

钢铁行业 2010 年中期投资策略

粗放式发展向精细化转型

谢军 研究员 **马涛 研究助理** **冯刚勇 研究助理**
 电话: 020-87555888-663 010-68083328-1820 020-87555888-804
 eMail: cx2@gf.com.cn mt@gf.com.cn fgj@gf.com.cn

行业新情况: 矿石价格指数化, 钢材价格期货化

决定钢厂盈利的两大关键因素(原料、钢材)价格市场化的趋势已经形成, 仅依靠原料成本优势来获取高额收益的粗放发展模式难以维系。同时现阶段宏观经济增速放缓、增长方式面临调整, 钢材供给短缺在近两年难以再现, 钢厂亟需寻找新的发展模式。

行业新对策: 粗放式发展向精细化转型

依靠投资拉动的中国经济增长模式难以继续, 中国钢铁业也将面临转型。尤其是在原料、钢价均以市场化定价的现阶段, 粗放发展的模式必将被精细化所替代。大型钢厂将通过实施并购重组, 提升现有资产的盈利能力; 中小型企业将向精细化转型, 提升产品附加值。

政策面与基本面叠加效应影响的下半年

政策面: 基数效应导致经济增速将逐季下滑, 后续进一步调控政策将于四季度逐渐明朗, 但不确定性依然很大。**基本面:** 三季度需求淡季以及长协矿价倒挂使得钢厂盈利能力将继续下行, 亏损的出现必将导致钢厂产能利用率的下降。金 9 银 10 旺季的到来, 使得钢价有望再次反弹, 而长协矿价将于四季度转跌, 钢厂盈利能力环比将好转。因此三季度末、四季度初基本面或许迎来触底反弹的机会。

盈利能力下行, 估值尚未触底

目前行业平均 PB1.3, 处于历史均值之下, 但距最低点仍有差距。从钢铁 PB 与 A 股 PB 的比值来看, 两次估值触底都是行业盈利能力大幅萎缩之际, 后续行业盈利继续下行使得现有估值尚有向下空间。

投资策略—行业评价下调至“持有”

政策走势度过观察期后将于四季度前后逐渐明朗, 若政策面给予积极信号, 则宏观面与钢铁基本面(触底反弹)叠加效应为利好, 配置钢铁股的时间窗口到来; 反之, 政策调控从严从紧, 周期性的钢铁股走势难以乐观, 但因前期跌幅过大仍将具有相对收益。**关注精细化发展、稳定收益的公司:** 久立特材、恒星科技、大冶特钢、新兴铸管、宝钢股份; **业绩弹性大的公司将受益于盈利能力的回升,** 关注三钢闽光、莱钢股份、八一钢铁、新钢股份; **资源类的公司长期看好,** 关注: 金岭矿业、酒钢宏兴、西宁特钢、凌钢股份、鞍钢股份、太钢不锈。

行业评级
持有

前次评级

买入

行业走势



| 市场表现 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|--------|--------|---------|--------|
| 行业指数 | -5.25% | -16.58% | -7.67% |
| 沪深 300 | -4.85% | -18.35% | -8.82% |

目录索引

| | |
|-----------------------------------|----|
| 引言—钢铁股被抛弃 | 4 |
| 一、新情况：矿石价格指数化，钢材价格期货化 | 5 |
| (一) 矿石价格指数化—改变钢厂依靠低成本盈利的模式 | 5 |
| (二) 钢材价格期货化—政策重要性凸显，钢厂定价权弱化 | 6 |
| 1、钢材期货、钢铁股的走势受政策驱动 | 7 |
| 2、期货、现货套利空间增加了社会库存 | 8 |
| 3、钢厂的定价权逐步交与市场 | 9 |
| 二、新对策：粗放式发展向精细化转型 | 9 |
| (一) 大型钢厂实施并购重组，提升现有资产的盈利能力 | 9 |
| (二) 中小型钢厂向精细化转型，提升产品附加值 | 10 |
| 三、基本面与政策面叠加效应影响的下半年 | 11 |
| (一) 政策面：经济发展调结构，地产调控政策难以把握 | 11 |
| (二) 基本面：盈利能力仍有下行空间 | 12 |
| 1、政策调控及需求淡季叠加，下半年钢材需求难以乐观 | 12 |
| 2、长协矿价格三季度倒挂，四季度转跌 | 13 |
| 3、钢厂降价、减产，盈利能力继续下行的概率较大 | 14 |
| 四、盈利能力下行，估值尚未触底 | 17 |
| 五、投资策略—关注精细化及业绩反弹 | 19 |
| (一) 关注精细化发展的企业—稳定收益 | 19 |
| (二) 关注业绩反弹 | 20 |
| (三) 资源概念和区域概念 | 21 |
| 六、风险提示 | 23 |

图表索引

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：钢铁股、沪深 300 与 A 股涨跌幅比较 | 4 |
| 图 2：分行业涨跌幅比较（2010 年前 5 个月） | 4 |
| 图 3：大型钢厂与全行业盈利能力比较 | 5 |
| 图 4：单位生铁成品的差距（长协矿、现货矿）（元/吨） | |
| 图 5：螺纹钢吨钢毛利比较（元/吨） | 6 |
| 图 6：上证综指、钢铁股指数、钢材期货指数走势趋同 | 7 |
| 图 7：螺纹钢期货与现货价格比较（元/吨） | |
| 图 8：热卷电子盘与现货价格比较（元/吨） | 7 |
| 图 9：螺纹钢期货与现货价格存在套利空间 | |
| 图 10：螺纹钢期货注册仓单数量 | 8 |
| 图 11：螺纹钢、线材、热卷均为期货交易品种，社会库存偏高 | 8 |
| 图 12：期货价格与沙钢螺纹钢出厂价比较（单位：元/吨） | 9 |
| 图 13：房地产施工面积及销售面积增速比较 | |
| 图 14：房地产投资及新开工面积增速比较 | 11 |
| 图 15：固定资产投资增速与粗钢消费增速相关性分析 | 12 |
| 图 16：建筑行业 PMI 指数 | |

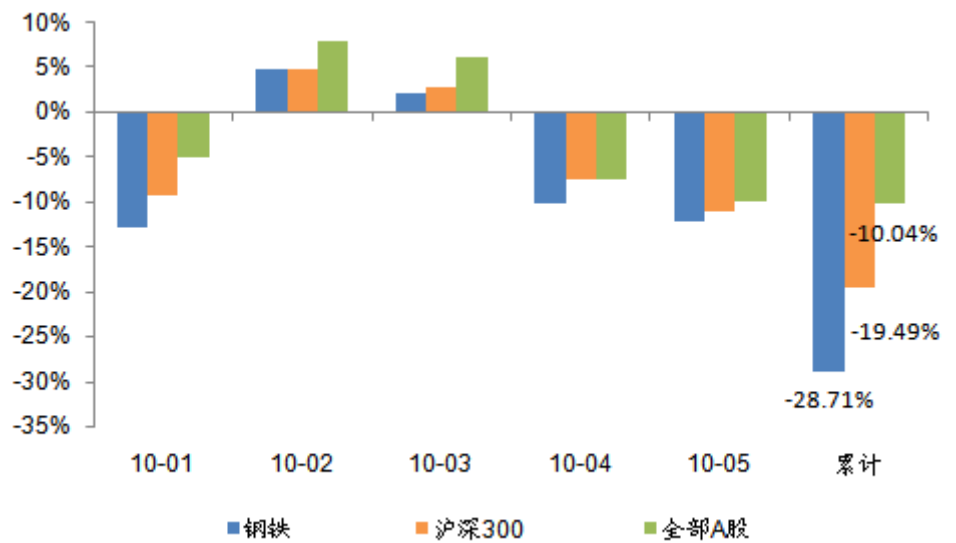
| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 17: 机械行业 PMI 指数 | 12 |
| 图 18: 汽车行业 PMI 指数 | |
| 图 19: 家电行业 PMI 指数 | 13 |
| 图 20: 普氏铁矿石价格指数 | |
| 图 21: 普氏铁矿石价格指数季度均价 | 13 |
| 图 22: 进口铁矿石中长协比重逐年减少 | 14 |
| 图 23: 中国及其他国家粗钢产量增速比较 | |
| 图 24: 中国及全球钢厂开工率比较 | 15 |
| 图 25: 宝钢出厂价比较 (单位: 元/吨) | 15 |
| 图 26: 螺纹钢、热轧吨钢毛利比较 (元/吨) | |
| 图 27: 热卷、中板吨钢毛利比较 (元/吨) | 15 |
| 图 28: 冷轧吨钢毛利比较 (元/吨) | |
| 图 29: 镀锌板吨钢毛利比较 (元/吨) | 16 |
| 图 30: 中国钢材出口量及净出口量比较 (单位: 万吨) | 16 |
| 图 31: 主要钢铁公司 PB 最高点、最低点及现值 | 17 |
| 图 32: 大中型企业利润及销售利润率比较 (单位: 元/吨) | |
| 图 33: 钢铁股 PB、钢铁 PB 与 A 股 PB 比值 | 18 |
| 图 34: 钢厂净资产收益率比较 | 19 |
| 图 35: 钢厂销售净利率比较 | 20 |
| 图 36: 钢价与钢厂盈利能力正相关 | 21 |
| 图 37: 中国铁矿石对外依赖度逐年提升 | 22 |
| 图 38: 金岭矿业销售毛利率及净利率比较 | 22 |
| | |
| 表 1: 全球粗钢产量前十的钢厂 (单位: 百万吨) | 10 |
| 表 2: 重点上市公司 PB 比较 | 18 |
| 表 3: 主要钢铁上市公司业绩弹性对比 | 21 |
| 表 4: 重点钢铁公司相对估值比较 (6 月 11 日数据) | 23 |

引言—钢铁股被抛弃

伴随流动性的逐步收紧及地产调控政策的陆续出台，国内A股出现大幅调整，前5个月A股、沪深300的跌幅分别达到10.04%、19.49%，而钢铁股跌幅更是达到28.71%，位列跌幅榜首位。

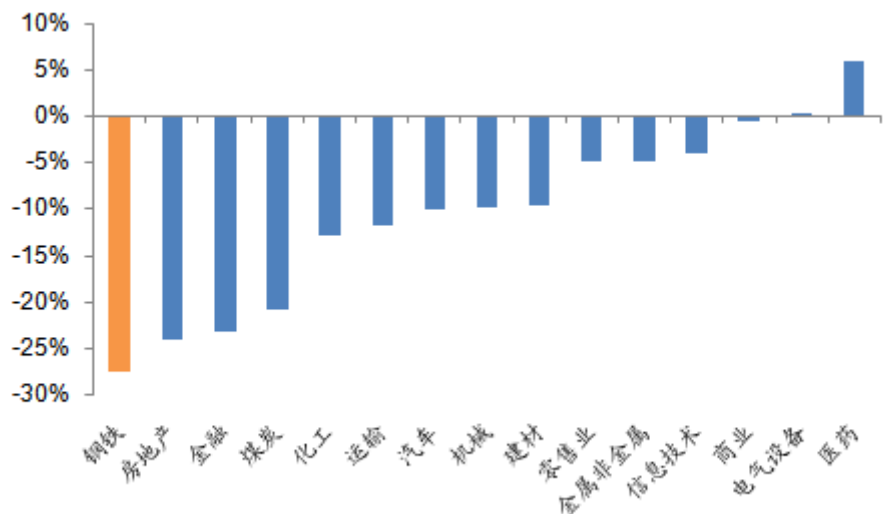
市场抛弃钢铁股固然缘于宏观调控所带来的系统性风险，但来自行业基本面的新变化亦是重要原因。

图1：钢铁股、沪深300与A股涨跌幅比较



数据来源：广发证券发展研究中心

图2：分行业涨跌幅比较（2010年前5个月）



数据来源：广发证券发展研究中心

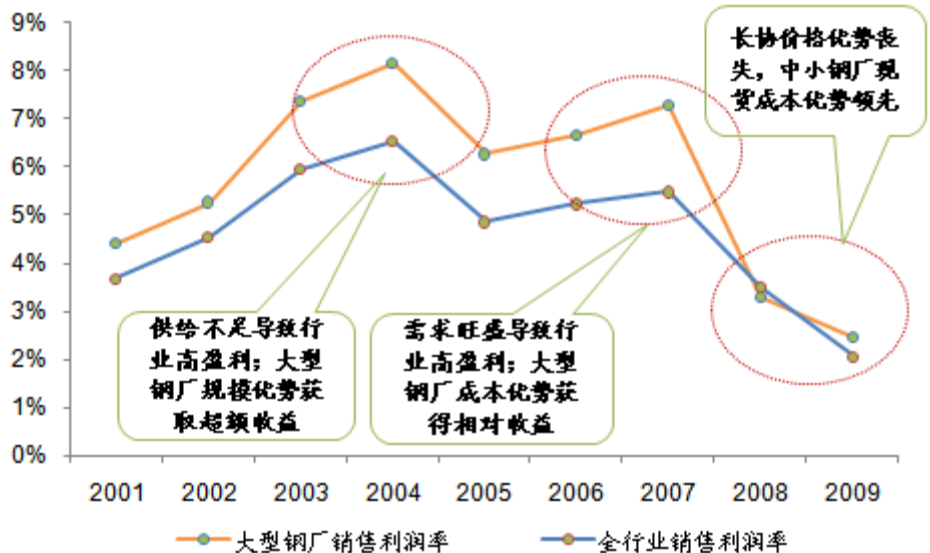
一、新情况：矿石价格指数化，钢材价格期货化

钢厂作为加工企业，其盈利水平的高低取决于对原料成本控制及产品溢价能力的掌控，也就是说原料产品价格的波动及钢材产品的定价权对于钢厂至关重要。

（一）矿石价格指数化—改变钢厂依靠低成本盈利的模式

当前国内大部分钢厂的产品处于高同质化、供给相对过剩阶段，上述特征必然加大了获取产品相对溢价的难度，因此大部分钢厂将原料成本控制视为决定盈利能力的关键所在。

图3：大型钢厂与全行业盈利能力比较



数据来源：广发证券发展研究中心

我们将全行业与大型钢厂历年的销售利润率（代表钢厂盈利能力）进行对比，探讨一下大型钢厂（以上市公司为主）盈利模式的变迁。

2001年—2004年：供给短缺造就行业高盈利阶段，大型钢厂的盈利能力高于行业。相对国内旺盛需求而言，该阶段钢材供给明显不足（2000年国内粗钢产量仅为1.27亿吨，且多集中于国有大型钢厂）。供给的短缺造就了钢铁行业的高盈利，同时吸引了大批民营资本的进入，也直接导致后续几年钢铁产能的迅速扩张。而国有大型钢厂凭借在位优势成为此阶段的最大受益者，盈利能力高于行业均值。

2005年—2007年：长协矿成本优势获得超额收益阶段，大型钢厂的盈利能力高于行业。始于04年的宏观调控使得钢铁行业在05年出现大幅调整，阶段性的产能过剩矛盾凸显。但06、07年的经济快速恢复所带来需求的高增长使得钢厂盈利能力触底反弹，并在07年达到阶段性的顶峰。

而此阶段大型钢厂盈利能力高于行业均值的主要原因是低价长协矿造就的成本优势（此阶段钢铁产能亦得以释放，供给并非短缺，中小钢厂现货采购的铁矿石成本远高于长协矿价）。

2008年—2009年：长协矿价格优势丧失，大型钢厂的盈利能力弱于行业。金融危机以来全球经济下行，导致钢铁需求锐减，钢厂产能利用率大幅下降，矿石市场价格暴跌，甚至低于长协价格。因此拥有长协比例高的大型钢厂成本优势丧失，盈利能力弱于以现货矿为主的中小钢厂。

图4：单位生铁成品的差距（长协矿、现货矿）（元/吨） 图5：螺纹钢吨钢毛利比较（元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

国内大型钢厂在供给短缺（2001-2004）、长协矿相对成本优势（2005-2007）阶段获取了高于行业均值的超额收益，而在长协矿价高于现货价格阶段盈利低于行业均值。

从近5年的情况来看，长协矿是否具有价格优势成为影响大型钢厂盈利水平的最大变量。

今年以来，长协矿合同约定定价模式被指数化所替代，季度或月度定价模式将是大势所趋。对于长协比重高的大型钢厂而言，依靠长协矿低成本获得超额收益的盈利模式在今后一段时间内难以复制，未来的长协的意义更多是资源量的保证。

（二）钢材价格期货化—政策重要性凸显，钢厂定价权弱化

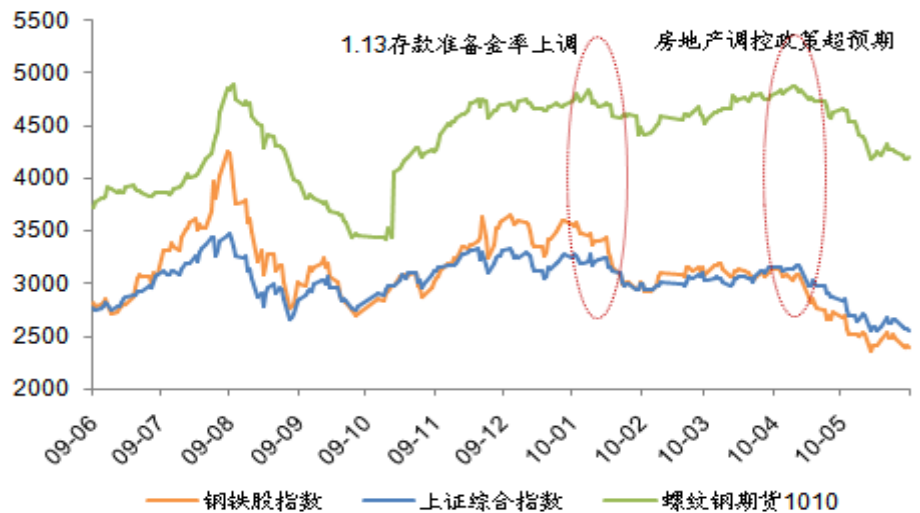
伴随钢材期货（热卷电子盘）影响的逐渐深化，钢价具有了极强的金融属性。一方面钢价的走势除了受基本面影响之外，来自政策方面的影响更是日趋强烈。另一方面，期货发现价格的功能逐渐显现，钢厂出厂价对于期货的先导作用明显弱化，反而钢厂定价更多的是参照期货走势，因此钢厂定价权将逐步交与市场。

1、钢材期货、钢铁股的走势受政策驱动

从上证综指、钢铁股指数、钢材期货价格、钢材现货价格的走势来看，**趋同**的特征明显。而上述指数趋同特征在市场大涨、大跌拐点处的表现更为显著。

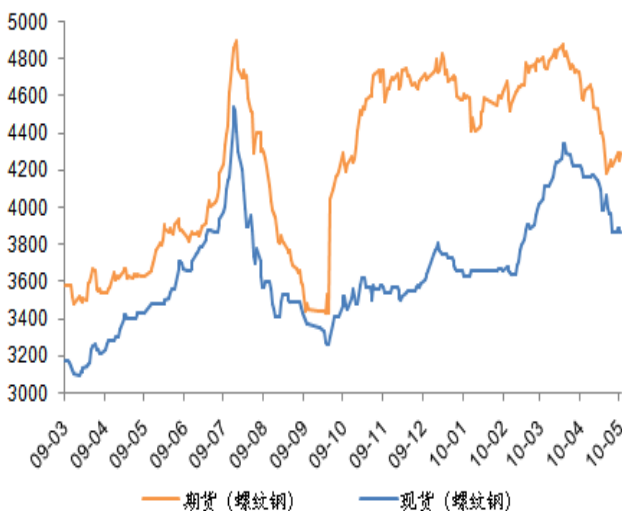
以上半年两次大的调整为例，无论是1月存款准备金率的意外上调还是4月地产调控政策的强力推出，上述指数均在同一时间点出现大幅下跌。

图6: 上证综指、钢铁股指数、钢材期货指数走势趋同



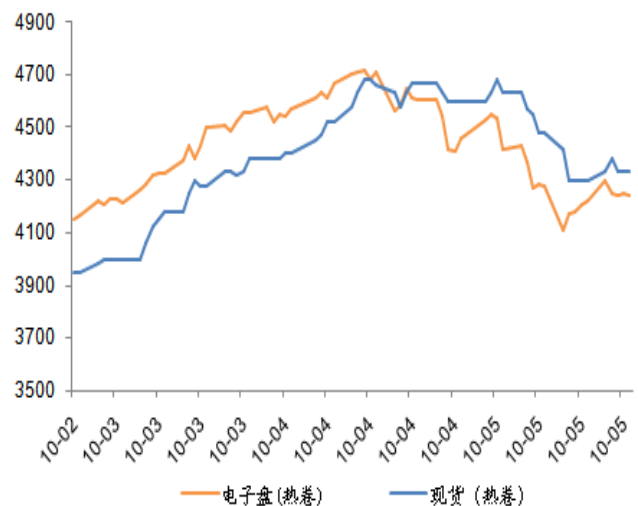
数据来源: 广发证券发展研究中心

图7: 螺纹钢期货与现货价格比较 (元/吨)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图8: 热卷电子盘与现货价格比较 (元/吨)



期货大幅下跌的时点，行业基本面并未发生变化。充分说明近期的调整均是政策驱动，甚至可以说现阶段政策的影响要远大于基本面的因素。

后续宏观政策的着力点仍将集中于资金面及地产的进一步调控，因此下半年政策的走向将成为影响钢铁期货、钢铁股走势的重要变量。

2、期货、现货套利空间增加了社会库存

钢材流通商对于钢材期货（热卷电子盘）参与热情较高，期货所固有的价格发现和套期保值的功能降低了流通领域的经营风险，同时现阶段期货价格往往高于现货价格，由此产生的套利空间使得价格敏感度极高的商家将其视为现货经营的有效补充甚至是重要的销售渠道，而上述行为的集中出现所带来的影响就是可交割产品社会库存的增加。

以螺纹钢1005合约为例，交割日之前的注册仓单数量将近20万吨，可见因交割或投机意愿所产生的社会库存不可忽视。

图9：螺纹钢期货与现货价格存在套利空间

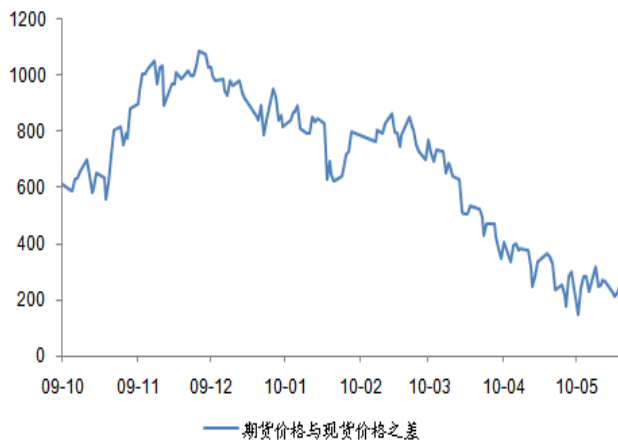
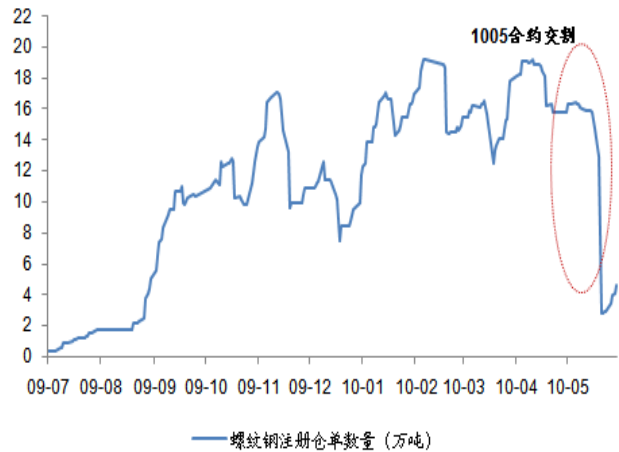
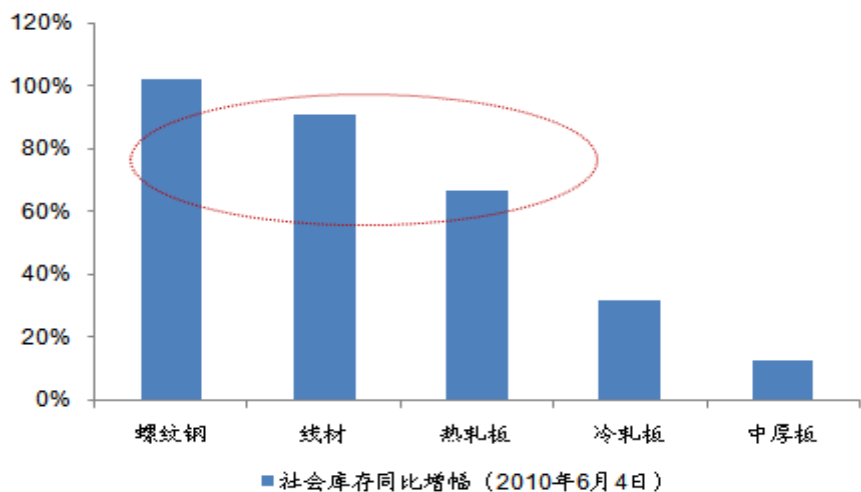


图10：螺纹钢期货注册仓单数量



数据来源：广发证券发展研究中心

图11：螺纹钢、线材、热卷均为期货交易品种，社会库存偏高



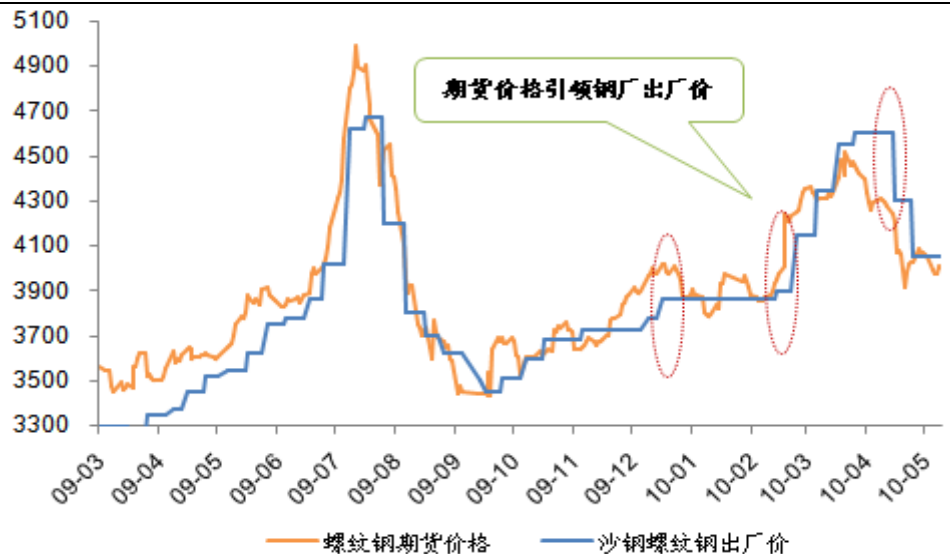
数据来源：广发证券发展研究中心

3、钢厂的定价权逐步交与市场

期货价格对于现货价格的引领作用毋庸置疑，不仅如此，目前钢厂出厂价受期货的影响也越来越大。

以市场化程度最高的沙钢螺纹钢旬度出厂价格走势来看，期货价格对于钢厂出厂价的先导作用已愈发明显。

图12: 期货价格与沙钢螺纹钢出厂价比较 (单位: 元/吨)



数据来源: 广发证券发展研究中心

钢材期货发现价格的功能将使得钢厂对于钢材产品的定价权逐步失去，正如原料价格市场化一样，钢材价格未来的趋势也将是供需决定，而非钢厂一言堂，后续钢厂定价权将逐步交与市场。

二、新对策：粗放式发展向精细化转型

对于国内钢厂而言，决定其盈利的两大关键因素（原料、钢材）价格市场化的趋势已经形成，仅凭原料成本优势来获取高额收益的粗放式模式难以维系。同时现阶段宏观经济增速放缓、增长方式面临调整，使得钢材供给短缺在近两年难以再现，钢厂亟需寻找新的发展模式。

（一）大型钢厂实施并购重组，提升现有资产的盈利能力

2009年中国粗钢产量所占全球份额为47%，全球前十大钢厂中国占据一半，以规模为先导的粗放式发展模式功不可没。

粗放式的模式尽管使中国钢厂获得了规模优势，但在产品竞争力及盈利能力等方面依然与国外发达国家存在较大差距。

表1: 全球粗钢产量前十的钢厂 (单位: 百万吨)

| 企业名称 | 2009 年排名 | 2009 年粗钢产量 | 2008 年排名 | 2008 年粗钢产量 | 产量同比 |
|--------|----------|------------|----------|------------|---------|
| 安赛乐米塔尔 | 1 | 73.2 | 1 | 103.3 | -29.10% |
| 河北钢铁集团 | 2 | 40.2 | 4 | 33.3 | 20.70% |
| 宝钢集团 | 3 | 38.9 | 3 | 35.4 | 9.90% |
| POSCO | 4 | 31.1 | 5 | 33.1 | -6.00% |
| 武钢集团 | 5 | 30.3 | 7 | 27.7 | 9.40% |
| 鞍本集团 | 6 | 29.3 | 9 | 23.4 | 25.20% |
| 沙钢集团 | 7 | 26.4 | 10 | 23.3 | 13.30% |
| 新日铁 | 8 | 24.3 | 2 | 35.6 | -31.70% |
| JFE | 9 | 23.5 | 6 | 33 | -28.80% |
| 塔塔钢铁集团 | 10 | 21.9 | 8 | 24.4 | -13.50% |

数据来源: 广发证券发展研究中心

依靠投资拉动的中国经济增长模式难以继续, 未来几年中国经济必然面临结构调整、经济增长模式转变, 而中国钢铁业则也将面临转型。尤其是在原料、钢价均以市场化定价的现阶段, 粗放的发展模式必将被精细化所替代。

对于大型钢厂而言, 集中精力实施有效的并购重组, 在立足规模优势的同时, 提升现有存量资产的盈利能力是较好的选择。大型钢厂的规模优势是中小钢厂所无可比拟的, 通过行之有效的并购重组和落后产能的淘汰, 优化产品结构以提升现有钢铁资产的盈利能力, 将是未来政策导向及大型钢厂的首选。例如河北钢铁将盈利能力高的邯宝项目注入、山东钢铁重组将日照钢铁纳入、宝钢集团重组八一钢铁、整合韶钢、关停广钢, 上述并购重组都伴随着存量钢铁资产盈利能力的提升。

在提升存量资产盈利能力的同时, 大型钢厂所具有的政策、资金及技术的优势便于其打造精品战略, 目前国内钢铁龙头企业中, 精品战略已初见端倪。宝钢(汽车板)、武钢(取向硅钢)、太钢(不锈钢)等已逐步实现产品结构领先、盈利能力领先。

(二) 中小型钢厂向精细化转型, 提升产品附加值

对于中小钢厂而言, 除了遭遇与大钢厂两头在外的相同处境之外, 还面临来自大钢厂产品的冲击, 因此中小钢厂应该找准定位, 寻求市场容量不大, 大钢厂无暇顾及但技术要求较高的产品为着力点, 细化市场、精耕细作, 提升产品附加值, 形成自己的独特竞争力。

目前国内钢铁行业已出现一批规模适中, 但在细分领域中市场占有率较高的钢厂, 其主打产品盈利能力高、需求刚性, 即使在全行业业绩下滑时仍能保持稳定收益的公司。例如大冶特钢(轴承钢、弹簧钢)、新兴铸管(铸管)、久立特材(高端不锈钢管)、恒星科技(钢帘线)等。偏下游的公司是未来中小钢厂发展的典范。

三、基本面与政策面叠加效应影响的下半年

铁矿石指数化定价及钢材产品期货定价出现后，钢厂以往凭借成本优势、钢价垄断优势带来高盈利的模式不能持续，短期钢铁基本面难以出彩；从宏观角度而言，今年是中国经济发展最为复杂的一年，政策出台的力度和节奏难以把握。

对于钢铁行业而言，基本面或是政策面的任一影响都会造成行业的连锁反应，因此下半年钢铁行业将处于政策面和基本面叠加效应之下。

（一）政策面：经济发展调结构，地产调控政策难以把握

从宏观政策面而言，基数效应导致经济增速将逐季下滑，上半年地产调控政策的力度超预期。目前处于政策出台后的观察期，后续进一步调控政策的出台将于4季度逐渐明朗，但不确定性依然很大。

图13： 房地产施工面积及销售面积增速比较

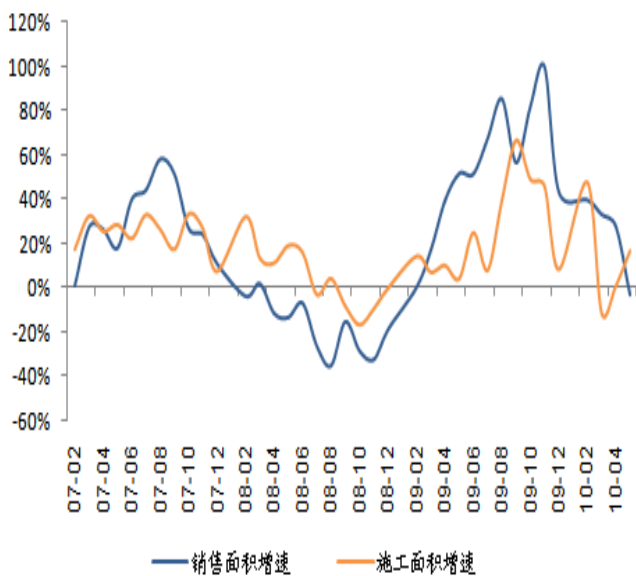
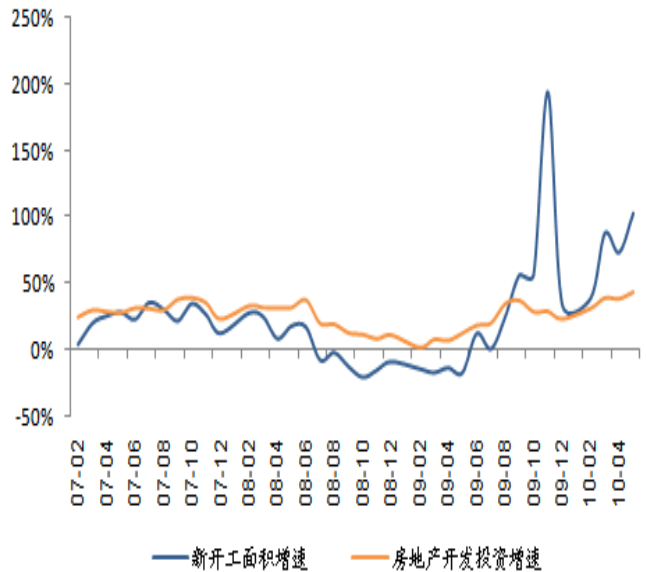


图14： 房地产投资及新开工面积增速比较

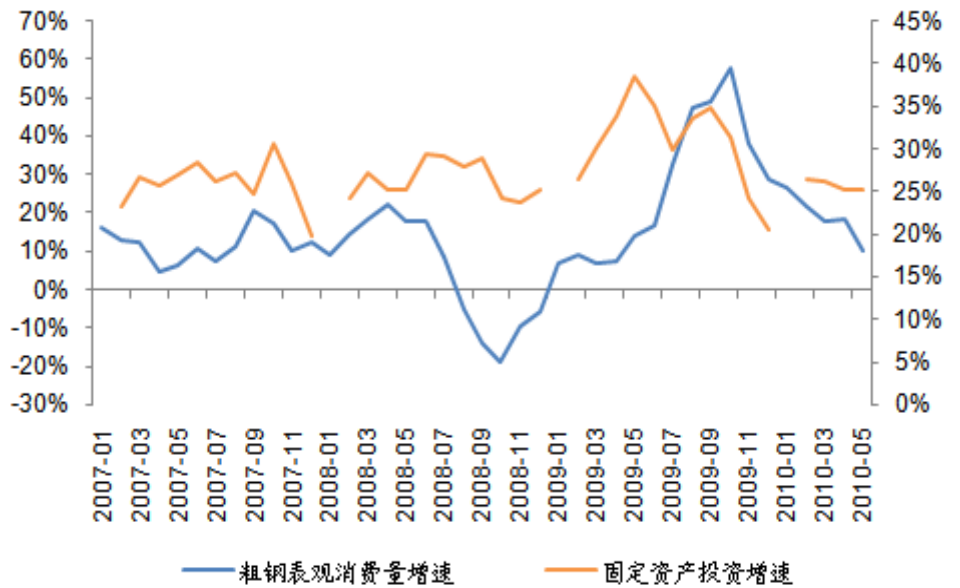


数据来源：广发证券发展研究中心

在持续的房地产调控政策之下，房地产销售面积大幅萎缩，观望心态将逐渐使得新开工面积增速放缓、甚至下滑。同时经济增长调结构，使得固定资产投资的增速也呈下降趋势，粗钢消费增速的放缓乃是大概率事件。

目前处于政策的观察期，上半年密集的地产调控政策的出台后效果如何，需要时间检验。

图15: 固定资产投资增速与粗钢消费增速相关性分析



数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 基本面: 盈利能力仍有下行空间

1、政策调控及需求淡季叠加, 下半年钢材需求难以乐观

建筑、机械、汽车、家电等主要用钢行业二季度末均出现一定的压力, 从5月钢铁下游PMI的指数来看, 生产、新订单指数都呈现大幅回落, 除机械行业外均低于50, 因此在宏观经济增速放缓及政策紧缩的预期之下, 下半年的钢铁需求难以乐观。

图16: 建筑行业PMI指数

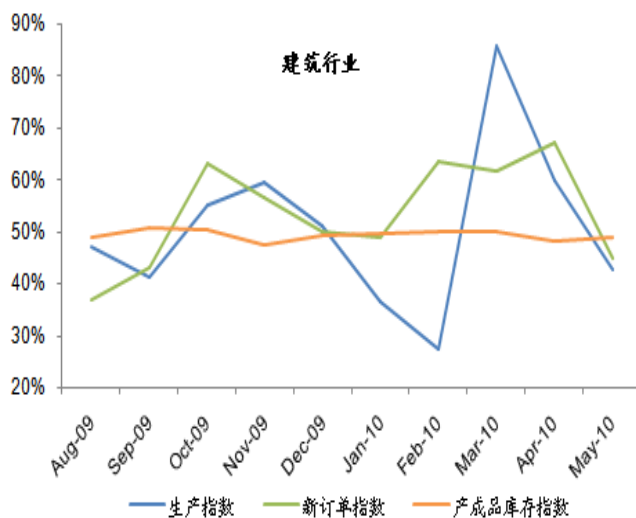
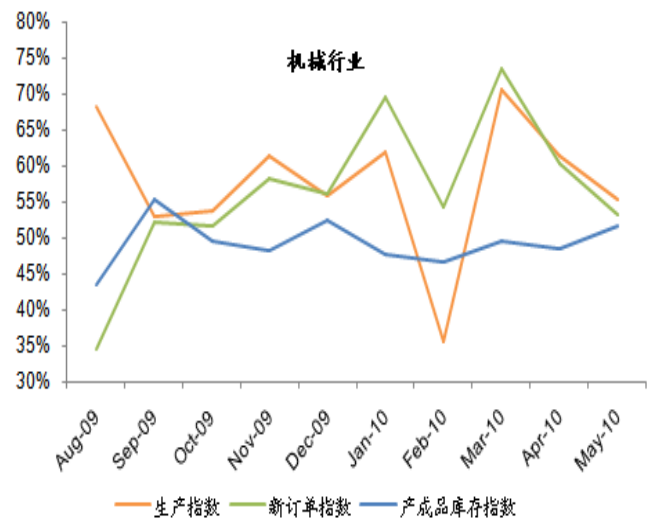


图17: 机械行业PMI指数



数据来源: 易贸钢铁

图18: 汽车行业PMI指数

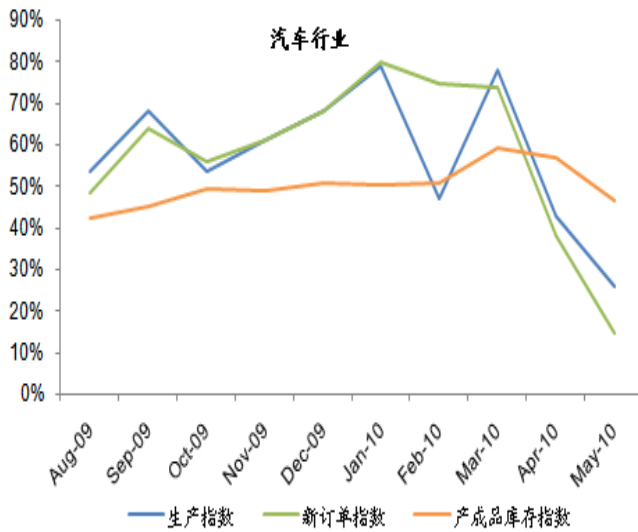
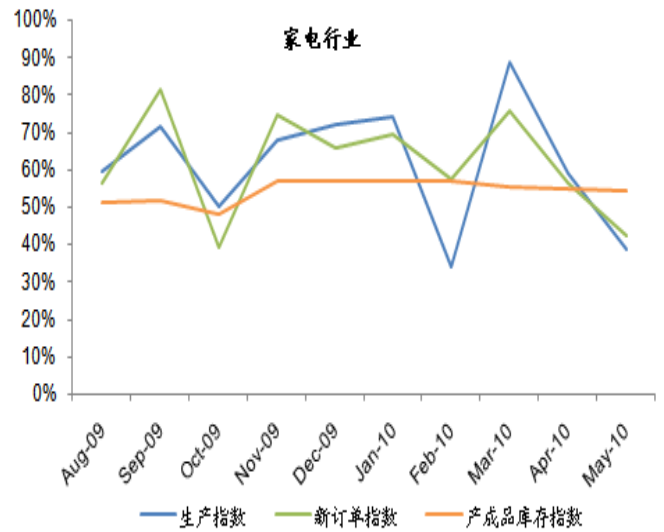


图19: 家电行业PMI指数



数据来源: 易贸钢铁

2、长协矿价格三季度倒挂，四季度转跌

依照最新的铁矿石长协定价规则，普氏铁矿石价格指数将作为未来季度定价的依据。而普氏铁矿石指数与现货矿价走势趋同，因此未来长协矿价将逐步现货化。

图20: 普氏铁矿石价格指数

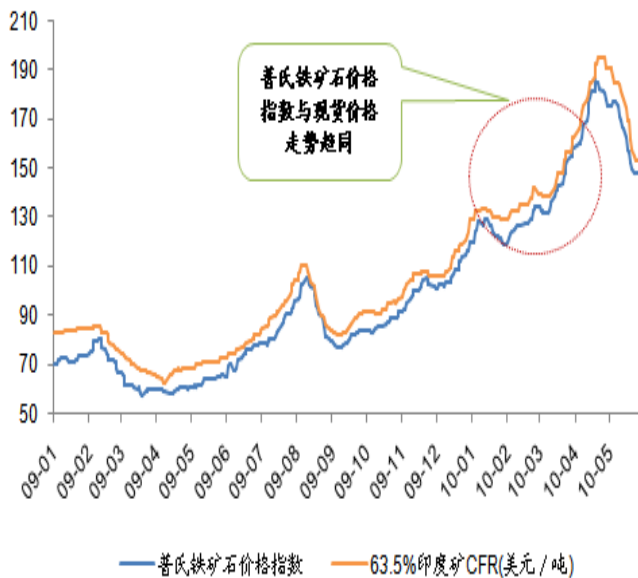
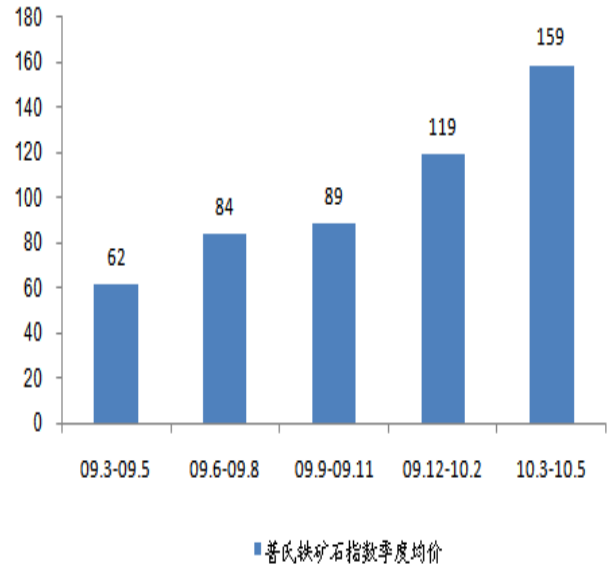


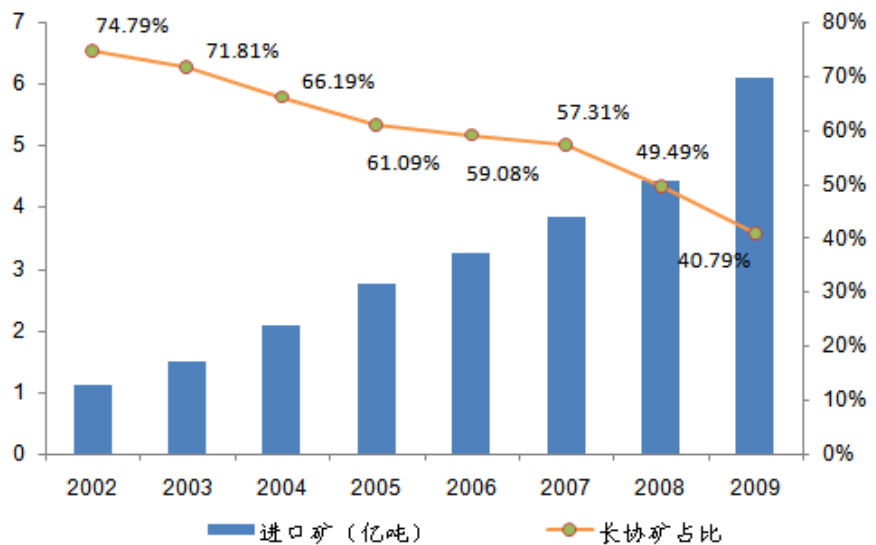
图21: 普氏铁矿石价格指数季度均价



数据来源: 广发证券发展研究中心

普氏铁矿石价格指数2010年3月-5月的均价为159美元/吨，环比上一季度上涨33%。依此涨幅估算国内三季度长协矿价约为147美元/吨，对应到岸价将超过160美元/吨，长协与现货价格的倒挂将于三季度出现。

图22: 进口铁矿石中长协比重逐年减少



数据来源: 广发证券发展研究中心

随着进口矿数量的逐年增加,长协所占比例呈递减趋势,尤其是09年钢厂违约情况的增多,占比降至40.79%。

10年上半年进口矿中长协的比例约为47%左右,剩余53%的进口矿依然为现货形式,故三季度以现货采购为主的中小钢厂将获得相对成本优势,而长协矿比例高的大型钢厂再次处于成本劣势。

普氏铁矿石价格指数与现货矿价走势基本一致,三季度现货铁矿石价格继续下跌是大概率事件,因此以三季度均价计算的四季度铁矿石长协价格必将在四季度转跌。

3、钢厂降价、减产,盈利能力继续下行的概率较大

上半年国内钢厂产能释放较为充分,其中4月开工率达到91.49%,年化粗钢产量已达6.7亿吨,创历史新高。从产能利用率的角度而言,后续产能继续大幅释放的空间不大。

目前钢厂订单锐减,社会库存高企的压力逐步传导至钢厂,钢厂成品库存压力剧增。同时上半年钢材出口量的暴增难以持续,出口回流的压力使得钢厂组织订单的困难重重,以宝钢、鞍钢、武钢为代表的国内钢厂纷纷大幅下调7月份出厂价,但在需求下滑趋势下,钢厂降价刺激下游订单的效果难言乐观。

目前大部分钢厂已陷入亏损,再次降价之后的钢厂遭遇倒挂的长协矿价必将使得亏损程度加剧,因此后续钢厂减产的概率较大。

图23: 中国及其他国家粗钢产量增速比较

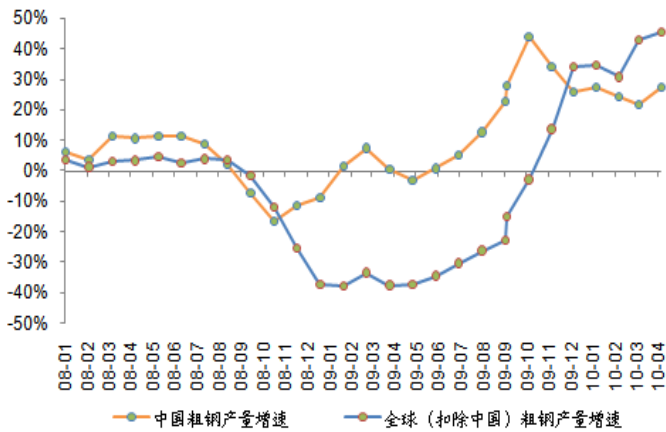
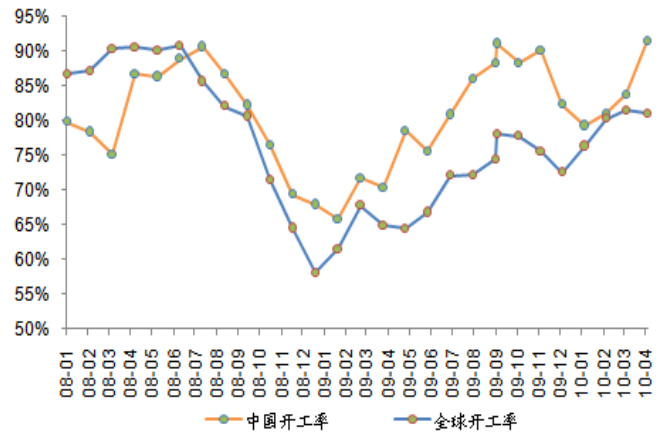
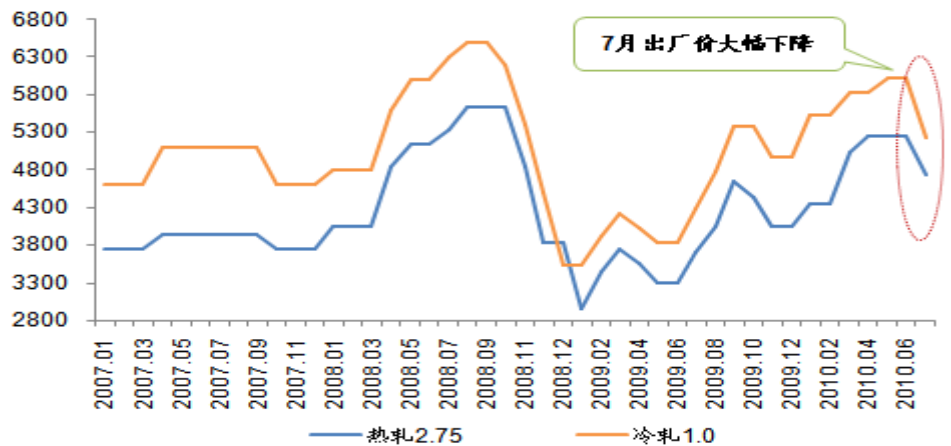


图24: 中国及全球钢厂开工率比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

图25: 宝钢出厂价比较 (单位: 元/吨)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图26: 螺纹钢、热轧吨钢毛利比较 (元/吨)

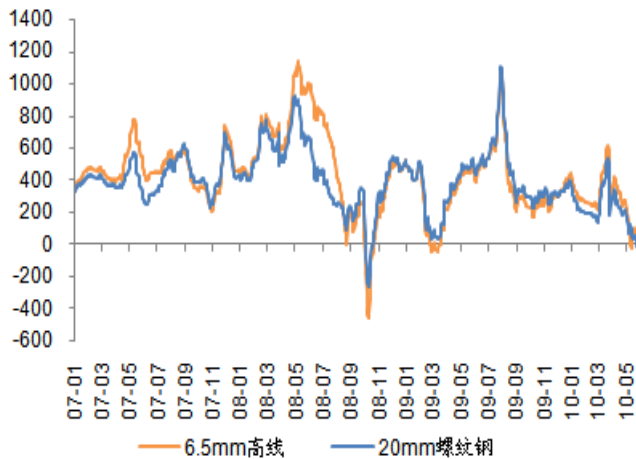
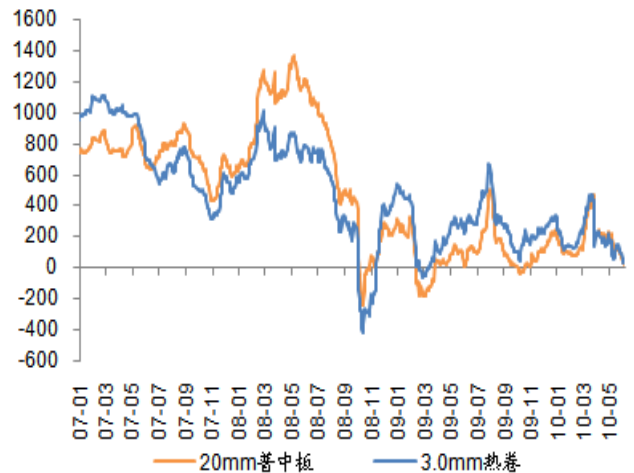


图27: 热卷、中板吨钢毛利比较 (元/吨)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图28: 冷轧吨钢毛利比较 (元/吨)

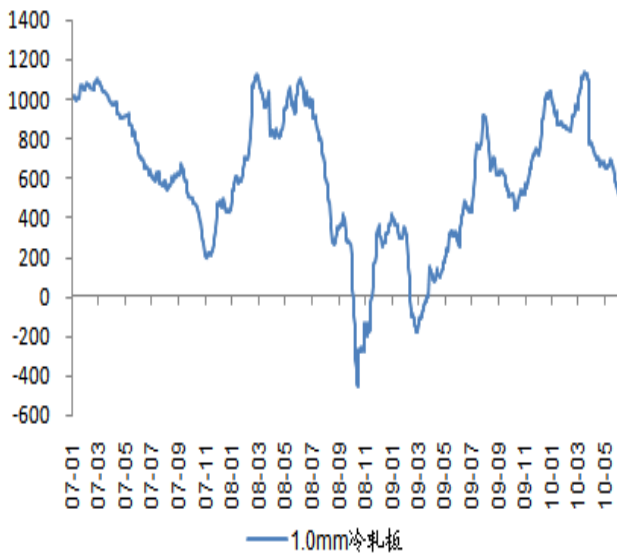
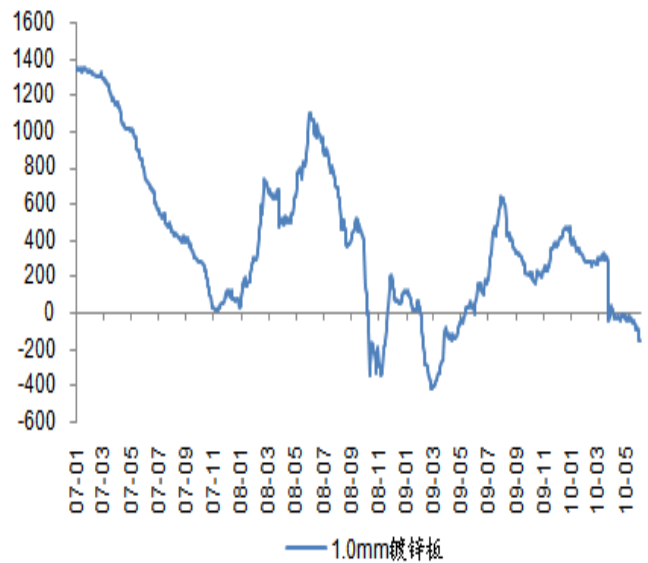


图29: 镀锌板吨钢毛利比较 (元/吨)

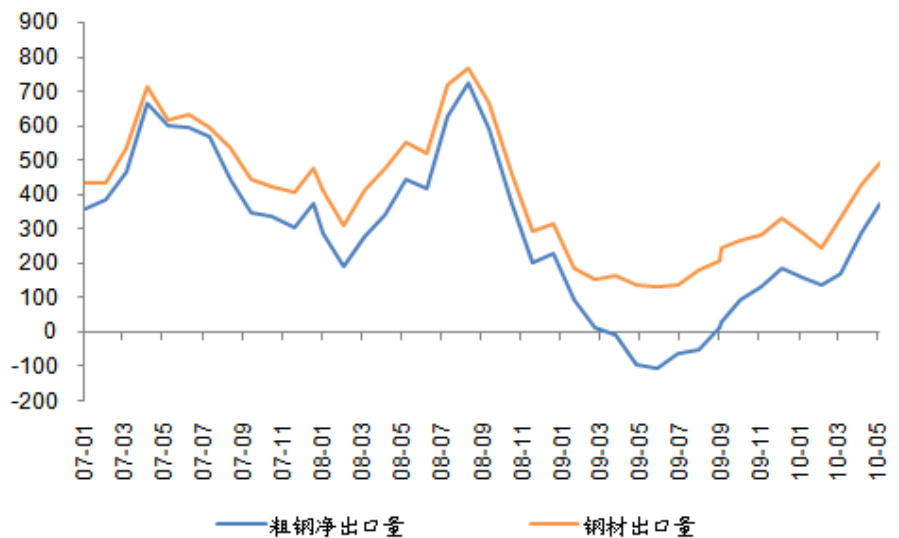


数据来源: 广发证券发展研究中心

国际需求阶段性下降, 中国钢材出口将环比减少。全球其他国家粗钢产量的增速业已高于中国(1-4月中国粗钢增速25.37%, 除中国外的其他国家增速38.6%), 反映出外需的复苏尽管滞后于中国, 但已处于恢复进程中。从而也昭示出率先复苏的中国成为其他国家复苏进程中补库存的首选, 上半年中国出口量大增更多是源于此。

下半年, 欧债危机导致的全球经济走势不确定性增加, 外需的减少及补库存的结束都将使得中国钢材出口量环比减少, 同时国际贸易争端的愈演愈烈将进一步限制中国钢材的大幅出口。

图30: 中国钢材出口量及净出口量比较 (单位: 万吨)



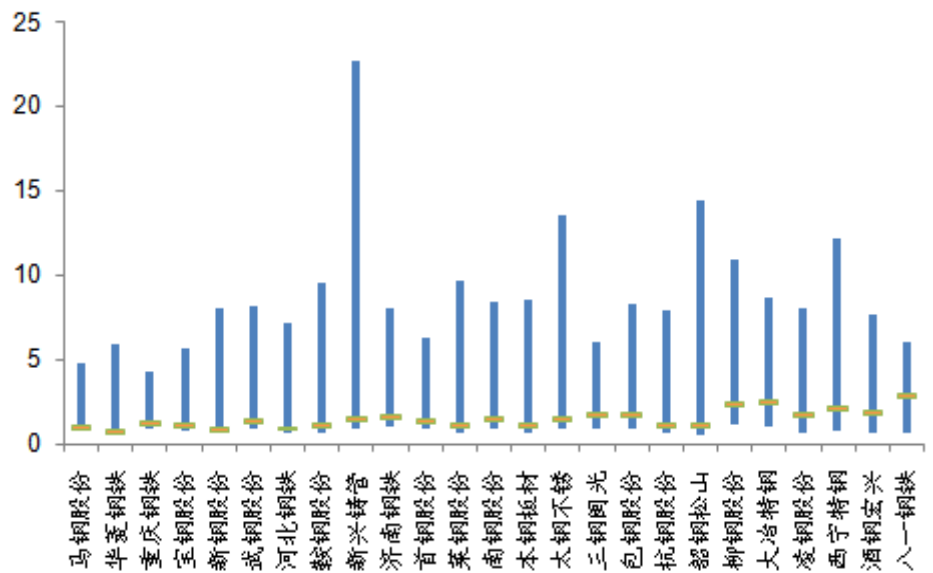
数据来源: 广发证券发展研究中心

三季度需求淡季以及长协矿价倒挂使得钢厂盈利能力将继续下行，而亏损的出现必将导致钢厂产能利用率的下降。钢厂供给的减少将加快去库存化的进程，而金9银10旺季的再次到来，钢价有望触底反弹，而季度定价的长协矿价将于四季度下跌，钢厂盈利能力环比将好转。因此三季度末、四季度初基本面或许迎来触底反弹的机会。

四、盈利能力下行，估值尚未触底

钢铁行业盈利能力不具备大幅反转的前提之下，由于原料成本及钢价均逐渐市场化，下游需求释放的复杂性较高，因此钢铁行业盈利能力变动幅度较大、变动周期也较短，上市公司业绩变数较大，以PB来探讨行业估值更为合理。

图31：主要钢铁公司PB最高点、最低点及现值（2010年6月11日）



数据来源：广发证券发展研究中心

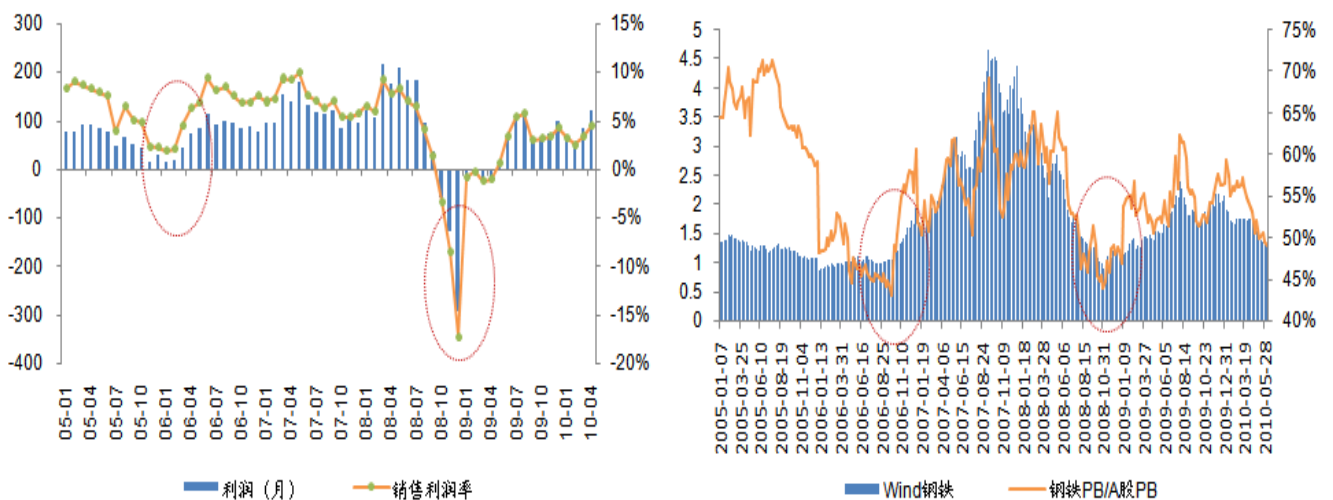
目前行业平均PB1.3，已处于历史平均水平之下，但距最低点仍有差距。从钢铁PB与A股PB的比值来看，两次估值触底都是行业盈利能力大幅萎缩之际，后续行业盈利继续下行使得现有估值尚有向下空间。

表2: 重点上市公司PB比较

| | PB (min) | PB(6月11日) | 现值距最低点的空间 |
|------|----------|-----------|-----------|
| 马钢股份 | 0.77 | 0.99 | 22.00% |
| 安阳钢铁 | 0.69 | 0.89 | 22.33% |
| 华菱钢铁 | 0.6 | 0.78 | 22.80% |
| 宝钢股份 | 0.85 | 1.12 | 24.36% |
| 重庆钢铁 | 0.95 | 1.26 | 24.40% |
| 武钢股份 | 0.95 | 1.33 | 28.46% |
| 新钢股份 | 0.66 | 0.94 | 29.49% |
| 鞍钢股份 | 0.72 | 1.05 | 31.30% |
| 河北钢铁 | 0.65 | 0.96 | 32.55% |
| 新兴铸管 | 0.92 | 1.44 | 35.93% |
| 首钢股份 | 0.87 | 1.45 | 40.20% |
| 南钢股份 | 0.88 | 1.48 | 40.54% |
| 济南钢铁 | 1.01 | 1.71 | 40.92% |
| 本钢板材 | 0.66 | 1.12 | 41.22% |
| 太钢不锈 | 0.87 | 1.50 | 41.97% |
| 莱钢股份 | 0.71 | 1.25 | 43.24% |
| 包钢股份 | 0.94 | 1.75 | 46.31% |
| 三钢闽光 | 0.93 | 1.78 | 47.79% |
| 杭钢股份 | 0.63 | 1.23 | 48.73% |
| 韶钢松山 | 0.58 | 1.16 | 50.08% |
| 柳钢股份 | 1.13 | 2.40 | 52.84% |
| 凌钢股份 | 0.71 | 1.74 | 59.31% |
| 大冶特钢 | 0.99 | 2.43 | 59.33% |
| 西宁特钢 | 0.84 | 2.12 | 60.38% |
| 酒钢宏兴 | 0.68 | 1.88 | 63.87% |
| 八一钢铁 | 0.63 | 2.80 | 77.50% |

数据来源: 广发证券发展研究中心

图32: 大中型企业利润及销售利润率比较 (单位: 元/吨) 图33: 钢铁股PB、钢铁PB与A股PB比值



数据来源: 广发证券发展研究中心

五、投资策略-关注精细化及业绩反弹

矿石价格指数化、钢材价格期货化之后，钢厂之前的盈利模式已发生变更。而近两年钢材供给短缺难以再现，因此行业高盈利的情形难以维系。同时下半年，钢铁行业基本面盈利能力仍将继续下行，而估值并未见底，政策面的不确定性依然存在，因此我们下调行业评级为“持有”。

政策走势度过观察期后将于四季度前后逐渐明朗，若政策面给予积极信号，则宏观面与钢铁基本面（四季度前后行业盈利能力或将触底反弹）叠加效应为利好，配置钢铁股的时间窗口到来；反之若政策调控从严从紧，周期性的钢铁股走势难以乐观，但因前期跌幅过大仍具有相对收益。

同时落后产能淘汰及保障房的建设都将为行业基本面带来利好刺激，但上述政策更多的是利好预期，对于短期业绩的影响较小。

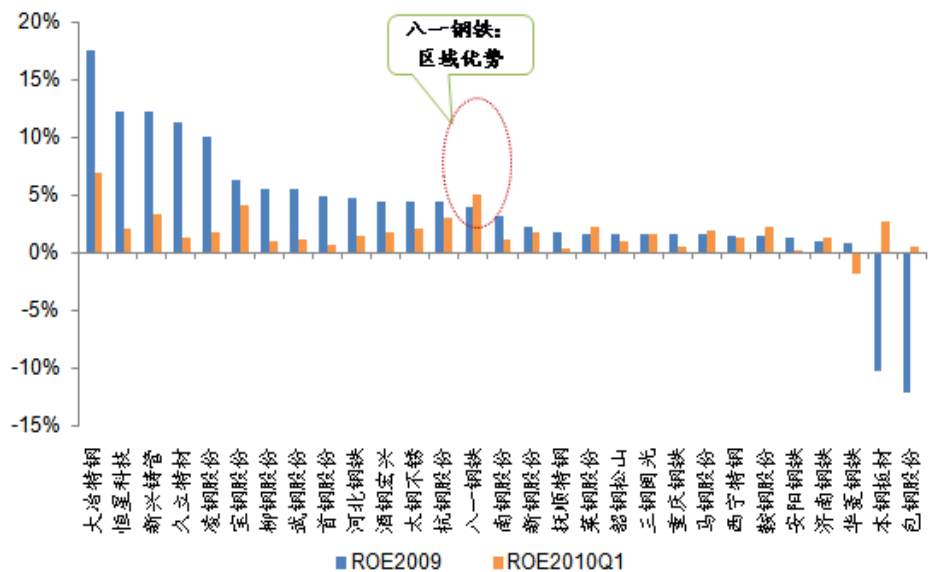
（一）关注精细化发展的企业—稳定收益

在行业盈利模式转型的09年，具有领先盈利能力的钢厂理应被市场所重点关注。

ROE前5: 大冶特钢、恒星科技、新兴铸管、久立特材、宝钢股份。

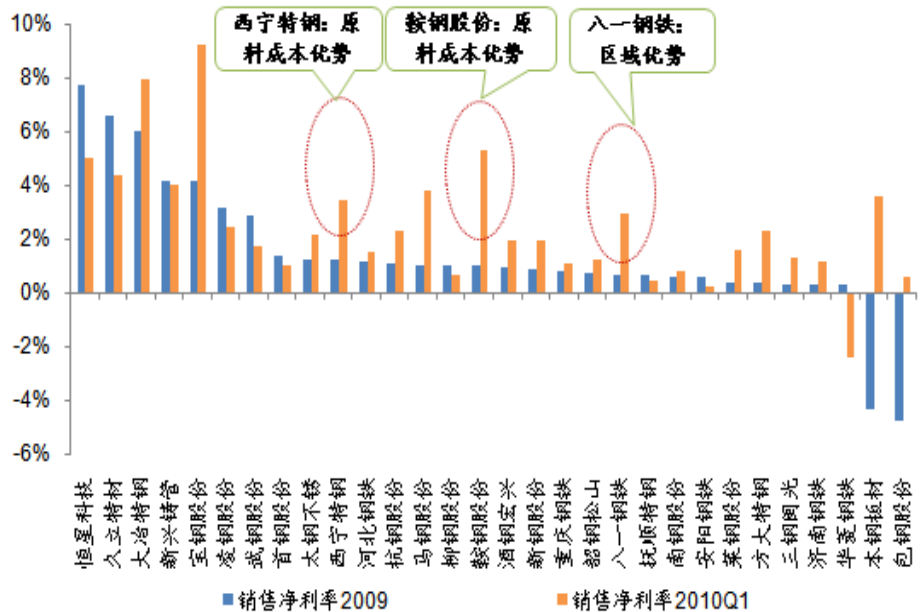
销售净利率前5: 恒星科技、久立特材、大冶特钢、新兴铸管、宝钢股份。

图34: 钢厂净资产收益率比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

图35: 钢厂销售净利率比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

无论ROE还是销售净利率, 久立特材、恒星科技、大冶特钢、新兴铸管等拥有特色产品、精细化加工的公司盈利能力均领先行业, 而宝钢股份则凭借汽车板的垄断优势获得了超额收益。

因此我们认为在行业盈利模式转型的当下, 精细化发展、稳定收益的公司将值得关注: 久立特材、恒星科技、大冶特钢、新兴铸管、宝钢股份。

(二) 关注业绩反弹

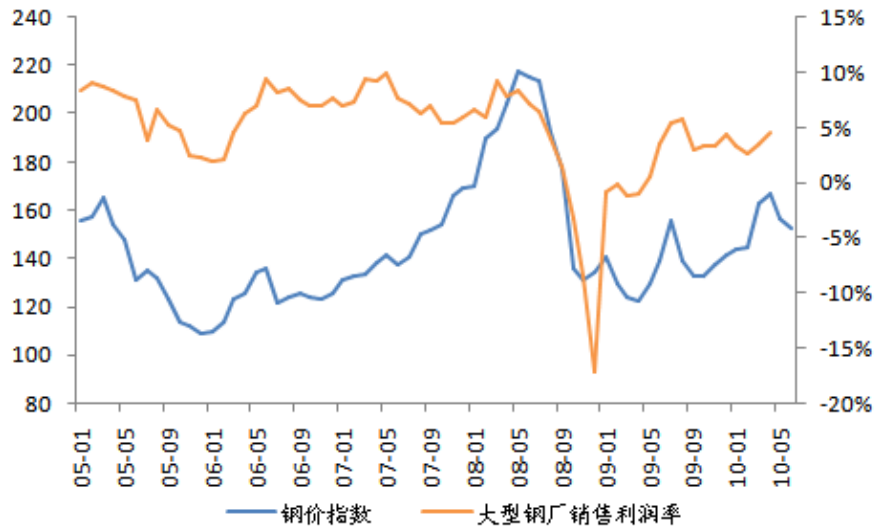
从近5年钢价与钢厂销售利润率的走势来看, 钢价走势为钢厂盈利能力的同步指标, 钢厂盈利能力的提升往往伴随着钢价的上涨, 反之则亦然。

对于钢厂而言, 4月份盈利或成为年内的高点, 而伴随5月份钢价的下跌, 钢厂盈利能力将逐步下滑。

三季度大部分钢厂将处于亏损, 开工率的下滑必然将有效的缓解供需矛盾, 因此三季度中钢价有望触底反弹, 而钢价的反弹则代表着盈利能力的回升。

因此业绩弹性大的公司将受益于盈利能力的回升, 关注三钢闽光、莱钢股份、八一钢铁、新钢股份。

图36: 钢价与钢厂盈利能力正相关



数据来源: 广发证券发展研究中心

表3: 主要钢铁上市公司业绩弹性对比

| 公司名称 | 万吨/亿股 | 公司名称 | 万吨/亿股 |
|------|-------|------|-------|
| 三钢闽光 | 69.57 | 大冶特钢 | 26.48 |
| 莱钢股份 | 69.50 | 济南钢铁 | 26.05 |
| 八一钢铁 | 67.19 | 南钢股份 | 25.58 |
| 新钢股份 | 45.57 | 鞍钢股份 | 23.50 |
| 华菱钢铁 | 39.96 | 新兴铸管 | 22.18 |
| 杭钢股份 | 38.14 | 太钢不锈 | 18.42 |
| 酒钢宏兴 | 35.50 | 武钢股份 | 18.40 |
| 凌钢股份 | 34.83 | 马钢股份 | 16.53 |
| 本钢板材 | 31.89 | 西宁特钢 | 14.84 |
| 河北钢铁 | 30.12 | 包钢股份 | 14.56 |
| 柳钢股份 | 28.09 | 首钢股份 | 13.82 |
| 韶钢松山 | 27.55 | 宝钢股份 | 13.39 |

数据来源: 广发证券发展研究中心

(三) 资源概念和区域概念

随着中国铁矿石对外依赖度逐年提升, 能否拥有上游资源成为钢厂间竞争的关键所在。

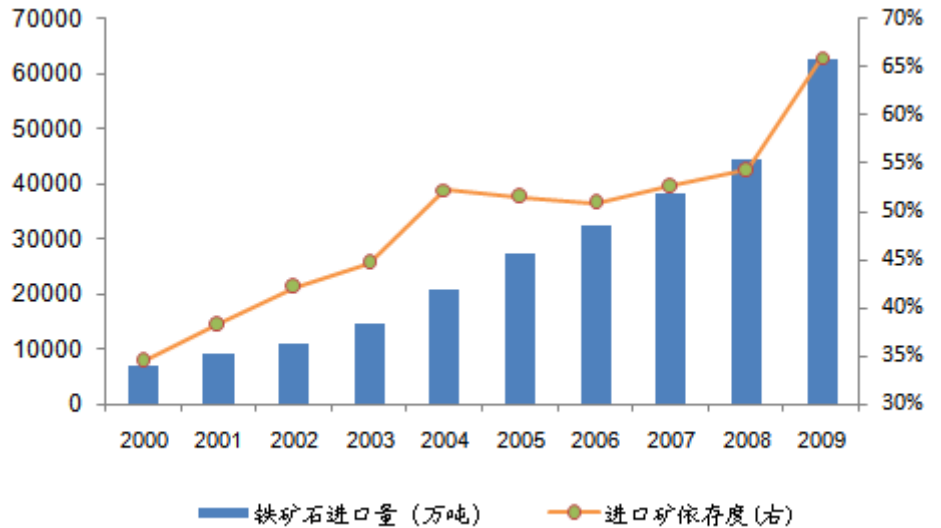
尽管钢铁产能面临阶段性的过剩, 但铁矿石企业仍能获得高额收益, 以金岭矿业为例, 即使在行业最差的08年Q4毛利率、净利率仍然达到22.95%、11.37%, 远高于钢铁行业的盈利水平, 因此拥有资源的钢厂依然长期看好。

具有新疆概念的八一钢铁值得关注, 由于政府加大新疆的投资力度,

使得具有地缘优势的八一钢铁具有显著的区域优势。

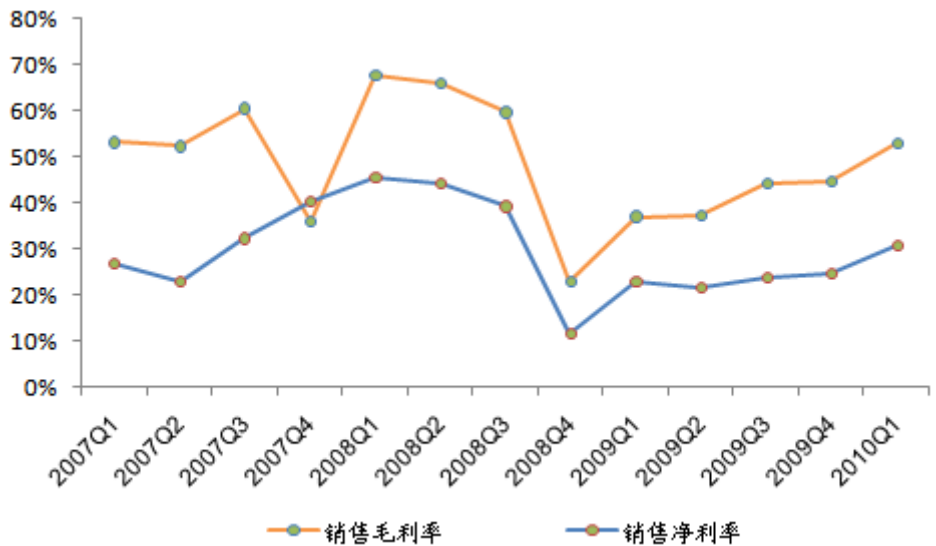
重点推荐：金岭矿业、酒钢宏兴、西宁特钢、鞍钢股份、太钢不锈、八一钢铁。

图37：中国铁矿石对外依赖度逐年提升



数据来源：广发证券发展研究中心

图38：金岭矿业销售毛利率及净利率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

表4: 重点钢铁公司相对估值比较 (6月11日数据)

| 名称 | 当前股价(元) | 当前PB | EPS (元) | | | PE | | | PB | | | 评级 |
|------|---------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E | |
| 宝钢股份 | 6.13 | 1.08 | 0.51 | 0.66 | 0.74 | 12.02 | 9.29 | 8.28 | 1.03 | 0.93 | 0.84 | 买入 |
| 鞍钢股份 | 7.76 | 1.05 | 0.62 | 0.74 | 0.89 | 12.52 | 10.49 | 8.72 | 0.99 | 0.90 | 0.82 | 买入 |
| 太钢不锈 | 5.62 | 1.50 | 0.40 | 0.48 | 0.55 | 14.05 | 11.71 | 10.22 | 1.38 | 1.24 | 1.10 | 买入 |
| 凌钢股份 | 6.86 | 1.72 | 0.22 | 0.45 | 0.68 | 31.18 | 15.24 | 10.09 | 1.68 | 1.51 | 1.32 | 买入 |
| 酒钢宏兴 | 9.26 | 1.88 | 0.30 | 0.55 | 0.85 | 30.87 | 16.84 | 10.89 | 1.81 | 1.63 | 1.42 | 买入 |
| 八一钢铁 | 10.98 | 2.77 | 0.32 | 0.58 | 0.88 | 34.31 | 18.93 | 12.48 | 2.68 | 2.35 | 1.97 | 买入 |
| 西宁特钢 | 7.06 | 2.12 | 0.15 | 0.38 | 0.62 | 47.07 | 18.58 | 11.39 | 2.05 | 1.85 | 1.59 | 买入 |
| 新兴铸管 | 7.14 | 1.09 | 0.78 | 0.87 | 0.98 | 9.15 | 8.21 | 7.29 | 1.00 | 0.89 | 0.79 | 买入 |
| 三钢闽光 | 8.95 | 1.78 | 0.25 | 0.55 | 0.75 | 35.80 | 16.27 | 11.93 | 1.72 | 1.56 | 1.38 | 买入 |
| 新钢股份 | 5.63 | 0.94 | 0.22 | 0.50 | 0.68 | 25.59 | 11.26 | 8.28 | 0.92 | 0.85 | 0.77 | 买入 |
| 莱钢股份 | 8.11 | 1.24 | 0.32 | 0.41 | 0.52 | 25.34 | 19.78 | 15.60 | 1.24 | 1.17 | 1.09 | 买入 |
| 大冶特钢 | 11.49 | 2.36 | 0.94 | 1.09 | 1.28 | 12.22 | 10.54 | 8.98 | 2.09 | 1.75 | 1.46 | 买入 |
| 金岭矿业 | 16.37 | 5.47 | 0.92 | 1.25 | 1.55 | 17.79 | 13.10 | 10.56 | 4.39 | 3.29 | 2.51 | 买入 |
| 恒星科技 | 11.74 | 3.35 | 0.56 | 0.73 | 0.92 | 20.96 | 16.08 | 12.76 | 2.89 | 2.45 | 2.06 | 买入 |
| 久立特材 | 22.16 | 2.68 | 0.50 | 0.75 | 1.10 | 44.32 | 29.55 | 20.15 | 2.65 | 2.43 | 2.17 | 买入 |
| 武钢股份 | 4.67 | 1.33 | 0.12 | 0.30 | 0.52 | 38.92 | 15.57 | 8.98 | 1.30 | 1.20 | 1.06 | 持有 |
| 马钢股份 | 3.46 | 0.99 | 0.15 | 0.24 | 0.32 | 23.07 | 14.42 | 10.81 | 0.96 | 0.90 | 0.83 | 持有 |
| 首钢股份 | 3.66 | 1.40 | 0.13 | 0.21 | 0.27 | 28.15 | 17.43 | 13.56 | 1.34 | 1.24 | 1.14 | 持有 |
| 河北钢铁 | 4.07 | 0.96 | 0.16 | 0.21 | 0.30 | 25.44 | 19.38 | 13.57 | 0.94 | 0.90 | 0.84 | 持有 |
| 济南钢铁 | 3.93 | 1.71 | 0.11 | 0.42 | 0.48 | 35.73 | 9.36 | 8.19 | 1.65 | 1.40 | 1.20 | 持有 |
| 本钢板材 | 5.21 | 1.12 | 0.22 | 0.36 | 0.43 | 23.68 | 14.47 | 12.12 | 1.10 | 1.03 | 0.95 | 持有 |
| 华菱钢铁 | 4.20 | 0.78 | 0.14 | 0.22 | 0.32 | 30.00 | 19.09 | 13.13 | 0.74 | 0.71 | 0.67 | 持有 |
| 韶钢松山 | 4.07 | 1.16 | 0.12 | 0.35 | 0.50 | 33.92 | 11.63 | 8.14 | 1.13 | 1.03 | 0.92 | 持有 |
| 柳钢股份 | 4.74 | 2.39 | 0.08 | 0.30 | 0.45 | 59.25 | 15.80 | 10.53 | 2.32 | 2.03 | 1.70 | 持有 |
| 南钢股份 | 3.88 | 1.46 | 0.08 | 0.28 | 0.40 | 48.50 | 13.86 | 9.70 | 1.43 | 1.30 | 1.14 | 持有 |
| 杭钢股份 | 5.18 | 1.23 | 0.25 | 0.45 | 0.62 | 20.72 | 11.51 | 8.35 | 1.19 | 1.08 | 0.96 | 持有 |

数据来源: 广发证券发展研究中心

六、风险提示

宏观经济增速下行预期, 地产调控政策强度及时点超预期;

钢厂减产不充分, 钢价难有起色, 钢厂盈利能力持续下降。

广发证券——行业投资评级说明

| | |
|-----------|---|
| 买入 (Buy) | 预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。 |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。 |

黑色金属冶炼及压延加工业(01030605)行情走势



相关研究报告

| | 广州 | 深圳 | 北京 | 上海 |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址 | 广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦 2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075 | 518026 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | 020-87555888-612 | | | |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。