

周期博弈孕育行业变局

推荐 (维持)

2011年12月11日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
新兴铸管	0.72	0.92	强烈推荐
八一钢铁	0.80	1.02	推荐
凌钢股份	0.62	0.81	推荐
南钢股份	0.22	0.30	推荐

相关报告

普钢:《新钢股份 600782-下修转股价, 避免强制回售》2011-12-6

钢铁:《钢铁行业数据周报-调准提振市场情绪,终端需求仍然较弱》2011-12-4

钢铁:《钢铁行业数据周报 20111125-需求持续低迷,钢价稳中偏弱》2011-11-27

分析师 兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

SAC: S0190511080002

联系人: 郭毅

021-3856 5540

guoyi@xyzq.com.cn

投资要点

- 12 年行业运行趋势判断: 行业在 12 年处于长期增长放缓和短周期下行的叠加阶段, 外需疲软和投资去杠杆化将使钢铁行业出现 09 年以来的短周期底部, 时点在一季度概率较大。结构性的政策宽松一定程度对冲周期下滑风险, 下半年行业将有所好转, 全年行业盈利同比略有改善。
- 12 年钢铁供需判断:
 - ✓ 需求端: 预计 12 年粗钢表观消费为 7.068 亿吨, 同比增 6.8%。
 - ✓ 供给端: 09 年以来的产能扩张周期至少会持续到 2012 年底。保守统计 12 年合计新增炼铁产能 4537 万吨, 2012 年底炼钢产能 8.22 亿吨。
 - ✓ 产能相对需求仍有较大闲置, 需求的边际改善不足以拉动钢价大幅上升。但当前低库存背景下贸易商库存行为可能使行业产能利用率即使不高的情况下供给弹性变小, 钢价短期涨幅超预期。
- 铁矿石供需判断:
 - ✓ 尽管铁矿石扩产计划庞大 (到 2015 年三大矿和二小矿合计产能增量在 3.7 亿吨, 比 2011 年增加 47%), 数据上的供大于求比较明显, 但诸多不确定性导致规划和未来有效供给量将有一定差距。
 - ✓ 短期铁矿石供需都缺乏弹性。铁矿石需求下滑将导致铁矿石价格下滑幅度较大, 但寡头垄断的产出控制可适度对冲需求下滑冲击, 产业链利润分配不会明显改善; 而需求低弹性的另一面在于, 如果铁矿石需求一旦改善, 矿价短期可能出现较大幅度上涨。
- 投资策略: 基本上 12 年长材/板材/资源类公司的分化不再像 11 年明显。1. 此外基于板材再坏空间并不大的判断, 推荐低股价/低估值品种: **南钢股份、宝钢股份**; 2. 由于围绕行业的铁矿石和产能等结构性问题在 12 年难有明显改善, 我们仍相对看好“资源+区域”钢企的投资机会, 推荐: **八一钢铁、新兴铸管、凌钢股份**;

目 录

一. 铁矿石：寡头垄断并不意味着价格垄断，供需缺口是解释矿价快速上行的核心变量	- 3 -
二. 未来供需缺口有逐步消失趋势，但仍有不确定性	- 4 -
2.1 供给：从均衡寡头垄断到有主导企业的寡头垄断	- 5 -
2.2 当前矿价对新增项目仍具有吸引力，但基础设施是产能扩张主要阻力 ..	- 7 -
2.3 未来需求：中国仍是全球增量的主要需求方	- 8 -
2.4 如何看待数据上的供大于求？	- 10 -
三. 2012 年钢铁行业供需分析	- 12 -
3.1 在预期的宏观政策下，需求增速下滑是大概率事件	- 12 -
3.2 新增产能周期仍未见顶	- 13 -
3.3 如何看待数据上的供大于求？	- 15 -
四. 09 年以来行业运行趋势给我们的启示	- 16 -
4.1 启示一：行业困境集中表现在板材类公司，短期难以改变	- 18 -
4.2 启示二：经济下行周期资源类公司优势略有削弱，但 12 年仍不悲观 ..	- 18 -
4.3 启示三：大规模基建行情难现，长材公司受冲击较大，仍有区域分化 ..	- 19 -
五. 投资策略	- 20 -
5.1 12 年行业运行规律预测	- 20 -
5.2 维持对行业“推荐”评级	- 21 -
图 1 铁矿石行业结构演变	- 3 -
图 2 全球新增铁矿石产能几乎全部供给中国	- 4 -
图 3 全球部分铁矿石新增项目吨运营成本	- 8 -
图 4 中国 2010 年人均粗钢消费和其他国家可比年份对比	- 9 -
图 5 中国 2010 年部分工业指标和其他国家可比年份对比	- 9 -
图 6 2010 年全球铁矿石海运贸易流向	- 10 -
图 7 铁矿石短中期供给曲线	- 11 -
图 8 2010 年以来季度新增炼铁产能	- 13 -
图 9 国内炼钢产能变化	- 14 -
图 10 钢材短期供需曲线	- 15 -
图 11 宏观和钢铁行业周期对比	- 16 -
图 12 黑色金属二级市场运行趋势	- 17 -
图 13 05 年以来螺纹钢和热卷价差变化	- 18 -
表 1 铁矿石行业产量集中度变化	- 4 -
表 2 未来主要矿山新增量	- 5 -
表 3 主要矿山扩产计划更新	- 6 -
表 4 目前海外中小矿山的平均运营成本	- 8 -
表 5 十二五末中国粗钢产量变化预测	- 9 -
表 6 中国铁矿石供需预测表	- 11 -
表 7 2012 年粗钢表观需求高效能	- 12 -
表 8 过去几年卖方粗钢表观消费量预测和实际比较	- 13 -
表 9 国内炼钢产能推算	- 14 -
表 10 国内主要新增高炉投放时间表	- 14 -
表 11 09 年以来钢企二级市场涨跌幅变化	- 17 -
表 12 主要资源类公司铁矿石业绩占比	- 19 -
表 13 新疆地区产能统计	- 19 -
表 14 吨热卷成本变化	- 20 -
表 15 主要公司盈利预测	- 21 -

09 年以来的三年短周期随宏观调控逐步进入尾声, 12 年我们更多认为是承前启后的一年。无论“承”或“启”对宏观经济和行业而言都会充满阵痛, 行业机会更多来自于外部宏观因素的逐步改善。本报告我们更多从铁矿石、产能等行业核心变量入手, 对行业 12 年运行趋势进行分析判断。

一. 铁矿石：寡头垄断并不意味着价格垄断，供需缺口是解释矿价快速上行的核心变量

- 铁矿石行业是纯粹寡头垄断行业（淡水河谷/力拓/必和必拓占海运量 70%），这样的市场结构对钢铁行业并非坏事。寡头垄断的行业特征是相互依赖，垄断厂商在实际生产中核心决策变量通常是价格而非产量，按照寡头垄断的突点供需模型，寡头在推测其他厂商对自己价格变动的态度是：跟跌不跟涨。因此寡头垄断行业价格相对刚性。
- 我们回顾 2003 年以前的铁矿石市场结构和价格历史，尽管从 1975 年到 2003 年间，铁矿石行业集中度不断提升，但并没有造成铁矿石价格大幅波动，28 年间年复合增长率仅为 2.1%，寡头垄断并不意味着价格垄断。但 03 年之后随着中国需求快速爆发，导致铁矿石行业供需缺口变大，同时由于国内钢铁行业的高度分散以及铁矿石用途的专属性导致买方议价权快速弱化，矿石价格连续暴涨，近 8 年间年复合增长率为 37%。
- ✓ 第一阶段：1980 年之前：供方集中度较低，需方市场区域集中度高。1975 年前三大矿石生产商集中度仅在 11.2%，尽管 20 世纪 60 年代日本钢铁工业快速发展而快速拉动铁矿石需求，但日本作为亚洲最大单一买方的强势地位及本国较好的产业集中度，国际铁矿石价格并没有强势上涨。日本和澳洲矿商，从 60 年代后期将铁矿石合同逐步发展为长期合同，铁

图 1 铁矿石行业结构演变

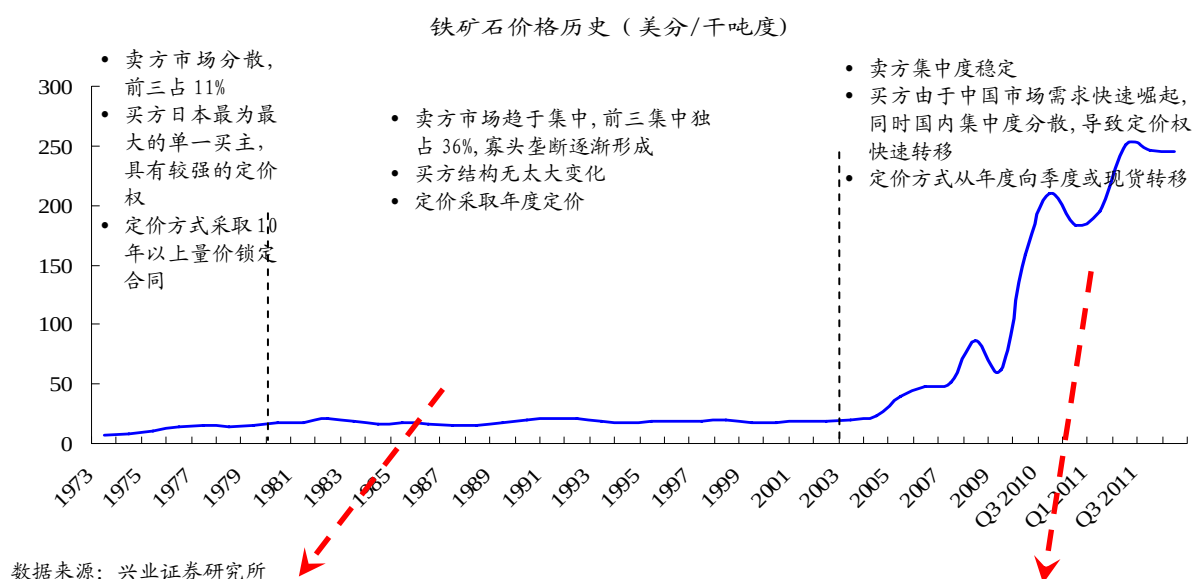
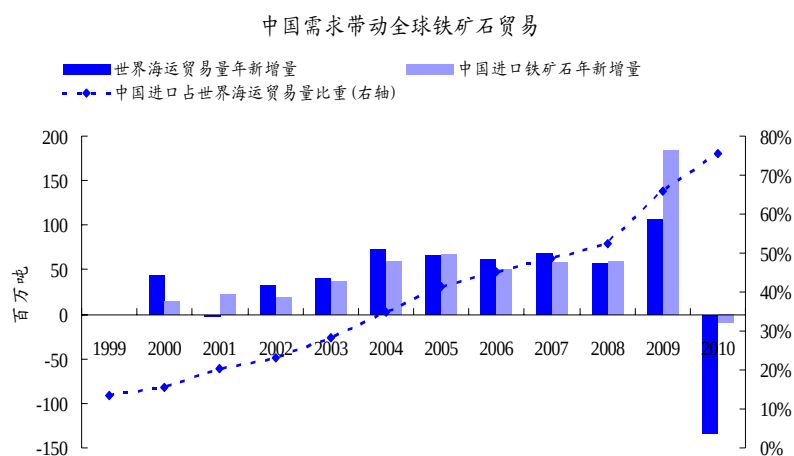


表 1 铁矿石行业产量集中度变化 图 2 全球新增铁矿石产能几乎全部供给中国

年份	Top 1	Top 3
1975	5.3	11.3
1990	8.7	17.8
1995	9.5	21
2000	11.7	26.2
2001	15.5	32
2002	14.5	30
2003	17.8	36.1
2004	18.5	36.3
2005	18.5	36.4
2006	18.2	34.7
2007	18.8	34.9
2008	17.3	33.7
2009	16.5	34.7
2010	19.9	37.3

数据来源：兴业证券研究所



数据来源：兴业证券研究所

矿石量和价都锁定 10-20 年；20 世纪 70 年代，欧美借鉴日本经验大量利用进口铁矿石和签订长期合约，导致国际市场上的铁矿石供需紧张，矿商为维护自身利益，在 1975 年成立了铁矿石输出国组织，将长期合约改为短期。

- ✓ 第二阶段：1980-2003，供方市场集中度不断提高，需方集中度逐步分散。三大铁矿石生产商产量（非海运贸易量）集中度从 1975 年的 11.3% 上升到 2003 年的 36.1%，由于供需没有明显缺口，集中度上升并没有给供方带来太大溢价能力。CVRD 精粉 FOB 价从 1975 年的 11.07 美分/千吨度上升到 2003 年的 19.97 美分/千吨度，28 年间年复合增长率仅为 2.1%。从 1980 年开始了年度定价机制，每年根据协议定量不定价
- ✓ 第三阶段：2004-2011，供给市场集中度没有太大变化，但由于中国需求快速崛起带来的全球供需缺口，导致铁矿石价格暴涨，从 2003 年的 19.97 美分/千吨度上升到 2011 年 3 季度的 246 美分/千吨度，8 年间年复合增长率为 37%。期间由于三大矿优质长协年度价和印度现货价的倒挂，10 年 2 季度年度价改为现货价。

二、未来供需缺口有逐步消失趋势，但仍有不确定性

03 年以来铁矿石行业超额收益吸引了大批投资，从规划看铁矿石未来存在供大于求风险，但一些关键变量仍影响铁矿石行业后续演变。

- 新增产能是否会改变当前均衡的三寡头格局，从而使铁矿石行业变为类似钢铁一样的完全竞争市场，导致供给失控？
- 未来中国需求增速是否快速下滑？
- 新增产能边际成本如何？

2.1 供给：从均衡寡头垄断到有主导企业的寡头垄断

三大矿未来供给增量：从已公布的铁矿石新建（扩产）项目来看，三大矿扩产规模宏大：

- Vale 原计划将铁精粉（我们将球团矿也并入）产能从 11 年底的 3.1 亿吨扩到 2015 年的 5.26 亿吨，但之后下调到 4.69 亿吨，未来几年增量 8350 万吨。
- Rio Tinto 合计扩产 1.08 亿吨到 2015 年的 3.33 亿吨产能。
- BHP 计划从 2011 年的 1.55 亿吨产能扩大 8000 万吨到 2015 年的 2.35 亿吨，公司同时也有其它扩产项目，但目前仍在规划。

新兴矿山的介入主要包括 FMG 和 Anglo America:

- FMG 计划从 2011 年的 5500 万吨产能扩大 1.2 万吨到 2015 年的 1.75 亿吨。但限制其产能扩张的主要瓶颈在 Anketell Point 等港口的建设进展。
- Anglo 计划从 2011 年的 4500 万吨产能扩大 6630 万吨到 2015 年的 2.35 亿吨，但目前仅 900 万吨获批建设，其余均在规划中。

从以上几个扩产项目中，如果我们把所有审批和未审批项目都包括在内，同时考虑各个项目都能如期完工，**到 2015 年三大矿和二小矿合计产能增量在 3.7 亿吨，比 2011 年增加 47%，2015 年合计达到 11.6 亿吨。**但如果我们考虑：

- 未批准的项目是否能通过董事会/环保/当地居民通过？在新增量中有近 60% 的新增产能来自澳洲，无论从政府审批流程/当地严苛的环保标准/矿工不足等因素都增加了项目不确定性。
- 对已批准的扩张项目，在当前流动性偏紧环境下，融资/基础设施是否能快速跟进？
- 寡头垄断的产能扩张计划在一定程度上在阻止新进入者，实际进度的调整往往受需求市场影响，目前我们已经看到了部分产能延迟计划：
 - ✓ Vale 公司之前公布的主要扩张项目如 Carajas+Serra Sul 9000 万吨项目到目前尚未得到董事会批准和环保审批，即使能通过，其开工也在 2015 年之后。
 - ✓ Rio Tinto 最大的几内亚 Simandou 项目（7000-9500 万吨）刚开始进行基础设施勘测，计划中 2015 年第一批铁矿石投产，但仍有很大不确定性。

因此未来实际铁矿石有效供给仍存在较大变数。从目前来看，以上来自三大矿的新增产能占总新增产能的 73%（我们没有包括一些产能扩张但未能有效进入海运贸易的量），到 2015 年三大矿仍会维持 70% 左右的海运份额。由于 FMG 和 Anglo America 等矿山的加入，整个铁矿石行业可能逐渐演变为以三大矿为主导企业的寡头垄断。在这样的市场结构里，三矿仍是市场策略的主要制订者，而中小（或愿意）作为大企业所决定价格的接受者，并共同占有大企业所剩余的市场。

表 2 未来主要矿山新增量

公司	2011	2012		2013		2015		备注
	产能	新增产能	年产能	新增产能	年产能	2015 vs.2011 新增	年产能	
Vale	31000	750	31750	3000	34750	8350	39350	项目规模数次调整

Rio Tinto	22500		22500	3600	26100	10800	33300	
BHP	15500	5000	20500		20500	8000	23500	2014 年 3000-3500 增量; 没有考虑球团矿产能从 830 到 3000 万的扩产
FMG	5500	2500	8000	4000	12000	12000	17500	
Anglo	4500		4500	900	5400	900	5400	
合计	79000	8250	87250	11500	98750	37050	116050	

数据来源：兴业证券研究所

表 3 主要矿山扩产计划更新

公司	国家	项目	产能(万吨)	投产时间	耗资(亿美元)	项目进度(as of 11/2011)
Vale	巴西	Carajas+30M	3000	2013 下半年	24.78	已完成 43%投资(2011/11)
		Carajas+Serra Sul	9000	2016 年以后	112.97	尚未获得环境许可证、未获得董事会通过; 再次推迟两年
		Concalcao Itabirito	1200	2013 下半年	11.74	新建一个选矿厂, 来处理康塞桑矿的原矿, 尚未获得董事会通过;
		Apolo	2400	2014 上半年	25.09	尚未获得董事会通过;
		Vargam Grando Itabirito	1000	2013 下半年	12.59	新建一个选矿厂来处理 Aboboras 矿山的低品位矿石, 需获得董事会批准。
		Tubarão VIII	750	2012 下半年	6.36	在圣保罗州新建一个球团场
Rio	澳大利亚	expansion of Pilbara infrastructure			150	
		Brockman 4	1800	2013		Brockman 4 的产能从当前的 2200 到 2013 年的 4000 万吨
		Western Turner Syncline从目前 600 万吨的铁路运输到 2013 年 1500 万吨的传输带运输	300	2013		首批矿石 2010 年产出, 当前 600 万吨。2013 年达到 900
		Nammuldi				是否扩产需要 2011 年末决定
		Hope downs 4	1500	2013		新矿坑, 第一批产出计划在 2013 年
						Cape Lambert 港口也将从现在的 8000 万吨的输送量提升到 2015 年的 1.83 亿吨, 涉及码头/泊位修建, 工程量较大
	几内亚	Simandou	7000(最多 9500 万吨)	2015	50	第一批矿石投产时间 2015 年中; 最新进展 8/24 在 Ile Kabak 港口地开始钻孔打桩, 2012 年 1 月前在港口和铁路规划沿线将打出接近 200 个洞桩。基础设施建设刚开始。
BHP	澳大利亚	Orissa	500	2013+	-	Rio 拥有 51%权益; 11 年 9 月与印方达成协议, 未来共同投资 19.4 亿, 但目前详细规划尚未出来。我们估计实质性推进可能会比较慢
		WAIO Jimblebar Mine Expansion (Australia) 96% Iron Ore	3000-3500	2014 年一季度	33	将 Jimblebar Mine 的产能增加至 3500 万吨, 目前 11%工程完成。
		WAIO RGP5 (Australia) 85% Iron Ore	5000	2011 年下半年	48	按预期推进, 整个工程已 98%完工。

		Samarco Fourth Pellet Plant(巴西, BHP 拥有 50%权益)	将球团矿产能从 830 万吨增加到 3 千万吨			2011 年 4 月规划被批准
		WAIO Port Hedland Inner Harbour Expansion (Australia) 85%	计划在未来 10-14 年增加 1.3 亿吨产能以适配港口运输能力。	2012 下半年		将 inner harbour 的港口能力增加至 2.2 亿吨, 未来到 2.4 亿吨, 目前 30%完工 (2011/8)
Anglo	巴西	Minas Rio-phase 1	2650	2013 2H	50.34	however, there are still a number of other licenses and permits to be obtained during this period.
	南非	Kolomela (previously Sishen South)	900	2013 Q1	10.62	2008/7 月获批, 按进度推进。2012 年中第一批矿产出; 2013 一季度满产
		Sishen Expansion Project 1	80	2012	-	尚未获得通过
		Sishen Expansion Project 2	1000	2019	-	尚未获得通过
		Sishen Concentrate	2000	2018	-	尚未获得通过
FMG	澳大利亚	Solomon Stage1	4000	2013	-	扩产到 1.55 亿吨的最大障碍在港口运输能力, 将很大程度取决于 Anketell Point 港口的建设进展;
		Solomon Stage2	2000	2015	-	Chichester 扩建和 Solomon 项目刚被批准(as of 08/2011), 仍需要时间融资。目前公司在 Hedland 港口的运输配额 1.2 亿吨一年, 因此要达到 1.55 亿吨或需要新港口建设, 或者在 Hedland 港口的其他铁矿商让出自己的运输配额。

数据来源: 公司公告; 兴业证券研究所

2.2 当前矿价对其它新增铁矿项目仍具有吸引力, 但基础设施是产能扩张的主要阻力

- 仅从运营成本来看, 尽管主流矿商之外的海外矿山运营成本较高, 但在当前矿价下仍有足够的盈利空间。因此除非矿石价格大幅下跌, 否则铁矿石产能仍有扩张动力。
- 但新增铁矿石项目的实际推进受太多因素影响, 尤其是基础设施建设。澳洲当地的主要铁矿石铁路和港口运输能力主要由 BHP 和 Rio Tinto 把持。FMG 限制其产能扩张的主要瓶颈在 Anketell Point 等港口的建设进展。鞍钢在 Karara 的港口建设也极大影响其项目进程。因此新增铁矿石产能能有效进入全球海运市场的贸易量仍存变数。
- 而对中国矿山而言, 由于新增铁矿石产能成本高企, 产能扩张能力更大程度取决于矿价, 但随着铁矿石价格高点回落, 短期内铁矿石新增产能比较有限。

图 3 全球部分铁矿石新增项目吨运营成本

全球主要新增铁矿石项目吨运营成本(美元/千吨)

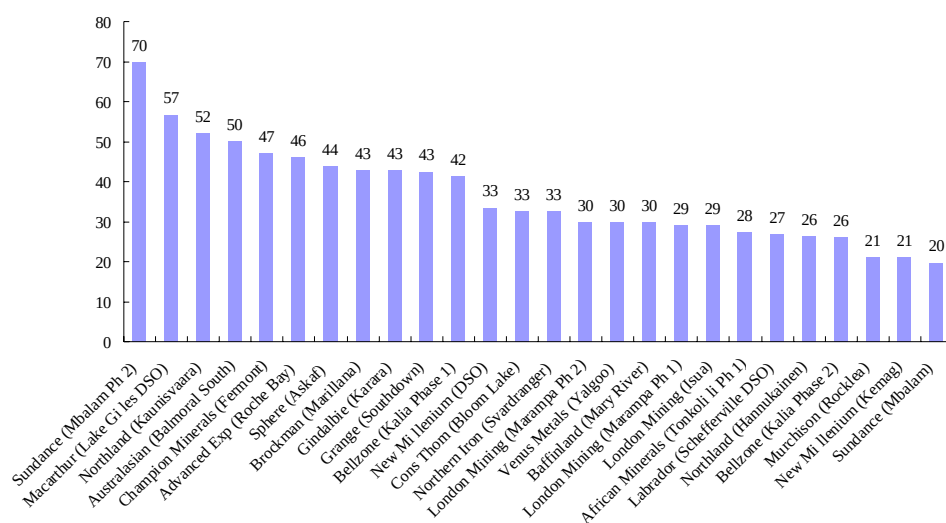


表 4 目前海外中小矿山的平均运营成本

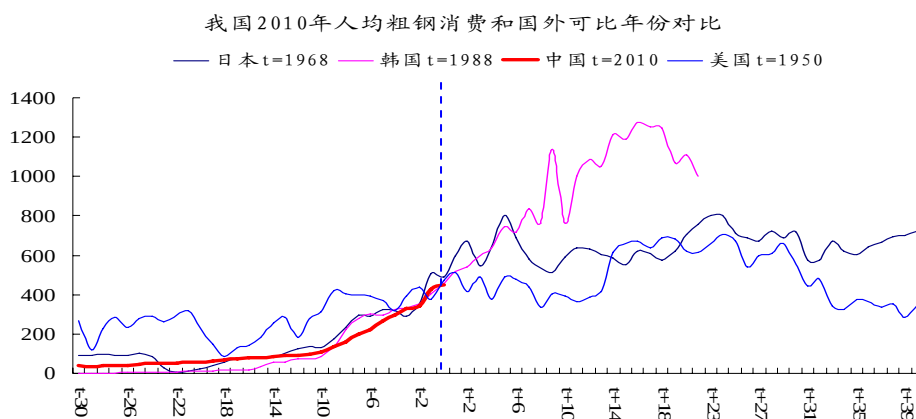
项目类型	产能	运营成本	FOB Cost
高品位矿-块/粉矿	19.6	28	41.55
高品位矿-块/球团矿	7	42	58.3
低品位矿-精粉/球团	12	50	84.1

数据来源：兴业证券研究所

2.3 需求：止不住的脚步——中国仍是全球增量的主要需求方

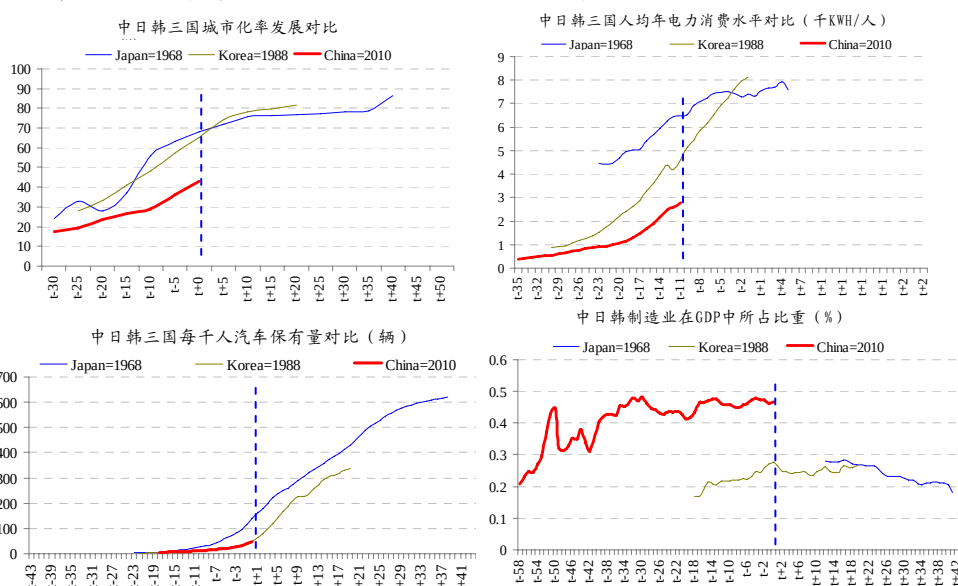
- 全球铁矿石海运需求方主要来自中国/日本/欧洲，2010 年三个区域分别占总需求的 85%。从需求增量来看，过去 5 年全球铁矿石的需求增量几乎都来自中国。日本欧盟等成熟经济体铁矿石需求大概率仍维持过去几年的需求量（欧盟 12 年需求面临一定下滑）过去 5 年的需求低增速看，未来全球海运铁矿石的需求增量仍会集中来自中国，印度尽管可能保持较高的需求增速，但基数过小暂时不足以拉动铁矿石需求。
- 宏观研究中倾向于说将我国当前结构转型期对比日本 1968、韩国 1988、美国 1950 年情形，从人均对症下药粗钢消费量对比，美日韩人均粗钢消费在可比年度后仍有增长空间。如果我们从下游或与钢铁关联的一些核心指标看，无论城市化率、人均电力消耗、汽车保有量、制造业占 GDP 比重等都表明中国工业化和城市化进程仍有很大推进空间，粗钢需求尚有较大空间。
- 定量分析来看，如果我们未来 5 年我们中性假设国内固定资产投资增速呈递减的趋势（经济结构转型顺利），到 2015 年为 15%，预测 2015 年粗钢表观消费量为 8.13 亿吨，而产量为 8.538 亿吨，以目前高炉生铁炼钢占（不考虑铁损等因素）92%左右计算，2015 年需铁精粉 12.7 亿吨，比 2011 年上升 2.2 亿吨左右。

图 4 中国 2010 年人均粗钢消费和其他国家可比年份对比



数据来源: Wind; 兴业证券研究所

图 5 中国 2010 年部分工业指标和其他国家可比年份对比



数据来源: Wind; 兴业证券研究所

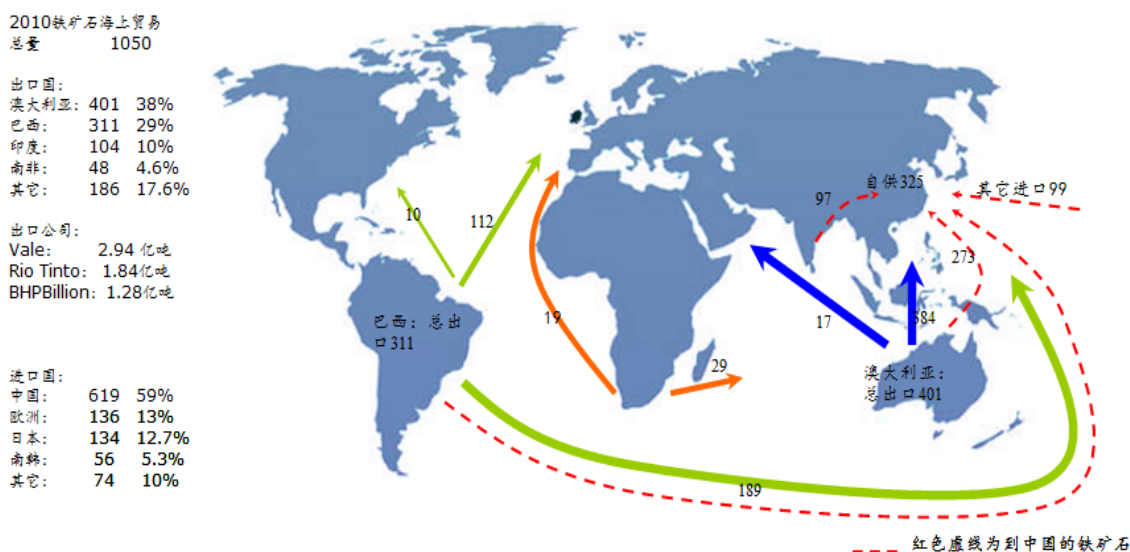
表 5 十二五末中国粗钢产量变化预测

年份	城镇 FAI	城镇 FAI	固定资产投资价格指数	剔除价格影响后的 FAI 完成额 (以 1991 年价格)	粗钢产量	粗钢净出口	粗钢表观消费	粗钢表观消费	单位耗粗钢量
	亿元	%YOY	1991=100	亿元	万吨	万吨	万吨	%YOY	万吨/亿元
2002	35,489	18.30	182.40	19,457	17,971	-2230	20,201	25.9%	1.038
2003	45,812	29.10	186.40	24,577	21,934	-3464	25,398	25.7%	1.033
2004	59,028	28.80	196.80	29,994	26,930	-1281	28,211	11.1%	0.941
2005	75,095	27.20	199.90	37,566	34,806	43	34,763	23.2%	0.925
2006	93,369	24.30	202.90	46,017	42,146	3317	38,829	11.7%	0.844
2007	117,465	25.80	210.80	55,723	48,763	5203	43,560	12.2%	0.782
2008	148,738	26.10	229.60	64,781	49,790	4484	45,306	4.0%	0.699
2009	194,139	30.5%	222.9416	87,081	56,784	1196	55,588	22.7%	0.638

2010	241,431	24%	232.2	103,975	62,650	2675	59,975	7.89%	0.577
2011	300,582	25%	248.0	121,202	69,374	3200	66,174	10.34%	0.546
2012	354,686	18%	255.4	138,853	74,356	3541	70,815	7.01%	0.510
2013	414,983	17%	263.1	157,726	77,838	3707	74,131	4.68%	0.470
2014	481,380	16%	271.0	177,634	82,067	3908	78,159	5.43%	0.440
2015	553,587	15%	279.1	198,329	85,380	4066	81,315	4.04%	0.410
2015 vs. 2011 增量					16,006	866	15,141		

数据来源: Wind; 兴业证券研究所

图 6 2010 年全球铁矿石海运贸易流向



数据来源: 相关公司公告; 兴业证券研究所

2.4 如何看待数据上的供大于求?

- 我们前面统计的五大矿商 3.7 亿的供给增量和中国新增 2.2 亿需求对比, 数据上的供大于求比较明显, 但由于供给端未来有效投放量仍存变数, 因此数据上的供大于求和实际情形仍有差距。

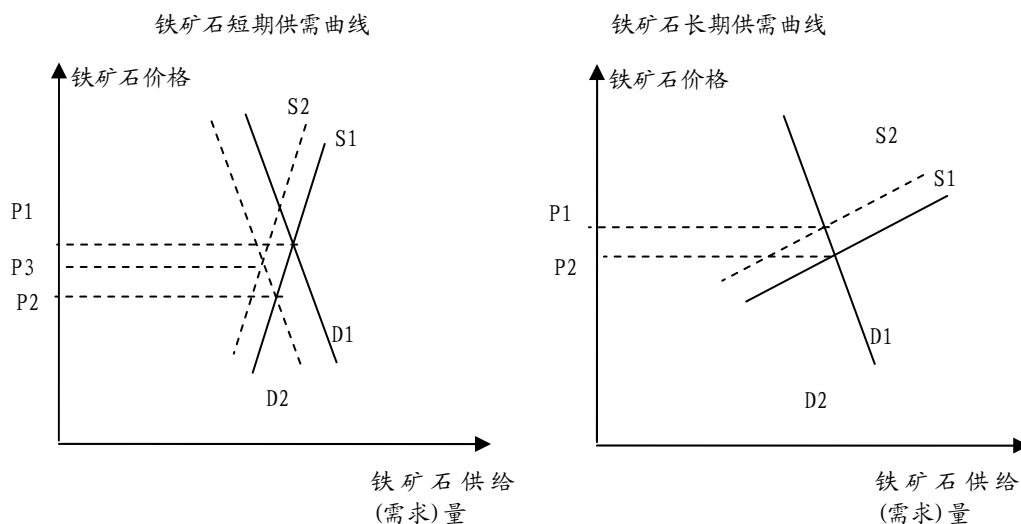
- 我们更倾向于在前面分析数据的基础上对铁矿石行业短长期的供需曲线做定性分析:

- 短期内, 铁矿石供需都缺乏弹性。需求方面, 由于铁矿石用途专属性导致**铁矿石需求缺乏弹性**(电炉炼钢对国家废钢保有量和电力资源都有较高要求)。如果铁矿石需求下滑将导致铁矿石价格下滑幅度较大, 如图从 P1 下滑到 P2。但供给方面同样缺乏弹性, 原因是在所公布的铁矿石扩产和新建计划中, 短期内能有效进入全球海运(主要针对中国/日/欧)贸易体系的增量仍主要集中在三大矿, 三大矿对矿山建设计划的推进并不如市场预期迅速, 短期增量不大。因此在行业供给结构仍寡头垄断的情况下, 三大矿可以间断性地控制产出以平衡市场, 使得价格由当前 P2 调整到新平衡点 P3, 从利益最大化角度看, 由 P3 及其对应产量的收入矩形短期大于 P2 与其产出的收入。而需求低弹性的另一面在于, 如果

铁矿石需求短期一旦边际改善，矿石价格也可能出现较大幅度上涨。

- 从长期来看，尽管需求曲线仍缺乏弹性，但供给曲线可能由于新加入企业增多将使供给更具弹性。结果是寡头减产并不能使价格有效回升，因此保持在相对低的价格（而销量大）更容易获得更大的收入矩阵。但如我们前面分析，未来矿山为主导企业的寡头垄断，因此矿山的供给弹性可能并不会大幅改善。

图 7 铁矿石短中期供给曲线



数据来源：兴业证券研究所

表 6 中国铁矿石供需预测表

(million tonnes)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
生铁产量	214	257	345	408	471	468	543.75	590.22	646	722.
生铁出口	1	1	2	1	1	0	0	0	0	0
炼钢生铁	214	256	343	407	471	468	544	590	647	680
粗钢产量	222	280	356	423	490	500	568	627	697	742
y-o-y % change	22.00%	26.10%	26.80%	18.80%	15.90%	2.20%	13.57%	10.41%	11.15%	6.50%
高炉炼钢	183	239	314	379	445	455	518	574	638	689
电炉炼钢	39	42	42	44	45	45	50	53	59	63
平炉炼钢	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% of crude steel production from:										
高炉炼钢占比	82.40%	85.10%	88.30%	89.60%	90.80%	90.90%	91.20%	91.60%	91.60%	91.60%
电炉炼钢占比	17.60%	14.90%	11.70%	10.50%	9.20%	9.10%	8.80%	8.40%	8.40%	8.40%
平炉炼钢占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
铁精粉需求	349	419	563	666	769	764	887	963	1,055	1,109
国内原矿产量	258	290	397	574	698	785	875	1065	1256	1395
y-o-y % change	12.10%	12.40%	36.90%	44.70%	21.60%	12.40%	11.42%	21.73%	18.00%	11.00%
折算铁精粉量 63%	189	196	268	316	359	383	375	406	439	465

原矿品味推算	46%	43%	43%	35%	32%	31%	27%	24%	22%	21%
y-o-y % change	20.38%	3.70%	36.73%	17.91%	13.61%	6.69%	-2.13%	8.21%	8.17%	5.95%
铁精粉供给	337	404	543	642	743	827	1003	1024	1089	1183
年度供需缺口	12	15	20	24	26	-63	-115	-61	-33	-73
中国铁精粉进口量	148	208	275	326	384	444	628	619	650	718
y-o-y % change	32.90%	40.50%	32.30%	18.50%	17.60%	15.80%	41.39%	-1.46%	6.30%	13.50%
库存变动					9.5	13.2	5.13	7.1		
全球海运贸易量	524	597	662	723	792	849	955	1050	1103	1158
y-o-y % change	8.30%	13.90%	10.90%	9.20%	9.50%	7.30%	-6.60%	3.50%	8.10%	5.0%
中国进口占比	28%	35%	42%	45%	48%	52%	66%	61%	59%	62%

数据来源：兴业证券研究所

三. 2012 年钢铁行业供需分析

3.1 在预期的宏观政策下，需求增速下滑是大概率事件

- 我们采用常规的单位 FAI 耗钢量法预测 2012 年粗钢表观消费量，如果 2012 年固定资产投资增速 %FAI=18, 2012 年表观消费为 70678 万吨，同比增 6.8%。而 2011 年全年的增速在 10% 左右。如果 %FAI 能到 20%，12 年的表观消费为 71876 万吨，同比增加 8.6%。从卖方过去几年的预测和实际数据对比来看，由于钢铁消费和宏观指标极为相关，因此政策收放力度将极大影响卖方预测的准确性（08，09 年的情形）。

表 7 2012 年粗钢表观需求高效能

	城镇 FAI	城镇 FAI	固定资产投资价格 指数	剔除价格影响后的 FAI 完成额 1	粗钢产量	粗钢净出口	粗钢表观消费	粗钢表观消费	单位耗粗钢量
	亿元	%YOY	1991=100	亿元	万吨	万吨	万吨	%YOY	万吨/亿元
2009	194139	30.5%	222.9416	87,080	56784	1196	55588	22.7%	0.638
2010	241,431	24%	232.2	103,975	62650	2675	59,975	7.89%	0.577
2011E	300,582	25%	248.0	121,202	69,374.00	3200	66,174	10.34%	0.546
情景假设一：单位耗钢量 0.53（出口 4600 万吨）									
2012E	354,686	18%	255.9	138,583	78,050		73,450		0.530
	360,698	20%	255.9	140,932	79,294		74,694		0.530
	366,710	22%	255.9	143,281	80,539		75,939		0.530
	375,727	25%	255.9	146,805	82,407		77,807		0.530
情景假设二：单位耗钢量 0.51（出口 4600 万吨）									
2012E	354,686	18%	255.9	138,583	73,878	6.5%	70,678	6.8%	0.510
	360,698	20%	255.9	140,932	75,076	8.2%	71,876	8.6%	0.510
	366,710	22%	255.9	143,281	76,274		73,074		0.510
	375,727	25%	255.9	146,805	78,071		74,871		0.510

1. 以 1991 年价格计算

2. 计算粗钢产量时，假设 2012 年粗钢出口为 4600 万吨，和 11 年持平

3. 国家统计局已从 2011 年初起修改了月度固定资产投资数据的统计范围（由原先投资额 50

万元以上的投资项目改为投资额 500 万元以上的投资项目)，这使得该数据难以与历史情况加以对比，我们没有进行调整。

数据来源：兴业证券研究所

表 8 过去几年卖方粗钢表观消费量预测和实际比较

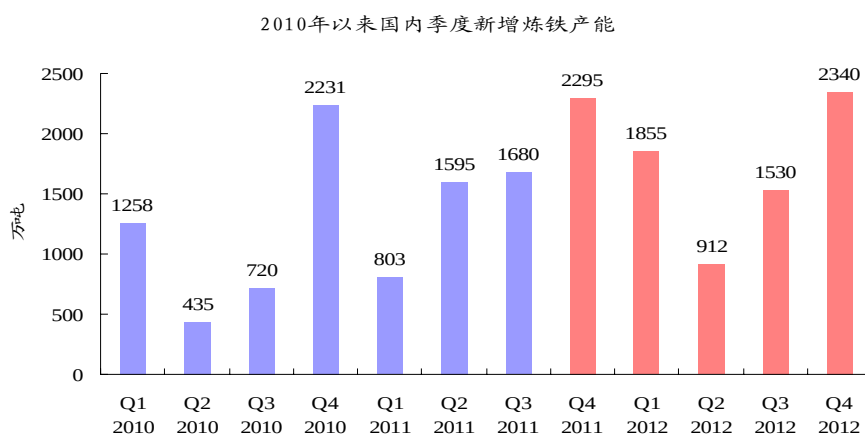
卖方预测	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
产量	53,773	50,324	63,882	68200 (新增高炉测算)
表观消费量	49,272	45,886	61,209	FAI 投资测算 65672/分行业测算 64610
实际发生值	2008A	2009A	2010A	2011 预计
产量	50,048	56,784	62,695	
表观消费量	45,102	56,353	59,933	

数据来源：兴业证券研究所

3.2 新增产能周期仍未见顶

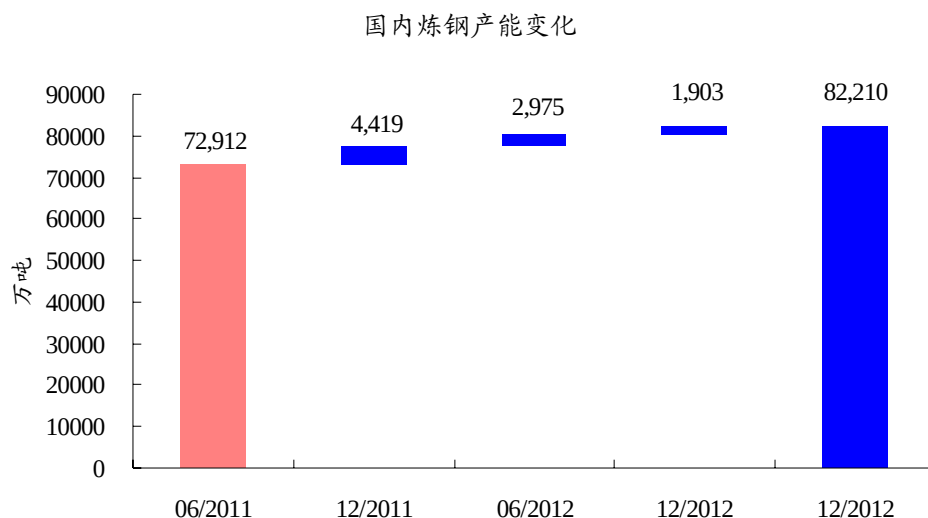
- 央企、地方国企、民企组成的三元供给结构导致中国钢铁产能难以得到有效调控。从我们可统计的产能在建情况看，自 09 年以来的产能扩张周期至少会持续到 2012 年底。预计 12 年合计将增加炼铁产能 6637 万吨，但其中 2100 万吨可能会延迟到 2013 年初。
- 从跨年度产能扩张情况看，2011 年底以及 12 年一季度有不少新增产能逐步释放，合计炼铁产能 4150 万吨，到 2012 年底炼钢产能合计能到 8.22 亿吨，产能释放力度较大。当然这里可能存在一定量的统计遗漏，尤其过去两年中小民企也开始了新一轮的“以大代小”的产能更替，同时 11 年上半年多数民企盈利情况较好，从而导致部分 1000m³ 左右由地方设计院设计的高炉可能遗漏在我们统计表之外。

图 8 2010 年以来季度新增炼铁产能



数据来源：兴业证券研究所

图 9 国内炼钢产能变化



数据来源：兴业证券研究所

表 9 国内炼钢产能推算

	以日产量计 算最大铁产 能	新增铁产能	加上新增产能 后的铁产能	以日产量计算最 大钢产能	以铁产量换算 的新增钢产量	加上新增产 能后的钢产 能
Sep-09	58,300			61,698	-	
Apr-10	62,810	5,114 (10/4-11/6 新增铁产能)	67,924	67,408	5,499	72,907
Jun-11	66,776	5,965 (11/6-12/3 新增铁产能)	72,741	72,912	6,414	79,326
Dec-12		8647		72,912	9,298	82,210

数据来源：兴业证券研究所

表 10 国内主要新增高炉投放时间表

钢厂	容积	开工时间	项目进度	投产时间	产能
山东泰钢	2*1780m3	2010.9	两个在建---11 月份 2#高炉主控楼和矿槽系统受电成功	Jan-12	160
山西安泰	1*1250m3	2011.4 本体砌筑	在建	Feb-12	100
西林钢铁	1*1260m3		在建, 2011 年 9 月炉壳封顶	Feb-12	100
济源钢铁	1*1080m3		在建, 11/6 炉顶安装成功	Feb-12	120
包头吉宇	2*1080m3		1 号高炉在建, 11/7 热风炉封顶。二号暂不太清楚	Feb-12	120
承德盛丰	1*1080m3	2010.6	在建	Feb-12	140
包钢万腾	1166m3		在建, 1 号高炉已于 2011 年投产	Mar-12	125
迁安燕钢	2*2560m3	2010.5	在建, 10 月热风炉封顶	Mar-12	200
酒钢榆钢	1*2800m3		在建, 11/8 热风炉封顶	Mar-12	240
天津轧三	1*1080m3		在建, 11/9 热风炉封顶, 高炉容积不确定	Mar-12	120
西林阿钢	1*1080m3		在建	Mar-12	120
五矿营钢	1*2300m3		在建, 5 月热风炉底座浇注	Mar-12	190

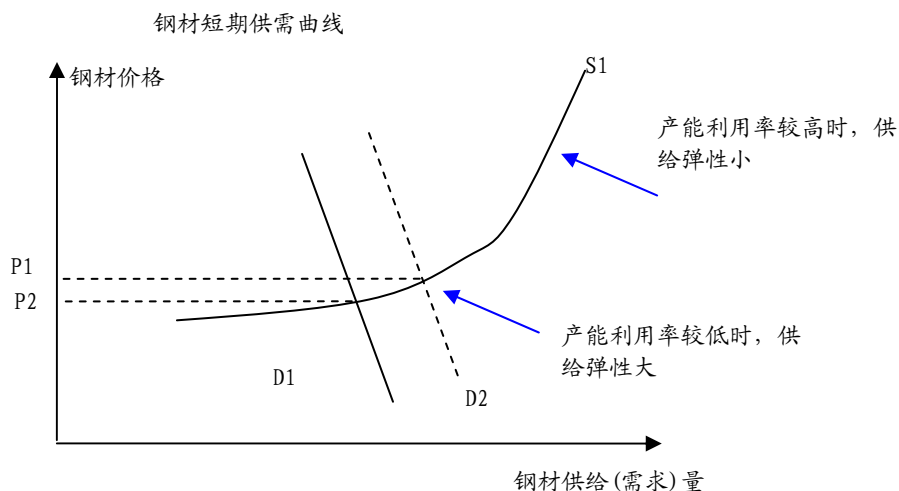
永昌钢铁	1*1080m3		在建, 5月热风管围炉安装成功	Mar-12	120
八钢拜城	2*1800m3	2010.8	在建	Apr-12	300
秦皇岛安丰	1*1260m3		在建, 2011/11 工程过半	Apr-12	135
九羊集团	1*1650m3	2010 年中	在建	Apr-12	150
宝钢梅钢	1*4070m3	2010.4	在建	Jun-12	327
内蒙古德晟实业	1*1080m3	2011.9.8	在建	Jul-12	300
广西柳钢	1*2600m3	2011.7	在建	Jul-12	220
辽宁北台	1*3200m3	2011.2.28	一个在建, 另一个 3200m3 计划 2013 投产	Aug-12	250
中阳钢铁	1*1750m3		在建	Aug-12	180
河北敬业	3*1260m3	2011 年中	在建, 预计 2012 年中, 但可所变动	Aug-12	360
吉林通钢	1*2680m3	2011.4	在建	Sep-12	220
首钢伊犁	2*1080m3	Oct-11	在建	Nov-12	240
合计					4537
其它规划 2100 万吨, 预计 2013 年初投产					
合计					6637

数据来源: 兴业证券研究所

3.3 如何看待数据上的供大于求?

- 12 年静态的供需数据对比来看, 行业仍会是供大于求的格局。理论上, 由于产能相对需求仍有较大闲置能力, 需求的边际改善不足以快速拉动钢材价格的上升, 年内行情可能更多表现为季节性的小幅波动。
- 但实际运行的主要变量在于政策的超预期对贸易商环节的影响。在当前产业链库存不高的背景下, 贸易商行为可能使行业产能利用率即使不高的情况下供给弹性仍变小 (价格上涨的囤货惜售行为), 从而导致价格涨幅超预期。当然随后价格会在新的供需平衡下得以修正。

图 10 钢材短期供需曲线

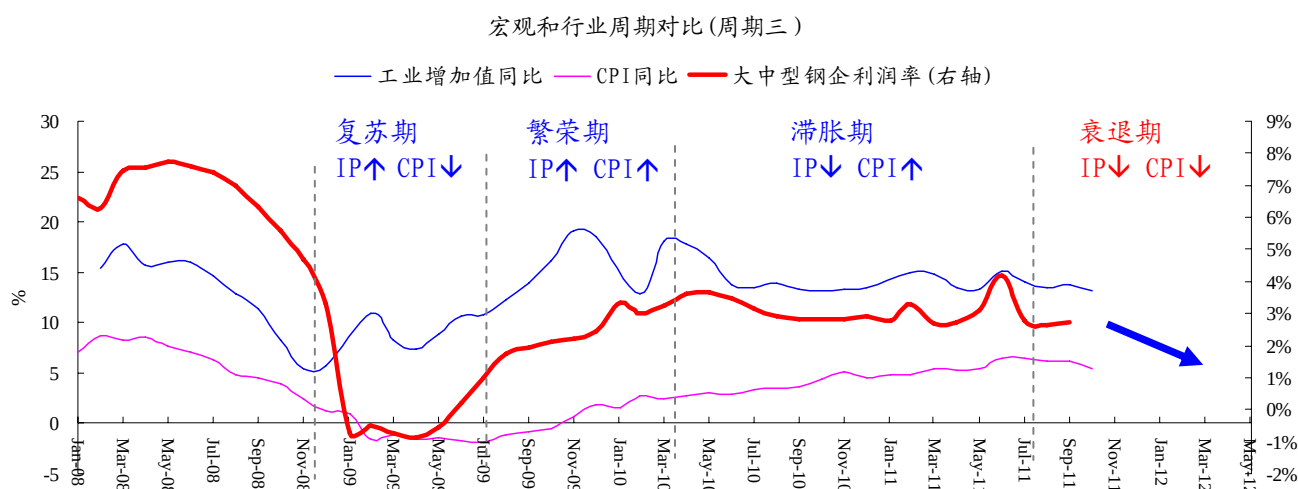


数据来源: 兴业证券研究所

四. 09 年以来行业运行趋势给我们的启示

- 09 年以来宏观经济历经了一个三年小周期，我们以工业增加值当月同比增速（%IP）和 CPI 作为划分周期，截止 11 年 9 月，宏观经历了复苏、繁荣、滞胀三个阶段，从 10 月开始，随着 CPI 回落以及主要宏观指标的环比回落，经济逐渐进入衰退期。对应经济各阶段，行业运行的驱动因素及二级市场表现不完全相同：
 - 复苏阶段(2008/12-2009/7)，行业**主要驱动因素**为来自**基建的长材需求**，传统长材类/高弹性企业酒钢宏兴、柳钢股份、三钢闽光、西宁特钢、凌钢股份、八一钢铁表现最佳。而马钢股份、宝钢股份、华菱钢铁等板材类企业跑输行业。
 - 繁荣阶段（2009/8-2010/3），随 **CPI 上行**以及**制造业全面复苏**，**铁矿石需求和价格快速上升**，**资源成为行业主要驱动因素之一**，资源+长材类公司是市场热点；同时由于**汽车家电行业的政策红利**，**板材类公司迅速得到市场认可**，宝钢股份、鞍钢股份等无论在基本面和二级市场都表现较好。
 - 滞胀阶段（2010/4-2011/9），CPI 不断上行，**资源仍是行业主要驱动因素**，同时由于**西部地区投资旺盛**，**区域也成为行业运行的主要特征之一**。资源加区域类公司最为受益，新兴铸管、凌钢股份、西宁特钢等优势股跑在行业前面。而板材方面，由于**房地产调控、汽车家电等政策红利逐步退出**导致**板材需求下滑**，板材类公司再度跑输行业，宝钢股份、华菱钢铁等涨幅居后。
 - 我们同时也可以看到，在上行周期中部分涨幅居前的公司有的在下行通道中跌幅也较大，比如凌钢股份、柳钢股份、三钢闽光、甚至八一钢铁等，一方面是业绩未能完全兑现，或者驱动预期的因素也在快速变化，周期波动比较明显。

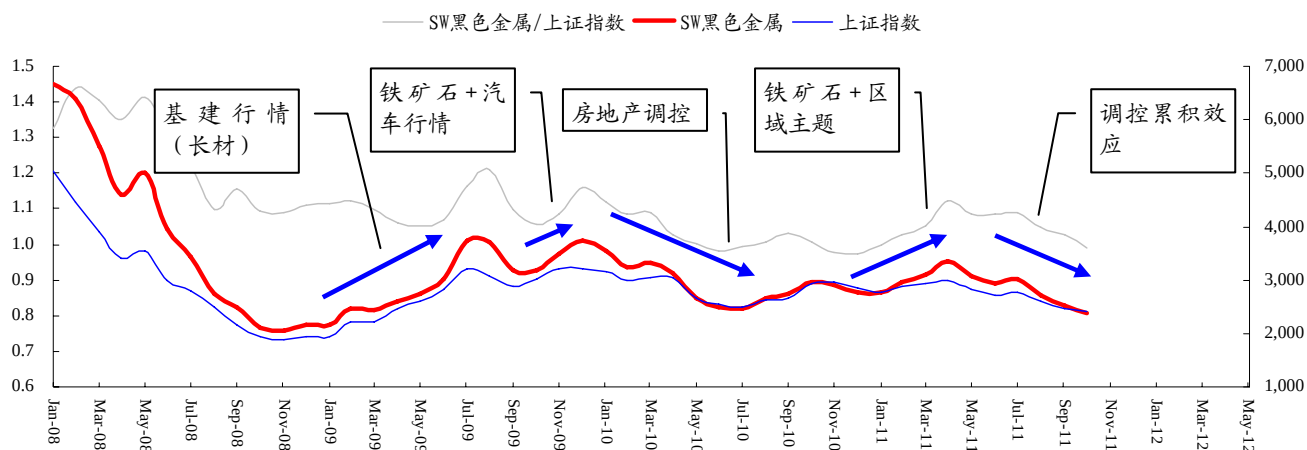
图 11 宏观和钢铁行业周期对比



数据来源：兴业证券研究所

图 12 黑色金属二级市场运行趋势

黑色金属二级市场走势（2009-2011）



数据来源：兴业证券研究所

表 11 09 年以来钢企二级市场涨跌幅变化

2009 年初 -2009/8/4 说明	2009 年 9/9/29-2009/9/12/31 说明	2010/1/1-2010/7/2 说明	2010/7/5-2011/4/21 说明	2011/4/21-至今
上证综合指数 90.7	上证综合指数 18.6	上证综合指数 -27.3	上证综合指数 27.0	上证综合指数 -20.6
钢铁(申万) 131.7	钢铁(申万) 30.6	钢铁(申万) -39.2	钢铁(申万) 51.5	钢铁(申万) -35.6
期间涨幅前 8 名				
方大特钢 285.4 方大集团重组	八一钢铁 67.9 长材+区域资源+长材	攀钢钒钛 4.8	包钢股份 184.4 铁矿石+稀土 铁矿石资产的注入	西宁特钢 -20.9
酒钢宏兴 276.6 长材+资源+区域 长材+弹性 成本端改善	凌钢股份 57.1	大冶特钢 -16.2	方大特钢 135.5	重庆钢铁 -27.1
柳钢股份 256.4 长材+弹性 成本端改善	三钢闽光 55.0 长材+弹性 受益汽车行业	本钢板材 -28.9	济南钢铁 98.9	杭钢股份 -27.3
太钢不锈 244.6 长材+弹性 成本端改善	宝钢股份 49.5 长材+弹性 受益汽车行业	杭钢股份 -30.4	新兴铸管 90.3 资源+区域+长材 资源+长材	首钢股份 -27.3
三钢闽光 227.9 长材+资源+区域	鞍钢股份 43.5 长材+资源+区域	济南钢铁 -33.0	凌钢股份 86.1	韶钢松山 -27.5
西宁特钢 225.8 长材+资源+区域	大冶特钢 42.1 长材+资源+区域	莱钢股份 -33.7	西宁特钢 85.5	抚顺特钢 -27.7
济南钢铁 219.1 弹性 长材+资源+区域	酒钢宏兴 34.5 长材+资源+区域	方大特钢 -33.8	酒钢宏兴 82.8	安阳钢铁 -28.5
凌钢股份 213.5 长材+资源+区域	太钢不锈 33.6	新兴铸管 -35.0	大冶特钢 76.9	宝钢股份 -29.2
八一钢铁 211.2 长材+区域	莱钢股份 32.8	包钢股份 -36.6	攀钢钒钛 73.7 资源	河北钢铁 -30.1
期间跌幅后 6 名				
华菱钢铁 125.0	重庆钢铁 14.1	柳钢股份 -48.5	华菱钢铁 28.4	华菱钢铁 -39.8
重庆钢铁 124.4	河北钢铁 13.1	华菱钢铁 -49.5	安阳钢铁 25.8	凌钢股份 -39.9
宝钢股份 121.1	济南钢铁 11.7	酒钢宏兴 -50.0	宝钢股份 25.5	莱钢股份 -43.8
杭钢股份 116.9	抚顺特钢 11.2	三钢闽光 -51.9	武钢股份 21.2	济南钢铁 -45.0
马钢股份 112.7	方大特钢 -1.6	鞍钢股份 -54.3	重庆钢铁 20.5	包钢股份 -46.6
攀钢钒钛 -5.8	攀钢钒钛 -1.7	凌钢股份 -55.6	鞍钢股份 17.5	攀钢钒钛 -48.8

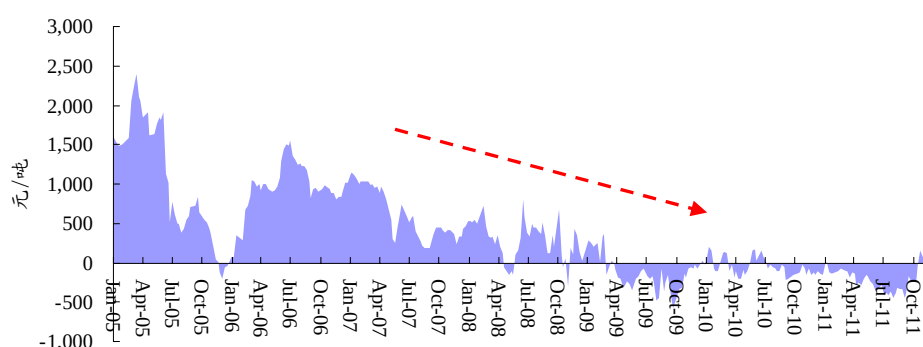
数据来源：兴业证券研究所

4.1 启示一：行业困境集中表现在板材类公司，短期难以改变

- 除 09 年底由于汽车行业高景气带来的短期投资机会外，板材类公司始终难以成为市场热点。其原因有两个：
 - 成本端：几乎所有板材类公司都高度依赖进口矿，定价机制改变使其丧失成本优势；
 - 供需端--09 年以前钢材产能扩张主要集中在板材，近两年供给释放较快；此外，长材需求主要和建筑投资相关，而板材则和出口/投资/消费都紧密相关，尤其是出口，尽管板材直接出口相对量很少，但由于板材应用范围涉及国民经济各部门（机械、造船、集装箱等），因此宏观经济的高对外依赖度导致海外经济对板材需求影响很大（主要从影响出口和制造业投资方面）。
- 因此板材类公司的困境其实集中体现了行业面临的铁矿石、产能、需求三大结构性问题。
- 12 年市场对宏观经济预测尽管不一，但对欧洲经济下滑已基本成市场共识。影响板材供需端的因素在 12 年仍难以有效缓解，因此我们认为至少在上半年板材类公司盈利情况同比难有改善。

图 13 05 年以来螺纹钢和热卷价差变化

05 年以来螺纹钢和热卷价格差别（热卷-螺纹；元/吨）



数据来源：兴业证券研究所

4.2 启示二：经济下行周期资源类公司优势略有削弱，但 12 年仍不悲观

- 09 年以来资源始终驱动行业运行的核心变量，资源类公司也始终是市场关注

热点。四万亿投资使产业链利润进一步向铁矿石行业倾斜，整个钢铁行业仅维持在 3% 左右的净利率水平，远低于 09 年以前的行业态势和工业平均，而资源类公司由于铁矿石高收益获得市场广泛认同，尤其在繁荣和滞胀期。

- 尽管在经济下行周期，铁矿石价格受终端需求下滑影响而回落，但如我们前面分析，全年平均矿价仍在高位（一季度触底），资源类公司盈利仍好于非资源类钢企。

表 12 主要资源类公司铁矿石业绩占比

2011 1H	南钢	凌钢	2011 1H	西宁
铁精粉产量（万吨）	49.58	40	铁精粉产量（万吨）	67.4
铁矿石净利（亿）	3.3	0.97	铁矿石毛利（亿）	2.95
公司净利润（亿）	5.86	2.62	总毛利（亿）	8.82
铁矿石净利贡献	56%	37%	铁矿石毛利贡献	33%
假设 12 年铁精粉价格平均下跌 15% 对公司净利冲击	8.4%	5.6%		5.0%

4.3 启示三：大规模基建行情难以再现，长材类公司同比受冲击较大，但仍有区域分化

- 09 年以来的长材行情既得益于过去几年长材产能增速有限，同时大规模基建投资带来需求端明显改善。但政府和市场对 08 年危机的学习能力使得本轮衰退期和下一轮复苏周期都会拉长，大规模的基建投资难以再现，同时由于房地产新开工下滑已成市场共识，相比板材而言，长材需求端受外部冲击更多。
- 但由于出口和投资同时受到冲击，我们仍相信政府会结构性实施投资以部分对冲经济下滑风险。对西部的投资政策倾斜符合政府长期战略目标，在西部产能供给仍比较刚性背景下，长材价格的区域分化仍有望持续。

表 13 新疆地区产能统计

公司	2010	2011E	2012E	2015E	备注
八一钢铁	700	800	900	1000	2011 年 4 月新 3 号高炉投产 2011 年 12 月完成 150 万吨产能建设，2012 年 4 月完成 300 万吨产能建设。 一期 100 万吨计划 2011/5 完工
八一拜城		150	300	300	
八一伊犁		100	200	200	
首钢伊犁		60	200	500	
新兴铸管	180	180	280	500	
新余		100	100	300	2010/9 一期项目启动 2011/4/15 一期正式开工
山钢			100	300	
大型钢厂合计产能	880	1390	2080	3100	
其它产能	200	200	200	200	主要指其它难统计的小产能
粗钢合计产能	1080	1590	2280	3300	
实际产量释放	810	950	1500	2805	2012、2015 年按 85% 的产能利用率，同时考虑部分产能非年初即投产
疆外出口-钢材进口	104	95	150	300	
疆内有效供给	706	855	1350	2505	

疆内粗钢需求预测

970

1395

2941

五. 投资策略

5.1 12 年行业运行规律预测

- 行业在 12 年处于长期需求增长放缓和短周期下行的叠加阶段，外需疲软和投资去杠杆化将使钢铁行业出现 09 年以来的短周期底部，时点在一季度概率较大。但结构性的政策宽松一定程度对冲周期下滑风险，下半年行业略有好转，全年行业盈利同比略有改善。从投资时点看，钢价阶段性上行时点大概率仍在季节性需求旺季 4，5 月份。
- 我们的预测铁精粉价格同比 2011 年同比下滑 10% 左右，推算吨热卷成本同比 2011 年下滑 299 元/吨。

表 14 吨热卷成本变化

(除特别注明，其余单位均为美元/吨)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
球团矿比例	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
烧结矿比例	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
安徽球团矿价格	79.68	81.34	119.52	185.92	107.07	149.4	168.49	151.641
到钢厂运费	6	9	13	14	15	15	15	15
到钢厂球团矿价	85.68	90.34	132.52	199.92	122.07	164.4	183.49	166.641
铁精粉								
巴西铁精粉 FOB 价格	40	47	52	86	57	115	130	117
巴西到中国海运费	29	28	60	61	27	27	27	27
港杂费	1.25	2	3	4	6	7	7	7
到钢厂运费	2	5	8	10	12	13.5	13.5	13.5
到厂铁精粉价格	72.25	82	123	160.8	102	162	177	164
铁精粉到烧结矿成本	12	11	12	14	12	13	13	13
巴西粉烧结矿价格	84.25	93	135	175	114	175	190	177
吨铁矿成本	96	95	135	195	121	168	185	172
	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
吨生铁铁矿石成本	153	152	215	313	194	269	296	275
国内焦煤成本	91	81	92	184	164	180	192.06	188
吨焦炭用焦煤	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43
吨焦炭原料成本	130.13	115.83	132	263	235	257	275	269
吨焦炭其他成本	-13	-16	-18	-26	-11	-17	-17	-17
吨铁用焦量	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
吨铁焦炭成本	46.8	39.9	45.4	94.8	89.4	96.2	103	101
吨铁喷吹煤成本	17	21	23	51	25	39	41	39

吨铁成本	215	213	284	459	311	408	445	420
吨板坯成本	355.1	341.3	428.2	655.1	468.9	574.1	623.1	591.5
吨热卷成本	386.1	372.3	460.2	695.1	506.9	612.1	663.1	631.5
美元汇率	8.183	7.957	7.583	6.926	6.831	6.77	6.45	6.3
吨热卷成本 (RMB/吨)	3159	2963	3490	4814	3463	4144	4277	3978
年成本变动 (RMB/吨)		-196	527	1324	-1351	681	133	-299

5.2 维持对行业“推荐”评级

- 由于围绕行业的铁矿石和产能等结构性问题在 12 年难有明显改善,我们仍相对看好“资源+区域”钢企的投资机会。基于板材再坏空间并不大的判断,我们建议配置板材类:
 - ✓ 低股价/低估值的板材类品种: 南钢股份、宝钢股份。
 - ✓ 资源和区域品种: 八一钢铁、新兴铸管、凌钢股份。

表 15 主要公司盈利预测

股票代码	公司	产量				EPS				特殊事件
		2010	2011 1H	2011E	2012E	11E	12E	13E	股本(百万股)	
	攀钢钒钛	748	338	700		0.4	0.54	0.75	5726	资产置换
		1000	550	1110	1670					
	大冶特钢	128	67	127	127	1.27	1.32	1.41	449	
	河北钢铁	2524	1245	2500	2500	0.18	0.33	0.41	6877	
	本钢板材	1005	488	1002	1002	0.28	0.38	0.5	3136	铁矿石资产可能注入 拟非公开增发收购 本钢浦项 75%的股权以及徐家堡子铁矿探矿权
	新兴铸管	445	237	494	600	0.72	0.92	1.28	1917	
	铸管	145	77	158	160					
	鞍钢股份	2166	1002	2100	2100	0.08	0.17	0.27	7235	
	华菱钢铁	1485	788	1570	1770	0.01	0.16	0.32	3016	宝钢潜在收购
	三钢闽光	432	212	415	420	0.51	0.68	0.84	535	
	武钢股份	1662	888	1805	1805	0.2	0.3	0.34	10094	
	鄂钢		189	360	360					
	包钢股份	1010	510	1010	1010	0.12	0.14	0.17	6424	增发收购不锈钢公司,榆钢新建 120 万吨产能
	宝钢股份	2526	1277	2628	2700	0.4	0.65	0.87	17512	
	西宁特钢	137	73	138	138	0.52	0.68	0.71	741	
	铁精粉	121	67	135	160					
	凌钢股份	344	174	350	350	0.62	0.81	0.94	804	
	铁精粉	87	40	85	110					
	南钢股份	677	397	800	800	0.22	0.3	0.38	3876	
	酒钢宏兴	772	438	890	1010	0.37	0.48	0.58	4091	
	方大特钢	257	127	252	370	0.51	0.6	0.72	1301	

	八一钢铁	671	318	680	780	0.8	1.02	1.29	766	铁矿石增发仍在推进
	新钢股份	847	457	870	900	0.3	0.42	0.5	248	
	马钢股份	1403	808	1500	1550	0.05	0.13	0.21	7701	

数据来源：兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。