

钢铁行业

“旺季不旺”特征鲜明，给予钢铁行业“中性”评级

行业动态报告

◆行业观点：

处于“控通胀”的大环境之下，宏观政策仍然处于观察期，国内钢铁需求增速逐步放缓。钢价在传统旺季表现不佳，铁矿石等炉料价格仍然在高位震荡，钢铁行业的盈利难有实质性好转。在这种情况下，钢铁板块难以出现趋势性投资机会，考虑到钢铁板块低市净率的估值优势，给予钢铁行业“中性”评级。

◆供需关系：

长材下游需求并没有之前市场预期的好，而长材日均产量在8月份环比明显反弹，供给增加较快，长材价格回调的压力增加。冷轧板的需求随着汽车产量回升而有所提高，但是在钢价弱势调整的背景下，钢厂谨慎上调出厂价。需求季节性复苏的力度不如预期或存在不确定性，供给过剩始终是困扰钢铁行业的大问题。

◆盈利状况：

由于非钢业务利润以及投资收益等贡献，大中型钢厂6月份吨钢利润总额环比有所好转。但是好景不长，税前利润率从6月份的4.2%下降到7月份的2.8%，主营业务利润并没有实质改善。铁矿石价格长期在高位波动，钢厂的成本压力并未明显缓解，高产量和低盈利的状况还将延续。伴随着钢价弱势调整，钢厂的盈利必然会受到侵蚀。

◆行业估值：

截至9月16日，钢铁板块的整体市盈率（TTM）和整体市净率（MRQ）分别是23.8倍和1.27倍，低于2010年初以来的市盈率均值29.5倍和市净率均值1.52倍，并且明显低于历史均值市盈率34.2倍和市净率1.95倍。钢铁板块具有低市净率的优势，但是当前的市场氛围并不利于钢铁板块估值修复。

◆投资建议：

钢铁板块投资遵循三条主线：1）“十二五”期间，钢材需求面临系统性的结构调整，特钢行业具有持续的成长潜力。同时，具有技术和市场优势的龙头企业也有望从产业结构调整 and 升级中受益，建议重点关注；2）在粗钢产量仍将维持高位波动的情况下，考虑到美国低利率政策短期内难以改变，铁矿石价格在高位波动的概率较大，建议持续关注铁矿石投资品种和具有矿石资源优势的区域性钢铁公司；3）钢铁行业盈利低位徘徊，整体负债率高位运行，行业垂直和水平重组机会将是钢铁板块投资的亮点。

◆风险分析：

如果下游需求持续不振，拖累钢价持续走低，钢铁板块将面临深幅回调的压力，走势明显弱于大盘的概率会上升。但是，目前看来，国内经济有限放缓，钢材需求逐步回落的概率较大。此外，如果全球经济陷入衰退，钢铁需求明显回落，成本对钢价的支持会显得软弱无力，钢价和矿价大幅调整，即使钢材库存相对水平不高，全球钢铁行业仍要面对2008年金融危机以来明显的去库存化压力。

中性

分析师

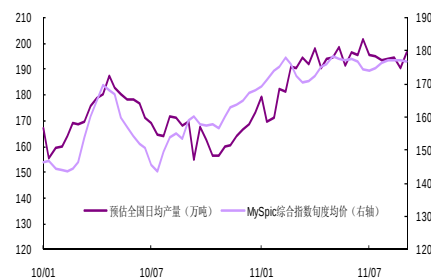
张力扬（执业证书编号：S0930511010005）
021-22169167
zhangly@ebcn.com

联系人

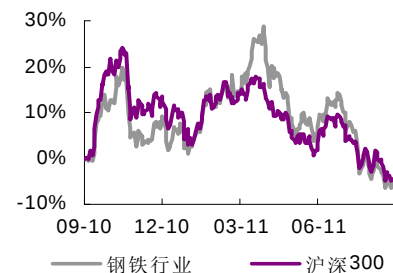
孙枫
021-22169324
sunfeng@ebcn.com

名称	数值 (09/16/2011)	周涨跌幅%
MySpic 综合指数	175.8	-0.5%
MyIpic 综合指数	194.1	-1.5%
CRU 全球钢价指数	204.4	0.5%

粗钢日均产量与国内钢价指数



行业与上证指数对比图



相关研报

钢市弱势震荡，主流钢厂谨慎调价

..... 2011-09-13

目录

一、行业观点.....	3
1.1、给予钢铁行业“中性”评级.....	3
1.2、国内钢铁板块缺乏明显跑赢大盘的动力.....	3
1.3、结构性机会不容忽视——重点关注特钢子板块.....	4
二、宏观和行业月度数据回顾.....	4
2.1、通胀压力略有回落，但货币政策仍在观察期.....	4
2.2、固定资产投资增速继续回落.....	5
2.3、机械行业工业销售产值增速持续回落.....	7
2.4、汽车销量逐步回升.....	7
2.5、粗钢日均产量高位震荡，钢价承受回调压力.....	8
2.6、长材日均产量在 8 月份出现反弹.....	9
2.7、日均粗钢表观消费量基本稳定.....	9
2.8、下半年钢材出口面临压力.....	10
2.9、钢材库存与表观消费量相比相对较低.....	11
2.10、钢铁行业投资增速继续上升.....	11
2.11、大中型钢厂盈利能力仍在低位震荡.....	11
三、行业周度数据回顾（截至 9 月 16 日）.....	12
3.1、钢价持续弱势调整，矿价跟随钢价回落.....	12
3.2、钢材市场库存继续回升，铁矿石库存小幅回落.....	15
3.3、终端需求维持震荡格局.....	16
3.4、钢厂生产成本持续走高，吨钢盈利能力明显萎缩.....	16
3.5、螺纹钢和线材现价期价偏离率宽幅波动.....	17
四、行业估值.....	18
4.1、行业估值的历史比较.....	18
4.2、行业 and 市场的估值比较.....	18
4.3、行业的历史走势和所处位置.....	19
五、投资建议.....	19
六、风险分析.....	20

一、行业观点

1.1、给予钢铁行业“中性”评级

处于“控通胀”的大环境之下，宏观经济政策仍然处于观察期，国内钢铁需求增速逐步放缓。钢价在传统旺季表现不佳，铁矿石等炉料价格仍在高位震荡，同时钢价走势落后于矿价，钢铁行业的盈利难有实质性好转。在这种情况下，钢铁板块难以出现趋势性投资机会，考虑到钢铁板块低市净率的估值优势，给予钢铁行业“中性”评级。

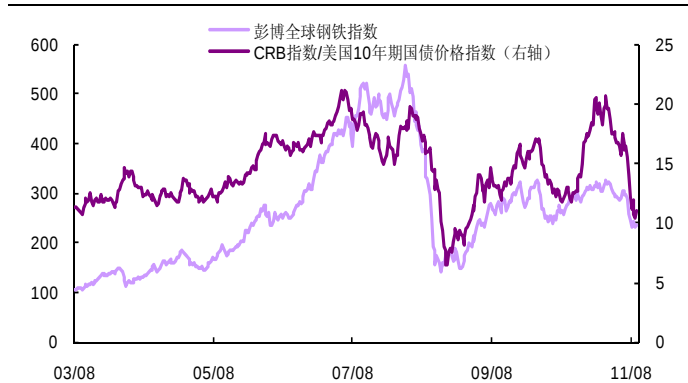
1.2、国内钢铁板块缺乏明显跑赢大盘的动力

在全球范围内，新兴市场国家的通胀压力并没有明显回落，而发达国家经济增长乏力，又受到欧洲主权债务危机的困扰，经济前景异常复杂。以 CRB 指数/美国 10 年期国债价格指数来衡量，投资者避险情绪处于高位，这样的市场环境是明显不利于钢铁板块走强的，国内钢铁板块也逃不出市场环境的束缚。

从全球的角度来看，钢铁板块落后于大盘和矿业板块已经相当长一段时间。近来，矿业板块处于震荡之中，但是市场对经济增速放缓拖累钢铁需求的担忧有增无减，同时钢铁行业的成本仍在高位波动，钢铁板块的走势又开始落后于大盘和矿业板块。

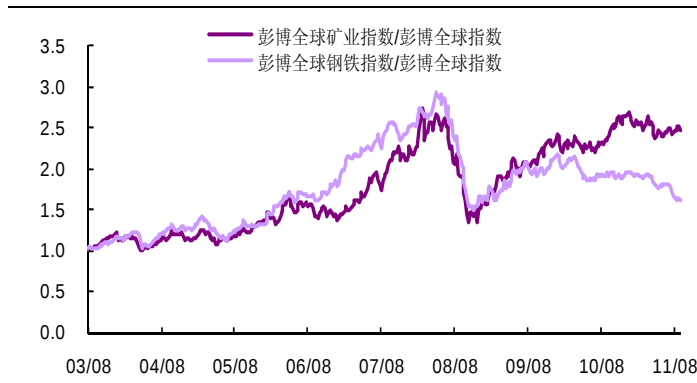
基于历史规律，国内钢铁板块要明显跑赢大盘（以沪深 300 指数为基准）需要钢价走势持续强于矿价走势。而在当前的环境下，资金面收缩使得国内钢价在旺季也难有上佳表现。进入四季度中后期，“冬储”行情也不会对市场有太大的影响。同时，矿石价格长期盘踞在高位又难以改变，而且矿价往往伴随钢价上行，使得钢厂在盈利略有改善的情况下又要开始担心后期成本抬升的问题，盈利提升的空间被上涨的成本所挤压，最终的结果就是钢厂的盈利窄幅震荡。因此，钢铁板块缺乏明显跑赢大盘的动力。

图表 1：市场环境不利于钢铁板块走强



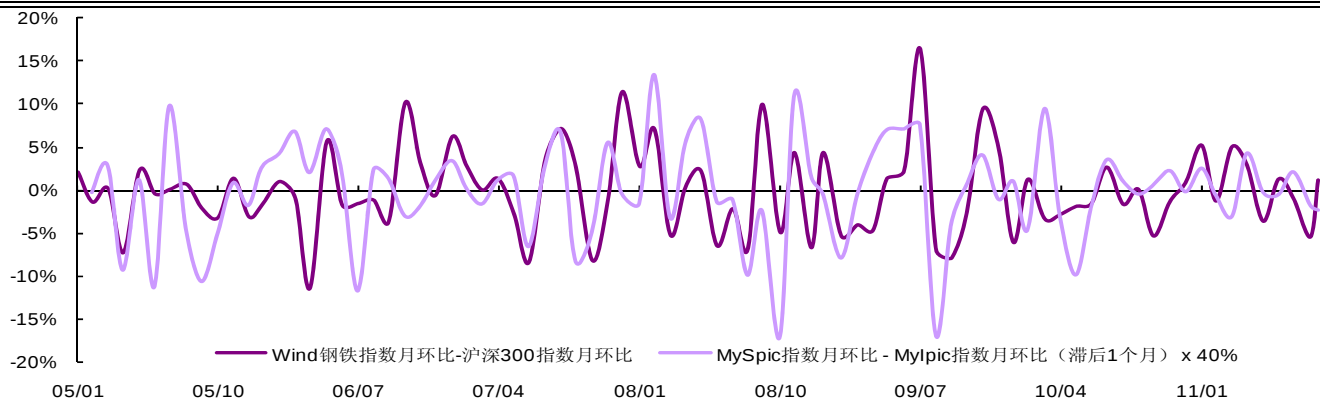
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 2：全球钢铁板块走势落后于大盘和矿业板块



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 3：钢价指数相对矿价指数走势 vs. 国内钢铁板块相对收益



资料来源：Mysteel, Wind, 光大证券研究所

1.3、结构性机会不容忽视——重点关注特钢子板块

作为后周期的钢铁行业，发展受到需求增速回落的限制，钢铁板块出现趋势性行情的机会不大。但是，特殊钢等结构性机会仍然不容忽视。汽车销量回升，拉动相关工业材的需求，特殊钢和高档冷轧板材的需求逐步好转，特钢板块具有上行动力。行情启动的催化剂——汽车销量持续回升——还需要进一步确认。

更重要的是，以高端装备制造业为代表的新兴产业对特殊钢的需求会随着政策落实和市场放大而逐步走强。截至9月16日，特钢板块的市盈率（TTM）为19.5倍，市净率（MRQ）为2.5倍，低于2010年初以来的均值水平（分别为27.6倍和2.7倍），估值相对适中，具有明显的投资价值。

二、宏观和行业月度数据回顾

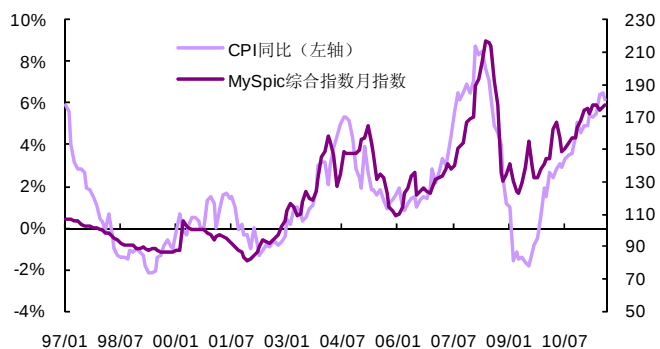
2.1、通胀压力略有回落，但货币政策仍在观察期

正如市场普遍预计的那样，紧缩调控政策逐步影响到实体经济，并且受到翘尾因素的影响，8月份CPI同比读数略有所回落。基于以往CPI环比的季节性规律，9月份的物价环比仍有可能出现较明显的上涨，因此国内货币政策仍在观察期。

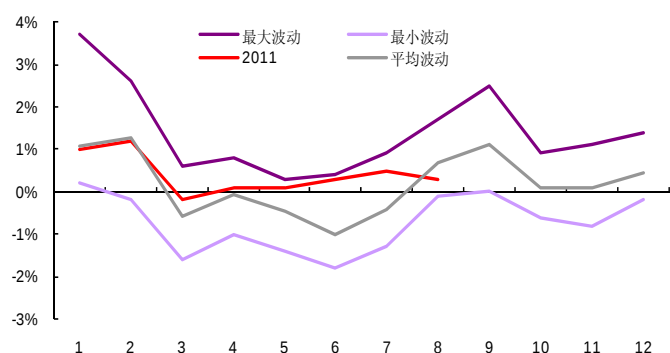
但是，如果国内通胀压力在四季度明显回落，并且考虑到外围市场动荡不安，国内宏观政策走向存在调整的可能性，不过政策调整的时点仍需要进一步观察。对钢铁板块而言，在当前持续紧缩的货币政策环境下，即使在传统的消费旺季，钢材市场要有上佳表现存在不小的难度。

图表4：通胀压力有所回落

图表5：CPI环比季节性规律（1995-2010年）

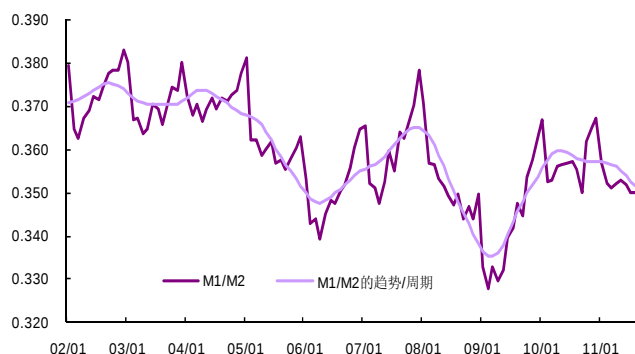


资料来源：CEIC, Mysteel, 光大证券研究所



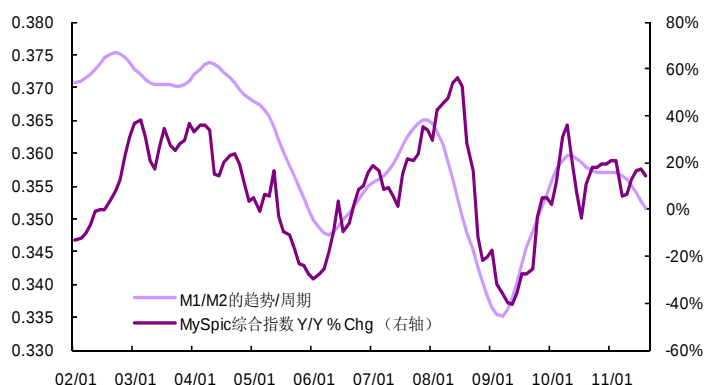
资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图表 6：紧缩的货币政策环境并未改变



资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图表 7：货币政策环境并不利于钢价上行



资料来源：CEIC, Mysteel, 光大证券研究所

2.2、固定资产投资增速继续回落

8 月份，国内固定资产投资（不含农户）累计同比仍然保持在 25% 的高位，但是增速持续回落，与宏观调控的走向一致。剔除 PPI 波动的扰动因素，国内固定资产投资增速也延续回落的势头，投资对钢铁需求的拉动力度回落。

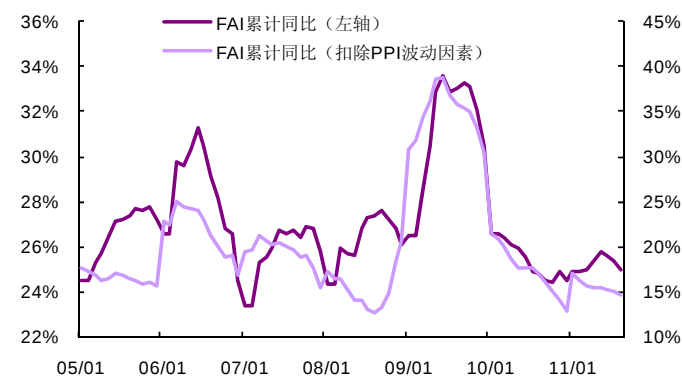
合计占到固定资产投资 6 成以上的制造业和房地产投资累计同比增速依旧保持在 33% 左右的高位运行，是支撑固定资产投资保持高速增长的重要力量。1-8 月份，商品房新开工面积和施工面积累计同比分别达到 25.8% 和 30.5% 的高速增长，而且商品房新开工面积累计同比增速分别高出销售面积和竣工面积累计同比增速 12.2 个百分点和 11.1 个百分点。

不过，商品房新开工和在建面积增速远高于销售增速，增加了市场对房地产库存不断攀升，建设资金紧张最终影响到房地产建设的担忧。而且，商品房限售和限价政策逐步向二三线等中小城市扩散，不利于房地产建设的持续稳定。

据住建部提供的数据，截至 8 月底，全国各地完成保障房全年新开工任务的 86%。保障房累计新开工面积与商品房累计新开工面积比值从 5 月底的 25% 上升到 8 月底的 39%。从理论上讲，保障房建设无疑已经是房屋新开工建设的重要力量。中央政府大力建设保障房的决心不容置疑，但是，由于保障房建设资金来源的问题始终没有完全解决，保障房开工建设扩大拉动钢材需求的有效性仍然受到质疑。

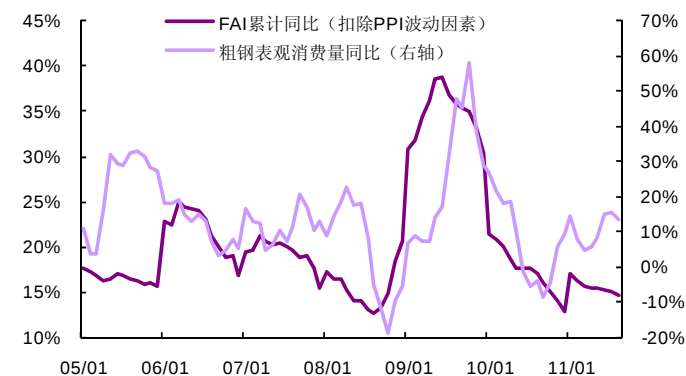
同时，基础设施建设投资增速延续回落的态势，尤其是交通运输类投资下滑较为严重。其中，铁路建设投资累计同比增速从1-7月份的-2.1%滑落至1-8月份的-15.5%，铁道用材需求明显萎缩。但是，在基础设施建设投资中仍然存在结构性的亮点，城市公共交通建设投资增速在1-8月份保持在20%以上。

图8：固定资产投资增速持续回落



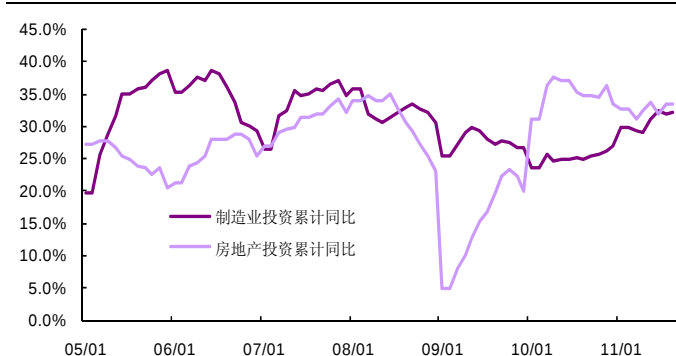
资料来源：CEIC, Mysteel, 光大证券研究所

图9：粗钢表观消费量增速仍在高位



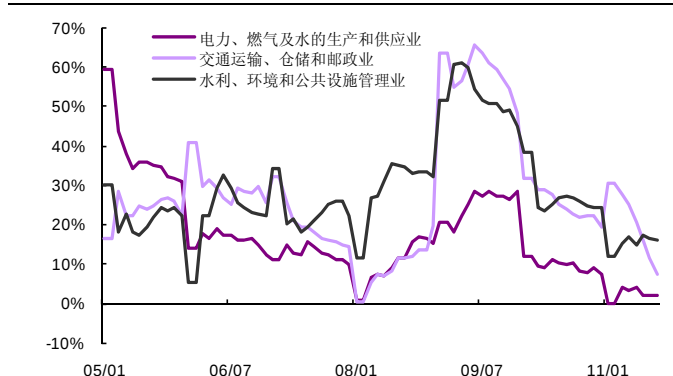
资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图10：制造业和房地产投资增速高位波动



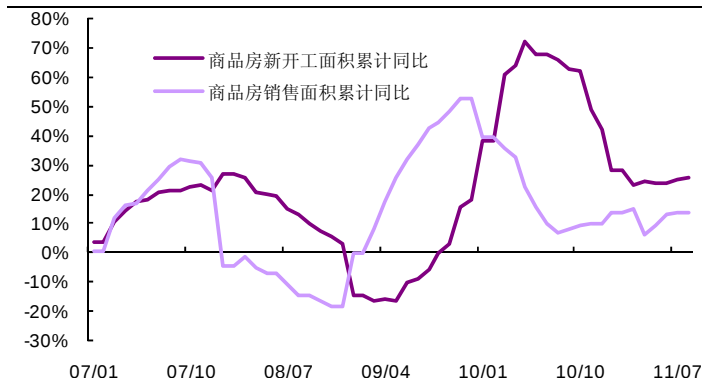
资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图11：基建投资累计同比增速继续回落



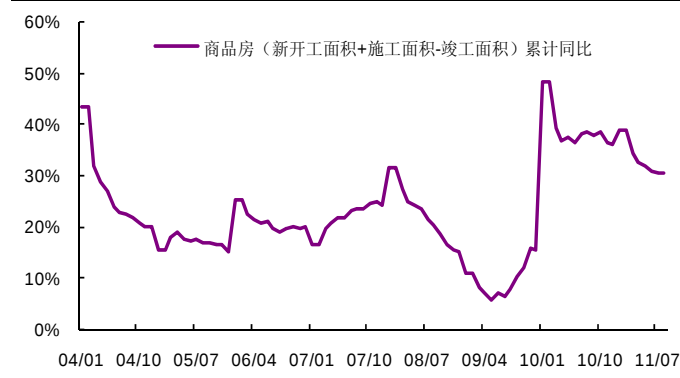
资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图12：商品房新开工面积增速快于销售面积增速



资料来源：CEIC, 光大证券研究所

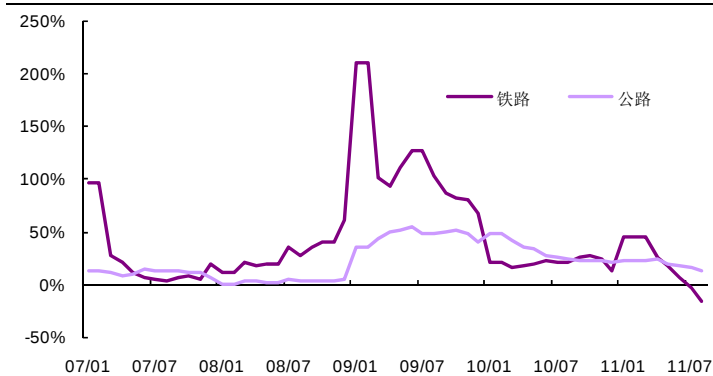
图13：商品房（新开工+施工-竣工）面积累计同比



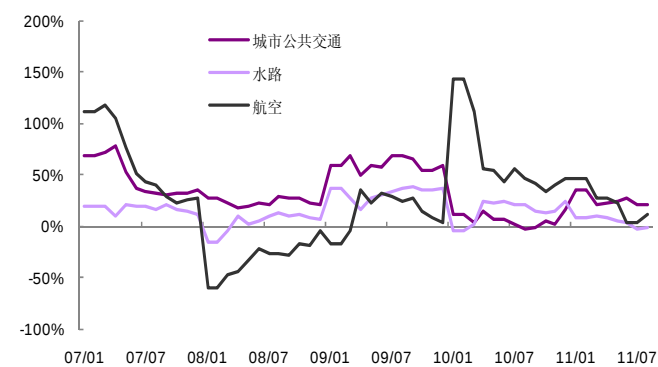
资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图14：铁路建设投资累计同比增速萎缩非常明显

图15：城市交通建设投资累计同比增速基本稳定



资料来源：CEIC，光大证券研究所

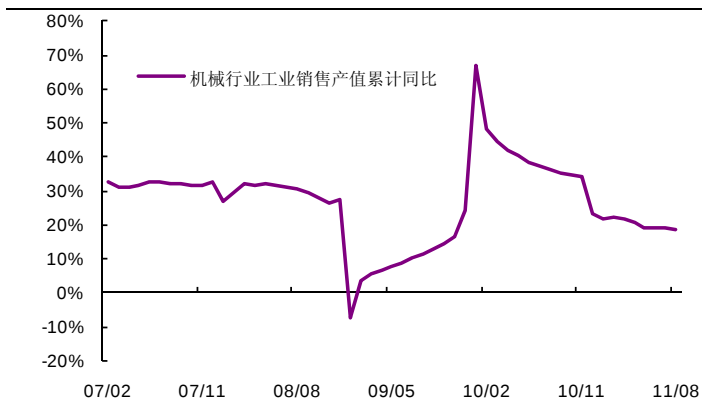


资料来源：CEIC，光大证券研究所

2.3、机械行业工业销售产值增速持续回落

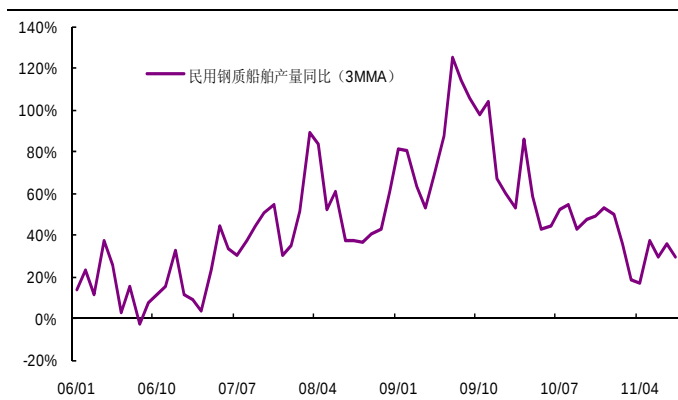
截止8月底，国内机械行业工业销售产值累计同比增速持续回落，从1月份的22%逐步下滑到1-8月份的18.8%。以船舶工业为例，民用钢质船舶产量增速从历史高位逐步震荡回落，相关中厚板钢材需求增速也随之放缓。

图表 16：机械行业工业销售产值增速持续回落



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 17：民用钢质船舶产量同比增速回落



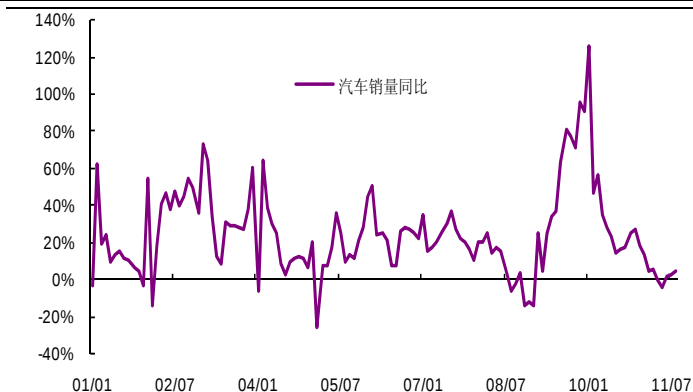
资料来源：CEIC，光大证券研究所

2.4、汽车销量逐步回升

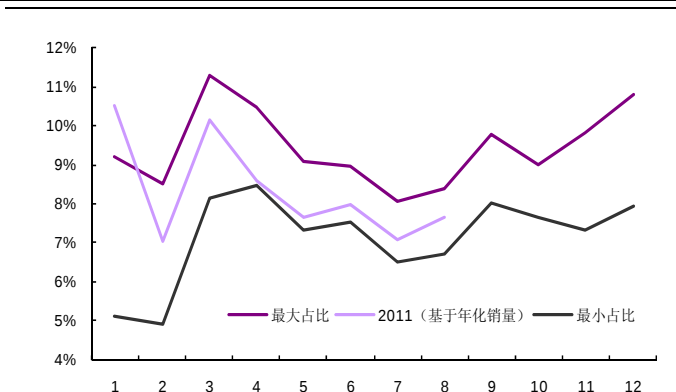
根据中汽协公布的数据，8月份汽车销量超过138万辆，同比增长4.4%，相比7月份同比增速上升1.9个百分点。汽车销量逐步回升符合以往的季节性规律，随着“金九银十”的来临，汽车销量有望延续回升的势头。随着汽车销量的回升，汽车用钢材的需求必然会环比逐步好转。需要指出的是，截至8月份，乘用车（尤其是轿车）的产量恢复增长的势头较好，而商用车同比仍然负增长。

图表 18：汽车销量逐步回升

图表 19：汽车销量季节性规律（2000-2010年）



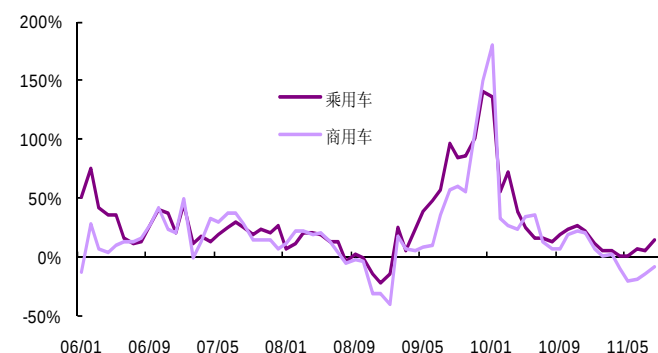
资料来源: CEIC, 光大证券研究所



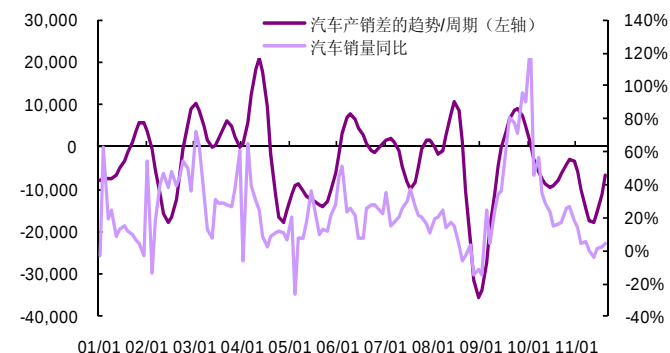
资料来源: CEIC, 光大证券研究所

图20: 汽车产量的结构分化鲜明

图21: 汽车产量跟随销量回升的概率增加



资料来源: CEIC, 光大证券研究所



资料来源: CEIC, 光大证券研究所

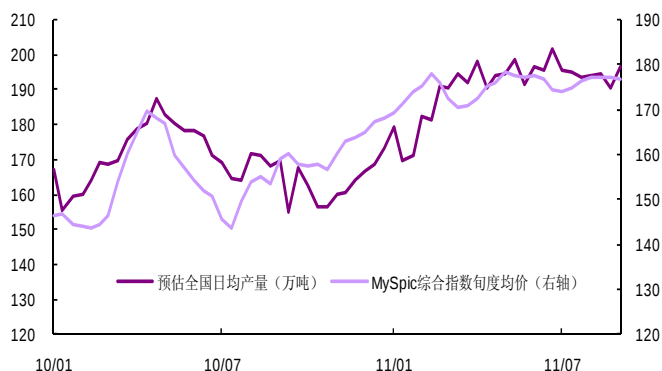
2.5、粗钢日均产量高位震荡，钢价承受回调压力

国家统计局数据显示，8月份国内粗钢日均产量下降到189.5万吨，但是由于基数效应，8月份粗钢产量同比仍然增长13.8%。从8月中下旬开始，国内钢价持续疲弱，钢厂检修的力度有所加强。从中钢协提供的估算数据来看，粗钢日均产量从8月中上旬的194.4万吨回落至8月下旬的190.5万吨，但是9月上旬粗钢日均产量再次上跳到196.4万吨。

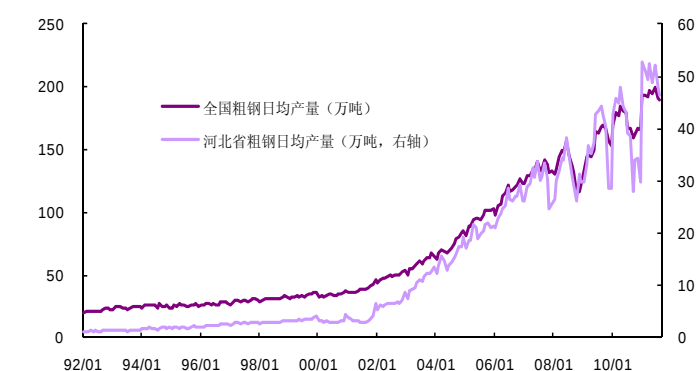
粗钢产量在高位震荡，但是下游需求并没有出现期待已久的季节性转旺，这再次反映出今年钢材市场表现出的“淡季不淡、旺季不旺”的特点。主要的问题在于，需求不及预期，产量又维持在高位，供需矛盾突出。如果钢铁产量继续维持在高位，钢价承受的下调压力会加剧。另外，7月和8月份，河北省粗钢日均产量环比回落明显，明显拖累了全国粗钢日均产量。

图22: 粗钢日均产量高位震荡

图23: 河北省粗钢日均产量回落拖累全国产量



资料来源: CEIC, Mysteel, 光大证券研究所

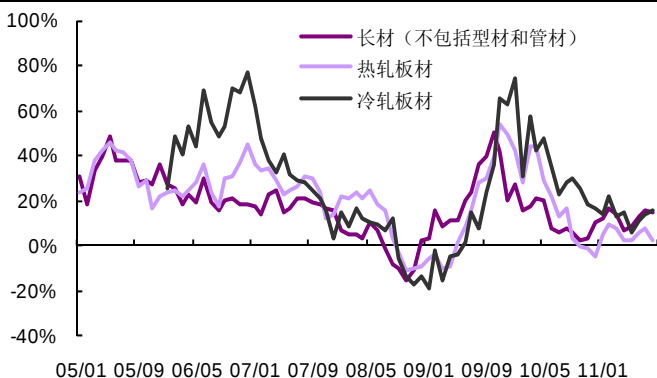


资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.6、长材日均产量在8月份出现反弹

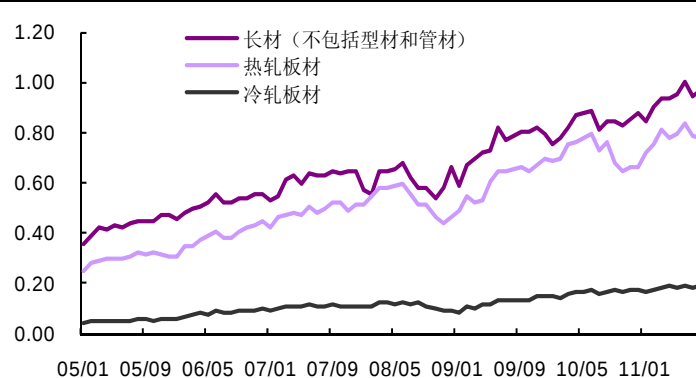
长材（不包括型材和管材）和冷轧产量在8月份的同比增速分别达到14.9%和15.7%，明显高于热轧产量的同比增速（2.2%）。虽然钢材日均产量从6月份高点回落，但是长材日均产量在8月份环比明显反弹。下游需求并没有预期的好，长材价格回调的压力增加。

图表 24：热轧产量同比增速显著低于长材和冷轧



资料来源: CEIC, 光大证券研究所

图表 25：长材日均产量在8月份出现反弹（百万吨）



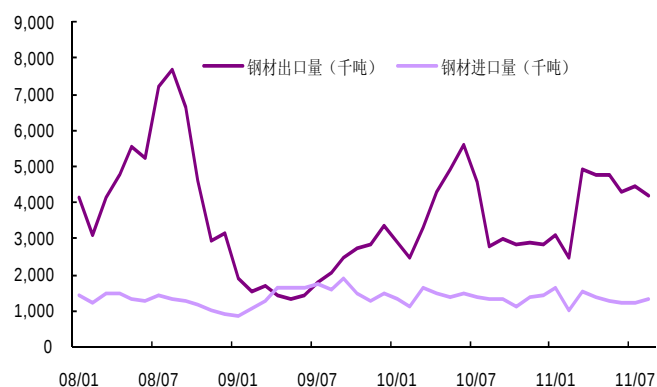
资料来源: CEIC, 光大证券研究所

2.7、日均粗钢表观消费量基本稳定

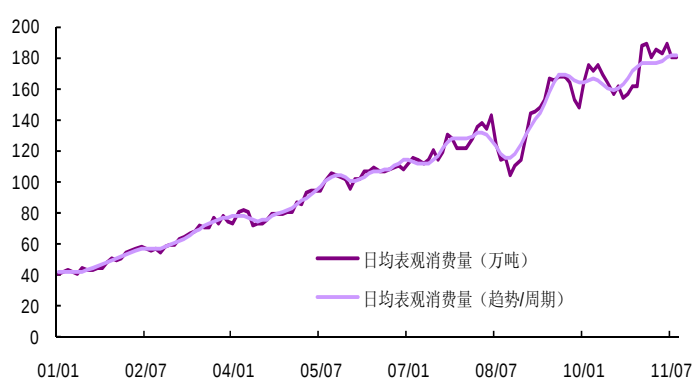
8月份钢材出口量达到419万吨，进口量达到135万吨，出口量环比7月份回落5.6%，进口量环比增加8.9%，净出口量环比下降11.3%，但是由于去年8月出口量处于低位，今年8月份钢材净出口量同比增加95.9%。由于钢材净出口量有所回落，8月份国内粗钢表观消费量和7月份相比基本持平，没有明显下滑。国内日均粗钢表观消费量维持在180万吨的水平。

图表 26：钢材净出口量环比有所回落

图表 27：粗钢表观消费量高位波动



资料来源：CEIC，光大证券研究所



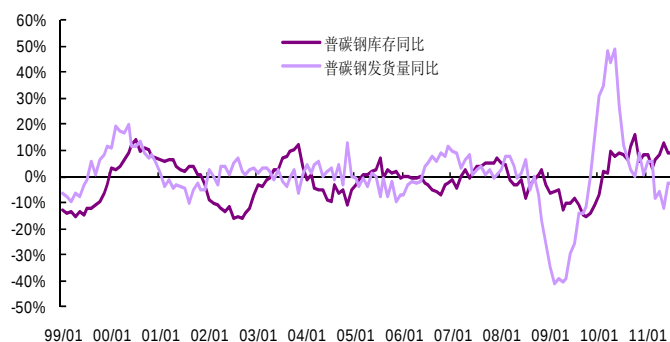
资料来源：CEIC，光大证券研究所

2.8、下半年钢材出口面临压力

全球经济增速放缓，钢材需求趋弱。截至7月底，日本和韩国的钢材库存发货比出现不同程度的上升，钢价的上行动力有所减弱。尤其需要指出的是，韩国是我国重要的钢材出口市场，韩国钢材库存爬升必然会影响到我国钢材（比如中厚板）的出口，同时给国内市场价格带来下行压力。

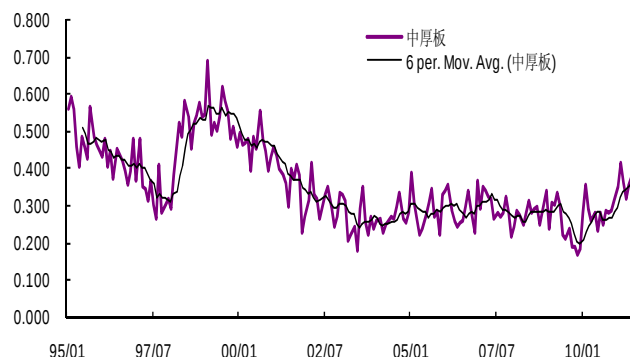
虽然海外经济体面临不少不确定性，国内钢材出口形势扑朔迷离，但是去年下半年钢材出口受到出口退税政策调整的打压明显，由于低基数的原因，今年下半年钢材出口量同比仍有望保持正增长。

图表 28：日本钢材库存压力有所抬头



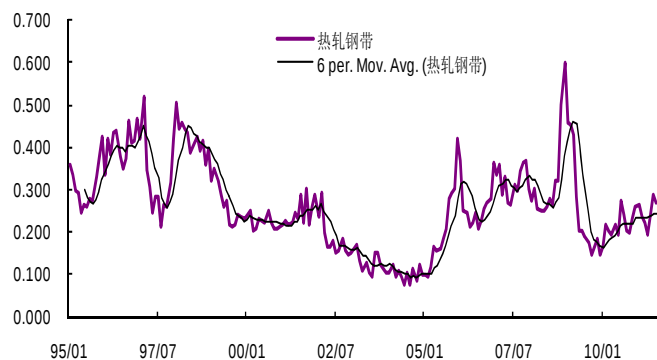
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 29：韩国中厚板库存发货比明显走高



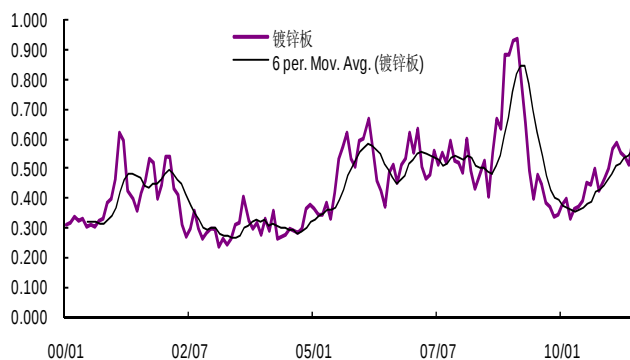
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 30：韩国热轧钢带库存发货比走高



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 31：韩国镀锌板库存发货比明显走高



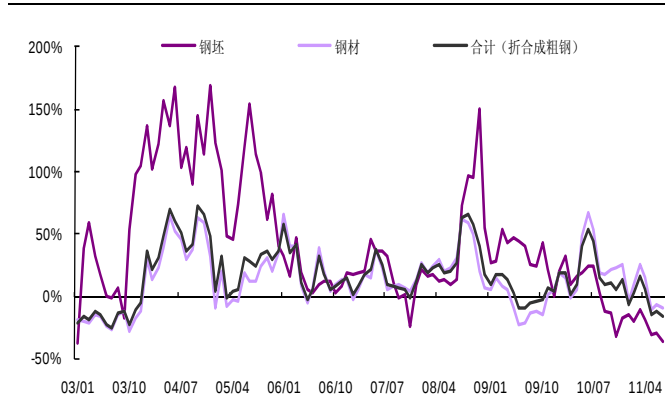
资料来源：CEIC，光大证券研究所

2.9、钢材库存与表观消费量相比相对较低

截止到7月底，大中型钢厂的钢坯和钢材库存环比继续下降，因此钢厂的钢坯和钢材库存同比压力并不大。其中，钢坯库存同比下降36%，钢材库存同比减少9.4%，折合成粗钢，钢厂的钢坯和钢材库存同比减少16.4%。

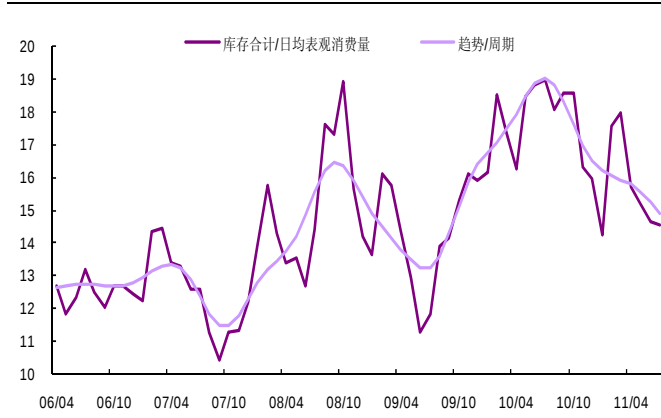
与基本稳定的国内粗钢表观消费量相比，钢材市场和钢厂的库存环比继续下降，只是下降的势头有所减缓。不过，与06年和07年同期相比，钢材库存的压力仍然存在，较高的市场库存仍会对市场价格造成冲击。

图表 32：钢厂钢坯和钢材库存同比明显下降



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 33：市场和钢厂的钢材和钢坯库存/日均消费量

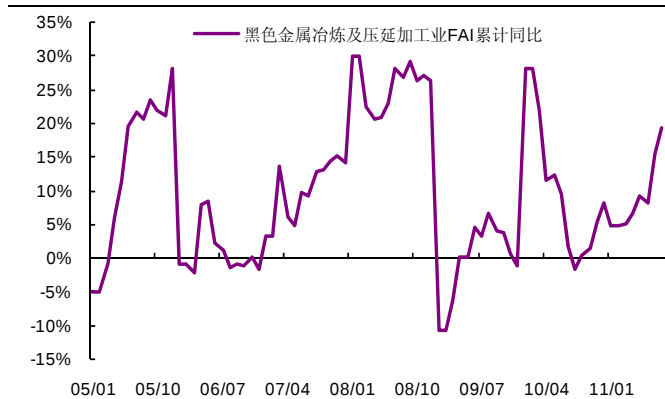


资料来源：CEIC，Wind，光大证券研究所

2.10、钢铁行业投资增速继续上升

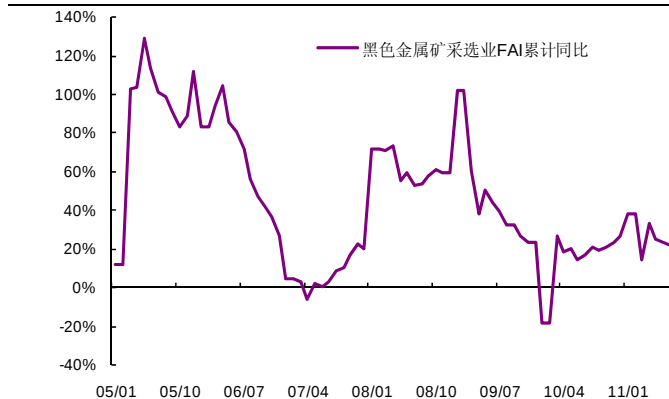
2011年1-8月份国内黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资累计同比增速持续走高，这与2010年1-8月份钢铁行业投资持续走低形成了鲜明的对比。随着一些新线逐步投产，钢铁行业供给过剩的压力始终存在。同时，黑色金属矿采选业的固定资产投资累计同比保持20%以上的高速。由于钢铁产量保持在高位，铁矿石需求稳定增长，铁矿石行业投资依然处于快速扩张期。

图表 34：黑色金属冶炼及压延加工业 FAI 累计同比



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 35：黑色金属矿采选业 FAI 累计同比



资料来源：CEIC，光大证券研究所

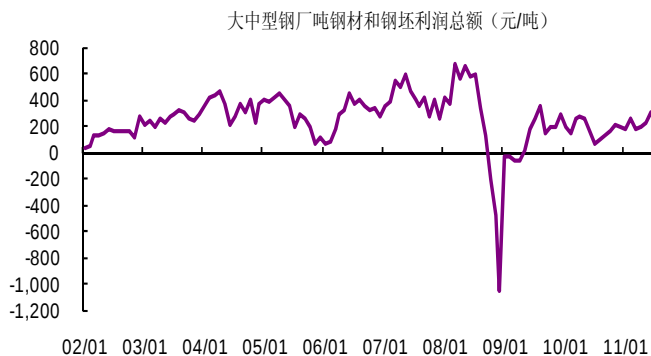
2.11、大中型钢厂盈利能力仍在低位震荡

由于非钢业务利润以及投资收益等贡献，钢厂的6月份吨钢利润总额环比有所好转，但是主营业务利润并没有实质改善。不过钢价总体小幅波动运行，钢厂

仍然有利可图，检修减产的动力不足，所以呈现出高产量和低盈利的特征。

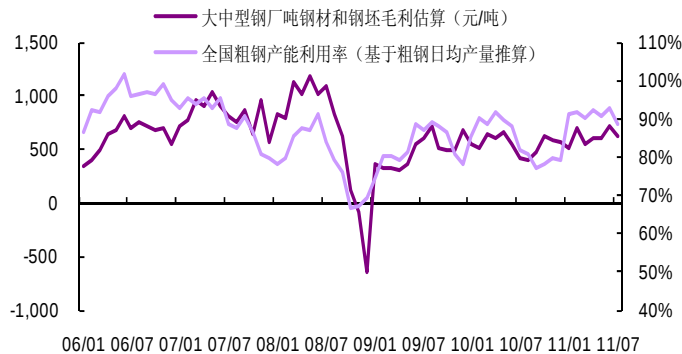
然而好景不长，7月份大中型钢厂的吨钢盈利环比6月份出现明显回落。大中型钢厂税前利润率从6月份的4.2%下降到7月份的2.8%。由于近期矿石价格在高位波动，钢厂的成本压力并未明显缓解。如果钢价持续回落，钢厂的盈利或多或少会受到侵蚀。

图表 36：大中型钢厂吨钢材和钢坯盈利低位运行



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 37：吨钢毛利和粗钢产能利用率比较



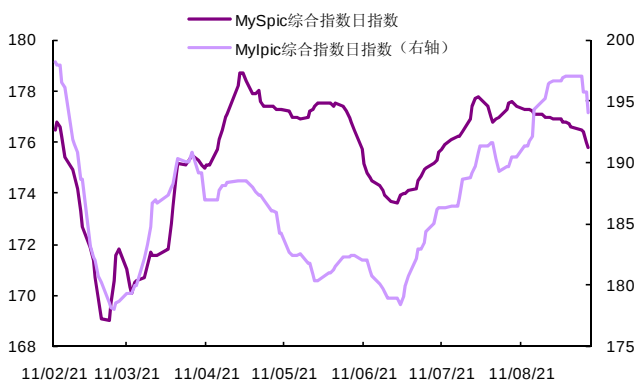
资料来源：CEIC，光大证券研究所

三、行业周度数据回顾（截至9月16日）

3.1、钢价持续弱势调整，矿价跟随钢价回落

自从8月中旬以来，钢价走势明显弱于矿价，而矿价不断走高主要是由于国产矿价格持续上涨所拉动的。但是最近一周以来，国产矿价格开始伴随钢价出现明显的回调，后期钢厂的成本压力会略微减轻，但是前提是钢价必须得站稳。由于钢价出现较明显的回调，钢厂检修的力度或许会有所加强，但是整体而言粗钢产量仍在高位徘徊的概率较大。

图表 38：近期钢价走势明显弱于矿价走势



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

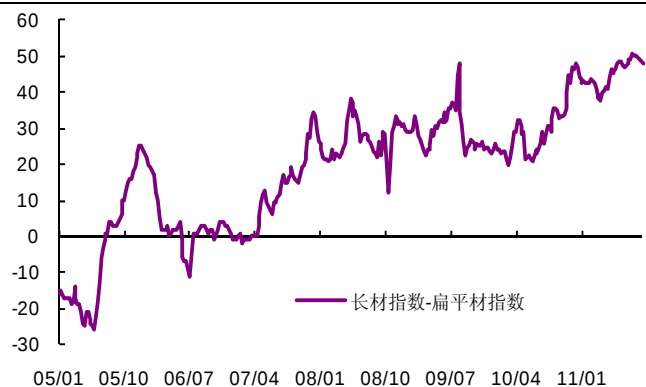
图表 39：国产矿价格走势明显强于进口矿价格走势



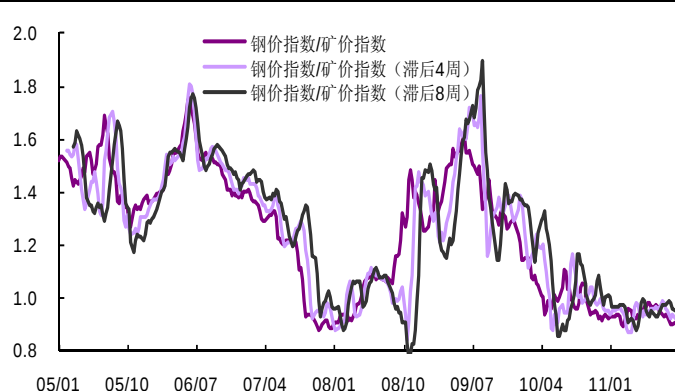
资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图表 40：长材价格走势不如板材价格走势

图表 41：钢厂盈利低位波动



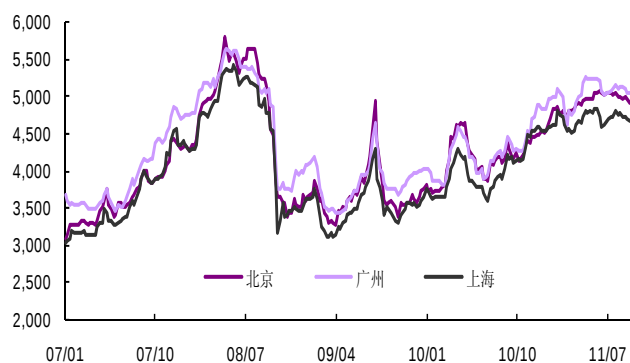
资料来源: CEIC, Mysteel, 光大证券研究所



资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

图表 42: 螺纹钢 (HRB335 20mm) 现货价格

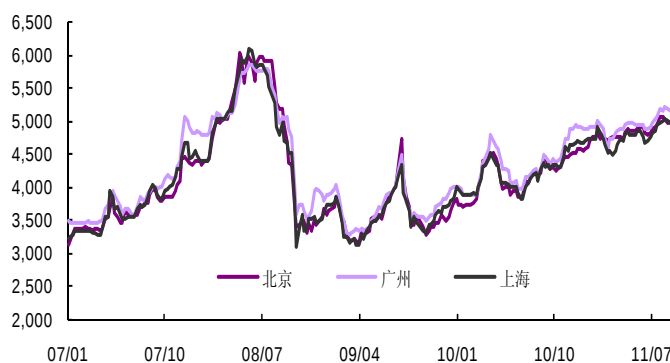
周度: 北京: -40 元/吨; 广州: +/-0 元/吨; 上海: -40 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 43: 线材 (6.5mm) 现货价格

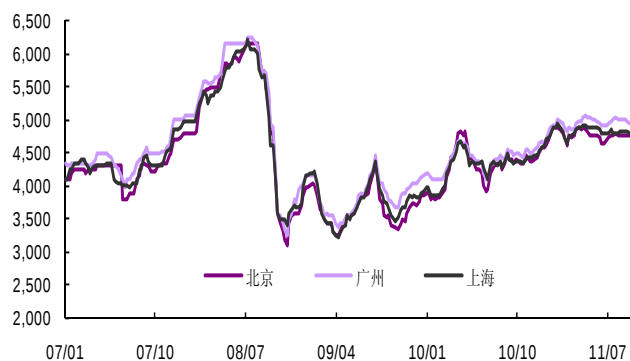
周度: 北京: -40 元/吨; 广州: -10 元/吨; 上海: -20 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 44: 热轧板卷 (3.0mm) 现货价格

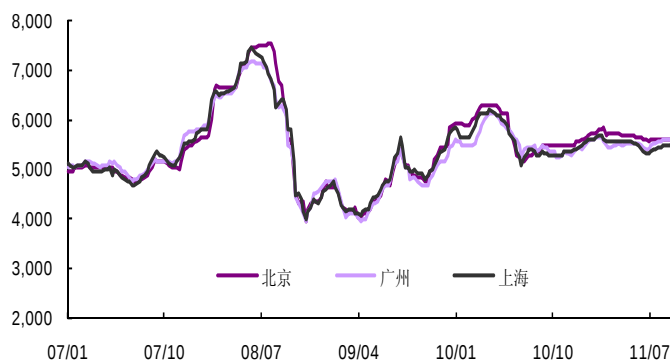
周度: 北京: +/-0 元/吨; 广州: -40 元/吨; 上海: -40 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 45: 冷轧板卷 (1.0mm) 现货价格

周度: 北京: +/-0 元/吨; 广州: -30 元/吨; 上海: +50 元/吨。



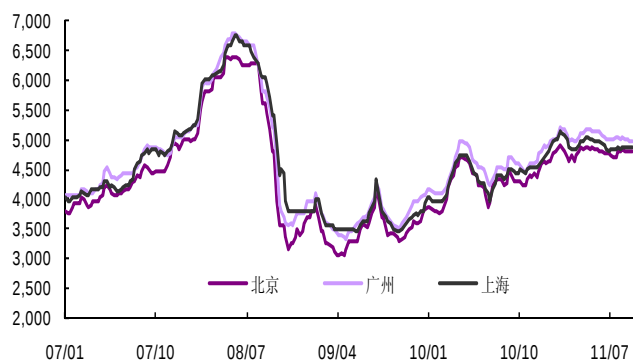
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 46: 中板 (普 20mm) 现货价格

周度: 北京: -10 元/吨; 广州: -10 元/吨; 上海: +/-0 元/吨。

图表 47: 镀锌 (0.5mm) 现货价格

周度: 北京: +/-0 元/吨; 广州: -20 元/吨; 上海: +/-0 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 48: 青岛港印度粉矿(63.5%)车板价

周度变动: +/-0 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 49: 迁安铁精粉(66%)干基含税价

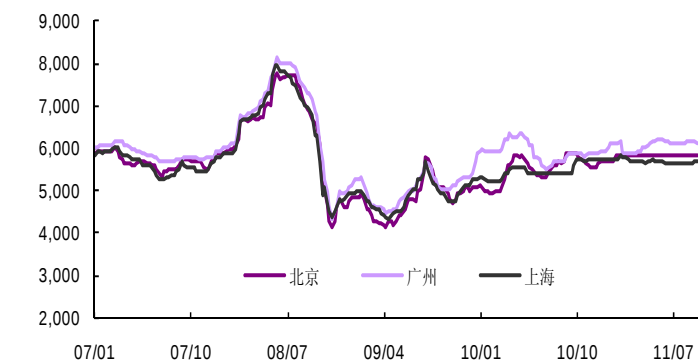
周度变动: -40 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 50: 唐山炼钢生铁(L8-10)价格

周度变动: +/-0 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 51: 临汾九级焦煤平均价

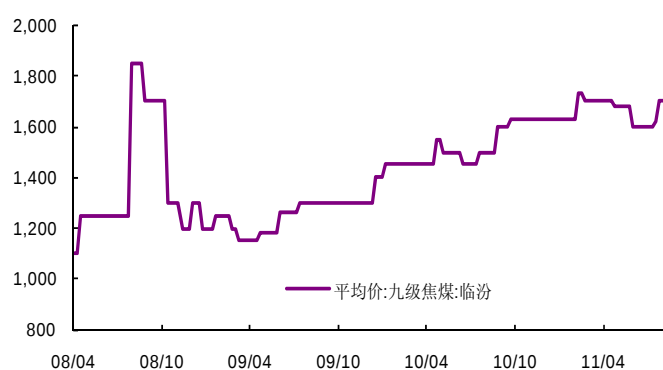
周度变动: +/-0 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 52: 上海二级冶金焦价格

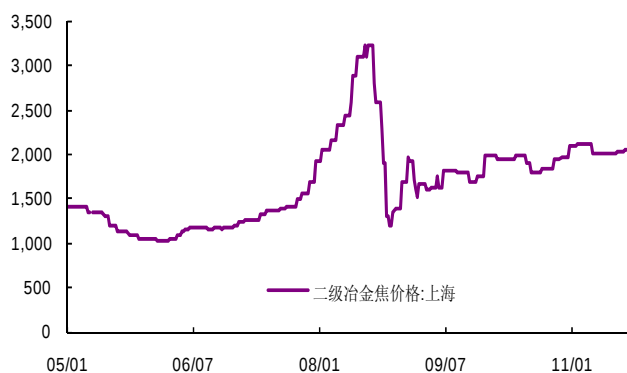
周度变动: +30 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 53: 上海废钢含税价

周度变动: +30 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所



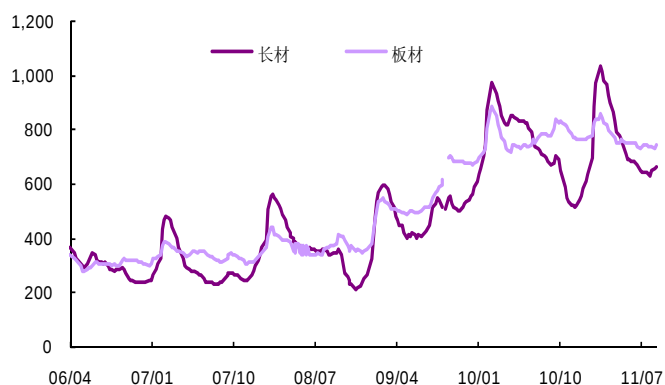
资料来源: Wind, 光大证券研究所

3.2、钢材市场库存继续回升，铁矿石库存小幅回落

截至9月16日，主要城市钢材市场库存环比增加20.9万吨至1425.0万吨。其中，长材库存上升20.9万吨，板材库存基本持平。市场观望心态浓厚，钢价倒挂明显，钢材市场库存已经连续第四周上升。建材和热轧的去库存化明显萎缩或处于震荡阶段。虽然进入9月底和10月初，市场库存环比上升符合历史规律，但是在钢价疲弱的环境下，市场库存走高的幅度超过了季节性规律所能解释的幅度。

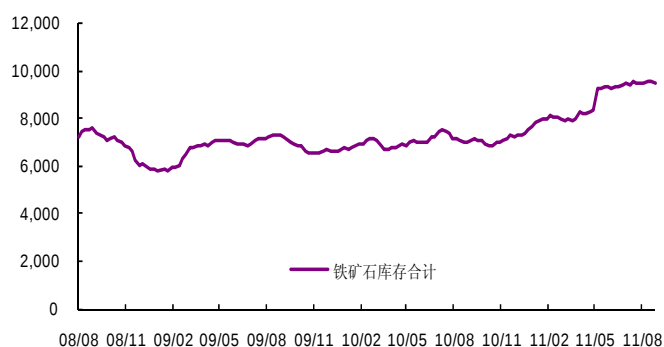
截至9月16日，铁矿石港口库存环比小幅回落102万吨至9449万吨，连续第二周下降。其中，澳矿库存环比增加16万吨，巴西矿环比减少20万吨，印度矿环比下降98万吨。铁矿石库存持续下降预示着后期钢厂加大生产力度的概率在增加，但是在市场环境不理想的情况下，扩大生产只会造成市场的进一步走弱。

图表 54：钢材市场库存继续小幅回升



资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

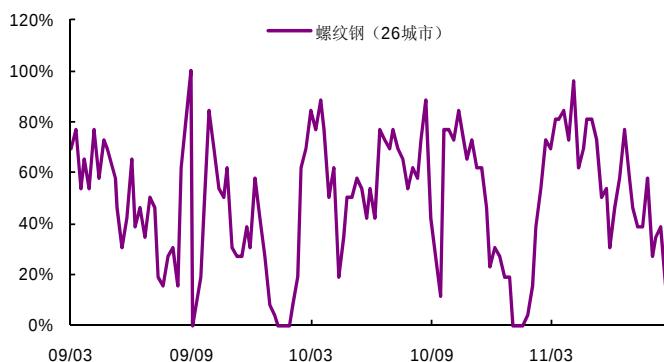
图表 55：铁矿石港口库存高位盘整



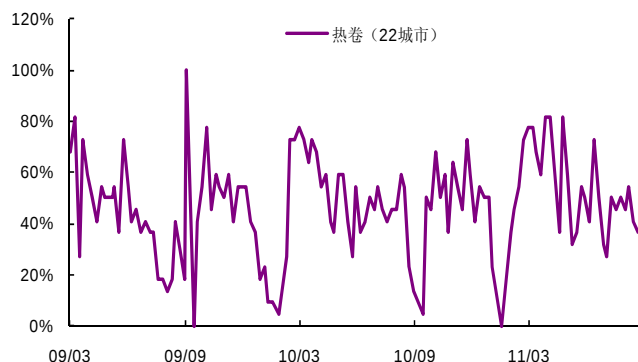
资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

图表 56：螺纹钢去库存化活力指数

图表 57：热轧板卷去库存化活力指数



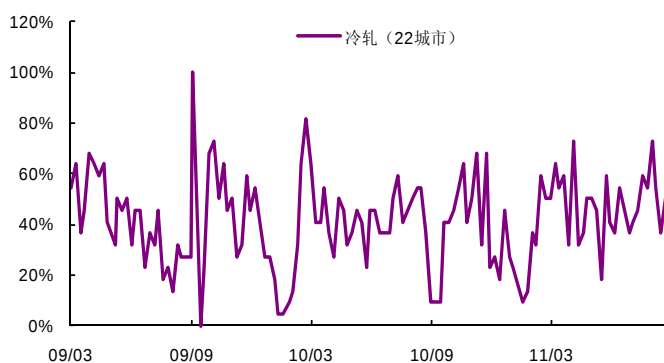
资料来源: Mysteel, 光大证券研究所



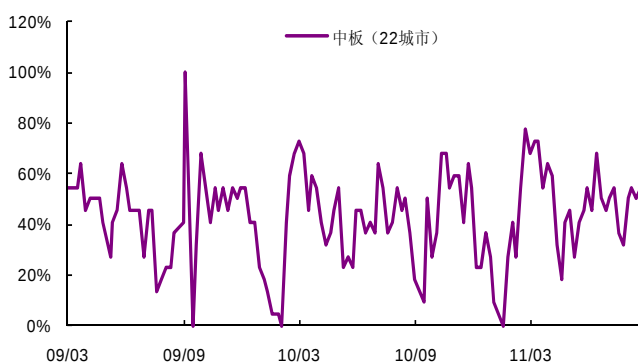
资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

图表 58: 冷轧板卷去库存化活力指数

图表 59: 中板去库存化活力指数



资料来源: Mysteel, 光大证券研究所



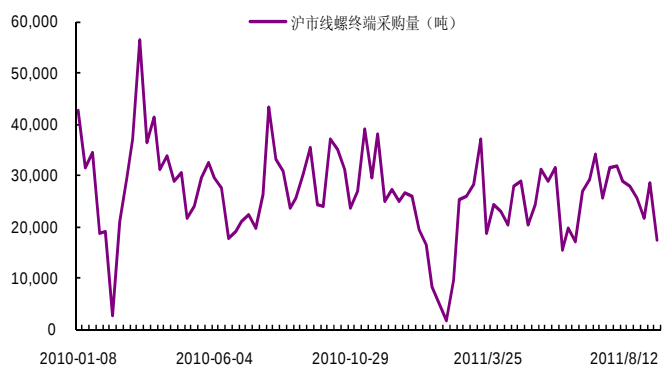
资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

3.3、终端需求维持震荡格局

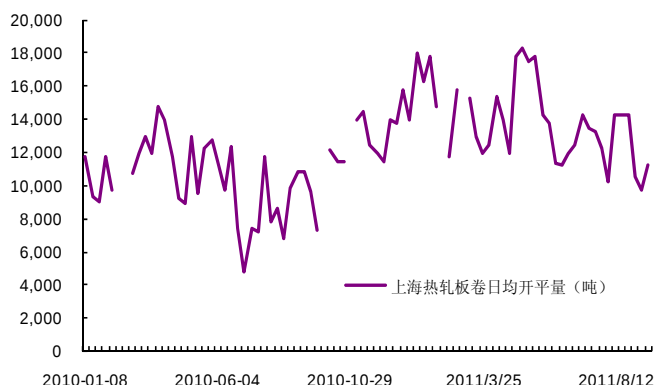
上周,长材价格明显走弱,拖累了沪市线螺终端采购量。沪市热轧日均开平量基本稳定,但是下游需求也没有明显转旺,维持震荡格局。不过,随着钢价回调的时间延长,市场观望情绪抬升,下游需求疲弱的态势会不断蔓延。

图表 60: 沪市线螺终端采购量回落

图表 61: 沪市热轧板卷日均开平量 (10 个仓库)



资料来源: 西本新干线, 光大证券研究所

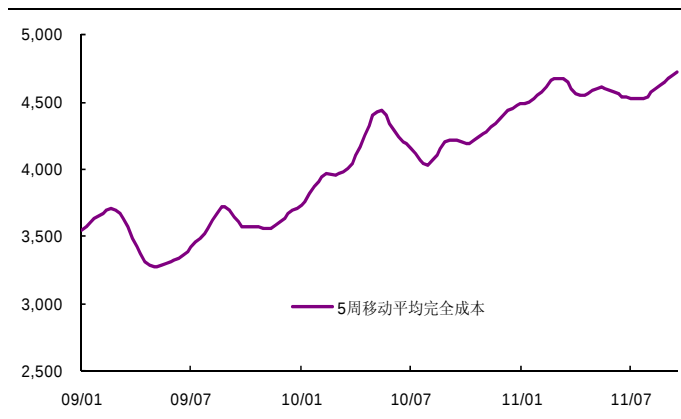


资料来源: 钢之家, 光大证券研究所

3.4、钢厂生产成本持续走高,吨钢盈利能力明显萎缩

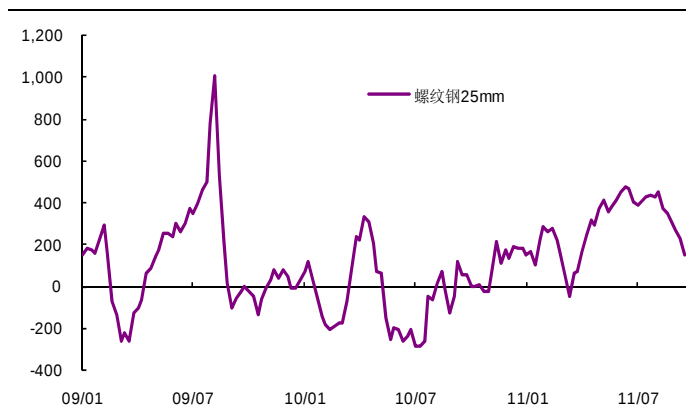
由于过去几周铁矿石价格持续震荡走高,而钢厂的铁矿石库存处于低位,因而推高了钢厂的生产成本,主要钢材品种的盈利能力相应地出现明显萎缩。

图表 62：钢厂完全生产成本持续走高



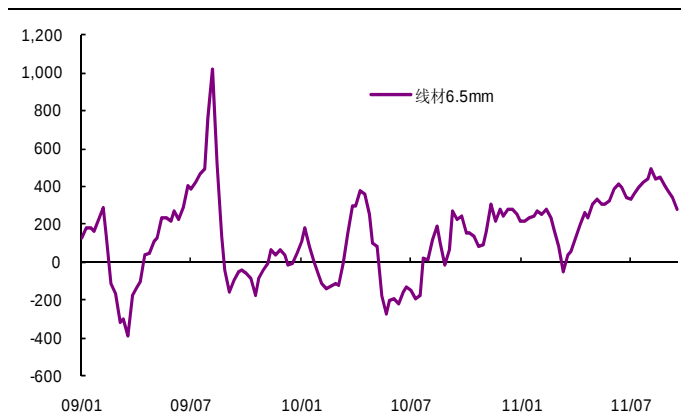
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 63：螺纹钢吨钢毛利估算（基于全国现货均价）



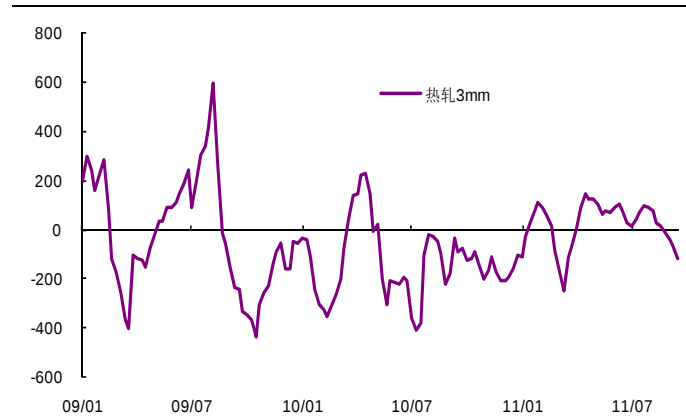
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 64：线材吨钢毛利估算（基于全国现货均价）



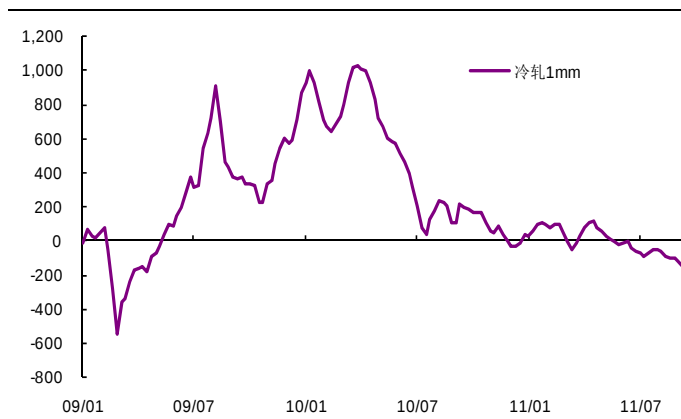
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 65：热轧吨钢毛利估算（基于全国现货均价）



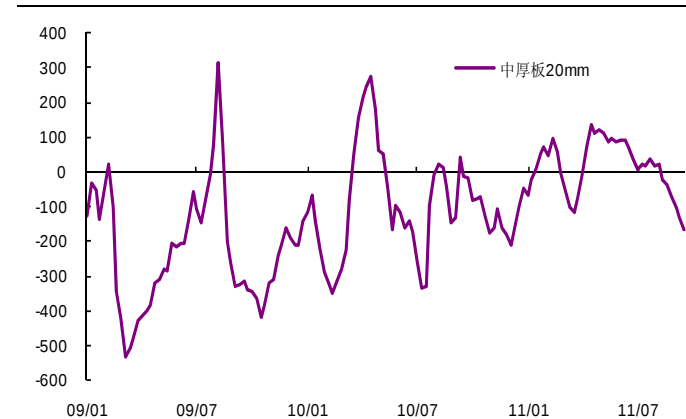
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 66：冷轧吨钢毛利估算（基于全国现货均价）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 67：中厚板吨钢毛利估算（基于全国现货均价）



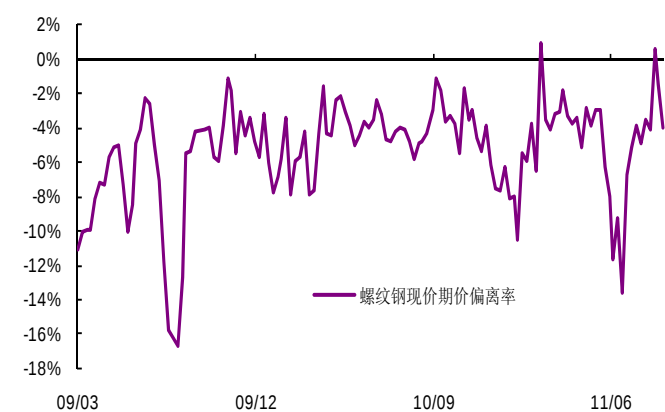
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

3.5、螺纹钢和线材现价期价偏离率宽幅波动

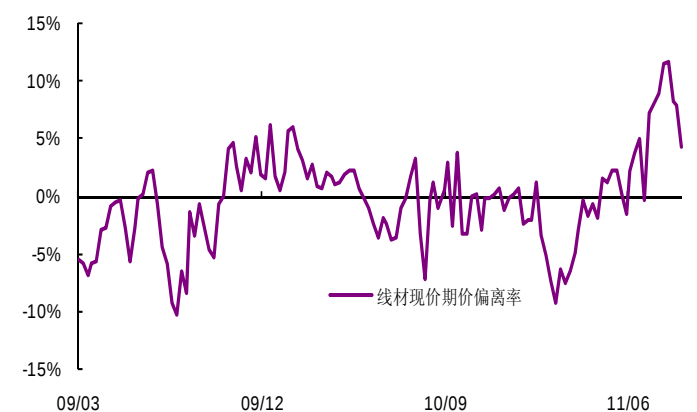
进入9月份，螺纹钢和线材现货和期货市场波动较大，现价期价偏离率在明显扩大之后有所回调。市场预期对下游需求显得比较迷茫，缺乏信心。

图表 68：螺纹钢现价期价偏离率

图表 69：线材现价期价偏离率



资料来源: Wind, 光大证券研究所



资料来源: Wind, 光大证券研究所

四、行业估值

4.1、行业估值的历史比较

截至9月16日,钢铁板块的整体市盈率(TTM)和整体市净率(MRQ)分别是23.8倍和1.27倍,低于2010年初以来的市盈率均值29.5倍和市净率均值1.52倍,并且明显低于历史均值市盈率34.2倍和市净率1.95倍。但是,当前的市场氛围并不利于钢铁板块估值修复。

特钢子板块的整体市盈率和市净率估值分别为19.5倍和2.53倍。市盈率估值明显低于2010年初以来的均值水平(27.6倍),但是市净率估值与2010年初以来的均值水平(2.67倍)接近。

图表 70: 钢铁板块市盈率(TTM)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 71: 钢铁板块市净率(MRQ)

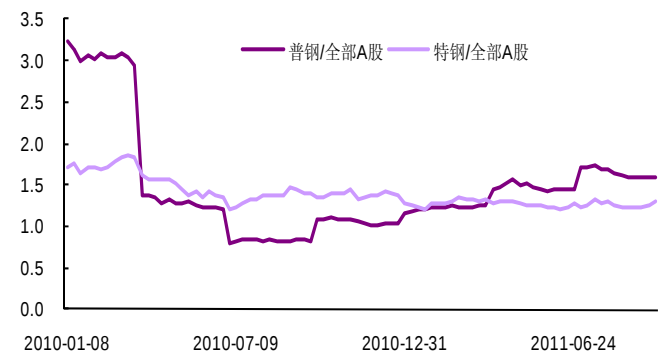


资料来源: Wind, 光大证券研究所

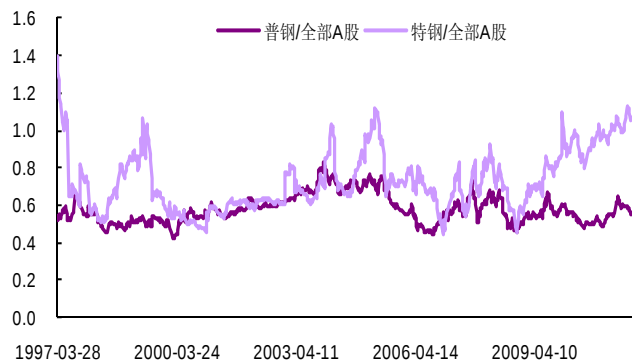
4.2、行业 and 市场的估值比较

截至9月16日,和全部A股的整体市盈率(TTM)和整体市净率(MRQ)相比,钢铁板块的相对市盈率和相对市净率分别是1.58倍和0.56倍。钢铁板块的相对市盈率高于2010年初以来的均值(1.45倍)和1994年以来的历史均值(1.10倍)。钢铁板块的相对市净率与2010年初以来的均值(0.55倍)和1995年以来的历史均值(0.58倍)接近。

图表 72: 钢铁板块市盈率(TTM)/全部A股市盈率(TTM) 图表 73: 钢铁板块市净率(MRQ)/全部A股市净率(MRQ)



资料来源：Wind，光大证券研究所

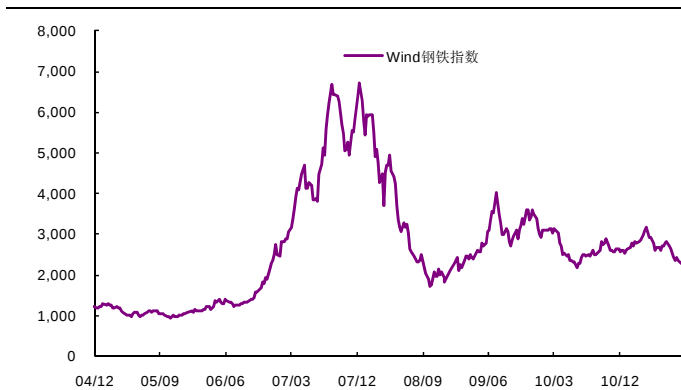


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3、行业的历史走势和所处位置

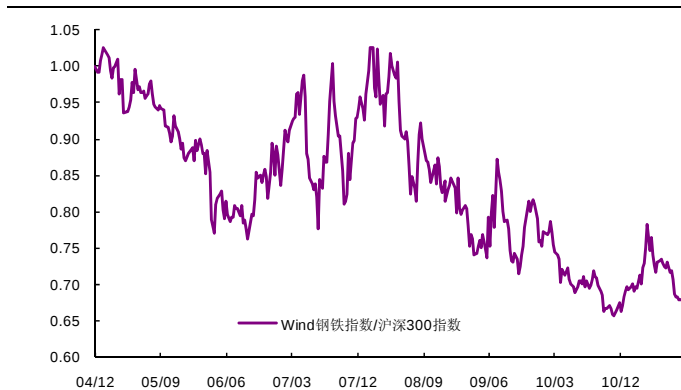
近几周，钢铁板块伴随钢价走弱而回调。钢铁板块相对走势自2011年4月中旬开始持续走弱，逐步逼近2010年11月底和12月初的历史低点。由于钢铁板块具有低市净率的优势，钢铁板块相对走势的下行空间相对有限。

图表 74：Wind 钢铁板块走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 75：Wind 钢铁板块相对走势（04 年 12 月 31 日=1）



资料来源：Wind，光大证券研究所

五、投资建议

钢厂盈利改善的空间有限，近期钢厂盈利反而受到钢价回落的拖累。“旺季不旺”使得钢铁板块跑赢大盘的概率降低。国内钢铁行业仍将较长时间受到成本高位运行的羁绊，但是钢铁板块具有低市净率的估值优势，因此给予钢铁行业“中性”评级。

钢铁板块投资遵循三条主线：1) “十二五”期间，钢材需求面临系统性的结构调整，特钢行业具有持续的成长潜力，同时，具有技术和市场优势的龙头企业也有望从产业结构调整 and 升级中受益，建议重点关注；2) 在粗钢产量仍将维持高位波动的格局下，考虑到美国低利率政策短期内难以改变，铁矿石价格在高位波动的概率较大，建议持续关注铁矿石投资品种和具有矿石资源优势的区域性钢铁公司；3) 钢铁行业盈利低位徘徊，整体负债率高位运行，行业垂直和水平重组机会将是钢铁板块投资的亮点。

六、风险分析

如果下游需求持续不振，拖累钢价持续走低，而钢铁产量仍在高位，钢铁板块将面临深幅回调的压力，走势明显弱于大盘的概率会上升。但是，目前来看，国内经济有限放缓，钢材需求逐步回落的概率较大。此外，如果全球经济陷入衰退，钢铁需求明显回落，成本对钢价的支持会显得软弱无力，钢价和矿价都会大幅调整，即使钢材库存相对水平不高，全球钢铁行业仍要面对 2008 年金融危机以来明显的去库存化压力。

分析师声明

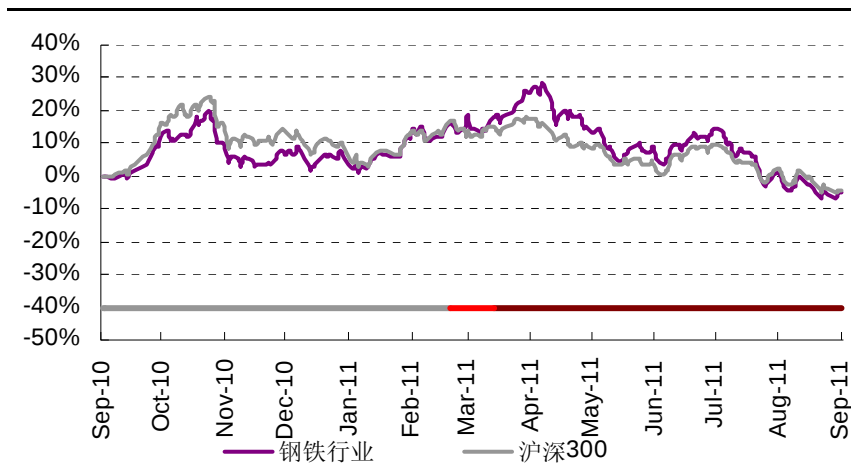
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

张力扬，石油大学工学学士，南开大学金融学硕士，6 年石化化工工作经验，6 年石化化工证券分析经验。加盟光大证券研究所之前任职于长江证券研究所从事石化化工行业研究。2008 年，获得第六届新财富最佳分析师评选化工行业第 5 名。2010 年、2009 年带领团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第 1 名和第 2 名。

投资建议历史表现图

钢铁行业



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2011-03-07	增持
2011-03-14	增持
2011-03-21	增持
2011-03-28	买入
2011-04-06	买入
2011-04-06	买入
2011-04-07	买入
2011-04-11	买入
2011-04-18	买入
2011-04-25	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com