

钢铁

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

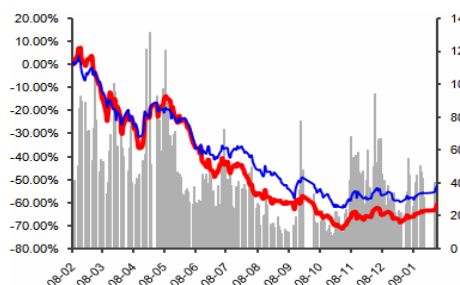
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	31
总市值(亿元)	4960
占A股比例(%)	2.91%
平均市盈率(倍)	9.49

行业表现

(%)	1M	3M	6M
钢铁行业	14.85	33.33	-22.86
上证综合指数	12.07	23.49	-23.12



相关报告

钢铁行业-大幅降息有望带动钢铁需求回暖 11/27/2008

钢铁行业 2009 年投资策略-短期看防御能力, 长期看增长潜力 12/17/2008

钢铁行业 1 月月报

中性

看好重拾成本优势、资质良好的大中盘钢铁股

09 年 1 月份, 多数钢铁企业发布业绩快报, 其中多数企业净利润同比大幅下滑 50% 以上。08 年四季度是钢铁行业此轮周期中最差时期的预测得到证实, 但个别企业经营业绩远低于预期, 未来投资风险依然存在。我们依然坚持 09 年上半年“轻行业、重个股”的投资策略, 看好风险得到充分释放拥有增长空间、估值拥有优势、即将重拾成本优势的大中盘钢铁股。

投资要点:

- 钢铁企业 08 年业绩快报陆续发布, 多数企业净利润同比大幅下滑 50% 以上, 部分企业出现亏损, 企业大幅亏损主要发生在第四季度, 我们在年度投资策略中认为 08 年四季度是本轮周期中最差时期的预测得到证实。09 年 1 季度钢铁企业陆续走出低谷期, 随着高价库存的逐步消化和钢材价格的提升, 盈利状况开始得到好转。
- 09 年 1 月份国内钢材价格依然处于上升行情, 2 月份继续上升的空间有限。未来铁矿石价格谈判结果、严峻的出口形势和钢厂复产将打压钢材价格, 上半年钢材价格会在相对低位运行。
- 铁矿石谈判价格预期下滑, 长协矿使用比例较高的钢铁企业将重拾成本优势, 资质优良、成本优势即将回归的大盘钢铁股可以提前布局。
- 行业下游需求未得到实质性改善, 需求端主要来自于政策推动, 后续可以继续关注在钢铁产业振兴计划细则中收益的个股。
- 投资建议: 我们依然维持对行业中性的投资评级, 09 年上半年依然“轻行业、重个股”, 注重分化中的个股选择。近期部分中小盘钢铁股涨势明显, 估值吸引力下降。我们建议关注风险释放充分、具备估值优势的钢铁龙头企业, 如武钢、宝钢、太钢、唐钢、济钢、新兴铸管等。

主要公司盈利预测及投资评级

股票代码	公司名称	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2010EPS	投资评级
600005	武钢股份	0.83	0.66	0.52	0.69	强烈推荐
600019	宝钢股份	0.73	0.30	0.46	0.56	推荐
000825	太钢不锈	1.23	0.22	0.39	0.52	推荐
000709	唐钢股份	0.95	0.56	0.49	0.64	推荐
600022	济南钢铁	0.80	0.53	0.65	0.85	推荐
000778	新兴铸管	0.50	0.45	0.53	0.66	推荐
000898	鞍钢股份	1.04	0.47	0.59	0.71	推荐

资料来源: 中投证券研究所

钢铁企业业绩快报出炉，多数企业大幅下滑

1 月份近 20 家钢铁企业发布 08 年业绩快报，其中 19 家预减，仅 1 家预增。多数企业净利润同比下滑 50% 以上，下滑的主要原因一般可以概括为：

一、大幅计提减值准备——钢企错判 08 年下半年经营形势导致原材料和产成品库存较大。

二、下游需求急速下滑导致钢价下滑带来的经营业绩下滑。

三、出口形势严峻影响出口创汇。

四、不可抗力因素（地震、雪灾等）导致的经营损失。

行业方面，据中刚协目前透露的数字显示，08 年四季度我国 71 家大中型钢铁企业亏损 476 亿元。其中 10 月份亏损 57 亿，11 月份亏损 128 亿，12 月份亏损 291 亿。全年行业仍有 850 亿利润，同比 07 年的 1447 亿下滑达到 41.26%。

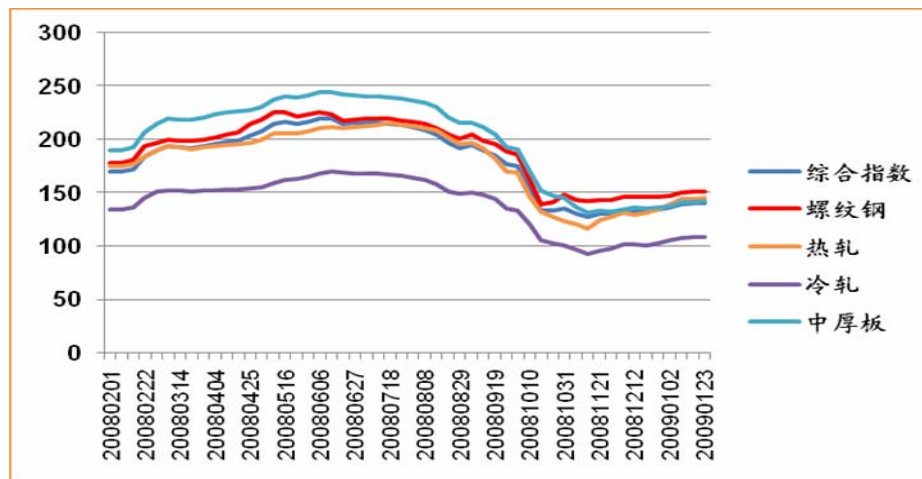
钢铁企业业绩下滑在预期之中，我们在 08 年度投资策略中也提示了钢铁企业大比例计提减值准备、四季度可能面临大幅亏损的风险，同时指出 08 年四季度是本轮周期中最差的时期。钢铁企业公布业绩反映的实际情况和 09 年以来的行业走势印证了我们预测的同时，我们也看到部分企业四季度业绩表现低于我们预期，我们也相应调整了重点公司的盈利预测和投资评级。

进入 09 年以来，随着钢价原材料库存的逐步消化和产成品库存的逐步减小，以及钢材价格的逐步回升，钢铁企业经营压力得到缓解。09 年钢铁企业会从 08 年四季度的泥潭中逐步走出来，盈利状况得到改善。

钢材价格持续上涨空间有限

先从国内钢材价格来看，从 08 年 11 月份价格已经触底回升，各种产品均有不同程度的上涨。从品种来看，热轧和冷轧上涨幅度超过其它品种，主要原因是前期跌幅过深。

图 1 08 年以来钢材价格变化情况



资料来源：我的钢铁 中投证券研究所

表 1 钢材产品价格距 08 年 11 月份涨幅

日期	综合指数	螺纹钢	热轧	冷轧	中厚板
20081114	127.7	142.3	116.1	93.2	131.4
20090123	140.9	151.9	145.2	109.3	142.1
距最低点涨幅	10.34%	6.75%	25.06%	17.27%	8.14%

资料来源：我的钢铁 中投证券研究所

表 2 国际市场钢材价格近期变化情况（美元/吨）

钢材产品	国际市场	2008-12-1	2008-12-30	2009-1-7	2009-1-14	2009-1-22	2009-2-2
热轧板卷	美国进口(CIF)	730	600	600	524	524	524
	德国市场	700	600	600	600	591	591
	欧盟市场	690	540	570	570	570	570
	韩国市场	633	683	683	674	654	609
	日本市场	1033	1003	972	932	932	971
	中国市场价格	534	564	609	609	613	618
冷轧板卷	美国进口(CIF)	800	690	690	639	639	639
	德国市场	800	660	660	660	644	644
	欧盟市场	820	660	660	660	660	660
	韩国市场	680	729	729	712	699	681
	日本市场	1135	1094	1074	1054	1054	1105
	中国市场价格	622	666	682	677	689	694
热镀锌	美国进口(CIF)	850	740	740	740	740	740
	德国市场	900	730	730	730	730	712
	欧盟市场	860	680	670	670	670	670
	韩国市场	748	790	790	772	757	739
	日本市场	1520	1520	1520	1520	1520	1674
	中国市场价格	618	671	677	679	683	687
中厚板	美国进口(CIF)	1060	920	920	870	820	820
	德国市场	1100	1020	1020	1020	1000	1000
	欧盟市场	1100	1050	1050	1050	1050	1050
	韩国市场	680	769	769	749	735	725
	日本市场	1266	1266	1266	1266	1266	1384
	中国市场价格	556	556	557	557	557	585
螺纹钢	美国进口(CIF)	660	530	530	530	530	530
	德国市场	577	530	530	530	571	571
	欧盟市场	540	560	610	610	610	610
	韩国市场	592	583	583	569	551	551
	日本市场	1033	912	912	912	861	949
	中国市场价格	507	511	534	531	532	534

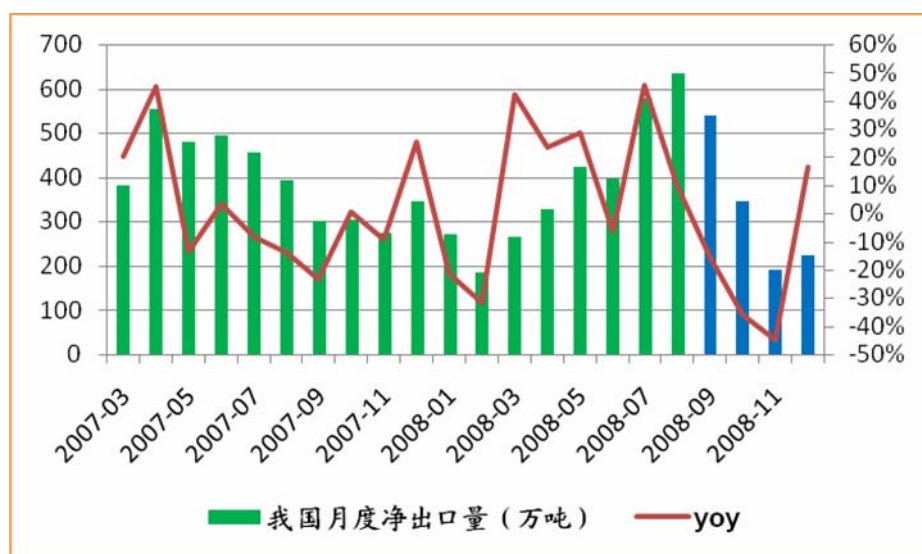
资料来源：我的钢铁 中投证券研究所

从国际钢材价格来看，由于国际金融危机的蔓延，国际钢材价格处于下降通道，国际钢铁企业经营压力较大。目前，国际钢材价格在低位趋于稳定，而在一些钢材品种上已经低于中国市场价格，但这种低价格在长期内是不正常

的，短期内会使我国钢材出口面临很大压力。

在进出口方面，08 年 12 月份我国钢材出口形势较 11 月有一定的改善，但 09 年月度出口量很难达到 08 年平均每月 494 万吨的水平。08 年 12 月份我国出口钢材 319 万吨，距离 494 万吨还有 175 万吨的差距。在国际钢材价格下滑，部分品种略低于我国市场价格的情况下，出口增长空间收窄。我们预计 09 年全年出口钢材大约在 4500-5000 万吨水平，较 08 年最多减少 1400 万吨。出口量的减少从而增加了国内的供应压力，会对钢材价格产生一定的影响。

图 2 我国钢材月度净出口量（万吨）



资料来源：我的钢铁 中投证券研究所

总结：我们认为钢材价格未来持续上涨的空间不大。主要基于以下因素考虑：

1. 近期钢厂复产面积扩大，供应端压力加大。
2. 国际价格仍处低位，我国钢材市场价格已经不具优势。国际经济复苏仍不确定，严重影响我国出口形势。我们预计今年最多将有 1500 万吨左右的出口缩量，国内供应压力必然加大。
3. 铁矿石价格谈判正在进行，价格下降成为必然。铁矿石价格的下滑必然带来生产成本的下降，这对钢价的继续上升具有打压作用。
4. 下游需求回暖仍不明显，经济复苏是一个循序渐进的过程。

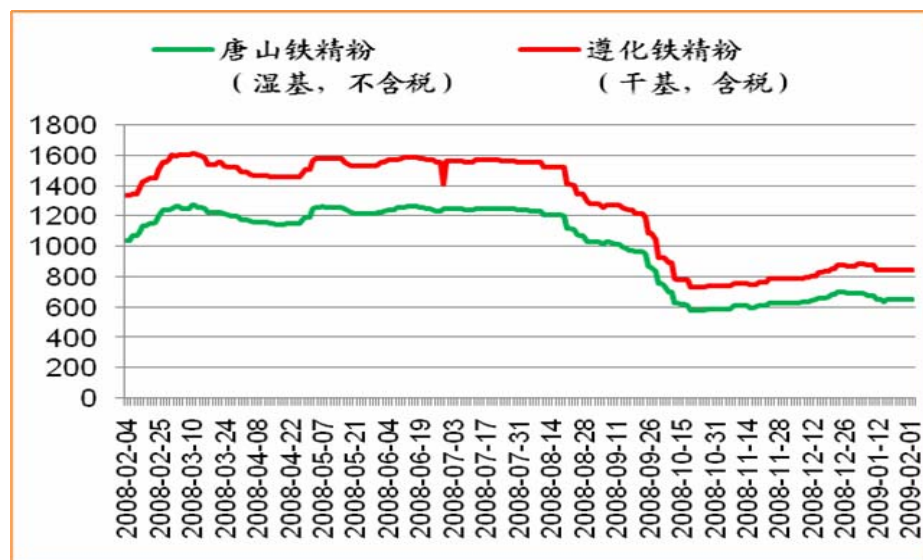
铁矿石：铁矿石谈判后，长协矿使用比例较高的钢铁企业将重拾生产成本优势

铁矿石价格自 08 年 10 月中下旬止跌逐步上升，最高涨幅处现在 09 年 1 月初，达到 21%。到 2 月份以来距离最低点已经有 15% 左右的涨幅。09 年 2 月初，河北唐山铁精粉（66%，湿基，不含税）价格为 650 元/吨，河北遵化

铁精粉（66%，干基，含税）价格为 840 元/吨。进口矿价格依然在低位，日照港巴西粉矿（65%，湿基）车板价格为 720-740 元/吨。

短期内现货矿与长协矿相比依然具备价格优势。08 年长协矿综合价格为 905 元/吨，仍然高于现货价格。因此短期内使用现货比例较高的钢铁企业铁矿石生产成本较低，拥有成本优势。由于年度铁矿石谈判正在进行，价格的下滑成为必然。当新的长协价格应用后，再加上海运费同比价格的大幅下滑，长协矿使用比例较高的钢铁企业将会重拾成本优势。

图 3 铁矿石现货价格（元/吨）



资料来源: wind 中投证券研究所

图 4 我国铁矿石海运费情况和港口铁矿石库存情况



资料来源: 彭博 我的钢铁 中投证券研究所

09 年海运费价格将会大幅下滑，我们预计 09 年全年海运费均价为 16-20 美元/吨区间，其中澳西到北仑平均海运费在 10 美元/吨左右，巴西到北仑平均海运费在 25 美元/吨左右。目前澳西到北仑海运费为 17.8 美元/吨，巴西到北

仓海运费为 6.2 美元/吨，较 08 年最差的 12 月份有较大幅度的反弹。随着港口库存的逐步消化和钢铁企业生产力度的加大，海运费市场仍将会保持上涨的态势，但与去年相比将会出现较大下滑。

我们把大钢厂和中小钢厂的吨钢铁矿石成本做了一个比较分析，分别假定铁矿石长协价格下降 30%和下降 40%。

表 3 大钢厂和中小钢厂铁矿石生产成本比较

2008 年	铁矿石 FOB	公司平均海运费	国内运费	铁矿石总成本	汇率	铁矿石成本 (元/吨)	上升	吨钢成本	吨钢成本上升
宝钢	93.6	25	0	118.6	6.92	821	237	1273	367
武钢	93.6	30	17	141.6	6.92	980	236	1519	366
鞍钢			11	120.5	6.92	833	274	1292	425
中小钢厂						1280	230	1984	356
2009 年 下降 30%									
宝钢	65.5	15	0	80.5	6.90	555	-266	861	-412
武钢	65.5	20	17	102.5	6.90	707	-273	1096	-423
鞍钢			11	133.6	6.90	922	89	1429	137
中小钢厂						750	-530	1163	-822
2009 年 下降 40%									
宝钢	56.2	15	0	71.2	6.9	491	-330	761	-512
武钢	56.2	20	17	93.2	6.9	643	-337	997	-522
鞍钢			11	133.6	6.9	922	89	1429	137
中小钢厂						700	-580	1085	-899

资料来源：中投证券研究所（假设宝钢、武钢全部使用长协矿，鞍钢全部集团矿，中小钢厂全部现货矿）

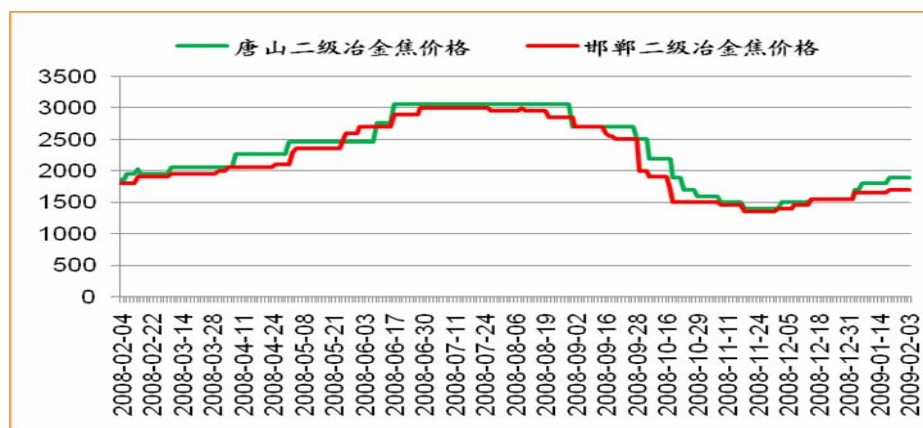
从我们的成本比较图表中可以看出，如果铁矿石谈判价格下降 30%，宝钢、武钢等使用长协矿比例较高的钢铁企业将重新拥有铁矿石成本优势。以宝钢为例，相比全部使用现货矿的中小钢厂吨钢铁矿石成本节约 302 元。鞍钢铁矿石价格由于集团定价体制，如果继续按照 08 年的定价方法（是否重新制定定价方法需要继续跟踪），公司 09 年上半年成本压力很大。

焦炭是钢铁生产的另一重要原材料，目前价格稳定在 1700-1800 元/吨左右。在钢厂陆续复产、煤炭资源紧张的局面将会继续出现，因此未来焦煤、焦炭价格下跌的可能性很小。

焦炭价格下降空间很小，因此钢铁生产成本优势最终还是体现在铁矿石成本上，获得价格较低的铁矿石便能够拥有较低的生产成本。

图 5 08 年以来二级冶金焦价格（元/吨）

主要煤炭产地实行以销定产的经营策略，煤炭供求可望在一季度维持基本均衡，国内煤价在 2 月份可望保持稳定态势。

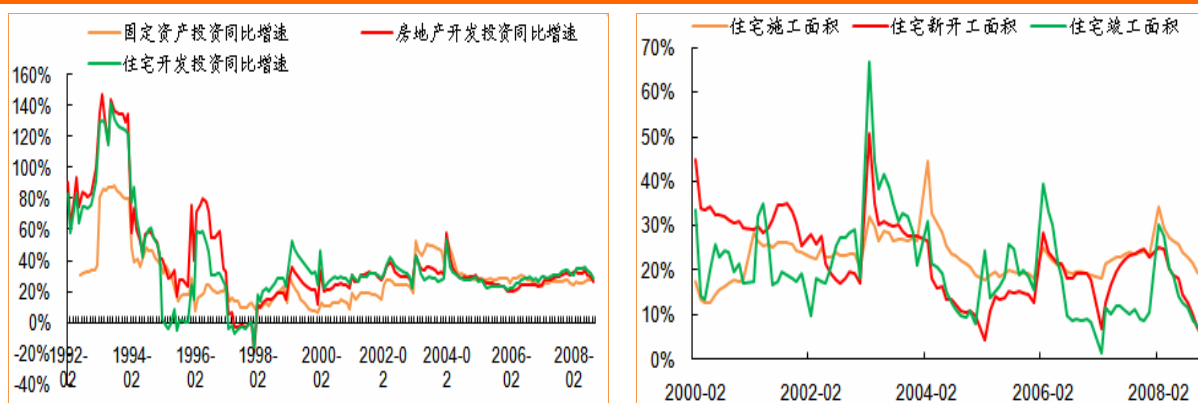


资料来源：wind 中投证券研究所

行业需求好转尚待时日

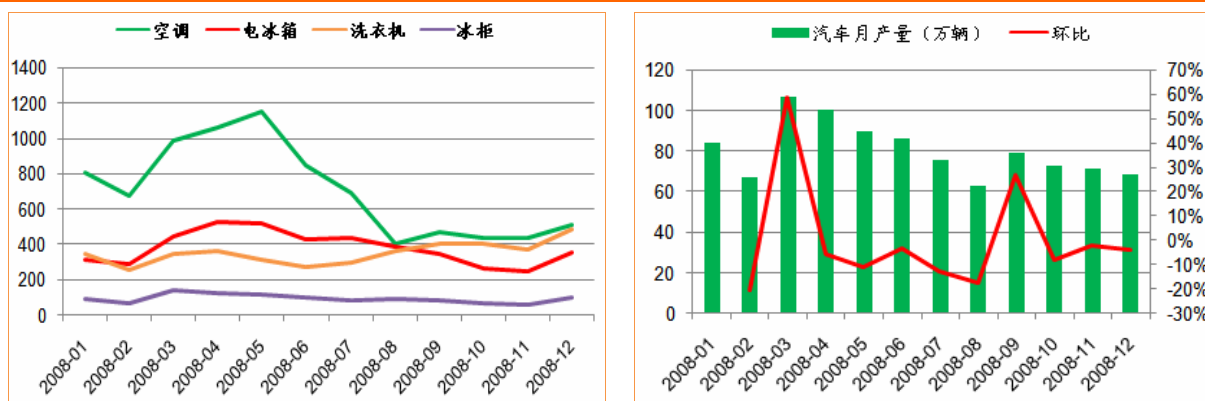
需求端：我们认为下游需求并未出现实质性好转，目前价格的回升跟经销商信心回升增加库存有关。主要下游：房地产、机械、汽车、造船等行业未来增长并不确定，目前的需求回升主要是政策层面带来的信心恢复。

图 6 我国建筑行业变化情况



资料来源：中投证券研究所

图 7 2008 年以来家电（万台）和汽车产品产量（万辆）变化情况



资料来源：联合钢铁网 中投证券研究所

长期来看，在国家 4 万亿刺激计划和 10 大产业振兴计划的拉动下，钢铁需求将会缓慢回升，长期行业前景依然看好。短期内由于需求并不明朗，而且 08 年部分企业经营数据较差可能低于我们预期，因此我们依然维持对行业中性的投资评级。

总结：从钢铁股触底反弹以来，大盘钢铁股涨势明显低于中小盘钢铁股。我们统计从 08 年 10 月 28 日以来钢铁股涨幅，平均涨幅 42%。除去停牌、重组等因素影响股票，涨幅较小的以大中盘钢铁股居多。

表 4 自 08 年 10 月 28 以来钢铁股票涨幅情况

简称	2008-10-28	2009-2-4	相对涨幅
武钢股份	4.46	6.44	44.39%
太钢不锈	3.21	4.53	41.12%
安阳钢铁	2.73	3.69	35.16%
包钢股份	2.30	3.02	31.30%
济南钢铁	5.07	6.64	30.97%
首钢股份	2.76	3.37	22.10%
宝钢股份	4.74	5.60	18.14%
马钢股份	3.29	3.72	13.07%
钢铁行业均值			41.83%

资料来源：wind 中投证券研究所

目前，前期受市场青睐的中小钢铁股估值优势减弱。未来我们更看好部分估值优势明显、业绩风险充分释放、重拾成本优势的大中盘钢铁股，如宝钢、武钢、太钢、唐钢、济钢、莱钢、马钢、邯郸钢铁等，政策收益类钢铁股可以继续关注。

表 5 国际估值比较

名称	日期 (09 年 2 月 4 日)	市盈率 (TTM)	市净率
美国钢铁行业指数	214.90	5.31	1.35
纽科	42.64 (美元)	6.79	1.69
钢铁动力公司	11.93 (美元)	5.24	1.35
阿勒根尼钢铁公司	23.15 (美元)	4.36	1.18
AK 钢公司	8.09 (美元)	2.09	0.98
美国钢公司	29.02 (美元)	1.66	0.72
欧洲钢铁行业指数	145.91	2.73	0.63
蒂森克虏伯	15.95 (欧元)	3.74	0.80
安赛乐米塔尔	18.21 (欧元)	2.48	0.53
太平洋地区钢铁行业指数	213.36	6.06	1.01
浦项制铁	379000 (韩元)	7.81	1.20
JFE	2505 (日元)	5.75	0.98
新日铁	280 (日元)	5.23	0.92
塔塔	171 (卢比)	1.02	0.46
武钢股份	6.44 (人民币)	7.74	1.96
新兴铸管	7.06 (人民币)	14.12	1.73
大冶特钢	6.23 (人民币)	8.65	1.70

济南钢铁	6.64 (人民币)	6.51	1.62
西宁特钢	5.46 (人民币)	13.07	1.59
唐钢股份	4.70 (人民币)	7.92	1.53
太钢不锈	4.53 (人民币)	5.53	1.39
凌钢股份	6.08 (人民币)	9.80	1.39
莱钢股份	7.56 (人民币)	6.12	1.12
宝钢股份	5.60 (人民币)	7.67	1.11
华菱钢铁	5.98 (人民币)	8.19	1.10
鞍钢股份	8.43 (人民币)	6.54	1.09
马钢股份	4.82 (人民币)	33.99	0.96
邯郸钢铁	3.99 (人民币)	11.73	0.94

资料来源：彭博 中投证券研究所

表 6 重点公司盈利预测和投资评级调整表

调整前盈利预测和投资评级					调整后盈利预测和投资评级			
公司名称	2008EPS	2009EPS	2010EPS	投资评级	2008EPS	2009EPS	2010EPS	投资评级
武钢股份	0.90	0.79	1.04	强烈推荐	0.66	0.52	0.69	强烈推荐
宝钢股份	0.56	0.45	0.62	推荐	0.30	0.46	0.56	推荐
太钢不锈	0.49	0.36	0.53	推荐	0.22	0.39	0.52	推荐
唐钢股份	0.56	0.49	0.64	推荐	0.56	0.49	0.64	推荐
济南钢铁	0.91	0.81	1.10	推荐	0.53	0.65	0.85	推荐
新兴铸管	0.45	0.53	0.66	推荐	0.45	0.53	0.66	推荐
鞍钢股份	1.04	0.79	0.98	强烈推荐	0.47	0.59	0.71	推荐

资料来源：公司资料 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、新兴铸管、唐钢股份、太钢不锈、济南钢铁

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434