

钢铁

首次评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
钢铁行业	9.6	5.4	69.2
沪深 300	9.4	15.8	89.6

重点公司	6m%	YTD%	评级
包钢股份	21.93	71.06	增持
三钢闽光	33.13	135.84	增持
华菱钢铁	6.03	67.99	买入
八一钢铁	43.38	179.47	增持
酒钢宏兴	60.41	227.18	增持
韶钢松山	66.35	117.61	增持
大冶特钢	51.61	120.92	买入
西宁特钢	51.15	146.36	买入
柳钢股份	74.66	184.44	增持
安阳钢铁	24.82	62.38	增持

分析师

张新平

电话：0755-83707004

邮件：zhangxp@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 钢铁业顺周期特性在全球视野内充分体现。产量上，全球稳步增长，中国释放最为显著；需求上，钢材需求增长重心在中印，2010 年欧美日需求也将温和回升；钢价方面，全球初步企稳，我国已现小幅上扬；钢企盈利上，亚洲各国明显改善，欧美依旧艰难。
- 我国钢铁供需量差将缩窄，矛盾逐渐化解。2010 年产能利用率将维持在 80-90% 水平；预测 2010 年粗钢产量或将增长 3%；钢铁需求在房地产、基建、汽车三大主导行业的刺激下 2010 全年增长 8.3%，因此供需矛盾将有所化解。
- 上下游因素决定钢价将呈稳步抬升趋势。铁矿石价格重拾升势，焦炭、废钢、生铁价格趋稳将会推升钢价，钢材期货也呈明显看涨预期；但下游产成品价格对钢价上涨形成压制，因此我们预测钢价不会出现暴涨暴跌，整体将呈稳步抬升趋势。
- 我国钢铁业运行环境喜忧参半。中钢铁首次提出矿石定价“中国模式”，努力提升铁矿石谈判话语权，减轻钢企的成本压力；贸易保护阻碍了我国钢材出口，恶化国内供需关系；政府调高出口退税率、淘汰落后产能加大力度在一定程度上改善了国内钢铁业的运行环境。
- 我国钢企三季度盈利状况改善显著，且特钢好于普钢，长材优于扁材，分品种来看，2010 年我们继续看好特钢和长材。
- 钢铁行业 2010 年景气度将处于高位，目前钢铁行业 2.0 的 PB 值低于历史均值 2.1，较为合理，且基于钢价价格反弹已经出现，行业复苏的在即，由此而带来股价上涨较为确定，因此我们看好钢铁行业明年的表现，给予“强于大市”的投资评级。
- 相较扁平材，长材仍将是明年表现较好的品种，特钢相对普钢盈利水平更高，另外通胀预期下具有铁矿石资源的公司将会凸显价值，考虑公司成本控制、毛利率、估值水平后，我们推荐华菱钢铁（000932）、西宁特钢（600117）、大冶特钢（000708）。

钢铁业顺周期特性在全球视野内体现

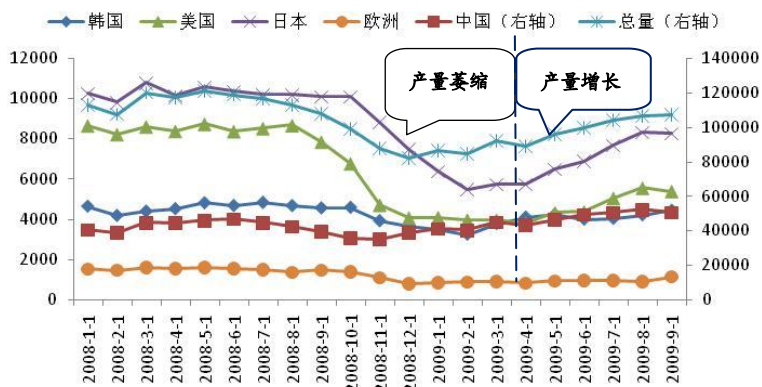
作为国民经济的基础支撑行业，钢铁业始终与宏观经济变量强相关。当我们在全球视野内扫视钢铁业 09 年的跌宕起伏，不难发现各国钢铁行业的面貌与宏观经济背景紧密契合，钢铁业的顺周期性在不同经济体，不同的经济周期中体现的更加充分，可以看出中印钢铁业运行的经济环境优于欧美日，恢复也快于欧美日。此节我们将通过钢铁供需、价格、钢企盈利三个方面描述钢铁业全球格局，并展望 2009-2010 年这三个变量的动态演进。

全球钢铁产量稳步增长，中国产量释放最为显著

2009 年第二季度以来，国外主要钢铁生产国钢产量开始稳步增长，显示国外钢铁行业也正逐渐走出阶段性的盈利低谷，英国 MEPS 公司预言，2010 年世界钢铁行业将恢复正常运行，开工率将显著回升，粗钢产量将比 2009 年增长 9%。

09 年 1-9 月，全球粗钢产量达到 8.66 亿吨，同比降低 16.4%，而我国 1-9 月粗钢产量 4.2 亿吨，同比增长 7.51%，几近世界总产量的一半，对世界钢铁产量增长贡献非常显著。

图 1 主要钢铁生产国月度产量变化（单位：千吨）



资料来源：Bloomberg 国海证券研究所

钢材需求增长重心在中印，2010 年欧美日需求也将温和回升

我们预测 09 年中国需求增长 11%，印度增长 9%，2010 年中印分别增长 8.3%、12%，与中国、印度等新兴国家钢材需求回升不同，欧美日等发达国家经济目前尚未完全走出低谷，钢铁等工业原材料的需求持续低迷。Eurofer 预测 09 年欧盟 27 国钢材需求较 08 年下降 18.2%至 1.49 亿吨，至 2010 年二季度可转正，2010 全年或将增长 0.9%；美国需求今

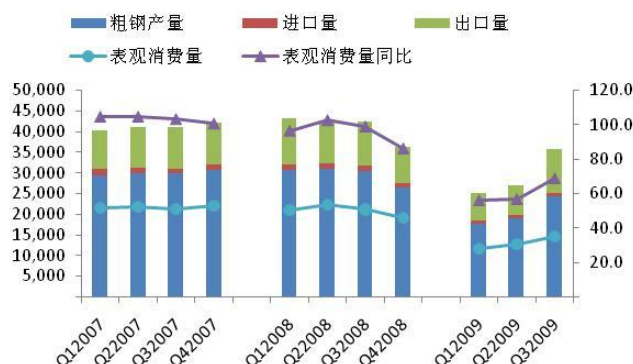
年可能下滑 39%，明年将反弹 3%至 7200 万吨；日本钢铁需求下滑 38%，明年增长 16%至 5481 万吨，照此预测 2009 年全球钢材需求重心在中印，欧美日表现疲软；而 2010 年各国钢铁需求均会呈现正增长，全球范围内钢材需求稳步回升。

表 1 欧盟钢铁需求变化预测

	各行业钢材消耗占比(%)	2008	Q109	Q209	Q309	Q409(E)	2009(E)	2010(E)	2011(E)
建筑	27	-0.8	-11	-5.9	-6.3	-4.1	-6.7	-0.5	2.8
钢构	11	-1.8	-16.1	-13.1	-15.7	-10.3	-13.9	0.4	2.9
工程机械	14	-1	-20.6	-26.7	-22.4	-17.3	-21.8	0.8	4.7
汽车	16	-5.9	-41.2	-36.1	-23.5	-7.3	-28.9	1.2	4.5
家用电器	4	-4.6	-15.2	-19.3	-12	-4.5	-12.8	1.2	0.6
船舶	1	6.2	-7.3	-15	-31.4	-36.2	-22.7	-10.2	2
管道	12	-1.1	-29.2	-34.1	-23.7	-14.5	-26	3.6	5.8
金属制品	12	-2.3	-27.4	-28.4	-20.6	-11.8	-22.6	2.6	5.3
其他	3	2.3	-14.4	-22.4	-16.9	-12.9	-16.6	1.7	4.4
总量	100	-2	-23	-22.2	-16.9	-10.1	-18.2	0.9	4

资料来源：Eurofer 国海证券研究所

图 2 日本粗钢生产、进出口、表观消费量（单位：千吨）



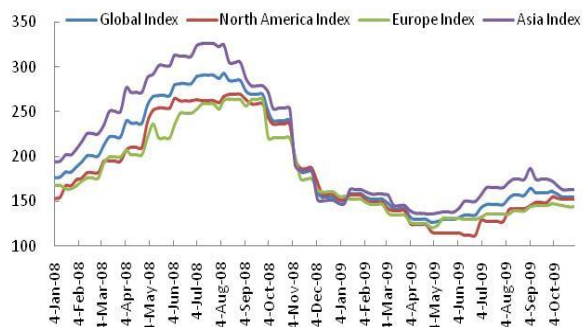
资料来源：JISF 国海证券研究所

全球钢价初步企稳，我国已现小幅上扬

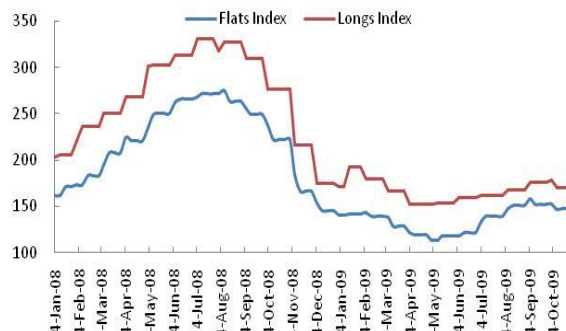
国际钢材价格在经历一段时间的下落后开始企稳，10 月底 Cru 钢材综合价格指数与年初相当，我国的各品种钢材在 11 月后小幅反弹，表明供需关系开始改善，看多气氛逐渐浓厚。在全球钢材需求逐步回升及原材料涨价预期下，我们认为 2010 年钢价会持续升势，且每年春季价格的上涨具有很高的确定性，一致性看涨预期也营造了涨价的市场氛围。

图 3 国际钢材价格指数

图 4 我国长材、扁平材价格指数

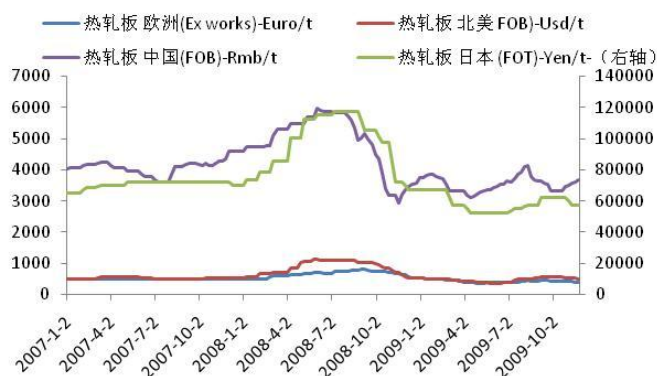


资料来源：wind 国海证券研究所



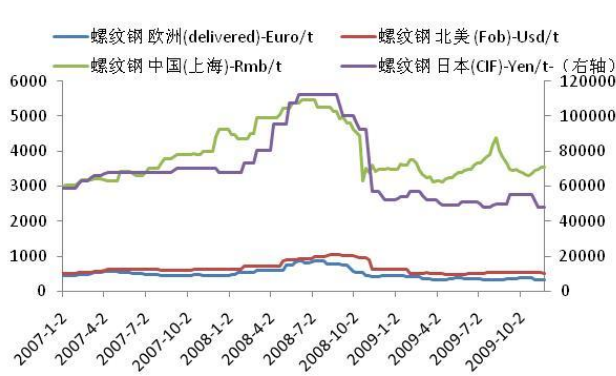
资料来源：wind 国海证券研究所

图 5 国际热轧板价格走势



资料来源：wind 国海证券研究所

图 6 国际螺纹钢价格走势



资料来源：wind 国海证券研究所

钢企三季度盈利有所回升，新兴国家明显改善，欧美依旧艰难

钢企的盈利状况是判断钢铁行业好坏的核心要素，在此，我们选取主要产钢国中具有世界影响力的钢铁公司，分析这些公司最近几个季度的表现，可为我们判断 2010 年钢铁业的走向提供分析思路。日本四大钢铁巨头 10 月 29 日公布了 2009 年 3 季度合并报表情况，由于对钢材出口的增长，粗钢产量大幅度回升，因此新日本制铁等 3 家企业亏损缩小，JFE 转为盈利；美国钢铁公司 3 季度亏损 3.03 亿美元，但预计 4 季度整体运营仍将亏损，主要仍是开工率偏低且闲置设备增加了扁平材和钢管产品部门的成本；印度安赛乐米塔尔钢铁公司自去年 4 季度金融危机爆发至今年 2 季度连续三个季度亏损，09 年 3 季度实现了扭亏为盈，实现净利润 9.03 亿美元；受益于国内外钢铁市场好转及成本降低，韩国浦项 7-9 月营业利润 1.018 万亿韩元（合 8.747 亿美元），同比降 49%，环比增近 500%，盈利业在三季度出现明显改善。因此，我们认为钢企已渡过了最坏的阶段，2010 将是钢企，特别是欧美钢企恢复正常盈利水平，实现盈利的年度。

表 2 国外主要钢企近期盈利状况

净利润					
	Q2 2009	Q1 2009	Q2 2008	QOQ (%)	YOY
新日铁 (百万日元)	-29,594	-42,246	78,916	30%	-138%
浦项 (百万韩元)	430,529	324,516	1,491,101	33%	-71%
	Q3 2009	Q2 2009	Q3 2008		
米塔尔 (百万美元)	903	-792	3,821	214.02%	-76.37%
美国钢铁 (百万美元)	-307	-392	942	21.68%	-21.68%

资料来源: Bloomberg 国海证券研究所

2010 年我国钢铁供需量差将缩窄，矛盾逐渐化解

我国钢铁行业的供需矛盾持续存在，萧条中钢企的普遍限产在钢价的回升后不再延续，产量飙升后的钢材供需矛盾又开始承载口诛笔伐，但我们认为，目前钢铁行业的供需量差正在缩窄，且社会库存能合理平滑供需不平衡，因此钢铁行业的供需绝对水平不是衡量钢铁业表现的依据，供需差额走向才是我们应该参考的因素，本节将从产能利用率，供需增长率对比中分析 2010 年钢铁业的供需关系。

2010 年产能利用率将维持在 80-90%水平

从 07 年开始，我国钢铁新增产能增长速度开始减缓，公开信息统计 09、10 两年新增产能分别为 5395、1048 万吨，考虑到 09 年 10 月出台国家淘汰落后产能的政策调控，12 月将再出台钢铁行业准入条件和兼并重组指导意见，国家力量把控钢铁产量的意图已近非常明显，可淘汰落后产能为 5000 万吨，我们认为未来 2-3 年总体产能增长将非常有限。

在统计产量和产能数据后，我们测算出 09 年产能利用率在逐渐攀升，前 9 个月中有 6 个月产能利用率超过 80.2%，8 月甚至达 95%，钢铁研究机构 MEPS 的研究报告表明，80%以上的产能利用率是保证钢企盈利的充分条件之一，也是钢铁业恢复正常运行的标志之一，我们认为目前的产能利用率处于合理水平，由于 2010 产量和产能均不会出现巨变，因此产能利用率会继续维持在均衡的 80-90%范围内。

图 7 产能利用率处于合理水平

图 8 粗钢产量不断攀升



资料来源：中钢协 国海证券研究所



资料来源：wind 国海证券研究所

表 3 2009 年新增产能投放情况

公司	容积, 立方米	投产日期	年产量(万吨)
北兴华钢铁	550	2009-1-3	70
唐山国丰	1780	2009-2-18	160
新钢	2500	2009-2-18	210
八钢	2500	2009-2-27	210
兴澄特钢	3200	2009-3-28	260
乌兰浩特钢铁	503	2009-4-1	70
邯钢新区	3200	2009-4-21	260
鞍钢鲅鱼圈	4038	2009-4-26	350
宝钢梅钢	3200	2009-5-12	260
唐山陆港钢铁	1160	2009-5-15	120
首钢京唐	5500	2009-5-21	400
唐山瑞丰金友	1580	2009-5-22	150
天铁	2800	2009-6-21	220
福建三钢	430	2009-7-21	大修
武钢	3800	2009-8-1	320
吕梁中钢集团	1180	2009-8-16	120
中阳钢铁	1080	2009-8-18	110
同煤钢铁公司	450	2009-8-18	60
承钢	2500	2009-8-23	210
九钢	1780	2009-9-25	160
涟钢	3200	2009-10-7	260
荣钢集团		2009-10-10	100
韶钢	3200	2009-10-16	275
新钢	2500	2009-10-16	210
沙钢	5800	2009-10-18	300
鄂钢	2600	2009-10	210
广东阳春新钢铁	1250	2009-10	110
湘钢	2580	2009-11	210
2009年产能投放合计			5395

资料来源：国海证券研究所整理

2009 年 1-9 月国内实际供应量增长 16.6%，2010 年粗钢产量或将增长 3%

1. 09 年 1-9 月粗钢产量增长 7.5%

中国钢铁产能不断提升，粗钢月度产量几近世界月度总产量的一半，8 月创出历年新高的 5233 万吨后，9 月仍达 5071 万吨，前 3 个季度粗钢产量累计达到 42040 万吨，比 2008 年同期增加 2940 万吨，增长 7.5%，

前 3 个季度我国粗钢日均产量为 154 万吨，比去年同期增加 11 万吨，增长幅度为 7.9%，由日均产量推算 09 年我国将生产粗钢 5.6 亿吨以上，较 08 年增长 11%。

2. 09 年 1-9 月折合粗钢净进口 137.16 万吨，而上年同期净出口粗钢 3946.9 万吨，形成明显的反差

中国钢铁产量过度释放引发了海外市场的担忧，钢铁产品贸易保护措施开始逐渐增多，美国、澳洲以及印度都有相关政策出台，从而导致我国出口格局出现较大变化。出口量上，我国钢铁产品出口 1 至 9 月同比下降 68.26%，进口同比上升 36.92%；1 至 9 月出口、进出口相抵折合粗钢净进口 137.16 万吨，而上年同期净出口粗钢 3946.9 万吨，形成明显的反差；出口流向方面，1 至 8 月亚洲市场出口占比达到 66%，而欧美市场已经降至 12%，出口较多的国家中韩国占比达到 22.13%，东盟占比 16.65%，中东占比 15.47%，亚洲其他地区占比 10.79%。这种出口格局究其根源，一方面与欧美国家疲软的需求相关，另一方面也各国产量对比有关。我们认为 2010 年出口总量将会有所回升，但出口国家结构不会出现较大变化。

3. 我国 1-9 月国内实际供应大幅增加 16.6%

分析今年前 9 月国内实际供应量，由钢材净出口 232 万吨，钢坯净进口 384 万吨，粗钢产量 41954 万吨，折合粗钢供应量 42155 万吨，较去年同期增加 7006 万吨，产能利用率回升致粗钢产量大幅增长，折合粗钢净出口由去年同期的 4084 万吨反转为净进口 3946 万吨，因此我国 1-9 月国内实际供应大幅增加 16.6%。

图 9 9 月我国钢材出口结构

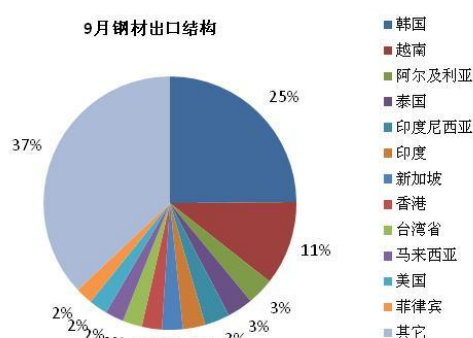
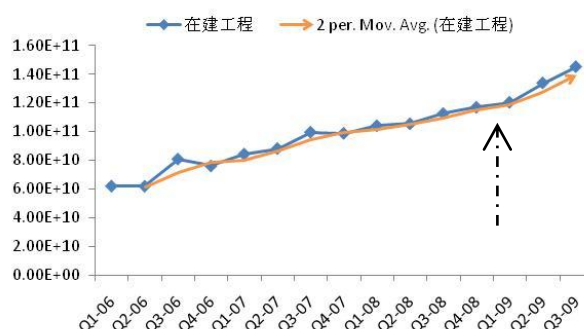


图 10 上市钢企在建工程资金 09 年 2 季度加速上升



资料来源: Bloomberg 国海证券研究所

资料来源: wind 国海证券研究所

4. 预测 2010 年将会保持每月 4500-5000 万吨产量，全年产量较 09 年增长 3%

由于目前钢材市场价格在成本线上，因此各钢企减产动力不大，另外从上市公司在建工程项目中可以看出 09 年以来，上市公司在建工程

投资力度加大，规模扩张的欲望较强，压缩新增产能的过程将会非常缓慢，淘汰落后产能将会是调控产量的重点。在此基础商，我们推测 2010 年将会保持每月 4500-5000 万吨产量，全年产量较 09 年增长 3%。

表 4 2010 年新增产能投放情况

公司	容积, 立方米	预计投产日期	年产量(万吨)
芜湖富鑫钢铁	580	2010年初	80
唐山东海特钢	1350	2010年初	130
常州中发	600	2010年3月	80
宣钢	2500	2010年9月	210
德钢	2500	2010年8月	118
四川达州钢铁	1780	2010年8月	150
山西晋城福盛钢厂	1380	2010年6月	130
陕西龙钢	1800	2010年6月	150
2010年产能投放合计			1048

资料来源：国海证券研究所整理

表 5 我国粗钢产量、进出口、折合粗钢供应量

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	1-9月累计	上年同期累计	较去年同期增减
钢材出口	141	135	143	181	208	247	1,569	4,846	-3,277
钢材进口	162	165	163	174	159	191	1,337	1,229	108
钢材净进口	20	30	20	-7	-49	-56	-232	-3,617	3,385
钢坯出口	0	0	1	0	0	0	1	113	-112
钢坯进口	67	70	38	57	35	28	385	14	371
钢坯净进口	67	70	37	57	35	28	384	-99	483
折合粗钢净进口	89	102	58	50	-17	-31	138	-3,946	4,084
粗钢产量	4,341	4,646	4,924	5,068	5,233	5,071	41,954	39,095	2,859
折合粗钢供应量	4,430	4,748	4,982.2	5,118	5,216	5,102	42,155	35,149	7,006

资料来源：wind 国海证券研究所

强政策性行业拉动钢铁需求增长, 预测 2010 年钢材需求增长 8.29%

2009 年钢铁需求在房地产、基建、汽车、家电等高速增长下回升，预测 09 年全年需求增长 10.83%，下游需求好转为钢铁产量增长提供支持，同时也使钢铁需求向房地产、基建、汽车等强政策行业偏移，这种政策引导需求的持续性在 10 年或有减弱，预测 10 年钢铁需求增长 8.29%。

图 11 2009 年钢材需求结构

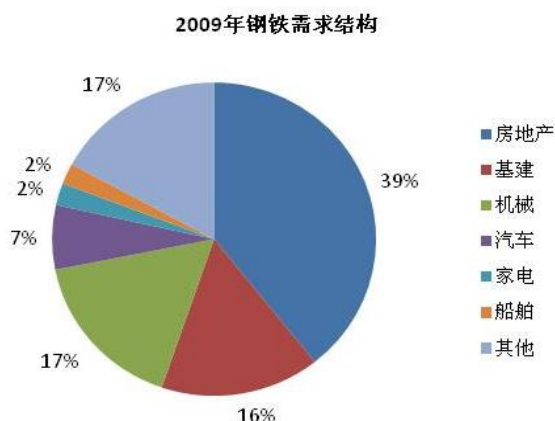


图 12 下游行业钢铁需求预测

单位: 万吨	2008	增长率	2009E	增长率	2010E
房地产	17171	15%	19746	10%	21721
基建	5709	40%	7993	25%	9991
机械	8518	-2%	8347	0%	8347
汽车	2673	25%	3341	10%	3671
家电	951	20%	1137	16%	1315
船舶	1269	-15%	1083	10%	1195
其他	9016	-5%	8565	-5%	8136
总计	45306	10.83%	50212	8.29%	54376

资料来源：中钢协 国海证券研究所

资料来源：中钢协 国海证券研究所

国家统计局数据显示,1-10 月累计房屋新开工面积为 8.14 亿平方米,同比增长 3.3%,实现了同比转正,新开工面积的急速回升一方面与 9 月份是施工旺季有关,另一方面也反映了由于前期销售较好开发商补库存的积极心态。房地产增加的新开工面积会拉动钢材消费,但转换为钢铁实际需求有 2-3 个月时间间隔,因此我们认为 10 月应该是房地产新开工对钢材采购产生较大影响的月度,考虑到 11 月后由于气温下降致使房地产开工停滞,进而推后钢铁消耗高峰至 2010 年春季,按钢材需求增长率对房地产新开工面积增长率 5 倍的放大倍率,我们保守测算出房地产拉动该行业钢材需求增长 15%,2010 年可能由于贷款利率调高、住房消费的收费减免政策收紧,拉动作用从而减弱,推算时我们给与 10% 的增长。

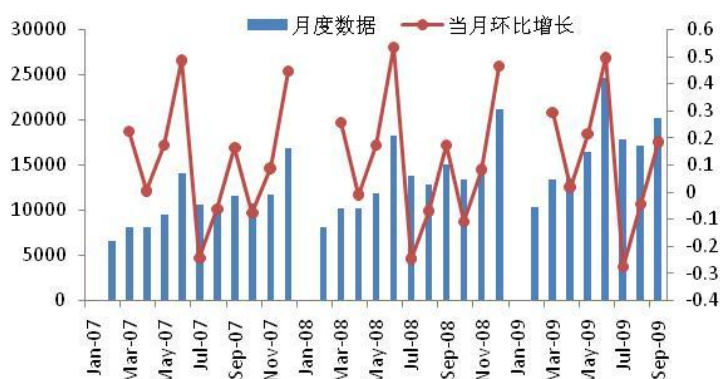
图 13 我国房地产新开工面积同比增长显著



资料来源：国家统计局 国海证券研究所

在我国保 8 的年终目标实现可能性大幅增强后,下半年固定资产投资开始减缓,但总体来看仍然在高位运行,对钢材的需求依旧强劲,只是增速较上半年有所放缓,另外,从固定资产投资图上可以看到近几年的固定资产投资环比增长线几乎完全相似,变现出月度变化规律,照此规律可知固定资产投资在 10 月出现另一低点后迅速拉升,由此知固定资产投资力度仍较强。另外考虑到大部分投资都用于大型的、需要耗时多年的政府基础设施建设项目,这些项目的延续性很强,2010 年仍可拉动钢材消费增长,因此,在推算时,我们假定固定资产投资带动基建领域 2009 年钢材需求增长 40%,2010 增长 25%。

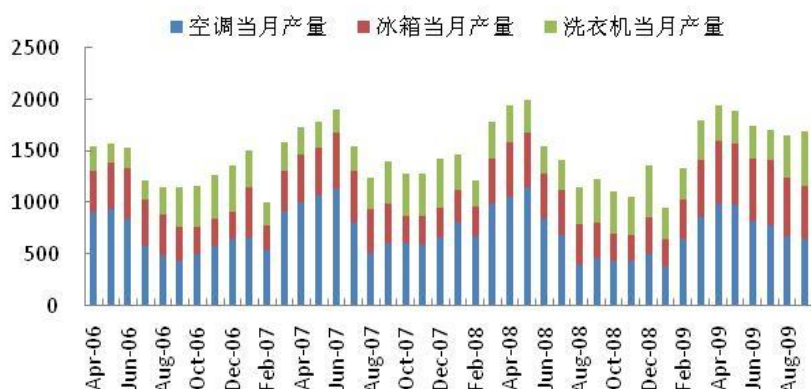
图 14 我国城镇固定资产投资高速增长



资料来源：国家统计局 国海证券研究所

在国家政策刺激下，我国家用电器产量释放较快，空调、冰箱、洗衣机产量总和一直维持高位，1-9 月总量同比增长 6.08%，由于 09 年下半年家电销售并未如往常一样大幅下滑，且 08 年基数较低，我们预测家用电器对拉动该行业 2009 年钢铁需求增长 20%，2010 年增长 16%。

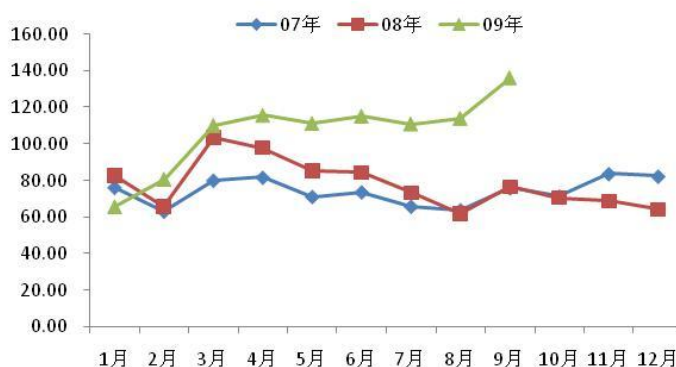
图 15 我国家用电器产量



资料来源：wind 国海证券研究所

我国汽车产量已连续 7 个月超过百万辆；乘用车 9 月单月产销量首次超过 100 万辆，销量增速超过 40%；商用车增速超过 15%，创出历史新高。汽车业是用钢较大的工业门类，我们测算 09 年汽车产销量的增长拉动该行业钢铁需求增长 25%，占 09 年钢铁消耗的 7%，2010 年增速可能有所减缓，或可增长 10%。

图 16 我国汽车月度产量

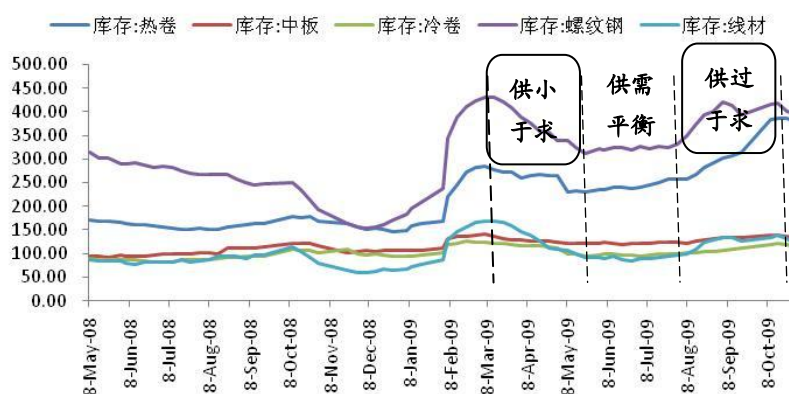


资料来源: wind 国海证券研究所

库存调节供需动态平衡

库存是供需关系的直接反应,虽然今年以来我国钢铁供应和需求同方向增长,但供需增长速度的差异导致库存出现较大变化,09年8月以来,粗钢产量的急速增长超过了下游需求增长速度,库存再次回升,其中以热卷最为显著,成为供需差额最突出的品种;10月中旬后,由于供应量上开始受到一定抑制,而需求端仍未降温,去库存化的进程随之启动。我们认为今年四季度由于房地产、基建施工有所停滞所以去库存力度会相对减弱,按供需增长率差异变动,我们认为2010年一季度才是库存大量减少的时节。

图 17 我国各品种钢材库存变化



资料来源: wind 国海证券研究所

上下游因素决定钢价将呈稳步抬升趋势

上游原材料价格走强推升钢价

影响钢铁行业运行的上游因素中,铁矿石价格的变动牵动钢厂的神经,据统计,目前吨钢成本中铁矿石成本占 50%-55%,因此钢厂接受高

价原材料后，提高钢材价格几乎是唯一的减压方法，我们认为目前钢价的上涨不是短期现象，稳步上升将会形成趋势，延续至 2010 年，以下是我们对于原材料价格走势的判断

1. 铁矿石价格重拾升势

铁矿石价格的上涨与三大矿山的生产及贸易情况紧密关联，9 月中旬后，我国铁矿石价格开始企稳回升，进口铁矿石港口库存也呈下降趋势，由于我国铁矿石 60% 以上依赖进口，此种境况与国外三大矿山的生产经营活动密切相关。我们了解到，三大矿山中澳洲 3 季度已近满产，而巴西前期减产程度较大的淡水河谷 2009 年 3 季度产量已恢复到往年 80% 的水平，后续产能增量无法迅速放量。同时，为了提高长协矿的订货量，三大矿山已经削减了现货矿投放比例，从而拉高了现货矿市场价格，同时也为 2010 年铁矿石谈判设定更高的基准价格。

2010 年铁矿石供需上，三大矿山 2010 年新投产 8000 万吨，按照全球粗钢产量增长 9% 的估计，2009 年铁矿石表观需求 17.44 亿吨，则 2010 年新增需求 1.6 亿吨，因此 2010 年铁矿石供需将偏紧，供需关系将拉高铁矿石价格。

表 6 2010 年全球三大铁矿石生产商产能投放情况

公司	项目名称	品种	产能（百万吨）	说明
力拓	Mesa A	块矿和粉矿	20	替代另一枯竭矿
	Brockman 4	块矿和粉矿	22	2010 投产
	Corumba I	块矿和粉矿	13	2010 投产
淡水河谷	Carajas additional 10mt	块矿和粉矿	10	2010 投产
	Oman	球团矿和精粉	9	2010 投产
必和必拓	RGP4	块矿和粉矿	26	2010 投产
合计增量			80	

资料来源：国海证券研究所整理

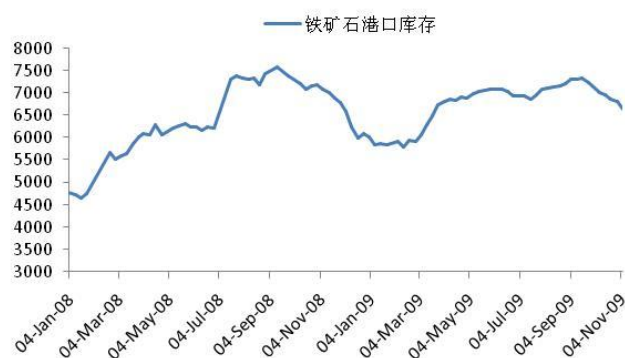
另外，由于印度国内钢铁工业的不断发展对铁矿石需求逐渐增加，印度钢铁部已建议提高铁矿石出口税，以使印度从铁矿石出口国转变成高附加值出口国。而在此之前，巴西政府也开始研究对矿石出口征收 5% 的税，理由同样是为了提高出口产品的附加值。巴西、印度是我国进口铁矿石的第二、三大进口国，铁矿石出口税的增加将会提升进口铁矿石价格，因此市场广泛预期 2010 年铁矿石价格会重现升势，幅度在 15%-25% 之间。

图 18 铁矿石价格综合指数已现涨势

图 19 进口铁矿石港口库存开始减少



资料来源:我的钢铁网 国海证券研究所



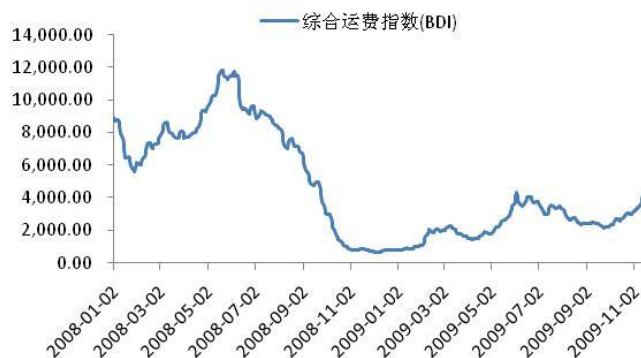
资料来源:wind 国海证券研究所

图 20 铁矿石海运费处于上升阶段

图 21 BDI 指数快速反弹



资料来源:wind 国海证券研究所



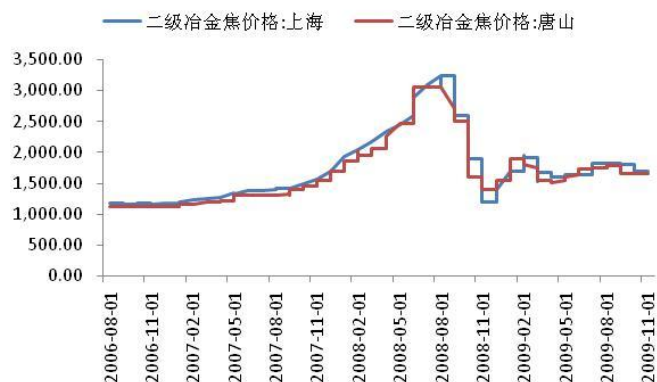
资料来源:国家统计局 国海证券研究所

2. 焦炭、废钢、生铁价格趋稳

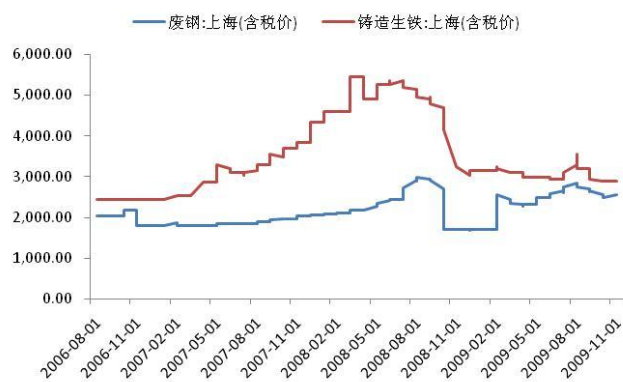
11 月以来,我国焦炭市场整体表现平稳,上海、唐山两地二级冶金焦价格都未发生变化;废钢市场市场环境有所向好,我们推测后期废钢价格将小幅上涨,但目前来看钢厂需求有限,价格上涨空间不大;炼钢生铁市场在长时间的低位维持状态下,市场采购目前依然没有好转迹象,而受到矿石谈判的不确定因素影响,进口矿及国产矿市场均出现上扬走势,在此拉动下,很可能引发下游企业的提前“备货”,由此为生铁市场带来一定的行情回归,间接拉动生铁市场成交。

图 22 二级冶金焦价格目前保持平稳

图 23 废钢、铸造生铁价格或会启动升势

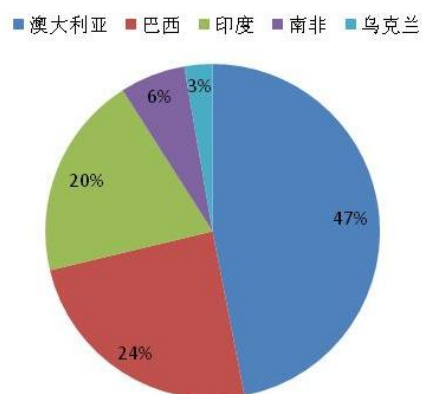


资料来源: wind 国海证券研究所



资料来源: wind 国海证券研究所

图 24 今年 1-9 月我国进口铁矿石结构

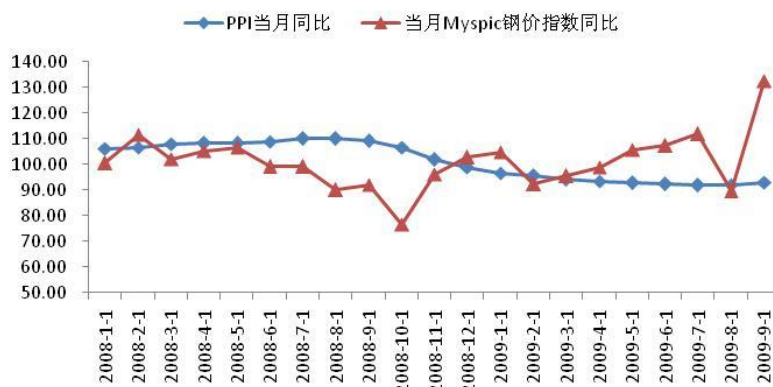


资料来源: 国家统计局 国海证券研究所

下游产成品价格对钢价上涨形成压制

PPI 作为衡量工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度的指数, 是反映某一时期生产领域价格变动情况的重要经济指标, 钢铁作为装备制造、汽车业, 电子仪表等行业的重要原材料, 其价格变化与终产品的价格变化息息相关, 因此用 PPI 度量钢材价格的偏离具有一定的合理性。在 PPI 指数与钢价指数的对比中, 可以看到 2008 年以来, 月钢价指数同比线围绕 PPI 月同比线上下波动; 2009 年 9 月底初钢价已处于 PPI 月同比线上, 且偏离幅度不大, 因此来自工业品出厂价格对钢价的压制较强, 因此钢价上涨受到下游产品价格的限制, 不可能出现急速上升的情况, 我们推测钢价 2010 年将呈现稳步上扬态势。

图 25 PPI 指数与 Myspic 钢价指数关系



资料来源: wind 我的钢铁网 国海证券研究所

期现联动加强，市场呈现看涨预期

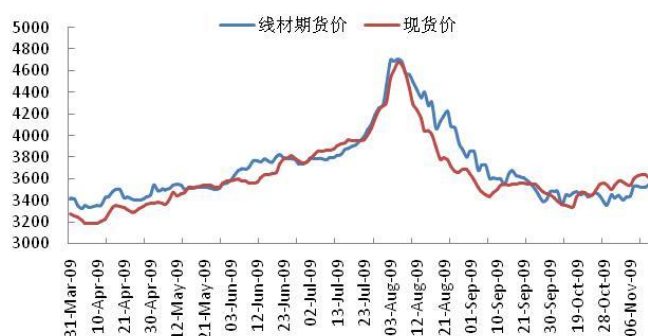
钢材期货自今年 3 月 27 日挂牌交易以来，已经成为目前中国期货市场上最活跃、最引人注目的期货品种之一，由于活跃在这个市场上的主体大多为钢厂和钢材贸易商，因此钢材期货的走势能基本反映业内人士对钢价走势的判断。从近期期现价格对比分析可知，现货价格逐渐接近期货（0912）合约价格，线材现货价甚至跃居期货价之上，说明期现市场联动加强，期货价格发现功能得到了较好的体现，另外钢材 1001，1002，1003 至 1011 期货合约价格逐级提高，说明市场预期钢市将逐渐向好，钢价会呈稳步上涨态势，与我们对 10 年钢价走势的判断一致。

图 26 螺纹钢期现对比



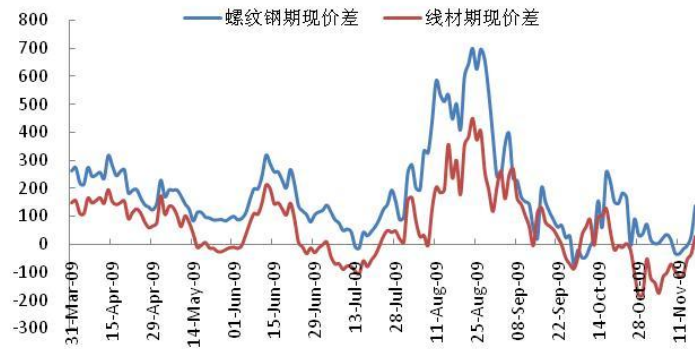
资料来源:wind 国海证券研究所

图 27 线材期现对比



资料来源:wind 国海证券研究所

图 28 钢材期现价差



资料来源：wind 国海证券研究所

我国钢铁产业运行环境喜忧参半

中钢协提出铁矿石定价“中国模式”，致力提升中国铁矿石谈判话语权

由于我国铁矿石进口依赖过重，钢铁产业集中度低不能形成统一的谈判口径，容易被国外矿山各个击破，而钢铁业作为国民经济的重要组成部分，其需求与下游汽车、机械、房地产息息相关，存在刚性需求，在铁矿石源头相对垄断的条件下，我国铁矿石谈判话语权基本丧失，历年来的谈判结果也说明了这一点。今年以来，中钢协开始提出铁矿石定价的“中国模式”，主要有三点内容：

(1) 铁矿石贸易结算时间从过去每年的 4 月 1 日到次年 3 月 31 日，改为从 1 月 1 日到 12 月 31 日；

(2) 坚持长期协议、量价互动、量大价优；

(3) 统一价格，不同地区、不同铁矿石品位、不同质量、不同矿山企业分别确定一个铁矿石离岸价格，一旦确认，不管是大企业还是小企业，生产企业还是贸易企业，都应执行这个价格，不再分长协价和现货价。

对于“中国模式”，虽然铁矿石国际三大巨头反应冷淡，但表明了我国钢铁业凝聚力量，提升铁矿石定价话语权的努力。11 月 16 日，武钢集团官方网站透露，公司与委内瑞拉矿业集团公司成功达成长期采购合同和五方协议，协议是首个明确以中国价执行的合同，标志着中国矿石采购价格已经开始反应来自中国的声音，对降低我国钢企成本，维护国家战略安全具有重大意义。

表 7 近年来铁矿石谈判相关情况

	首家价格确定方	跟随情况	涨价幅度	
			粉矿：首发/重定	块矿：首发/重定
2005	新日铁-力拓	跟随	71.50%	71.50%
2006	宝钢-必和必拓	跟随	19%	19%
2007	宝钢-淡水河谷	跟随	9.50%	9.50%
2008	新日铁、浦项-淡水河谷	力拓不跟随，宝钢-力拓重定	65%/79.88%	71%/96.5%
2009	新日铁-力拓	中方不跟随，中方-FMG重定	(33%) / (35.02%)	(44%) / (50.42%)

资料来源：国海证券研究所

贸易保护愈演愈烈

我国不断膨胀的钢铁产量中有一部分为国外需求所消耗，09 年开始这种外部输出的环境有所恶化，一是因为国外经济疲软，实际需求确有降低，另一方面也由于国外施加的各种贸易保护措施使我国的产品不再具备价格优势。

表 8 今年来国外对我国钢材产品设置的贸易保护措施

	国别	针对产品	具体措施
11月5日	美国	油井管	最高达99.14%的反倾销税。
10月30日	美国	无缝钢管	发起双反调查，可能施以98.37%的反倾销税。
10月26日	阿根廷	不锈钢餐具和管道附件	不锈钢餐具征收1450.21%的反倾销税，管道附件限定3.94美元/公斤的FOB最低离岸价格。
10月25日	美国	钢绞线和钢格栅板	钢绞线产品实施7.53%-12.06%的惩罚性关税，钢格栅板产品实施7.44%的惩罚性关税。
10月6日	欧盟	无缝钢管	征收17.7%-39.2%的最终反倾销税。
4月23日	印度	热轧板卷	涉案产品加征最高20%的临时保障措施税。

资料来源：国海证券研究所

今年 6 月，我国上调了出口退税率，在一定程度上提升了产品的出口竞争力，但外部需求是出口低迷不振的根本原因，上调出口退税率无法根本扭转出口颓势。

表 9 我国部分钢材产品出口退税政策

	我国出口退税政策
2009-7-1	对部分型材的出口关税（包括暂定关税和特别关税）进行调整，由10降到5%。
2009-6-1	合金钢异型材等钢材、钢铁结构体等钢铁制品、剪刀等商品的出口退税率提高到9%。
2009-4-1	将精密焊钢管、冷轧卷板、不锈钢卷板、合金钢材、取向硅钢等钢厂出口退税率提高到13%。
2008-12-1	取消部分产品的出口关税或特别出口关税，主要包括冷轧板材、带材、钢丝、大型型钢、合金钢材、焊管等钢材产品。

资料来源：国海证券研究所

淘汰落后产能加大力度

今年 9 月底，国务院正式批转了国家发展改革委、工业和信息化部等部门联合制定的《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》（简称《意见》）。

《意见》主要带来三点影响：

1. 确定了 2011 年前淘汰落后产能的标准

表 10 2011 年前我国淘汰落后产能标准

参照物	落后产能定义
高炉	小于400m³
转炉和电炉	30吨及以下
碳钢企业吨钢综合能耗	高于620千克标准煤
吨钢耗用新水量	高于5吨
吨钢烟尘排放量	高于1.0千克
吨钢二氧化硫	高于1.8千克
二次能源回收利用	不达100%

资料来源：国海证券研究所

2. 设定重点支持的产业项目：国家将重点支持有条件的大型钢铁企业发展百万千瓦火电及核电用特厚板和高压锅炉管、25 万千瓦伏安以上变压器用高磁感低铁损取向硅钢、高档工模具钢等关键品种。尽快完善建筑用钢标准及设计规范，加快淘汰强度 335 兆帕以下热轧带肋钢筋，推广强度 400 兆帕及以上钢筋，促进建筑钢材升级换代。
3. 加快国内钢铁企业重组步伐，提高产业集中度。去年以来，国内钢铁企业加快了重组步伐，河北、山东、广西等钢铁集团先后成立。在钢铁企业兼并重组有关政策推动下，兼并重组进程有望提速。

表 11 上市钢企重组情况

收购方	被收购方	进行情况
宝钢股份	八一钢铁	集团间开始整合
	包钢股份	预期
	新钢股份	预期
	广钢股份	集团间开始整合
	韶钢松山	集团间开始整合
鞍钢股份	三钢闽光	预期
	凌钢股份	预期
	本钢板材	集团间开始整合
武钢股份	柳钢股份	集团间开始整合
唐钢股份	邯郸钢铁	上市公司间开始整合
	承德钒钛	上市公司间开始整合
济南钢铁	莱钢股份	上市公司间开始整合
攀钢钢钒	攀渝钒钛	上市公司间开始整合
	长城股份	上市公司间开始整合

资料来源：国海证券研究所

我国钢企三季度盈利状况改善显著，且特钢好于普钢，长材优于扁材

钢企三季度盈利状况改善显著

今年前三季度，我国大中型钢企盈利达 279.17 亿元，实现工业总产值同比下降 22.28%，实现销售收入同比下降了 24.39%，实现利税同比下降了 62.55%，实现利润同比下降了 77.65%，亏损企业亏损额同比增加了 2.49 倍，但 70 家大中型企业从 5 月份已开始盈利，8 月盈利达到高点，亏损企业家数也不断减少，行业整体已渡过最坏的时候，8 月后由于钢价有所回落，预计四季度盈利将会下降，但尚不致亏损，处于

弱势运行阶段，随着原材料价格的回升和下游需求的好转，钢企未来营收状况将逐渐向好。

表 12 70 家大中型钢企今年盈利情况

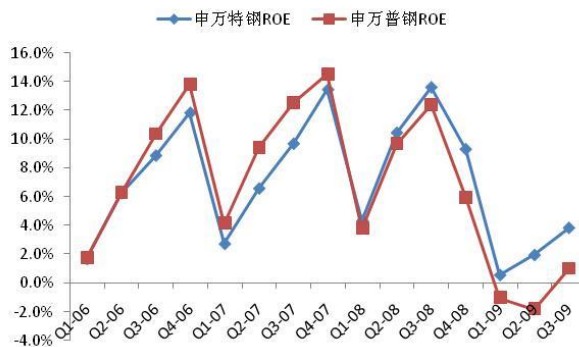
	70 家大中型钢企运行情况					
	1-4月	5月	6月	7月	8月	9月
盈利（亿）	-56	12	35	106	117	86
亏损企业数		17	8	4	4	0

资料来源：国海证券研究所

特钢好于普钢

从近 3 年上市钢企 ROE 来看，09 年 3 季度虽然较一、二季度有较大提升，但仍处于近三年来的最低水平，上市钢企的利润空间已大幅缩减，但特钢的盈利情况好普钢。

图 29 特钢 ROE 水平高于普钢

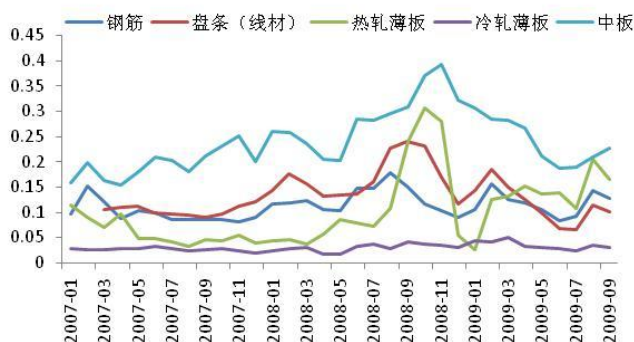


资料来源：wind 国海证券研究所

长材优于扁材

由于我国经济仍处于发展期，国内钢铁产量仍有近一半用于建筑行业使用。在建筑钢材整体消费中长材约占 68.1%；板带材约占 23.3%；钢管约占 8.6%，因此 09 年房地产投资、基建投资惠及长材品种更加明显，而板材的主要下游除了汽车，家电行业需求较高外，船舶、机械、锅炉等行业的用板需求仍处于低位，所以板材 09 年的状况相对比较艰难，我们预计明年这个局面将会持续，因此 2010 年长材仍将会是表现较好的品种。

图 30 主要钢材品种库存/产量比



资料来源：wind 国海证券研究所

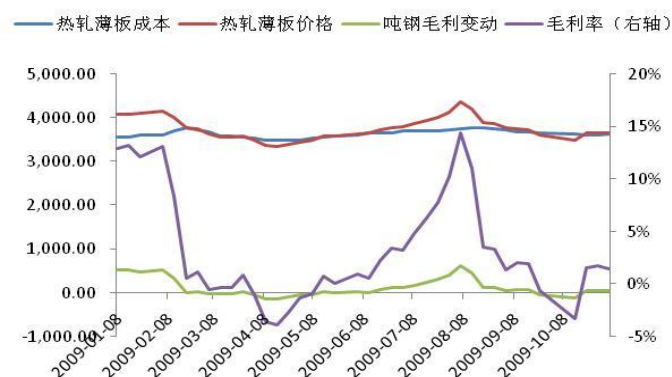
从不同钢材品种的月度库存/产量比中可以看出中板、热轧薄板的库存压力较大，长材类的钢筋、盘条（线材）以及冷轧薄板相对压力较小，库存/产量指标 9 月后开始转好，在认定房地产销售持续升温，基建投资力度不减的情况下，未来我们仍然看好长材类品种。

图 31 螺纹钢盈利情况



资料来源：国海证券研究所

图 32 热轧薄板盈利情况

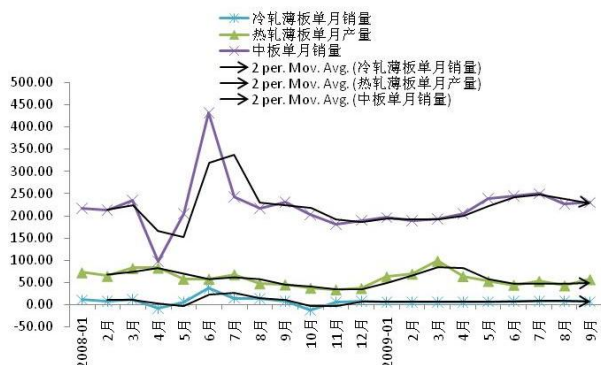


资料来源：国海证券研究所

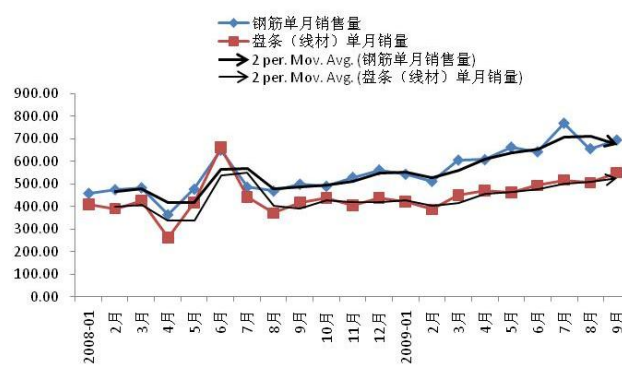
另外，我们推算出今年以来，螺纹钢的毛利率一直高于热轧薄板，从各品种钢材今年价格走势来看，二季度后主要长材品种价格整体上呈升势，而扁平材则呈平势（如中板）和跌势（冷、热轧板），因此，在经济回升的结构性特点还未发生变化时，我们认为未来仍会呈现长材强、板材弱的格局。

图 33 主要长材品种价格走势

图 34 主要扁平材价格走势



资料来源:wind 国海证券研究所



资料来源:wind 国海证券研究所

估值及投资评级

钢铁行业未来景气度将处于高位

采购经理指数表明，我国制造业逐渐走出困境，新采购订单增多，产成品库存降低，企业生产热情回升，PMI 指数已近连续 8 个月站上中位线，黑色金属冶炼及加工行业 9、10 月份数据尚未公布，我们预测 9、10 月的指数较 8 月（67.1）有所降低，可能在中位数左右，11 月由于价格、库存情况向好，该指数可能会逐渐走强。

黑色金属冶炼及压延加工行业景气指数按季度采集，不能反应三季度钢铁行业运营情况的变动，但公布的 9 月景气度高于 6 月，我们认为 4 季度景气度有所增长，但增长幅度不及 3 季度，我们推测该指数届时可达 120-125，且明年仍维持高位。

图 35 中国制造业采购经理人指数

图 36 行业景气指数



资料来源:wind 国海证券研究所



资料来源:wind 国海证券研究所

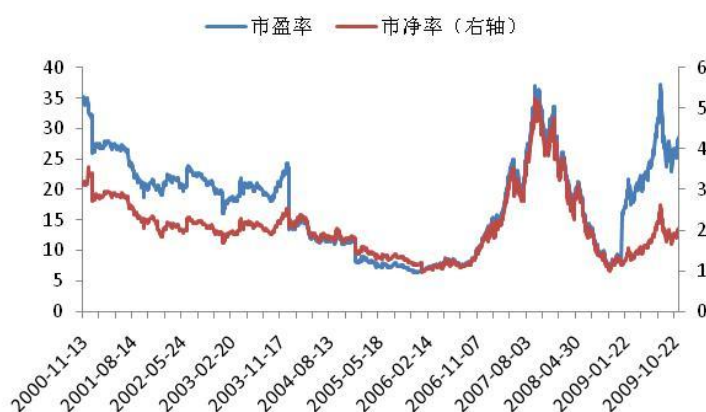
给予钢铁行业“强于大市”的投资评级

截止 11.13 日，近三月申万钢铁行业下跌 4.10%，而沪深 300 指数下跌 1.59%，明显弱于后者，我们认为相对走弱的原因来自 7、8 月份份

机性资金推动的行情遭遇巨大供需落差的理性整理。

目前钢铁行业市盈率（整体法计算，剔除亏损）为 28 倍，高于历史均值 17.5，但业绩由负转正的年度，市盈率由于波动剧烈参考意义不大，从 PB 估值来看，目前 2.0 的市净率低于历史均值 2.1，较为合理，且基于行业复苏的预期，钢价价格反弹已然出现，由此而带来股价上涨较为确定，因此我们看好钢铁行业明年的表现，给予“强于大市”的投资评级。在投资策略上，我们建议关注长材占比较高，具有铁矿石资源优势以及特钢中“成本控制和毛利率”占优的公司。

图 37 钢铁行业历史市盈率、市净率情况



资料来源：wind 国海证券研究所

长材占比较高的公司

基于明年房地产和基建对长材的预期拉动，我们认为长材占比高的钢企表现会更加出色，同时考虑各公司的盈利变化，可以看出华菱钢铁 10 年较 09 年每股指标改善显著，估值优势明显。

表 13 长材类相关公司比较

代码	公司	长材主营收入占比	EPS				PB	PE
			07	08	09(E)	10(E)		
000959	首钢	42%	0.22	0.14	0.20	0.23	2.42	45.17
600010	包钢	49%	0.36	0.14	0.14	0.19	2.03	31.62
600231	凌钢	65%	0.80	0.44	0.39	0.77	3.37	26.94
600102	莱钢	64%	1.24	0.29	0.14	0.76	2.03	45.71
000709	唐钢	27%	0.95	0.48	0.19	0.40	2.24	15.35
002110	三钢	64%	0.94	0.07	0.20	0.90	3.13	235.58
000932	华菱	53%	0.73	0.35	0.09	0.42	1.41	21.55
600808	马钢	51%	0.38	0.10	0.09	0.26	1.47	53.67
600581	八一	55%	0.68	0.14	0.14	0.57	3.85	104.62

资料来源：公司公告 国海证券研究所

具有铁矿石资源的公司

在通胀预期下，具有铁矿石资源的公司将在市场上受到青睐。在拥有铁矿石资源的同类公司中，除金岭矿业无钢铁压延加工业务外，其他

均生产、销售钢铁类制品，PB 剔除各公司铁矿石价值后，我们发现西宁特钢估值具备吸引力，且资源自给率最高，具备投资价值。

表 14 铁矿石资源类公司比较

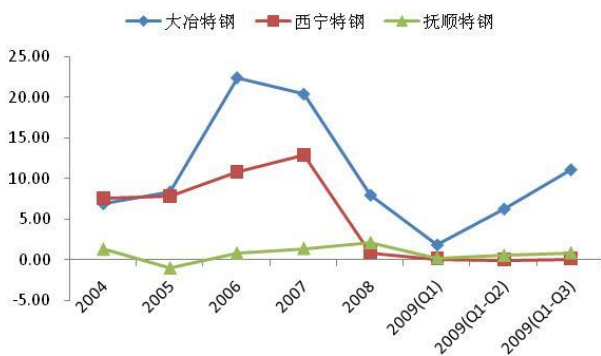
股价	代码	公司	铁精矿权益储量 (百万吨)	每股铁精粉储量 (吨/股)	每股铁矿石价值 (元/股)	PB	剔除每股铁矿石价值PB	自给率
11.94	600231	凌钢股份	31	0.04	2.02	3.37	2.80	22%
11.85	600117	西宁特钢	147	0.20	3.97	3.45	2.29	70%
16.49	600307	酒钢宏兴	352	0.17	5.94	7.35	4.70	30%
7.3	000709	唐钢股份	188	0.05	1.24	2.24	1.86	6%
8.02	000629	攀钢钢钒	997	0.17	0.77	3.67	3.32	40%
20.82	000655	金岭矿业	13.4	0.02	5.18	9.96	7.48	—

资料来源：公司公告 国海证券研究所

特钢公司中“成本控制和毛利率”占优的公司

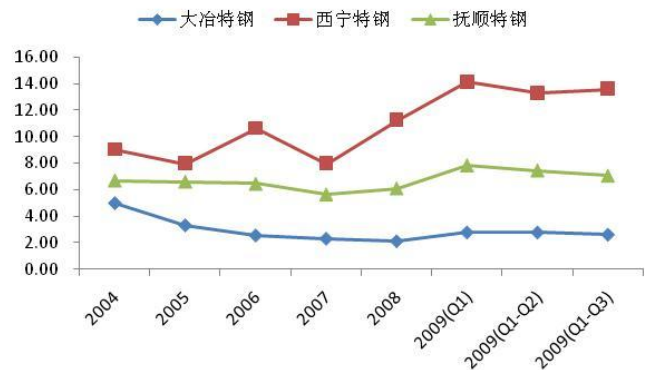
08 年后普钢和特钢钢企的收益质量对比情况发生反转，特钢钢企的 ROE 水平明显高于普钢钢企。我们认为相对于普钢的产能过剩，特钢产能压力较小，在航空航天、汽车、轨道交通等高附加值特钢需求的提振下，我们认为 2010 年特钢企业会有较好表现。在对比特钢类公司后我们发现，大冶特钢在净资产收益率、期间费用率、存货周转率三项指标上明显优于其他两家公司，且在三家特钢种 PB、PE 并不高，因此我们认为大冶特钢是较好的投资标的。

图 38 特钢净资产收益率 (%)



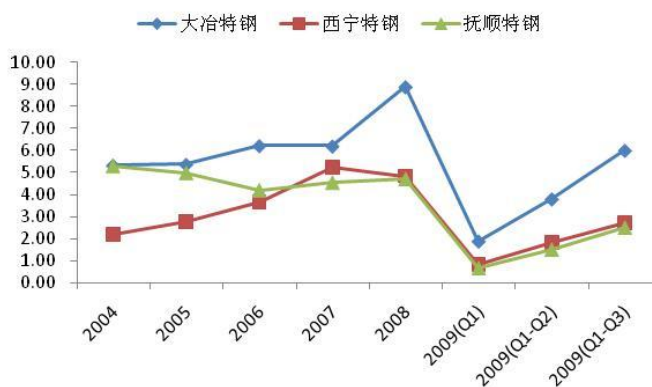
资料来源:wind 国海证券研究所

图 39 特钢钢企销售期间费用率 (%)



资料来源:wind 国海证券研究所

图 40 存货周转率 (次)



资料来源: wind 国海证券研究所

表 15 特钢钢企估值

代码	公司	EPS				PB	PE
		07	08	09(E)	10(E)	2009-11-16	2009-11-16
000708	大冶特钢	0.72	0.45	0.60	0.77	2.97	25.95
600117	西宁特钢	0.42	0.02	0.13	0.31	3.45	499.16
600399	抚顺特钢	0.05	0.07	0.05	0.09	2.72	125.52

资料来源: wind 国海证券研究所

因此,在遵循长材比例高、具有资源优势、特钢中运营良好、估值具备优势的选择逻辑,我们推荐华菱钢铁、西宁特钢、大冶特钢。

表 16 重点关注公司估值

公司股价	证券代码	公司名称	EPS			PE			PB	投资评级
			08	09(E)	10(E)	08	09(E)	10(E)		
6.25	000959	首钢股份	0.14	0.20	0.23	40.43	30.86	26.72	2.42	增持
4.53	600010	包钢股份	0.14	0.14	0.19	28.91	32.40	24.41	2.03	增持
11.94	600231	凌钢股份	0.44	0.39	0.77	16.82	30.49	15.49	3.37	增持
13.07	600102	莱钢股份	0.29	0.14	0.76	16.07	95.61	17.26	2.03	增持
7.30	000709	唐钢股份	0.48	0.19	0.40	26.39	37.77	18.42	2.24	增持
15.35	002110	三钢闽光	0.07	0.20	0.90	19.52	76.29	17.11	3.13	增持
7.50	000932	华菱钢铁	0.35	0.09	0.42	16.42	85.62	18.01	1.41	买入
4.95	600808	马钢股份	0.10	0.09	0.26	27.41	57.56	18.91	1.47	增持
14.18	600581	八一钢铁	0.14	0.14	0.57	33.89	99.58	24.83	3.85	增持
16.49	600307	酒钢宏兴	0.05	0.16	0.69	32.03	104.43	23.83	7.35	增持
6.92	000717	韶钢松山	(0.97)	0.11	0.36	23.29	63.14	19.03	2.03	增持
11.60	000708	大冶特钢	0.45	0.60	0.77	22.41	19.32	15.04	2.97	买入
11.85	600117	西宁特钢	0.02	0.13	0.31	53.89	92.22	38.62	3.45	买入
8.96	601003	柳钢股份	0.01	0.18	0.54	25.62	49.78	16.59	4.83	增持
5.18	600569	安阳钢铁	0.05	0.1	0.37	22.23	51.80	14.00	1.20	增持

资料来源: wind 国海证券研究所

风险提示

风险因素:

1. 兼备重组方案可能会导致钢企运营管理出现较大变动;
2. 铁矿石等材料价格大幅波动对行业整体盈利能力产生较大影响;
3. 房地产新开工、基建投资增长率受到宏观经济政策影响。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。