

钢铁行业 2011 年中报总结：

行路难

推荐 (维持)

2011 年 9 月 7 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
河北钢铁	0.26	0.33	强烈推荐
新兴铸管	0.88	1.21	强烈推荐
凌钢股份	0.89	0.97	推荐

投资要点

- 纵向看，11 年上半年 29 家钢铁上市企业总体净利润同比下滑 23.6%，季度定价机制导致成本端受压更为明显。横向比较，行业在产业链中仍处于弱势。11 年上半年钢铁上市公司整体法 ROE 3.72%，煤炭开采为 9.03%，建筑机械为 12.17%，处于调整年中的汽车整车制造为 6.33%。
- 国内矿产量快速上升，但对外依赖度依然很高。1-7 月我国原矿产量同比增长 22%，虽然进口来源逐步多元化，但对外依存度仍在 61% 的高位。我们估算目前国产原矿有效品味仅为 21%，内矿对外矿替代空间有限。
- 上半年粗钢产量仍保持接近两位数的增长。产能过剩的怪圈来源多轨制下的非完全竞争。央企、地方国企、民营钢企等不同梯队的利益诉求不同，央企：规模导向，想做大，想兼并重组；地方国企：规模导向，想做大，想避免被兼并；民营钢企：利润导向，低成本难以被淘汰。结果是政策年年出，产能年年长。但部分品种仍存在阶段性供给偏紧。
- 刺激政策退出和西部崛起带来的需求分化，驱动价格分化，上市公司业绩分化。无论业绩或是阶段性市场表现，上半年资源和西部股仍唱主角，而板材类公司成重灾区。
- 下半年区域与资源优势仍是盈利主题，板材供需有望改善。区域和资源类公司优势仍会延续，但环比提升空间有限；从近期价格、库存、供给、需求等运行情况来看，下半年板材的供需关系正在不断地改善。
- 基于上半年公司经营情况和行业趋势，我们推荐：1. 由估值分化投资机会：推荐宝钢、马钢、武钢、华菱等估值较低，基本面有望逐步好转的公司；2. 业绩表现好且确定性高的公司：推荐具备区域、长材优势且部分兼得资源优势的公司，包括凌钢股份(资源+长材)；新兴铸管(区域+长材)；西宁特钢(资源+区域)；八一钢铁(区域+长材)；酒钢宏兴(资源+区域)；攀钢钒钛(资源)；三钢闽光/柳钢股份(长材)。3. 此外，积极关注具备事件性投资机会的河北钢铁。

相关报告

钢铁：《供给端受限，冷板价格继续温和上行》2011-9-3

普钢：《铁矿石扩建项目获批，费用增加挤压利润空间》2011-8-29

普钢：《集团铁矿业务盈利能力超市市场预期》2011-8-29

分析师 兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

SAC: S0190511080002

联系人：郭毅

021-3856 5549

guoyi@xyzqmail.com.cn

目 录

一. 行业：“铁矿石”“产能”“需求”三重围困下的艰难前行	- 3 -
1.1 双纬度看盈利：夹缝求生存	- 3 -
1.2 铁矿石：我们还能改善多少？	- 4 -
1.3 产能过剩的怪圈：多轨制下的非完全竞争	- 6 -
1.4 刺激政策退出和西部崛起带来的需求分化	- 7 -
二. 公司：谁能突破重围？	- 10 -
2.1 一个难以建立和维持竞争优势的行业	- 10 -
2.2 资源和区域公司仍是上半年主角！板材类公司成为重灾区	- 12 -
2.3 下半年资源和区域优势是否还会继续？板材是否还会更差？	- 12 -
三. 投资评级和策略：估值分化—大钢企估值已创新低	- 13 -
图 1 国内原矿产量增速稳定	- 4 -
图 2 黑色金属采矿业投资增速继续回落	- 4 -
图 3 Mysteel 钢价和铁矿石指数历史	- 6 -
图 4 汽车增速大幅下滑	- 7 -
图 5 造船完工量与新增订单增速大幅下滑	- 7 -
图 6 上海地区热轧板卷与螺纹钢价格差	- 8 -
图 7 2010 年棒材与热轧板毛利对比	- 8 -
图 8 2011 年上半年棒材与热轧板毛利对比	- 8 -
图 9 西北价格强于华北	- 10 -
图 10 长材价格强于扁平材	- 10 -
图 12 钢铁行业绝对和相对历史股指	- 14 -
图 13 钢铁行业白马股 PE 值并不低	- 14 -
图 14 部分大型钢企 PB 值处于历史地位	- 14 -
图 15 4 家大型钢企的 PB 值已处于历史低位	- 14 -
表 1 2011 年上半年钢铁上市企业主要经营指标	- 3 -
表 2 存活周转正常，应收周转提高	- 3 -
表 3 钢铁企业三项费用持续改善	- 3 -
表 4 铁矿石依赖度有所改善但仍然较高	- 4 -
表 5 黑色金属采矿业投资额	- 5 -
表 6 中国主要新建造矿山项目	- 5 -
表 7 产量增速滞后投资两年	- 5 -
表 8 上市钢企主要经营指标	- 7 -
表 9 建材的强势来源于供需两端同时改善	- 7 -
表 10 建筑钢材对上市公司影响排序	- 8 -
表 11 固定资产投资的分化，带来区域需求的分化	- 9 -
表 12 钢企业绩区域分化，中西部地区增长明显	- 10 -
表 13 5 大钢铁集团主要经营指标	- 11 -
表 14 资源区域股及板材类股票业绩比较	- 12 -

随着上市钢铁企业中期公布完毕,我们将过去半年上市钢企的业绩做一总结,供投资者参考。

一. 行业: “铁矿石”“产能”“需求”三重围困下的艰难前行

1.1 双纬度看盈利: 夹缝求生存

- 纵向: 11年上半年, 29家钢铁上市企业净利润(整体法)同比下滑23.6%。沪深29家钢铁行业上市公司2011年上半年上市公司营业总收入合计7388亿元, 半年度同比增长20.18%; 实现净利润153亿元, 同比减少23.6%。其中, 仅华菱钢铁一家亏损, 上半年亏损2.17亿元, 亏损幅度同比减小49%。净利润同比下滑源于成本上升致使毛利率下降。
- 横向: 产业链中仍处于弱势。与上下游工业企业相比, 钢铁行业盈利能力仍然处于较低水平。2011年上半年, 上下游行业的ROE来看, 建筑机械为12.17%, 煤炭开采为9.03%, 处于调整年中的汽车整车制造为6.33%, 而钢铁行业为3.72%。毛利率方面, 煤炭开采最高为31.87%, 建造机械次之为26.67%, 汽车整车制造为16.72%, 钢铁行业为7.87%。

表 1 2011 年上半年钢铁上市企业主要经营指标

	SW 钢铁	SW 普钢	SW 特钢	SW 汽车整车	SW 煤炭开采	SW 建筑机械	SW 重型机械
净资产收益率-加权	3.72	3.34	6.46	6.33	9.03	12.17	1.45
总资产净利率(整体法)	1.29	1.25	2.79	4.18	5.94	7.79	0.01
销售毛利率(整体法)	7.87	7.76	14.09	16.72	31.87	26.67	8.6
销售净利率(整体法)	2.19	2.13	5.63	5.8	15.55	14.14	0.03
资产负债率(整体法)	63.82	63.77	65.97	60.71	44.54	58.24	65.88
总资产周转率(整体法)	0.59	0.59	0.50	0.72	0.38	0.55	0.19
每股收益 EPS-基本	0.18	0.16	0.33	0.29	0.52	0.56	0.09
营业费用率	1.08	1.07	1.88	5.31	2.89	5.26	1.07
管理费用率	2.72	2.73	2.39	3.95	5.68	3.88	6.15
存货周转率(整体法)	2.8	2.8	2.4	4.9	6.3	2.2	0.9
应收账款周转率(整体法)	27.6	28.3	11.3	14.5	12.1	3.2	1.5
营业总收入(合计)	738807.5	720186.5	18621.05	366659.8	341847.3	121701.9	13289.8
营业总成本(合计)	722016.3	704560.3	17455.98	348895.3	270089.9	102315.7	13337.8
资产总计(合计)	1284183	1249666	34516.85	515444.2	947957.3	246622.0	71040.3
股东权益(合计)	465157.6	454442.4	10715.18	202504.3	525783.0	102996.3	24236.9

表 2 存活周转正常, 应收周转提高

	存货周转率(次)			应收账款周转率(次)		
	2010 年中	2011 年中	同比变动	2010 年中	2011 年中	同比变动
SW 钢铁	2.83	2.84	0.5%	25.19	27.57	9.5%
SW 普钢	2.84	2.85	0.4%	25.82	28.28	9.5%
SW 特钢	2.35	2.41	2.8%	10.45	11.28	7.9%

表 3 钢铁企业三项费用持续改善

	营业费用			管理费用			财务费用		
	2010 年中	2010 年	2011 年中	2010 年中	2010 年	2011 年中	2010 年中	2010 年	2011 年中
SW 钢铁	1.19	1.23	1.08	2.8	2.99	2.72	1.26	1.24	1.22
普钢	1.18	1.22	1.07	2.8	2.99	2.73	1.24	1.22	1.19
特钢	2.12	1.98	1.88	2.85	2.68	2.39	2.35	2.55	2.93

数据来源: Wind; 兴业证券整理

1.2 铁矿石: 我们还能改善多少?

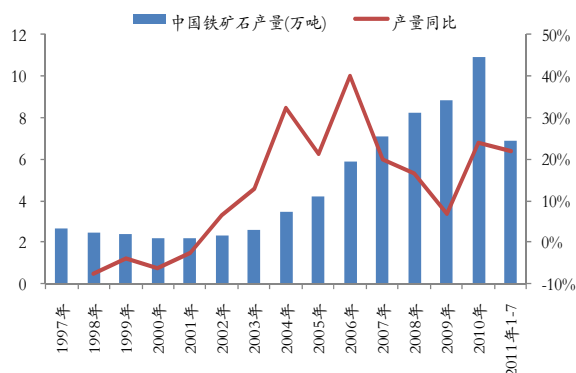
- 30家钢铁上市企业2011年上半年毛利率由2010年中期的9.55%下降到7.58%。毛利的下滑主要受铁矿石成本增加所致, 2011年上半年铁矿石协议矿价格较2010年同比上涨74%, 海外现货矿同比上涨19%, 国产矿同比上涨24%; 而焦炭的价格同比仅增长5%, 焦煤价格同比增长8%。2010年上半年钢铁企业使用了铁矿石定价机制转变前大量的低价协议矿, 而钢材价格由于预期铁矿石成本的大幅上涨而上涨, 钢价与成本变动的时差造就了2010年上半年钢铁企业一个盈利的相对高点。
- 2011年1-7月我国铁矿石原矿产量为6.92亿吨, 同比增长22%, 进口铁矿石3.89亿吨。虽然, 我国原矿产量增长较快, 但综合品味较低, 根据我们的估算国产铁矿石有效品味仅为21%。虽然, 我国进口来源国有所多样化, 但铁矿石供应的对外依赖度仍然保持在61%的高水平。

表 4 铁矿石依赖度有所改善但仍然较高

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-7
生铁	33,737	40,751	47,142	46,929	54,943	59,022	37,933
生铁同比	31%	21%	16%	0%	17%	7%	10%
铁矿石需求量	56,228	67,918	78,570	78,214	91,571	98,370	63,221
进口铁矿石数量	27,524	32,633	38,309	44,366	62,778	61,864	38,863
进口矿同比	32%	19%	17%	16%	42%	-1%	8%
国内矿使用量	28,704	35,285	40,261	33,848	28,793	36,505	24,358
国内原矿产量	42,049	58,888	70,666	82,401	88,122	109,320	69,192
国内原矿产量同比	21%	40%	20%	17%	7%	24%	22%
国产矿测算品位	41%	36%	34%	25%	20%	20%	21%
占比							
铁矿石需求量	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
进口矿石	49%	48%	49%	57%	69%	63%	61%
国内矿	51%	52%	51%	43%	31%	37%	39%

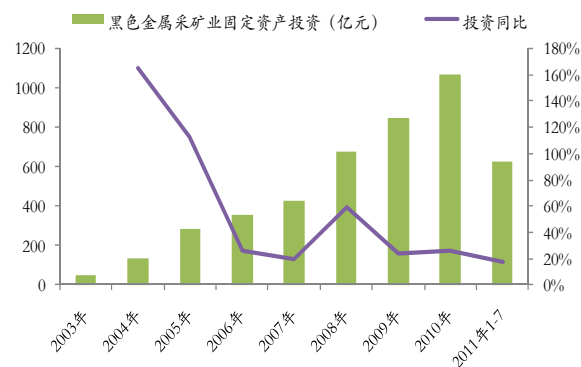
数据来源: wind, 兴业证券

图 1 国内原矿产量增速稳定



数据来源: Wind; 兴业证券整理

图 2 黑色金属采矿业投资增速继续回落



数据来源: Wind; 兴业证券整理

- 近年来，铁矿石需求大幅增加同时，国内外铁矿石价格走高，刺激了各种类型的投资投向国内铁矿采选行业，其中有国有企业、民营、甚至还有外资企业。2009年中国铁矿石开采行业投资达到840亿元，2010年达到1066亿元，同比增加26.7%。2011年1-7月中国国内铁矿采选投资629亿元，同比增长17.5%的增长。从铁矿石产量增速和开采投资增速的历史关系可以发现，铁矿石产量增速滞后开采投资增速两年。总体来看铁矿石固定资产增速有逐步回落的态势，但今年原矿产量受益于过去几年高投资增速，产量有望超过12亿吨。

表5 黑色金属采矿业投资额

年度	投资额（亿元）	同比增长%
2004	132.94	85.7%
2005	282.00	112.1%
2006	356.49	26.4%
2007	427.23	19.8%
2008	680.47	59.3%
2009	841.39	23.6%
2010	1066.22	26.7%
2011.1-7	629.48	17.5%

数据来源：wind，兴业证券

表6 中国主要新建造矿山项目

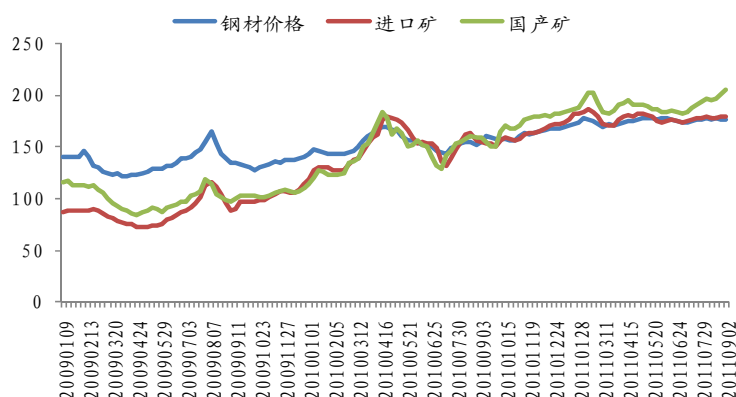
序号	项目名称	储量，万吨	品位，%	矿石类型	建设规模，万吨
1	鞍钢胡家庙子铁矿	111370	30.46	磁、赤	1000
2	唐钢司家营铁矿	170200	30.01	磁、赤	700
3	唐钢石人沟地下铁矿	8259	31.33	磁	200
4	首钢孟家沟铁矿	17600	25.9	磁	600
5	攀钢白马铁矿	69093	27.4	钒钛磁铁	650
6	攀枝花红格铁矿	310790	21.98	钒钛磁铁	500
7	重钢太和铁矿扩建	69865	30.79	钒钛磁铁	300
8	马钢高村二期	34600	20.48	磁	700
9	安徽霍邱铁矿	165900	38	磁	1000
10	昆钢大洪山铁矿	45800	48.85	磁、赤	400
11	陕西大西沟铁矿	30203	28	菱	800
12	福建马坑铁矿	3500	38	磁	500
13	安徽龙桥铁矿	10363	35	磁	250
14	山东李官集铁矿	5500	36.7	磁	100
15	河南中加矿业	6702	36.5	磁	300
16	邯钢中官铁矿	9960	42.3	磁	200
17	葫芦岛建昌铁矿	14000	29.94	磁	200
18	青海肯德、东磁铁矿	10324	35.8	磁	150
19	内蒙黄岗铁矿	10800	40	多金属	200
20	内蒙宁城铁矿	5000	34.28	磁	100
21	内蒙书记沟铁矿	6707	35.52	磁	100
22	湖南祁东铁矿	12255	29.44	磁、赤	260
合计		1160291			9210

数据来源：兴业证券

表7 产量增速滞后投资两年

同期	产量滞后一期	产量滞后两期
0.34	0.39	0.88

图 3 Mysteel 钢价和铁矿石指数历史



数据来源：Mysteel，兴业证券

1.3 产能过剩的怪圈：多轨制下的非完全竞争

- 从上半年粗钢产量看，全国粗钢产量 3.5 亿吨，同比增长 9.59%，在 10 年高基数的水平尚仍保持接近两位数的增长。上市钢铁企业钢材产量 1.28 亿吨，同比增 7.3%，产能过剩现象仍是行业主要的结构性问题（尽管部分品种阶段性供需有所缓和）。
- 对周期性行业而言，产能扩张周期较长而导致需求下滑时出现产能阶段性过剩，这是正常现象。但国内特有的行业结构使得低迷期内过剩产能的调整较为将拖长低迷期产能过剩的调整。
- 国内钢铁行业不是一个完全竞争市场。尽管钢材交易自由公开，信息流通没有阻碍，但政府并非扮演守夜人的角色。国有权属的钢企承担大量社会责任，导致行业产能的退出和整合实质上存在众多阻碍，人工等生产要素未能有效配置。这样的结果是，行业景气度高时全民扩产，低迷时钢企更多地（尤其是国企）被动等待行业好转，市场整合机制缺失浪费了行业结构优化时点。
- 不同梯队的利益诉求不同。央企、地方国企、民营钢企构成行业主要梯队，各梯队的利益诉求并不相同。央企：规模导向，想做大，想兼并重组；地方国企：规模导向，想做大，想避免被兼并；民营钢企：利润导向。
- 不同的利益导向导致行业低迷期时反应不一：央企积极响应国家政策，强力推动跨区域整合，但往往有心无力。地方国企为防被整合而继续做大规模（重钢、新钢等）或省内强行整合（河钢、山钢）；
- 民企难以通过市场优胜劣汰的规则淘汰。实际很难，不少民营钢企往往具备较强的成本优势，表现在：民企相当部分人工成本为变动成本，除核心生产人员外，其它人工往往随行业低迷而裁剪；而国企的社会角色决定了人工成本其实非常刚性；国企的供应系统也非常刚性，整个供应链的利益关系并不完全以低成本采购为导向，而民企不同；此外在税收的灵活性和环保投入等问题上，国企也不占优势。
- 因此历年来围绕产能过剩和淘汰落后不断推出新政，但政策和市场博弈的结果是：政策年年出，产能年年长。

表 8 上市钢企主要经营指标

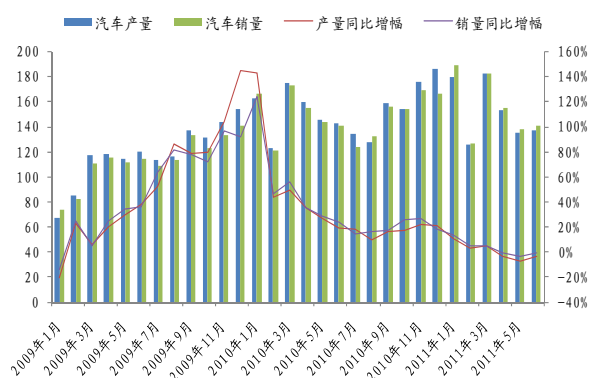
	2010 年 1H	2011 年 1H	同比变化
全国粗钢产量			
钢材产量(万吨)	11967	12839.46	7.3%
营业总收入(亿元)	6147.0997	7388.0752	20.2%
营业成本(亿元)	5558.341	6825.6043	22.8%
吨钢收入(元/吨)	5137	5754	12.0%
吨钢成本(元/吨)	4645	5316	14.5%
吨钢毛利(元/吨)	492	438	-2.4%
毛利率(加权法)	9.58%	7.61%	-20.5%
净利润(亿元)	200	153	-23.5%
吨钢净利润(元/吨)	167.12626	119.16389	-28.7%

数据来源: wind, 兴业证券

1.4 刺激政策退出和西部崛起带来的需求分化

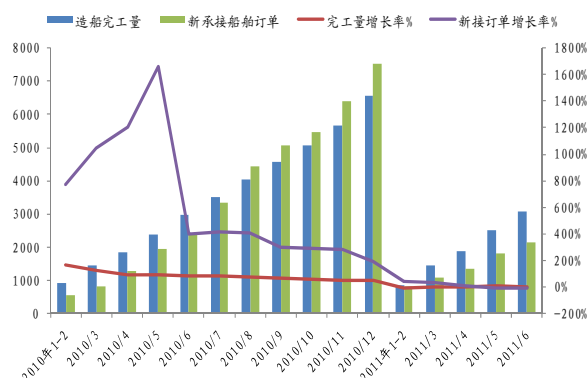
- 2009 年和 2010 年汽车行业受到政策刺激的作用增速出现爆发性增长, 随着 2011 年刺激政策的退出, 部分城市交通治堵等措施调控的影响以及日本地震等外部不利因素的叠加, 汽车行业增速出现明显下滑, 产量从 4 月开始连续四月呈现负增长。而造船行业也在海运运力过剩, 海运费低位运行的局面下, 造船完工量和新承接船舶订单量增速也均出现了大幅下滑。这就相应导致了上半年冷热轧卷板与中厚板需求的弱势。

图 4 汽车增速大幅下滑



数据来源: Wind; 兴业证券整理

图 5 造船完工量与新增订单增速大幅下滑



数据来源: Wind; 兴业证券整理

- 不同于板材, 今年上半年长材的需求在固定资产投资增速和房地产投资增速都继续处于高位的情况下需求保持旺盛, 保障房建设要求也加大了对建材需求增长的预期, 建材需求总体向好。供给方面, 由于近几年板材产能扩张较快, 产能已相对过剩, 而建材产能则相对发展缓慢, 随着需求的增长, 供需关系有所趋紧。

表 9 建材的强势来源于供需两端同时改善

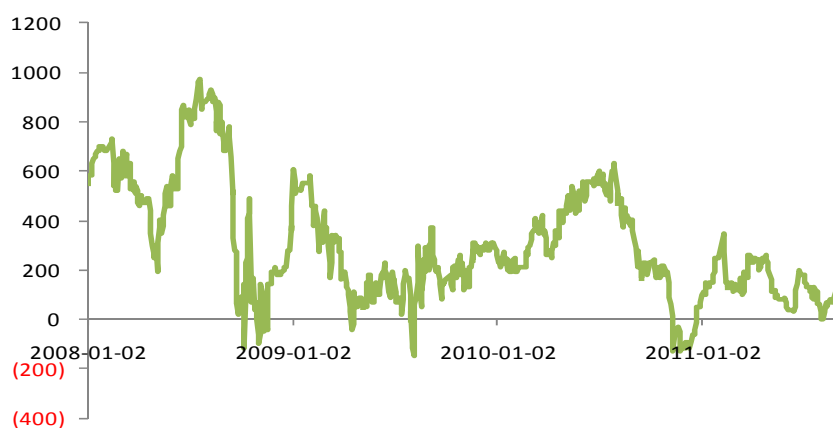
	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
耗钢强度法	14595	17026	17165	21655	23462	25964	28188	31170
推算产能								
螺纹	9468	11975	12039	14985	16271	17370	18370	19270
产能增加		2507	1505	1505	1285	1099	1000	900
线材	8550	9782	10133	11527	12489	13500	14500	15500

产能增加		1232	873	873	962	1011	1000	1000
合计产能	18018	24264	23677	28018	30045	31969	33870	35670
需求负荷	81%	70%	72%	77%	78%	81%	83%	87%

数据来源: Wind; 兴业证券整理

- 长材与板材需求的分化直接导致了二者价格的分化。长材价格强于板材，上海地区热轧板卷与螺纹钢的价差从今年2月开始呈现振荡下滑的走势。上半年全国各地区螺纹和线材等建筑钢材均相继出现缺货的局面。我们测算的品种毛利来看，螺纹的毛利也平均高出热轧板卷200元/吨的水平。

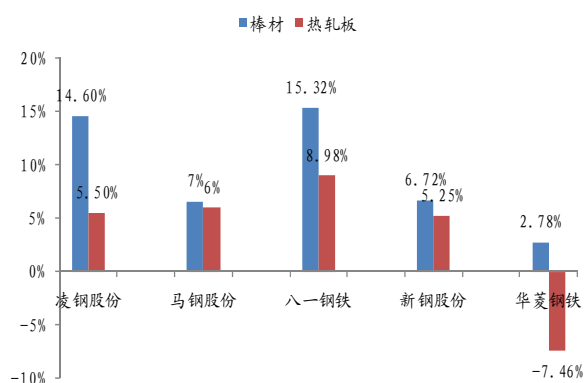
图6 上海地区热轧板卷与螺纹钢价格差



数据来源: Mysteel, 兴业证券

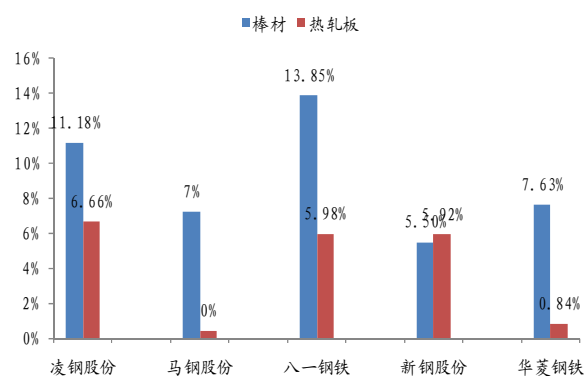
- 从具备棒材和热轧卷板产品的上市公司产品毛利情况来看，各公司棒材毛利率普遍高于热轧板。2011年除新钢股份热轧板的毛利小幅高于棒材外，其余棒材的毛利均远高于热轧板，马钢热轧板的毛利有2010年的6%，大幅下滑到接近亏损，华菱钢铁的热轧板虽然扭亏，但毛利还处在低于1%的水平。

图7 2010年棒材与热轧板毛利对比



数据来源: Mysteel; 兴业证券整理

图8 2011年上半年棒材与热轧板毛利对比



数据来源: Mysteel; 兴业证券整理

表10 建筑钢材对上市公司影响排序

长材占比 贡献度	业绩弹性 贡献度	证券代码	证券简称	省份	长材营业收入占比 (2010)	2010 产量 (万吨)	EPS 弹性 指标(每股 钢材产量); 公斤/股
-------------	-------------	------	------	----	--------------------	-----------------	-----------------------------------

+++++	+++++	002110.SZ	三钢闽光	福建	70.80%	420.7	7.87
+++++	+++	600231.SH	凌钢股份	辽宁	61.70%	340.0	4.23
++++	+++++	600581.SH	八一钢铁	新疆	53.80%	633.0	8.26
+++++	+++	601003.SH	柳钢股份	广西	60%	1000.1	3.9
+++	+++	600307.SH	酒钢宏兴	甘肃	31.50%	807.0	3.94
		600569.SH	安阳钢铁	河南	32.30%	703	2.94
		000709.SZ	河北钢铁	河北	29%	2,401	3.49
		000717.SZ	韶钢松山	广东	55%	482	2.89
		000761.SZ	本钢板材	辽宁	板材为主	1,159	3.7
		000778.SZ	新兴铸管	河北	35%	419	2.19
		000825.SZ	太钢不锈	山西	不锈钢 43.3%，普钢 28.2%	944	1.66
		000898.SZ	鞍钢股份	辽宁	板材为主	2,087	2.89
		000932.SZ	华菱钢铁	湖南	21%	1,485	5.42
		000959.SZ	首钢股份	北京	重组	303	1.02
		600005.SH	武钢股份	湖北	板材为主	1,508	1.92
		600010.SH	包钢股份	内蒙古	17.40%	953	1.48
		600019.SH	宝钢股份	上海	板材为主	2,526	1.44
		600022.SH	济南钢铁	山东	主要为板型材	754	2.41
		600102.SH	莱钢股份	山东	25%	773	8.38
		600126.SH	杭钢股份	浙江		349	4.17
		600282.SH	南钢股份	江苏	24.80%	631	3.75
		600782.SH	新钢股份	江西	5.40%	801	5.75
		600808.SH	马钢股份	安徽	26.40%	1,470	1.91
		601005.SH	重庆钢铁	重庆	10%	452	2.61
		000708.SZ	大冶特钢	湖北	特钢为主	133	2.97
		600117.SH	西宁特钢	青海	特钢为主	137	1.85
		600399.SH	抚顺特钢	辽宁	特钢为主	54	1.04

数据来源：兴业证券

- **西部崛起带来区域需求分化。**2011 年上半年中西部地区固定资产投资增速同比快速增长，尤其是西北的甘肃、青海、新疆等省份的增速同比增幅巨大。固定资产投资增速的差距导致了钢材需求的地区差异明显。据了解上半年西北地区建材钢材缺货程度明显高于其他地区。尤其新疆地区建材钢材的价格较周边省份一度高出 400-500 元/吨。陕西、甘肃等省的钢企均纷纷将产品发往新疆销售。
- **需求的分化带来区域价格的分化，进而带来了钢企业绩的分化。**从 3 月份钢材价格开始回升以来，西北地区的价格上涨 7.4%，高于华北地区的 4.6%和中南地区的 4.1%。业绩上西北地区上市公司净利润增幅也以 84%领跑全国；中南地区由于鄂钢注入武钢以及华菱钢铁的减亏也实现了 61%的同比增长；而其余地区除华北增长 14%以外，同比均出现了明显下滑。

表 11 固定资产投资的分化，带来区域需求的分化

区域	省份	2010-06	2011-06	区域	省份	2010-06	2011-06
华北	北京	15.10	7.30	华中	河南	22.30	30.00
华北	天津	34.00	30.40	华中	湖北	36.00	32.00
华北	河北	27.20	27.00	华中	湖南	25.70	29.20
华北	山西	23.70	28.20	华南	广东	22.50	16.70
华北	内蒙古	16.60	27.60	华南	广西	37.10	29.90
东北	辽宁	28.20	31.00	华南	海南	41.20	33.60
东北	吉林	25.90	30.00	西南	重庆	28.50	28.50
东北	黑龙江	33.30	29.30	西南	四川	26.70	23.50
华东	上海	-2.00	-5.50	西南	贵州	23.90	46.80
华东	江苏	23.00	23.90	西南	云南	22.70	25.30
华东	浙江	14.10	23.00	西北	陕西	31.80	29.00
华东	安徽	29.60	35.40	西北	甘肃	38.40	46.90
华东	福建	28.00	31.90	西北	青海	23.50	42.20
华东	江西	31.10	31.80	西北	宁夏	37.00	24.20
华东	山东	20.80	21.90	西北	新疆	20.90	29.60

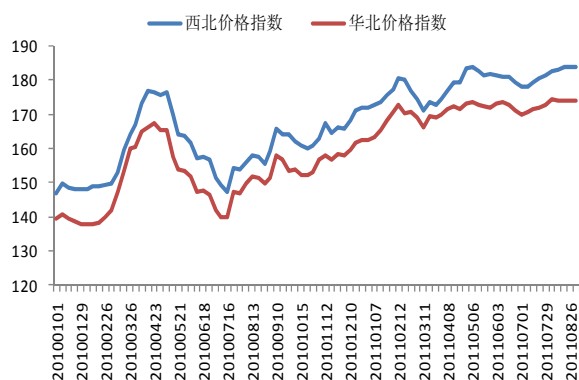
数据来源: wind, 兴业证券

表 12 钢企业绩区域分化, 中西部地区增长明显

	2011 年中期净利润	2010 年中期净利润	同比变动
东北	1390	3859	-64%
华北	2293	2005	14%
华东	6947	10274	-32%
华南	388	821	-53%
西北	1640	891	84%
西南	193	584	-67%
中南	1330	824	61%

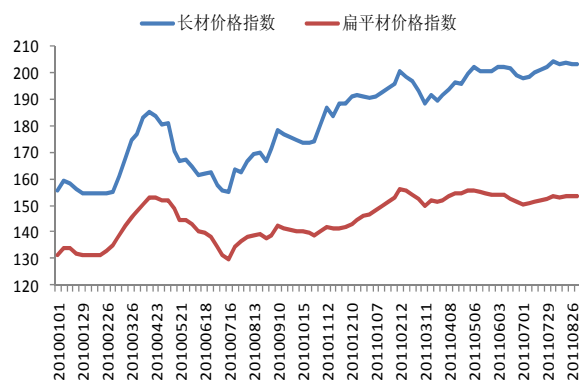
数据来源: wind, 兴业证券

图 9 西北价格强于华北



数据来源: Mysteel; 兴业证券整理

图 10 长材价格强于扁平材



数据来源: Mysteel; 兴业证券整理

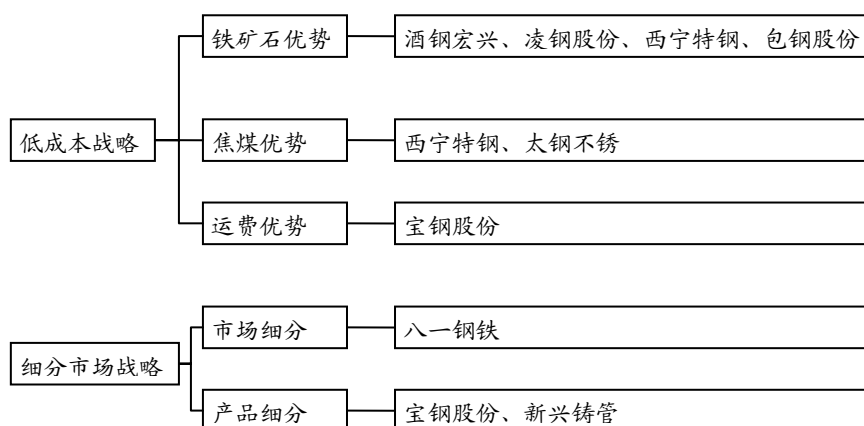
二. 公司: 谁能突破重围?

2.1 一个难以建立和维持竞争优势的行业

- 钢铁行业是一个难以建立和维持竞争优势的行业, 先天的资源和地域禀赋往往决定了钢企发展路径, 重资产和高退出壁垒决定了企业很强的路径依赖, 后续竞争战略的调整往往涉及成本很高。通常钢企采取的竞争战略分为两类:

- 一是成本领先战略（cost strategy）；铁矿石、焦煤、物流费用是决定钢材成本的主要因素。
 - ✓ 由于焦煤稀缺性和地域集中性，国内绝大多数企业均不具备焦煤优势，因此钢企的原料成本优势主要表现在拥有铁矿石资源，然而由于国内铁矿石权属复杂，因此上市钢企拥有铁矿石资源的并不多，更多仍表现为集团矿按市价供给。
 - ✓ 物流费用成为次之的成本因素。由于对进口贸易矿的依赖度逐年提升，内陆或远离消费市场的钢厂无疑处于物流成本劣势端，历史遗留原因，这样的钢企不在少数，新钢股份、马钢股份等都属此类。**当行业整体景气度较差时，物流成本往往也成为决定钢企盈亏的重要因素之一。**
- 二是细分市场战略（Niche Strategy）；其中又可分为区域细分和产品细分。
 - ✓ 对区域细分而言，由于钢材产品的运输半径巨大，因此全国范围来看，**仅八一钢铁具备较强的区域细分优势；**
 - ✓ 产品细分方面，钢材同质性较强导致可进行市场细分的产品很少，同时市场空间并不大，比较突出的包括武钢的取向硅钢和宝钢的高端冷板。
 - ✓ 然而，由于技术积累以及细分市场的超额诱惑，细分市场壁垒也逐渐被打破。武钢的取向硅钢被宝钢鞍钢打破，八一钢铁的区域细分优势也存在被打破的风险。

图 11 钢铁企业竞争战略



数据来源：兴业证券

- 企业的规模效应并不明显。以 2009 年的经营数据看，前五大钢铁集团的利润集中度 23.4%和产量集中度 21.5%基本相当，表明当前的产能集中度并没有给龙头企业带来超额盈利。但单以宝钢为例，集团以 6.55%的产钢占比，获取行业 16.5%的利润总额，公司依靠高端定位的产品细分战略成功超越行业平均。

表 13 5 大钢铁集团主要经营指标

	营业收入	利润总额	钢产量	净利润率	企业个数	企业权属
全行业	140616	881	56780	2.2%	6094	
全国大中型企	124450	339	43185	2.7%	66	

业*						
宝钢集团	1953	145	3717	7.4%		中央国资委
鞍钢集团	690.6	8.44	1900	1.2%		中央国资委
太钢集团	1013.2	10.4	906	1.0%		省国资委
河北钢铁集团	1030.42	18.28	3564	1.8%		省国资委
武钢集团	853	23.68	2137	2.8%		中央国资委
五大集团合计	5540	205.8	12224	3.7%		
宝钢占比	4.81%	16.5%	6.55%			
前五大集中度	13.6%	23.4%	21.5%			
大中型企业占比	30.6%	38.5%	76.1%			

* 去掉了铁合金产业；以 11 月份的累计数据年化

2.2 资源和区域公司仍是上半年主角！板材类公司成为重灾区

- 上半年虽然行业总体净利润同比下滑 23.6%，但具备资源和区域优势的企业仍然取得较好的业绩增长。资源优势股中除凌钢股份铁矿石产量低于预期毛利率和净利润有所下降外，西宁特钢和酒钢宏兴毛利均有所提高，净利润增幅均超过了 100%。而除酒钢宏兴外，具备区域优势的八一钢铁虽然受成本端冲击毛利出现了下滑，但在区域需求旺盛的带动下净利润仍然提高了 18.7%。
- 而板材企业境遇与上述两类企业则是“冰火两重天”。5 家以板材为主的大型钢企毛利率均出现了下滑，鞍钢和马钢毛利下滑幅度均超过了 50%；5 家中除武钢由于鄂钢资产注入净利润同比有所增加外，其余 4 家均出现了下滑，宝钢下滑幅度达 36%，马钢下滑幅度达 65.7%，鞍钢下滑幅度达 94.8%，跌幅均超过了行业平均。板材较差的基本面在公司业绩上得到了充分体现。

表 14 资源区域股及板材类股票业绩比较

	营业收入	YoY	毛利	YoY	净利润	YoY
29 家钢铁企业	738808	20.2%	7.6%	-75.2%	15260	-23.6%
资源优势股						
西宁特钢	4326	25.8%	20.9%	21.0%	328	184.7%
凌钢股份	7619	38.3%	9.2%	-26.6%	262	-4.2%
酒钢宏兴	27960	41.6%	11.0%	4.8%	922	106.2%
区域优势股						
八一钢铁	14025	23.2%	8.3%	-18.3%	389	18.7%
酒钢宏兴	27960	41.6%	11.0%	4.8%	922	106.2%
板材股						
本钢板材	24050	7.6%	10.3%	-15.2%	595	-13.5%
武钢股份	50822	41.4%	7.7%	-17.1%	1230	27.7%
宝钢股份	111149	13.5%	9.6%	-35.1%	5325	-36.0%
鞍钢股份	46334	5.2%	7.8%	-50.0%	144	-94.8%
马钢股份	43151	36.2%	3.8%	-53.6%	370	-65.7%

数据来源：wind，兴业证券

2.3 下半年资源和区域优势是否还会继续？板材是否还会更差？

- 下半年钢铁上市公司业绩的变动主要取决于对上述两个问题的判断。我们认

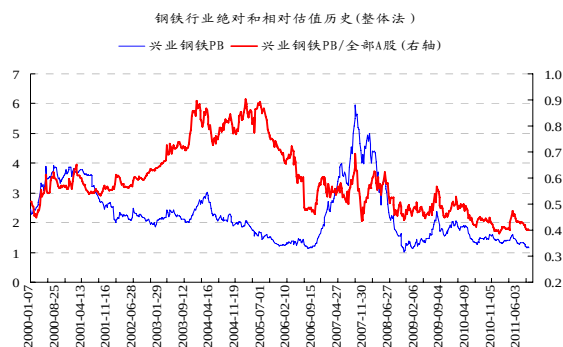
为，国家对西部地区政策的支持将会得以延续，西部尤其是新疆地区大量新开工的基础设施建设都将持续拉动钢材的消费，西北地区钢材需求的增速将继续保持高增长，区域优势仍会延续。而铁矿石的供需关系短期内仍然没有看到明显改善的迹象，钢材价格的高成本支撑以及铁矿石价格的高位运行将成为下半年行业运行的常态，所以资源优势还会继续，但环比持续改善空间较小！

- 而板材企业下半年的表现继续恶化的可能性则较小，首先热轧板卷和螺纹的价格差已经处于历史低位，存在修正的需要，而由于需求尚可，建材价格大幅下降的可能性较小，价差的修正很有可能已板材价格上涨的形式出现；其次，上半年由于板材价格弱势，主要板材生产企业产量的释放均处于低水平，市场产品资源的投放压力有所减小。此外，8月PMI数据的小幅回升，制造业的企稳回升有助于增加对板材的需求，近期板材社会库存的持续小幅回落也说明了板材供需关系正在逐步改善。

三. 投资评级和策略：估值分化—大钢企估值已创新低

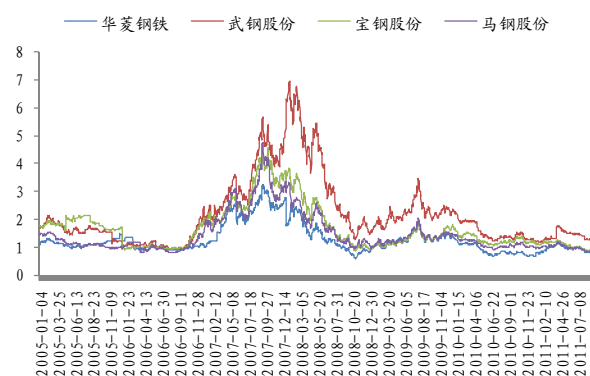
- 9月2日钢铁板块与全部A股的PB比值为0.401，10年以来该比值在0.40-0.46区间波动，目前该比值已经处于区间底部。但行业总体的低估值并不能完全反映行业目前的估值状况。30家钢铁企业的估值呈现一定的分化。
- 30家钢铁企业剔除EPS过低PE失真的部分企业来看，业绩具备稳定性市场较为看好的白马股PE值并不低，新兴铸管PE为10.34，八一钢铁PE为11.66，凌钢股份PE为9.55，西宁特钢PE为16.97，酒钢宏兴PE为12.85。这类股票或有资源优势，或有区域优势被市场一直看好，估值并不算低。
- 另一方面，行业目前有9家钢企PB值低于1，其中最低的安阳钢铁为0.70。宝钢为0.86、武钢为0.96，华菱为0.78，马钢为0.83。我们认为这类钢厂基本上存在不断改进的预期，PB值已经达到历史低位，具备较高的安全边际和中期投资价值。
- 基于以上分析，我们认为钢铁股选股逻辑也将主要体现上述的三个分化。a. **估值分化投资机会：**部分大钢企的PB已创历史新低，基本上，结合长材与板材价差，以及板材低盈利能力，我们倾向于认为三季度为板材企业盈利低点，继续恶化可能性较小，由此我们推荐宝钢、马钢、武钢、华菱等估值较低，板材子行业有望逐步好转的公司。b. 继续推荐业绩有意且确定性高的白马股：随着产业转移以及西部大开发的推进，未来几年内西部固定资产投资将继续保持高增速，这将带来区域性钢材需求的紧缺，同时，由于前几年板材产能的扩张要明显强于长材，面对建筑钢材的强劲需求，建筑钢材的供给短期内将存在一定的瓶颈，由此我们推荐具备区域、长材优势且部分兼得资源优势的公司，包括凌钢股份(资源+长材)；新兴铸管(区域+长材)；西宁特钢(资源+区域)；八一钢铁(区域+长材)；酒钢宏兴(资源+区域)；攀钢钒钛(资源)；三钢闽光/柳钢股份(长材)。c. 积极关注具备事件性投资机会的河北钢铁等公司。

图 12 钢铁行业绝对和相对历史股指



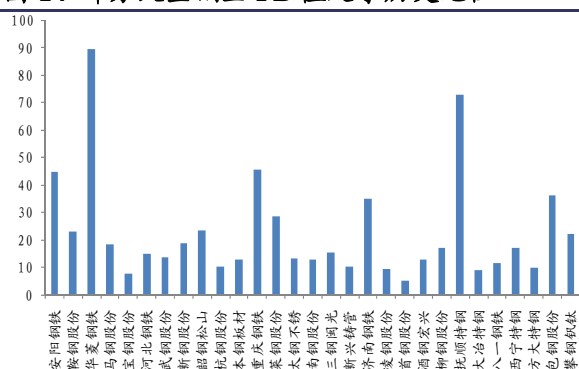
数据来源：wind，兴业证券

图 13 钢铁行业白马股 PE 值并不低



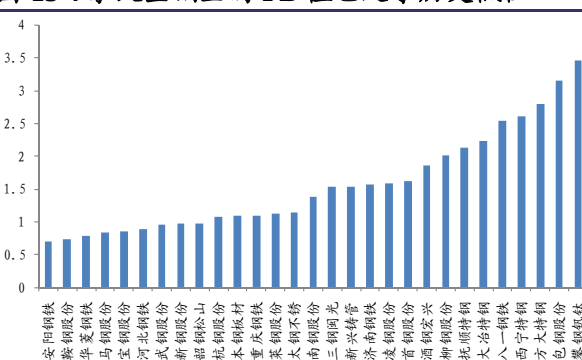
数据来源：wind，兴业证券

图 14 部分大型钢企 PB 值处于历史地位



数据来源：wind，兴业证券

图 15 4 家大型钢企的 PB 值已处于历史低位



数据来源：wind，兴业证券

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。