



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

2008年12月5日

钢铁行业

中金公司研究部

分析员: 罗炜 [luowei@cicc.com.cn](mailto:luowei@cicc.com.cn)

联系人: 段苏 [duansu@cicc.com.cn](mailto:duansu@cicc.com.cn)

(8621)5879 6226

## 行业低谷期寻找阶段性机会

### 2009年投资策略

#### 投资要点:

- ◆ **2009年供需形势难以根本好转。**在房地产和制造业前景黯淡的情形下,基建拉动难以改变需求放缓的趋势,预计钢铁行业将由2001-2007年的高增长转变为低增长,增速回落至上世纪90年代水平;尽管钢铁行业新增产能在过去两年已经开始放缓,但在需求放缓背景下仍将造成供应压力。综合来看,09年钢铁行业将呈现低供给、低需求,产能利用率下降,09年钢材价格将随原材料价格波动,总体低位运行,预计均价同比下跌27%。全年来看,随着基建拉动的实质性影响在下半年逐渐显现,钢铁需求将前低后高。
- ◆ **即将度过最艰难时期。**钢铁行业目前面临的困境可谓前所未有的,大型钢厂目前的成本处于劣势,前期高价位原材料库存导致严重亏损,同时年底存货减值损失进一步对盈利构成压力。但预计08年四季度是大型钢厂最艰难(盈利最差)的时期:短期钢价已经达到阶段性底部,09年一季度亏损幅度将减轻,随着原材料价格回落,二季度大型钢厂成本将与小钢厂持平并实现盈利,下半年好于上半年。
- ◆ **亚洲金融危机后的中国钢铁行业。**97年亚洲金融危机爆发后,钢铁需求大幅放缓,价格维持低位,行业盈利连续三年处于低谷。98年7月,在一系列财政刺激政策出台后,99年需求小幅回升,大钢厂业绩逐步改善,并好于行业平均水平。在股价表现方面,财政刺激政策带来反弹机会,尤其在政策效果显现,钢铁需求及盈利有所回升时。我们认为,积极财政政策对钢铁行业有一定的正面影响,但难以促成反转。
- ◆ **下调盈利预测。**我们根据各公司四季度产品亏损程度及可能计提的减值损失,下调2008年盈利预测,除武钢受益于取向硅钢盈利基本与07年持平外,其余钢铁公司业绩均同比大幅下滑。基于09年钢材价格和原材料成本同比下跌的假设,下调各公司2009年盈利预测,调整幅度在20%~30%之间。
- ◆ **09年投资建议:把握阶段性机会。**我们建议钢铁股标准配置:1)短期钢价到达阶段性低点;2)钢铁行业即将度过最艰难时期;3)09年行业仍处于低谷期。09年A股钢铁股的合理市净率区间为0.7x~1.2x,H股为0.5x~0.8x。时机把握上,目前钢铁股的主要风险是四季度大幅亏损是否被市场充分消化,我们认为09年一季度介入钢铁股的风险较低,随着二季度大钢厂成本压力开始缓解,基建拉动效果显现,A股股价将上涨至净资产之上。公司选择上,A股我们建议配置宝钢股份和武钢股份,长期来看,在行业低谷期一线钢厂的盈利能力领先;H股鞍钢股份好于马钢股份,尽管由于明年上半年自母公司购买的铁矿石价格较高,成本方面处于劣势,但相比马钢股份,在行业低谷期鞍钢盈利的确定性更强。

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 目录

2009 年供需形势难以根本好转.....	4
即将度过最艰难时期.....	11
亚洲金融危机后的中国钢铁行业.....	14
2008 年业绩预览及盈利调整.....	16
估值及投资建议: 把握阶段性机会.....	17
重点公司简介.....	20

## 插图

图 1: 2007 年粗钢需求分布.....	4
图 2: 房地产投资、在建面积及新开工面积.....	5
图 3: 月度粗钢表观消费量.....	6
图 4: 钢铁行业固定资产投资.....	7
图 5: 钢铁行业长周期.....	9
图 6: 97-98 年粗钢表观消费量.....	9
图 7: 月度粗钢产量.....	11
图 8: 重点大中型企业吨钢利润.....	11
图 9: 钢材及主要原材料现货市场价格.....	12
图 10: 铁矿石海运费、铁矿石现货价与协议价价差.....	12
图 11: 1997-2000 年粗钢产量及钢材价格.....	14
图 12: 钢铁行业盈利及鞍钢股份盈利变化.....	14
图 13: 鞍钢 H 股在亚洲金融危机后的表现.....	15
图 14: 亚洲金融危机后浦项和新日铁的股份走势.....	15
图 15: 宝钢股份 P/E&P/B band.....	18
图 16: 武钢股份 P/E&P/B band.....	19

## 表格

表 1: 基建对钢铁需求的拉动预测.....	4
表 2: 房地产行业用钢需求预测.....	5
表 3: 粗钢需求预测表.....	6
表 4: 钢铁供需平衡表.....	7
表 5: 2008 年新增粗钢产能统计.....	8
表 6: 钢价和原材料价格预测表.....	10
表 7: 主要钢厂三季度末存货及可能计提的减值损失.....	12
表 8: 大型钢厂与小型钢厂成本比较.....	13
表 9: 09 年一季度, 中期成本及盈利比较.....	13

表 10: 钢铁公司 2008 年业绩预览.....	16
表 11: 钢铁公司业绩预测调整.....	16
表 12: 钢铁股历史市盈率.....	17
表 13: 钢铁股历史市净率.....	17
表 14: 钢铁股投资建议表.....	18
表 15: 国际钢铁公司估值比较.....	19

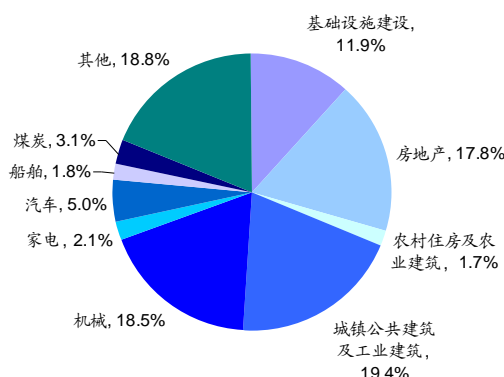
## 2009年供需形势难以根本好转

在房地产和制造业前景黯淡的情形下，基建拉动难以改变需求放缓的趋势，预计钢铁行业将由2001-2007年的高增长转变为低增长，增速回落至上世纪90年代水平；尽管钢铁行业新增产能在过去两年已经开始放缓，但在需求放缓背景下仍将造成供应压力。综合来看，09年钢铁行业将呈现低供给、低需求，产能利用率下降，09年钢材价格将随原材料价格波动，总体低位运行，预计均价同比下跌27%。全年来看，随着基建拉动的实质性影响在下半年逐渐显现，钢铁需求将前低后高。

### 2009年基建拉动难改需求放缓

由于用途广泛，钢铁下游行业众多，需求与宏观经济各个部门相关。

图1：2007年粗钢需求分布



资料来源：中国钢铁工业协会，中金公司研究部

### 基建成为拉动钢铁需求的主要力量

2008年11月份以来，国家连续出台财政刺激政策，未来两年将投入4万亿扩大内需。据中金公司相关行业研究员的估计，2009年铁路、公路、港口和电网建设的投资额分别可达5000亿、7000亿、1200亿和4478亿元。在此假设下，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6800万吨，同比增长19.7%，拉动钢铁需求2.4个百分点。

表1：基建对钢铁需求的拉动预测

单位：千吨	2007	2008E	2009E
基础设施建设	52,530	56,923	68,124
同比增长		8.4%	19.7%
其中：公路	25,894	24,699	26,599
同比增长		-4.6%	7.7%
港口	680	731	877
同比增长		7.5%	20.0%
铁路	4,830	8,317	12,995
同比增长		72.2%	56.3%
电网建设	3,062	3,547	5,328
同比增长		15.8%	50.2%

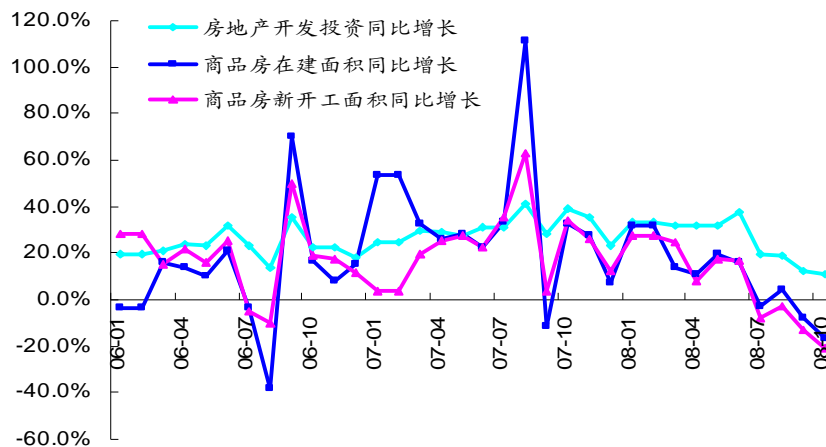
资料来源：中国钢铁工业协会，中金公司研究部

房地产是最大负面因素

房地产投资增速自 2008 年 6 月开始逐月回落, 9 月份后更是加速下滑。新开工面积已呈现负增长, 9 月和 10 月分别同比下降 13% 和 18%。根据中金公司房地产行业研究员的预测, 房地产投资仍处于下行周期中, 09 年房地产投资和新开工面积将分别下降 8% 和 20%。

至于廉租房等保障性住房的建设, 预计 2009 年其用钢增速将大幅上升 100%。但值得注意的是, 大规模保障性住房的建设有可能在短期内对商品房建设造成冲击, 抵消其利好。总体而言, 2009 年房地产用钢量将下滑 5.3%。

**图 2: 房地产投资、在建面积及新开工面积**



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

**表 2: 房地产行业用钢需求预测**

单位: 千吨	2007	2008E	2009E
房地产	78,333	83,287	78,898
同比增长		6.3%	-5.3%
其中: 商品房	71,982	76,301	64,856
同比增长		6.0%	-15.0%
经济适用房、廉租房和其他保障性住房	6,351	6,986	14,043
同比增长		10.0%	101.0%

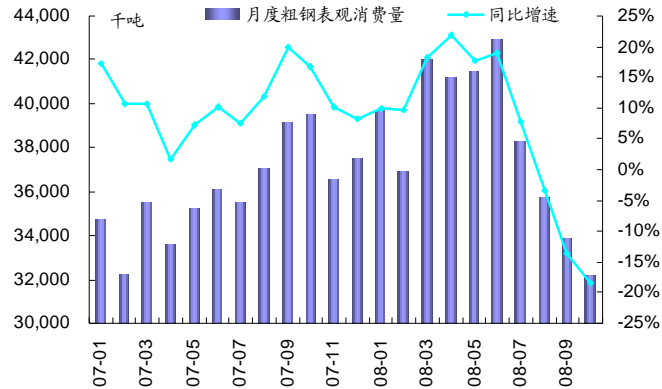
资料来源: 中国钢铁工业协会, 中金公司研究部

制造业整体增速放缓

在内外需同时低迷的情形下, 我国制造业整体前景不容乐观。其中, 机械: 外需放缓对创汇大户——机械行业的出口影响显著; 汽车: 收入预期的下降将使汽车行业持续受压; 家电: “家电下乡”难改内需和外销同时放缓趋势; 船舶: 海运费暴跌使得船舶需求下降, 新接订单大幅下降。

在房地产和制造业前景黯淡的情形下, 基建拉动难改需求放缓。预计 2009 年粗钢需求增长 3.8% 至 4.8 亿吨。不过, 随着基建的实质性影响在下半年逐渐显现, 钢铁需求将前低后高。

图 3: 月度粗钢表观消费量



资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

表 3: 粗钢需求预测表

单位: 千吨	2007	2008E	2009E
<b>建筑用钢</b>	<b>223,638</b>	<b>236,214</b>	<b>245,399</b>
同比增长		5.6%	3.9%
基础设施建设	52,530	56,923	68,124
同比增长		8.4%	19.7%
房地产	78,333	83,287	78,898
同比增长		6.3%	-5.3%
农村住房及农业建筑	7,439	8,109	9,163
同比增长		9.0%	13.0%
城镇公共建筑及工业建筑	85,335	87,895	89,213
同比增长		3.0%	1.5%
<b>制造业</b>	<b>216,619</b>	<b>225,019</b>	<b>233,417</b>
同比增长		3.9%	3.7%
机械	81,447	86,973	92,448
同比增长		6.8%	6.3%
家电	9,085	9,448	9,731
同比增长		4.0%	3.0%
汽车	21,938	23,254	23,719
同比增长		6.0%	2.0%
船舶	8,011	8,812	9,340
同比增长		10.0%	6.0%
煤炭	13,556	14,234	14,661
同比增长		5.0%	3.0%
其他	82,582	82,298	83,517
同比增长		-0.3%	1.5%
<b>粗钢总消费量</b>	<b>440,256</b>	<b>461,233</b>	<b>478,816</b>
同比增长		4.8%	3.8%

资料来源: 中国钢铁工业协会, 中金公司研究部

### 08 年投资增速加快，09 年继续供过于求

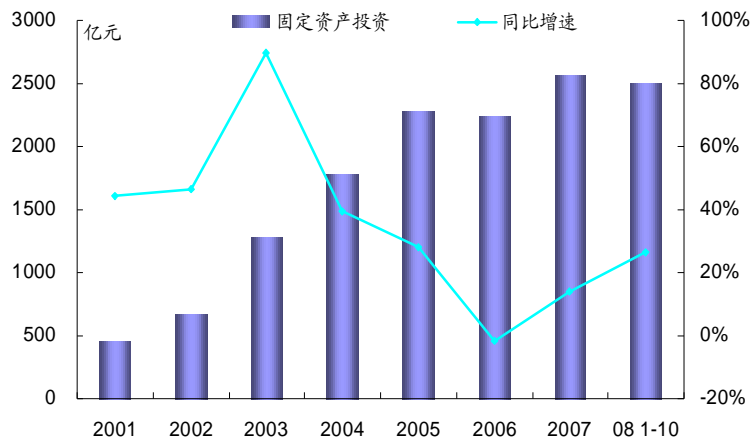
在 08 年上半年钢价大幅上涨的推动下，钢铁行业的 FAI 增速开始快速上升，前十个月的累积增速达到 26.4%。在此投资增速下，预计 2008 和 2009 年的新增粗钢产能分别为 4700 万吨和 4000 万吨，在考虑落后产能淘汰后，2008 和 2009 年的净新增产能分别为 3000 万吨和 2500 万吨，对应增速分别为 5.4% 和 4.3%。

尽管在政府对高耗能行业投资的控制下，中国钢铁新增产能近几年出现放缓趋势，但钢铁需求由 2001-2007 年的 15% 以上急剧下降至 5% 以下，需求拐点出现以及产能调整的滞后，使得供应压力难以在 1-2 年内缓解，钢铁行业 09 年将继续供过于求。

### 钢厂减产将继续，09 年产能利用率下降

在需求低迷的背景下，始于 08 年 9 月份的钢厂减产仍将持续。预计 08-09 年粗钢产量分别为 5 亿吨和 5.2 亿吨，同比增长 2.9% 和 4.0%，对应产能利用率分别为 86.8% 和 85.8%。

图 4：钢铁行业固定资产投资



资料来源：钢之家、中金公司研究部

表 4：钢铁供需平衡表

单位：千吨	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
粗钢产量	355,790	421,368	489,241	503,243	523,372	549,541
YoY(%)	30.4%	18.4%	16.1%	2.9%	4.0%	5.0%
粗钢净出口	461	33,162	51,959	42,900	36,000	40,000
粗钢供应量	355,329	388,205	437,281	460,343	487,372	509,541
YoY(%)	24.4%	9.3%	12.6%	5.3%	5.9%	4.5%
粗钢消费量	340,819	387,000	437,541	458,543	475,968	499,766
YoY(%)	19.3%	13.6%	13.1%	4.8%	3.8%	5.0%
过剩（短缺）	14,510	1,205	-260	1,799	11,404	9,774
产能利用率	84.0%	86.5%	89.0%	86.8%	85.8%	86.5%

资料来源：中金公司研究部

**表 5: 2008 年新增粗钢产能统计**

炼钢

	企业名称	工程名称	预计投产时间	设计产能 (万吨)
1	鞍钢	鲅鱼圈3*260t 转炉工程	2008-04	650
2	承钢	2*120t 转炉工程	2008-04	400
3	邯钢	2*250t 转炉工程	2008-05	500
4	八一钢铁	2、3号转炉工程	2008-06	220
5	柳钢	3*150t 转炉工程	2008-08	450
6	新余钢铁	2*210t 转炉工程	2008-10	400
7	本钢	6号转炉工程	2008-10	120
8	吉钢	2*150t 转炉工程	2008-11	300
9	涟钢	2*210t 转炉工程	2008-12	400
10	凌钢	2*120t 转炉工程	2008-12	200
	2008			3640

炼铁

	企业名称	工程名称	预计投产时间	设计产能 (万吨)
1	京唐钢	2x5500m3高炉工程	2008-09	850
2	鞍钢	鲅鱼圈2x3200m3高炉工程	2008-04	650
3	邯钢	2x3200m3高炉工程	2008-05	500
4	新钢	2x2500m3高炉工程	2008-11	400
5	本钢	1号高炉易地大修工程	2008-09	350
6	武钢	8号高炉工程	2008-01	320
7	涟钢	3200m3高炉工程	2008-12	250
8	承钢	3号2500m3高炉易地大修工程	2008-06	200
9	承钢	4号2500m3高炉易地大修工程	2008-03	200
10	鞍钢、凌钢	鞍凌朝阳工程2600m3高炉项目	2008-12	208
11	天津天铁	2600m3高炉工程	2008-12	208
12	八一钢铁	新疆八钢2500m3高炉工程	2008-01	200
13	吉钢	2500m3高炉工程	2008-11	200
14	柳钢	1800m3高炉工程	2008-08	161
	合计 2008			4697

资料来源: 中国钢铁工业协会, 中金公司研究部

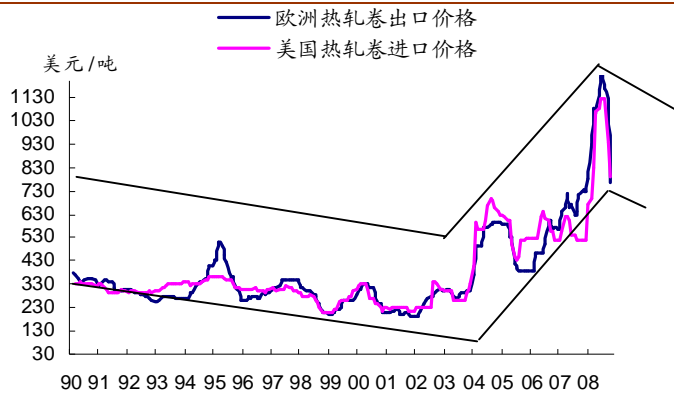
### 从高增长转变为低增长

亚洲金融危机导致 97-98 年中国钢铁消费量增速放缓至 3.8%和 5.0%, 98 年 7 月一系列财政刺激政策出台后, 99 年钢铁需求及盈利小幅回升。但刺激政策效果较短, 钢材价格仍在底部徘徊。

此轮钢铁行业面临的情形与 98 年类似, 虽有政策刺激, 但难以扭转需求形势。预计 2009 年钢铁行业将呈现低供给、低需求, 钢铁行业由 01-07 年的高增长期进入目前的调整期, 钢铁需求增速将回落至 1990 年代水平。

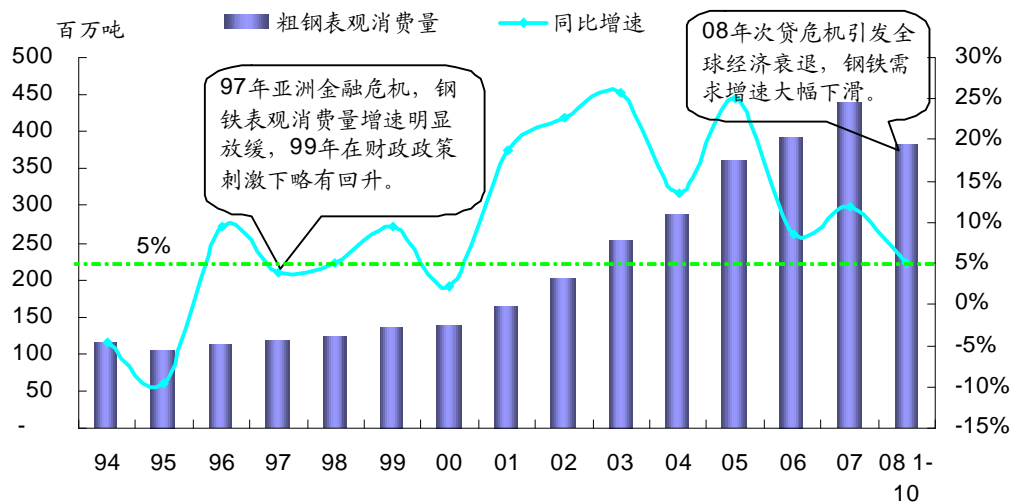


图 5: 钢铁行业长周期



资料来源: 中金公司研究部

图 6: 97-98 年粗钢表观消费量



资料来源: 钢之家、中金公司研究部

### 未来钢价走势与成本走势趋于一致

在供过于求的局面难以改变的条件下, 供给的自动调节作用将使得未来钢价走势与成本走势趋于一致, 由于原材料 (长协铁矿石、焦煤) 价格依然面临大幅下跌的压力, 因此未来钢价总体低位运行。我们对 09 年钢材及主要原材料价格的预测: 钢价同比下降 27%, 铁矿石协议价同比下降 35%, 焦煤和焦炭价格同比下降 30%, 铁矿石海运费同比下降 75-80%。

表 6: 钢价和原材料价格预测表

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
代表品种 (2.75mm 热轧, 元/吨)	4,037	4,379	5,103	3,700	3,500
YoY	-7.5%	8.5%	16.5%	-27%	-5%
铁矿石 (美元/吨, 澳洲)	58	76	110	63	58
YoY	15.2%	30.7%	44.6%	-44.6%	-8.1%
铁矿石 (美元/吨, 巴西)	74	111	134	64	60
YoY	9.6%	50.8%	20.2%	-56.4%	-6.0%
铁矿石 (FOB, 澳洲)	46	50	90	58	53
YoY	19.0%	9.5%	79.9%	-35.0%	-10.0%
铁矿石 (FOB, 巴西)	46	50	83	54	48
YoY	19.0%	9.5%	65.0%	-35.0%	-10.0%
西澳至中国海运费	12	26	20	5	6
YoY	2.9%	109.0%	-23.9%	-75.0%	15.0%
巴西至中国海运费	28	61	51	10	12
YoY	-2.9%	117.9%	-16.3%	-80.0%	15.0%
焦炭 (元/吨)	657	945	1,827	1,279	1,087
YoY	-5.5%	43.8%	93.3%	-30.0%	-15.0%
焦煤 (元/吨)	538	615	1,356	949	759
YoY	-4.1%	14.3%	120.5%	-30.0%	-20.0%

资料来源: 钢之家、中金公司研究部

## 即将度过最艰难时期

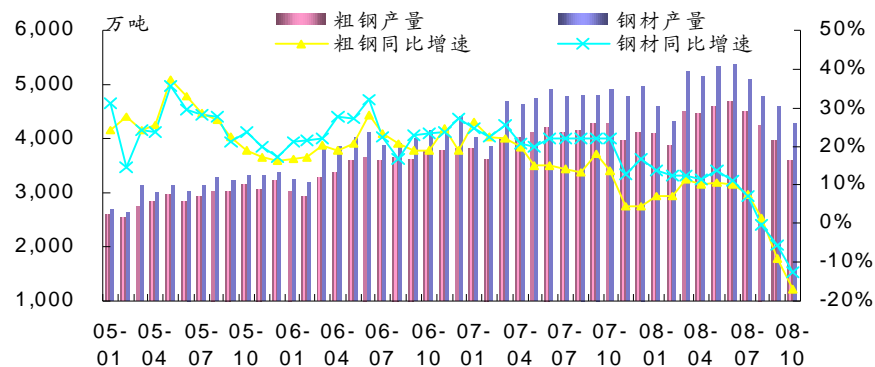
钢铁行业目前面临的困境可谓前所未有的，大型钢厂目前的成本处于劣势，前期高价位原材料库存导致严重亏损，同时年底存货减值损失进一步对盈利构成压力。但预计 08 年四季度是大型钢厂最艰难（盈利最差）的时期，短期钢价已经达到阶段性底部，09 年一季度亏损幅度将减轻，随着原材料价格回落，09 年中期大型钢厂成本将与小钢厂持平，二季度大型钢厂有望盈利。

### 短期困境前所未有

全行业亏损。随着需求大幅放缓，钢厂从 08 年 9 月份开始大面积减产，包括宝钢在内大部分钢厂减产幅度达 10-20%。钢厂减产使得我国粗钢产量在 9 和 10 月份分别同比下降 9% 和 17%，这是自 2000 年以来首次出现负增长。与此同时，下游用户和经销商“现金为王”，降低库存导致钢厂库存上升。在 10 月份钢价暴跌后，全行业陷入亏损。

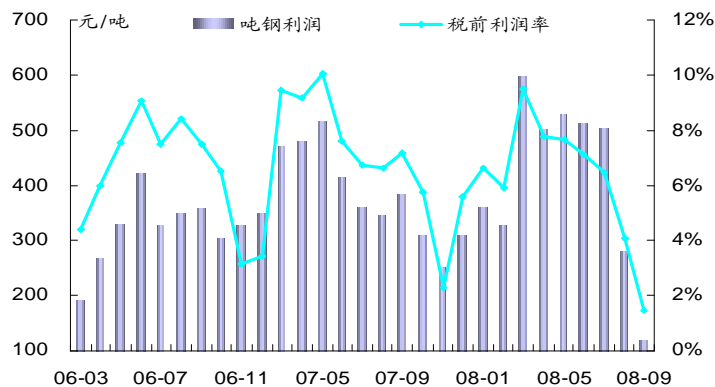
钢价与原材料价格循环下跌。国内钢价自 8 月份开始下跌，最多时价格从最高点回落 50%。全球经济衰退的背景下，国际钢价亦下跌。钢铁行业的调整迅速波及上游原材料行业，铁矿石、焦煤、焦炭及海运费随之下跌。尤其是铁矿石，由于供给严重过剩，现货价大幅下跌，目前已比长协到岸价低 25% 左右。我们预计 09 年铁矿石协议价将下跌 35%。

图 7：月度粗钢产量



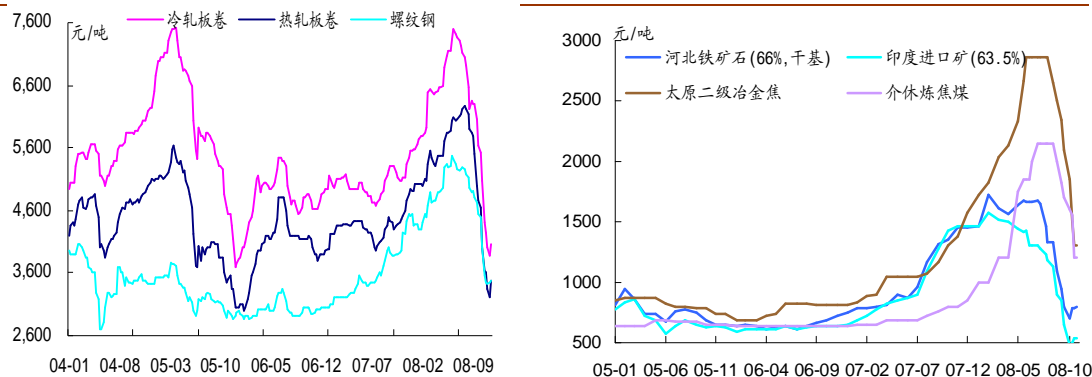
资料来源：钢之家、中金公司研究部

图 8：重点大中型企业吨钢利润



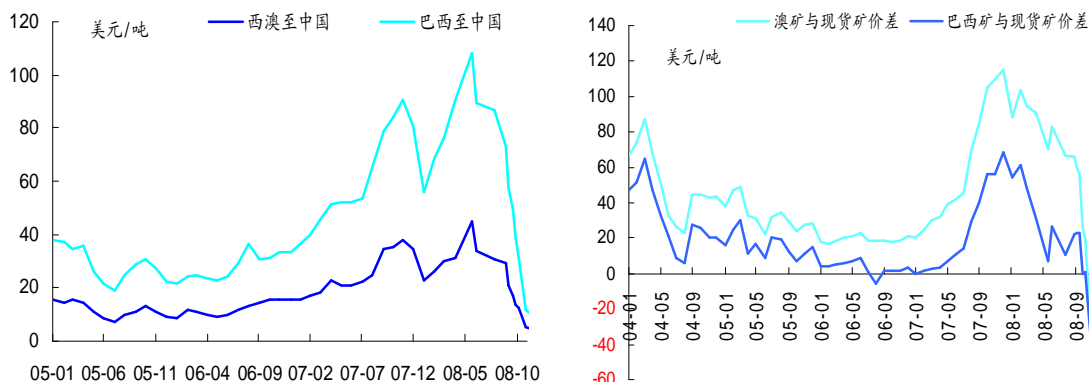
资料来源：钢之家、中金公司研究部

图9：钢材及主要原材料现货市场价格



资料来源：钢之家，中金公司研究部

图10：铁矿石海运费、铁矿石现货价与协议价价差



资料来源：钢之家，中金公司研究部

大型钢厂成本劣势，年底存货减值损失构成短期最大风险

由于铁矿石现货价格低于协议价，以及焦煤焦炭价格倒挂，现货采购原料的小钢厂及调坯轧材钢厂目前具有成本优势。当前钢材价格已经低于大中型钢厂的现金成本，前期高价位原材料库存导致大中型钢厂严重亏损。

除产品亏损外，大钢厂还面临较大的计提存货减值损失的风险。由于大钢厂库存压力大，且目前库存成本低于可变现净值，因此四季度将有可能计提大额的存货减值损失。

表7：主要钢厂三季度末存货及可能计提的减值损失

	3Q08存货 (亿元)	可能计提的减值损失 (亿元)	产品利润总额 (亿元)	总亏损 (亿元)	4QEPS (元)
宝钢	521	-21.26	-15.50	-36.76	-0.21
武钢	140	-6.44	0.20	-6.24	-0.08
鞍钢	141	-6.49	-9.42	-15.90	-0.22
太钢	184	-4.60	-4.55	-9.15	-0.16
马钢	160	-4.00	-7.56	-11.56	-0.15

资料来源：中金公司研究部；马钢的盈利按照最新股本计算

表 8: 大型钢厂与小型钢厂成本比较

元/吨	大 钢 厂		元/吨	小 钢 厂	
	9 月 底	当 前		9 月 底	当 前
现 金 成 本	3,899	3,347	现 金 成 本	4,191	2,877
铁 矿 石	916	916	铁 矿 石	1,440	864
海 运 费	246	90	焦 炭	1,205	667
焦 煤	1,092	850	废 钢	395	275
废 钢	431	337	铁 合 金	276	221
铁 合 金	262	238	电 力	350	350
电 力	300	300	燃 料	50	40
喷 吹 煤	153	141	轧 制 成 本	250	250
燃 料	50	40	销 售 费 用	25	10
轧 制 成 本	200	200	其 他	200	200
销 售 费 用	50	35	热 轧 价 格	4,059	2,974
其 他	200	200			
热 轧 价 格	4,159	3,024			

资料来源: 中金公司研究部

## 盈利最差情况出现在 4Q08, 09 年二季度将有所恢复

价格暴跌和计提存货减值损失使得大型钢厂在 08 年四季度出现严重亏损, 但预计 08 年四季度将是钢铁行业盈利最差的时期, 09 年一季度有可能继续亏损或盈亏平衡, 二季度则可能盈利, 下半年略好于上半年。主要原因在于:

- Ø 短期钢价已经达到阶段性底部。1) 钢厂大幅减产; 2) 钢材价格已经低于许多钢厂的边际成本; 3) 钢厂库存从最高位已经开始下降。
- Ø 09 年中期, 因为铁矿石、焦煤及燃料价格大幅下跌, 大中型钢厂生产成本可能比目前低 540 元/吨, 届时大型钢厂成本与小钢厂持平。加上财政刺激政策的影响, 09 年中期大型钢厂盈利将有所改善。
- Ø 随着财政刺激政策的影响在下半年逐步显现, 09 年盈利将前低后高。

表 9: 09 年一季度, 中期成本及盈利比较

元/吨	大 钢 厂		元/吨	小 钢 厂	
	1 Q 0 9	中 期		1 Q 0 9	中 期
总 成 本	3,445	2,906	总 成 本	3,005	2,909
现 金 成 本	3,045	2,511	现 金 成 本	2,665	2,574
铁 矿 石	916	636	铁 矿 石	880	856
海 运 费	80	90	焦 炭	641	631
焦 煤	733	600	其 他	1,144	1,087
其 他	1,316	1,185	固 定 成 本	340	335
固 定 成 本	400	395	折 旧	160	160
折 旧	200	200	人 工	70	70
人 工	100	100	财 务 费 用	60	55
财 务 费 用	40	35	其 他	50	50
其 他	60	60	热 轧 价 格	3,050	3,000
热 轧 价 格	3,150	3,100	吨 钢 利 润	45	91
吨 钢 利 润	-295	194			

资料来源: 中金公司研究部

## 亚洲金融危机后的中国钢铁行业

97年亚洲金融危机爆发后，钢铁需求大幅放缓，价格维持低位，行业盈利连续三年处于低谷。98年7月，在一系列财政刺激政策出台后，99年需求小幅回升，大钢厂业绩逐步改善，并好于行业平均水平。在股价表现方面，财政刺激政策将带来反弹机会，尤其在政策效果显现，钢铁需求及盈利有所回升时。我们认为，积极财政政策对钢铁行业有一定的正面影响，但难以促成反转。

### 亚洲金融危机后行业基本面——连续三年处于低谷

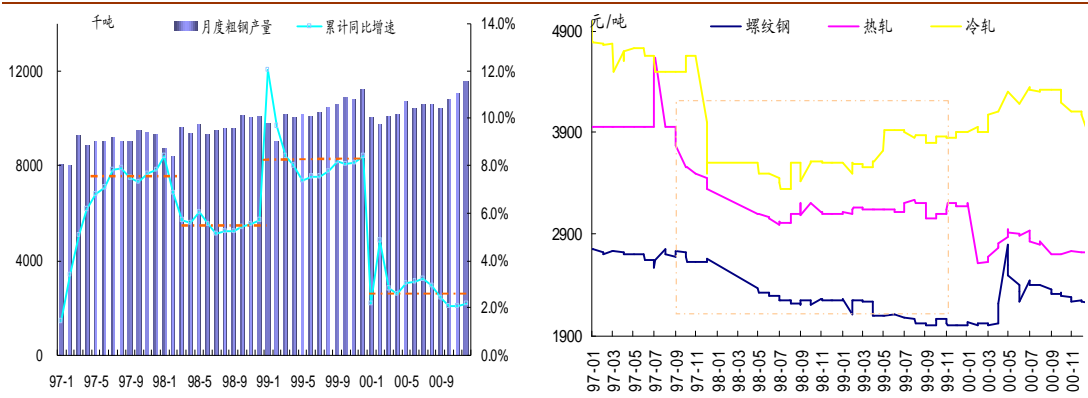
**钢铁需求：**亚洲金融危机导致97-98年中国钢铁消费量增速放缓至3.8%和5.0%，98年7月一系列财政刺激政策出台后，99年钢铁需求小幅回升。

**钢铁产量：**98年粗钢产量同比增速大幅下降，在财政刺激政策带动下99年有所回升。

**钢铁价格：**97年7月金融危机爆发后持续下跌，98年扩张性的积极财政政策实施后企稳，但未出现反弹。

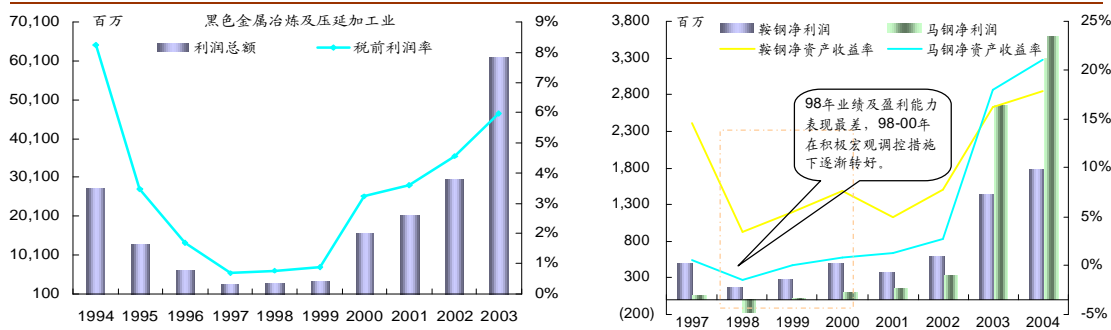
**盈利能力：**钢铁行业整体盈利能力在97年金融危机爆发后的2年间处于低谷，97-99年行业税前利润率持续在1%以下，但98年开始的积极财政政策使大钢厂业绩逐步改善，好于行业整体水平。

图 11：1997-2000 年粗钢产量及钢材价格



资料来源：钢之家、中金公司研究部

图 12：钢铁行业盈利及鞍钢股份盈利变化



资料来源：钢之家、中金公司研究部

### 亚洲金融危机后钢铁股表现——把握反弹机会

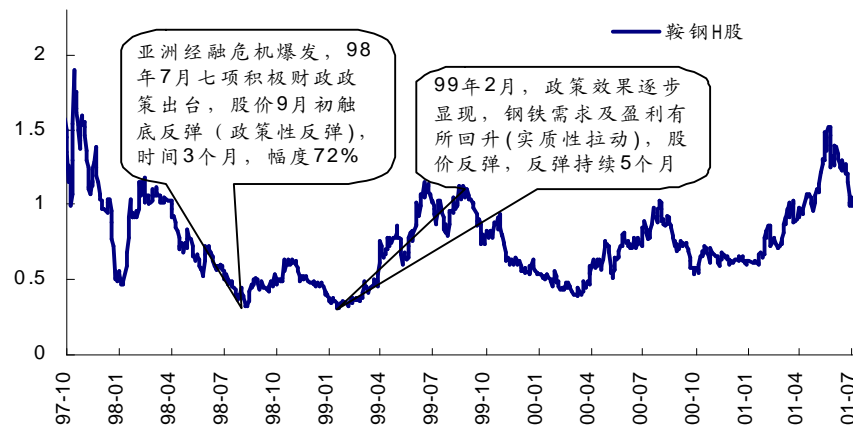
在 98-99 年政府实施积极财政政策期间，鞍钢 H 股出现过两次较大幅度的反弹：

- Ø 98 年 9 月-11 月的政策性反弹，反弹幅度为 72%。此次反弹反映了市场对政策拉动需求的提前预期，但在需求低迷、业绩表现差的现实下，股价反弹后逐级回落。
- Ø 99 年 2 月-7 月的实质性拉动，反弹幅度为 117%。此时政策效果逐步显现，钢铁需求及盈利逐步回升。

但政策拉动效果短暂，难改经济趋势，钢铁股直到 01 年初才真正进入反转通道。

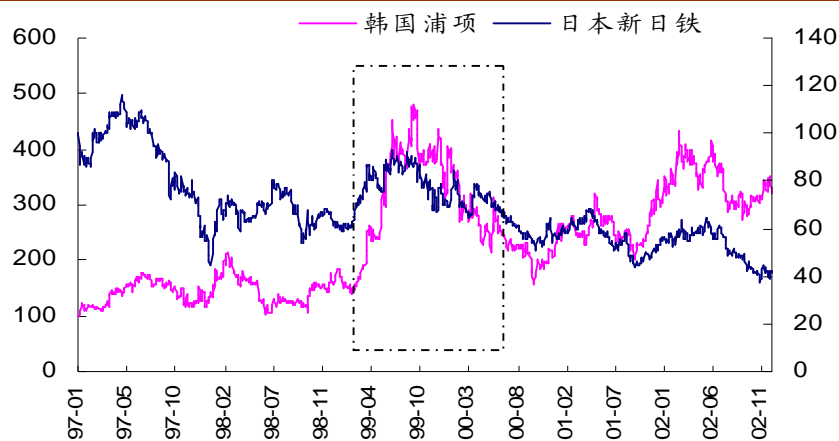
在国际钢铁股方面，99 年 7 月亚洲开始摆脱金融危机阴影，亚洲钢铁股自 3 月份开始大幅上涨。

图 13: 鞍钢 H 股在亚洲金融危机后的表现



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图 14: 亚洲金融危机后浦项和新日铁的股票走势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

## 2008 年业绩预览及盈利调整

### 2008 年的业绩普遍下滑

我们根据前文计算的减值损失,并结合各家公司四季度的产品亏损幅度,推算出各家公司四季度的总亏损额(见表 7)。全年来看,除武钢因为取向硅钢而 08 年的盈利基本持平外,其余四家公司的业绩均同比大幅下滑。尤其是太钢,由于面临不锈钢和碳钢的双重压力,08 年盈利同比锐减 61%。

表 10: 钢铁公司 2008 年业绩预览

公司	代码	2007(每股收益)				2008(每股收益)				2007	2008	YoY
		1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08			
<b>A股(人民币)</b>												
宝钢股份	600005.SH	0.21	0.26	0.14	0.12	0.24	0.31	0.16	(0.21)	0.73	0.50	-30.7%
武钢股份	600019.SH	0.18	0.26	0.21	0.19	0.26	0.37	0.29	(0.08)	0.83	0.83	0.4%
鞍钢股份	000898.SZ	0.33	0.33	0.24	0.13	0.34	0.49	0.31	(0.22)	1.04	0.92	-11.5%
太钢不锈	000825.SZ	0.22	0.27	0.15	0.12	0.16	0.21	0.07	(0.16)	0.75	0.29	-61.2%
马钢股份	600808.SH	0.07	0.07	0.06	0.11	0.10	0.19	0.10	(0.15)	0.32	0.24	-24.2%
<b>H股(人民币)</b>												
鞍钢股份	347.HK	0.33	0.33	0.24	0.13	0.34	0.49	0.31	(0.22)	1.04	0.92	-11.5%
马钢股份	323.HK	0.07	0.07	0.06	0.11	0.10	0.19	0.10	(0.15)	0.32	0.24	-24.2%

资料来源:各公司资料,中金公司研究部

注:马钢的每股收益根据最新股本计算

### 下调盈利预测

参照上表,下调 2008 年盈利预测。同时基于前文的钢价和原材料成本假设,下调各家公司 2009 年的盈利预测,调整幅度在 20%~30%之间。

表 11: 钢铁公司业绩预测调整

公司	代码	调整前(净利润,百万元)		调整后(净利润,百万元)		+/-		EPS(调整后)	
		2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
<b>A股(人民币)</b>									
宝钢股份	600005.SH	12,955	9,144	9,072	6,721	-30.0%	-26.5%	0.50	0.37
武钢股份	600019.SH	7,174	4,726	6,484	3,722	-9.6%	-21.2%	0.83	0.47
鞍钢股份	000898.SZ	8,245	5,630	6,628	4,157	-19.6%	-26.2%	0.92	0.57
太钢不锈	000825.SZ	2,565	1,592	1,667	1,117	-35.0%	-29.9%	0.29	0.20
马钢股份	600808.SH	3,185	1,894	1,832	1,336	-42.5%	-29.5%	0.24	0.17
<b>H股(人民币)</b>									
鞍钢股份	347.HK	8,245	5,630	6,628	4,157	-19.6%	-26.2%	0.92	0.57
马钢股份	323.HK	3,185	1,894	1,832	1,336	-42.5%	-29.5%	0.24	0.17

资料来源:中金公司研究部;



## 估值及投资建议：把握阶段性机会

### 0.7x~1.2x P/B 是 09 年 A 股钢铁股的合理交易区间

亚洲金融危机时，钢铁股最低市净率普遍在 1.0x 左右，本次危机最低市净率则跌至 0.7x，随着行业即将度过最艰难时期，估值跌破前期低点的可能性降低。我们认为，在 09 年钢铁行业仍处于低谷期时，随着预期的好转及恶化，A 股钢铁股的合理市净率区间为 0.7x~1.2x。

从历史上来看，由于流动性因素，H 股钢铁股及韩国浦项市净率估值波动巨大。但我们同样认为，H 股钢铁股的估值和股价跌破前期低点的可能性不大，09 年合理市净率将维持在行业低谷时的平均市净率水平，也即 0.5x~0.8x。

表 12: 钢铁股历史市盈率

PE	1995	1996	1997	1998	1999	2000	最低值										最低值 (2000年后)
							(1995-2000)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
浦项	6.3	7.8	6.6	5.4	7.1	4.9	3.0	9.3	9.5	5.2	3.5	4.0	5.9	10.3	8.0	2.8	
中钢	30.8	15.9	15.0	9.4	12.8	10.0	8.3	19.4	9.0	6.1	6.1	6.2	8.2	8.9	10.6	4.8	
新日铁	41.9	706.1	356.4	132.1	157.0	56.3	34.9	N.M	N.M	28.5	7.2	6.1	8.5	14.0	9.8	4.8	
<b>A股</b>																	
宝钢股份	N.M	N.M	N.M	N.M	N.M	17.9	13.9	24.7	12.3	9.9	8.7	6.9	6.3	18.4	15.1	5.3	
武钢股份	N.A	N.A	N.A	N.A	17.9	17.7	13.5	18.9	19.3	21.3	8.3	5.9	6.4	15.9	13.2	4.1	
鞍钢股份	N.A	N.A	17.4	52.9	28.5	22.6	15.7	35.4	17.8	8.7	8.6	6.4	5.9	18.8	13.4	3.6	
马钢股份	283.4	221.7	358.7	N.M	1438.5	255.0	20.4	152.9	63.0	9.5	8.6	7.0	7.9	22.4	13.4	5.8	
<b>H股</b>																	
鞍钢股份	N.A	N.A	7.0	11.4	7.2	4.1	2.4	8.4	5.8	4.7	6.2	6.0	6.6	15.0	10.8	2.4	
马钢股份	225.1	111.9	176.1	N.M	262.7	27.0	20.9	26.7	12.9	3.5	5.4	6.0	7.9	14.8	7.3	1.5	

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 13: 钢铁股历史市净率

PB	1995	1996	1997	1998	1999	2000	最低值(1995-2000)										最低值 (2000年后)
							2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 E			
浦项	1.0	0.71	0.7	0.63	1.1	0.81	0.43	0.77	0.92	0.79	0.82	0.83	0.88	1.5	1.4	0.58	
中钢	1.6	1.6	1.8	1.3	1.5	1.4	1.0	1.1	1.1	1.4	1.7	1.6	1.6	2.1	2.0	0.81	
新日铁	2.5	2.7	2.4	1.7	2.0	1.5	1.1	1.4	1.5	1.3	1.3	1.2	1.6	2.6	1.6	0.82	
<b>A股</b>																	
宝钢股份	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	2.7	2.1	2.4	1.9	2.0	2.0	1.2	1.0	2.6	2.0	0.85	
武钢股份	N.A	N.A	N.A	N.A	2.5	2.7	2.1	2.8	2.2	2.1	1.6	1.4	0.9	4.0	3.2	0.66	
鞍钢股份	N.A	N.A	2.6	1.8	1.6	1.7	1.2	1.8	1.4	1.4	1.5	1.2	1.2	2.8	1.9	0.77	
马钢股份	1.1	1.6	1.9	1.4	1.6	2.2	0.83	2.0	1.7	1.7	1.8	1.1	0.9	2.5	1.7	0.74	
<b>H股</b>																	
鞍钢股份	N.A	N.A	1.0	0.39	0.40	0.31	0.17	0.42	0.45	0.77	1.1	1.1	1.4	2.2	1.5	0.25	
马钢股份	0.85	0.79	0.95	0.28	0.29	0.23	0.12	0.34	0.36	0.64	1.1	1.0	0.92	1.7	0.92	0.19	

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

### 09 年投资建议：把握阶段性机会

我们建议钢铁股可进行标准配置：1) 短期钢价到达阶段性低点；2) 钢铁行业即将度过最艰难时

期; 3) 09年行业仍处于低谷期。在积极财政政策出台后, 钢铁股出现了一波较大幅度的反弹, 在我们重点关注的A股上市公司中, 反弹幅度普遍超过20%, 其中武钢的反弹幅度甚至达到60%。

目前钢铁股的主要风险是四季度大幅亏损是否被市场充分消化, 我们认为09年一季度介入钢铁股的风险较低, 随着二季度大钢厂成本压力开始缓解, 基建拉动效果显现, 钢铁需求及盈利改善, A股股价有望上涨至净资产之上。

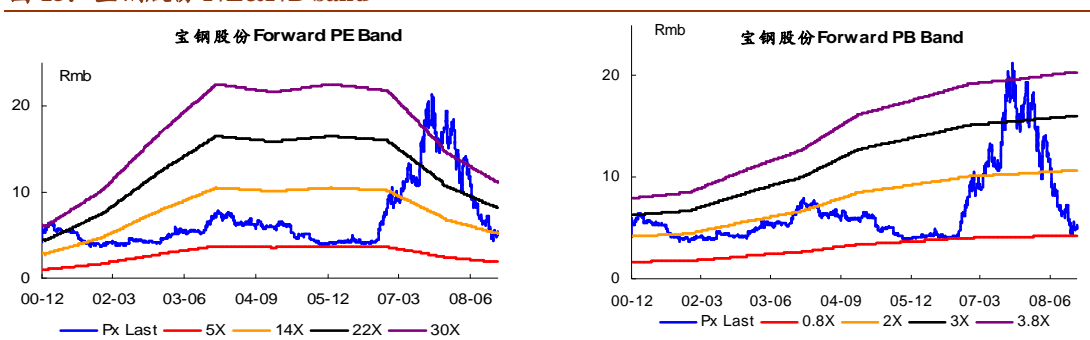
在公司方面, A股我们建议配置宝钢股份和武钢股份。长期来看, 在行业低谷期一线钢厂的盈利能力领先, 09年宝钢交易市净率区间0.7x~1.2x, 武钢则由于取向硅钢会在市净率上享有一定溢价。H股鞍钢股份好于马钢股份, 尽管由于明年上半年自母公司购买的铁矿石价格较高, 成本方面处于劣势, 但相比马钢股份, 在行业低谷期鞍钢盈利的确定性更强。

表 14: 钢铁股投资建议表

公司	代码	评级	收盘价				每股收益			市盈率			市净率		
			12/4/2008	07	08E	09E	07	08E	09E	07	08E	09E			
A股 (人民币)															
宝钢股份	600005.SH	审慎推荐	5.42	0.73	0.50	0.37	7.5	10.9	14.7	1.1	1.0	1.0			
武钢股份	600019.SH	审慎推荐	6.67	0.83	0.83	0.47	8.0	8.1	14.0	2.0	1.8	1.7			
鞍钢股份	000898.SZ	中性	7.88	1.04	0.92	0.57	7.6	8.6	13.9	1.1	1.0	1.0			
太钢不锈	000825.SZ	中性	4.30	0.75	0.29	0.20	5.8	14.7	21.9	1.4	1.2	1.1			
马钢股份	600808.SH	中性	3.84	0.37	0.24	0.17	10.5	16.1	22.1	1.1	1.2	1.2			
H股 (港币)															
鞍钢股份	347.HK	中性	6.46	1.04	0.92	0.57	5.8	6.1	10.0	0.8	0.7	0.7			
马钢股份	323.HK	中性	2.23	0.37	0.24	0.17	5.7	8.1	11.3	0.6	0.6	0.6			

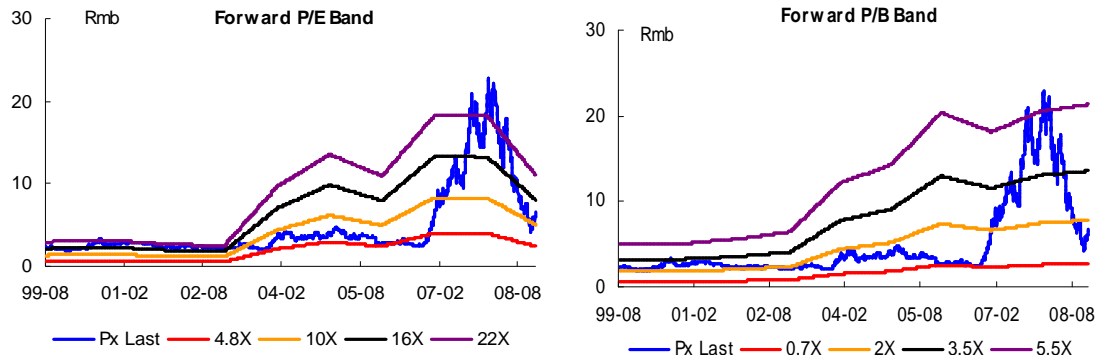
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 15: 宝钢股份 P/E&P/B band



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 16: 武钢股份 P/E&P/B band



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

表 15: 国际钢铁公司估值比较

	货币	股价 (12/04/08)	市盈率				EV/EBITDA				市净率			
			2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
<b>美国</b>														
Nucor	美元	32.24	6.5	4.5	5.6	5.5	4.0	2.8	3.5	3.2	2.4	1.2	1.1	1.0
US Steel	美元	27.63	3.7	1.5	3.5	3.2	3.5	1.6	2.9	2.7	0.6	0.5	0.5	0.4
均值			5.1	3.0	4.6	4.3	3.8	2.2	3.2	2.9	1.5	0.9	0.8	0.7
<b>日本</b>														
Nippon Steel	日元	270	5.0	5.1	5.4	7.3	4.6	4.4	4.4	5.7	0.9	0.8	0.8	0.8
JFE	日元	2,205	4.3	4.9	4.2	5.4	4.3	4.0	3.9	5.0	0.9	0.8	0.7	0.7
均值			4.6	5.0	4.8	6.4	4.4	4.2	4.2	5.4	0.9	0.8	0.8	0.7
<b>欧洲</b>														
ThyssenKrupp	欧元	15.39	3.6	3.6	4.5	4.3	2.1	2.1	2.5	2.2	0.8	0.7	0.6	0.5
Mittal		16.45	2.8	2.0	3.3	3.1	4.4	3.2	4.9	4.7	0.5	0.4	0.4	0.4
均值			3.2	2.8	3.9	3.7	3.2	2.7	3.7	3.4	0.7	0.6	0.5	0.5
<b>俄罗斯</b>														
Cherepovets	卢布	76	1.4	0.9	1.9	1.5	1.8	1.3	1.8	1.5	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>巴西</b>														
Gerdau SA	雷亚尔	13.82	5.8	3.4	3.6	2.9	5.9	3.6	3.7	3.3	1.5	1.0	0.9	0.6
Usiminas SA	雷亚尔	22.45	3.5	3.2	3.2	3.4	2.4	1.9	1.9	1.9	0.9	0.7	0.6	0.5
均值			3.6	2.5	2.9	2.6	3.3	2.2	2.5	2.2	0.9	0.6	0.5	0.4
<b>亚洲</b>														
Posco	韩元	326,000	6.7	5.5	6.3	5.8	4.7	3.3	3.8	3.6	1.0	1.0	0.9	0.8
China Steel	新台币	21.00	4.8	6.4	10.8	7.3	4.6	4.5	6.4	5.4	1.1	1.1	1.1	1.1
Dongkuk Steel	澳元	3.57	3.7	3.3	4.1	4.2	3.8	2.9	2.9	3.0	0.7	0.7	0.6	0.6
Tata Steel	卢比	169	2.6	1.9	1.6	2.3	8.8	3.8	3.6	4.1	0.8	0.4	0.4	0.3
均值			4.5	4.3	5.7	4.9	5.5	3.6	4.2	4.0	0.9	0.8	0.7	0.7
全球均值			4.2	3.5	4.4	4.4	4.0	3.0	3.5	3.6	1.0	0.7	0.7	0.6
<b>A股</b>														
宝钢股份	人民币	5.42	7.5	10.9	14.7	14.0	3.4	4.6	5.4	5.2	1.1	1.0	1.0	1.0
武钢股份	人民币	6.67	8.0	8.1	14.0	13.4	5.7	5.7	7.9	7.3	2.0	1.8	1.7	1.6
鞍钢股份	人民币	7.88	7.6	8.6	13.9	13.4	4.8	6.2	8.0	7.6	1.1	1.0	1.0	0.9
马钢股份	人民币	3.84	10.5	16.1	22.1	20.6	5.2	5.8	6.5	6.4	1.1	1.2	1.2	1.2
太钢不锈	人民币	4.30	5.8	14.7	21.9	19.5	3.7	6.8	7.8	7.5	1.4	1.2	1.1	1.1
均值			7.9	11.7	17.3	16.2	4.6	5.8	7.1	6.8	1.3	1.2	1.2	1.2
<b>H股</b>														
鞍钢H股	港元	6.46	5.8	6.1	10.0	9.6	3.9	5.1	6.7	6.6	0.8	0.7	0.7	0.7
马钢H股	港元	2.23	5.7	8.1	11.3	10.5	4.0	4.6	5.3	5.2	0.6	0.6	0.6	0.6
均值			5.8	7.1	10.7	10.1	3.9	4.8	6.0	5.9	0.7	0.7	0.7	0.7

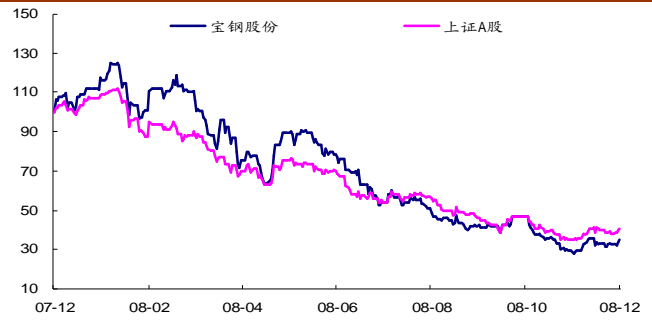
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

## 重点公司简评

### 宝钢股份(600019.SH/5.42元): 审慎推荐

#### 主要财务指标及近期股价表现

(单位: 百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	162,142	191,273	199,098	168,233	166,923
(+/-%)	28	18	4	-16	-1
息税折旧前利润	33,593	34,185	27,738	25,125	25,936
(+/-%)	5	2	-19	-9	3
净利润	13,601	13,423	9,072	6,721	7,085
(+/-%)	9	-1	-32	-26	5
每股盈利(元)	0.75	0.73	0.50	0.37	0.39
(+/-%)	3	-3	-32	-26	5
净资产收益率(%)	15.1%	13.4%	8.9%	6.4%	6.5%
投入资本回报率(%)	12.2%	10.4%	7.1%	5.6%	5.7%
每股分红(元)	0.35	0.35	0.20	0.15	0.16
分红收益率(%)	6.5%	6.5%	3.7%	2.7%	2.9%
市盈率	7.3	7.5	10.9	14.7	14.0
EVEBITDA	3.1	3.4	4.6	5.4	5.2
市净率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
每股经营现金流(元)	1.4	1.1	0.7	0.5	0.8
股价/经营现金	3.8	4.9	8.0	9.9	6.5



A股	
股票代码	600019.CH
当前股价(元)	人民币5.42
日成交量(百万股)	300.26
52周最高价/最低价	人民币20.01/4.26
总市值(百万元)	94,915
发行股数(百万股)	17,512
其中:流通股(百万股)	17,512
主要股东(持股比例)	宝钢集团有限公司(73.97%)

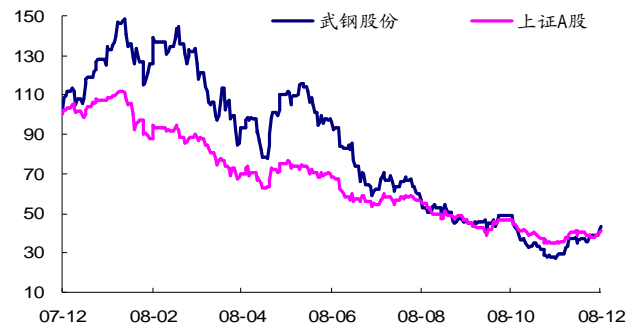
资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 预计宝钢股份四季度亏损严重: 1) 计提存货减值损失的压力大。08年9月份以后, 随着需求的快速萎缩, 宝钢的库存压力明显上升。在正常情况下, 公司的铁矿石库存周期约为1~1.5个月, 而三季度末的铁矿石库存周期达到3个月, 且库存成本较现货价出现了20%左右的溢价。产成品和在产品的库存压力同样不小, 而且成本也已低于当前的可变现净值。2) 价格下调幅度超出预期。在现货钢价暴跌和库存压力大的背景下, 宝钢连续三次大幅下调价格, 10、11和12月份的出厂价相比9月份分别下调了1200元/吨、1800元/吨和2000元/吨。预计宝钢四季度将亏损36.7亿元, 对应每股收益-0.21元。全年每股收益0.50元, 同比下降30.7%。
- 良好的财务结构在行业低谷期有利。未来几年, 宝钢没有大的新建项目, 资本支出少, 而且在最近两年, 除160万吨的罗泾项目外, 公司也无其他大的新建项目。公司财务结构良好, 当前净债务权益比和资产负债率分别为37%和53%, 利息保障倍数高达24x。在钢铁行业下行周期中, 较小的新建项目初期亏损压力增强了公司抵御风险的能力, 良好的财务结构有利于公司在行业低谷期进行兼并收购。
- 下调盈利预测, 维持“审慎推荐”的投资评级。分别下调08年和09年每股收益30%和26.5%至0.50元和0.37元。短期内, 公司的业绩面临较大压力, 但长期来看, 公司产品定位高端, 将来能通过产品高附加值赚取利润。当短期的不利因素在四季度集中消化后, 公司明年的业绩压力大为减轻, 未来的盈利能力将逐步改善。

## 武钢股份(600005.SH/6.67 元): 审慎推荐

### 主要财务指标及近期股价表现

(单位: 百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	41,317	54,160	71,839	56,303	57,391
(+/-%)	1	31	33	-22	2
息税折旧前利润	7,766	12,075	13,365	10,316	11,226
(+/-%)	-12	55	11	-23	9
净利润	3,897	6,519	6,484	3,722	3,892
(+/-%)	-19	67	-1	-43	5
每股盈利(元)	0.50	0.83	0.83	0.47	0.50
(+/-%)	-19	67	-1	-43	5
净资产收益率(%)	17.9%	25.2%	22.1%	12.2%	11.8%
投入资本回报率(%)	13.5%	19.4%	16.1%	8.2%	7.9%
每股分红(元)	0.30	0.38	0.33	0.19	0.20
分红收益率(%)	4.5%	5.7%	5.0%	2.8%	3.0%
市盈率	13.4	8.0	8.1	14.0	13.4
EV/EBITDA	7.6	5.7	5.7	7.9	7.3
市净率	2.4	2.0	1.8	1.7	1.6
每股经营现金流(元)	0.9	1.3	1.1	0.8	0.8
股价/经营现金	7.6	5.3	5.8	8.6	8.0



A股	
股票代码	600005.CH
当前股价(元)	人民币6.67
日成交量(百万股)	141.79
52周最高价/最低价	人民币23.68/4.14
总市值(百万元)	52,279
发行股数(百万股)	7,838
其中:流通股(百万股)	3,135
主要股东(持股比例)	武钢钢铁(集团)公司(63.82%)

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

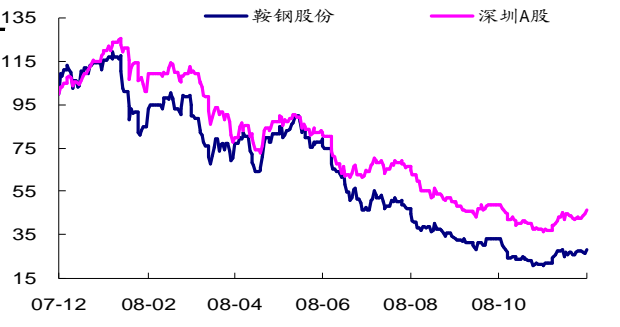
- 预计武钢股份四季度业绩将好于行业其它公司, 主要得益于取向硅钢对其业绩的支撑。四季度尽管普通碳钢产品陷入亏损, 但由于取向硅钢的盈利较为稳定, 公司的钢材产品总体上仍可实现微利。在库存方面, 公司三季度末的铁矿石库存周期约 2 个月, 库存成本较高, 存在计提减值损失的压力。综合考虑后, 武钢四季度将亏损 6.24 亿元, 对应每股收益-0.08 元, 全年每股收益 0.83 元, 与 07 年基本持平。
- 2009 年, 取向硅钢或难独善其身, 但仍能对业绩起到一定的支撑作用。因为国际需求减弱, 而国内需求尚可, 国外的取向硅钢进入国内市场, 对武钢的产品造成冲击, 在一定程度上增加了降价压力。不过, 由于取向硅钢的毛利率一向很高, 小幅降价后仍能获得不错的盈利, 因此还是能够对业绩有所支撑。
- 下调盈利预测, 维持“审慎推荐”的投资评级。分别下调 08 年和 09 年每股收益 9.6%和 21.2%至 0.83 元和 0.47 元。取向硅钢的优势地位增强了公司的抗风险能力, 维持“审慎推荐”的投资评级。

## 鞍钢股份(000898.SH/7.88元): 中性

## 鞍钢股份(347.HK/6.46港币): 中性

### 主要财务指标及近期股价表现

(单位: 百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	54,596	65,499	84,658	70,184	75,916
(+/-,%)	106%	20%	29%	-17%	8%
息税折旧前利润	12,881	14,935	14,333	12,030	13,378
(+/-,%)	237%	16%	-4%	-16%	11%
净利润	6,845	7,525	6,628	4,108	4,263
(+/-,%)	229%	10%	-12%	-38%	4%
摊薄每股盈利(元)	1.15	1.04	0.92	0.57	0.59
(+/-,%)	64%	-10%	-12%	-38%	4%
每股分红(元)	0.58	0.55	0.37	0.23	0.24
分红收益率(%)	7.4%	7.0%	4.7%	2.9%	3.0%
净资产收益率(%)	22.9%	13.9%	11.6%	7.0%	7.0%
市盈率(A)	6.8	7.6	8.6	13.9	13.4
市净率(A)	1.6	1.1	1.0	1.0	0.9
市盈率(H)	5.3	5.8	6.1	10.0	9.9
市净率(H)	1.21	0.81	0.71	0.70	0.70
每股经营现金流(元)	1.87	1.09	0.78	0.58	0.63
股价/经营现金	4.2	7.2	10.1	13.7	12.5

	A股	H股
股票代码	000898.CH	347.HK
当前股价(元)	人民币7.88	港币6.46
目标价格		港币5.97
日成交量(百万股)	99.38	26.09
52周最高价最低价	人民币32.2/5.26	港币26.85/2.73
总市值(百万元)	54,681	61,594
发行股数(百万股)	7,235	7,235
其中:流通股(百万股)	1,281	1,086
主要股东(持股比例)	鞍山钢铁集团公司(67.28%)	

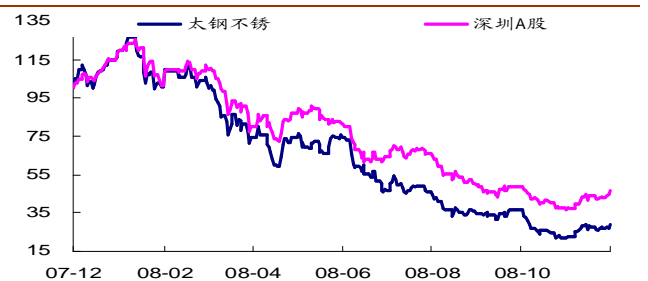
资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 预计鞍钢股份四季度将大幅亏损: 1) 产品价格大幅下调, 而铁矿石成本仍处高位。公司自10月份开始大幅下调出厂价, 10和11月的售价分别调低了1200元/吨和1100元/吨。但同期, 由于公司的铁矿石价格每半年调整一次, 四季度铁矿石成本仍处高位; 2) 计提减值损失的可能性依然存在。尽管公司在第三季度计提了8.79亿的减值损失, 但四季度的库存压力依然较大; 3) 鲅鱼圈的初期亏损。预计公司四季度亏损15.9亿元, 对应每股收益-0.22元。全年每股收益0.92元, 同比下降11.5%。
- 鲅鱼圈09年盈利贡献有限。鲅鱼圈在9月建成后, 正逢钢铁需求大幅放缓, 因此原先计划投产的两座高炉只点火投产了一座, 热轧线开始试运行, 预计今年的产量低于100万吨。2009年, 由于钢铁需求难以根本好转, 之前完全达产的规划料难以实现, 预计产量为250万吨。由于投产初期成材率低、成本高, 预计09年盈利贡献有限。
- 09年上半年, 铁矿石成本将处于劣势。由于采购自母公司的铁矿石使用滞后半年的价格调整机制, 因此在铁矿石价格的下行通道中, 公司的铁矿石成本处于劣势地位。08年7-10月份, 铁矿石的进口平均到岸价约为148美元/吨, 远高于我们预测的明年进口铁矿石64美元/吨的长协到岸价。
- 下调盈利预测, 维持“中性”的投资评级。分别下调08和09年每股收益19.6%和26.2%至0.92元和0.57元。尽管明年上半年在铁矿石成本方面处于劣势, 但长期来看, 鞍钢股份产品定位高端, 相比马钢股份在行业低谷期盈利的确定性更强。

## 太钢不锈(000825.SZ/4.30 元): 中性

### 主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	40,086	81,105	77,518	69,072	71,968
(+/-)	69%	102%	-4%	-11%	4%
主营业务利润	5,628	10,065	7,081	5,593	5,825
(+/-)	267%	79%	-30%	-21%	4%
净利润	2,424	4,249	1,667	1,117	1,254
(+/-)	212%	75%	-61%	-33%	12%
每股盈利(全面摊薄, 元)	0.43	0.75	0.29	0.20	0.22
(+/-)	44%	75%	-61%	-33%	12%
市盈率	10.1	5.8	14.7	21.9	19.5
市净率	1.8	1.4	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.5	3.7	6.8	7.8	7.5
净资产收益率	18.2%	25.1%	7.9%	5.2%	5.6%
现金分红收益率	4.7%	7.0%	2.7%	1.8%	2.0%
每股经营现金流(元)	0.35	0.47	0.29	0.22	0.25
股价/经营现金	12.4	9.2	15.0	19.2	17.3

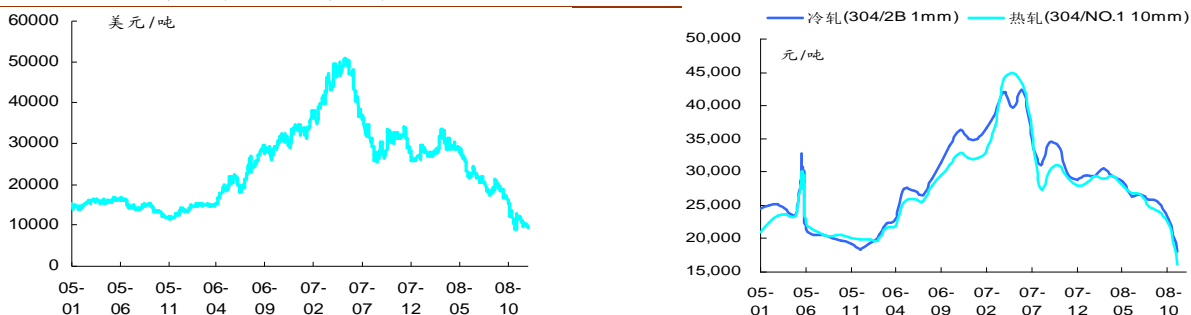


A股	
股票代码	000825.CH
当前股价(元)	人民币4.3
日成交量(百万股)	87.62
52周最高价/最低价	人民币18.709/3.03
总市值(百万元)	24,494
发行股数(百万股)	5,696
其中:流通股(百万股)	2,289
主要股东(持股比例)	太原钢铁(集团)有限公司(64.24%)

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 预计太钢不锈四季度大幅亏损。10月份以来, 不锈钢价格延续了下降趋势, 并创出了2005年以来的新低。截至目前, 代表品种热轧和冷轧的价格与10月初相比, 分别回落了30%和22%。同期, 碳钢价格也持续下跌, 产品价格普遍跌至成本线以下, 碳钢业务在四季度将亏损。公司在计提减值损失方面同样面临压力。总体而言, 公司四季度将亏损9.2亿元, 对应每股收益-0.16元。全年每股收益0.29元, 同比锐减61.2%。
- 2009年不锈钢行业整体将供过于求。受家电、集装箱和机械等下游行业需求放缓的影响, 预计不锈钢需求仍将低迷。而随着国外需求的放缓, 不锈钢制品的出口前景也不容乐观。在产能已经过剩的压力下, 2009年不锈钢行业将供过于求, 价格继续弱势运行。因此, 公司2009年的不锈钢业务难有改观。
- 下调盈利预测, 维持“中性”的投资评级。分别下调08和09年净利润35%和29.9%至16.7亿元和11.2亿元, 对应每股收益(最新股本)0.29元和0.20元。2009年, 公司的不锈钢和碳钢业务均不容乐观, 维持“中性”的投资评级。

图 17: LME 三月期镍价格及不锈钢价格



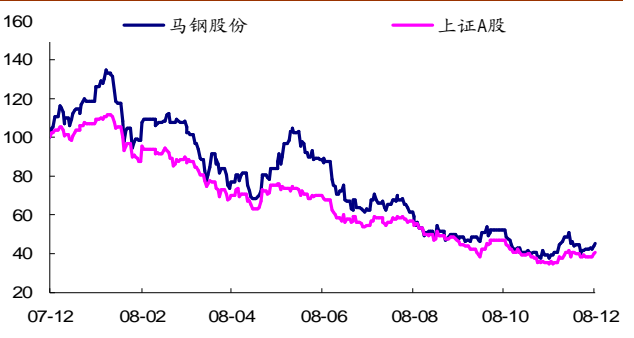
资料来源: 彭博资讯, 钢之家, 中金公司研究部

马钢股份(323.HK/2.23 港元): 中性

马钢股份(600808.SH/3.84 元): 中性

主要财务指标及近期股价表现

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	34,320	50,645	63,427	55,502	54,421
(+/-%)	7	48	25	-12	-2
营业利润	2,665	2,702	2,744	1,655	1,713
(+/-%)	-20	1	2	-40	4
净利润	2,277	2,475	1,832	1,336	1,435
(+/-%)	-20	9	-26	-27	7
每股盈利(元)	0.35	0.37	0.24	0.17	0.19
(+/-%)	-20	4	-35	-27	7
每股分红(元)	0.13	0.13	0.10	0.07	0.07
分红收益率(%)	3.4%	3.4%	2.5%	1.8%	1.9%
净资产收益率	11.3%	10.8%	7.7%	5.5%	5.7%
投入资本回报率	6.8%	9.5%	7.2%	5.5%	5.4%
A股市盈率	10.9	10.5	16.1	22.1	20.6
A股市净率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
H股市盈率	6.3	5.7	8.1	11.3	10.5
H股市净率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
每股经营现金流(元)	0.8	0.5	0.4	0.4	0.6
股价/经营现金	4.7	7.2	8.9	8.5	6.4

	A股	H股
股票代码	600808.CH	323.HK
当前股价(元)	人民币3.84	港币2.23
目标价格		港币2.1
日成交量(百万股)	305.73	78.19
52周最高价最低价	人民币11.67/3.12	港币6.47/0.87
总市值(百万元)	22,729	25,603
发行股数(百万股)	6,759	6,759
其中:流通股(百万股)	1,195	1,733
主要股东(持股比例)	马钢(集团)控股有限公司(56.68%)	

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 预计马钢股份四季度亏损11.6亿元, 对应每股收益-0.15元。全年盈利18.3亿元, 对应每股收益0.24元, 同比下降24.2%。四季度, 公司连续下调销售价格, 幅度远大于原材料成本的下降幅度, 并于10月份进入亏损状态。由于三季度末铁矿石库存较高, 周转期大致在2个半月, 因此公司在计提减值损失方面同样面临压力。
- 500万吨新区的部分产品由于附加值较高, 目前尚有盈利, 但公司目前依然有50%的产品为毛利率低且对价格波动敏感的长材产品, 因此, 总体的抗风险能力差于龙头企业。
- 权证行权摊薄每股收益。认股权证行权结束后, 公司总股本由67.59亿股上升至77亿股, 相应的每股收益将被摊薄12%。
- 下调盈利预测, 维持“中性”的投资评级。分别下调08和09年净利润42.5%和29.5%至18.3亿元和13.4亿元, 对应最新股本下的EPS分别为0.24元和0.17元。基于公司较差的抗风险能力, 维持“中性”的投资评级。





## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座28层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲6号  
凯德大厦1层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期29楼  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。