



中国：金属及采矿

政府继续出台抑制部分行业产能过剩的政策；具有积极意义

行业背景

继8月26日发布通知之后，国务院再次发布了关于关停部分行业（包括钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工和风电设备）新建产能以防范产能过剩和重复建设的详细通知。这些措施包括暂停审批扩建项目和淘汰落后产能等。

投资机会

(1) 主要立场：我们的观点是，有关详细举措的后续通知是进一步利好的，应会从供应面提升周期的可持续性，然而我们认为对不同行业有不同的意义。

(2) 尽管这些措施并非新政策，但我们认为，从抑制地方政府扩张意愿的效果来看，中央政府自上而下的压力在大多数情况下能够产生进一步积极作用。在钢铁、水泥和平板玻璃这些高度分散的行业中，地方政府的配合在抑制国内产能扩张的过程中起着至关重要的作用。

(3) 钢铁：供应过剩并不像看上去那样严重；存在买入机会

— 政府引用的数据显示，2008年钢铁需求约为5亿吨，而粗钢产能为6.6亿吨，目前在建项目产能为5,800万吨。我们认为5,800万吨新建产能与6.6亿吨产能相比意味着新建产能为9%。

— 过去8年中国的需求一直以两位数增长。8月份折年计算的需求接近5.7亿吨，对应的产能利用率为86%左右。我们认为，将2008年5亿吨需求与6.6亿吨产能相比较并不恰当，因为2008年下半年是金融危机最严重之时，当时实际需求的下滑以及库存的大幅削减导致表观消费量处于极低水平。

— 我们认为，由于板材钢新增产能的交付周期为两年，2009年有效的新增产能为3,000-4,000万吨。我们预计2010年产能利用率将接近90%。我们的首选股为宝钢（600019.SS，人民币6.46元；买入，位于强力买入名单）和鞍钢（000898.SZ，人民币11.05元；买入，位于强力买入名单/0347.HK，14.56港元；买入），因为在基本面改善的同时，这两家企业的估值较周期中值存在37%-86%的折让。

(4) 水泥：供应压力上升

— 政府表示产能将持续扩大6.2亿吨，而现有产能为18.7亿吨，2008年需求为14亿吨。

— 我们认为，隐含的33%的新增产能与一年的建设交付周期相比意味着产能扩张压力较大。在我们的研究范围内，水泥的资本开支周期最差，2008年资本开支增长61%，2009年以来进一步增长66%。

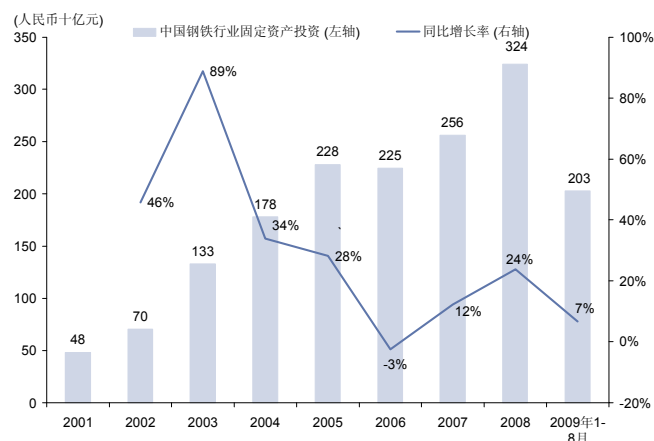
高华证券感谢高盛分析师沈松和麦恺茵在本报告中的贡献。

图表 1： 我们认为，关停措施有利于从供应面推动周期的可持续性
钢铁和水泥行业的产能关停措施概要

	2008年产能 (百万吨)	2008年需求 (百万吨)	1H09 行业资本开支 (人民币十亿元)	在建产能 (百万吨)	措施
钢铁	660	500	141	58	1. 禁止新建产能，停止现有产能扩张 2. 2001年底前，淘汰400立方米以下高炉、30吨及以下转炉和电炉
水泥	1,870 (其中5亿吨为 落后产能)	1,400		620 (418个项目)	1. 严格控制新增水泥产能 2. 对2009年9月30日前尚未开工的水泥项目一律暂停建设 并进行一次认真清理 3. 各省(区、市)必须尽快制定三年内彻底淘汰落后产能时间表 4. 石灰石储量服务年限必须满足30年以上

资料来源：国务院

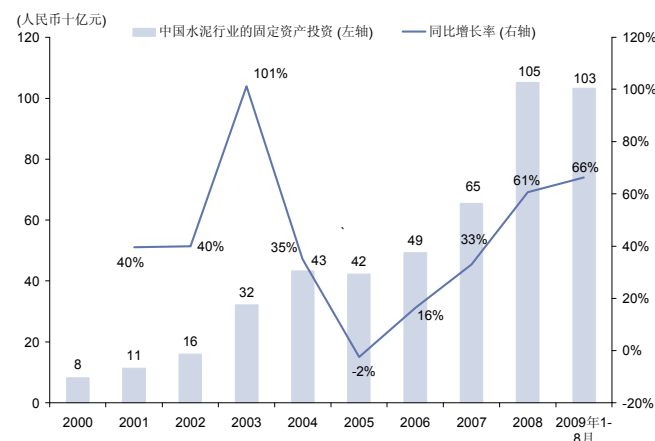
图表 2： 2009 年以来钢铁资本开支以个位数增长，对该行业有利，钢铁行业的供应过剩并不像看上去那样严重
中国钢铁行业资本开支



资料来源：CEIC

图表 3： 在我们研究范围内，水泥行业的资本开支周期最差，2008 年资本开支增长 61%，2009 年以来进一步增长 66%

中国水泥行业资本开支



资料来源：CEIC

图表 4： 过去 8 年中国钢铁需求一直以两位数增长

中国钢铁行业基本面

粗钢	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
产量	95	101	109	115	124	129	152	182	222	273	356	421	489	500
同比%		6%	8%	5%	8%	4%	18%	20%	22%	23%	30%	18%	16%	2%
粗钢产能(百万吨)							171	197	264	364	425	470	527	630
隐含的产能利用率							89%	92%	84%	75%	84%	90%	93%	79%
成品钢	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
消费量	87	101	103	111	123	141	158	191	241	276	340	370	414	426
同比%		15%	2%	7%	11%	15%	12%	21%	26%	15%	23%	9%	12%	3%

资料来源：CEIC、Mysteel

分析师申明

本人，洪进扬，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

信息披露

主要分析师负责的股票研究范围

洪进扬：亚洲化工行业、亚洲商品企业、亚洲能源行业、大中华区工业

亚洲化工行业：中海化学、Far Eastern Textile、Formosa Chemicals & Fibre、Formosa Plastics、湖北宜化化工、Nan Ya Plastics、盐湖集团、盐湖钾肥、华鲁恒升、中化化肥、上海石化(A)、上海石化(H)、仪征化纤(A)、仪征化纤(H)、云南云天化

亚洲商品企业：ACC、中国铝业(A)、中国铝业(H)、Ambuja Cements、鞍钢(A)、鞍钢(H)、海螺水泥(A)、海螺水泥(H)、宝钢、中煤能源、中煤能源(H)、洛阳钼业、中国建材、中国神华(A)、中国神华(H)、Grasim Industries、恒鼎实业、Hindalco Industries、Hindustan Zinc、India Cement、江西铜业(A)、江西铜业(H)、金钼股份、马钢(A)、马钢(H)、National Aluminium Company、中金岭南、Sterlite Industries (India)、Ultratech Cement、西部矿业、武钢、兖州煤业(A)、兖州煤业(H)、驰宏锌锗、招金矿业、中金黄金、紫金矿业(H)

亚洲能源行业：中海油服(A)、中海油服(H)、中信资源、中油香港、Formosa Petrochemical Corp.、宏华集团、海油工程、新奥燃气

大中华区工业：Asia Cement、China Steel (GDR)、China Steel Corporation、Taiwan Cement、Taiwan Fertilizer

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有具体公司的信息披露。

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

版权所有 2009 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。