

目前行业究竟处于什么阶段？

报告要点

■ 股价处于什么阶段：钢价先行还是股价先行？

关于股价与钢价之间谁是领先指标的讨论由来已久，且各有理论基础。我们研究发现，历史上两者均有出现，而且存在一定的规律：1、通过比较近9年来钢价与股价的同比增速，我们发现，如果趋势发生逆转，一般都是股价先行于钢价，即首先出现的是股价趋势拐点，然后股价与钢价的剪刀差出现，钢价趋势的拐点最后出现。2、通过考察趋势内股价和钢价环比变化的规律，我们发现，在同一趋势内，钢价波动将带动股价上涨和下跌；3、关于相对收益，钢价持续上涨是行业获得超额收益的必要条件，由钢价上升带动的盈利改善则是充分条件。

我们根据以上的分析可以基本得出结论：2010年5月至今，股价仍处于下行区间，且波段操作的机会不大。

■ 行业处于什么阶段：如何定义高钢价低盈利下的景气度？

2011年以来，市场上关于钢铁行业的基本面讨论基本上都集中在高企的产量和钢价上：1、2011年1-8月共实现粗钢产量4.69亿吨，同比增长10.22%，在上半年固定资产投资增速接近历史高位的情况下，10%的产量增速并不算背离历史平均增长水平。2、上半年钢价始终在接近危机来新高的水平上高位徘徊，盈利在矿价的挤压下却并未得到明显改善。综合来看，依然旺盛的建筑需求支撑了行业的高景气，但未能给行业带来与之相应的利润。

■ 认清形势：行业难有表现，警惕需求快速回落的风险

虽然行业产量和钢价在7、8月出现了淡季不淡的特征，不过股价和钢价的剪刀差一直得不到确认，市场对远期需求的担忧使得股价依然在下行趋势中徘徊。在产量、钢价等基本面数据已处于较高水平并难以继续改善的情况下，未来宏观经济层面的预期变化对行业股价影响更为显著。未来国内外宏观经济如何演绎以及政府是否继续出台更加严厉的调控政策是值得重点关注的对象。

■ 投资建议：避重就轻，把握个股机会

建议关注具备一定题材，且适合波段操作的个股：业绩保障的公司，如新兴铸管、八一钢铁；以及估值较低，具备一定弹性的公司，华菱钢铁、河北钢铁、南钢股份。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000778	新兴铸管	推荐
600581	八一钢铁	推荐
000629	攀钢钒钛	推荐
600231	凌钢股份	推荐
000932	华菱钢铁	谨慎推荐
600117	西宁特钢	谨慎推荐
600307	酒钢宏兴	谨慎推荐
000709	河北钢铁	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	10A	11E	12E
PE	15.78	12.82	11.17
PB	0.95	0.91	0.84
EV/EBITDA	6.06	4.33	3.39
宝钢股份	10A	11E	12E
PE	6.98	6.28	5.69
PB	0.81	0.79	0.71
EV/EBITDA	4.40	2.70	1.93

相关研究

《长江钢铁 2011 年 9 月月报：9 月继续震荡，等待回落后的弹性》2011-9-5
 《长江钢铁 2011 年钢铁行业中期总结：业绩平平，矿石强势弹性不足》2011-9-1
 《长江钢铁 2011 年 8 月月报：8 月钢价可能继续高位震荡》2011-8-2

分析师：

刘元瑞

(8621)68751767

liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

联系人：

王鹤涛

(8621) 68751767

wanght1@cjsc.com.cn

正文目录

股价处于什么阶段：钢价先行还是股价先行？	4
今年以来的股价表现差强人意	4
股价带动钢价？钢价带动股价？	4
股价先行带动趋势改变	5
趋势内钢价是领先指标	5
行业超额收益的必要条件：钢价持续上涨	8
行业处于什么阶段：如何定义高钢价低盈利下的景气度？	9
高位投资拉动高位产量继续增长	9
产量统计误差：产量增速可能比之前预期略低	12
钢价高位上涨，处于接近危机来新高的水平	14
盈利始终低位徘徊，成本挤压是主要原因	14
认清形势：行业难有表现，警惕需求快速回落的风险	16
认清形势：股价仍处于下行趋势	16
钢价上行乏力，需求已经高位面临回落风险	17
短期强势矿价难缓解，抑制盈利改善	19
历史或照进现实：警惕宏观基本面的预期改变	19
投资建议：避重就轻，关注低估值的题材股	21

图表目录

图 1: 股价先行改变趋势变动, 钢价带动股价趋势内运行	6
图 2: 趋势内钢价带动股价运行	7
图 3: 2011 年固定资产投资增速接近历史高位	10
图 4: 汽车产量增速持续下滑	10
图 5: PMI 指数持续下行, 制造业并不乐观	10
图 6: 房地产新开工面积同比增速高位运行	11
图 7: 房地产实际完成投资额同比增速处于较高水平	11
图 8: 今年 1-8 月粗钢累积产量同比增长 10.22%, 低于近 20 年的平均水平	11
图 9: 8 月日产量为 189.52 万吨, 环比下降 0.92%	12
图 10: 统计局公布 8 月粗钢日产量数据低于中钢协估算值	12
图 11: 中钢协统计数据与统计局统计数据的差值比较	13
图 12: 中钢协-统计局数据差与中小企业产量 (中钢协口径) 增速走势趋同	13
图 13: 8 月重点企业产量环比持平, 中小企业产量环比下降, 降幅有所缩小	13
图 14: 钢价与产能利用率变化趋势一致, 都维持在高位	14
图 15: 今年表现最好的长材产品估算毛利率的改善趋势并不明显	15
图 16: 板材产品估算毛利在盈亏平衡附近徘徊	15
图 17: 矿石价格较为强势, 成为制约行业盈利的主要因素	16
图 18: 目前股价仍处于下行趋势	16
图 19: 期现价差持续倒挂, 市场对远期需求较为担忧	17
图 20: PMI 指数持续下行, 制造业并不乐观	17
图 21: PPI 高位运行, 通胀压力犹存	18
图 22: 持续疲软的期货抑制了现货价格的表现	18
图 23: 产能利用率高位运行, 指望进一步上行改善不大	18
图 24: 强势矿价使得行业盈利能力短期内难以获得改善	19
图 25: 历史或照进现实, 股价下跌带动高企的钢价应声而落	21
表 1: 2003 年和 2007 年钢铁指数跑赢大盘	4
表 2: 钢价持续上涨是行业获得超额收益的必要条件, 盈利改善是充分条件	8
表 3: 钢价在淡季依然维持高位运行, 长材表现好于板材	14
表 4: 高位矿石价格继续上涨, 其中国产矿涨幅较大	15
表 5: 今年年初至今的行业表现与 2004 年有着惊人的一致	19
表 6: 2004 年出现投资过热和通胀, 政府加强对房地产的调控	19
表 7: 2011 年通胀较为严重, 政府继续加强对房地产的调控	20
表 8: 主要公司盈利与估值统计	22

股价处于什么阶段：钢价先行还是股价先行？

今年以来的股价表现差强人意

- ✓ 相对沪深 300 指数而言, 钢价指数仅在 2003 年与 2007 年取得了比较显著的超额收益。
2003 年受益于固定资产投资的高速增长, 行业出现了极少的供不应求, 钢价的大幅上涨带动行业盈利趋势呈现改善的趋势, 最终使得行业取得 21.17% 的超额收益; 2007 年国内外需求均处于高点, 行业大幅上涨取得 9.75% 的超额收益, 期间钢价上涨了 33%;
- ✓ 2005 年粗钢产量增速开始下滑之后, 尽管行业股价出现过幅度较大的上升, 但从全年周期来看取得超额收益的幅度均不大。自 2005 年以后, 关于行业产能过剩与成本强势的持续预期是制约行业表现的主要原因;
- ✓ 截止 2011 年 9 月 9 日, 今年行业累计下跌 12.19%, 但仍跑赢沪深 300 指数 1.56%。
从相对收益来看, 并不比 2009 年差。只是前高后低, 2 季度以后的下跌将前期累计的超额收益损失殆尽;
- ✓ 从股价上来看, 与目前行业表现相似的是 2004 年: 粗钢产量增速继续上升、钢价高企, 但盈利却没有改善, 当年行业绝对收益为负, 与沪深 300 指数表现基本相当。

表 1: 2003 年和 2007 年钢铁指数跑赢大盘

年份	钢铁行业	沪深 300 指数	超额收益	产量增速	钢价涨跌幅	盈利趋势	矿价涨跌幅
2002	-13.37%	-16.17%	2.80%	高位小幅下滑	30.86%	触底回升	-2.16%
2003	32.31%	11.14%	21.17%	缓慢上升	35.51%	小幅上升	8.84%
2004	-16.15%	-16.99%	0.84%	先降后升	2.74%	有所下降	18.78%
2005	-15.29%	-5.16%	-10.13%	先生后降	-28.29%	快速下降	71.37%
2006	105.71%	116.80%	-11.09%	基本持平	15.60%	触底回升	18.95%
2007	168.00%	158.25%	9.75%	缓慢下降	32.99%	先升后降	9.64%
2008	-71.35%	-66.25%	-5.11%	大幅下降	-19.80%	快速下降	79.89%
2009	83.09%	89.90%	-6.81%	触底回升	2.43%	触底回升	-32.98%
2010	-26.44%	-11.51%	-14.92%	先生后降	14.05%	缓慢下降	63.90%
2011 至今	-12.19%	-13.75%	1.56%	缓慢上升	4.25%	基本持平	8.48%

注: 2002-2009 矿价为力拓长协矿粉价格, 2010 至今的矿价为国内现货矿价综合指数

资料来源: Wind, 长江证券研究部

股价带动钢价？钢价带动股价？

因为是投资策略报告, 因此我们在本篇报告中首先讨论行业股价目前处于什么阶段。一直以来, 资本市场最热衷的是关于领先指标的探讨, 具体到钢铁行业, 关于股价与钢价之间谁是领先指标的讨论由来已久, 且各有理论基础。认为股价先行于钢价, 是基于“资本市场是宏观经济晴雨表”的预期理论, 市场预期钢铁行业基本面将有所好转, 股价先于钢价出现上涨, 从而体现资本市场预期发现功能。而认为钢价带动股价, 是因为钢价上涨驱动盈利增长, 最终带动股价上涨。

从学术界的理论研究上来看, 预期理论显得更有市场。不过我们研究发现, 至少在钢铁行业中, 历史上两者均有出现, 而且存在一定的规律: 股价先行带动趋势改变, 趋势内钢价是领

先指标。并且，如果行业要获得超额收益，股价上涨是必要条件，配合钢价上升的盈利改善是充分条件。

股价先行带动趋势改变

通过比较近 9 年以来钢价与股价的同比增速关系，我们发现：如果趋势发生逆转，一般都是股价先行于钢价，即首先出现的是股价趋势拐点，然后股价与钢价的剪刀差出现，钢价趋势的拐点最后出现。

- ✓ 我们把股价同比增速大于钢价的时期定义为上行趋势，反之则是下行趋势。无论是上行趋势改变还是下行趋势改变，股价拐点总是先于钢价出现；
- ✓ 在我们的统计范围内，上行趋势剪刀差和下行趋势剪刀差各出现 2 次，分别出现在 2005 年 11 月、2009 年 4 月与 2008 年 3 月、2010 年 3 月；
- ✓ 股价与钢价的剪刀差是我们判断趋势改变的重要指标。作为先行指标，如果股价拐点的出现并不伴随着剪刀差的出现，这可能表明周期趋势并无变化。如 2003 年 10 月股价开始上涨，但同比涨幅一直未超过钢价，剪刀差始终没有出现，下行周期趋势依然没有改变，之后出现的便是股价持续回落；
- ✓ 上行周期内股价持续上涨的趋势较为明显，当然期间也有波动。股价同比增速出现快速下滑则有可能是上行周期即将结束的信号，只是趋势是否改变依然通过剪刀差来确认；
- ✓ 下行周期的初期，股价下跌趋势较为明显，之后受多方面因素影响以区间内波动为主。如 2003 年 1 月-2005 年 9 月，处于下行周期的股价基本在区间内震荡。

趋势上的改变，往往也意味着市场对宏观经济或者行业基本面预期的根本改变。因此，就历史数据上来看，在趋势上，股价一般领先于实体经济的钢价，表明预期理论在预测拐点方面拥有一定的优势。

趋势内钢价是领先指标

我们进一步通过考察趋势内股价和钢价环比变化的规律，发现：在同一趋势内，钢价波动将带动股价上涨和下跌：

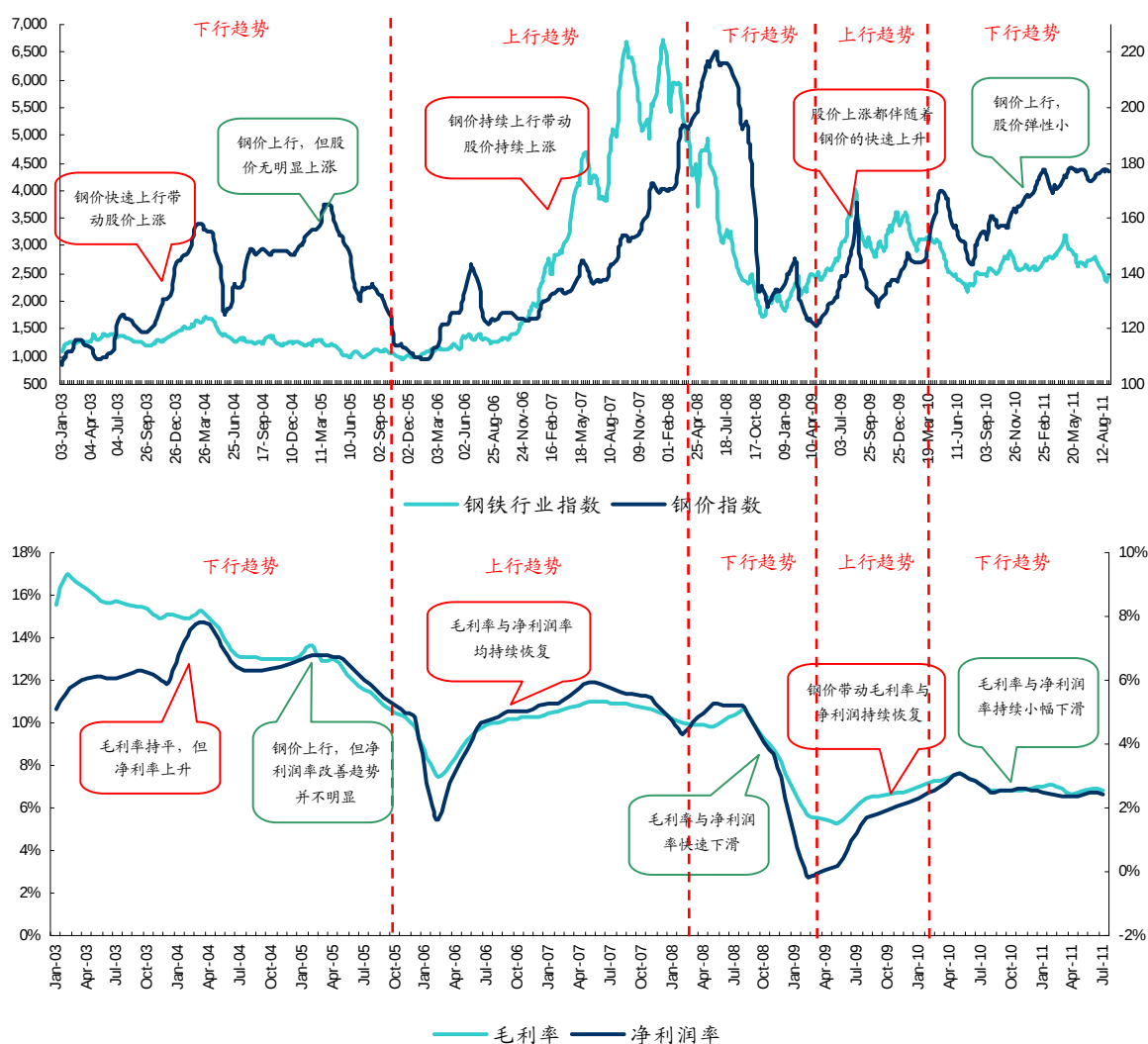
- ✓ 无论是在上行趋势还是下行趋势，钢价总会带动股价波动，特别是钢价出现趋势性上升时股价上涨的概率更大。
- ✓ 以上行趋势为例，股价的上涨同时伴随着钢价的快速上升，预示着盈利将出现持续改善。如 2009 年 4 月-2009 年 7 月，2009 年 10 月-2009 年 11 月。

- ✓ 对于下行趋势，我们分为 2 种情况来讨论，1、当一个中周期以经济危机爆发的形式结束时，钢价下行带动行业盈利能力快速下滑，股价应声而落，如 2008 年 4 月-2009 年 3 月；2、短周期内的经济出现一定调整时，钢价有可能上涨、下降抑或高位运行，此时股价上涨的幅度同盈利改善程度正相关。如 2003 年 10 月-2004 年 3 月期间持续上升的钢价带动股价出现一段上涨的行情；而 2005 年 1 月-2005 年 3 月期间没有带来盈利改善的钢价上涨同样没有使得资本市场出现较为明显的机会。
- ✓ 如果下行趋势内的钢价在阶段历史高位窄幅波动运行，因为盈利没有好转，出现弱势股价的可能性较大，如 2004 年 8 月-2004 年 12 月，2011 年 6 月至今。

综合来看，上行趋势往往对应的是钢价上涨和盈利改善，而下行趋势中，由于钢价趋势并不明显，因此股价更多与盈利的变动相关。

在趋势内钢价能够领先股价，主要可能是在大趋势确立的情况下，短期波动很难取得一致预期，因此市场更多等待数据的出台以确定经济的运行情况，所以股价表现往往在数据公布之后。

图 2：趋势内钢价带动股价运行



资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

行业超额收益的必要条件：钢价持续上涨

除了考察股价的绝对收益外，相对收益是我们资产配置必须关注的另一个重要因素。从我们的统计结果来看，**钢价持续上涨是行业获得超额收益的必要条件，而由钢价上升带动的盈利改善则是充分条件。**

- ✓ 上行趋势内获得超额收益的概率较大，由于盈利趋势性改善，相对钢价的涨幅来看，股价的弹性较大，超额收益的幅度也较大。如 2006 年 10 月-2007 年 5 月，钢价上涨幅度为 15.00%，带动钢铁指数上涨幅度达 232.70%，且获得了 75.82%的超额收益，再如 2009 年 6 月-2009 年 7 月，钢价涨幅为 17.64%，股价涨幅为 47.61%，获得 21.70%的超额收益；
- ✓ 下行趋势内只有钢价出现趋势快速上涨时，盈利才有改善预期从而带动股价获得超额收益，不过，总体来看股价的弹性较小。如 2003 年 10 月-2004 年 3 月，钢价上涨了 30.00%，股价涨 51.29%，获得 25.37%的超额收益；2004 年 8 月-2005 年 1 月，钢价上涨 5.85%，股价却跌了 2.71%，获得 8.92%的超额收益；而在 2010 年 11 月-2011 年 4 月，钢价涨了 11.74%，股价涨了 10.07%，获得 16.34%的超额收益；

表 2：钢价持续上涨是行业获得超额收益的必要条件，盈利改善是充分条件

趋势区间	期间	表现	钢铁指数	沪深 300	超额收益	钢价	盈利	产量增速
下行趋势	2003.01.01-2004.03.15	跑赢	54.80%	29.27%	25.52%	45.79%	改善	缓慢上升
	2003.01.01-2003.09.30	跑赢	5.91%	2.13%	3.78%	14.29%	改善	缓慢上升
	2003.10.01-2004.03.15	跑赢	51.29%	25.92%	25.37%	30.00%	改善	缓慢上升
	2004.03.15-2005.01.31	相当	-29.69%	-31.29%	1.60%	0.00%	有所下滑	上升
	2004.03.15-2004.07.31	跑输	-26.93%	-21.66%	-5.27%	-4.49%	下滑	上升
	2004.08.01-2005.01.31	跑赢	-2.71%	-11.63%	8.92%	5.85%	持平	上升
	2005.02.01-2006.04.30	跑输	-5.53%	22.64%	-28.16%	-19.23%	快速下滑	下滑
	2005.02.01-2005.11.30	跑输	-17.76%	-8.59%	-9.17%	-28.85%	快速下滑	缓慢减缓
	2005.12.01-2006.04.30	跑输	14.44%	34.28%	-19.84%	13.51%	先降后升	平稳
上行趋势	2006.05.01-2006.09.30	相当	15.71%	19.70%	-3.99%	0.00%	有所上升	平稳下滑
	2006.10.01-2007.05.15	跑赢	232.70%	156.87%	75.82%	15.00%	持续改善	较为平稳
	2007.05.15-2007.07.15	跑输	-15.16%	2.59%	-17.75%	-5.11%	小幅下滑	较为平稳
	2007.07.15-2007.09.15	跑赢	79.39%	45.95%	33.44%	12.07%	小幅下滑	增速提升
	2007.09.15-2007.10.31	跑输	-10.11%	5.40%	-15.51%	0.19%	小幅下滑	下滑
	2007.11.01-2008.01.10	跑赢	17.32%	1.19%	16.12%	10.56%	小幅下滑	小幅下滑
下行趋势	2008.01.11-2009.06.14	跑输	-62.65%	-53.03%	-9.62%	-22.09%	快速下滑	先降后升
上行趋势	2009.06.15-2009.07.31	跑赢	47.61%	25.91%	21.70%	17.64%	迅速上升	增速急升
	2009.08.01-2009.10.31	跑输	-27.95%	-12.16%	-15.79%	-14.80%	持续改善	扩大
	2009.11.01-2009.12.30	跑赢	21.44%	4.89%	16.55%	6.64%	持续改善	增速下滑
下行趋势	2010.01.04-2010.10.30	跑输	-20.08%	-2.88%	-26.47%	6.38%	有所下滑	持续下滑
	2010.11.05-2011.04.22	跑赢	10.07%	-6.27%	16.34%	11.74%	低位持平	先升后降
	2011.04.23-2011.09.02	跑输	-24.01%	-13.72%	-25.03%	1.03%	低位持平	小幅上升

资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

- ✓ 如果钢价上涨但盈利出现下降，也就是说矿价上升得更快，股价难以获得超额收益。如 2005 年 12 月-2006 年 4 月和 2010 年 1 月-2010 年 10 月，钢价均出现上涨，但行业仍跑输大盘；
- ✓ 由钢价上升带动的盈利改善是获得超额收益的充分条件，特别是在下行区间时，这种情况下股价的弹性明显比盈利趋势持平时要大。如 2003 年 10 月-2004 年 3 月与 2010 年 10 月-2011 年 4 月相比较，前者盈利改善，30.00%的钢价涨幅带来 51.29%的股价涨幅，而后者盈利持平，11.74%的钢价涨幅只带了 10.07%的股价上涨；
- ✓ 超额收益的获得与当期较短时间内产量增速的变化并无明显的直接关系；

综合来看，上行趋势内盈利存在趋势性的改善，股价对钢价的弹性较大，获得超额收益幅度越大；而在下行趋势内，钢价上涨能否改善盈利改善决定了股价表现。

我们根据以上的分析可以基本得出结论：2010 年 5 月至今，股价仍处于下行区间，且波段操作的机会不大。

行业处于什么阶段：如何定义高钢价低盈利下的景气度？

因为股价已经先行下跌且与钢价的剪刀差并未出现，因此在钢价出现回落之前股价依然处于下行区间基本可以确认，但波动操作的机会不大前提条件在于盈利无法改善。这需要基本面数据的进一步论证。我们在本篇报告的第二部分来着重讨论这个问题：目前行业基本面究竟处于什么阶段？

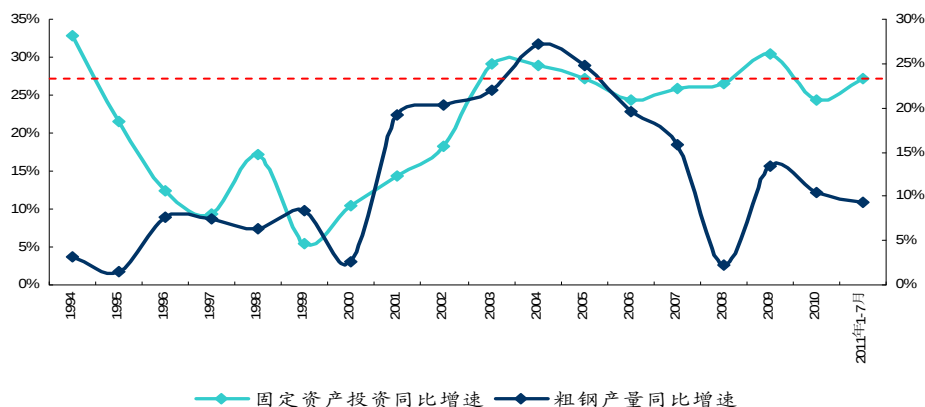
2011 年以来，市场上关于钢铁行业的基本面讨论基本上都集中在高企的产量和钢价上。由于产能利用率一直较高，需求的可能进一步超预期使得市场对钢铁行业重新有了一定的兴趣，尤其是几年没有表现的股价使得预期已经被降得很低：2010 年全年行业下跌接近 30%，成为 A 股表现最差的行业之一。因此，一旦景气度回升，行业盈利的改善可能会超之前的预期，这也成为上半年钢铁行业市场上最为关心的话题。

高位投资拉动高位产量继续增长

我们先来仔细分析今年的产量数据。2011 年 1-8 月共实现粗钢产量 4.69 亿吨，同比增长 10.22%，去年同期同比增速为 15.31%。从过去历年的数据来看，约 10%的产量同比增速应该说算是一个相对较为中性的数据。

从历史数据来看，粗钢产量同比增速与固定资产投资同比增速走势较为一致。在今年上半年固定资产投资增速接近历史高位的情况下，10%的产量增速并不算背离。

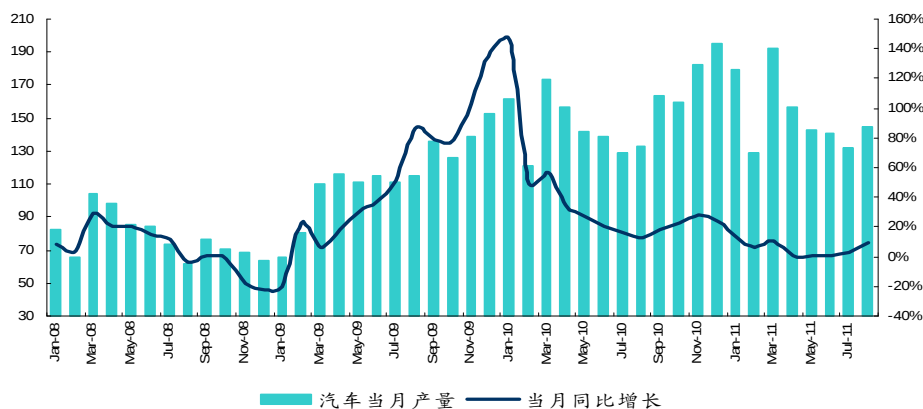
图 3：2011 年固定资产投资增速接近历史高位



资料来源：Wind，长江证券研究部

由于以汽车工业为代表的制造业景气度在上半年即出现一定的高位回落，因此粗钢产量增长的拉动应该主要来自于建筑类需求的上升。

图 4：汽车产量增速持续下滑



资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

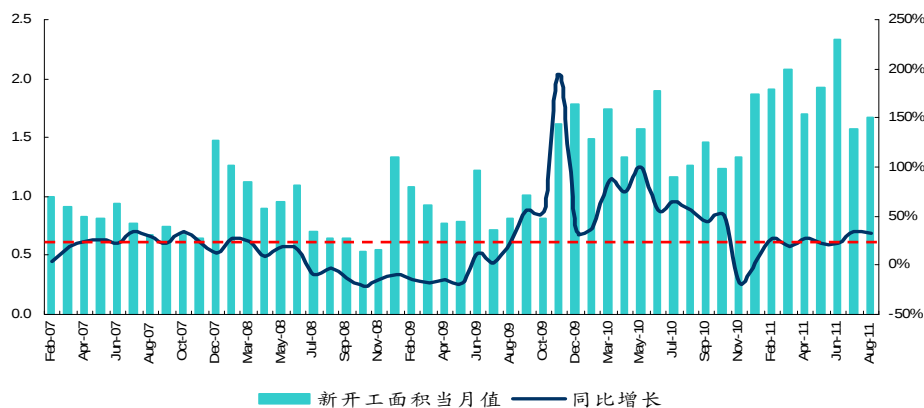
图 5：PMI 指数持续下行，制造业并不乐观



资料来源：Wind，Bloomberg，长江证券研究部

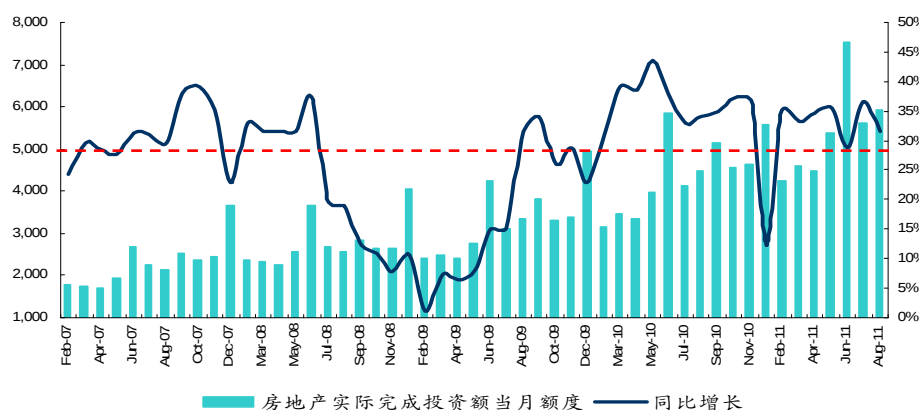
在保障房需求的拉动下，今年以来房地产新开工面积和实际投资完成额的增速也在高位运行。

图 6：房地产新开工面积同比增速高位运行



资料来源：Wind，长江证券研究部

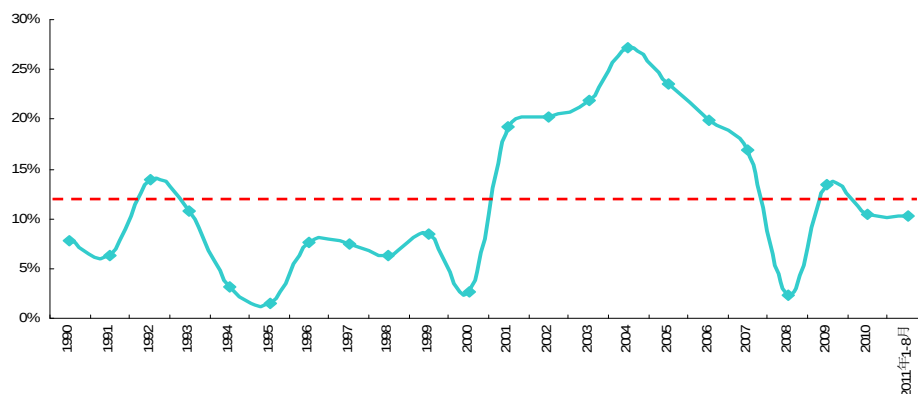
图 7：房地产实际完成投资额同比增速处于较高水平



资料来源：Wind，长江证券研究部

因此，上半年投资数据的超预期是产量保持在高位的主要原因。不过，实际上，相比历史均值而言，今年1-8月粗钢产量10.22%的同比增速处于中等偏下的水平。

图 8：今年1-8月粗钢累积产量同比增长10.22%，低于近20年的平均水平

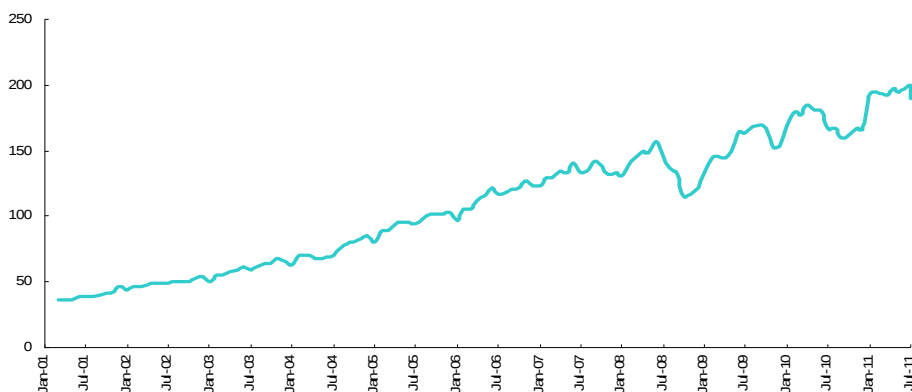


资料来源：Wind，中钢协，长江证券研究部

产量统计误差：产量增速可能比之前预期略低

我们从统计局公布的产量数据上看，8月日产量为189.52万吨，环比下降0.92%，为年内月度日产量的最低点；年内高点出现在6月，其粗钢日产量为199.77万吨同时创历史新高。

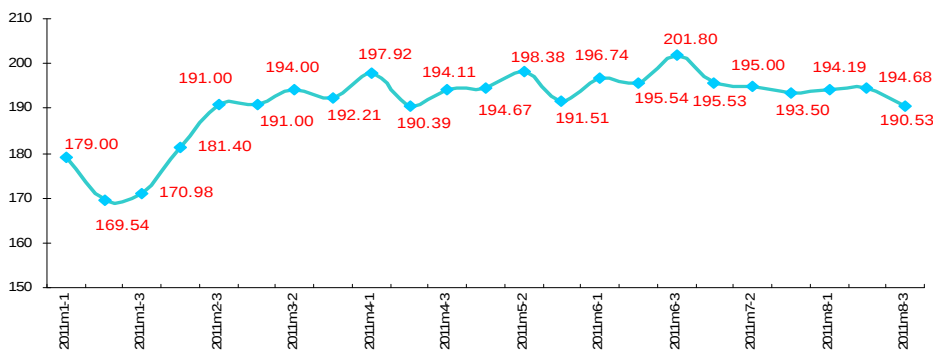
图9：8月日产量为189.52万吨，环比下降0.92%



资料来源：Wind，长江证券研究部

相比之前中钢协日度产量的估算值193.05万吨来看，统计局公布的产量数据略低于之前预测值。

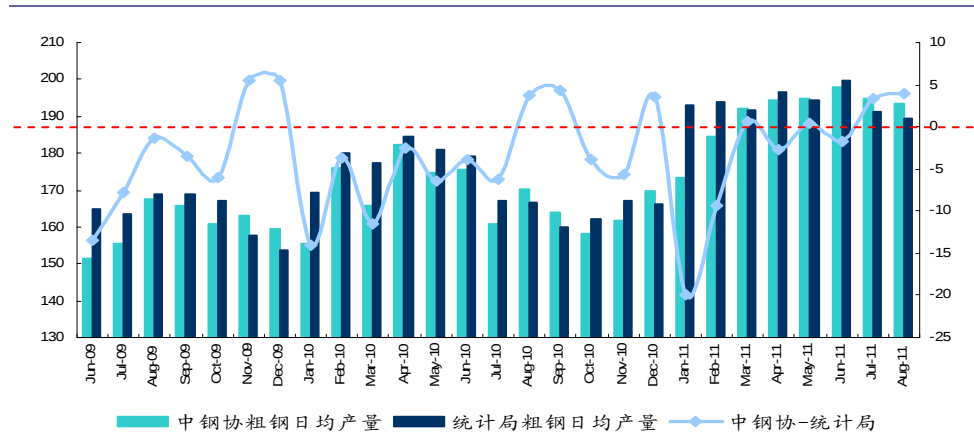
图10：统计局公布8月粗钢日产量数据低于中钢协估算值



资料来源：中钢协，长江证券研究部

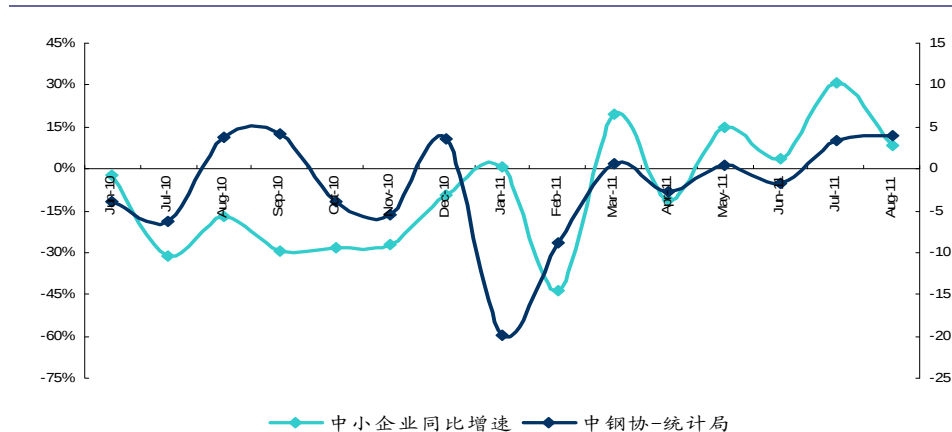
我们将中钢协日产量统计数据与统计局数据进行比对，发现这一背离的现象在过去也屡次发生。由于中钢协跟踪的数据为其会员的重点大中型企业产量，并据此推算全国日产量数据，因此在对中小企业产量增速的测算方面可能存在一定的误差，中钢协与统计局数据的主要误差来自于这一部分的波动。8月中小企业产量增速的下降是应该是导致产量估算出现差异的主要原因。

图 11：中钢协统计数据与统计局统计数据的差值比较



资料来源：Wind，中钢协，长江证券研究部

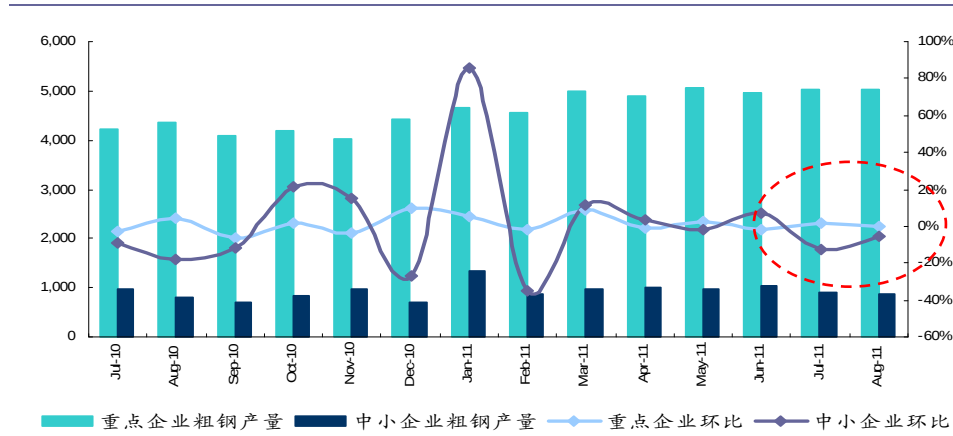
图 12：中钢协-统计局数据差与中小企业产量（中钢协口径）增速走势趋同



资料来源：Wind，中钢协，长江证券研究部

考虑到中钢协会员均为全国大中型钢企，中钢协统计的大中型企业产量数据应该较为准确，而在全国产量方面，统计局的口径覆盖较为全面，相对中钢协的估算来说可能较为合理。据此，我们测算中小企业产量=全国粗钢产量（统计局口径）-重点大中型企业（中钢协口径）。根据我们的估算，8月中小企业粗钢产量同比、环比均出现一定幅度的下降。

图 13：8月重点企业产量环比持平，中小企业产量环比下降，降幅有所缩小



资料来源：Wind，中钢协，长江证券研究部

总体而言，产量高位源于投资高位，但与过去相比并不算特别出彩，更多是因为前期预期较低使得与过去水平基本相当的产量数据显得较为瞩目。

钢价高位上涨，处于接近危机来新高的水平

在产量增长的同时，对应的是行业需求与钢价绝对水平的高位。经历了一季度的上涨后，目前钢价水平基本维持在接近危机以来新高的水平上震荡。

图 14：钢价与产能利用率变化趋势一致，都维持在高位



资料来源：中钢协，钢之家，长江证券研究部

分品种表现来看，长材涨幅大于板材，其中，螺纹钢价格距历史高点仅有 12.99% 的幅度，而中厚板的差幅仍有 26.57%。这与上半年行业的增量需求主要来自建筑基建类下游的基本面一致。

表 3：钢价在淡季依然维持高位运行，长材表现好于板材

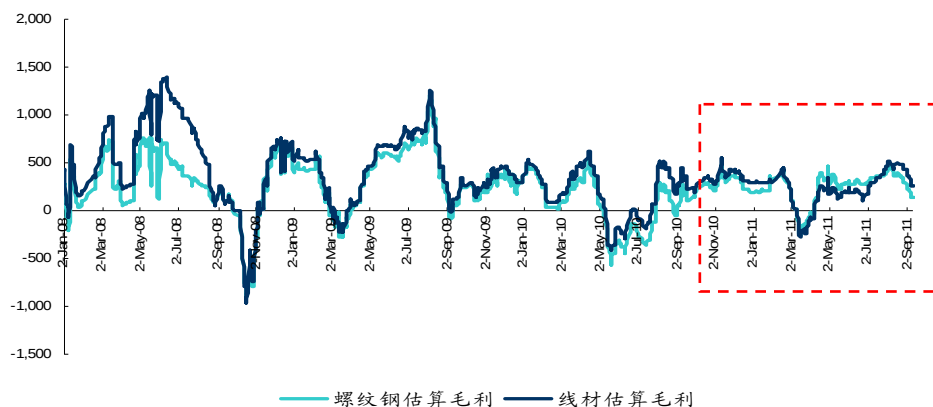
钢价表现	最新	一周变动	1 月变动	3 月变动	年初至今	一年变动	距最低点	距最高点
钢价综合指数	176.6	-0.17%	-0.62%	-0.51%	5.06%	10.03%	65.05%	-19.69%
长材指数	202.3	-0.25%	-0.78%	0.05%	6.42%	13.59%	100.30%	-13.91%
板材指数	153.5	-0.07%	0.20%	-0.13%	4.71%	7.64%	56.63%	-24.12%
螺纹钢全国均价	4,929	-0.38%	-1.02%	-2.14%	6.43%	12.71%	102.34%	-12.99%
线材全国均价	5,040	-0.32%	0.08%	1.45%	7.26%	11.28%	103.97%	-15.90%
热轧全国均价	4,834	-0.06%	0.31%	-0.60%	5.71%	9.29%	69.61%	-18.85%
冷轧全国均价	5,554	-0.02%	0.93%	-0.04%	0.74%	2.10%	41.68%	-25.55%
中厚板全国均价	4,867	-0.10%	-0.12%	-1.84%	3.22%	6.41%	68.18%	-26.57%

资料来源：中钢协，钢之家，长江证券研究部

盈利始终低位徘徊，成本挤压是主要原因

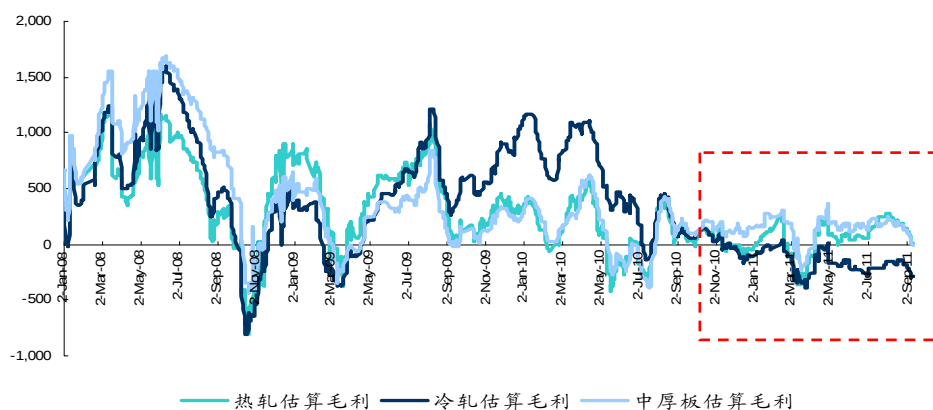
虽然上半年钢价始终在接近危机来新高的水平上高位徘徊，但盈利却并未得到明显改善。钢价上涨始终无法打开行业盈利空间，成本尤其是矿石的强势挤压是主要原因。

图 15：今年表现最好的长材产品估算毛利率的改善趋势并不明显



资料来源：Wind，中钢协，长江证券研究部

图 16：板材产品估算毛利在盈亏平衡附近徘徊



资料来源：Wind，中钢协，长江证券研究部

在钢价上涨的带动下，矿价出现了更大幅度的上升。价格相对较低的国产矿的自然恢复是今年矿价上涨的主要动力。在国产矿价格接近历史最高点的同时，进口矿距离最高点仍有近15%空间。

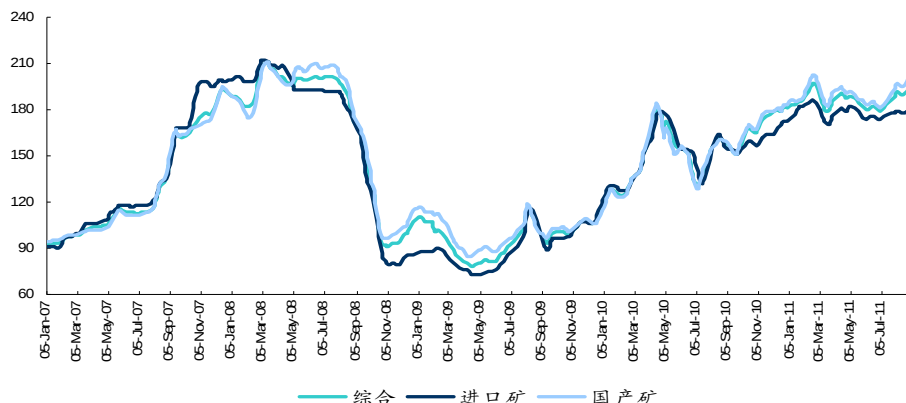
表 4：高位矿石价格继续上涨，其中国产矿涨幅较大

矿石价格涨幅	最新	一周变动	1月变动	3月变动	年初至今	一年变动	距最低点	距最高点
矿价综合指数	197.0	0.15%	4.07%	8.54%	8.48%	27.43%	150.32%	-6.50%
进口矿指数	179.0	0.00%	0.73%	2.11%	3.83%	16.23%	146.90%	-15.45%
国产矿指数	205.3	0.24%	5.44%	11.33%	12.37%	32.62%	163.54%	-2.66%

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

虽然高盈利吸引下供给增加带动供需格局是趋势，但中短期来看，成本强势格局难以实质改观，使得钢价上涨所拓展的空间将大部分都被矿石所侵蚀，注定了行业将在一段时间内不论钢价涨与跌盈利都将持续在低位徘徊。

图 17：矿石价格较为强势，成为制约行业盈利的主要因素



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

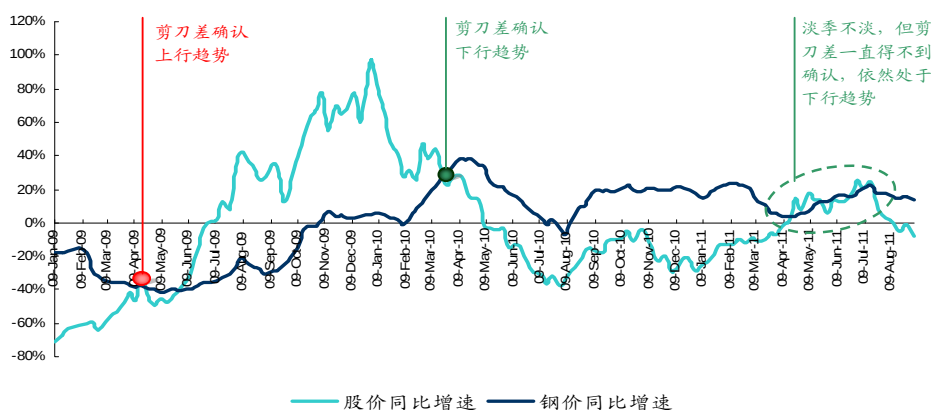
结论：依然旺盛的建筑需求支撑了行业的高景气，但未能给行业带来与之相应的利润。

认清形势：行业难有表现，警惕需求快速回落的风险

认清形势：股价仍处于下行趋势

虽然行业产量和钢价在 7、8 月出现了淡季不淡的特征，不过股价和钢价的剪刀差一直得不到确认，说明市场对行业的预期仍不是那么乐观。关于这一点我们可以从近期持续偏软的期货价格和维持了将近 5 个月的期限倒挂现象得到验证，市场对远期需求的担忧使得股价依然在下行趋势中徘徊。

图 18：目前股价仍处于下行趋势



资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

图 19：期现价差持续倒挂，市场对远期需求较为担忧



资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究部

钢价上行乏力，需求已经高位面临回落风险

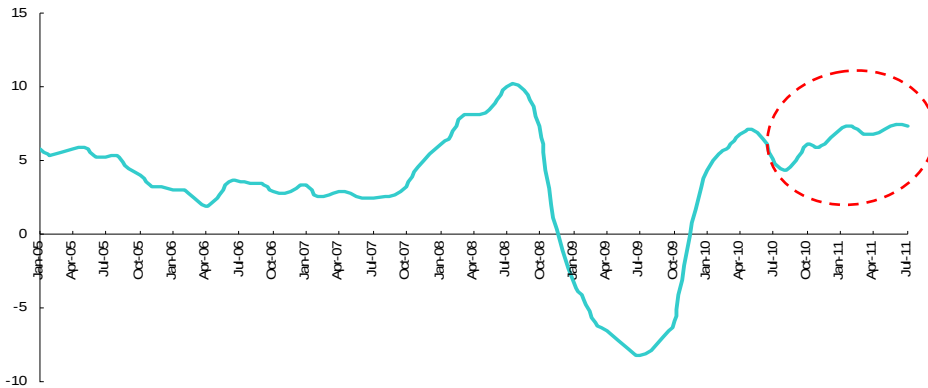
从当前的情况来看，虽然受成本支撑，在需求没有出现大幅回落之前，钢价难以出现较大幅度的下跌，但上涨也较为乏力：1 现货钢价已经处在接近历史高位水平，进一步上行对下游需求的伤害不可低估；2 在国内通胀压力依然较重的背景下，继续大幅上行的钢价对 PPI 数据可能形成较大压力，加重对调控的担忧；3 对远期需求回落的担忧同样制约着现货钢价的表现。

图 20：PMI 指数持续下行，制造业并不乐观



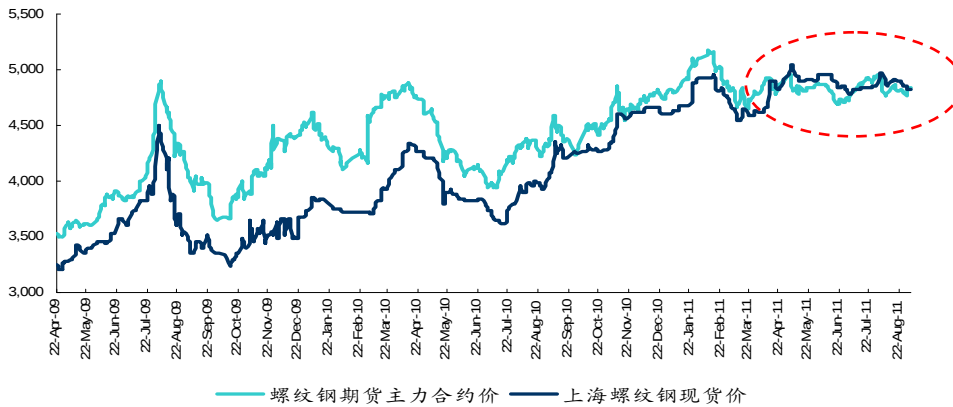
资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究部

图 21: PPI 高位运行, 通胀压力犹存



资料来源: Wind, 长江证券研究部

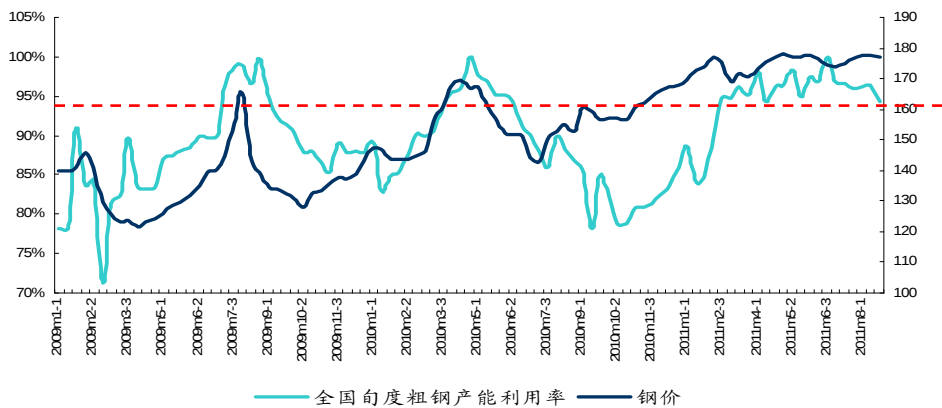
图 22: 持续疲软的期货抑制了现货价格的表现



资料来源: Wind, Bloomberg, 长江证券研究部

结合现货价格、产量与产能利用率等数据的表现来看, 当期需求已经位于高位, 指望后期需求和钢价有进一步超预期增长难度较大。

图 23: 产能利用率高位运行, 指望进一步上行改善不大



资料来源: Wind, Bloomberg, 长江证券研究部

短期强势矿价难缓解，抑制盈利改善

虽然在高回报吸引下加速扩张所导致的矿石供需未来形势将有所缓解，钢价矿价的联动性日益明显。不过，由于供给释放较为缓慢，矿石价格依然较为强势，短期内矿石供需格局的自然恢复和改善的可能性较小。涨幅更大的成本仍在侵蚀行业本已微薄的盈利空间，使得钢价即使出现上涨，行业恢复的弹性依然不足。

图 24：强势矿价使得行业盈利能力短期内难以获得改善



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

历史或照进现实：警惕宏观基本面的预期改变

无论是从产量增速、钢价涨跌幅和盈利趋势等基本面数据来看，还是从股价的绝对收益和相对收益来看，今年年初至今的行业表现与 2004 年有着惊人的一致。

表 5：今年年初至今的行业表现与 2004 年有着惊人的一致

时间段	钢铁行业	沪深 300 指数	超额收益	产量增速	钢价涨跌幅	盈利趋势	矿价涨跌幅
2004	-16.15%	-16.99%	0.84%	先降后升	5.77%	有所下降	18.65%
2011 至今	-12.19%	-13.75%	1.56%	缓慢上升	4.25%	基本持平	8.48%

资料来源：Mysteel，Wind，长江证券研究部

仅从经济表现上来看，两者均处于“衰退——刺激复苏——投资过热——政策退出或收紧”的周期阶段。

表 6：2004 年出现投资过热和通胀，政府加强对房地产的调控

年份	经济表现	政策基调	相关政策
1999	亚洲金融危机爆发，国内通缩	积极财政政策，启动住房消费	深化落实住房分配货币化改革；鼓励个人换购住房；免征产易营业税，契税减半，开辟二手房市场，鼓励二手房交易；
2000	网络泡沫破灭	积极财政政策	减免房公积金贷款相关税收，减少租赁所取得收入税率
2001	国内经济通缩	积极财政政策，扶持住房消费	延续之前宽松政策，同时推出消化积压商品房政策，对 98 年 6 月 30 日以前的商业用房，写字楼、住房免营业税、契税等
2002	国内投资开始恢复	货币政策前松后紧	上半年下调住房公积金贷款利率；下半年加强房地产调控，控制房地产过度投资
2003	投资过热开始显现，国内经济强势增长	财政政策适中，货币政策收紧	国务院房地产业定位为国家经济的支柱产业之一；出售房屋开始征收房产税；提高首付 2 套房首付比例

2004	高通胀，经济过热	财政与货币政策均从紧	提高房地产业固定资产投资资本金比例；加强对土地的管理，抑制过度投资；打击囤地行为
------	----------	------------	--

资料来源：长江证券研究部

表 7：2011 年通胀较为严重，政府继续加强对房地产的调控

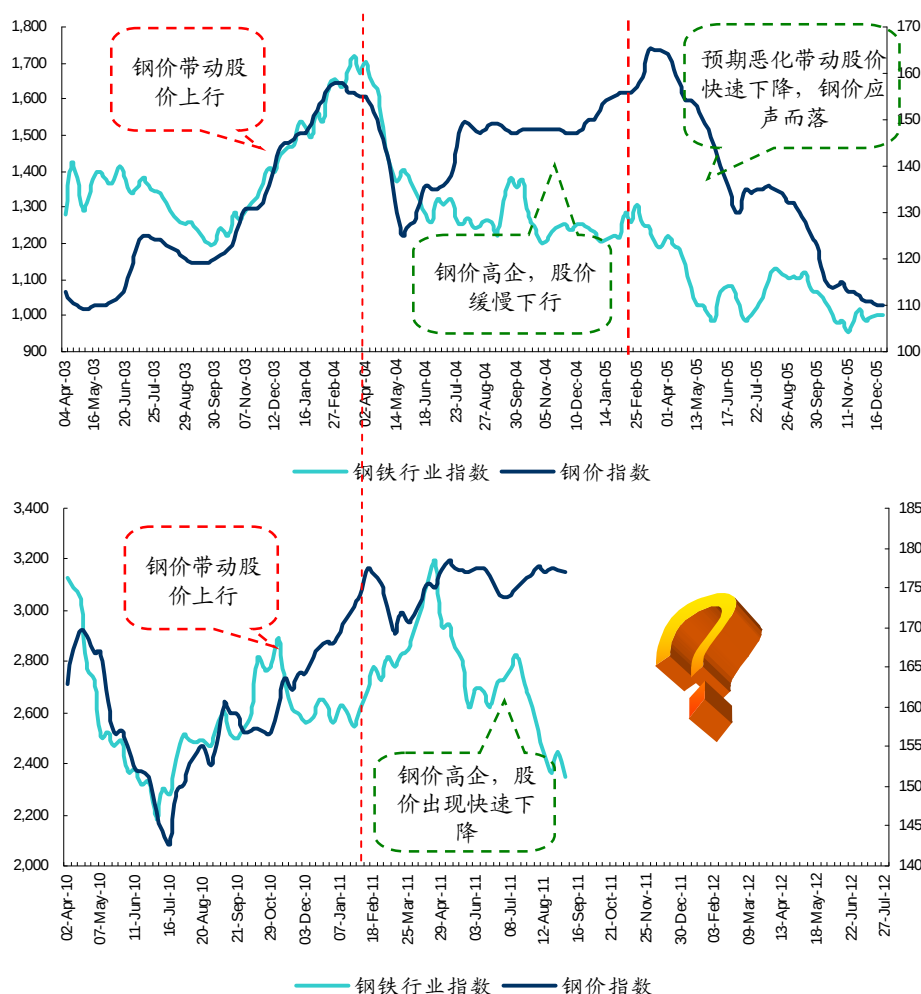
年份	经济表现	政策基调	相关政策
2008	全球金融危机爆发，衰退	稳健的财政政策，偏紧的货币政策	四万亿投资计划；减免个人房屋交易税收
2009	经济开始复苏	实行积极的财政政策和宽松的货币政策	四万亿投资落实；家电以旧换新等刺激消费的政策；
2010	通胀抬头，略显过热	积极的财政政策，稳健的货币政策	继续对公共基础设施和公共服务领域投资；继续实施“工业品下乡”计划；加强二套房贷款管理；
2011	高通胀，经济增速放缓	积极的财政政策和偏紧的货币政策	上调准备金和利率；出台“限购令”，部分地区开征“房产税”，严格控制房贷，加强保障房建设等

资料来源：长江证券研究部

虽然 2004 年产量、钢价、盈利都处于历史高位，但正是从紧的政策加剧了市场对未来需求的担忧，股价表现较为疲软。在 2005 年地产调控进一步加强、钢铁项目被行政叫停后，市场预期恶化带动股价出现快速下跌，随后基本面也出现恶化，直接表现为钢价应声而落。

因此，在产量、钢价等基本面数据已处于较高水平并难以继续改善的情况下，未来宏观经济层面的预期变化对行业股价影响更为显著。未来国内外宏观经济如何演绎以及政府是否继续出台更加严厉的调控政策是值得重点关注的对象。

图 25：历史或照进现实，股价下跌带动高企的钢价应声而落



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

投资建议：避重就轻，关注低估值的题材股

结合我们之前的分析来看，目前处于下行趋势，在钢价上涨动力不足并且指望行业盈利改善希望不大的情况下，行业整体难有交易性机会出现。因此，在需求不出现大幅下滑的情况下，未来出现的投资机会应该集中在具备一定的题材，具备业绩保障以及低估值等适合波段操作的个股。

建议关注：业绩保障的公司，如新兴铸管、八一钢铁；以及估值较低，具备一定弹性的公司，华菱钢铁、河北钢铁、南钢股份。

- 新兴铸管：国内最大的球墨铸铁管生产企业，目前具备 490 万吨长材与 179 万吨铸管生产能力。现有资产盈利可提供较强的安全边际，长期成长主要集中在几个方面：1 现有产能未来仍有扩张，主要包括芜湖三山工业园 60 万吨新增铸管产能与铸管新疆 300 万吨长材基地；2 结构调整成为主体，芜湖 120 万吨长材项目后期将经过逐步优化逐步演变为特钢生产中心；3 产业链延伸，向上积极掌控资源，向下努力布局深加工项目。随着产能的释放与结构调整，公司短期具备防御性的同时，长期成长值得期待。
- 八一钢铁：作为疆内最大的长材生产企业，分享区域高成长，具备较强的业绩弹性。期

待铁前系统注入增强整体盈利能力。

- 华菱钢铁：盈利底部复苏。作为钢铁板块上市公司中吨钢市值最低的公司，盈利能力的偏低是制约公司估值的最根本原因。公司目前已经针对存在的种种纰漏采取了相关针对性的措施，从 2011 年上半年的表现来看，整改的效果正在逐步显现，后期盈利能力的提升一方面依赖行业整体盈利复苏，另一方面来自公司内部问题解决之后盈利水平的自然回归。
- 河北钢铁：作为国内规模最大的钢铁企业之一，目前 PB 仅 0.89，具备较强的安全边际与防御性；
- 南钢股份：国内精品中厚板材生产基地，民营企业的背景使得公司运营效率与费用管控都具备比较优势，盈利能力的提升期待行业复苏与自身结构调整。而根据公司中报公告消息，未来 2-3 年内，公司矿石自给率将达到 40-50%，焦煤自给率达到 1/3 以上，上游资源的掌控力度将逐步增强。

表 8：主要公司盈利与估值统计

公司名称	股本	最新股价	最新 PB	EPS				PE		
				2010	2011	2012	2013	2011	2012	2013
新兴铸管	19.17	8.54	1.48	0.70	0.80	0.94	1.17	10.68	9.09	7.30
八一钢铁	7.66	11.16	2.38	0.69	0.98	1.13	1.24	11.39	9.88	9.00
华菱钢铁	30.16	3.37	0.77	-0.88	0.09	0.16	0.33	37.44	21.06	10.21
河北钢铁	68.77	3.94	0.89	0.21	0.27	0.33	0.40	14.59	11.94	9.85
南钢股份	38.76	3.74	1.35	0.24	0.34	0.49	0.58	11.00	7.63	6.45

资料来源：Wind，公司资料，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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。