

钢铁行业

行业研究报告

评级：推荐（维持）

行业周期和经济周期的复杂交织

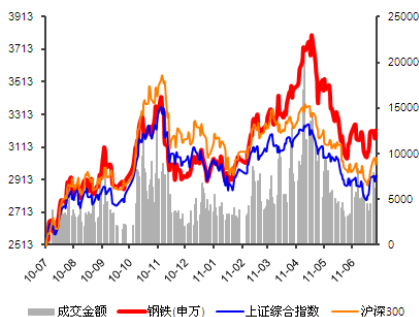
——钢铁行业中期投资策略

报告摘要：

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

《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》
《钢铁行业二季度投资策略：不可忽视的中游配置价值》

钢铁行业研究小组

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@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>

前述观点总结：相对收益角度看，我们在上半年的研究中开始强调黑色金属冶炼加工环节的中游配置价值，从绝对收益角度看，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。今年上半年钢铁行业的相对配置价值已经显现，但我们对经济增速、尤其是流动性和市场估值整体下降的系统性风险估计有所不足。

经济周期角度：随着国内通胀及通胀预期的提高，货币政策开始转向紧缩，流动性增速大幅下滑，M1、M2增速持续下滑，信贷紧缩，导致经济扩张全面收到抑制，从采购经理人指数、工业增加值、GDP增速等指标看，均显现了下滑态势，下半年需求增速阶段性回落难以避免，分品种看，建筑用钢市场需求表现较优，下半年保障房投资有望大幅增长并底部商品住宅投资增速的下滑，建筑用钢市场将维持较高景气度，板材盈利能力处于历史底部区域，但供需关系短期难以逆转，预计板材盈利空间维持弱势震荡，但随着消费结构的改善和板材产能投资增速的放缓，中长期而言，板材盈利能力恢复向上是确定的趋势。

行业周期角度：产能利用率的提高源自两个因素，一方面为粗钢产量同比增长幅度可观，另一方面为粗钢产能增速放缓。但产能利用率的提高并未明显提高行业的盈利水平，根源仍在于前期铁矿石价格的迅速上涨侵蚀了中游冶炼行业的盈利空间。未来产能扩张速度的减缓将提高对下游行业的议价能力，同时支撑铁矿石价格大幅上涨的货币因素逐渐减弱，铁矿石供给紧缺程度将逐步缓解，对钢铁行业格局我们持偏乐观态度。

投资策略建议：目前行业整体景气程度偏低。虽然下游需求增速放缓，但同时产能增速放缓，总体产能利用率提高幅度明显，根源在于前期铁矿石价格上涨过快大幅提高了生产成本，随着国内钢铁产能增速的进一步放缓和铁矿石产能的逐渐释放，我们认为未来钢铁行业景气程度将缓慢提升。具体子行业上，目前建筑用钢依然保持了较高景气度且仍将维持，板材盈利能力持续低迷短期亦难以改变，我们相对更看好未来建筑用钢企业的盈利能力，下半年保障房集中开工或将成为建筑用钢上市公司股价表现的一个催化剂。目前建筑用钢占比较高的上市公司主要有莱钢股份、三钢闽光、八一钢铁、凌钢股份、酒钢宏兴、河北钢铁等。具体投资标的的选择上，延续我们前期策略报告的逻辑，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提升空间较大的公司武钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁给予“增持”评级。

目录

1、对前述观点的总结：相对和绝对收益.....	3
2、经济周期：需求增速阶段性放缓，建筑用钢景气度有望延续.....	4
3、行业周期：预计议价能力缓慢持续改善.....	9
4、投资策略.....	11

1、对前述观点的总结：相对和绝对收益

相对收益角度

在今年上半年的研究报告中，我们开始强调黑色金属冶炼加工环节的中游配置价值。原因主要有：（1）铁矿石价格上涨的主导因素为**供求和流动性**。金融危机之后大宗商品表现虽与经济复苏有所关联，但更重要的是美国等定量宽松货币政策引起的大范围流动性所致。从流动性来看，新兴市场由于经济增长态势良好且通胀压力加大则已经进入升息周期，美国量化宽松政策也预计行将结束，全球范围内流动性或流动性提高的预期开始减弱。（2）从供求关系来看，预计 2011、2012 年铁矿石需求量增长低于新增产能，虽然由于三大矿山在国际海市场上的绝对垄断地位，矿石价格至少将维持在大型矿山的开采成本之上，但全球铁矿石供需偏紧的状态望逐步改善。

今年二季度大宗商品包括铁矿石的价格表现验证了上述我们对流动性预期的看法，铁矿石在行业格局中的强势程度也有下降的迹象。

从 3 月份至 6 月中旬，申万钢铁指数下跌 4.53%，而同期上证指数下跌超过 9%，且钢铁板块尚包括部分铁矿石业务为主的公司，由此看出该段时间黑色金属冶炼加工环节的配置价值凸显。从相对收益的角度看，我们的观点无疑得到了验证。

绝对收益角度

上半年的研究报告中我们提及钢铁行业景气度提升的三个途径：（1）考虑经济周期：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）穿越经济周期：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。我们的结论是：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。

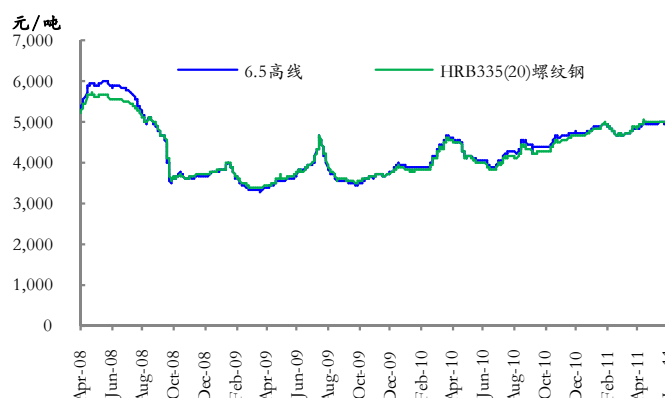
总体上我们对经济趋势的判断相对中性，对钢铁板块绝对收益的预期不高，但市场走势仍然超过我们预期，我们对经济增速、流动性和市场估值整体下降的系统性风险有所低估。从绝对收益角度看，我们的观点不够精准。

我们对钢铁行业的分析按照经济周期和行业周期这两大主线，试图做出对未来半年钢铁行业景气趋势和钢铁板块估值水平的判断。

2、经济周期：需求增速阶段性放缓，建筑用钢景气度有望延续

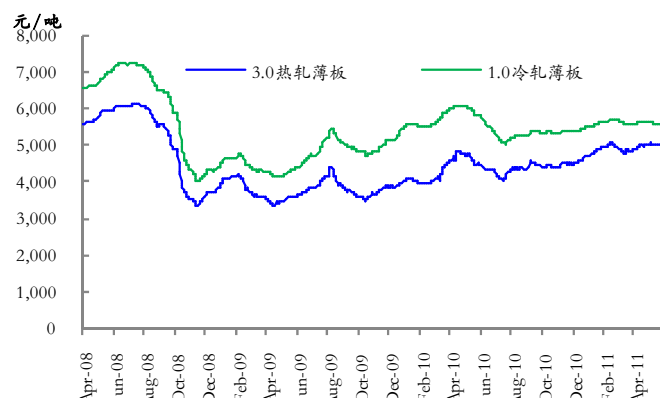
今年上半年钢价总体波幅不大，年初由于铁精粉成本的上市，钢材价格被动出现较大幅度的上涨，随后出现调整，呈复杂震荡态势，并未形成明显趋势。分品种看，建材价格表现仍然较优。

图 1 全国建材平均价格



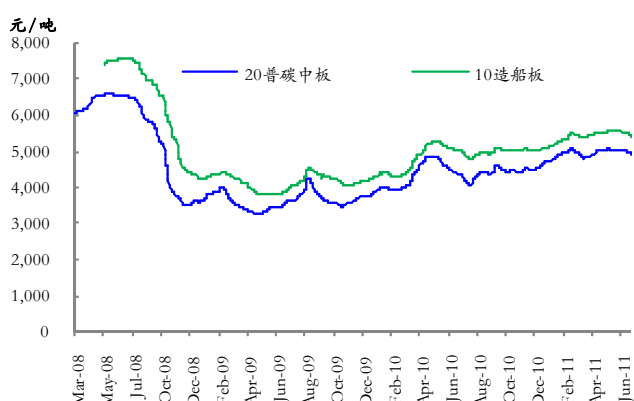
资料来源：Mysteel, 德邦研究

图 2 全国冷热板卷平均价格



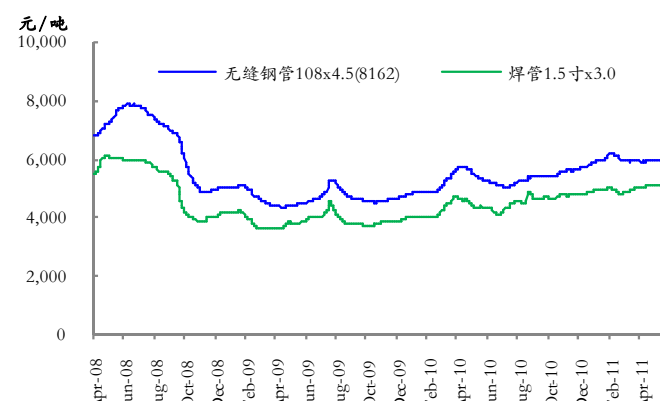
资料来源：Mysteel, 德邦研究

图 3 全国厚板平均价格



资料来源：Mysteel, 德邦研究

图 4 全国焊管平均价格



资料来源：Mysteel, 德邦研究

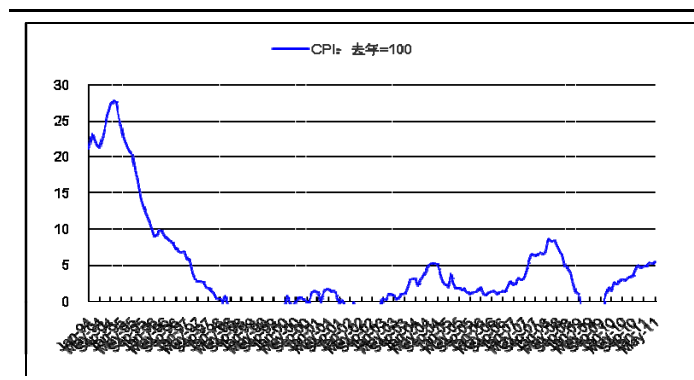
表 1 全国主要钢材品种平均价格

	5 月均价	2011-6-17	2011-6-24	周度变化		月度变化		与年初变动	
				元/吨	%	元/吨	%	元/吨	%
长材									
6.5 高线	4964	4959	4892	-68	-1.36%	-72	-1.45%	166	3.51%
HRB335 (20) 螺纹钢	5007	5001	4928	-73	-1.46%	-79	-1.57%	283	6.10%
板材									
20 普碳中板	5045	4976	4928	-48	-0.96%	-117	-2.31%	208	4.41%
10 造船板	5555	5499	5420	-79	-1.43%	-135	-2.44%	288	5.61%
冷热板卷									

3.0 热轧薄板	5023	4943	4884	-59	-1.20%	-140	-2.78%	178	3.79%
1.0 冷轧薄板	5592	5500	5442	-58	-1.05%	-150	-2.68%	-55	-1.01%
涂镀									
1.0 镀锌板	5846	5832	5820	-12	-0.21%	-26	-0.44%	368	6.75%
0.476 彩涂板	7125	7034	7016	-19	-0.26%	-109	-1.53%	-21	-0.29%
电工钢									
硅钢 50WW600	7980	7830	7740	-90	-1.15%	-240	-3.01%	-1390	-15.22%
型材									
50x5 角钢	4861	4871	4857	-14	-0.29%	-4	-0.09%	266	5.79%
16#槽钢	4854	4865	4841	-24	-0.50%	-13	-0.26%	223	4.83%
25#工字钢	4969	4980	4960	-20	-0.40%	-9	-0.18%	243	5.16%
管材									
无缝钢管	5956	5918	5888	-30	-0.51%	-68	-1.14%	151	2.63%
108x4.5 (8162)									
焊管 1.5 寸 x3.0	5083	5088	5035	-53	-1.04%	-48	-0.94%	201	4.16%

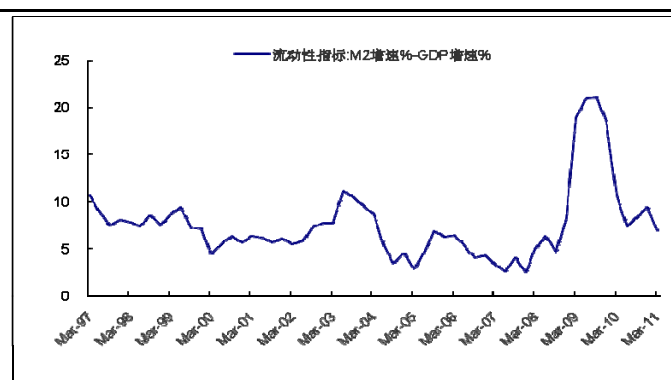
由于国内通胀及通胀预期愈演愈烈，CPI 屡创新高，且提高了市场通胀预期，国内货币政策开始转向紧缩，流动性增速大幅下滑，M1、M2 增速持续下滑，信贷紧缩，导致经济扩张全面收到抑制，从采购经理人指数、工业增加值、GDP 增速等指标看，均显现了下滑态势。

图 5 CPI 走势



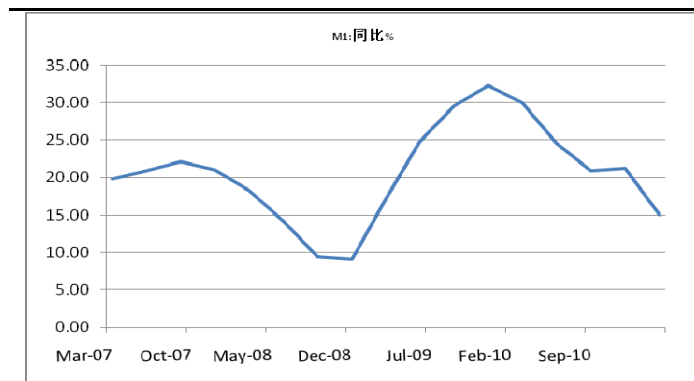
资料来源:wind, 德邦研究

图 6 流动性指标 (M2 增速减 GDP 增速)



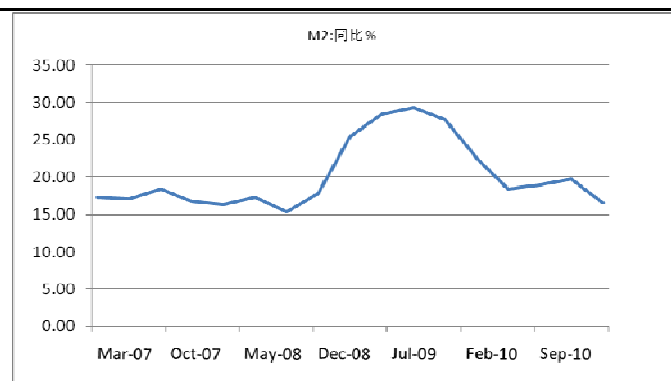
资料来源:wind, 德邦研究

图 7 M1 增速走势



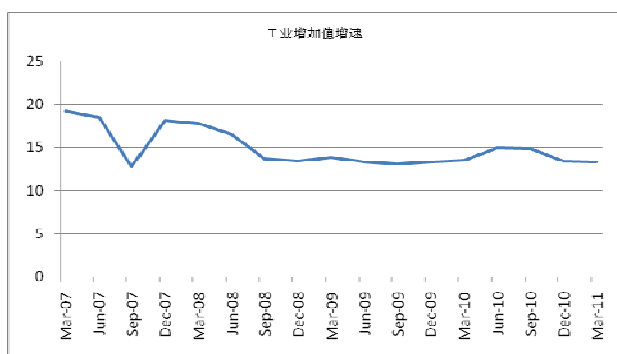
资料来源:wind, 德邦研究

图 8 M2 增速走势



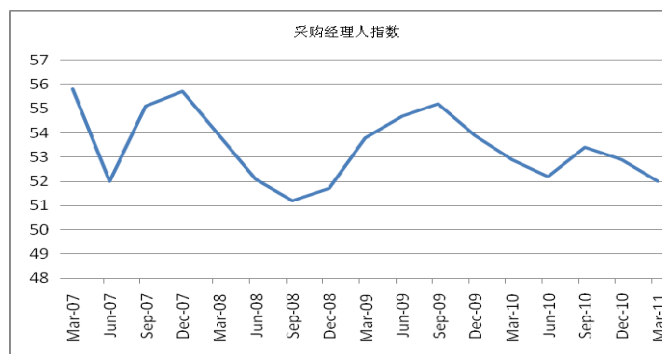
资料来源:wind, 德邦研究

图 9 工业增加值增速走势



资料来源:wind, 德邦研究

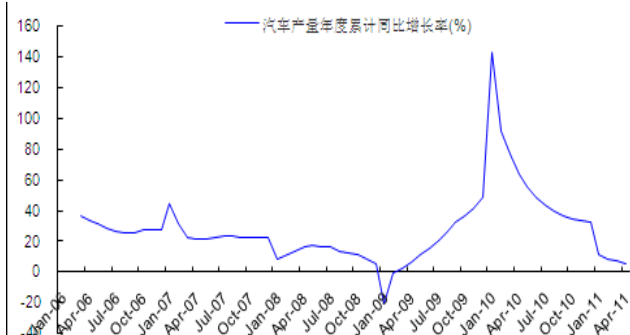
图 10 采购经理人指数



资料来源:wind, 德邦研究

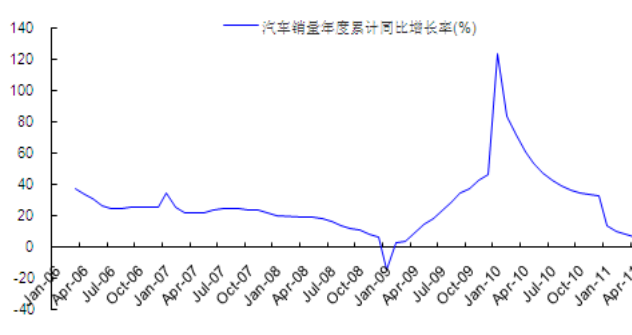
下游行业具体来看，汽车需求增速出现大幅下滑，经历 09、10 年两年大量刺激消费政策背景下的超常规增长后，汽车需求已提前透支，11 年各项刺激消费政策逐步退出，汽车消费不可避免地出现增速下滑的情形，在通胀严峻政策全面走向紧缩的前提下，预计未来半年汽车消费仍难以有较大起色。

图 11 汽车产量年度累计增速 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

图 12 汽车销量年度累计增速 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

家电需求维持平稳，但需求增速维持下行态势，空调保持了高速增长，洗衣机、冰箱等保持平稳增长，彩电产量数据略差。在各项消费刺激政策逐次退出的情况下，预计未来半年家电消费整体表现难以超出预期。

图 13 彩电产量年度累计增速 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

图 14 洗衣机产量年度累计增速 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

图 15 冰箱产量年度累计增速 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

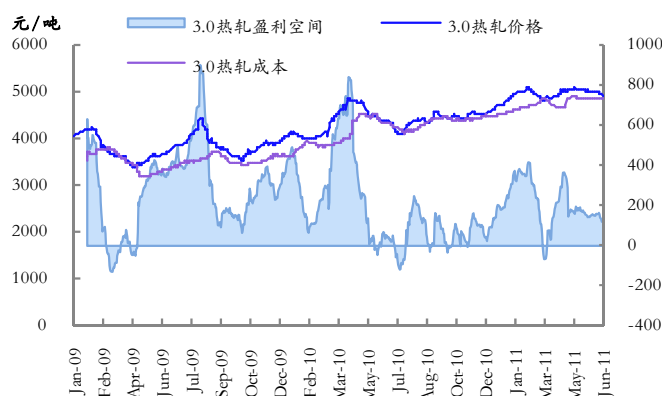
图 16 空调产量年度累计增速 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

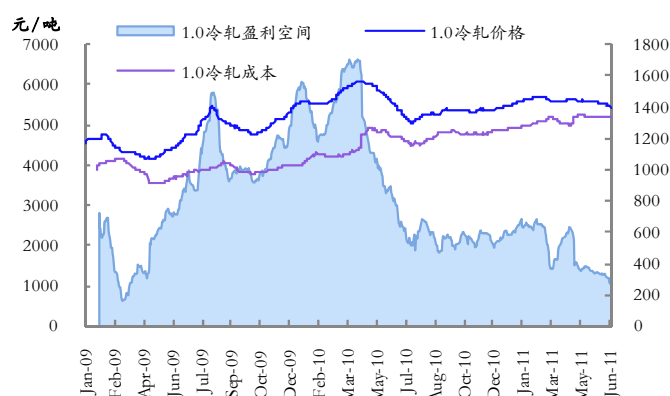
受汽车、家电等产量增速下滑影响, 板材需求走弱, 板材盈利能力持续处于底部, 截止 6 月 23 日, 据 Mysteel 模型测算, 3.0mm 热轧的平均盈利空间为 68 元/吨, 1.0mm 冷轧的平均盈利空间在 300 元/吨左右徘徊。

图 17 热轧盈利空间



资料来源: Mysteel, 德邦研究

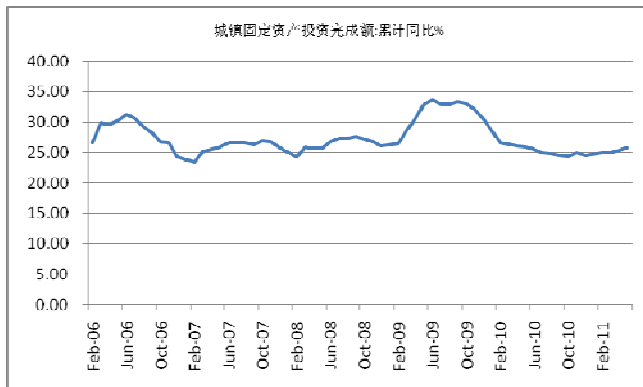
图 18 冷轧盈利空间



资料来源: Mysteel, 德邦研究

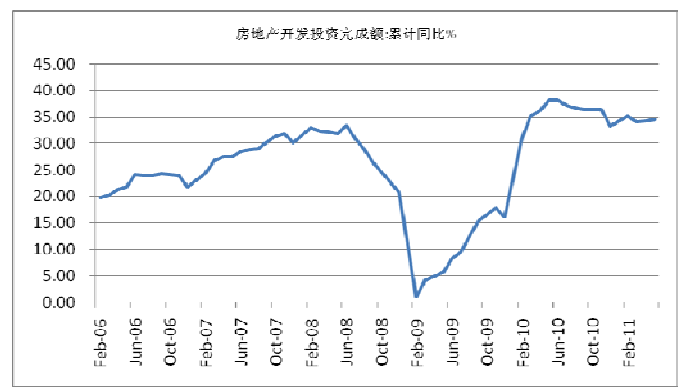
城镇固定资产投资增速仍保持较高位置, 截至 2011 年 5 月份, 城镇固定资产投资完成额累计达 90254.5 亿元, 同比增速达 25.8%; 房地产开发投资完成额累计值达 18737.2 亿元, 同比增速达 34.6%, 仍保持较高增长; 但从房屋销售数据来看商品房市场则不容乐观, 截至 2011 年 4 月份, 商品房销售面积年度累计为 2.49 亿平方米, 同比增长 6.35%; 新开工面积为 5.68 亿平方米, 同比增长 24.41%。受房地产政策及货币信贷政策影响, 房地产成交量同比下滑是大概率事件, 预计下半年商品房销售和投资增速维持弱势, 但下半年为保障房开工时期, 保障房提速将对商品房投资增速下滑形成抵补。

图 19 城镇固定资产投资累计同比 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

图 20 房地产开发投资完成额累计同比 (%)



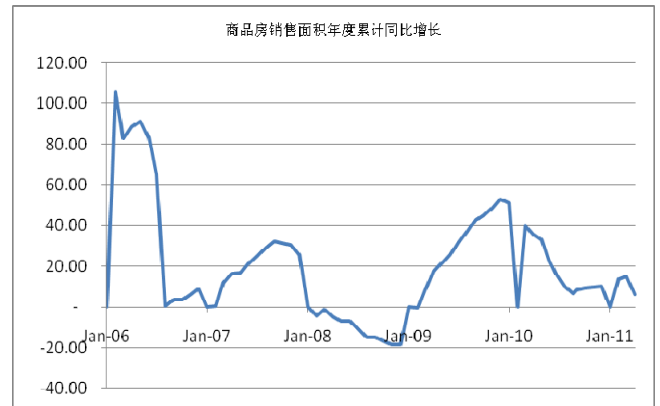
资料来源:wind, 德邦研究

图 21 新开工面积年度累计同比增长 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

图 22 商品房销售面积年度累计同比增长 (%)



资料来源:wind, 德邦研究

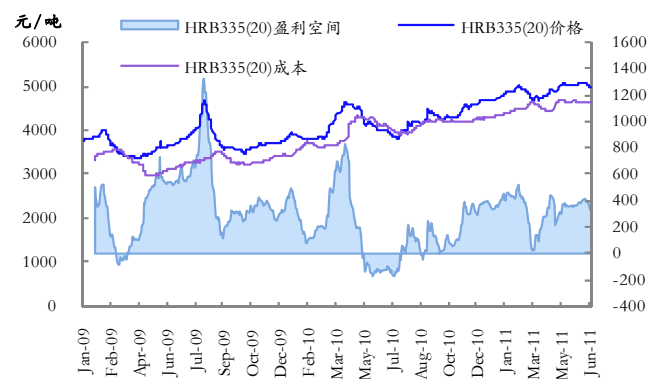
由于城镇固定资产投资和房地产开发投资维持较高增速，且建筑用钢产能增加缓慢，落后产能淘汰显著，供需关系较为良性，建筑用钢行业盈利能力相对较强，由于上述因素未来依然成立，我们预计建筑用钢市场较高景气度仍将维持。

图 23 商品房施工面积年度累计同比增长 (%)



资料来源: Mysteel, 德邦研究

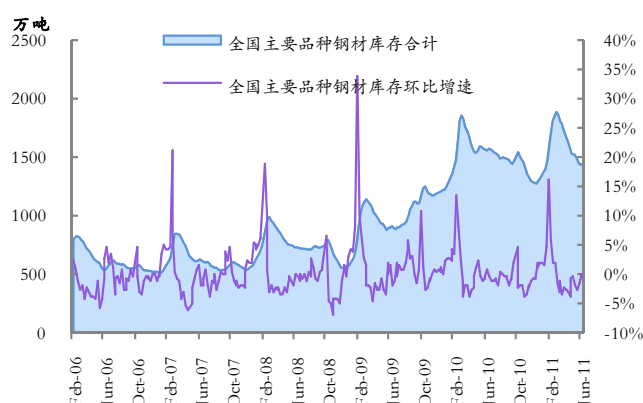
图 24 螺纹钢盈利空间



资料来源: Mysteel, 德邦研究

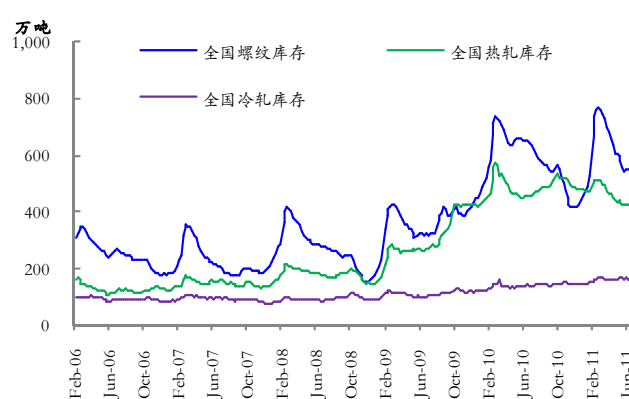
库存是市场的风向标，是供给和需求综合作用的集中反映。从钢材社会库存变动情况看，大体方向是去库存，目前全国热轧社会库存为 428.527 万吨，冷轧社会库存为 167.542 万吨，螺纹社会库存为 550.301 万吨。螺纹钢去库存化进程最为明显，热轧次之，冷轧库存表现一般，这也反映了不同品种需求形势的分化。

图 25 全国长材和板材库存总量



资料来源：Mysteel, 德邦研究

图 26 全国螺纹及冷热轧库存情况



资料来源：Mysteel, 德邦研究

总体而言，随着通胀及国内货币紧缩政策的持续，下半年需求增速阶段性回落难以避免，分品种看，建筑用钢市场需求表现较优，下半年保障房投资有望大幅增长并底部商品住宅投资增速的下滑，建筑用钢市场将维持较高景气度，板材盈利能力处于历史底部区域，但供需关系短期难以逆转，预计板材盈利空间维持弱势震荡，但随着消费结构的改善和板材产能投资增速的放缓，中长期而言，板材盈利能力恢复向上是确定的趋势。

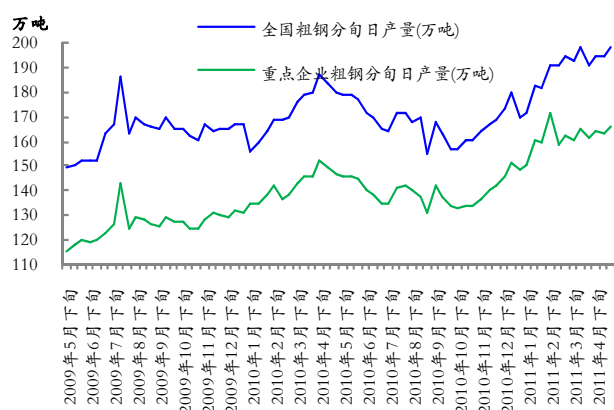
3、行业周期：预计议价能力缓慢持续改善

日均产量屡创新高，显示产能利用率逐渐回升

年初至今，日均产量屡创新高，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，与传统旺季因素有关，三、四月份延续了产量高增速，5 月国内粗钢产量为 6025 万吨，同比增长 7.8%。日均产量为 194.35 万吨，环比略微回落 2.45 万吨，而 6 月上旬粗钢产量重回高位，达 196.7 万吨。

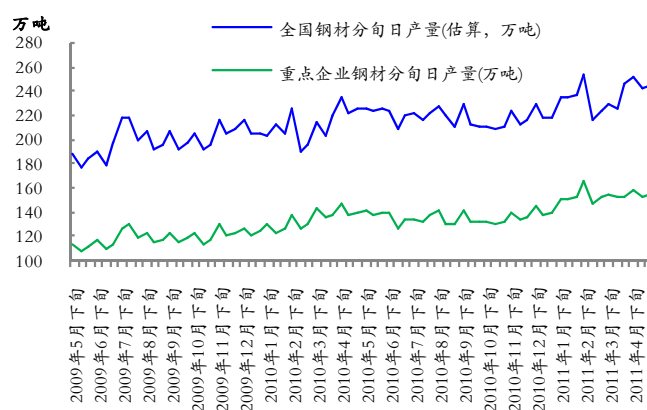
1-5 月国内粗钢累计产量为 29035 万吨，同比增长 8.5%，保持了高速增长，但由于二季度粗钢产量均呈现季节性高水平，随着钢材价格调整及钢材市场淡季的到来，预计日均粗钢产量将有小幅回落。

图 27 全国和重点钢企粗钢分旬日产量



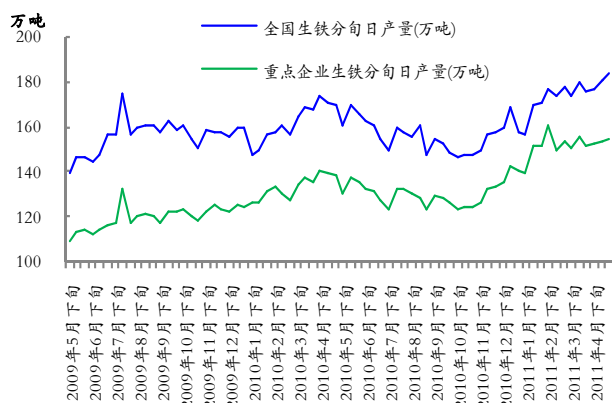
资料来源: Mysteel, 德邦研究

图 28 全国和重点钢企钢材分旬日产量



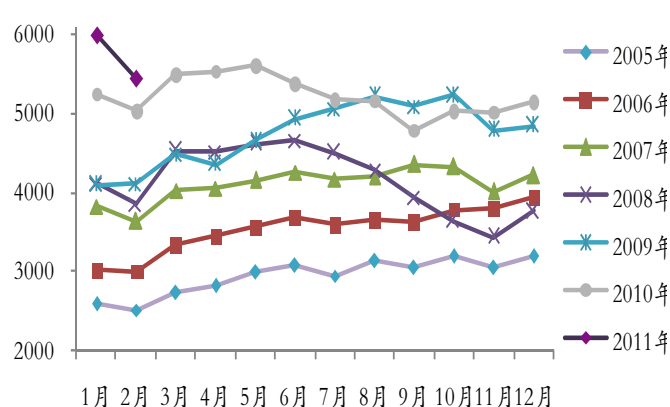
资料来源: Mysteel, 德邦研究

图 29 全国和重点钢企生铁分旬日产量



资料来源: Mysteel, 德邦研究

图 30 历年 2 季度粗钢产量呈较高水平



资料来源: Mysteel, 德邦研究

随着日均粗钢产量的上升,产能利用率逐渐提高,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,按此计算,1-5 月份产能利用率达 91%以上,为近几年以来的新高。

表 2 历年产能利用率统计

年份	粗钢产量 (亿吨)	产能 (亿吨)	产能利用率
2004 年	2.83	3.23	87.62%
2005 年	3.49	4.14	84.30%
2006 年	4.19	5.12	81.84%
2007 年	4.89	6.08	80.43%
2008 年	5	6.6	75.76%
2009 年	5.68	7	81.14%
2010 年	6.27	7.5	83.60%
2011 年 1-5 月	2.9	7.7	91.40%

产能利用率的提高源自两个因素,一方面为粗钢产量同比增长幅度可观,另一方面为粗钢产能增速放缓。但产能利用率的提高并未明显提高行业的盈利水平,根源仍在于前期铁矿石价格的迅速上涨侵蚀了中游冶炼行

业的盈利空间。但未来产能扩张速度的减缓将提高对下游行业的议价能力。

上游原材料约束有望逐步缓解

我们坚持认为上游原材料约束有望逐步缓解，金融危机之后铁矿石价格大幅上涨的原因有两点：一为供给偏紧，二为全球货币超发。近两年低利率和美元走弱的预期刺激大宗商品的价格上涨，铁矿石作为国际定价的大宗商品，虽然其金融属性不如黄金、铜等品种，但也不会独善其身。而从供求因素看，前期长期钢铁行业高速的固定资产投资使得钢铁产能投资速度快于铁矿石行业，世界铁矿石产能的增加不能满足下游需求，这是 08 年之前铁矿石价格大幅上涨的主导因素，近两年产能因素依然在起着较大作用，以 2010 年为例，2010 年前 10 个月全球粗钢产量为 11.65 亿吨，较去年增加 17.5%；其中欧洲为 29%，日韩 28%，中国为 12%，而同期铁矿石供应量仅 8.8% 的增幅，供需明显偏紧。

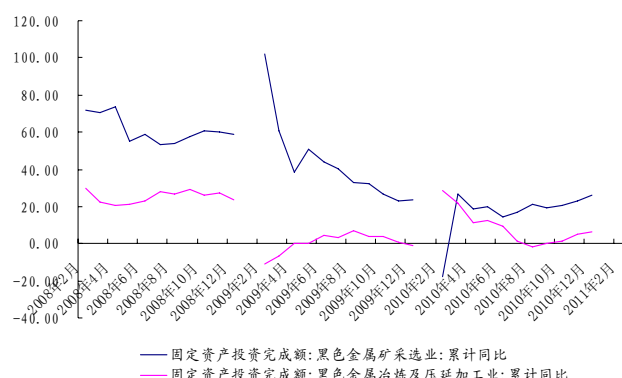
导致价格上涨的因素未来将逐渐变化，二次量化宽松政策之后，全球流动性大量释放的局面有所改善，新兴市场国家已进入加息周期，支撑铁矿石价格大幅上涨的货币因素逐渐减弱；未来供需格局方面，国外及国内铁矿石产能释放将逐渐显现，铁矿石供给紧缺程度将逐步缓解。

图 31 铁矿石原矿与生铁产量增速差距有所减小



资料来源：Mysteel, 德邦研究

图 32 国内采矿/冶炼固定资产投资同比



资料来源：wind, 德邦研究

我国煤焦品位普遍偏低，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。但由于其在钢铁成本中占比不高，我们综合认为未来原材料约束有望逐渐缓解。

4、投资策略

目前行业整体景气程度偏低。虽然下游需求增速放缓，但同时产能增速放缓，总体产能利用率提高幅度明显，根源在于前期铁矿石价格上涨过快大幅提高了生产成本，随着国内钢铁产能增速的进一步放缓和铁矿石产能的逐渐释放，我们认为未来钢铁行业景气程度将缓慢提升。

具体子行业上，目前建筑用钢依然保持了较高景气度且仍将维持，板材盈利能力持续低迷短期亦难以改变，我们相对更看好未来

建筑用钢企业的盈利能力,下半年保障房集中开工或将成为建筑用钢上市公司股价表现的一个催化剂。目前建筑用钢占比较高的上市公司主要有莱钢股份、三钢闽光、八一钢铁、凌钢股份、酒钢宏兴、河北钢铁等。

具体投资标的选择上,延续我们前期策略报告的逻辑,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提升空间较大的公司**武钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁**给予“增持”评级。

表 3 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		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
600231	凌钢股份	买入	0.74	0.88	1.08	12.32	10.36	8.44
600117	西宁特钢	买入	0.31	0.52	0.57	33.13	19.75	18.02
000708	大冶特钢	买入	1.25	1.49	1.87	12.25	10.28	8.19
600581	八一钢铁	买入	0.69	1	1.27	21.23	14.65	11.54
600019	宝钢股份	买入	0.74	0.8	0.93	8.15	7.54	6.48
000932	华菱钢铁	增持	-0.96	0.14	0.27	-4.28	29.36	15.22
000655	金岭矿业	增持	0.83	1	1.21	23.02	19.11	15.79
000629	攀钢钒钛	增持	0.19	0.39	0.78	58.26	28.38	14.19

资料来源: wind。德邦研究

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。