

2011 年 11 月 14 日

黑色金属

证券研究报告--行业评级报告

依靠产品升级由大转强

钢铁行业 2012 年投资策略报告

行业评级：强于大市(持续)

能源材料组：余宝山

执业证书编号：S0890510120006

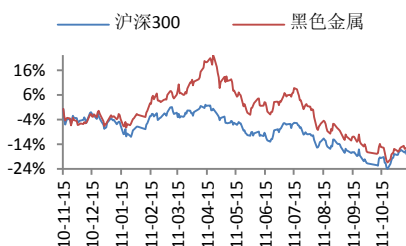
电话：021-50122225

邮箱：yubaoshan@yahoo.com.cn

联系人：毛雪梅

电话：021-50122432

行业走势图



相关研究报告

1 《限电潮推动钢材上涨行情或将重现》，

2011.05.05

2 《好风凭借力 送我上青云》，2011.04.19

◎我们的核心观点：

◆钢铁行业具有重资产属性，目前处于低盈利的弱势周期，应看重 PB 估值。钢铁板块 PB 对沪深 300 的相对比值历史均值为 0.62，目前为 0.58，我们认为，受行业探底回升等触发将回升并突破均值，有超越市场 7% 的空间。

◎投资要点

◆钢铁在产业链的地位由弱渐强。随着产能“北减南增”使布局合理化、并购加速使产业集中度提升、产能扩张受抑制及产业升级转型等有利因素的释放，供大于需形势有望缓解，在细分领域将形成结构性扭转。与上下游博弈力量强化，盈利水平将探底回升。

◆产品升级加速 高附加值高盈利相得益彰。产品升级、产品质量决定钢企核心竞争力，将成为钢企优胜劣汰、由大转强的主线及重组并购的主导力量。量大面广的线螺等品种升级换代将大幅提速，高强钢筋的扩大应用、钢结构建筑的发展将促进钢材减量应用并获得高盈利。作为高附加值产品的板材盈利水平低于长材的状况将显著扭转。重点关注宝钢、三钢、八钢、酒钢等。

◆特殊钢迎来发展机遇 作为新材料期待高估值。“十二五”将支持企业围绕战略性新兴产业开发钢铁新材料，主要表现为高性能、高附加值的特殊钢。高端装备制造、新能源和新能源汽车、国防军工重大工程需要大量高端特殊钢提供支撑和保障。抚顺特钢、大冶特钢、西宁特钢等期待业绩高增长及高估值。

◆炭素新材料步入高加速跑道。传统炭素材料中的石墨电极走向超高功率化。即将公布的《新材料“十二五”规划》拟提出将实现特种石墨、碳纤维、碳/碳复合材料等的产业化、规模化，而更高端的石墨烯和纳米碳管等已处于突破阶段，有望步入后续产业化。重点关注方大炭素、中钢吉炭等。

◎投资策略：

◆投资策略。2011 年行业整体表现稍强于大盘，目前钢铁板块市净率为 1.25，低于沪深 300 平均市净率 2.49，而钢铁盈利水平有望探底回升，价值有待市场重估。重点关注拥有产品优势、整合预期、特钢优势、炭素新材料品种。

重点公司

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				TTM	2011E	2012E	2013E	TTM	2011E	2012E	2013E
000778	新兴铸管	8.02	买入	0.771	0.83	1.14	1.35	10.40	9.66	7.04	5.94
600019	宝钢股份	5.23	买入	0.492	0.44	0.60	0.75	10.64	11.89	8.72	6.97
600117	西宁特钢	8.63	持有	0.569	0.56	0.72	0.81	15.16	15.41	11.99	10.65
600307	酒钢宏兴	5.01	买入	0.348	0.44	0.52	0.60	14.40	11.39	9.63	8.35
600516	方大炭素	14.88	买入	0.511	0.57	0.71	0.96	29.11	26.11	20.96	15.50
600581	八一钢铁	9.91	买入	0.775	1.02	1.32	1.54	12.79	9.72	7.51	6.44

正文目录

1. 2011 年钢铁行业运行回顾和展望	5
1.1. 全球钢铁开始复苏 新兴国家强劲增长	5
1.2. 国内钢铁行业	6
1.2.1. 产量增幅回落	6
1.2.2. 低盈利状态继续维持	6
1.2.3. 产能扩张导致集中度不增反降	7
2. 钢铁供需形势缓解 高端产品成发展主流	7
2.1. 产量增速持续下滑 钢价回升仍需时日	7
2.2. 产能增速有效控制 布局更趋合理化	8
2.3. 下游需求增幅收敛 特殊钢等高端产品空间巨大	9
2.3.1. 基础设施建设仍将保持一定增速	10
2.3.2. 保障房继续拉动长材需求 产品性能要求升级迫使洗牌	10
2.3.3. 汽车行业走入复苏通道	12
2.3.4. 机械行业特殊性能钢材需求增加	13
3. 原材料强势地位将削弱 钢企高成本经营有望缓解	15
3.1. 铁矿石供需形势有望显著缓和	15
3.1.1. 矿企吃肉钢企喝汤的局面将逐步缓和	15
3.1.2. 矿价暴跌或影响定价模式	17
3.2. 煤炭价格小幅震荡依旧	17
3.2.1. 动力煤价格涨势有限	18
3.2.2. 焦煤及焦炭价格小幅上涨	19
3.3. 废钢供给紧缺加大 价格走势将强于钢价	19
3.4. 运输价格低位震荡	20
4. 产业前景及投资机会分析	21
4.1. 产业整合期待质变	21
4.1.1. 淘汰落后产能	21
4.1.2. 兼并重组提高产业集中度	22
4.1.3. 产业布局“北减南增” 服务国家经济发展战略	24
4.2. 产品升级决定钢企竞争力	25
4.3. 钢铁新材料—特殊钢前景广阔 期待高估值	26
4.3.1. 我国特殊钢整体水平较低 产品亟待升级	26
4.3.2. 特殊钢发展提速 未来市场需求巨大	27
4.3.3. 特钢迎来发展大机遇 政策有望给力	29
4.3.4. 合理布局、兼并重组促进特钢行业发展	29
4.3.5. 特钢资产优质化 期待回归高估值	29
4.4. 炭素新材料步入加速度跑道	30
4.4.1. 特种石墨、碳纤维前景广阔	31
4.4.2. 重点发展“碳/碳复合材料”	31
4.4.3. 关注主要投资标的	32
5. 钢铁板材估值仍期待修复 多因素或将触发估值提升	32
5.1. 行业弱势下估值侧重 PB	32
5.2. 行业周期步入回升 更应看重业绩弹性	34
6. 2012 年投资策略	35
7. 风险提示	37

图表目录

图 1 全球近 15 年主要产钢国粗钢产量（单位：千吨，全球-右轴）	5
图 2 近三年全球粗钢产能利用率（按月度）	5
图 3 国际钢材价格指数（1994 年 4 月=100）	5
图 4 我国近年粗钢产量（单位：万吨）	6
图 5 wind 钢铁板块销售利润率	7
图 6 我国粗钢产量月度累计值（万吨）	8
图 7 钢材价格指数	8
图 8 国内钢材分类价格（元/吨）	8
图 9 固定资产投资完成累计值（单位：亿元）	10
图 10 房地产开发投资完成额（单位：亿元）	11
图 11 房地产新开工面积（单位：平方米）	11
图 12 我国保障房体系模式的发展演变	11
图 13 近年钢筋产量及结构	12
图 14 中国生铁、粗钢、钢材月产量（单位：万吨）	13
图 15 近年来国内汽车产量及高强钢使用情况	13
图 16 钢铁相关行业利润情况	16
图 17 钢材价格指数与进口矿价格	16
图 18 进口矿港口库存合计（单位：万吨）	17
图 19 我国煤炭进出口当年月度累计数量（单位：万吨）	18
图 20 秦皇岛动力煤平仓价（单位：元/吨）	18
图 21 焦煤价格（单位：元/吨）	19
图 22 国内主要城市二级冶金焦含税价格（单位：元/吨）	19
图 23 国内主要城市废钢含税价格（单位：元/吨）	20
图 24 铁矿石运价指数（单位：美元/吨）	20
图 25 各国特钢占粗钢产量比重	26
图 26 我国近几年特殊钢分布结构	27
图 27 我国特殊钢消费结构	27
图 28 特殊钢-汽车零部件产业链	28
图 29 汽车产量与特钢产量	28
图 30 特钢企业和钢铁行业销售净利率	30
图 31 炭素材料分类图	30
图 32 今年石墨及炭素制品月度累计产量（单位：万吨）	31
图 33 近十年钢铁板块与沪深 300 平均 PE	33
图 34 PE（wind 钢铁）/PE（沪深 300）相对指标	33
图 35 wind 钢铁板块 PB 与沪深 300PB 比值	33
表 1 粗钢产能及预测（单位：万吨）	9
表 2 2015 年关键钢材品种消费预测	10
表 3 2011 年 1-9 月份全国机械工业生产、销售完成情况	14
表 4 未来机械行业主攻的五个重点领域	14
表 5 “十二五”期间拟落后生产工艺装备和产品	21
表 6 近年我国钢铁企业兼并重组事件	22
表 7 下游行业主要用钢材产品升级方向	25
表 8 wind 钢铁板块市净率 PB 排序（前十位，升序）	34

表 9 部分钢企吨钢市值和钢价对业绩敏感性分析（按吨钢市值升序，前 27 家） 34

表 10 重点公司投资价值要点 37

表 11 重点公司估值及评级 37

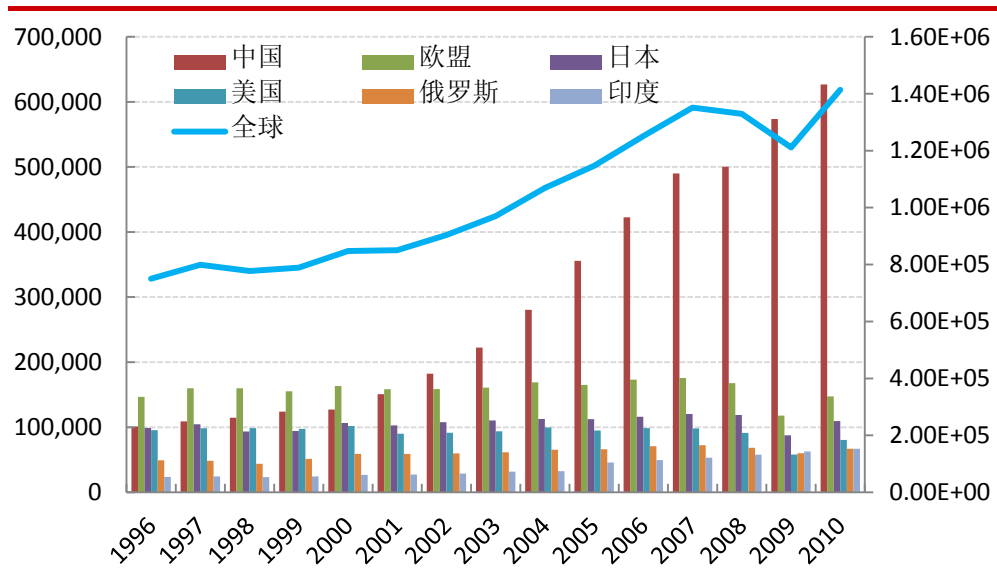
（本报告共有图 35 张，表 10 张）

1.2011 年钢铁行业运行回顾和展望

1.1.全球钢铁开始复苏 新兴国家强劲增长

近 15 年来,全球粗钢产量从 1999 年的 7.5 亿吨,增长到 2010 年的 14.136 亿吨,复合增长率 4.63%,主要是中国、印度、俄罗斯等新兴经济体粗钢产量增长造成,其中中国、印度年增长率达到 13.91%、7.67%,而美国等粗钢产量同比却出现下降,年增长率为 -1.21%。同时我们关注到,全球粗钢产量在 09 年金融危机出现下滑后在 10 年已开始复苏。

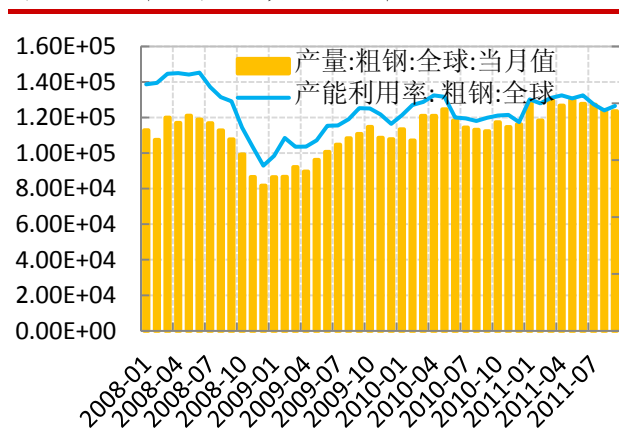
图 1 全球近 15 年主要产钢国粗钢产量 (单位: 千吨, 全球-右轴)



资料来源: 华宝证券研究所, wind 资讯

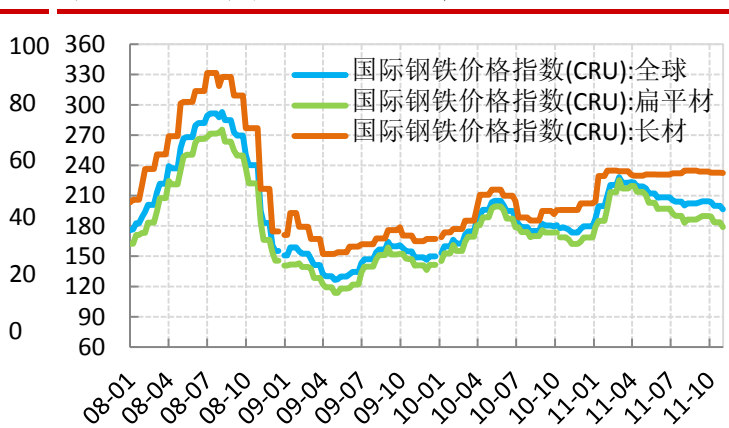
最近世界钢铁协会合并统计的数据显示,今年 1-9 月份 64 主要产钢国合计粗钢产量 11.34 亿吨,同比增长 8.2%。其中 9 月份为 12356 万吨,同比增长 9.7%,连续 24 个月增长。全球的产能利用率今年较去年有一定回升,在 80%左右盘整。

图 2 近三年全球粗钢产能利用率 (按月度)



资料来源: wind, 华宝证券研究所整理

图 3 国际钢材价格指数 (1994 年 4 月=100)



资料来源: wind, 华宝证券研究所整理

世界经济复苏与增长有利于拉动全球钢铁工业发展,新兴国家成为带动全球钢铁的生产和消费的主要力量。今年以来,中国和韩国保持了较高的增长率,巴西和印度产量也在上升。中国仍是世界上最大的生产国,9 月份产量为 5670 万吨,韩国 547 万吨,同比分

别增长 16.5%和 17.7%。但是由于粗钢产量持续增长，需求放缓，钢材价格出现下降。但由于基建需求旺盛，长材价格较板材表现出抗跌的强势。

我们预计，四季度全球粗钢产量总体上与前三季度增幅相当，全年粗钢产量达 15.30 亿吨。今后的发展趋势是：一方面发展中国家特别是新兴经济体国家经济持续快速增长为钢铁工业提供了新的市场空间，同时也将加剧各国钢铁企业间的竞争。国际钢铁市场各种形式的贸易保护主义抬头，围绕市场、资源、标准等方面的竞争更加激烈。

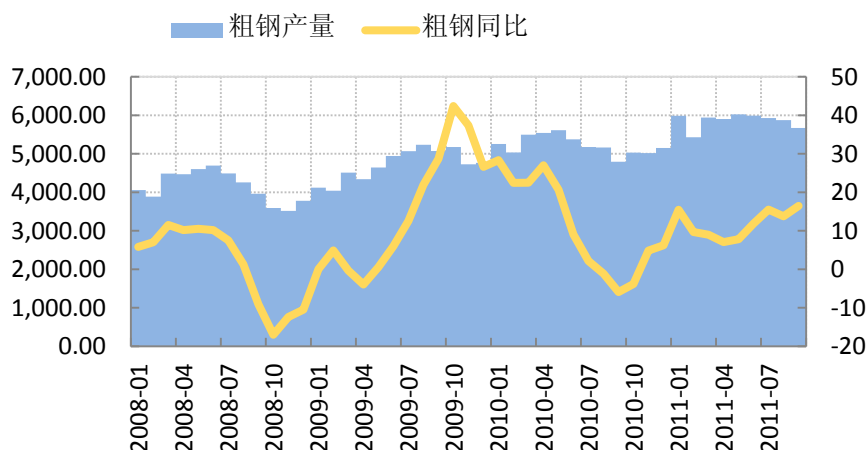
1.2.国内钢铁行业

1.2.1.产量增幅回落

2011 年 1-9 月我国累计生产粗钢、生铁和钢材分别为 52573 万吨、48551 万吨和 66729 万吨，同比增长 10.7%、10.43%和 13.95%。由于 10 月份铁矿石和钢价同时下跌，钢企停产检修增多。10 月下旬中钢协会会员企业粗钢日产量为 150.54 万吨，旬环比下降 3.55%；预估 10 月下旬全国粗钢日产量为 171.7 万吨，旬环比下降 4.6%。而 10 月份全月，全国粗钢日均产量为 178.64 万吨，较 9 月份实际日均产量 189 万吨回落 5.48%。

预计四季度产量受到影响，11 月和 12 月粗钢产量可能会出现明显下滑。预计全年粗钢产量在 8.1 亿吨左右，同比增长 1.5%，增速回落。

图 4 我国近年粗钢产量（单位：万吨）



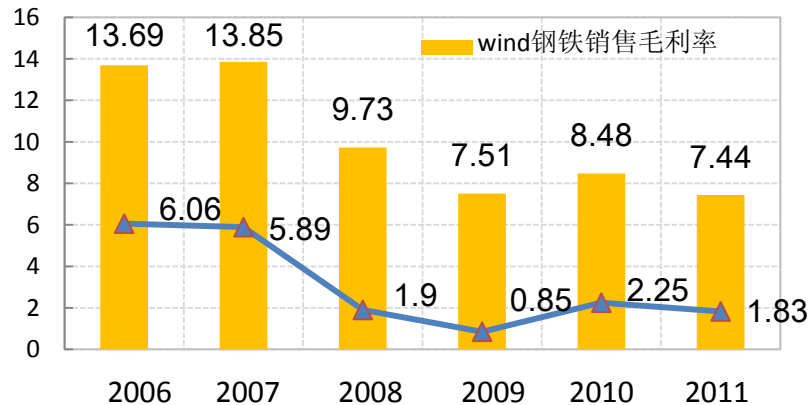
资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

1.2.2.低盈利状态继续维持

我国钢铁行业的销售利润率从 2004 年的 8.11% 一路下滑。2010 年年底，已降至 2.91%，处全国工业领域最低水平。家电行业，仍保持了 4.7% 的利润率；纺织行业约 5.2%，装备制造业 7.2%，汽车行业超过 10%。

2011 年全行业仍处于微利运营的状态，根据 wind 数据统计，前三季度行业实现主营业务收入 50078 亿元，同比增长 0.88%，利润 1166 亿，同比下降 9%，利润较上一年被进一步压缩。

图5 wind 钢铁板块销售利润率



资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

注：2011 年数据为前三季度数据。

微利运营的主要原因可归结为上游成本挤压和下游需求的放缓。铁矿石、焦炭等主要原料的价格增长速度快于收入增长速度，而同时传统的拉动钢铁消费的房地产、汽车、机械、家电等行业出现了不同程度的回落，使得钢企利润进一步回落。

1.2.3. 产能扩张导致集中度不增反降

09 年初国务院公布《钢铁产业调整和振兴规划》，《规划》提出 09-11 年将国内排名前 5 位钢铁企业的产能占全国产能的比例从 28.5% 提升至 45% 以上。《规划》期望通过并购重组的方式提高产业集中度，而在实际情况中，大型钢企在跨区域并购时阻碍重重进展缓慢，同时中小钢企急速扩张产能上马新项目。今年的数据显示，1-7 月，国内排名前 5 位钢铁企业的产能占全国产能的比例为 28.8%，而去年同期为 33%；国内排名前 10 位钢铁企业的产能占全国产能的比例为 48.2%，而去年同期为 48.4%，产业集中度不升反降。

2. 钢铁供需形势缓解 高端产品成发展主流

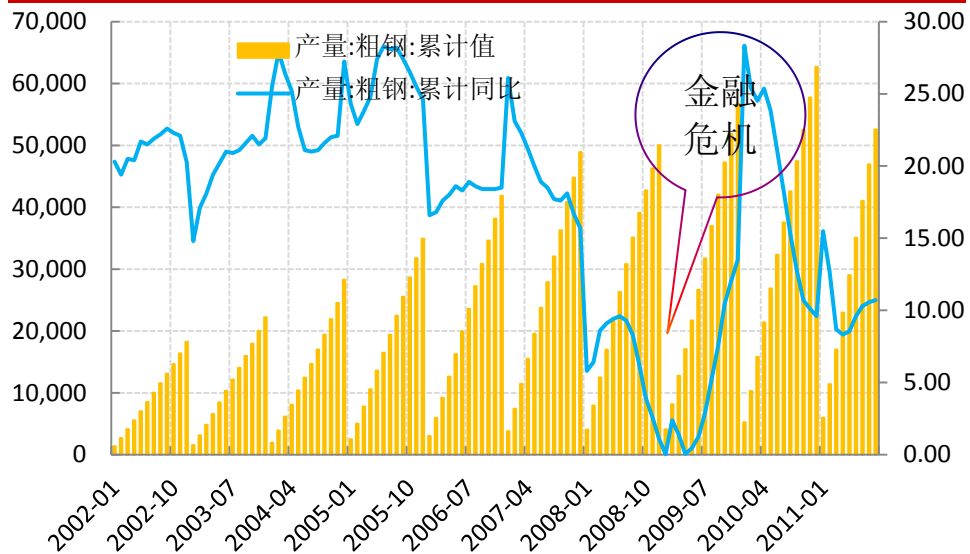
从单位 GDP 耗钢量来看，今年 1-9 月单位 GDP 耗钢量为 19.27 吨/百万元，同比下降 6.3%。这主要是由于金融危机期间发行的 4 万亿投资项目于去年已基本完工，今年持续采取从紧的财政政策，固定资产投资增速降低，对钢材消费的作用也同时降低。

我们认为“十二五”期间供过于求将延续行业常态，但形势将逐步好转。明年下游需求仍将保持低位难以大幅增加。具体到钢材品种来看，长材由于房地产的调控政策以及大型工程建设的降温将继续降温；板材需求会在汽车、家电等行业的带动下回暖；高端钢材产品在政策扶植及需求推动下仍保持较高的盈利能力。对于过去几年中国钢铁行业出现的高端钢材因产能扩张过快而使盈利水平低于附加值低的钢材价格将得到扭转，板材相对长材的弱势地位将改善。

2.1. 产量增速持续下滑 钢价回升仍需时日

自 2002 年近 10 年以来，我国钢铁产量高速增长，除了 2008-2009 年的金融危机，增长率基本维持在 20% 以上，2010 年出现的恢复性增长后增长率回落并维持在 10%。

图6 我国粗钢产量月度累计值（万吨）

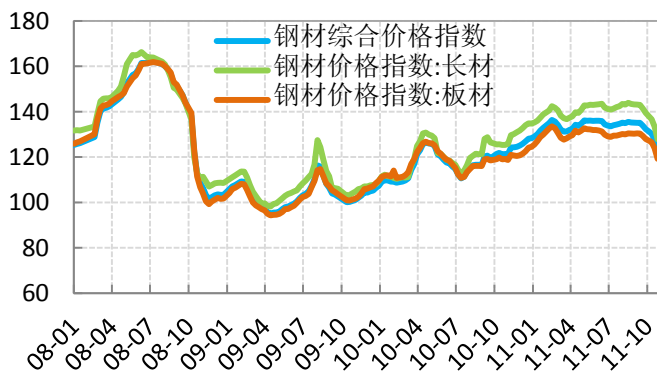


资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

在今年10月份钢市的暴跌行情之后，钢厂的库存目前首次超过1000万吨，钢厂在重压之下，减产面已经开始迅速扩大，钢厂检修情况明显增多。当前钢厂生产线检修多余高炉系检修，民营钢厂检修早于国企，板材减产大于线螺，特殊钢减产较少。我们预计全年产量增幅约为10%，达6.9亿吨水平（2010年为6.26959亿吨）。

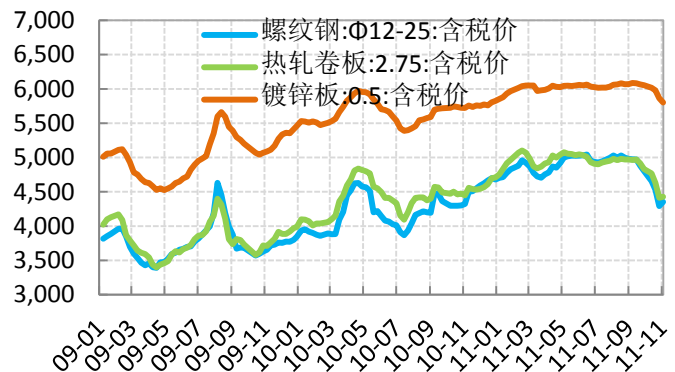
9月份以来，在欧美债务危机的影响下，国内外大宗商品价格出现了大幅下挫，钢材市场也开始一落千丈。

图7 钢材价格指数



资料来源：wind，华宝证券研究所整理

图8 国内钢材分类价格（元/吨）



资料来源：wind，华宝证券研究所整理

我们预计减产带来的钢价反转效应将在11月份中下旬开始显现，但总体力度不大。2012年国内钢铁行业的运行状况较今年不会有明显改变，总体价格水平将低于今年，下半年好于上半年。今年长材强于板材的情况在明年将会有所改变。

2.2. 产能增速有效控制 布局更趋合理化

尽管近年国家相关部门致力于抑制钢铁产能，但产能仍在节节攀升，据中国钢铁工业协会统计数据显示2010年中国粗钢产能达7.5亿吨。其中扁平材产能将超过4亿吨（含窄带钢），占比54%。如果落后和低水平产能不能按期淘汰，国内市场竞争将十分激烈。其中中厚板、宽厚板轧机产能将超过1.0亿吨。按今年钢厂2011年计划新增产能4000万吨左右，总产能将接近7.9亿吨，产能压力依然存在，并将制约钢材市场运行。

最公布的《钢铁工业“十二五”发展规划》将优化产业布局列入重点领域和任务，改变钢铁业发展“北重南轻”的局面，重点发展东南沿海钢铁基地，而环渤海、长三角地区原则上不再布局新建钢铁厂，西部地区如新疆等则可适度发展。规划指出，资源环境约束趋紧，节能减排将继续抑制钢铁产能释放。

具体各省而言，河北、山东、江苏、辽宁、山西等钢铁规模较大的地区通过兼并重组、淘汰落后，减量调整区域内产业布局。湖南、湖北、河南、安徽、江西等中部地区省份在不增加钢铁产能总量条件下，积极推进结构调整和产业升级。西部地区部分市场相对独立区域，立足资源优势，承接产业转移，结合区域差别化政策，适度发展钢铁工业。

继续推进东南沿海钢铁基地建设。“十二五”期间，加快建设湛江、防城港沿海钢铁精品基地，彻底改变东南沿海钢材供需矛盾，推进福建宁德钢铁基地建设，促进海峡西岸经济发展。

“十二五”期间根据条件成熟情况，支持广州、青岛、昆明、合肥、唐山（丰南）、杭州、芜湖等城市钢厂搬迁改造或转型发展，科学论证西宁、抚顺、石家庄、贵阳等城市钢厂发展定位。

表1 粗钢产能及预测（单位：万吨）

项目	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E
上年产能	42376	56315	61031	64431	71328	74831	78831	80486	82177
新增产能	13939	4716	3400	6897	3503	4000	1655	1690	1726
增速	32.90%	8.40%	5.60%	10.70%	4.90%	5.35%	2.10%	2.10%	2.10%
当年产能合计	56315	61031	64431	71328	74831	78831	80486	82177	83902
当年月均增量	1161.6	393.0	283.3	574.8	291.9	333.3	138.0	140.9	143.8

资料来源：中国钢铁工业协会，华宝证券研究所

2.3.下游需求增幅收敛 特殊钢等高端产品空间巨大

我国在“十二五”期间将以内需拉动为主，经济发展仍将保持平稳较快的增长势头，但国内生产总值增长速度比“十一五”期间将有所降低，固定资产投资增速将减缓，消费及第三产业对经济增长的拉动作用将逐渐增强。我国经济发展对钢铁消费需求还将继续增长，但增速减缓。转变经济发展方式将降低单位国内生产总值钢铁消费强度，新型材料将取代一部分钢铁产品，下游行业转型升级和战略性新兴产业发展将对钢材品种质量提出更高和更新的要求，钢铁工业与其他产业之间的融合发展将进一步加强。受进口大宗原燃料价格不断提高和其他要素成本上升的影响，钢铁生产成本压力继续增大，经营风险进一步增加。

《规划》采用国内生产总值消费系数法和人均粗钢法，预测我国粗钢需求量可能在“十二五”期间进入峰值弧顶区，最高峰可能出现在2015年至2020年期间，峰值约7.7-8.2亿吨，此后峰值弧顶区仍将持续一个时期。随着工业化、城镇化不断深入发展，以及经济发展方式转变和产业升级，城乡基础设施投资规模增速放缓，我国钢铁需求增速将呈逐年下降趋势，进入平稳发展期。按综合预测，2015年国内粗钢导向性消费量约为7.5亿吨。

表 2 2015 年关键钢材品种消费预测

序号	品种	2010 年 (万吨)	2015 年(万吨)	年复合增长率
1	铁路用重轨	400	380	-1.02%
2	铁路车轮、车轴钢	54	60	2.13%
3	高强钢筋	5650	11200	14.67%
4	轴承钢	370	500	6.21%
5	齿轮钢	207	250	3.85%
6	合金弹簧钢	260	450	11.60%
7	合金模具钢	30	50	10.76%
8	造船板	1300	1600	4.24%
9	高压容器用钢板	100	160	9.86%
10	汽车用冷轧及镀锌薄板	835	1400	10.89%
11	油井管	380	470	4.34%
12	电站用高压锅炉管	48	70	7.84%
13	硅钢片	572	650	2.59%
14	不锈钢	940	1600	11.22%

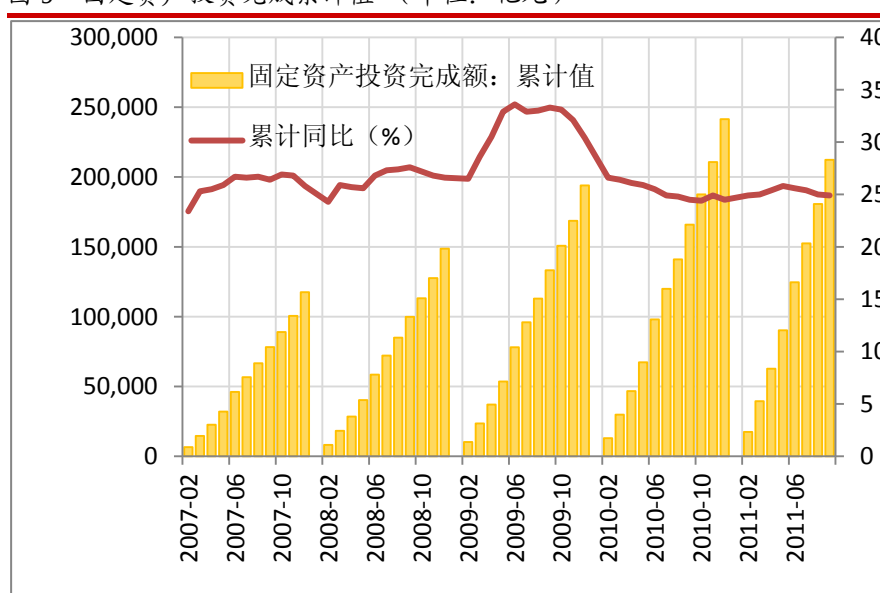
资料来源：工信部《钢铁工业“十二五”规划》，华宝证券研究所

2.3.1.基础设施建设仍将保持一定增速

10 月以来，由于对经济增速下滑的担忧，政策微调信号频传。从地方债试点到高铁融资，再到温家宝总理在天津调研时指出“要准确判断经济走势，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，要把握好宏观经济政策的力度、节奏和重点，适时适度进行预调微调”，都表明货币政策和财政政策已开始进行微调。

宏观政策微调将会缓解基础设施建设资金紧张的状况，同时保证在建工程的继续施工，预计明年高铁、公路建设等重点工程虽增速减缓，但仍可拉动钢材消费。

图 9 固定资产投资完成累计值（单位：亿元）



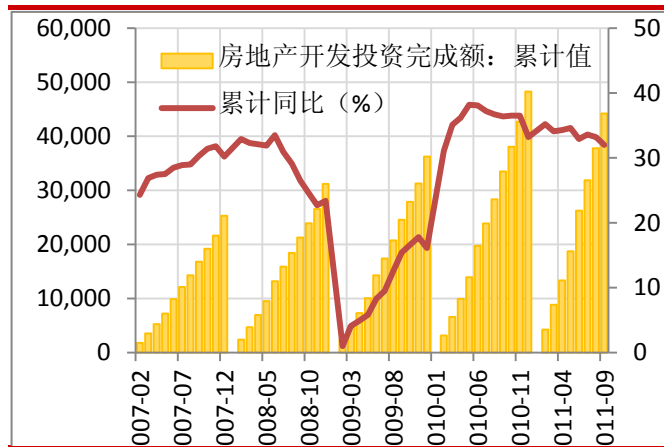
资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

2.3.2.保障房继续拉动长材需求 产品性能要求升级迫使洗牌

今年以来房地产继续严厉调控，商品房建设收到严重打压，保障房成了钢企的救命稻草。虽然保障房建设在执行过程中出现了一些问题，无论是资金来源还是地方政府态度方面有些许瑕疵，但是保障房作为改善民生的一项政治任务，在未来几年仍将是拉动钢材消费的重要力量。

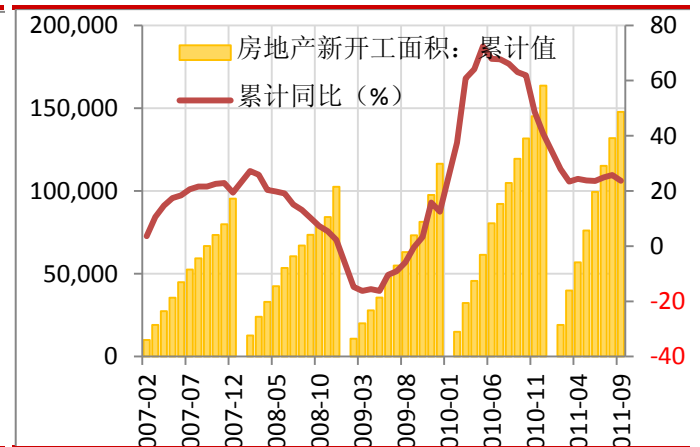
我们认为，明年是政府班子换届的一年，本届政府在保障房建设方面必定会做出最大的努力，同时由于对经济减速的担忧，政府需要通过投资来拉动经济发展，因此明年的保障房建设规模不会少于今年。

图 10 房地产开发投资完成额（单位：亿元）



资料来源：wind，华宝证券研究所整理

图 11 房地产新开工面积（单位：平方米）

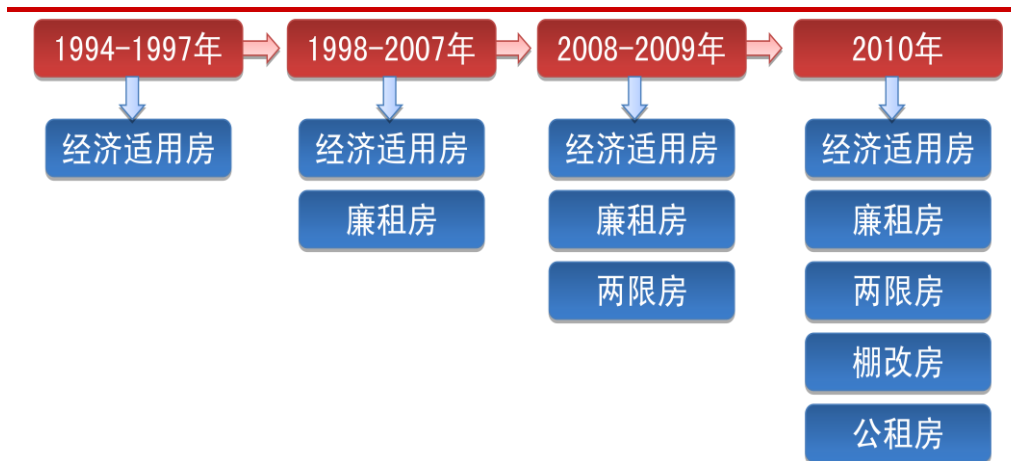


资料来源：wind，华宝证券研究所整理

我们关注到，上半年房地产企业房屋施工面积已超过去年同期，房地产在建规模大，但施工计划总投资增长率低于去年，说明大部分项目投资已接近尾声，新开工面积、投资增速放缓对钢材的需求减弱。

同时保障房建设进度能否大幅拉动钢材的消费是目前值得关注的。今年要再开工建设保障性住房、棚户区改造住房共 1000 万套，重点发展公共租赁住房；中央政府安排补助金 1030 亿元。国家发改委计划未来五年要建设城镇保障性安居工程 3600 万套，今、明两年各 1000 万套，后面三年 1600 万套，“十二五”末保障性住房覆盖率达到 20%。为达到开工率考核，今年保障房大多在今年下半年开工，根据建设施工进度，我们预计实际用钢高峰应当体现在 2012 年。

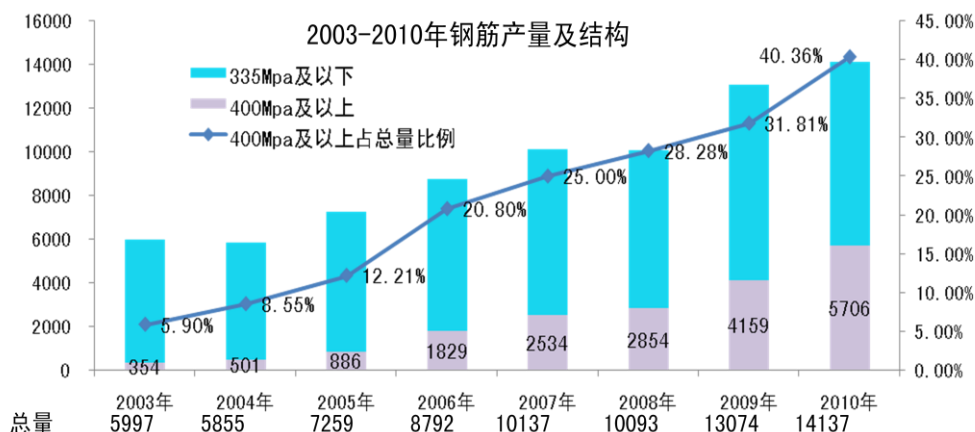
图 12 我国保障房体系模式的发展演变



资料来源：华宝证券整理

目前 1.3 亿吨的建筑钢筋中，60%是屈服强度小于 335Mpa 的 I 级钢、II 级钢筋，推广大于 400Mpa 的热轧钢筋可减少消费钢筋 1000 万吨左右。。

图 13 近年钢筋产量及结构



资料来源：华宝证券整理

2011 年 7 月 1 日起实施 GB50010-2010《混凝土结构设计规范》—优先使用 400MPa 级钢筋，积极推广 500MPa 级钢筋，用 HPB300 光圆钢筋取代 HPB235 光圆钢筋（I 级钢筋），逐步减少使用 335MPa 级钢筋并最终取消该品种。给出了带“E”抗震钢筋使用要求。国标《建筑抗震设计规范》和行标《高层建筑混凝土结构技术规程》中钢筋的应用以 GB50010 为依据。

十二五期间，对于建筑业将加大高强钢筋的推广应用。支持钢铁企业围绕高强度螺纹钢生产 and 品种开发实施技术改造，提高产品质量，保障供应能力，完善高强度螺纹钢生产及市场配送体系。修订钢筋混凝土用钢标准，研究开发高强度螺纹钢联接技术，满足高强度螺纹钢生产要求。结合国家城乡基础设施建设重大工程、保障性安居工程和重点水利工程项目，在抓好江苏、河北、云南等地应用高强度螺纹钢试点工作基础上，在全国大中城市全面推广使用 400 兆帕、500 兆帕高强度螺纹钢，促进建筑钢材升级换代和减量应用。建筑业以适应减量化用钢趋势，升级热轧螺纹钢标准，重点发展 400 兆帕及以上高强度螺纹钢、抗震钢筋、高强度线材（硬线）；在钢结构建筑领域重点推广高强度、抗震、耐火耐候钢板和 H 型钢的应用

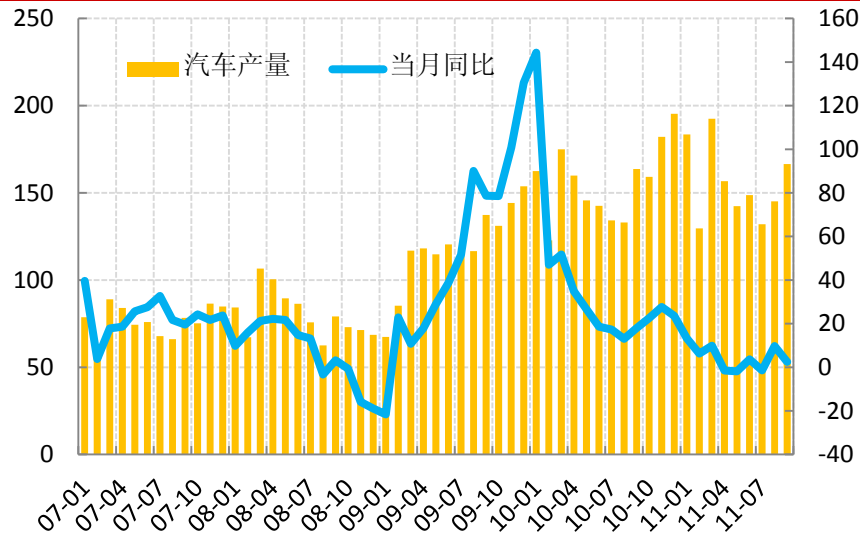
我们认为，通过政策引导，长材类的业务将面临洗牌，具有技术优势的大型钢企将因此而受益，相对而言，占长材比重较高地上市公司将会凸显出优势。

2.3.3.汽车行业走入复苏通道

汽车行业在经历了 2009 年的高速增长后在宏观经济回落、节能补贴门槛提升以及部分城市出台限制政策的大背景下，产量增速下滑，甚至出现了产量同比下降的状况。我们认为明年汽车行业相比今年会有一定的恢复，但难以出现大幅度的增长。

1-9 月份汽车产量 1346.12 万辆，同比增长 2.75%，而去年同期增长率是 36.1%，1-9 月销售量 1363.35 万辆，增长 3.62%。今年以来汽车市场呈持续下行态势，8 月份稍有好转。商用车 4 月以来产量、销量同比一直处于负增长态势。

图 14 中国生铁、粗钢、钢材月产量（单位：万吨）



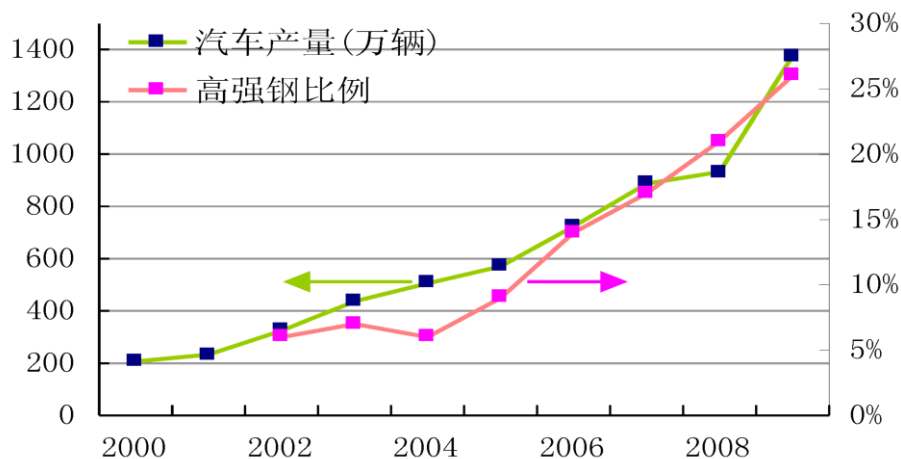
资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

现今节能环保理念日益深入人心，汽车的小型化和轻量化已成为汽车工业的发展方向之一。实现轻量化必须依赖高强度及超高强度汽车用钢的大规模生产和使用，这可能成为未来几年钢铁企业的利润增长来源之一。

我们认为，中长期趋势汽车行业仍可持续较快增长。政策导向看，将巩固和发挥汽车产业的重要作用，支持汽车产业持续、健康、稳定发展将是未来国家汽车政策的重点内容。增长潜力看，中国千人乘用车保有量与发达国家相距巨大，而且庞大的三四级市场消费潜力远未释放。增长动力看，人均收入水平的不断提高和汽车金融等政策有望成促进汽车消费新推手。

钢铁十二五规划指出，汽车业重点发展 700 兆帕及以上高强度汽车大梁板，780 兆帕~1500 兆帕高强度汽车板，高强、超高强帘线钢等产品。提高产品表面质量和质量稳定性。汽车轻量化技术是汽车产业发展的关键共性技术。当前，与国外同类车型相比，全国自主品牌轿车自重约比同类轿车平均重 8%~10%，商用车平均重 10%~15%。汽车用钢中高强度钢比例仅仅 26%，国外平均 40-50%。因此，汽车用钢向高强超高强综合性能发展。

图 15 近年来国内汽车产量及高强钢使用情况



资料来源：资料来源：华宝证券研究所整理

2.3.4.机械行业特殊性能钢材需求增加

机械行业和销售继续呈平稳增长，增速与上月基本持平，出口交货值与同期工业总产值保持同步增长，多数行业出口交货值增速保持在 20%以上，主要产品中有 106 种产品累计同比增长，占全部上报产品品种的 88.33%。

表 3 2011 年 1-9 月份全国机械工业生产、销售完成情况

	工业总产值(万元)			工业销售产值(万元)			本月止累计产销率 (%)
	本月	本月止累计	比去年同期增减%	本月	本月止累计	同比%	
全国合计	151407617	1217813291	26.21	148571490	1123587077	34.29	97.63
农业机械行业	2654886	21105022	34.25	2626861	22527109	23.57	97.72
内燃机行业	1299770	11249055	23.11	1297277	10237270	35.04	98.32
工程机械行业	4763090	44653625	37.8	4656385	35318336	50.56	98.35
仪器仪表行业	5655531	43126705	30.77	5458132	38459797	31.94	97.15
文化办公设备行业	1549939	12663090	13.74	1509175	14424084	30.22	99.48
石化通用行业	13582259	107181119	30.76	13108637	95519209	27.63	95.98
重型矿山行业	8029548	62893684	27.31	7903816	56789718	22.91	96.98
机床工具行业	6651085	53155202	34.48	6392633	48277044	41.45	97.23
电工电器行业	40285799	319409644	29.45	39594662	287001491	30.43	97.01
通用基础件行业	12920348	103266710	30.2	12689814	100763228	35.99	97.31
食品包装机械行业	542167	4286826	30.78	540926	4176465	22.31	96.06
汽车行业	43692159	357024894	16.01	43314898	343357054	38.82	98.9
其他民用机械行业	9781037	77797715	40.03	9478275	66736272	41.56	97.06

资料来源：中国机械工业联合会，华宝证券研究所

1-8 月，全行业完成工业总产值 106562.35 亿元，同比增长 26.42%，增速比去年同期减慢 8.89 个百分点，比上月仅减慢 0.01 个百分点。1-8 月，全行业完成销售产值 103972.89 亿元，同比增长 26.16%，增速与上月增速持平，但比去年同期减慢 9.82 个百分点。总体看，1-8 月份总产值与销售产值增速均保持在 26%以上，继续呈平稳较快增长。

根据十二五机械工业发展总体规划，未来机械行业主攻的五个重点领域：

表 4 未来机械行业主攻的五个重点领域

分类		细分
一	高端装备产品	(1) 先进高效电力设备；
		(2) 大型石化设备；
		(3) 大型冶金及矿山设备；
		(4) 现代化农业装备；
		(5) 高效低排放内燃机；
		(6) 数字化、智能化仪器仪表和自动控制系统。
二	新兴产业装备	(1) 新能源汽车；

		(2) 新能源发电设备; (3) 智能电网设备; (4) 高档数控机床及精密加工设备; (5) 智能印刷设备; (6) 海洋工程装备; (7) 工业机器人与专用机器人; (8) 大型智能工程建设机械; (9) 节能环保设备。
三	民生用机械装备	(1) 安全应急救援设备; (2) 医疗设备; (3) 消费品现代化生产和流通的“完整解决方案”; (4) 现代文办设备。
四	关键基础产品	(1) 大型及精密铸锻件; (2) 关键基础零部件; (3) 加工辅具; (4) 特种优质专用材料。
五	基础工艺及技术	(1) 基础工艺; (2) 基础技术。

资料来源：十二五机械工业发展总体规划，华宝证券研究所整理

钢铁十二五规划指出，机械行业重点发展高强度、低合金中厚板和高强度棒材，提高钢材产品质量稳定性。机械工业产品升级对钢材的要求将显著提高，我们认为以下两块将值得重点关注：

● 装备制造业

工程机械用钢——向高强度、高耐磨性、特种性能钢材发展；

新能源机械设备——风电设备要提高轴承钢寿命，这就要求提高轴承钢的纯净度（减少夹杂物）；

重型机械用锻件——解决机加工能力和热处理水平；

通用机械用钢——向易切削钢、非调质钢、银亮钢材等品种发展

● 航空设备制造

在飞机结构中，需要使用钢材的地方有飞机齿轮、飞机发动机曲轴、飞机机身大梁或骨架、飞机起落架等。不同部位对于钢材的要求也各不相同。飞机齿轮、曲轴等要求钢材在具备一定硬度的同时还要有良好的韧性，特别是低温冲击韧性。而飞机起落架、大梁、骨架用钢则要求钢材拥有高屈服强度以及抗高温性，对超高强度结构钢提出了更高的要求。

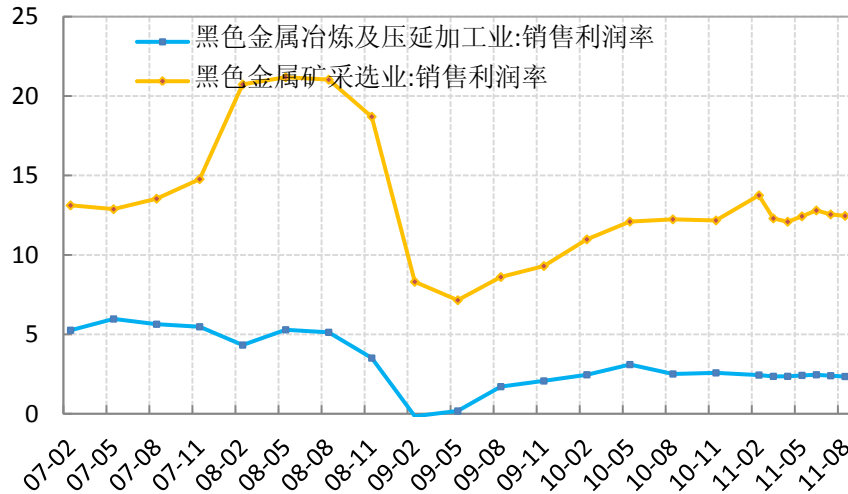
3.原材料强势地位将削弱 钢企高成本经营有望缓解

3.1. 铁矿石供需形势有望显著缓和

3.1.1. 矿企吃肉钢企喝汤的局面将逐步缓和

随着定价机制的改变,尤其是最近两年,受铁矿石垄断供应商的主导,铁矿石进口价格已经由过去的“一年一涨”发展为“一季一涨”,甚至是“一月一涨”。受价格上涨影响,我国钢铁企业的利润空间受到很大的挤压,2010年,中国七十多家钢铁企业利润仅为135亿美元(897亿元),不足三大铁矿石供应巨头利润(486亿美元)的三分之一。

图 16 钢铁相关行业利润情况



资料来源: 华宝证券研究所, wind 资讯

今年1-9月,我国进口铁矿石总量50807万吨,同比增长11.03%,平均到岸价为165.74美元/吨,同比增长35.35%。仅铁矿石一项钢企就多支付了219.94亿美元。

图 17 钢材价格指数与进口矿价格

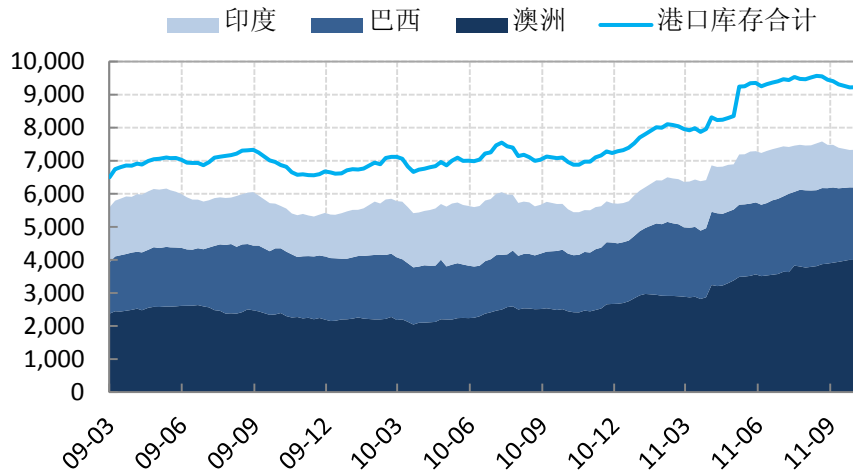


资料来源: 华宝证券研究所, wind 资讯

根据中钢协的数据,1-9月全国77家重点大中型钢铁企业销售利润率仅为2.99%,而扣除自有矿山利润和投资收益之后,钢铁主业的平均利润率仅有1.5%,为过去十年的最低值,远低于其他行业。而与此形成鲜明对比的是铁矿石供应商在铁矿石涨价中享受到的高额利润。仅淡水河谷一家公司在前三季度就实现利润182.1亿美元,高于全行业利润总和,形成了“矿企吃肉钢企喝汤”的局面。

10月以来,对经济形势的担忧逐步传导至钢铁行业,钢价与矿价双双下跌,仅铁矿石价格就从最高点的1285元/吨降至935元/吨,降幅接近30%。矿价下跌短期内并不能有效改善钢企的盈利状况。

图 18 进口矿港口库存合计（单位：万吨）



资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

一般来说钢铁行业需要保证一定的库存以保证连续生产。据 wind 数据统计，进口铁矿石港口库存高达 9274 万吨。随着天气转凉钢材销售进入淡季，库存的高价矿石及钢材产品将对钢企形成极大的压力，钢企需要较长时间进行消化，进一步影响铁矿石的短期供需形势。

3.1.2. 矿价暴跌或影响定价模式

根据钢企的库存周期 2 个月来计算，钢企可以在今年末消化库存的高价矿石，明年的成本压力会减轻很多。长期来看，矿价的下跌有利于钢铁行业和矿山行业的健康发展。随着铁矿石开采企业产能的不断扩张，以及国内钢企矿石自给率的不断提高，铁矿石的供需状况将逐渐改善。宝钢股份总经理马国强近日预计，在 2012 年底或 2013 年，铁矿石供需紧张的状况可以得到缓解甚至逆转，届时钢铁行业将告别高成本时代，盈利状况得到改善。

同时，此次矿价暴跌也可能影响明年的铁矿石定价模式。由于进口矿石大部分被三大巨头把持，国内钢企尚未培养出其他长期稳定的矿石供应商，依赖度仍较高，因此很难得到非常有利于钢企的定价模式。钢企如何在保证稳定合作的基础上在定价中增强自身的话语权，进而改善明年的盈利能力，值得关注。

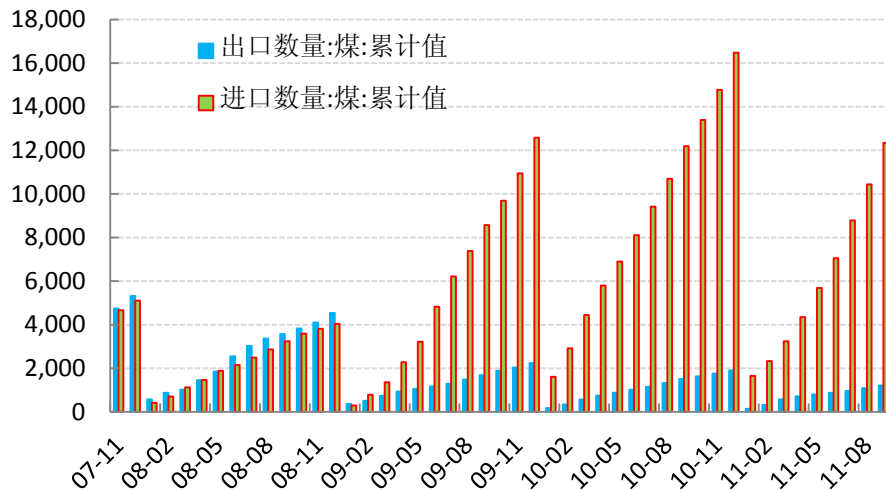
“十二五”规划指出，基本建立利益共享的铁矿石、煤炭等钢铁工业原燃料保障体系，新增境外铁矿石产能 1 亿吨以上。

3.2. 煤炭价格小幅震荡依旧

由于国内的煤炭生产情况，铁路运输状况，港口状况及煤炭消费状况，在国民经济运行状况未发生重大变化的情况下，都相对稳定，不会出现大起大落的情况，所以对中国煤炭市场的影响相对温和。受宏观形势影响下游需求萎靡，大幅上涨的可能性很小。我们认为，现在分析中国煤炭市场的行情，特别是分析海运煤炭市场的行情，要特别关注国际煤炭市场的动向，尤其是印度尼西亚的煤炭市场的动向。

我国 2008 年之前一直是煤炭净出口国，2008 年当年我国煤炭净出口数量为 503 万吨（2007 年净出口 215 万吨）。2009 年进出口状况发生了根本变化，我国由煤炭净出口国转变为净进口国，2009 年当年净进口量达到 10343 万吨。2010 年我国净进口量更是增加到 14575 万吨。今年前 9 个月净进口量为 11131 万吨，预计今年全年很可能超过 2010 年。

图 19 我国煤炭进出口当年月度累计数量（单位：万吨）



资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

从累计数量看，今年 1-9 月我国共进口煤炭 12343 万吨，比今年 1-8 月份的 10439 万吨增长 9.92%。而今年 1-9 月份累计出口煤炭仅 1212 万吨。就是说，今年前 9 个月我国净进口煤炭 11131 万吨，同比 2010 年前 9 个月的煤炭净进口量增长 4.24%。

我们认为，中国煤炭市场的波动也形成了自己的规律，并将在 2012 年延续。最明显的时段特征就是每年七、八、九三个月的迎峰度夏及每年十、十一、十二三个月的迎峰度冬，以及一个相对较弱的每年二、三月的春节假期。

我们认为，我国煤炭进口量增加，一方面将对国际煤炭市场价格形成一定支撑，国际煤价很可能就此趋稳；另一方面对国内煤炭价格则将形成一定的压力，有利稳定用煤旺季煤价。因此煤炭的价格未来总体上表现为小幅震荡。

3.2.1. 动力煤价格涨势有限

根据 wind 数据，秦皇岛港动力煤平仓价 2011 年上涨 7.7%。预计 2012 年维持小幅上涨趋势。

图 20 秦皇岛动力煤平仓价（单位：元/吨）



资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

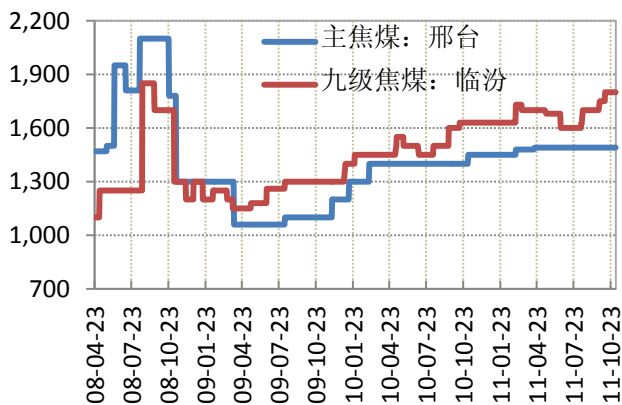
今年以来，我国动力煤价格持续震荡上行。目前，秦皇岛港山西优混的平仓价格达到 855 元人民币/吨，广州港山西优混（5500 卡）价格为 975 元人民币/吨。而印尼 5500 卡动力煤广州港舱底含税价目前为 840 元人民币/吨。

对于我国东南沿海地区而言，从秦皇岛港运煤与从东南亚如印尼并无本质的差别，关键要看煤的市场价格及加上运费等费用后的对比，在目前价格合适的情况下，进口煤炭成为这些地区的必然选择。进口煤的大量存在，是影响今年旺季煤炭价格变动的重要因素之一，会在一定程度上对煤价的上涨形成压力。

3.2.2. 焦煤及焦炭价格小幅上涨

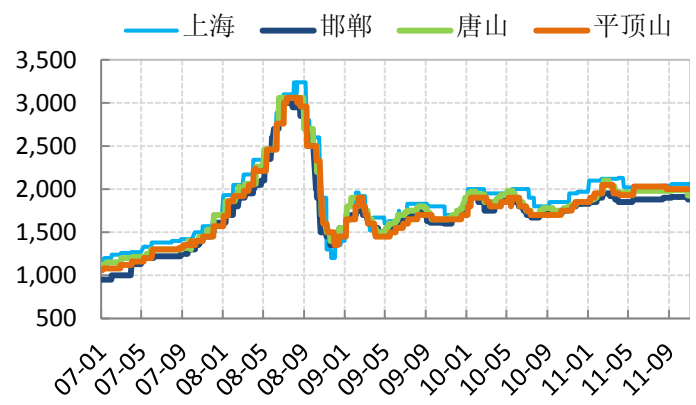
今年焦煤及焦炭价格一直保持较为稳定的态势，但由于下游需求萎缩，钢企停炉检修增多，需求减少，价格下行压力增大，焦化企业已开始限产保价。预计明年市场回暖，钢企开工率回升后焦煤及焦炭仍会持续小幅上涨的趋势，但受制于钢材价格和钢材需求的萎靡不振，难有较大涨幅。

图 21 焦煤价格（单位：元/吨）



资料来源：wind，华宝证券研究所整理

图 22 国内主要城市二级冶金焦含税价格（单位：元/吨）



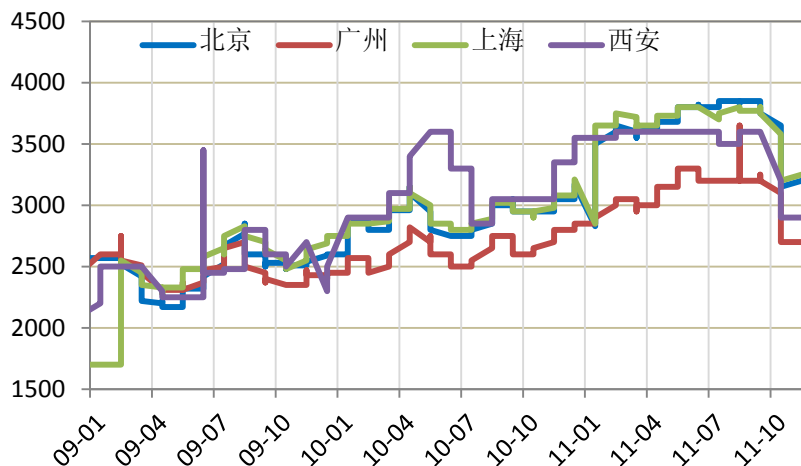
资料来源：wind，华宝证券研究所整理

3.3. 废钢供给紧缺加大 价格走势将强于钢价

我国钢铁业以高炉炼钢工艺为主导，电炉炼钢虽得到鼓励，但由于积蓄规模尚未形成，废钢资源逐年增加的速度，远远落后于粗钢产量增长的速度，从而形成了过度依赖于进口铁矿石生产、增产的局面。

由于我国钢材保有量较低，废钢资源较为稀少，因此废钢在钢材冶炼中的比重不是很高。2010 年我国废钢铁消耗总量为 8670 万吨，废钢比为 13.84%。2009 年全球消耗废钢 4.6 亿吨，废钢比 37.6%，是我国的 2.6 倍。我国废钢消耗水平远低于其他国家，资源紧缺，需求量大。因此，就目前现状而言，钢企在冶炼过程中以铁水为主要原料，根据需要灵活调节废钢使用量，废钢成本的变动对于冶炼成本的影响相对有限。

图 23 国内主要城市废钢含税价格（单位：元/吨）



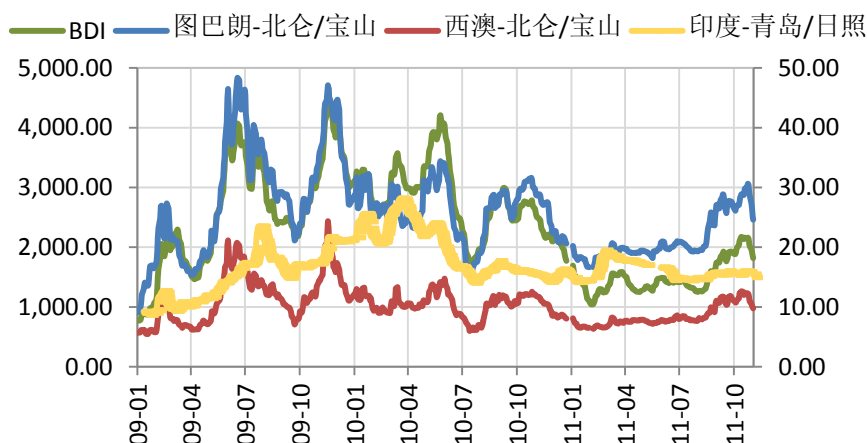
资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

在进口方面，日本一直是最大的废钢来源国，欧美以自用为主，出口量较少。由于今年日本地震的影响，中国海关加大废钢检测力度，前 3 季度从日本进口量下降 20.7%，美国取代其为第一，而在 2010 年中国废钢的进口来源国中，日本占 45.9%，美国为 29.3%。而欧洲钢产量出现回升态势，废钢出口量下降。

由于全球废钢供应长期偏紧，欧美一直提高废钢使用比例，以本国消耗为主，出口量少；而新兴市场需求旺盛，消费积蓄量又不足。对于我国，钢铁消费积蓄量集中在近 10 年，进入报废期尚需时日，废钢资源不足瓶颈仍将存在，目前中国人均用钢量尚未达到国际水平的 50%，随着产量的提高，预计在 15 年内废钢市场达到平衡。因此我们认为废钢的供需关系在短期内难以得到缓解，其价格走势将强于钢材的价格。

3.4.运输价格低位震荡

图 24 铁矿石运价指数（单位：美元/吨）



资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

今年前 8 个月波罗的海干散货指数（BDI）维持平稳运行，而从 8 月到 10 月出现暴涨，涨幅超过 70%。进入十月下旬，由于铁矿石价格暴跌以及对经济形势的担忧又出现下跌趋势，截止 2011 年 11 月 4 日，巴西图巴郎-北仑/宝山的海运费均价为 21.34 美元/吨，西澳-北仑/宝山为 8.43 美元/吨，印度-青岛/日照为 16.19 美元/吨，与 2010 年相比分别下降 19%，18.9%和 15.7%。

我们认为 2012 年随着经济缓慢复苏运价会维持低位波动的局面，但难有大幅升高的动力，现有运价已处于较低水平，对钢企盈利能力的影响也十分有限，可不必过分关注。

4. 产业前景及投资机会分析

《钢铁工业“十二五”发展规划》（简称《规划》）近日出台对钢铁产业的未来发展趋势指出了明确方向。钢铁行业将迎来产业整合、产品升级、技术创新、服务转型、国际战略的发展高潮。相应地，并购整合、资产注入、产业布局调整、产品档次升级、特钢和钢铁新材料等将会成为未来 4 年钢铁行业的看点和热点。于此同时，钢企由于饱受微利之苦也会将业务拓展至上下游产业。这样的横向整合与纵向延伸会对钢企的盈利状况产生何种效果，这种效果如何体现在股价中，值得我们关注。

4.1. 产业整合期待质变

随着今年底高库存逐渐消化，明年钢企的成本压力会有所缓解，但由于钢铁行业存在行业集中度过低，产品同质化严重，下游需求萎靡不振等因素，钢铁行业高成本低收益的状况还将延续。

我国虽早已是世界第一产钢大国，占据世界近一半的钢产量，但是过低的产业集中度，产品的同质化和企业间的无序竞争使得我国的钢铁行业大而不强。《钢铁工业“十二五”规划》对钢铁行业的结构、布局及发展思路方面提出新的要求。同时，山东省钢铁产业结构调整开始试点，在压缩产能，提高集中度，提高产品品质等方面都提出了明确的要求。《规划》相应地提出了主要目标：

- 节能减排 淘汰落后。淘汰 400 立方米及以下高炉（不含铸造铁）、30 吨及以下转炉和电炉。
- 产业集中度。大幅度减少钢铁企业数量，国内排名前 10 位的钢铁企业集团钢产量占全国总量的比例由 48.6% 提高到 60% 左右。
- 产业布局。产能过剩地区的盲目扩张得到抑制，建成湛江、防城港钢铁精品基地，从根本上解决“北钢南运”问题。

4.1.1. 淘汰落后产能

2011 年，我国钢铁行业计划淘汰落后炼铁产能 2653 万吨，比去年的淘汰任务量减少 347 万吨，计划淘汰落后炼钢产能 2627 万吨，比去年的淘汰任务量增加 1550 万吨。其中，河北省计划淘汰炼钢产能 1550 万吨，占炼钢总淘汰产能的 59%。“十一五”期间，共淘汰落后炼铁产能 12272 万吨、炼钢产能 7224 万吨。但我们需看到新增产能的幅度要大于淘汰的落后产能，而且新增产能大多没有严格的审批手续。

“十二五”时期是淘汰落后的攻坚期，继续严格执行节能、土地、环保等法律法规，综合运用差别电价、财政奖励、考核问责等法律手段、经济手段和必要的行政手段，加大淘汰落后产能力度，公告淘汰落后产能企业名单，切实落实淘汰落后年度计划，严禁落后产能转移。要将上大与压小相结合，淘汰落后与新上项目相结合，根据各地区淘汰落后产能情况，优先核准淘汰落后任务完成较好地区和技术改造项目。

表 5 “十二五”期间拟落后生产工艺装备和产品

01 烧结、球团和炼焦 生产工艺装备	90 平方米以下烧结机，土烧结矿、热烧结矿工艺，8 平方米以下球团竖炉，土法炼焦（含改良焦炉），单炉产能 7.5 万吨/年以下或无煤气、焦油回收利用和污水处理达不到准入条件要求的半焦（兰炭）生产装置，炭化室高度 4.3 米（捣固焦炉 3.8 米）以下常规机焦炉。
-------------------------------	---

02 炼铁、炼钢生产工艺装备	400 立方米及以下的炼铁高炉，200 立方米及以下的专业铸铁管厂高炉，生产地条钢、普碳钢的工频和中频感应炉（机械铸造用钢锭除外），30 吨及以下炼钢转炉，15000 千伏安及以下（30 吨及以下）炼钢电炉，5000 千伏安及以下（公称容量 10 吨及以下）高合金钢电炉。
03 轧钢生产工艺装备	复二重线材轧机，叠轧薄板轧机，横列式棒材及型材轧机，普钢初轧机及开坯用中型轧机，热轧窄带钢（600 毫米及以下）轧机，三辊劳特式板轧机，直径 76 毫米以下热轧无缝管机组，三辊横列式型线材轧机（不含特殊钢生产）。
04 落后产品	热轧硅钢片，I 级螺纹钢产品，II 级螺纹钢产品（按建筑行业用钢标准和建筑规范要求淘汰），25A 空腹钢窗料，普通松弛级别的钢丝、钢绞线。 工频和中频感应炉等生产的地条钢、普碳钢及以其为原料生产的钢材产品。

资料来源：工信部《钢铁工业“十二五”规划》，华宝证券研究所整理

4.1.2. 兼并重组提高产业集中度

4.1.2.1. “十一五”重组加速

“十一五”期间尽管重组面临着地方积极性低、资金落实渠道有限等传统的老大难问题，但须看到较此前联合重组步伐加快，跨地区重组也不断推进。宝钢重组新疆八一钢铁、韶钢和宁波钢铁，武钢重组鄂钢、柳钢和昆钢股份，鞍钢联合重组攀钢，首钢重组水钢、长治钢铁、贵阳钢铁和通化钢铁，沙钢重组河南永钢，华菱钢铁重组无锡钢厂等基本完成。区域联合重组取得新进展，相继组建了河北钢铁集团、山东钢铁集团、渤海钢铁集团、新武安钢铁集团，河北钢铁集团还探索以渐进式股权融合方式重组了区域内 12 家钢铁企业。

表 6 近年我国钢铁企业兼并重组事件

重组主体	重组项目	年份
鞍钢集团	鞍本联合	2005
	鞍钢与凌钢联合组建朝阳凌钢公司	2007
	本钢参股天铁钢板有限公司	2008
	本钢与北台钢铁重组	2010
	鞍钢与攀钢联合成立鞍钢集团有限公司	2010
	鞍钢集团重组福建三钢方案已上报工信部	2010. 12
河北钢铁集团	唐钢与首钢联合建设首钢京唐钢铁	2005
	唐钢、承钢、宣钢合并组建新唐钢集团	2005
	新唐钢与邯钢组建河北钢铁集团	2008
	控股石钢	2010
	重组河北敬业、唐山松汀、邢台龙海、永洋钢铁、吉泰特钢等 5 家民企	2010
	重组九江线材、燕山钢铁、荣信钢铁、鑫达钢铁、新金钢铁、裕华钢铁、金鼎重工 7 家民营钢企。	2010. 12
宝钢集团	重组上钢、梅钢	1998
	控股八一钢铁、参股邯宝	2007
	成立广钢集团	2008
	控股宁波钢铁	2009
	宝钢集团重组福建德盛镍业	2010
山东钢铁集团	济钢、莱钢、山东冶金	2008
	重组日照钢铁	2009

武钢集团	重组鄂钢	2005
	重组昆钢	2007
	成立广西钢铁集团	2008
沙钢集团	重组淮钢	2006
	重组安阳永兴钢铁、江苏永钢、鑫瑞特钢	2007
	重组江苏锡兴	2009
	沙钢集团与锡兴集团联合重组签约，沙钢集团出资购买锡兴集团公司股权成立江苏沙钢集团锡兴特钢有限公司。	2010.3
渤海钢铁集团	天津钢管、天钢、天铁、天冶四家联合	2010
太钢集团	太钢和美锦钢铁正式签署《委托经营管理合作框架协议》。	2010
湖南华菱集团	湘钢、涟钢、衡钢合并	1997
	控股江苏锡钢	2007
马钢集团	重组长江钢铁	2010

资料来源：华宝证券研究所整理

4.1.2.2. “十二五”鼓励跨地区、跨资本式并购

“十二五”规划指出，将鼓励社会资本参与国有钢铁企业兼并重组。重点支持优势大型钢铁企业开展跨地区、跨所有制兼并重组。充分发挥宝钢、鞍钢、武钢、首钢等大型钢铁企业集团的带动作用，形成3~5家具有核心竞争力和较强国际影响的企业集团。重点推进完善鞍钢与攀钢、本钢、三钢等企业，宝钢与广东钢铁企业，武钢与云南、广西钢铁企业，首钢与吉林、贵州、山西等地钢铁企业兼并重组。

积极支持区域优势钢铁企业兼并重组，大幅减少钢铁企业数量，促进区域钢铁企业加快产业升级，不断提升发展水平，形成6~7家具有较强市场竞争力的企业集团。巩固河北钢铁、山东钢铁重组成果，积极推进唐山渤海钢铁、太原钢铁（计划2013年完成对美锦、安泰等太原基地钢铁企业和中宇、通才、立恒、翼城酒钢等临汾基地钢铁企业的重组）开展兼并重组，引导河北、江苏、山东、山西、河南、云南等省内钢铁企业兼并重组。

加强兼并重组协调管理，保持各钢铁企业间的和谐健康发展，避免形成恶性竞争。重组企业要发挥协同效应，注重体制和机制创新，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合，再造业务流程。

我们认为节能减排、淘汰落后的同时，通过兼并重组提高行业集中度则是改变行业无序竞争局面，进而促进钢铁产业升级的重要且必经的道路，而随着兼并重组的延续并深化，产能将向优势钢企集中。总体上有利于大中型钢企的发展，并主要在相关上市公司得到体现。

4.1.2.3. 近期值得重点关注上市公司的资产整合：

- 济钢、莱钢一吸收合并，双方重大资产重组目前已获得证监会重组委有条件通过。根据该最新方案，莱钢股份与济南钢铁的换股比例为1: 2.43，济南钢铁向济钢集团和莱钢集团发行股份购买其存续主业资产，存续上市公司济南钢铁更名为山东钢铁股份有限公司。根据新方案，在就重组方案表决时除山钢集团及关联企业以外的全体股东，不论投票方式，均可全部或部分行使现金选择权、收购请求权。根据目前股价莱钢股份股东选择换股将更加有利。
- 酒钢宏兴一非公开发行股票申请目前获得中国证监会核准，进入实质性运作阶段，非公开发行的两个募投项目，一个用于榆钢支持地震灾区恢复重建项目；一个将用于购买大股东酒钢集团不锈钢资产。

- 华菱钢铁—重组锡钢。目前董事会被外资股东米塔尔公司董事否决，但重组锡钢的新方案值得关注。
- 八一钢铁—整体上市计划值得关注，铁前资产注入或将启动。
- 柳钢股份整体上市，柳钢集团下的钢铁资产（两条热连轧和一条冷连轧产线）注入。武钢、柳钢、昆钢、鄂钢与防城港项目都属于武钢集团旗下，武钢集团下钢铁资产有望进一步重组整合。
- 首钢股份—搬迁相应的重大资产重组。公司股票自 2010 年 10 月 29 日停牌至今，2010 年 12 月底前石景山厂区基本全部停产。建议积极关注重大资产重组方案的披露。我们认为河北迁安钢铁有限责任公司和首钢矿业公司有望成为置换淘汰的产能。
- 攀钢钒钛—与鞍山钢铁集团公司资产重组。本公司拟以持有的钢铁相关业务资产与鞍山钢铁集团公司持有的鞍钢集团鞍千矿业有限责任公司 100% 股权、鞍钢集团香港控股有限公司 100% 股权及鞍钢集团投资（澳大利亚）有限公司 100% 股权置换。该事项目前处于证监会审核阶段。拟置换资产目前经营情况较好。
- 新钢股份—拟非公开发行，计划募资总额不超过 25 亿元用于收购大股东新钢集团持有的铁坑矿区、良山矿区、太平矿区和流元矿区麻石下矿段的采矿权，并进行上述矿区的建设工程。若本次 1.27 亿吨铁矿石成功注入，将成为公司未来业绩一大看点。
- 太钢不锈—公司最近高层有调整的迹象，吕梁地区矿产资源股权进驻到上市公司的进度是值得关注的最大看点。
- 抚顺特钢—公司第二大股东抚顺特殊钢（集团）有限责任公司破产财产按照法定程序，进入抚顺市产权交易中心，公开征集受让方。公司第一大股东东北特殊钢集团将受让二股东持有的股权。后续有望启动集团下大连特钢、北满特钢的资产注入实现特钢整体上市。公司目前一条高附加值高温合金钢 3000 吨生产线将在今年年底投产，值得关注。
- 河北钢铁—集团旗下钢铁优质资产注入期待整体上市。公开增发收购邯宝钢铁 100% 股权事项的证监会核准批文有效期至今年 11 月 30 日，因此实际操作迫在眉睫，公司目前的股价已经低于制定增发方案时的“参考价”（约 4.214 元），存在“缺募”的可能，基于此，集团近日做出承诺待增发完成后即启动将其持有的铁矿石业务及相关资产注入，意在拉升股价。另外，后续宣钢和舞钢注入或将启动，而省内钢铁业务目前正逐步整合到集团旗下，其中的优质资产也将陆续注入。
- 精工钢构—公开增发募资拟投资于以下四个项目：重型异型钢结构生产基地项目、华南工业建筑系统产业化项目、多层商用钢结构集成建筑项目、光伏建筑一体化项目。目前已经拿到证监会的核准批文，增发箭在弦上。
- 方大炭素—2011 年 7 月 18 日董事会公告非公开发行预案。方案尚需股东大会、证监会审核等程序。募投项目为 3 万吨/年特种石墨制造与加工项目和 10 万吨/年油系针状焦工程项目。

4.1.3. 产业布局“北减南增” 服务国家经济发展战略

改变钢铁业发展“北重南轻”的局面，重点发展东南沿海钢铁基地，而环渤海、长三角地区原则上不再布局新建钢铁厂，西部地区如新疆等则可适度发展。

一般钢企靠沿海布局，运输成本较低，加上有一定的运输半径，这次要“建成湛江、防城港钢铁精品基地”，将彻底改变东南沿海钢材供需矛盾，促进海峡西岸经济发展。我们认为因重点关注福建和广东板块钢铁发展的机遇，如三钢、韶钢等将实质性受益。

4.2. 产品升级决定钢企竞争力

中国钢铁业从上世纪末已经连续 10 年位居世界首位，但钢铁行业企业销售利润率却基本被上下游蚕食，远不及日本、欧洲等国际先进钢企的盈利水平，故亟待加快产业结构调整，提升质量效益。

《规划》指出，我国钢铁品种质量亟待升级。据了解，我国钢材产品实物质量整体水平仍然不高，只有约 30% 可以达到国际先进水平。要全面推进钢材品种、质量和标准的提升，加大高强钢筋的推广应用，发展关键钢材品种，促进特钢品质全面升级。

表 7 下游行业主要用钢材产品升级方向

01 建筑业	适应减量化用钢趋势，升级热轧螺纹钢标准，重点发展 400 兆帕及以上高强度螺纹钢、抗震钢筋、高强度线材（硬线）；在钢结构建筑领域重点推广高强度、抗震、耐火耐候钢板和 H 型钢的应用。
02 机械行业	重点发展高强度、低合金中厚板和高强度棒材，提高钢材产品质量稳定性。
03 造船业	重点发展油船用高品质耐蚀船板、大型液化天然气（LNG）运输船用低温压力容器板和高强度船板。
04 汽车业	重点发展 700 兆帕及以上高强度汽车大梁板，780 兆帕~1500 兆帕高强度汽车板，高强、超高强帘线钢等产品。提高产品表面质量和质量稳定性。
05 家电业	重点发展高强度、薄规格家电钢板，提高板材表面质量、平整度，推广使用钝化或耐指纹膜处理的镀铝锌钢板、热镀锌无铬钝化板、无铬彩涂板、电工钢环保涂层板等绿色环保用材。
06 电力业	重点发展超临界、超超临界火电机组用大口径耐热、耐高压管，核电机组用高性能铁素体和奥氏体不锈钢、锰镍钼类合金钢管，低铁损、高磁感硅钢，非晶带材。

资料来源：工信部《钢铁工业“十二五”规划》，华宝证券研究所整理

品种质量作为《规划》的首要目标：产品质量明显提高，稳定性增强，满足重点领域和重大工程需求，支撑下游行业转型升级和战略性新兴产业发展。进口量较大的高强高韧汽车用钢、硅钢片等品种实现规模化生产，国内市场占有率达到 90% 以上；船用耐蚀钢、低温压力容器板、高速铁路车轮及车轴钢、高压锅炉管等高端品种自给率达 80%。400 兆帕及以上高强度螺纹钢比例超过 80%。

“十二五”时期，为适应国家产业转型升级需要，钢企将把产品升级放在首位，将提高量大面广的钢材产品质量、档次和稳定性作为产品结构调整的重中之重，全面提高钢铁产品性能和实物质量，加快标准升级，有效降低生产成本。同时，既要做强钢铁主业，又要积极向钢铁上下游产业链延伸，建立并完善多元产业发展格局。

我们认为，产品竞争将是“十二五”期间钢企竞争的主要方向，一大批落后产能、落后低附加产品将被市场以及政策引导迫使出局，市场有效性加强，如技术含量较高的板材弱于低附加值的长材现象将根本改观。综合而言，上市钢企代表着我国钢铁产业的先进生产力，有着产品质量相对高的优势，并且产品升级的基础也较好，政策也会倾斜于大钢企，从而竞争力将会显著提升，而一批具有产品独特性和代表性的钢企更将出类拔萃，依托产品升级持续壮大、由大转强，如宝钢、抚顺特钢、大冶特钢、太钢不锈等。

4.3.钢铁新材料—特殊钢前景广阔 期待高估值

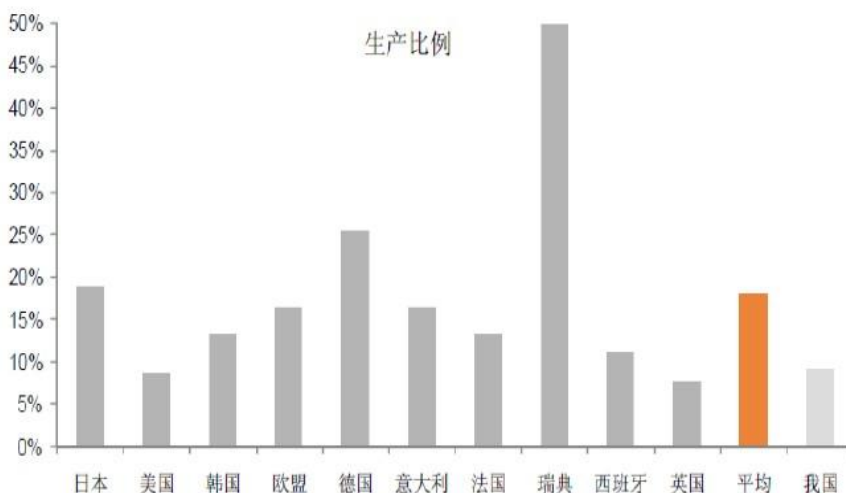
《规划》指出，“十二五”将支持企业围绕战略性新兴产业开发钢铁新材料。鼓励钢铁企业建立钢材服务中心，联合下游行业开发钢铁新材料和下游产品，为用户提供全方位钢铁材料解决方案，实现钢铁工业与下游行业互利共赢。

高端装备制造、新能源和新能源汽车、国防军工重大工程需要新材料产业提供支撑和保障。钢铁新材料则主要为高性能、高附加值的特殊钢。

4.3.1.我国特殊钢整体水平较低 产品亟待升级

特殊钢，尤其是高品质特殊钢是重大装备制造和重点工程建设所需的关键材料。特殊钢的制造水平代表了一个国家的工业化发展水平。我国作为钢铁大国，虽已成为世界最大的产钢国，占据全球近一半的产能，但是大而不强。同世界发达国家相比，能够体现我国钢铁产业水平的特钢产业还处于一个较低的水平上，在生产比例上远低于世界平均 15% - 20% 的水平，且中低端产品比重高达 80%，高端产品如模具钢、高速钢等还主要依赖进口。

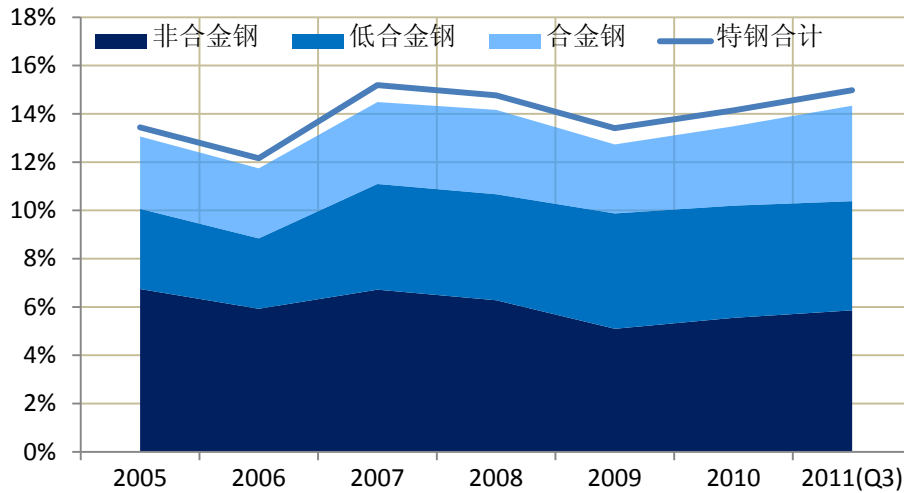
图 25 各国特钢占粗钢产量比重



资料来源：华宝证券研究所，特钢企业协会

“十一五”期间，相比于普钢的高速增长，我国特钢比例始终保持在 14-15% 的水平。根据中钢协统计，2011 年 1-9 月全国 32 家特钢企业合计生产粗钢 7873 万吨，同比增长 10%，产量占全国总产量的 14.98%，其中非合金钢，低合金钢和合金钢分别占 5.86%，4.52% 和 3.96。而这其中能够体现特钢性质（包括特殊质量的合金钢、不锈钢及特种合金钢等）的产量只占其中的 1/4，特钢不特的现象十分明显。

图 26 我国近几年特殊钢分布结构



资料来源：华宝证券研究所，特钢企业协会

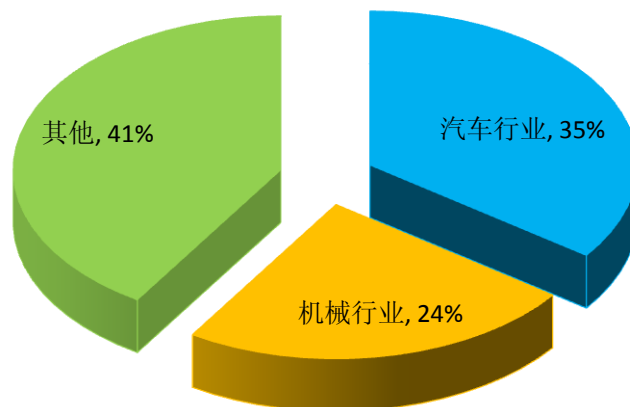
4.3.2. 特殊钢发展提速 未来市场需求巨大

粗钢增幅已由 2009 年的 13.6% 降至 2010 年的 9.26%。但特殊质量合金钢增幅却由 2009 年的 18.31% 增至 2010 年的 27.15%，说明特钢发展空间相对较大。

从市场需求方面来看，特钢作为机械、汽车等装备制造业及海工、能源等重点工程的重要原材料，同时也是重大装备制造、重大工程建设、战略性新兴产业及国防先进武器、核电建设所需的核心、关键、难以替代的材料，未来产业升级产生的需求潜力远大于目前已趋于饱和的普碳钢。我国特钢行业与国际先进水平在高端产品的数量和质量方面还存在一定差距，高端产品份额还基本被进口产品所占据。随着装备制造业的发展，我国对于特钢产品的需求还在逐步增加，这对于国内的特钢企业来说是十分巨大的市场。

国内特钢主要消费市场：交通行业、机械行业、电力行业。

图 27 我国特殊钢消费结构



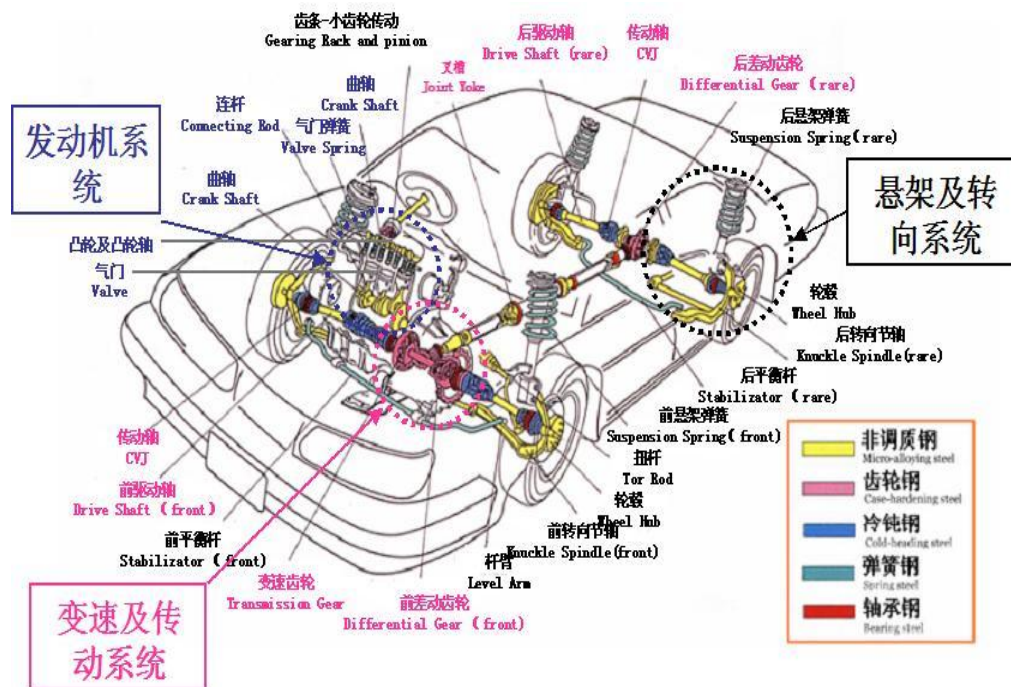
资料来源：华宝证券研究所，特钢企业协会

未来潜力较大的是：工程机械、石油化工、电站（核电、火电）、运输机械（含高速列车、汽车等）以及航空、军工等行业。

首先是汽车和机械产业的需求。据统计，特钢的主要消费市场是汽车行业和机械行业，二者消费了近六成的特钢。以汽车产业为例，汽车中对于特钢的使用相当广泛，不仅是车

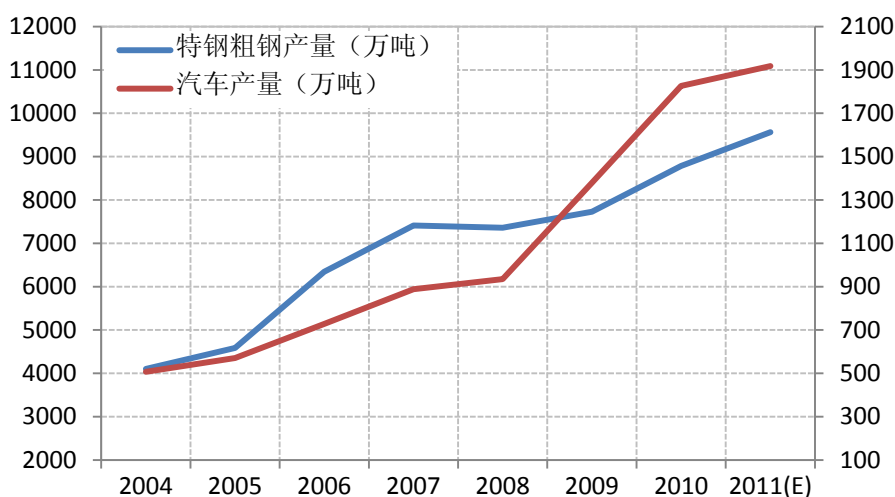
身的超高强度及高强度钢，还用到了大量的齿轮钢、弹簧钢和轴承钢。现在轻量、安全、环保已经成为汽车行业的发展方向，而这离不开特钢在汽车中的大规模使用。有研究表明，我国国产汽车普遍比进口同级别汽车重 10-20%，这说明国产汽车中特钢使用比例偏低。特钢在汽车行业中的应用具有广阔市场。

图 28 特殊钢-汽车零部件产业链



资料来源：华宝证券研究所，特钢企业协会

图 29 汽车产量与特钢产量



资料来源：华宝证券研究所，特钢企业协会

其次是来自高端装备制造业的需求。高端装备制造业是作为“十二五”期间七大战略新兴产业之一，是实现我国从“制造大国”向制造强国转变的重点内容。其细分产业包括航空、高铁、海工、能源等，预计“十二五”期间投资规模将达到 10 万亿元。以海洋工程中的钻井平台为例，虽然钻井平台用钢已被国内厂家攻克，可提供 90% 的钻井平台用钢。但是关键部位高强度高耐蚀性钢仍需进口，价格非常昂贵且交货周期长，产品竞争力极强。

第三是替代进口的需求。由于我国特钢行业长期处于较低水平，进口高端特钢长期占据较大份额。随着特钢行业技术水平的提高及国家的扶持，这一部分市场将会逐渐被国产特钢取代，并给企业带来丰厚的利润。

4.3.3. 特钢迎来发展大机遇 政策有望给力

“十二五”是我国特钢发展战略机遇期。中央“十二五”规划建议提出，今后要重点发展先进装备制造业，调整优化原材料工业，“装备制造”与“原材料”这一对产业链被双双列入中央“十二五”规划建议，“重点发展”和“调整优化”，这是难得的历史机遇。

高端制造业是“十二五”规划重点，是衡量一个国家综合竞争实力的重要标志。航空和高铁等先进运输装备、海洋工程装备、高端智能制造装备、风机装备、核电装备、冶金设备、环保装备、电子设备都属于高端制造的范畴。

制造业用钢、汽车用钢、海洋工程用钢、高速车辆用钢、大飞机项目用钢、能源用钢、U型管用镍基合金等不锈钢材料、模具行业用钢、高温合金是“十二五”期间特钢规划的重点和亮点。

特钢行业的产品升级和技术进步已成为国家规划的战略重点。工信部公布的《钢铁工业十二五规划》中指出，将促进特钢品质全面升级，大力推进特钢企业技术进步和产品升级换代，开发绿色低碳节能环保型钢材以及装备制造业、航空航天业所需的高性能特钢材料。着重提高轴承钢、齿轮钢、工模具钢、不锈钢、高温合金等特钢产品的质量和性能，特别是延长使用寿命。而在即将发布的《新材料“十二五”规划》中，有关人士透露，也将高品质特殊钢作为“新材料”重点提出。

特殊钢在多个国家战略规划中作为重点发展，显示了国家推进产业升级的决心。我们有理由相信，随着规划的逐步落实，相应的优惠政策也会相继出台。特钢产业的发展离不开大量的资金投入和技术支持，国家的大力扶持将会给特钢行业插上腾飞的翅膀。

4.3.4. 合理布局、兼并重组促进特钢行业发展

“十一五”期间，在政府导向和市场配置下，逐步形成四大区域特钢企业集团和三大专业化特钢企业：

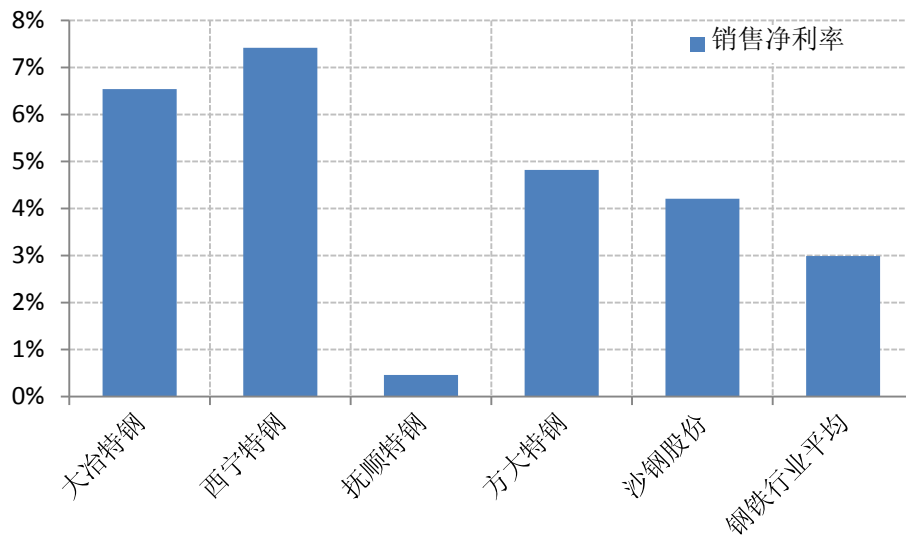
- 东北地区：东北特殊钢集团公司
- 华东地区：宝钢股份特殊钢制造部
- 华东-中南地区：中信泰富特钢集团
- 西北地区：西宁特钢集团
- “南宝北太”不锈钢专业化企业：太原钢铁（集团）公司 [太钢（产能 300 万吨/年）和宝钢不锈钢分公司（产能 144 万吨/年）]
- 合金钢中厚板专业化企业：舞阳钢铁公司
- 合金钢管专业化企业：天津无缝钢管公司

《钢铁工业十二五规划》指出，将支持特钢企业兼并重组，增强太钢、中信泰富、东北特钢、宝钢特钢等特钢龙头企业的引领作用，鼓励特钢企业走“专、精、特、新”的发展道路，支持大力发展特钢废钢回收体系等特钢配套产业。

4.3.5. 特钢资产优质化 期待回归高估值

我们根据 2011 年三季报整理了五家特钢企业的销售净利率进行统计发现，特钢企业销售净利率要普遍高于钢铁行业平均值，而其中抚顺特钢利润率偏低与其资产减值损失增加有关，西宁特钢利润率最高则与其矿产业务的高盈利优势密不可分。

图 30 特钢企业和钢铁行业销售净利率



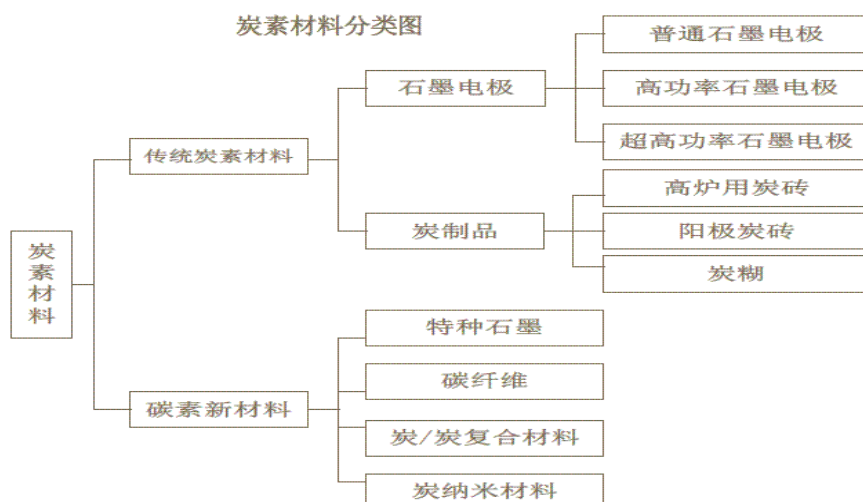
资料来源：华宝证券研究所，特钢企业协会

特殊钢作为高端制造业的重要材料，价格高昂，应用高端技术领域，其属性更加偏向高端材料甚至新材料，而和一般的普碳钢有很大差异，期待业绩高增长并取得更高的估值。

目前我国特钢企业较具规模和技术优势的有中信泰富特钢、宝钢股份特钢公司、西宁特钢（600177）、太钢不锈（000825）、中原特钢（002423）、东北特钢旗下的抚顺特钢（600399）、方大特钢（600507）等数家公司，目前处于前 5 家的特钢企业产量占到全行业的 49.3%。我们更加看好具有“高端高温合金钢优势+东北特钢集团整体上市预期”的抚顺特钢、“产能扩张和资源优势+宝钢重组预期”的西宁特钢。

4.4.炭素新材料步入加速度跑道

图 31 炭素材料分类图

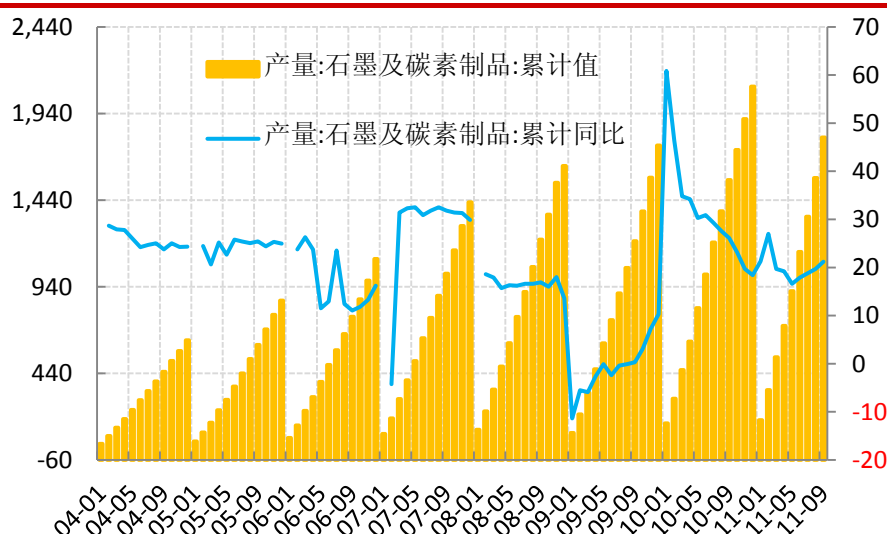


资料来源：华宝证券研究所，特钢企业协会

21 世纪被誉为“炭的世纪”，炭素材料素有“黑金子”之城。炭素制品按原料和生产工艺不同，可分为石墨制品、炭制品、炭素纤维、特种石墨制品等。

目前已经形成规模应用的炭素新材料主要有各种特种石墨、碳纤维、碳/碳复合材料等，而更高端的石墨烯和纳米碳管等已经处于突破阶段。炭素新材料广泛用于航空航天、核能、风能、硬质材料制造等行业。

图 32 今年石墨及炭素制品月度累计产量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，华宝证券研究所

4.4.1. 特种石墨、碳纤维前景广阔

特种石墨作为具备多种优良特性的炭素新材料，被广泛应用于半导体、光伏太阳能、电火花及模具加工、核能、冶金、航天等众多领域，目前国内特种石墨的市场供给明显不足，尤其是直径 600 毫米以上、粒度 10 微米以下的高端产品主要依赖国外进口。

根据《世界能源统计回顾 2011》的统计，2010 年末全球光伏装机容量为 39.78GW，其中我国为 893MW，仅占 2.2%。2011 年 5 月，国家发改委能源研究所副所长李俊峰公开表示，到 2015 年国内的光伏装机容量目标将达到 10GW，到 2020 年目标至少要到 50GW。以此规划目标测算，2015 年我国光伏装机容量将达到 2010 年末的约 11 倍，2020 年将达到 2010 年末的约 56 倍，随着光伏太阳能产业的迅速发展，其对特种石墨的市场需求亦将成倍增长。

在光伏、模具加工和核电等下游行业快速发展的背景下，“十二五”期间我国特种石墨产量将大幅增长，复合增长率有望达到 35%。我国目前等静压石墨的供给严重不足，2010 年的自给率仅有约 25%。预计 2015 年我国各类特种石墨自给率将提升至 45%。未来随着我国半导体、光伏太阳能、电火花及模具加工、核电等产业的加快发展，特种石墨的市场需求将呈现快速增长态势，尤其是大规格、细粒度特种石墨将具有良好的市场前景。

当前我国特种石墨产能分布：新成特碳 39%；方大碳素 22%；兴和永兴 16%；中钢吉炭 7%；唐山金湾 4%；其他 12%。

4.4.2. 重点发展“碳/碳复合材料”

碳纤维被广泛应用于飞机制造、风力发电叶片、海洋钻探、汽车构件、体育器材、医疗器械、建筑补强材料等行业，被誉为 21 世纪的“新材料之王”。碳纤维作为战略性新兴产业中的一种重要产品，正受到越来越多人的关注。2010 年 PAN 基碳纤维的全球需求量约 5 万吨，预计到 2014 年将超过 7.5 万吨，到 2018 年需求量将达到 11 万吨。目前国内

碳纤维总产能为 4000 吨/年，而实际产量不足 2000 吨，自给率不足 20%，进口替代市场空间巨大。

“十二五”期间，我国将以碳/碳复合材料为重点，积极开发新型超大规格、特殊结构材料的一体化制备工艺，推进高性能复合材料低成本化、高端品种产业化和应用技术装备自主化。此外，还将提升高性能增强纤维规模化制备水平，积极开展高强、高模等系列碳纤维开发和产业化，加快推广高性能复合材料在航空航天、风电设备、汽车制造、轨道交通等领域的应用。

碳纤维低成本化将作为“十二五”期间的重大工程之一，目标到 2015 年碳纤维产能达 1.2 万吨，基本满足航空航天、风力发电和运输装备等领域的需求。中钢吉炭将作为重点研发单位而受益。

4.4.3. 关注主要投资标的

相关上市公司有：中钢吉炭(000928)、博云新材(002297)、方大炭素(600516)、*ST 东碳(600691)、豫金刚石(300064)等。作为业内领先的地位，重点关注前三家的投资机会。

● 方大炭素

公司主要炭素生产企业布局在全国各地，12 万吨产能位于资源丰富、能源相对廉价的西部地区兰州本部，西南的成都和东南的合肥各有 2 万吨产能，而靠近原材料的抚顺则有 4 万吨产能，同时公司在北京设立方大炭素科技有限公司，负责统一的销售和采购。良好的地域布局为公司开拓国内的市场奠定了扎实的基础。

公司以传统炭素产品为基础并快速升级，优质资产不断注入使公司增强发展动力。11 年铁精粉将成为业绩增长主力，成都特种石墨基地的等静压石墨产能将发挥出来并进而推动 12-13 年的业绩。公司目前正在筹划非公开发行，募投项目为 3 万吨/年特种石墨制造与加工项目和 10 万吨/年油系针状焦工程项目，以打造国际一流的高端炭素制造业。

● 中钢吉炭

公司为国内最大的综合性炭素制品生产企业，主要有石墨电极、石墨阳极、炭块、特种炭制品、碳纤维制品等，目前石墨电极总产能 11 万吨/年，产品快速向高功率和超高功率升级。全资子公司神舟碳纤是国防科工委唯一一家定制生产军用碳纤维的企业，每年提供约 10 吨左右碳纤维，毛利率高达 30%。公司旗下江城碳纤维(持股 30%，中钢集团 70%)后续项目将逐步达产。

中钢集团旗下的炭素资产有望注入：四川炭素、上海新型石墨(特种石墨)、鞍山热电厂(8 万吨煤系针状焦产能)。

● 博云新材

公司产品飞机刹车副、航天用炭/炭复合材料、汽车刹车片、高性能模具。环保型高性能汽车刹车片技术改造工程将于年底完工，产能将达到 2500 万片。公司飞机刹车副产品国内市场份额第一，毛利率高，逐步替代进口。

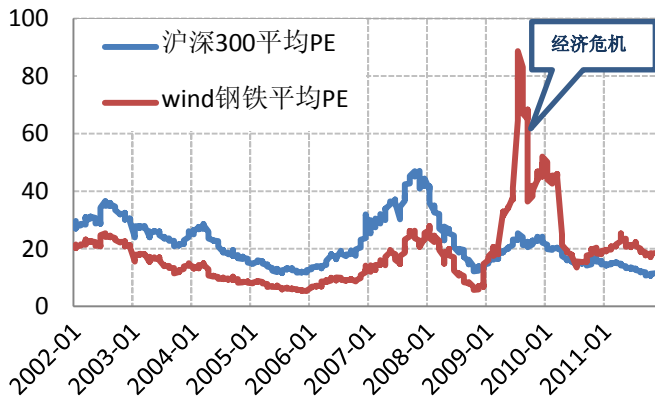
公司拟采取非公开发行募集 5 亿元人民币，用于投资公司与霍尼韦尔合资飞机机轮刹车系统项目、长沙鑫航飞机机轮项目等。

5. 钢铁板材估值仍期待修复 多因素或将触发估值提升

5.1. 行业弱势下估值侧重 PB

钢铁行业具有强周期、高资产的特性，04年以后受产业链上下游的挤压，盈利能力一路下滑，尤其是2008年金融危机开始更加退向微利的被动局面，并且周期长等因素决定了盈利估值上难以客观评估企业的整体价值。

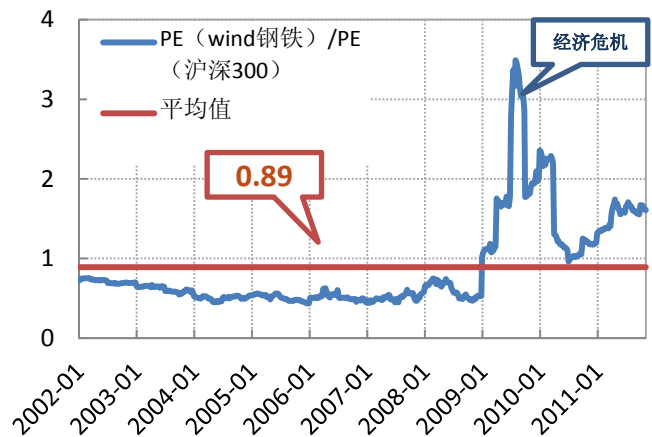
图 33 近十年钢铁板块与沪深 300 平均 PE



资料来源：wind，华宝证券研究所整理

说明：市盈率（TTM，整体法），即行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和。

图 34 PE（wind 钢铁）/PE（沪深 300）相对指标

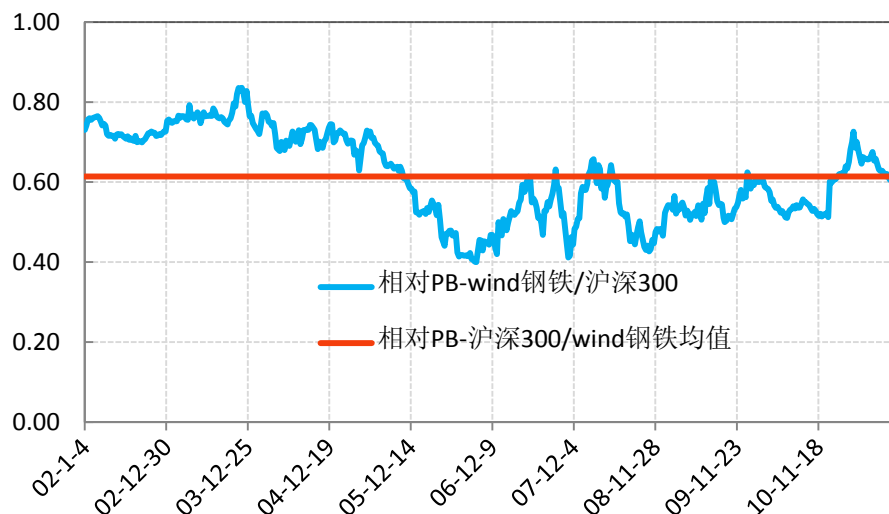


资料来源：wind，华宝证券研究所整理

钢铁行业作为周期性的传统工业一般在市场中无法获得较高估值。从2002年到08年经济危机，钢铁板块的平均PE一直低于沪深300的平均PE，且从04年到08年一直保持0.5的比率。随着经济危机逐步传导至国内，下游需求的萎靡导致钢企经营状况恶化并体现在09年的报表中。利润下降使PE急剧上升，整个行业陷入了亏损的局面。上图可以看出，钢铁板块整体估值相对其他板块受业绩影响较小，尤其表现在行业处于低谷周期阶段，折射出对业绩的敏感性较低，市场相对更加看中的是资产，因此成为较好的防御品种。

我们整理了2002年至今共十年的wind钢铁板块平均PB值（整体法），并将其除以沪深300PB值得到近10年的相对PB值及其平均值。2002至2005年熊市期间，钢铁作为防御品种在估值上较为稳定，而当2006年牛市开始时，市场整体估值升高而钢铁板块在产能过剩、成本攀升的预期中跑输大盘，导致相对PB下滑并一直徘徊于平均线下。

图 35 wind 钢铁板块 PB 与沪深 300PB 比值



资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

2011 年行业整体表现稍强于大盘，目前钢铁板块市净率为 1.25，沪深 300 平均市净率 2.14，全部 A 股为 2.49，相对于沪深 300PB 的 0.58 倍，已低于十年均值，显示出钢铁行业整体估值显著偏低，有估值修复的动力。

我们认为钢铁板块在长期低估值水平下有修复估值的预期，而钢铁盈利水平有望探底回升，市场将重拾产业探底回升的周期性品种。产业升级、产能布局调整、钢铁新材料的巨大空间、产业链地位上升等因素都可能出现质变并成为触发行业估值上升的时间节点。

我们整理归纳了当前板块中 PB 最低的 10 家公司，列于下表：

表 8 wind 钢铁板块市净率 PB 排序（前十位，升序）

排名	代码	简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	最新价格 (元)	市盈率 PE			市净率 PB
						TTM	11E	12E	
行业均值（整体法）			127.75	95.58	-	22.30	16.16	12.07	1.21
行业中值			67.64	41.92	6.21	21.65	18.74	15.95	1.79
1	600569	安阳钢铁	76.60	76.60	3.20	72.38	45.71	24.62	0.72
2	000932	华菱钢铁	98.61	36.67	3.27	-7.19	247.78	17.23	0.73
3	000898	鞍钢股份	391.40	332.66	5.41	-133.13	50.13	21.32	0.74
4	600808	马钢股份	231.79	179.63	3.01	60.71	44.63	24.81	0.85
5	000709	河北钢铁	267.51	146.09	3.89	19.05	18.07	13.25	0.88
6	600019	宝钢股份	931.64	931.64	5.32	10.82	10.78	9.06	0.88
7	600782	新钢股份	78.87	78.87	5.66	21.12	18.66	13.51	0.90
8	600005	武钢股份	353.28	353.28	3.50	16.79	16.63	12.25	0.97
9	000717	韶钢松山	56.93	38.47	3.41	59.20	75.36	26.84	0.98
10	600126	杭钢股份	40.77	40.77	4.86	9.07	10.70	9.88	1.08

资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所整理

注：市盈率通过机构预测的盈利均值计算而得，市净率以 2010 年年报资产计算。

5.2.行业周期步入回升 更应看重业绩弹性

钢铁行业具有强周期特性，钢企同质性较强，因此当行业处于探底回升的周期阶段，钢价上涨对钢企的业绩影响就显得较为显著。为便于分析，我们假设不考虑影响盈利的其他因素的变动，而把钢价作为单因素分析，得到钢企业绩对钢价变动的敏感性。另外吨钢市值是个类似于市销率的指标，只是以钢量替代销售金额，反应钢企按产品产量和质量进行企业整体资产的定价。

表 9 部分钢企吨钢市值和钢价对业绩敏感性分析（按吨钢市值升序，前 27 家）

证券代码	证券简称	最近收盘价	总股本 (亿股)	11 年钢材预计产量(万吨)	所得税率	吨钢价格上涨对 EPS 敏感性(元)		吨钢市值 (元/吨)	PB
						100 元	300 元		
000932.SZ	华菱钢铁	3.27	27.38	1345	25%	0.368	1.105	666	0.73
600282.SH	南钢股份	3.45	16.85	708	25%	0.315	0.945	821	1.43
600782.SH	新钢股份	5.66	13.93	843	25%	0.454	1.362	935	0.90
600102.SH	莱钢股份	8.56	9.22	763	25%	0.621	1.862	1034	1.28
000717.SZ	韶钢松山	3.44	16.7	530	15%	0.270	0.809	1084	0.98
600581.SH	八一钢铁	10.09	7.66	690	15%	0.766	2.297	1120	2.05
000709.SZ	河北钢铁	4.00	68.77	2429	25%	0.265	0.795	1132	0.90

600569.SH	安阳钢铁	3.22	23.94	670	25%	0.210	0.630	1151	0.73
002110.SZ	三钢闽光	8.98	5.35	414	25%	0.580	1.741	1160	1.63
600126.SH	杭钢股份	4.90	8.39	268	25%	0.240	0.719	1534	1.09
600231.SH	凌钢股份	6.91	8.04	360	25%	0.336	1.007	1543	1.35
600022.SH	济南钢铁	4.16	31.2	827	25%	0.199	0.596	1569	1.80
000761.SZ	本钢板材	5.65	31.36	964	25%	0.231	0.692	1838	1.14
000898.SZ	鞍钢股份	5.36	72.35	2040	25%	0.211	0.634	1901	0.73
000778.SZ	新兴铸管	8.13	14.75	494	25%	0.251	0.754	2427	1.37
000708.SZ	大冶特钢	12.08	4.49	140	25%	0.234	0.702	3874	1.96
600307.SH	酒钢宏兴	5.05	20.46	895	15%	0.372	1.115	1154	1.73
000825.SZ	太钢不锈	4.57	56.96	960	15%	0.143	0.430	2712	1.16
600005.SH	武钢股份	3.46	78.38	1660	25%	0.159	0.477	1634	0.95
601003.SH	柳钢股份	4.33	25.63	1045	15%	0.347	1.040	1062	2.14
601005.SH	重庆钢铁	3.64	17.33	405	15%	0.199	0.596	1558	1.13
600808.SH	马钢股份	2.98	77.01	1358	25%	0.132	0.397	1690	0.84
600117.SH	西宁特钢	8.79	7.41	128	25%	0.130	0.389	5089	2.26
600010.SH	包钢股份	5.22	64.24	1020	25%	0.119	0.357	3288	2.59
600019.SH	宝钢股份	5.25	175.12	2612	25%	0.112	0.336	3520	0.87
000959.SZ	首钢股份	4.32	29.67	341	25%	0.086	0.259	3759	1.66
600399.SH	抚顺特钢	6.19	5.2	60	25%	0.087	0.260	5365	1.91

资料来源：上市公司调研，华宝证券研究所整理

吨钢市值试图反映产品和企业价值的关联关系，由于钢材的档次（最直接的体现为售价）差距很大，因此该指标也可以大致的反应企业产品的市场认可度，如宝钢、抚顺特钢等由于具有产品质量、档次优势，其吨钢市值较高。我们认为具有产品优势的企业具有人才、设备、政策环境等良好的研发基础，产品升级更具优势，吨钢市值将进一步分化。

同时我们认为随着钢铁行业产品升级换代，粗钢到钢材工序的增值能力将决定钢企的竞争力，每吨粗钢对利润的贡献将显著提升，即弹性好的公司值得关注。

6.2012 年投资策略

综合分析，我们认为 2012 年应重点关注拥有产品优势、矿产资源、整合预期、特钢优势、炭素新材料以及价值低估或估值期待转型修复的品种。

重点公司介绍：

- **八一钢铁**：10 年 EPS0.69 元，预测 11—13 年 EPS 为 1.02、1.32、1.54 元/股，对应 PE9.72、7.51、6.44 倍。看点：具有新疆西部开发政策优势、业绩弹性高、整体上市（铁前资产整合）概念、铁矿石资源开发潜力及宝钢大力支持并在南疆拓展生产线等一系列想象空间。“买入”评级。

- **新兴铸管**：10 年 EPS0.705 元，预测 11—13 年 EPS 为 0.83、1.14、1.35 元/股，对应 PE 10.40、9.66、7.04 倍。公司主要钢铁产品包括 180 万吨球墨铸铁管与 490 万吨线棒材。看点：1、芜湖基地将形成 60 万吨新型铸管、15 万吨单件铸（锻）件生产能力，11 年底开始将陆续投产开始贡献业绩。2、新兴铸管新疆公司将在 2011 年开工建设 300 万吨特钢项目，2013 年可建成投产。3、矿产资源保障低成本稳定运营，新疆国际煤焦化和祥和矿业等逐步体现。4、公司离心铸造复合管项目正在进行设备安装及调试，预计年底能够投产。“买入”评级。

- **酒钢宏兴：**10 年实现 EPS0.46 元。预测 11-13 年 EPS0.44 元、0.52 元、0.60 元，对应 PE 为 11.39、9.63、8.35 倍。受益于西部产品需求和矿产资源优势，今年前三季度业绩增长近七成。看点：1、公司的铁矿石资源优势今后将逐步显现，11 年本部铁矿石自给率预计提高到 40%以上，后期达成后矿石自给率可达 50%以上。2、非公开发行股票申请目前获得中国证监会核准，进入实质性运作阶段，关注两个募投项目，一个用于榆钢支持地震灾区恢复重建项目；一个将用于购买大股东酒钢集团不锈钢资产，公司良好业绩保驾后续发行的成功。“买入”评级。

- **西宁特钢：**10 年实现 EPS0.31 元。预测 11-13 年 EPS0.56、0.72、0.81 元，对应 PE15.41、11.99、10.65 倍。看点：1、钒矿采选值得期待。目前工序只涉及到偏钒酸铵，明年有望生产 V2O5，首期达产将形成年产钒矿石 50 万吨、V2O5 产品 1000 吨的生产能力。到 2015 年将年产 100 万吨钒矿石、5000 吨 V2O5。2、特钢产能扩张，未来将扩产到 200 万吨。3、木里煤田的井下采矿权证有望境内获批，井下煤将释放，首期 180 万吨，铁路运输替代公路后运输成本将由 180 元/吨左右下降到 50 元/吨。4、宝钢与西钢的重组。特钢估值期待转型，并应综合参考铁矿和煤炭估值水平。“持有”评级。

- **大冶特钢：**10 年实现 EPS1.25 元。预测 11-13 年 EPS 1.35、1.53、1.70 元，对应 PE 8.95、7.90、7.11 倍。看点：1、公司产品品种中 80%以上是优特钢类产品，弹簧合结合工钢、轴承钢、碳结碳工钢构成公司的主要产品，毛利率 12%以上。公司产品 80%直供，价格波动远小于普钢类产品。公司根据市场调整产品比重的弹性很强。2、公司设计年产能 8 万吨的特冶锻造厂模具钢项目已逐步投产，可替代进口中的工模具钢、叶片用钢，成为新的增长点。3、资产注入预期，公司铁矿石、焦炭皆从关联公司采购，不排除将来新冶钢、新化等公司进行资产重组的可能。特钢估值期待转型，“买入”评级。

- **抚顺特钢：**10 年实现 EPS0.06 元。预测 11-13 年 EPS 0.10、0.50、0.56 元，对应 PE 61.00、12.20、10.89 倍。看点：1、军工特钢，二股东清理后股权集中到东北特钢，后续或将启动特钢业务整体上市。2、新建的一条高温合金钢生产线年底投产后大幅提升业绩。产能 3000 吨，目前售价约 40 万元/吨，目前毛利率在 40-50%之间。公司有意向推进股权融资，有望降低较高的财务费用。“买入”评级。

- **方大炭素：**10 年实现 EPS0.317 元。预测 11-13 年 EPS 0.57、0.71、0.96 元，对应 PE 26.11、20.96、15.50 倍。看点：1、铁矿石扩产为近年业绩增长主力。抚顺莱河矿业公司产能增大，铁精粉的产量释放。预计今年产量可达 90 万吨，同比增长 30%以上（2010 年产量 67.16 万吨），12、13 年实现 100 万吨、105 万吨。2、非公开发行募投项目：3 万吨/年特种石墨制造与加工项目和 10 万吨/年油系针状焦工程项目。方案尚需股东大会、证监会审核等程序。炭素新材料期待高成长、高估值，“买入”评级。

- **凌钢股份：**10 年实现 EPS0.742 元。预测 11-13 年 EPS 0.70、0.91、1.05 元，对应 PE 9.67、7.44、6.45 倍。看点：1、08 年注入的北票保国铁矿的铁矿石业务将持续投产释放产能，边家沟和铁蛋山将在 2012 年产矿。预计今年公司铁精粉产量大致与去年持平。2012 和 2013 年的铁精粉产量增幅为约达 30%。公司目前 30%铁矿石来自进口。2、后续投建生产线将为新的增长点。淘汰中宽冷带生产线后拟建设两条棒材生产线：一条年产 80 万吨合金钢小棒材生产线和一条年产 110 万吨大棒材生产线及其配套设施等。计划 2012 年 12 月底完成，投产后每年可新增利润总额 22300 万元，税后约增厚 0.23 元/股业绩，新项目将提升整体盈利能力。

- **宝钢股份：**10 年实现 EPS0.736 元。预测 11-13 年 EPS 0.44、0.60、0.75 元，对应 PE 11.89、8.72、6.97 倍。看点：1、公司专注打造精品碳钢基地。公司有望将剥离出罗径 corex 炼铁、不锈钢等盈利能力较差资产，同时注入宁波钢铁等优质碳钢资产。2、十二五规划明确：“建成湛江、防城港钢铁精品基地”，将彻底改变东南沿海钢材供需矛盾。产品优势地位在“十二五”更趋突出。3、重组广东钢铁企业，预期重组西宁特钢。

表 10 重点公司投资价值要点

投资品种	产品优势	高端特钢/炭素新材料	业绩弹性	矿产资源	区域优势	价值低估或估值待转型	资产重组预期	产能扩张
八一钢铁			✓	✓	✓		✓	打造千吨级钢铁基地
新兴铸管	✓(产品独特)			✓	✓	✓	✓	新疆 300 万吨特钢, 芜湖基地: 15 万吨铸(锻)件+60 万吨铸管
酒钢宏兴		✓		✓	✓			增发收购不锈钢资产及榆钢新建 H 型钢和螺纹钢及圆钢
宝钢股份	✓(精品碳钢)					✓	✓	湛江项目、并购
西宁特钢		✓		✓	✓		✓	产能扩张、配股
抚顺特钢	✓(高端特钢)	✓				✓	✓	3000 吨高温合金钢及新建高炉
大冶特钢	✓(高端特钢)	✓				✓	✓	8 万吨锻造项目
凌钢股份	✓(精品棒线)		✓	✓		✓		80 万吨合金钢小棒材和年产 110 万吨大棒材生产线
方大碳素	✓(高端电极)	✓		✓		✓		非公开发行募投项目: 3 万吨特种炭素和 10 万吨针状焦

资料来源: 华宝证券研究所

表 11 重点公司估值及评级

代码	名称	最新股价	EPS (元/股)				PE				PB	评级
			10A	11E	12E	13E	TTM	11E	12E	13E		
000708	大冶特钢	12.08	1.25	1.35	1.53	1.70	9.11	8.95	7.90	7.11	1.96	买入
000778	新兴铸管	8.02	0.70	0.83	1.14	1.35	10.40	9.66	7.04	5.94	1.35	买入
600019	宝钢股份	5.23	0.736	0.44	0.60	0.75	10.64	11.89	8.72	6.97	0.87	买入
600117	西宁特钢	8.63	0.315	0.56	0.72	0.81	15.16	15.41	11.99	10.65	2.22	持有
600231	凌钢股份	6.77	0.742	0.70	0.91	1.05	9.97	9.67	7.44	6.45	1.32	买入
600307	酒钢宏兴	5.01	0.223	0.44	0.52	0.60	14.40	11.39	9.63	8.35	1.72	买入
600399	抚顺特钢	6.10	0.060	0.10	0.50	0.56	96.52	61.00	12.20	10.89	1.88	持有
600516	方大炭素	14.88	0.317	0.57	0.71	0.96	29.11	26.11	20.96	15.50	5.61	买入
600581	八一钢铁	9.91	0.685	1.02	1.32	1.54	12.79	9.72	7.51	6.44	2.02	买入

资料来源: 华宝证券研究所

7.风险提示

全球经济形势低迷使得出口受限。欧美经济明年仍将难以摆脱颓势, 作为与宏观经济紧密相关的行业, 宏观经济运行态势直接影响钢铁需求, 进而影响我国钢材的出口。流动性泛滥及通货膨胀美国量化宽松政策的持续进行, 引起流动性泛滥, 使得大宗商品存在暴涨暴跌的潜在危机, 同时当前中国国内通货膨胀压力仍较明显, 未来存在持续加息的可能。原材料价格如大幅波动, 将影响企业的经营业绩会增加钢企的经营风险。

国内对钢铁行业的产业政策低于预期带来的风险。如兼并重组、节能减排的政策以及执行力度未能达到预期效果, 则供需形势仍然充满变数。

房地产政策不确定性也将带来对钢铁行业的巨大冲击, 10 年钢价回落便是始于房地产利空政策的担忧。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。