

2008年7月16日

钢铁行业半年报前瞻

--中报业绩良好，但难以消除对未来的忧虑

相关研究

投资要点：

- **多数钢铁企业中报业绩良好。**长材和中厚板占比较高的钢铁公司利润增速较高：马钢（长材，同比81%）、济钢（中厚板，54%）、唐钢（中厚板和长材，43%）。此外，我们预计武钢同比增长41%。
- **海运费是引发此轮钢价和成本螺旋式上升的催化剂。**我们发现此轮钢价和成本上升遵循这样的逻辑顺序：海运费-进口矿价-国内矿价-钢价，最后形成互相催化的螺旋式上升。因此，在难以控制供应的情况下，增加对海运市场的控制力可能是更为现实的选择。
- **钢企盈利分化明显。**由于铁矿石长单的存在，国内钢企的铁矿石来源形成了“双轨制”。加上焦煤的重点合同，大型钢企的成本优势明显。粗略估计，08年上半年完全长单供应的钢企和完全现货市场采购的钢企在主要原材料成本方面的平均差距达到了1000元/吨。因此在整个行业毛利率不断下行的情况下（至08年5月，累计毛利率为9.8%），重点钢企的毛利率实现了逐月上升（至08年5月，累计毛利率为12.8%）。
- **估值低，但反弹缺乏有效催化剂。**钢铁股估值已经接轨成熟市场，甚至有所低估。但是回顾历史，下行的空间仍然存在（PB都小于1）。虽然情况不如05年时糟糕，但钢价如果真地开始下行，仍会对钢铁股价造成较大压力。此外，我们已经不把钢价继续上涨看成催化剂，因为钢价再上涨可能引发市场对下游需求的严重忧虑，甚而导致股价下行。只有当经济前景趋向明朗，紧缩政策放松的时候，钢铁股才会持续反弹。
- **维持“中性”评级，推荐核心央企。**在不确定性很强的下行周期中，防御性品种是更好的选择。我们认为拥有多元/高端产品/客户结构的核心央企是下行周期中最好的选择。从资产角度考虑，宝钢和鞍钢的防御性更强，从业绩增长的角度考虑，武钢是更优的选择。

分析师

王世杰

wangshijie@sw108.com

联系人

高媛

(8621)63295888x259

gaoyuan@sw108.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.sw108.com>

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

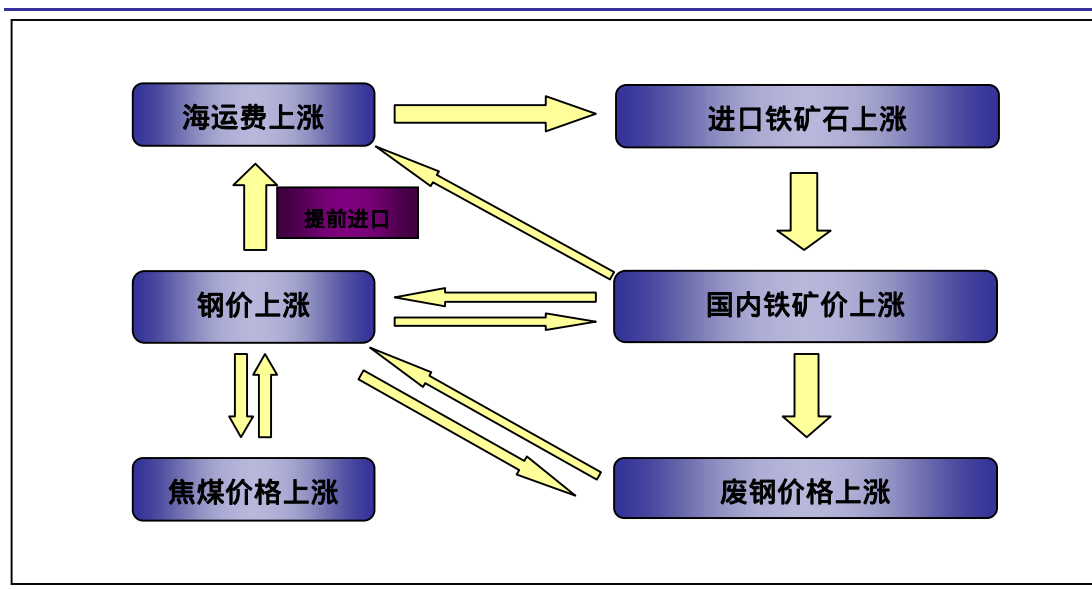
1. 钢企盈利分化趋势明显

07年中期以来，中国钢铁业经历了一个忧喜交加的过程。忧的是铁矿石、焦炭等原料持续上涨，喜的是钢价也随之上涨，很大程度上转移了上涨的成本。回顾这段历程，我们发现这轮上涨的起因竟然是海运费！

1.1 都是海运费惹的祸？

按照价格上涨的时间序列，这轮原料和钢价上涨遵从这样的逻辑顺序：海运费于06年底到07年初间首先上涨，推动进口铁矿石价格上涨，从而又带动国内铁矿石价格从07年中开始大幅上涨。同时焦炭开始从07年中开始加速上涨。这也开始带动废钢价格上涨。炼钢原料的上涨终于带动钢价在07年四季度明显上涨，从而形成钢价和铁矿石、废钢等原料价格螺旋式上升的局面。而现货铁矿石价格的大涨也为08年铁矿石长单价格的大幅上涨种下苦因。

图1：中国钢铁全行业的盈利情况



资料来源：申万研究

那么难道真的是海运费惹的祸？当然不是，海运费上涨只是一个催化剂，铁矿石不断上涨的根本原因是我国铁矿石过高的进口依存度（50%左右）和国际铁矿石贸易高度垄断的格局（三大矿石公司控制70%以上）。

不过回头想想，中国公司在海外购矿的难度太大，有效控制供应的可能性微乎其微，所以在这样情形下，增加国际海运市场控制力似乎是一个更为实际的选择。仿效“国油国运”，建立一个“国矿国运”的长期规划短期内就可以有效增强我们在国际铁矿石谈判中的议价能力。

图 2：铁矿石海运费 单位：\$/t

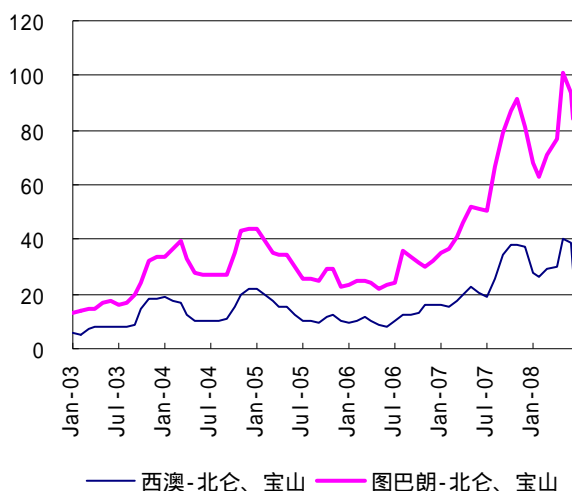
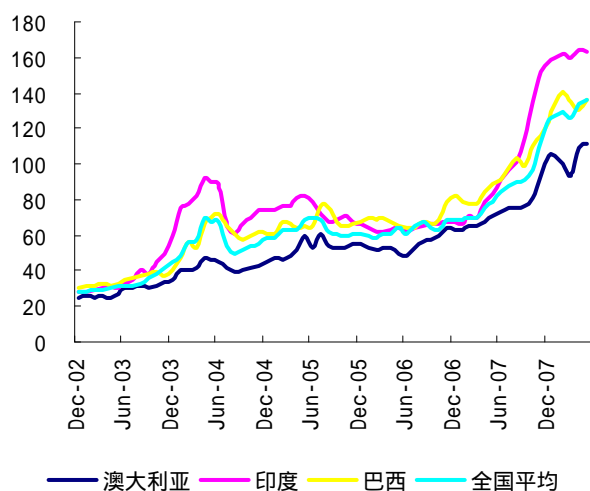
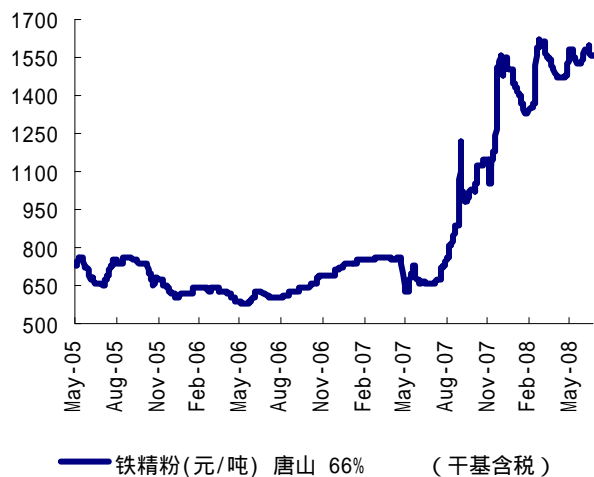


图 3：进口铁矿石价格 单位：\$/t



资料来源：中联钢 申万研究

图 4：国内铁矿石价格 单位：元/吨

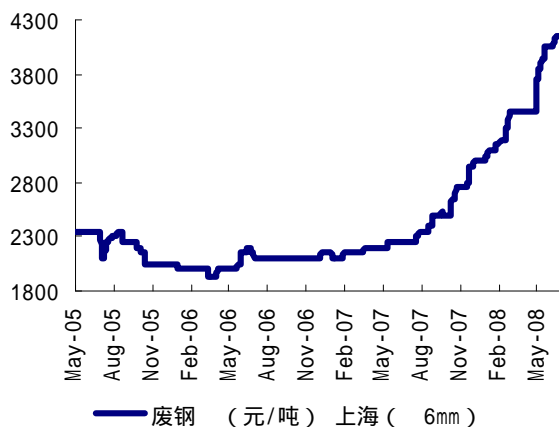


资料来源：中联钢 申万研究

图 6：国内焦炭价格

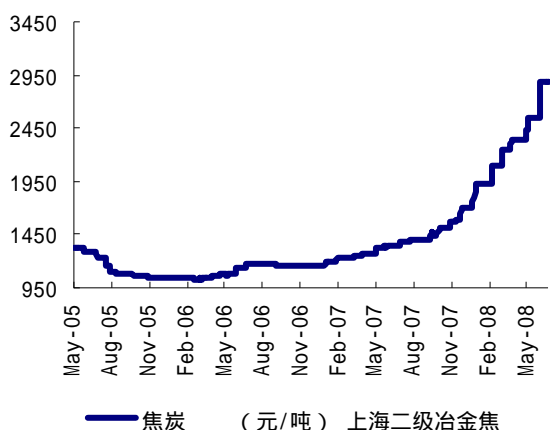
资料来源：中联钢 申万研究

图 5：国内废钢价格



资料来源：中联钢 申万研究

图 7：国内钢铁综合价格 单位：元/吨



资料来源：中联钢 申万研究

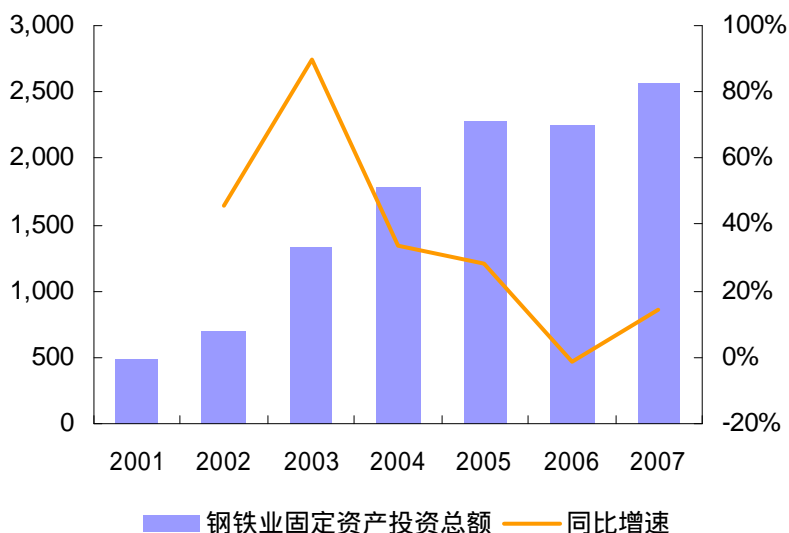


资料来源：中联钢 申万研究

1.2 粗钢产量增速下降明显

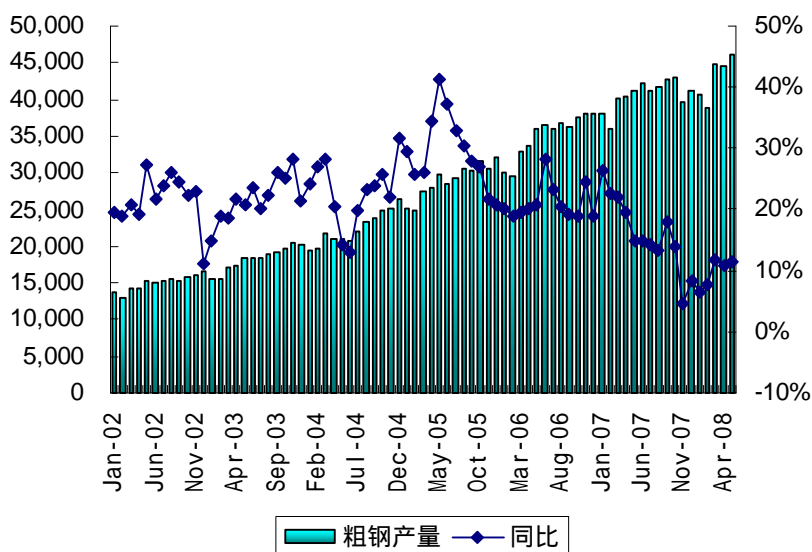
钢铁厂商能将向成本下游转移的一个重要因素是粗钢产量增速下降明显。从07年4月开始，中国粗钢产量同比增速下降到20%以下，然后愈来愈靠近10%，在07年末08年初之际甚至回落到了10%以下。这是从02年以来，中国粗钢产量同比增速首次回落到20%以下。供应的相对趋紧使得钢铁厂商的提价能力大为增强。

图8：中国钢铁全行业的盈利情况 单位：亿元



资料来源：申万研究

图9：中国钢铁全行业的盈利情况 单位：千吨



资料来源：申万研究

这是 05 年以来政府严控钢铁行业投资的结果。因为政府现在的政策对于新建钢铁项目的态度是愈发趋严，又有积极淘汰落后产能的目标，再加上高成本和信贷紧缩对小钢企的挤压，我们认为 02-07 年将粗钢产量高歌猛进的时代已经过去。我们预计 08 年中国粗钢产量的增速将回落到 10-11%。

1.2 钢铁企业盈利分化明显

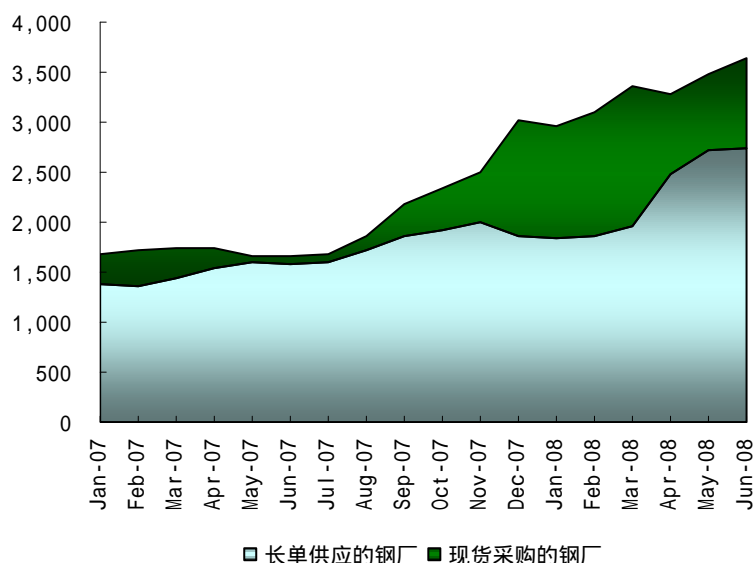
进口长单铁矿石的存在事实上造成了中国钢铁行业原料供应的“价格双轨制”——拥有长单供应的钢铁公司相对于从现货市场采购的同业拥有明显的原料成本优势。

焦煤市场同样有重点合同机制，大型钢铁公司的协议价相对于市场价格有一定幅度的优惠。虽然 08 年初以来，因为焦煤供应持续趋紧，价格优势不断减少，但至少能保证供应。此外，大型钢铁公司一般自有炼焦炉，相对于直接采购焦炭的小型钢铁公司有成本优势。

我们比较了铁矿石来源 100%是长单的钢厂（采购焦煤和废钢）和 100%是现货的钢厂（直接采购焦炭和废钢）的主要原材料成本差别。可以发现，自从 07 年中铁矿石现货急速上涨以来，两者的原料成本差别迅速扩大，08 年 1 季度吨钢主要原料成本差达到了 1200-1400 元/吨，即使二季度开始执行 08 年长单价格，两者的差距仍然有 700-900 元/吨。

需要指出的是，我们并没有考虑大型钢企的单耗水平要于中小钢企，也没有考虑海运费 COA 的存在，所以事实上这两者的成本差距比我们粗略测算的更为巨大。

图 10：钢铁企业吨钢主要原材料成本差别（元/吨）

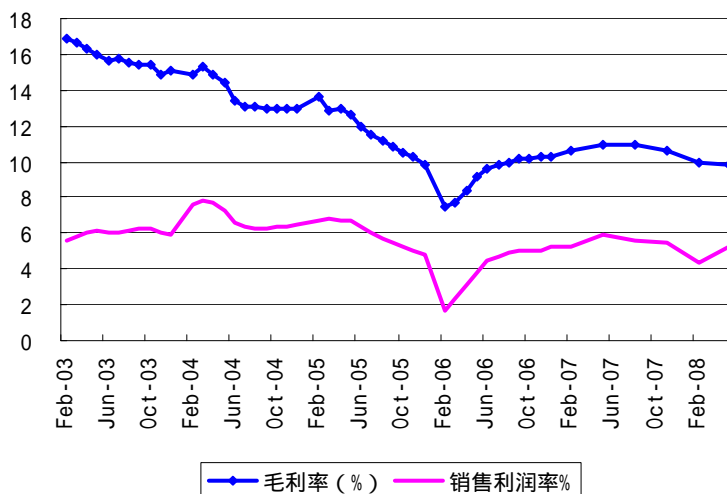


资料来源：申万研究

如果再考虑到信贷紧缩和资源提价（小钢厂没有自备电厂）对中小钢厂的束缚远大于大型钢企，这两者 08 年经营环境不可同日而语。

行业的统计数据也明显反映出这一差异。钢铁全行业的毛利率从 07 年中期以后一直保持下行，即使在 07 年末钢价开始上升之后，这一趋势也没有改变。

图 11：中国钢铁全行业的盈利能力情况（累计值）

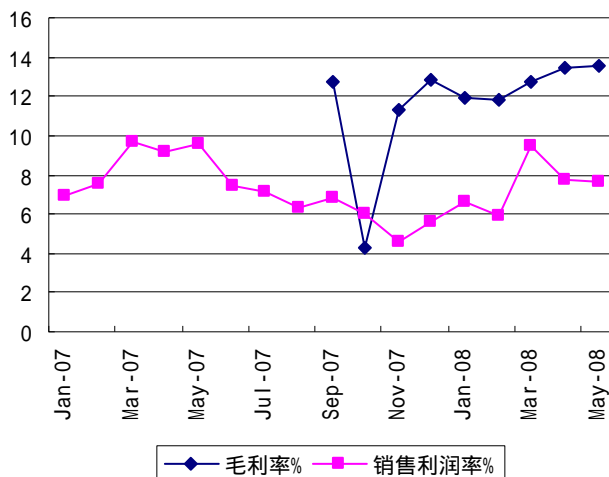


资料来源：国家统计局 申万研究

反观重点企业的毛利率随着钢价的上涨逐步回升，特别是 08 年二季度钢价大涨，其毛利率实现了逐月回升。钢协没有公布 07 年同期的毛利率情况，因此难以作同期比较。从销售利润率的角度看，重点钢企这一指标的水平已经

接近 07 年初的水平。因为钢价上涨幅度巨大，所以在毛利率不变甚或微降的情况下，钢企的吨钢毛利其实是上升的。

图 12：中国钢铁行业重点企业盈利能力情况（月度值）

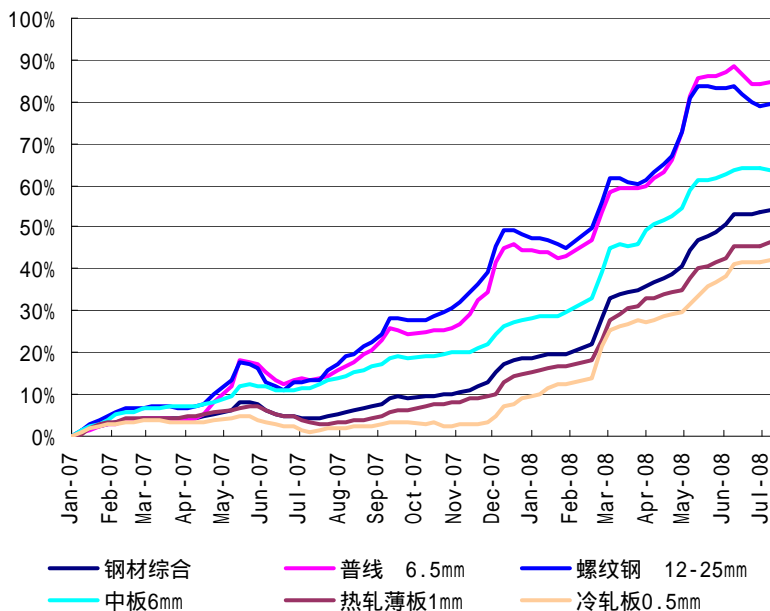


资料来源：中钢协 申万研究

2.中报业绩良好，但难以消除对需求的忧虑

从钢材价格涨幅看，最大的品种是线棒和中厚板，因此这些品种占比较高的钢厂业绩增幅较大：马钢（长材）、济钢（中厚板）、唐钢（长材和中厚板）。包钢则是因为整体上市增厚业绩。

图 13：国内各类钢材自 07 年初以来涨幅比较



资料来源：中联钢 申万研究

表 1：重点钢铁上市公司 1H08 预测

	EPS					PE			PB	
	07A	08E	09E	1H08	增速	07E	08E	09E	07A	08E
包钢股份	0.27	0.39	0.45	0.22	214%	15	11	9	1.9	1.7
马钢股份	0.37	0.60	0.67	0.29	81%	15	9	8	1.7	1.6
济南钢铁	1.02	1.23	1.40	0.77	54%	10	9	8	2.6	2.3
唐钢股份	0.95	1.27	1.41	0.73	43%	12	9	8	2.4	2.2
武钢股份	0.83	1.19	1.50	0.62	41%	12	8	7	3.1	2.7
邯郸钢铁	0.34	0.48	0.58	0.22	22%	14	10	8	1.1	1.1
鞍钢股份	1.04	1.42	1.91	0.80	21%	13	9	7	1.8	1.7
南钢股份	0.61	0.66	0.76	0.31	11%	9	9	7	2.2	1.8
攀钢钢钒	0.29	0.34	0.43	0.15	7%	32	27	21	2.9	2.6
宝钢股份	0.73	0.92	1.10	0.49	4%	12	9	8	1.7	1.6
华菱管线	0.59	0.83	0.96	0.22	-8%	12	8	7	1.3	1.2
太钢不锈	1.23	1.50	1.65	0.69	-13%	8	7	6	2.1	1.8
平均						14	10	9	2.1	1.9

资料来源：申万研究

国际比较来看，多数国内钢铁股的估值无论从收益和资产角度都已经和成熟市场的钢铁公司接轨，甚至低估。那么是否意味着就没有下行空间了呢？

表 2：钢铁股估值国际比较

	PE			PB	
	2007	2008E	2009E	2007	2008E
欧洲钢厂					
Thyssen Krupp	8.5	8.2	7.2	1.85	1.50
Arcelor Mittal	12.1	9.5	9.3	2.21	1.76
Acerinox	8.4	9.7	8.1	1.59	1.38
voestalpine	10.8	7.7	7.2	2.61	1.82
Outokumpu	8.2	7.2	6.2	1.14	1.02
平均	12.2	10.6	9.7	1.88	1.50
亚洲钢厂					
POSCO	10.44	9.79	9.33	1.97	1.44
China Steel	10.60	10.60	9.94	2.22	2.13
Nippon Steel	12.30	10.17	11.50	2.91	1.67
JFE holdings	11.27	11.27	10.15	2.76	2.01
平均	12.7	12.1	12.1	2.47	1.81
北美钢厂					
AK Steel	5.31	17.49	11.70	6.25	3.96
Nucor	7.57	13.29	9.27	3.34	2.32
Steel Dynamics	3.59	17.17	10.14	3.65	3.04
US Steel	18.73	17.38	10.37	2.58	2.48
平均	18.1	11.9	11.3	4.0	3.0

资料来源：申万研究

在下行周期中，投资者会更倾向于看资产价值，而回顾历史，钢铁股的 PB 都曾低于 1。

图 14：宝钢 Forward PB Band 图

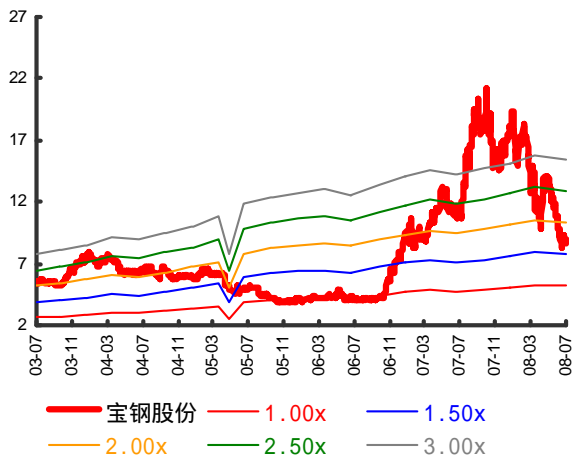
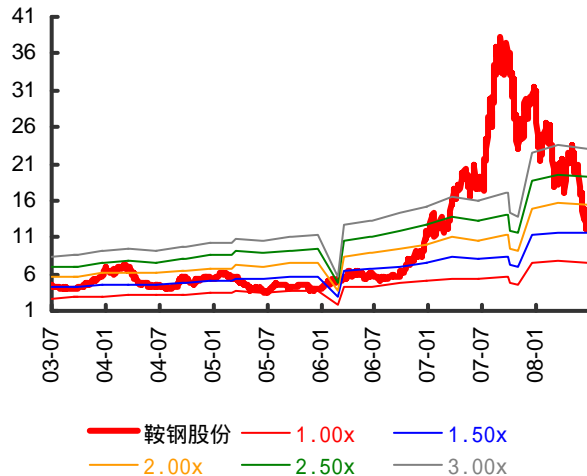
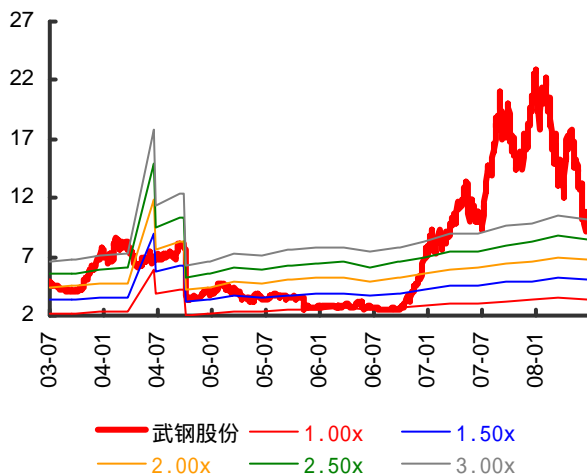


图 15：鞍钢 Forward PB Band 图



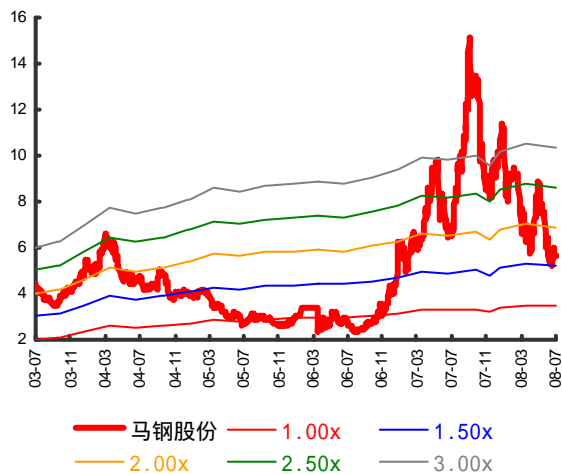
资料来源：wind 申万研究

图 16：武钢 Forward PB Band 图



资料来源：wind 申万研究

图 17：马钢 Forward PB Band 图



资料来源：wind 申万研究

资料来源：wind 申万研究

当然，历史不会简单地重复。目前的情形看，至少两点会阻止 05 年那样的下跌：

1. 05 年粗钢产量增速高达 29%，产能出现严重过剩，而大量出口的渠道还没建立，政府的调控措施简单而力度大，08 年产量增速只有 10% 左右，调控更为细化；
2. 钢材等建筑成本上升幅度巨大，即重置成本上升很多，但是上市公司的资产仍然以账面值列示，没有反映这一事实。

但钢铁股上涨缺乏有效的催化剂。事实上我们现在不再把钢价继续上涨看作催化剂，甚至倾向于把这看成是负催化剂。理由是市场已经非常担忧下游还能否承受这样的钢价，如果再度上涨，会加重这一担忧，从而引发股价下跌，如同发生近期发生在美国钢铁板块的大跌事件。只有在经济前景开始明朗，政策导向趋向放松的时候，钢铁股才会大幅反弹。

因此，我们维持行业的“中性”评级，同时认为拥有多元/高端产品/客户结构的核心央企是下行周期中最好的选择。从资产角度考虑，宝钢和鞍钢的防御性更强，从业绩增长的角度考虑，武钢是更优的选择（事实上我们认为武钢的净资产是被低估的，因为取向硅钢这一核心技术没有被充分反映到资产负债表上）。

信息披露

分析师承诺

王世杰：金属非金属

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。本报告清晰准确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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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可能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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。