



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

观点聚焦
研究报告

2010 年 9 月 1 日

钢铁

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

丁玥

联系人

dingyue@cicc.com.cn

节能减排超预期带来板块投资机会

新疆需求提速重申推荐八一钢铁

投资提示:

自八月起,工信部大力推动部分行业淘汰落后任务以完成“十一五”节能减排计划。水泥行业已获得明显成效,但市场对钢铁行业的淘汰和限产效果一直持观望态度。近期我们跟踪各地节能减排政策的实施情况,发现此次政策的“铁腕”执行力度很可能使钢铁产量在未来几个月(9月至今年年底)受到抑制,伴随九月中下旬开始的旺季需求,将推动未来钢价上涨,成为钢铁板块的催化剂。

短期推荐对钢价变动敏感且估值相对较低的钢铁股:“八一钢铁、凌钢股份、酒钢宏兴、三钢闽光”等,我们强调投资者有必要重新审视“八一钢铁”未来基本面的强劲改善,其将显著受益于新疆需求加速启动及全国最低的原材料(焦煤、铁矿石)成本。

评论:

“铁腕”执行节能减排,供给将受抑制

为完成国家“十一五”节能减排的目标,近两日部分地区相继传来对高污染高耗能企业拉闸限电的消息。国务院日前组成6个督查组,对18个重点地区进行节能减排专项督查。“十一五”的节能减排目标为单位GDP能耗下降20%,前四年全国累计单位国内生产总值能耗下降15.6%,而今年上半年单位GDP能耗同比上升0.09%,也就是说下半年要完成单位GDP能耗下降4.5%左右的目标,压力巨大。国务院做出承诺:无论面临多大的困难,承诺不能改变,决心不能动摇,工作不能减弱。未来要采取铁的手腕,不折不扣兑现承诺。在中央督察组的压力下,地方政府纷纷表态,在接下来的几个月中将不惜一切代价节能降耗,确保“十一五”目标的达成。预计这些限电措施可能会持续到年底,并且范围仍在逐步扩大。

浙江省的行动最先引起关注,宁钢计划于9月1日起对一座2500m³高炉停产,停产时间要持续到年底,预计影响产量60-70万吨;江苏实行错峰限电,所有钢铁企业每月停产10天直至10月底;河北实施惩罚性电价,电费至少上涨0.1元/度;山西境内部分钢厂停产整顿2个月以完成节能减排目标。

惩罚性电价影响有限,限电断电对产量影响更为直接。电费占钢铁成本比重较低,平均而言吨钢耗电450千瓦时,对应上涨0.1元和0.3元的惩罚性电价,钢铁成本上升45元和135元。由此可见,目前之间关停高炉的江浙地区和山西的整顿力度较大,对产量抑制作用明显。

据我们了解,中小线材、螺纹钢企业生产受到影响较大,这将导致近期市场建筑钢材资源供应量呈现一定的下降趋势。本周内螺纹钢价格上涨明显,涨幅达50-80元/吨。

旺季需求即将来临

从下游行业的调研情况来看:

- 制造业(机械、汽车、家电、造船)正在走出传统淡季,预计九月中下旬开始旺季需求将启动。
- 基建行业仍处于上升通道,前期受抑制的部分项目从7月份开始全面开工,对钢材需求形成保障,我们认为这种保障性需求至少可以持续到明年一季度或上半年。

- 房地产新开工面积增速仍处于高位，房地产紧缩政策对新开工的影响将在下半年有所显现，因此对房地产用钢需求我们仍不乐观。但近期政府再提保障性住房落实，北京、重庆、上海、杭州等地的保障性住房项目启动，按照政府要求的每年建设 580 万套保障性住房，将占到房地产新开工面积的 30-40%，将弥补房地产投资及新开工面积下滑的影响。

钢铁板块在反弹中落后于大盘和周期股

自七月初的反弹至今，钢铁板块表现 (+18.2%) 略微落后于大盘 (+19.1%) 明显落后于其他周期类板块 (建材+37.4%，机械+31.2%，有色+29.7%，煤炭 21.2%)。前期市场对钢铁的关注度较低，筹码较为分散，下行风险有限。

新疆：钢铁需求加速启动，疆内外价差将拉大

我们在 7 月 29 日“西北地区基建联合调研报告”中指出，新疆下半年投资增速将显著加快，FAI 增长将从上半年的 20% 提高到全年的 25%，明年投资增速 30% 以上。

对新疆地区钢铁供需情况的进一步分析显示，新疆未来五年钢铁需求增速超过 15%，2011 年钢铁需求增长将在 20% 以上，远远高于全国 7-8% 的增速。预计 2011 年新疆钢铁需求量约 720 万吨，十二五末钢铁年均需求量将达到 1200 万吨。供给方面，我们对周边的钢铁产能做了统计，建筑钢材供给源将从嘉峪关延伸至陕西，供给半径将由 1100 公里扩大至 2500—2800 公里，对应运费由 150 元/吨上升至 325—365 元/吨。

我们再次重申，受益于援建资金到位、强劲的基建需求启动，疆内外建筑钢材的价差将进一步拉大，同时八钢板材销售半径将缩小，依靠传统的低成本优势，八一钢铁的盈利能力将提升，显著高于中东部钢铁企业。

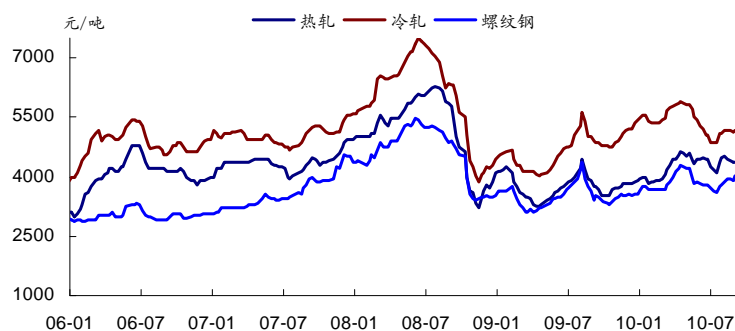
估值与建议：

此次节能减排执行力度超预期将抑制钢铁产量，伴随九月中旬开始的旺季需求，将推动钢价继续上涨，为钢铁板块带来投资机会。个股选择方面：1) 首选受益于区域性需求高增长和低成本优势的八一钢铁；2) 短期推荐对钢价变动敏感且估值相对较低的钢铁股：“八一钢铁、凌钢股份、酒钢宏兴、三钢闽光”等。

风险提示：

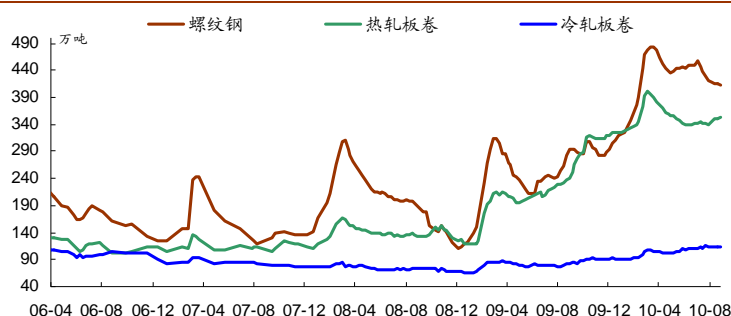
节能减排指标、淘汰落后目标、保障性住房建设落实不到位。

图表 1: 现货钢价走势



资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

图表 2: 经销商库存



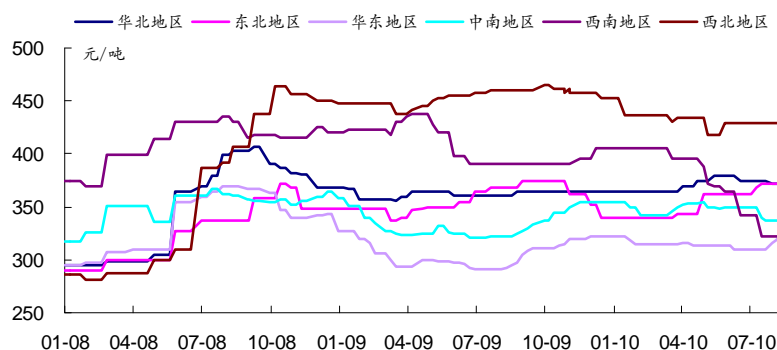
资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

图表 3: 分地区淘汰落后产能

(万吨)	炼铁	炼钢
全国	3,524.60	876.40
华北地区	2,084.50	242.00
东北地区	163.00	46.00
华东地区	406.00	187.80
中南地区	365.00	285.40
西南地区	354.10	107.00
西北地区	152.00	8.20

资料来源: 工信部, 中金公司研究部

图表 4: 分地区水泥价格



资料来源: 数字水泥, 中金公司研究部

图表 5：各地节能减排政策实施和影响后果

地区	实施政策	具体影响
浙江	日前，浙江省物价局、电监办联合发出通知，对超能耗产品将实行惩罚性电价，即电价加价，进一步运用价格杠杆促进节能降耗。省政府表示，要确保三季度达到年度节能降耗进度目标，确保完成全年和“十一五”节能减排目标任务。	1、宁钢计划于9月1日起对一座2500m3高炉停产，停产时间要持续到年底，产能减半，10月起热卷订货比例按5折执行。 2、杭钢近期检修完的一个高炉目前在烘炉，由于限电影响，钢厂反馈如果该高炉正常生产，那么至少要停掉一个电炉。
江苏	1、为确保居民用电，江苏省最大错峰限电负荷约450万千瓦。对“两高一低”企业、节能减排预警企业、钢铁企业、水泥和高耗能企业进行错峰限电。 2、江苏地区对所有的钢铁企业因为高耗能而节能减排，一个月28天，可以生产18天，停10天，直到10月底；对高耗能企业电价上涨，同时取消低谷电价政策。	1、永钢9月限电1000万瓦时，预计影响线螺产量7-8万吨。 2、沙钢2条螺纹钢在检修，前段时间限电影响比较大，2500m3高炉8月24日起检修，线棒材和板材都受影响，预计10天左右恢复。 3、中天高炉下月可能停，看限电的力度定，影响优钢产量7-8万吨。 4、南钢节能减排电炉一月大概要停15天。影响的产品主要是品种钢比如轴承钢，弹簧钢，影响产量5万吨。 5、苏钢一座电炉影响产量两万多吨，也主要是品种钢 6、徐州金虹钢铁由于电价上上涨且是电炉炼钢，吨钢成本增加200元/吨以上。
河北	1、河北省发改委近期发文要求，对99家超限额标准用能企业执行惩罚性电价，明确整改时限、标准和要求，确保所有处理措施在9月底前落实到位。 2、从邯郸市政府获悉，为促进经济结构和发展方式的转变，自今年9月1日起，该市将对钢铁、水泥、焦化、造纸、印染等超能耗业、落后装备实行差别电价、惩罚性电价等限制措施，涉及48家企业。	1、河北武安地区涉及淘汰落后产能的只有鑫山钢铁一家，名单上所涉及高炉已经拆掉，另外所有武安地区钢厂集体限电20%。
山西	中央通知9月3日开始山西境内钢厂停产整顿2个月以完成节能减排目标	各个钢厂正与政府协调相关事宜，涉及到的钢厂有山西中宇、新金山、酒钢翼钢分厂、立恒、建邦等。 3、为配合节能减排顺利进行，山西临汾实行限电、关停等方式整顿钢铁企业，临汾钢按计划正常排产外，其它钢厂或于9月3日关停一月。
贵州	针对能耗居高不下的严峻形势，贵州省从8月份开始对能源消耗(电耗)超过国家和地方规定的企业，实行惩罚性电价，省内第一批33户单位产品能耗超限额企业名单已经公布。	钢铁企业影响较小
广西	南宁市从8月份开始对超能耗企业实行惩罚性电价，对连续二个月以上超耗且整改无效的高耗能企业，按规定给予强制性关闭。对月底超耗的企业，进行停产整顿。对于连续三个月以上超耗且整改无效的高耗能企业，按规定提请政府予以强制性关闭。	钢铁企业影响较小
陕西	陕西省物价局和国家电力监管委员会西北监管局近日发出通知，对能源消耗超过国家和地方规定的单位产品能耗限额标准的，实行惩罚性电价政策。	钢铁企业影响较小
福建	福建近期开始对超能耗企业用电实行惩罚性电价。根据国家有关政策，按照核查结果，6月1日起，对第一批17家超过国家能源消耗限额标准的闽企生产用电，比照限制类企业生产用电的加价标准实行惩罚性电价。	本地水电资源丰富，对钢铁企业影响较小

资料来源：钢之家，中金公司研究部

图表 6：新疆及周边产能统计

粗钢产能(万吨)	厂址	与乌鲁木齐铁路里程(公里)	备注
八一钢铁 600 (其中建筑钢材300)	乌鲁木齐	-	
新疆金钢铁 70	新疆和静县	512	明年产能扩至150万吨，未来规划产能200万吨
吐鲁番泰铸造 十万吨左右	新疆吐鲁番	200	
鄯善县鑫隆铸造 十万吨左右	新疆鄯善	300	
伊犁钢铁 22.5	新疆新源县	520	首钢规划一期做到200万吨，二期做到500万吨
天基钢铁 50	新疆奎屯	250	
博州钢铁 已破产	新疆博乐市	520	
酒钢(嘉峪关) 600 (其中建筑钢材120)	甘肃嘉峪关	1122	
酒钢(兰州榆中) 120	兰州榆中	1892	
卡钢 630 (以冷轧薄板和镀锌板为主)	哈萨克斯坦卡拉干达	1900	
西宁特钢 120 (特钢为主)	青海西宁	2108	
宝鸡石油 以钢管为主	陕西宝鸡	2395	
通达钢铁(陕西武功) 以钢管为主	陕西咸阳武功县	2545	
陕西龙门钢铁 400	陕西韩城	2624	合并入陕西钢铁
汉中钢铁 200	陕西汉中勉县	2783	合并入陕西钢铁
陕西略钢 100	陕西汉中略阳	2610	合并入陕西钢铁
酒钢(山西翼城) 120	山西翼城	2885	

资料来源：钢之家，中金公司研究部

图表 7：钢铁股重点推荐组合

公司名称	代码	股价 2010-8-31	评级	EPS 2009A 2010E 2011E	P/E 2009A 2010E 2011E	P/B 2009A 2010E 2011E
八一钢铁	600581.SH	12.03	推荐	0.14 0.62 0.83	85.9 19.5 14.5	3.2 2.8 2.3
凌钢股份	600231.SH	7.58	推荐	0.37 0.63 0.76	20.5 11.9 10.0	2.0 1.7 1.5
酒钢宏兴	600307.SH	9.36	审慎推荐	0.16 0.34 0.41	59.7 27.7 22.9	1.9 1.9 1.8

资料来源：中金公司研究部

图表 8: 钢铁股估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率		市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			2010-8-31	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600019.SH	宝钢股份	CNY	6.5	19.5	9.7	9.3	1.2	1.1	1.0	6.8	4.8	5.4
600005.SH	武钢股份	CNY	4.7	24.3	24.1	19.3	1.4	1.3	1.3	9.1	8.2	7.4
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	8.1	80.7	14.0	12.1	1.1	1.1	1.0	11.6	6.9	6.3
600808.SH	马钢股份	CNY	3.5	64.1	16.2	13.5	1.0	1.0	0.9	6.8	5.5	5.4
000825.SZ	太钢不锈	CNY	5.7	35.7	25.5	20.2	1.5	1.5	1.4	10.0	10.2	8.6
000709.SZ	河北钢铁	CNY	3.9	28.7	24.4	18.8	0.9	0.9	0.9	12.0	7.7	6.7
600231.SH	凌钢股份	CNY	7.6	20.5	11.9	10.0	2.0	1.7	1.5	9.3	5.3	4.8
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	9.4	59.7	27.7	22.9	1.9	1.9	1.8	10.6	8.4	7.5
600581.SH	八一钢铁	CNY	12.0	85.9	19.5	14.5	3.2	2.8	2.3	18.1	10.6	9.2
600117.SH	西宁特钢	CNY	7.6	152.0	37.1	21.1	2.3	2.3	2.2	12.4	10.8	8.9
中金覆盖A股平均值				57.1	21.0	16.2	1.7	1.6	1.4	10.7	7.9	7.0
中金覆盖A股中位数				47.7	21.8	16.6	1.4	1.4	1.3	10.3	8.0	7.0
600022.SH	济南钢铁	CNY	3.9	182.3	28.2	19.3	1.7	1.6	1.6	14.8	8.9	9.9
600102.SH	莱钢股份	CNY	8.7	82.8	20.9	16.0	1.4	1.2	n.a	8.0	6.2	n.a
600282.SH	南钢股份	CNY	3.9	47.9	25.7	16.2	1.5	1.4	1.2	15.8	10.2	6.2
002110.SZ	三钢闽光	CNY	11.1	140.5	24.4	14.8	2.2	2.1	1.9	15.1	5.1	9.1
000629.SZ	攀钢钢钒	CNY	8.3	n.a	38.9	23.9	3.2	3.0	2.6	36.8	22.0	14.1
000708.SZ	大冶特钢	CNY	13.8	18.6	14.4	12.6	3.0	2.5	2.1	11.9	10.0	9.1
000717.SZ	韶钢松山	CNY	4.3	77.8	25.6	17.0	1.2	1.2	1.1	11.3	8.4	6.9
000761.SZ	本钢板材	CNY	5.8	n.a	17.4	13.7	1.3	1.2	1.1	9.6	4.4	n.a
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	4.4	100.7	22.3	12.9	0.8	0.8	0.7	13.0	n.a	n.a
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.5	36.0	31.2	18.6	1.7	n.a	n.a	17.0	n.a	n.a
600010.SH	包钢股份	CNY	3.4	n.a	30.9	15.8	1.8	1.5	1.4	32.7	11.8	n.a
600126.SH	杭钢股份	CNY	5.3	31.1	14.3	11.7	1.3	1.2	1.1	10.1	n.a	n.a
600782.SH	新钢股份	CNY	6.4	49.0	14.7	10.2	1.1	1.0	0.9	9.9	8.7	6.3
600894.SH	广钢股份	CNY	6.6	135.8	69.4	41.9	8.5	7.5	6.4	n.a	n.a	25.7
601003.SH	柳钢股份	CNY	5.1	48.0	13.1	10.3	2.6	2.2	1.8	13.5	5.8	n.a
601005.SH	重庆钢铁	CNY	4.1	81.8	32.5	18.8	1.3	1.2	1.1	18.1	15.8	10.5
A股市场平均值				79.4	26.5	17.1	2.2	2.0	1.8	13.6	8.7	8.8
A股市场中位数				77.8	25.0	15.9	1.6	1.4	1.3	11.6	8.3	7.4
347 HK	鞍钢股份	HKD	11.00	96.3	16.4	13.4	1.3	1.2	1.1	10.2	6.0	5.1
323 HK	马钢股份	HKD	3.97	64.9	16.0	12.8	1.0	1.0	0.9	6.0	4.7	4.4
中金覆盖H股平均值				80.6	16.2	13.1	1.2	1.1	1.0	8.1	5.3	4.8
中金覆盖H股中位数				80.6	16.2	13.1	1.2	1.1	1.0	8.1	5.3	4.8
1053 HK	重庆钢铁	HKD	1.84	41.8	21.0	12.3	0.7	0.7	0.6	15.9	10.7	6.8
656 HK	复星国际	HKD	5.94	9.4	16.1	14.1	1.8	1.7	1.6	11.1	6.3	5.4
581 HK	东方集团	HKD	2.46	9.3	6.8	6.5	1.1	1.0	0.9	3.9	n.a	n.a
697 HK	首长国际	HKD	1.13	122.8	9.3	6.1	1.1	0.9	0.8	-46.5	9.8	7.2
H股市场平均值				57.4	14.2	10.9	1.2	1.1	1.0	0.1	7.5	5.8
H股市场中位数				53.4	16.0	12.6	1.1	1.0	0.9	8.1	6.3	5.4
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	23.0	401.4	13.8	8.6	0.6	0.6	0.5	0.5	4.1	1.3
NUE US	纽柯钢铁	USD	36.8	n.a	34.6	11.4	1.6	1.6	1.4	0.6	6.5	1.8
X US E	美国钢铁	USD	42.5	n.a	79.0	8.3	1.3	1.4	1.3	0.6	n.a	1.8
5401 JP	新日铁	JPY	278.0	11.3	n.a	10.4	1.0	1.0	0.9	0.7	0.9	1.9
5411 JP	JFE控股	JPY	2,472.0	7.0	44.5	8.5	1.0	1.0	0.9	0.7	0.8	1.6
005490 KS	浦项钢铁	KRW	486,500.0	11.8	8.4	8.0	1.2	1.2	1.0	1.0	1.7	1.1
TATA IN	塔塔钢铁	INR	522.7	7.9	n.a	8.4	1.7	1.8	1.7	0.8	0.8	2.0
其他市场平均值				87.9	36.1	9.1	1.2	1.2	1.1	0.7	2.5	1.6
其他市场中位数				11.3	34.6	8.5	1.2	1.2	1.0	0.7	1.3	1.8
所有市场平均值				68.0	23.7	14.2	1.6	1.5	1.4	8.8	7.2	6.4
所有市场中位数				48.5	20.9	13.1	1.3	1.2	1.1	10.0	6.3	6.2

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。