

盈利改善 估值提升

——钢铁行业 2009 年下半年投资策略报告

原材料/钢铁

投资要点:

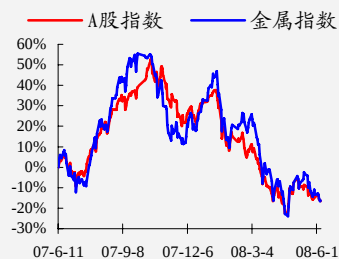
- 钢价的持续上涨将带动产能的进一步释放,再加上施工淡季的到来,预计短期内,钢材产量将出现供大于求现象。另外,从库存与钢价之间关系也看出,6 月份中下旬库存达到年中底部,并伴随着钢价的回调。结合本次钢价反弹幅度有限,我们认为钢价短期有小幅回调的要求。
- 从中期看,振兴规划对行业产能的控制将产生积极影响。而下游的主要用钢行业房地产销售面积持续回升,这将带动投资额回升,从而带动用钢需求增长。另外,我们觉得出口恶化程度将收窄,并随着全球经济的复苏,出口将对钢铁行业产生正面影响。供需面的改善也将促使钢价缓慢回升。
- 去年四季度 32 家钢铁类上市公司亏损 289 亿元,毛利率为 -16.7%;而今年一季度 32 家钢铁类上市公司亏损 42.8 亿元,毛利率为 -2.2%,亏损额逐步收窄,我们认为行业最坏时候已经过去。我们的盈利监测模型显示,二季度业绩将环比改善,并有望在二季度实现微利。同时我们也认为,行业微利的状况将延续到三季度。而钢价的缓慢回升也将带动行业盈利能力的逐步改善,并在四季度回归到合理盈利区间。
- 我们的投资重点仍然集中在以下几个方面:第一,拥有资源的公司。包括酒钢宏兴、凌钢股份、西宁特钢等。第二,业绩改善可能会比较明显的,这里包括马钢股份、鞍钢股份。第三,未来将因整体上市提升公司业绩的,包括南钢股份、唐钢股份。

优于大势

维持评级

2009 年 6 月 18 日

走势图



重要公司

评级

鞍钢股份	推荐
马钢股份	推荐
南钢股份	推荐
唐钢股份	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、钢价综述

钢价从 2008 年 11 月第三周开始连续反弹，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，直至 4 月第三周才止住下跌，本次跌幅达到 15.85%。然后在下游需求的带动下，钢价开始回升；目前已经反弹了 7.75%；其中，长材反弹了 10.49%，扁平材反弹了 5.81%。

分品种看，螺纹钢反弹了 7.26%，绝对值从 3400 元涨到 3647 元，涨了 247 元；线材反弹了 9.11%，绝对值从 3305 元涨到 3606 元，涨了 301 元；热卷板反弹了 8.97%，绝对值从 3377 元涨到 3680 元，涨了 303 元；冷轧板反弹了 8.51%，绝对值从 4150 元涨到 4503 元，涨了 353 元；中厚板反弹了 6.37%，绝对值从 3264 元涨到 3472 元，涨了 208 元。

图 1：综合钢价走势

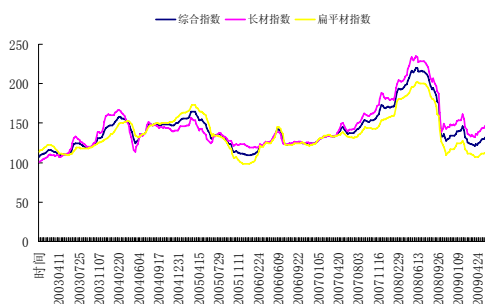
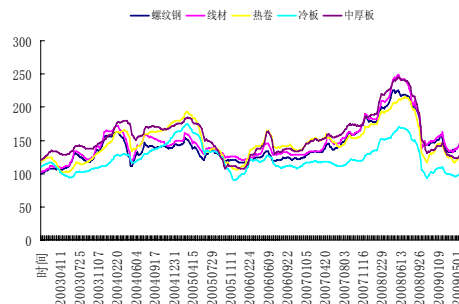


图 2：分品种钢价走势

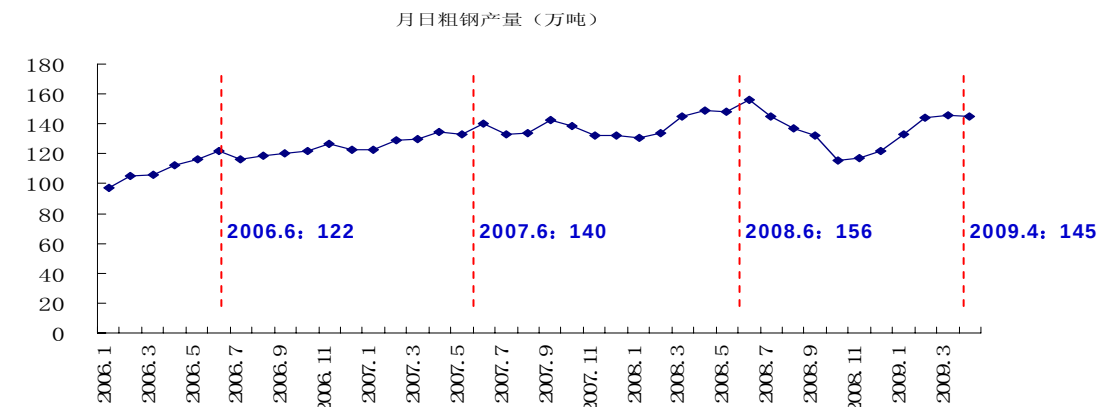


数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

二、短期钢价：小幅回调

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。

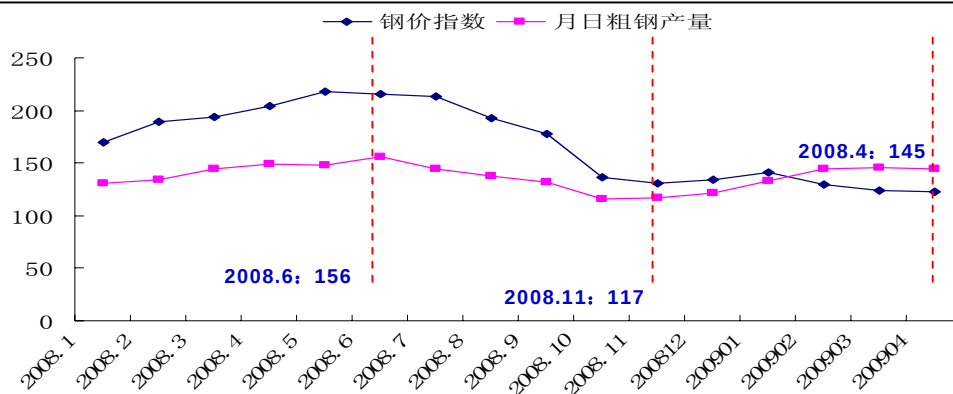
图 2：上半年月日粗钢产量呈现逐月增长态势



数据来源：WIND, MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

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 08 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，钢价对产量又起到拉动作用，产量出现持续回升。最近一次的钢价上涨始于 4 月中旬并持续至今，我们认为这也必将带动产量的上升，并逐渐对钢价的上涨起到抑制作用，直至钢价回调。

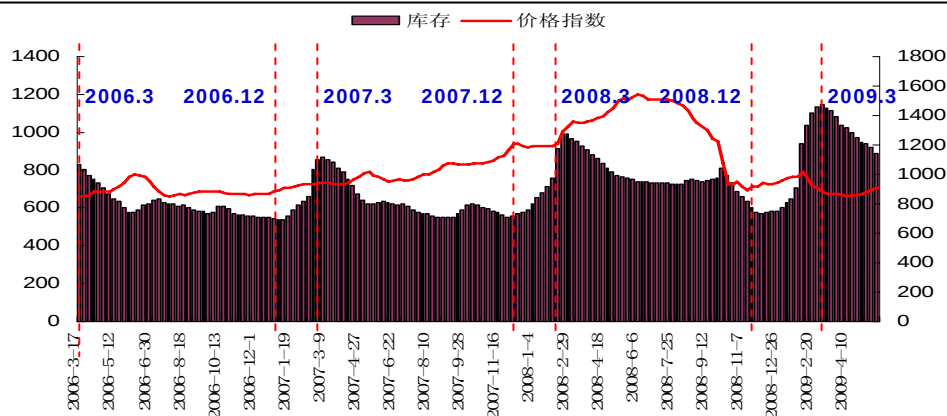
图 1：钢价与粗钢产量之间的互动关系



数据来源：WIND,MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

短期钢价的走势在一定程度上还受到库存的影响；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。在库存下降的同时，钢价也出现回升。当库存基本持稳时，钢价也开始回调。库存达到当年的峰值一般出现在 6 月中下旬。再加上 7 月即将进入施工淡季，钢价在这个时候可能会出现回调。但由于今年 4 月中旬以来，总体涨幅不大，并且原燃料再次大幅下跌的可能性不大。因此，总体跌幅不会很大。

图 3：钢材库存与钢价之间互动关系

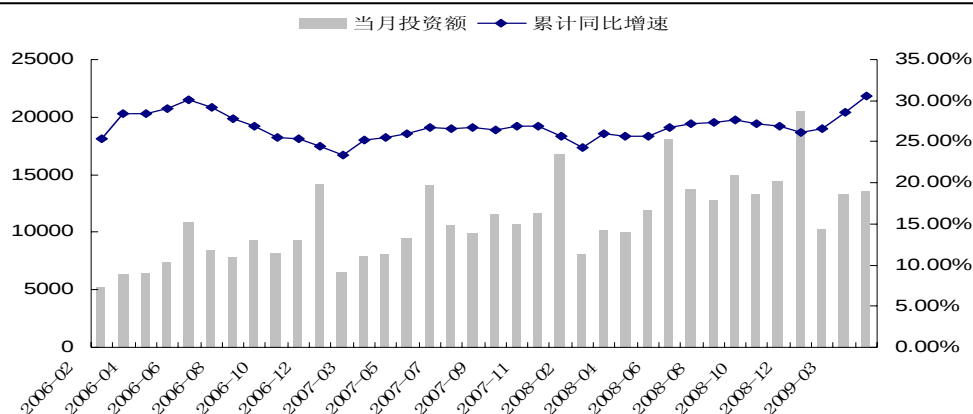


数据来源: WIND, MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

三、中期钢价：缓慢上升

1-4 月份固定资产投资完成额为 37082 亿元, 同比增长 30.52%, 增速高于去年同期的 25.74%, 如果扣除工业品价格下降的因素, 实际增速将更大, 四万亿投资的刺激计划效果进一步显现。

图 4: 当月固定资产投资额及累计投资增速

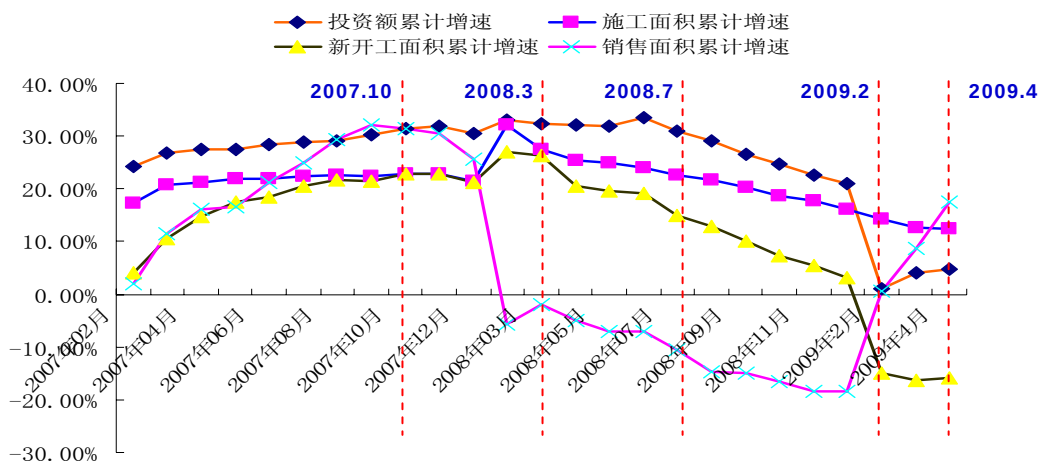


数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

4 月份房地产行业施工面积同比增长 12.35%, 仍然延续 08 年以来的下降趋势。新开工面积更是大幅下降, 4 月份新开工面积同比下降 15.76%, 远低于 08 年同期 26.32% 的正增长, 也远低于 08 年全年的 3.17%。但与 3 月份相比, 降幅有小幅收敛。4 月份销售面积同比增长 17.50%, 结束了 08 年全年持续的负增长, 并比 3 月份又有大幅度的增长。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。

房地产销售面积是最先反应的指标, 紧接着是施工面积、新开工面积, 最后是投资额。最近一次销售面积拐点向下是 2007 年 10 月, 施工面积和新开工面积在 2008 年 3 月才掉头向下, 而投资额拐点向下还要到 2008 年 7 月才开始显现。从最近几个月来看, 销售面积持续上升, 而新开工面积也出现了拐点向上的迹象, 施工面积尚未出现拐点向上。如果在 5 月施工面积和新开工面积都出现拐点向上, 按照最近一次投资额出现拐点相对于新开工面积滞后 4 个月的时间计算, 那么 9 月份投资额将出现较为明显的上升, 从而带动对钢材需求较大幅度的增长。

图 5：房地产销售面积、施工面积、新开工面积和投资额增速

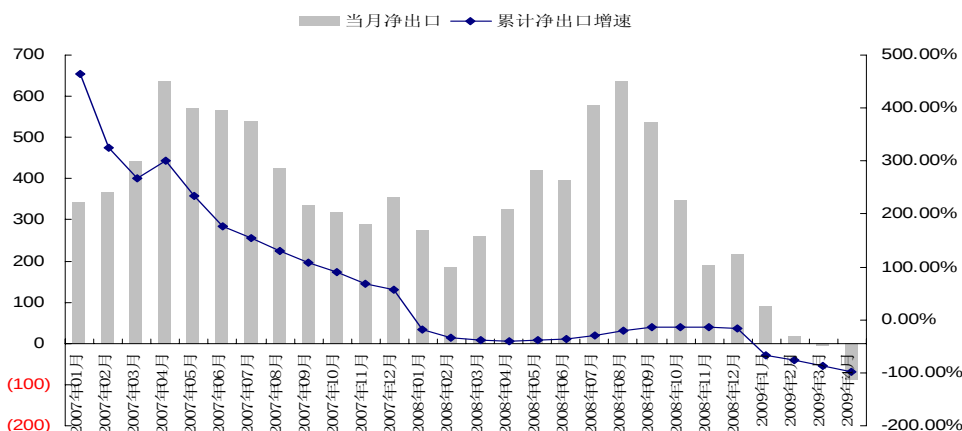


数据来源：WIND,MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

4 月份出口钢材 141 万吨,较 3 月份下降 26 万吨,与去年同期相比下降 70.5%; 1-4 月份累计出口 655 万吨,同比下降 59.5%。4 月份我国进口钢材 162 万吨,较 3 月份增长 35 万吨,比去年同期增长 7.77%。4 月出口钢坯 0,进口钢坯 67 万吨,较 3 月份多进 21 万吨,前 4 月份累计进口钢坯 157 万吨,同比增长 23 倍。4 月份净进口钢材坯合计 88 万吨,与 3 月份 50 万吨相比,净进口环比进一步扩大。

大家都预期到今年出口会很不理想,但没有预计到会恶化到这个程度,我想这也是出乎管理层预料的。为阻止出口的进一步恶化,国家也相应上调了部分钢材品种的出口退税率。而通过加大反倾销力度,来减少进口激增对国内钢材市场的压力。另外,我们认为由于部分钢材出口是钢企与国外客户之间长期形成的战略合作,这部分出口不会轻易变动,出口有一个稳定的最小存量;国际市场的钢价也从 4 月中旬左右开始反弹,这也将减缓进口的进一步加大。因此,总体上看,出口恶化程度将逐渐减缓,并在未来会有个缓慢回升的过程。特别是大家预期全球经济有望在四季度复苏,将带动钢材出口的复苏。

图：当月净出口及累计增速



数据来源：WIND,东北证券金融与产业研究所

2002-2008 年行业的持续景气,使得产能急剧扩张,目前钢铁产能已经达到 6.5 亿吨以上。相对于目前约 5 亿吨的需求,显得明显过剩。如我们之前分析,需求将会缓慢回升。但如果产能不能有效控制,那么钢价、钢铁企业盈利就很难会有比较好的表现。

我们认为国家 3 月份出台的《钢铁行业调整和振兴规划》对行业产能的控制将产生长期的积极影响。振兴规划出台后,各地方都纷纷制定本地区的钢铁振兴规划,志在加大淘汰落后力度,加快区域兼并重组的进程。山西省规划以大型骨干企业为基础,形成太原、长治、运城、临汾、吕梁五大钢铁基地,企业数将由 200 家减少到 50 家。多余的企业要么被淘汰,要么被收购。陕西省将淘汰落后产能和加强资源整合作为钢铁行业调整和振兴规划的重点,同时加大现有企业的兼并重组力度,尽快形成规模产能。在这之后,湖北、江西、安徽等省都相继出台了本省钢铁的调整和振兴规划。

因此,从中期看,需求将有可能获得明显改善,而产能过剩也将会逐步被控制住,从而带动钢价缓慢上升。

四、盈利趋势: 逐步改善

2009 年 5 月 26 日,力拓宣布与新日铁已就 2009 年铁矿石谈判达成一致,具体为 PB 粉 97 美分/干公吨度, Yandi 粉 97 美分/干公吨度, PB 块 112 美分/干公吨度,与 2008 年相比分别下降 32.95%; 32.95%; 44.47%。紧接着浦项也接受了这个降幅。

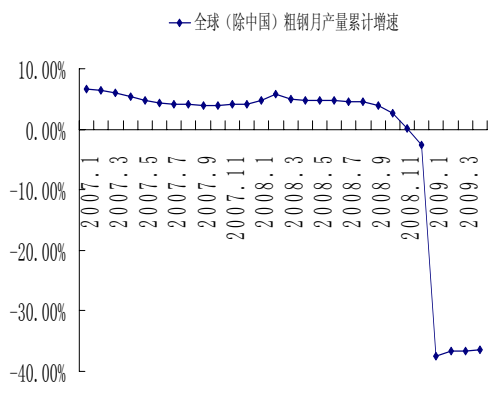
2009 年 6 月 10 日,淡水河谷官方网站消息:巴西淡水河谷与新日铁和韩国浦项就 2009 年铁矿石谈判价格达成协议:粉矿、块矿和球团矿分别下降 28.2%、44.47% 和 48.3%。调整后,南部系统伊塔比拉粉矿价格执行 0.8543 美元/干吨度,北方系统卡拉加斯粉矿价格执行 0.8987 美元/干吨度;东南系统块矿价格执行 0.9942 美元/干吨度,南部系统块矿价格执行 1.0094 美元/干吨度;球团矿价格执行 1.1043 美元/干吨度。

我们以品位 63.5%的粉矿为例,力拓 PB 粉的长期协议离岸价为 61.60 美元,加上澳大利亚到中国的海运费 17.16 美元(6 月 12 日的现货价),到岸价为 78.76 美元,折合人民币含税价为 630 元/吨。淡水河谷的北方系统卡拉加斯粉矿长期协议离岸价为 57.07 美元,加上巴西到中国的海运费 40.17 美元(6 月 12 日的现货价),到岸价为 97.24 美元,折合人民币含税价为 777 元/吨。而印度现货矿价为 608 元/吨,与澳大利亚的长协矿价比较接近;而巴西矿由于海运费的爆炒,使得长协到岸价远高于现货价。从近期淡水河谷正式发表申明,希望尽快与中国钢厂达成协议可见海运费爆炒对淡水河谷的不利。但我们认为海运费的爆炒脱离了基本面,还将回归到正常水平。

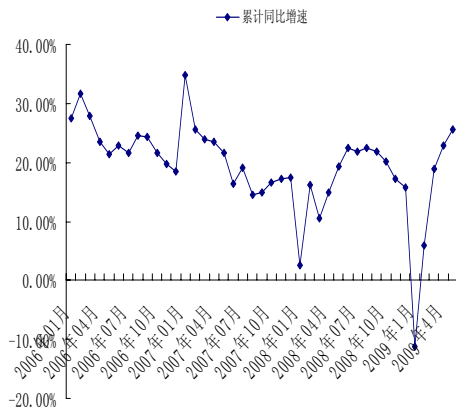
总体看,长协矿价和现货价相差不大,估计这两者将在一个较小幅度的波动。

一方面，除中国外，全球钢铁企业都在大幅减产，1-4 月份累计粗钢产量同比减少 36.48%，相应地减少对铁矿石的需求，铁矿石与往年相比显得过剩，铁矿石上涨动力不足；另一方面，从 3 月份开始，进口铁矿石数量急剧增加，进口量增速从 18.88% 进一步提升到 25.58%。虽然增速提升明显，但铁矿石价格并没有进一步下跌，说明以目前的铁矿石进口量，供需仍然可以达到一种平衡，铁矿石价格下跌的空间不大。

图：全球（除中国）粗钢产量累计增速



图：进口铁矿石累计增速

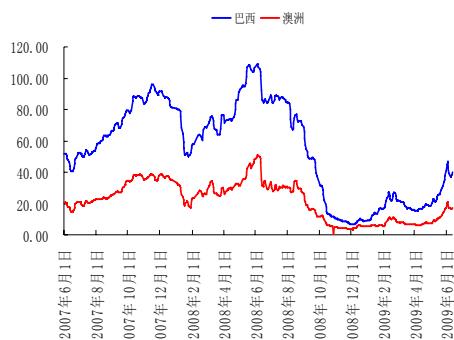


数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

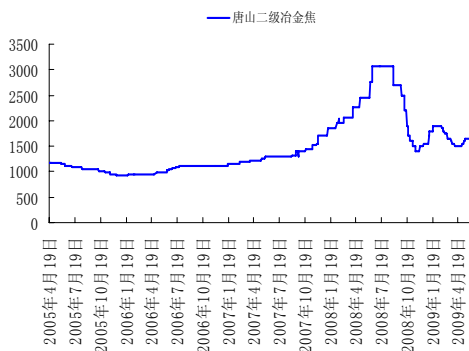
从巴西到北仑港的海运费近期持续上涨，目前已经从前期低点 15.36 美元上涨到 40.17 美元，上涨了约 25 美元。从澳洲到北仑港的海运费则从 6.21 美元上涨到了 17.16 美元，上涨了约 11 美元。

唐山地区的二级冶金焦价格从并没有二次探底，止于 1500 元（前次低点 1400 元），近两周连续反弹，目前价格为 1650 元。

图：巴西澳洲海运费



图：唐山二级冶金焦价格

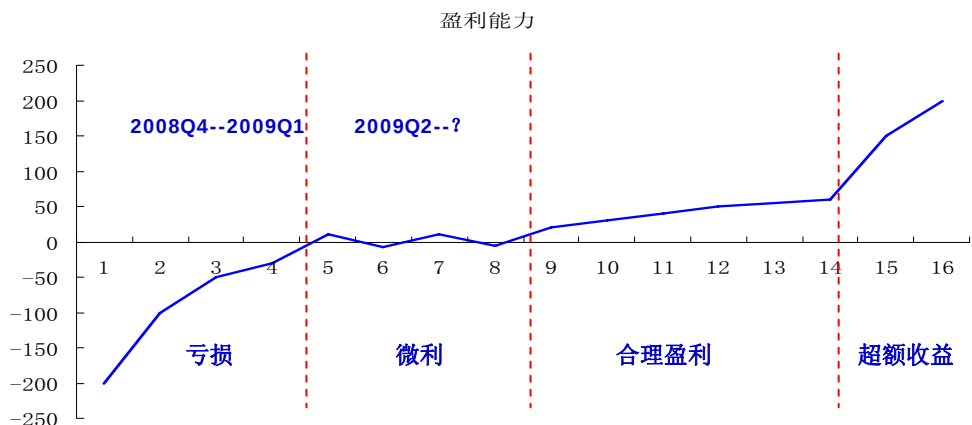


数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

我们认为，行业的盈利呈现出周期性变化，在行业进入低谷时，企业出现大规模的亏损，紧接着亏损幅度收窄，这是第一阶段；第二阶段是企业能够获得微利，这也是一个优胜劣汰的过程；第三阶段是行业的正常发展状态，企业能够获得合理

的盈利，这也是整个周期中延续时间最长的；第四阶段，是行业进入非理性状态，企业获得超额收益，但时间较短。

图：钢铁行业盈利周期

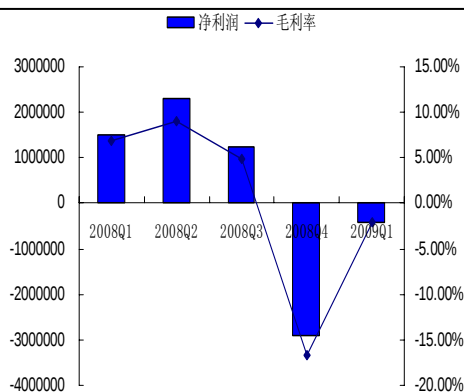


数据来源：WIND,东北证券金融与产业研究所

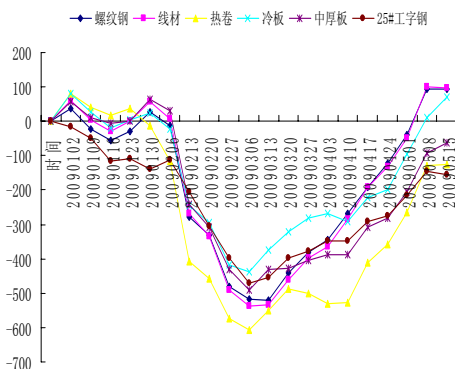
对应到最近行业状况，我们认为 08 年第四季度和今年第一季度是周期的第一阶段。去年四季度 32 家钢铁类上市公司亏损 289 亿元，毛利率为-16.7%；而今年一季度 32 家钢铁类上市公司亏损 42.8 亿元，毛利率为-2.2%，亏损额逐步收窄。

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（钢价-铁矿石成本-焦炭成本）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 09 年 1 月初。随着钢价连续上涨，各钢材品种的盈利能力逐步提升。截止到 5 月第二周，螺纹钢和线材的盈利能力已经超过年初，而板材仍然还有一些差距。总体上看，建筑钢材盈利能力要比板材恢复的好，并且整体盈利情况好于第一季度，并将实现微利。由于我们判断短期钢价有可能会回调，因此我们预计微利状况将持续到三季度。而四季度由于供需面将有可能获得明显改善，行业盈利将获得提升。企业盈利有望回到合理盈利区间。

图：净利润及毛利率



图：与年初相比价差变化

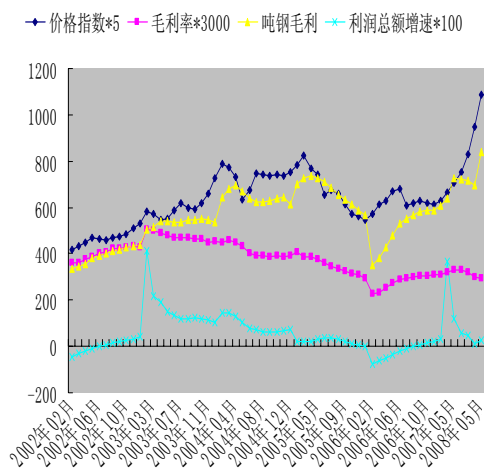


数据来源：WIND,东北证券金融与产业研究所

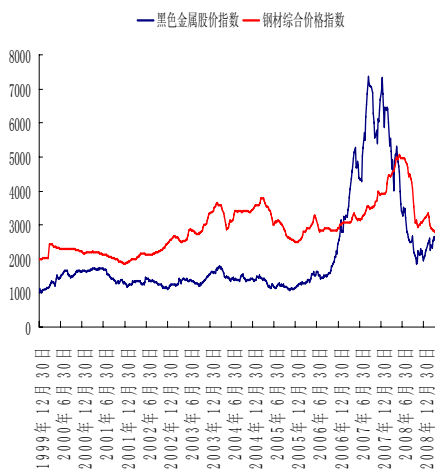
四、估值及投资建议

近些年的数据表明，钢价与吨钢毛利润成正相关关系。钢价上涨，盈利能力上升；钢价下跌，盈利能力下降。另外，2003年至2007年上半年，钢价与股价基本上成正相关关系，2007年下半年到2008年下半年股价提前钢价5个月的时间反应，目前的钢价与股价基本同步。前文我们判断钢价短期有小幅调整，中期缓慢回升。根据历史钢价与股价之间的关系，我们认为未来二级市场股价在经过调整后将重新获得升势。

图：钢价与吨钢盈利能力成正比



图：钢价与股价关系



数据来源：WIND,MYSTEEL,东北证券金融与产业研究所

我们把估值分成几个重要区域。第一，几次历史低点形成的估值区域，这个值基本在 0.9 附近，我们认为这个估值水平基本上代表了行业最差的时候，目前来看，行业最差的时候已经过去，因此再次达到这个区域的概率比较小。第二，1994 年以来形成的行业平均估值，这个值基本在 1.88 附近，我们认为这个估值水平基本上代表了行业的正常盈利状况。第三，平均估值以上，我们认为行业获得超额收益，并且二级市场可能进入牛市状况的市场表现。第四，在最差与合理盈利能力之间区域，我们认为这是行业从亏损到微利再到合理盈利的估值区间。目前的估值已经基本反映了行业的微利状况，如果行业基本面能够进一步改善，估值水平也将进一步提高。

我们的投资重点仍然集中在以下几个方面：第一，在经济有望复苏、流动性充裕的背景下，资源品价格有望进一步上涨，拥有资源品的企业将从中获益。因此，我们首先选择那些拥有资源品的企业。包括酒钢宏兴、凌钢股份、西宁特钢等。第二，业绩改善可能会比较明显的，这里包括马钢股份、鞍钢股份。第三，未来将因整体上市提升公司业绩的，包括南钢股份、唐钢股份。

图：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