

311750512

股票研究

行业动态月评

黑色金属冶炼及压延加工业

中性

分红的吸引力将逐渐显现

2006年01月17日

吴鹏飞
 010 - 82001398
 wupengfei@gtjas.com

细分行业	
轧板	中性
板卷	中性
镀板	减持
中厚板	减持
建筑钢	中性

重点公司	
宝钢股份	谨慎增持
武钢股份	谨慎增持
鞍钢新轧	谨慎增持

产量方面: 11月份, 钢材产量同比增幅为19.6%, 环比10月份下降1个百分点。价格下跌导致的利润下滑将持续对企业的生产产生抑制作用, 在价格继续下跌的预期下, 钢材产量增长将进一步回落。11月份同比增长速度由高至低依次为: 镀层板(带)、涂层板(带)、电工钢板(带)、无缝钢管、中厚板、铁道用钢材, 其增长率均超越了20%。与前期数据相比, 冷热轧板产量释放速度放慢。

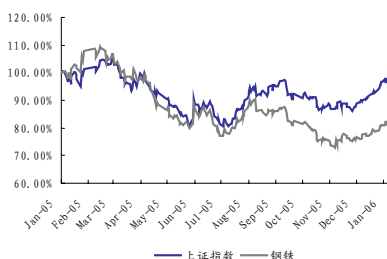
利润方面: 钢铁行业4季度利润出现急速下滑, 11月份为8.29%, 毛利率已创出2000年来的新低。由此推断, 钢铁公司4季度业绩存在比3季度下滑20%的可能。同时, 利润率降低趋势蔓延至采矿业

需求方面: 需求增速维持反弹的趋势, 与产量的增速差距逐渐缩小。分析支持需求反弹的投资因素, 属于反弹性质。下游行业投资面临下滑的趋势, 在下游投资没有转好的趋势之前, 钢铁的消费很难真正启动。预期一季度末钢铁行业利润会出现06年的低点, 随后的三个季度会有所好转。

子行业方面: 给予建筑钢、轧板、板卷“中性”的投资建议。维持镀锌板、中厚板的“减持”建议。

给予宝钢股份、武钢股份、鞍钢新轧“谨慎增持”的投资建议, 看好包钢股份、邯钢钢铁的股改, 给予“谨慎增持”。

行业指数走势



数据来源: 国泰君安研究所

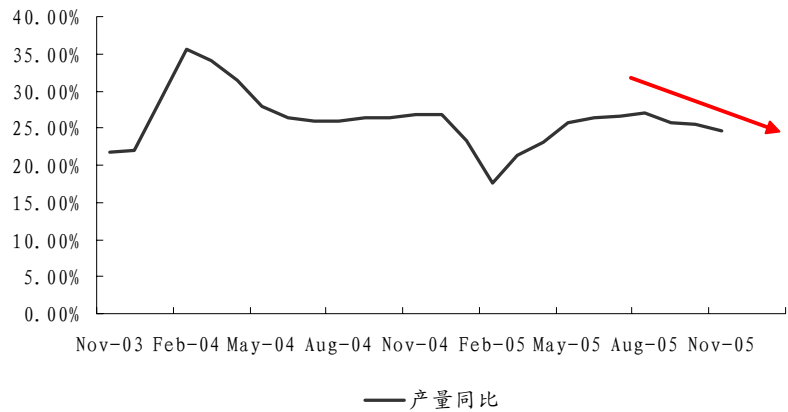
1. 供给增长衰减 行业毛利下滑

1.1 价格下跌压缩产量，预期产量增速继续下滑

钢材产量增长将进一步回落的预期没有改变。

11 月份，钢材产量同比增幅为 19.6%，这是继 8 月份达到产量增速阶段性高点后，连续 3 个月的产量增长下滑。11 月份环比 10 月份下降 1 个百分点。价格下跌导致的利润下滑将持续对企业的生产产生抑制作用，在价格继续下跌的预期下，钢材产量增长将进一步回落。

图 1: 钢铁产量增长率



资料来源：国泰君安研究所

11 月份，铁矿石原矿量 3943 万吨，同比增长 34.3%；生铁产量 2921.35 万吨，同比增长 21.2%；粗钢产量 3047.76 万吨，同比增长 17.4%；钢材产量 3305.77 万吨，同比增长 19.6%。

钢材中，11 月份同比增长速度由高至低依次为：镀层板（带）、涂层板（带）、电工钢板（带）、无缝钢管、中厚板、铁道用钢材，其增长率均超越了 20%。与前期数据相比，冷热轧板产量释放速度放慢。

变化比较大的是热轧薄板，产量同比-23.6%，产量下滑明显。与此对应，镀层板（带）同比上升 97.8%，上升明显。同时，前期产量同比增长在 50% 以上的硅钢，产量增长速度下滑到 34%。与 8-9 月份比较，大部分产品产量增速均有所下滑，我们认为主要原因是价格下滑对利润的挤压，促使企业缩减产量。

表 1: 钢铁行业产量统计

[万吨]	2005 年 11 月	同比	2005 / 1-11	累计同比
铁矿石原矿量	3943.24	34.3%	36803.09	24.9%
生铁	2921.35	21.2%	29851.24	29.4%
粗钢	3047.76	17.4%	31765.28	25.5%
钢材	3305.77	19.6%	33524.72	24.6%
其中: 钢筋	610.6	12.6%	4318.7	17.6%
铁道用钢材	23.65	1.5%	288.04	14.6%
型材	305.26	10.38%	3019.1	16.84%
中厚板	272.47	23.82%	1347.19	27.22%
热轧薄板	21.68	-23.6%	295.44	14.7%
冷轧薄板	72.79	18%	749.04	22.8%
镀层板(带)	109.53	97.8%	752.07	44.8%
涂层板(带)	17.88	68%	154.44	52.9%
电工钢板(带)	20.23	34.3%	217.93	44.7%
无缝钢管	97.66	30.4%	950.64	25.1%

资料来源: 冶金经济内参 国泰君安研究所

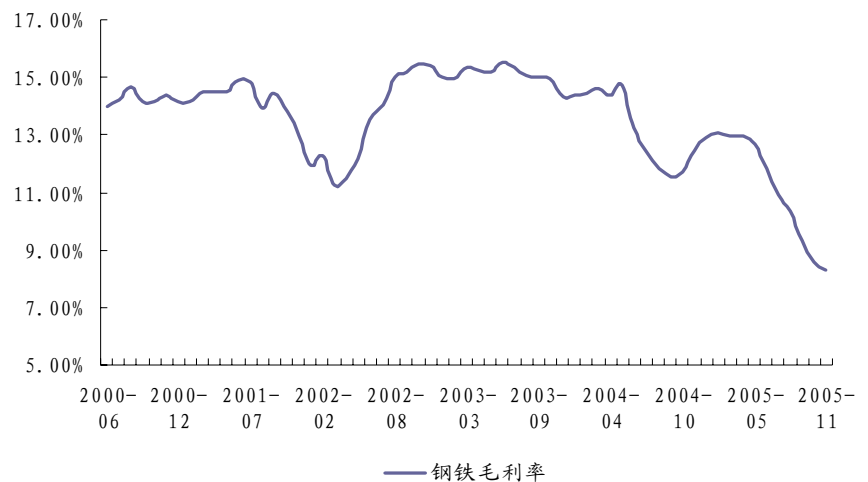
1.2 钢铁行业利润急速下滑

钢铁行业利润急速下滑

利润方面, 通过经过季节调整的数据(下同)显示, 钢铁行业 4 季度利润出现急速下滑, 11 月份为 8.29%, 毛利率已创出 2000 年来的新低。由此推断, 钢铁公司 4 季度业绩存在比 3 季度下滑 20% 的可能。

钢铁行业 4 季度利润出现急速下滑, 11 月份为 8.29%, 毛利率已创出 2000 年来的新低。

图 2: 钢铁行业毛利率



资料来源: www.cei.gov.cn 国泰君安研究所

“整个产业链的低利润不会维持某个产业环节的暴利。”

利润率降低趋势蔓延至采矿业

子行业方面，11 月份，子行业毛利率更加向下。已经处于微薄利润的钢压延与炼钢继续出现下滑，分别为 7.44%、8.41%。另一个毛利率向下调整趋势比较明显的是铁矿石开采业，11 月份毛利率为 27.22%，维持了 04 年中期以来的缓慢下降趋势。我们认为采矿业毛利率下滑的趋势不会改变，原因是我们多次强调的：“整个产业链的低利润不会维持某个产业环节的暴利”。由此推理，铁矿石价格的下跌只是时间问题。如果说 06 年铁矿石价格谈判还有争议的话，07 年的铁矿石价格下降的可能性是非常大的。

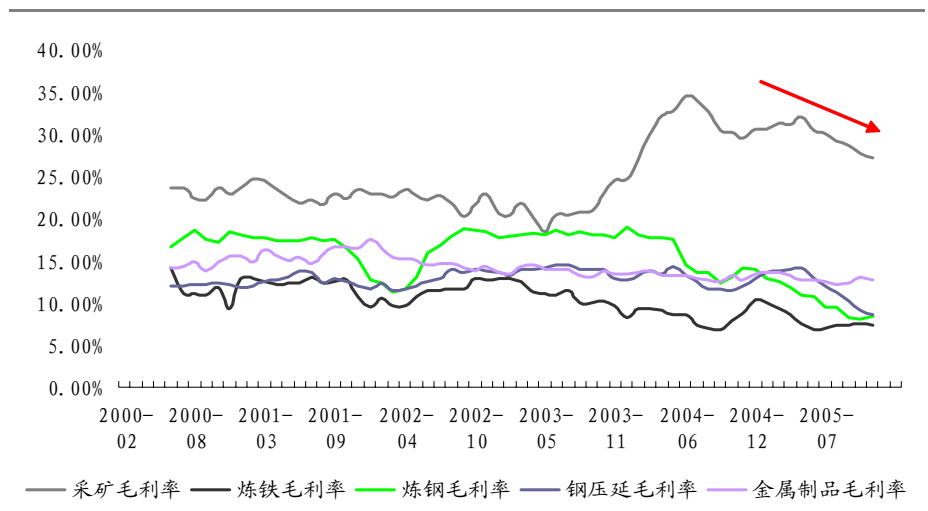
表 2: 毛利润变动趋势

毛利润(亿元)	2005 年 11 月	毛利率	毛利同比	毛利环比 %
铁矿采选	25.92	27.64 %	85.8%	15.9%
炼铁	7.98	6.33 %	-35%	12.4%
炼钢	39.96	11.51 %	-38.3%	34.6%
钢压延加工	89.4	10.49 %	-17.5%	2.12%
金属加工	76.8	12.9 %	40.7%	5.51%

资料来源: www.cei.gov.cn 国泰君安研究所

分析子行业的利润趋势，加工环节的毛利率处于 7% - 12% 区间，测算的净利率为 2.5% - 7%。我们认为加工环节利润继续下滑的空间有限，预期未来将维持当前利润水平，继续下滑的可能性比较小。

图 3: 毛利率变动趋势



资料来源: www.cei.gov.cn 国泰君安研究所

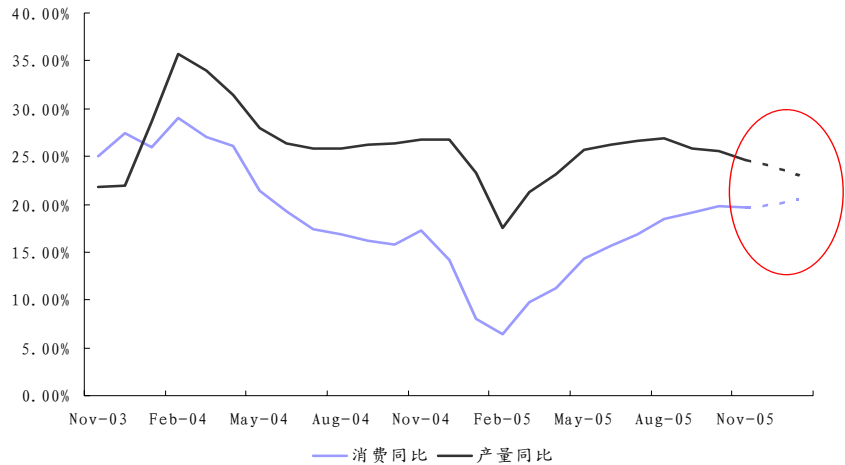
1.3 投资决定消费变动趋势

需求增长并不弱势

需求维持继续反弹的趋势。

11 月份的数据显示，累计的钢材表观消费同比增速为 19.7%，环比下降 0.05 个百分点；供给同比增速为 24.6%，环比下降 1 个百分点，供需增速之间的差距呈减小趋势。需求维持反弹趋势，但增长趋势趋缓明显。对产量增速的预期是下滑的，需求的变动就成为决定行业判断的关键。需求走势取决于投资的趋势，当前的需求反弹的持续性对未来业绩判断至关重要。

图 4：钢铁供需月度累计同比



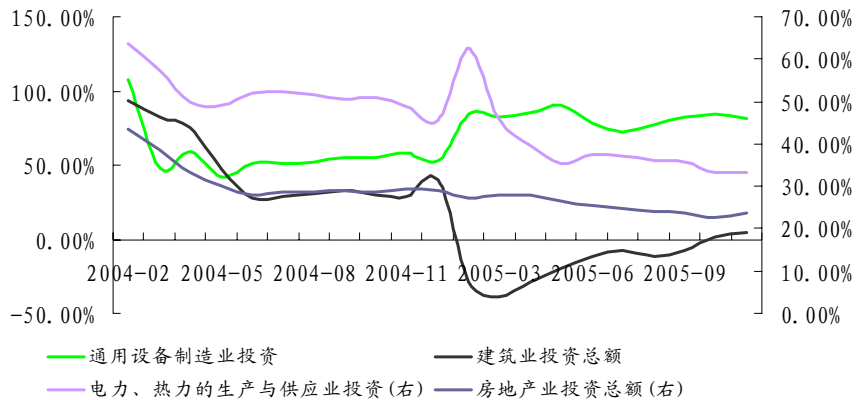
资料来源：www.cei.gov.cn 国泰君安研究所

下游行业投资反弹式增长

下游需求反弹式增长决定钢铁需求的修复是反弹式的。不过一季度末可能会出现上半年低点。

从几个主要的下游消费行业的投资来看，通用设备制造业的投资维持在 45% 的高位，随着设备投产期的过去，预期 06 年将呈现逐渐走低趋势；电热力供应业将在 07 年呈现供过于求，投资也应回落；房地产的紧缩可能刚刚开始，购房观望预期不会带动房地产投资的增长；受前期投资政策打压的影响，建筑业的投资属于反弹式增长，这种反弹增长对钢铁需求构成短期支撑。综合上述判断，当前钢铁需求趋势属于反弹。可以看到，在下游投资没有转好的趋势之前，钢铁的消费很难真正启动。预期一季度末钢铁行业利润会出现 06 年上半年的低点，随后会有所好转。

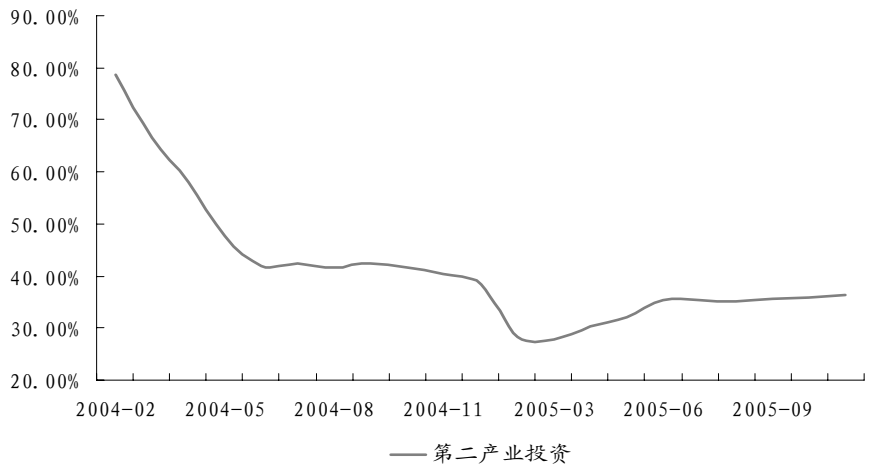
图 5: 钢铁下游行业投资同比趋势



资料来源: www.cei.gov.cn 国家统计局

从第二产业投资来看, 预期 06 年将呈现总体稳定的趋势, 不管是宏观政策的影响还是经济增长动力的需要, 稳定的可能性比较大。

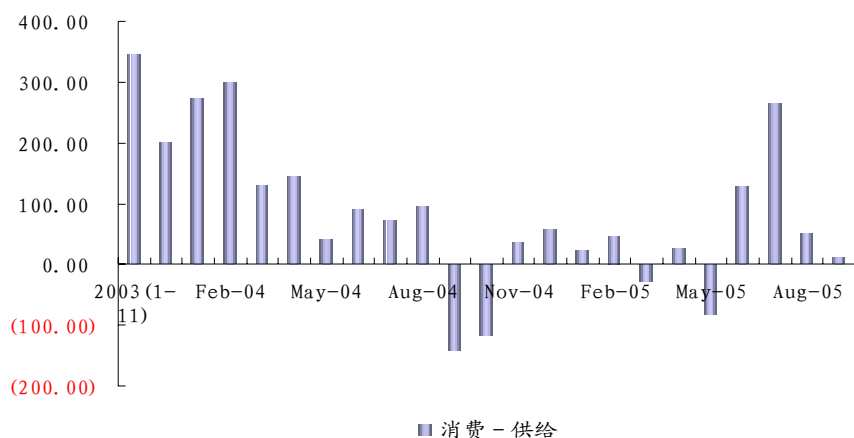
图 6: 第二产业投资趋势



资料来源: 国家统计局

图 7 可以看到, 消费减去供给的数据并不乐观。虽然受价格下跌影响, 企业的产量有所降低, 但投产产能仍是潜在产量, 即使需求的增长也难以改变供需结构。预期 06 年仍将处于供大于求的阶段。

图 7: 国内消费减供给走势图



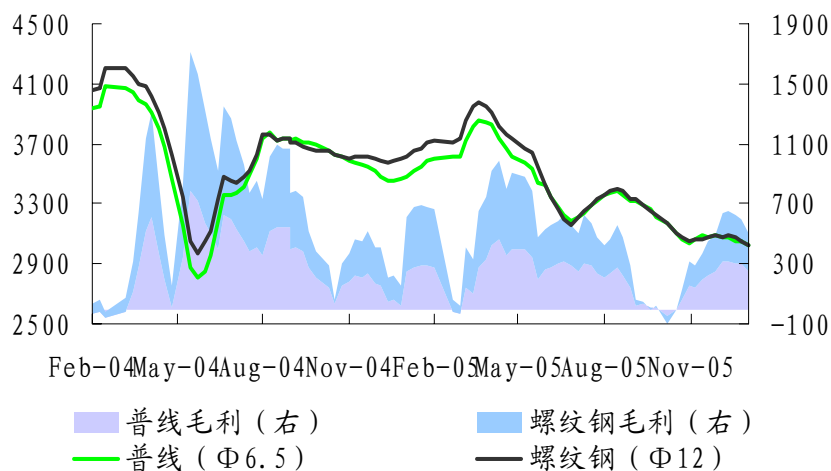
资料来源: 国泰君安研究所

2. 子行业利润下滑明显

2.1. 建筑钢——中性

下半年以来, 9 月份线材生产企业利润最薄, 基本为负。随后微小的原料价格下跌对线材生产企业很重要, 反映出建筑钢对成本非常敏感的特点。11、12 月盈利好于 9 月份。12 月份, 普线与螺纹钢均价为 3064、3073 元/吨, 环比下跌 0.5%、0.06%。按照物料成本计算的毛利处于 250 元/吨左右的水平, 净利润为 60 元/吨左右。

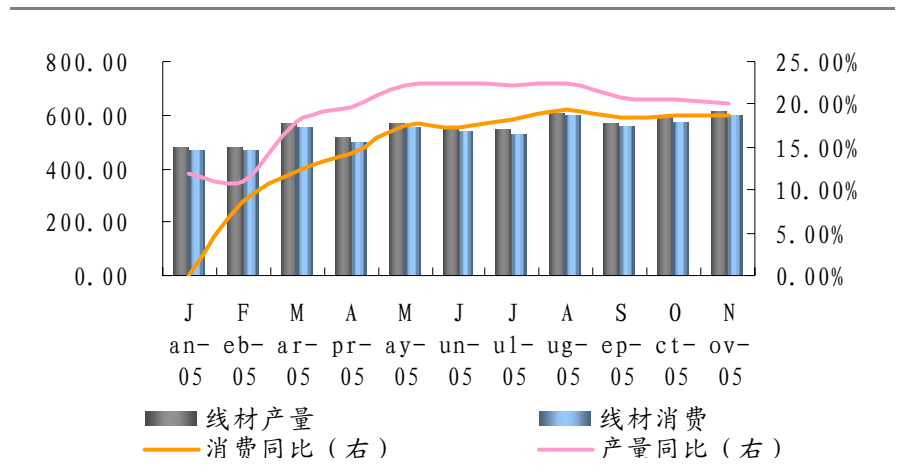
图 8: 建筑钢价格、毛利



资料来源: 钢铁协会 国泰君安研究所

图 9 中，11 月份线材需求为 521 万吨；供给为 520 万吨。从 1-11 月份累计数据看，线材是供需充分的行业，行业竞争已经非常充分。价格对成本反应比较敏感，行业处于低利润阶段。预期 4 月份铁矿石价格变动对线材利润影响明显。

图 9: 建筑钢供需结构

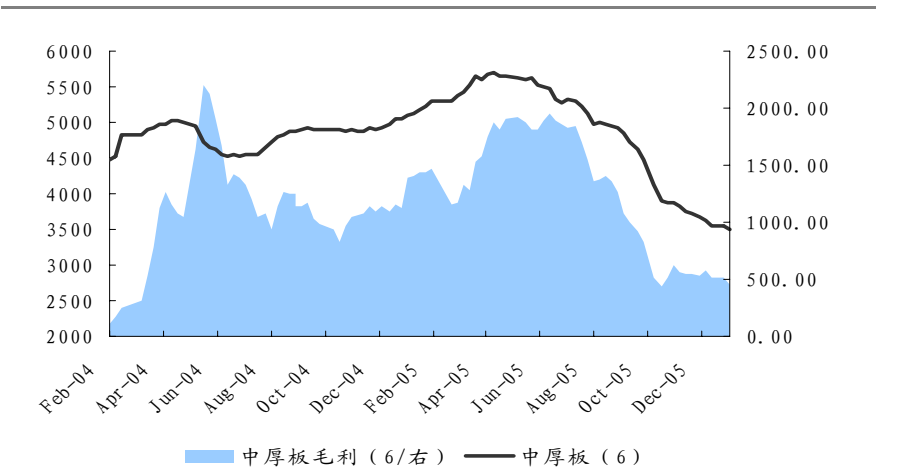


资料来源：钢铁协会 国泰君安研究所

2.2. 中厚板——减持

统计的 12 月份中厚板（6MM）价格平均为 3566 元 / 吨，环比 11 月份下跌 4.78%。10 月份中厚板急跌之后，价格运行比较稳定。近期，消费量保持比较好的增长趋势，预期后期价格将会稳定上升。

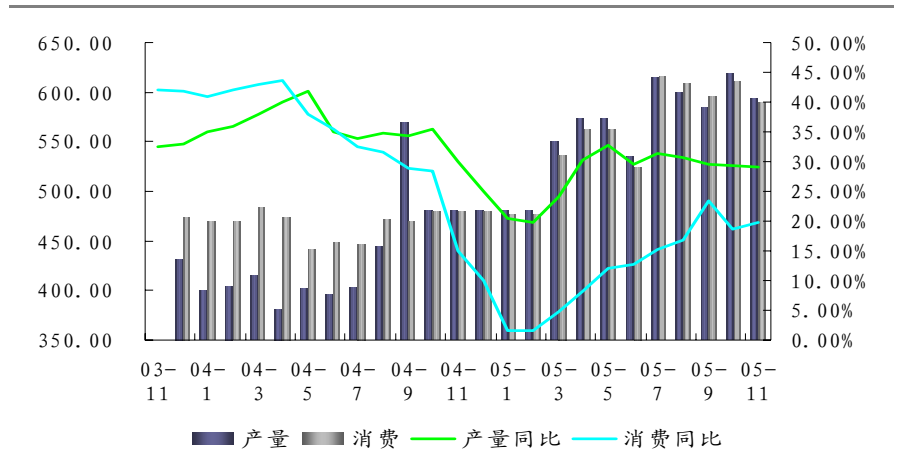
图 10: 中厚板价格、毛利



资料来源：国泰君安研究所

图 11 中，11 月份中厚板需求为 590 万吨，同比增长 23%；供给为 594 万吨，同比增长 23%。从 1-11 月份累计数据看，供给的同比增长一直快于需求；需求的增长趋势一直得以延续，供需状况的改善有利于价格的稳定。

图 11: 中厚板供需结构

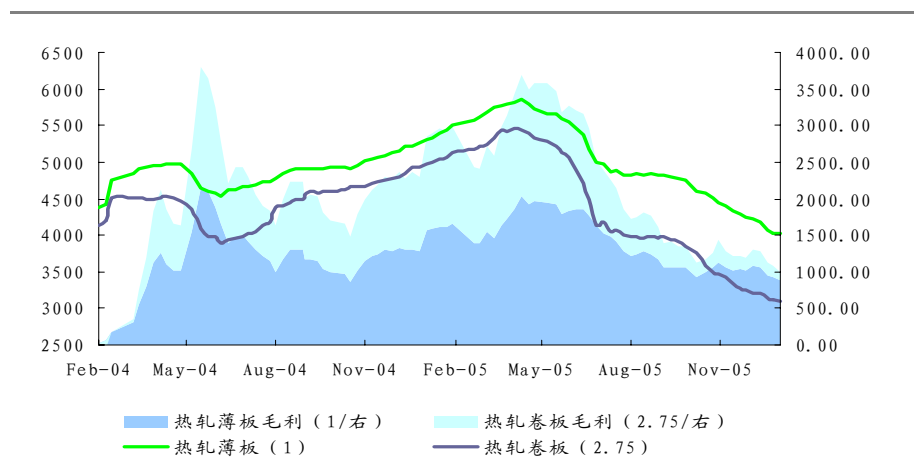


资料来源：国泰君安研究所

2.3. 板卷——中性

12 月份，热轧板、卷价格平均为 4123、3171 元/吨，环比 11 月份下跌 4.4% 与 4.6%。测算的毛利方面，热轧板、卷的毛利环比下跌 2.69% 与 1.52%，随着逐渐靠近成本，价格下跌的动力在减弱，预期价格将以稳定为主。

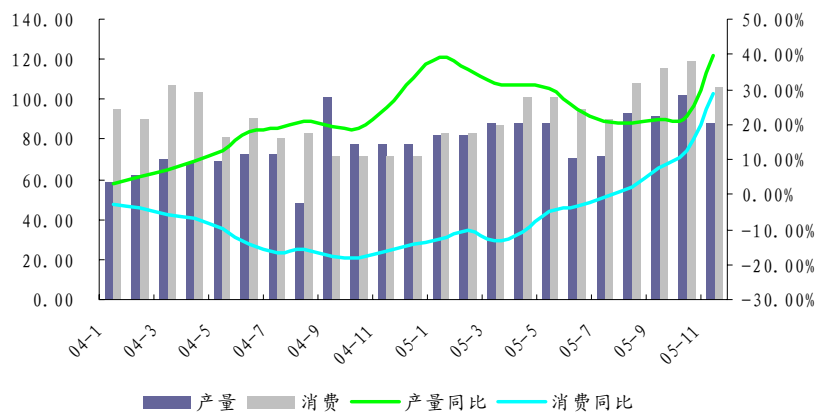
图 12: 热轧板卷价格、毛利



资料来源：钢铁协会 国泰君安研究所

图 13 中，11 月份热轧板卷需求为 106 万吨，同比增长 47%；供给为 88 万吨，同比增长 13%。热轧板卷的供需速度呈现比较有意思的一个现象：1-11 月份需求累计增速急速增长，从 10 月份的 12.39% 增长至 11 月份的 29%，但是产量累计增速也迅速做出反应，同步增长，从 22.4% 增至 39.8%。可以看到，在潜在产能存在的情况下，需求的增长会被供给迅速弥补掉，说明真正的供需结构转变需要消化掉潜在产能为前提。

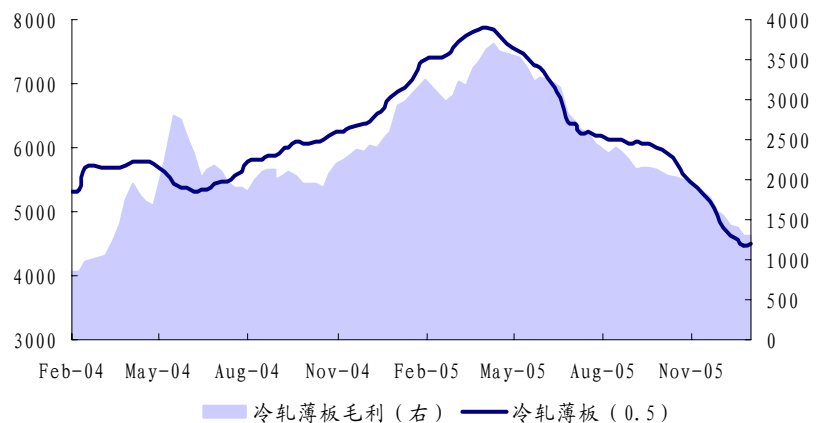
图 13: 热轧板供需结构



资料来源：国泰君安研究所

12 月份，冷轧板卷价格平均为 4608 元/吨，环比 11 月份下跌 11.1%。测算的毛利方面，冷轧板毛利环比下跌 20.2%，下跌速度明显加快。预期下跌在二季度初有所缓解。

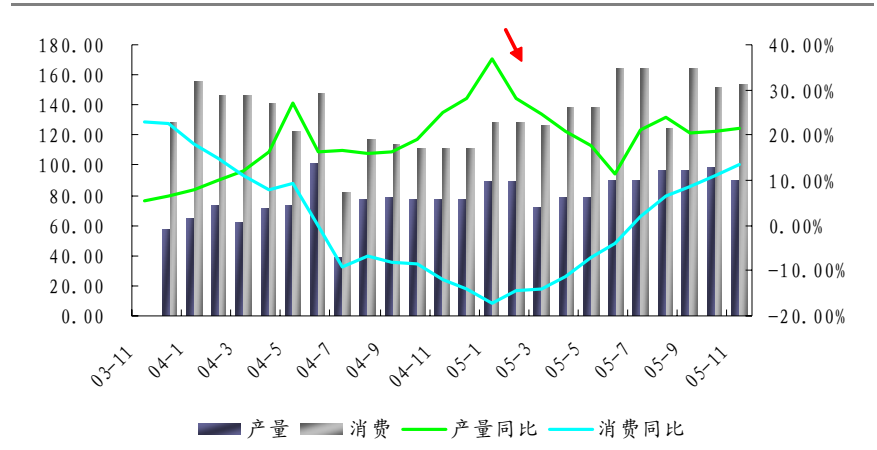
图 14: 冷轧板卷价格、毛利



资料来源：钢铁协会 国泰君安研究所

图 15 中，11 月份冷轧板卷需求为 154 万吨，同比增长 39%；供给为 90 万吨，同比增长 17%。从 1-11 月份累计数据看，需求的增长趋势一直以延续。虽然供给增速大于需求，但需求的修复毕竟是好事，预期会对价格起到支撑作用。

图 15: 冷轧板卷供需结构

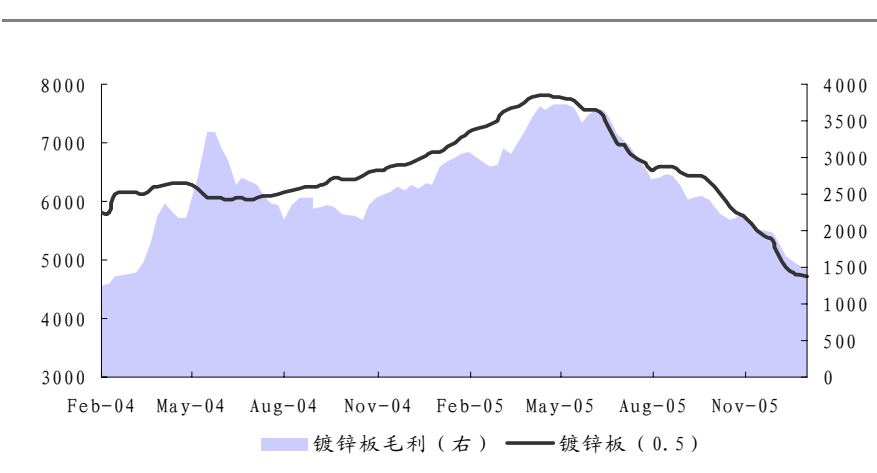


资料来源：国泰君安研究所

2.4. 镀板——减持

12 月份，镀锌板价格平均为 4877 元/吨，环比 11 月份下跌 10.7%。测算的毛利方面，镀锌板的毛利环比下跌 18.18%，下跌速度均比较明显。预期下跌在二季度初有所缓解。

图 16: 镀锌板价格、毛利

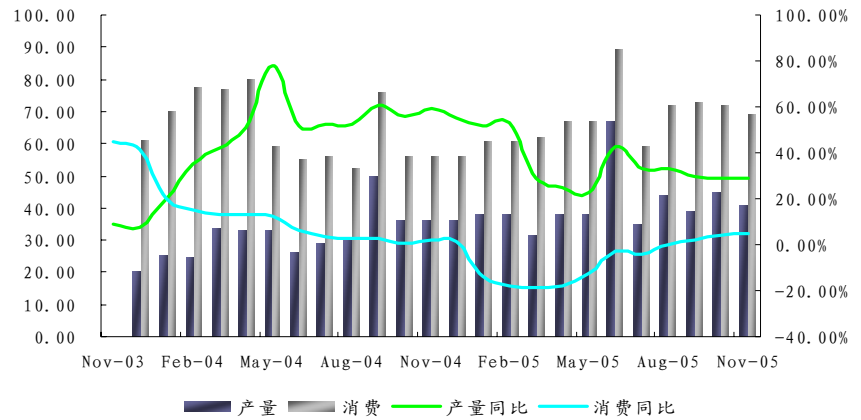


资料来源：钢铁协会 国泰君安研究所

图 17 中，11 月份镀锌板需求为 69 万吨，同比增长 23%；供给为 41 万吨，同比增长 14%。从 1-11 月份累计数据看，镀锌板的需求增长趋势不如前几个钢种，我们预期需求因素增长的趋势不会改变，只是程度的不同，

预期随着需求的改善，价格将会进入稳定期。

图 17: 镀锌板供给需求同比



资料来源：国泰君安研究所

3. 上市公司动态

宝钢股份：——谨慎增持

1月6日，公司发布公告，宝钢集团于2005年10月14日开始第二轮增持公司股票。截止2006年1月5日，第二个20亿增持资金已全部用尽。虽然第二次增持对市场的作用强于第一次，但市场的引导作用基本没有达到。

其他相关新闻有：2005年12月9日，宝钢第一家专业不锈钢剪切配送中心——佛山宝钢不锈钢加工配送有限公司正式投产。年设计加工能力为8万吨，将成为宝钢在华南地区的重要的不锈钢加工、配送和服务中心；2006年1月1日起，宝钢分公司冷轧厂两条电镀机组全面实现无铬化生产。至此，宝钢电镀钝化、磷化、耐指纹、无处理等系列产品在国内率先成为绿色钢材，从而为家电业用户进入欧洲市场开辟了“绿色通道”。

预期06EPS为0.48元，测算的05、06年PB为0.93、0.9倍，我们认为宝钢给予0.9的PB是估值的合理底线。同时，0.32元/股，8%的股息率是吸引稳健资金的亮点。在正股价格估值合理内，在未来6个月内，获取8%的近似无风险收益是比较稳妥的，而且随着分红期的临近，我们相信对分红的认同会越来越强。维持“谨慎增持”

武钢股份：——谨慎增持

12月30日，武钢股份公布了06年2月份产品调价政策，除镀锌板下调100元/吨，无取下调400元/吨。其他沿用1月份价格。

预计05、06年EPS为0.68、0.49元/股，PE为4、5.55倍，05年PB为1.01倍，估值基本合理。50%的分红大约为0.34元/股，股息率为12%，弥补了股价略高于宝钢的缺陷。随着市场对稳定分红的关注，分红溢价的作用将显现，我们认为，股价已经兑现了行业风险，分红对长期资金的吸引应该受到关注。维持“谨慎增持”

表3：武钢股份调价表

	Jul-05	Aug-05	Sep-05	Oct-05	Nov-05	Dec-05	Jan-06	Feb-06
热轧板	-300	-600			-400			
冷轧板	-300	-700			-450			
镀锌板	-300	-500	-550		-300			-100
镀锡板	-200	-200			-200			
彩涂产品	-200	-500	-400	-400	-200			
取向硅钢			2000		-500	1000		
无取向硅钢	200	-600	-600					-400
型材		-150						
线材	-200	-350	-100	50	-150			
轧板	-200	-300	-300					

资料来源：我的钢铁 国泰君安研究所

本行业主要上市公司的财务预测与价值评估

	价 格	近一月	PB	05EPS	06EPS	05	06	流通A股	流通市值	投资	上期投资
	17/01	涨幅%		(元)	(元)	PE	PE	(万股)	(亿元)	建议	建议
宝钢股份	3.95	-1%	0.93	0.73	0.48	5.4	8.2	1,751,20	691.72	谨慎增持	谨慎增持
武钢股份	2.72	-1%	1.01	0.68	0.49	4	5.5	783,800	213.19	谨慎增持	谨慎增持
鞍钢新轧	3.93	1%	1.03	0.71	0.79	5.5	4.9	296,299	116.45	谨慎增持	中性
包钢股份	2.52	16%	1.05	0.39	0.3	6.4	8.4	106,039	267,218.3	谨慎增持	中性
邯郸钢铁	3.46	10%	0.9	0.44	0.35	7.8	9.8	76,821	265,800.7	谨慎增持	中性
太钢不锈	4.11	11%	0.97	0.64	0.56	6.4	7.3	58,500	240,435	中性	中性
G 新钢钒	3.51	-2%	0.57	0.69	0.50	5.0	7.0	169,889	596,310.4	中性	中性

资料来源： 国泰君安证券研究所

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5%~15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海
上海市延平路 121 号 17 楼
邮政编码: 200042
电话: (021) 62580818

深圳
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层
邮政编码: 100088
电话: (010) 82001310

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com
EMAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com

免责声明

本报告是国泰君安证券股份有限公司研究所为特定投资者和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均不代表国泰君安证券股份有限公司及其研究所的观点和建议。本公司虽已力求报告内容的准确可靠,但本公司及其研究所并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。国泰君安证券股份有限公司以及与该公司有关联的任何个人均不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与国泰君安证券股份有限公司研究所联系,否则后果自负。