



湘财证券研究所

王丽华

Tel: 021-68634518-8379

E-Mail: 2682@xcsc.com

09 年以来钢铁板块与上证综指、沪深 300 指数走势：



投资要点

- 我们认为，在宏观经济向好趋势下，钢铁业最坏时刻已经过去。但此轮行业周期调整可能在2010年一季度结束。在下游一些产业真实需求回暖支持下，钢价二次触底反弹基本确立。目前钢铁板块估值仍处于历史底部，且已形成估值洼地。而钢铁股09年以来区间涨幅远落后于大盘和其他行业，走势上存在补涨要求。在上述判断下，我们最终认为，目前投资钢铁股具有一定安全边际，投资机会也较大。
- 从供给与需求变化看，钢铁业产能过剩仍较为严重，但在市场价格调节和限产令下，产能释放正向着有利方向转化。钢铁业下游产业——房地产、汽车、家电、基建等行业明显回暖。在这些真实需求支持下，钢材二次去库存正在进行。目前影响钢铁业的不确定因素来自国际需求和铁矿石谈判。
- 从盈利情况看，对于国内钢铁企业而言，08 年 4 季度至 09 年 1 季度应该是行业最困难的日子。2008 年大量资产减值计提是业绩大幅下滑一个重要原因。而 09 年一季度情况更为糟糕，陷入了全行业亏损。以 32 家公司为例，其营业收入 2049 亿元，同比下降 26%；净利润亏损 44 亿元，同比下降 130%。但是与此同时，我们也发现了一些积极因素正在萌动。我们认为，目前整个行业正处于盈亏平衡点附近，但行业最差时期已经过去。随着行业景气度回升，铁矿石价格降低，下游需求放大，行业大范围盈利即将到来。
- 我们的选股思路将沿着四条主线进行：一是下游行业回暖速度和程度，决定了相关钢材品种需求量和价格反弹高度；二是选择在行业最困难时期，仍能走在前列的企业。三是区域振兴，将使具有地域优势、受益地方大型项目建设的企业受益明显。四是拥有铁矿石资源的上市公司具有长期投资价值。通过筛选，我们推荐的股票是：
 - 具有钢铁价值投资上市公司： 第一梯队——新兴铸管（000778）、首钢股份（000959）、酒钢宏兴（600307）；第二梯队——唐钢股份（000709）、杭钢股份（600126）、长力股份（600507）；
 - 具有主题投资概念上市公司：三光闽光（002110）、八一钢铁（600581）、酒钢宏兴（600307）、重庆钢铁（601005）；
 - 具有资源类价值投资上市公司：金岭矿业（000655）；

目 录

一、行业处于历史底部

1、钢铁业最坏时刻已经过去	3
2、钢价二次触底后趋稳	4
3、此轮行业周期可能在 2010 年一季度结束	4
4、估值 PB 处于历史底部，已形成估值洼地	5
5、走势有补涨要求	6

二、供给与需求变化

1、产能仍居高位，但正向有利方向转化	7
2、在下游需求支持下，二次去库存正在进行	8
3、下游部分行业需求回暖	10
4、不确定因素来自国际需求和铁矿石谈判	11

三、企业盈利正在好转

1、企业盈利最困难时期已经过去	13
2、资产减值不会再大幅计提	15

四、投资策略

1、长材价涨领先，“长材+板材”上市公司未来业绩确定性强	16
2、困境显本色，“盈利能力+成长性”上市公司潜力大	18
3、区域优势的“长材+板材”上市公司具有爆发力	19
4、拥有铁矿石资源的上市公司具有长期投资价值	19

研究思路：

目前，钢铁业是否正处于估值洼地，行业最坏时刻是否已经过去，钢铁业二次去库存是否成功，目前投资钢铁股是否正当时。对于这些问题的回答，是我们撰写此文的主要目的。由于国内钢铁企业产品的同质性较强，自上而下分析，步步推进演绎，是我们撰写此文的主要思考逻辑。

我们试图，第一，通过对钢铁业与宏观经济的时滞性及其自身周期规律研究，判断行业目前正处于的周期阶段。第二，通过对钢铁业上、下游产业链研究，判断行业需求是否好转，产量过剩是否改变。第三，通过对钢铁企业盈利状况及影响利润主要因素的分析，判断企业经营是否出现了转机，未来盈利是否存在可能。

通过上述研究，我们将作出 09 年下半年钢铁板块是否具有投资机会，投资机又在何处的综合判断。

正文：

一切正在变得明朗起来，旷日已久的铁矿石谈判终于有了新进展——新日铁公司与澳大利亚力拓集团已就2009 年铁矿石谈判达成一致。虽然协议价格距离中国钢企要求仍有一定差距，但至少表明，距离中方亮出底牌时间已越来越近。

市场方面，自4月中下旬以来，国内钢材价格开始出现明显反弹，这已经是钢价在半年内的第二次反弹。如果这次反弹能够趋稳，基本可以判定钢铁业的春天即将来临。

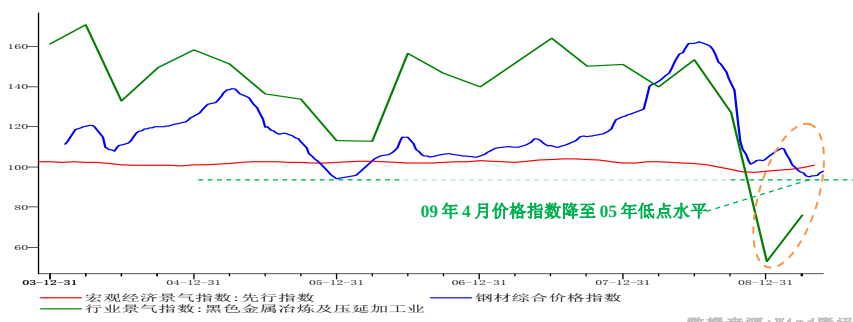
一、行业处于历史底部

1、钢铁业最坏时刻已经过去

钢铁行业与宏观经济紧密相关。钢铁业景气指标较宏观经济景气先行指标有一定滞后性。宏观经济景气先行指数自 2008 年 11 月开始掉头向上，表明政府出台刺激经济政策开始发挥作用。4 月份宏观经济数据也表明，经济正向好的方向转化。具体而言，GDP 已经见底；信贷投放 M1、M2 大幅增长；经理人采购指数 PIM 缓慢爬升；先导行业房地产业和汽车业全面回暖。在此基础上，我们认为，在后续政策强大支持下，国内经济最坏时候已经过去。

在宏观经济趋稳形势下，钢铁行业景气指数和钢格综合价格指数先后于 08 年 12 月和 09 年 2 月 探至低点后，掉头向上。我们认为，钢铁业追随宏观经济向好，其最坏时候也已经过去。

图 1 钢铁业景气指数和价格指数在宏观经济景气指数引导下转好



资料来源：WIND、湘财证券研究所

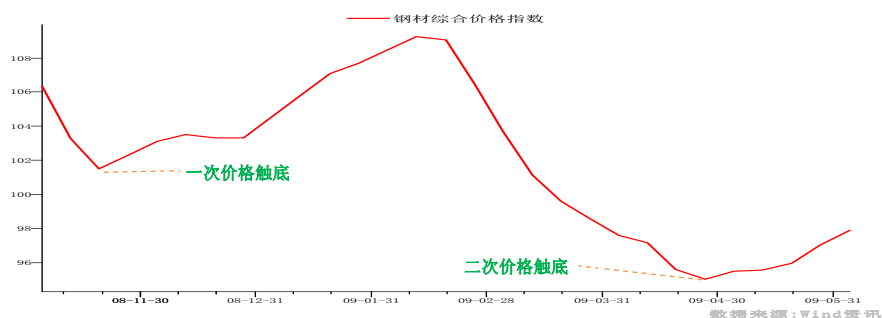
2、钢价二次触底后趋稳

对于钢价的二次反弹，我们要判断的是，4月份反弹是否能够确立，会不会再象2月份一次反弹一样，只是昙花一现。第一次钢价反弹的原因，一是由于前期小钢铁厂停产、倒闭，大、中型钢铁厂限产，导致产量降低所致；二是4万亿投资预期给了贸易商补充库存的强烈冲动。而这一切并没有坚实的终端需求支持。

在一次价格反弹的诱惑下，许多中、小钢厂开始大量复产，再加上前期积压严重的库存，导致钢价很快被打压下来。4月17日钢价更是跌破至1994年水平。

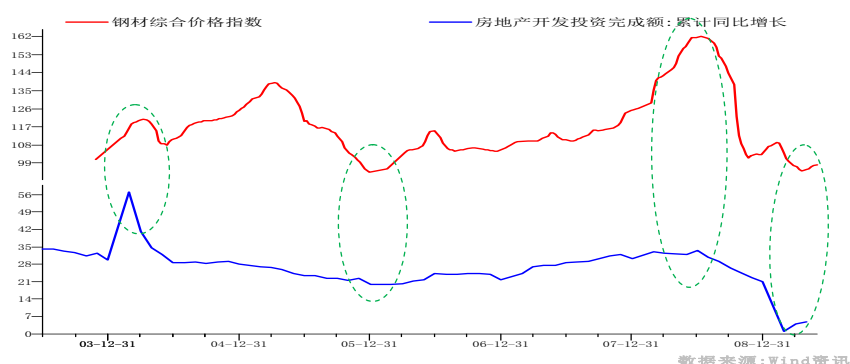
与第一次不同的是，第二波价格反弹，其真实的下游需求——房地产、汽车、家电及基础设施建设等领域开始明显回暖。从03年至今的钢材价格指数与房地产开发投资增速对比看，钢材价格指数追随房地产开发投资增速呈同向变化明显。我们认为，在目前房地产回暖，房地产开发投资随销售转好情况下，钢材价格指数再次创出新低点可能性不大。我们预计，建立在真实需求下的钢价，在完成二次触底后，将缓慢向上爬升。

图2 钢价二次触底



资料来源：WIND、湘财证券研究所

图3 钢材价格指数与房地产开发投资增速同向变化趋势明显



资料来源：WIND、湘财证券研究所

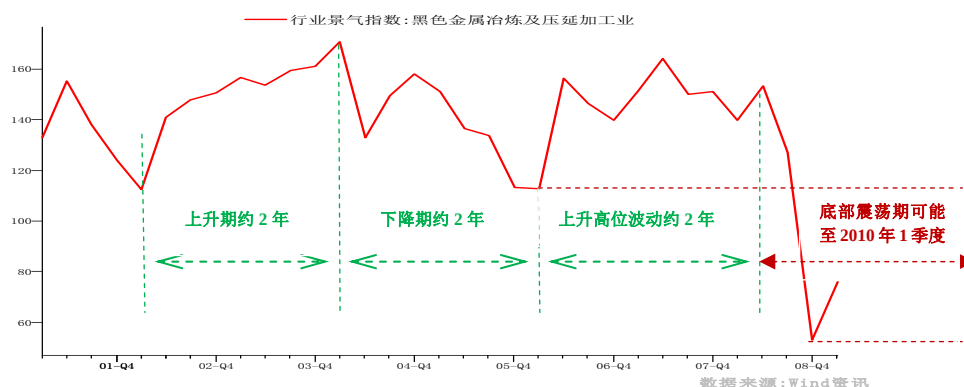
3、此轮行业周期可能在2010年一季度结束

尽管，钢铁业是与宏观经济密切正相关行业，受宏观经济影响十分明显。但是行业的运行也有其内在规律。由于受数据来源所限，我们选取了2000年二季度至今钢铁业景气指数进行分析。虽然时间数据上不是很充分，但能从中寻找到一定规律性。

通过研究，我们发现：在2年时间内，钢铁行业景气指数会发生一次趋势变化。换言之

之，从 2001 年后，钢铁行业周期一般保持在 4 年左右。如果这个逻辑成立，那么钢铁业要完成 06 年一季度开始的此轮周期，其结束时间应该在 2010 年一季度。而从此轮周期形态看，由于行业景气度在 08 年二季度开始高位跳水，下降期明显缩短。我们认为，一步探至谷底可能性非常大。接下来很可能走出反弹后、在最低点和上个周期低点之间的震荡态势。在全球经济见底、中国经济趋好的背景下，我们认为，08 年 4 季度形成的行业景气最低点基本可以确立。尽管，未来行业走势仍存在一些不确定因素，但我们判断，钢铁业的最坏时刻已经过去。

图 4、钢铁业运行周期



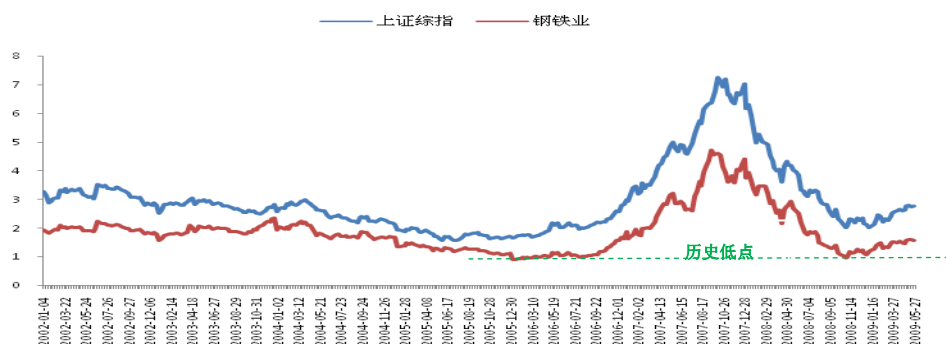
资料来源：WIND、湘财证券研究所

4、估值 PB 处于历史底部，已形成估值洼地

从钢铁板块估值 PB 历史水平看，从 2000 年至今，钢铁业平均 PB 值为 1.8 倍。目前（09 年 5 月 27 日）钢铁业 PB 值为 1.57 倍，低于历史平均水平。

2002 年以来，PB 最低值为 0.9 倍（06 年 1 月上中旬），近期低点 PB 值为 0.96 倍（08 年 12 月 31 日）。我们认为，目前 PB 值虽然较近期低点有一定涨幅，但其仍处于历史较低区域内。结合行业景气趋势，我们判断，目前钢铁板块相对估值具备一定安全边际。

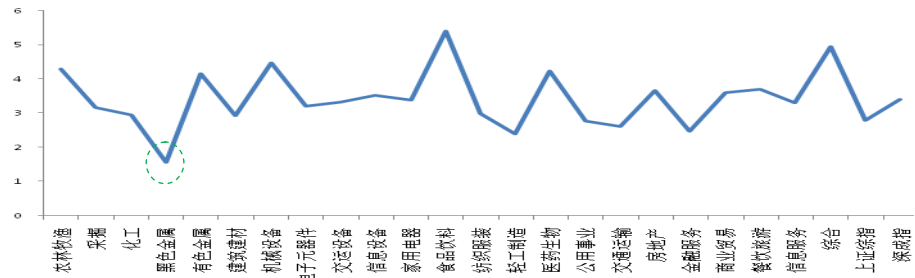
图 5、钢铁板块 PB 与上证综指 PB



资料来源：WIND、湘财证券研究所

从行业估值比较看，通过对比申万 23 个行业及上证综指、深成指的 PB 值，我们发现，钢铁板块 PB 明显落后于其他板块，同时落后于上证综指 PB 值 44% 幅度、落后于深成指 PB 值 54% 幅度，成为估值最低的板块，形成了明显的估值洼地。

图6、钢铁板块PB与其他行业、上证综指、深成指PB



资料来源：WIND、湘财证券研究所

5、走势有补涨要求

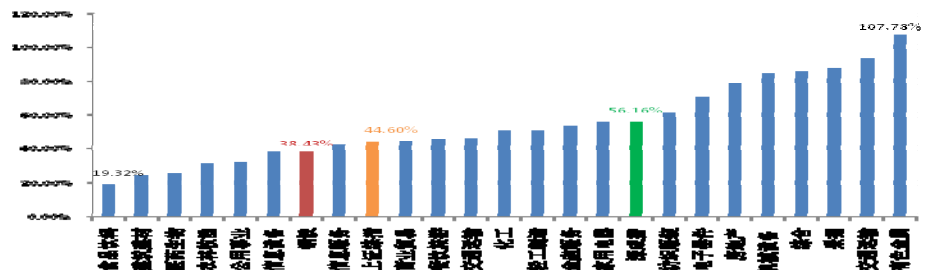
在本轮反弹行情中，大多数周期性行业都获得了超过一倍的涨幅，但钢铁股不仅远落后于其他周期性行业，也明显落后于大盘指数。而且从近一年走势看，钢铁股与大盘涨幅落差有加剧之势。目前，钢铁股跑输上证综指和沪深300指数约20个百分点。从行业涨幅排名情况看，09年以来，钢铁股在申万300行业中区间涨幅也较小。涨幅为38.43%，在23个行业中倒数第七。其实，与其他一些行业相比，钢铁业并非是最悲观的行业。虽然面临着一些如产能过剩等不利因素，但同样压力在其他行业中也存在。如有色金属业，但其股价已高居其他行业之首。或许良好预期和想象空间是目前做多某个行业的美好借口。我们认为，如果影响目前钢铁股上涨的一些不确定因素，如钢价二次反弹能否持续、铁矿石谈判能否尘埃落定，那么钢铁股的补涨将指日可待。

图7、近一年钢铁板块与上证综指、沪深300指数走势



资料来源：WIND、湘财证券研究所

图8、申万300行业09年区间涨幅



资料来源：WIND、湘财证券研究所

综上所述，我们认为，在宏观经济向好趋势下，钢铁业最坏时刻已经过去。但此轮行业周期调整可能在2010年一季度结束。在下游一些产业真实需求回暖支持下，钢价二次触底反弹基本确立。目前钢铁板块估值仍处于历史底部，且已形成估值洼地。而钢铁股09年以来区间涨幅远落后于大盘和其他行业，走势上存在补涨要求。在上述判断下，我们最终认为，目前投资钢铁股具有一定安全边际，投资机会也较大。

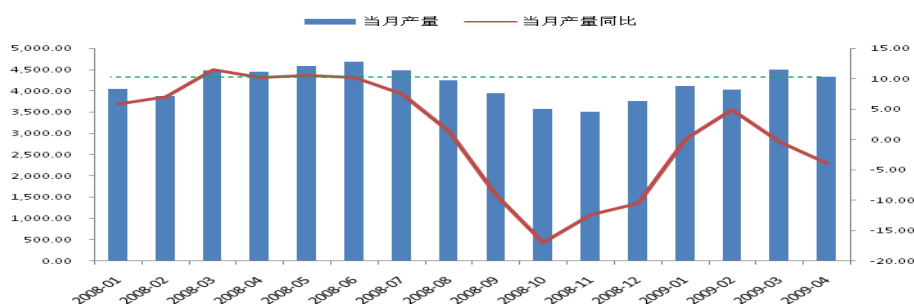
二、供给与需求变化

“春江水暖鸭先知”，钢铁业是否正在复苏，市场可以通过供给与需求的变化真切感受到。

1、产能仍居高位，但正向有利方向转化

从供给角度看，目前我国钢铁市场还是呈现较为严重的产能过剩。08年国内粗钢生产能力超过5亿吨，但是09年钢铁需求预计在4万吨左右，产能过剩成为钢铁业最大挑战。从全球范围看，在发生此轮经济危机前，中国粗钢月产量约占到世界产量的40%左右，而危机后扩大至50%。从近期产量数据看，09年4月国内粗钢月产量达4341万吨，接近08年4月行业调整前的生产水平。由于国内钢铁业集中度并不高，中、小企业众多，限产有一定难度，导致08年10月产量探底后迅速回升（图10）。

图 9：2008-2009 粗钢产量（万吨）与同比变化（%）

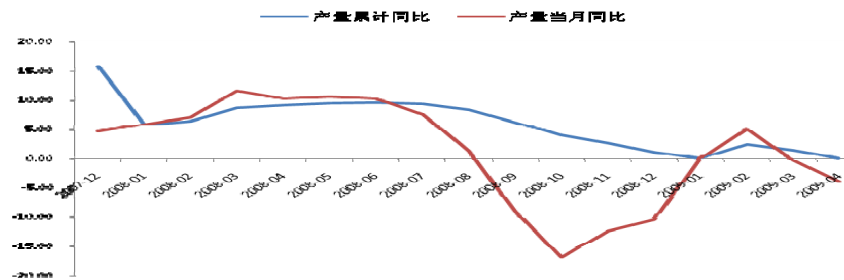


资料来源：WIND、湘财证券研究所

与此同时，市场价格调节功能开始发挥作用。随着量升价跌传导至价跌量跌，09年2月后国内粗钢月产量同比增速明显放缓，粗钢累计月产量同比增速也同时降低（图10）。从历史对比看（图11），目前粗钢产量累计同比已低于2000年水平，当月产量同比在负增长后，尽管反弹到正值，但也基本处于2000年的水平。这一切均表明，09年2月后国内粗钢产能释放正向有利方向转化。

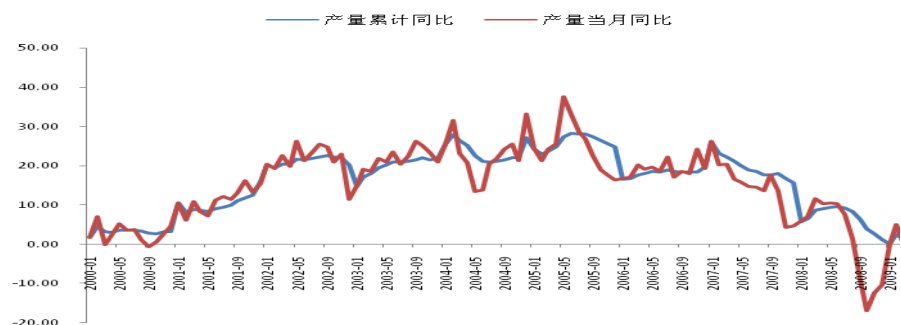
值得注意的是，为了防止中小钢厂再次大量复产，4月底，工业和信息化部发布了《关于遏制钢铁行业产量过快增长紧急通报》。这个限产令从各个途径限制国内钢厂盲目扩大产能，包括商请当地商业银行减少或停止贷款等举措。其意图在于，避免国内钢铁产能再次放大。当然，限产只是权宜之计，钢铁产能能够大量释放更多将来自下游需求增长。

图 10、2008-2009 年粗钢产量累计同比与当月同比 (%)



资料来源：WIND、湘财证券研究所

图 11、2001-2009 年粗钢产量累计同比 (%) 与当月同比 (%)

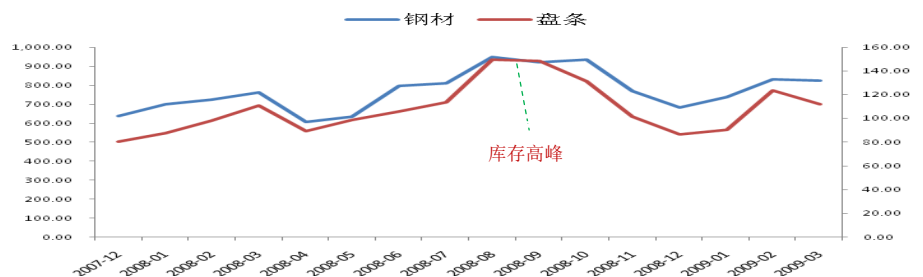


资料来源：WIND、湘财证券研究所

2、在下游需求支持下，二次去库存正在进行

此轮经济危机后，国内钢铁产能并没有在短时间内降低下来。同进，下游需求却迅速萎缩。两方共同作用，导致国内钢材库存积压严重。08 年 8 月至 10 月间钢材库存达到顶峰（图 12）。

图 12、2008-2009 钢材与盘条期末库存量 (万吨)



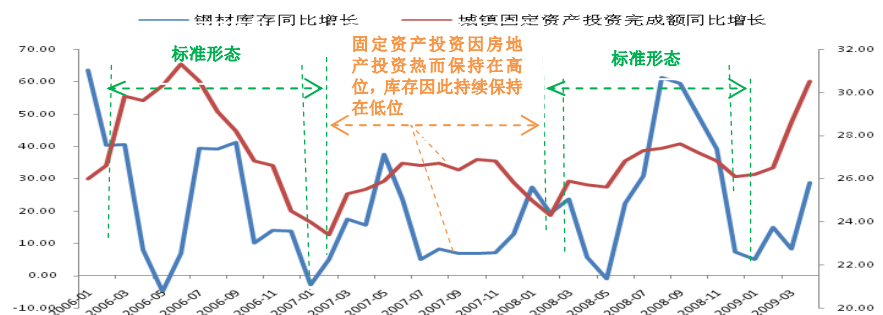
资料来源：WIND、湘财证券研究所

11 月至 12 月在限产、减产作用下，国内钢材市场实现了第一次去库存化，去库存化比例达到了 25%。随后，小钢厂复产，产品再次形成堆积。市场进入第二次去库存化阶段。如果二次去库存成功，那么钢铁业将可能步入复苏阶段。

二次去库存能否成功，市场会不会再出现第三次去库存？我们通过对钢材库存增速与城镇固定资产投资增速对比后发现，两者存在此消彼长关系。即固定资产投资加速，

带动钢材库存增速降低。其运行过程是：第一阶段，固定资产投资加速，且达到顶点。库存增速放慢，且降至低点；第二阶段，固定资产投资减速。但钢铁企业在前期固定资产投资加速预期下，产量并没有迅速降下来，库存仍按惯性上冲至高点；第三阶段，固定资产投资继续减速，钢铁企业减产、限产，库存受到影响，库存同步随固定资产投资减速降至为低点。当然，库存增速一般较固定资产投资增速有时间上的滞后性。按照这个过程运行，我们可以看出，随着 4 万亿投资，固定资产投资开始加速，钢铁企业在投资好转预期下加大产量，库存有所增加。但是此轮固定资产投资加速还没有到达顶点，库存在接下来时间里，会随着固定资产投资加速上行或持续在高位运，而走出消化库存的向下或保持在低位运和的形态。因此，我们认为，在 4 万亿投资带动固定资产投资加速向上的情况下，二次去库存基本确立，不会再形成三次库存。

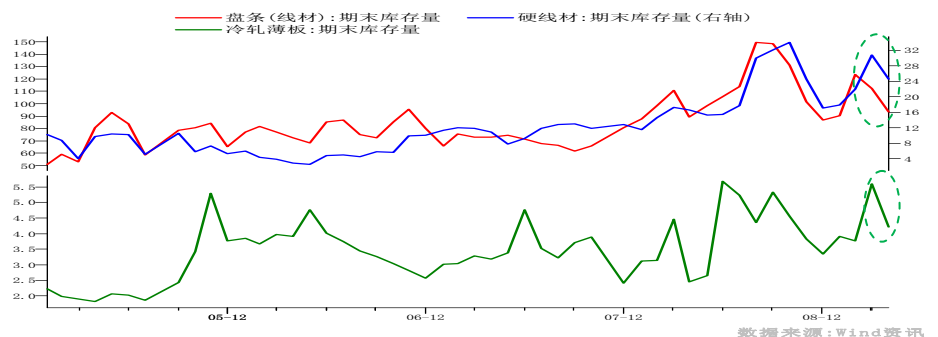
图 13 钢材库存同比增速与固定资产投资增速具有此消彼长关系



资料来源：湘财证券研究所、WIND、

令人高兴的是，来自市场的数据和走势也在一定程度上证实我们的判断。2009 年 2 月以来，随着大型钢厂限产、减产，加之投资热潮拉动内需，钢材库存量在 3 月中旬达到高点后一路下行。特别是，房地产市场回暖、基建进入用钢期，使得国内长材市场库存大大降低。随着汽车销量大增、家电下乡和补贴政策实施，板材市场库存也得到一定程度消化。4 月份，国内钢材库存减少了 9%，其中长材库存减少 16%，板材库存减少 2%（图 14）。

图 14、长材和板材库存正在下降

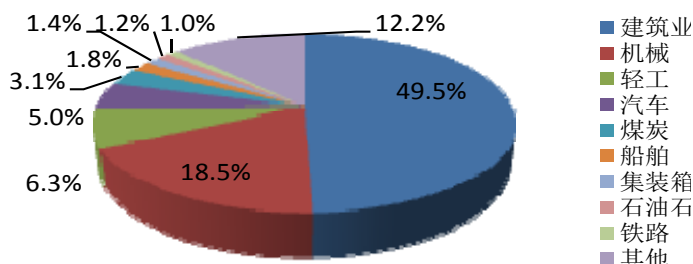


资料来源：WIND、湘财证券研究所

3、下游部分行业需求回暖

钢铁业是否能够真正复苏，关键是要看其下游需求。钢铁业下游产业众多，其中建筑业以49.5%份额占据了半壁江山。其次是机械制造业，占18.5%；轻工业占6.3%；汽车业占5%（图15）。在建筑业中，房地产占17.8%、基础设施建设占11.9%、城镇公共建筑及工业建筑占19.8%。在轻工业中，家电制造业占2.1%，是轻工业的大头。因此，从需求角度看，基建、房地产、汽车、家电等行业的回暖，直接关系到钢铁业的复苏。

图15、钢铁下游需求构成

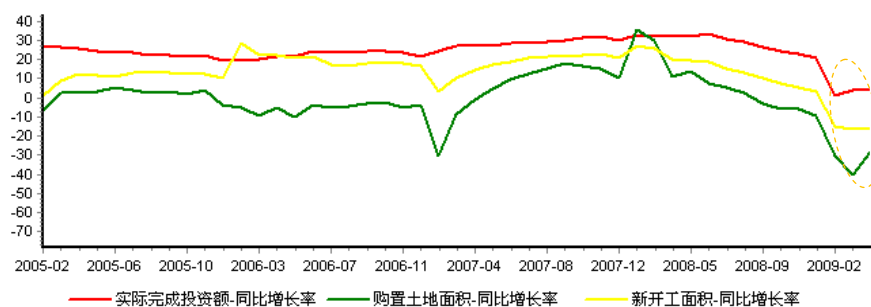


资料来源：湘财证券研究所

在09年过去的两、三个月时间里，我们注意到，上述行业的回暖迹象明显。

从房地产市场看，09年以来各大主要城市成交量持续上升。1—4月份，全国商品房销售面积1.76亿平方米，同比增长17.5%，销售额7996亿元，同比增长35.4%。这些数据表明房地产销售市场正在全面回升。而对于钢铁需求更具价值的房地产开发投资规模、房屋新开工面积虽然复苏速度较慢，但也是超出了市场悲观预期。1—4月份，全国完成房地产开发投资7290亿元，同比增长4.9%，增幅较一季度提高了0.8个百分点。全国新开工面积2.78亿平方米，土地购置面积0.73亿平方米，虽然新开工面积、土地购置面积同比增长仍为负值，但都较一季度环比有所增加。这些数据表明，房地产开发商投资热情正随着房屋销售回暖而被重新点燃。由此我们判断，被用于房地产建设的盘条、螺纹钢等长材产品的需求将不断上升。此外，房地产市场回暖还带动了家电产品消费，业间地拉动了板材需求。

图16、房地产开发投资额、土地购置面积、新开工面积同比增长率（%）

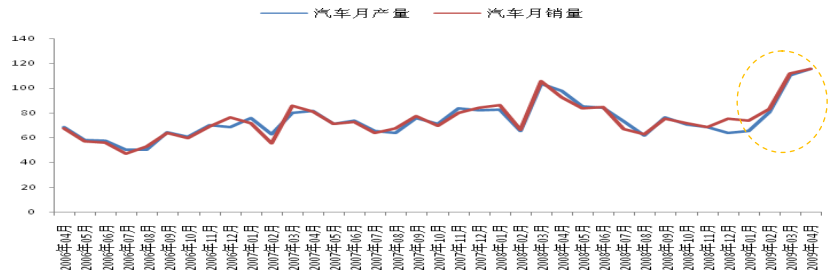


数据来源：Wind资讯

从汽车行业看，中国汽车业是复苏最快，也最超出悲观预期的行业。在世界汽车巨头纷纷破产、倒闭、重组情况下，中国汽车业却一枝独秀。09年1、2月份产、销量迅速回升，4月份产、销量更是创出了历史新高（图17）。产量达115.72万辆，销量达115.31

万辆，居世界首位。更可喜的是，08年10月份以来，汽车销量增长一直超过产量增长，大量库存被消化。汽车业产、销两旺的势头，带动了钢材中板材产品需求。未来板材需求将持续上升。

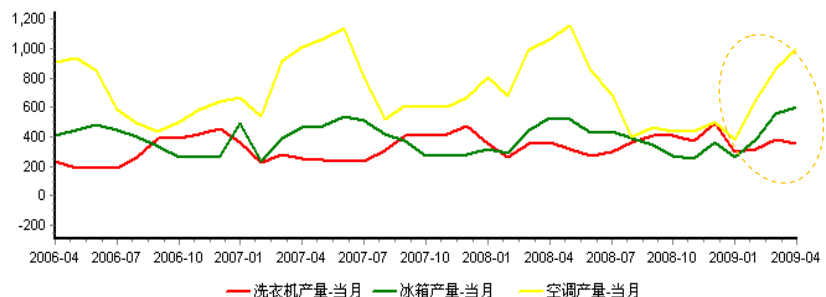
图17、汽车产量与销量（万辆）



资料来源：WIND、湘财证券研究所

从家电行业看，家电主要产品中的洗衣机、电冰箱和空调消耗钢材量较大。长期以来，我国家电业一直处于价格战之中，企业利润空间非常狭小，因此家电产品消费相对平稳，受经济调整影响也较小。其主要产品产销率一般直维持在95%-110%之间。而且在家电下乡政策刺激下，09年一季度各主要产品产销率均有明显提长。我们认为，由于家电产业实行“薄利多销”，对于钢材消费是长期和持续的。未来在家电补贴政策推进及房地产消费回升带动下，家电产品消费将近一步升级。与此相关的板材需求也将水涨船高。

图18、主要家电产品产量



数据来源：Wind资讯

从基建领域看，自4万亿投资项目公布以来，基础设施建设对于钢材的拉动效应并没有明显显现。一方面是由于，许多项目开工后，还没有进入用钢期，其滞后期约为3-6个月。另一方面是由于，4万亿投资集中的铁路、公路建设，其用钢除部分型钢外，多为螺纹钢、线材等长材产品。这些低端产品主要由中小钢厂生产。大企业生产的高端产品如板材、棒材，在4万亿投资基建中受益并不大。但随着基建传统用钢旺季——二、三季度来临，以及4万亿项目进入纵深阶段，其他钢材产品需求也将有一定改善。

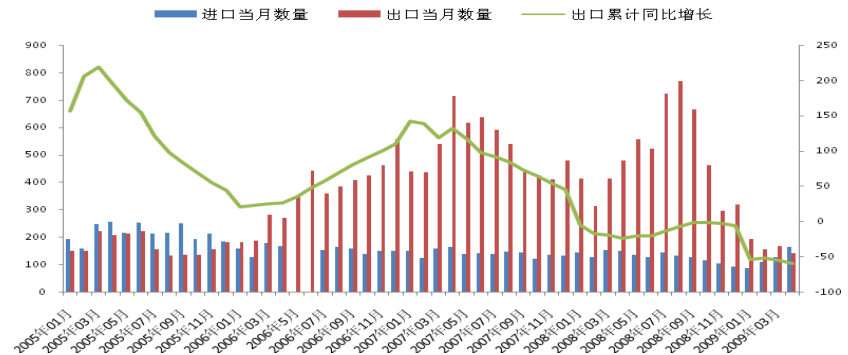
4、不确定因素来自国际需求和铁矿石谈判

(1)、钢材出口大减，国际市场可能已触底

供给面不利因素在于，国际市场需求迟迟没有回暖，给我国钢铁出口带来很大压力。08年1月份以来，我国钢材出口同比增速呈负增长。09年后负增长幅度近一步扩大

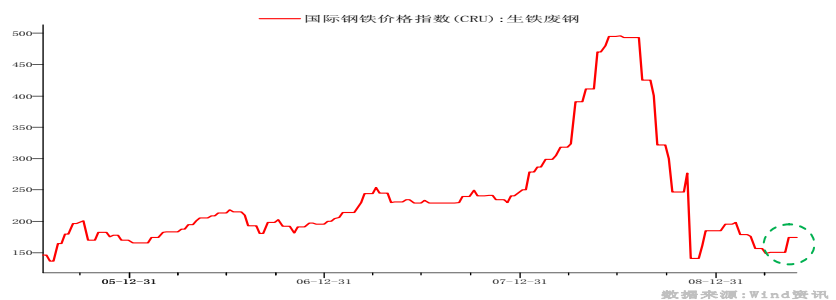
至-50%多。而钢铁出口一直是我国钢铁产能释放的重要途径。另外，目前我国许多钢铁产品价格已高于国际市场，加之汇率因素，俄罗斯、乌克兰等国钢材大量渗入我国。09年4月份，我国钢材进口量为162万吨，而出口仅141万吨，净进口量为21万吨。这是自05年12月以来，我国首次成为钢铁净进口国（图19）。国际市场疲态令中国钢铁出口步履艰难。但稍感安慰的是，近期作为国际钢材价格先行指标的废钢价格，在欧美、日本等国连续出现反弹。在一定程度上预示着，国际市场开始止跌趋稳。

图 19、我国钢材进、出口数量及出口累计同比



资料来源：WIND、湘财证券研究所

图 20、国际生铁废钢价格指数近期触底反弹



资料来源：WIND、湘财证券研究所

（2）、铁矿石价格不明朗

09年铁矿石谈判悬而未决。在需求不旺、产品价格走低情况下，钢铁企业要确保盈利，必须有效压缩成本。因此对铁企而言，铁矿石价格变动将是影响其生产成本最关键因素。目前国内钢铁企业和国际铁矿石巨头谈判仍陷入胶着状态中，双方分歧主要来自对铁矿石需求的认识。三大铁矿石巨头认为，在中国政府推出4万亿经济计划后，中国钢企粗钢开工率已逐步回升，由08年11月份的65%升至09年2月份的95%。因此，09年中国钢铁业对于铁矿石需求不会减少。而中方却认为，09年中国钢铁产量将下降10-15%，粗钢产量将由08年的5亿吨下降到09年的4.3-4.5亿吨，对于铁矿石的需求将减少10%以上。因此，中方要求09年铁矿石合约价下降40%，或者恢复到07年价格水平。另外，中方出价最主要的依据是，按照降价33%幅度，在目前钢价水平下，国内大部分钢企是亏损经营的。而双方长期合作的基础应该是互惠互利。

表 1、历年国内铁矿石、进口铁矿石数量及价格

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 4 月
国产铁矿石量	23143	26108	31010	42049	58817	70707	82401	22841
进口铁矿石量	11150	14813	21809	27526	32630	38309	44356	18846
进口量/国内产量	48.2%	56.7%	70.3%	65.5%	55.4%	54.2%	53.8%	82.5%
国产铁矿石价格	260	680	755	605	725	1140	690	520
进口铁矿石合人民币价(元)	205	271	506	539	500	644	933	543
进口铁矿石价(美元/吨)	24.83	32.79	61.09	66.75	64.12	88.22	136.47	79.5
国产与进口价差(%)	26.8%	150.9%	49.2%	12.2%	45%	77.0%	-26.1%	-4.2%
上市公司销售毛利(%)	16.6%	18.11%	15.35%	13.06%	13.85%	13.87%	9.79%	2.46%
上市公司销售净利率(%)	6.83%	9.04%	7.89%	5.89%	6.07%	5.94%	2.03%	-1.96%

资料来源：湘财证券研究所、WIND

最新的进展是，5月26日，澳大利亚矿业巨头力拓公司与日本新日铁签订了主要矿石品种价格下降33%的09年全球第一单。27日位居全球产量第四的韩国浦项钢铁也与力拓签订了类似协议。这个价格距离中方要求的铁矿石至少降价40%以上仍有一定距离，也使得仍处于谈判中的中国钢企陷入两难境地。

因为按照惯例，在以往铁矿石价格谈判中，只要有一家达成谈判协议，其余厂家将被迫接受这一结果。与往年不同的是，在经济危机下，全球钢铁市场疲软，而中国是目前全球钢铁产量唯一保持增长的国家。再加上，目前国内进口铁矿石积压约1亿多吨，足以满足国内钢企3个月生产所需；而且目前现货市场铁矿石价格低于协议价格；此外，印度矿石开始大量进入中国市场。多方有利因素使得此次中国钢企谈判底气十足。中钢协已表示，即使日韩等国已签订协议，中方仍有可能谋求更大降幅的铁矿石价格。虽然一切悬而未决，但我们认为，此次铁矿石降幅很可能大于33%，甚至到40%左右。

表 2、三种铁矿石价格设想情景：

	降 价 幅度	降 价 后 价 格	对现矿价格影响	对大中企业影响	对中小企业
情景 1	33%	625.1	带动现矿价上涨	大部分亏损、矿石自足率高企业 受益突出。	成本大幅上升， 盈利明显降低
情景 2	37%	587.8	带动现矿小幅上涨	部分企业亏损，矿石自足率高企 业受益、成本管理出色企业胜出	成本小幅上升， 盈利下降
情景 3	40%	559.8	与现矿价持平，或 现矿价下降	大部分企业盈利。矿石大量依赖 进口企业受益明显	有一定盈利空间

资料来源：湘财证券研究所、WIND

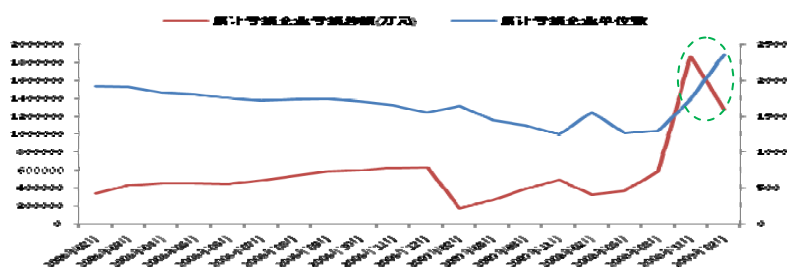
三、企业盈利正在好转

1、企业盈利最困难时期已经过去

对于国内钢铁企业而言，08 年 4 季度至 09 年一季度应该是行业最困难的日子。09 年 2 月份，在 7410 家钢铁生产企业中，有 2367 家企业发生亏损，占全部钢企总数的 32%。亏损额最高达 187.07 亿元。09 年 2 月份亏损额为 127.5 亿元，已经有所降低，（图 21）。全行业 09 年前 2 月累计实现销售收入 5277.23 亿元，较去年同期降低了 11.86%；累计实现利润-7.69 亿元，较去年同期降低了 103%（图 22）。

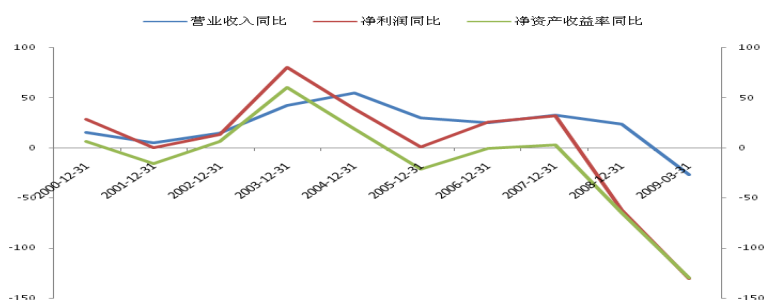
当然，国内钢铁企业鱼龙混杂，中小企业众多，其生产水平、管理水平都较低下，在行业调整期发生亏损是不可避免的。那么，上市公司应该是国内先进生产力的代表。08 年 32 家上市公司共实现营业收入 1.192 万亿元，同比增长 24%，实现净利润 212 亿元，同比下降 62%。之所以在全年营业收入增长的情况下，32 家上市公司利润反而大幅下滑，原因在于四季度的钢价暴跌。09 年一季度情况更加糟糕，陷入了全行业亏损。32 家公司实现营业收入 2049 亿元，同比下降 26%；净利润亏损 44 亿元，同比下降 130%。由 32 家上市公司盈利情况，我们认为，08 年四季度至 09 年一季度钢铁全行业范围内的亏损是系统性风险。

图 21、国内钢企亏损情况



资料来源：WIND、湘财证券研究所

图 22、钢铁企业营业收入、净利润、净资产收益率同比增长（%）



资料来源：WIND、湘财证券研究所

但是，光明终究要突破黑暗。我们欣喜地发现，一些积极因素正在萌动。虽然一季度钢铁上市公司经营收入环比下降了 11.8%，但是净利润环比增加了 85%；毛利率环比重新回到正值；净利率环比下降幅度大幅收窄（表 3）。我们预计，随着二季度钢价持续反弹，钢铁企业的利润还将随之增厚。

表 3、上市钢铁公司主要经营指标

	08 年一季报	08 年二季报	08 年三季报	08 年四季报	09 年一季报
收入环比增长	6.91%	21.64%	0.05%	-31.90%	-11.80%
净利润环比增长	28.11%	54.47%	-45.72%	-333.93%	85.29%
销售毛利率	12.45%	14.64%	11.12%	-3.45%	2.27%
销售净利率	5.62%	7.24%	3.88%	-13.23%	-2.16%
存货占总资产比重	19.23%	21.16%	23.81%	17.50%	16.11%

资料来源：湘财证券研究所

2、资产减值不会再大幅计提

2008 年钢铁企业业绩大幅下滑的一个重要原因还在于计提了大量资产减值。一方面由于前期钢价大跌，生产的钢材存货需要计提减值准备。另一方面由于前期高价进口铁矿石等原材料，也需要进行大量减值准备。如果不考虑经营方面因素，仅仅是资产减值就吞噬了企业大部分利润。2008 年钢铁上市公司资产价值准备损失增加了 1093%，占当年营业利润的 75%。08 年四季度资产减值损失计提了 193.70 亿元，较三季度增加了 673%。

钢铁企业在 08 年四季度大幅计提减值准备后，09 年资产减值压力大大减轻。甚至随着钢价和原材料上涨，还存在追溯调整反哺利润的可能。在 09 年一季报中，钢铁上市公司资产减值损失转回了 41.03 亿元，占当季利润的 77%。其中，宝钢股份（600019）和鞍钢股份（000898）分别转回了 9.6 亿元和 15.7 亿元。在 09 年一季度全行业仍亏损背景下，这两家钢铁大户因去年四季度计提充分反而保持了盈利。我们认为，如果钢价持续上涨，铁矿石价格继续降低，带给钢铁企业的不仅是经营上利好，在会计处理上也会带给投资者更大惊喜。

从整个行业盈利数据看，目前整个行业处于盈亏平衡点附近，但行业最差时期已经过去。我们认为，随着行业景气度回升，铁矿石价格降低，下游需求放大，行业大范围盈利即将到来。黑夜已经过去，黎明还会远吗？

表 4、09 年一季度钢铁板块盈利及运营指标

单位：亿元

	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1
一、营业收入	3090	3915	3806	2696	2253
环比增长	35.49%	46.93%	36.61%	-9.99%	-27.09%
减：营业成本	2721	3383	3407	2749	2197
毛利率	11.96%	13.60%	10.50%	-1.96%	-2.50%
营业税金及附加	19.9	25.5	24.8	12.8	7.5
资产减值损失	-3.38	13.22	25.06	193.70	-41.03
资产减值损失/销售收入	-0.11%	0.34%	0.66%	7.18%	-1.82%
销售费用	35.7	39.0	39.9	38.5	26.2
管理费用	80.8	95.0	86.7	77.3	72.7
财务费用	34.8	36.0	49.3	46.1	35.7
期间费用率	4.89%	4.34%	4.62%	6.00%	5.07%
加：公允价值变动净收益	-0.99	-0.27	-0.28	-1.22	0.44
投资净收益	4.8	5.5	2.4	6.4	0.5

影响营业利润其他科目	-1.01	1.01	0	0.09	-0.69
二、营业利润	205	330	176	-405	-44
<i>营业利润率</i>	<i>6.60%</i>	<i>8.43%</i>	<i>4.63%</i>	<i>-15.04%</i>	<i>-1.97%</i>
加：营业外收入	1.74	2.22	3.88	10.30	3.92
减：营业外支出	1.63	6.24	4.10	4.87	1.13
三、利润总额	205	326	176	-400	-42
减：所得税	42	71	41	-99	2
<i>实际所得税率</i>	<i>20.58%</i>	<i>21.65%</i>	<i>23.15%</i>	<i>24.65%</i>	<i>-4.04%</i>
四、净利润	163	255	135	-301	-43
归属母公司所有者净利润	159	251	131	-302	-44
<i>净利润率</i>	<i>5.13%</i>	<i>6.41%</i>	<i>3.44%</i>	<i>-11.21%</i>	<i>-1.93%</i>
少数股东损益	4.13	9.68	4.04	-4.48	0.17
五、资产总计	10323	10784	11170	10559	10598
存货	2090	2415	2766	1957	1851
<i>存货/总资产</i>	<i>20.24%</i>	<i>22.39%</i>	<i>24.76%</i>	<i>18.53%</i>	<i>17.46%</i>

资料来源：天相证券分析系统、湘财证券研究所

四、投资策略

我们的选股思路将沿着四条主线进行：一是下游行业回暖速度和程度，决定了相关钢材品种需求和价格上涨；二是在行业最困难时期，仍能走在行业前列的企业，其经营和管理水平较好。三是区域振兴，将使具有地域优势、受益地方大型项目建设的企业受益明显。四是拥有铁矿石资源的上市公司具有长期投资价值。

1、长材价涨领先，“长材+板材”上市公司未来业绩确定性强

价格是市场最好风向标。市场需求与供给的博弈，全部反映在价格的涨与跌之间。我们以价格涨跌幅为参考标准，选择那些价格率先趋稳且涨幅较大的钢材品种。我们认为，由于这些产品价格率先上涨，必然会给主打这些产品的企业带来经济效益。

我们以08年10月-09年5月间上海钢材市场各主要钢材品种价格涨跌幅为研究对象，通过比较发现，线材整体涨幅最大，其中盘条涨幅高达12%以上；板材整体涨幅居其次，其中热轧薄板涨幅达7%以上。其他品种整体涨幅并不突出，但是个别小品种涨跌幅较剧烈，如管材中的镀锌管涨幅高达17.55%；而热轧无缝钢管跌幅高达-13.82%。

另外，我们还发现了一个奇怪现象，上海市场的轻轨和重轨价格并没有因大规模铁路建设和城市地铁建设而上涨。目前报价反而较前期下跌了7.78%。我们推测，可能是4万亿投资后的铁路建设和城市地铁建设还处于基础工程阶段，铺设轨道的用钢期还远没到来。

表5、上海市场各种钢材品种价格情况

品种	规格	09年5月最新 报价(元/吨)	08年10月-09年5月 间最低报价(元/吨)	涨跌幅
线材	12MM-40MM螺纹钢	3330	3156	5.51%
	6.5MM-8MM高速线材	3510	3120	12.5%
	6.5MM-8MM普通线材	3480	3100	12.26%
棒材	12MM-25MM普通圆钢	3483	3300	5.55%
板材	6MM-40MM普通中板	3620	3533	2.46%
	2.75MM、5.5MM热轧卷板	3410	3160	7.91%
	3MM-6MM热轧普通薄板	3400	3150	7.94%
	1MM-3MM冷轧薄板	4273	4107	4.04%
型钢	24KG轻轨、50KG重轨	4980	5400	-7.78%
	10#-36#工字钢	3523	3425	2.86%
	8#-25#槽钢	3463	3325	4.15%
	5#-14#等边角钢	3490	3367	3.65%
管材	1"、1 1/2"、3"、3/4" 焊接钢管	3910	3670	6.54%
	159X6、219X7热轧无缝管	4395	5100	-13.82%
	1 1/2"、3/4" 镀锌管	4790	4075	17.55%
结构钢	45#16MM-100MM碳结圆钢	3680	3575	2.94%
	40CR16MM-100MM合结圆钢	3895	3650	6.71%

资料来源：WIND、湘财证券研究所整理

从主要钢材品种价格上看，技术含量低、几乎每家钢厂都能生产的长材价格居然接近甚至高过了代表高技术水平的板材价格，出现了长材板材倒挂现象。目前上海市场线材价格达到了3500元左右，而板材中除冷轧薄板价格维持在4000元以上，其他品种都维持在3400元左右。这种现象在以前是不多见的，并且2006年以前板材价格约高于线材1000元/吨。造成这种情况的主要原因在于，淘汰落后产能和投资偏好高附加值产品，导致低端产品供应不足。另外，长材主要用于房地产和基础设施建设。在房地产市场回暖、基建项目渐入用钢期的带动下，长材价格仍有望持续上涨。所以，我们首选以长线生产为主的上市公司。

考虑到国家刺激内需政策将不断升级，家电业和汽车制造业消费潜力巨大，板材需求也将不断回升。所以，我们将同时拥有普通中板、薄板生产优势的上市公司做为备选对象。

表6、国内生产线材和普板生产企业

	公司名称	棒、线、螺	普板、带	PB值 (09年5月27日)
棒、线、螺 生产商	广钢股份	90%	0%	6.36
	三钢闽钢	87%	13%	2.36
	承德钒钛	80%	19%	2.37
	首钢股份	70%	0%	1.82
	杭钢股份	66%	24%	1.43
	八一钢铁	62%	22%	2.70
	新兴铸管(+铸管)	53%	0%	1.87
	长力股份(+特钢)	50%	0%	2.23
综合生产商	酒钢宏兴	57%	44%	1.88
	韶钢松山	50%	50%	1.20
	凌钢股份	48%	50%	2.22
	马钢股份	35%	42%	1.25
	唐钢股份	34%	61%	2.16
	安阳钢铁	31%	61%	0.95
	包钢股份	21%	42%	1.63
	重庆钢铁	17%	38%	1.54
普板生产商	华菱钢铁	44%	47%	1.24
	武钢股份(+硅钢)	12%	77%	1.98
	鞍钢股份	5%	82%	1.34
	宝钢股份(+不锈钢)	3%	83%	1.16
	本钢板材	0%	100%	1.21

资料来源：湘财证券研究所

通过综合考虑上市公司棒线螺及普通板带产品占比，以及反映目前股价涨幅与净资产关系的PB值，我们初步筛选出的公司是：以棒线螺生产为主的三钢闽钢、首钢股份、杭钢股份、八一钢铁、新兴铸管、长力股份；综合类生产商酒钢宏兴、韶钢松山、凌钢股份、唐钢股份、安阳钢铁；以普板生产为主的华菱钢铁。

2、困境显本色，“盈利能力+成长性”的上市公司潜力大

接着，我们将初步入围出的公司，以09年一季度主要经营指标为评选标准，再次筛选出领先的公司。我们认为，越在行业困难时期，越能体现出一家企业全方位经营管理能力。我们选取了反映公司盈利能力及成长性指标作为主要依据，将存货周转率作为辅助标准。将初选入围公司进行各单项指标排名，排在均值之上且排名越在前的公司，越为出色。最后，我们会综合考虑所有指标的均衡性。

通过以上步骤，我们最终推荐的股票是：

第一梯队（7项指标高于均值）：新兴铸管（000778）、首钢股份（000959）、酒钢宏兴（600307）

第二梯队（6项指标高于、1项指标略低均值）——唐钢股份（000709）、杭钢股份（600126）、长力股份（600507）

表 5、12 家钢铁上市公司主要盈利指标及成长性指标排名

销售净利率	销售毛利率	净资产收益率	营业收入同比	净利润同比	净资产收益率同比	存货周转率
新兴铸管 3.41	新兴铸管 9.54	新兴铸管 2.62	新兴铸管 17.1	长力股份 42.2	长力股份 43.1	首钢股份 3.21
首钢股份 0.87	酒钢宏兴 4.70	首钢股份 0.95	华菱钢铁 -8.3	新兴铸管 -24.9	新兴铸管 -21.2	酒钢宏兴 2.49
唐钢股份 0.76	唐钢股份 4.67	唐钢股份 0.70	首钢股份 -12.2	华菱钢铁 -46.6	华菱钢铁 -49.5	新兴铸管 2.23
杭钢股份 0.50	首钢股份 3.74	杭钢股份 0.47	凌钢股份 -23.2	首钢股份 -62.9	首钢股份 -61.1	三钢闽光 2.09
酒钢宏兴 0.20	杭钢股份 3.69	酒钢宏兴 0.18	酒钢宏兴 -24.6	杭钢股份 -86.9	杭钢股份 -86.0	杭钢股份 1.77
长力股份 -1.85	华菱钢铁 3.65	平均值 -1.53	平均值 -24.7	唐钢股份 -88.5	唐钢股份 -88.6	平均值 1.82
平均值 -2.05	长力股份 3.25	长力股份 -2.23	八一钢铁 -26.3	酒钢宏兴 -91.6	酒钢宏兴 -91.2	长力股份 1.67
八一钢铁 -3.07	平均值 2.87	凌钢股份 -2.26	唐钢股份 -27.3	平均值 -96.5	平均值 -131.6	华菱钢铁 1.49
凌钢股份 -3.39	安阳钢铁 0.88	华菱钢铁 -2.70	三钢闽光 -28.4	凌钢股份 -128.5	凌钢股份 -172.6	八一钢铁 1.47
华菱钢铁 -3.95	凌钢股份 0.80	韶钢松山 -3.05	长力股份 -35.1	三钢闽光 -178.0	八一钢铁 -189.5	凌钢股份 1.30
三钢闽光 -4.65	八一钢铁 -1.58	安阳钢铁 -3.22	杭钢股份 -40.6	八一钢铁 -185.0	三钢闽光 -191.1	唐钢股份 1.24
韶钢松山 -6.67	三钢闽光 -1.80	八一钢铁 -3.69	韶钢松山 -42.4	韶钢松山 -210.6	安阳钢铁 -245.6	韶钢松山 1.02
安阳钢铁 -6.74	韶钢松山 -2.49	三钢闽光 -6.13	安阳钢铁 -44.95	安阳钢铁 -236.9	韶钢松山 -250.9	安阳钢铁 0.71

资料来源：湘财证券研究所

3、具有区域优势的“长材+板材”上市公司有爆发力

继 4 万亿投资后，中央发布的关于地方发展规划与振兴的政策可谓力度空前。我们认为，区域振兴政策是 4 万亿投资的指导和深化，必将对当地的经济，特别是带动基础设施建设发挥巨大作用。因此，抓住区域建设主题投资，是选择具有爆发力上市公司的主要依据。

我们选出的股票是：三钢闽光（002110）、八一钢铁（600581）、酒钢宏兴（600307）、重庆钢铁（601005）

表 6、具有区域优势上市公司

	持材比例		所处区域	主要优势
	长材	普板带		
三钢闽光	87%	13%	福建	受益海峡西岸振兴政策，当地钢材需求大于供，外地钢材进入福建运输成本高；公司产品 80%销往省内。
八一钢铁	62%	22%	新疆	是新疆唯一上市钢企，外地钢材运输成本高，难进入，形成垄断，地区市场占有率超过 70%。
酒钢宏兴	57%	44%	甘肃	地处西部，当地产能不足，区位优势明显。
重庆钢铁	17%	38%	四川	直接受益四川灾后重建需求，及重庆两江规划。

资料来源：湘财证券研究所

4、拥有铁矿石资源的上市公司具有长期投资价值

09 年长协铁矿石价格将确定在 33%—40%之间。而目前国内现矿价格低于此价格范围，所以必然引领国内价格的上涨。这样，具有国内铁矿石资源的上市公司将是最大的受益体。

另外，在各国政府频出刺激政策的情况下，未来通胀预期加大，导致近期原油、有色金属价格等大宗商品价格持续走高。一旦经济进入复苏及通胀期，资源类商品价格将越来越受到追捧。因此，国内铁矿石资源也会水涨船高。

基于以上判断，我们认为，作为国内钢铁业中唯一专营铁矿石的上市公司，金岭矿业（000655）值得长期投资。

湘财证券投资评级体系：

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。