

行业重大事项

钢铁行业

投资评级：谨慎推进（维持评级）

2008年03月23日

钢铁振兴规划细则点评 —— 钢铁兴，则经济兴

✎ 分析师：郑东、秦波

事项：

国务院近日公布了《钢铁产业调整和振兴规划》细则。总体来看，该细则提供了一些更详细的内容，在钢铁供需平衡、淘汰落后产能、兼并重组、技术进步以及税收政策几方面都指出了明确的方向。其中：兼并重组和淘汰落后产能以及出口税收政策将是该振兴规划关注的重点。

评论：

■ 国务院第一份正式公布的振兴规划，表明了钢铁行业在国民经济中的地位。

国务院于3月20日公布了《钢铁产业调整和振兴规划》细则。这是十大振兴规划中第一个正式公布的规划，表明了钢铁行业在国民经济中具有举足轻重地位，从国民经济上下游产业链的关系上看，钢铁行业处于承上启下的位置，是经济发展的重要原材料工业，是工业化的粮食，俗话说得好，“兵马未动，粮草先行”，在中国这样的经济环境下，只有优先发展钢铁行业，其他行业的发展才能具有坚实的基础。钢铁行业的发展与中国宏观经济的发展密切相关，从某种意义上讲，钢铁行业也是宏观经济的先行指标，因为它下游面对房地产、汽车等众多领域，上游又是主要原燃料的消耗大户，如果下游各行业不能保证稳定的消费需求，则钢铁行业刚性的供给就将无的放矢，反过来对上游也将形成生产压力。因此，《钢铁产业调整和振兴规划》的率先颁布，其战略意义要远大于经济意义。国家出台4万亿拉动内需的投资计划也给钢铁行业的振兴提供了信心保证，钢铁兴，则经济兴。

■ 产能过剩已严重困扰行业的正常经营，脱困尚需时日。

根据GDP与钢材消费的相关性分析，并综合国家投资对钢材的拉动等各方面因素，我们预计2009年我国粗钢表观消费约在4.45亿吨左右，同比应下降近2.7%。出口在3500万吨左右，同比下降约2400万吨，降幅达到34%。综合国内需求、进出口情况，考虑经销商库存的回补，我国钢材产量应在4.9亿吨左右，同比下降2%。但目前产量仍然达到了5.2亿吨的相对高点，在需求难有明显好转的形势下，行业将面临再一次高库存的风险。产能过剩使行业陷入两难境地。一方面，为尽快消化前期的高价库存原料，在宏观预期转暖的预期下，企业迅速复产，使产能利用率达到90%左右，1月份我国粗钢产量逆市增长2.4%；社会库存特别是长材社会库存快速增长，钢材价格也在2008年11月触底之后接连反弹，平均反弹幅度在15%以上；另一方面，由于下游需求以及国际形势依然恶化或需求未明显见效，过高的产量又反过来增加了产

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

成品库存并压制钢材价格，从而使行业再一次陷入困境。特别是对铁矿石长单较大的国有大中型企业更为不利。春节过后国内钢材明显有价无市，持续上涨的价格并未得到下游需求的有效支撑，仅用 3 周的时间即跌破 2008 年暴跌中的最低价格，再一次回到成本边缘。在当前形势下，产能过剩使行业面临严峻挑战，尽管国家拉动内需的各项政策仍在陆续出台，但仍将有一个时滞，难以马上见效，如此大的刚性产能面对一个仍将持续的低迷需求，要保证钢铁行业的重新振兴，一方面，行业内必须号召企业顾全大局，实施限产保价，降低成本；一方面，希望国家拉动内需的投资计划能够尽快奏效。行业应做好最坏的打算。

在目前国民经济尚未转暖和全球经济还进一步恶化的形势下，规划中进一步指出了 2009 年全年我国粗钢产量 4.6 亿吨，同比将下降 8%；表观消费量维持在 4.3 亿吨左右，同比将下降 5%。到 2011 年，粗钢产量 5 亿吨左右，表观消费量 4.5 亿吨左右，工业增加值占 GDP 的比重维持在 4% 的水平。相比我们的预期更加悲观。

■ 淘汰落后产能要与其他政策相配合才能有效实施

规划指出，2010 年年底，淘汰 300 立方米及以下高炉产能 5340 万吨，20 吨及以下转炉、电炉产能 320 万吨；2011 年底再淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉，相应淘汰落后炼铁能力 7200 万吨、炼钢能力 2500 万吨。实施淘汰落后、建设钢铁大厂的地区和其它有条件的地区，要将淘汰落后产能标准提高到 1000 立方米以下高炉及相应的炼钢产能。但淘汰落后非一日之功。在目前经济危机的大环境下，社会就业压力，以及各地方政府的财税重点支撑点，这些都对淘汰落后形成较大压力。因此，需要社会各相关政策的支持，如社会保障体系的建立等，当然关键还是需要看政策的执行力度。如果该淘汰政策能够顺利实施，那么到 2011 年我国炼铁能力将减少 1.25 亿吨至 5.5 亿吨左右。届时宏观经济回暖国内外需求恢复，钢铁行业回归合理、健康发展还是值得期待的。

■ 钢铁行业的整合并购任重道远，把握购并重组的战略性机会

2005 年 7 月，我国出台了酝酿已久的《钢铁产业发展政策》。钢铁产业发展政策对企业的联合重组提出了明确的要求，支持钢铁企业向集团化方向发展，通过强强联合、兼并重组、相互持股等方式进行战略重组，减少钢铁生产企业的数量，实现钢铁工业组织结构调整、优化和产业升级。根据我国钢铁产业发展政策，至 2010 年我国钢铁行业前 10 名产业集中度将需达到 50%，至 2020 年将达到 70%。而我国 2008 年尽管钢铁行业在产量、利润等指标均创历史新高，但产业集中度仍然不高，2008 年我国 1000 万吨以上前九大钢厂粗钢总产量为 2.04 亿吨，占全国总产量的 40.7%，这与全球钢铁行业集中度高达 70% 以上的发展格局依然相距甚远。

即日出台的《钢铁产业调整和振兴规划》，又再次明确了将进一步发挥宝钢、鞍本、武钢等大集团的带动作用，实现鞍本集团、广东钢铁集团、广西钢铁集团、河北钢铁集团和山东钢铁集团的产供销、人财物统一管理的实质性重组；推进鞍本集团与攀钢、东北特钢，宝钢与包钢、宁波钢铁等跨地区和天津钢管与天铁、天钢、天津冶金公司，太钢与省内钢铁企业等区域内的联合重组。力争到 2011 年，全国形成宝钢集团、鞍本集团、武钢集团等几个 5000 万吨以上、具有国际竞争力的特大型钢铁集团；若干个 1000 万~3000 万吨级的大型钢铁集团。国内排名前 5 位的钢铁集团产能达全国总量 45% 以上。沿海沿江钢铁企业产能占全国产能的比例达到 40% 以上。

集中度低制约了中国钢铁行业的发展，导致过度投资，重复建设，产能过剩，不利于资源的有效使用和规范市场秩序，造成价格大幅波动，面对国际强有力竞争者，没有充分实力在产品市场和资本市场进行竞争。

在铁矿石谈判中让我国钢铁业已经深受话语权分散之苦。但随着钢铁产业调整和振兴规划的颁布和落实，必将伴随中国钢铁产业加快购并重组的进程。世界钢铁产业发展史表明，通过企业间的购并重组，适度提高产业集中度是钢铁工业走向成熟的必由之路。中国钢铁工业要想提升竞争能力，获得持续发展，必须走联合重组之路，通过优势企业购并重组落后企业，优胜劣汰，才能在根本上实现我国从钢铁大国到钢铁强国的转变。但目前由于中国的市场经济才刚刚开始，过去计划经济形成的条块分割的管理模式对市场化购并形成了最大障碍，利税归属、人员安置以及企业文化都是钢铁行业整合必须面对和解决的问题。特别是中国的钢铁行业 70%以上的资产都属于国有资产，其管理和运作模式由于其在各地的相对垄断地位还远不能进行市场化的操作，尽管在企业层面上，通过资本纽带整合的意识已大大增强，各地区或各企业都有未来收购或被收购的预期，但没有政府的推动，整合购并的难度相当大，在跨地区购并上，一般仅能停留在战略层面的技术合作或原料采购的协调，真正意义上的资本性购并进展缓慢，近年来，由政府导向的地区性购并行为已逐渐加大，如鞍本合并，河北钢铁集团和山东钢铁集团等，都属于地方性购并，但以市场化驱动的资产整合还远没有开始，目前，地方保护和社会压力，甚至是保守势力构成了中国各大区域之间跨省并购的障碍。现阶段，跨地域的钢铁企业并购只限于简单的战略联盟，旨在获取原材料采购和产品销售方面更强的议价能力，然而这种松散的战略联盟对优化行业结构和提高集中度效果甚微。但经济危机带来的产能过剩、经济效益下滑，全行业面临亏损或微利已为市场化并购又一次提供了客观的外部条件。

前不久，宝钢集团收购宁波钢铁，是继重组新疆八钢、广钢之后，又一次实现了跨地区的重大产业重组。宝钢也将借此有望实现年内突破粗钢 4000 万吨产能大关。至此，宝钢又再一次占据了国内钢产量排行第一的地位。而且，在战略上形成了辐射南部、东部、西北部的市场格局，战略意义大于经济意义。也是《钢铁产业调整和振兴规划》提出的实质性重组的具体实践，目前，在资本市场上，鞍钢集团收购攀钢股权已进入实质性阶段，按照公告，预计 3 月底或 4 月初，将完成股权转让；此外，以唐钢集团为核心的河北钢铁集团也在实施过程中，其他，如宝包购并、鞍本合并、山钢集团等也在预期之中。除了钢铁行业自身的整合外，上下游的购并也是紧锣密鼓，如，湖南华菱钢铁集团与澳大利亚第三大矿业公司 FMG24 日在香港签署股权合作协议，华菱集团将以现金收购 FMG 发行的 16.48% 股份。如一切顺利华菱集团将成为 FMG 第二大股东；中国铝业出资 195 亿元扩大力拓矿业集团的股权达 15% 等。虽然，钢铁行业的收购重组步履维艰，大部分要通过政府主导，但经济危机，企业亏损造成的经营不善也为行业整合提供了必要的外部条件，如果没有此次经济衰退，各企业在旺盛的市场需求下，都会收益丰厚，很难屈就于被收购的地位。因此，经济危机是行业重组并购的最佳时机，钢铁行业应切实把握整合中国钢铁的历史性机遇。

■ 出口退税率预期进一步提高将对行业经营形成实质性利好

《振兴规划》中，对钢材的进出口环境也给与了一定的期待。具体指出：改善钢铁产品进出口环境，实施适度灵活的出口税收政策，稳定国际市场份额，鼓励钢材间接出口。组织协会和企业积极应对反倾销、反补贴等贸易摩擦，争取良好的国际贸易环境。2008 年我国出口钢铁 5923 万吨，同比下降 5.5%；进口钢材 1543 万吨，同比下降 8.6%。2009 年出口仍将是困难的一年，据海关最新统计，2009 年 2 月份我国出口钢材 156 万吨，同比下降 50%。1-2 月累计出口 347 万吨，同比下降 52%。2 月份数据，一方面说明国际市场受全球经济衰退的影响，需求仍未摆脱低迷状态；另一方面也看到，国内来料加工出口企业的经营状况受国际市场需求影响，也仍然处于待复苏状态。预计 2009 年全年我国钢材出口 3500 万吨左右(每月出口

375 万吨), 较今年下降约 2400 万吨, 降幅达到 34%。在目前出口快速下滑的背景下, 出口退税率有望进一步提高, 并且将仍然集中在高附加值、高质量的钢铁产品上。但是目前全球经济萎靡, 钢铁需求极度放缓, 部分地区钢铁产能利用率下降至 50%左右, 出口压力加大; 同时, 国际贸易摩擦也日益激烈, 贸易保护主义的抬头又进一步压制出口。根据钢铁工业协会的统计, 目前我国出口订单同比下降幅度达到了 80%左右。因此, 在相当时间内我国钢材出口均将维持较低水平, 提高出口退税率将大大改善钢材的市场环境。对行业经营将形成实质性利好。

■ 技术改造将有助于推进国产钢铁对进口钢铁的替代

重点发展高速铁路用钢、高强度轿车用钢、高档电力用钢和工模具钢、特殊大锻材等关键钢材品种, 支持有条件的企业、科研单位开展百万千瓦火电及核电用特厚钢板和高压锅炉管、25 万千伏安以上变压器用高磁感低铁损取向硅钢等技术进行攻关; 修改相关设计规范, 淘汰强度 335MPa 及以下热轧带肋钢筋, 加快推广使用强度 400MPa 及以上钢筋, 促进建筑钢材的升级换代。我们认为, 加强技术改造将使宝钢、鞍钢、武钢等上市公司受益较大, 同时, 新的螺纹钢生产标准可以在一定程度上加速小型钢铁厂的淘汰, 使螺纹钢类的上市公司长期受益。

■ 维持“谨慎推荐”的评级, 重点关注并购整合以及具有资源优势公司战略性建仓和波段操作的交易机会

从目前整体钢铁板块基本面分析, 整体估值 PB 平均为 1.2 倍。有人认为这不是钢铁估值的最低点, 06 年初钢铁板块的 PB 平均仅为 0.95 倍, 但我们不能简单地看这个数字。我们比较一下企业的融资成本, 06 年国家正处于投资过热阶段, 银行以紧缩银根为目标, 不断提高贷款利率, 当时的利率水平大都在 8%左右, 资金成本较高, 而目前国家为扩大内需, 采取适度宽松的货币政策, 大大降低银行的存贷款利率, 以宝钢为例, 现在企业的贷款利率仅为 3%左右, 融资成本大大下降。以此而言, 目前的 PB 虽然高于 06 年最低水平, 但融资成本已降低约 50%, 也就是说, 目前的 1.2 倍也就相当于当时的 0.6 倍, 应当说目前的市净率已经是比较低的水平了, 按目前钢铁行业的首置成本重估钢铁股, 将发现国内钢铁股的企业价值已被低估。

从目前的吨钢市值来看, 大部分公司的吨钢市值基本 1000 元左右, 这就意味着投资一家 200 万吨钢的企业, 仅需要 20 亿元。而国内钢铁上市企业的实际吨钢投资额大约在 4000 元左右, 如: 邯郸钢铁 500 万吨新区, 马钢股份的 500 万吨, 均投资为 200 万元以上, 相比而言, 吨钢市值远低于吨钢投资。由于行业景气下降, 公司业绩下滑, 市场对此已是过度反映, 虽然, 通过收购重组, 整体上市, 短期内难以使公司的整体效益得到提升, 但随着经济的逐渐复苏, 市场需求的扩大, 钢铁板块仍然存在继续上升的空间。因此, 目前钢铁股的估值已凸现了公司的投资价值。从资本市场来看目前钢铁板块市净率 1.2 倍, 由于钢铁板块 PB 与 A 股 PB 比值的历史平均值为 0.58, 而目前该比值只是 0.48, 把握战略性建仓和波段操作的交易性机会, 我们维持对钢铁行业“谨慎推荐”的投资评级。

收购兼并及整体上市是目前资本市场的投资主题, 可重点关注酒钢宏兴、包钢股份、本钢板材、重庆钢铁、唐钢系(承德钒钛、邯郸钢铁)、南京钢铁、杭钢股份、莱钢股份等并购重组的机会; 以及具有资源优势的公司: 酒钢宏兴、太钢不锈、包钢股份、西宁特钢等。

国信证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

本报告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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。