

研究员：
马春霞
钢铁行业
(8621)64718888-
1270

政策、需求导向下的投资机会

—2009年钢铁行业投资策略

投资要点：

1. 钢铁行业将演绎“五低”并存

全球金融危机的爆发和经济衰退的蔓延，钢铁行业本身及其上下游受到了很大的影响，在我国加大投资力度来“促经济、保增长”的政策背景下，预计，2009年，我国的钢铁业将在低需求、低供给（低产能利用率）的环境下运行，并且引致一个低成本、低钢价、低利润的结果。

供求：我国钢铁行业已从2008年上半年以前的供求基本平衡转向了目前的供大于求，预计2009年，综合产能过剩程度将达15%。2008~2009年热轧产能将急剧扩张37%，但目前板材主要下游用户如机械、汽车、造船、家电等行业增速均在下降甚至出现负增长，前景不容乐观；而建材受加大基建的拉动，情况要稍好些，但产能的停、复的弹性较强。此外，钢铁的直接和间接出口受国际需求下滑影响，预计未来出口数据将进一步恶化，出口减少的钢材及产品回流到国内市场，冲击国内市场的供需关系。再考虑到目前钢材的存货，预计2009年的钢铁产能利用率将在85%左右。

成本：铁矿石、焦炭、降息等的共同作用下，2009年钢铁行业成本下降将在20%左右。铁矿石和焦炭价格将继续保持弱势运行状态。海运费的下降、铁矿石供应充足但需求的下降，预计，2009年巴西矿到岸价的降价幅度为20%、澳洲矿为25%；关税提高、配额减少、需求下降的情况下，2009年的焦炭将在目前的价位上下跌15%左右；另外，降息在减轻钢企财务成本的同时也使其他企业投资成本降低，将拉动钢材需求。

钢价：预计，在2009年的铁矿石谈判结果达成前，成本的支撑将使钢价维持盘整走势；其后，过剩产能的压力、成本的实质性下降，钢价将大幅震荡或有所回调。

盈利：在目前库存高企、存货减值的态势下，预计2008年4季度将是大钢厂盈利能力最坏时期，2009年1季度由于季节性因素将一定程度上导致钢铁需求恢复，尤其是国家加大基建的投资也将增加需求，行业整体的盈利逐步回升，2009年1季度有望达到盈亏平衡，2季度后盈利将不断改善。

2. 加大投资计划实施中受益的细分品种及公司

铁路、公路等建设：从钢材需求品种来看，受益的公司有

钢轨：攀钢钢钒、鞍钢股份、包钢股份、武钢股份；

火车轮箍：马钢股份；

机车用钢：太钢不锈（车身用钢），大冶特钢（轴承用钢等）；

此次投资政策将加大中西部地区投资力度，考虑到建筑钢材销售的区域半径因素，因此像八一钢铁、重庆钢铁、华菱钢铁、酒钢宏兴、包钢股份等一批建筑钢材占比较大及区域性龙头的钢企将率先受惠。

联系人

张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219号长鑫大厦
18层
(200031)

管道设备:

石油管道建设: 宝钢、武钢、鞍钢、攀钢等能生产 X80 的管线钢的企业将受惠。

其他管道: 国家计划至 2010 年, 全国管道长度达 8 万公里, 这将使华菱钢铁和新兴铸管等企业受益。

电网建设: 关注硅钢生产企业武钢、宝钢、鞍钢等, 尤其是国内唯一能生产高磁感取向硅钢 (HiB) 的武钢。

灾后重建: 这部分钢材的采购来说大多采用“本地采购”的方式, 因此可关注重庆钢铁和酒钢宏兴。

3. 投资建议

总体上: “中性”评级, 把握“利好”政策刺激下的阶段性机会

综合考虑到 2009 年在实体经济尚未明显好转之前, 有限的需求将被过剩的供给所淹没, 钢价的低位震荡使得钢厂盈利能力难以高企; 出口下滑、未计提的存货跌价损失将使利润大幅下降, 钢铁行业四季度大范围的亏损不可避免。协议矿占比较高的大企业盈利能力恢复将落后于现货矿的钢企, 或将抑制钢铁行业市场表现。所以维持钢铁行业“中性”评级。

但随着 2009 年加大基建的实施, 需求的快速放大, 在细分品种钢材中仍有投资机会。预计 2009 年 1 季度, 钢铁股将迎来阶段性反弹机会, 可关注受具体计划实施过程中, 具有铁路建设用钢、管道建设用钢、电工钢等需求优势的公司; 建筑钢材占比较大的区域性龙头; 抗风险能力强和存在并购重组机会的企业以及股息率相对较高的公司。

4. 重点公司业绩预测及投资评级

股票代码	股票名称	投资评级	每股收益			市盈率			2009 限售股解禁	
			2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	数量(万股)	日期
000655	金岭矿业	中性	0.67	1.35	1.45	18.49	9.18	8.54	-	
000898	鞍钢股份	中性	1.04	1.32	1.25	7.59	5.98	6.31	-	
000932	华菱钢铁	推荐	0.59	0.58	0.64	8.49	8.64	7.83	87335	2009-3-1
002110	三钢闽光	推荐	0.94	1.11	1.10	7.53	6.38	6.44	-	
600005	武钢股份	推荐	0.83	1.12	1.15	7.33	5.45	5.30	-	
600010	包钢股份	中性	0.27	0.29	0.32	11.15	10.38	9.41	50156	2009-3-27
600019	宝钢股份	中性	0.73	0.76	0.73	7.25	6.96	7.25	-	
600022	济南钢铁	中性	1.02	1.04	1.14	5.16	5.06	4.61	79442	2009-4-24
600117	西宁特钢	中性	0.40	0.54	0.60	13.63	10.09	9.08	-	
600307	酒钢宏兴	中性	0.88	0.87	0.92	6.65	6.75	6.38	54088	2009-4-17
600581	八一钢铁	推荐	0.68	0.87	1.13	9.41	7.36	5.66	40715	2009-2-17
601005	重庆钢铁	中性	0.27	0.58	0.68	15.19	7.07	6.03	-	

5. 投资风险提示

- (1) 全球金融危机和我国经济下滑导致钢铁需求不断减弱的风险;
- (2) 过分依赖下游行业的风险;
- (3) 落后产能淘汰不力的风险;
- (4) 钢价大跌和存货大增使资产减值大幅增加的风险;
- (5) 协议矿占比较高的大企业盈利能力恢复将落后于现货矿的钢企, 或将抑制其二级市场表现及钢铁行业指数的表现。

目 录

1. 2008 年行业回顾	7
1.1 市场表现前强后弱	7
1.2 业绩表现	7
2. 行业运行的主要影响因素	8
3. 行业运行趋势	8
3.1 供应	8
3.1.1 钢铁产量增速大幅下滑，产能投资高速增长	8
3.1.2 板材产能大幅增加	9
3.1.3 库存高企	12
3.1.4 钢铁行业告别高增长时代	12
3.2 需求	17
3.2.1 钢材需求关系图	17
3.2.2 实际固定资产投资增速显著减缓	17
3.2.3 部分下游行业需求增速下滑明显	17
3.2.4 扩大内需政策下的钢材需求增长点	19
3.2.4.1 铁路建设	20
3.2.4.2 管道设备	24
3.2.4.3 电网建设	25
3.2.4.4 经济适用房	26
3.2.4.5 灾后重建	27
3.2.4.6 新增需求难补供应缺口，细分行业有所差异	27
3.3 出口	28
3.3.1 钢材出口状况	28
3.3.2 钢材出口掩盖国内供需失衡	29
3.3.3 钢材出口预期恶化，政府出台出口优惠政策	30
3.3.4 机电产品出口优惠政策间接拉动钢材需求	30
3.3.5 出口关税调整的影响及未来政策预期	31
3.4 成本	31
3.4.1 原材料	31
3.4.2 2009 年铁矿石长协价预测	32
3.4.3 2009 年焦炭价格走势	32

3.4.4 降息对钢铁行业的影响	33
3.5 价格	36
3.5.1 国内钢材价格大幅下跌，国内外价差减小	36
3.5.2 展望 2009 年中国钢价趋势	37
3.6 盈利趋势	38
3.6.1 行业成长性和盈利状况	38
3.6.2 行业盈利趋势预测	39
3.7 钢铁行业兼并重组动态	40
4. 上市公司业绩变化趋势	41
4.1 钢铁行业业绩增速放缓	41
4.2 行业盈利能力高位回落，环比微幅上升	42
4.3 资产减值大幅增加，利润质量下滑	42
4.4 96% 的钢铁上市公司业绩环比大幅下滑	43
4.5 存货和应付款环比大幅上升	44
4.6 原材料（铁矿石）和线材存货增加幅度较大	45
4.7 现金流大幅下降	46
4.8 上市公司 2008 年业绩预告情况	46
4.9 钢企减产、存货减值影响钢企 2008 年度业绩	47
5. 行业估值与投资评级	47
5.1 2008-2009 年钢铁行业限售股解禁	47
5.1.1 钢铁板块限售股解禁进程表	47
5.1.2 钢铁上市公司限售股解禁情况	48
5.1.3 钢铁行业限售股解禁对个股、行业指数走势的影响分析	49
5.2 钢铁行业 PE-PB 走势	51
5.3 全球主要钢铁大国估值水平	52
5.4 维持钢铁行业“中性”评级	52
5.5 把握“利好”政策下的投资机会	52
6. 重点上市公司业绩预测与投资评级	53
6.1 八一钢铁（600581）	53
6.2 武钢股份（600005）	55
6.3 三钢闽光（002110）	55
7. 行业风险提示	56

图目录

图 1 钢铁行业指数与沪深 300 比较.....	7
图 2 钢铁行业与沪深 300 样本业绩增长比较.....	7
图 3 钢铁行业利润总额情况.....	8
图 4 钢铁产量及钢铁业产能投资增长情况.....	9
图 5 2008 分品种产能增长情况.....	12
图 6 2005 ~ 2008 年分季度库存情况.....	12
图 7 2008 年 1-10 月主要品种钢材产量占比及增幅.....	13
图 8 钢材需求关系图.....	17
图 9 我国城镇固定资产投资增长情况.....	17
图 10 2007 年钢材主要下游行业需求.....	18
图 11 房地产开发与销售情况.....	18
图 12 钢铁其他下游增长情况.....	19
图 13 政府 4 万亿资金投向 (万亿元)	20
图 14 我国中长期铁路网规划图.....	20
图 15 我国钢厂分布图.....	21
图 16 铁路投资用钢需求结构.....	21
图 17 我国西气东输二线规划图.....	24
图 18 管线钢制造流程.....	25
图 19 我国 2007 年灾区钢材产量.....	27
图 20 钢材进出口情况.....	28
图 21 国内外钢材价差情况.....	30
图 22 我国钢材出口国别统计.....	30
图 23 进口矿与国产现货矿价格指数与走势.....	31
图 24 海运费指数.....	32
图 25 2008 年 3 季度各行业财务费用率情况.....	33
图 26 2008 年 3 季度各行业负债率情况.....	33
图 27 钢价指数.....	36
图 28 主要品种钢材价格.....	36
图 29 主要品种钢材价格从最高位降幅.....	37
图 30 行业成长性状况.....	38
图 31 行业盈利能力趋势.....	38
图 32 三项费用率状况.....	39
图 33 资产负债率状况.....	39
图 34 07 ~ 08 年三季报净利润同比增长情况.....	41
图 35 07 ~ 08 年单季度净利润及环比增长情况.....	41
图 36 钢铁板块上市公司毛利率状况 (%)	42
图 37 钢铁行业限售股份上市时间表.....	47
图 38 2009 年钢铁行业限售股解禁情况.....	48
图 39 钢铁行业解禁量占比与个股相对涨跌幅的相关系数.....	49
图 40 钢铁行业各时间段个股相对涨跌幅分布情况.....	50
图 41 钢铁行业累计解禁量与指数走势对比.....	51
图 42 钢铁行业 PE-PB 走势 (01-01-01 ~ 08-12-12)	51

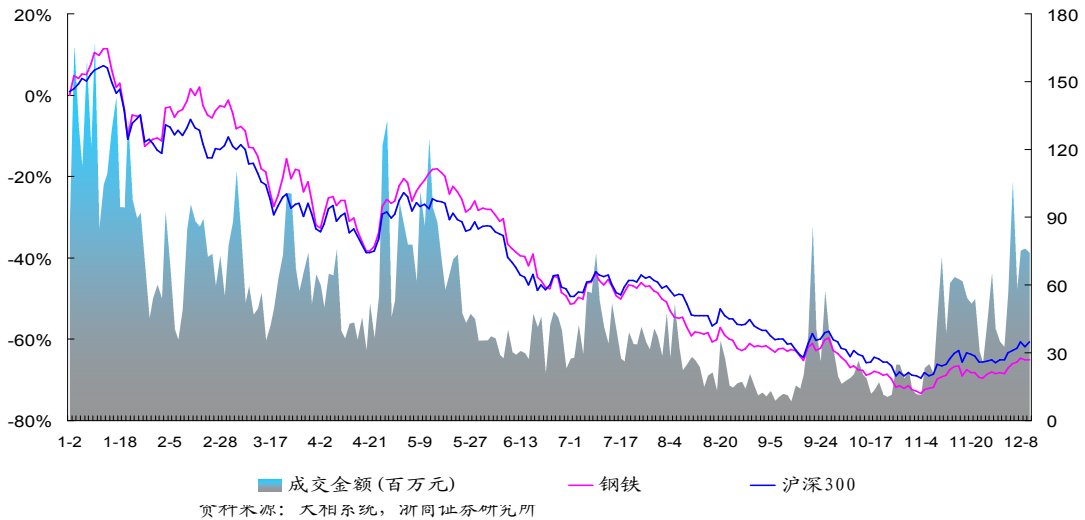
表目录

表 1	2008~2009 年拟投产的热轧产能.....	9
表 2	2008 年拟投产的冷轧产能.....	10
表 3	2008 年~2010 年拟投产的中板产能.....	10
表 4	2008 年中国不锈钢产能统计 (单位: 万吨)	11
表 5	11 月钢厂减产动态.....	13
表 6	2008 年前 10 月各钢厂产量动态.....	14
表 7	铁路建设用钢价需求预测.....	22
表 8	我国主要钢轨企业生产状况.....	23
表 9	我国主要火车轮箍企业生产状况.....	23
表 10	宝钢管线钢状况.....	25
表 11	硅钢需求预测.....	25
表 12	我国主要硅钢企业生产供应预测.....	26
表 13	不同房型单位面积耗钢材量.....	26
表 14	未来几年基础设施投资及灾后重建拉动下的钢铁需求预测.....	27
表 15	钢材供需预测.....	29
表 16	四种降息情景下对钢铁行业及其公司 EPS 增厚分析 (单位: 元)	34
表 17	2008 年我国钢铁行业重大资产重组.....	40
表 18	07~08 年三季度钢铁上市公司利润质量情况.....	42
表 19	钢铁上市公司净利润变化情况.....	43
表 20	07~08 年三季度钢铁上市公司资产负债状况.....	44
表 21	07~08 年三季度钢铁上市公司存货状况 (单位: 亿元)	45
表 22	07~08 年三季度钢铁上市公司现金流状况 (单位: 亿元)	46
表 23	上市公司业绩预告状况.....	47
表 24	钢铁股限售股解禁情况 (可流通市值以 12 月 12 日收盘价计算)	48
表 25	钢铁行业各时段个股相对涨跌幅统计分析.....	50
表 26	目前全球主要钢铁生产国家钢铁行业估值水平.....	52
表 27	重点公司评级.....	53
表 28	重点公司股息率测算.....	53

1. 2008 年行业回顾

1.1 市场表现前强后弱

图 1 钢铁行业指数与沪深 300 比较



2008 年以来，钢铁行业与沪深 300 指数走势相仿，相对沪深 300 指数前强后弱。其涨幅波动区间为-73.34%~11.49%，而沪深 300 指数为-69.51%~7.37%。2008 年上半年，在高成本、高需求、高钢价的“三高”背景下，钢铁行业处于高位景气之中，钢铁行业指数涨幅大于沪深 300 指数，最高达 11 个百分点；但在 6 月 23 日中澳铁矿石价格大涨 96%的结果出炉后，钢铁行业指数涨幅回落，并弱于沪深 300。在对钢铁行业悲观的预期下，60%的钢铁股一度跌破净资产，甚至包括宝钢股份、鞍钢股份、马钢股份、攀钢钢钒、太钢不锈等龙头企业，这些市值占比份额较高的钢企拖累了钢铁行业指数表现。

按照天相行业分类，目前 A 股市场中钢铁行业上市公司有 48 家，钢铁行业 A 股总股本占股票市场 A 股总股本比例为 4.56%，市值占比为 3.35%；钢铁行业流通 A 股占股票市场 A 股流通总股本比例为 6.58%，流通市值占比为 4.74%；钢铁行业流通 A 股占钢铁板块总市值的 51.2%。

1.2 业绩表现

图 2 钢铁行业与沪深 300 样本业绩增长比较

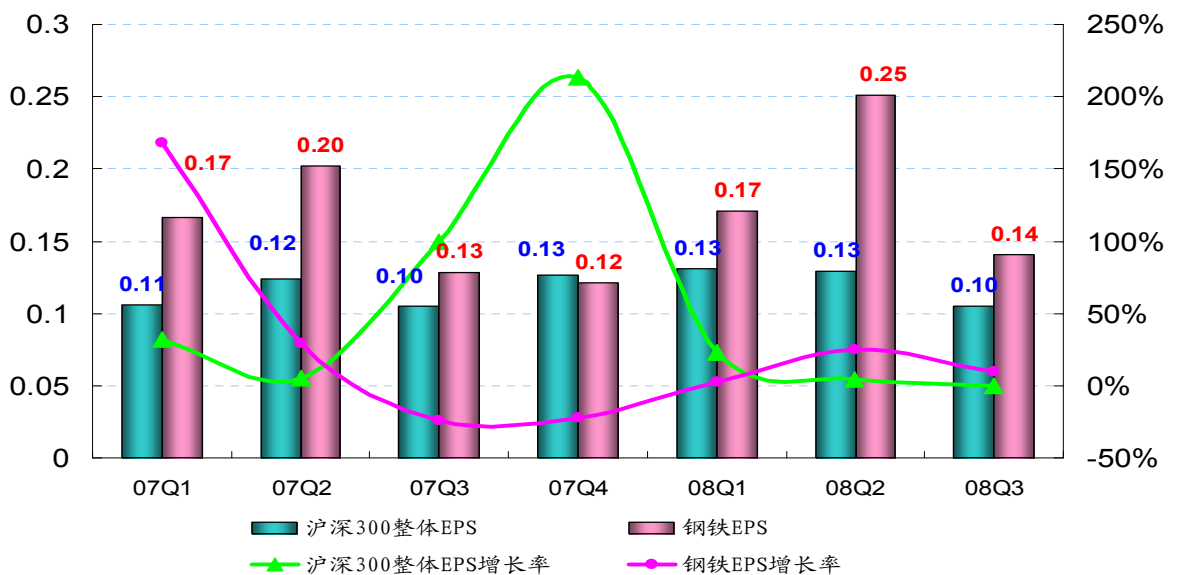
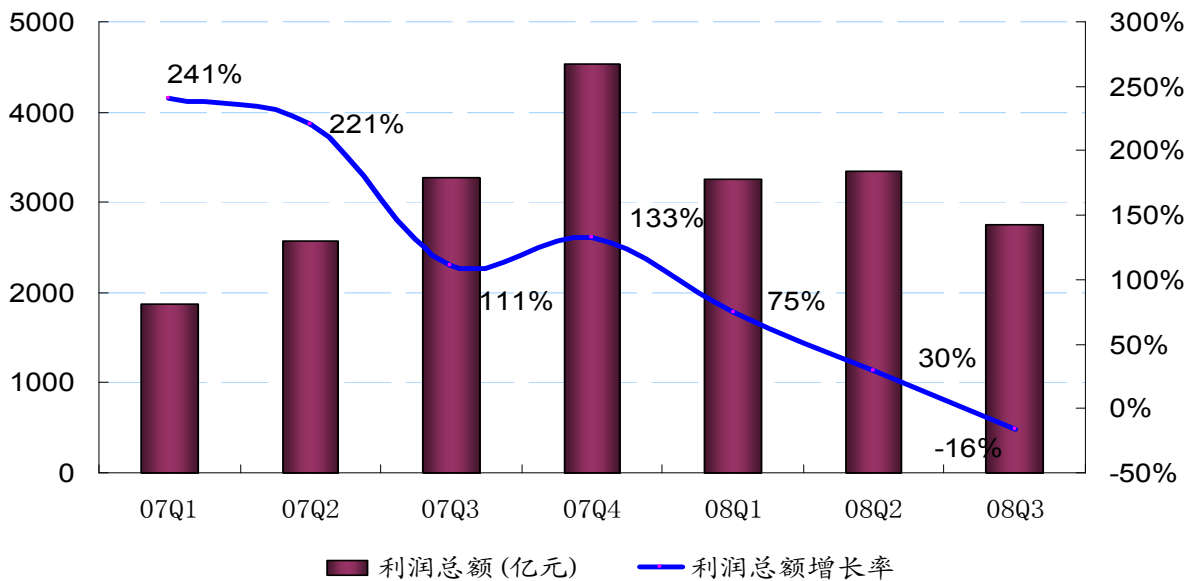


图 3 钢铁行业利润总额情况



资料来源：天相系统，浙商证券研究所

2008 年，随着钢价的大幅波动，我国钢铁行业的盈利情况也跌宕起伏，大起大落。上半年，虽然钢铁行业原材料成本压力不断加剧，但下游行业需求依然旺盛，出口强劲反弹，钢价一路大幅攀升，上涨幅度覆盖了成本的上涨，且吨钢毛利不断提升，行业整体利润水平保持较高增长，二季度，钢企毛利润率达到了 2008 年的最高点，但随着不断增加的通胀压力和金融风险导致世界经济出现衰退，宏观经济放缓、国内外下游需求的减弱，进入三季度之后，国内、外钢价大幅跳水，钢企盈利大幅缩水，上半年钢铁企业盈利 1000 亿元的风光不在。钢铁企业和经销商都陷入了严重的经营亏损中；尤其是 10 月份，竟然出现了全行业亏损，纳入统计的 71 家大中型钢铁企业 10 月总亏损 58.35 亿元。其中 42 家企业出现亏损，亏损额达 77.74 亿元。这是我国钢铁业连续六年来首次出现月度亏损。1-10 月份，销售利润率 5.58%，其中 10 月产品销售利润率为 -3.23%，呈大幅回落态势。需求低迷，钢价狂跌、成本高位是钢铁企业亏损增加的重要原因。

2. 行业运行的主要影响因素

(1) 宏观经济因素：金融危机和经济衰退将对钢铁行业本身及其上下游会产生较大影响，钢材需求增速可能下降；

(2) 世界各国钢铁产品进出口税率的调整，对我国钢铁出口带来影响；

(3) 国务院促经济、保增长的十项措施，对钢材消费及钢厂产生直接影响的方面：

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；

加快地震灾区灾后重建各项工作；

在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革。

(4) 房地产放缓程度决定钢铁的供需平衡；

(5) 人民币升、贬值引起钢材出口企业汇兑损失的变化；

(6) 原材料价格波动大幅影响行业成本及盈利水平；

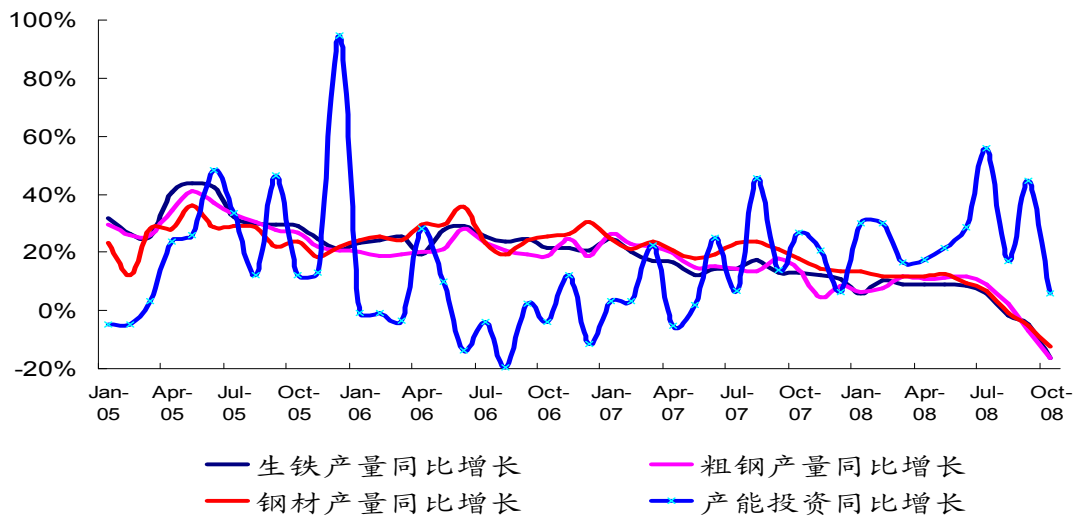
(7) 钢铁产业政策推动下的兼并重组和产业结构升级。

3. 行业运行趋势

3.1 供应

3.1.1 钢铁产量增速大幅下滑，产能投资高速增长

图 4 钢铁产量及钢铁业产能投资增长情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2008 年 1-10 月我国粗钢产量 4.27 亿吨, 同比增长 3.9%; 钢材产量 4.9 亿吨, 同比增长 5.9%。6 月下旬, 钢价从高位回落后, 国内钢产量连续 4 个月同比大幅回落, 6 月份粗钢产量同比增长 11.45%, 10 月份, 这一数值竟然达到了惊人的 -16.36%。这是在全球金融危机和经济衰退、国内宏观调控背景下, 钢铁部分下游需求放缓; 以及奥运停、限产和部分钢企因钢价暴跌而不堪成本重负、库存大增、自动限产保价共同作用的结果。从目前行业运行的状态来看, 预计, 我国 08 年粗钢产量保持在 2007 年的水平。

同时, 钢铁业固定资产投资保持在高位增长。从 2007 年下半年开始, 钢铁业固定资产投资开始由 2007 年 7 月 6.87% 的低增速回弹至 2008 年 7 月的 56% 左右, 10 月份回调至 6.09%。主要源于: (1) 国内 PPI 的大幅波动。国内 PPI 从 2007 年 10 月开始上扬, 助推了同期钢铁行业固定资产投资的增长。(2) 产品结构调整。2005 年之前我国钢铁业投资以建筑钢和热轧为主, 而近三年以冷轧和中厚板等高附加值产品为主, 吨钢投资也随之增加。根据中钢协统计数据, 预计 2008 年我国将新增轧钢产能 6600 万吨, 高于新增粗钢产能 5100 万吨, 这也从侧面表明新增钢铁投资更多是投向产品结构升级。(3) 大型项目上马。近两年国家陆续批准了一些大型钢铁基地的新建项目, 如鲅鱼圈、曹妃甸工程, 以及刚刚开始前期建设的防城港、湛江等千万吨级的大型工程, 由于大型项目建设工期一般较长, 配套工程较多, 投资也会相对较大。

3.1.2 板材产能大幅增加

表 1 2008~2009 年拟投产的热轧产能

钢厂	轧机规格	设计产能 (万吨)	拟投产日期
唐山不锈钢	1580mm	220	2008 年 5 月
河北新金 (武安)	1250mm	200	2008 年 5 月
邯宝热轧线	2250mm	450	2008 年 6 月
鞍钢	1580mm	300	2008 年 6 月
河北普阳	1250mm	200	2008 年 7 月
本钢	1780mm	400	2008 年 7 月
河北国丰 (二热轧)	1450mm	200	2008 年 8 月
河北承德钢厂	1780mm	330	2008 年 8 月
重钢西洋	2030mm	350	2008 年 11 月
河北宣化钢厂	1500mm	200	2009 年 5 月

河北纵横	1250mm	200	2008 年
山西海鑫	1500mm	220	2008 年
京唐	2250mm	500	2008 年
廊坊新钢	1450mm	200	2008 年
河北港陆（二热轧）	1500mm	200	2008 年底
江西新余钢厂	1580mm	300	2009 年
河北纵横（二热轧）	1780mm	400	2009 年
合计		4870	

资料来源：中华商务网，浙商证券研究所

表 2 2008 年拟投产的冷轧产能

钢厂	机组类型	设计产能（万吨）	拟投产日期
首钢顺义	1850 机组	150	2007.11
鄂钢	1500 双机架	60	2007.11
宝钢五冷轧		195	2008.3
柳钢	1550 机组	100	2008.5
浙江东南网架	单机架	50	2008.5
天铁	1750 五连轧	150	2008.6
阳谷冷轧	1400 12 辊，	30	2008.7
通钢冷轧		100	2008.9
唐山贝钢	1450 轧机	50	2008.12
酒钢		120	2008.12
唐山国丰		53	2008
山东冠州 2#	1450 五连轧	60	2008
合计		1118	

资料来源：中华商务网，浙商证券研究所

表 3 2008 年~2010 年拟投产的中板产能

钢厂	设备	设计产能（万吨）	拟投产日期
淄博钢铁	中厚板轧机	100	2008 年
沙钢	5000mm 单机架四辊可逆式轧机	100	2008 年
唐山中板		150	2008 年
包钢	宽厚板项目	150	2008 年
鄂钢	4300mm 宽厚板轧机	100	2008 年
重钢	中板轧机	150	2010 年
新港制钢		150	2010 年
长达钢厂	中厚板轧机	100	2010 年
西林钢铁	中厚板轧机	100	2010 年
青岛钢铁	宽厚板轧机	100	2010 年
其它		300	
合计		1500	

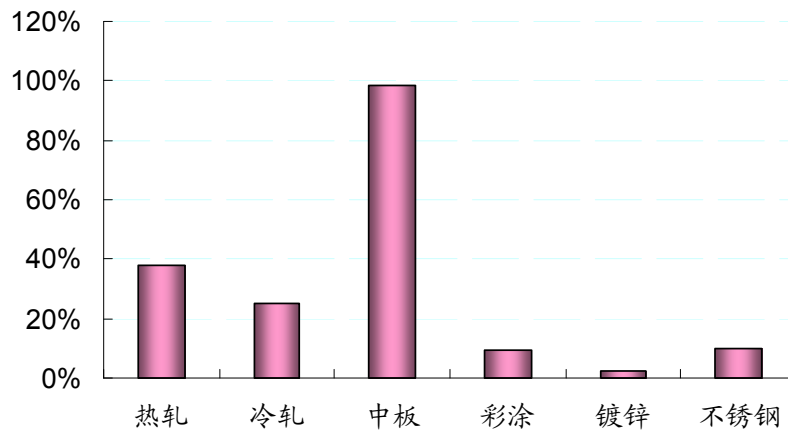
资料来源：中华商务网，浙商证券研究所

表 4 2008 年中国不锈钢产能统计 (单位: 万吨)

区域	钢厂	2008 年炼钢产能
山西	山西太钢	300
上海	宝钢一厂	150
浙江	浙江青山控股	100
福建	福建吴航	90
江苏	张家港浦项	80
广东	广州联众	80
福建	福建福欣(未投产)	72
内蒙古	内蒙华业	60
甘肃	甘肃酒钢	60
河北	唐钢(未投产)	60
浙江	宁波华光	30
浙江	友谊特钢	30
浙江	台州三门亚达	30
山东	烟台金澄	30
安徽	合肥应流	30
四川	四川西南	30
山西	山西环海	20
浙江	湖州久立	20
江苏	江苏宝丰	20
山东	山东泉信	18
青岛	青岛培明(韩国独资)	16
江苏	溧阳新光实业	15
安徽	安徽浙泰	15
浙江	温州华迪	12
上海	上海其昌	10
浙江	浙江天地	10
江苏	无锡兆顺	10
江苏	苏中特钢	10
山东	里能特钢	10
辽宁	锦州凌海	10
辽宁	沈阳德邦	10
合计		1438

资料来源: 中华商务网, 浙商证券研究所

图 5 2008 分品种产能增长情况

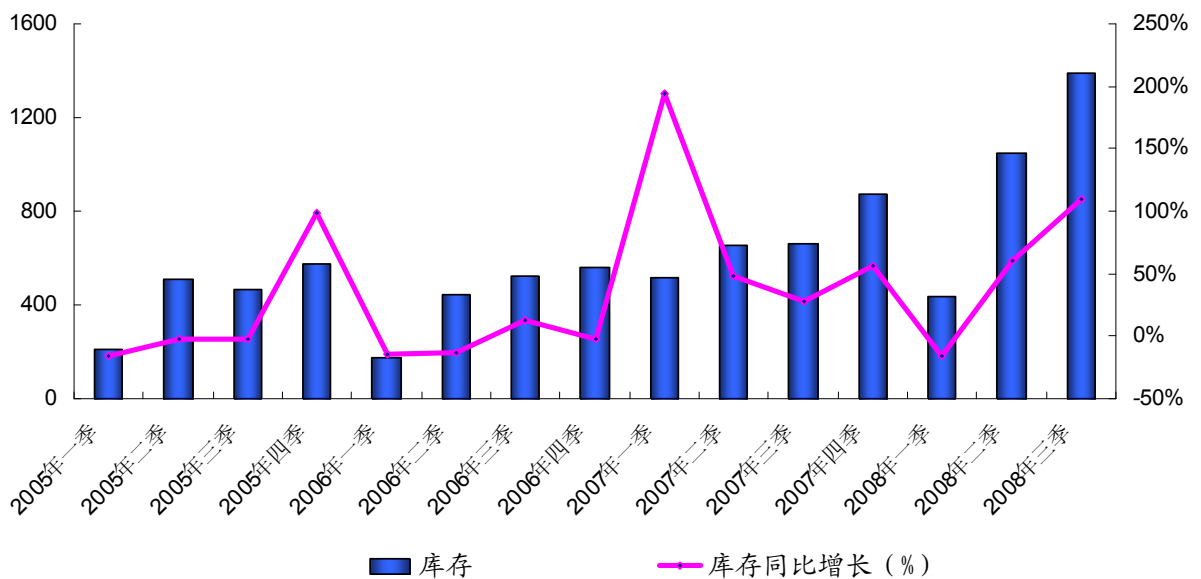


资料来源：中华商务网，浙商证券研究所

未来两年新增产能主要集中在各类板材。

3.1.3 库存高企

图 6 2005 ~ 2008 年分季度库存情况

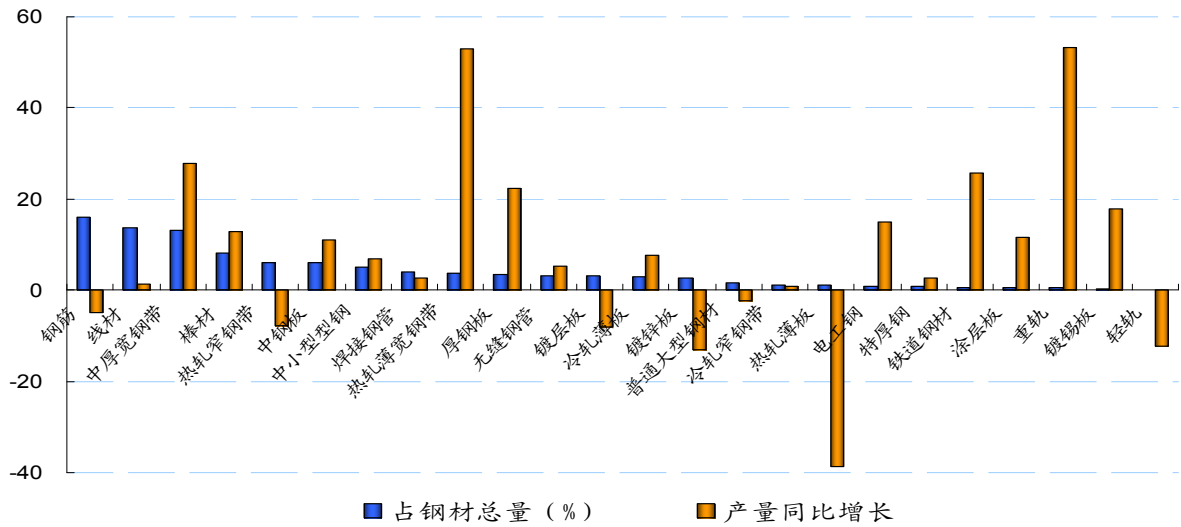


资料来源：中华商务网，浙商证券研究所

3.1.4 钢铁行业告别高增长时代

从国内钢铁产量增速来看，从 2006 年开始放缓，并且表现越来越明显，预计，从 2009 年开始，国内钢铁产量将进入低速增长期（增速会低于 8%）。钢铁需求增速的下降一方面是由于钢铁需求基数已较大；另一个重要原因便是全球金融危机和经济衰退以及我国政府的宏观调控政策影响和经济增长结构发生的变化所引起钢铁需求增速放缓，从而使钢铁产量的增长进入减速期。但 2007-2008 年，我国钢铁业仍处于新增产能的释放期，尤其是热轧产能，产能的集中释放，超过了市场需求能力，使得部分新建项目（如首钢曹妃店项目）已推迟投产日期，适当缓解当前供求矛盾，但后期仍影响着市场。2010 年之后，这个释放期才基本完结。

图 7 2008 年 1-10 月主要品种钢材产量占比及增幅



资料来源：聚源，浙商证券研究所

分品种来看，得益于近年来钢企产品结构升级和淘汰落后产能，板材产量增加明显，而钢筋为负增长，线材也几乎无增长。而 2008~2009 年新增产能也主要集中在各类板材。但是目前板材主要下游用户如机械、汽车、造船、家电等行业增速均在下降，中低档板材的前景不容乐观。而建材受国家加大基础建设的拉动，情况要稍好些，但是，建材中民企较多，生产线复工、停歇的弹性较强，在原料价格回落、需求回升、有所盈利的情况下，产量恢复速度也很快。

表 5 11 月钢厂减产动态

钢厂	减产状况
首钢	15 万吨
宣钢	线材 5 万吨，型材 5 万吨
天铁	7.5 万吨
邯钢	冷轧 7 万吨；热轧板 7.5-11 万吨
凌钢	中宽热带和中宽冷带停产，两条螺纹生产线正常
莱钢	窄带钢 7 万吨
沙钢	热卷减量到 50%
南钢	小型材线拆除，中型材停一部分，棒材线继续停产；
福建三钢	中板线检修
杭钢	小轧厂和中轧厂轮流检修，带钢线后期也要减量。
韶钢	2 条线材线计划关停一条，2 条中板线计划关停一条。
柳钢	热轧减产 12 万吨
涟钢	热轧减产 4.5 万吨，冷轧减产 1-2 万吨
安钢	热轧生产线停产
武钢	热轧 23.5 万吨，冷板卷 5.8 万吨
八钢	板材减产 10 万吨/月
昆钢	减少 23 万吨/月左右。
安塞乐米塔尔	540
乌克兰	400
新日铁	200
墨西哥	170

土耳其	150
浦项	130
英国 Corus	100
美国钢铁公司	75
台湾中钢	50
俄罗斯谢韦尔	50

资料来源：中华商务网，浙商证券研究所

表 6 2008 年前 10 月各钢厂产量动态

单位	本月	2007 年 同月	本月比 2007 年同月		本年 累计	2007 年 同期累计	累计比 2007 年同期	
			增减量	增减%			增减量	增减%
全国合计	4292.95	4899.9	-606.95	-12.4	48791.12	46078.52	2712.6	5.9
重点合计	2666.71	3125.69	-458.98	-14.7	30933.14	29679.67	1253.47	4.2
首钢总公司	83.7	121.85	-38.15	-31.3	995.16	1114.63	-119.47	-10.7
天津钢管集团	25.13	16.31	8.82	54.1	241.14	189.59	51.55	27.2
天津天钢集团	23.13	37.52	-14.39	-38.4	328.42	356	-27.58	-7.8
天津天铁集团	19.93	20.17	-0.24	-1.2	310.25	186.33	123.92	66.5
天津荣程联合钢铁 集团有限公司	15.77	20.19	-4.42	-21.9	169.99	186.42	-16.43	-8.8
河北钢铁集团	231.54	246.72	-15.18	-6.2	2535.69	2378.06	157.63	6.6
其中：唐钢	100.24	97.19	3.05	3.1	1059.41	1007.5	51.91	5.2
邯钢	50.89	51.65	-0.76	-1.5	510.49	513.03	-2.54	-0.5
舞阳	19.04	19.56	-0.52	-2.7	214.18	145.44	68.74	47.3
宣钢	38.23	39.94	-1.71	-4.3	436.82	414.02	22.8	5.5
承钢	23.15	38.38	-15.23	-39.7	314.79	298.08	16.71	5.6
新兴铸管股份公司	17.68	20.09	-2.41	-12	186.96	184.71	2.25	1.2
石家庄钢铁	8.83	16.93	-8.1	-47.8	152.9	165.68	-12.78	-7.7
邢台钢铁	20.11	23.07	-2.96	-12.8	203.64	223.77	-20.13	-9
北京建龙重工集团	38.49	46.71	-8.22	-17.6	482.94	572.65	-89.71	-15.7
其中：抚顺新钢铁	20.22	16.03	4.19	26.1	190.84	179.55	11.29	6.3
河北津西钢铁	19.69	34.61	-14.92	-43.1	330.24	325.78	4.46	1.4
唐山国丰钢铁	26.32	49.13	-22.81	-46.4	429.81	421.57	8.24	2
德龙钢铁有限公司	10.96	23.44	-12.48	-53.2	222.23	189.63	32.6	17.2
河北敬业企业集团	22.44	25.56	-3.12	-12.2	244.99	191.12	53.87	28.2
邯鄹纵横钢铁集团	22.11	28.95	-6.84	-23.6	243.65	242.7	0.95	0.4
太原钢铁(集团)	79.27	82.32	-3.05	-3.7	785.41	754.83	30.58	4.1
其中：新临钢钢铁	7.46	12.64	-5.18	-41	120.1	93.2	26.9	28.9
长治钢铁(集团)	14.17	18.28	-4.11	-22.5	188.41	174.62	13.79	7.9
山西海鑫钢铁	16.8	16	0.8	5	157.79	197.37	-39.58	-20.1
山西中阳钢铁	12.07	18.24	-6.17	-33.8	120.05	110.75	9.3	8.4
山西中宇钢铁	3.92	9.59	-5.67	-59.1	76.04	90.29	-14.25	-15.8
包头钢铁(集团)	79.45	71.65	7.8	10.9	742.39	649.75	92.64	14.3
鞍本钢铁集团	168.72	185.99	-17.27	-9.3	1849.88	1831.3	18.58	1

其中：鞍山钢铁集团	118.55	121.98	-3.43	-2.8	1259.5	1239.98	19.52	1.6
本溪钢铁(集团)	50.16	64.01	-13.85	-21.6	590.39	591.32	-0.93	-0.2
北台钢铁公司	39.71	45.68	-5.97	-13.1	448.21	357.4	90.81	25.4
东北特殊钢集团	8	13.24	-5.24	-39.6	110.3	117.37	-7.07	-6
凌源钢铁集团	13.66	20.34	-6.68	-32.8	172.4	180.21	-7.81	-4.3
通化钢铁集团	29.92	35.95	-6.03	-16.8	484.83	376.12	108.71	28.9
西林钢铁集团	13.48	14.27	-0.79	-5.5	159.35	139.16	20.19	14.5
宝钢集团有限公司	261.91	300.37	-38.46	-12.8	3046.22	2931.26	114.96	3.9
其中：八一钢铁有限	39.93	33.82	6.11	18.1	395.06	318.84	76.22	23.9
广东钢铁韶钢集团	29.45	35.32	-5.87	-16.6	329.56	328.27	1.29	0.4
广东钢铁广钢集团	18.69	29.2	-10.51	-36	307.86	314.36	-6.5	-2.1
南京钢铁集团	37.28	49.89	-12.61	-25.3	460.89	458.28	2.61	0.6
江苏沙钢集团	166.1	187.95	-21.85	-11.6	1751.16	1695.04	56.12	3.3
其中：淮钢特钢公司	16.74	15.81	0.93	5.9	200.83	149.68	51.15	34.2
江苏永钢集团	33.72	34.56	-0.84	-2.4	338.39	325.94	12.45	3.8
鑫瑞特钢	1.52	16.45	-14.93	-90.8	32.62	95.47	-62.85	-65.8
江阴兴澄特种钢铁	15.13	16.57	-1.44	-8.7	192.27	181.98	10.29	5.7
江苏苏钢集团有	4.86	10.16	-5.3	-52.2	88.95	86.63	2.32	2.7
常州中天钢铁	25.5	21.49	4.01	18.7	234.01	200.05	33.96	17
江苏锡兴集团公司	0.99	2.36	-1.37	-58.1	19.43	27.77	-8.34	-30
杭州钢铁(集团)公司	21.95	25.74	-3.79	-14.7	313.73	296.75	16.98	5.7
马钢(集团)控股	105.33	134.02	-28.69	-21.4	1227.51	1074.61	152.9	14.2
其中：马钢股份	104.27	133.35	-29.08	-21.8	1219.85	1068.37	151.48	14.2
新余钢铁	39.07	45.1	-6.03	-13.4	391.06	428.61	-37.55	-8.8
南昌钢铁	15.37	21.45	-6.08	-28.3	175.73	209.35	-33.62	-16.1
萍乡钢铁	35.76	35.28	0.48	1.4	358.97	334.73	24.24	7.2
福建三钢(集团)	33.81	37.78	-3.97	-10.5	378.43	315.44	62.99	20
济南钢铁集团	65.46	91.63	-26.17	-28.6	879.91	960.95	-81.04	-8.4
其中：山东石横特钢	11.2	18.85	-7.65	-40.6	170.66	182.18	-11.52	-6.3
莱芜钢铁集团	65.29	96.17	-30.88	-32.1	927.86	927.89	-0.03	0
青岛钢铁控股集团	20.8	26.77	-5.97	-22.3	244.84	252.67	-7.83	-3.1
张店钢铁总厂	0.19	0	0.19	-	4.26	0	4.26	-
山东泰山钢铁集团	24	23.48	0.52	2.2	218.15	214.33	3.82	1.8
山东潍坊钢铁集团	11.76	15.06	-3.3	-21.9	182.86	150.67	32.19	21.4
日照钢铁控股集团	20.42	26.45	-6.03	-22.8	627.72	458.27	169.45	37
安阳钢铁集团	46.16	80.16	-34	-42.4	704.87	604.8	100.07	16.6
河南济源钢铁(集团)	12.97	18.42	-5.45	-29.6	178.36	182.04	-3.68	-2
武汉钢铁(集团)公司	171.9	166.83	5.07	3	1781.42	1591.14	190.28	12
其中：武钢股份	118.2	90.78	27.42	30.2	1100.71	888.1	212.61	23.9
昆明钢铁	37.63	50.24	-12.61	-25.1	456.04	469.45	-13.41	-2.9
鄂城钢铁	13.97	24.16	-10.19	-42.2	221.22	215.36	5.86	2.7
湖北新冶钢	12.01	15.65	-3.64	-23.3	151.27	153.78	-2.51	-1.6

湖南华菱钢铁集团	86.21	91.64	-5.43	-5.9	884.6	889.28	-4.68	-0.5
其中：湘潭钢铁集团	45.96	42.12	3.84	9.1	418.2	392.6	25.6	6.5
涟源钢铁集团	26.44	35	-8.56	-24.5	329.39	360.49	-31.1	-8.6
湖南衡阳钢管	9.15	9.1	0.05	0.5	86.4	82.81	3.59	4.3
江苏锡钢集团	4.66	5.43	-0.77	-14.2	50.62	53.38	-2.76	-5.2
冷水江钢铁总厂	18.02	16	2.02	12.6	170.87	153.2	17.67	11.5
广西柳州钢铁(集团)	43.2	44.92	-1.72	-3.8	476.84	489.68	-12.84	-2.6
重庆钢铁(集团)	24.51	25.78	-1.27	-4.9	263.19	260.75	2.44	0.9
其中：东华特殊钢	0.13	0.47	-0.34	-72.3	3.51	5.93	-2.42	-40.8
攀枝花钢铁(集团)	59.07	63.35	-4.28	-6.8	585.21	589.35	-4.14	-0.7
其中：攀钢集团有限	37.71	36.44	1.27	3.5	370.25	359.79	10.46	2.9
成都钢铁有限	17.87	19.24	-1.37	-7.1	164.18	154.67	9.51	6.2
长城特殊钢	3.61	5.13	-1.52	-29.6	38.22	45.68	-7.46	-16.3
四川川威钢铁集团	18.2	23.59	-5.39	-22.8	223.1	225.54	-2.44	-1.1
四川达州钢铁集团	13.81	17.23	-3.42	-19.8	149.15	156.04	-6.89	-4.4
水城钢铁(集团)	26.44	26.3	0.14	0.5	254.08	233.42	20.66	8.9
贵阳特殊钢	1.89	2.59	-0.7	-27	21.86	22.34	-0.48	-2.2
陕西略阳钢铁	3.6	1.75	1.85	105.7	20.54	17.92	2.62	14.6
陕西龙门钢铁	13.17	16.74	-3.57	-21.3	151.87	182.02	-30.15	-16.6
酒泉钢铁(集团)	66.67	60.57	6.1	10.1	599.35	581.25	18.1	3.1
西宁特殊钢集团	8.51	9.52	-1.01	-10.6	86.89	82.5	4.39	5.3
广东中粤马口铁	0.94	1.66	-0.72	-43.4	17.54	15.16	2.38	15.7
营口中板厂	3.42	12.45	-9.03	-72.5	115.12	136.38	-21.26	-15.6

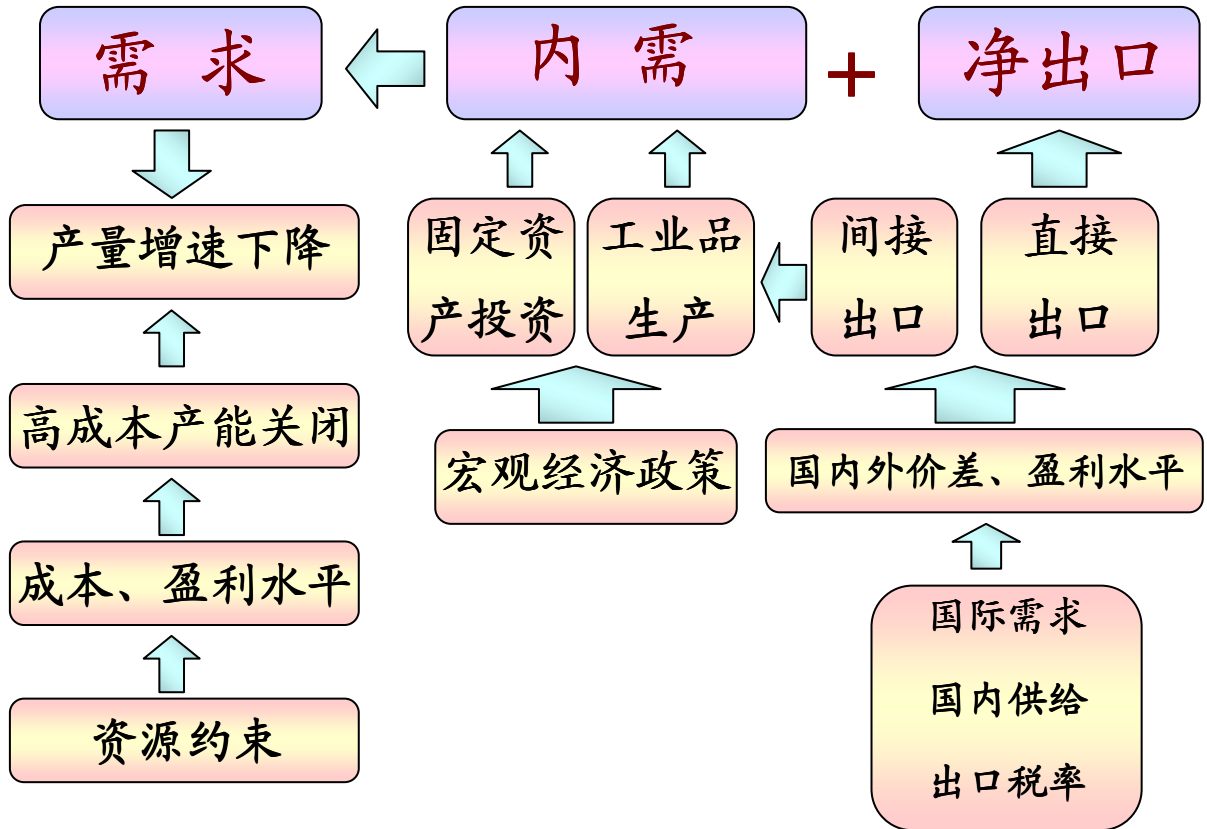
资料来源：中华商务网，浙商证券研究所

钢铁行业作为一个周期性行业，2006~2007 年，我国钢铁通过出口市场调节了国内市场的阶段性供求压力。但在目前全球性的金融危机和经济衰退、我国政府的宏观调控政策影响和经济增长结构发生变化共同作用下，钢铁需求增速大幅下滑，而钢厂的减产是在新的供求和盈亏博弈下达到的平衡，全行业减产 30% 以及库存高企也反映了供应的过剩，供需跷跷板向需求方倾斜。

3.2 需求

3.2.1 钢材需求关系图

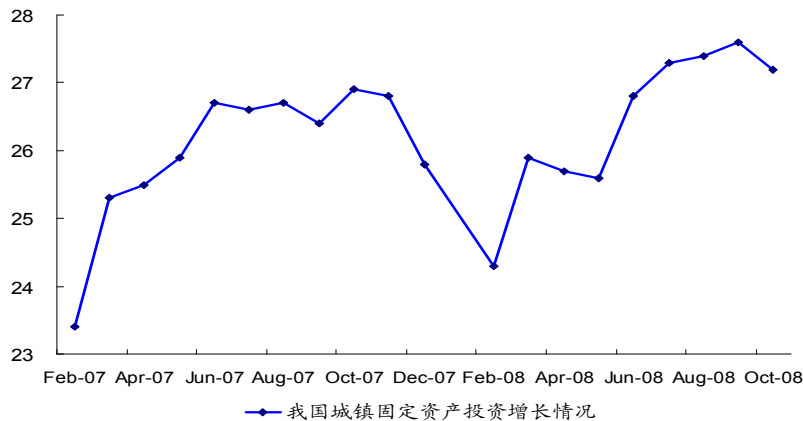
图 8 钢材需求关系图



资料来源：浙商证券研究所

3.2.2 实际固定资产投资增速显著减缓

图 9 我国城镇固定资产投资增长情况

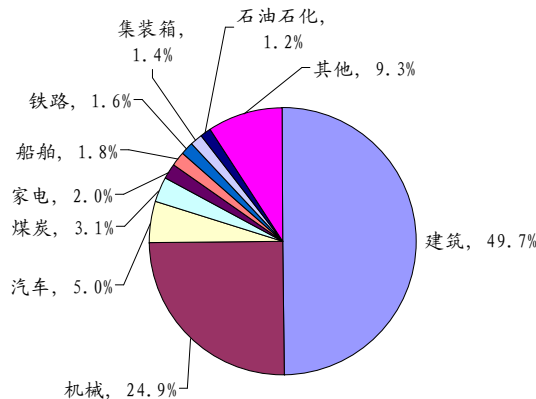


数据来源：聚源，浙商证券研究所

3.2.3 部分下游行业需求增速下滑明显

钢铁下游主要对应了建筑业（包含房地产和基础设施等）、机械、汽车、造船、铁路、石化、家电、集装箱等行业，具体钢材消费占比如图，

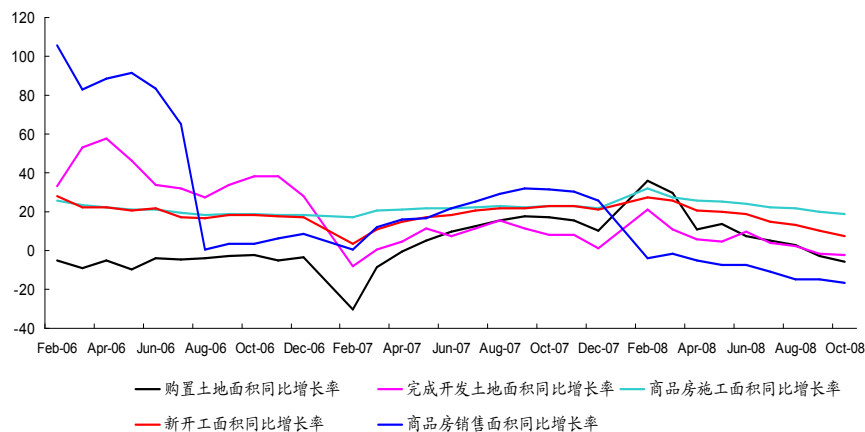
图 10 2007 年钢材主要下游行业需求



数据来源：中国联合钢铁网，浙商证券研究所

2007 年，建筑用钢量约为 2.19 亿吨，占钢材总消费量的 49.7%，其中房地产、城镇建设和工业厂房、大型基础设施建设的用钢量分别为占建筑用钢量的 35.8%、39%和 21.8%。工业用钢中，机械、汽车、煤炭、家电和船舶是需求大户。

图 11 房地产开发与销售情况



数据来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

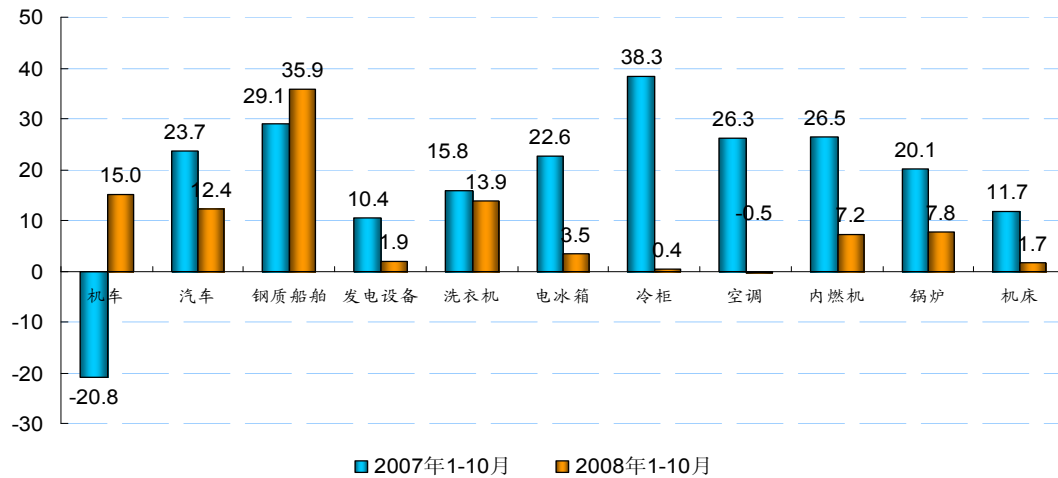
2008 年以来全国范围内房地产价格齐跌的主要原因为 07 年全国范围内的全国房价大幅上涨导致了居民购买力与房价的显著脱节，房价存在较为严重的高估。

随着房屋销售面积同比大幅下降，房地产的销售价格也逐步向下调整，先期的珠三角地区的房价调整仍然在持续，而近期长三角和环渤海地区的房价也不可避免得陷入了房价向下调整的状态，未来只有房价下跌到位才能使成交量再次回升，我们预计这一过程或将持续 1 年以上甚至更长。

从近期部分房地产企业的主动调整开工计划来看，大型房地产企业都在主动收缩开发计划，购置土地面积大幅度下滑，再考虑由于销售缓慢导致部分企业资金回流不足被迫缩减开发规模的部分，因此我们预计房地产投资增速会进一步回落。

另外，因为房地产投资占固定资产投资总额约 20% ~ 25%，由于房地产市场持续低迷导致的投资增速快速回落，另外更深层次的影响还在于地方政府平均约 20% ~ 25%（部分地区高达 40%）左右的收入来源于土地拍卖，而房地产市场的低迷必将影响到政府土地的出让，导致地方财源的减少，最终影响到地方政府的投资能力，从而影响固定资产投资增速。

图 12 钢铁其他下游增长情况



数据来源：聚源，浙商证券研究所

钢材消费的第二个重要行业为机械业，与机械行业需求相关度高的基础设施建设、采掘行业、交通运输业都增长较快，08年机械行业增速依然较快，主要由于06年以来的行业景气依然延续所致，我们预计随着09年整体宏观经济增速下滑其景气也将有所下滑。

汽车行业由于受宏观经济景气影响较大，高油价预期及财富效应导致需求增速放缓，同时钢价上涨使成本上涨压力较大，行业景气呈现回落迹象，未来景气还将进一步下行，对钢材需求增速也将放缓。08年以来产销量增速明显减缓，1~10月份汽车累计产量和销量增速分别为11.01%和11.11%，若从单月资料来看，汽车的产量和销量8月份同比分别降低3.34%、6.38%，其中轿车产量下滑更快，下滑7.42%，这是近4年来单月产销首现负增长。8月份后，保持在负增长和微增的状态。这主要源于经济减速导致总需求减少外，表现在轿车方面的因素还有股市暴跌导致中产阶级的财富缩水，购买力快速下降。预计随着经济增速的下滑，居民收入增速也将下滑，汽车行业增速显著下滑也是必然的结果，加上我国节能减排的政策导向，预计未来两年汽车销量将维持低速增长的状态。

受房地产市场走弱的影响，家电行业增速也将明显下降，从2008年的资料来看，家电中白色家电增速明显下滑，虽然有一定的天气因素，但由于房地产销售增速的衰退，新房首次家电购置的增速明显下降也是主要原因，未来这项影响还将持续。“家电下乡”难改内需和外销同时放缓趋势。

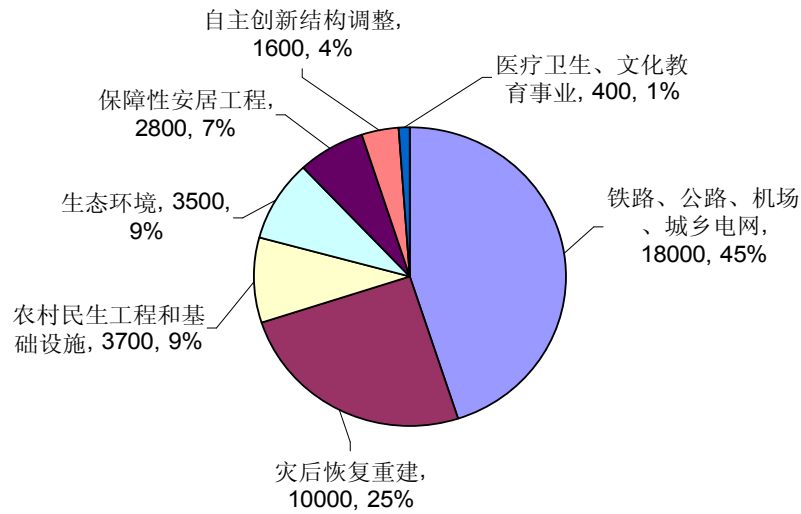
钢材消费的另一两个重要下游行业造船和集装箱制造业由于受全球经济景气下滑的影响，航运市场的迅速减退导致需求快速下滑，造船行业虽然前期订单饱满，但海运费暴跌使得船舶需求下降，新接订单大幅下降。因此短期内景气依然可以维持，但后续增长乏力。预计集装箱的2008年将出现一定的负增长，09年情况也不容乐观。

从以上分析中我们看出建筑、机械、汽车、家电、造船、集装箱六个钢铁消费下游行业景气明显下滑，对钢材的需求增速也显著下滑。尤其是2008年下半年以来，全球性的金融危机向实体经济传导，钢铁下游行业经营更加困难，需求萎缩加剧。

10月份以来，国内企业亏损面扩大，在此“危机”时刻，我国政府连续出台财政刺激政策，未来两年将投入4万亿扩大内需。这给处于水深火热中的钢铁企业带来了一束亮光。

3.2.4 扩大内需政策下的钢材需求增长点

图 13 政府 4 万亿资金投向 (万亿元)



数据来源: 中华商务网, 浙商证券研究所

根据国务院常务会议提出的当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施,“加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路”被明确提出。

3.2.4.1 铁路建设

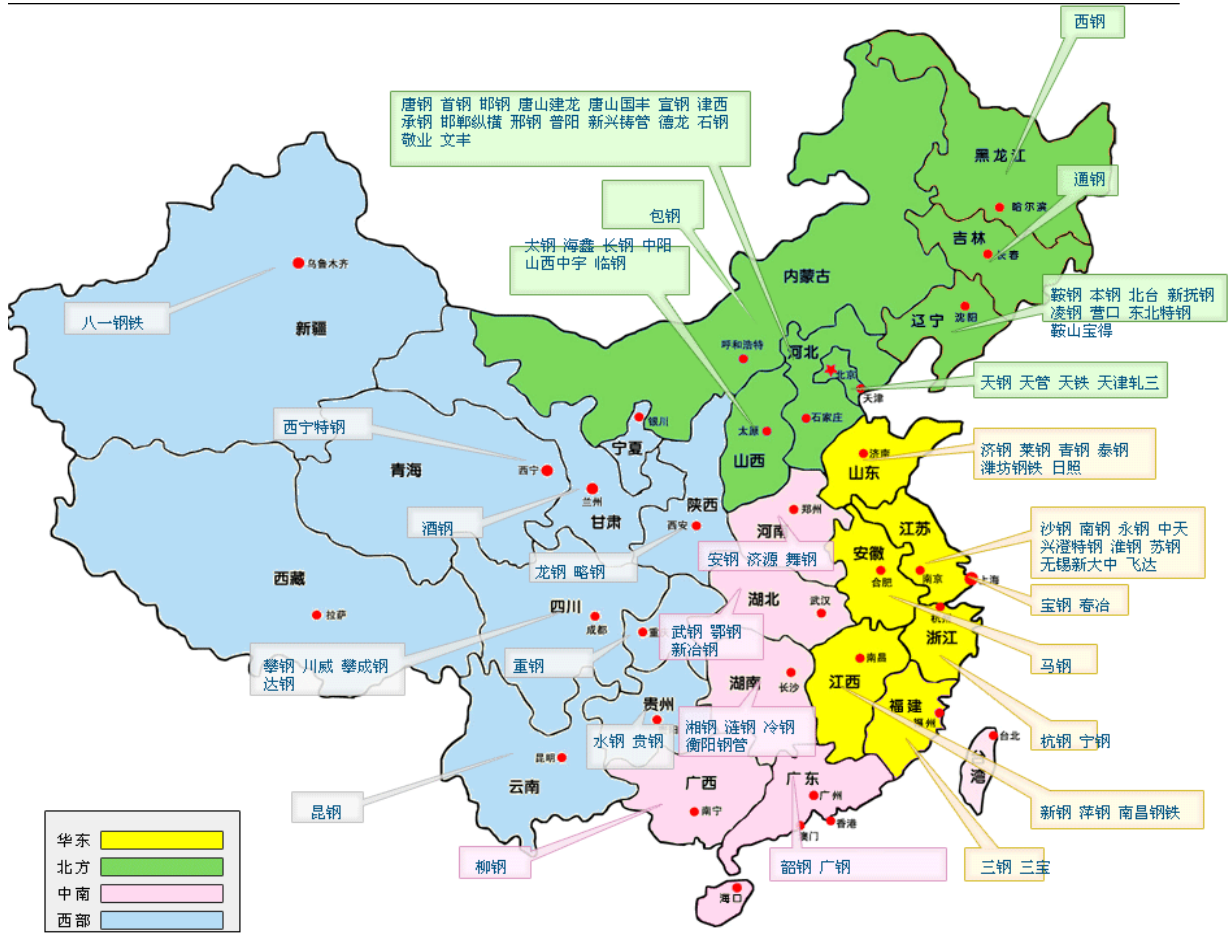
图 14 我国中长期铁路网规划图



数据来源: 国务院; 浙商证券研究所

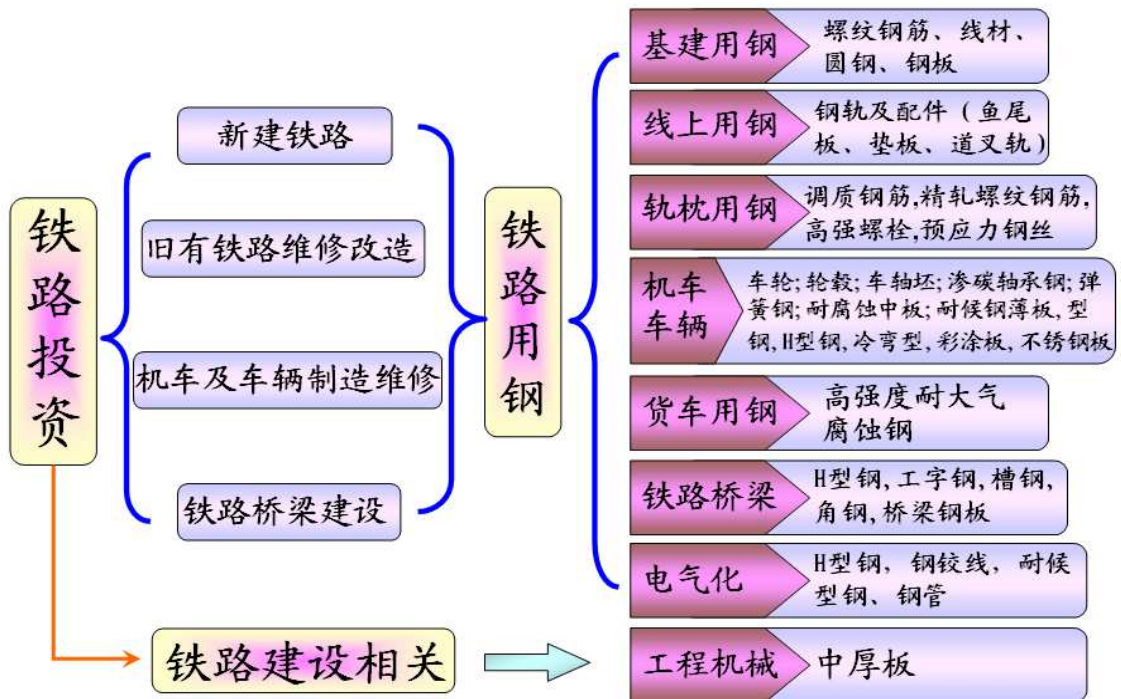
在 2007 年 10 月, 国务院常务会议原则通过了《综合交通网中长期发展规划》, 把到 2020 年我国铁路里程由原定的 10 万公里增加到 12 万公里以上。目前我国铁路运营里程在 7.8 万公里左右, 意味着未来将有 4 万多公里的铁路要建设。

图 15 我国钢厂分布图



数据来源：中国联合钢铁网，浙商证券研究所

图 16 铁路投资用钢需求结构



数据来源：浙商证券研究所

其中，与铁路建设相关，指的是装卸车、推土机、叉车、建筑机械、凿岩机械、挖掘机械等工程机械装备，其所需的钢材主要是各类中厚板。

2008年，国内的铁路用钢市场需求旺盛，市场平稳向好，一些钢厂的铁路用钢材产量增长，经营势头良好，价格坚挺。随着我国铁路建设持续快速发展，在2008至2010年，国内的铁路用钢市场依然十分巨大。

初步估算，3.5 万亿元铁路投资规模中，主要包含桥涵、路基、轨道和机车。其中桥涵比重最大，目前该部分占总投资比重一般都在25%~35%之间；路基一般占工程总投资的5%~20%；轨道在总投资中所占比重并不高，大部分线路是7%~15%；机车车辆购置方面占总投资规模大约10%左右。按照1 亿元铁路建设可以拉动0.35 万吨钢铁需求测算，3.5万亿投资将拉动钢铁需求1.23 亿吨，仅2009 年的铁道基建投资就需要钢材2100 万吨，将比2008年增加近900 万吨，其中有近350 万吨是对铁轨的需求增量。

铁路建设中的桥梁很多，混凝土桥梁主筋一般采用 $\phi 5\text{mm}$ 光面钢丝和 $\phi 5\text{mm}-\phi 7\text{mm}$ 钢绞线，强度等级为了 570MPa，每年的消费量在 10000 吨左右。

城市轨道交通用轨、地方铁路建设用轨、矿山用轨、煤矿用轨、吊车用轨、港口专用线用轨、口岸后方线用轨等路外市场，对钢材的需求量将不断增加。不过，铁路建设和技术的不断提升，对钢材提出了新的要求，如城际铁路、客运专线的陆续铺轨，100 米定尺长钢轨开始广泛使用。从 2008 年开始，100 米轨也将在大维修中全面采用。

此外，铁路机车车辆用钢市场亦很大。目前我国干线铁路机车车辆 17000 多台，41000 多辆客车，520000 多辆货车中，仅有约 800 多台进口机车和少量进口客车，铁路大提速之后，全部的机车车辆都是自主品牌的产品。在高速列车、高原列车等高新技术产品研发取得了重要突破，基本掌握了微机网络控制技术现代核心技术。制造机车车辆、客车车辆、货车车辆所用的钢板和型材同样很大，有的采用不锈钢。铁路机车车辆用车轮、车轴需求将大幅上升，据目前全国市场需求，预计每年造、修车需用车轮约 65 万只、车轴 20 万根，其中货车轮 60 万只、机车轮 2 万只、客车轮 3 万只。车辆用钢的要求更高。比如，C70 车已普遍使用高强耐候钢，铁素体不锈钢也已大规模装备 C80 车，相应的高强钢焊接材料也已配套推广。冷弯型钢的大量合理使用替代了热轧型钢的地位，其中创新高强冷弯中梁的应用更是具有代表意义。还有如铝合金材料的应用于造车，使造车用材技术进步日新月异。

我国铁路建设的快速发展，为钢铁业和钢材流通业带来极好的机遇和商机。3 年 3.5 万亿元铁路投资规模中，桥涵、路基、轨道以及机车车辆购置方面的投资规模大致分别为 8750—12250 亿元、3500—5250 亿元、2450—3500 亿元以及 3500 亿元。铁道部初步测算，仅 2009 年的铁道基建投资就需要钢材 2000 万吨以上，将比 2008 年增加近 800 万吨，其中近 350 万吨是对铁轨的需求增量。

表 7 铁路建设用钢价需求预测

项目	规划	具体投资额 (亿元)	钢材需求 (万吨)	2009 年拟投资 (亿元, 目前)	09 钢材需求 增量(万吨)	主要钢材 类型
铁路	至 2010 年, 高速铁路新增 1.8 万公里; 普通线路新增 2.8 万公里	3 年投资 3.5 万亿 5 年投资 5 万亿;	10500	6000	2100	型钢、热轧、重轨
机车购置		4 年 5000 亿元		1800	50	轴承钢、耐候钢、型钢、彩涂板、不锈钢

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

目前，国内钢铁公司中生产钢轨的 3 家分别是鞍钢股份、包钢股份、攀钢钢钒，武钢股份预计在 2008 年年底投产，其中攀钢钢钒产量居首。

表 8 我国主要钢轨企业生产状况

公司	产能(万吨)	2007A(万吨)	2008E(万吨)	2009E(万吨)
攀钢	110	78	105	130
包钢	100	67	90	120
鞍钢	100	60	80	100
武钢	105	0	25	105
合计	415	195	300	455

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

攀钢作为中国最大的铁路用钢生产基地，重轨是其“拳头”产品。目前攀钢的重轨产量占国内钢轨产量的 30%，特别是其生产的含钒重轨，因含钒而具有强度较高、耐磨损、使用寿命长等良好性能，在国内市场上具有强大的优势，国内市场占有率达到 35%。3 月，中国首条百米长定尺在线热处理钢轨生产线在攀钢建成投产。4 月，攀钢独家中标京津城际铁路百米钢轨。

在技术上，攀钢是国内唯一拥有在线余热淬火钢轨生产技术的厂商，在线热处理技术世界领先。高速铁路钢轨技术填补国内空白，也使我国由此跨入世界上仅有的几个能够生产高速铁路钢轨的国家行列。攀钢是国内第一家、世界第三家能够按国际上最严格的标准，生产出高强度 100 米长尺高速铁路企业，重轨质量可满足时速 300 公里以上高速轨的要求。在高端产品方面，高速铁路用钢轨和在线余热淬火轨的国内占有率分别达到 60% 和 100%。

国内铁路建设投资的加大，国内钢轨的订单充足，但是对于四家主要的钢轨生产企业来说，钢轨并不是盈利能力很强的品种，源于钢轨产品是由铁道部采购定价，通常价格在 3900 元/吨，与成本相比，毛利率并不高，在上半年钢价高涨的行情中，钢轨的盈利水平甚至不如螺纹钢，但是在目前钢材市场不好的情况下，钢轨却是抵御行业周期的品种，可以保证盈利稳定。在当前钢铁行业最艰难的时期，钢轨品种一枝独秀，为目前艰难跋涉的钢铁业增加了又一亮点。虽然这四家主要的钢轨生产企业来说钢轨需求的增长并不会带来更多的收益，一方面是钢轨产量占总钢材产量比例低，一方面钢轨总体的盈利能力不强，即使铁路建设需求量上去了，对公司盈利的贡献仍然有限。

表 9 我国主要火车轮箍企业生产状况

公司	产能(万吨)	2007A(万吨)	2008E(万吨)	2009E(万吨)
马钢	30	18.2	27	30

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

随着马钢第三条车轮压轧线建成投产运行，马钢高速列车车轮年产能一举迈上 110 万件规模平台，成为全球最大的车轮生产基地。目前马钢已具备按世界所有车轮标准实施高质量车轮设计开发生产能力。在服务国内铁路发展需求，为铁路数次大提速做出重要贡献的同时，马钢车轮产品还出口欧、美、澳等 30 多个国家和地区。马钢车轮被美国通用电气公司（GE）授予“最佳质量奖”，成为 GE 全球合作伙伴和主要车轮供应商，马钢为其提供的车轮产品已占其总采购量的 75%。2008 年 6 月，马钢与铁道部签署《中国高速列车车轮自主创新合作协议》，计划在 4 到 5 年内完成时速 350 公里以上高速车轮的自主创新，实现批量装车使用，马钢将成为中国高速列车车轮生产基地。

车身用钢主要集中于太钢，中国的“和谐号”动车组，其车体用不锈钢采用了太钢生产的轨道车辆专用不锈钢。另外，大冶特钢也提供轴承用钢等产品。

因为此次投资政策将加大中西部地区投资力度，考虑到建筑钢材销售的区域半径因素，因此像八一钢铁、重庆钢铁、华菱钢铁、酒钢宏兴等一批建筑钢材占比较大及区域性龙头的钢企将率先受惠。

3.2.4.2 管道设备

图 17 我国西气东输二线规划图



数据来源：中国石油网，浙商证券研究所

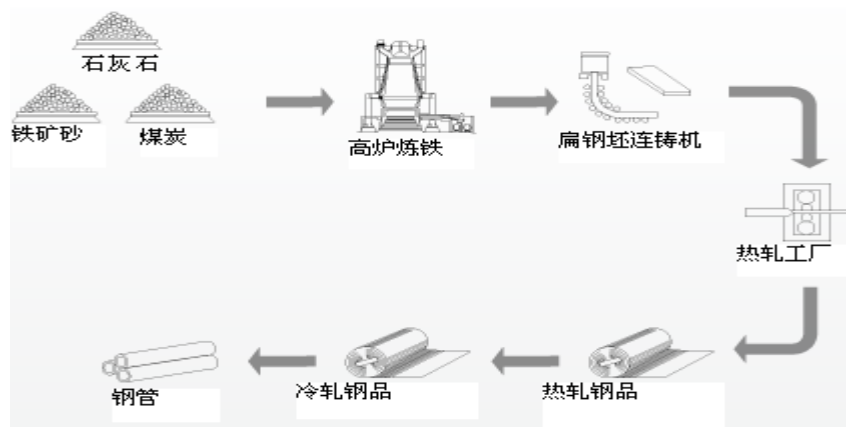
自 2004 年西气东输一线建成投产后，西气东输二线的建设序幕即将拉开。西气东输二线工程是国家“十一五”重大项目，将于 2012 年底全线贯通。根据中石油 8 月 27 日发布的消息，西气东输二期工程干线全长 4859 公里，加上若干条支线，管道总长度超过 7000 公里。这条管线连接中亚天然气管线后，总长度近 1 万公里，一旦建成将是全球最长、输气量最大的一个天然气管工程。该管道以油气资源丰富新疆维吾尔自治区为起点，终点则在广东省广州市，年供气能力预计为 300 亿立方米。

油气管网是连接资源区和市场区的最便捷、最安全的通道，它的快速建设不仅将缓解我国铁路运输的压力，而且有利于保障油气市场的安全供应，有利于提高我国的能源安全保障程度和能力。

管线钢主要用于加工制造油气管线。西气东输二线在管线口径、设计压力、输送距离、钢材等级等技术指标方面，均填补国内外相关技术领域的空白。作为国家“十一五”规划的重点工程，西二线是世界上线路最长、压力最大、口径最大和钢级最高的一条输气管道，管道采用 X80 级管线钢，与西气东输一线采用的 X70 级管线钢相比，其强度增加了 14%，投资可降低 10%，节约钢材 14% 以上。

经测算，西气东输二线将耗资人民币 930 亿元，工程总体需要钢材 3675 万吨，成为拉动钢材需求的另一个增长点。

图 18 管线钢制造流程



数据来源：浙商证券研究所

随着国内冶金技术装备水平的提高，我国能生产管线钢板卷的企业逐渐增多，重点钢铁企业大多都能够生产 X70 及以上级别的管线钢，宝钢、武钢、鞍钢、攀钢、马钢等都能生产 X80 的管线钢，宝钢已能生产 X120 级别的钢板。

表 10 宝钢管线钢状况

公司	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
宝钢销量(万吨)	35	53.4	44.5	92.5
管线钢销量(万吨)	92	180	225	268
宝钢市场占有率	38%	30%	20%	35%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

2004 年宝钢生产管线钢 35 万吨，占国内消费的 38%；2005 年产量为 53 万吨，国内市场占有率为 30%；2006 年宝钢生产管线钢 44 万吨，国内市场占有率为 20%。2007 年宝钢管线钢产销大幅增长，全年销售量达到了 92.5 万吨。宝钢经过十多年管线钢的开发和生产，已较好地掌握了高强度高韧性管线钢板卷的微合金化成分设计、冶金工艺控制、生产质量保证等关键技术。通过不断的优化、调整，已逐渐形成宝钢 X80~120 系列管线钢的成分、工艺体系和生产质量控制技术。

宝钢管线钢开发生产发展很快，无论是数量还是品种质量，在国内市场都占绝对优势，预计在此次西气东输二线建设中受益程度较大。

另外，国家计划至 2010 年，全国管道长度达 8 万公里，这将使华菱钢铁和新兴铸管等企业受益。

3.2.4.3 电网建设

电力设备行业仍处在景气周期，大大刺激了我国硅钢的需求，其需求量大体上与发电量成正比。我国发电装机容量 2000 年为 3.1932 亿 kW，规划到 2010 年为 5.9 亿 kW，年均增长率为 6.5%，到 2020 年将达到 9.6 亿 kW。从 2010 年到 2020 年的年均增长率为 4.6%。目前，我国电网设备严重老化，对农村、城市电网需进行改造，需要大量高质量的变压器，为此，我国硅钢需求量将持续增加。按我国电力发展规划预测，我国硅钢需求预测如下：

表 11 硅钢需求预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
取向硅钢	54	64	76	90
无取向硅钢	450	585	815	970

数据来源：浙商证券研究所

从变压器年产量增速数据来看，预计未来两年我国对取向硅钢的需求量将保持在 60 万吨以上。

表 12 我国主要硅钢企业生产供应预测

		2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
武钢	无取向	66	92	110	130	150
	取向	13	20	27	31	34
宝钢	无取向	69	87	91	105	525
	取向					10
鞍钢	无取向	45	76	95	85	
小计	无取向	180	255	296	330	370
	取向	13	20	27	31	45
全国	无取向	240	332	404	462	515
	取向	13	20	27	31	45

数据来源：浙商证券研究所

目前，我国高牌号无取向硅钢和取向硅钢仍有赖于进口，主要进口国集中在日本、韩国、俄罗斯等国家，其中日本进口量占总进口量的 40%。2008 年 1-8 月我国硅钢累计进口量为 72.25 万吨。

国内硅钢的主要生产企业是武钢、宝钢、鞍钢，三家产量之和占国内硅钢产量的 70% 以上，其中能生产取向硅钢的只有武钢和宝钢，但是能生产高磁感取向硅钢（HiB）仅为武钢。

HiB 硅钢广泛用于大型变压器制造，其轧制难度是一般取向硅钢的 5 到 6 倍，因此被称为极品硅钢，国内一直都是靠进口，其生产技术长期受制于人。武钢 HiB 硅钢生产 2007 年创历史新高，年产量过 2 万吨，为促进民族产业链升级、提升公司市场竞争能力奠定了坚实基础。预计武钢 08 年取向硅钢产量为 31 万吨，其中 HiB 钢 5 万吨。

3.2.4.4 经济适用房

表 13 不同房型单位面积耗钢材量

房型	单位面积耗钢材（公斤）
多层砌体住宅	30
多层框架	38 ~ 42
小高层 9-12 层	50 ~ 52
高层 13-18 层	54 ~ 60
高层 18 层以上	65 ~ 75

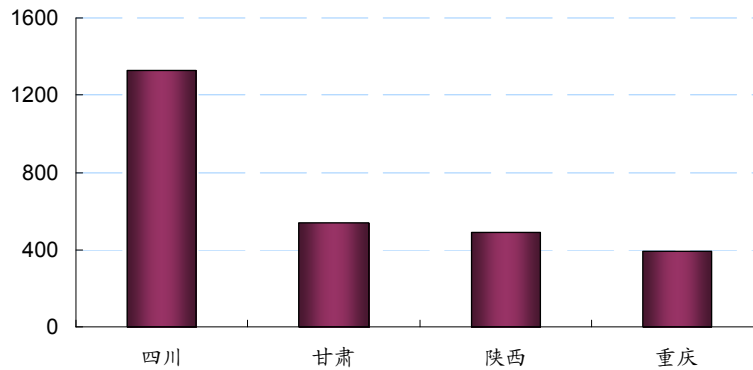
数据来源：浙商证券研究所

经济适用房以多层砌体住宅和多层框架为主，9000 亿元保障性住房投资拉动钢材 0.6 亿吨。2007 年我国房地产业固定资产投资达 28543.24 亿元，全年钢材表观消费量达 5.05 亿吨，按房地产业用钢占总钢材 38% 计算，粗略计算单位房地产业固定资产投资对钢材的需求量大约为 0.67 万吨。这样算来，未来三年 9000 亿元的保障性住房投资将拉动钢铁需求量 0.605 亿吨，每年约 0.2 亿吨。主要生产建筑用钢企业将率先受惠。

同时考虑到地域因素，因为此次投资政策将加大中西部地区投资力度，因此像八一钢铁、重庆钢铁、华菱钢铁、酒钢宏兴以及唐钢股份等一批建筑钢材占比较大的钢企将率先受惠。

3.2.4.5 灾后重建

图 19 我国 2007 年灾区钢材产量



数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

灾后重建拉动钢材0.37 亿吨。为确保灾后重建工作的顺利进行, 四川省2009年将安排重建基金200 亿元, 并带动地方和社会投资总规模达到4000 亿元, 主要用于损毁的基础设施建设, 并直接影响到建筑钢材的消费, 预计三年拉动钢材需求量约3700 万吨, 每年约1000 万吨。2007 年四川、甘肃、陕西省的钢材产量分别为1329.96 万吨、490.76万吨、535.58 万吨, 再加上重庆的390.19 万吨, 合计2746.49 万吨, 每年1000 万吨的钢材需求相当于四省市年产量的36%, 这将极大推动这些地区, 特别是四川的钢铁需求量。对于这部分钢材的采购来说大多采用“本地采购”的方式, 因此对上市公司而言重庆钢铁和酒钢宏兴将受益。

3.2.4.6 新增需求难补供应缺口, 细分行业有所差异

表 14 未来几年基础设施投资及灾后重建拉动下的钢铁需求预测

项目	规划	2009 年拟投资 (亿元)	09 钢材需求增量 (万吨)	主要钢材类型
铁路	至 2010 年, 高速铁路新增 1.8 万公里; 普通线路新增 2.8 万公里	6000	2100	型钢、热轧、重轨
公路	至 2010 年, 高速公路新增 17 万公里; 普通公路新增 0.95 万公里	7000	700	螺纹、型钢、热轧、带钢、
机场		100	40	螺纹、型钢、冷轧、彩涂
城市交通		400	125	螺纹、型钢、热轧
机车购置		1800	50	轴承钢、耐候钢、型钢、彩涂板、不锈钢
港口		1200	30	螺纹、线材、热轧、型钢
经济适用房		3000	2000	螺纹、线材、型钢
灾后重建		4000	1200	螺纹、线材、型钢
管道设备	至 2010 年, 全国管道长度达 8 万公里	500	150	焊管、铸管
	西气东输二线: 管道总长度超过 7000 公里	300	180	管线钢
城乡电网	3 年内建设 110KW 电网 26 万公里	4478	360	电工钢、型钢、螺纹、热轧

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

从总体来看，拉动最直接的是建筑钢材，包括螺纹钢、盘条、中小型材、H 型钢、铁道用材、中厚板材等；同时对高附加值的各类板材、不锈钢、合金钢、无缝管、焊接管、球墨铸管等产品也将扩大需求。预计，2009 年铁路用钢、公路用钢、港口用钢和电网建设用钢将分别同比增长 56.3%、7.7%、20%和 50.2%。2009 年，基建总体用钢量可达到 6900 万吨，占钢材总产量的 13%左右。这一政策新增需求量的释放对于当前的钢铁行业来说可谓是雪中送炭，对于防止钢铁业经营状况继续恶化具有重要意义。但而汽车、家电、轻工等下游行业则受经济危机影响较大，虽然有“家电下乡”等政策的支持，2009 年需求可与 2008 年相差不大甚至负增长，尤其令人担忧的是钢铁需求大户房地产业难见起色，需求大幅下降几乎已成定局。加上钢铁行业新增产能已经开始逐步释放，供大于求的状况短期内难以改善，因此基础设施建设投资的拉动效果可能仅仅是抵消了其减少的需求，对刺激钢铁行业需求影响有限。综合来看，预计钢铁行业将由 2001-2007 年的年 15%左右的高增长转变为 2008 年 1.5%和 2009 年 2%的低增长。

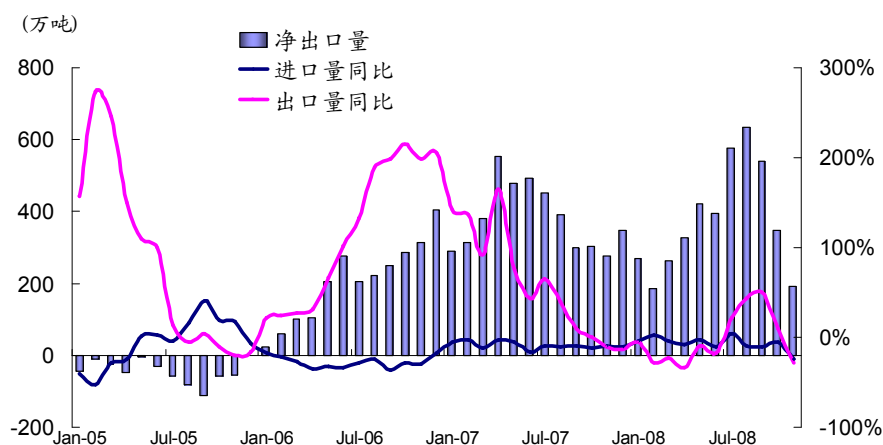
虽然钢铁行业未来预期悲观，但是在细分行业中仍有投资机会。在基建投资的促使下，铁路建设用钢、石油管道用钢、电工钢（硅钢）的需求仍然会强劲增长、相关公司会受益。

从 2009 全年来看，随着基建拉动的实质性影响在下半年逐渐显现，钢铁需求将呈现前低后高。但是不可忽视的是，这些大型基建工程的采购相对集中，对市场阶段性刺激作用较大，而且采购会偏向大型国有企业。

3.3 出口

3.3.1 钢材出口状况

图 20 钢材进出口情况



数据来源：Wind，浙商证券研究所

2008 年 11 月份我国出口钢材 295 万吨，与 2007 年 11 月份相比下降 28.05%。1-11 月累计出口 5606 万吨，同比下降 3.1%；钢材累计出口金额为 595 亿美元，同比增长 47.4%。

我国钢材出口在自 8 月份创 2008 年以来的新高后，9、10、11 月钢材出口量连续三月大幅下降。11 月份我国出口钢材 295 万吨，同比下降 28.05%，比 10 月份减少 167 万吨，环比下降 36.15%，距 8 月的高点降幅达到 61.59%，仅相当于 06 年 4、5 月份的水平。而且大部分 11 月出口的钢材都是 9 月与 10 月之间的订单，而这两个月正是出口市场转为疲软的时候。因此，全球经济的放缓使得钢铁需求大幅萎缩，全球范围内的经济衰退使得中国难以独善其身，外需（出口）、内需（进口）均呈现大幅的滑落，此种状态短期内难以扭转，在这种预期下，12 月份的出口仍将呈低迷的态势。

3.3.2 钢材出口掩盖国内供需失衡

表 15 钢材供需预测

总产能 ↔ 总产量 ↔ 总销量 ↔ 净出口+内销							
	新增产能	总产能	总产量	总需求	内销	净出口	产能-总销量
2004 年	7000	33500	31976	29491	30998	-1507	4009
2005 年	7300	40800	37771	36633	37163	-530	4167
2006 年	6200	47000	46893	46208	43758	2450	792
2007 年	7900	54900	56561	55680	51102	4578	-780
2008 年 E	6600	61500	57409	54000	49750	4250	7500
2009 年 E	3600	65100	58557	55335	50745	4590	9765
2010 年 E	2500	67600	59729	58239	53282	4957	9361

数据来源：浙商证券研究所

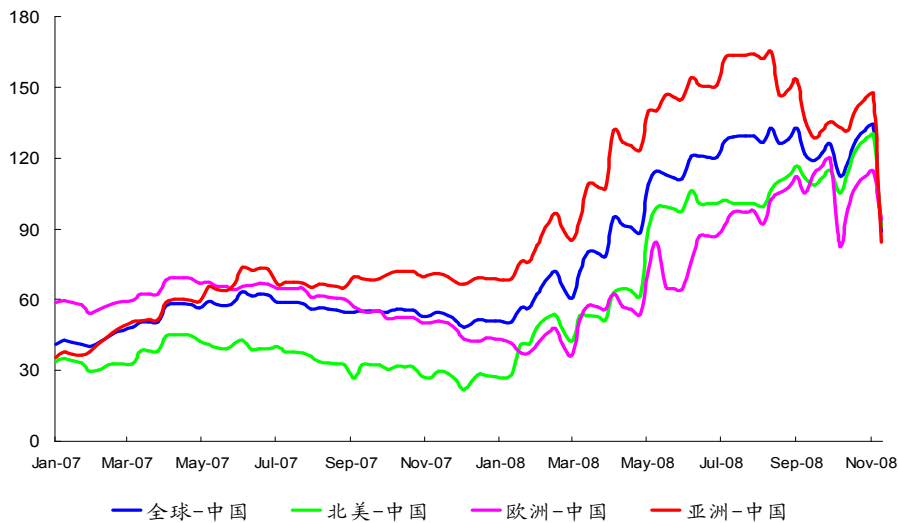
出口市场是国内钢铁企业的重要市场。随着我国钢铁产业具有了国际比较优势以及国内产能的迅速扩张，大量的中国钢铁产量出口到国外是顺理成章的事情。

自2006年起，出口作为平衡国内过剩供给的作用愈发明显，2006年我国已成为世界第一大钢材出口国，当年净出口几乎占到当年国内新增钢铁产量的一半，出口钢材钢坯量占国内钢铁产量的12%。到2007年4月，出口数量甚至超过当月产量的20%，总体上，2007年国内钢铁市场仍处于供求平衡状态，但2008年后市场压力增大。

2006年我国钢铁需求在4.38亿吨，净出口在2450万吨，国内钢铁产量在4.69亿吨，全年处于平衡状态。2007年，我国钢铁产量在5.6亿吨，实现净出口4500万吨；而国内需求将增长到5.1亿吨，全年钢铁供需平衡；2008年国内钢材产量约在5.6亿吨，国内需求水平在4.8亿吨，考虑到国际需求下滑，出口市场受到打压预计净出口规模在4250万吨，当年过剩量达7500万吨，这个量就比较大了，会对当年国内钢铁市场产生较大压力，并会直接影响2009年国内钢铁市场，而到2010年，我国钢铁产量将达到6亿吨，国内需求水平约在5亿吨，需求通过出口市场来消化1亿吨的量，这个难度相当大。由此可见，我国钢铁市场从2008年开始的压力会再次增大，如果届时国内钢铁企业不适当限制产量，同时出口市场继续受挫的情况下，那国内钢铁市场形势将不容乐观。可见，是否能通过出口市场来消化掉过剩产量将直接影响今后几年国内钢铁市场。而我们认为，如果2007年下半年市场压力过大，必然会降低国内产能的释放力度，那么2008-2009年国内产量增长将受到抑制，特别是2009年后，随着国内产能释放期结束，国内钢铁产量增长减慢，市场供求有望重新恢复平衡。

所以，钢铁行业作为一个周期性行业，今后表现出一个特点就是波动周期时间缩短，很重要的一个原因就是我国钢铁大量出口，通过出口市场调节了国内市场的阶段性供求压力。如2003-2004年国内供给不足，我国通过大量进口钢材来满足国内需求，而2005-2006年国内钢铁产能过剩，则我国又通过大量出口来消化过剩产量，正是出口市场的调节，缩短了我国钢铁市场的波动周期。

图 21 国内外钢材价差情况

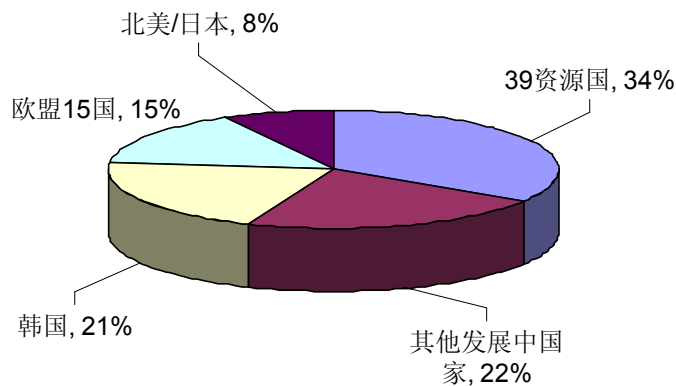


数据来源：中华商务网，浙商证券研究所

此外，钢铁产品的直接出口受国际需求下滑影响，2008年8月以来我国与主要发达国家的出口差价出现较大程度下滑，在对2009年其他经济体经济大幅下滑的预期下，企业普遍反映2008年四季度和2009年一季度钢铁产品出口订单大幅减少，同时考虑出口数据对订单有一定的滞后性，预计未来出口数据将进一步恶化。2009年的钢铁产品出口形式不乐观。预计09年钢铁的直接出口还将有所下滑。出口减少的钢材回流到国内市场，对国内市场供需关系的影响值得关注。

3.3.3 钢材出口预期恶化，政府出台出口优惠政策

图 22 我国钢材出口国别统计



数据来源：中国联合钢铁网，浙商证券研究所

国家从12月1日起取消了67个税号钢材出口关税，这标志着国家对钢材出口的政策进行了重大调整，有利于降低钢材出口成本，提高我国钢材国际竞争力。

该举动虽然能够降低出口商的成本，但从根本上难以改变外需下滑的趋势，而且势必引发更多的国际贸易争端。而在发达国家经济初现衰退的环境下，拉美、非洲、中东、东南亚等新兴国家年轻的人口结构和较低的城市化率，它们在未来相当长一段时间内对中国钢材都会有较为稳定需求。我国钢材在这些地区也具有价格比较优势和产品结构竞争力。但是，目前各国都在出台刺激出口的政策，预计，中国的出口也会受到影响。

3.3.4 机电产品出口优惠政策间接拉动钢材需求

国外需求不仅包括钢材的直接出口，亦包含机械设备、汽车、家电和造船等行业钢材的间接出口。

2008年前10个月，中国机电产品出口同比增长23%，占出口总额57.7%以上，这是拉动钢材间接出口的重要因素。如果2009年中国机电产品出口大幅下降，相当于钢材需求下降，也将影响到钢铁产能的释放。

新兴国家对中国的工业产品将有旺盛的需求，间接拉动对中国钢材的需求。国家从12月1日还提高部分机电产品的出口退税率，也会对钢材的间接出口产生积极的影响

3.3.5 出口关税调整的影响及未来政策预期

08年1月1日，钢材出口呈现从13%的出口退税到征收25%出口关税不等的不同梯次的政策待遇。本次政策调整，涉及67个税则号的钢材，其出口品种在钢材总出口中占有较大比重，以08年前三季度的出口数据计算，本次涉及的品种，出口量为1713万吨，金额153.6亿美元，占总出口量的35.3%，出口金额的30.9%。本次涉及钢材品种的原关税多为5%和10%，按下调5个百分点的出口关税计算，可以节约费用7.7亿美元，约占行业利润总额的3.1%。当然，由于出口关税通常由进出口双方共同承担，我国钢铁企业的受惠额度要小于这个数。

未来的政策预测：尽管出口刺激政策的出发点是好的，但另一个角度，也反映了目前钢铁国内外需求都达到了依赖市场自身的力量难以调节的地步，本次未调整原来享受出口退税政策的高附加值品种，未来不排除政府进一步提高这部分产品的出口退税率。目前在需求不畅的情况下，行业景气仍在下降通道中，政策的调整不会增加国外需求，仅会减缓国外需求减缓的力度。

另外，人民币升、贬值，海运费的波动也对钢铁的直接、间接出口有较大的影响。

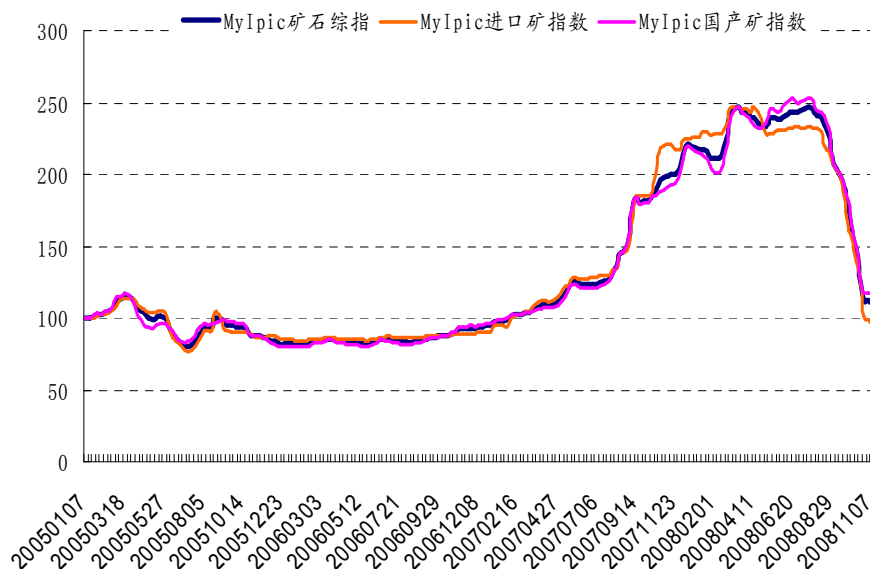
预计，此政策对于提升钢铁企业的利润，在四季度不会有所体现，但应该会增加2009年的利润。同时，将提振国内钢铁市场，减缓钢材出口下滑趋势。

3.4 成本

3.4.1 原材料

目前原材料价格有企稳迹象。铁矿石、废钢、镍和高铬的价格继续盘整。焦炭、生铁、硅铁价格变化不大。焦煤、焦炭企业的联合限产保价取得了初步成绩，总体趋稳。

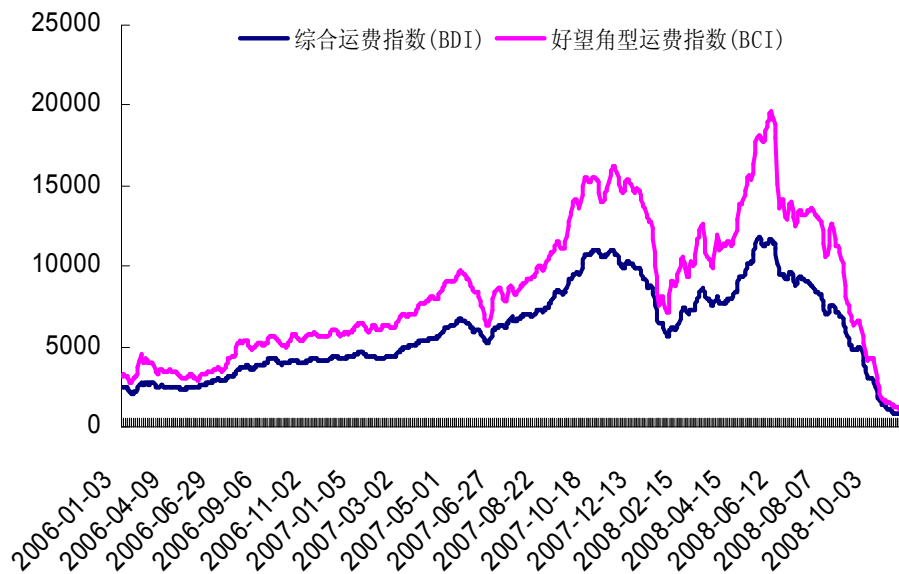
图 23 进口矿与国产现货矿价格指数与走势



数据来源：Mysteel，浙商证券研究所

国产现货矿自8月下旬起经历暴跌，当前价位基本已回到2005年初水平，生产成本的刚性支撑已逐步显现出稳定走势；进口矿则受累于海运费的雪崩式下滑，现在已经低于国产矿价格。总体上矿石价格进一步下跌的空间已有限，后期企稳的概率较大

图 24 海运费指数



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

2008年7月以来,海运费的雪崩式下滑,目前仅800多点的BDI已经远远低于航运企业的盈亏平衡点,长期来看,海运费的回升是必然的。

3.4.2 2009 年铁矿石长协价预测

铁矿石的商品属性决定了其价格走势将有供需关系决定。但是,淡水河谷、必和必拓、力拓三大铁矿石巨头供应商占据了全球约70%的铁矿石海运贸易量,铁矿石行业的垄断特征比较明显,他们将有能力通过控制供应来维持供需平衡关系。当然,他们自发的调节供应量也是为了适应需求的变化。

目前,长协矿降价的预期越来越强烈。主要原因为:

(1) 国际海运费大幅下降。海运是一个竞争较为充分的行业,因为需求的萎靡在短时间内难有改观,在行业优胜劣汰的竞争压力下,一些低效率高成本的供给必然会退出市场,而目前800多点的BDI也终将恢复到2500-3000的盈亏平衡点上。由于2008上半年海运费基数较高,2009年海运费均价同比大幅下跌的可能性较大,预计降幅为50%。

(2) 铁矿石供应充足。近几年铁矿石价格大涨带来的投资潮,不仅传统三强加大了投资力度,也诞生出部分如FMG 新兴的矿企。

近期由于矿石价格进入下跌通道,矿方资金已进入相对紧张阶段,我国也在积极的寻找矿源,以降低对三巨头的的依赖度。

(3) 铁矿石需求回落。据国际钢铁协会统计,2008年1-10月,全球累计粗钢产量为11.36亿吨,同比增长2.9%;但10月日均产量仅324万吨,考虑到11月包括中国在内的全球钢企减产幅度有增无减,预计,2008年全球粗钢产量约为13.3亿吨,同比下降0.9%,相应铁矿石的需求量也会下降;按0.95铁钢比及0.625铁矿比折算,2008年国际铁精粉供应较为充足。

预计,2009年巴西矿到岸价的降价幅度为20%、澳洲矿为25%。

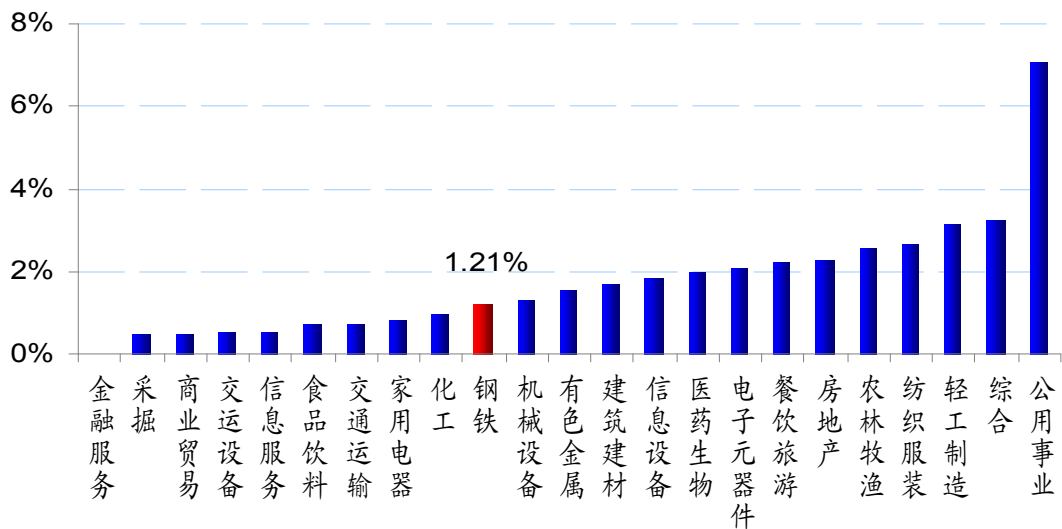
3.4.3 2009 年焦炭价格走势

焦炭价格从2006 年下半年开始的一路上扬到2008年7月份的3200 元/吨左右,在钢铁企业对焦炭涨价的承受能力随钢价走弱而不断降低的情况下,焦炭价格涨势开始趋缓;进入8、9 月,焦炭价格明显掉头向下。下游钢铁行业开始进入下行周期,焦炭需求明显缩水。另外,焦炭出口政策收紧也在增加国内供应量,从2008年8 月20 日起,我国焦炭出口暂定税率由25%提高至40%,与此同时,2008 年全年的焦炭出口配额也略有减少,较2007年下降14 万吨。关税提高、配额减少,出口政策的紧缩使得2008年以来我国出口焦炭数量大为减少,国内供给增加。预计,2009年将延续弱势走势,将在

目前基础上下跌15%左右。

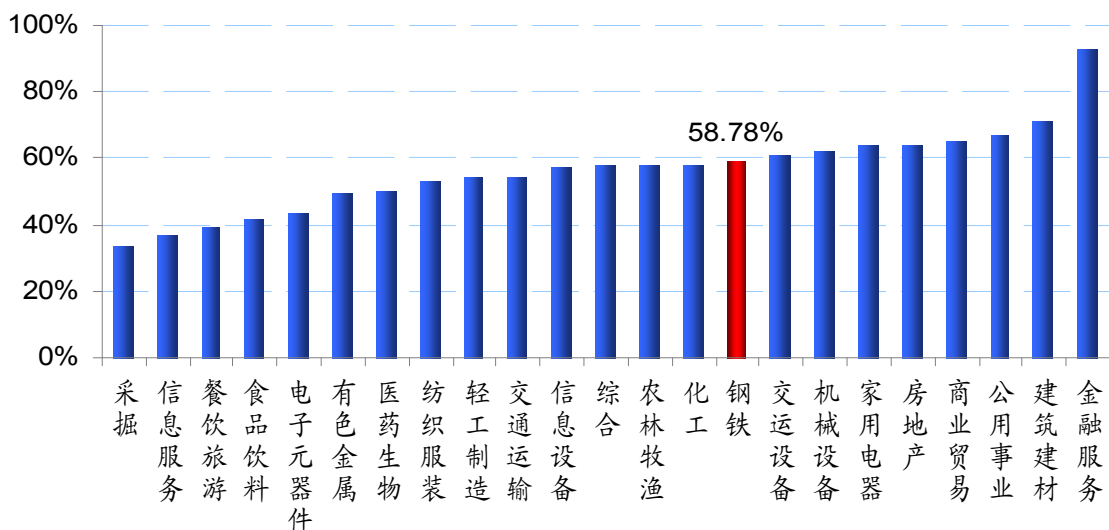
3.4.4 降息对钢铁行业的影响

图 25 2008 年 3 季度各行业财务费用率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 26 2008 年 3 季度各行业负债率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

自2009年9月16日以来,中国人民银行已降息四次,累计下调189个基点,其中前三次累计降81个基点,第四次一次性降108个基点。截止2008年三季度,钢铁行业的整体资产负债率为58.78%,在所有行业横向排名中资产负债率较高,属于典型的资本密集型行业。此外,钢铁行业的财务费用率相对其高企的资产负债率却并不高,2008年三季度仅为1.21%。

截止2008年三季度,整个钢铁行业短期借款为1571.17亿元,一年内到期的非流动负债为146.19亿元,长期借款为1275.21亿元,带息债务合计约2992.57亿元。为了考察目前降息及2009年若继续降息带来的影响,我们分别对降息81个基点、189个基点(前四次合计)、243个基点(如果2009上半年再降息54个基点)、297个基点(2009下半年再降息54个基点,全年合计降息108个基点)。这四种情况下对钢铁行业EPS的增厚情景分析。

表 16 四种降息情景下对钢铁行业及其公司 EPS 增厚分析 (单位: 元)

证券名称	带息负债 (百万元)	降息增厚 EPS				EPS 增厚幅度 (相对 07 年度业绩)			
		81 基点	189 基点	243 基点	297 基点	81 基点	189 基点	243 基点	297 基点
长城股份	540	0.006	0.014	0.017	0.021	14%	34%	43%	53%
攀钢钢钒	3839	0.009	0.022	0.028	0.035	3%	7%	9%	11%
金岭矿业	152	0.004	0.009	0.011	0.014	1%	1%	2%	2%
大冶特钢	388	0.007	0.016	0.021	0.026	1%	2%	3%	4%
唐钢股份	11918	0.027	0.062	0.08	0.098	3%	7%	8%	10%
韶钢松山	8968	0.044	0.102	0.131	0.16	7%	17%	22%	27%
本钢板材	6198	0.016	0.037	0.048	0.059	3%	7%	9%	11%
西藏矿业	222	0.007	0.015	0.02	0.024	3%	7%	9%	11%
新兴铸管	2986	0.021	0.048	0.062	0.076	4%	10%	12%	15%
太钢不锈	23940	0.051	0.119	0.153	0.187	4%	10%	12%	15%
法尔胜	1191	0.025	0.059	0.076	0.093	62%	145%	186%	227%
鞍钢股份	26118	0.029	0.068	0.088	0.107	3%	6%	8%	10%
*ST 建材	491	0.017	0.039	0.05	0.061	-5%	-12%	-15%	-19%
ST 吉 炭	1050	0.03	0.07	0.09	0.11	218%	508%	654%	799%
华菱钢铁	22602	0.067	0.156	0.201	0.245	9%	21%	27%	34%
首钢股份	5157	0.014	0.033	0.042	0.052	6%	15%	19%	23%
中钢天源	81	0.008	0.018	0.023	0.029	6%	13%	17%	20%
三钢闽光	3118	0.047	0.11	0.142	0.173	5%	12%	15%	18%
恒星科技	380	0.013	0.029	0.038	0.046	2%	5%	7%	8%
邯钢钢铁	4981	0.014	0.033	0.043	0.053	4%	10%	13%	15%
武钢股份	17498	0.018	0.042	0.054	0.066	2%	5%	7%	8%
包钢股份	11066	0.014	0.033	0.042	0.051	4%	9%	12%	14%
宝钢股份	50026	0.023	0.054	0.069	0.085	3%	7%	10%	12%
济南钢铁	4991	0.03	0.07	0.09	0.11	3%	7%	9%	11%
五矿发展	11653	0.088	0.205	0.264	0.323	7%	16%	21%	25%
国能集团	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%
莱钢股份	5474	0.048	0.112	0.144	0.176	4%	9%	12%	14%
西宁特钢	3970	0.043	0.101	0.13	0.159	10%	24%	31%	38%
杭钢股份	2301	0.022	0.052	0.067	0.081	4%	9%	12%	15%

宁夏恒力	455	0.019	0.044	0.057	0.07	70%	164%	211%	258%
凌钢股份	841	0.01	0.024	0.03	0.037	1%	3%	4%	5%
南钢股份	3340	0.016	0.037	0.048	0.059	1%	3%	4%	5%
酒钢宏兴	205	0.002	0.004	0.006	0.007	0%	1%	1%	1%
承德钒钛	7107	0.059	0.137	0.176	0.215	13%	31%	40%	49%
金瑞科技	449	0.023	0.053	0.068	0.083	7%	16%	20%	25%
抚顺特钢	1444	0.022	0.052	0.067	0.082	49%	115%	148%	181%
长力股份	1798	0.021	0.05	0.064	0.078	5%	12%	16%	19%
方大炭素	1086	0.014	0.032	0.041	0.05	5%	13%	16%	20%
安阳钢铁	6846	0.023	0.054	0.069	0.085	4%	10%	13%	16%
八一钢铁	5862	0.062	0.145	0.186	0.227	9%	21%	27%	33%
*ST 东碳	6	0	0.001	0.001	0.001	0%	0%	1%	1%
ST 金瑞	66	0.004	0.008	0.011	0.013	24%	55%	71%	87%
新钢股份	5301	0.031	0.072	0.092	0.113	6%	13%	17%	21%
马钢股份	19866	0.024	0.056	0.071	0.087	6%	15%	19%	23%
广钢股份	1781	0.019	0.044	0.057	0.069	38%	88%	114%	139%
贵绳股份	113	0.006	0.013	0.017	0.02	2%	5%	6%	7%
柳钢股份	7025	0.022	0.052	0.067	0.081	3%	7%	9%	11%
重庆钢铁	4371	0.02	0.048	0.061	0.075	8%	18%	23%	28%
合计	299257	0.025	0.059	0.076	0.093	4%	9%	12%	15%

数据来源：天相系统，浙商证券研究所

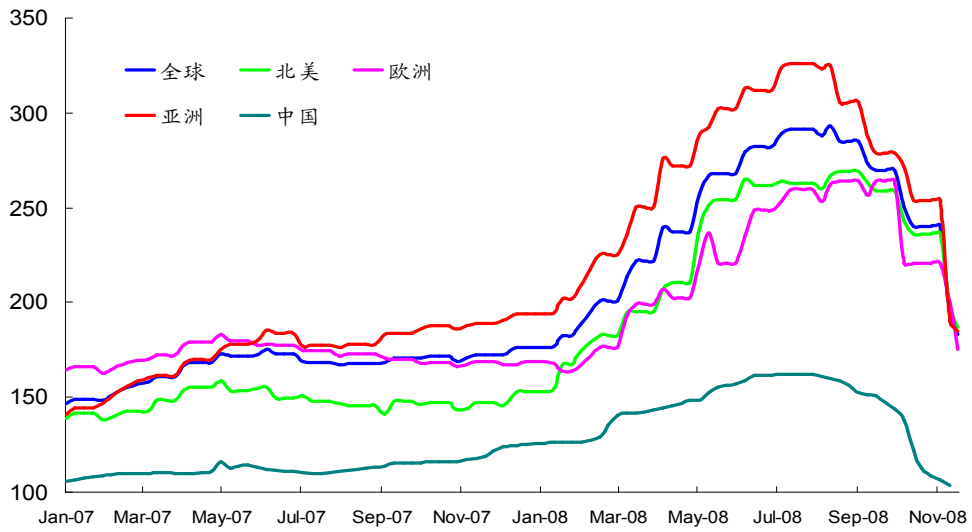
最近两个月来的连续 4 次降息，将有效减轻钢铁企业的负担，从 48 家上市钢铁公司情况来看，四次降息累计节省上市公司财务费用 56.56 亿元，扣税后合计 44.70 亿元，占前三季度净利润的 4.10%，而降息带来的投资成本降低将拉动钢材需求。

从降息对钢铁企业的影响而言，法尔胜、ST 吉炭、宁夏恒力、承德钒钛、ST 金瑞、抚顺特钢、广钢股份等高负债企业受益最大。

3.5 价格

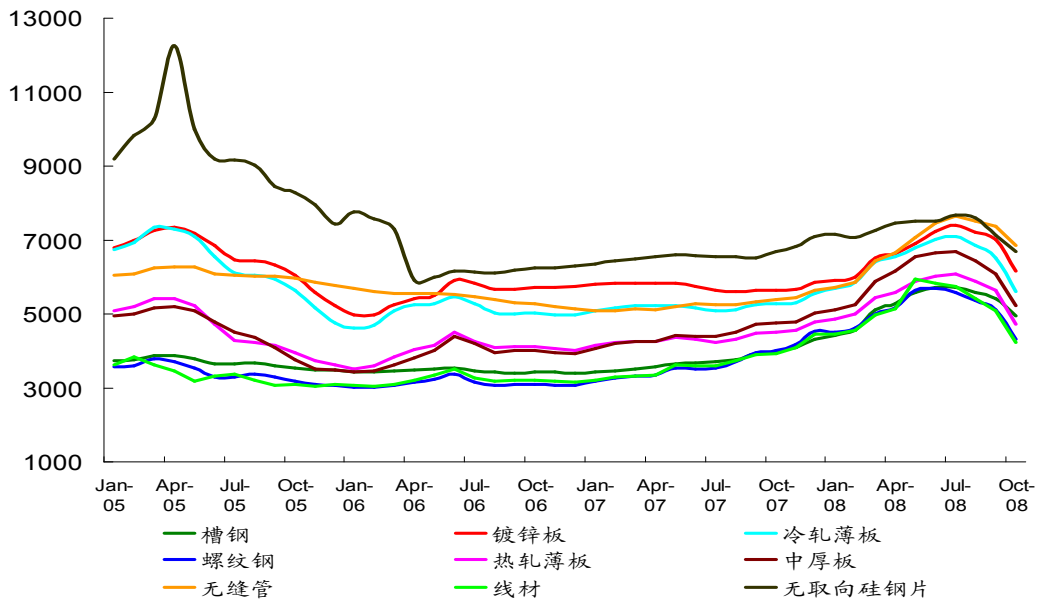
3.5.1 国内钢材价格大幅下跌，国内外价差减小

图 27 钢价指数



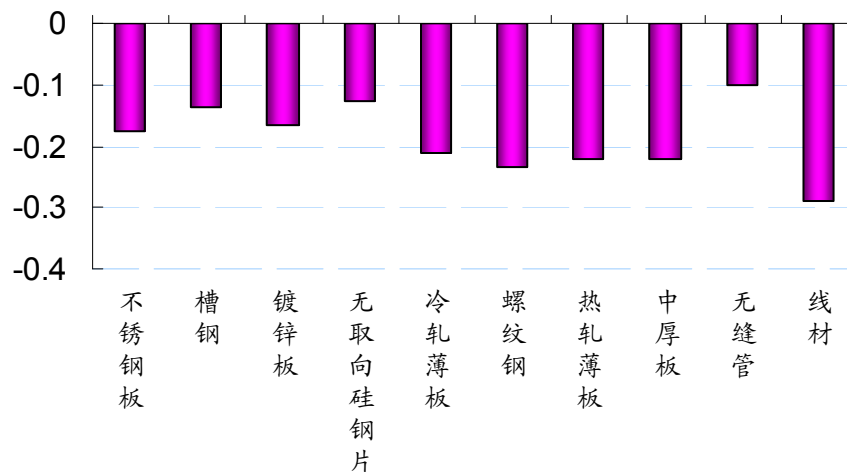
数据来源: Wind, 浙商证券研究所

图 28 主要品种钢材价格



数据来源: 聚源, 浙商证券研究所

图 29 主要品种钢材价格从最高位降幅



数据来源：聚源，浙商证券研究所

2008 年上半年，钢材价格大幅上涨的主要原因是中国钢材出口从 2007 年四季度开始已经连续两个季度出口从 700 万吨减少到 400 多万吨的水平，缓解了上半年国际钢材市场供需关系，刺激了国际钢材市场价格以每季度 150-200 美元的涨价幅度走向疯狂。同时铁矿石价格上涨 71%，上半年海运费不断攀升，国际经济中石油、有色金属、股市、房地产等大宗商品价格大幅上涨的通胀形势，在国内市场钢材库存资源压力不大的条件下，助推了国内钢材市场价格的连续大幅上涨。钢材的价格在 6 月份达到顶点，各品种钢材 YOY 涨幅达到 55%~70%，除冷板外，其它主要钢材价格均创出了历史新高。

在通胀压力影响下，从二季度开始，中国和世界经济已经出现增速放缓的迹象。到七月份，世界经济减速的趋势已经十分明显。美国金融危机爆发后，全球经济更是进入了周期性衰退的演变趋势。世界石油、矿产、钢铁、煤炭、粮食等资源产品市场受经济回落，需求减弱影响，已经出现了价格大幅回落趋势。同时股票、基金证卷、期货、房地产价格也大幅回落。可以说，目前除了铁矿石长期协议矿和中国的高档商品房价格没有变化外，几乎所有的大宗商品价格都大幅回落。

伴随世界经济的周期性回落，国内、外钢材市场价格大幅下跌。自 7 月以来，国内各种钢材价格出现了大幅回落，截止 12 月中旬，螺纹钢、热板、冷板、中板的价格自高点以来的回落幅度分别达到了 30%、22.1%、21%、22% 左右。

2008 年无论上半年钢材价格的上涨幅度，还是下半年钢材价格大幅下跌，欧美市场钢材价格都高于中国，其中一个重要原因是，国际钢材市场依靠 2007 年实际从中国进口 6800 万吨维持供需关系的平衡。而中国钢材市场需要依靠出口来调剂国内市场的供需平衡。随着当前出口难度越来越大，国内市场的供需平衡环境不如国际市场。这种态势要影响到 2009 年。

3.5.2 展望 2009 年中国钢价趋势

2009 年虽然有投资拉动钢材需求的机遇，但是全球经济继续衰退风险、压缩的钢铁产能释放风险和钢材出口风险都制约我国钢材市场价格走势。潜在的供需形势压力必然使中国钢材市场价格走势更是一个险象环生与机遇并存的演变趋势。

目前，我国经济仍然没有摆脱缓缓回落，钢材需求继续减弱的趋势；市场流通量的增加并不代表最终消费量的增加。这也决定了由于缺少需求支撑，提价后的钢市面临回调盘整。至少 12 月到 2009 年初中国钢材市场将演绎底部蓄势盘整的走势。

预计，进入 2009 年二季度以后，尽管能明显感到投资对钢材需求的增长，但实际国民经济各部门的经济增长要迟后于投资建设增长。同时，全球经济衰退和国际钢材市场价格走势的全年低位震荡盘整；中国 6100 万吨钢材的出口压力；1.1 亿吨的产能被压缩所形成的压力；这些市场供需关系条件

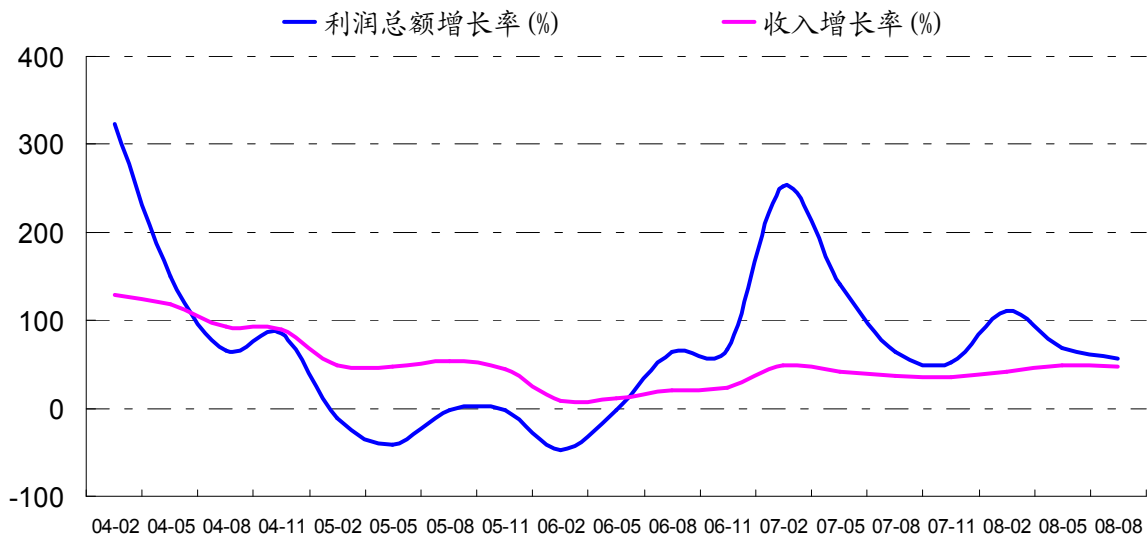
都制约着 2009 年中国钢材市场的价格走势。也决定了即使进入二季度以后，中国钢材市场的实际需求出现增加趋势，也是伴随钢铁供需关系中的风险释放。实际走势只能演绎一定市场需求增加下，价格在合理范围内盘整。钢铁企业可以摆脱亏损，但盈利水平只能处在较低的状况。如果钢材市场价格涨势过快，将会加快产能释放，引发钢材进出口和国内钢材市场的供需态势变化，甚至引发钢材市场价格的大幅震荡。

总体来看，钢价经过前期大幅快速跳水，已进入阶段性底部。而且目前钢铁原材料价格逐步从急速下跌中恢复企稳，后期将主要在低位盘整，但在成本下降的情况下，以及供应压力下，将继续维持弱势盘整走势，但成本的实质性下降后（2009 年铁矿石谈判达成），钢价也可能会有所回调。

3.6 盈利趋势

3.6.1 行业成长性和盈利状况

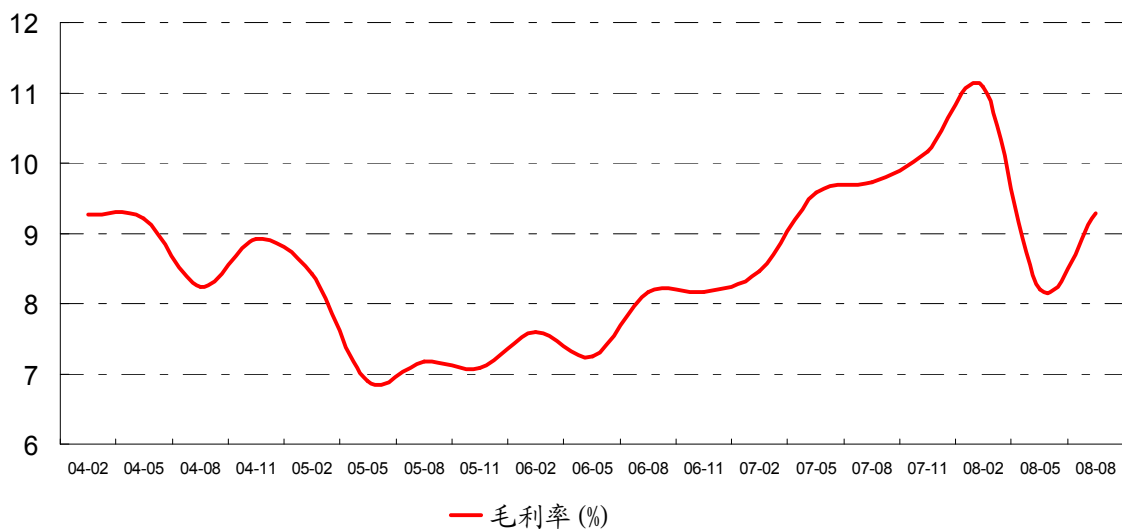
图 30 行业成长性状况



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

钢铁行业虽然前 3 季度营业收入虽然保持平稳增长，但利润总额增长速度下滑，业绩增速放缓。

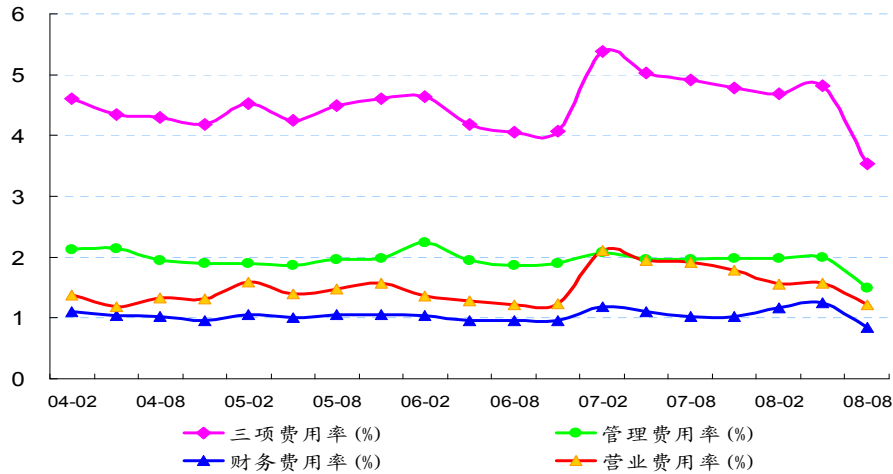
图 31 行业盈利能力趋势



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

行业盈利能力高位回落，环比微幅上升。

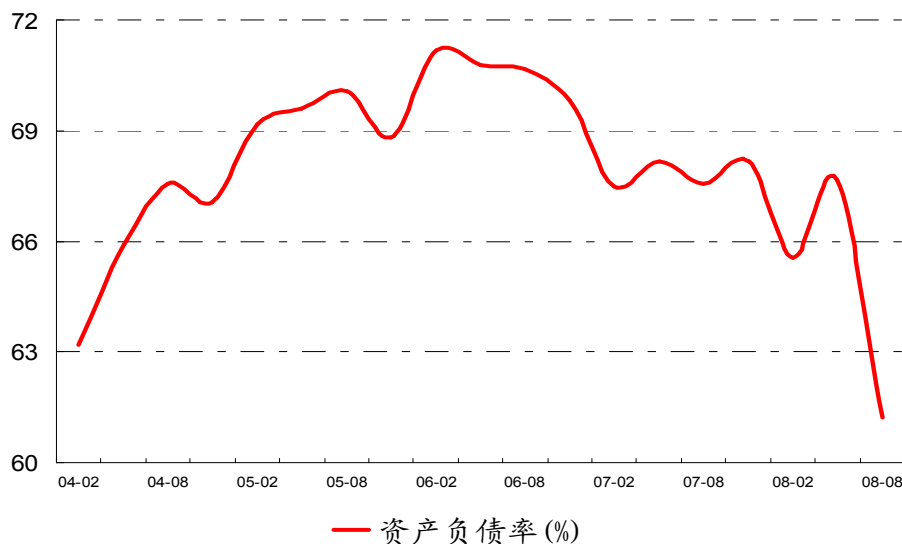
图 32 三项费用率状况



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

三项费用率均下降，费用控制能力提升

图 33 资产负债率状况



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

资产负债率下降，行业举债经营的风险减小。

3.6.2 行业盈利趋势预测

2008 年上半年钢铁企业盈利 1000 亿元的风光不在。钢铁企业和经销商都陷入了严重的经营亏损中；尤其是 10 月份，竟然出现了全行业亏损，纳入统计的 71 家大中型钢铁企业 10 月总亏损 58.35 亿元。其中 42 家企业出现亏损，亏损额达 77.74 亿元。这是我国钢铁业连续六年来首次出现月度亏损。1-10 月份，销售利润率 5.58%，其中 10 月产品销售利润率为 -3.23%，呈大幅回落态势。需求低迷，钢价狂跌、成本高位是钢铁企业亏损增加的重要原因。

在政策促进、供给过剩、存货减值的态势下，成本和产品价格是决定企业利润率的主要因素。预计 2008 年 4 季度将是盈利能力最坏时期，2009 年 1 季度由于季节性因素将一定程度上导致钢铁需求恢复，而国家加大基础建设的投资也将增加需求，行业整体的盈利逐步回升，2009 年 1 季度有望达到盈亏平衡，二季度则可能盈利，下半年略好于上半年。

总体上，2009 年的钢铁业将呈现低需求、低供给、低产能利用率的环境下运行，并且引致一个低

钢价、低成本、低利润的结果。

3.7 钢铁行业兼并重组动态

钢铁行业自2008年二季度达到景气高点后，自三季度景气度开始回落，10月份开始加速下滑，目前普钢市场价格已经低于成本价，整个钢铁行业将处于亏损状态。钢铁行业整体性的投资机会尚未到来，但对于产业资本低成本收购的最佳时机却已悄然临近。

目前国内钢铁企业除宝钢股份、武钢股份、鞍钢股份三大央企企业做为收购方的主角外，河北钢铁集团及山东钢铁集团也将在整合中占有一席之地。

表 17 2008 年我国钢铁行业重大资产重组

时间	事项	具体方案	目前进程及未来预期
2008.03.26	山东钢铁集团成立	济钢集团、莱钢集团组建山东钢铁集团	山东钢铁集团的重组整合已经在集团层面展开，估计较快将进入济南钢铁、莱钢股份上市公司层面上的整合。
2008.04.22	新兴铸管收购新冶钢铸管厂股权	新兴铸管以现金出资方式收购新冶钢所持有的黄石新兴60%的股权，其余40%股权由新冶钢持有	
2008.06	复星集团成天津钢铁第二大股东	复星集团出资38亿元，获天津钢铁有限公司47.5%的股权，成为其第二大股东。	
2008.6.28	广东钢铁集团成立	宝钢集团与广州钢铁集团、广东韶钢集团重组，成立广东钢铁集团有限公司，并进一步兼并重组广东省内其他钢铁企业。	主要运作湛江钢铁项目
2008.06.30	河北钢铁集团成立	唐钢、邯钢集团组建河北钢铁集团有限公司。整合后的新公司钢铁产量将超过3100万吨，成为目前我国产能最大的钢铁集团。	河北钢铁集团的重组活动已经在上市公司层面开始展开，唐钢股份、邯钢钢铁、承德钒钛三家上市公司已经停牌进行实质性重组活动，预计以唐钢股份为平台，其他两家公司进行换股方式完成整合的可能性较大
2008.07.02	酒钢集团与（IMR）成立合资公司	酒钢集团与哈萨克斯坦国欧亚工业财团所属国际矿产资源公司（IMR）合资。酒钢集团以全部钢铁主业和矿山等资产出资，酒钢集团持股51%，IMR公司49%。	
2008.09.04	广西钢铁集团成立	武钢集团重组柳钢集团成立广西钢铁集团	全面推进防城港钢铁基地项目。集团层面上已经开始整合，目前还未涉及到上市公司层面。
2008.10.27	攀钢集团整体上市获证监会通过	鞍钢集团将通过现金选择权第三方获部分攀钢股权。	
2008.11.02	山东钢铁集团与日照钢铁控股集团签重组意向		

数据来源：浙商证券研究所

目前国内约有1200家钢铁企业，前66位只占总产能的79%，产业集中度较其他钢铁大国相差太

远。钢价下跌在压缩钢铁企业利润，增大市场压力的同时，形成较为严峻的生存环境，迫使劣势企业主动向优势企业靠拢，寻求兼并保护。另外，优势企业亦可以较低价格，购买劣势企业资产和销售市场，大幅度降低兼并成本，更为顺利地实现产业集中度的提高。从企业的性质和规模来看，我们认为未来的重组方向将主要以地方重组和民营企业为主。

另外，可预期的并购重组的机会还有：

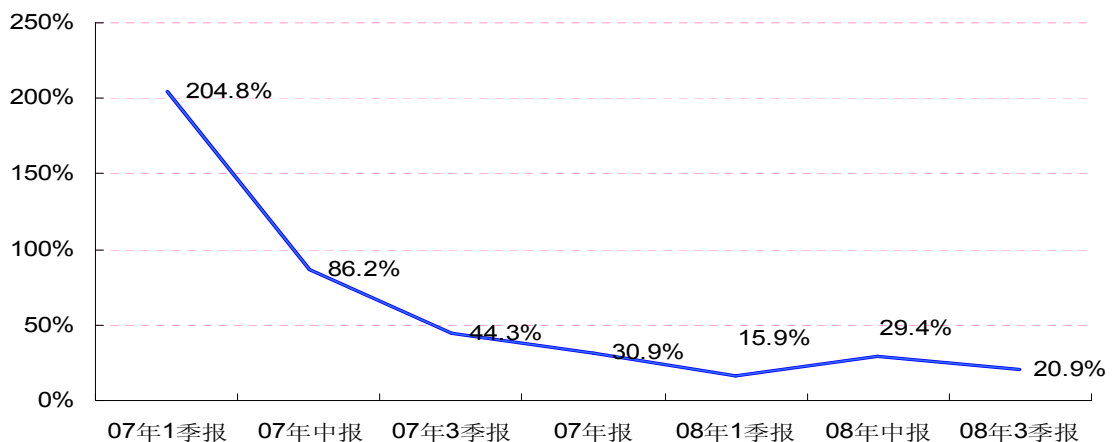
宝钢集团：宝钢股份对应收购方的八一钢铁已经在集团层面上完成整合；市场普遍预期的马钢股份、包钢股份、新钢股份尚未进行实质性动作，预计宝钢的整合将先以集团层面为主，上市公司的整合尚需要更长的时间。

鞍钢集团：鞍钢股份对应的收购方本钢板材已经在集团层面整合；凌钢股份、三钢闽光目前尚未有实质性动作。

4. 上市公司业绩变化趋势

4.1 钢铁行业业绩增速放缓

图 34 07~08 年三季度报净利润同比增长情况

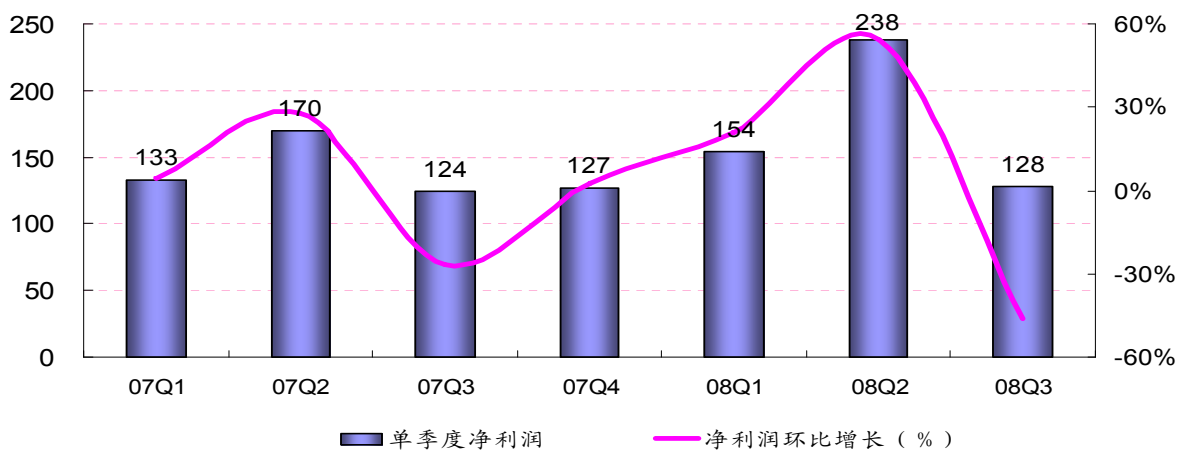


资料来源：公司财报、浙商研究

钢铁板块上市公司前 3 季度净利润同比增长 18.99%，三季度环比下降 42.04%，业绩增速放缓。2008 年前 3 季度，45 家钢铁行业上市公司实现营业总收入 9889.61 亿元，同比增长 38.95%；营业总成本 8649.74 亿元，同比增长 42.08%；利润总额 677.52 亿元，同比增长 10.5%；净利润 531.78 亿元，同比增长 18.99%，其中归属母公司股东的净利润 520.36 亿元，同比增长 20.90%。

2008 年前 3 季度，钢铁行业上市公司营业收入的增长源于产品量价齐升，尤其在 08 年二季度，钢价环比大幅上涨 15%。

图 35 07~08 年单季度净利润及环比增长情况



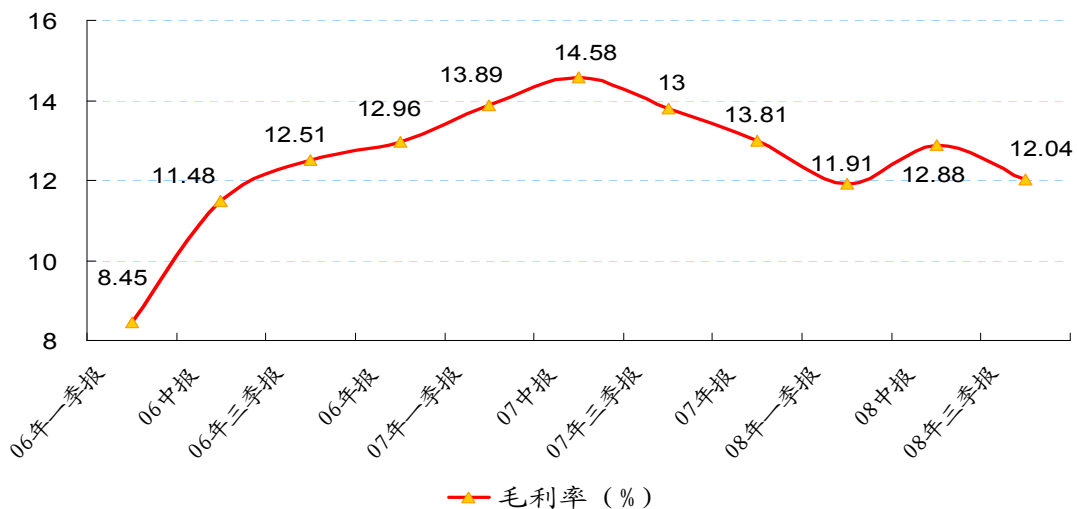
资料来源：公司财报、浙商研究

2008 年第三季度，45 家钢铁行业上市公司实现营业总收入 3498.91 亿元，环比增长-0.76%；营业总成本 3116.95 亿元，环比增长 3.14%；利润总额 170.66 亿元，环比增长-44.68%；净利润 132.02 亿元，环比增长-42.04%，其中归属母公司股东的净利润 128.28 亿元，环比增长-46.08%。钢铁类上市公司 08 年利润增速大幅滑落。

由于 08 年 7 月份，钢价价格仍旧维持在高位，所以营业总收入环比只下降 0.76%，但是，在 8、9 两个月内，国内外经济进一步放缓导致了钢铁市场需求下降，国内钢材价格大幅下跌近 20%，但原材料成本降低有限，使得各项利润指标均出现下滑，行业业绩“拐点”已现。预计，钢铁价格的下跌在企业第四季度的业绩中反映得会更加明显。

4.2 行业盈利能力高位回落，环比微幅上升

图 36 钢铁板块上市公司毛利率状况 (%)



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

4.3 资产减值大幅增加，利润质量下滑

表 18 07~08 年三季度钢铁上市公司利润质量情况

项目	08Q1	08Q2	08Q3	08 年前 3 季度	07 年前 3 季度	08 年 3 季度 环比变化	08 年前 3 季度 同比变化
资产减值/利润总额	-1.73%	2.13%	12.72%	3.67%	2.08%	增 10.6 个百分点	增 1.59 个百分点
公允变动/利润总额	-0.50%	-0.09%	-0.16%	-0.23%	0.20%	降 0.08 个百分点	降 0.42 个百分点
营业外利润/利润总额	0.01%	-1.29%	-0.12%	-0.62%	-0.11%	增 1.17 个百分点	降 0.51 个百分点
投资收益/利润总额	2.19%	1.63%	1.25%	1.70%	3.07%	降 0.38 个百分点	降 1.38 个百分点
所得税/利润总额	20.40%	21.60%	22.64%	21.51%	27.11%	增 1.04 个百分点	降 5.6 个百分点

资料来源：公司财报、浙商研究

从利润质量来看，行业整体利润质量下降，其中资产减值侵蚀利润总额比例大幅提高。

由于钢材下游需求增速放缓，钢材市场成交低迷，钢企和社会库存都处于高位上，较高的库存水平大量占据了企业和经销商的资金，也对钢价的上涨起到较强压抑作用，钢价上涨的预期发生改变，钢企的高成本，已使盈利空间缩小或丧失，所以钢企大幅计提资产减值准备，资产减值/利润总额环比上升了 10.6 个百分点，同比增加 1.59 个百分点。

4.4 96% 的钢铁上市公司业绩环比大幅下滑

表 19 钢铁上市公司净利润变化情况

公司	08 年第三季度净利润占比	08 年第三季度利润环比增长	08 年前三季度利润同比增长
宝钢股份	22.18%	-47.15%	18.42%
鞍钢股份	17.72%	-35.74%	25.67%
武钢股份	17.60%	-21.22%	43.50%
马钢股份	6.13%	-47.36%	93.36%
唐钢股份	4.35%	-42.49%	32.41%
华菱钢铁	3.42%	-58.82%	21.35%
太钢不锈	3.28%	-65.32%	-28.38%
本钢板材	3.13%	-34.62%	14.91%
济南钢铁	2.96%	-43.03%	46.29%
重庆钢铁	2.43%	4.89%	96.53%
邯钢钢铁	2.08%	-0.68%	5.95%
莱钢股份	1.76%	-39.62%	8.71%
新钢股份	1.65%	-24.06%	1668.66%
攀钢钢钒	1.48%	-28.61%	-7.65%
方大炭素	1.35%	-24.71%	492.11%
包钢股份	1.16%	-74.81%	20.57%
安阳钢铁	0.94%	-64.94%	7.41%
南钢股份	0.92%	-63.47%	-12.56%
八一钢铁	0.80%	-65.14%	100.82%
杭钢股份	0.74%	-48.36%	36.00%
新兴铸管	0.72%	-51.46%	1.84%
金岭矿业	0.68%	-36.58%	130.04%
大冶特钢	0.66%	-32.64%	18.96%
酒钢宏兴	0.46%	-75.24%	-22.54%
韶钢松山	0.32%	-85.63%	-23.87%
西宁特钢	0.28%	-76.30%	39.04%
凌钢股份	0.26%	-81.21%	11.57%
承德钒钛	0.25%	-81.44%	-12.15%
三钢闽光	0.25%	-90.58%	85.18%
首钢股份	0.16%	-94.02%	4.64%
恒星科技	0.16%	-28.50%	6.01%
ST 吉炭	0.13%	861.93%	-375.62%
金瑞科技	0.08%	-50.09%	-7.90%
贵绳股份	0.08%	-10.27%	-0.96%
抚顺特钢	0.07%	-18.42%	36.62%
宁夏恒力	0.02%	-51.92%	173.11%
法尔胜	0.02%	-70.94%	-39.35%
中钢天源	0.01%	6.29%	-41.87%
广钢股份	0.01%	-97.35%	133.22%
国能集团	-0.02%	—	-95.78%

*ST 东碳	-0.04%	-32.81%	-273.56%
长力股份	-0.05%	-109.50%	-99.34%
ST 金瑞	-0.06%	—	0.16%
长城股份	-0.07%	-85.22%	-404.57%
柳钢股份	-0.48%	-128.45%	-69.90%

资料来源：公司财报、浙商研究

08年第三季度，除了产品销售价格保持稳定的重庆钢铁、增加了高附加值石墨电极的生产和销售的ST吉炭外，其他43家钢铁行业上市公司业绩环比均出现下滑，其中龙头企业宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份三家公司的净利润合计占整个行业的比重为54.5%，其中武钢股份下滑21.22%，幅度较小。

4.5 存货和应付款环比大幅上升

表 20 07~08 年三季度钢铁上市公司资产负债状况

项目	08年1季报	08年中报	08年3季报	07年3季报	08年3季度 环比变化	08年前3季 度同比增长
货币资金	1062.93	888.14	743.83	667.50	-144.31	11.43%
应收账款	255.62	262.19	310.01	252.78	47.82	22.64%
其他应收款	40.90	45.54	56.88	44.49	11.34	27.87%
预付账款	489.86	483.10	421.97	342.03	-61.13	23.37%
存货	1922.39	2234.93	2564.59	1471.96	329.66	74.23%
流动资产合计	4350.33	4446.38	4621.58	3334.78	175.20	38.59%
长期投资净额	174.53	163.48	167.73	120.85	4.25	38.79%
固定资产	4031.85	4337.69	4399.36	3655.07	61.67	20.36%
工程物资	26.95	45.32	83.08	77.52	37.76	7.18%
在建工程	987.18	997.84	1071.58	939.04	73.73	14.11%
递延所得税资产	27.92	38.59	42.52	30.08	3.93	41.35%
非流动资产合计	5473.59	5831.34	6029.44	4997.37	198.10	20.65%
资产总计	9823.92	10277.72	10651.02	8332.15	373.30	27.83%
短期借款	1296.35	1364.82	1485.25	1011.14	120.43	46.89%
应付票据	254.12	351.85	434.23	337.31	82.38	28.73%
应付帐款	914.90	1020.61	1169.51	730.61	148.90	60.07%
预收款项	759.26	829.54	690.77	626.71	-138.78	10.22%
应付职工薪酬	75.65	79.75	80.37	80.80	0.62	-0.52%
其他应付款	184.61	196.34	328.66	167.54	132.32	96.17%
长期借款	1028.02	1191.40	1237.47	1047.59	46.07	18.13%
非流动负债合计	1518.29	1630.67	1698.92	1270.66	68.25	33.70%
负债合计	5655.78	6047.15	6254.17	4768.30	207.01	31.16%
实收资本	900.65	926.82	944.95	861.38	18.14	9.70%
资本公积	1477.05	1501.63	1522.93	1188.93	21.30	28.09%
盈余公积	445.49	442.77	442.81	405.67	0.04	9.16%
未分配利润	1205.73	1214.99	1340.14	965.10	125.15	38.86%
母公司股东权益	4028.52	4085.35	4248.60	3420.81	163.24	24.20%
少数股东权益	139.62	145.22	148.26	143.05	3.04	3.64%
股东权益合计	4168.15	4230.57	4396.85	3563.86	166.28	23.37%

资料来源：公司财报、浙商研究

08年1~3季度, 由于产品库存环比大幅上升330%, 使资金回笼速度降低, 导致应付账款也大幅上升149%。

4.6 原材料(铁矿石)和线材存货增加幅度较大

表 21 07~08 年三季度钢铁上市公司存货状况 (单位: 亿元)

公司	08年1季报	08年中报	08年3季报	07年3季报	08年3季度 环比变化	08年前3季度 同比增长
新钢股份	40.41	53.81	62.53	1.63	16.21%	3726.06%
金岭矿业	0.38	0.39	0.73	0.25	88.44%	190.66%
首钢股份	15.83	23.64	33.27	11.50	40.74%	189.46%
安阳钢铁	59.78	85.99	96.28	36.82	11.97%	161.47%
广钢股份	16.29	23.31	25.41	10.12	9.01%	151.17%
邯钢钢铁	53.36	72.57	91.43	36.85	25.99%	148.12%
凌钢股份	10.03	13.70	19.08	7.87	39.21%	142.32%
方大炭素	10.52	12.05	17.16	7.12	42.43%	141.10%
承德钒钛	14.81	26.99	32.72	13.75	21.23%	137.93%
韶钢松山	48.50	51.42	59.32	25.10	15.38%	136.39%
柳钢股份	43.79	46.92	61.27	26.68	30.59%	129.69%
唐钢股份	71.34	80.80	105.37	46.99	30.41%	124.23%
武钢股份	111.15	128.77	139.79	64.16	8.56%	117.88%
酒钢宏兴	27.71	27.59	38.04	17.50	37.85%	117.33%
三钢闽光	15.96	20.11	26.86	12.41	33.57%	116.42%
本钢板材	55.13	74.78	100.56	48.23	34.47%	108.51%
西宁特钢	8.71	13.68	16.03	7.90	17.23%	103.06%
恒星科技	1.51	1.44	1.55	0.77	8.14%	100.82%
包钢股份	84.98	122.86	115.64	59.52	-5.88%	94.30%
重庆钢铁	27.25	31.73	38.02	19.93	19.83%	90.79%
南钢股份	46.52	53.46	60.05	32.92	12.33%	82.41%
济南钢铁	43.55	54.88	67.66	37.51	23.30%	80.40%
八一钢铁	17.64	21.89	29.09	16.56	32.93%	75.71%
新兴铸管	28.30	29.08	29.27	16.73	0.68%	74.95%
鞍钢股份	94.21	108.80	140.93	83.26	29.53%	69.26%
华菱钢铁	66.42	78.32	96.47	59.24	23.18%	62.84%
马钢股份	116.52	132.04	159.91	98.32	21.11%	62.64%
杭钢股份	22.27	20.10	24.15	15.08	20.12%	60.09%
贵绳股份	3.15	3.47	3.88	2.56	11.95%	51.64%
长力股份	13.69	13.98	15.25	10.31	9.09%	47.89%
莱钢股份	41.17	51.11	48.10	33.51	-5.89%	43.54%
宝钢股份	438.74	472.99	521.40	370.49	10.24%	40.73%
攀钢钢钒	32.56	41.21	43.36	31.29	5.22%	38.58%

宁夏恒力	3.09	3.66	4.26	3.12	16.36%	36.34%
长城股份	9.83	10.81	13.73	10.10	27.00%	36.01%
ST 金瑞	0.54	0.67	0.54	0.40	-19.52%	34.29%
大冶特钢	9.08	9.18	9.92	7.64	8.09%	29.83%
中钢天源	0.57	0.81	0.81	0.69	0.28%	17.38%
太钢不锈	187.25	186.03	183.94	156.95	-1.13%	17.20%
抚顺特钢	11.44	11.33	12.11	10.60	6.89%	14.25%
金瑞科技	3.05	3.25	3.35	3.18	3.14%	5.43%
ST 吉 炭	9.55	9.99	10.09	9.57	0.92%	5.41%
*ST 东碳	0.38	0.39	0.39	0.43	-0.62%	-8.90%
法 尔 胜	4.83	4.48	4.46	5.66	-0.35%	-21.15%
国能集团	0.60	0.49	0.40	0.77	-18.47%	-47.61%

资料来源：公司财报、浙商研究

经营铁矿石的金岭矿业的库存增加，源于进口现货铁矿石价格持续走低，并低于国内现货铁矿石价格，使铁矿石滞销，库存环比和同比大幅增加。而受 3 季度房地产开发、建筑钢材的消费淡季及北京奥运因素的影响，新钢股份、首钢股份、安阳钢铁等生产建筑钢材的公司的库存显著增加。

从存货周转天数分析，行业平均水平为 67 天，3 个月以上的有包钢股份和宝钢股份，考虑到 4 季度全行业掀起的大规模减产浪潮，预计整个行业的存货周转速度都将放缓。按照 30% 的减产幅度估算，4 季度的行业平均存货周转天数可能增加至 3 个月，即高价原料基本上可以在 4 季度消耗完毕，但对于部分执行高库存运营模式的企业如包钢股份、宝钢股份，高价库存的影响甚至可能延续到 2009 年 3 月份，如果这些公司不在 2008 年末充分计提剩余高价库存跌价准备，那么 2009 年 1 季度的业绩势必也将受到负面影响。

4.7 现金流大幅下降

表 22 07~08 年三季度钢铁上市公司现金流状况 (单位: 亿元)

项目	08Q1	08Q2	08Q3	08 年前 3 季度	07 年前 3 季度	08 年 3 季度 环比增长	08 年前 3 季度 同比增长
经营性现金流	145.38	241.56	17.55	404.48	533.70	-92.73%	-24.21%
投资性现金流	-295.87	-271.36	-265.90	-833.13	-781.16	-2.01%	6.65%
筹资性现金流	333.00	-157.69	119.82	295.13	216.38	-175.98%	36.40%
净现金流	180.37	-188.42	-125.47	-133.52	-32.19	-33.41%	314.83%

资料来源：公司财报、浙商研究

受钢材滞销、库存大幅上升、资金回笼减缓的影响，尤其是经营性现金流大幅下降 92.7%，使 08 年前三季度净现金流同比大幅下降 3 倍之多。

4.8 上市公司 2008 年业绩预告情况

截至 12 月 15 日，已有 10 家钢铁行业上市公司发布 2008 年度业绩预告。

表 23 上市公司业绩预告状况

公司	业绩预告类型	变化幅度
宁夏恒力	预增	$\geq 80\%$
恒星科技	预增	$\leq 20\%$
新钢股份	预增	-
金岭矿业	预增	100~150%
*ST 建材	预盈	盈利额为 1500 万元左右
中钢天源	预亏	亏损 500-1000 万元
*ST 东碳	预亏	-
ST 金瑞	预亏	-
长力股份	预降	$\geq 80\%$
三钢闽光	预降	50~80%

资料来源：公司公告、浙商研究

在 10 家公布 2008 年业绩预告的公司中，预增和预盈的公司家数为 5 家，占比 50%，但预增幅度低于 08 年 3 季度的业绩预告幅度，并且预降和预亏公司增多，加上 10 月份钢材价格的持续阴跌，虽然目前钢价有所企稳，但大幅反弹的预期较弱，表明 08 年 4 季度业绩预期很不乐观，从而影响 2008 年度的业绩。

4.9 钢企减产、存货减值影响钢企 2008 年度业绩

钢企 2008 年 3 季度的大幅减产、以及原料成本下降近 500 元，而大幅下降 1000 元/吨左右对 2008 年的 4 季度业绩是有影响的。

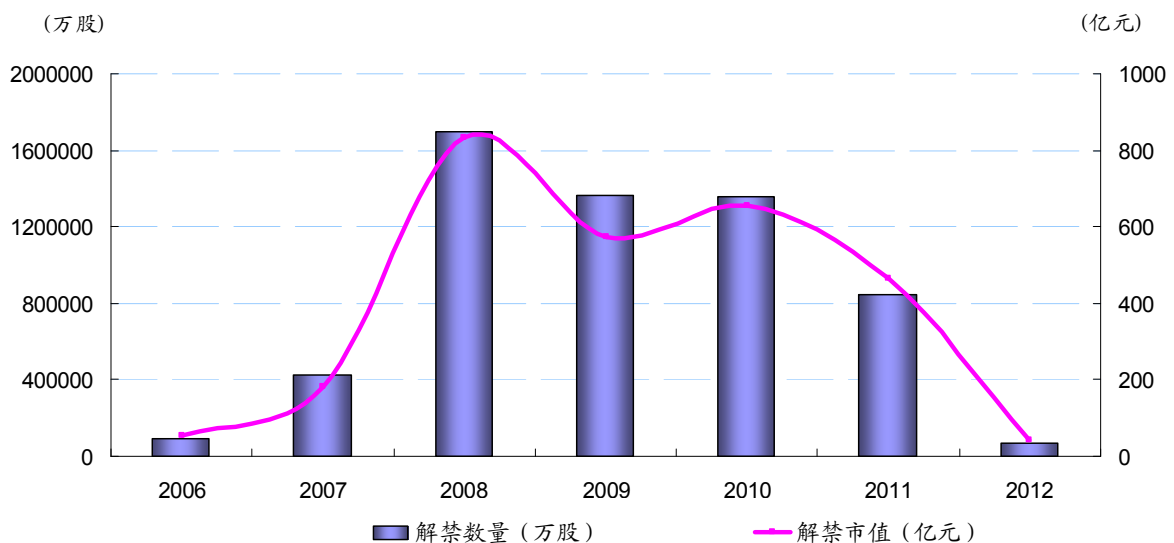
另外、受钢材滞销、库存大幅上升、资金回笼减缓的影响，尤其是经营性现金流大幅下降 92.7%，使 08 年前三季度净现金流同比大幅下降 3 倍之多。3 季度末高额存货的消耗至少需要一个季度，也对钢价的上涨起到较强压抑作用，钢企在前期高成本的滞后效应下，已使盈利空间缩小或丧失，所以 2008 年 4 季度钢企大幅计提资产减值准备的预期较强，这将对 2008 年 4 季度甚至 2009 年 1 季度的业绩产生巨大负面影响。

5. 行业估值与投资评级

5.1 2008-2009 年钢铁行业限售股解禁

5.1.1 钢铁板块限售股解禁进程表

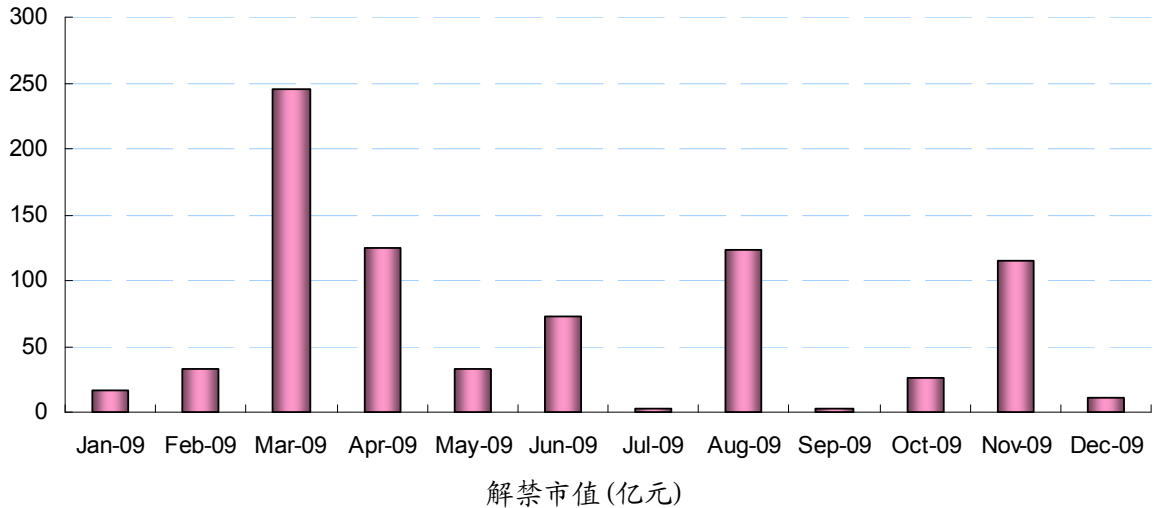
图 37 钢铁行业限售股份上市时间表



资料来源：天相、浙商证券研究所

截至目前的钢铁行业的限售股的流通进程中，2008 年是最多的一年，主要是 2008 年 8 月宝钢股份 119 亿股的“大非”的流通。2009 年，钢铁板块解禁的限售股大多为股改限售股，解禁的最高峰出现在 3 月，次高峰出现在 8 月。

图 38 2009 年钢铁行业限售股解禁情况



资料来源：天相、浙商证券研究所

2009 年，钢铁板块解禁的限售股大多为股改限售股，解禁的最高峰出现在 3 月，次高峰出现在 4 月和 8 月。

5.1.2 钢铁上市公司限售股解禁情况

表 24 钢铁股限售股解禁情况 (可流通市值以 12 月 12 日收盘价计算)

序号	名称	代码	解禁数量(万股)	当前解禁流通市值(万元)	预计上市日期
1	杭钢股份	600126	35538	164,186	2009-1-19
2	大冶特钢	708	26124	128,008	2009-2-7
3	八一钢铁	600581	31320	186,354	2009-2-17
4	宁夏恒力	600165	3381	14,369	2009-2-27
5	华菱管线	932	87335	406,981	2009-3-1
6	太钢不锈	825	49187	199,699	2009-3-7
7	抚顺特钢	600399	22914	90,739	2009-3-20
8	包钢股份	600010	135538	393,060	2009-3-28
9	马钢股份	600808	383056	1,359,849	2009-3-31
10	法尔胜	890	4736	14,113	2009-4-3
11	邯郸钢铁	600001	105491	396,646	2009-4-5
12	酒钢宏兴	600307	54088	301,811	2009-4-17
13	广钢股份	600894	40551	128,141	2009-4-17
14	济南钢铁	600022	79442	399,593	2009-4-24
15	安阳钢铁	600569	96257	321,498	2009-5-25
16	*ST 东碳	600691	572	2,088	2009-5-25
17	太钢不锈	825	177970	722,558	2009-6-20
18	贵绳股份	600992	4869	23,079	2009-7-6
19	中钢天源	2057	3360	15,792	2009-8-3

20	长城股份	569	40282	252,568	2009-8-15
21	本钢板材	761	200000	960,000	2009-8-28
22	*ST 金瑞	600714	5695	23,406	2009-9-27
23	新钢股份	600782	8166	36,829	2009-10-24
24	金岭矿业	655	6200	64,976	2009-10-25
25	南钢股份	600282	44280	153,652	2009-10-25
26	攀钢钢钒	629	124707	1,139,822	2009-11-7
27	安泰科技	969	520	6,053	2009-11-22
28	长力股份	600507	33099	92,346	2009-12-14
29	国能集团	600077	3481	13,263	2009-12-15

资料来源：天相、浙商证券研究所

具体来看，解禁的最高峰出现在 3 月，主要是马钢股份 38.3 亿股的“大非”，持有人为马钢集团，目前马钢集团的持股比例为 50.4%，为了保持绝对控股的低位，预计，马钢集团应该不会减持。另外一个解禁量较大的是包钢股份 13.55 亿股的“大非”，持有人为包钢集团，目前包钢集团的持股比例为 61.2%，公司在 2006 年 3 月 23 日的股改实施方案中声称：自公司股权分置改革方案实施后的第 1 个交易日起 12 个月内，公司全体非流通股股东依有关规定不通过交易所挂牌出售或转让所持有的原非流通股股份。在此承诺期满后，包钢集团依有关规定通过交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占公司股份总数的比例在 12 个月内不超过 5%，在 24 个月内不得超过 10%，所以马钢集团是否减持尚不能确定。

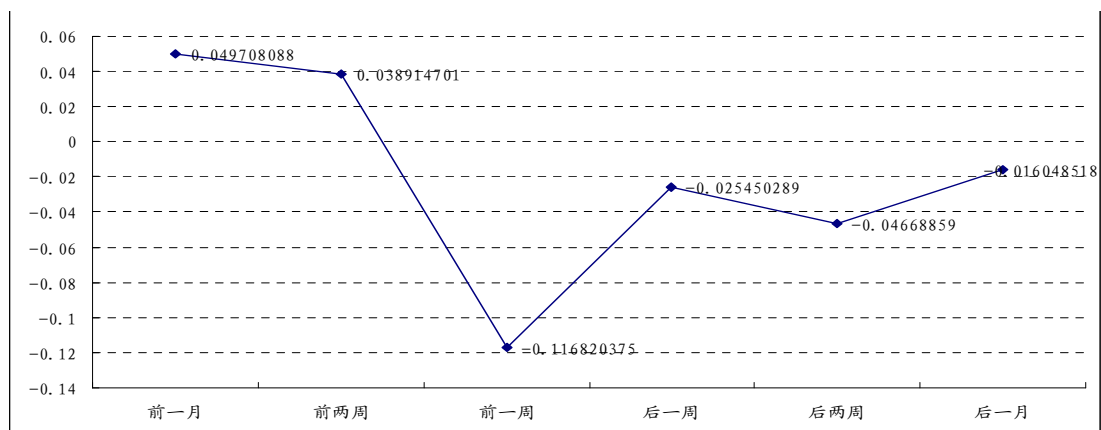
8 月，主要是本钢板材 20 亿股的“大非”，持有人为本钢集团，目前本钢集团的持股比例为 82.12%，公司在 2006 年 3 月 13 日的股改实施方案中声称：至 2010 年末，本钢集团持有的本钢板材股份不低于 65%（向战略投资者以政策允许的方式转让除外，但新的受让方继续遵守原承诺的条件）。

其他公司的限售股大多为“大非”——控股股东持有，预计，一方面大股东要保持绝对的控股低位，另一方面，目前很多钢铁股跌破净资产，从产业资本的角度来看，从二级市场持有股票的成本可能比重建钢厂的成本低，预计，限售股被减持的可能性较小。

5.1.3 钢铁行业限售股解禁对个股、行业指数走势的影响分析

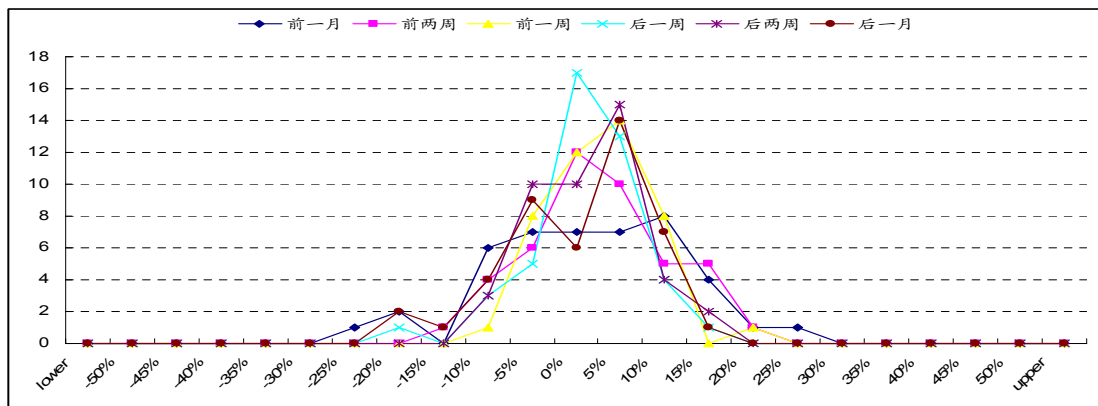
从相关系数的整体情况来看，钢铁行业限售股解禁数量占比与个股相对涨跌幅的相关性不显著，相关系数不大于 0.05，说明两者并不存在明显的相关性。但是，从具体的相关系数的数值来看，解禁前一周的相关系数约为 -0.12，相对于其他区间的相关系数而言具有较为明显的负相关特征，说明在解禁前一周，限售股对钢铁行业的个股走势具有一定负面影响。

图 39 钢铁行业解禁量占比与个股相对涨跌幅的相关系数



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

图 40 钢铁行业各时间段个股相对涨跌幅分布情况



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

另外，通过对于钢铁行业个股相对涨跌幅的统计分析，我们发现，个股相对涨跌幅在解禁前一周明显小于解禁前两周，说明此时解禁已经构成一定压力，而解禁后均值为负，但是逐渐接近于零，说明解禁后有一定压力，但是压力逐渐消失。

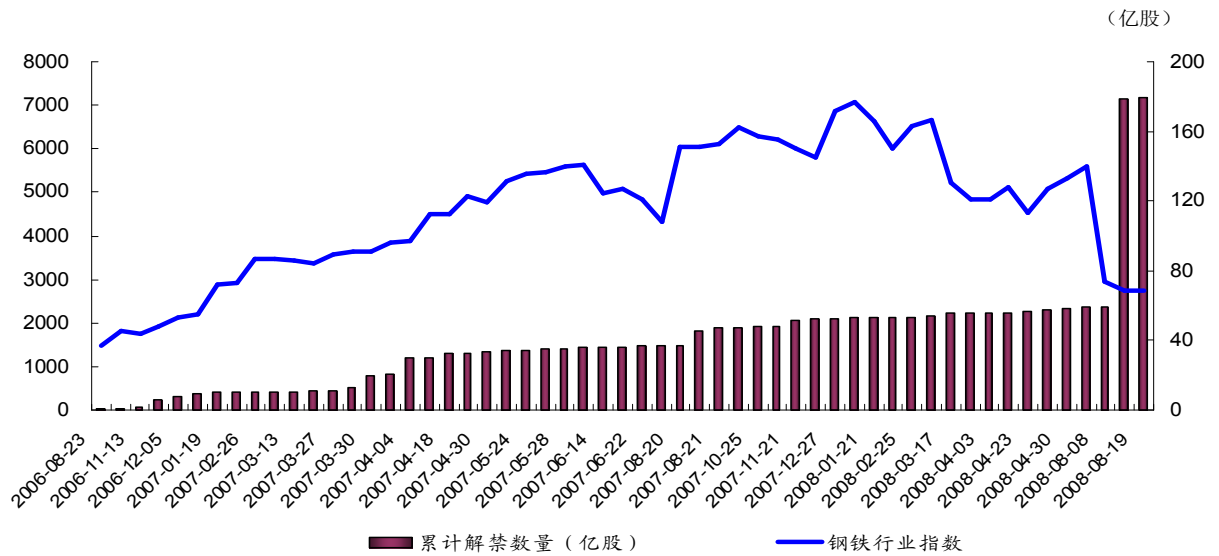
表 25 钢铁行业各时段个股相对涨跌幅统计分析

统计指标	前一月	前两周	前一周	后一周	后两周	后一月
平均	-0.01118	0.00377	0.000477	-0.01525	-0.00802	-0.02461
标准误差	0.016235	0.011836	0.008286	0.008703	0.009414	0.012181
标准差	0.107693	0.078508	0.054962	0.057732	0.062446	0.0808
方差	0.011598	0.006164	0.003021	0.003333	0.003899	0.006529
峰度	-0.16945	0.335733	0.632302	2.055987	-0.33764	-0.13675
偏度	-0.2569	-0.05753	0.2643	-0.9821	-0.25595	-0.65105
最小值	-0.2592	-0.1906	-0.12413	-0.20501	-0.1429	-0.22793
最大值	0.216156	0.19147	0.162454	0.108744	0.11303	0.119753
置信度(95.0%)	0.032742	0.023869	0.01671	0.017552	0.018985	0.024566

数据来源：天相系统，浙商证券研究所

限售股的解禁对于钢铁行业的个股走势在解禁前具有压制作用。

图 41 钢铁行业累计解禁量与指数走势对比



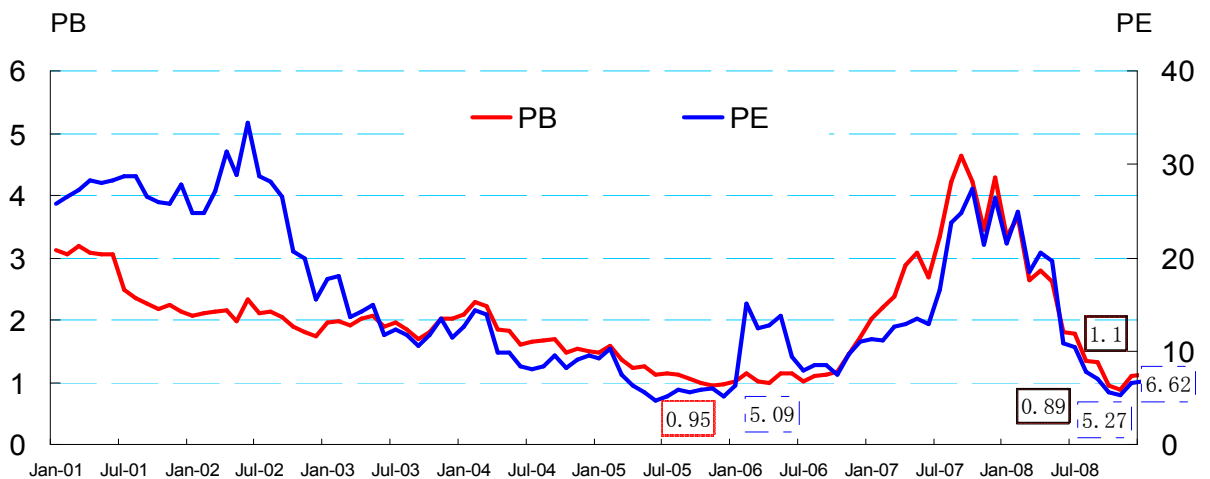
数据来源：天相系统，浙商证券研究所

通过我们前期对整个 A 股的限售股累计解禁量对大盘的影响的实证研究，得出的结论是，随累计解禁量的增大，对大盘的影响开始呈现，2007 年 10 月份，累计解禁量陡然放大，导致大盘当月创出最高点，然后逐级回落。从上图可以看出，钢铁行业限售股累计解禁量对行业指数的走势也形成负面影响。

而且从钢铁行业各时段累计解禁限售股相对涨跌幅统计分析表明，钢铁行业指数与限售股解禁的累计数量的正相关系数比较高。大盘下降阶段，累计解禁量与钢铁行业指数呈显著的负相关性，表明行业限售股累计解禁量扩大后，会对行业指数产生负面影响。

5.2 钢铁行业 PE-PB 走势

图 42 钢铁行业 PE-PB 走势 (01-01-01 ~ 08-12-12)



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

我国钢铁行业历年 PE、PB 估值水平最低值为 2005 年 12 月初的 6.3 倍和 0.93 倍，11 月 4 日，达到 2006 年以来的最低点，钢铁板块 PE、PB 为 5.27 倍和 0.89 倍。有 28 只钢铁股破净，占钢铁股总数的 58%，PB<1.2 的有 37 家，占钢铁股总数的 77%，PB<2 的有 44 家；在 2005 年 12 月 2 日（钢铁股 PB 值最低），有 23 只钢铁股票破净，占钢铁股总数比为 57.5%。截至 12 月 12 日

收盘，钢铁股的 PE、PB 估值分别为 6.62 和 1.1，已有所回升。

大部分钢铁上市公司的股价已经跌破净资产，理论上投资价值或者产业资本重组并购可行性较强，但钢铁行业整体面临着经营现金流紧张的压力，从而重置成本很难对股价形成有力支撑。

5.3 全球主要钢铁大国估值水平

表 26 目前全球主要钢铁生产国家钢铁行业估值水平

名称	市盈率 (PE)	市净率 (PB)
美国	4.68	1.25
德国	4.75	1.07
日本	5.22	0.88
韩国	6.83	0.98
巴西	5.44	0.94
印度	3.55	0.97
中国台湾	4.95	1.09
世界平均	4.08	0.87
中国	6.62	1.1

数据来源：天相系统，浙商证券研究所

与全球其它主要钢材生产和消费国相比，我国目前估值水平处于较高水平。

5.4 维持钢铁行业“中性”评级

与我国钢铁行业历年估值水平相比，钢铁行业估值已经处于历史低估，与国际钢铁行业估值水平相比，由于我国刺激内需政策的出台，将拉动钢材的需求，我国钢铁行业可以获得一个较高的溢价，所以我国钢铁行业目前的估值水平已基本反映了行业基本面变化。

但考虑到 2009 年在实体经济尚未明显好转之前，小钢厂（产品以长材为主）复产的放大效应，有限的需求将被过剩的供给所淹没，钢价将处于不断的低位震荡之中；高价原料的消耗估计要延续到 2009 年一季度，伴随高价原料消耗结束，低成本的现货原料将有利于钢厂生产成本的降低，但钢价的低位震荡使得钢厂盈利能力难以高企；出口下滑、未计提的存货跌价损失将使利润大幅下降，钢铁行业四季度大范围的亏损不可避免。因此维持钢铁行业“中性”评级。

5.5 把握“利好”政策下的投资机会

(1) 受益于投资拉动的企业。

政府刺激内需的政策将新增近 6800 万吨的钢铁需求，重点是铁路建设用钢、石油管道用钢、电工钢（硅钢）仍然会强劲增长、相关公司会受益。

另外，新增钢材需求中，其中 75% 约为长材，将提升长材国内消费量 15%，有效的缓解建筑、机械等行业的需求下滑。同时产量的低供给使得长材价格在 2009 年有望得到支撑，较板材会有更好的表现。重点关注华菱、包钢、马钢、安阳、攀钢、唐钢等长材比例较高的钢厂。

(2) 关注区域性龙头。

考虑到建筑钢材销售的区域半径因素，因为此次投资政策将加大中西部地区投资力度，因此像八一钢铁、重庆钢铁、华菱钢铁、酒钢宏兴等一批建筑钢材占比较大及区域性龙头的钢企将率先受惠。

(3) 抗风险能力强及存在并购重组机会的企业。

在产能过剩的情况下，预计，2009 年钢价将在成本线上获得均衡。目前，现货原材料与合约价格更趋近，大钢厂的的成本优势不再明显，基于成本优势的盈利能力将下降，盈利能力将转向于产品优势。比如武钢股份等

(4) 股息率较高的企业

钢铁板块的现金分红比例远高于一般行业，股息率相对较高。另外，银行存款利率下调，将使股息率相对较高的企业更具有投资价值。可关注济南钢铁、莱钢股份、唐钢股份、武钢股份、鞍钢股份、太钢不锈等。

6. 重点上市公司业绩预测与投资评级

虽然钢铁行业进入调整期，但是部分上市公司本身具有良好的内在价值。经过大幅调整后，一些公司已具备一定的投资价值。

表 27 重点公司评级

股票代码	股票名称	投资评级	每股收益			市盈率			2009 限售股解禁	
			2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	数量(万股)	日期
000655	金岭矿业	中性	0.67	1.35	1.45	18.49	9.18	8.54	-	
000898	鞍钢股份	中性	1.04	1.32	1.25	7.59	5.98	6.31	-	
000932	华菱钢铁	推荐	0.59	0.58	0.64	8.49	8.64	7.83	87335	2009-3-1
002110	三钢闽光	推荐	0.94	1.11	1.10	7.53	6.38	6.44	-	
600005	武钢股份	推荐	0.83	1.12	1.15	7.33	5.45	5.30	-	
600010	包钢股份	中性	0.27	0.29	0.32	11.15	10.38	9.41	50156	2009-3-27
600019	宝钢股份	中性	0.73	0.76	0.73	7.25	6.96	7.25	-	
600022	济南钢铁	中性	1.02	1.04	1.14	5.16	5.06	4.61	79442	2009-4-24
600117	西宁特钢	中性	0.40	0.54	0.60	13.63	10.09	9.08	-	
600307	酒钢宏兴	中性	0.88	0.87	0.92	6.65	6.75	6.38	54088	2009-4-17
600581	八一钢铁	推荐	0.68	0.87	1.13	9.41	7.36	5.66	40715	2009-2-17
601005	重庆钢铁	中性	0.27	0.58	0.68	15.19	7.07	6.03	-	

数据来源：浙商证券研究所

表 28 重点公司股息率测算

000655	金岭矿业	4.06%
000898	鞍钢股份	5.39%
002110	三钢闽光	5.32%
600005	武钢股份	5.81%
600019	宝钢股份	4.09%
600022	济南钢铁	6.56%
600581	八一钢铁	4.62%

数据来源：浙商证券研究所

6.1 八一钢铁（600581）

受益未来新疆经济快速发展的区域龙头

1) 疆内钢材需求急速扩张

(1) 新疆铁路大建设未来需要大量建筑钢材

到 2010 年，新疆铁路运营里程将从目前的 3000 公里增加到 4000 公里，中期规划达到 7000 公里。2004 年底开工的精伊霍铁路（精河-伊宁-霍尔果斯口岸铁路）仍在紧张建设中。2007 年新疆有 4 条铁路开工建设：兰新铁路乌精二线，南疆铁路吐库二线（457 公里单线进行扩能改造；工程投资总额 64.5 亿元），奎北铁路（462.85 公里；项目投资估算总额 55 亿元），乌准铁路等。另外，我国向西开放和新疆南部地区经济社会发展的兰新铁路嘉峪关-阿拉山口电气化改造项目、喀什-和田两大铁路项目（长 484.5 公里，项目预计投资 46.39 亿元，将于 2010 年全线贯通）将在 2008 年开工建设。上述 7 条铁路投资规模将达 430 亿元。如此多的铁路项目同时开建，在新疆铁路建设

史上还是首次，这些铁路的兴建对加快新疆能源开发具有重要的意义，而且对公司建筑钢材的需求提供了坚实的保障。

(2) 新疆石油基地、油气管道和资源开发建设需要高等级板材。

作为中国石油和天然气资源最为丰富的地区之一，新疆正在加速建设独山子-克拉玛依、乌鲁木齐、塔里木、吐鲁番-哈密四大石化基地，以形成中国特大型石化生产基地。这需要大量的结构钢和锅炉钢。中石化系统的原油重点工程由新疆乌鲁木齐为起点的出新疆管道全长 3200 公里。西气东输二线工程，新疆霍尔果斯至广州全长 8072 公里，干线 4859 公里，需要管线钢 400 万吨。

(3) 新疆矿产资源开发需大量钢材

2007 年 11 月公司中标新疆国投罗布泊钾盐工程输水管线工程项目 49.82 公里管线，将供应螺旋焊管 8905 吨。八钢螺旋焊管无论从实物的耐腐蚀性、耐温变化性还是表面抛光度、管壁均匀度、管径等方面，均达到或高于施工要求。

(4) 新疆煤炭及煤化工项目建设需要钢材

根据煤炭资源储量数据，新疆煤炭预测资源量为 2.19 万亿吨，占全国预测储量的四分之一，如此丰富的煤炭资源正在成为全国能源界的焦点。据规划，到 2020 年，新疆煤炭产量要达到 10 亿吨，占全国总产量的两成以上。届时，新疆煤炭年产量将是目前年产量的 20 倍。要达到上述目标，新疆平均每年需增加 8000 万吨煤炭产量，这预示着新疆的煤炭工业将要经历一场前所未有的大建设。新疆的煤炭资源主要集中在准东、吐哈、伊犁、库拜四个地区，其中准东和伊犁为目前的开发重点，仅这两个地区就已有神华集团、潞安集团、鲁能集团、新汶矿业集团、兖矿集团等几十家国内大型能源、化工企业正在进行煤炭资源的勘探和开发。新疆这些煤矿和煤化工项目的建设不仅将加大对建设钢材的需求，而且将加大对煤矿机械和化工设备制造所必须的中厚板钢材的需求。公司的中厚板和热轧板卷产品在疆内市场将有良好的市场前景。

(5) 靠近中东的地理优势给公司钢材出口带来便利

油价高企给中东地区带来雄厚的石油财富，拉动了当地的建筑和房地产业，据估算，该地区的建筑和房地产业已经吸引投资超过 2 万亿美元。但中东地区钢厂远不能满足当地建筑业急速上涨的需求，目前，供需缺口高达 35%，约 1500 万吨左右。为公司钢材的销售提供了契机。最近首趟铁海联运国际专列从公司乌鲁木齐专运线启动，直奔哈萨克斯坦的阿克套港，经过在里海的海上联运，最终到达伊朗的安扎利港，这将原来先通过火车东运至天津港，再经马六甲海峡海运绕道至伊朗的运输时间从 50 天左右减少到了 20 天左右，吨钢运输成本降低 20% 至 30%。有了这条新通道，公司的钢材产品可以便利地出口到里海周边国家，并进一步延伸至波斯湾。

2) 内生性和外延式增长双管齐下

公司内生性增长包括：(1) 新建转炉、电炉改转炉节省炼钢成本 250 - 300 元/吨；(2) 在宝钢管理机制的促进下，板材轧制技术有很大提高，具备了产能和品种同步扩张能力；(3) 高附加值新产品开发提高平均利润水平，享受政策优惠。公司 07 年开发的齿轮钢、Q345 钢、35TC 钢和 SPHC 钢等四产品，可享受研发费用加计扣除的优惠政策，07 年研发费用加计扣除 6748 万元。另外，公司还将推出汽车内板、IF 钢、管线钢、耐腐蚀钢、高耐候彩涂板等 10 余种从宝钢集团其它制造单元移植的新产品，移植使新产品开发周期短、风险小，并继续享受研发费用加计扣除的优惠政策。(4) 加入宝钢集团的销售体系，加大直销比例。通过宝钢国际西部公司和华中公司销售的公司产品品种包括管线钢、汽车用钢、彩涂板等，公司的产品走出了新疆，进入四川、陕西、河南、湖北等地。

公司外延式增长包括：大股东八钢集团将于 2008 年全部建成新的炼铁系统，主要项目包括 2 座 2500 立方米高炉、4 座 55 孔焦炉、2 台大型烧结机以及原料场等相关的配套设施，并建设 3 座 40000 立方米制氧机，为未来 2 年公司炼钢、轧钢产量扩张提供充足的铁水保障。2500 立方米高炉的建设投产，标志着宝钢集团八钢公司向设备大型化、装备自动化、生产规模化方向又迈进了一步。产品结构将进一步得到优化，八钢将成为西北地区乃至中亚地区最具竞争力的钢铁企业。

6.2 武钢股份 (600005)

(1) 国内最大“硅钢生产基地”：公司是国内最大的且唯一一家能够生产高毛利的取向硅钢片的企业，07 年国内市场占有率 40% 左右；08 年公司将拥有三条冷轧硅钢生产线，冷轧硅钢生产能力将达 142 万吨，其中，无取向硅钢 102 万吨，取向硅钢 40 万吨，从技术壁垒、国内需求和替代进口分析，2010 年前公司取向硅钢的高毛利将保持，加之产能的持续扩张，硅钢将成为公司盈利的稳定来源。

(2) 结构提升和产量扩张是公司业绩增长的主要驱动因素，虽然行业面临盈利下降压力，但目前，公司双高产品在总产量中占比达到 80%，有助于公司规避宏观调控的影响并获得较高的利润率，奠定了公司高成长的基础。随着公司二冷轧正常生产；三热轧 2008 年底投产；重轨、型钢改造项目实施；以及三冷硅建成投产，公司能够保证 08 年产能实现规模由 1000 万吨向 1500 万吨扩张，同时产品结构显著升级，将成为公司新的利润增长点，并在 2010 年有望实现 1800 万吨产能。

(3) 随着公司以 15 亿向平煤集团投资，向上游煤炭资源扩张，可保障公司原材料焦炭的长期供应，锁定焦炭成本；可增强公司竞争力。铁矿石价格维持高位，短期内公司成本不会大幅增长。

6.3 三钢闽光 (002110)

中板产量增长和区域市场龙头优势提升业绩

1) 区域龙头。公司在福建省市场占有率达 30%，且销售收入的 71% 来自省内，主导省内建筑钢材市场。2008 年福建省固定资产增速高达 46%，超过全国 20 个百分点，而且福建省内的钢材产能不足，使公司产品价格高于其他地区。

2) 矿石和焦炭的资源优势

08 年公司所需铁矿石 60%-70% 为进口矿，其中进口长单协议矿约占矿石需求的 40%，主要来自于澳大利亚与乌克兰，进口印度贸易矿约占矿石需求总量的 20%，国内矿石约占矿石需求的 40% 左右，国内矿基本上购自福建省内。福建省内主要铁矿所在地大多毗邻公司所在地三明市。作为福建省内钢铁行业龙头企业，公司同马坑铁矿、阳山铁矿和潘洛铁矿等省内主要铁矿企业已建立起稳固的战略伙伴关系并签订了《铁矿石长期供应协议》。现探明福建省具备扩大至 500 万吨/年的华东最大铁矿，这使公司铁矿石到厂价格相对内地厂商更具有成本优势。

公司焦炭需求量大致在 180 万吨左右，公司自有炼焦产能 90 万吨，另需外购焦炭 90 万吨，其中的 45 万吨来自三钢集团在山西省投资的闽光焦化厂，另外 45 万吨来自山西省其他焦化企业。目前公司自产焦炭的成本较外购焦炭的成本要低约 1000 元/吨，未来若能实现对闽光焦化厂的收购，则在焦炭实现自给外，钢铁产品的盈利能力还将获得显著提升。

参股萍焦公司，将构建一条对公司极为有利的长期稳定的焦炭供应链，预期能够取得较好的投资收益。福建省内蕴藏丰富的低灰、低硫无烟煤，每吨价格较精煤低 200 元左右，公司创新工艺在炼焦中配加该优质无烟煤，成本低、资源有保证。

3) 众多整合预期

(1) 与鞍钢集团的合作

福建省政府 06 年和鞍钢集团达成协议，若鞍钢集团与三钢集团的中板项目、100~120 万吨冷轧项目和首期申请 600 万吨规模（总规模 1200 万吨）钢铁项目得以成行，鞍钢集团将获得 51% 三钢集团的股权，从而成为公司的实际控制人。鞍钢集团作为国内钢铁行业的龙头，入主将为公司未来的发展打开空间。但公司与鞍钢并购事宜的明朗化预计要在 08 年以后。

(2) 整体上市预期

公司 07 年初上市时，三钢集团承诺公司股票上市后，统一将所拥有的中板项目相关资产、业务转让给公司。不确定的是注入时间及具体方案。目前三钢集团拥有的与钢铁主业相关的未上市资产还包括：集团在山西省投资控股 60% 的曲沃闽光焦化厂、厂内铁路运输以及动力能力供应部门。除三钢集团已控股未上市资产外，目前三钢集团还托管两个铁矿和一家钢铁公司，分别为阳山铁矿、潘洛铁矿和泉州钢铁公司。若两座矿山的股权成功划转至三钢集团，出于减少上市公司与集团间的关联交易、提高企业经营管理效率等因素的考虑，未来存在三钢集团将两座矿山资产注入三钢闽光的可能性。若

成功收购两座矿山，则三钢闽光可获得超过1 亿吨的铁矿石储量以及超过60 万吨铁精矿的年产能。

(3) 未来福建省内钢企整合平台

福建省内其他小钢铁厂竞争力较弱，公司作为福建省内钢铁行业的龙头企业，有望成为省内小钢铁企业整合的主导方，存在较强烈的资产收购预期。

7. 行业风险提示

(1) 全球金融危机和我国经济下滑导致钢铁需求不断减弱的风险

2008 年美国次贷危机引起的金融危机正在对全球的实体经济产生越来越大的影响，这将对我国的机械、汽车、家电、集装箱等行业的内需和出口产生较大影响，会直接影响到这些行业的投资增速，进而影响到它们对钢铁的需求，影响到经营业绩。

(2) 过分依赖下游行业的风险

我国钢铁的规模和技术差距较大，很多规模较小的企业对某些下游行业的依赖度偏高，例如主要生产建筑用钢类的企业对房地产、建筑行业就存在过度依赖的现象，因此由于单一下游行业的不景气，必然会给这些带来较大的经营性风险。

(3) 落后产能淘汰不力的风险

如果未来我国落后产能淘汰不力，将对供求关系的平衡产生很大的影响，也将直接影响到钢材价格，进而影响到相关上市公司的经营业绩。

(4) 铁矿石下跌导致存货跌价的风险

我国是进口铁矿石的大国，由于铁矿石价格连续 4 年大幅上涨，所以我国多数大型企业囤积了大量的铁矿石。由于钢铁行业下游需求不振，钢材价格的下跌，导致钢铁的减产，从而影响到对铁矿石的需求。走低的铁矿石的价格给钢铁企业原有的铁矿石造成跌价损失。

(5) 钢价大跌和存货大增使资产减值大幅增加的风险

由于钢材下游需求增速放缓，钢材市场成交低迷，钢企和社会库存都处于高位上，较高的库存水平大量占据了企业和经销商的资金，也对钢价的上涨起到较强压抑作用，钢价上涨的预期已发生改变，预计，资产减值的增加在第四季度的业绩中会更加明显。

(6) 现金流状况恶化，或将影响正常经营

受钢材滞销、库存大幅上升、资金回笼减缓的影响，尤其是 2008 年前三季度经营性现金流大幅下降 92.7%，使净现金流同比大幅下降 3 倍之多。另外，钢铁企业的负债率较高，通常在 60%以上。因此，一旦需求不旺，钢铁企业的流动资金就会出现困难，以至于影响钢铁企业的正常经营。特别是中小钢铁企业面临较大的现金流压力。

(7) 限售股解禁和减持，可能引起估值水平下降的风险

研究员介绍:

马春霞: 材料加工学士, 钢铁冶金硕士。2003 年进入汽车行业, 从事技术与项目管理工 作; 2007 年进入证券行业, 2008 年初加盟浙商证券研究所, 现为钢铁行业、汽车及配件行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。