

行业深度报告

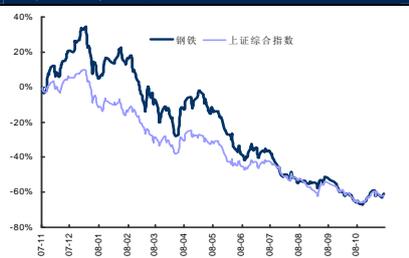
钢铁行业
钢铁业 2009 年投资策略
谨慎推荐

(上调评级)

2008 年 12 月 9 日

本报告的独到之处

- 通过 GDP 与钢材消费增速的相关性，分析了 2009 年我国粗钢消费趋势。
- 指出了 2009 年钢铁价格及行业见底的时间，并重点分析了 2009 年钢铁行业的运行趋势及投资策略。

一年收益率比较


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

相关研究报告:

- 《钢价急跌，市场面临硬着陆风险》- 9 月月报
2008 年 10 月 08 日
- 《库存积压严重，月度已全行业亏损》- 10 月月报
2008 年 11 月 10 日

钢铁有色行业首席分析师: 郑东

 电话: 010-82254160
Email: zhengdong@guosen.com.cn

钢铁行业助理分析师: 秦波

 电话: 010-82252922
Email: qinbo@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

年度投资策略

宽松政策，助行业摆脱低迷

● 2008 年受全球经济危机影响，钢铁行业高台跳水

2008 年钢铁行业达到景气高点，上半年达到峰值。按最高粗钢日产水平计算全年粗钢产能达到 5.7 亿吨，钢材价格同比上涨 48%、焦炭铁矿石价格同比上涨 150%、90%；下半年钢铁行业遭遇“寒冬”，需求急剧下滑，钢厂合同锐减约 50%，企业库存严重，钢材价格两个月之内跌去 50%以上，大小企业无一幸免。全行业在 4 个月之内粗钢日产水平就下降了 28%，行业发展“硬着陆”。

● 受需求放缓及成本过高“双重”挤压，行业利润呈现负增长

全球经济衰退使需求严重下降，国内地产等行业投资下降。直接出口和间接出口钢材量大幅降低；原料长协价格首次高于现货价格，成本优势变为劣势；行业效益严重下滑，10 月份全行业亏损，10 月份全国重点大中型钢铁企业月亏损 59.24 亿元，同比下降 271%；全年利润呈负增长。

● 2009 年全球共度经济难关，产能过剩使行业面临挑战

全球经济衰退已成定局，中国也难以幸免。钢铁行业从高速增长长期向全面调整转变，如假设我国经济增长率为 8.8% 的前提下，2009 年我国粗钢表观消费量下降 3% 至 4.35 亿吨，粗钢产量在 4.7 亿吨，粗钢产能过剩 1 亿吨多。需求下降导致刚性能过剩、盈利能力下降使行业面临挑战，但同时行业整合，淘汰落后，促进产业升级也面临机遇。

● 积极的财政及货币政策促行业生存环境显著改善

宏观—全球联手出手经济救助计划，国家 4 万亿投资刺激内需；配以积极的财政政策和宽松的货币政策，央行连续降息减轻投资负担。中观—行业政策上，全面取消出口关税并准备提高出口退税，微观—公司中上游原燃料成本大幅回落，但政策效应要滞后 3-6 个月左右。

● 行业底部年初确立，并将从低迷中逐步回升

国内地产等下游行业和出口需求的明显下降，政府刺激投资计划在长期内虽将提振钢铁，但短期却无法改变经济危机带来的产能过剩现实；消化高成本原料及产品库存要持续到 1 季度前后，行业底部将在年初确立。二季度行业盈利能力将回升。因此，行业将在未 1-2 年内将处于微利运营状态，在宽松政策刺激下，将从低迷中逐步回升。

● 行业估值已进入合理区域，上调行业全年的评级为“谨慎推荐”

钢铁行业目前的整体估值 PB 已进入 0.8-1.0 的合理区域，PE 已达到 6 倍左右；在政策驱动及环境显著改善的预期下，需求将逐步上升，钢材价格下跌趋稳，行业的底部将在年初确立，钢铁行业可以期待盈利改善的预期。综上分析，上调行业全年的投资评级为“谨慎推荐”。年报前以低配为主，1 季度后将逐步增加对板块的配置至少到标配。重点关注具有估值优势、政策惠及大及赢利稳健类公司：华菱钢铁、新兴铸管、武钢股份、鞍钢股份、重庆钢铁等。

内容目录

08 年行业高台跳水，企业遭遇寒冬	4
钢铁行业 08 年上半年达到峰值	4
下半年大幅跳水，遭遇寒冬	4
需求放缓成本过高，行业利润负增长	5
钢铁下游需求急剧下滑	5
高价长协矿库存导致企业成本居高.....	6
行业利润呈现负增长，经营状况陷入低谷.....	7
2009 年产能过剩使行业面临挑战	8
全球共度经济难关	8
国内粗钢需求下滑 3%左右	8
钢材出口下降 25%左右	8
产量同比减少 4.5%	8
产能过剩使行业面临挑战	9
积极的财政及货币政策改善行业生存环境	10
财政、货币、行业三方相继出台宽松政策.....	10
铁矿石买方地位上升，长协价可有 35%左右的下调空间	11
行业底部年初确立，并将从低迷中回升	13
钢材价格将逐渐筑底趋稳，板材价格压力较大.....	13
二季度后行业盈利将逐渐回升	14
投资策略	15
重点关注的上市公司	17
投资风险	17
经济继续恶化的风险	17
国际需求大幅下滑和贸易保护的风险.....	17

图表目录

图 1: 钢材价格走势 (单位: 元/吨)	4
图 2: 国内钢铁日产水平从 6 月开始持续下滑 (单位: 万吨)	4
图 3: 粗钢供应量 vs. FAI 投资增长率 (单位: 元/吨)	5
图 4: 我国出口增速 vs. 国外供给增速&价格走势	5
图 5: 全球各地区粗钢产量增速走势	5
图 6: 房地产行业各种指标走势	6
图 7: PPI 与钢铁下游各子行业名义投资增速对比 (%)	6
图 8: 我国钢材进出口趋势 (单位: 万吨)	6
图 9: 国内主要冶金原材料价格走势 (单位: 元/吨)	7
图 10: 主要航线海运价格 (单位: 美元/吨) 及 BDI 走势	7
图 11: 中钢协纳入统计企业月度销售额对比 (单位: 亿元)	7
图 12: 中钢协纳入统计企业月度利润对比 (单位: 亿元)	7
表 1: IMF 对全球经济增长率的预测 (%)	8
图 13: 全球经济增长走势 (%)	8
表 2: 钢材表观消费量与 GDP 等增速走势及预测	9
图 14: 不同假设条件下估算出的粗钢表观消费量增速	9
图 15: 我国钢材进出口走势 (单位: 万吨)	9
图 16: 我国粗钢产量走势 (单位: 亿元)	9
表 3: 国内钢铁产能统计 (单位: 万吨)	9
图 17: 我国钢材进出口趋势 (单位: 万吨)	10
表 4: 利好钢铁行业政策	11
图 18: 我国铁矿石产量及进口量走势 (单位: 万吨)	12
图 19: 历年长期合同矿价格及涨幅 (单位: 美元/千吨度)	12
图 20: 我国铁矿石产量及进口量走势 (单位: 万吨)	12
图 21: 生铁增量 vs. 铁矿石增量折合成生铁 (单位: 万吨)	12
图 22: 我国长材及板材产量增速走势 (单位: 万吨)	13
图 23: 热轧、中板、线材、螺纹钢价格走势 (单位: 元/吨)	13
图 24: 对 09 年钢铁价格运行形势的初步判断	14
图 25: 2009 年国内分品种钢材价格走势预测 (单位: 元/吨)	14
图 26: 日本钢铁消费增长率与销售利润率的相关性	15
图 27: 日本钢铁销售利润率与 GDP 增长率的相关性	15
图 28: 横向比较 - A 股钢铁板块 PB vs. 其他国家和地区钢铁板块 PB	16
图 29: 纵向比较 - A 股 PB vs. 钢铁板块 PB	16
图 30: 钢铁行业上市公司估值水平	16
表 5: A 股钢铁行业重点上市公司评级与估值指标 (11 月 27 日, 元)	17

08 年行业高台跳水，企业遭遇寒冬

钢铁行业 08 年上半年达到峰值

2008 年上半年钢铁行业成本大幅增加，巴西进口矿价格平均上涨 65% 以上，澳大利亚进口矿平均价格上涨 85% 以上，国内外焦煤、焦炭价格均大幅上扬，钢铁需求旺盛，钢材价格在原材料价格上涨的推动下暴涨。截至 6 月 30 日，国内长材价格涨幅在 25%，板材价格涨幅在 30% 以上。6 月钢产量也达到峰值，单月粗钢产量接近 4700 万吨，当月日均产能相当于年产粗钢 5.7 亿吨的水平。从行业利润来看，1-6 月纳入中钢协统计企业的利润也达到 1017 亿元，同比增加 29.87%，创历史新高。

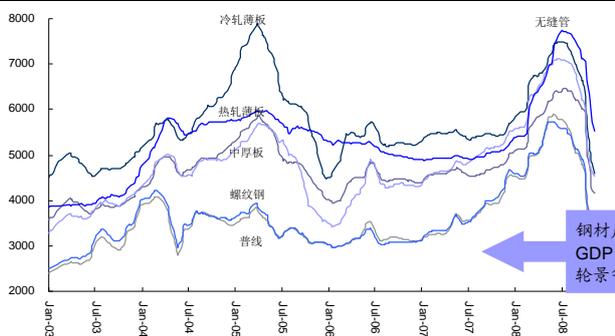
从全球范围来看，今年 5 月粗钢产量纳入国际钢铁协会统计的主要钢材生产国家粗钢产量达到 1.195 亿吨，同比增长 6.52%，增幅与去年同期基本持平，产量创历史新高。

下半年大幅跳水，遭遇寒冬

在上半年各种指标创历史新高后，下半年形式却急转直下。经过 7 月短暂的盘整后，8 月金融危机对实体经济的影响逐渐显现，下游需求迅速下滑，钢材价格开始下跌，9 月 10 月钢材市场出现暴跌，截至 11 月 3 日，北京地区螺纹钢、线材累计下跌幅度在 40% 左右；冷轧、热轧累计下跌幅度 47% 左右，最高跌幅超过 50%。此轮钢材价格下跌速度之快、幅度之大历史罕见，国内钢铁行业准备不足，在上半年原材料价格上涨之时购置大量库存，而在钢价暴跌时钢厂订货锐减，企业限产。10 月份粗钢产量下降到 3590 万吨，只相当于全年 4.2 亿吨的生产水平，较 6 月份下降了 26%。预计 2008 年全年粗钢产量将达到 4.95 亿吨左右，同比增幅只有 1.1%，增幅较去年同期大幅下滑 15.7 个百分点。

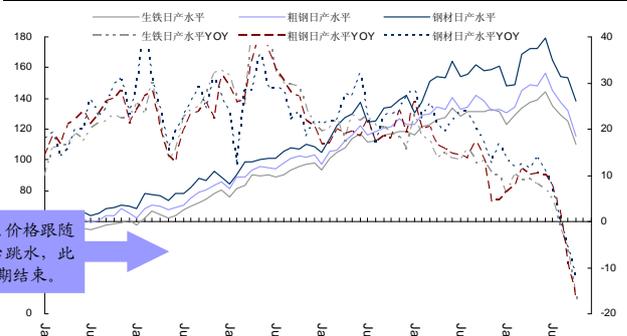
除我国外，全球其它国家 10 月粗钢产量也纷纷下降，根据国际钢协统计，全球 10 月粗钢产量为 1.005 亿吨，同比下降 12.4%，环比下降 6.9%。主要钢材生产国家中日本同比下降 2.7%，德国下降 7.7%，意大利下降 12.2%，美国下降 12.9%，独联体下降幅度达到 32.6%。

图 1: 钢材价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 2: 国内钢铁日生产水平从 6 月开始持续下滑 (单位: 万吨)

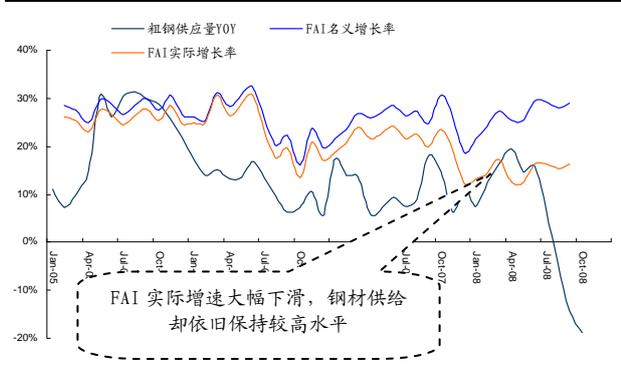


资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

2008 年上半年从紧的货币政策导致国内需求下降，固定资产投资实际增速大幅下滑，而因为出口的下滑导致国内钢材供给增速达到近三年来最高水平，供

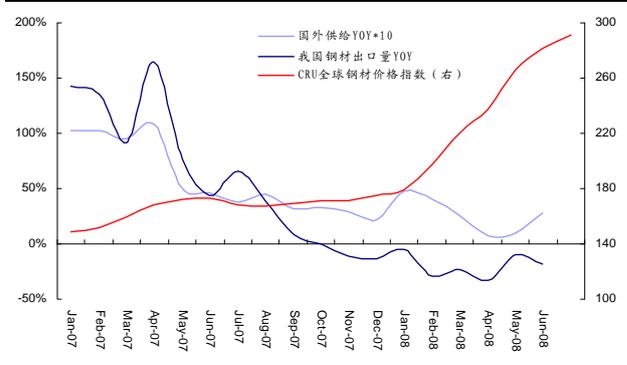
需失衡，8月以来全球经济危机又进一步导致需求继续恶化，这一切是导致钢材价格大幅下跌的根本原因。

图 3: 粗钢供应量 vs. FAI 投资增长率 (单位: 元/吨)



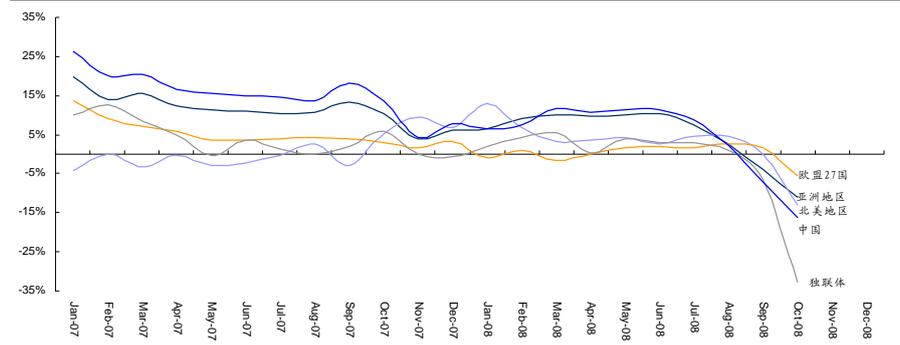
资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 4: 我国出口增速 vs. 国外供给增速 & 价格走势



资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 5: 全球各地区粗钢产量增速走势



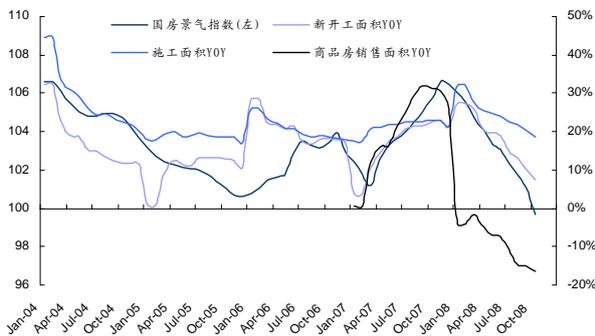
数据来源: IISI, 国信证券经济研究所

需求放缓成本过高，行业利润负增长

钢铁下游需求急剧下滑

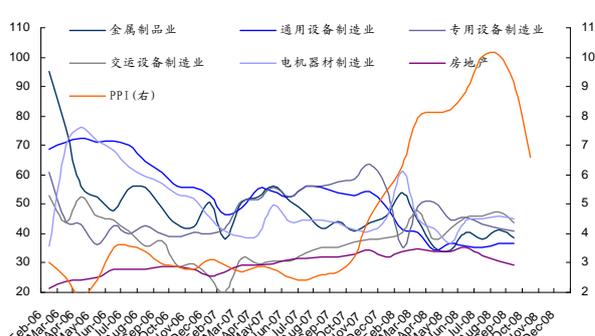
房地产方面，今年以来商品房销售面积、新开工面积、施工面积等增速持续下滑，其中 10 月新开工面积增速已经下降到 7.33%，较年内最高增速下降了近 20 个百分点，新房销售面积同比增速更是持续负增长。机械行业方面金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业、电机器材制造业等投资虽然仍然有 30%-50% 的增长，但是扣除价格上涨的因素后其实际增速均大打降低。

图 6: 房地产行业各种指标走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

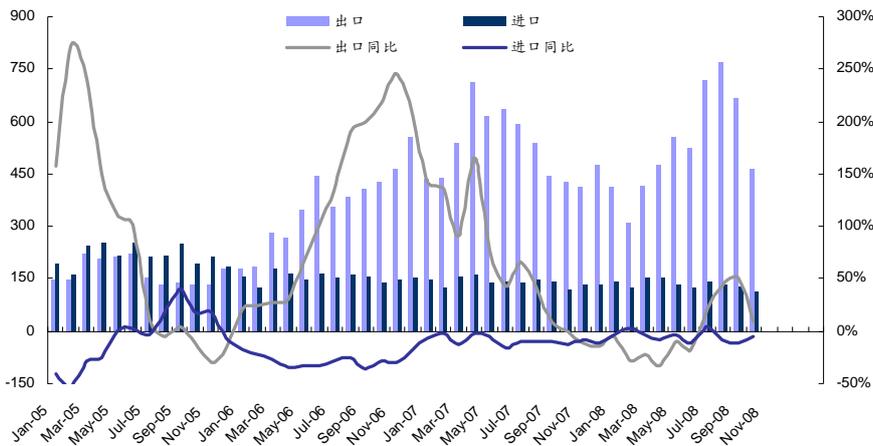
图 7: PPI 与钢铁下游各子行业名义投资增速对比 (%)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

除内需放缓外, 我国出口钢材在经历了 7 月 8 月的上涨之后, 9 月 10 月也开始迅速下滑, 其中 10 月份钢材出口量只有 486 万吨, 同比下降 30.73%。从今年第四季度整体的情况来看, 国内钢铁企业出口订单下滑幅度在 50%左右, 明年出口仍将是困难的一年, 预计明年全年钢材出口 4500 万吨左右, 较今年下降约 1500 万吨, 降幅达到 25%。

图 8: 我国钢材进出口趋势 (单位: 万吨)



数据来源: Custeel, 国信证券经济研究所

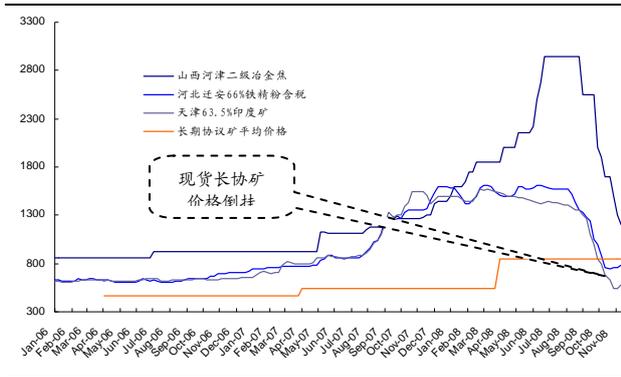
高价长协矿库存导致企业成本居高

突如其来的经济危机, 使大型钢铁企业措手不及。原以长单矿石为主的企业, 在市场价格伴随需求硬着陆而大跌的形势下, 使锁定 1 年的矿石价格与现货价格倒挂, 长单价格高出现货价格 1 倍左右, 原来的优势急转直下变为劣势, 而且该价格要持续到明年 4 月份, 而市场现货矿石、焦炭价格先后暴跌。截至 11 月 14 日, 上海地区二级冶金焦价格 1350 元/吨, 较年内最高的 3240 元/吨下降了 58%; 河北迁安铁精粉含税价格 780 元/吨, 较年内最高的 1612 元/吨下降了 52%; 而天津港 63.5%进口印度矿含税价格 585 元/吨, 较年内最高价格 1570 元/吨下降了 63%。按照企业正常的生产安排, 一般都要保持 3 个月甚至到半年(北方钢厂)的原料库存, 而现货原燃料价格的加速下跌, 导致大量购买长协矿石的企业, 价格无法随行就市, 致使企业存货成本居高难下, 面临巨大减值压力。

对拥有长单的企业而言, 长协矿价格也首次高于现货矿价格。而由于短期内

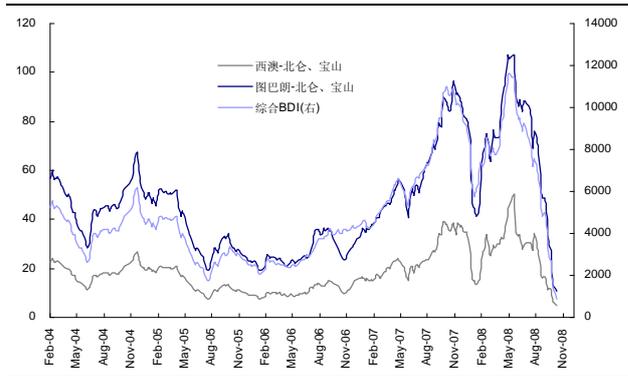
我国对进口铁矿石依赖程度减弱，国际海运价格也出现大幅下跌。截至10月31日，西澳-北仑、宝山航线运价4.91美元/吨，月度环比再次下跌57%；朗巴图-北仑、宝山航线海运价格10.64美元/吨，月度环比下跌71%。BDI指数从最高的11000点下跌到目前的891点，环比下跌了77%，较年内最高点更是下跌了93%，创04年以来新低。这些也同样使许多重点钢铁公司陷入困境。

图9：国内主要冶金原材料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

图10：主要航线海运价格（单位：美元/吨）及BDI走势

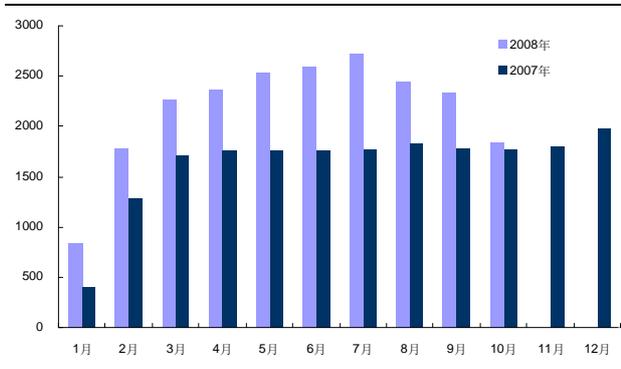


资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

行业利润呈现负增长，经营状况陷入低谷

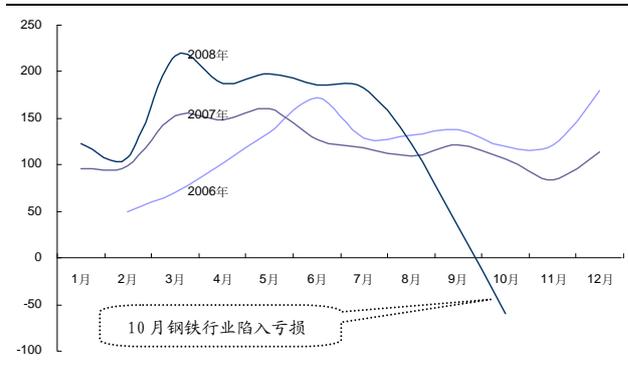
受需求放缓及成本过高“双重”挤压，10月份全国重点大中型钢铁企业月亏损59.24亿元，同比下降271%；1-10月累计利润1298亿元，同比增长幅度也已经下滑到4.78%，全年行业利润将出现负增长。

图11：中钢协纳入统计企业月度销售额对比（单位：亿元）



资料来源：中钢协，国信证券经济研究所

图12：中钢协纳入统计企业月度利润对比（单位：亿元）



资料来源：中钢协，国信证券经济研究所

2009 年产能过剩使行业面临挑战

全球共度经济难关

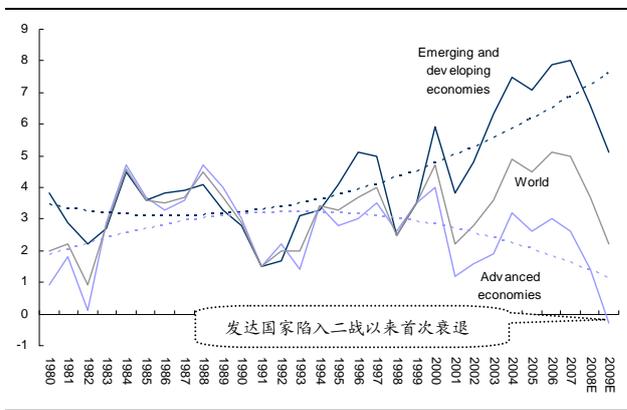
全球经济衰退已成定局，国内也难以幸免。国际货币基金组织(IMF)在其最新发布的 World Economic Outlook 中预测 2008 年全球经济增长率只有 3.7%，较 2007 年下降 1.3 个百分点，而 2009 年全球经济增长率将进一步下降至 2.2%。发展中国家及新兴经济体 2008、2009 年增长率分别只有 6.6%和 5.1%，中国 2009 年增长率为 8.5%，印度、独联体、中东经济增长率都面临大幅度的下滑；而发达国家 2009 年经济增长率为-0.3%，其中美国为-0.7%，欧元区为-0.5%，日本为-0.2%，英国为-1.3%。这是二战以来发达国家经济首次出现负增长。救市政策此起彼伏，全球共度经济难关。

表 1: IMF 对全球经济增长率的预测 (%)

	2006	2007	2008E	2009E
发达国家	3.0	2.6	1.4	-0.3
美国	2.8	2.0	1.4	-0.7
欧元区	2.8	2.6	1.2	-0.5
日本	2.4	2.1	0.5	-0.2
英国	2.8	3.0	0.8	-1.3
其它发达国家	4.5	4.7	2.9	1.5
发展中国家及新兴经济体	7.9	8.0	6.6	5.1
非洲	6.1	6.1	5.2	4.7
中欧&东欧	6.7	5.7	4.2	2.5
独联体	8.2	8.6	6.9	3.2
中国	11.6	11.9	9.7	8.5
印度	9.8	9.3	7.8	6.3
中东	5.7	6.0	6.1	5.3
全球	5.1	5.0	3.7	2.2

资料来源: IMF, 国信证券经济研究所

图 13: 全球经济增长走势 (%)



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所

国内粗钢需求下滑 3%左右

我们将 GDP 的增长与粗钢表观消费的增长做相关性分析(表 2), 并进行线性回归, 通过假设 GDP 增速来测算了 2009 年我国粗钢表观需求量增速。根据我们计算, 在分别假设 2009 年我国经济增长率为 8%、8.5%、8.8%的前提下, 我国粗钢表观消费量将分别下降 6.3%、4.2%、2.9%。根据我们宏观小组对 2009 年 GDP 增长做出的 8.8%的预测, 我国 2009 年我国粗钢需求在 4.35 亿吨左右, 同比下降近 3%。

钢材出口下降 25%左右

国际经济环境的恶化业将对我国钢材出口产生重大影响。2008 年 1-10 月我国钢材出口、进口分别达到 5314、1347 万吨, 从第四季度情况来看, 国内钢铁企业出口订单下滑幅度在 50%左右。预计 2008 年全年钢材出口、进口分别为 6100、1500 万吨。2009 年出口仍将是困难的一年, 预计 2009 年全年我国钢材出口 4500 万吨左右, 较今年下降约 1500 万吨, 降幅达到 25%。由于进口部分钢材仍然是国内比较短缺的钢材, 预计明年进口量将不会有太大变化。

产量同比减少 4.5%

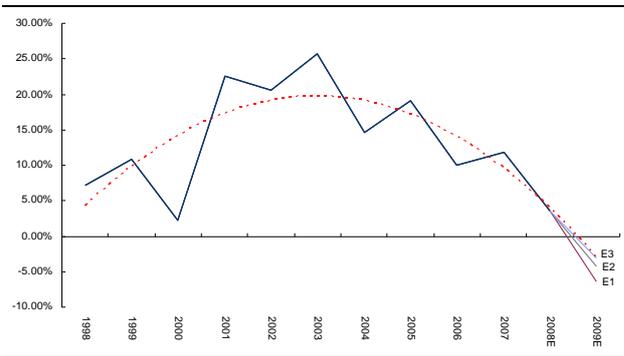
综合国内需求、进出口情况, 预计 2009 年我国粗钢产量预计在 4.7 亿吨左右, 同比减少 4.5%, 将是我国近 20 年来首次负增长。

表 2: 钢材表观消费量与 GDP 等增速走势及预测

	粗钢消费量	GDP	全社会 FAI	城市 FAI
1998	7.16%	7.80%	13.89%	17.18%
1999	10.77%	7.60%	5.10%	5.52%
2000	2.28%	8.40%	10.26%	10.49%
2001	22.51%	8.30%	13.05%	14.41%
2002	20.55%	9.10%	16.89%	18.29%
2003	25.70%	10.00%	27.74%	29.09%
2004	14.70%	10.10%	26.83%	28.85%
2005	19.03%	10.40%	25.96%	27.22%
2006	9.98%	11.10%	23.91%	24.33%
2007	11.87%	11.40%	24.84%	25.81%
2008E	3.60%	9.50%	15.00%	15.50%
2009E1	-6.30%	8.00%	16.45%	17.00%
2009E2	-4.20%	8.50%	17.45%	18.00%
2009E3	-2.90%	8.80%	18.45%	19.00%

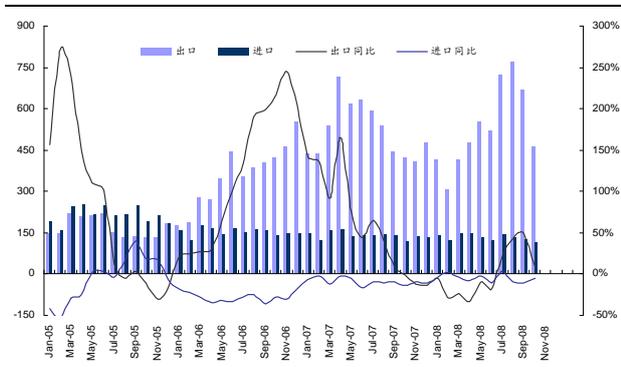
资料来源: 国信证券经济研究所

图 14: 不同假设条件下估算出的粗钢表观消费量增速



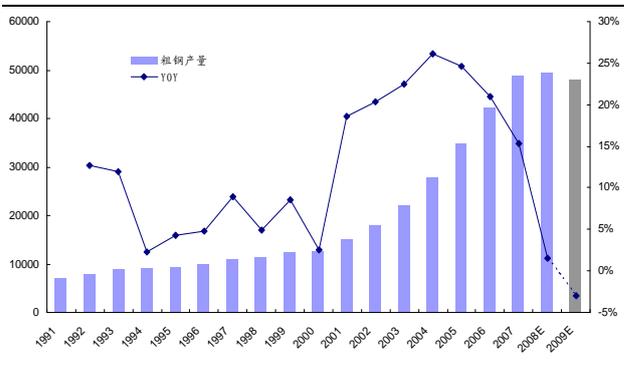
资料来源: 国信证券经济研究所

图 15: 我国钢材进出口走势 (单位: 万吨)



资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 16: 我国粗钢产量走势 (单位: 亿元)



资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

产能过剩使行业面临挑战

按 4.7 亿吨的粗钢生产水平来看, 我国钢材产能过剩将非常突出。根据我国 6 月份日生产水平计算, 我国生铁、粗钢、钢材年生产能力已经分别达到 5.3、5.7、6.5 亿吨, 加上年内陆续建成的项目, 生铁、粗钢、钢材产能将分别增加 3000 万吨左右。而按照目前再建和已投产产能计算, 2010 年我国钢铁综合生产能力将达到 6.65 亿吨。因此, 2009 年至少有 1.3 亿吨的过剩粗钢产能, 到 2010 年预计过剩产能有 1.5 亿吨左右。

当然, 预计 2009 年我国钢铁落后产能淘汰力度也将加大, 一方面政府主导下的河北钢铁集团、山东钢铁集团、鞍本集团的整合将加速, 这有利于落后产能的淘汰, 另一方面行业利润率下滑, 一些比较弱小的企业将会被自然淘汰出局, 综合来看 2009 年我国钢材剩余产能也有 9000 万吨左右。这些过剩的产能将使行业面临严峻的挑战。

表 3: 国内钢铁产能统计 (单位: 万吨)

	2007年	2008年E	2009年E
生铁产能	49388	56000	53000
同比增速	6.85%	13.39%	-5.36%
粗钢产能	50146	60000	56500
同比增速	9.12%	19.65%	-5.83%

钢材产能	64140	68000	64000
同比增速	11.35%	6.02%	-5.88%
钢材产量	56560	57000	54435
同比增速	20.62%	0.78%	-4.50%
钢材出口	6265	6100	4500
同比增速	45.66%	-2.63%	-26.23%
钢材进口	1687	1550	1500
同比增速	-8.86%	-8.12%	-3.23%
产能过剩	7580	11000	9565

数据来源：国信证券经济研究所

积极的财政及货币政策改善行业生存环境

财政、货币、行业三方相继出台宽松政策

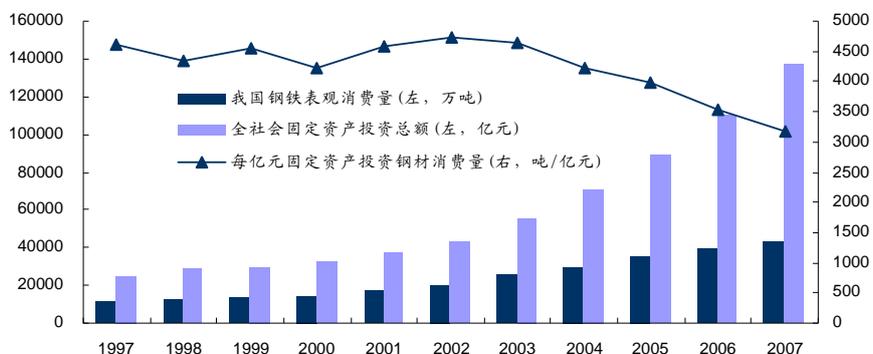
为抵御国际经济环境对我国的不利影响，我国的财政政策和货币政策双双转向，从“稳健的财政政策和从紧的货币政策”变为“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，并推出了在未来两年投资 4 万亿的经济刺激方案，主要集中在保障性安居工程、农村基础设施建设、铁路公路和机场等重大基础设施建设等十大领域，并连续降息以减轻投资负担。

加大投资将有助于改善钢铁的需求环境。按每万亿元固定资产投资消耗粗钢 3170 万吨、4 万亿中 80% 用于固定资产投资来计算，此次刺激政策需求粗钢约 1 亿吨，保守估计新增量在 2600 万吨左右，即每年至少新增 1300 万吨需求。

目前地方政府已经报出了 18 万亿的投资总额，尽管这当中不确定性非常大，但是也表明了各地政府的投资预期，国家推出的刺激效果将大于 4 万亿元。这增出来的份额，将直接转化为钢材需求，成为钢铁行业的希望之一。

但由于政策的立足点更主要是着眼于长期持续的增长，因此，短期的影响十分有限，而且，政策的效应通常要滞后 3-6 个月，政策对钢材的拉动需要在 09 年下半年才能逐渐体现。

图 17：我国钢材进出口趋势（单位：万吨）



数据来源：Custeel，国信证券经济研究所

表 4: 利好钢铁行业政策

	政策简要	刺激效果
财政政策	<p>计划在两年内采取 10 项措施, 投资 4 万亿元人民币, 扩大内需, 促进经济增长。具体 10 项措施是: 加快建设保障性安居工程、加快农村基础设施建设、加快铁路公路和机场等重大基础设施建设、加快医疗卫生文化教育事业、加快生态环境建设、加快自主创新和结构调整、加快地震灾区灾后重建各项工作、提高城乡居民收入、加大金融对经济增长的支持力度。</p>	<p>按每万亿元固定资产投资消耗粗钢 3170 万吨, 保守估计将每年新增 1300 万吨钢材需求。</p> <p>投资的效果需要 3 至 6 个月之后才能体现出来。</p>
货币政策	<p>2008 年 9 月 16 日、10 月 8 日、10 月 29 日、11 月 27 日, 连续 4 次降息, 存贷款基准利率累计下调了 1.89 个百分点。</p>	<p>钢铁行业 28 家上市公司利息支出减少 45 亿, 全行业累计利息支出减少 100 亿左右。全社会累计减少企业利息支出 2500 多亿, 减少利息收入 1300 多亿, 两者相差为企业带来 1200 亿的收入, 为投资减轻负担。</p>
行业政策	<p>从 2008 年 12 月 1 日起取消 67 个税号的钢铁产品出口关税, 包括所有热轧板卷、热轧中厚板、大型型材(包括大型 H 型钢), 大部分钢丝, 所有焊管, 有关税的合金钢板、合金钢窄带、合金钢条杆等, 对 200 系列不锈钢、螺纹、线材、棒材、中小型型材等 25 个税号钢材继续征收原出口关税。</p>	<p>支持企业出口, 有利于缓解行业生存环境, 预计后期仍将有进一步的出口退税政策出台。</p>

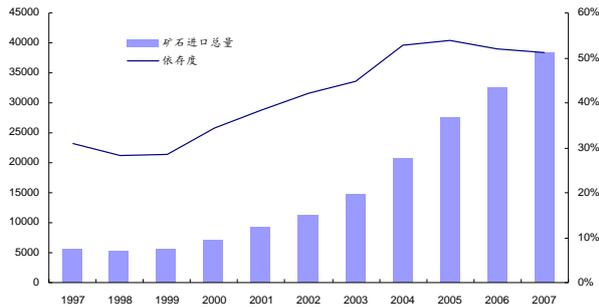
资料来源: 国信证券经济研究所

铁矿石买方地位上升, 长协价可有 35%左右的下调空间

近几年, 围绕着铁矿石长协价格, 国内外买卖双方多次交锋, 但每次都均以买方妥协告终, 价格是连续上涨, 使钢铁生产企业经营压力越来越大, 但由于矿石卖方三家 70% 矿石资源垄断, 钢铁企业在谈判中一直处于弱势和无奈的境地。从 2002 年-2008 年, 矿石进口量增长了 3 倍, 而矿石价格却增长了 5 倍。2008 年长协价格更是上涨了 80% 左右。这主要与中国和新兴经济体工业化进程加速, 钢产量快速增长密接相关。当然, 更主要是与中国钢铁行业大而散, 集中度低的生产格局有关, 如何摆脱这一尴尬的局面, 一直困扰着广大钢铁企业的经营者们。始料不到的是, 突如其来的全球性经济危机, 导致供需形势急转直下, 现货价格却大大低于长协价格, 致使原来大量买入长协价格铁矿石的企业, 特别是重点钢铁

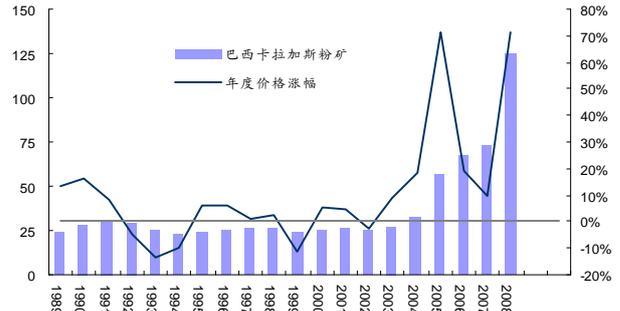
企业大量高价矿石对应着市场低迷的钢材价格，使生产十分被动，立刻陷入亏损的局面。从目前的全球经济前景以及中国的经济形势分析，钢铁产能将在一定阶段处于过剩的局面，限产或缓建新的项目，以及落后产能的淘汰，都将预示未来一个阶段，钢产量将是负增长。因此，未来矿石谈判的结果显得扑朔迷离，是否就此将改变买卖双方谈判的地位，我们认为，全球经济的衰退和中国经济的放缓都将使钢产量大幅下降，从而使铁矿石买方地位将逐渐上升。

图 18: 我国铁矿石产量及进口量走势 (单位: 万吨)



资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 19: 历年长期合同矿价格及涨幅 (单位: 美元/干吨度)

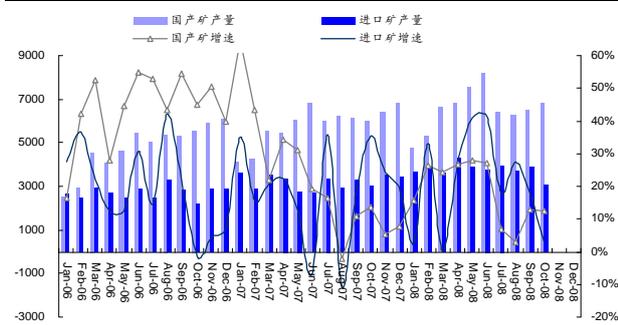


资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

在铁矿石需求方面,按照我们之前 2009 年 4.7 亿吨粗钢产量计算,我国 2009 年生铁产量大概为 4.5 亿吨, 预计需要铁矿石 7.2 亿吨。

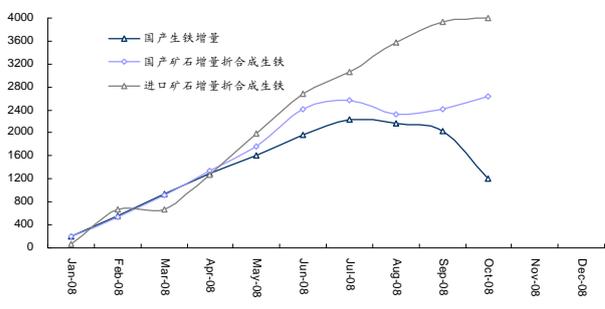
在铁矿石供给方面,首先 1-10 月生铁同比只增长了 2.5%, 而同期我国自产、进口铁矿石增速分别达到 19%、20%, 目前有大概 1 亿吨左右的矿石压港。此外, 根据目前国内矿山规划产能, 国产原矿理论上能够达到 8.9 亿吨, 由于矿石价格下跌部分矿山企业减产停产, 2009 年国产原矿可能在 7.8 亿吨左右, 折合入炉矿 3.4 亿吨。因此, 理论上只需要进口 2.8 亿吨铁矿石即可以满足明年需求, 同比 08 年下降 26%。但是, 三大矿山企业的产量却并没有减少。根据我们的统计, 在考虑减产之后, 淡水河谷、力拓、必合必托公司 2009 年铁矿石生产仍分别有 8%、15%、15% 左右的增长, 而 FMG 公司也计划将其铁矿石产量由 2008 年的 4500 万吨提高到 2009 年的 8500 万吨。因此, 我们分析铁矿石供应将远大于需求

图 20: 我国铁矿石产量及进口量走势 (单位: 万吨)



资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 21: 生铁增量 vs. 铁矿石增量折合生铁 (单位: 万吨)



资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

另外从当前价格水平来看, 考虑 20 美元/吨的海运价格, 我国从巴西、澳大利亚进口矿石平均价格在 890 元/吨, 而天津 63.5% 进口印度矿价格才 580 元/吨, 唐山地区 66% 铁精粉也才 730 元/吨, 价格倒挂。因此, 一个基本的假设是 2009 年长期合同矿价格将下跌到目前现货水平, 按照目前印度矿价格计算长期

合同矿价格应该有 35%左右的下跌空间。

焦炭方面，目前焦炭价格在 1100 元/吨左右，而其成本大概为 300 元/吨左右。我们认为在宏观经济下行的背景下，焦煤行业的高额利润使不可维持的，仍将继续下跌，预计其价格可下降到 800 元/吨左右，降幅为 33%。

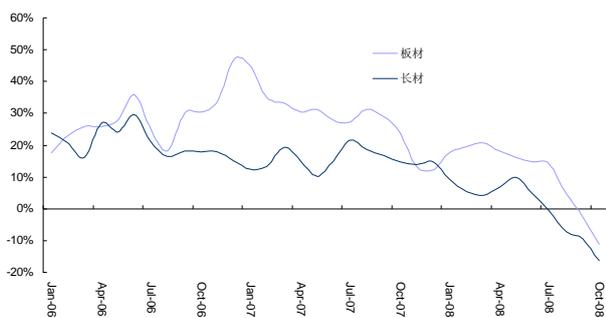
行业底部年初确立，并将从低迷中回升

钢材价格将逐渐筑底趋稳，板材价格压力较大

由于美国的金融风暴导致全球经济危机，使全球经济严重衰退，中国尽管自身环境相对封闭，但影响也同样严峻，9 月份以后，房地产、制造业等主导行业需求急剧下降，从而导致钢材价格高台跳水，大部分钢材价格都跌到成本以下，生产难以为继。伴随着钢材需求的严重下滑，铁矿石、焦炭等原材料价格也相继大幅下降，整体钢材的价格水平已跌到 2007 年初的水平，并已基本在成本线附近，因此，我们认为钢材价格已基本接近底部，目前，从成本上看，焦煤的价格仍然较高，仍有继续下跌的空间；此外，从国际市场上看，CRU 价格指数仍在下行过程中，综合分析，我们预计国内的钢材价格在 08 年底或 09 年初仍有 15% 左右的下跌空间。要关注三个关键点：一个是焦煤价格的调整；另一个是长协铁矿石价格的调整，其次是下游需求在政策影响下回升，都将造成价格波动。

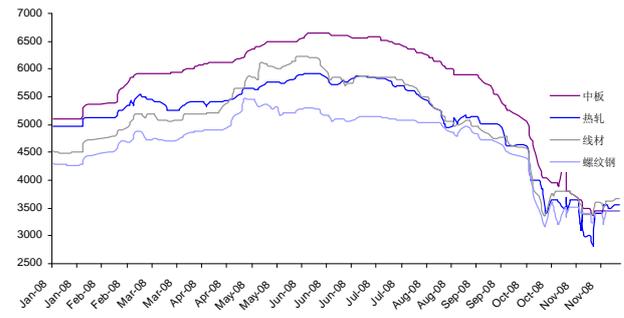
就钢材品种而言，长材价格整体表现要好于板材价格。由于长期以来，钢铁行业不切国内消费结构实际的过度追求提高“板管比”，致使大部分重点钢铁企业纷纷争相上马板材，特别是热轧板生产线，从而使板材的生产能力快速增长，有数据表明，近几年板材类产品的年增长率为 30% 多，而线材等长材类产品增长不到 10%。因此，在需求急剧萎缩的形势下，板材类产品产能过剩的压力更大，相比而言，螺纹钢等长材产品近几年基本处于打压或淘汰的境地，因此，在拉动内需，重点扩大基础设施建设，灾后重建，农村建设等都将大量需要长材类产品，而使得螺纹钢、线材等产能相对偏紧，在价格上，长材的表现就优于板材，2009 年我国基础设施建设、保障性住房建设等主要集中集中在长材领域，而汽车、家电等板材使用领域增速的快速下滑将给目前已经过剩的板材产能带来更大的压力。因此，热轧板在价格上压力较大。

图 22：我国长材及板材产量增速走势（单位：万吨）



资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

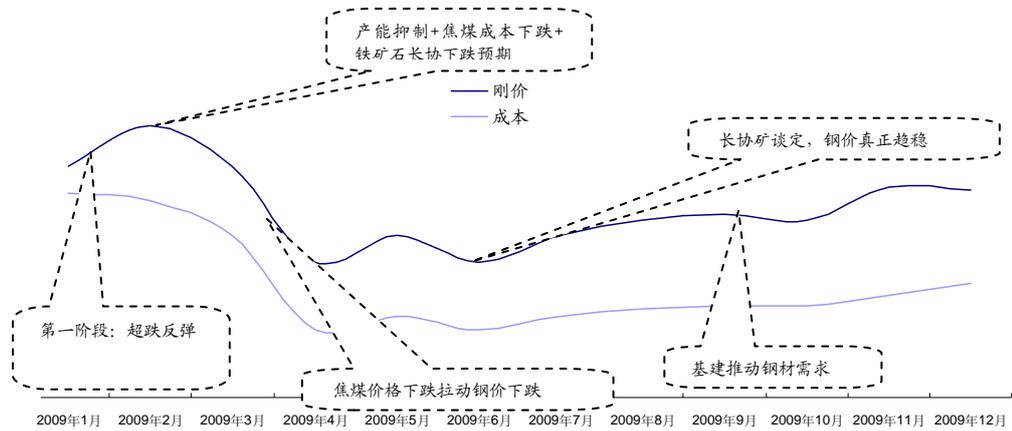
图 23：热轧、中板、线材、螺纹钢价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

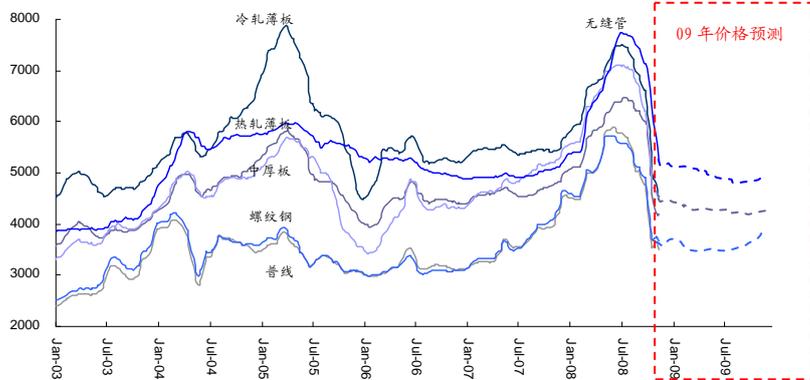
目前，国家宽松的政策环境，使钢铁行业的生存压力大大改善，扩大投资，拉动内需都将在长期上支持钢铁行业的发展。但政策效应真正要在 2009 年二季度前后逐渐显现，届时，将促使钢材价格从低迷中回升。但由于需求下降，产能过剩的现实，加上原料成本也大幅下降，整体钢材价格大幅上涨的可能性不大。

图 24: 对 09 年钢铁价格运行形势的初步判断



数据来源: 国信证券经济研究所

图 25: 2009 年国内分品种钢材价格走势预测 (单位: 元/吨)



数据来源: Custeel, 国信证券经济研究所预测

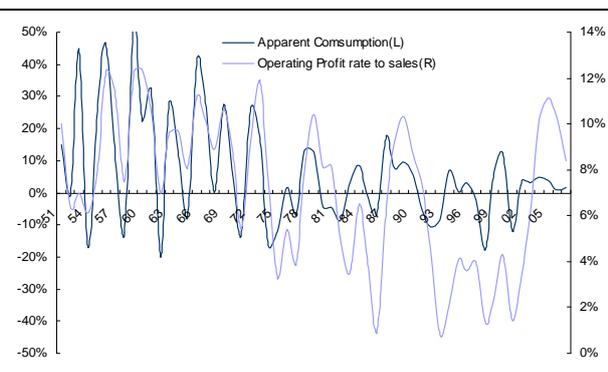
二季度后行业盈利将逐渐回升

钢铁行业作为强周期性行业，其运行形势将不可避免地随着宏观经济形势的变化而发展。从日本过去 60 年钢铁消费情况来看，钢材表观消费增长率、钢材消费利润率、GDP 增长率保持高度相关性。就我国 2009 年的情况来看，根据我们对未来行业的运行趋势分析，我们认为二季度行业赢利能力将有所回升。08 年 10 月份，在经济危机和信心倍受打击的形势下，行业高台跳水，一度跌入低谷，在高价原料和产成品库存大量积压和钢材价格急跌的影响下，钢铁面临全行业亏损。这将持续影响到 4 季度的盈利状况也十分悲观，大量的库存会形成大量的坏帐，我们从三季度上市公司统计分析，A 股 26 家普钢公司 2008 年第三季度季报库存累计为 2358.12 亿元，同比增加了 985.58 亿元增幅为 72%，环比增加了 306 亿元增幅为 15%。因此，行业 4 季度的盈利状况当属最差。在国家连

续的积极刺激政策影响下，行业的生存环境将显著改善。消化高成本原料及产品库存要持续到1季度前后，个别长单协议矿较少的公司，年底基本可以库存消化完；此外，钢材价格虽然已接近底部，但由于焦煤仍有进一步下降空间，也会带动钢价走低；再有，从品种结构看，螺纹钢等长材类产品盈利状况要好于板材类产品，因此，长材类公司的盈利能力相对好些；综上，行业底部将在年初确立，二季度将从低迷中逐步回升；随着基础设施建设的推进，而政策的效应要之后3-6个月；下半年我国钢材消费增长率将明显好于上半年，而且由于上半年长协矿石价格至少要持续到4条月份，甚至6月份（合同规定）。所以上半年成本仍将相对高位，而下半年预计长协矿价格将会下降，因此，钢铁企业的销售利润率在二季度以后将逐步提高。总之，2009年各种原燃料成本都将处于较低水平，这也为未来钢铁企业的盈利打下好的基础，

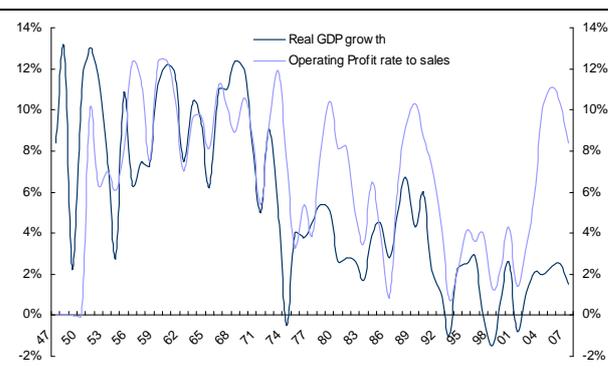
政府刺激投资计划在长期内虽将提振钢铁，但短期却无法改变经济危机带来的产能过剩现实；因此，行业将在未1-2年内将处于微利运营状态，钢材消费利润率整体提升的幅度有限。

图 26: 日本钢铁消费增长率与销售利润率的相关性



资料来源：国信证券经济研究所

图 27: 日本钢铁销售利润率与 GDP 增长率的相关性



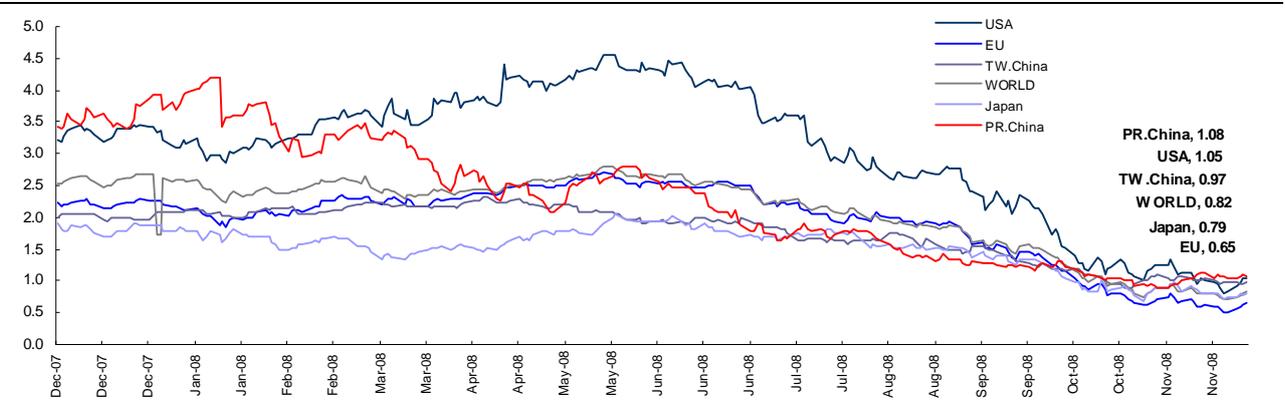
资料来源：国信证券经济研究所

投资策略

行业估值已进入合理区域，上调行业全年的评级为“谨慎推荐”

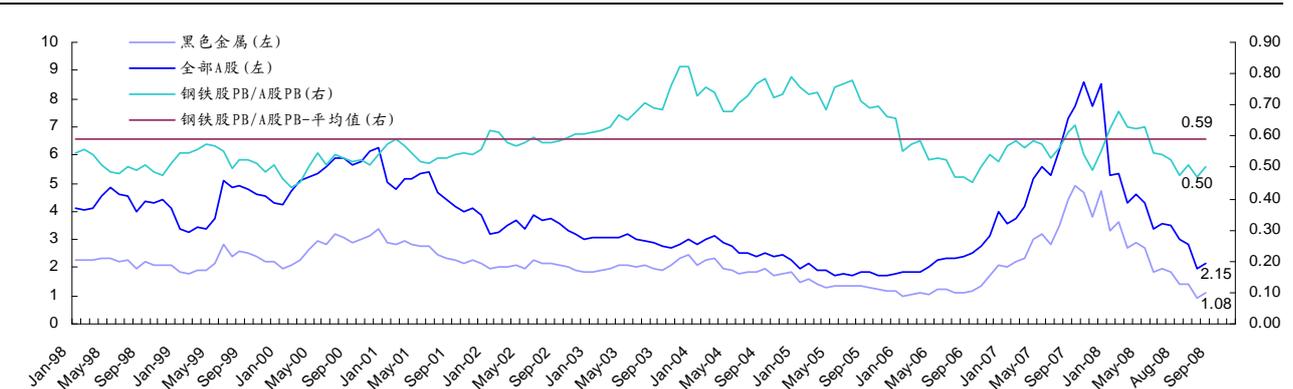
虽然经济下滑的趋势难以改变，钢铁需求不足，产能过剩的矛盾非常突出。但钢铁行业目前的整体估值 PB 已进入 0.8-1.0 的合理的安全区域，PE 已达到 6 倍左右；而且在国家主导的基建、电网建设、铁路建设、灾区重建等领域的投资将给钢铁行业带来一定的政策性机会。在政策驱动及环境显著改善的预期下，需求将逐步上升，钢材价格下跌趋稳，行业的底部将在年初确立，钢铁行业可以期待盈利改善的预期。综上分析，上调行业全年的投资评级为“谨慎推荐”。年报前以低配为主，1 季度后将逐步增加对板块的配置至少到标配。重点关注具有估值优势、政策惠及大及赢利稳健类公司：华菱钢铁、新兴铸管、武钢股份、鞍钢股份、重庆钢铁等。

图 28: 横向比较 - A 股钢铁板块 PB vs. 其他国家和地区钢铁板块 PB



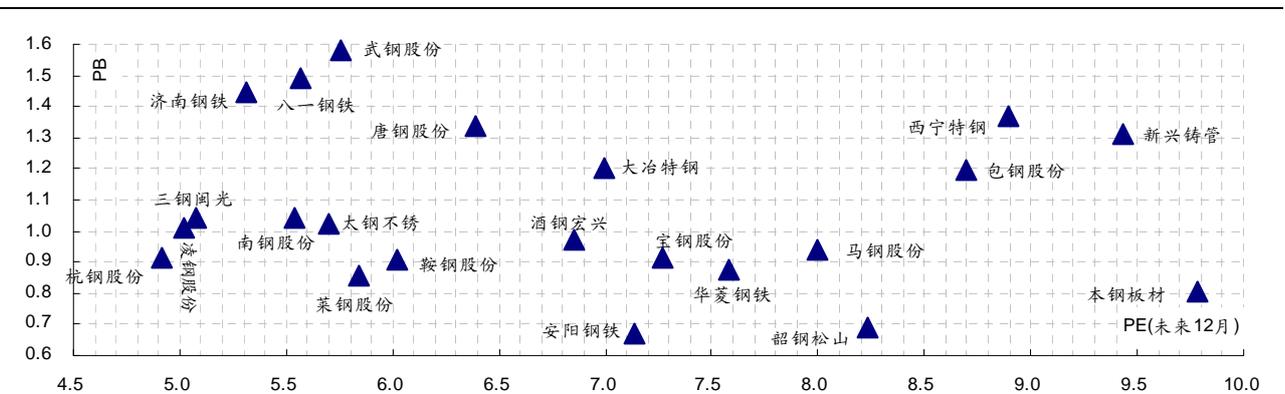
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 29: 纵向比较 - A 股 PB vs. 钢铁板块 PB



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 30: 钢铁行业上市公司估值水平



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

重点关注的上市公司

表 5: A 股钢铁行业重点上市公司评级与估值指标 (11 月 27 日, 元)

代码	名称	新评级	股价	PB		EPS				PE			每股净资产
				08Q3	08Q1-Q3	08	09	10	08	09	10	08Q3	
600005	武钢股份	谨慎推荐	5.97	1.58	0.92	1.02	0.80	1.00	5.85	7.46	5.97	3.78	
000898	鞍钢股份	谨慎推荐	7.31	0.91	1.14	1.23	0.85	1.20	5.94	8.60	6.09	8.07	
000932	华菱钢铁	谨慎推荐	4.74	0.88	0.45	0.49	0.33	0.47	9.67	14.36	10.09	5.40	
000778	新兴铸管	谨慎推荐	5.52	1.31	0.38	0.48	0.37	0.42	12.84	14.92	13.14	4.22	
601005	重庆钢铁	谨慎推荐	3.99	1.18	0.46	0.49	0.40	0.45	8.14	9.98	8.87	3.37	
600581	八一钢铁	中性	6.29	1.49	0.67	0.71	0.45	0.55	8.86	13.98	11.44	4.22	
600019	宝钢股份	中性	5.13	0.92	0.71	0.40	0.35	0.50	7.54	14.66	10.26	5.60	
600307	酒钢宏兴	中性	5.48	0.97	0.45	0.49	0.40	0.50	11.18	13.70	10.96	5.65	
000825	太钢不锈	中性	3.93	1.02	0.48	0.51	0.33	0.45	7.71	11.91	8.73	3.84	

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

投资风险

经济继续恶化的风险

我们对 2009 年钢铁行业前景判断最基本的依据是我国 GDP 的增长率假设为 8.8%。如果政府主导的经济刺激计划不能顺利进行, GDP 增速与我们的假设差别较大, 则钢材下滑将更加严重。

国际需求大幅下滑和贸易保护的风险

我国每年有 11%左右的钢材直接出口, 另外有 11%左右的钢材通过机电产品间接出口。在全球经济形势均大幅下挫的背景下, 国际需求下滑幅度有可能超出我们的预期, 同时各国也有可能出台一系列的贸易保护政策。如果我国出口环境恶化程度加大, 钢材需求将有较大幅度下滑

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 \pm 10%之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 \pm 5%之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有, 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。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
基础化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严平	电力行业高级分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 王军清
房地产行业分析师 陈林	银行业分析师 谈焱	银行业分析师 黄飙
保险行业分析师 武建刚	证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平
IT行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄茂	策略分析师 崔嵘
纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉
房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张如
基金分析师 杨涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456