

建议超配钢铁行业，重点推荐鞍钢股份

分析师:胡皓

22169076

huhao@ebscn.com

◇ 事件: 三大逻辑支撑超配钢铁行业

◆建议超配钢铁行业:

我们建议超配钢铁行业，主要基于如下的三个大逻辑: 1) 通货预期和下游需求拉动下的钢材价格继续上涨; 2) 钢铁行业一体化生产、销售的体系导致不同钢材品种间的价格传导，以及在此时点下不同品种价格上涨带来毛利变化弹性的差异; 3) 在目前的情况下，对钢铁行业 PB 估值的重要性显然要大于 PE 估值。在上市公司中，我们重点推荐鞍钢股份。

◆钢材价格继续上升:

我们不对房地产未来是否大幅回暖做出判断，但 4 月份房地产 2890.45 亿元的投资额处于低位应无疑义。受基建投资的影响，建筑钢材产能利用率已经达到 98% 以上，考虑到基建投资具有连续性的特点，我们认为房地产投资额的轻微回升都将使建筑钢材价格再次出现上涨。如果考虑到市场对宏观经济预期转好、充裕的流动性，我们对建筑钢材价格持续上涨的乐观程度进一步增加，预计上涨空间仍有 15%。

冷、热轧的价格也有望继续上升，两个支撑因素: 1) 下游如汽车、机械受经济好转的影响或将出现复苏，来自钢之家的数据，上海地区热轧板卷日平均开平量 5 月下旬较上月增加了 23.53%，同时冷、热轧产能利用率逐步上升（热轧 2、3、4 月的产能利用率为 79.97%、83.24%、85.83%）; 2) 钢铁行业一体化生产、销售的体系，决定了建筑钢材产品的价格上涨必然向冷、热轧产品进行传导。我们判断热轧价格涨幅将低于冷轧，而两者的涨幅都将低于建筑钢材。

此外，在石油在目前美元贬值、油价上涨的环境下，我们判断包括铁矿石现货价格在内的大宗商品价格可能有一波涨势，成本的上涨也将进一步推动钢材价格的上涨。

◆盈利进一步增长:

随着钢材价格的上升，钢铁企业业绩全部实现正增长。我们从两个角度分析:

首先，从钢材品种上看，全体品种皆已实现盈利。在建筑钢材品种全部实现盈利的情况下，冷、热轧产品也正在实现盈利，1 个月生产周期的吨钢毛利已经达到 317.52、81.52 元。

其次，不同品种毛利变化弹性的差异。虽然我们判断热、冷轧价格的涨幅将低于建筑钢材，但由于盈利的基数不同，其毛利变化幅度不同。在目前情况下，建筑钢材价格每上涨 100 元/吨，其吨钢毛利增加 26.18%; 而热轧价格上涨 100 元/吨，吨钢毛利增加 100% 以上。我们认为在目前的时点下，钢材价格的继续上涨对热轧产品盈利能力的提升更加显著，对钢铁行业的投资风格应发生转变。

◆政策和政策预期的持续刺激:

近期有两个政策利好出台: 1) 商务部发布公告对进口取向电工钢进行反倾销、反补贴立案调查; 2) 武汉市钢铁业振兴方案出台购武钢钢材可获补贴。这两个政策受益最大的应该是武钢，我们认为此次反倾销立案最大作用为可能打破取向硅钢价格的下行状态。我们做出两个假设: 1) 取向硅钢价格维持目前水平，则 09 年武钢业绩 0.58 元，对应 5 月 2 日收盘价的 PE 为 12.9 倍; 2) 价格恢复到历史最高水平，09 年武钢业绩 1.24 元，PE 为 6.0。此次反倾销使武钢的想象空间巨大。

同时另一方面，由于本次反倾销仅是立案，调查结果出炉，即初裁还有一定时间（根据国外经验，我们预计 6 个月左右）。

更重要的是政策预期。鉴于钢铁出口量，特别是热轧出口量出现大幅下降，我们判断未来可能会出台针对钢材，特别是热轧产品的出口退税。钢材出口量较大、特别是热轧出口量大的鞍钢股份受益最大。

◆估值安全和最大风险的释放:

在目前的情况下,对钢铁行业 PB 估值的重要性显然要大于 PE 估值。目前钢铁行业 PB 普遍在 1.6 倍左右,建议重点关注 PB 值较低的钢铁公司,主要包括鞍钢(1.50——对应 6 月 2 日收盘价,下同)、韶钢(1.23)、邯郸钢铁(1.21)、马钢(1.32)、新钢(1.21)、安钢(0.97)、本钢(1.23)、宝钢(1.19)、华菱(1.26)。

同时钢铁行业最大一只靴子落地——铁矿石谈判基本结束。日韩与力拓的铁矿石谈判价格下跌 33%,好于市场普遍预期的 30%,同时由于中钢协对目前价格表示不满,未来仍有下降空间,对行业属于利好。若谈判价格继续下跌,受益最大的是宝钢股份。

另一方面,我们虽然不对我国与矿方谈判的最终结果做出预测,但在目前情况下我们认为谈判价格继续下跌面临一定的阻力:1)目前铁矿石谈判价格下跌 33%后,较现货价格有 10%左右的差异。在通胀预期和钢材价格上涨的影响下,铁矿石现货价格将继续上涨,其与协议价格的差异将很快抹平;2)此次为新日铁率先达成协议,韩国已经跟进,加之谈判价格下降幅度中粉矿为 33%、矿块 44%,欧洲钢厂受益更大,欧洲钢厂也可能跟进,届时可能会继续出现我国孤军奋战的局面。鉴于以上分析,在市场对通货预期的大背景下,资源类的钢铁上市公司应会更加受到追捧,受益公司主要包括鞍钢、酒钢、凌钢。

◆行业超配,重点推荐鞍钢股份:

综上所述,我们给予钢铁行业超配建议,重点推荐鞍钢股份(000898)。原因除了前面提及的资源类、PB 值和热轧出口量较大的原因外,公司 H 股处于溢价状态(6 月 2 日溢价率为 3.16%)、鲅鱼圈投产状况良好和公司下半年铁矿石成本的相对优势也是我们重点推荐的原因。

除此之外,我们也建议关注邯郸钢铁。原因主要包括:1)其目前主要产线已经满负荷生产;2)PB 值较低;3)在河北钢铁集团整合的“三合一”方案中,其目前仍存在一定的折价空间(6 月 2 日相对唐钢股份、承德钒钛的有 9.43%、27.11%的折价)。

分析师介绍

胡皓，北京科技大学钢铁专业硕士，2009 年 4 月加盟光大证券研究所，目前任钢铁行业研究员。此前供职于中原证券、世华财讯和宝钢。

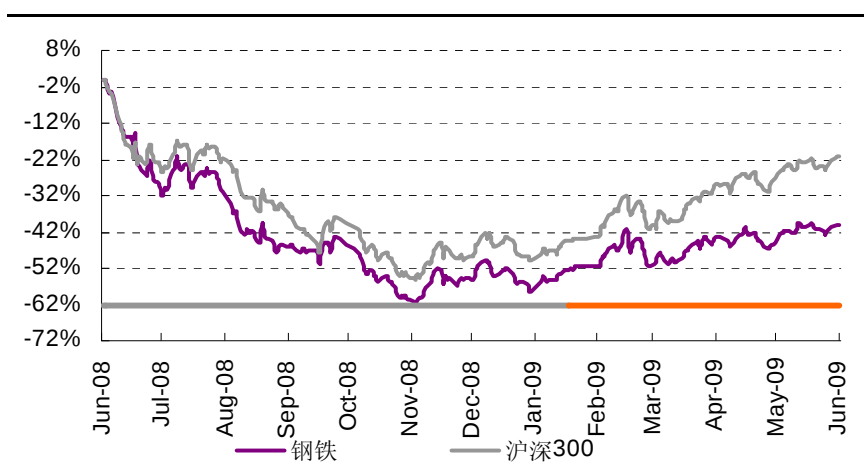
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

钢铁

分析师：胡皓



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-01-19	中性
2009-02-02	中性
2009-02-09	中性
2009-02-17	中性
2009-02-23	中性
2009-03-02	中性
2009-03-09	中性
2009-03-16	中性
2009-05-05	增持
2009-05-19	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。