

钢铁行业 2011 年第四季度投资策略

钢价跌出上涨空间，钢铁具有配置价值

冯刚勇 分析师

电话：020-87555888-8804

eMail: fgy@gf.com.cn

执业编号：S0260511010009

钢价跌出上涨空间

多重因素造成钢价下跌。(1) 观望情绪浓厚，需求启动滞后：国内经济增速下滑的趋势基本确立，流动性依然在收缩，房地产酝酿的风险随时有可能爆发。国外经济不确定性加大。目前市场观望情绪浓厚，钢厂、经销商和终端都以控制库存为主，需求显得较为疲弱。(2) 产量回升较快，供给压力增大：9月上旬全国粗钢日均产量回升至196.4万吨，产量已经迫不及待地释放出来，而同期需求尚未启动，短期出现了较明显的供过于求。因此钢价出现下跌也在情理之中。(3) 钢材期货单边下跌制约现货价格走势：目前行业过剩压力不减，国内经济增速下滑概率大，国外经济不确定性加大，国外“黑天鹅”事件不断，全球经济预期不佳。这都给期货价格做空创造了有利条件。

钢价下跌释放风险，四季度上涨概率大。我们认为本来钢价下跌已经反映了悲观的预期，随着钢价逐步调整到低位，滞后的需求终将在四季度得以释放。加之四季度是保障性住房冲刺阶段，需求也不会太差，钢价上涨概率较大。

四季度盈利有望改善

板材价格前期涨幅不大，由于板材下跌幅度小于原料价格跌幅，板材价格从9月份第3周开始得以改善，产品毛利增加10~50元/吨。四季度板材价格看涨，盈利将继续改善。长材价格前期涨幅较大，近期大幅回调，盈利明显削弱。预计10月长材价格可能企稳反弹，长材的盈利10月份有望逐步改善。

投资策略—四季度钢铁具有配置价值

我们认为四季度钢铁板块有配置价值，相对看好长材和特钢两个子行业。

四季度钢价有望上涨，长材的弹性更大，以生产长材为主的上市公司盈利更佳，再则近期长材类公司“补跌”后估值更具吸引力，因此相对看好该子行业。重点推荐：新兴铸管、八一钢铁、酒钢宏兴等。

特钢将受益于新材料“十二五”规划，特钢的发展前景优于普钢，因此特钢也是我们相对看好的子行业。重点推荐：西宁特钢、大冶特钢、中原特钢等。

风险提示：需求低于预期；成本压力加大；产量上升过快。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
西宁特钢	10.25	0.31	0.60	0.75	33.06	17.08	13.67	0.18	15.00	买入
新兴铸管	8.27	0.70	0.90	1.20	11.81	9.19	6.89	0.34	15.00	买入
八一钢铁	10.87	0.69	1.02	1.32	15.75	10.66	8.23	0.30	18.00	买入
酒钢宏兴	5.05	0.23	0.44	0.60	21.96	11.48	8.42	0.15	8.00	买入
大冶特钢	13.05	1.25	1.42	1.54	10.44	9.19	8.47	1.04	18.00	买入
中原特钢	10.55	0.22	0.28	0.35	47.95	37.68	30.14	1.34	15.00	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

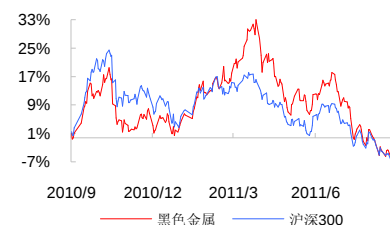
行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-6.46	-14.36	-6.43
沪深 300	-5.37	-9.74	-6.58

钢价跌出上涨空间，钢铁具有配置价值

核心观点：

钢价跌出上涨空间

多重因素造成钢价下跌。（1）观望情绪浓厚，需求启动滞后：国内经济增速下滑的趋势基本确立，流动性依然在收缩，房地产酝酿的风险随时有可能爆发。国外经济不确定性加大。目前市场观望情绪浓厚，钢厂、经销商和终端都以控制库存为主，需求显得较为疲弱。（2）产量回升较快，供给压力增大：9月上旬全国粗钢日均产量回升至196.4万吨，产量已经迫不及待地释放出来，而同期需求尚未启动，短期出现了较明显的供过于求。因此钢价出现下跌也在情理之中。（3）钢材期货单边下跌制约现货价格走势：目前行业过剩压力不减，国内经济增速下滑概率大，国外经济不确定性加大，国外“黑天鹅”事件不断，全球经济预期不佳。这都给期货价格做空创造了有利条件。

钢价下跌释放风险，四季度上涨概率大。我们认为本来钢价下跌已经反映了悲观的预期，随着钢价逐步调整到低位，滞后的需求终将在四季度得以释放。加之四季度是保障性住房冲刺阶段，需求也不会太差，钢价上涨概率较大。

四季度盈利有望改善

板材价格前期涨幅不大，由于板材下跌幅度小于原料价格跌幅，板材价格从9月份第3周开始得以改善，产品毛利增加10~50元/吨。四季度板材价格看涨，盈利将继续改善。长材价格前期涨幅较大，近期大幅回调，盈利明显削弱。预计10月长材价格可能企稳反弹，长材的盈利10月份有望逐步改善。

投资策略—四季度钢铁具有配置价值

我们认为四季度钢铁板块有配置价值，相对看好长材和特钢两个子行业。

四季度钢价有望上涨，长材的弹性更大，以生产长材为主的上市公司盈利更佳，再则近期长材类公司“补跌”后估值更具吸引力，因此相对看好该子行业。重点推荐：新兴铸管、八一钢铁、酒钢宏兴等。

特钢将受益于新材料“十二五”规划，特钢的发展前景优于普钢，因此特钢也是我们相对看好的子行业。重点推荐：西宁特钢、大冶特钢、中原特钢等。

钢铁产量高位盘整

三季度产量回落符合预期

受天气影响，七、八月份需求不佳，产量较二季度一般会有所回落。而九、十月份产量会逐步回升。

从全球范围来看，7月份粗钢产量1.27亿吨，产量利用率87.1%；8月份1.25亿吨，产能利用率85.2%；较6月份的1.28亿吨的产量和87.3%的产量利用率都有所下降。

国家统计局的数据显示，我国7月份粗钢产量5930万吨，较6月份环比减少63.3万吨，日均产量更是环比减少8.48万吨。8月份产量进一步降至5875万吨，日均产量环比继续减少1.77万吨。可见，国内钢铁产量也出现了预期中的回落。

我们认为7、8月份钢铁产量回落为行业营造了较好的供求环境，加之铁矿石、煤炭、废钢等原燃料价格较为坚挺，从而促成了钢价在传统的淡季未出现明显下跌。

图1: 中国粗钢月产量和占全球的比重 (单位: 万吨)

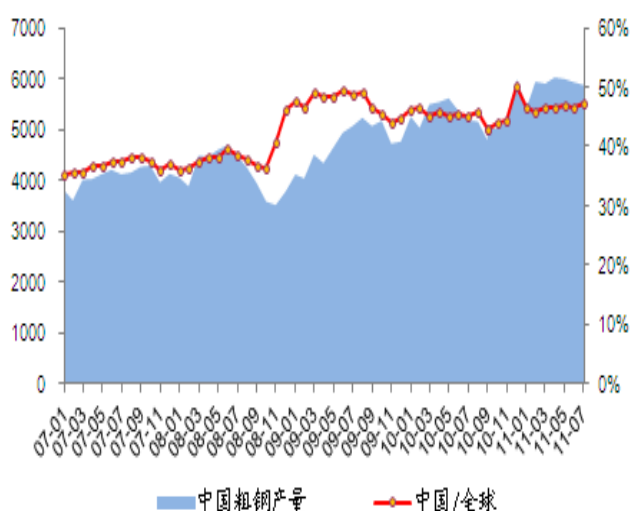
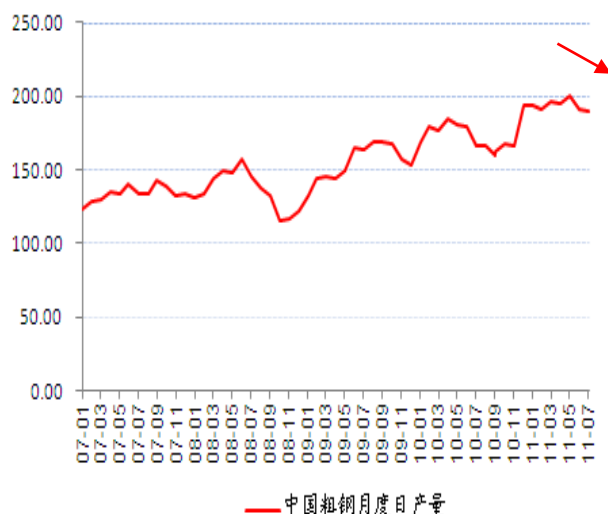


图2: 中国粗钢月度日均产量高位回落 (单位: 万吨)



数据来源: 我的钢铁网、广发证券发展研究中心

图3: 全球粗钢月产量和产能利用率 (单位: 万吨)

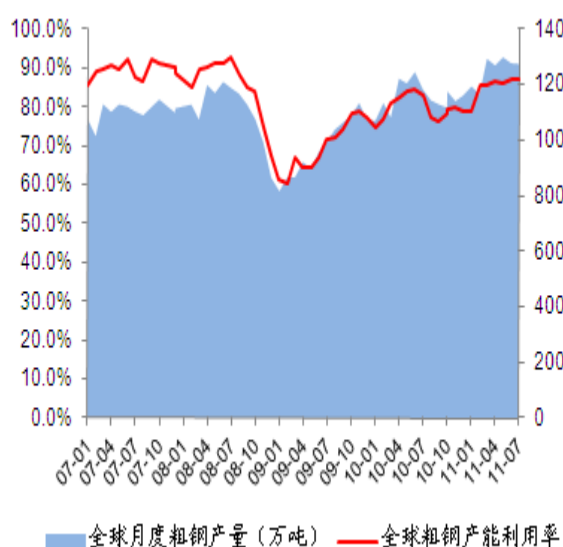
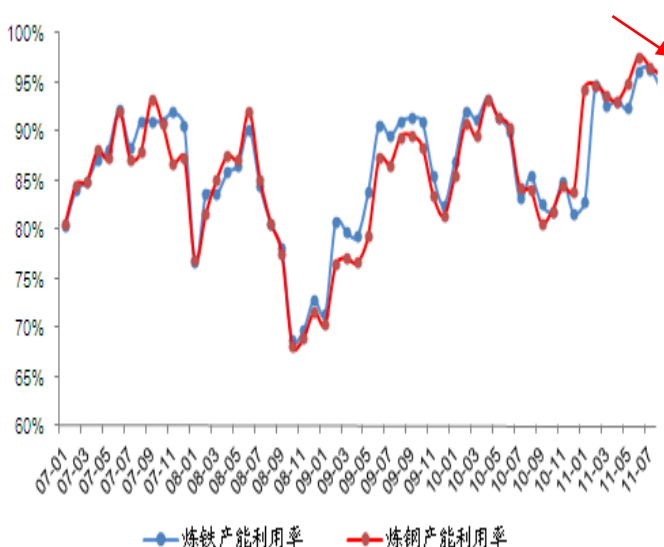


图4: 我国炼铁、炼钢产能利用率变动情况



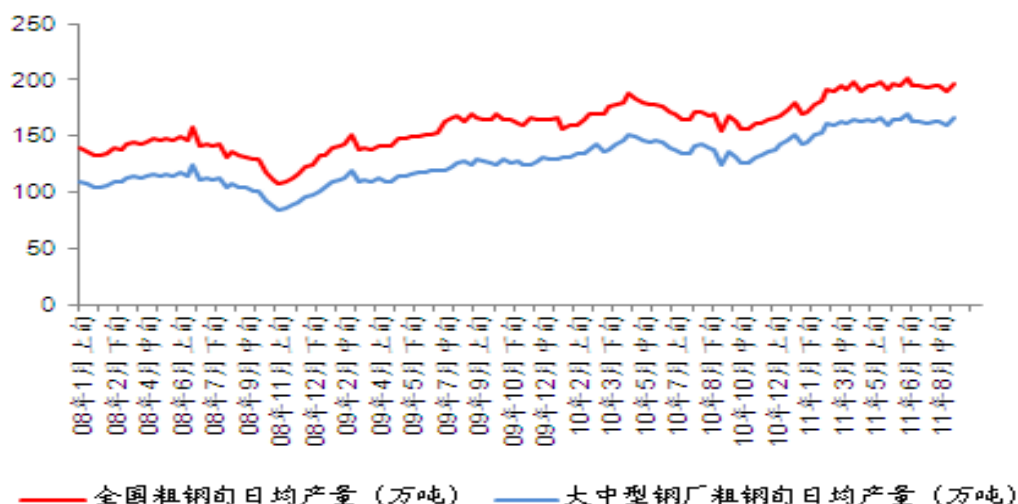
数据来源: 我的钢铁网、广发证券发展研究中心

四季度产量可能继续回升

我们认为在9、10月份需求逐步好转和保障性住房开工冲刺的预期之下，钢铁产量将呈现回升态势。从中钢协9月上旬的数据来看，大中型钢厂日均产量升至166.8万吨，环比增加7.4万吨；估算的全国日均产量196.4万吨，增加5.87万吨。

预计9、10月份产量有较大幅度的上升，四季度产量仍将维持较高的水平，由于总体需求未能达到二季度的强度四季度日均产量不会超过6月下旬201.8万吨的超高水平。

图5：全国和大中型企业粗钢旬日均产量变动情况（单位：万吨）



数据来源：我的钢铁网、广发证券发展研究中心

钢价跌出上涨空间

金九银十钢价未必上涨

通过我们对过去八年间钢价涨跌情况分析得知：

9月份长材价格上涨年份有5次，下跌年份3次；9月份板材上涨年份有3次，下跌年份5次。10月份长材价格上涨年份仅有2次，下跌年份达6次；10月份板材价格上涨年份有4次，下跌年份也有4次。

可见，金九银十钢价未必一定上涨，涨跌的概率接近50%。我们认为金九银十虽然需求较好，但产量同样会相应释放，如果产能过剩较为明显，钢价就不一定上涨，甚至有下跌的可能性。具体涨跌情况还要看当时国内外宏观经济总体形势。例如2007年钢铁行业原料价格和钢价均单边上涨，而2008年下半年金融危机蔓延，钢价呈单边下跌走势。

表1：过去八年间9月和10月长材、板材价格涨跌变动情况

年份	长材价格		板材价格	
	9月	10月	9月	10月
2003	↓	↓	↓	↑
2004	↑	↑	↑	↑
2005	↓	↓	↓	↓
2006	↑	↓	↑	↓
2007	↑	↑	↑	↑
2008	↓	↓	↓	↓
2009	↑	↓	↓	↓
2010	↑	↓	↓	↑

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

多重因素造成钢价下跌

2011年9月份前3周钢价跌幅明显，金九银十钢价未必上涨的规律再次得到印证。我们认为主要由三方面主要原因导致。

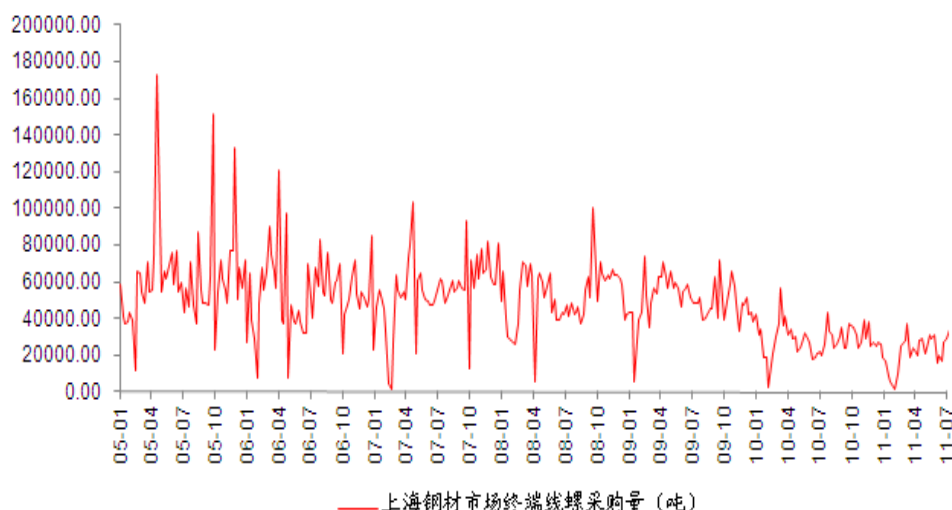
观望情绪浓厚，需求启动滞后

目前我们正面临内忧外患的窘境。国内经济增速下滑的趋势基本确立，流动性依然在收缩，房地产酝酿的风险随时有可能爆发。国外经济不确定性加大。目前钢材市场观望情绪浓厚，钢厂、经销商和终端都以控制库存为主，需求显得较为疲弱。

从下游来看，房地产行业降价预期较强，但开发商资金状况尚可，还在作顽强地抗争，地产金九银十尚未出现。汽车行业需求虽有好转，但金九银十也不明显。其他行业需求也表现平平。

根据我们监控的数据，上海市终端线螺采购量在9月份第一周仅为2.87万吨，同比减少19.46%；第二周采购量进一步下滑至1.76万吨，环比减少38.76%，同比降低28.11%。不过第三周采购量升至3.18万吨，环比增加81.09%，同比增加32.05%，需求有逐步启动的迹象，但仍需观察。

图6：上海市终端线螺采购量监控（经销商样本数据，单位：吨）



数据来源：西本新干线、广发证券发展研究中心

产量回升较快，供给压力增大

9月份钢铁产量已经迫不及待地释放出来，9月上旬全国粗钢日均产量回升至196.4万吨，环比增加5.87万吨，同比增加26.74万吨。预计9月份日均产量可能在197万吨左右。而同期需求尚未启动，短期出现了较明显的供过于求。因此钢价出现下跌也在情理之中。

钢材期货单边下跌制约现货价格走势

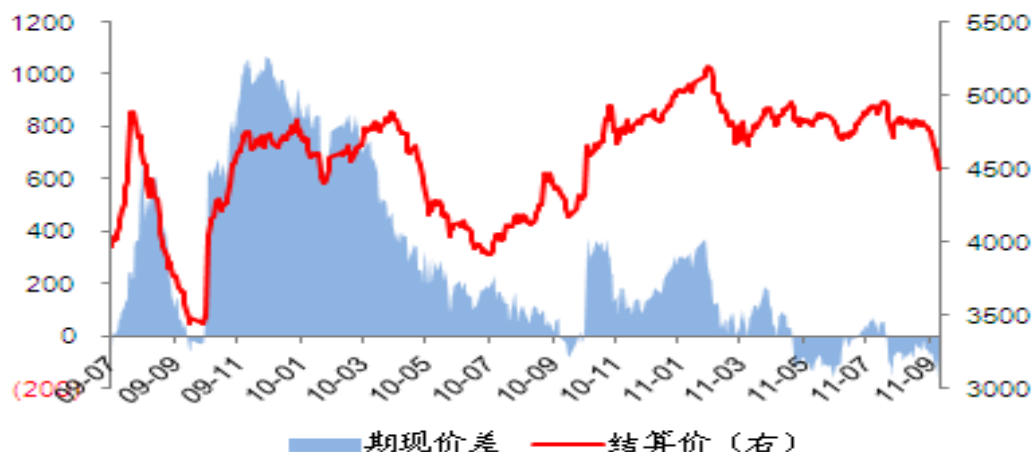
钢材期货自2009年上市以来已经超过两个年头，其价格发现的功能日趋明显。螺纹钢期货价格主要受三方面因素的影响：其一，钢铁行业供求关系等基本面；其二，国内宏观经济运行情况及其预期；其三，国外尤其是欧美等国家经济运行情况及其预期。

目前,钢铁行业过剩压力不减,国内经济增速下滑概率大,国外经济不确定性加大,国外“黑天鹅”事件不断,欧债危机一波未平一波又起,全球经济预期不佳。这都给期货价格做空创造了有利条件。

螺纹钢主力合约1201结算价自2011年8月3日达到4950元/吨的高点后,一直呈现震荡下行的走势。从2011年8月4日开始,期货价格低于现货价格,出现“倒挂”。9月中旬期货价格开始加速下跌,9月23日结算价已跌至4498元/吨,低于现货价格172元/吨。

期货价格大幅下挫显著压制了现货价格走势,现货价格9月第3周也开始加速下跌。

图7: 螺纹钢主力合约结算价和期、现货价格变动情况(单位: 元/吨)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

钢价下跌释放风险, 四季度上涨概率大

钢价下跌已反映了悲观预期

从统计数据来看, 在过去八年之间, 11月长材价格上涨的年份有5次, 下跌年份3次; 板材价格上涨年份有3次, 下跌年份5次。12月份长材价格上涨的年份有6次, 下跌年份仅2次; 板材价格上涨年份有7次, 上涨年份仅1次。可见多数情况下, 四季度钢材市场价格主要以上涨为主。

表2: 过去八年间11月和12月长材、板材价格涨跌变动情况

年份	长材价格		板材价格	
	11 月	12 月	11 月	12 月
2003	↑	↑	↓	↑
2004	↓	↓	↓	↑
2005	↓	↑	↓	↑
2006	↑	↑	↓	↑
2007	↑	↑	↑	↑
2008	↓	↓	↓	↓
2009	↑	↑	↑	↑
2010	↑	↑	↑	↑

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

经过前段时间的调整，钢材价格尤其是长材价格已经大幅回落至相对较低的水平，与2008年金融危机之前的最高值差距在25%-35%。我们认为本轮钢价回调释放了风险，基本反映了市场悲观的预期。

表4：9月23日上海市场钢材价格纵向比较（单位：元/吨）

	当日价格	当天变动率	本月变动率	本年变动率	最高价格	与最高价比值
20mm 二级螺纹钢	4540	-0.87%	-4.02%	0.22%	5628	0.8067
6.5mm 高线	4820	-1.03%	-3.41%	2.77%	6000	0.8033
3.0mm 热卷	4720	-0.63%	-2.48%	1.94%	6174	0.7645
20mm 普中板	4820	-0.41%	-1.03%	1.90%	6582	0.7323
1.0mm 冷轧板	5550	0.00%	1.46%	1.46%	7292	0.7611
1.0mm 镀锌板	5740	0.00%	-1.54%	3.05%	7568	0.7585
30Q130 取向硅钢	17800	0.00%	-1.11%	2.89%	47000	0.3787

数据来源：我的钢铁网、广发证券发展研究中心

需求终将启动，四季度钢价有上涨空间

我们判断，随着钢价逐步调整到低位，库存水平也不高，需求虽有所滞后，但终将在四季度得以释放。加之四季度是保障性住房冲刺阶段，需求也不会太差，钢价上涨概率较大。

就板材而言，四季度需求有改善的可能，钢厂10月份板材出厂价均以小幅探涨为主。从宝钢10月份的出厂价来看，主要产品价格涨幅在50~200元/吨。预计11月、12月价格仍以上涨为主。

就长材而言，市场价格在9月份以下跌为主，龙头企业沙钢9月中、下旬长材出厂价显著下调，蕴含的风险得以释放，为四季度的价格上涨预留了空间。预计其10月份出厂价以稳定为主，11月份价格可能上涨。

图8：宝钢热卷、普冷出厂价下调（单位：元/吨）

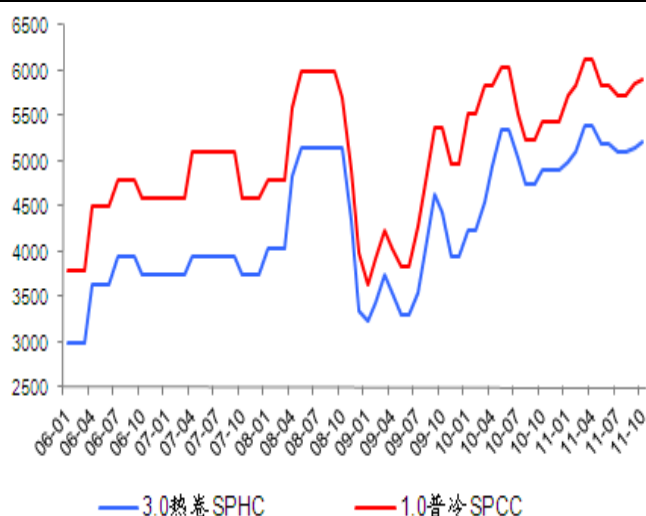
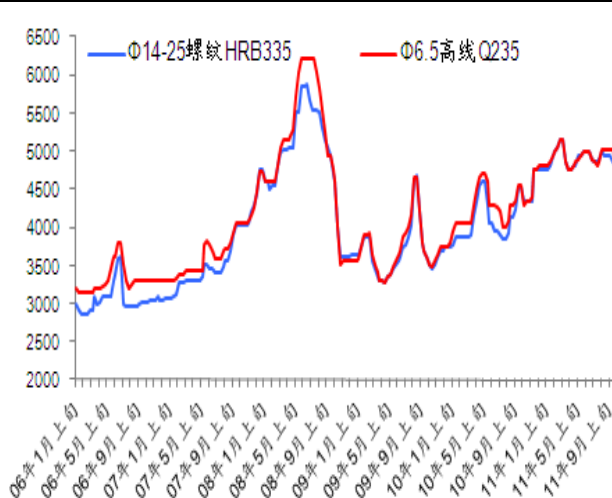


图9：沙钢螺纹钢、线材出厂价下调（单位：元/吨）



数据来源：我的钢铁网、广发证券发展研究中心

四季度盈利有望改善

板材盈利9月改善，长材盈利10月改善

板材价格前期涨幅不大，在价格回调时，幅度也不大，由于板材下跌幅度小于原料价格跌幅，板材价格从9月份第3周开始得以改善，主要板材毛利增加10~50元/吨。四季度板材价格看涨，盈利有望继续改善。

长材前期涨幅较大，近期大幅回调，长材盈利明显削弱。预计9月份长材价格较为低迷，待10月以后才可能企稳反弹，因此我们认为长材的盈利10月份开始逐步改善。当然2011年四季度长材盈利能力明显强于板材的局面依然不会改变。

表1：9月23日以现货价格测算的主要钢材品种毛利变动情况（单位：元/吨）

	最新吨钢毛利	周环比变动	毛利率
螺纹钢	292.33	-48.85	6.16%
线材	376.61	-36.88	7.73%
热卷	18.37	-21.73	0.39%
中厚板	43.08	10.75	0.89%
冷轧板	-68.40	44.11	-1.25%
镀锌板	-32.93	37.27	-0.57%

数据来源：广发证券发展研究中心

图10：螺纹钢吨钢毛利及毛利率走势（单位：元/吨）

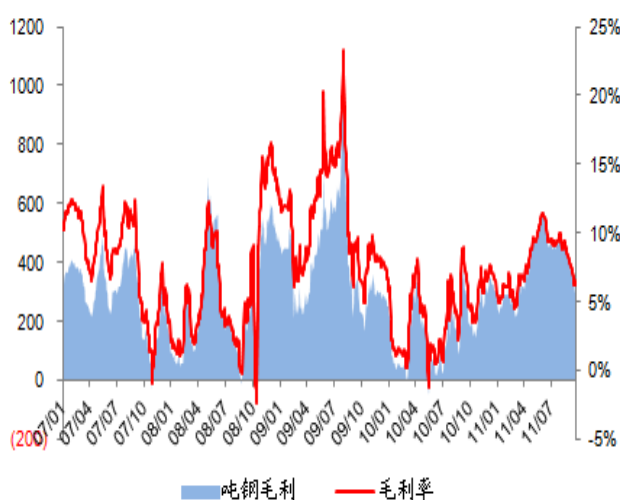
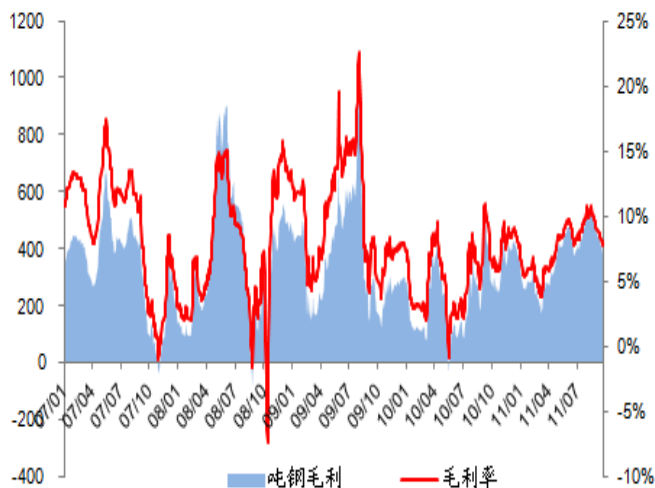


图11：线材吨钢毛利及毛利率走势（单位：元/吨）



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图12: 热卷吨钢毛利及毛利率走势 (单位: 元/吨)

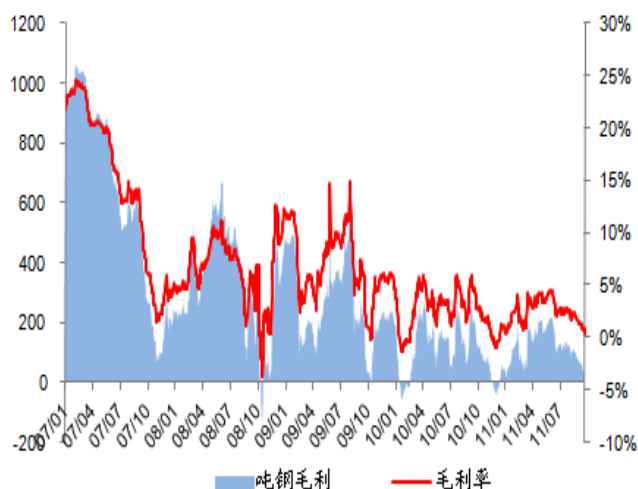
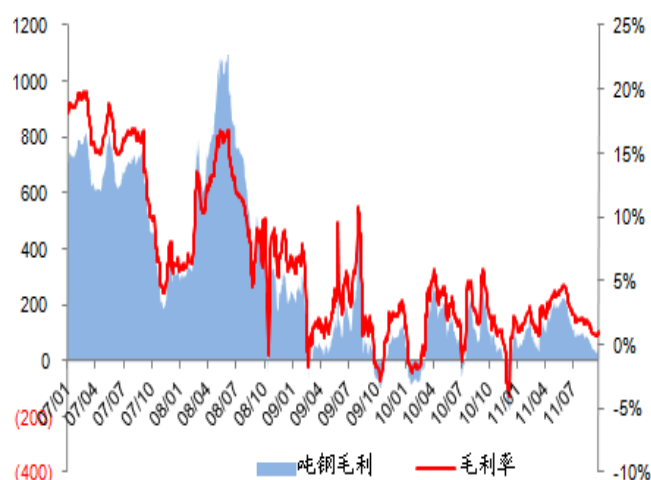


图13: 中厚板吨钢毛利及毛利率走势 (单位: 元/吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图14: 冷卷吨钢毛利及毛利率走势 (单位: 元/吨)

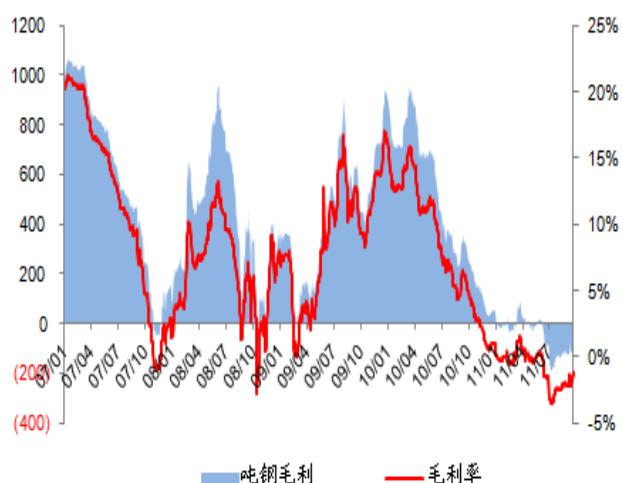
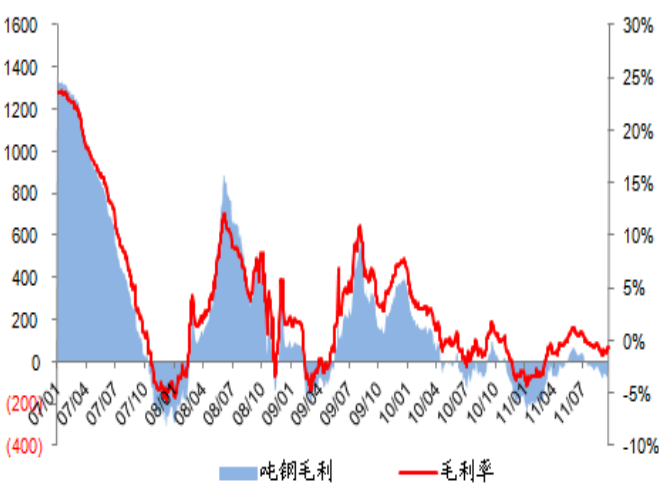


图15: 镀锌吨钢毛利及毛利率走势 (单位: 元/吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

投资策略—四季度钢铁具有配置价值

特钢将受益于新材料“十二五”规划

新材料“十二五”规划即将出炉，特钢作为新材料的一部分将得到重点扶持。尽管短期直接受益有限，但有中长期的深远影响。随着“十二五”规划下的经济转型举措逐步展开，在转型中扮演支柱角色的特钢行业将进入由下游需求强势拉动带来的高速增长期。特钢的成长性值得期待，行业投资价值已经显现，特钢是我们较为看好的钢铁子行业。

估值低位“标配”钢铁

目前Wind钢铁行业PB为1.19（整体法），行业PB与A股PB的比值为53.85%。Wind钢铁行业PE为16.87（整体法），行业PE与A股PE的比值为128.09%。钢铁行业相对估值处于较低的水平。多数钢铁上市公司的估值水平都很低，有接近一半的公司PB低于1倍，其中鞍钢股份PB仅0.72倍，华菱钢铁PB仅0.75倍；新兴铸管、八一钢铁、大冶特钢等业绩较好的公司2011年PE低于10倍。

虽然市场整体较为低迷，也缺乏上涨的动力，但钢铁行业目前处于估值的低位，且钢铁行业四季度基本面有改善的可能性，同时机构鲜有配置钢铁板块，因此我们认为四季度钢铁行业有配置的价值，建议“标配”。

图16: 钢铁PB与钢铁PB/A股PB对比

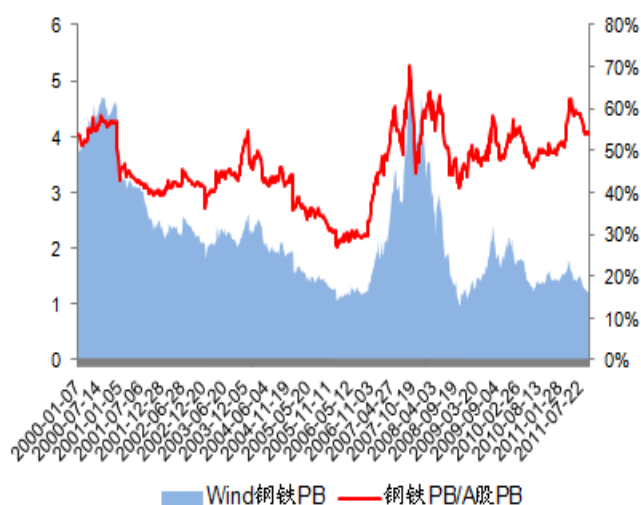
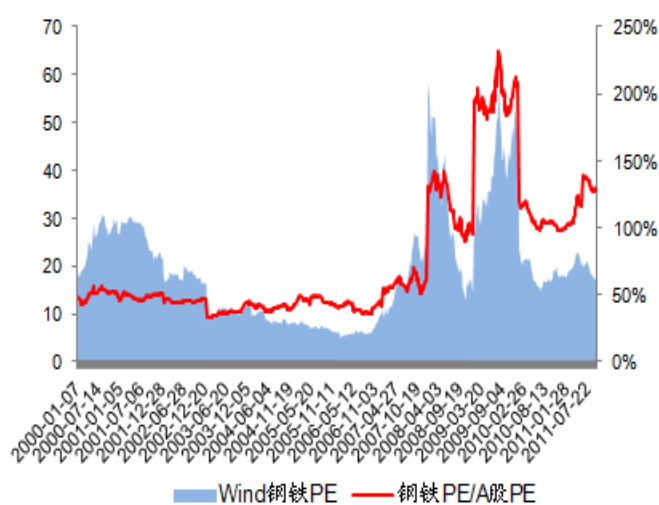


图1: 钢铁PE与钢铁PE/A股PE对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

相对看好长材和特钢

我们判断2011年四季度钢铁板块有配置价值，相对看好长材和特钢两个子行业。

四季度钢价有望上涨，长材的弹性更大，以生产长材为主的上市公司盈利更佳，再则近期长材类公司“补跌”后估值更具吸引力，因此相对看好该子行业。重点推荐：**新兴铸管、八一钢铁、酒钢宏兴**等。

特钢将受益于新材料“十二五”规划，特钢的发展前景和成长性都优于普钢，因此特钢也是我们相对看好的子行业。重点推荐：**西宁特钢、大冶特钢、中原特钢**等。

风险提示

钢铁板块的主要风险在于：

- 1、钢铁产量过快增长；
- 2、原材料价格强于钢价走势，行业盈利能力下滑；
- 3、房地产、机械、汽车等下游需求可能低于预期。

广发钢铁行业研究小组

冯刚勇，分析师，中国科学技术大学 MBA，具备多年大型钢厂生产、技术管理经验，2008 年进入广发证券发展研究中心。

李莎，研究助理，清华大学材料科学与工程专业硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lisha@gf.com.cn，020-87555888-8681。

相关研究报告

钢铁股随大盘大幅下挫：钢铁行业日报（2011-09-22 第 176 期）	冯刚勇	2011-09-22
钢价走势偏弱，钢铁股大幅反弹：钢铁行业日报（2011-09-21 第 175 期）	冯刚勇	2011-09-21
原料持续下跌，钢价窄幅波动：钢铁行业日报（2011-09-20 第 174 期）	冯刚勇	2011-09-20

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。