

## 行业进长冬季 关注优势公司

## 核心观点:

基于供需分析和目前行业竞争特点,2012年钢铁行业整体难以向上驱动因素,但估值已经反映行业悲观预期,具备产品优势、资源优势公司将具备结构性投资机会。

## 研究结论

- 供需:内需低迷,固定资产增速放缓,外需也难有大幅改善,钢铁行业将告别高速增长的黄金时代进入低速增长时代,我们预计2012粗钢需求增长5.3%,需求放缓使行业产能过剩的供需失衡更加明显。虽然矿石需求放缓,但考虑新开采铁矿石贡献量影响有限,三大矿山的垄断力度依然强劲,同时,受制于铁矿石低品位,我国较高的铁矿石对外依存度短期较难改变,我们预计2012年铁矿石整体仍将维持高位,63%品位CIF平均价格150美元。
- 盈利:由于钢铁行业整体产能过剩的弱平衡,我们预计2012行业盈利水平将维持在目前微利水平,全年同比将大幅下降。2012年上市公司为代表的大型钢铁企业的相对竞争优势因成本同质化将继续弱化。从产品结构看,预计长材好于板材,特钢好于普钢,具备矿石资源类公司的相对盈利优势仍将延续。
- 估值:在股价大幅下跌后,目前钢铁行业的估值水平已接近反映悲观预期,行业的PB和行业指数均处于历史底部,钢铁行业的相对市场PB比率也已接近08年和05年底最低水平。具备产品优势公司在行业周期底部的P/E估值已具吸引力,典型矿石资源类公司目前股价对应的长期矿价在135-140美元左右,目前股价具有一定的安全边际。
- 投资策略:基于上述供需基本面和盈利趋势分析,我们维持行业阶段性和结构性投资策略观点,行业仍不具备整体向上大幅表现的驱动因素。建议配置估值具备安全边际的产品优势和矿石资源优势公司,重点关注大冶特钢、新兴铸管、宝钢股份、八一钢铁、攀钢钒钛(未评级)、西宁特钢(未评级)。

## 风险因素:

- 政府对地产行业的持续调控时间长度和调控力度可能超预期;欧债危机对国内经济负面影响超预期。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 证券分析师

杨宝峰

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860207100115

## 联系人

董亮

dongliang@orientsec.com.cn

马泉

maxiao@orientsec.com.cn

## 行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

## 国家/地区

中国/A股

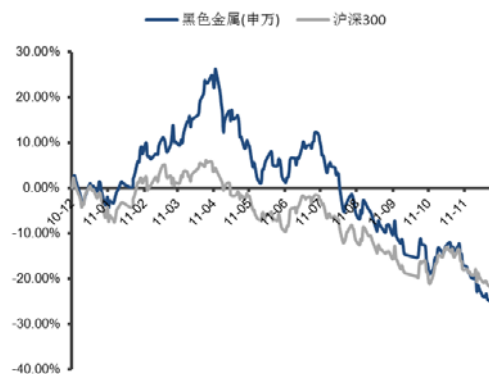
## 行业

金属

## 报告发布日期

2012年1月6日

## 行业表现



## 评价周期

1个月

3个月

12个月

## 绝对表现 (%)

-15.0

-21.5

-29.6

## 相对表现 (%)

-6.2

-10.7

-4.8

资料来源: WIND

## 重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
宝钢股份	0.74	0.41	0.35	4.85	买入
大冶特钢	1.25	1.18	0.98	9.72	买入
新兴铸管	0.7	0.76	0.70	6.39	买入
八一钢铁	0.69	0.96	0.88	7.31	买入
凌钢股份	0.74	0.55	0.48	5.49	买入

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

## 相关研究报告

《需求增长可待 盈利改善可期——钢铁行业2011中报前瞻》 2011年7月25日

《选择优势公司——钢铁行业2011年年度策略》 2010年12月27日

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

<b>钢铁行业运行分析及展望 .....</b>	<b>3</b>
内需增速回落 投资趋缓 .....	3
供给：脚步明显放缓的“十二五” .....	5
供需分析：消化过剩产能之年 .....	7
铁矿石供求关系暂未逆转 .....	8
<b>盈利分析：全年平均维持微利水平 .....</b>	<b>14</b>
2012 年盈利仍将维持在低位水平 .....	14
竞争格局：上市公司相对竞争优势继续弱化 .....	16
特钢公司资源公司的盈利相对优势将延续 .....	17
<b>估值分析：估值分析：行业处于历史低位 特钢和资源公司较安全 .....</b>	<b>20</b>
行业估值水平很低但相对 PB 仍未达历史底部 .....	20
特钢类公司的估值水平相对普钢具有安全边际 .....	21
资源优势公司的股价已反映一定程度的悲观预期 .....	22
<b>投资策略：防选产品优势公司 攻待矿石超跌之时 .....</b>	<b>23</b>

## 钢铁行业运行分析及展望

### 内需增速回落 投资趋缓

从内需来看：基于政府主导的基建投资的减弱带动内需增长趋缓，截至今年 11 月我国固定资产投资累计增长 24.5%，增长速度较 10 月下降了 3.7 个百分点，较 9 月下降了 0.4 个百分点，固定资产投资增速明显下滑。2012 年是我国政府换届之年，预计 2012 年固定资产投资增速将进一步下滑。在明年经济增速低于 8% 已是大概率事件的背景下，避免经济硬着陆应成为明年政策的重心。总结 98 和 09 年两次保增长的经验教训，预计明年稳增长的方式仍是通过财政增发国债和银行扩大信贷，确保一个不低于 20% 的投资增速，投资项目包括城市轨道交通、增扩城市附近高速公路等基建项目以及部分“十二五”规划的项目。

房地产方面，由于政府对房地产实行了有史以来最严格的调控手段，今年下半年开始，房地产固定资产投资增速以及房地产新开工数以及销售面积均有明显下降。房地产投资增速大幅下降是 11 月固定资产投资增速显著回落的主要原因，11 月房地产开发投资额累计增长 29.9%，今年以来首次低于 30%。我们预计明年尤其是上半年，房地产行业依然会面临较大的政策压力，由此带来新开工面积和销售面积增速放缓也已成为预期之中。我们预计 2012 年保障性住房固定资产投资共 7000 亿元，在考虑保障房的因素的口径下，房地产固定资产投资增速将在 15% 左右。

从机械、汽车行业看，在国民收入逐步提高的背景下，10% 的增长是比较保守的估计。考虑到高端装备制造业在中国经济的转型过程中具有突出作用，“十二五”规划明确将其列为七大战略性新兴产业之首，机械行业对于钢材尤其是特钢产品需求增长应该在 15% 以上。

通过统计回归以往的固定资产投资增速的数据，我们预计明年的粗钢产量增速在固定资产投资增速放缓的情况下将达到 5.3% 左右。

外需方面：虽然今年粗钢净出口有所增加，但是贸易壁垒的提高也导致了出口的难度加大。此外，较低的国际粗钢产能利用率也侧面验证了国际钢铁需求的低迷：根据 wind 的数据显示，全球粗钢产能利用率今年下半年缓慢下降，已从 6 月份的 82.8% 下降到 10 月份的 76.5%。明年全球经济仍处于恢复期的大预期背景下，我们估计 2012 年钢铁出口较今年略有增长，粗钢净出口约 4000 万吨。总体我们预计明年直接和间接出口整体微幅改善，但对行业需求影响不大。

**表 1：固定资产投资增速预计将有所减缓**

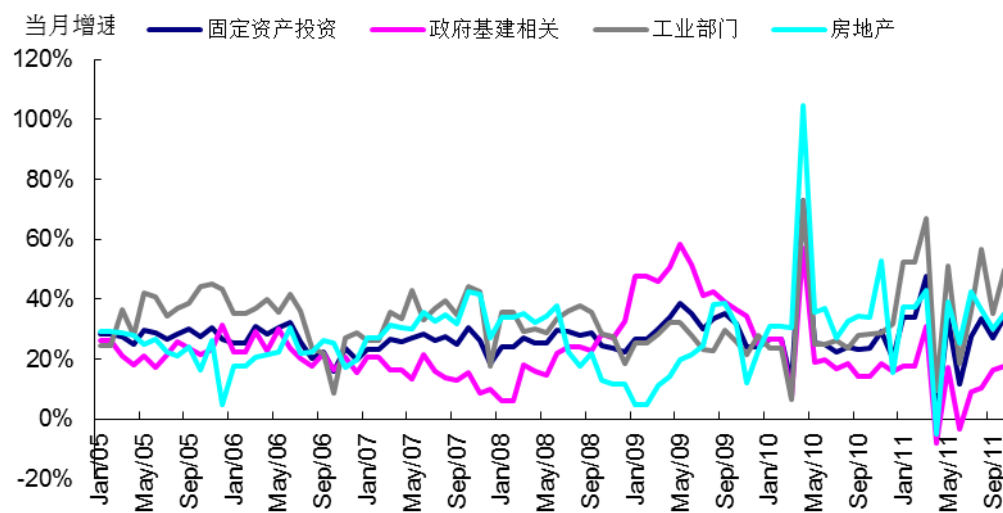
	制造业	房地产	基建投资	其他	粗钢产量增速
2007	34.7%	32.6%	16.4%	24.6%	8.91%
2008	30.7%	25.5%	23.0%	40.7%	2.25%
2009	26.6%	20.1%	42.6%	45.9%	13.60%
2010	26.9%	33.6%	18.8%	25.5%	10.39%
2011M10	31.6%	32.3%	9.0%	20.9%	10.67%
2012E	27.0%	15.0%	14.0%	22.0%	5.31%

资料来源：东方证券研究所

**表 2：固定资产投资增速分解**

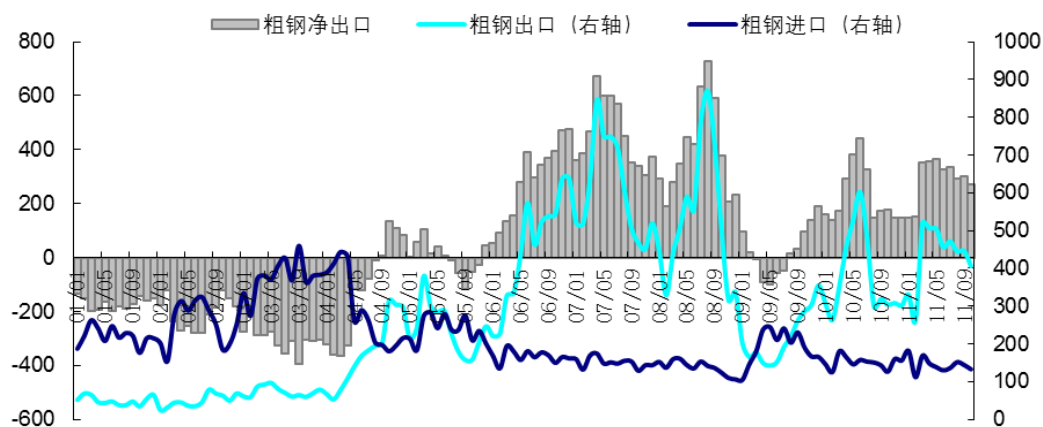
		11 占	11/10 增	10 年占比	10/09 增
	2011 年 1-10 月固定资产投资金额(亿元)	比 %	长%	%	长%
全国总计	241365.1	100.00	28.69%	100	24.8%
1.制造业	82768.9	34.29	41.43%	31.3	24.9%
其中：消费品制造（食品饮料、医药、纺织、家具等）	18390.6	7.62	48.15%	6.6	22.7%
工业原材料制造（化工、金属等）	33407.0	13.84	34.04%	13.5	20.9%
设备制造	30971.3	12.83	46.17%	11.2	31.5%
2.房地产业	61376.3	25.43	34.53%	24.1	34.8%
3.交通运输、仓储和邮政业	21018.8	8.71	1.53%	11.0	22.8%
4.水利、环境和公共设施管理业	19685.8	8.16	15.66%	9.2	26.9%
5.电力、燃气及水的生产和供应也	11332.9	4.70	2.25%	5.9	10.5%
6.教育、卫生、文化、公共管理	11916.0	4.94	16.52%	5.5	14.5%
7.商业、住宿、餐饮、服务	12853.6	5.33	39.78%	4.9	25.4%
8.采矿业	8767.1	3.63	22.83%	3.8	20.3%
9.其他	11645.7	4.82	44.77%	4.3	13.7%
基建相关	75599.3	31.32	12.71%	35.8	19.1%

资料来源：东方证券研究所

**图 1：固定资产投资增速预计减少**


资料来源：东方证券研究所

**图 2：中国钢铁出口小幅改善但预计明年仍不乐观**



资料来源：东方证券研究所

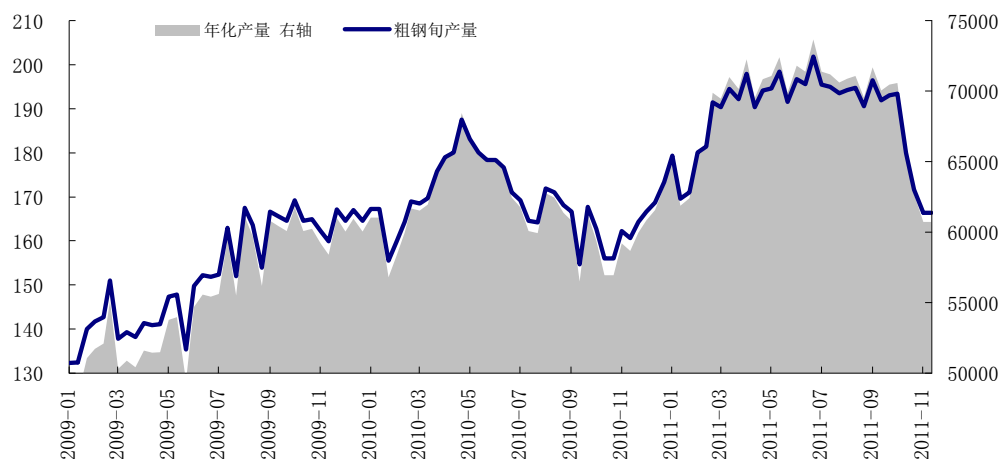
## 供给：脚步明显放缓的“十二五”

受到下游需求减弱的影响，国内粗钢日产量随着行业盈利从 9 月的高点一直下滑，特别是 10、11 月份下滑速度明显，11 月日均粗钢产量下降到全年最低 166.3 万吨。按照钢协统计的数据来看，粗钢产量下降主要原因在于今年 9 月中以来钢材价格下跌而导致的钢厂停工检修，随着钢厂逐步复产，目前的钢铁市场供给需求的弱平衡很可能会被打破。我们预计目前钢铁行业不景气的态势将至少持续到明年春节。明年上半年粗钢产量将维持在低位，下半年将有所恢复。

2012 年钢铁行业落后产能将进入实质性减少供给阶段。工信部原材料工业司新近发布《<钢铁工业“十二五”发展规划>解读》明确表示，未来钢铁行业淘汰落后产能，维持原先淘汰 400 立方米及以下炼铁高炉，淘汰 30 吨及以下炼钢转炉、电炉的标准，将不再提高装备标准。目前全国范围尚有 7500 万吨落后炼铁产能、4000 万吨落后炼钢产能等待淘汰。我们预计 2012 年淘汰落后产能目标约 3000 万吨产能，相当于当前产能约不到 4%。

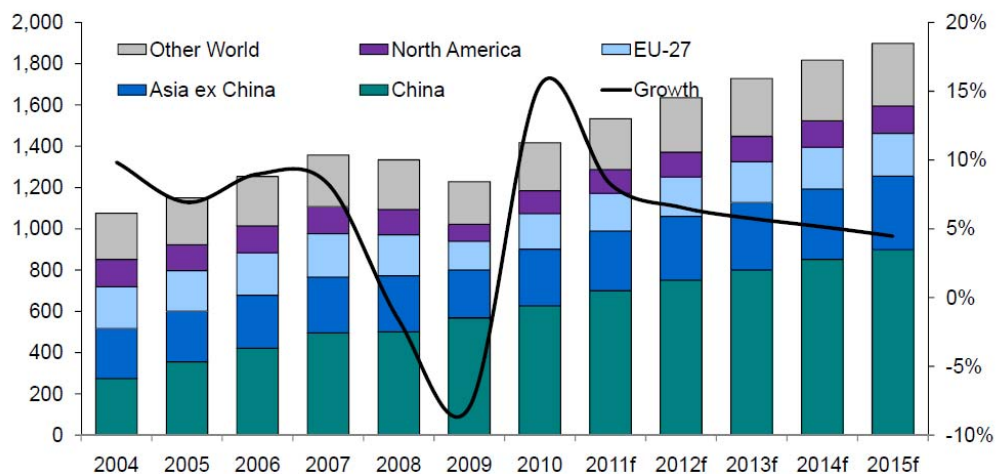
我们预计未来五年我国钢铁行业将进入低速增长的时代，粗钢产量增速将放缓，降至逐步大约 5% 左右的水平。从全球来看，未来五年全球粗钢产量也将保持较稳定的增长，增速大约也在 5% 左右。从国内与世界对比的角度而言，我国粗钢产量增速将保持与全球相似的步伐，钢铁行业彻底告别高速增长黄金年代。

**图 3：粗钢日均产量三季度后下降明显**



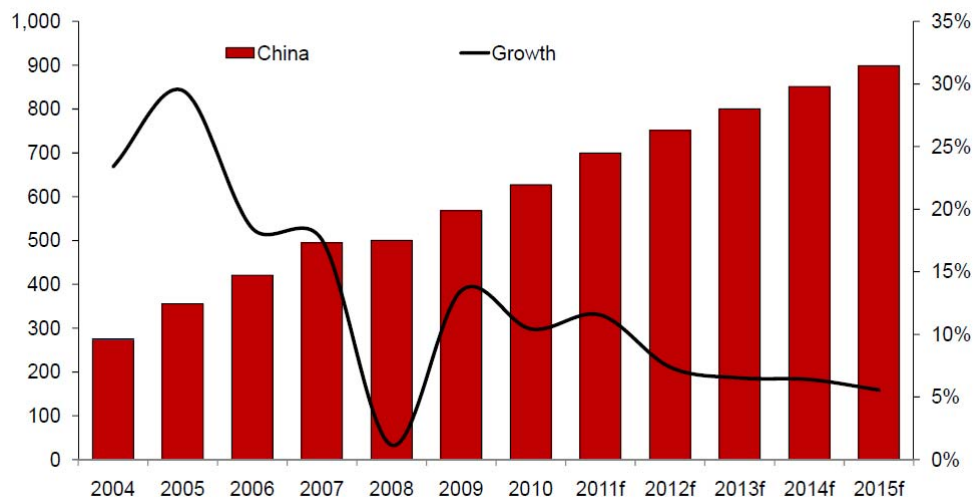
资料来源：东方证券研究所

**图 4：预示未来 5 年全球粗钢的年均增长将在 5%左右**



资料来源：CRU, World Steel Association, 东方证券研究所

**图 5：中国粗钢产量将在未来 5 年持续增长，但增速放缓**



资料来源：CRU，World Steel Association，东方证券研究所

**图 6：粗钢和分产品利用率下半年下降明显**



资料来源：东方证券研究所

## 供需分析：消化过剩产能之年

综合上述供需分析，虽然内需增速回落，外需也暂时难有起色，产能过剩压力仍需要时间缓解，我们按照 2012 年固定资产投资增长 20%，粗钢产量增长 5.3%，粗钢净出口 4000 万吨（详见下表），参考目前唐山地区新上高炉项目多有推迟，我们预计 2012 年粗钢利用率将比 2011 年略有增长，达到 82%，过剩的钢铁产能仍然需要较长时间消化。

从历史来看，钢铁行业过去十年曾经经历四个主要增长时期，分别是 2002-2005 年初需求推动钢价上涨，2006-2007 上半年出口驱动，2007 三季度-2008 上半年矿石成本推动和 2009-2010 四万亿固定资产投资拉动。十年一个大周期后，我们很难从历史的研究中发现明年有较大的推动行业整体盈利改善的驱动因素，我们预计明年行业难有行业性的明显改善趋势。

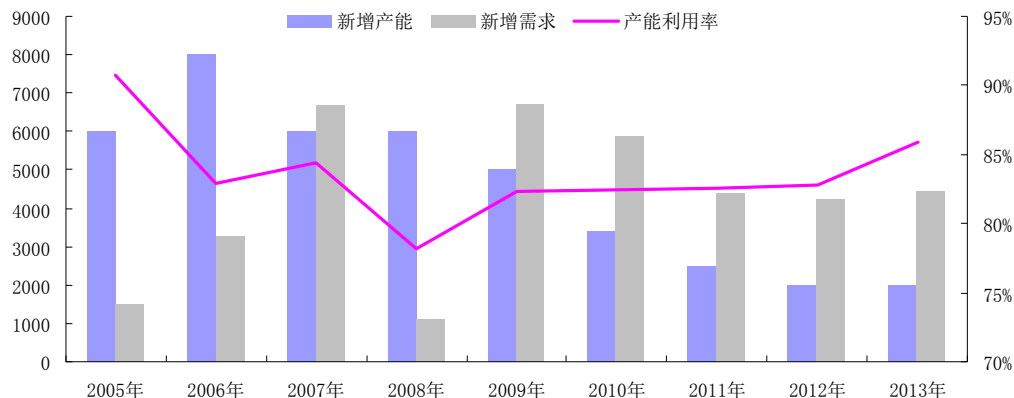
分品种来看，预计明年板材相对于线材较为乐观。房地产固定资产投资下降将直接影响线材特别是螺纹钢的需求以及价格，加上今年上半年螺纹钢的无限风光导致螺纹钢产能有所扩张带来的基数扩大也需要在明年消化。我们估计明年冷轧板应该是碳钢中盈利相对较好的品种。另外，受益于“十二五”规划对高性能钢铁的定位，我们预计特钢将相对好于普钢。

**表 3：国内主钢铁行业供给需求预测**

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
实际固定资产投资	(亿元)	113055	148167	194139	241415	310701	372841
固投增速	(%)	22.90%	31.06%	31.03%	24.35%	28.70%	20.00%
粗钢产量	(万吨)	48924	50048	56784	62665	68305	71925
产量增速	(%)	15.80%	2.30%	13.46%	10.36%	9.00%	5.30%
粗钢表观消费量	(万吨)	43721	45563	56498	59854	65022	67925
表观需求增速	(%)	12.24%	4.21%	24.00%	5.94%	8.63%	4.47%
库存调整	(万吨)	-500	-1500	1500	-300	-300	-299
实际消费	(万吨)	44221	47063	54998	60154	65322	68224
消费增速	(%)	12.65%	6.43%	16.86%	9.37%	8.59%	4.44%
粗钢净出口	(万吨)	5203	4485	286	2811	3283	4000
投资消费强度	(吨/亿元)	3911	3176	2833	2492	2102	1830
有效产能	(万吨)	58000	64000	69000	76000	84000	88000
产能利用率	(%)	84%	78%	83%	82%	81%	82%

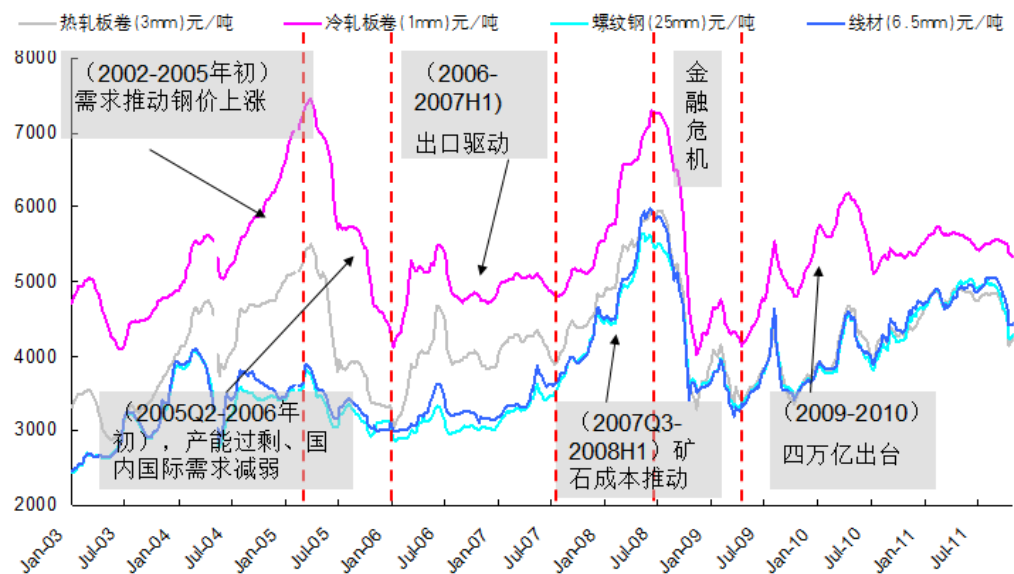
资料来源：东方证券研究所

**图 7： 2012 年行业产能利用率预计将难以有明显改善**



资料来源：东方证券研究所

**图 8： 从历史的角度来看，预计明年行业难有明显改善趋势**



资料来源：东方证券研究所

## 铁矿石供求关系暂未逆转

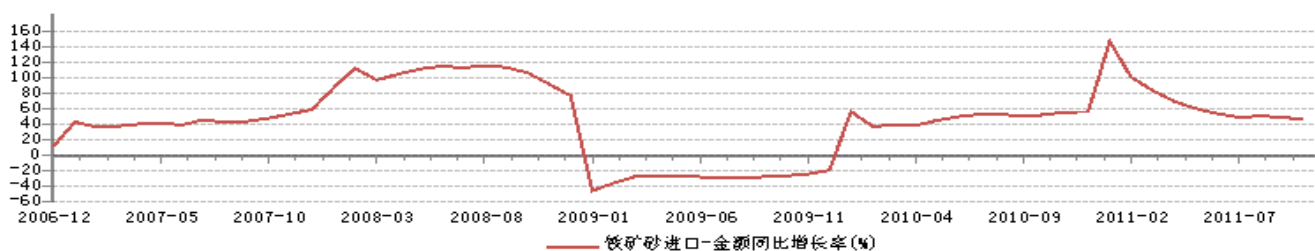
以 63 品位 CIF 价格为参考,我们预计 2012 年铁矿石价主要运行区间将在 140~160 美元之间,120 美元具有成本支撑空间, 12 年平均价格 150 美金, 整体较今年下跌 14%左右。但是, 这并不意味着铁矿石的价格波动会有所减小, 相反, 由于钢厂钢材部分利润逐渐下降, 越来越多钢厂参与到铁矿石市场中, 在高港口库存钢厂低利润的压力下铁矿石需求集中收缩/释放将会使铁矿石依然保持高弹性和较大不确定性。

今年9月份以来，铁矿石价格下跌明显。但是，本轮铁矿石下跌除了国内钢铁下游需求低迷以外，根据我们的草根调研发现一大主要诱因是在于9月中之后，一些钢材贸易商因为贷款还款压力在钢材市场上大量出货，导致市场在短时间内崩盘急剧下跌，大小钢厂纷纷停工检修规避下跌风险。截止到11月底，根据我们的草根数据，唐山地区的高炉开工率达到95.5%，随着大中型钢铁企业高炉停工检修后逐渐复工，预计春节前钢铁供给增加将打破目前的钢材供给需求的弱平衡，钢材价格进一步下跌将导致新一轮的钢厂停工检修并带动铁矿石价格下跌。

铁矿石格局方面，印度矿进口比例将下降，但三大矿依然强势控制市场。从今年的进口矿来分析，今年一个明显的改变是印度矿占进口比例以及绝对数量双双下降。由于印度提高了铁矿石出口关税，同时印度的钢铁战略已经由铁矿石出口为主转变为发展国内钢铁工业。印度减少铁矿石的供应量对于三大矿山无疑是增加市场控制力的重大利好，但另一方面，虽然西非新开矿将在一定程度上替代印度在全球市场上减少的铁矿石供给量，但是毕竟此增不及彼减，对市场影响短时间内有限。对于我国而言，印度进口减少的部分将由其他的国家替代。放眼巴西和澳大利亚，巴西新近将铁矿石出口关税从2%提高至4%，澳大利亚的矿产资源税 (Mineral Resources Rent Tax, MRRT) 明年7月1日生效，铁矿石成本提高，对成本相对较高、原矿品位相对较低的中小型铁矿石生产厂商而言，经营影响远大于主流矿产山特别是三大矿。我们认为，明年的铁矿石市场上，三大矿仍将是市场供应主导，并占据市场的绝对话语权。需要补充的一点是，虽然2012年澳大利亚和巴西都将出现大量的新增项目，但是新增的铁矿石供给量大多来自三大矿。

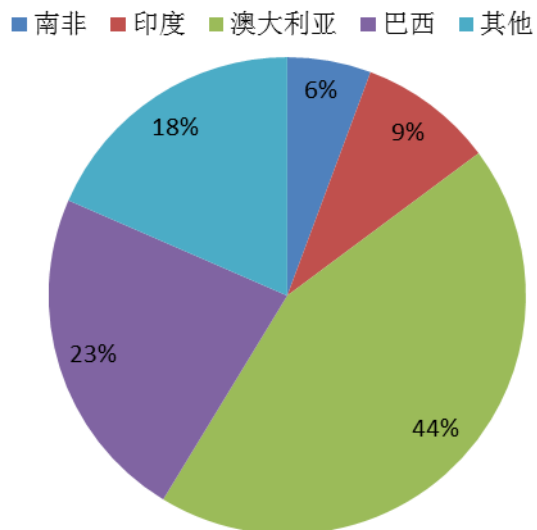
较高的铁矿石对外依存度较难改变。预计我国铁矿石原矿产量12.5亿吨。假设平均25%的品位计算，目前国内铁矿石的供应的铁金属量3.1亿吨左右，按照今年6.8亿吨的粗钢产量，不考虑库存，我国铁矿石依然具有较高的依存度较高，约占55%。由于我国铁矿石多为贫矿，品位较低，预计未来几年铁矿石原矿总产量虽然可以继续增长，但是铁矿石平均品位将继续下降，这也意味着国内铁矿石对国内铁金属供应量增长空间有限，特别是铁矿石价格下跌将会使低品位的铁矿因成本较高而淡出供给需求关系，减少铁矿石供给。我国仍然难以摆脱铁矿石对外依存的局面。

**图9：铁矿石进口增长速度**



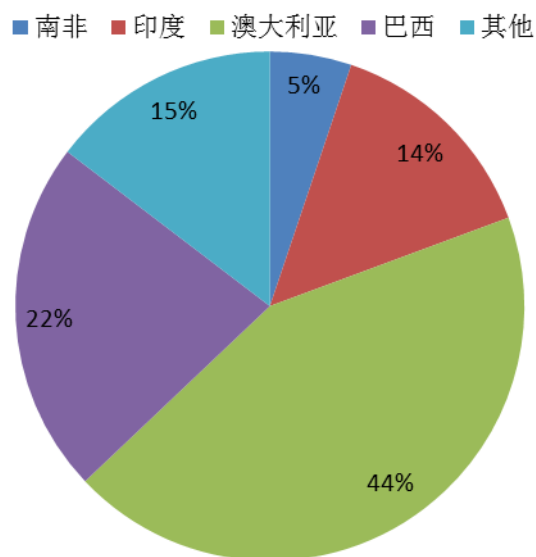
资料来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

图 10：2011 年 1-10 月印度矿口比例明显降低



资料来源：mysteel，东方证券研究所

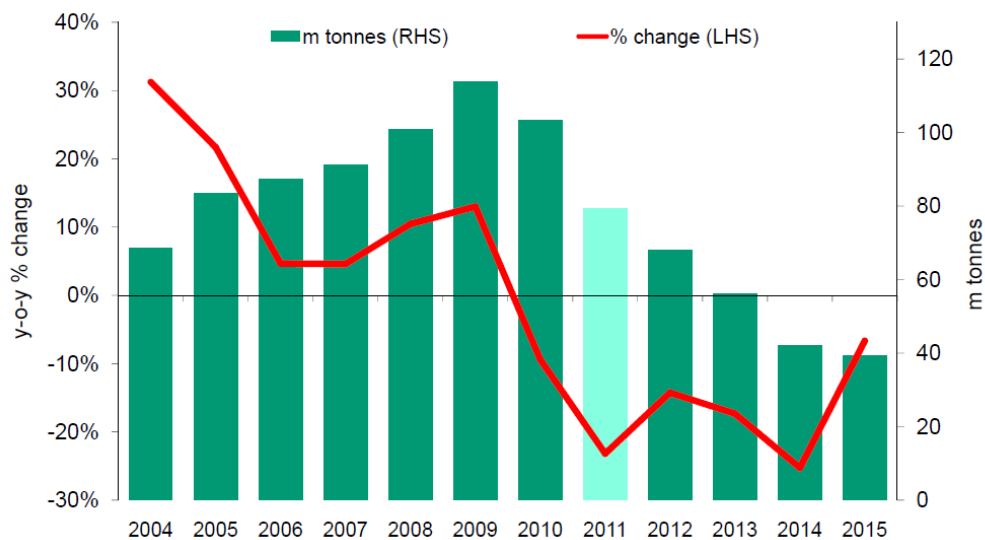
图 11：2010 年进口矿口仍以印澳巴为主



资料来源：mysteel，东方证券研究所

图 12：印度铁矿出口量在未来 5 年会进一步下滑

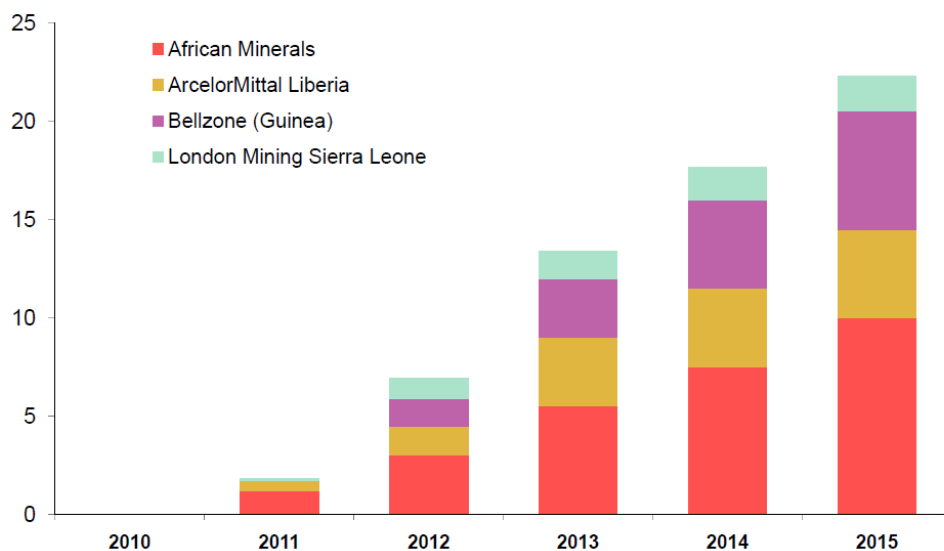
India, iron ore exports



资料来源：GTIS，CRU，东方证券研究所

图 13：印度的空缺将西非的新增供应填补

Exports of iron ore, selected companies, m tonnes



资料来源：GTIS, CRU, 东方证券研究所

表 4：国外重点矿山产量统计

国外重点矿山的产量统计（单位：万吨）							
矿山名称	2008	2009	2010	2010-2009	增幅	2011E	较去年增长
力拓	15339	17154	18462	1308	7.6%	19500	1000
淡水河谷	30170	23800	30780	6980	29.3%	32000	1000
必和必拓	11226	11441	12496	1055	9.2%	14000	1500
FMG	-	2784	4099	1315	47.2%	5500	1500
MMX	-	513	767	249	48.1%	1000	300
合计		55697	66604	10907	19.6%	72000	5800

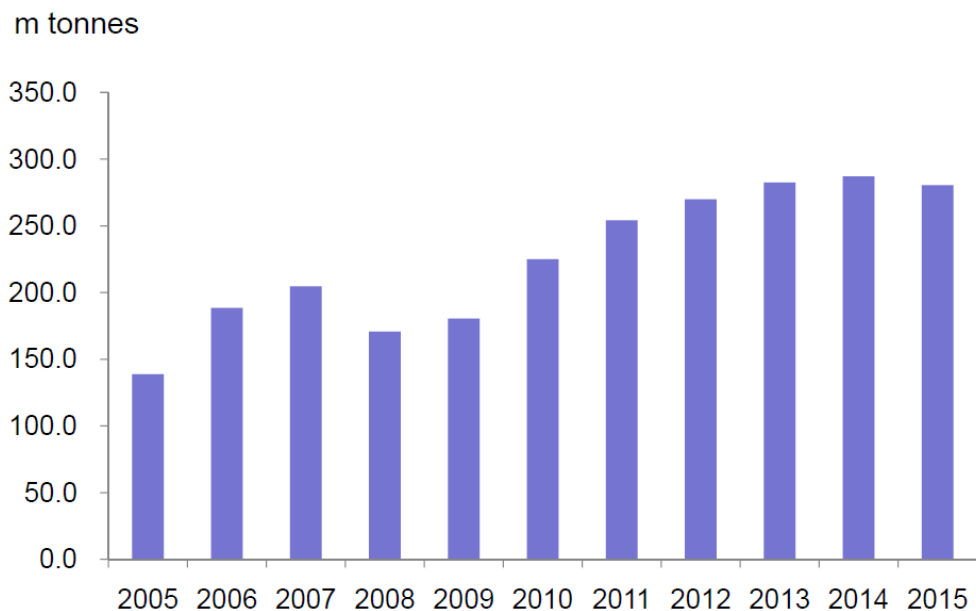
注：所有产量数据均来自矿山年报

资料来源：custeel, 东方证券研究所

**表 5：国外重点矿山扩产计划**

公司	国家	项目	产能/万吨	预计投产时间
Vale	巴西	Carajas+10M	1000	2011
		Carajas+30M	3000	2012
		Carajas+Serra Sul	9000	2013
		Concalcao Itabirito	1200	2012
		Vargem Grande Itabirito	1000	2012
		Blh Tubareo Pellet	750	2011
		Corumba to 12.8mtpy	1080	2012
		Corumba to 23.2mtpy	1040	2013
	马来西亚	Conceptual Project	700	2013
Rio	澳大利亚	Brockman stg2	4000	2013
		Western Tupper Synclina	1500	2013
		Hope downs 4	16500	2013
	几内亚	Simandou	7000	2013
	加拿大	IOC Concentrate St-g1	500	2011
		Funnor Concentrate Stg2	300	2011
	印度	Orissa	500	2013
BHP	澳大利亚	RPG-4	2800	2011
		RPG-5	5000	2011
		RPG-5 and Quantum	3600	2012

资料来源：custeel，东方证券研究所

**图 14：国内铁矿石的供应的铁金属量增长空间有限**


资料来源：CRU，东方证券研究所

## 盈利分析：全年平均维持微利水平

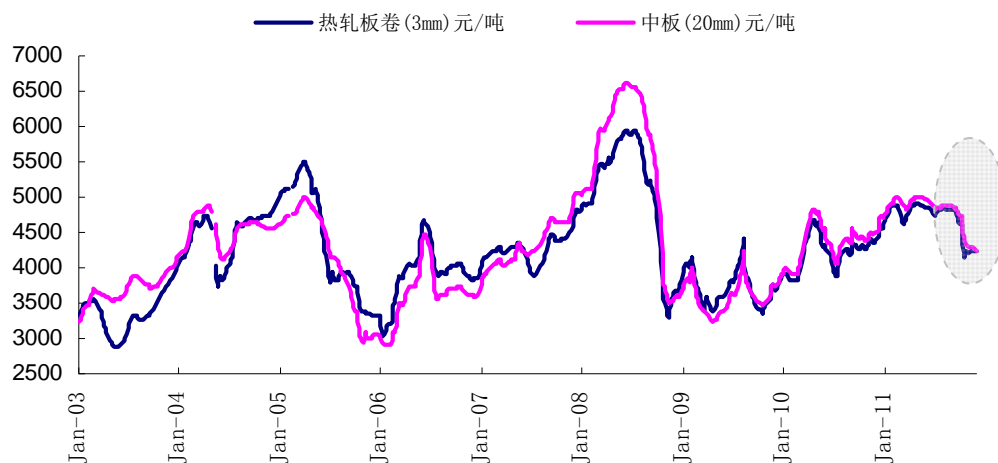
### 2012 盈利仍将维持在低位水平

我们预计 2012 年由于钢铁行业整体产能过剩的弱平衡，行业盈利水平将在低位徘徊。分产品看，特钢盈利最好，长材因为房地产投资增速放缓盈利将逊于板材，长期来看，板材受益于经济转型长期盈利改善趋势也会好于长材；分公司看，良好的费用控制是决定盈利重要因素，产业链整合者更能有效的抵消原材料成本上升和价格下降，而矿石资源类公司明年受到铁矿石价格波动幅度较大的影响很可能体现出较高的弹性。

根据我们的测算(见下表)：四季度铁矿石出现了长协和现货价格倒挂的情况，目前国内钢厂暂未与三大矿修改四季度长协价格，四季度长协钢厂盈利形势不容乐观。我们预计明年全年铁矿石现货价格较 2011 年价格下跌 14%至 150 美元，各钢材品种价格较今年价格下跌 5~10%，则长协钢厂吨成本较 11 年 3 季度下降 342 元，现货钢厂成本下降 248 元。盈利方面：长协钢厂吨钢利润平均较 11 年三季度提高 225 元，现货钢厂吨钢利润平均提高 104 元。

行业盈利改善仍是行业景气底部合理恢复和部分品种结构性复苏的反映，特别是铁矿石公司有可能受到铁矿石超跌反弹的影响体现出较好的弹性。整体而言，因为产能过剩，盈利仍处于低位水平，不稳定性和不确定性较大，行业景气全面复苏仍未到来。

**图 15：国内主要钢铁价格趋势**



资料来源：mysteel, 东方证券研究所

**表 6：主要产品价格假设**

	热轧板卷	冷轧板卷	螺纹钢	铁矿石，唐山，66%	焦炭	合约焦煤
2010 年	4252	5591	4182	1178	1933	1355
2011 年	4716	5547	4782	1365	2042	1459
2012 年 E	4480	5270	4304	1170	1879	1342
2011/2010	10.92%	-0.78%	14.36%	15.87%	5.64%	7.64%

资料来源：东方证券研究所

**图 16：月度行业利润趋势**


资料来源：东方证券研究所

注：以下的钢企盈利变动分析基于下述假设条件：1) 假定合约矿石价格和海运费滞后2个月，合约焦煤价格滞后一个月，其他变量采用即期价格水平；2) 假设所有的钢企都依据现货价格销售产品；3) 钢企-长协：100%协议矿，70%COA 协议，100%合约焦煤；4) 钢企-中间：50%进口协议矿，50%现货采购，海运费全部现货，合约焦煤70%，其他为现货焦炭；5) 钢企-现货：原材料全部采购于现货市场。

**表 7：不同成本钢企盈利变动测算**

	单位	11Q3	11Q4	2011E	Q4-Q3	2011-Q4
国内矿石现货	元/吨	1424	1233	1250	-191	17
印度现货矿价	美元/吨	184.1	148.0	150	-36	2
合约铁矿石	美元/吨	177	175	150	-2	-25
巴西-中国	美元/吨	22.9	21.3	19.2	-1.6	-2.1
西澳-中国	美元/吨	9.3	11.3	8.8	2.0	-2.5
废钢	元/吨	3785	3624	3262	-161	-362
焦炭	元/吨	2031	2033	1879	2	-154
合约焦煤	元/吨	1451	1452	1342	1	-110
汇率		6.41	6.34	6.3	-0.07	-0.04
成本变动测算	铁矿石	海运费	废钢	煤炭	其他	合计
钢企-长协 (Q4-Q3)	-33	1	-11	1	-4	-46
钢企-现货 (Q4-Q3)	-261		-11	1	-27	-298
钢企-长协 (2012-Q4)	-309	-7	-25	-66	-41	-448
钢企-现货 (2012-Q4)	23		-25	-66	-7	-75

资料来源：东方证券研究所

表 8：不同成本钢企盈利变动测算

现货均价变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
11Q3	元/吨	4795	5510	4852	4919	4978
11Q4	元/吨	4281	5357	4357	4353	4502
2012E	元/吨	4356	5433	4374	4497	4550
Q4-Q3 (不含税)	元/吨	-439	-131	-423	-484	-406
2012-Q4 (不含税)	元/吨	65	66	15	123	41
吨钢利润变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
钢企-长协 (Q4-Q3)	元/吨	-393	-85	-376	-437	-360
钢企-现货 (Q4-Q3)	元/吨	-141	167	-124	-185	-108
钢企-长协 (2012-Q4)	元/吨	457	458	407	515	433
钢企-现货 (2012-Q4)	元/吨	139	140	89	198	116

资料来源：东方证券研究所

表 9：国内主要钢铁价格趋势

型号 单位			2009	2010	2011			同比			环比	
					Q2	Q3	目前	11Q2	11Q3	目前/10	Q3/Q2	目前/Q3
热轧板卷	3mm	元/吨	3726	4248	4855	4792	4227	9.4%	14.4%	-0.5%	-1.3%	-11.8%
冷轧板卷	1mm	元/吨	4784	5595	5597	5509	5269	-6.2%	4.0%	-5.8%	-1.6%	-4.4%
中板	20mm	元/吨	3617	4384	4954	4850	4232	7.4%	11.8%	-3.5%	-2.1%	-12.7%
螺纹钢	25mm	元/吨	3675	4174	4937	4914	4295	15.3%	20.2%	2.9%	-0.5%	-12.6%
线材	6.5mm	元/吨	3651	4253	4872	4972	4460	13.0%	18.5%	4.9%	2.1%	-10.3%
不锈钢冷轧	304CR	元/吨	19577	23727	24923	23864	21000	6.6%	2.9%	-11.5%	-4.2%	-12.0%
	202CR	元/吨	17125	19238	20062	19357	17800	-1.1%	4.4%	-7.5%	-3.5%	-8.0%
无取向硅钢	50WW800	元/吨	5830	7814	7200	6507	5350	-8.4%	-15.1%	-31.5%	-9.6%	-17.8%
取向硅钢	30Q130	元/吨	25236	19187	20923	18293	17600	-0.4%	-0.1%	-8.3%	-12.6%	-3.8%
钢坯	上海	元/吨	3291	3820	4412	4388	3850	11.7%	16.4%	0.8%	-0.6%	-12.3%
五氧化二钒	98%片	万元/吨	9.51	9.18	8.5	8.3	7.7	-10.0%	-3.5%	-16.1%	-2.6%	-7.5%

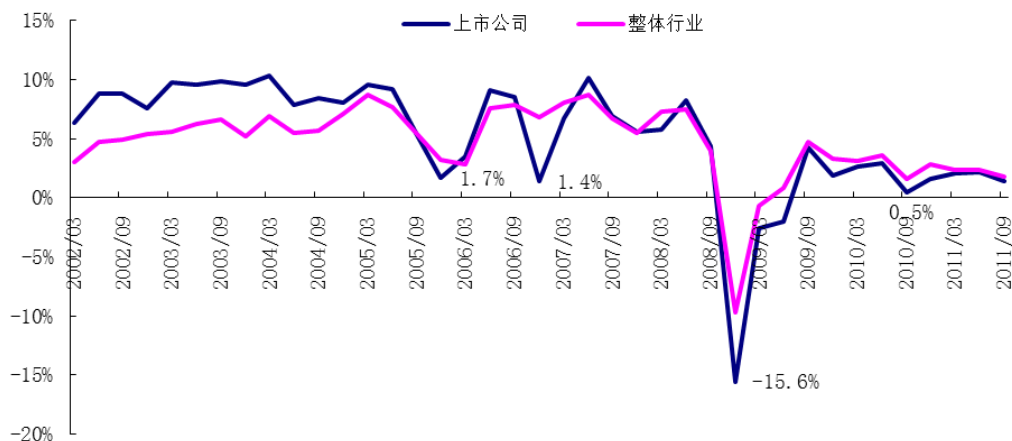
资料来源：东方证券研究所

## 竞争格局：上市公司相对竞争优势继续弱化

2010 年以前，由于上市公司多采用较高的年度长协定价方式采购铁矿石，在铁矿石价格上涨周期中，大中型钢铁公司特别是上市公司的成本优势使得此类企业的盈利水平远远高于行业整体平均水平。在 2010 年铁矿石年度长协定价崩溃后，上市公司原先的成本优势已经荡然无存，在成本同质化的基础上与非上市民营钢企处于同一竞争起跑线上。以 2010 年为例，行业实际利润 881 亿，假设年度长协定价机制没有破裂，2010 年 4 月长协价格上涨 100%并维持一年，则因为长协矿石的

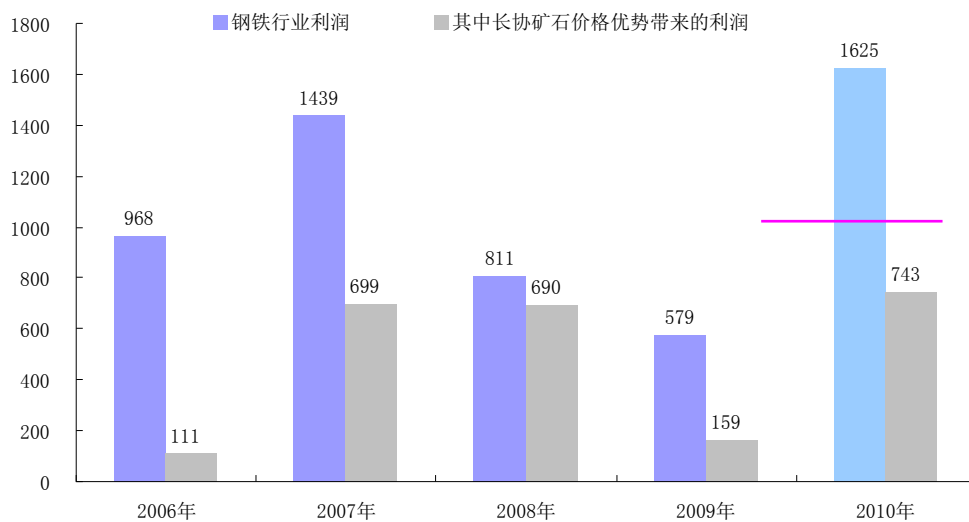
价格优势将为大型钢铁公司带来 743 亿利润，行业整体可实现利润总额 1625 亿。另一方面，上市钢铁公司受制于体量过大，在近些年钢铁市场波动加剧的市场环境中，相对非上市民营钢企管理成本高应对市场反应变化速度较慢等导致上市公司在没有长协价格的环境下整体竞争优势明显弱化。

**图 17：上市公司相对于整体行业的竞争优势由于成本同质化已不复存在**



资料来源：mysteel, 东方证券研究所

**图 18：国内主要钢铁价格趋势**



资料来源：mysteel, 东方证券研究所

## 特钢公司资源公司的盈利相对优势将延续

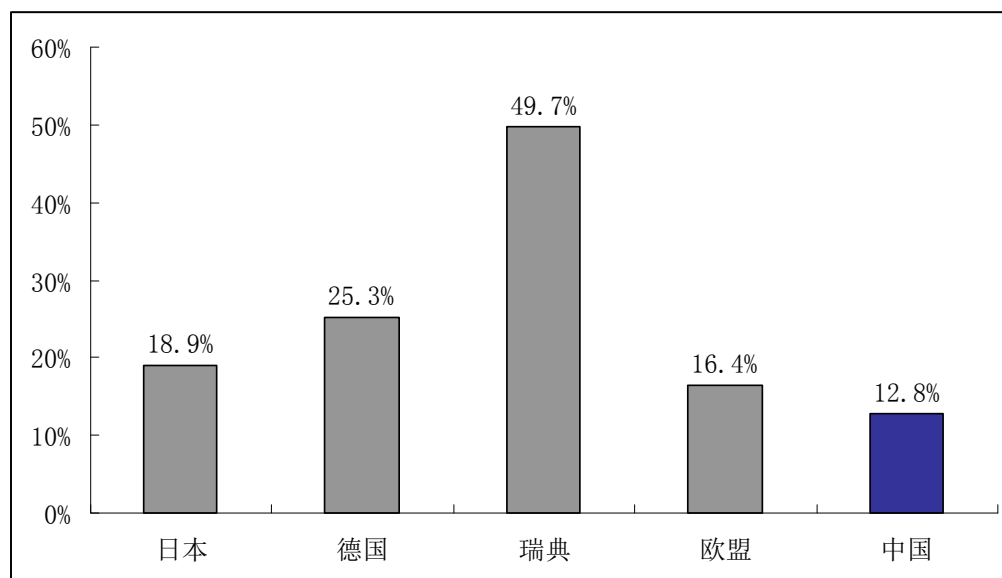
从特钢占总钢量比重来看，我国仍具有较高成长空间。根据发达国家经验，美、日等国家钢产量达到最高点后，优特钢、合金钢比重上升，钢铁产品向特、精、高的高端方向发展，通过深加工提高

产品附加值。目前，我国特钢占总钢产量比例相比发达国家依然明显偏低，从中国日益成为全球制造大国的角度分析，未来中国特钢在钢铁总量中的比例将逐步提升，特钢的成长性将好于钢铁的平均增长。

从盈利角度来分析，在金融危机之后，特钢的盈利水平相对优于普钢。在2010年之后，特钢的盈利水平呈上升之势，相对应的普钢的盈利水平却仍在下滑。随着特钢产品结构升级的不断深入，特钢相对于普钢的盈利水平优势将更加明显。

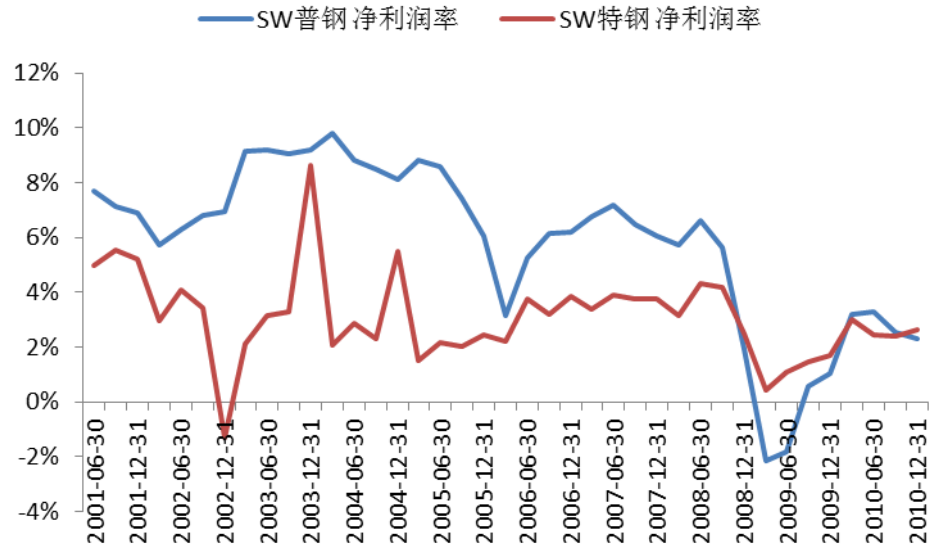
“十二五”规划中提出：“促进特钢品质全面升级。支持特钢企业兼并重组，增强太钢、中信泰富、东北特钢、宝钢特钢等特钢龙头企业的引领作用，鼓励特钢企业走“专、精、特、新”的发展道路，大力推进特钢企业技术进步和产品升级换代”，“十二五”规划中明确了特钢的发展方向，在国家发展战略性新兴产业的基础上，核电、军工、高铁等领域还依赖进口的特钢将成为未来突破口。合金钢、模具钢、油井管等产品都将成为未来几年特钢领域中发展空间较大的产品。

**图 19：中国与工业化国家特钢在总钢量中的比例**



资料来源：东方证券研究所

**图 20：上市公司净利率对比：特钢在近三年的时间内相对普钢表现突出**



资料来源：wind，东方证券研究所

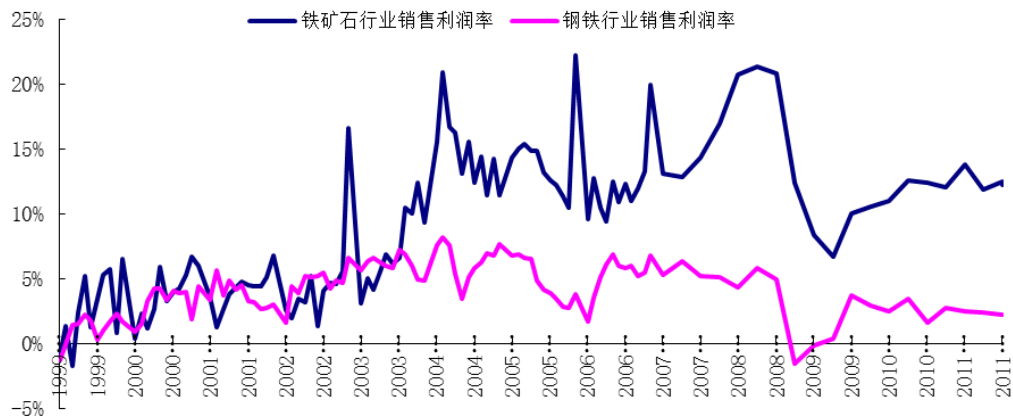
**表 10：2015 年关键钢材品种消费预测**

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

资料来源：工信部钢铁行业“十二五”规划，东方证券研究所

对于资源优势的公司，钢铁行业 and 上游铁矿石行业的利润分配在金融危机之后依然处于不平衡的状态，而且在 2010 年之后钢铁行业利润越发微薄，铁矿石盈利依然在高位运行。按照我们铁矿石短期供给关系不会发生逆转的逻辑，铁矿石资源公司的盈利相对优势依然会延续。

**图 21：铁矿石行业盈利相对优势将延续**



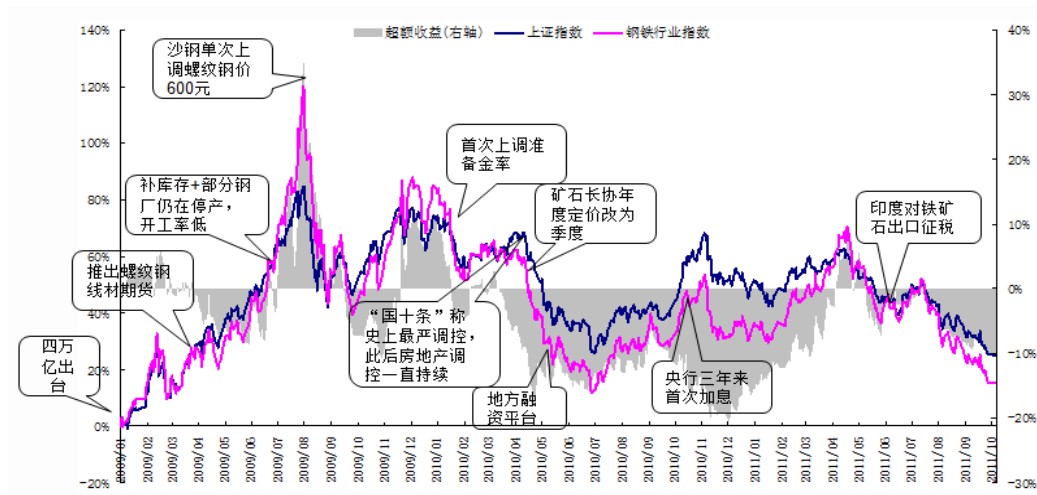
资料来源：工信部钢铁行业“十二五”规划，东方证券研究所

## 估值分析：行业处于历史低位 特钢和资源公司较安全

### 行业估值水平处于历史低位

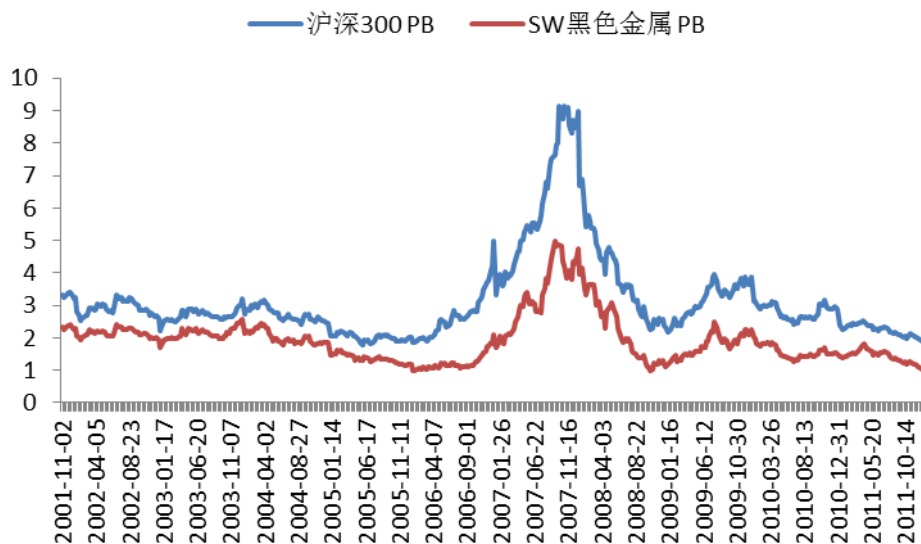
目前行业的估值水平已经反映了悲观预期，行业的 PE、PB 和行业指数均处于历史底部，钢铁行业的相对 PB 也已接近 08 年和 05 年底最低水平。

**图 22：钢铁指数处于历史底部**



资料来源：wind，东方证券研究所

图 23：钢铁行业 PB 对比沪深 300PB



资料来源：wind，东方证券研究所

图 24：钢铁行业相对 PB 接近历史底部



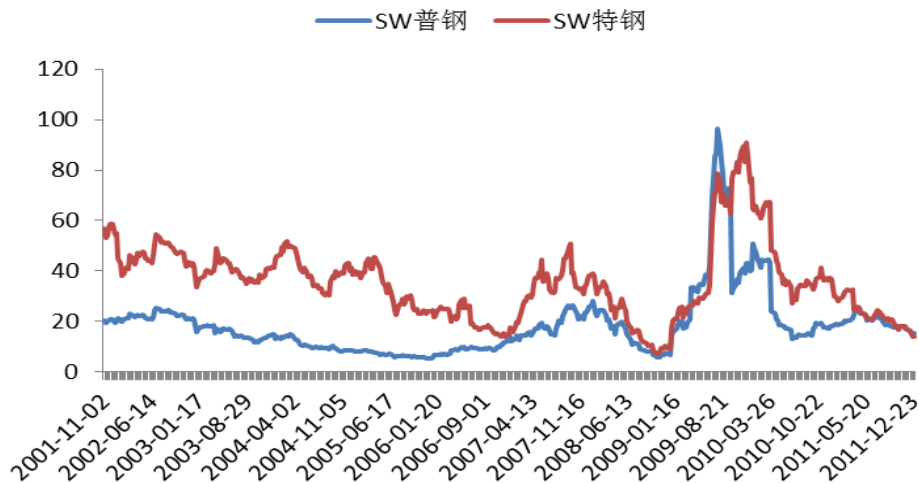
资料来源：wind，东方证券研究所

## 特钢类公司的估值水平相对普钢具有安全边际

历史数据显示，特钢的估值水平一般要高于普钢。目前特钢公司的估值已经接近历史底部，同时与普钢的估值水平相当，但如我们之前的分析，特钢公司的相对盈利优势将延续，未来特钢公司的估

值水平也将相对于普钢享有一定的溢价，特钢公司目前的估值水平已具有明显的安全边际。在行业需求转暖，盈利走出底部后特钢公司将具有相对普钢更好的弹性空间。

**图 25：市盈率(TTM,整体法)对比，特钢接近历史底部并比普钢已具有比较优势**

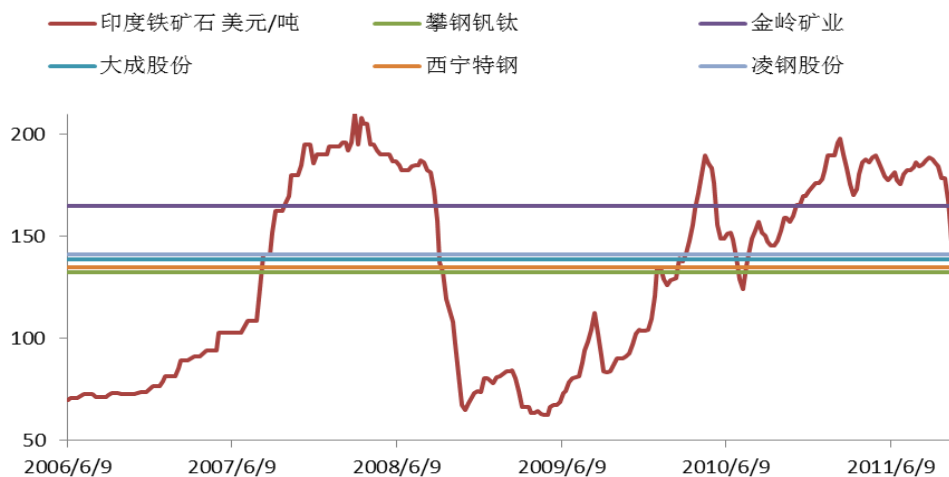


资料来源：wind，东方证券研究所

## 资源优势公司的股价已反映一定程度的悲观预期

通过利用股价倒推出目前股价隐含的长期矿价的方法，我们可以比较资源类公司的股价水平。具体方法是，假设未来长期矿价不变，并且假设固定资产投资平均分摊到每年，求解使得“NPV(EPS)=股价”的长期矿价。求解结果是攀钢钒钛、西宁特钢、大成股份、凌钢股份的股价对应长期矿价在 135-140 美元左右，金岭矿业稍高，约为 165 美元。在目前矿价维持在 140 美元的市场环境下，资源公司具有一定的基本面支撑和安全边际。

图 26：月度行业利润趋势



资料来源：东方证券研究所

## 投资策略：防选产品优势公司 期待资源公司结构反弹

2011 年钢铁行业指数下跌 26%，跑输大盘 6%，其中金洲管道、酒钢宏兴跌幅最大为 59%、57%；包钢股份涨幅 14%居第一位。

我们预计 2012 年钢铁行业盈利仍将维持在低位，同时，我们小幅下调重点覆盖公司 2012 年的盈利预测。分公司看，对于钢铁公司，产品结构和成本优势是决定盈利水平差异的关键，对于没有产品优势、区域优势和成本优势公司而言，预计盈利仍维持在低位。另一方面，铁矿石资源类公司有望在在铁矿石价格反弹后迎来业绩明显改善。

基于上述供需基本面和盈利趋势分析，我们维持行业阶段性和结构性投资策略观点。建议防守选择产品优势公司，在我们的短期内铁矿石供给需求关系不会发生逆转的逻辑基础上，铁矿石超跌反弹带来的铁矿石资源类公司阶段性补涨和供求关系逆转预期的推后带来的估值修复行情，但钢铁行业整体的持续乐观表现仍需等待趋势向上的驱动因素。建议关注：新兴铸管、八一钢铁、宝钢股份、大冶特钢、西宁特钢（未评级）、攀钢钒钛（未评级）。

中长期看，随着铁矿石供需形势的改善和行业兼并重组后集中度的提高，行业利润率有望恢复至历史平均水平。

**表 11：钢铁公司 2011 年重要指标排序**

2011 年度跌幅前十		2011 年度涨幅前十		P/B 排序		P/E 排序		吨钢市值	元/吨
金洲管道	-58.5%	包钢股份	14.0%	华菱钢铁	0.6	韶钢松山	-168.4	华菱钢铁	554.3
酒钢宏兴	-57.1%	济南钢铁	-2.3%	安阳钢铁	0.6	华菱钢铁	-5.3	新钢股份	773.5
攀钢钒钛	-46.2%	莱钢股份	-6.0%	鞍钢股份	0.7	宝钢股份	6.4	莱钢股份	892.1
鞍钢股份	-38.2%	广钢股份	-8.2%	河北钢铁	0.7	鞍钢股份	7.8	柳钢股份	917.7
金岭矿业	-36.8%	西宁特钢	-11.1%	新钢股份	0.7	凌钢股份	8.2	八一钢铁	926.4
凌钢股份	-33.5%	杭钢股份	-11.3%	马钢股份	0.8	大冶特钢	9.0	安阳钢铁	928.2
首钢股份	-31.9%	久立特材	-12.7%	宝钢股份	0.8	新兴铸管	9.9	三钢闽光	929.5
方大特钢	-29.6%	河北钢铁	-13.7%	韶钢松山	0.8	八一钢铁	10.3	韶钢松山	932.4
三钢闽光	-29.0%	南钢股份	-14.0%	武钢股份	0.9	酒钢宏兴	10.7	重庆钢铁	1279.7
大冶特钢	-27.5%	安阳钢铁	-15.7%	杭钢股份	1.0	武钢股份	12.4	凌钢股份	1304.0
行业平均	-25%			1.04		18.61			2547
历史平均				1.7		22.1			3317

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 12：重点覆盖公司假设调整**

		调整前			调整后		
	吨售价	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
宝钢股份	平均销售价格	6770	6829	6916	6770	6488	6570
	平均吨钢成本	6126	6164	6104	6126	5856	5799
鞍钢股份	平均销售价格	4646	4853	5043	4646	4610	4791
	平均吨钢成本	4090	4224	4632	4090	4012	4400
武钢股份	平均销售价格	5129	5125	4993	5129	4869	4743
	平均吨钢成本	4704	4685	4526	4657	4450	4300
大冶特钢	平均销售价格	6866	7209	7570	6798	6849	7191
	平均吨钢成本	6200	6438	6722	6138	6116	6386
华菱钢铁	平均销售价格	4215	4290	3841	4173	4076	3649
	平均吨钢成本	4006	4033	3550	3966	3832	3373
新兴铸管	平均销售价格	4484	4708	4944	4484	4473	4696
	平均吨钢成本	3829	4021	4222	3829	3820	4011
八一钢铁	平均销售价格	4215	4290	3841	4215	4076	3649
	平均吨钢成本	4006	4033	3550	4006	3832	3373
凌钢股份	平均销售价格	4215	4290	3841	4215	4076	3649
	平均吨钢成本	4006	4033	3550	4006	3832	3373

资料来源：东方证券研究所

**表 12：重点覆盖公司盈利预测调整对比**

公司名称	调整前		调整后		调整幅度	
	EPS		EPS			
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
宝钢股份	0.41	0.51	0.41	0.35	0%	-31%
鞍钢股份	0.04	0.12	0.04	0.03	0%	-75%
武钢股份	0.19	0.26	0.19	0.15	0%	-42%
大冶特钢	1.35	1.60	1.18	0.98	-13%	-39%
华菱钢铁	0.03	0.32	0.03	0.02	0%	-94%
新兴铸管	0.76	1.09	0.76	0.70	0%	-36%
八一钢铁	0.96	1.26	0.96	0.88	0%	-30%
凌钢股份	0.55	0.64	0.55	0.48	0%	-25%

资料来源：东方证券研究所

**表 13：重点覆盖公司估值与评级**

公司名称	评级	股价	EPS		P/E		P/B		ROE	
			2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
		最新								
宝钢股份	买入	4.85	0.41	0.35	11.8	13.9	0.8	0.8	6.9%	7.0%
鞍钢股份	增持	4.55	0.04	0.03	113.8	151.7	0.6	0.6	0.5%	0.7%
武钢股份	增持	2.89	0.19	0.15	15.2	19.3	0.9	0.8	5.3%	5.6%
大冶特钢	买入	9.72	1.18	0.98	8.2	9.9	2.0	1.6	23.9%	14.3%
华菱钢铁	买入	2.76	0.03	0.02	92.0	138.0	0.6	0.6	0.7%	0.9%
新兴铸管	买入	6.39	0.76	0.70	8.4	9.1	1.2	1.1	13.9%	12.7%
八一钢铁	买入	7.31	0.96	0.88	7.6	8.3	1.9	1.6	21.8%	18.4%
凌钢股份	买入	5.49	0.55	0.48	10.0	11.4	1.3	1.1	11.9%	11.8%

资料来源：东方证券研究所

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)