

减排限产改善供需关系，3 季度已 成业绩低点

中性（维持）

2010 年 9 月钢铁行业月报

投资要点：

- ✧ **本月焦点：节能减排限产力度空前，粗钢产量将大幅下滑。**8 月下旬开始，江苏、浙江开始节能减排限产，河北省被纳入重点限产省份，通过限产、限电、惩罚性电价来控制钢铁产量。受此影响，全国9月份粗钢产量将减少505-560万吨，初步预估日均为152-157万吨，相对于8月份粗钢产量将减少9.78%-10.84%。
- ✧ **钢价反弹提前到来，持续性可以期待。**受限产刺激，长材类继续成为反弹先锋，9月9日螺纹钢和线材价格分别为4240、4340元/吨，比9月初大幅反弹了5.74%、3.83%；比8月同期则反弹了9.84%、6.37%。板材类反弹相对较弱。我们判断钢价反弹提前到来了，持续性可以期待，后市钢价震荡上扬是大概率事件。
- ✧ **3季度是业绩低点，风险基本释放。**上半年钢铁上市公司实现归属母公司的净利润200.2亿元，同比增长379.66%。3季度钢铁行业盈利将环比2季度下滑幅度在50%-70%，其中不少企业将会再次出现季度亏损现象。4季度钢企盈利将逐渐恢复，4季度钢企盈利将会好于3季度，但会弱于2季度。
- ✧ **维持中性，关注限产效应。**总体看，我们倾向于判断当前至今后几个月的限产停产依然是短暂行为，因而当前钢铁股的投资机会也主要以交易性机会为主，维持对钢铁行业的中性评级。建议关注限产效应，从这个角度参与钢铁股的操作，建议关注不受限产影响的西部钢铁公司，如八一钢铁、酒钢宏兴，以及宝钢股份；此外，矿石资源股依然是较好的投资标的，如创兴置业、金岭矿业、凌钢股份。

重点公司盈利预测及投资评级（2010/9/14）

股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
宝钢股份	6.76	0.33	0.52	0.71	20.35	12.88	9.50	谨慎推荐
武钢股份	4.75	0.19	0.24	0.30	24.57	20.18	16.01	中性
鞍钢股份	8.44	0.10	0.45	0.63	83.99	18.82	13.37	谨慎推荐
八一钢铁	13.17	0.14	0.65	0.97	91.62	20.23	13.62	推荐
大冶特钢	14.13	0.74	0.92	1.04	19.08	15.30	13.57	谨慎推荐
马钢股份	3.74	0.05	0.24	0.29	73.38	15.43	12.94	中性
太钢不锈	5.70	0.16	0.27	0.45	35.85	20.75	12.57	中性
凌钢股份	8.48	0.37	0.58	0.70	22.86	14.57	12.07	谨慎推荐
金岭矿业	17.40	0.36	0.82	1.04	47.74	21.18	16.79	推荐
创兴置业	15.52	0.05	0.57	0.68	320.61	27.42	22.91	推荐

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2010 年 9 月 15 日

刘卓平

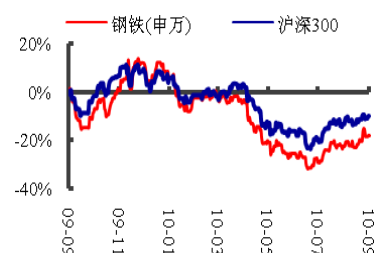
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

细分行业评级

线、螺	谨慎推荐
冷轧板	谨慎推荐
热轧板	中性
中厚板	中性
大中型材	谨慎推荐
电工钢	中性

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

钢铁行业 7 月月报：钢价下跌已到极限，钢企再现减产潮

2010 年 7 月 20 日

钢铁行业 8 月月报：钢价在犹豫中反弹，关注矿石

2010 年 8 月 23 日

目 录

1. 本月焦点：节能减排限产力度空前，粗钢产量将大幅下滑.....	3
2. 钢价反弹提前到来，持续性可以期待.....	4
3. 受制于 4 季度协议矿下调，进口矿价量齐跌.....	5
4. 长材毛利率明显改善	7
5. 库存：长材继续大幅回落，板材跟风下降.....	8
6. 出口：8 月继续大幅回落	9
7. 3 季度是业绩低点，风险基本释放	10
8. 维持中性，关注限产效应	12

插图目录

图 1：中国粗钢月度产量下滑	3
图 2：粗钢日均产量下滑	3
图 3：中联钢统计测算的唐山市钢厂减产幅度大.....	4
图 4：钢材期货受限产刺激大幅反弹	5
图 5：主要钢材品种价格大幅反弹	5
图 6：进口现货矿价格近期低迷	6
图 7：国产铁精粉价格近期低迷	6
图 8：钢价/矿价保持同步走势	6
图 9：钢价/矿价比值下降明显	6
图 10：铁矿石进口持续回落	6
图 11：铁矿石港口库存依然高位	6
图 12：螺纹钢毛利变化趋势	7
图 13：冷轧板毛利变化趋势	7
图 14：社会总库存下降（五大品种）	8
图 15：热轧库存	8
图 16：螺纹钢库存	8
图 17：线材库存	8
图 18：冷轧钢库存	9
图 19：中板库存	9
图 20：钢材出口继续下滑	9
图 21：钢材出口结构	9
图 22：钢铁上市公司营业收入及增长情况.....	10
图 23：钢铁上市公司利润及增长情况	10
图 24：毛利率、ROE 走势	11
图 25：钢价与矿价对比	11
图 26：全年业绩模拟	12

表格目录

表 1：9 月钢价与 8 月份价格对比（上海）	5
表 2：钢材毛利监测表（钢价、成本同步变化）	7
表 3：部分钢铁上市公司 2010 年中报钢材产量.....	10
表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2010/9/14）	12

1. 本月焦点：节能减排限产力度空前，粗钢产量将大幅下滑

“十一五”规划制定的节能目标是单位 GDP 能耗下降 20%，但“十一五”前四年累计单位 GDP 能耗下降 14.38%。这意味着 2010 年全国单位 GDP 能耗至少要降低 5.62% 才能达到目标，任务可谓十分艰巨。在这种强制性政策背景下，高能耗行业的行政性限产停产措施便空降而来。

8 月下旬开始，江苏、浙江率先执行节能减排的高能耗行业的限产措施，随后不断蔓延到全国其他省份，尤其是以粗钢产量第一的河北省被纳入重点限产省份，通过限产、限电、惩罚性电价来控制钢铁产量。河北省武安市辖区内 18 家钢厂高炉、轧钢生产线在 9 月 5 日开始停产；唐山地区要求区内 30 家钢铁企业在 9-12 月进行限产；邯郸地区自 9 月 4 日起对钢铁、水泥、焦化等企业实行惩罚性电价，要求关停的高炉有 57 座、转炉有 45 座、轧钢线约 20 条……

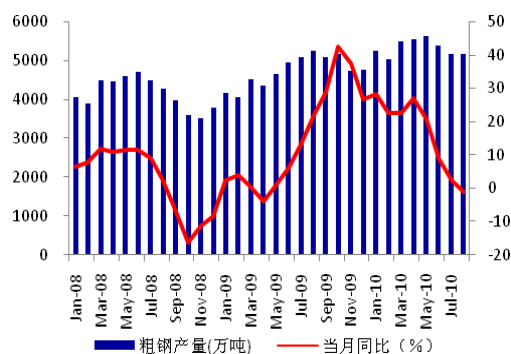
在这个背景下，粗钢产量在 9 月份之后将会大幅缩减。统计局统计 8 月全国粗钢产量 5164 万吨，同比下降 1.1%，日均产量约为 166.58 万吨，比 7 月减少 0.32 万吨。原因在于部分省份的相继限电和沙钢高炉的停产。

对于 9 月，据中联钢测算，河北省的限产将使其 9 月粗钢产量减少 320-360 万吨，其中限产最为严重的唐山市粗钢产量减少约在 250 万吨。加上其他省份如江苏、浙江、广西、广东等省份，全国 9 月份粗钢产量将减少 505-560 万吨，初步预估日均为 152-157 万吨，相对于 8 月份粗钢产量将减少 9.78%-10.84%。

如果往后的 4 个月依然不折不扣的执行 9 月份的限产力度，则累计将限产 2020-2240 万吨的粗钢产量，之前我们预计 2010 年全国粗钢产量为 6.42 亿吨，限产后缩减为 6.2 亿吨左右，将是 1998 年以来的首次同比下降。

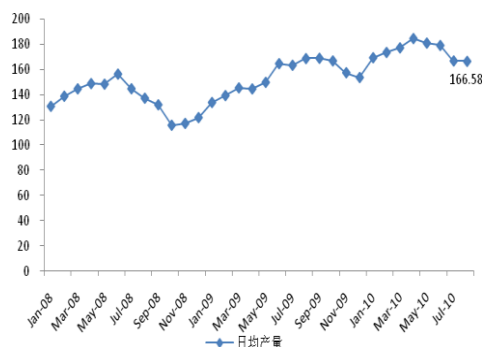
可以说，这种行政性的限产幅度是历史罕见的。但这种限产措施属于非市场行为，能否持续尚待观察。而限产能否转化为淘汰产能范围也要进一步观察。根据工信部的规划，2010 年列入淘汰落后范围的企业生铁产能为 3524.6 万吨，粗钢产能为 876.4 万吨。而此次限产涉及到河北和其他省份的粗钢产能大概在 7000-8000 万吨，如果这部分产能在明年后能陆续列入到淘汰产能，则对钢铁供给的控制具有长期效益，否则当前的限产也仅是短期行为，难以对钢铁行业的长期发展有很大的影响。

图 1：中国粗钢月度产量下滑



资料来源：东莞证券研究所、中联钢

图 2：粗钢日均产量下滑



资料来源：东莞证券研究所、中联钢

图 3：中联钢统计测算的唐山市钢厂减产幅度大

唐山地区部分钢厂9月计划控制完成钢产量与前8个月平均产量情况表(万吨)				
单位名称	9月	1-8月平均产量	增减量	幅度
唐山钢铁股份有限公司	100	116	-16	-13.8%
唐山国丰钢铁有限公司	39	63	-24	-38.1%
唐山建龙实业有限公司	8	17	-9	-52.9%
首钢京唐钢铁联合有限责任公司	15	41	-26	-63.4%
唐山松汀钢铁有限公司	6	17	-11	-64.7%
唐山市乐亭县诚信线材有限公司	7	15	-8	-53.3%
河北津西钢铁集团股份有限公司	16	46	-30	-65.2%
唐山港陆钢铁有限公司	10	26	-16	-61.5%
唐山长城钢铁集团荣信工贸有限公司	8	13	-5	-38.5%
唐山长城钢铁集团燕山钢铁有限公司	10	29	-19	-65.5%
迁安市九江线材有限公司	20	28	-8	-28.6%
迁安联钢鑫达钢铁有限公司	6	11	-5	-45.5%
唐山市丰润区宝泰钢铁集团有限公司	5	11	-6	-54.5%
唐山市丰南区瑞丰钢铁(集团)有限公司	15	30	-15	-50.0%
唐山东海钢铁集团有限公司	7	14	-7	-50.0%
河北天柱钢铁集团有限公司	7	14	-7	-50.0%
迁安轧一钢铁集团有限公司	7	17	-10	-58.8%
唐山贝氏体钢铁(集团)有限公司	5	15	-10	-66.7%
滦南县兴隆钢铁有限公司	7	20	-13	-65.0%
河北唐银钢铁有限公司	9	20	-11	-55.0%
合计	307	563	-256	-45.5%
备注:以上数据由中联钢根据资料整理。				

资料来源：中联钢

2. 钢价反弹提前到来，持续性可以期待

我们在在中期策略报告《钢铁行业 2010 年下半年投资策略：重回休整期》中指出，“钢价要重回升势，主要依靠以下几个条件：一是欧洲债务危机得到控制并逐渐平息；二是钢企开始出现亏损并实行减产保价措施。因此，我们判断钢价或在 3 季度后重回升势”。而在 8 月月报中对钢铁后市判断的观点是“我们判断 3 季度钢价上涨空间不大，难有趋势走强的机会”。

现在，我们需要对后市的钢价判断观点作出调整。由于非市场性的钢铁限产措施的落实，对钢材需求关系产生了变化，一方面是供给端的大幅缩减，另一方面是下游需求端的旺季时期，这样使市场呈现出了短期的供不应求现象，拉动钢价大幅上涨。而随有限产减产的持续进行，对钢价可以形成较有力的支撑。因此，我们修正后的观点是：判断钢价反弹提前到来了，持续性可以期待，后市钢价震荡上扬是大概率事件。

钢材期货市场：受限产利好刺激，钢材期货价格在 9 月初开始大幅反弹，9 月 7 日最高价收盘价螺纹钢收盘价 4470 元/吨，短短 4 个交易日就大幅上涨 5.93%，之后略有回吐，9 日价格为 4381 元/吨，同比也上涨了 7.11%。

现货市场：受限产刺激，长材类继续成为反弹先锋，9 月 9 日螺纹钢和线材价格分别为 4240、4340 元/吨，比 9 月初大幅反弹了 5.74%、3.83%；比 8 月同期则反弹了 9.84%、6.37%。

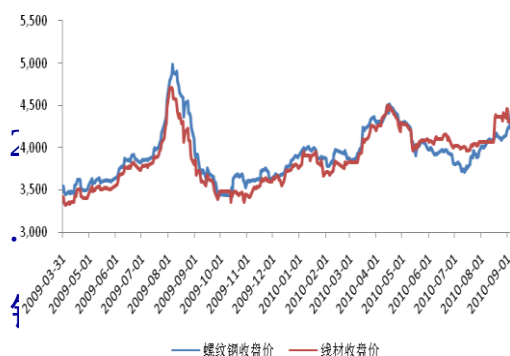
板材因为受限产的利好相对较弱，反弹不如长材，热轧 9 月 9 日比月初反弹幅度为 3.93%，冷轧板的反弹幅度 1.52%，中厚板反弹幅度 2.97%。跟 8 月同期相比，热轧反弹了 3.45%，冷轧板还下跌了 0.93%，中厚板反弹 2.27%。均是弱于长材。

表 1：9 月钢价与 8 月份价格对比（上海）

钢材品种	9 月 9 日价 格（元/吨）	9 月 1 日价 格（元/吨）	反弹幅 度（%）	8 月 9 日价 格（元/吨）	反弹幅度 （%）	本年最高价 格（元/吨）	跌幅幅度 （%）
螺纹钢 20mm	4240	4010	5.74%	3860	9.84%	4340	-2.30%
线材 6.5mm	4340	4180	3.83%	4080	6.37%	4460	-2.69%
热轧 3mm	4500	4330	3.93%	4350	3.45%	4680	-3.85%
冷轧 1mm	5350	5270	1.52%	5400	-0.93%	6200	-13.71%
中厚板 20mm	4500	4370	2.97%	4400	2.27%	4750	-5.26%

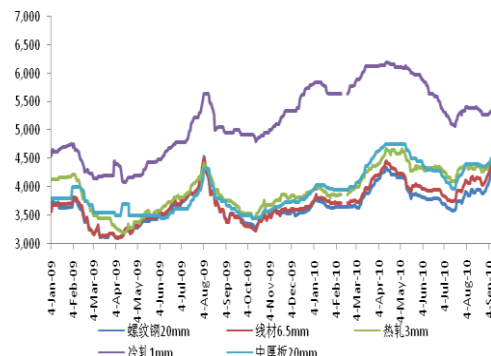
资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 4：钢材期货受限产刺激大幅反弹



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 5：主要钢材品种价格大幅反弹



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

33. 受制于 4 季度协议矿下调，进口矿价量齐跌

前期媒体报道，力拓已同日本主要钢厂达成协议，4 季度铁矿石价格将较前季下调约 13%，新的铁矿石价格约为离岸价每吨 127 美元。国内大型钢厂也陆续收到包括力拓、必和必拓和淡水河谷三家公司各自的报价，第四季度协议矿价整体比上一季度下降了 10%-13%，其中力拓的价格是离岸价 127 美元/吨，折合到岸价约为 138 美元/吨；淡水河谷报价是离岸价 135 美元/吨，折合到岸价格约为 161 美元/吨。必和必拓与力拓的价格相差不大。

受协议价下降的影响，进口铁矿石价格涨幅偏弱，9 月 9 日进口印度价为 1135 元/吨，比 9 月初还下跌了 10 元/吨，没有受钢价反弹的抬高；比 8 月同期则下跌了 30 元/吨，跌幅为 2.58%。其他市场，巴西 65%的粗粉报价为 1210/吨，澳洲 61.5%PB 粉矿价格为 1110 元/吨，分别比 8 月同期下跌了 1.6%、2.63%。跟协议价相比进口现货矿价依然偏高了约 18.7%（4 季度协议到岸价折合人民币约为 935 元/吨），因而铁矿石现货价受制于协议短期内难以上涨。

国产矿价也同样低迷。9 月 9 日唐山铁精粉价格为 890 元/吨（不含税），比 8 月同期下跌了 30 元跌幅为 3.26；迁安价格为 1175 元/吨（含税），下跌 2.1%。

不过从长远看，我们依然认为矿价上涨的意愿更强，在季度定价机制向现货价转变的过程中，铁矿石将长期牵制钢铁企业盈利。4 季度协议矿价的下调主要是对 6、7 月份钢价下跌的一种确认，随着钢价在限产背景下的持续上扬，现货矿价仍会后来居上，而 2011 年协议矿价继续上调的概率依然较大。

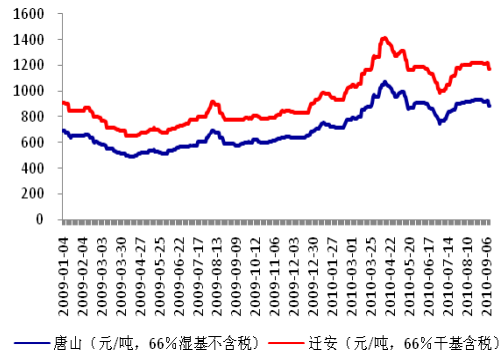
从钢价/矿价比值看，2009 年 5 月至今呈现持续走低态势，由最高的 6 倍一直下降至 3.27 倍，显示了矿价总体走势强于钢价，钢铁行业利润向上游矿石转移十分明显。因此，我们依然相对看好铁矿石资源股，如金岭矿业、创兴置业、凌钢股份等。

图 6：进口现货矿价格近期低迷



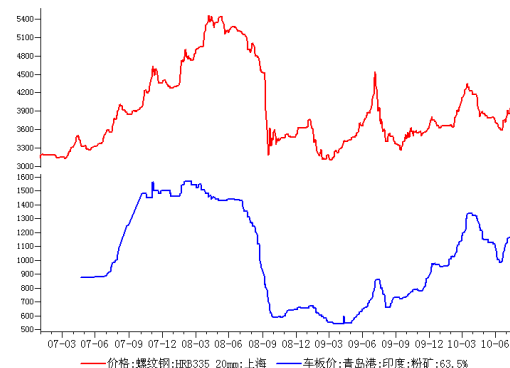
资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 7：国产铁精粉价格近期低迷



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 8：钢价/矿价保持同步走势



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 9：钢价/矿价比值下降明显

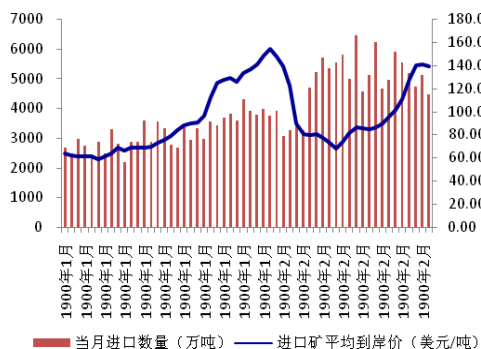


资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

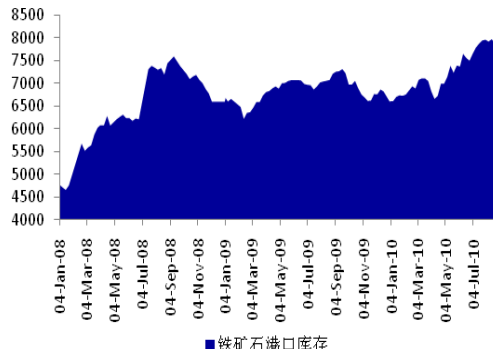
随着钢铁产量的回落，对铁矿石的需求量也减少，进口矿石量持续回落。8 月份我国进口铁矿石 4461 万吨，同比减少 10.21%，连续 5 个月同比减少；进口均价 139.65 美元/吨，也是环比下降 1.22%。虽然进口矿石量持续回落，但主要港口铁矿石库存依然很高，这说明了钢厂限产背景下铁矿石供给依然较为充裕，一定程度上也牵制了矿价的上涨。

图 10：铁矿石进口持续回落

图 11：铁矿石港口库存依然高位



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯



资料来源：东莞证券研究所、中联钢

4. 长材毛利率明显改善

钢价大幅反弹，而矿价却相对低迷，因而钢材毛利率回升明显，尤其是长材类毛利率回升较快。

具体分析，在 100%现货矿假设下，我们监测的螺纹钢毛利在 9 月大幅改善，9 月 4 日为 136 元/吨，环比大幅上涨 107 元，毛利率 3.41%，是 7 月份以来的最好水平。

热轧毛利率小幅回升，9 月 4 日吨材毛利 17 元，毛利率为 0.39%，在盈亏边缘，原因在于成本涨幅快于钢价。

冷轧板因为价格低迷，毛利率继续回落，9 月 4 日毛利为-6 元/吨，毛利率-0.12%，首次出现亏损。

我们判断随后钢价的持续反弹，而矿价短期内仍弱于钢价，使钢企毛利率将有持续回升的过程。

表 2：钢材毛利监测表（钢价、成本同步变化）

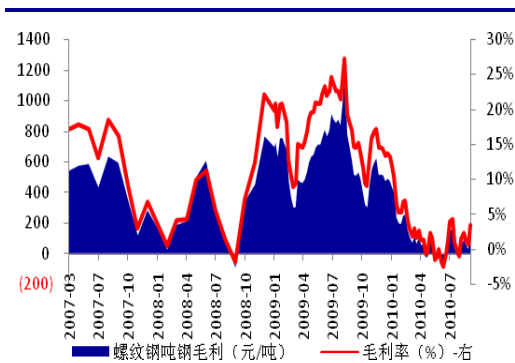
钢材品种	毛利监测	8 月 14 日	8 月 21 日	8 月 28 日	9 月 4 日	周涨跌(+, -)
螺纹钢 20mm	吨钢毛利（元/吨）	89	56	30	136	107
	毛利率（%）	2.27%	1.41%	0.75%	3.41%	2.66%
热轧 3.0	吨钢毛利（元/吨）	57	15	-44	17	61
	毛利率（%）	1.32%	0.35%	-1.03%	0.39%	1.42%
冷轧 1.0	吨钢毛利（元/吨）	168	90	7	-6	-13
	毛利率（%）	3.11%	1.66%	0.13%	-0.12%	-0.25%

资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

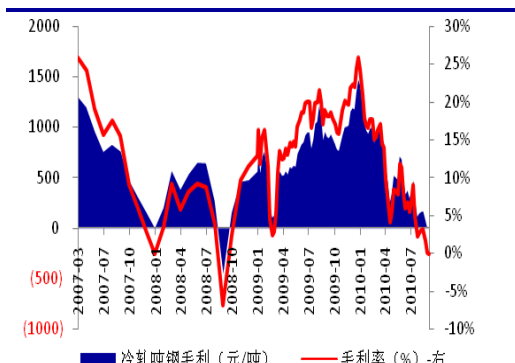
备注：此表预测毛利数据为钢价与炼钢成本的差额，其中螺纹钢成本=粗钢成本×1.05=【（1.52×铁矿石+0.43×焦炭）/0.95×0.96+0.15×废钢】/0.84×1.05，主要成本要素价格和钢价假设为同步变化。

图 12：螺纹钢毛利变化趋势

图 13：冷轧板毛利变化趋势



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

5. 库存：长材继续大幅回落，板材跟风下降

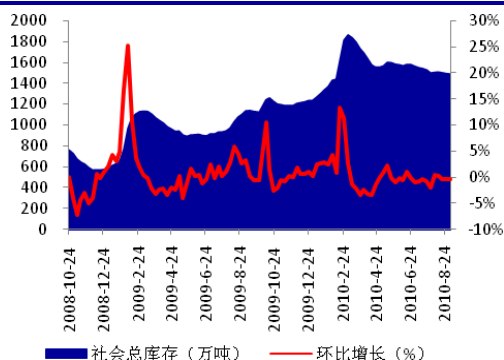
钢材产量大幅减少而 3 季度是需求旺季时期，使库存回落成为理所当然的事。钢材库存总体继续延续回落态势，中联钢统计 9 月 10 日全国主要城市社会总库存量（五大品种）为 1458.52 万吨，环比上周下降 1.76%，连续 4 周下降。

具体品种看，长材限产明显，库存继续大幅回落，9 月 10 日螺纹钢库存 556.04 万吨，环比上周下降 1.77%，降幅明显，显示了减产效应明显，而需求有所改善；线材库存 126.38 万吨环比下降 5.67%。

板材中的热轧和冷轧板也跟风有所下降，9 月 10 日冷轧库存 143.56 万吨，环比上周下降 1.35%；热轧库存 492.5 万吨环比微跌 0.16%。中板库存 140.03 万吨环比下降 3.91.09%。总体看，板材库存依然是高位，回落路程漫漫。

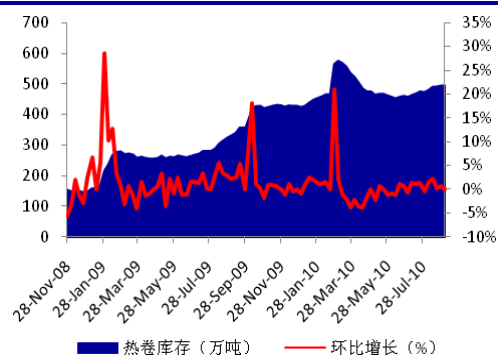
我们粗略判断全社会库存量在 1000—1200 万吨将是比较合理的，即库存量约能满足 2 个月的钢材需求。现在的库存量持续回落形势不断转好，但至合理水平仍长路漫漫。

图 14：社会总库存下降（五大品种）



资料来源：东莞证券研究所、中联钢

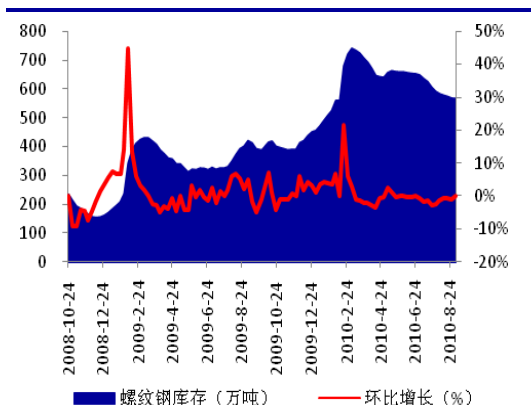
图 15：热轧库存



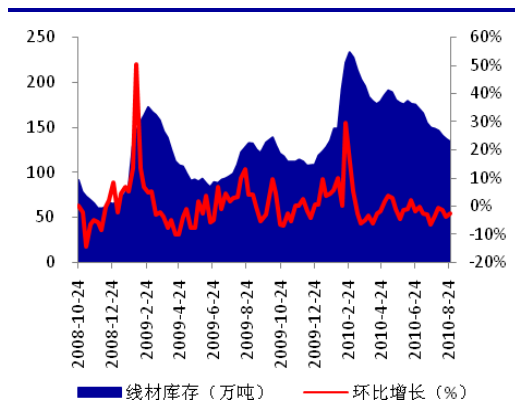
资料来源：东莞证券研究所、中联钢

图 16：螺纹钢库存

图 17：线材库存

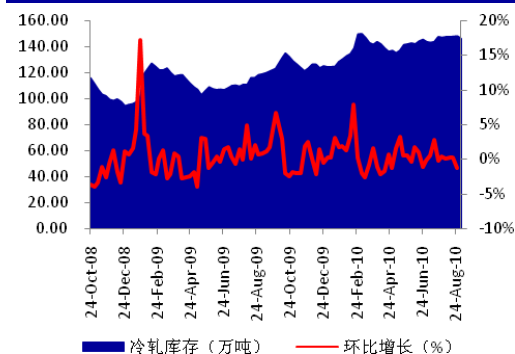


资料来源：东莞证券研究所、中联钢



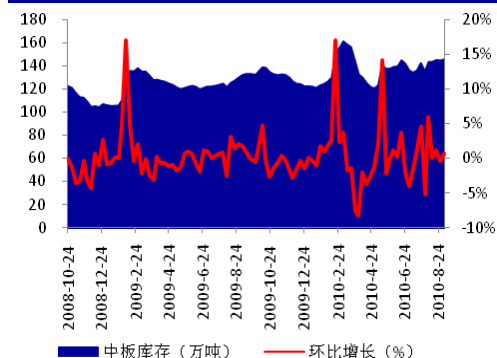
资料来源：东莞证券研究所、中联钢

图 18: 冷轧钢库存



资料来源：东莞证券研究所、中联钢

图 19: 中板库存



资料来源：东莞证券研究所、中联钢

6. 出口：8 月继续大幅回落

我们在中期策略报告中就指出：“我们判断下半年出口将回落，一方面是欧洲经济复苏不确定性很多，经济或出现回落导致我国对其出口下降；二是出口退税取消或下降，使出口成本增加，这也表明我国不鼓励初级钢材的出口；三是我国汇改下人民币升值，压缩出口利润”。7 月我国钢材出口环比大幅萎缩了 19.1%，我们提出钢材出口的拐点已经出现。

8 月份，钢材出口继续大幅下滑，出口钢材 280 万吨，同比增速回落至 34.62%，环比则大幅下降了 38.5%，继续确认了下半年出口回落的观点。

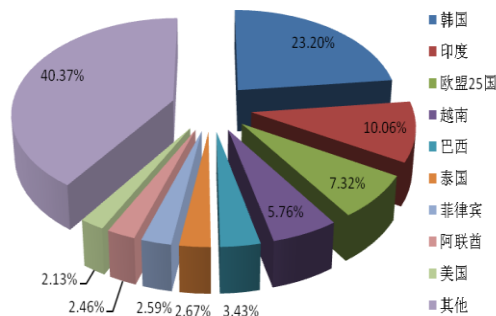
在上述因素影响下，我们认为后市钢材出口将会继续回落，钢材回流国内市场对国内钢材供需关系又产生负面影响。

图 20: 钢材出口继续下滑

图 21: 钢材出口结构



资料来源：东莞证券研究所、中联钢



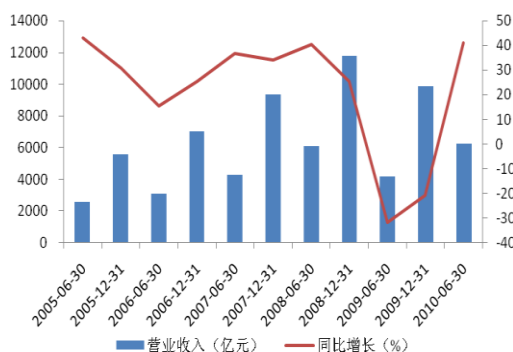
资料来源：东莞证券研究所、中联钢

7.3 季度是业绩低点，风险基本释放

上半年在量价齐升背景下钢铁企业的盈利恢复较快。据 wind 数据库统计，上半年国内 33 家钢铁上市公司（申万行业分类）实现营业收入 6249 亿元，同比大幅增长 41.09%；实现营业利润 255.35 亿元，同比增长 454.26%；实现归属母公司的净利润 200.2 亿元，同比增长 379.66%。

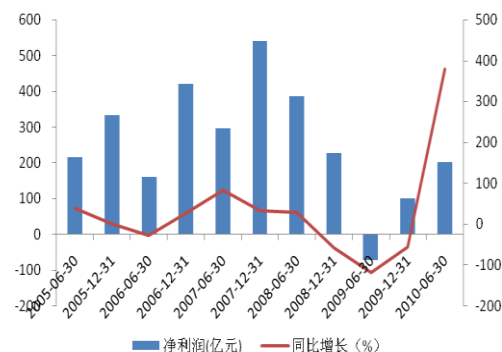
单季度情况看，2 季度收入和利润继续环比大幅增长，收入环比增长 17.31%，营业利润环比增长 22.13%，净利润 111 亿元环比增长 24.35%。

图 22：钢铁上市公司营业收入及增长情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 23：钢铁上市公司利润及增长情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

量价齐升是上半年钢铁企业业绩大幅增长的两个主要原因。

量方面，上半年我国粗钢产量 3.23 亿吨，同比大幅增长 21.09%。对于上市公司而言，我们不完全统计 21 家上市公司 2010 年上半年累计钢材产量为 8996.32 万吨，同比大幅增长 18.99%。其中行业龙头宝钢、鞍钢、武钢、河北钢铁产量分别增长了 23.24%、19.33%、33.21%、21.98%。

价方面，上半年上海市场螺纹钢 20mm、热轧 3.0、冷战 1.0、中板 20mm 市场均价分别为 3964、4249、5911、4326 元/吨，分别同比增长 13.61%、16.17%、34.45%、19.36%。其中行业龙头宝钢上半年出厂价热轧 3.0 为 4909 元/吨（不含税），同比增长 44%；冷战 1.0 均价 5793 元/吨，同比增长 50.74%。

表 3：部分钢铁上市公司 2010 年中报钢材产量

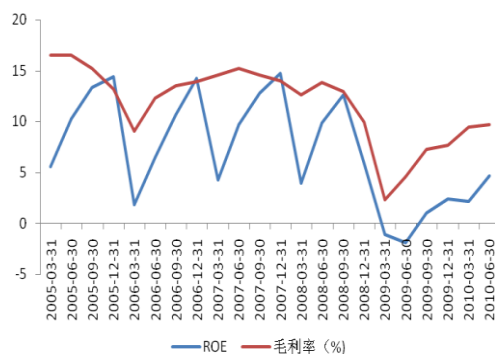
钢材产量	2009 年中报	2010 年中报	同比增长 (%)
------	----------	----------	----------

本钢板材	445.95	489.02	9.66%
西宁特钢	62.29	69.50	11.57%
大冶特钢	50.11	66.75	33.21%
河北钢铁	1,010.00	1,231.96	21.98%
抚顺特钢	23.04	26.49	14.97%
宝钢股份	1,012.40	1,247.70	23.24%
武钢股份	547.88	729.84	33.21%
新兴铸管	135.13	201.75	49.30%
太钢不锈	449.25	493.20	9.78%
鞍钢股份	852.16	1,016.85	19.33%
首钢股份	143.22	158.72	10.82%
八一钢铁	226.75	304.00	34.07%
广钢股份	60.00	79.43	32.39%
马钢股份	598.00	662.00	10.70%
重庆钢铁	159.98	226.34	41.48%
三钢闽光	209.40	214.62	2.49%
包钢股份	479.10	467.39	-2.44%
华菱钢铁	511.00	634.00	24.07%
杭钢股份	124.22	140.61	13.19%
凌钢股份	140.92	159.40	13.11%
济南钢铁	319.60	376.75	17.88%
合计	7,560.40	8,996.32	18.99%

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

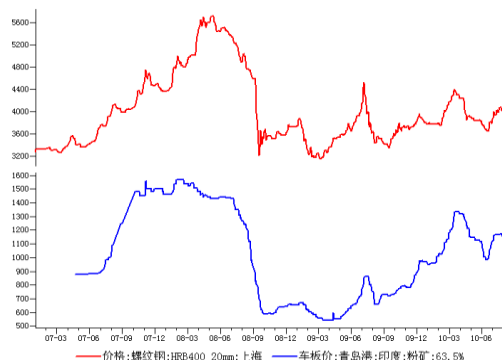
从盈利能力看，钢铁行业上半年综合毛利率为 9.73%，同比提高了 3.34 个百分点；ROE 4.69%，同比增加 6.62 个百分点（去年同期为负值）。不过，从历史比较看，当前的盈利水平仍大幅低于经济危机前的水平（经济危机前 2008 年中期毛利率为 13.83%，ROE 为 9.88%），原因在铁矿石等上游成本涨幅快于钢价，导致钢铁企业综合盈利能力提升相对缓慢。

图 24：毛利率、ROE 走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 25：钢价与矿价对比

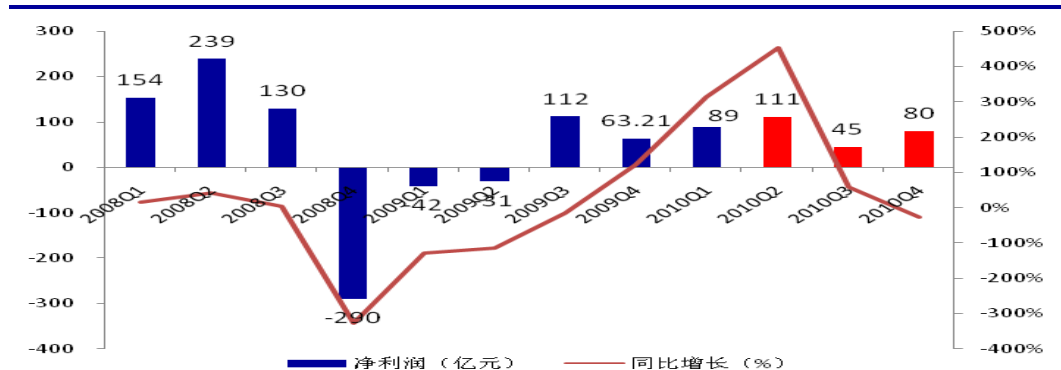


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

展望下半年，由于钢价在 4 月下旬开始大幅下跌，特别是在 6、7 月份钢价跌幅较深，不少钢企再次陷入了亏损困境；与此同时铁矿石等原料成本也跟随下跌。由于原料成本传导有 1-2 个月滞后性，导致钢企在 6、7、8 月份的盈利将大幅下滑。

粗略判断，我们判断 3 季度钢铁行业盈利将环比 2 季度大幅下滑，预计下滑幅度在 50%-70%，其中不少企业将会再次出现季度亏损现象。4 季度，钢价反弹下重心上移，而矿石成本有所缓解，使钢企盈利将逐渐恢复；因而 4 季度钢企盈利将会好于 3 季度，但会弱于 2 季度。因而，2 季度是 2010 年钢铁行业的业绩高点，全年业绩是前高后低。

图 26：全年业绩模拟



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

8. 维持中性，关注限产效应

出于节能减排的政治目标，钢企限产停产将使未来几个月钢铁产量会大幅缩减，供给过剩局面得到有效缓解，促使钢价反弹提前到来，我们认为钢价反弹的持续性可以期待，钢价重心将震荡上扬。而矿价在短期内涨幅不坚决，这使钢企盈利将会有显著改善，钢铁行业将在 4 季度迎来短暂的“高钢价低成本”的“回光返照”时期。

从中长期看，行政性的限产停产举措是否能转化为淘汰落后产能仍有待观察，钢铁行业景气度是否就此迎来反转还需要观察政策的执行效果和持续性。如果仅仅是今年的短期限产行为，则对 2011 年钢铁行业的发展反而会滋生负面影响，届时井喷的粗钢产能释放将会使行业再次陷入严重的过剩局面。

总体看，我们倾向于判断当前至今后几个月的限产停产依然是短暂行为，因而当前钢铁股的投资机会也主要以交易性机会为主，趋势投资机会仍没到来。维持对钢铁行业的中性评级。

我们建议关注限产效应，从这个角度参与钢铁股的操作，建议关注不受限产影响的西部钢铁公司，如八一钢铁、酒钢宏兴，以及宝钢股份；此外，矿石资源股依然是较好的投资标的，如创兴置业、金岭矿业、凌钢股份。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2010/9/14）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	
			2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E		
600019	宝钢股份	6.76	0.33	0.52	0.71	20.35	12.88	9.50	谨慎推荐	维持
600005	武钢股份	4.75	0.19	0.24	0.30	24.57	20.18	16.01	中性	维持
000898	鞍钢股份	8.44	0.10	0.45	0.63	83.99	18.82	13.37	谨慎推荐	维持
600581	八一钢铁	13.17	0.14	0.65	0.97	91.62	20.23	13.62	推荐	维持
600117	西宁特钢	8.03	0.05	0.29	0.44	171.19	27.68	18.26	中性	维持
600022	济南钢铁	4.11	0.02	0.21	0.32	191.44	19.57	12.67	中性	维持

000717	韶钢松山	4.37	0.06	0.27	0.39	78.71	16.21	11.35	中性	维持
000708	大冶特钢	14.13	0.74	0.92	1.04	19.08	15.30	13.57	谨慎推荐	维持
600808	马钢股份	3.74	0.05	0.24	0.29	73.38	15.43	12.94	中性	维持
000825	太钢不锈	5.70	0.16	0.27	0.45	35.85	20.75	12.57	谨慎推荐	维持
600231	凌钢股份	8.48	0.37	0.58	0.70	22.86	14.57	12.07	谨慎推荐	维持
000655	金岭矿业	17.40	0.36	0.82	1.04	47.74	21.18	16.79	推荐	维持
600193	创兴置业	15.52	0.05	0.57	0.68	320.61	27.42	22.91	推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内,本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系,本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠,但是本公司对这些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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下,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,并不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有,未经本公司事先书面许可,任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发,需注明出处为东莞证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内,股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内,行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn