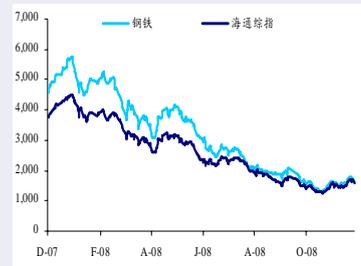


中性 维持

钢铁行业

2008年12月15日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

- 2008年钢铁行业投资策略——2008年的供需预期比往年乐观 2007.12.28
- 2008年下半年钢铁行业投资策略——盈利能力面临下滑 2008.07.02
- 八一钢铁(600581)深度研究报告——基业初成 2008.05.05
- 安阳钢铁(600569)深度研究报告——搭车中部崛起 2008.10.10
- 凌钢股份(600231)深度调研报告——回报投资者的典范 2008.06.02
- 太钢不锈(000825)调研简报——不锈钢材料领先者和产业聚集整合者 2008.05.26

钢铁行业分析师

刘彦奇

电话: 021-23219391
Email: liuyq@htsec.com

大发展 大调整

- **全球经济放缓。**美国次贷危机引发全球60年一遇经济危机。联合国和世行预期2009年世界经济增速低于1%。普遍预期经济调整到2010年。
- **全球粗钢产量下降8%。**粗钢产量波动性明显大于经济波动性。通过实证历史我们认为2009年全球粗钢产量将下降8%左右。10-11月粗钢产量已经探底。
- **我国钢铁业最困难时点已过。**随存货消化和原料价格下跌，亏损程度将会降低。产量将会缓慢恢复。
- **受外需和低价对手挤压，出口受阻。**美国产能利用50%，独联体减产40%。最大出口目标亚洲需求骤降，独联体成本和售价明显低于我国。预期明年月出口350万吨。
- **受产能和需求挤压，钢价和利润都不会明显回升。**原燃料价格还有下跌空间，钢价不会明显反弹。产能利用率不到70%，压制利润率不会提高。
- **预期2009年产量微缩消费持平。**汽车地产销售和出口急降。刺激方案明年下半年见效。预期明年月出口350万吨，进口100万吨，粗钢消费基本持平，但产量降5%。
- **2009年行业利润降低40%。**今年行业利润1100亿元，明年620亿元，降低40%多。
- **看好不锈钢轨硅钢管线钢。**镍价稳定、集中度高、企业淘汰、进口替代、重点项目使不锈钢看好。看好建材、铁路、油气和电力用钢，不看好耐用消费品用钢。
- **西部和靠近项目钢企受益大、存货低钢企受损小、有矿企业存货减值少。**国家政策倾斜，西部经济相对受益。经济减速带来地方保护，靠近重点项目钢企受益。
- **紧跟国家思路。**市场不好时国家出手。对经济、钢铁及相关行业的优惠政策引导投资思路。进出口关税、钢材储备带来交易性机会。
- **重组契机再现。**钢铁集中度是老大难，国家力推重组。关注PB低位置好潜力大钢企。4万亿对建材利好，但延缓行业梳理。
- **投资时机把握。**年底计提减值影响利润。明年二季度盈利能力是重要指标。税收和相关行业政策带来交易机会。矿石谈判艰苦而充满想象。并购仍方兴未艾。
- **给予行业“增持”评级。**按12月12日股价，板块PB1.30倍，今明两年PE为15和21倍。给予行业“中性”评级。给予太钢不锈、凌钢股份、大冶特钢“增持”评级。

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2008E	2009E	2010E	上期	本期
000825	太钢不锈	0.34	0.30	0.40	增持	增持
600231	凌钢股份	0.36	0.29	0.44	增持	增持
000708	大冶特钢	0.43	0.28	0.37	增持	增持

目 录

投资要点	6
1. 明年全球粗钢产量下降 8%	7
1.1 金融危机下全球经济前景黯淡	7
1.2 全球粗钢消费弹性系数波动很大	7
1.3 明年全球粗钢产量下降 8%	7
1.4 全球钢产量减产幅度已经探底	7
2. 我国 2009 年产量微降消费持平	8
2.1 明年月均出口 350 万吨左右	8
2.2 减产使资源供给急剧降低	9
2.3 2009 年产量微降消费持平	10
3. 行业最坏时点已过	11
3.1 原燃料价格已经回到 2007 年初	11
3.2 煤焦倒挂有利于外购焦中小钢企	11
3.3 按目前成本计短流程外购焦企业已可盈利	12
3.4 库存是目前钢企亏损的主因	13
4. 行业进入薄利阶段	14
4.1 成本将低位运行	14
4.2 价格回升仅是反弹	15
4.3 进入薄利阶段	15
5. 投资思路	17
4.1 跟着国家政策走	17
4.2 对细分品种的分析	17
4.2.1 不锈钢前景渐渐看好	17
4.2.2 看好铁路用钢、硅钢和管线钢	18
6. 行业 and 重点公司评级	20

6.1 行业评级“增持”.....	20
6.2 选取上市公司的角度.....	21
6.3 上市公司评级.....	22

图目录

图 1 1961-2007 年全球粗钢产量和经济增速	7
图 2 全球粗钢消费弹性系数	7
图 3 全球粗钢月产量与其相对 5 月份最高产量的减产幅度	8
图 4 我国粗钢月产量相比 6 月份最高产量的减产幅度	8
图 5 国外国内分品种钢价指数之差	8
图 6 国外国内分地域钢价指数之差	8
图 7 独联体板材出口钢价与我国钢价差	8
图 8 独联体建材出口钢价与我国钢价差	8
图 9 独联体出口板坯和方坯价格	9
图 10 我国对世界主要地域出口比例	9
图 11 国内累计消费增速与粗钢累计产量增速	9
图 12 月均粗钢产量增速和月均粗钢表观消费增速	9
图 13 2005-2008 年单月钢材资源供应	10
图 14 Mysteel 统计的全国 26 个主要城市中间商钢材库存	10
图 15 唐山地区主要原燃料价格走势	11
图 16 我国主要品种钢价指数走势	11
图 17 我国焦炭产量、消耗和外购情况	11
图 18 最近两个月煤焦倒挂严重	11
图 19 两类企业所产高线 6.5mmQ235 毛利比基日变化情况	12
图 20 两类企业产螺纹钢 18mmHRB335 毛利比基日变化情况	12
图 21 两类企业热卷 3*1250m/m*CQ215-235 毛利比基日变化	13
图 22 两类企业中板 20*1800*8000m/mQ235 毛利比基日变化	13
图 23 两类企业角钢 5*50m/mQ235 毛利比基日变化	13
图 24 两类企业无缝管 168*6m/m20#毛利比基日变化	13
图 25 上市公司季度库存收入比变化情况	14

图 26 钢铁行业重点企业库存收入比	14
图 27 Brent 原油和唐山混煤价格走势对比.....	14
图 28 西澳巴西到中国北仑现货海运费同比去年变化量.....	14
图 29 我国粗钢产能利用率	15
图 30 我国 71 家重点钢企月度净利润	15
图 31 2001 年 11 月-2008 年 10 月重点钢企销售净利率	16
图 32 1991-2009E 我国吨粗钢净利润.....	16
图 33 我国粗钢吨钢利润和进口关系	16
图 34 我国板材和建材单月产量增速	16
图 35 LME 期镍 5 年走势图.....	18
图 36 我国不锈钢月度进口和出口量	18
图 37 钢轨生产与供给增速	18
图 38 钢轨出口量和出口占生产比例	18
图 39 我国硅钢出口情况	19
图 40 我国硅钢进出口情况	19
图 41 大型型钢出口占比	19
图 42 大型型钢生产和表观消费增速	19
图 43 中小型型钢出口比例	20
图 44 中小型型钢生产和供给增速	20

表目录

表 1 2009 年我国粗钢供需平衡表	10
表 2 2009 年产量与需求增速预测	10
表 3 2008 年三季度存货收入以及假设计提	21

投资要点

1. 支持我们投资评级的关键性理由:

- 全球经济调整力度大，影像面广，持续时间长。
- 我国改革开放三十年来最大力度的一次经济调整，面临结构性变革。
- 全球粗钢产能利用率大幅下降，我国目前不到 70%。对利润由明显压制。
- 实证历史，我们认为明年钢铁工业利润下降 40%。
- 存货较多，减值准备是 2008 年行业利润最大不确定性。
- 估值优势不明显。板块目前 PB1.30 倍，2008-2009 年 PE 分别为 15 倍和 21 倍。
- 给予“中性”评级。

2. 不确定因素

- 房地产对经济的影响，四万亿效用多大。
- 存货计提减值有多大。
- 继续降低钢材出口退税、国家储备钢材、其它对钢铁工业和高度相关行业的扶持政策。

1. 明年全球粗钢产量下降 8%

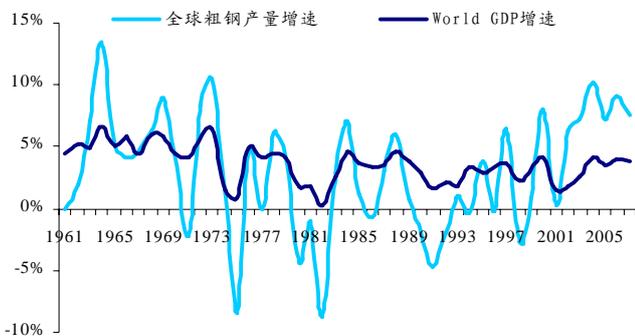
1.1 金融危机下全球经济前景黯淡

美国次贷危机演变成全球金融危机，目前已进入全球经济危机阶段。欧洲、日本、美国相继宣布经济陷入衰退。联合国 12 月 1 日报告甚至认为明年世界经济增长率不超过 1%，世界银行 12 月 9 日预计 2009 年全球经济增速将从 2008 年的 2.5% 放缓至 0.9%，为该行自 1970 年起记录该数据以来的最小增幅，部分机构甚至不排除零增长的可能。

1.2 全球粗钢消费弹性系数波动很大

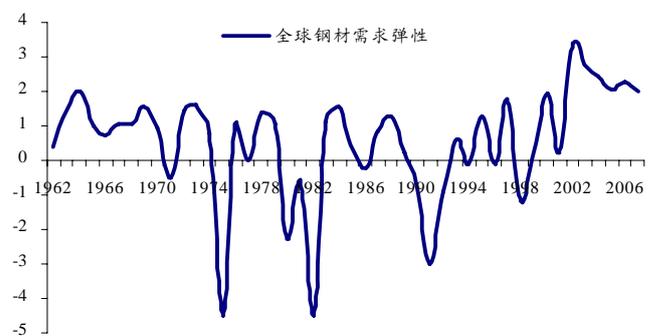
全球粗钢产量（消费）的波动性远远大于全球经济的波动性（图 1），造成全球粗钢需求弹性系数极不稳定（图 2），容易暴涨暴跌，因此难以根据经济增长和弹性系数直接测算未来粗钢需求。

图 1 1961-2007 年全球粗钢产量和经济增速



资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

图 2 全球粗钢消费弹性系数



资料来源：海通证券研究所

1.3 明年全球粗钢产量下降 8%

这次全球经济危机的程度将明显超过亚洲金融危机的影响，甚至可比大萧条。因此，无论目前全球经济规模、经济结构、区域发展如何与往日不同，对粗钢生产和消费的影响都可以参照历史以窥一斑。

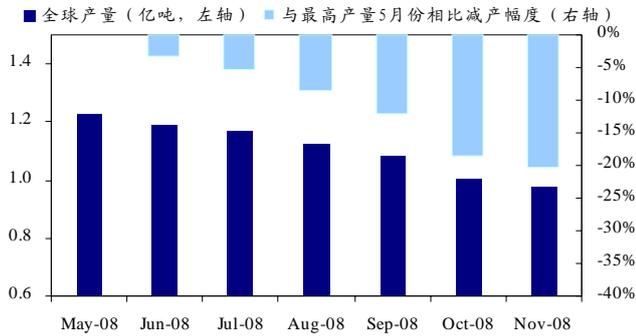
从历史上看，第一次石油危机、第二次石油危机、海湾战争、亚洲金融风暴、网络泡沫破灭都造成了全球粗钢产量和消费量的大幅波动，这几次波动造成粗钢减产幅度分别为 8.5%、8.78%、4.78%、2.71%、0%，但同时世界经济仍保持增长（图 1）。因此这次 60 年不遇的全球经济波动将造成明年粗钢生产和消费的大幅波动。综合考虑，主要还是根据历史情况，我们认为明年全球粗钢需求将会有 8% 左右的下降。

1.4 全球钢产量减产幅度已经探底

11 月份全球粗钢产量相对于 5 月份最高产量 1.23 亿吨，减产幅度 20%（图 3），其中独联体减产近 40%。中国 11 月份产量 3519 万吨，相对 6 月份最高产量减产 25%（图 4）。目前美国产能利用率只有 50%，我国不到 70%。

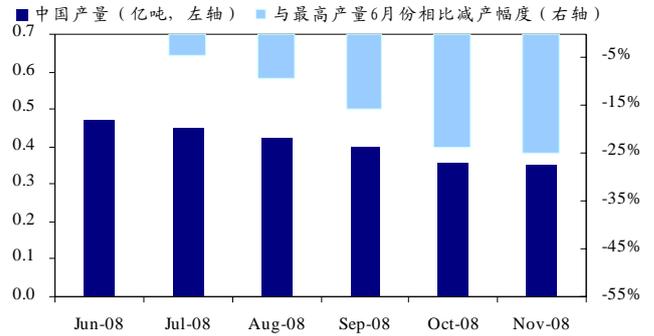
粗钢大幅减产将造成钢材资源供应减少，如果减产过多，甚至造成钢材用不应求。因此从全球和中国大致需求增速来看，如果全球和中国继续按照 11 月份粗钢生产力度组织生产，钢材短缺将会出现，因此从这个意义上来说，目前力度的减产是不可持续的。我们认为全球和中国产量已经探底，未来产量将会有所缓慢回升。

图3 全球粗钢月产量与其相对5月份最高产量的减产幅度



资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

图4 我国粗钢月产量相比6月份最高产量的减产幅度



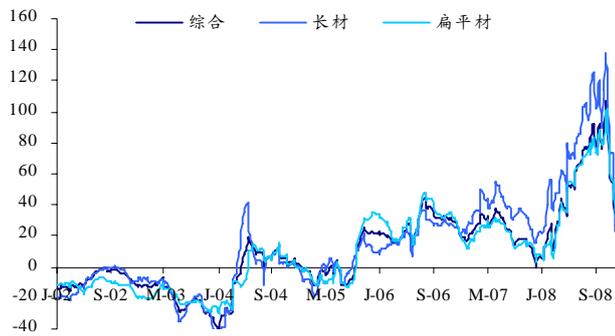
资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

2. 我国 2009 年粗钢产量微降消费持平

2.1 明年月均出口 350 万吨左右

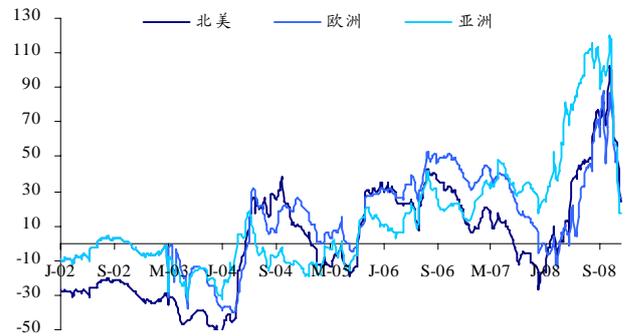
从过去7年我国出口和国内外价差历史走势来看，出口量和国内外价差高度相关。由于近期国际国内的钢价跌幅不一，造成国内价差急剧缩小，甚至跌回了2004年（图5、图6），因此出口动力有所减弱。

图5 国内外分品种钢价指数之差



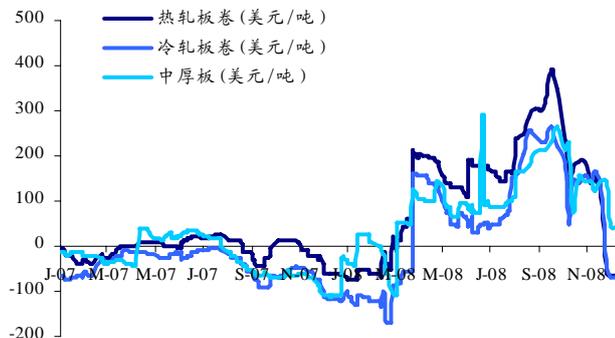
资料来源：Mysteel，海通证券研究所

图6 国内外分地域钢价指数之差



资料来源：Mysteel，海通证券研究所

图7 独联体板材出口钢价与我国钢价差



资料来源：Mysteel，海通证券研究所

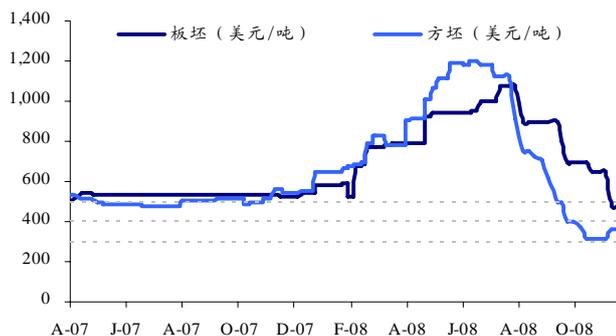
图8 独联体建材出口钢价与我国钢价差



资料来源：Mysteel，海通证券研究所

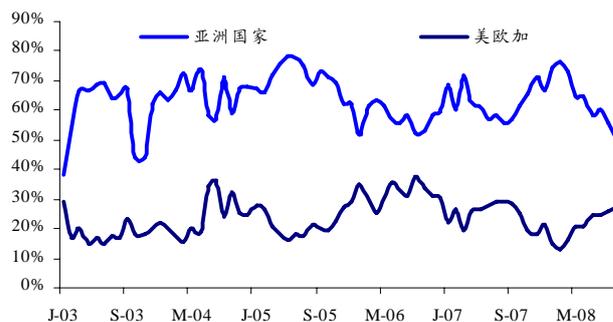
具体来看，有两个问题决定出口难度加大。一是独联体国家的钢材比我国便宜，俄罗斯和乌克兰 10 月份产量比最高月份产量分别下降了 33% 和 52%，整个独联体产量下降了近 40%，又由于独联体国家矿石比较丰富，因此既有外销的压力又没有类似中国的亏损压力，独联体钢材价格已经比我国同类产品便宜（图 7、图 8），方坯甚至只有 360 美元（图 9），中国在竞争中处于劣势。二是外部需求减少太多，包括东南亚中东，而且对亚洲的出口减少的更快更猛（图 10），造成全球大减产。

图 9 独联体出口板坯和方坯价格



资料来源: Mysteel, 海通证券研究所

图 10 我国对世界主要地域出口比例



资料来源: Mysteel, 海通证券研究所

2.2 减产使资源供给急剧降低

11 月份我国粗钢产量为 3519 万吨，同比下降 12%（图 12），1-11 累计国内粗钢资源供应量增速为 4.98%（图 11），已经明显低于 2007 年我国粗钢表观消费量增速 10.43% 的水平。如果 12 月继续维持 11 月份的生产水平，而出口维持 300 万吨进口维持 100 万吨的水平，则全年累计粗钢表观消费量增速只有 3.53%，这相对全年 9% 的 GDP 略显不太匹配。从绝对量上看，目前单月粗钢资源供应量回落到 2006 年的水平（图 13）。正如我们前面所述，流通库存处于低位（图 14）、钢材资源紧张将促使产量将缓慢恢复。

图 11 国内累计消费增速与粗钢累计产量增速



资料来源: MYSTEEL, 海通证券研究所

图 12 月均粗钢产量增速和月均粗钢表观消费增速

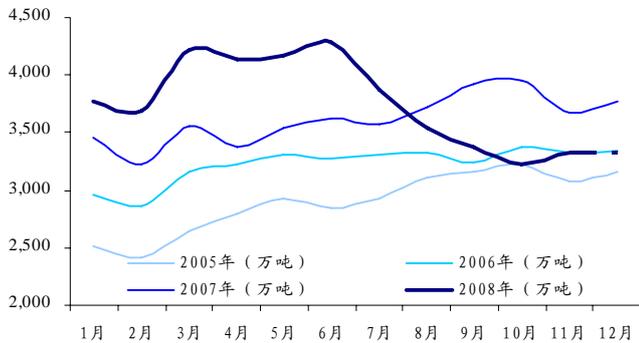


资料来源: MYSTEEL, 海通证券研究所

从行业动态看，产量也有所回升。钢价 9 月缓跌和 10 月初暴跌造成中间商（图 14）和下游终端用户观望深重，尽量消耗手中钢材而少进货和不进货，这两个单元的库存快速降低，而生产商库存大增，这从三季报板块内上市公司库存大幅增加就可以看出来。于是生产商就大幅减产或进一步降价以消化库存，整个社会的钢材资源供应便迅速减少。随着钢价企稳并有小幅反弹、下游用户和中间商补充库存，压抑许久的流通需求开始释放。同时，由于对矿石和焦炭需求的急剧减少，造成矿石价格下跌，甚至焦炭焦煤价格倒挂，部分企业又有了盈利空间，于是开始复产。

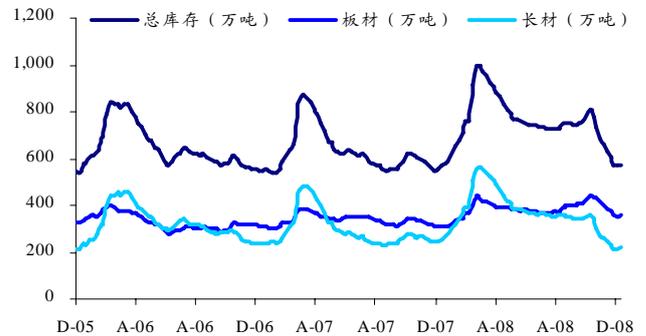
但我们认为这仅仅是一种寻求平衡的过程，并不代表钢价和利润的回升。

图 13 2005-2008 年单月钢材资源供应



资料来源: MYSTEEL, 海通证券研究所

图 14 Mysteel 统计的全国 26 个主要城市中间商钢材库存



资料来源: MYSTEEL, 海通证券研究所

2.3 2009 年粗钢产量微降消费持平

表 1 2009 年我国粗钢供需平衡表

2009 年出口增速	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%	-35%	-40%	
2009 年单月出口量	476	451	426	401	376	351	326	301	
消费量	消费增速	粗钢产量							
40,427	-10%	44,983	44,672	44,360	44,048	43,736	43,424	43,113	42,801
41,550	-8%	46,106	45,795	45,483	45,171	44,859	44,547	44,236	43,924
42,673	-5.00%	47,229	46,918	46,606	46,294	45,982	45,670	45,359	45,047
43,796	-2.50%	48,352	48,041	47,729	47,417	47,105	46,793	46,481	46,170
44,919	0.00%	49,475	49,164	48,852	48,540	48,228	47,916	47,604	47,293
46,042	2.50%	50,598	50,287	49,975	49,663	49,351	49,039	48,727	48,416
47,165	5.00%	51,721	51,409	51,098	50,786	50,474	50,162	49,850	49,539
48,288	7.50%	52,844	52,532	52,221	51,909	51,597	51,285	50,973	50,662
49,411	10.00%	53,967	53,655	53,344	53,032	52,720	52,408	52,096	51,785

资料来源: 海通证券研究所

表 2 2009 年产量与需求增速预测

2009 年出口增速	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%	-35%	-40%	
2009 年单月出口量	476	451	426	401	376	351	326	301	
消费量	消费增长	粗钢增速							
40,427	-10.00%	-9.18%	-9.81%	-10.44%	-11.07%	-11.70%	-12.33%	-12.96%	-13.59%
41,550	-7.50%	-6.91%	-7.54%	-8.17%	-8.80%	-9.43%	-10.06%	-10.69%	-11.32%
42,673	-5.00%	-4.64%	-5.27%	-5.90%	-6.53%	-7.16%	-7.79%	-8.42%	-9.05%
43,796	-2.50%	-2.38%	-3.01%	-3.64%	-4.27%	-4.89%	-5.52%	-6.15%	-6.78%
44,919	0.00%	-0.11%	-0.74%	-1.37%	-2.00%	-2.63%	-3.26%	-3.89%	-4.52%
46,042	2.50%	2.16%	1.53%	0.90%	0.27%	-0.36%	-0.99%	-1.62%	-2.25%
47,165	5.00%	4.43%	3.80%	3.17%	2.54%	1.91%	1.28%	0.65%	0.02%
48,288	7.50%	6.69%	6.06%	5.43%	4.80%	4.17%	3.54%	2.92%	2.29%
49,411	10.00%	8.96%	8.33%	7.70%	7.07%	6.44%	5.81%	5.18%	4.55%

资料来源: 海通证券研究所

在供需平衡表中，进口数据最小且一直比较稳定，其误差对结果影响也最小，因此我们先假设进口量。2008 年 11 月我国进口钢材钢坯 105 万吨，前 11 个月累计为 1468

万吨，假如12月份为100万吨，则全年进口1568万吨，月均进口131万吨。由于钢材进口量比较稳定，因此我们认为假设明年月均进口110万吨钢坯钢材较为合理。根据前面分析，我们认为明年钢材月均出口在350万吨左右。

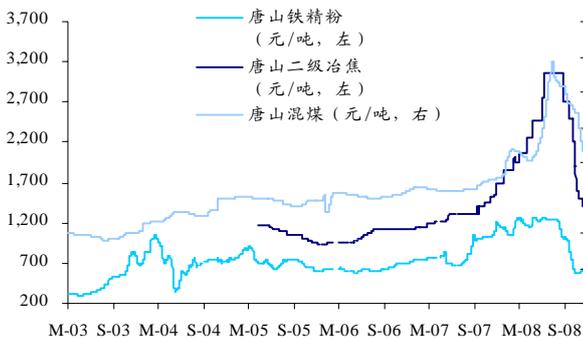
根据成材率96.5%、假设的出口变动和消费变动区域作了一个敏感性分析。2008年粗钢产量4.96亿吨已经比较确定。根据目前下游和对未来经济的预测，明年粗钢消费很可能基本持平，而产量则有5%的下降，约为4.71亿吨（表1、表2）。

3. 行业最坏时点已过

3.1 原燃料价格已经回到2007年初

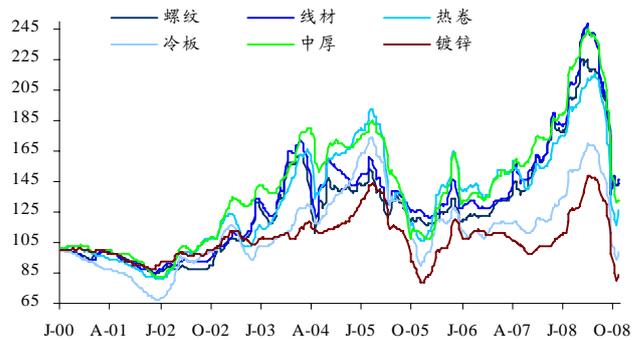
原燃料价格在粗钢减少后迅速回落，重新打开了企业的赢利空间，目前原燃料已经回落到2007年底的水平。但钢材价格跌幅更猛，目前看已经跌到了2006年的水平以下，更远点看甚至跌到了1993-1994年的水平。从钢价与成本大致走势我们可以判断，钢企在钢价和成本暴跌以后，亏损程度已大大减弱，目前的亏损主要来自库存。

图 15 唐山地区主要原燃料价格走势



资料来源：海通证券研究所

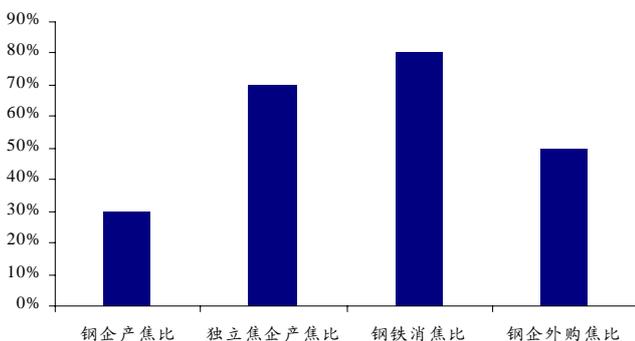
图 16 我国主要品种钢价指数走势



资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

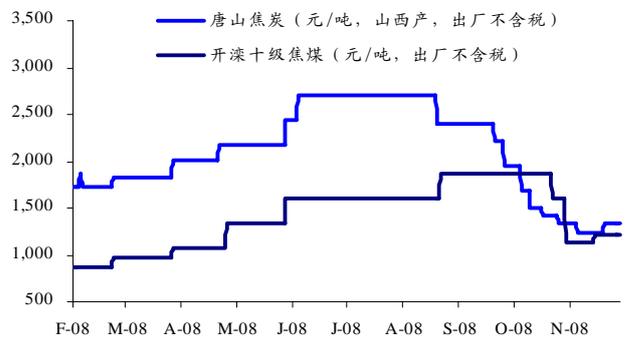
3.2 煤焦倒挂有利于外购焦中小钢企

图 17 我国焦炭产量、消耗和外购情况



资料来源：海通证券研究所

图 18 最近两个月煤焦倒挂严重



资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

我国钢铁企业产焦炭占全国焦炭产量的30%，独立焦炭企业焦炭产量占70%。我国80%的焦炭为钢铁行业所消耗，其中向独立焦炭企业外购的焦炭占全国焦炭产量的50%（图17）。钢铁企业特别是小企业大幅减产导致焦炭价格快速下跌，甚至出现了煤焦的严重倒挂（图18）。对于那些以外购焦炭为主的企业和短流程生产企业来说，不存在炼

焦亏损的问题，又由于短流程和外购焦企业实力一般不大，他们快进快出，库存压力不大，所以即时的原燃料成本和钢材价格所反映的几乎就是他们的盈利状况。

3.3 按目前成本计短流程外购焦企业已可盈利

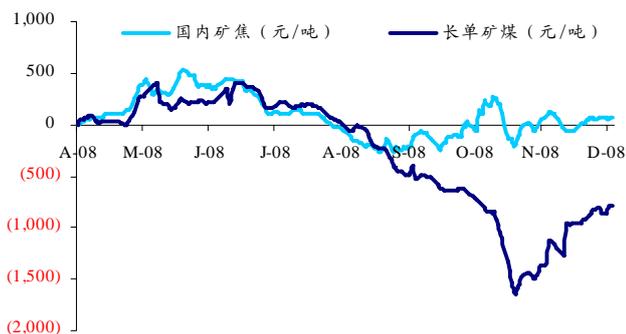
由于各个企业的折旧人工等很难跟踪，因此我们采用一种比较简单的方法跟踪企业盈利状况。

首先，采用尽量有统一价格的标准化数据，就是焦炭、煤炭、钢材的市场公开价格；其次忽略个体差异，比如各个企业的折旧人工等，因为他们在短期内这些变化不大或者说对企业影响较小。我们采用这样一个比较方式：选取一个时点作为基点，这个基点数据是最近半个月平均值，以避免偶尔数据波动造成误差，然后比较此后各个时点由于焦炭、煤炭、钢材价格变化而对毛利造成的影响。我们这里以 2008 年 4 月 1 日为基点，这个基点的数据都是采用 4 月 1 日前后半个月数据的平均值。然后根据不同焦比、动力煤比、辅料比例、矿石比等参数计算出：基点值=钢价-成本，然后再依次计算后面各个时点的该值，再用后边各个时点的该值减去基点值，就可以得到钢价、煤炭、矿石主要因素变动对吨钢毛利的的影响。

我们选取上海地区的钢材市场价格、河北唐山地区的铁精粉、焦煤、焦炭、秦皇岛 5500 的动力煤作为原燃料的基准，同时考虑相当于原燃料成本 5% 的辅料，来测算由于原燃料辅料和钢价波动而造成的毛利变动情况。我们这里没有考虑费用、折旧、人工的变动，主要是这些数据很难跟踪，没有一个象铁精粉和煤炭价格一样的可跟踪并且市场认可的价格，其次我们认为这些数据变化没有原燃料的影响大。增值税到明年调整，因此目前我们还是采用 13% 的增值税率进行测算。

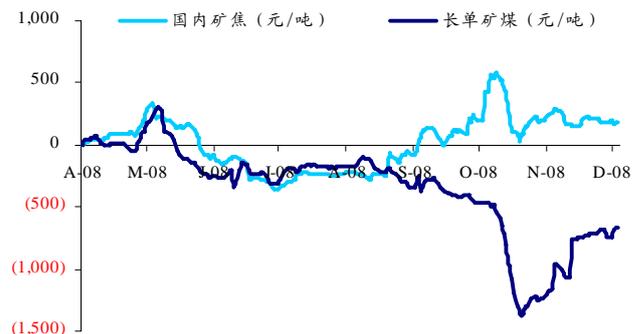
我们分为两种情况进行测算，第一种是我们前面提到的完全外购焦炭小企业，他们全部采用 500 公斤的焦炭来生产，在下图里我们简称为“国内矿焦”类企业；第二种是类似宝钢的情况，我们简单认为他们采用 100% 长协矿，并且有 150 公斤的喷煤，同时采用吨钢约 120 公斤的动力煤来自己发电提供动力，下图里我们简称为“长单矿煤”。当然国内没有 100% 长单的企业，也不会出现宝钢用长协矿去生产型钢的情况，因为长协矿一般质量较好，基本用来冶炼要求更高的板材，我们这里只是一个测算，一个对比。

图 19 两类企业所产高线 6.5mmQ235 毛利比基日变化情况



资料来源：海通证券研究所

图 20 两类企业产螺纹钢 18mmHRB335 毛利比基日变化情况

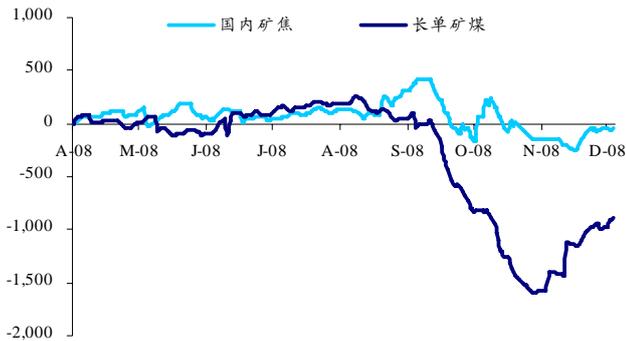


资料来源：海通证券研究所

通过对比 2008 年 4 月 1 日为基准日的数据（其实为半个月的价格测算的一个值），我们发现，首先，几乎所有品种所有企业（图 19、图 20、图 21、图 22、图 23、图 24），除了中板，都已经从前期亏损的谷底有所好转，无缝管次之；其次，长协比例越高的企业比长协比例低的企业亏损要严重，这是与长协价格固定不变相关；再次无论采用长协矿还是国内矿，无论是大企业还是小企业，无缝钢管和中板这些前期比较热门的品种，现在都处在半年来最低的盈利状况，而型材确处在半年来较好的盈利状态，盈

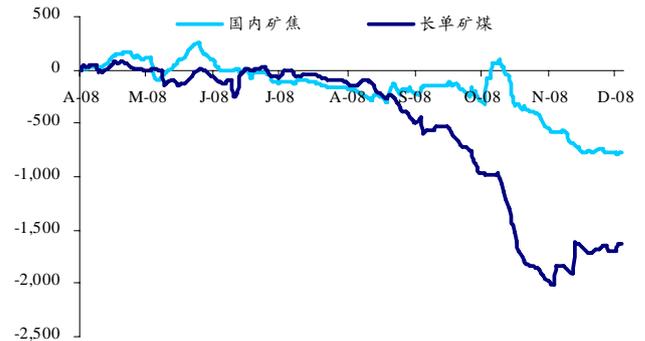
利状况甚至达到5月份的情况，螺纹钢的情况也较好，其次是线材，这都与国家政策和钢价反弹情况有关。最后，我们可以做出这样一个判断，短流程小企业、外购焦炭的企业、长材和型材比例高的企业，按照目前原燃料成本已经可以盈利，而大企业由于长单矿石和海运比例较高，且板材比例较高，目前状况都很不好。此外，长协比例高的企业最近亏损减轻主要是由于动力煤和焦煤下跌引起，而明年影响这些企业的盈利状况的一个重要变量就是长协矿的谈判结果。

图 21 两类企业热卷 3*1250m/m*CQ215-235 毛利比基日变化



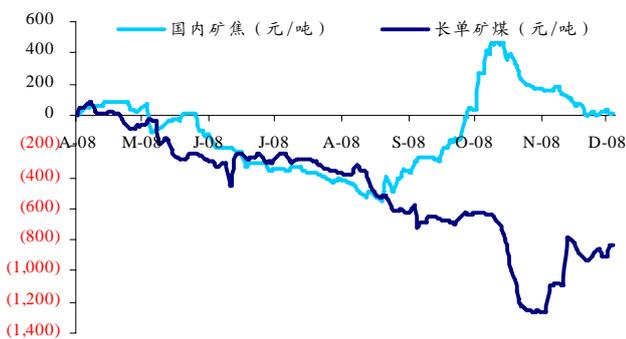
资料来源：海通证券研究所

图 22 两类企业中板 20*1800*8000m/mQ235 毛利比基日变化



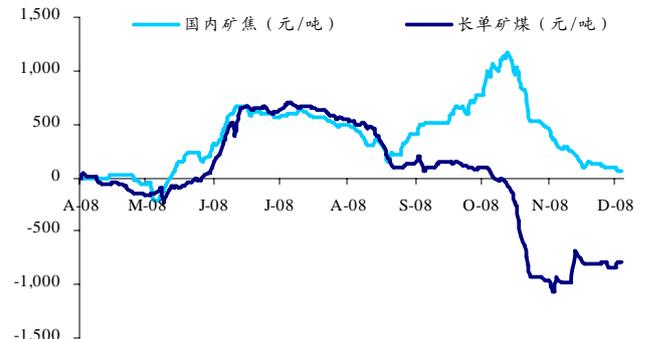
资料来源：海通证券研究所

图 23 两类企业角钢 5*50m/mQ235 毛利比基日变化



资料来源：海通证券研究所

图 24 两类企业无缝管 168*6m/m20#毛利比基日变化



资料来源：海通证券研究所

必须要说明的是，这仅仅是根据钢价、原料、燃料、动力做出的大致预测，反映的也仅仅是这些因素的变动对吨钢毛利的影响，更确切地说是目前这些因素的价格相比基准日这些因素的价格对毛利的影响额度。这中间会有地区差异、钢材品种差异，但在我们的跟踪测算中，我们认为是可以反映毛利率变化的大致趋势。

3.4 库存是目前钢企亏损的主因

前面讲过，按照目前的成本和钢价，短流程或者外购焦企业已经开始盈利。但目前最大的问题是如何消化库存问题。就原料来说，一般用量少、生产周期长、堆场要求不高的原料期库存也较长，比如生产特钢和不锈钢的有色金属库存，而比较大宗的矿石和煤炭库存一般在两个月以下，但受生产饱和度的影响。而成品库存则相对复杂，取决于个厂的库存管理和减产情况。但长协矿石和海域 COA 是特例，可以将明年 4 月之前的订单量全部视为库存。

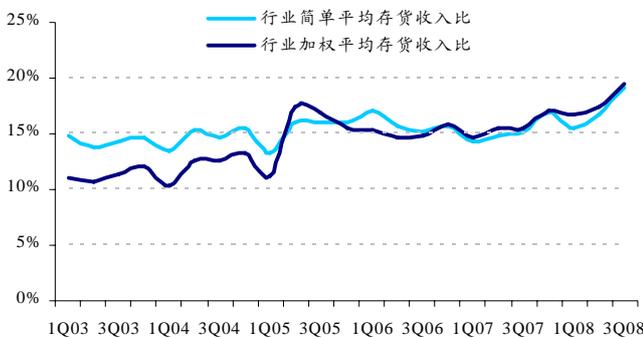
库存问题难以对单个企业进行量化，主要原因是我国钢厂部分采用移动加权平均法

和核算成本，这样不同时期的采购量就对库存成本影响较大。从金额角度看，目前板块内的库存已经达到历史最高点，比 2005 年末的库存明显提高，比过去三年正常水平高出 4 个多点，比 2003 年 2004 年我国钢材短缺时代高 7 个点。从会计处理上来讲，无论计入吨钢亏损还是一次性计提，除了关乎当年的所得税结果都是一样。和前述一样，大企业库存相对较高，且由于长协矿石和长单海运，受损更严重。

全行业亏损只能在一个较短时段发生。钢铁行业重点公司 10 月份亏损 58 亿元，11 月份亏损也许更高，但就大数来说，我们认为行业最坏时点已过，只是需要时间慢慢体现。就中期来，淡季因素、库存因素、矿石长单、4 万亿投资见效时间、心理因素的共同作用下，我们认为四季度和一季度行业都应该处于行业低谷。

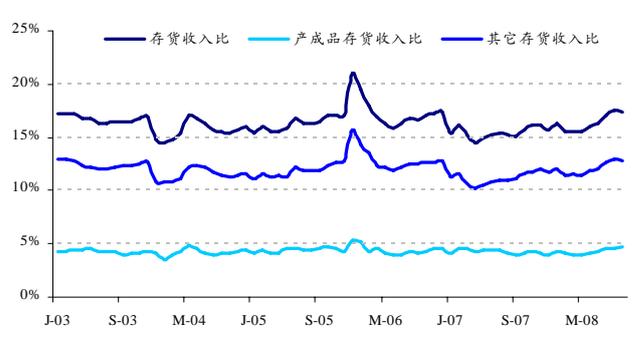
从图 25 和图 26 的对比中，我们还可以发现一个现象，就是全国重点钢铁企业的库存收入比变化小，而钢铁上市公司的库存收入比上升很多，这似乎验证了我们前面的观点，就是大企业库存更高，而中小企业的库存较低。

图 25 上市公司季度库存收入比变化情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 26 钢铁行业重点企业库存收入比

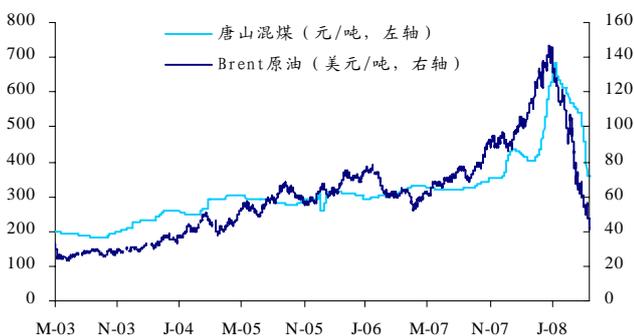


资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

4. 行业进入薄利阶段

4.1 成本将低位运行

图 27 Brent 原油和唐山混煤价格走势对比



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 28 西澳巴西到中国北仑现货海运费同比去年变化量



资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

煤炭和石油走势高度相关。Brent 原油期货在 2008 年 7 月 1 日创出 146.6 美元的历史收盘高位以后，至今已经下跌了 71.3%（图 27），从这个意义上来说，焦煤和动力煤还远没有跌到位，即使考虑供需以及人为因素，我们认为煤炭还有一定的跌幅。这将意味着钢企的成本进一步下降，利润空间也将进一步打开。西澳巴西到中国北仑海运现货运费同比去年大幅降低，其中巴西图巴郎至宁波北仑的运费比去年同期已经便宜了 90

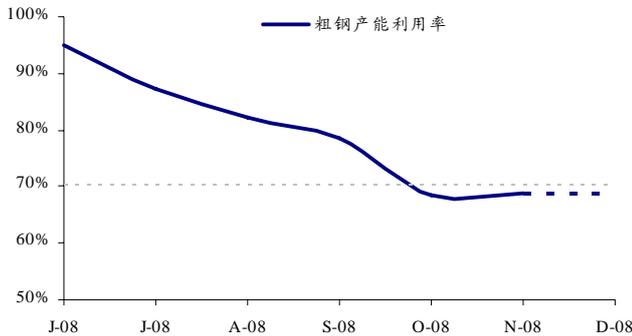
美元/吨(图 28)。这意味着无论原料进口还是产成品出口,来自运费压力大大降低,为利润打开空间。目前全球钢企正经历几十年来最大的减产幅度,矿石同样不可避免大宗商品的走势,目前国内矿石已经回到 2007 年初起的价格,这个价格并不低,在 9000 万吨矿石积压港口的情况下,甚至仍有走低的空间,但由于受到国际矿石谈判的不确定性支撑,未来走势较难预期,但在钢企减产和低利润的压制下,矿石价格不会独立走高。

4.2 价格回升仅是反弹

2008 年 6 月份我国产粗钢折算成年产量为 5.71 亿吨,当月的情况是钢材价格在上旬创新高后,在月中开始小幅下跌,但 7 月、8 月的出口订单非常饱满,分别出口了 744 万吨、824 万吨钢材和钢坯,因此可以认为当月的产能利用率达到饱和,考虑到检修等因素,我们认为当月的产能利用率在 95% 附近。由于下半年陆续有些生产线投产,粗略估计为 2500 万吨不到,则按照 11 月份的产量,产能利用率已经不到 70% (图 29)。前面我们测算 2009 年的产量将会下降,如果 2009 年的产量为 4.71 亿吨,则产能利用率也只能提升到 75% 左右,这还没有考虑 2009 年新投产的产能,当然 2009 年同时也会有部分落后产能淘汰。

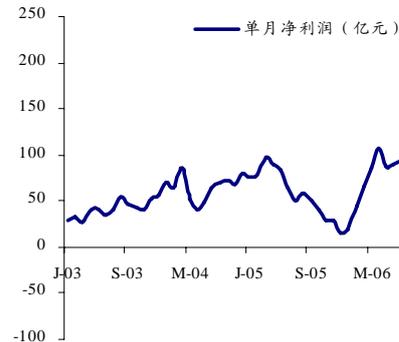
因此我们认为 2009 年产能空闲压力较为沉重,在目前大幅度减产下,国内钢材资源供应减少,造成钢价小幅反弹,同时由于原燃料的走低,利润空间重新打开,紧接着就是大量停产小钢产重新投资生产,增加资源供应,因此我们认为钢材价格难以出现明显的反弹。

图 29 我国粗钢产能利用率



资料来源:海通证券研究所

图 30 我国 71 家重点钢企月度净利润



资料来源:MYSTEEL,海通证券研究所

4.3 进入薄利阶段

产能压力和需求不旺决定了钢企要过一段苦日子。10 月份我国 71 家重点钢铁企业亏损 58.35 亿元(图 30),是六年来的首次,销售净利率呈现跳水般下降(图 31)。1-10 月累计利润 1268 亿元,同比下降 0.93%。10 月末 71 家重点钢铁企业库存为 4746 亿元,按照 20% 比例进行计提,计提金额将接近千亿元。因此对全年来说,如何计提库存减值是行业利润的最大不确定性。

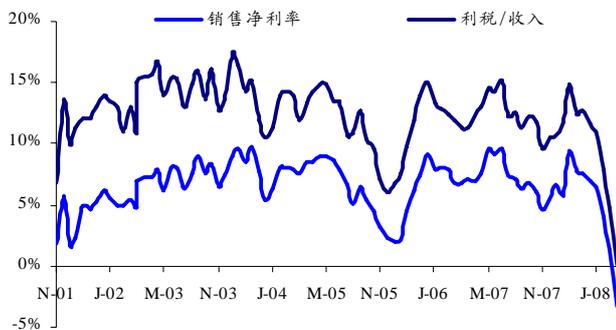
在产能和需求的双重压力下,预期 2009 年的吨钢利润会明显下滑。我们很难通过准确预测各种成本、费用、钢价、税率调节等事项来预测明年利润,因此我们采用实证的方法对历史数据进行统计观察,希望能够找出一个大数,从而预测 2009 年钢铁行业利润情况。

要说明一下的是,我们预测 2008 年全行业盈利为 1100 亿元。这是一个折中的数字,因为截至 8 月份,钢铁行业累计净利润已经达到 1633 亿元,但 10 月份重点企业亏损 58.35

亿元(前10个月累计,71家重点钢企铁、钢、材分别占全行业铁、钢、材总产量的77%、73%和63%),因此粗略估计整个四季度全行业亏损300亿元,如果加上计提,预计全行业业绩相不超过1100亿元。我们认为这里估算的减值准备数据是保守的,因为单单钢铁重点钢企截至10月份的库存就有4746亿元,其中产生品库存1268亿元。

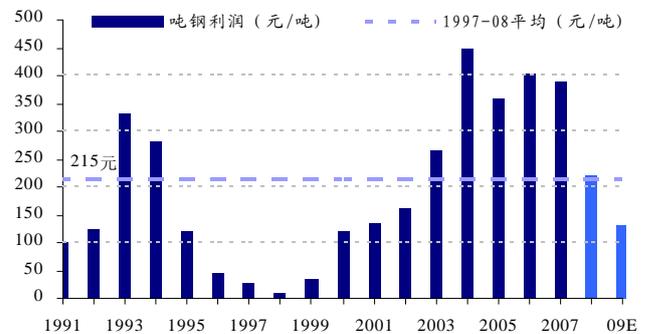
过去18年我国钢铁行业实际上是经历了两个完整周期(图32),大周期低谷是1997-1998年,小周期低谷是2005年下半年到2006年初,从经济上来说也是如此。因此我们有理由相信,至少在周期上、以及在周期不同阶段的首尾节点的取舍上,我们的算法是正确的。从图可以看到,1997-2008年这12年间,我国吨钢净利润(指每吨粗钢)的算术平均值为215元,1991-2008年全部平均为199元。这期间,1993年吨钢利润大幅上升与1992年南巡讲话以后的全国大开发有关,1993年以后吨钢利润下滑与钢材大量进口以及海南房地产泡沫进而全国房地产投资受到影响有关(图33),1997年及以后吨钢利润探底与东南亚金融危机有关,此后随着我国加入WTO后出口飞速增长、新一轮经济飞速发展、钢铁产品档次和结构调整等导致吨钢利润大幅提高,2005年底到2006年国家宏观调控影响了当月钢铁行业利润,但年度平均仍属高位。

图 31 2001 年 11 月-2008 年 10 月重点钢企销售净利率



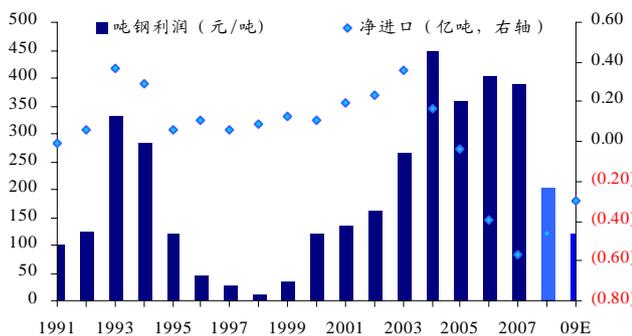
资料来源: MYSTEEL, 海通证券研究所

图 32 1991-2009E 我国吨粗钢净利润



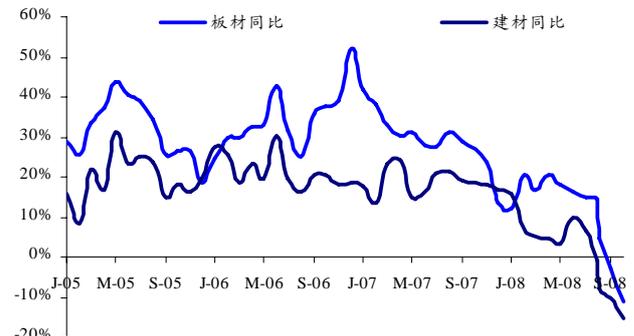
资料来源: 海通证券研究所

图 33 我国粗钢吨钢利润和进口关系



资料来源: 海通证券研究所

图 34 我国板材和建材单月产量增速



资料来源: MYSTEEL, 海通证券研究所

根据历史数据和目前形势趋势,预测2008年我国吨钢利润为222元,但2009年将明显下降。如果参照前几年经济低谷情况,在出口受阻和经济不振的情况下,2009年吨钢净利润能够达到130元就已经不错。按照130元/吨粗钢的净利润,按照前面预测的明年粗钢产量4.71亿吨计算,则明年我国钢铁全行业净利润为612亿元,将下降40%多。此外,我们可以看到,在亚洲金融危机前后,也即上一轮吨钢利润周期中,吨钢利润在

低位徘徊了较长时间。

同时，我们还想到一个问题：1993年（钢材短缺时代）到2008年15年间，普通消费品物价不知道涨了多少倍，但现在钢材价格却又回到了15年前，吨钢利润也没有多大进展，不知道是因为我国初级产品的定价太低了，还是因为钢铁工业效率提高了。

5. 投资思路

4.1 跟着国家政策走

“快、重、准、实”已经确认了国家挽救经济的态度和决心，各种措施也逐步落实。从国家投资思路上看，对基建的支持力度明显大于对消费品的支持力度，因此从这点来看，未来长材的情况要好于板卷类产品。当然板材过去几年投产幅度明显高于长材也是主要原因之一（图34）。

四万亿投资主要集中在“公路、铁路、港口、机场、城市交通、电厂扩建、油气工程等基础设施”上，以建筑钢材为主。从直接消费刚才看，公路主要消耗建材，铁路更多的也是建材，然后是铁轨，港口消耗建材，机场主要是建材型材，城市交通（轨道交通）和电厂扩建较为复杂，电网对硅钢有利，油气工程主要是管线钢。对医疗卫生的投资将对不锈钢具有拉动作用。家电优惠下乡明显有利于冷轧板，但力度明显要小。

国家投资目的是保增长，但在地域选择上会不同对待。我国区域大开发一个接一个，西部大开发、天津滨海（环渤海）、振兴东北、海西开发、广西（湄公河次区域开发），因此我们认为这些地方在国家已有政策和项目的力度下，经济相对独立的地区，比如新疆的油气资源开发，事关国家战略和对中亚的融合，因此无论油价如何波动，但投资不会停止，此外，新疆地域辽阔，许多领域有待完善。

行业领域和地域特点之外，还有重大项目带来的地域影响。经济不好的时候贸易壁垒和地方主义就会抬头，充分利用项目解决地方问题就成为当然，加之钢材的销售半径因素，500公里之内有项目的附近钢企就会近水楼台。重大项目用钢量惊人，比如京沪高铁用钢量就接近500万吨，其中大部分是建材和桥梁板，而核电、水电、机场、港口等点式布局的工程更能对当地钢企产生明显作用，比如秦山核电站对杭钢的利好就比较明显，海南核电、湖北咸宁核电、湖南小墨山核电、山东海阳核电、福建福清核电、浙江三门核电等等重大项目四处开花，位居其中的钢企将四处逢源。

对后续政策的预期。出口、房地产和汽车对这一轮经济增长功不可没，且这些领域都快速下滑，因此可提前预期国家也许会有进一步动作。最近传出国家准备储备100万吨的钢材，央视新闻也寄予了钢铁行业较多的关注，虽然量很少或者还没有太多实质性动作，但我们认为这说明国家已经在关注钢铁行业情况，在钢铁行业景气度严重糟糕和钢材出口大幅下降的背景下，或者也许会出台政策挽救这个支柱重工业，比如下调出口退税政策的空间仍足。汽车产业也举足轻重，因此也许会有刺激政策出台，这对汽车钢板也是一个潜在利好。

4.2 对细分品种的分析

4.2.1 不锈钢前景渐渐看好

不锈钢国内外减产力度大于普碳钢，价格跌幅更是远远大于普碳钢，目前不锈钢子行业比整个普碳钢更困难。但我们更是从一个较长的时期来看，或者从下一轮复苏的角度来看。

镍价已经趋于稳定。不锈钢最大的不确定性就是镍价，只要镍价下跌，不锈钢就很

难赚钱。但目前镍价已创 5 年来的新低，最大跌幅 80%（图 35），未来继续走低的可能性虽然存在，但更大概率是稳定。镍价稳定对不锈钢是最大利好。

不锈钢行业更容易得到梳理。不锈钢市场集中度较高，前 5 名集中度约为 65%，普碳钢前 5 名集中度不到 23%（包括鞍本、唐承宣、武柳昆这样没有实质重组的集团）。不锈钢企业两极分化，我国民营不锈钢聚集地主要集中在广东云浮新兴、浙江嘉兴南湖、浙江温州绩溪和江苏兴化戴南，这些企业一般比较小，对这些富裕地方政府的重要性不如其它地区，在这轮不锈钢大调整中，我们认为不锈钢小企业将最先受到梳理，这有利于未来行业竞争秩序和提前复苏。

不锈钢进口替代空间较大（图 36）。不锈钢出口在 2007 年 5 月创新高以后不断下降，但预计 2008 年仍能出口 90 万吨以上，预期进口 120 万吨，进出口比例高达 133%，相比普碳钢 25% 的进出口比例，进口替代空间很大。

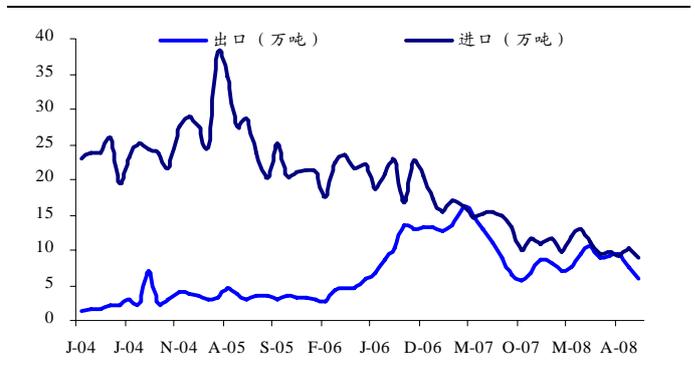
轨道交通和铁路加速发展对不锈钢利好的力度大于普碳钢。

图 35 LME 期镍 5 年走势图



资料来源：海通证券研究所

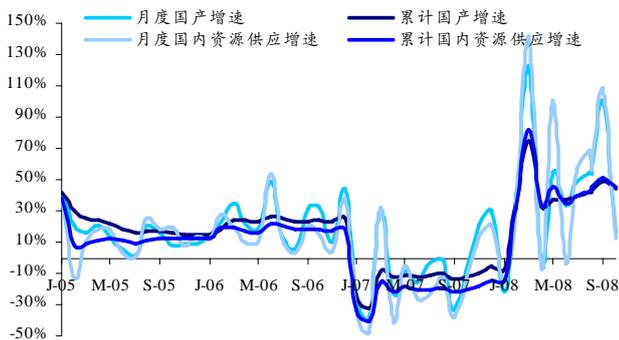
图 36 我国不锈钢月度进口和出口量



资料来源：海关统计数据，海通证券研究所

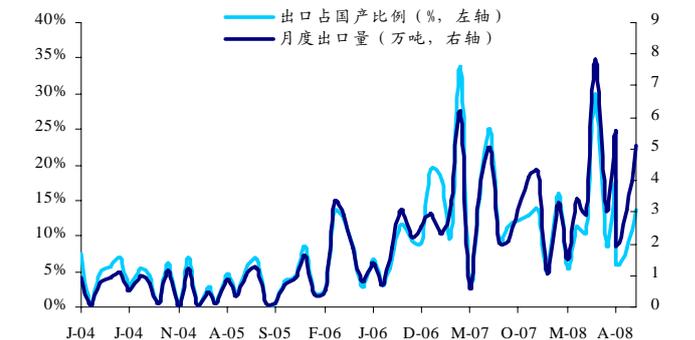
4.2.2 看好铁路用钢、硅钢和管线钢

图 37 钢轨生产与供给增速



资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

图 38 钢轨出口量和出口占生产比例



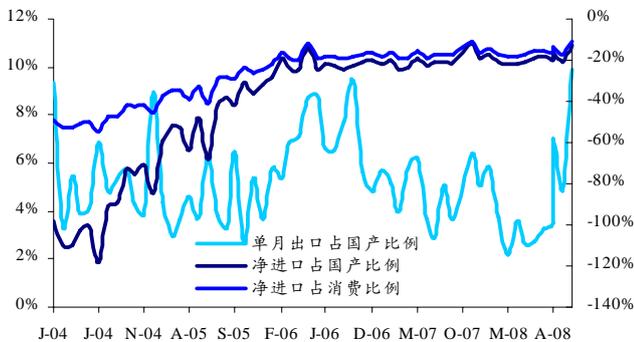
资料来源：海关统计数据，海通证券研究所

铁路用钢包括路基用钢、铺轨用钢和机车用钢。路基用钢类似基建和桥梁，机车用钢比较复杂。就专用铺轨用钢来说，预计 2008 年铁路用钢为 450 万吨左右，其中铁轨 340 万吨，占总产量的比例很小。但国内只有武、鞍、攀、包钢四家钢企生产铁轨，集中度较高，因此在行业大势不好的情况下仍是企业重要利润来源。此外就机车用钢来说，马钢和太钢不锈钢收益较为明显。铁路用钢因为总量很小，因此出口不存在贸易纠纷问题，

市场基本上被国内企业垄断。随着我国由公路大投资时代进入铁路大投资时代，铁路用钢将会保持稳定快速增长（图 37、图 38）。

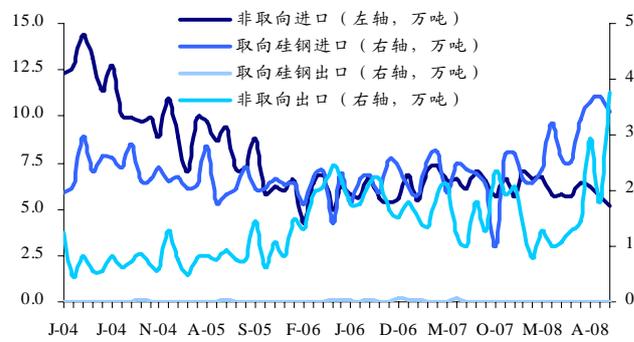
硅钢仍旧看好。最近由于国外进口、宝钢投产、景气度下降，武钢不断下调取向硅钢价格，但取向硅钢仍是国内盈利最高的产品，在进口量占国内消费一半的情况下，取向硅钢高利润仍将维持一段时间。国家对电厂电网的投资缓解了景气度的下降速度。我国仍有高达近百万吨的热轧硅钢产量，根据 2005 年发改委产业指导，热轧硅钢将逐步被冷轧淘汰。2008 年我国硅钢年产量接近 460 万吨左右，消费 550 万吨，我们硅钢市场的一大特点是大进大出，出口量大进口量也很大（图 39、图 40），重要原因是我们的高档产品严重不足，而中低档产品过剩。就非取向硅钢来说，国内进步很快，因此我们认为随着技术和档次提高，出口或者进口替代仍将会进一步提升。内需、出口、淘汰热轧硅钢对国内比较大的冷轧硅钢企业利好明显。管线钢也是目前盈利不错的品种，根据我们跟踪的情况，目前管线钢盈利状况很不错，是少有的好品种。

图 39 我国硅钢出口情况



资料来源：海关统计数据，海通证券研究所

图 40 我国硅钢进出口情况



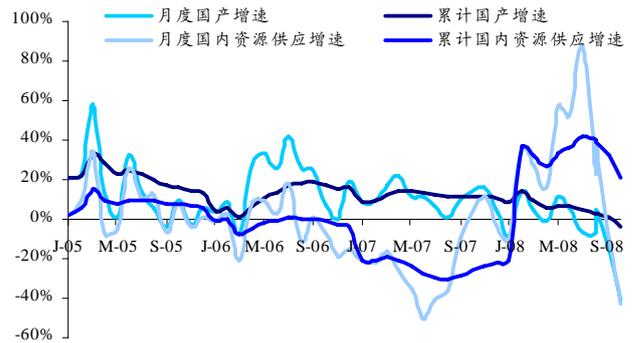
资料来源：海关统计数据，海通证券研究所

图 41 大型型钢出口占比



资料来源：海关统计数据，海通证券研究所

图 42 大型型钢生产和表观消费增速

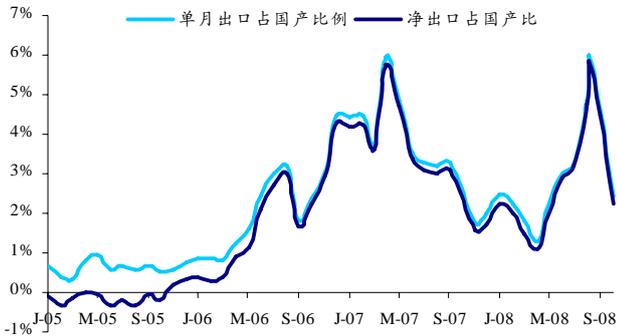


资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

我们不太看好大型型钢和中小型型钢，虽然前面谈过型材利润回升明显。我们不太看好大型型钢的理由是出口占比太高（图 41、图 42、图 43、图 44），对外需敏感，其次产能有点大。在出口受阻后，大型型钢 2008 年 10 月份的产量相比 4 月份的最高产量下降了 42%。中小型型钢出口占比不高，但由于属于中低档产品，供给弹性大，利润一直处于中下游，和大型型钢一样，相比最高月产量，10 月份中小型型钢产量下降了 41%，我们认为这能够反映市场状况和产能利用率。但二者相比，大型型钢主要是由大中型企业完成，集中度明显较高，因此如果能够认真执行协调小组交流会的成果和过往经验，

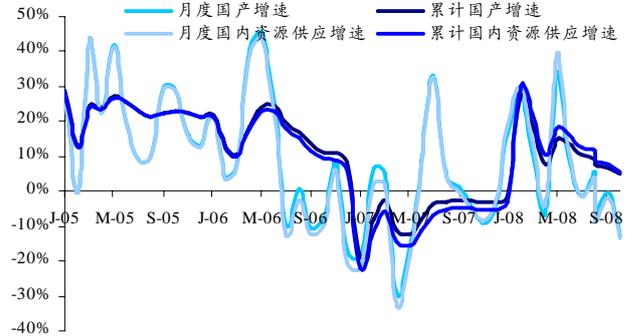
将会大型型钢的盈利有较好提升。

图 43 中小型型钢出口比例



资料来源：海关统计数据，海通证券研究所

图 44 中小型型钢生产和供给增速



资料来源：MYSTEEL，海通证券研究所

钢管分为无缝钢管和焊接钢管。我们对这两个品种持中性态度，主要是焊管产能较大。而无缝钢管出口占生产比约为三分之一，最新预测明年是石油产量将下降，对油气钻探和管道需求可能受到影响。

6. 行业 and 重点公司评级

6.1 行业评级“增持”

“全球经济调整需要多久”是一个问题。大的经济调整一般需要三年左右，也就是2010年，这是目前比较大众的预期。我国经济发动机房地产怎么走也是一个问题，价格跌则可怕，不跌则销售减少从而投资减少。钢铁和经济关系紧密，在产能较大出口受阻的情景下，明年产能利用将受到影响。如果能够实质“保8”，钢铁景气走势将类似3年前很快反弹，但反弹后景气度也要大打折扣。如果不能，钢铁将类似10年前，陷入薄利状态并维持较长时间。从中央主导经济的能力和决心来说，我们更相信前者，更相信政府包括各地政府加大投资的冲动。在解决了投资额度、项目计划和资金来源问题以后，普遍预期对经济刺激计划将在明年二季度产生作用。但我们更相信经济刺激计划只能起到缓冲作用。

市场寄予希望的重组、市场淘汰、以及这二者带来的类似稳定吨钢利润等利好遥不可及。小钢企灵活且生命力顽强，这一轮下来，很多大钢厂反而深度套牢，在钢价还没有稳住的时候，很多小企业就开始盈利从而复产了。集中度难以通过市场提高，就看行政整合了。

国际钢铁估值水平和国内的可比性要打点折扣。主要是国际大钢铁公司拥有部分矿石，它们的成本底线比我们要低，看看独联体国家目前315美元的方坯价格就知道有多可怕，矿石给估值带来的影响就是他们的PB实际上是高估的。此外，在当地市场的集中度不同，对当地市场的主导能力有别。

从钢铁板估值来说，取2008年12月12日股价，经过这一波上涨，板块算术平均PB在扣除15%存货减值准备以后为1.30倍，2008年PE为15倍，2009年PE为22倍。估值不算低。

从盘面来看，钢铁板块不能领涨大盘。2003年底到2004年初出现“五朵金花”时，我国经济增速正值上一轮高点，PPI和CPI连创该轮周期的高点，国内钢材短缺，钢材进口量几创历史新高（进口3600万吨，占消费15%），钢价和吨钢利润也连创新高。

这一轮经济合上一轮类似，但唯一不同的是经济困难不会那么快复苏，因此从这个意义上说，“钢花”已经在去年绽放过了，不可能再领涨大盘。

综合考虑我们给予行业“中性”评级。

6.2 选取上市公司的角度

我们在选取上市公司的时候主要从估值、潜在并购、存货比例、受益钢种、矿石海运长单、政策预期等几个角度来看。

2008年1-9月份，国产矿石平均价格比2007年平均价格上涨了55%，动力煤上涨了50%，焦煤焦炭上涨了一倍，因此可以说，如果库存比年初上涨不到50%，那就基本上可以认为库存实物量在下降。如何计算可能的计提很难，因为实物量、购置时间、比例很难确定、采用移动加权平均和先进先出核算成本等都会带来很大影响。因此我们这里简单按照15%来假设计提。这里只是一个简单的假设和简单的算法，只是为了参考比较，并不代表我们的预测。

表3 2008年三季度存货收入以及假设计提

公司	存货 (亿元)			存货收入比		前三季度利润 (亿元)		计提 (亿元)	
	3Q08	08年增加	增加比例	08初	3Q08	净利润	EPS	15%计提	每股损失
邯钢	91.43	43.07	89.07%	18.52%	22.91%	8.22	0.29	13.72	0.49
武钢	139.79	55.37	65.58%	15.59%	18.04%	71.70	0.91	20.97	0.27
包钢	115.64	30.37	35.61%	31.85%	27.53%	12.54	0.20	17.35	0.27
宝钢	521.40	130.71	33.46%	20.40%	24.44%	129.63	0.74	78.21	0.45
济钢	67.66	31.44	86.81%	10.78%	14.84%	14.40	0.83	10.15	0.59
莱钢	48.10	13.79	40.20%	10.42%	10.72%	8.83	0.96	7.21	0.78
西特	16.03	5.74	55.73%	17.86%	21.06%	5.88	0.79	2.41	0.32
杭钢	24.15	5.35	28.46%	11.55%	9.57%	4.17	0.50	3.62	0.43
凌钢	19.08	10.36	118.83%	12.02%	18.57%	3.09	0.38	2.86	0.36
南钢	60.05	16.72	38.58%	19.69%	19.43%	6.46	0.38	9.01	0.53
酒钢	38.04	11.92	45.65%	11.70%	11.13%	4.06	0.46	5.71	0.65
抚特	12.11	2.09	20.84%	20.71%	19.95%	0.26	0.05	1.82	0.35
安钢	96.28	53.22	123.59%	16.77%	23.32%	7.07	0.30	14.44	0.60
马钢	159.91	63.65	66.12%	19.01%	20.82%	31.27	0.41	23.99	0.31
广钢	25.41	12.40	95.22%	21.94%	31.05%	0.69	0.09	3.81	0.50
大冶	9.92	-0.48	-4.59%	17.60%	11.67%	2.94	0.65	1.49	0.33
唐钢	105.37	36.02	51.95%	16.59%	16.73%	26.06	0.72	15.81	0.44
韶钢	59.32	18.05	43.72%	27.59%	28.48%	4.85	0.29	8.90	0.53
本钢	100.56	54.51	118.36%	14.69%	24.80%	14.16	0.45	15.08	0.48
大钢	183.94	8.80	5.03%	21.59%	20.43%	26.11	0.46	27.59	0.48
鞍钢	140.93	53.92	61.97%	13.28%	16.77%	82.53	1.14	21.14	0.29
华菱	96.47	35.99	59.50%	13.80%	16.39%	12.76	0.47	14.47	0.53
首钢	33.27	20.44	159.34%	4.70%	12.39%	5.67	0.19	4.99	0.17
金牛	6.27	0.20	3.27%	17.47%	15.54%	0.24	0.08	0.94	0.31
三钢	26.86	7.92	41.81%	16.69%	13.80%	5.63	1.05	4.03	0.75
柳钢	61.27	27.12	79.41%	16.49%	20.00%	2.21	0.09	9.19	0.36
重钢	38.02	11.42	42.93%	22.06%	21.22%	7.96	0.46	5.70	0.33
承钢	32.72	22.63	224.29%	6.91%	15.70%	2.94	0.30	4.91	0.50
八钢	29.09	11.94	69.65%	13.41%	13.00%	5.13	0.67	4.36	0.57

资料来源：海通证券研究所

我们可以看到（表3），大冶特钢、莱钢股份、杭钢股份、酒钢宏兴是库存管理得最好的企业，八一钢铁、三钢闽光、大连金牛、太钢不锈次之。首钢股份虽然库存比例只有12.39%，但2008年以来，库存增加了160%，显然在高价位增加的库存成了潜在损

失，承德钒钛也是如此，今年以来增加了 224%，其它的要么库存比较高，要么就是近年以来增加较多。八一钢铁比较特别，集团直接提供铁水，除了废钢和辅料，它没有原料存货，因此其库存较低。而有矿企业比如西宁特钢和唐钢股份，其原料库存中自产的那一部分则因矿石以成本入库而实际上不会有减值计提。

矿石长单和海运长单对买方来说是个压力。但这方面的苦日子就要结束了，根据我们了解，算上海运目前到岸外矿价格倒挂不到 150 元。以受影响最大的宝钢来说，集团梅山矿业年产成品矿 240 万吨左右，此外国内购买矿石 80 万吨左右用来调炉，不锈钢和特钢基本上都是采用废钢，股份碳钢废钢比例为 15%-20%。这样算下来，即使外需矿石全部为长期协议，平摊到宝钢全部吨钢里面也就是倒挂 170 元不到，如果后面宝钢减少进矿量，多用国内矿和废钢，这个数字还会低，因此我们认为来自长单矿长单海运的苦日子没有想象那么大。

6.3 上市公司评级

增持太钢不锈（000825）

长远一点看，我们看好太钢不锈。不锈钢集中度我们预期不锈钢行业经过这轮大调整以后，行业将更加健康。镍价跌到 6 年来新低，未来稳定概率大于继续下跌概率，镍价稳定对不锈钢是最大利好。太钢不锈受益于国家重点工程项目，机车、地铁、轨交、核电、石化等高端项目都会使用较高比例的不锈钢。太钢积累了 50 年的不锈钢技术，不锈钢设备几乎完全得到升级换代。公司产品较为多元化，搭配合理，利润风险系数小。产品出口强势，预期 2008 年出口 30 万吨不锈钢。原料便捷，集团提供 50% 矿石，2011 年公司参股 35% 年产 750 万吨铁精粉的袁家村矿山投产后，完全自足，公司身处山西煤海之中。公司不锈钢地位将在这轮调整以后更加凸显，正在建设的 5 万吨不锈钢无缝钢管和 2 万吨不锈钢精密带钢生产线将进一步占领不锈钢领域制高点。太钢不锈大股东承诺 30 元以下不减持。预期 2008 年-2010 年每股收益为 0.34 元、0.30 元、0.40 元。风险，不锈钢减产较多，库存自减值准备不确定。目前公司估值偏低，给予“增持”评级。

增持凌钢股份（600231）

凌钢股份重头戏在于收购保国铁矿。保国铁矿产量 90 万吨，两年内产量可以达到 120 万吨，品位 69%，国内最高，是一个优质矿源，尚有部分潜在储量。矿山专为凌钢设计，配套齐全，为数十年的成熟矿山。公司产品包括约 50% 的螺纹钢圆钢，还有 50% 的 40% 的中宽热带，另有少量中宽冷带和焊管，几乎全部属于建材范畴。收购后不再有矿石关联交易，但由于没有焦炭，因此大部分焦炭向集团采购。今年煤焦长时间倒挂，且由于集团焦炭和集团矿山直供公司，因此公司焦炭和矿石库存的库存应该很少，但公司总库存增加较快，曾加速态势，一季度增加 1.31 亿元，二季度增加 3.67 亿元，三季度增加 5.37 亿元。预期公司设备正在改造，改造后产能可由 220 万吨提高到 350 万吨。预期 2008 年-2010 年每股收益为 0.36 元、0.29 元、0.44 元。矿石部分如果参照金陵矿业目前估值，可以给予 30 亿元的定价，公司原有资产 32 亿元，按照 1.0 倍 PB 为 32 亿元，因此应该接近 8 元，因此，我们认为股价有所低估。公司最大风险就是突然增高的存货，估计年底计提较多。综合考虑给予“增持”评级。

增持大冶特钢（000708）

大冶特钢存货管理很好。中信泰富是中国最大的特钢集团，下属有兴澄特钢，新冶钢（公司大股东），石家庄钢铁，年产 700 万吨特钢。公司背靠大股东，不仅可以获得原料，还可以获得管理和技术。公司年产 120 万吨，存货管理很好，最近 5 年来，公司存货金额上升不到一倍，存货收入占主营收入的比例从 5 年前的 28% 一路下降，三季度只有 12% 不到，是板块内唯一一家 2008 年存货金额下降的企业，显示了管理团队的稳健经营，有色金属先于矿、煤下跌也是公司能够规避风险的一个原因。公司特钢产品主

要包括弹簧轴承钢、合结合工钢、冲模不锈钢、碳结碳工钢及特殊合金管坯五大类，有 800 多个品种，1800 多种规格。在国内特钢领域中，公司是一家比较独特的公司。从历史发展角度看，合金钢常常是在普碳钢得到充分发展以后才快速发展，这与产业结构的升级有很大关系。公司最大不确定性是控股股东中信泰富外汇累计期权合约已经巨亏 200 亿港元，一般逻辑是不会对子公司经营造成影响，但具体情况难以预期。预期 2008 年-2010 年每股收益为 0.43 元、0.28 元、0.37 元。公司估值不高，PB 为 1.3 倍，PE 为 10 倍，给予“增持”评级。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘彦奇：钢铁行业分析师

重点上市公司：宝钢股份、武钢股份、鞍钢股份、太钢不锈、八一钢铁、凌钢股份、承德钒钛、济钢股份、柳钢股份、唐钢股份、大冶特钢。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhou@htsec.com

朱胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼

电话：(021) 23219381

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com