



投资要点

● **钢价底部基本确立。**由于下游如固定资产投资、基础设施建设对钢材需求有实质性回升,钢价出现了一波连续 11 周的上涨,目前距 4 月初的低点已有接近 15% 的上涨。就品种来看,长材价格距 4 月初的低点上涨 16% 以上,而板材价格上涨 11% 左右,长材涨幅明显强于板材,这主要是长材更受益于目前的经济刺激政策所致。我们认为,在政府出台的一系列经济政策的刺激下,下游对钢材的需求明显回升,刺激钢价出现了明显上涨,尽管在第 3 季度钢价有再度回调的可能,但我们认为幅度不会很深,而未来上涨的空间更大。目前钢价的底部已基本确立。

● **粗钢产量超去年同期水平。**2009 年前 5 个月,粗钢产量达到 2.17 亿吨,相比去年同期增长 0.74%,而钢材产量达到 2.54 亿吨,同比增长 2.94%。在经济仍在底部运行,钢价相比去年同期下降 30% 左右的背景下,粗钢和钢材产量超过去年同期水平多少有点出乎意外。去年 6 月份之后,受经济危机影响,粗钢产量开始急剧下滑,这种情况在 2009 年发生的概率很小。所以进入下半年,粗钢产量的同比增速会进一步提高,我们预计 2009 年全年粗钢产量会达到 5.2 亿吨,较去年上涨 4.42%。

● **固定资产投资增速大幅提高催生钢材需求。**受政府 4 万亿财政经济政策刺激,固定资产投资增速 2009 年以来强劲回升。2009 年前 5 个月,固定资产同比增长 32.8%,而实际固定资产投资增速在 40% 左右,我们认为固定资产投资的大幅增加使得对钢材的需求实质性回暖。我们预计 09 年粗钢需求 5.1 亿吨,较 08 年上涨 10% 以上。

● **房地产投资或接力固定资产投资。**作为我国经济一大支柱的房地产行业出现了积极变化。进入 2009 年以来,房屋销售面积有明显回暖,尽管新开工面积和房屋施工面积仍在低位,但我们认为房屋销售面积得回暖将会刺激房地产商房地产投资,增加新屋开工面积。我们认为下半年固定资产投资不太可能继续保持这么高的速度增长,但下半年房地产投资的回升会抵消掉固定资产投资回落的风险。同时汽车需求的旺盛也将带动相应板材的需求。

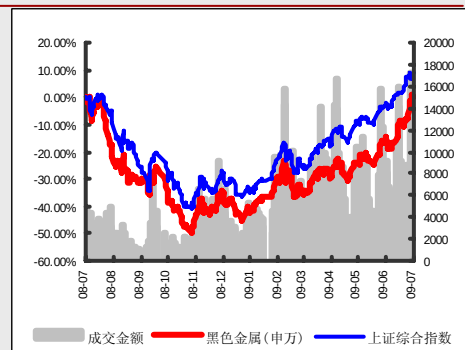
● **盈利预测与分析。**进入二季度以来,引发钢厂亏损的高价原料消耗已到尾声,目前钢厂原料的采购大部分来源于现货,原料成本环比已出现较大降幅。同时,钢材价格也出现连续数周的上扬,钢厂盈利空间再次出现。估计二季度钢铁企业能够盈亏平衡。对于下半年第三、第四季度的形势,我们认为三季度全行业会实现赢利,而第四季度赢利将继续回升。总体而言,2009 年,钢铁行业将能够保持赢利,与 2008 年基本持平。

● **投资策略。**我们认为钢铁行业下半年业绩将有明显改善,而目前市净率 2 倍左右,仍具有一定的估值优势,我们给与“强于大市”评级。重点推荐:宝钢股份、马钢股份、凌钢股份、太钢不锈、华菱钢铁。

行业评级 强于大市

市盈率(TTM):	39.08
市净率:	2.08

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	14.51	68.80	4.39
相对表现 (%)	3.59	-15.13	-19.01

资料来源: Wind 资讯

重点公司评级

证券简称	EPS			每股净资产	评级
	2008	2009	2010		
马钢股份	0.104	0.13	0.25	3.26	推荐
宝钢股份	0.37	0.33	0.5	5.27	推荐
凌钢股份	0.44	0.40	0.58	3.47	推荐
华菱钢铁	0.35	0.28	0.45	5.22	推荐
太钢不锈	0.35	0.32	0.53	3.48	推荐

张志鹏 行业研究员

邮箱 zhangzhipeng@ajzq.com
电话 021-32229888-3502

相关报告

估值已趋合理,最佳策略仍是等待---

2008-8-19

09 年钢铁行业投资分析报告

2008-12-20

目 录

1. 上半年回顾	3
1.1 钢价振荡回升，底部基本确立	3
1.2. 粗钢产量已超去年同期水平	4
2. 下半年展望	4
2.1 固定投资催生钢材需求，全年粗钢需求同比会有 10%左右增长	4
2.2 下游需求有实质性回升，房地产接力固定资产投资	5
2.3 国内钢材出口将触底回升	7
3. 盈利分析及预测：下半年毛利率将有显著回升	8
4. 投资策略分析：“强于大市”评级	9
5. 重点公司推荐	10
5.1 马钢股份	10
5.2 凌钢股份	11

图 表 目 录

图 1 钢材价格底部基本确立	3
图 2 国际钢材价格走势	3
图 3 粗钢和钢材产量已超去年同期水平	4
图 4 固定资产投资增速明显回升	5
图 5 房屋销售面积/新开工面积	6
图 6 汽车和家电产量增速明显放缓	6
图 7 机械设备产量环比上升	7
图 8 钢材出口萎缩	7
图 9 欧美经济见底回升	8
图 10 利润增长率	8
图 11 毛利率变化	8
图 12 钢铁行业市净率变化	8
图 13 钢铁行业市净率占沪深 300 市净率比	8
表格 1 钢铁需求预测 - 单位固定资产投资耗钢强度法	5
表格 2 钢材出口政策变化	8

1.上半年回顾

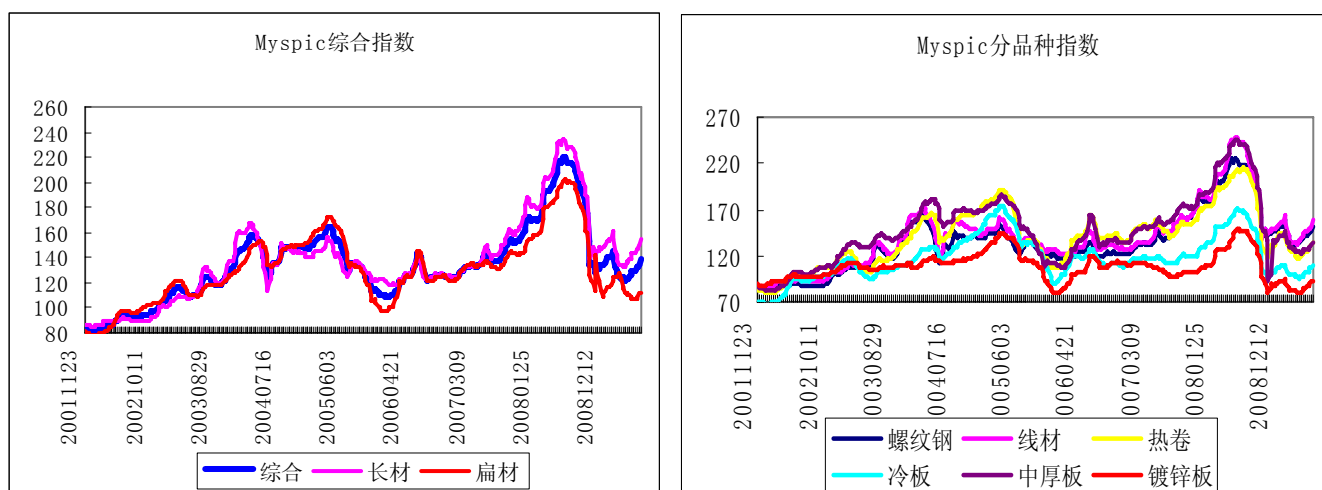
1.1 钢价振荡回升，底部基本确立

2009年初，各品种钢材价格曾有一波幅度在14%左右反弹，然而年初的这轮价格上涨更多的是中间商的补库存所致，缺乏真实需求的支撑。到2009年2月初，钢价再度出现快速回落，基本抹平2008年11月份以来的涨幅。

不过进入4月初，由于下游如固定资产投资、基础设施建设对钢材需求有实质性回升，钢价出现了一波连续11周的上涨，目前距4月初的低点已有接近15%的上涨，而与年初相比上涨了3.5%。就品种来看，长材价格距4月初的低点上涨16%以上，而板材价格上涨11%左右，长材涨幅明显强于板材，这主要是长材更受益于目前的经济刺激政策所致。

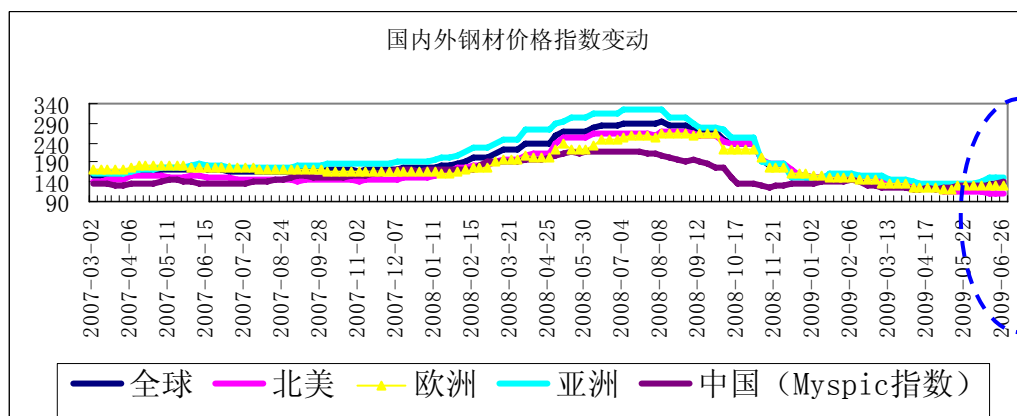
我们认为，在政府出台的一系列经济政策的刺激下，下游对钢材的需求明显回升，刺激钢价出现了明显上涨，尽管在第3季度钢价有再度回调的可能，但我们认为幅度不会很深，而未来上涨的空间更大。目前钢价的底部已基本确立。

图 1 钢材价格底部基本确立



数据来源：我的钢铁网

图 2 国际钢材价格走势

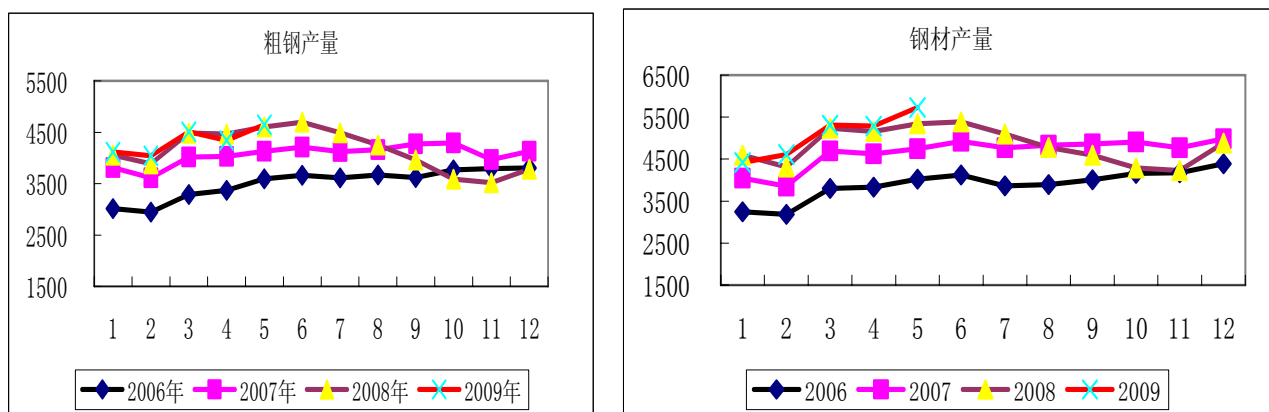


1.2. 粗钢产量已超去年同期水平

2009 年前 5 个月，粗钢产量达到 2.17 亿吨，相比去年同期增长 0.74%，而钢材产量达到 2.54 亿吨，同比增长 2.94%。在经济仍在底部运行，钢价相比去年同期下降 30%左右的背景下，粗钢和钢材产量超过去年同期水平多少有点出乎意外。我们认为主要原因在于：下游需求实质性回暖以及中间商因预期钢材价格而进行的补库存行为导致粗钢产量大幅回升，而由于原材料如铁矿石和焦炭价格大幅下跌使得钢价的重心下移。

去年 6 月份之后，受经济危机影响，粗钢产量开始急剧下滑，这种情况在 2009 年发生的概率很小。所以进入下半年，粗钢产量的同比增速会进一步提高，我们预计 2009 年全年粗钢产量会达到 5.2 亿吨，较去年上涨 4.42%。

图 3 粗钢和钢材产量已超去年同期水平



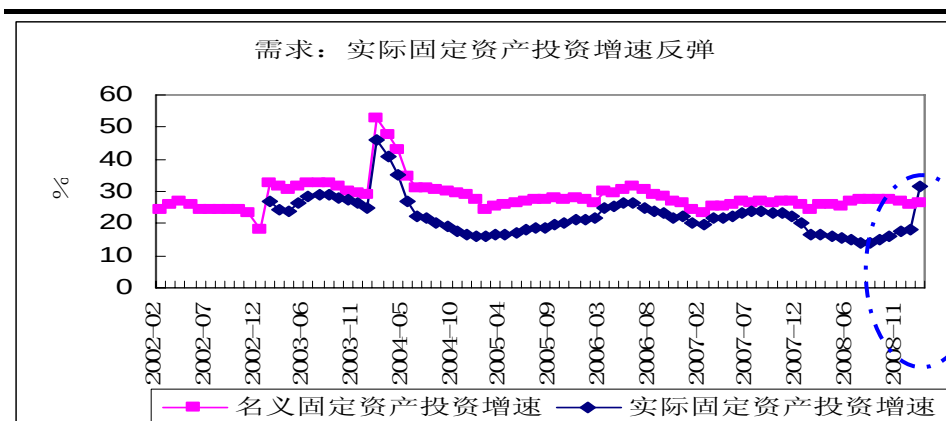
数据来源：我的钢铁网

2. 下半年展望

2.1 固定资产投资催生钢材需求,全年粗钢需求同比会有 10%左右增长

受政府 4 万亿投资以及其他财政经济政策刺激,固定资产投资增速 2009 年以来强劲回升。国家统计局公布的最新数据显示,2009 年前 5 个月,实现固定资产投资 53520 亿元,同比增长 32.9%,增速比去年同期提高 7.35 百分点。考虑到前 5 个月生产资料价格指数同比出现下降,实际固定资产投资增速在 40%左右,高于去年同期将近 20 个百分点。

图 4 固定资产投资增速明显回升



数据来源：Wind 资讯

表格 1 钢铁需求预测——单位固定资产投资耗钢强度法

年份	全社会固定资产总投资（亿元）				粗钢需求 （万吨）	国内粗钢资源		供求平衡	每亿元固定资产投资消耗粗钢（万吨）
	名义固定资产投资完成投资	固定资产投资价格指数	实际固定资产投资	实际固定资产投资增长率	消费量	生产	净出口		
2001 年	30001.20	100.00	30001.2	14.4	16977	15103	-1874	0.00	0.566
2002 年	35488.80	100.22	35410.97	18.03%	20573	18225	-2348	0.00	0.581
2003 年	45811.70	102.42	44730.31	26.32%	25858	22234	-3624	0.00	0.578
2004 年	58620.28	108.13	54211.84	21.20%	29658	28291	-1367	0.00	0.547
2005 年	75096.48	109.84	68371.98	26.12%	35557	35579	22	0.00	0.520
2006 年	93472.36	111.48	83844.11	22.63%	38826	42299	3473	0.00	0.463
2007 年	117413.91	115.82	101372.5	20.91%	43436	48924	5489	0.00	0.428
2008 年	148167.25	126.15	117449.6	15.86%	45409.86	49789.86	4380	0.00	0.387
2009E	187872.46	124	151510	29.00%	51058.89	53000	1000	941.11	0.337

注：实际固定资产投资金额已 2001 年为基准测算

我们认为，尽管下半年固定资产投资增速将有所下滑，但全年来看，2009 年实际固定资产投资仍较 2008 年增长 29% 左右，对钢材的需求将出现增长。从表 1 我们可以看到，亿元固定资产投资耗钢强度受固定资产投资结构变化影响，从 2001 年开始有递减趋势，不过基本维持在 0.57-0.40 之间。假设 09 年亿元固定资产投资耗钢强度在 0.337 万吨/亿元，我们预计 09 年粗钢需求 5.1 亿吨，较 08 年上涨 10% 以上。

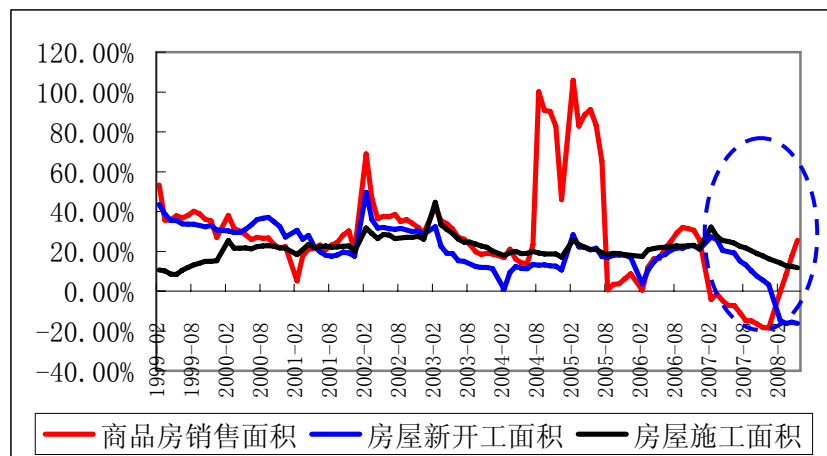
2.2 下游需求有实质性回升，房地产接力固定资产投资

房地产新开工面积将接力固定资产投资。包括房地产在的建筑行业用钢需求接近总量的 50%，而房地产占到钢材需求总量的 18%。作为我国经济一大支柱的房地产行业也出现了积极变化。进入 2009 年以来，房屋销售面积有明显回暖，尽管新开工面积和房屋施工面

积仍在低位,但我们认为房屋销售面积得回暖将会刺激房地产商房地产投资,增加新屋开工面积(参见图5)。

我们看到,新增固定资产投资前5个月大幅增长,达到32.8%,而实际固定资产投资超过40%,我们认为下半年固定资产投资不太可能继续保持这么高的速度增长,但下半年房地产投资的回升会抵消掉固定资产投资回落的风险。

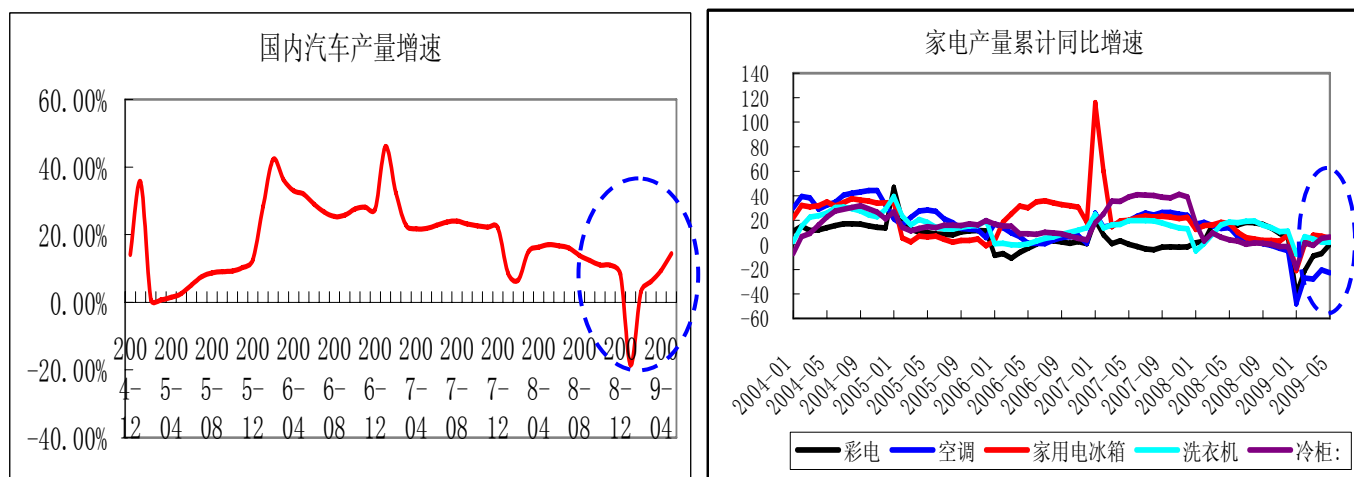
图5 房屋销售面积/新开工面积



数据来源: Wind资讯

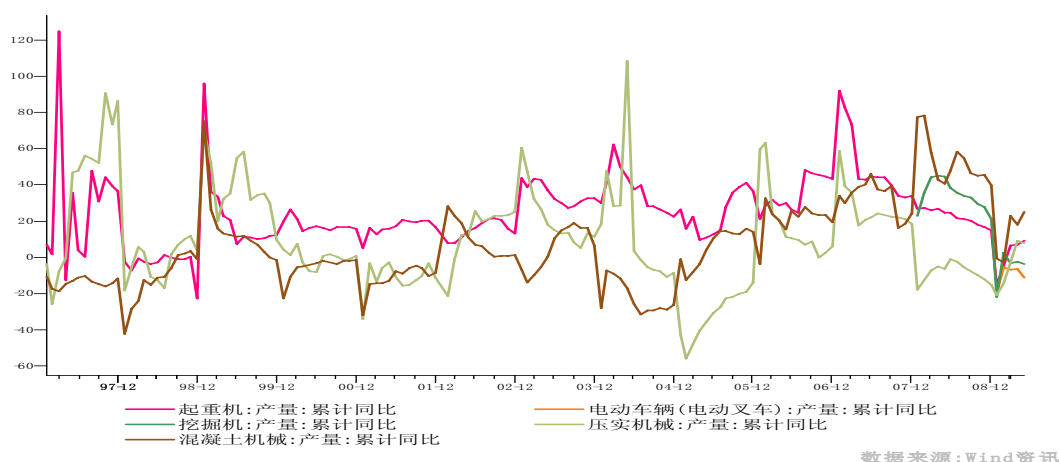
汽车、家电、机械对钢材需求出现积极变化。汽车、家电和机械设备产量出现了明显回升,也将带动对钢材的需求。国内汽车产量从2月份份开始出现了明显回升,截止前5个月汽车产量497.98万辆,同比增长11.05%。而家电和工程机械的产量也出现了类似变化:前5个月产量同比出现正增长,且增速有所加快。汽车、家电、工程机械行业的回暖将提升对相关钢材尤其是板材的需求。

图6 汽车和家电产量增速明显放缓



数据来源: Wind

图 7 机械设备产量环比上升

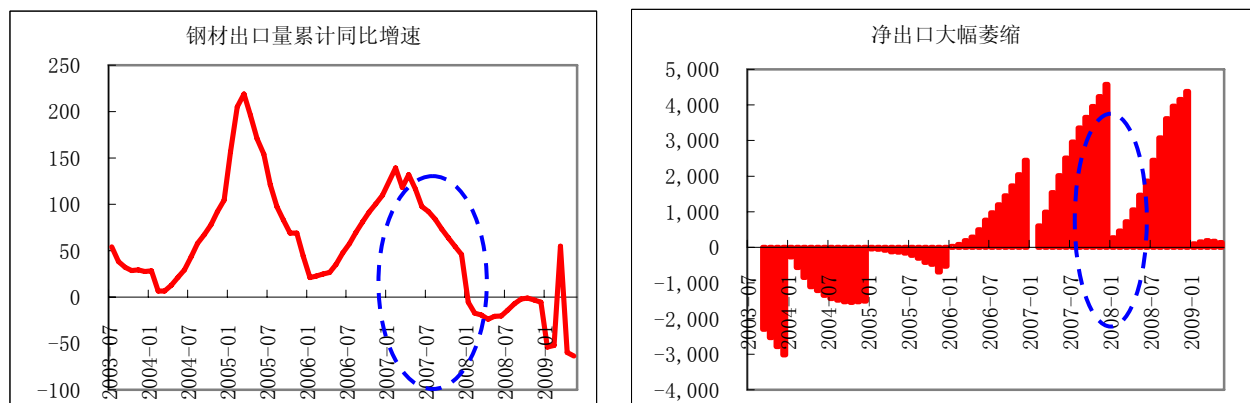


2.3 国内钢材出口将触底回升

受经济危机影响，国外钢材需求大幅萎缩，也使得国内钢材出口大幅回落。前5个月国内钢材出口790万吨，同比下降63.6%，而同时净出口也大幅萎缩至140万吨，同比下降90%以上。（参见图9）。

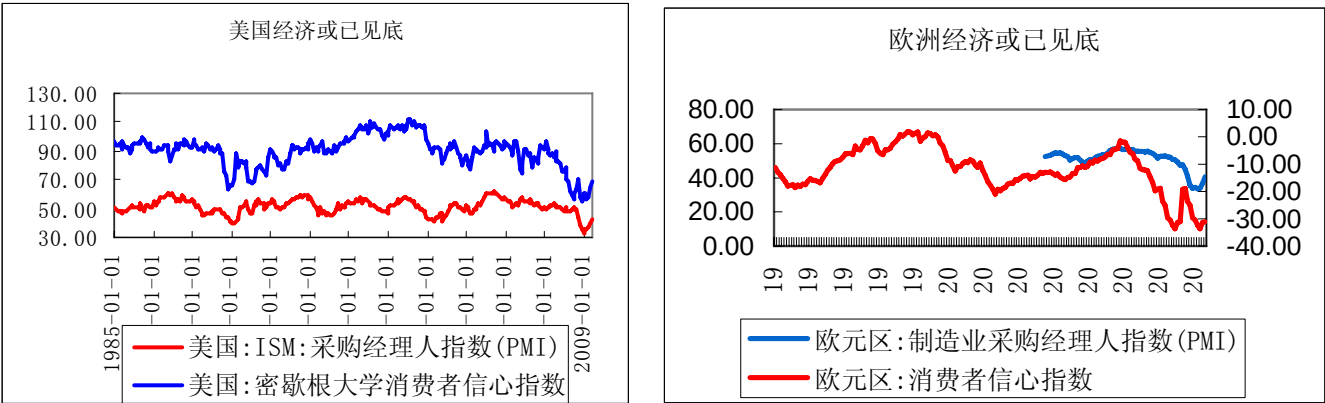
进入下半年，我们认为国内钢材出口将有所回升，全年进出口将有望达到1000吨以上。一方面外围经济如欧美有触底回升迹象——从欧美日的领先指标变化看，欧洲、美国采购经理人指数在42左右，低于50的经济繁荣/衰退分界线，但环比来看，连续5个月环比上升，而消费者信心指数也止住了下滑趋势，这将对钢材的需求将有所回升；另外一方面，我国政府对某些钢材品种出台一系列的调整关税以及提高出口退税，也将一定程度上刺激国内钢材出口。

图 8 钢材出口萎缩



数据来源：Wind 资讯

图 9 欧美经济见底回升



表格 2 钢材出口政策变化

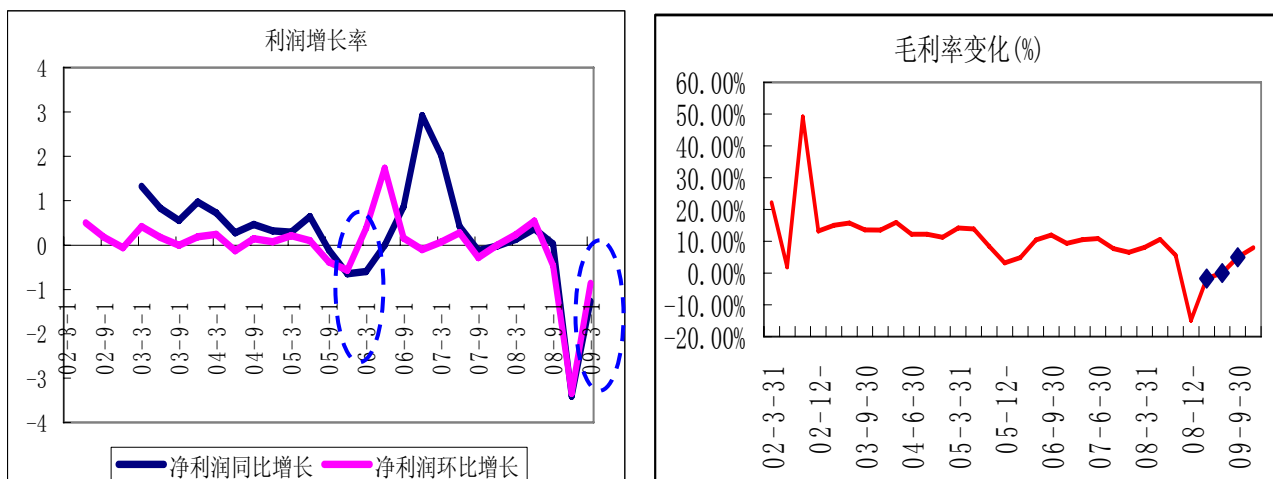
1	2005年4月	取消半成品的13% 的出口增值税退税
2	2005年5月	将钢材成品的增值税退税比率从13% 降至11%
3	2006年9月	将成品（142项产品）的增值税退税比率从11% 降至8%， 包括热轧板、棒材、型材、不锈钢卷和线材等。
4	2006年11月	对半成品实行10% 的出口税， 包括铁合金、生铁和钢坯。
5	2007年4月	将特种钢、不锈钢和冷轧钢的76项产品的增值税退税率下调至5%， 取消对其他33种钢材产品的出口增值税退税。
6	2007年6月	对半成品（生铁、钢坯）实行15%的出口税， 对成品（包括碳钢线材、板材、型材和其他产品）实行5-10% 的出口税。
7	2008年1月	将半成品的出口税从15%提高到25% ， 长材从10%上调到15%， 热轧板为5%
8	2008年12月	2008年12月1日起对67钢材品种取消出口关税
9	2009年4月	2009年4月1起对冷轧、精密焊管等上调出口退税率至13%
10	2009年6月	对部分钢材品种以及钢铁制品提高出口退税率至9% - 13%。

3.盈利分析及预测： 下半年毛利率将有显著回升

进入二季度以来，引发钢厂亏损的高价原料消耗已到尾声，目前钢厂原料的采购大部分来源于现货，原料成本环比已出现较大降幅。同时，钢材价格也出现连续数周的上扬，钢厂盈利空间再次出现。估计二季度钢铁企业能够盈亏平衡。对于下半年第三、第四季度的形势，我们认为三季度全行业会实现赢利，而第四季度赢利将继续回升。总体而言，2009 年，钢铁行业将能够保持赢利，与 2008 年基本持平。

图 10 利润增长率

图 11 毛利率变化



注：以上数据统计以 28 家钢铁上市公司为样本，右图带黑点标记的为预测值。

4. 投资策略分析：“强于大市”评级

由于目前钢铁行业仍处在大面积亏损情况，市盈率指标已缺乏意义，我们主要参考市净率指标。我们看到截止 6 月底，钢铁行业目前市净率 2.03 倍，接近历史平均水平，而峰值曾经达到 5 倍左右。同时，钢铁行业目前市净率水平占到整个沪深 300 市净率水平 58.17%，与历史平均水平 62.14% 尚存在一定空间。总体来看，钢铁行业目前估值水平仍处合理区间。

同时，我们认为钢铁三季度全行业会实现赢利，而第四季度赢利将继续回升。总体而言，2009 年钢铁行业将能够保持赢利，与 2008 年能基本持平。因此我们仍给予钢铁行业“强于大市”评级。具体来说，可遵循以下投资思路：

- 具有资源优势的企业，如凌钢股份、太钢不锈、酒钢宏兴。因为具有资源优势的品种业绩回复的弹性更大。
- 在某一细分市场具有垄断地位的企业：如宝钢股份在汽车板市场、武钢在硅钢市场、马钢股份在火车轮市场。
- 未来存在被兼并重组预期的企业，如凌钢股份、抚顺特钢、广钢股份。
- 对于板材和长材，尽管长材品种更受益于目前的经济刺激政策，目前长材价格涨幅明显强于板材，但相应的主要生产长材的企业（如八一钢铁、三钢闽光）的估值对此已有较充分的反应，所以品种选择上，我们并不更倾向于长材企业。
- 我们重点推荐：马钢股份、凌钢股份、宝钢股份、太钢不锈、华菱钢铁。

图 12 钢铁行业市净率变化

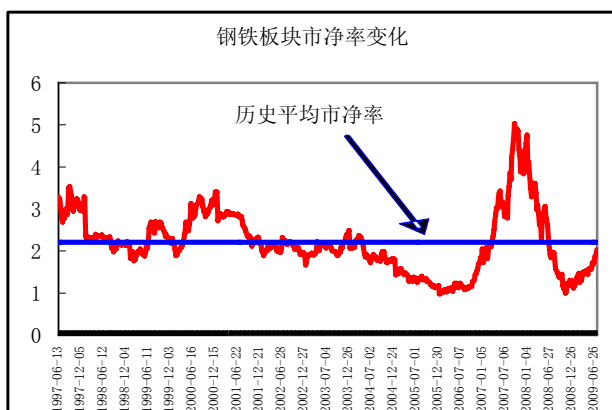
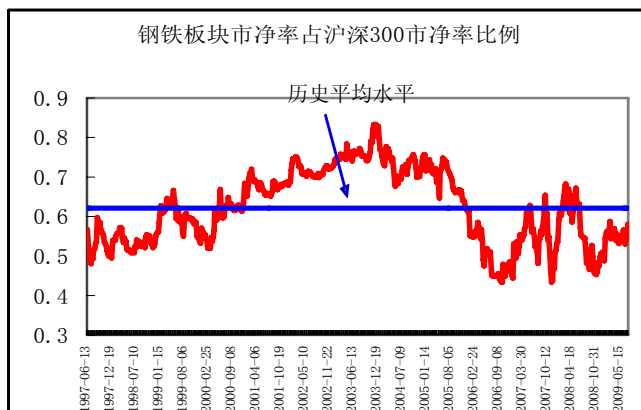


图 13 钢铁行业市净率占沪深 300 市净率比例



5. 重点公司推荐

5.1 马钢股份

- 公司2008年实现营业收入712.60亿元，同比增长40.63%；归属于母公司所有者的净利润7.10亿元，同比减少71.31%；每股收益0.104元。2009年第一季度实现营业收入115.31亿元，同比减少34.33%；归属于母公司所有者的净利润-8.99亿元，同比减少217.17%；每股收益-0.11元。2008年下半年尤其是第四季度钢材价格的大幅下跌以及年末大额存货跌价准备的计提是2008年业绩同比大幅下降的主要原因。公司2008年共计提存货跌价准备17.97亿元，我们认为2008年末对存货跌价准备的计提是比较充分的。
- 2009年5月初安徽省政府印发《安徽省钢铁产业调整和振兴规划》。规划要求马钢集团公司：2009—2011年，实施马钢合肥公司环保搬迁及马钢股份公司钢材品种结构调整规划项目；本部新建5000立方米高炉1座，300吨转炉1座，1580热轧生产线1条，生产高强汽车板、家电板，同时建设一座110吨电炉，开发高速车轮；合肥公司新建冷轧、镀锌等钢材深加工生产线。到2011年，马钢集团公司力争形成2000万吨钢生产规模，实现销售收入1000亿元。
- 规划提出，安徽省已探明可采铁矿石储量（40亿吨，主要集中在宁芜、霍邱、庐江一带）优先依法配置给马钢等优势企业，在马钢等优势企业矿山周边不再设置新的矿权，支持马钢等优势企业整合开发铁矿资源。鼓励马钢参与省内铁矿资源的前期勘查，增加其资源储备。
- 09年6月，马钢与铁道部签署《中国高速列车车轮自主创新合作协议》，计划在4到5年内完成时速350公里以上高速车轮的自主创新，实现批量装车使用，并最终把马钢打造成为中国高速列车车轮生产基地。预计09年下半年，公司将投资建设一座110吨电炉，开发高速车轮；

- 我们认为，高速车轮将带来公司新的发展机遇，2011 年带来业绩贡献。我们给公司 2 倍-2.3PB，目标价6.5元-7.3。，给予“推荐”评级。

5.2 凌钢股份

- 08 年实现每股收益0.44 元。公司08 年实现营业收入91.7 亿元，同比上升23.8%；实现利润总额4.46 亿元（其中保国铁矿利润5.02 亿元）；净利润3.56 亿元，同比降低37.29%，降幅低于行业平均水平。净资产收益率12.5%，同比下跌了1.69 个百分点。利润全部来自收购的铁矿业务。保国铁矿全年利润总额5.02 亿元、净利润3.78 亿元，均高于公司总额，钢铁主业实际处于亏损状态。
- 08 年产铁198 万吨、钢207 万吨、材199 万吨，同比略有下降。09 年计划产钢300 万吨，同比增幅近50%，主要是因为120 吨转炉、4#高炉、90 万吨高架棒材和中宽热带等技改工程均已于08 下半年顺利完工；此外，铁精矿产量确保在100 万吨以上。
- 保国铁矿现有铁蛋山、黑山、边家沟3 个矿区，其中铁蛋山已从露天转为井下开采，黑山正在建设中、边家沟尚未开建。这三个矿区铁矿石探明总储量8400 万吨，保有量为6678 万吨，可开采储量4349万吨。所产矿石多属鞍山式磁铁矿，平均品位30.6%，磁选后铁精矿品位可达69%以上。预期2009-2010 年保国铁矿铁精粉产量为110 万吨和120 万吨。目前辽宁品味66%的铁精粉含税价格为680 元/吨，预计2009 年-2010 年可以为公司贡献利润分别为2 亿元以上。
- 2009年3月底公布的钢铁产业振兴规划细则明确提出进一步发挥宝钢、鞍本、武钢等大型企业集团的带动作用，推动鞍本集团等完成集团内产供销、人财物统一管理的实质性重组。凌钢集团与鞍钢集团合建有朝阳200万吨板材项目中，鞍钢控股75%，公司作为东北地区年产300 万吨的钢企，未来有被鞍钢整合的可能。
- 公司还持有光大银行0.1%的股权、清华紫光科技创投公司8%的股权，兼具参股金融和创投概念。
- 我们预计公司09、10 年实现每股收益分别为0.36 元和0.58 元，给予“推荐”评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。