



CICC

中国国际金融有限公司
China International Capital Corporation Limited

2008年钢铁行业投资策略

中国国际金融有限公司

罗炜

2008年5月



CICC

投资要点

- 2008年国内供需形势保持乐观
- 国际市场，新兴国家需求正旺
- 2008年钢材价格高位运行，6-7月面临压力
- 重点公司简评

2008年国内供需形势保持乐观



固定资产投资增长稳健，2008年钢铁需求依然较强

■钢铁需求与固定资产投资密切相关

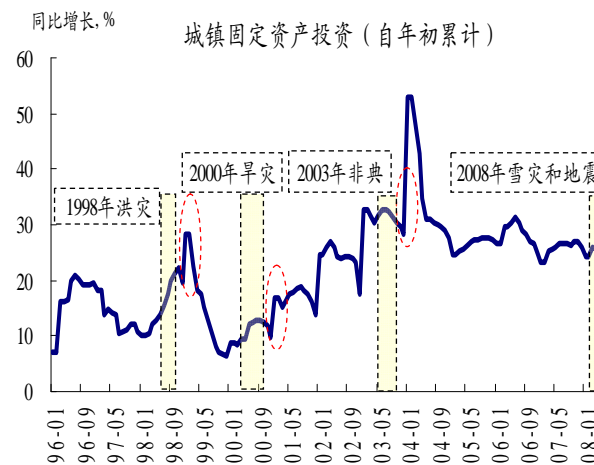
■截至4月份，城镇固定资产投资累计同比增长25.7%，保持稳健

■前瞻的看，受灾后重建和地方政府换届等一次性因素的推动，今年固定资产投资将增长24.8%

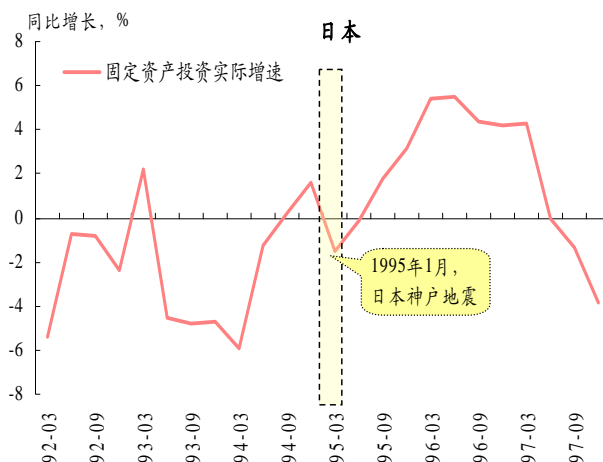
固定资产投资增长稳健



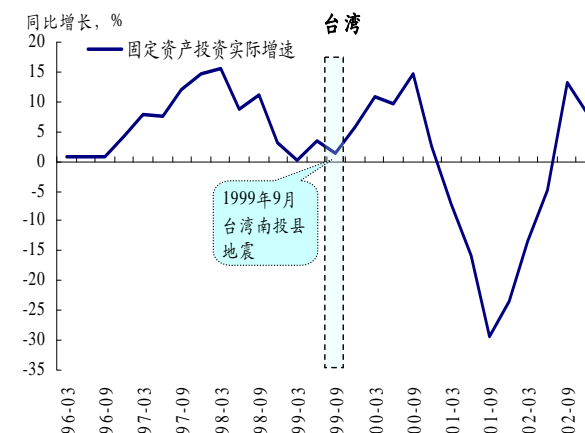
大灾之后数月投资反弹



日本地震后重建推高固定资产投资



台湾地震后重建推高固定资产投资



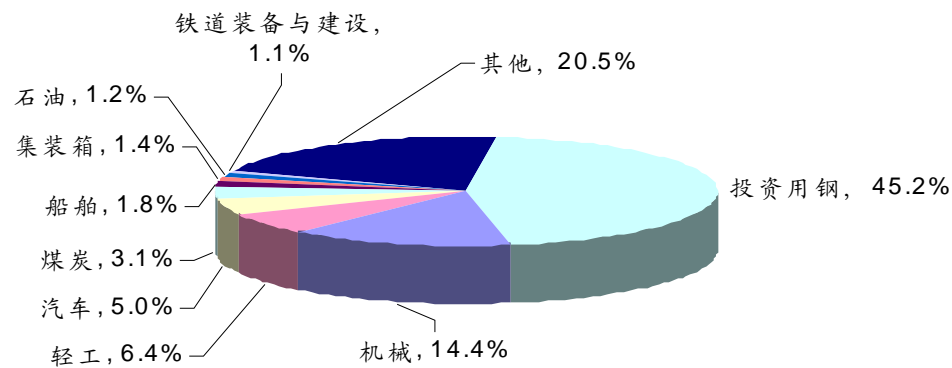
下游行业用钢需求稳定增长

■钢材需求可分为投资用钢和消费用钢。投资用钢主要来自于建筑工程。消费用钢作为原材料生产出工业产品和民用消费品，这部分需求主要来自制造业

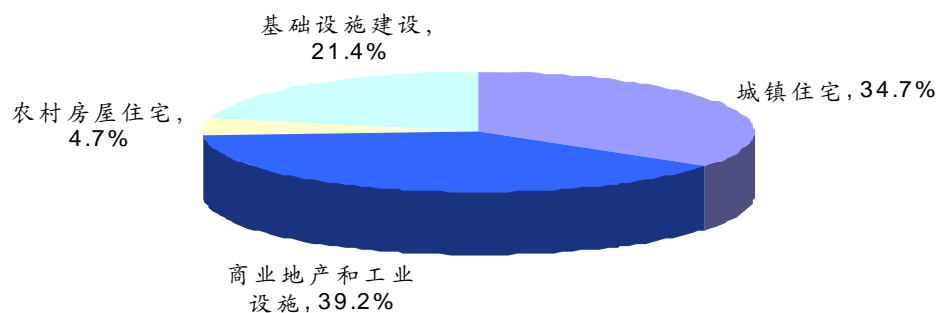
■2007年，投资用钢量为22590万吨，占钢材消费的45.2%。其中，城镇住宅、商业地产和工业设施、基础设施建设的用钢量占投资用钢量的比例分别为34.7%、39.2%和21.4%

■消费用钢中，机械、轻工（含家电）、汽车、煤炭和船舶是需求大户

2007年钢材需求分布



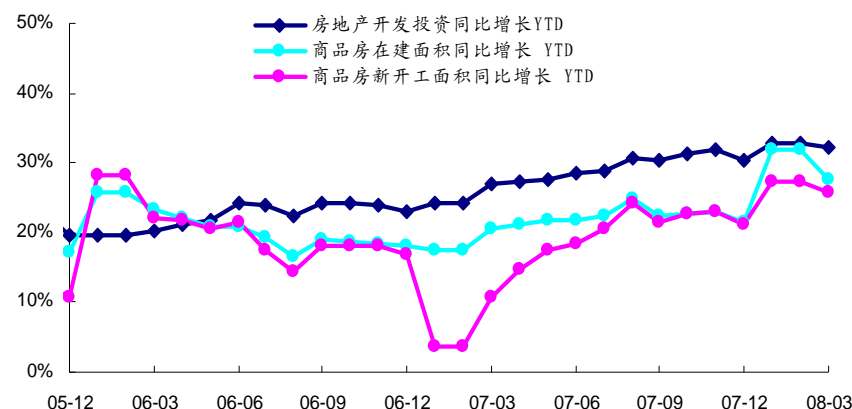
2007年投资用钢分布



投资用钢：房地产投资高位运行，基础设施建设方兴未艾

- 房地产行业08年存在较大的不确定性。但目前为止，房地产投资增速和在建面积增速仍高位运行，显示未来的房地产开发进度不会大幅放缓
- 在地产行业，钢材成本只占总成本的10%左右，钢价上涨对该行业的用钢需求影响不大
- 灾后重建、电网建设和轨道交通建设将支撑今年的基础设施建设维持在较高位置
- 2008年投资用钢量的增速不会大幅放缓

房地产投资高位运行



基础设施建设方兴未艾

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1
水利、环境和公共设施管理业	20.1%	19.5%	25.3%	22.3%	27.0%
铁路运输业	27.0%	7.5%	7.1%	20.2%	21.2%
道路运输业	11.8%	14.8%	12.8%	6.5%	3.1%

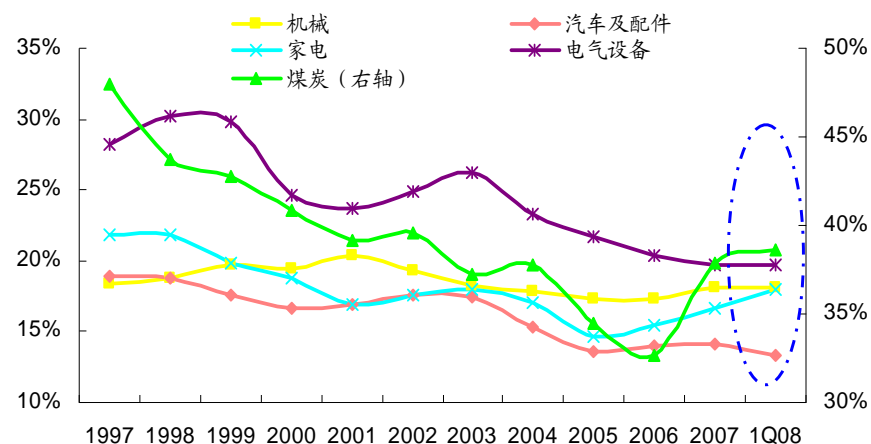
消费用钢：下游行业保持较高增长

■大部分子行业的毛利率近两年稳中有升，表明其对钢价上涨的承受能力增强

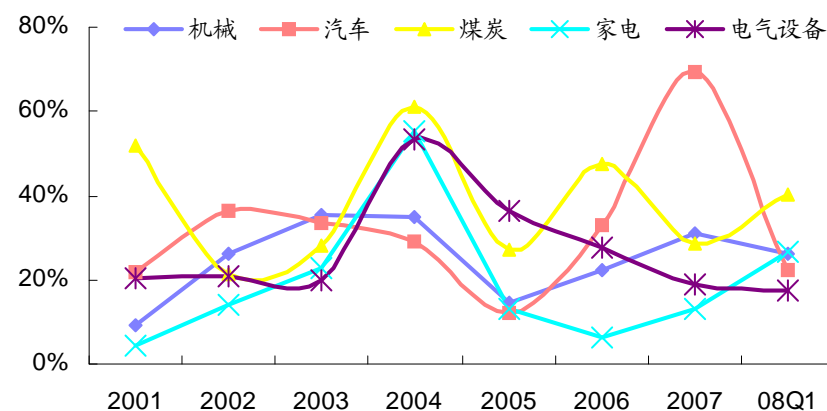
■在盈利能力较好的情况下，下游行业钢铁消费量对毛利率下降的敏感性较低，尤其是根据订单安排生产计划的行业

■2008年一季度，除汽车行业的销售收入增速大幅下降外，家电和煤炭的增速均显著上升，机械行业虽然增速有所下降，但也维持在26%左右的较高水平

大部分子行业的毛利率近两年稳中有升



08Q1 下游行业销售收入增速



消费用钢：下游行业保持较高增长（续）

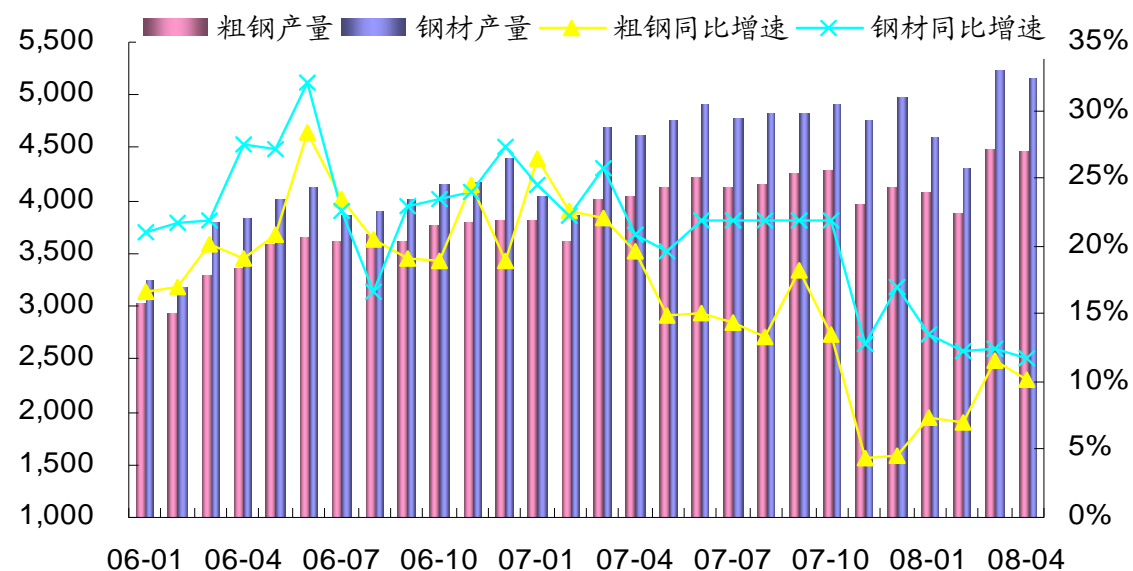
- 机械行业：08年1季度，和机械行业需求相关度高的建筑、交通运输、采掘行业的固定资产投资都高速增长。综合考虑，机械行业2、3季度的增长速度可能慢于1季度，但全年仍可以实现20%左右的增长
- 家电行业：得益于更新换代和消费升级、人口结构带来的婚庆高峰以及家电下乡启动农村市场，08年家电行业价量齐升的趋势有望持续，价格上涨有望高于成本上升，从而支持钢材消费维持高增长
- 船舶行业：由于前期订单饱满，行业的造船完工量在2010年之前都将持续增长
- 铁路装备与建设行业：“十一五”期间1.25万亿的巨额投入将带来行业的高速增长
- 汽车行业：需求增速放缓和成本上涨的双重压力难以缓解，行业景气显现回落迹象，未来景气还将进一步下行，对钢材的需求增速也将大幅放缓

钢材消费预测表

单位：万吨	2006	2007	2008E	2009E	2010E
投资用钢	19,400	22,590	25,951	29,124	31,955
同比增长		16.4%	14.9%	12.2%	9.7%
其中：城镇住宅	6,577	7,839	9,087	10,262	11,223
同比增长		19.2%	15.9%	12.9%	9.4%
商业地产和工业设施	7,473	8,861	10,267	11,623	12,987
同比增长		18.6%	15.9%	13.2%	11.7%
农村房屋住宅	949	1,050	1,157	1,244	1,306
基础设施建设	4,401	4,840	5,440	5,995	6,439
同比增长		10.0%	12.4%	10.2%	7.4%
机械	5,839	7,182	8,594	9,955	11,328
同比增长		23.0%	19.7%	15.8%	13.8%
其中：工程机械	917	1,221	1,503	1,807	2,141
同比增长		33.2%	23.1%	20.2%	18.5%
机床	1,097	1,361	1,669	1,968	2,271
同比增长		24.0%	22.7%	17.9%	15.4%
轻工	2,768	3,203	3,618	3,934	4,222
同比增长		15.7%	12.9%	8.8%	7.3%
其中：家电	821	1,032	1,252	1,461	1,638
同比增长		25.7%	21.3%	16.7%	12.1%
汽车	1,797	2,492	2,703	3,037	3,420
同比增长		38.7%	8.5%	12.4%	12.6%
煤炭	1,470	1,540	1,648	1,730	1,816
船舶	637	910	1,200	1,495	1,800
同比增长		42.9%	31.9%	24.6%	20.4%
集装箱	595	676	743	803	851
石油	595	604	612	620	629
铁道装备与建设	441	549	670	825	1,019
同比增长		24.3%	22.1%	23.2%	23.5%
其他	10,692	10,267	10,382	10,929	11,932
总计	44,235	50,013	56,121	62,453	68,973
同比增长		13.1%	12.2%	11.3%	10.4%

2008年钢铁供给增速放缓

粗钢和钢材月度产量

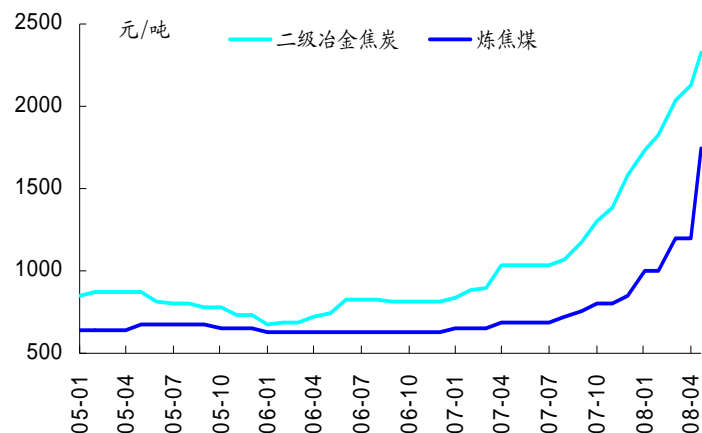


- 预计2008年的粗钢产量将由2007年的16.7%大幅放缓至10%左右，主要原因在于：
- 1) 上游焦炭和铁矿石供应瓶颈；
 - 2) 节能减排和淘汰落后措施加强；
 - 3) 新增产能由2007年的5000万吨下降至4000万吨

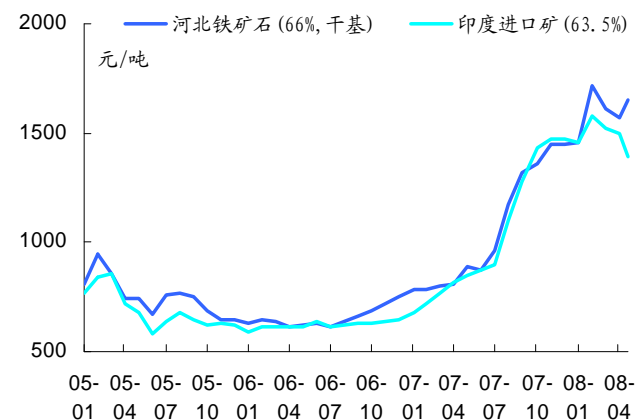
原材料供应瓶颈制约钢铁产量

- 据估计，2008年1-2月份，我国炼焦煤产量增长在5%以下。供应紧张拉动炼焦煤价格飙升
- 国际焦炭市场上，供应较国内更为短缺，价格上涨幅度更大
- 我国钢企尚未与澳铁矿石出口商就2008年长协价达成一致意见，导致未来铁矿石供应的不确定性增大

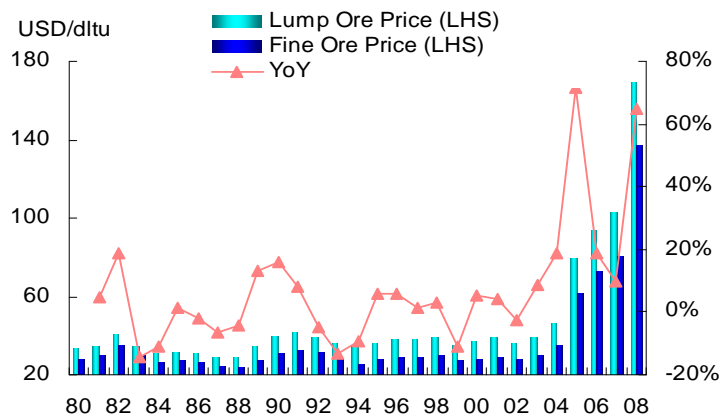
焦炭价格



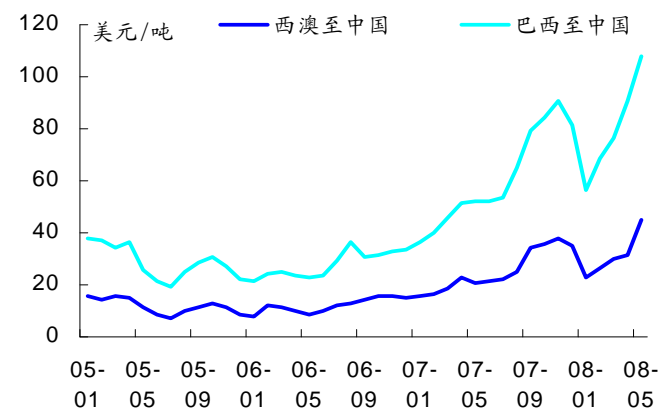
铁矿石现货价



历年铁矿石协议价



铁矿石海运费走势



淘汰落后效果显现，长材产量增速大幅回落

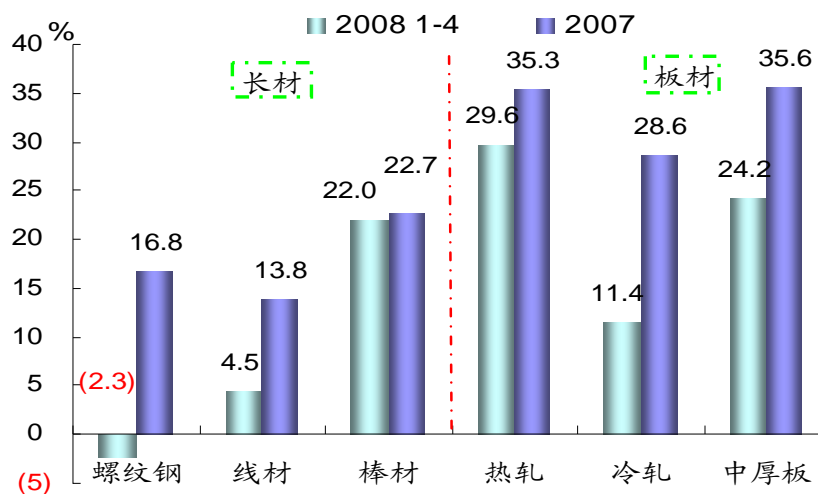
■2008年，节能减排和淘汰落后的进程开始提速，并逐渐显现出良好的效果，低附加值的长材产量增速急剧回落，螺纹钢产量甚至同比下降

■钢材价格大涨后，中小企业的复产和增产动能增强，但相比于大企业，其在原材料获取上存在更大困难，因此预计未来产量将难以大幅反弹

淘汰落后统计表

	签订日期	淘汰炼钢能力 (万吨)	淘汰炼铁能力 (万吨)
第一批 (10省市)	2007-04-27	4166	3987
第二批 (18省市)	2007-12-28	3610	4930
合计		7776	8917

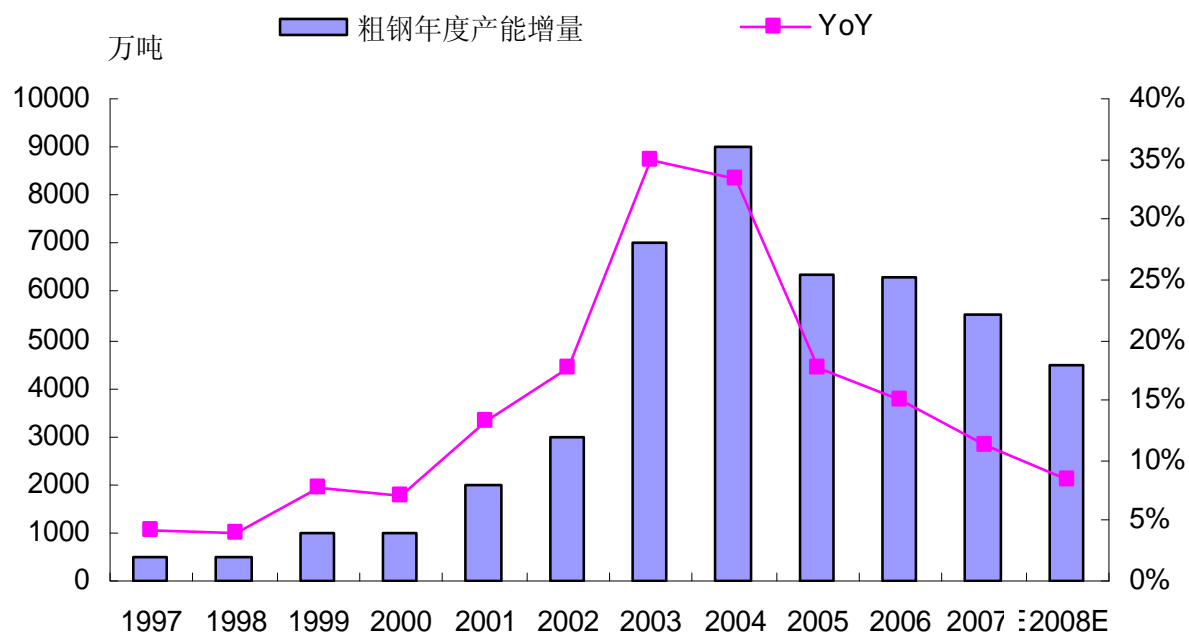
各钢材品种产量增幅



新增产能减少

中国粗钢年度产能增量

- 2005年以来炼铁、炼钢产能增速放缓。预计，2008年的新增产能为4000万吨左右
- 新增产能向大型企业集中，中小企业及民营投资减少



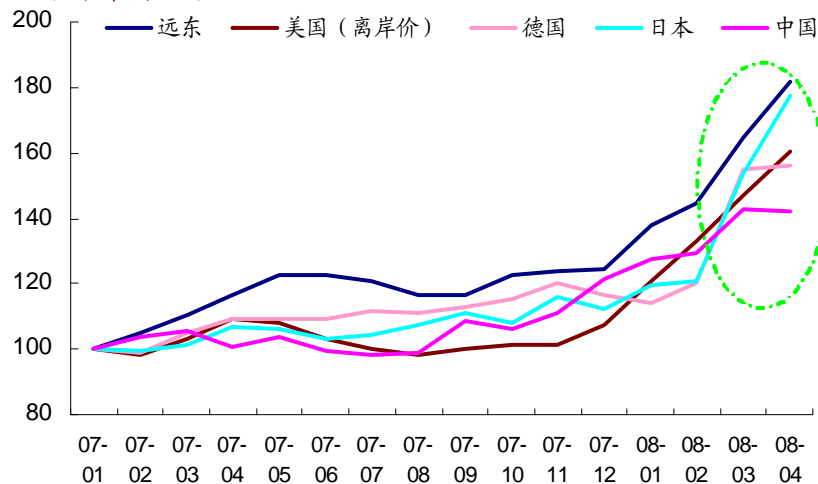
出口量趋稳，出口结构优化



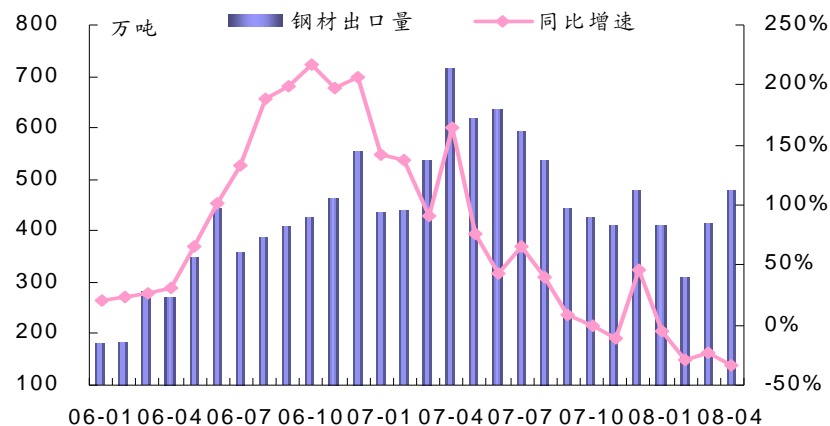
出口量渐趋稳定

- 3月份以来，在国外价差持续扩大的背景下，我国钢铁出口呈现出同比下降，环比上升的态势
- 预计，出口小幅回升的趋势将持续，月度出口量将维持在450-550万吨。

国内外价差扩大

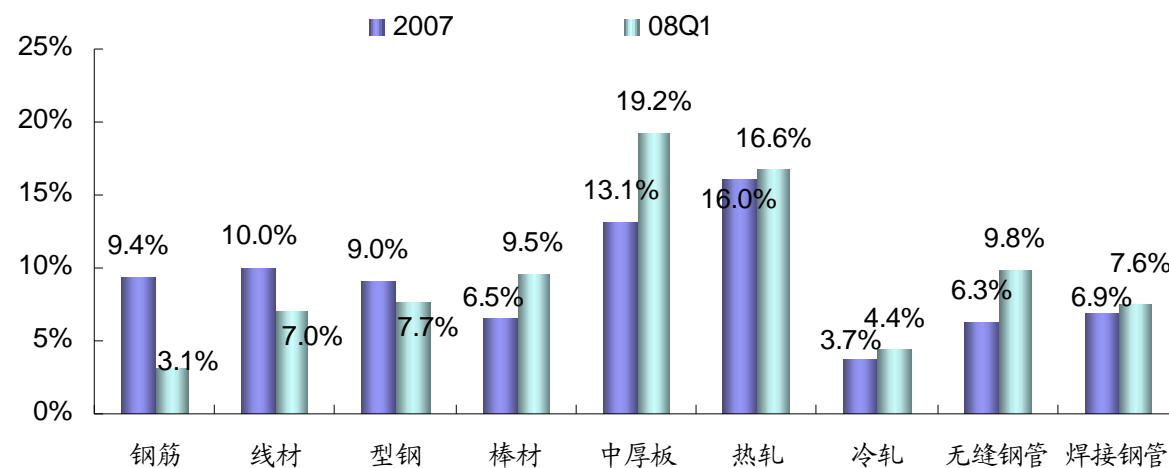


中国月度钢材出口量



出口结构优化

各钢材品种出口占比



- 在出口政策的引导下，我国的钢材出口结构优化。低附加值的钢筋、线材和型钢的出口占比明显下降，而中厚板和无缝钢管等高附加值产品的占比则显著提高。随着我国钢铁生产工艺的改进，未来的出口结构将进一步改善

钢铁维持供应紧张状态

国内钢铁供需平衡表

单位：千吨	2004	2005	2006	2007	2008E
粗钢产量	280,486	349,362	422,853	489,241	537,186
YoY(%)	26%	24.6%	21.0%	15.7%	9.8%
粗钢净出口	-13,837	116	34,734	54,190	36,000
粗钢供应量	294,322	349,245	396,266	435,051	501,186
YoY(%)	13.7%	18.7%	13.5%	9.8%	15.2%
粗钢消费量	294,322	349,245	396,266	455,000	509,600
YoY(%)	13.7%	18.7%	13.5%	14.8%	12.0%
过剩（短缺）		-	-	-19,949	-8,414

- 在需求依然较强、供给增速放缓和出口量趋稳的背景下，国内钢铁供应量与需求量之间将存在约840万吨的缺口

国际市场，新兴国家需求正旺



中国国际金融有限公司

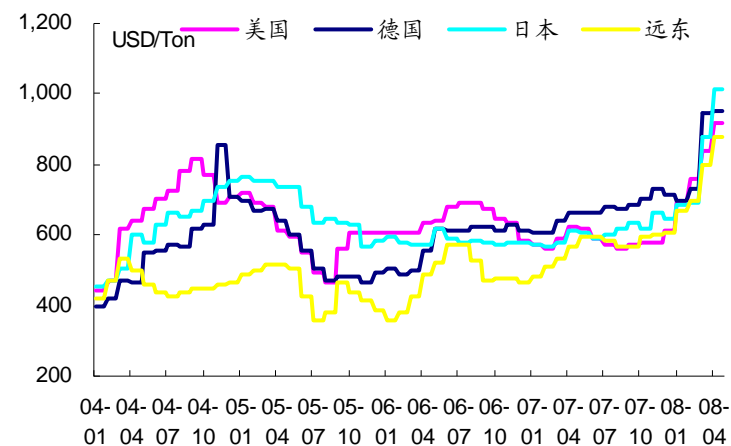
国际钢价强劲上涨

国际钢材价格指数

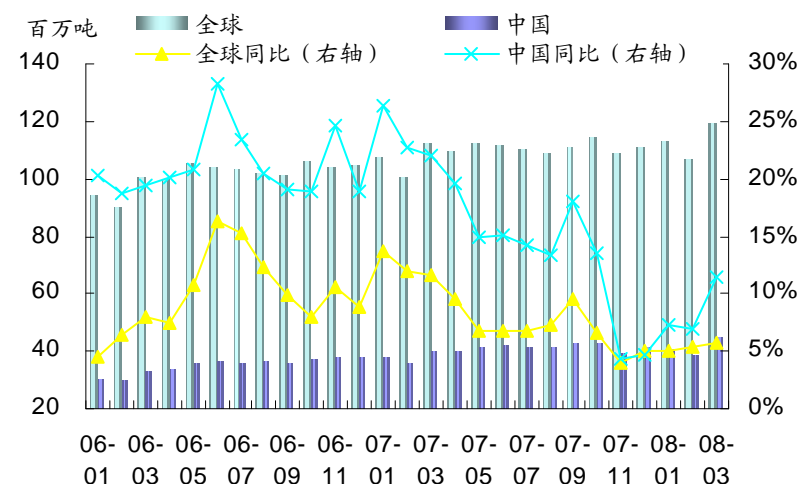
	08-5-16	1个月(%)	3个月(%)	12个月(%)
钢材价格指数				
CRU spi Index	268.0	13.1%	33.4%	56.1%
国际价格指数				
北美	254.5	21.1%	39.5%	66.0%
欧洲	221.0	9.1%	25.3%	23.0%
亚洲	301.9	11.0%	33.9%	69.6%
板材	250.6	13.3%	36.7%	53.3%
长材	302.9	12.6%	28.2%	61.2%
国内价格(人民币/吨)				
热轧板	5850	6.8%	16.3%	32.1%
冷轧板	7150	8.3%	21.6%	41.6%
螺纹钢	5260	7.1%	19.0%	52.5%

- 2008年以来，国际钢材市场表现突出，价格强劲上涨，CRU价格指数迭创新高
- 国际钢价上涨的动力在于：旺盛的需求，紧张的供给；不断上涨的成本和同比缩减的中国出口

国际钢价飙升



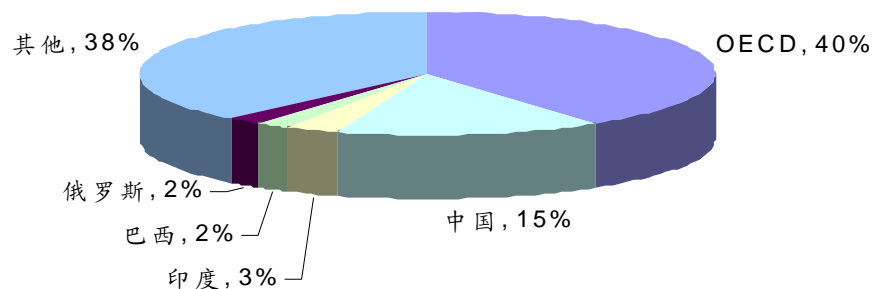
全球粗钢产量增速



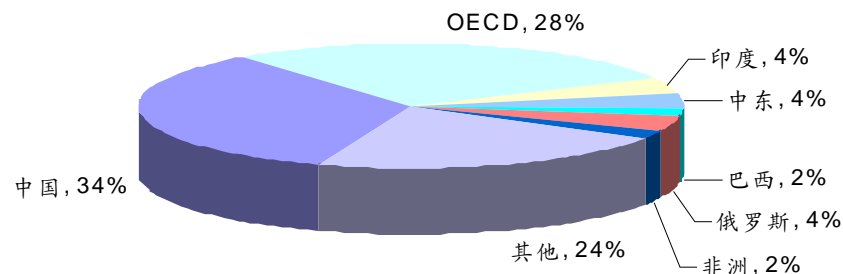
世界钢铁消费格局改变

- 2007年，OECD钢铁消费的全球占比由1997年的40%下降为28%，对全球钢铁需求的影响力减弱
- 与此同时，新兴国家的需求增长迅猛，对全球需求的影响力与日俱增。2007年，金砖四国钢铁消费的全球占比由1997年的22%上升为44%；中东和南非的占比也分别达到了4%和2%

1997年各地区钢材消费全球占比



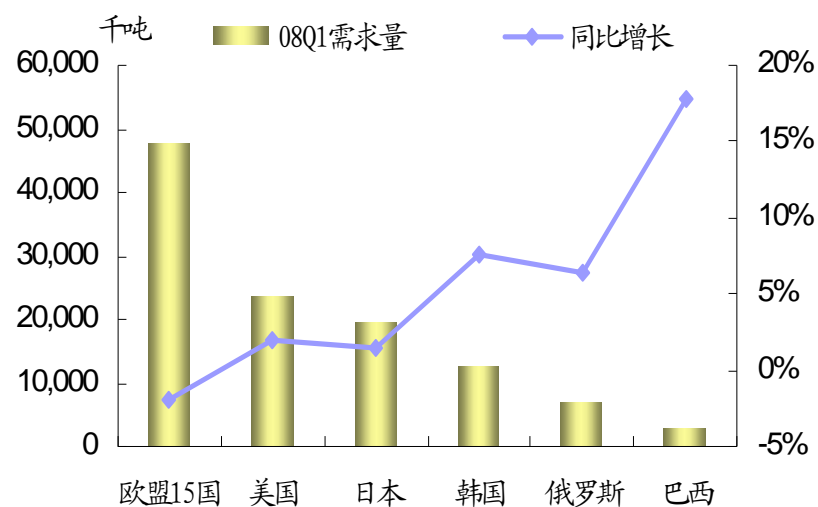
2007年各地区钢材消费全球占比



新兴国家成为未来钢材需求增长的主要推动力

- 2008年一季度，发达国家钢铁需求不旺，美国和日本仅分别同比增长了1.95%和1.42%，欧盟15国更是同比下降了1.95%
- 与之相对应的是，新兴国家钢铁需求强劲，巴西、中国和俄罗斯的需求分别同比增长了17.8%、12%和6.8%
- 得益于新兴国家的需求，2008年一季度的全球钢铁消费增速达到8.2%

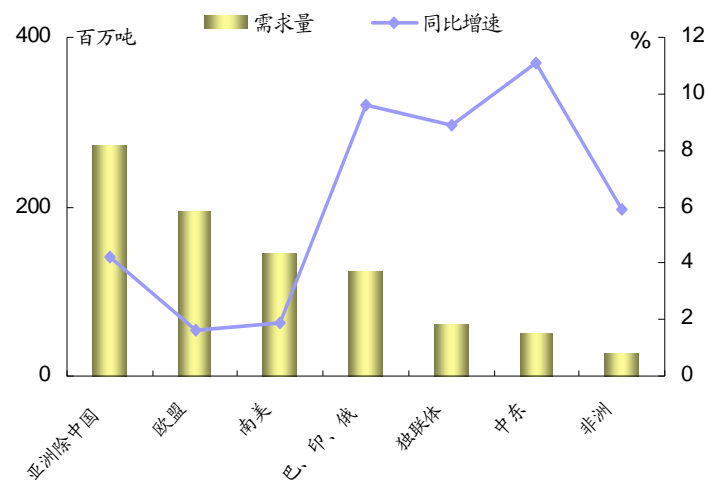
08Q1各地区钢铁需求



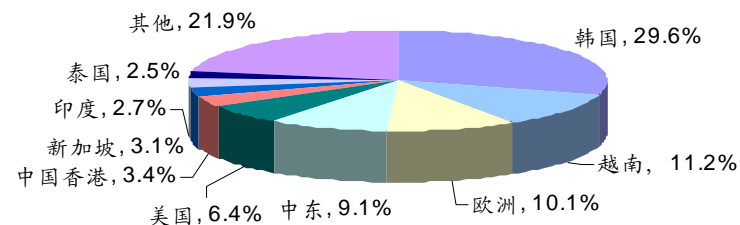
新兴国家成为未来钢材需求增长的主要推动力（续）

- 印度、巴西和俄罗斯经济的快速发展拉升了其对钢铁的需求
- 随着中东地区近年来基础设施建设的不断升温，其对钢铁产品的需求剧增。中东钢铁需求最旺盛的3个国家是沙特、埃及和阿联酋，其他如科威特、卡塔尔等富裕的海湾国家对钢铁的需求也在与日俱增
- 泰国、非洲和越南等国家的工业发展和基础设施建设也推动其钢铁需求上升
- 新兴国家的强劲需求将弥补发达国家低迷的需求。预计2008年全球钢铁需求增速将达6.7%
- 新兴国家也由此成为我国钢铁出口的新市场，今年一季度，出口至越南、中东、印度和泰国的量占总出口量的比例分别达到11.2%、9.1%、2.7%和2.5%

2008年各地区需求增速预测



08Q1我国出口地区分布



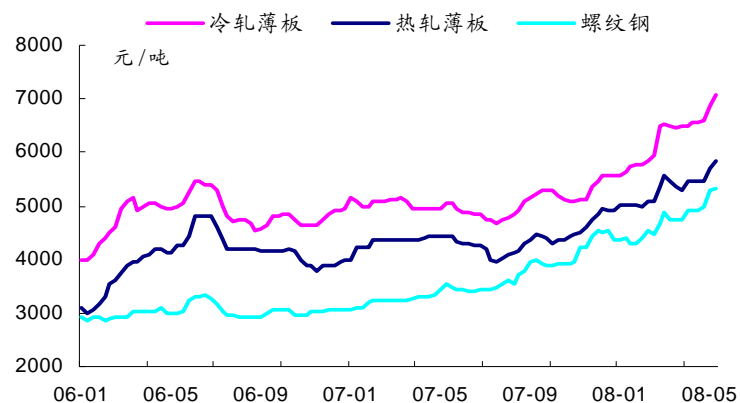
2008年钢材价格高位运行，短期面临调整



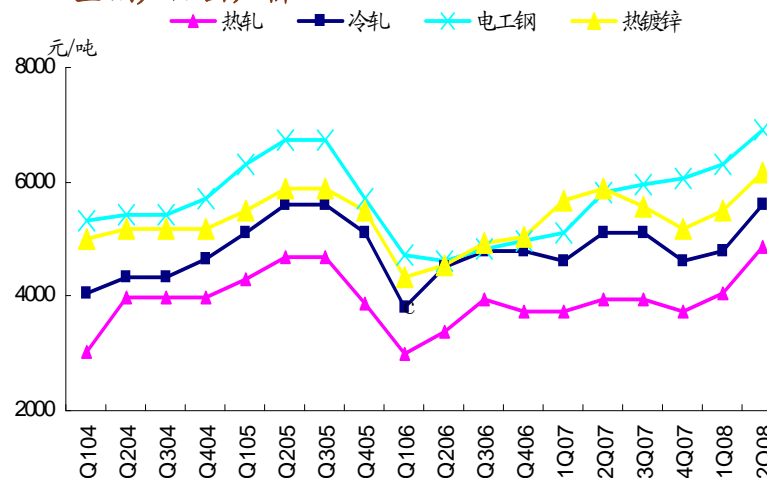
今年以来，钢价大幅上涨

- 春节过后国内钢材市场进入新一轮大幅上涨。与去年同期相比，钢材现货市场价格上涨幅度达到30%-50%
- 宝钢出台的二季度价格在一季度基础上，所有产品上调幅度在500-1000元/吨之间，代表产品涨幅普遍达到800元/吨
- 此次价格上涨的推动力在于：
灾后重建带动的旺盛需求、产量的低速增长和高企的成本

上海市场钢材价格



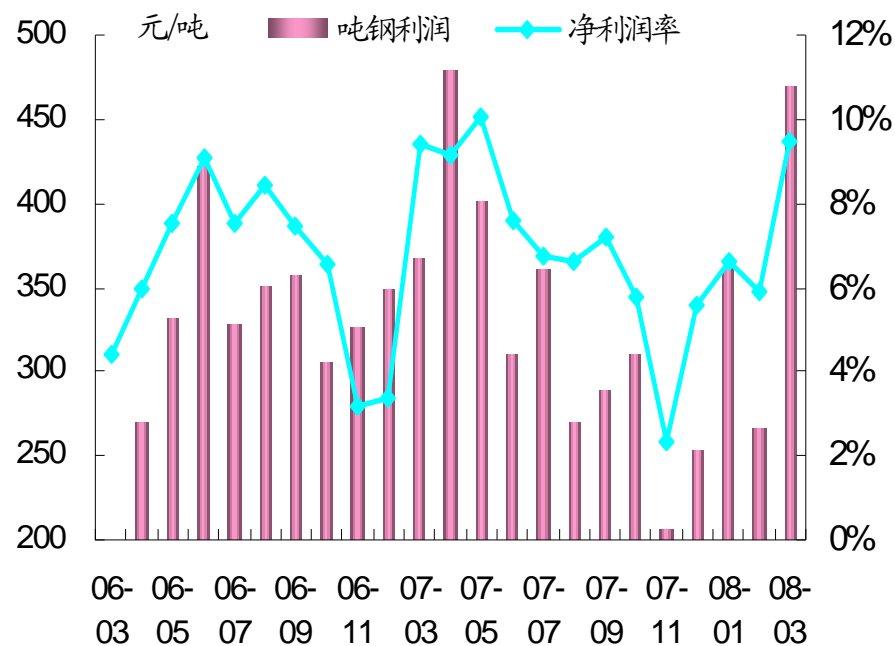
宝钢产品出厂价



6-7月钢价面临调整压力

- 在经历了近一年的大幅上涨后，目前国内现货市场板材价格开始走平。短期内，钢价面临的回调压力增大
- 三季度是传统的钢材消费淡季
- 钢铁行业的盈利状况良好，吨钢利润和净利润均显著上升，接近历史最高水平，使得小钢厂的复产动力增强
- 经销商心理趋于谨慎，市场观望气氛加重
- 预计近期现货市场价格可能出现较大调整，调整主要来自于技术面，7月底以后有望逐步回升，下半年价格维持高位

钢铁行业盈利状况



投资建议：“推荐”评级

投资建议表

■短期内，宝钢三季度价格政策暂缓出台，现货市场价格可能下跌将对市场心理产生负面影响

■2008年上半年钢铁龙头公司的盈利将超预期，维持钢铁股推荐评级

■A股重点推荐武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份，H股推荐马钢股份和鞍钢股份

公司	代码	评级	收盘价	目标	每股收益				市盈率			市净率		
			5/21/2008	价格	07	08E	09E	06	07	08E	09E	07	08E	09E
A股（人民币）														
武钢股份	600005.SH	推荐	16.72		0.83	1.10	1.30	33.6	20.1	15.2	12.9	5.1	4.2	3.5
宝钢股份	600019.SH	推荐	13.41		0.73	1.01	1.13	18.1	18.4	13.3	11.9	2.6	2.3	2.1
鞍钢股份	000898.SZ	推荐	22.58		1.04	1.42	1.73	19.6	21.7	15.9	13.0	3.0	2.7	2.4
太钢不锈	000825.SZ	审慎推荐	14.57		1.23	1.10	1.22	16.0	11.8	13.2	11.9	3.0	2.6	2.3
马钢股份	600808.SH	中性	8.29		0.37	0.48	0.54	23.5	22.4	17.3	15.4	2.4	2.3	2.1
H股（港币）														
马钢股份	323.HK	推荐	6.06	6.30	0.39	0.57	0.69	17.2	15.4	10.7	8.8	1.7	1.4	1.2
鞍钢股份	347.HK	推荐	22.20	26.90	1.11	1.68	2.21	19.2	20.0	13.2	10.1	2.8	2.2	1.9

国际钢铁股估值

货币 股价			PE			EV/EBITDA			PB		
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
美国											
Nucor	美元	79.84	16.0	13.3	12.4	8.5	6.9	6.7	5.8	3.6	3.1
US Steel	美元	184.02	24.7	15.4	15.7	14.9	8.2	8.3	3.9	3.2	2.7
均值			20.4	14.3	14.1	11.7	7.5	7.5	4.9	3.4	2.9
日本											
Nippon Steel	日元	694	12.8	13.0	13.9	na	na	na	2.3	2.1	1.9
JFE	日元	6,190	12.1	13.2	12.1	na	na	na	2.4	2.2	2.0
均值			12.4	13.1	13.0	na	na	na	2.4	2.2	1.9
欧洲											
ThyssenKrupp	欧元	44.61	10.4	10.6	9.9	5.0	5.0	4.7	2.3	1.9	1.7
Mittal		64.70	10.5	9.7	9.8	9.3	8.5	8.5	2.0	1.8	1.6
均值			10.4	10.1	9.8	7.1	6.7	6.6	2.1	1.8	1.6
俄罗斯											
Cherepovets	卢布	699	13.6	10.3	9.9	7.4	6.0	6.0	2.7	1.9	1.8
巴西											
Gerdau SA	雷亚尔	84.30	30.6	17.2	14.4	na	na	na	2.5	3.8	3.3
Usiminas SA	雷亚尔	92.24	9.9	8.8	9.4	9.5	8.4	8.2	2.4	2.1	1.8
均值			18.0	12.1	11.2	na	na	na	2.5	2.6	2.3
亚洲											
Posco	韩元	561,000	11.6	11.7	11.4	8.0	7.1	L	1.8	1.7	1.5
China Steel	新台币	52.30	11.6	11.8	11.3	8.8	8.3	8.2	2.7	2.4	2.3
Dongkuk Steel	澳元	11.26	11.8	11.3	14.5	7.6	6.1	6.5	2.2	2.1	1.9
Tata Steel	卢比	922	14.3	10.3	8.7	10.1	4.3	4.2	4.1	2.2	1.8
均值			12.3	11.3	11.5	8.9	6.2	6.3	2.7	2.1	1.9
全球均值			13.9	12.2	12.1	9.2	6.8	6.8	3.0	2.4	2.1
A股											
宝钢股份	人民币	13.41	18.4	13.3	11.9	7.9	6.6	5.9	2.6	2.3	2.1
武钢股份	人民币	16.72	20.1	15.2	12.9	11.0	8.9	7.5	5.1	4.2	3.5
鞍钢股份	人民币	22.58	19.6	21.7	15.9	11.9	8.7	8.1	3.0	2.7	2.4
马钢股份	人民币	8.29	22.6	17.2	15.5	9.2	7.0	6.4	2.4	2.3	2.1
太钢不锈	人民币	14.57	11.9	13.2	11.9	9.2	7.0	6.4	3.0	2.4	2.3
均值			18.5	16.1	13.6	9.8	7.6	6.9	3.2	2.8	2.5
H股											
鞍钢H股	港元	22.20	18.0	13.1	10.1	11.9	8.7	8.1	2.8	2.2	1.9
马钢H股	港元	6.06	19.3	11.6	9.6	7.5	6.3	6.0	1.8	1.7	1.4
均值			18.6	12.4	9.8	9.7	7.5	7.1	2.3	2.0	1.7

重点公司简评



武钢股份：推荐

- 预计08年二季度盈利环比上升至0.35元

- 取向硅钢增产和冷轧产品毛利率的改善是08年的利润增长点。

2008年公司取向硅钢产量将由27万吨提高到31万吨，其中HiB硅钢产量有望由2万吨提高到5万吨。取向硅钢增产将为公司增加5亿元的净利润

- 07年底-09年年初多条生产线的顺利投产，推动08-09年的产量增长。预计，08年钢材产量达到1322万吨，同比增长25%；09年初产能为1700万吨

- 目前约有70%的铁矿石海运采用长期协议，运价在15-25美元/吨不等，远远低于现货海运费，因此对铁矿石成本上升有较强抵御能力

宝钢股份：推荐

- 目前公司约70%的铁矿石海运采用长单锁定，运价在10-20美元/吨之间，领先于国内其他企业，铁矿石成本为国内最低
- 二季度盈利将大幅增长
- 罗泾项目具备年产160万吨宽厚板的能力，计划于08年3月份全面建成投产，将扩大公司宽厚板产能至340万吨，使09-10年每股收益分别提高4.0%和2.9%
- 计划于08年中期建成投产的五冷轧项目将新增冷轧能力195万吨，包括冷轧硅钢75万吨，产品定位于高端产品

鞍钢股份：推荐

- 公司约85%铁矿石向拥有矿山资源的集团采购，具有成本优势
- 鞍钢可能是龙头钢铁公司中二季度盈利环比上升幅度最大的，主要因为公司二季度铁矿石成本不变，而其他钢厂08年铁矿石协议价将从4月1日起计算，可能在5月中旬计入生产成本
- 鲅鱼圈项目是09年增长点。该项目预计于2008年8月投产，届时包括炼铁、炼钢、热轧300万吨及宽厚板200万吨的全流程钢厂将开始试生产，使公司产能增长31%达到2100万吨

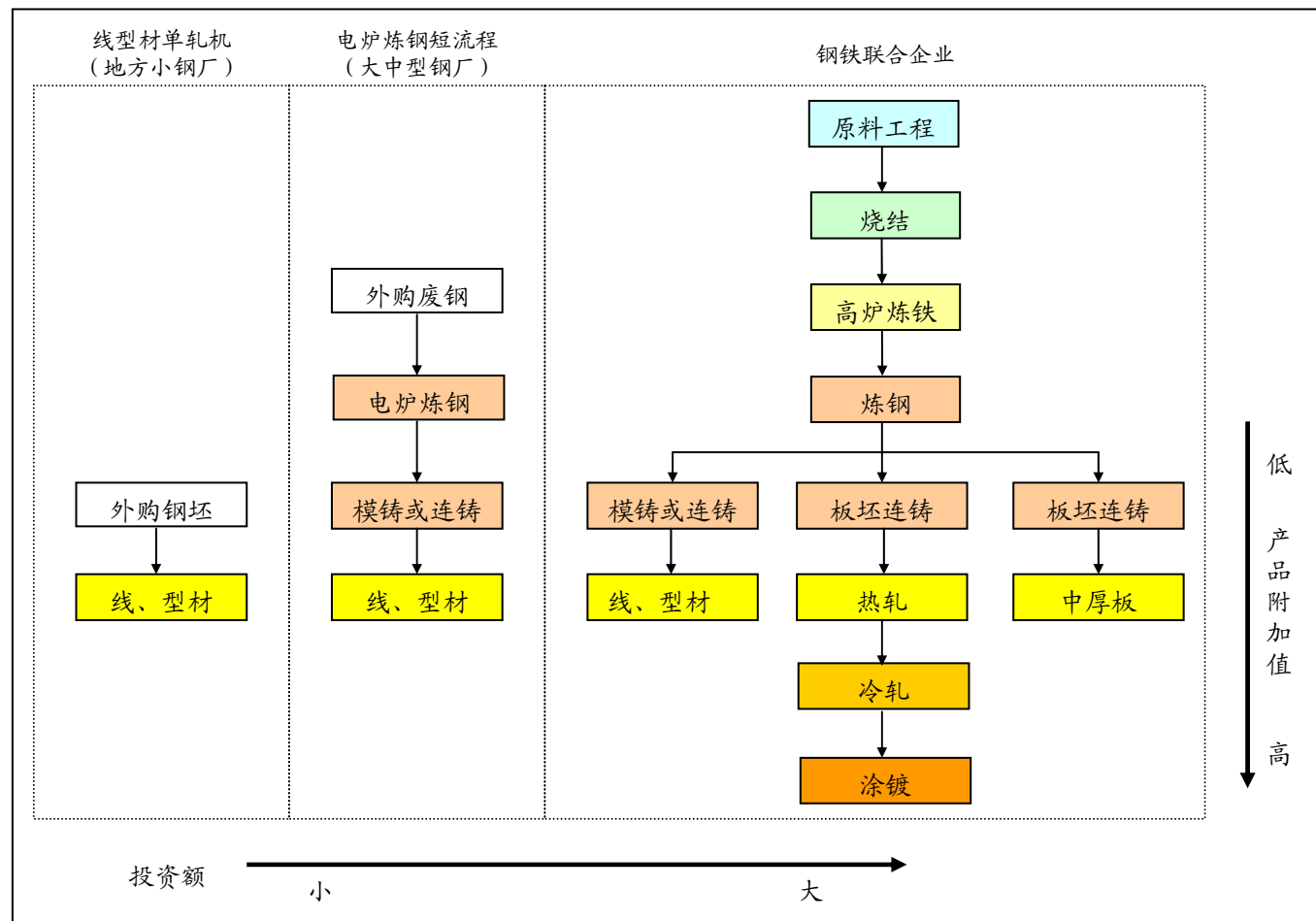
太钢不锈：审慎推荐

- 不锈钢盈利能力08年难以根本改善，碳钢盈利稳中有升，成为未来盈利贡献的主要力量
- 增发项目已通过审核，等待合适时机实施。如果成功增发，公司2008年的冷轧不锈钢产量将得到提升。预计2008年，公司不锈钢材产量将增加30%至239万吨
- 产能过剩压力下，2008年不锈钢行业难以根本好转

马钢股份: H股推荐 A股中性

- Huge bottom line growth expected for 2Q08. We expect 2Q08 earnings to grow over 50% QoQ and 1H08 earnings to grow 70% YoY
- The 5mn ton new plant will be a growth driver in 2H08 and 2009. Magang is projecting 4.4mn and 5.0mn tons of production volume for the new plant in FY08 and FY09, respectively, and improvement of the product mix and operating stability are the major force this year.

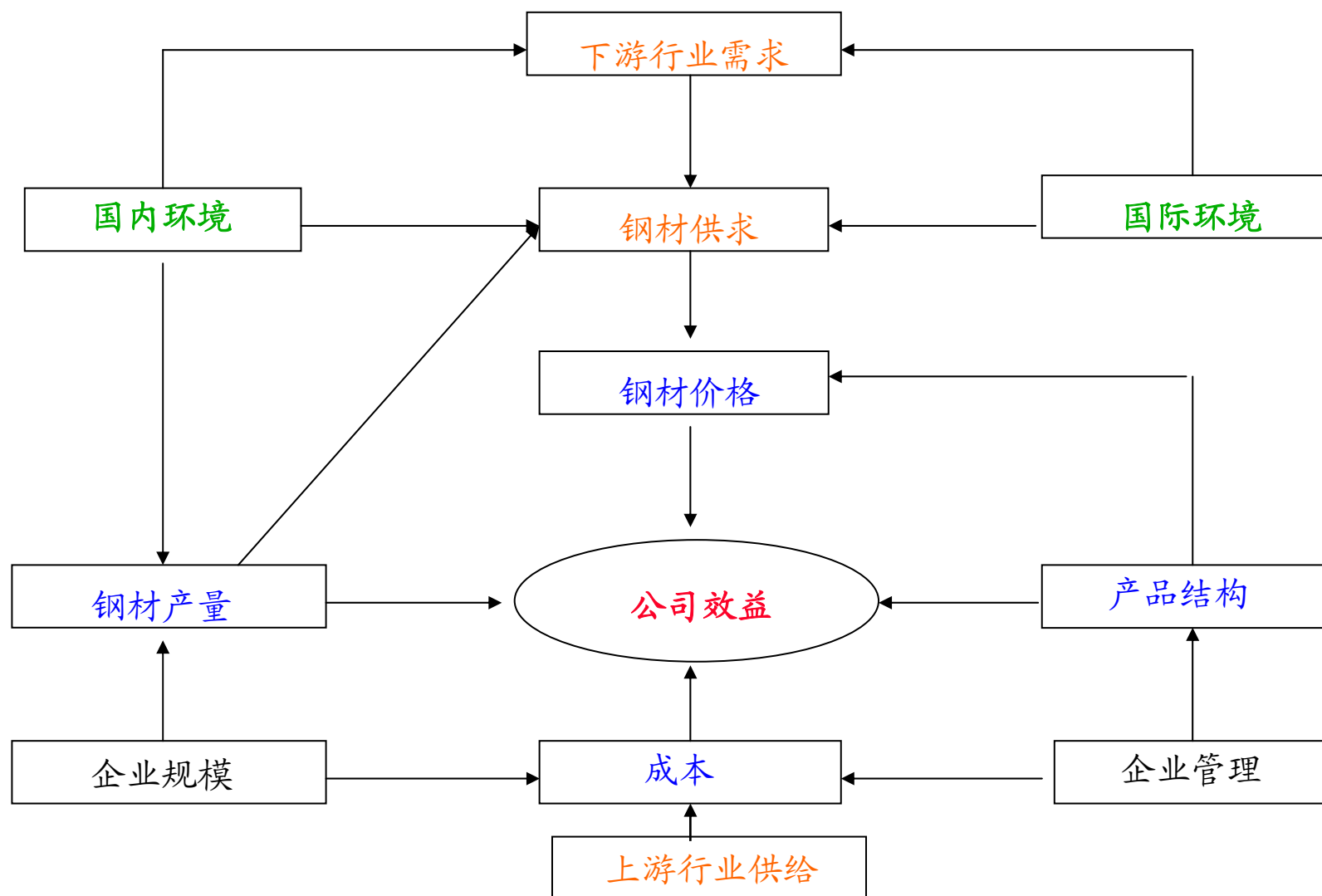
附录一：钢铁生产流程



附录二：钢铁企业成本构成

主营业务成本	100%
原材料	57%
铁矿石	28%
煤炭/焦炭	16%
其它辅料（废钢，铁合金等）	13%
电力	6%
折旧	9%
大修及维修费用	7%
生产人员工资及福利	13%
其他	7%

附录三：影响行业盈利的主要因素



- 谢谢