

钢铁行业跟踪报告

同步大势

最差时期已过去，需求尚待观察

维持评级

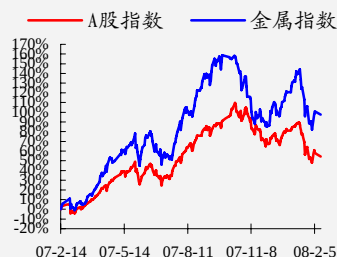
产业部门/行业

2009 年 2 月 16 日

投资要点:

- 在国家经济刺激计划的带动下，宏观经济各项指标在 08 年 11 月触底反弹，先行指标预示经济最早将于 09 年二季度复苏。
- 机械、家电等下游用钢行业的产量也从 08 年 12 月开始环比增加。与此同时，房地产和出口等主要用钢行业仍在继续恶化。下游需求何时开始全面复苏尚待观察。
- 1 月份钢材出口不管是环比还是同比都出现了大幅下降，我们预计 09 年全年的出口不容乐观。
- 钢材库存在节后出现跳跃式上升，并创出近几年的新高，短期对钢价上涨造成压力。
- 粗钢产量从 08 年 12 月开始逐步恢复，当月表观消费量也呈现逐月上升态势，但累计粗钢表观消费量同比增速仍处于下行通道。
- 与底部相比，铁精粉、焦炭、海运费分别上涨了 20%、35%、300% 左右，而钢价上涨了 10% 左右。
- 已公布的 20 家钢铁类上市公司快报显示，08 年净利润同比下降 50% 左右，照此计算，钢铁类上市公司四季度亏损约 200 亿元。全年净资产收益率下降到近十年的低点，约为 7.4%。大幅计提存货跌价准备，有利于改善 09 年一季度的业绩。
- 以 09 年 1 月初为基期，截止到目前，线材、热卷、冷板和中厚板的盈利能力相对于基期都有一定幅度的提高。而螺纹钢和型材有一定幅度的下滑。
- 从历史 PB 走势看，三次低点分别出现在 1995 年 1 月、2006 年 1 月、2008 年 11 月，值分别为 0.94、0.87 和 0.90；均值为 1.89，目前值为 1.32，从中长期看，目前的估值明显偏低。

走势图



分析师: 张能进

TEL: (8621)6336 7000-276

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhangnj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼 (邮编 200002)

一、宏观经济：有所好转

从 2008 年 2 月开始，月度累计发电量同比增速已经开始逐月降低，到 12 月份发电量累计同比增速已从 2 月的 15.39% 降至 6.06%；从单月发电量看，从 7 月份的 3195 亿千瓦时逐月下降到 11 月的 2540 亿千瓦时，12 月份有所反弹。

工业增加值也出现类似的走势，经过数月的下滑后，在 12 月份小幅反弹，从 11 月的 5.4% 反弹至 5.7%。

图 1：月度发电量与累计增速

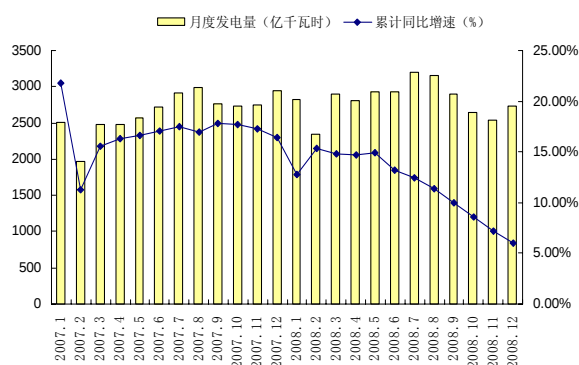
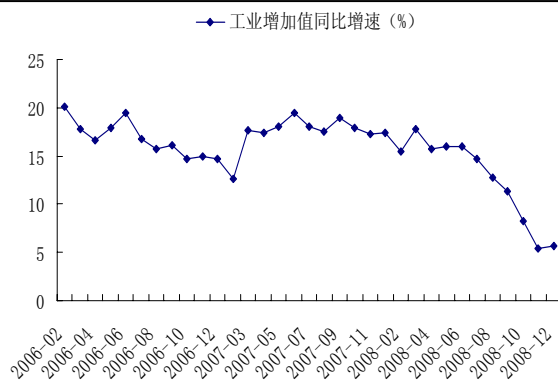


图 2：工业增加值增速



数据来源：WIND, 国家统计局，东北证券金融与产业研究所

从 08 年 3 月份开始，汽车销量累计增速呈现逐月下滑趋势，到 12 月底同比增速为 6.7%，同比下滑 15.13 个百分点；环比看，经过数月的销售下滑后，12 月份有所上升。

从 3 月份开始，商品房销售面积同比增速一路下滑，截止到 11 月，销售面积累计增速从 07 年的 30.59% 下降到 08 年的 -18.44%。从单月看，11 月份销售面积几乎是全年的最低值。

图 3：当月汽车销量及累计同比增速

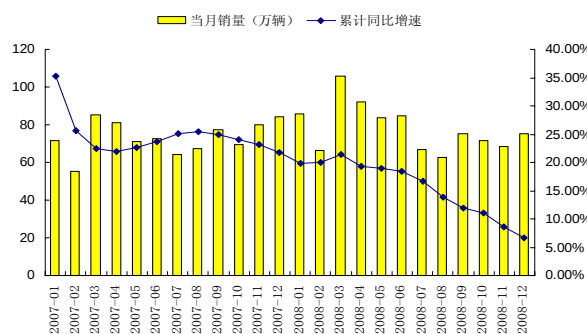
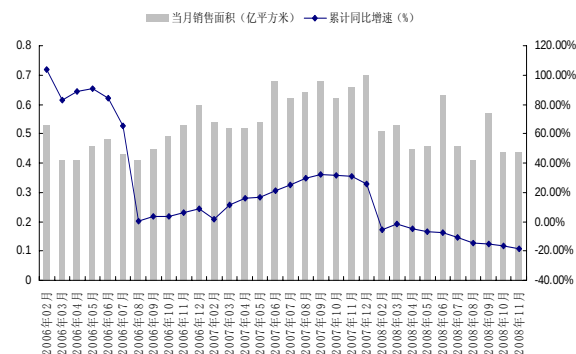


图 4：当月商品房销售面积及累计同比增速



数据来源：WIND, 东北证券金融与产业研究所

从 08 年年初，M1 一直处于下滑通道中，到 12 月份开始有所反弹。反映宏观景气程度的一致指标和先行指标还处于下滑过程中，最近一次的先行指标先于一致指标 3 个月。假设先行指标于 12 月份掉头向上，那么实体经济最早将于二季度出现转暖的迹象。

图 5: M1 当月新增量及累计同比增速

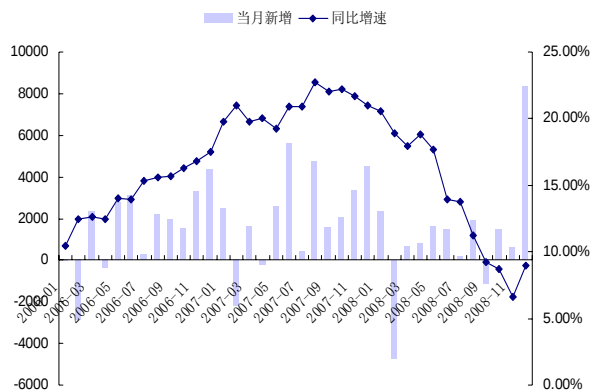
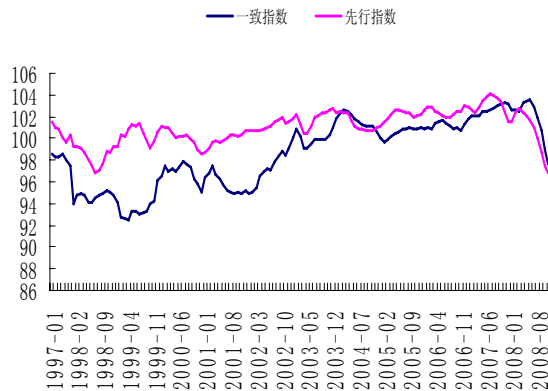


图 6: 宏观经济景气指数



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

二、国内需求：有待观察

2008 年固定资产投资累计同比增长 26.19%，实际增速约为 18% 左右，同比有较大幅度的下滑。但在国家经济刺激计划的带动下，12 月份固定资产投资额出现快速上升，我们认为这种势头还将继续。而房地产投资累计同比增速从 6 月份以来持续下滑，从近几个月单月投资额看，也是环比逐月减少。

图 7: 当月固定资产投资额及累计投资增速

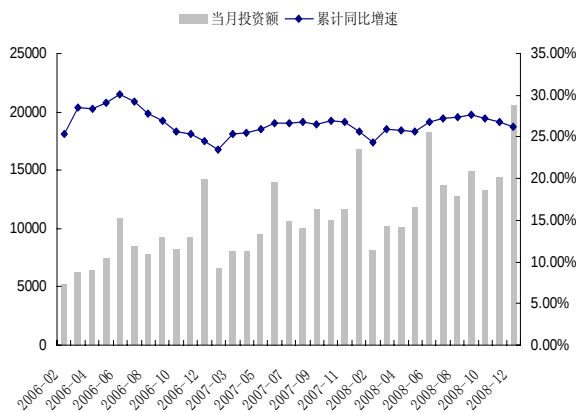
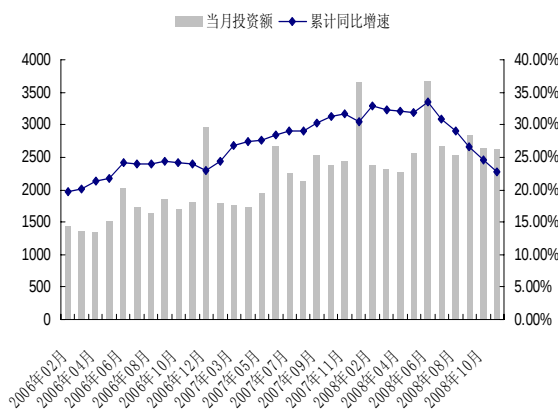


图 8: 当月房地产业投资额及累计投资增速

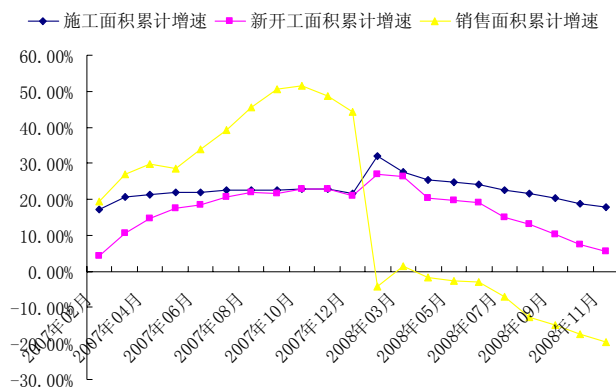


数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

房地产行业的施工面积、新开工面积、销售面积增速 08 年以来持续走低，截止到 11 月，施工面积、新开工面积、销售面积同比分别增长 17.68%、5.51%、-19.75%，

同比分别下降 3.86、15.62、64.09 个百分点，我们预计这种状况还将继续恶化。

图 9：施工面积、新开工面积、销售面积增速



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

除了船舶行业，其他下游主要用钢行业 08 年产量同比增速都出现较大幅度下降，并呈现出逐月下滑态势，基本上在 12 月各行业产量开始有所恢复，这些行业包括发电设备、交流发电机、工业锅炉、内燃机、金属切削机床、汽车、彩电、电冰箱、洗衣机等。

图 10：主要下游用钢行业产量累计增速（1）

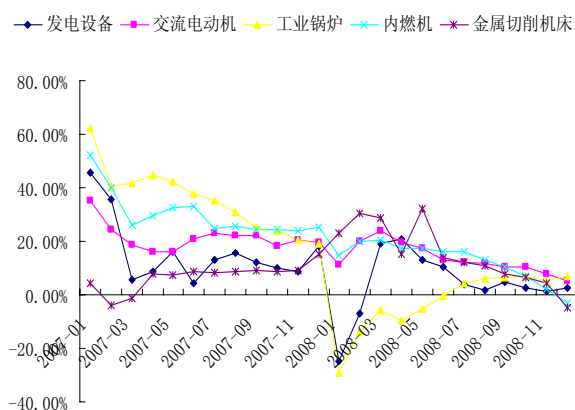
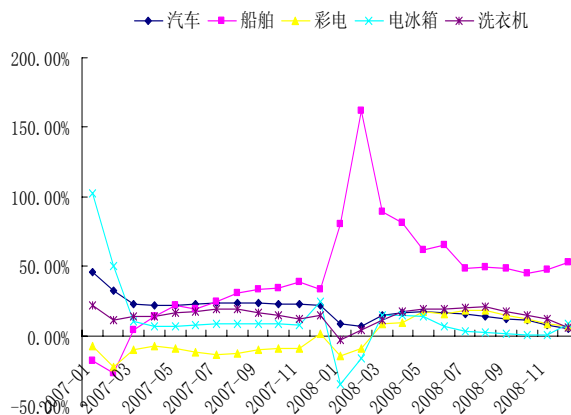


图 11：主要下游用钢行业产量累计增速（2）



数据来源：WIND,东北证券金融与产业研究所

制造业采购经理指数 11 月份见底，连续两个月回升，但值仍处于 50 以下，说明经济还处于偏冷时期。相应的，新订单、采购量、原材料库存等都有所恢复。但积压订单还在持续下降，说明企业新接订单的量与以往相比明显减少；另外企业的产成品库存也是持续下降，说明企业积压的库存相对处于较高水平，企业仍然将消化已有库存作为当前最主要的任务之一。

图 12: PMI 部分分项指标 (1)

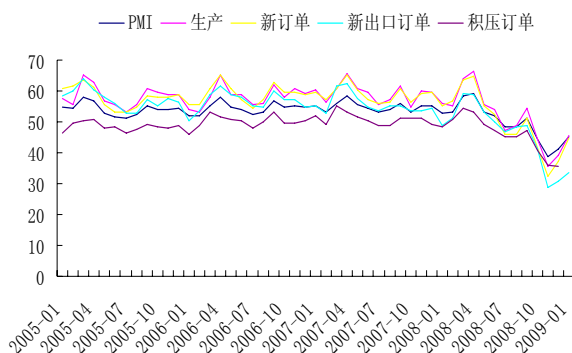
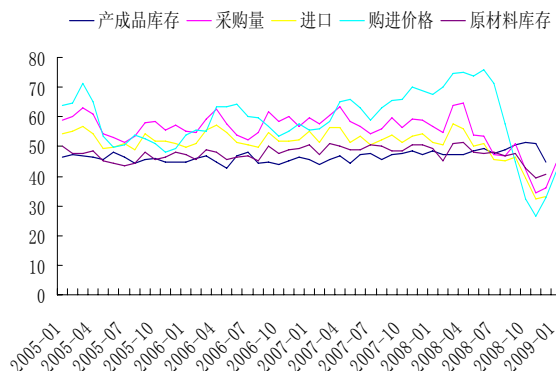


图 13: PMI 部分分项指标 (2)



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

三、出口需求: 继续恶化

2008 年钢材累计出口 5923 万吨, 同比下降 5.46%; 单月出口 8 月份创出 769 万吨以后, 呈现逐月下降态势。今年 1 月份钢材出口仅有 191 万吨, 同比减少 223 万吨, 降幅 53.86%; 环比减少 126 万吨, 降幅 39.74%。虽然 1 月份一般是每年出口的低点, 但降幅如此之大, 预示着全年的出口不容乐观。

08 年钢材累计进口 1543 万吨, 同比下降 8.54%; 今年 1 月份进口钢材 87 万吨, 同比减少 55 万吨, 下降 38.7%。环比减少 6 万吨, 下降 6.5%。

图 14: 钢材当月出口及累计同比增速

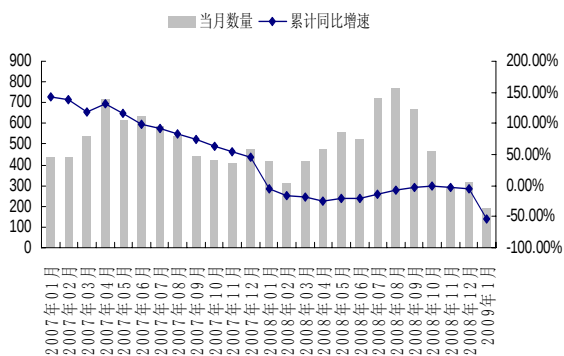
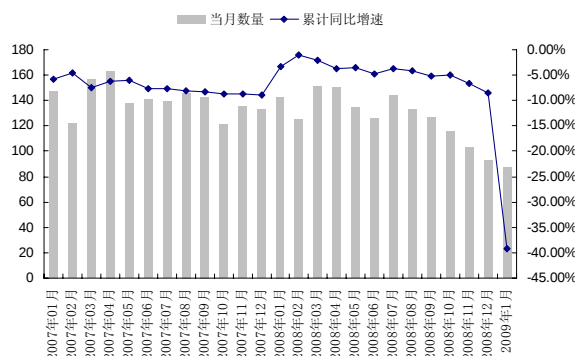


图 15: 钢材当月进口及累计同比增速



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

由于发达国家的房地产市场持续低迷, 对线棒材的需求大幅减少, 出口品种中线棒材的比例在逐步降低。而管材的出口比例逐月上升, 这主要是能源行业对管材的需求相对稳定。但总体看, 绝对值是下降的。

我们发现净出口与国内外钢价价差之间存在一定的线性关系。表现为, 价差拉大, 出口增加, 价差缩小, 出口减少。发达国家的经济危机还没结束, 对钢材的需

求很难快速恢复。在这种情况下，较高的钢价很难获得支撑。从目前看，我们国家的钢价与国际主要地区的钢材价格相比，已经没有多大的优势。我们认为未来一段时间内，这种状况很难改变。

图 16：出口钢材分品种比例

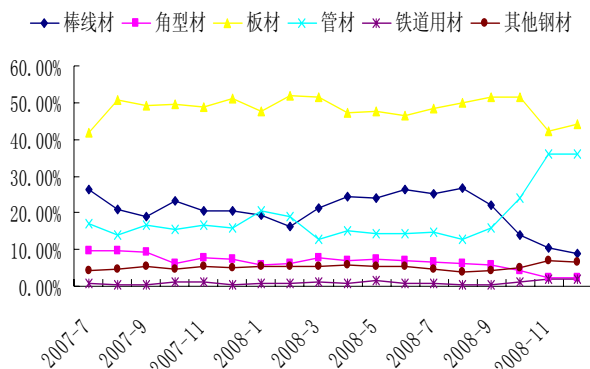
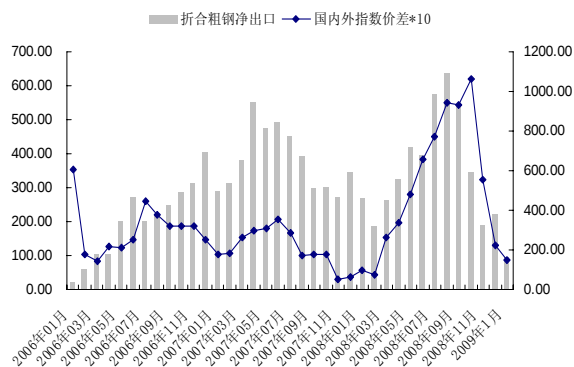


图 17：净出口与国内外价差



数据来源：WIND, 东北证券金融与产业研究所

四、钢材库存：创出新高

我们发现钢材库存有个基本的规律，即从前一年的年底开始逐步上升，到3月左右库存达到一年的最高，然后逐步下滑，直至5、6月份；从6月左右到年底前库存基本上在底部振荡，有时还伴随小幅走低。

钢价与库存在短期会相互影响，预期钢价上涨会使得库存上升，而过高的库存又会对钢价造成压力。库存在去年12月初开始逐步抬高，特别是节后，库存更是跳跃式上升，目前已经创出历史新高。分品种看，螺纹钢和线材等上升的最快，热卷也上升的较快。持续上升的库存，已经使钢价在2月份的第二周开始出现周环比下降的趋势。从稍长一段时间看，钢价与库存之间并没有固定的关系，钢价更多由供需决定。

图 18：钢价与社会总库存

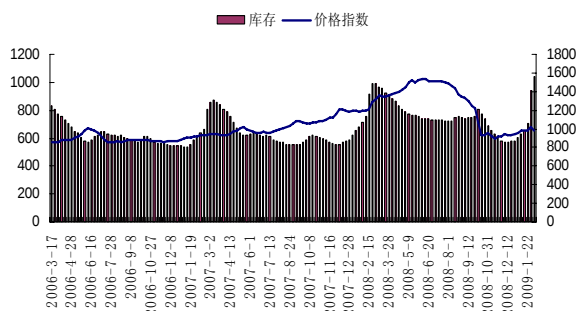
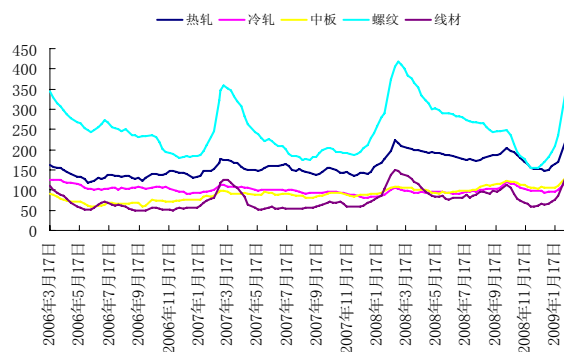


图 19：钢材分品种库存



数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

五、钢铁产量：逐渐恢复

全球粗钢产量经过 2002-2007 年 6 年的高速增长后，08 年首次出现负增长，降幅 1.28%。其中中国同比增长 2.29%，其他国家同比下降 3.31%。从月日粗钢产量看，全球的月日粗钢产量还在继续下降。我们预计，在全球经济尚未企稳的背景下，09 年的全球粗钢需求还将继续负增长。

图 20：全球粗钢产量增速

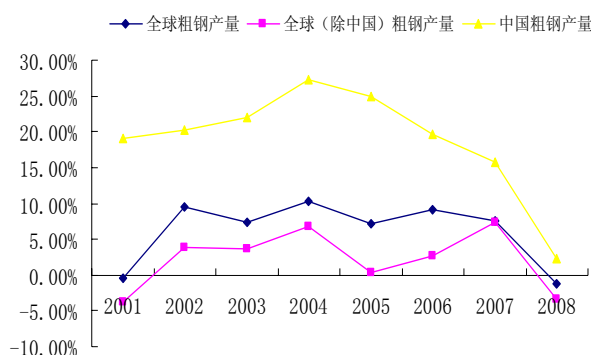
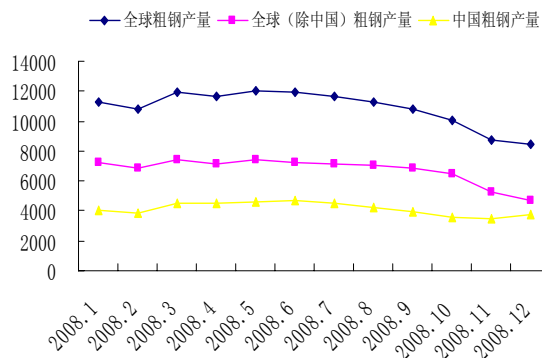


图 21：全球粗钢日产量



数据来源：MYSTEEL，东北证券金融与产业研究所

2008 年产粗钢 50049 万吨，同比增长 2.29%，增幅大幅下降 (07 年为 15.76%)。从单月看，6 月份创出 4694 万吨历史新高后，然后逐月下滑到 11 月的 3519 万吨，12 月开始持续回升。从大中型与小型钢企的复产情况看，小型钢企复产更早，从 11 月份已经复产，而大中型企业从 12 月份开始复产。随着大中型企业四季度大幅度提取存货跌价准备，高价存货的负担已经没有了，大中型企业也将加大复产的力度。

单月的表观消费量从 08 年的 11 月份开始回升，但累计表观消费量的增速始终处于下滑通道中，1 月份粗钢表观消费量同比增速已下降到 3.7%。

图 22：钢材当月产量及累计增速

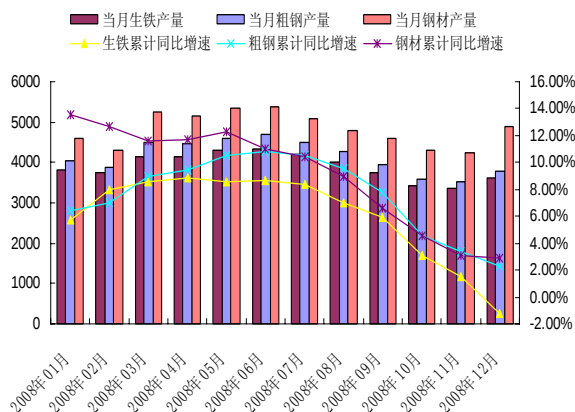
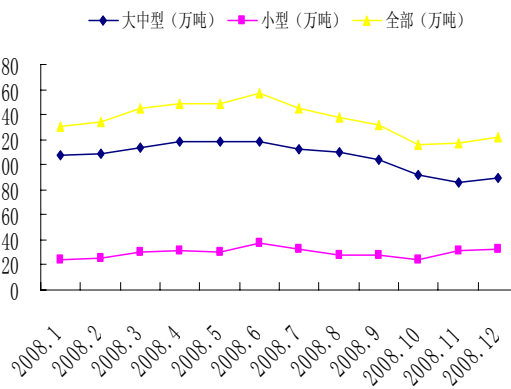
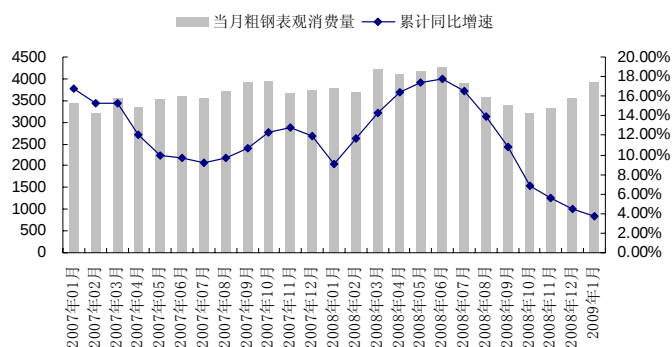


图 23：大中型月日粗钢产量



数据来源：MYSTEEL，东北证券金融与产业研究所

图 24：当月粗钢表观消费量及累计同比增速



数据来源：WIND, MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

六、行业盈利：走出低估

2008 年产铁矿石原矿 82401 万吨，折合铁精粉约为 4.1 亿吨，同比增长 16.54%；进口铁精粉 4.4 亿吨，同比增长 15.78%。较高的库存，再加上下游需求尚未启动，对铁矿石的需求有所降低，使得国产矿和进口矿量环比都有所降低。

图 25：国产矿当月产量及累计同比增速

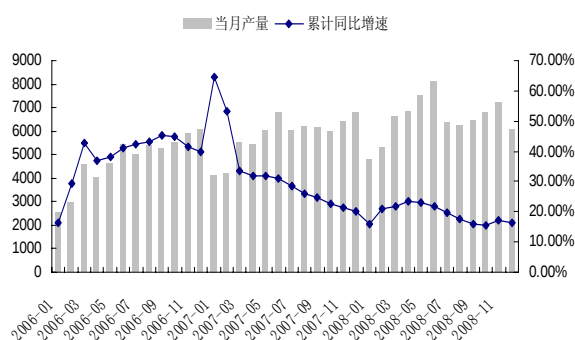
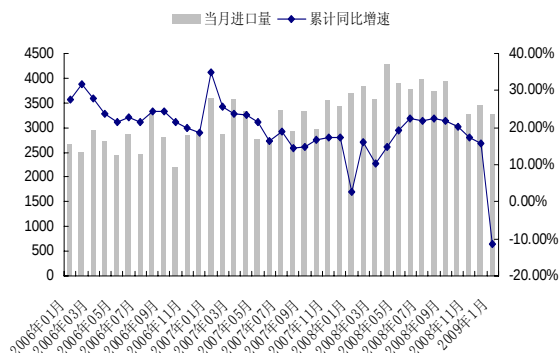


图 26：进口矿当月产量及累计同比增速



数据来源：WIND, 东北证券金融与产业研究所

目前，唐山地区铁精粉价格约为 660 元（不含税），与底部相比，价格上涨了 15% 左右；印度现货矿目前的价格为 85 美元，与底部相比，上涨了 20% 左右。

从巴西到北仑港的海运费从低谷的 6.79 美元反弹到目前的 26.858 美元，上涨了近 4 倍，从澳洲到北仑港的海运费从低谷的 3.01 美元反弹至目前的 10.409 美元，上涨了近 2.5 倍。

唐山地区的二级冶金焦价格从低谷时的 1400 元/吨上涨到目前的 1900 美元/吨，上涨了 35.7%。

图 27：唐山地区铁精粉现货矿价格

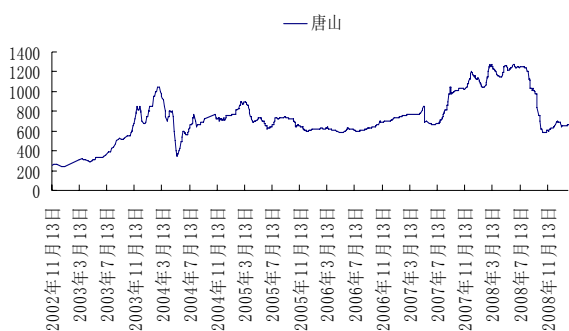
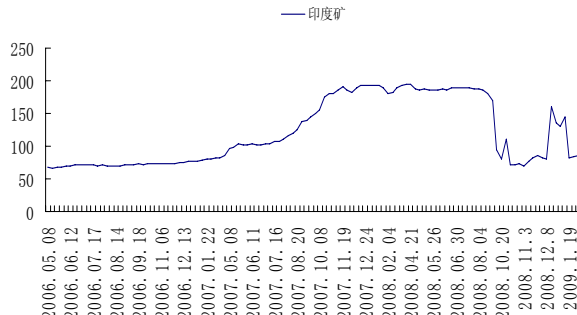


图 28：印度现货矿价格



数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

图 29：巴西澳洲海运费

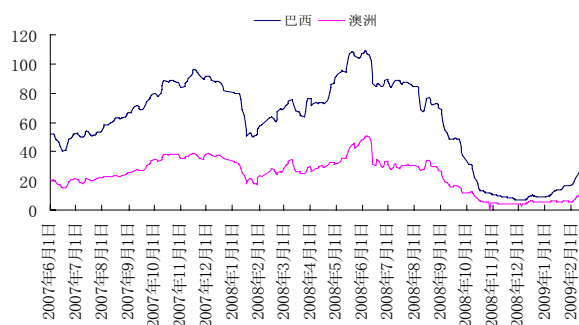
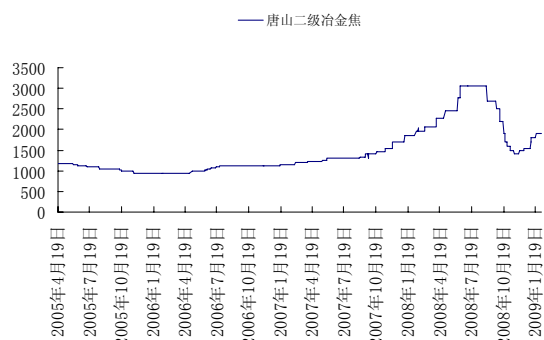


图 30：唐山二级冶金焦价格



数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

钢价从底部到目前上涨了约 10.4%；其中，扁平材上涨了 13.2%，长材上涨了 11.6%。具体品种看，螺纹钢从底部的 3600 元上涨到 3900 元，上涨 8.5%；线材从底部的 3500 元上涨到 3900 元，上涨了 10.7%；热卷从底部的 3300 元上涨到 4000 元，上涨 21%；冷板从底部的 4000 元上涨到 4650 元，上涨 16%；中板从底部的 3500 元上涨到 3900 元，上涨 11.4%。

图 31：钢价指数

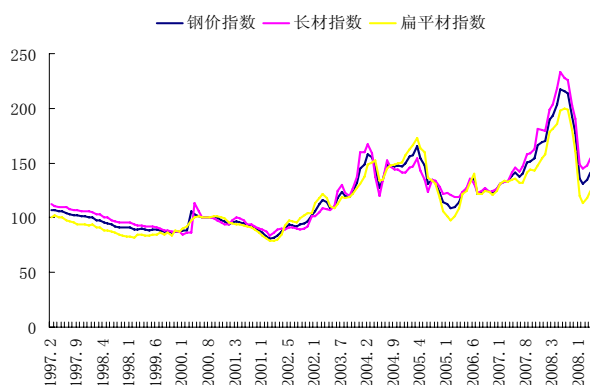
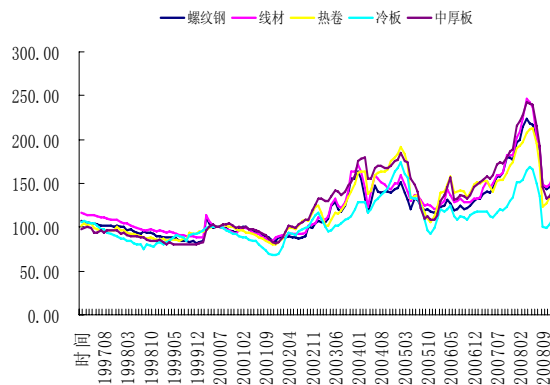


图 32：分品种钢价指数



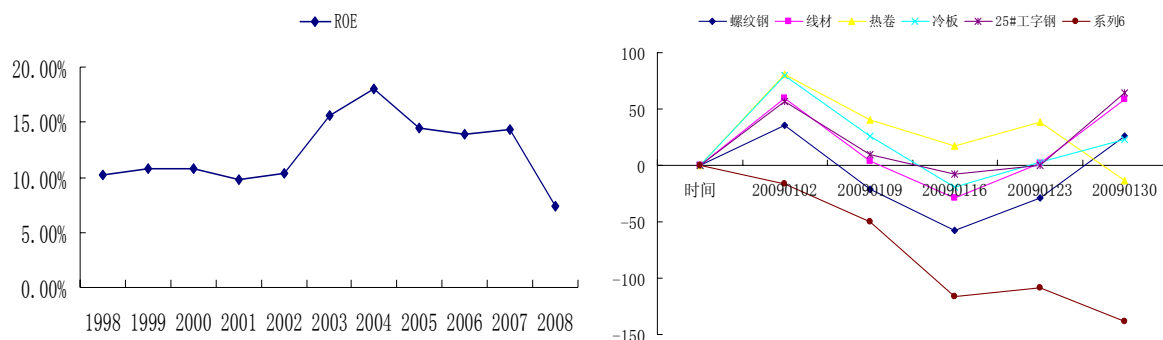
数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

从已经公布的 20 家上市公司业绩快报看，08 年钢铁类上市公司净利润同比下

降约 50%左右,按此计算,四季度钢铁类上市公司亏损总额约为 200 亿元,净资产收益率也创出了近十年的新低,约为 7.42%。我们认为这很大一部分原因是因为各大公司四季度较大幅度的提取了存货跌价准备。这样原先让我们担心的高价存货在一季度将不是个问题,一季度的业绩相对于 08 年四季度将明显改善。

我们选取铁矿石和焦炭的成本变化代表钢材的成本变化,以钢价和铁矿石焦炭的差额作为参考指标,来监测主要钢材品种的盈利走势,参考基期为 09 年 1 月初。截止到目前,线材、热卷、冷板和中厚板的盈利能力相对于基期都有一定幅度的提高。而螺纹钢和型材有一定幅度的下滑。

图 33: 与年初相比价差(钢价-铁矿石成本-焦炭成本)变化



数据来源: MYSTEEL, WIND, 东北证券金融与产业研究所

七、估值水平: 较低位置

从历史 PB 走势看,三次低点分别出现在 1995 年 1 月、2006 年 1 月、2008 年 11 月,值分别为 0.94、0.87 和 0.90;均值为 1.89,目前值为 1.32,从中长期看,目前的估值明显偏低。

图 34: 历史 PB 走势图



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209