

钢铁行业四季度投资策略

研究员：印晓明 执业证书编号：S0570510120001

☎ 025-84784691 ✉ yxmwwq@sina.com

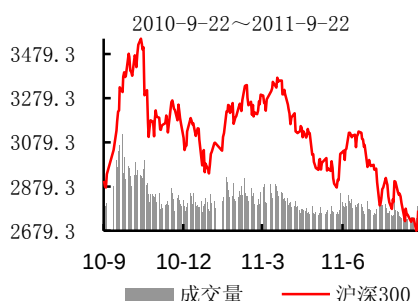
🌐 http://t.zhangle.com/4086

基本面与估值双探底，好转需等待

行业评级：中性

钢铁 II

市场走势图



相关研究

1 《河北钢铁(000709): 短期等待邯宝注入，长期关注河钢矿业》2011. 9

2 《钢铁 II (300801): 钢铁行业 8 月跟踪报告》2011. 8

3 《本钢板材(000761): 成本上升较快盈利低于预期——2011 年中报点评》2011. 8

4 《抚顺特钢(600399): 高端军品空间广阔，业绩符合预期——2011 年中报点评》2011. 8

投资要点:

◆ **四季度钢价预计处于震荡格局。**当前中钢协综合指数为 135.04 点，月环比跌 0.33%；长材和板材指数分别为 142.96 和 130.37 点，月环比分别跌 0.63%和 0.06%。四季度钢材需求不会出现好转，预计钢价缺乏上涨动力；同时上游成本持续高企，钢价成本推动因素较强，预计后市钢价处于震荡格局。

◆ **四季度铁矿石协议价预计维持高位。**根据季度定价规则，我们测算，四季度力拓定价基准在 2.66 美分/千吨度左右，对应 62%品位的澳洲粉矿长协 FOB 价约 165 美元，较三季度略有下降，仍然维持在高位，钢企成本压力依然较大。

◆ **钢材盈利回落明显。**我们模拟的天津市场主要钢材品种线材、螺纹钢、热轧、冷轧和中板的最新毛利数据分别为 284 元/吨，264 元/吨，4 元/吨，-156 元/吨和 24 元/吨。预计年内盈利状况难以好转。

◆ **钢铁股尚不具备大幅走强条件，短期行情或可期。**根据我们测算的钢材整体毛利与钢铁股走势一致性的研究，我们认为钢铁股能够大幅走强的前提条件是行业盈利能力出现好转，下半年钢材盈利能力难以改观，预计行业四季度整体走强的概率不大。

◆ **四季度钢铁股投资主线。**重点关注铁矿石类上市公司、特钢类上市公司以及低估值公司，主要包括攀钢钒钛、大冶特钢、西宁特钢、宝钢股份、新兴铸管、河北钢铁等公司。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
攀钢钒钛	9.55	买入	0.19	0.57	0.92	1.15	50.26	16.75	10.38	8.30
西宁特钢	10.99	推荐	0.31	0.59	0.70	0.80	35.45	18.63	15.70	13.74
大冶特钢	13.82	买入	1.25	1.38	1.55	1.71	11.06	10.01	8.92	8.08
宝钢股份	5.17	买入	0.74	0.66	0.77	0.85	6.99	7.83	6.71	6.08
新兴铸管	8.69	买入	0.70	0.84	0.97	1.13	12.41	10.35	8.96	7.69
河北钢铁	3.85	推荐	0.21	0.26	0.27	0.29	18.33	14.81	14.26	13.28

一、钢材需求旺季不旺，钢价回落压力渐重

1.1 钢价出现回落，后市盘整概率大

- **欧美钢价依然处于高位，亚洲钢价出现回落。**截止9月16日，CRU北美和CRU欧洲指数最新数据分别为185.30、183.90，周环比分别上升2.09%和0.60%，CRU亚洲指数周环比下降0.18%，报收227.00。
- **中钢协指数全面回调。**当前，中钢协综合指数为135.04，周环比跌0.04%，月环比跌0.33%；中钢协长材指数和板材指数分别为142.96和130.37，周环比分别跌0.09%和0.03%，月环比分别跌0.63%和0.06%。虽然钢材价格从年初以来涨幅依然在5%左右，但从最近一个多月的走势来看，钢价上涨动力不足，四季度面临较大的回调压力。

表1：国内外价格指数变动表

价格指数	日期	最新数据	同比(%)	周涨跌	周环比(%)	月涨跌	月环比(%)	年累计涨幅(%)
CRU 北美	2011-09-16	185.30	16.69	3.8	2.09	6.5	3.64	3.98
CRU 欧洲	2011-09-16	183.90	-0.76	1.1	0.60	-3.6	-1.92	4.85
CRU 亚洲	2011-09-16	227.00	19.10	-0.4	-0.18	2.5	1.11	13.73
CRU 扁平材	2011-09-16	189.80	9.46	1.7	0.90	3.5	1.88	5.97
CRU 长材	2011-09-16	233.90	20.01	0	0.00	-1	-0.43	14.54
中钢协综合	2011-09-16	135.04	11.95	-0.06	-0.04	-0.45	-0.33	4.70
中钢协长材	2011-09-16	142.96	11.09	-0.13	-0.09	-0.9	-0.63	5.71
中钢协板材	2011-09-16	130.37	9.35	-0.04	-0.03	-0.08	-0.06	3.89

资料来源：华泰证券研究所

- **长材价格领跌。**截止9月20日，上海钢材市场的主要长材品种螺纹钢（HRB335 20mm）、6.5高线均出现较大幅度的下跌，最新报价分别为4710元/吨和4860元/吨，月环比分别下跌3.77%和3.17%。
- **板材价格较为抗跌。**板材今年走势一致弱于长材，但近一个月以来，板材价格较为坚挺。截止9月20日，上海市场主要板材品种热轧板卷（3.0mm）、冷轧板卷（1.0mm）、中板（普20mm）最新报价分别为4750元/吨、5550元/吨和4840元/吨，月环比分别为-2.26%，1.46%和-0.62%。

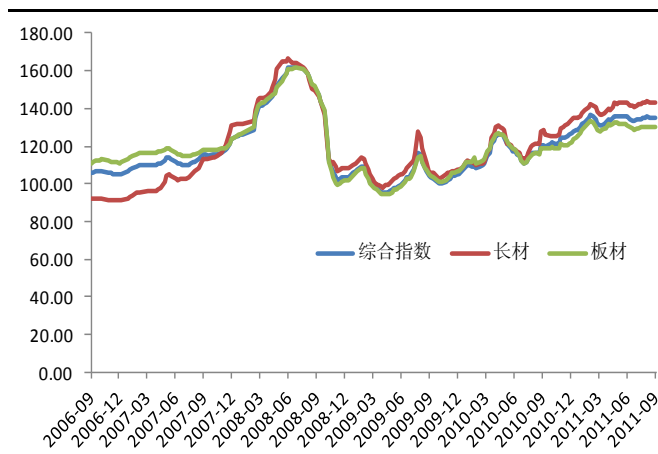
表2：上海钢材价格变动表

上海钢材价格涨跌幅	日期	最新价	周涨跌	周环比(%)	月涨跌	月环比(%)	年累计涨幅(%)
螺纹钢 HRB335 20mm	2011-09-20	4,600.00	4710	-2.34	-180	-3.77	1.32
线材:6.5 高线	2011-09-20	4,880.00	4960	-1.61	-160	-3.17	3.83
热轧板卷:3.0mm	2011-09-20	4,750.00	4840	-1.86	-110	-2.26	2.15
冷轧板卷:1.0mm	2011-09-20	5,550.00	5530	0.36	80	1.46	1.46
中板:普 20mm	2011-09-20	4,840.00	4870	-0.62	-30	-0.62	-0.82
涂镀:0.5mm 镀锌	2011-09-20	5,700.00	5700	0.00	50	0.88	-0.87
涂镀:0.476mm 彩涂	2011-09-20	8,050.00	8050	0.00	200	2.55	-0.62

资料来源：华泰证券研究所

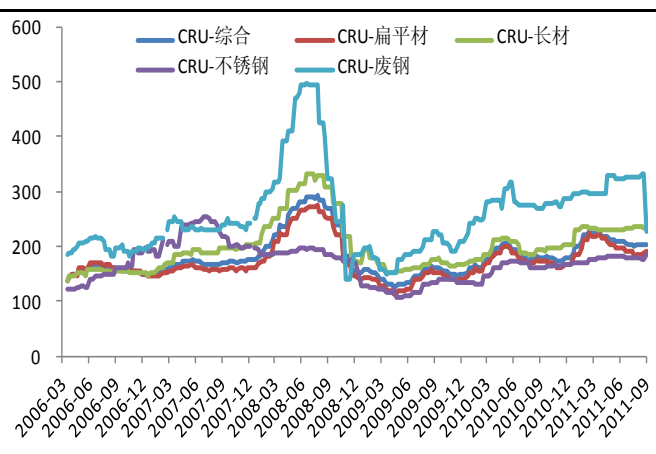
- **四季度钢价上下两难。**从目前钢材市场整体的交投状况来看，经销商利润空间十分有限，许多经销商已经放弃钢材贸易，同时下游需求仍然没有较大起色，在目前保障房开工进入尾声的情况下，建筑钢材的需求也有所降温。我们认为在四季度需求仍然不会出现大幅好转，但是考虑到上游成本持续高企，钢价的成本推动因素较为强烈，预计钢价上涨动力缺乏，同时也不会出现大幅下跌。

图 1: 中钢协指数走势



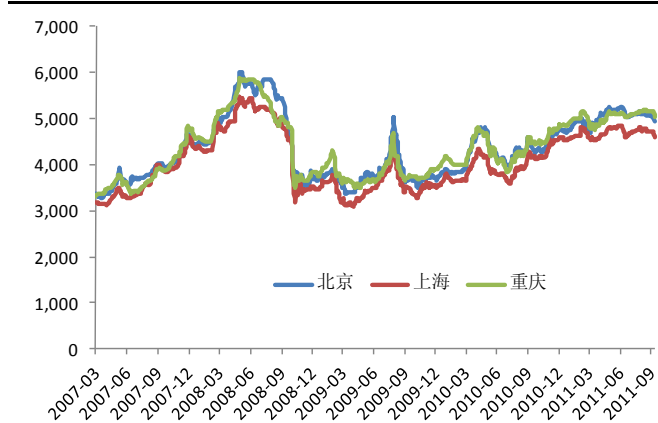
资料来源：华泰证券研究所

图 2: 国际钢铁价格指数走势



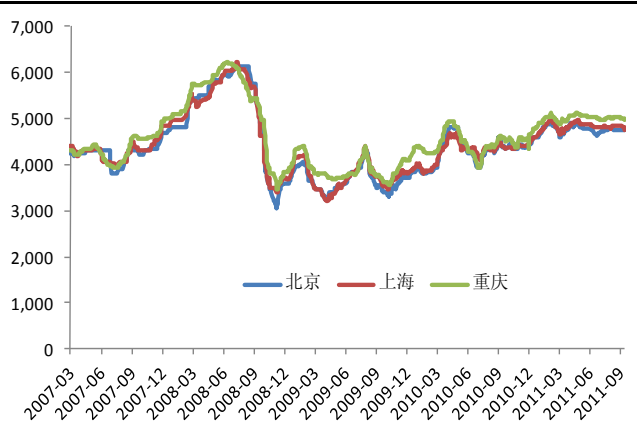
资料来源：华泰证券研究所

图 3: 上海市场螺纹钢（HRB335，20mm）走势



资料来源：华泰证券研究所

图 4: 上海市场热轧（3.0mm）走势



资料来源：华泰证券研究所

1.2 钢材产量有所下降，库存依旧很高

- **8月粗钢日产量创年内新低，9月有所回升。**8月国内粗钢产量为5875.2万吨，同比增长13.8%。日均产量为189.52万吨，较7月减少1.8万吨/天，再创年内新低，是年内首次低于190万吨。1-8月国内粗钢产量为46928.3万吨，同比增长10.6%。8月生铁产量为5392万吨，同比增长13%。1-8月生铁产量为43383万吨，同比增长10%。8月钢材产量为7700万吨，同比增长12.9%。1-8月钢材产量为59119.9万吨，同比增长13.1%。9月上旬粗钢日产量回升到196.4万吨，有所回升。预

计9月份及四季度，粗钢产量同比增幅仍然维持在10%以上，但与上半年相比，日均产量应该有所下降，全年粗钢产量预计将达到7亿吨以上，同比增长11%左右。

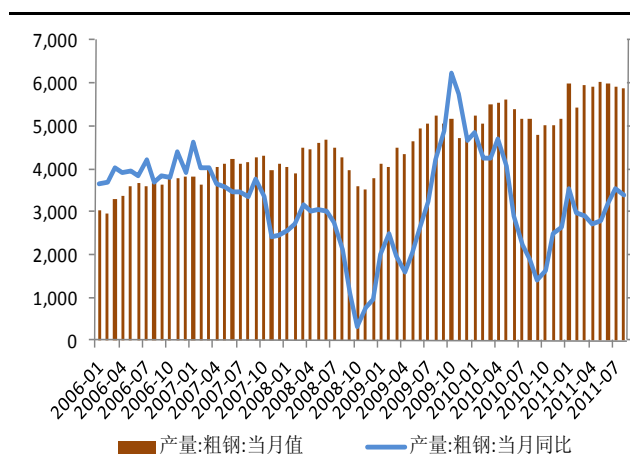
- **钢材进口量回升，出口量下滑。**8月份，钢材出口419万吨，月环比下滑5.63%，1-8月累计出口3294万吨，同比增长6.5%。8月钢材进口135万吨，月环比回升8.87%，1-8月累计进口3294万吨，与出口持平，同比增长6.5%。

表3：钢材产量变动表

钢材产量涨跌幅	日期	当月值(万吨)	月环比(%)	月同比(%)	当年累计(万吨)	累计同比(%)
国内原矿产量	2011-08	12,755.08	9.06	28.10	81,892.91	22.66
铁矿石进口量	2011-08	5,909.00	8.32	32.46	44,757.00	10.50
焦炭产量	2011-08	3,785.40	1.74	20.57	28,521.88	13.74
粗钢产量	2011-08	5,875.12	-0.92	13.78	46,928.39	10.56
钢材产量	2011-08	7,699.75	1.69	10.50	59,119.81	13.10
钢材出口量	2011-08	419.00	-5.63	49.64	3,294.00	6.50
钢材进口量	2011-08	135.00	8.87	0.00	3,294.00	6.50
钢筋产量	2011-08	1,350.80	2.23	19.76	9,927.70	17.60
线材产量	2011-08	1,064.60	4.11	16.55	8,058.40	15.60
中板产量	2011-08	358.80	-0.25	1.50	2,968.60	7.30
热轧薄板产量	2011-08	81.70	-2.39	42.83	614.30	22.70
冷轧薄板产量	2011-08	243.20	10.65	23.89	1,701.20	25.40
电工钢板产量	2011-08	56.20	-2.09	20.34	417.80	12.30

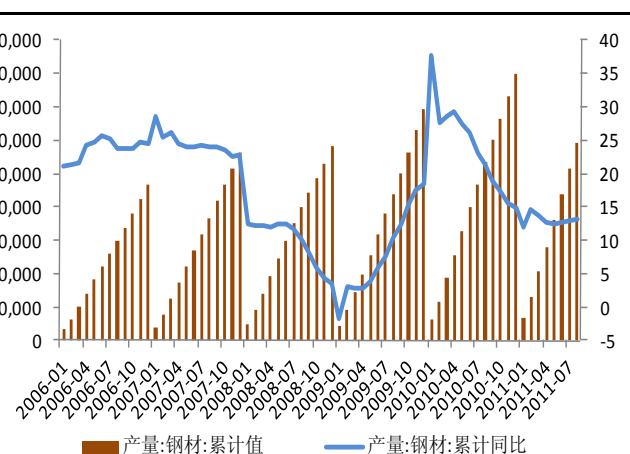
资料来源：华泰证券研究所

图5：国内粗钢月产量及增速



资料来源：华泰证券研究所

图6：国内钢材产量及增速



资料来源：华泰证券研究所

- **粗钢表观消费量基本持平。**8月粗钢表观消费量为5576.17万吨，环比降低21.25万吨。纵观最近半年的国内粗钢表观消费情况，月度数据基本维持在5600万吨左右。预计全年粗钢表观消费量在6.7亿吨左右。

表 4: 国内粗钢表观消费

国内粗钢表观消费	2011-08	2011-07	2011-06	2011-05	2011-04	2011-03
粗钢产量	5,875.12	5,929.70	5,992.78	6,024.54	5,903.40	5,941.62
YOY	13.78	15.48	11.87	7.82	7.06	8.98
粗钢增量	-54.58	-63.08	-31.76	121.14	-38.22	510.93
钢材进口	135.00	124.00	120.00	128.00	137.00	153.00
钢坯进口	-	4.36	2.89	2.89	3.05	7.09
钢材出口	419.00	444.00	429.00	476.00	477.00	491.00
钢坯出口	-	0.01	0.28	0.01	0.00	0.14
折合粗钢净出口	298.95	332.27	322.52	363.28	354.69	348.47
粗钢表观消费量	5,576.17	5,597.43	5,670.26	5,661.26	5,548.71	5,593.15
表观消费增量	-21.25	-72.83	9.00	112.55	-44.44	312.02

资料来源: 华泰证券研究所

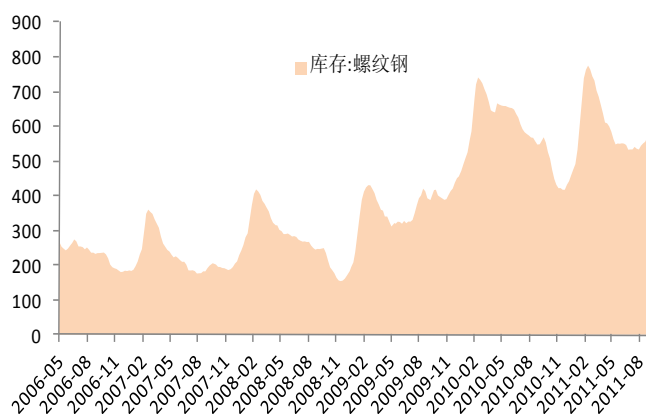
- **线材、螺纹钢库存回升。**截止 9 月 16 日, 全国主要城市线材库存总量为 115.10 万吨, 周环比上升 7.17%, 月环比增加 15.53%。螺纹钢库存总量为 567.86 万吨, 周环比上升 2.38%, 月环比上升 6.63%。整体市场由于保障房需求进入尾声, 交投不活跃。

表 5: 钢材库存涨跌幅

库存涨跌幅	日期	最新数据	同比(%)	周涨跌	周环比(%)	月涨跌	月环比(%)
螺纹钢库存	2011-09-16	567.86	3.87	13.22	2.38	35.33	6.63
线材库存	2011-09-16	115.10	-6.02	7.70	7.17	15.47	15.53
热轧板卷库存	2011-09-16	437.12	-12.51	2.17	0.50	6.33	1.47
冷轧板卷库存	2011-09-16	157.05	10.77	0.39	0.25	-4.15	-2.57
中板库存	2011-09-16	147.89	6.76	-2.60	-1.73	-1.35	-0.90
钢材库存合计	2011-09-16	1,425.02	0.02	-0.21	-0.01	-0.54	-0.04
铁矿石港口库存	2011-09-16	9,449.00	34.45	-102.00	-1.07	-16.00	-0.17

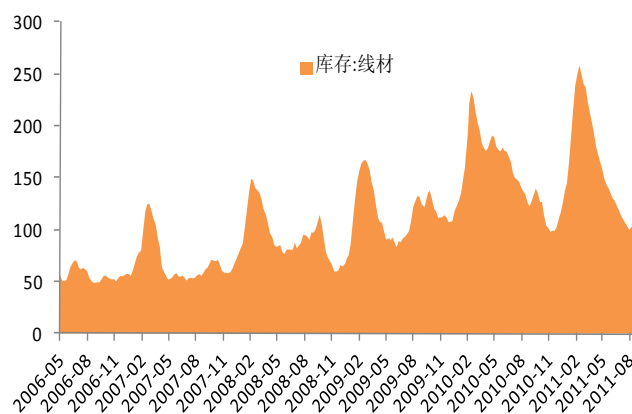
资料来源: 华泰证券研究所

图 7: 国内主要城市螺纹钢库存 (万吨)



资料来源: 华泰证券研究所

图 8: 国内主要城市线材库存 (万吨)



资料来源: 华泰证券研究所

- **板材库存依旧维持高位。**截止 9 月 16 日，全国主要城市热轧板卷库存总量为 437.12 万吨，同比下降 12.51%，周环比增加 0.50%，月环比增加 1.47%；冷轧板卷库存总量为 157.05 万吨，同比上升 10.77%，周环比增加 0.25%，月环比降低 2.57%；中板库存总量为 147.89 万吨，同比上升 6.76%，周环比下降 1.73%，月环比下降 0.90%。板材库存从年初以来一直变化不大，热卷方面较年初略有下降，冷轧板由于汽车需求持续低迷，市场交投比较惨淡，库存状况一直较高。

图 9：国内主要城市热轧库存（万吨）

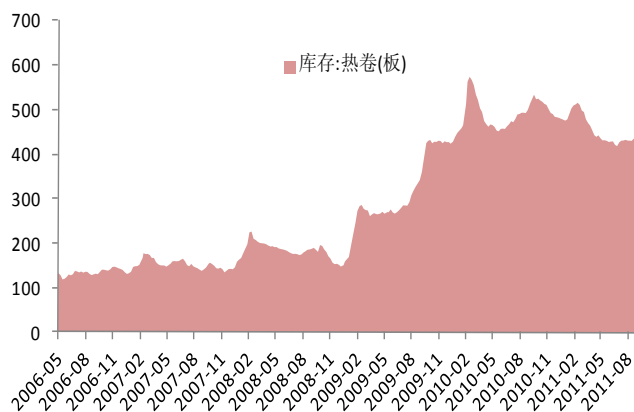
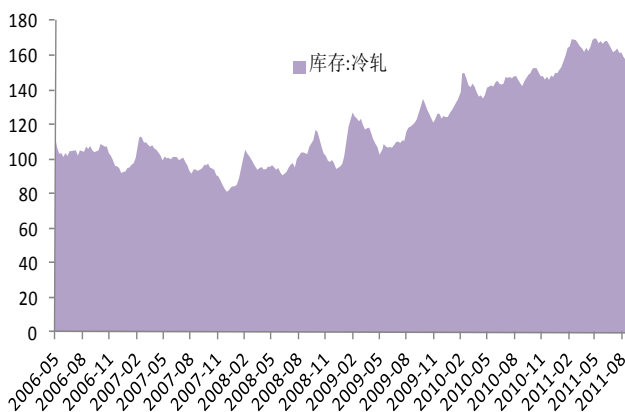


图 10：国内主要城市冷轧库存（万吨）



资料来源：华泰证券研究所

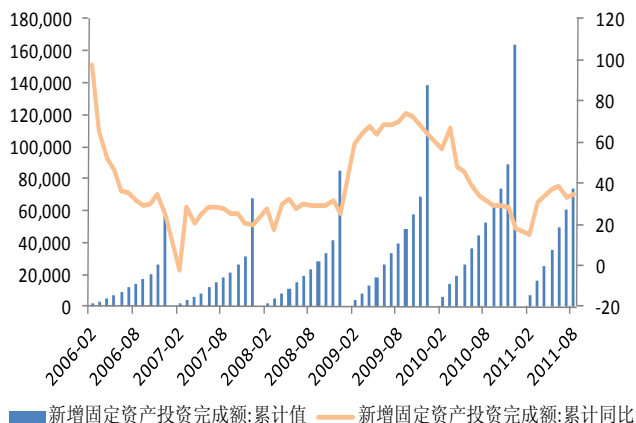
资料来源：华泰证券研究所

- **预计后市库存消化难度依然很大，钢价上行受限。**长材库存今年一季度达到高点，之后由于保障房的带动，建筑钢材的需求逐步提升，长材类库存在二、三季度出现较大幅度的回落。目前全国保障房开工已经进入尾声，建筑钢材的采购需求大大降低，长材品种库存出现回升也在预期之中。预计四季度长材的消化难度较大，库存可能维持高位；板材类产品今年需求一直不旺，特别是冷轧，下游需求主要是汽车，家电。今年上半年汽车增速连续出现负增长，虽然 8 月份汽车增速出现回暖，但目前不宜乐观。整体来看板材的需求在接下来的几个月中，预计不会有特别大的好转。就目前钢材市场的整体需求情况，我们认为年内钢材库存将维持较高水平，这将在一定程度上制约钢价走高。

1.3 需求旺季不旺

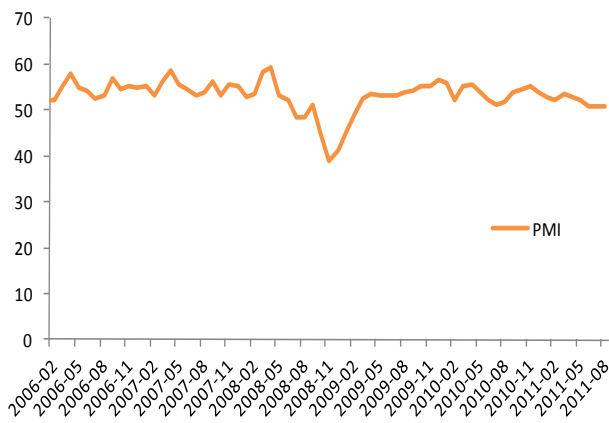
- **固定资产投资增速维持高位。**固定资产投资今年以来一直保持较高水平，1-8 月份新增固定资产投资累计额为 74107.95 亿元，同比增速 35%，增速较 7 月份有所上升。1-8 月城镇固定资产投资累计 180607.62 亿元，同比增长 25%。
- **采购人经理指数回升。**2011 年 8 月份，中国制造业采购经理指数为 50.9%，环比回升 0.2 个百分点。该指数历经 4 个月持续回落之后，止跌回升，显示出经济发展态势回稳。

图 11: 新增固定资产投资增速较快



资料来源：华泰证券研究所

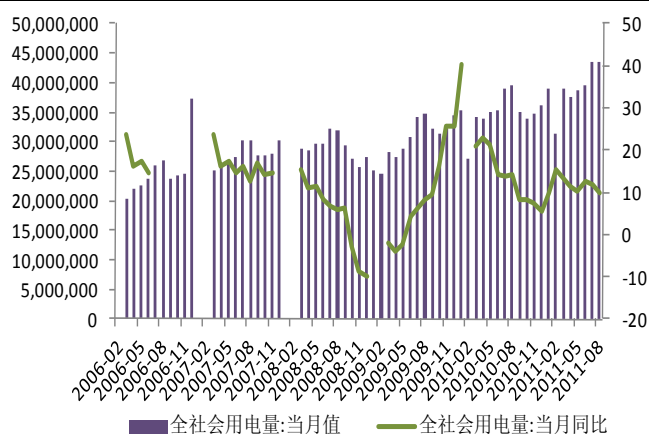
图 12: PMI 指数略有回升



资料来源：华泰证券研究所

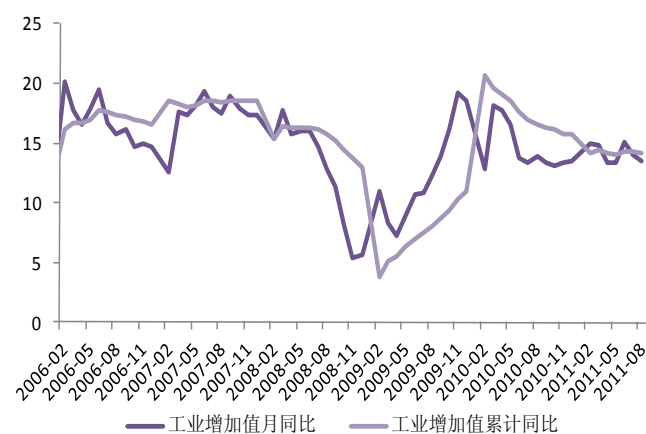
- **用电量增速有所放缓。**1~8月份，全国全社会用电量31240亿千瓦时，同比增长11.9%。8月份全社会用电量同比增速9.7%，较上月增速放缓1.95个百分点，是今年以来最低增速。其中制造业用电稳定增长，四大重点行业用电增速有所放缓。8月增速有所回落主要原因是受上年同期基数影响，总体来看，月度用电量仍在平稳增长的轨道。
- **工业增加值增速连续两月回落。**1-8月份，工业增加值累计增速14.20%。从月度数据看，8月份工业增加值月度增速13.50%，较7月增速下滑0.50个百分点，是6月份以来连续第二个月下滑。从全年数据来看，虽然7、8月份数据略有回落，但全年增速仍较为平稳，显示工业整体发展状况良好。

图 13: 用电量增速放缓



资料来源：华泰证券研究所

图 14: 工业增加值增速连续两月回落



资料来源：华泰证券研究所

- **长材需求热度减退。**粗钢表观消费量8月份为5576万吨，同比增速11.11%，较7月份下滑4.32个百分点。长材主要下游需求行业为房地产和高铁，今年以来保障房建设如火如荼，较大的拉动了建筑钢材的需求，从目前保障房进度来看，1-8月份，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已实物开工868万套，开工率86%（不含西藏自治区）。保障房开工的高峰期即将过去，年内长材需求的高点已过，预计四季度长材类的需求热度将有所回落。

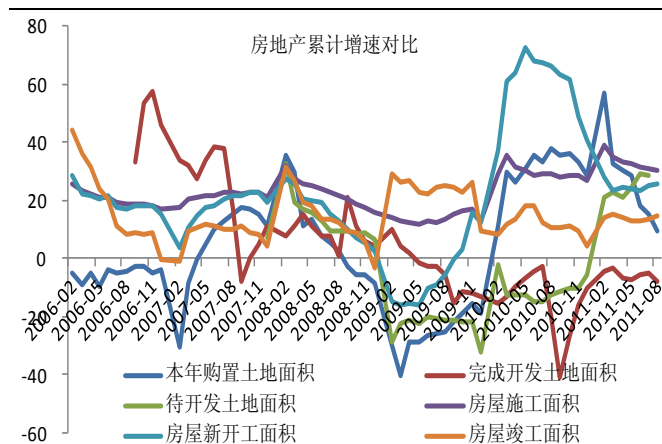
- **房地产购置土地有所减速。**土地方面，1-8 月份房地产本年购置土地面积累计增速 9.70%，增速放缓明显，较 1-7 月累计增速下降 5.7 个百分点。待开发土地面积 1-8 月累计增速为 27%，也略有下滑。开工方面，1-8 月房屋施工面积和房屋新开工面积同比增速分别为 30.50% 和 25.80%，维持在较高水平。房地产购置土地方面增速有所放缓，主要与目前地产行业的宏观调控关系很大。而施工及开工面积依然保持较高水平，我们认为是目前保障房建设带动的结果。
- **铁矿运输业投资负增长。**1-8 月铁路运输业固定资产投资累计 3122.94 亿元，同比下滑 15.50%，已经连续两个月出现负增长。

表 6: 下游需求增速表

下游需求	2011-08	2011-07	2011-06	2011-05	2011-04	2011-03
粗钢产量 (万吨)	5,875.12	5,929.70	5,992.78	6,024.54	5,903.40	5,941.62
同比增速 (%)	13.78	15.48	11.87	7.82	7.06	8.98
粗钢表观消费量 (万吨)	5,576.17	5,596.72	5,669.83	5,660.95	5,547.98	5,593.31
同比增速 (%)	11.11	15.43	14.85	8.12	5.66	5.02
固定资产投资完成额累计增速	25.00	25.40	25.60	25.80	25.40	25.00
房屋新开工面积累计增速	25.80	24.90	23.60	23.80	24.40	23.40
汽车产量累计同比增速	4.70	3.99	4.97	5.21	6.90	10.24
空调产量累计同比增速	40.75	41.58	41.85	39.40	42.74	41.14
冰箱产量累计同比增速	18.34	19.13	18.72	17.65	17.58	24.81
手持船舶订单万载吨累计同比增速	-	-6.42	-1.36	-1.21	-0.44	3.23
金属集装箱累计同比增速	72.16	88.85	117.99	143.59	140.85	154.26

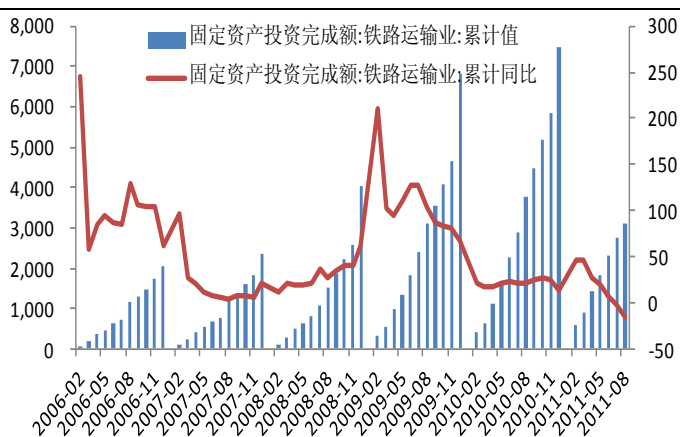
资料来源：华泰证券研究所

图 15: 房地产累计增速对比



资料来源：华泰证券研究所

图 16: 铁路运输业固定资产投资增速

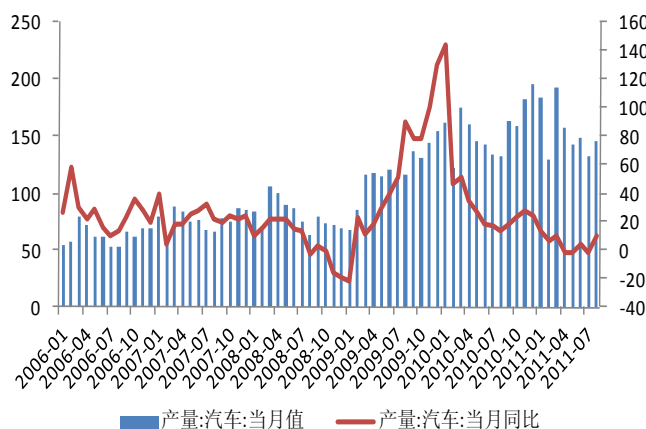


资料来源：华泰证券研究所

- **汽车增速有所回暖，拐点难辨。**汽车产量自 4 月份以来一直低迷，8 月份汽车产量同比增速回暖明显，达到 9.71%，扭转了连续 4 个月以来增速不佳的局面，但目前对汽车后市尚需谨慎。
- **家电增速较为平稳。**8 月彩电、家用电冰箱、家用洗衣机和空调增速分别为 20.16%、13.48%、11.67% 和 36.50%。其中电冰箱和洗衣机增速略有下滑，空调和彩电增速加快。纵观全年，家电整体增速

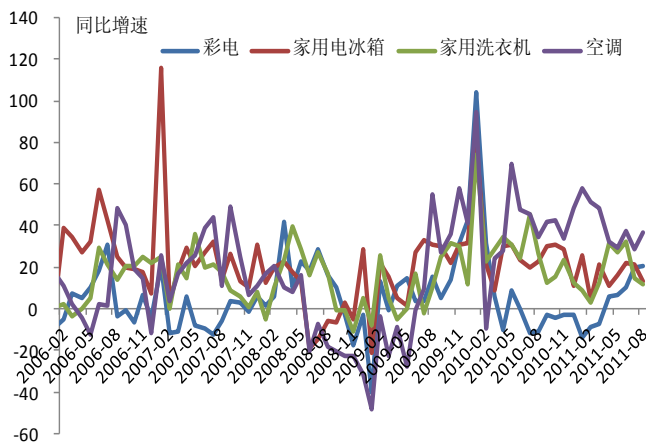
较去年同期略有下降，但增速依然非常快。

图 17: 汽车增速回暖



资料来源：华泰证券研究所

图 18: 家电增速较为平稳



资料来源：华泰证券研究所

二、铁矿石价格逼近历史高位，钢企“苦工”命短期难改

2.1 铁矿石价格逼近历史高位，钢企成本压力严峻

- **铁矿石逼近历史高位。**国内矿迁安 66%干基含税，9月19日报价 1455 元/吨，距离历史高位 1625 元/吨已经不远，9月20日报价有所下跌，报收 1395 元/吨，以此价格计算，国内铁矿石价格近半年的涨幅仍然有 1.82%。进口矿方面，63.5%的印度粉矿 CFR 最新报价 186 美元/吨，61.5%的澳洲粉矿 CFR 报价 176 美元/吨，仍然处于高位。近期全球经济走势堪忧，大宗商品价格面临调整，但铁矿石价格一直未出现大幅回落，究其原因，还是三大矿山的垄断造成，矿价短期难出现拐点，预计铁矿石现货价格易涨难跌。
- **四季度铁矿石协议价预计维持高位。**根据季度定价规则，四季度协议价将以 6 月、7 月和 8 月的均价为基准，根据我们测算，四季度力拓定价基准在 2.66 美分/千吨度左右，对应 62%品位的澳洲粉矿长协 FOB 价约 165 美元，较三季度略有下降，但仍然维持在高位。

表 7: 原材料价格变动表

原材料价格涨跌幅	日期	最新价	周环比(%)	月环比(%)	半年涨幅(%)	年累计涨幅(%)
铁精粉价格:66%干基含税:迁安	2011-09-20	1,395.00	-8.52	-4.45	1.82	0.36
青岛港:印度:粉矿:63.5%	2011-09-20	1,325.00	-0.75	0.00	3.92	3.92
主焦煤:邢台	2011-09-20	1,490.00	0.00	0.00	0.68	2.76
二级冶金焦价格:唐山	2011-09-20	1,990.00	0.00	0.51	-0.50	7.57
方坯:Q235:唐山	2011-09-20	4,220.00	-4.74	-5.59	0.00	0.24
废钢:6-8mm:唐山	2011-09-20	3,400.00	-2.30	-0.87	6.25	13.33
巴西图巴朗-北仑/宝山(BCI-C3)	2011-09-19	25.69	-9.52	14.95	28.90	27.06
西澳-北仑/宝山(BCI-C5)	2011-09-19	10.37	-11.70	18.03	37.91	27.99

资料来源：华泰证券研究所

- 铁矿石进口依存度略有下降。**8月份,国内生产铁矿石原矿量为12755.08万吨,月环比增加9.06%,折合铁精矿5797.76万吨;8月进口铁精矿5909万吨,略高于国内铁精矿产量,8月铁矿石进口依存度仍然超过50%。七八月份的铁矿石进口依存度较上半年略有下降,无论从产量还是从同比增速,今年国内矿的开采力度较过去几年都有较大幅度的上升。在目前国际铁矿石价格继续高位的情况下,国内矿的开采对我国钢铁企业的盈利能力有一定的帮助作用,但考虑到我国铁矿石品位较低,同时开采成本逐年提高,矿山盈利空间较国外矿山小很多,我们认为加大国内矿的开采仅仅是一种被迫行为,不能根本改变铁矿石供需的格局。
- 铁矿石港口库存高企。**截止9月16日,铁矿石港口总库存达到9449万吨,逼近一亿吨。其中澳洲矿3888万吨,巴西矿2282万吨,印度矿1312万吨。整体上今年铁矿石港口库存的消化速度较慢,去年的铁矿石港口库存平均水平在7500万吨左右,即使考虑今年粗钢产量12%左右的增速,港口库存对应应该在8400万吨左右,目前的港口库存处于较高水平。从库存角度,我们认为铁矿石上涨动力不足,但是需要认识到铁矿石定价是一个全球性的问题,仅仅是我国的需求不旺尚不足以决定全球铁矿石价格走势。综合来看,铁矿石价格下跌动能仍然不足,易涨难跌的情况并未改变。

图 19: 国内 66% 迁安干基含税价格走势

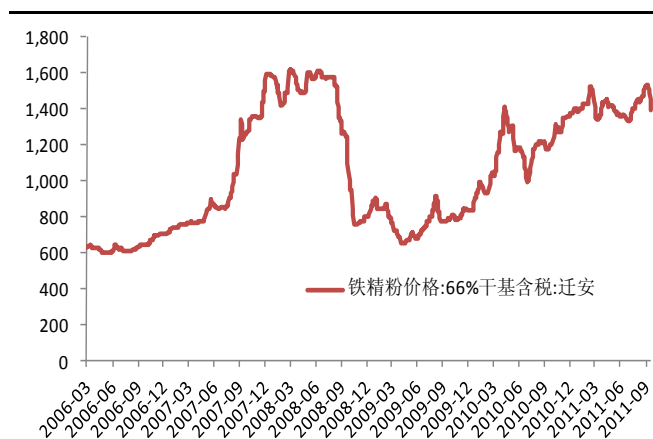
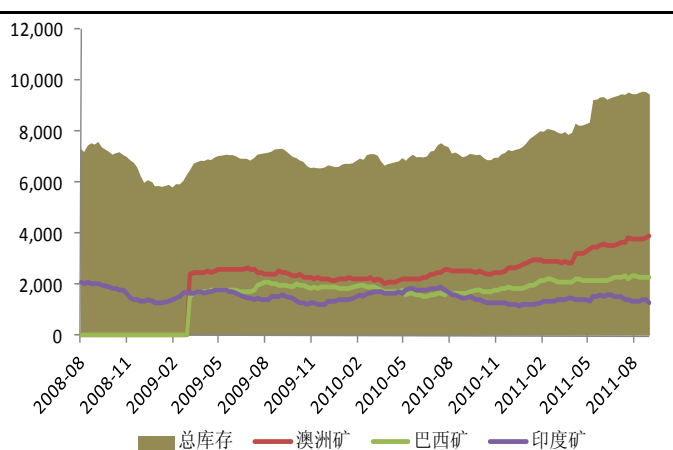


图 20: 铁矿石港口库存情况



资料来源: 华泰证券研究所

资料来源: 华泰证券研究所

表 8: 铁矿石进口依存度

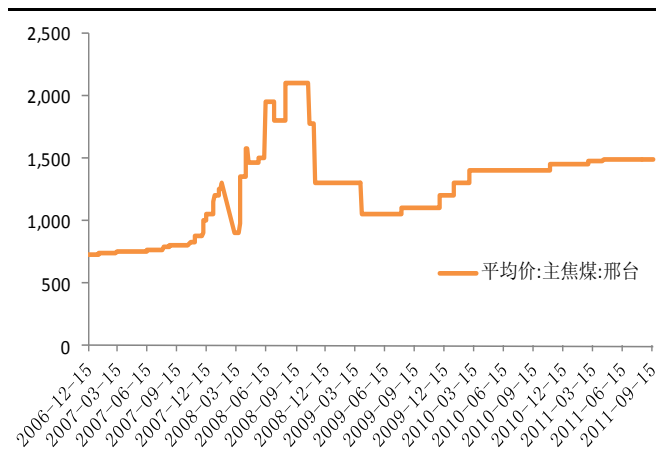
铁矿石进口与需求依存度	2011-08	2011-07	2011-06	2011-05	2011-04	2011-03
生铁产量 (万吨)	5394.62	5506.18	5488.49	5457.37	5496.46	5474.66
月环比 (%)	-2.03	0.32	0.57	-0.71	0.40	8.38
铁矿石需求量 (万吨)	8631.40	8809.89	8781.59	8731.80	8794.34	8759.45
国内铁矿石产量 (万吨)	12755.08	11695.97	12401.37	10246.53	9776.42	9443.45
月环比 (%)	9.06	-5.69	21.03	4.81	3.53	30.35
折合铁精矿 (万吨)	5797.76	5316.35	5636.99	4657.51	4443.83	4292.48
铁矿石进口量 (万吨)	5,909.00	5,455.00	5,109.00	5,330.00	5,288.00	5,948.00
月环比 (%)	8.32	6.77	-4.15	0.79	-11.10	21.86
铁矿石供给-需求 (万吨)	3,075.37	1,961.47	1,964.40	1,255.72	937.49	1,481.03
铁矿石进口依存度	50%	51%	48%	53%	54%	58%

资料来源：华泰证券研究所

2.2 海运费上涨

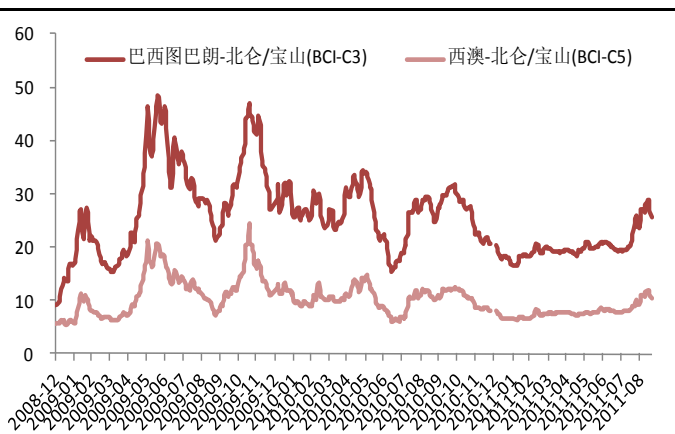
- 焦煤价格较为平稳。**9月20日邢台主焦煤价格1490元/吨，较年初上涨40元/吨，处于较为平稳的上涨过程中。作为高耗能和高污染的焦化行业长期以来一直供过于求，目前产能为4.5亿吨左右，2010年实际需求量仅3.8亿吨。焦煤主要的下游为钢铁，从目前钢铁行业的需求来看，预计焦煤需求不会出现大幅提升，预计价格较为稳定。
- 海运费近期上涨。**8月是海运的传统旺季，由于需求上升、船员工资上涨，全球海运费用正在大幅上涨，煤炭、铁矿石和谷物等散装干货的运输费用如今已经涨至新高。巴西图巴朗-北仑/宝山线海运费最新价为25.69美元，月环比上升14.95%，半年涨幅28.90%；西澳-北仑/宝山线海运费最新价为10.37美元，月环比上升18.03%，半年涨幅37.91%。如果海运费继续大幅上涨，钢铁企业的进口铁矿石成本将会有较为明显的提高。就目前情况来看，由于海运费本身基数较小，虽然涨幅很大，但绝对值不高，同时最近几周价格已经出现回落。我们认为在目前全球经济整体增速放缓的前提下，海运费全面大幅上涨的可能很小，预计不会对进口铁矿石造成太大影响。

图 21：邢台主焦煤价格平稳



资料来源：华泰证券研究所

图 22：海运费上涨较快



资料来源：华泰证券研究所

三、钢企盈利能力堪忧

3.1 钢材盈利水平出现明显回落，预计年内难好转

- 钢材盈利回落明显。**根据我们模拟的天津市场主要钢材品种线材、螺纹钢、热轧、冷轧和中板的最新毛利数据分别为284元/吨，264元/吨，4元/吨，-156元/吨和24元/吨。与6月底相比，基本上所有产品盈利状况均出现回落，主要原因是7-8月份的铁矿石价格较高，导致成本上升，同时钢材价格并未出现较大上涨。
- 长材盈利出现回调，板材盈利依旧很弱。**上半年我们预计下半年板材盈利能力可能出现好转，但

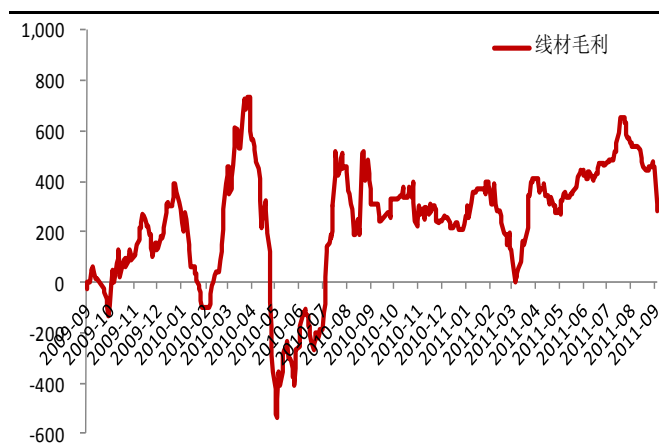
从目前情况来看，板材需求依然低迷，导致板材价格仍然较低，盈利状况堪忧。日前，宝钢对板材略有提价，但我们认为目前提价主要是成本推动，需求仍然不容乐观。长材方面，随着保障房拉动的建筑钢材需求热度逐渐消退，线材价格回落明显，相关产品的盈利能力下降。我们认为年内铁矿石价格可能略有下跌，但整体水平较高，线板材的盈利能力年内难出现大幅好转。

表 9：天津钢材产品毛利模拟

毛利模拟	2011-9-20	最新值	二周前	一月前	二月前	三月前	半年前
铁精粉（迁安 66%）		1395	1525	1460	1400	1360	1350
冶金焦（唐山）		1990	1980	1980	1980	1980	2030
线材（天津 6.5 高线）		4860	5020	5020	4900	4880	4740
螺纹钢（天津 20mmHRB400）	价格（元/吨）	4940	5080	5100	5090	5180	4850
热轧（天津 3.0mm）		4680	4780	4760	4730	4630	4630
冷轧（天津 1.0mm）		5320	5350	5370	5250	5180	5550
中板（天津普 20mm）		4750	4760	4750	4710	4720	4650
生铁		3677	3880	3776	3680	3616	3625
钢坯		4277	4480	4376	4280	4216	4225
线材		4477	4680	4576	4480	4416	4425
螺纹钢	成本（元/吨）	4577	4780	4676	4580	4516	4525
热轧		4577	4780	4676	4580	4516	4525
冷轧		5377	5580	5476	5380	5316	5325
中板		4627	4830	4726	4630	4566	4575
线材		284	444	540	476	424	0
螺纹钢		264	404	520	566	624	10
热轧	毛利(元/吨)	4	104	180	206	74	-210
冷轧		-156	-126	-10	-74	-176	-90
中板		24	34	120	136	114	-240

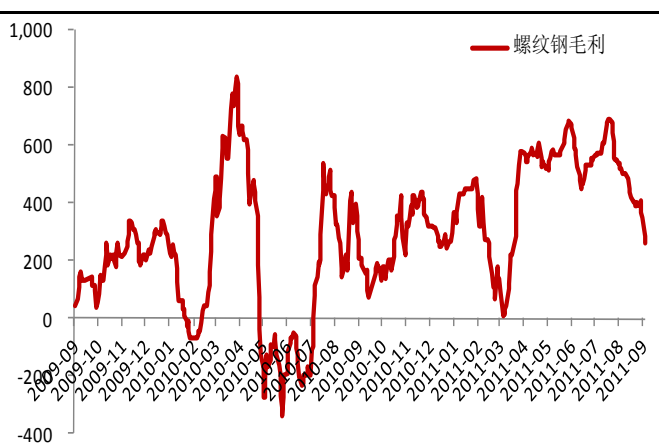
资料来源：华泰证券研究所

图 23：线材（天津 6.5 高线）毛利模拟



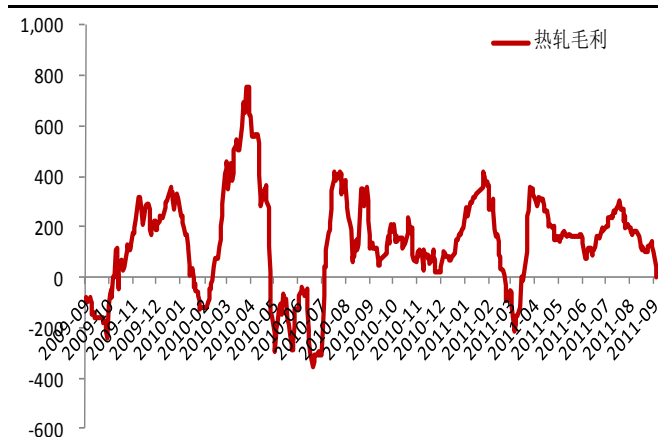
资料来源：华泰证券研究所

图 24：螺纹钢（天津 20mmHRB400）毛利模拟



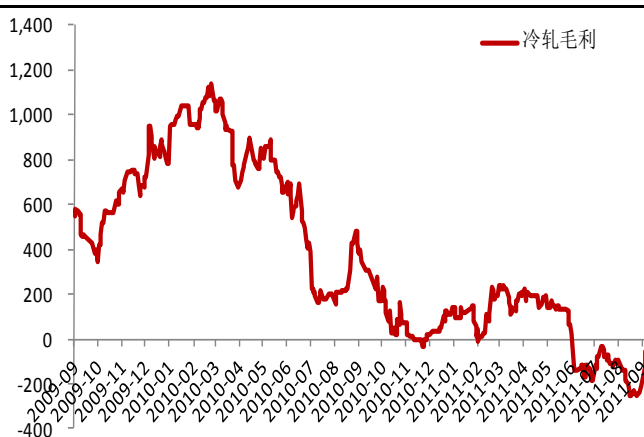
资料来源：华泰证券研究所

图 25: 热轧 (天津 3.0mm) 毛利模拟



资料来源: 华泰证券研究所

图 26: 冷轧 (天津 1.0mm) 毛利模拟

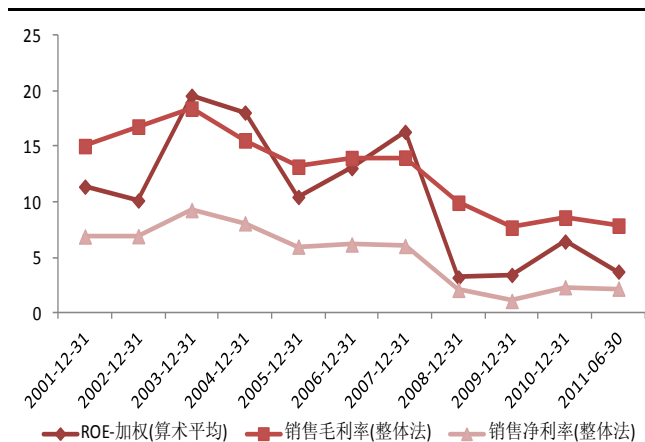


资料来源: 华泰证券研究所

3.2 钢企面临最困难阶段, 铁矿采选盈利能力强

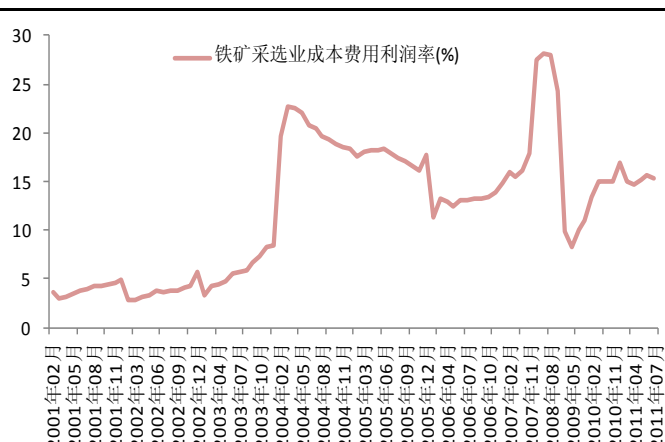
- **钢铁行业处于最困难阶段。**7月数据显示, 整个黑色金属冶炼及压延加工业累计企业数 6549 家, 其中亏损企业为 1309 家, 亏损比例达到 19.98%, 全行业成本费用利润率仅为 2.47%。就上市公司来说, 截止 8 月底, 钢铁行业上市公司中报已披露完毕, 申万钢铁行业的销售净利率为 2.19%, 低于去年全年的 2.32%, 销售毛利率也仅为 7.87%。从历史盈利水平来看钢铁行业, 目前行业处于最困难阶段, 自 2008 年金融危机以来, 行业一直处于“两头受挤”的状况, 目前还没有好转的迹象。
- **铁矿采矿业盈利能力强。**目前铁矿采选业累计企业 3078 家, 其中亏损企业 271 家, 亏损比例仅为 8.8%。由于铁矿石价格维持较高水平, 钢铁上游的铁矿采选利润率较高, 目前统计的我国铁矿采选业 7 月成本费用率为 15.34%, 今年以来一直维持在 15% 左右, 达到金融危机以来的最高水平。

图 27: 钢铁上市公司上半年盈利处于历史底部



资料来源: 华泰证券研究所

图 28: 铁矿采选业利润率较高



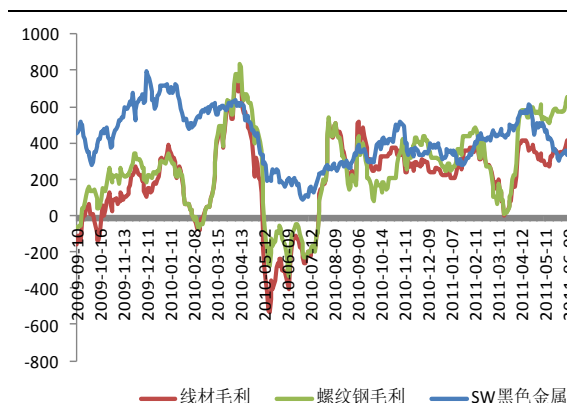
资料来源: 华泰证券研究所

四、估值持续探底，好转需等待

2.1 目前钢材盈利水平尚不足以支撑钢铁股大幅走强

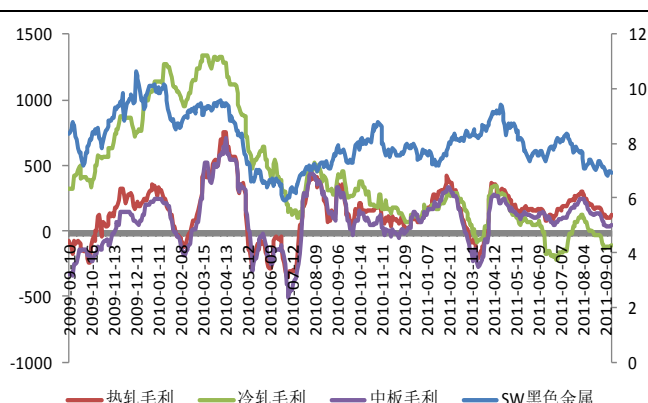
我们认为支撑钢铁股走势的核心因素应该是公司的盈利水平，而决定钢铁行业走势的决定因素应该是钢材产品的盈利能力。经过我们对主要钢材产品线材、螺纹钢、热轧、冷轧和中厚板的毛利模拟测算，同时结合两年来黑色金属行业的运行分析，我们发现，行业指数的走势基本与钢材盈利水平走势一致，分产品来看，板材盈利能力与行业走势一致性更强。

图 29：长材盈利与钢铁行业走势对比



资料来源：华泰证券研究所

图 30：板材盈利与钢铁行业走势对比



资料来源：华泰证券研究所

为了更清晰的认识行业走势与钢材盈利之间的关系，我们测算出 2010 年整个钢材市场产量中，线材比例约为 13%，螺纹钢比例约为 25%（包括棒材），热轧比例约为 11%，冷轧比例约为 10%，中厚板比例约为 22%。其他产品比例约 18%。

我们认为钢材整体毛利水平基本可以用下面公式测算：

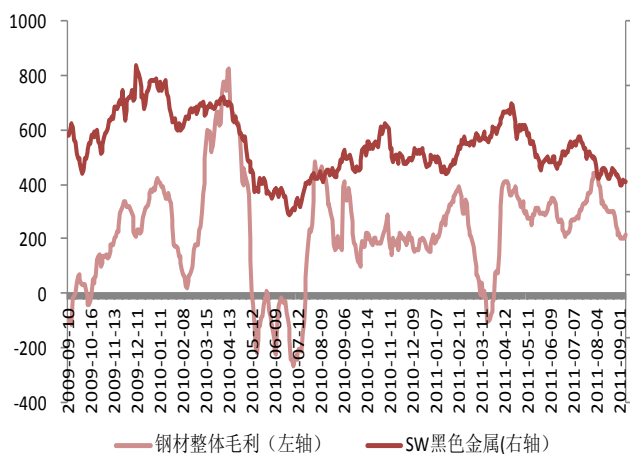
钢材整体毛利 = (线材毛利 * 13% + 螺纹钢毛利 * 25% + 热轧毛利 * 11% + 冷轧毛利 * 10% + 中厚板毛利 * 22%) / 0.82

其中：0.82 是线材、螺纹钢、热轧、冷轧及中厚板产量的合计市场占比

经过对钢材整体毛利的重新测算，同时结合钢铁行业的走势及历史 PB 水平，我们发现钢材盈利水平与行业走势一致性很强，同时钢铁行业指数及 PB 水平的走势领先于钢材整体毛利水平走势约 10-20 天的时间，这也符合股票市场的价格发现功能。我们认为钢铁股能够一致走强的前提条件是行业盈利能力出现好转，从历史上的情况来看也是这样，但对于钢铁股的走势判断需要我们对行业盈利有一个较好的预判，因为一般股票走势都要领先于企业盈利。

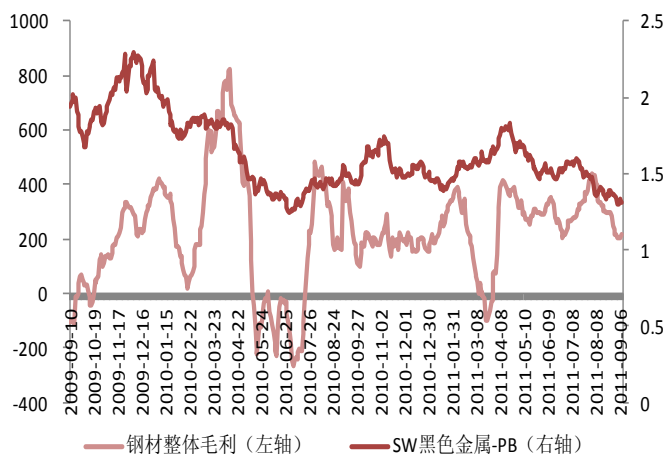
钢材市场目前交投较为清淡，钢价水平走势较弱，同时上游铁矿石价格也持续高位，钢材盈利水平较上半年更低，预计年内钢材盈利能力依然较为严峻。从钢材盈利能力与行业走势及估值的一致性来看，我们认为，下半年钢材盈利能力好转的概率不大，所以钢铁股四季度大幅走强的概率不大。

图 31: 钢材整体毛利与行业走势



资料来源：华泰证券研究所

图 32: 钢材整体毛利与行业 PB 水平

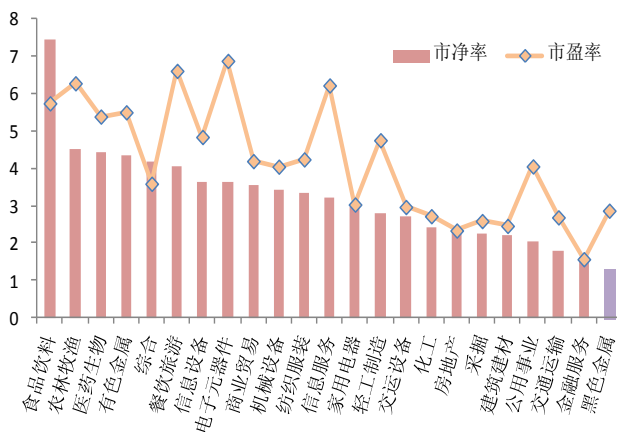


资料来源：华泰证券研究所

2.2 行业估值下探历史底部，短期行情或可期

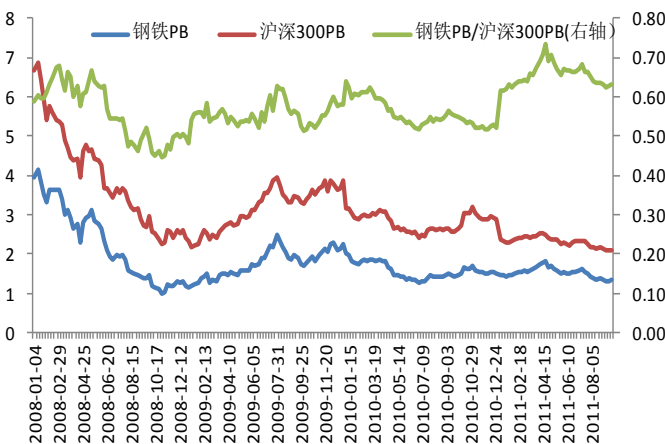
- **钢铁行业 PB 水平各行业最低。**截止 9 月 21 日收盘数据，申万钢铁行业的市净率为 1.33 倍，是一级行业中市净率最低的。目前行业破净公司已经达到 9 家，从整个行业的历史上来看，也是较少见到的。目前行业的估值水平已经逼近 2008 年金融危机时候的历史低点。
- **钢铁行业 PE 水平也居各行业中较低位置。**截止 9 月 21 日收盘数据，申万钢铁行业的市盈率为 14.33 倍，居各行业中较低水平。
- **行业估值的比较优势尚不明显。**虽然钢铁行业的估值已经接近历史底部，但是由于目前二级市场下跌幅度较大，钢铁股较沪深 300 整体已经没有太大的比较优势。截止 9 月 21 日，钢铁股 PB/沪深 300PB 最新值为 0.63，近两年的较低水平在 0.50 左右，较高水平在 0.70 附近。目前钢铁股的比较优势并不明显。

图 33: 钢铁行业 PB 水平各行业最低



资料来源：华泰证券研究所

图 34: 钢铁股比较优势尚不明显



资料来源：华泰证券研究所

- **行业短期行情值得期待。**经过近期大盘的较大幅度的下跌，各板块的估值都很低，从绝对估值来看，钢铁股已经逼近历史底部，即使如宝钢这样的钢铁龙头股价依然位于净资产以下。我们认为虽然行业盈利状况尚不乐观，年内估值修复的短期行情或可能发生。

五、行业重大要闻点评

➤ 《新材料产业“十二五”发展规划》发布解读会

事件：9月7日上午，新博会举办《新材料产业“十二五”发展规划》发布解读会，国家工信部原材料司副司长高云虎为现场的百余位专家和企业代表解读新材料发展规划。十二五期间，国家将实施新材料重大工程项目，对高强轻型合金材料、高性能钢铁材料、功能膜材料、新型动力电池材料、碳纤维复合材料、稀土功能材料等六类新材料进行重点支持。

点评：六大新材料中包含高性能钢铁材料，目前我国特钢行业的发展速度较普钢更快，同时盈利能力也较普钢更好，相对于国外的特钢行业，我国特钢还有很长路要走。新材料产业规划的发布将促进我国特钢行业发展，相关受益特钢公司包括大冶特钢、西宁特钢、抚顺特钢。

➤ 中国铁矿石价格指数（CIOPO）将于10月正式推出

事件：9月20日，中钢协召开“中国铁矿石价格指数发布会”，宣布“中国铁矿石价格指数”（CIOPI）将在10月正式推出。CIOPI由“国产铁矿石价格指数”和“进口铁矿石价格指数”两个分项指数组成，均以1994年4月份价格为基数（100点）。

点评：随着铁矿石金融化程度的不断深入，铁矿石指数化定价方式越来越被钢企认可，中国铁矿石价格指数的推出是打破三大铁矿石巨头垄断的尝试之举，虽然短期尚难动摇普氏能源指数的地位，但毕竟是一个好的开始。

➤ 印度钢铁部门拟上调矿石出口税30%

事件：近日印度钢铁部门将向财政部门申请将矿石出口税由20%上调至30%，旨在确保国内的钢厂原材料资源的长期供应。此项提议已获钢铁部门批准。同时，市场传言这项决策已被送往财政部门等待批准和执行，该提议中强调了印度国内原料储备正在不断恶化。

点评：4~7月印度铁矿石出口同比下降了22%至2520万吨。印度矿产工业联盟预计本财年铁矿石出口将从2010年至2011年的9800万吨下降20%至7500万吨。我们认为印度铁矿石出口关税目前已经很高，如果提高到30%，预计将大幅减少铁矿石出口量，对国际铁矿石价格上涨有一定推动作用。

六、投资建议

我们认为四季度投资钢铁股的主线可把握住三条：

- **铁矿石类上市公司。**针对今年铁矿石价格不断走高的实际情况，铁矿采选行业盈利能力较强，可以关注金岭矿业，重组过程中的攀钢钒钛、大成股份、华阳科技。
- **特钢类上市公司。**新材料规划的推出将会对特钢行业有较大推动，可以关注盈利及费用控制业内领

先的大冶特钢、资源禀赋较高的西宁特钢、军工概念的抚顺特钢。

- **低估值公司。**经过一轮大幅调整，行业不少公司估值已处于历史底部，存在较强修复需求。可以关注行业龙头宝钢股份、盈利能力强的新兴铸管、扭亏在望的华菱钢铁、资产注入的河北钢铁。

表 10：钢铁板块涨跌、估值一览表

证券代码	证券简称	9-21	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅	年振幅	年均换手率	市净率	市盈率
000629.SZ	攀钢钒钛	9.55	3.47	-2.05	-16.54	50.42	1.77	3.54	83.22
000708.SZ	大冶特钢	13.82	-1.14	3.52	-7.22	39.39	0.67	2.36	10.59
000709.SZ	河北钢铁	3.85	-3.02	-4.94	3.22	50.67	1.90	0.87	17.71
000717.SZ	韶钢松山	3.50	-0.57	-10.71	-6.91	43.62	1.41	0.99	-173.66
000761.SZ	本钢板材	5.46	2.25	-1.62	-11.62	66.07	0.61	1.12	20.57
000778.SZ	新兴铸管	8.69	2.00	-4.08	-1.73	48.49	1.42	1.51	11.44
000825.SZ	太钢不锈	4.55	0.44	1.34	-13.10	45.38	0.96	1.17	18.51
000898.SZ	鞍钢股份	5.53	0.36	0.18	-26.83	46.42	0.35	0.75	-81.48
000932.SZ	华菱钢铁	3.41	0.89	1.79	-7.08	58.58	1.26	0.78	-4.18
000959.SZ	首钢股份	4.32	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.63	21.37
002110.SZ	三钢闽光	8.51	0.83	4.16	-21.18	45.86	0.92	1.59	24.13
002318.SZ	久立特材	17.40	1.05	4.88	-12.57	30.72	0.94	2.55	38.17
600005.SH	武钢股份	3.46	-0.29	-1.14	-12.73	42.74	0.37	0.97	17.76
600010.SH	包钢股份	6.56	2.18	2.50	73.29	160.42	4.58	3.27	225.83
600019.SH	宝钢股份	5.17	0.00	0.39	-15.17	37.66	0.30	0.87	9.13
600022.SH	济南钢铁	3.74	1.91	1.63	5.35	105.35	1.56	1.62	-112.70
600102.SH	莱钢股份	7.83	3.43	0.77	0.38	102.29	7.25	1.18	144.50
600117.SH	西宁特钢	10.99	3.78	9.46	24.74	44.61	1.58	2.92	20.99
600126.SH	杭钢股份	4.86	1.04	-0.41	1.04	44.91	0.73	1.11	10.30
600231.SH	凌钢股份	7.43	-0.93	-9.28	-14.33	54.18	3.22	1.51	10.22
600282.SH	南钢股份	3.75	0.27	-5.30	9.33	59.18	0.86	1.36	10.35
600295.SH	鄂尔多斯	16.92	2.61	0.53	-12.47	45.06	2.26	3.42	17.16
600307.SH	酒钢宏兴	5.27	0.96	-6.06	12.35	47.41	1.17	1.88	15.61
600399.SH	抚顺特钢	7.09	-1.39	-2.48	3.50	52.99	3.52	2.20	113.95
600507.SH	方大特钢	5.25	0.19	-3.14	-18.73	43.81	0.90	2.82	12.79
600516.SH	方大炭素	16.59	8.01	19.70	18.42	51.89	4.89	6.52	32.29
600569.SH	安阳钢铁	3.22	-0.31	1.58	-4.13	46.45	0.61	0.73	85.11
600581.SH	八一钢铁	11.30	1.89	-11.65	1.20	49.21	1.36	2.41	14.76
600782.SH	新钢股份	6.03	-6.07	-5.78	5.77	40.70	0.61	0.97	26.78
600808.SH	马钢股份	2.98	1.02	-0.33	-11.35	41.31	0.46	0.84	61.98
600894.SH	广钢股份	7.57	5.29	1.07	-2.70	48.20	1.17	16.24	-21.13
601003.SH	柳钢股份	4.33	-0.23	-3.35	-9.86	50.02	0.24	2.16	23.03
601005.SH	重庆钢铁	3.56	1.14	-1.39	-5.32	56.65	0.73	1.11	256.21

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。