

钢铁

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

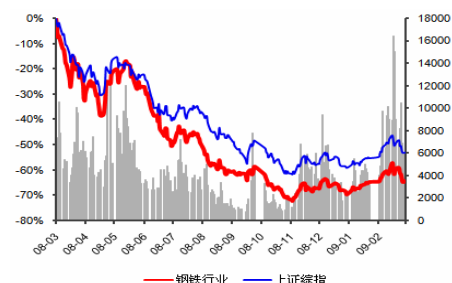
评级调整： 维持

行业基本资料

上市公司家数	31
总市值(亿元)	4832
占A股比例(%)	2.83%
平均市盈率(倍)	9.40

行业表现

(%)	1M	3M	6M
钢铁行业	0.84	9.59	-9.02
上证综指	4.03	10.74	-9.20



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 2 月月报

中性

下游需求未见好转, 投资应首选安全边际

09 年 2 月份, 钢材价格下滑增加钢铁上市公司经营压力。我们通过调研和电话沟通等方式与上市公司进行了充分的交流认为: 钢铁行业下游需求依然较弱, 行业整体性机会不多, 目前投资应注重安全边际的考量, 防御性和安全性是我们的首要标准。

投资要点:

- 09 年 1、2 月份多数钢铁上市公司依然处于亏损状态, 一季度行业盈利存压力。2 月中旬钢材价格结束无量上涨状态, 出现向下调整行情, 价格的下滑对本来就经营困难的企业来说无疑雪上加霜, 3 月份随着开工旺季的到来需求会出现一定恢复, 但从目前企业的订单情况来看需求端依然较弱。
- 钢材价格将会呈现震荡局面。在低迷的市场下, 价格将围绕成本线震荡。价格上升空间被挤压, 长协矿谈判、国际钢材价格低位、供过于求压力等都会打压未来钢价, 下游需求反转是带动价格上升的主要推动力, 但反转尚须等待时日。
- 在未来悲观的市场预期下, 防御性和安全性成为我们选择股票的首要标准。在下游需求并未出现实质性好转的前提下, 可以继续关注政策推动型和政策受益型上市公司。
- 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。我们建议关注两类股票: 一是具备安全边际、将重拾成本优势而且将会从政策中受益的钢铁龙头企业, 如宝钢、武钢、太钢、华菱等; 二是具备良好的产品结构、收益国家巨额投资拉动、业绩稳定的上市公司, 如唐钢、新兴铸管、邯郸钢铁、马钢等。

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	0.37	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	0.53	0.44	0.61	推荐
600022	济南钢铁	0.80	0.53	0.65	0.85	推荐
000778	新兴铸管	0.50	0.40	0.50	0.65	推荐
000898	鞍钢股份	1.04	0.47	0.59	0.71	推荐

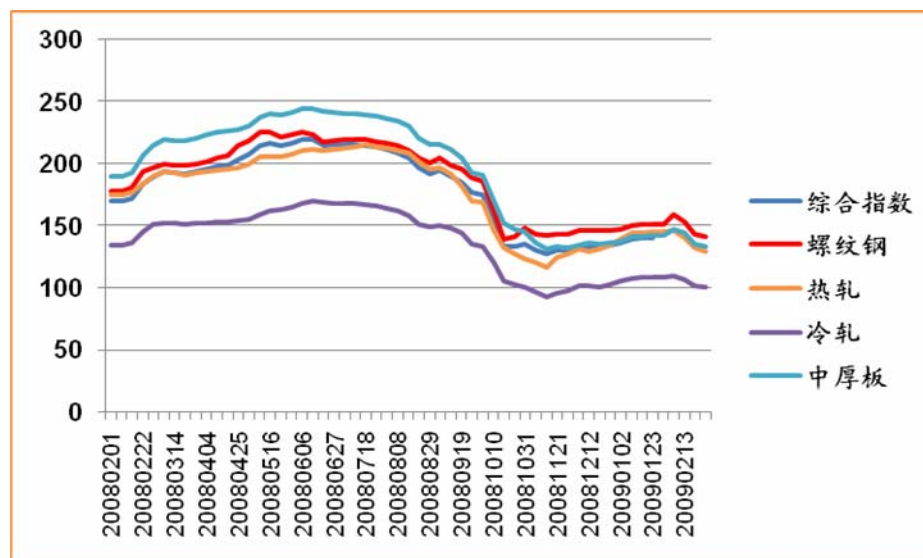
资料来源: 中投证券研究所

钢材价格下滑，多数钢铁企业 1 季度仍将亏损

2 月份我们通过调研和电话交流等方式与上市公司进行了沟通，我们认为由于下游需求并未出现好转，钢材价格缺乏上涨空间，多数钢铁企业 1 季度仍将亏损，行业 1 季度仍将处于亏损状态。

从国内钢材价格来看，2 月中旬钢材价格结束上涨开始出现回调，部分产品价格指数如螺纹钢已经跌回到 08 年最差的水平。冷热扎板卷相对 08 年 11 月份依然还有一定的涨幅，但主要原因是前期跌幅过深。

图 1 08 年以来钢材价格指数变化情况



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%
20090227	129.9	141.2	129.4	100.6	133.4
距最低点涨幅	1.72%	-0.77%	11.46%	7.94%	1.52%

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	2009-1-7	2009-1-14	2009-1-22	2009-2-2	2009-2-13	2009-2-23
热轧板卷	美国进口(CIF)	600	524	524	524	524	524
	德国市场	600	600	591	591	550	550
	欧盟市场	570	570	570	570	510	510
	韩国市场	683	674	654	609	603	544
	日本市场	972	932	932	971	952	919
	中国市场价格	609	609	613	618	589	548
冷轧板卷	美国进口(CIF)	690	639	639	639	639	639

	德国市场	660	660	644	644	602	602
	欧盟市场	660	660	660	660	600	600
	韩国市场	729	712	699	681	675	597
	日本市场	1074	1054	1054	1105	1083	1039
	中国市场价格	682	677	689	694	658	629
热镀锌	美国进口(CIF)	740	740	740	740	740	740
	德国市场	730	730	730	712	681	681
	欧盟市场	670	670	670	670	640	640
	韩国市场	790	772	757	739	726	657
	日本市场	1520	1520	1520	1674	1641	1641
	中国市场价格	677	679	683	687	646	621
中厚板	美国进口(CIF)	920	870	820	820	820	820
	德国市场	1020	1020	1000	1000	900	742
	欧盟市场	1050	1050	1050	1050	860	860
	韩国市场	769	749	735	725	726	664
	日本市场	1266	1266	1266	1384	1346	1335
	中国市场价格	557	557	557	585	577	548
螺纹钢	美国进口(CIF)	530	530	530	530	530	530
	德国市场	530	530	571	571	524	524
	欧盟市场	610	610	610	610	540	540
	韩国市场	583	569	551	551	566	518
	日本市场	912	912	861	949	908	908
	中国市场价格	534	531	532	534	526	503

资料来源：我的钢铁 中投证券研究所

从国际钢材价格来看，由于受金融危机影响，国际经济环境持续恶化，需求的低迷带来国际钢材价格的不断下滑，部分产品价格高于我国的市场价。从我们检测到的价格来看，冷热扎板卷国际价格略高于我国市场价格，中厚板和镀锌板方面，我国的价格依然较低，我国螺纹钢价格略低于国际价格。

国际市场价格与我国钢材价格倒挂持续，虽然这种现象极不正常，但短期内仍将继续影响我国的钢材出口市场。从 09 年 1 月份的数据可以看出，这种影响的力度很大：1 月份我国钢材出口 191 万吨，较 08 年 12 月份下降 126 万吨，环比下滑 53.57%，同比下滑 53.87%。

在国际钢材价格下滑过快导致国际市场价格与我国市场价格倒挂的状况下，我国出口增长空间收窄，1 月份出口不到 200 万吨可以看出严峻的出口形势。我们预计 09 年全年出口钢材大约在 4000 万吨水平，较 08 年最多减少 2000 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：

1 月月报：我们认为钢材价格未来持续上涨的空间不大

2 月月报：我们认为钢材价格将出在成本线附近震荡，需求变化决定价格走势

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。但价格下滑后，复产积极性遭打压。
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 2000 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，前期价格上涨属于经销商和的补库行为，终端用户拿货积极性不高，近期钢厂库存增加可以反映出下游需求的低迷。经济复苏将是一个循序渐进的过程，需求变化将决定钢材价格走势。

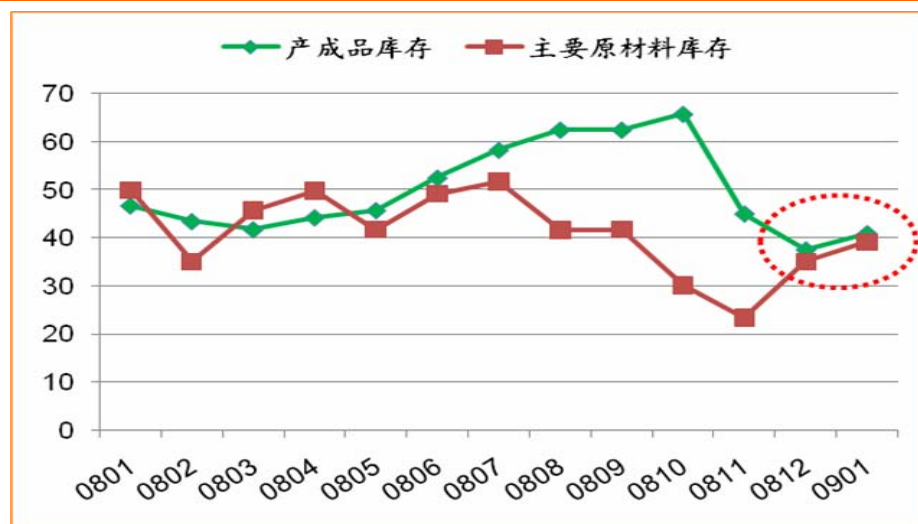
二季度将迎来开工旺季，整体需求好转需等待

通过调研我们发现：3 月份钢厂订单略好于 2 月份，但并未出现较大幅度的提高。下游需求依然比较弱，进货积极性不高。同时，从钢厂的产成品库存情况来看，随着钢厂的普遍复产，供给压力上升，钢厂产成品库存水平提高。因此下游需求改善并未较好消化前期复产带来的库存。

我们认为下游需求并未出现实质性好转，春节过后钢材价格的回升跟经销商信心回升增加库存有关，终端用户需求依然未见起色。虽然汽车行业和部分机械上市公司数据好于预期，但下游整体性需求依然很弱。虽然二季度随着开

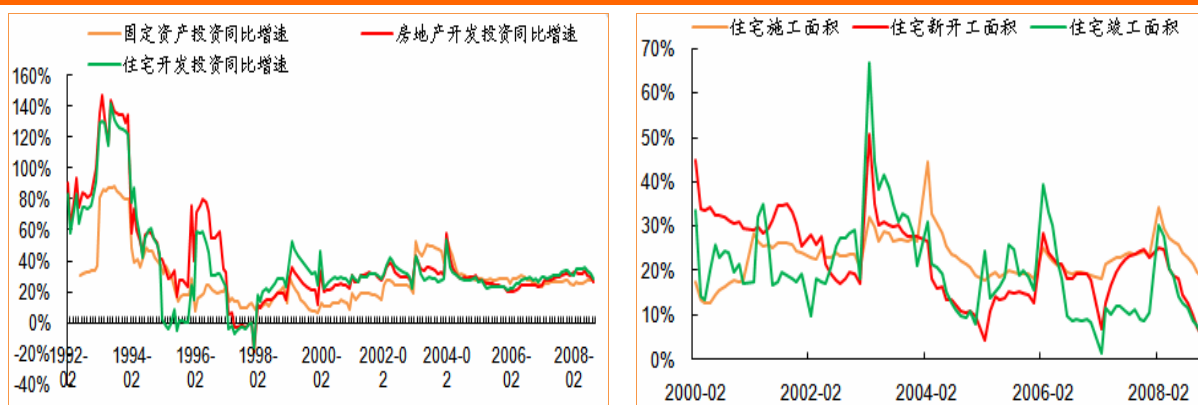
工旺季的到来会有一些改善,但从目前的实际情况来看,改善的空间取决于众多因素,整体经济环境的改善、国际经济环境的恢复等等,而这些因素存在诸多不确定性,因此行业需求好转仍需等待。

图 3 钢铁行业 PMI 分项指标情况



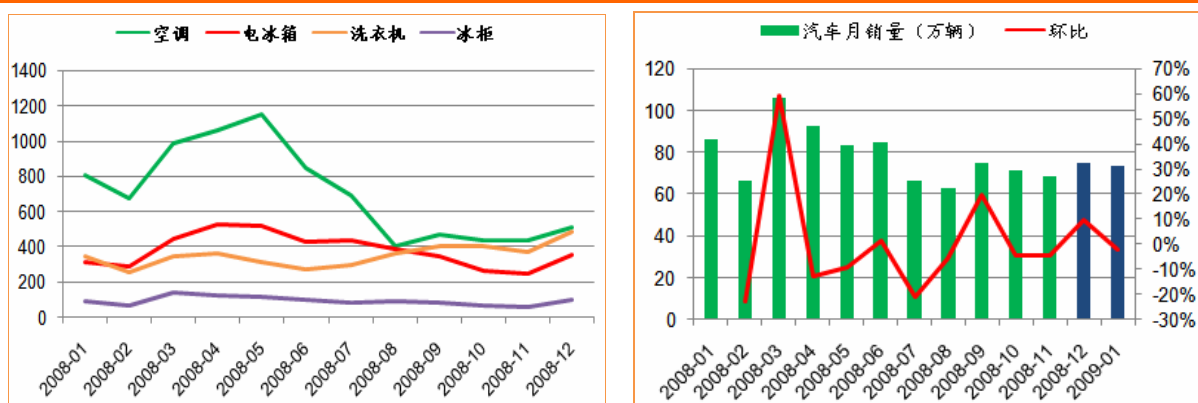
资料来源: wind 中投证券研究所

图 4 我国建筑行业变化情况



资料来源: 中投证券研究所

图 5 2008 年以来家电（万台）和汽车产品销量（万辆）变化情况



资料来源: 联合钢铁网 中投证券研究所

成本中枢略有下滑，长协矿谈判进展缓慢

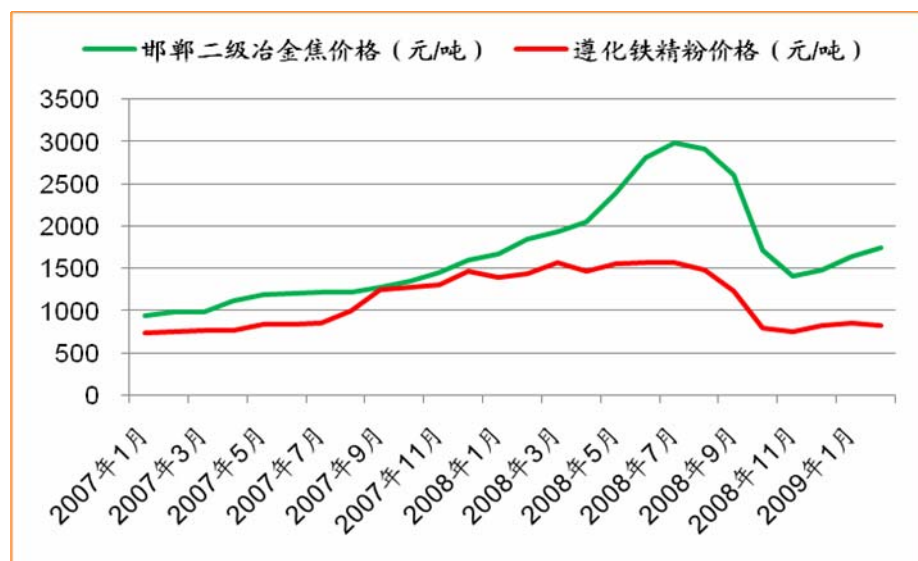
焦煤、焦炭价格持续稳定。2 月份成本方面，焦煤价格依然维持在 1600~1700 元/吨价位，3 月份有望继续保持稳定的态势。我们认为短期价格不会大幅上涨，主要原因是钢铁企业依然处于盈亏平衡或者亏损状态。

铁矿石价格出现下调。从我们检测的遵化铁矿石（66%干基含税价）来看，2 月份铁矿石均价 823 元/吨（1 月份 856 元/吨），目前价格 775 元/吨。预计 3 月份均价将会仍然下滑至 800 元点位，但下跌空间有限，将在 730 元~800 元/吨区间运行。

图 6 08 年以来二级冶金焦价格（元/吨）

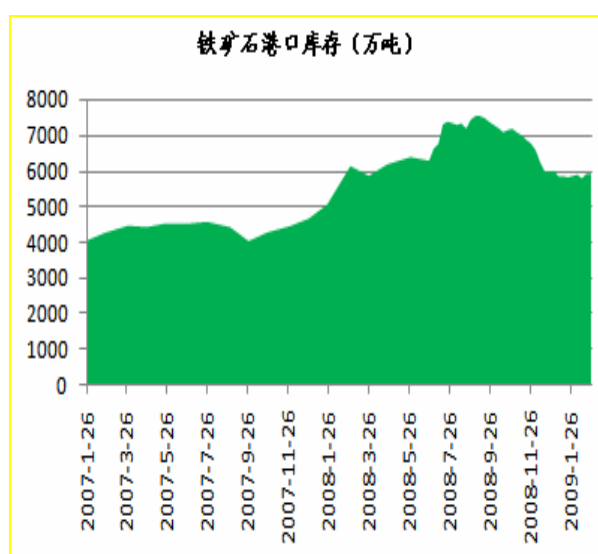
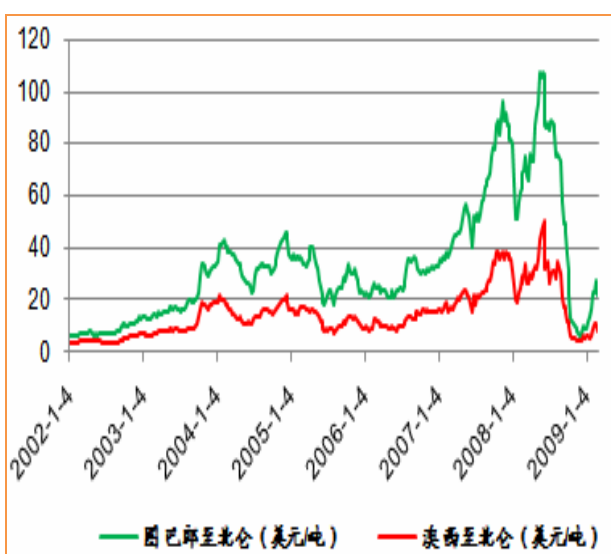
1、煤价 3 月份可望继续保持稳定态势。

2、铁矿石价格受需求低迷的影响下滑，但大幅下跌空间有限。



资料来源：wind 中投证券研究所

图 7 我国铁矿石海运费情况和港口铁矿石库存情况



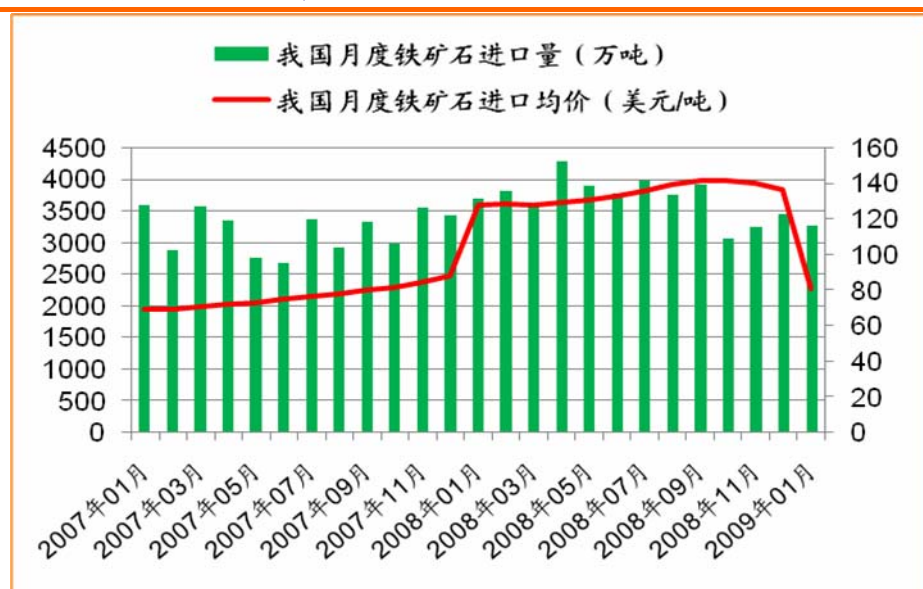
资料来源：彭博 我的钢铁 中投证券研究所

海运费出现回调。海运费近期出现下滑，结束大幅反弹行情。09 年巴西至北仑海运费最高为 27.34 美元/吨，2 月 27 日下滑到 22.00 美元/吨；09 年澳西至北仑海运费最高为 10.51 美元/吨，2 月 27 日目前下滑到 8.07 美元/吨。3 月份我们依然维持 1 月报对 09 年海运费预测水平：预计 09 年全年海运费均价为 16-20 美元/吨区间，其中巴西到北仑平均海运费在 25 美元/吨左右，澳西到北仑平均海运费在 10 美元/吨左右。

铁矿石谈判进展缓慢，同比下降 30%是我们的乐观估计。铁矿石谈判一直没有实质性进展，三大铁矿石巨头有目的延缓铁矿石谈判按节点进行。延缓是为了等待市场回暖，然后在定价上占据优势。从部分企业了解到，从 09 年 1 月 1 日开始，签订长协合约的钢铁企业已经按照 08 年长协价的 70%向主要铁矿石企业采购铁矿石，待铁矿石谈判后按照新的参照价格实行多退少补。从这个层面也可以稍微看出铁矿石厂商能够并且愿意承受的长协价下调底线。

在谈判策略和舆论导向控制力上，三大铁矿石巨头略胜一筹。由于我们钢铁企业集中度低、需求刚性的原因，我们认为 09 年长协价同比下滑超过 30%的可行性不大，30%是我们预期的乐观水平。

图 8 我国铁矿石进口情况



资料来源：wind 中投证券研究所

表 3 长协矿同比下降 30%后大钢厂和中小钢厂铁矿石生产成本比较

2009 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	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

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）

防御性和安全性成为弱市中的首选标准

市场进入中期调整阶段，防御性和安全性类上市公司重新展现投资价值。钢铁行业在下降周期的中部和底部区域应以市净率估值，市净率水平成为评判公司安全性的重要指标。我们通过对重点公司的历史估值水平和目前水平以衡量现阶段钢铁行业 and 上市公司是否处于投资的安全区域。

表 4 重点上市公司年度市净率最低点情况

PB	97 年	98 年	99 年	00 年	01 年	02 年	03 年	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年
宝钢股份	-	-	-	2.22	1.49	1.45	1.25	1.62	0.74	0.75	1.54	0.77	0.88
鞍钢股份	3.48	2.08	1.95	1.60	1.95	1.63	1.37	1.66	1.40	0.75	1.22	0.67	0.92
武钢股份	-	-	1.73	1.74	2.03	1.85	1.64	0.86	0.82	0.80	1.93	1.11	1.39
太钢不锈	-	2.00	1.86	4.17	2.89	2.05	1.60	1.68	1.26	0.58	2.20	0.82	0.99
新兴铸管	2.66	1.70	1.51	1.57	1.89	1.95	1.44	1.05	0.94	0.87	1.23	1.00	1.41
唐钢股份	0.99	0.78	0.69	0.72	0.78	0.61	0.54	0.54	0.48	0.52	1.15	1.08	1.10

资料来源：中投证券研究所（09 年数据为截至到 09 年 3 月 2 日最低点）

从重点公司数据可以看出，主流钢铁企业历史最差市净率在 0.7 倍~0.8 倍区间，历史最差的时期出现在 05 年。本轮周期目前最差时期出现在 08 年四季度，估值水平达到相对低点，部分企业市净率创出新低。我们认为虽然此次周期中不确定很大，但历史 PB 最差水平依然能够为目前投资的安全边际提供一定的参考。

表 5 重点上市公司年度市盈率最低点情况

PE	97 年	98 年	99 年	00 年	01 年	02 年	03 年	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年
宝钢股份	-	-	-	18.73	15.28	9.56	6.36	7.24	4.33	4.69	10.73	5.16	5.88
鞍钢股份	34.70	86.25	36.39	22.98	34.87	20.61	8.56	9.46	7.63	3.18	8.80	4.23	5.81
武钢股份	-	-	12.66	11.22	13.50	16.03	16.96	4.68	3.46	4.49	7.63	3.86	4.86
太钢不锈	-	19.25	13.01	31.24	30.56	24.33	10.81	8.16	8.78	3.15	8.74	5.53	6.70
新兴铸管	16.76	12.09	9.07	9.28	9.95	9.47	7.29	5.79	6.14	7.81	10.06	8.34	11.70
唐钢股份	9.09	7.03	6.67	6.47	6.05	7.11	4.65	3.36	3.59	3.32	5.95	4.96	5.04

资料来源：中投证券研究所（09 年数据为截至到 09 年 3 月 2 日最低点）

前期反弹钢铁行业中题材股和中小盘受到追捧，此次调整中防御性和安全性应更受关注。我们建议关注两类股票：一是具备安全边际、将重拾成本优势而且将会从政策中受益的钢铁龙头企业，如宝钢股份、武钢股份、太钢不锈、华菱钢铁等；二是具备良好的产品结构、收益国家巨额投资拉动、业绩稳定的上市公司，如唐钢股份、新兴铸管、邯郸钢铁、马钢股份等。（国际估值比较表中我们把重点公司的估值情况已经标注）

表 6 国际估值比较

名称	日期 (09 年 3 月 2 日)	市盈率 (TTM)	市净率
美国钢铁行业指数	171.08	3.67	0.98
纽科	33.65 (美元)	4.89	1.45
阿勒根尼钢铁公司	19.67 (美元)	3.23	0.88
钢铁动力公司	8.35 (美元)	3.00	0.84
AK 钢公司	6.18 (美元)	1.35	0.62
美国钢公司	19.67 (美元)	0.92	0.40
欧洲钢铁行业指数	128.58	2.66	0.56
蒂森克虏伯	14.27 (欧元)	3.27	0.60
安赛乐米塔尔	15.45 (欧元)	2.67	0.47
太平洋地区钢铁行业指数	183.97	5.40	0.90
浦项制铁	303000 (韩元)	5.24	0.85
新日铁	255 (日元)	4.62	0.81
JFE	2070 (日元)	4.55	0.77
塔塔	159 (卢比)	0.91	0.41
武钢股份	5.83 (人民币)	7.03	1.78
济南钢铁	6.56 (人民币)	7.04	1.75
西宁特钢	5.88 (人民币)	14.12	1.73
大冶特钢	5.98 (人民币)	8.42	1.65
唐钢股份	5.04 (人民币)	8.52	1.65
太钢不锈	4.95 (人民币)	6.07	1.53
新兴铸管	6.13 (人民币)	12.28	1.50
马钢股份	5.81 (人民币)	43.52	1.22
凌钢股份	5.18 (人民币)	8.37	1.19
莱钢股份	7.54 (人民币)	6.30	1.15
宝钢股份	5.25 (人民币)	7.32	1.06
鞍钢股份	7.53 (人民币)	5.90	0.98
华菱钢铁	5.07 (人民币)	7.00	0.94
邯郸钢铁	3.95 (人民币)	11.52	0.92

资料来源：彭博 中投证券研究所

表 7 2 月月报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	0.66	0.52	0.69	强烈推荐	0.66	0.52	0.69	强烈推荐
宝钢股份	0.30	0.46	0.56	推荐	0.37	0.46	0.56	推荐
太钢不锈	0.22	0.39	0.52	推荐	0.22	0.39	0.52	推荐
唐钢股份	0.56	0.49	0.64	推荐	0.53	0.44	0.61	推荐
济南钢铁	0.53	0.65	0.85	推荐	0.53	0.65	0.85	推荐
新兴铸管	0.45	0.53	0.66	推荐	0.40	0.50	0.65	推荐
鞍钢股份	0.47	0.59	0.71	强烈推荐	0.47	0.59	0.71	推荐
邯郸钢铁	0.22	0.17	0.27	推荐	0.22	0.17	0.27	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、邯郸钢铁

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