

## 2010 年上半年不锈钢行业景气有望继续好于普钢

### ——不锈钢行业专题报告

#### 核心观点

**1、不锈钢行业主要特点。**（1）成长性好于普钢，周期性强于普钢，且近几年的多次经验表明，不锈钢和普钢复苏的时点基本相同，但景气反弹的力度更大，见顶的时间也更早；（2）2008 年中国不锈钢行业直接和间接出口量占产量的比重为 36%，超出普钢 13 个百分点；不锈钢的终端消费领域中，厨具白电业占 45%，建筑装饰业仅占 19%，而普钢近 54% 的需求集中在建筑地产领域，表明不锈钢的需求更依赖出口和消费品；（3）由于技术等原因，不锈钢项目达产周期较长，行业实际有效产能通常比统计产能低，因此在不锈行业集中度较高（CR5 达到 70%）的背景下，其需求趋势更值得关注；（4）目前全国不锈钢产量中，300 系（铬镍系）占比超过 50%，镍的成本占 304 冷轧不锈钢价的 50%-90%，因此不锈钢行业盈利对镍价及镍库量高度敏感，需求结构也会受到镍价影响，但需求总量受镍价影响不大。

**2、2010 年上半年不锈钢行业景气有望继续好于普钢。**2010 年预计中国经济增速前高后低，全年 GDP 增 10%，且出口和消费对 GDP 的贡献将加大，这意味着 2010 年上半年不锈钢的高需求得以延续的概率较大。目前国内外不锈钢与普钢价格的比值、不锈钢企业的盈利均处于历史低位，我们认为 2010 年不锈钢价上行空间将超过普钢，行业盈利能力也将底部回升。

**3、兼并重组及技术进步是未来行业发展方向。**目前中国不锈钢行业集中度显著低于其他国家，而发达国家不锈钢企业之间仍可能继续重组，以进一步提升区域及全球市场竞争力，因此未来国内规模以上的不锈钢企业之间兼并重组的可能性较大；与此同时，我们认为国内不锈钢厂加大研发和生产 400 系及双相不锈钢产量的力度也将进一步加大。

**4、投资建议。**基于对各品种钢以及不锈钢行业的景气趋势判断，我们给予不锈钢行业“推荐 A”的投资评级。目前国内 A 股上市公司中，仅太钢不锈和宝钢股份主要生产不锈钢板材，抚顺特钢主要生产不锈钢长材，其中太钢不锈是国内不锈钢行业的龙头，2010 年上半年我们重点推荐太钢不锈，给予其“推荐 A”的投资评级。

**5、风险提示。**（1）国内外宏观经济政策的不确定性；（2）出口恢复力度的不确定性；（3）不锈钢复苏景气见顶时点的不确定性。

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

#### 走势特征：



数据来源：国都证券研究所

#### 近期相关报告：

《景气触底回升、估值洼地再现》——行业专题报告——09 年 5 月 12 日

《鞍钢股份：盈利弹性最大的板材品种》——公司调研简报——09 年 5 月 21 日

《鞍钢股份：最能代表钢铁业发展方向的企业》——公司深度报告——09 年 6 月 30 日

《钢铁行业：向青草更青处漫溯》——行业专题报告——09 年 7 月 30 日

《无缝管：景气提升有待外需的恢复和落后产能的淘汰》——行业专题报告——09 年 10 月 22 日

《本轮钢铁股的行情由供给缩减引起》——行业周报——09 年 11 月 29 日

《大纲企相对小钢企较佳的经营环境将能够持续》——行业周报——09 年 12 月 6 日

《2010 年钢铁业投资策略：向四个正常化方向回归》——行业专题报告——09 年 12 月 24 日

**研究员：王招华**

**电话：010—84183230**

**E-mail: wangzhaohua@guodu.com**

**联系人：周红军**

**电话：010—84183380**

**E-mail: zhouhongjun@guodu.com**

## 正文目录

<b>1、行业特点：需求倚重消费品、复苏期景气反弹猛</b>	<b>5</b>
(1) 成长性好于普钢，周期性强于普钢	5
(2) 集中度优于普钢，有效产能统计数据可信度差于普钢	8
(3) 200 系产量占比显著偏高，市场秩序有待进一步规范	9
(4) 出口依赖度高于普钢，进出口趋势与普钢基本一致	12
(5) 终端需求更依赖消费品，且总量对价格敏感度并不高	13
(6) 原材料对外依赖度高，利润对镍价和钢镍库存敏感	16
<b>2、发展趋势：2010 年上半年行业景气有望继续好于普钢</b>	<b>17</b>
(1) 宏观经济 2010 年前高后低，消费、出口驱动力量增强	17
(2) 行业需求 2010 年上半年仍然高景气	18
(3) 价格上行空间超过普钢，盈利能力底部回升	20
(4) 横纵向整合、技术进步、全球化将成为中长期发展趋势	20
<b>3、给予行业“推荐 A”、太钢不锈“推荐 A”评级</b>	<b>23</b>
(1) 给予不锈钢行业“推荐 A”的投资评级	23
(2) 2010 年上半年重点推荐太钢不锈	23
(3) 风险提示	24

## 图 目 录

图 1: 09 年 1-9 月中国粗钢产量占全球的比重达 49%-----	5
图 2: 09 年 1-9 月中国不锈钢粗钢产量占全球的比重达 37% .....	5
图 3: 中国不锈钢消费量占普钢的比例低于世界其他国-----	6
图 4: 中国不锈钢人均消费量低于世界除印度外平均水平 .....	6
图 5: 全球范围内不锈钢行业周期强于普钢-----	6
图 6: 中国不锈钢行业周期性远强于 GDP 周期.....	6
图 7: 中国不锈钢行业复苏同步于粗钢但力度更强-----	6
图 8: 中国不锈钢产量环比增速波动大于普钢.....	6
图 9: 09 年 Q1 全球不锈钢库存变动约占终端需求 11%-----	7
图 10: 09Q1 中国全部粗钢库存变动占终端需求 11% .....	7
图 11: 国内重点城市经销商钢材库存处于历史高位-----	7
图 12: 无锡市场不锈钢库存也处于历史高位.....	7
图 13: 09 年 Q2 美国不锈钢库存较前期高点低 68.90%-----	7
图 14: 09 年 Q3 美国普钢库存较前期高点低 65.11%-----	7
图 15: 2009 年中国不锈钢业在全球一枝独秀-----	9
图 16: 2009 年 6 月中国不锈钢粗钢产能利用率年内最高 .....	9
图 17: 中国 200 系不锈钢产量占比高于世界平均水平-----	11
图 18: 佛山 202 系不锈钢含税价低于 304 不锈钢价 .....	11
图 19: 2008 年普钢净出口但不锈钢净进口-----	13
图 20: 板材是不锈钢材出口的主力军.....	13
图 21: 金融危机后不锈钢进出口走势与普钢一致-----	13
图 22: 金融危机后中国出口到欧美的不锈钢数量锐减 .....	13
图 23: 2008 年全球不锈钢终端消费领域分布 .....	13
图 24: 镍价对全球不锈钢需求的影响分析 .....	15
图 25: 镍成本占 202 冷轧不锈钢价的 25%-60%-----	16
图 26: 镍成本占 304 冷轧不锈钢价的 50%-90% .....	16
图 27: 中国镍资源自给率逐年降低至 20%-----	17
图 28: 不锈钢行业同时对镍行业也有重要影响.....	16
图 29: 全球经济 2010 年均有所反弹-----	18
图 30: 摩根斯坦利认为 2010 年宏观经济增速前高后低.....	18
图 31: 中国不锈钢表观消费量与相关指标叠加图-----	19
图 32: 2010 年中国不锈钢板坯产能预计增 14% .....	18

图 33: 2010 年全球不锈钢板坯产能预计增 7.28%-----	19
图 34: 近期 SMR 调高对 2010 年不锈钢终端消费增速预测 .....	19
图 35: 中日不锈钢工业发展趋势比较-----	20
图 36: 2009-2014 年全球不锈钢细分领域消费预测 .....	19
图 37: 全球不锈钢和普钢价格比值处于近 10 年低点-----	20
图 38: 中国不锈钢和普钢价格比值也处于近 5 年来低点 .....	20
图 39: 太钢不锈钢业务毛利率处于近 5 年来低点-----	21
图 40: 推算的原材料库存为两周的不锈钢企业利润走势 .....	20
图 41: 欧洲不锈钢企业历史以及潜在的整合路径.....	21
图 42: 太钢不锈钢相对于全部 A 股的 PB 估值-----	24
图 43: 宝钢股份相对于全部 A 股的 PB 估值 .....	24

## 表 目 录

表 1: 近 17 年来全球不锈钢产量年均增速远高于金属产品平均水平 .....	5
表 2: 2008 年全国不锈钢行业集中度远高于普钢.....	8
表 3: 2009 年底全国不锈钢粗钢产能预计超过 1600 万吨左右 .....	9
表 4: 但中国不锈钢行业集中度低于世界同行.....	10
表 5: 主要不锈钢品种的化学成本和各种性质 .....	10
表 6: 主要不锈钢品种的化学元素含量及特性（质量分数，%） .....	10
表 7: 主要不锈钢品种的应用领域.....	11
表 8: 2008 年中国不锈钢粗钢产量中 200 系占比显著高于世界平均水平 .....	11
表 9: 2008 年不锈钢的出口依赖度显著高于全部钢铁业平均水平 .....	12
表 10: 2008 年全球及各国不锈钢消费细分领域分布 .....	15
表 11: 2002-2009 年上半年 LME3 月镍价及全球对应的 300 系不锈钢产量占比 .....	15
表 12: 2009 年第三季度中国高碳铬铁和镍净进口量均占消费量的 30% 左右 .....	16
表 13: 不锈钢流通领域的附加值分布 .....	17
表 14: 主流机构均看多 2010 年中国经济且认为消费增长加速投资增长小幅减速 .....	17
表 15: 2008 年全国不锈钢钢材产量超过 15 万吨的企业坯材产量 .....	21
表 16: 未来部分 400 系和双相不锈钢可能替代 300 及 200 系不锈钢.....	22
表 17: 世界领先的不锈钢企业已经加大了 200 及 300 替代品种的开发力度 .....	22
表 18: 400 系和双向不锈钢的市场份额在未来将显著提升 .....	22
表 19: 全球（除中国外）主要的不锈钢企业生产均实现全球化或区域化 .....	22
表 20: 2009 年上半年中国生产不锈钢的上市公司收入和毛利情况 .....	23
表 21: 重点公司盈利预测和评级（股价取 2009 年 12 月 24 日） .....	23

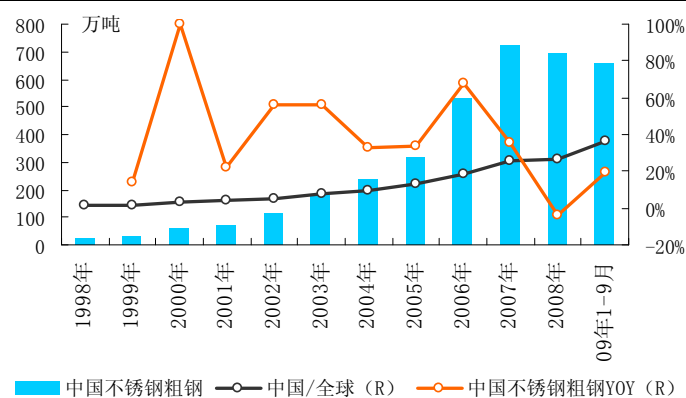
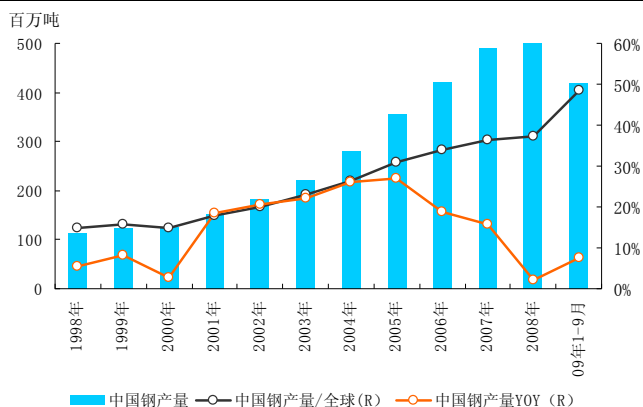
## 1、行业特点：需求倚重消费品、复苏期景气反弹猛

### （1）成长性好于普钢，周期性强于普钢

步入新世纪以来，中国钢铁业发展速度显著加快，在全球的重要性与日俱增。2004-2008 年期间，中国粗钢产量年复合增长率为 17.56%，高出同期全球粗钢产量增速 10.87 个百分点，中国粗钢产量占全球的比重由 2003 年的 22.92% 跃升至 2008 年的 37.18%。

在钢铁业大发展的背景下，中国不锈钢业也快速成长。2004-2008 年期间年复合增长率为 31.33%，是全国粗钢产量增速的 1.78 倍；中国不锈钢粗钢产量占全球的比重由 2003 年的 7.78% 提升至 2008 年的 26.79%。

图 1: 09 年 1-9 月中国粗钢产量占全球的比重达 49% 图 2: 09 年 1-9 月中国不锈钢粗钢产量占全球的比重达 37%



资料来源：WSD、WSA、国都证券研究所

资料来源：CSSC、ISSF、国都证券研究所

就全球范围内的各金属品种产量而言，不锈钢的成长也是非常迅速的：1990-2007 年期间，全球不锈钢产量年均增长 5.1%，是碳钢增速的 1.54 倍。

表 1：近 17 年来全球不锈钢产量年均增速远高于金属产品平均水平

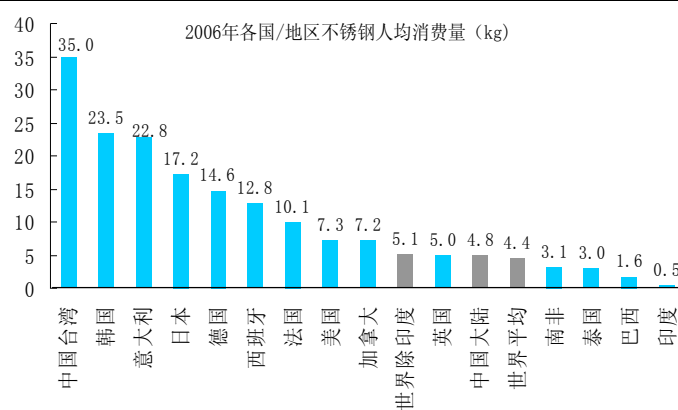
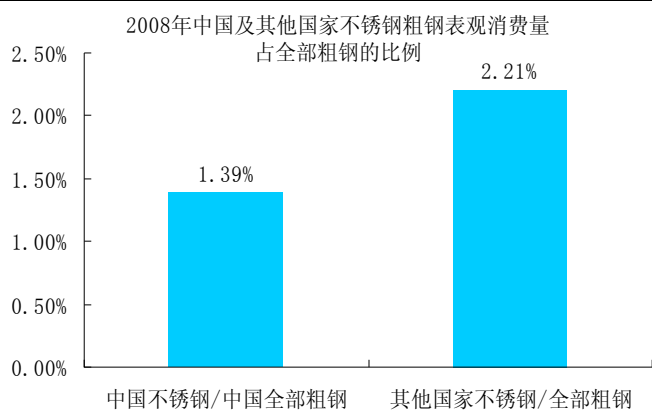
(1990-2007)	工业生产指数 (IP)	铝	铜	不锈钢	碳钢
平均增长率	3.10%	2.70%	3.20%	5.10%	3.30%

资料来源：CSSC、ISSF、POSRI、国都证券研究所

2008 年中国不锈钢粗钢表观消费量占全部粗钢表观消费量的比重为 1.39%，而世界其他国家这一比值为 2.21%；2008 年中国不锈钢人均表观消费量为 4.8 千克，略高于 2006 年的世界平均水平，但低于 2006 年世界除印度外的平均水平，再考虑到同样作为儒家文化圈、文化传统相近的日本、台湾、新加坡、韩国等国家和地区不锈钢人均消费量均超过 17 千克，可以认为，中国不锈钢行业成长空间仍然较大，在未来 20 年仍会继续好于普钢。



图 3: 中国不锈钢消费量占普钢的比例低于世界其他国家 图 4: 中国不锈钢人均消费量低于世界除印度外平均水平



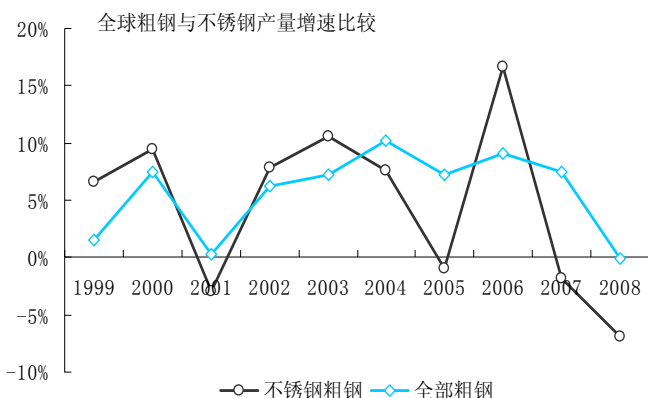
注：不锈钢的数据以不锈钢粗钢计；不锈钢人均消费量数据中除中国的数据为2008年以外，其他的均为2006年。

资料来源：WSA、ISSF、CSSC、国都证券研究所

资料来源：宝钢技术、CSSC、国都证券研究所

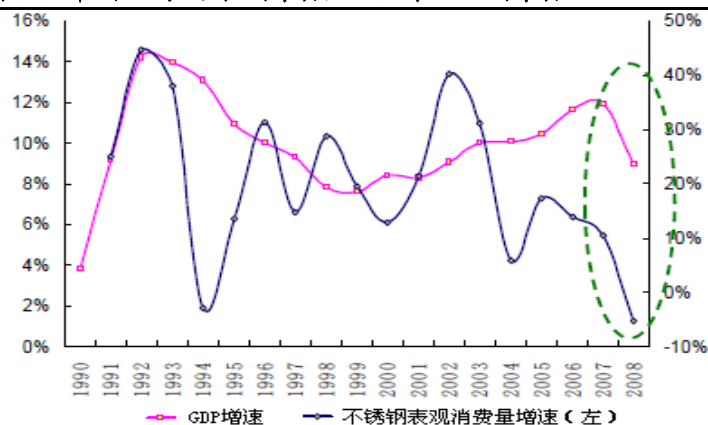
在2001-2004年、2005-2007年全球经济两轮从低谷到繁荣的期间，不锈钢和普钢复苏的时点基本相同，但景气反弹的力度更大，见顶的时间均早于普钢，最新一轮的中国经济触底回升中也存在这种现象（2009年1-9月全国不锈钢表观消费量同比增长45.75%，高出全部钢铁业表观消费量增速25.26个百分点）。因此从这个角度而言，可以认为不锈钢行业对普钢有一定的预警作用，也说明了不锈钢行业的周期性强于普钢。

图 5: 全球范围内不锈钢行业周期强于普钢



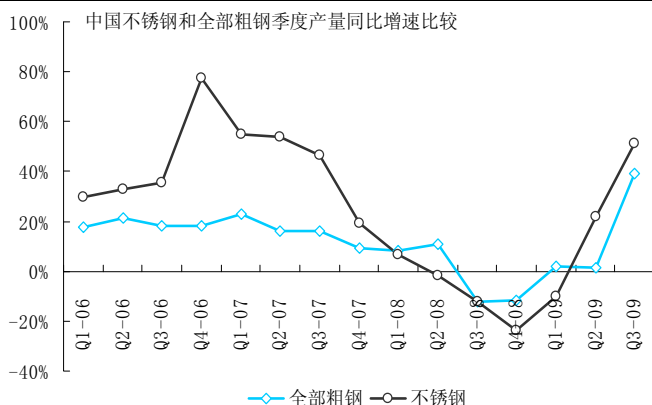
资料来源：WSD、WSA、ISSF、国都证券研究所

图 6: 中国不锈钢行业周期性远强于 GDP 周期



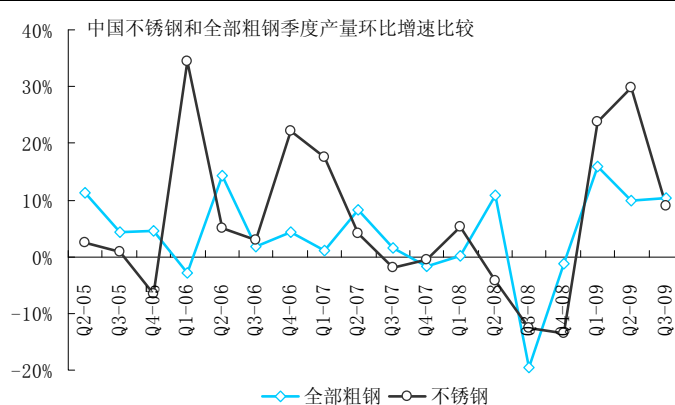
资料来源：ATK、国都证券研究所

图 7: 中国不锈钢行业复苏同步于粗钢但力度更强



资料来源：WSA、ISSF、WSD、国都证券研究所

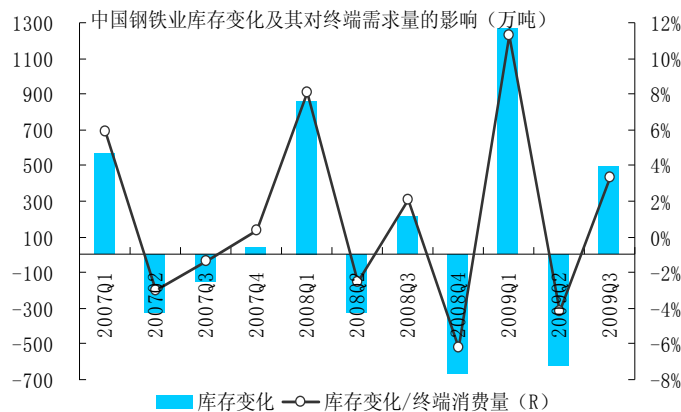
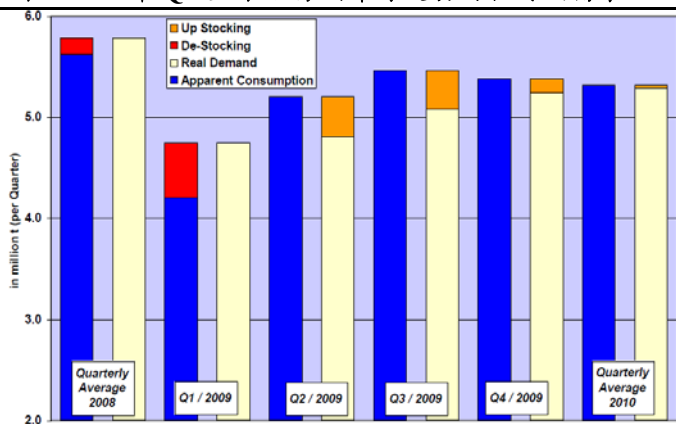
图 8: 中国不锈钢产量环比增速波动大于普钢



资料来源：WSA、ISSF、WSD、国都证券研究所

对于不锈钢周期性相对普钢较强的原因，我们认为主要与其下游更集中于高档商品（有研究认为不锈钢的需求弹性类似于高档化妆品）、需求弹性更大有关，而与库存关系似乎并不大（由于数据的可获得性，我们仅对比了中、美的不锈钢、普钢库存；2008年美国不锈钢、普钢产量占全球的比重分别为7.01%和7.42%）。

图 9：09 年 Q1 全球不锈钢库存变动约占终端需求 11% 图 10：09Q1 中国全部粗钢库存变动占终端需求 11%



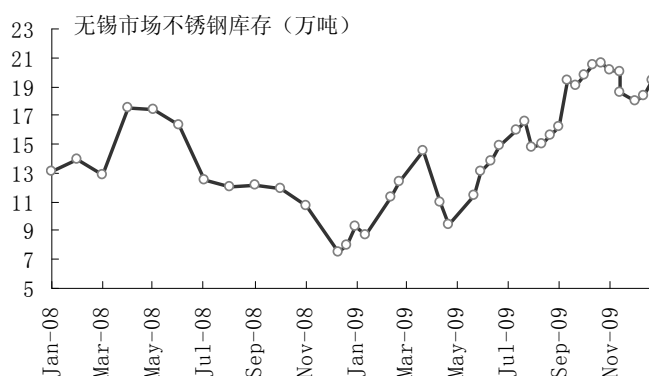
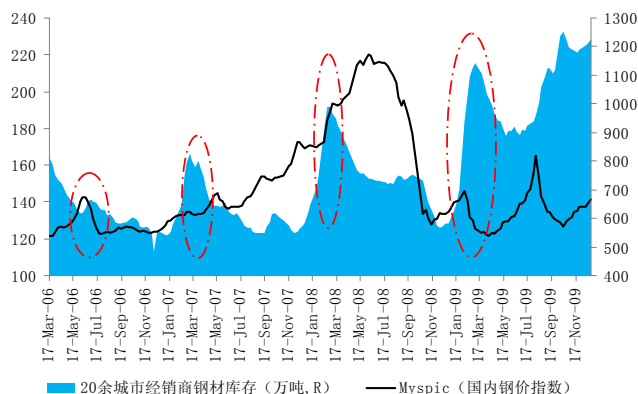
注：我们推算的粗钢终端需求=表观消费量-全国钢厂及经销商库存变化；库存包括钢厂库存、经销商库存、终端用户库存、在途库存，由于后两者数据较难获得，我们用前两者库存的变动代替整个钢铁业

资料来源：SMR、Outokumpo、国都证券研究所

资料来源：中联钢、Mysteel、国家统计局、国都证券研究所

图 11：国内重点城市经销商钢材库存处于历史高位

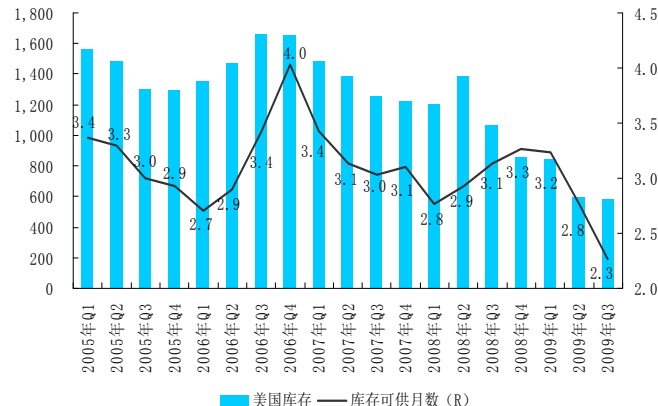
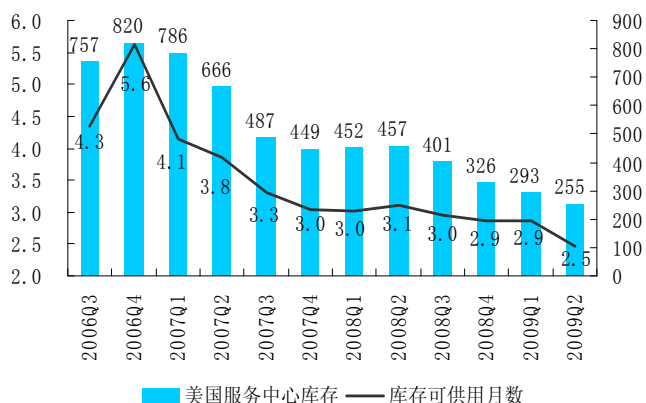
图 12：无锡市场不锈钢库存也处于历史高位



资料来源：Mysteel、国都证券研究所

资料来源：51 不锈钢、国都证券研究所

图 13：09 年 Q2 美国不锈钢库存较前期高点低 68.90% 图 14：09 年 Q3 美国普钢库存较前期高点低 65.11%



资料来源：CRU、国都证券研究所

资料来源：Mysteel、AISI、国都证券研究所

## (2) 集中度优于普钢，有效产能统计数据可信度差于普钢

和普碳钢行业不同，国家统计局并不公布全国不锈钢的粗钢和钢材的产量，世界不锈钢论坛（ISSF）并不及时公布全球不锈钢的月度粗钢产量，因此不锈钢粗钢和钢材产量缺乏权威的全国产量数据，也缺乏权威的全国不锈钢粗钢产能和及时的月度产量数据。

目前全国不锈钢粗钢产量统计数据的来源有两处：中国特钢协会不锈钢分会（CSSC）和中国金属材料流通协会不锈钢分会（CSSM）。对于 2008 年中国不锈钢粗钢产量前者统计为 694 万吨，后者统计为 960 万吨，我们认为 CSSC 的统计口径较为严谨，总量可能偏小，而 CSSM 统计的总量可能偏大。由于不锈钢行业领域内的全球性协会组织世界不锈钢论坛（ISSF）以及主流研究机构 CRU、麦格理等在计算中国的不锈钢产量数据时以 CSSC 为准，因此在本报告中如无特殊指出，全国不锈钢的产量数据均来源于 CSSC。

2008 年中国不锈钢粗钢产量为 694 万吨，不锈钢成品材中，板材占 77.79%、管材占 7.59%、棒线型材占 13.08%。

2008 年全国不锈钢行业集中度 CR5 达到 70%，远好于普钢行业，使得从理论上来说，不锈钢行业能够相对有效地通过控制产量应对行业景气波动。对于不锈钢行业集中度较高的原因，我们认为一方面是不锈钢行业的技术、经营壁垒相对较高，另一方面是不锈钢单位物流费用少，约为碳钢的 1/3，使得长距离交易成为可能。

表 2：2008 年全国不锈钢行业集中度远高于普钢

企业排名	不锈钢粗钢	产量（万吨）	全部粗钢	产量（万吨）
1	太钢不锈	169	宝钢集团	3544
2	宝钢股份	109	河钢集团	3328
3	联众不锈	76	武汉钢铁	2773
4	吴航不锈	73.8	鞍本集团	2344
5	青山控股	63.7	沙钢集团	2331
	全国产量	694	全国产量	50049
	CR5	70.82%	CR5	28.61%

注：如以 CSSM 统计的全国不锈钢粗钢产量 960 万吨统计数据计算，2008 年全国不锈钢 CR5 为 51.20%；联众的实际控制人是全球主要的不锈钢生产企业台湾烨联钢铁公司。

资料来源：CSSC、CSSM、国家统计局、Mysteel、中国联合钢铁网、国都证券研究所

据 CSSC 秘书长李成提供的数据，2008 年全国不锈钢粗钢产能为 1300 万吨（太钢集团政策研究室主任郝培钢认为在 1300-1400 万吨，部分主流网站认为 2009 年底将达到 1500-1800 万吨），以 CSSC 的数据为基准计算，2008 年全年不锈钢粗钢产能利用率仅为 53.34%，2009 年 6 月至 71.61%，为 2009 年以来最高水平（按月度日产能利用率计算）。

简单看起来中国不锈钢供给过剩程度非常严重。据我们了解，静态来看，中国不锈钢行业过剩是不争的事实，但过剩程度并没有统计数据显示的严重，一方面是 CSSC 的产量统计数据与实际相比可能偏小（CSSM 统计的 2008 年不锈钢



粗钢产量较 CSSC 高 38.33%)；另一方面诸多民营企业基于长远规划等原因，上报的产能并非已建成的产能，而由于技术（不锈钢生产难度大于普钢）、用电政策、原料短缺等，建成产能也并非有效产能；此外即便大钢厂，受设备调试等原因其产能也是逐步释放的（譬如太钢 2006 年 9 月便建成了 300 万吨的不锈钢产能，但 2012 年才有可能完全达产），从这个角度而言，统计新增产能的变化对分析不锈钢行业供求格局的意义不如分析普钢行业的意义大。

图 15：2009 年中国不锈钢业在全球一枝独秀

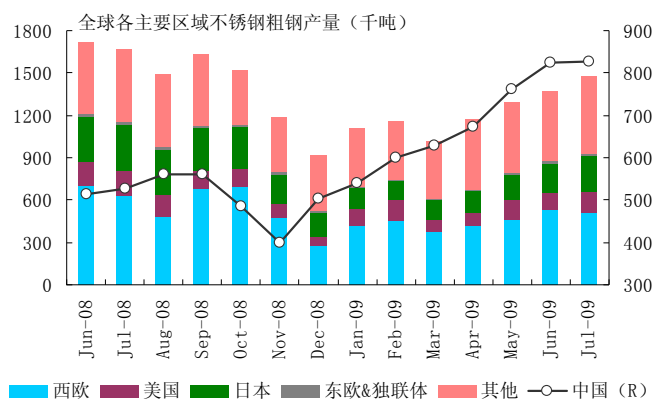
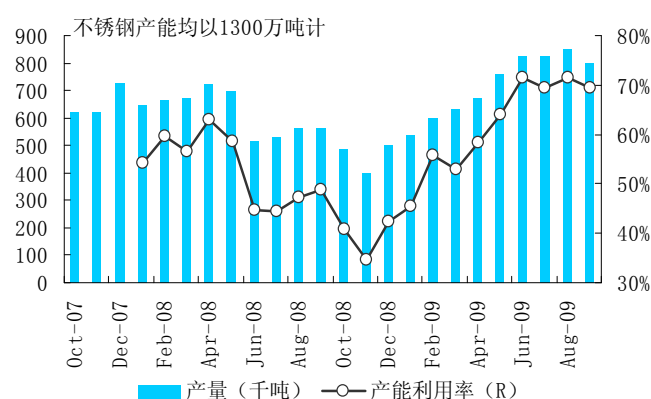


图 16：2009 年 6 月中国不锈钢粗钢产能利用率年内最高



注：月度产量数据来自 CRU、麦格理；图中中国的 08 年以后的产能均以 1300 万吨计

资料来源：CRU、国都证券研究所

资料来源：CRU、麦格理、CSSC、国都证券研究所

表 3：2009 年底全国不锈钢粗钢产能预计超过 1600 万吨左右

企业	产能	企业	产能	企业	产能
山西太钢	300	友谊特钢	30	溧阳新光实业	15
宝钢	200	台州三门亚达	30	安徽浙泰	15
浙江青山	100	合肥应流	30	东北特钢	15
福建吴航	90	内蒙华业	30	温州华迪	12
张家港浦项	80	河南金汇（金革）	30	山东千元	12
广州联众	80	四川西南	30	上海其昌	10
福建福欣	73	山西环海	20	浙江天地	10
甘肃酒钢	60	温州瑞田	20	苏中特钢	10
唐钢不锈钢	60	湖州久立	20	里能特钢	10
无锡兆顺	50	江苏宝丰	20	锦州凌海	10
烟台金澄	50	山东泉信	18	沈阳邦德	10
宁波华光	30	青岛培明	16	合计	1596

注：上述唐钢不锈钢的 60 万吨也可用来轧普钢；2010 年底广州联众新增不锈钢粗钢产能 80-120 万吨。

资料来源：中华商务网、国都证券研究所

### （3）200 系产量占比显著偏高，市场秩序有待进一步规范

尽管相对于本国钢铁业而言，中国不锈钢的产业集中度较高，但相对于全球同行而言，中国不锈钢业产业集中度则显得偏低，这从一个角度说明行业秩序尚有进一步规范的空间。

表 4：但中国不锈钢行业集中度低于世界同行

2007 年	韩国	欧盟	台湾	美国	日本	中国
集中度	88%	86%	62%	60%	46%	42%

注：韩国为 1 家、欧洲 4 家、台湾 1 家、美国 2 家、日本 2 家、中国 2 家

资料来源：太钢集团董事长李晓波 2008 年报告、国都证券研究所

深入行业内部观察则更能看出市场秩序进一步规范的必要性。

我们首先来看不锈钢的定义和分类。冶金学和材料科学领域将含铬量为 10.5% 以上的铁基合金称为不锈钢，其最基本的特性是在大气条件下的耐锈性和在各种液体介质中有耐蚀性。

不锈钢的分类方法很多，按主要化学成份可分为铬系不锈钢（俗称 400 系）、铬镍不锈钢&铬镍钼不锈钢（俗称 300 系）、铬锰氮不锈钢（俗称 200 系）；按金相组织可分为铁素体不锈钢、马氏体不锈钢、奥氏体不锈钢、双相不锈钢（在其固溶组织中铁素体相与奥氏体相约各占一半，一般量少相的含量也需要达到 30%。在含 C 较低的情况下，Cr 含量在 18%~28%，Ni 含量在 3%~10%）、沉淀硬化不锈钢。

表 5：主要不锈钢品种的化学成本和各种性质

俗称	化学成分	金相组织	磁性	强度	耐蚀性	加工性
200 系	铬锰系	奥氏体	无	高	一般	较好
300 系	铬镍系	奥氏体	无	较高	好	好
400 系	铬系	铁素体/ 马氏体	有	中/高	良	一般

资料来源：富宝金属、太钢不锈钢政策研究室主任郝培钢报告、国都证券研究所

300 系不锈钢含镍量最高，达到 8%-10%，代表品种 304 主要应用于医药、机械、餐具等领域；400 系不锈钢含镍量最低，含镍量不超过 0.60%，代表品种 430 主要应用于耐热器具、家电产品等；200 系不锈钢含镍量为 3.5%-5.5%（也有部分国家如印度京德勒含镍量仅为 1.5%），代表品种 201 主要应用于照明设备等干燥环境下。

表 6：主要不锈钢品种的化学元素含量及特性（质量分数，%）

	200 系	300 系	400 系
锰	5.5%-12%	最高 2%	最高 1%
镍	1%-6%	6%-22%	最高 0.75%
铬	10.5%-20%	15%-25%	最高 10.5%
铜	1.5%-2.5%	NA	NA
铁	剩余	剩余	剩余
特性	锰蒸气对人体危害很大，不利于环保；性能比 300 系差，但有价格优势，且不易和 300 系区分，回收再利用困难	具有抗氧化性、耐腐蚀性、耐高温性等性能（无磁性，使用温度 -196℃-800℃），在不锈钢中用途最为广泛	具有 300 系的成型性、经济性、耐蚀性、抗氧化性等性能，且价格上有优势，但对于技术研发要求很高

注：按中国标准分类，201 系的 Ni 含量在 3.5%-5.5%，Cr 含量在 16%-18%；304 系的 Ni 含量在 8%-10%，Cr 含量在 18%-20%；430 系的 Ni 含量小于 0.6%，Cr 含量在 16%-18%

资料来源：Jindal Stainless、富宝金属、国都证券研究所

表 7：主要不锈钢品种的应用领域

	200 系	300 系	400 系
食品器具、家用品、厨房设备	✓	✓	
管材 (Tubes&Pipes)	✓	✓	
建筑装饰	✓	✓	
汽车/铁路/交通	✓	✓	✓
油气领域		✓	✓
核设备		✓	
制药、乳制品领域		✓	
铸币			✓
电厂		✓	
耐用消费品			✓
刀片、刀刃			✓

资料来源：Jindal Stainless、国都证券研究所

近些年来，中国不锈钢粗钢产量中，200 系占比显著偏高。2008 年该类钢所占比达到 22.64%，而全球除中国外 200 系的产量占比仅为 7.3%。

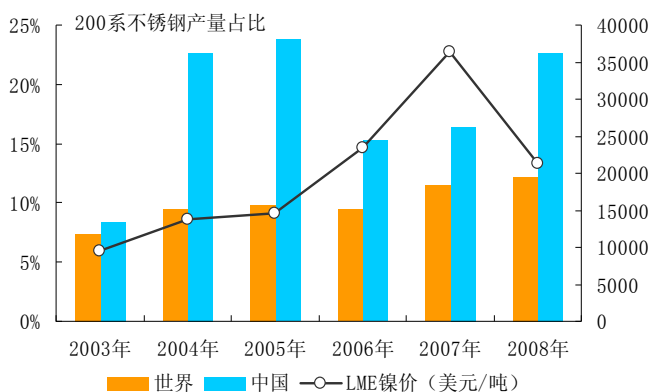
表 8：2008 年中国不锈钢粗钢产量中 200 系占比显著高于世界平均水平

2008 年	中国	欧洲+非洲	美洲	亚洲	全球
产量 (万吨)	694	861	232	1501	2593
占全球比重	26.78%	33.19%	8.93%	57.89%	100%
全球各国不锈钢粗钢分品种分布					
CrMn (200 系)	26.82%	0.90%	6.70%	17.90%	11.40%
CrNi (300 系)	50.53%	77.70%	58.80%	51.30%	60.50%
Cr (400 系)	22.64%	21.40%	34.60%	30.80%	28.10%

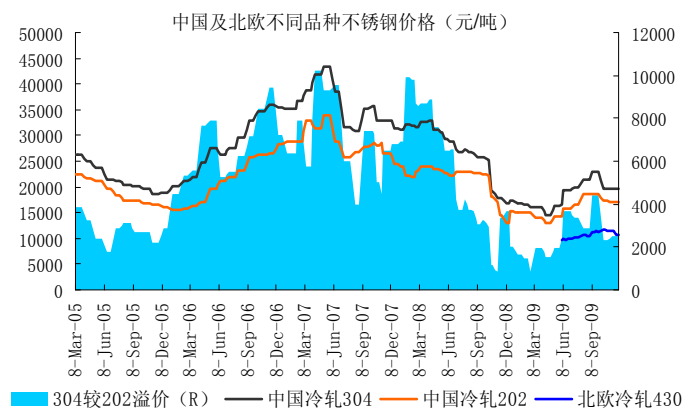
注：上述统计中，200、300、400 以外的不锈钢未包括在内，该部分量较少，占整个不锈钢粗钢产量的比重估计不会超过 3%

资料来源：CSSC、ISSF、国都证券研究所

图 17：中国 200 系不锈钢产量占比高于世界平均水平 图 18：佛山 202 系不锈钢含税价低于 304 不锈钢价



资料来源：CSSC、ISSF、国都证券研究所



资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

全球 200 系不锈钢的生产主要在中国和印度，目前印度呈下降趋势，中国却变得“一枝独秀”，究其原因，我们认为主要有如下几个方面的原因：（1）200 系价格比 300 系便宜，在诸多对产品质量要求不严格的领域，消费者更倾向于购买 200 系；（2）在价格相差不大的情况下，生产 200 系的利润更为丰厚，厂家也更有动力生产；（3）国内市场上采购、设计、使用及产销不规范：在用户方，往往受限于不锈钢知识、信息的不足，设计使用标准的不明确或招标采购的不规

范，及贪图便宜；在产销方，是为了眼前利益，甚至以次充好，欺骗用户，据有关部门推算，目前国内不锈钢消费的 30% 为假冒伪劣产品。

有鉴于此，CSSC 多次呼吁“需要与下游用户行业、有关政府部门等一道，在宣传、推广不锈钢知识、沟通信息、促进设计标准的修订和项目采购的规范，以及加强行业自律、提倡诚信道德、促进标准执行和监管等方面开展更多更有效的工作，以维护行业整体利益和长远发展；要尽力避免奶制品行业‘三聚氰氨’的悲剧在不锈钢行业重演；对于一些厂商以低价倾销等不正当竞争手段扰乱市场的问题，不锈钢行业除了协调自律外，也要善于利用法律手段来制止。相关利益方可以根据国家《反不正当竞争法》等相关法律法规的规定和要求，调查取证，并进一步采取行动”。

需要补充指出的是，目前国内大型不锈钢厂如太钢、宝钢等均不生产 200 系的不锈钢。

#### （4）出口依赖度高于普钢，进出口趋势与普钢基本一致

2008 年中国不锈钢钢材折成粗钢占产量的比重为 17.90%，高出整个钢铁行业平均水平 5.13 个百分点，不锈钢粗钢间接出口量（数据来自国际不锈钢论坛报告）占产量的比重也约为 18%，高出整个钢铁行业平均水平 8 个百分点，因此不锈钢的出口依赖度显著高于普碳钢。

表 9：2008 年不锈钢的出口依赖度显著高于全部钢铁业平均水平

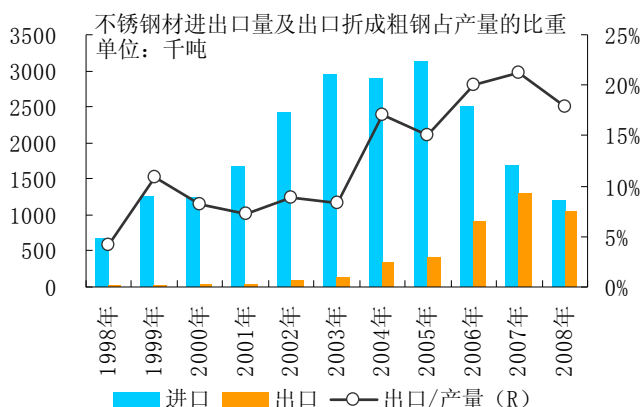
折成 粗钢	直接出口 (万吨)	占产量 的比重	间接出口 (万吨)	占产量 的比重	(直接+间接) /产量
全部钢铁	6391	12.77%	5008	10.07%	23%
不锈钢	106	17.90%	约 106	约 18%	约 36%

注：全部钢铁中钢材折成粗钢的系数取 0.945，不锈钢中钢材折成粗钢的系数取 0.85

资料来源：海关总署、国家发改委、CSSC、ISSF、国都证券研究所

不锈钢进口依赖度同样较高，2008 年中国进口不锈钢材 170 万吨，折成粗钢占产量的比重为 20.55%，亦即该年中国不锈钢行业净进口，而全部钢铁业则净出口粗钢 4766 万吨，占产量的比重达 9.57%。但需要补充的是，不锈钢进口的主要是高档高附加值产品、价格较高，2009 年 7 月中国不锈钢材的进口均价是出口均价的 2.08 倍。

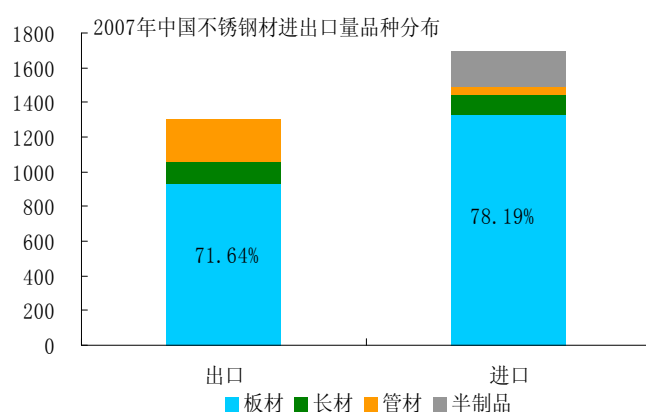
图 19: 2008 年普钢净出口但不锈钢净进口



注：不锈钢材进出口中包括半制品数量，折成粗钢系数取 0.85

资料来源：海关总署、安泰科、国都证券研究所

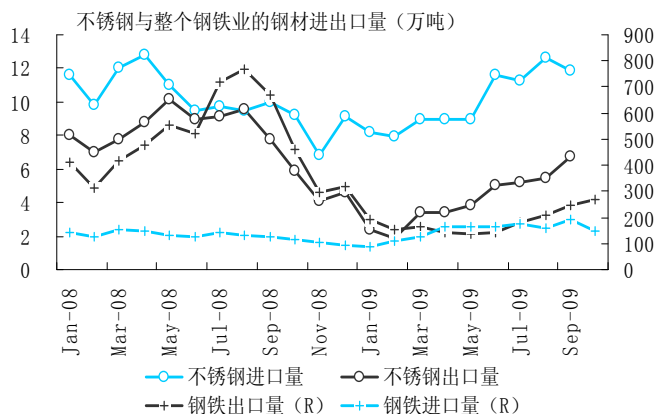
图 20: 板材是不锈钢材出口的主力军



资料来源：CSSC、国都证券研究所

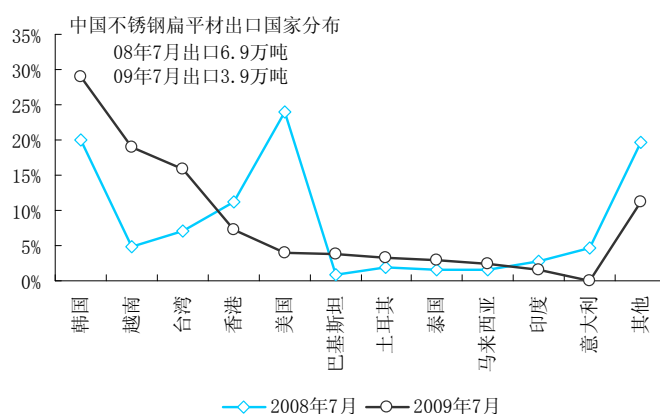
遭遇全球金融危机后，中国不锈钢材进口量仍然保持在高位，这与全部钢铁业的趋势一致，我们认为这一方面是因为国内仍有部分高端品种不得不依赖进口，另一方面是因为国际不锈钢价格跌幅更大，相对于国内的价格优势有所显现；中国不锈钢材出口量则缩水近 50%，其中出口到欧美地区的减少 90%，这与整个钢铁业的趋势也相同。

图 21: 金融危机后不锈钢进出口走势与普钢一致



资料来源：CSSC、ATK、国都证券研究所

图 22: 金融危机后中国出口到欧美的不锈钢数量锐减



资料来源：中华商务网、国都证券研究所

## (5) 终端需求更依赖消费品，且总量对价格敏感度并不高

就全球范围内来看，不锈钢的需求分布较为广泛，特定的行业变动对其需求总量影响较小。2008 年全球不锈钢粗钢消费量为 2310 万吨，其中建筑装饰业消费 17%、厨具白电业消费 34%、化工能源业消费 14%、制造业消费 20%、交运业消费 12%、其他行业消费 3%。

图 23: 2008 年全球不锈钢终端消费领域分布

终端需求领域	End Use Structure/Clusters	占比
建筑 (ABC)	Architectural Building and Construction	17%
街道设施	Street Furniture	3.08%
装饰管材	Ornamental Tube	3.00%



覆盖层/屋顶	Cladding /Roofing	2.55%
工业手控阀	Industrial HCV	1.61%
结构用管	Structural Tube	1.55%
其他建筑	Other AB+C	5.21%
<b>厨具白电业</b>	<b>Catering /Appliances</b>	<b>34%</b>
壶&锅	Pots&Pans	10.4%
餐饮设备	Catering Equipment	9.18%
消费电子	Consumer Electronics	4.79%
餐具刀具	Cutlery	3.15%
洗衣机	Washing Machines	1.92%
其他厨具	Other Catering & Appliances	4.59%
<b>制造业</b>	<b>Process&amp;Resources</b>	<b>20%</b>
食品加工	Food Processing	8.19%
紧固件, 螺栓, 螺母	Fasteners,Bolts, Nuts	2.36%
工业机械	Industrial Machinery	2.31%
法兰, 配件	Flanges,Fittings	1.81%
啤酒桶	Beer Kegs	0.90%
其他制造业	Other Process Resources	4.42%
<b>石化能源</b>	<b>Chemical /Petrochemical/Energy</b>	<b>14%</b>
CPI	CPI	6.43%
油气	Oil and Gas	4.81%
火电厂	Fossil Power	1.13%
制药	Pharmaceutical	0.67%
核电站	Nuclear Power	0.43%
其他化工能源	Other Chem.	0.52%
<b>交运业</b>	<b>Transportation</b>	<b>12%</b>
排气系统	Exhaust Systems	6.83%
移动式坦克	Transportable Tanks	1.09%
铁路	Railway	0.61%
造船	Shipbuilding	0.52%
自行车/摩托车	Bicycles /Motorcycles	0.36%
其他交运	Other Transportation	2.58%
<b>其他</b>	<b>Others</b>	<b>3%</b>

资料来源: SMR、Outokumpu、国都证券研究所

2008 年中国不锈钢粗钢消费量为 650 万吨, 占全球消费总量的 28.14%。中国不锈钢的需求领域分布中, 建筑装饰占 18.73%、厨具白电业占 44.73%、化工能源业占 12.44%、制造业占 16.35%、交运业占 6.82%、其他行业占 0.95%; 而 2008 年中国全部钢铁业需求领域分布中, 建筑地产占 54.42%、机械占 18%、汽车占 5.6%、船舶占 2.7%、家电占 2.3%、五金制品占 3.4%、金属包装占 1.2%、石油石化占 1.2%、电力占 1.1%、集装箱占 1.3%, 其他占 8.68%。可见相对于普钢而言, 不锈钢的需求更依赖消费。

此外, 中国不锈钢消费中厨具家电以及建筑装饰业占比显著高于欧美及日韩, 但与非洲国家有一定的相似性, 这充分表明目前国内不锈钢需求依赖消费驱动, 呈现低收入、产业结构低端等特征, 未来随着居民可支配收入的提升以及产业结构进一步升级, 制造业、交运业及化工能源业对不锈钢的需求将会显著加大。

表 10: 2008 年全球及各国不锈钢消费细分领域分布

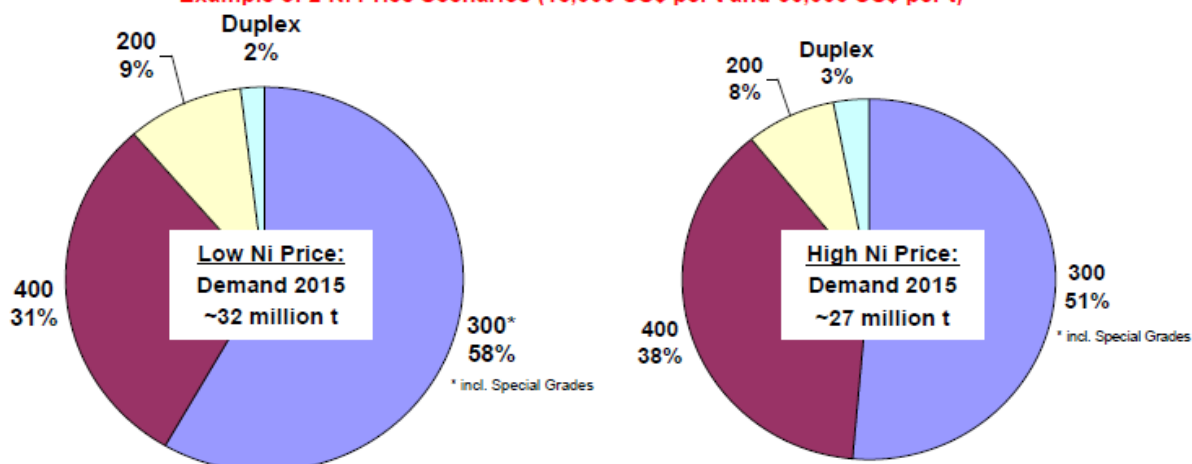
单位: 万吨	全球	中国	亚洲其他	美洲	欧洲	世界其他
消费量(万吨)	2310	650	460	290	640	270
占全球比重	100%	28.14%	19.91%	12.55%	27.71%	11.69%
各国不锈钢消费细分领域分布						
建筑装饰	17%	18.73%	17.93%	14.90%	18.41%	10.18%
厨具白电	34%	44.71%	25.61%	27.08%	27.00%	46.54%
化工能源	14%	12.44%	14.06%	17.84%	13.64%	14.37%
制造业	20%	16.35%	25.11%	14.34%	23.82%	17.11%
交运业	12%	6.82%	15.07%	22.94%	11.69%	8.21%
其他	3%	0.95%	2.23%	2.90%	5.43%	3.58%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: SMR、Outokumpu、国都证券研究所

镍价的走势对不锈钢价格有重要影响(平均占不锈钢成本的 50%左右),进而间接影响不锈钢的需求。但据 SMR 的分析,在 2015 年,镍价为 1.5 万美元/吨时对应的全球不锈钢需求总量为 3200 万吨,镍价为 3 万美元时对应的全球不锈钢需求总量为 2700 万吨,亦即如果镍价翻番,不锈钢需求仅萎缩 15.62%,可见不锈钢消费总量对镍价、不锈钢价的变化敏感度并不高。

图 24: 镍价对全球不锈钢需求的影响分析

Example of 2 Ni Price Scenarios (15,000 US\$ per t and 30,000 US\$ per t)



资料来源: SMR、Outokumpu、国都证券研究所

镍价对不锈钢消费总量的影响更主要体现在结构上。镍价的提升将会刺激节镍型不锈钢产量的释放,尤其是 400 系和双相不锈钢产量占比的提升。

表 11: 2002-2009 年上半年 LME3 月镍价及全球对应的 300 系不锈钢产量占比

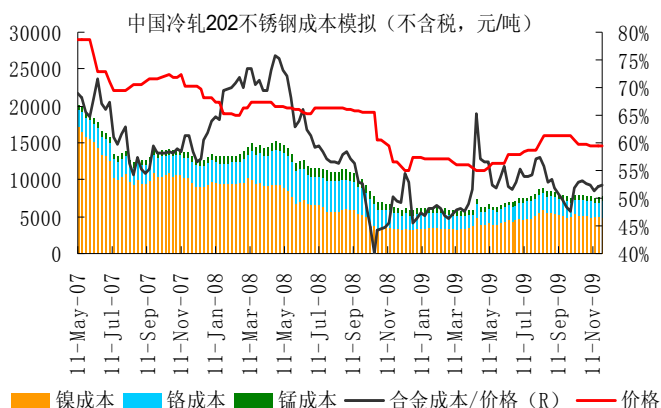
	不锈钢粗钢产量(万吨)		300 系不锈钢占比		LME 镍价 美元/吨
	中国	全球	中国	全球	
2003 年	178	2284	75.60%	70.80%	9,576
2004 年	236	2457	58.26%	63.10%	13,813
2005 年	316	2432	49.10%	63.10%	14,591
2006 年	530	2836	62.34%	65.50%	23,398
2007 年	721	2784	58.13%	57.50%	36,312
2008 年	694	2593	50.53%	57.20%	21,277
2009H1	407	1085	50.78%	62.10%	11,993

资料来源：ISSF、CSSC、Bloomberg、国都证券研究所

## (6) 原材料对外依赖度高，利润对镍价和钢镍库存敏感

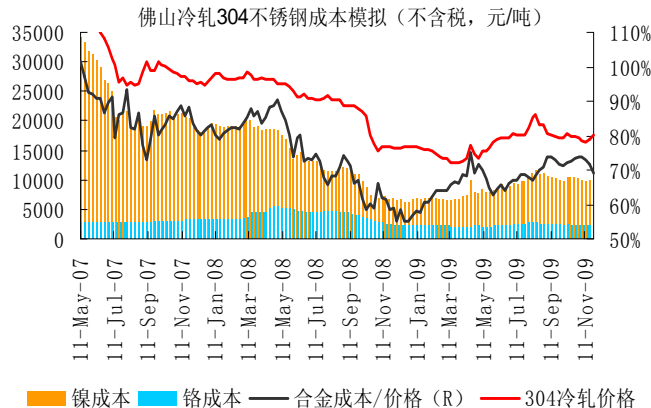
据安泰科 2009 年 11 月估算，主流不锈钢厂的制造成本中，含镍原材料（包括电解镍、镍铁、含镍生铁、废不锈钢）占 87.17%，铬铁占 3.71%，其他合金占 1.95%、人工制造费用占 1.40%、燃料及动力费用占 1.20%、辅助材料费用占 1.10%，可见镍价的走势以及备库量对不锈钢企业的利润影响非常重大。

图 25：镍成本占 202 冷轧不锈钢价的 25%-60%



资料来源：Bloomberg、Mysteel、国都证券研究所

图 26：镍成本占 304 冷轧不锈钢价的 50%-90%



资料来源：中联钢、Mysteel、国都证券研究所

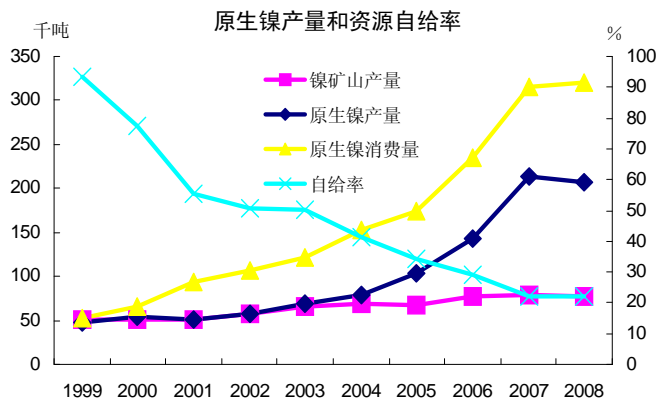
但中国是典型的“缺镍少铬”国家。2008 年中国镍矿产量占全球的比重为 5.27%，消费所需的 80% 以上镍资源和 95% 以上的铬矿依赖进口，30% 左右精镍和高碳铬铁也依赖进口；2008 年中国进口铬矿的 40% 来自南非，18% 来自土耳其；进口镍矿 43% 来自菲律宾，48% 来自印尼。

表 12：2009 年第三季度中国高碳铬铁和镍净进口量均占消费量的 30% 左右

中国净进口量/消费量	2007 年	2008 年	2009Q1	2009Q2	2009Q3
高碳铬铁	44.62%	26.35%	58.32%	57.18%	28.62%
精镍	32.35%	35.25%	27.91%	40.00%	30.91%

资料来源：CRU、ATK、国都证券研究所

图 27：中国镍资源自给率逐年降低至 20%



资料来源：ATK、国都证券研究所

图 28：不锈钢行业同时对镍行业也有重要影响

镍消费	中国	镍消费	世界
不锈钢	69%	不锈钢	66%
电镀	15%	电镀	8%
合金及机械铸造	8%	超级合金和有色合金	19%
电池	5%	电池和其他	7%
其他	3%		

资料来源：ATK、Brookhant、国都证券研究所

不锈钢流通行业方面，据韩国 POSRI 研究，中国 33% 的利润在储存领域，24% 的利润在销售领域。

表 13: 不锈钢流通领域的附加值分布

单位	Stocking	Decoiling	Slitting	Polishing	consignment	Total
美元/吨	储存	开卷	剪切	抛光	销售	合计
中 附加值	160	13	15	180	120	488
国 占比	33%	3%	3%	37%	24%	100%
欧 附加值	311	96	79	200	150	836
盟 占比	38%	12%	9%	24%	18%	100%

资料来源: POSRI@2008 年 11 月、国都证券研究所

## 2、发展趋势: 2010 年上半年景气有望继续好于普钢

### (1) 宏观经济 2010 年前高后低，消费、出口驱动力量增强

目前市场主流机构均预计 2010 年中国 GDP 加速增长，至 9%-10% 左右，其中消费对经济的驱动作用有所加强，投资的驱动作用有所下降，净出口对经济的贡献将转正或归零。这意味着中国经济在经历 2009 年的过度依赖投资后，2010 年经济将朝结构正常化的方向回归。

Morgan Stanley 认为，2010 年中国 GDP 增长 10%，其中消费贡献 4.8 个百分点，同比提升 0.6 个百分点；资本形成总额贡献 5.1 个百分点，环比降低 1.2 个百分点；净出口贡献 0 个百分点，环比提升 1.5 个百分点。

表 14: 主流机构均看多 2010 年中国经济且认为消费增长加速投资增长小幅减速

机构名称	GDP 及三要素	2008	2009E	2010E	2011E	预测时间
IMF	GDP 增速	9.0%	8.5%	9.0%	NA	2009 年 10 月
世界银行	GDP 增速	9.0%	8.4%	8.7%	NA	2009 年 11 月
	消费增速	8.2%	8.7%	8.8%	NA	
	固定资产形成增速	9.5%	17.6%	8.6%	NA	
	净出口对经济增长的贡献 (百分点)	0.8	-3.4	0.4	NA	
摩根斯坦利	GDP 增速	9.0%	9.0%	10.0%	8.5%	2009 年 11 月
	消费增速	8.3%	8.5%	9.8%	10.0%	
	资本形成总额 (GCF) 增速	9.8%	15.1%	12.2%	10.0%	
	净出口对经济增长的贡献 (百分点)	0.8	-1.5	0	-0.5	
高盛	GDP 增速	9.0%	8.7%	11.4%	10.0%	2009 年 12 月
	消费增速	8.3%	10.0%	9.5%	9.5%	
	固定资产投资增速	9.1%	17.5%	16.0%	10.5%	
	净出口对经济增长的贡献 (百分点)	0.8	-3.1	-0.2	0.6	
国都证券	GDP 增速	9.0%	8.4%	10.0%	NA	2009 年 12 月

资料来源: 公开资料、国都证券研究所

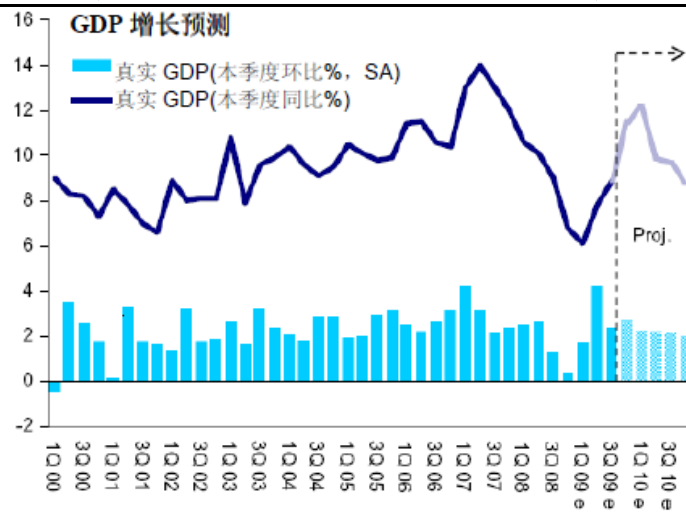
由于低基数效应，2010 年 Q1 应是全年 GDP 同比增速的最高点，之后增速逐季下降；环比增速方面，2010 年前三季度基本持平，预计 Q4 小幅回落。

图 29: 全球经济 2010 年均有所反弹

GDP 增速	2007	2008	2009E	2010E
世界	5.2%	3.0%	-1.1%	3.1%
发达经济体	2.7%	0.6%	-3.4%	1.3%
美国	2.1%	0.4%	-2.7%	1.5%
欧盟	2.7%	0.7%	-4.2%	0.3%
日本	2.3%	-0.7%	-5.4%	1.7%
韩国	5.1%	2.2%	-1.0%	3.6%
发展中国家	8.3%	6.0%	1.7%	5.1%
中国	13.0%	9.0%	8.5%	9.0%
俄罗斯	8.1%	5.6%	-7.5%	1.5%
印度	9.4%	7.3%	5.4%	6.4%
东盟 5 国	6.3%	4.8%	0.7%	4.0%
中东	6.2%	5.4%	2.0%	4.2%

资料来源: IMF、国都证券研究所

图 30: 摩根斯坦利认为 2010 年宏观经济增速前高后低



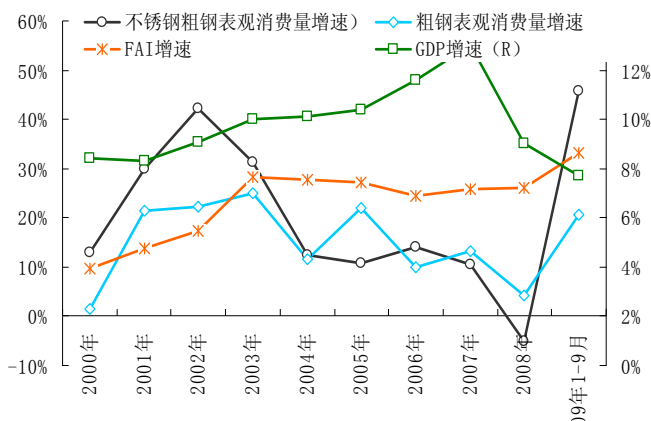
资料来源: Morgan Stanley、国都证券研究所

## (2) 行业需求 2010 年上半年仍然高景气

中国不锈钢粗钢表观消费量增速与 GDP 增速、FAI 增速之间并无显著的定量关系，但正如我们在第一部分第一节中指出，不锈钢和普钢可能存在一定的相关关系：“不锈钢和普钢复苏的时点基本相同，但景气反弹力度更大”。

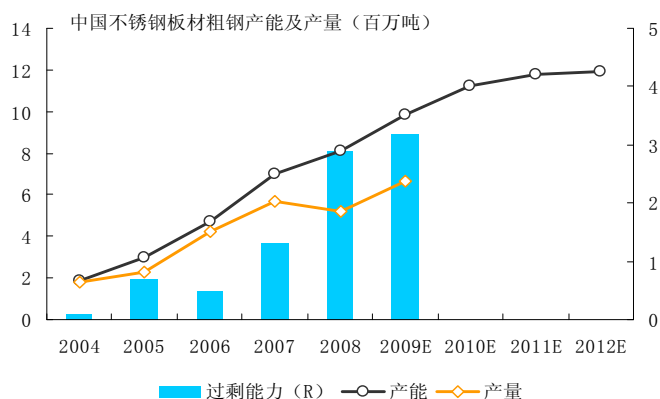
由于预计 2010 年尤其是第一季度经济仍将强劲增长，且消费及出口对经济增速的贡献将会增强，而且较普钢而言，不锈钢更依赖消费和出口，从这个角度而言，不锈钢的需求走势在 2010 年好于普钢；另据 CRU 统计，2010 年中国不锈钢板材对应的粗钢产能预计增加 13.94%，或 137 万吨，我们认为这主要是广州联众第二座高炉在 2009 年底 2010 年初投产，新增不锈钢粗钢产能 80-120 万吨，但一方面正如本报告的第一部分第二节中所指出的：由于技术等方面的原因，不锈钢企业头年新产能往往很难完全达产，另一方面据未经证实消息，广州联众该座高炉也可做生产普钢的高炉用，因此 2010 年实际新增有效产能并未数据显示般多。我们认为 2010 年上半年不锈钢行业仍然高景气。

图 31: 中国不锈钢表观消费量与相关指标叠加图



资料来源: CSSC、国家统计局、中联钢、国都证券研究所

图 32: 2010 年中国不锈钢板坯产能预计增 14%



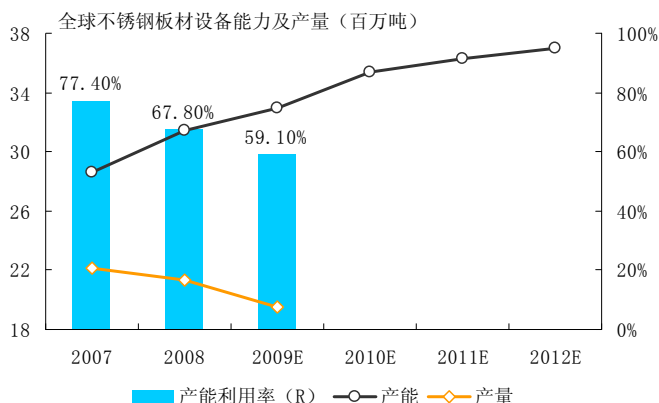
资料来源: CRU、POSRI、国都证券研究所



钢铁市场研究机构 SMR 近期将 2010 年中国及世界不锈钢终端需求增速均上调 1 个百分点，且认为 2010 年中国不锈钢终端需求增速较 2009 年增加 1 个百分点。

由于 2009 年前三季度中国不锈钢粗钢表观消费量增长 45.75%，我们认为，剔除库存变动影响，2009 年全年的终端需求增速应远高于 SMR 预测的 8%，预计 2010 年中国不锈钢真实需求较 2009 年有所下降，但仍会延续 2009 年高速增长的态势，其中上半年尤为显著。

图 33: 2010 年全球不锈钢板坯产能预计增 7.28%



资料来源: CRU、POSRI、国都证券研究所

图 34: 近期 SMR 调高对 2010 年不锈钢终端消费增速预测

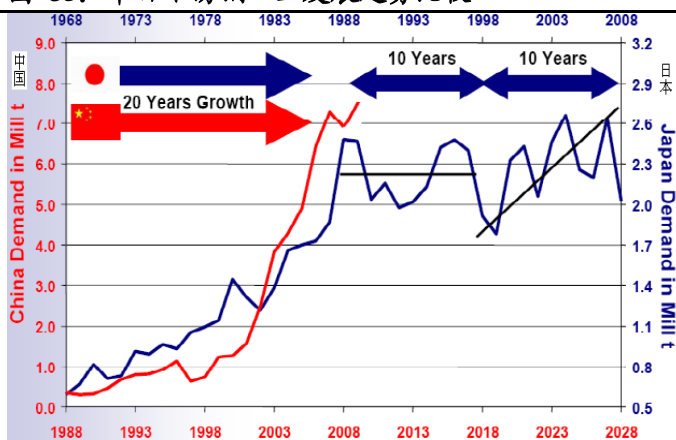
	中国	亚洲其他	美洲	欧洲	世界其他	全球
2009年9月17日预测						
2008年	-5%	-11%	-15%	-4%	-7%	-7%
2009年	5%	-18%	-27%	-26%	-12%	-14%
2010年	8%	7%	6%	3%	6%	6%
2009年12月2日预测						
2008年	-5%	-11%	-15%	-4%	-7%	-7%
2009年	6%	-18%	-25%	-24%	-6%	-12%
2010年	9%	8%	7%	3%	6%	7%

资料来源: SMR、Outokumpu、国都证券研究所

对于中国不锈钢市场的中长期发展趋势，全球不锈钢和镍研究机构 Heinz Pariser 从中日不锈钢行业发展轨迹对比的角度出发，认为中国在未来 10 年可能步入震荡盘整期，之后 10 年再震荡上行。我们不认同该结论，因为日本在 1973 年完成工业化，之后普钢需求进入盘整期，但不锈钢需求仍然高速发展，目前中国工业化尚未完成，因此中国的不锈钢行业和日本 10 年前的不锈钢行业可比意义不大。

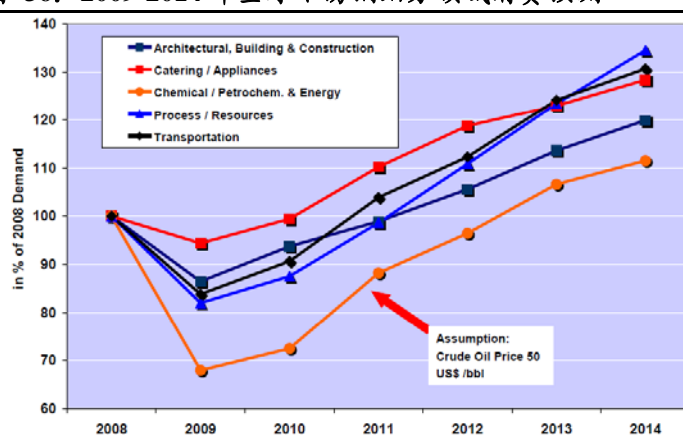
Outokumpu 今年 9 月援引 SMR 的预测则认为，未来 5 年内全球不锈钢需求仍将持续增长，其中增速最高峰在 2011 年。

图 35: 中日不锈钢工业发展趋势比较



资料来源: Heinz Pariser、ATK、国都证券研究所

图 36: 2009-2014 年全球不锈钢细分领域消费预测

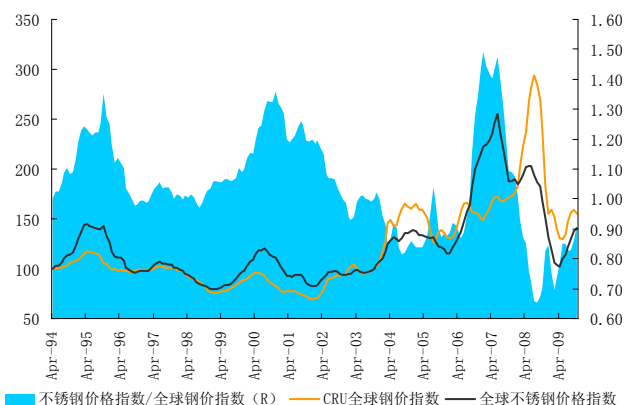


资料来源: SMR&Outokumpu@2009 年 9 月、国都证券研究所

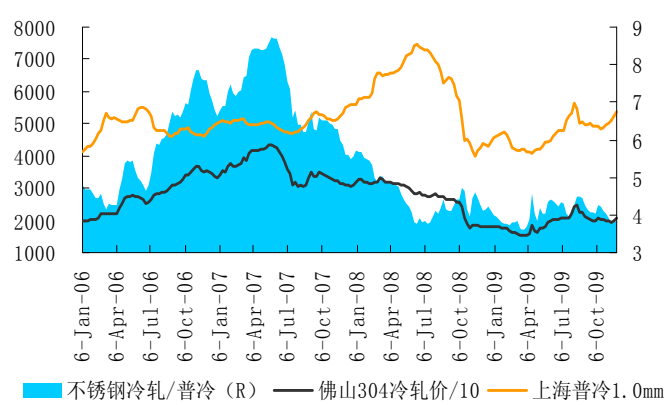
### (3) 价格上行空间超过普钢，盈利能力底部回升

尽管从短期来看，部分不锈钢厂家对后期价格仍不看好，继续加大减产力度，但我们认为，在需求的支撑下，不锈钢价震荡上行是可以期待的，目前中外不锈钢价与普钢的价格比值显著低于历史平均水平，我们判断这一比价关系在 2010 年上半年也将朝着正常的方向回归，这意味着不锈钢的价格上涨空间高于普钢。

图 37: 全球不锈钢和普钢价格比值处于近 10 年低点 图 38: 中国不锈钢和普钢价格比值也处于近 5 年来低点



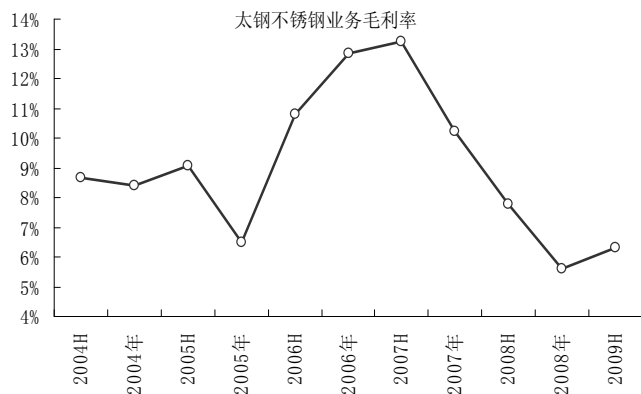
资料来源: CRU、国都证券研究所



资料来源: 中联钢、MySteel、国都证券研究所

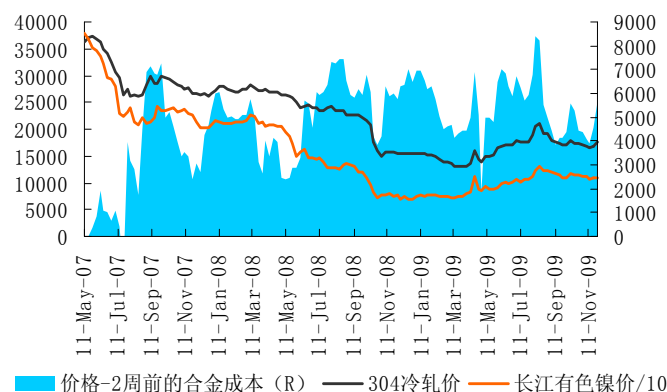
目前不锈钢价、镍价以及不锈钢行业的盈利水平均处于近 5 年来的低点，我们判断未来不锈钢价和镍价将震荡上行，而且不锈钢的供求格局好于镍，同时不锈钢还具备提价转移镍价上升带来的成本压力的能力，该行业的盈利水平提升是大概率事件。

图 39: 太钢不锈钢业务毛利率处于近 5 年来低点



资料来源: 公司报表、天相系统、国都证券研究所

图 40: 推算的原材料库存为两周的不锈钢企业利润走势



资料来源: 中联钢、Bloomberg、国都证券研究所

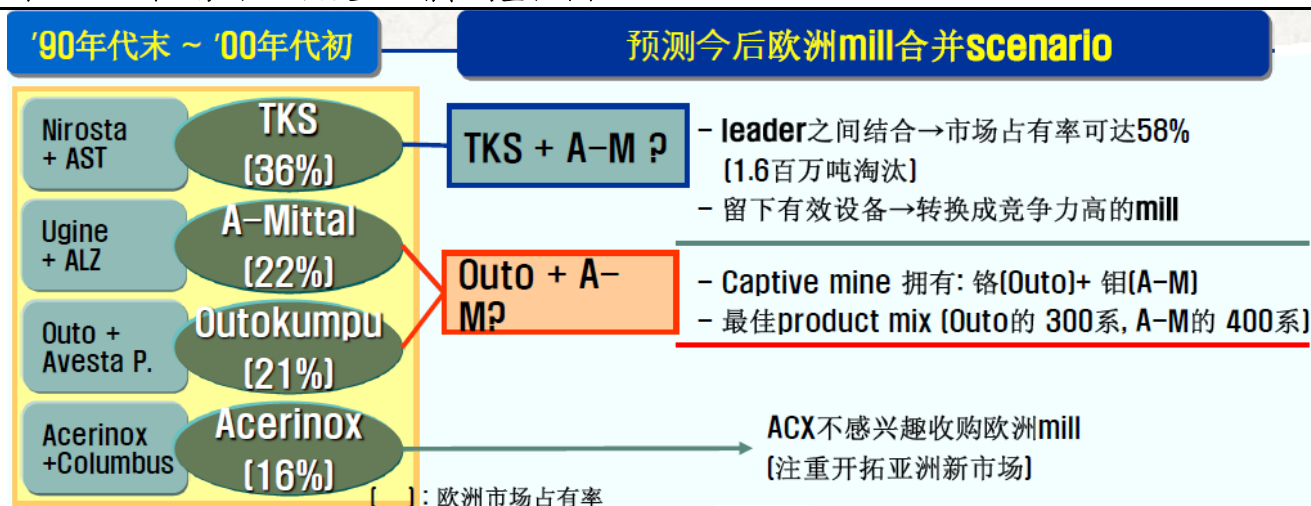
### (4) 横纵向整合、技术进步、全球化将成为中长期发展趋势

我们认为，中国不锈钢行业的中长期发展趋势将体现在如下几个方面：

(1) 镍和不锈钢的关系与铁矿石和普钢的关系有一定程度的类似，目前普钢企业“力争上游”，完善产业链结构，减少盈利波动，我们认为不锈钢企业控制上游的镍和铬也将是未来的发展趋势。

(2) 据 POSRI 判断, 欧洲不锈钢企业在未来可能继续重组, 以进一步提升产业集中度和全球市场竞争力, 在这样的大背景下, 产业集中度偏低的中国不锈钢行业重组也是大势所在, 我们判断年产 15 万吨以上的不锈钢企业之间兼并重组的可能性较大。

图 41: 欧洲不锈钢企业历史以及潜在的整合路径



资料来源: POSRI@2009 年 12 月、国都证券研究所

表 15: 2008 年全国不锈钢钢材产量超过 15 万吨的企业坯材产量

单位: 万吨	钢坯	钢材	热轧宽板带	热轧窄板带	冷轧宽板带	冷轧窄板带	棒材+线材
太钢不锈钢股份有限公司	169	169	127	0	110	0	7
宝山钢铁集团有限公司	109	109	NA	NA	NA	NA	NA
联众 (广州) 不锈钢有限公司	76	76	72	0	55	0	0
福建吴航不锈钢制品有限公司	74	74	21	40	0	0	8
青山控股集团有限公司	64	64	0	21	0	0	42
张家港浦项不锈钢有限公司	57	57	52	0	27	0	0
宁波宝新不锈钢有限公司	0	50	0	0	50	0	0
余姚市河姆渡不锈钢同业公会	39	48	0	20	0	8	0
酒泉钢铁集团有限公司	38	38	20	0	2	0	0
瑞田钢业有限公司	23	23	0	20	0	0	0
内蒙华业特钢股份有限公司	22	22	0	21	0	0	0
四川西南不锈钢有限公司	21	21	0	0	0	0	0
青岛浦项不锈钢有限公司	0	19	0	0	19	0	0
宁波华光不锈钢有限公司	17	17	0	15	0	0	0
东北特钢集团有限公司	15	15	0	0	0	0	11
上海白鹤华新丽华特殊钢公司	0	15	0	0	0	0	15
其他	237		28	82	37	77	72
全国总计	960		320	220	300	85	155

注: 上述不锈钢企业均不生产不锈钢无缝管、焊管、型材和其他不锈钢产品; 表中标注灰色的表示钢坯和钢材产量数据不一致

资料来源: CSSM、国都证券研究所

(3) 产业结构升级和技术进步是目前中国各行业的当务之急, 就不锈钢行业而言, 我们认为提升技术水平, 扩大 400 系以及双相不锈钢产品的生产及消费份额是中国不锈钢企业的发展趋势, 事实上, 目前全球领先的不锈钢企业在重点做这方面的投入。

表 16: 未来部分 400 系和双相不锈钢可能替代 300 及 200 系不锈钢

现存	未来替代品种
304	430、441、439
316L、321、347	Lean duplex、444、445
Super austenitic, 6%Mo, 904L、317L	Duplex/super duplex
Ni-alloy	Super duplex

注: 400 系和双相不锈钢替代 300 系不锈钢, 主要原因是前两者含镍量低, 有价格优势; 据第三届中国国际双相不锈钢大会介绍, 2205 双相不锈钢替代 316L/317L, 能节省材料和造价费 30%以上

资料来源: POSRI@2009 年 12 月、国都证券研究所

表 17: 世界领先的不锈钢企业已经加大了 200 及 300 替代品种的开发力度

主要企业	技术投入重点	具体品种
Outokumpu	集中开发 Duplex 钢种 (08 年占世界市场的 58%)	替代 316L, 904L, 6Mo 的 Lean duplex, Super duplex
TKS	开发替代 300 系的 Super ferritic	以 470-24Cr 替代 316, 用 460-21Cr 替代 304
NSSC	开发替代 300 系的 Super ferritic, 增强 Duplex 厚板能力	以 N190 代替 316, 用 N180 代替 304
POSCO	开发替代 300 系的 Ferritic, 积极开发 Duplex 钢种	用 POS 439 替代 304, 200 系, 444, 445, 446 等高耐蚀性建筑材、水槽、电梯

资料来源: POSRI@2009 年 12 月、国都证券研究所

表 18: 400 系和双向不锈钢的市场份额在未来将显著提升

	2008	2015E	2020E
200	12%	10%	8%
300	56%	54%	52%
400	28%	33%	35%
双向	1%	3%	5%

资料来源: POSRI@2009 年 12 月、国都证券研究所

(4) 中国目前已经是世界不锈钢大国, 但还不是强国, 我们认为, 中国在走向世界不锈钢强国的过程中, 也将会逐步到海外设立 (并购) 不锈钢生产基地, 这一方面可以规避贸易保护主义带来的出口风险, 另一方面更有利于及时了解当地市场需求, 增强在当地市场的竞争力。

表 19: 全球 (除中国外) 主要的不锈钢企业生产均实现全球化或区域化

		欧洲	亚洲	中国	美洲	其他
阿赛里诺克斯	ACX	110	【80】	-	80	100
蒂森克虏伯钢	TKS	290	-	-	【100】	-
米塔尔安塞乐	A-M	230	-	-	70	-
韩国浦项	POSCO	-	200	80	-	-
台湾烨联	YUSCO	-	100	80	-	-
中国太钢	TISCO	-	-	300	-	-
中国宝钢	Baosteel	-	-	200	-	-

注: 打[]表示是计划产能, 以粗钢产能为准

资料来源: POSRI@2009 年 12 月、国都证券研究所

### 3、给予行业“推荐 A”、太钢不锈“推荐 A”评级

#### (1) 给予不锈钢行业“推荐 A”的投资评级

正如我们在前文所指出的，相对于普钢而言，不锈钢行业对消费和出口的依赖度更高，2010 年中国经济仍有望保持 9%-10% 的 GDP 增速，且驱动经济增长的三驾马车中，消费和出口的力度将加大，这意味着不锈钢的需求趋势将更加良好，不锈钢和普钢的价格比值将朝历史正常方向回归，亦即不锈钢的价格涨幅有望超过普钢，在此背景下，不锈钢行业的盈利也将底部回升，我们给予不锈钢行业“推荐 A”的投资评级。

#### (2) 2010 年上半年重点推荐太钢不锈

目前国内 A 股上市公司中，仅太钢不锈和宝钢股份主要生产不锈钢板材、抚顺特钢主要生产不锈钢长材、久立特材主要生产不锈钢钢管（也可划分为钢管行业），其他的不锈钢企业资产或在集团公司里（譬如酒钢宏兴及唐钢股份），或未上市。

2009 年上半年太钢不锈的不锈钢业务毛利率高于宝钢股份 3.22 个百分点，不锈钢收入占销售收入的比重也高于宝钢近 30 个百分点，再次彰显太钢不锈的不锈钢业务在国内的强者地位。

表 20：2009 年上半年中国生产不锈钢的上市公司收入和毛利情况

2009 年上半年	不锈钢收入占比	不锈钢毛利占比	不锈钢毛利率
太钢不锈	42.51%	48.35%	6.30%
宝钢股份	12.84%	8.84%	3.08%
抚顺特钢	16.77%	18.46%	9.22%

资料来源：POSRI@2009 年 12 月、国都证券研究所

我们给予太钢不锈和宝钢股份“推荐 A”的投资评级，2010 年上半年重点推荐太钢不锈。

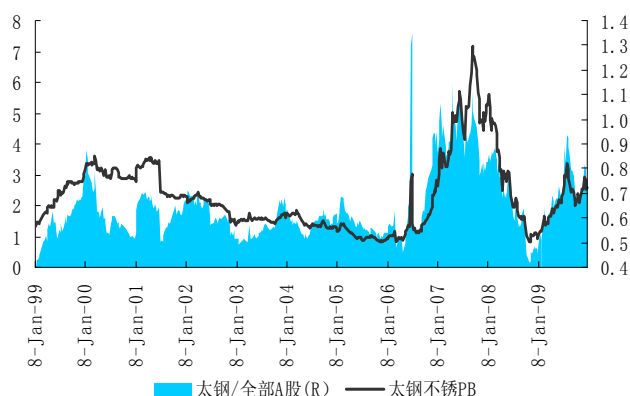
表 21：重点公司盈利预测和评级（股价取 2009 年 12 月 24 日）

	EPS		PE		PB	评级
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009Q3	
宝钢股份	0.3	0.52	31	18	1.69	推荐 A
太钢不锈	0.15	0.39	69	27	2.56	推荐 A

资料来源：WIND、国都证券研究所

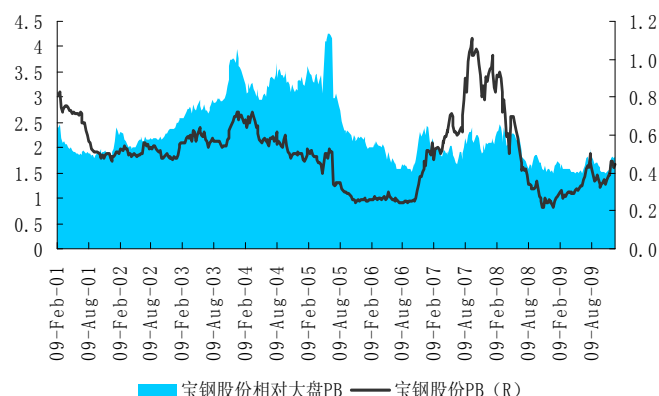


图 42: 太钢不锈相对于全部 A 股的 PB 估值



资料来源: WIND、国都证券研究所

图 43: 宝钢股份相对于全部 A 股的 PB 估值



资料来源: WIND、国都证券研究所

### (3) 风险提示

风险方面, 建议投资者关注: (1) 国内外宏观经济政策的不确定性。尤其是货币政策的可能变化及其对钢价的影响, 以及美元指数变化对镍价的影响; (2) 出口恢复力度的不确定性。板材产品和不锈钢对出口的依赖度较大, 出口恢复的力度不达预期, 将会影响我们对不锈钢板材的偏好程度; (3) 不锈钢在复苏期景气反弹力度猛于普钢, 但景气触顶的时间也早于普钢, 因此其景气见顶的时点也值得关注。

## 国都证券投资评级

**表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

**表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。