

钢铁行业二季度投资策略

期待钢价企稳回升

产业部门/行业

投资要点:

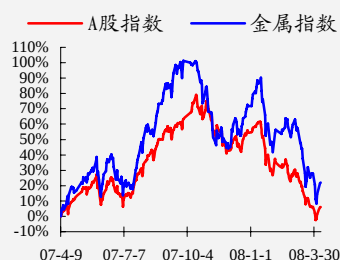
- 从短期看,由于较高的社会钢材库存,仍将对钢价造成下行压力。随着钢价的下跌,钢厂也在持续减产,我们认为只有当粗钢日均产量下降到130万吨以下并保持稳定,钢材才有可能企稳回升。
- 从中期看,供求关系将决定钢价走势,但下游的出口(直接和间接)和房地产行业的投资仍未复苏,造成整体下游的复苏将会很缓慢。在产能明显过剩的情况下,我们判断钢价更多时间是围绕成本线上下波动。
- 矿石供应商预期09年长协矿价格下调幅度在20%-40%之间,下游钢厂要求矿石下降幅度在40%-50%之间,投资银行的分析师们认为幅度应该在30%-40%。我们综合目前矿石价格和钢价,觉得矿石价格下调40%比较合理。如果在35%以下对钢价影响不大,45%以上对目前钢价有较大下行压力。
- 由于钢价再次下跌,一季度业绩仍不容乐观,但相比08年四季度,将会有明显的改善。我们预计,二季度有望在一季度基础上进一步回升,实现行业微利。
- 从1994年至今,行业的平均市净率为1.89;目前值为1.45,仍处于较低位置。沪深300当前的市净率为2.7倍。如果二季度下半段钢价能够企稳回升,估值应向均值靠近。鉴于短期钢价仍有下游压力,维持行业“同步大势”的投资评级。
- 在目前状况下,我们的投资思路仍是选择那些因事件或政策可能改善公司基本面的公司。主要集中在两方面,第一,钢材期货的上市,对相应上市公司实质性利好可能会逐步体现出来,这样的公司包括马钢股份、华菱钢铁、首钢股份、唐钢股份;第二,行业振兴规划带来的并购重组机会,主要包括三钢闽光、包钢股份、杭钢股份等。
- 风险提示:若钢厂减产不力,将会影响钢价企稳回升的时间,从而影响行业业绩的复苏。

同步大势

维持评级

2009年4月15日

走势图



重要公司

评级

马钢股份	推荐
华菱钢铁	推荐
包钢股份	谨慎推荐
三钢闽光	谨慎推荐

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

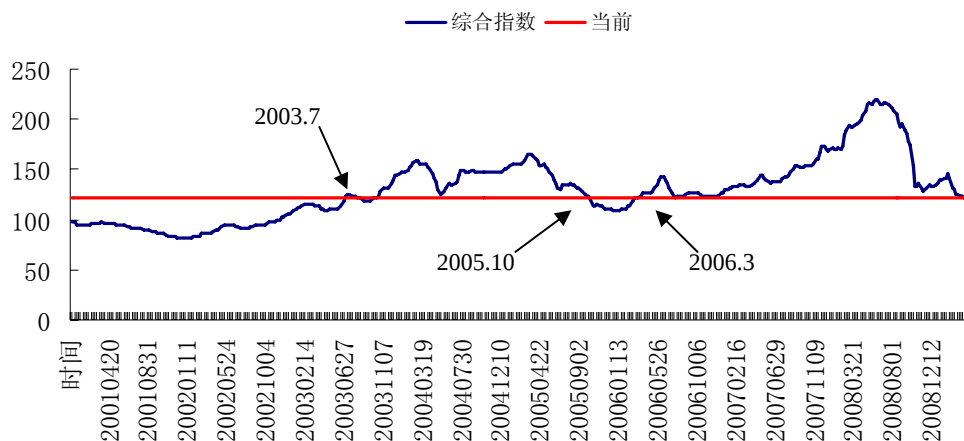
楼 (邮编 200002)

一、钢价走势分析

1. 钢价走势综述

钢价从 2008 年 6 月第一周创出历史新高后，便一路下滑，直到 11 月的第三周才止住跌势，最大跌幅高达 42%。紧接着，钢价开始出现连续反弹，直至 2009 年 2 月的第一周结束，本次反弹幅度达到 14%。从 2 月第二周钢价再次进入下降通道，到目前为止，钢价已经低于 2008 年 11 月的低点。这也是至 2003 年来下半年以来的较低点(当前钢价仅高于 2005 年 10 月至 2006 年 3 月之间的价格)。其中，长材 2008 年最大跌幅为 40%，反弹最大幅度为 15.7%；扁平材 2008 年最大跌幅为 45.9%，反弹最大幅度为 16.4%。

图 1：综合钢价指数走势



数据来源：MYSTEEL，东北证券金融与产业研究所

分品种看，螺纹钢最大跌幅 37.9%，绝对值从 5694 元跌到 3607 元，跌了 2087 元；反弹最大幅度为 13.7%，绝对值从 3607 元涨到 3988 元，涨了 381 元，当前价格为 3367 元。

线材最大跌幅 44.7%，绝对值从 5995 元跌到 3619 元，跌了 2376 元；反弹最大幅度为 18.6%，绝对值从 3619 元涨到 3979 元，涨了 360 元，当前价格为 3305 元。

热卷最大跌幅 45.3%，绝对值从 6135 元跌到 3331 元，跌了 2804 元；反弹最大幅度为 25.7%，绝对值从 3331 元涨到 4183 元，涨了 852 元；当前价格为 3416 元。

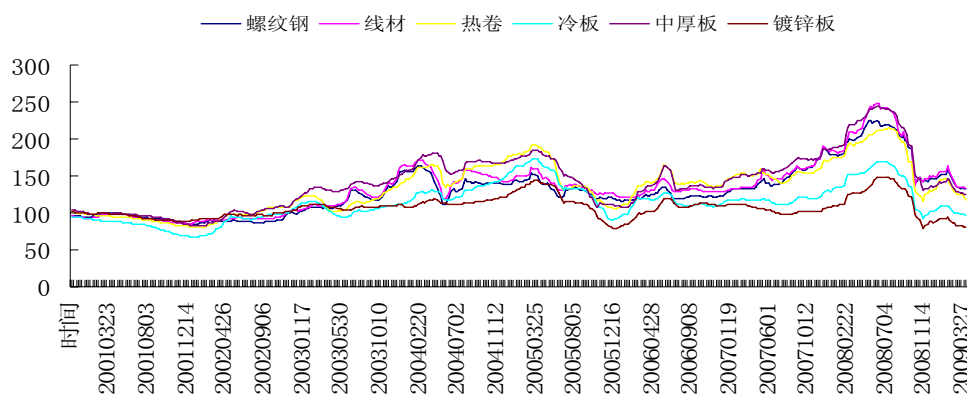
冷板最大跌幅 45.2%，绝对值从 7229 元跌到 4035 元，跌了 3194 元；反弹最大幅度为 18.2%，绝对值从 4035 元涨到 4758 元，涨了 723 元；当前价格为 4217 元。

中厚板最大跌幅 46.3%，绝对值从 6617 元跌到 3508 元，跌了 3109 元，反弹

最大幅度为 11.8%，绝对值从 3508 元涨到 4008 元，涨了 500 元；当前价格为 3307 元。

25#工字钢最大跌幅 31.5%，绝对值从 5858 元跌到 4013 元，跌了 1845 元；反弹最大幅度为 2.8%，绝对值从 4013 元涨到 4125 元，涨了 112 元；当前价格为 3667 元。属于跌幅较小，反弹也是最小的品种，走势相对平稳。

图 2：分品种钢价走势



数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

2. 短期钢价走势分析

短期钢价的走势在一定程度上会受到库存的影响；表现为库存高，钢价有下行压力，库存低，钢价有上涨动力。每年钢材库存的变化遵循一个基本的规律，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震荡，有时伴随小幅走低，今年也不例外。但与往年有所不同的是，今年库存的绝对值创出近几年的新高，这是在行业景气度高的时期也没有的，原因主要是企业对国家四万亿经济刺激计划寄予过高的期望。在行业景气处于低迷时期，过高的库存对钢价的压力就显得特别明显，从近期钢价重新走低并创出去年的新低可见一斑。

统计的社会钢材库存于 3 月初创出历史新高后，开始逐步降低。目前，库存总量为 1022 万吨，这仍比 2006、2007、2008 年同期分别高出 267 万吨、232 万吨和 159 万吨。短期对钢价仍然有压力，但下降的幅度将逐步减小。

图 3：钢价与社会总库存

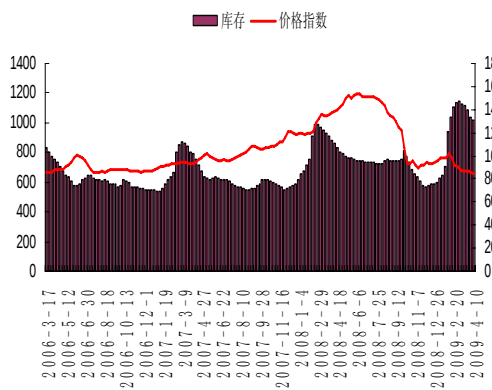
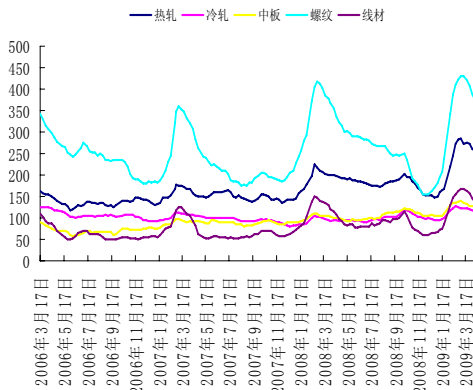


图 4：钢材分品种库存

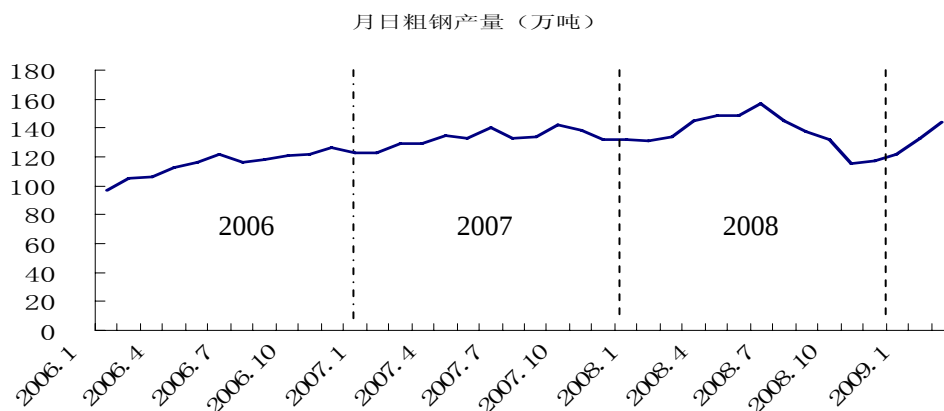


数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

因为季节性因素，下游用钢行业在不同月份用钢量呈现一定的规律性，从而使得钢材产量在每月也呈现一定的规律性。一般在上半年，钢材月度日粗钢产量呈现逐月增长趋势，下半年表现出先降后升的态势。如果从这个角度看，那么在接下来的几个月里，钢材日粗钢产量还可能会继续上升，从而对钢价造成下游压力。

除此之外，我们还观察到钢价与产量之间的互动关系。钢价于 2008 年 6 月见顶后开始回落，我们可以认为这是供求关系发生了根本的改变，出现明显的供大于求的现象(需求包括中间的经销商需求和下游行业的需求)。钢价的持续下跌，使得钢铁企业不得不减产，连续的减产也使供求再次达到平衡，钢价触底反弹。当钢价持续反弹后，钢价对产量又起到主要作用，产量出现持续回升。目前，钢价反弹见顶后已经回落一个多月。那么，钢材产量理性跟随回落。从我们了解的情况，3 月份的产量可能还会有所走高，4 月份的产量应该降下来了。只有当日粗钢产量下降到 130 万吨以下，钢价才有可能企稳回升。因此，目前钢价有可能还有进一步小幅下跌空间，等产量降下来后，钢价有望回升。

图 5：日粗钢产量趋势



数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

3. 中期钢价走势分析

从较长时期看，钢价仍由供求关系决定。在需求方面，我们主要考虑出口需求（直接出口和间接出口）和房地产行业用钢需求，以反映下游需求是否全面复苏。

1-3 月份累计出口钢材 514 万吨，同比减少 54.87%，回落幅度进一步加大。我们假设每月平均出口 200 万吨，那么全年出口约为 2500 万吨，与 08 年 5900 万吨相比，将大幅下降一半以上。从环比看，2 月份单月出口钢材 156 万吨，环比减少出口 35 万吨；3 月份也仅在 2 月份基础上增加 11 万吨。出口形势不容乐观。

1-3 月份累计进口钢材 323 万吨，同比下降 22.73%，下降幅度远小于进口下降幅度。从环比数据看，2 月份进口 109 万吨，环比增加 22 万吨；3 月份在 2 月份的基础上又增加了 18 万吨。1-3 月份累计出口钢坯为零，而进口钢坯 90 万吨，同比增加 17 倍。

图 6：钢材当月出口及累计同比增速

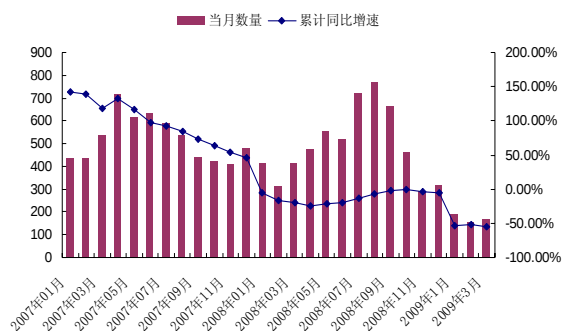
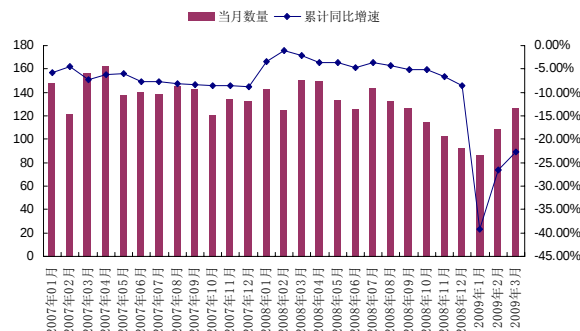


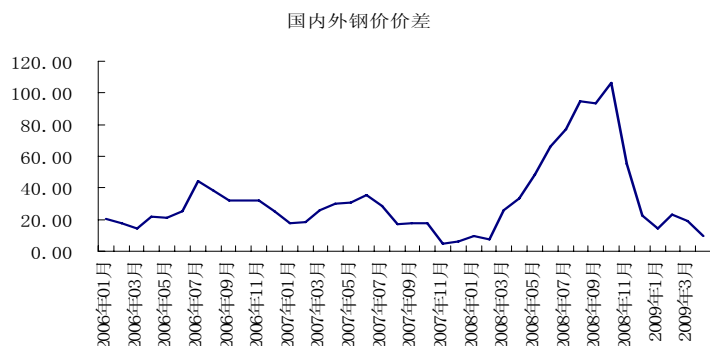
图 7：钢材当月进口及累计同比增速



数据来源：WIND, 东北证券金融与产业研究所

世界银行最近再次下调了 2009、2010 年全球经济增速的预测，从 2008 年底的 0.9% 和 2.3% 下调到 -1.7% 和 2.3%，分别下调了 2.6 个百分点和 0.7 个百分点，以反映全球经济危机的影响程度。经济的持续低迷也将影响到各国对钢材的需求，打压钢价，缩小国内外钢材之间的价差，从而进一步恶化我国钢材出口的环境。

图 8：国内外钢价价差



数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

房地产行业的投资的大小决定了行业用钢的多少。房地产固定资产投资增速从2008年7月开始呈现逐月下降趋势，2009年2月份房地产固定资产投资同比增长仅有1.02%，远低于2008年同期的32.93%，也远低于2008年全年20.97%的增速。

图9：当月房地产业投资额及累计投资增速

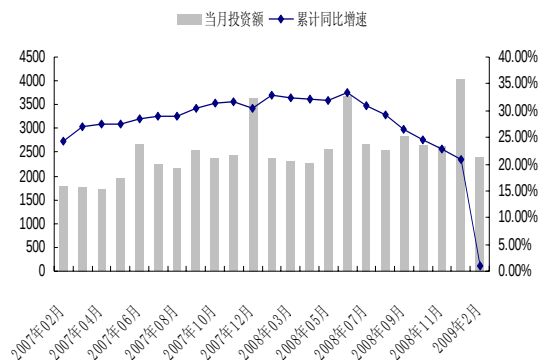
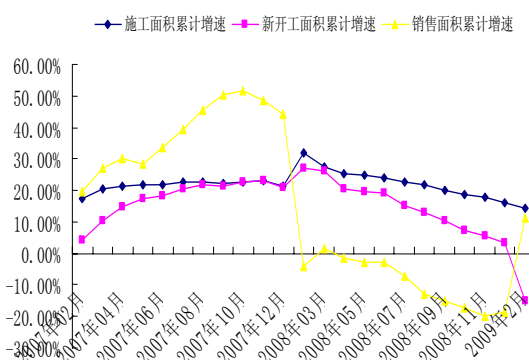


图10：施工面积、新开工面积、销售面积增速



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

2月份房地产行业施工面积同比增长14.23%，仍然延续2008年以来的下降趋势。新开工面积更是大幅下降，2月份新开工面积同比下降14.96%，远低于2008年同期的27%，也远低于2008年全年的3.17%。2月份销售面积同比大幅增长11.24%，结束了2008年全年持续的负增长，应该说是一个好的现象。我们假设这种情况能够持续的话，对房地产行业的投资，对上游行业的拉动都将是一个积极的信号。但整个传导需要一个过程，因此，即使乐观的看，未来几个月房地产行业的固定资产投资仍将不容乐观。

当然我们也看到一些有利于行业复苏的指标。2月份当月固定资产投资完成额为10276亿元，同比增长26.53%，增速高于去年同期的24.27%，如果扣除工业品价格下降的因素，实际增速将更大，4万亿投资的刺激计划效果逐步显现。制造业采购经理指数11月份见底，已经连续四个月回升，部分指标已经超过50，说明经济开始有所复苏。相应的，生产、新订单、新出口订单等都有所恢复。

图11：当月固定资产投资额及累计投资增速

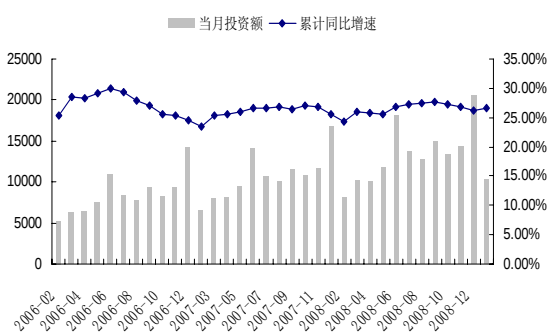
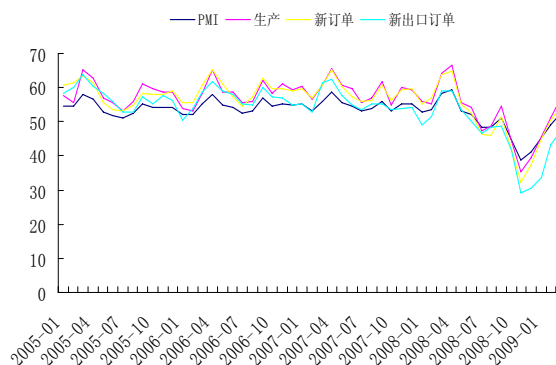


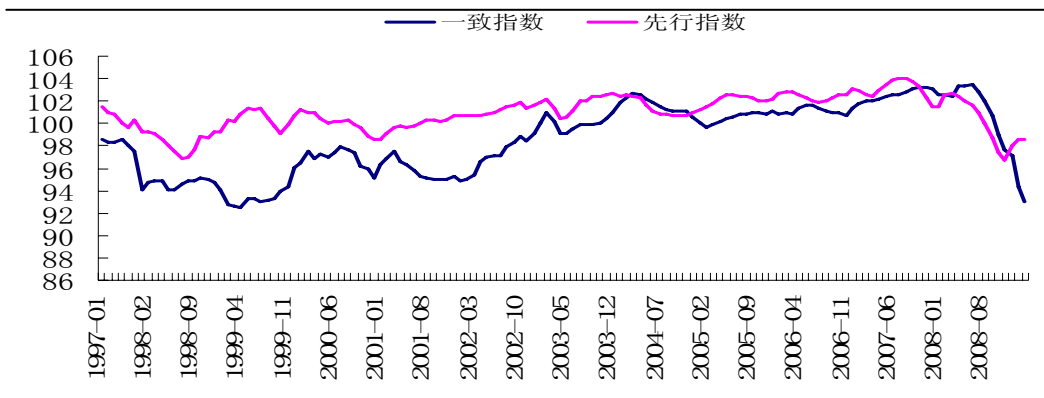
图12：PMI 部分分项指标



数据来源：WIND,东北证券金融与产业研究所

最近一次的先行指标相对于一致指标提前了 4 个月,而反映宏观景气程度的先行指标已于 2008 年 12 月份掉头向上。那么乐观的判断,实体经济最早将于二季度开始明显复苏。

图 13: 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

尽管在 4 万亿投资的刺激下,宏观经济开始有所好转,但一些主要用钢行业的复苏还需一定时间。因此,这些利好因素将在一定程度上减缓钢铁行业下滑的趋势,但无法从根本上扭转这种趋势。另外,相对于需求来说,接近 6.5 亿吨的粗钢产能就显得明显过剩。在产能过剩,下游需求未能完全复苏和不减薪、不裁员的政治任务下,钢价只能围绕成本线附近上下波动。

二、长协矿价对钢价影响分析

2009 年长期协议矿价格的谈判仍在进行中,目前各方对于今年长期协议矿降价是没有疑问的,主要分歧在于降价的幅度。各方基于自身的利益考虑提出了各自的看法。

发达国家: 此次金融危机影响巨大,对主要发达国家的钢铁产业冲击也最大,各大钢厂纷纷以减产来应对,他们最不能承受高价矿石。因此,他们提出的降幅也最大。欧洲钢铁企业认为铁矿石市场进入“买方市场”,并希望 2009 年铁矿石价格能下降至少 50%。日本 JFE 钢铁公司在此之前表示,其希望今年铁矿石长期供应协议价格至少跌至 2007/2008 年水平。这也就是表示巴西铁矿石生产商必须至少降价 39%,相应的澳大利亚生产商降价在 45% 左右。全球第四大钢铁制造商韩国浦项钢铁直接提出“至少降 50%”,并要求在 4 月份就结束谈判。

中国: 中方要求,2009-2010 年度铁矿石价格不应超过 2007-2008 年水平。应该以 2007 年的水平为基点,在当时价格基础上往下降。这也意味着,铁矿石价格至少下降 40%。据我们了解,在新合约敲定前,中国钢厂已经按照去年合约价格的 60%-65% 支付铁矿石货款。

矿石供应商：4月7日，根据彭博社引述消息人士谈话报导，全球第二大铁矿石生产商力拓与亚洲钢铁厂的年度合约价格谈判陷入僵局后，力拓抛出暂时降价20%的提议。澳大利亚第三大矿石生产商 FMG 集团执行董事 Graeme Rowley 表示，在通盘考虑全球范围内的减产和目前铁矿石现货市场的形势之后，FMG 集团预测2009年的铁矿石基准价格将会下降30%。澳洲矿产商 Territory Resources 称，今年铁矿石指标合同价格较上年将下跌30-35%，以反映在全球经济衰退之际需求下跌的局面。印度 Essel 矿业工业公司总裁兼总经理 Ravi Kastia 则预计，今年的铁矿石基准价格将会下降40%，现货价格将会比基准价格低5%~10%。

投资银行：花旗预计铁矿石合同价格将下降30%，年度合约谈判可能还得再花上4个月才会确定。里昂证券亚太市场在发布的研究报告上称，预测今年铁矿石价格将下跌30%，高于此前预测的20%降幅。全球矿产行业内分析与监控所有权及兼并重组领域的领导者瑞典原材料组主席 Magnus Ericsson 日前在某矿业会议上表示，鉴于金融危机而导致的全球钢材需求下滑，2009年的铁矿石长协价格可能会下降25%~30%，澳新银行（ANZ）称，今年铁矿石年度合约价格将降40%，大大超过市场普遍预期的降幅20%-30%。

我们的观点：首先我们比较一下当前长期协议矿价格、进口现货矿价格和国内现货矿价格之间的差异。2008年力拓的PB粉矿长协价为91.86美元（品位为63.5%），淡水河谷南部系统粉矿价格为75.55美元（品位为63.5%），目前从澳大利亚到北仑港的海运费为6.24美元，从巴西到北仑港的海运费为15.58美元，则澳大利亚和巴西铁矿石到岸价分别为98.1美元、91.13美元。印度现货矿到岸价为66美元，国内现货矿价为70美元，现货矿国内外相差不大。而进口现货矿比澳矿协议价便宜32.7%，比巴矿便宜27.6%。长协矿价一般应该比现货矿便宜，以体现出供需双方互惠互利的初衷。按照这个逻辑，今年协议矿价最起码应该下降30%。

另外，我们也发现当前钢价已经回到了2003年中期的水平（当前钢价仅高于2005年10月至2006年3月之间的价格）。而长协矿价格却从2003年以来连续6年上涨，特别是2008年由于全球资产泡沫出现的非理性上涨更显得不合理。因此，钢价理应回到2007年甚至更早些时候的水平。如果回落到2007年水平，那么澳矿将下降44.4%，巴矿下降40%。综合来看，我们认为长协矿价格下降30%是底线，下降40%略微偏好，下降50%较为有利。下降35%以下对钢价影响不大，45%以上对目前钢价有较大下行压力。

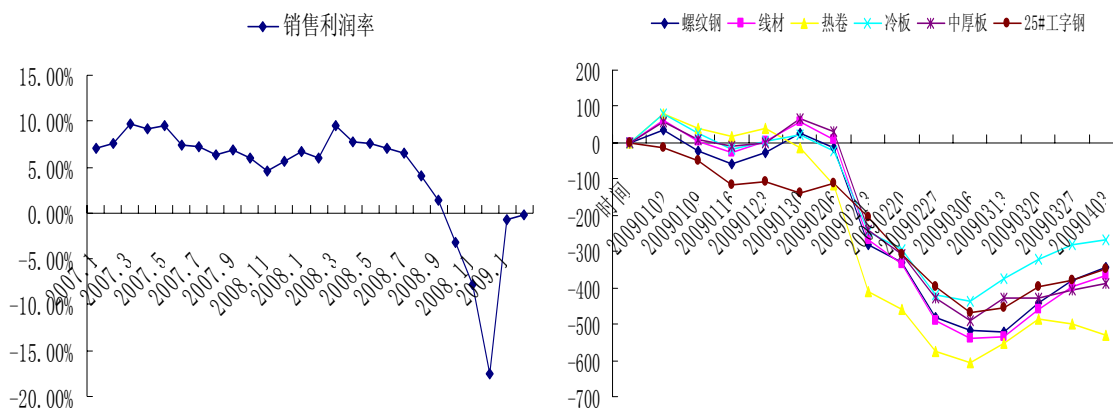
三、行业盈利展望

2008年下半年钢价的大幅下跌，以及钢铁企业大量的高价存货，使得四季度全行业出现严重的亏损。国内71家大中型钢厂四季度亏损477.37亿元，并呈现逐月递增趋势，10-12月份分别亏损58.36亿元、127.8亿元和291.22亿元。由于在四季度已经大幅度地计提了存货跌价准备，以及从12月份钢价开始回暖，2009年

1-2 月份钢铁企业的经营面取得了明显改善，1-2 月份仅亏损 12.5 亿元，并呈现逐月递减趋势，其中 1 月份亏损 10.6 亿元，2 月份亏损 1.9 亿元。

但进入 2 月份中旬后，钢价再次下跌。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 2009 年 1 月初。钢价在 2 月的第二周开始快速跳水。而铁矿石和焦炭等价格下跌速度相对较慢，并且当期所使用的原材料主要是前期购买的，成本的降低相对滞后，从而使得吨钢的盈利能力在缩小。3 月的吨钢盈利与年初相比减少 500 元左右（含税），我们认为 1 月初的盈利本身幅度不大，经过 500 元左右的盈利收窄，3 月份的亏损幅度可能扩大。因此总体来看，一季度的盈利状况不容乐观。但如果与去年四季度相比，还是取得了明显的改善。

图 14：大中型钢企月度销售利润率 **图 15：与年初相比价差（钢价-铁矿石成本-焦炭成本）变化**



数据来源：中联钢，东北证券金融与产业研究所

同时我们也发现，钢价的下跌也引起了包括铁精粉、焦炭等原材料价格的下跌。与 3 月份相比，4 月份的盈利情况将有所改善。钢铁企业经历过 2008 年以来钢价大幅上涨 一下跌 一上涨 一下跌后，风险防范意识很强，对原材料采购、生产、销售方面都比较谨慎。如我们上面所述，随着钢铁企业的连续减产，钢价有望在二季度的后半段逐步回升，二季度行业实现微利的目标是可能实现的。与一季度相比，将进一步改善。但与此同时，在钢价持续回稳前，我们仍持相对谨慎的态度。

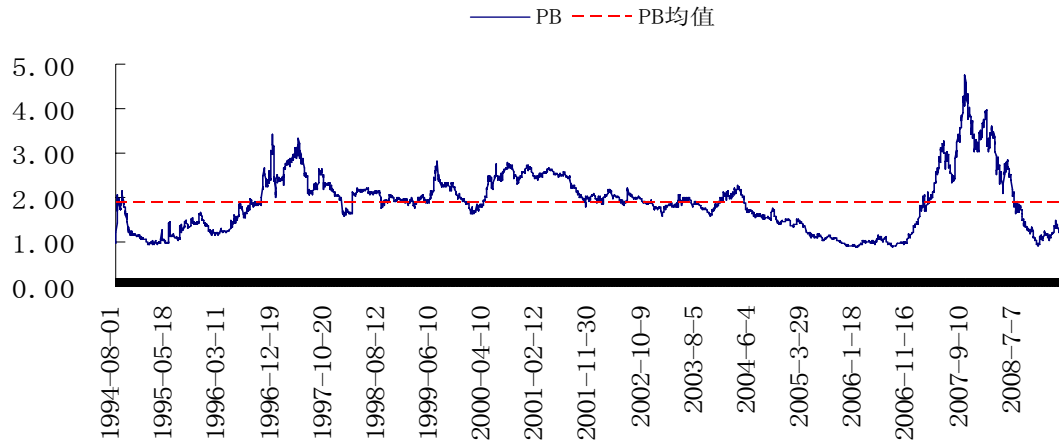
四、估值及投资建议

从 1994 年至今，行业的平均市净率为 1.89；目前值为 1.45，仍处于较低位置。沪深 300 当前的市净率为 2.7 倍。如果二季度下半段钢价能够企稳回升，估值理应向均值靠近。鉴于短期钢价仍有下游压力，维持行业“同步大势”的投资评级。

在目前状况下，我们的投资思路仍是选择那些因事件或政策可能改善公司基本面的公司。主要集中在两方面，第一，钢材期货的上市，对相应上市公司实质性利好可能会逐步体现出来，这样的公司包括马钢股份、华菱钢铁、首钢股份、唐钢股

份；第二，行业振兴规划带来的并购重组机会，主要包括三钢闽光、包钢股份、杭钢股份等。

图 16：历史 PB 走势



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