



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

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 15 日

钢铁

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

luowei@cicc.com.cn

丁玥

联系人

dingyue@cicc.com.cn

挖掘结构性和交易性投资机会

2011 年钢铁行业年度策略

投资提示:

钢铁行业进入低速增长时期,钢铁板块估值中枢的下移基本完成。我们认为行业全面反转的机会不大,需要把握结构性、交易性投资机会。1) 需求高速增长的新疆区域将出现阶段性供不应求,八一钢铁、新兴铸管、酒钢宏兴受益; 2) 资源价格继续上涨,资源类企业有量的增长,如凌钢股份、酒钢宏兴、西宁特钢; 3) 高端产品结构使高盈利稳定,如宝钢股份和特钢子板块; 4) 兼并重组和资产注入带来的投资机会; 5) 目前股价反映了一定的政策紧缩预期,若政策出现松动,钢铁板块有望伴随周期性行业一同上涨,且盈利从底部复苏的弹性较大。

行业基本情况:

2011 年供需环境略有改善。整个行业对产能过剩的局面有了清楚的认识,持续低迷的盈利也使投资热情骤降。因此钢铁产能增速下滑至 2—3%。但由于前两年大量新增产能逐步达产,预计 2011 年粗钢产量 6.65 亿吨,增长 6.4%,对应有效产能的利用率达 88%。预计 2011 年需求增长 7%,净出口 2300 万吨,库存量变化不大。

行业盈利水平恢复程度有限。预计 2011 年铁矿石上涨 10%,海运费基本持平,焦煤焦炭价格上涨 15%。基于明年钢铁市场供需环境略有改善以及成本上升的支撑,我们认为明年钢价涨幅 8-10%。钢铁行业的盈利能力略改善,主要涨幅被原料成本的上涨侵蚀。预计 2011 年钢铁企业税前利润率 3-5%,维持较低水平。

盈利预测与估值:

上调酒钢宏兴 2011 年 EPS 21% 至 0.75 元/股; 上调西宁特钢 2010 和 2011 年盈利预测 22% 和 28% 至 0.28 和 0.46 元/股; 上调八一钢铁 2010 和 2011 年盈利预测 7% 和 20% 至 0.80 和 1.12 元/股; 下调鞍钢、马钢、太钢不锈 2010 年 EPS 约 20%, 分别至 0.40、0.16 和 0.21 元/股; 维持其 2011 年盈利预测不变。

上调酒钢宏兴的投资评级至“推荐”; 维持八一钢铁、凌钢、新兴铸管、宝钢的“推荐”评级; 以及西宁特钢的“审慎推荐”评级; 下调武钢、鞍钢、马钢、太钢的投资评级至“中性”。分别下调 H 股鞍钢和马钢的目标价 25% 和 21% 至 13.2 和 5.0 港币, 对应 2011 年 PB 1.4x 和 1.1x。

行业成长性减弱, ROE 下滑, 我们认为板块估值中枢应较历史均值下降 30%。当前 A 股钢铁股 PB 1.4x, H 股鞍钢和马钢目前的 PB 分别为 1.4x 和 1.1x, 基本完成了估值中枢的下移, 估值继续下行的风险相对有限, 建议把握结构性和交易性的投资机会。

风险:

宏观紧缩超预期。

目录

告别黄金时代，受钢原料瓶颈	3
功成身退，告别高增长	3
资源瓶颈挤占行业利润	4
供需略有改善，盈利小幅恢复	6
产能增速显著下滑	6
2011 年需求增速 7%	7
产量增长 6%，产能利用率略有提升	8
预计钢价上涨 8-10%，行业盈利恢复有限	9
挖掘结构性和交易性投资机会	10
新疆市场的高成长造成阶段性供不应求	10
资源仍是不退却的热点	11
优异的产品结构提升盈利能力	11
兼并重组和资源注入	12
淘汰落后环保节能政策力度超预期	13
宏观紧缩政策力度低于预期，周期反弹	13
行业完成估值中枢下移，优势公司分化	14
行业进入平台期，估值中枢完成下移	14
相应调整部分钢铁企业盈利预测及投资评级	14

图表目录

图表 1：中国钢铁产量和表观消费量经历近十年的高增长	3
图表 2：出口将进入平稳阶段	3
图表 3：2010 年全球铁矿石成本曲线	4
图表 4：定价模式改变前后钢铁行业成本曲线和行业盈利空间对比	4
图表 5：行业固定资产投资增速以及新增产能增速显著下滑	6
图表 6：2010-2011 年新增炼铁能力一览	6
图表 7：2011 钢铁需求增速降至 7%	8
图表 8：2011 钢铁供需平衡表	8
图表 9：钢铁及原料代表品种价格一览	9
图表 10：钢铁行业产能利用率和税前利润率	9
图表 11：新疆及周边钢产能统计	10
图表 12：上市公司铁矿资源及弹性	11
图表 13：钢铁上市公司煤炭资源一览	11
图表 14：集团内拥有钢铁相关非上市资产的公司列表	12
图表 15：已公告兼并重组或资产注入事项的上市公司列表	12
图表 16：行业 ROE 和 PB 走势	14
图表 17：盈利预测调整表	15
图表 18：钢铁行业投资建议表	15
图表 19：可比公司估值	16

告别黄金时代，受钢原料瓶颈

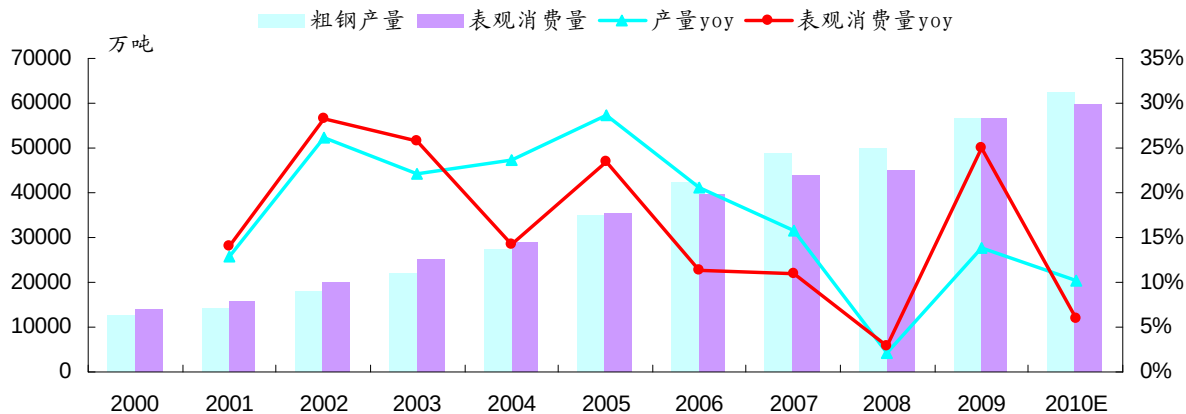
功成身退，告别高增长

2000—2010 是中国钢铁行业发展的黄金十年，是钢铁行业担当经济增长支柱产业的十年。经过这十年的发展，中国钢产量占全球的一半；装备上全世界最先进的生产设备 80% 以上都在中国；06 年以后，中国钢铁行业从净进口转为净出口，种种转变表明了中国钢铁行业已经具备国际竞争力，但同时也意味着进一步提升的空间比较有限。

这十年里伴随工业化和城镇化的快速推进，中国粗钢产量从 1.26 亿吨上涨至 6.25 亿吨，年均复合增长率 17%；人均粗钢产量从 100 千克/人上升至 468 千克/人，已接近发达国家完成工业化阶段对应的人均钢产量峰值的平均数 612 千克/人。由于中国特殊的二元经济结构，我们认为中国人均粗钢产量的峰值将低于发达国家的平均水平，但维持在高位的时间将持续较长。即使按照发达国家的均值 612 千克/人测算，我国粗钢产量的峰值在 8.5 亿吨左右，而据我们统计 2010 年底建成的粗钢产能就达到 7.5 亿吨。这意味着钢铁行业未来成长空间有限，将挥别高成长的黄金时代。

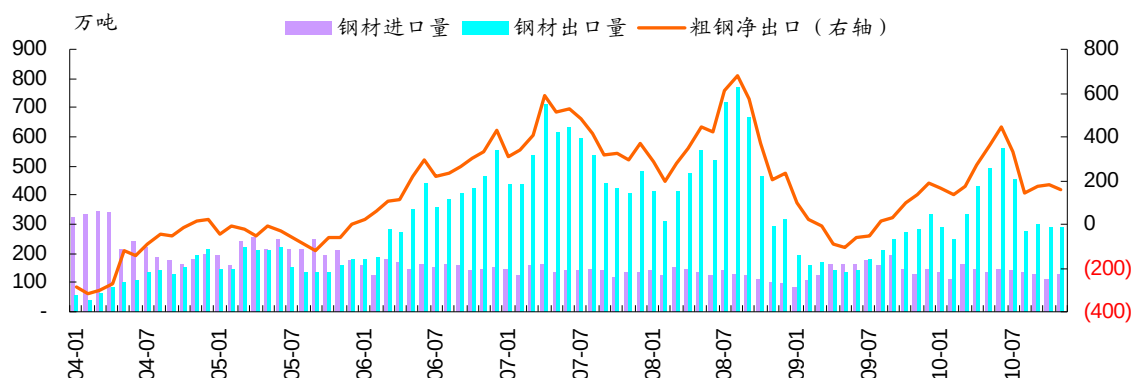
出口大幅度恢复的可能性不大，预计 2011 年净出口约 2300 万吨。主要因为：1) 海外市场复苏艰难；2) 贸易壁垒高筑；3) 物价上涨和人民币升值削弱价格优势；4) 韩国、印度、越南等主要出口国产能扩张迅速。

图 1：中国钢铁产量和表观消费量经历近十年的高增长



资料来源：中钢协，中金公司研究部

图 2：出口将进入平稳阶段



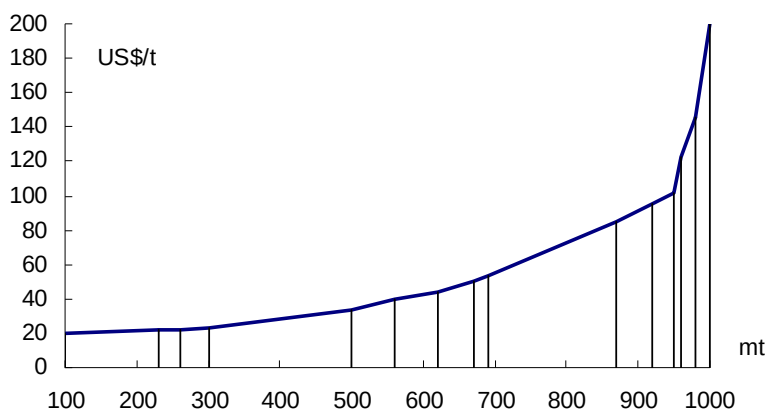
资料来源：海关数据，中金公司研究部

资源瓶颈挤占行业利润

铁矿供给瓶颈难打破

铁元素是地壳含量第二高的元素，如果不考虑成本，铁矿的供给几乎无限。成本曲线的边际定价是决定铁矿石价格的核心方法。这十年来中国钢铁产量的快速增长打破了全球铁矿石供需平衡，2009 年中国进口铁矿石 6.28 亿吨，占全球铁矿石贸易量的 70%。成本曲线前端的海外低成本贸易矿的扩产速度远不及全球钢铁（主要是中国钢铁）的产能增速，低成本矿石供给出现瓶颈，达到边际平衡的成本点沿着成本曲线向右上移动，推升矿石价格。

图表 3：2010 年全球铁矿石成本曲线

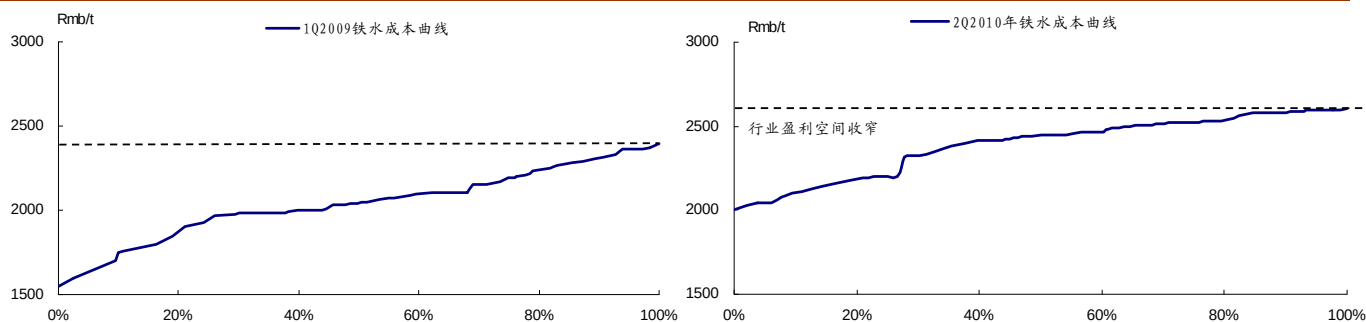


资料来源：中钢协，中金公司研究部

供需双方激烈博弈，矿石瓶颈难以打破。矿石需求方（以中国为例）努力的方向是：1）使成本曲线右移（例如，投资海外矿山，增加低成本海外矿的供给量）；2）使成本曲线尾部变平缓（例如，增加国内矿勘探力度，加强国内低品位矿提炼技术，降低成本）。然而供给方（以三大矿山及其政府为例）并不会坐以待毙，铁矿石供给有很高的集中度，行动的协同度更高。目前采取的对策有：1）加征资源税或出口关税，通过改变矿山的投资回报率以控制低成本矿石产能的开发；2）协同控制产量和投产进程（临近年末，三大矿山纷纷公告新产能投放延期，预计 2011 年新增矿石量 9000 万吨，远低于之前 1.3 亿吨的预期）。由此看来，在需求不出现大幅度下滑的前提下，打破矿石瓶颈在中长期都是一个较大的难题。另外考虑到资源型国家的汇率升值以及全球充裕的流动性，我们认为铁矿石价格将维持高位继续上涨，预计 2011 年均价涨幅约 10%。

协议定价趋于指数化，钢铁行业利润空间被挤压。协议价定价机制变化以前，国内出现了协议价和现货价并存的二元价格体系。这一体系导致有无协议矿成了钢企成本的分水岭，小企业矿石成本高，大企业矿石成本低，国内钢铁行业成本曲线陡峭。这一定价机制改变后，大小企业之间的成本差异缩小，行业成本曲线明显变平，整个行业的利润空间缩小。预计未来矿石价格恢复年度协议的可能性很小，更可能的发展方向是定价趋于指数化。因此通过矿石价格差创造的行业利润空间难以再现。

图表 4：定价模式改变前后钢铁行业成本曲线和行业盈利空间对比



资料来源：中钢协，中金公司研究部

优质焦煤缺口显现

中国是焦煤的主要产地，但是焦煤资源的储量是有限的，面对我国钢铁产能的迅速扩张，焦煤尤其是优质焦煤供应出现缺口。09年下半年以来我国焦煤转为净进口，中国的需求推升了全球的焦煤价格。根据中金煤炭行业研究组的判断，焦煤资源可能出现长期结构性短缺，焦煤净进口局面还将持续，预计明年焦煤价格上涨15%。主要因为：

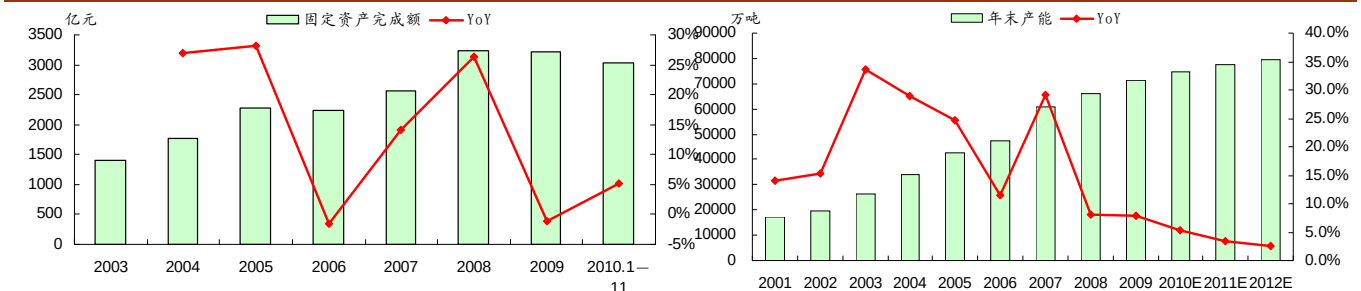
- ▶ 国内钢产量上升，并且设备大型化趋势明显。对于焦煤尤其是优质焦煤（主焦煤、肥煤）的需求明显增加。
- ▶ 国内焦煤行业采取保护性开采政策，产量不会大幅度增长。另外，主焦煤生产有相当部分来自小煤矿。随着安全生产压力的增大，以及山西煤矿整合的推进，小煤矿产量会逐步下降。
- ▶ 资源税改革推升煤炭价格。目前煤炭资源税从量计（山西地区8元/吨），明年资源税改革或将推广从价税3-5%。由于供给紧缺，资源税将较大程度向下游转嫁。

供需略有改善，盈利小幅恢复

产能增速显著下滑

自 09 年以来产业政策对新增产能严格控制，钢铁行业固定资产投资停止增长，新产能增速明显下滑。但由于 07-08 年的投资项目在 2010 年前后投产，因此产能新增的绝对量以及存量产能仍处于较高位置。据统计，2010 年新建产能 4940 万吨，其中半数以上在年底建成，将在 2011 年形成产量；2011 年预计新建产能 3600 万吨。考虑到淘汰落后的影响（今明两年各完成 1000 万吨落后产能淘汰），截至 2010 年底建成产能约 7.5 亿吨，2011 年底预计建成产能达到 7.77 亿吨。

图表 5：行业固定资产投资增速以及新增产能增速显著下滑



资料来源：钢之家，中金公司研究部

图表 6：2010-2011 年新增炼铁能力一览

公司	新增设备情况	新增能力 (万吨/年)	投产时间
邢台龙海	1#高炉	50	2010.1.5投产
北满特钢	450m3	40	2010.1.15投产
常州中天	1580m3	140	2010.1.15投产
张店钢厂	1350m3	108	2010.1.29投产
莱钢	3200m3	280	2010.1投产
鄂钢	2200m3	170	2010.1.22投产
沧州纵横	2350m3	200	2010.3投产
湘钢	2200m3	170	2010.3投产
首钢京唐	5500 m3	435	2010.6.26投产
宁夏钢铁集团	600m3	50	2010.7投产
济钢	3200m3	280	2010.8投产
邯钢	3200m3	250	2010.5投产
鞍凌精品项目	2600m3	200	2010.12投产
龙钢	2*1800m3	320	2010年底
包钢万腾	1166m3	125	2010年底
萍钢安源	1080m3	120	2010年底
天钢	1080m3	120	2010年底
水钢	2500m3	200	2010年底
承德建龙	1350m3	145	2010年底
玉钢	1080m3	120	2010年底
唐山文丰	850m3	80	2010年底
四川德钢	1350m3	120	2010年底
达钢	1780m3	160	2010年底
霸州新利	1080m3	120	2010年底
南钢	2150m3	175	2010年底
大连特钢	1260m3	100	2010年底
晋钢集团	2*1380m3	200	2010年底
敬业钢铁	1080m3	100	2010年底
东海特钢	1350m3	120	2010年底
河北津西	450m3	50	2010年底
承德盛丰	1080m3	100	2010年底
金华钢铁	1080m3	100	2010年底
全国2010年新上产能		4948	

公司	新增设备情况	新增能力 (万吨/年)	投产时间
迁安燕钢	2560m3	200	2011年
攀钢西昌	3*1750m3	400	2011年
八钢	2500m3	200	2011年
常熟龙腾特钢	1080m3	120	2011年
联峰钢铁（张家港）	2*1080m3	240	2011年
舞钢	1260m3	136	2011年
湖北新冶钢	1780m3	160	2011年
吉林建龙	1800m3	170	2011年
酒钢	1800m3	160	2011年
宣钢	2500 m3	200	2011年
九羊集团	1350m3	145	2011年
安钢	4747m3	380	2011年
青龙德龙铸业	850m3	100	2011年
重钢	2500m3	200	2011年
西林钢铁	1260m3	100	2011年
永钢	2*1080m3	240	2011年
徐州东南钢铁	2*1280m3	260	2011年
长江钢铁	1080m3	100	2011年
汉中钢铁集团	1280m3	100	2011年
全国2011年新上产能		3611	

资料来源：钢之家、中联钢、我的钢铁、中金公司研究部

2011 年需求增速 7%

尽管长期来看钢铁需求增长的空间有限,但是我们认为经济结构的转型不是一蹴而就的,明年投资仍将保持合理的增长,是拉动钢铁需求维持低速增长的主要力量。根据中金宏观组的判断,2011 年 GDP 增速 9.3%,城镇固定资产投资增速 20%,下滑 5 个百分点。综合自上而下和自下而上的判断,预计明年钢铁需求增速降至 7.4%。

- ▶ **房地产新开工滞后拉动钢铁需求。**2011 年新开工面积和在建面积增速分别为 12.9%和 18.9%,比近年下滑 29.4 和 6.6 个百分点。但我们认为今年大幅增长的房地产新开工和在建面积并没有完全转化钢铁需求,房地产商通过建设工期的拉长来变相屯地,因此房地产用钢需求相对于新开工面积表现出明显的滞后。2011 年房地产建筑用钢需求的增速约 13%,同比下滑 5 个百分点。
- ▶ **保障房快速增长,弥补商品房下降。**2011 年,全国保障性安居工程住房建设规模或将高达 1000 万套,相比 2010 年的 580 万套,增长 72.4%。这意味着 2011 年保障房投资将超过 1 万亿元,达到全国房地产投资规模的 20%。预计明年保障房用钢需求增速达 100%,全国粗钢表观消费量的比重从 1.6%上升至 3%。
- ▶ **铁路和公路投资增速下降,高铁和水利投资有望超预期。**对抗金融危机的四万亿基建投资将在 2011 年陆续完工,铁路和公路投资增速下降。但进入“后四万亿时代”,新的投资热点开始涌现:“十二五规划”将高铁纳入战略性新兴产业,未来五年内,我国高速铁路建设都将维持大规模投入,投资额将保持在每年 7000 亿元左右,共计 3.5 万亿元。即将要召开的中央经济工作会议以及 2011 年中央一号文件,可能会对水利建设有远超预期的政策支持力度。预计 2011 年基建用钢增速下滑至 7.8%,下滑 2.6 个百分点。
- ▶ **整车产量增速下滑,维修量上升。**经历了两年爆发式增长,预计明年汽车销量增速由 32%下滑至 15%。但由于汽车保有量的提升,汽车维修量迅速上升。综合预计,2011 年汽车行业用钢量增速约 15.7%,下滑 6.8 个百分点。
- ▶ **机械长期发展空间巨大,短期受房地产周期影响。**机械行业未来发展空间巨大,从进口替代到国产化率提高再到出口主导。根据机械行业“十二五”规划,未来 5 年的年均增长率为 17%。而主要机械企业的收入增速计划都远远超过协会预计的这一水平。但短期内受到房地产周期的影响,预计 2011 年机械用钢增速 8.6%,下滑 1.2 个百分点。

图表 7：2011 钢铁需求增速降至 7%

单位：千吨	2008	2009	2010E	2011E
建筑用钢	241,151	284,808	320,798	360,978
同比增长		18.1%	12.6%	12.5%
基础设施建设	62,643	89,826	99,150	106,899
同比增长		43.4%	10.4%	7.8%
房屋建筑	178,508	194,982	221,648	254,079
同比增长		9.2%	13.7%	14.6%
其中：商品房	77,619	83,829	98,918	111,777
同比增长		8.0%	18.0%	13.0%
经济适用房、廉租房和其他保障性住房	6,849	6,986	9,081	18,163
同比增长		2.0%	30.0%	100.0%
制造业	233,582	253,926	277,180	281,295
同比增长		8.7%	9.2%	1.5%
机械	87,825	96,899	106,392	115,517
同比增长		10.3%	9.8%	8.6%
家电	9,796	10,519	12,251	12,936
同比增长		7.4%	16.5%	5.6%
汽车	23,657	29,694	36,376	42,095
同比增长		25.5%	22.5%	15.7%
船舶	8,638	11,229	12,782	14,188
同比增长		30.0%	13.8%	11.0%
煤炭	14,618	14,867	15,863	16,815
同比增长		1.7%	6.7%	6.0%
集装箱	6,415	205	3,004	2,673
同比增长		-96.8%	1363.4%	-11.0%
粗钢总消费量	474,733	541,584	597,977	642,274
同比增长		14.1%	10.4%	7.4%

资料来源：中金公司研究部

产量增长 6%，产能利用率略有提升

预计 2011 年全国粗钢产量 6.65 亿吨，相当于日均粗钢产量 181.5 万吨/日，小幅增长 6.4%。对应有有效产能，产能利用率 88%，比今年上升 2 个百分点。

图表 8：2011 钢铁供需平衡表

单位：千吨	2007	2008	2009	2010E	2011E
粗钢产量	487,630	500,488	567,842	624,800	665,000
YoY(%)		2.6%	13.5%	10.0%	6.4%
粗钢净出口	48,750	46,590	2,867	27,000	23,000
国内粗钢表观消费量	438,880	453,898	564,975	597,800	642,000
YoY(%)		3.4%	24.5%	5.8%	7.4%
产能利用率	90%	80%	84%	86%	88%
年末产能	610,310	660,000	711,550	751,030	777,140
YoY(%)		8%	8%	6%	3%
有效产能	541,400	626,873	677,183	724,710	759,733

资料来源：中钢协，中金公司研究部

预计钢价上涨 8-10%，行业盈利恢复有限

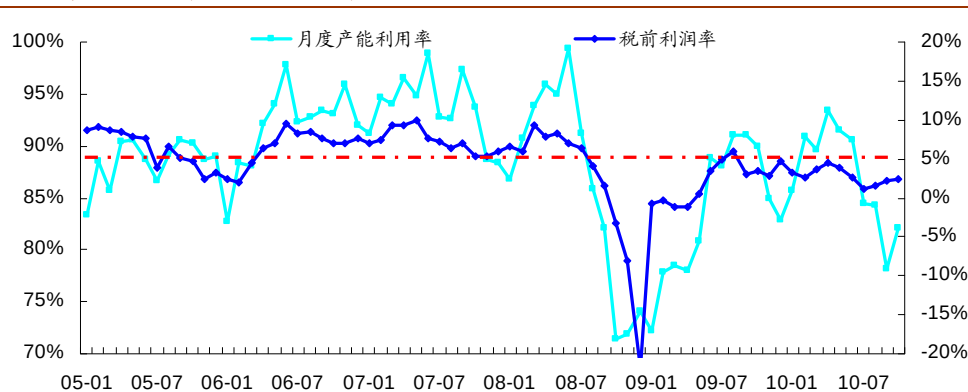
我们预计 2011 年铁矿石上涨 10%，海运费基本持平，焦煤焦炭价格上涨 15%。基于明年钢铁市场供需环境略有改善以及成本上升的支撑，我们认为明年钢价涨幅 8-10%。钢铁行业的盈利能力恢复程度有限，主要涨幅被原料成本的上涨侵蚀。预计 2011 年钢铁企业税前利润率 3-5%，维持较低水平。

图表 9：钢铁及原料代表品种价格一览

(以下价格均为含税价)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
代表品种 (5.75mm 热轧, 元/吨)	3,837	4,179	4,938	3,590	4,150	4,500
YoY	-7.8%	8.9%	18.2%	-27.3%	15.6%	8.4%
铁矿石 (元/吨, 青岛港现货)	642	1,007	1,254	691	1,200	1,320
YoY		56.9%	24.5%	-44.9%	73.7%	10.0%
焦炭 (元/吨, 唐山, 二级)	1,147	1,429	2,389	1,700	1,850	2,128
YoY		24.6%	67.2%	-28.8%	8.8%	15.0%
焦煤 (元/吨, 山西, 车板价)	664	716	1,337	1,160	1,508	1,734
YoY		7.8%	86.7%	-13.2%	30.0%	15.0%

资料来源：钢之家，中金公司研究部

图表 10：钢铁行业产能利用率和税前利润率



资料来源：CEIC，中金公司研究部

挖掘结构性和交易性投资机会

以往钢铁板块的投资着重于行业属性，公司属性的差异相对不明显。但如今整个钢铁行业利润受上游挤压，钢铁板块中的公司将出现分化，出现结构性机会。钢铁公司之间的差异主要分“先天优势”和“后天优势”两类。“先天优势”主要指铁矿、煤炭资源和所处的区域市场；而“后天优势”主要指公司的创新能力和管理能力，主要反映在产品结构和盈利能力方面。当然在行业层面如果有超预期因素能够改变目前的不利局面，整个板块都将受到提振，可能出现交易性投资机会。

新疆市场的高成长造成阶段性供不应求

2011 年起新疆掀起基建热潮。根据新疆经济工作会议和新疆十二五规划，未来五年新疆 FAI 达 3 万亿，年均增速 25%；GDP 年均增速 14.5%。预计 2011—2012 年新疆地区投资增长超过 30%，对应钢铁需求增速 15%，远高于全国平均水平和新疆地区历史水平（过去五年以及今年上半年，新疆地区固定资产投资增速仅 19%）。建筑钢材市场有明显的销售半径限制，运输距离是保障新疆市场价格的天然屏障，尤其是疆内的建筑钢材价格明显高于全国平均。

新疆建筑钢材出现阶段性供不应求。对新疆地区钢铁供需情况的进一步分析显示，新疆未来五年钢铁需求增速超过 15%，2011 年钢铁需求增长将在 20% 以上，远远高于全国 7% 的增速。预计 2011 年新疆钢铁需求量超过 1000 万吨，根据我们对新疆及周边产能的统计，2011 年新疆建筑钢材市场将出现供不应求。因此建筑钢材需要从外部运输进入疆内，供应缺口将使运输范围延伸至陕西，供给半径将由 1100 公里扩大至 2500—2800 公里，对应运费由 150 元/吨上升至 350 元/吨。运输成本自然将抬升疆内钢材价格，使疆内建筑钢材盈利能力大幅上升。预计 2011 年疆内建筑钢材吨净利将达到 400 元/吨，疆内既有企业——八一钢铁、金特钢铁（新兴铸管持股 48%）最为受益；西北地区其他建筑钢材企业次之（如酒钢宏兴）。

图表 11：新疆及周边钢产能统计

粗钢产能 (万吨)	厂址	距乌鲁木齐铁路里 程(公里)	备注
八一钢铁	乌鲁木齐	-	其中建筑钢材300
新疆金特钢铁	新疆和静县	512	2011产能扩至150万吨，未来规划产能200万吨
吐鲁番源泰铸造	新疆吐鲁番	200	
鄯善县鑫隆铸造	新疆鄯善	300	
伊犁钢铁	新疆新源县	520	首钢规划一期做到200万吨，二期做到500万吨
天基钢铁	新疆奎屯	250	
博州钢铁	新疆博乐市	520	
宝钢八一南疆钢铁基地	南疆阿克苏		今年8月开工建设，预计2012年150万吨，2015年500万吨
铸管资源	北疆阿勒泰		尚未动工
山钢集团	待定		尚未动工
酒钢(嘉峪关)	甘肃嘉峪关	1122	其中建筑钢材120，2011年增至220万吨
酒钢(兰州榆中)	兰州榆中	1892	棒线材
卡钢	哈萨克斯坦卡拉干达	1900	以冷热轧薄板和镀锌板为主
西宁特钢	青海西宁	2108	特钢为主
宝鸡石油	陕西宝鸡	2395	以钢管为主
通达钢铁(陕西武功)	陕西咸阳武功县	2545	以钢管为主
陕西龙门钢铁	陕西韩城	2624	合并入陕西钢铁
汉中钢铁	陕西汉中勉县	2783	合并入陕西钢铁
陕西略钢	陕西汉中略阳	2610	合并入陕西钢铁
酒钢(山西翼城)	山西翼城	2885	棒线材

资料来源：钢之家、中联钢、我的钢铁、中金公司研究部

资源仍是不退却的热点

正如我们前文所分析的，明年铁矿和煤炭资源价格仍将继续上涨。钢铁企业纷纷向上游进军，在海外投资开发矿山或在国内勘探发掘铁矿资源。在钢铁行业十二五规划中，要求钢铁企业海外权益矿规模达到铁矿石进口量的 40%。在向上游开拓的过程中，部分公司的资源整合在集团公司层面进行，通过关联交易向上市公司提供原料；部分公司的资源已注入上市公司。相比而言，我们更看好上市公司层面直接拥有矿石和煤炭资源的公司。

从每股对应的铁精粉产量来看，2011 年受益于铁矿石价格上涨弹性最为显著的前三家公司分别是金岭矿业、西宁特钢和酒钢宏兴。另外，西宁特钢和新兴铸管还拥有煤炭资源，尤其是优质的焦煤资源，未来煤炭产量还将进一步拓展。

图表 12：上市公司铁矿资源及弹性

公司	股本 (万股)	矿山	股权	保有储量 (万吨)	原矿产量 (万吨)	精粉产量 (万吨)	每股铁元素储 量(吨)	每百股铁精粉 产量(吨)
金岭矿业	59534	铁山辛庄矿和侯庄、 召口分矿	100%	3,300	175	111	0.022	0.186
		肃北七角井铁矿	70%	10,300	210	70		
西宁特钢	74122	哈密白山泉铁矿	80%	4,700	150	50	0.080	0.174
		西钢矿业	100%	8,000	150	40		
酒钢宏兴	204568	镜铁山矿、黑沟矿区	100%	35,234	700	300	0.061	0.147
创兴置业	21814	神龙矿业	100%	9,251	100	30	0.127	0.138
攀钢钒钛	572650	兰尖、朱家包包矿	100%	30,000	1,200	750	0.098	0.131
		白马矿	100%	170,000	1,550			
凌钢股份	80400	保国铁矿	100%	6,678	250	77	0.026	0.096
河北钢铁	687678	司家营铁矿	45%	234,800	700	250	0.048	0.016
新兴铸管	191687	莫托萨拉铁矿	48%	1,752	70	20	0.014	0.014
		查岗诺尔铁矿	16%	50,000	300	100		

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 13：钢铁上市公司煤炭资源一览

公司	股本 (万股)	煤矿	股权	储量 (万吨)	煤产量 (万吨)	焦煤产量 (万吨)	每股煤储量 (吨)	每千股焦煤产 量(吨)
西宁特钢	74122	木里煤田江仓矿区	35%	64,000	120	120	0.302	0.567
		国际煤焦化	40%	16,000	130	100		0.209
新兴铸管	191687	乌鲁木齐后峡	20%	80,000			0.130	-
		阜康	20%	10,900				-

资料来源：公司资料，中金公司研究部

优异的产品结构提升盈利能力

优异的产品结构是否可持续？所谓“优异的产品结构”，通常是指公司较多数的产品品种符合以下几个方面特征：1) 下游需求旺盛；2) 出现一定程度的供不应求；3) 存在一定的壁垒（技术壁垒或时间壁垒）；4) 盈利高。从这些表面现象来看，“优异的品种结构”存在一定的偶然性和很强的周期性，难以持续。但如果是一个企业的产品创新能力以及前瞻性决策力等软实力在背后支撑这些表象，那我们有理由相信这种“优异的产品结构”以及其带来的高盈利能力是可以持续的，例如宝钢股份。

高品质特钢纳入战略性新兴产业行业，提升子板块估值。“十二五”规划将高品质特殊钢、特种合金材料、军工配套材料纳入战略性新兴产业的范围，在政策上将加快培育、大力扶持。所谓高品质特殊钢，按照我们的理解，一方面体现为已有品种提高其质量标准及其稳定性；另一方面体现为高端技术含量的新品种开发。对应具有较大潜力的下游有：工程机械、大型冶金和矿山机械设备、石油化工、电站（核电、火电）、运输设备（含高速列车、汽车以及混合动力

汽车、纯电动汽车及燃料电池汽车等新能源汽车等)以及航空、军工、造船工业(包括船用内燃机及船用设备)等。这些下游行业的快速成长将持续拉动特钢需求,同时提升特钢子板块的估值,使特钢企业(如大冶特钢、西宁特钢、抚顺特钢等)受益。

兼并重组和资源注入

近年来钢铁行业兼并重组一直是产业政策扶持的方向,但目前看到的整合多数是行政命令式的,完全市场行为的整合还比较少。因此短期来看,整合和资产注入能否带来公司盈利和净资产的增厚是推动股价上涨的催化剂;而整合带来的协同效应和规模效应等长期利好因素的影响次之。由于当前钢铁行业处于周期底部,因此收购或注入的定价较低,若以增发形式收购通常还会给予业绩承诺,对公司股价有一定的推动作用。

图表 14: 集团内拥有钢铁相关非上市资产的公司列表

	未上市钢铁资产(产能)	未上市矿产资产
河北钢铁集团	宣钢650万吨,舞阳钢铁130万吨,舞阳新宽厚钢板150万吨,唐山不锈钢340万吨,衡水薄板厂60万吨。	铁矿石储量41亿吨,09年权益产量500万吨,三年后达到3500万吨
酒钢集团	酒钢不锈钢 120万吨	钨矿、铜矿等
八钢集团	炼铁产能600万吨	铁矿石300万吨,焦煤180万吨
武钢集团		澳大利亚、巴西、利比里亚、马达加斯加多处铁矿
山钢集团	日照钢铁 1000万吨 银山型钢 250万吨	非洲矿业公司
华菱集团		澳洲FMG铁矿股权
鞍钢集团		澳洲金必达铁矿股权

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 15: 已公告兼并重组或资产注入事项的上市公司列表

	公告进展	备注
莱钢股份	因山东钢铁集团重大资产重组,等待董事会召开和重组预案出台,停牌中	
济南钢铁	因山东钢铁集团重大资产重组,等待董事会召开和重组预案出台,停牌中	
攀钢钒钛	重大资产重组,停牌中	二次现金选择权行权日2011年4月25号至29号;行权价10.55元或8.73元。
广钢股份	广钢集团在广东省、广州市政府的协调指导下,正在筹划与本公司相关的重大事项。停牌中	广钢搬迁与湛江项目
首钢股份	公司正与控股股东及有关方面就重大资产重组事宜深入沟通、协商。由于该事项尚存在不确定性	
西宁特钢	2010年4月27日董事会通过配股预案,10配3,融资金额不超过22亿元	
武钢股份	以2009年6月30日的股份为基数,不超过10配3;尚待证监会核准。募集资金主要用于收购武钢集团下属的鄂城钢铁等资产	
河北钢铁	拟公开增发38亿股,募集资金用于收购河北钢铁集团全资子公司邯钢集团持有的邯钢集团邯宝钢铁有限公司(简称“邯宝公司”)100%股权。尚待证监会核准。	河北钢铁集团承诺认购不低于本次增发的50%。
华菱钢铁	公司拟向公司前两大股东华菱集团和安赛乐-米塔尔非公开发行总计55,000万股股份;已经与2010年10月12日取得证监会核准批复,6个月有效。	
三钢闽光	集团股权可能出现重大变动,停牌中	
可转债	主要条款	备注
唐钢转债	转股期间至2012年12月13号;转股价格9.36元	正股价格和转股价格尚有较大距离
新钢转债	转股期间至2013年8月20号;转股价格8.1元	正股价格和转股价格尚有较大距离

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

淘汰落后环保节能政策力度超预期

为完成“十一五”节能减排计划，今年九月起多个行业不惜以拉闸限电来降低能耗。大规模的限电注定是不可持续的，但是政策的强硬力度对地方政府是一种警示——节能减排是一道绕不过去的坎。这种警示作用，有助于建立节能减排的长效机制，使淘汰落后和环保节能的政策影响能够持续。总结目前的淘汰落后和环保节能政策主要分两类：1) 行政控量式的，例如拉闸限电直接限产，设定更为严厉的准入标准；2) 经济杠杆方式，例如利用税收、补贴、罚款、排污收费、排污权交易、融资限制或优惠等方式拉开不同节能环保水平企业的成本差距。如果是第一类政策超预期，尽管能够直接的影响产量，但难以长时间持续，只能带来交易性机会。因为毕竟1) 产量的收缩是逆周期的，盈利恢复后产能必将恢复；2) 钢铁企业对地方税收和就业起到重要的作用，承担很大的社会责任，持续大规模停产限产会造成相应社会问题。相比而言，我们更看好第二种政策模式，如果能根据环保水平对不同钢铁企业进行补贴或惩罚，那不同企业的成本将拉开差距，行业的成本曲线将再次变得陡峭，行业盈利将再次好转。其中，前期注重环保投入的大型钢铁企业将明显受益。

宏观紧缩政策力度低于预期，周期反弹

周期属性仍是钢铁板块无法磨灭的特质，钢铁股股价对政策收紧或放松高度敏感。我们认为目前市场反映了较为严重的紧缩预期，一旦政策紧缩导致经济下滑过快，后续紧缩力度低于预期或甚至出现一定程度的放松，钢铁板块会跟随周期性板块整体上涨。另外行业盈利处于周期底部，部分公司仍陷于亏损，未来业绩好转的弹性相当大。

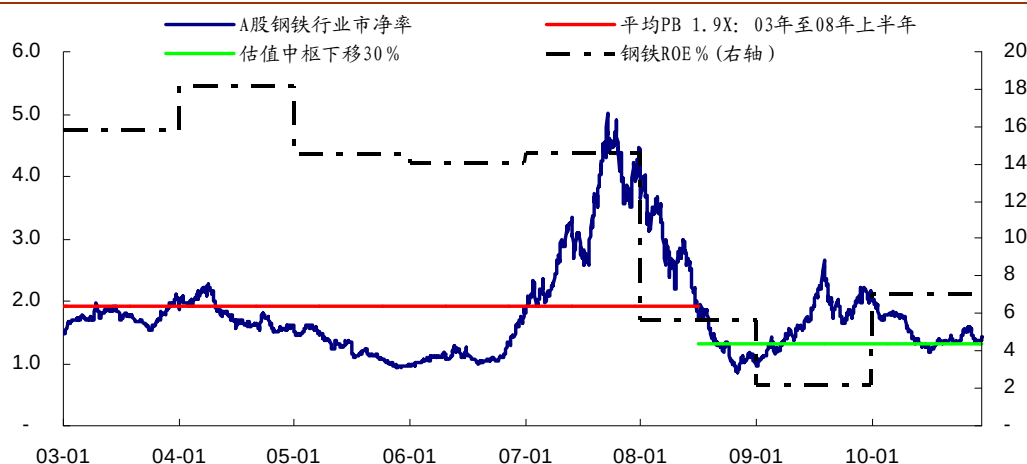
行业完成估值中枢下移，优势公司分化

行业进入平台期，估值中枢完成下移

2000—2009 年钢铁产量年均增长超过 15%，行业 ROE 均值超过 13%（截至 2008 年上半年）；对应 A 股钢铁行业 PB 均值 1.9x，H 股鞍钢和马钢的历史均值 PB 分别为 1.97x 和 1.59x。但 09 年以后行业 ROE 水平大幅下降至 5%，预计未来行业 ROE 水平将维持在 5—10% 的水平，产量增速也会下滑至 10% 以内，行业的成长空间收窄，从产业周期来看由成长期转入平台期，因此行业的长期估值中枢应当下移，预计较过去十年的 PB 水平折价 30%。

当前 A 股钢铁股 PB1.4x，H 股鞍钢和马钢目前的 PB 分别为 1.4x 和 1.1x，基本完成了估值中枢的下移，估值继续下行的风险相对有限，建议把握结构性和交易性的投资机会。

图表 16：行业 ROE 和 PB 走势



资料来源：WIND，中金公司研究部

相应调整部分钢铁企业盈利预测及投资评级

上调酒钢宏兴的投资评级至“推荐”；维持八钢、凌钢、新兴铸管、宝钢的“推荐”评级以及西宁特钢的“审慎推荐”评级；下调武钢、鞍钢、马钢、太钢的投资评级至“中性”。分别下调 H 股鞍钢和马钢的目标价 25% 和 21% 至 13.2 和 5.0 港币，对应 2011 年 PB1.4x 和 1.1x。

- ▶ **宝钢股份，高盈利仍将维持。**我们认为宝钢出色的盈利水平，并不只是依托汽车板和家电板下游的景气高点。公司的软实力（例如产品创新能力以及前瞻性决策能力）是其高盈利能力能够维持的内在支撑。另外目前公司产品结构中，厚板、无缝管等品种仍处于周期底部，有随行业好转的空间。公司目前估值偏低（8x PE、1x PB），分红收益率超过 5%，具有长期投资价值。
- ▶ **八一钢铁，尽享新疆区域高成长。**预计明年开春以后新疆地区将掀起基建开工热潮，形成爆发性需求。建筑钢材出现供不应求，外供产地外延导致疆内外价差拉大。板材销售半径收缩，盈利能力上升。考虑到明年开春的爆发性需求，公司可能会在今年年底适当压库，明年钢材产品销量将大于实际产量。分别上调 2010 和 2011 年盈利预测 7% 和 20% 至 0.80 元/股和 1.12 元/股。
- ▶ **酒钢宏兴，矿钢齐成长。**镜铁山铁矿扩产，预计 2011-2013 年原矿产量分别为 700、1000、1200 万吨，明后两年增速 40%。酒钢 1800 立方米高炉将于明年年初投产，增加炼铁能力约 160 万吨，另外与之配套的 100 万吨新棒线生产线也将竣工，棒线材产能从 360 万吨提升至 460 万吨。预计明年新疆地区的建筑钢材将出现供不应求，新增棒线材将增加公司对新疆市场的销售比例（目前 20%）。公司于 2010 年下半年修改了折旧政策，成本明显下降。集团内不锈钢二期项目已经建成，总产能达 120 万吨，有望注入上市公司。根据公司矿和钢的扩产计划，上调公司 2011 年 EPS 21% 至 0.75 元/股。

- **凌钢股份，原矿产量继续增长。**预计公司 2011-2012 年原矿产量分别为 250、330 万吨，增速分别为 47%和 32%。2011 年原矿增量分别来自于铁蛋山的扩产和黑山矿的达产，另外边家沟矿的建设也将于 2011 年进入尾声，预计产量贡献主要体现在 2012 年。鞍钢集团和凌钢集团合资的鞍凌 200 万吨精品项目（鞍钢集团 75%股权，凌钢集团 25%股权）历时三年多的建设终于完成，随着双方合作的深入，可能使市场对鞍凌整合的预期再次加强。
- **西宁特钢，期待煤炭爆发催化剂，特钢有望超预期。**木里煤田的矿井建设以及采矿证的获取仍是公司最值得期待的催化剂。矿井建成后将形成 120 万吨煤炭井下开采能力，预计产量将达 90 万吨。采矿证获得后，公司配股进程将加速进行，但由于跨越了年报期，预计配股将于明年年中完成。特钢行业需求和盈利有望超预期。十二五规划将高品质特殊钢列为战略性新兴产业中需要大力培养扶植的产业，特钢有望迎来新的发展时期。需求层面，装备制造升级以及汽车、铁路、新能源对特钢需求拉动明显。目前公司特钢产品订单已排至明年 1-2 月份，特钢盈利将超预期。上调今明两年盈利预测 22%和 28%至 0.28 和 0.46 元/股。
- **新兴铸管，短期受益新疆市场，长期资源成长。**铸管业务提供稳定的盈利，明年公司的业绩增长主要来自于金特钢铁的产能增长以及公司对金特持股比例的增加。公司在新疆地区权益钢产量 57.6 万吨，占全公司权益钢产量的 16%，预计吨净利将超过 400 元/吨。长期来看，精品锻造项目和煤炭矿石资源的投产将推动业绩大幅增长。

图表 17：盈利预测调整表

单位：元/股	2010EPS			2011EPS		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
鞍钢股份	0.50	0.40	-20.0%	0.64	0.64	0.0%
太钢不锈	0.26	0.21	-19.2%	0.30	0.30	0.0%
马钢股份	0.21	0.16	-23.8%	0.25	0.25	0.0%
酒钢宏兴	0.54	0.54	0.0%	0.62	0.75	21.0%
西宁特钢	0.23	0.28	21.7%	0.36	0.46	27.8%
八一钢铁	0.75	0.80	6.7%	0.93	1.12	20.4%

资料来源：中金公司研究部

图表 18：钢铁行业投资建议表

公司	代码	股价	原评级	调整	评级	EPS			P/E			P/B		
		10-12-14				09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E
A股（人民币）														
八一钢铁	600581.SH	12.13	推荐	维持	推荐	0.14	0.80	1.12	86.6	15.2	10.8	3.2	2.7	2.2
酒钢宏兴	600307.SH	9.99	审慎推荐	上调	推荐	0.37	0.54	0.75	27.0	18.5	13.3	2.1	1.9	1.8
凌钢股份	600231.SH	9.06	推荐	维持	推荐	0.16	0.70	0.83	57.7	12.9	10.9	2.3	2.0	1.7
新兴铸管	000778.SZ	9.69	推荐	维持	推荐	0.59	0.69	0.86	16.4	14.1	11.3	2.0	1.8	1.6
宝钢股份	600019.SH	6.67	推荐	维持	推荐	0.33	0.77	0.83	20.1	8.7	8.0	1.2	1.1	1.0
西宁特钢	600117.SH	9.13	审慎推荐	维持	审慎推荐	0.05	0.28	0.46	182.6	32.8	19.9	2.8	2.6	2.4
武钢股份	600005.SH	4.62	推荐	下调	中性	0.19	0.19	0.24	23.9	23.7	19.2	1.3	1.3	1.2
鞍钢股份	000898.SZ	8.11	推荐	下调	中性	0.10	0.40	0.64	81.1	20.2	12.8	1.1	1.1	1.0
马钢股份	600808.SH	3.63	推荐	下调	中性	0.05	0.16	0.25	71.2	23.2	14.6	1.1	1.0	1.0
太钢不锈	000825.SZ	5.58	推荐	下调	中性	0.16	0.21	0.30	35.1	26.9	18.7	1.5	1.5	1.4
H股（港币）														
鞍钢股份	347.HK	11.96	推荐	下调	中性	0.11	0.47	0.77	105.2	25.6	15.4	1.5	1.4	1.2
马钢股份	323.HK	4.32	推荐	下调	中性	0.06	0.18	0.30	74.5	23.8	14.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 19：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		
			10-12-14	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
600019.SH	宝钢股份	CNY	6.7	20.1	8.7	8.0	1.2	1.1	1.0	7.0	4.8	5.2	
600005.SH	武钢股份	CNY	4.6	23.9	23.7	19.2	1.3	1.3	1.2	8.8	8.0	7.1	
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	8.1	81.1	20.2	12.8	1.1	1.1	1.0	12.1	7.6	6.7	
600808.SH	马钢股份	CNY	3.6	71.2	23.2	14.6	1.1	1.0	1.0	7.1	5.7	5.6	
000825.SZ	太钢不锈	CNY	5.6	35.1	26.9	18.7	1.5	1.5	1.4	10.0	9.7	8.4	
600231.SH	凌钢股份	CNY	9.1	57.7	12.9	10.9	2.3	2.0	1.7	10.0	6.4	5.6	
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	10.0	27.0	18.5	13.3	2.1	1.9	1.8	11.4	7.7	6.9	
600581.SH	八一钢铁	CNY	12.1	86.6	15.2	10.8	3.2	2.7	2.2	17.8	9.7	8.7	
600117.SH	西宁特钢	CNY	9.1	182.6	32.8	19.9	2.8	2.6	2.4	14.4	12.2	10.3	
000778.SZ	新兴铸管	CNY	9.7	16.4	14.1	11.3	2.0	1.8	1.6	11.3	8.6	6.8	
中金覆盖A股平均值				57.3	19.7	14.2	1.8	1.6	1.5	11.1	8.2	7.3	
中金覆盖A股中位数				35.1	20.2	13.3	1.5	1.5	1.4	11.3	8.0	6.9	
600022.SH	济南钢铁	CNY	5.3	245.6	46.7	30.3	2.3	2.3	2.2	15.6	n.a	n.a	
600102.SH	莱钢股份	CNY	12.1	115.5	30.2	23.3	1.9	1.9	1.8	8.1	n.a	n.a	
600282.SH	南钢股份	CNY	3.7	44.8	27.5	17.7	1.4	1.3	1.1	25.8	29.4	10.2	
002110.SZ	三钢闽光	CNY	11.7	147.8	23.6	15.9	2.4	2.2	2.0	14.6	13.1	8.8	
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	17.3	23.3	15.8	13.5	3.8	3.1	2.6	14.8	10.5	9.9	
000717.SZ	韶钢松山	CNY	4.3	76.6	28.1	19.2	1.2	1.2	1.1	10.9	8.4	8.1	
000761.SZ	本钢板材	CNY	6.7	n.a	19.3	16.1	1.5	1.4	1.3	10.4	4.7	n.a	
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	4.0	92.0	27.8	14.9	0.7	0.7	0.7	13.8	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	n.a	n.a	n.a	
600010.SH	包钢股份	CNY	4.2	n.a	7.4	6.6	2.2	n.a	n.a	40.8	n.a	n.a	
600126.SH	杭钢股份	CNY	5.3	31.1	14.5	11.7	1.3	1.2	1.1	10.3	n.a	n.a	
600782.SH	新钢股份	CNY	6.1	46.8	15.2	10.7	1.0	1.0	0.9	9.8	8.7	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	5.5	52.3	13.2	10.7	2.8	n.a	n.a	14.3	n.a	n.a	
601005.SH	重庆钢铁	CNY	4.0	79.4	50.9	23.9	1.2	1.2	1.1	20.7	18.1	12.1	
A股市场平均值				74.2	25.9	17.3	2.2	2.0	1.8	14.8	10.9	9.5	
A股市场中位数				55.0	23.2	15.9	1.7	1.4	1.4	12.1	8.7	8.4	
347 HK	鞍钢股份	HKD	11.96	105.2	25.6	15.4	1.5	1.4	1.2	10.7	6.6	5.5	
323 HK	马钢股份	HKD	4.32	74.5	23.8	14.2	1.1	1.1	1.0	6.3	4.9	4.6	
中金覆盖H股平均值				89.9	24.7	14.8	1.3	1.2	1.1	8.5	5.7	5.0	
中金覆盖H股中位数				89.9	24.7	14.8	1.3	1.2	1.1	8.5	5.7	5.0	
1053 HK	重庆钢铁	HKD	2.07	47.0	52.3	18.6	0.7	0.8	0.8	18.2	13.2	9.3	
656 HK	复星国际	HKD	5.82	9.2	16.4	14.3	1.7	1.7	1.6	11.5	6.7	5.7	
581 HK	东方集团	HKD	3.13	11.9	9.0	7.3	1.5	1.3	1.2	4.6	4.1	3.2	
697 HK	首长国际	HKD	1.18	128.3	10.1	7.1	1.1	0.9	0.9	-49.0	11.2	8.5	
H股市场平均值				62.7	22.9	12.8	1.3	1.2	1.1	0.4	7.8	6.1	
H股市场中位数				60.8	20.1	14.2	1.3	1.2	1.1	8.5	6.6	5.6	
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	27.9	487.0	16.6	13.2	0.7	0.7	0.6	0.5	3.5	1.3	
NUE US	纽柯钢铁	USD	42.7	n.a	83.7	19.2	1.8	1.9	1.8	0.5	5.2	1.9	
X US E	美国钢铁	USD	54.2	n.a	n.a	21.5	1.7	1.8	1.8	0.4	n.a	2.7	
5401 JP	新日铁	JPY	305.0	12.4	n.a	13.9	1.1	1.1	1.0	0.7	0.9	1.8	
5411 JP	JFE控股	JPY	2,901.0	8.2	52.3	13.2	1.1	1.1	1.0	0.7	0.7	1.5	
005490 KS	浦项钢铁	KRW	477,500.0	11.5	9.0	8.3	1.2	1.2	1.0	1.0	1.6	1.1	
TATA IN	塔塔钢铁	INR	642.6	9.7	n.a	9.3	2.1	2.3	2.1	0.8	0.8	2.1	
其他市场平均值				105.7	40.4	14.1	1.4	1.4	1.3	0.6	2.1	1.7	
其他市场中位数				11.5	34.4	13.2	1.2	1.2	1.0	0.7	1.2	1.8	
所有市场平均值				75.9	27.4	16.2	1.8	1.7	1.5	9.5	8.2	6.9	
所有市场中位数				49.7	23.7	14.8	1.4	1.3	1.1	10.0	6.6	5.7	

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