

钢铁行业

评级：中性

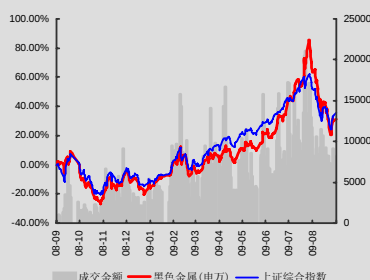
行业研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

钢铁行业与上证指数走势对比：



行业盈利好转，特钢子板块一枝独秀

——钢铁行业 2009 年中报分析

投资要点：

- **行业盈利环比好转：**据国家统计局统计，今年 1-5 月，冶金行业实现利润 179 亿元，同比下降 87.3%，降幅比 1-2 月缩小 2.8 个百分点。而钢铁协会统计的 71 户大中型钢铁企业，在 5 月份实现月度不亏损后，6 月份继续保持盈利，当月钢铁主业实现利润为 35.5 亿元。申万钢铁板块上半年实现营业收入总计 4425.11 亿元，同比下降 30.40%，毛利率为 4.59%，同比下降 9.04 个百分点；上半年实现归属于母公司的净利润 -72.92 亿元，同比降幅为 118.58%。不过，从季度环比数据来看，申万钢铁板块二季度毛利率环比增长 4.7 个百分点，净利润降幅环比缩窄，
- **特钢子板块一枝独秀：**2009 年中数据显示，31 家上市公司，除新兴铸管实现营业收入和营业利润同比增长外，其他企业的营业收入同比降幅都在 10% 以上，营业利润同比降幅都在 38% 以上，其中安阳钢铁营业收入同比降幅最大，为 47.67%，攀钢钒钛营业利润同比降幅最大，为 234.31%。从子板块来看，上半年特钢企业收益状况好于普钢，申万钢铁板块上半年实现净利润为 -71.54 亿元，而特钢板块实现盈利 1.25 亿元。
- **谨慎看多下半年的钢铁市场，特钢仍为优势品种：**除了 7、8 月的钢材消费淡季因素外，钢厂未有效控制产量，导致社会库存的再次增加，是导致近期钢价快速回调的重要原因之一；但是从另外一个角度考虑，近期钢价的回调有利于挤出泡沫，有利于后期钢材市场的平稳。预计未来钢价将在钢材淡季消费因素淡去、钢铁需求回升及社会库存消化后，再次进入上涨趋势。此外，国际钢铁协会的数据显示，全球特钢，尤其是合金钢和不锈钢已经连续两个季度环比增长，我们认为，全球特钢市场相比其他钢材品种受经济危机影响小，甚至在不少主要的经济体表现出强劲的增长，预计下半年不锈钢市场将延续当前的增长态势，
- **投资建议：**根据 wind 统计数据，历史上钢铁行业的平均 PB 大约在 1.58 倍左右，目前钢铁行业 PB 约为 1.75 倍左右，我们认为钢铁板块当前估值在合理范围内，但还需等待行业企稳信号。我们建议关注两类企业：
 - (1) 特钢类个股，如大冶特钢、新兴铸管，下半年在特钢行业运行状况好于普钢的预期下，预计它们的业绩表现会好于市场整体；
 - (2) 业绩改善空间较大的企业，在已经实现毛利的企业中，马钢股份、韶钢松山、南钢股份毛利率处于相对低位，根据以往的经验，这几家公司在行业复苏阶段，毛利率改善空间会比较大。

1、行业盈利好转

- 据国家统计局统计，上半年全国粗钢产量 26658 万吨，同比增长 1.2%；钢材产量 31648 万吨，增长 5.7%；平均日产粗钢 147.3 万吨，其中，6 月份日产粗钢 164.8 万吨。据国家统计局统计，今年 1-5 月，冶金行业实现利润 179 亿元，同比下降 87.3%，降幅比 1-2 月缩小 2.8 个百分点。而钢铁协会统计的 71 户大中型钢铁企业上半年实现主营收入 9550.3 亿元，同比下降 28.07%，实现利润 17.25 亿元，同比下降 98.32%，亏损面为 35.12%，值得注意的是，在 5 月份实现月度不亏损后，71 户大中型钢铁企业 6 月份继续保持盈利，当月钢铁主业实现利润为 35.5 亿元。
- 申万钢铁板块上半年实现营业收入总计 4425.11 亿元，同比下降 30.40%，毛利率为 4.59%，同比下降 9.04 个百分点；期间费用率为 6.38%，较去年同期增长 1.5 个百分点；上半年实现归属于母公司的净利润-72.92 亿元，同比降幅为 118.58%。
- 不过，从季度环比数据来看，申万钢铁板块二季度毛利率环比增长 4.7 个百分点，净利润降幅环比缩窄，这主要是因为二季度钢材均价环比大幅上涨。

表 煤炭板块上市公司 2008 年和 2009 年一季度财务数据汇总比较

单位：亿元	2008H	2009H	同比增长	2009Q1	2009Q2	环比增长
营业收入	6,358.23	4,425.11	-30.40%	2,003.22	2,421.89	20.90%
营业成本	5,491.63	4,222.18	-23.12%	1,962.48	2,259.69	15.14%
毛利率 (%)	13.63%	4.59%		2.03%	6.70%	
销售费用	72.17	53.18	-26.32%	21.94	31.24	42.35%
管理费用	166.53	156.71	-5.90%	67.13	89.58	33.45%
财务费用	71.88	72.29	0.56%	33.56	38.73	15.40%
费用合计	310.59	282.17	-9.15%	122.63	159.54	30.10%
费用率 (%)	4.88%	6.38%		6.12%	6.59%	
投资净收益	9.16	11.4597	25.05%	0.25	11.21	4417.39%
汇兑净收益				0.00	0.00	
公允价值变动净收益	-1.25	1.7111	-236.64%	0.44	1.28	193.14%
营业利润	517.85	-74.35	-114.36%	-46.92	-27.42	-41.56%
利润总额	514.65	-69.99	-113.60%	-44.99	-25.00	-44.44%
所得税	106.03	1.55	-98.54%	0.62	0.93	48.74%
所得税率 (%)	20.60%	-2.21%		-1.38%	-3.70%	
净利润	408.62	-71.54	-117.51%	-45.61	-25.92	-43.17%
归属股东的净利润	392.35	-72.92	-118.58%	-45.31	-27.61	-39.06%

来源：Wind 资讯、日信研究

2、特钢子板块一枝独秀

- 6 月末国内市场钢材综合价格指数 101.98 点，比上年同期 161.47 点，下降 59.49 点，降幅 36.84%，其中长材下降 34.68%，板材下降 37.2%；6 月末与 2008 年末钢材综合价格指数 103.3 点比较，下降 1.32 点，降幅 1.28%，其中长材下降 1.34%，板材下降 0.37%。
- 2009 年中数据显示，31 家上市公司，除新兴铸管实现营业收入和营业利润同比增长外，

其他企业的营业收入同比降幅都在 10%以上，营业利润同比降幅都在 38%以上，其中安阳钢铁营业收入同比降幅最大，为 47.67%，攀钢钢钒营业利润同比降幅最大，为 234.31%。从子板块来看，上半年特钢企业收益状况好于普钢，申万钢铁板块上半年实现净利润为-71.54 亿元，而特钢板块实现盈利 1.25 亿元。上半年仍有一半的企业每股收益亏损，不过大部分企业二季度盈利都改善了。

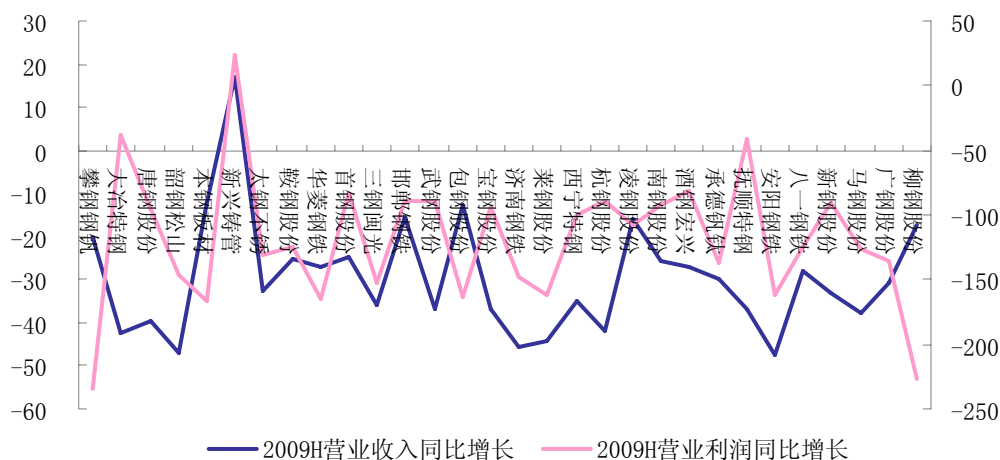
- 从销售毛利率来看，上半年西宁特钢、新兴铸管、攀钢钢钒、重庆钢铁和大冶特钢毛利率均在 9%以上，但从二季度毛利率看，济南钢铁、鞍钢股份、南钢股份等企业环比增长较大，这主要是因为，二季度板材价格上涨较快。
- 从存货数据看，大部分钢铁企业二季度存货环比基本保持稳定，截至 6 月底，承德钒钛、西宁特钢、首钢股份、鞍钢股份和华菱钢铁存货水平较低，而凌钢股份、杭钢股份和武钢股份二季度存货环比下降最明显；此外，中小型钢企新兴铸管、酒钢宏兴、首钢股份、莱钢股份存货周转率较高。

表 2009 年上半年申万钢铁板块利润表

单位: 亿元	SW 钢铁	SW 普钢	SW 特钢
营业总收入	4426.09	4358.04	68.05
营业总成本	4513.61	4446.96	66.64
营业收入	4425.11	4357.06	68.05
营业成本	4222.18	4161.61	60.57
销售费用	53.18	52.26	0.92
管理费用	156.71	154.69	2.01
财务费用	72.29	69.87	2.42
投资净收益	11.46	11.45	0.01
公允价值变动净收益	1.71	1.71	
营业利润	-74.35	-75.77	1.42
利润总额	-69.99	-71.47	1.48
所得税	1.55	1.32	0.23
净利润	-71.54	-72.79	1.25
归属母公司股东的净利润	-72.92	-74.18	1.27

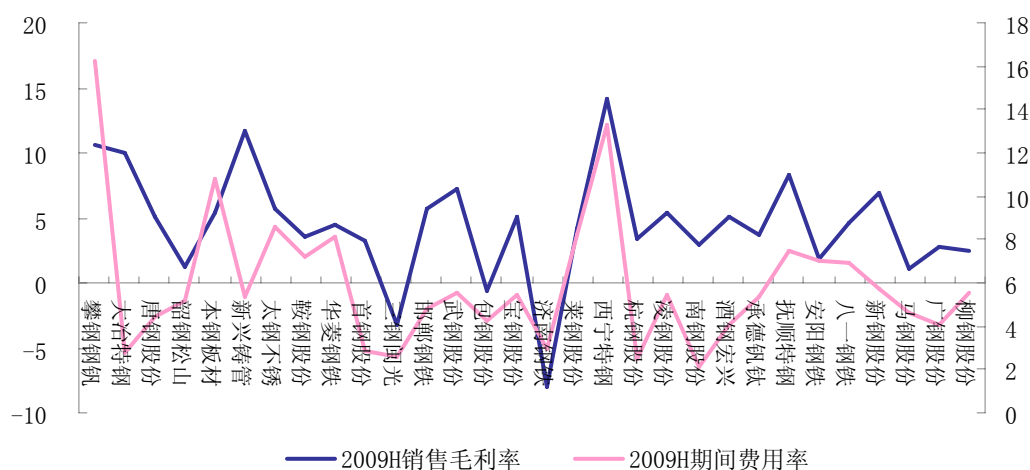
来源: WIND, 日信研究

图 上半年特钢行业营业收入和营业利润的同比降幅最小



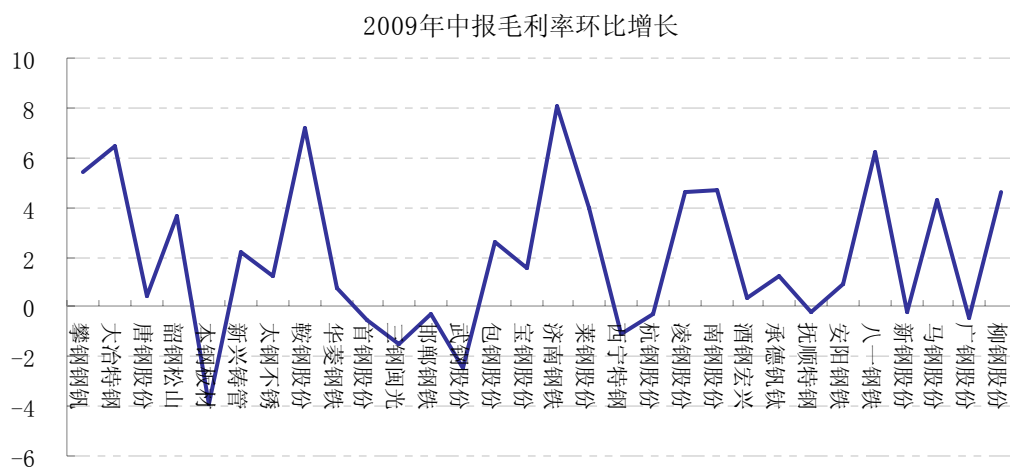
来源：公司公告，日信研究

图 上半年特钢子板块毛利率较高



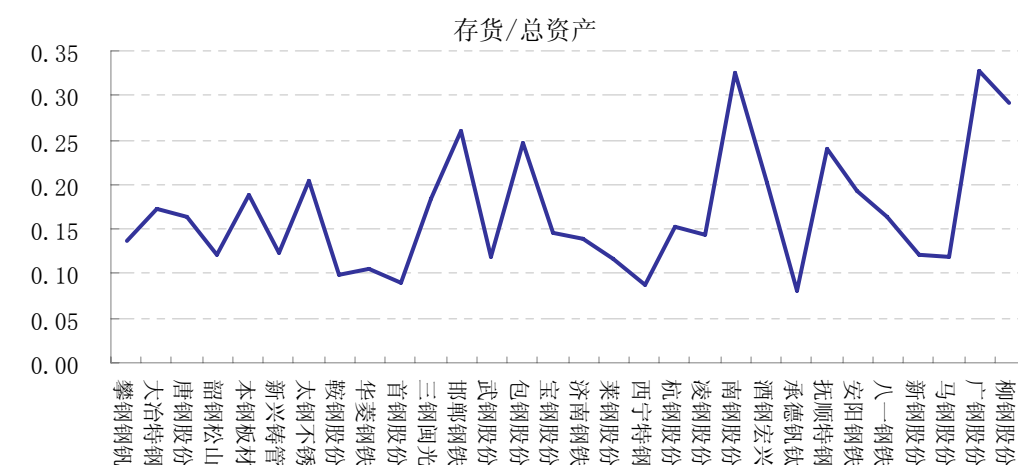
来源：公司公告，日信研究

图 板材企业二季度毛利率环比增长较快



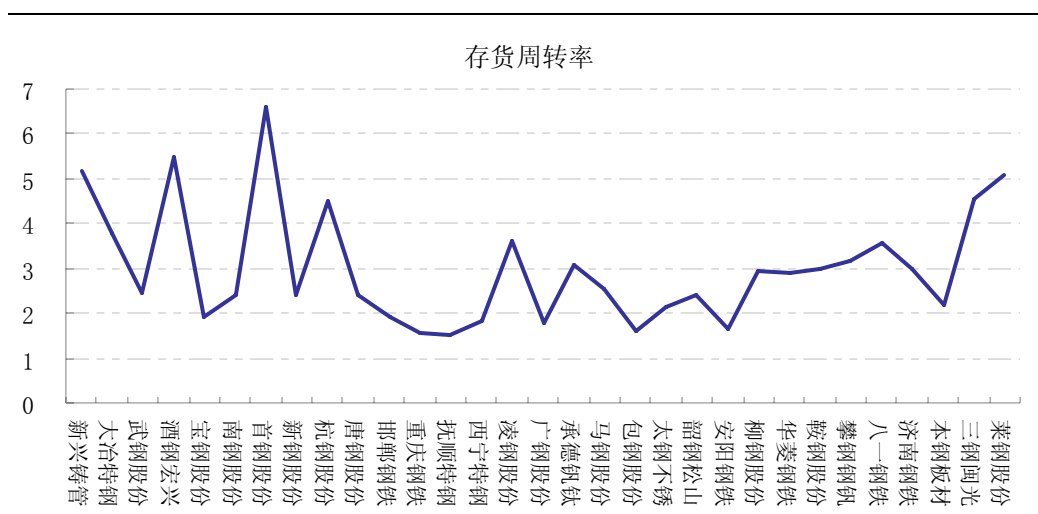
来源：公司公告，日信研究

图 2009 年中报存货/总资产比值



来源：公司公告，日信研究

图 2009 年中报存货周转率对比



3、投资建议

- **谨慎看多下半年的钢铁市场。**从目前钢铁行业的运行情况来看，我们谨慎看多下半年的钢铁市场：

(1) 近期的钢材价格大幅下跌，除了7、8月的钢材消费淡季因素外，钢厂未有效控制产量，导致社会库存的再次增加，在下游需求增长未跟上产量增长时，库存的增加无疑是导致钢价快速回调的重要原因之一，但是从另外一个角度考虑，近期钢价的回调有利于挤出泡沫，有利于后期钢材市场的平稳。

(2) 一般而言，钢铁下游行业经历了淡季消费后会消化社会库存，行业固定资产投资会走出环比上升的态势，此外，从近期外围经济体公布的数据来看，制造业、房地产也都在逐步复苏，且国外钢材价格指数都走出底部并企稳，我们认为国外需求的复苏，有利于我国钢铁出口业务的复苏。

(3) 尽管目前钢材的社会库存较高，但是钢厂的企业产成品库存尚处在较正常水平，我们认为，目前，商家跟跌心态较为突出，预计未来一段时间钢材价格仍会惯性下跌，而钢价将在钢材淡季消费因素淡去、钢铁需求回升及社会库存消化后，再次进入上涨趋势。

图 近期钢材价格快速回落

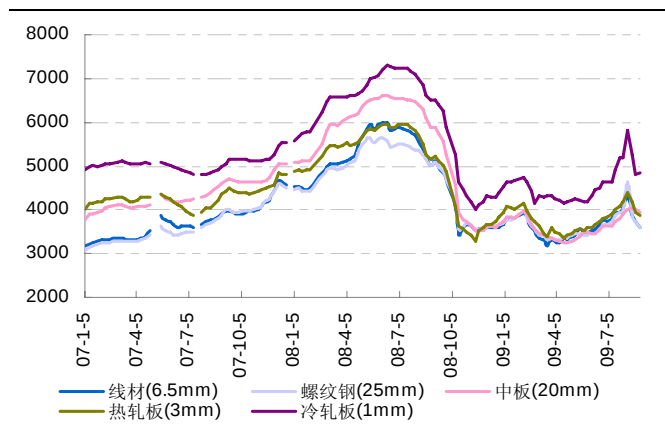


图 国际钢价指数企稳

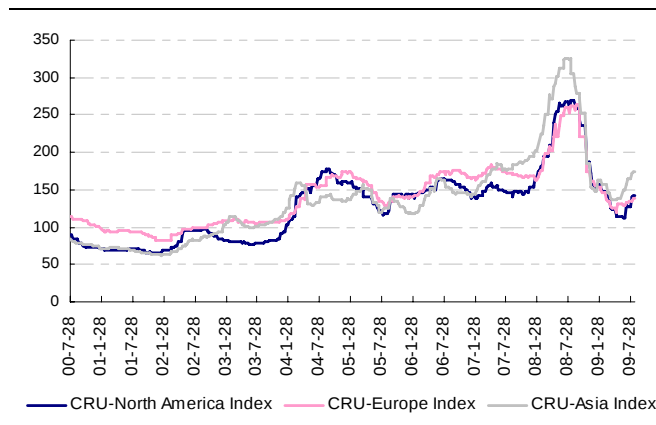


图 日粗钢产量及环比增长变化

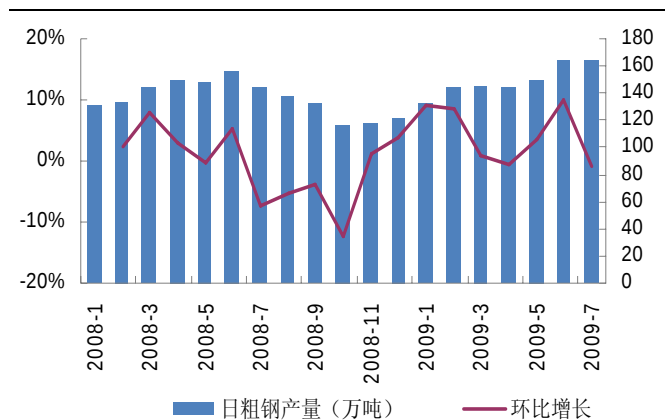
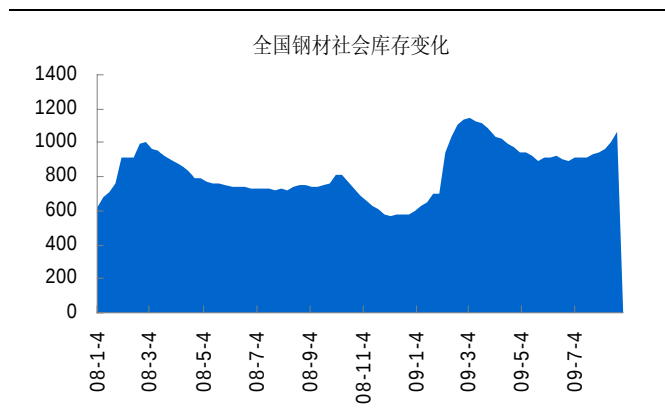


图 全国钢材社会库存再次增加



- **预计下半年特钢行业将延续当前的增长态势。**国际钢铁协会的数据显示，全球特钢，尤其是合金钢和不锈钢已经连续两个季度环比增长。我国不锈钢产量自去年三季度触底后，最近三个季度环比均出现上涨，根据我国金属协会不锈钢分会预测，只要国际和国内市场不出现类似去年下半年的剧烈波动，2009年不锈钢粗钢产量将达到甚至突破1000万吨，而2008年我国不锈钢粗钢产量仅为960万吨。我们认为，全球特钢市场相比其他钢材品种受经济危机影响小，甚至在不少主要的经济体表现出强劲的增长，预计下半年不锈钢市场将延续当前的增长态势。

图 我国无缝钢管和焊管月度产量同比增幅较大

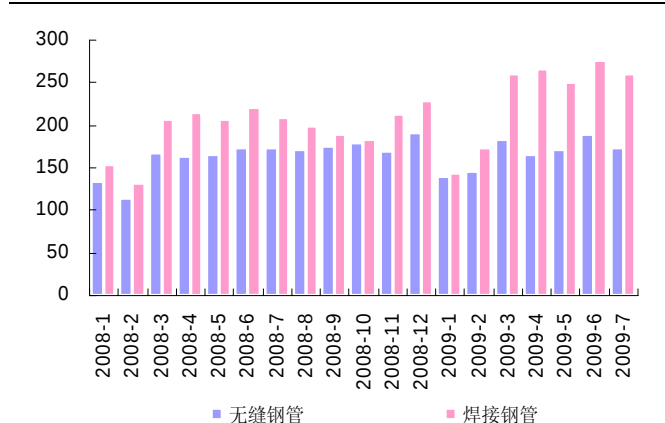


图 主要经济体合金钢产量

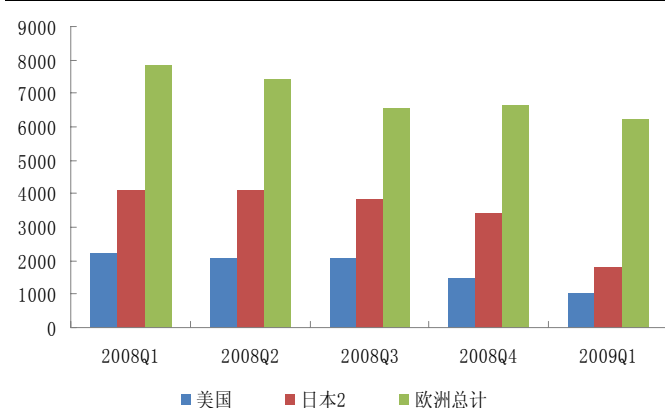
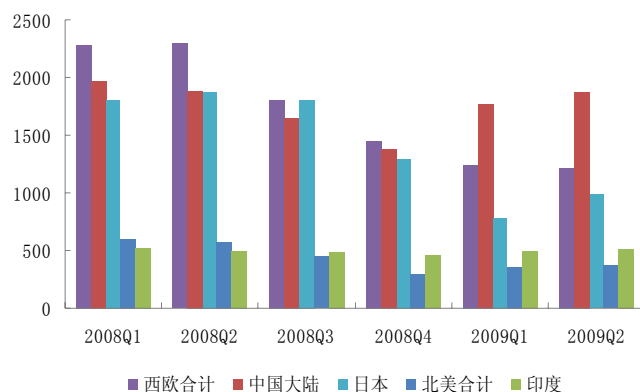
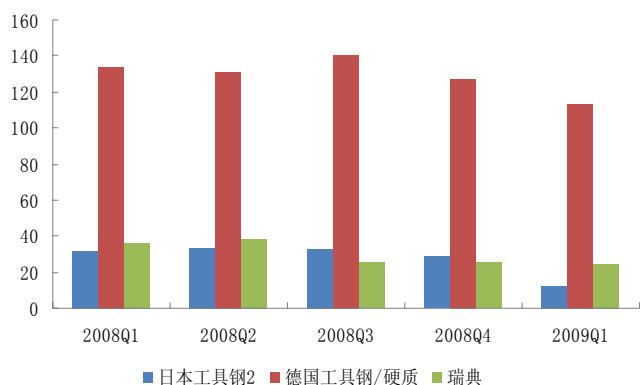


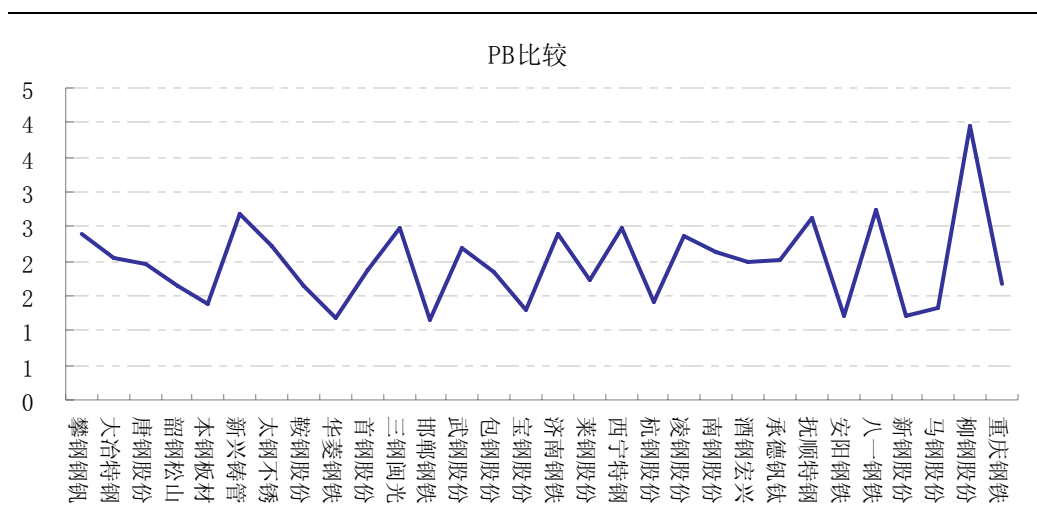
图 主要经济体工具钢&高速钢产量

图 主要经济体不锈钢产量



- 根据 wind 统计数据, 历史上钢铁行业的平均 PB 大约在 1.58 倍左右, 目前钢铁行业 PB 约为 1.75 倍左右, 我们认为钢铁板块当前估值在合理范围内, 但还需等待行业企稳信号。

图 PB 比较



- 我们建议关注两类企业: (1) 特钢类个股, 如大冶特钢、新兴铸管, 下半年在特钢行业运行状况好于普钢的预期下, 预计它们的业绩表现会好于市场整体; (2) 业绩改善空间较大的企业, 在已经实现毛利的企业中, 马钢股份、韶钢松山、南钢股份、华菱钢铁毛利率处于相对低位, 根据以往的经验, 这几家公司在行业复苏阶段, 毛利率改善空间会比较大。

表 重点公司估值情况

代码	简称	最新价格(元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
			2008A	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
000778.SZ	新兴铸管	10.74	0.43	0.88	0.96	22.98	12.20	11.19	2.88
000708.SZ	大冶特钢	8.90	0.45	0.58	0.7	18.48	15.34	12.71	2.19
000898.SZ	鞍钢股份	12.26	0.41	0.30	0.52	27.36	40.87	23.58	1.77
000717.SZ	韶钢松山	5.90	(0.97)	0.15	0.34	-	39.33	17.35	1.80

000932.SZ	华菱钢铁	6.77	0.35	0.11	0.37	18.07	61.55	18.30	1.29
-----------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------	------

来源: wind, 最新价格为 2009.9.4 收盘价

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。