

相对收益开始逐步减小

报告要点

■ 钢铁行业反弹中基本同步大盘，股价带动期货现货

本轮反弹中，钢铁行业指数累计上涨幅度为 12.13%，基本持平于大盘。但由于市值占比较大的金融行业涨幅明显偏小，因此实际上钢铁几乎是表现最差的周期性行业。结合钢铁的基本面看，本轮最先反弹是股票价格，接下来是期货价格，而现货价格紧接着也出现了明显的反弹。

■ 本轮反弹的两种可能解释：预期复苏还是资金推动

股价先行是资本市场最重要的价格发现功能的体现，而且过去的历史数据也多次验证了这一点。因此，虽然实体的表现依然疲弱，但预期后期会出现好转。之所以在 7 月初出现预期见底，一方面是各钢材品种的估算毛利均出现了负值，另一方面是行业自 1999 年以来，亏损的时间从来没有超过 2 个季度，而毛利率为负的情况更是从未发生。还有一种可能的看法是，未来预期的钢价上涨本并不会那么快出现，之所以股价和期货价格上涨，更多是因为宽松的货币政策带来的资金推动。虽然新增贷款在环比减少，但是与过去的水平相比增幅依然较大。

■ 反弹后的选择：去库存的反复还是重回增长

钢价上涨初期一般伴随着库存的下降，但随即开始出现库存上升。这一方面是因为经销商的惜售所致，另一方面还因为市场上出现了较多的投机者。同时钢厂上调出厂价的速度会加快，导致钢材进一步在社会流通领域积压。这种库存的波动在过去的周期中问题都不是很大，然而今年则不同，由于库存连续两年的同比增幅都非常大，一旦钢价上涨重新形成库存的上升，积累的高库存是否能维持，完全取决于经济的持续繁荣和货币的进一步宽松，无论怎样风险都会越来越大。在目前的基础上重回增长的可能性不能说没有，不过看上去繁荣的起步似乎比较艰难。尤其是从股市的角度上来说，维持一定的绝对量是远远不够的，增速的扩大是股价上涨的基本要求。

■ 相对收益正在减小，等待是最好的选择

我们在之前的报告中对反弹和反转行情中钢铁股的表现做了一定的总结。综合来看，后期钢铁股取得相对收益的概率正在逐步减小。当现货钢价在去库存未完成之时就出现上涨，带来的结果将是缩短钢价上涨的时间和幅度，以及库存周期调整的延长。

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	推荐
000898	鞍钢股份	推荐
000708	大冶特钢	谨慎推荐
000778	新兴铸管	谨慎推荐
000932	华菱钢铁	谨慎推荐
600005	武钢股份	谨慎推荐
600117	西宁特钢	谨慎推荐
600282	南钢股份	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

武钢股份	09A	10E	11E
PE	24.05	21.03	11.27
PB	1.34	1.27	1.16
EV/EBITDA	7.37	5.15	3.26
宝钢股份	09A	10E	11E
PE	19.00	11.84	9.11
PB	1.16	1.07	0.97
EV/EBITDA	6.16	3.93	2.79

相关研究

《8 月关注行业盈利能否触底》2010-8-5

《华菱钢铁：期待向行业均值回归》2010-7-20

《长江钢铁 2010 年中期投资策略：耐心等待矿价回落后的需求复苏》2010-6-24

分析师：

刘元瑞

(8621) 68751767

liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080266

联系人：

王鹤涛

(8621) 68751767

wanght1@cjsc.com.cn

正文目录

本轮股价反弹的特点：持平大盘，股价带动期货现货	5
本轮反弹钢铁行业跑平大盘，相对其余周期性行业涨幅偏小	5
股价领先于期货，期货领先于现货	5
本轮反弹的两种可能解释：预期复苏还是资金推动	6
预期实体的复苏	6
宽松货币政策带来的资金推动	9
反弹后的选择：去库存的反复还是重回增长	9
最大的可能是去库存的反复	9
是否会重回增长：经济繁荣如何起步	14
相对收益正在减小，等待是最好的选择	18
反弹：钢价上涨速度过快加剧回落风险	18
反转：相对收益往往发生在行情启动之初	19
投资组合：依然低估值带来的防御	20

图表目录

图 1: 本轮反弹股价领先于期货价格.....	6
图 2: 期货表现领先于现货	6
图 3: 螺纹钢估算毛利在 6 月出现了负值	7
图 4: 螺纹钢即期估算毛利 6 月也处于亏损状态.....	7
图 5: 线材估算毛利 6 月处于亏损状态	7
图 6: 线材即期估算毛利 6 月持续下滑至盈亏平衡	7
图 7: 热轧估算毛利 6 月出现了亏损.....	7
图 8: 热轧即期估算毛利 6 月处于盈亏平衡边缘.....	7
图 9: 冷轧估算毛利 6 月迅速出现下滑	8
图 10: 冷轧即期估算毛利也在 6 月回落至盈亏平衡	8
图 11: 中厚板估算毛利 6 月出现了小幅亏损.....	8
图 12: 中厚板即期估算毛利 6 月处于盈亏平衡边缘.....	8
图 13: 1999 年以来钢铁行业亏损未超过 2 个季度，且毛利没有为负过	8
图 14: 新增贷款虽有减少，但绝对量依然处在高位	9
图 15: M1 和 M2 的增速有所下滑，但仍高于过去均值.....	9
图 16: 2008 年底社会库存较低，目前处于二次去库存周期阶段	10
图 17: 大中型企业库存在 2008 年底迅速上涨，目前也处在较高的水平	10
图 18: 长材库存 3 月初达到高点，目前 2 次去库存.....	11
图 19: 板材库存也在 3 月初达到高点，2 次去库存艰难	11
图 20: 螺纹钢库存 3 月高点，目前处于 2 次去库存.....	11
图 21: 线材库存 3 月高点，目前处于 2 次去库存	11
图 22: 热轧库存 3 月高点，2 次去库存表现不佳	11
图 23: 冷轧库存 3 月高点，目前处于上升中.....	11
图 24: 中板库存 3 月达到高点，2 次去库存表现艰难	12
图 25: 钢价上涨初期库存下降，进一步上涨后库存反而上升.....	12
图 26: 长材社会库存与价格符合库存周期规律	13
图 27: 板材社会库存与价格也符合周期规律	13
图 28: 螺纹钢库存与价格的对应关系	13
图 29: 线材库存与价格的对应关系	13
图 30: 热轧库存与价格的对应关系	13
图 31: 冷轧库存与价格的对应关系	13
图 32: 中厚板库存与价格的对应关系	14
图 33: 商品房销售面积 7 月份继续下滑	15
图 34: 地产完成投资额 7 月份大幅下降	15
图 35: 新开工面积 7 月份同比小幅上升	15
图 36: 螺纹钢价格小幅上涨	17
图 37: 线材价格近期有所上涨.....	17
图 38: 热轧价格恢复到均价附近	17
图 39: 冷轧价格上涨到均价以上	17
图 40: 中厚板价格恢复到均价左右	18

图 41: 2007 年底以来, 反弹的发生往往伴随着短期盈利的改善	18
图 42: 矿石相对钢价的强势使得行业盈利难持续改善	20
表 1: 本轮反弹钢铁行业跑平大盘, 相对其余周期性行业涨幅偏小	5
表 2: 即便下半年维持 4000 亿的月度投资假设, 增速也大幅下滑	15
表 3: 假定汽车维持 7 月份产量不变, 接下来增速也将大幅下滑	16
表 4: 反转发生, 钢铁行业跑赢大盘时间空间都有限	19
表 5: 7 月我们推荐的投资组合跑赢行业指数	20

本轮股价反弹的特点：持平大盘，股价带动期货现货

本轮反弹钢铁行业跑平大盘，相对其余周期性行业涨幅偏小

截至昨日，自7月1日以来的本轮反弹中，钢铁行业指数累计上涨幅度为12.13%，相对沪深300跑赢的幅度为0.63%，同期上证综指的上涨幅度为8.50%，全A指数的上涨幅度为11.55%。

虽然钢铁行业基本持平于大盘，但由于市值占比较大的金融行业涨幅明显偏小，因此，实际上钢铁几乎是表现最差的周期性行业。

表 1：本轮反弹钢铁行业跑平大盘，相对其余周期性行业涨幅偏小

各行业涨幅对比	最新指数	7月1日	上周	2周	3周	4周	2月	3月	年初
黑色金属相对大盘走势对比									
黑色金属-沪深300		0.63%	0.78%	-1.33%	-0.24%	-0.67%	0.42%	-2.75%	-11.11%
黑色金属-上证综指		3.63%	1.10%	-0.81%	0.46%	0.74%	2.29%	0.21%	-10.84%
黑色金属-全A指数		0.58%	0.85%	-1.77%	-0.90%	-1.18%	0.54%	-3.83%	-15.42%
各行业涨幅对比									
金融服务	2,327.73	2.50%	-3.43%	-4.18%	-3.35%	1.49%	0.60%	-5.55%	-21.13%
公用事业	1,953.10	8.47%	-2.63%	-1.48%	1.32%	6.40%	0.68%	-1.88%	-14.74%
上证综合指数	2,575.48	8.50%	-3.12%	-2.35%	0.13%	6.24%	0.22%	-3.02%	-20.60%
交通运输	2,294.22	10.08%	-4.80%	-3.15%	-0.64%	6.58%	1.18%	-2.90%	-14.15%
沪深300	2,816.39	11.49%	-2.80%	-1.83%	0.83%	7.65%	2.08%	-0.06%	-20.33%
全A指数	2,450.44	11.55%	-2.87%	-1.39%	1.50%	8.16%	1.96%	1.02%	-16.02%
化工	2,234.82	11.61%	-4.36%	-3.27%	1.01%	9.19%	0.08%	-2.24%	-28.75%
黑色金属	2,596.14	12.13%	-2.02%	-3.16%	0.59%	6.98%	2.51%	-2.81%	-31.44%
有色金属	3,456.22	16.61%	-1.35%	0.58%	6.50%	16.45%	-2.31%	-0.82%	-17.93%
采掘	4,813.28	16.72%	-3.91%	-2.06%	-0.33%	10.14%	-0.67%	-0.94%	-26.30%
家用电器	2,107.55	16.96%	-2.60%	-1.84%	0.68%	9.09%	2.51%	10.61%	-12.82%
食品饮料	4,729.10	17.99%	-1.45%	4.68%	7.07%	12.85%	8.05%	15.24%	-0.75%
医药生物	4,058.84	18.54%	-0.47%	4.54%	8.47%	16.88%	-2.90%	5.00%	9.12%
机械设备	3,891.07	18.59%	-2.96%	0.23%	4.05%	12.73%	1.43%	7.57%	-6.35%
建筑建材	2,553.77	19.29%	-2.41%	0.17%	4.63%	13.57%	8.41%	8.84%	-11.62%
房地产	2,840.52	20.79%	-0.10%	-1.19%	3.42%	10.48%	10.98%	9.87%	-19.67%
农林牧渔	2,080.64	24.17%	-1.88%	7.16%	13.15%	20.28%	6.43%	8.12%	1.09%

资料来源：Wind，长江证券研究部

股价领先于期货，期货领先于现货

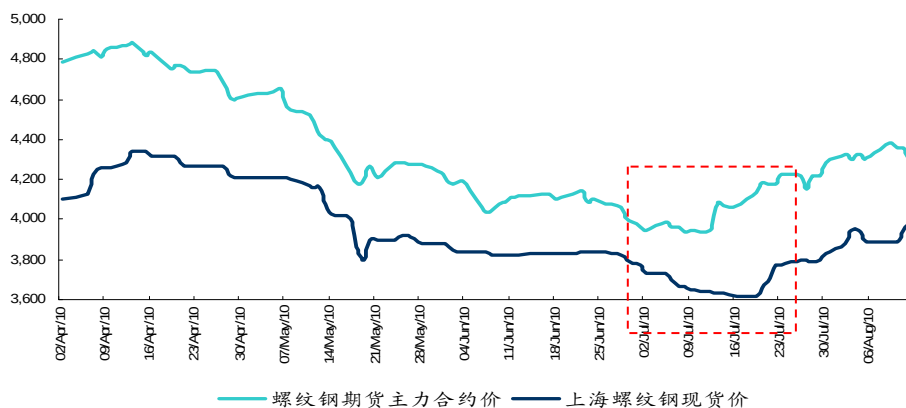
结合钢铁的基本面看，本轮最先反弹是股票价格，接下来是期货价格，而现货价格紧接着也出现了明显的反弹。

图 1：本轮反弹股价领先于期货价格



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：期货表现领先于现货



资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

本轮反弹的两种可能解释：预期复苏还是资金推动

预期实体的复苏

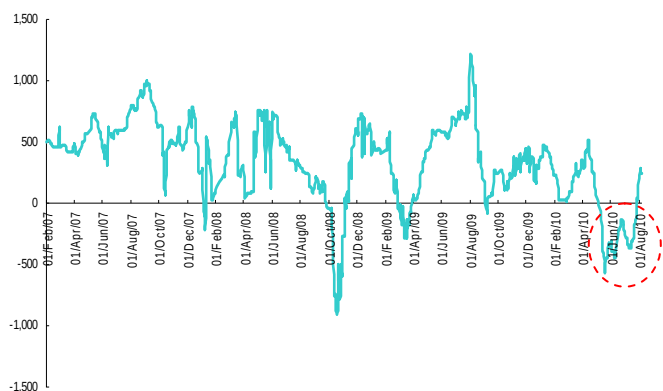
从逻辑上说，股价先行是资本市场最重要的价格发现功能的体现，而且，过去的历史数据也多次验证了这一点。因此，虽然实体的表现依然疲弱，但预期后期会出现好转，因此股价出现反弹。

之所以在 7 月初出现预期见底，主要源于以下两个原因：

✓ 各钢材品种的估算毛利均出现了负值

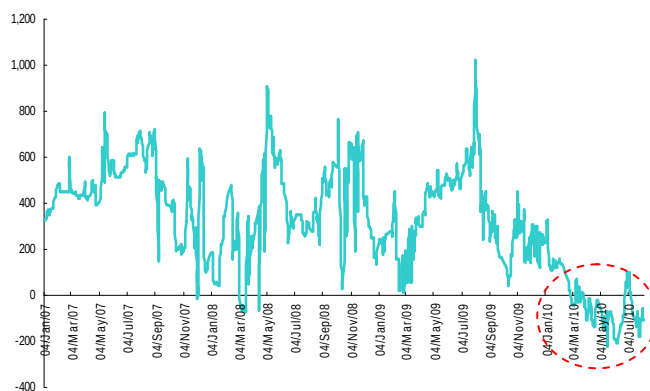
我们通过对市场上钢材和原料现货价格的跟踪估算发现，各钢材品种在 6 月均出现了估算毛利为负的情况。尤其是当受益于汽车高速增长的冷轧产品估算毛利也回落至盈亏平衡边缘时，作为加工制造的钢铁行业见底的可能性已经越来越大。

图 3：螺纹钢估算毛利在 6 月出现了负值



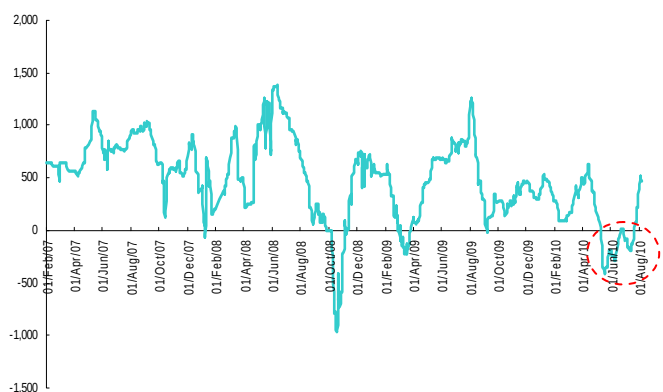
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

图 4：螺纹钢即期估算毛利 6 月也处于亏损状态



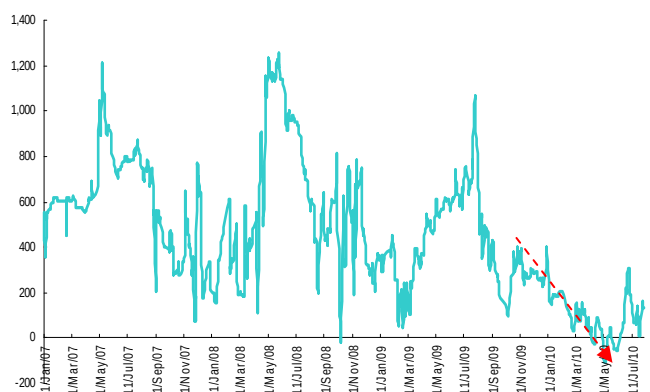
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

图 5：线材估算毛利 6 月处于亏损状态



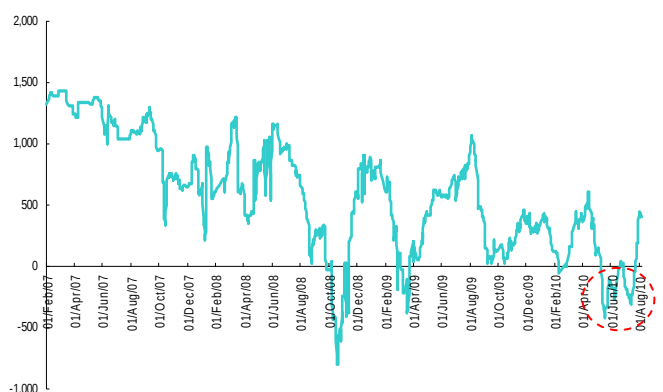
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

图 6：线材即期估算毛利 6 月持续下滑至盈亏平衡



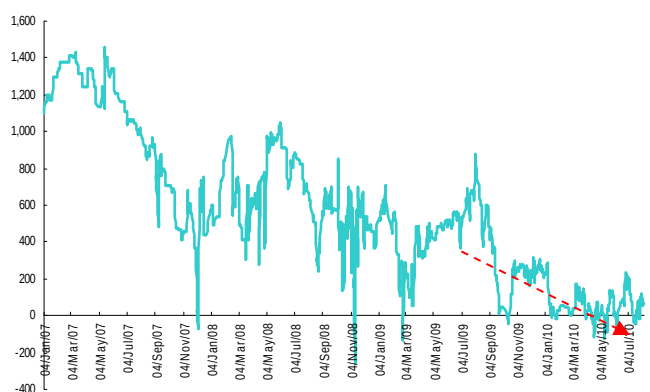
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

图 7：热轧估算毛利 6 月出现了亏损



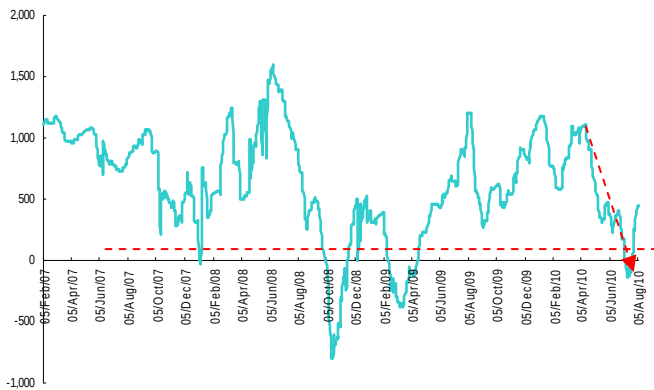
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

图 8：热轧即期估算毛利 6 月处于盈亏平衡边缘



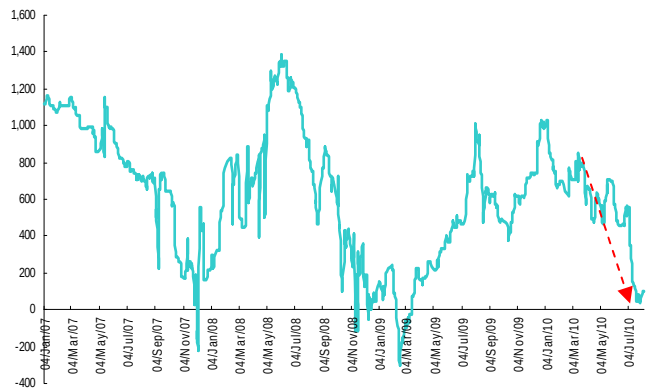
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

图 9：冷轧估算毛利 6 月迅速出现下滑



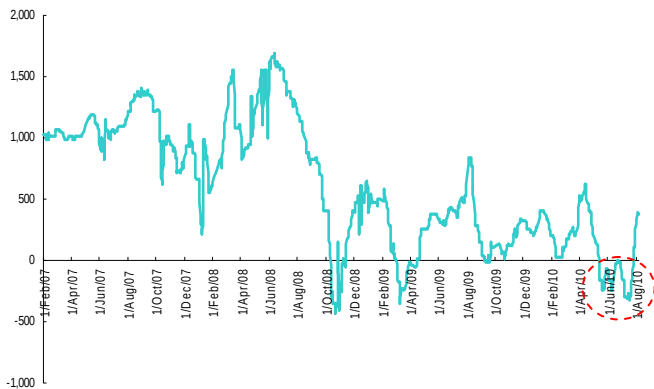
资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 10：冷轧即期估算毛利也在 6 月回落至盈亏平衡



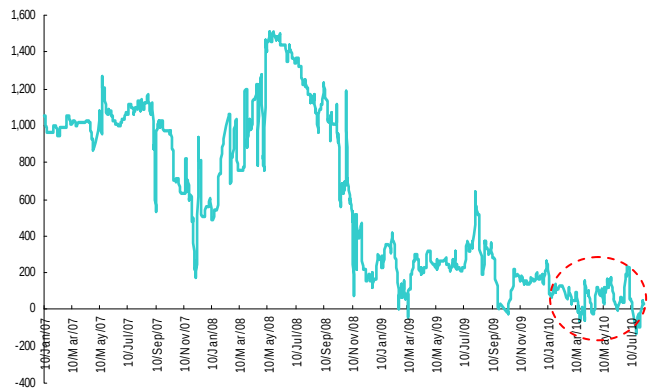
资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 11：中厚板估算毛利 6 月出现了小幅亏损



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 12：中厚板即期估算毛利 6 月处于盈亏平衡边缘

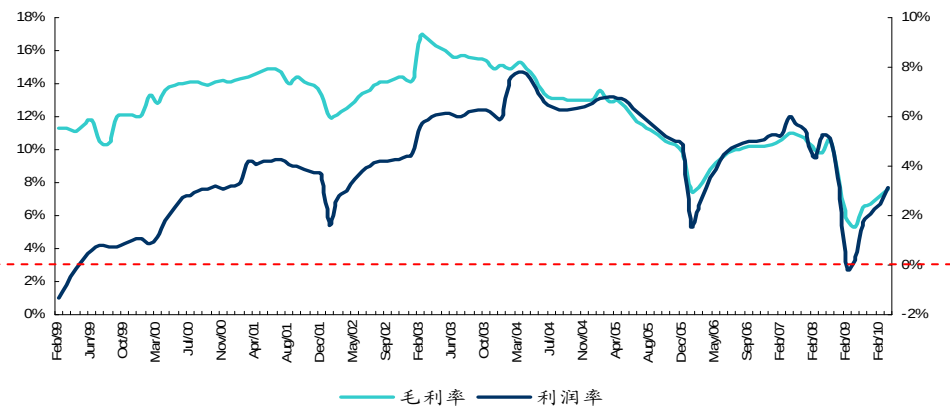


资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

✓ 按照估算的毛利推算，各大钢铁公司 7 月可能会出现全面的亏损。

虽然全行业在今年 3 季度业绩应该非常不乐观，不过这也恰恰说明行业可能会触底，因为我们观察了从 1999 年以来的行业盈利数据发现，全行业亏损的时间从来没有超过 2 个季度，而毛利率为负的情况更是从未发生。

图 13：1999 年以来钢铁行业亏损未超过 2 个季度，且毛利没有为负过



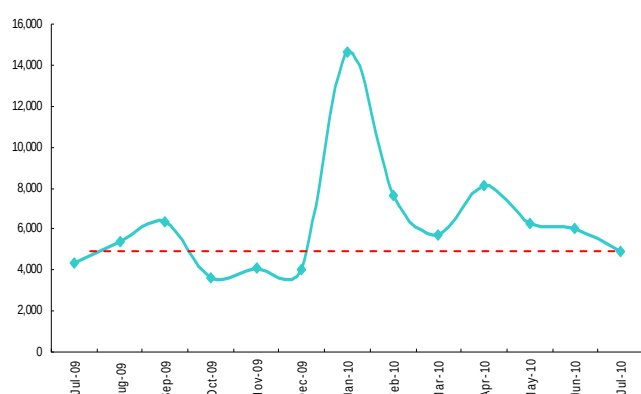
资料来源：Wind，长江证券研究部

虽然经济转型成为了资本市场近期最热衷的话题，不过至少有一点也是大家所能形成共识的，那就是经济转型并非一个一蹴而就的过程，调整的过程中必然会发生反复。当钢铁行业回落较深的时候，短期无论是政策放松还是经济自然复苏都会显得概率很大。

宽松货币政策带来的资金推动

还有一种可能的看法是，未来预期的钢价上涨并不会那么快出现，之所以股价和期货价格上涨，更多是因为宽松的货币政策带来的资金推动。虽然新增贷款在环比减少，但是与过去的水平相比增幅依然较大。

图 14：新增贷款虽有减少，但绝对量依然处在高位



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 15：M1 和 M2 的增速有所下滑，但仍高于过去均值



资料来源：Wind，长江证券研究部

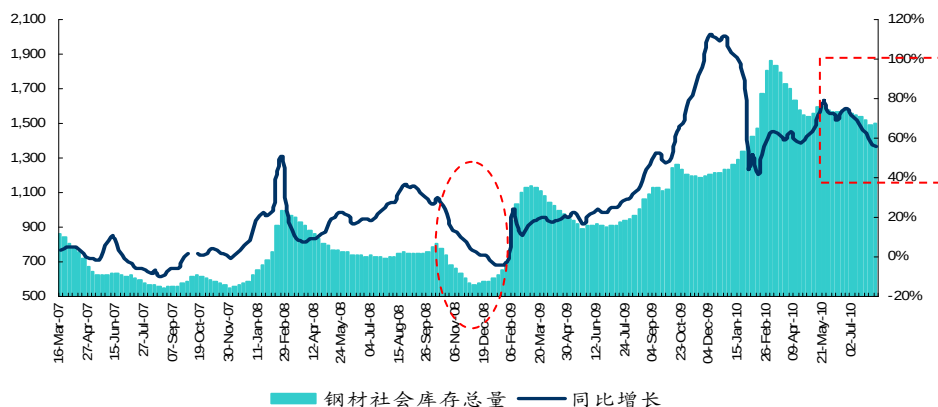
对于流动性的解释十分困难，也很难用历史的数据来证实，更多来自于演绎推理的结论。不过这一点感觉上可能的确存在，实体经济的不乐观更加使得资金向股市流动，在大跌释放风险后参与可能反弹的品种是宽松货币政策下的正常结果。

反弹后的选择：去库存的反复还是重回增长

最大的可能是去库存的反复

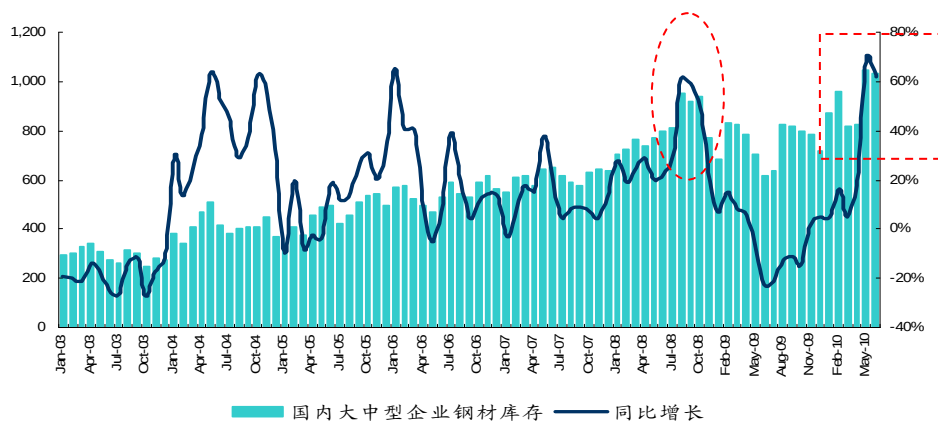
库存周期是所有周期中最短而且最容易观测到的周期，从这个角度上来说，钢铁现在处于二次去库存周期阶段。由于统计的限制，我们尚无法准确观测钢铁企业和下游用户的库存数据，不过经历了2008年底的影响后，钢铁企业和下游用户应该会相对谨慎。理论上来说，在第一次去库存后，二次库存的水平应该会有明显下降。因此，社会库存数据应该在此时值得信任。

图 16: 2008 年底社会库存较低, 目前处于二次去库存周期阶段



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 17: 大中型企业库存在 2008 年底迅速上涨, 目前也处在较高的水平



资料来源: Wind, 长江证券研究部

实际上今年的社会库存高点出现在 3 月初, 在原料推动钢价上涨的情况下, 库存逐步下降。4 月底降至 1543 万吨, 环比高点下降 17%。不过五一假期叠加出台的地产调控悲观预期, 使得 5 月中旬库存迅速反弹至 1596 万吨。好在后期产量开始出现下滑, 库存继续了艰难的下降周期。3 个月后的 8 月中旬, 库存下降幅度约为 6%, 与 4 月底基本持平。

图 18: 长材库存 3 月初达到高点, 目前 2 次去库存

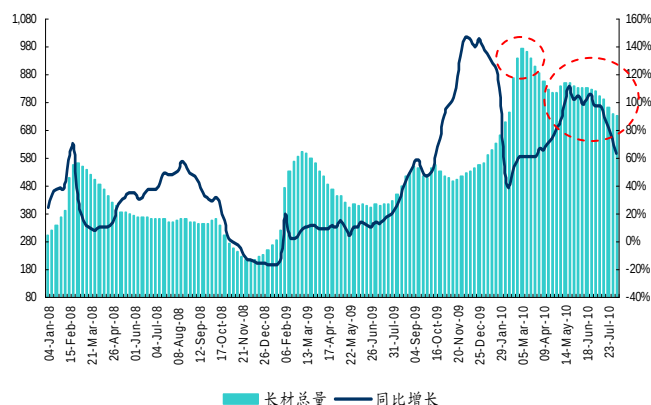
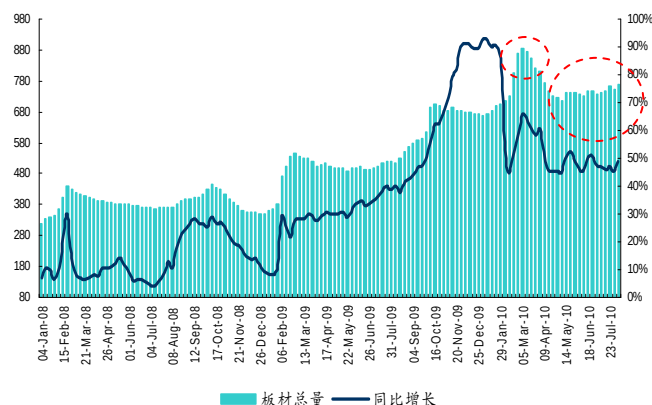


图 19: 板材库存也在 3 月初达到高点, 2 次去库存艰难



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 20: 螺纹钢库存 3 月高点, 目前处于 2 次去库存

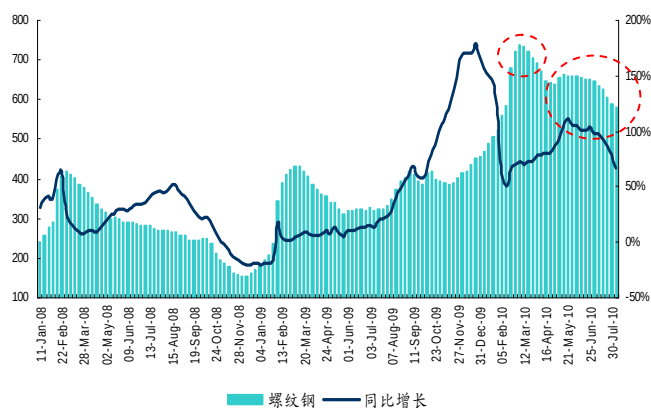
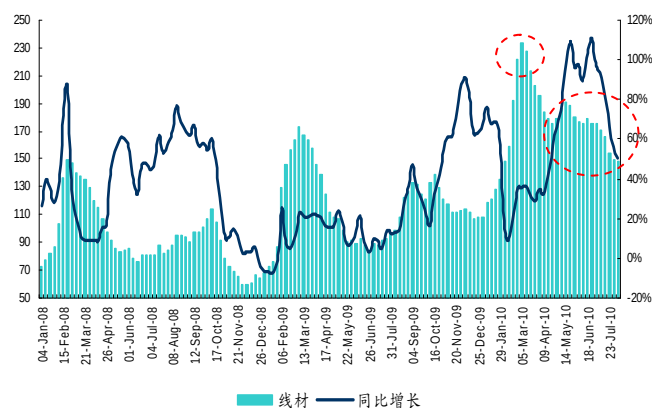


图 21: 线材库存 3 月高点, 目前处于 2 次去库存



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 22: 热轧库存 3 月高点, 2 次去库存表现不佳

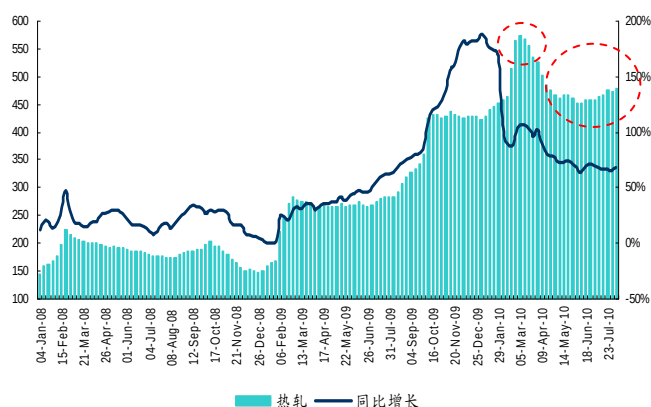
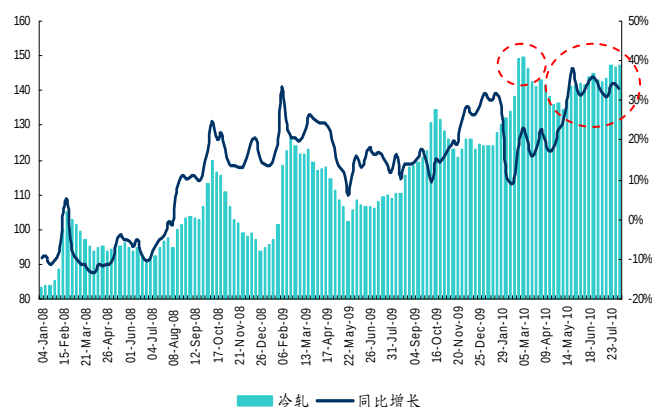


图 23: 冷轧库存 3 月高点, 目前处于上升中



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

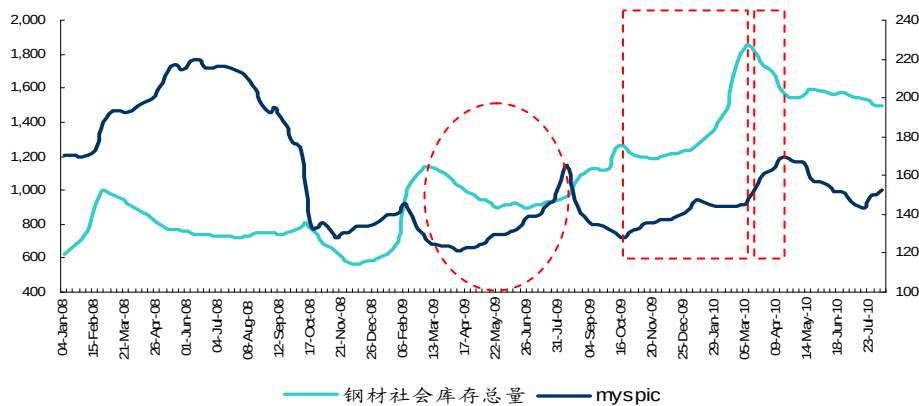
图 24：中板库存 3 月达到高点，2 次去库存表现艰难



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

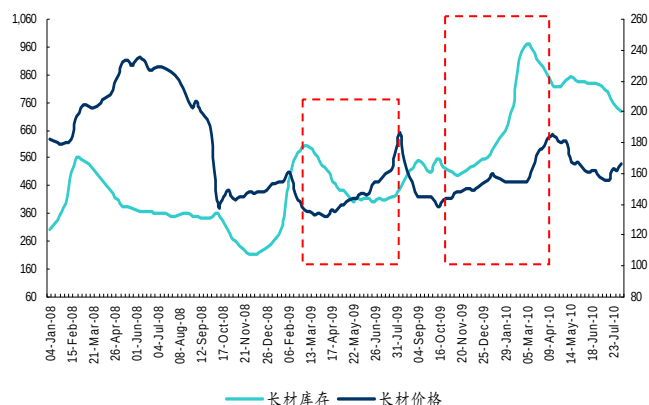
我们曾经在之前的报告中对库存变化规律做过一些总结。在钢价上涨初期一般伴随着库存的下降，但随即开始出现库存上升。从逻辑上来解释看，钢价的初期恢复伴随着需求的回暖出货的上升，因此往往伴随着库存的下降。但一旦形成了上涨的一致预期，库存就会重新开始出现上升。这一方面是因为经销商的惜售所致，另一方面还因为市场上出现了较多的投机者，售出的钢材变成了社会内循环。同时钢厂上调出厂价的速度会加快，导致钢材进一步在社会流通领域积压。

图 25：钢价上涨初期库存下降，进一步上涨后库存反而上升



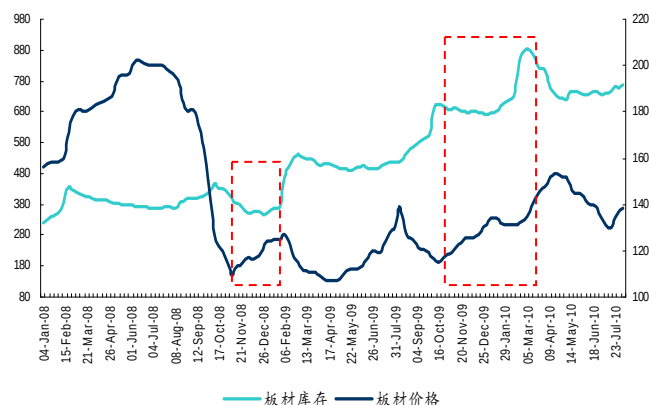
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 26：长材社会库存与价格符合库存周期规律



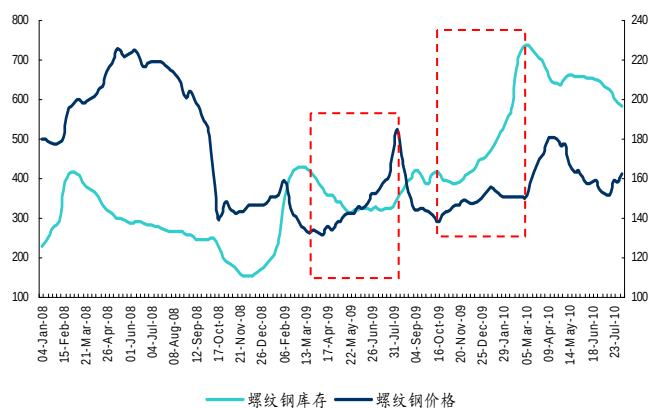
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 27：板材社会库存与价格也符合周期规律



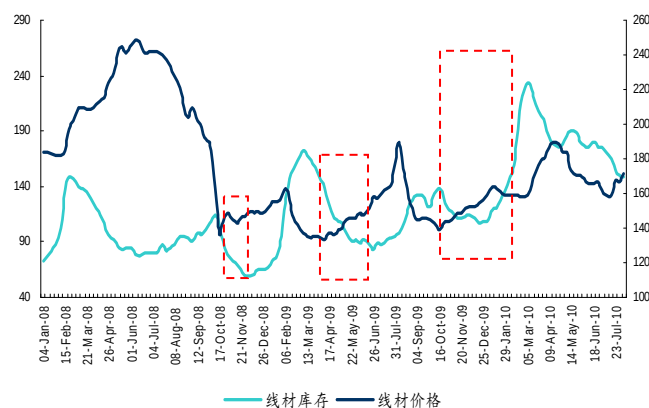
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 28：螺纹钢库存与价格的对应关系



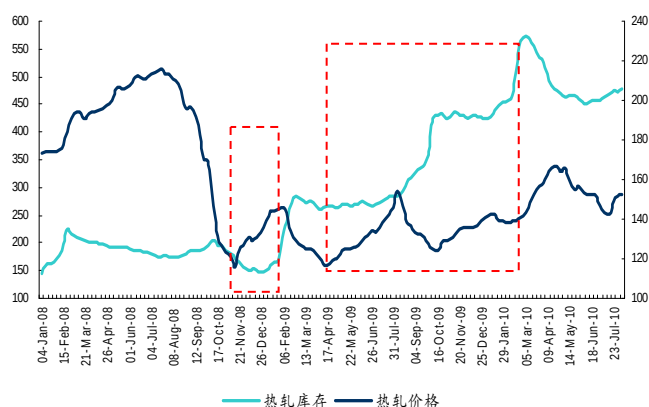
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 29：线材库存与价格的对应关系



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 30：热轧库存与价格的对应关系



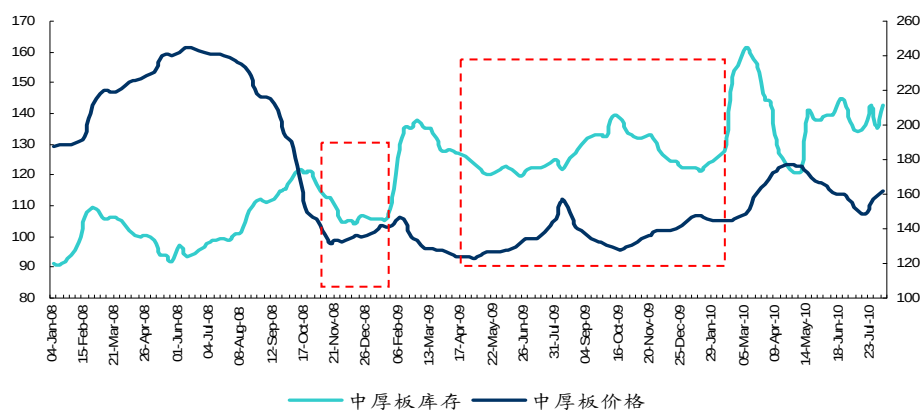
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 31：冷轧库存与价格的对应关系



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 32：中厚板库存与价格的对应关系



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

这种库存的波动在过去的周期中问题都不是很大，因为过去库存绝对水平并不是很高。而今年则不同，由于库存连续两年的同比增幅都非常大，一旦钢价上涨重新形成库存的上升，积累的高库存是否能维持，完全取决于经济的持续繁荣和货币的进一步宽松，无论怎样风险都会越来越大。

是否会重回增长：经济繁荣如何起步

在目前的基础上重回增长的可能性不能说没有，不过看上去繁荣的起步似乎比较艰难。尤其是从股市的角度上来说，维持一定的绝对量是远远不够的，增速的扩大是股价上涨的基本要求。

地产行业从今年年初以来的新开工面积增速就持续超预期，与之并不匹配的是建筑钢材类价格在上半年表现疲软。虽然供给不断在创新高，但本质上钢铁行业依然是一个需求导向的周期行业，因此，建筑钢价的表现与地产新开工之间的背离说明的可能是两点：第一，调控下的新开工建设速度在放缓；第二，地产以外的建筑需求在下降。

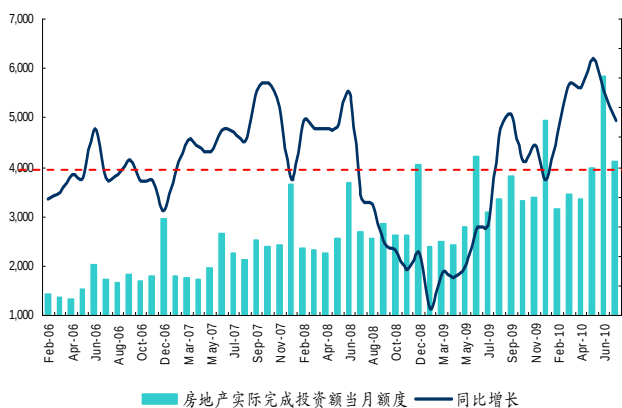
未来地产需求能否进一步超预期增长，我们可以从更能说明问题的地产行业实际完全投资额来分析。剔除每年6月和12月因为统计原因导致出现的环比数据误差，我们发现，即便假设环比5月不增长，地产全年投资额也将轻松突破4万亿，全年同比增速达25%，逼近2007年增速水平。这意味着地产在下半年贡献环比增量需求的概率正在减小。

图 33: 商品房销售面积 7 月份继续下滑



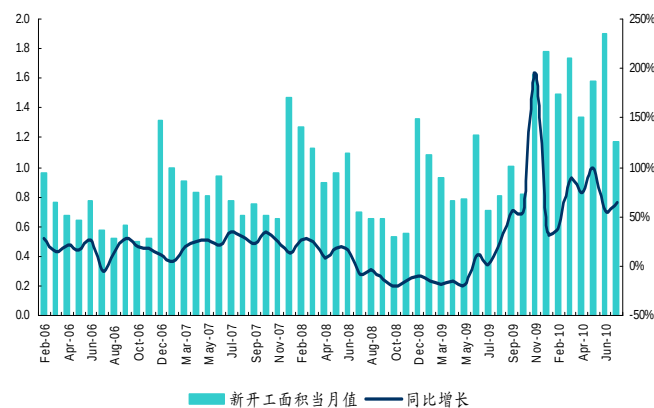
资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 34: 地产完成投资额 7 月份大幅下降



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 35: 新开工面积 7 月份同比小幅上升



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

表 2: 即便下半年维持 4000 亿的月度投资假设, 增速也大幅下滑

房地产	年度投资	同比增长	月度投资	同比增长
1999	4,010	11.00%		
2000	4,902	19.50%		
2001	6,245	25.30%		
2002	7,736	21.90%		
2003	10,106	29.70%		
2004	13,158	28.10%		
2005	15,759	19.80%		
2006	19,382	21.80%		
2007	25,280	30.20%		
2008	30,580	20.97%		
Feb-09	2,398	1.00%	2,398	1.03%
Mar-09	4,880	4.10%	2,482	7.26%
Apr-09	7,290	4.90%	2,410	6.42%
May-09	10,067	5.80%	2,777	8.18%

Jun-09	14,295	8.30%	4,228	15.01%
Jul-09	17,392	9.50%	3,097	15.22%
Aug-09	20,741	12.50%	3,349	31.50%
Sep-09	24,560	15.40%	3,819	34.11%
Oct-09	27,887	16.60%	3,327	26.01%
Nov-09	31,271	17.80%	3,384	28.78%
Dec-09	36,232	16.10%	4,961	22.97%
Feb-10	3,144	31.10%	3,144	31.09%
Mar-10	6,594	35.10%	3,451	39.03%
Apr-10	9,932	36.20%	3,338	38.51%
May-10	13,917	38.20%	3,985	43.50%
Jun-10	19,747	38.10%	5,830	37.88%
Jul-10	23,865	37.20%	4,118	32.96%
Aug-10	27,747	33.78%	4,000	19.45%
Sep-10	31,747	29.26%	4,000	4.74%
Oct-10	35,747	28.19%	4,000	20.24%
Nov-10	39,747	27.11%	4,000	18.19%
Dec-10	45,747	26.26%	6,000	20.94%

资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

制造业方面的问题可能更为严重。因为上半年的高速增长带动的板材表现明显好于长材, 因此供给也在部分向板材倾斜。一旦下游需求出现环比停滞, 相对而言板材表现会比建筑钢材差。

表 3: 假定汽车维持 7 月份产量不变, 接下来增速也将大幅下滑

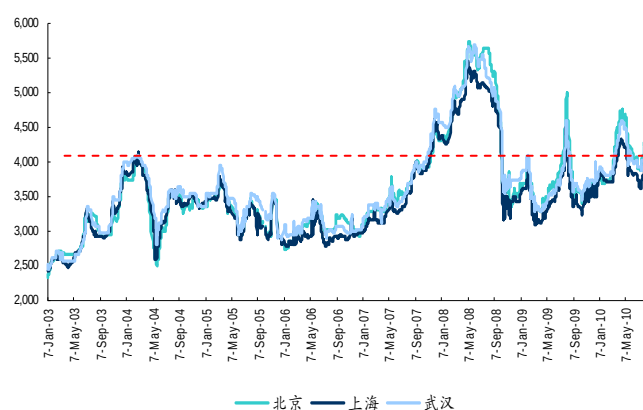
汽车产量	假定月度产量不变			
	日期	累计产量	年度同比	当月产量
	Dec/06	727.97	27.32%	68.73
	Dec/07	888.24	22.02%	82.30
	Dec/08	934.51	5.21%	64.11
	Jan/09	65.68	-20.46%	65.68
	Feb/09	146.49	-1.16%	80.81
	Mar/09	256.76	1.91%	110.27
	Apr/09	372.48	6.40%	115.72
	May/09	483.77	11.10%	111.29
	Jun/09	599.08	15.22%	115.31
	Jul/09	710.09	20.23%	111.01
	Aug/09	825.07	26.55%	114.98
	Sep/09	961.27	32.01%	136.20
	Oct/09	1087.32	36.23%	126.05
	Nov/09	1226.58	41.59%	139.26
	Dec/09	1379.10	48.30%	152.52
	Jan/10	161.48	143.00%	161.48
	Feb/10	282.10	92.00%	120.62

Mar/10	455.45	76.99%	173.35	57.21%
Apr/10	611.83	63.80%	156.38	35.14%
May/10	753.58	55.59%	141.75	27.37%
Jun/10	892.73	48.84%	139.15	20.67%
Jul/10	1021.31	43.83%	128.58	15.83%
Aug/10	1151.31	39.54%	130.00	13.06%
Sep/10	1281.31	33.29%	130.00	-4.55%
Oct/10	1411.31	29.80%	130.00	3.13%
Nov/10	1541.31	25.66%	130.00	-6.65%
Dec/10	1671.31	21.19%	130.00	-14.77%

资料来源：Wind，长江证券研究部

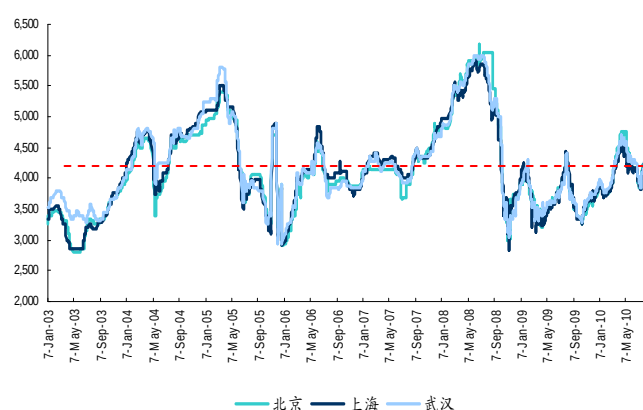
由于成本关系，近期迅速反弹的钢价绝对价格已经超过过去多年以来的均值水平，进一步上涨依然需要经济繁荣来配合。但就短期来说，进一步的上涨势必会伤害到刚刚开始复苏的总需求，进而制约经济复苏的进程。

图 36：螺纹钢价格小幅上涨



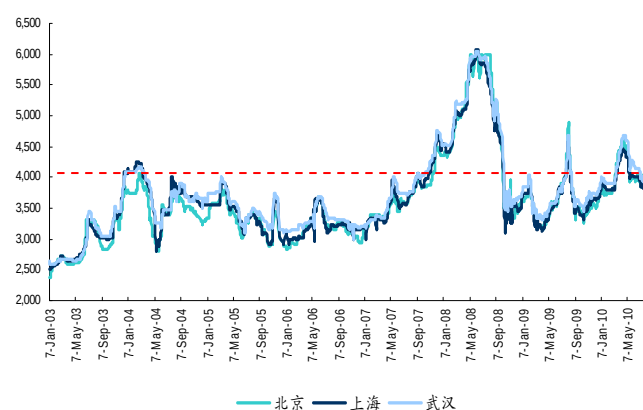
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 38：热轧价格恢复到均价附近



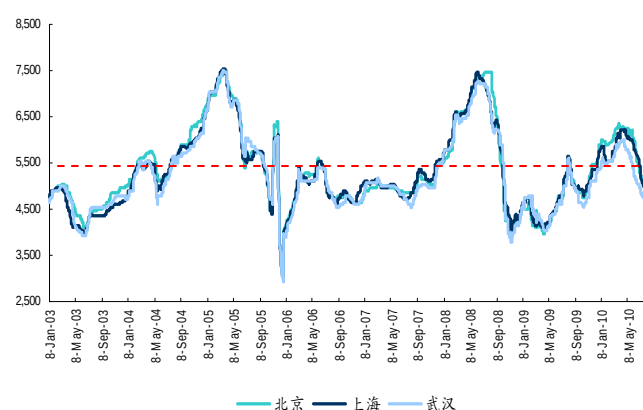
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 37：线材价格近期有所上涨



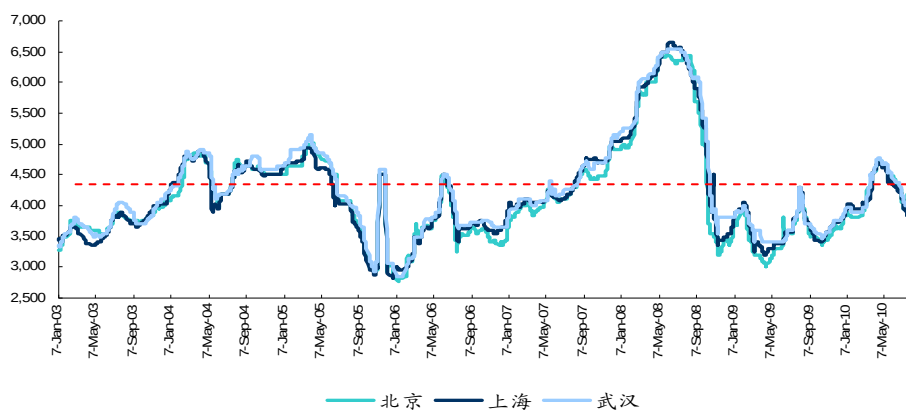
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 39：冷轧价格上涨到均价以上



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 40：中厚板价格恢复到均价左右



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

相对收益正在减小，等待是最好的选择

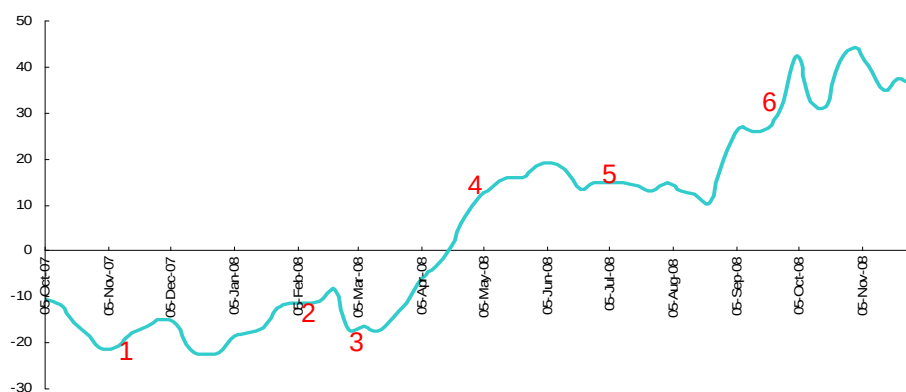
进一步落实到投资上，我们在之前的报告中对反弹和反转行情中钢铁股的表现做了一定的总结。综合来看，后期钢铁股取得相对收益的概率正在逐步减小。

反弹：钢价上涨速度过快加剧回落风险

针对反弹的结论主要包括三点：

- ✓ 钢铁行业反弹的发生要伴随着估算盈利的好转；
- ✓ 盈利改善的持续时间长短决定了反弹能够持续的时间；
- ✓ 钢铁行业超额收益的取得基本上伴随着钢价的上涨。

图 41：2007 年底以来，反弹的发生往往伴随着短期盈利的改善



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

当我们将本轮上涨定义为反弹的时候，说明我们已经接受了经济未来会进入二次去库存。很直观的结果就是需求会重新回落，库存会发生反复，而钢价会出现下跌。因此，注定行业在未来的一段时间内不仅没有相对收益，也没有绝对收益。

不过，选时依然是个问题。虽然我们能联想到结果，但时机还是很难判断。不过，有一点是比较明确的：当现货钢价在去库存未完成之时就出现上涨，带来的结果将是缩短钢价上涨的时间和幅度，以及库存周期调整的延长。

反转：相对收益往往发生在行情启动之初

从 2005 年底与 2008 年底两次钢铁行业反转的行情来看，我们得到以下结论：

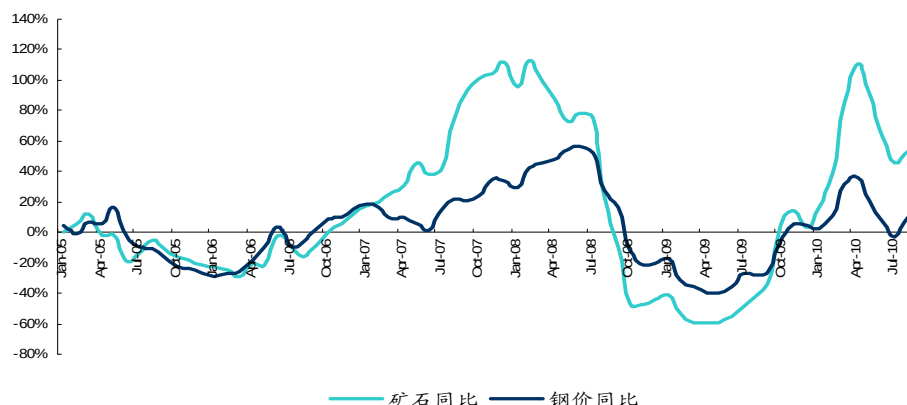
- ✓ 反转发生之时，钢铁行业跑赢大盘的时间往往仅限于一个月内；
- ✓ 相对沪深 300 来看，一个月内跑赢大盘的幅度也并不大；
- ✓ 随着时间的推移，钢铁行业相对大盘的优势逐步缩小，后期甚至开始大幅跑输大盘。

表 4：反转发生，钢铁行业跑赢大盘时间空间都有限

2005 年 11 月低点	一周	两周	三周	一月	两月	三月	半年	一年
钢铁行业	3.76%	5.70%	3.18%	4.46%	8.84%	17.97%	37.00%	68.94%
沪深 300	3.18%	2.75%	0.35%	4.64%	12.23%	21.60%	57.84%	79.16%
钢铁行业-沪深 300	0.58%	2.95%	2.83%	-0.19%	-3.39%	-3.63%	-20.84%	-10.22%
上证综指	2.98%	2.14%	-0.76%	3.31%	10.61%	19.46%	53.02%	76.82%
钢铁行业-上证综指	0.78%	3.55%	3.95%	1.14%	-1.76%	-1.49%	-16.02%	-7.88%
全 A 指数	3.47%	2.75%	-1.34%	2.96%	10.59%	19.57%	59.36%	79.02%
钢铁行业-全 A 指数	0.29%	2.95%	4.53%	1.50%	-1.75%	-1.60%	-22.36%	-10.09%
2008 年 11 月低点	一周	两周	三周	一月	两月	三月	半年	一年
钢铁行业	13.63%	25.28%	14.64%	26.84%	16.07%	33.07%	51.61%	82.90%
沪深 300	10.68%	22.08%	12.89%	21.82%	15.68%	33.09%	66.75%	112.19%
钢铁行业-沪深 300	2.94%	3.20%	1.74%	5.02%	0.39%	-0.03%	-15.14%	-29.28%
上证综指	9.85%	18.97%	11.15%	17.27%	10.20%	23.50%	49.99%	83.31%
钢铁行业-上证综指	3.78%	6.31%	3.48%	9.57%	5.87%	9.57%	1.62%	-0.41%
全 A 指数	10.74%	23.85%	15.31%	25.28%	21.33%	41.33%	79.43%	125.58%
钢铁行业-全 A 指数	2.89%	1.43%	-0.68%	1.56%	-5.25%	-8.26%	-27.82%	-42.68%

资料来源：Wind，长江证券研究部

反转的前提条件是经济重回增长，从逻辑上对以上的几点现象作解释并不困难。因为，如果 7 月初是本轮经济重新增长的起点，那么对于中游加工业来说，盈利改善最快的时期必定是需求恢复的初期。毕竟，随着经济复苏的逐步深化，可以预见的是产业链盈利将会向上游集中。

图 42：矿石相对钢价的强势使得行业盈利难持续改善


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

投资组合：依然低估值带来的防御

- ✓ 行业可能的触底和钢价出现的反弹是 7 月行业指数表现较好的主要原因，而且反弹的品种主要集中在弹性公司上，也从侧面印证了大家对行业盈利触底的判断；
- ✓ 过去三年中的 8 月只有 2007 年跑赢了大盘，而 2007 年行业正处于繁荣的末期。年初至今以及 2009 年 9 月低点至今的表现都说明，行业低迷期只有业绩稳定的公司才能去的相对收益。

按照我们对行业 8 月走势的判断来看，对钢价的走势判断虽然有证据但可能说服力还有待进一步增强，但行业盈利无法大幅改观是一件大概率事件。因此，整体来说对行业保持中性。不过从投资的角度上来说，由于股价的表现截然不同，因此此时的防御概念更多应该集中在低估值方面。我们推荐的 8 月投资组合为宝钢股份、华菱钢铁、新兴铸管。

表 5：7 月我们推荐的投资组合跑赢行业指数

公司名称	最新股价	6 月底	7 月涨幅	相对钢铁行业	相对沪深 300	相对上证综指	相对全 A 指数
钢铁行业	2,516	2,195	14.60%				
沪深 300	2,869	2,563	11.93%				
上证综指	2,638	2,398	9.97%				
全 A 指数	2,485	2,221	11.87%				
华菱钢铁	4.62	3.77	22.55%	7.95%	10.62%	12.58%	10.68%
鞍钢股份	8.80	7.18	22.56%	7.96%	10.63%	12.59%	10.70%
八一钢铁	11.78	9.38	25.59%	10.99%	13.66%	15.62%	13.72%

资料来源：Wind，长江证券研究部

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 3 年。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。