

钢铁行业年度策略

行业研究/深度报告

钢铁行业：微利时代聚焦具备地缘、集中度和资源优势的钢企

— 钢铁行业 2012 年度策略

民生精品---深度研究报告/钢铁行业

2011 年 11 月 11 日

报告摘要:

产能过剩迫使钢铁业进入微利时代

2012 年 8.57 亿粗钢产能已然超过 6.3 亿粗钢需求。并且产能过剩局面将贯穿“十二五”，此期间，9 亿吨产能显然高于 7 亿吨的粗钢需求预期。富裕产能将迫使钢铁业处于微利状态。

具备地缘、集中度和资源优势的企业将“鹤立鸡群”

1) 地缘优势 – 区域存在需求缺口

华东、中南、西南和西北地区大部份省市存在钢材需求缺口。区域价格优势惠及当地钢企。且这些区域多处于工业化前期和中期，建筑用长材消费占比高。故建议关注区域内长材生产企业：酒钢宏兴（600307）、西宁特钢（600117）、八一钢铁（600581）、新兴铸管（000778）、包钢股份（600010）、三钢闽光（002110）、杭钢股份（600126）、宝钢（600019）。

2) 集中度优势 – 主营产品市场占有率高

主营产品（盈利主要贡献品种）具备较高的市场占有率，则预示钢企具备更强的市场议价能力和避险能力，吨钢材净利润往往也处于行业领先地位。建议关注：凌钢股份（600231）、大冶特钢（000708）、新兴铸管（000778）、宝钢（600019）。

3) 资源优势 – 受益中期铁矿价格向好预期

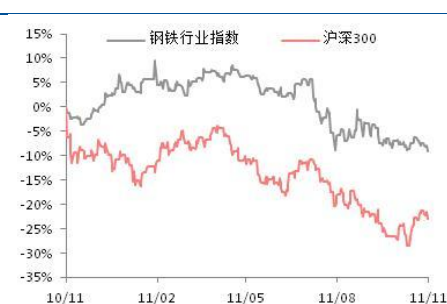
2012-2013 年铁矿供需基本平衡，且矿山开采成本显著上升，国外 2010 年新矿成本高达 \$127/t，国内数千万吨铁精粉综合生产成本也高达 \$140-150/t。因此预计 2012-2013 年现货价格难低于 1200-1300 元/t。具备资源和产量持续增长的公司将受惠。建议关注：大成股份（600882）、攀钢钒钛（000629）、西宁特钢（600117）。

盈利预测和财务指标

重点公司	EPS			净利润增长率 %			评级
	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
大成股份	1.1	1.17	1.31	-	6.7	12.2	强烈推荐
西宁特钢	0.57	0.76	0.93	81.3	33.3	22.4	强烈推荐
新兴铸管	0.89	1.13	1.58	26.5	26.6	40.2	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所

中性首次评级



分析师

分析师：巨国贤
执业证号：S0100511070005

联系人：李斌
电话：(8610) 8512 7543
邮箱：libin_yjs@mszq.com

相关研究

目 录

一、产能过剩迫使钢铁行业进入微利时代.....	3
(一)、“十二五”粗钢产能将达到 9 亿吨.....	3
(二)、工业化中后期 -“十二五”粗钢消费将达 7 亿吨，2020 年达峰值 8 亿吨.....	4
1. “十二五”粗钢表观消费预计达到 7 亿吨.....	4
2. 2020 年前后我国粗钢表观消费将达到峰值约 8 亿吨.....	6
(三)、富裕产能致使钢铁业步入微利时代.....	9
(四)、“十二五”存在产能纠偏潜在利好 - 1 亿吨不合规粗钢产能将坚决淘汰	10
二、微利时代中具备地缘、集中度和资源优势的企业将“鹤立鸡群”	12
(一)、具备地缘优势钢企将受惠区域价格优势	12
1. 华东、中南、西南和西北地区存在钢材需求缺口 - 具备价格优势.....	12
2. 具备地缘优势的钢铁企业投资标的筛选.....	14
(二)、具备集中度优势钢企具备更强盈利能力	17
(三)、具备资源优势钢企将受惠 2012-2013 矿价向好预期	18
1. 短期矿价盘整为主，预计至 2012 年 1 月将回升.....	18
2. 预计 2012-2013 年现货价格均价难低于[1200-1300 元/吨].....	21
三、重点推荐企业	22
(一)、大成股份 (600882): 盈利被低估，具备资源优势	22
(二)、西宁特钢 (600117): 具备地缘和资源优势	25
(三)、新兴铸管 (000778): 具备集中度和地缘优势 (新疆项目)	26
插图目录	28
表格目录	28

一、产能过剩迫使钢铁行业进入微利时代

2012 年 8.57 亿粗钢产能已然超过 6.3 亿粗钢需求。并且产能过剩局面将贯穿整个“十二五”，此期间，9 亿吨产能显然高于 7 亿吨的粗钢需求预期。富裕产能将迫使钢铁业处于微利状态。

即使富裕产能庞大，产能利用率也处于 80%左右的合理区间，“钢铁步入夕阳行业”言过其实：我国目前处于重化工业进程中后期，钢材需求增长明确，预计粗钢需求在 2020 年前后达到峰值约 8 亿吨，人均粗钢消费约 550kg。

“十二五”期间存在产能纠偏潜在利好：目前粗钢未审批产能约 2.5-2.6 亿吨，其中约 1 亿吨产能装备水平、环评等多项硬性指标不达标，属于坚决淘汰之列。十二五期间，对淘汰落后产能的政策执行力度将增强，有望助钢企缓解市场压力。

（一）、“十二五”粗钢产能将达到 9 亿吨

十二五期间，我国粗钢产能预计达到 9 亿吨：

- 截止至 2011 年底，包括国际钢协在内的多家机构联合统计，我国粗钢产能预计达到约 8.3 亿吨（图 1），产能利用率 80%左右，与国际水平相比尚处于合理区间（图 2），产能严重过剩和钢铁步入夕阳行业之说法言过其实。
- 2011 年往后，改扩建及拟建产能据有关机构统计合计 100 余项，粗钢产能约 0.7 亿吨；包括三个千万吨级钢铁项目即宝钢湛江项目、武钢防城港项目和鞍钢宁德项目。项目符合十二五规划中着重发展东南钢铁布局的政策（东南地区目前存在数千万吨的市场供需缺口），有望于 2012 年获批开始建设。

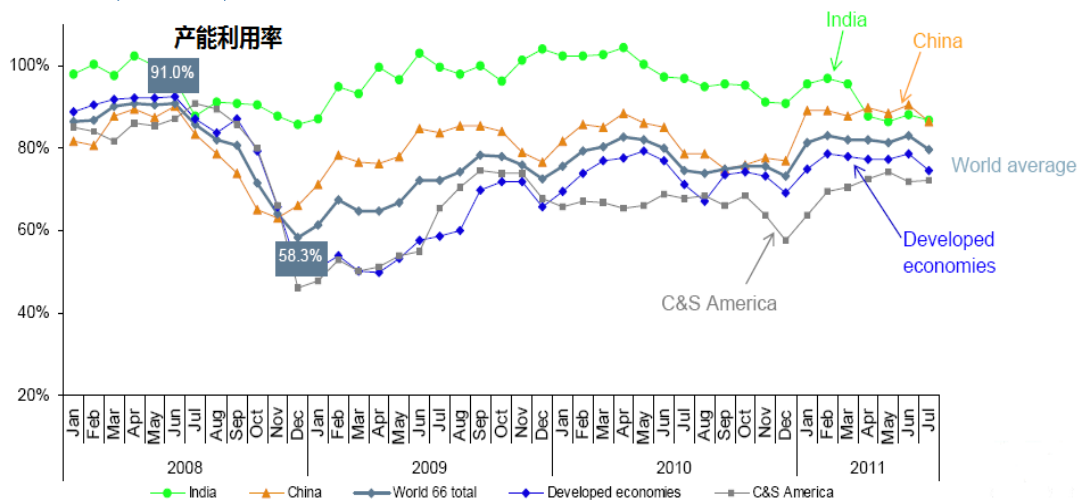
重点项目进展：武钢防城港项目已完成土地平整，尚无公辅基建，若 2012 年开建，有望于 2015 年建成。宝钢湛江项目，港口和球团 2 年前已经建好，土地已完成平整；尚无构筑物，但有些附属建筑在建，有车辆进出，有人把守，预计 2014 年建成。

图 1：粗钢产能预计稳增至 9 亿吨



资料来源：国际钢铁协会，SBB，我的钢铁网，Macquarie Research，民生证券研究所

图 2：粗钢产能利用率仍处合理区间



资料来源：国际钢铁协会，民生证券研究所

（二）、工业化中后期 - “十二五”粗钢消费将达 7 亿吨，2020 年达峰值 8 亿吨

2012 年，预计粗钢表观消费达到 6.3 亿吨。十二五期间，粗钢表观消费将升至约 7 亿吨（对应 GDP 增速 8%，对应 505kg/人粗钢消费水平）。基于发达国家工业化进程中人均粗钢消费特征，预计 2020 年前后我国粗钢表观消费将达到峰值 8 亿吨左右（对应人口数量 14.5 亿人，对应 550kg/人粗钢消费水平）。

1. “十二五”粗钢表观消费预计达到 7 亿吨

根据国内外科研机构经验，5 年以内粗钢表观消费预测，基于 GDP 或工业产值建立数学模型更为可靠。预测结果如下：

根据规划，十二五期间中国 GDP 增速在 8% 左右是大概率事件，预计粗钢消费有望达到约 7 亿吨。

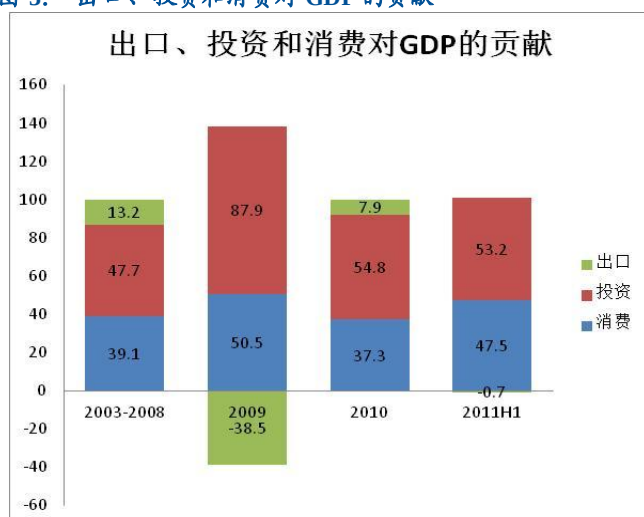
- 采用 GDP 预测粗钢消费主要依据：1）GDP 的预测值，国家公布，易于获取且可信度较高；2）中国粗钢消费与固定资产投资具备强相关性（表 3），而固定资产投资对 GDP 的贡献已经超过一半（图 3），因此粗钢消费与 GDP 增速具有强相关性（图 4），建立相应数学模型 - [粗钢表观消费预测值 = $31471 \cdot \ln(\text{GDP}) - 347899$ ，拟合度 97.79%]。
- GDP 7-10% 的增速将对应粗钢消费预测区间 [6.7-7.3 亿吨]。

表 1: 钢铁业与投资出口的相关性

投资带动的产业体系		出口带动的产业体系	
建筑业	0.5457	纺织	0.2023
黑色金属冶炼压延	0.1859	通信及其他电子设备制造	0.1888
其他服务业	0.1259	其他服务业	0.1415
其他非金属矿物制造	0.11	批发零售	0.14
其他专用设备制造	0.1071	运输仓储	0.1251
运输仓储	0.103	塑料制造业	0.1209
批发零售	0.0967	黑色金属冶炼压延	0.1068
农业	0.096	电子计算机制造	0.1066
其他通用设备制造	0.0891	农业	0.1008
电力热力生产供应	0.0819	仪器仪表办公品制造业	0.0784

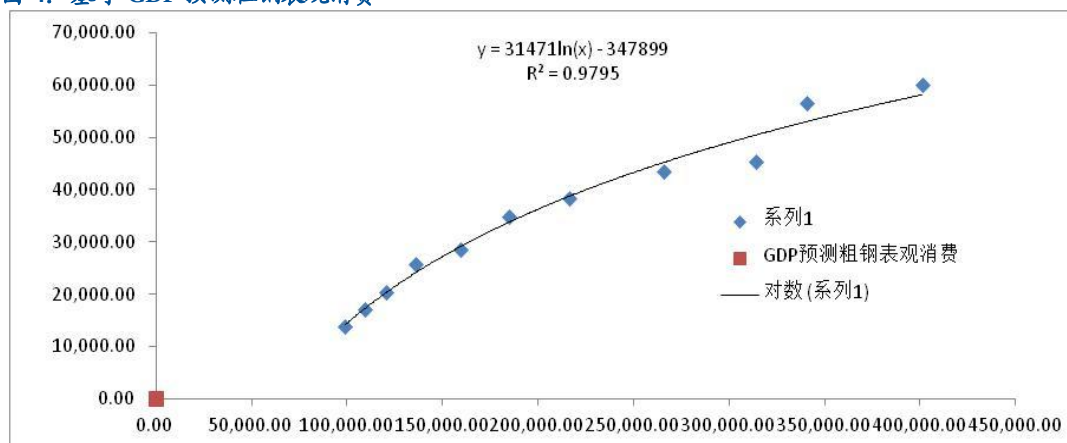
资料来源: 中国人民大学, 中国钢铁协会, 民生证券研究所

图 3: 出口、投资和消费对 GDP 的贡献



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 4: 基于 GDP 预测粗钢表观消费



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 5：十二五期间粗钢表观消费预测



资料来源：中国钢铁协会，民生证券研究所

2. 2020 年前后我国粗钢表观消费将达到峰值约 8 亿吨

根据国内外科研机构经验，针对粗钢表观消费峰值预测，基于人均粗钢消费和工业化进程建立数学模型更为可靠，预测如下：

我们预计 2020 年前后我国将步入重化工业后期，粗钢消费达到峰值约 8 亿吨。

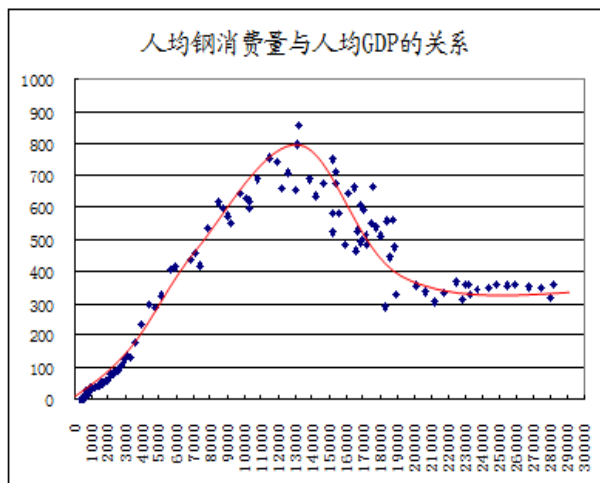
1) 发达国家工业化进程中人均粗钢消费特征总结

人均 GDP、GDP 产业结构和城市化率三个指标对工业化阶段进行判断的重要依据。

对工业化进程进行判断的典型理论包括：钱纳里工业化水平评价体系、工业化程度系数、西蒙·库兹涅茨工业化水平评价体系、配第一克拉克定理、霍夫曼比值、联合国工业发展组织和世界银行对工业化水平的划分标准、罗斯托的经济成长阶段论等。通过参考国际钢协、中国钢协、CRU 和麦肯锡等协会和知名咨询机构进行预测的实际情况，选定了人均 GDP、GDP 产业结构和城市化率三个指标对工业化阶段进行判断。

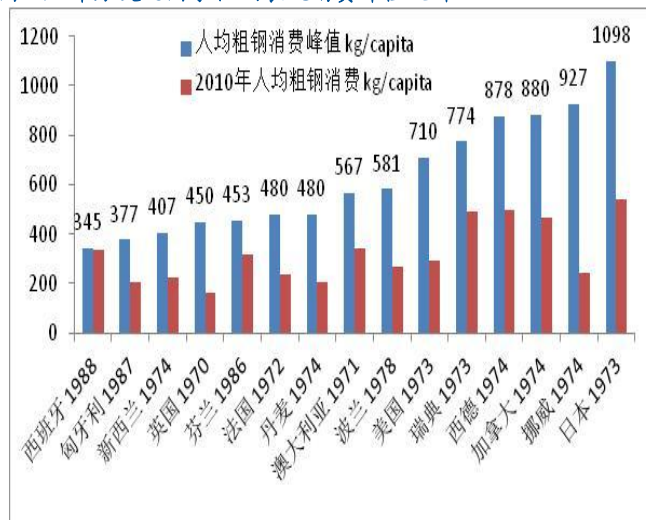
发达国家工业化进程中钢材消费发展规律基本一致，人均粗钢消费在进入后工业化阶段前，均是处于不断增长的过程，在进入后工业化阶段中的发达经济高级期时，人均粗钢消费达到峰值。达到峰值时的基本特征是人均 GDP 达到 10000-20000 美元/人（1990 年美元不变价）；第二产业比例大幅下降，而第三产业比例大幅上升。因此利用“工业化阶段划分的主要指标数量特征表”中的数据对不同国家工业化阶段人均粗钢消费情况进行分析具有普遍适用性。主要发达国家 70-80 年代人均粗钢消费峰值一般为 500-800 公斤，比现在高得多（图 7）。经将发达国家人均 GDP 和人均粗钢产量（近似等于人均粗钢消费）进行汇总，得到如下一般规律。

图 6: 发达国家人均粗钢表观消费与人均 GDP 之间的关系



资料来源：中国钢铁协会，民生证券研究所

图 7: 部分发达国家粗钢表观消费峰值统计



资料来源：OECD，民生证券研究所

表 2: 发达国家工业化进程之中人均粗钢消费情况

评价指标		工业化起始阶段	工业化阶段			后工业化阶段	
			初期阶段	中期阶段	高级阶段	发达经济初期	发达经济高级期
人均 GDP*		420-840	840-1680	1680-3380	3380-6330	6330-10130	>10130
三次产业 GDP 结构	第一产业	>32.7%	33.7%	15.1%	14.0%	<14.0%	
	第二产业	<28.6%	29.0%	39.4%	50.9%	<50.0%	
	第三产业	<38.4%	37.7%	45.5%	35.1%	>36.0%	
人均粗钢消费 kg/人		0-20	20-50	50-150	150-450	[450-600]	[600-800]

资料来源：民生证券研究所

2) 2020 年前后粗钢消费将达到峰值约 8 亿吨

我国正处于工业化发展的快速时期，预计 2020 年完成工业化阶段，进入后工业化阶段，届时人均粗钢消费峰值预计为[550kg/人]，粗钢表观消费达到峰值约[8 亿吨]（2020 人口为 14.5 亿人左右）。

- 我国预计 2020 年左右完成工业化进程，人均粗钢消费将达到峰值

我国目前处于工业化阶段的中期阶段向高级阶段过渡时期，尚未进入后工业化时期；根据经验尚有 10 年左右的发展时期，粗钢需求仍将稳定持续增长。目前，我国人均 GDP 约为 2000 多美元（购买力平价法 PPP 和 1990 年不变价计算而得）；城镇化率为 47% 左右；第二工业占比 46.8%，第三产业占比 43.1%。查对“工业化阶段划分的主要指标数量特征表”中的指标（表 4），处于工业化阶段中期向高级阶段过渡期。

据中科院统计，我国的工业化阶段起步于 1993 年，已经历了 17 年，因此预计仍有 10 年的快速发展期，至 2020 年完成工业化阶段的高级阶段，届时粗钢需求将临近峰值。我国“十一五”规划提出的到 2020 年城镇化率达到 60.57% 与“工业化阶段划分的主要指标数量特征表”中 <65.2% 的指标吻合，进一步预示 2020 年我国将完成工业化阶段，进入本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

后工业化阶段。

误区纠正：中国 2010 年人均粗钢消费虽然高出世界平均水平，但并不意味现在我国人均粗钢消费已经透支。因为国外曾经的人均粗钢消费峰值均远远高于现在值，并在维持一段时间后，伴随经济结构发生变化才逐渐下降。

- 我国人均粗钢消费峰值预计在[550kg/capita]左右

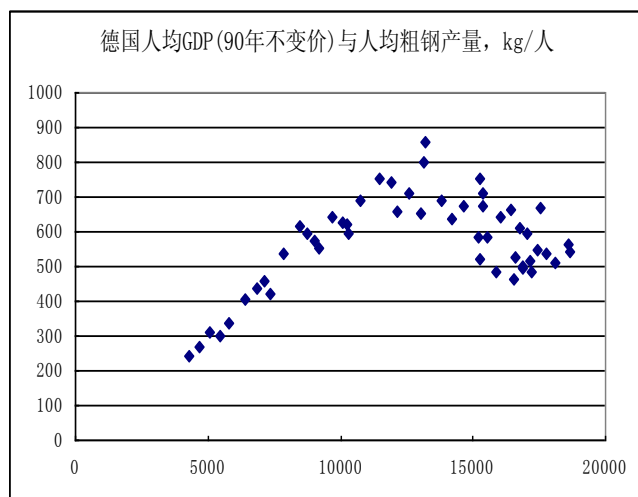
主要发达国家 70-80 年代人均粗钢消费峰值一般为 600-800 公斤；均值为 700kg/capita。另外，通过比对多国第二产业在 GDP 中的占比贡献，我们认为采纳德国的人均粗钢消费峰值阶段均值 700kg/capita 作为中国的峰值参考比较可信。因此，原始峰值我们取 700kg/capita，但由于一些用钢轻量化因素，我国人均粗钢消费峰值预计将在原始峰值上打 7.8 折，即 550kg/人（ $700 \times 0.78 \approx 550 \text{ kg/capita}$ ）。用钢轻量化影响因素如下：

表 3：轻量化因素影响

减量因素	减量因素描述	减量影响
用钢轻量化	用钢标准大幅提高,机械制造和建筑用钢均出现轻量化趋势,例如建筑中三级螺纹钢代替二级螺纹钢。	参考建筑用钢三级螺纹钢代替二级螺纹,可节约用钢量 12%。
连铸成材率显著提高	70 年代发达国家用钢达到峰值时连铸技术尚未普及,轧材成材率较低约为 80-85%。现在成材率已经达到 95%。	轧材成材率的提高致使粗钢需求有望减少 11%。
合计	-	≈ 22%

资料来源：中国钢铁协会，民生证券研究所

图 8：德国人均粗钢表观消费与人均 GDP 之间的关系



资料来源：中国钢铁协会，民生证券研究所

图 9：中国工业化进程与德国工业化进程具备可比性

德国	1960-1970	1970-1980(峰值出现时期)	1980-1993
第二产业比例	53.5%→57.6%	57.6%→44.8%	44.8%→36.4%
第三产业比例	40.9%→38.7%	38.7%→53%	53%→62.5%
中国与德国工业化进程具备可比性			
中国	1993-2010		.
第二产业比例	43%→47%		.
第三产业比例	34%→43%		.

资料来源：民生证券研究所

- 我国 2020 年工业化阶段粗钢消费峰值预计为 8 亿吨

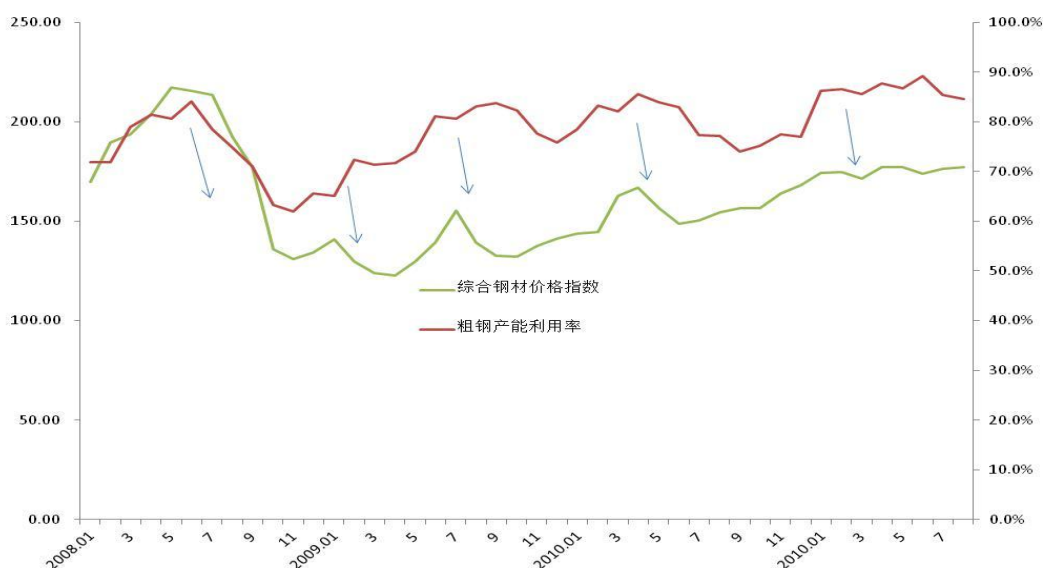
$[550 \text{ kg/capita}] \times [2020 \text{ 年我国人口预计达到 } 14.5 \text{ 亿左右}] \approx 8 \text{ 亿吨}$

(三)、富裕产能致使钢铁业步入微利时代

目前已建或拟建产能中 2.5-2.6 亿吨属于不合规钢铁项目（后文详述）。客观的评价，若缺失了这 2.5-2.6 亿吨产能，中国钢铁供给将严重不足；但十二五期间 9 亿吨的粗钢产能显著超出 7 亿吨的需求，庞大的富裕产能已然致使中国钢铁业步入了微利时代。其造成钢铁行业微利的主要动因是：

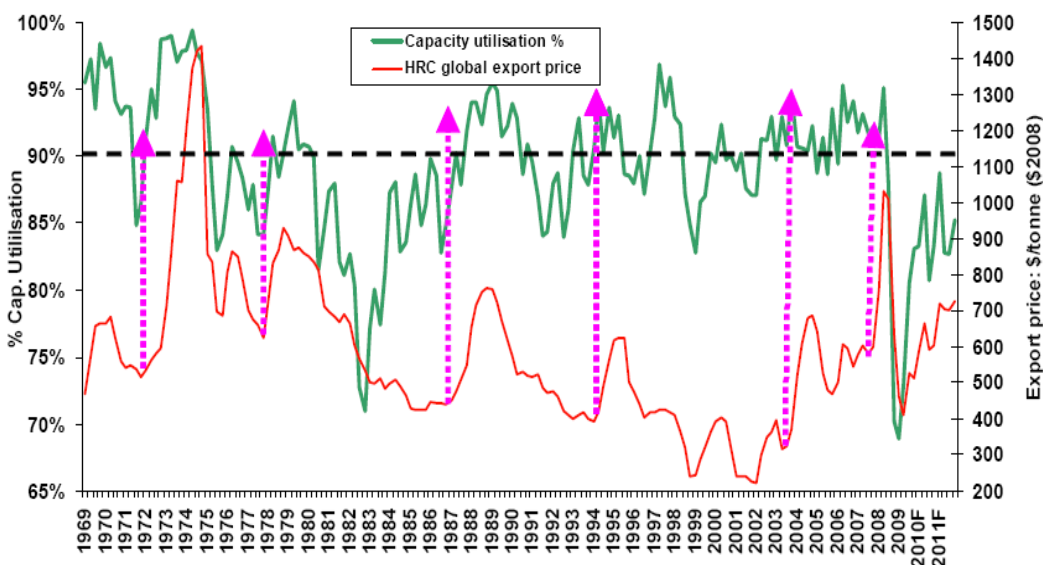
- 钢价稍微向好，富裕产能便释放出来，打压钢价（图 10），侵蚀钢企盈利（图 12）；且此规律在国内外均已得到充分验证（图 11）。

图 10：中国产能利用率较高时压制钢价



资料来源：我的钢铁，中国钢铁协会，民生证券研究所

图 11：世界产能利用率较高时压制钢价



资料来源：中国钢铁协会，Macquarie Research，民生证券研究所

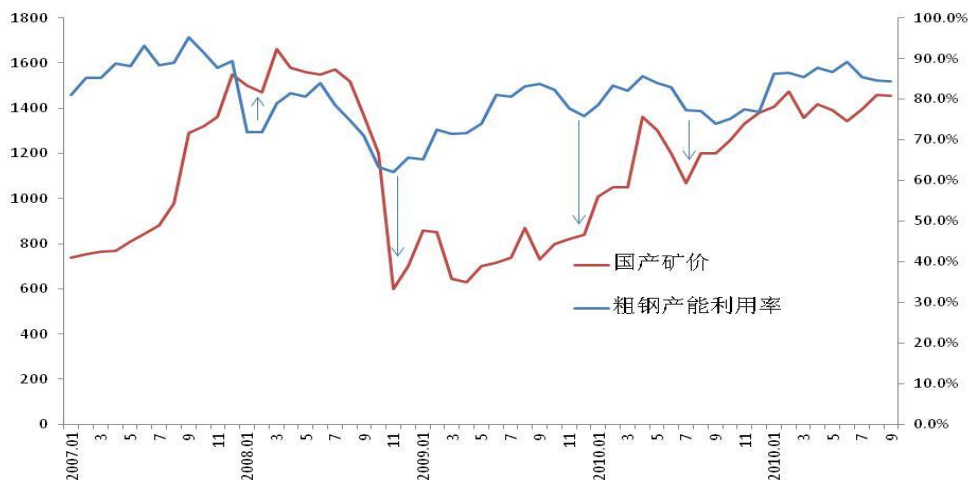
图 12: 产能利用率 Vs 钢铁企业盈利能力



资料来源：中国钢铁协会，Macquarie Research，民生证券研究所

- 钢价稍微向好，富裕产能便释放出来；粗钢产量提高催生矿价提升，钢厂成本提高。

图 13: 粗钢产量 Vs 铁矿石价格



资料来源：我的钢铁网，民生证券研究所

（四）、“十二五”存在产能纠偏潜在利好 - 1 亿吨不合规粗钢产能将坚决淘汰

1) 目前已建和拟建不合规钢铁产能约 2.5-2.6 亿吨

“十二五”粗钢产能将达到 9 亿吨，其中已建和拟建约 2.5-2.6 亿吨产能尚未获得审批。但这些未获批产能分为 3 类，其中 1.5 亿吨产能有望于十二五期间获批具备合法身份，1 亿吨落后产能将逐步被坚决取缔。

表 4: 未获审批产能情况

	产能性质	产能	是否有望获批
第一类	装备水平符合国家规定、具备合法的土地许可证和环评等条件；但项目建于国家钢铁振兴规划期内，由于国家规定 2009-2011 年不批准任何钢铁产能，故未能获批。例如重钢搬迁项目。多为国企和央企项目。	约 0.8 亿吨	是。最快 2012 年将获批
第二类	装备水平符合国家规定；但合法的土地许可证或环评缺一。多为国企和央企项目。	约 0.7 亿吨	是。十二五期间将获批
第三类	装备水平、水电能耗指标不达标；且环评和土地使用权也存在。多为民营项目，且以长材为主。	约 1 亿吨	否。十二五期间，将通过税收、贷款限制、水电能源价格差异化管制、生产许可证以及政府补贴鼓励退出等行政和法律措施迫使这部分产能接受重组并购或退出市场。

资料来源：民生证券研究所

2) 淘汰落后产能执行力将被强化

根据国内外经验，在工业化发展进程中，钢铁产能过剩是必经阶段，在粗钢消费达到峰值前，国家均会出台强有力的政策法规促进兼并重组和限制产能。我国针对未来有望被淘汰的 1 亿吨落后产能，政府部门的调控力度预计大幅提升。专家和协会已提出效仿西欧，加强相关政策法规制定和执行力度，并配合财政补贴等经济手段支持兼并重组和过剩产能退出市场，政府部门已采纳或研究中，拟逐步实施。

表 5: 国外钢铁产能调控立法引证

	调控出台的时期描述	政策描述
韩国	韩国重点发展重化工业始于其第二个五年计划期间 (1967 年至 1971 年)，为了发展钢铁工业，于 1970 年颁布了《钢铁工业育成法》，规定了扶持钢铁工业发展的有关政策、法律。	在《钢铁育成法》中考虑到韩国缺乏高炉用的炼焦煤和铁矿石这一实际情况，为确保高炉厂的规模效益，规定只允许浦项一家企业建高炉，其余则发展电炉钢。
西欧	1973 年的第一次石油危机引起的供需巨大变化震撼了世界钢铁工业，同时其它替代材料的竞争也显现了出来。这些暴露了欧共体对钢铁工业过分扶持政策带来的生产能力增长过快生产能力大大高于实际需求的问题。此时西欧钢铁工业陷入了能力过剩的困境，并且钢材市场的逐步国际化，西欧各国及国内各企业间竞争激烈，而钢材生产成本居高不下，产品竞争力不强，也造成企业的严重亏损。这是西欧钢铁工业最困难的时期。	为了扭转这一局面，1980 年欧共体正式宣布欧洲钢铁工业处于危机之中： - 采取了限制粗钢产量的政策，规定了最高总产量限额和欧共体成员国内大多数品种钢材贸易量的最大限额。 - 此外，经欧洲委员会同意，欧共体还通过了限制成员国对本国钢铁企业资助的决定。这就是“自愿限制协议”。根据此协议，欧共体成员国只能为降低生产能力给企业提供资助。
	欧共体的自愿限制体系大约在 1985 年开始解体，且于 1988 年 7 月 1 日宣告终结。从 1985 年开始，欧共体各国钢铁工业虽然在某些特殊情况下可以得到政府的资助，但是得到的支持与扶持少了许多，甚至取消。	欧洲开始支持兼并重组： - 对失业人员进行补贴，并使职工队伍年轻化 - 对关闭旧厂的地区给予优惠贷款，鼓励该地区的经济发展，以创造就业机会。 - 根据共同承担困难的原则，欧共体鼓励公司兼并。

资料来源：冶金管理，民生证券研究所

十二五期间，除钢铁行业相关政策法规将加强外，预计执行力度也将较 2009 年以前有所提高。中国 2000-2010 年是中国工业化进程最快的 10 年，但此期间却取消了冶金部，仅凭靠发改委工业司对全国工业进行调控，致使钢铁工业政策法规执行力度较差，具有关媒体报道自 2005 年以来 700 余项未批先上产能违规建设。但此问题于 2008 年引起国家高度重视，随后组建了工信部，加强对工业的管理。因此，预计未来钢铁工业政策执行力度将逐步强化。特别是建材将采取生产许可证的形式加以限制，保证产品质量安全，推进三级螺纹钢使用，其中工信部、质监总局等政府部门将联合管理。

二、微利时代中具备地缘、集中度和资源优势的企业将“鹤立鸡群”

富裕产能致使大部分钢企在未来 5 年将处于微利状态，但部分钢企具备地缘、集中度或者资源优势，存在可持续的盈利优于行业平均水平的潜质。我们建议关注西宁特钢、攀钢钒钛、酒钢宏兴、大成股份、宝钢股份、新兴铸管。

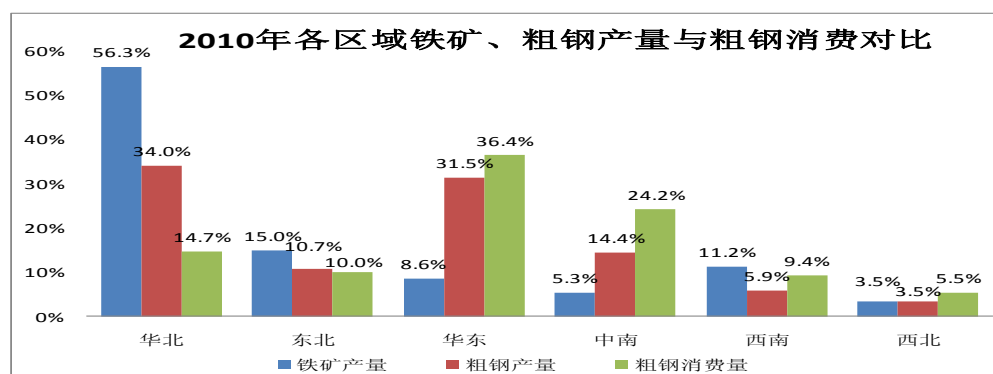
- 1) 地缘优势：所在区域存在需求缺口且产品结构能够较好契合当地需求；
- 2) 集中度优势：主营产品市场占有率高，且技术领先同行 3-5 年，预示企业市场议价能力和风险规避能力更强；
- 3) 资源优势：2012-2013 年铁矿供需基本平衡，且数千万吨铁精粉成本高达\$140-150/t，铁矿价格易上难下，具备原料优势的企业盈利能力预计普遍强于行业平均水平。

（一）、具备地缘优势钢企将受惠区域价格优势

1. 华东、中南、西南和西北地区存在钢材需求缺口 - 具备价格优势

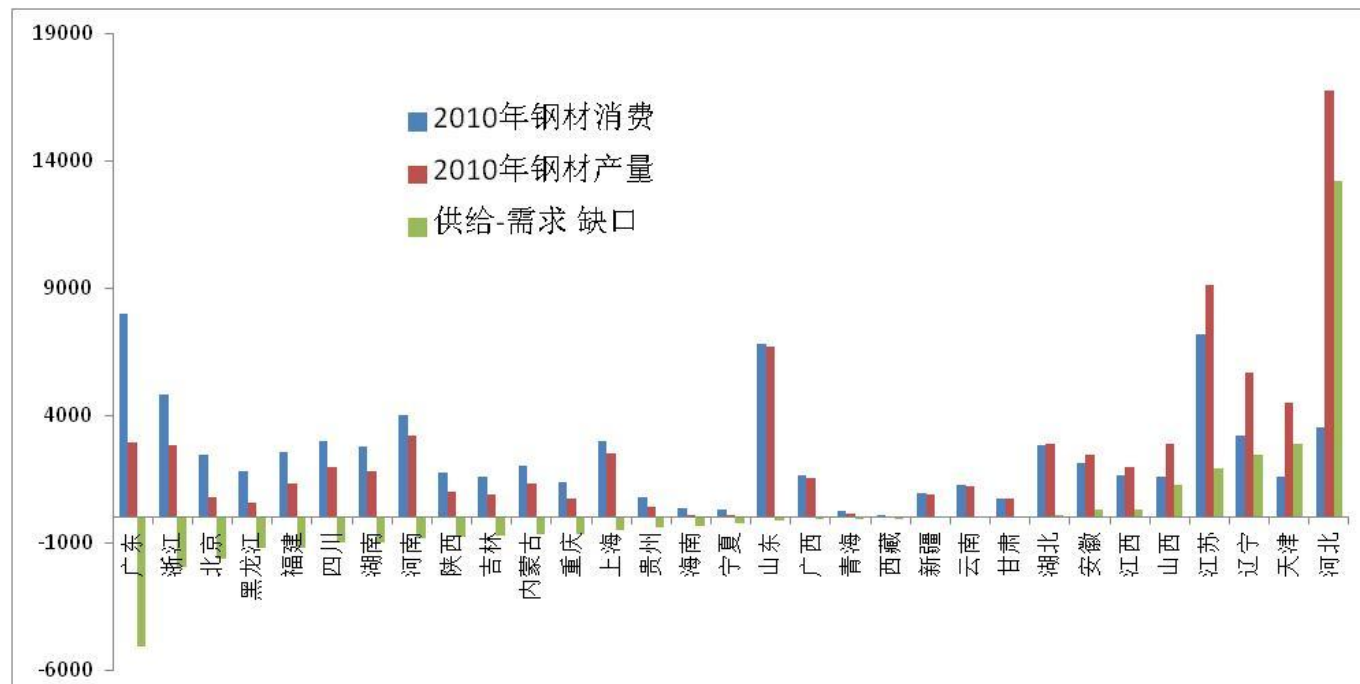
虽然全国整体呈现产能过剩局面，但区域间钢材供需发展极不平衡。华东、中南、西南和西北地区大部份省市存在钢材需求缺口，区域价格优势明显，能惠及当地钢企。大多区域处于工业化前期和中期，建筑用长材消费占比高；少数工业化后期省市（上海和广东）板带材消费占比较高。

图 14：2010 年中国主要区域钢材供需平衡情况



资料来源：中国钢铁协会，民生证券研究所

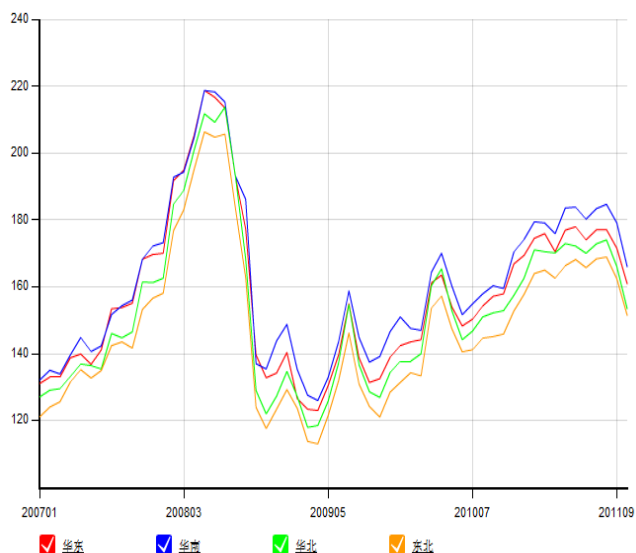
图 15: 2010 年中国省市钢材供需情况



资料来源: 民生证券研究所

图 16: 华东和华南钢价优于华北和东北

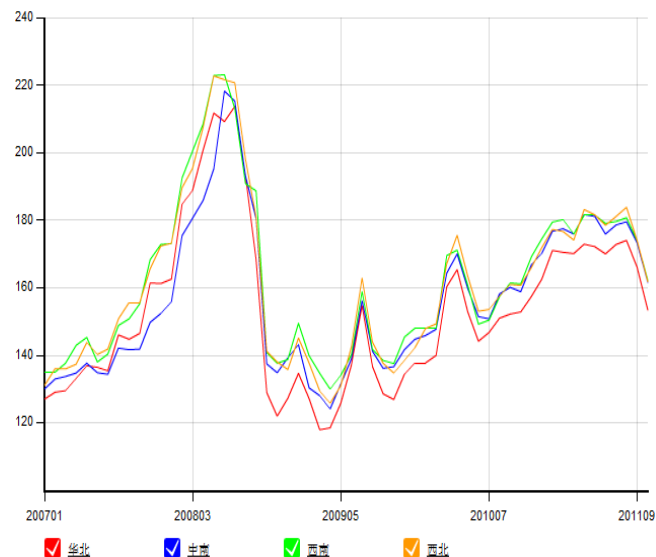
MySpic 指数走势图



资料来源: 我的钢铁网, 民生证券研究所

图 17: 西南、西北和中南钢价优于华北和东北

MySpic 指数走势图



资料来源: 我的钢铁网, 民生证券研究所

2. 具备地缘优势的钢铁企业投资标的筛选

具备地缘优势且该优势有望持续 5-10 年的企业包括 - 酒钢宏兴、西宁特钢、八一钢铁、攀钢钒钛、新兴铸管、柳钢股份、重钢股份和安阳钢铁。

具备地缘优势，但可持续性有风险的企业包括 - 宝钢、包钢、三钢闽光、杭钢、山钢（济钢和莱钢即将整合）、广钢和韶钢。

注：第一类企业建议重点关注酒钢宏兴、西宁特钢、新兴铸管、八一钢铁。主要是因为工业化阶段前期和中期仍以城镇化为主体，长材需求往往好于板带材，因此我们更倾向于选取上述企业中长材和板材兼顾发展或者偏向于长材的钢企作为投资标的。

1) 筛选原则

具备如下特征的钢铁企业具备较好的地缘优势并可持续：

- 必须满足的条件：所处区域存在市场缺口；且十二五发展期间，钢企临近国家规划的工业园区而非畜牧业（图 19），否则即使现在所在区域存在供需缺口，未来也将很快消失。
- 地缘优势可持续 5-10 年的条件：所处省市处工业化前期或者中期阶段，并且省市人均钢材消费仍然较低（图 18），则钢材需求伴随当地工业化进程发展，将持续增长，供需缺口有望持续 5-10 年（工业化进程发展历史经验）。

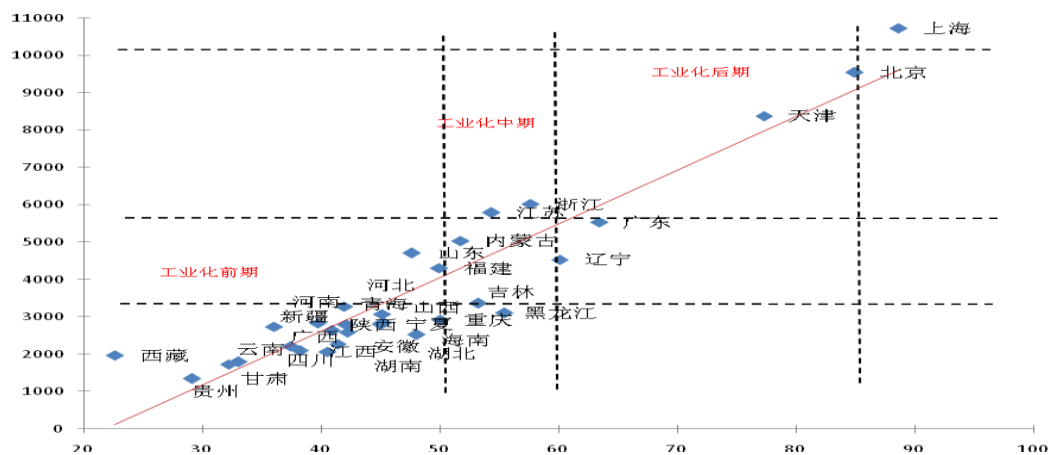
能够具备上述两个条件的钢企，表 3 中标红加底色；若具备第一个条件，表 3 中标红。

2) 未来大部分地区供需缺口仍将存在

绝大多数地区供需状况将维持现状；西部和东南地区未来供需趋于平衡，且上市公司受益产能扩张和地域市场优势，影响偏正面。

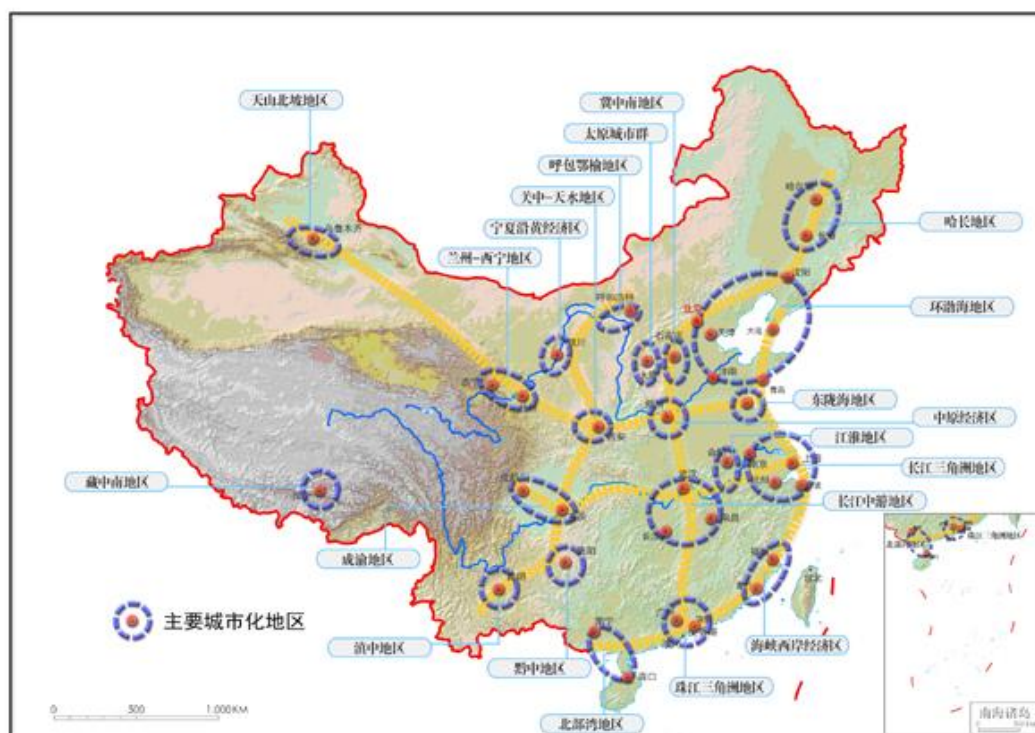
目前全国产能增速已然放缓，预计十二五达到峰值 9 亿吨。根据国家十二五钢铁规划，中部、东部、华北、东北地区将不再增加产能，东南拟建 3 个千万吨级钢铁基地 - 宝钢湛江、武钢防城港和鞍钢宁德项目，西部将适度发展钢铁产能。因此除西部和东南地区供需缺口可能会发生变化外，其他地区较为稳定。但经测算，西部和东南地区十二五期间供需趋于平衡，市场缺口逐渐弥补，但本地供给不会过剩。

图 18: 中国省市所处的工业化阶段



资料来源: 民生证券研究所

图 19: 十二五中国工业经济区规划



资料来源: 发改委, 民生证券研究所

表 6: 上市公司企业筛选

指标名称	钢材供需缺口估值(万吨)	上市公司是否临近国家规划工业区	上市公司	可持续性判断		
				人均钢材消费	所处工业化阶段	可持续性
广东	-5070.9	Y, 珠三角工业区	韶钢松山、广钢	765.2	后期	N
浙江	-1981.2	Y, 长江三角洲地区+江淮地区	杭钢	883.7	中期	N
北京	-1656.7		-	1249.1	后期	N
黑龙江	-1234.4		-	469.7	中期	
福建	-1227.6	Y, 海西经济区	三钢闽光	695.4	中期	N
四川	-1007.5	Y, 成渝经济区	攀钢钒钛	370.9	前期	Y
湖南	-973.2		-	423.9	前期	Y
河南	-813.4	Y, 中原经济区	安阳钢铁	426.3	前期	Y
陕西	-763.0		-	470.6	前期	Y
吉林	-709.3		-	577.0	中期	N
内蒙古	-685.4	Y, 呼包鄂榆经济区	包钢股份	819.9	中期	N
重庆	-658.0	Y, 成渝经济区	重钢	477.0	中期	Y
上海	-504.8	Y, 长江三角洲地区+江淮地区	宝钢股份	1294.3	后期	N
贵州	-408.1		-	229.7	前期	Y
海南	-344.0		-	412.5	前期	Y
宁夏	-260.4		-	463.5	前期	Y
山东	-129.4	Y, 环渤海+东陇海经济区	山钢(济钢 莱钢)、鲁银投资	709.4	前期	N
广西	-107.5	Y, 北部湾经济区	柳钢股份	360.5	前期	Y
青海	-96.6(未来产能增加主要来自西宁特钢,与需求基本匹配)	Y, 兰州-西宁经济区	西宁特钢	416.5	前期	Y
西藏	-88.1		-	292.8	前期	N
新疆	-55.3(未来产能增加与需求增长基本匹配)	Y, 天山北坡地区	八一钢铁、新兴铸管	432.1	前期	Y
云南	-41.3		-	272.6	前期	Y
甘肃	-16.3(供需基本平衡)	Y, 宁夏沿黄经济区	酒钢	279.5	前期	Y
湖北	84.8	Y, 长江中原经济区	武钢、大冶特钢、新兴铸管	490.6	前期	N
安徽	300.3	Y, 江淮经济区	马钢	360.3	前期	Y
江西	310.5	Y, 长江中原经济区	新钢	367.8	前期	Y
山西	1264.3	Y, 太原城市群	太钢	447.0	前期	Y
江苏	1929.8	Y, 长江三角洲地区+江淮地区	南钢、沙钢	914.1	中期	N
辽宁	2456.8	Y, 环渤海经济区	鞍钢、本钢、凌钢、抚顺特钢	732.6	后期	N
天津	2881.9	Y, 环渤海经济区	-	1233.1	后期	N

河北	13215.9	Y, 冀中南地区	河北钢铁、首钢	492.3	前期	N
----	---------	----------	---------	-------	----	---

资料来源：发改委，民生证券研究所

(二)、具备集中度优势钢企具备更强盈利能力

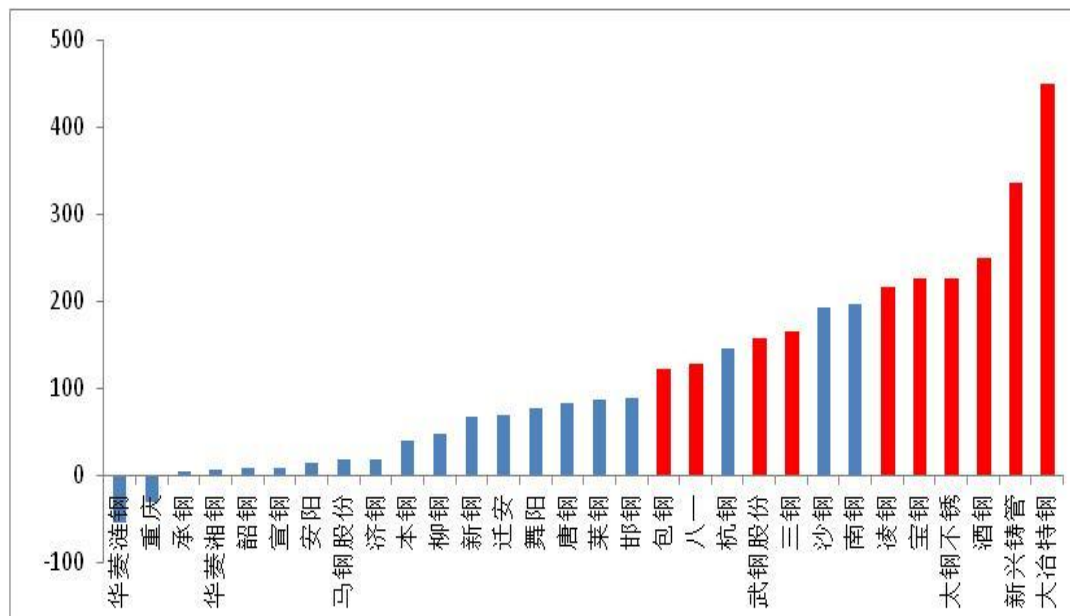
若钢企主营产品（盈利主要贡献品种）具备较高的市场占有率（表 4），预示钢企的市场议价能力和避险能力更强，吨钢材净利润往往处于行业领先地位（图 20）。建议关注凌钢股份、大冶特钢、新兴铸管、宝钢。

表 7：重点公司主打产品市场占有率情况

	主打产品	全国或地区该类产品产量市场占有率	2010 主打产品收入贡献占比 / 毛利率水平	潜在竞争对手进入情况	技术领先情况
宝钢 (推荐)	冷轧板卷	2010 全国 17%, 位列第一	28.19% / 22.16%	鞍本、马钢、首钢、武钢等均已进入汽车板和家电板行业，但产品稳定性和规格方面距离宝钢仍有差距。	产品规格和强度级别国内最全，冷热轧技术成熟，领先国内同行至少 3 年。且临近用户配备了完善的剪切配送中心和服务体系，领先国内同行 3-5 年。
	热轧板卷	2010 全国 6%, 位列第一	17.24% / 16.34%		
武钢 (暂不推荐)	硅钢	2010 全国 35%, 位列第一	-	宝钢、鞍钢已具备取向硅钢规模生产能力。	中低牌号已经完全失去市场优势。高牌号取向硅钢领先同行 2-3 年的时间。但较国外高端产品存在 3-5 年的差距。
新兴铸管 (推荐)	铸管	2010 世界市场占有率 50% 以上	18% / 13.45% - / 14.23%	暂无	国内外领先，特别是双金属复合铸管和连接铸管的管件处于国内垄断地位。
太钢不锈 (中性)	不锈钢	2010 全国 39%	43.34% / 9.8%	市场格局基本稳定。	技术处于国内外领先水平，成本控制和技术稳定性领先国内同行 2 年。
大冶特钢 (推荐)	弹簧合结钢	全国 2011H1 市场占有率 23.1%，位列第一	63.78% / 10.2%	市场格局基本稳定。	技术处于国内领先水平，但不存在高技术壁垒，成本控制优于其他特钢企业。
凌钢股份 (推荐)	棒材+钢筋	2010 辽宁省市场占有率 30%，位列第一	61.71% / 14.34%	东北以鞍本为龙头的钢企放弃了长材，主打板带材；东北特钢则主打特钢；因此凌钢主打的 <u>建筑用长材是“被差异化”的产物。</u>	技术成熟，无技术壁垒。但鉴于产能不能再增加，因此市场优势将保持。
三钢闽光 (中性)	钢筋 线材	2010 福建省钢材总产量 38%，位列第一；建材也是福建省产量第一的产业。	39% / 5.74% 32% / 5%	市场格局基本稳定。但企业产能依然稳定，业绩增长将受限。	技术成熟，无技术壁垒。但鉴于鞍钢宁德项目产能扩张为扁平材，因此市场优势将保持。
酒钢宏兴 (推荐)	钢材	2010 酒钢集团甘肃省市场占有率几乎 100%	-	省内垄断格局已成	-
八一钢铁 (推荐)	钢材	2010 八一钢铁集团新疆省市场占有率 70% 强	-	依托宝钢，省内市场占有率将稳居第一	-

资料来源：中国钢铁协会，民生证券研究所

图 20: 2011 1-8 部分重点钢企吨钢材净利润指数



资料来源: 民生证券研究所

(三)、具备资源优势钢企将受惠 2012-2013 矿价向好预期

毋庸置疑, 整个钢铁产业链之中, 原料生产企业的毛利率水平显著高于钢铁企业。虽然短期内矿价有所回落, 但是通过分析铁矿供需以及生产成本等因素, 中期仍然看好。预计 2012-2013 年 CIF 铁矿价格将维持在 \$150/t 以上, 折合现货矿价 1200-1300 元/t。建议关注大成股份 (收益被低估)、攀钢钒钛 (澳矿产量预期增加约 300 万吨)、西宁特钢 (资源产量稳增及强被重组预期) 等资源 and 产量将持续增长的股票。

1. 短期矿价盘整为主, 预计至 2012 年 1 月将回升

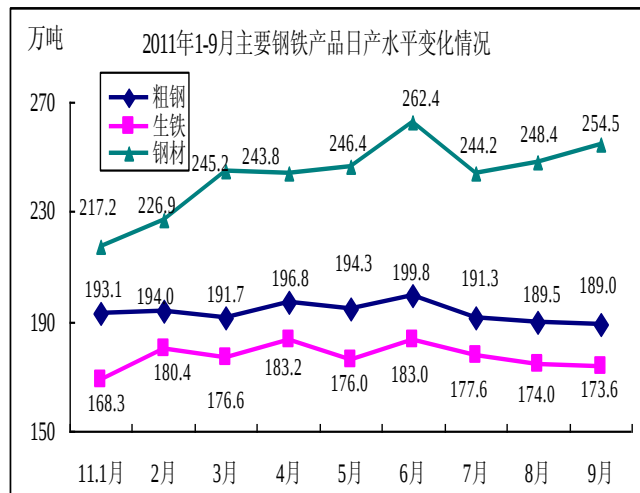
1) 短期矿价盘整为主

促使矿价短期调整的因素: 目前粗钢产量较低且价格低迷; 而港口库存和海运到货量未见减少, 进入去库存盘整阶段, 预计维持 2-3 个月。

2010 年铁水产量约为 6 亿吨, 对应港口铁矿石库存约 7500 万吨; 而今年铁水产量预计 6.6 亿吨, 而港口库存激增至 1 亿吨。我们预计港口库存过剩 1750 万吨, 同时目前海运途中的铁矿石用量超出正常运输水平约 200 万吨, 合计过剩 2000 万吨左右。

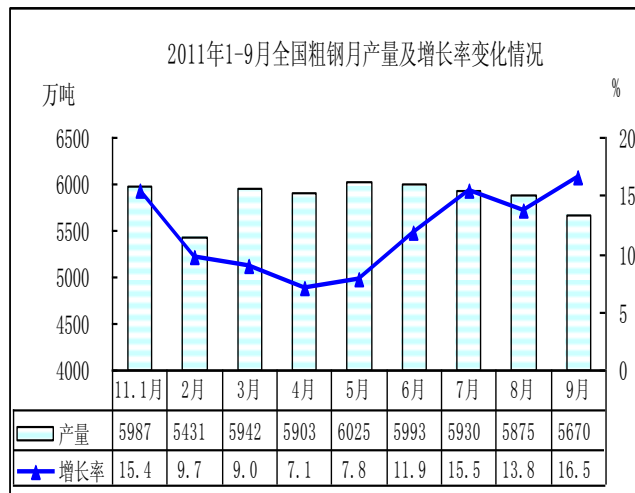
经测算, 一年 6.6 亿吨铁水产量需要铁矿石约 10.6 亿吨, 每月消耗约 8800 万吨。有关机构统计, 近期钢厂花费了 1 个月的时间, 库存减少了 8 天的用量, 测算全国减少铁矿库存约 $8800/30 \times 8 \approx 2400$ 万吨。鉴于 11 月钢厂检修减少, 钢价趋于触底启稳, 预计钢厂铁矿库存 11 月底开始回升, 若回至正常水平将持续 1-2 个月, 且回补库存量 2400 万吨与当前港口及海运富裕量 2000 万吨基本相当, 因此预计矿价盘整过程将维持 2-3 个月。

图 21: 2011 1-9 主要钢铁产品日产水平



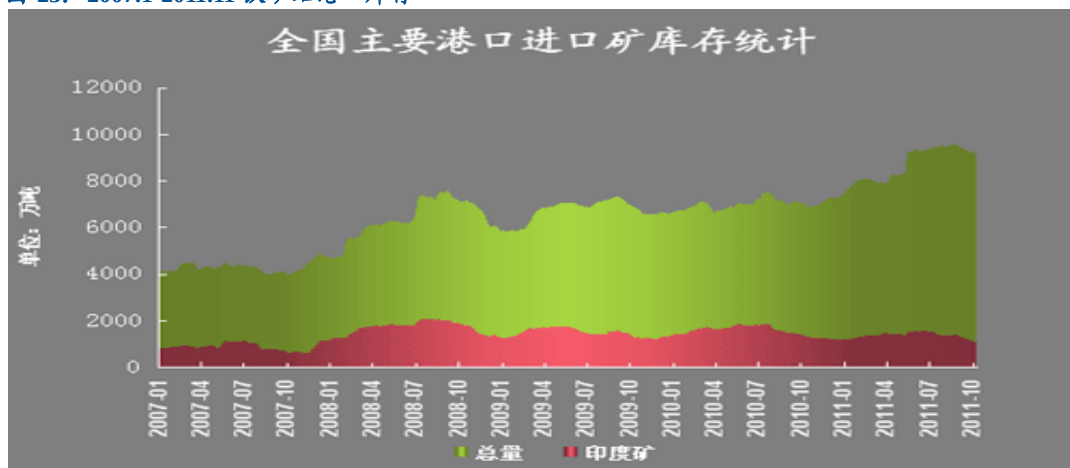
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 22: 2011 1-9 全国粗钢月产量水平



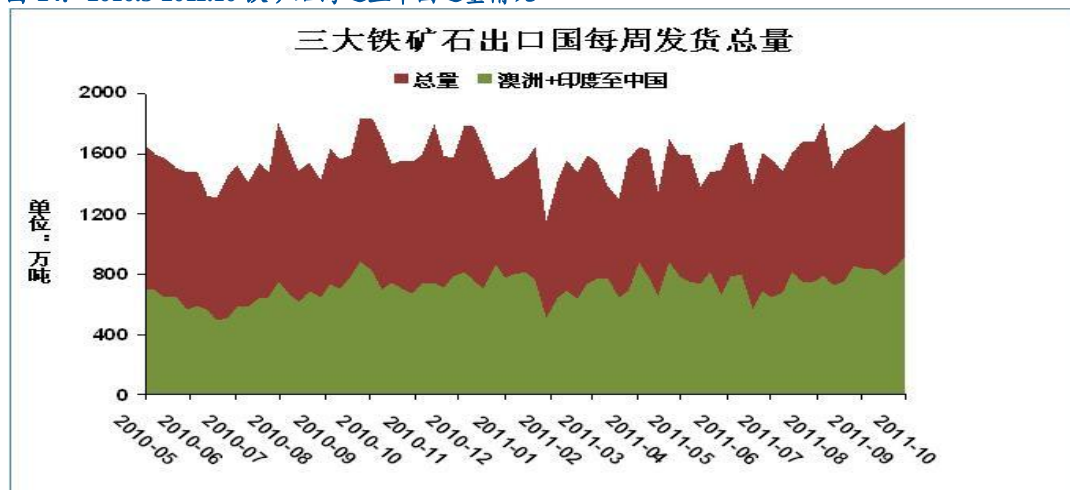
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 23: 2007.1-2011.11 铁矿石港口库存



资料来源: 我的钢铁网, 民生证券研究所

图 24: 2010.5-2011.10 铁矿石海运至中国运量情况

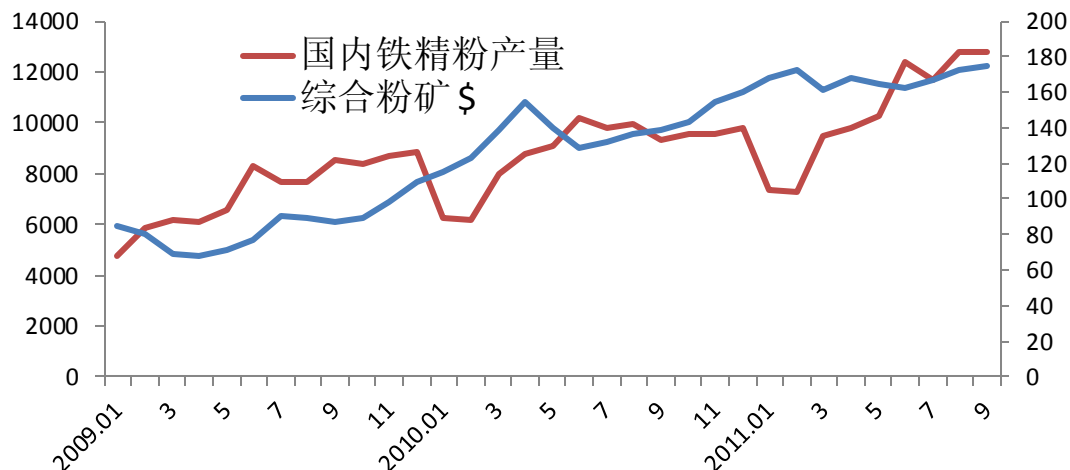


资料来源: 我的钢铁网, 民生证券研究所

2) 预计 2012 年 1 月矿价回升

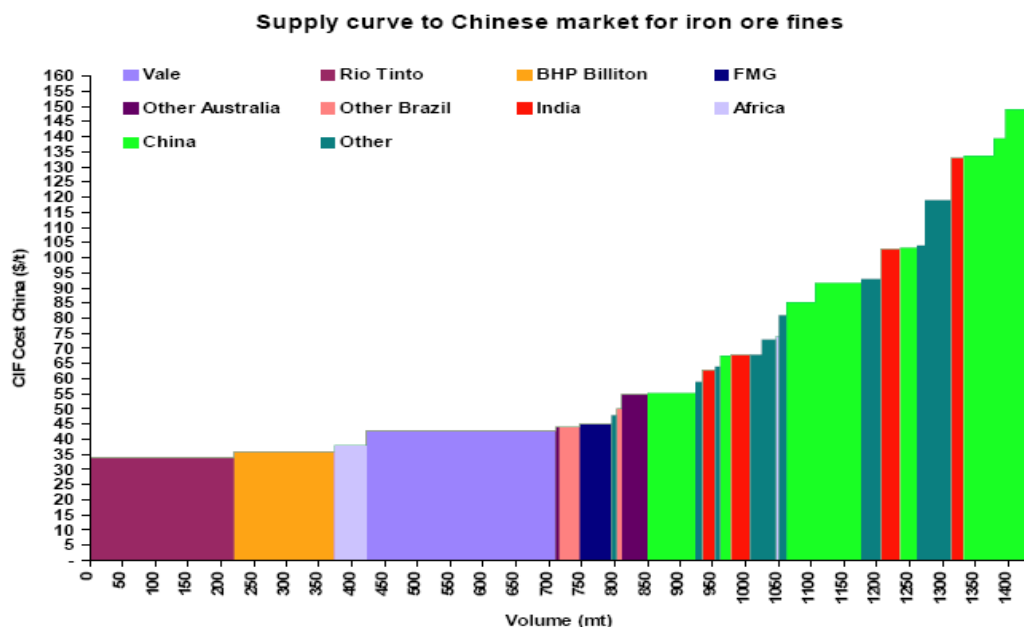
历史数据显示，每年冬季 1-2 月份我国铁矿产量普遍下降（图 25），届时供给的减少和我国近 5000 万吨高成本铁矿产量将助推矿价回升。预计铁矿 2012 年 CIF 合理价格为 \$150/t 以上。实际上目前较低的矿价已经迫使国外部分生产成本在 \$120/t 左右的矿山开始缓产或停产。这也是为什么 2011 年 10 月矿价触底 CIF \$120/t 后，隐有启稳迹象。

图 25: 铁矿石产量与矿价关系



资料来源：我的钢铁网，民生证券研究所

图 26: 中国铁矿石供给结构成本分布



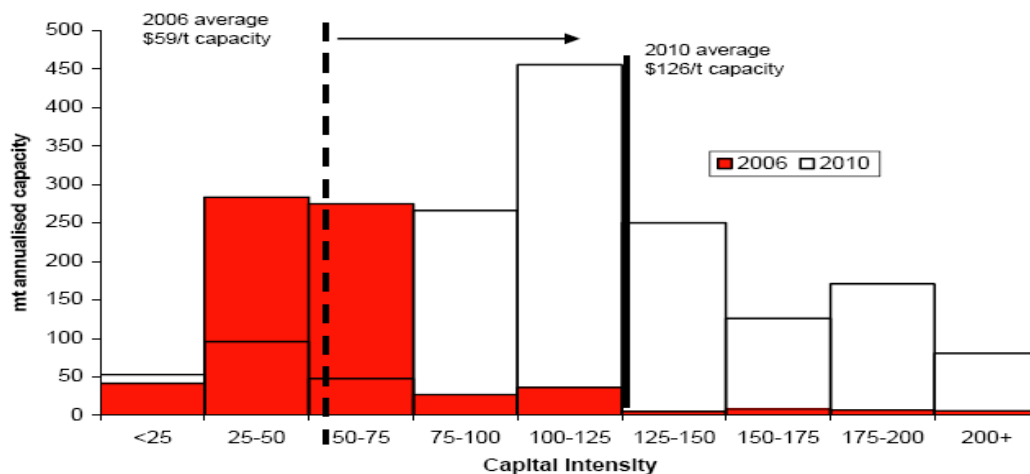
资料来源：Macquarie Research，民生证券研究所

2. 预计 2012-2013 年现货价格均价难低于[1200-1300 元/吨]

2012-2013 年铁矿合理价位预计高于\$150/t (CIF), 折合现货 1200-1300 元/吨 (已折算港杂费、运费、增值税等)。价格低线的形成主要源于相当数量铁精粉综合生产成本居高不下。国外矿山供给中国铁精粉 CIF 底线价格预计在\$127/t 左右, 这也是国外 2010 年新投产矿山项目 (铁精粉) 的吨产能成本; 国产矿的价格底线在\$140-150/t, 当前 5000 万吨铁精粉综合生产成本在此区间内。

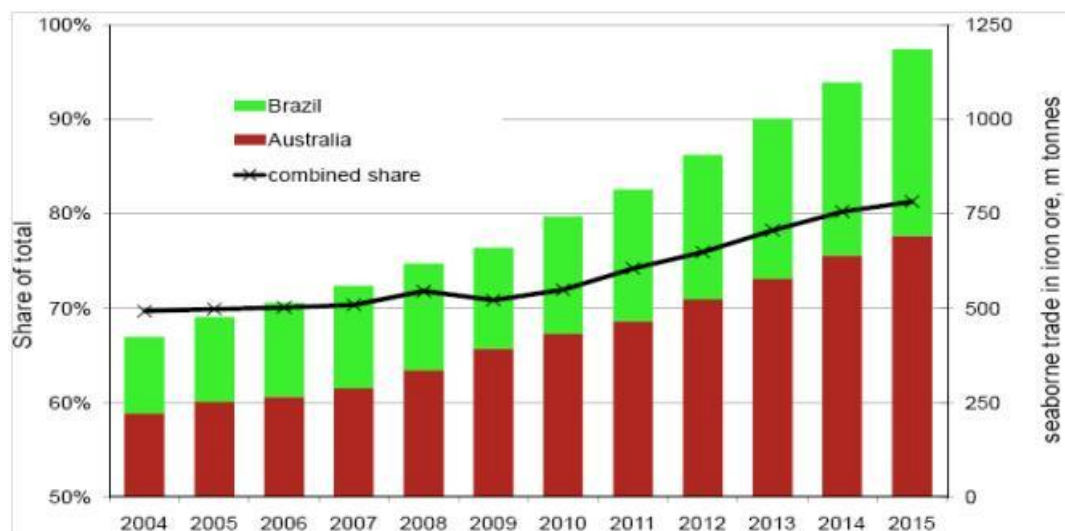
同时鉴于铁矿石海运市场和铁矿指数的垄断性 (被贸易界广泛采纳定价的 Platts 铁矿指数已并购 SBB, 而 SBB 的 TSI 矿石指数被金融界广泛采纳, 它们之间的并购促使定价指数也趋于垄断, 更易被三大矿山掌控)、以及铁矿供给的相对平衡, 我们认为铁矿石价格在 2012-2013 年仍将维持在高位,

图 26: 2006 至 2010 年国外矿山吨矿产能成本变化



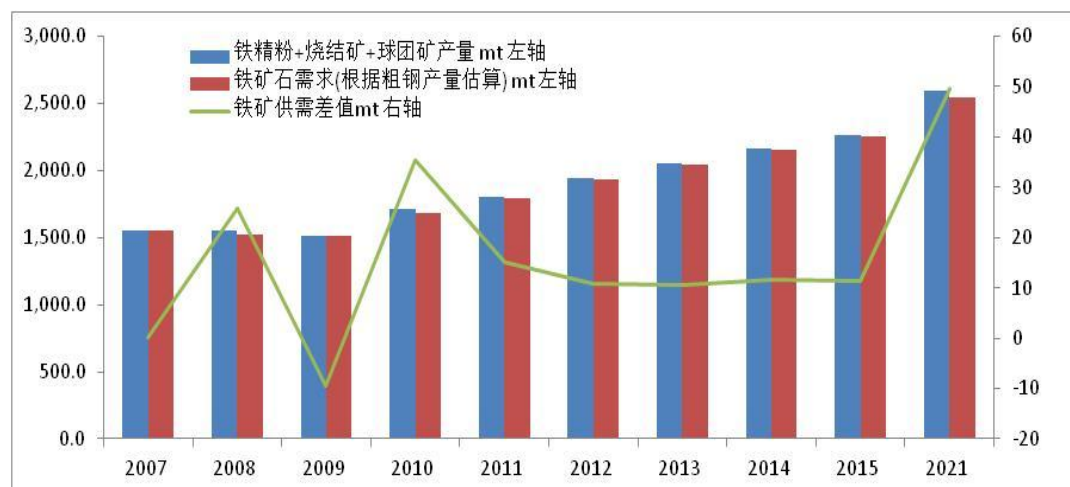
资料来源: 公司公开资料, Macquarie Research, 民生证券研究所

图 27: 铁矿石海运市场分额



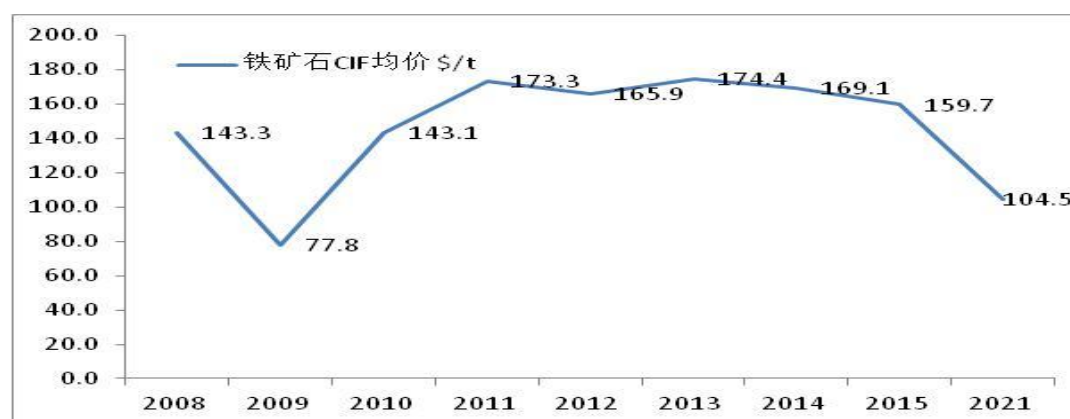
资料来源: GTIS, 民生证券研究所

图 28: 铁矿石供需情况



资料来源：国际钢铁协会，CRU 英国商品研究所，民生证券研究所

图 29: 2008-2015 年铁矿石价格预测



资料来源：CRU 英国商品研究所，民生证券研究所

三、重点推荐企业

(一)、大成股份 (600882): 盈利被低估, 具备资源优势

公司重组后, 将成为市场中第二家纯铁矿石生产企业, 铁精粉产量 2011-2013 年将由 62.6 万吨递增至 76.1 万吨。将受惠于 2012-2013 年的铁矿牛市。按公司重组后盈利能力计算, 估值偏低, 具备价值投资潜质。

经对比招股说明书中的数据 and 实际情况, 招股书中所提及的重组后的公司 EPS 被低估。公开资料中, 公司预计 2011 年 EPS 为 0.62 元。而其中存在两方面低估情况: 1) 铁精粉销售均价公告使用的是前 60 个月不含税均值 924 元/吨, 实际 2011 Q1 公司铁精粉不含税均价为 1218 元/吨。2) 公司的毛利率水平, 公告中卧虎山铁精粉毛利率为 44%, 下沟为 30%; 实际 2011 Q1 卧虎山铁精粉毛利率为 53%, 下沟为 36%。

盈利预测与投资建议：2011-2013 年 EPS 预计分别达到 1.1 元、1.17 元和 1.31 元。合理目标价格 15 元，给出“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,420.01	1,501.1	1680.89
增长率(%)	-	5.71	11.98
归属母公司股东净利润(百万元)	437.04	466.17	523.2
增长率(%)	-	6.7	12.2
每股收益(元)	1.1	1.17	1.31
PE	9.9	9.3	8.3

资料来源：公司公开资料，民生证券研究所

表 8：大成股份重组后矿产资源储备和产能情况

项目	韩旺矿区卧虎山矿段	下沟矿区	东长旺-马家沟矿区
基准日保有资源储量(万吨)	露天：1206.22 地下：4406.8	2095.8	138.5
评估利用资源储量(万吨)	5300.32	2095.8	93.75
基准日可采储量(万吨)	露天：1019.01 地下：3066.48	1380.67	67.53
采矿回采率	露天：96.02% 地下：74.9%	73.5%	73.5%
生产能力(万吨/年)	露天：200 地下：100	100	10
服务年限(年)	露天：6.65 地下：35.05	17.26	8.44
产品方案	品位 65%铁精粉 品位 28-30%中矿	品位 65%铁精粉 品位 28-30%中矿	品位 65%铁精粉 品位 28-30%中矿

资料来源：公司公开资料，民生证券研究所

注：上表中采矿回采率为理论值，根据已经规模生产的卧虎山铁矿 2008-2011Q1 期间加权平均选矿回收率为 64.2%。

表 9：大成股份重组后矿区原矿产量-铁精粉转化系数

铁精粉产量=原矿产量×铁平均地质品位×(1-贫化率)×选矿回收率/铁精矿品位

	铁平均地质品位	(1-贫化率)	选矿回收率	铁精矿品位	原矿产量-铁精粉产量转化系数
卧虎山矿	35%	80% (1-20%)	64.2%	65%	27.7%
下沟矿区	35.49%	80% (1-20%)	64.2%	65%	28%
东长旺-马家沟	32.91%	80% (1-20%)	64.2%	65%	26%

资料来源：公司公开资料，民生证券研究所

表 10: 大成股份重组后 2011-2013 年铁精粉产量

铁精粉产量 (万吨)	2011 年	2012 年	2013 年	备注
卧虎山矿	(200(地上)+15 (地下)) *27.7%=60	(190(地上)+40(地 下))*27.7%=63.7	(180(地上) +65(地下)) *27.7%=67.9	2008 年开始生产, 2015 年露天产量将开始下降, 但地下产量逐渐上升。
下沟矿区	-	-	5.61	2013 年 3-12 月建成投产, 20%达产; 2014 年 60%达产; 2015 年 80%达产; 2016 年 100%达产
东长旺-马家沟	2.6	2.6	2.6	2019 年 1.8 万吨
合计	62.6	66.3	76.1	

资料来源: 公司公开资料, 民生证券研究所

表 11: 矿区净利率情况

	营业利润率	净利率
卧虎山矿	招股说明书: 稳定生产期间约 44% 根据公司 2011Q1 实际销售情况: 为 53%	招股说明书: $44% \times (1-25%) = 33%$ 实际: 39.7%
下沟矿区	招股说明书: 稳定生产期间约 30% 根据卧虎山低估情况, 实际情况可能稍高: 36%	招股说明书: $30% \times (1-25%) = 22.5%$ 实际: 27%
东长旺-马家沟	公告中缺少数据, 鉴于产能规模小, 取下沟矿区毛利率水平 30%	实际: 27%

资料来源: 公司公开资料, 民生证券研究所

注: Q1 总共销售铁精粉 25.8 万吨 (17.48 万吨自产+8.32 万吨进口), 实现净利润 1.25 亿元, 吨矿净利润 484.5 万吨。所得税率 25%。

2011 Q1 65%铁精粉平均税前售价 1218 元/吨; 28-30%中矿平均税前售价为 67 元/吨。经查阅统计数据, 2011 年 Q1 国产矿价格指数平均值为 191.6, 2011 Q1-Q3 国产矿价格指数平均值为 191.1, 基本未变化。考虑 2011 Q4 存在冬储行情, 预计全年价格指数维持在 191-192 左右, 故公司 2011 年全年铁精粉税前售价平均值预计在 1220 元/吨, 中矿平均税前售价为 67 元/吨。

根据铁矿供需分析, 2012-2013 年预计矿价维持在高位, 但增速显著放缓至 1-2%左右, 公司的 65%铁精粉税前售价预计分别为 1240 元/吨和 1260 元/吨; 中矿税前售价分别为 68 元/吨和 69 元/吨。

表 12: 大成股份重组后公司净利润预测

万元	2011	2012	2013
铁精粉			
卧虎山	$60 \times 1220 \times 1.25 \times 39.7\%$ =36325.5	$63.7 \times 1240 \times 1.25 \times 39.7\%$ =39197.8	$67.9 \times 1260 \times 1.25 \times 39.7\%$ 42456.2
下沟和东长旺-马家沟	$2.6 \times 1220 \times 1.25 \times 27\%$ =1070.6	$2.6 \times 1240 \times 1.25 \times 27\%$ =1088.1	$8.2 \times 1260 \times 1.25 \times 27\%$ =3487.1
中矿			
卧虎山	299.2	322.4	348.7

下沟和东长旺-马家沟	8.8	9.0	27.8
进口矿加工	30*200=6000	30*200=6000	30*200=6000
合计	43704.1	46617.3	52319.8
增发后股本	3.99 亿股	3.99 亿股	3.99 亿股
EPS	1.1 元	1.17 元	1.31 元

资料来源：公司公开资料，民生证券研究所 注：所得税率为 25%

(二)、西宁特钢 (600117): 具备地缘优势和资源优势

关注点 1: 所在西部区域存在钢材供需缺口，公司钢铁产能和资源产量均稳增，成为公司未来业绩增长基石，公司本质上更倾向于是一家资源企业而非钢企。公司 2011 年钢材产量预计达到 130 万吨；2012 年达到 150 万吨；2013 年达到 200 万吨。资源产量请参照下表 14。

关注点 2: 省政府、宝钢和西宁特钢三方多赢，宝钢重组西宁特钢是大概率事件。

关注点 3: 省政府做大省内钢铁产业决心和支持很大，无论宝钢重组与否，公司规模都会扩大，省政府继续配给公司资源是大概率事件。

盈利预测与投资建议: 2011-2013 年 EPS 预计分别达到 0.57 元、0.76 元和 0.93 元。合理目标价格 11 元，给出“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	8,377	9,516	12,223
增长率 (%)	18.8	13.6	28.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,708	2,162	3,031
增长率 (%)	81.3	33.3	22.4
每股收益 (元)	0.57	0.76	0.93
PE	15.16	11.37	9.29

资料来源：民生证券研究所

表 13: 西宁特钢业务盈利分拆预测

单位: 元	2011 e	2012 f	2013f
资源 EPS 贡献: 铁矿+焦煤+原煤	0.47	0.56	0.66
合理 PE	18X	18X	18X
钢铁主业及相关 EPS 贡献	0.1	0.2	0.27
合理 PE	10X	10X	10X
合理估值	≈9.5	≈12	≈15

资料来源：民生证券研究所

若被宝钢重组，根据重组八一的历史经验，可以适当溢价

表 14: 2011-2013 年西宁特钢资源品产量预测

产 品	公 司	资 产		现 状	铁精粉产能 （万吨）	权 益	权益产量（万吨）			
							10 年	11 年	12 年	13 年
铁 精 矿	肃北博伦	大红山矿七角井矿区		达产	70	70%	50	50	50	50
	哈密博伦	白山泉矿		达产	50	100%	50	50	50	50
	西钢矿业	洪水河矿		2010 年底建成	20	100%	0	10	20	20
		磁铁山矿		2011 年 7 月建成	30	100%	0	0	10-15	30
		大沙龙矿				100%	暂无计划，最早 2013 年开始建设			
		胜利矿		达产		100%	20 万吨原矿直接出售给当地选矿厂，折合铁精粉约 5 万吨，随后钢厂再回采。			
铁精矿产量合计							100	110	130-135	150
偏 钒 酸 铵	肃北博伦	大红山矿七角井矿区		2011 年一期建成	0.1	70%	0	0.028	根据市场而定	
钒产量合计							0	0.04	-	-
焦 煤	江仓能源	木里煤田	露天	2011 年采尽	60	35%	20	15	0	0
			地下	2011 年 1#井见煤	150	35%	0	0	21-26	53
焦煤产量合计							20	15	21-26	53
焦 炭	江仓能源			达产			67	70	70	70
焦炭产量合计							67	70	70	70
石 灰 石	西钢矿业			达产	100	100%	70	70	100	100
石灰石产量合计							70	70	100	100

资料来源：公司公开资料，民生证券研究所

(三)、新兴铸管 (000778): 具备集中度和地缘优势 (新疆项目)

公司具备很强的成本控制能力，预计未来盈利水平仍将处于业内领先水平。因此公司稳定的产能和产量增长是公司保证业绩稳增的基石。

关注点 1: 2012-2013 年新疆项目+芜湖项目扩产。

关注点 2: 锻铸件+不锈钢管 2012-2013 年逐步达产，贡献利润。

关注点 3: 新疆掌控的资源 2012 年开始释放利润。

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

盈利预测与投资建议：2011-2013 年 EPS 预计分别达到 0.89 元、1.13 元和 1.58 元。
 合理目标价格 11 元，给出“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	37,621	54,100	68,600	84,100
增长率(%)	49.36%	43.80%	26.80%	22.59%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,351	1,708	2,162	3,031
增长率(%)	54.00%	26.46%	26.56%	40.20%
每股收益(元)	0.70	0.89	1.13	1.58
PE	13.07	10.34	8.17	5.82

资料来源：公司公开资料，民生证券研究所

表 15：2011-2013 年新兴铸管业务盈利分拆预测

单位：元	2011 e	2012 f	2013f
资源 EPS 贡献：铁矿+煤	0.06	0.09	0.18
钢铁主业及相关 EPS 贡献	0.83	1.04	1.4
合计	0.89	1.13	1.58

资料来源：公司公开资料，民生证券研究所

表 16：2011-2013 年新兴铸管权益产能和产量增长情况

按照产品归类统计	万吨	权益产能	
	2011 预测	2012 预测	2013 预测
铸管	159	167-177	167-177
增加量	-	12-22 万吨	0
不锈钢管	16.5	16.5	16.5
锻铸件	3.6	11.6	26.6
钢材	595	738	1005
增量合计	-	151	282
按照产品归类统计	万吨	权益产量	
铸管	115.65	125.25-132.75	125.25-132.75
不锈钢管	-	6.75	14.5
锻铸件	3	7.6	11.6
钢材	417.6	496.6	721.55

资料来源：公司公开资料，民生证券研究所

插图目录

图 1: 粗钢产能预计稳增至 9 亿吨.....	3
图 2: 粗钢产能利用率仍处合理区间	4
图 3: 出口、投资和消费对 GDP 的贡献.....	5
图 4: 基于 GDP 预测粗钢表观消费.....	5
图 5: 十二五期间粗钢表观消费预测	6
图 6: 发达国家人均粗钢表观消费与人均 GDP 之间的关系	7
图 7: 部分发达国家粗钢表观消费峰值统计	7
图 8: 德国人均粗钢表观消费与人均 GDP 之间的关系	8
图 9: 中国工业化进程与德国工业化进程具备比拟性	8
图 10: 中国产能利用率较高时压制钢价.....	9
图 11: 世界产能利用率较高时压制钢价.....	9
图 12: 产能利用率 Vs 钢铁企业盈利能力	10
图 13: 粗钢产量 Vs 铁矿石价格.....	10
图 14: 2010 年中国主要区域钢材供需平衡情况	12
图 15: 2010 年中国省市钢材供需情况.....	13
图 16: 华东和华南钢价优于华北和东北.....	13
图 17: 西南、西北和中南钢价优于华北和东北	13
图 18: 中国省市所处的工业化阶段.....	15
图 19: 十二五中国工业经济区规划.....	15
图 20: 2011 1-8 部分重点钢企吨钢材净利润指数.....	18
图 21: 2011 1-9 主要钢铁产品日产水平.....	19
图 22: 2011 1-9 全国粗钢月产量水平	19
图 23: 2007.1-2011.11 铁矿石港口库存.....	19
图 24: 2010.5-2011.10 铁矿石海运至中国运量情况	19
图 25: 铁矿石产量与矿价关系	20
图 26: 中国铁矿石供给结构成本分布	20
图 26: 2006 至 2010 年国外矿山吨矿产能成本变化.....	21
图 27: 铁矿石海运市场分额	21
图 28: 铁矿石供需情况.....	22
图 29: 2008-2015 年铁矿石价格预测.....	22

表格目录

表 1: 钢铁业与投资出口的相关性	5
表 2: 发达国家工业化进程之中人均粗钢消费情况.....	7
表 3: 减量化因素影响	8
表 4: 未获审批产能情况.....	11
表 5: 国外钢铁产能调控立法引证.....	11
表 6: 上市公司企业筛选.....	16
表 7: 重点公司主打产品市场占有率情况	17
表 8: 大成股份重组后矿产资源储备和产能情况.....	23
表 9: 大成股份重组后矿区原矿产量->铁精粉转化系数	23
表 10: 大成股份重组后 2011-2013 年铁精粉产量.....	24
表 11: 矿区净利率情况.....	24
表 12: 大成股份重组后公司净利润预测.....	24

表 13: 西宁特钢业务盈利分拆预测.....	25
表 14: 2011-2013 年西宁特钢资源品产量预测	26
表 15: 2011-2013 年新兴铸管业务盈利分拆预测.....	27
表 16: 2011-2013 年新兴铸管权益产能和产量增长情况.....	27

分析师与联系人简介

巨国贤，有色金属行业高级分析师，硕士，拥有4年有色金属及新材料科研经验，4年有色金属及新材料行业项目投资经验，4年证券公司有色金属行业研究经验，2010年“水晶球”有色金属行业最佳分析师第六名。

李斌，荷兰莱顿大学工科硕士，曾就职首钢和国际知名大宗商品研究咨询机构CRU（英国商品研究所），拥有6年钢铁行业从业和咨询经验，以及1年有色小金属行业分析咨询经验。作为核心成员参与了多个钢铁项目规划、并购和IPO，长期跟踪行业及重点企业发展动态，在协会和行业内拥有较为广泛的人脉和专家资源。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。