

需求增长可待 盈利改善可期

—— 钢铁行业 2011 年中报前瞻

研究结论

- **中报前瞻：**今年 1-5 月全国 72 家重点钢铁企业累计盈利供给 428.1 亿，比去年同期下降 1%。预计上半年重点钢铁企业盈利 513 亿元，与上年基本持平。综合考虑下游需求、原材料以及铁矿石价格等因素，我们预计三季度钢铁行业环比二季度盈利将稍有减弱，而四季度随着需求的增长，钢铁行业盈利将出现明显增长。分公司看，产品结构和成本优势是决定盈利水平差异的关键，对于没有产品优势、区域优势和成本优势公司而言，则较难出现明显机会。相对而言，而通过控制成本改善经营以及具有地区优势和具有产品优势的三类公司的半年报以及 2011 年报都将继续保持强劲。
- **需求分析：**上半年，房地产投资和家电成为拉动钢材消费的新引擎：2011 年 1-5 月固定资产投资增长率达到 32.4%。下半年，基建投资和保障住房将带动钢铁需求在三季度末释放，而机械、汽车在经历上半年后半段的颓势后在三、四季度也将有所改善。从外需看，下半年出口将有所下降但影响不大。
- **供给分析：**粗钢每旬日均产量已经连续四个月超过 190 万吨并屡创新高。六月下旬更是突破了 200 万吨大关。预计下半年粗钢产量增长将呈现前低后高的局面，但因为需求增长动力的趋弱和产能过剩状态的延续，钢铁行业整体仍处于弱势平衡状态。预计全年全国粗钢产量将达到 7.1 亿吨，同比增长 13.2%。
- **原材料以及钢价：**预计今年下半年铁矿石将呈现“V”型走势，在三季度因国内钢铁需求进入淡季后价格有所走低，随着三季度末需求的好转，铁矿石价格将有所回升。钢价方面，钢价在 1、2 月进入下跌周期后，在 3、4 月份由于旺季需求复苏重拾升势，6 月份以来有所下降。预计将在三季度末有所起色。整体来看，预计 2011 年钢价将呈现“W”形的震荡走势。
- **投资策略：**我们维持行业阶段性和结构性投资策略观点。四季度钢价、企业盈利环比三季度均有所上升，关注钢价上涨带来的钢铁股阶段性补涨和估值修复行情，但钢铁股的持续乐观表现仍需等待趋势向上的驱动因素。对于具备产品优势和区域优势的钢铁公司，预期目前调整是买入机会。推荐主要基于产品、区域和成本优势属性公司：八一钢铁、新兴铸管、大冶特钢；以及估值偏低、盈利改善弹性较大的华菱钢铁。
- **风险因素：**货币政策转向紧缩导致钢厂和铁矿石贸易商因资金周转压力而压价甩货并打破市场平衡；宏观经济增速放缓导致下游需求持续不振；澳洲矿产资源税以及碳排放税等境外因素影响铁矿石供给总量。


东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

联系人

董亮

dongliang@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

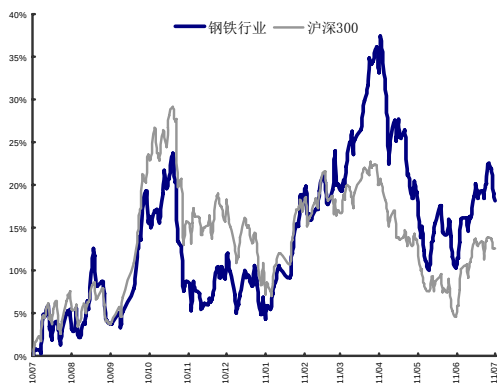
行业

金属

报告发布日期

2011 年 7 月 26 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

1.3%

-8.3%

29.3%

相对表现 (%)

-2.1%

-1.0%

8.6%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS(E)	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
宝钢股份	0.74	0.81	1	5.90	买入
大冶特钢	1.25	1.46	1.86	15.66	买入
八一钢铁	0.69	1.05	1.42	14.41	买入
华菱钢铁	-0.97	0.11	0.97	4.04	买入
新兴铸管	0.70	0.83	1.04	10.26	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《选择优势公司——2011 年度钢铁行业年度策略》 2010 年 12 月 27 日

《期待阶段性机会——2010 年钢铁行业中期策略》 2010 年 6 月 30 日

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

2011 年中报前瞻&下半年展望.....	3
2011 年上半年钢铁行业运行分析.....	8
需求：内需“长”盛“板”弱 外需稍有起色	8
供给：上半年屡创新高，下半年维持高位	11
库存：显著去库存	12
供需分析：产量不断创新高的弱势平衡	13
钢价：W 形震荡走势形成中	14
原材料：供应紧张局面稍有缓解，未来价格现货化	15
投资策略	18

2011 年中报前瞻&下半年展望

今年上半年，全国重点钢铁企业（72 家）的经营状况相对平稳，利润水平在低位平稳运行，销售利润率运行区间为 2.71~3.15%。5 月国内重点钢铁企业赢利 98.3 亿元，前 5 个月累计盈利 428.1 亿，比去年同期下降 1%。预计上半年重点钢铁企业盈利 513 亿元，与上年基本持平。根据国家发改委公布的数据显示，今年 1-5 月钢铁业盈利 1206 亿，同比增长 14.4%。其中，黑色金属矿采选业利润 324.6 亿元，增长 55.9%，回落 141.6 个百分点；黑色金属冶炼及压延加工业利润 640.2 亿元，下降 1.1%，去年同期为增长 32.9 倍。

具体到上市公司，大部分半年报将有小幅增长，而 1) 通过控制成本改善经营的公司以及 2) 具有地区优势的公司和 3) 产品优势的三类公司的半年报将有较突出的增长。我们跟踪的钢铁公司中，除已预告业绩的国内公司，预计大冶特钢、凌钢股份半年报业绩将有超市场预期的表现。

根据我们的测算(见下表 6、7)：假设三季度长协矿石价格不变，现货矿下跌 2%，考虑矿石库存的影响后，以长协矿为主的钢厂受益于人民币升值带来的进口原材料成本降低导致三季度吨钢成本减少约 31 元/吨，现货钢厂成本则减少 71 元/吨。另一方面，假设钢材三季度的下降空间约 1%，按照我们的测算，三季度环比二季度，长协钢厂吨钢毛利稍有下降，而现货钢厂吨钢毛利平均则略有提高。

表 1：重点跟踪钢铁公司一季报和中报 EPS 预测

公司名称	评级	股价	EPS				
		2011/7/22	2010Q1	2010H1	2011Q1	2011H1E	中报预告
宝钢股份	买入	5.90	0.22	0.46	0.18	0.31	未公告
鞍钢股份	增持	6.60	0.16	0.38	0.01	0.00	未公告
武钢股份	增持	4.04	0.04	0.12	0.08	0.18	未公告
大冶特钢	买入	15.66	0.32	0.65	0.36	0.69	未公告
华菱钢铁	买入	4.04	-0.10	-0.15	-0.07	0.04	-0.0664~0.0799
新兴铸管	买入	10.26	0.17	0.37	0.20	0.42	0.42
八一钢铁	买入	14.41	0.20	0.43	0.22	0.51	0.51
马钢股份	增持	3.41	0.07	0.14	0.01	0.01	未公告
凌钢股份	买入	8.93	0.06	0.34	0.09	0.39	未公告

资料来源：东方证券研究所

表 2：钢铁行业大中型企业（72 家）月财务数据汇总

单位：亿元	10-08	10-09	10-10	10-11	10-12	11-01	11-02	11-03	11-04	11-05
产品销售收入	2632.6	2606.0	2580.0	2631.0	2875.9	2801.4	2624.2	2982.8	3139.4	3172.5
利润总额(补贴后)	38.1	58.2	69.6	78.8	106.5	76.7	82.8	85.1	85.2	98.3
月末存货	4589.4	4650.9	4800.0	4854.7	5033.1		5348.8	5415.5	5359.8	5336.0
产成品	1149.7	1123.8	1144.4	1155.5	1160.1		1362.3	1382.3	1340.6	1401.8
资产总额	32651	32535	32792	33256	33423		34951	35515	36456	36708
负债总额	20845	20690	20958	21292	21392		22701	23155	23928	24123

管理费用	72.3	85.9	74.9	85.0	129.3	87.2	72.1	88.5	94.7	86.7
财务费用	41.9	34.7	36.5	40.9	44.4	43.6	49.6	50.9	47.3	50.5
销售费用	23.0	24.7	22.4	23.3	31.9	23.0	21.1	24.2	28.5	25.3
银行短期借款	5293.6	5253.9	5270.4	5280.6	5370.8		2888.7	84.4	2.4	244.0
银行长期借款	4346.6	4324.3	4350.3	4348.0	4276.5		2215.0	-119.8	64.3	-106.7
应收帐款净额	877.7	801.2	876.7	895.0	792.9		458.2	-16.7	34.9	86.3
应付帐款净额	2797.3	2729.0	2899.9	3053.8	3399.9		1601.7	196.8	-27.7	103.6
当年折旧提取数	97.4	99.6	93.4	95.0	102.5	103.0	104.3	103.7	103.7	111.6
工资总额	66.4	70.7	69.6	72.8	100.3	85.4	72.9	75.2	74.2	82.1
销售利润率	1.45%	2.23%	2.70%	2.99%	3.70%	2.74%	3.15%	2.85%	2.71%	2.91%
粗钢产量	4307	4256	4260	4373	4748	4748	4884	4607	5033	5023
吨钢费用	318.6	341.3	314.1	341.2	433.2	323.7	292.3	355.0	338.8	323.4
吨钢利润	88.6	136.8	163.3	180.1	224.3	161.6	169.5	184.7	169.3	195.7

资料来源：东方证券研究所

表 3：月度现货钢价和原材料成本变化

	热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材	铁矿	西澳-北仑	巴西-北仑	焦炭	废钢
11-03	4702	5639	4863	4687	4682	1355	7.5	19.5	2090	3763
11-04	4858	5647	4944	4836	4782	1428	7.7	19.3	2000	3750
11-05	4879	5607	4995	4993	4919	1386	7.4	19.0	2028	3750
11-06	4826	5525	4925	5003	4935	1355	7.8	20.2	2020	3766
目前价格	4790	5450	4841	4949	4916	1375	8.0	20.1	2020	3800
4 月变动	156	8	82	150	100	73	0	0	-90	-13
涨跌幅	3.32%	0.14%	1.68%	3.19%	2.14%	5.39%	2.79%	-1.18%	-4.31%	-0.33%
5 月变动	21	-40	50	157	137	-42	0	0	28	0
涨跌幅	0.44%	-0.71%	1.02%	3.24%	2.86%	-2.92%	-3.57%	-1.76%	1.38%	0.00%
6 月变动	-53	-82	-70	11	16	-31	0	1	-8	16
涨跌幅	-1.08%	-1.46%	-1.39%	0.21%	0.32%	-2.25%	4.80%	6.44%	-0.37%	0.42%
目前-6 月变动	-36	-75	-84	-54	-19	20	0	0	0	34
目前/6 月变化	-0.75%	-1.36%	-1.71%	-1.08%	-0.37%	1.48%	3.32%	-0.32%	0.00%	0.91%

资料来源：东方证券研究所

表 4：国内主要钢企 5、6 月份盈利相关新闻

公司名称	相关新闻
华菱集团	今年上半年，华菱集团销售收入实现大幅增长，实现利润 12.48 亿元，比上年同期增长 204.31%，钢铁主业连续 2 个月实现盈利，走出亏损阴影。
华菱钢铁	公司公告预计上半年归属于母公司的净利润约为-1.98 亿元至-2.38 亿元，上年同期为-4.01 亿元。
西宁特钢	2011 年半年度业绩快报显示，今年上半年归属于母公司所有者的净利润为 2 亿元至 2.5 亿元，

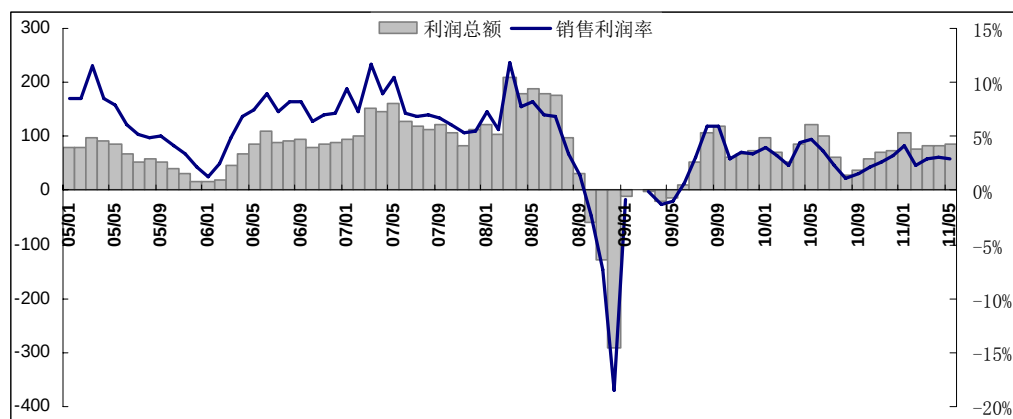
	较去年同期增长 159%至 224%，每股收益为 0.27 元至 0.337 元。
八钢	2011 年半年度业绩快报显示，公司上半年实现营业收入 140.24 亿元，同比增长 23.15%；归属于上市公司股东的净利润 3.89 亿元，同比增长 18.73%；每股收益 0.51 元，同比增长 18.6%。
首钢	首钢股份发布上半年业绩预增公告显示，公司实现净利润 29800~33100 万元，同比增长 350%~400%；基本每股收益 0.1004~0.1115 元，同比增长 350%~400%。公司表示，上半年业绩大幅增长的主要原因是股权投资收益大幅增长所致。
鞍钢	今年上半年，鞍钢集团公司缴纳地方各税继续保持新高，累计实现全口径地方税收 96978 万元，同比增加 14739 万元，增长 17.92%。

资料来源：东方证券研究所

表 5：主要产品价格假设

	热轧板卷	冷轧板卷	螺纹钢	铁矿石，唐山，66%	焦炭	合约焦煤
2009	3726	4784	3675	774	1781	1075
2010 年	4252	5591	4182	1178	1933	1355
2011Q1	4773	5653	4762	1412	2082	1500
2011Q2	4855	5597	4937	1393	2018	1500
2011Q3E	4800	5430	4920	1310	1980	1500
2011E/2010	14.1%	16.9%	13.8%	16.72%	6.05%	10.04%

资料来源：东方证券研

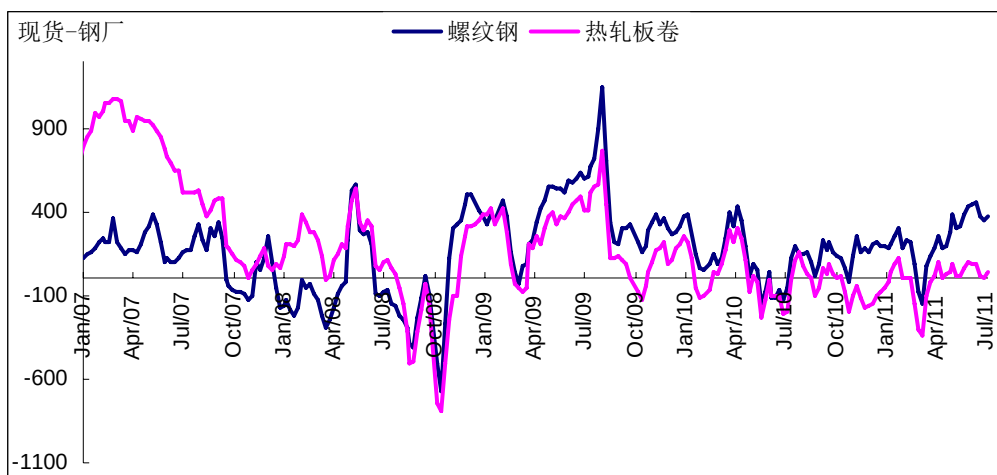
图 1：月度行业利润趋势


资料来源：东方证券研究所

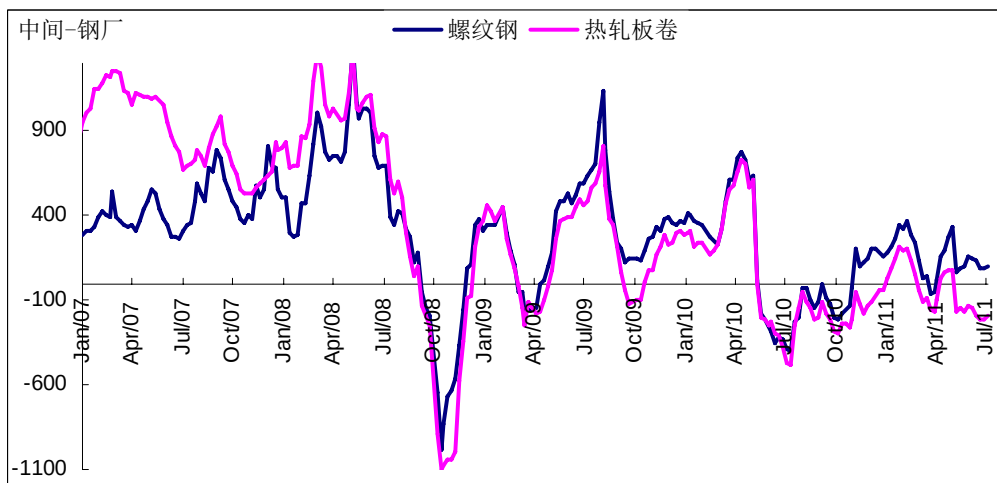
注：以下的钢企盈利变动分析基于下述假设条件：1) 假定合约矿石价格和海运费滞后 2 个月，合约焦煤价格滞后一个月，其他变量采用即期价格水平；2) 假设所有的钢企都依据现货价格销售产品；3) 钢企-长协：100%协议矿，70%COA 协议，100%合约焦煤；4) 钢企-中间：50%进口协议矿，50%现货采购，海运费全部现货，合约焦煤 70%，其他为现货焦炭；5) 钢企-现货：原材料全部采购于现货市场。

图 2：不同类型钢企吨钢毛利

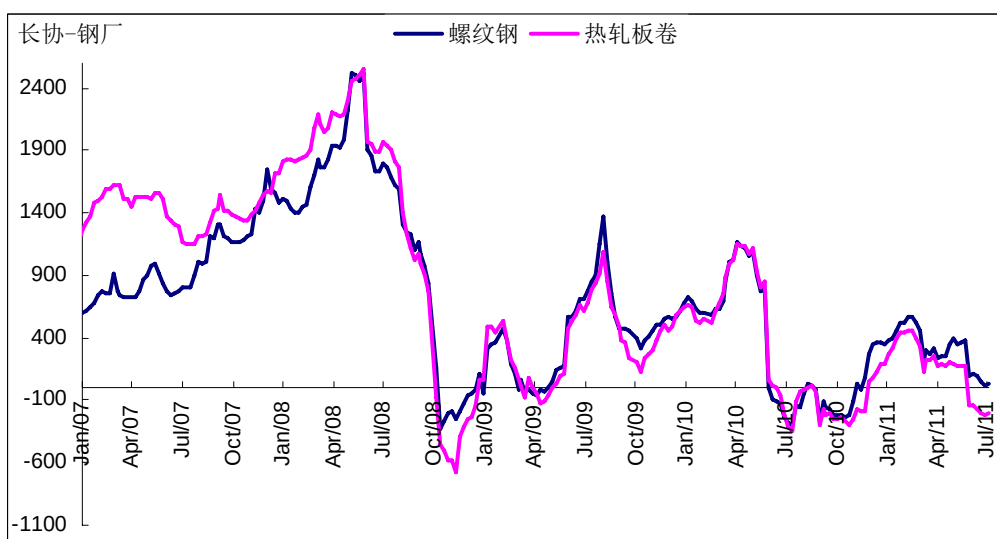
7 月上旬，材料来自于现货市场的钢厂表现良好，螺纹钢、热轧板卷吨钢毛利分别约为 372 元/吨、348 元/吨。



7 月上旬，中间钢厂月末螺纹钢、热轧板卷吨钢毛利分别约为 96 元/吨、-191 元/吨。



7 月上旬，按长期协议采购原材料的钢企盈利表现相对较差，吨钢毛利分别约为 33 元/吨、-204 元/吨。



资料来源：Bloomberg, mysteel, 东方证券研究所

表 6：不同成本钢企盈利变动测算

	单位	11Q1	11Q2	11Q3E	Q2-Q1	Q3E-Q2
国内矿石现货	元/吨	1412	1393	1370	-19	-23
印度现货矿价	美元/吨	184.6	183.5	180	-1	-4
合约铁矿石	美元/吨	151.4	177	177	26	0
巴西-中国	美元/吨	18.5	19.5	20.1	1.0	0.6
西澳-中国	美元/吨	7.0	7.6	8.1	0.6	0.5
废钢	元/吨	3592	3755	3500	163	-255
焦炭	元/吨	2082	2018	1980	-64	-38
合约焦煤	元/吨	1500	1500	1500	0	0
汇率		6.58	6.50	6.43	-0.08	-0.07
成本变动测算	铁矿石	海运费	废钢	煤炭	其他	合计
钢企-长协 (Q2-Q1)	254	3	11	0	27	295
钢企-现货 (Q2-Q1)	-26		11	-27	-4	-46
钢企-长协 (Q3-Q2)	-12	2	-17	0	-3	-31
钢企-现货 (Q3-Q2)	-113		-17	-16	-6	-71

资料来源：东方证券研究所

表 7：不同成本钢企盈利变动测算

现货均价变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
11Q1	元/吨	4773	5653	4896	4762	4769
11Q2	元/吨	4855	5597	4954	4937	4872
11Q3E	元/吨	4800	5530	4900	4920	4800
Q2-Q1 (不含税)	元/吨	70	-48	50	150	88
Q3-Q2 (不含税)	元/吨	-47	-57	-46	-15	-62
吨钢利润变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
钢企-长协 (Q2-Q1)	元/吨	-225	-342	-245	-145	-207
钢企-现货 (Q2-Q1)	元/吨	116	-2	96	196	134
钢企-长协 (Q3-Q2)	元/吨	-16	-26	-15	16	-31
钢企-现货 (Q3-Q2)	元/吨	25	14	25	57	10

资料来源：东方证券研究所

2011 年上半年钢铁行业运行分析

需求：内需“长”盛“板”弱 外需稍有起色

上半年，房地产投资和家电成为拉动钢材消费的新引擎：2011 年 1~5 月固定资产投资增长率达到 32.4%，接近 2009 年 35% 的水平。房产施工率虽然比去年下降明显，但仍维持在 23.% 的增长率。家电产量亦有 23.5% 的增长。

考虑到今年国家对保障性住房的大力支持，房地产总投资基本可以维持在历史平均的 30% 左右。预计下半年固定资产投资增速仍可维持在 25% 以上的水平，考虑到通货膨胀后实际增速较 10 年 27% 将稍有下降。

从机械、汽车行业看，今年上半年的需求低迷，尤其是汽车行业在 4、5 月连续两个月产销量下滑。虽然 6 月份有所回升，但是短期内仍然难见起色。不过预计受到国家相关政策支撑以及二三线城市增长，在三季度末下游行业需求将有所回升，四季度出现增长。

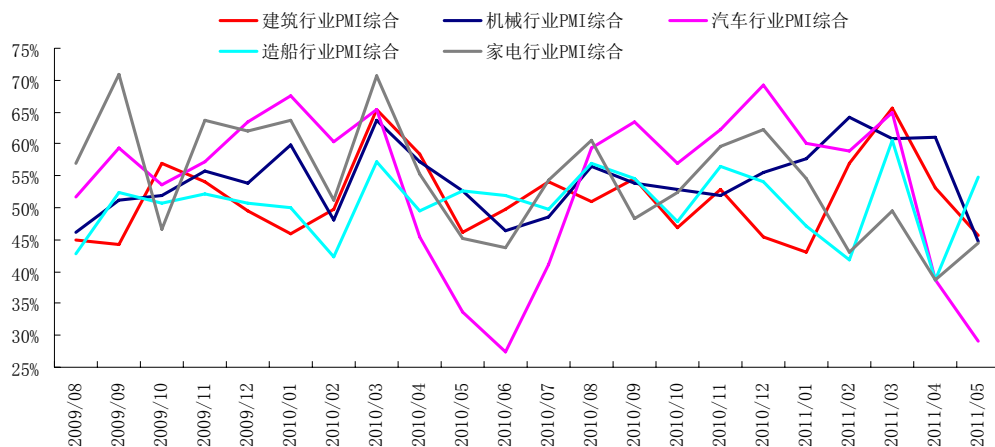
外需方面：1~5 月份我国钢材出口 998 万吨，同比下降 2%。1 季度国内钢材价差拉大直接打动了钢材出口增长 14%。但是进入 2 季度之后，随着日本地震带来的对钢铁生产以及汽车行业的影响，国际市场逐渐呈现低迷的态势，国内外价差有所缩小，出口同比由增转减。在人民币升值压力，在全球经济乏力的大背景下，预计 2011 年下半年钢铁出口将有所减少，钢材净出口约 2300 万吨，占产量比重仅约 3%，对行业需求影响不大。

表 8：钢铁下游行业趋势

	实际固定资 产投资	房地产施工 面积	房地产销 售面积	机械行业 总产值	汽车产量	家电产量	YOY					
	亿元	万平方米	万平方米	亿元	万辆	万台	固投	房产施工	房产销售	机械	汽车	家电
2005	72768	164445	55769	29032	570.46	16204	32.9%	17.1%	45.9%	34.4%	12.8%	11.5%
2006	90662	194090	60628	37833	723.75	16276	24.6%	18.0%	8.7%	30.3%	26.9%	12.2%
2007	111367	235882	76193	50666	887.30	19979	22.8%	21.5%	25.7%	33.9%	22.6%	22.8%
2008	134321	274179	62089	64794	934	18477	16.7%	16.2%	-18.5%	27.9%	5.2%	-7.5%
2009	200130	319600	93713	77450	1378	20982	35.0%	16.6%	50.9%	19.5%	47.4%	13.6%
2010	405539	163777	104349	61897	1824.29	27019	26.9%	41.9%	10.1%	28.9%	32.4%	28.8%
1-5 月 11	377516	76118	32932		734	13370	32.4%	23.8%	9.1%		1.9%	23.5%
2011/01					179.79	2454					11.3%	26.6%
2011/02	145736	9691	4071		126.03	1930	39.0%	30.0%	13.8%		4.5%	18.7%
2011/03	35929	20460	9500		182.73	2938	10.5%	17.8%	15.8%		5.4%	27.0%
2011/04	25070	16998	7255		156.66	3388	11.8%	26.9%	-9.9%		0.2%	27.9%
2011/05	25044	19278	8034		142.41	3185	22.4%	22.2%	18.5%		0.5%	22.0%

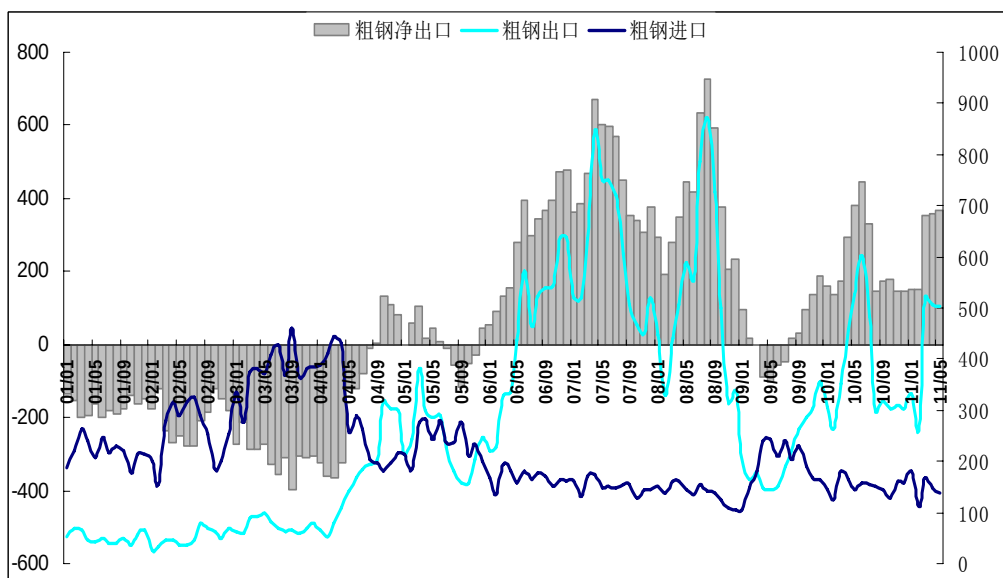
资料来源：东方证券研究所

图 3：下游行业 PMI 指数



资料来源：wind，东方证券研究所

图 4：中国钢铁出口小幅改善



资料来源：CEIC，东方证券研究所

供给：上半年屡创新高，下半年维持高位

据国家统计局最新数据显示，6月国内粗钢产量为5993万吨，同比增长11.9%。1-6月国内粗钢产量为35054万吨，同比增长9.6%。

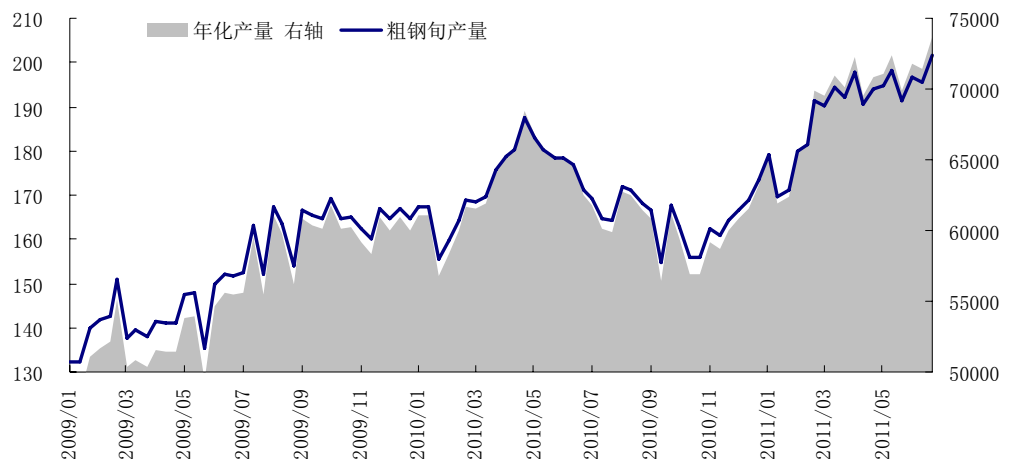
自今年2月下旬以来，粗钢日均产量已经持续超过190万吨并延续至今并屡次打破之前新高。6月下旬更是突破了200万吨大关。按照往年的季节性规律，一般粗钢产量都会在5月之后受天气等因素进入传统淡季，但是今年却迟迟未见粗钢产量的季节性变化——即便是在四月底五月初限“电荒”也未能对粗钢产量有太大影响。

在本月月初，工信部公告了2011年工业行业淘汰落后产能企业名单，其中淘汰落后产能炼铁3122万吨、涉及96家企业，炼钢2794万吨、涉及58家企业，铁合金211万吨、涉及171家企业。但是，不管是相对于日均产量还是去年的力度抑或市场预期来说，全年淘汰的落后产能对全年产量影响不大。

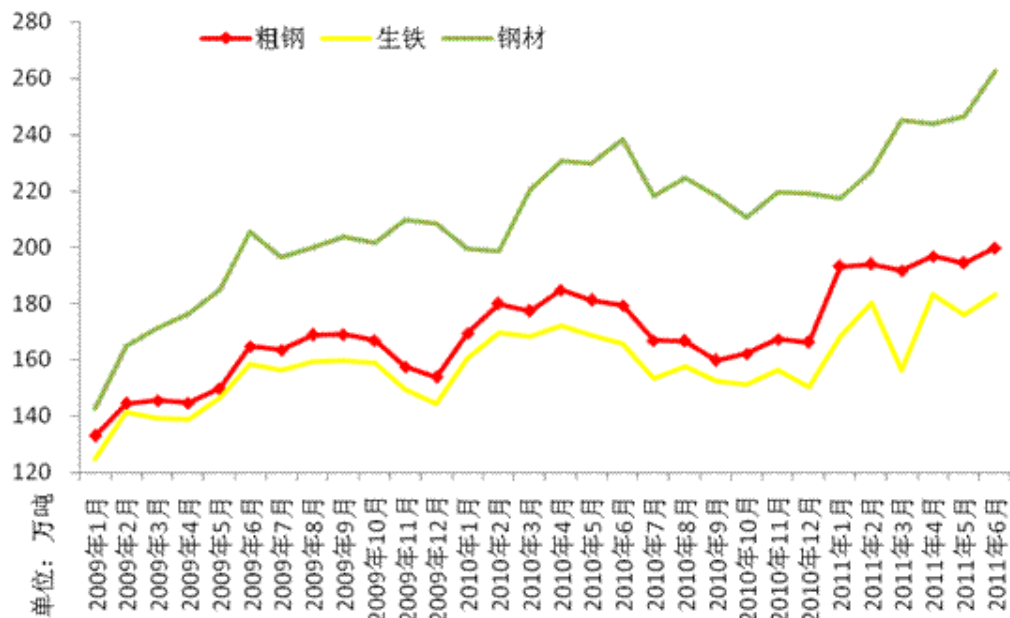
在夏季到来之际，限电又被重提。今年夏季用电高峰对钢铁行业限电将是在所难免的。从下半年来看，限电影响产量将是所有不确定性因素中最大的一个。从长期来看，根据国家能源局对外发布信息显示，今年电力需求增长的12个百分点中，钢铁等六大高耗能行业占据了5.1个百分点。中国“十二五”期间经济转型升级的大前提下，对于包括钢铁在内的粗放式发展、过多依赖能源资源消耗的行业的控制将是“十二五”的一个主题。

预计今年下半年粗钢产量仍将维持高位，全年全国粗钢产量将达到7.1亿吨，同比增长13.2%。

图5：粗钢产量屡创新高



资料来源：中钢协，东方证券研

图 6：2009 年以来国内钢、铁、材日产量走势


资料来源：mysteel，东方证券研

库存：显著去库存

今年上半年去库存明显，近三个月库存变动看，社会库存下降 16.73%，主要是长材库存的下降，冷轧库存不降反升。与去年同期相比，板材库存压力明显大于长材，与去年形势截然相反。而从最近一个月的变化来看，全社会去库存脚步并未停止。预计下半年去库存仍将会继续进行，并延续到三季度上。三季度末或四季度初开始今年第二轮的去库存。

从钢厂库存看，1 至 4 月数据反映了钢厂的钢材库存环比增加 11.2%，与粗钢产量增速相当，存货压力不大，在 6 月底宝武鞍下调价格表明 6 月底钢材库存压力较大。随着进入 7-8 月的消费淡季，我们认为当前钢厂库存将继续增加，不过从库存量/产量的角度看，该比例依然在 20% 下方，也不大可能达到金融危机前的 33% 左右的水平，从而避免了企业因为存货过多大量计提减值准备，而造成盈利的急剧下滑。

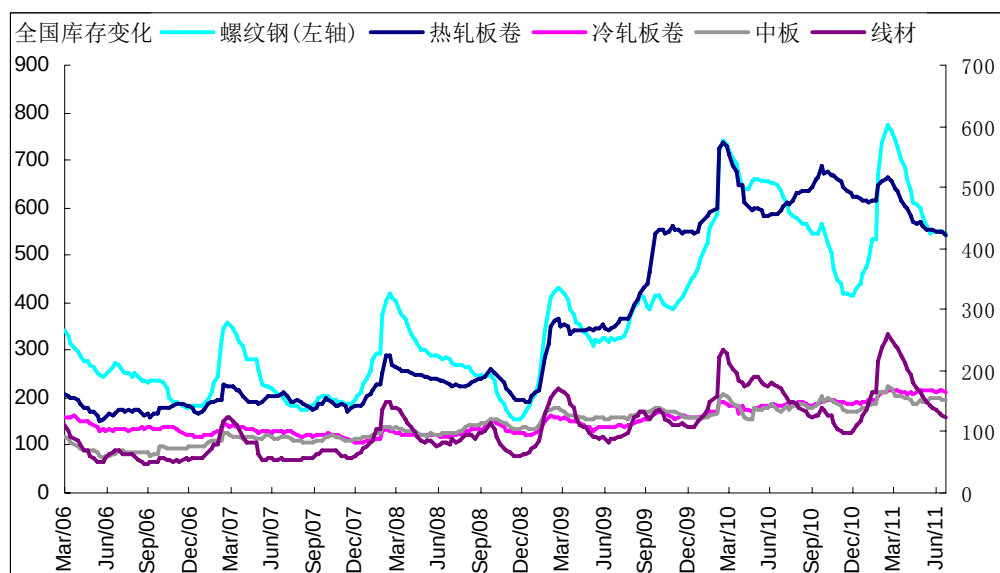
表 9：上海和全国的钢材库存

	最新	1 个月变动	3 个月变动	6 个月变动	一年变动	最高点变动
上海库存	万吨	%	%	%	%	%
热轧板卷	148.03	-3.10%	-9.96%	-16.49%	-11.03%	-22.34%
冷轧板卷	56.02	-0.71%	6.37%	11.46%	22.84%	-1.53%
中板	38.06	2.15%	1.97%	4.53%	2.94%	-0.12%
螺纹钢	37.65	1.87%	-28.61%	-6.28%	-44.92%	-54.58%

线材	8.41	-13.35%	-39.38%	0.66%	-43.04%	-44.24%
全国库存						
热轧板卷	421.04	-2.41%	-10.48%	-12.23%	-7.83%	-26.67%
冷轧板卷	165.88	-0.35%	1.44%	11.04%	15.87%	-2.04%
中板	150.50	-2.05%	-3.84%	8.49%	10.46%	-13.23%
螺纹钢	545.44	-0.30%	-20.34%	18.93%	-15.71%	-29.50%
线材	123.10	-14.37%	-42.29%	-2.05%	-29.77%	-52.37%
板材	737.42	-1.88%	-6.70%	-3.96%	0.16%	-19.58%
长材	668.53	-3.23%	-25.55%	14.42%	-18.71%	-35.23%
全国合计	1405.95	-2.53%	-16.73%	3.98%	-9.80%	-27.87%

资料来源：东方证券研

图 7：全国库存变化



资料来源：mysteel, bloomberg, 东方证券研究所

供需分析：产量不断创新高的弱势平衡

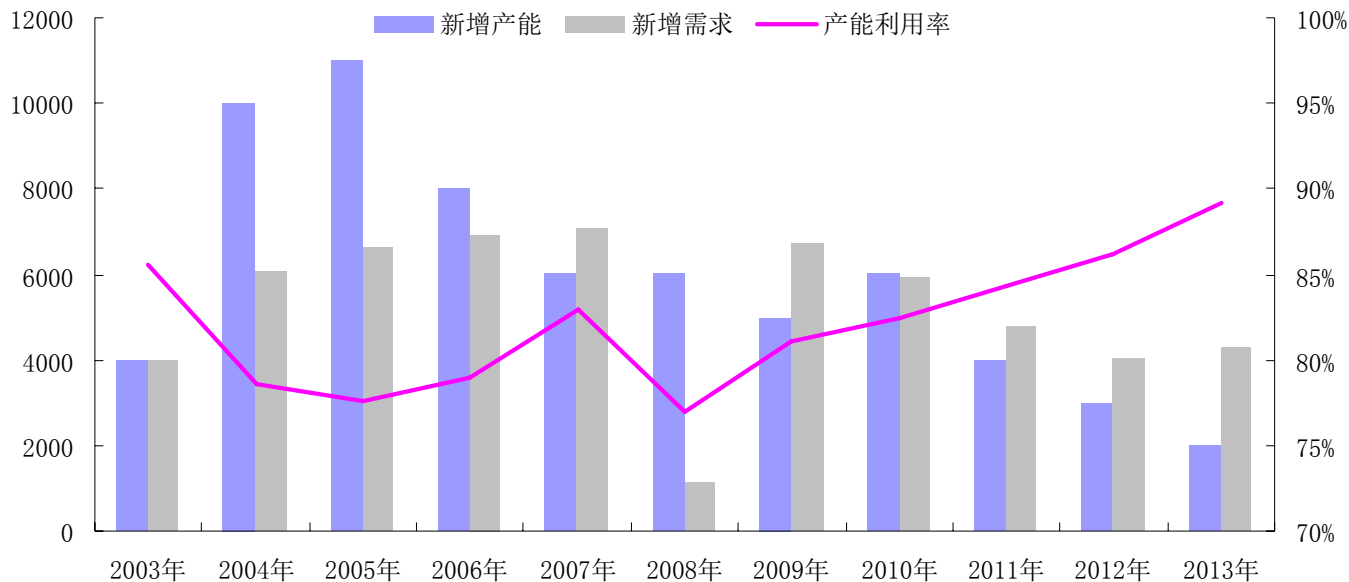
综合上述供需分析，今年春节后需求旺盛并引导钢价一路上涨。但随着 4、5 月份汽车、机械为代表的下游行业表现出增长缓慢甚至衰退，逐渐动摇供需关系。6 月份本应季节性下降但却创出新高的粗钢产量是造成短期供大于求并导致钢价进行大幅度调整的重要原因。随着保障房的集中开工和汽车行业转暖，预计下半年三季度末将迎来需求旺盛局面。

就全年而言，以上变化符合我们的预期，我们维持全年粗钢表观消费量 7.1 亿吨、同比增长 13.2% 的假设不变。在三季度如果一旦因为限电以及淘汰落后产能等因素而导致粗钢产量有所下降，那么行业有望实现一个相对低产量、低需求的弱势供需平衡。四季度需求有所改善之后，综合春节前的节日因素，市场也将有一个补库存的需求，

表 10：中国粗钢表观消费增速

万吨	产量	出口	进口	净出口	表观消费	YOY				
						产量	出口	进口	净出口	表观消费
2003	21934	843	4305	-3462	25396	22.0%	47.9%	48.0%		25.0%
2004	26930	2029	3309	-1280	28210	22.8%	140.7%	-23.1%		11.1%
2005	34806	2761	2717	44	34762	29.2%	36.1%	-17.9%		23.2%
2006	42146	5209	1897	3312	38834	21.1%	88.7%	-30.2%		11.7%
2007	49490	6913	1710	5203	44287	17.4%	32.7%	-9.9%	57.1%	14.0%
2008	50031	6054	1569	4485	45564	1.1%	-12.4%	-8.2%	-13.8%	3.1%
2009	56784	2611	2325	286	56498	13.5%	-59.3%	39.8%	-94.0%	24.8%
1-5 月 10 年	26890	1909	764	1145	25745	23.8%	127.9%	-16.6%	-1556.6%	18.1%
2010-01	4869	307	146	161	4708	18.2%	51.8%	38.9%	65.8%	17.1%
2010-02	5036	264	126	138	4898	22.5%	59.6%	-14.1%	633.8%	19.7%
2010-03	5497	353	181	172	5325	21.9%	99.4%	0.1%	-4883.3%	18.0%
2010-04	5540	457	165	292	5248	27.6%	205.7%	-30.9%	-427.0%	18.5%
2010-05	5614	528	146	381	5233	20.8%	268.7%	-40.3%	-474.7%	10.2%
2010E	64007	3600	1600	2000	62007	12.7%	37.9%	-31.2%	599.7%	9.7%

资料来源：东方证券研

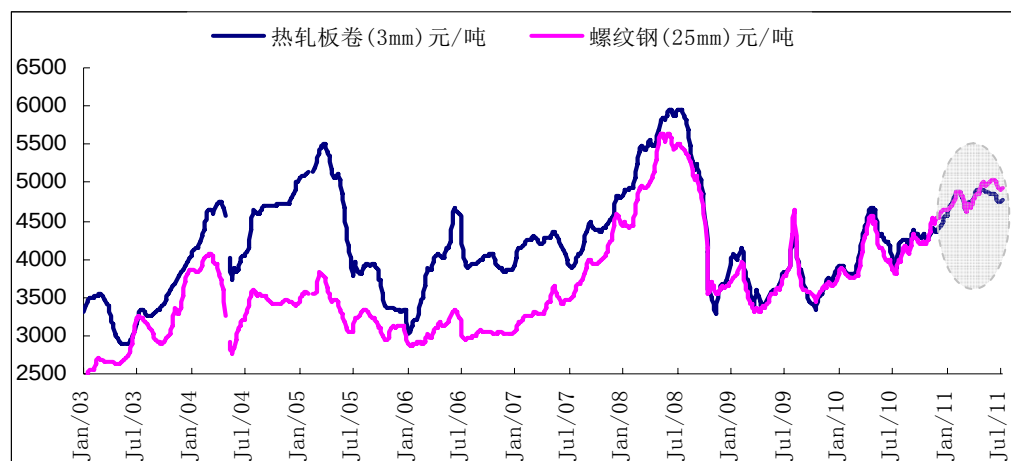
图 8：未来产能利用率将进一步提高，年行业供需将再度紧张


资料来源：东方证券研

钢价：W 形震荡走势形成中

钢价在 1、2 月进入下跌周期后，在 3、4 月份由于原材料高企、旺季需求复苏重拾升势。6 月，由于市场需求不振以及保障房开工率未达预期，在宝武鞍三家钢厂调整 7 月出厂价后，市场一路走低。虽然 7 月上旬宝钢武钢的调价对市场有所支撑，但是夏季传统淡季加之汽车、机械等行业需求一般，钢价在 9 月份低位运行是大概率时间，随着保障房的记者那个开工，预计将在三季度末有所起色，四季度出现增长。整体来看，预计 2011 年钢价将呈现 W 形的震荡走势。

图 9：国内主要钢铁价格趋势



资料来源：mysteel, bloomberg, 东方证券研究所

表 11：国内主要钢铁价格趋势

	型号	单位	2010	2011			同比			环比	
			全年	Q1	Q2	目前	Q1	Q2	目前/10	Q2/Q1	目前/Q2
热轧板卷	3mm	元/吨	4248	4773	4855	4762	19.60%	9.40%	12.10%	1.72%	-1.91%
冷轧板卷	1mm	元/吨	5595	5653	5597	5432	-2.28%	-6.18%	-2.92%	-0.99%	-2.95%
中板	20mm	元/吨	4384	4896	4954	4841	20.02%	7.39%	10.41%	1.19%	-2.28%
螺纹钢	25mm	元/吨	4174	4762	4937	4922	22.37%	15.27%	17.91%	3.68%	-0.30%
线材	6.5mm	元/吨	4253	4769	4872	4877	20.74%	13.04%	14.67%	2.15%	0.10%
不锈钢冷轧	304CR	元/吨	23727	26975	24923	23900	15.24%	6.65%	0.73%	-7.61%	-4.10%
	202CR	元/吨	19238	20117	20062	19500	6.06%	-1.10%	1.36%	-0.27%	-2.80%
无取向硅钢	50WW800	元/吨	7814	8321	7200	6700	13.53%	-8.37%	-14.26%	-13.47%	-6.94%
取向硅钢	30Q130	元/吨	19187	19050	20923	19000	-6.34%	-0.40%	-0.97%	9.83%	-9.19%
钢坯	上海	元/吨	3820	4259	4412	4267.5	21.84%	11.69%	11.72%	3.60%	-3.28%
五氧化二钒	98%片	万元/吨	9.18	9.03	8.55	8.40	-9.60%	-10.04%	-8.47%	-5.31%	-1.71%

资料来源：东方证券研究所

原材料：供应紧张局面稍有缓解，未来价格现货化

虽然今年上半年我国铁矿石对外依存度下降明显，而且今年国产矿产量增长 15%，供应紧张局面稍有缓解。但是，今年前 6 个月的价格一直居高不下，以印度 63%，CFR 为例，上半年 6 各月的月均价格保持在 179 以上。六月底虽然因国内钢价下跌而带动铁矿石价格走低，但是 7 月初先于钢价反弹回升，粗钢产能的增长是导致铁矿石价格居高不下的根本原因。虽然高企的铁矿石库存遭到市场诟病，但是相对于粗钢产量来讲，港口铁矿石库存量并未有上升趋势甚至略有下降，处于可消化状态中。

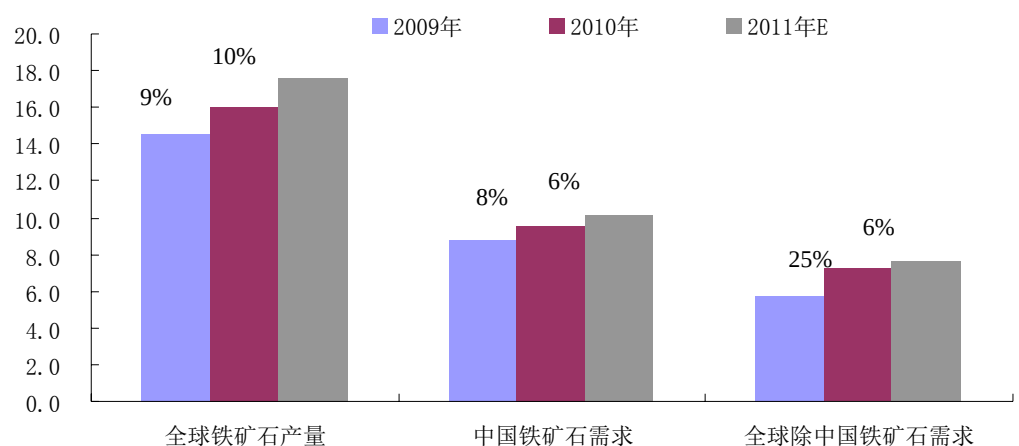
2011 年 1-5 月全球生铁产量 4.5 亿吨，同比增长 4.5%，有所放缓。欧美市场的疲弱以及日本地震导致的需求减弱。而铁矿石市场表现出来的更多是一种纠结的局面，体现在一方面，三大矿山积极唱多中国需求，另一方面，又淡水河谷下调 2015 年铁矿石产量目标 10%。另外，澳洲的矿产资源税（MRRT），人工成本升高以及澳洲政府新近宣布的明年对碳排放征税，增加了铁矿石未来供给增长速度的不确定性。

另外，可以确定的是铁矿石价格现货化将成为未来几年的趋势，淡水河谷打造巨型铁矿石货轮意在将巴西的铁矿石库存搬运至中国港口，并通过港口物流中心的形式，提供铁矿石价格现货化的物流解决方案。铁矿石现货化将使得原来具有成本优势的长协钢厂将面临更大的原材料成本压力。

预计今年下半年铁矿石将呈现“V”型走势，在三季度因国内钢铁需求进入淡季后价格有所走低，随着三季度末需求的好转，铁矿石价格将有所回升。但预计今年价格较难低于 150。

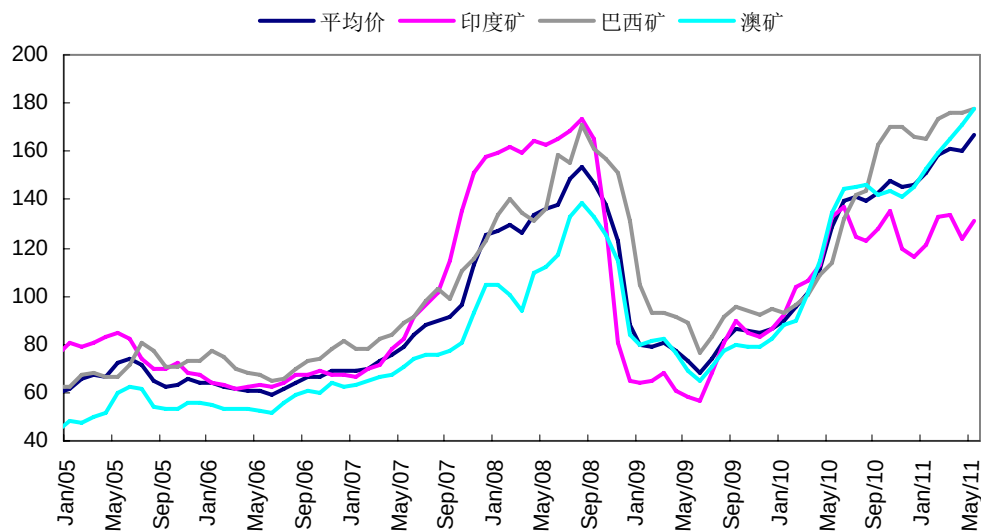
焦炭方面，今年上半年价格变化有限，因焦炭供给特别是小型生产厂商的增加，预计下半年难以有较大升幅。

图 10：全球铁矿石供需预测



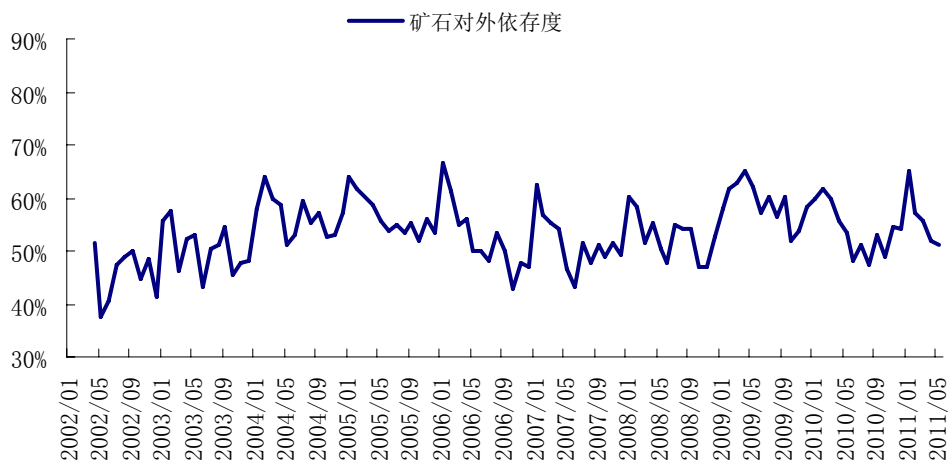
资料来源：Mysteel、东方证券研究所

图 11：铁矿石价格走势

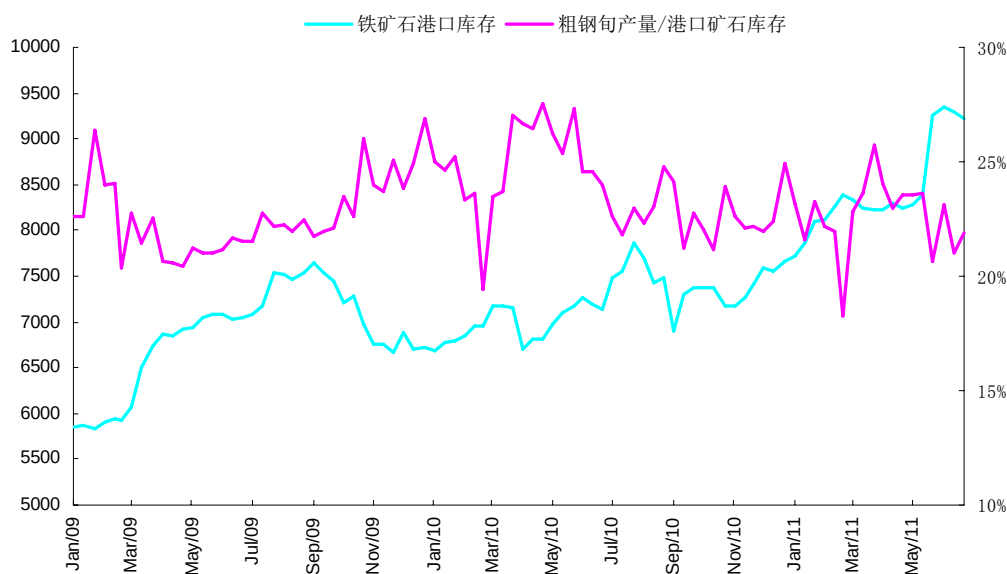


资料来源：Mysteel、东方证券研究所

图 12：2011 年我国铁矿石对外依存度有所下降



资料来源：Bloomberg、CEIC、东方证券研究所

图 13：粗钢旬产量与港口铁矿石


资料来源：Bloomberg、CEIC、东方证券研究所

图 14：焦炭价格变化


资料来源：Bloomberg、CEIC、东方证券研究所

投资策略

我们预计 2011 年三季度将是钢铁行业盈利的低点。虽然宝钢和武钢在 2011 年 7 月 11 日同时公布了 8 月出厂价对低迷的市场价格起到了一定的支撑作用，但是受限于夏季的需求以及限电等因素，三季度整体价格处于全年低点的态势将已初步形成。同时，铁矿石今年整体的高位运行，虽然

三季度有望下跌，但是从 6 月底以来的情况来看，铁矿石下降速度和幅度小于钢价速度，且反弹速度明显快于钢价，短期钢企利润仍会被矿企绑架。因此我们三季度行业利润相比 1、2 季度下降将是大概率事件。

从全年来看，整体产能过剩的弱平衡，以及受控于上游原材料行业，钢铁行业盈利水平仍将在低位运行。预计今年钢铁行业销售利润率仍难以突破 3%。分产品看，特钢盈利最好，长材好于板材，当然长期来看，板材受益于经济转型长期盈利改善趋势好于长材；分公司看，良好的费用控制是决定盈利重要因素，产业链整合者更能有效的抵消原材料成本上升和价格下降。

行业盈利改善仍是行业景气底部合理恢复和部分品种结构性复苏的反映，整体而言，因为产能过剩，盈利仍处于低位水平，不稳定性和不确定性较大，行业景气全面复苏仍未到来。

虽然短期行业仍面临多重负面压力，目前时点我们推荐的公司属性主要基于具备更好业绩改善弹性，产品结构优势、成本优势和区域优势，重点推荐：八一钢铁、新兴铸管、大冶特钢和华菱钢铁。

八一钢铁：区域优势、新疆区域政策对股价影响正面

- 明显区域市场优势；新疆“十二五”投资需求快速增长；
- 吨钢市值低，盈利改善弹性大；
- 间接受益于新疆丰富的矿石和焦煤资源；
- 整体上市和重组预期。

新兴铸管：产品优势

- 铸管行业龙头优势将延续，继续分享中国城市基础设施建设新建和更新改造带来的稳定增长；
- 向下游延伸：在传统铸管+螺纹钢优势的基础上，公司正致力于发展复合管、特钢和锻件等新产品，新领域带来新增长；
- 积极布局上游资源，公司在新疆和海外的矿石和煤炭项目将大幅提升其产业链的竞争力。

大冶特钢：高端钢材仍供不应求、盈利能力突出

- 高品质的特钢需求一直保持旺盛，公司高品质特冶锻造领域技术优势明显，市场准入基础高，销售网络广阔；
- 中信泰富的高效管理将是公司超越竞争对手的重要保障。锻件完全达产达效后，将贡献 EPS 超过 0.5 元；
- 受益于高铁快速发展，在国内钢铁公司，大冶业务收入与铁路相关性最高。

华菱钢铁：盈利改善空间大

- 吨钢市值低，盈利改善空间大；
- 公司通过对涟钢管理层的调整，二季度已经取得初步成效，基本上扭亏；
- 受益于大股东安塞乐米塔尔的技术优势，公司在多项产品上提升市场竞争力

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-7-25)



资金流向

(截止2011-7-25)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn