

钢铁行业

钢价矿价仍在寻底途中，但钢铁板块具有低估值优势

行业动态报告

◆行业观点：

上周，钢价和矿价延续国庆假期之后的下跌态势。MySpic 综合指数环比下降 1.6%，MyIpic 综合指数环比下跌 0.9%，CRU 全球钢价指数下跌幅度扩大，环比下降 1.9%。总体而言，钢价和矿价仍在寻底途中。

国内钢厂的吨钢毛利随着钢价的走弱而继续萎缩。钢厂减产的意愿也会随着市场价格的下落而逐步增强。以螺纹钢吨钢毛利的走势作为参考，持续 1-2 个月的大幅亏损必然会逼迫钢厂减产。虽然目前钢厂之间的博弈心态很浓，但是大多数钢厂难以在市场的持久萎靡中保持高产和满产。

9 月份通胀压力继续缓解，但是幅度有限。9 月份 M1 和 M2 同比增速继续放缓，显示货币政策持续从紧。受制于紧缩的宏观环境，钢价走势趋弱的情况短期内难以改变。虽然钢铁板块中“破净”低估值大盘蓝筹股具有投资价值，但是由于钢价和矿价还在寻底的过程中，钢铁板块持续跑赢大盘的难度较大。

◆重要新闻点评：

点评“中国钢厂拟推迟出货时间 铁矿石谈判重启在即”：矿价能否维持在高位取决于钢铁产量是否在市场不佳的情况下维持在高位。虽然钢价持续大幅下跌之后，钢厂减产和限产势在必行，但是钢厂之间的博弈使得减产和限产的时间明显滞后。9 月下旬粗钢日均产量仍在 190 万吨以上的高位，钢厂在国庆期间也没有明显减产，所以在库存堆高的同时，钢价和矿价仍有一个寻底的过程。中小钢厂的进口铁矿石库存保持在低位，澳矿库存不断上升，铁矿石价格回调会降低钢厂后期的成本。但是矿山的垄断地位难以被击破，钢厂进退两难。

◆行业估值：

截至 10 月 14 日，钢铁板块的整体市盈率 (TTM) 和整体市净率 (MRQ) 分别是 22.6 倍和 1.22 倍，低于 2010 年初以来的市盈率均值 29.1 倍和市净率均值 1.50 倍，并且明显低于历史均值市盈率 35.2 倍和市净率 1.96 倍。

◆投资建议：

钢铁板块具有低市净率的估值优势，下行空间有限，安全边际较高，不排除未来钢铁板块在市场走弱的时候出现超额收益的可能性。但是，钢铁板块缺乏跑赢大盘的基本面支持。建议继续关注需求情况相对较好的冷轧板，利好龙头企业盈利企稳。推荐宝钢股份和大冶特钢等投资标的。

◆风险分析：

全球经济二次探底，钢材需求极度萎缩，钢价和矿价持续螺旋式下跌。在这样的环境中，钢铁板块的估值安全边际会被打破，面临持续回调的压力。

中性（维持）

分析师

张力扬 (执业证书编号：S0930511010005)

021-22169167

zhangly@ebcn.com

联系人

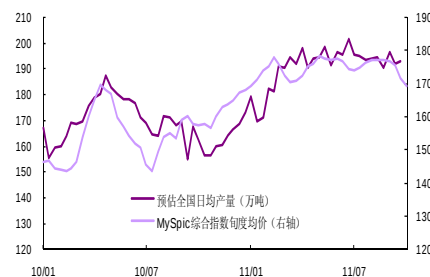
孙枫

021-22169324

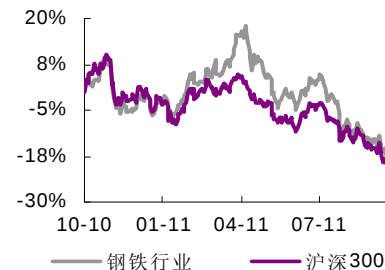
sunfeng@ebcn.com

名称	数值 (10/14/2011)	周涨跌幅%
MySpic 综合指数	166.7	-1.6%
MyIpic 综合指数	183.4	-0.9%
CRU 全球钢价指数	199.9	-1.9%

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

弱市中开出“平价”，主流钢厂后市仍要踟躇走路

..... 2011-10-12

节前钢价节节败退，节后钢市依旧低迷

..... 2011-10-09

目录

一、行业观点.....	3
1.1、钢价和矿价继续寻底之路，钢厂减产势在必行	3
1.2、受制于宏观经济环境，钢价走势趋弱	3
1.3、钢铁板块具有估值优势，但是超越大盘的难度较大	4
1.4、冷轧需求相对较好，推荐低估值行业龙头	5
1.5、本周钢铁板块涨跌幅前五名一览（截至 2011 年 10 月 14 日）	6
二、行业重要新闻回顾（截至 10 月 14 日）	7
2.1、国内钢铁行业动态	7
2.2、海外钢铁行业动态	8
2.3、重要新闻点评	10
三、行业周度数据回顾（截至 10 月 14 日）	10
3.1、钢价和矿价继续回落，进口矿价格补跌	10
3.2、钢材市场库存开始下降	13
3.3、终端需求基本稳定	14
3.4、钢材盈利能力持续萎缩	15
3.5、期货市场预期持续悲观，现价期价偏离率收窄	16
四、行业月度数据回顾（截至 2011 年 9 月）	16
4.1、9 月份钢材进出口量基本稳定，但间接出口增速明显放缓	17
4.2、9 月份铁矿石进口量增加，进口矿均价继续上升	17
五、行业估值.....	18
5.1、行业估值的历史比较	18
5.2、行业 and 市场的估值比较	18
六、投资建议.....	19
七、风险分析.....	19

一、行业观点

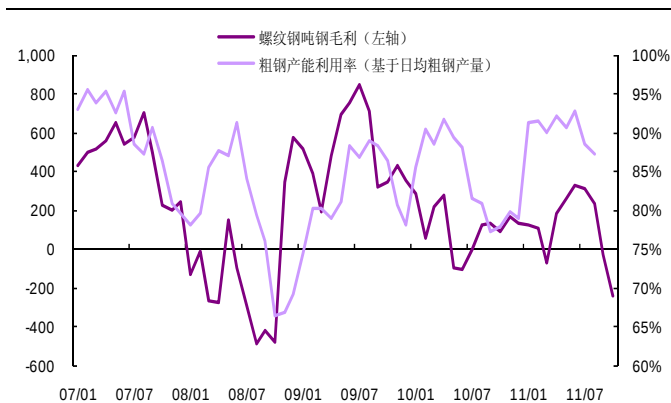
1.1、钢价和矿价继续寻底之路，钢厂减产势在必行

截至上周五，MySpic 综合指数环比下降 1.6%，延续国庆假期之后的下跌态势。MyIpic 综合指数环比下降 0.9%，颓势不改，而且 MyIpic 进口矿指数环比下挫 3.1%，走势明显弱于 MyIpic 国产矿指数，进口矿价格进入补跌阶段。上周 CRU 全球钢价指数下跌幅度扩大，环比下降 1.9%，特别是 CRU 扁平材价格指数环比下挫 3.0%，拖累了全球钢价整体水平。总体而言，钢价和矿价仍在继续寻底。

国内钢厂的吨钢毛利随着钢价的走弱而继续萎缩。钢厂减产的意愿也会随着市场价格的下跌而逐步增强。以螺纹钢吨钢毛利的走势作为参考，持续 1-2 个月的大幅亏损必然会逼迫钢厂减产。虽然目前钢厂之间的博弈心态很浓，但是大多数钢厂难以在市场的持久萎靡中保持高产和满产。

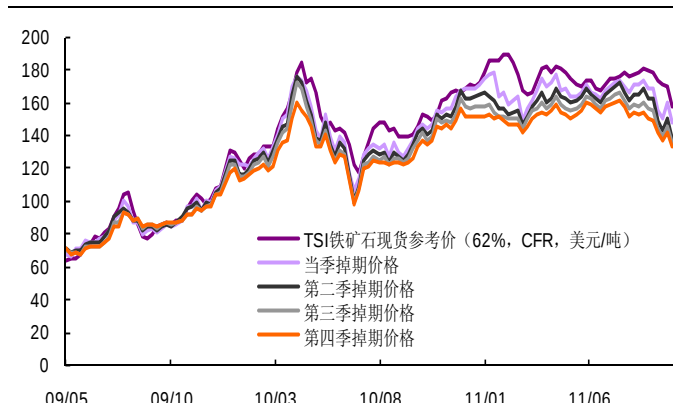
进口矿现货价格开始松动是钢厂减产限产的重要征兆。由于市场整体对钢价走势持续悲观，钢厂减产限产必将拉低矿价。根据新加坡交易所的铁矿石掉期价格走势来看，截至 10 月 14 日，市场已经预期，截至今年底进口铁矿石（62%，CFR）价格跌倒 150 美元/吨以下，而到 2012 年一季度末价格跌至 140 美元/吨以下，而且 2012 年二季度和三季度价格仍将维持在 140 美元/吨以下的水平。当前的市场预期是非常悲观的，这在 2010 年 4 月中旬出台地产调控政策以及 2011 年春节假期之后的矿价调整过程中都能看到。而且，铁矿石现货价与掉期价格拉得太开，也显示出铁矿石现货市场价格的不理智。

图表 1：螺纹钢吨钢毛利 vs. 粗钢产能利用率



资料来源：Bloomberg, Wind, 光大证券研究所

图表 2：进口铁矿石现货价 vs. 进口铁矿石掉期价格



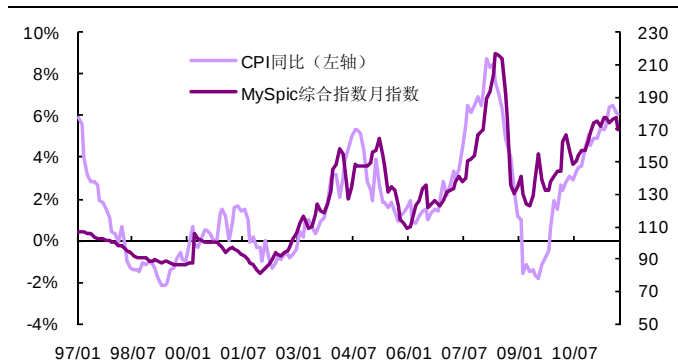
资料来源：Bloomberg, 光大证券研究所

1.2、受制于宏观经济环境，钢价走势趋弱

从 9 月份 CPI 同比和环比的数据来看，通胀压力继续回落，但是幅度有限。9 月份 M1 和 M2 同比增速继续放缓，货币政策持续从紧。受制于紧缩的宏观环境，钢价走势趋弱的情况短期内难以改变。

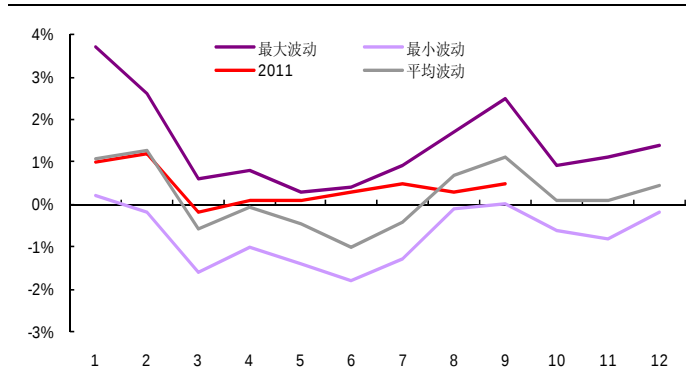
从 10 月中旬开始，虽然银行承兑汇票转贴利率和直贴利率已经明显回落，但是整体利率水平仍在高位，贸易商资金面紧张的状况还将持续，叠加钢价倒挂现象盛行，市场观望氛围浓厚，钢价走势延续弱势震荡的概率较高。

图表 3：通胀压力继续回落，但幅度有限



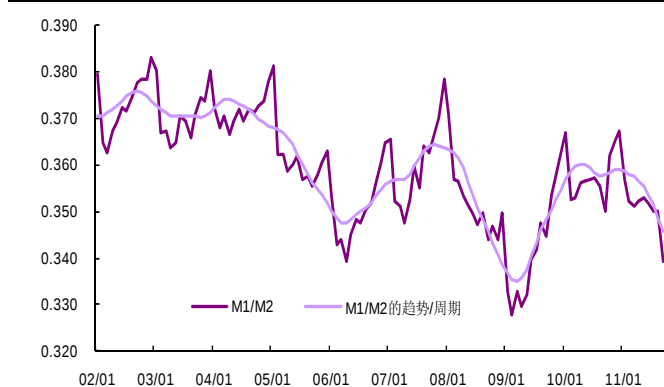
资料来源：CEIC, Mysteel, 光大证券研究所

图表 4：CPI 环比季节性规律（1995-2010 年）



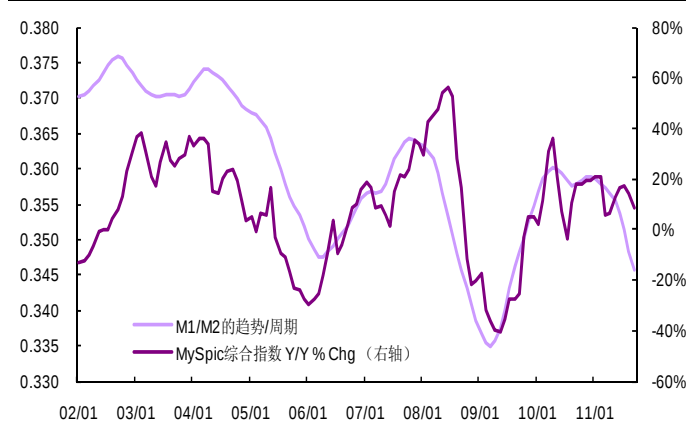
资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图表 5：持续紧缩的宏观经济环境



资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图表 6：受制于宏观经济环境，钢价走势趋弱



资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图表 7：银行承兑汇票（6 个月）转贴利率（%/月）



资料来源：CEIC, 光大证券研究所

图表 8：银行承兑汇票（6 个月）直贴利率（%/月）



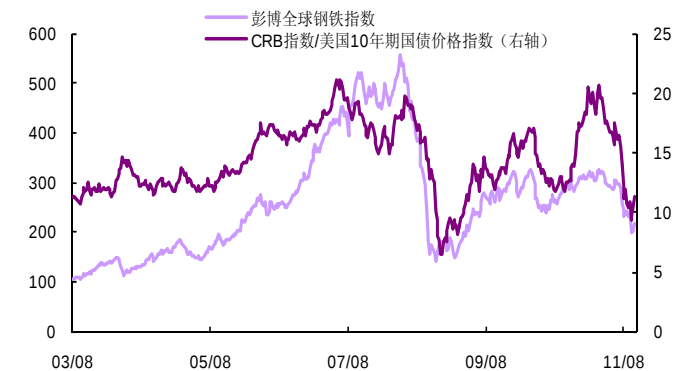
资料来源：CEIC, 光大证券研究所

1.3、钢铁板块具有估值优势，但是超越大盘的难度较大

10 月初以来，欧债危机出现转机，海外市场对经济衰退的担忧有所缓解，钢铁和矿业板块都出现了反弹。截至 10 月 14 日，ArcelorMittal 从 POSCO 手中重夺全球市值最高钢铁企业的宝座。但是，全球经济增长前景不明确仍然会束缚市场表现，钢铁和矿业板块也会受制于市场大环境。截至 10 月 14 日，Wind 钢铁指数周度环比上涨 2.9%，与沪深 300 指数的反弹幅度相当（2.8%）。虽然钢铁

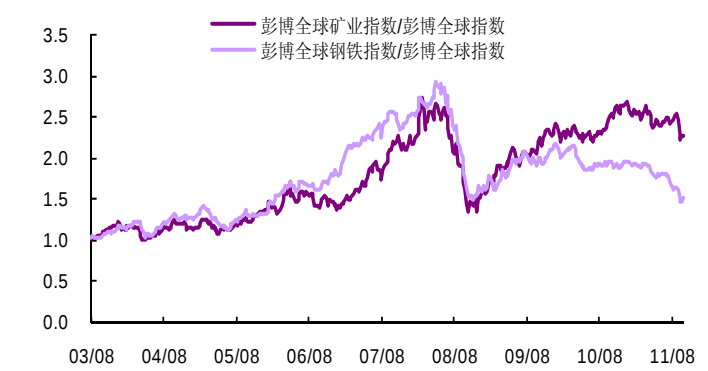
板块中“破净”低估值大盘蓝筹股具有投资价值，但是由于钢价和矿价仍在寻底的过程中，钢铁板块持续跑赢大盘的难度较大。

图表 9：市场对经济衰退的担忧有所缓解



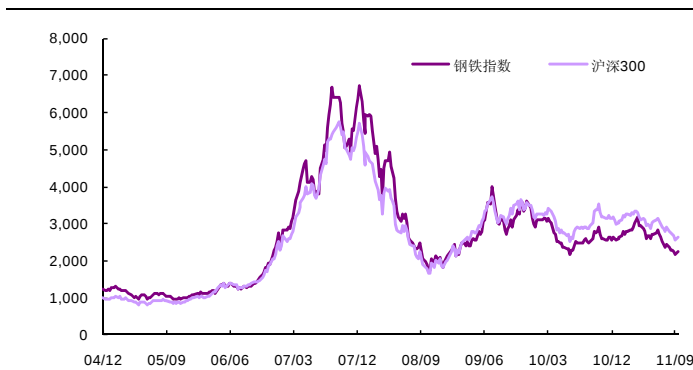
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 10：全球钢铁和矿业板块出现反弹



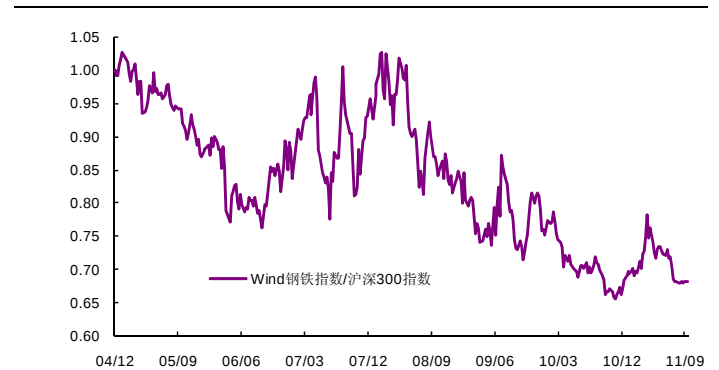
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 11：Wind 钢铁指数和沪深 300 指数走势



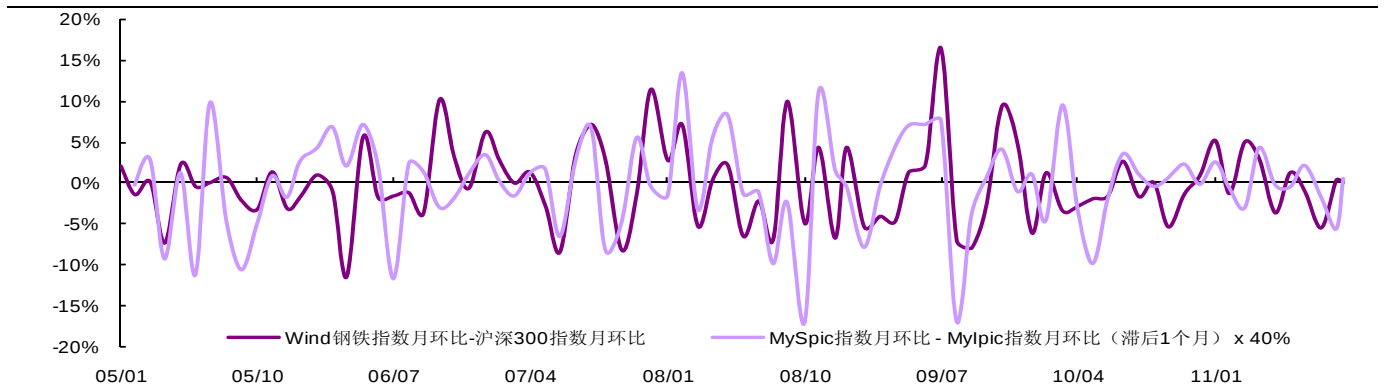
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 12：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

图表 13：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

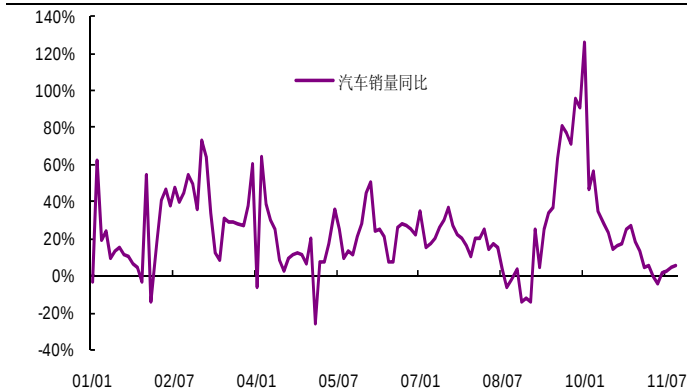
1.4、冷轧需求相对较好，推荐低估值行业龙头

在钢铁行业的下游需求中，汽车行业的需求相对较好。9 月份汽车销量环比回升 19%。汽车销量同比增速从 8 月份的 4.4% 上升到 9 月份的 5.7%。不过，商用车（尤其是卡车）的产量增速仍然偏弱。节能车补贴政策调整等对汽车销量

的影响需要持续关注。

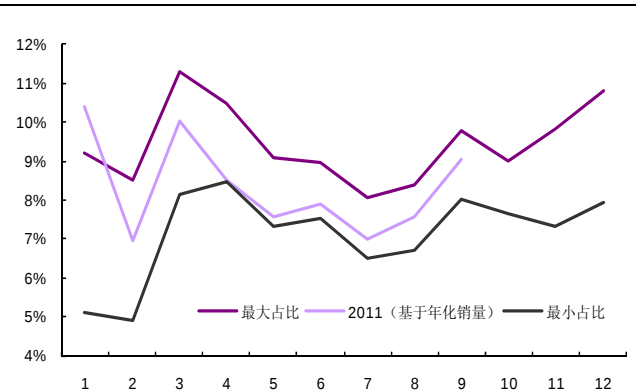
与其他钢材品种相比，冷轧板材需求相对较好，这一点从价格走势上也可以看出，这对提供高附加值冷轧板的行业龙头有利。继续推荐具有低市净率估值优势的宝钢股份等龙头股的投资机会。

图表 14：汽车销量逐步回升



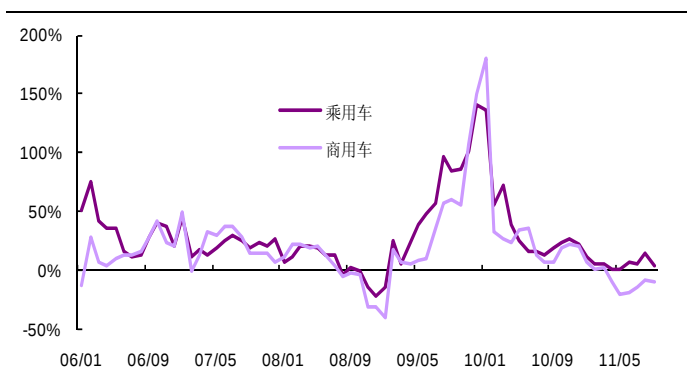
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 15：汽车销量季节性规律（2000-2010 年）



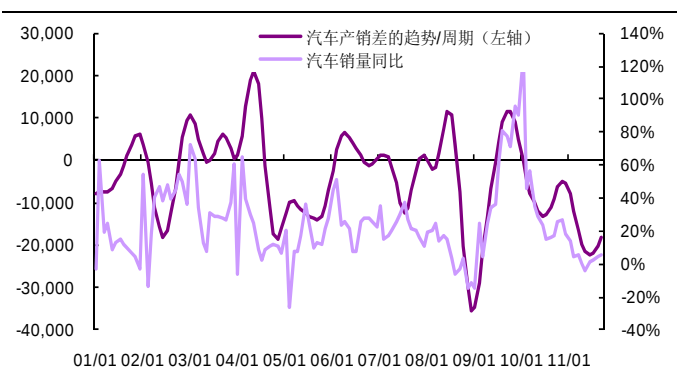
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 16：汽车产量同比增速结构分化鲜明



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 17：汽车产量跟随销量逐步恢复



资料来源：CEIC，光大证券研究所

1.5、本周钢铁板块涨跌幅前五名一览（截至 2011 年 10 月 14 日）

图表 18：周度涨幅前五

证券代码	证券简称	周收盘价（元）	周涨跌幅（%）	周换手率（%）
300260.SZ	新莱应材	33.30	15.9	99.8
002443.SZ	金洲管道	12.90	8.1	18.9
600992.SH	贵绳股份	10.69	8.1	52.4
002423.SZ	中原特钢	10.17	6.7	27.5
002352.SZ	鼎泰新材	22.92	6.6	7.3

资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 19：周度跌幅前五

证券代码	证券简称	周收盘价（元）	周涨跌幅（%）	周换手率（%）
000890.SZ	法尔胜	5.71	-9.2	13.1

000629.SZ	攀钢钒钛	7.88	-1.7	9.9
600581.SH	八一钢铁	9.96	-0.7	15.7
000708.SZ	大冶特钢	12.58	-0.6	5.3
600117.SH	西宁特钢	9.15	-0.3	10.0

资料来源：Wind，光大证券研究所

二、行业重要新闻回顾（截至 10 月 14 日）

2.1、国内钢铁行业动态

10/10 审计署：纠正违规建设炼钢产能逾六千万吨（来源：中国新闻网）

针对审计调查发现的问题，20 个省的纪检监察、发展改革、财政、环保和物价等部门注重加强监督检查，促进严格管理、规范推进，并依法追究有关企业和个人责任。截至 2011 年 7 月底，有关地方督促 182 户企业采取等量淘汰、完善审批手续等方式，纠正违规建设炼铁产能 5086.05 万吨、炼钢产能 6138.77 万吨、轧钢产能 437 万吨，淘汰落后炼铁产能 1673.9 万吨、炼钢产能 1415.2 万吨。

10/10 汉龙矿业全资收购澳大利亚矿产企业 Sundance（来源：钢之家）

大张旗鼓在海外进行收购的四川汉龙集团，在收购澳大利亚上市企业 Sundance Resources Ltd. 公司中历经曲折，终于入主全球第三大未开发铁矿区。业内专家认为这是汉龙实现外部成长的重要阶段性标志，而国内钢铁企业，由于铁矿石资源匮乏，深受矿石企业的利润压榨，有必要在上游资源领域掌控一定的话语权。

10/11 河北钢铁集团资金链承压 高管提“少花钱”（来源：燕赵都市报）

央行大动作收缩流动性，不仅殃及温州民营制造业，像河北钢铁集团这样的国有大厂，其资金链也骤然承压。记者日前获悉，河北钢铁集团掌门人王义芳日前在内部会议上表示，要做好过“紧日子”的准备，“尽量少花钱”。

10/11 中钢协正式发布中国铁矿石价格指数（来源：钢之家）

从中国钢铁工业协会获悉，由中钢协联合中国五矿化工进出口商会、中国冶金矿山企业协会研发并推出的“中国铁矿石价格指数”（CIOPI），10 日正式向社会公开发布 2011 年 10 月第一周中国铁矿石价格指数，这也是该指数首次向社会公开发布。发布的数据显示，10 月第一周，进口铁矿石价格指数为 652.41 点，环比下降 0.13 点，降幅为 0.02%，进口铁矿石平均到岸价格为 176.22 美元/吨，环比每吨下降 0.03 美元，折人民币含税价格为 1310.21 元/吨，环比每吨下降 0.26 元。

10/11 沙钢出台 2011 年 10 月中旬部分产品价格政策（来源：钢之家）

以 10 月上旬价格政策为基础：1、线材价格下调 30 元/吨；2、螺纹钢价格维持上期基价不调整；3、盘螺价格下调 20 元/吨。

10/12 上下游双重施压 钢铁业深陷盈利僵局（来源：中国证券报）

在经历一、二季度业绩连续同比下滑后，钢铁行业第三季度的整体业绩表现依然难言改观。持续高位的铁矿石价格以及下游需求端的疲软，极大压缩了行业盈利空间。业内人士预计，由于经济前景不佳，未来钢材市场仍面临调整，而铁

矿石价格则在短期之内难以出现较大回落，这都对三季度乃至全年钢铁行业的盈利能力提出了挑战。

10/12 中钢协：中国9月下旬粗钢日均产量193万吨（来源：钢联资讯）

据中钢协统计，9月下旬中钢协会员企业粗钢日产量为163.97万吨，旬环比增长0.61%。据此估算，9月下旬全国粗钢日产量为193.04万吨，旬环比增长0.61%。9月全月粗钢日产量为193.77万吨，较8月份粗钢实际日产量189.52万吨增长2.24%。

10/12 宝钢公布碳钢板材11月份国内期货销售价格调整通知（来源：钢之家）

热轧、酸洗、普冷、热镀锌、电镀锌、镀铝锌、彩涂和厚板价格基本维持不变；无取向硅钢B35系列及高牌号价格维持不变，其它牌号价格下调200元/吨；取向硅钢价格下调600元/吨。

10/12 宝钢钢构独家中标中国第一高楼地下钢结构工程（来源：钢联资讯）

据宝钢官方网站消息，建设中的深圳平安金融中心大厦，总高度达六百四十六米，建筑层数为地上一百一十五层，地下五层。计划于二〇一四年建成投运，届时将成为中国第一高楼，世界第二高楼。现该工程已处于基础建设阶段。宝钢钢构在日前首次进行的该工程地下层钢结构招标中独家中标，中标总量近六千吨。

10/13 节后钢市延续低迷 控制产能乃钢铁业当务之急（来源：中国证券报）

在国内一些大型钢厂下调11月部分钢材品种价格之际，宝钢维持冷热卷平盘和原有的优惠政策，在一定程度上出乎市场预期。业内由此猜想宝钢是否会通过主动减产来维持价格。仅就目前而言，减产保价能否有效尚未可知，但是控制产能已是钢铁业的当务之急。

10/13 9月份我国钢材出口、铁矿石进口同比均增长（来源：钢联资讯）

据海关最新统计，9月份出口钢材421万吨，较8月份增加2万吨，与去年同期相比上涨39.87%。1-9月累计出口3715万吨，同比增长9.5%。9月份我国进口钢材133万吨，较8月份下降2万吨，比去年同期增长0.76%。1-9月累计进口1196万吨，同比下降4.3%。9月出口钢坯仍为零，9月进口钢坯3万吨，1-9月累计进口43万吨，较去年同期下降2.0%。9月份我国出口焦炭14万吨，较上月减少11万吨。1-9月累计出口301万吨，同比增长24.4%。9月份进口铁矿石6057万吨，比上个月增加148万吨，同比增长15.15%。1-9月累计进口50808万吨，同比增长11.1%。

10/14 中国钢厂拟推迟出货时间 铁矿石谈判重启在即（来源：路透社）

交易商周四表示，由于铁矿石现货价格跌至2010年11月以来低位，中国钢厂正寻求推迟出货，或对第四季铁矿石合约进行重新协商。第四季度供给合约规定，铁矿石报价为每吨逾175美元，这是基于前三个月期现货价格平均值的定价系统得出的。但本周现货价格已跌至略高于每吨160美元水平，因中国钢需求走弱令损及对铁矿石的胃纳。“大型钢厂已对三大矿业巨头表明，他们不接受第四季合约价。这些钢厂要求暂缓供货或重启谈判。”一位驻新加坡的实货铁矿石交易商在谈及巴西淡水河谷、力拓和澳洲必和必拓时表示。“第四季合约价报废了，所有矿商都将进行重新谈判，因为没有人会接受这一价格。”

2.2、海外钢铁行业动态

10/10 国际废钢市场整体走弱（来源：钢联资讯）

受需求放缓影响，国际废钢市场经历了小幅上涨后又陷入低迷，10月份以来降幅超过20美元/吨。由于对全球经济前景的担忧及成品材需求低迷，土耳其钢厂停止采购废钢，亚洲进口商亦持观望态度，从而导致欧美废钢出口价格下滑。因出口市场低迷及供应增加，日本废钢市场快速下跌。

10/10 Atlas 将推行铁矿石合同月度定价（来源：钢之家）

澳大利亚 Atlas 铁矿公司将改变铁矿石合同定价方式，由季度定价转为月度定价。Atlas 声称，随着2008年末及2009年初根据基准价格签订的3年期铁矿石合同陆续到期，未来9个月签订新合同或续签原有合同时逐步推行月度定价，以确保铁矿石价格更好地反映当前市场状况，目前多数合同都是采用季度定价。

010/10 至2017年全球钢管市场需求预计达1.51亿吨（来源：钢之家）

据美国全球行业分析公司（GIA）最新报道，随着油气行业和建筑行业的繁荣及基础设施开发项目的增加，预计至2017年全球钢管市场需求将达1.51亿吨。亚太地区和拉美地区等新兴市场经济的稳步增长，及随之增长各终端用户行业需求亦将推动钢管需求的增长。

10/11 淡水河谷：2012年仍满负荷运转（来源：钢联资讯）

淡水河谷公司期待，中国强劲的需求应该补偿其它国家需求的减少，2012年其仍能开足马力生产。面对全球经济的动荡，该公司预计铁矿石价格也将处于波动中。淡水河谷预计，2012年对中国的销售量为1.3亿吨，即达到2009年以来的年度销售目标，也代表其去年产量的40%以上。该公司预计2011年铁矿石产量达3.1亿吨。

10/12 力拓：将继续推进既有项目投资计划（来源：钢联资讯）

据道琼斯通讯社10月11日报道，全球矿业巨头力拓首席执行官艾博年（Tom Albanese）11日表示，该公司旗下产品的市场需求仍十分稳固，中国市场需求未来几个月内料将不会出现较大变化。艾博年表示，该公司在中国业务发展状况，尤其是铁矿石业务仍很稳固，预计中国市场需求未来几个月内不会出现较大变化，因中国仍在推进基础设施建设与城市化，届时将促使钢铁需求保持强劲。该公司未来将紧密关注中国经济走势，预计力拓与中国企业合作仍面临发展机会。

10/12 日本钢材订单量时隔半年再现增长（来源：钢联资讯）

据《日本经济新闻》报道，日本铁钢联盟11日发表的统计数据表明，今年8月份普通钢材订单量达到580.1万吨，同比增长5.7%，时隔半年再现增长。汽车行业的拉动和内需扩大成主要原因。日本钢材内需增长5.2%、达到365.4万吨，其中汽车行业增加4.2%、达到91.2万吨。

10/13 世界钢铁协会料中国今年钢材需求增长7.5%（来源：新华社）

世界钢铁协会（WSA）周三发表报告，调高对全球今年表观钢材需求量增长预期。世界钢铁协会现预计今明两年全球钢材需求量分别增长6.5%和5.4%至13.98亿吨和14.73亿吨，四月份时预计的增速分别为5.9%和6%。世界钢铁协会预计2011年中国表观钢材需求量增长7.5%，至6.432亿吨；2012年需求量增长6%，至6.816亿吨。

10/13 印度上半财年铁矿石出口降 12.3% (来源: 钢联资讯)

据印度港口协会数据,截至 2012 年 3 月 31 日的 2011/12 上半财年(2011 年 4-9 月)里,印度主要港口铁矿石出口量同比下降 12.3%。

10/14 铁矿石销售创纪录 力拓否认全球经济陷入危机 (来源: 腾讯财经)

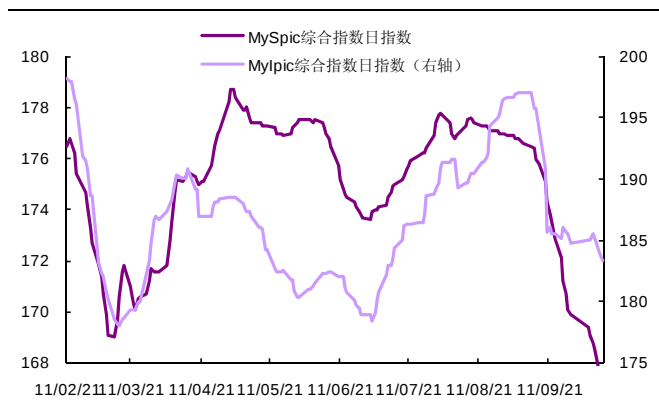
据腾讯财经报道称,全球矿业巨头力拓公司周四表示,全球经济不存在陷入危机的风险。该公司公布的数据显示,其今年第三季度的铁矿石产量上升了 5%,而销售情况则创下了有史以来的最高纪录。力拓公司同时表示,全球的大宗商品需求将继续维持强劲。受益于生产情况的良好及乐观的言论,力拓公司的股价在本周四的交易中实现上涨。分析师指出,力拓公司的乐观言论,有助于打消投资者对于中国这个铁矿石最大需求市场经济走弱的担忧。

2.3、重要新闻点评

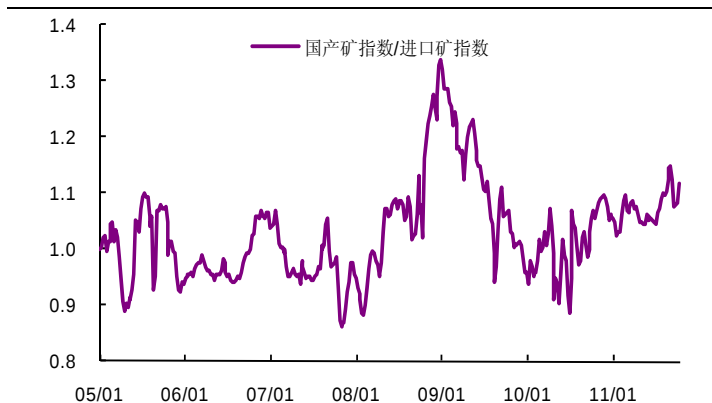
点评“中国钢厂拟推迟出货时间 铁矿石谈判重启在即”:矿价能否维持在高位取决于钢铁产量是否在市场不佳的情况下维持在高位。虽然钢价持续大幅下跌之后,钢厂减产和限产势在必行,但是钢厂之间的博弈使得减产和限产的时间明显滞后。9 月下旬粗钢日均产量仍在 190 万吨以上的高位,钢厂在国庆期间也没有明显的减产,所以在库存堆高的同时,钢价和矿价仍有一个寻底的过程。中小钢厂的进口铁矿石库存保持在低位,澳矿库存不断上升,铁矿石价格回调会降低钢厂后期的成本。但是矿山的垄断地位难以被击破,钢厂进退两难。

三、行业周度数据回顾 (截至 10 月 14 日)**3.1、钢价和矿价继续回落,进口矿价格补跌**

上周市场疲态未改,钢价和矿价继续回落,而且跌幅在后半周有所扩大,尤其是进口矿价格出现了补跌迹象。同时,废钢价格也出现明显回调,这也预示着国内钢厂控制采购,开始考虑减产。由于钢材供过于求的局面没有改变,钢价和矿价寻底和筑底仍然需要一段时间。

图表 20: 钢价和矿价继续回落

资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

图表 21: 进口矿价格开始出现补跌迹象

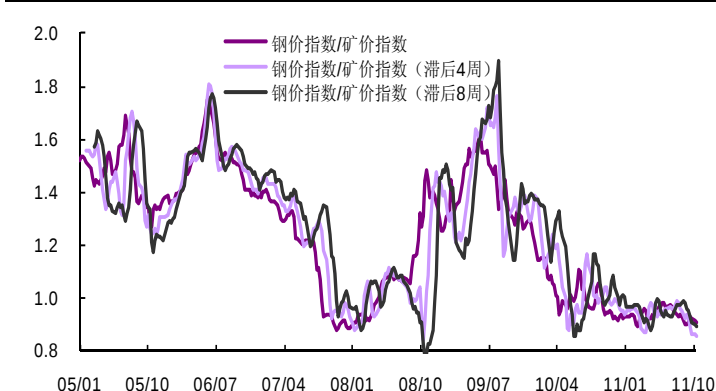
资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

图表 22: 国内长材价格走势不如板材价格走势**图表 23: 国内钢厂盈利低位波动**

2011-10-17 钢铁行业

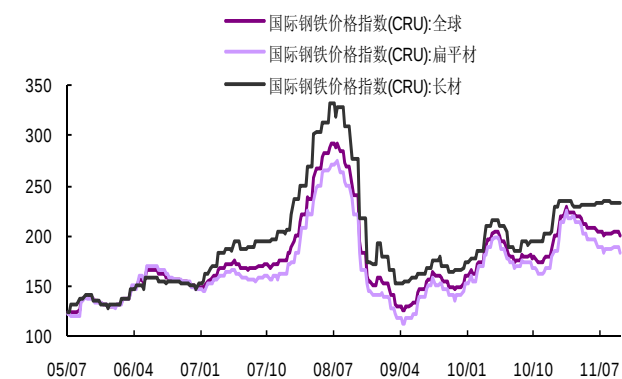


资料来源: CEIC, Mysteel, 光大证券研究所



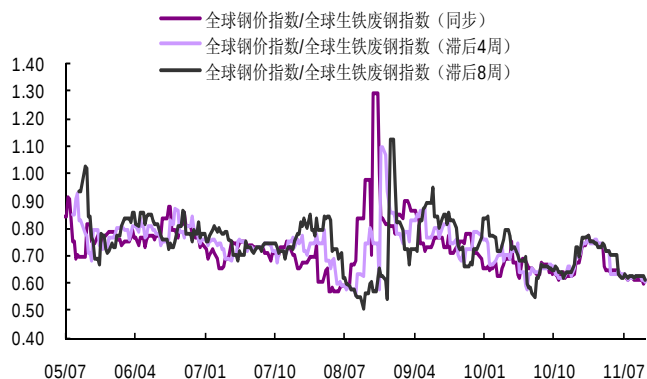
资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

图表 24: 国际钢材价格走势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

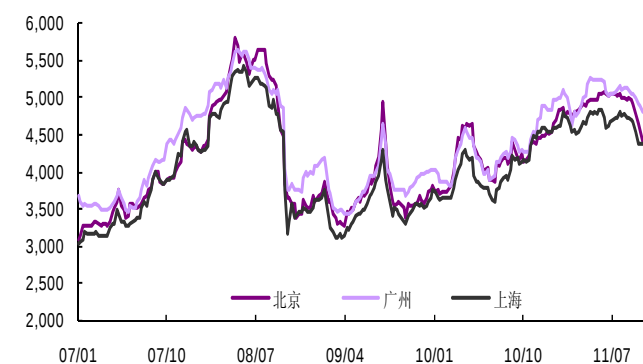
图表 25: 全球钢厂盈利低位波动



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 26: 螺纹钢 (HRB335 20mm) 现货价格

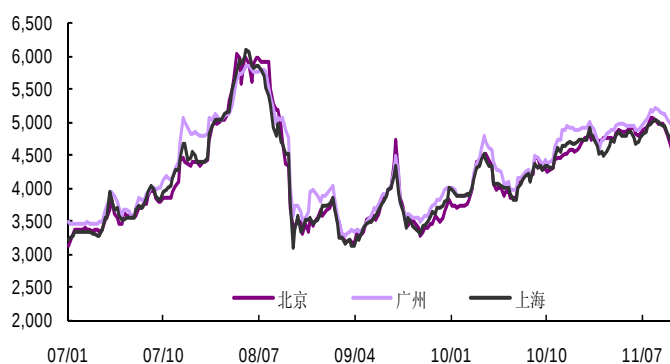
周度: 京: -170 元/吨; 穗: -90 元/吨; 沪: -20 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 27: 线材 (6.5mm) 现货价格

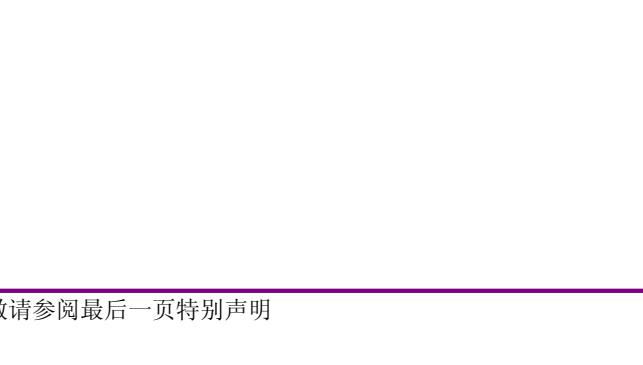
周度: 京: -130 元/吨; 穗: -120 元/吨; 沪: -10 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 28: 热轧板卷 (3.0mm) 现货价格

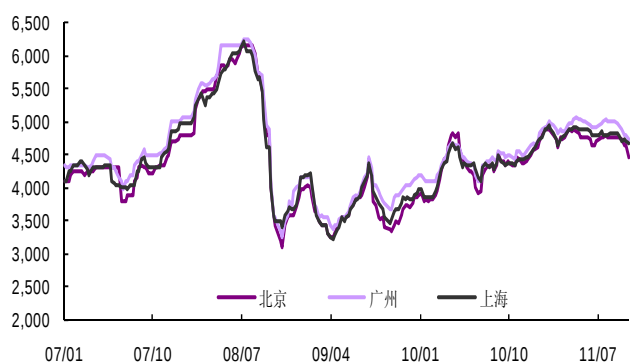
周度: 京: -180 元/吨; 穗: -60 元/吨; 沪: -20 元/吨。



图表 29: 冷轧板卷 (1.0mm) 现货价格

周度: 京: -100 元/吨; 穗: -60 元/吨; 沪: -40 元/吨。

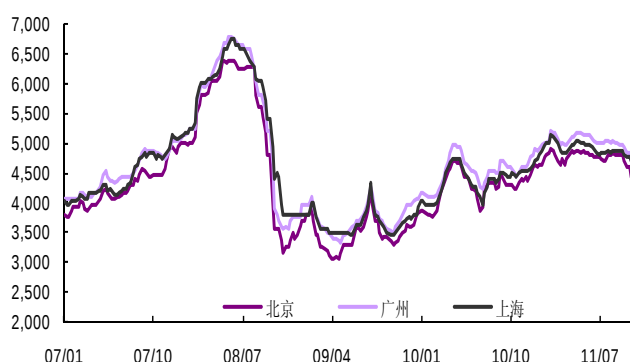




资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 30: 中板(普 20mm)现货价格

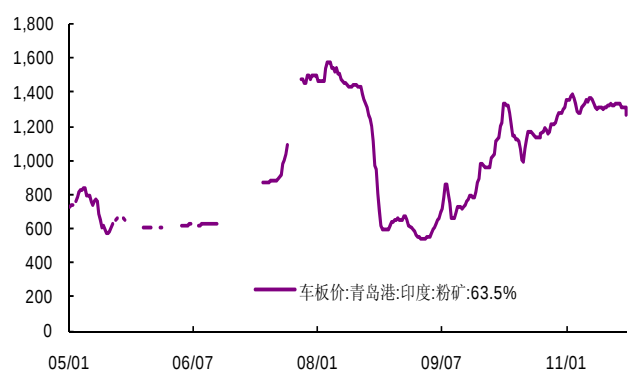
周度: 京: -160 元/吨; 穗: -140 元/吨; 沪: -80 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 32: 青岛港印度粉矿(63.5%)车板价

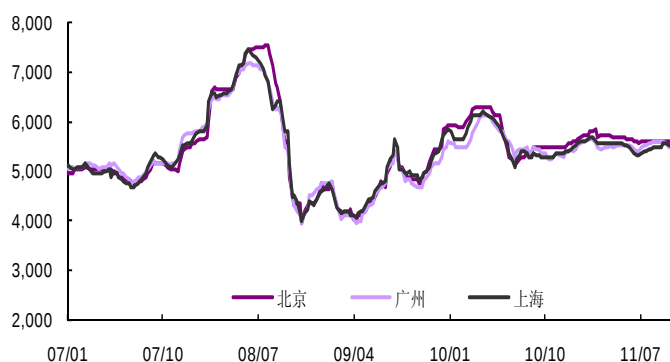
周度变动: -40 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 34: 唐山铁精粉(66%)湿基不含税价

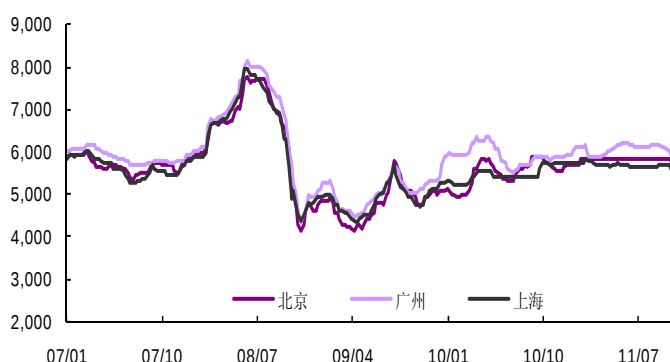
周度变动: +/-0 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 31: 镀锌(0.5mm)现货价格

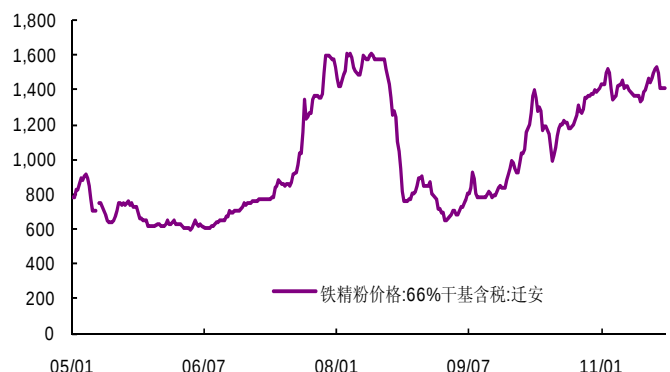
周度: 京: -50 元/吨; 穗: -80 元/吨; 沪: -70 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 33: 迁安铁精粉(66%)干基含税价

周度变动: +10 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

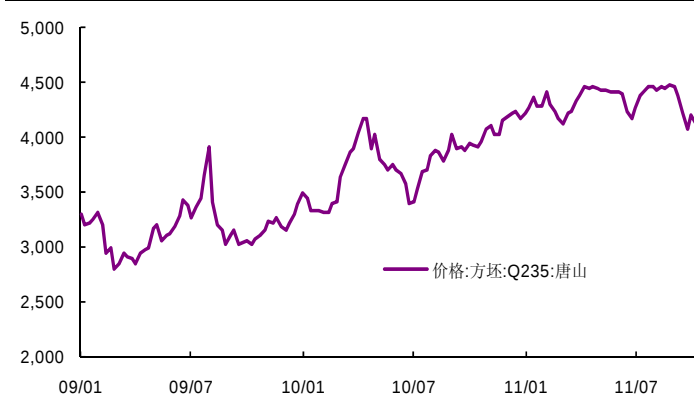
图表 35: 唐山方坯(Q235)价格

周度变动: -70 元/吨。





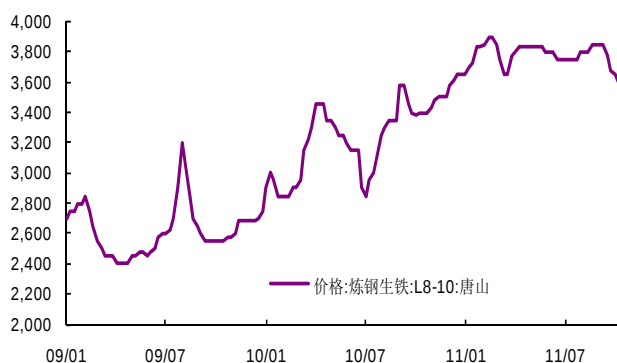
资料来源: Wind, 光大证券研究所



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 36: 唐山炼钢生铁 (L8-10) 价格

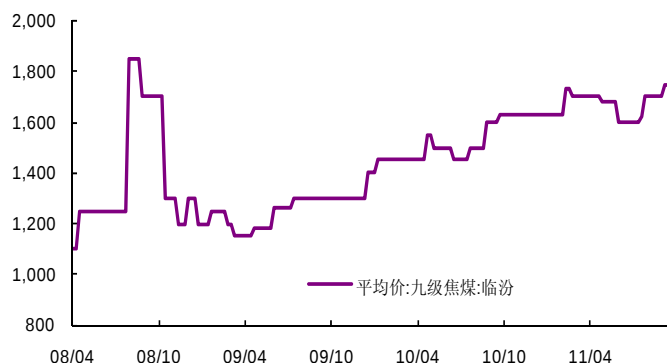
周度变动: -50 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 37: 临汾九级焦煤平均价

周度变动: +50 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 38: 上海二级冶金焦价格

周度变动: +/-0 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 39: 上海废钢含税价

周度变动: -170 元/吨。



资料来源: Wind, 光大证券研究所

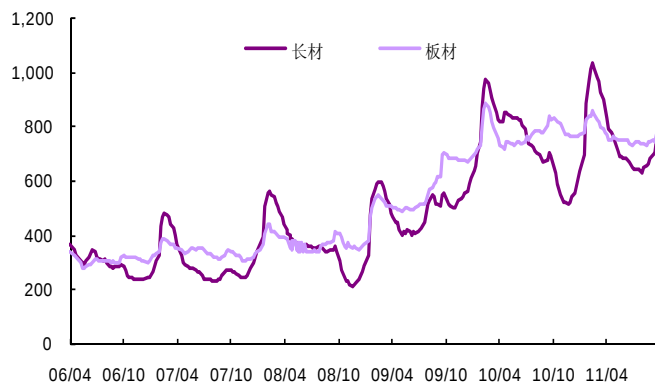
3.2、钢材市场库存开始下降

截至 10 月 14 日, 主要城市钢材市场库存环比下降 6.8 万吨至 1512.6 万吨, 其中, 长材库存减少 5.9 万吨, 板材库存微降 0.9 万吨。钢材市场库存扭转了连续七周的上升势头。虽然钢材去库存化又开始启动, 但和以往相比, 去库存化的力度不够, 因此增加了钢价回调的压力。螺纹钢和热轧的去库存化活力指数在跌至冰点附近之后开始恢复。冷轧的去库存活力相对温和, 相比之下, 中板在价格大幅下跌之后, 去库存活力上升明显。

截至 10 月 14 日，铁矿石港口库存环比下降 93 万吨至 9217 万吨，连续第五周下降。其中，澳矿库存环比增加 60 万吨，巴西矿环比减少 31 万吨，印度矿环比下降 97 万吨，其他矿环比下降 25 万吨。钢厂抵制高价位的进口矿，澳矿库存持续增加会加剧进口矿价格的回调压力。

图表 40：钢材市场库存微降

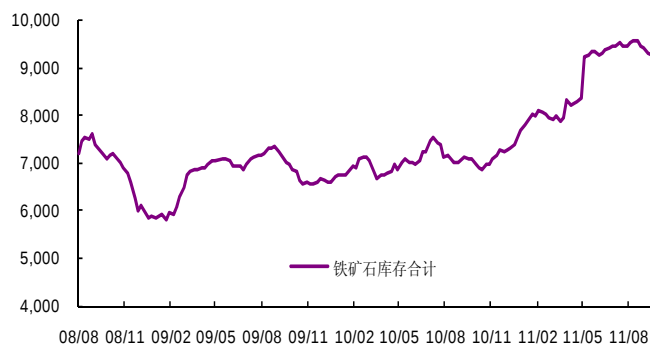
周度变动：长材：-5.9 万吨；板材：-0.9 万吨。



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

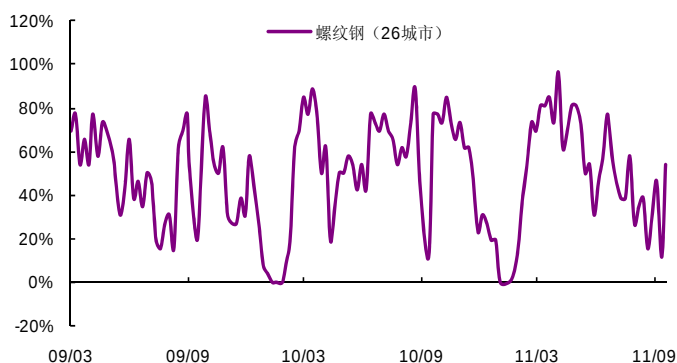
图表 41：铁矿石港口库存继续回落

周度变动：澳：+60 万吨；巴：-31 万吨；印：-97 万吨。



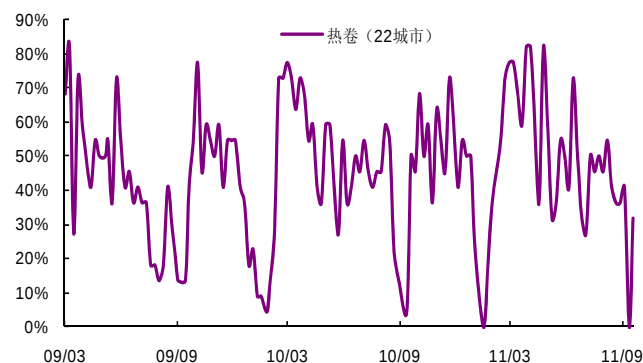
资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图表 42：螺纹钢去库存化活力指数



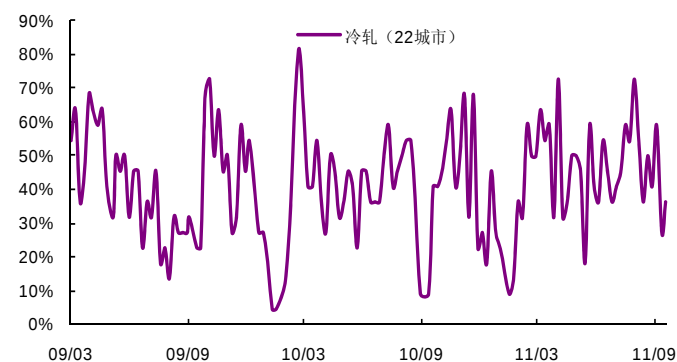
资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图表 43：热轧板卷去库存化活力指数



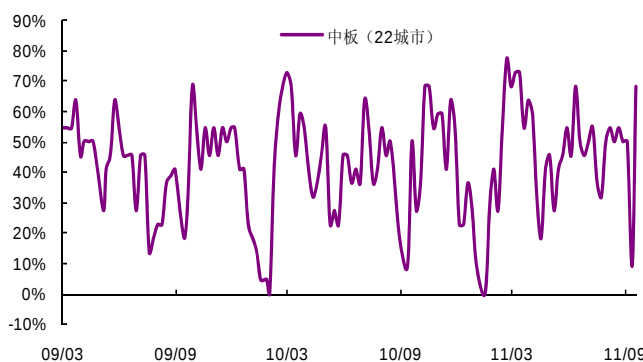
资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图表 44：冷轧板卷去库存化活力指数



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图表 45：中板去库存化活力指数

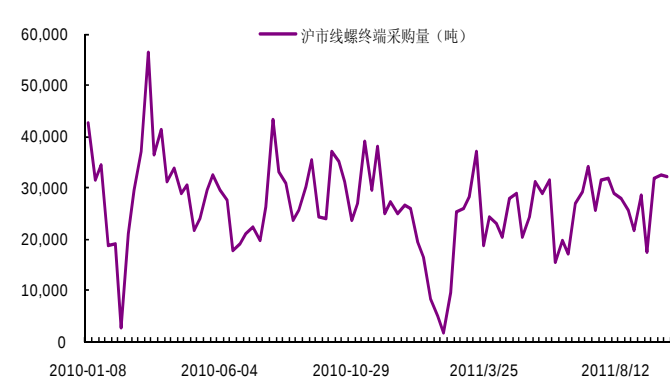


资料来源：Mysteel，光大证券研究所

3.3、终端需求基本稳定

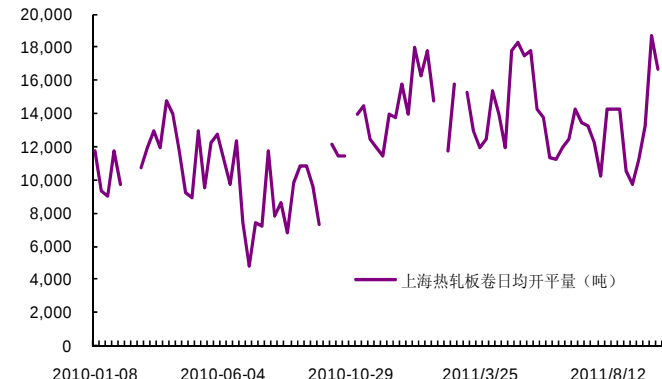
截至10月14日，当周沪市线螺终端采购量基本稳定在3.2-3.3万吨的水平。同期，沪市10个仓库的热轧日均开平量从1.88万吨回落至1.67万吨。由于钢材价格出现大幅回落，市场出现抛货的情况，但终端需求总体而言基本稳定，并没有明显萎缩。

图表 46：沪市线螺终端采购量持稳



资料来源：西本新干线，光大证券研究所

图表 47：沪市热轧日均开平量（10个仓库）略有回落

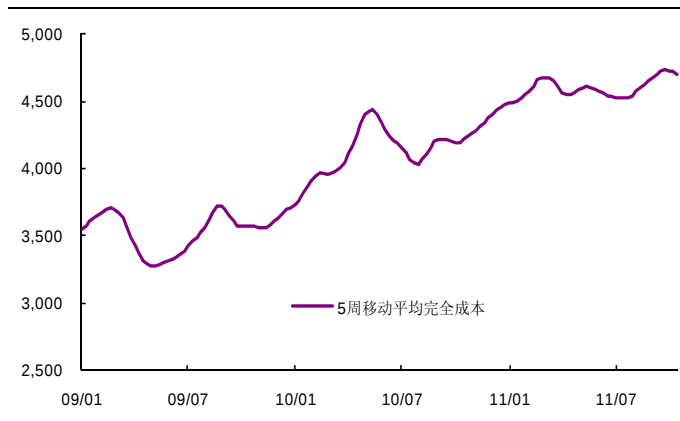


资料来源：钢之家，光大证券研究所

3.4、钢材盈利能力持续萎缩

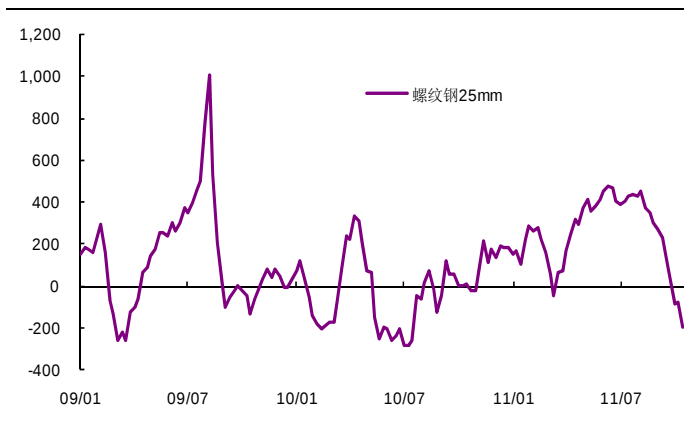
由于矿价调整滞后于钢价，钢厂当前的成本压力只是略微有所缓解，5周移动平均完全成本仍在大约4600元/吨较高的水平波动。以钢材现货价来衡量，钢材的盈利能力持续萎缩。一些钢厂已经表现出减产的意愿，但是启动和持续的时间仍要关注。

图表 48：钢厂完全生产成本从高位缓慢回落



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

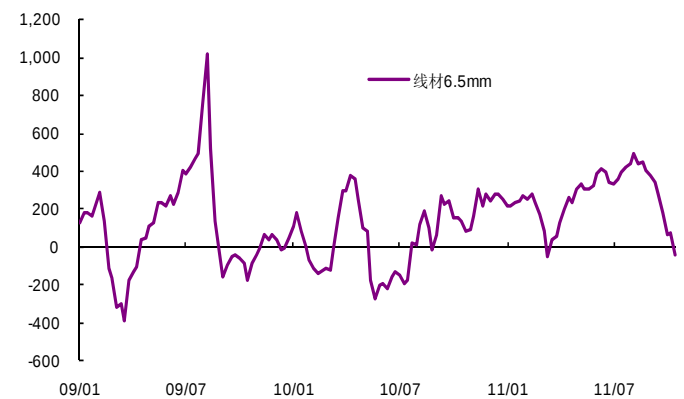
图表 49：螺纹钢吨钢毛利估算（基于全国现货均价）



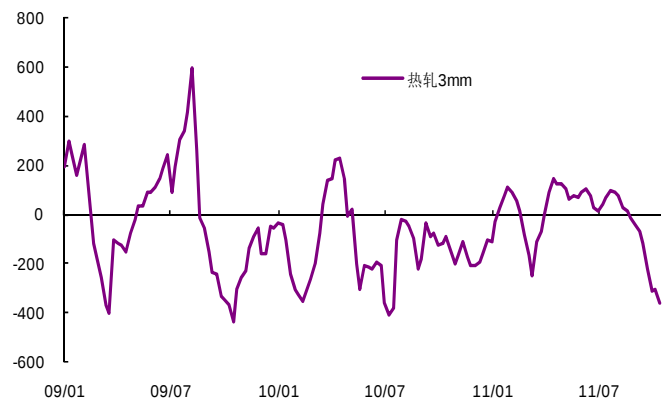
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 50：线材吨钢毛利估算（基于全国现货均价）

图表 51：热轧吨钢毛利估算（基于全国现货均价）

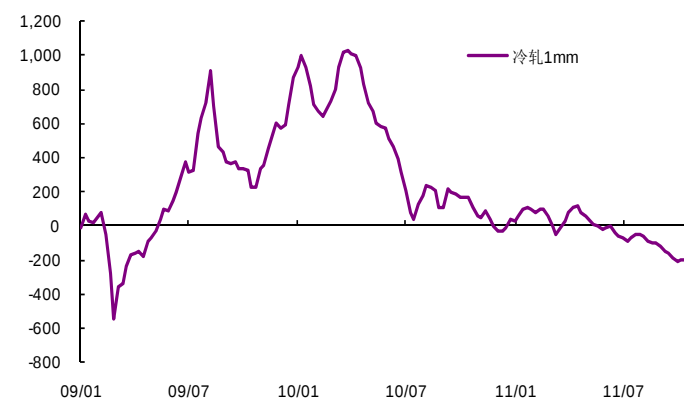


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所



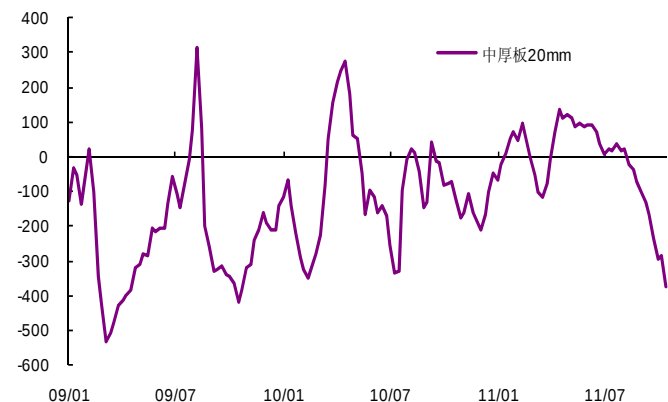
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图表 52: 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 53: 中厚板吨钢毛利估算 (基于全国现货均价)

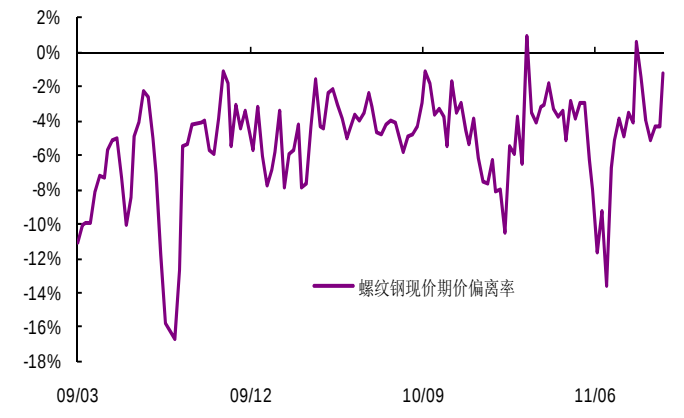


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

3.5、期货市场预期持续悲观，现价期价偏离率收窄

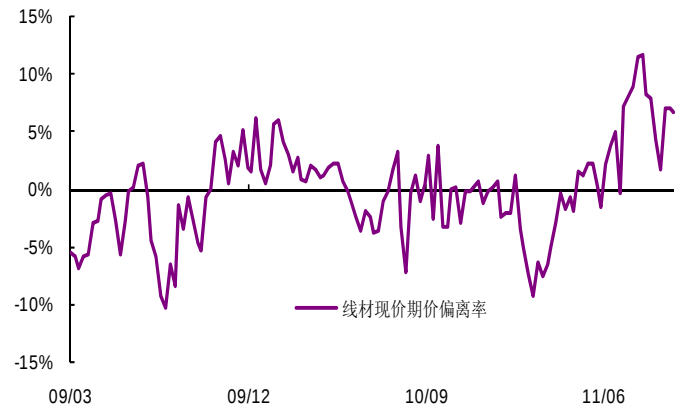
期货市场预期持续悲观，现货市场价格跟随期货市场弱势寻底。上周螺纹钢和线材现价期价偏离率有所收窄。

图表 54: 螺纹钢现价期价偏离率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 55: 线材现价期价偏离率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

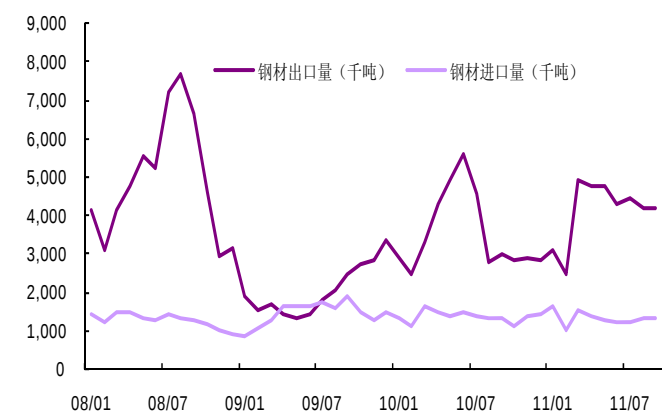
四、行业月度数据回顾 (截至 2011 年 9 月)

4.1、9 月份钢材进出口量基本稳定，但间接出口增速明显放缓

9 月份国内钢材直接进口量和出口量基本上与 8 月份持平，净出口量保持在 280-290 万吨的水平。折合成粗钢，净出口量约占粗钢产量的 5% 左右，基本保持稳定。不过，钢材间接出口承受放缓压力。以机电产品为例，9 月份进出口额同比增速分别是 8.1% 和 13.2%，环比 8 月份（分别是 17.1% 和 19.3%）明显放缓。

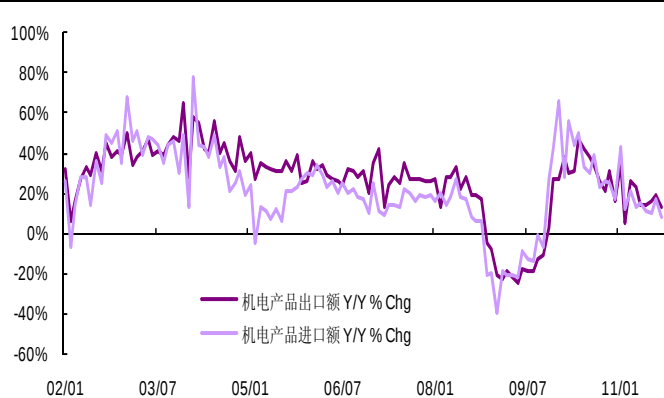
欧洲经济陷入衰退的风险仍然较高，国内钢材出口面临萎缩的风险还不能排除。但是近两周美元指数走弱，市场对欧债危机的担忧缓解。国内钢价大幅下挫，叠加美元指数回调，国内外钢价差在经历了回落之后出现了企稳反弹的迹象。虽然外需放缓是大概率事件，但是由于去年低基数的原因，今年四季度钢材出口同比仍有望保持正增长。

图表 56：9 月份钢材净出口量持稳



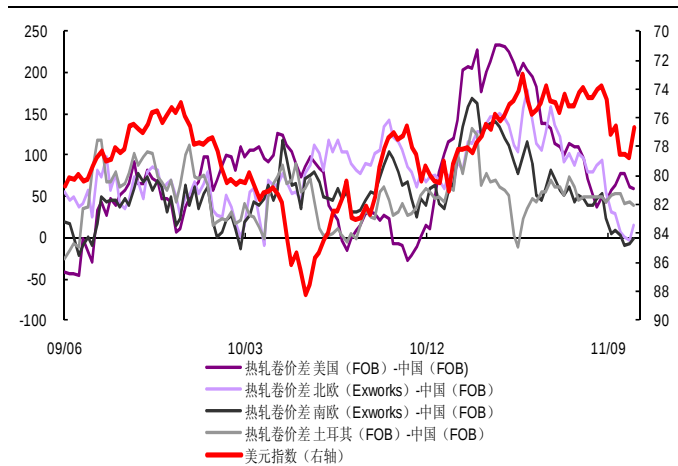
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 57：钢材间接出口增速放缓



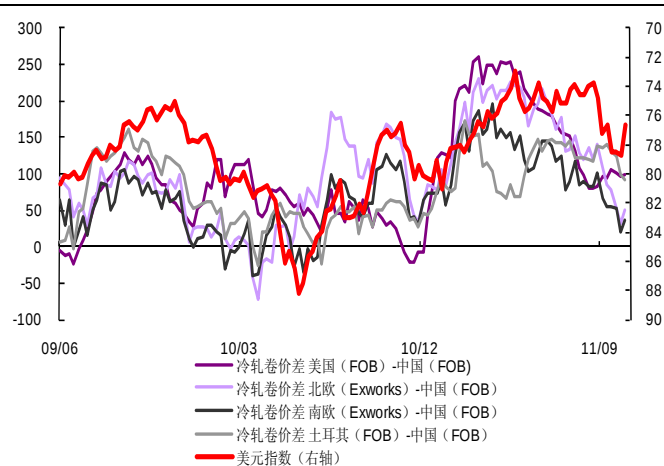
资料来源：CEIC，Wind，光大证券研究所

图表 58：美元指数 vs. 国内外钢价差（热轧）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 59：美元指数 vs. 国内外钢价差（冷轧）



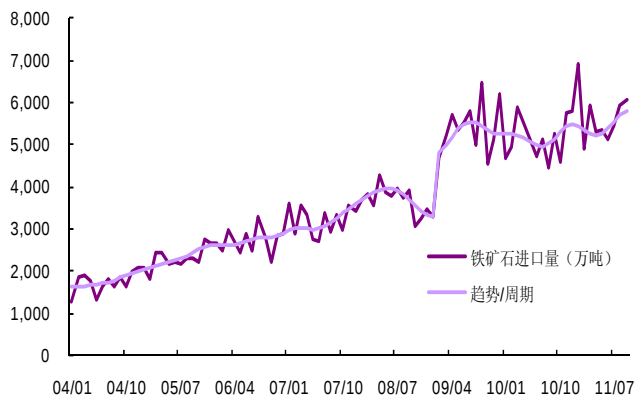
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

4.2、9 月份铁矿石进口量增加，进口矿均价继续上升

在国内钢铁需求放缓的背景下，9 月份铁矿石进口量达到 6057 万吨，同比增加 15.2%，保持高速增长。1-9 月份铁矿石进口量年化值超过 6.78 亿吨，同比增长 9.6%。由于时滞的原因，9 月份的铁矿石进口量保持在高位与 7-8 月份的企业采购有关，说明当时企业对于钢材需求仍然保持相对乐观的态度。而且，进口

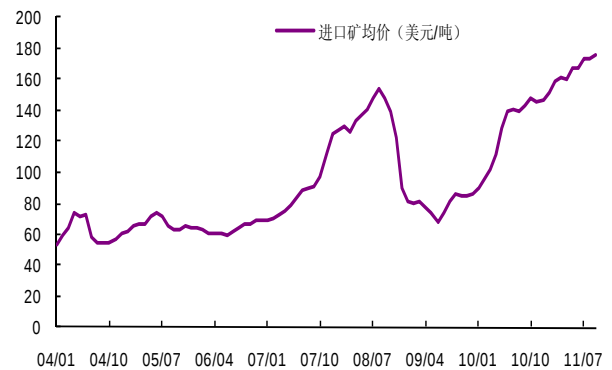
铁矿石均价继续上升，从 8 月份的 173.4 美元/吨上升至 175.9 美元/吨。从这一点来看，依赖进口矿的钢厂的成本压力有增无减。

图表 60：9 月份铁矿石进口量环比上升



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 61：进口矿均价继续走高



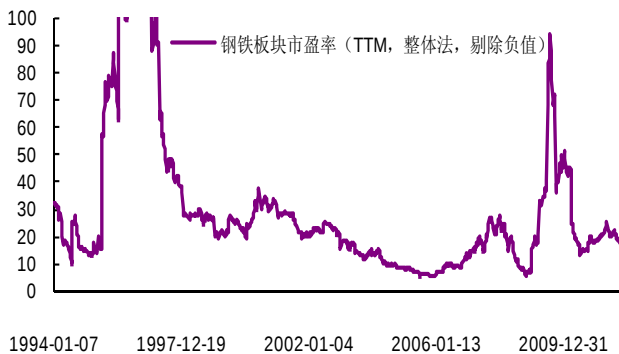
资料来源：CEIC，光大证券研究所

五、行业估值

5.1、行业估值的历史比较

截至 10 月 14 日，钢铁板块的整体市盈率 (TTM) 和整体市净率 (MRQ) 分别是 22.6 倍和 1.22 倍，低于 2010 年初以来的市盈率均值 29.1 倍和市净率均值 1.50 倍，并且明显低于历史均值市盈率 35.2 倍和市净率 1.96 倍。

图表 62：钢铁板块市盈率 (TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 63：钢铁板块市净率 (MRQ)

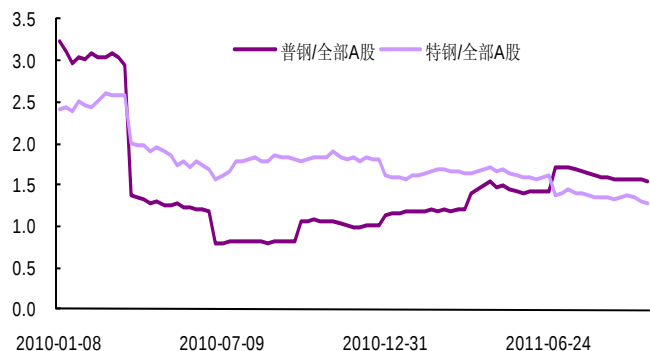


资料来源：Wind，光大证券研究所

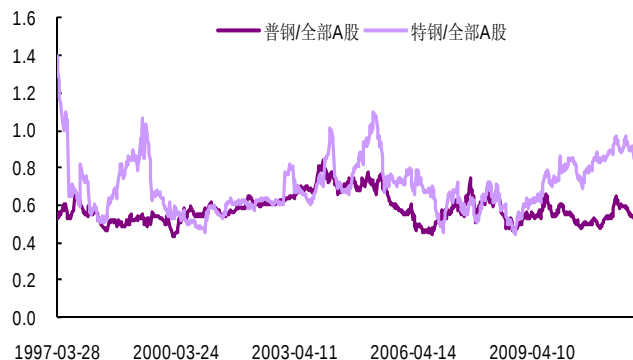
5.2、行业 and 市场的估值比较

截至 10 月 14 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 1.53 倍和 0.55 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 (1.13 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 64：钢铁板块市盈率 (TTM) / 全部 A 股市盈率 (TTM) 图表 65：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

六、投资建议

虽然钢价和矿价仍在寻底的过程中,钢铁板块具有低市净率的估值优势,下行空间有限,安全边际较高,不排除未来钢铁板块在市场走弱的时候出现超额收益的可能性。但是,钢铁板块缺乏跑赢大盘的基本面支持。建议继续关注需求情况相对较好的冷轧板,利好生产高端冷轧板的龙头企业盈利企稳。汽车销量回升,对特钢需求复苏有利。重点推荐宝钢股份和大冶特钢等投资标的。

七、风险分析

全球经济二次探底,钢材需求极度萎缩,钢价和矿价持续螺旋式下跌。在这样的环境中,钢铁板块的估值安全边际会被打破,面临继续回调的压力。

分析师声明

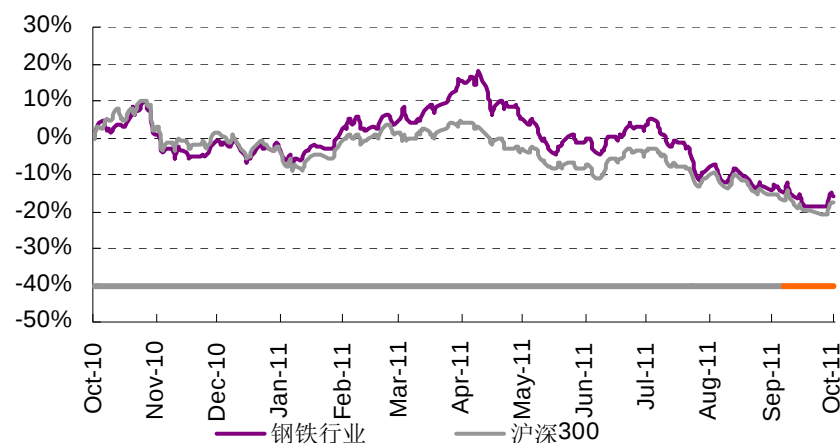
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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
2011-09-19	中性
2011-09-20	中性
2011-09-21	中性
2011-09-25	中性
2011-09-25	中性
2011-09-28	中性
2011-10-09	中性
2011-10-10	中性
2011-10-12	中性
2011-10-12	中性

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