

需求扩张回归正常 供给紧缩或超预期

推荐(维持)

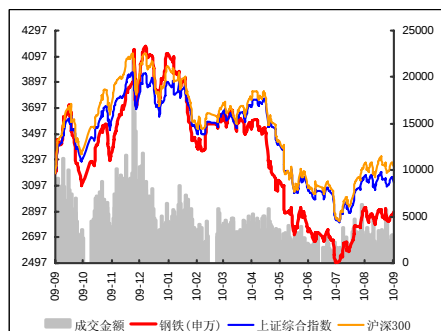
——钢铁行业九月份投资策略

报告摘要:

市场数据

钢铁指数	2868.42
三个月涨跌幅	3.21%
上证综合指数	2638.80
沪深300指数	2903.19

行业相对股价表现



相关研究

《盈利空间先探底后回升 钢企议价能力提升在望——钢铁行业中期投资策略》

德邦证券研究所 钢铁有色研究小组

联系人: 蔡培培

电话: 8621-68761616-8521

邮箱: caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

市场运行符合我们前期观点:保障房、区域开发、自然灾害、货币政策和商品房市场回暖**五大因素**正在改变钢材市场的运行及预期,阶段性看好业绩弹性、建筑用钢营业收入占比较高、具备资源属性的上市公司。钢铁行业市场表现符合我们的预期。

需求回归正常运行路径:经历政策的大起大落之后,下游需求有望回归正常经济复苏运行路径,预计未来需求增长较为平稳。7、8月份是钢材传统淡季,同时建筑业开工受到酷暑高温影响,钢材需求不振。进入9月,工业和建筑用钢需求有望环比上升,同样,汽车行业也即将告别传统淡季进入销售旺季阶段。**整个9月份钢材需求值得期待。**

节能减排行动短期限制供给端产能释放:节能减排等对钢铁产能的影响在短期内有一定限制作用,9月份因钢材价格反弹钢厂产能将继续释放,但节能减排对产能的抑制或将超过我们以往的预期,同时节能减排行动多涉及中小钢企,且多数涉及建筑用钢的产能,这些在一定程度上**对上市公司尤其是建筑用钢为主的钢企形成利好。**

四季度铁矿石协议价较三季度有所下调:下游钢材需求不振将逐渐传导至上游,处于价格链条最上端最滞后的是铁矿石协议价。四季度协议价在6-8月现货价的基础上制定。淡水河谷公司计划将铁矿石价格由每吨150美元下调至135美元,降幅为10%;力拓公司表示四季度力拓铁矿石FOB价(不含运费)将下滑至每吨127美元左右,降幅约为13.3%。

投资策略:维持行业“推荐”评级。个股选择上,依然阶段性推荐长材类和具备资源属性的上市公司。仍然阶段性看好八一钢铁、凌钢股份、三钢闽光等个股收获超越行业基准的收益。**长期品种的选择上,**我们依然坚持中期策略中的观点,择取**具备区域、产品和资源优势**的上市公司,重点公司有**大冶特钢、八一钢铁等。**

目录

1 前期观点回顾：市场走势符合我们之前的判断	3
2 诸多因素正在发生改变	5
2.1 需求回归正常运行路径	5
2.2 节能减排行动短期限制供给端产能释放	6
2.3 四季度铁矿石协议价较三季度有所下调	7
3 行业估值与投资策略	7
3.1 行业估值	7
3.2 投资策略	8

1 前期观点回顾：市场走势符合我们之前的判断

我们在中期策略、8月份月度策略及之后一系列周报的主要观点为：

1、与需求回归和四季度铁矿石协议定价预期下降有关，钢铁上市公司盈利空间将于三季度见底，四季度出现回升。

2、五大因素正在改变钢材市场的运行及预期，（1）2010年保障性住房建设的资金和土地问题有望得到缓解，且保障性住房承担着防止经济二次探底的任务，完成情况有望明显优于09年。（2）西部开发新开工重点工程的具体实施将持续拉动钢材消费。（3）洪灾对未来基建有一定拉动作用。（4）近期央行公开市场操作持续“净投放”，货币政策由偏紧向中性靠拢。（5）近期地产市场成交回暖。

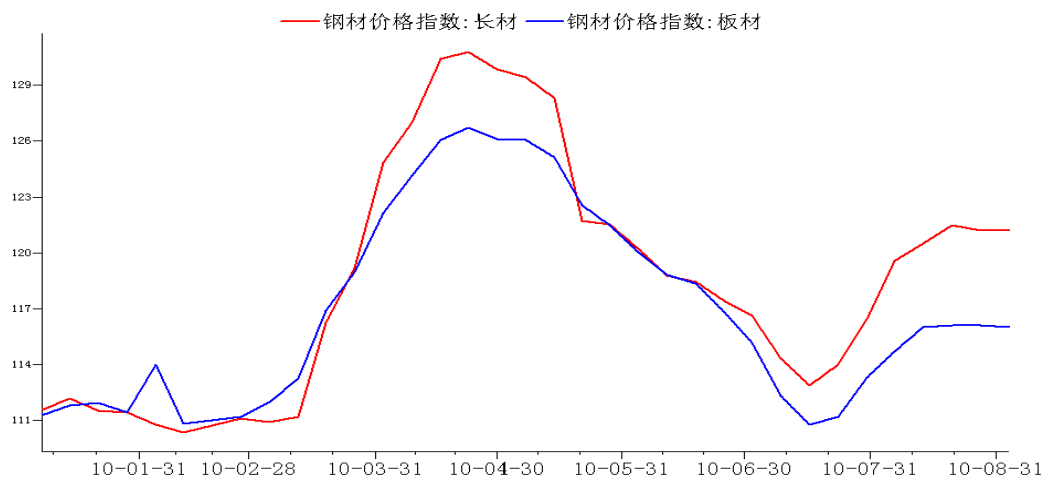
3、供给端钢铁行业产能过剩的整体格局未变，一旦钢材价格上涨，闲置产能必然纷纷复产，钢价产量上升，钢价再次受到压制，7月份的钢厂减产行为难以持续，产能利用率将再次提升。供给压力将再次出现，而需求端尚有潜力继续释放，钢价仍可震荡上行，但脉冲式上涨已经结束。

4、看好长材类和资源类上市公司。原因有：（1）未来需求端可能出现的超预期机会大多发生在对建筑用钢的需求上；（2）政府正在进行的淘汰落后产能大多为螺纹钢等产能，而钢厂新上项目大多为板材项目，相比板材，未来建筑用钢的产能增长较为有限。（3）上游资源类公司依然在产业链中占据优势地位，看好需求回暖时铁矿石价格回升带来的收益。

5、阶段性看好业绩弹性、建筑用钢营业收入占比较高、具备资源属性的上市公司，推荐个股：八一钢铁、凌钢股份、三钢闽光；长期看好产品、区域、资源具有优势的上市公司，推荐个股：大冶特钢、八一钢铁。

7月中下旬以来，钢材价格出现一轮反弹，下游终端用户和处于社会流通环节的贸易商的集中补库存行为引发了钢价的快速反弹。分品种来看，长材价格反弹快于板材，截止8月底，螺纹钢均价较7月份环比上涨3.25%，线材均价环比上涨3.9%，热轧平均价格基本维持不变，冷轧均价环比上涨1.94%，中厚板均价环比上涨0.74%。

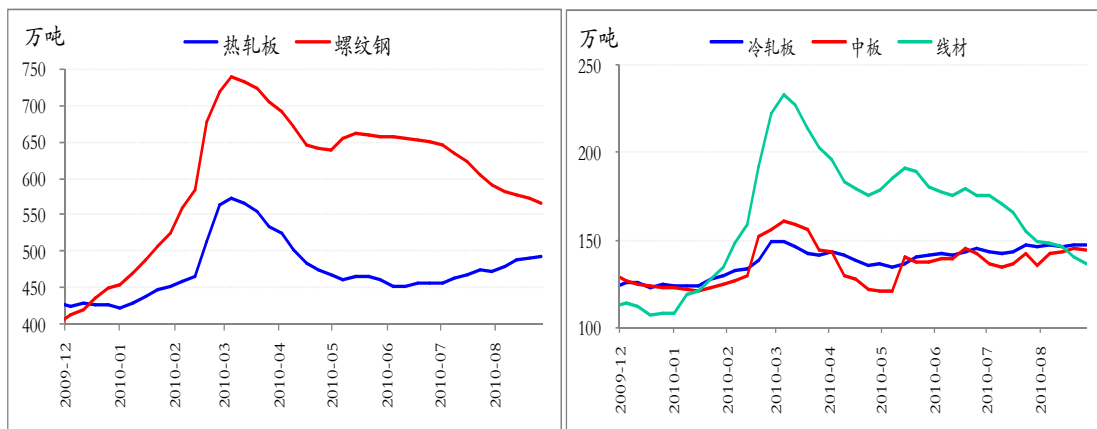
图 1-1 钢材价格指数（长材/板材）



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

除价格表现更优外，长材去库存化的效果也优于板材。长材库存较 7 月环比减少 10.85%，板材库存增加 5.17%。

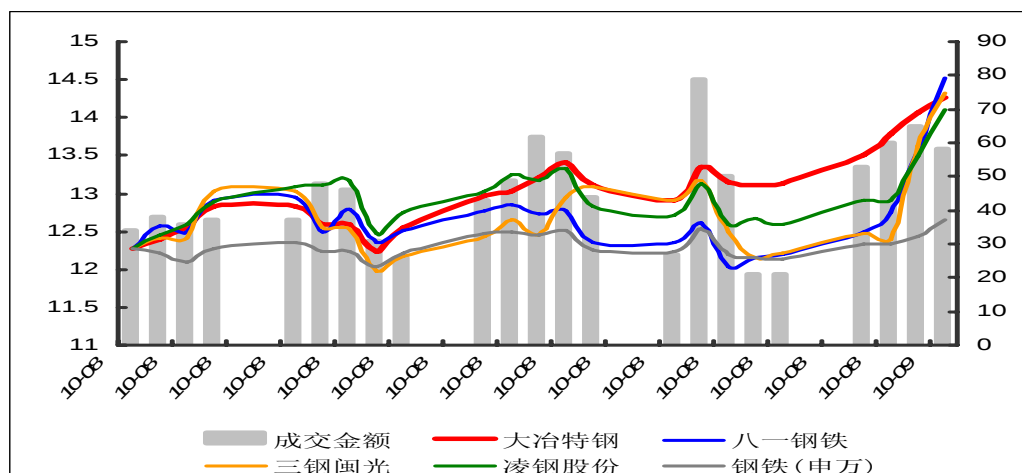
图 1-2 国内重点城市钢材库存变化图



资料来源:我的钢铁网

自 6 月底以来，钢铁行业出现一轮反弹，8 月份基本处于震荡整理状态，但个股分化明显。截止 9 月 2 日，我们推荐的个股均明显跑赢行业指数和上证指数。

图 1-3 申万钢铁指数及个股近期表现



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

2 诸多因素正在发生改变

2.1 需求回归正常运行路径

09 年及 10 年上半年钢铁下游需求呈现政策依赖、波动较大的特征，经过大规模的财政货币刺激计划，下游需求在 09 年实现 V 型反转，紧接着，在 10 年上半年经过房地产新政和大规模信贷政策退出后，下游需求受到极大冲击。7 月以来，房地产成交恢复较快，家电、汽车需求环比止跌回升，保障性住房、区域经济开发等对冲性政策亦对固定资产投资增速下滑有所抵补。

经历政策的大起大落之后，下游需求有望回归正常经济复苏运行路径，预计未来需求增长较为平稳。

7、8 月份是钢材传统淡季，同时建筑业开工受到酷暑高温影响，钢材需求不振。进入 9 月，工业和建筑用钢需求有望环比上升，同样，汽车行业也即将告别传统淡季进入销售旺季阶段。整个 9 月份钢材需求值得期待。

图 2-1 2005-2010 年制造业 PMI

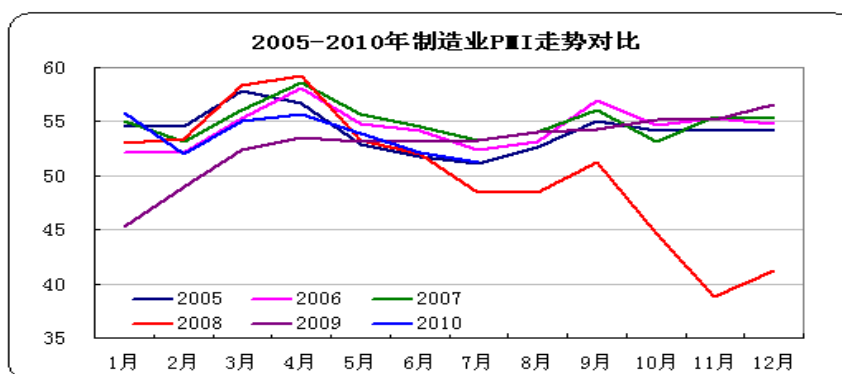
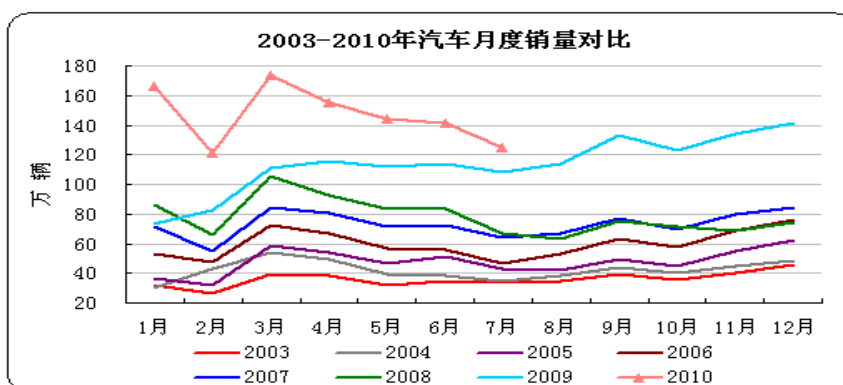


图 2-2 2003-2010 年汽车月度销量对比



资料来源:中钢联

2.2 节能减排行动短期限制供给端产能释放

2006-2009 年我国单位 GDP 能耗分别下降 2.74%、5.04%、5.20%、3.61%，2010 年上半年单位 GDP 能耗同比上升 0.09%，据此粗略测算，2010 年下半年单位 GDP 能耗要下降 5%，才能完成“十一五”期间单位 GDP 能耗下降 20%的目标。

今年是“十一五”计划最后因，政府开始节能减排总动员。国家发改委、工业和信息化部 30 日透露，为确保完成“十一五”节能减排目标（即单位国内生产总值能耗降低 20%左右），国务院日前组成 6 个督查组，对 18 个重点地区进行节能减排专项督查。对完成任务有困难地区，有关部门将督促其实施预警调控。目前各地纷纷出台对高耗能行业进行惩罚的电价措施。例如，浙江、安徽地区实施高耗能企业有序用电方案，冶金、煤炭及化工等八类高耗能企业停产让电；江苏出台“错峰限电”对付高耗能企业；上海对浦东、宝山、松江等地企业实施今年以来首度工业限电。河北省决定在 9 月份开展“节能减排会战月”活动，争取到 9 月底万元 GDP 能耗下

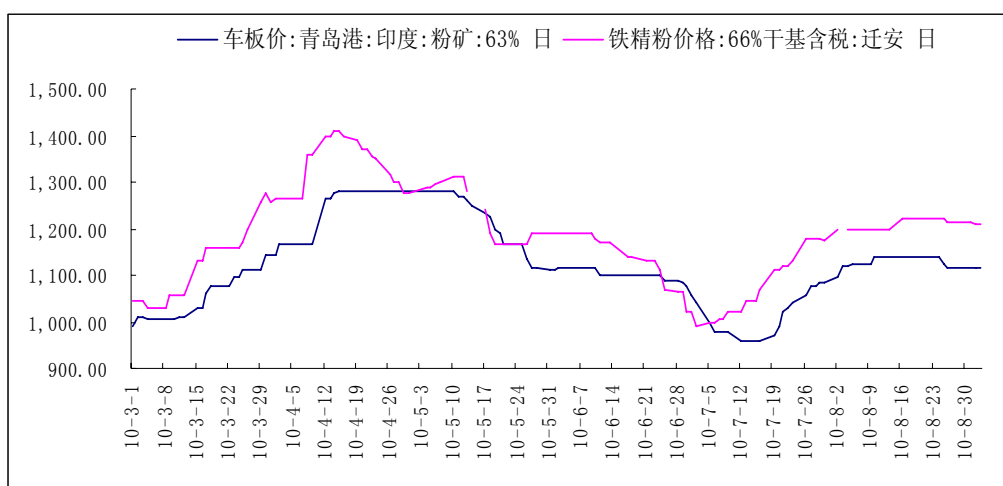
降 3% 左右。

我们认为节能减排等对钢铁产能的影响在短期内有一定限制作用，9 月份因钢材价格反弹钢厂产能将继续释放，但节能减排对产能的抑制或将超过我们以往的预期，同时节能减排行动多涉及中小钢企，且多数涉及建筑用钢的产能，这些在一定程度上对上市公司尤其是建筑用钢为主的钢企形成利好。

2.3 四季度铁矿石协议价较三季度有所下调

今年三季度协议价根据 3-5 月份的铁矿石现货价格决定，由于 3 至 5 月份铁矿石现货价持续处于高位，三季度协议价与现货价甚至出现了倒挂的情形，也使得上市公司铁水成本在钢材和铁矿石现货价格不断下滑的阶段居高不下，上市公司盈利空间受两面挤压，这也是钢铁板块七月前表现不佳的原因之一。

图 2-3 三月份至今铁矿石价格走势



但正如我们在中期策略中所强调，下游钢材需求不振将逐渐传导至上游，处于价格链条最上端最滞后的是铁矿石协议价。四季度协议价在 6-8 月现货价的基础上制定，据最新消息，淡水河谷公司计划将铁矿石价格由每吨 150 美元下调至 135 美元，降幅为 10%；力拓公司表示四季度力拓铁矿石 FOB 价(不含运费)将下滑至每吨 127 美元左右，降幅约为 13.3%。

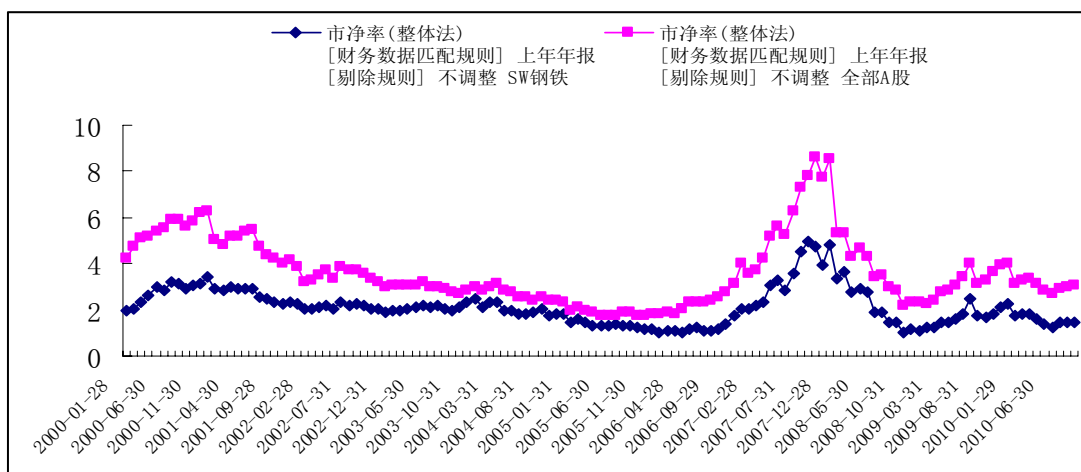
3 行业估值与投资策略

3.1 行业估值

从 PB 看，目前钢铁板块的 PB（整体法）为 1.4 倍，估值水平处于历史低位，08 年 10 月份 PB（整体法）出现过 1 倍的低值，但 08 年 10 月份的估值反映了极端经济形势，不可同日而语。从钢铁

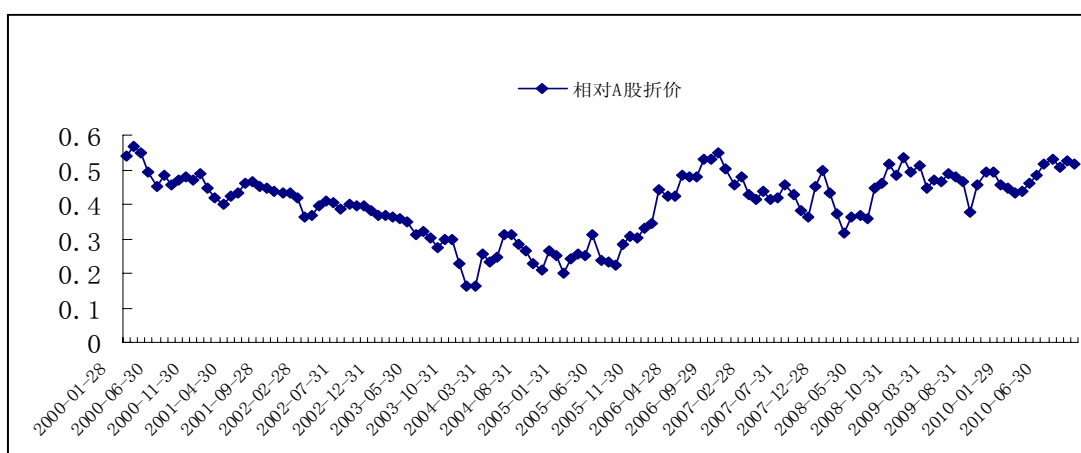
相对 A 股 PB 折价来看，目前折价 51.2%，处于历史高位。从估值上讲，钢铁板块安全系数仍然较高。

图 3-1 A 股、钢铁板块历史市净率（整体法）



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图 3-2 钢铁板块市净率相对 A 股折价



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

3.2 投资策略

经过下游终端消费客户和处于流通环节的贸易商的集中补库存之后，钢材价格脉冲式的上涨已经结束，钢材价格上涨对供给端产能释放的刺激将逐渐显现出来，钢材产量对价格将形成一定抑制作用，但未来需求端的逐渐释放将推动钢价震荡缓慢上行。

我们在中期策略中看好钢铁行业盈利三季度见底的原因之一是四季度铁矿石协议价的下跌。由于季度协议价根据此前三月的铁矿石现货价格确定，三季度协议价格出现了与现货市场价格倒挂的畸高价格，四季度将出现一个回归也是理所当然，近期铁矿石巨头淡水河谷和力拓公司分别表示四季度铁矿石协议价下调 10%和 13%，上市公司盈利空间回升的预期即将被验证。近期各地节能减排力度有加强的迹象，短期将对产能释放有一定抑制作用，对中长期产能的影响我们将密切关注。

维持行业“推荐”评级。分品种看，我们目前仍然更加看好长材类上市公司，原因有两点：1、未来需求端可能出现的超预期机会大多发生在对建筑用钢的需求上，包括保障性住房、未来商品房新开工、自然灾害和区域开发推动的基础设施建设等；2、政府正在进行的淘汰落后产能大多为螺纹钢等产能，而钢厂新上项目大多为板材项目，相比板材，未来建筑用钢的产能增长较为有限。

个股选择上，依然阶段性推荐长材类和具备资源属性的上市公司。仍然阶段性看好八一钢铁、凌钢股份、三钢闽光等个股收获超越行业基准的收益。

长期品种的选择上，我们依然坚持中期策略中的观点，择取具备区域、产品和资源优势的上市公司，重点公司有大冶特钢、八一钢铁等。

表 3-1 重点公司盈利预测和投资评级

代码	简称	投资评级	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	
000708	大冶特钢	买入	0.74	1	1.2	17.73	13.12	10.93	2.69
600231	凌钢股份	买入	0.37	0.64	0.79	20.00	11.56	9.37	1.86
600117	西宁特钢	买入	0.05	0.25	0.42	147.80	29.56	17.60	2.25
600581	八一钢铁	买入	0.14	0.73	0.99	82.14	15.75	11.62	2.89
002110	三钢闽光	买入	0.08	0.81	1.03	136.88	13.52	10.63	2.17
600782	新钢股份	买入	0.13	0.51	0.71	49.00	12.49	8.97	1.06

资料来源:wind 资讯, 德邦研究

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。