



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 8 月 25 日

钢铁

研究部

罗伟

分析时, SAC 执业证书编号:
S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

丁玥

分析时, SAC 执业证书编号:
S0080511080001
dingyue@cicc.com.cn

高产量低盈利——供给结构之伤 重申把握阶段性和区域性投资机会

投资亮点:

通过反思较好的需求背景下出现产能利用率和盈利脱钩的原因,我们对钢铁行业结构变化的认识更进了一层。在这种“厚尾”的行业结构下,要出现行业根本性反转较难,重申把握阶段性和区域性投资机会的观点。纯钢铁业务的公司股价基本完成了二次探底,对悲观预期反应较为充分,建议底部埋伏反弹。另外,仍然建议逢低吸纳 1) 新疆区域的钢铁公司,八一钢铁和新兴铸管;以及 2) 资源类钢铁企业。

理由:

今年以来:钢铁需求超预期,钢铁产量几次接近产能的瓶颈,但钢价并没有如市场推断的大涨,钢厂盈利仍维持在较低水平。是什么打破了产能利用率和盈利的正相关关系?去库存过程能够解释一部分原因,但更深层次的原因是行业供给结构的变化。

在矿石成本优势消失后,国有钢厂替代民营钢厂成为决定行业产量的边际厂商(移动至行业成本曲线的尾部)。由于国有钢厂经营决策需顾全地方财政、产值、就业贡献等多重使命,因此产量调节具有向下刚性。简言之,以前是国有钢厂有盈利因而满产,而民营中小钢厂会根据价格涨跌来增减产;现在是民营中小钢厂有盈利因而满产,处于边际位置的国有钢厂却不随价格涨跌而调整产量,产量始终处于高位,导致了行业产能利用率和盈利水平脱钩。

钢铁行业供给结构的“厚尾”形态,对于投资意味着行业随着供给紧张程度而出现盈利扩张机会的难度提高了。以往需求拉动产量到 95% 的产能利用率,行业盈利就能够明显扩张;而如今需要出现明显的供不应求才会出现这种机会。在供给没有减量的前提下,要出现这种明显的供不应求必须有极强的需求拉动。而中国已经走过了城镇化和工业化快速发展的黄金十年,很难见到持续时间较长的强需求拉动。

惟有期待在某个时间段出现短期的“需求脉冲”或者在某个局部区域出现需求的黄金 N 年,导致供给偏紧盈利扩张。这就是我们强调“阶段性和区域性机会”的内在逻辑。今年上半年,出口超预期带来一次需求脉冲的机会;下半年我们判断可能导致阶段性需求脉冲出现的因素有:保障房集中开工和再库存启动。区域性最有优势的是新疆,长运输半径保护了疆内钢铁的相对价差。

估值:

2000 - 2009 年间钢铁行业 PB 历史均值为 1.9x, 我们判断当前行业结构下估值中枢下移 30% 至 1.33x。当前 A 股钢铁股行业平均 PB1.2x, 已经低于下移后的估值中枢 10%, 较充分地反映了市场对宏观和行业的悲观预期。具有区域、资源优势的钢铁企业,例如八钢、新兴铸管、凌钢、酒钢, 2011 年 PE 在 10 - 13x 之间, 距离 15x 的中枢还有较大的上升空间。纯钢铁企业,例如宝钢、武钢、鞍钢 - A 和马钢 - A 的估值已跌破 2010 年 10 月的阶段性底部, 接近或跌破 08 年 10 月的绝对底部估值。基本完成了二次探底, 继续下跌空间有限。

港股市场的流动性风险更为显著, 鞍钢 - H 和马钢 - H 在历史上 (08 年 10 月) 曾跌至 0.3 - 0.4xPB。当前股价已跌至历史较低水平 (0.7xPB), 但距离 08 年 10 月的绝对底部估值尚有距离。

风险: 宏观经济硬着陆, 投资大幅下滑, 钢铁需求下降。

目录

反思：需求超预期，盈利难好转？	3
2011：需求尚可	3
高产能利用率与高盈利脱钩	4
解释：供给结构的变化	5
是什么打破了产能利用率和行业盈利的正相关关系？	5
成本曲线的变化——厚尾化	5
展望：把握阶段性和结构性投资机会	7
捕捉阶段性需求脉冲	7
新疆需求黄金五年，运输半径拉开价差	9
估值分化：低 PE 与低 PB	11
低 PE——业绩仍具上升空间	11
低 PB——提前完成二次探底	11

图表

图表 1：1-7 月钢铁产量和表观消费量增速 10%	3
图表 2 房地产投资增速	3
图表 3：汽车产量增速	3
图表 4：港口建设投资	4
图表 5：工程机械产量增速	4
图表 6：钢铁行业产能利用率和税前利润率的相关性被打破	4
图表 7：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	5
图表 8：保障房用钢需求测算	7
图表 9：住建部公布截至 7 月底各地保障房进度	8
图表 10：去库存基本完成	9
图表 11：2012 年之前新疆钢铁新增供给有限	9
图表 12：新疆与东部钢价价差拉大	10
图表 13：钢铁行业投资建议表	11
图表 14：宝钢股份 PB - Band	12
图表 15：武钢股份 PB - Band	12
图表 16：鞍钢—A PB - Band	12
图表 17：鞍钢—H PB - Band	12
图表 18：马钢—A PB - Band	12
图表 19：马钢—H PB - Band	12
图表 20：可比公司估值表	13

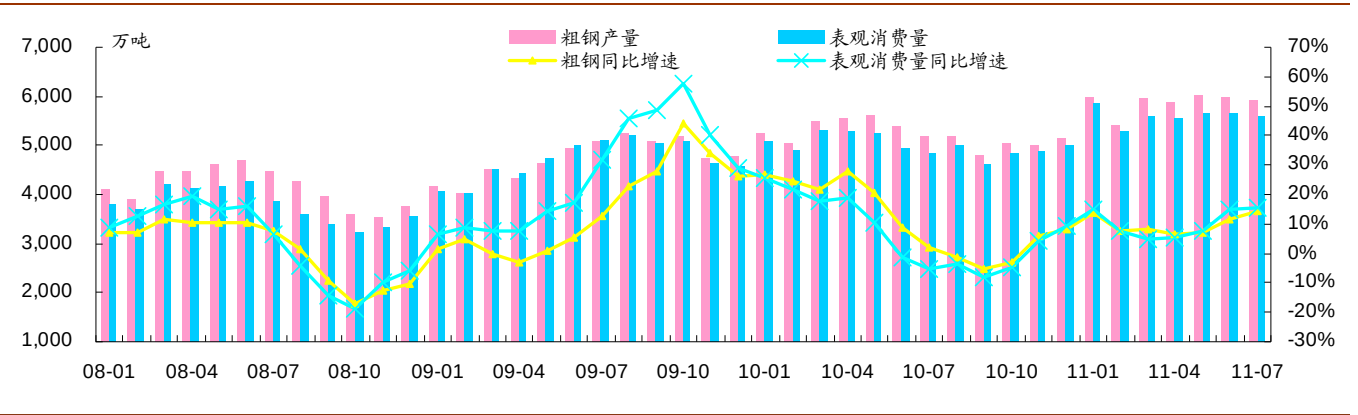
反思：需求超预期，盈利难好转？

2011：需求尚可

在 2010 年底大家对 2011 年钢铁行业做展望时，市场最大的担心是需求。认为经济结构转型将导致投资下滑，钢铁需求转为低速增长，从而加剧产能过剩的局面。然而事实证明，今年以来除汽车销量增速如期出现下滑外，其他下游行业仍维持了较好的增长。房地产施工面积维持了 30% 以上的增速，我们认为这是去年的“假新开工”转换为实际建设所导致的。保障房 1-7 月份开工率达 72%。基建方面，港口投资 1-7 月累积投资增速达 38.5%，预计全年有望实现 20% 的增长，超出年初预期的 10%；公路 1-7 月投资增速 13.6%，中西部地区是主要拉动力量；铁路投资在撞车事件后受到较大影响，预计下半年铁路需求将出现大面积延迟或取消。但水利建设将于今年下半年启动。工程机械，以挖掘机为例，今年 1-7 月累积销量增速 26%。

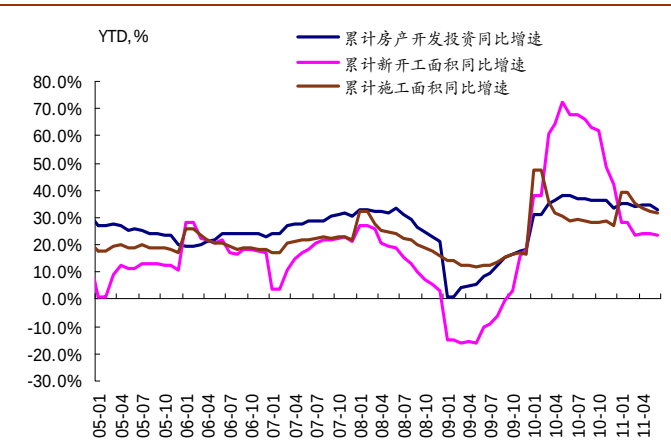
今年 1-7 月份钢铁产量和表观消费的累积增速均为 10%，实现了两位数的增长，社会库存自 3 月底开始一路下滑，目前经销商库存总量较年初基本持平。这说明今年以来钢铁产销两旺，市场需求远好于预期，产量和产能利用率也一直处于高位。今年以来每月的日均粗钢产量都在 190 万吨/天以上，以 7.6 亿吨产能计算，产能利用率在 92-96% 的高位徘徊。

图表 1：1-7 月钢铁产量和表观消费量增速 10 %



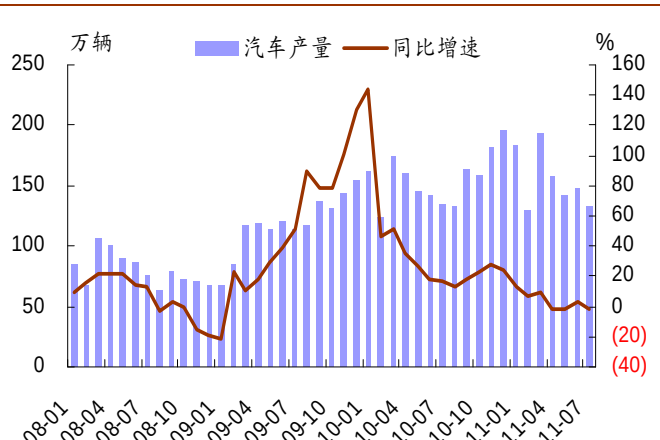
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 2 房地产投资增速



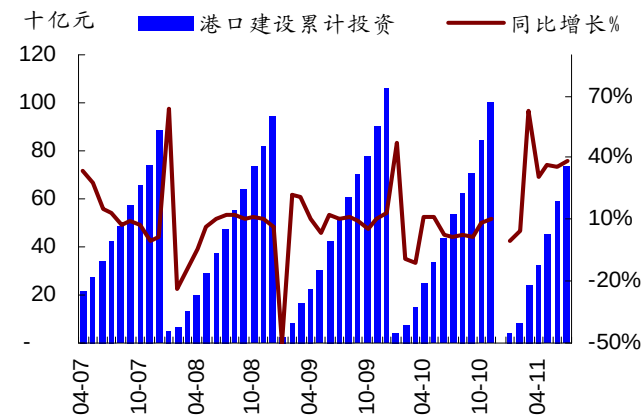
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 3：汽车产量增速



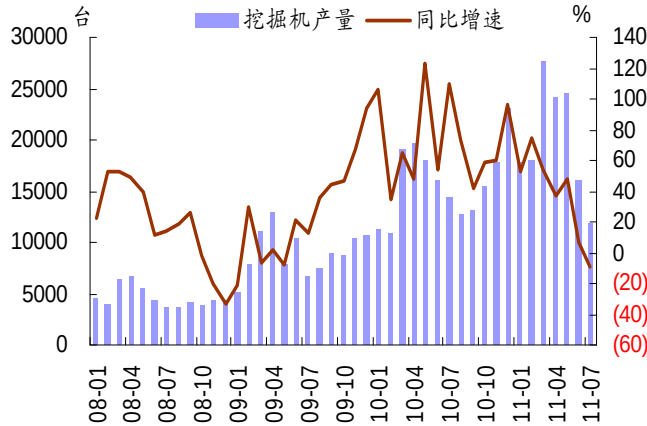
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 4：港口建设投资



资料来源：交通部，中金公司研究部

图表 5：工程机械产量增速

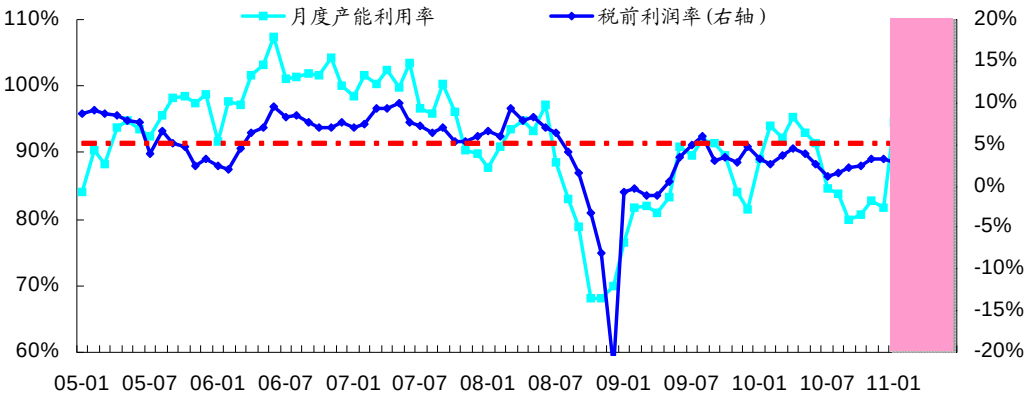


资料来源：CEIC，中金公司研究部

高产能利用率与高盈利脱钩

但需求的超预期并没有带来行业盈利情况的好转。在过去，钢铁行业产能利用率和行业相对盈利水平的正相关关系是相当显著的。例如在 06 年上半年，以及 09 年上半年，行业都出现了随产能利用率提升而盈利明显扩张的现象。但今年以来：钢铁需求超预期，钢铁产量几乎接近产能的瓶颈，但钢价并没有如预期般大涨，钢厂盈利仍维持在较低的水平。2011 年 3 月以后的去库存过程能够解释一部分原因。但除此之外是否还有更深层次的行业结构变化打破了这种关系呢？这是一个需要反思的问题。

图表 6：钢铁行业产能利用率和税前利润率的相关性被打破



资料来源：CEIC，中金公司研究部

解释：供给结构的变化

是什么打破了产能利用率和行业盈利的正相关关系？

要解释清楚这个问题，我们第一步要分析历史上是通过什么机制使行业产能利用率和盈利能力的正相关成立。第二步找出哪些关键因素发生了变化，导致这种关系不再成立。

首先要区分单个钢厂的产能利用率和整个行业产能利用率这两个概念的不同。行业产能利用率并不是所有钢厂产能利用率的加总平均。对于单个钢厂而言，理论上只要价格超过可变成本就不愿意停产。但实际上由于钢厂可以择时安排例行的检修和调节生产节奏，在处于亏损状况时产量会有所下降，而处于盈利情况下的钢厂都会倾向于开足产量。单个钢厂的产能利用率变化是离散的，例如开启一条生产线后，产能利用率从 70% 直接调高至 85%；因此某个钢厂小幅的产能利用率变化没有太大的研究意义。而行业的产能利用率的变动则意义重大。边际钢厂（行业中成本最高的钢厂）根据市场价格和自己的成本水平做出开工与否的决定，从而影响全行业产量的变化。因此边际钢厂的行为决定行业产能利用率水平的变化，而且这种变化是近乎连续的而非离散的。行业产能利用率每提高一个百分点都意味着行业中成本更高的一部分钢厂转为盈利，开启产能。**而行业产能利用率和行业盈利水平之间的正相关关系，就是通过边际钢厂根据市场价格和自身成本调节产量这个机制实现的。**

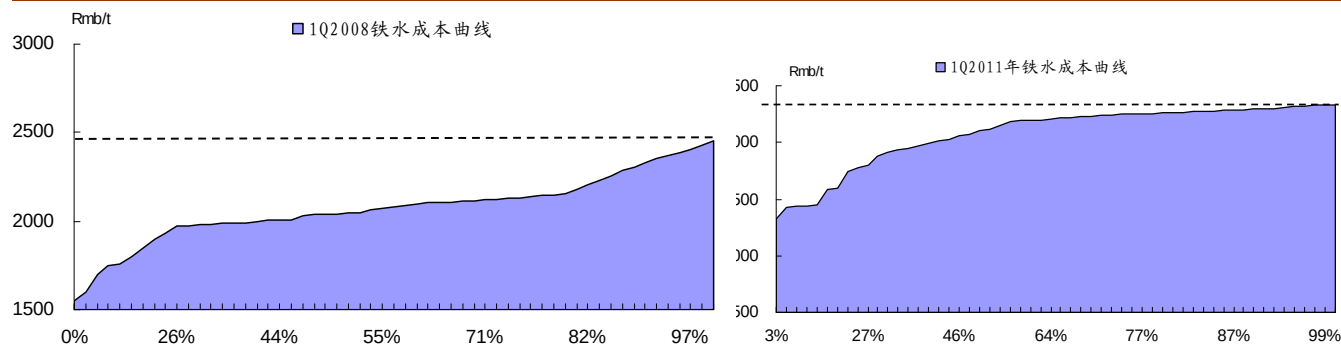
关注到这些边际生产者的行为之后，我们发现**供给的结构**对行业也有着重要的作用，仅关注供给的数量变化显然是不够的。于是引入行业**成本曲线**来描绘供给的结构。我们曾在 2011 年年度策略中提到过行业成本曲线，认为成本曲线的形态变化（尾部由陡峭变平缓）导致行业整体利润的空间缩小。我们尝试继续从行业成本曲线着手，来解释产能利用率和盈利水平脱钩的原因。

成本曲线的变化——厚尾化

成本曲线形态变平——行业盈利空间收窄

回顾我们在 2011 年年度策略中对于钢铁行业成本曲线形态变化的描述和分析：铁矿石协议定价机制变化以前，国内存在着协议价和现货价并存的二元价格体系。这一体系导致买现货铁矿的小钢厂原料成本高，享受铁矿石协议价的大钢厂原料成本低，国内钢铁行业成本曲线较为陡峭。2010 年 4 月起铁矿石长协价取消，大小钢厂在原料采购方面的成本差异消失，行业成本曲线明显变平。成本曲线形态的由陡变平意味着整个行业的利润空间缩小。也就是说，即使行业产能利用率很高，对应的行业利润空间也不如以往；除非出现极端的供不应求，导致行业盈利空间能够脱离成本曲线的限制。

图表 7：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

成本曲线结构变化——尾大不掉

随着理解的深入，我们进一步认识到了钢铁行业成本曲线的结构变化也对行业产生了重要的影响。我们把钢铁企业分为三类：A) 拥有自有铁矿和/或焦煤资源的钢企；B) 原来享有长协矿的大中型国有钢企；C) 民营中小型钢铁企业。由于原料成本占钢铁成本的 70% 以上，铁矿石占钢铁成本的 35 - 40%，因此原料优势是钢铁行业中最大的成本优势，A 类企业始终位于成本曲线的前端。A 类企业在成本曲线上的形态主要反映各家自供资源比例的不同。C 类企业在经营效率和费用控制方面占据优势，这类优势以前在 B 类企业的矿价优势面前不值一提；但在如今原料成本差异消失后，就得以体现，因此成本低于 B 类企业，C 类企业从原来的成本曲线尾部转移至中部。由于 C 类企业数量众多，单体的产量较小，每家钢厂之间成本各有差异，所以在成本曲线的形态上较为陡峭。B 类企业是目前行业中成本最不具优势的，转移至成本曲线尾部成为边际生产者。处于成本曲线尾部的边际厂商对于行业的影响至关重要。而 B 类企业的国企性质导致其经营决策目标多元化，并不是以盈利最大化为主要目标，还要承担起地方财政、产值、就业贡献等多重使命，这就导致其产量调节的向下刚性。一旦处于成本曲线尾部的边际厂商丧失产量调节功能，行业产能利用率和行业盈利水平之间的相关性就被打破了。

B 类企业的行为模式市场化程度不高，产量的计划要综合考虑地方就业、产值、税收贡献等方面。计划制定后，调整的灵活性不强，微观行为以完成既定计划为导向，很少会根据市场情况灵活调节产量（金融危机后的极端市场情况下除外）。以前他们处于成本曲线中部，其行为模式对行业的影响不大；而如今成为行业的边际生产者后，其行为模式就凸显为行业的行为模式。正因为这个原因，今年以来行业产量对价格和盈利不敏感，不管价跌价涨产量都维持在高位。而且在价格疲弱的六月下旬，粗钢日均产量达到 202 万吨/日创了历史新高。这一奇怪现象，我们认为主要是 B 类企业作为边际生产者来完成半年度计划指标而进行产量冲刺造成的。以往这个冲刺表现不明显，是因为以前 B 类企业并不是边际生产者，对行业行为的影响不明显。

简言之，在矿石成本优势消失后，国有钢厂替代民营钢厂成为决定行业产量的边际厂商。以前是国有钢厂有盈利因而满产，而民营中小钢厂会根据价格涨跌来调节产量；如今是民营中小钢厂有盈利因而满产，处于边际位置的国有钢厂却不随价格涨跌而调节产量，导致产量始终处于高位，行业产能利用率和盈利水平脱钩。

展望：把握阶段性和结构性投资机会

去年底在我们 2011 年的年度策略中提出“把握阶段性和结构性投资机会”的观点。在我们更深地理解了钢铁行业供给结构的“厚尾化”之后，更加坚定了我们这一观点的信心。如今在这个厚尾的供给结构下，**随着供给紧张程度而出现盈利扩张机会的难度提高了**。以往需求拉动产量到 95% 的产能利用率，行业盈利就能够明显扩张；而中国已经走过了城镇化和工业化快速发展的黄金十年，很难见到持续长时间的强需求拉动。惟有期待在某个时间段出现短期的“强需求脉冲”或者在某个局部区域出现需求的黄金 N 年。这就是我们强调“阶段性和区域性机会”的内在逻辑。

捕捉阶段性需求脉冲

回顾今年上半年，我们捕捉到 3-4 月的行业阶段性机会。2011.1.24 我们第一次报告提示关注板材出口有望超预期，作出了国内外焦煤价差可能导致钢材出口超预期的预判。3.14 我们发布周报《出现阶段性供不应求的可能性上升》，其主要逻辑就是超预期的出口叠加上逐渐启动的旺季需求后，会带来一波需求脉冲，可能出现阶段性供需瓶颈的交易性机会。钢铁板块自 2 月开始持续跑赢大盘，至 3 月出口数据兑现后加速上升，期间板块涨幅达 30%。

下半年我们判断可能导致阶段性脉冲需求出现的因素主要有：保障房集中开工以及再库存的启动。

保障房集中开工

根据当年开工量为计划量的 70% 加上去年计划量的 30% 测算，保障房拉动的钢铁需求量约为 3000 万吨，占全年钢铁需求的 5% 左右。这并不是一个很高的比重，如果均匀的平摊到一年中，相当于日均 8.7 万吨的需求拉动。但如果大量开工是集中在数月内释放的，那就可能造成阶段性的需求脉冲。

住建部公布的数据显示，截至 6 月底全国保障房开工率达到 56.6%。而 7 月份开工量比 6 月底有大幅度增长，今年前七月，全国保障房开工建设 721.8 万套，开工率达到 72% (不含西藏自治区)。根据年初住建部的要求，今年 1000 万套保障房必须在 11 月底之前全面开工，但北京、山东、山西、四川、重庆、海南、云南等多个省份都要求本省保障房在 9 月底前全部开工。这意味着有近 44% 的开工量会集中在 7-9 月这三个月集中释放，日均 15 万吨的需求拉动量，拉动强度增加近一倍。

图表 8：保障房用钢需求测算

		2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
情景一：当年开工量为计划量的 70% + 去年计划量的 30%	计划量 (万套)	580	1000	800	700	600	500
	开工套数	496	874	860	730	630	530
	套均面积 (平方米)	60	60	60	60	60	60
	开工面积 (万平方米)	29760	52440	51600	43800	37800	31800
	钢消耗强度 (千克/平方米)	60	60	60	60	60	60
	保障房钢铁需求量 (万吨)	1785.6	3146.4	3096	2628	2268	1908
	YoY		76%	-2%	-15%	-14%	-16%
	占钢铁需求比重	3.0%	4.9%	4.5%	3.7%	3.1%	2.5%
情景二：当年开工量即为政府计划量	开工套数	580	1000	800	700	600	500
	套均面积 (平方米)	60	60	60	60	60	60
	开工面积 (万平方米)	34800	60000	48000	42000	36000	30000
	钢消耗强度 (千克/平方米)	60	60	60	60	60	60
	保障房钢铁需求量 (万吨)	2088	3600	2880	2520	2160	1800
	YoY		72%	-20%	-13%	-14%	-17%
	占钢铁需求比重	3.5%	5.6%	4.2%	3.5%	2.9%	2.4%

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 9：住建部公布截至 7 月底各地保障房进度

	已开工套数 (万套)	开工率 (%)
北京	14.2	70
天津	14.9	57
河北	31.6	83*
山西	29.0	87*
内蒙古	29.2	75
辽宁	36.2	开工率超过100%
吉林	20.6	65*
黑龙江	60.3	71*
上海	13.3	51
江苏	26.0	74
浙江	12.6	70
安徽	31.7	80*
福建	20.1	82
江西	22.4	70
山东	24.8	76*
河南	29.4	65*
湖北	22.0	66*
湖南	27.1	62
广东	18.0	59
广西	17.3	69*
海南	6.8	73
重庆	37.6	74*
四川	27.3	77*
贵州	14.5	62*
云南	19.4	62
陕西	45.0	开工率超过100%
甘肃	14.0	76*
青海	11.0	61*
宁夏	6.8	88*
新疆	22.3	66*
兵团	16.4	92*

注：1、西藏自治区未统计。

2、*为按增加任务量后计算的开工率。

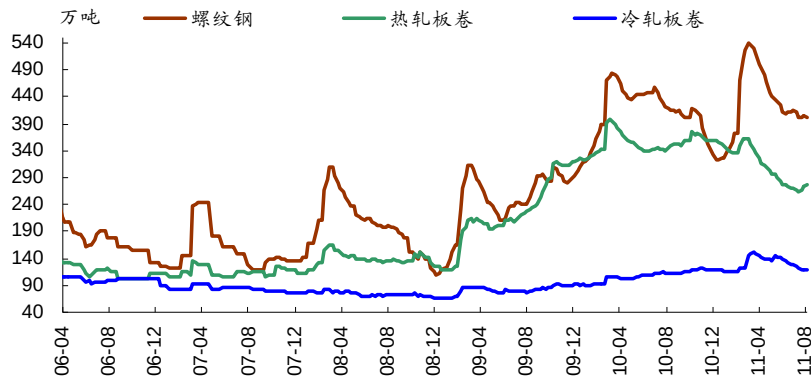
资料来源：住建部，中金公司研究部

期待再库存启动

钢铁库存的季节性变化较为明显，春节期间是库存增加最明显的阶段，三四月进入旺季后库存随需求的启动而下降，一般三季度库存止跌回升，临近年底会有冬储行为。但 08 年和 09 年库存变化都出现了例外。08 年下半年因金融危机导致整个产业链全面去库存，因此库存在下半年继续下跌。而 09 年 5 月以后开始有了螺纹钢期货，交割库存、仓单质押等新增库存需求抬高了行业整体的库存水平，因此 5 月以后库存逐步上升一直持续到第二年春节以后。除了季节性需求外，库存随产量和消费量的规模增长，资金面和市场情绪也会对库存量有影响。

今年 3 月底以来，库存已连续下降 4 个月多，当前螺纹钢库存已降至春节前的水平，热轧板库存远低于年初水平。我们判断去库存已接近尾声，高库存的风险已基本释放。下半年，我们期待再库存的启动。假设 2 个月内完成再库存过程，社会库存量从 1.2 个月的产量提升至 1.5 个月的产量。这意味着在再库存期间日均增加近 30 万吨/天的需求量。这部分再库存需求叠加上正常下游需求有望创造出阶段性的需求脉冲。

图表 10：去库存基本完成



资料来源：CEIC，中金公司研究部

新疆需求黄金五年，运输半径拉开价差

我们重申推荐新疆区域钢铁公司的逻辑：区域性供不应求，运输半径拉开疆内外价差。

新疆需求维持五年高增长，供给投放速度相对滞后，**今明两年持续供不应求**。新疆自今年起重点项目建设高潮迭起，上半年固定资产投资增速达 29.3%，同比提高 8.6 个百分点。新疆计划十二五期间投入 3.6 万亿用于固定资产投资，十二五末人均 GDP 要达到全国平均水平。今年 8 月，央企产业援疆推介会召开，签订援疆项目投资超过 7000 亿元。直接利好新疆钢铁需求，新签的 7000 亿投资，对应钢铁需求 3500 万吨。假设这些投资在十二五之前完成，预计 2015 年新疆水泥需求约 1800 万吨，2011-2015 年需求复合增速 18%。同时新疆的钢铁产能投资计划如雨后春笋般陆续出台，简单加总就超过 2000 万吨。但这些项目未必都能落实，建设进度和投产时间也远达不到预期。根据最新的调研和统计显示，今年疆内新增粗钢产能 150 万吨，2012 年新增 250 万吨。可见 2013 年之前疆内新增供给有限，供不应求局面仍难以扭转。

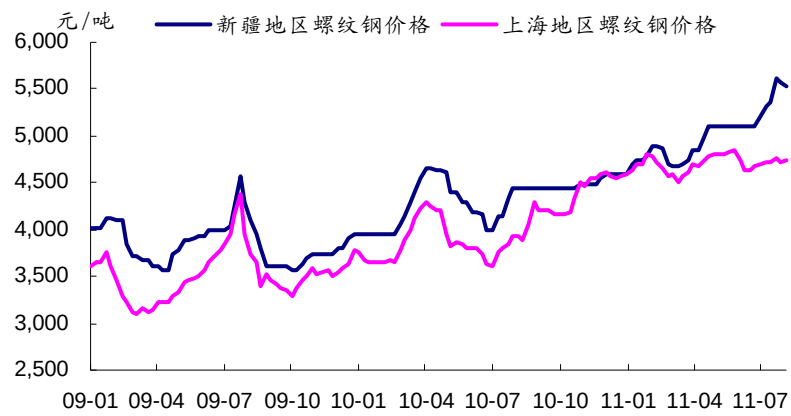
由于钢铁是可以运输的，疆内的基建热潮会吸引疆外钢厂将钢材运输至新疆销售。距测算以乌鲁木齐为半径，2000 - 3000 公里半径内的供给才能达到供需平衡。2000 - 3000 公里的运输需要 300 - 400 元/吨的运输费用，将拉大疆内外价差至 300 - 400 元/吨，确保疆内企业至少能够获得这一部分相对盈利。

图表 11：2012 年之前新疆钢铁新增供给有限

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	-	十二五期间扩至1000万吨
天基钢铁	新疆奎屯	250	
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（八钢）	新疆新源县	520	2011.5一期100万吨扩建完成，十二五期间扩至200万吨
伊犁首钢	新疆新源县	520	首钢规划一期做到200万吨，二期做到500万吨；尚未动工
新疆金特钢铁	新疆和静县	512	未来规划产能200万吨
铸管新疆	和静县	512	一期100万吨预计2012年建成，全部建成300万吨
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	1000	今年8月开工建设，预计2012年150万吨，2015年300万吨
克州鑫鑫钢铁	克州阿图什	1400	一期100万吨2010.9奠基，2011年获批文
山钢集团	待定		计划600万吨，尚未动工
酒钢(嘉峪关)	甘肃嘉峪关	1122	建筑钢材220，其中100万吨2011年下半年投产
酒钢(兰州榆中)	兰州榆中	1892	
卡钢	哈萨克斯坦卡拉干达	1900	以冷热轧薄板和镀锌板为主
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	

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 12：新疆与东部钢价价差拉大



资料来源：steelhome，中金公司研究部

估值分化：低 PE 与低 PB

钢铁公司的估值因盈利能力而出现分化。部分公司因区域优势或资源优势而获得较好盈利，对于这类公司适合用 PE 估值；另一类普通钢铁业务的公司，因其钢铁产品盈利状况处于周期底部，适合用 PB 估值。

从整个行业来看，我们仍然维持年度策略中提出的“估值中枢下移 30%”的判断。预计行业的平均 PB 中枢将从 2000 - 2009 年的 1.9x 下移至 1.33x。当前 A 股钢铁股行业平均 PB1.2x，已经低于下移后的估值中枢 10%。当前估值较充分地反映了市场对宏观和行业的悲观预期，风险已基本释放。

图表 13：钢铁行业投资建议表

公司名称	代码	股价 11-8-24	目标价	评级	EPS			P/E			P/B			
					2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
A股（人民币）														
宝钢股份	600019.SH	5.15		推荐	0.77	0.83	0.92	6.7	6.2	5.6	0.9	0.8	0.7	
武钢股份	600005.SH	3.50		中性	0.22	0.22	0.33	16.1	15.8	10.6	1.0	0.9	0.9	
鞍钢股份	000898.SZ	5.52		中性	0.28	0.07	0.21	19.6	80.0	26.7	0.7	0.7	0.7	
马钢股份	600808.SH	2.99		中性	0.14	0.09	0.15	20.9	35.0	20.1	0.8	0.8	0.8	
太钢不锈	000825.SZ	4.49		中性	0.21	0.30	0.32	21.6	15.0	14.0	1.2	1.1	1.1	
八一钢铁	600581.SH	12.79		推荐	0.69	1.12	1.28	18.7	11.5	10.0	2.9	2.3	1.9	
凌钢股份	600231.SH	8.19		推荐	0.74	0.81	1.00	11.0	10.1	8.2	1.8	1.5	1.3	
新兴铸管	000778.SZ	5.61		推荐	0.70	0.86	0.96	12.9	10.5	9.4	1.7	1.5	1.3	
酒钢宏兴	600307.SH	5.61		推荐	0.23	0.42	0.52	24.4	13.3	10.8	2.1	1.9	1.7	
西宁特钢	600117.SH	10.04		审慎推荐	0.31	0.58	0.65	31.9	17.4	15.4	2.9	2.6	2.3	
H股（港币）														
鞍钢股份	347 HK	6.29	7.30	中性	0.33	0.08	0.27	19.2	75.7	23.7	0.7	0.7	0.6	
马钢股份	323 HK	2.78	3.50	中性	0.17	0.10	0.19	16.7	27.0	14.6	0.7	0.6	0.6	

资料来源：中金公司研究部

低 PE——业绩仍具上升空间

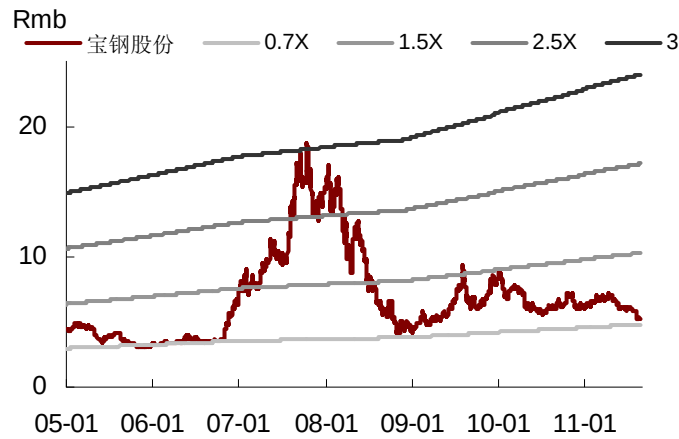
钢铁上市公司中，具有区域、资源优势的企业有不错的盈利，未来仍有上升空间。新疆区域的钢铁公司目前赚的是相对于其他区域的相对价差，整体钢铁市场还处于周期底部，行业阶段性好转后公司盈利仍有上升空间。资源类企业也是如此，公司当前盈利主要反应的是资源的盈利，其钢铁业务的盈利尚处于周期底部，未来也有随行业好转的可能。例如八钢、新兴铸管、凌钢、酒钢 2011 年 PE 在 10 - 13x 之间，距离 15x 的中枢还有较大的上升空间。

低 PB——提前完成二次探底

纯钢铁业务的公司股价前期经历了大幅调整，宝钢、武钢、鞍钢-A 和马钢-A 的估值已跌破 2010 年 10 月的阶段性底部，接近或跌破 08 年 10 月的绝对底部估值。这显示了当前股价对行业和公司的悲观预期已经反应较为充分，基本完成了二次探底，继续下跌空间有限。

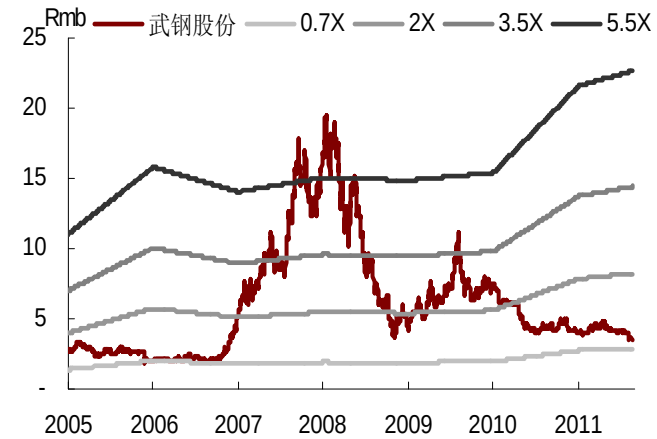
港股市场的流动性风险更为显著，鞍钢-H 和马钢-H 在历史上（08 年 10 月）曾跌至 0.3 - 0.4xPB。当前股价已跌至历史较低水平（0.7xPB），但距离 08 年 10 月的绝对底部估值尚有距离。

图表 14: 宝钢股份 PB -Band



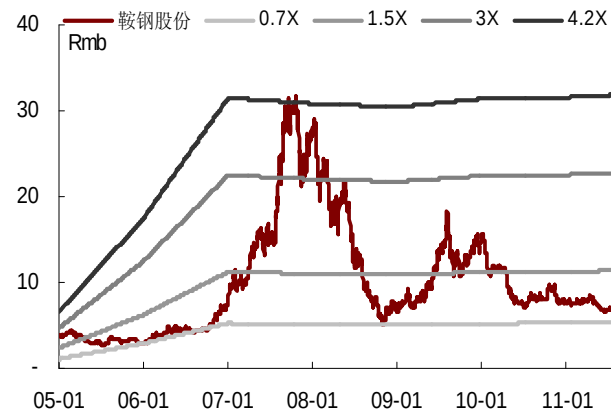
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 15: 武钢股份 PB -Band



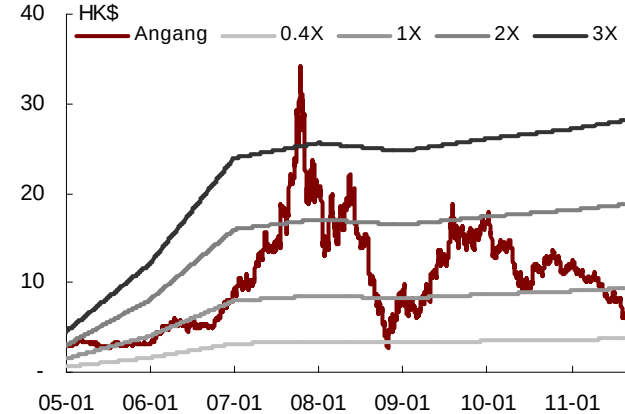
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 16: 鞍钢-A PB -Band



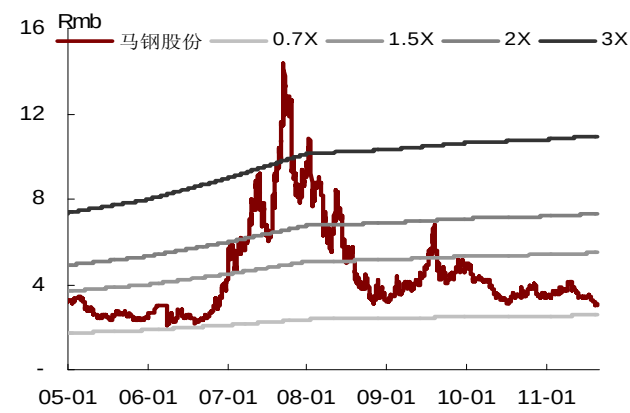
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 17: 鞍钢-H PB -Band



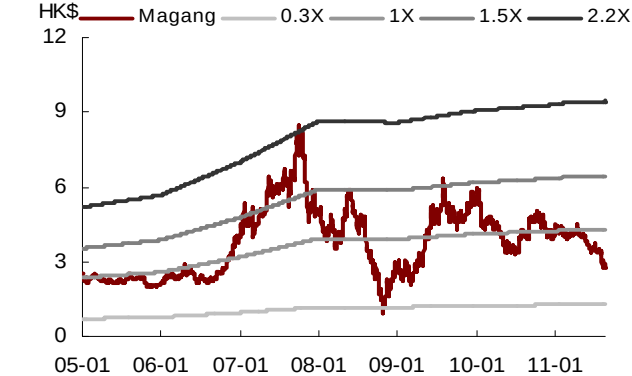
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 18: 马钢-A PB -Band



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 19: 马钢-H PB -Band



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 20: 可比公司估值表

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		
			11-8-25	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
600019.SH	宝钢股份	CNY	5.4	7.1	6.5	5.9	0.9	0.8	0.8	4.6	4.9	4.9	
600005.SH	武钢股份	CNY	3.6	16.7	16.4	11.0	1.0	1.0	0.9	8.6	7.7	6.7	
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	5.7	20.4	83.2	27.8	0.8	0.8	0.8	7.1	8.4	7.2	
600808.SH	马钢股份	CNY	3.1	21.8	36.5	21.0	0.9	0.9	0.8	5.4	5.7	5.5	
000825.SZ	太钢不锈	CNY	4.8	22.9	15.9	14.8	1.2	1.2	1.2	8.6	7.6	6.9	
600231.SH	凌钢股份	CNY	8.5	11.4	10.4	8.5	1.8	1.6	1.3	7.5	6.5	5.6	
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	5.8	25.2	13.7	11.1	2.2	2.0	1.8	11.1	7.6	6.5	
600581.SH	八一钢铁	CNY	13.4	19.6	12.0	10.5	3.0	2.5	2.0	10.5	8.0	7.4	
600117.SH	西宁特钢	CNY	10.6	33.6	18.4	16.2	3.1	2.7	2.4	10.0	9.7	9.6	
000778.SZ	新兴铸管	CNY	9.5	13.5	11.1	9.9	1.7	1.6	1.4	10.4	7.1	6.1	
中金覆盖A股平均值				19.2	22.4	13.7	1.7	1.5	1.3	8.4	7.3	6.7	
中金覆盖A股中位数				20.0	14.8	11.1	1.5	1.4	1.2	8.6	7.6	6.6	
600022.SH	济南钢铁	CNY	5.0	n.a	43.9	32.1	2.2	2.0	2.1	12.5	n.a	n.a	
600102.SH	莱钢股份	CNY	13.4	100.2	22.2	19.9	2.1	n.a	n.a	8.2	n.a	n.a	
600282.SH	南钢股份	CNY	4.1	17.5	14.1	10.5	1.6	1.4	1.2	9.9	9.0	7.5	
002110.SZ	三钢闽光	CNY	8.7	42.1	18.6	12.1	1.7	1.6	1.4	9.2	n.a	n.a	
000629.SZ	攀钢钒钛	CNY	10.2	53.6	25.6	12.9	3.7	3.4	2.9	17.8	14.8	10.9	
000708.SZ	大冶特钢	CNY	14.1	11.3	10.0	9.1	2.5	2.1	1.8	8.6	7.0	6.6	
000717.SZ	韶钢松山	CNY	3.8	300.0	18.8	12.5	1.1	1.0	1.0	9.7	n.a	n.a	
000761.SZ	本钢板材	CNY	5.7	19.5	14.7	11.1	1.2	1.1	1.0	8.4	n.a	n.a	
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	3.5	n.a	25.4	13.5	0.8	0.7	0.7	25.0	n.a	n.a	
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.4	37.5	15.0	11.1	1.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
600010.SH	包钢股份	CNY	6.9	229.3	42.5	33.7	3.5	3.1	2.9	14.6	n.a	n.a	
600126.SH	杭钢股份	CNY	5.0	11.9	11.0	10.4	1.2	1.1	1.0	6.5	n.a	n.a	
600782.SH	新钢股份	CNY	6.6	25.2	17.4	12.0	1.1	1.0	0.9	8.0	n.a	n.a	
600894.SH	广钢股份	CNY	7.8	n.a	n.a	41.4	12.3	n.a	7.6	37.9	n.a	29.1	
601003.SH	柳钢股份	CNY	4.6	18.8	15.7	12.5	2.2	2.0	1.8	10.1	n.a	n.a	
601005.SH	重庆钢铁	CNY	3.7	644.1	23.0	18.4	1.2	1.1	1.0	16.2	n.a	n.a	
A股市场平均值				74.1	21.7	15.8	2.2	1.6	1.7	11.5	8.0	8.6	
A股市场中位数				21.8	16.4	12.3	1.7	1.4	1.3	9.7	7.6	6.8	
347 HK	鞍钢股份	HKD	6.11	18.6	73.5	23.0	0.7	0.7	0.6	6.1	7.0	5.6	
323 HK	马钢股份	HKD	2.71	16.3	26.3	14.2	0.7	0.6	0.6	6.4	6.8	6.5	
中金覆盖H股平均值				17.5	49.9	18.6	0.7	0.7	0.6	6.3	6.9	6.1	
中金覆盖H股中位数				17.5	49.9	18.6	0.7	0.7	0.6	6.3	6.9	6.1	
1053 HK	重庆钢铁	HKD	1.40	208.5	112.4	14.6	0.5	0.5	0.6	14.0	11.8	8.3	
656 HK	复星国际	HKD	5.38	9.5	13.7	14.7	1.3	1.4	1.4	6.1	5.6	5.4	
581 HK	东方集团	HKD	3.09	10.0	7.0	6.9	1.3	1.2	1.1	5.1	6.3	4.1	
697 HK	首长国际	HKD	0.56	9.3	6.2	4.3	0.5	0.4	0.4	17.2	9.7	7.6	
H股市场平均值				45.4	39.9	13.0	0.8	0.8	0.8	9.2	7.9	6.3	
H股市场中位数				13.1	20.0	14.4	0.7	0.7	0.6	6.3	6.9	6.1	
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	14.5	11.7	7.4	5.5	0.4	0.3	0.3	3.0	1.4	1.0	
NUE US	纽柯钢铁	USD	34.0	81.0	12.5	9.2	1.5	1.4	1.3	5.7	2.1	1.0	
X US E	美国钢铁	USD	27.2	n.a	15.8	6.3	1.0	1.0	0.8	n.a	2.7	1.0	
5401 JP	新日铁	JPY	222.0	n.a	14.2	11.9	0.8	0.8	0.7	0.8	1.5	1.0	
5411 JP	JFE控股	JPY	1,700.0	19.7	11.9	11.7	0.6	0.6	0.6	0.7	1.3	1.0	
005490 KS	浦项钢铁	KRW	387,000.0	n.a	6.9	6.2	0.9	0.8	0.7	1.4	1.0	1.0	
TATA IN	塔塔钢铁	INR	444.4	n.a	6.8	6.7	1.7	1.4	1.1	0.8	1.8	1.0	
其他市场平均值				37.5	10.8	8.2	1.0	0.9	0.8	2.1	1.7	1.0	
其他市场中位数				19.7	11.9	6.7	0.9	0.8	0.7	1.1	1.5	1.0	
所有市场平均值				66.3	24.7	14.4	1.6	1.2	1.3	9.3	6.1	5.9	
所有市场中位数				19.5	15.8	12.0	1.2	1.0	1.0	8.1	6.8	5.8	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

