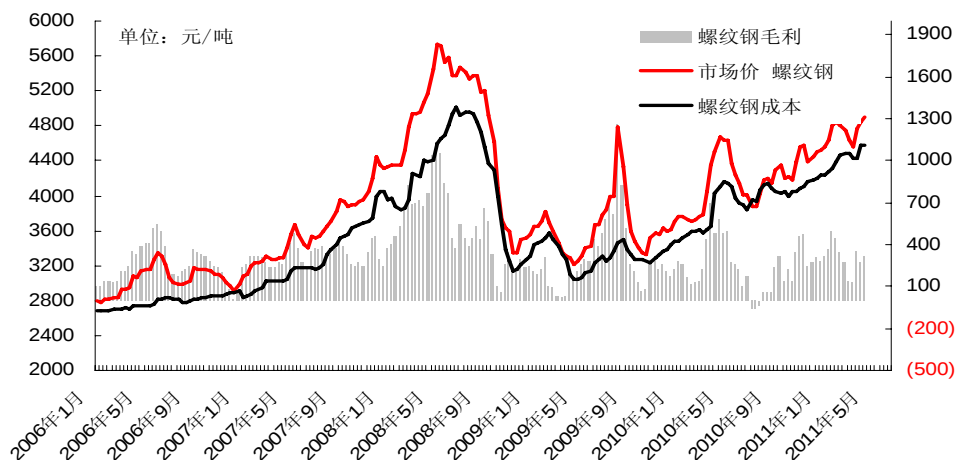
2011 年上半年，钢材价格虽然始终保持震荡上行，但钢铁的盈利能力却因成本因素而弱化，长材吨钢毛利约维持一致较高，板材盈利能力开始下降；由于铁矿石定价模式改变，冶炼成本与钢价的联动效应加强，单纯的钢价涨跌与企业实际利润贡献关联性下降，且当前长材价格越来越接近 08 年的历史高点，下半年面临调整的风险也越来越大。

图 29： 2011 年板材盈利不容乐观



资料来源：Custeel，华泰联合证券研究所整理

图 30： 2011 年长材盈利情况较好



资料来源：Custeel，华泰联合证券研究所整理

综合上述，从目前制造业主要行业变化趋势来看，预计三季度制造业景气程度继续呈下降趋势；此外，上半年房地产景气指数拐点已现，如无政策变化，将出现销售下降-新开工下降-地产投资下降的依次变化，下半年形势依旧严峻，能否维稳将主要取决于保障房建设开工的支撑力度。预计 2011 年钢铁产能利用率将比去年提高并维持在高位上，以目前产量及产能利用率情况看，较高的产能释放将给后期市场带来较大压力，特别是在需求转弱情况下，近期社会库存企稳也从侧面反应了这种压力。

三 限电及保障房情况将对下半年行业走势产生重大影响

3.1 预计三季度限电对钢铁行业的影响将有所放大

4 月份本来是传统的电力需求淡季，但浙江、重庆等地已经出现了“电荒”，浙江已经遭遇 2003 年以来，用电形势最严峻的一年；同时，湖南、湖北、江西、贵州等地出现了用电紧张态势。从我国电力供需周期来看，2010 年利用小时首次大幅正向变动，一般地呈 5 年短缺、5 年盈余的分布，我们电力研究团队判断，我国电力供需将重回短缺时代。

我们通过调研交流了解到，华东、华中和西南等少部分钢厂受电力供应不足影响，4 月开始限产，但这部分产量对行业供给影响较小，因主要产钢大省还未遭遇限电，随着 6 月份全国进入用电高峰期，钢铁行业即将面临新一轮的限电。

2011 年三季度随着用电高峰的到来，预计电荒现象将延续并加大，对钢铁行业生产节奏将有直接影响，特别是一些中小厂将被迫减产，大钢厂也将借机增加检修频率，或将阶段性缓和行业供需矛盾。

表格 4：上半年限电对钢铁行业的影响

地区	上半年限电对钢厂具体影响
华北	河北计划 2011 年淘汰炼钢产能将达 1550 万吨，占全国任务的 59%，进入盛夏后，在各省限电保民用的情况下，河北有出台限电方案的可能。
华东	宁钢受到拉闸限电的影响产量减少了 5%左右，限电幅度还不是很大，只是对企业在高峰时段进行限电。
华东	暂无限电影响。不过济钢、莱钢、永锋在 5 月均有生产线检修计划。
西北	钢厂暂无限电影响。
华东	萍钢 4 月初已经开始限电，影响产量 12 万吨左右。新钢减少 10%的用电负荷，受此影响钢材产量减少了 5%左右。由于钢厂有余热发电，限电对生产无直接影响。
西南	受电力供应紧张影响，重钢、水钢均有生产线限产。
华中	湘钢由于电力供应不足，湘钢目前生产受影响较大，一条线材和一条板材生产线已受限，用电高峰时需对三条生产线限产。涟钢电力紧张，生产暂无影响，不过产线有常规检修。
华南	广州裕丰四月份因限电影响对一条棒材线进行间歇性检修，一周内开四天停三天，预计影响产量 3 万吨，五月份恢复正常供电。

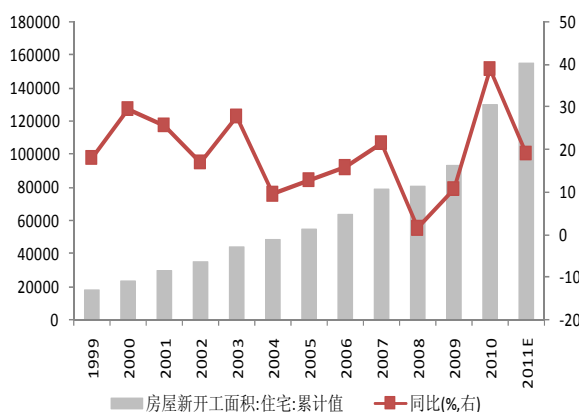
资料来源：Custeel，华泰联合证券研究所整理

2010 年三季度开始的拉闸限电节能减排来看，曾致全国粗钢产量月同比增速从上半年的 25.83%降至下半年的 6.34%，同时，我们也注意到如果对下游用钢企业限电措施也加重，不排除限电对钢铁需求也会产生负面影响，成为“双刃剑”。

3.2 保障房对钢材消费的拉动至关重要

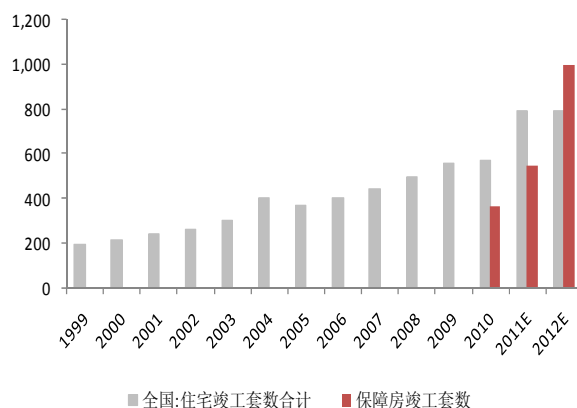
2010 年剔除保障房的新开工接近零增长，保障房成为新开工的主要拉动力。2010 年剔除保障房后的住宅新开工为 9.4 亿平米，同比 2009 年的 9.2 亿平增长约 1.8%，几乎接近零增长。

图 31： 保障房已经成为住宅新开工的主要拉动力



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所策略部整理

图 32： 2011 年后保障房竣工项目将不断增加



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所策略部整理

依据我们宏观策略团队对 2011 年普通住宅新开工进行情景分析，在不同的下滑程度下，保障房将拉动建筑钢需求 10%-18%，对应拉动整体钢铁行业需求 4%-6%。

但是，我们考虑到由于保障房建设大多利润微薄，且保障房用地一般采取划拨形式，让地方政府难以获取土地出让收入，建设资金募集投入方面有较大压力。此外，10 月后季节性因素会导致东北、西部地区基建实质性转淡，三季度保障房真实的开工情况将最为关键，能否达到预期还需要进一步观察。

表格 5：2011 年住宅新开工对钢铁行业需求的拉动情况

保障房新开工	剔除保障房的住宅新开工	同比增速	有效施工面积	建筑钢拉动同比	钢铁行业需求拉动
600,000	946,679	0%	3,715,087	18.0%	6.3%
600,000	852,011	-10%	3,667,753	16.5%	5.8%
600,000	757,343	-20%	3,620,419	15.0%	5.2%
600,000	662,676	-30%	3,573,085	13.5%	4.7%
600,000	568,008	-40%	3,525,751	11.9%	4.2%
600,000	473,340	-50%	3,478,417	10.4%	3.7%

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 6：十二五期间保障房建设对于整体钢铁行业的需求拉动

年度	有效施工面积(万平米)	钢筋使用量(万吨)	整体钢铁行业需求拉动
2010	314,943	13,116	
2011E	357,309	15,722	4.7%
2012E	402,599	17,714	4.4%
2013E	391,267	17,216	-1.0%
2014E	371,369	16,340	-1.8%
2015E	372,644	16,396	0.1%

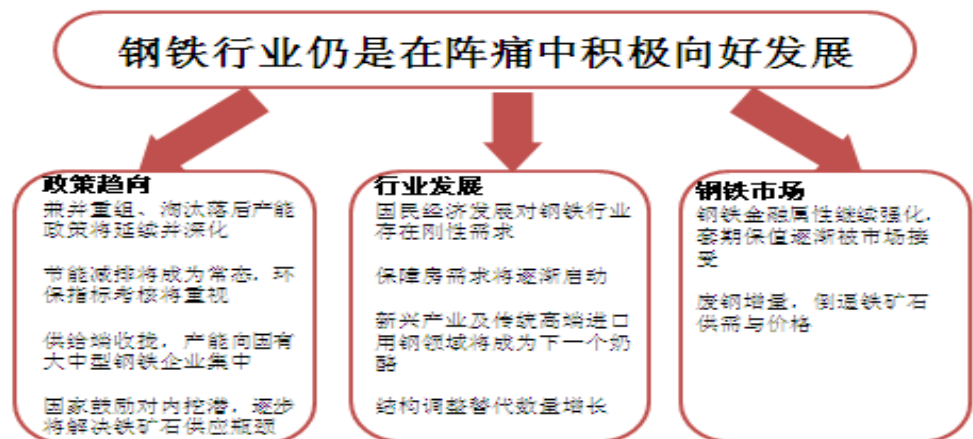
资料来源：华泰联合证券研究所

3.3 钢铁行业长期来看仍在向积极方向发展

钢铁行业产能未来将向大中型钢厂集中。节能减排、淘汰落后产能、准入核查、兼并重组等方面对钢铁行业的长期影响更为深入，当前众多钢厂纷纷由规模扩张转向品种、质量、效益为主转变，经历过市场洗礼后的少数重点钢厂竞争力将不断增强。

2012 年后铁矿石价格由高位转入下降通道概率较大。铁矿石长协模式被取消后，冶金原料采购成本价格与钢材现货价格直接联动，涨跌幅度更大、频率更高，使得钢铁企业稳定经营难度加大，当前制约钢厂最主要的成本因素经历了几年的困境后，也在向积极方向发展，钢厂开始意识到上游资源的重要性，纷纷通过各种方式加大权益矿的比例，在加上废钢资源的日益增多。

图 33： 钢铁行业长期来看积极向好



资料来源：华泰联合证券研究所整理

综合上述，我们认为上半年估值修复行情的冲高回落，基本面未完全配合是主因；目前钢铁板块的估值水平重回年初的低位水平，部分钢铁股价已经到达或接近到达历史最低，估值的安全性逐步体现，一旦有恐慌性调整将带来抄底机会，建议做好左侧进入准备。鉴于行业基本面短期在底部调整，而长期来看行业远景向好，我们继续给予行业“增持”评级。

四 规避短期风险，静待趋势机会

4.1 估值水平高位回落，再次给予行业安全边际

从相对估值来看，钢铁行业和 A 股的历史相对 PB 比值在 0.52 和 0.68 倍之间，均值为 0.6 倍。

一季度的估值修复行情之后，目前逐步回落到 0.6 倍左右的中间水平。

保障房建设、限电减产、淘汰落后产能、兼并重组、铁矿石等相关题材都将是钢铁行业投资机会的重要催化剂。

图 34： 钢铁行业 PB 相对估值 6 月份重归安全区间



宝钢、河北此类龙头企业盈利状况能否实质性大幅提升，将是我们判断未来行业趋势的重要依据。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

4.2 “区域+资源+政策+产品”的投资策略

在行业策略方面，考虑到行业仍处于周期底部，经济建设对钢铁存在刚性需求，且未来成本问题将逐步改善，我们对行业继续给予“增持”评级。

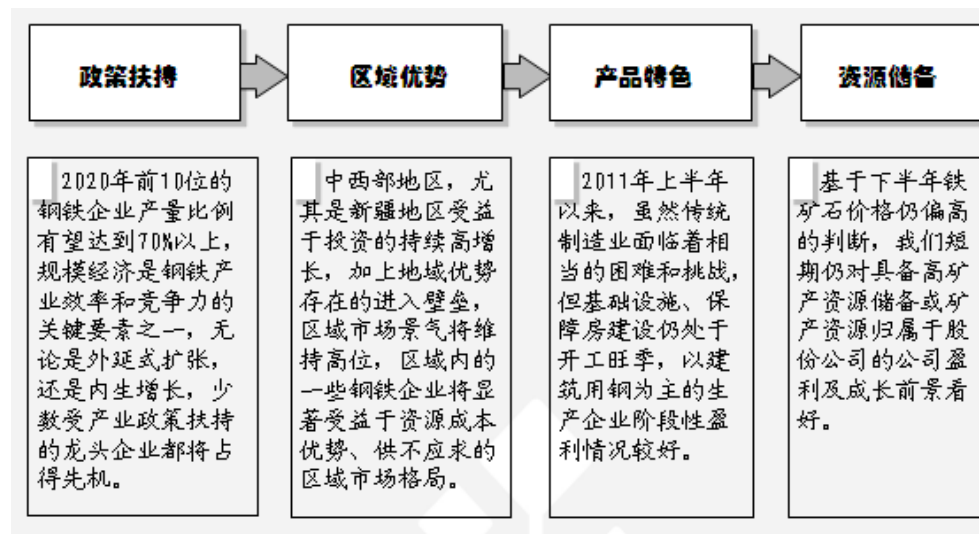
在公司选择方面，我们依据“政策扶持+区域优势+产品特色+资源储备”作为主要自上而下的选择方式，寻找真正具备实际价值、高成长的投资标的。

中西部地区，尤其是新疆地区受益于投资的持续高增长，加上地域优势存在，进入壁垒较高，区域市场景气将维持高位，区域内的一些钢铁企业将显著受益于资源成本优势、供不应求的区域市场格局。这类公司主要包括八一钢铁、新兴铸管、酒钢宏兴、西宁特钢等。

基于下半年铁矿石价格仍将维持高位的判断，我们年内对具备铁矿石概念的公司盈利能力看好，如西宁、凌钢、太钢、攀钢钒钛、河北等。

规模经济是钢铁产业效率和竞争力的关键要素之一，无论是外延式扩张，还是内生增长，少数受产业政策扶持的龙头企业（河北钢铁、宝钢股份等）、或通过资产注入实现外延扩张来提高自身竞争力的企业（酒钢、西宁、新钢等）都将占得先机。

图 35： 积极看好四类钢铁公司



资料来源：华泰联合证券研究所整理

4.3 HUS 重点覆盖公司情况

股票名称	当前 股价	总市值(百 万)	流通市值 (百万)	EPS			PE			PB	投资建议
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2011E	
大冶特钢	15.8	7100.65	7064.63	1.25	1.43	1.54	12.72	9.42	8.76	1.93	增持
河北钢铁	4.47	30739.21	16787.13	0.22	0.23	0.3	20.71	21.83	16.49	1.11	买入
太钢不锈	5.22	29734.41	15799.36	0.24	0.36	0.45	21.76	14.71	11.41	1.34	增持
鞍钢股份	7.05	43350.51	43350.51	0.32	0.39	0.55	22.33	37.79	13.63	0.95	中性
华菱钢铁	4.03	12153.07	4518.8	-0.91	0.12	0.34	-4.48	29.07	18.42	0.92	增持
武钢股份	4.25	42898.56	42898.56	0.17	0.29	0.36	25.24	14.57	11.38	1.51	中性
宝钢股份	6.49	113653.19	113653.19	0.76	0.82	0.91	8.49	7.88	6.95	1.05	买入
济南钢铁	4.91	15321.56	15321.56	0.03	0.08	0.12	174.17	46.5	31.14	1.51	中性
莱钢股份	9.61	8863.04	2246.53	0.13	0.15	0.2	70.26	51.7	37.73	1.14	中性
西宁特钢	8.85	6559.79	6559.79	0.44	0.48	0.59	20.04	17.55	14.19	2.47	增持
凌钢股份	8.67	6970.7	3229.83	0.74	0.82	0.97	11.66	13.36	11.36	2.02	买入
南钢股份	4.08	15813.07	6873.98	0.24	0.3	0.39	17.18	14.53	10.86	1.83	增持
酒钢宏兴	5.39	22052.42	9417.41	0.23	0.49	0.55	22.95	27.68	24.6	3.17	增持
八一钢铁	13.81	10584.66	10584.66	0.69	1.05	1.37	20.07	11.46	10.43	2.46	买入
马钢股份	3.53	21066.16	21066.16	0.2	0.16	0.21	17.63	23.73	17.95	1.01	增持

资料来源：wind，华泰联合证券钢铁股票池

风险提示

国内宏观经济及国际大宗商品走势

国家产业政策如房地产政策调控、货币政策、钢铁行业兼并重组、淘汰落后产能、节能减排等，其内容和执行力度是影响我们对行业趋势判断的主要风险；另一方面，美国量化宽松政策引起流动性泛滥，全球通胀压力仍较大，经济复苏的不稳定性使得大宗商品存在暴涨暴跌的潜在危机。

原材料成本变动风险

铁矿石供需及价格变动对钢厂产销影响明显；若矿价长期维持高位，将会压制钢铁企业的利润空间，影响企业的经营业绩。

限电及保障房对钢铁行业的影响

若保障房建设开工执行情况低于预期，钢铁需求将会出现下降，对钢铁行业影响将十分明显；若下半年限电强度加大，则会对钢厂及下游制造业开工带来直接影响。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn