

## 钢铁

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

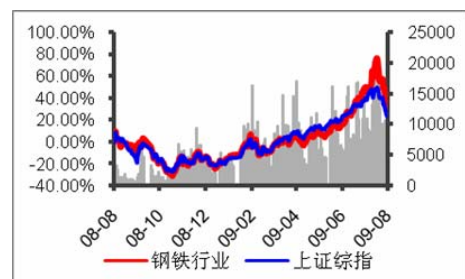
评级调整： 维持

### 行业基本资料

|            |      |
|------------|------|
| 上市公司家数     | 31   |
| 总市值(亿元)    | 8207 |
| 占 A 股比例(%) | 3.36 |
| 平均市净率(倍)   | 2.05 |

### 行业表现

| (%)  | 1M     | 3M    | 6M    |
|------|--------|-------|-------|
| 钢铁行业 | -10.27 | 23.83 | 31.04 |
| 上证综指 | -8.74  | 10.04 | 25.50 |



### 相关报告

钢铁行业 3 月月报-需求现回暖迹象, 行业盈利能力将触底回升 04/11/2009

钢铁行业 4 月月报-供需、成本、钢价三因素一个都不能少 05/04/2009

钢铁行业中期投资策略-两条主线、三类公司 06/19/2009

钢铁行业 6 月月报-出口 4 季度回暖、房地产数据向好 07/13/2009

## 钢铁行业

看好

## 业绩支撑估值洼地

报告重点分析了投资者对钢铁板块目前的主要分歧, 然后从业绩预期和估值水平上提出了 3 季度钢铁板块的投资建议。

### 投资要点:

- 投资者目前对钢铁行业最大的担忧分宏观和微观两部分。**宏观面**担忧经济总体趋势能否持续向好, 经济是 V 型反转或者只是一次治标不治本的反弹? 毕竟钢铁行业下游较分散, 宏观趋势决定行业总体需求。**微观面**担忧钢企 3 季度高业绩的状态能否持续, 因为持续与否决定着未来行业板块估值水平的高低。我们认为在政策拉动伴随经济复苏的背景下, 经济总体的趋势是向上的, 而微观钢铁企业的高业绩虽然不能简单重复, 但超预期的内需增长已经着实让我们眼前一亮, 目前向上的趋势已经基本确定, 行业投资机会已经凸显。纵观各个行业, 我们认为钢企未来可以预期的高业绩将使钢铁板块处于估值洼地, 目前阶段正是重点布局的最好时点。
- 价格调整不可避免, 短调更有利于行业长期发展。8 月上旬钢材价格经历了一波快速向下调整, 我们认为前期价格上涨过快不可持续, 短期的调整是必然的, 短调后的价格将在需求上升和成本推动的匹配下重新进入上升通道。
- 投资建议:** 我们依然坚持重点长期配置板材类上市公司, 重点推荐四大钢 (太钢、鞍钢、武钢、宝钢) + 新钢和本钢, 同时可以在注意风险的情况下波段配置 1-2 家业绩突出的长材类钢企, 重点推荐新兴铸管。最后可以关注铁矿石大幅涨价带来的投资机会, 重点推荐西宁特钢。

### 主要公司盈利预测及投资评级

| 股票代码   | 公司名称 | 2008EPS | 2009EPS | 2010EPS | 2011EPS | 投资评级 |
|--------|------|---------|---------|---------|---------|------|
| 000825 | 太钢不锈 | 0.23    | 0.20    | 0.55    | 0.76    | 强烈推荐 |
| 600005 | 武钢股份 | 0.66    | 0.36    | 0.63    | 0.75    | 推荐   |
| 600019 | 宝钢股份 | 0.37    | 0.28    | 0.41    | 0.53    | 推荐   |
| 000898 | 鞍钢股份 | 0.41    | 0.19    | 0.91    | 1.15    | 推荐   |
| 600782 | 新钢股份 | 0.50    | 0.24    | 0.49    | 0.73    | 强烈推荐 |
| 000761 | 本钢板材 | 0.05    | 0.15    | 0.65    | 0.92    | 强烈推荐 |
| 000778 | 新兴铸管 | 0.43    | 0.79    | 0.88    | 0.96    | 推荐   |
| 600102 | 莱钢股份 | 0.29    | 0.27    | 0.50    | 0.66    | 推荐   |
| 000709 | 唐钢股份 | 0.48    | 0.26    | 0.43    | 0.59    | 推荐   |
| 600177 | 西宁特钢 | 0.02    | 0.18    | 0.40    | 0.79    | 推荐   |

## 问题一、基建投资和房地产投资能持续多久？

**基建：**由于基建和房地产是钢铁行业两个大的下游产业，因此基建投资和房地产投资的持续性一直倍受关注。根据我们策略组的投入产出预测，基建投资2010年是投放高峰期，因此基建投资拉动可以持续至少1年的时间，基建对行业的拉动不必担忧。

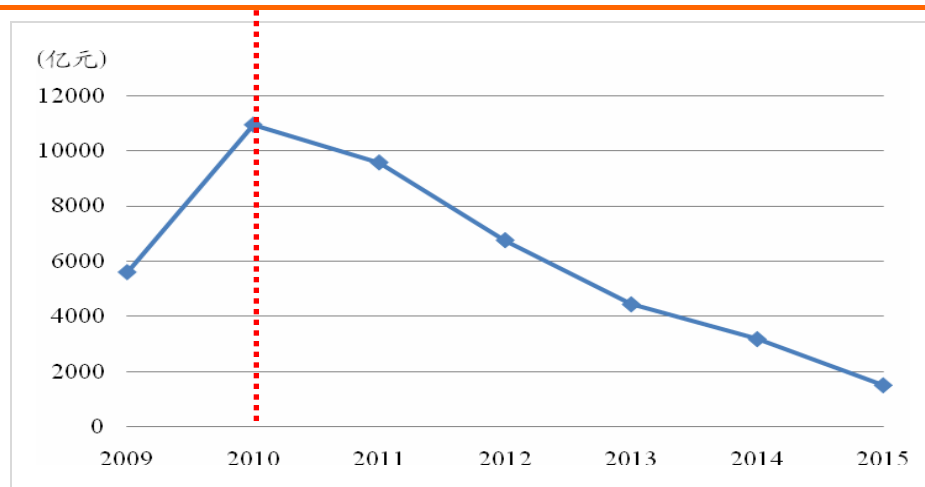
2008年11月国家出台十大措施刺激经济，并计划于未来两年投资4万亿元用于完善社会保障体系及基础设施建设。这40000亿中11800亿来自中央投资预算，财政部表示将分三年投放完，2008年4季度投入1040亿，2009年4875亿，2010年5885亿，以此作为我们对投资节奏的判断依据，那么4万亿在2008年四季度、2009年、2010年的投入比例分别为：8.81%、41.31%、49.87%。由此可以得到4万亿经济刺激计划在2008-2010年间对GDP的拉动情况（表1）。

表1 4万亿投资节奏及拉动的GDP

| 时间        | 投放额度(亿元) | 转化成的资本<br>额度(亿元) | GDP 拉动额(亿元) |
|-----------|----------|------------------|-------------|
| 2008年第4季度 | 3525.42  | 270.40           | 983.11      |
| 2009      | 16525.42 | 1537.90          | 5591.46     |
| 2010      | 19949.15 | 3005.60          | 10927.68    |
| 2011      | /        | 2629.90          | 9561.72     |
| 2012      | /        | 1855.60          | 6746.54     |
| 2013      | /        | 1217.75          | 4427.46     |
| 2014      | /        | 870.90           | 3166.40     |
| 2015      | /        | 411.95           | 1497.76     |
| 总计        | 40000    | 40000            | 42902.13    |

资料来源：中投证券研究所策略组

图1 我国铁矿石价格指数变化情况



资料来源：中投证券研究所策略组

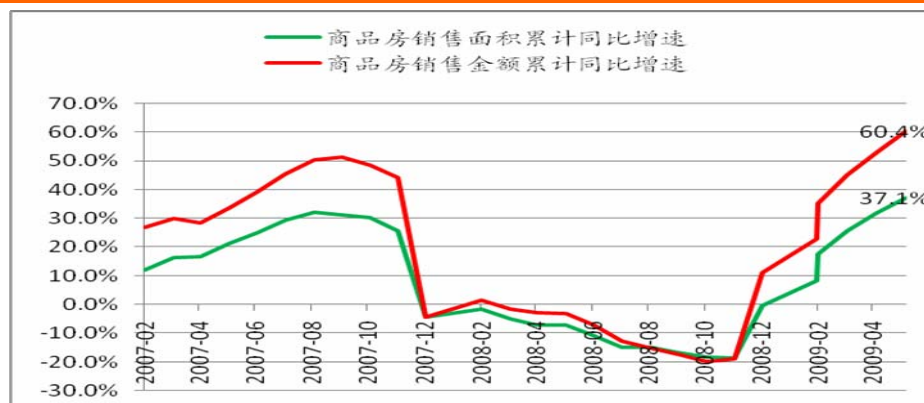
**地产：**地产投资、销售和新开工是钢铁行业最看重的三个指标。近期一部分一线城市出现了新房交易量下滑的现象，我们认为房价上涨过快和新房库存量下降较快是主要原因。而万科等部分地产商上调了 09 年下半年新开工的目标，我们预计房地产开发投资同比增速全年将会在 15-20% 区间，4 季度销售情况相对 8 月会有一定好转，新开工面积同比增速好转也可以期待。

图 2 商品房开发投资指标



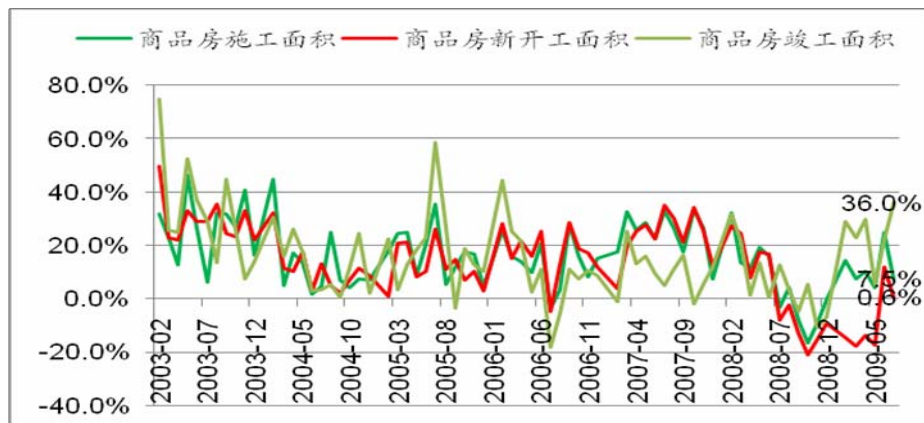
资料来源：国家统计局 中投证券研究所

图 3 商品房销售指标



资料来源：国家统计局 中投证券研究所

图 4 商品房建设三大指标



资料来源：国家统计局 中投证券研究所

## 问题二、钢价何时企稳？

钢价是反映行业景气度的重要指标，八月初钢价冲高后大幅回落。我们认为前期钢价涨幅过大，长材 1200 元/吨以上吨钢毛利不可持续，实际验证长材跌幅超过板材。目前长材 4000 元/吨左右的价位泡沫已经不多，继续下跌的空间不大。未来钢材价格何时企稳？我们认为需要 15 天-1 个月的时间，市场信心才能够得到恢复。一旦价格能够企稳，钢铁板块大的投资机会便会出现。

**表 2 钢材产品价格指数距 08 年 11 月份低点涨幅**

| 周指数      | 螺纹钢    | 线材      | 热卷     | 冷板     | 中板     | 综合     |
|----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 20081114 | 142.3  | 142.9   | 116.1  | 93.2   | 131.4  | 127.7  |
| 20090206 | 158.9  | 162.9   | 145.9  | 110.2  | 146.9  | 145.7  |
| Yoy      | 11.67% | 14.00%  | 25.67% | 18.24% | 11.80% | 14.10% |
| 20090814 | 167.2  | 169.2   | 146.9  | 125.8  | 149.6  | 152.8  |
| yoy      | 17.50% | 18.40%  | 26.53% | 34.98% | 13.85% | 19.66% |
| 本周回落     | -9.52% | -10.52% | -4.92% | -2.18% | -4.65% | -7.62% |

资料来源：我的钢铁 中投证券研究所（相对 08 年 11 月 14 日涨跌幅）

当然钢价变化主要还是取决于供需关系的平衡，我们认为行业需要依然比较稳健，整体趋势向上。基建和房地产前文已经论述，板材类钢企也明显感受到下游行业的复苏。

从市场的角度看，我们也与部分经销商作了沟通。多数经销商认为近期价格的下跌带来销售量的萎缩，但是经销商的钢材库存不高，多数在基本能够维持正常经营的水平上，他们认为目前的价格继续大幅下跌的可能性比较小，短期可能继续小幅向下调整。

**河南培合实业有限公司（综合）：**销售量近期不太好，主要是价格在回落，经销商和终端都持谨慎态度。库存水平不大，能够维持正常的经营就可以，认为价格下跌空间不大了，但整体市场需要有力的数据和信心支撑。

**天津巨金峰工贸有限公司（综合）：**销售量不多，库存情况基本都比较低，处于去库存华的末端，认为价格继续下跌空间有限。

**郑州添银物资有限公司（镀锌）：**销售情况还可以，库存不太大，价格看不清楚。

**唐山精仁泰有限公司（综合）：**销售情况不太好，成交量上不去。目前库存水平较高，认为小经销商库存也很高，看跌钢价。但总体感觉需求不差。

**铜陵飞腾商贸有限责任公司（线材）：**销售情况还可以，库存情况不高。

**上海联谊（热卷）：**销售情况还可以，库存不高，与正常水平相当。

**天津润飞（板材、期货、进出口）：**价格还不稳定，需要时间。库存因为销售不好有所增加，但天津地区总体库存不高，出口近期有所减少。

我们认为目前价格成本支撑性较强，经过一段时间的信心修复同时随着经销商库存的降低，钢价将会重新企稳步入上升通道。目前社会库存并没有显著增加，8 月社会总体库存同比 7 月增加 2.18%，增加的库存品种基本全是长材。

8 月长材社会库存同比增加 5.28%，板材同比减少 0.37%。未来伴随着钢价的企稳回升以及 3 季度钢企的高业绩也将会陆续得到验证，成为推动钢铁板块的重要催化剂。

表 3 钢材社会库存情况（万吨）

| 万吨         | 螺纹      | 线材      | 热轧      | 冷轧      | 中板      | 合计       |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 2009-01-04 | 182.838 | 67.494  | 150.322 | 94.931  | 105.515 | 601.100  |
| 2009-02-08 | 343.021 | 129.331 | 221.200 | 118.447 | 129.739 | 941.738  |
| 2009-03-08 | 429.768 | 166.600 | 285.894 | 123.118 | 140.705 | 1146.085 |
| 2009-04-12 | 374.436 | 138.590 | 264.575 | 117.520 | 127.213 | 1022.334 |
| 2009-05-08 | 339.607 | 106.414 | 266.558 | 108.547 | 121.575 | 942.701  |
| 2009-06-12 | 324.999 | 92.774  | 275.801 | 106.993 | 122.019 | 922.586  |
| 2009-07-12 | 320.473 | 87.920  | 273.835 | 107.732 | 122.355 | 912.320  |
| 2009-08-09 | 349.550 | 98.670  | 284.260 | 110.450 | 121.740 | 964.670  |

资料来源：我的钢铁 中投证券研究所

### 问题三、钢铁板块的估值到底高不高？

钢铁上市公司平均 ROE 在 10% 左右水平，而钢铁行业的 PB 与沪深 300 的 PB 比例历史区间是 0.43~0.83，按照目前的估值水平，钢铁板块 PB/沪深 300PB=0.62，处于历史估值比例的中枢水平。从 PE 来看，2010 年重点公司基本 PE 在 15 倍左右，相对目前的沪深 300 的 PE 比例仅有 0.60，略低于历史平均的 0.63 倍，因此目前价位钢铁板块已经非常便宜，安全性很高。

目前行业 2 倍的 PB 处于合理的区间，按照行业平均平均 ROE=10% 衡量，而  $ROE = PB/PE$ ，那么对应的合理市盈率是 20 倍，而我们重点公司目前对应的 2010 年市盈率仅为 15 倍左右，板块呈现一定的低估，即明年我们预期的业绩水平对应目前板块的估值较低（预测的业绩水平基本可以达到 10% 的 ROE）。

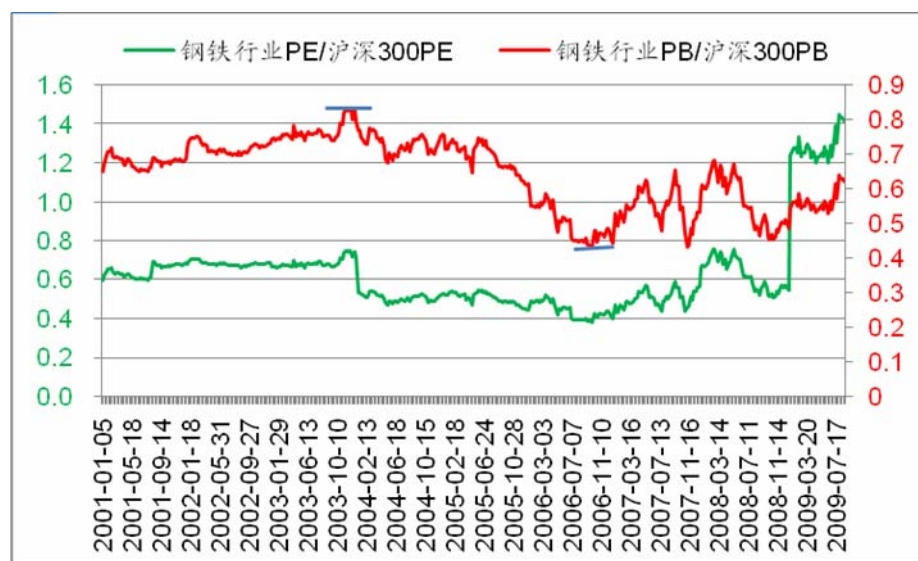
表 4 重点公司历史 ROE

|                   | 2000 年 | 2001 年 | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 武钢股份              | 15.53% | 15.05% | 11.54% | 9.7%   | 18.41% | 23.80% | 17.86% | 25.29% | 18.76% |
| 唐钢股份              | 11.06% | 12.96% | 8.64%  | 11.59% | 16.01% | 13.47% | 15.76% | 19.30% | 14.60% |
| 宝钢股份              | 11.84% | 9.74%  | 15.16% | 19.67% | 22.44% | 17.01% | 15.87% | 14.37% | 7.02%  |
| 本钢板材              | 10.17% | 7.88%  | 9.94%  | 11.93% | 14.93% | 11.91% | 10.30% | 10.15% | 1.04%  |
| 莱钢股份              | 18.62% | 14.1%  | 10.13% | 13.08% | 15.91% | 8.81%  | 13.64% | 18.28% | 4.44%  |
| 西宁特钢              | 5.88%  | 6.43%  | 9.39%  | 6.96%  | 6.73%  | 8.03%  | 10.46% | 10.34% | 0.69%  |
| 新兴铸管              | 16.90% | 19.01% | 20.64% | 19.79% | 18.07% | 15.31% | 10.70% | 12.24% | 10.14% |
| 凌钢股份              | 12.23% | 12.88% | 14.41% | 23.74% | 20.49% | 13.38% | 13.49% | 14.19% | 12.50% |
| 鞍钢股份              | 6.98%  | 5.61%  | 7.92%  | 16.01% | 17.53% | 18.35% | 22.94% | 13.87% | 5.63%  |
| 太钢不锈              | 13.34% | 9.45%  | 8.41%  | 14.78% | 20.64% | 14.37% | 18.25% | 25.13% | 6.02%  |
| 行业平均              | 10.47% | 9.39%  | 7.92%  | 17.14% | 17.16% | 10.32% | 10.16% | 13.74% | -7.81% |
| 行业近 8 年历史均值 9.83% |        |        |        |        |        |        |        |        |        |

资料来源：WIND 中投证券研究所



图 5 钢铁行业 PE、PB 相对沪深 300 历史比例



资料来源：WIND 中投证券研究所

表 5 重点公司估值

| 股票代码   | 股票名称 | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 11EPS | 08PE   | 09PE  | 10PE  | 11PE  | 投资评级 |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------|
| 000825 | 太钢不锈 | 0.23  | 0.20  | 0.55  | 0.76  | 39.17  | 45.05 | 16.38 | 11.86 | 强烈推荐 |
| 000898 | 鞍钢股份 | 0.41  | 0.19  | 0.91  | 1.15  | 34.46  | 74.37 | 15.53 | 12.29 | 推荐   |
| 600005 | 武钢股份 | 0.66  | 0.36  | 0.63  | 0.75  | 13.85  | 25.39 | 14.51 | 12.19 | 推荐   |
| 600019 | 宝钢股份 | 0.37  | 0.28  | 0.41  | 0.53  | 20.70  | 27.36 | 18.68 | 14.45 | 推荐   |
| 600782 | 新钢股份 | 0.50  | 0.24  | 0.49  | 0.73  | 17.22  | 35.88 | 17.57 | 11.79 | 推荐   |
| 000761 | 本钢板材 | 0.05  | 0.15  | 0.65  | 0.92  | 157.00 | 52.33 | 12.08 | 8.53  | 强烈推荐 |
| 000778 | 新兴铸管 | 0.43  | 0.79  | 0.88  | 0.96  | 26.74  | 14.56 | 13.07 | 11.98 | 推荐   |
| 600177 | 西宁特钢 | 0.02  | 0.18  | 0.40  | 0.79  | 530.00 | 58.89 | 26.50 | 13.42 | 推荐   |
| 600102 | 莱钢股份 | 0.29  | 0.27  | 0.50  | 0.66  | 47.48  | 51.00 | 27.54 | 20.86 | 推荐   |
| 000709 | 唐钢股份 | 0.48  | 0.26  | 0.41  | 0.57  | 16.98  | 31.35 | 19.88 | 14.30 | 推荐   |
| 600001 | 邯郸钢铁 | 0.21  | 0.17  | 0.27  | 0.35  | 28.19  | 34.82 | 21.93 | 16.91 | 推荐   |
| 600307 | 酒钢宏兴 | 0.02  | 0.22  | 0.50  | 0.67  | 670.00 | 60.91 | 26.80 | 20.00 | 推荐   |

资料来源：中投证券研究所

#### 综合投资建议：

我们认为基建和房地产投资能够持续，同时价格也将在短期市场信心修复后企稳，行业基本面向好的趋势没有改变。可以期待的 2010 年钢企的业绩将很好的支撑公司的估值水平，整体钢铁板块目前处于一个相对低估的时点，重点配置钢铁板块的安全性较高。

在品种上，我们依然坚持之前长期重点配置四大钢+新钢和本钢的板材类组合，同时可以在注意风险的情况下波段配置 1-2 家业绩突出的长材类钢企，重点推荐新兴铸管，适当关注部分小的长材类企业（板块一旦反弹，小钢企可能将会率先反应）。最后可以关注铁矿石大幅涨价带来的投资机会，重点推荐西宁特钢，但需注意把握风险。

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、新兴铸管、唐钢股份、邯郸钢铁、太钢不锈、济南钢铁、莱钢股份、酒钢宏兴、新钢股份、本钢板材

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434