



钢铁

2011.11.17

十年河东 十年河西

 **李宏亮**
 01059312705
 lihongliang010771@gtjas.com
 编号 S0880511080006

评级:

增持

上次评级:

中性

细分行业评级

铁矿石	中性
普碳钢	增持
不锈钢	增持
特殊钢	增持
钢铁制品	增持

本报告导读:

本文主要从铁矿石供求格局的改变和货币政策松动预期下的钢铁行业两个方面探讨

2012 年行业走势。

摘要:

- **十年河东，十年河西。**过去十年，全球矿石需求快速增长，供不应求导致矿价大涨，钢铁企业缺乏议价能力，任人宰割，钢铁产业链中的利润向上游倾斜。未来 10 年，铁矿暴利推高矿业投资将逐步显效，而铁矿需求增速回落，铁矿石供求格局将逐步转向，全球钢铁产业链的利润分配中，天平会逐步从向上游倾斜转向平衡。
- **货币政策松动下的融资性库存。**国泰君安宏观组认为货币政策的转向已经成为必然趋势。政策转向的第一步是货币宽松，未来很可能还会降准降息。货币政策转向的第二步是信贷宽松。流动性和信贷成本是影响融资性库存的重要因素。随着 2012 年货币政策的松动，融资性库存将走出“去库存”进入“补库存”阶段。
- **2012 年行业供求格局：**行业产能利用率处于高位，预计 2012 年粗钢产量 7.2 亿吨，增长 4.3%；净出口 3000 万吨，与 2011 年持平；粗钢消费 6.92 亿吨，增长 4.9%。2012 年供需基本平衡，供略小于求。如果考虑“去库存”向“补库存”的转变过程，实际流通资源量将低于国内资源量，从而出现供应略紧的情况。
- **货币政策松动下的钢铁股。**货币政策松动背景下钢铁股具有良好的表现，尤其是 M1 同比增速快速提高的时候，钢铁股具有较好的绝对收益和相对收益。
- **投资评级和重点推荐：**基于铁矿供求格局改变带来的利润向中游冶炼环节平衡以及货币政策松动对于钢铁行业的正面影响，我们把行业评级从“中性”提高到“增持”。重点推荐三类公司：一是高业绩弹性公司，如八一钢铁、三钢闽光、华菱钢铁；二是看好受益新疆大发展的公司，如八一钢铁、新兴铸管、西宁特钢等；三是存在重组预期的公司，如韶钢松山、三钢闽光、柳钢股份等。**重点推荐：八一钢铁、三钢闽光、华菱钢铁、新兴铸管、韶钢松山。**

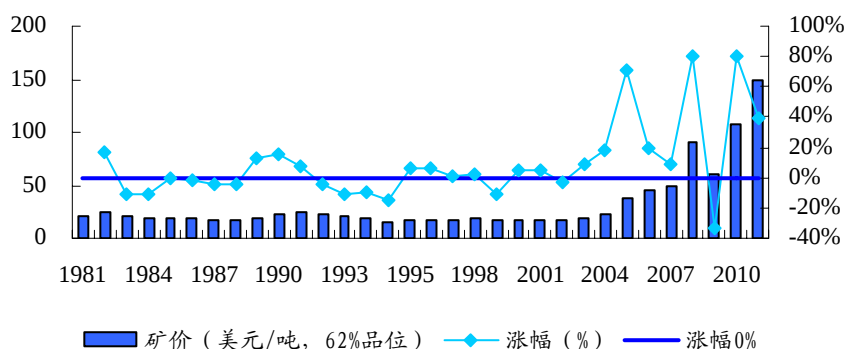
目 录

1. 十年河东、十年河西	3
1.1. 过去十年，利润天平明显倾向上游	3
1.1.1. 寡头垄断并非矿价大涨的主因	4
1.1.2. 中国因素导致铁矿需求大涨，铁矿产能投放滞后	4
1.2. 未来十年，铁矿供求格局转变，利润天平逐步平衡	5
1.2.1. 中国需求减速，减缓全球铁矿需求	5
1.2.2. 全球铁矿产能 2012 开始放量	6
1.2.3. 供求拐点逐步来临	7
2. 货币政策松动下的钢铁行业	9
2.1. 货币政策松动的预期	9
2.2. 对融资化库存的影响	10
2.3. 对钢铁需求的影响	12
2.3.1. 供给预测	13
2.3.2. 需求预测	14
2.3.3. 供大于求基本平衡，库存变动成砝码	16
2.4. 对钢铁股价的影响	16
3. 投资策略和重点推荐	20
3.1. 投资思路	21
3.1.1. 高业绩弹性	22
3.1.2. 看好新疆区域	22
3.1.3. 具有重组预期的公司	23
4. 风险提示	23
4.1. 铁矿供求格局转变时点低于预期	23
4.2. 国内货币政策松动低于预期	23

1. 十年河东、十年河西

国内钢材消费 2001 年后的快速增长，全球铁矿价格逐步抬高，04 年之后更是连连暴涨，屡创新高，矿石企业赚得盆满钵满。两年前的力拓案曾沸沸扬扬，案中矿石贸易商、部分钢企为了获得协议进口矿不惜采用商业贿赂手段。近 2 年，铁矿价格涨幅明显高过钢价涨幅，钢企盈利底部徘徊，矿价却屡创新高。

图 1：进口矿价（美元/吨，62%品位，离岸价格）



资料来源：国际钢铁协会

现在的铁矿企业无限风光，然而十年前的铁矿企业又如何呢？我们把时光追溯到 2000 年前后：铁矿价格多年低迷，铁矿经营困难，成为了很多地方的“烫手山芋”。三大矿山纷纷进入国内推销其长协矿，邀请国内钢企参与开发铁矿。然而，国内钢企连手中的“烫手山芋”都避之不及，又怎会走出国门开发境外铁矿？

所谓物极必反，盛极必衰。随着未来国内钢材需求增速高位回落，转向低速平稳增长，铁矿的“中国因素”正逐步减弱。与之相对应，铁矿的暴利推动全球矿山企业加大了资本开支，努力推动新建项目的投产进度。

我们认为未来 10 年，铁矿石的供求关系将逐步转向，钢铁企业的议价能力增强，全球钢铁产业链的利润分配中，天平会逐步从向上游倾斜转向平衡。

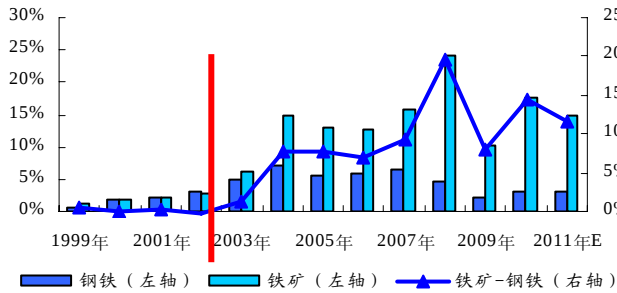
1.1. 过去十年，利润天平明显倾向上游

我们使用总资产收益率（为了剔除所得税因素影响，使用利润总额/总资产的比率近似替代）以及销售利润率两个指标来衡量 1999 年以来钢铁行业和铁矿开采行业的利润变化，并且使用两个行业的差值来分析整个钢铁产业链中的利润流向。

很明显，不管是总资产收益率还是销售利润率，铁矿行业和钢铁行业之间的差值在 2003 年后迅速扩大，即使在 2008 年后钢铁行业陷入低谷，

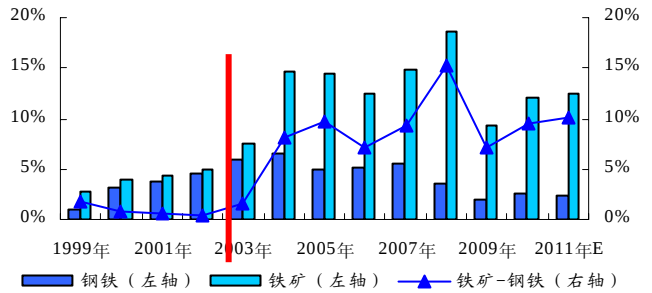
铁矿行业的盈利仍保持较高水平。

图 2: 钢铁行业和铁矿行业资产收益率比较



资料来源：国际钢铁协会、国泰君安研究所

图 3: 钢铁行业和铁矿行业销售利润率比较

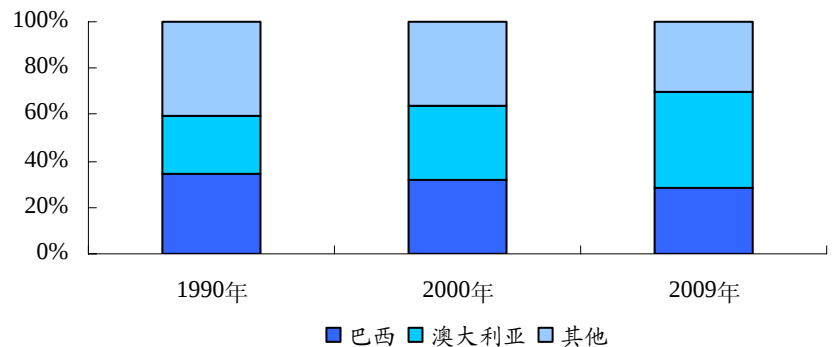


资料来源：国际钢铁协会、国泰君安研究所

1.1.1. 寡头垄断并非矿价大涨的主因

有人把矿价的大幅上涨的主要原因归咎于三大矿山的垄断。我们来看看过去 20 年全球铁矿贸易格局的变化。巴西、澳大利亚拥有丰富的高品位、低成本的铁矿资源，而本国的钢铁企业近乎于无，导致了它们成为了全球铁矿贸易的主体。1990 年、2000 年和 2009 年，巴西、澳大利亚铁矿出口量占全球贸易量的比重分别为 60%、63%、70%。可以说，国际铁矿石贸易中一直处于寡头垄断格局。如果考虑到 FMG 等众多新兴矿山的崛起，在过去 20 年中，三大矿的垄断地位并没有得到加强。因此，仅仅用寡头垄断来解释 04 年之后的矿价暴涨显得有些牵强。

图 4: 三大矿山在全球铁矿贸易中的垄断地位并未强化



资料来源：国际钢铁协会、国泰君安研究所

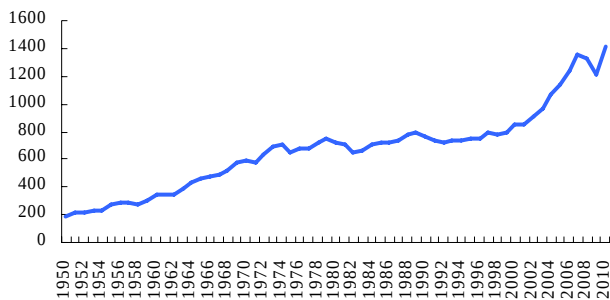
1.1.2. 中国因素导致铁矿需求大涨，铁矿产能投放滞后

我们认为 2001 年后，国内钢铁产量的快速增长，拉动了对铁矿的需求。可以说 2001 年之后的高增长是人们始料不及的。过去 10 年，国内粗钢产量年均增长 17.3%。而全球除中国外的产量年均增长仅为 0.9%。“中国因素”是过去 10 年全球钢铁增长的主导。

铁矿的投资周期要明显长于钢铁行业。国内铁矿产能投产、达产需要 3~5 年，国外更是长达 5~7 年。当钢材需求增长带动矿石需求增长，而投资周期的原因导致铁矿产能投放滞后。中国需求的超预期增长加上铁矿的

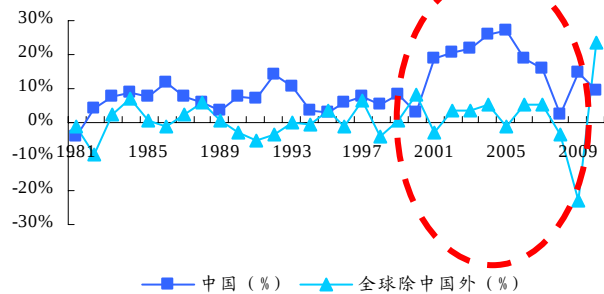
投资周期和达产周期明显长于钢铁行业，导致了矿价的大幅上涨。

图 5：全球粗钢产量（百万吨）



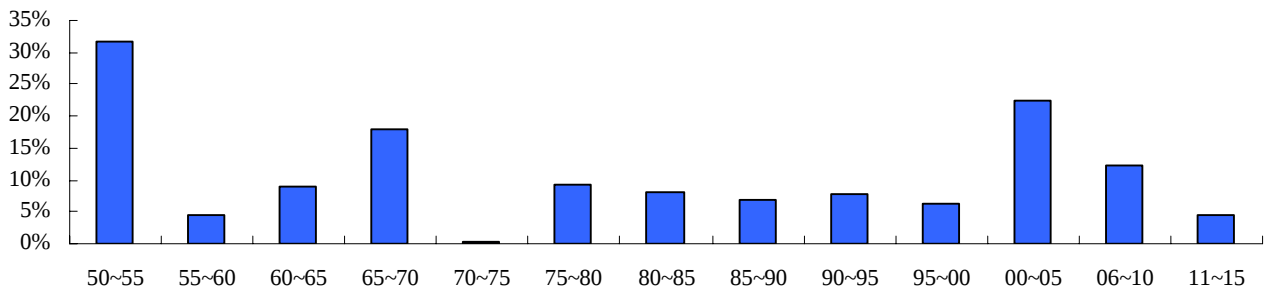
资料来源：国际钢铁协会、国泰君安研究所

图 6：中国因素是过去 10 年全球钢铁增长的主导



资料来源：国际钢铁协会、国泰君安研究所

图 7：钢材产量年均增速



资料来源：国际钢铁协会、国泰君安研究所

1.2. 未来十年，铁矿供求格局转变，利润天平逐步平衡

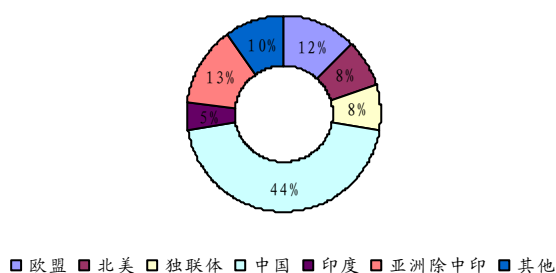
过去 10 年的钢铁产业链中，利润分配明显倾向上游行业。未来 10 年又会如何？

1.2.1. 中国需求减速，减缓全球铁矿需求

根据中国钢铁工业协会的预测，十二五期间虽然工业化、城镇化仍将继续，保障性安居工程、水利设施、交通设施等大规模建设将拉动钢材消费。但同时由于发展方式的转变，工业转型升级，钢材“减量化”和材料替代等因素将对钢材消费量和消费结构产生重大影响。综合预测，2015 年粗钢消费量约为 7.5 亿吨，十二五期间年化增长率为 4.6%，较“十一五”期间的 12.1%和“十五”期间的 22.4%将大幅下降，进入平稳增长期，钢铁消费将在“十三五”期间见顶。

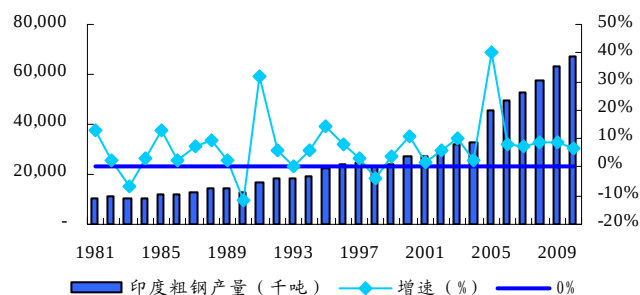
中国战车逐步减速，而短期内印度能否接力赛跑？首先，目前印度在全球钢铁行业中仅占 5%的比重；其次印度钢铁需求也未进入高速增长期。虽然从人均粗钢产量仅为中国的 1/8，未来有巨大的增长潜力，但短期内仍难以主导全球钢铁消费的增长格局。

图 8: 印度占全球钢铁比重低



资料来源: 国际钢铁协会、国泰君安研究所

图 9: 印度还未进入高速增长期



资料来源: 国际钢铁协会、国泰君安研究所

1.2.2. 全球铁矿产能 2012 开始放量

巴西、澳大利亚铁矿品位高，埋藏浅，不需要选矿或者简单选矿即可，采选成本低，一般不超过 30 美元/吨，尤其是三大矿山手中的资源。

在过去 8 年间，铁矿价格从不到 30 美元/吨，上涨到接近 200 美元/吨。高矿价一方面给铁矿企业带来丰厚的利润和充沛的现金流；另一方面，很多不具有经济开采价值或者微利的资源，也变得有利可图。在这种背景下，全球铁矿的资本投入都如火如荼地展开，几乎每个铁矿石供应商都有其宏伟的扩产计划。

表 1: 淡水河谷产能概览

矿山	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Samarco	7.8	8.45	11.35	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
Carajas	94	100	100	100	110	140	140	140
Itabira	47.5	50	54.5	54.5	54.5	54.5	76.5	76.5
Mariana	31.3	45.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8
MBR	70	70	70	70	70	70	70	70
Minas Centrais	36.7	36.7	36.7	36.7	36.7	36.7	36.7	36.7
Minas do Oeste	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5
Others	0	0	12	25	35	35	35	35
Urucrum	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Serra leste							10	10
Simandou						2	8.5	15
Apolo								24
合计	309.3	332.95	354.35	368.3	388.3	420.3	458.8	489.3

资料来源: 公司公告、国泰君安研究所

表 2: 力拓产能概览

矿山	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Channar	6.3	6	6	6	6	6	6	6
Eastern Range	4.8	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
Hamersley	92.8	100	108	108	148	148	148	148
Hope Downs	0	7	13	11	11	11	11	11
Robe River	30.1	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8
Corumba	2	2	2	2	2	2	2	2
Pilbara						21.4	28.9	55.9
Canada	8.1	9.4	9.4	9.4	9.4	20	20	25
合计	144	161.6	175.6	173.6	213.6	245.6	253.1	285.1

资料来源: 公司公告、国泰君安研究所

表 3: 必和必拓产能概览

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Area C	20.1	29.8	42.5	43.5	44.5	44.6	44.6	44.6
Jimblebar	5.5	6.8	7.0	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
Mt Newman	30.6	33.6	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
Pilbara	0.0	0.0	0.0	10.5	15.0	25.0	25.0	25.0
Yandi	35.5	37.8	40.8	40.8	41.7	42.5	42.5	42.5
West Australia						8.0	16.0	24.0
Samarco	7.8	8.5	11.4	12.3	12.3	12.5	12.5	12.5
合计	99.5	116.4	137.4	150.3	156.6	175.8	183.8	191.8

资料来源: 公司公告、国泰君安研究所

1.2.3. 供求拐点逐步来临

国际钢铁协会 2011 年 10 月做出了对全球 2011 年和 2012 年钢铁需求的预测。它认为, 继 2010 年增长 15.1% 之后, 2011 年钢铁表观消费量将继续增长 6.5%, 达到 13.98 亿吨。预计 2012 年, 世界钢铁需求量将增长 5.4%。

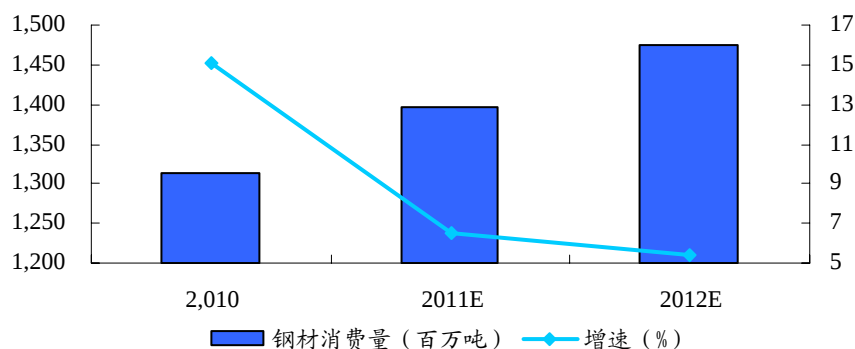
国际钢铁协会预测是基于发展中经济体将继续推动全球经济增长和各国政府对欧洲主权债务危机的政策回应将阻止股市和金融市场变得更加波动的假设, 国际钢铁协会自己认为预测是“谨慎乐观”的, 也就是说, 如果欧洲主权债务危机超预期, 全球的粗钢需求增速可能低于预测。

表 4: 国际钢铁协会对粗钢消费量的预测

	粗钢消费量 (百万吨)			增速 (%)		
	2010	2011(f)	2012(f)	2010	2011(f)	2012(f)
欧洲 27 国	144.9	155	158.9	21.1	7	2.5
独联体	48.6	55.6	59.8	34.5	14.4	7.5
北美	110.9	120.9	126.8	32.8	9	4.9
亚洲、大洋洲	860.6	914	963.1	11.1	6.2	5.4
全球	1 312.4	1 397.5	1 473.6	15.1	6.5	5.4
中国	598.1	643.2	681.6	8.5	7.5	6
全球除中国	714.3	754.3	792	21.3	5.6	5

资料来源: 国际钢铁协会

图 10: 国际钢铁协会未来消费预测



资料来源: 国际钢铁协会、国泰君安研究所

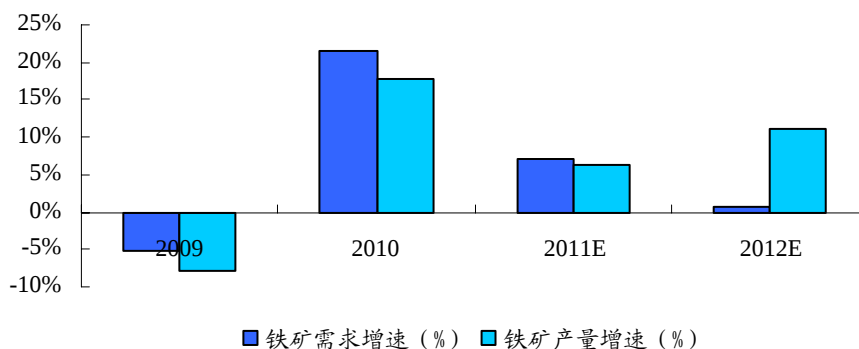
根据预测, 2012 年铁矿需求增长 1%, 铁矿产量增长 11%。供给增速将超过需求增速。

表 5: 国际钢铁协会对铁矿需求和铁矿供给的预测

	2009	2010	2011	2012
生铁增速 % (表征铁矿需求增速)	-5%	22%	7%	1%
铁矿产量增速 %	-8%	18%	6%	11%
铁矿产量增速-需求增速 %	-3%	-4%	-1%	10%

资料来源: 国际钢铁协会、国泰君安研究所

图 11: 2012 年铁矿产量增速将超需求增速



资料来源: 国际钢铁协会、国泰君安研究所

未来十年, 铁矿产量将以年均 8~9% 的速度增长, 而钢铁产量增速仅为 5% 左右。铁矿石供大于求的因素正在不断累积, 预计在未来 1~2 年将出现明显供大于求的拐点, 铁矿石的供求格局正发生改变。

表 6: 3 大铁矿生产企业产能增速 (百万吨、%)

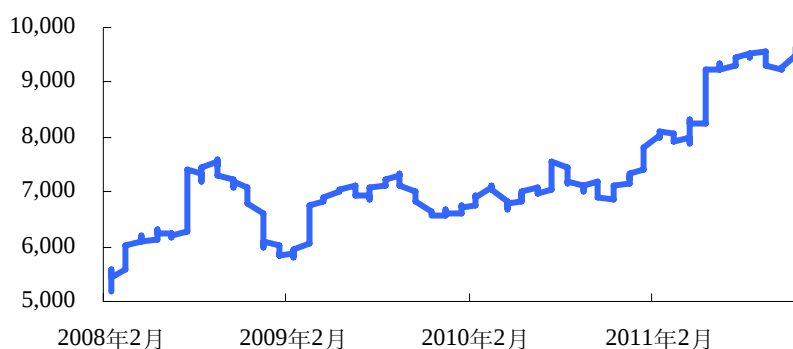
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
淡水河谷	309	333	354	368	388	420	459	489
同比		7.6%	6.4%	3.9%	5.4%	8.2%	9.2%	6.6%
力拓	144	162	176	174	214	246	253	285
同比		12.2%	8.7%	-1.1%	23.0%	15.0%	3.1%	12.6%
必和必拓	100	116	137	150	157	176	184	192

同比		17.0%	18.0%	9.4%	4.2%	12.3%	4.6%	4.4%
合计	553	611	667	692	759	842	896	966
同比		10.5%	9.2%	3.7%	9.6%	11.0%	6.4%	7.9%

资料来源：公司公告、国泰君安研究所

今年5月以来，港口铁矿库存不断上升，港口铁矿库存已经逼近1亿吨，相当于全国钢铁企业1个月的需求量。这种情况是钢铁企业未来减少运营资金的占用和降低资金成本延缓报关造成的，这些港口的高矿石库存将影响明年矿石的进口量。

图 12：港口铁矿库存（万吨）



资料来源：Wind 资讯、国泰君安研究所

2. 货币政策松动下的钢铁行业

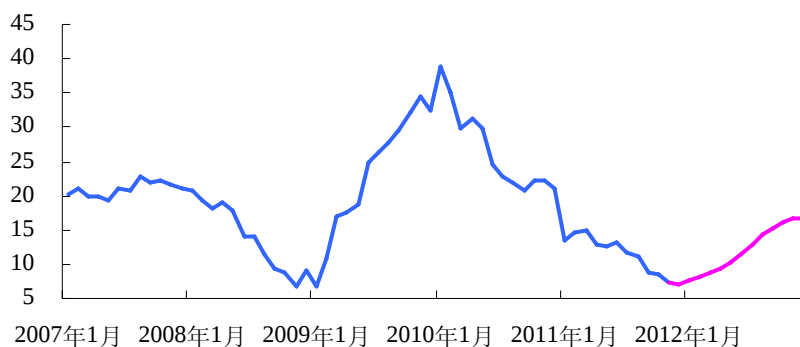
2.1. 货币政策松动的预期

根据国泰君安宏观组的预测，国内4季度GDP很可能低于8.5%，经济减速成为最大风险，而通胀在11月也即将下到5%以下，10月份的全国平均房价也首度回落。

中国的货币政策同时针对增长、通胀和房价等多重目标。08年9月货币政策转向，其背景是工业增速低于13%，GDP出现破8%的风险。09年3季度开始信贷紧缩，背景是工业增速突破13%，经济过热。10年10月加息的背景是通胀即将破5%，且房价继续上涨。而在11年10月工业增速回到13%附近，11月CPI也将下降到5%以下，10月全国房价同比下跌，由此可见货币政策的转向已经成为必然趋势。

货币政策转向的第一步是货币宽松，以3年期央票利率的下调为标志，从1年期央票利率的下调得到确认，未来很可能还会降准降息。货币政策转向的第二步是信贷宽松，利率下降有利于信贷需求恢复，而10月信贷的环比多增或意味银行信贷额度的上升。若信贷同比多增，那么经济或将环比见底。

图 13：预计明年 M1 同比增速（%）将回升

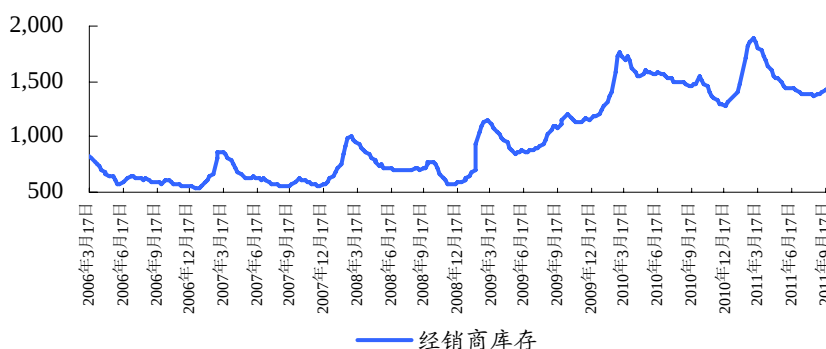


资料来源：Wind 资讯、国泰君安研究所宏观组

2.2. 对融资化库存的影响

经销商库存有个很有意思的现象以 2009 年 3 月为分界点，之前和之后的库存明显在两个平台上波动，2009 年 3 月之后的库存大幅增加，09 年的库存同比增长 60%以上。

图 14：经销商钢材库存



资料来源：Wind 资讯、国泰君安研究所

什么原因造成了这种情况？我们分析主要是两点原因。

一、产量和消费规模的扩大推动了库存的自然增长，09 年粗钢产量同比增速 13%，显然这并不是主要原因；

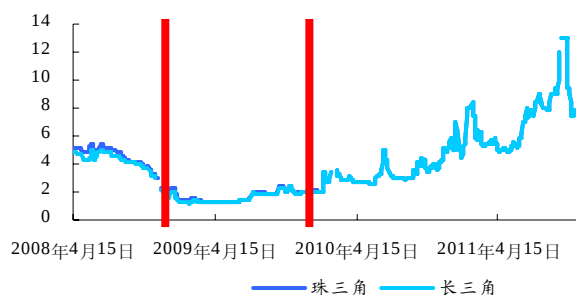
二、流动性过剩推动库存高涨，仓单质押如虎添翼。2009 年国内贷款超 9.5 万亿，部分资金流入了贸易流通领域，充裕的资金加上较低的资金成本（见图），使得部分贸易商敢于“借鸡生蛋”，扩大贸易规模和投资性囤货。此外，在当时流动性过剩背景下，仓单质押（贸易商以仓库中的自有产品质押给银行以获得 60%~80%库存金额的资金）和“厂商银模式”（先票后货，贸易商向银行缴纳的部分保证金，银行向钢厂开据 100% 的承兑汇票，钢厂发货至第三方仓库，经销商在规定时间内缴纳剩余货款。这种模式杠杆比例更高）如燎原之势快速增长。很明显，仓单质押是推动库存高增长的主要原因。

影响融资性库存的主要因素是流动性和融资成本，我们试图从这两个角

度分析货币政策对融资性库存的影响。

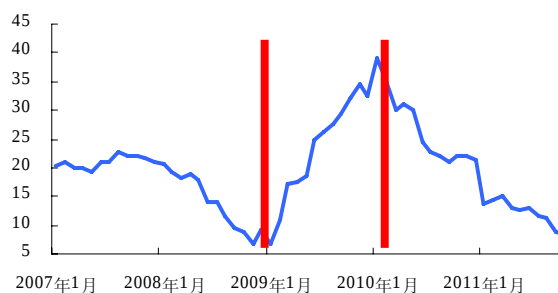
从长三角、珠三角的商业票据贴现利率来看，2009 年初~2010 年底一直保持在 1.5~2% 的低利率水平。而 M1 增速在整个 2009 年呈单边上扬的趋势。这些成了融资性库存成长的沃土。

图 15: 6 月期票据利率 (%)



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

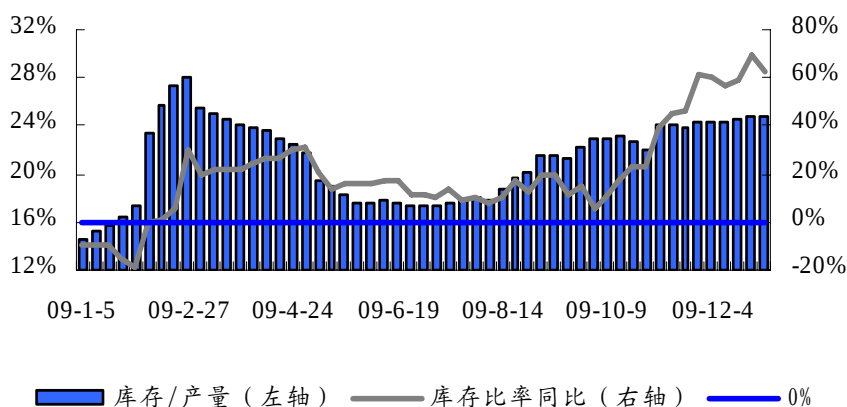
图 16: 2009 年 M1 增速 (%) 加快



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

我们来看看与此相对应的库存情况。09 年后库存大幅增长的主要原因包括信贷放松背景下的仓单质押以及产量和消费规模的增长。我们使用（库存/产量）的同比增长来衡量信贷政策对库存的影响，其中库存/粗钢这个比值剔除了产量和消费规模因素的影响，再用同比增长来剔除季节性因素。我们看到这个参数 2009 年大幅增长，平均涨幅 21%。

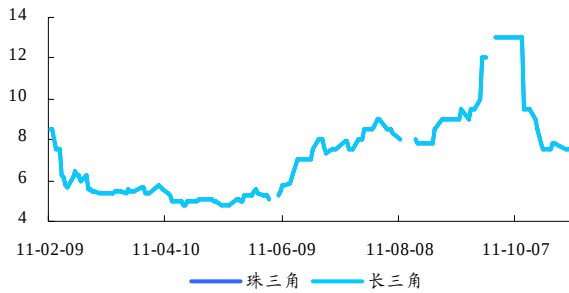
图 17: 2009 年宽松货币政策对库存的影响



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

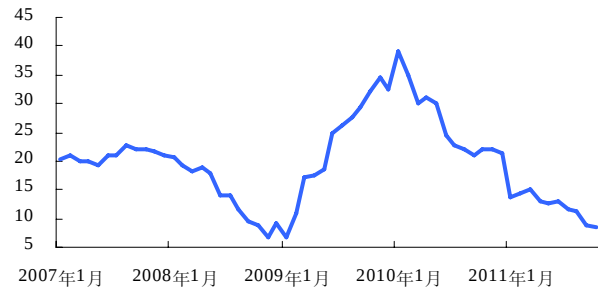
2010 年初以来，M1 增速呈现单边下降趋势。2011 年 6 月之后，票据直贴利率出现了快速上升，9 月末甚至达到了 13%，反映了信贷的紧张程度和信贷成本（实际成本而非基准利率）的提高。

图 18: 2011 年票据利率快速提升



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

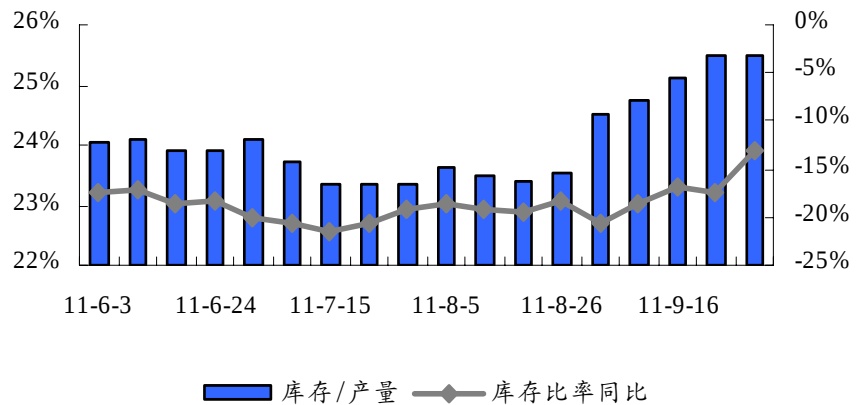
图 19: 2011 年 M1 增速持续回落



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

2011 年 6~9 月库存/产量的同比值平均降幅 19%。9 月份票据贴现利率的高涨,大幅提高了仓单质押的经销商的资金成本和资金压力,经销商的被动去库存为 10 月钢价大跌埋下了伏笔。

图 20: 2011 年货币政策偏紧背景下对库存的影响



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

国内钢材经销商数目超过几十万,无法统计所有经销商库存,我们看到的经销商库存统计不过是若干重点城市、重点钢材经销市场的同口径统计。那么国内的库存到底有多少?库存的波动会对社会资源量产生多大的影响呢?

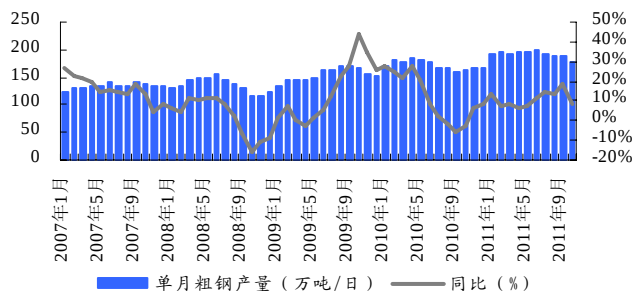
流通体系的不同导致了不同国家的钢材库存占粗钢产量的比例是不一样的。欧美国家钢价加工服务中心较多,库存总量略为 2.5 个月产量。国内库存总量规模大致相当于 1.5~2 个月的粗钢产量,也就是说国内大致有 1 亿吨的钢材库存。

10 月中旬以来,票据贴现利率大幅降低,融资性库存的被动减仓压力将会缓解。如果未来货币政策逐步放松,库存/产量的平均占比将提高(虽然占比也会随着市场和季节波动)。如果我们假设平均占比提高 15%,再考虑到产量和消费规模 5%的自然增长,国内钢铁库存将提高 2000 万吨。从“去库存”到“补库存”,一减一增,将大幅减少钢材社会流通资源,利于价格的稳定。

2.3. 对钢铁需求的影响

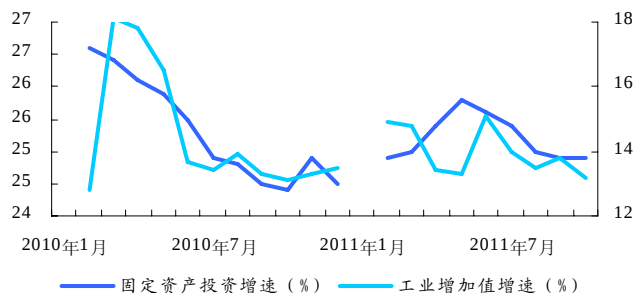
2011 年钢铁行业盈利低迷的主要原因是产量高增长，需求低于预期。近几个月粗钢日产量一直保持在 190 万吨/日的水平上。当金九银十来临，下游需求却旺季不旺的时候，钢价从 9 月中旬开始下跌并在 10 月中旬加速，累计跌幅在 700 元/吨以上。

图 21: 粗钢日产量以及增速



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

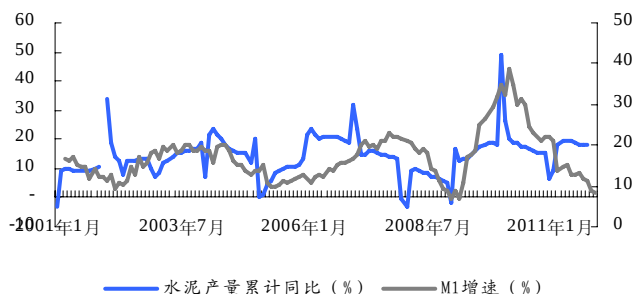
图 22: 投资和工业增速回落



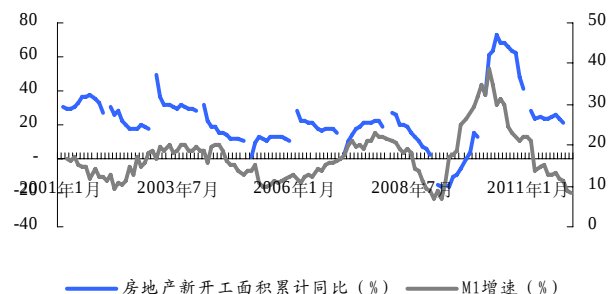
资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

信贷放松背景下，下游行业需求将如何变化？我们将 M1 增速与下游行业——基础设施建设（用水泥产量表征）、房地产、汽车、工程机械的增速进行了比较。M1 增速均与下游行业增速的变化趋势高度吻合。宏观组也认为，若信贷同比增速提高，经济或环比见底。

图 23: 基建与 M1 增速比较（用水泥产量表征基建量） 图 24: 房地产新开工面积与 M1 增速比较

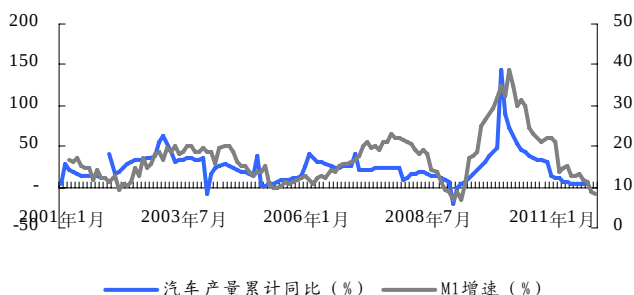


资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所



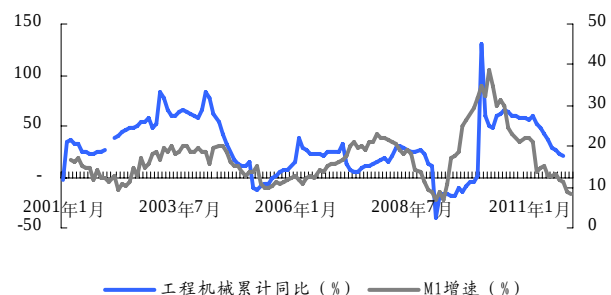
资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

图 25: 汽车产量与 M1 增速比较



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

图 26: 工程机械产量与 M1 增速比较

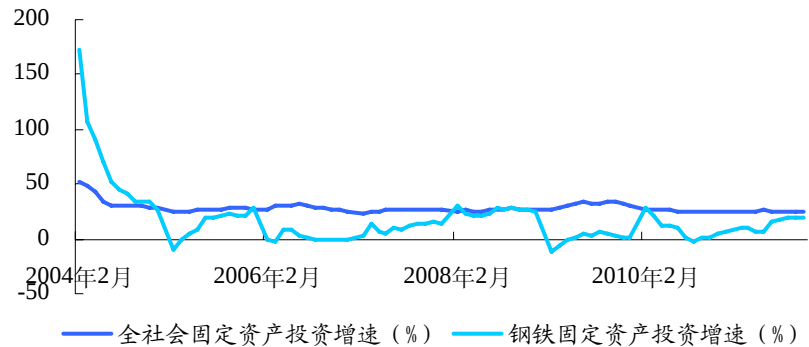


资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

2.3.1. 供给预测

行业经过 2000~2004 年的高速增长之后，国家开始控制钢铁项目的审批；近年来行业的不景气，更是降低了企业主动新建产能的意愿。

图 27：钢铁行业固定资产投资增速



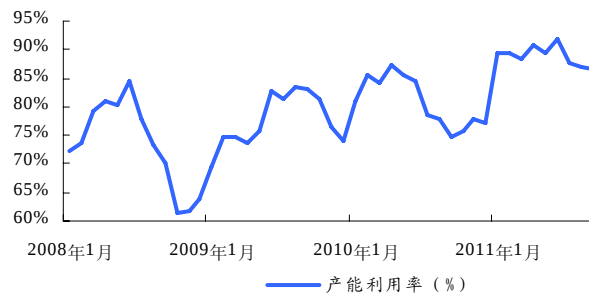
资料来源：Wind 资讯、国泰君安研究所

近年来固定资产的投资增速大幅下降，大大低于全社会固定资产投资增速。另一方面，从固定资产的投资流向来看，逐步流向深加工工序而非前端冶炼工序，使得前端冶炼产能的投资增速更低。

按照工信部的要求，2011 年将淘汰 3210 万吨炼铁落后产能和 2790 万吨炼钢落后产能，其中炼钢产能淘汰量同比增长 130%以上。

目前行业的产能利用率仍处高位，从 90%回落至 86~87%，今年预计粗钢产量将达到 6.9 亿吨，同比增长 10%以上。

图 28：产能利用率已处高位



资料来源：Wind 资讯、国泰君安研究所

预计 2012 年新增产能 4000 万吨，减去 3000 万吨淘汰产能，2012 年实际产能在 8 亿吨。按照 90%的产能利用率，2012 年粗钢产量约达到 7.2 亿吨，2012 年粗钢产量增长 4.3%。

2.3.2. 需求预测

2012 年商品房对钢材需求下降，但保障房将成为 2012 年钢材需求得一个增量。虽然住建部表示，2011 年 1000 万套的保障房开工目标已经完成，并且表示 2012 年全国保障房新开工数量可能将少于 2011 年。但是我们认为 2011 年保障房对钢材的实际需求低于预期，2012 年这种局面将会改变。

2011 年虽然开工率达到 100%，但是存在很多猫腻：一是开挖基地即算开工，这种情况对钢铁需求几乎为零；二是把很多已经建好的项目计算在内。住建部表示，2011 年开工的保障房项目中，仅 30%在年内主体竣工，如果剔除之前建好的“凑数”项目，实际完工率更低。

融资是推动保障房重大障碍。有产权的保障房项目(在 2011 年 1000 万套目标中占 620 万套)的融资并非难事(建设运营资金贷款受到鼓励，且因购买需求较高所以风险较低)。用于出租的保障房(380 万套)的融资问题正在通过中央政府划拨和灵活的地方政府政策逐渐得到解决，例如允许开发商将总面积的 15-20%作为商业配套面积销售以抵消部分成本，或者允许在 5-10 年后将部分房产出售以筹集现金/偿还债务。

住建部表示，2012 年虽然新建面积可能下降，但国家在保障房上的投资可能持平或者更高。如果未来信贷政策放松，保障房的资金压力也将得到缓解。

2012 年保障房建设更多地由纸面转向实际。2011 年开工的 1000 万吨加上 2012 年的 800 万套，在经历了土地划拨、项目规划、图纸设计、募集资金的环节之后，逐步由“挖坑”延伸到对钢材的实际需求。根据预测，2012 年保障房将带来 2500 万吨的钢材需求，较 2011 年增长 1500 万吨。保障房对钢铁需求得拉动将不降反升。

假设 2012 年下游行业对钢铁需求的增速分别：基建投资 15%、房地产 -15%、工业和农村地产 6%、机械 10%、汽车 6%、电力 5%、船舶 10%、家电 10%和其他行业 6%。由此测算得到，2011 年粗钢需求为 6.92 亿吨，增长 4.9%。

表 7：钢材消费增速预测

	2011E	2012E
建筑类合计	34,254	34,850
同比增速		1.7%
基础设施建设	11,352	13,055
同比增速		15.0%
商品房	11,814	10,042
同比增速		-15.0%
其他房地产	11,088	11,753
同比增速		6.0%
工业合计	31,746	34,369
同比增速		8.3%
机械	14,586	16,045
同比增速		10.0%
汽车	5,016	5,317
同比增速		6.0%
电力	2,112	2,218
同比增速		5.0%
船舶	2,640	2,904
同比增速		10.0%

家电	1,254	1,379
同比增速		10.0%
其他	6,138	6,506
同比增速		6.0%
合计总消费量	66,000	69,219
同比增速		4.9%

资料来源：国泰君安研究所

2.3.3. 供大于求基本平衡，库存变动成砝码

我们认为 2012 年钢材净出口 3000 万吨，与 2011 年相当。2012 年供需基本平衡（表 8）。但是如果考虑到由于货币和信贷政策的宽松以及前期钢价大跌带来的“去库存”向“补库存”的转变，实际流通资源量将低于国内资源量，从而出现供应略紧的情况。

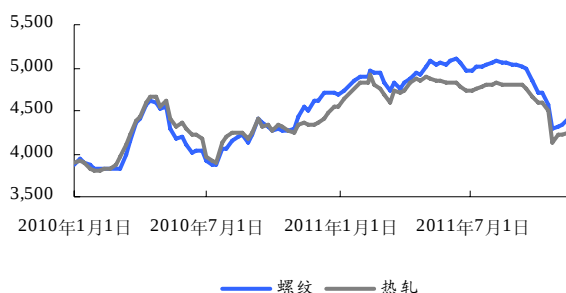
表 8：2012 年供求比较

供给	净出口	国内资源量	国内需求	差额
72000	3000	69000	69219	-219

资料来源：国泰君安研究所

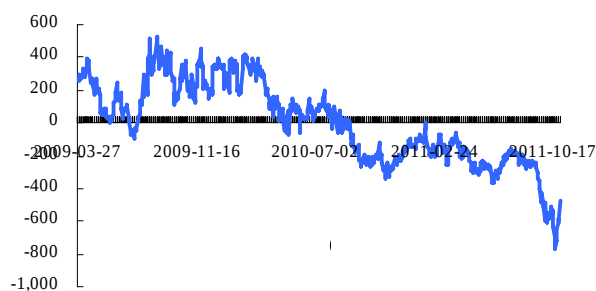
我们看到，市场对未来行业悲观情绪已经开始减轻。我们使用钢材期货和现货的价差来衡量市场情绪和预期，若为正表示看好未来钢价，若为负则表示看空。我们看到，在近期货币政策放松的预期下，市场悲观情绪开始减轻。未来行业将逐步从“去库存”转向“补库存”。

图 29：钢价大跌后企稳



资料来源：Wind 资讯、国泰君安研究所

图 30：螺纹期货和现货之间的利差（考虑资金成本）



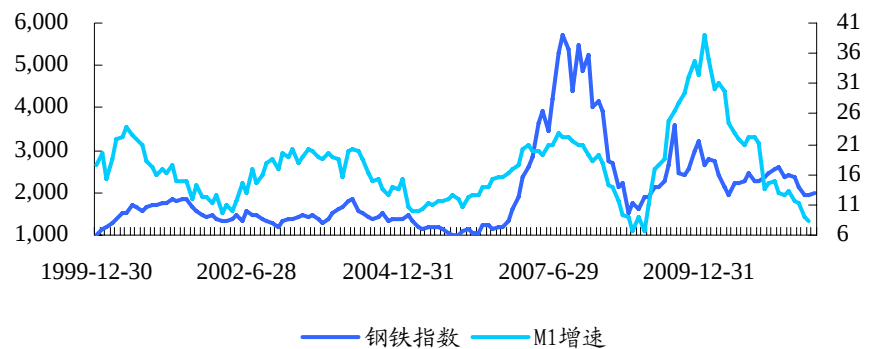
资料来源：Wind 资讯、国泰君安研究所

2.4. 对钢铁股价的影响

以史为鉴，我们看看货币政策松动下的钢铁股表现。

首先，我们看看钢铁股的绝对涨幅。从图 31 可以看出，钢铁股价与 M1 增速呈现同步的正相关关系。

图 31: 钢铁指数与 M1 增速



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

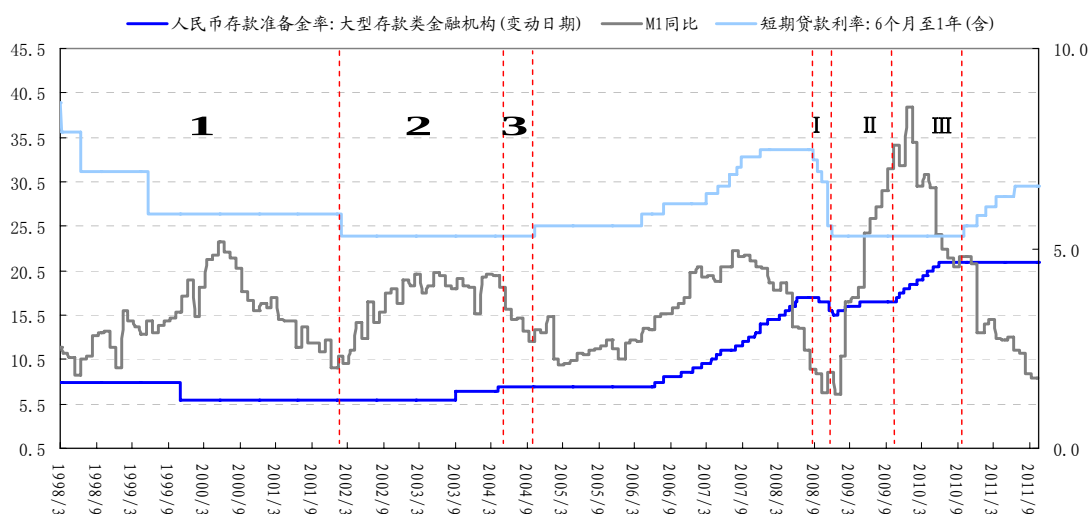
其次,我们来看看钢铁股的相对涨幅。

我们以人民币贷款准备金率,短期贷款利率和 M1 同比增速做为货币政策放松与否的标准。

最近的一次货币政策放松是 08 年金融危机后从 2008 年 10 月到 2010 年 10 月。我们将这段时间前后划分为 3 个时间段, I, II, III。第一个区域为利率和存款准备金双降的时间段,同时 M1 增速见底。第二个区域为利率保持不变,存款准备金率稍有提升,并且 M1 同比增速大幅提升。而第三个区域为宽松政策的最后阶段,即利率保持不变,但是存款准备金率大幅提升,且 M1 同比增速见顶。直到 2009 年 10 月份开始了新一轮的加息周期。

另一次货币政策放松则是在 97 年金融危机后从 98 年 3 月持续到 04 年 10 月。市场从 98 年 3 月开始到 02 年 1 月左右的 3 年时间内利率和存款准备金同样进行了双降,这个为第 1 个时间段。第 2 个时间段为 02 年 1 月到 04 年 4 月之间,市场在低利率宽松政策下运行初期,且 M1 同比增速开始触底反弹。第 3 个时间段为 04 年 4 月到 04 年 10 月,市场处于低利率宽松政策的末期,且 M1 同比增速开始见顶回落市场进行了一次小幅降息。从此开始新一轮的加息周期。

图 32: 定期贷款利率和存款准备金率变化 (%)



资料来源: 国泰君安证券研究所整理

表 9: 2008 年后三个阶段的时间节点及利率和准备金率情况

I、II、III 阶段时间节点	短期贷款利率 (%)	存款准备金率 (%)
2008-09-15	7.47	17.5
2008-12-25	5.31	15.5
2009-11-16	5.31	17.5
2010-10-20	5.56	21.5

资料来源: 国泰君安证券研究所整理

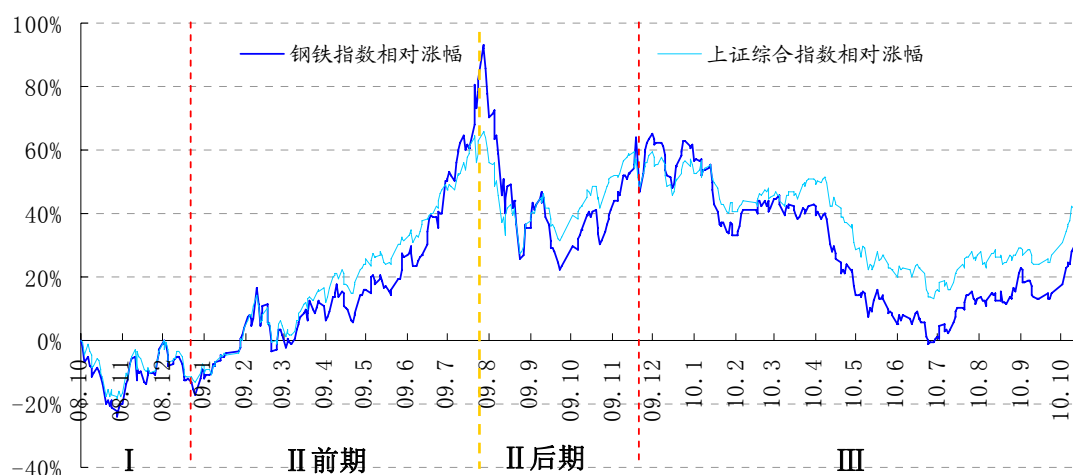
表 10: 1997 年后四个阶段的时间节点及利率和准备金率情况

1、2、3 阶段时间节点	短期贷款利率 (%)	存款准备金率 (%)
1998-3-21	8.64	8
2002-02-21	5.31	6
2004-4-25	5.31	7.5
2004-10-29	5.58	7.5

资料来源: 国泰君安证券研究所整理

我们先对 08 年后三个时期的钢铁指数和上证指数的涨幅进行对比。第一阶段 (I) 存款准备金率、利率下调, M1 筑底, 钢铁指数基本跑平上证指数; 第二阶段 (II) M1 增速快速上涨, 钢铁指数跑赢上证指数 27 个百分点; 市场的转折点正好处在存款准备金率开始大幅上调, M1 同比增速见顶, 投资者开始预期宽松的货币政策将改变, 第三阶段 (III) 钢铁股略跑输上证指数。

图 33: 08 年后钢铁指数和上证指数涨跌幅对比 (%)



资料来源: 国泰君安证券研究所整理

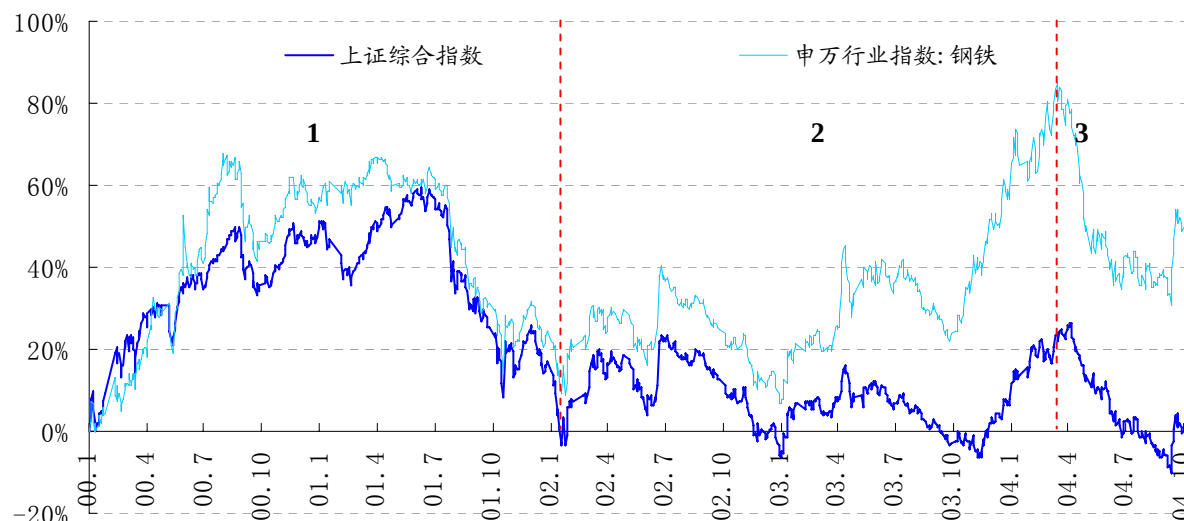
表 11: 2008 年后三个阶段钢铁指数涨幅及同期上证指数涨幅

阶段	钢铁指数涨幅	上证综合指数涨幅	钢铁指数相对涨幅
I	-5.0%	-4.2%	-0.8%
II (前期)	97.2%	70.1%	27.1%
II (后期)	-46.2%	-13.5%	-32.7%
III	-15.9%	-8.9%	-7%

资料来源: 国泰君安证券研究所

对于 97 年后的行情, 在第一个阶段也就是利率和准备金率开始双降的过程中, 钢铁指数略跑赢上证指数; 第二个阶段, 保持低利率、低存款准备金率, M1 同比增速上升, 同期钢铁指数上涨 73%, 超越上证指数 47 个百分点。在最后一个阶段, 也就是宽松政策的后期, M1 同比增速见顶, 这个阶段钢铁股跑输上证指数。

图 34: 97 年后钢铁指数和上证指数涨跌幅对比 (%)



资料来源: 国泰君安证券研究所

表 12：97 年后四个阶段钢铁指数涨幅及同期上证指数涨幅

阶段	钢铁指数涨幅	上证综合指数涨幅	钢铁指数相对涨幅
1	10%	-1%	11%
2	73%	26%	47%
3	-35%	-26%	-9%

资料来源：国泰君安证券研究所

可以看出，随着货币政策松动背景下钢铁股具有良好的表现。尤其是 M1 同比增速快速提高的时候，钢铁股具有较好的绝对收益和相对收益。

3. 投资策略和重点推荐

过去十年中，中国需求带来的全球铁矿需求快速增长，全球矿石供给增长滞后，导致矿价大涨，钢铁产业链中的利润向上游倾斜。未来十年，全球钢材需求减速带动铁矿需求增长减缓，铁矿暴利推高矿业投资将逐步显效。未来十年铁矿需求增速在 5% 左右，而铁矿产量增速将达到 8~9%。从 2012 年开始，铁矿供不应求的格局逐步改变。未来十年，钢铁行业对铁矿议价能力增强，钢铁产业链中的利润分配趋于平衡。

国泰君安宏观组认为，货币政策的转向已经成为必然趋势。货币政策转向的第一步是货币宽松，以 3 年期央票利率的下调为标志，从 1 年期央票利率的下调得到确认，未来很可能还会降准降息。货币政策转向的第二步是信贷宽松，利率下降有利于信贷需求恢复。

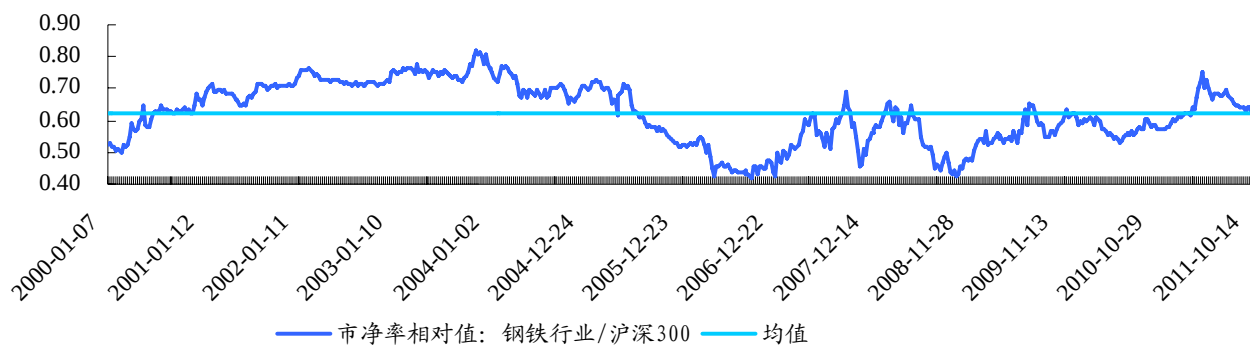
货币政策松动的背景下对钢铁行业的需求产生正面影响：

一、融资性库存也将由从紧货币政策下的“去库存”向补库存转变，改变社会流通资源量从而影响钢价；

二、历史上货币政策的松动都会带来下游行业的需求触底回升。2012 年供略小于求，呈现基本平衡态势。如果未来货币政策松动，加上前期钢价大跌带来的“去库存”向“补库存”的转变，实际流通资源量将低于国内资源量，将出现供应略紧的情况。

从估值上看，不少钢铁上市公司处于“破净”的状态。从相对市净率（钢铁市净率/沪深 300 市净率的比值）来看，钢铁股具有较高的安全边际。另外，以史为鉴，货币政策放松背景下，钢铁股具有较好的绝对收益和相对收益。

图 35: 相对市净率: 钢铁/沪深 300



资料来源: Wind 资讯、国泰君安研究所

表 13: 钢铁上市公司估值

简称	股价	10 年 EPS	11 年 EPS	12 年 EPS	10 年 PE	11 年 PE	12 年 PE	最新
攀钢钒钛	7.47	0.19	0.40	0.60	40.3	18.7	12.5	2.79
金岭矿业	16.71	0.83	1.10	1.28	20.2	15.2	13.1	3.86
大冶特钢	12.33	1.25	1.35	1.52	9.9	9.1	8.1	2.01
韶钢松山	3.44	0.01	0.05	0.15	275.2	76.1	22.9	0.98
本钢板材	5.60	0.30	0.34	0.45	19.0	16.3	12.4	1.13
新兴铸管	8.11	0.70	0.81	0.99	11.5	10.0	8.2	1.37
太钢不锈	4.61	0.24	0.26	0.35	19.1	17.7	13.2	1.17
鞍钢股份	5.37	0.28	0.04	0.15	19.1	134.3	35.8	0.73
华菱钢铁	3.26	-0.88	0.01	0.19	-	247.0	17.2	0.72
沙钢股份	6.43	0.23	0.21	0.26	28.3	30.6	24.7	4.52
三钢闽光	8.94	0.21	0.58	0.82	43.5	15.4	10.9	1.62
久立特材	18.01	0.35	0.59	0.76	51.2	30.5	23.7	2.58
金洲管道	13.26	0.42	0.38	0.48	31.5	34.7	27.6	1.84
常宝股份	13.36	0.46	0.55	0.70	29.2	24.2	19.1	2.32
武钢股份	3.45	0.17	0.20	0.26	20.4	17.3	13.3	0.95
包钢股份	5.37	0.03	0.15	0.19	177.8	35.2	27.7	2.66
宝钢股份	5.25	0.74	0.46	0.60	7.1	11.4	8.8	0.87
西宁特钢	9.35	0.31	0.52	0.68	29.7	18.0	13.7	2.41
杭钢股份	4.88	0.42	0.45	0.52	11.8	10.7	9.4	1.09
凌钢股份	6.93	0.74	0.62	0.76	9.3	11.2	9.1	1.35
南钢股份	3.43	0.24	0.22	0.28	14.5	15.6	12.3	1.42
方大特钢	5.34	0.23	0.40	0.48	23.1	13.4	11.1	2.75
方大炭素	14.98	0.32	0.55	0.68	47.2	27.2	21.9	5.64
安阳钢铁	3.21	0.03	0.05	0.08	110.7	64.2	40.1	0.72
八一钢铁	10.30	0.69	0.90	1.20	15.0	11.4	8.6	2.10
马钢股份	2.99	0.14	0.06	0.10	20.9	49.8	29.9	0.85
柳钢股份	4.29	0.25	0.14	0.20	17.4	30.6	21.5	2.12
重庆钢铁	3.55	0.01	0.02	0.08	612.1	177.5	44.4	1.11
加权平均					18.2	18.7	13.5	1.2

资料来源: 国泰君安研究所

3.1. 投资思路

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.1.1. 高业绩弹性

未来钢铁产业链利润分配逐步从上游转向中游冶炼领域的过程中，哪些公司的受益最大？每股含钢量高的上市公司对钢价波动的业绩弹性最为敏感，在行业利润回升的过程中受益最大。以八一钢铁为例，其每百股含钢量为 1.04 吨，如果吨钢毛利提升 100 元/吨，公司每股收益提高 0.78 元。

重点推荐：八一钢铁、三钢闽光和华菱钢铁。

表 13: 上市公司业绩弹性比较

排序	简称	吨钢/百股	业绩弹性（元）	吨钢市值（元/吨）
1	八一钢铁	1.04	0.78	963
2	三钢闽光	0.75	0.56	1,191
3	新钢股份	0.65	0.48	865
4	华菱钢铁	0.53	0.40	618
5	凌钢股份	0.44	0.33	1,576
6	柳钢股份	0.39	0.29	1,097
7	安阳钢铁	0.38	0.28	854
8	重庆钢铁	0.38	0.28	660
9	杭钢股份	0.36	0.27	1,376

资料来源：国泰君安研究所整理

3.1.2. 看好新疆区域

从需求来看，“十二五”时期新疆全区生产总值计划年均增长 10%以上，按照规划，全社会固定资产投资年均增长将超过 25%，五年累计完成投资 3.6 万亿元。“十二五”期间新疆累计完成的固定资产投资规模将三倍于“十一五”时期，其未来的快速发展态势可见一斑。政府主导的大量投资及新建项目的建设将会成为直接推动力，因此新疆钢铁需求高速增长的条件已经具备。

表 14: 新疆十二五期间各领域投资增速

建设指标	十一五	十二五	同比
电网投资	270	630	133%
水利基本建设投资	368.5	1311	256%
铁路投资	476	1500	215%
交通建设	249.4	1700	582%
机场	85.7	300	250%
援疆工程	5739	9916	73%
固定资产投资	12000	36000	200%

资料来源：国泰君安研究所整理

从供给来看，经济运输半径限制疆外产品入疆，供给主要还是依赖疆内企业。钢铁产品通常的经济运输半径为 500 公里。疆外的主要钢铁企业，

即使是距离最近的酒钢，也距乌鲁木齐 1200 公里。新疆 70% 建筑用钢需求集中在乌鲁木齐，其方圆 300 公里仅八一钢铁。

虽然众多钢厂欲在新疆新建项目，但是基于三个原因短期内供给无法大量扩张：一、目前得到国家正式审批的项目少；二、很多项目只是规划产能大（在与新疆地方政府的资源谈判中拿到筹码），最终能否实施尚不确定；三、规划产能分批建设，投产和达产周期长。

区域需求强劲上升，建筑用钢短期内将是供不应求的局面。2011~2014 年是新疆基础设施、保障房和城镇化加速推进的高峰期，今年 8、9 月份疆内钢价高于东部地区差价 500~600 元/吨，导致部分钢材甚至从东部港口运往新疆，正是这种短期供求失衡的集中表现。

受益新疆大发展和区位优势的公司分别是八一钢铁（自身产能扩张+收购铁前资产预期+收购集团阿克苏项目预期）、新兴铸管（金特钢铁+和静项目）和西宁特钢。

3.1.3. 具有重组预期的公司

国内钢铁行业的未来雏形已现，近期重组开始出现加速趋势。

近期的《钢铁行业十二五规划》的产业布局中提出，要解决钢铁行业“南轻北重”、“北钢南运”的问题，环渤海、长三角地区原则上不再布局新建钢铁基地。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。我们判断，三个项目的审批进度为：湛江>防城港>福建宁德。在重组中，我们看好被并购企业，韶钢松山、柳钢股份和三钢闽光均存在未来并并购的预期。我们对三个公司的看好顺序也是韶钢松山>柳钢股份>三钢闽光。

4. 风险提示

本文基于两个重要的逻辑假设或者前提：铁矿供求格局发生转变，钢铁产业链中的利润分配逐步向中游平衡；未来货币政策会适当松动。

4.1. 铁矿供求格局转变时点低于预期

我们判断，铁矿石供大于求的因素正在不断累积，预计未来将出现明显供大于求的拐点，铁矿石价格进入下降通道。但是由于供需双方均存在不确定性，这一变化可能提前，也可能推迟，但这种变化必将发生。

4.2. 国内货币政策松动低于预期

我们认为，随着国内货币政策的适当松动，一方面会刺激下游需求；另一方面使得融资性库存从“去库存”过程转向“补库存”过程，减少社会钢材资源量，从而刺激钢价上扬。如果政策松动低于预期，将会对下

游需求和钢价产生影响。

作者简介:**李宏亮:**

执业资格证书编号: S0880511080006

电话: 01059312705

邮箱: lihongliang010771@gtjas.com

清华大学工学博士

2006 年初开始从事钢铁行业研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		