

期待阶段性机会

供需分析

- 从需求分析,基于政府主导的基建投资和房地产投资的减弱将带动内需增长趋缓,而机械、汽车上半年的高速增长也难以持续,悲观预期之余的乐观在于季节性淡季和去库存结束后需求的恢复将使四季度需求相对三季度有所改善;从外需看,下半年出口将明显环比下降。
- 从供给看,亏损的内在压力和迫于政府对淘汰落后产能力度加大的外部压力,预计下半年粗钢产量增长将明显放缓,但因为需求增长动力的趋弱和产能过剩状态的延续,钢铁行业整体仍处于弱势平衡状态。

盈利分析

- 基于矿石供应紧张和产能过剩格局,价格将围绕成本波动运行。而矿石长协价格由年度定价机制转向季度定价后使得大中型钢铁企业面临着成本的滞后上涨。2010 年钢铁行业盈利将呈现前高后低的局面,二季度是全年钢价和盈利的高点,三季度是钢价和盈利的低点,甚至可能再度面临全行业亏损。
- 综合前面我们对四季度钢价回升、原材料成本略有下降的假设,四季度行业盈利将保持季度环比改善的过程。分产品看,长材盈利将弱于板材;分公司看,产品结构和成本优势是决定盈利水平差异的关键,对于没有产品优势、区域优势和成本优势公司而言,预计 2010 年盈利仍维持在低位。

投资策略:

- 基于上述供需基本面和盈利趋势分析,虽然目前钢铁股价已经对行业负面因素作出较为充分反映,但仍不具备持续乐观表现的驱动因素,我们维持行业阶段性和结构性投资策略观点。
- 从阶段看,随着三季度行业盈利触底和钢企明显减产,钢铁行业可能面临阶段性反弹机会。从结构看,具备产品优势和区域优势的钢铁公司,目前调整后的股价已经吸引力。重点推荐:大冶特钢、八一钢铁、宝钢股份。
- 从超跌反弹的角度来看,前期跌幅较多的公司 PB 估值已经具备安全边际如华菱钢铁、鞍钢股份、宝钢股份在行业触底反弹时或有较好表现。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860108111182

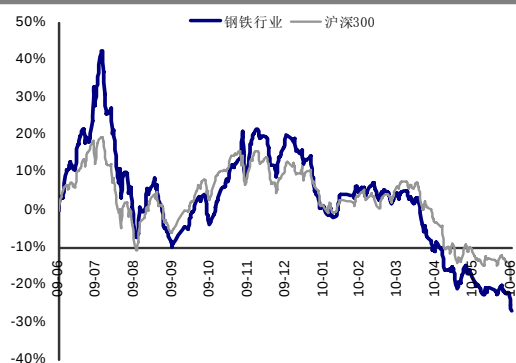
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 钢铁

报告日期 2010 年 6 月 30 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现	-5.1	-23.8	-26.1
相对表现	-2.4	-8.5	-13.8

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

单位: 元	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
宝钢股份	0.33	0.61	0.82	6.04	买入
大冶特钢	0.74	1.05	1.07	11.18	买入
八一钢铁	0.14	0.81	1.49	8.90	买入
华菱钢铁	0.04	0.29	0.72	4.11	买入
鞍钢股份	0.13	0.65	0.71	7.61	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

《盈利低位复苏——2009 年年报 2010 年 1 月 29 日 前瞻》

《重申 P/E 估值——2009 年中报 2009 年 7 月 10 日 前瞻》

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。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

供需分析	3
需求：内需增速趋缓 外需面临下降	3
供给：盈利、节能减排双重压力下的减产	5
库存：去库存化进程缓慢	6
供需分析：减产背景下的弱势平衡	7
盈利分析：三季度触底 四季度环比改善	8
钢价：震荡寻底中反弹	8
原材料：供需紧张 跌幅有限	9
盈利预测：三季度是全年的盈利低点	11
估值与投资策略	14
具备相对估值优势	14
投资策略：期待阶段性机会	16

供需分析

从需求分析，基于政府主导的基建投资和房地产投资的减弱将带动内需增长趋缓，而机械、汽车上半年的高速增长也难以持续，悲观预期之余的乐观在于季节性淡季和去库存结束后需求的恢复将使四季度需求相对三季度有所改善；从外需看，下半年出口将明显环比下降。从供给看，亏损的内在压力和迫于政府对淘汰落后产能力度加大的外部压力，预计下半年粗钢产量增长将明显放缓，但因为需求增长动力的趋弱和产能过剩状态的延续，钢铁行业整体仍处于弱势平衡状态。

需求：内需增速趋缓 外需面临下降

上半年，房地产投资取代政府主导的基建投资成为拉动钢材消费的新引擎：基建投资增速由 09 全年的 41% 回落至 1-5 月的 19%，而房地产投资由 09 年平均的 22% 上升至前 5 月 37% 的累计增速水平。强劲的内需带动国内 1-5 月粗钢表观消费增速 23.8%，即使考虑库存的因素，表格消费增幅也在 15% 以上。

预计下半年固定资产投资增速仍可维持在 25% 左右的水平，考虑到通货膨胀后实际增速较 09 年 31% 明显下降。而作为房地产投资的领先指标，商品房销售面积快速下降，1-5 月销售面积累计同比减少 22%，预示着下半年商品房施工面积也将回落，考虑到今年国家对保障性住房的大力支持，房地产总投资基本可以维持在历史平均的 30% 左右。

从机械、汽车行业看，上半年的高速增长尤其是汽车产销量高达 50% 以上的增速难以持续，分单月数据看，增速已经回落至 20% 附近，不过在 9、10 月后，汽车销售有一个相对的小旺季。加上梅雨、高温季节之后施工的恢复，使得四季度需求相对三季度有所改善。

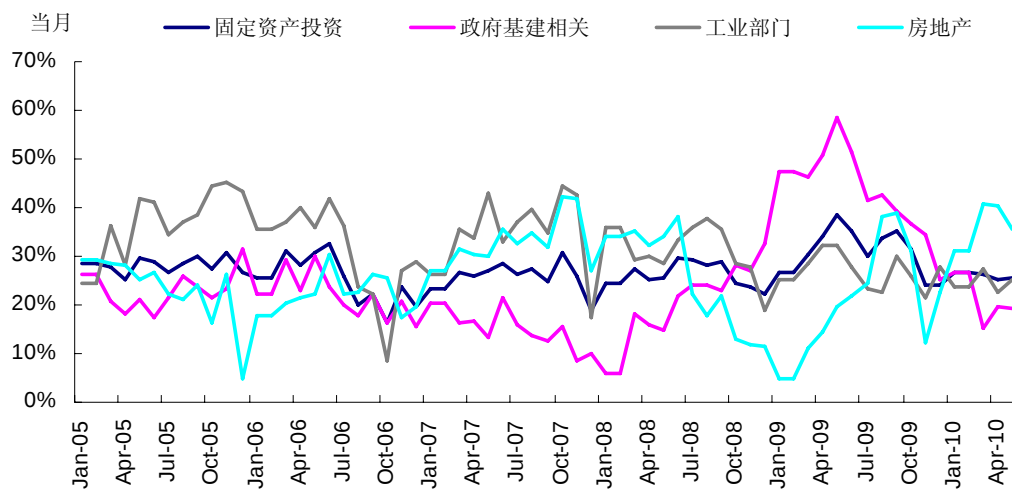
外需，下半年出口将明显环比下降：1-5 月我国共计粗钢出口 1909 万吨，同比增长 128%，进口 764 万吨，同比下降 16%，净出口 1145 万吨，而去年同期净进口 79 万吨。7 月 15 日起取消 48 种钢材产品出口退税也使得国内钢材价差有所缩小，短期对行业影响负面，7 月后出口或将明显下降。预计 2010 全年粗钢净出口 2000 万吨，占产量比重仅约 3%；另外约有 7% 左右的钢材通过机电产品等间接出口，在人民币汇率升值后出口更具不确定性。

表 1：钢铁下游行业趋势

	实际固定资 产投资	房地产施工 面积	房地产销 售面积	机械行业 总产值	汽车产量	家电产量	YOY					
	亿元	万平方米	万平方米	亿元	万辆	万台	固投	房产施工	房产销售	机械	汽车	家电
2004	54734	140451	38232	21608	505.67	14531	23.1%	20.1%	18.6%	21.3%	15.7%	36.4%
2005	72768	164445	55769	29032	570.46	16204	32.9%	17.1%	45.9%	34.4%	12.8%	11.5%
2006	90662	194090	60628	37833	723.75	16276	24.6%	18.0%	8.7%	30.3%	26.9%	12.2%
2007	111367	235882	76193	50666	887.30	19979	22.8%	21.5%	25.7%	33.9%	22.6%	22.8%
2008	134321	274179	62089	64794	934	18477	16.7%	16.2%	-18.5%	27.9%	5.2%	-7.5%
2009	200130	319600	93713	77450	1378	20982	35.0%	16.6%	50.9%	19.5%	47.4%	13.6%
1-5 月 10	66431	285085	19158	27382	754	11136	23.3%	30.5%	-22.3%	30.6%	56.2%	32.0%
2010-01				6137	161.48	1939				47.8%	145.8%	92.0%
2010-02	12771	209687	6101	5450	120.62	1625	25.7%	47.6%	18.9%	18.3%	49.3%	14.5%
2010-03	29237	242200	11117	7782	173.43	2314	25.2%	35.5%	-1.7%	28.0%	58.3%	21.1%
2010-04	46019	264631	15020	8013	156.35	2648	24.7%	31.7%	-14.8%		35.2%	27.9%
2010-05	66431	285085	19158		141.66	2610	23.3%	30.5%	-22.3%		28.0%	29.0%

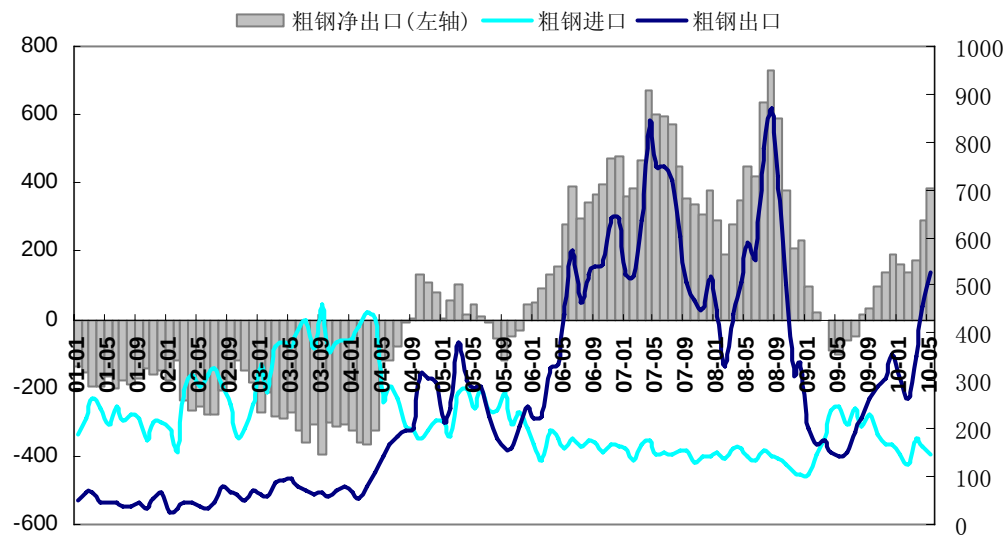
资料来源：东方证券研究所

图 12：固定资产投资增速分解



资料来源：东方证券研究所

图 11：月度中国钢铁出口趋势



资料来源：东方证券研究所

供给：盈利、节能减排双重压力下的减产

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，随着钢价下跌和钢企步入亏损区间，国内粗钢日产量水平及其所反映出来的产能利用率水平已经开始下降，5月粗钢日均产量为181万吨，环比4月份的185万吨下降2%，6月中旬已下降至177万吨左右。

除了钢厂因为亏损而被动减产外，政府迫于节能减排压力前所未有的加大了淘汰落后产能力度，政策的强力执行也将使得产量下降。工信部提出确保今年应淘汰的落后产能在第三季度前全部关停。其中2010年钢铁行业落后产能目标任务如下：炼铁3000万吨，炼钢825万吨。明年年底前，淘汰400立方米及以下炼铁高炉，淘汰30吨及以下炼钢转炉、电炉。即2011年淘汰目标约7000万吨产能，相当于当前产能约10%。

综合钢厂因为亏损和淘汰落后而进行的检修、减产，下半年供给压力将有所缓解，我们预计全年粗钢产量为6.4亿吨，同比增长12.7%。

表 2：1-5 月钢铁分产品产量和增速

	1-5 月累计产 量	累计比同期 增长%	5 月产量	本月比去年 同月增长%	4 月产量	本月环比增 减	本月环比增 长%
粗钢	26890	23.8%	5614	20.7%	5540	74	1.3%
生铁	25390	20.6%	5226	14.3%	5162	64	1.2%
钢材	32629	27.5%	7122	23.6%	6911	211	3.1%
型材	2363	14.0%	514	4.8%	541	-28	-5.1%
棒材	2776	32.7%	616	33.7%	592	24	4.0%
钢筋	5341	16.9%	1166	17.6%	1133	33	2.9%
线材	4330	21.4%	935	18.1%	892	43	4.8%
中厚板	2811	24.5%	627	23.4%	591	37	6.2%
热轧板卷	8298	36.9%	1783	29.7%	1694	89	5.2%
冷轧板卷	2364	46.2%	527	42.5%	495	32	6.6%
涂镀板	1345	61.2%	293	48.5%	294	-1	-0.5%
电工钢	229	44.3%	48	44.7%	45	2	4.8%
钢管	2201	11.8%	492	9.9%	505	-13	-2.6%
焦炭	15921	25.7%	3353	20.5%	3245	108	3.3%
铁矿石	38336	30.3%	9106	38.5%	8807	298	3.4%

资料来源：东方证券研究所

库存：去库存化进程缓慢

近三个月库存变动看，社会库存下降 12%，主要是热轧和线材库存的下降，冷轧库存不降反升 1.8%；而从最近一个月的变化来看，全国社会库存继续下降 1.3%，降幅明显放缓，各个品种库存有升有降，整体变动不大。与去年同期相比，长材库存压力明显大于板材，板材、长材较同期库存增加 50%、101%。

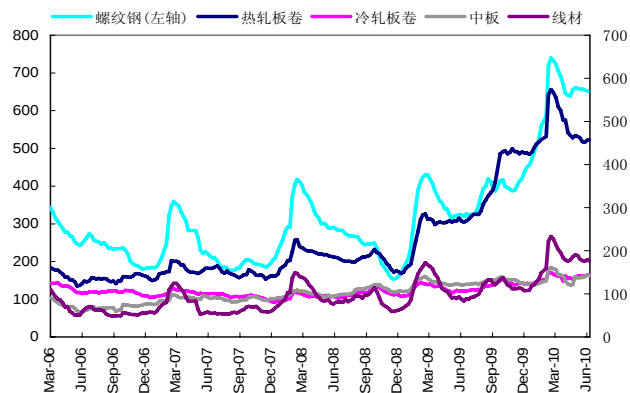
从钢厂库存看，4 月数据反映了钢厂的钢材库存环比略有增加，存货压力加大，随着进入 7-8 月的消费淡季，我们认为当前钢厂库存将继续增加，不过从库存量/产量的角度看，该比例依然在 20% 下方，也不大可能达到金融危机前的 33% 左右的水平，从而避免了企业因为存货过多大量计提减值准备，从而造成盈利的急剧下滑。

表 3：上海和全国的钢材库存

	最新	1 个月变动	3 个月变动	6 个月变动	一年变动	最高点变动
上海库存	万吨	%	%	%	%	%
热轧板卷	165.00	-2.69%	-10.67%	17.03%	106.86%	-11.81%
冷轧板卷	46.00	1.49%	11.84%	19.70%	48.47%	-0.48%
中板	38.00	5.76%	11.11%	21.45%	19.49%	0.00%
螺纹钢	70.00	-1.04%	-15.55%	42.22%	122.82%	-15.55%
线材	14.00	7.38%	8.36%	37.20%	145.74%	0.00%
全国库存						
热轧板卷	457.59	-1.72%	-17.62%	7.11%	70.15%	-20.31%
冷轧板卷	144.93	2.86%	1.81%	16.31%	36.30%	-2.96%
中板	142.03	3.19%	-9.12%	16.00%	18.55%	-11.94%
螺纹钢	651.50	-1.14%	-9.85%	44.78%	101.11%	-11.91%
线材	175.94	-6.94%	-17.67%	63.18%	100.99%	-24.66%
板材	744.56	0.06%	-12.82%	10.42%	50.39%	-15.86%
长材	827.44	-2.43%	-11.64%	48.33%	101.09%	-14.97%
全国合计	1572.00	-1.27%	-12.20%	27.59%	73.40%	-15.39%

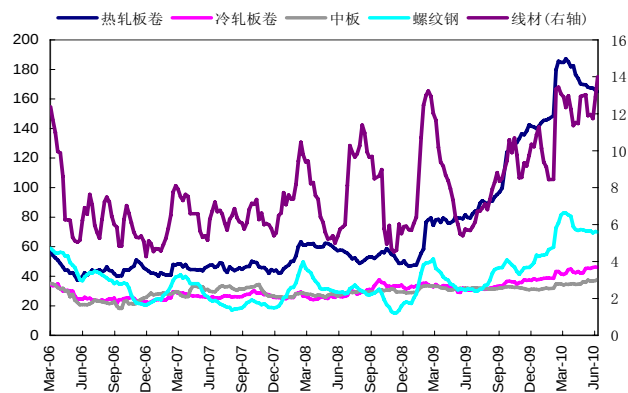
资料来源：东方证券研

图 19：全国钢材库存



资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

图 20：上海市场库存



资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

供需分析：减产背景下的弱势平衡

综合上述供需分析，二季度并非旺季不旺，只是高达 23% 的产量增速对应约 10% 的需求增长制约了钢价的表现。在需求增长速度衰减的同时，钢铁产量将逐渐在亏损和节能减排双重压力下的减产，市场对库存的偏好也将发生改变，即二次去库存的过程。

就全年而言，以上变化符合我们的预期，我们维持全年粗钢表观消费量 6.2 亿吨、同比增长 9.7% 的假设不变。在 4 季度需求略有改善之后，综合春节前的节日因素，市场也将有一个补库存的需求，在三季度明显供大于求之后行业有望实现一个低产量、低需求的弱势供需平衡。

表 4：中国粗钢表观消费增速

万吨	产量	出口	进口	净出口	表观消费	YOY				
						产量	出口	进口	净出口	表观消费
2003	21934	843	4305	-3462	25396	22.0%	47.9%	48.0%		25.0%
2004	26930	2029	3309	-1280	28210	22.8%	140.7%	-23.1%		11.1%
2005	34806	2761	2717	44	34762	29.2%	36.1%	-17.9%		23.2%
2006	42146	5209	1897	3312	38834	21.1%	88.7%	-30.2%		11.7%
2007	49490	6913	1710	5203	44287	17.4%	32.7%	-9.9%	57.1%	14.0%
2008	50031	6054	1569	4485	45564	1.1%	-12.4%	-8.2%	-13.8%	3.1%
2009	56784	2611	2325	286	56498	13.5%	-59.3%	39.8%	-94.0%	24.8%
1-5 月 10 年	26890	1909	764	1145	25745	23.8%	127.9%	-16.6%	-1556.6%	18.1%
2010-01	4869	307	146	161	4708	18.2%	51.8%	38.9%	65.8%	17.1%
2010-02	5036	264	126	138	4898	22.5%	59.6%	-14.1%	633.8%	19.7%
2010-03	5497	353	181	172	5325	21.9%	99.4%	0.1%	-4883.3%	18.0%
2010-04	5540	457	165	292	5248	27.6%	205.7%	-30.9%	-427.0%	18.5%
2010-05	5614	528	146	381	5233	20.8%	268.7%	-40.3%	-474.7%	10.2%
2010E	64007	3600	1600	2000	62007	12.7%	37.9%	-31.2%	599.7%	9.7%

资料来源：东方证券研

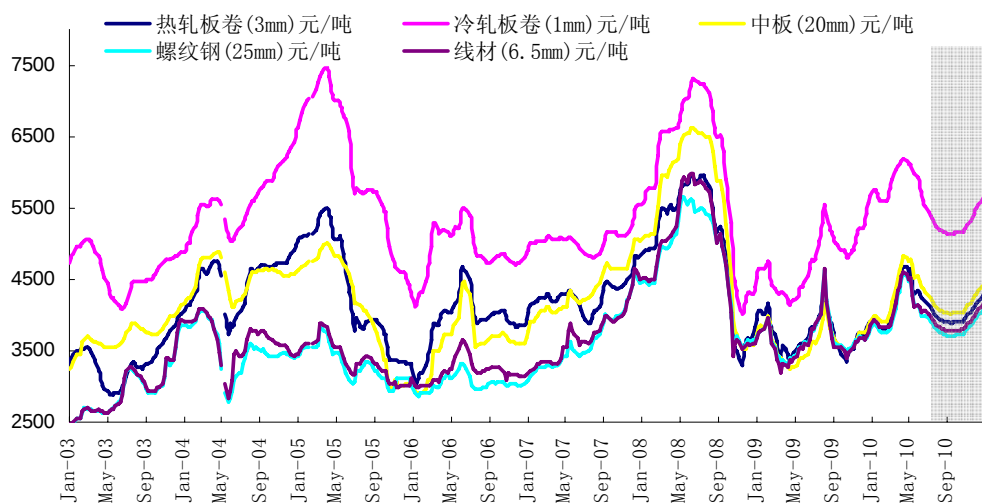
盈利分析：三季度触底 四季度环比改善

钢价：震荡寻底中反弹

在需求减少、供给放量压力下，国内钢价从4月中旬调整至今，长材跌幅大于板材，螺纹钢、线材下跌约600元/吨，跌幅13%左右；板材跌幅在11%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，我们预计7、8月钢价将维持盘整或小幅下跌走势，随着9月后消费旺季的到来，下游终端采购意愿正常化和钢厂减产效应的体现，预计钢价重现回升概率较大。

图6：国内主要钢铁价格趋势



资料来源：东方证券研究所

表5：国内主要钢铁价格预测

型号	单位		2008	2009	2010E	2010				环比		
						Q1	Q2	Q3E	Q4E	Q2/Q1	Q3/Q2	Q4/Q3
热轧板卷	3mm	元/吨	5023	3726	4186	3991	4437	4058	4260	11.2%	-8.6%	5.0%
冷轧板卷	1mm	元/吨	6079	4784	5675	5784	5965	5342	5609	3.1%	-10.5%	5.0%
中板	20mm	元/吨	5462	3617	4321	4079	4613	4190	4400	13.1%	-9.2%	5.0%
螺纹钢	25mm	元/吨	4772	3675	4026	3891	4283	3868	4062	10.1%	-9.7%	5.0%
线材	6.5mm	元/吨	4890	3651	4083	3950	4310	3937	4134	9.1%	-8.7%	5.0%
不锈钢冷轧	304CR	元/吨	27171	19577	22867	23408	23369	21800	22890	-0.2%	-6.7%	5.0%
	202CR	元/吨	21586	17125	19397	18967	20285	18700	19635	6.9%	-7.8%	5.0%
无取向硅钢	50WW800	元/吨	6947	5830	7333	7329	7858	6900	7245	7.2%	-12.2%	5.0%
取向硅钢	30Q130	元/吨	43457	25236	20228	20339	21008	19300	20265	3.3%	-8.1%	5.0%
钢坯	上海	元/吨	4644	3291	3822	3495	3950	3825	4016	13.0%	-3.2%	5.0%

资料来源：东方证券研究所

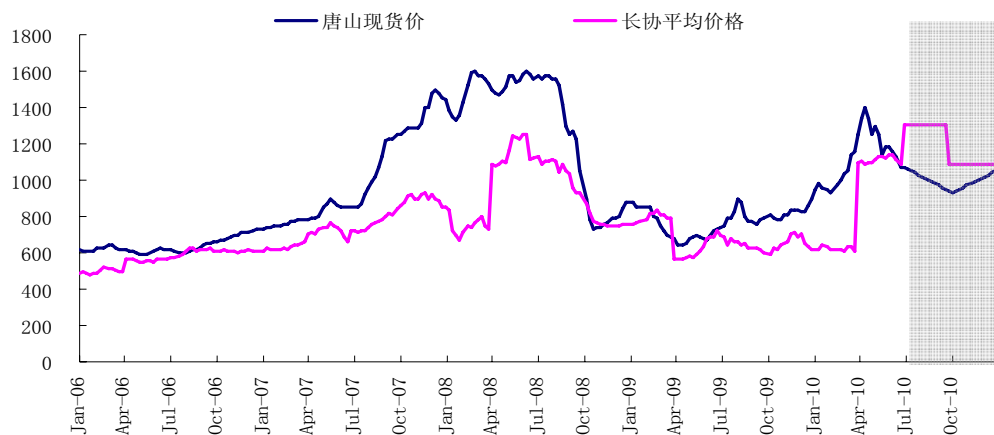
原材料：供需紧张 跌幅有限

矿石方面，随着中国钢铁产量和钢价的反弹以，矿石现货价格逐步提高，年度定价机制转向季度定价后使得大中型钢铁企业面临着成本的滞后上涨。在目前矿石价格已经回落后，三季度长协价格或将高出现货 300 元/吨。前 5 月共计进口 2.6 亿吨铁矿石，占总供给的 58%，和进口增速仅 8%形成对比的是国内矿石产量同比增加 31%，在进口矿价格大涨后，国产矿石替代作用开始显现，按照国内生铁产量来测算，1-5 月矿石供应过剩约 4100 万吨，加上港口约 7000 万吨矿石库存，仅相对于全国 1.3 个月的矿石用量，低于历史约 2 个月的用量水平。

基于国际钢铁需求的回升和近两年矿石产能扩产有限，铁矿石价格下跌空间不大，有望维持在 120 美元/吨上方，我们预计三季度矿石协议价上涨 23%至 146 美元/吨左右，四季度长协价下跌至 123 美元/吨。

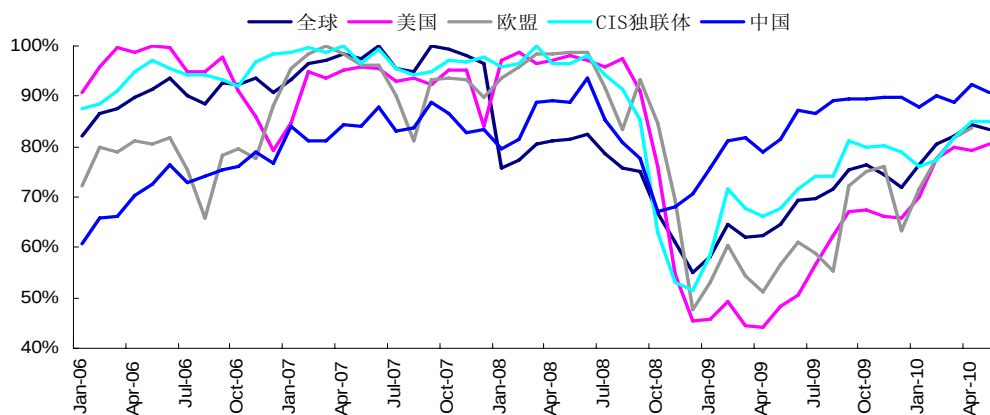
焦炭价格从年初至今一直在 2000 元/吨附近窄幅震荡，合约焦煤价格自 2 月上调 150 元/吨后也一直维持稳定，在钢价上涨阶段并未上涨的煤焦价格在下跌阶段也将相对稳定。

图 6：国内现货铁矿石和长协矿石到岸价对比



资料来源：东方证券研究所

图 6：国际钢铁产能利用率提升对矿石需求拉动明显



资料来源：东方证券研究所

表 6：铁矿石供需分析

万吨	原矿产量	进口量	供给合计	实际消费		YOY		实际消费	
				量	供需平衡	原矿产量	进口量	供给合计	量
2003	25750	14820	29240	32122	-2882	13.6%	32.9%	20.4%	19.0%
2004	28977	20808	36746	39997	-3251	12.5%	40.4%	25.7%	24.5%
2005	39675	27536	48960	52370	-3409	36.9%	32.3%	33.2%	30.9%
2006	57397	32622	63042	64864	-1822	44.7%	18.5%	28.8%	23.9%
2007	69803	38367	73966	74707	-741	21.6%	17.6%	17.3%	15.2%
2008	82401	44413	85614	76720	8894	20.7%	15.8%	16.8%	2.7%
2009	88017	63209	106941	88631	18310	8.9%	42.3%	27.8%	15.5%
1-5 月 10 年	38320	26225	45384	41285	4100	30.6%	8.4%	16.7%	21.5%
2010-01	6283	4662	7804	8106	-303	33.0%	42.8%	38.7%	28.5%
2010-02	6151	4938	8014	7743	271	5.7%	5.5%	5.6%	20.1%
2010-03	7972	5901	9888	8502	1385	29.2%	13.3%	19.2%	20.7%
2010-04	8807	5533	9936	8415	1522	44.9%	-2.9%	13.7%	24.0%
2010-05	9106	5190	9743	8519	1224	38.9%	-2.9%	13.0%	15.0%

资料来源：东方证券研究所

表 7：分区域矿石进口价格（海关数据）

美元/吨	总平均 价	印度	澳大利			YOY				
			亚	巴西	其他	合计	印度	亚	巴西	其他
2003	32.6	36.9	28.0	34.9		31.5%	50.1%	21.1%	27.2%	
2004	61.2	80.0	43.0	62.1	71.4	87.9%	116.8%	53.7%	78.1%	
2005	66.6	76.0	54.3	70.7	78.4	8.9%	-5.1%	26.4%	13.8%	9.8%
2006	63.7	64.9	56.7	72.0	67.4	-4.3%	-14.5%	4.3%	1.9%	-14.1%
2007	87.8	101.5	76.0	96.0	87.9	37.8%	56.2%	34.1%	33.2%	30.5%
2008	132.4	146.2	113.9	146.8	138.6	50.8%	44.1%	49.8%	53.0%	57.7%
2009	79.9	72.1	76.8	91.5	81.1	-39.7%	-50.7%	-32.5%	-37.7%	-41.5%
1-5 月 10 年	103.2	109.6	105.5	102.6	102.8	32.2%	72.9%	35.7%	8.8%	27.2%
2010-01	89.8	92.1	88.1	92.8	86.7	12.7%	44.1%	10.7%	-11.4%	-1.3%
2010-02	95.6	103.7	89.7	96.5	99.1	20.5%	58.9%	9.6%	4.0%	23.1%
2010-03	101.6	106.7	101.1	100.8	97.0	26.1%	56.4%	22.6%	8.0%	20.8%
2010-04	114.0	112.6	114.3	109.1	106.9	47.6%	85.0%	50.0%	19.4%	34.2%
2010-05	115.0	132.9	134.3	113.6	124.1	56.7%	126.8%	95.6%	27.8%	63.7%

资料来源：东方证券研究所

盈利预测：三季度是全年盈利低点

我们预计 2010 年钢铁行业盈利将呈现前高后低的局面，二季度钢价是全年高点，考虑到钢厂 2 个月左右的原材料低价库存，二季度也将是整个行业盈利的高点。而考虑成本的滞后上涨和价格大幅下调，整个行业在三季度可能再度面临全行业亏损。

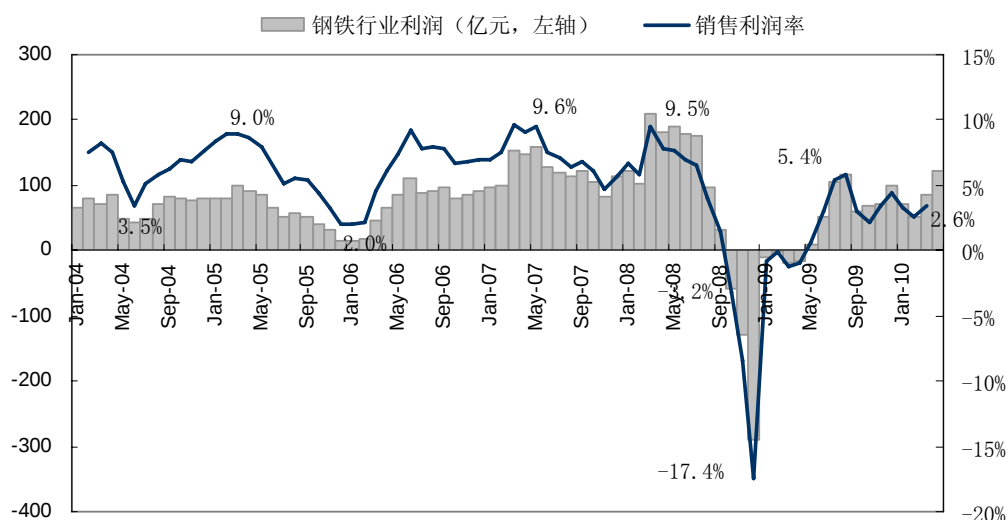
综合前面我们对四季度钢价回升、原材料成本略有下降的假设，四季度行业盈利将保持季度小幅环比改善的过程。分产品看，长材盈利将弱于板材；分公司看，产品结构和成本优势是决定盈利水平差异的关键，对于没有产品优势、区域优势和成本优势公司而言，预计 2010 年盈利仍维持在低位。

随着国内钢价在 4 月后的明显下跌，钢企目前时点已经步入亏损区间，根据我们跟踪和测算：6 月国内多数钢企盈利下降明显，6 月底基本所有企业出现亏损，目前吨钢毛利亏损幅度在 50-350 元/吨的区间内，（假设二、三季度矿石协议价分别上涨 100%、23%，四季度矿石协议价等于二季度），在低钢价、高成本的三季度，大型钢企利润环比将大幅下滑。

根据我们的测算（见表 8、表 9）：长协钢厂吨成本三季度环比增加 548 元/吨，吨钢毛利下降 800-1000 元/吨左右；而四季度成本微增 39 元/吨，在价格提高后，吨钢盈利有 100-200 元/吨的改善。基于完全现货采购的小钢厂三季度成本下降 283 元/吨，一定程度上缓解了价格下降的冲击，吨钢毛利下降 100 元/吨左右，四季度吨钢盈利提升也将长协矿石公司明显，即吨钢毛利有 250-350 元/吨的改善。成本变化更为滞后的长协钢厂在 2011 年一季度将取得好于现货公司的相对表现。

但我们也应看到，行业四季度盈利改善仍是行业景气底部合理恢复和部分品种结构性复苏的反映，整体而言，因为产能过剩，盈利仍处于低位水平，不稳定性和不确定性较大，行业景气难有持续表现的驱动因素。

图 6：钢铁行业利润



资料来源：东方证券研究所

注：以下的钢企盈利变动分析基于下述假设条件：1) 假定合约矿石价格和海运费滞后2个月，合约焦煤价格滞后一个月，其他变量采用即期价格水平；2) 假设所有的钢企都依据现货价格销售产品；3) 钢企-长协：100%协议矿，70%COA 协议，100%合约焦煤；4) 钢企-中间：50%进口协议矿，50%现货采购，海运费全部现货，合约焦煤70%，其他为现货焦炭；5) 钢企-现货：原材料全部采购于现货市场。

表 8：不同成本钢企盈利变动测算

	单位	10Q2	10Q3E	10Q4E	Q3-Q2	Q4-Q3
国内矿石现货	元/吨	1230.4	1070.0	1000.0	-160.4	-70.0
印度现货矿价	美元/吨	165.8	145.0	135.0	-20.8	-10.0
合约铁矿石	美元/吨	82.6	131.3	138.7	48.7	7.4
巴西-中国	美元/吨	26.5	29.0	22.3	2.5	-6.7
西澳-中国	美元/吨	10.3	11.9	10.0	1.6	-1.9
废钢	元/吨	3149	3025	3025	-124	0
焦炭	元/吨	1970	1900	1900	-70	0
合约焦煤	元/吨	1365	1315	1265	-50	-50
汇率		6.83	6.82	6.81	-0.01	-0.01
成本变动测算	铁矿石	海运费	废钢	煤炭	其他	合计
钢企-长协 (Q3-Q2)	530	7	-8	-30	50	548
钢企-现货 (Q3-Q2)	-219		-8	-30	-26	-283
钢企-长协 (Q4-Q3)	79	-14	0	-30	4	39
钢企-现货 (Q4-Q3)	-96		0	0	-10	-105

资料来源：东方证券研

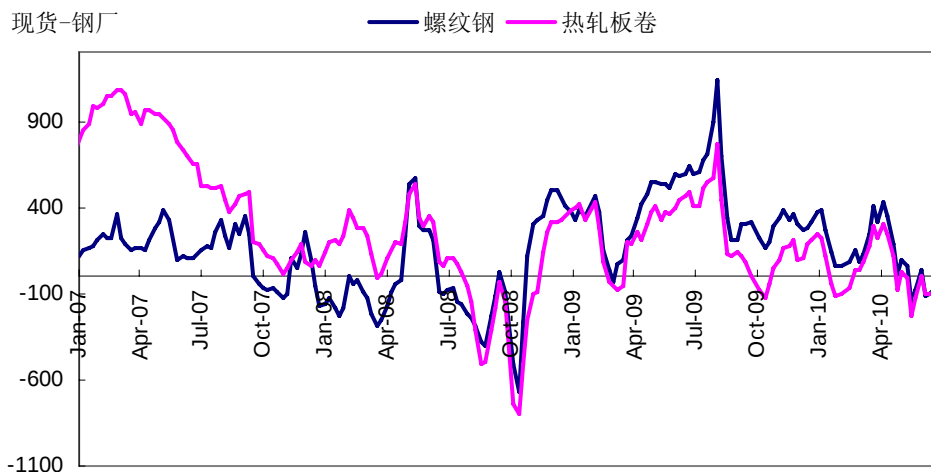
表 9：不同成本钢企盈利变动测算

现货均价变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
10Q2	元/吨	4437	5965	4613	4283	4310
10Q3	元/吨	4058	5342	4190	3868	3937
10Q4E	元/吨	4260	5609	4400	4062	4134
Q3-Q2 (不含税)	元/吨	-325	-533	-361	-355	-319
Q4-Q3 (不含税)	元/吨	173	228	179	165	168
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 (Q3-Q2)	元/吨	-873	-1081	-910	-903	-867
钢企-现货 (Q3-Q2)	元/吨	-41	-250	-78	-71	-35
钢企-长协 (Q4-Q3)	元/吨	135	190	140	127	130
钢企-现货 (Q4-Q3)	元/吨	279	334	284	271	274

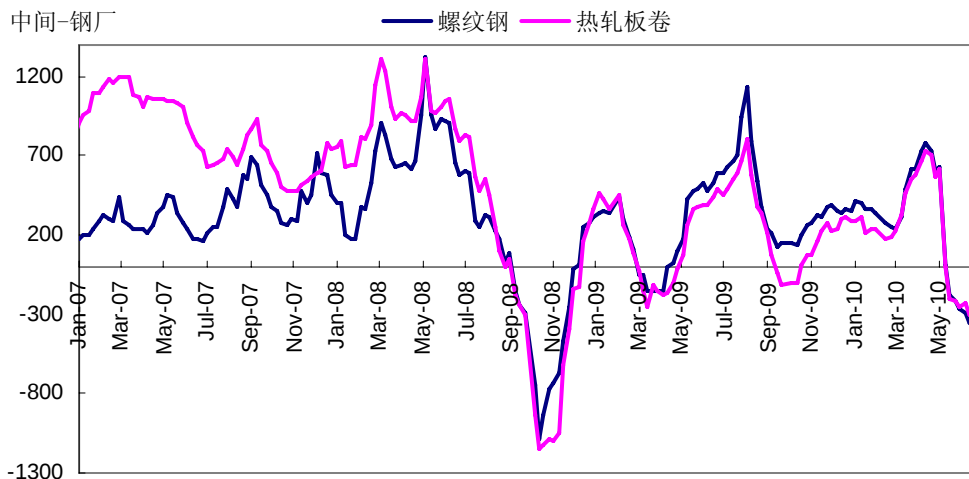
资料来源：东方证券研

图 35：不同类型钢企吨钢毛利

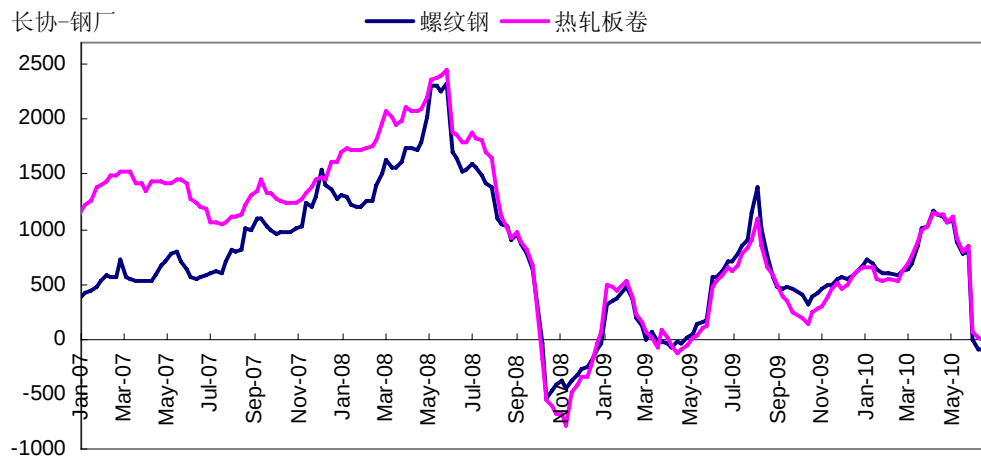
6 月下旬，原材料来自于现货市场的钢厂继续亏损，螺纹钢、热轧板卷吨钢毛利分别约为-63 元/吨、-97 元/吨。



6 月下旬，中间钢厂月末螺纹钢、热轧板卷吨钢毛利分别约为-320 元/吨、-305 元/吨。



6 月下旬，按长期协议采购原材料的钢企盈利同样开始亏损，吨钢毛利分别约为-124 元/吨、-57 元/吨。



资料来源：Bloomberg

估值与投资策略

具备相对估值优势

从整体看，上半年钢铁股整体表现差强人意，跌幅远大于其他周期性行业，弱于沪深 300 指数 13%，国际钢铁股表现同样不佳，十支钢铁股中无一上涨，近半年以来跌幅在 20% 左右。从绝对估值来看，国内钢铁股平均 1.31x 的 PB 估值高于国际的 1.24x；相对市场估值方面，国内钢铁股 0.59x 的估值水平较国际的 0.77x 有一定的优势。

从历史 P/B 分析，钢铁行业相对历史平均 P/B 仍有 24% 的上升空间，从与沪深 300 的估值比率看，目前钢铁股 P/B 已经接近合理估值水平。

表 10：钢铁股价表现

	货币	股价 09-6-25	绝对变动				相对变动			
			1 个月	3 个月	6 个月	12 个月	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
钢铁平均	RMB	3249.00	-5.1%	-23.8%	-32.9%	-26.1%	-2.4%	-8.5%	-12.8%	-13.8%
宝钢股份	RMB	6.04	-6.5%	-19.9%	-30.2%	-14.7%	-3.7%	-4.6%	-10.1%	-2.5%
武钢股份	RMB	4.53	-7.6%	-31.2%	-40.8%	-44.3%	-4.9%	-16.0%	-20.7%	-32.1%
鞍钢股份	RMB	7.61	-10.8%	-34.4%	-49.6%	-45.5%	-8.0%	-19.1%	-29.5%	-33.3%
大冶特钢	RMB	11.18	-4.3%	-9.2%	-5.3%	39.3%	-1.6%	6.1%	14.8%	51.6%
阿米	USD	29.6	-0.7%	-31.1%	-34.4%	-9.4%	-1.0%	-23.4%	-29.9%	-26.4%
诺可	USD	41.2	-4.1%	-7.6%	-11.2%	-5.8%	-4.3%	0.1%	-6.8%	-22.8%
美国钢铁	USD	43.2	-8.6%	-30.6%	-23.8%	20.8%	-8.9%	-23.0%	-19.4%	3.8%
蒂森克虏伯	EUR	21.3	4.6%	-17.2%	-18.0%	20.9%	-2.5%	-16.2%	-19.9%	-5.6%
新日铁	JPY	306	0.0%	-12.3%	-16.6%	-16.2%	-2.9%	-2.2%	-9.4%	-15.6%
日本 JFE	JPY	2902	0.5%	-18.4%	-19.8%	-8.3%	-2.4%	-8.3%	-12.6%	-7.7%
浦项	KRW	496500	11.3%	-6.3%	-18.5%	21.0%	0.5%	-8.8%	-21.4%	-3.2%
TATA	INR	490.1	2.8%	-23.2%	-20.4%	27.2%	-6.9%	-23.3%	-21.6%	4.7%
中钢	TWD	30.4	2.4%	-7.0%	-4.4%	17.4%	-3.1%	-2.4%	1.8%	1.7%

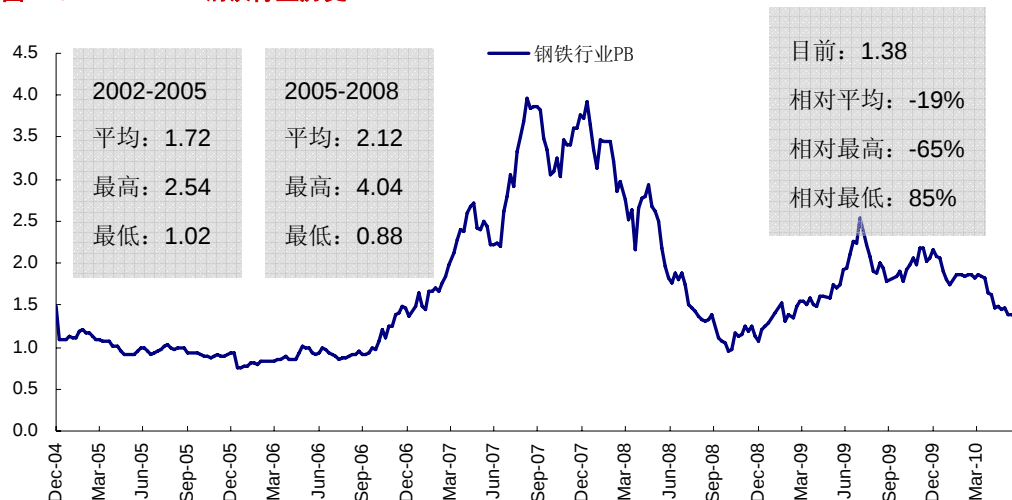
资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

表 11：估值与历史最低的比较

	历史平均估值	历史最低估值	目前	目前/平均
行业平均	1.82	0.74	1.38	-24.00%
宝钢股份	1.57	0.87	1.11	-29.64%
大冶特钢	2.30	0.96	2.37	2.76%
八一钢铁	2.09	0.64	2.61	25.08%
鞍钢股份	1.72	0.77	1.03	-40.16%
华菱钢铁	1.18	0.64	0.76	-35.38%
新兴铸管	1.87	0.81	1.38	-25.97%
武钢股份	2.29	0.67	1.29	-43.84%

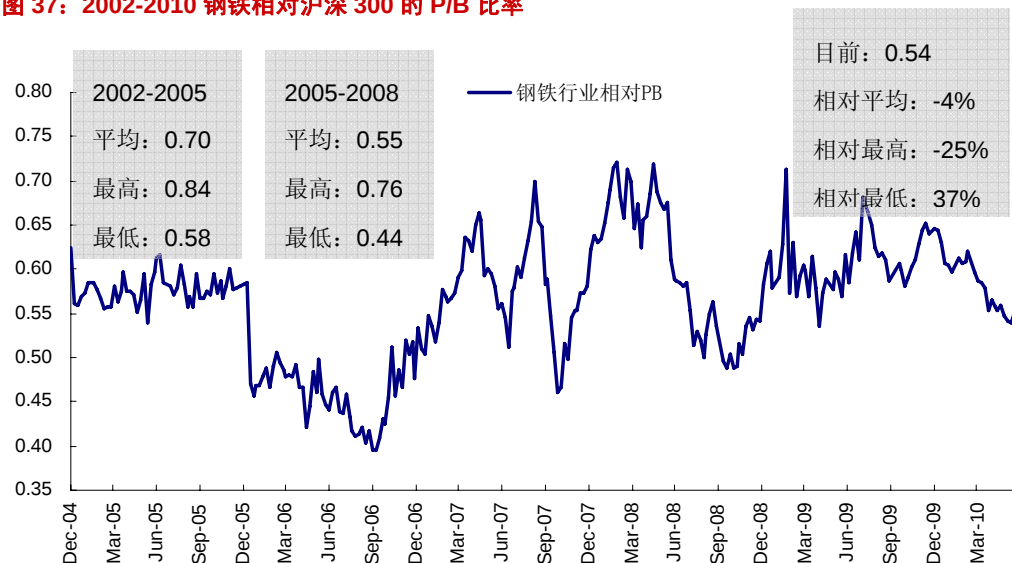
资料来源：东方证券研究所

图 36：2002-2010 钢铁行业历史 P/B



资料来源：东方证券研究所

图 37：2002-2010 钢铁相对沪深 300 的 P/B 比率



资料来源：东方证券研究所

投资策略：期待阶段性机会

基于上述供需基本面和盈利趋势分析，虽然目前钢铁股价已经对行业负面因素作出较为充分反映，但仍不具备持续乐观表现的驱动因素，我们维持行业阶段性和结构性投资策略观点。

从阶段看，随着三季度行业盈利触底和钢企明显减产，钢铁行业可能面临阶段性反弹机会。从结构看，具备产品优势和区域优势的钢铁公司，目前调整后的股价已经吸引力。重点推荐：大冶特钢、八一钢铁、宝钢股份。

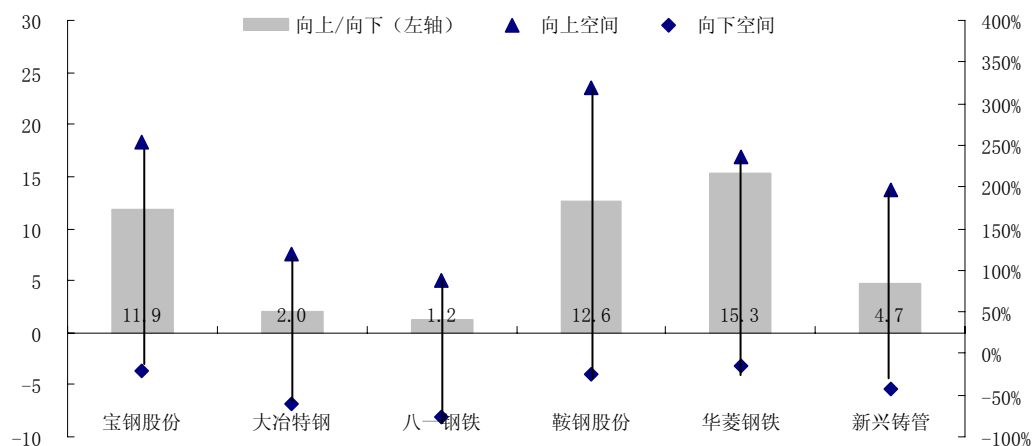
从超跌反弹的角度来看，前期跌幅较多的公司 PB 估值已经具备安全边际（见下图），如华菱钢铁、鞍钢股份、宝钢股份在行业触底反弹时或有较好表现。

表 12：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		ROE	
		最新	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E
宝钢股份	买入	6.04	0.33	0.61	18.3	9.9	1.1	1.0	6.2%	10.3%
鞍钢股份	增持	7.61	0.13	0.65	60.4	11.7	1.1	1.0	1.8%	8.3%
武钢股份	增持	4.53	0.17	0.25	26.0	18.0	1.3	1.2	5.1%	6.8%
大冶特钢	买入	11.18	0.74	1.05	15.0	10.6	2.6	2.1	17.5%	19.8%
华菱钢铁	买入	4.11	0.04	0.29	108.2	14.3	0.8	0.7	0.7%	5.1%
新兴铸管	买入	6.87	0.73	0.77	9.4	9.0	1.1	1.0	11.7%	10.9%
八一钢铁	买入	8.90	0.14	0.81	63.6	11.0	2.5	2.0	3.9%	18.5%
马钢股份	增持	3.40	0.02	0.21	162.7	16.2	1.0	0.9	0.6%	5.8%
凌钢股份	买入	5.93	0.37	0.72	16.0	8.2	1.6	1.3	9.9%	15.6%

资料来源：东方证券研究所

图 36：期跌幅较多的公司 PB 估值具备安全边际



资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn