

钢铁行业 2008 年第二季度投资策略

行业景气度持续上升挑战估值压力

刘保瑶 钢铁行业 研究员
电话: 020-87555888-161
eMail: lby@gf.com.cn

第一季度回顾——基本面与估值的较量

1、股价抗跌源自良好的基本面

08年一季度钢铁行业虽然再次遇到了国际铁矿石暴涨的冲击，但钢价的持续上涨，足以消化成本的压力，并进一步提升行业自身的盈利能力。行业盈利能力的上升为板块在资本市场的表现提供了坚实的基础。

2、股价回调则因相对估值压力

行业基本面虽好，但板块还是在估值相对优势减弱的情况下，出现了明显的回调。

第二季度前瞻——行业景气持续

根据历史数据的分析，我们认为国内钢铁行业二季度将处在全年景气度较高的时期，主要表现在以下方面：

一是钢价继续上涨；该时期工业的快速发展提供了旺盛的钢材需求，而同时钢材供应仍未达到顶峰，市场供需总体上是偏紧的。

二是铁矿石现货价格盘整或盘升；前期的大幅上涨存在一定的市场炒作成份，未来配合下一年度的价格谈判，铁矿石价格上半年将明显放缓上涨趋势，特别是二季度。

三是行业收益率总体呈上升趋势，并可能达到全年高点；钢价的上涨及成本的滞涨，为行业提升盈利能力提供了强有力的支持。

投资建议

我们给予钢铁行业二季度投资评级为买入，但需注意三季度景气度波动所带来超前反应。

至于个股，我们推荐的主题依然是关注成本、青睐增量，建议关注：西宁特钢、武钢股份、柳钢股份、宝钢股份等。

风险提示

国内外经济波动所带来的消极影响；铁矿石谈判的拖延；国内资本市场的估值变动。

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势

黑色金属冶炼及压延加工业(01030605)指数曲线图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-17.58%	-21.38%	33.51%
上证综指	-19.35%	-23.88%	24.79%

一季度回顾——基本面与估值的较量

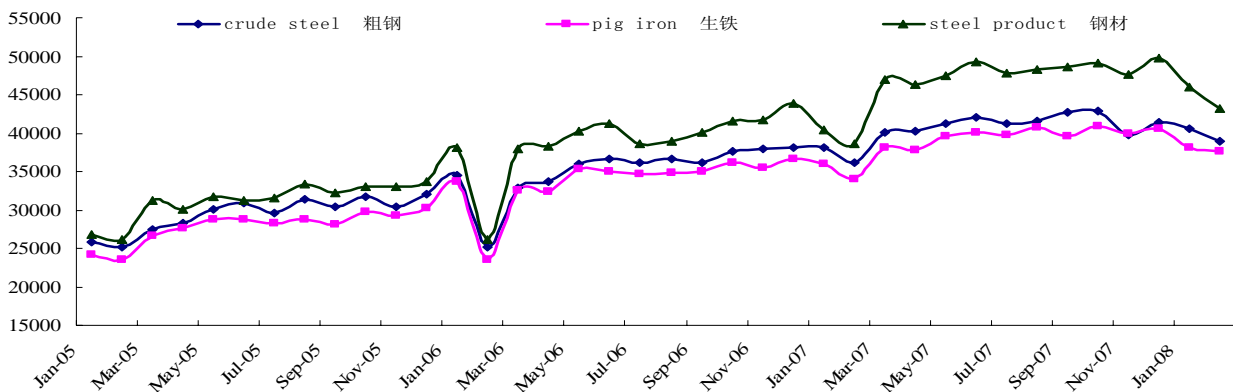
在大盘连续调整的一季度，钢铁板块的股价走势表现为先扬后抑。我们认为板块的表现已经反映了行业的基本情况。我们对此的解读为：钢铁板块的先扬后抑表现主要源于两点，行业短期基本面良好及相对估值优势下降。下面我们将从这两方面进行分析：

股价抗跌源自良好的基本面

自从07年四季度以来，国内铁、钢、材月度产量环比同时呈回落态势，同比增幅下降。之所以出现此情况，原因主要来自三方面：国内春节期间的雪灾、原材料价格居高不下和落后产能淘汰。考虑到国内未来供应增长趋势总体是趋降的，那么延迟产能同样有利于维护市场的供需动态均衡。

而从近年的数据也可以观察到，国内每年一季度，甚至是二季度，国内的钢铁产量都是全年较低水平，供应强度较弱。这是因为季节、节日以及企业检修等因素造成的。

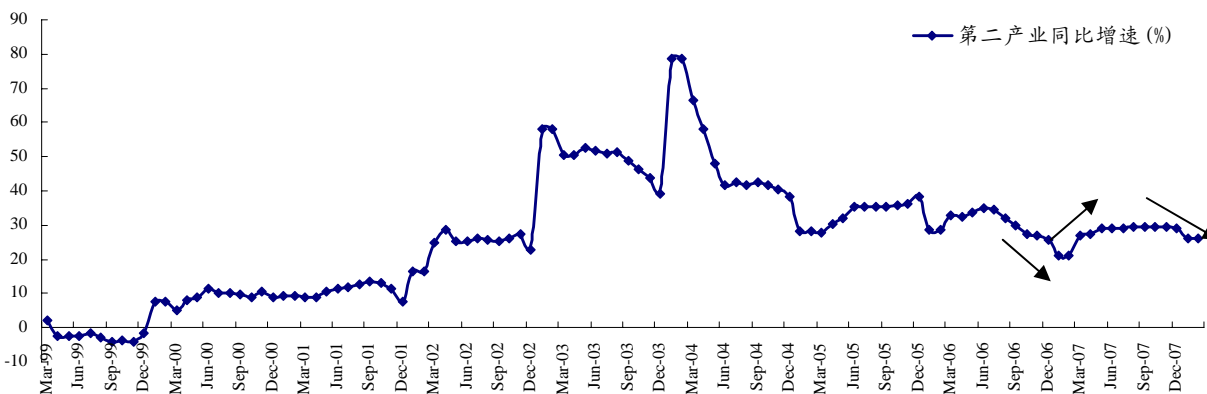
图1：05年至今我国铁、钢、材产量走势（单位：万吨）



数据来源：我的钢铁、广发证券发展研究中心

虽然国内经济在国家宏观调控及国际金融波动等多重因素的影响下增长有所放缓，但固有的增长惯性依然存在，至少短期国内经济依然可保持较快的增长的。这就为一季度旺盛的钢材需求奠定了基础。近十年的数据显示，国内一、二季度第二产业的同比增长都是全年最高的，该时期工业发展对钢材的需求强度达到全年顶峰。

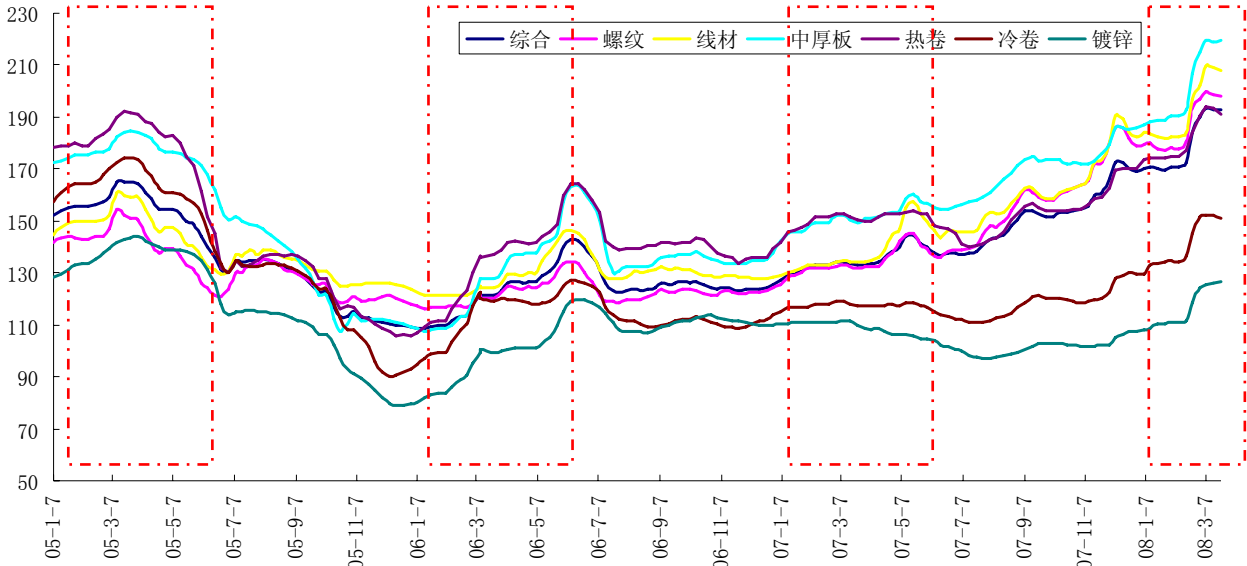
图2：国内第二产业同比增速（单位：万吨）



数据来源：聚源数据、广发证券发展研究中心

从上面供应及需求的简单分析中，我们可以了解到，国内钢材市场每年上半年基本全年供需最为紧张的时期，因此该时期几乎也是国内钢价最为强势的阶段。

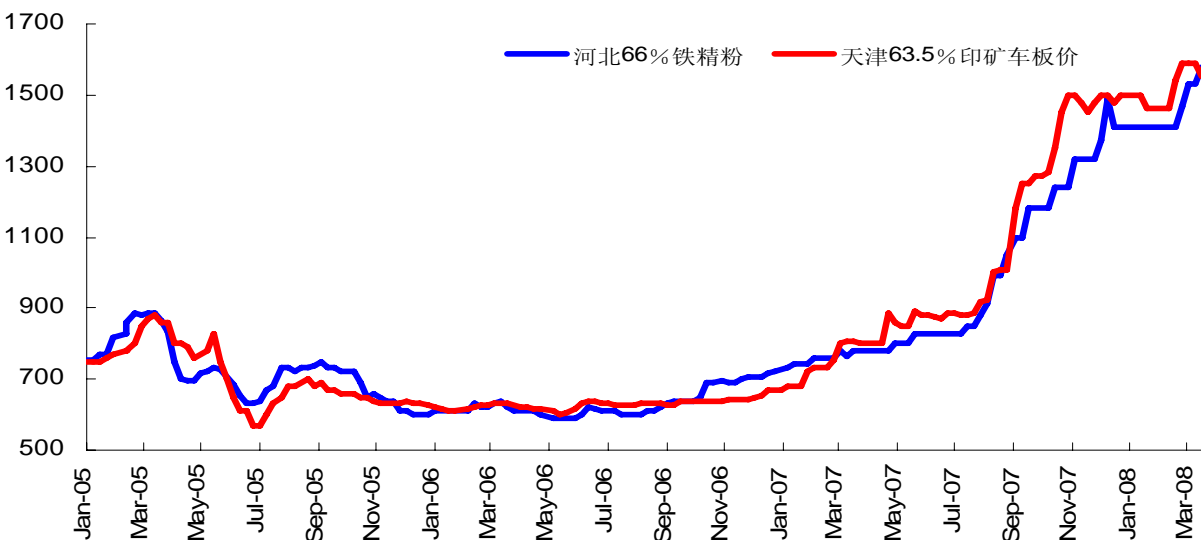
图3: 我国市场各主要产品的价格指数走势



数据来源: 我的钢铁、广发证券发展研究中心

而该时期，铁矿石等大宗原材料的涨势则出现滞涨。在铁矿石长期趋势上涨的时期，每年下半年国内铁矿石等原材料均因年底的国际铁矿石价格谈判而出现明显上涨现象，并于谈判尾声滞涨，从而进入上半年出现盘整阶段。

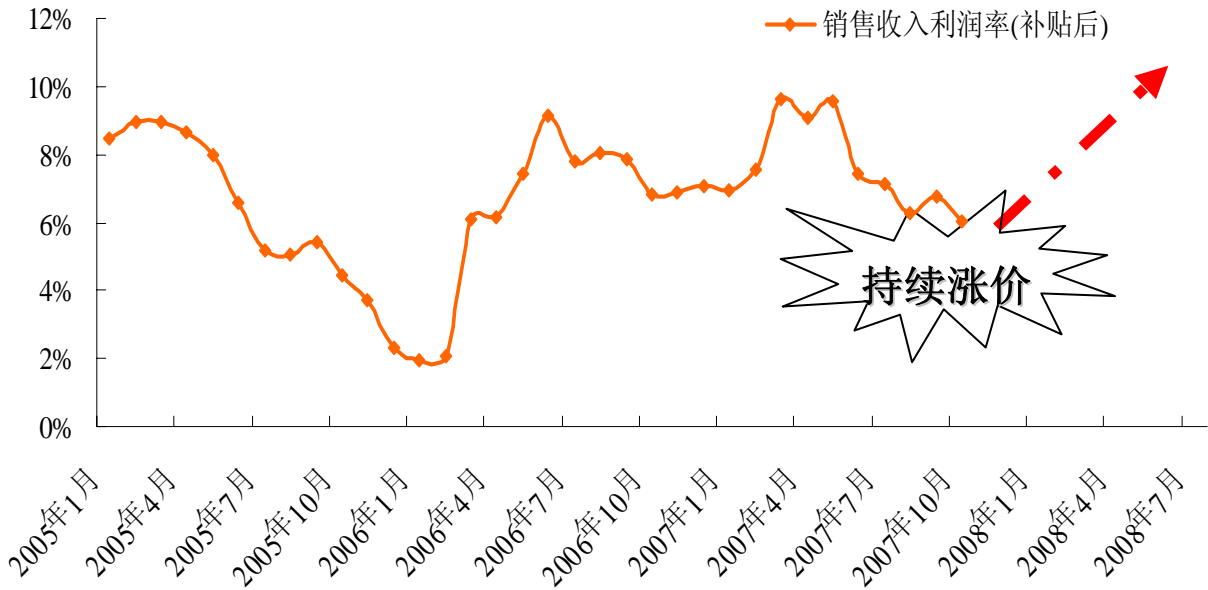
图4: 国内铁矿石现货价格走势 (单位: 元)



数据来源: 我的钢铁、广发证券发展研究中心

钢材价格的强势与原材料价格的盘整，恰恰为行业提供了较好的盈利空间。从近三年的历史数据可以看出，国内钢铁行业的销售收入利润率均在上半年达到全年高点，而一季度往往处在上涨阶段。

图5: 行业盈利能力走势



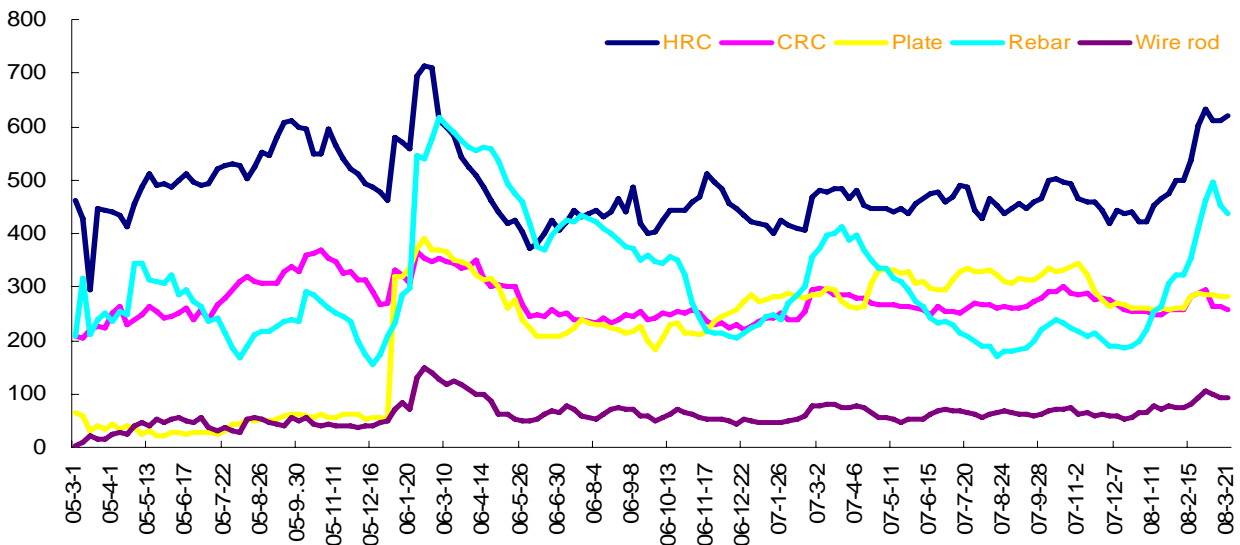
数据来源: 我的钢铁、广发证券发展研究中心

综上所述,我们就可以很清楚,08年一季度国内钢铁行业的基本面处在全年较好的时期。

虽然有国际铁矿石年度合约价大幅涨价的利空,但钢价的大幅上涨,完全可覆盖铁矿上涨所带来的成本增加。根据我们计算,国际铁矿石合约价上涨65%,行业相应增加的吨钢成本大约330元左右。而目前钢价同比涨幅均在35%以上,长材更是高达50%,足以涵盖成本上涨。

不过,我们也要注意近期上海库存初现的变化。08年3月热轧和螺纹钢库存的大幅增加,将带来短暂钢价调整。但我们认为不影响上半年总体向上的趋势。

图6: 近期库存走势(单位:万吨)



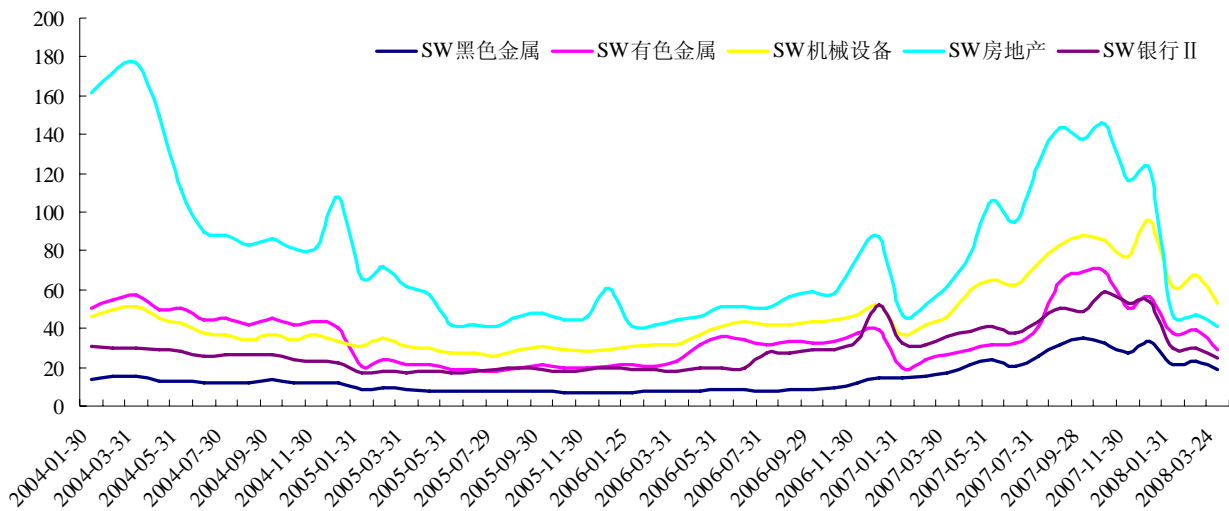
数据来源: 我的钢铁、广发证券发展研究中心

股价回调则因相对估值压力

从上分析，我们可大致了解到行业一季度的基本面处在不断改善的过程。那么，钢铁板块随后的回调压力来自哪个方面？我们认为主要是市场的相对估值造成了板块的明显回调。

众所周知，国内资本市场一直认为钢铁是周期性行业。虽然受益于我国工业化、城镇化进程，但与人民币升值的概念相比，钢铁股往往被机构投资者认为估值要明显低于银行、地产等板块。04年至今，钢铁板块的整体估值始终是权重板块中最低的。从各权重板块市盈率的走势中，我们可以看到，08年一季度钢铁板块与其它权重板块的估值迅速拉近。这就造成了市场对钢铁板块的估值分歧，而此前市场所认同的“钢铁板块估值低洼”一说无法获得广泛认可。可见，钢铁板块与其它权重板块的相对估值优势丧失是08年一季度末钢铁股回调的主要压力。

图7：申万分类的各主要权重板块自04年以来市盈率走势



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

相对估值优势的丧失及对市场未来走势的悲观，造成了市场资金在一季度末期明显流出钢铁板块。当然，国内外经济形势的不明朗促成投资者担忧钢铁行业的中长期发展空间。

但作为全球最大的钢铁生产与消费基地，我国的钢铁工业仍具有广阔的发展空间，主要体现在行业的资产质量改善及集中度提升方面。故即使我国钢铁行业的主要企业盈利能力略逊于国外的先进企业，但未来发展空间更大，成长性更好，理应享有更高的估值。

表1：全球主要钢铁企业的盈利能力及估值对比

名称	净资产收益率	营业毛利率	市净率	市盈率	预测本年市盈率
美国平均	35.80	10.55	5.03	14.83	12.65
UNITED STATES STEEL CORP	17.76	6.79	2.57	14.05	11.53
NUCOR CORP	29.62	15.38	5.44	15.04	12.68
AK STEEL HOLDING CORP	60.03	9.48	7.07	15.41	13.73
德国					
THYSSENKRUPP AG	22.68	7.15	1.79	9.35	8.48
荷兰					

ARCELORMITTAL	21.02	14.09	2.01	10.56	10.06
韩国					
POSCO	15.90	19.40	1.49	9.66	8.93
日本平均	14.81	25.28	1.47	12.04	10.27
KOBE STEEL LTD	14.32	10.37	1.64	15.14	9.32
YODOGAWA STEEL WORKS LTD	2.61	5.38	0.58	14.57	13.24
SUMITOMO METAL INDUSTRIES	21.15	23.13	2.56	12.92	9.35
OSAKA STEEL CO LTD	8.67	14.53	0.55	7.62	7.93
GODO STEEL LTD	11.12	11.42	0.63	13.88	12.47
JFE HOLDINGS INC	28.44	96.41	2.27	7.44	10.28
NIPPON STEEL CORP	17.36	15.70	2.08	12.72	9.31
印度平均	38.44	30.67	3.90	11.65	8.80
STEEL AUTHORITY OF INDIA	41.47	26.27	4.77	13.31	10.77
TATA STEEL LIMITED	35.40	35.06	3.03	9.99	6.82
中国台湾					
CHINA STEEL CORP	19.61	21.25	2.50	12.97	10.20
中国平均	18.76	9.79	2.93	16.20	15.22
HUNAN VALIN STEEL TUBE & -A	13.07	8.04	1.93	14.57	14.67
LAIWU STEEL CORPORATION	14.65	5.67	2.69	16.30	14.44
SHANXI TAIGANG STAINLESS-A	25.94	9.43	3.61	12.27	12.30
JINAN IRON AND STEEL CO LTD	27.56	6.93	3.66	15.19	14.20
TANGSHAN IRON & STEEL CO-A	16.34	8.38	3.31	17.06	15.42
BEIJING SHOUGANG CO LTD-A	8.21	3.97	2.45	30.60	25.41
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	16.63	12.91	2.69	16.05	16.40
ANGANG STEEL CO LTD-H	34.39	19.30	3.07	11.37	10.85
MAANSHAN IRON & STEEL-H	12.29	8.83	1.10	9.45	10.35
WUHAN IRON & STEEL CO LTD-A	18.52	14.42	4.78	19.16	18.18

数据来源: Bloomberg

第二季度前瞻——行业持续景气

根据历史数据的分析,我们认为国内钢铁行业二季度将处在全年景气度较高的时期,主要表现在以下方面:

- 1、钢价继续上涨;该时期工业的快速发展提供了旺盛的钢材需求,而同时钢材供应仍未达到顶峰,市场供需总体上是偏紧的。
- 2、铁矿石现货价格盘整或盘升;前期的大幅上涨存在一定的市场炒作成份,未来配合下一年度的价格谈判,铁矿石价格上半年将明显放缓上涨趋势,特别是二季度。
- 3、行业收益率总体呈上升趋势,并可能达到全年高点;钢价的上涨及成本的滞涨,为行业提升盈利能力提供了强有力的支持。

行业所存在的风险可能在于国内经济的总体情况。由于人民币升值加速、国外经济增长放缓等因素将造成国内机械、钢材等产品出口减少。而

国内经济增长减速也将是国内钢材需求增长下降。需求若出现明显疲软，钢价将有所调整。

此外，与澳大利亚铁矿石供应商的铁矿石谈判结果将会对行业造成短期冲击。在此过程中，国内进口铁矿供应可能不足，并造成现货价格再次明显波动，削弱行业的盈利能力。

投资建议

虽然国内钢铁行业二季度将处在全年景气度的高峰时期，但考虑到8月的奥运会影响，行业景气度可能出现短暂的明显回调。钢材价格及行业景气度二、三季度呈现先扬后抑的变化轨迹。因此，我们给予行业二季度投资评级为买入，但需注意三季度景气度波动所可能带来的超前反应。

在估值上，我们依然坚持钢铁板块整体上可享有15~20倍的动态市盈率，具有独特价值可享有更高的估值。毕竟我国是全球最大的钢铁生产和消费基地，行业发展的空间大，优质企业具有良好的成长性。

至于个股，我们推荐的主题依然是关注成本、青睐增量：

- 一、成本具有明显优势的个股：西宁特钢、宝钢股份；
- 二、增量具有显著增长的个股：武钢股份、柳钢股份。

表2: 重点公司业绩及投资建议 (单位: 元、倍)

	价格	EPS			PE			投资建议
		2006年	2007年E	2008年E	2006年	2007年E	2008年E	
宝钢股份	13.92	0.757	0.774	1.150	18.40	17.98	12.10	买入
武钢股份	15.81	0.497	0.818	1.280	31.80	19.33	12.35	买入
鞍钢股份	19.36	1.153	1.447	1.838	16.79	13.38	10.53	买入
柳钢股份	16.42	1.005	0.68	0.999	16.34	37.46	25.49	买入
西宁特钢	15.47	0.305	0.405	0.816	50.71	62.90	31.21	买入

数据基准日期：2008年3月24日

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风险提示

我们认为二季度行业投资风险在于三点：

- 1) 国内外经济波动所带来的消极影响，该影响将直接降低全球钢材需求，从而造成钢材价格疲软，削弱行业的盈利能力。
- 2) 铁矿石谈判的拖延。澳大利亚供应商企图修改议价规则，此过程将带来难以预料的铁矿现货价格波动，同样影响行业的盈利能力。
- 3) 国内资本市场的估值变动。国内市场整体的估值水平变动，直接影响行业的板块估值定位。特别是机构投资者若认为行业三季度景气度回调需回避，将造成板块二季度末期出现明显资金流出，板块估值下降。

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

黑色金属冶炼及压延加工业(01030605)	刘保瑶	2008-02-25
黑色金属冶炼及压延加工业(01030605)	刘保瑶	2007-07-06
黑色金属冶炼及压延加工工业 (01030605)	刘保瑶	2007-04-11
黑色金属冶炼及压延加工业(01030605)	刘保瑶	2007-02-05

广州

上海

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

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。