

钢铁/普钢

2009年2月27日



行业研究

行业专题

评级：短期-中性，长期-A

景气仍在低谷震荡，但下半年好转可以期待

——钢铁行业专题报告

核心观点

行业景气仍在低谷震荡。目前中国粗钢日均表观消费量及其同比增速持续三个月攀升、不同类型企业产量较低谷均有所增加、生产商钢材以及港口铁矿石库存也逐渐回归正常水平等迹象似乎显示行业正逐步回暖，但我们认为经销商钢材库存创历史新高表明真实需求并未显著好转，与此同时国内新形成的过剩产能以及低迷的直接、间接出口需求将会共同继续制约中国钢铁业景气回升。

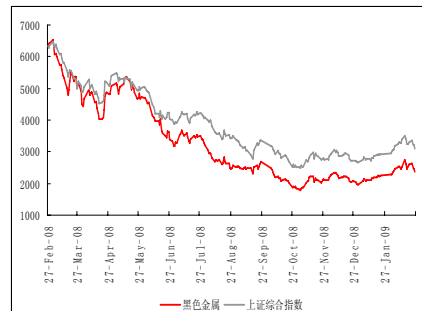
但下半年好转可以期待。根据历史上数次经验，M3供应量增速在2008年11月达到低点预示着钢价将2009年中期将达到中期底部，目前热卷与螺纹钢价格再次倒挂则表明钢价正在进行新一轮震荡筑底，我们认为2009年下半年钢价及钢铁行业的景气度步入稳定甚至好转仍可以期待。

继续备战交易性机会。目前我们仍然维持行业的“中性A”投资评级，建议上半年仍围绕政策（产业政策、矿价政策、宝钢价格政策等）配置股票，下半年可以参照钢价与钢铁股的相对收益率配置股票，后期我们将择机上调行业评级。

下调武钢股份投资评级至“中性A”，龙头企业中建议重点关注鞍钢股份。线材、螺纹钢仍是我们最看好的细分钢种，但取向硅钢不再是。主要原因是卢布超预期贬值拉低了以美元计量的俄罗斯取向硅钢价格，进而影响了中国市场价格。鉴于此，龙头企业中我们下调武钢股份（600005）投资评级至“中性A”，维持鞍钢股份（000898）“增持A”的投资评级。

风险提示。（1）宏观经济波动风险。未来几个月国内固定资产投资、货币供应量增速如显著低于我们预期，将会影响我们对钢铁行业下半年好转的判断；国际宏观经济方面，也需关注由汇率变化影响以美元计价的钢铁产品价格；（2）公司经营风险。习惯了“牛市”思维的钢企经营者是否都能成功应对“熊市”，也值得投资者关注。

走势特征：



研究员：王招华
电话：010—84183230
E-mail: wangzhaohua@guodu.com

联系人：周红军
电话：010—84183380
E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1	景气咋暖还寒，但下半年好转可以期待.....	5
1.1	三个迹象表明行业“咋暖”	5
1.2	三大压力预示行业“还寒”	6
1.3	下半年行业“好转”可以期待	10
2	继续备战交易性机会	11
2.1	上半年继续围绕政策展开	11
2.2	等待下半年投资机会到来	14
3	公司盈利预测、评级和风险提示	14
3.1	重点公司盈利预测和评级	14
3.2	风险提示	16

图 目 录

图 1: 粗钢表观消费量增速持续 3 个月攀升-----	5
图 2: 不同类型钢厂粗钢日产量较低谷均有所回升	5
图 3: 大中型钢厂“去库存化”接近尾声-----	6
图 4: 港口铁矿石库存量也逐步回归至正常水平	6
图 5: 全国房地产产销量仍然呈现负增长-----	6
图 6: 全国 20 余个城市钢材经销商库存创历史新高	6
图 7: 2009 年全国粗钢供给预计远超需求-----	7
图 8: 电子盘热卷 2 月 24 日价格较 1 月高点累计下跌 18%.....	7
图 9: 机电产品是中国粗钢间接出口的主要形式-----	8
图 10: 中国粗钢直接出口量占产量的比重在 13%左右	8
图 11: 2009 年 1 月中国粗钢出口量较正常水平下降 50%-----	9
图 12: 全球（除中国外）粗钢产量锐减表明国外需求萎靡	9
图 13: 独联体是全球范围内主要的钢铁供给地区之一-----	10
图 14: 独联体钢价低于国内价格将制约中国钢铁净出口	10
图 15: 热卷与螺纹钢价格倒挂通常意味钢价阶段性见底-----	10
图 16: M3 供应量同比增速领先钢价 6-9 个月左右	10
图 17: 预计欧洲钢铁消费 2010 年实现正增长	11
图 18: 天相钢铁板块相对大盘的 PB 比值目前处于历史中间水平	12
图 19: 模拟的零库存钢企近 5 个月经营状况并不是近年最差-----	12
图 20: 但 2008 年 12 月大中型钢企吨钢税前亏损额创新高	12
图 21: 宝钢股份 4 月热轧出厂价有下调的可能-----	13
图 22: 宝钢股份 4 月冷轧出厂价也有下调的可能	13
图 23: 钢价与钢铁股相对收益率在历史上存在一定的相关关系	14
图 24: 武钢股份取向硅钢出厂价已与市场价严重倒挂	15
图 25: 俄罗斯货币（卢布）贬值利空全球取向硅钢价格	15
图 26: 二、三级螺纹钢价出现倒挂-----	16
图 27: 国内外五氧化二钒价也出现倒挂	16

表 目 录

表 1: 2008、2009 年中国将有 6000 万吨左右的热轧产品投产（占原有产能的 20%）	7
表 2: 全球经济的不景气使各国钢铁业加大贸易保护力度	9
表 3: 钢价从暴跌前的 9 月至 11 月谷底的加权跌幅为 1700 元/吨	13

引言:

基于研究的连续性,我们首先来回顾前一段时期两份行业深度报告中的观点:

2008年10月23日《钢铁行业:需求环境超预期恶化,回暖或待2009年下半年》:

- (1) M3增速是钢价的领先指标;
- (2) 钢价与钢铁股相对收益率存在一定相关关系;
- (3) 下调钢铁行业投资评级,但预计09年下半年钢铁行业将有所回暖。

2008年12月18日《迎接微利时代,备战交易性机会——钢铁业09年投资策略》:

- (1) 2009年中国粗钢需求负增长的概率较大,但预计下半年需求会有所好转;
- (2) 全年普钢的需求环境好于特钢和不锈钢,细分品种钢中,线材、螺纹钢、取向硅钢供求关系相对为好,大型材、板材过剩严重;
- (3) 建议上半年依据政策(宏观政策、产业政策及长协矿价政策、宝钢调价政策)调整与执行的轨迹配置股票,龙头钢企中,重点推荐武钢股份;下半年遵循钢价与钢铁股相对收益的历史规律配置股票,龙头钢企中,重点推荐鞍钢股份。

目前来看,最近的一波行情基本围绕政策展开,涨幅较大的钢铁品种也正是以生产线材、螺纹钢为主的公司,但龙头企业中武钢股份涨幅并不是最大。

鉴于钢铁行业及市场的最新变化,我们撰写了本报告,坚持认为行业景气仍在低谷震荡,但下半年好转可以期待;结合盈利趋势和估值,我们调整了部分公司的评级,下调武钢股份的投资评级至“中性A”,维持对鞍钢股份“增持A”的投资评级。

1 景气咋暖还寒，但下半年好转可以期待

1.1 三个迹象表明行业“咋暖”

迹象 1：表观消费量及同比增速持续攀升。

中国粗钢日均表观消费量已由 08 年 10 月的谷底（104 万吨）逐月攀升至 09 年 1 月的 131 万吨，日均表观消费量同比增速由 08 年 8 月的 -5% 探底回升至 09 年 1 月的 8%。

迹象 2：不同类型企业产量较低谷均有所增加。

08 年 12 月，全国 70 余家大中型钢企粗钢日产量为 96 万吨，较前期低点回升 10.34%，小型钢企粗钢日产量为 36 万吨，较前期低点回升 8.33%。09 年 1 月全国粗钢日产量环比回升 9.87%，同比回升 2.36%，表明该月不同类型钢厂生产状况更加趋好。

图 1：粗钢表观消费量增速持续 3 个月攀升

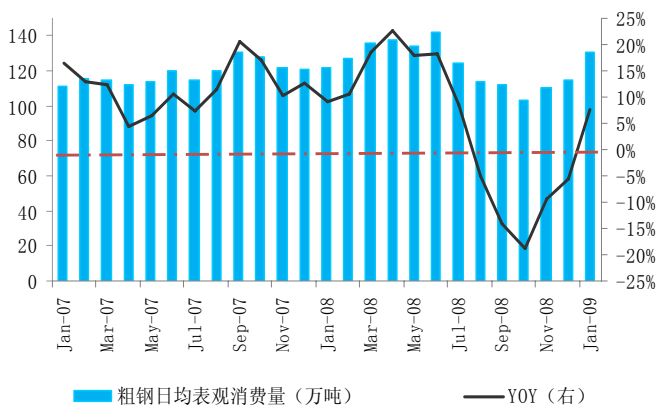
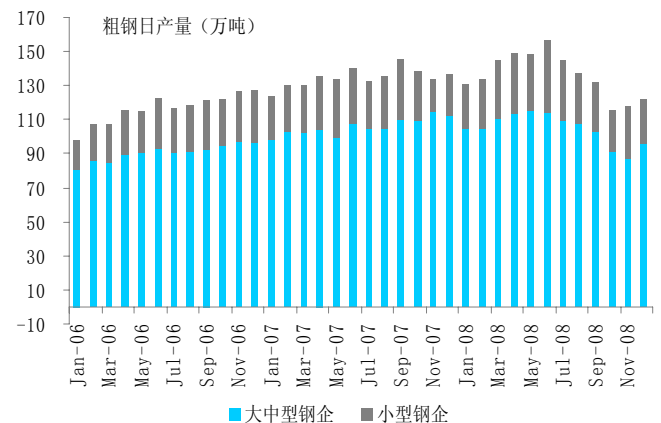


图 2：不同类型钢厂粗钢日产量较低谷均有所回升



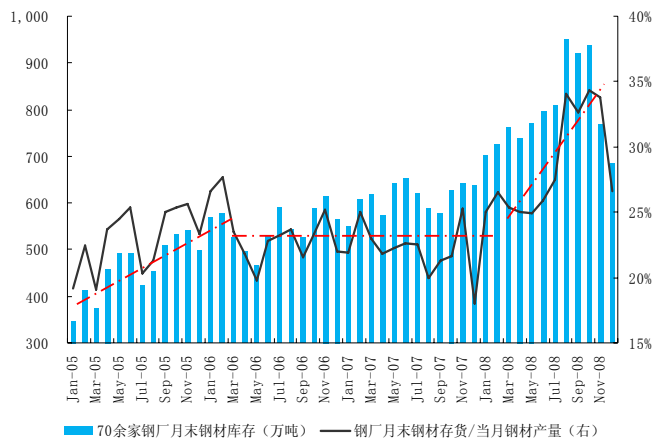
资料来源：Mysteel、国都证券研究所

资料来源：Mysteel、中钢协、国都证券研究所

迹象 3：生产商钢材以及港口矿库存逐渐回归正常水平。

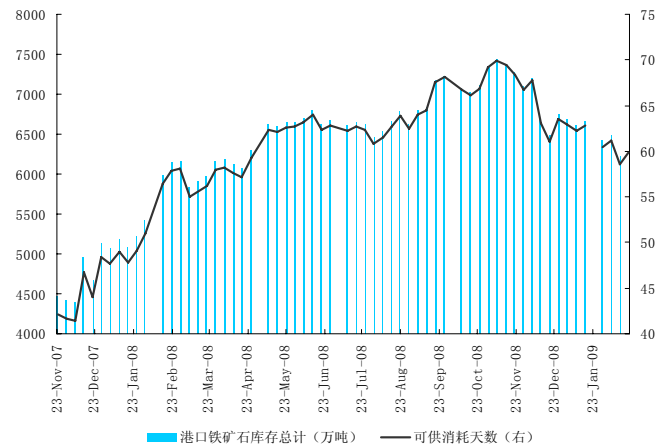
（1）大中型企业产量增加的同时，库存量在减少，月末钢材存货与当月钢材产量的比值由 08 年 10 月的 34.35% 回落至 08 年 12 月的 26.62%；（2）港口进口矿库存量已由 08 年 11 月初 7426 万吨的高点下降至目前的 6356 万吨。这些表明钢铁行业从原料到成品销售情况良好。

图 3：大中型钢厂“去库存化”接近尾声



资料来源：Mysteel、中钢协、国都证券研究所

图 4：港口铁矿石库存量也逐步回归至正常水平



资料来源：中联钢、国都证券研究所

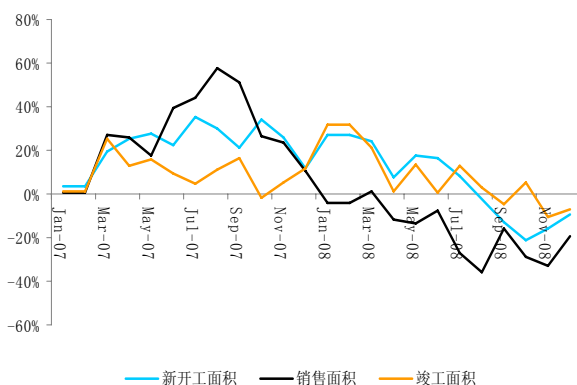
1.2 三大压力预示行业“还寒”

压力 1：下游需求未见显著好转，社会库存量奇高。

房地产行业占钢铁产品直接消费量的 36%，是钢铁行业的最大消费领域，房地产新开工面积未见显著增加，钢铁需求注定难以大幅好转，而房地产销售面积是房地产行业投资及新开工面积的领先指标，08 年 12 月房地产销售面积仍然负增长，预示至少未来几个月内钢铁业需求仍难得到根本扭转。

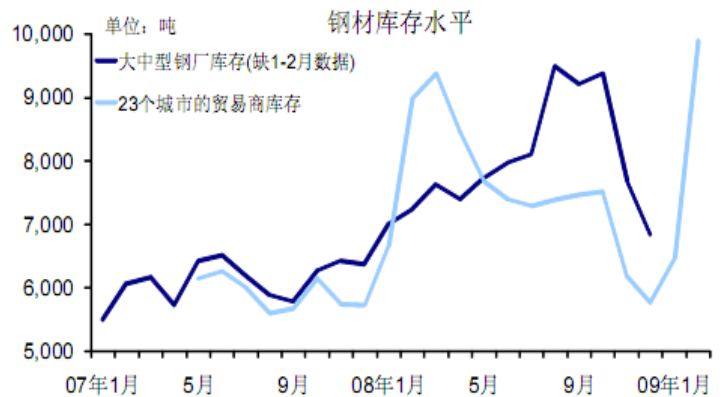
那么近三个月以来表观消费量持续好转又当如何解释呢？我们认为一方面是下游需求确实在增加，但很难判断这种增加是否能呈现趋势性，另一方面是经销商开始补充库存。Mysteel 统计的全国 20 余个城市钢材经销商的库存数据显示：08 年 10 月末经销商库存量迅速走低至 12 月中旬的 566 万吨，之后开始走高，目前已达到 1096 万吨，创有统计以来的最高水平，环比增幅接近 100%。在钢价处于弱势的背景下，社会库存量的增加构成对钢价的压力，而不应视为对钢价上涨的预期。

图 5：全国房地产产销量仍然呈现负增长



资料来源：Wind、国都证券研究所

图 6：全国 20 余个城市钢材经销商库存创历史新高



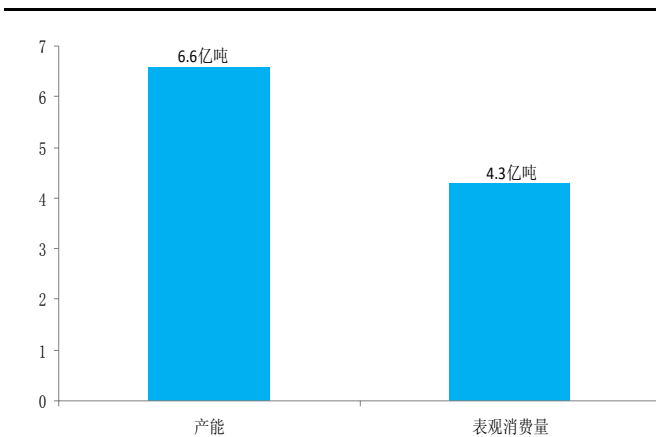
资料来源：Mysteel、SBB、国都证券研究所

压力 2: 产能严重过剩, 市场信心再度悲观。

根据中国钢铁工业协会和 Mysteel 的统计, 2007 年底全国粗钢产能为 6.1 亿吨, 2008 年底新增炼钢产能 5000 万吨左右, 2009 年底产能将进一步增加 1.9%, 但与此同时, 2009 年国内外经济形势的恶化将使得粗钢表观消费量负增长 5%, 至 4.3 亿吨, 因而供给严重超过需求, 将制约行业景气好转的力度。

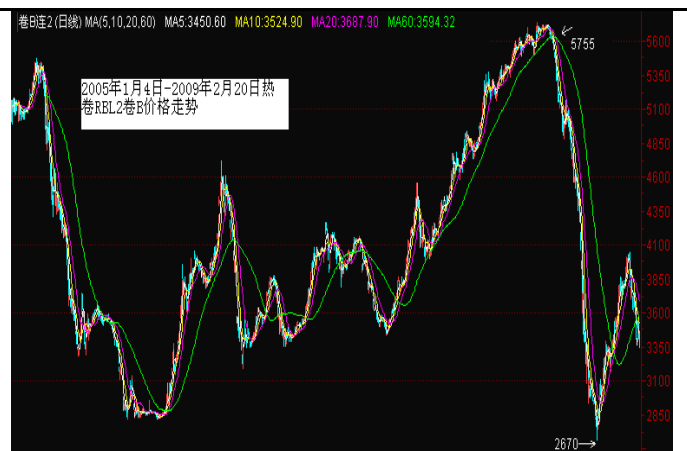
近年来全国新增的轧钢产能以板材为主, 板材主要用于机械、汽车等工业领域, 相比长材而言, 受惠于国家经济刺激计划的程度相对较轻, 供过于求局面尤其显著, 因而在连续反弹 3 个月后, 2 月初开始, 准期货品种上海大宗钢铁电子盘热卷价格开始持续下跌, 截止 2 月 24 日累计跌幅已达 18%, 这也体现了市场对后期钢价走势的忧虑。

图 7: 2009 年全国粗钢供给预计远超需求



资料来源: 中钢协、国都证券研究所

图 8: 电子盘热卷 2 月 24 日价格较 1 月高点累计下跌 18%



资料来源: 大宗钢铁行情分析系统

表 1: 2008、2009 年中国将有 6000 万吨左右的热轧产品投产 (占原有产能的 20%)

序号	钢厂	轧机宽度	设计产能 (万吨)	理论投产时间
1	唐山不锈钢	1580mm	220	2008 年 5 月
2	河北纵横	1250mm	200	2008 年
3	河北新金 (武安)	1250mm	200	2008 年 5 月
4	河北普阳	1250mm	200	2008 年 7 月
5	泰钢	1780mm	80	2008 年 6 月
6	鞍钢鲅鱼圈钢铁新区	1580mm	300	2008 年 9 月
7	廊坊新钢	1450mm	200	2008 年
8	承钢	1780mm	330	2008 年 10 月
9	河北国丰 (二热轧)	1450mm	300	2008 年 11 月
10	邯宝公司	2250mm	450	2008 年 11 月
11	日照	2150mm	400	2008 年 12 月
12	京唐	2250mm	500	2008 年 12 月
13	本钢	2300mm	515	2008 年 12 月
14	河北港陆 (二热轧)	1500mm	200	2008 年底
2008 年合计		-	4095	-

1	重钢	1780mm	280	2009 年 4 月
2	江西新余	1580mm	300	2009 年 1 月左右
3	河北纵横（二热轧）	1780mm	400	2009 年
4	河北宣化	1500mm	200	2009 年 5 月
5	华菱涟钢 2#	2250mm	450	2009 年
2009 合计		-	1630	-

资料来源：联合金属网

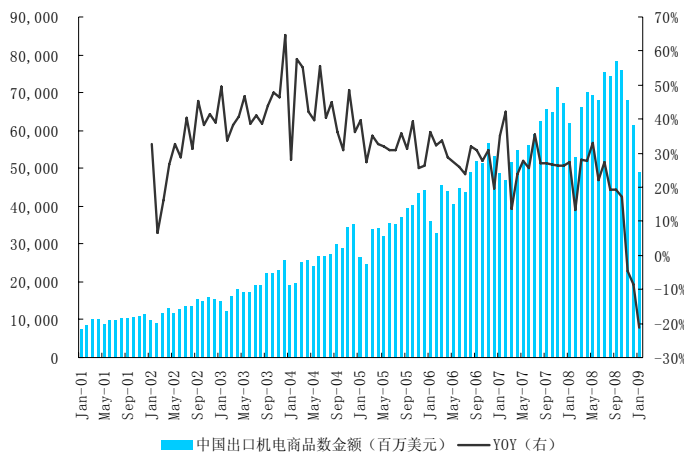
压力 3：国际经济低迷压制钢铁产品直接和间接出口。

根据国家发改委产业协调司副司长熊必琳的数据，2008 年全国钢铁行业直接出口、间接出口约 1.14 亿吨，占粗钢产量的 23% 左右，直接出口主要分布在东北亚和东南亚市场，占 30%，南亚和中东市场占 17%；间接出口主要是欧美及东南亚市场。这表明中国钢铁业受国际的影响并不小，不容忽视。

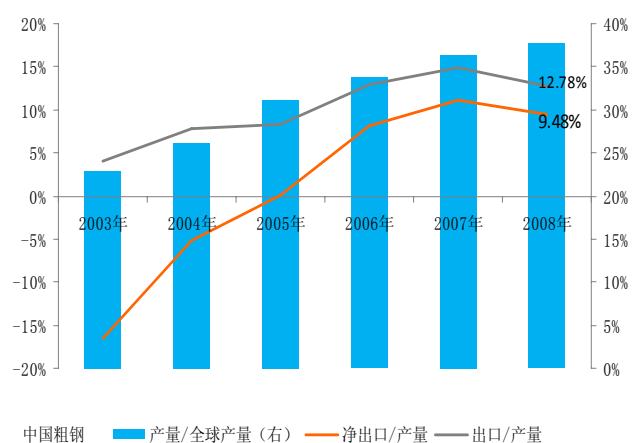
钢铁产品间接出口的形式主要是机电设备，2009 年 1 月全国机电设备出口总额（未剔除价格因素）同比下降 21.02%，是连续第 3 个月负增长，较此前 20% 左右的正增长形成鲜明反差，这表明 2009 年中国钢铁间接出口的压力较大。

图 9：机电产品是中国粗钢间接出口的主要形式

图 10：中国粗钢直接出口量占产量的比重在 13% 左右



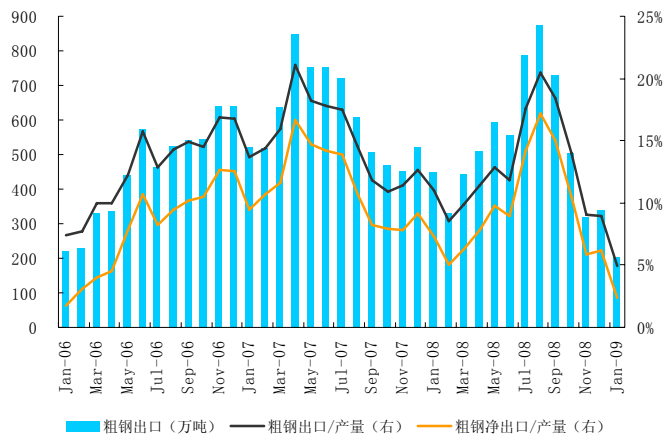
资料来源：海关总署



资料来源：Mysteel、国都证券研究所

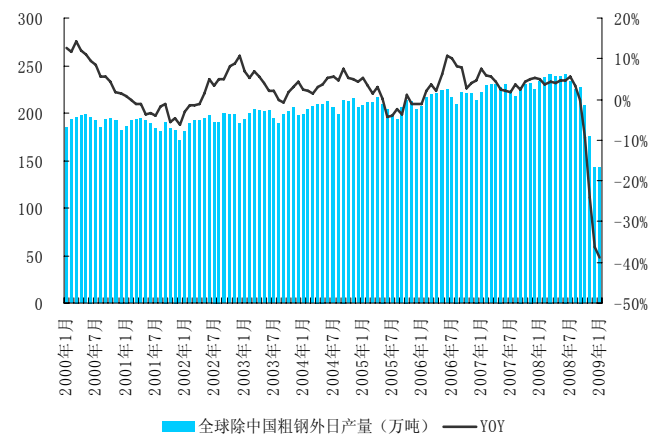
直接出口方面，从 2005 年起中国实现粗钢净出口，2008 年中国粗钢产量占全球的 37.77%，粗钢出口量占产量的比重为 12.78%，净出口量占产量的比重为 9.48%，是全球主要的钢铁供给国，这些大量的出口也支撑了 2006-2008 年上半年中国钢市的繁荣，但我们看到，2009 年 1 月全球（除中国外）粗钢日产量同比下降 38.81%，表明国际需求萎靡，在此背景下，国际贸易保护盛行，中国粗钢 1 月出口量 203 万吨，较此前 400 万吨的正常水平降幅为 50%。

图 11: 2009 年 1 月中国粗钢出口量较正常水平下降 50%



资料来源: Mysteel、国都证券研究所

图 12: 全球（除中国外）粗钢产量锐减表明国外需求萎靡



资料来源: IISI、国都证券研究所

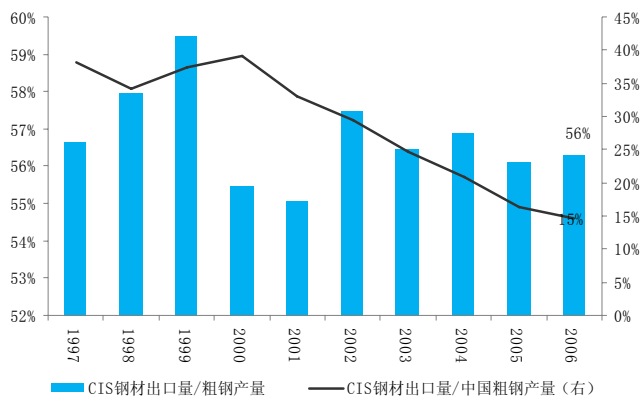
表 2: 全球经济的不景气使各国钢铁业加大贸易保护力度

	公布日期	主要内容
土耳其	1 月 1 日	自 1 月 1 日起将扁平材的进口关税提高 8 个百分点
印度	1 月 2 日	宣布将对 TMT 棒材和结构钢征收 14% 抵销税和额外 10% 的进口关税，对铁合金和锌重新征收 5% 的消费税
欧盟	1 月初	支持对中国线材征收 25% 临时反倾销税。该关税预计 2 月实施，持续 6 个月
俄罗斯	1 月 15 日	将提高部分轧材和管材的进口关税，以保护国内钢铁生产商来自更廉价进口产品的竞争。
伊朗	2 月 24 日	将进口钢锭、钢材的关税调高 20%，对钢锭、钢材进口银行不予以贷款
印尼	2 月 25 日	将自 2009 年 4 月 1 日起只有登记注册过的制造商才能进口槽钢、钢片等 202 种印尼可以自己生产的钢铁产品

资料来源: Mysteel、国都证券研究所

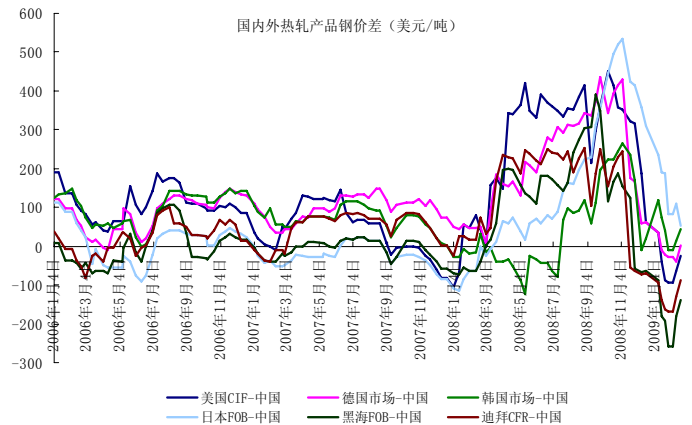
国际需求的萎靡，同样也会影响另一钢铁出口区域——独联体。该区域粗钢产量占全球的 10%，约为中国的 30%，但出口钢材占产量的比例超过 50%，在区域内经济形势严重恶化的背景下（据俄罗斯经济部长近日宣布，俄罗斯 1 月份 GDP 降幅达 8.8%，远弱于市场预期），该区域钢铁生产商更加依赖国际市场，而且区域内主要货币卢布等大幅度贬值（近 5 个月贬值幅度接近 40%），其钢铁产品的出口更具备优势，2 月 25 日黑海热轧、螺纹比上海市场价低 151 美元/吨、57 美元/吨，这一方面将进一步刺激中国钢铁进口，另一方面将抑制中国钢铁出口，从而给国内的钢市造成更大的压力。

图 13: 独联体是全球范围内主要的钢铁供给地区之一



资料来源: IISI、Mysteel、国都证券研究所

图 14: 独联体钢价低于国内价格将制约中国钢铁净出口



资料来源: Mysteel、国都证券研究所

1.3 下半年行业“好转”可以期待

尽管目前行业景气仍在低谷震荡,但我们仍然一如既往地 对 2009 年下半年的钢铁行业持乐观的态度,主要基于如下几个方面的理由:

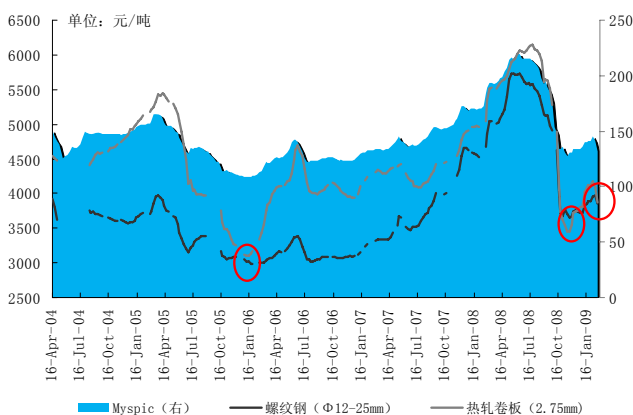
理由一: 热卷与螺纹钢价格倒挂通常意味着钢价阶段性见底。

2006 年 1 月和 2008 年 11 月的两次经验显示: 热卷与螺纹钢价格倒挂通常意味着钢价阶段性见底, 目前热卷价格再度回调至螺纹钢价附近, 我们认为这是钢价再次震荡筑底的迹象, 经过多次的震荡后, 钢价将能实现稳定上涨。

理由二: M3 供应量同比增速领先钢价 6-9 个月。

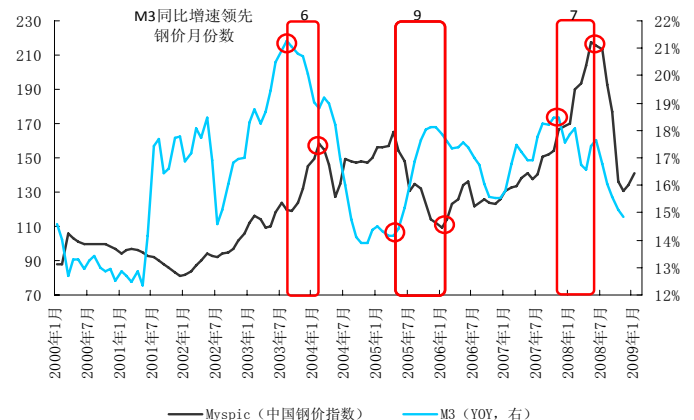
2004-2008 年的三次经验显示: 中国货币供应量 M3 同比增速领先于钢价 6-9 个月, M2 与 M3 增速走势大体相同, 中国人民银行近期表示, 争取 2009 年广义货币供应量 M2 增长 17% 左右, 这表明货币供应量增速在 2007 年 11 月已阶段性触底, 据此判断, 钢价在今年下半年阶段性见底, 并步入一个相对稳定甚至上涨的状态值得期待。

图 15: 热卷与螺纹钢价格倒挂通常意味钢价阶段性见底



资料来源: 中钢协、Mysteel、国都证券研究所

图 16: M3 供应量同比增速领先钢价 6-9 个月左右



资料来源: Bloomberg、Mysteel、国都证券研究所

理由三：除了货币政策，我们对财政政策、十大产业振兴政策也抱有期待，而這些在今年二季度和下半年将可能陆续发挥效应。

此外，从国际的角度来看，欧洲钢协2月初发布的报告认为，欧洲钢铁业将逐渐好转，2010年有望复苏，中国钢市应在欧洲之前复苏，从这点来看，也支持中国钢铁业在今年下半年好转。

图 17：预计欧洲钢铁消费 2010 年实现正增长

	% weight in total steel consumption of each sector	Q108/ Q107	Q208/ Q207	Q308/ Q307	Q408/ Q407	2008/ 2007	Q109/ Q108	Q209/ Q208	Q309/ Q308	Q409/ Q408	2009/ 2008	2010/ 2009
Construction	27	2.2	2.1	-0.4	-4.7	-0.4	-8.1	-6.1	-2.8	-1.4	-4.4	-0.2
Structural steelwork	11	-0.8	-0.7	-1.5	-3.7	-1.6	-7.1	-5.5	-5.4	-4.5	-5.7	-0.5
Mechanical engineering	14	3.8	6.3	1.9	-4.3	1.8	-8.2	-7.9	-7.0	-4.9	-7.0	0.3
Automotive	16	1.8	2.6	-4.3	-21.7	-5.5	-22.7	-17.0	-12.1	0.6	-13.7	5.7
Domestic appliances	4	-2.9	3.1	-5.9	-9.2	-3.9	-8.8	-8.0	-4.0	-2.0	-5.8	-0.2
Shipyards	1	0.4	2.4	4.8	-1.1	1.6	-0.8	-3.5	-4.6	-1.6	-2.6	-3.3
Tubes	12	-0.3	4.0	-2.6	-12.6	-2.7	-12.8	-10.9	-7.7	-1.5	-8.7	1.4
Metal goods	12	-1.0	3.6	-2.8	-6.4	-1.7	-9.4	-9.8	-6.3	-2.4	-7.1	1.6
Miscellaneous	3	1.9	4.9	3.4	-3.9	1.5	-5.3	-5.4	-3.1	-1.5	-3.9	1.6
TOTAL	100	1.0	3.0	-1.4	-8.6	-1.5	-11.3	-9.3	-6.4	-2.2	-7.4	1.1

资料来源：欧洲钢协@2009年2月、国都证券研究所

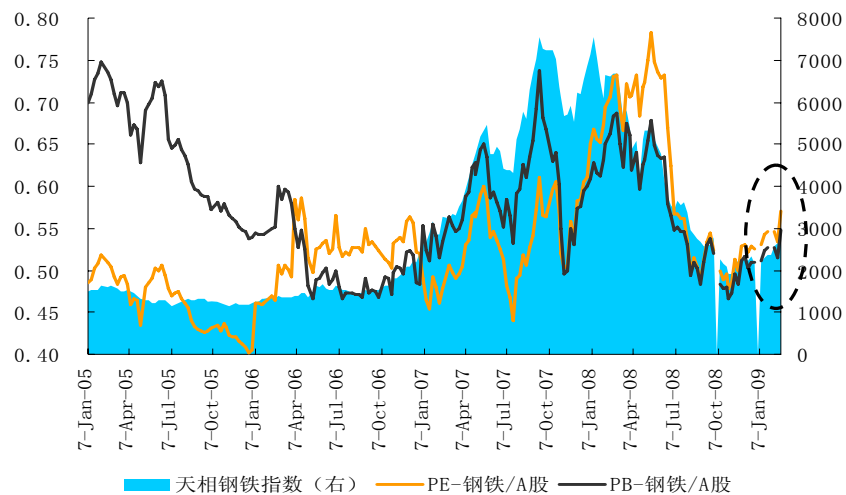
2 继续备战交易性机会

2.1 上半年继续围绕政策展开

我们在08年12月底的《迎接微利时代，备战交易性机会——2009年中国钢铁业投资策略报告》曾经指出的，2009年上半年钢铁行业仅存在交易性的投资机会，并且围绕政策展开，投资标的集中在以生产螺纹钢、线材为主、取向硅钢为主的上市公司，前一阶段的市场走势基本上印证了这一判断（除了以生产取向硅钢为主的武钢股份以外，详细原因我们将在第三部分阐述）。

钢铁股经过前段时期的反弹，目前相对大盘的PB接近历史估值中间水平，基本合理，对于上半年的投资策略，我们仍然坚持一贯的思路，继续围绕政策布局，主要存在如下几个方面：

图 18: 天相钢铁板块相对大盘的 PB 比值目前处于历史中间水平



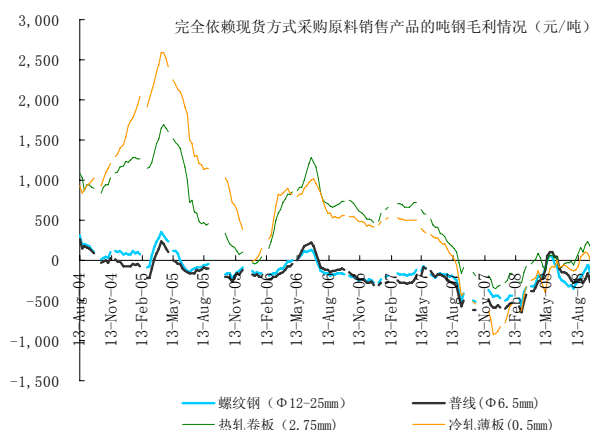
资料来源：天相投资分析系统

政策 1: 年报、季报状况（资产减值损失计提政策）

我们模拟的零库存钢企近 5 个月来经营状况并不是近年最差，但 2008 年 10 月-12 月，71 家重点大中型钢企吨钢亏损额分别达到 200-1000 元，而吨钢折旧成本、闷炉及重启的成本预计在 350-400 元左右，亏损额如超过上述范围，将意味着企业的可变成成本高于产品售价，因此过高的亏损额只能由资产减值损失因素来解释。

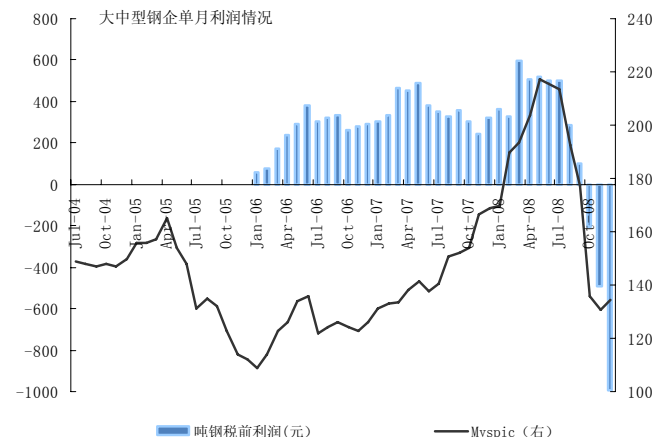
下面我们简单来测算该资产减值计提是否充分。在商品价格下跌过程中，资产减值损失可以粗略分为两部分：产成品和原材料。原材料通常可以较快地消化，不会形成大量的库存，但产成品可能。剔除 400 元/吨左右的可变成成本，那么吨钢计提的资产损失为 600 元，考虑到吨钢价格下跌的 1700 元/吨，以及钢铁库存占产量的比重为 30% 左右，因此 08 年大中型钢企资产减值损失计提较为充分，这给 09 年的行业盈利未留下包袱，预计 09 年 1 季度行业盈利环比大幅好转，这可能会再度带来交易性机会。

图 19: 模拟的零库存钢企近 5 个月经营状况并不是近年最差



资料来源：Mysteel、国都证券研究所

图 20: 但 2008 年 12 月大中型钢企吨钢税前亏损额创新高



资料来源：Bloomberg、Mysteel、国都证券研究所

表 3: 钢价从暴跌前的 9 月至 11 月谷底的加权跌幅为 1700 元/吨

价格/价差	螺纹钢	普线	镀锌板	冷轧薄板	热轧薄板	无缝管	中厚板	铁矿石
直径/品味	12-25mm	6.5mm	0.5mm	0.5mm	1mm	159×6	6mm	66%
9 月	5035	4938	7132	6796	6131	7328	6480	1278
10 月	4177	4013	6110	5746	5244	6631	5403	830
11 月	3703	357	4841	4636	4204	5412	4534	790
12 月	3739	3599	4877	4656	4238	5085	4437	865
9 月-11 月	1333	1360	2292	2160	1927	1916	1946	488

资料来源: 中钢协、国都证券研究所

政策 2: 矿价涨幅 (矿价政策)

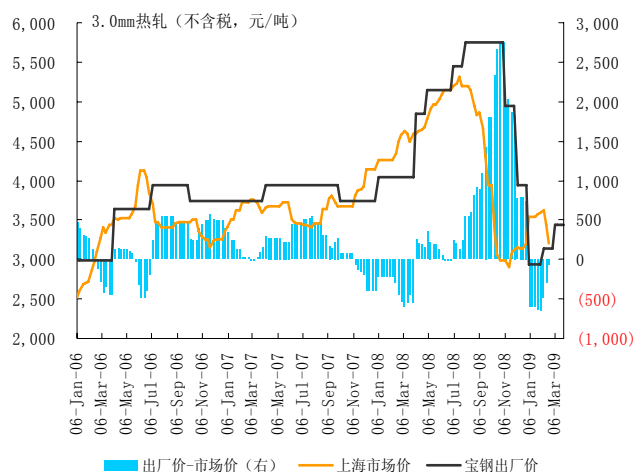
目前市场对 09 财年铁矿石价格降幅的预期已回归至降 30%，这与我们长期以来的判断基本一致，我们预计矿价可能在 5 月份左右谈妥，首发由日韩或欧洲钢厂确定，矿价降幅如高于预期利好整个钢铁板块，尤其利好长协矿比重较大的马钢股份、宝钢股份，也包括鞍钢股份；矿价降幅低于预期利好上市公司内有铁矿石类企业：金岭矿业、攀钢钢钒、西宁特钢。

政策 3: 宝钢调价 (公司价格政策)

尽管宝钢价格政策从根本上来讲只是对市场价格的“补涨”或“补跌”，但作为最大的上市钢企，该公司的行为还是能影响市场的情绪。

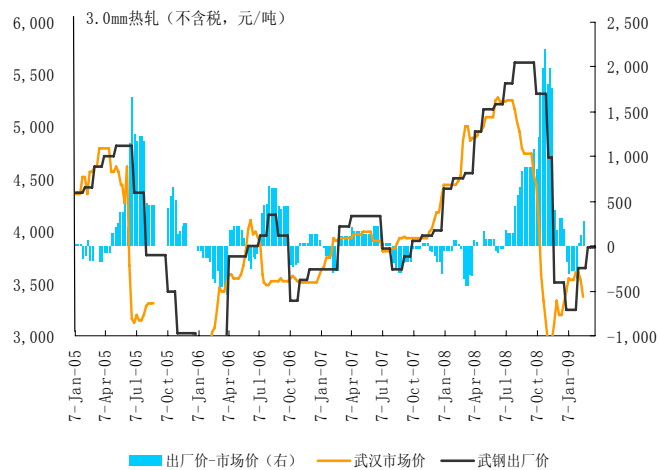
宝钢价格政策通常提前 40 天左右出台，但目前尚未公布二季度(4 月份)的价格，参照与市场的价差，我们认为可能以跌为主，这对钢铁板块短期构成利空。

图 21: 宝钢股份 4 月热轧出厂价有下调的可能



资料来源: Mysteel、国都证券研究所

图 22: 宝钢股份 4 月冷轧出厂价也有下调的可能



资料来源: Bloomberg、Mysteel、国都证券研究所

2.2 等待下半年投资机会到来

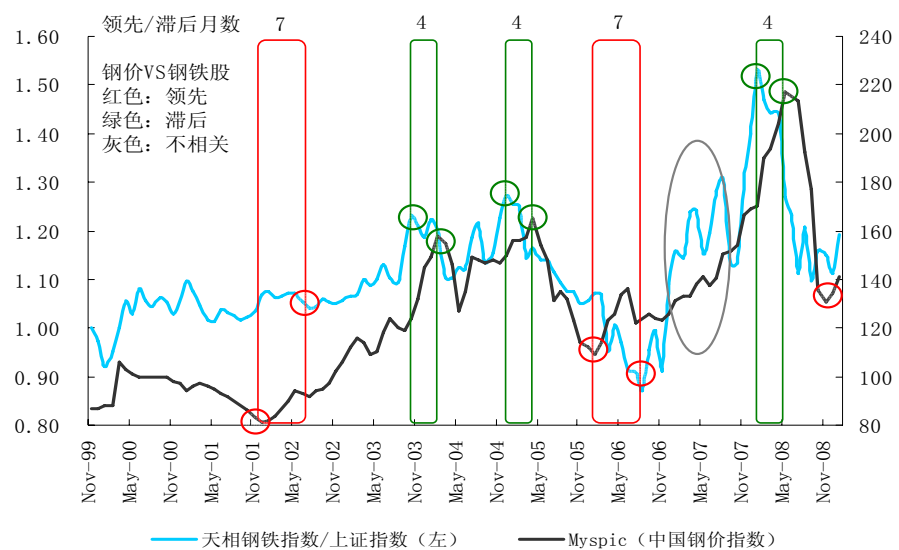
对于下半年的投资策略，我们也仍然维持《迎接微利时代，备战交易性机会——钢铁业 09 年投资策略报告》中的观点，认为下半年钢铁行业存在相对较好的投资机会。

我们选取 Myspic（国内综合钢价指数）代表国内钢价、天相钢铁指数与上证指数的比值代表钢铁股的相对收益情况，发现 2000 年以来的 5 次数据表明：钢价的低点领先于钢铁股相对收益的低点 7 个月，钢价的高点滞后于钢铁股相对收益的高点 4 个月。对于这一规律，我们的初步解释是：钢价以及钢铁行业盈利的第一个低谷离中期性的好转的时间间隔通常需要 7 个月，而资本市场通常可以提前 4 个月判断钢价的系统性风险。

08 年 11 月国内钢价触底反弹，将是近段时期钢价的低点，如果钢价低点领先钢铁股相对收益低点 7 个月的历史规律再次发生作用，我们认为二季度末、三季度初可能是建仓钢铁股的良好时机，但由于钢价系统性长时间持续上涨的趋势恐难形成，因此届时钢铁股也难长时期跑赢大盘。

我们将择机上调钢铁行业的投资评级。

图 23：钢价与钢铁股相对收益率在历史上存在一定的关系



资料来源：Mysteel、天相投资分析系统、国都证券研究所

3 公司盈利预测、评级和风险提示

3.1 重点公司盈利预测和评级

钢铁行业作为强周期性行业，目前正处于盈利的底部，我们认为此时应用 PB 估值更科学、更合理。目前我们主要结合公司的产品结构、盈利能力趋势、以及 PB 来

综合判断公司的投资价值。

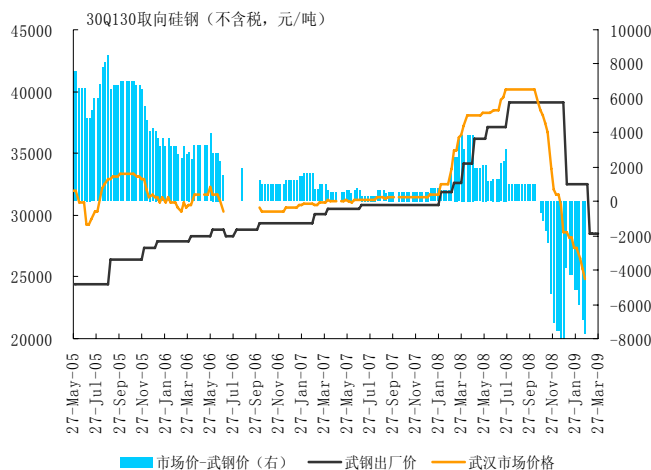
武钢股份（600005）：中性 A——盈利能力将受制于卢布大幅贬值

我们此前重点推荐武钢股份缘于取向硅钢业务贡献公司一半的毛利，其主要应用于变压器领域，将受益于国家加大电网投资，但是国内取向硅钢价格 2008 年 10 月中旬以来至今累计跌幅达到 40%，超过普通的钢铁品种，我们认为这一方面与宝钢取向硅钢产品在 2008 年下半年逐渐投放到市场，与武钢的产品构成竞争有关，另一方面也与国内需求尚未完全显现，以及俄罗斯货币卢布大幅贬值有关。

俄罗斯供应全球 16.2%的取向硅钢产量，以及中国近 25%的取向硅钢进口量、12%的表观消费量，卢布兑美元近 5 个月以来贬值 40%，使得以美元计价的俄罗斯取向硅钢价格大跌，在很大程度上也拉低了国内取向硅钢价格，制约武钢股份的盈利能力。

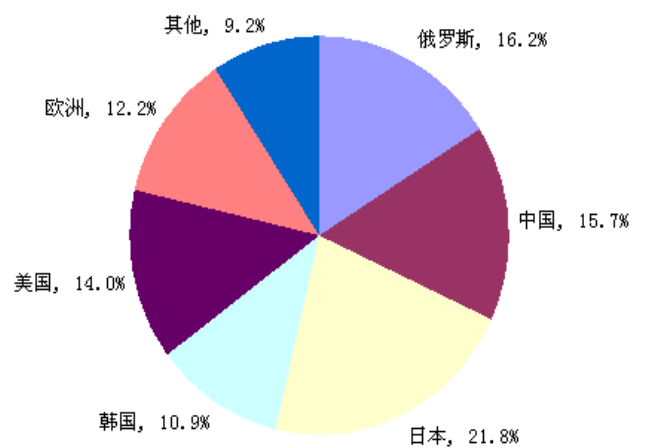
预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.61 元、0.67 元，公司目前 PB 为 1.55，在上市钢企中属较高水平，我们给予公司“中性 A”的投资评级。

图 24：武钢股份取向硅钢出厂价已与市场价严重倒挂



资料来源：Mysteel、国都证券研究所

图 25：俄罗斯货币（卢布）贬值利空全球取向硅钢价格



资料来源：Bloomberg、Mysteel、国都证券研究所

鞍钢股份（000898）：增持 A——鲛鱼圈生不逢时，但下半年好转概率加大

根据 09 年上半年公司在铁矿石采购成本方面缺乏优势，但在 09 年下半年预计会有优势，公司新投产 500 万吨鲛鱼圈项目可能拖累公司 09 年上半年盈利，出口业务下半年也会明显好转，我们认为鞍钢股份的业绩更多体现在下半年，预计 08、09 年 EPS 分别为 0.71 元、0.52 元，维持“增持”评级。

公司 500 万吨的鲛鱼圈项目理论上应在 2008 年下半年投产，受金融危机影响，目前鲛鱼圈仅 1 个高炉在生产；公司 80%以上的产品为板材，供求形势不容乐观，这些对公司的盈利能力均形成拖累。但我们认为，根据向集团采购的铁矿定价模式，公司 2009 年下半年的成本优势将会重现，而且钢铁行业形势的好转给鲛鱼圈的增量资产带来增值空间。

预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.47 元、0.59 元，公司目前 PB 为 0.96，在上市钢企中属较低水平，具备较高的安全边际，给予公司“推荐 A”的投资评级。

宝钢股份（600019）：中性 A——不锈钢经营能力依然有待观察

公司 20%的营业收入来自于不锈钢及特钢业务，2007 年公司不锈钢经营能力乏善可陈，预计 2008、09 年该块业务的盈利能力仍难以乐观，公司其他的产品主要是高端

板材，盈利能力或多或少也会受制于整个板材行业过剩的影响。

预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.34 元、0.37 元，公司目前 PB 为 0.95，我们暂时也给予公司“中性 A”的投资评级。

太钢不锈（000825）：中性 A——静待不锈钢行业的复苏

公司是世界最大的不锈钢公司，不锈钢的 42% 应用于家用设备领域，属于钢铁中的“奢侈品”，预计不锈钢行业复苏时期在普钢行业之后。

预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.25 元和 0.32 元。公司目前 PB 为 0.87，我们暂时也给予公司“中性 A”的投资评级。

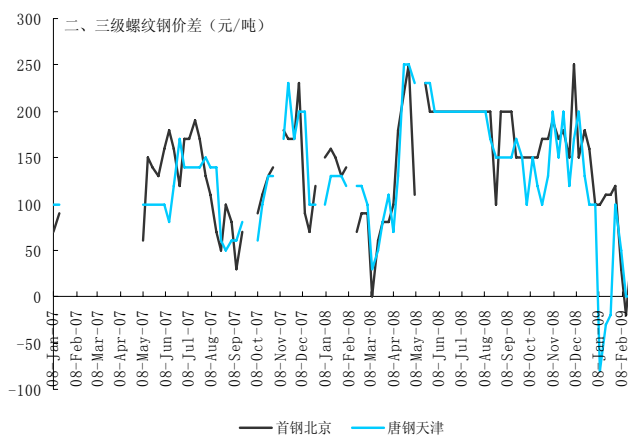
承德钒钛（600357）：中性 A——基本面尚存较大提升空间，但 PB 已然不低

公司主要钢铁产品是线材和螺纹钢，均属我们最看好的钢铁品种；新形成的 300 万吨热轧产能也具备投产能力，待行业好转时也将能贡献增量受益；而占公司 44% 毛利的钒产品从中长期而言，将受益于钢铁产业振兴政策规划中的三级螺纹钢对二级螺纹钢的替代，也值得看好。

公司基本面存在较大的提升空间，但需要一个过程，目前三级螺纹钢价格低于二级螺纹钢、国外五氧化二钒价格低于国内价格，都将制约公司的盈利能力。

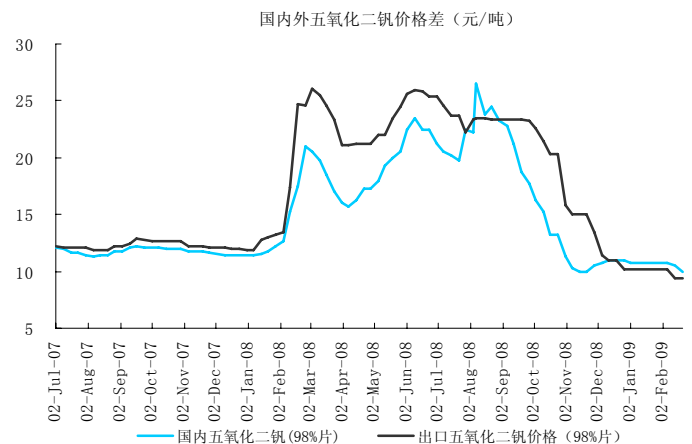
预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.19 元和 0.25 元。公司目前 PB 为 1.80，我们也给予公司“中性 A”的投资评级。

图 26：二、三级螺纹钢价出现倒挂



资料来源：Mysteel、国都证券研究所

图 27：国内外五氧化二钒价也出现倒挂



资料来源：Mysteel、中华商务网、国都证券研究所

3.2 风险提示

宏观经济波动风险。

国内宏观经济方面，建议主要关注货币供应量增速，以及固定资产投资增速，接下来的几个月如果上述两个指标显著低于我们预期，将会影响我们对钢铁行业下半年好转的判断；国际宏观经济方面，建议主要关注汇率变化影响以美元计价的钢铁产品

价格，进而影响国内钢价，近几个月取向硅钢价格大跌 40%便是典型的案例。

公司经营风险。

钢铁行业多年的牛市已使得不少企业经营者习惯了“牛市”思维，因而是否能够适应“熊市”，包括对减产和就业的合理平衡、库存的合理控制，均在考验当前的企业经营者，建议投资者在自上而下挖掘系统性机会、规避系统性风险的同时，也需关注企业经营风险。

国都证券投资评级
表：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。