

钢铁行业

行业评级：谨慎推荐（维持）

需求结构性恢复 主体投资将继续

——2009 年第四季度投资策略

2009 年 10 月 12 日

钢铁行业/深度研究

相关研究：

《钢铁行业 2009 年下半年投资策略——关注主题投资机会》
(2009.8.10)

《钢铁行业 2009 年二季度投资策略——关注局部和时点性交易机会》(2009.3.20)

《潜龙在渊 蓄势待发——太钢不锈钢深度研究》(2009.2.20);
.....

分析师：刘俊清

0351-8686975

liujunqing@sxzq.com

联系人：焦春成

0351-8686986

sxzqyjfbz@i618.com.cn

山西证券股份有限公司

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层

电话：0351-8686986

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **经济大环境向好。**2009 年以来，我国的经济刺激政策效应明显，如 4 万亿投资政策铁路建设、汽车和家电下乡等，一批大型基础设施建设项目已逐步落实到位，开始建设。各项经济指标已经显示回升态势明显。国际经济也触底企稳。
- **需求结构性恢复，基础建设带动长材消费增大。**由于投资拉动的消费以基础建设为主，带动建筑钢材和工程机械的消费，房地产行业新开工面积、土地完工面积增加均为长材的消费打开了空间；汽车、家电下乡带动相关钢材的消费稳步回升。
- **钢材价格低位运行，钢企效益四季度将回落。**钢铁企业效益的决定因素主要有钢材价格与原材料成本决定，在铁矿石、焦炭价格窄幅波动，成本基本锁定的情况下，企业的效益直接决定于钢价的变化。二季度以来钢材价格超预期上涨为钢铁企业带来超额利润。四季度钢价低位运行，企业效益也将回落。
- **去库存化是钢铁行业四季度的主要任务。**钢材库存从 7 月份开始，出现持续回升的态势，目前社会库存已经达到 1242 万吨的高位，去库存化是钢铁行业四季度的主要任务。
- **严重的贸易保护主义极大地阻碍了我国钢材的出口。**自金融危机以来，国际范围内的贸易保护主义严重泛滥，为了本国钢铁业利益，各国政府可能采取越来越多的贸易保护措施，力图阻止我国钢材的进入，这在很大程度上抑制我国钢材出口。
- **产能过剩成为焦点，淘汰落后成为关键。**国家在前不久出台了《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》指出，2008 年我国粗钢产能 6.6 亿吨，需求仅 5 亿吨左右，约四分之一的钢铁及制成品依赖国际市场。目前在建的粗钢产能规模达 5800 万吨，2010 年全部投产后，粗钢产能将超过 7 亿吨，产能过剩矛盾将进一步加剧。未来的发展淘汰落后产能将成为关键。
- **股票估值及投资策略。**截止 9 月 30 日，钢铁板块市盈率为 23.09，略低于全部 A 股的综合市盈率，市净率为 1.71，大大低于市场平均水平 3.17。因此，钢铁板块股票估值低于市场平均水平，加之钢材市场也将触底回升，我们认为可以“谨慎介入”。遵循我们中期策略分析，投资者可继续关注主题投资机会，关注拥有长材的公司和拥有资源和具有确定性增长的股票。龙头企业宝钢股份、安钢股份、太钢不锈，业绩确定增长的新兴铸管，拥有资源、长材产能比重较大的首钢股份、西宁特钢、凌钢股份等，重组整合的投资机会如南钢股份等。

目 录

一、经济环境大背景向好	4
二、下游需求冷热不均，建筑用钢仍是钢材消费龙头.....	5
2.1 基础建设稳步增长，钢材消费首当其冲.....	5
2.2 贸易保护主义导致我国出口形势不乐观.....	9
三、产能过剩，产量不断创出新高	11
3.1 产能严重过剩，淘汰落后势在必行.....	11
3.2 开工率高企，钢铁产量创历史新高.....	11
3.3 需求低迷，库存节节升高.....	12
四、钢价低位运行，四季度钢企效益回落	13
4.1 钢材现货与期货价格齐涨共跌.....	13
4.2 钢材现货价格将在低位运行	14
4.3 钢企效益波动较大.....	15
五、股票估值与第四季度投资策略	17
5.1 钢铁类股票股指偏低，四季度谨慎看好.....	18
5.2 继续关注主题投资机会	18

图表目录

图 1 我国经济景气度指数走势图	4
图 2 2007 年以来我国 PMI 指数变化情况	4
图 3 我国城镇固定资产投资完成情况（单位：亿元）	5
图 4 我国城镇固定资产投资同比增长率变动情况（%）	5
图 5 房地产开发投资完成及变动情况	6
图 6 当月开发土地及商品房新开工、竣工、销售面积变动情况	6
图 7 2005 年以来工业锅炉产量同比增长变化情况	7
图 8 2005 年以来金属切削机产量增长变化情况	7
图 9 国内民用船舶产量同比增长率	8
图 10 我国汽车产销量同比变动情况（%）	8
图 11 家用电器月产量变化情况（单位：万台）	9
图 12 家用电器月产量同比增速变化情况（%）	9
图 13 2005 年至今我国钢材月度进出口情况（单位：万吨）	10
图 14 2005 年以来国内粗钢及钢材产量及同比增长情况	12
图 17 螺纹钢现货与期货价格走势	13
图 18 线材现货与期货价格走势	13
图 19 考虑时间因素的螺纹钢现货价格与期货价格走势比较图	14
图 20 国际钢材价格指数（CRU）	15
图 21 国内中钢协钢材价格指数走势	15
图 22 2007 年以来我国进口铁矿石的数量	16
图 23 进口铁矿石现货价（完税价）和期货价格（FOB）	16
图 24 国产铁矿石价格走势	16
图 25 焦煤焦炭价格走势	16
图 26 大中型钢铁企业的季度利润走势图（亿吨）	17
图 27 国内炼钢企业季度利润走势图	17
图 28 钢铁上市公司整体季度销售利润走势图	17
图 29 钢铁上市公司整体季度销售利润走势图	17
图 30 2008 年 10 月以来钢铁股票价格指数走势图	18
表 1：钢铁类上市公司市盈率和市净率的统计及比较	19

一、经济环境大背景向好

2008 年 10 月金融危机以来，由于我国出台了一系列的经济刺激政策，促我国经济率先脱离了世界经济的低迷态势，步入复苏的通道，成为世界瞩目的对象。专家预计，三季度中国经济形势将进一步向好，GDP 同比增速有望升至 8.5%，全年实现“保八”目标可能比较轻松。作为先行指标数据，10 月 1 日中国物流与采购联合会发布的 PMI 指数继续印证了当前经济继续平稳回升的势头。

从我国经济景气度指数走势来看，除经济景气滞后指数继续下跌外，其他指数走势今年以来一直处于上升通道，特别是预警指标上升幅度较大，先行指标有加速的趋势，预示着第四季度我国经济景气度还将继续上升。

图 1：我国经济景气度指数走势图

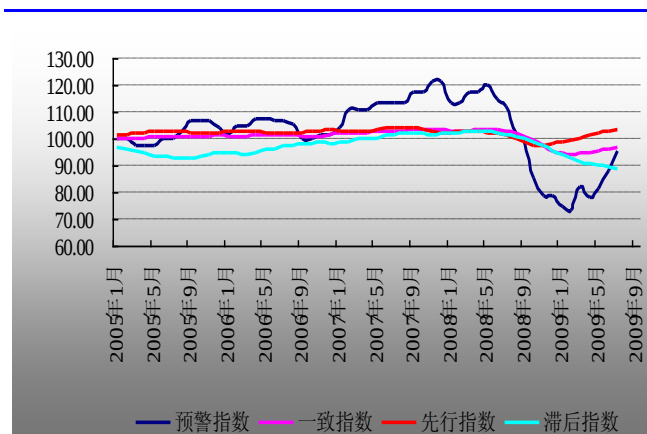
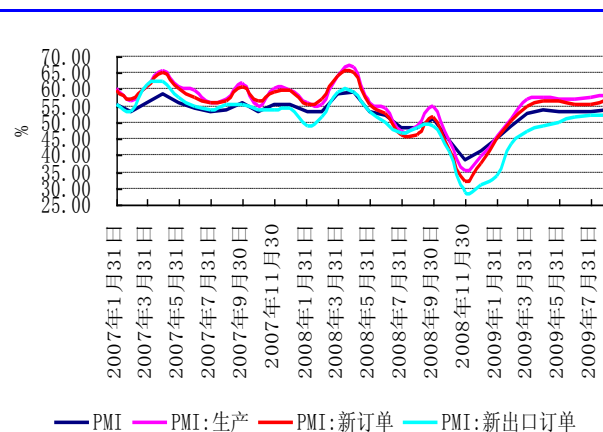


图 2 2007 年以来我国 PMI 指数变化情况



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

从宏观层面来看，我国经济继续保持稳步回升态势，对钢材需求强度不会明显减弱，支撑后期钢市趋稳回升。中央四中全会明确短期经济刺激政策不会改变，资金投放仍然宽裕。中央出台 4 万亿拉动内需政策，主要集中在基础建设方面，如铁路、公路、机场建设，经济适用性住房建设，石化行业建设等，随着投资项目的持续推进，对钢材需求将有一定的保障作用。

全球范围内经济亦有触底企稳迹象，美国、印度等部分地区已有回升态势。外围经济环境的好转有利于我国经济的增长。

二、下游需求冷热不均，建筑用钢仍是钢材消费龙头

钢铁是工业的基础，经济的发展离不开钢铁工业的支撑。我国投资拉动的经济刺激政策带动了钢铁行业的消费，到 8 月份，我国钢铁产量、消费均创出了历史新高。随着我国经济复苏势头的进一步增强，四季度，我国钢铁行业也将随着下游消费行业逐步走出低迷而进行结构性复苏，建筑用钢仍将是钢材消费的龙头。

2.1 基础建设稳步增长，钢材消费首当其冲

基础建设是钢材消费的重要领域，而基础建设是通过固定资产投资投资来实现的。2009 年 1-8 月，城镇固定资产投资累计完成 112985 亿元，同比增长 33%，新增固定资产投资 39772 亿元，同比增长 70.3%。固定资产投资大幅增长显示国内基础建设正大规模扩张，而基础建设对钢材的需求占钢材消费总量的 20%以后上，因此新增固定资产投资的大幅增加将有力地拉动钢材的需求。但随着部分基建项目陆续竣工，北方逐步进入秋冬季节，基建需求增速在四季度将有所放缓，但仍能保持一定的增长。

图 3 我国城镇固定资产投资完成情况（单位：亿元）

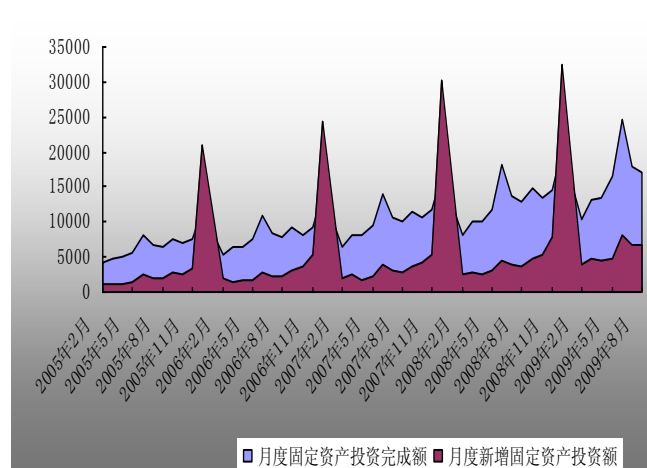
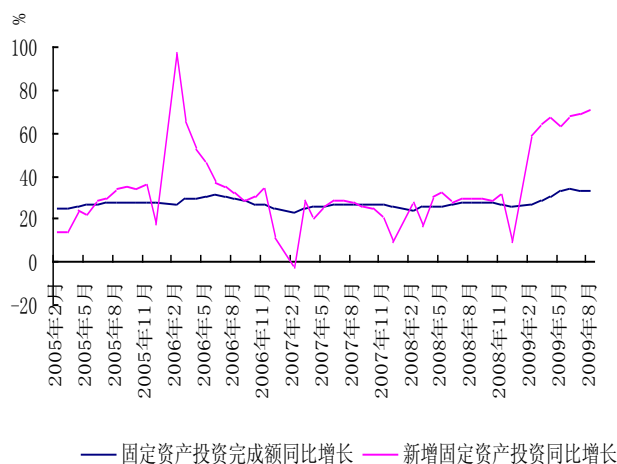


图 4 我国城镇固定资产投资同比增长率变动情况（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2.1.1 房地产新开工面积增加，拉动长材的消费继续增长

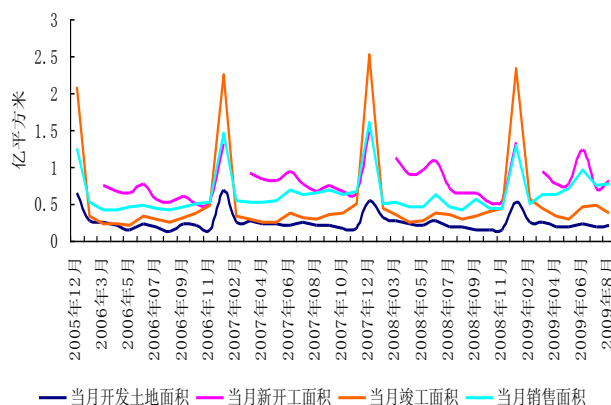
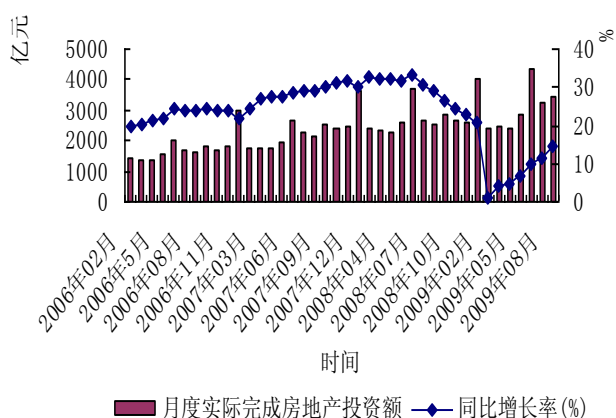
对国内钢材走势影响力最大的应属房地产行业，房地产行业消费钢材占钢材消费总量的 35% 以上，消费品种不仅有钢筋、线材，而且包括部分圆钢、型材、中厚板等钢材品种，房地产行业的发展状况直接影响着钢材的消费。

根据国家统计局公布的数据,1—8月,全国完成房地产开发投资 21147 亿元,同比增长 14.7%,增幅比 1—7 月提高 3.1 个百分点,比去年同期落 14.4 个百分点。2009 年 8 月,房地产开发投资完成额同比增长 34.57%; 房地产销售面积同比增长 85.12%,环比增长 0.20%; 房地产施工面积同比增长 39.37%,环比增加 9.87%; 新开工面积同比增长 24.30%,环比增加 14.80%。

从目前的统计数据来看,2009 年以来,房地产业销售好于往年,但新开工面积不像往年高后低,而是有较大的波动,三季度末又出现上升态势,竣工面积也背离了往年的走势,三季度呈减少趋势,完成的土地开发比较稳定,这给四季度的投资打开了空间。预计四季度新开工面积、施工面积均会高于往年,同时新开工面积对钢材需求有几个月的滞后,因此四季度房地产对钢材需求较大,特别是对建筑钢材构成一定的支撑。

图 5 房地产开发投资完成及变动情况

图 6 当月开发土地及商品房新开工、竣工、销售面积变动情况



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

2.1.2 机械设备和造船行业对型钢和中厚板的需求呈恢复态势

以消费中厚板和型钢为主的机械行业与大型基础设施建设密不可分, 工程建筑类机械在政府通过投资拉动经济之时迎来自身的景气周期。其中工程机械受益于基础建设投资的快速增长, 从年初就引领了机械行业的复苏, 不同的机械产品的产量均出现了大幅增长态势。进入四季度随着基建增速放缓, 工程机械产量增速有可能放缓。同时, 普通机械行业也逐步显现企稳回升态势, 多数普通机械品种产量同比保持了增长。譬如, 2009 年 8 月份, 工业锅炉同比增加 0.17%, 是自 2005 年以来产量同比增速较高的年份(2007 年增速最高); 金属切削机床产量同比增加-1.88%, 今年同比增速一直呈上升趋势; 预计这种趋势在四季度很可能得以保持。

图 7 2005 年以来工业锅炉产量同比增长变化情况

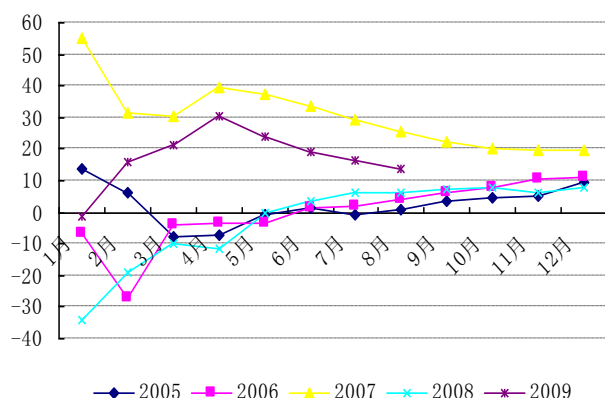
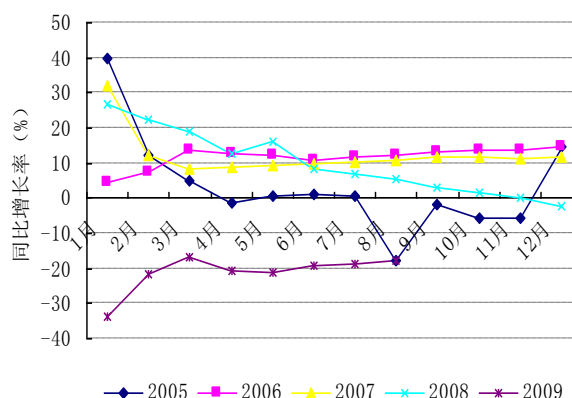


图 8 2005 年以来金属切削机产量增长变化情况

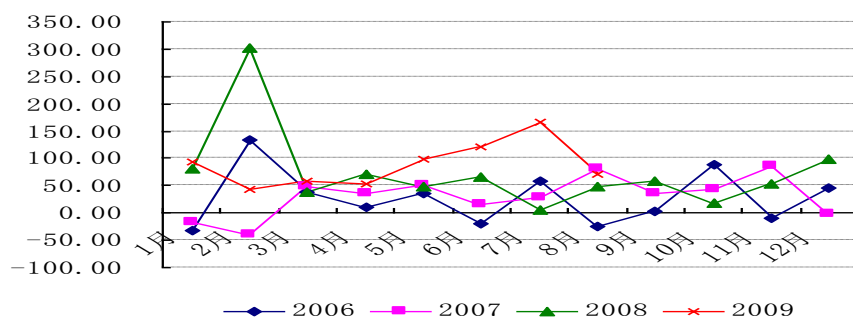


数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

造船行业低位运行。2009 以来船舶工业市场进入低谷期, 但我国船舶工业的下降幅度一直低于全球平均水平。6 月份以来船舶订单情况开始发生好转, 新船订单量持续创出年内新高, 在近 3 个月新船成交放大, 我国船舶工业更是一枝独秀, 成交量占全球的 60%以上。按英国克拉克松研究公司统计, 以载重吨计算, 1~8 月, 我国造船完工量继续保持全球第二, 承接新船订单量、手持船舶订单量均超过韩国, 位居世界第一。据我国船舶工业协会统计, 1~8 月, 我国造船完工量 2338 万载重吨, 同比增长 58%; 承接新船订单 1098 万载重吨, 同比下降 82%。截至 8 月底, 手持船舶订单 1.9086 亿载重吨, 虽然已连续 11 个月下降, 但降幅一直在缩小, 比年初下降 6.8%, 比上月底下降 0.8%。业内人士预计, 全球范围内船舶业的恢复尚待时日。但国内内河船舶产量大幅增加, 因此国内民用船舶产量仍保持了很高的增长速度, 8 月份民用船舶产量同比增加 71.81%。船舶用钢量较大, 特别是对中厚板的消费, 造船业的持续低迷也将机制相关钢铁产品的消费。

综合作用, 机械制造和造船行业对中厚板的需求保持稳中有升的态势。

图9 国内民用船舶产量同比增长率

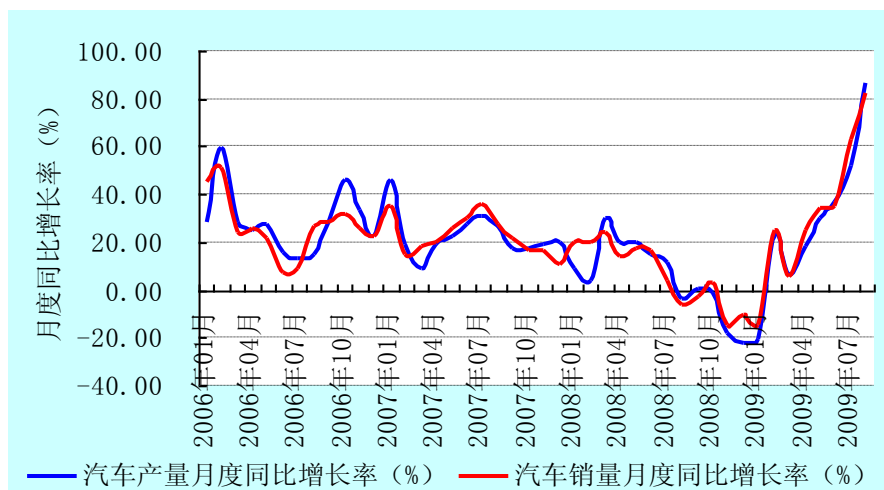


数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

2.1.3 汽车行业 产销两旺

2009 年汽车行业的复苏之快、力度之大超出我们的预期，前 8 个月除 1 月份、3 月份意外，其他月份汽车产销量同比增速都在 20% 以上。8 月份，汽车产量达 114.98 万辆，同比增长 856.53%，汽车销量达到 114.69 万辆，同比增加 82.4%，年内汽车产销两旺的局面已成定局。未来随着公路建设推进和国家汽车下乡政策的进一步落实到位，产销量增速仍将保持在一定高水平上。这对汽车用钢起到一定的支撑作用。

图10 我国汽车产销量同比变动情况（%）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

2.1.4 家电下乡扭转行业颓势

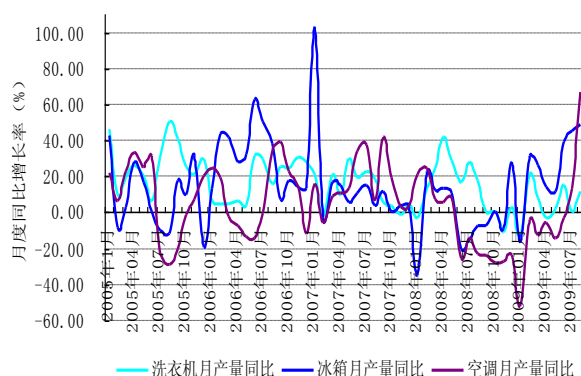
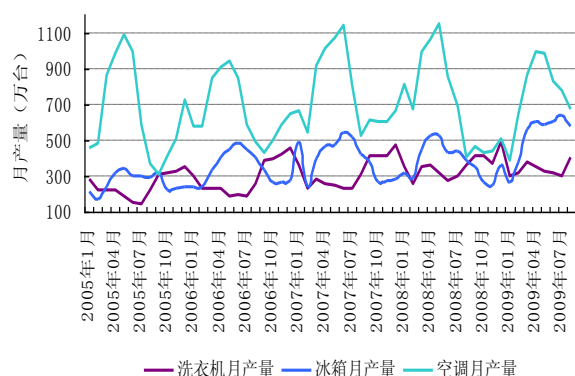
家电行业目前的钢材消费量占总消费量的比重相对较小，但从长远来看，家电行业仍是中国国内相当具有潜力的行业。如前文所述，在向消费拉动型经济体转型的过程当中，一个重中之重便是拉动农村人口的消费。

家电在这一进程中无疑起到的是排头兵的作用。在拉动家电消费的过程中，一方面提高农民的可支配收入，另一方面则是努力引导产业发展，逐步将电视机、洗衣机、电冰箱等家电从农村居民的奢侈品转化为必需品。

在家电下乡等多项利好措施的刺激下，家电行业扭转了去年下半年的颓势，主要品种产量、销量均出现增长。2009年8月份，空调产量同比增加 67.11%；家用洗衣机同比增长 48.69%；家用电冰箱同比增加 11.79%。四季度除季节性影响较大的家电外，其他品种产量仍有望保持稳健增长。

图 11 家用电器月产量变化情况（单位：万台）

图 12 家用电器月产量同比增速变化情况（%）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

2.2 贸易保护主义导致我国出口形势不乐观

金融危机波及全球，全球钢铁也都受到巨大冲击，在拉动内需的政策刺激下，我国经济率先复苏，外围经济复苏缓慢，其他国家钢铁消费回暖尚需时日。我国钢铁产品每年出口大约 6000 万吨，占全部钢铁产量的 15%。在目前情况下，钢铁出口形势面临极大挑战。

2.2.1 四季度我国钢材进口不会多减，出口不会大增

由图 可知，我国钢材自 2006 年 2 月成为净出口国以来，今年再次成为钢材净进口国，而且，目前月度钢材进口量远远高于 2006 年 1 月份的水平，接近 2005 年的水平。2009 年 1-7 月，钢材月度出口量均在 200 万吨以下，同比减少 60%以上。7.8 月份出口形势环比好转，8 月份出口钢材 208 万吨，净出口钢材 49 万吨，但出口水平依然处在低位。预计 4 季度钢材进口量仍将维持高位，但出口形式不乐观。主要原因有以下几点。

2.2.2 我国投资项目需要高品质、低价格的特殊钢材

我们分析了我国进口钢材的品种，发现进口增加部分大多为我国投资政策所拉动的高品质轨道用钢等品种。随着国家投资政策的进一步落实到

位，对高品质钢材的需求仍会增加，在全球持续低迷的钢材市场中，国外部分高品质、低价格的优质钢材仍可能继续进入中国市场，因此，进口不会大幅减少。

2.2.3 国外钢企可以通过开工率应对需求弹性

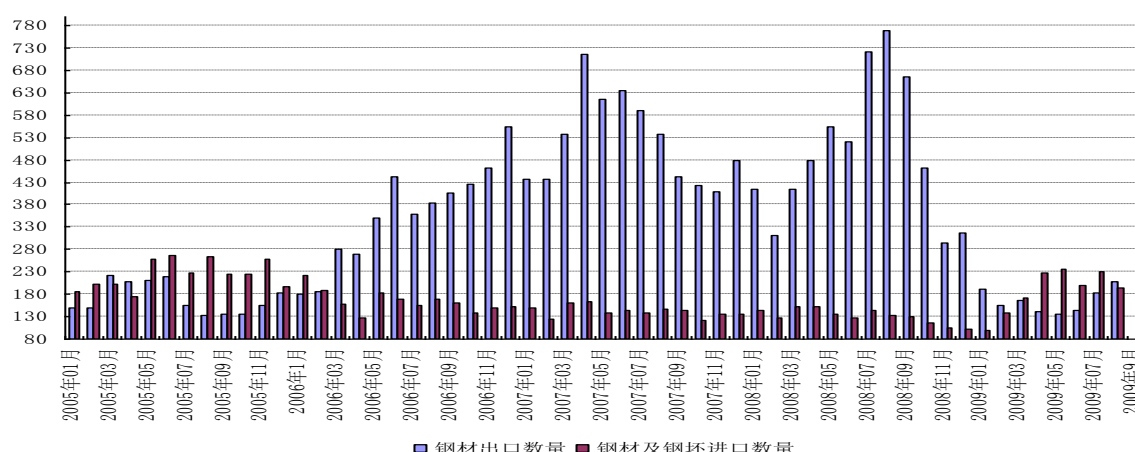
前三季度，由于需求低迷，除中国外全球范围内钢铁企业开工率不足60%，一旦需求确定性增加，当地钢企可立即开工生产，增加供应；根据目前经济形势分析，外围需求不能在短时间内突然增加，国产钢材也没有显著的价格优势，从而抑制出口。

2.2.4 严重的贸易保护主义阻碍了我国钢材的出口

我国钢材消费对外依存度较大，每年大约有15%的钢材要直接或间接出口。自金融危机以来，国际范围内的贸易保护主义严重泛滥，为了本国钢铁业利益，各国政府可能采取越来越多的贸易保护措施，力图阻止我国钢材的进入，这在很大程度上抑制我国钢材出口。如10月7日，应美国钢铁公司（USS）、V&MStar公司、TMKIPSCO公司以及美国钢铁工人联合会的请求，美国商务部将对从中国输美部分无缝钢管发起反倾销和反补贴税调查。美方公司要求对从中国进口的无缝钢管征收98.37%的反倾销税，并对中国政府的补贴征收额外的反补贴税。而10月6日，欧盟裁定中国输欧无缝钢管对其产业构成损害威胁，决定征收17.7%-39.2%的最终反倾销税。

因此，四季度钢材出口不会有大幅度的增加。

图13 2005年至今我国钢材月度进出口情况（单位：万吨）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

总体上看，四季度钢材消费遵循结构性恢复的运行轨迹，建筑钢材市场仍将好于工业用钢市场。

三、产能过剩，产量不断创出新高

今年年初，钢铁行业最热的话题就是产能过剩，中钢协提出国内粗钢产能过剩 1.5~2 亿吨，业界亦对产能过剩相当恐慌。随着国家经济刺激政策的逐步落实到位，钢材需求逐步恢复，加之市场对经济前景的一致看好，企业产能逐步释放，产量屡创新高，钢价也节节上升，产能过剩问题逐渐淡出人们的视野。但进入八月份后，下游需求的淡季因素终于显现，需求快速萎缩，钢材价格暴跌，社会库存不断升高，而此时钢企产能已充分释放，源源不断地向市场提供资源，过剩问题重又回到市场人士的视线中。

3.1 产能严重过剩，淘汰落后势在必行

国家在前不久出台了《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》，将钢铁作为重点列入其中。《意见》指出，2008 年我国粗钢产能 6.6 亿吨，需求仅 5 亿吨左右，约四分之一的钢铁及制成品依赖国际市场。2009 年上半年全行业完成投资 1405.5 亿元，目前在建项目粗钢产能 5800 万吨，多数为违规建设，如不及时加以控制，粗钢产能将超过 7 亿吨，产能过剩矛盾将进一步加剧。

据统计，从 2008 年底到今年以来，就有近 2100 万吨新增热轧产能投产。其中包括鞍钢鲅鱼圈 400 万吨产能、邯宝新区 450 万吨产能、曹妃甸一期项目 470 万吨产能、本钢 500 万吨产能。另外，还有沙钢、华菱钢铁、韶钢、山西海鑫、宣钢、重钢等钢厂近 2000 多万吨产能要投产。这意味着到明年我国钢铁产能将超过 7.1 亿吨，钢铁产能过剩将进一步加剧。这使国内钢铁市场难保稳定，将呈现波动周期缩短、频次加快的特点。

严重过剩的产能充分释放，将为市场提供过量的钢铁资源，形成恶性竞争，因此控制并淘汰落后产能成为现在和今后很长一段时间钢铁行业最重要的事情之一。淘汰落后产能，进行重组整合将是未来一段时间内的主要任务。

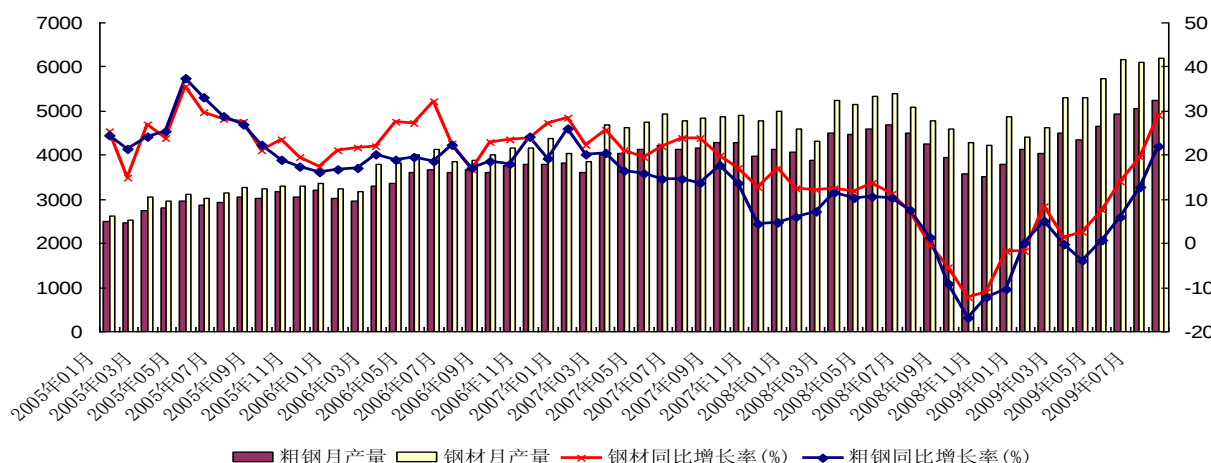
3.2 开工率高企，钢铁产量创历史新高

今年以来，由于我国经济在国家连续出台一系列拉内需、保增长、调结构的政策刺激下，国内经济出现回升向好态势，钢材市场价格一度大幅上涨，促使钢厂产能释放。据了解，到 8 月份，钢企开工率大部分都在 90% 以上，国内日均钢产量为 168.8 万吨，创出历史新高。

中钢协最新统计数据显示，9月中旬国内粗钢日产水平推算值约为165.5万吨，比9月上旬的粗钢日产水平166.6万吨仅下降1.1万吨，与8月168.8万吨的日产水平相比，也只3.3万吨，整体降幅不大。

由于需求的疲弱，钢材价格的下跌，钢企满负荷生产会带来较大增大库存的风险，预计四季度钢企将普遍降低开工率，减少产出。

图 14 2005 年以来国内粗钢及钢材产量及同比增长情况



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

3.3 需求低迷，库存节节升高

由于下游需求与钢材产量不能同步增长，国内钢材的社会库存先涨后跌再上升，1、2 月份上涨，2 月下旬开始下跌，到 6 月下旬，钢材库存达到今年的低点。在钢材期货投机以及通胀预期的引导下，经销商大量囤积钢材，使得钢材库存从 7 月份开始，出现持续回升的态势。当螺纹钢被炒到 5000 元时，达到了期货市场和下游实体经济所能接受的极限。据我的钢铁网统计，9 月初国内钢材库存 1129.6 万吨，到月底时仍有 1123.2 万吨，微降 6.4 万吨。其中，建材库存从 552.1 万吨降至 508.5，下降 43.6 万吨，降幅达到 7.9%。而板材库存，则从月初的 577.5 万吨升至 614.5 万吨，增加 37 万吨库存。这其中，热卷库存量从 326.9 万吨增至 359.6 万吨，增加 32.7 万吨。而且经过国庆长假，库存增幅更大，这种因长假减少消费而导致的库存快速增加应该不会有持续性，节后进入正常的供销平行运转后会消除。但库存居高不下，使得钢铁行业“去库存化”任务较为艰巨，这也印证了我们中期报告的分析预测——2009 年下半年钢铁行业将以去库存化为主要任务。

图 15 全国范围内钢材库存总量走势

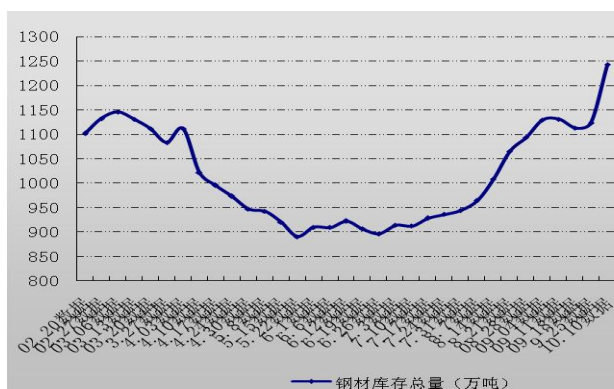
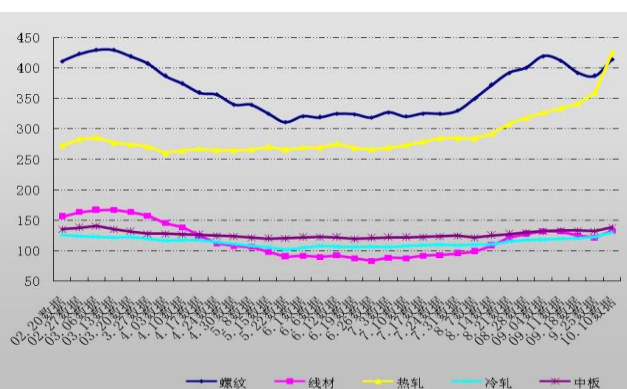


图 16 全国范围内分品种钢材库存走势图



数据来源：mysteel.山西证券研究所

四、钢价低位运行，四季度钢企效益回落

4.1 钢材现货与期货价格齐涨共跌

自3月27日钢材期货挂牌交易以来，钢材期货价格与现货价格就齐涨共跌（见图 ），暂不能发挥价格发现的功能。因为市场上交易的主力品种至少是3个月以后的期货合约价格，揭示的应该是至少3个月以后的钢材价格，而我们的钢材期货价格且与现货价格齐涨共跌，演绎着同样逻辑，期货的价格发现功能尚未发挥出来。不过，我们可以根据期货的价格走势判断现货价格的趋势。目前期货市场认为钢材期货已经超跌，有反弹要求，那就预示着，钢材现货是非常也应该触底了。

图 17 螺纹钢现货与期货价格走势

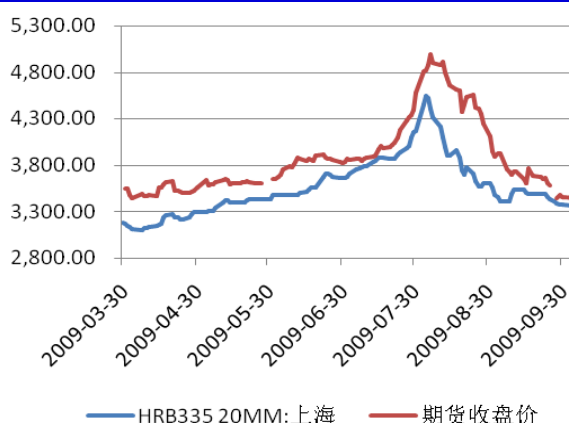
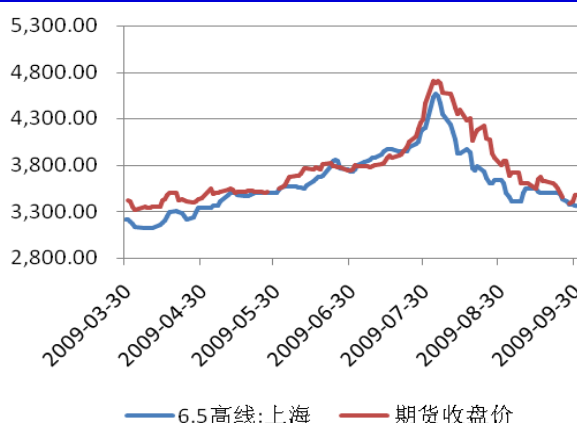
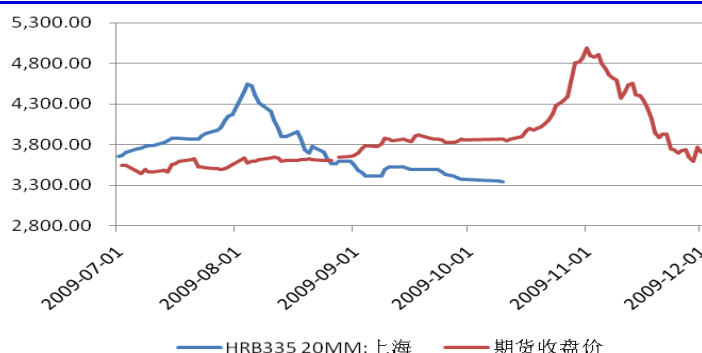


图 18 线材现货与期货价格走势



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 19 考虑时间因素的螺纹钢现货价格与期货价格走势比较图



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

4.2 钢材现货价格将在低位运行

2009 年以来,我国在需求恢复的强烈预期下,加上资金的投资炒作形成了两波上涨两波下跌行情,显示出价格波动频繁,而且波动幅度较大的特征。第一波上涨发生在 1~2 月份,是在国家政策的拉动下,市场良好预期促进钢价上涨;下跌时因为需求尚未真正恢复导致;第二波上涨起始于 4 月下旬,快速上涨发生在 7 月份及 8 月初,这次钢价上涨本人认为是非理性的成分居多,主要原因,一是第一波钢价上涨是钢厂提高出厂价引导;二是第二波投机资金对钢材期货的投机炒作引导钢价上涨;三是钢材消费需求预期较好。以上几点共同作用,导致钢价在短短的一个月内上涨了 14.06%,其中长材上涨 19%。但现实是残酷的,由于下游消费需求尚未有效恢复,企业产能充分释放,产品供应充足,最终导致了钢材价格的暴跌,两个月综合指数下跌 13.67 点,跌幅达到 11.75%,长材指数下跌 21.41 点,跌幅达 16.8%。目前已经转为阴跌,见下图。9 月以来,国内钢价并没有真正企稳,仍然向下寻求支撑,只是跌势趋缓。以上海钢材为例,板材中,冷轧从 9 月初的 5000 元/吨降至 4920 元/吨,所有钢材主流品种降幅最小;中板从 3600 元/吨降至 3370 元/吨,热轧从 3600 元/吨降至 3350 元/吨。建材中,螺纹钢从 3560 元/吨降至 3390 元/吨,线材从 3610 元/吨降至 3380 元/吨。

9 月下旬,螺纹期货下跌至 4000 元附近波动之际,铁矿石海运费价格即已探明底部。此后,在钢材期货破位下行的过程中,铁矿石海运费价格则率先迎来了持续性反弹,幅度亦较为可观。截至 10 月 9 日,巴西至中国海运费价格 28.125 美元,较 9 月 23 日低点 21.129 美元上涨 6.996 美元,涨幅为 33%;西澳至中国海运费价格为 11.659 美元,较 9 月 23 日低点 7.064

美元上涨 4.595 美元，涨幅为 65%。可以说铁矿石海运费价格率先强势反弹为钢价触底回升起到一定的支撑作用。考虑需求的恢复较为缓慢，预计四季度钢材价格仍将在低位震荡盘升。

图 20 国际钢材价格指数（CRU）

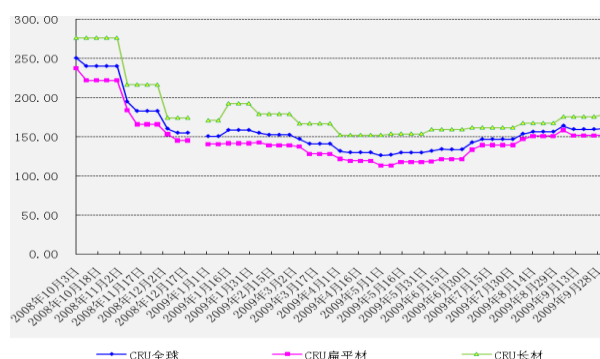
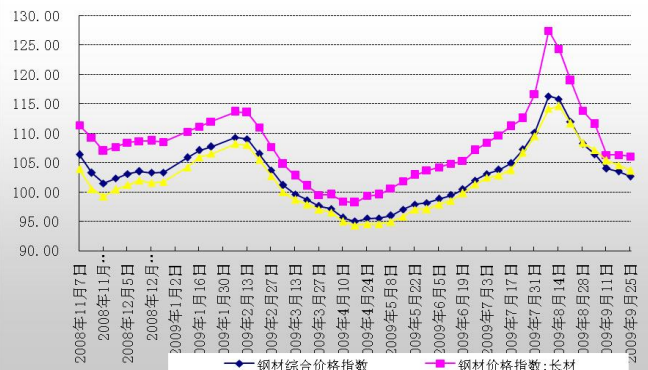


图 21 国内中钢协钢材价格指数走势



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

4.3 钢企效益波动较大

钢铁企业效益的决定因素主要有钢材价格与原材料成本决定。

对于钢材价格，我们前面已经作了分析预测，认为第四季度钢材价格将在低位运行，大幅上涨的可能性较小。

对于原材料成本，主要有钢铁生产的原材料——铁矿石和焦炭的价格决定。铁矿石价格因长协价的存在基本能够锁定。由于 12 月份以前进口铁矿石的长协价格已经确定，现货价格长协价差距不会太大，因为中国前几个月的铁矿石进口量超过了市场预期和实际消费，据中国海关统计，1-8 月中国铁矿石进口量为 40,492 万吨，同比增长 31.99%，超量 5000 万吨，按全年进口 5 亿吨计，第四季度的进口量不足 1 亿吨，因此铁矿石价格已无上涨空间。即铁矿石的价格将在一个相对狭窄的区间内波动，基本锁定钢企的铁矿石成本；

焦炭价格一方面受需求影响，另一方面受焦煤供应数量和价格的影响，受益于山西煤炭行业整顿的结束，第四季度焦煤供应将有所增加，焦炭开工率也较上半年有所提高，共同作用，从而抑制焦炭价格的上涨。焦炭价格随着山西煤炭行业的整顿结束，将有一批小企业开工生产，供应焦煤，抑制价格的上涨。

图 22 2007 年以来我国进口铁矿石的数量

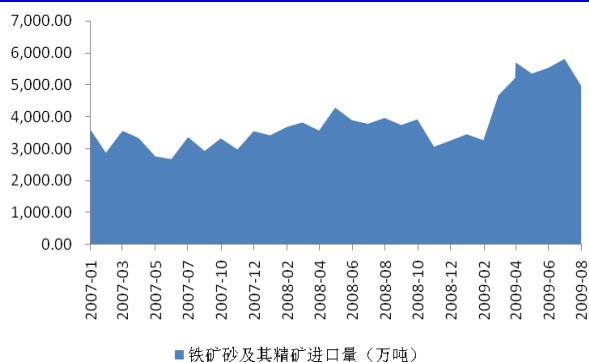
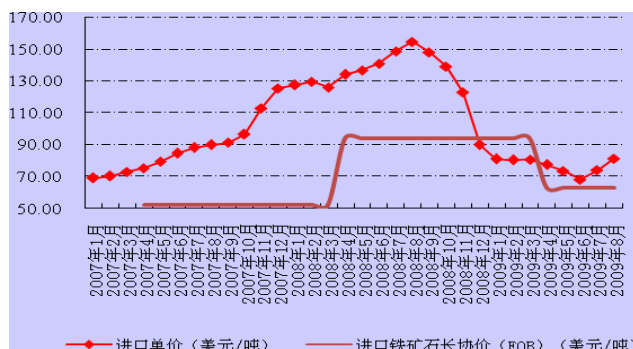


图 23 进口铁矿石现货价（完税价）和期货价格（FOB）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 24 国产铁矿石价格走势图

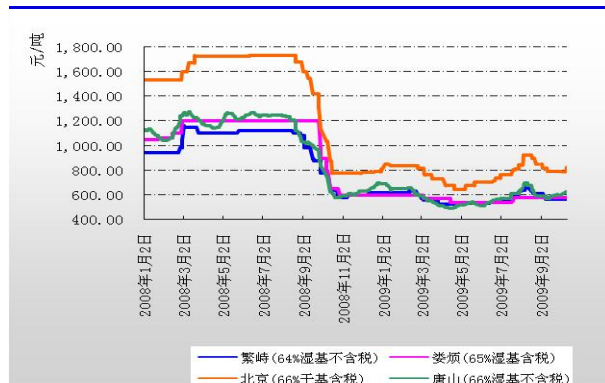
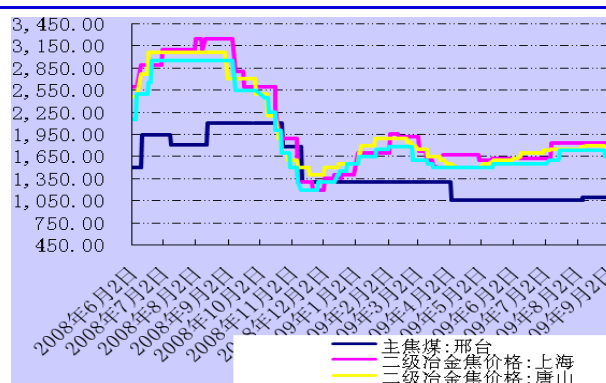


图 25 焦煤焦炭价格走势图



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

因此，四季度原材料成本基本稳定，企业效益直接受钢材价格的影响，价格升，则效益好；价格降，则效益差。由于钢材价格的上涨，钢企盈利三季度最好（见下图），由图可知，2009 年第三季度，无论是炼钢工业还是钢铁行业整体，行业利润都有大幅度的提升，利润水平基本接近 2006 年和 2007 年的水平。但钢材价格的下跌有直接把企业的利润跌去了，据测算，目前钢材的价格已经在企业的盈亏平衡点一下，预计四季度钢材价格反弹的话可以保证企业实现微利。

图 26 大中型钢铁企业的季度利润走势图（亿吨）

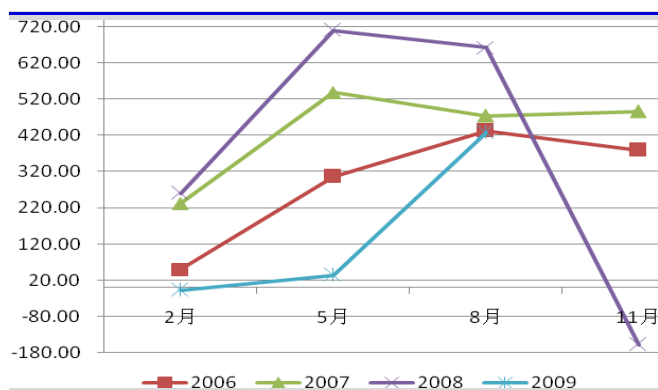
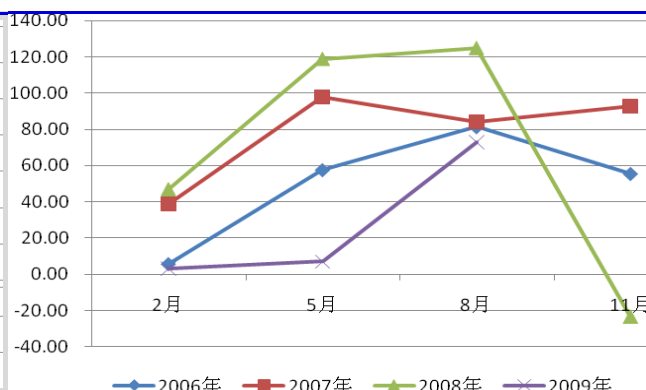


图 27 国内炼钢企业季度利润走势图



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 28 钢铁上市公司整体季度销售利润走势图

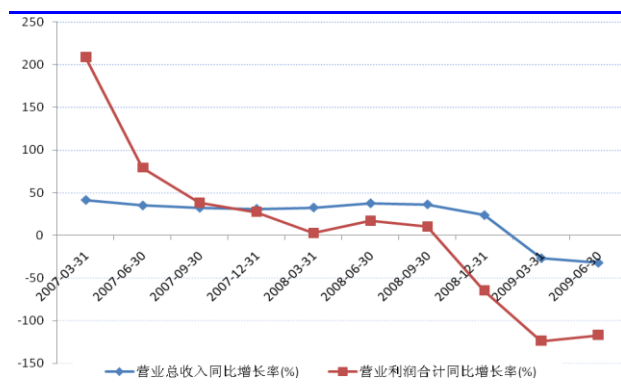
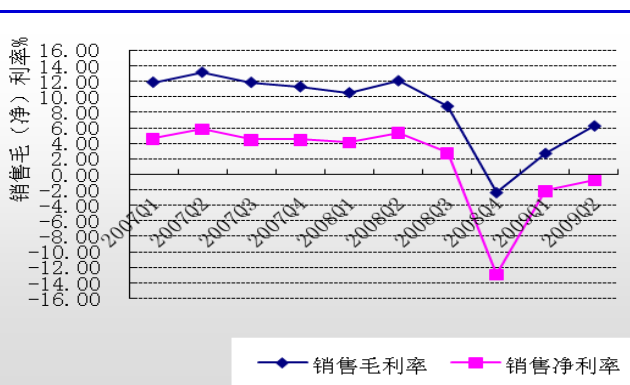


图 29 钢铁上市公司整体季度销售利润走势图

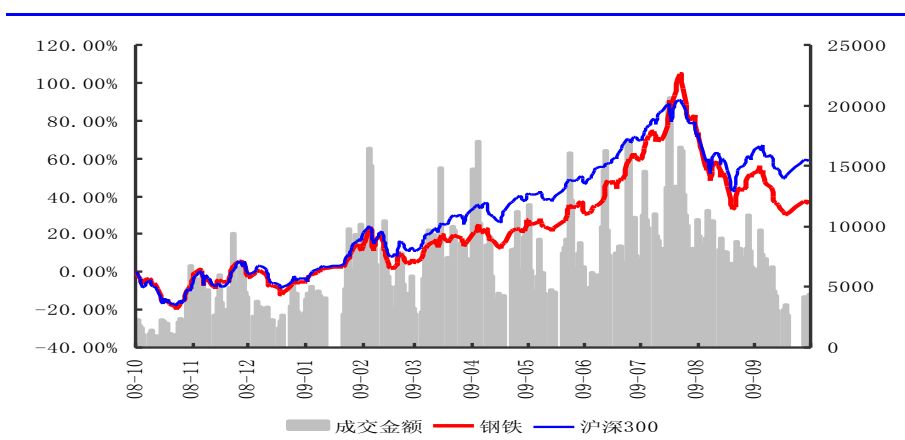


数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

五、股票估值与第四季度投资策略

2009 年以来，钢铁类上市公司的股票价格指数走出了先涨后跌的趋势，从 1 月 5 日的 1932.94 开始上涨，到 8 月 4 日的 4528.70 点，涨幅达到 134.29%，其间多数钢铁类股票价格都翻了一番，甚至更多；但从 8 月 4 日以来，出现快速下跌，截止 9 月 30 日，钢铁股票价格指数收盘于 2871.99，不到两个月时间下跌了 1656.71，跌幅达到 36.6%如图所示。

图 30 2008 年 10 月以来钢铁股票价格指数走势图



5.1 钢铁类股票股指偏低，四季度谨慎看好

鉴于当前钢价处于底部盘整，并且一段时期内行业盈利都将处于底部，估值短期内仍将有一定的压力。但从中期看，随着下游需求的有效回复，企业盈利的将震荡回升，对股指有一定的提升作用。根据 Wind 统计数据，我们分析了钢铁上市公司的综合市盈率和市净率水平发现，截止 9 月 30 日，钢铁板块市盈率为 23.09，略低于全部 A 股的综合市盈率，市净率为 1.71，大大低于市场平均水平 3.17。

另一方面，股票市场经过两个月的暴跌，上证综指从 3478.01 点暴跌至 1639.76 点，下跌 1838.25 点，跌幅超过 50%，近期虽有反弹，但幅度都不大，大部分股票价格处于相对低位。在经济复苏预期向好的背景下，短期股指再次探底的可能性较小，预计后市以震荡盘升为主。

5.2 继续关注主题投资机会

我们认为，在三季报业绩相好的支撑下，钢铁板块整体将略强于大盘。我们综合了资源、出口、整体上市、三季度业绩等方面的考虑，四季度重点推荐龙头企业宝钢股份、太钢不锈、鞍钢股份；业绩确定性增长的新兴铸管、大冶特钢；拥有资源优势和具备重组潜力的西宁特钢、南钢股份等。

表 1：钢铁类上市公司市盈率和市净率的统计及比较

证券代码	证券简称	综合评级	9 月 30 日 收 盘 价 (元)	每股净资 产 BPS(元)	市 净 率 (PB)	每 股 收 益 (EPS) (元)		PE	
						2008	2009H1	2008	2009H1
000898.SZ	鞍钢股份	增持	11.34	6.930	1.637	0.413	-0.216	27.448	
600782.SH	新钢股份	增持	6.69	5.760	1.162	0.500	0.030	13.360	
600102.SH	莱钢股份	增持	10.22	5.640	1.812	0.286	-0.648	35.740	
600307.SH	酒钢宏兴	增持	11.37	5.302	2.145	0.051	0.048	224.251	
000932.SZ	华菱钢铁	增持	6.28	5.260	1.194	0.348	-0.191	18.041	
600019.SH	宝钢股份	增持+	6.46	5.120	1.261	0.370	0.040	17.514	
000761.SZ	本钢板材	增持	5.97	4.707	1.268	0.050	-0.290	113.404	
000778.SZ	新兴铸管	增持+	10.08	4.684	2.702	0.435	0.402	29.104	
600001.SH	邯郸钢铁	增持	4.61	4.360	1.057	0.213	0.025	21.666	
002110.SZ	三钢闽光	增持	11.49	4.340	2.648	0.065	-0.530	176.336	
600569.SH	安阳钢铁	中性+	4.56	4.153	1.098	0.050	-0.160	88.242	
000708.SZ	大冶特钢	增持	8.7	4.058	2.144	0.447	0.250	19.464	
600126.SH	杭钢股份	增持	5.32	3.940	1.349	0.040	0.030	121.553	
600231.SH	凌钢股份	增持-	8.07	3.490	2.314	0.440	-0.030	18.210	
600117.SH	西宁特钢	增持	8.67	3.444	2.518	0.024	0.007	365.206	
600357.SH	承德钒钛	中性+	6.51	3.440	1.892	0.030	-0.100	227.319	
600581.SH	八一钢铁	增持	9.07	3.390	2.672	0.140	-0.240	66.920	
000825.SZ	太钢不锈	增持	7.02	3.384	2.075	0.229	-0.120	32.384	
600005.SH	武钢股份	增持	6.93	3.381	2.050	0.662	0.065	10.469	
000709.SZ	唐钢股份	增持	6.15	3.300	1.864	0.480	0.030	12.934	
000717.SZ	韶钢松山	增持	5.25	3.290	1.598	-0.965	-0.130	-5.439	
600808.SH	马钢股份	增持	4.17	3.280	1.272	0.104	-0.103	45.213	
601005.SH	重庆钢铁	增持-	5.06	3.180	1.594	0.350	0.020	14.658	
600399.SH	抚顺特钢	中性	7.23	3.105	2.328	0.067	0.017	108.163	
000629.SZ	攀钢钢钒	中性	7.84	2.740	2.865	-0.140	-0.230	-98.792	
000959.SZ	首钢股份	增持-	4.69	2.610	1.797	0.138	0.032	33.896	
600282.SH	南钢股份	增持-	4.99	2.580	1.932	0.073	0.033	68.238	
600507.SH	长力股份	中性	9.33	2.525	3.694	0.010	-0.027	627.049	
600010.SH	包钢股份	中性	3.86	2.070	1.867	0.140	-0.120	26.940	
600022.SH	济南钢铁	增持	4.6	2.021	2.276	0.551	-0.281	18.388	
601003.SH	柳钢股份	增持	6.54	1.691	3.869	0.006	-0.164	1080.033	
平均值					2.181		50.376	35.866	

数据来源：Wind 资讯

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。