

耐心等待旺季到来

报告要点

■ 钢价再创新低，盈利底部，坏无可坏

缓慢下跌的钢材价格在近期创出了反弹以来的新低，春节后这种一反常态的走势基本反应了行业目前的供需状况。由于2月份行业利润率已经为负，预计全行业3月份盈利更加不容乐观。作为加工业的代表，我们并不认为行业亏损的局面会长期持续。假如3月份日产粗钢出现了较大幅度的回落，将会使得我们更加坚定钢价阶段性见底的判断。

■ 期待二季度旺季到来的钢价反弹

出现季节性需求差异的主要原因在于天气和投资节奏。毫无疑问，天气在2009年不会发生显著的变化，而投资的节奏在政府坚定地保增长战略中也无需担心。近期PMI指数连续回升和固定资产投资的明显加速，表明政府主导的投资拉动正在逐步产生效应。下游行业上看，几乎主要的用钢行业都在回暖。出口方面基本上已经触底。一方面，国际形势不会持续地恶化，币值也出现了稳定的迹象；另一方面，由于我国产量已经占据了世界产量的30%以上，净进口的局面不可能长期存在。

■ 判断钢价短期关注社会库存，长期关注原料价格

社会库存反映了钢厂的生产情况和下游的需求情况。当社会库存积累到一定程度后，对资金的需求以及钢厂较快的资源投放会使得供需形势发生改变。目前的社会库存处于历史高位，预示钢铁行业正处于本轮二次去库存的阶段，重新恢复上涨动力必须依赖社会库存的下降。

长期来看，虽然行业产能过剩难以在短期逆转，但原料价格依然能反映钢铁行业活跃程度。第一，在原料供需形势发生了根本性变化的今天，几大原料的产能过剩程度并不比钢铁行业轻松；第二，因为持续的低盈利，在目前这个阶段，足够的开工率对盈利的影响可能比钢价更明显。而每日能跟踪到的原料价格是目前的最好的先行指标。

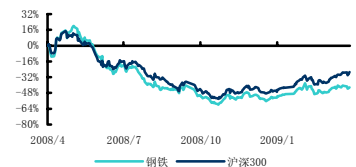
■ 关注相对受益和低估值的品种

相对受益的品种包括并购重组预期的小型钢铁公司和长材占比较高的钢铁公司估值水平的提升，以及区域受益的钢铁公司盈利的增长。建立在预期之上的反弹需要密切关注估值水平。龙头公司建议关注鞍钢股份。当然，倘若旺季不旺，行业将面临再次下跌的风险。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600019	宝钢股份	谨慎推荐
600005	武钢股份	谨慎推荐

行业相对市场表现（近12个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

宝钢股份	08A	09E	10E
PE	15.56	18.29	16.22
PB	1.09	1.08	1.02
EV/EBITDA	5.74	4.44	3.54
武钢股份	07A	08E	09E
PE	8.78	10.57	15.67
PB	2.22	1.88	1.71
EV/EBITDA	5.61	5.90	6.16

相关研究

分析师：

刘元瑞、李兴

021-63526167

liuyr@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖风

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

目前状况：还能有多坏？	5
钢价创新低，行业盈利处于底部	5
原料也明显走弱	5
预期产量下滑，产能利用率下降	7
一季度跑输大盘，相对估值处于历史低位	8
期待：二季度传统旺季的到来	9
季节表现差异背后的原因：天气和投资节奏	9
2009 年二季度：有哪些数据支持需求回暖？	10
3 月份行业低迷数据的主要原因：国际对国内的压制	11
投资逻辑：盈利的根本复苏	13
用什么先行指标观察复苏？	13
投资建议：相对受益+低估值	16

图表目录

图 1: 上海螺纹钢价格创新低.....	5
图 2: 上海热轧价格接近新低.....	5
图 3: 2 月行业利润率为负	5
图 4: 国内矿价格大幅下跌	6
图 5: 进口矿价格大幅下跌	6
图 6: 国内矿产量已经明显反弹	6
图 7: 进口矿屡屡超预期加剧供需矛盾	6
图 8: 铁矿石港口库存持续上升	6
图 9: 焦炭产量下滑得较为明显	7
图 10: 焦炭出口均价持续下滑.....	7
图 11: BDI 难以再现昔日辉煌	7
图 12: 主要运送铁矿石的 BCI 下跌幅度更大	7
图 13: 1-2 月产量反弹迅速	8
图 14: 粗钢日产量连续 4 个月回升	8
图 15: 1 季度总体跑输大盘	8
图 16: 相对沪深 300 估值处于低位.....	8
图 17: 固定资产投资二季度一般呈加速态势.....	9
图 18: 历年二季度钢材价格均出现反弹	10
图 19: PMI 指数已经回暖至 50 以上	10
图 20: 固定资产投资增速加快.....	10
图 21: 房地产施工面积出现回暖	11
图 22: 房地产销售面积逐步回暖	11
图 23: 汽车产销量双双回暖	11
图 24: 家电产量也在迅速回暖.....	11
图 25: 国际钢价基本没有反弹.....	11
图 26: 国际钢铁产量下滑明显.....	12
图 27: 剔除中国后国际钢铁产量下滑更快.....	12
图 28: 出口下滑明显	12
图 29: 进口反弹迅速	12
图 30: 卢布贬值趋势有所改善.....	13
图 31: 韩元贬值趋势有所反复.....	13
图 32: 主要用钢行业钢材需求分布	14
图 33: 螺纹钢价格与库存存在一定关系	14
图 34: 热轧价格与库存关系更明显	14
图 35: 螺纹钢库存创近年来新高	15
图 36: 线材库存也创近年来新高	15
图 37: 热轧库存创近年来新高.....	15
图 38: 冷轧库存一直处于高位.....	15
图 39: 螺纹钢电子盘价格具有一定价格发现功能.....	17
图 40: 主要品种走势基本一致.....	18

图 41: 螺纹线材及型钢分别占粗钢产量比例	18
图 42: 螺纹线材及型钢合计占粗钢产量比例	18
表 1: 2008 年中国十大钢铁企业粗钢产量及占全国总产量比例	16
表 2: 5 大钢铁集团未来产能规划安排 (万吨)	16
表 3: 螺纹钢期货合约	19
表 4: 线材期货合约	19
表 5: 主要上市公司建筑钢材大致占比	20
表 6: 各地区钢铁供需缺口模拟测算结果	20
表 7: 各地区供需缺口占当年产量百分比	21
表 8: 钢铁行业最新 PB 统计	21

目前状况：还能有多坏？

钢价创新低，行业盈利处于底部

在经过 2008 年 10 月的大幅下跌后，受政策面及刚性需求的双重影响，钢价在去年年底出现了明显反弹。但在新年之后，缓慢下跌的钢材价格在近期基本创出了反弹以来的新低。今年春节后这种一反常态的走势基本反应了钢铁行业目前的供需状况。

图 1：上海螺纹钢价格创新低

图 2：上海热轧价格接近新低



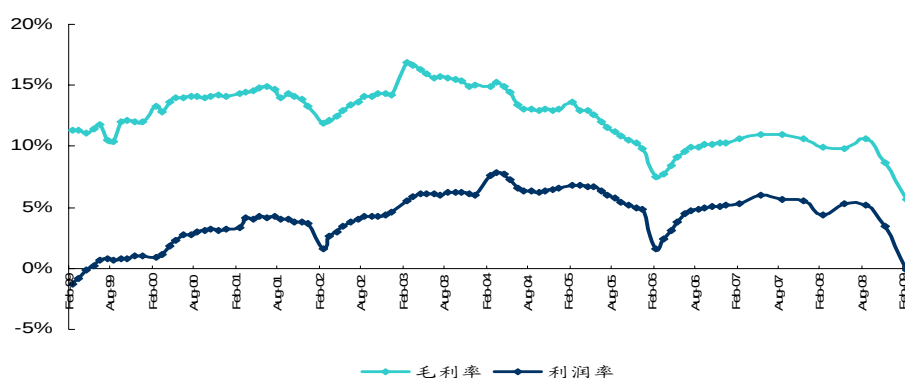
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

在产能过剩和需求低迷的双重影响下，全行业的盈利水平依然处于历史低位。虽然 3 月份数据还没有最后公布，但由于 2 月份行业利润率已经出现了负值，我们预计全行业 3 月份盈利不容乐观。作为加工业的代表，我们并不认为行业亏损的局面会长期持续。

图 3：2 月行业利润率为负



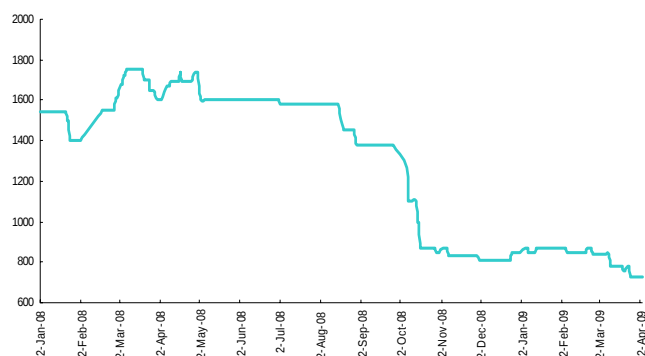
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

原料也明显走弱

行业盈利没有改观，原料价格自然也受到负面影响。

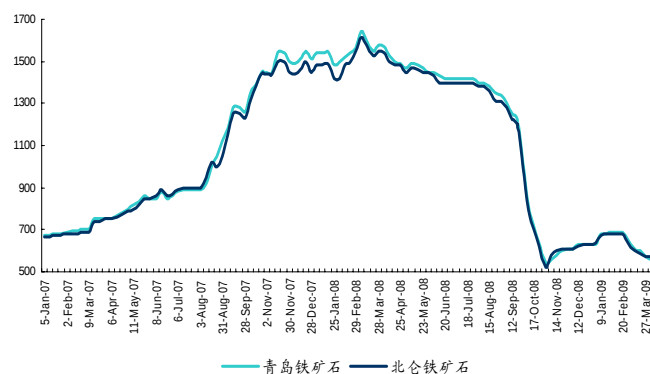
- 铁矿石价格已经在相当长的一段时间内低迷。这不仅是因为需求低迷，更因为供给的急剧扩张。近期国内矿产量的反弹以及进口矿持续的超预期加剧了铁矿石行业的供需矛盾。从产业自然发展规律上看，过去几年铁矿石价格大幅上涨将使得铁矿石行业在本轮周期调整中面临更大的压力。

图 4：国内矿价格大幅下跌



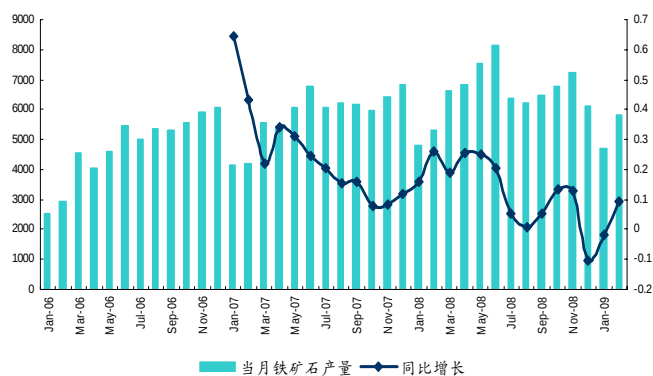
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5：进口矿价格大幅下跌



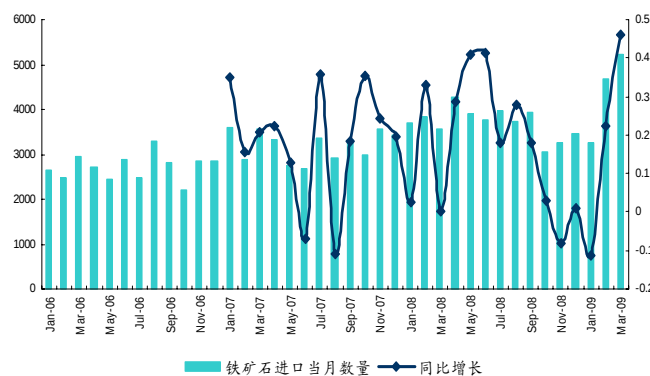
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：国内矿产量已经明显反弹



资料来源：Wind，长江证券研究部

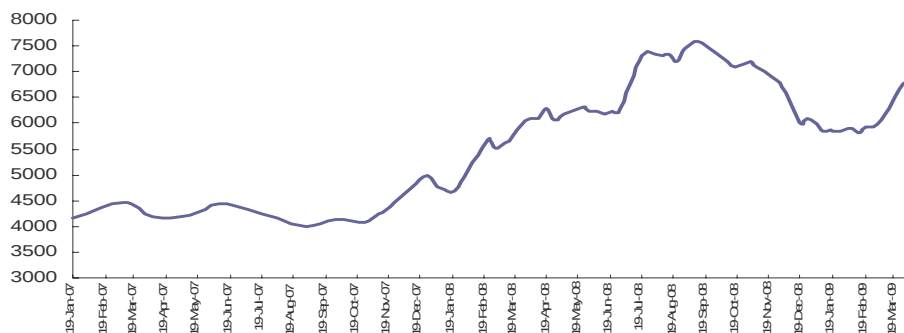
图 7：进口矿屡屡超预期加剧供需矛盾



资料来源：Wind，长江证券研究部

在港口库存的持续上升说明，钢铁行业的开工率正在处于下降的通道中。

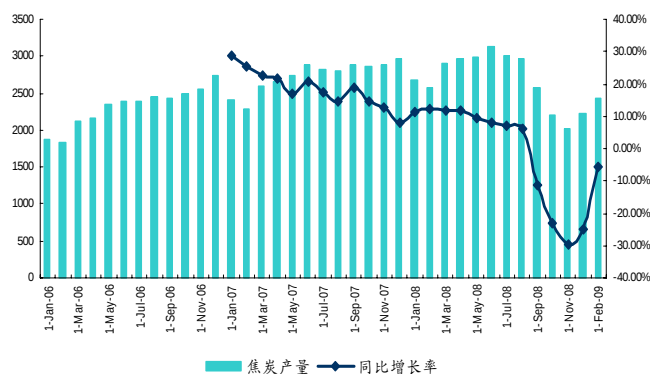
图 8：铁矿石港口库存持续上升



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

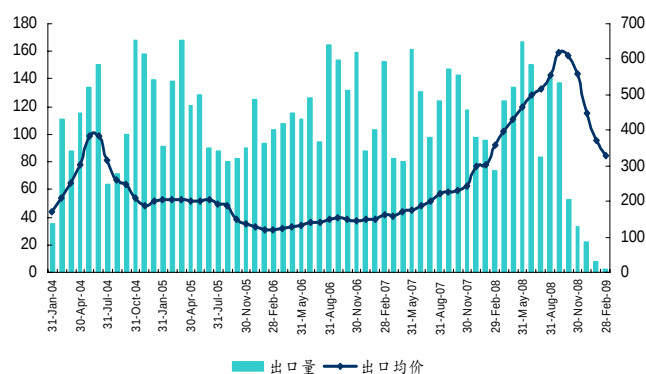
- 与铁矿石不同，焦炭价格下滑并不明显，这主要源于焦煤供应的紧张。由于长期处于盈亏平衡的边缘，焦炭价格相对来说较为坚挺。但国际市场的低迷对焦炭价格的压制将会逐步显现。预计焦炭价格出现松动后，原料焦煤也将会受到负面影响。

图 9：焦炭产量下滑得较为明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：焦炭出口均价持续下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

- 海运一直保持低位震荡。我们在之前的报告中也已经说过，由于供给的大量释放，预计短期内海运市场将很难再现之前的疯狂，而低迷的价格也将使得海运费不再成为制约钢铁行业盈利的主要因素。

图 11：BDI 难以再现昔日辉煌



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 12：主要运送铁矿石的 BCI 下跌幅度更大

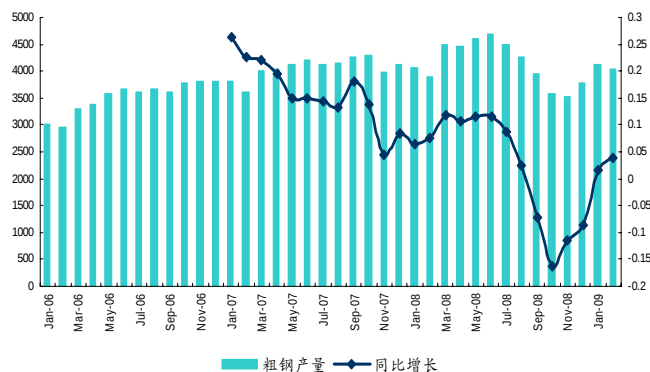


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

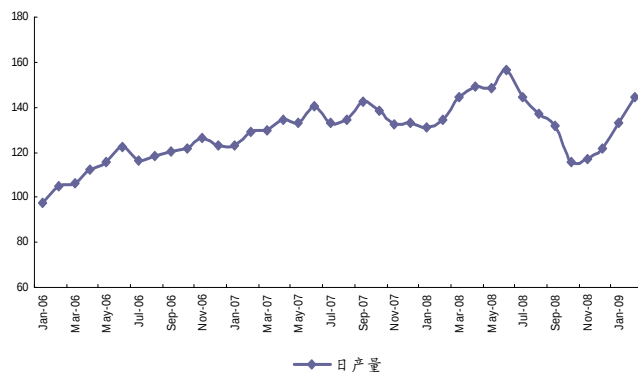
不仅是海运费，由于需求滑落是本轮周期调整的主要原因，因此，预计在需求回暖之前，原料价格都将不会成为制约行业盈利的主要因素。由于主要原料都出现了较大的跌幅，我们也不认为原料后续还有较大的下跌空间。

预期产量下滑，产能利用率下降

去年年底的钢价反弹使得前期大幅亏损的钢厂大面积复产，以尽快消耗储备的高价原材料。因此，今年前两个月产量迅速反弹。这也直接加大了后续资源供应的压力，对钢价造成负面影响。

图 13: 1-2 月产量反弹迅速


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 14: 粗钢日产量连续 4 个月回升


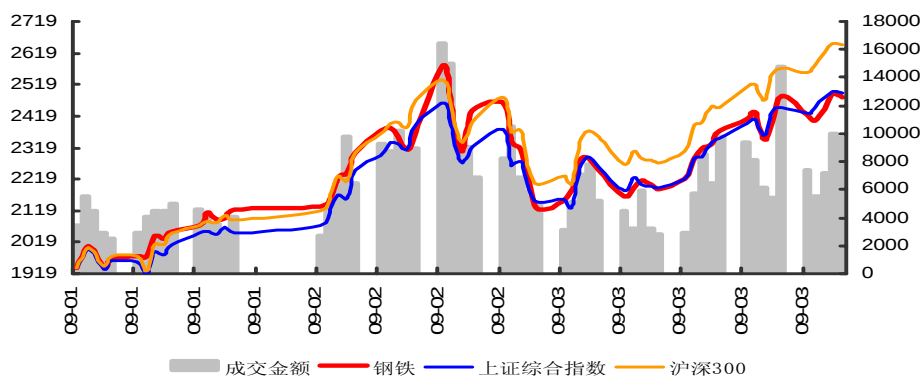
资料来源: 长江证券研究部

由于统计数据的滞后，我们还无法得知在钢价下跌的 3 月行业的产量情况如何。不过，根据钢价及原料价格双双下跌的表现来看，我们认为可以预期钢铁行业正处于去年年底以来第二轮减产的过程中。

产能利用率对判断钢价是一个很重要的指标。假如 3 月份日产粗钢出现了较大幅度的回落，将会使得我们更加坚定钢价阶段性见底的判断。

一季度跑输大盘，相对估值处于历史低位

受益于首次去库存的钢价反弹，一季度前半段钢铁行业跑赢大盘。但在 2 月钢价出现反复、库存急剧升高后，钢铁行业股价出现了明显的调整。这至少在一定程度上表明，在盈利无法确定增长的情况下，股本较大的钢铁股上涨较为乏力。

图 15: 1 季度总体跑输大盘


资料来源: Wind, 长江证券研究部

由于股价表现较弱，钢铁行业 PB 估值依然处于相对大盘的低位。这使得钢铁行业出现了一定的安全边际，也使得我们对钢铁行业的投资能抱有更多的预期。

图 16: 相对沪深 300 估值处于低位



资料来源：Wind，长江证券研究部

当然，随着钢铁行业年报的逐步披露，大幅计提的存货减值将使得 PB 值可能面临升高的风险。不过我们认为，由于大盘的 PB 值同样面临下行的问题，同时，较长时间的历史数据也能在一定程度上增强静态 PB 的说服力。

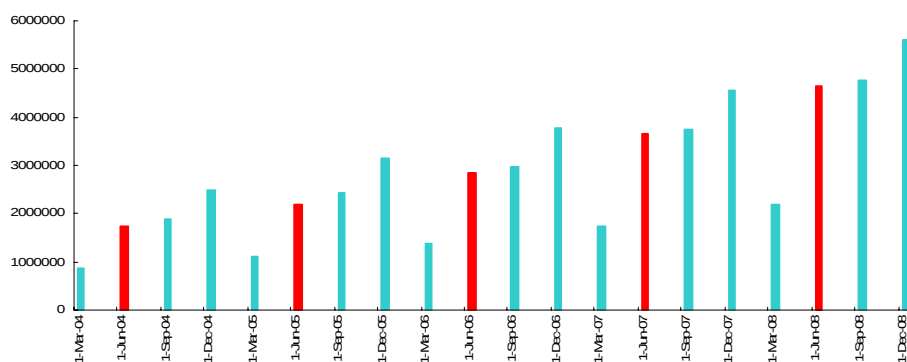
期待：二季度传统旺季的到来

二季度对钢铁行业来说，是至关重要的一个季度。由于季节性的影响，二季度对于钢铁行业来说往往是一年之中的旺季。不仅如此，由于全行业在去年四季度将出现大额的亏损，今年一季度盈利也非常困难，因此，二季度钢材价格若能有所起色，将是行业重新恢复盈利的第一个季度，也将使得行业出现连续两个季度的回暖。

季节表现差异背后的原因：天气和投资节奏

出现季节性需求差异的主要原因在于天气和投资节奏。北方 1 季度的寒冷天气使得诸多项目无法实施开工，而南方多雨的气候也会使得钢材需求受到明显压制。与此同时，习惯以春节作为新年度开始的习惯也使得我国 2 季度往往是政府投资集中开工的时期。

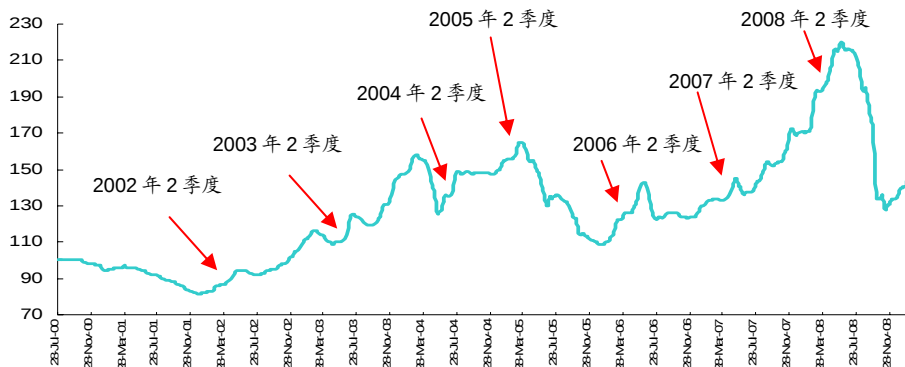
图 17：固定资产投资二季度一般呈加速态势



资料来源：CEIC，长江证券研究部

这种天气和投资节奏对钢铁需求的影响使得钢铁价格在每年二季度都出现上涨，也在一定程度上继续证明了钢铁行业更多由需求主导而非供给。

图 18: 历年二季度钢材价格均出现反弹



资料来源：钢之家，长江证券研究部

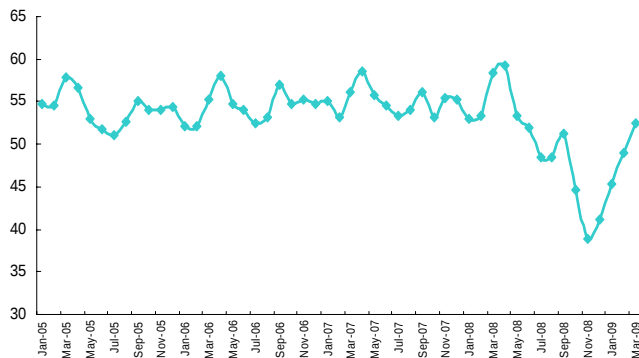
2009 年二季度：有哪些数据支持需求回暖？

毫无疑问，天气在 2009 年不会发生显著的变化，因此，天气的逐渐回暖对二季度需求理应起到正面的作用。至于投资的节奏，在政府坚定地保增长战略中，我们认为也无需担心。

从目前的情况来看，有部分数据已经出现了部分回暖的迹象。

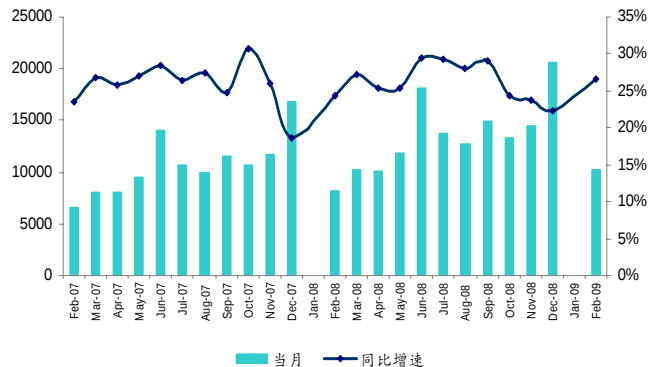
PMI 指数连续回升，6 个月首次回升至 50 以上，这表明经济活动有持续恢复。固定资产投资也出现了明显的加速，政府主导的投资拉动正在逐步产生效应。

图 19: PMI 指数已经回暖至 50 以上



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 20: 固定资产投资增速加快



资料来源：CEIC，长江证券研究部

下游行业上看，几乎主要的用钢行业都在回暖。

图 21：房地产施工面积出现回暖



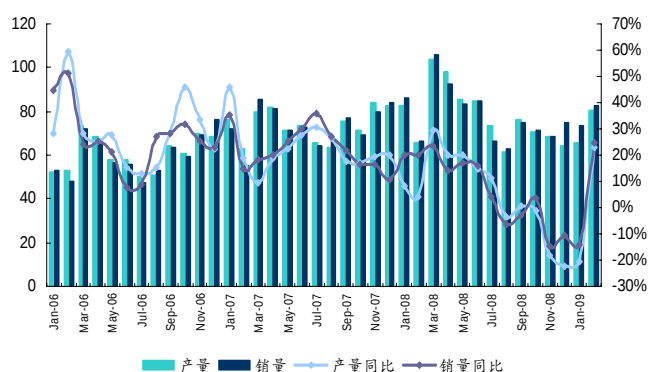
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 22：房地产销售面积逐步回暖



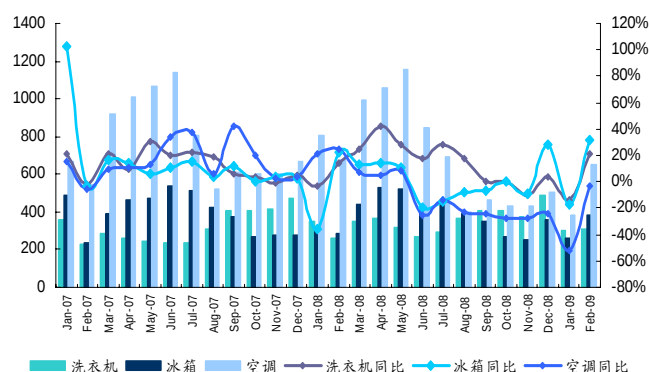
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 23：汽车产销量双双回暖



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 24：家电产量也在迅速回暖



资料来源：Wind，长江证券研究部

从逻辑上说，销量的回暖将会逐步传导至开工，进而传导至采购原材料。因此，随着下游行业的逐步回暖，预计在二季度对钢材的采购也将逐步增加。

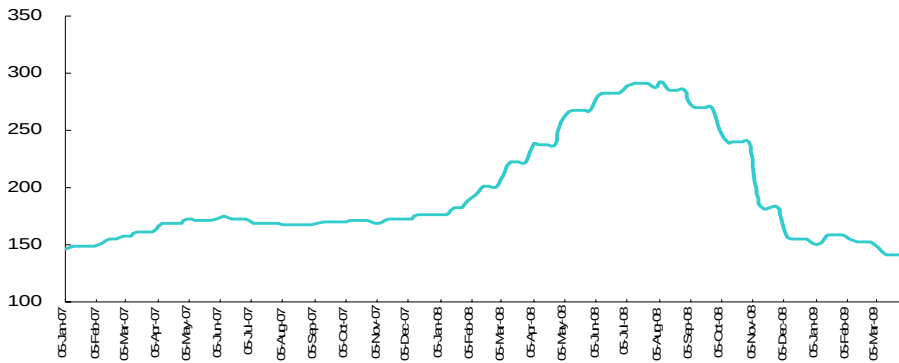
3 月份行业低迷数据的主要原因：国际对国内的压制

由于固定资产投资以及下游相关数据均是滞后数据，因此我们不免对 3 月以来持续下跌的钢价与需求回暖之间的背离产生担忧。

- 我们猜测，在第一轮钢铁行业去库存化过程中，部分下游可能存在提前备货的可能。因此，下游行业的回暖传到至采购钢材可能将存在时滞；
- 更重要的原因在于，国际需求的持续疲软对国内钢价形成的压制。

国际需求比国内需求更疲弱将是未来一段时间内制约我国钢铁行业最严重的问题之一。不仅世界钢价没有在去年年底出现像样的反弹，而且我们发现，从去年年末世界范围内的减产情况来看，剔除中国后其他国家的减产程度更明显。这说明，世界范围内面临的钢铁产能过剩比国内更为严重。

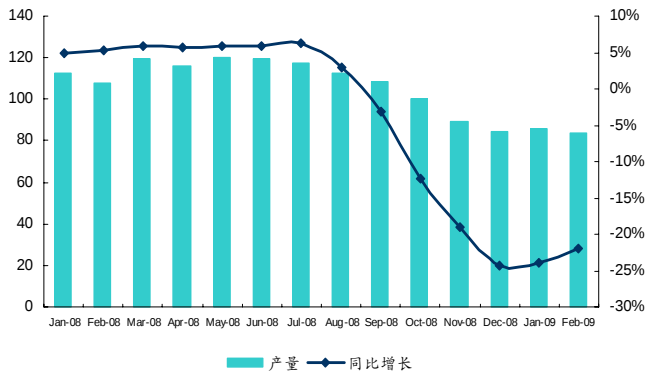
图 25：国际钢价基本没有反弹



资料来源：CRU，长江证券研究部

图 26: 国际钢铁产量下滑明显

图 27: 剔除中国后国际钢铁产量下滑更快

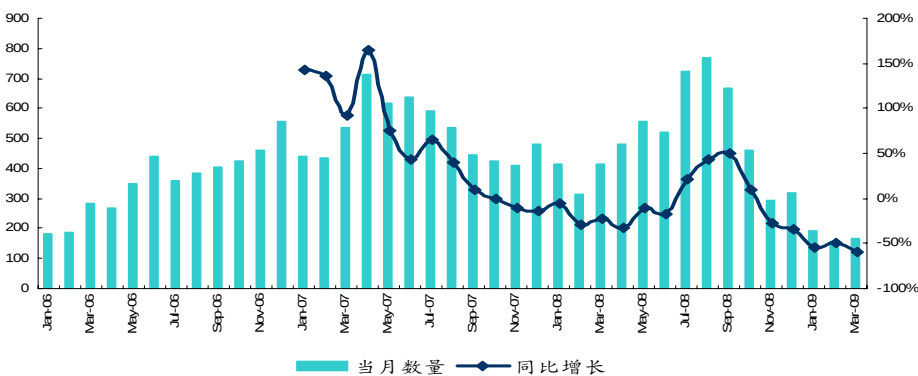


资料来源：Wind，长江证券研究部

资料来源：Wind，长江证券研究部

国际钢价的低迷表现直接影响了我国钢材的出口，因此，在产量反弹出口减少的情况下，投放国内的钢材资源量就出现显著的上升。

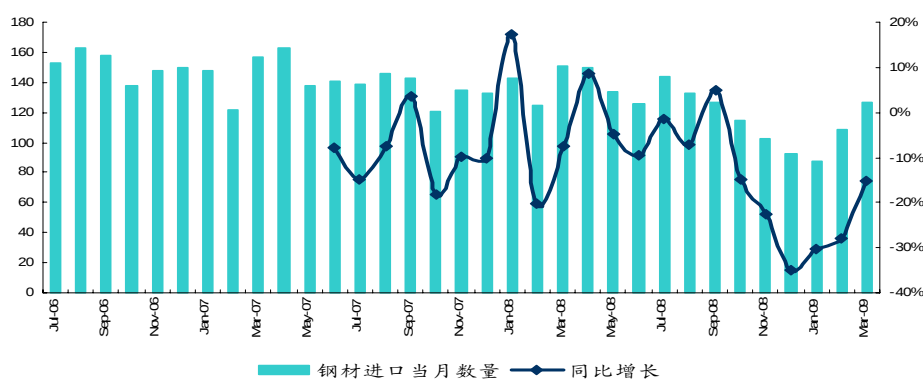
图 28: 出口下滑明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

现在的问题在于，国际需求的萎缩不仅使得我国出口下降，进口也在出现增加。

图 29: 进口反弹迅速

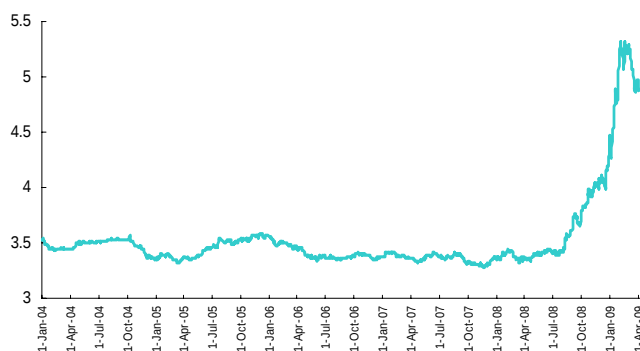


资料来源：Wind，长江证券研究部

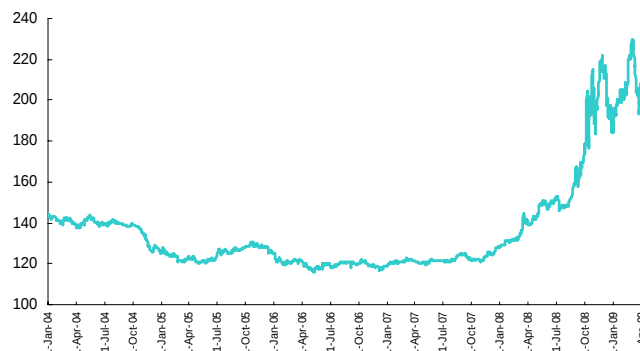
一方面需求的滑落使得部分资源直接进入我国，另一方面，由于宏观经济恶化导致的货币贬值使得国际钢材在价格方面更具优势。

图 30：卢布贬值趋势有所改善

图 31：韩元贬值趋势有所反复



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

虽然3月份并没有出现之前猜测的钢材净进口，但粗钢实际上已经出现了净进口。我们认为，出口方面基本上已经触底。一方面，国际形势不会持续地恶化，币值也出现了稳定的迹象；另一方面，由于我国产量已经占据了世界产量的30%以上，净进口的局面不可能长期存在。

投资逻辑：盈利的根本复苏

用什么先行指标观察复苏？

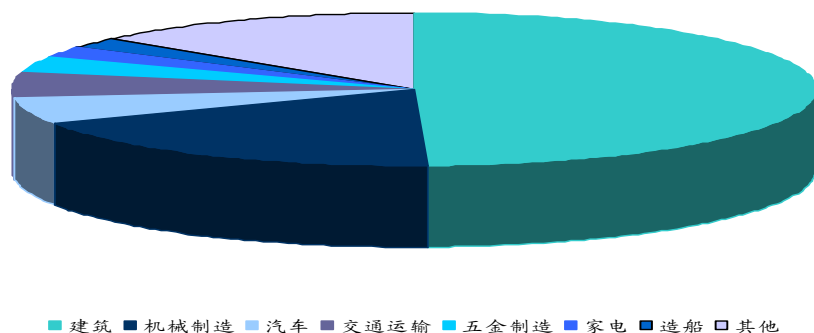
观察复苏的先行指标很难持续得到检验。很明显，在行业的不同阶段，各项指标侧重也会有所不同。

产业传导的逻辑：下游行业

由于本轮周期由需求急剧滑落造成，因此，总需求的复苏才是本轮行业复苏的基本条件。所以，毫无疑问，从产业传导的逻辑来说，下游主要用钢行业的数据好转是本轮行业复苏先行指标。

从目前的统计资料上看，主要用钢行业包括建筑、机械制造、汽车、交通运输、家电和造船。

图 32：主要用钢行业钢材需求分布



资料来源：长江证券研究部

目前最能敏捷反应的指标：短期看库存，长期看原料

观察下游行业的数据好转从逻辑上说固然没错，不过，由于统计数据的滞后，可能我们还无法在第一时间观察到钢铁行业的复苏。于是，天天都能观测到的钢材价格成为了一直以来最能敏捷反应行业供需情况的指标。

只是钢价的波动较大，每天的变化需要其他相关数据的支持才能做出判断。我们建议在二季度重点关注社会库存和原料价格。

► 短期钢材价格需要观察社会库存

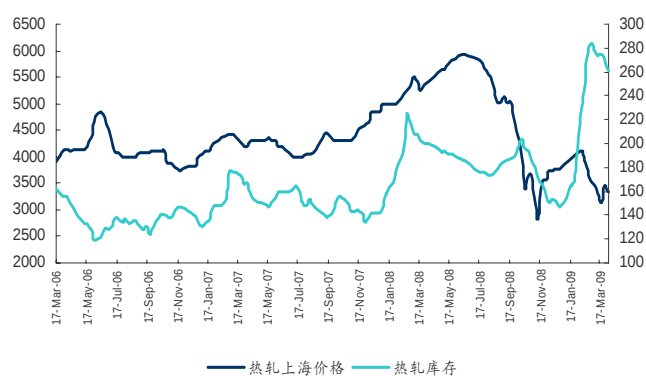
社会库存反映了钢厂的生产情况和下游的需求情况。从逻辑上说，当钢价出现上涨时，经销商出于对后市良好的预期，会出现囤货的行为，因此，社会库存会出现小幅上升。但由于需求强劲，社会库存的上升幅度不会太快。这种行为会使得钢厂的开工上升。而当社会库存积累到一定程度后，对资金的需求以及钢厂较快的资源投放会使得供需形势发生改变，进而影响钢价。

图 33：螺纹钢价格与库存存在一定关系



资料来源：Wind，长江证券研究部

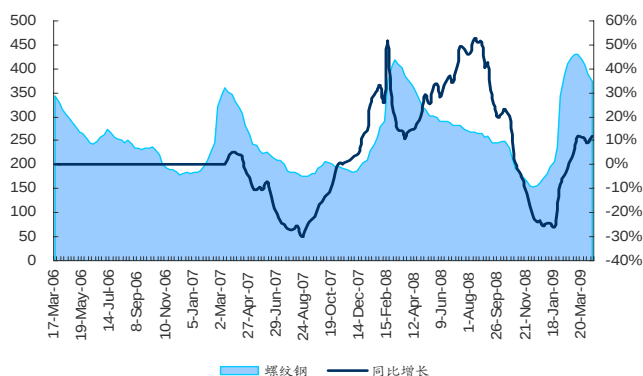
图 34：热轧价格与库存关系更明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

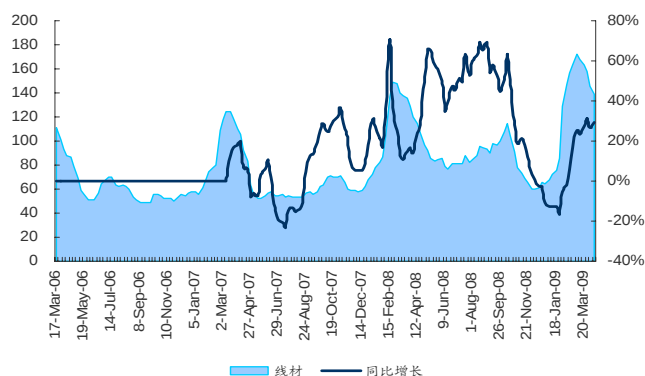
目前的社会库存处于历史高位，预示钢铁行业正处于本轮二次去库存的阶段。过高的社会库存对钢材价格的压制将会存在一段时间内存在。因此，重新恢复上涨动力必须依赖社会库存的下降。

图 35：螺纹钢库存创近年来新高



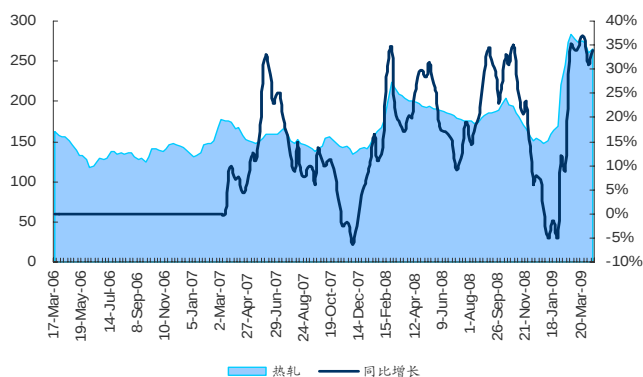
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 36：线材库存也创近年来新高



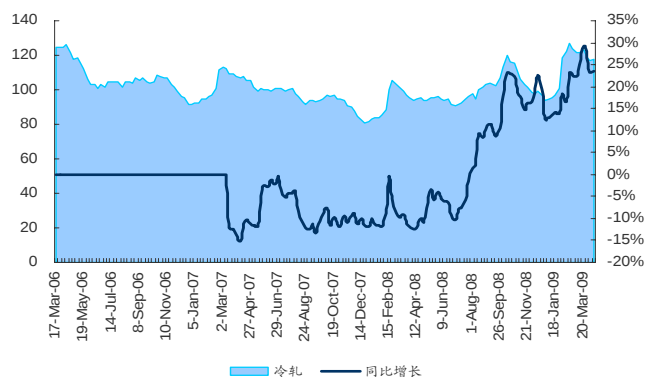
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 37：热轧库存创近年来新高



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 38：冷轧库存一直处于高位



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

长期价格确认需要观察原料价格

为什么我们一再强调，在总需求没有出现明显复苏的本轮周期原料已经不再是限制行业发展的主要因素，又把原料价格作为观察复苏的先行指标？

- 钢价波动过于敏感，我们无法在观察到钢价企稳后就确定是需求复苏。毕竟，钢厂减产和经销商对价格的扰动因素不能忽视；
- 如果在钢价出现上涨之后，原料价格也能出现相应上涨，我们至少可以判断钢铁行业开工率开始上升；
- 虽然钢铁行业产能过剩，因此，开工的增加往往意味着供给的重新释放，进而对钢价造成压制。我们认为这一点不必过于担心，原因在于，第一，在原料供需形势发生了根本性变化的今天，几大原料的产能过剩程度并不比钢铁行业轻松；第二，因为持续的低盈利，对于钢铁行业来说，在目前这个阶段，足够的开工率对盈利的影响可能比钢价更明显。

总而言之，在市场对钢铁行业确定盈利增长的要求下，我们认为开工率指标尤为重要。而每日能跟踪到的原料价格是日前反映开工率最好的先行指标。

投资建议：相对受益+低估值

在预期基本面反弹和行业低估值的背景下，我们试图寻找相对受益的钢铁公司。

产业振兴计划：龙头公司+并购重组

根据产业振兴计划的安排，不出意外，宝钢集团、鞍本集团、武钢集团、河北钢铁、山东钢铁将是在未来三年中排名我国前 5 的大型钢铁集团。假如宝钢集团、鞍本集团和武钢集团在 2011 年均实现 5000 万吨以上的产能，而 2011 年国内粗钢产能也能实现 5-5.5 亿吨左右的目标，那么假设河北钢铁和山东钢铁分别为 3000 万吨左右的产能，则基本能实现排名前 5 的集中度到 45% 的目标。因此，围绕着这 5 大钢铁集团的并购重组将会在未来几年尽快推行。

表 1：2008 年中国十大钢铁企业粗钢产量及占全国总产量比例

	粗钢产量，百万 t	占全国比例，%	合计，%
宝钢集团	35.4	7.1	7.1
河北钢铁集团	33.3	6.6	13.7
武钢集团	27.7	5.5	19.2
鞍本集团	23.4	4.7	23.9
沙钢集团	23.3	4.6	28.5
山东钢铁集团	21.8	4.4	32.9
马钢	15.0	3.0	35.9
首钢	12.2	2.4	38.3
华菱	11.3	2.2	40.5
包钢	9.8	2.0	42.5
10 大钢企总计	213.4	-	-
5 大钢企总计	143.2	-	-
全国总计	502.0	-	-

资料来源：世界金属导报，长江证券研究部

表 2：5 大钢铁集团未来产能规划安排（万吨）

	涉及上市公司		2008 年集团钢材产量	未来规划
宝钢集团	宝钢股份	宝钢股份	2313	3000
	八一钢铁	八一钢铁	461	500
	广东钢铁	韶钢松山	386	1000
		广钢股份	348	
	宁波钢铁		400	600
	合计			5100
未来可能收购对象	包钢集团	包钢股份	904	1000
	新余钢铁	新钢股份	465	500
	杭钢集团	杭钢股份	355	350
鞍钢集团	鞍钢股份	鞍钢股份	1499	2000
	本钢集团	本钢板材	695	1000
	攀钢集团	攀钢钢钒 长城特钢	702	700

未来可能 收购对象	东北特钢	抚顺特钢 大连金牛	120	120
	合计			3820
	三钢集团	三钢闽光	436	450
	凌源钢铁	凌钢股份	200	200
武钢集团	武钢股份	武钢股份	1285	1600
	昆钢集团		525	600
	鄂钢集团		260	300
	广西钢铁	柳钢股份	583	2000
	合计			4500
河北钢铁	唐钢集团	唐钢股份	1262	
	邯钢集团	邯钢钢铁	612	
	舞阳钢铁		185	3000
	宣钢集团		502	
	承钢集团	承德钒钛	365	
	合计			3000
山东钢铁	济钢集团	济南钢铁	1027	560
	莱钢集团	莱钢股份	1053	600
	日照钢铁		673	2000
	合计			3160

资料来源：公司公告，长江证券研究部

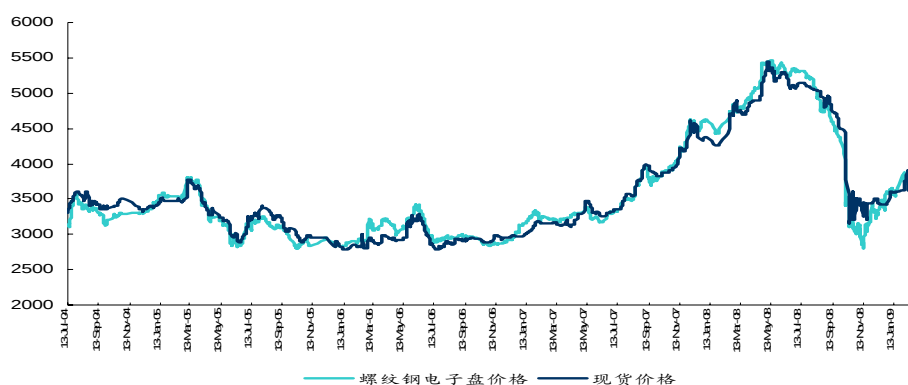
由于并购中的协同效应需要一定的时间来体现，我们预计龙头公司在并购初期很难获得足够的溢价。很多实证的研究结论也支持这一点。因此，如果仅仅从二季度投资的角度上看，我们并不认为龙头公司会受益于并购重组计划。相反，被并购方股价表现往往会较为显著，因此，关注有并购重组预期的小型钢铁公司是二季度的最佳选择。

钢材期货：价格发现与估值提升的预期

► 价格发现不仅仅只针对螺纹线材

钢材期货的上市使得钢铁行业拥有了价格发现的主要指标。从原来电子盘的情况来看，远期交易对钢价的价格发现作用较为显著。

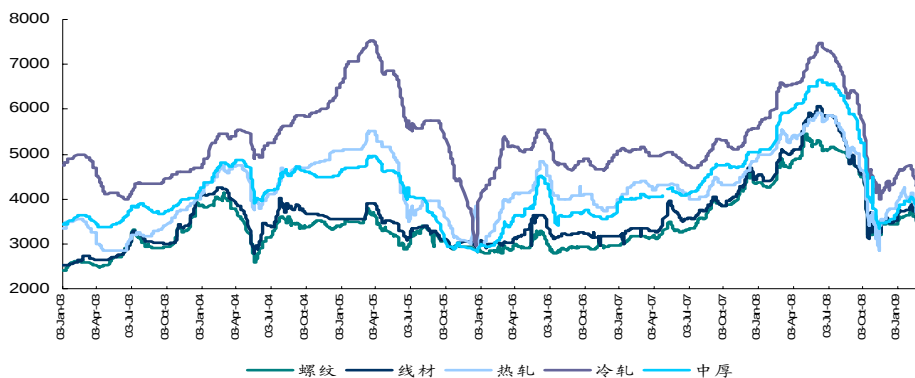
图 39：螺纹钢电子盘价格具有一定价格发现功能



资料来源：长江证券研究部

不过，从品种上说，我们并不认为只有螺纹钢和线材的钢材期货价格发现功能也仅仅针对螺纹钢和线材。因为，没有足够的证据表明，建筑钢材和板材会发生明显的背离，至少趋势如此。

图 40：主要品种走势基本一致



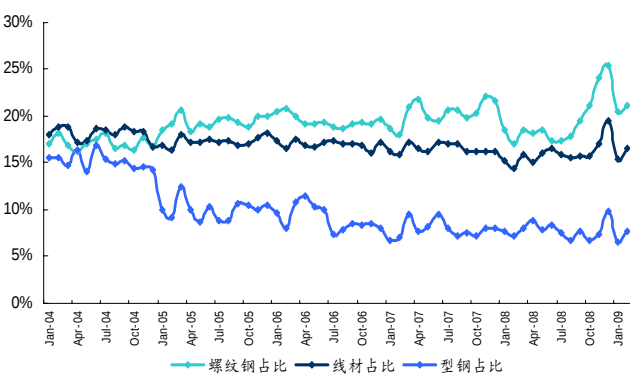
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

考虑到建筑钢材和板材并不能实现生产上的转化，不发生背离的特点需要通过更进一步地逻辑解释才行。我们初步的想法认为，由于钢铁行业受需求主导的影响较明显，因此，在经济下行的情况下，即便依赖基建投资也很难使得建筑行业独善其身；在经济复苏阶段，跟建筑相关的行业如机械制造、汽车、家电等也会随着建筑业复苏而复苏。联动的需求使得钢铁行业各个品种之间难以出现趋势上的背离。

幅度上的背离更多是由于供给的影响。虽然板材的过剩程度比建筑钢材严重，但从近期所有钢材的价格走势上看，我国钢铁行业已经进入了全面的产能过剩时代，因此，即便建筑钢材供给情况稍好，也很难最终体现在公司盈利上。

况且，在此次钢铁工业振兴计划细则中，国家首次明确提出了稳定建筑用钢比例在 50% 左右。虽然目前的产量数据显示主要用于建筑上的螺纹、线材及型钢比例已经在 50% 附近，但考虑到板材仍有部分生产线处于停产阶段，因此建筑钢材产能比例应该低于 50%。我们推测在我国未来几年净淘汰产能的过程中，板材的淘汰力度将有所加强。

图 41：螺纹线材及型钢分别占粗钢产量比例



资料来源：中国钢铁工业协会，长江证券研究部

图 42：螺纹线材及型钢合计占粗钢产量比例



资料来源：中国钢铁工业协会，长江证券研究部

同时，由于建筑需求的变化以及工艺和成本的改进，越来越多的板材也将使用在建筑上。最具代表性的为建筑钢结构的中厚板和部分热轧产品。

➤ 估值提升的预期

虽然我们对价格发现功能仅仅利好于建筑钢材公司，但对未来套保的预期使得长材类公司可能获得更高的估值。

1、期货合约能涵盖多少长材？

根据期货合约的规定，可以用于期货交易的螺纹钢主要是 HRB400 或 HRBF400 牌号及 HRB335 或 HRBF335 牌号的各五个规格，线材则是 HPB235 牌号或 HPB235 牌号的两个规格。

虽然我们还无法确定符合期货要求的螺纹钢线材具体有多少，但通过查询标准牌号资料可以发现，由于热轧带肋钢筋只有 HRB335、HRB400 和 HRB500 三个牌号，规格主要是 6-25mm 和 28-50mm，可以预计钢材期货已经包含了大部分的螺纹线材产品。

表 3：螺纹钢期货合约

交易品种	螺纹钢
交易单位	10 吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1 元/吨
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价 $\pm 5\%$
合约交割月份	1~12 月
交易时间	上午 9:00~11:30 下午 1:30~3:00
最后交易日	合约交割月份的 15 日（遇法定假日顺延）
交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割品级	标准品：符合国标 GB1499.2-2007《钢筋混凝土用钢 第 2 部分：热轧带肋钢筋》HRB400 或 HRBF400 牌号的 $\phi 16\text{mm}$ 、 $\phi 18\text{mm}$ 、 $\phi 20\text{mm}$ 、 $\phi 22\text{mm}$ 、 $\phi 25\text{mm}$ 螺纹钢。 替代品：符合国标 GB1499.2-2007《钢筋混凝土用钢 第 2 部分：热轧带肋钢筋》HRB335 或 HRBF335 牌号的 $\phi 16\text{mm}$ 、 $\phi 18\text{mm}$ 、 $\phi 20\text{mm}$ 、 $\phi 22\text{mm}$ 、 $\phi 25\text{mm}$ 螺纹钢。
交割地点	交易所指定交割仓库
最低交易保证金	合约价值的 7%
交易手续费	不高于成交金额的万分之二（含风险准备金）
最小交割单位	300 吨

资料来源：上海期货交易所

表 4：线材期货合约

交易品种	线材
交易单位	10 吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1 元/吨
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价 $\pm 5\%$
合约交割月份	1~12 月
交易时间	上午 9:00~11:30 下午 1:30~3:00
最后交易日	合约交割月份的 15 日（遇法定假日顺延）

交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割品级	标准品：符合国标 GB1499.1-2008《钢筋混凝土用钢 第 1 部分：热轧光圆钢筋》HPB235 牌号的 $\phi 8\text{mm}$ 线材。 替代品：符合国标 GB1499.1-2008《钢筋混凝土用钢 第 1 部分：热轧光圆钢筋》HPB235 牌号的 $\phi 6.5\text{mm}$ 线材。
交割地点	交易所指定交割仓库
最低交易保证金	合约价值的 7%
交易手续费	不高于成交金额的万分之二（含风险准备金）
最小交割单位	300 吨
交割方式	实物交割
交易代码	WR
上市交易所	上海期货交易所

资料来源：上海期货交易所

2、哪些公司螺纹线材占比较大？

上市公司中建筑钢材占比并不太高，由于生产技术门槛较低，大部分的建筑钢材都由小型上市公司生产。

表 5：主要上市公司建筑钢材大致占比

	2007 年钢材产量	建材占比（大致）
三钢闽光	334	85%
承德钒钛	365	80%
新兴铸管	225	75%
八一钢铁	387	65%
莱钢股份	691	60%
马钢股份	1309	55%
凌钢股份	221	50%
韶钢松山	405	50%
安阳钢铁	656	50%
唐钢股份	1041	45%
华菱钢铁	1048	45%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

不过，由于此次细则提出要推广使用强度 400MPa 及以上钢筋，这将使得部分使用淘汰后高炉转炉进行生产的小型炼钢厂自动退出市场，因此对于实力较强的上市公司来说无疑为一大利好。

区域受益：华南+西部

虽然钢铁行业并没有明显的区域优势，不过随着价格的下跌，部分区域还是能多少享受一定的溢价。

我们通过各省市固定资产投资模拟了各省市的钢铁需求，通过对比地区产量，初步测算了地区对钢铁的供需缺口。结果显示，华南、西南、西北、东北依然紧缺，趋势上看，华中地区也有短缺的可能。

表 6：各地区钢铁供需缺口模拟测算结果

	华北	华东	东北	华中	华南	西南	西北
2008 年	79.76	30.24	-32.79	-3.35	-34.37	-22.80	-15.35
2007 年	75.11	28.08	-34.82	0.64	-31.33	-21.70	-12.91
2006 年	63.00	22.24	-30.33	3.37	-25.81	-18.85	-10.20
2005 年	53.40	21.11	-25.99	5.73	-19.10	-14.29	-8.35

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

表 7：各地区供需缺口占当年产量百分比

	华北	华东	东北	华中	华南	西南	西北
2008 年	46%	22%	-64%	-5%	-139%	-77%	-110%
2007 年	45%	21%	-67%	1%	-126%	-72%	-85%
2006 年	44%	19%	-65%	6%	-127%	-75%	-74%
2005 年	45%	21%	-66%	12%	-113%	-66%	-72%

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

相对低估值

我们之所以没有上调行业评级，原因在于，出于对盈利的要求，我们认为钢铁行业整体大的机会并未出现。建立在预期之上的反弹需要密切关注估值水平。

表 8：钢铁行业最新 PB 统计

证券代码	证券简称	市净率(最新)	是否已披露年报
000717.SZ	韶钢松山	0.871	否
600569.SH	安阳钢铁	0.900	是
600001.SH	邯郸钢铁	0.982	是
000898.SZ	鞍钢股份	1.054	否
600808.SH	马钢股份	1.083	否
600019.SH	宝钢股份	1.093	是
600126.SH	杭钢股份	1.099	否
000932.SZ	华菱钢铁	1.107	是
000761.SZ	本钢板材	1.142	否
600782.SH	新钢股份	1.156	是
600102.SH	莱钢股份	1.344	是
600307.SH	酒钢宏兴	1.444	是
601005.SH	重庆钢铁	1.474	是
000825.SZ	太钢不锈	1.511	否
600282.SH	南钢股份	1.533	是
002110.SZ	三钢闽光	1.556	是
600010.SH	包钢股份	1.605	否
000959.SZ	首钢股份	1.639	否
000709.SZ	唐钢股份	1.711	是
000778.SZ	新兴铸管	1.735	是
600399.SH	抚顺特钢	1.742	是
000708.SZ	大冶特钢	1.778	是
600022.SH	济南钢铁	1.796	是

600117.SH	西宁特钢	1.858	否
600231.SH	凌钢股份	1.861	是
600005.SH	武钢股份	1.932	否
000961.SZ	大连金牛	2.010	是
600894.SH	广钢股份	2.170	否
600357.SH	承德钒钛	2.189	是
600581.SH	八一钢铁	2.274	是
601003.SH	柳钢股份	2.476	是
000629.SZ	攀钢钢钒	2.833	否
000569.SZ	长城股份	9.686	否

资料来源：Wind，长江证券研究部

综合考虑，我们认为，三大钢中鞍钢股份相对更有优势，小钢中杭钢股份、本钢板材可能更受益于并购重组的预期。

风险提示：

目前看来，二季度的环比业绩反弹是钢铁行业唯一的期待。倘若旺季不旺，行业将面临再次下跌的风险。

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。