



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 11 月 23 日

钢铁&建材

研究部

罗炜

分析师，SAC 执业证书编号：S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

关雪

分析师，SAC 执业证书编号：S0080210080004

guanxue@cicc.com.cn

丁玥

联系人

dingyue@cicc.com.cn

拉闸限电即将结束，钢铁水泥短期承压

行业近况：

近期发改委官员向媒体表示将“纠错拉闸限电”。发展改革委环资司巡视员何炳光 22 日在国新办举行的发布会上表示，近期部分地方拉闸限电违反中央要求，中国将在在实际当中不断的解决好这个问题，这些问题不能动摇中国在节能减排方面的坚定的决心和信心。

评论：

我们尚无法判断高耗能行业的拉闸限电是否立即停止，但至少明年 1 月份开始，靠拉闸限电减产的部分产能会恢复开工，从而对钢铁水泥短期价格造成压力。

钢铁：

政策结束后，供给压力增加。大规模的“拉闸限电”对钢铁行业的影响主要反映在 9 月中上旬，引起了当时钢价的快速上涨，螺纹钢从 8 月底的 3890 元/吨上升至 4290 元/吨；日均粗钢产量从 171 万吨/日下降至 154 万吨/日。但由于对钢厂实行一刀切的限电造成的影响过于广泛，在九月下旬各地就出现了不同程度的复产，钢价到九月底跌至 4170 元/吨，日均粗钢产量恢复至 160 万吨/日，但仍是一个较低的水平，我们认为这一部分是因为节能减排政策下产量数据报得较为保守；另一方面是截至九月底淘汰掉的落后产能带来的影响。如我们在周报中所说“随着节能减排任务的完成，产量将有所恢复。”我们预计拉闸限电政策结束后，日均粗钢产量将由目前的 160 万吨/日恢复到 167 万吨/日的水平。

短期钢价上涨承压，但受成本支撑。从历史上看，钢价在年底一般都是上涨的，主要是因为年末的冬储需求。但是由于拉闸限电政策消除后供给压力增加，一定程度上讲抵消季节性需求的上涨，因此钢价可能在高成本的支撑下维持震荡，上涨乏力但下行压力不大。主要因为铁矿石和焦煤价格维持高位，成本对钢价有较强的支撑，尤其是热轧价格在成本线附近，下跌空间有限；而螺纹钢价格受节能减排影响较为显著，未来继续复产可能下行空间在 200 元/吨以内。

水泥：

目前限电产能占华东总产能约 10%。此次限电主要在浙江和安徽地区，带动华东整体价格上升。限电自 8 月开始，9-10 月进入最严厉时期，但从 11 月开始，限电范围已经逐步缩小，产能已在逐步恢复中。以浙江为例，9-10 月，浙江省 70% 的企业被政府要求不同程度限电，但进入 11 月，该比例已逐步降至 30%。截至目前，限电产能大约占华东地区总产能 10%。从价格来看，11 月前两周华东地区水泥价格并没有因复产而下跌，这主要因 11-12 月仍然是华东水泥行业旺季，需求十分旺盛，产能恢复并没有给价格带来明显负面影响。因此，我们认为，水泥价格在年底之前保持在较高水平可能性比较大。

淡季即将到来，限电结束加大价格压力。从 1 月开始直至 3 月中旬，为水泥传统淡季，每年价格均有 10% 左右的调整。今年，由于限电结束且淡季需求较弱，两个因素叠加将导致水泥价格调整幅度会高于往年。我们预计明年一季度价格可能环比下跌 15%。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

投资建议：

近期宏观、政策方面的不确定性将使钢铁、水泥股短期承压：

1) 由通胀超预期引起的新一轮“宏观调控”对钢铁、水泥等周期股影响负面，从以往历次宏观紧缩政策的影响来看，通胀超预期、信贷紧缩、价格干预政策、地产调控均使市场对钢铁、水泥板块的盈利前景产生担心，从而使行业估值短期承受压力。

2) 拉闸限电提前结束将增加供应压力，抑制钢铁价格上涨，临近淡季，水泥价格将在明年一季度下跌。

长期来看，钢铁、水泥公司的估值相对较低，由于新增产能得到有效控制，明年下半年供给端压力将大大减轻。从成长的角度，水泥股强于钢铁股。投资者在下跌过程中可以选择关注盈利确定性强的公司：

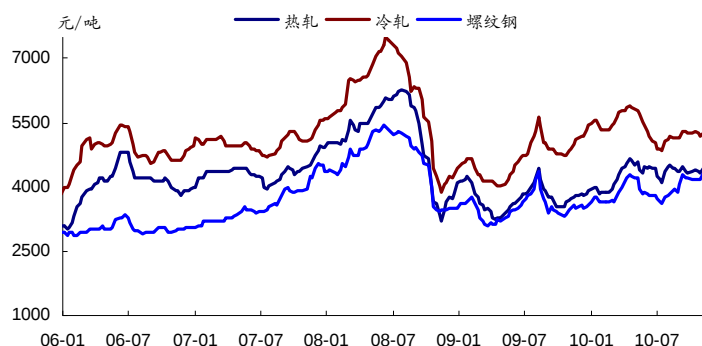
西北水泥股因不受限电因素干扰以及受宏观调控影响较小，具备一定防御性，推荐顺序为天山股份，赛马实业，祁连山和青松建化。

钢铁股：宝钢股份（盈利稳定、分红收益率超过 5%、具有长期投资价值）；新兴铸管（盈利稳定，市盈率低、资源优势）；八一钢铁（新疆市场高增长，受调控影响小）。

近来事件

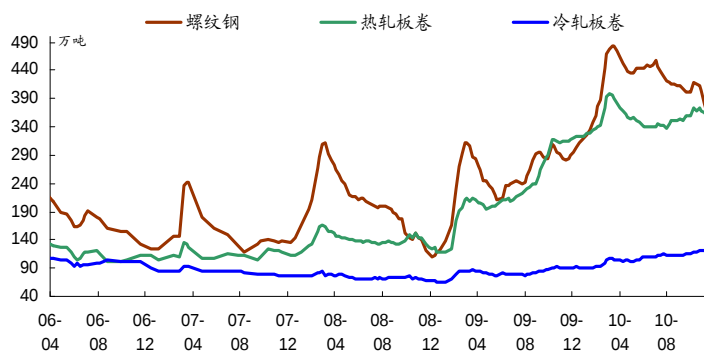
9/1/2010	《节能减排超预期带来钢铁板块投资机会》
9/6/2010	《钢铁节能减排进一步蔓延》
9/27/2010	《钢铁节能减排论坛纪要》和《水泥节能减排论坛纪要》

图表 1: 上海钢铁流通价格



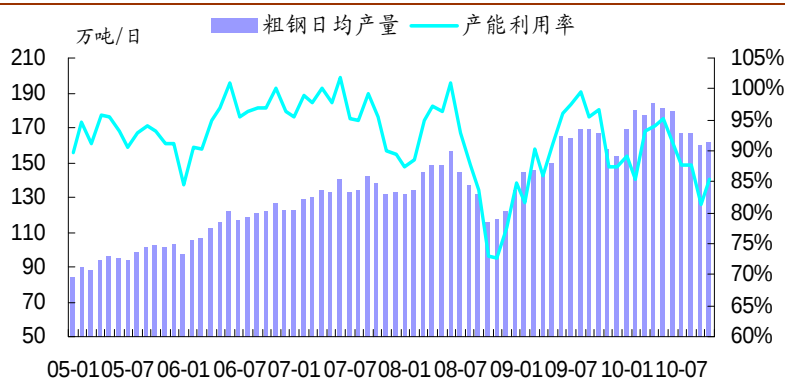
资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

图表 2: 经销商钢材库存



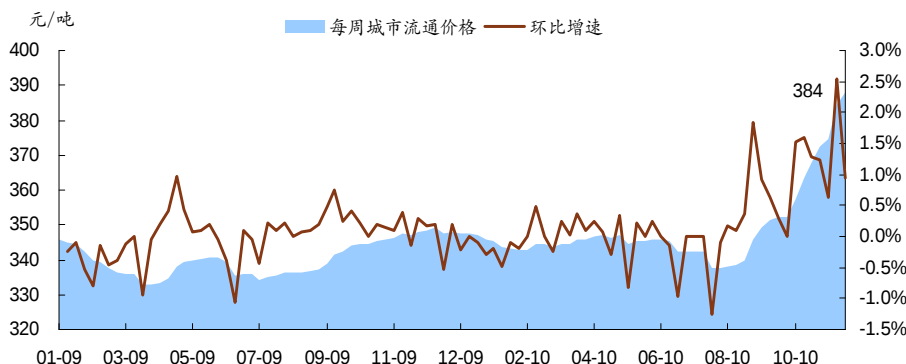
资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

图表 3: 粗钢日均产量



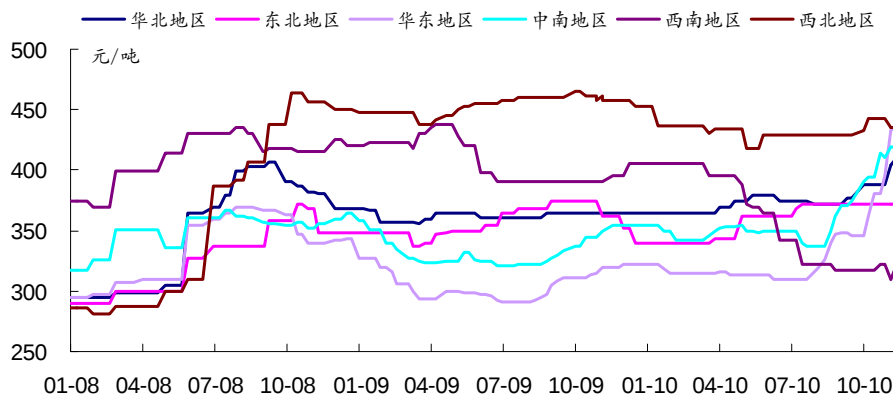
资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

图表 4：水泥流通均价



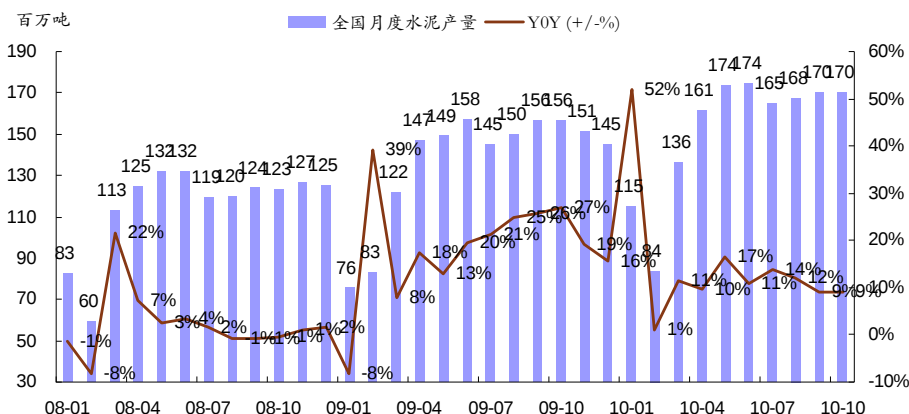
资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 5：分地区水泥价格



资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 6：月度水泥产量



资料来源：数字水泥，中金公司研究部

图表 7: 钢铁可比公司估值

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率			市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			2010-11-23	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
600019.SH	宝钢股份	CNY	6.3	18.9	8.2	7.5	1.2	1.0	1.0	6.8	4.6	5.0	
600005.SH	武钢股份	CNY	4.4	23.0	22.8	18.2	1.3	1.2	1.2	8.6	7.8	7.0	
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	7.8	77.2	15.4	12.1	1.1	1.0	1.0	11.8	7.4	6.5	
600808.SH	马钢股份	CNY	3.5	64.3	16.2	14.0	1.0	1.0	0.9	6.9	5.5	5.5	
000825.SZ	太钢不锈	CNY	5.3	33.2	20.0	17.5	1.4	1.4	1.3	9.7	9.4	8.1	
000709.SZ	河北钢铁	CNY	3.8	28.0	19.8	16.5	0.9	0.9	0.9	12.4	10.0	9.0	
600231.SH	凌钢股份	CNY	8.6	23.3	12.3	10.4	2.2	1.9	1.7	9.6	6.1	5.4	
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	9.5	60.3	17.8	15.1	2.0	1.8	1.7	10.9	7.4	6.6	
600581.SH	八一钢铁	CNY	11.4	81.5	15.2	12.2	3.0	2.5	2.1	17.2	9.4	8.3	
600117.SH	西宁特钢	CNY	8.2	164.8	36.0	22.8	2.5	2.4	2.3	13.7	11.6	9.8	
000778.SZ	新兴铸管	CNY	9.1	15.2	13.1	10.5	1.4	1.3	1.1	10.7	8.2	6.4	
中金覆盖A股平均值				53.6	17.9	14.3	1.6	1.5	1.4	10.7	7.9	7.1	
中金覆盖A股中位数				33.2	16.2	14.0	1.4	1.3	1.2	10.7	7.8	6.6	
600022.SH	济南钢铁	CNY	4.1	191.2	36.4	23.6	1.8	1.8	1.7	n.a	n.a	n.a	
600102.SH	莱钢股份	CNY	9.3	88.4	25.2	17.8	1.5	1.4	1.4	n.a	n.a	n.a	
600282.SH	南钢股份	CNY	3.6	44.1	28.5	19.4	1.4	1.3	1.1	25.5	29.1	10.0	
002110.SZ	三钢闽光	CNY	10.9	138.0	22.1	14.9	2.2	2.1	1.9	13.9	12.4	8.4	
000629.SZ	攀钢钒钛	CNY	9.0	n.a	44.5	24.9	3.5	3.3	2.9	38.9	23.3	14.9	
000708.SZ	大冶特钢	CNY	14.7	19.8	13.7	11.7	3.2	2.6	2.1	12.6	8.9	8.4	
000717.SZ	韶钢松山	CNY	4.3	76.6	25.6	17.7	1.2	1.2	1.1	10.9	8.4	8.1	
000761.SZ	本钢板材	CNY	6.1	n.a	17.5	14.7	1.3	1.3	1.2	9.8	4.4	n.a	
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	3.9	89.7	27.3	14.5	0.7	0.7	0.7	13.7	n.a	n.a	
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.4	35.7	36.8	22.1	1.7	n.a	n.a	16.3	n.a	n.a	
600010.SH	包钢股份	CNY	4.2	n.a	8.7	7.5	2.1	n.a	n.a	40.2	n.a	n.a	
600126.SH	杭钢股份	CNY	5.1	29.9	14.0	11.3	1.2	1.2	1.1	10.0	n.a	n.a	
600782.SH	新钢股份	CNY	6.0	45.8	13.9	9.9	1.0	1.0	0.9	9.7	8.6	6.2	
600894.SH	广钢股份	CNY	7.8	160.1	81.8	49.4	10.0	8.9	7.5	n.a	n.a	28.9	
601003.SH	柳钢股份	CNY	5.2	49.1	11.7	9.5	2.6	n.a	n.a	13.8	n.a	n.a	
601005.SH	重庆钢铁	CNY	3.9	77.6	49.7	23.4	1.2	1.2	1.1	20.5	18.0	11.9	
A股市场平均值				68.1	24.2	16.6	2.0	1.9	1.7	14.7	10.6	9.2	
A股市场中位数				54.7	19.8	14.9	1.4	1.3	1.2	12.1	8.6	8.1	
347 HK	鞍钢股份	HKD	11.18	97.9	19.1	14.3	1.4	1.3	1.2	10.4	6.4	5.3	
323 HK	马钢股份	HKD	4.07	66.5	16.4	13.5	1.0	1.0	0.9	6.1	4.8	4.5	
中金覆盖H股平均值				82.2	17.7	13.9	1.2	1.1	1.0	8.2	5.6	4.9	
中金覆盖H股中位数				82.2	17.7	13.9	1.2	1.1	1.0	8.2	5.6	4.9	
1053 HK	重庆钢铁	HKD	2.02	45.9	30.1	18.0	0.7	0.7	0.7	18.0	12.5	8.9	
656 HK	复星国际	HKD	6.02	9.5	16.1	14.0	1.8	1.7	1.7	11.7	6.6	5.7	
581 HK	东方集团	HKD	3.03	11.5	7.8	6.8	1.4	1.2	1.1	4.5	n.a	n.a	
697 HK	首长国际	HKD	1.19	129.3	10.0	7.1	1.1	1.0	0.9	-49.2	10.9	8.3	
H股市场平均值				60.1	16.6	12.3	1.2	1.2	1.1	0.2	8.2	6.5	
H股市场中位数				56.2	16.2	13.8	1.2	1.1	1.0	8.2	6.6	5.7	
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	24.4	425.4	14.7	11.4	0.6	0.6	0.6	0.5	3.6	1.3	
NUE US	纽柯钢铁	USD	38.3	n.a	75.0	17.2	1.6	1.7	1.6	0.5	5.2	1.9	
X US E	美国钢铁	USD	47.5	n.a	n.a	19.3	1.5	1.6	1.5	0.4	n.a	2.6	
5401 JP	新日铁	JPY	281.0	11.4	n.a	12.3	1.1	1.0	0.9	0.7	0.9	1.8	
5411 JP	JFE控股	JPY	2,749.0	7.7	49.5	12.0	1.1	1.1	1.0	0.7	0.7	1.5	
005490 KS	浦项钢铁	KRW	449,000.0	10.9	8.3	7.7	1.1	1.1	1.0	1.0	1.6	1.1	
TATA IN	塔塔钢铁	INR	604.1	9.1	n.a	8.8	2.0	2.1	2.0	0.8	0.8	2.1	
其他市场平均值				92.9	36.9	12.7	1.3	1.3	1.2	0.7	2.1	1.7	
其他市场中位数				10.9	32.1	12.0	1.1	1.1	1.0	0.7	1.2	1.8	
所有市场平均值				69.5	24.2	15.2	1.7	1.6	1.4	9.3	8.2	6.8	
所有市场中位数				47.5	17.8	14.0	1.3	1.2	1.1	9.8	6.6	5.9	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 8：水泥可比公司估值

股票代码	公司名称	交易货币	现价 10-11-23	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600585.SH	海螺水泥	CNY	22.5	22.4	14.9	12.1	2.8	2.4	2.0	14.7	8.9	7.1
600425.SH	青松建化	CNY	23.0	41.0	40.4	27.4	5.6	4.7	4.3	27.4	25.9	16.4
000401.SZ	冀东水泥	CNY	18.8	23.1	15.0	12.0	3.4	2.2	1.9	17.3	12.4	9.5
600801.SH	华新水泥	CNY	21.4	17.4	30.6	17.4	1.9	1.8	1.7	10.9	14.3	9.4
600720.SH	祁连山	CNY	16.2	18.8	15.4	10.1	3.6	3.0	2.3	12.6	11.4	7.3
600449.SH	赛马实业	CNY	31.0	13.6	12.5	12.0	2.9	2.4	1.8	11.0	10.6	7.9
000877.SZ	天山股份	CNY	24.7	27.4	18.3	11.9	5.6	2.3	2.0	18.7	12.4	8.6
中金覆盖A股平均值				23.4	21.0	14.7	3.7	2.7	2.3	16.1	13.7	9.5
中金覆盖A股中位数				22.4	15.4	12.0	3.4	2.4	2.0	14.7	12.4	8.6
000789.SZ	江西水泥	CNY	8.6	51.6	28.8	18.7	3.2	3.0	2.6	13.0	12.5	7.7
002233.SZ	塔牌集团	CNY	14.5	26.9	19.3	14.4	3.0	2.6	2.3	11.3	10.0	8.0
600553.SH	太行水泥	CNY	10.6	54.2	35.8	30.7	4.6	4.1	3.7	25.0	n.a	n.a
600881.SH	亚泰集团	CNY	6.3	16.1	11.9	9.2	1.7	1.4	1.3	12.4	10.7	8.9
000885.SZ	同力水泥	CNY	11.1	24.8	22.8	20.3	2.6	n.a	n.a	9.5	n.a	n.a
A股市场平均值				192.1	22.1	18.4	3.6	2.7	2.3	19.9	12.9	9.1
A股市场中位数				25.9	18.8	14.4	3.2	2.4	2.0	14.1	11.9	8.3
914.HK	海螺水泥	HKD	30.8	27.0	17.6	13.5	3.3	2.8	2.3	13.0	7.6	5.8
3323.HK	中国建材	HKD	17.4	17.6	11.9	9.1	3.2	2.1	1.6	13.0	9.5	7.1
中金覆盖H股平均值				22.3	14.7	11.3	3.3	2.4	2.0	13.0	8.6	6.5
中金覆盖H股中位数				22.3	14.7	11.3	3.3	2.4	2.0	13.0	8.6	6.5
1313.HK	华润水泥	HKD	5.6	13.9	19.7	12.7	3.0	2.6	2.2	27.4	14.4	9.3
1893.HK	中材股份	HKD	6.9	30.2	17.3	12.0	2.6	2.3	1.9	9.0	5.7	4.2
2009.HK	金隅集团	HKD	10.6	14.8	13.0	9.1	2.4	1.9	1.6	16.5	8.6	5.8
691.HK	山水水泥	HKD	5.8	20.6	13.8	10.4	2.8	2.4	2.0	9.2	6.9	5.1
743.HK	亚洲水泥	HKD	3.5	7.8	11.4	9.3	0.7	0.6	0.6	5.6	6.1	4.9
H股市场平均值				18.8	15.0	10.9	2.6	2.1	1.7	13.4	8.4	6.0
H股市场中位数				17.6	13.8	10.4	2.8	2.3	1.9	13.0	7.6	5.8
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	66.5	13.5	17.8	13.9	1.1	1.1	1.0	8.1	7.9	7.3
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	42.5	141.5	15.4	10.4	0.8	0.7	0.7	9.2	7.5	6.8
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	44.7	16.2	14.4	11.1	0.9	0.8	0.8	8.4	8.2	7.4
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	14.8	16.8	20.9	16.2	1.1	1.1	1.0	8.6	9.5	8.6
IT IM equity	意大利水泥	EUR	5.8	22.6	36.6	17.1	0.5	0.4	0.5	5.2	6.7	5.9
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,006.0	12.1	16.2	15.2	3.2	2.9	2.6	6.4	9.5	8.8
其他市场平均值				37.1	20.2	14.0	1.3	1.2	1.1	7.7	8.2	7.5
其他市场中位数				16.5	17.0	14.6	1.0	0.9	0.9	8.3	8.1	7.3

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED