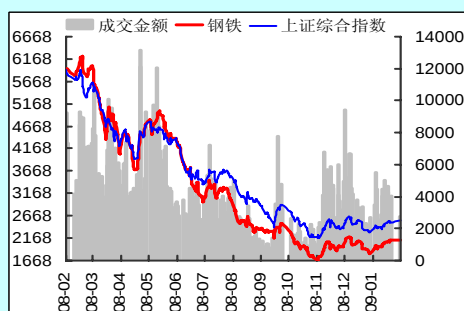


投资评级:

投资评级	中性
上次评级	中性

基础数据:

钢铁指数	1819
三个月涨跌幅	-26.81%
上证综合指数	1820
沪深 300 指数	1818

股价相对市场表现:

数据来源: WIND

相关研究:

《高成本成钢铁行业双刃剑》200803

钢铁行业分析师:

陶陟峰

8621-68761616-8002

Taozf@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心

26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

瞄准长材类中小型公司**——2009 年钢铁行业投资策略报告****要点:**

► 08 年 7 月油价见顶标志全球大宗原材料价格见大顶,亦标志着钢价钢价上扬之“强化循环”的结束,09 年供求态势为:产能利用率维持低位下的弱势平衡。

► “旺季不旺”是一个市场熊市的典型特征,08 年 11 月以来钢价反弹可能在春节后春季开工时(09 年 2-3 月)结束,市场将面临“房地产市场需求的显著下降以及新一轮投资的起步阶段”,旧的需求显著下降的同时新增的需求并未足够弥补。另外亦是 09 年长约铁矿石价格谈判的时间点,我们预计 09 年铁矿石长约价格下降幅度为 30%-40%,这将降低钢厂的成本底线,令钢价承压。

► 09 年全年钢价低位徘徊,在低产能利用率下,任何一次价格上涨都会导致开工率提高,从而形成新的供给。09 年上半年钢价将可能出现一次显著下跌,预计发生的时间点在春季开工的 2-4 月份,不排除创新低的可能;2H2009 钢价则稳中有升。

► 我们判断 09 年长材(线材、螺纹、型材)与板材(冷轧、热轧、中厚板)景气将出现显著分化,长材景气将显著高于板材,这主要有供应和需求两个方面的原因:供应方面,近年板材产能迅速扩张,导致供过于求;需求方面,长材需求将得到政策的强力支撑。

► 总体投资策略:投资评级虽为中性,但由于是政府刺激政策主要受益板块,因此交易性机会较多,建议投资者波段操作,选股宜“自下而上”。

► 09 年我们相对更加看好具有更多可变成本中小型公司,“边看边打”使中小型公司有望获得超额利润,另外作为“被并购重组对象”应该给予一定的估值溢价。

► 我们在投资标的上建议关注中小型、以建筑钢材生产为主、区域分布较佳的莱钢股份、重庆钢铁及八一钢铁(参见表格 3)。我们建议在 2009 年上半年钢价出现调整时介入。

目 录

一、2009 年中国钢铁行业景气运行基本判断	1
(一) 钢价上扬之“强化循环”结束，09 年供求态势为：产能利用率维持低位下的弱势平衡	1
(二) 如何看待 08 年 11 月以来钢价反弹的性质	3
(三) 09 年钢价走势判断：全年钢价低位徘徊，1H2009 钢价将出现一次显著下跌，2H2009 钢价则稳中有升，长材价格明显比板材坚挺	5
(四) 09 年长材（建筑）景气将显著高于板材	5
二、2009 年钢铁行业投资策略	6
(一) 总体投资策略：投资评级虽为中性，但由于是政府刺激政策主要受益板块，因此交易性机会较多，建议投资者波段操作，选股宜“自下而上”	6
(二) 09 年中小型公司更具投资机会	6
(三) 关注建筑钢材比重较大的公司	7
(四) 关注上市钢铁企业存货跌价损失计提方式	7
(六) 投资标的	8

图 表

图 1 中国粗钢产量增速	1
图 2 全球钢价指数 2003-2009/1	2
图 3 中国黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资	2
图 4 中国钢价指数 2003-2009/1	3
图 5 中小型钢厂复工明显	3
图 6 中小型钢厂产量占比快速提升	4
图 7 螺纹钢产量提升明显快于板材	6
表格 1 重点上市公司建筑钢材比重(2007 年)	7
表格 23Q 2008 上市公司存货情况	7
表格 32007 年重点上市公司建筑钢材比重	8

08 年全球金融危机爆发，全球钢铁行业景气猛烈见顶，但是“中国金融体系目前为止仍可独善其身”以及“政府密集出台 4 万亿及降息等其他刺激政策”却使中国钢铁行业前景变得扑朔迷离，近期钢价不断小幅回升以及开工率开始回升是否意味着“中国钢铁行业景气最低点已经过去”呢？本报告试图通过分析、预测 09 年钢铁行业景气变化趋势，来确定 2009 年钢铁行业的投资策略。

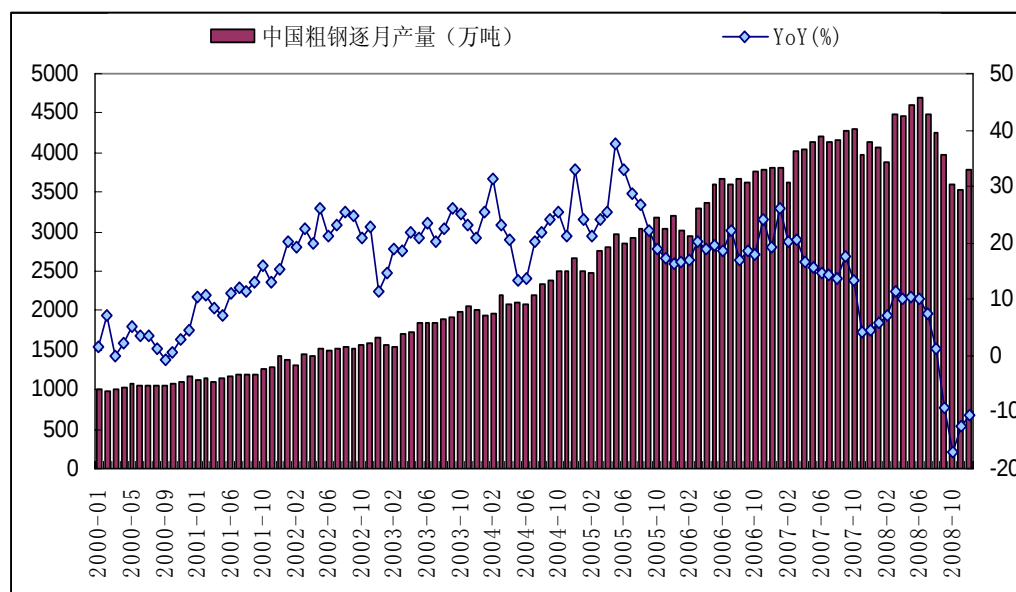
一、2009 年中国钢铁行业景气运行基本判断

（一）钢价上扬“强化循环”结束，09 年供求态势为：产能利用率维持低位下的弱势平衡

我们简要回顾一下 08 年钢价演绎的最后疯狂。实际上中国粗钢单月产量增速在 07 年就开始显著下滑，由 07 年初的 20% 以上回落至 07 年底的 7.7% (参见图 1)，当时很多市场人士认为，这是因为“中国钢铁新增产能增速下降(包括淘汰落后产能)”以及“中国钢铁出口退税政策改变”。但我们判断是钢价的不断上涨已经开始损伤其上游需求（当然也有上文提及之原因）。08 年春节以后钢价的暴涨具有明显“投机强化性质”和“成本推升性质”，全球大宗商品价格在油价暴涨引领下出现全面上扬，尽管钢铁产量增速在不断下降(需求受损)，钢价仍然执着上涨，在长约矿宣布大幅提高的时点，这一涨势达到极致(参见图 2)。

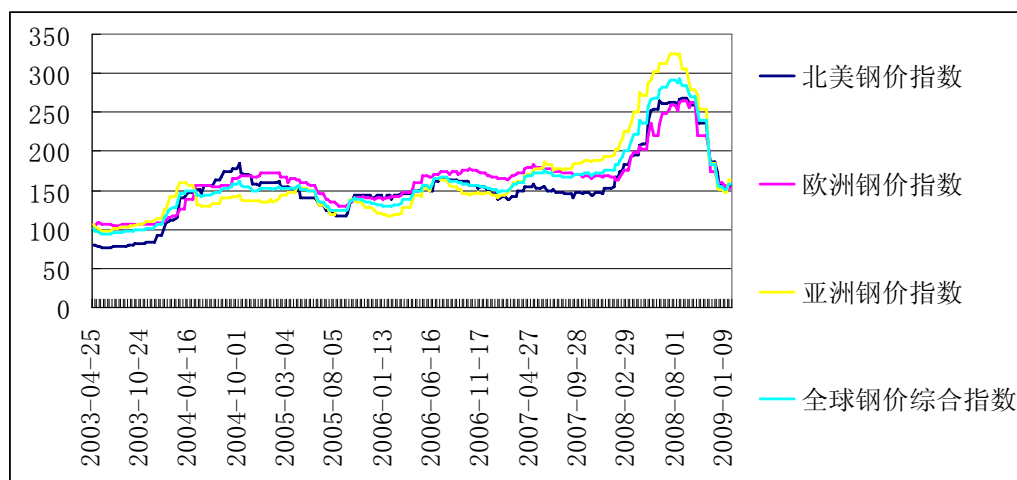
08 年 7 月油价见顶标志全球大宗原材料价格见大顶，亦标志着钢价上扬之“强化循环”的结束。

图 1 中国粗钢产量增速



资料来源:wind,德邦研究所

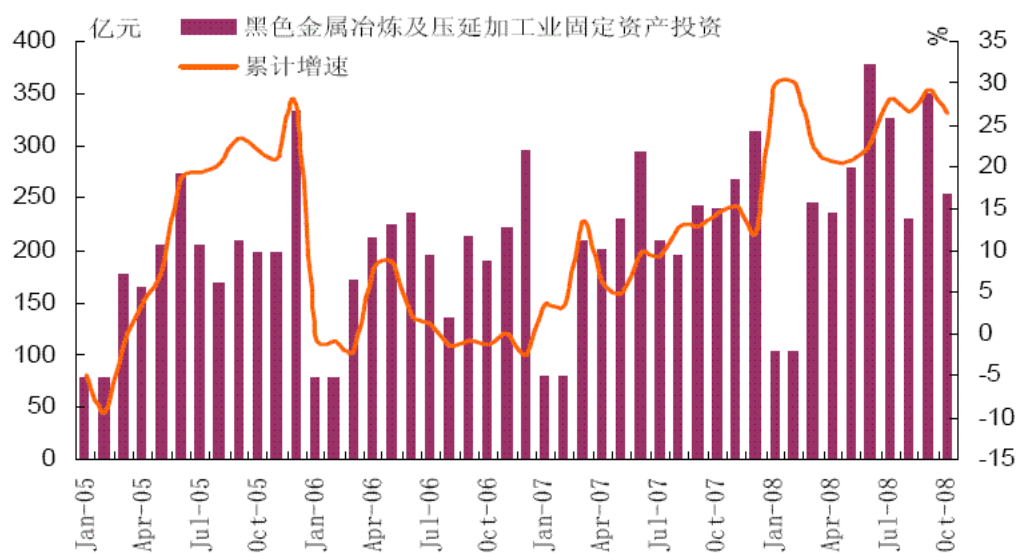
图 2 全球钢价指数 2003-2009/1



资料来源: wind, 德邦研究所

我们认为 09 年全球钢铁市场整体“供过于求”确立。供给方面，钢价的暴涨导致新增产能热情高涨(参见图 3)，同时在需求端，由于金融危机引发的全球经济衰退导致需求急剧下降。因此整体看 09 年钢铁市场供求态势为：产能利用率维持低位下的弱势平衡。

图 3 中国黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资

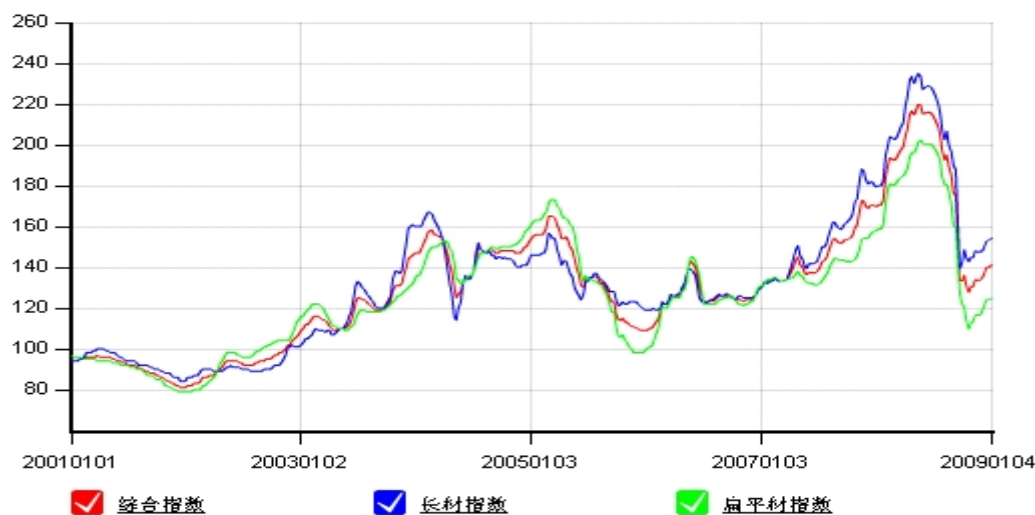


资料来源: wind, 德邦研究所

(二) 如何看待 08 年 11 月以来钢价反弹的性质

2008 年 11 月以来国内钢材市场价格止跌反弹(参见图 4), 产能利用率开始恢复性提高。

图 4 中国钢价指数 2003-2009/1

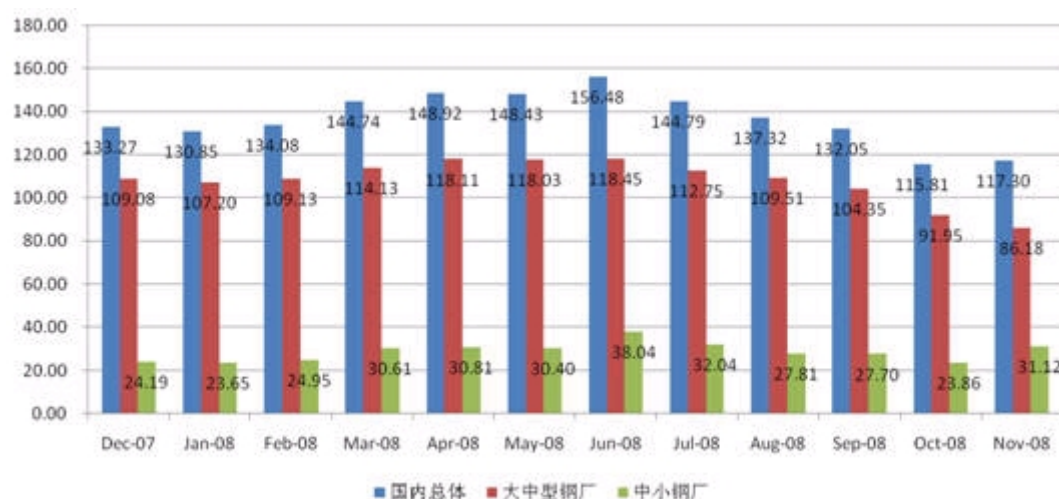


资料来源:MYSTEEL, 德邦研究所

这一波钢价反弹有以下几个特点:

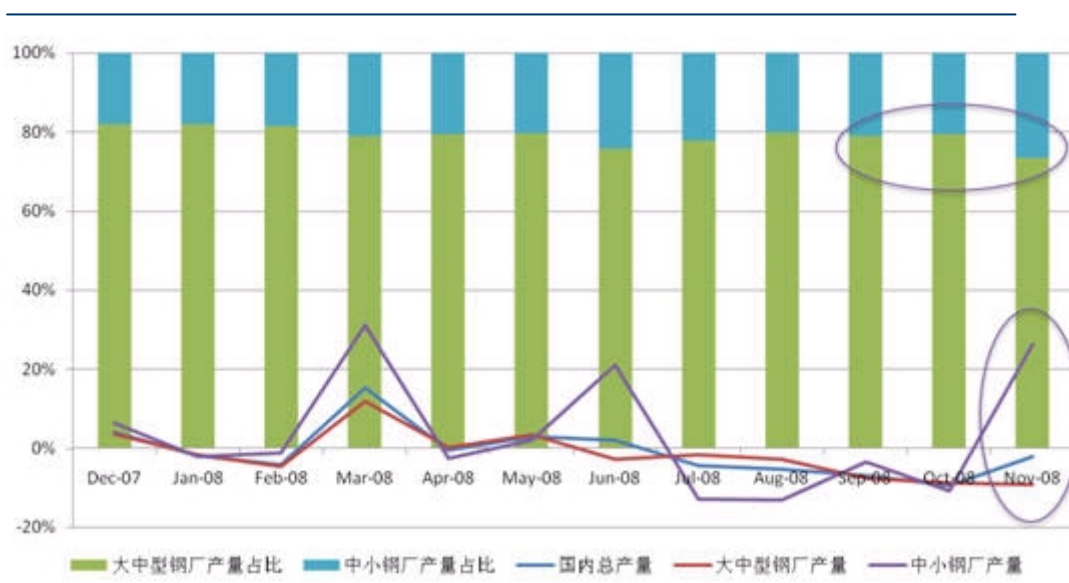
- 1、长材(建筑)钢材为领涨品种, 表现强于板材;
- 2、复工的企业以中小型企业为主(参见图 5、图 6), 产量提升较快的品种为长材, 而我们知道长材的主要产能正是集中在中小型企业。

图 5 中小钢厂复工明显



资料来源:MYSTEEL, 德邦研究所

图 6 中小型钢厂产量占比快速提升



资料来源:MYSTEEL,德邦研究所

以上两个特点说明了:

- 1、大型钢厂的优势地位正在动摇;
- 2、板材和长材的景气将出现分化(下文将进一步分析)。

我们对 11 月以来的反弹的性质是这样判断的:

- 1、由于原材料的大幅下跌以及对 09 年长材市场需求的看好，中小型企业开始恢复长材的生产，而每年 1-2 月亦是市场储备建筑钢材以备春季开工使用的高峰，这几个因素导致钢材市场在建筑钢材的引领下的反弹。
- 2、这样的反弹对其他品种(板材等)价格虽然亦有提振作用，但幅度仍有限，且板材下游需求回暖仍难以短期见到，因此大型钢厂的开工率提升将可能导致下一轮钢价下跌动能的累积。因此我们对概论反弹对大型板材生产商的助益持谨慎态度，因为这反而可能导致后市钢价新一轮下跌。
- 3、这波反弹可能在春节后春季开工时(09 年 2-3 月)结束。

“旺季不旺”是一个市场熊市的典型特征，旺季的来临使市场照例开始储备，而一旦旺季来临时需求低于市场预期，这显然将导致市场疲软。我们认为 09 年春季开工的时间段市场将面临“房地产市场需求的显著下降以及新一轮投资的起步阶段”，旧的需求显著下降的同时新增的需求并未足够弥补。另外春季开工正是 09 年长约铁矿石价格谈判的时间点，我们预计 09 年铁矿石长约价格下降幅度为 30%-40%，这将降低钢厂的成本底线，令钢价承压。

因此短期看，我们认为钢铁板块将面临压力，提醒投资密切关注钢价走势。

(三) 09 年钢价走势判断：全年钢价低位徘徊，1H2009 钢价将出现一次显著下跌，2H2009 钢价则稳中有升，长材价格明显比板材坚挺

我们判断 09 年全年钢价低位徘徊，上文中我们提到 09 年钢铁市场的供求形势是产能利用率维持低位下的弱势平衡，在低产能利用率下，任何一次价格上涨都会导致开工率提高，从而形成新的供给。分品种看，长材价格明显比板材坚挺。09 年上半年钢价将可能出现一次显著下跌，预计发生的时间点在春季开工的 2-4 月份，不排除创新低的可能；2H2009 钢价则稳中有升。

(四) 值得关注的重要趋势：09 年长材（建筑）景气将显著高于板材

我们判断 09 年长材（线材、螺纹、型材）与板材（冷轧、热轧、中厚板）景气将出现显著分化，长材景气将显著高于板材，这主要有供应和需求两个方面的原因：

1、供应方面：近年板材产能迅速扩张，导致供过于求。

近年来，中国热轧板、冷轧板等板材产能快速膨胀，07、08 年为板材新增产能大量释放的一年，09 年仍有鞍钢鲅鱼圈、首钢曹妃甸工程、邯宝新区、武钢薄板连铸、八一钢铁等板材新增产能释放，其生产能力已超出市场需求。据统计，目前我国热轧板卷能力已达到 2 亿多吨，中厚板生产能力达到 8000 多万吨，产能已经过剩，市场压力很大。

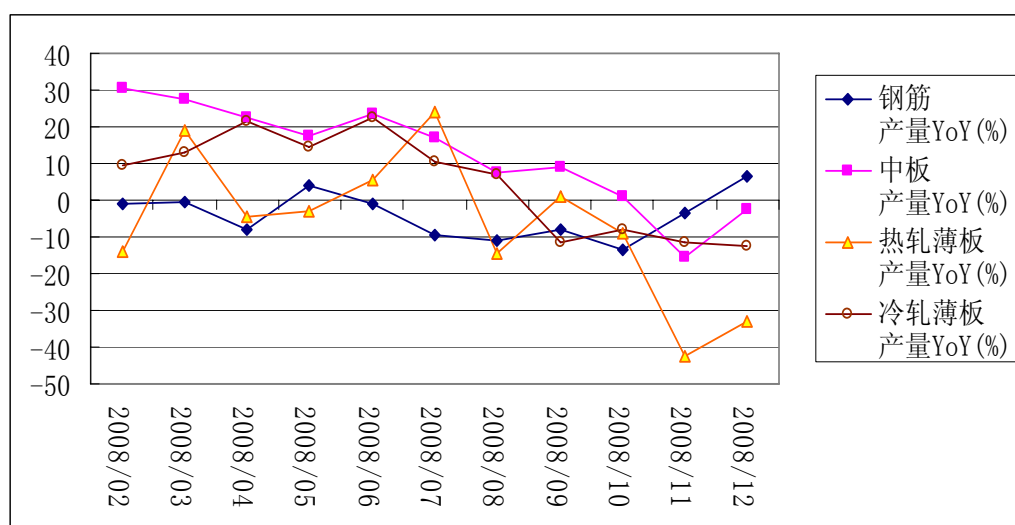
2、需求方面：全球经济危机对板材影响显著大于长材。

由于板材的增长过快，以至只得依赖出口消化。2008 年 1-10 月我国累计出口长材 1544.0 万吨，仅占钢材出口总量的比重为 29.1%，同比下降 6.7 个百分点；而出口板管带材 3459.3 万吨，占出口总量的 65.2%，同比上升了 6.1 个百分点。然而，全球经济危机对板材的出口和下游需求造成相当大的冲击。汽车、家电、船舶、机械下游需求迅速萎缩，这严重拖累了板材销售。然而长材需求方面，尽管亦受房地产投资下滑之不利影响，但是中国政府在基础设施建设方面的刺激政策却对长材需求提供了正面支撑，而板材却受益相对小的多。

因此我们判断在本论经济调整过程中，长材相对于板材处于更为有利位置。

2008 年 11 月以来国内钢材市场价格止跌反弹过程中，我们观察到，螺纹钢价格在 10 月下旬就已经触底反弹，市场价格表现相对好于板材等其他品种。市场行情的好转、原料价格的大幅下跌使得螺纹钢生产变的有利可图，这不但促使大量的中小钢厂“复产”螺纹钢，同时众多大中型钢铁企业也相应调整产品结构，积极转产螺纹钢，导致螺纹钢产量增速明显提高(参见图)。

图 7 螺纹钢产量提升明显快于板材



资料来源:WIND,德邦研究所

二、2009 年钢铁行业投资策略

(一) 总体投资策略: 投资评级虽为中性, 但由于是政府刺激政策主要受益板块, 因此交易性机会较多, 建议投资者波段操作, 选股“自下而上”

目前我们对 09 年钢铁板块的投资评级为整体中性, 表明我们认为钢铁板块与大盘表现一致, 因此建议标配。但是我们认为钢铁板块为政府刺激经济政策的主要受益板块之一, 因此存在较多阶段性交易机会, 因此建议投资者可以持续重点关注钢铁行业景气变化, 波段操作。

我们认为投资 09 年钢铁行业宜采取“自下而上”的选股策略。

(二) 09 年中小型公司更具投资机会

09 年我们相对更加看好中小型公司, 主要原因是:

- 1、“船小好掉头”, 中小型钢铁公司可以采取更加灵活的采购、生产方式, 而这个特点在之前恰好是中小型公司的劣势。大型钢铁公司具有更大比重的长约铁矿石、长约航运合约, 具有向上游一体化的产业链, 这样的特点在原物料成本不断上涨的过程中具有较大优势。而在目前行业大景气向下的阶段, 我们更看好具有更多可变成本的中小型公司, “边看边打”使中小型公司有望获得超额利润。
- 2、我们判断目前全行业景气的下降为行业大规模重组并购提供了有利条件, 因此中小型公司作为“被并购重组对象”应该给予一定的估值溢价。

(三) 关注建筑钢材比重较大的公司

前文我们已经论证过，建筑相关钢材景气将好于板材景气，因此我们建议关注建筑钢材比重较高的公司，单从这个角度看重庆钢铁、莱钢、八钢、三钢闽光、广钢等值得关注(参见表格 1)。

表格 1 重点上市公司建筑钢材比重(2007 年)

万吨	螺纹钢销量	线材销量	型钢销量	总销量	型钢比重	建筑钢材比重
鞍钢股份	0	80	0	1500	0.00%	5.30%
宝钢股份	211	58.8	2	2219	0.09%	12.20%
邯钢钢铁	110	70	0	623	0.00%	28.90%
柳钢股份	160	40	0	625	0.00%	32.00%
唐钢股份	270	240	0	1032	0.00%	49.40%
酒钢宏兴	214	132	0	701	0.00%	49.40%
韶钢松山	100	130	0	435	0.00%	52.90%
马钢股份	295	187	284	1344	21.13%	57.00%
武钢股份	334	294	16	1100	1.45%	58.50%
重庆钢铁	46	51	94	314	29.94%	60.80%
八一钢铁	130	113	0	387	0.00%	62.80%
莱钢股份	228	0	259	697	37.16%	69.90%
三钢闽光	170	140	0	341	0.00%	90.90%
广钢股份	106	47	0	155	0.00%	98.40%

资料来源:德邦研究所

(四) 关注上市钢铁企业存货跌价损失计提方式

08 年钢价暴跌导致各公司存货需要计提跌价损失，我们运用“每股存货”指标来研究各公司 3Q2008 存货的情况(参见表 2)，并且分析了在存货跌价计提比例分别在 20%、30%、40%对 EPS 的影响。注意表中最后一列数据，该数值表明“按照 30%的比例计提存货跌价损失对 EPS”的影响程度，事实上我们可以参照下表，通过对比即将公布的各上市公司 2008 年年报来逐一分析各公司对存货损失采取的会计政策。总体而言，我们判断 08 年计提的程度越充分(08 年业绩就越差)，对 09 年的影响越小，投资机会越大。而需要警惕的是那些“减值与前三季 EPS 比值”指标最高的几家公司，要么是 08 年亏损，要么是 09 年业绩成长受到持续压力。

表格 23Q 2008 上市公司存货情况

证券简称	存货 万元	每股存货 元	EPS 元	每股减值对 EPS 影响			减值与前三季 EPS 比值
				20%	30%	40%	
广钢股份	254,118	3.33	0.09	0.50	0.75	1.00	842.63%
柳钢股份	612,732	2.39	0.09	0.36	0.54	0.72	624.79%
安阳钢铁	962,770	4.02	0.30	0.60	0.90	1.21	301.66%
承德钒钛	327,196	3.34	0.27	0.50	0.75	1.00	278.04%
韶钢松山	593,232	3.55	0.29	0.53	0.80	1.07	275.50%
邯钢钢铁	914,335	3.25	0.29	0.49	0.73	0.97	250.15%

酒钢宏兴	380,352	4.35	0.45	0.65	0.98	1.31	217.69%
包钢股份	1,156,396	1.80	0.20	0.27	0.41	0.54	207.73%
新钢股份	625,320	4.49	0.49	0.67	1.01	1.35	206.06%
华菱钢铁	964,707	3.52	0.45	0.53	0.79	1.06	174.91%
本钢板材	1,005,574	3.21	0.45	0.48	0.72	0.96	159.76%
杭钢股份	241,471	2.88	0.48	0.43	0.65	0.86	134.92%
首钢股份	332,733	1.12	0.19	0.17	0.25	0.34	130.96%
八一钢铁	290,930	3.80	0.67	0.57	0.85	1.14	127.47%
西宁特钢	160,342	2.16	0.39	0.32	0.49	0.65	125.35%
莱钢股份	480,961	5.21	0.95	0.78	1.17	1.56	123.12%
凌钢股份	190,758	2.37	0.46	0.36	0.53	0.71	116.05%
三钢闽光	268,638	5.02	1.05	0.75	1.13	1.51	107.35%
重庆钢铁	380,228	2.19	0.46	0.33	0.49	0.66	107.31%
唐钢股份	1,053,673	2.91	0.62	0.44	0.65	0.87	105.45%
马钢股份	1,599,101	2.08	0.45	0.31	0.47	0.62	103.60%
太钢不锈	1,839,379	3.23	0.73	0.48	0.73	0.97	100.08%
宝钢股份	5,214,017	2.98	0.71	0.45	0.67	0.89	94.35%
济南钢铁	676,628	3.90	1.06	0.59	0.88	1.17	82.71%
武钢股份	1,397,924	1.78	0.92	0.27	0.40	0.54	43.86%
鞍钢股份	1,409,300	1.95	1.14	0.29	0.44	0.58	38.41%

资料来源:WIND, 德邦研究所

(六) 投资标的

综上,我们在投资标的上建议关注中小型、以建筑钢材生产为主、区域分布较佳的莱钢股份、重庆钢铁及八一钢铁(参见表格3)。我们建议在2009年上半年钢价出现调整时介入。

表格 32007 年重点上市公司建筑钢材比重

公司名称	股价 (08-12-31)	EPS			PE			PB
		07	08E	09E	07	08E	09E	
莱钢股份	5.83	1.24	0.55	0.7	4.7	10.6	8.3	0.9
重庆钢铁	3.45	0.27	0.38	0.42	12.8	9.1	8.2	0.9
八一钢铁	4.98	0.52	0.2	0.58	9.6	7.8	8.4	1.5

资料来源:德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。