



# 与通胀共舞，看结构调整

## 钢铁

2011 年是中国进入“十二五”规划的第一年，也是中国经济结构转型的关键一年，这一年经济将直面高通胀的压力，这一年经济增长中枢的下移几无悬念，这一年考验的不仅仅是政府驾驭经济的能力，还考验着众多中国企业能否成功实现华丽转身。“通胀”、“加息”、“紧缩”、“调整”、“转型”将成为宏观经济的关键词，中国能否顺利开始中周期繁荣、完成经济结构调整都将在 2011 年得到答案。

我们认为中周期繁荣是经济结构优化的繁荣，改变了以往依靠资本支出拉动的增长模式，消费的增长决定了未来经济结构的调整方向，这是一个从下游到上游的结构优化，钢铁行业的增长模式再也不是依靠规模扩张实现，而是转变为依靠高端产品研发、市场开发、服务升级来实现。

### 投资要点

#### 1. 产业升级：获取超额利润的途径

在中周期繁荣启动的时期，钢铁行业整体将呈现高成本、高钢价、低利润的态势，我们看好产品结构调整较早的**宝钢股份**，以及 2011 年有高端产能释放的公司，如**金洲管道**、**久立特材**。

#### 2. 上游资源：高通胀中的防守品种

2011 年铁矿石价格能够维持较高水平，预计 2011 国内现货矿均价能够在 1400 元/吨以上，我们认为有铁矿石资源或有成本优势的上市公司将极大受益，推荐**西宁特钢**、**凌钢股份**、**酒钢宏兴**、**金岭矿业**。

#### 3. 关注民生：保障性住房建设带来的机会

首推**凌钢股份**，另外关注业绩弹性较大、地域性的建筑钢生产企业，推荐**新兴铸管**，**三钢闽光**、**柳钢股份**、**八一钢铁**、**韶钢松山**。

### 主要上市公司评级

公司名称	评级	EPS (2011E)	PE (2011E)	PB
宝钢股份	增持	0.85	7.6	1.1
武钢股份	增持	0.26	17.6	1.3
鞍钢股份	增持	0.58	14.0	1.1
太钢不锈	增持	0.25	21.9	1.5
酒钢宏兴	增持	0.74	13.5	1.9
金岭矿业	增持	0.99	22.7	6.5
西宁特钢	买入	0.43	20.5	2.6
凌钢股份	买入	0.84	10.8	2.0
金洲管道	买入	1.14	20.6	2.6
久立特材	增持	0.70	33.6	3.6

维持

增持

王喆

wangzhebj@csc.com.cn

010-85130210

执业证书编号：S1440209070376

发布日期：2010 年 12 月 17 日

### 股价表现



### 相关研究报告

2010.11.19	《钢价短期仍弱势，库存接近年底新低》
2010.11.12	《需求进入季节性淡季以及流动性收紧将压制钢价》
2010.11.05	《钢价上涨趋势将延续，矿价存进一步上涨动力》
2010.10.29	《行业暂无近忧但有远虑》
2010.10.22	《钢材库存继续下降，钢价酝酿恢复性上涨》
2010.10.15	《钢材价格能否上涨关键仍是需求》
2010.10.10	《钢价调整基本结束，看好建筑钢材投资机会》
2010.09.17	《减排风暴进入博弈期，政府决心不可动摇》



## 目录

<b>结构调整与高通胀并行，促行业加速产业升级 .....</b>	<b>1</b>
经济结构战略性调整贯穿整个“十二五” .....	1
经济增长中枢下移，固定资产投资增速下降.....	1
高通胀预期强烈，钢铁行业“两高一低”运行态势明显.....	1
<b>板材：需求持续增长，关注产品结构升级 .....</b>	<b>2</b>
板材产品下游消费结构 .....	2
下游装备制造业高速增长带来板材产品旺盛需求.....	2
中厚板：产能几乎无增长，供需矛盾趋于缓解.....	4
热轧板卷：产能增长趋缓，过剩情况依然存在.....	4
冷轧涂镀：产能增长过快，关键在结构调整.....	5
<b>长材：保障房建设力度加大，提供强力支撑 .....</b>	<b>8</b>
商品房调控力度依然很强，总体投资趋势向下.....	8
关注民生，2011 年保障房建设力度加大.....	8
建筑钢需求得到保障房建设强力支撑 .....	9
关注库存变化，抓住合适的投资机会 .....	10
<b>钢材消费从依靠投资转向依靠制造业和耐用消费品拉动 .....</b>	<b>11</b>
<b>铁矿石价格仍将维持高位震荡 .....</b>	<b>12</b>
<b>2011 年行业投资策略 .....</b>	<b>13</b>
把握三条主线：产业升级、上游资源以及关注民生.....	13
维持行业“增持”评级 .....	14



## 图表目录

图 1:	中国经济增长情况.....	1
图 2:	国内固定资产投资情况.....	1
图 3:	国内 CPI 和 PPI 运行情况.....	2
图 4:	国内货币供应量情况.....	2
图 5:	我国板材产品消费结构.....	2
图 6:	国内汽车生产情况.....	3
图 7:	国内民用钢质船舶生产情况.....	3
图 8:	国内冰箱生产情况.....	3
图 9:	国内洗衣机生产情况.....	3
图 10:	国内中厚板生产情况.....	4
图 11:	国内中厚板产能利用情况.....	4
图 12:	国内热轧宽带钢生产情况.....	5
图 13:	国内热轧宽带钢产能利用情况.....	5
图 14:	我国商品房新开工面积情况.....	8
图 15:	国内螺纹钢生产情况.....	9
图 16:	国内线材生产情况.....	9
图 17:	国内螺纹钢 (HRB335 20mm) 价格走势.....	10
图 18:	国内线材 (Q235 6.5mm) 价格走势.....	10
图 19:	我国长材产品库存情况.....	10
图 20:	国内粗钢生产情况.....	11
图 21:	国内钢材生产情况.....	11
图 22:	国内铁矿石生产情况.....	13
图 23:	国内钢材生产情况.....	13
表 1:	主要机械产品产量及增速.....	3
表 2:	2010-2011 年国内新增中厚板生产线.....	4
表 3:	2010-2011 年国内新增热轧生产线.....	5
表 4:	2010-2011 年国内新增冷轧生产线.....	6
表 5:	2010-2011 年国内新增涂镀生产线.....	7
表 6:	2011 年保障建设增长对房地产建设总体的拉动作用.....	9
表 7:	2011 年国内钢铁生产及消费预测.....	12
表 8:	重点上市公司盈利预测与评级.....	14

## 结构调整与高通胀并行，促行业加速产业升级

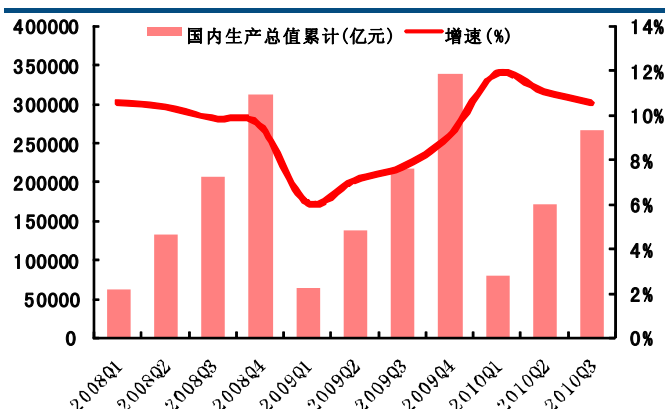
### 经济结构战略性调整贯穿整个“十二五”

我国“十二五”规划提出要“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向”，争取“经济结构战略性调整取得重大进展”，并且提出了要改造提升制造业、培育发展战略性新兴产业，包括信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等产业，制造业的升级和新兴产业的发展都离不开钢铁行业的支持，而钢铁行业也只有将新产品研发、市场开发紧贴这些行业的发展，加速产品的升级，才能摆脱目前低利润的现状，因此只有走在产业升级前列的公司才是最后的胜出者。

### 经济增长中枢下移，固定资产投资增速下降

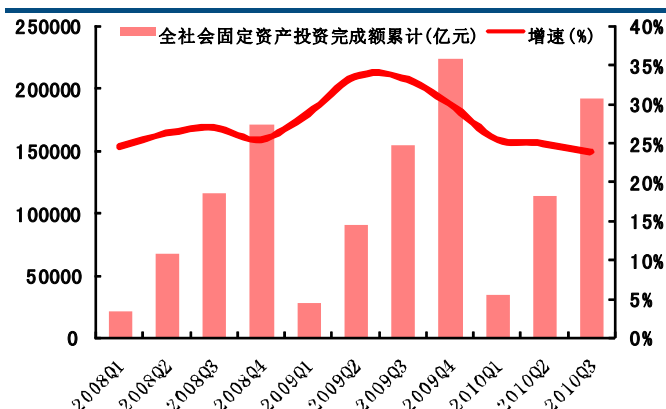
按照康德拉季耶夫周期理论，2011年下半年中国经济进入中波复苏阶段，而康波理论的中周期繁荣的表现并不是经济高速增长，更多依靠的是经济结构调整，这必然带来经济增长中枢的下移，从以往依靠投资对经济的拉动向依靠消费拉动转变，相应各行业的产业结构升级必然也是按这个发展思路进行，对于钢铁行业而言，必须转变以往满足固定资产投资增长的发展方式，未来钢材产品结构调整的思路需要契合机械、军工、海工等装备制造业和汽车、家电等耐用消费品行业的结构调整，为满足这些下游行业产业升级的需要来进行。

图1：中国经济增长情况



资料来源：国家统计局 中信建投证券公司研发部

图2：国内固定资产投资情况



资料来源：国家统计局 中信建投证券公司研发部

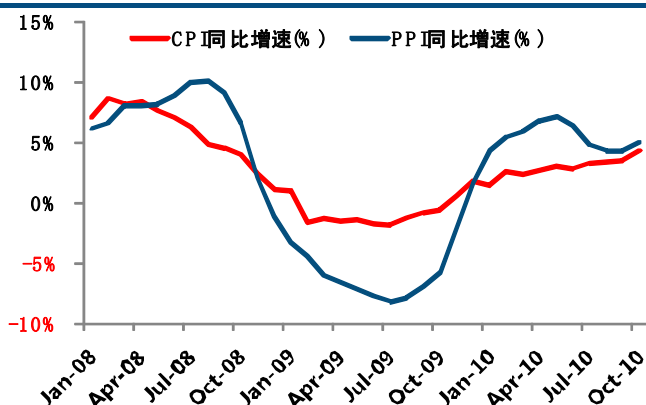
### 高通胀预期强烈，钢铁行业“两高一低”运行态势明显

根据中信建投宏观组的研究，2011年中国将维持一个高通胀的局面，尤其是在1月份和6月份，CPI同比增长将出现两次4.7%左右的峰值，全年CPI同比增长约4.1%，在这样高通胀的背景下，2011年铁矿石价格和钢材价格都将保持高位运行的状态，但是行业的盈利能力仍将维持较低的水平。

所以我们2011年的另一个投资思路就是寻找拥有铁矿石等资源的公司，只有这样的公司才会保持产品的成本优势，从而在低利润的行业运行态势中获取超额利润，立于不败之地。

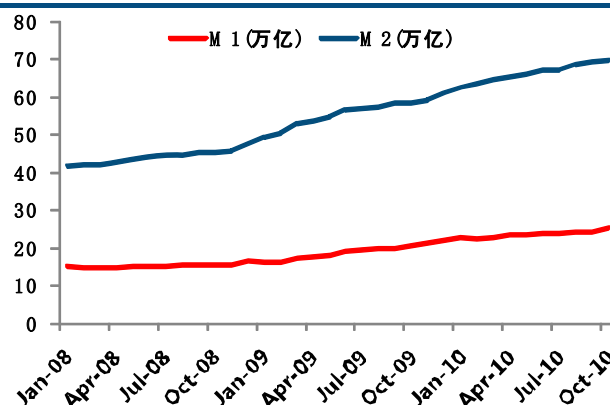


图3: 国内 CPI 和 PPI 运行情况



资料来源: 国家统计局 中信建投证券公司研发部

图4: 国内货币供应量情况



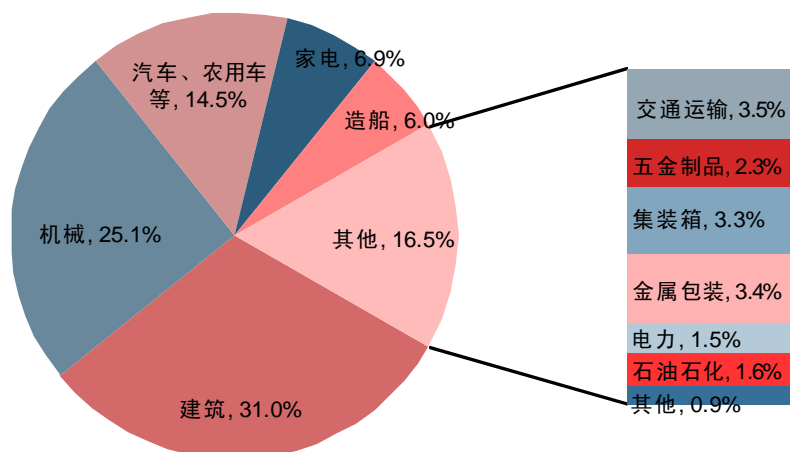
资料来源: 国家统计局 中信建投证券公司研发部

## 板材: 需求持续增长, 关注产品结构升级

### 板材产品下游消费结构

板材(也即扁平材)产品主要有热轧板卷、冷轧板卷、中厚板、电工钢等, 主要下游消费行业是制造业, 但建筑业用比例也较高, 产品相对高端, 附加值较高, 但是由于国内重复建设严重, 使得板材产品效益一直低于预期。

图5: 我国板材产品消费结构



资料来源: 中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

### 下游装备制造业高速增长带来板材产品旺盛需求

我国“十二五”规划中专门提出了“发展先进装备制造业, 调整优化原材料工业, 改造提升消费品工业, 促进制造业由大变强”, 另外“规划”中对培育发展战略性新兴产业也提出“强化核心关键技术研发, 突破重点领域, 积极有序发展新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等产业, 加快形成先导性、支柱性产业, 切实提高产业核心竞争力和经济效益”。



装备制造主要使用板材产品和一部分棒线材产品，所以在经济结构调整过程中，装备制造业的发展将带来板材产品需求的持续增长。从目前的情况看，下游的机械、汽车、家电、造船等行业的产品产量在 2010 年都保持了较高的增长，这一方面在量上带动了板材产品的消费，另一方面也促进了板材产品的结构升级，尤其是高端装备制造业、新能源、节能环保等行业的发展都会放大对高端钢材产品的需求，促使国内钢铁生产企业进行产品升级，满足国内需求的不断增长并实现进口产品替代，并提高企业的竞争力和盈利能力。

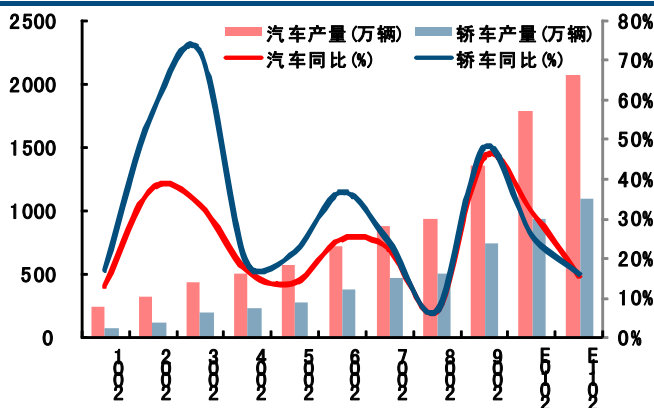
2010 年 1-10 月主要的机械产品如挖掘机、装载机、叉车等产量增速都在 50% 以上，国内汽车产量的增速也达到了 33.8%，冰箱和洗衣机的产量增速分别为 28.4% 和 30.1%。预计明年这些产品仍会保持高速增长。

表1: 主要机械产品产量及增速

	单位	2007 年	增长	2008 年	增长	2009 年	增长	2010 年 1-10 月	增长
叉车 (1-9 月销量)	台	152,415	56.29%	168,119	10.3%	138,908	-17.38%	173,045	75.73%
挖掘机	台	71,241	43.56%	82,975	16.47%	95,012	23.1%	138,510	78.7%
装载机	台	161,628	24.49%	162,335	0.44%	143,292	-13.3%	182,601	57.0%
推土机	台	7,207	21.64%	8,722	21.02%	8,564	-1.2%	11,972	69.9%
汽车起重机	台	20,862	44.22%	21,419	2.67%	27,360	27.17%	29,910	31.66%

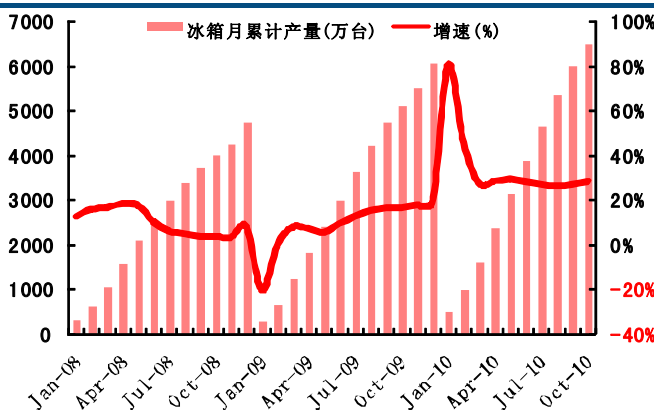
资料来源: 中经网, 中信建投证券公司研发部

图6: 国内汽车生产情况



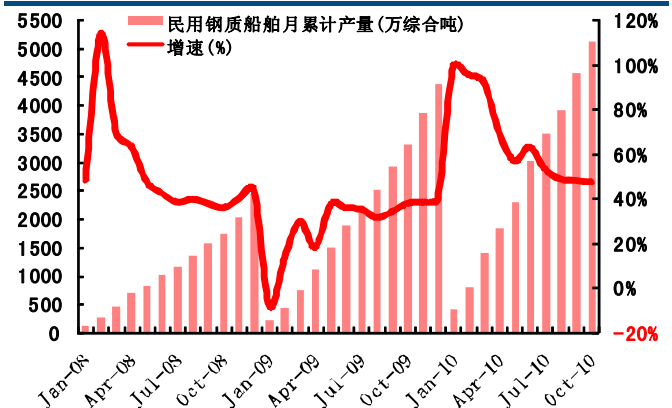
资料来源: 中汽协, 中信建投证券公司研发部

图8: 国内冰箱生产情况



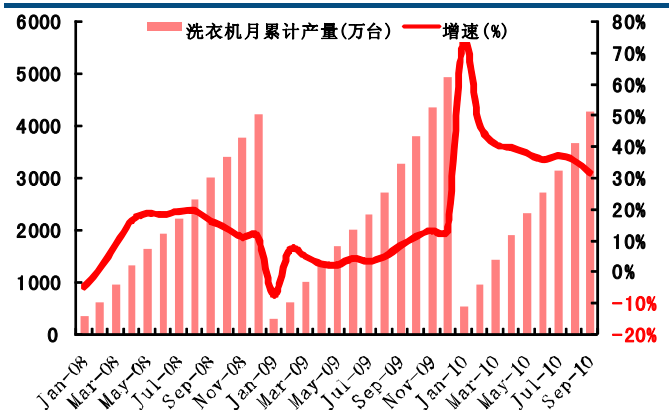
资料来源: 国家统计局, 中信建投证券公司研发部

图7: 国内民用钢质船舶生产情况



资料来源: 国家统计局, 中信建投证券公司研发部

图9: 国内洗衣机生产情况



资料来源: 国家统计局, 中信建投证券公司研发部

## 中厚板：产能几乎无增长，供需矛盾趋于缓解

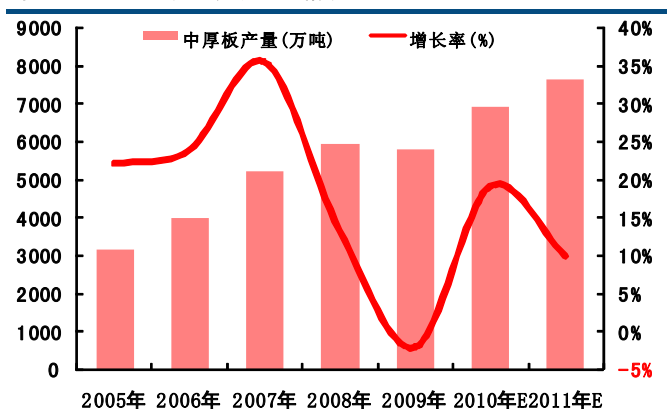
中厚板前几年面临的最大问题就是产能增长过快，根据不完全统计，截止 2010 年底国内中厚板轧机产能约 8290 万吨，预计 2010 年中厚板产量 6954 万吨，产能利用率约 83.9%，但是 2011 年国内仅有 1 条中厚板轧机投产，产能增加 180 万吨，保守估计 2011 年中厚板产量增长 10%，达 7649.5 万吨，那么中厚板的产能利用率将提高到 90.3%，中厚板的供需矛盾将得到缓解，预计中厚板的盈利能力将得到增强。

表2：2010-2011 年国内新增中厚板生产线

	钢厂	轧机规格及类型	产能（万吨）	投产时间
2010 年已投产项目	济钢	4300mm 宽厚板	210	2010 年 4 月
	莱钢	4300mm 宽厚板	180	2010 年 5 月
	湘钢	5000mm 宽厚板	200	2010 年 10 月
	萍钢	3500mm 中厚板	160	2010 年 5 月
	首秦	4300mm 二期双机架宽厚板	180	2010 年 6 月
	普阳	3500mm 二期中厚板	50	2010 年 6 月
	兴澄特钢	3500mm 炉卷中厚板	120	2010 年 4 月
	2010 年小计		1100	
2011 年拟投产项目	文丰	4300mm 宽厚板	180	2011 年
	2011 年小计		180	
2010-2011 年总计			1280	

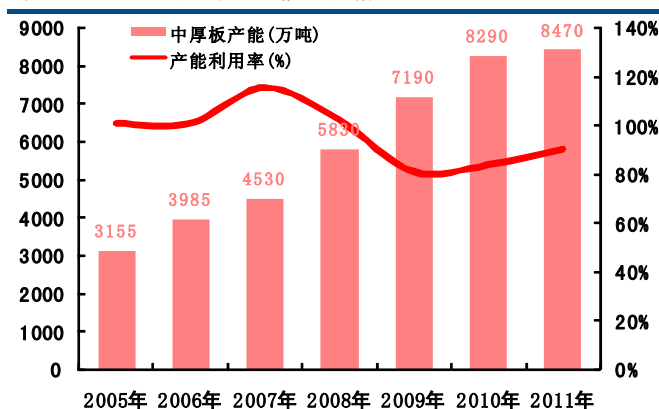
资料来源：中信建投证券公司研发部

图10：国内中厚板生产情况



资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

图11：国内中厚板产能利用情况



资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

## 热轧板卷：产能增长趋缓，过剩情况依然存在

2011 年热轧宽带轧机的产能释放也放缓了脚步，全年预计仅有两条生产线投产，产能增加约 640 万吨，尽管如此国内热轧宽带轧机产能也达到了 2.16 亿吨，而 2010 年全年的热轧宽带钢产量仅有 1.46 亿吨，虽然全年同比增长 21.4%，产能利用率也仅有 69.5%，我们预测 2011 年热轧宽带钢的产量增长约 15%，全年产量 1.67 亿吨，产能利用率将提高到 77.5%，过剩情况有所缓解，但依然对热轧产品市场转

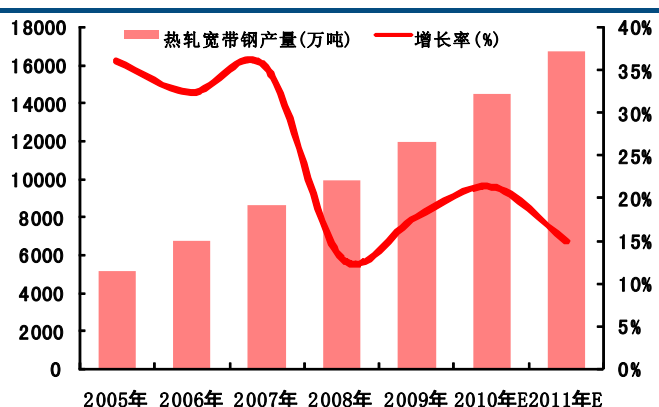
好构成一定压力。

表3：2010-2011年国内新增热轧生产线

	钢厂	轧机规格及类型	产能(万吨)	投产时间
2010年已投产项目	柳钢	1450mm 热轧	280	2010年2月
	首钢京唐	1580mm 热轧	390	2010年3月
	重钢	1780mm 热轧	300	2010年7月
	沧州中铁	1780mm 热轧	400	2010年8月
	鞍凌钢铁	1700mm 热轧	200	2010年11月
2010年小计			1570	
2011年拟投产项目	吉林建龙	1450mm 热轧	260	2011年
	攀钢	2050mm 热轧	380	2011年
合计			640	
2010-2011年总计			2210	

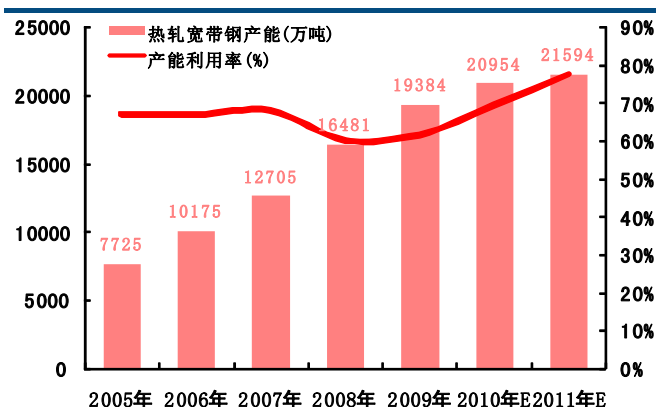
资料来源：中信建投证券公司研发部

图12：国内热轧宽带钢生产情况



资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

图13：国内热轧宽带钢产能利用情况



资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

## 冷轧涂镀：产能增长过快，关键在结构调整

令我们比较担心的是冷轧和涂镀产品产能的重复建设，2009年底，国内已投产的冷轧宽带钢生产能力6133万吨，2010年和2011年投产的产能分别为858万吨和514万吨，产能扩张近20%。而后续进一步加工的镀锌板和彩涂板产能的增长更大。这种所谓的高水平产能迅速扩张将拉低产品毛利，我们相对看淡冷轧和涂镀产品盈利能力，产品利润将向上游热轧基板产品转移。

冷轧产品中，我们相对看好技术水平高、有热连轧生产线能够自供冷轧基板的大钢厂，在下游高端装备制造、新能源、节能环保等行业对高端钢材产品的需求快速增长的情况下，他们能够依靠自身成本和技术优势实现产品结构的不断升级，从而保持相对较高的利润。





表4：2010-2011 年国内新增冷轧生产线

	钢厂	轧机规格及类型	产能（万吨）	投产时间
2010 年已投产项目	宝钢不锈	1750mm 不锈钢冷轧机组	168	2010 年 2 月
	武钢	1450mm 三冷轧连退机组	75	2010 年 4 月
	泰钢	1700mm 冷轧机组	60	2010 年 4 月
	邯钢	2180mm 冷轧	135	2010 年 6 月
	天津亿博	二期	60	2010 年 6 月
	郑州华驰	二号冷轧机组	15	2010 年 7 月
	烟台东海	冷轧二期	30	2010 年 7 月
	迁安龙泰	1200mm 六辊单机架可逆冷轧	70	2010 年 7 月
	深圳华美	1450mm 单机架六辊可逆冷轧机组	70	2010 年 8 月
	唐山春兴	八辊五机架冷连轧机组	45	2010 年 9 月
	天津轧一	1450mm 冷轧薄板一期	100	2010 年 10 月
	重钢四钢	1450mm 冷轧生产线	30	2010 年 10 月
	<b>2010 年小计</b>			<b>858</b>
2011 年拟投产项目	新钢	1550mm 一期冷轧酸轧机组	126	2011 年
	首钢迁钢	1500mm 冷轧连退	120	2011 年
	首钢京唐	2230mm 一冷罩退	108	2011 年
	浙江龙盛	1250mm 单机架冷轧	60	2011 年
	鞍钢	1550mm 莆田冷轧项目	100	2011 年
<b>2011 年小计</b>			<b>514</b>	
<b>2010-2011 年总计</b>			<b>1372</b>	

资料来源：中信建投证券公司研发部



表5：2010-2011 年国内新增涂镀生产线

	钢厂	轧机规格及类型	产能（万吨）	投产时间	
2010 年已投产项目	宝日	1750mm 3#镀锌线	45	2010 年 2 月	
	中冶恒通	13#线镀锌线	30	2010 年 4 月	
	丹阳大力神	1450mm 一期镀铝锌	15	2010 年 4 月	
	三峡全通	一期涂镀板	320	2011 年 5 月	
	山东蓝天板业	1450mm 镀锌线	30	2010 年 5 月	
	武钢	1450mm 三冷轧热镀锌线	35	2010 年 6 月	
	廊坊神华	1050mm 六辊可逆轧机	25	2010 年 6 月	
	酒钢	1800mm 镀锌线	80	2010 年 7 月	
	通钢	1710mm 冷轧连续热镀锌线	35	2010 年 7 月	
	邯钢	2180mm 热镀锌机组 2 条	80	2010 年 9 月	
	霸州万路	1380mm 六辊轧机镀铝锌线	15	2010 年 9 月	
	浙江协和	1150mm 六辊可逆冷轧机组（2 套）	50	2010 年 11 月	
	丹阳大力神	1450mm 一期彩涂	10	2010 年 4 月	
	重庆万达	1 号线彩涂	15	2010 年 5 月	
	山东舜鑫达	彩涂	15	2010 年 6 月	
	华东钢业	三号线彩涂	12	2010 年 7 月	
	九江金巢	彩涂	8	2010 年 10 月	
		<b>2010 年小计</b>		<b>820</b>	
	2011 年拟投产项目	首钢京唐	2230mm 冷轧	102	2011 年
天铁鞍钢		1600mm 冷轧二期电镀锌	30	2011 年	
天铁鞍钢		1600mm 冷轧二期彩涂机组	15	2011 年	
河钢衡板		冷轧电镀锡线	20	2011 年	
天津新宇		2*1050mm 六辊可逆轧机组	80	2011 年	
三峡全通		涂镀板二期	300	2011 年	
锦昇板材		热镀铝锌硅及彩涂卷	60	2011 年	
山东远大板业		1420mm 冷连轧工程	120	2011 年	
江苏克罗德		高精度板材项目	50	2011 年	
山东鼎鑫板材		1450mm 六辊五机架冷连轧机	100	2011 年	
黄石山力兴冶		冷轧及镀锌项目	80	2011 年	
		<b>2011 年小计</b>		<b>957</b>	
	<b>2010-2011 年总计</b>		<b>1777</b>		

资料来源：中信建投证券公司研发部

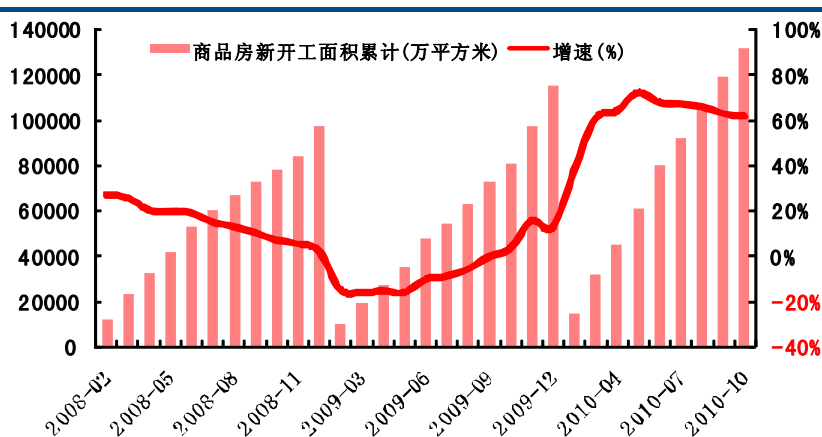


## 长材：保障房建设力度加大，提供强力支撑

### 商品房调控力度依然很强，总体投资趋势向下

2010年1月7日、4月17日、9月29日国务院先后出台了“国十一条”、“国十条”和“国五条”，调控密度之高、力度之大、问责面之广前所未有。但是由于房屋建设周期的原因，2010年1-10月商品房新开工面积仍出现了高速增长，累计增速高达61.9%。然而2010年10月开始实施的全国停止第三套住房和外地人购房贷款的政策将利用贷款炒房的投机者拒之门外，北京、上海、深圳等商品房市场活跃、房价较高的十几个城市都实行了家庭限购政策，导致商品房交易量低迷，减弱了开发商开工的积极性。由于建设周期原因，2010年较高的房屋新开工面积会对2011年的上半年的施工面积起到强有力的支撑，随着竣工面积的增加和新开工面积的减少，施工面积会逐步回落，全年投资呈现前高后低趋势，而商品房新开工面积的增速会呈现持续走低趋势，全年来看很可能出现负增长。

图14：我国商品房新开工面积情况



资料来源：国家统计局 中信建投证券公司研发部

### 关注民生，2011年保障房建设力度加大

由各级地方政府主导的保障房建设在2011年将会出现较大的增长，弥补商品房新开工面积下降带来的缺口，根据住建部披露的数据，2010年全国保障房建设量是580万套，年底前计划开工的项目要全部开工，年末建成或基本建成的达到60%以上比例。根据媒体的披露，住建部日前正在向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》(以下简称《通知》)，这份通知明确提出，2011年计划建设保障性安居工程任务是1000万套，并要求各地方政府调整之前上报的“2009-2012年三年保障性住房建设规划”和地方“十二五”保障性住房建设规划。

我们假设2011年1000万套保障房年底前也全部开工，平均每套保障房面积约60平米，那么2011年仅保障房新开工面积的增加量就有25200万平方米。根据中信建投房地产研究员的预测，2010年全国商品房的新开工面积约17.14亿平方米。即使2011年商品房新开工下滑14.7%，保障房新开工面积增加也能够弥补这个缺口。



表6: 2011年保障建设增长对房地产建设总体的拉动作用

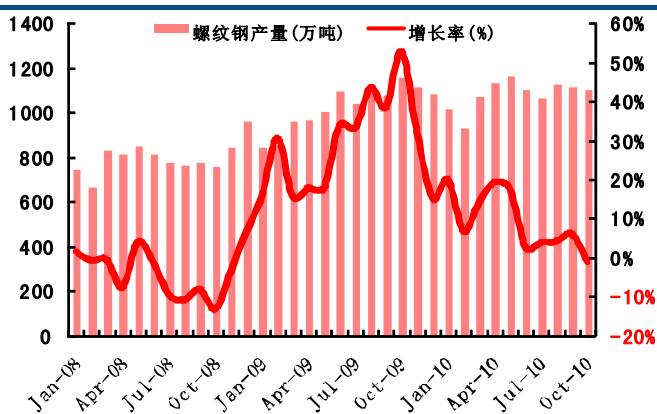
	保守预测	中性预测	乐观预测
2010年商品房新开工面积(万平方米)	171400	171400	171400
2011年商品房新开工面积增速(%)	-10%	-5%	0%
2010年保障房新开工套数	580	580	580
2011年保障房新开工套数	1000	1000	1000
2010年新开工面积总计(万平方米)	206200	206200	206200
2011年新开工面积总计(万平方米)	214260	222830	231400
2011年新开工面积增长量(万平方米)	<b>8060</b>	<b>16630</b>	<b>25200</b>
2011年新开工面积增速(万平方米)	<b>3.9%</b>	<b>8.1%</b>	<b>12.2%</b>

资料来源: 国家统计局, 中信建投证券公司研发部

## 建筑钢需求得到保障房建设强力支撑

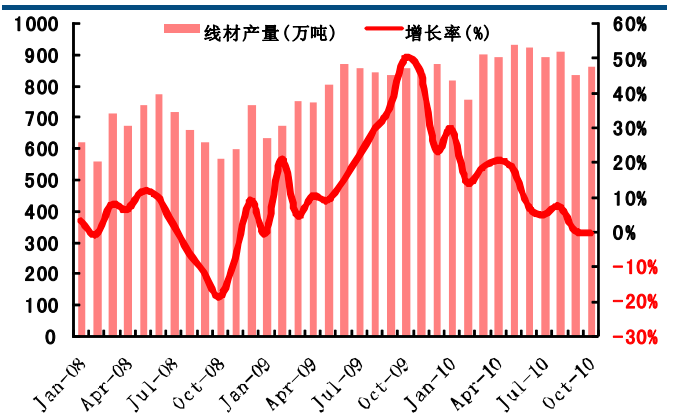
我们按照房地产开发每平方米用钢量约 50kg 计算, 保障房新增 25200 万平方米的开工将带来约 1260 万吨建筑钢的需求, 另外根据我们的测算 2010 年房地产行业消耗的钢材约有 1.3 亿吨左右, 由于保障房建设周期都比较短, 所以我们可以近似认为这 1260 万吨的新增需求都在 2011 年释放, 约占 2010 年房地产用钢量的 9.7%。而 2010-2011 年螺纹钢和线材新建产能都较少, 产能利用率也相对较高, 如果需求出现较大增长的话, 市场价格很可能出现较大的涨幅。

图15: 国内螺纹钢生产情况



资料来源: 中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

图16: 国内线材生产情况



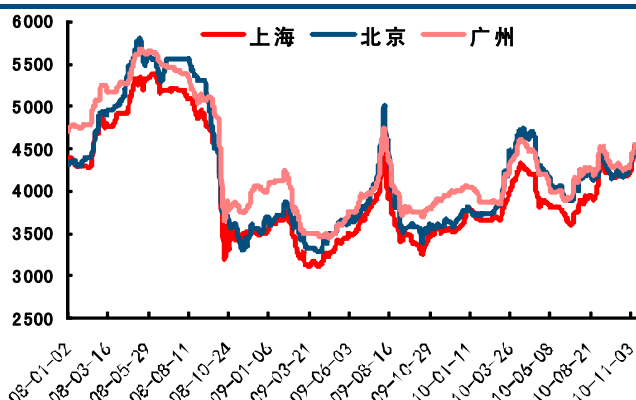
资料来源: 中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部



## 关注库存变化，抓住合适的投资机会

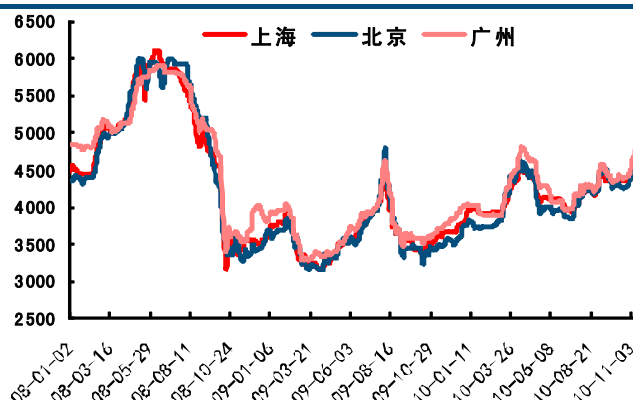
2011 年在新建保障房的增长和商品房新开工下降两因素共同作用下，建筑钢材需求会出现一定的增长，但是增幅目前尚难以判断，另一方面由于受到国家节能减排、淘汰落后产能等政策的限制，螺纹钢等建筑钢的产能这两年扩张不明显，可以说由于供需关系维持在一种相对弱平衡的状态下，如果由于季节性原因出现需求比较旺盛的局面，那么短期看建筑钢材供需就会相对紧张，从而拉动价格的上涨，从投资面考虑，我们更希望把握的是这中季节性因素作用下带来的供需相对紧张的阶段性投资机会。

图17：国内螺纹钢（HRB335 20mm）价格走势



资料来源：钢之家网 中信建投证券公司研发部

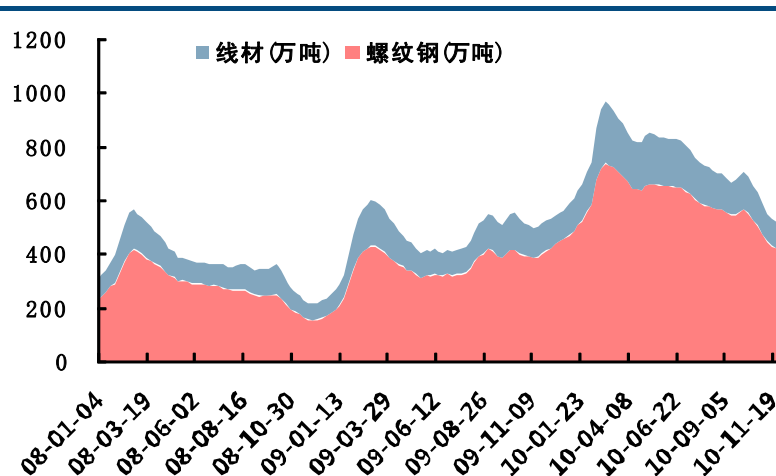
图18：国内线材（Q235 6.5mm）价格走势



资料来源：钢之家网 中信建投证券公司研发部

由于此前我们对建筑钢材的看法完全是基于 2011 年保障房开工 680 万套的预期，此次 1000 万套的计划完全超出我们预期，我们认为明年保障房的开工对建筑钢材需求拉动作用会比较明显，在目前建筑钢材库存持续下降的背景下，建筑钢材在今年底到明年初会进入补库存的过程，再伴随需求的逐渐释放，明年建筑钢材市场的表现会超出我们此前预期，建筑钢材的利润也会维持一个较高水平，所以我们还是看好 2011 年建筑钢材生产企业的投资机会。

图19：我国长材产品库存情况



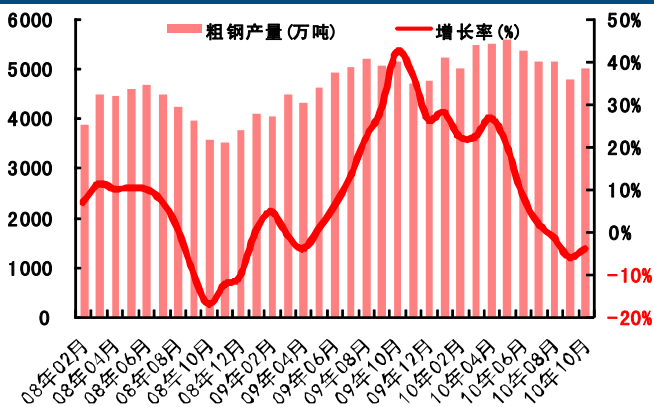
资料来源：我的钢铁网 中信建投证券公司研发部



## 钢材消费从依靠投资转向依靠制造业和耐用消费品拉动

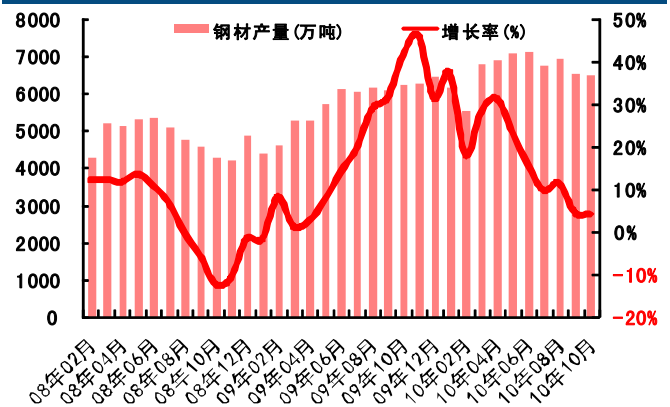
2010年，国内钢材消费已经开始呈现出板材增长快于长材的趋势，虽然房地产新开工面积呈现大幅增长，但是基建项目和非住宅建筑增速放缓抑制了建筑钢材的消费，1-10月螺纹钢产量增速仅有8.7%，而同期的粗钢产量增长达10.7%，钢材产量增长17.2%，而热轧和冷轧薄板的产量增长均在20%以上。所以我国以往依靠投资拉动钢材消费的局面已经开始改变为主要依靠制造业和耐用消费品拉动。

图20：国内粗钢生产情况



资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

图21：国内钢材生产情况



资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

2011年在固定资产投资增速下滑、房地产新开工面积有可能出现负增长的情况下，钢材消费将会受到很大的影响，但是下游机械、汽车、家电能够保持较高增速，拉动了大部分钢材消费增长，而这些行业又是板材产品的主要消费行业，所以明年主要的钢材产量和需求增长都来自板材产品的增长，按照我们比较中性的预测，2011年国内粗钢产量6.58亿吨，增速6.2%，国内粗钢表观消费量6.26亿吨，增速5.3%，相比2010年均有所下降。



表7：2011年国内钢铁生产及消费预测

(单位: 万吨)	10年消费占比	2009年	2010年1-10月	2010年E	增长率	2011年E		2011年E		2011年E	
						增长率	增长率	增长率	增长率		
						保守预测	中性预测	乐观预测			
房地产	22.0%	12456.7	11175.5	13334.8	7.0%	13334.8	0.0%	13668.1	2.5%	14001.5	5.0%
基础设施建设	16.5%	9342.5	8218.8	9806.7	5.0%	9953.8	1.5%	10100.9	3.0%	10199.0	4.0%
其他非住宅建筑	11.5%	6511.4	5512.6	6577.7	1.0%	6577.7	0.0%	6643.5	1.0%	6709.2	2.0%
机械	18.0%	10171.5	10273.5	12258.4	20.5%	13484.2	10.0%	13729.4	12.0%	14097.2	15.0%
汽车、农用车	8.0%	4520.7	4410.1	5262.1	16.4%	5683.1	8.0%	5788.4	10.0%	5893.6	12.0%
交通运输用钢	5.9%	3334.0	2605.9	3109.4	-6.7%	3140.5	1.0%	3171.6	2.0%	3233.8	4.0%
五金制品	2.2%	1243.2	902.1	1076.3	-13.4%	1087.1	1.0%	1097.9	2.0%	1108.6	3.0%
家电	2.2%	1243.2	1152.6	1375.3	10.6%	1457.9	6.0%	1485.4	8.0%	1512.9	10.0%
造船	2.5%	1412.7	1353.1	1614.5	14.3%	1743.7	8.0%	1808.3	12.0%	1856.7	15.0%
集装箱	0.6%	339.0	400.9	478.4	41.1%	507.1	6.0%	516.6	8.0%	526.2	10.0%
金属包装	0.9%	508.6	350.8	418.6	-17.7%	418.6	0.0%	422.8	1.0%	427.0	2.0%
电力	1.3%	734.6	501.1	598.0	-18.6%	598.0	0.0%	604.0	1.0%	609.9	2.0%
石油石化用钢	2.0%	1130.2	801.8	956.8	-15.3%	1052.4	10.0%	1100.3	15.0%	1148.1	20.0%
其他用钢	6.3%	3560.0	2455.6	2930.1	-17.7%	2930.1	0.0%	2959.4	1.0%	2988.7	2.0%
<b>粗钢表观消费量总计</b>		<b>56508.2</b>	<b>50114.4</b>	<b>59797.1</b>	<b>5.8%</b>	<b>61968.9</b>	<b>3.6%</b>	<b>63096.4</b>	<b>5.5%</b>	<b>64312.4</b>	<b>7.6%</b>
月均粗钢表观消费量		4709.0	5011.4	4983.1	5.8%	5164.1	3.6%	5258.0	5.5%	5359.4	7.6%
钢坯出口量		4.3	14.2	16.2	274.5%	15.0	-7.2%	15.0	-7.2%	15.0	-7.2%
钢坯进口量		458.5	49.2	60.2	-86.9%	45.0	-25.2%	45.0	-25.2%	45.0	-25.2%
<b>粗钢产量</b>		<b>56784.2</b>	<b>52509.50</b>	<b>62509.5</b>	<b>10.1%</b>	<b>64465.2</b>	<b>3.1%</b>	<b>66224.3</b>	<b>5.9%</b>	<b>67756.1</b>	<b>8.4%</b>
月均粗钢产量		4732.0	5251.0	5209.1	10.1%	5372.1	3.1%	5518.7	5.9%	5646.3	8.4%
钢材表观消费量		68550.0	64119.4	76909.4	12.2%	73024.3	-5.1%	74482.4	-3.2%	75974.6	-1.2%
钢材出口量		2457.7	3672.0	4252.0	73.0%	3800.0	-10.6%	4500.0	5.8%	5000.0	17.6%
钢材进口量		1764.0	1363.4	1633.4	-7.4%	1400.0	-14.3%	1500.0	-8.2%	1700.0	4.1%
<b>钢材产量</b>		<b>69243.7</b>	<b>66428.0</b>	<b>79528.0</b>	<b>14.9%</b>	<b>75424.3</b>	<b>-5.2%</b>	<b>77482.4</b>	<b>-2.6%</b>	<b>79274.6</b>	<b>-0.3%</b>

资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

## 铁矿石价格仍将维持高位震荡

传统的铁矿石国际协议价格谈判框架被打破之后，目前的季度定价模式已经使得协议矿价格和现货矿价格基本贴近，长协矿占比较高的大型钢铁生产企业对中小钢厂的成本优势不复存在，我们认为2011年铁矿石市场的运行将呈现以下几个特点：

### ➤ 矿价继续保持高位运行

由于中国需求仍然在增长，虽然国内粗钢产量的增速下降，但是粗钢产量的增量依然很大，三大矿上的扩产进度低于预期，很多产能都是2011年下半年之后才能释放，所以供应增长的额度不是很大，另外在通胀预期强烈的背景下，铁矿石的价格出现大幅下跌的可能性很小。

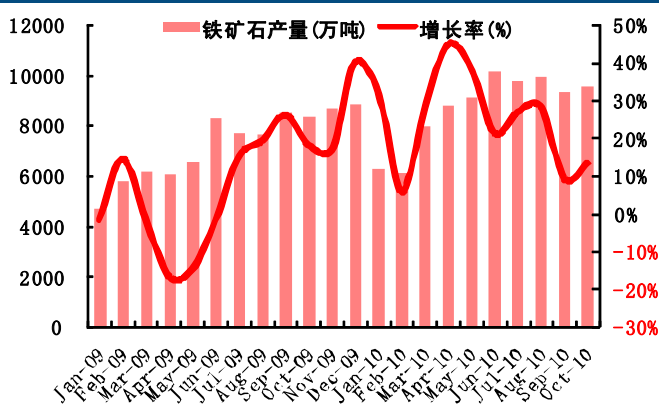


➤ .. 矿石价格波动幅度有限

一直以来造成铁矿石价格波动大的一个主要因素是海运费的暴涨暴跌，但是 2010 年以来，海运费水平已经下降到一个比较低的水平，而且最近两年新船下水量比较大，海运费难有大幅上涨的动力，价格水平趋于稳定。另外从矿石的供需看，增长都趋于平衡，难以出现大幅波动。

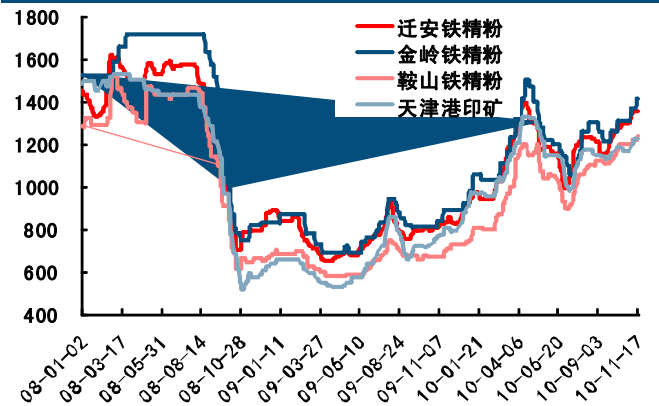
所以我们认为 2011 年钢厂仍然面临较大的成本压力，而其中有铁矿石资源的公司将具有一定的成本优势，从而能获得更高的利润，这也是我们的投资思路之一。

图22: 国内铁矿石生产情况



资料来源: 中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

图23: 国内钢材生产情况



资料来源: 中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

## 2011 年行业投资策略

### 把握三条主线：产业升级、上游资源以及关注民生

通过我们对 2011 年宏观和产业的分析，我们认为 2011 年可以钢铁行业投资策略只需抓住两条主线：

➤ 产业升级：获取超额利润的途径

在中周期繁荣启动的时期，钢铁行业整体将呈现高成本、高钢价、低利润的态势，我们看好产品结构调整较早的宝钢股份，以及 2011 年有高端产能释放的公司，如金洲管道、久立特材。

➤ 上游资源：高通胀中的防守品种

2011 年铁矿石价格能够维持较高水平，预计 2011 国内现货矿均价能够在 1400 元/吨以上，我们认为有铁矿石资源或有成本优势的上市公司将极大受益，推荐西宁特钢、凌钢股份、酒钢宏兴、金岭矿业。

➤ 关注民生：保障性住房建设带来的机会

保障房投资的增加会推动建筑钢材的消费，我们看好其中的投资机会，首推凌钢股份（拥有铁矿石成本优势，估值水平低），另外关注业绩弹性较大、地域性的建筑钢生产企业，推荐新兴铸管，三钢闽光、柳钢股份、八一钢铁、韶钢松山。





## 维持行业 “增持” 评级

在康波中周期繁荣启动的背景下，2011 年钢铁行业面临着结构调整的压力，行业景气缓慢回升，鉴于行业估值水平较低，很多公司中长期投资价值开始显现，我们维持对行业的“增持”评级。

我们对重点跟踪的上市公司 2010-2012 年的盈利预测如下：

**表8：重点上市公司盈利预测与评级**

代码	公司名称	评级	EPS (元)				动态 PE			PB
			2009	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
600019	宝钢股份	增持	0.33	0.81	0.85	0.88	8.0	7.6	7.4	1.1
600005	武钢股份	增持	0.19	0.21	0.26	0.30	21.8	17.6	15.3	1.3
000898	鞍钢股份	增持	0.10	0.51	0.58	0.66	15.9	14.0	12.3	1.1
000825	太钢不锈	增持	0.16	0.21	0.25	0.31	26.0	21.9	17.6	1.5
600307	酒钢宏兴	增持	0.16	0.60	0.74	0.81	16.7	13.5	12.4	1.9
000655	金岭矿业	增持	0.38	0.92	0.99	1.03	24.4	22.7	21.8	6.5
600117	西宁特钢	买入	0.05	0.28	0.43	0.59	31.5	20.5	15.0	2.6
600231	凌钢股份	买入	0.37	0.73	0.84	0.90	12.5	10.8	10.1	2.0
002443	金洲管道	买入	1.02	0.68	1.14	1.72	34.5	20.6	13.6	2.6
002318	久立特材	增持	0.80	0.41	0.70	1.13	57.3	33.6	20.8	3.6
000709	河北钢铁	增持	0.14	0.20	0.23	0.25	19.8	17.2	15.8	0.9
600010	包钢股份	增持	-0.25	0.12	0.15	0.18	36.2	28.4	24.0	2.2
600126	杭州钢铁	增持	0.17	0.32	0.35	0.40	16.4	15.0	13.2	1.2
600399	抚顺特钢	中性	0.05	0.04	0.06	0.08	173.5	115.7	86.8	2.2
000761	本钢板材	增持	-0.49	0.36	0.43	0.49	17.9	15.0	13.1	1.3
600782	新钢股份	增持	0.13	0.29	0.35	0.42	21.2	17.6	14.6	1.0
600282	南钢股份	增持	0.08	0.09	0.12	0.16	41.4	31.1	23.3	1.1
600808	马钢股份	增持	0.05	0.19	0.24	0.28	18.6	14.8	12.6	1.0
601005	重庆钢铁	中性	0.05	0.02	0.04	0.07	199.0	99.5	56.9	1.2

资料来源：上市公司财务报表 中信建投证券公司研发部

注：PE、PB 以 2010 年 11 月 25 日股价计算



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



## 分析师介绍

**王喆：**中国人民大学数量经济学硕士，钢铁行业分析师。3年钢铁行业从业经验，2007年进入证券行业，一直专注于研究宏观经济周期与钢铁行业运行之联系，将行业基本面分析与公司财务分析相结合，致力于发掘行业内最有投资价值上市公司。

## 基金研究服务

**基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理**

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

**北京地区销售经理**

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

**上海地区销售经理**

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

**深圳地区销售经理**

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

## 中信建投精神

**我们的精神 理念 追求**

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。