

钢铁行业的“后拐点时期”与“复苏路径”

钢铁行业

评级: 推荐 (维持)

专题报告

2009年8月13日 星期四

吴培文

021-50586660-8619

wpw@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

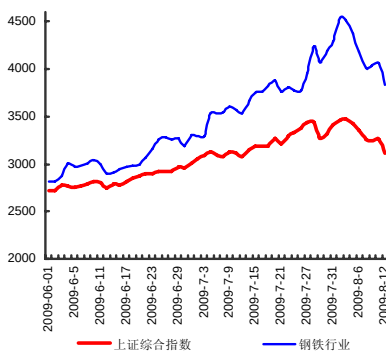
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
宝钢股份	600019	买入
重庆钢铁	601005	买入
新兴铸管	000778	增持

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	0	0
3个月	10	15
6个月	15	15

行业相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《补涨时机成熟, 钢铁板块加速上行》 6月5日
2. 《近期钢铁板块快速上行的行业背景》 6月24日
2. 《此刻产销两旺, 推动板块整体上扬》 6月30日

投资要点

- **短期投资注意风险。**基本面的良好表现, 推动此前估值偏低的钢铁板块在一个半月大幅上扬。至8月高点累计上涨48%, 明显超过同期上证综指20%和沪深300 23%的涨幅。当前, 钢铁行业的基本面总体依然良好, 行业拐点已经确立。但由于前期涨幅较大, 短期内调整压力明显。此外在近期大盘系统性调整中, 很少有板块能逃离大势。短期投资需注意风险。
- **盈利复苏趋势明确, 中长期可投资“行业拐点”。**“拐点”代表了行业复苏过程中, 业绩在盈亏平衡上的突破。钢铁是典型的周期性行业, 公司业绩“增长”最快和确定性最高的时机, 就出现在行业“拐点”之后的一段时期。最近的一个多月里, 钢价以罕见速度上涨, 配合已保持近半年的钢材表观消费高增速, 使得钢铁行业的盈利能力大增, 行业拐点尽显。近十年, 类似的向上拐点仅出现过两次。“行业拐点”将带来较为难得的投资机会。
- **各品种轮番探索价格上限, 不断推高整体钢价。**表观消费量的V型反弹是行业拐点之前最明确的复苏信号。此时价格走势相对滞后, 而且由于“去库存”、“补库存”等机制, 走出了“二次探底”和“一波三折”的形态。后拐点时期, 随着钢材消费量一再创出新高, 一时间出现了钢材供不应求的现象。由于大规模的固定资产投资对钢材具有“持续”而又“刚性”的需求, 建筑类钢材价格率先被推到了一个极高的位置, 并带动了其他品种和整体价格。在建筑类钢材初步遇到价格阻力时, 目前冷热轧产品开始以更大的步伐探索价格上限, 并继续推高整体价格。这种短期的强势上涨很可能导致下一步钢价, 特别是现货价格的震荡, 但相对上半年, 我们对下半年的钢材价格给予坚定的看好。
- **行业盈利能力快速恢复, 下半年收获“真金白银”。**钢铁企业随着产销量的增加, 于一季度大幅减亏, 二季度基本实现盈亏平衡, 体现出盈利能力环比持续改善的趋势。6月起, 钢价快速上升, 各钢材品种普遍上涨700~1200元/吨。估计主要品种当前都有15%以上的毛利率空间, 甚至可能超过了07年的年均水平。但近期价格改善的影响难以在上半年的报表

中充分体现。今年下半年至明年上半年将可能是钢铁行业展现“后拐点”阶段盈利“高增长”的重要时期。定性来看，今年下半年行业盈利能力大致可恢复到 07 年同期的水平。在这个前提下，尽管前期涨幅已大，但钢铁大盘股的 PE 估值仍然十分稳健。

- **系统性的行业复苏会惠及所有钢铁企业。**当前各种钢材和各企业的量、价都受到了极大的拉动。不同公司的复苏只有先后和程度之分，但很可能最终都能脱离 08 年下半年至 09 年上半年的亏损局面，大致上恢复到此前的正常经营水平。在这个逻辑下，推荐关注复苏力度暂时落后，但历史业绩稳定，相对历史 EPS 市盈率估值偏低的公司。
- **随着国民经济的复苏路径，钢铁产品正展现“三波”复苏。**“第一波”是基建带动的线螺产品，“第二波”是高档消费品和轻工业带动的冷轧类产品，“第三波”是重工业带动的中厚板产品。每一波复苏到来，都将带动相关产品的生产企业业绩快速增长。当前“第一波”复苏已经实现，“第二波”复苏“愈演愈烈”，“第三波”复苏年底可待。总体上对应着本轮国民经济复苏中“先投资后消费”，“先轻工后重工”和“先内需后外需”的顺序。
- **钢铁行业的一次次兴衰中，有一些基因在不断地演绎。**与上一个景气周期类似，钢材表观消费量的持续增长仍是本轮复苏中推动行业发展的核心动力。至 6 月，钢材表观消费量已经连续 5 个月实现同比正增长，其中 6 月的增速达到 24%！与高增长的 2001~2004 年水平相当。在拉动钢材消费的诸多手段中，大规模固定资产投资仍处于主导地位。目前固定资产投资增速已达到了十年来的最高水平。历史的身影再现，既证明了多年来促进钢铁行业快速发展的工业化、城市化等一系列重要前提没有改变，也提示未来可能仍会重遇一些熟悉的问题。“一个硬币总有正反两面”。当前的主流是“欣欣向荣”，但正文中对行业风险部分也做了特别说明。需要重点关注固定资产投资增长、新建钢铁项目、落后产能淘汰以及兼并重组等重大事项的发展，防备下一个拐点出现。
- **原材料成本跟随钢价大幅上升成为影响未来行业盈利能力的隐忧。**自 6 月下旬钢材出厂价大幅提升以来，铁矿石现货到岸价上涨了接近 40%。综合考虑焦炭和煤，将把铁水成本推高 300 元/吨左右。从短期来看，这个成本变动已经被产品提价充分弥补。但从中长期看来，铁矿石、焦炭等原材料价格具有涨幅大，涨速快，一旦形成趋势下游钢铁制造企业难以控制等特点。所以不排除未来利润被继续快速上涨的原材料逐渐侵蚀的可能。
- **推荐关注具有以下特征的公司：**历史业绩出色，复苏趋势明确，下半年业绩能够快速恢复；复苏力度暂时落后，但历史业绩稳定，相对历史 EPS 市

盈率估值偏低；在“第二波”（冷轧产品）和“第三波”（中厚板产品）复苏中典型受益；签订长期原材料采购协议，已经锁定今年原材料成本，能规避上游产品涨价风险的公司。

目录

1.	投资“行业拐点”	6
1.1	中长期投资可看重“行业拐点”带来的机会	6
1.2	拐点之前确立复苏趋势，摆脱整体亏损	6
1.3	拐点之后行业盈利能力可能快速恢复	7
1.4	系统性的复苏，会惠及所有钢铁企业	8
1.5	相对复苏后的 EPS，市盈率仍然稳健	8
1.6	短期投资注意前期获利盘的抛压	9
2.	行业复苏路径：拐点前表观消费量 V 型反弹确立复苏趋势	9
2.1	钢材表观消费持续增长仍是推动行业发展的核心动力	9
2.2	大规模固定资产投资仍是促进行业发展的主要手段	10
2.3	复苏初期价格走势“一波三折”	10
3.	行业复苏路径：拐点后钢价在震荡中“坚定地”上涨	11
3.1	大规模固定资产投资对钢材的需求具有“强大惯性”	11
3.2	大规模固定资产投资对钢材的需求具有“刚性”特征	12
3.3	短期内的强势上涨，难免震荡	15
4.	行业复苏路径：钢铁产品将展现“三波”复苏	16
4.1	随着国民经济的复苏路径，钢铁产品将展现“三波”复苏	16
4.2	钢材产品“三波”复苏的典型方式	16
4.3	“三波”复苏的典型受益公司	18
5.	其他重要情况	18
5.1	原材料成本大步上升，是隐忧	18
5.2	外需引擎仍未充分发动	19
5.3	行业快速复苏中的潜在风险	19
6.	推荐关注具有以下特征的公司	20

图形目录

图 1.	02~05 年度钢铁行业盈利上升期的板块走势	6
图 2.	已披露中报的 8 家钢铁上市公司季度整体盈利情况	7
图 3.	05 年至今矿石成本和钢价的综合情况	8
图 4.	02~05 年度钢铁行业盈利上升期的板块整体市盈率下降趋势	8
图 5.	近十年钢材表观消费增速与钢价综合指数、大中型钢铁企业利润的关系 10	
图 6.	国际经济危机以来国内固定资产月度投资水平	10
图 7.	复苏前期产销量的 V 型反弹和价格走势的“一波三折”	11
图 8.	钢铁行业“三波”复苏的概念性演示	16
图 9.	“第一波”建筑钢材的复苏情况（以钢筋为例）	17
图 10.	“第二波”冷轧类产品的复苏情况	17
图 11.	“第三波”中厚板产品的复苏即将面临突破	18
图 12.	国际经济危机以来几种铁矿石典型价格的变化	19
图 13.	主要钢材生产国或地区自全球经济危机以来的粗钢产量变化（各国以 2008 年 7 月的粗钢产量为基准）	19

表格目录

表 1.	典型钢铁产品的毛利空间估算	7
表 2.	典型钢铁产品的毛利率情景分析	7
表 3.	相对复苏后盈利水平的 PE 估值	9
表 4.	普钢类钢铁公司 6 月产品调价汇总（按上市公司代码排序）	12
表 5.	钢铁产品“三波”复苏中的典型受益公司	18
表 6.	推荐关注的典型公司	20

1. 投资“行业拐点”

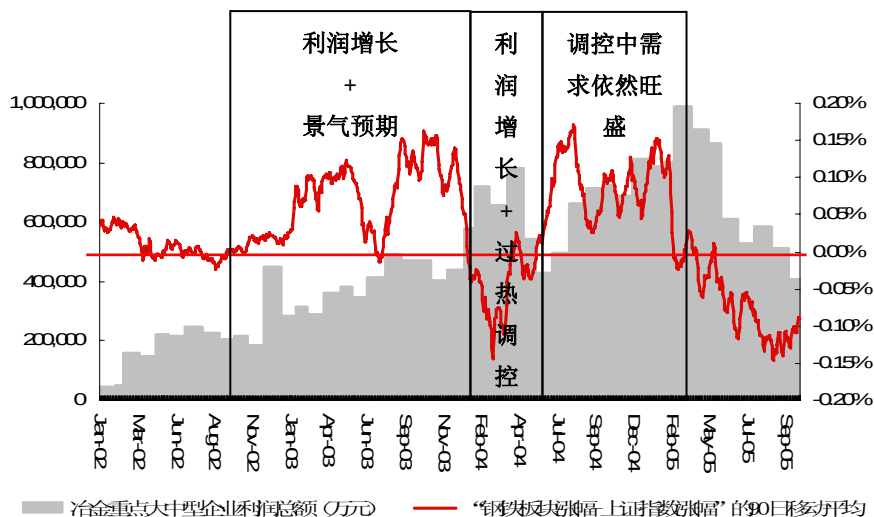
1.1 中长期投资可看重“行业拐点”带来的机会

“拐点”代表了行业复苏过程中，业绩在盈亏平衡上的突破。钢铁是典型的周期性行业，公司业绩“增长（复苏）”速度最快和确定性最高的时机，就出现在行业“拐点”之后的一段时期。近十年，类似的向上拐点仅出现过两次。在最近的一个多月内，钢价以罕见速度上涨，配合已保持近半年的钢材表观消费高增速，使得钢铁行业的盈利能力大增，行业拐点尽显。

除了影响大盘的因素，钢铁板块的走势在宏观上主要受行业盈利增长情况和行业景气预期的驱动。回顾上一个钢铁行业的盈利增长期，即2002~2004年度。钢铁板块在多数时间跑赢大盘。该时期跑输大盘的阶段正值国家先后出台了控制投资过快增长和经济过热势头的系列政策，钢铁行业是当时重点调控的对象之一，一时间舆论对钢铁行业的产能过剩充满忧虑。虽然在宏观调控的过程中，钢铁行业的盈利水平基本上仍然维持在高位，但板块明显落后于大盘。充分说明了“盈利增长”和“景气预期”两大要素的缺一不可。

本次行业“拐点”之后，除了盈利可能开始大幅提升外，在行业预期上很可能不会出现类似03年末的打击。这是因为当前的宏观经济的“保增长”背景与03年末经济增长“出现过热势头”有着截然不同。所以有可能在拐点后同时出现“盈利高增长”和“行业景气预期”，构成促进板块上行的两大基础。

图1. 02~05年度钢铁行业盈利上升期的板块走势



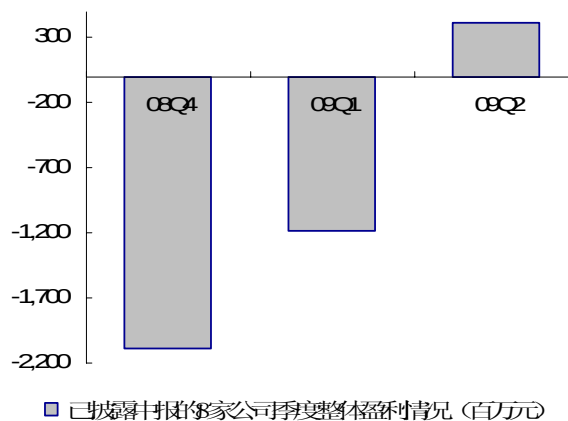
资料来源：东海证券研究所，Wind

1.2 拐点之前确立复苏趋势，摆脱整体亏损

拐点确立前，表观消费量的V型反弹和价格的低位震荡是行业的主要特征。钢铁企业随着产销量的增加，于一季度大幅减亏，二季度基本实现盈亏平衡，

体现出盈利能力环比持续改善的趋势。6月底我们曾经预测，钢铁上市公司的经营情况二季度将有显著的环比改善，并可能在第二季度实现整体盈利。从目前已披露的情况看来，环比改善趋势确定。并且6月71家大中型钢铁企业自国际经济危机以来首次实现整体盈利，实现上半年整体利润17.25亿元。预计钢铁上市公司在二季度摆脱整体亏损的可能性很大。

图2. 已披露中报的8家钢铁上市公司季度整体盈利情况



资料来源: wind、东海证券研究所

1.3 拐点之后行业盈利能力可能快速恢复

拐点确立后，整体钢价在6月下旬起的一个多月中快速拉高。由于统计期的原因，当前钢材市场的火爆形势还难以在各钢铁上市公司的中报中得到充分体现。今年下半年至明年上半年将可能是钢铁行业展现“后拐点”阶段盈利“高速增长”的重要时期。

从毛利率来看，随着产品大幅提价，毛利空间迅速扩大。预计主要产品的毛利已经提升到15%以上，甚至有可能超过了07年同类产品的年均水平。

表1. 典型钢铁产品的毛利空间估算

典型牌号		最新出厂价	盈亏平衡估计值	当前毛利估算	07年毛利率
螺纹钢	HRB335Φ18-25mm(广钢)	4034	3400	15%	4%
热轧板	Q235 5.5*1500(武钢)	4545	3600	21%	18%
冷轧板	SPCC 1.0*1250(宝钢)	5476	3900	29%	22%

资料来源: 东海证券研究所

注: 今年上半年各企业大多出现过一段时期的盈亏平衡，本表以这段时期的价格为基准，估算6~8月提价后的毛利空间。

考虑到下半年钢材价格的震荡和原材料涨价的趋势，以下对成本和产品价格假设了中性、乐观和悲观三种情景，分别计算了典型产品的毛利水平。就中性情况而言，毛利率基本接近07年的年均水平。

表2. 典型钢铁产品的毛利率情景分析

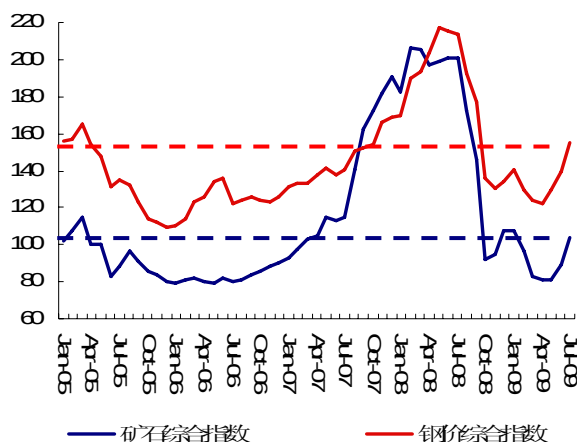
成本与产品价格 单位: 元/吨		螺纹钢 产品价格估计			热轧板 产品价格估计			冷轧板 产品价格估计		
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
		+100	+0	-100	+400	+200	+0	+300	+100	-100
成本	乐观: +0	18%	16%	14%	27%	24%	21%	32%	30%	27%
估计	中性: +200	13%	11%	8%	23%	20%	16%	29%	26%	24%
	悲观: +500	6%	3%	1%	17%	14%	10%	24%	21%	18%

资料来源：东海证券研究所

注：以上由表 1 列示的典型牌号作为产品大类的代表进行计算。假设产品采用现货原材料生产。成本指铁水成本，综合了矿石、焦炭、煤炭等原材料因素。成本和价格变动以 09 年 8 月上旬的数据为基准。

从矿石和钢材的价格走势来看，目前也大致接近 07 年同期的形态。所以综合考虑，下半年的行业盈利水平很可能达到与 07 年可比的水平。

图3. 05 年至今矿石成本和钢价的综合情况



资料来源：wind

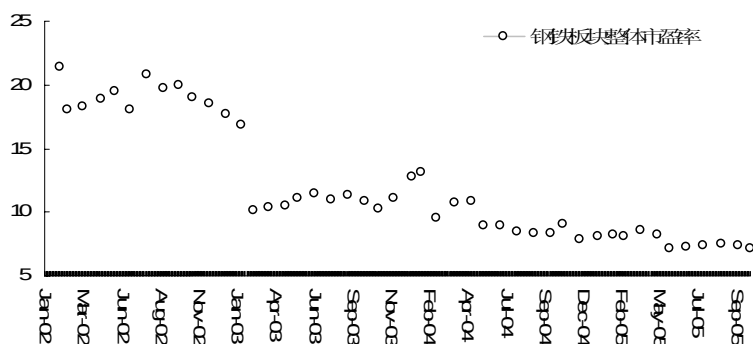
1.4 系统性的复苏，会惠及所有钢铁企业

这轮行业复苏是一次系统性的复苏，惠及了所有的钢材品种和所有的钢铁企业（表 3）。这是我们对本轮复苏的一个基本判断。在这一轮复苏中，只有先后之分和程度之分，但很可能最终所有钢铁上市公司都会脱离亏损，大致上恢复到国际经济危机前正常的经营水平。在这个逻辑下，推荐关注历史上盈利水平稳定，但前期涨幅落后的钢铁公司。

1.5 相对复苏后的 EPS，市盈率仍然稳健

钢铁板块在盈利复苏阶段有“在 PE 高点买入”的特征。这是因为钢铁公司在行业低谷中盈利可能缩减 90% 以上。此时虽然股价还有上涨空间，但 PE 会显得很高，甚至达到 100 倍以上的水平。实际上，随着盈利复苏的展开，一方面会推动个股上涨，同时 PE 估值也会逐渐降低（例：02~05 年）。

图4. 02~05 年度钢铁行业盈利上升期的板块整体市盈率下降趋势



资料来源：Wind

所以在行业拐点显现的情况下，建议下一步更加关注企业是否能恢复到前期正常经营情况下的盈利水平。基于下半年行业盈利能力基本能达到 07 年可比水平的假设，采用历史数据对当前的股价进行估值。尽管前期涨幅已大，但行业中主要的大盘股相对盈利复苏假设的水平，PE 并不算高。如果下半年盈利复苏假设能够实现，PE 估值仍然十分稳健。

表3. 相对复苏后盈利水平的 PE 估值

典型公司	05 净利润 (百万元)	06 净利润 (百万元)	07 净利润 (百万元)	复苏后参考盈利 水平 (百万元)	股本 (百万股)	业绩复苏后 参考 PE
宝钢股份	12666	13077	12718	12820	17512	11.4
鞍钢股份	2079	6845	7525	5483	7235	20.6
武钢股份	4825	3895	6519	5080	7838	15.4
本钢板材	632	1626	1592	1283	3136	21.9
华菱钢铁	547	1069	1612	1076	2738	20.9
莱钢股份	415	769	1140	775	922	16.3
马钢股份	2848	2401	2475	2575	7701	17.1

资料来源: wind, 东海证券研究所

注: 以上将 05~07 年度的盈利均值作为行业复苏后的参考盈利水平。未直接采用 07 年数据是为了避免单一年份的盈利波动。多数公司 06、07 年业绩较为稳定, 部分公司 05~07 年业绩持续保持稳定。的股本采用当前的股本数据。

1.6 短期投资注意前期获利盘的抛压

在良好的基本面配合下, 前期涨幅落后的钢铁板块从 6 月下旬开始快速走高。至近期高点, 累计板块整体上涨 48%, 明显超过同期上证综指 20%和沪深 300 23%的涨幅。目前尽管钢铁行业的基本面仍在向好的方向发展, 但个股涨速较快, 涨幅已大, 在大盘调整和震荡中有较大的杀跌空间。建议短期投资注意风险。

2. 行业复苏路径: 拐点前表观消费量 V 型反弹确立复苏趋势

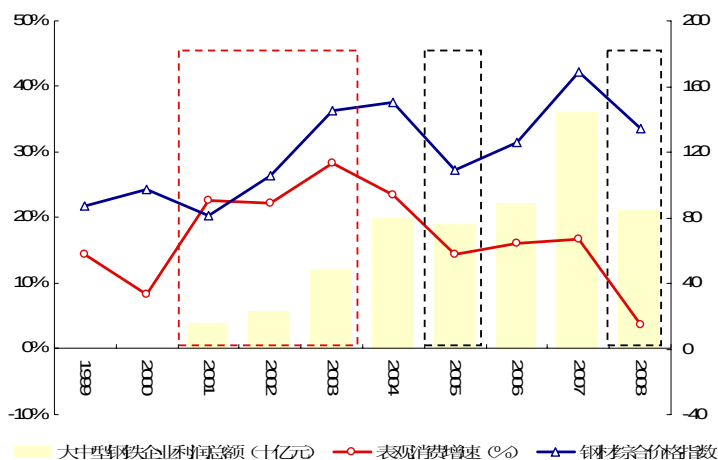
钢铁行业一次次随着宏观经济的起伏而兴衰, 在这个过程中有一些基因在不断地演绎。通过大规模固定资产投资带动钢材消费, 使得消费量率先实现 V 型反弹, 然后在旺盛的需求中实现价格的反转, 始终是钢铁行业发展的一条逻辑主线。本轮的复苏路径, 依旧带有几分上述的意味。

2.1 钢材表观消费持续增长仍是推动行业发展的核心动力

回望中国钢铁行业近 10 年历程, 表观消费量持续的绝对增长是推动行业发展的核心动力。2005 年下半年是距今最近的一次全行业业绩衰退。当时的主要特征就是表观消费量增长乏力, 跟不上产能扩大的节奏。在这种发展模式下, 消费量的高增速将带动产品价格和行业利润 (图中红框部分: 2001~2003 年)。反之增速降低或负增长, 将对行业造成打击 (图中黑框部分: 2005、2008 年)。目前看来, 本轮调整过后, 这种发展模式仍没有发生根本改变。至今年 6 月, 钢材表观消费量已经连续 5 个月实现正增长。其中 6 月的同比增速达到 24%,

与 2001~2004 年钢材消费高速增长期的水平相当。终于拉动起钢材价格在 6 月起大幅上升，并在 7 月创下 11.7% 的近 8 年环比最高增幅。

图5. 近十年钢材表观消费增速与钢价综合指数、大中型钢铁企业利润的关系

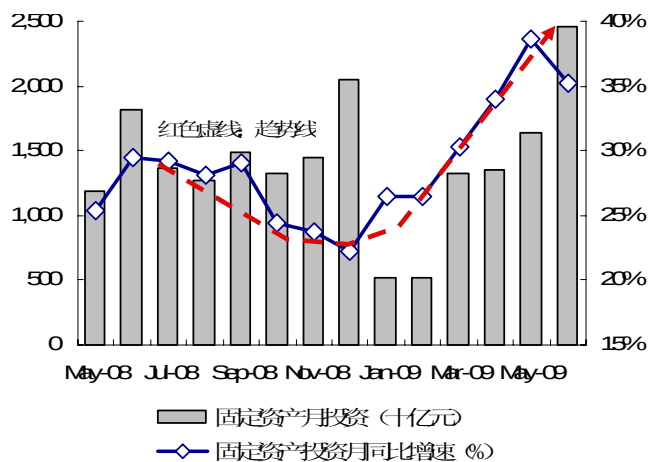


资料来源: CEIC、我的钢铁, 东海证券研究所

2.2 大规模固定资产投资仍是促进行业发展的主要手段

国际经济危机后，钢材出口大幅下降，拉动上一轮行业复苏的一个重要引擎熄灭。同期，轻工业、重工业产值和房地产新开工面积逐渐滑到同比负增长，固定资产投资增速也有所降低。此时，最先重新启动并拉动钢铁消费走出低谷的，依然是历史上反复扮演重要角色的大规模固定资产投资。回首过去，2000~2003 年，正是固定资产投资增速的不断提升，才拉动钢铁行业走入了一个景气周期。当前历史正在再度重演，月度的固定资产投资增速实现 V 型反弹，并达到了十年来的最高水平。

图6. 国际经济危机以来国内固定资产月度投资水平



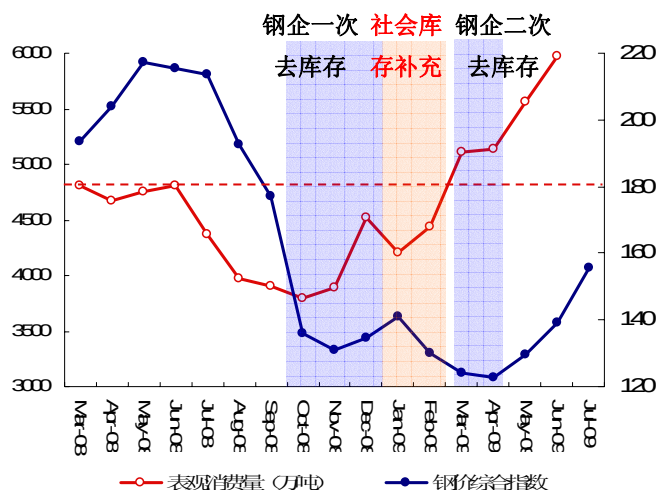
资料来源: CEIC

2.3 复苏初期价格走势“一波三折”

表观消费量的 V 型反弹是本轮行业复苏前期最明确的信号。此时价格走势还不能成为判断复苏的确切依据。其走势不仅滞后，而且由于“去库存化”与

高点。“补库存”等机理，形成了“一波三折”的形态。其中钢企两次“去库存”成了钢价的两次探底。春节过后，社会库存的补充，造成了一个短暂的钢价高点。只有在钢材表观消费量连创新高，并持续增长的情况下，才能彻底走出这种“去库存”和“补库存”的震荡，使得钢价回到稳定上涨的轨道上来。

图7. 复苏前期产销量的V型反弹和价格走势的“一波三折”



资料来源：我的钢铁，东海证券研究所

3. 行业复苏路径：拐点后钢价在震荡中“坚定地”上涨

大规模的固定资产投资对钢材具有“持续”而又“刚性”的特征。所以当钢材在一段时期内供不应求时，能率先把建筑类钢材推高到极高的位置。在建筑类钢材初步遇到价格阻力时，目前冷热轧产品开始以更大的步伐探索价格上限，并继续推高整体价格。这种短期的强势上涨很可能会导致下一步钢价，特别是现货价格的震荡。但相对上半年，我们对下半年的钢材价格给予坚定的看好。

3.1 大规模固定资产投资对钢材的需求具有“强大惯性”

为了在国际经济危机背景下刺激经济，2008年11月国务院提出了四万亿的投资计划。一个月内各地政府也提出了地方性的投资计划。总计超过二十万亿。参考中国的发展历史，各级政府对投资总是具有充沛的热情。结合今年恰当的时机和氛围，一定能将中国的固定资产投资再次推向高潮，这也已经在今年上半年得到初步的证明（图2）。由于众多项目从报批到开工，必然有一个先后过程。并且大型基建项目需要1~2年甚至更长的施工周期。预计这次大规模的固定资产投资一旦启动，能够在较长时间内得到维持，从而对钢材保持强大的需求惯性。这种需求不会在短期内消退或出现拐点，是支持钢铁行业在未来

一两年内持续改善的根本基础。

3.2 大规模固定资产投资对钢材的需求具有“刚性”特征

具有保增长性质的大型固定资产投资项目大都从国家和地方的发展战略层面进行决策，并不会因为钢材价格的暂时上涨而推迟或取消。另一方面，大型项目一旦开工，建设期内就会对钢材有持续的、不可间断的需求。这使得当前、下半年甚至更长的一段时期内，许多钢材需求具有一定程度的“刚性”特征。

7 月以来，钢材价格急速上升，环比升幅甚至超过了钢市极为火爆 2003~2005 年。其中特别引人注目的是，钢厂的建筑类钢材出厂价从 7 月下旬开始几乎一天一个价，每天都在涨（表 2）。至 8 月初的高点，半个月內上涨了 15%，近 600 元/吨。充分体现了“刚性”需求对价格的承受能力之强。

在建筑类钢材价格遇到阻力而回落时，目前冷热轧产品开始以更大的步伐探索价格上限，并继续推高整体价格。8 月 5 日武钢对板材产品普遍上调 700~800 元/吨，其中硅钢产品上调 1100~1600 元/吨。宝钢 8 月 11 日也对板材普遍上调 600 元/吨。这种格局下，钢材整体价格有可能抵达进一步高位，与上半年的“低位震荡”形成鲜明的对比。

表4. 普钢类钢铁公司 6 月产品调价汇总（按上市公司代码排序）

公司	冷轧板类 (元/吨)	热轧板类 (元/吨)	中厚板类 (元/吨)	其他 (元/吨)	执行起始
攀钢-成都分 公司 (000629)	↑ 100				7 月 11 日
	↑ 160	↑ 140			7 月 21 日
	↑ 210	↑ 240			8 月 1 日
	↑ 120	↑ 120			8 月 7 日
韶钢 (000717)			↑ 30~50	线材 ↑ 30, 棒材 ↑ 30, 螺纹钢 ↑ 30	7 月 3 日
				线材 ↑ 50, 棒材 ↑ 50, 螺纹钢 ↑ 50	7 月 13 日
			↑ 30	线材 ↑ 30, 棒材 ↑ 30, 螺纹钢 ↑ 30	7 月 16 日
			↑ 50~100		7 月 20 日
			↑ 50~60	线材 ↑ 50, 棒材 ↑ 50, 螺纹钢 ↑ 50	7 月 22 日
			↑ 30	线材 ↑ 40, 棒材 ↑ 60, 螺纹钢 ↑ 60	7 月 27 日
			↑ 30	线材 ↑ 100, 棒材 ↑ 100, 螺纹钢 ↑ 100	7 月 28 日
			↑ 50	线材 ↑ 80, 棒材 ↑ 80, 螺纹钢 ↑ 80	7 月 30 日
			↑ 100	线材 ↑ 200, 棒材 ↑ 200, 螺纹钢 ↑ 200	8 月 3 日
			↑ 130	线材 ↑ 80, 棒材 ↑ 100, 螺纹钢 ↑ 100	8 月 4 日
本钢 (000761)	↑ 430	↑ 300			7 月 21 日
太钢 (000825)		↑ 260	↑ 200		7 月 21 日
鞍钢 (000898)	↑ 400~500	↑ 500	↑ 100~280	线材 ↑ 350, 无缝管 ↑ 300	7 月 16 日
首钢 (000959)	↑ 500	↑ 350	↑ 100~150	线材 ↑ 250, 螺纹钢 ↑ 300	7 月 28 日
河北钢铁集 团含邯、唐、 承(600001、 600357、 000709)				线材 ↑ 200, 螺纹钢 ↑ 250	7 月 21~22 日
				线材 ↑ 100, 螺纹钢 ↑ 130	7 月 10 日
				线材 ↑ 50, 螺纹钢 ↑ 100, 型钢 ↑ 50	7 月 16 日
	↑ 600	↑ 400	↑ 350	线材 ↑ 200, 螺纹钢 ↑ 170, 型钢 ↑ 200	7 月 25 日
				线材 ↑ 300, 螺纹钢 ↑ 300	8 月 1 日
			↑ 350	线材 ↑ 400, 螺纹钢 ↑ 450, 型钢 ↑ 270	8 月 5 日

公司	冷轧板类 (元/吨)	热轧板类 (元/吨)	中厚板类 (元/吨)	其他 (元/吨)	执行起始
武钢 (600005)	↑ 480~650 ↑ 800~1600	↑ 240 ↑ 800	↑ 700	线材 ↑ 350	7月6~7日 8月5日
包钢 (600010)	↑ 300	↑ 300	↑ 300		7月16日
宝钢 (600019)	↑ 500 ↑ 600 ↑ 40	↑ 350 ↑ 600 ↑ 40			7月13日 8月11日
济钢 (600022)	↑ 260 ↑ 260 ↑ 200	↑ 120 ↑ 170 ↑ 300	↑ 100 ↑ 160 ↑ 300 ↑ 60	螺纹钢 ↑ 60 螺纹钢 ↑ 150 螺纹钢 ↑ 150, 大中型材 ↑ 160 螺纹钢 ↑ 300, 大中型材 ↑ 140	7月8日 7月14日 7月20日 7月28日 8月3日 8月7日
莱钢 (600102)		↑ 30 ↑ 50 ↑ 100 ↑ 100 ↑ 100 ↑ 150		螺纹钢 ↑ 30 螺纹钢 ↑ 70, 型材 ↑ 40 型材 ↑ 50 螺纹钢 ↑ 70 螺纹钢 ↑ 50, 型材 ↑ 50~100 螺纹钢 ↑ 160 螺纹钢 ↑ 120, 型材 ↑ 150 螺纹钢 ↑ 270, 型材 ↑ 150 型材 ↑ 140	7月6~7日 7月11日 7月15日 7月18日 7月21~22日 7月24~29日 7月31日 8月3日 8月11日
杭钢 (600126)				线材 ↑ 30~100 线材 ↑ 40~80 线材 ↑ 50 线材 ↑ 50 线材 ↑ 150	7月1日 7月13日 7月16日 7月28日 8月3日
凌钢 (600231)				棒材 ↑ 40, 螺纹钢 ↑ 20 棒材 ↑ 50, 螺纹钢 ↑ 50 棒材 ↑ 40, 螺纹钢 ↑ 40 棒材 ↑ 20, 螺纹钢 ↑ 20 棒材 ↑ 70, 螺纹钢 ↑ 70 棒材 ↑ 70, 螺纹钢 ↑ 20 棒材 ↑ 80, 螺纹钢 ↑ 70 棒材 ↑ 80, 螺纹钢 ↑ 80 棒材 ↑ 100, 螺纹钢 ↑ 100 棒材 ↑ 50, 螺纹钢 ↑ 50 棒材 ↑ 50, 螺纹钢 ↑ 50 棒材 ↑ 360, 螺纹钢 ↑ 360 棒材 ↑ 50	7月3日 7月13日 7月17日 7月24日 7月25日 7月26日 7月28日 7月29日 7月30日 7月31日 8月1日 8月5日 8月7日
南钢 (600282)		↑ 80 ↑ 50 ↑ 100 ↑ 500~750		棒材 ↑ 50 棒材 ↑ 30~50 棒材 ↑ 50 棒材 ↑ 50 棒材 ↑ 80 棒材 ↑ 500~800	7月11日 7月17日 7月21日 7月25日 7月28日 8月1日

公司	冷轧板类 (元/吨)	热轧板类 (元/吨)	中厚板类 (元/吨)	其他 (元/吨)	执行起始
酒钢-兰州分公司 (600307)				线材↑30, 螺纹钢↑30	7月6日
				线材↑50, 螺纹钢↑30	7月8日
		↑30		线材↑30, 螺纹钢↑20	7月13日
		↑30		线材↑70, 螺纹钢↑30	7月14日
		↑30		线材↑20, 螺纹钢↑20	7月16~17日
		↑80	↑40	螺纹钢↑30	7月20日
		↑20			7月21日
		↑20		线材↑30, 螺纹钢↑50	7月24日
		↑80	↑100	线材↑60, 螺纹钢↑70	7月27日
		↑20	↑20	线材↑70, 螺纹钢↑70	7月28日
		↑70	↑70	线材↑80, 螺纹钢↑80	7月29日
				线材↑80, 螺纹钢↑80	7月30日
				线材↑30, 螺纹钢↑30	7月31日
		↑60	↑60	线材↑130, 螺纹钢↑130	8月3日
南昌钢铁 (600507)				线材↑50, 螺纹钢↑50	8月4日
				螺纹钢↓20	7月9日
				线材↑30, 螺纹钢↑30	7月11日
				线材↑60, 螺纹钢↑50	7月14日
				线材↑30	7月21日
				线材↑60, 螺纹钢↑50	7月22日
				线材↑90, 螺纹钢↑90	7月24日
				线材↑100, 螺纹钢↑100	7月29日
				线材↑210, 螺纹钢↑200	7月31日
				线材↑300, 螺纹钢↑300	8月3日
				棒材↑35, 螺纹钢↑35~70	7月13日
安钢 (600569)		↑175	↑175	型材↑58, 棒材↑82, 螺纹钢↑117	7月20日
		↑140	↑82	型材↑70, 棒材↑129, 螺纹钢↑129	7月27日
		↑117	↑70	型材↑152, 棒材↑234, 螺纹钢↑280	8月1日
		↑199	↑234	型材↑140, 棒材↑234, 螺纹钢↑234	8月5日
八钢-疆内 (600581)	↑400~600	↑100	↑50		7月16日
		↑100	↑100	线材↑100, 螺纹钢↑100, 棒材↑100	7月27日
		↑150		线材↑150, 螺纹钢↑150	7月29日
		↑150	↑150	线材↑350, 螺纹钢↑350	8月4日
新钢 (600782)			↑100		7月6日
		↑120	↑100~200	线材↑140, 螺纹钢↑70	7月16日
		↑200	↑200	线材↑150, 螺纹钢↑140	7月26日
				线材↑100, 螺纹钢↑100	7月31日
马钢 (600808)		↑500	↑450~500	线材↑600, 螺纹钢↑600	8月3日
				线材↑50~80, 螺纹钢↑30, 棒材↑30	7月1日
	↑350			线材↑170, 螺纹钢↑150, 棒材↑150	7月11日
	↑100~180			线材↑250, 螺纹钢↑210, 棒材↑290	7月20日
广钢 (600894)	↑300~330			线材↑180, 螺纹钢↑180, 棒材↑180	7月31日
				线材↑440	8月11日
				线材↑30, 棒材↑30, 螺纹钢↑30	7月3日
				线材↑50, 棒材↑50, 螺纹钢↑50	7月13日
				线材↑30, 棒材↑30, 螺纹钢↑30	7月16日
				线材↑50, 棒材↑50, 螺纹钢↑50	7月22日
				线材↑40, 棒材↑60, 螺纹钢↑60	7月27日
				线材↑100, 棒材↑100, 螺纹钢↑100	7月28日
				线材↑80, 棒材↑80, 螺纹钢↑80	7月30日
				线材↑200, 棒材↑200, 螺纹钢↑200	8月3日
				线材↑80, 棒材↑100, 螺纹钢↑100	8月4日

公司	冷轧板类 (元/吨)	热轧板类 (元/吨)	中厚板类 (元/吨)	其他 (元/吨)	执行起始
柳钢 (601003)				线材↑30, 螺纹钢↑20	7月2日
				线材↑30, 螺纹钢↑30	7月7日
	↑50	↑80	↑50	线材↑50, 螺纹钢↑50, 型材↑50	7月13日
		↑30	↑30		7月16日
	↑100	↑50	↑60	型材↑50	7月20日
	↑100	↑80	↑60	棒材↑50, 型材↑100	7月21~22日
	↑50			线材↑20, 螺纹钢↑20, 型材↑50, 棒材↑50	7月27日
	↑50	↑100	↑30	线材↑100, 螺纹钢↑100, 型材↑50	7月28~29日
			↑50	线材↑100, 螺纹钢↑100, 型材↑50	7月31日
	↑100	↑150	↑100	线材↑150, 螺纹钢↑150, 型材↑100	8月3日
重钢 (601005)	↑100	↑150	↑150	线材↑200, 螺纹钢↑150, 型材↑100	8月4日
				线材↑50, 螺纹钢↑30	7月4日
				线材↑40, 螺纹钢↑20	7月7日
				线材↑30	7月8日
				线材↑30, 螺纹钢↑40	7月9日
				线材↑20, 螺纹钢↑20	7月10日
	↑100			线材↑20	7月12~13日
		↑200~300	线材↑30, 螺纹钢↑50, 型材↑50~200		7月14日
				螺纹钢↑30	7月15日
				线材↑30, 螺纹钢↑30	7月16日
	↑300			线材↑20, 螺纹钢↑30	7月17日
				线材↑30, 螺纹钢↑30	7月24日
				线材↑30, 螺纹钢↑40	7月25日
				线材↑20, 螺纹钢↑20	7月26日
				线材↑30, 螺纹钢↑30	7月27日
				线材↑30, 螺纹钢↑30	7月28日
				线材↑40, 螺纹钢↑40	7月29日
				线材↑100, 螺纹钢↑100	7月30日
				线材↑100, 螺纹钢↑100	7月31日
				螺纹钢↑30	8月1日
				线材↑100, 螺纹钢↑100	8月4日
				线材↑30, 螺纹钢↑30	8月5日
				线材↓300, 螺纹钢↓300	8月10日

注1: 由于不同牌号调价幅度不同或同一产品在不同市场上调价幅度不同, 调价幅度可能描述为一个区间。

注2: 调价基准为前一次调价后的价格, 多数公司在统计期内多次调价。

注3: 此表中的冷轧类产品包括了热镀锌、电镀锌、彩涂、无取向电工钢、普冷板、轧硬卷等产品。中厚板类包括了中板、中厚板、厚板等产品。

注4: 部分公司不同分公司价格调整程度不一, 并较为复杂, 此处仅采用了主要分公司的调价信息。

资料来源: 我的钢铁, 东海证券

3.3 短期内的强势上涨, 难免震荡

当前钢材的短期强势上涨在把钢价迅速推到高位的同时, 很可能会导致下一步钢价, 特别是现货价格的震荡。8月5日到12日, 上海市场螺纹钢价格回落了近300元/吨。在这个震荡中, 建筑类钢材是下跌的主要品种。未来在其他品种进一步领涨后, 很可能也会遭遇类似的调整。但相对上半年, 我们对下半年的钢材价格给予坚定的看好。

4. 行业复苏路径：钢铁产品将展现“三波”复苏

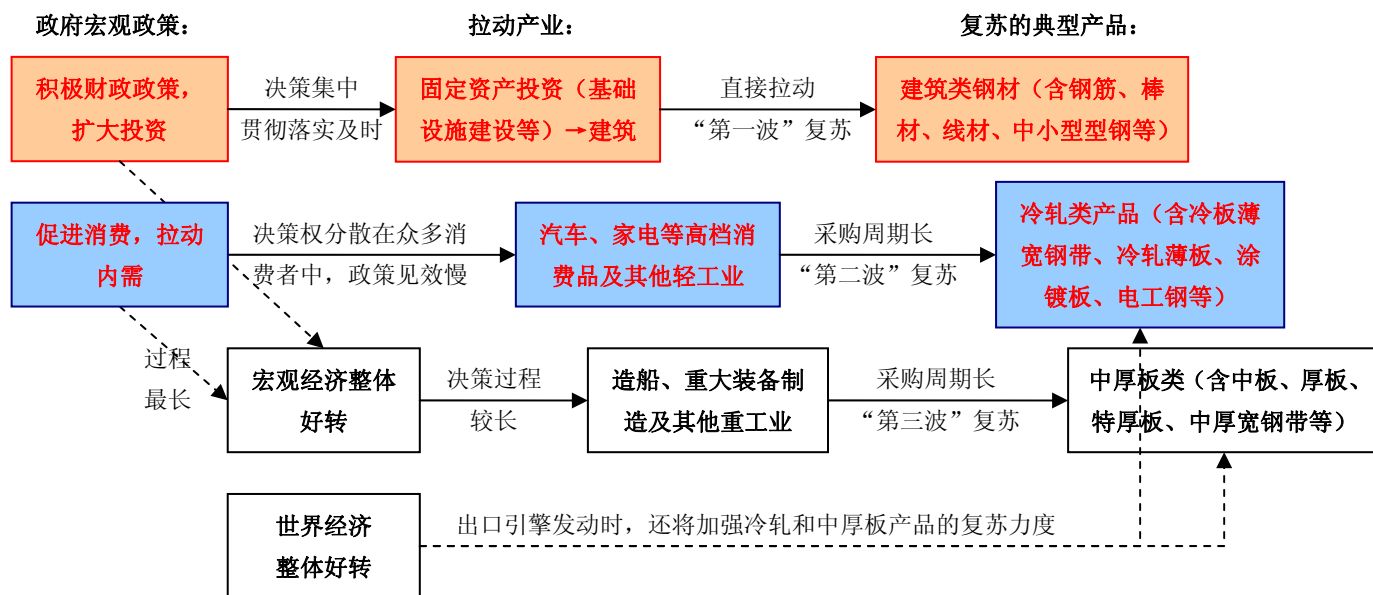
在总体复苏的大趋势下，钢铁产品将分“三波”先后复苏。这是一种概念性的模型，有助于从政策传导、下游产业复苏和钢材需求的角度更加清晰地描述钢铁行业复苏的过程。在实际复苏的过程中，可能各种因素和各种产品会更加复杂的交织在一起。

4.1 随着国民经济的复苏路径，钢铁产品将展现“三波”复苏

首先由于政府主导的大规模固定资产投资决策集中、及时，见效快，建筑类钢材在此直接带动下已率先实现复苏。其次政府启动了鼓励消费、扩大内需的政策，汽车、家电等消费产品和与此直接相关的轻工业生产开始复苏。因为用政策改变消费者的购买行为是一个分散而逐步的过程，复苏相对滞后，为“第二波”复苏。在第二波复苏中，冷轧类钢材是典型的受益产品。“第三波”复苏目前尚未完全实现。其对应的需求是造船、重大装备等重工业生产，典型产品是中厚板。

中厚板和冷轧类钢材出口比例较高，一般超过 10%。所以当国际钢材需求好转时，对后两波复苏还将有一次加强。总体上这三波复苏，对应着本轮国民经济复苏中“先投资后消费”，“先轻工后重工”和“先内需后”的顺序。

图8. 钢铁行业“三波”复苏的概念性演示



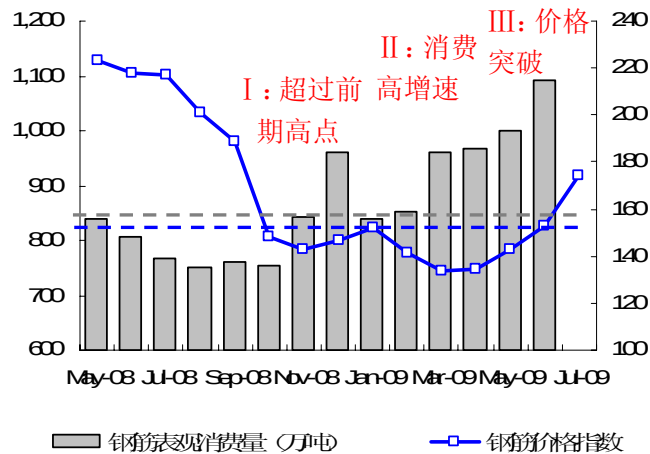
资料来源：东海证券研究所

4.2 钢材产品“三波”复苏的典型方式

钢材产品的“三波”复苏，带有典型的共性特征。每一波都大致按着“表观消费量超过前期高点”→“表观消费量展现环比高增速”→“产品价格突破二次探底前高点”的路径发展。区别在于各自驱动“引擎”的启动早晚和动力强弱。

最先沿着这条路径复苏的是建筑类钢材。典型产品为钢筋、线材、棒材等。从表观消费量上看，在 2008 年 12 月最先完成 V 型反弹。2009 年 1 月以来月表观消费量增加了 30%。随后产品价格在今年 7 月突破了二次探底前的高位。从消费量和价格上已经双双确立了复苏的趋势。

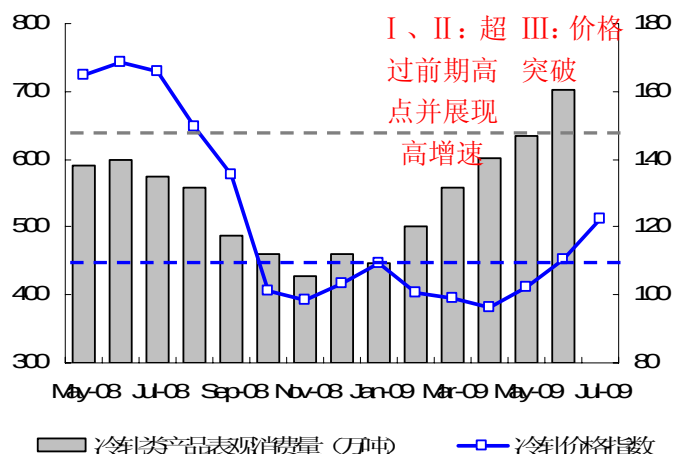
图9. “第一波”建筑钢材的复苏情况（以钢筋为例）



资料来源：我的钢铁、东海证券研究所

其次复苏的是受汽车、家电和其他轻工产品拉动的冷轧类产品。其表观消费量的V型反弹晚于建筑类钢材6个月。但由于上半年消费量复苏迅猛，环比增速高，产品价格在6月底开始猛拉，也已于7月突破了二次探底前的高点。

图10. “第二波”冷轧类产品的复苏情况

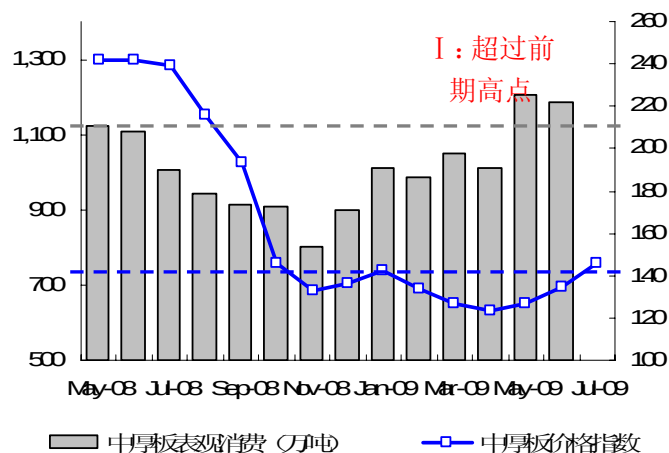


资料来源：我的钢铁、东海证券研究所

当前复苏尚未完全明确的是受重工业生产拉动较大的中厚板产品。中厚板产品今年5月突破了前期的消费高点，但绝对增量不大，上半年的月消费量增幅也仅为18%。消费增长的力度，相对还弱于前两波确定复苏的产品。如果将出口纳入考虑，目前“国内+国外”对中国中厚板的消费总量甚至还未恢复到国际经济危机前的水平。从价格走势来看，也较为滞后，显示出“跟涨”的特征。所以尽管“第三波”复苏可期，但还需要观察需求“引擎”的动力何时增

强。由于造船业 7 月出现复苏的迹象。乐观的情况下，可能在四季度有明显的突破。

图11. “第三波”中厚板产品的复苏即将面临突破



资料来源：我的钢铁、东海证券研究所

4.3 “三波”复苏的典型受益公司

钢铁行业的复苏路径对经营不同产品的上市公司有较大的影响。乐观估计，以建筑钢材和冷轧产品为主的企业将在三季度基本恢复盈利能力。而以中厚板为主的企业，虽然也有明显改善，但力度相对落后，可能延后 1~2 季度。各自的典型受益公司如下。

表5. 钢铁产品“三波”复苏中的典型受益公司

	典型公司	4Q08 净利润 (百万元)	1Q09 净利润 (百万元)	2Q09 净利润 (百万元)
“第一波”： 建筑类钢材	承德钒钛	-266	-83	预告：相比一季度亏损明显减少 (8月26日)
	广钢股份	-1037	2	
	三钢闽光	-528	-151	
“第二波”： 冷轧类钢材	宝钢股份	-6362	106	(8月29日)
	武钢股份	-1979	263	(8月24日)
	鞍钢股份	-5264	8	(8月18日)
“第三波”： 中厚板类钢材	济南钢铁	-655	-794	-81
	南钢股份	-523	12	(8月18日)
	重庆钢铁	-198	20	12

资料来源：wind，东海证券

5. 其他重要情况

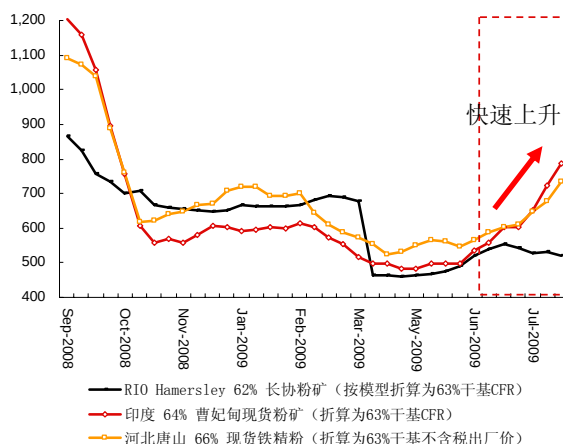
5.1 原材料成本大步上升，是隐忧

原材料成本跟随钢价大幅上升成为影响未来行业盈利能力的隐忧。自 6 月下旬钢铁产品大幅提价以来，铁矿石现货到岸价也快速上涨，而且幅度更大，接近 40%。冶金焦和焦煤也开始出现了明确的涨价趋势，只是幅度暂时较小。综合起来，大致将把铁水成本推高 300 元/吨。

从短期来看，这个成本变动已经被产品提价充分弥补。但从着眼中长期，铁矿石、焦炭等原材料具有价格变动大，涨速快，一旦形成趋势下游钢铁制造

企业难以控制等特点。所以不能排除未来钢材利润被持续快速上涨的原材料逐渐侵蚀的可能。

图12. 国际经济危机以来几种铁矿石典型价格的变化



资料来源：我的钢铁，东海证券研究所

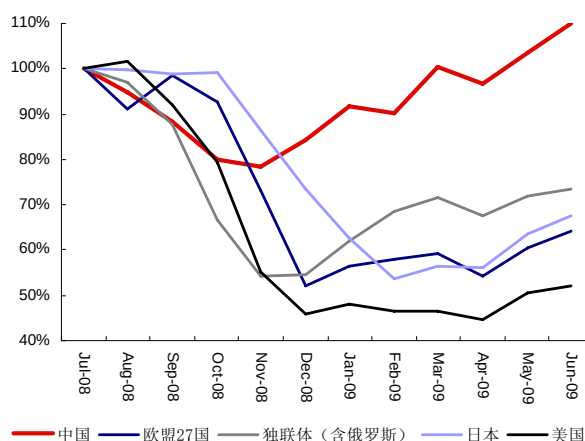
另外值得关注的是，大型钢铁公司由于大量采用价格稳定的协议矿，今年的成本已经基本锁定。在现货价格大幅推高行业成本的同时，反而会加大其成本优势。再凭借其高水平的炼铁技术，铁水成本优势将成为这类企业的主要利润来源之一。

5.2 外需引擎仍未充分发动

世界经济危机爆发后，其他主要钢材生产消费国虽然有持续改善的趋势，但离前期水平仍有相当距离。在这种情况下，出口的发动机短期内难以充分启动，7月中国钢材出口仅为181万吨，绝对增长量仍不算大。

图13. 主要钢材生产国或地区自全球经济危机以来的粗钢产量变化（各国以

2008年7月的粗钢产量为基准）



资料来源：世界钢铁协会，东海证券研究所

5.3 行业快速复苏中的潜在风险

在本轮中国经济的复苏中，钢铁行业是典型的受益行业。行业复苏迅速，

力度强劲，既证明了中国需求的潜力和特殊性，也可能在某种程度上“掩盖”了部分矛盾。“一个硬币有正反两面”。当前的主流是“欣欣向荣”，但仍需对以下风险保持关注，防备下一个拐点出现。

- 经济自主增长的动力还不强，政府主导的大规模固定资产投资过后，下一步钢材需求在哪里，还留有疑问。这为将来的供求平衡增加了难度。
- 这个“冬天”比较短暂。钢铁企业盈利能力大幅增强后，再次成为各地“炙手可热”的利税大户，兼并重组的经济动力可能降低。
- 产能快速释放和暂时的供不应求可能增加淘汰落后产能的难度，甚至孕育又一次大建钢铁项目的浪潮。
- 当前钢材价格罕见地高速上涨，下半年可能会有较大幅度的价格震荡，较为平衡的价格还未实现。
- 原材料快速上涨，未来存在再次失控的可能。
- 国际钢材需求的全面复苏仍然遥远，这个重要的需求引擎近期难以实质性重启。

6. 推荐关注具有以下特征的公司

下一步推荐关注具有以下特征的公司：

- 历史业绩出色，复苏趋势明确，下半年业绩能够快速恢复的公司。
- 复苏力度暂时落后，但历史业绩稳定，相对历史 EPS 市盈率估值偏低的公司。
- 在“第二波”（冷轧产品）和“第三波”（中厚板产品）复苏中典型受益公司。
- 签订长期原材料采购协议，已经锁定原材料成本，能规避上游产品涨价风险的公司。

表6. 推荐关注的典型公司

推荐关注公司	特色
宝钢股份	“第二波”复苏的代表企业，低 PE 行业龙头，今年成本已基本锁定，受益汽车、家电行业需求，已强劲复苏
武钢股份	“第二波”复苏的代表企业，相对复苏后所能达到的 EPS，市盈率仍然稳健，目前强劲复苏。
重庆钢铁	“第三波”复苏的代表企业，位于灾后重建区域，环比显著复苏。
马钢股份	受益于“第一波”和“第二波”复苏，相对复苏后所能达到的 EPS，估值还有空间

资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介:**

吴培文: 钢铁行业助理分析师。工学硕士, 毕业于清华大学材料科学与工程系。4 年行业工作经验, 曾在大型钢铁企业从事战略产品的开发, 全面参与了我国自主集成与开发的取向硅钢产品项目和多条大型产线的开工投产。拥有多项钢铁专利及技术秘密。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122