

增持 维持

钢铁行业

2011 年 6 月 17 日

供需压力在三季度体现

钢铁行业高级分析师：刘彦奇
SAC 执业证书编号：S0850207120452
liuyq@htsec.com
021-23219391

1、2011 年产能仍较大，消化不了

钢铁行业的三大问题没有解决：产能周期、矿石外控、竞争无序。其中产能周期没有走完是主因。无序竞争需要漫长的时间解决，矿石问题开始好转。

2011 年相比 2010 年有 15% 的产能潜力，而需求估计只有 8% 左右，消化不了。目前日均粗钢产能 193 万吨，全年可用产量潜力 12%，2011 年新增 4500 万吨左右，假设只有 2000 万吨可以实际发挥，则总共全年可用产能潜力为 15%-16%，而需求 8% 左右。出口可以缓解部分，因为去年下半年因为下调钢材出口退税导致出口迅速下降，因此，今年下半年出口要相对乐观。

金融危机后的 2009-2011 年，钢铁基本面基本上在不断重复一个循环：前高后低。症结背后还是期望较高而产能周期没有走完。2009 年产量刚开始比较谨慎，在 5-7 月宏观数据出来以后，情绪高涨，产量猛增，但市场很快发现供需差异太大，于是在前期库存和后续供给的压力下，开始微利，于是减产。2010 年则略有不同，即从一开始就情绪高昂，整个上半年产量都很大，过了旺季，大家发现库存还在高位，真实需求不旺，压力凸显，7 月亏损，开始减产，整个下半年产量均维持在低位（取消钢材部分出口退税也是原因）。2011 年则较大程度上复制 2010 年，1 月-5 月产量都很大，我们认为压力将在 7 月份显现，三季度利润下降，尽管下半年有保障房，但全年 15% 的可用产能潜力不可能消化。这里还有一个数据陷阱，就是今年上半年虽然产量很大，但是增速却不高，但实际上是由去年同期产量基数较大造成的，而去年同期这个基数是消化不了的虚胖产量。

2、2011 年下半年还是以交易性机会为主

今年最好的交易性机会已经过去。我们原来预期全年一季度业绩最好，二季度三季度业绩环比下降，四季度和三季度持平。一季度业绩最好原因是，去年 12 月份定下今年一季度矿石价格，而期间矿石涨幅较大，估计一季度一半收益来自矿石，二季度将失去这个优势，尤其是上市公司。三季度业绩环比下降的主因是，产能太大，消化不了，压力会在三季度体现，这一点实际上是在重走 2009 年和 2010 年的老路。

但目前看二季度要比我们预期的乐观，业绩可能与一季度持平。虽然限电影响没有宣传的那么大，但预期依然强烈，对钢价产生了一定支撑。再加上成本结算规则和矿石到岸的时滞，因此实际上二季度也至少享受了一个月左右便宜的矿价，且目前按照“现对现”计算的毛利并没有降低，这么看的话，二季度业绩可能会和一季度持平，但三季度业绩环比下降的预期不变。

事情开始有变，另一波交易性机会的基础在逐步成型，但行业真正的考验在三季度。我们一直认为一季度是全年最好的交易性机会，二季度后半期是回避的时期。主因是估值修复和一季度业绩最好。但行情节奏变化得很快：首先钢铁板块回落太快跌幅较深，已经跌回起点，时间和空间都提前了；其次二季度在需求和限电支撑下盈利尚可；三是投资增速继续

高位。因此具备了另一波交易性机会的估值基础。但行业真正的考验在三季度，目前有两个指标令人发愁：上市钢企存货创历史新高，高于 2008 年金融危机前 36%，而产量仅增 30%；进口矿石港口库存连创新高，与需求旺季不符。目前钢材毛利居高，而产量维持高位，一旦进入 7 月-9 月淡季而下降，则钢股承压。限电和淡季带来的影响不确定性较大，需要进一步观望。整体我们认为目前钢铁股票可以逐步考虑，但需要熬过 7 月-8 月基本面的压力。

3、看好建材品种，看空矿石

我们继续看好建材品种，主要是指螺纹、线材和中小型型材。从跟踪的情况看，螺纹钢的毛利已经超过板材百元多，有限电和保障房预期在里面。实际供需状况也是如此，因为过去几年国内大举投资板材使得板材过剩，更多依赖出口。去年时髦的冷板不看好，前几年流行的中板也不看好，钢管也不看好。虽然我们看好建材，但测算下来似乎建材比例较高的公司按照年度盈利并不是很有估值诱惑，但弹性较高，是博取弹性的好品种。

我们对矿石价格的判断是，二季度的 FOB 价格（179 美元/吨）是未来几年的高点，概率极大，明显迹象将在 2012 年体现。主因一是二季度 FOB 价格已经比金融危机前高出 40%，高无可高；二是根据国内黑色金属采选业投资增速，未来两年国内矿石产量增速在 15%-20%，而生铁（用矿石冶炼）增速仅为 7%左右，多出来的量一定会挤占外矿市场份额或者压制外矿价格，同时，由于国际上因金融危机而延后的矿石投资也陆续进入出矿期，更为重要的是，过去 10 年，全球 90% 多的粗钢产量增量来自中国。所以我们预期矿价更大的压力将在 2012 年体现。

4、投资时机和明年展望

投资时机。我们相信，很大概率下，三季度基本面压力明显体现，没有表现机会。但我们建议可以逐步考虑建材比例较高的公司。

明年情况继续好转，但改善程度不能过分乐观。主要是从行业历史周期看，行业处于景气恢复阶段。其次，明年矿石问题将进一步解决，利好行业，尤其是对长协矿石比例较少的企业。但不能过分乐观，交易性成分依然为主，主要是需求增速已经历史性地下降，且经济有波动，供需平衡程度不会比今年明显好转，这一点今年不少机构过于迷恋。

5、风险提示。经济下行、供需失衡。

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、河北钢铁（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、八一钢铁（600581.SH）、杭钢股份（600126.SH）、重庆钢铁（601005.SZ）、黄河旋风（600172.SH）、豫金刚石（300064.SZ）、四方达（300179.SZ）、酒钢宏兴（600307）。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。