



天相投资顾问有限公司  
TX Investment Consulting Co., Ltd.

# 在复苏之路上前行

## ——2009年下半年钢铁、水泥行业投资策略

天相投顾 张雷

2009年7月

# 主要内容

✓ 在复苏之路上前行

——钢铁行业09下半年投资策略

❖ 下半年更上一层楼

——水泥行业09下半年投资策略

# 对钢铁行业的判断和选股角度

## 对钢铁行业下半年的总体判断

### 前景乐观

制造业回暖，投资高速增长，粗钢表观消费增长或超预期

### 或有反复 趋势不改

季节性因素使钢铁行业的复苏之路或有反复，但向上趋势不改

### 结构性复苏

不同钢材品种和不同区域钢企盈利呈现结构性复苏

## 对钢铁行业下半年的核心因素判断

### 钢价

三季度震荡上行  
四季度趋势性回升

### 业绩

季度盈利呈环比增长态势

## 上调钢铁行业评级至“增持”

### 选股角度一

区域差异

### 选股角度二

品种差异

### 选股角度三

业绩弹性

### 选股角度四

通胀预期

### 选股角度五

成长性

## 选股角度一：区域差异

- ✓我们采用“区域钢材产量/区域FAI”指标和“城镇固定资产投资增速”指标对全国各省市钢材供需形势进行分析，发现福建、江西、湖南、重庆、四川、新疆及东三省的供需形势相对乐观。
- ✓综合来看，附表公司在当地或周边区域需求回暖之时受益最大。考虑到目前的估值，维持**华菱钢铁**、**重庆钢铁**、**鞍钢股份**、**新钢股份**“增持”的评级。

重点关注区域	区域钢材产量/区域FAI (万吨/亿元)		城镇固定资产投资增速		重点关注钢企	
	08年	09年1-5月	08年	09年1-5月	上市公司	备注
福建	0.138	0.173	19.80%	14.70%	三钢闽光	2008年的粗钢产量占福建全省产量的63.18%，受益海西区建设
江西	0.287	0.384	46.10%	45.10%	新钢股份	2008年粗钢产量占江西全省产量的40.12%
湖南	0.27	0.307	33.60%	37.50%	华菱钢铁	2008年粗钢产量占湖南全省产量的82.27%
重庆	0.095	0.111	26.50%	31.90%	重庆钢铁	2008年粗钢产量占重庆市产量的95%
四川	0.216	0.195	25.70%	55.20%	重庆钢铁	将在四川灾后重建中扮演重要角色
新疆	0.271	0.429	19.00%	27.00%	八一钢铁	2008年粗钢产量占新疆产量的90.37%
辽宁	0.458	0.699	35.00%	49.40%	鞍钢股份	因辽宁有鞍钢、本钢、凌钢等重点钢企，因此其钢铁供给较多，但吉林、黑龙江仍存在供需缺口，鞍钢股份将最大程度受益东三省的钢铁需求增长
吉林	0.137	0.31	40.30%	42.30%		
黑龙江	0.141	0.377	30.00%	50.80%		

资料来源：天相投资顾问有限公司

## 选股角度二：品种差异

### ✓ 长材供需形势依然乐观

- 预计下半年基建投资和房地产投资对长材需求的拉动作用显著。建议关注受益国家重点工程建设、区域内基础设施建设和区域内房地产开发的钢企：八一钢铁、莱钢股份、三钢闽光、新兴铸管。
- 考虑到目前的估值因素，我们维持新兴铸管“增持”的评级。

### ✓ 冷热轧板复苏明显，中厚板需求回暖滞后

- 预计未来政策将会更加倾向于刺激消费和民生领域，后期冷热轧板的需求状况将进一步好转。建议关注在汽车板、家电板市场占有率高的龙头钢企：宝钢股份、鞍钢股份。
- 预计中厚板的需求实质性回暖需待今年底或明年上半年，因此短期来说仍需规避中厚板占比高，对造船行业依赖度较大的钢企，待中厚板市场回暖之时再做布局。

## 选股角度三：业绩弹性

✓对经济复苏最为敏感的钢铁企业是每股钢材产量高的公司。当行业景气下滑时，这类公司往往业绩下滑更为明显，而一旦经济复苏，伴随着钢价的上涨，企业开工率的提高致产量增加，“量价齐升”会使他们的业绩反弹超预期。

✓建议关注：三钢闽光、莱钢股份、八一钢铁、华菱钢铁。考虑到目前的估值，维持**华菱钢铁**的“增持”评级。

表：上市钢企每股钢材产量和吨钢市值

公司	总股本 (亿股)	股价 (元)	总市值 (亿元)	08年钢材产量	08年每万股钢 材产量(吨/ 万股)	吨钢市值
				(万吨)		2008年
三钢闽光	5.35	17.19	91.97	392.4	73.35	2,344
莱钢股份	9.22	14.13	130.28	629	68.22	2,071
八一钢铁	7.66	13.39	102.57	456	59.53	2,249
华菱钢铁	27.38	8.68	237.66	990	36.16	2,401

资料来源：天相投资顾问有限公司

## 选股角度四：通胀预期

- ✓铁矿类上市公司的盈利与矿价高度敏感，将最大程度上受益铁矿石价格。
- ✓铁矿石自给率较高的钢铁上市公司，在矿价上升期也将体现出低成本的优势。
- ✓建议关注：金岭矿业、西宁特钢、凌钢股份、酒钢宏兴。考虑到估值，仍维持上述公司“中性”的评级。

表：铁矿资源类公司

公司	2008年权益铁精粉产量（万吨）	2008年生铁产量	铁矿自给率
		（万吨）	
西宁特钢	120	92	82%
凌钢股份	90	198	28%
攀钢钢钒	230	546	26%
酒钢宏兴	200	517	24%
唐钢股份	81	1112	7%
金岭矿业	69	--	--

资料来源：天相投资顾问有限公司

## 选股角度五：成长性

✓在行业景气度上行周期中，有新增产能释放、产量增长，并且成本和费用控制良好的钢铁企业的业绩有大幅度提升的可能。

✓建议重点关注：**鞍钢股份、武钢股份、新钢股份、恒星科技。**

表：在09年有望产量增长的公司

公司	产量（万吨）			5年平均		
	2008年	2009E	同比增长	毛利率	期间费用率	净利率
鞍钢股份	1498	2000	33.47%	19.51%	6.14%	8.73%
新钢股份	441	500	13.41%	13.03%	7.72%	4.24%
武钢股份	1285	1445	12.49%	20.07%	3.70%	10.60%
华菱钢铁	990	1094	10.51%	11.02%	6.17%	3.61%
八一钢铁	456	500	9.65%	11.25%	7.12%	3.04%
柳钢股份	357	450	26.07%	10.67%	4.78%	4.69%
恒星科技	12（产能）	24（产能）	100.00%	19.72%	9.84%	10.22%

注：恒星科技数据为金属制品合计的产能数据

资料来源：天相投资顾问有限公司



## 重点公司评级和盈利预测

表：重点关注公司盈利预测（以7月7日收盘价计算）

公司简称	投资评级	EPS			PE		PB
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E	2008
宝钢股份	增持	0.37	0.27	0.45	30	18	1.52
鞍钢股份	增持	0.41	0.26	0.61	57	24	2.01
武钢股份	增持	0.66	0.3	0.5	29	18	2.46
唐钢股份	增持	0.48	0.39	0.49	22	17	2.57
邯郸钢铁	增持	0.21	0.17	0.3	35	20	1.36
华菱钢铁	增持	0.35	0.26	0.38	33	23	1.66
新兴铸管	增持	0.43	0.44	0.58	20	15	2.01
重庆钢铁	增持	0.35	0.28	0.31	20	18	1.71
恒星科技	增持	0.32	0.45	0.56	21	17	3.08

资料来源：天相投资顾问有限公司

# 主要内容

## ❖ 在复苏之路上前行

——钢铁行业09下半年投资策略

## ✓ 下半年更上一层楼

——水泥行业09下半年投资策略

## 供需关系和盈利能力展望：进一步改善

✓2009上半年新增供给大于新增需求，下半年发生逆转。全年新增需求大于新增供给，供需关系趋于改善。如果煤炭价格不发生大幅上涨，下半年水泥行业毛利率具备环比改善的空间。

图表：2009年水泥供需关系

	2009上半年	2009下半年	2009全年
新增需求	8425	12406	20831
新增产能	13892	11817	25709
落后淘汰	800	5200	6000
新增（需求-供给）	-4667	5789	1122
边际供需差态势	差	好	好

数据来源：天相投资顾问有限公司

## 区域景气分析

✓水泥行业是区域性特征很强的行业，企业盈利能力和所处区域息息相关，甚至同一区域内部不同省份间差异明显。我们抽丝剥茧，从区域优选入手进一步过渡到优势省份的筛选上。目前，东北景气度最好，西北、西南次之，但西部水泥投资高速增长存在未来产能过剩的隐患

图表：区域供需关系比较

	固定资产投资增速	固投新开工计划增速	水泥产量增速	水泥投资增速
华北	39.5%	148.0%	6.1%	156.6%
东北	47.8%	113.2%	42.7%	26.7%
华东	22.1%	56.4%	2.5%	43.9%
中南	31.6%	83.0%	14.9%	55.2%
西南	47.4%	137.4%	29.9%	203.2%
西北	43.8%	115.6%	21.1%	131.2%
全国	32.6%	93.4%	12.5%	91.7%

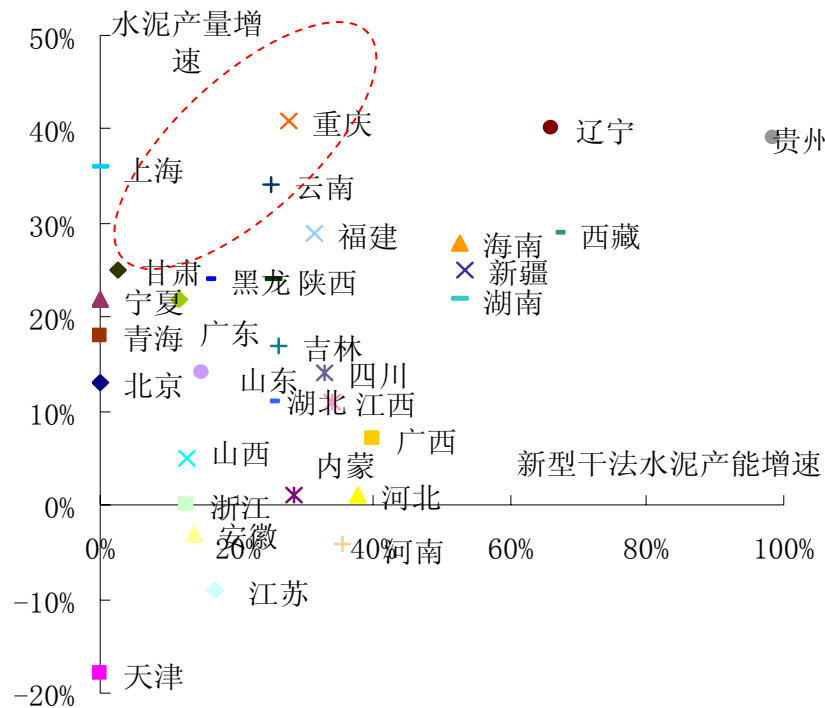
数据来源：DC、国家统计局、天相投资顾问有限公司

# 从水泥产量和固定资产投资看需求

✓左上角属于需求旺盛但供给压力较小区域

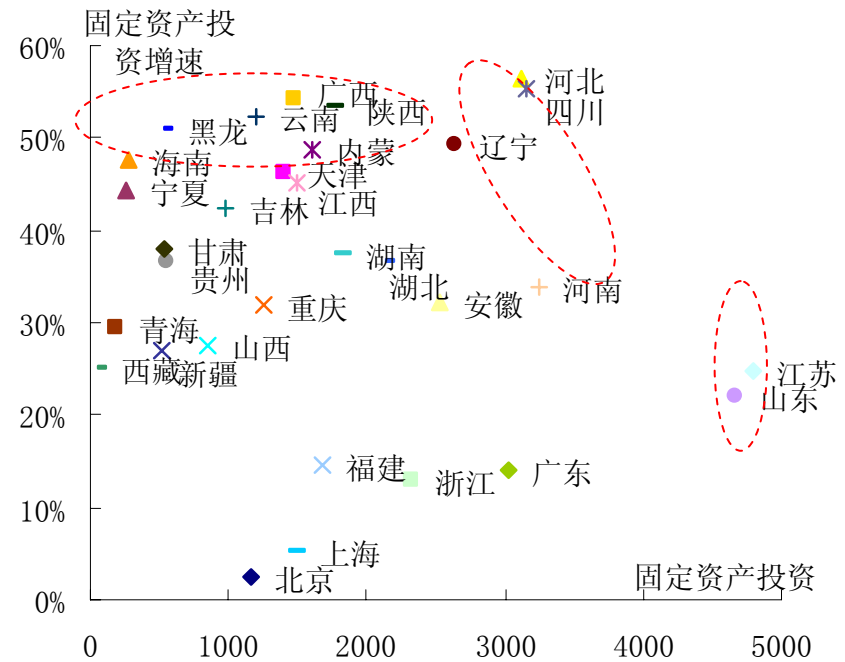
✓右上角FAI绝对数额和同比增速均较高，右侧绝对额较高，上端同比增速较高

图表：08水泥产能增速和09年1-5月产量增速



数据来源：DC、国家统计局、天相投顾

图表：09年1-5月FAI及增速（单位：亿元）



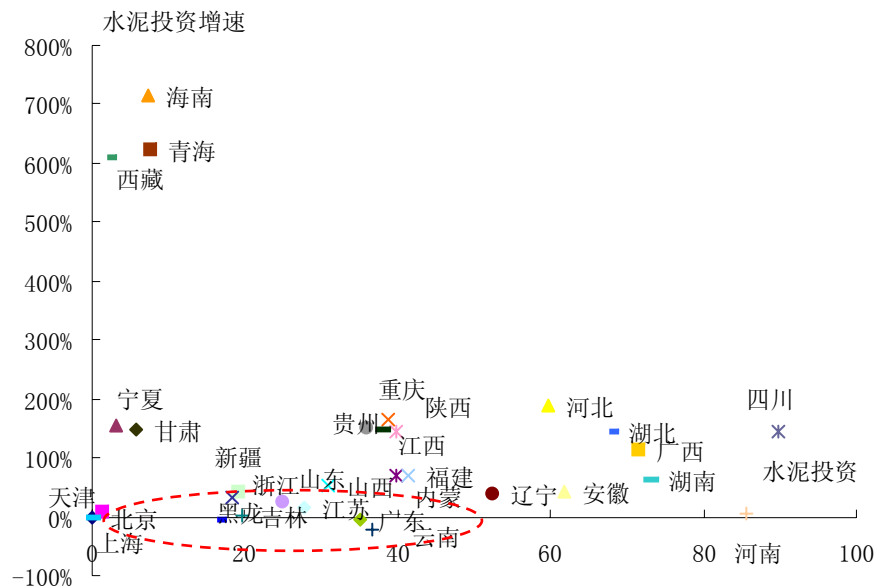
数据来源：国家统计局、天相投顾

# 从水泥投资和落后淘汰看供给

✓左下角属于水泥投资压力较小的区域

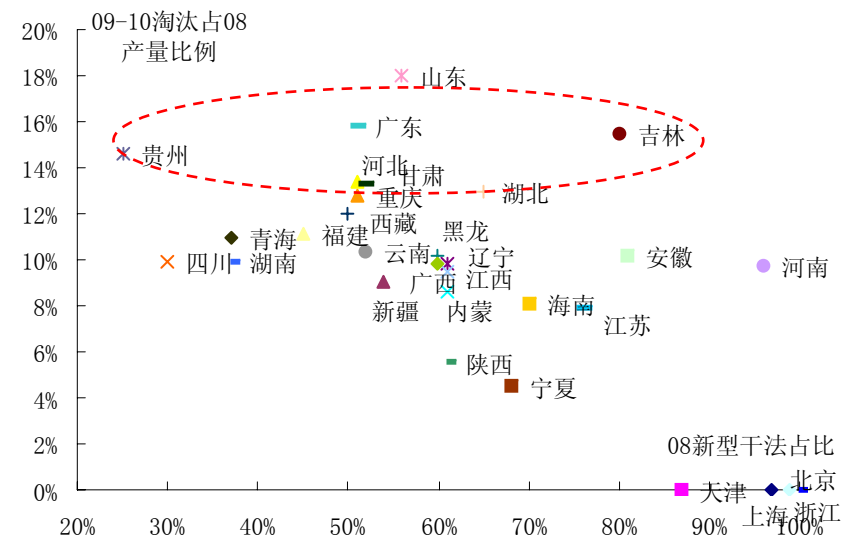
✓上端属于规划落后产能淘汰量占2008年水泥产量比例较高的区域，利于供需关系改善

图表：09年1-4月水泥投资及增速（单位：亿元）



数据来源：DC、天相投资顾问有限公司

图表：新型干法占比及落后产能淘汰



数据来源：DC、天相投资顾问有限公司

## 分省供需总结

✓统观各项因素，正面影响多次涉及到的省份包括广东、黑龙江、吉林、宁夏、甘肃，涵盖的受益公司包括塔牌集团、亚泰集团、赛马实业、祁连山

图表：分省供需关系总结

	正面	负面
水泥即时需求	上海、甘肃、宁夏、青海、广东、黑龙江、云南、重庆	广西、河北、河南、内蒙
固定资产投资	河北、四川、辽宁、河南、广西、陕西、云南、黑龙江、内蒙古、海南、天津、宁夏、吉林、江西、甘肃	北京、上海、福建、浙江、广东
房地产投资	北京、上海、浙江、广东、安徽、重庆、江苏、西藏、青海、宁夏、辽宁、海南	新疆、甘肃、内蒙、吉林
水泥行业投资	吉林、黑龙江、河南、广东、云南	四川、广西、湖北、河南
落后产能淘汰	山东、广东、吉林、贵州、河北、甘肃	河南、浙江、宁夏、陕西

数据来源：天相投资顾问有限公司

# 投资策略：关注基建加速、地产回暖 和主题投资

- ✓ 1. 区域景气角度：建议关注塔牌集团、亚泰集团、赛马实业、祁连山。
- ✓ 2. 基建受益角度：前期配套资金不足的基建投资有望在下半年加速启动。从基建投资受益角度，建议关注全国龙头组合-海螺水泥、冀东水泥、华新水泥。
- ✓ 3. 房地产受益角度：在通胀预期下，压抑已久的自住需求的集中释放和做为资源品防通胀的布局将至少在2009下半年带动房地产投资超预期表现。从房地产投资复苏角度，建议关注海螺水泥和塔牌集团。
- ✓ 4. 估值洼地选股角度：建议关注具备相对估值优势的天山股份和赛马实业。
- ✓ 5. 主题投资角度：(1) 资产注入角度：建议关注同力水泥和太行水泥；(2) 区域经济振兴角度：建议关注受益海西经济区建设的塔牌集团、福建水泥，受益关中-天水经济区建设的祁连山；(3) 增发角度，建议关注天山股份、华新水泥。
- ✓ 天相水泥行业给出的2009下半年水泥股推荐组合为亚泰集团、塔牌集团、祁连山、赛马实业、海螺水泥和冀东水泥。



## 盈利预测、估值和投资评级

图表：重点跟踪公司盈利预测、估值和投资评级（以7月7日收盘价计算）

代码	公司	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2008	2009	2010	2008	2009	2010		
000401	冀东水泥	14.46	0.37	0.65	0.98	39	22	15	3.03	增持
600585	海螺水泥	41.98	1.48	1.99	2.40	28	21	17	2.88	增持
600801	华新水泥	23.24	1.14	1.41	1.69	20	16	14	2.29	增持
000877	天山股份	13.96	0.62	0.89	0.96	23	16	15	5.34	增持
600425	青松建化	12.38	0.33	0.53	0.72	38	23	17	3.30	增持
600449	赛马实业	26.24	1.57	1.81	2.01	17	14	13	3.02	增持
600720	祁连山	13.56	0.45	0.73	0.95	30	19	14	4.84	增持
600881	亚泰集团	8.49	0.26	0.37	0.47	33	23	18	1.67	增持
002233	塔牌集团	14.41	0.46	0.72	0.96	31	20	15	3.32	增持

数据来源：天相投资顾问有限公司

谢 谢!

张雷

010-66045454

zhanglei002@txsec.com