

方正证券研究中心

有色钢铁行业分析师：邓新荣 唐硕

TEL: (86731) 85832353

E-mail: dengxinrong@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

TEL: (86571) 87782600

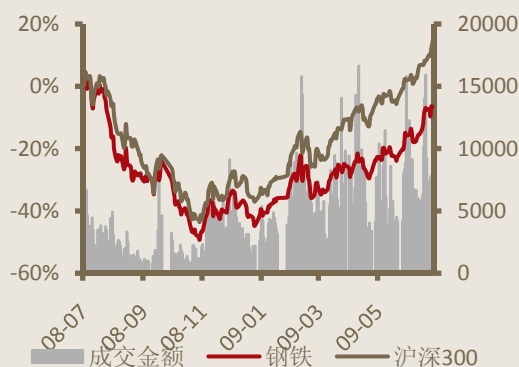
E-mail: wujialei@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	34
总股本（亿股）	989.47
销售收入（亿元）	12,289.97
利润总额（亿元）	298.71
行业平均 PE	26.72
平均股价（元）	7.64

注：以 2009 年 07 月 03 日股价计算

钢铁行业相对指数表现



相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

钢铁行业2009年度中期投资策略

钢铁行业·策略研究
2009.07 增持

投资要点

※国内需求回升 行业显复苏迹象

钢铁业目前景气已经探底回升，国际、国内钢材都出现了价量齐升的局面。随着经济和下游产业的恢复，预计下半年钢铁业供求态势有望进一步好转，2010 年景气继续提升。

※钢铁价格有望震荡走高

在需求逐步好转时，我们认为钢材的定价原则将再次回归理性，在宏观经济转好、下游需求回暖以及成本不断上升的过程中，钢价将呈上行趋势，三季度传统旺季的到来或将继续构成钢价上涨动力。

※加快兼并重组 提高行业集中度

在钢铁产业调整和振兴规划中提出了钢铁企业跨省重组的鼓励政策，工信部也明确表示支持钢铁企业兼并重组。以宝钢、武钢、鞍钢为龙头的央企对地方钢企的重组以及各省内部钢企之间的整合形势愈趋明确。

※投资建议

鉴于一些钢铁股的市净率只有 1.7 倍，以及钢材价格上涨预期，我们给予钢铁行业“增持”的投资评级。公司选择上遵循四个思路：一是业绩稳定增长的公司，如武钢股份、太钢不锈；二是目前亏损，但钢价上涨业绩弹性大的公司，如：鞍钢股份、华菱钢铁等；三是拥有资源的公司，如凌钢股份、包钢股份等；四是可能并购、整合的公司。

※风险因素

国内外需求恢复低于预期；成本上涨高于我们的预期；新增产能超预期和淘汰落后产能低于预期。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价	EPS			PE			PB	评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E		
鞍钢股份	14.25	0.41	0.20	0.90	35	60	13	2.0	增持
武钢股份	7.95	0.66	0.61	0.77	13	13	10	2.4	增持
太钢不锈	8.03	0.23	0.36	0.51	41	22	15	2.5	增持
凌钢股份	9.70	0.44	0.37	0.55	24	23	16	3.0	增持
新兴铸管	8.45	0.43	0.55	0.69	20	15	12	2.0	增持
华菱钢铁	7.97	0.35	0.28	0.40	19	25	16	1.7	增持
首钢股份	6.07	0.37	0.41	0.55	18	16	12	2.5	增持
宝钢股份	7.30	0.37	0.20	0.52	40	34	13	1.5	增持
包钢股份	4.00	0.14	0.11	0.15	29	25	21	1.9	增持

数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心 注：股价为 07 月 03 日

目 录

一、行业底部基本确立：09 上半年行业回顾	4
1、钢铁价格两次探底回升	4
2、产量持续回升	5
二、09 年下半年行业展望	5
1、国内需求回升 行业显复苏迹象	5
1.1 宏观经济带动钢铁行业景气回升	5
1.2 房地产行业及固定资产投资需求回升	7
1.3 汽车行业及家电行业显需求潜力	8
2、铁矿石谈判志在争夺话语权	9
3、钢铁价格有望回升	10
4、加快重组兼并 提高行业集中度	12
三、投资策略	14
四、重点上市公司业绩分析与估值	14
五、风险提示	15

图表目录

图表 1: 我国钢材价格走势.....	4
图表 2: 国内外钢材价格指数.....	4
图表 3: 中国钢铁进出口量.....	5
图表 4: 中国宏观经济景气指数.....	5
图表 5: 世界主要经济体 GDP 走势.....	6
图表 6: 钢铁行业景气回升.....	6
图表 7: 世界主要经济体 PMI 走势.....	6
图表 8: 钢铁行业下游需求占比.....	7
图表 9: 钢铁库存与固定资产投资此消彼长.....	7
图表 10: 房地产销售、开发同比增长.....	7
图表 11: 汽车产量增速回升.....	8
图表 12: 各大家电产量增速回升.....	8
图表 13: 我国前十名钢厂仅占 30% 的产量.....	9
图表 14: 三巨头占据全球矿石 70% 的流通量.....	9
图表 15: 国产铁矿石与进口铁矿石比例.....	10
图表 16: 长材板材涨势不均.....	10
图表 17: 钢材期货价格指数.....	11
图表 18: 钢材综合价格指数连续八周环比上涨.....	11
图表 19: 全球与中国钢材价格指数.....	11
图表 20: 全球钢铁工业经历的四次大规模重组购并.....	12
图表 21: 钢铁行业集中度的国际比较.....	12
图表 22: 国务院两大钢铁政策中关于并购内容的摘要.....	13
图表 23: 主要钢铁企业的战略规划（单位：万吨）.....	13
图表 24: 同一省份的多个钢厂.....	13
图表 25: 钢铁行业 PB 与沪深 300PB 比较.....	14
图表 26: 钢铁行业 PB 值处于全行业最低位置（09-6-22）.....	14
图表 27: 重点公司盈利预测及估值.....	15

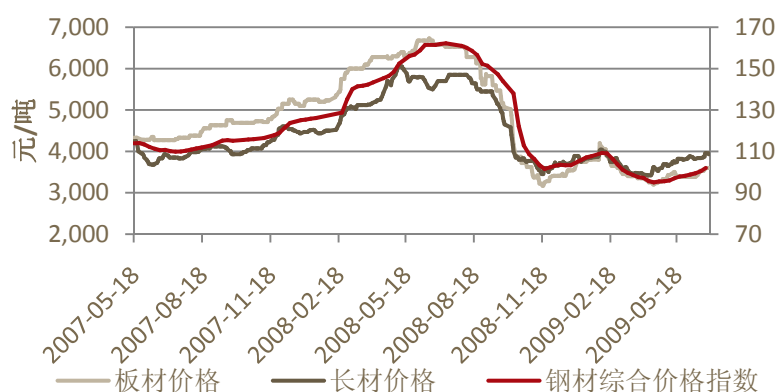
一、09 年上半年行业回顾

1、钢铁价格两次探底回升

从 2008 年钢铁价格暴跌以来,国内钢铁价格已经出现两次探底反弹。第一次是 2008 年 11 月份,中钢协综合价格指数一度下跌到 101.5 点,在国家出台 4 万亿投资刺激政策后,钢铁价格出现反弹,中钢协综合价格指数达到 109.26 点,反弹了 7.66%。

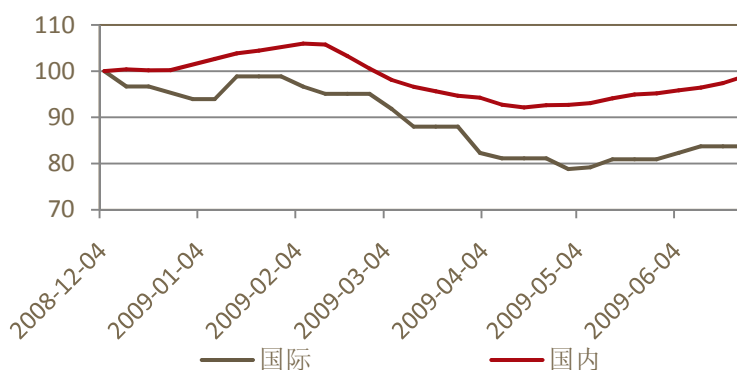
但是,由于下游需求并没有发生实质性转变,今年 2 月以后钢铁价格再一次下跌,中钢协价格指数最低下探到 95 点,跌幅超过 13%。在连续下跌 10 周之后,随着 2 季度用钢旺季的到来,钢材销售回暖,库存下降,钢铁价格在 4 月中旬再次开始反弹。截至 6 月 29 日,钢材价格已经连续反弹 11 周。

图表 1: 我国钢材价格走势



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 2: 国内外钢材价格指数



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心 (均以 08-12-5 为 100)

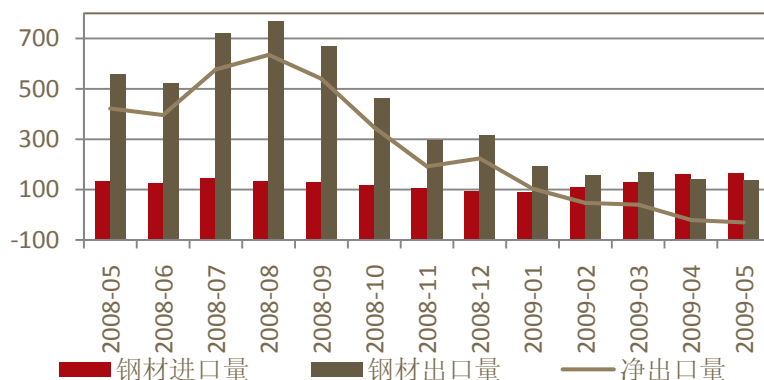
国际来看,全球大部分地区也止跌反弹。截至 6 月 26 日,CRU 全球钢铁价格指数为 134.4 点,较最低点反弹了 7.9 点,达 6.25%。总体来看,在经历了全球范围内的钢铁价格暴跌之后,国内外钢铁

价格均触底反弹，几轮反复市场底部进一步夯实。

2、产量持续回升

今年上半年我国钢铁生产持续升温，粗钢月产量从 2008 年 11 月的 3519 万吨迅速回升到 2009 年 5 月 4646 万吨，年化粗钢产量水平从 4.23 亿吨上升到 5.47 亿吨，仅低于 2008 年 6 月份 5.71 亿吨的生产水平，创历史第二高。

图表 3：中国钢铁进出口量（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

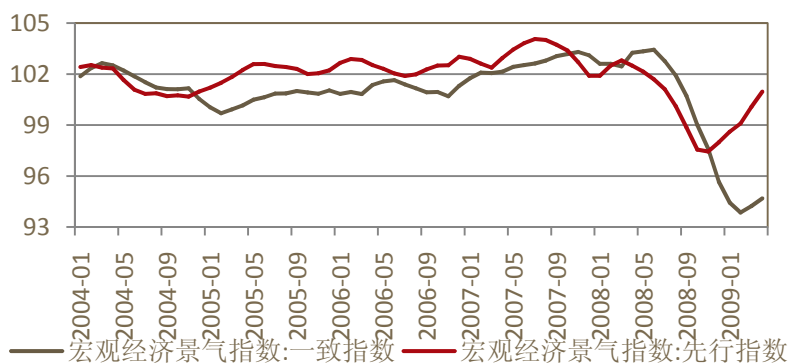
国际上来看，除我国外其它国家月度粗钢产量也从去年 12 月份 4302 万吨回升到今年 4 月份的 4604 万吨，欧盟、独联体、南美、中东、日本、韩国等国家或地区粗钢产量均出现环比正增长，而形势最为严峻的美国钢铁工业开工率也连续 9 周出现回升。

二、09 年下半年行业展望

1、国内需求回升 行业显复苏迹象

1.1 宏观经济带动钢铁行业景气回升

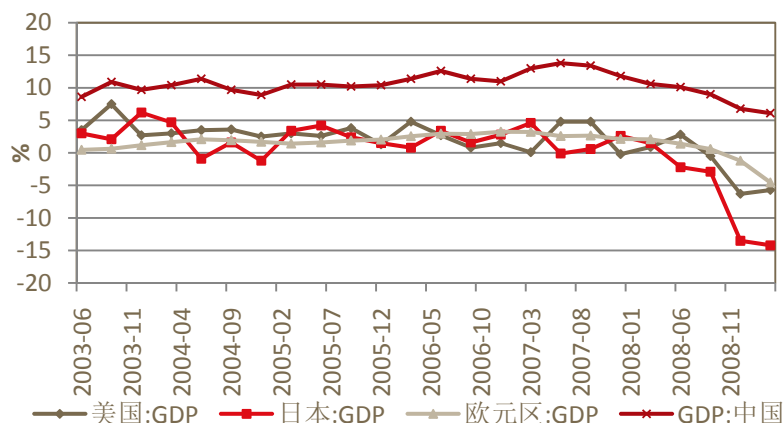
图表 4：中国宏观经济景气指数



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

钢铁行业与宏观经济密切相关。在宏观经济趋稳形势下，钢铁行业景气在 09 年 3 月探底后转头向上，我们认为，钢铁行业在宏观经济总体向上的指引下形势趋好，最困难的时期已经过去。

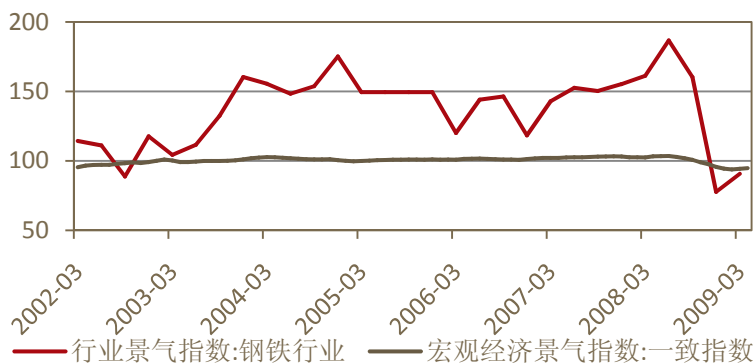
图表 5：世界主要经济体 GDP 走势



数据来源：Bloomberg 方正证券研究中心

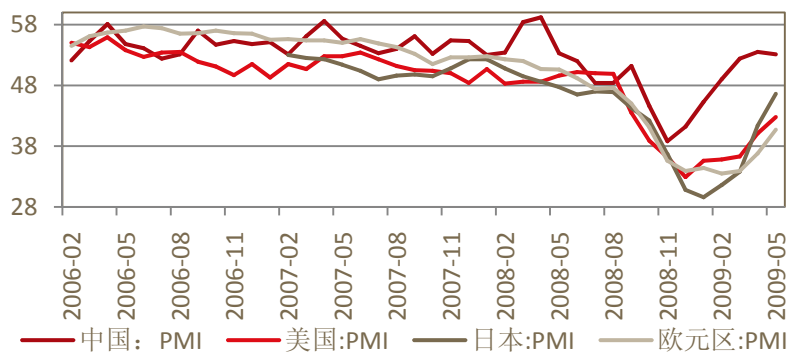
09 年以来，在国内 4 万亿拉动内需的政策影响下，市场信心逐步恢复，固定资产投资增速超预期，汽车销量创新高以及房地产市场快速回升都显现出经济复苏的特征。

图表 6：钢铁行业景气回升



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 7：世界主要经济体 PMI 走势

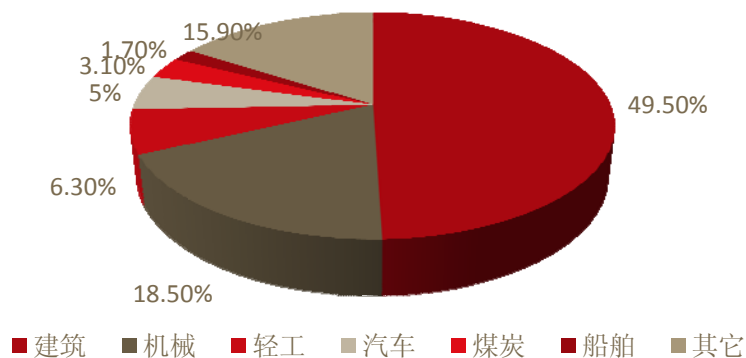


数据来源：Bloomberg 方正证券研究中心

从世界各主要经济体：美国、欧洲、日本的 PMI 看，均在 09 年上半年出现了明显的拐点，虽然涨幅不一，但都出现了回升的迹象。相比而言，中国的 PMI 在经历了 08 年的下滑后率先回升，并恢复至 50 以上，未来的钢铁行业值得期待。

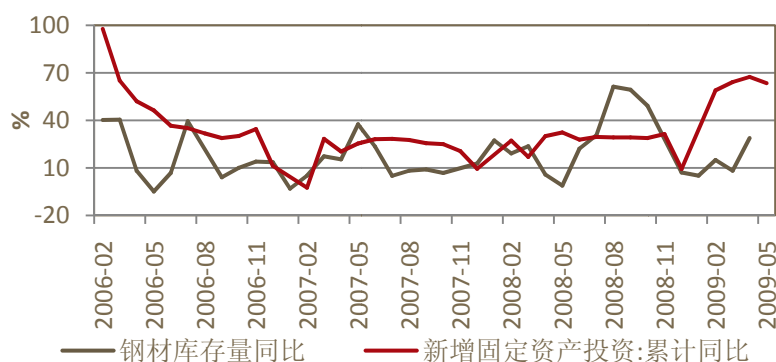
1.2 房地产行业及固定资产投资需求回升

图表 8：钢铁行业下游需求占比



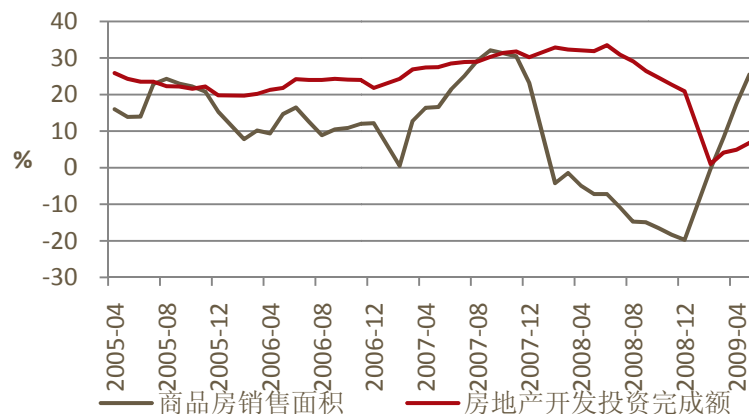
资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 9：钢铁库存与固定资产投资此消彼长



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 10：房地产销售、开发同比增长



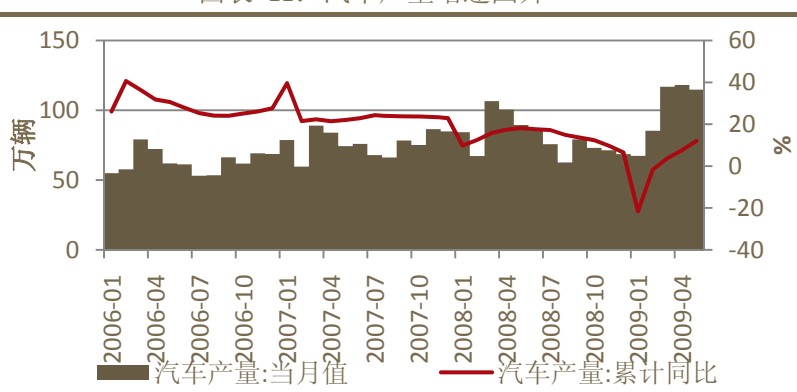
资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

在行业政策的刺激下，房地产逐渐显露出积极走势，销售面积 3 月份开始变为正增长，1-4 月累计销售增长 17.6%，销售情况的回暖是开工的前提条件。目前，新开工面积增速已经止跌，方正证券房地产行业研究员认为下半年房地产行业有望好转，这必将带动建筑用钢材的需求。最新数据显示，今年 1-5 月，全国完成房地产开发投资 10165 亿元，同比增长 6.8%，增幅比 1-4 月提高 1.9 个百分点。

大量的新开工项目确保了钢材在未来一段时间内的需求将保持强劲。由此可见，通过政府主导的固定资产投资以及房地产回暖都将支撑建筑钢材需求的增长，虽然工业用钢需求仍然处于低谷，但市场底部已基本确定。

1.3 汽车行业及家电行业显需求潜力

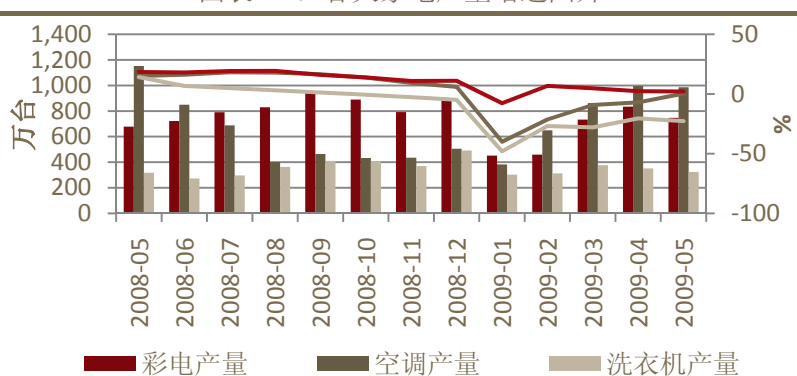
图表 11：汽车产量增速回升



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

据中国汽车工业协会公布的最新统计，今年 1-5 月，国产汽车产销 483.77 万辆和 495.68 万辆，同比增长 11.10% 和 14.29%。汽车产销增幅出现今年以来的首次两位数增长；家电方面，随着家电下乡等下游行业的快速增长，我国内需潜力也将慢慢显现。

图表 12：各大家电产量增速回升

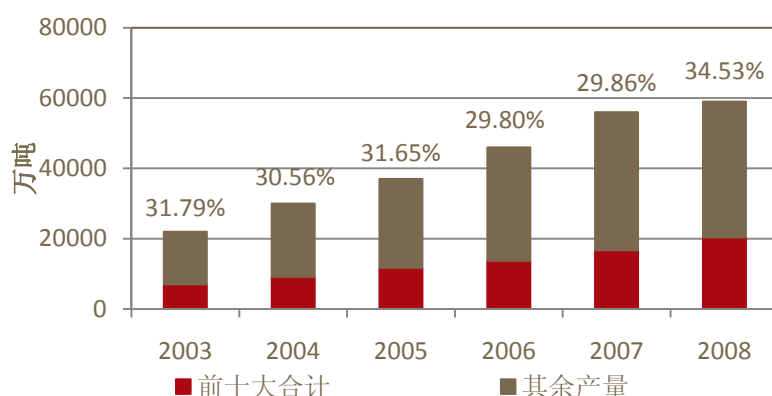


资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中

2、铁矿石谈判志在争夺话语权

中钢协代表中方进行谈判，谈判进行至今，道路不那么平坦。首先，日本新日铁与力拓达成铁矿石首发价 33% 降幅，之后 6 月 11 日淡水河谷与日本新日铁公司和韩国浦项制铁粉矿合同价达成价格下调 28.2% 的协议，与中方下降 40%-45% 的预期有一定差距。

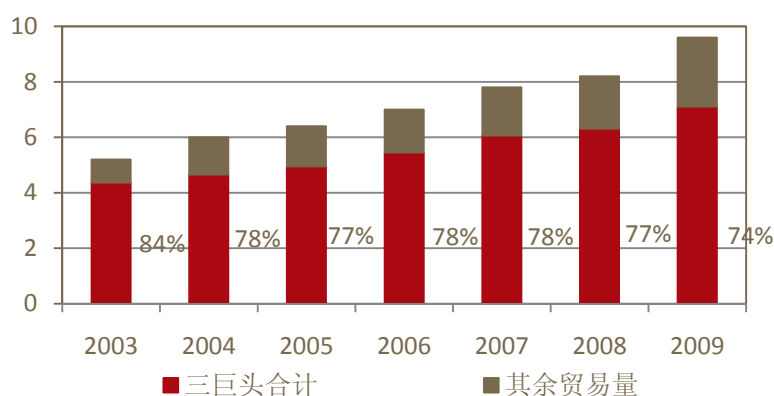
图表 13：我国前十名钢厂仅占 30% 的产量



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

从谈判局势上来看，日韩钢厂以及我国中小钢厂的妥协，已经使得中方的谈判筹码正在减少。最后达成的长协价格预计会在 33%-35% 左右。我们认为此次中钢协铁矿石谈判志在争夺铁矿石话语权。然而在话语权的争夺上，谈判的难度来自两方地位的不对称。近几年，我国排名前十的钢厂仅占据约 30% 的产量，而三大巨头控制的矿石流通量占据全球的 70%。

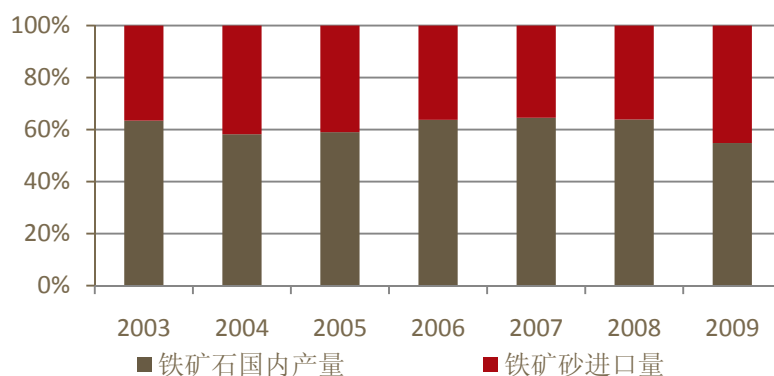
图表 14：三巨头占据全球矿石 70% 的流通量



资料来源：方正证券研究中心

且从进口铁矿石与国产铁矿石产量的比例来看，截至 2009 年 4 月，进口铁矿石比例在继续增大，接近 50%，铁矿石对外依存度处于较高位置。现在谈判仍在持续，中钢协争夺话语权的努力仍在进行。

图表 15: 国产铁矿石与进口铁矿石比例

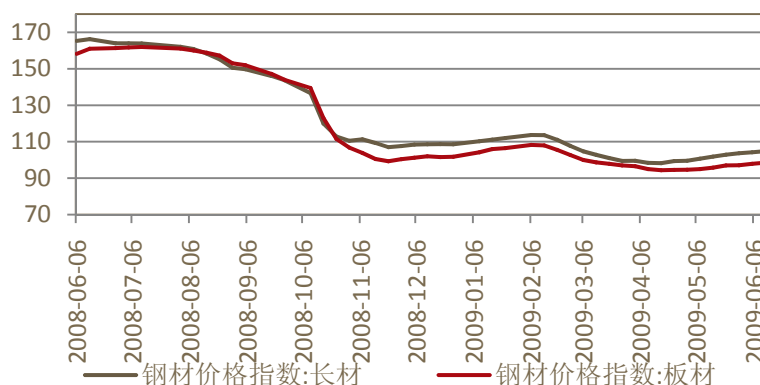


资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

3、钢铁价格有望回升

在全球钢材需求减弱的大趋势中，国内钢市筑底回升行情反映了 4 万亿投资拉动对钢材起到了良好的刚性需求作用，中国钢材市场这种低谷回升走势预计还将继续维持。理由来自真实的下游产业——房地产、家电、汽车需求的逐渐转旺，以及固定资产投资的超预期增速。

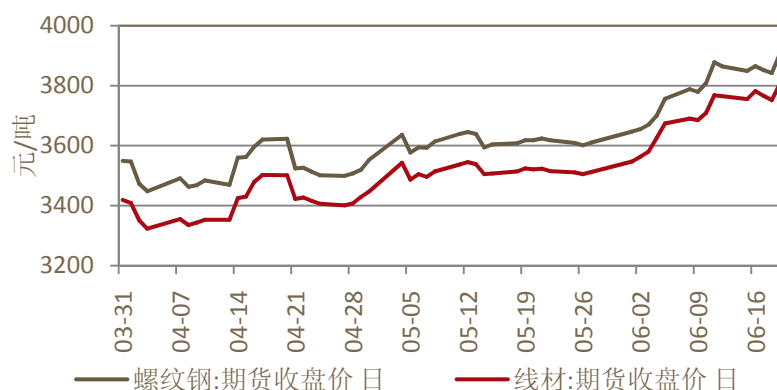
图表 16: 长材板材涨势不均



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

在不同的需求支撑下，不同品种的钢材价格涨势不尽相同。在房地产与固定资产投资增长的带领下，09 年上半年，长材价格优于板材。截至 2009 年 6 月 12 日，中钢协公布的长材价格指数为 104.81，而板材的价格指数稍低，为 98.50。

图表 17: 钢材期货价格指数



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

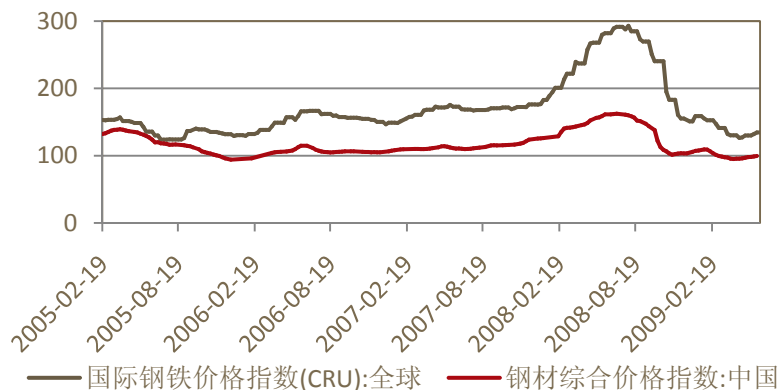
图表 18: 钢材综合价格指数连续八周环比上涨



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

从四月底至今,钢价已连续数周环比增长,预计在接下来的7、8月,因为高温和梅雨天气,加之前期钢价上涨刺激钢厂复产带来的供给压力,钢材价格会有小幅盘整。随着三季度消费旺季的到来,下游需求依旧会比较旺盛,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。

图表 19: 全球与中国钢材价格指数



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

国际钢材市场普遍出现回暖迹象，国际钢铁价格指数已在 6 月底达到 143 点，环比增长 6.7%，这也将一定程度上支撑国内钢材价格。

4、加快重组兼并 提高行业集中度

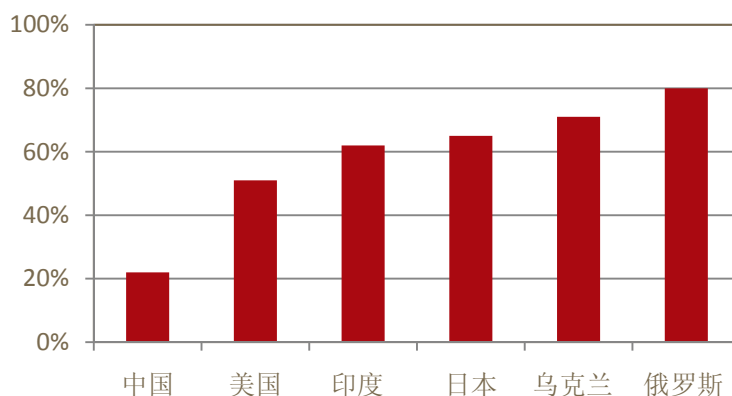
图表 20：全球钢铁工业经历的四次大规模重组购并

	时间	范围	结果
第一次	20 世纪初	美国	由此造就了世界第一钢厂——美国钢铁公司
第二次	20 世纪70 年代	日本	新日铁合并重组，使日本跃居世界钢铁头号强国
第三次	20 世纪90 年代	欧洲	欧洲钢铁业达到顶峰，拥有全球10 大钢厂中的6 家
第四次	本世纪以来	世界范围内	世界性的钢铁企业兼并重组成为一种不可阻挡的发展趋势

数据来源：方正证券研究中心

提高钢铁产业的集中度、实现钢铁资源的优化配置是我国钢铁企业做大做强、参与国际竞争的必由之路，我国颁布的《钢铁产业发展政策》提出：通过钢铁产业组织结构调整，提高产业集中度，到 2010 年，国内排名前十位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例达到 50%以上，2020 年达到 70%以上。

图表 21：钢铁行业集中度的国际比较



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

目前从国际范围比较来看，中国钢铁的行业集中度仅为 22%，远低于美国、日本、俄罗斯等世界主要经济体。

目前以宝钢、武钢、鞍钢为龙头的央企对地方钢企的重组以及各省内部钢企之间的整合形势基本已经明确，这些央企对地方钢企重组的大趋势是毋庸置疑的，而且钢铁产业调整和振兴规划中首次提出了钢铁企业跨省重组的鼓励政策，最近工信部也明确表示《钢铁企业兼并重组条例》初稿已定，“唐钢系”吸收合并邯郸钢铁、承德钒钛已获董事会批准，迈出了实质性的整合步伐。一旦未来解决了富余人员安置、企业资产划转、债务核定与处置、财税利益分配等问题，将成为日后的整合重组的经验典范。

图表 22：国务院两大钢铁政策中关于并购内容的摘要

名称	时间	具体措施	目标
《钢铁产业发 展政策》	2005 年 7 月	支持钢铁企业向集团化方向发展，通过强强联合、兼并重组、相互持股等方式进行战略重组	至2010 年，我国钢铁行业前十名的产业集中度需达到50% ， 至2020 年，将达到70% 。
《钢铁产 业调 整和振 兴规划》	2009 年 2 月	发挥宝钢、鞍本、武钢等大集团的带动作用，实现鞍本集团、广东钢铁集团、广西钢铁集团、河北钢铁集团和山东钢铁集团的产供销、人财物统一管理的实质性重组；推进鞍本集团与攀钢、东北特钢，宝钢与包钢、宁波钢铁的跨地到全国区重组；促使天津钢管与天铁、天钢、天津冶金公司，太钢与省内钢铁企业等区域内的联合重组。	力争到2011 年，全国形成宝钢集团、鞍本集团、武钢集团等几个5000 万吨以上、具有国际竞争力的特大型钢铁集团；若干个1000 万~3000 万吨级的大型钢铁集团；国内排名前5 位的钢铁集团产能将达总量的45% 以上。

数据来源：方正证券研究中心

图表 23：主要钢铁企业的战略规划（单位：万吨）

钢厂	规划产能	实现日期	08年产量	缺口
宝钢集团	8000	2012年	3509.12	4490.88
河北钢铁集团	5000	2009年	3317.66	1682.34
山东钢铁集团	3150	—	2764.64	385.36
鞍本钢铁集团	4000	2010年	2194.32	1805.68
武汉钢铁集团	3000	2010年	2660.62	339.38
江苏沙钢集团	3000	2010年	2056.8	943.2
马鞍山钢铁集团	1600	2010年	1420.52	179.48
首都钢铁集团	2500	2010年	1167.73	1332.27
华菱钢铁集团	1500	2010年	1046.78	453.22
太原钢铁集团	2000	2015年	930.42	1069.58
酒泉钢铁集团	800	2010年	679.9	120.1
合计	34550		21748.51	12801.49

资料来源：各公司网站 方正证券研究中心

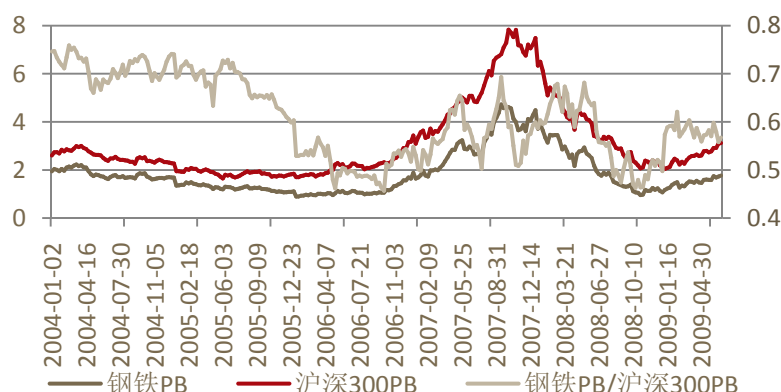
图表 24：同一省份的多个钢厂

地区	主导企业	所涉及的企业
辽宁	鞍钢	凌钢、北台钢厂、东北特钢
天津	天钢	天津钢管、天津荣程
河北	河北钢铁	建龙、国丰、津西、邯郸纵横、普阳、德龙、敬业
河南	安钢	济源钢铁
山东	山东钢铁	青钢、泰钢、石横特钢、潍坊钢铁
上海	宝钢	春冶
湖南	华菱钢铁	冷钢
江西	新余钢铁	南昌钢铁、萍钢
四川	攀钢	达钢、川威
山西	太钢	海鑫、长治、山西中阳、山西中字、新临钢

数据来源：方正证券研究中心

三、投资策略

图表 25：钢铁行业 PB 与沪深 300PB 比较

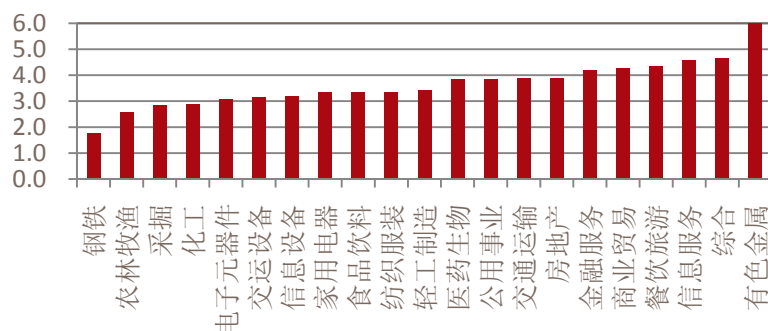


资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

上半年来，钢铁行业整体表现不尽如人意，涨幅远低于其它周期性行业，在众行业中位于最低位置，从估值上看，历史上国内钢铁行业平均 PB 与沪深 300 的 PB 比值的均值为 0.62，而目前仅为 0.48，低于平均水平 20%，钢铁股估值处于历史低位。

因此，钢铁板块处于相对估值洼地，板块估值将有进一步的上升空间。

图表 26：钢铁行业 PB 值处于全行业最低位置（09-6-22）



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

从盈利趋势分析，钢铁行业正在经历从严重亏损到平衡，并有望在四季度盈利，这一预期将在股价中得到合理反应，为 PB 估值重新赢得吸引力，预计三季报将成为股价表现的催化剂。

四、重点上市公司业绩分析与估值

我们给予钢铁行业“增持”的投资评级。公司选择上遵循四个思路：一是业绩稳定增长的公司，如武钢股份、太钢不锈；二是目前亏损，但钢价上涨业绩弹性大的公司，如：鞍钢股份、华菱钢铁

等；三是拥有资源的公司，如凌钢股份、包钢股份等；四是可能并购、整合的公司。

图表 27：重点公司盈利预测及估值

简称	股价	EPS			PE			PB	评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E		
鞍钢股份	14.25	0.41	0.20	0.90	35	60	13	2.0	增持
武钢股份	7.95	0.66	0.61	0.77	13	13	10	2.4	增持
太钢不锈	8.03	0.23	0.36	0.51	41	22	15	2.5	增持
凌钢股份	9.70	0.44	0.37	0.55	24	23	16	3.0	增持
新兴铸管	8.45	0.43	0.55	0.69	20	15	12	2.0	增持
华菱钢铁	7.97	0.35	0.28	0.40	19	25	16	1.7	增持
首钢股份	6.07	0.37	0.41	0.55	18	16	12	2.5	增持
宝钢股份	7.30	0.37	0.20	0.52	40	34	13	1.5	增持
包钢股份	4.00	0.14	0.11	0.15	29	25	21	1.9	增持

数据来源：方正证券研究中心 注：股价为 2009 年 7 月 3 日收盘价

五、风险提示

1、产能利用率的提升使得钢材供给压力突增，需求的恢复尚需时日，届时供求矛盾将再次激化。

2、下游行业复苏的进程。如果未来下游行业陆续进入新一轮景气周期，则钢铁行业景气拐点出现的概率较大。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦四楼 (310006)
电话：	(86731)85832351	(86571) 87782600
传真：	(86731) 85832380	(86571) 87782280
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com