

从持续停滞走向缓慢回归

钢铁行业2012年度投资策略

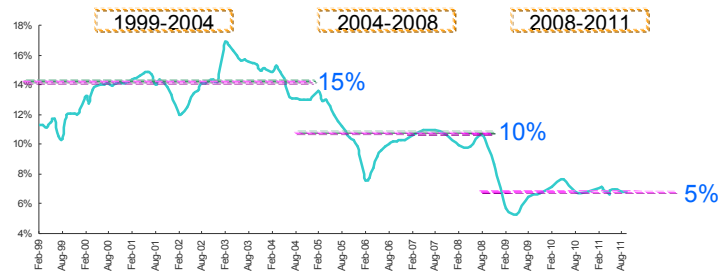
目 录

- 一、行业为什么持续不挣钱？
- 二、不挣钱的行业为什么会产能扩张？
- 三、2012：黎明前的黑暗？
- 四、投资建议：短期波动，关注矿石

从长期繁荣到长期衰退

- 钢铁行业综合毛利率在过去十年中经过了三个阶段的下行；
- 第一阶段受益于需求扩张，第二阶段成本压力出现，第三阶段被两端挤压。

图1：钢铁行业综合毛利率水平持续下滑，近期均值大约仅为5%左右



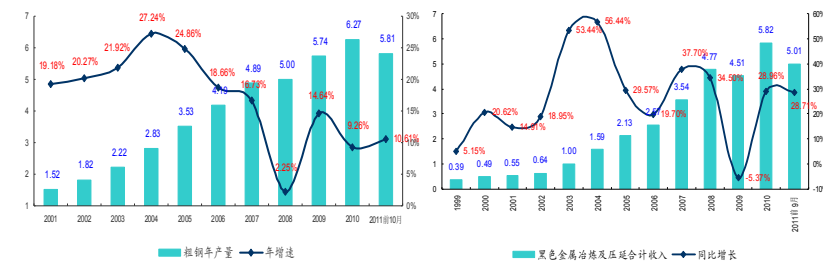
资料来源：Wind, CEIC, 长江证券研究部

需求导向：产量、收入增速有波动

- 产量、收入2004年增速即已见顶；
- 产量增速2009年出现恢复，收入2007、2009年有明显反弹。

图2：粗钢产量同比增速2004年即开始下降

图3：行业收入增速2004年同样见高点

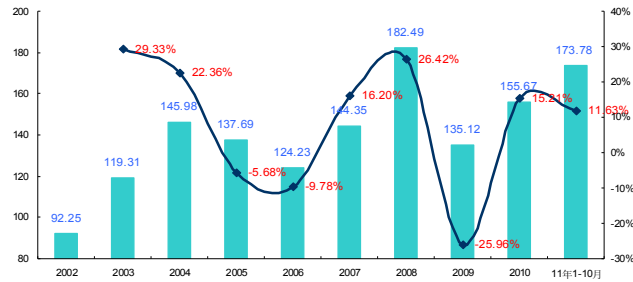


资料来源：Wind, CEIC, 长江证券研究部

钢价波动幅度较大

- 钢价在过去十年中波动频繁且幅度较大;
- 与2002年相比, 钢价上涨明显, 目前接近历史高点。

图4: 国内钢价年度平均指数的波动趋势统计



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

投资繁荣: 下游增速更快

- 表观消费主要被增速更快的下游需求拉动;
- 2006年之后, 表观消费增速与固定资产投资相关性在减弱。

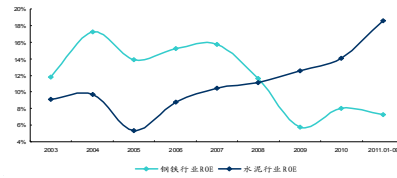
表1: 行业产量、表观消费量增速与主要下游需求增速的对比

下游对比	粗钢产量	粗钢表观消费量	表观消费量同比增速	GDP同比增速	固定资产投资同比增速	房地产新开工面积同比	房地产开发投资完成额同比	汽车产量同比	机械行业固定资产投资同比增速
2000	12,724	16,324	8.00%	8.40%	10.50%	30.63%	19.50%		
2001	15,163	17,065	4.54%	8.30%	14.40%	27.20%	25.30%		
2002	18,237	20,572	20.55%	9.10%	18.30%	17.56%	22.00%	38.83%	
2003	22,234	25,858	25.70%	10.00%	29.10%	28.54%	29.70%	36.69%	
2004	28,291	28,731	11.11%	10.10%	28.80%	11.22%	28.10%	14.56%	52.90%
2005	35,324	36,195	25.98%	11.30%	27.20%	12.66%	20.90%	13.00%	82.40%
2006	41,915	39,340	8.69%	12.70%	24.30%	16.44%	22.10%	26.00%	52.90%
2007	48,929	44,013	11.88%	14.20%	25.80%	20.38%	30.20%	22.90%	48.80%
2008	50,031	45,285	2.89%	9.60%	26.60%	7.50%	23.40%	6.50%	39.20%
2009	57,357	57,092	23.19%	8.70%	30.40%	13.52%	16.10%	47.83%	37.50%
2010	62,665	59,997	5.09%	10.30%	24.50%	40.56%	33.20%	32.40%	22.40%
2011(1-10)	58,224	55,441	10.94%	9.4% (前3季度)	24.90%	1.63%	31.10%	4.20%	32.00%

钢铁与水泥的主要差异：总需求、成本

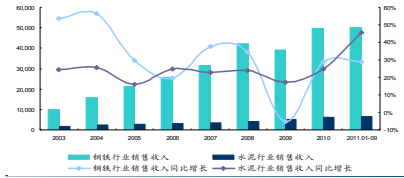
- 两个投资相关行业ROE表现截然相反；
- 需求：水泥产量和收入增速快于钢铁；
- 成本差异是盈利能力分化的主要原因。

图5：近三年以来水泥行业回报高于钢铁



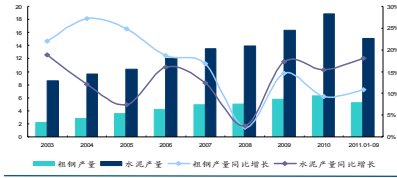
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图6：近三年水泥行业收入同比增速持续上升



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图7：近三年水泥行业产量同比增速高于钢铁

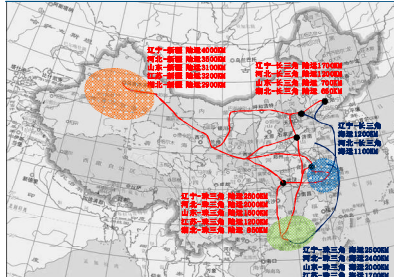


资料来源：Wind, 长江证券研究部

钢铁：全球贸易品

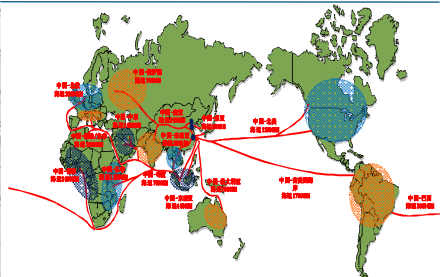
- 钢铁产品运输半径基本可以覆盖全国；
- 出口遍布全球，皆因较低的海运成本。

图8：国内流通里程示意图



资料来源：长江证券研究所整理

图9：国际出口里程示意图



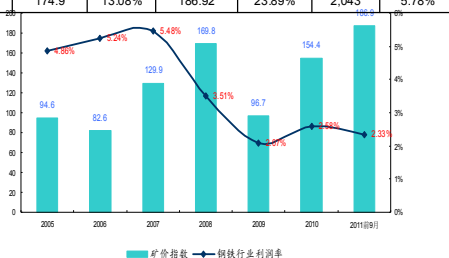
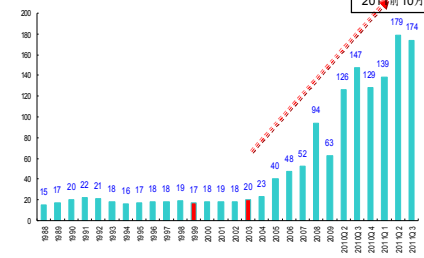
成本：钢铁行业的阿基里斯之踵

表2: 成本涨幅明显大于钢价

- 矿石价格自2004年开始大幅上涨;
- 从雁过拔毛到不堪重负: 持续低迷的盈利。

成本与钢价的对比	钢价		矿价		二级冶金焦	
	钢价指数	同比	矿价指数	同比	价格	同比
2006	124.2	-9.78%	82.62	-12.70%		
2007	144.4	16.20%	129.90	57.22%	1,399	
2008	182.5	26.42%	169.77	30.69%	2,393	71.04%
2009	134.9	-26.08%	96.67	-43.06%	1,787	-25.31%
2010	174.7	29.51%	154.4	29.7%	2,043	8.01%
2011前10月	174.9	13.08%	186.92	23.89%	2,043	5.78%

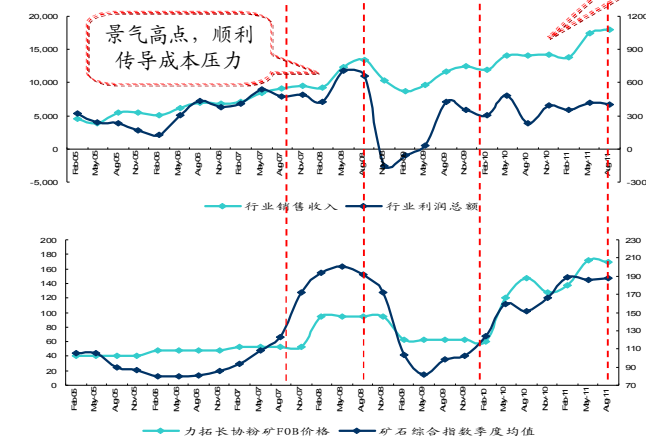
图10: 矿石价格近些年持续增长



资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, Mysteel, 长江证券研究部

成本传导的终结：产能过剩

图12: 成本变化与行业盈利走势的对比



资料来源: Wind, 中钢协, 长江证券研究部

产能过剩：无可避免的制造业危机

- 前期为满足工业化需求新建的庞大产能在需求出现回落时必然出现过剩；
- 行业总资产增速依然较快，资本性开支较大。

图13：行业固投增速仍处于不低的水平

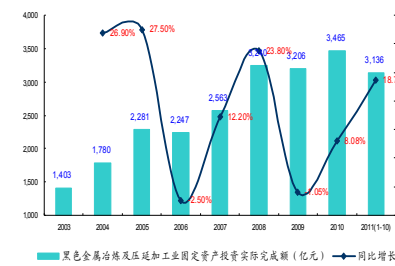
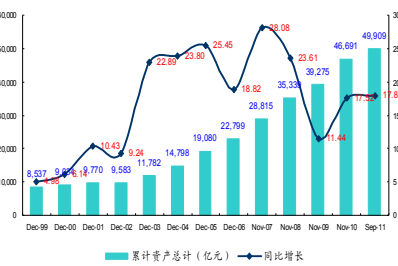
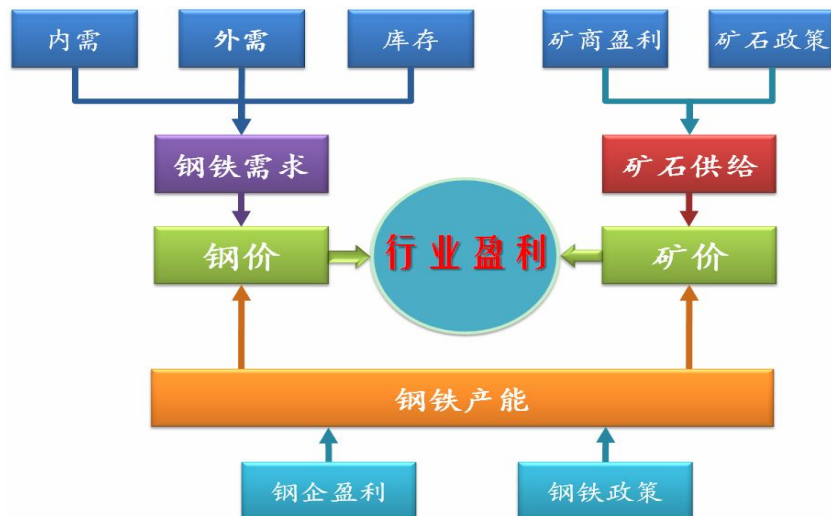


图14：行业累计资产总计已接近50亿



资料来源：Wind, CEIC, 长江证券研究部

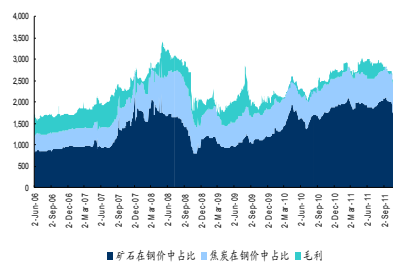
产能：决定钢铁在产业链中的地位



加工利润逐步被两头挤压

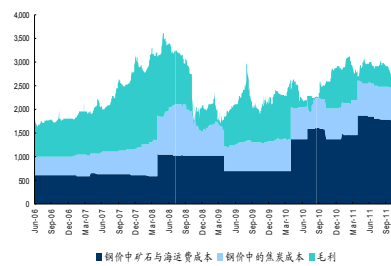
- 钢铁行业自2007年后开始被两头挤压；
- 长协机制下的超额利润逐步消失。

图15: 钢价中不同组成部分的利润分配



资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

图16: 长协机制下, 不同组成部分的利润分配



资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

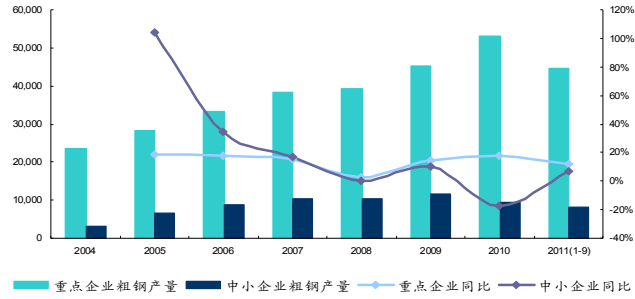
目录

- 一、行业为什么持续不挣钱？
- 二、不挣钱的行业为什么会产能扩张？
- 三、2012: 黎明前的黑暗？
- 四、投资建议: 短期波动, 关注矿石

谁在扩张产能？

- 2010年行业盈利较差，中小企业出现减产；
- 2011年建筑钢材景气回升，中小企业扩产明显。

图17：大型企业与小中型企业产量变化对比

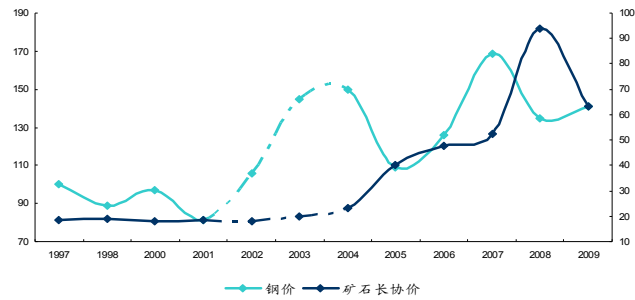


资料来源：Wind、CEIC、中钢协、长江证券研究部

国企产能扩张的动力：矿石利润

- 矿价双轨制导致国企充分享受钢价上涨带来的盈利增长；
- 2010后，长协机制崩溃，国企开始无成本优势。

图18：矿石双轨制下的利润不合理分配使得国企前期大幅扩张



资料来源：Wind、中钢协、长江证券研究部

民企产能扩张的动力：管理效率

表3: 民营企业的毛利率低于大国企, 但净利率要高

季度数据	上市公司 (代表国有大企业)			全行业均值水平		中小国企估算盈利	
	毛利率	净利率	营收占比	毛利率	净利率	毛利率	净利率
2006Q1	9.08%	3.13%	27.84%	7.69%	2.37%	7.16%	2.08%
2006Q2	14.83%	6.98%	25.61%	11.03%	6.08%	9.73%	5.77%
2006Q3	15.53%	7.34%	27.05%	11.29%	5.90%	9.72%	5.37%
2006Q4	14.87%	6.28%	29.84%	10.48%	5.85%	8.61%	5.66%
2007Q2	15.63%	7.48%	26.96%	11.20%	6.34%	9.57%	5.91%
2007Q3	13.31%	5.08%	26.83%	10.83%	5.19%	9.92%	5.23%
2007Q4	12.44%	4.96%	27.63%	10.03%	5.10%	9.10%	5.15%
2008Q2	14.61%	7.21%	27.27%	9.74%	5.75%	7.91%	5.21%
2008Q3	11.14%	3.95%	24.85%	11.68%	4.92%	11.86%	5.25%
2008Q4	-2.12%	-12.53%	22.92%	2.56%	-1.54%	3.96%	1.72%
2009Q2	6.55%	-1.40%	22.90%	5.05%	0.35%	4.61%	0.87%
2009Q3	11.57%	4.41%	22.06%	7.97%	3.67%	6.95%	3.46%
2009Q4	8.54%	2.05%	25.26%	7.21%	2.86%	6.77%	3.13%
2010Q2	9.82%	3.36%	24.12%	7.85%	3.43%	7.22%	3.45%
2010Q3	6.56%	1.20%	23.68%	5.65%	1.62%	5.37%	1.75%
2010Q4	8.27%	1.64%	25.52%	6.77%	2.78%	6.26%	2.45%

➢ 民营企业净利率全面超越国有企业;

➢ 优良的管理体制与高效的运营效率是民营企业的生存之本。

表4: 非上市公司盈利能力强于上市公司

利润总额/净资产估算	上市公司	钢铁行业	上市公司净资产占比	非上市公司
2003年	22.31%	11.77%	30.43%	7.17%
2004年	24.71%	17.22%	31.33%	13.81%
2005年	19.33%	13.85%	32.10%	11.26%
2006年	18.81%	15.25%	35.03%	13.32%
2007年	19.28%	15.70%	34.76%	13.80%
2008年	7.00%	11.62%	31.37%	13.73%
2009年	3.17%	5.78%	30.74%	6.93%
2010年	8.22%	8.05%	29.25%	7.98%
2011年前	8.54%	7.85%	28.88%	8.84%

资料来源: Wind, 中钢协, 长江证券研究部

目录

- 一、行业为什么持续不挣钱?
- 二、不挣钱的行业为什么会产能扩张?
- 三、2012: 黎明前的黑暗?
- 四、投资建议: 短期波动, 关注矿石

需求：回落几乎不可避免

- 投资降温的趋势不可避免；
- 新开工项目下降使得内生增长动力不足。

图19：内需固定资产投资增速可能下滑

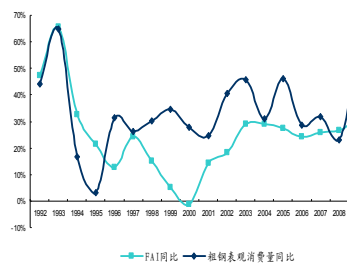
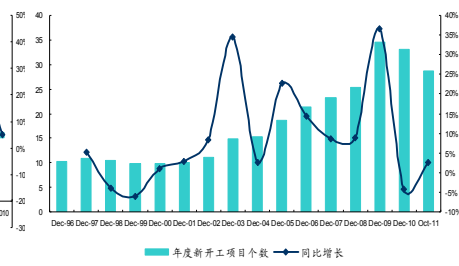


图20：新开工项目后劲不足



资料来源：Wind, CEIC, 长江证券研究部

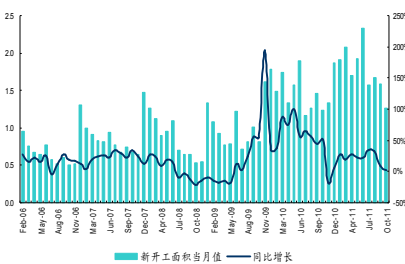
无法弥补地产下滑带来的需求回落

- 地产需求占行业25%，间接影响无法估量；
- 新开工的显著下滑将会影响2012年建筑材的表现。

图21：商品房销售面积开始出现下滑



图22：新开工后期可能下滑



资料来源：Wind, CEIC, 长江证券研究部

供给：惯性仍在

表5：近三年内主要地区新增产能及相应淘汰落后产能的汇总

地区	2010			2011			2012	
	投产高炉座数	新增产能	淘汰落后产能	投产高炉座数	新增产能	淘汰落后产能	投产高炉座数	产能
河北	12座	2430	1181	8座	998	936	2座	200
江苏	4座	465	80	4座	780			
四川	2座	280	26	4座	560	15		
山东	4座	768	330	4座	530	755	4座	700
河南				2座	516	30	1座	100
安徽				4座	480	10	2座	200
云南				4座	440	168	1座	200
陕西	2座	320	69	2座	280			
江西	1座	120		2座	250	108		
吉林	1座	170	0	1座	280		1座	170
新疆	2座	130	52	1座	200	45	4座	400
重庆	1座	200	100	1座	200			
贵州				1座	200	18		
湖北	2座	330	8	1座	160	124		
甘肃				1座	160	34	1座	200
内蒙古				1座	125	189		
山西	2座	200	1039	1座	100	403	2座	430
辽宁	2座	240	175.3	1座	100	6	1座	250
黑龙江				1座	100	1		
湖南	1座	170	52			149.7		
宁夏	1座	50	11			90		
福建						40		
资料来源：中钢协、长江证券研究部整理		120	140					
合计	38	5993	3263.3	45	6459	3121.4	19	2850

曙光初现：行业自身调整开始，产量逐步下台阶

- 从行业过去十年的发展来看，增速逐步经历了20%、10%两个台阶；
- 根据“十二五”规划，未来五年产量增速预计基本维持在约5%左右；
- 新增产能也出现逐步下降。

图23：连续三个五年期，产量增速下台阶

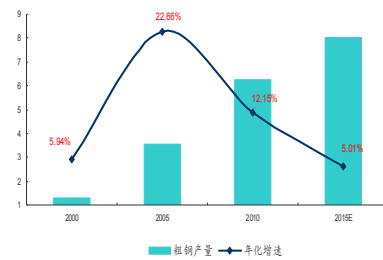
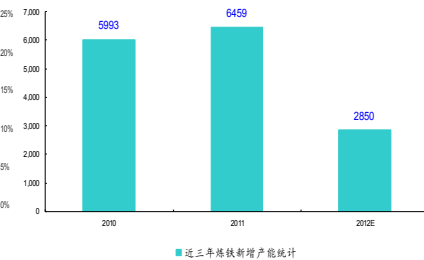


图24：近三年新增产能也在下降



资料来源：长江证券研究部整理

曙光初现：政策空间缩小，国企产能扩张时期基本已过去

- 行业未来新增产能下降；
- 受政策及盈利影响，国企新增的高炉数目偏少；
- 国企产能大规模扩张周期基本过去。

表7: 近三年新增高炉产能统计

2010-2012年我国新建高炉情况	高炉数量	设计产能(万吨)
2010年上半年	12	1818
2010年下半年	26	4175
2010年全年	38	5723
2011年上半年	18	2313
2011年下半年	27	4146
2011年全年	45	6459
2012年及以后	>20	>3000

图25: 新投产高炉分容积统计

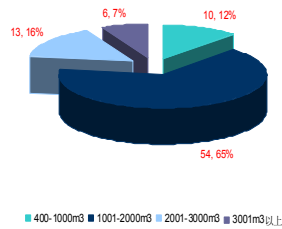
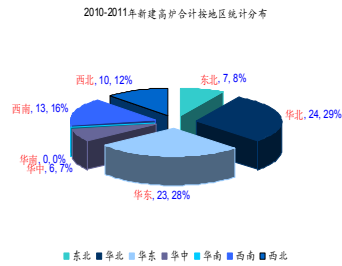


图26: 新投产高炉分区域统计



资料来源: 中钢协, 长江证券研究部

上市公司的资本开支计划基本平稳

表8: 主要上市公司2010年资本支出中新增产能占比及近两年资本支出的比较

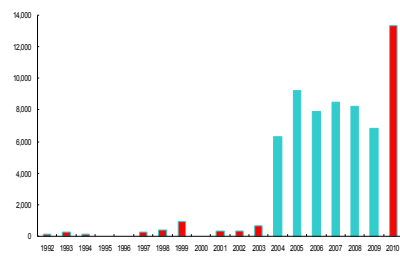
钢铁行业	钢铁行业近两年资本支出及新增产能支出占比				
	公司名称	2010年与钢铁新增产能相关的支出	2010资本支出	占比	2011计划资本支出
	韶钢松山	1.73	16.66	10.39%	21.49
	本钢板材	11.01	24.88	44.27%	36
	新兴铸管	3.1	24.41	12.70%	63
	太钢不锈	23.8	52.87	45.02%	45.84
	鞍钢股份	42.94	51.78	82.93%	77.37
	三钢闽光	7.04	9.53	73.88%	7.48
	武钢股份	12.75	14.49	88.05%	53.81
	宝钢股份	115.82	139.9	82.79%	168
	济南钢铁	44.46	50.3	88.38%	11.89
	莱钢股份	0.57	5.97	9.62%	8.79
	凌钢股份	3.49	7.57	46.08%	2.84
	南钢股份	20.68	37.64	54.95%	25.28
	安阳钢铁	9.21	11.33	81.26%	43.38
	新钢股份	6.79	11.08	61.24%	27.8
	大冶特钢	2.3	3.35	68.60%	1.8
	北钢股份	4.46	6.63	67.28%	8.06

资料来源: 中钢协, 长江证券研究部

等待黎明：从雁过拔毛到不堪重负到逐步理性

- 国内铁矿石原矿开采产能2004年前一直较低，近几年持续大幅增加；
- 三大矿的产能扩张计划来看，短期也将继续加速扩张；
- 高盈利吸引国内外铁矿石开采产能迅速扩大。

图27：国内原矿开采新增产能在大幅增加



资料来源：中钢协，长江证券研究部

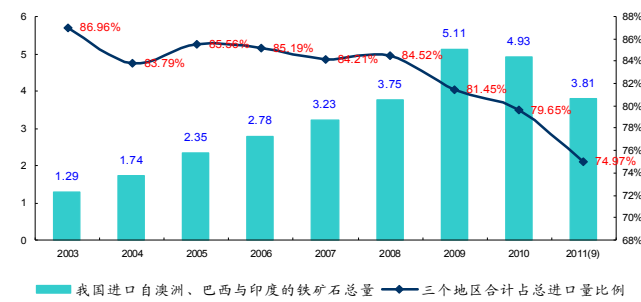
图28：三大矿产能扩张计划也在迅速增长

三大矿产能统计	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
必和必拓	1.14	1.25	1.55	2.05	2.35	2.65	3.00
—同比增长	—	9.27%	24.00%	32.26%	14.63%	12.77%	13.21%
力拓	2.17	2.39	2.44	2.49	2.83	3.08	3.33
—同比增长	—	10.14%	2.09%	2.05%	13.65%	8.83%	8.12%
淡水河谷	2.70	3.00	3.40	3.90	4.20	4.50	5.00
—同比增长	—	11.11%	13.33%	14.71%	7.69%	7.14%	11.11%

海外矿山产能加速扩张

- 澳洲、巴西与印度是世界主要矿石出口国，产能增长明显；
- 三大主要地区的进口量占总进口量的比例在逐年下降；
- 其他地区的产能扩张也在加速进行，全世界矿石产量将加速扩大。

图29：前三大进口来源地区占进口总量比例在逐年下降



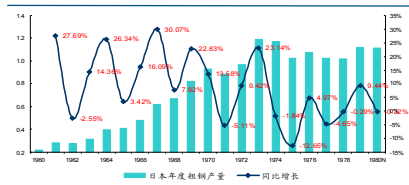
资料来源：Bloomberg, Wind, 中钢协，长江证券研究部

目录

- 一、行业为什么持续不挣钱？
- 二、不挣钱的行业为什么会产能扩张？
- 三、2012：黎明前的黑暗？
- 四、投资建议：短期波动，关注矿石

扩张结束后的行业表现：日本经验

图30：日本年度粗钢产量与同比增速



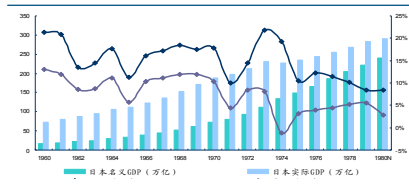
资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图31：六七十年代日本钢铁行业销售额



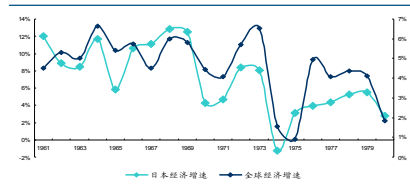
资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图32：日本GDP的增长情况



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图33：六七十年代日本与全球经济增速的比较



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

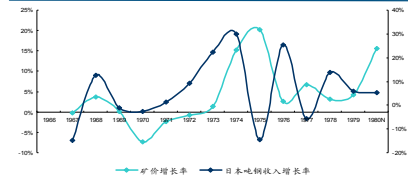
扩张结束后的行业表现：日本经验

图34：六七十年代澳洲矿价统计



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图35：矿价与日本吨钢收入的增长对比



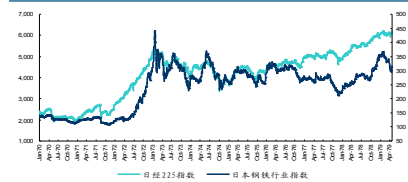
资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图36：日本钢铁行业营业利润情况



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

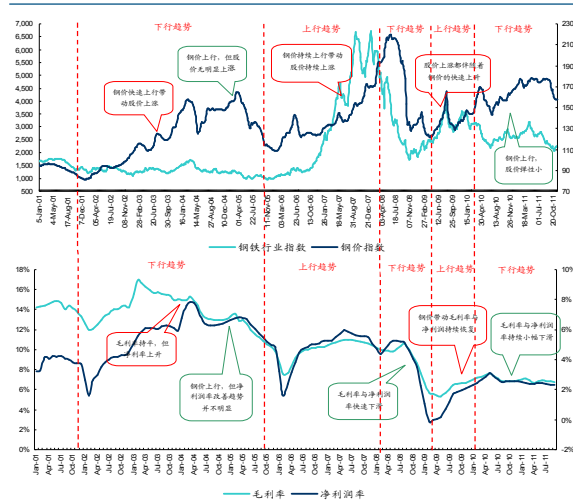
图37：六七十年代日经指数与钢铁行业指数对比



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

历史经验：同一趋势内，钢价是领先指标，引领股价变动

图38：趋势内，短期波动难以取得一致预期，钢价领先股价



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

➤ 趋势出现后，钢价变为领先指标，引领股价；

➤ 上行趋势：钢价上涨，盈利改善；

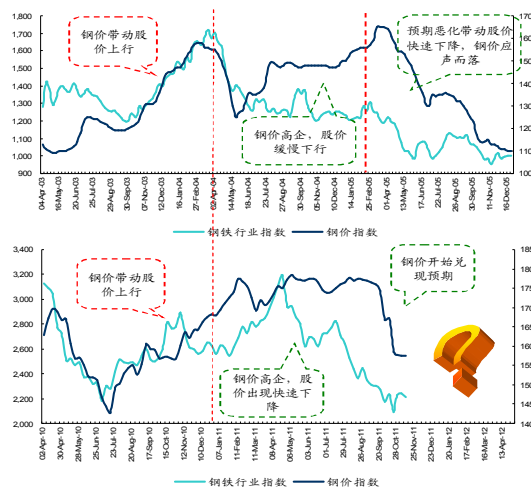
➤ 案例：2004.8-12；
2011.6至今

➤ 下行趋势：钢价不明显，与盈利更相关；

➤ 案例：2009.4-7；
2009.10-11

历史或照进现实：宏观面的预期改变

图39：历史或照进现实，股价下跌带动高企的钢价应声而落

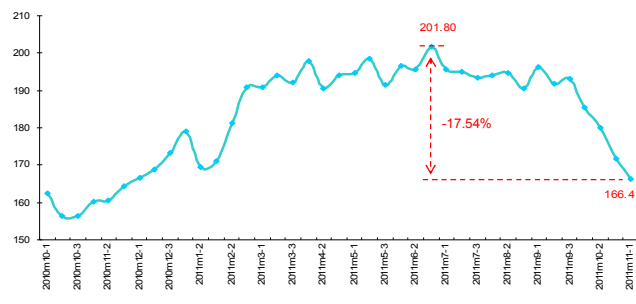


资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

关注矿石：矿价下跌主要因为行业减产所致

- 近期的矿价下跌更多是因为行业盈利恶化导致的减产所致；
- 未来需求好转时，钢铁行业将以恢复产能利用率为先。

图40：11月上旬全国粗钢日均产量距高点已下降17.54%



资料来源：中钢协, 长江证券研究部

盈利预测与估值

表11: 行业内主要上市公司盈利预测与估值

公司简称	最新股价	PB	EPS (元) 最新预测			PE (倍)		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
宝钢股份	5.12	0.83	0.74	0.42	0.51	6.92	12.19	10.04
凌钢股份	6.65	1.41	0.74	0.65	0.75	8.99	10.23	8.87
新兴铸管	7.80	1.38	0.70	0.80	0.94	11.14	9.75	8.30
攀钢钒钛	7.49	2.67	0.19	0.01	0.09	39.42	749.00	83.22
八一钢铁	9.79	2.11	0.69	0.89	1.05	14.19	11.00	9.32
河北钢铁	4.06	0.94	0.21	0.19	0.24	19.33	21.37	16.92
鞍钢股份	5.20	0.69	0.28	0.04	0.19	18.57	130.00	27.37
武钢股份	3.36	1.18	0.17	0.20	0.27	19.76	16.80	12.44
南钢股份	3.32	1.23	0.24	0.34	0.49	13.83	9.76	6.78
大冶特钢	11.95	1.99	1.25	1.27	1.32	9.56	9.41	9.05
华菱钢铁	3.10	0.70	-0.88	0.01	0.16		310.00	19.38

分析师介绍

刘元瑞, 华中科技大学财务金融硕士、经济学学士, 从事钢铁行业研究;
 王鹤涛, 复旦大学经济学硕士、南开大学经济学学士, 从事钢铁行业研究。

重要申明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。



刘元瑞

王鹤涛

Tel: 8621 6875 1767

Tel: 8621 6875 1767

Email: liuyr@cjsc.com.cn

Email: wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266