

2006年2月8日

维持评级：强于大市

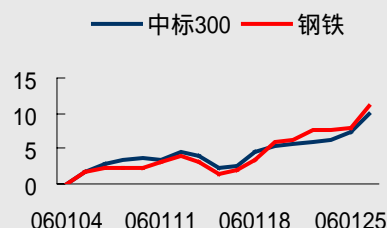
# 外资点燃国内投资者热情

## 钢铁行业 2006年2月投资策略

### 投资要点

- 进入2006年以来钢材价格出现80~100元/吨的上涨,预计今后钢铁行业在供大于求的大背景下,钢材价格继续低位徘徊,但是钢材价格继续下跌的动力不足。原因在于钢材消费继续保持较高的增长速度,而钢铁新增供给的增幅将出现下降。
- 铁矿石谈判价格的利空因素在被市场逐渐消化,据我们初步测算,即使2005年铁矿石名义价格上涨,钢铁企业消费铁矿石价格呈现下降趋势。主要原因是海运费价格下跌和中间贸易商利润的压缩。
- 世界第一大钢铁公司米塔尔收购世界第二大钢铁公司 ARCELOR 的举动引爆国际钢铁股,ARCELOR 大涨30%,世界主要钢铁公司股价都重回高位。国际钢铁股的走强将倒逼国内钢铁股走强。
- 有色金属期货价格的上涨,拉动来有色金属股票的上涨。其中有中国概念的因素,可能更多的是发展中国家新增消费能力的拉动。金属产品替代效能与比价效应将使投资者重新思考周期概念和资源概念。而钢铁产品汇集资源和能源双重性能,其内在价值还为被国内投资者充分认识。
- 钢铁公司股改收益仍将是一个追逐热点,莱钢股份、济钢股份、包钢股份、太钢不锈、本钢板材值得关注;稳健者可买入高股息率公司如 G 宝钢、G 唐钢,业绩预期增长和稳定的公司如 G 鞍钢、G 钢钒。

### 钢铁行业相对中标300 指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

### 主要公司财务数据预测

名称	评级	每股盈利 (元)			市盈率	市净率
		2004	2005E	2006E		
宝钢股份	买入	0.75	0.73	0.60	5.25	0.96
马钢股份	持有	0.56	0.48	0.40	4.77	0.92
鞍钢新轧	买入	0.60	0.70	1.00	7.68	1.25
新兴铸管	增持	1.00	0.90	0.80	5.25	1.00
唐钢股份	增持	0.62	0.55	0.50	5.50	0.82
武钢股份	买入	0.40	0.65	0.53	6.28	1.00
包钢股份	增持	0.35	0.42	0.35	5.62	0.85
太钢股份	买入	0.78	0.70	0.65	4.44	0.84
华菱管线	增持	0.57	0.40	0.40	8.06	1.14

**周希增**

电话： 010-84588218

Email: zxz@citics.com

北京市朝阳区新源南路6号

京城大厦五层

邮编：100004

## 一、简要回顾

2005 年 1 月份，钢材价格低位徘徊。热轧板卷价格出现止跌反弹。但是整体钢铁股热点主要集中在股权分置改革。可喜的是一月份钢铁股走势与整个大盘相当。

市场对钢铁股的担心主要来自于宏观管理部门不断的淘汰过剩产能的舆论导向，钢材价格的不断下跌的直接信息，以及部分钢铁企业 12 月份已经出现亏损的传言。铁矿石价格继续上涨的传闻更是雪上加霜。

支持部分钢铁股走强的主要原因是钢铁企业股权分置改革的慷慨，据不完全统计，钢铁股的平均送股（送达率）超过了 10 送 3。同时，国际钢铁股的走强，特别是香港市场 H 股中钢铁股的强劲走势，升幅已经超过了 20%，A 股与 H 股的倒挂，倒逼国内钢铁股的恢复性上涨。

股票投资者的迷茫与实业投资者，特别是外资购买国内钢铁资产的热情，正在不断消除国内投资者投资中国钢铁股的忧虑。

我们继续维持钢铁行业强于大市的投资评级。

## 二、钢铁行业生产经营

### 钢材生产继续增长

从钢铁生产情况看，2005 年全国粗钢产量 3.49 亿吨，比上年增长 6887 万吨，增长 24.56%；生铁产量 3.3 亿吨，比上年增长 7265.08 万吨，增长 28.8%；钢材产量（含重复材，下同）3.7 亿吨，比上年增长 7214.42 万吨，增长 24.13%。

从年度数据与 11 月份数据对比来看，受到国内钢材价格下跌以及各钢铁企业限产保价措施的实施，钢铁产品产量增长有所放缓。

#### 2005 年 11 月主要冶金产品产量

单位：万吨	本月止累计	同比增长%	本月	月度同比增长%
粗钢	31765	25.5	3048	17.4
生铁	29851	29.4	2921	21.2
钢材	33525	24.6	3306	19.6
焦炭	20921	25.4	2038	15.2
铁矿石原矿量	36803	24.9	3943	34.3
铁合金	966	14.5	123	29.5

### 钢材出口反弹

据海关总署统计：2005 年 1 - 11 月我国钢材累计出口 1871 万吨，累计统计增长 55.01%，累计进口 2404 万吨，同比下降 12.11%。

全年进口钢材 2581.62 万吨、钢坯 131.41 万吨；出口钢材 2052.26 万吨、钢坯 706.85 万吨，折合成粗钢进口、出口相抵后全年净出口粗钢 12.3 万吨。

由于国家取消了钢坯的出口退税，从 2005 年 8 月份开始，钢坯的出口陡降。9 月份钢坯出口低至 13.8 万吨。从 10 月份开始钢坯的出口量开始增加，10 月份出口 15.9 万吨，11 月份出口 39 万吨。国家对钢材出口退税政策的改变，对钢坯出口有明显的抑制作用。但是，迫于国内钢材市场的压力，钢坯出口还是出现了放量信号。

为控制高能耗产品出口，我国自 2005 年 5 月 1 日起将钢材出口退税率由 13% 下调至 11%。但 2005 年四季度钢材出口出现反弹，表明在国内产能过剩的背景下，出口退税率下调难以影响企业的出口取向。这也验证了我们年度报告中对于国内钢材出口增长的预见。

从钢材出口情况来看，2005 年 10 月份出口钢材 134.4 万吨，比上月环比下降 1.13%，出口金额 8.7 亿美元，环比下降 2.7%。但 11 月、12 月钢材出口量分别为 155.8 万吨、181.8 万吨，环比分别增长 15.9% 和 16.7%；出口金额分别为 9.6 亿美元、10.7 亿美元，环比分别增长 11.3% 和 11.6%。

钢材出口止跌反弹，首先是因为国内、国际市场钢材价差“利诱”企业出口。2005 年以来，国内钢材市场价格持续走低。CRU 国际钢材价格指数显示，2005 年 11 月底国际钢材综合价格指数为 135.3，而同期国内钢材综合价格指数为 100.6，比国际低 34.7 个百分点，我国钢材价格处于世界低位。因此，2% 的退税率下降幅度不足以压缩钢铁企业的利润空间，其出口钢材仍有利润可图。

其次，国内钢铁产能过剩也促使企业转向国外市场。2005 年全国钢材产量达 3.5 亿吨，而国内钢材表观消费量经过连续三年 20% 以上的高增长后，增速大幅回落，产能大于需求，供大于求的现状使扩大出口成为钢铁企业的必然选择。

但是，分析钢材出口品种可以看出，国内钢材出口品种以低附加值的棒材和板材为主，汽车、造船用钢板及锡钢片等高附加值的钢产品仍依赖进口。

## 钢铁企业实现首次出现负增长

2005 年纳入钢协统计的 66 家大中型钢铁生产企业产品销售收入 11752.76 亿元，比上年增长 16.42%；实现利润 768.65 亿元，比去年下降 10.62%。11 月份当月账面亏损企业达 14 家，亏损面 20.5%。

1-11 月份全国重点钢铁企业（纳入钢协统计的 68 户）实现销售收入 10883 亿元，同比增长 21.23%；实现利税 1299 亿元，同比增长 4.28%；实现利润 731 亿元，同比减少 1.01%，与 2004 年全年实现利润增幅比较回落 64 个百分点。提取折旧 578 亿元，同比增长 19.80%。

## 外资并购

2005 年跨国钢铁巨头抢滩中国进程明显加快。但是，2005 年 7 月 20 日国家出台的《钢铁产业政策》规定，钢铁公司原则上不允许外资控股。

继世界钢铁巨头米塔尔斥资 27.915 亿元人民币，购得华菱管线（000932）36.67% 的股权后，世界第二大钢铁巨头阿赛洛钢铁集团计划收购莱钢。

此外米塔尔在完成对华菱管线并购的同时，正在积极与内蒙古包钢、新疆八一等钢铁公司进行实质性谈判。

中国作为一个最大的发展中国家，工业化与城市化拉动的钢材消费增长，未来中国钢材消费量的长期增长趋势是一个不争的事实，近期中国钢铁的产能过剩，是生产能力与需求的相对过剩，又是结构性过剩。高附加值钢材仍然需要进口，2005 年钢材进口总量超过 2000 万吨。吸引外资，能够提高中国企业技术水平。随着外资的进入，会对钢铁行业的技术水平以及结构调整带来一定的正面影响。

## MITTAL 收购 ARCELOR

世界最大的钢铁公司米塔尔出价 230 亿美元“恶意收购”其主要竞争对手，世界排名第二的钢铁企业阿塞洛钢铁集团。尽管 Arcelor 的董事会一直表示拒绝，称这个提议是“150%的恶意”（收购）。然而 Arcelor 的股价却扶摇直上，表明投资者仍认为能在较高价位上达成交易。甚至全球范围内的钢铁类股都呈现上涨，据 Thomson Financial 的统计数字，自今年 1 月 1 日以来，全球钢铁类股涨幅接近 28%，由此看出，投资者认为今后还会有更多的并购交易。

Arcelor 也在美国、加拿大等地加大扩张力度，两家钢铁公司都力争实现年产钢 1 亿吨的目标，将推动国际钢铁公司更多的国内国际并购。

在外部竞争的压力下，以及当前国内钢铁工业出现的供大于求的形势下，国内钢铁公司的购并将提速。东北鞍本集团、河北南北两大集团等一系列购并活动仅仅是刚露端倪。

## 钢材价格低位徘徊

### 2006 年 1 月国内钢材价格指数

品种	规格(毫米)	价格	指数	本周比 2005 年底升跌	本周比 2004 年底升跌
钢材综合			93.34	-0.84	-31.87
普线	6.5	2981	86.58	-1.95	-14.03
螺纹钢	12-25	2981	84.71	-2.05	-16.33
中厚板	6	3431	93.85	-3.09	-44.47
热轧薄板	1	3923	95.15	-2.62	-32.35
热轧卷板	2.75	3167	82.52	1.22	-45.79
冷轧薄板	0.5	4631	94.96	3.1	-44.37
镀锌板	0.5	4743	91.78	-0.02	-40.38
无缝管	159*6	5215	112.76	-2.51	-11.79

资料来源：中国联合钢铁网

从不同品种来看，主要板材都在低位徘徊，但是热轧薄板价格出现了一定程度的反弹。其中近期热轧板卷价格上涨幅度在 80~100 元不等。

我们目前钢材价格继续下行的动力不足，随着春季施工开始，建筑类钢材价格有望率先反弹。

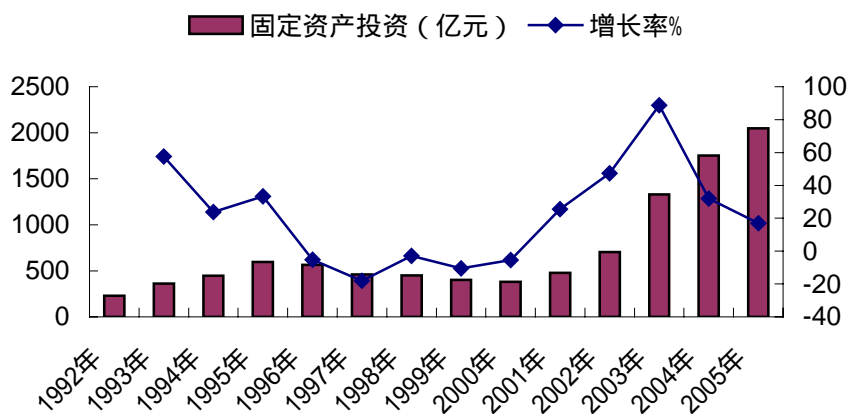
### 三、2006 年 2 月份展望

2006 年是国家“十一五”规划的第一年。据预测，2006 年 GDP 增长将保持在 9%的水平上，投资增幅将在 17~19%。2005 年 12 月初的中央经济会议和发改委工作会议均把控制钢铁行业产能过剩、加快产业结构调整 and 落实产业政策作为明年工作的重心。但是我们认为钢铁工业产能过剩可能会被人为的扩大。从国际经验来看，钢铁工业产能利用率达到 70%是一个正常值，而我国的产能利用率不仅 100%的利用，而且各企业在产品短缺情况下，超产成为各企业追求的共同目标。

随着钢材市场从火爆到萧条，各钢铁企业通过调整结构与产业升级获取价值最大化而不是产能最大化将成为各钢铁企业的战略重点，钢铁工业产量增长率将逐渐下降。

同时从固定资产投资来源看，钢铁工业固定资产增长的动力也不足。我们预计钢铁行业 2006 年固定资产投资将下降 20%。主要从钢铁工业资金来源看，

#### 钢铁工业固定资产投资（1992~2005 年）



#### 钢铁投资来源：自筹资金

	国有	非国有	合计	比重%
资金来源	1161.7	744.3	1906	100
国家预算内	0.5	0.1	0.6	0.03
国内贷款	110	62.1	172.1	9.03
债券	6.2	0	6.2	0.33
利用外资	8.2	74.5	82.7	4.34
自筹资金	1028.6	549.1	1577.7	82.78
其中企业自有资金	1000.5	470.6	1471.1	77.18
其他	7.3	58.4	65.7	3.45

注：2005 年 1-11 月份数据，投资 500 万元以上项目。

2005 年行业总投资 2000 亿元，其中利润 800 亿元，折旧 600 亿元。

2006 年总投资将下降 20% 以上，其中行业利润 500 亿元，折旧 600 亿元。

### 中国铁矿石进口国别分析

	2005		2005	2004	2005 年 11 月
	亿美元	万吨	均价	均价	均价
铁矿	166.5	24850	67.00	61.13	65.93
澳大利亚	55.82	10182	54.82	42.68	55.34
印度	48.37	6280	77.02	81.29	68.17
巴西	34.75	4920	70.63	62.10	73.22
南非	6.23	930	66.99	60.88	62.62

但是我们认为钢铁行业铁矿石成本可能继续走低。主要原因是，

一是铁矿石价格在 2005 年进口铁矿石价格上涨 71.5% 的喧嚣中，铁矿石进口价格（限定为到岸价格）实际自 4 月份达到高点后一直呈现下降趋势。

二是在铁矿石价格国别调整中，可以看出中国主要铁矿石进口国中，铁矿石平均价格上涨的只有澳大利亚，而印度铁矿石价格已经出现了下降。

三是国内的铁矿石现货价格呈现下降趋势，随着国内钢铁生产增长速度的下滑和铁矿石供应增加，国内铁矿石价格仍然会呈现下降趋势，预计 2006 年钢材价格仍有 10% 左右的下降。

日本与三大铁矿石巨头的第二次谈判无果而终，但日本大钢铁联合企业与澳大利亚主要供应厂家 2006 年度硬焦煤的合同谈判，则在 2 月 3 日几乎全部完成。从谈判结果来看，2006 年度硬焦煤价格三年来首次下调，高质量硬焦煤价格为 115 美元/吨(FOB)，中低质量的硬焦煤价格为 105-110 美元/吨(FOB)。这意味着日本钢铁企业从 2006 年 4 月开始(日本财年)，2006/2007 年度炼焦煤购买价格为 115 美元/吨，同比下调 8%，这将是三年来的首次下调。

如果 BHP 之外的其它资源公司也同意按同样比例的价格下调，整个日本钢铁业有望削减成本约 500 亿日元。

控制钢铁行业产能过剩加快产业结构调整落实产业政策加快淘汰落后产能是 2006 年的重点。但是，落后淘汰需要一定的时间。预计今年上半年还难以显示实际效果，但在下半年将逐步显现。

中国钢材出口提升，有利于拉近国内国外钢材价格。

2005 年国内钢材价格下跌，除了国内产能释放过猛，新增资源过多的因素之外，还在于国家对于国内钢材和钢坯出口政策的调整，是钢铁行业新增资源大量转向国内市场。2004 年新增钢 5046 万吨，由于当年当年比上年相比进口减少，出口增加，国内新增钢中的 45% 用于扩大出口，国内当年新增钢量只有 2764 万吨，占当年钢消费的 10%。而 2005 年末，新增钢的资源流向国际市场的比例持续减少到 20.3%，也就是意味着全年增钢 6888 万吨中有 5500 万吨左右的新增资源投向国内市场，比上年增加了一倍，而新增的资源量占到当期消费的 15%。

近期国内热轧板卷价格反弹充分说明了价格不能长期偏离成本。

武钢股份上调三月份钢材价格，其中热轧产品上涨 200~400 元/吨，冷轧产品上涨 230 元/吨、镀锌板上涨 300 元/吨、热轧酸洗板上涨 260 元/吨。

宝钢股份也将在中下旬出台二季度钢材价格，预计钢材价格小幅上涨的可能性较大。

## 投资建议

由于钢铁公司股权分置改革目前平均水平达到 10 送 3, 追逐钢铁公司股改的高收益, 仍然是一个时期内的重点。其中莱钢股份、济钢股份、包钢股份、太钢不锈、本钢股份等值得关注。

随着钢铁年报的披露, 2005 年钢铁公司的高收益和高分红, 将吸引更多的投资者参与钢铁股投资。

铁矿石价格谈判以及钢材价格的小幅上涨将有利于钢铁投资者的多头, 钢铁公司股权分置改革中的慷慨以及钢铁上市公司重组实现的业绩增长, 将有利于钢铁股的走高。

国外钢铁股的走强, 特别钢铁公司的购并重组有利于彰显国内钢铁公司的价值。

钢铁行业 2006 年受钢材价格回落的影响可能出现负增长, 但市场已经对这种业绩回落过度反映, 钢铁上市公司的现在估值水平是基于 2006 年钢铁行业全行业亏损而给出的, 而实际走势将与之相反, 钢铁行业利润下滑, 但是相当多钢铁公司不会出现亏损局面, 未来股价应该对这种预期作出修正。

近期国际主要钢铁公司如韩国浦项、台湾中钢等公司股票已经进入去年高位, 说明国际投资者对于钢铁股的周期性认识在发生转变。

### 重点关注：

**高分红公司：**宝钢股份、唐钢股份等。

**业绩增长或稳定的公司：**鞍钢新轧、新钢钒等。

**低市净率公司：**韶钢松山、莱钢股份

### 世界主要公司比较 (2006 年 2 月)

名称	市盈率	市净率	预测本年市盈率	预测下年市盈率
日本	13.29	1.69	27.61	8.68
印度	11.23	2.46	5.62	5.61
美国	10.31	2.00	11.77	12.57
蒂森克虏伯	17.37	1.19	11.21	11.14
NUCOR CORP	10.04	3.03	10.78	12.73
JFE	8.75	1.92	11.85	
美钢联	8.44	1.98	10.06	12.77
新日铁	8.36	2.08		
塔塔	6.23	3.02	5.60	6.39
台湾中钢	5.93	1.65	5.66	8.96
ARCELOR	5.61	1.44	6.31	8.87
POSCO	4.82	1.22	4.35	5.74
印度钢铁局	3.27	2.35	3.69	3.78
世界平均	7.88	1.99	7.72	8.80

**主要公司财务数据预测**

代码	名称	评级	每股盈利 (元)			市盈率	市净率
			2004 年	2005E	2006E		
SH600019	宝钢股份	买入	0.75	0.73	0.60	5.25	0.96
SH600808	马钢股份	持有	0.56	0.48	0.40	4.77	0.92
SZ000898	鞍钢新轧	买入	0.60	0.70	1.00	7.68	1.25
SZ000778	新兴铸管	增持	1.00	0.90	0.80	5.25	1.00
SZ000709	唐钢股份	增持	0.62	0.55	0.50	5.50	0.82
SH600005	武钢股份	买入	0.40	0.65	0.53	6.28	1.00
SZ000629	新钢钒	买入	0.63	0.50	0.45	4.85	0.66
SH600010	包钢股份	增持	0.35	0.42	0.35	5.62	0.85
SZ000825	太钢股份	买入	0.78	0.70	0.65	4.44	0.84
SH600001	邯郸钢铁	持有	0.62	0.70	0.65	4.53	0.74
SZ000932	华菱管线	增持	0.57	0.40	0.40	8.06	1.14

评级说明:

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普300指数的涨跌幅为基准;

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普300指数的涨跌幅:

	评级	说明
股票投资评级	买入 增持 持有 卖出	相对中标300指数涨幅20%以上; 相对中标300指数涨幅介于5%~20%之间; 相对中标300指数涨幅介于-10%~5%之间; 相对中标300指数跌幅10%以上;
行业投资评级	强于大市 中性 弱于大市	相对中标300指数涨幅10%以上; 相对中标300指数涨幅介于-10%~10%之间; 相对中标300指数跌幅10%以上;

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司(合称“中信证券”)违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下,不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本于任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠,但中信证券不能担保其准确性或完整性,而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任,除非该等损失因明确的法规或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易,向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断,可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖,同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下,我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户,应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司2006版权所有。保留一切权利。

北京 深圳

地址:中国北京市朝阳区  
新源南路6号京城大厦(100004)  
中国深圳市罗湖区  
湖贝路1030号海龙王大厦(518001)

电话:(010) 84588720  
传真:(010) 84865894  
服务热线:(010)84868367

Email:service@citics.com  
网址: <http://www.citics.com>  
<http://www.citicindex.com>

ADDRESS: Capital Mansion,6 Xinyuan Nanlu,  
Chaoyang District Beijing 100004,China  
Hailongwang Building, No.1030 Hubeilu  
Luohu District, Shenzhen 518001, China

TEL: (010) 84588720  
FAX: (010) 84865894  
Service Helpline:(010) 84868367

Email:service@citics.com  
Web: <http://www.citics.com>  
<http://www.citicindex.com>