

钢铁行业

盈利改善可期 重申 P/E 估值

——2009 年钢铁行业中报前瞻

研究结论

- 2009 上半年, 内需的强劲增长已经超出我们年初的预期, 而政府主导下的基建投资是内需增长的主要驱动力量。预计下半年基建投资强度仍将延续, 继基建之后, 房地产有望成为拉动钢材消费的新引擎。
- 短期内, 在钢厂上调价格和成本推动下, 钢价仍有小幅上涨动力, 但随着钢企盈利改善后供给的增加, 预计钢价维持震荡或小幅调整的概率增加; 随着 9 月后消费旺季的到来, 预计基建和地产的新增投资项目将延续强劲内需之增长, 钢价将重现上涨趋势, 建筑长材价格表现将继续好于板材。
- 随着钢价回升和高成本原料的消化期结束, 5 月行业整体首现盈利, 扭转持续了 7 个月的全行业亏损局面。随着 6-7 月钢价延续上涨, 预计钢企盈利将呈明显环比回升趋势。由于一季度的巨亏, 全行业上半年盈利同比仍将大幅下降。具体到上市公司, 大部分半年报仍将是亏损或略有盈利。
- 由于目前盈利的明显改善趋势, 钢铁公司大幅下降的中报业绩(甚至亏损)已经不再重要, 市场更关注盈利改善后钢企的盈利水平, 从这一层面看, 钢企三季报业绩将提供年度化盈利预测的重要参考。
- 我们重申中期策略中提出的期待 P/E 估值的观点。年初至今, 钢铁股表现的驱动主要基于行业触底反弹的趋势预期, 我们认为这一预期已经实现并股价中获得合理反映, 未来驱动因素应从趋势预期转向盈利的下 P/E 估值, 三季度和四季度盈利提供了年度量化 2010 年盈利和 P/E 估值的基础, 随着四季度钢价上涨, 部分钢铁公司 P/E 估值将重新具备吸引力的区间。
- 在行业景气全面复苏前, 我们维持行业结构性和阶段性投资策略观点。从结构看, 长材未来投资机会仍将好于板材, 吨钢市值小(弹性大)公司有更好表现。从阶段看, 由于钢价上行和盈利改善趋势的驱动力仍在, 短期内我们仍看好钢铁股的表现, 但从中期看, 随着钢企盈利恢复至合理水平, 能否具备吸引力的 P/E 估值是钢铁股继续表现的关键。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业资深分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

徐卫

钢铁行业助理分析师

8621-63325888 × 6093

xuwei1@orientsec.com.cn

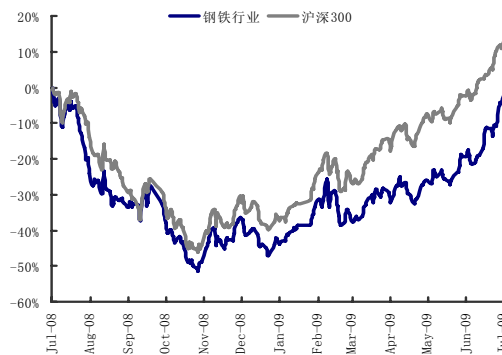
行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 钢铁

报告日期 2009 年 7 月 10 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	18.9	34.1	11.4
相对表现 (%)	5.7	4.6	-10.0

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EP	09EPS(E)	股价	评级
华菱钢铁	0.73	0.35	0.07	8.68	增持
宝钢股份	0.73	0.37	0.28	8.18	增持
大冶特钢	0.72	0.45	0.39	8.45	增持
武钢股份	0.83	0.66	0.38	9.03	增持
鞍钢股份	1.04	0.41	0.21	14.4	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《冬雪辞寒 静待春风——2009 年度钢铁行业投资策略》	2009 年 1 月 6 日
《盈利拐点已至——2008 年钢铁行业上市公司中报总结》	2008 年 9 月 5 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

2009 上半年钢铁行业运行分析	3
内需：投资强劲 期待房地产复苏	3
外需：出口低迷 恢复仍需时日	4
供给：产量快速恢复，板材供应存压力	6
钢价：二次探底后逐月反弹	7
2009 年中报前瞻	8
2009 下半年展望：盈利逐步改善	10

2009 上半年钢铁行业运行分析

内需：投资强劲 期待房地产复苏

2009 上半年，内需的强劲增长已经超出我们年初的预期。以下数据可以表明国内钢铁需求已经显著复苏：1) 剔除出口后，1-5 月粗钢表观消费增速为 8.2%，其中 5 月达 13%；2) 1-5 月螺纹钢产量同比增长 19.6%，去年同期的增速仅为-1.2%；即使考虑库存同比增加因素，1-5 月的数据还是表明内需增长之强劲。

今年 1-5 月国内城镇固定资产投资同比实际增速逐月攀升，5 月累计增速更是高达 36.9%，单月增速超过 40%。远超出预期的固定资产投资对钢材尤其是建筑钢材需求拉动明显，预计下半年固定资产投资增速仍可维持在 30%以上的水平。

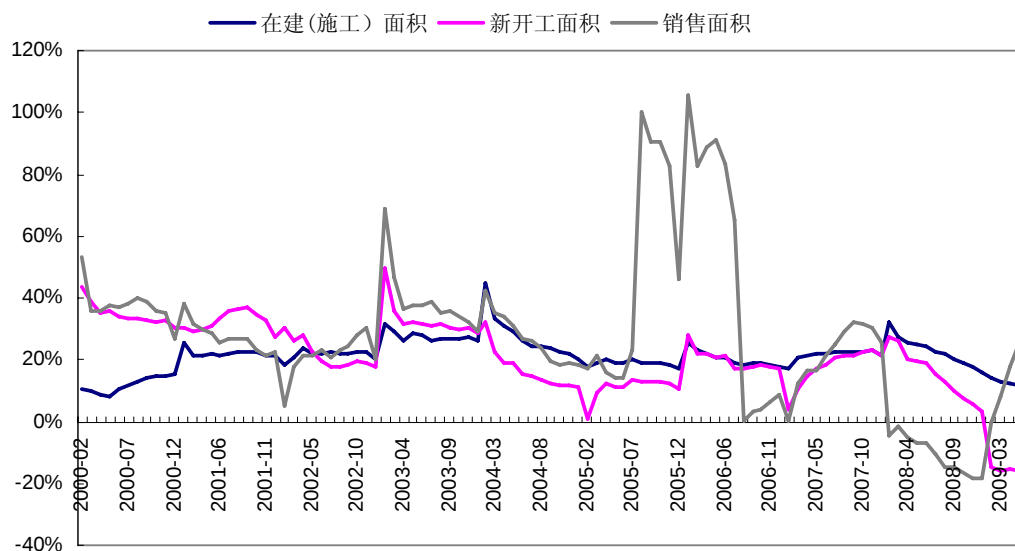
具体看，政府主导下的基建投资是内需增长的主要驱动力量，如表 1 所示，1-5 月与基建相关投资增速高达 51.3%，而去年同期增速仅有 13.9%，上半年的基建或主要是已有项目的加速施工，预计在 7、8 的梅雨高温季节之后，新开工基建项目拉动作用将增强。除了基建投资的拉动，钢铁下游汽车行业产销量大幅增长也带动了国内钢铁特别是板材产品的需求。

继基建之后，房地产有望成为拉动钢材消费的新引擎。1-5 月房地产销售面积同比增长 25.5%，地产库存消化显著。但因为累计施工面积增速减缓和新开工面积同比下降，当期对钢铁需求影响明显减弱。不过随着后期地产新开工面积的增加，预计年底或明年初房地产将明显复苏。

表 1：固定资产投资增速分解

2009 年 1-5 月固定资产投资金额(亿元)		09 占比 %	比 08 增长 %	08 年同期占 比%	比 07 增长 %
全国总计	53520.32	100.0	32.9	100.0	25.6
1.制造业	17029.02	31.8	29.9	32.6	30.5
其中：消费品制造（食品饮料、医药、纺织、家具等）	3576.52	6.4	24.0	7.2	21.2
工业原材料制造（化工、金属等）	7485.9	14.2	27.9	14.5	34.9
设备制造	5966.58	11.2	36.5	10.9	31.3
2.房地产业	12119.08	22.6	12.7	26.7	34.0
3.交通运输、仓储和邮政业	5714.02	10.7	60.8	8.8	7.1
4.水利、环境和公共设施管理业	4935.58	9.2	60.0	7.7	31.2
5.电力、燃气及水的生产和供应业	3563.88	6.7	25.2	7.1	6.9
6.教育、卫生、文化、公共管理	3181.92	6.0	54.2	5.1	10.2
7.商业、住宿、餐饮、服务	2582.54	4.9	46.8	4.4	32.1
8.采矿业	1993.81	3.7	27.7	3.9	33.8
9.其他	2400.47	4.4	55.9	3.8	19.3
基建相关	19795.87	37.0	51.3	32.5	13.9

资料来源：东方证券研究所

图 1：房地产复苏可期


资料来源：东方证券研究所

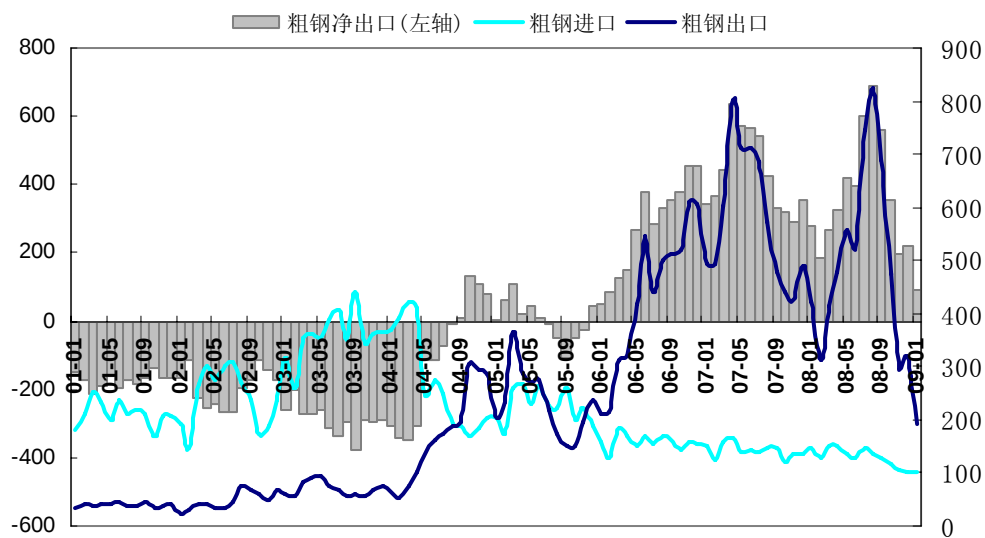
外需：出口低迷 恢复仍需时日

钢材出口在我国钢铁行业供需平衡中扮演着重要的角色，07、08 年直接净出口粗钢约 6913、6054 万吨，分别占当年粗钢产量的 14%、12%，另外约有 10%左右的钢材通过机电产品等间接出口。

实际的出口形势也验证了我们年度策略中不看好出口的观点：1~5 月我国共计粗钢出口 790 万吨，同比下降-63.8%，进口 877 万吨，同比增加 23%，净进口 87 万吨，而去年同期净出口 1471 万吨。机电产品出口同样不容乐观，同比降幅可能继续在-20%左右徘徊。

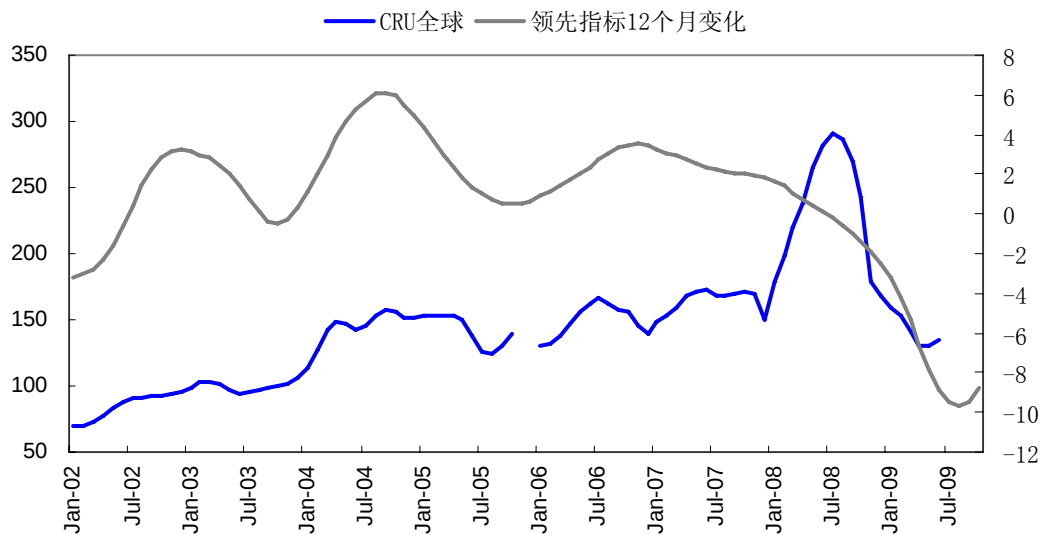
基于对国外需求触底转好的预期和可能的出口退税进一步调整，直接出口环比继续下降的空间不大；且随着国际钢价的回暖，出口下半年有望逐渐改善。不过受制于国外 60%不到的产能利用率和失去价格优势的国内钢价，下半年国内钢材出口仍难以乐观，预计全年钢材直接出口 2000 万吨左右，约为去年 1/3。

图 2：中国钢铁出口趋势



资料来源：东方证券研究所

图 3：CRU 和 OECD 先行指标

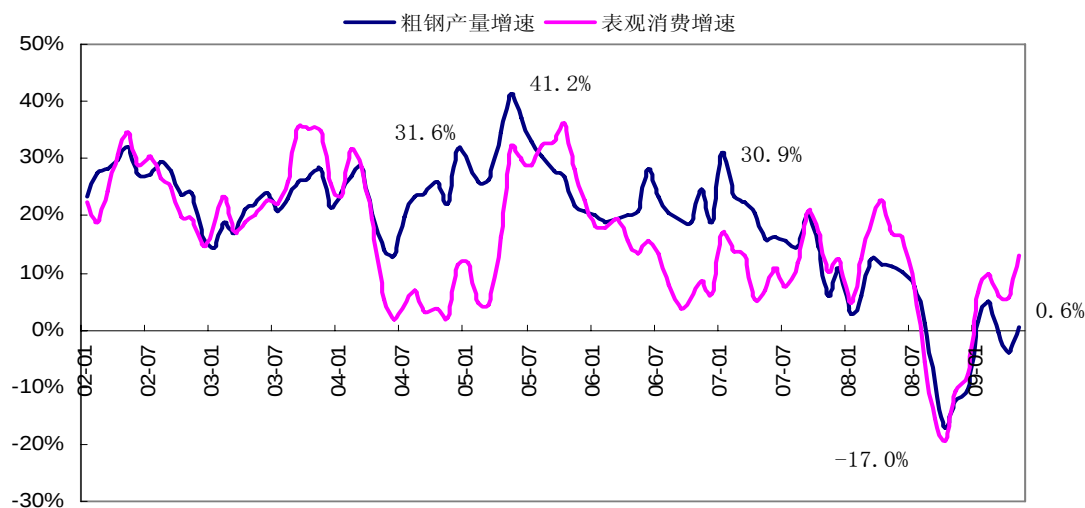


资料来源：东方证券研究所

供给：产量快速恢复，板材供应存压力

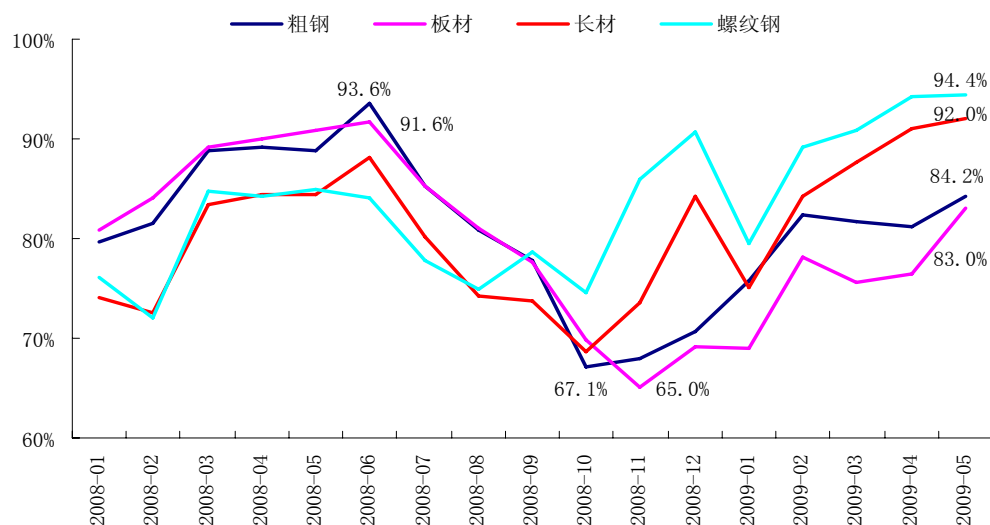
因为产能过剩和竞争充分（集中度低），中国粗钢产量对需求保持很好的弹性，随着钢价反弹和钢企盈利的恢复，国内粗钢日产量水平及其所反映出来的产能利用率水平逐月攀升，5月粗钢日均产量为149.9万吨，6月预计日产量水平在153万吨左右，年化产量达到5.6亿吨，日产量水平也恢复到去年6月峰值的98%。

图 4：粗钢和分产品利用率逐月提升



资料来源：东方证券研

图 5：粗钢和分产品利用率逐月提升



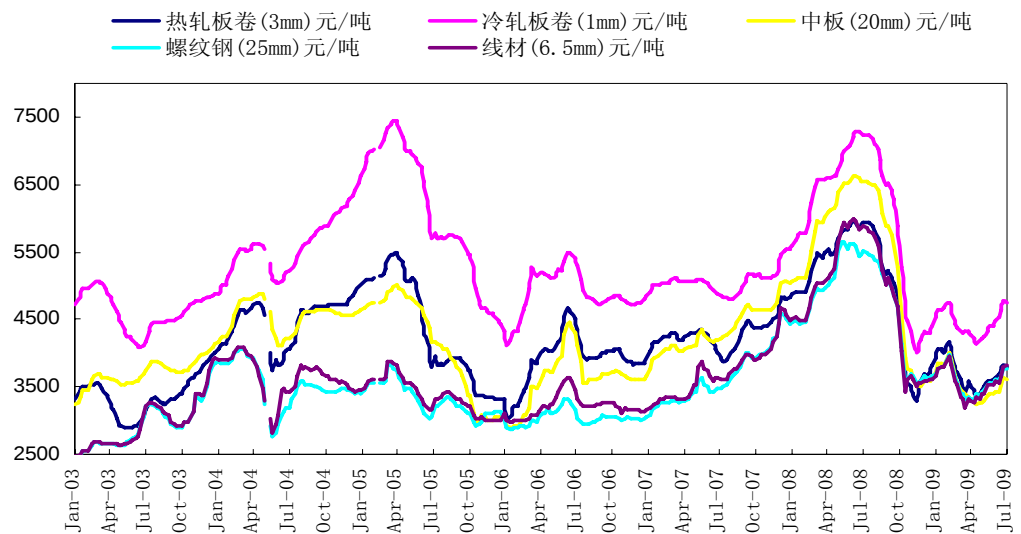
资料来源：东方证券研

钢价：二次探底后逐月反弹

09年上半年钢价经历了二次触底，先是钢厂主导而虚涨的1月行情，再是钢材消费旺季到来后有实际支撑的二季度行情：4月初长材率先触底反弹、板材也在4月下旬跟随上涨，从前一低点反弹至今，各普碳品种涨幅基本在20%左右，

因为高温和梅雨天气，接下来的7、8月（对应农历的6、7月份）是钢材传统消费淡季，加之前期钢价上涨刺激钢厂复产带来的供给压力，我们预计7、8月钢价将维持盘整或小幅调整走势。不过随着9月后消费旺季的到来，预计基建为主的新增投资项目将延续强劲内需之增长，伴随着房地产投资的需求启动，预计钢价将重现上涨趋势，建筑长材价格表现将继续好于板材。

图 6：国内主要钢铁价格趋势



资料来源：东方证券研究所

表 2：国内主要钢铁价格趋势 2009 年钢价季度表现

型号	单位	最新 价格	2008 年		2009 年		环比				
			Q3	Q4	Q1	Q2	Q4/Q3	Q1/Q4	Q2/Q1	目前/Q2	
热轧板卷	3mm	元/吨	3799	5524	3611	3813	3570	-34.63%	5.60%	-6.38%	6.41%
冷轧板卷	1mm	元/吨	4743	6815	4554	4491	4384	-33.18%	-1.39%	-2.38%	8.19%
中板	20mm	元/吨	3621	6169	3858	3666	3377	-37.46%	-4.97%	-7.87%	7.21%
螺纹钢	25mm	元/吨	3779	5231	3644	3634	3516	-30.34%	-0.26%	-3.27%	7.49%
线材	6.5mm	元/吨	3811	5410	3620	3593	3493	-33.09%	-0.74%	-2.78%	9.10%
不锈钢冷轧	304CR	元/吨	21000	26542	20271	16429	17079	-23.63%	-18.95%	3.95%	22.96%
	202CR	元/吨	18400	22885	18808	14792	14785	-17.82%	-21.35%	-0.05%	24.45%
无取向硅钢	50WW800	元/吨	5450	7669	5621	5304	5073	-26.70%	-5.64%	-4.36%	7.43%
取向硅钢	30Q130	元/吨	24200	46857	41485	29258	23946	-11.46%	-29.47%	-18.16%	1.06%
钢坯	上海	元/吨	3230	5305	3492	3322	3133	-34.18%	-4.88%	-5.68%	3.10%
五氧化二钒	98%片	万元/吨	9.10	21.59	13.68	10.13	8.58	-36.64%	-25.99%	-15.29%	6.10%

资料来源：东方证券研究所

2009 年中报前瞻

5月行业首度盈利并扭转持续了7个月的亏损局面：5月国内重点钢铁企业（72家）赢利10.4亿元，前5个月累计亏损44.2亿。6月钢价延续上涨态势（见下表），且前期滞后调价的大型钢企基本都上调了6月出厂价格，预计钢企盈利将有明显回升，表统计了5、6月钢企实现扭亏的相关新闻。不过因为一季度的巨亏，全行业上半年盈利同比仍将大幅下降。具体到上市公司，大部分半年报仍将是亏损或略有盈利。由于目前盈利的明显改善趋势，钢铁公司大幅下降的中报业绩（甚至亏损）已经不再重要，市场更关注盈利改善后钢企的盈利水平，从这一层面看，钢企三季报业绩将提供年度化盈利预测的重要参考。

表 3：钢铁行业大中型企业（72 家）月财务数据汇总

单位：亿元	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05
产品销售收入	1808	1521	1670	1398	1488	1594	1560	1670
产品销售成本	1656	1656	1711	1320				
利润总额(补贴后)	-58.4	-127.8	-291.2	-10.6	-1.9	-19.2	-15.2	10.4
月末存货	4746	4575	3982	3765	3771	3784	3627	3584
产成品	1268	1174	1012	1049	1088	1045	943	872
资产总额	26334	26300	26148	25405	25719	26365	26882	27082
负债总额	15871	15600	15453	15407	15715	16211	16539	16732
管理费用	39	57	77	62	60	69	63	69
财务费用	33	30	24	31	30	28	29	30
销售费用	23	19	23	16	15	17	17	16
销售利润率	-3.23%	-8.40%	-17.44%	-0.76%	-0.13%	-1.20%	-0.97%	0.62%

资料来源：东方证券研究所

表 4：月度现货钢价和原材料成本变化

	热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材	铁矿	西澳-北仑	巴西-北仑	焦炭	废钢
09-03	3543	4309	3424	3402	3326	714	7.3	19	1738	2494
09-04	3424	4213	3275	3360	3328	654	7	17.3	1525	2288
09-05	3561	4323	3350	3515	3492	686	10.8	25.6	1600	2315
09-06	3717	4597	3498	3665	3651	704	18.6	43.2	1744	2507
目前价格	3799	4743	3621	3779	3811	740	17	45.6	1800	2600
4月变动	-119	-96	-149	-42	2	-60	0	-2	-213	-207
涨跌幅	-3.4%	-2.2%	-4.4%	-1.2%	0.1%	-8.4%	-6.3%	-9.1%	-12.3%	-8.3%
5月变动	137	110	75	155	164	32	4	8	75	28
涨跌幅	4.0%	2.6%	2.3%	4.6%	4.9%	4.9%	57.4%	48.4%	4.9%	1.2%
6月变动	156	274	149	151	159	18	8	18	144	192
涨跌幅	4.4%	6.3%	4.4%	4.3%	4.6%	2.6%	73.2%	68.3%	9.0%	8.3%
目前-6月变动	82	146	123	114	160	36	-2	2	56	94
目前/6月变化	2.2%	3.2%	3.5%	3.1%	4.4%	5.2%	-10.8%	5.6%	3.2%	3.7%

资料来源：东方证券研究所

表 5：国内主要钢企 5、6 月份盈利相关新闻

公司名称	相关新闻
华菱集团	年 1 至 6 月，实现销售收入 241.7 亿元，6 月份当月实现利润 1.34 亿元，旗下的湘钢、涟钢、衡钢当月实现全面盈利，扭转亏损局面。
柳钢	5 月份实现利润 1500 万元，结束了长达 7 个月的大亏损局面
济钢	今年前四个月全部亏损。5 月份可能持平，6 月份将实现盈利。
山东钢铁	6 月份扭亏为盈，力争实现利润 5000 万元。
攀钢	5 月份较 4 月份减亏 1.17 亿元，不过减亏的攀钢仍然处于连续数月的亏损状态。
鄂钢	4 月份预计实现利润 400 万元，扭亏为盈，5 月份力争实现利润 1000 万元
	1 至 6 月份累计实现销售收入 42 亿元，实现利润 5200 万元，实现了“时间过半、任务过半”。
八钢	5 月份，八钢一举扭转今年以来的生产经营颓势，实现盈利。
韶钢	6 月份，至 21 日，韶钢实现钢材销售毛利总额 5802 万元，已实现 6 月份扭亏为盈目标。目前，韶钢为 6 月份确保实现毛利 8000 万元、冲刺毛利 9000 万元的目标而努力。

资料来源：东方证券研究所

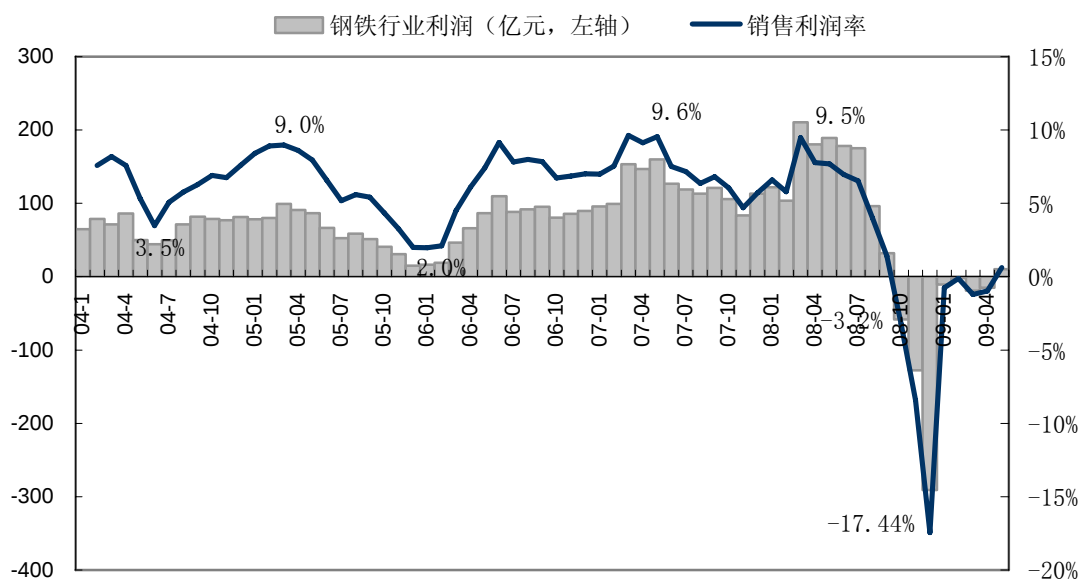
2009 下半年展望：盈利逐步改善

我们预计 09 年钢铁行业盈利将保持季度环比改善的过程，因为整体产能过剩的弱平衡，行业盈利水平将低于历史水平。分产品看，长材目前盈利已进入景气周期，改善趋势明显好于板材；分公司看，良好的费用控制也是决定盈利重要因素。

下半年钢企盈利改善仍将延续，考量依据如下：1) 7-8 月国内钢价虽面临季节性调整，但预计下调空间不大，季度均价相对 2 季度仍环比上涨；2) 钢企高价原材料在 2 季度已经充分消化，3 季度钢企成本更能反映现货水平；3) 在四季度消费旺季，预计钢价仍有上涨空间，盈利环比改善。

在行业景气全面复苏前，我们维持行业结构性和阶段性投资策略观点。从结构看，长材未来投资机会仍将好于板材，吨钢市值小（弹性大）公司有更好表现。从阶段看，由于钢价上行和盈利改善趋势的驱动力仍在，短期内我们仍看好钢铁股的表现，但从中期看，随着钢企盈利恢复至合理水平，能否具备吸引力的 P/E 估值是钢铁股继续表现的关键。

图 7：月度行业利润趋势



资料来源：东方证券研究所

表 6：不同成本钢企盈利变动测算

	单位	09Q1	09Q2	09Q3E	Q2-Q1	Q3-Q2
国内矿石现货	元/吨	800.8	673.6	695.0	-127.2	21.4
印度现货矿价	美元/吨	77.2	66.0	73.0	-11.2	7.0
合约铁矿石	美元/吨	70.8	59.3	59.3	-11.5	0.0
巴西-中国	美元/吨	10.2	20.6	38.1	10.4	17.5
西澳-中国	美元/吨	5.0	8.3	16.5	3.3	8.2
废钢	元/吨	2600	2328	2450	-272	122
焦炭	元/吨	1854	1593	1720	-261	127
合约焦煤	元/吨	1100	1000	1100	-100	100
汇率		6.84	6.83	6.83	-0.01	0.00
成本变动测算	铁矿石	海运费	废钢	煤炭	其他	合计
钢企-长协 (Q2-Q1)	-126	23	-19	-60	-18	-200
钢企-现货 (Q2-Q1)	-174		-19	-112	-30	-335
钢企-长协 (Q3-Q2)	0	43	8	60	11	123
钢企-现货 (Q3-Q2)	29		8	54	9	101

资料来源：东方证券研

表 7：不同成本钢企盈利变动测算

现货均价变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
09Q1	元/吨	3813	4491	3666	3634	3593
09Q2	元/吨	3520	4307	3332	3467	3439
09Q3E	元/吨	3799	4743	3621	3779	3811
Q2-Q1 (不含税)	元/吨	-250	-157	-286	-143	-132
Q3-Q2 (不含税)	元/吨	238	372	247	267	318
吨钢利润变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
钢企-长协 (Q2-Q1)	元/吨	-50	44	-86	57	69
钢企-现货 (Q2-Q1)	元/吨	84	178	49	192	203
钢企-长协 (Q3-Q2)	元/吨	116	250	125	144	195
钢企-现货 (Q3-Q2)	元/吨	137	271	146	165	217

资料来源：东方证券研

表 8：重点公司盈利预期和投资评级

公司名称	评级	股价	EPS			P/E			P/B	
		最新	2009E	2009Q3	2010E	2009E	Q3 年化	2010E	2008E	2009E
新兴铸管	增持	9.12	0.62	0.2	0.76	14.7	11.4	12.0	2.08	2.07
三钢闽光	增持	17.19	0.28	0.3	1.48	61.4	14.3	11.6	3.51	3.37
马钢股份	增持	5.54	0.05	0.07	0.31	110.8	19.8	17.9	1.46	1.41
宝钢股份	增持	8.18	0.22	0.09	0.39	37.2	22.7	21.0	1.56	1.52
武钢股份	增持	9.03	0.34	0.14	0.57	26.6	16.1	15.8	2.56	2.48
鞍钢股份	增持	14.40	0.31	0.21	0.76	46.5	17.1	18.9	1.96	1.95
华菱钢铁	增持	8.68	0.12	0.12	0.52	72.3	18.1	16.7	1.64	1.64

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨宝峰：钢铁行业资深分析师

徐 卫：钢铁行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 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%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn