

张士宝
 86-755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn

2009年2月18日

钢铁行业继续回暖，钢铁股仍有上涨动力

对09年2月16-17日钢铁股大涨大跌的点评

原材料

钢铁

推荐（维持）

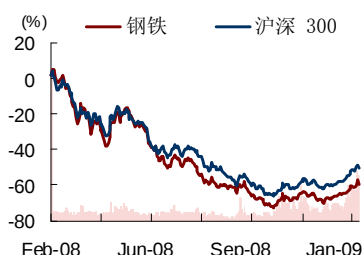
上证指数 2319

行业规模

		占比%
股票家数（只）	44	2.8
总市值（亿元）	5768	3.5
流通市值（亿元）	3110	5.2
重点公司市值（亿元）	2913	1.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	25.8	0.7	-57.4
相对表现	2.1	0.1	-8.5



相关报告

- 1、《华菱钢铁(000932)—快速崛起的中部钢铁“脊梁”》2009/1/21
- 2、《对钢铁产业振兴计划的点评—振兴规划确立钢铁行业向好拐点》2009/1/15
- 3、《钢铁行业 2009 年度投资策略—扩大内需,钢铁先行,09 年将是钢铁行业融冰之旅》2008/12/4

国际国内钢铁供求预期好转、新增产能合理增长、流动性的改善和偏低的库存水平等因素促使钢铁价格温和回升，钢铁行业景气继续转暖；短期可能因为产能利用率的提高带来价格的短线回调，但不改钢铁行业中长期向好趋势。我们继续维持钢铁行业推荐的投资评级，钢铁股调整将为投资者提供较好的建仓机会。

- **国际国内供求预期好转。**全球刺激经济“救市”措施，促使国际需求回升和扭转中国与国外价差缩小甚至倒挂的不利局面；国内十大产业振兴规划的陆续出台，与前期国家提出促进经济增长十项措施所对应的 4 万亿投资逐步落实，将扩大国内钢铁需求和抑制钢铁产能，对钢铁行业形成实质性利好。
- **产能利用率快速提升，钢铁企业规模效应得以显现。**目前钢铁企业产能利用率逐步回升至 75-95% 正常水平；我们预计 09 年钢铁表观消费需求增速 3% 左右，超出业界下降 10% 的普遍预期。
- **钢厂库存逐步回落至正常水平、社会库存因看好后市而增加。**国有大中型钢铁企业坯材合计库存已由 10 月份的最高点 1221 万吨下降到了 08 年 12 月份的 980 万吨；社会库存中螺纹和线材库存水平接近历史高点，热轧板、中板、冷轧板库存创出历史新高。
- **国内、国际钢铁价格已先后见底回升。**国内钢材价格先于国际一个月见底回升，目前长材需求恢复较快，价格仍有上涨空间。螺纹、线材、无缝管依然是本轮价格回升最好的品种。
- **钢铁行业盈利最坏时间业已过去，行业盈利水平将温和回升。**国有大中型企业逐渐扭亏为盈，行业代表性公司—三大钢铁集团业绩已见底，后期将温和回升；钢铁行业 08 年存货减值准备计提充分，09 年将轻装上阵，业绩好于预期。
- **投资策略：**供求预期好转，盈利能力持续改善，我们维持钢铁行业推荐的投资评级，上半年我们看好建筑用钢为主的公司，股价调整即为建仓良机。

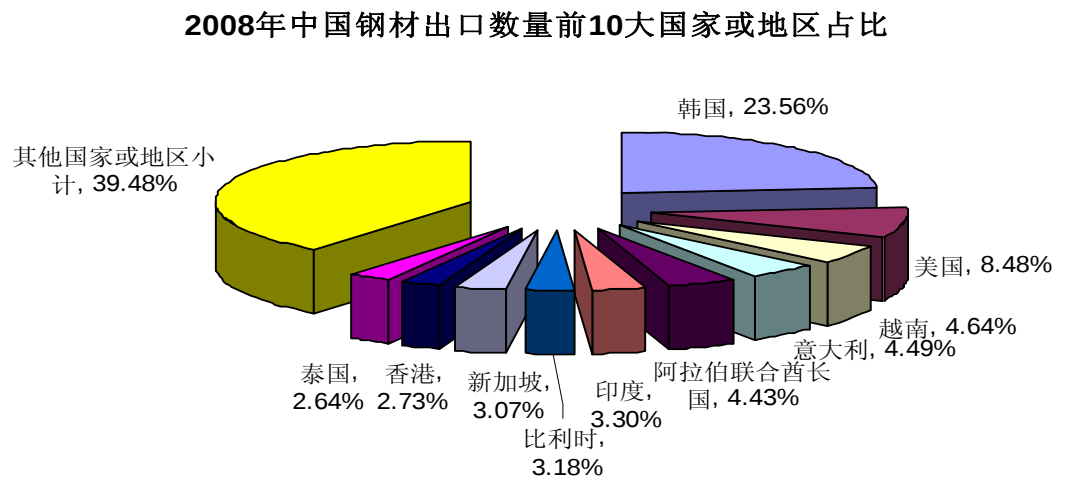
重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
宝钢股份	6.1	0.73	0.33	0.35	18	17	1.1	审慎推荐-A
鞍钢股份	9.0	1.12	0.47	0.58	19	16	1.1	审慎推荐-A
武钢股份	6.9	0.83	0.62	0.69	11	10	1.8	审慎推荐-A
莱钢股份	8.6	1.24	0.6	0.65	14	13	1.2	审慎推荐-A
济南钢铁	7.2	1.02	0.8	0.69	9	10	2.0	审慎推荐-A
南钢股份	4.3	1.1	0.36	0.42	12	10	1.5	审慎推荐-B
八一钢铁	8.1	0.68	0.3	0.27	27	30	1.9	强烈推荐-B
唐钢股份	6.0	0.95	0.63	0.38	10	16	1.8	审慎推荐-A
太钢不锈	6.1	1.23	0.65	0.55	9	11	1.1	强烈推荐-A
华菱钢铁	6.0	0.59	0.36	0.53	17	11	1.1	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

简评:
1、国际供求关系预期好转

(1) 全球刺激经济“救市”措施，促使国际需求回升和扭转中国与国际价差缩小甚至倒挂的不利局面。欧、美、日、韩等中国钢铁出口主要地区经济刺激计划将扩大国际需求改善中国出口下滑局面和改变国内外钢铁价差。韩国、美国、日本和欧盟是我国钢材出口的主要国家，韩国、美国、意大利、日本在 2008 年我国钢材出口目标国家数量排名第 1、2、4、17 位（见图 1）。此前，国际上权威机构预测，欧美等发达经济体将出现负增长，将对汽车、造船、机械、家电所需的板材产品的国际价格造成负面影响。

图 1：2008 年中国钢材出口数量前十大国家或地区占比


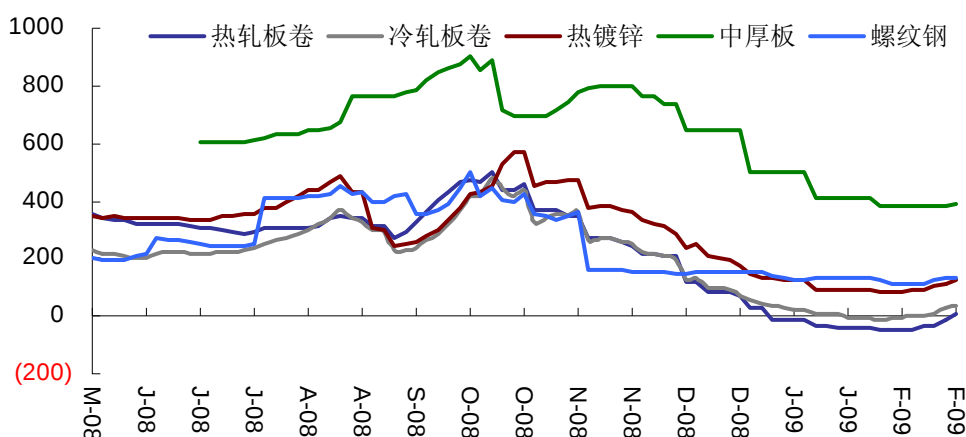
资料来源：Mysteel、招商证券

(2) “天旱适逢及时雨”。近期，美国通过了 7870 亿美元经济刺激计划、日本也将通过约合 1 万亿美元的经济振兴计划，韩国 1390 亿美元和欧盟等地区和国家也通过数量可观的经济振兴计划（见表 1），将扭转全球钢铁需求下滑的不利预期。尽管诸如美国增加了对所需钢材“优先购买美国货”的贸易保护条款，但总体上增加了全球钢材需求，改善国际钢铁供求关系，据此判断中国钢材出口形势将好转，国内外价差将扩大。

表1：世界主要国家或地区通过或即将通过的的经济刺激或振兴计划

国家/地区	救市计划总金额	通过否
美国	7870 亿美元	已通过
日本	1 万亿美元	即将通过
韩国	1390 亿美元	已通过
欧盟	2000 亿欧元	已通过

资料来源：招商证券整理

图 2: 中国与美国主导钢材品种价格差异 (美元/吨)


资料来源: Mysteel, 上图价格差异为美国中西部钢厂减去中国上海市场价格, 未考虑运费

2、国内供求关系继续改善

我国十大产业振兴规划的已经和即将陆续出台, 与前期国家提出促进经济增长十项措施所对应的 4 万亿投资逐步落实, 扩大钢铁需求和抑制钢铁产能, 对钢铁行业形成实质性利好。

(1) 我国钢铁等十大产业振兴规划陆续出台直接和间接的扩大钢铁下游需求、抑制钢铁产能, 对钢铁业再次形成实质性利好。

①十大产业振兴规划陆续出台将扩大钢铁需求, 改善供求关系。目前中国国务院已经审议并原则通过了汽车和钢铁产业调整和振兴规划 (2009 年 1 月 14 日)、装备制造和纺织产业振兴规划 (2009 年 2 月 4 日)、船舶工业调整振兴规划 (2 月 11 日)。

此前, 媒体称, 工业和信息化部原材料司和装备工业司有关负责人 2009 年 1 月 22 日表示, 钢铁、汽车、船舶、石化、纺织、轻工、有色金属、装备制造和电子信息等九个行业的振兴计划将于“两会”前陆续出台, 这九大行业关系到国民经济命脉。

十大产业振兴规划的细则和支持措施正在紧锣密鼓的讨论和修改之中, 也有望在“两会”前陆续出台。

上述产业振兴规划将直接或间接扩大钢铁下游 8 大主导行业用钢需求, 改善供求关系。

②钢铁产业调整和振兴规划实施细则即将公布。据悉, 其中重要三点: 一是将淘汰高炉容积由 300m³ 提高至 450m³, 淘汰产能数量进一步加大; 二是, 严格控制钢铁新增产能; 三是可能调整钢材产品出口税收。需求的扩大和产能增速下降将显著改善钢铁供求关系。

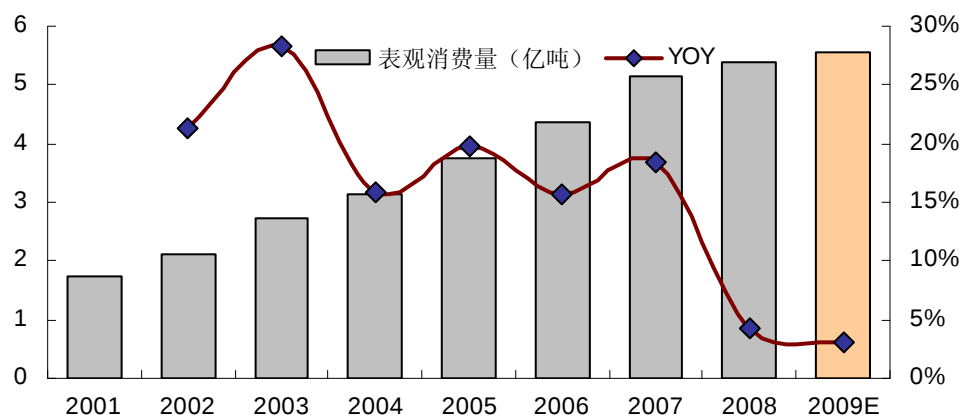
这进一步验证了我们对 2009 年 1 月 14 日出台钢铁产业调整和振兴规划点评中所提出“振兴规划确立钢铁行业向好拐点”的判断。

(2) 前期国家提出的促进经济增长十项措施所对应的 4 万亿投资逐步落实。据统计, 上述 4 万亿投资中, 中央直接投资 08 年四季度投了 1000 亿元, 09 年 1 季度将投资 1300 亿元, 环比增长 30%。这些中央投资与其所带动地方投资对钢铁投资季度环比增长 30% 以上, 可以有效消化钢铁产能利用率由最低点 60-65% 到目前 85-90% 的新增的部分。

信贷投放加大, 经济加快复苏, 有利于钢价复苏。09 年国家新增贷款 5~6 万亿元, 预计 09 年 1 季度投放 50-60%, 上半年投放 80-90%, 1 月份已投放 1.62 万亿元。

3、我们预计 09 年钢铁表观消费需求增速 3% 左右, 超出业界下降 10% 的普遍预期(见图 3)。

图 3: 2001 - 2009 年我国钢材表观消费量及增速实际及预测



资料来源: 招商证券

4、产能利用率快速提升, 钢铁企业规模效应得以显现

据我们近期对华北、山东和国内主要大钢厂的调研, 正如我们在年度策略报告对 09 年钢铁产能利用率的预期, 目前钢铁企业产能利用率逐步回升至 75 - 95% 正常水平。

表 2: 目前我国钢厂复产情况

地区	钢铁产能利用率
唐山地区	75%以上
山东地区	90%-95%
国内主要大钢厂	85%-90%

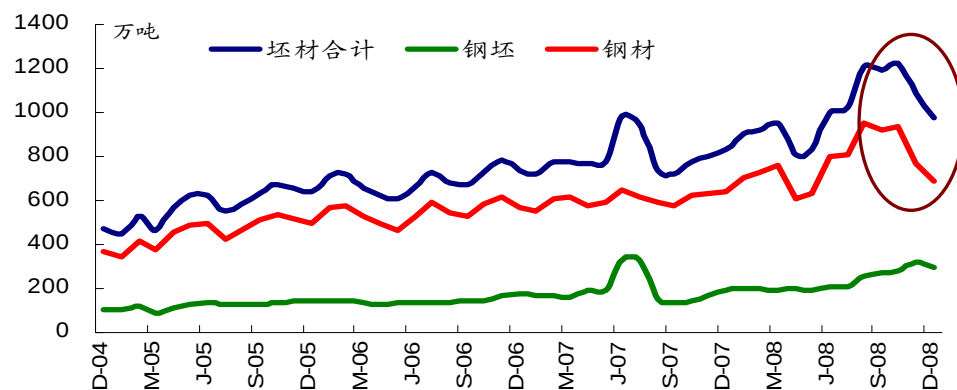
资料来源: 调研, 招商证券整理

5、钢厂库存逐步回落至正常水平、社会库存因看好后市而增加

(1) 钢厂库存逐步回落至正常水平

据我们跟踪, 国有大中型钢铁企业坯材合计库存已由 10 月份的最高点 1221 万吨下降到了 08 年 12 月份的 980 万吨, 预计后期坯材库存水平将趋向合理水平。

图 4: 2004 年 12 月 - 2008 年 12 月我国国有大中型钢铁企业坯材库存



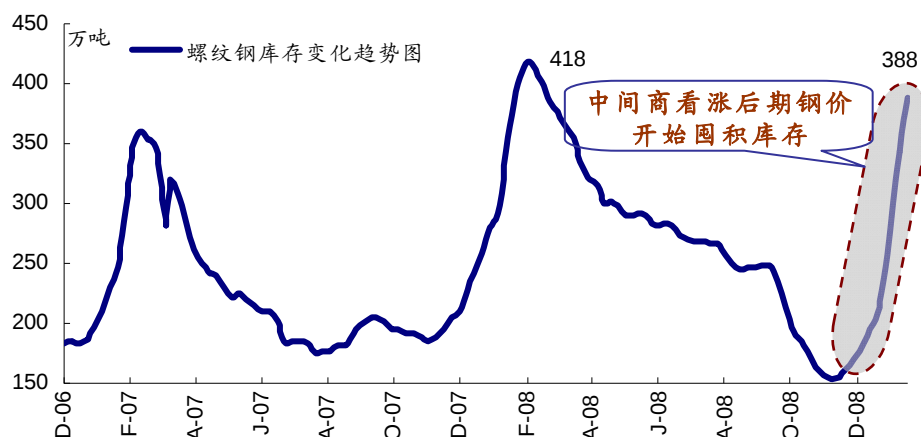
资料来源: Mysteel、招商证券

(2) 社会库存因流通商看好后市而增加

从社会库存看，库存上升主要有两种可能：一是预期需求不旺，钢价下跌；二是预期需求旺盛，钢价看涨。目前库存升高（见图 5-9）原因主要是后者。

社会流通商库存中螺纹和线材库存水平接近历史高点，主因是流通商看好后市而于春节前囤货，热轧板、中板、冷轧板库存创出历史新高，主因是板材品种相对长材产品价格滞涨，流通商看好后市而囤积。09 年春节在 1 月份，较往年提前，北方市场仍处于冬季，近一周左右钢价回调反应了下游需求因季节性因素未能及时跟进，但随着后期转暖，流通商库存将逐步消化，回落至合理水平，钢材价格将温和回升。

图 5：全国 26 个主要城市螺纹钢库存变化图



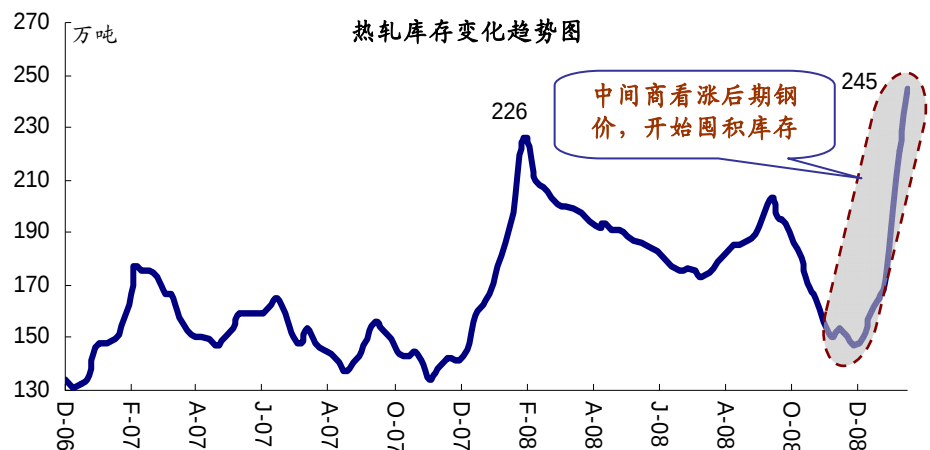
资料来源：Mysteel、招商证券

图 6：全国 26 个主要城市线材库存变化图



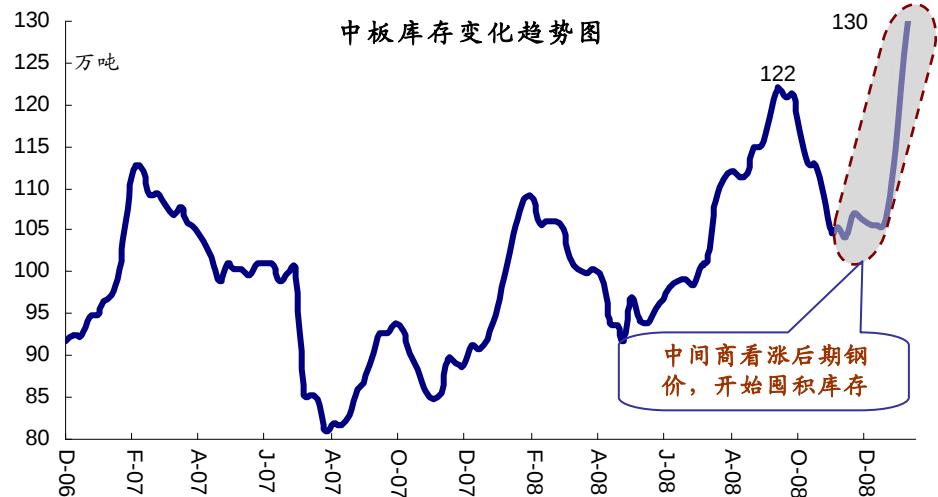
资料来源：Mysteel、招商证券

图 7: 全国23个主要城市热轧板卷钢库存变化图



资料来源: Mysteel、招商证券

图 8: 全国23个主要城市中板钢库存变化图



资料来源: Mysteel、招商证券

图 9: 全国23个主要城市冷轧板钢库存变化图



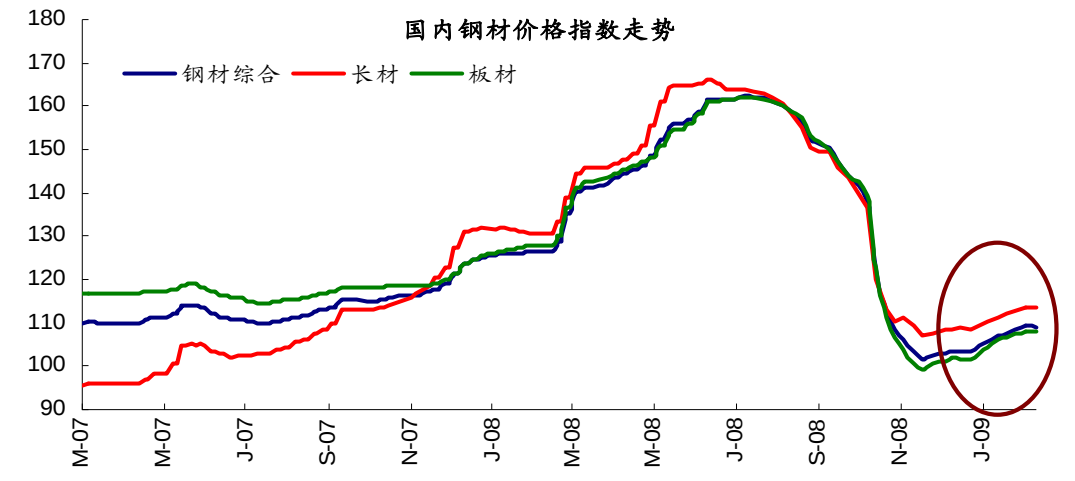
资料来源: Mysteel、招商证券

6、国内、国际钢铁价格已先后见底回升

(1) 国内钢价：08 年 10 - 11 月见底，之后温和回升

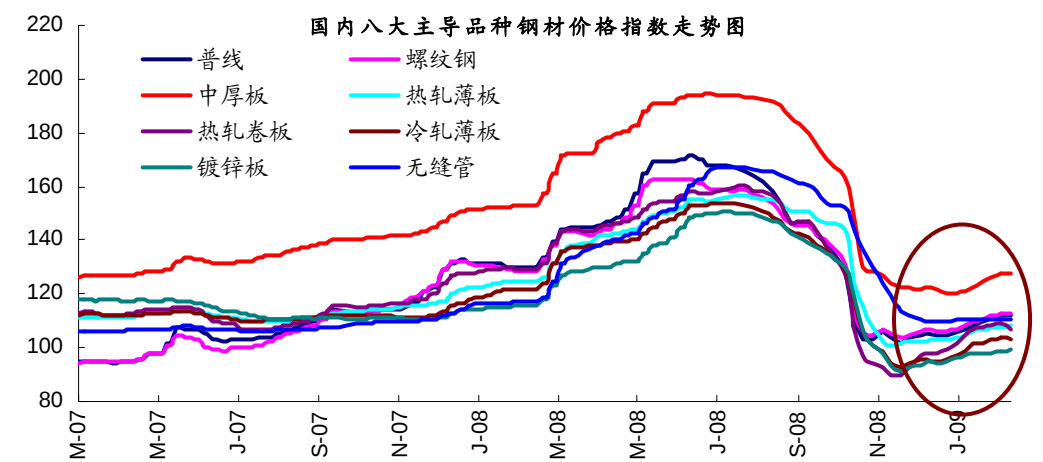
如图 10 - 12，国内钢材价格先于国际一个月见底回升，目前长材需求恢复较快，价格仍有上涨空间。螺纹、线材、无缝管依然是本轮价格回升最好的品种。

图 10：国内钢材综合价格指数和长材、板材价格指数分周走势



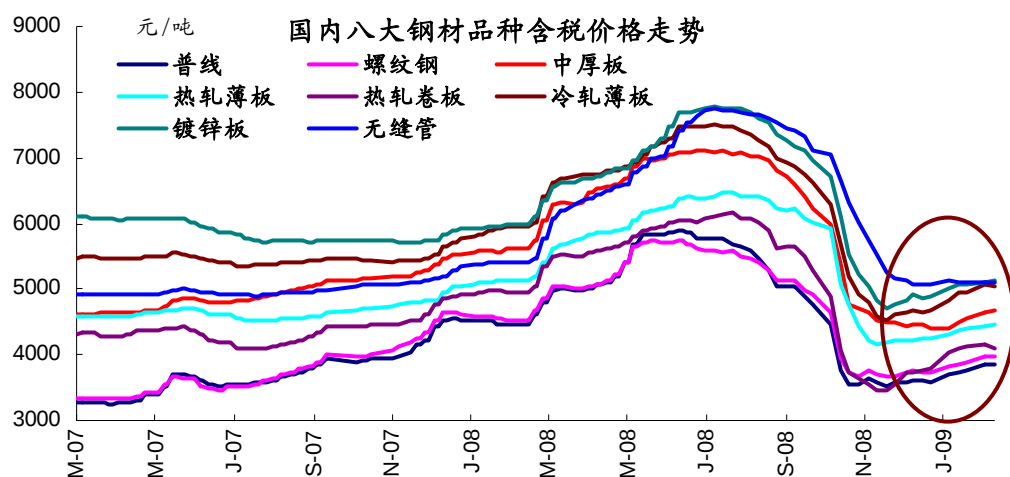
资料来源：中钢协、招商证券

图 11：国内八大主导品种钢材价格指数分周走势



资料来源：中钢协、招商证券

图 12: 国内国内八大主导品种钢材含税价格分周走势

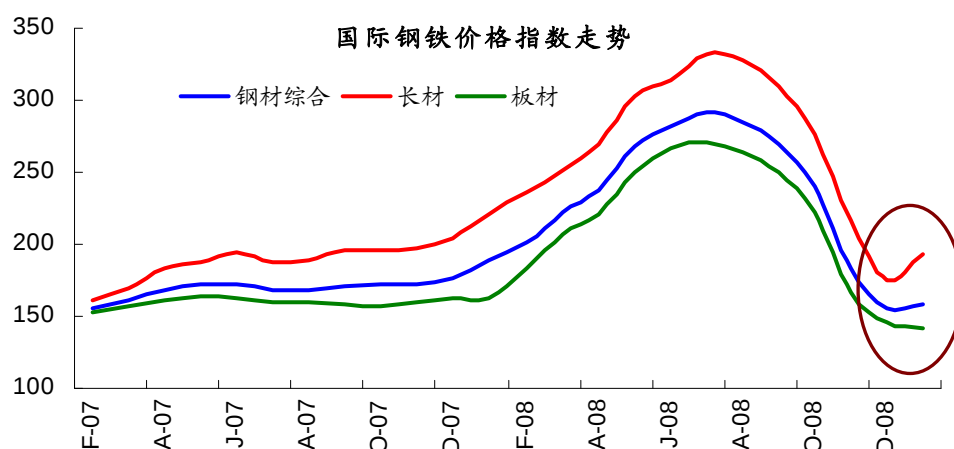


资料来源：中钢协、招商证券

(2) 国际钢价：08 年 12 月见底，之后回升

图 13 显示，随着全球经济“救市”计划措施的实施，国际钢材价格也于 08 年 12 月份见底回升，比中国钢价回升迟了一个月左右，主因是国际救市措施不得力、出手较慢。长材是拉动钢材综合价格指数回升的主要动力，长材产品在国际钢材总消费中占比 40% 左右。

图 13: 国际钢铁价格分月价格走势

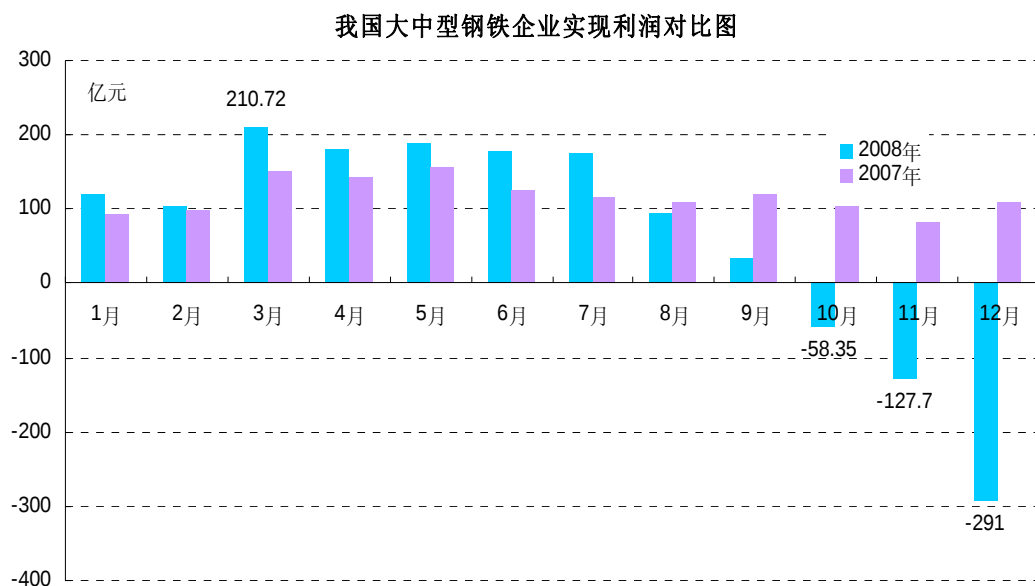


资料来源：中钢协、招商证券

7、钢铁行业盈利最坏时间业已过去，行业盈利水平将温和回升

(1) 钢铁行业 08 年存货减值准备计提充分，09 年将“轻装上阵”，业绩好于预期

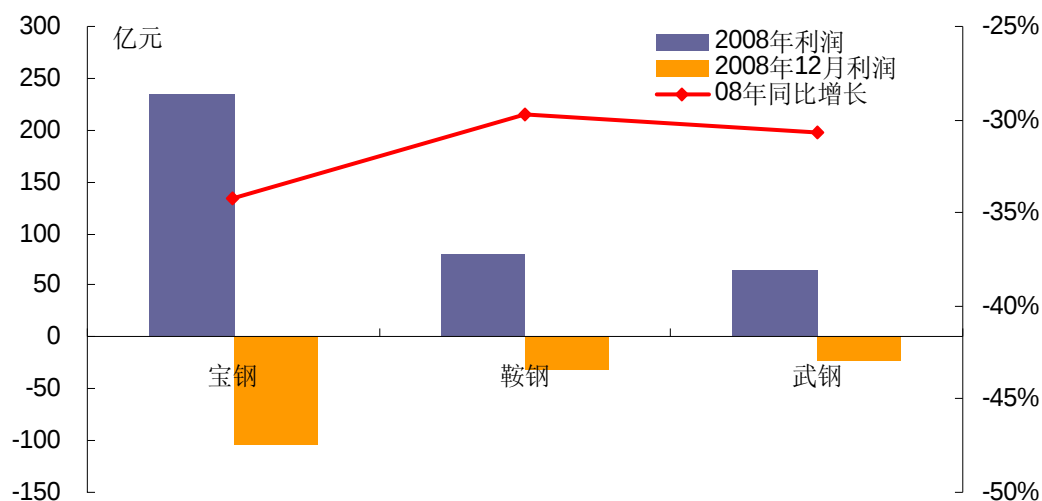
我们在 2009 年钢铁行业投资策略报告和钢铁行业调整振兴规划点评中判断：08 年 10 - 11 月见底，08 年 12 月钢铁行业业绩见底（见图 14），目前正在被市场所验证。

图 14：我国大中型钢铁企业实现利润对比图


资料来源：中钢协、招商证券

(2) 行业代表性公司 - 三大钢铁集团业绩已见底，后期将温和回升

我们密切跟踪的三大钢铁集团 - 宝钢、鞍钢、武钢集团，在充分计提了减值准备后 08 年 12 月份出现巨幅亏损，08 年三家集团合计全年利润同比上年下降 33%（见图 10），为 09 年“轻装上阵”甩掉了“包袱”。

图 15：宝钢、鞍钢、武钢集团2008年利润及同比增长和2008年12月利润


资料来源：招商证券

(3) “春江水暖鸭先知” - 民营钢铁企业盈利回升至较好水平，国有钢企扭亏为盈

我们最新调研了解到，河北唐山地区民营钢铁企业 2 月 10 日吨钢材税前利润长材产品 400 元左右、板材产品 300 元左右，盈利水平较好，已接近 07 年同期水平；国有大中型企业吨钢材税前利润 130 - 150 元/吨，也扭亏为盈。随着后期气候转暖、4 万亿投资和 10 大产业振兴计划带动的需求回升，钢企盈利总体将温和回升。

8、投资策略：国际、国内供求关系继续改善、价格回升、企业盈利温和回升，我们维持钢铁行业推荐的投资评级。

(1) 行业推荐的理由：

①国际、国内供求关系继续改善、国内外差价有望拉大，中国钢材出口形势将有所好转。请参照本文第 1、2 点。正如我们在 2009 年钢铁行业投资策略报告中提出的国内需求和出口是决定 09 年中国钢铁业景气程度变化的关键因素，目前这两个因素好转程度超出预期，好转时间提前。

②催化剂因素：美国、日本经济刺激计划和中国钢铁行业 12 月份的巨额亏损将对应短期环比盈利数据的好转，十大产业振兴计划将扩大下游需求，继续关注部分新订单拉动复产情况较好的公司。从 12 月份盈利的状况看，三大钢铁公司共计亏损超过 150 亿元人民币，减值准备计提充分，业绩见底。09 年轻装上阵，春节后市场价格回调消化了库存的上升部分。

③钢铁行业 PB 最低，具备估值提升的条件。

(2) 09 年上半年我们看好建筑用钢为主的公司，重点推荐：

- ①中部需求较好、即将行权的武钢股份；
- ②08 年率先减产、存货压力小的南钢股份、唐钢股份；
- ③长材总量和占比较大、具有整体上市预期的莱钢股份；
- ④具有区位优势、长材产品组合为主的八一钢铁和三钢闽光；
- ⑤有注资可能的韶钢松山；
- ⑥不锈钢和普碳钢品种景气回升效应叠加的太钢不锈。

表 3：国内市场主要类似公司估值水平

公司	投资评级	EPS			盈利增长率		PE		PB	ROE	市值
		07	08E	09E	08E	09E	08E	09E	(MRQ)	(TTM)	(亿元)
宝钢股份	审慎推荐-A	0.73	0.33	0.35	-55%	6%	18	17	1.1	15	1064.7
鞍钢股份	审慎推荐-A	1.12	0.47	0.58	-58%	23%	19	16	1.1	20	623.7
武钢股份	审慎推荐-A	0.83	0.62	0.69	-25%	11%	11	10	1.8	23.8	540
莱钢股份	审慎推荐-A	1.24	0.6	0.65	-52%	8%	14	13	1.2	19.5	79.4
济南钢铁	审慎推荐-A	1.02	0.8	0.69	-22%	-14%	9	10	2.0	27.6	124
南钢股份	审慎推荐-B	1.1	0.36	0.42	-67%	17%	12	10	1.5	13.2	72.28
八一钢铁	强烈推荐-B	0.68	0.3	0.27	-56%	-10%	27	30	1.9	15.4	62.08
马钢股份	中性-B	0.38	0.3	0.35	-21%	17%	14	12	1.3	16	254.2
本钢板材	中性-B	0.56	0.4	0.39	-29%	-3%	16	16	1.2	10.4	201.3
唐钢股份	审慎推荐-A	0.95	0.63	0.38	-34%	-40%	10	16	1.8	18.3	217.9
太钢不锈	强烈推荐-A	1.23	0.65	0.55	-47%	-15%	9	11	1.1	11.7	346.3
华菱钢铁	审慎推荐-A	0.59	0.36	0.53	-39%	47%	17	11	1.1	13.2	164.8

资料来源：WIND、BLOOMBERG、招商证券，股价取自 2 月 17 日收盘价。

附录一：国际国内钢铁股估值比较

名称		08 年 PE	09 年 PE	滚动 PE (最 近四季度)	PB	Ev / Ebita
日本						
NIPPON STEEL CORP	新日铁	7.5	6.9	4.8	0.8	-
SUMITOMO METAL INDUSTRIES	住友金属	6.9	7.2	4.9	0.9	-
KOBE STEEL LTD	神户制钢	7.9	7.4	4.2	0.6	-
美国						
NUCOR CORP	纽克钢铁	11.6	9.8	7.0	1.7	4.6
UNITED STATES STEEL CORP	美国钢铁	25.6	6.7	1.7	0.7	-
RELIANCE STEEL & ALUMINUM	RSA	3.8	6.6	3.6	0.7	6.8
STEEL DYNAMICS INC	动态钢	8.4	6.0	5.5	1.4	10.9
亚洲						
CHINA STEEL CORP	中钢股份	9.6	13.0	5.3	1.2	10.2
TATA STEEL LIMITED	印度塔塔钢铁	1.9	2.7	1.0	0.4	7.3
POSCO	韩国浦项钢铁	8.5	7.0	7.2	1.1	10.2
欧洲						
THYSSENKRUPP AG	德国蒂森克虏伯	7.9	5.9	4.2	0.8	3.4
SEVERSTAL-CLS		1.3	4.2	1.0	0.3	-
RAUTARUUKKI OYJ		11.9	8.3	5.1	1.1	6.6
ARCELORMITTAL	安赛乐米塔尔	7.5	5.6	3.5	0.6	3.3
中国						
WUHAN IRON & STEEL CO LTD-A	武钢股份	7.6	8.9	8.3	2.1	17.7
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	宝钢股份	10.1	12.2	8.3	1.2	17.7
ANGANG STEEL CO LTD - A	鞍钢股份	10.5	12.0	7.0	1.2	12.1
MAANSHAN IRON & STEEL-A	马钢股份	12.2	13.5	7.9	1.2	13.4
SHANXI TAIGANG STAINLESS-A	太钢不锈	14.4	14.7	7.4	1.9	23.5
PANZHIHUA NEW STEEL-A	攀钢股份	46.4	43.9	29.2	2.8	34.6
LAIWU STEEL CORPORATION	莱钢股份	8.3	8.0	7.0	1.3	12.3
JINAN IRON AND STEEL CO LTD	济钢股份	7.6	6.7	7.0	1.7	13.4
TANGSHAN IRON & STEEL CO-A	唐钢股份	10.3	11.6	10.1	2.0	28.4
SGIS SONGSHAN CO LTD	韶钢松山	-	13.3	7.2	1.0	20.5
XINING SPECIAL STEEL CO-A	西宁特钢	20.9	12.8	16.4	2.0	22.6
INNER MONGOLIAN BAOTOU STEEL	包钢股份	17.1	17.6	10.0	1.6	24.8
BEIJING SHOUGANG CO LTD-A	首钢股份	21.5	16.3	18.4	1.5	25.2
BENGANG STEEL PLATES CO-A	本钢板材	15.9	14.0	11.9	1.2	19.3
DAYE SPECIAL STEEL CO LTD-A	大冶特钢	10.1	10.0	9.8	1.9	21.8
XINJIANG BA YI IRON & STEEL-A	八一钢铁	12.8	10.3	15.5	2.3	26.9
HANDAN IRON & STEEL CO-A	邯郸钢铁	15.6	12.8	13.5	1.1	15.0
HUBEI FUXING SCIENCE & TECH	福星科技	13.1	11.9	13.0	2.0	17.8
HUNAN VALIN STEEL TUBE & -A	华菱管线	13.4	13.1	8.3	1.1	15.0
SANSTEEL MINGUANG CO LTD -A	三钢闽光	9.0	8.0	9.6	1.8	12.2

资料来源：bloomberg、招商证券，上表采用 2009 年 2 月 17 日收盘价

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，负责过宝钢预算、会计、成本、资金、税收、财务规划及购并整合等方面工作。

2006 年5 月加入招商证券，对钢铁行业及资本市场有较深入的研究。于2006 年10 月份业内最早提出钢铁行业投资拐点出现，所推荐的钢铁投资组合去年以来上涨幅度最大，尤其是太钢、武钢、莱钢、济钢等一度领涨大盘。撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。