

## 期待二季度业绩

### 研究结论

- 一季度钢铁行业上市公司实现营业利润 190 亿元，同比增长 1.5%，净利润 151 亿元，同比增长 13.9%，虽然盈利增速已经大幅回落，由于受到雪灾影响和成本上涨压力，1 季度多数钢铁公司盈利基本符合预期，从钢价和成本趋势的对比分析，我们认为 2 季度钢铁公司的业绩更值得期待。
- 与 1 季度相比，2 季度主要钢铁公司成本上升明显，原因在于：2 季度起进口协议矿执行新合约价格；从 3 月起国内焦煤价格大幅上涨；进入 4 月海运费上涨明显。
- 与成本大幅环比上升对比，国内钢价上涨更为优异，我们分析表明，对于多数钢铁公司 2 季度的钢价上涨在覆盖成本后盈利能力明显扩大。
- 从估值分析，随着股价大幅上涨，钢铁的相对吸引力在下降。钢铁行业 2008 年动态 P/E 已经达 15 倍，与 A 股市场之间的估值比率接近 0.7，这已经接近了上次行业指数高点时的比率（2008 年 1 月），但从行业基本面趋势分析，短期内依然可看好的行业基本面或可继续提升钢铁行业与市场的估值比率。
- 结合估值因素，从未来 6 个月角度，我们对钢铁股的表现保持谨慎乐观，建议关注具备估值优势（综合 PE 和 PB）、盈利稳定和 2 季度具备业绩大幅提升的公司，推荐宝钢股份、华菱管线、大冶特钢、邯郸钢铁。
- **催化剂：** 宝钢 3 季度看涨的价格政策；良好的 2 季度盈利预期；国际钢价进一步上涨。
- **风险因素：** 需求回落；产量增长超预期；进一步加征出口关税。



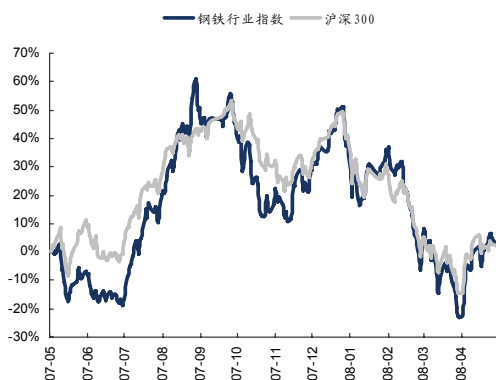
**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业资深分析师  
8621-63325888 x 6099  
yangbf@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)  
国家/地区 中国/A 股  
行业 钢铁  
报告日期 2008 年 5 月 20 日

### 行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	33.3	-24.7	3.2
相对表现 (%)	15.1	2.9	1.0

资料来源：WIND

### 重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS(E)	股价	评级
宝钢股份	0.73	1.05	13.11	买入
鞍钢股份	1.04	1.54	21.60	增持
武钢股份	0.83	1.25	16.38	增持
华菱管线	0.72	0.66	9.05	买入
大冶特钢	0.72	0.89	11.02	买入
邯郸钢铁	0.38	0.48	6.41	增持
济南钢铁	1.02	1.22	15.05	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 相关研究报告

《2008 年钢铁行业策略报告》 2007 年 12 月 22 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 一季报综述：符合预期

08年1季度钢铁行业上市公司（28家，下文同口径）实现营业收入2587亿元，同比增长30.7%；营业成本2237亿元，同比增长33.5%；营业利润190亿元，同比增长1.5%；净利润151亿元，同比增长13.9%；加权平均EPS 0.18元，同比增长3.1%。一季度行业粗钢产量同比增长8.7%，国内现货钢材均价同比上涨32.4%。

从季度环比分析，1季度钢铁上市公司营业收入环比增加5.7%，营业成本环比增加5.4%，营业利润环比增长32.2%，净利润环比增加23%，加权平均EPS环比增加28.2%。行业粗钢产量环比增长0.3%，钢价季度环比上涨14.3%。

### 我们对08年1季度分析如下：

- 1、钢价上涨是营业收入同比增长的主要驱动因素，由于成本大幅上涨，钢铁上市公司的营业利润基本与去年持平，而由于税率调整，净利润仍然同比明显增长。
- 2、08年1季度国内部分区域受到雪灾的明显影响，这一方面使部分企业原材料采购和钢铁产量受到影响，另一方面少数企业因此损失严重，例如华菱管线。雪灾是08年1季度钢铁行业正常盈利受到明显负面影响。
- 3、环比看，1季度钢铁公司利润环比增加显著，原因在于钢价的上涨超过成本上涨和所得税率的调整，从粗钢产量看，1季度环比几乎没有增长。
- 4、从销售毛利率看，1季度同比小幅下降，而环比略有增加，我们认为钢价大幅上涨是毛利率同比下降的主要原因，而同比吨钢盈利能力基本保持。
- 5、分公司看，在我们跟踪的重点公司中，宝钢股份、马钢股份、华菱管线一季报高于预期，而太钢不锈低于预期。

**表 1：钢铁行业 1 季度数据**

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	Q1 季度同比	Q1 季度环比
销售毛利率	14.29	15.52	13.21	12.13	12.65	-1.64	0.52
ROE	4.20	5.40	3.68	3.17	3.90	-0.30	0.73
营业收入	1978	2214	2369	2448	2587	30.7%	5.7%
营业成本	1691	1865	2051	2142	2257	33.5%	5.4%
营业利润	187	230	170	143	190	1.5%	33.2%
净利润	133	169	122	123	151	13.9%	23.0%
加权平均 EPS	0.175	0.220	0.152	0.141	0.180	3.1%	28.2%
粗钢产量	11441	12374	12555	12393	12432	8.7%	0.3%
钢材均价	3988	4086	4217	4621	5282	32.4%	14.3%

资料来源：东方证券研究所

## 期待 2 季度业绩

虽然盈利增速已经大幅回落，由于受到雪灾影响和成本上涨压力，1 季度多数钢铁公司基本符合预期，从钢价和成本趋势的对比分析，我们认为 2 季度钢铁公司的业绩更值得期待。

### Q2—Q1：成本上升显著

与 1 季度相比，2 季度主要钢铁公司成本上升明显，推动因素主要集中于三点：1) 2 季度起进口协议矿执行新合约价格，进口协议矿比例高的公司矿石成本环比上升明显。2) 随着 08 年国际焦煤合约价格涨幅 200% 的落地，从 3 月起国内焦煤价格大幅上涨，我们预计优势钢铁公司焦煤采购价格 2 季度环比上涨 300 元/吨以上。3) 进入 4 月海运费上涨明显。

对于现货采购原材料的小钢铁公司，2 季度成本涨幅相对较小，因为现货矿石价格变动不大，成本上升主要由于现货焦炭价格的上涨。

宝钢股份由于矿石全部为进口协议矿，其季度矿石上涨最大，武钢涨幅比宝钢小；鞍钢由于 75% 矿石来自于母公司关联交易，其大部分矿石成本在 08 上半年已经锁定，其成本环比涨幅最小。

另外，由于石油、煤炭等能源价格上涨，2 季度国内电力成本、铁合金、燃气等价格也会明显上涨，成为钢铁公司成本其他推动因素。

表 2：成本季度环比分析

	单位	08Q1	08Q2E	Q2-Q1	不含税	吨钢成本变动
国内现货矿	元/吨	1475	1550	75	66.4	106.2
印度现货矿	美元/吨	197	190	-7	-48.3	-77.3
合约铁矿石	美元/吨	50	82.5	32.5	224.3	358.8
巴西-中国	美元/吨	65.9	90.2	24.3	167.7	273.3
西澳-中国	美元/吨	26.3	35	8.7	60.0	97.8
废钢	元/吨	3404	3600	196	167.5	13.4
焦炭	元/吨	2059	2650	591	523.0	261.5
汇率		7.16	6.9	-0.26		
	铁矿石	海运费	废钢	煤炭	其他	合计
优势钢铁	346	37	13	157	50	603
中等钢铁	283	130	13	183	50	659
小钢铁	106		13	262	50	431
宝钢	346	37	13	157	50	603
武钢	242	65	13	157	50	527
鞍钢	104	56	13	157	50	380

资料来源：东方证券研究所

### Q2—Q1：钢价大幅上涨，吨钢盈利扩大

与成本大幅环比上升对比，国内钢价上涨更为优异，我们分析表明，对于多数钢铁公司 2 季度的钢价上涨在覆盖成本后盈利能力明显扩大。

从季度现货均价角度分析，线材和中板环比上涨最为显著，螺纹钢和冷轧次之，综合看现货钢价涨幅基本可以覆盖中小钢铁公司成本上涨，对建筑钢材产品而言，中小钢铁公司吨钢盈利环比明显扩大。

对以板材为主的龙头钢铁而言，因为其价格调整相对滞后，2 季度产品售价环比上涨更为显著，热轧和冷轧板卷产品环比涨幅约 800 元/吨，在覆盖成本后，吨钢盈利明显扩大，其中鞍钢股份因为成本涨幅小，吨钢盈利扩大最为明显。

**表 3：季度钢价环比分析**

	线材	螺纹钢	中板	热轧板卷	冷轧板卷
2008Q1 价格	4808	4736	5536	5194	6139
2008Q2E 价格	5858	5590	6508	5830	6958
Q2-Q1	1050	854	972	636	818
Q2-Q1(不含税)	897	730	831	544	699

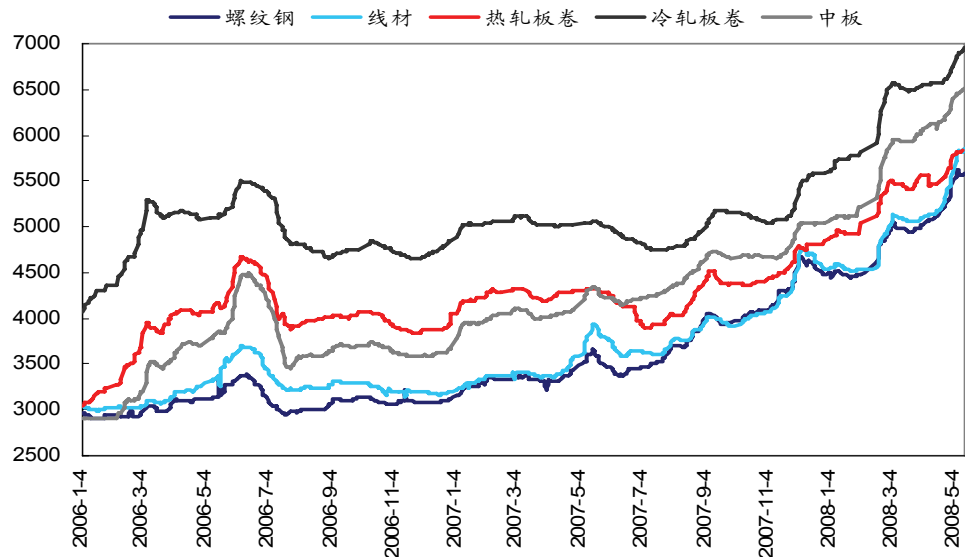
  

热轧板卷 (3mm)	2008Q1	2008Q2	Q2-Q1
宝钢	4042	4842	800
武钢	4473	5190	717
鞍钢	4167	4967	800

冷轧板卷 (1mm)	2008Q1	2008Q2	Q2-Q1
宝钢	4796	5596	800
武钢	4873	5690	817
鞍钢	4570	5470	900

资料来源：东方证券研究所

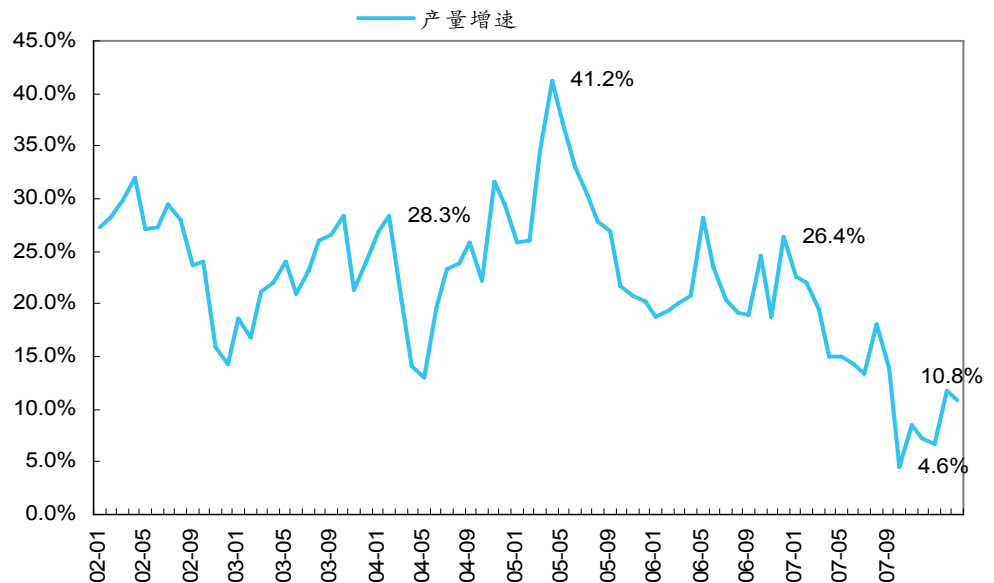
**图 1：国内钢材价格趋势**


资料来源：bloomerg, 东方证券研究所

## 行业趋势：依然看好

从供给分析，由于焦煤资源供应紧张，全球范围内钢铁生产受到抑制，而中国由于上游原材料资源瓶颈和淘汰落后产能，08 产量增速将明显回落。但 3-4 月国内粗钢日产量呈现环比反弹趋势，这或许意味着前期因亏损而关闭的部分产能已经开始复产，因为钢价的快速上涨使之重获利润空间。

图 2：国内粗钢产量增速趋势回落，但 3-4 月反弹



资料来源：东方证券研究所

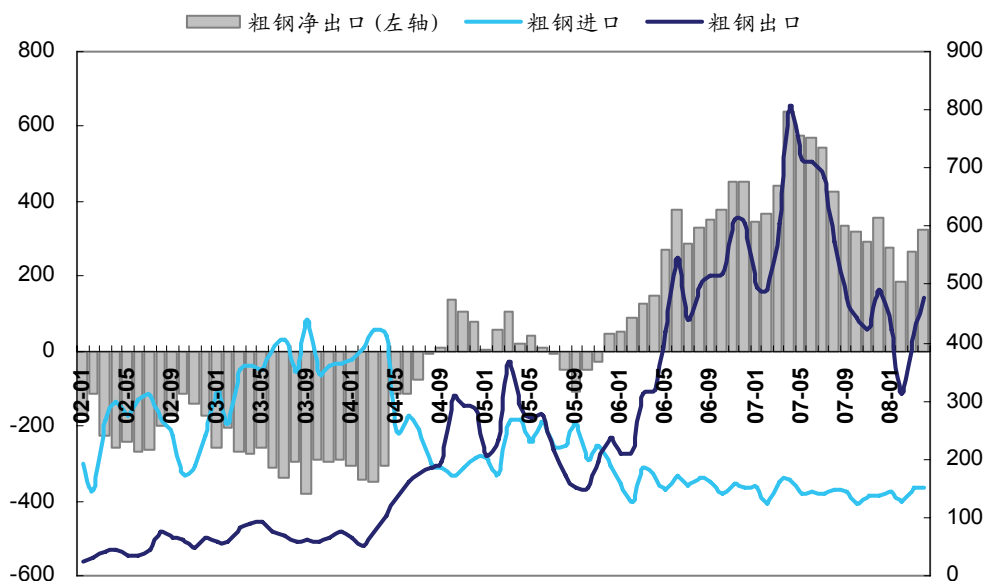
从需求分析，目前中国下游需求依然强劲；在全球范围内，发展中国家需求旺盛将部分抵消欧美日需求的减弱；与需求对比，全球钢铁资源供给略显不足。近期由于铁矿石、焦煤、石油等资源价格的大幅上涨，国际钢铁公司纷纷大幅上调产品售价，从国际国内价差分析，目前中国重新具备出口的价差动力，3-4 月出口反弹已反映这一趋势，我们预计 5 月出口将进一步反弹。

表 4：国际国内主要钢材品种有效价差（美元/吨）

	热轧板卷	冷轧板卷	螺纹钢	网用线材	小型材
美国	1204	1270	934	1016	1032
德国	1050	1100	1190	1080	1280
韩国	817	875	947		1058
日本	990	1048	952		1190
中国	841	1033	774	843	826
<b>有效价差</b>					
中国-美国	-321	-237	-44	-47	-82
中国-德国	-167	-67	-300	-111	-330
中国-韩国	66	158	-57		-108
中国-日本	-107	-15	-62		-240

资料来源：mysteel, 东方证券研究所

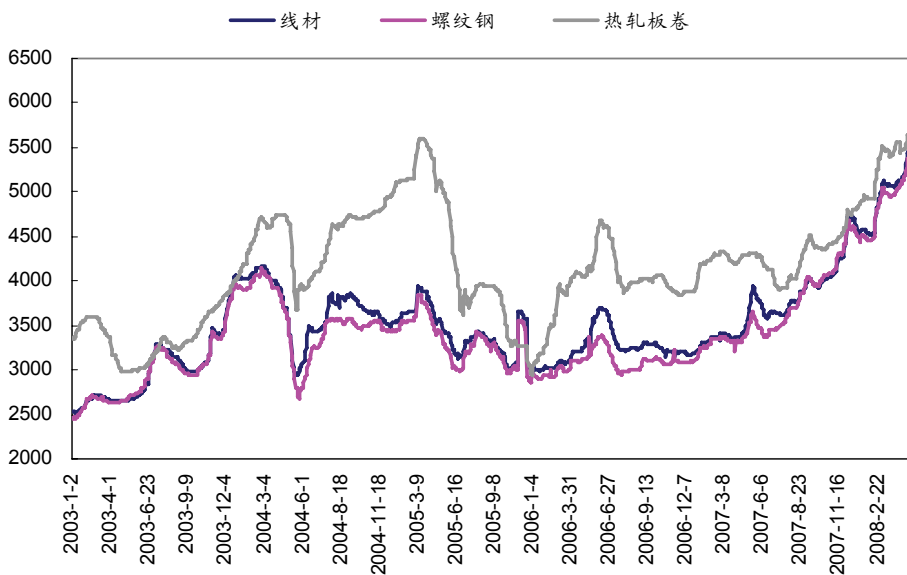
**图 3：月度粗钢进出口趋势，3-4 月出口明显反弹**



资料来源：东方证券研究所

我们预计未来 6 个月国内钢价将保持高位运行，钢价易涨难跌。近期国内钢价持续上涨，特别是建筑钢材，因为供给大幅放缓而需求进入旺季，价格表现更为优异。我们认为目前钢材具备更多的资源属性（矿石和煤炭），普通产品间价格差异因此而弱化。

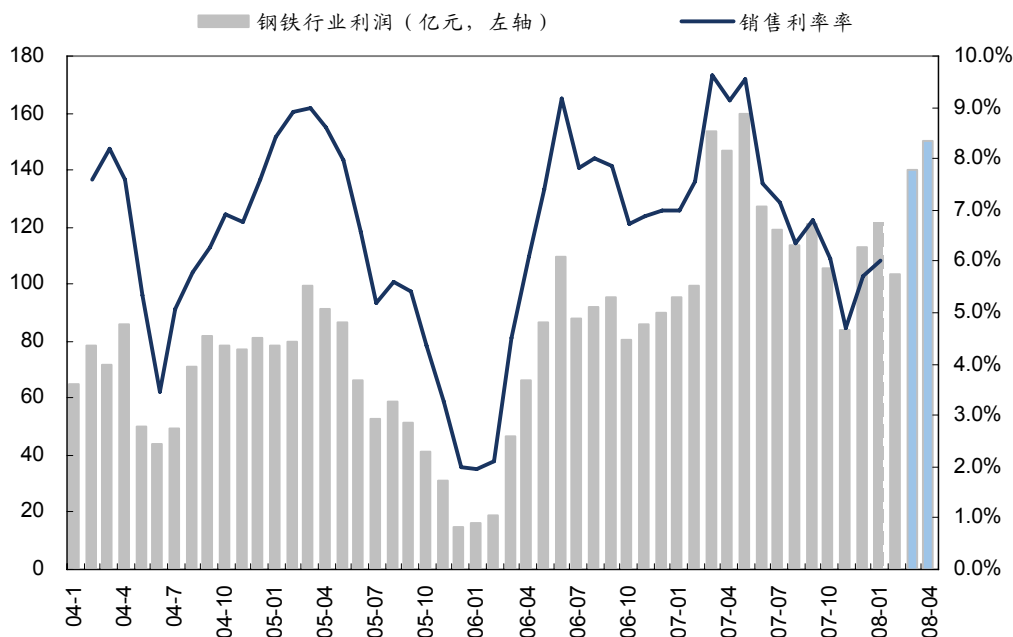
**图 4：热轧板卷与建筑钢材价格逐渐接轨（元/吨）**



资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

从盈利趋势看,虽然钢铁公司普遍面临成本上涨之压力,但由于钢价的大幅上涨已经充分覆盖成本,特别是具备稳定长期原材料采购来源的大型钢铁公司,2季度盈利将环比大幅提升。

图 5: 钢铁行业月度利润趋势, 2 季度将明显反弹



资料来源: 东方证券研究所

## 估值略显压力

从估值分析,随着股价大幅上涨,钢铁的相对吸引力在下降。钢铁行业 2008 年动态 P/E 已达 15 倍,与 A 股市场之间的估值比率接近 0.7,这已经接近了上次行业指数高点时的比率(2008 年 1 月),但从行业基本面趋势分析,短期内依然可看好的行业基本面或可继续提升钢铁行业与市场的估值比率。

表 5: 钢铁与市场估值的对比趋势, 目前相对估值吸引力减弱

板块名称	07 年/10 月	1 月	2 月	3 月	4 月	目前	目前/07 年 10 月	目前/4 月
全部 A 股	33.4	30.0	24.9	21.8	18.6	21.8	-35%	17%
沪深 300	34.5	30.0	24.6	21.3	18.3	21.3	-38%	17%
钢铁	20.0	19.4	16.7	14.0	11.2	15.0	-25%	35%
有色金属	46.3	36.3	28.6	26.3	17.7	24.0	-48%	35%
金融服务	29.6	25.9	20.6	17.8	17.4	18.7	-37%	8%
房地产	36.1	31.3	28.3	22.4	16.4	18.4	-49%	12%
煤炭开采	60.0	46.7	39.9	36.8	27.7	34.0	-43%	23%
钢铁/沪深 300	0.58	0.65	0.68	0.66	0.61	0.70		

资料来源: WIND, 东方证券研究所

## 投资建议

结合估值因素，从未来 6 个月角度，我们对钢铁股的表现保持谨慎乐观，建议关注具备估值优势（综合 PE 和 PB）、盈利稳定和 2 季度具备业绩大幅提升的公司，推荐宝钢股份、华菱管线、大冶特钢、邯郸钢铁。

催化剂：宝钢 3 季度看涨的价格政策；良好的 2 季度盈利预期；国际钢价进一步上涨。

## 风险因素

需求回落。虽然目前国内需求依然强劲，但从下游需求分析，投资的回落和房地产市场趋势不确定性仍使国内钢铁需求存在下降的风险，我们认为 2008 年国内需求明显回落可能性较小。

产量增长超预期。钢价的快速上涨可能使高成本产能重新启动，2008 年国内粗钢产量存在超预期的可能（同比增长 10% 以上），特别是如果上游矿石供应逐渐宽松的情况下，产量的反弹的概率将增强。

进一步加征出口关税。出口的持续反弹和 PPI 上涨压力可能使政府进一步上调部分钢材产品的出口关税。

**表 6：重点钢铁公司盈利预测和投资建议**

公司名称	评级	股价	EPS		P/E		P/B	
			2007	2008E	2007	2008E	2007	2008E
宝钢股份	买入	13.11	0.73	1.05	18.1	12.5	2.5	2.2
鞍钢股份	增持	21.60	1.04	1.54	22.1	14.0	3.8	3.4
武钢股份	增持	16.38	0.83	1.25	19.7	13.1	4.9	4.0
太钢不锈	中性	15.35	1.23	1.10	12.4	14.0	3.2	2.9
唐钢股份	增持	17.90	0.95	1.32	20.1	13.6	4.1	3.4
大冶特钢	买入	11.02	0.72	0.89	16.2	12.4	3.2	2.7
华菱管线	买入	9.05	0.72	0.66	12.6	13.7	1.7	1.5
三钢闽光	增持	17.72	0.94	1.40	18.9	12.7	3.5	2.9
邯郸钢铁	增持	6.41	0.38	0.48	16.9	13.4	1.5	1.4
济南钢铁	增持	15.05	1.02	1.22	14.8	12.3	3.7	3.0
莱钢股份	中性	17.84	1.22	1.35	14.6	13.2	3.2	2.7

资料来源：东方证券研究所



## 分析师承诺

### 杨宝峰：钢铁行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

### 东方证券研究所

**地址：** 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：** 寿岚

**电话：** 021-63325888\*6054

**传真：** 021-63326786

**网址：** www.dfzq.com.cn

**Email：** shoulan@orientsec.com.cn