

警惕成本回落后的二次下跌

报告要点

■ 11月行业下跌并跑输大盘，钢价震荡，矿价小幅反弹

在10月大幅下跌后，11月钢价小幅下跌0.53%趋于平稳，其中长材上涨0.51%，板材下跌1.73%：1 大幅回落后的绝对钢价水平并不高，部分释放了前期风险；2 旬度粗钢产量水平迅速下降，供给压力缓解是促使钢价企稳的主要因素。矿石价格在10月出现较大幅度回落，本月略有小幅反弹，行业盈利受益于10月矿价大幅下跌而有所改善。不过在缺乏钢价上涨相配合的环境下，11月钢铁行业下跌9.74%，持续5个月跑输大盘。

■ 行业震荡寻底，钢价依然上行乏力

钢价在11月表现如预期中的震荡寻底，这主要是源于前期累积风险在下跌中已经得到了较为充分的释放，另一方面，我们盼望出现的减产现象，在钢价下跌后终于出现，部分缓解了供给的压力。11月行业面临的压力在12月不仅没有得到减轻，反而有所加强。这一方面是源于投资需求加速下滑的可能，另一方面也是因为季节性因素影响在12月进一步加大。虽然央行下调了存款准备金率，但短期似乎很难扭转一个几乎已经确定下滑趋势的需求走势。不仅如此，与11月相比，12月我们还面临着前期高价原材料消耗完毕后成本回落带来的价格下跌。春节前的备货行情在资金持续紧张的情况下也变成一种奢望。总体而言，我们在12月至少很难看到钢价有上行的动力。

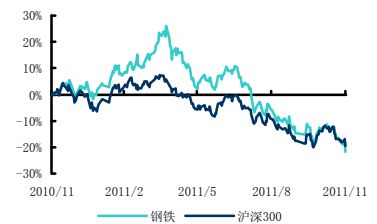
■ 投资建议：取得相对收益难度较大

在绝对PB处于接近历史低位的情况下，我们曾认为行业相对大盘的投资风险并不算大，但连续5个月跑输大盘的表现，需要我们对典型需求主导的行业在面临趋势回落时的风险进行重新评估。我们以前的研究结论集中在两点：1 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；2 趋势拐点的出现往往股价先行，然后股价与钢价的剪刀差出现，钢价趋势的拐点最后出现，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。建立在以上两大原则下进行当前的行业判断，在缺乏钢价持续上涨支撑的情况下，行业超额收益的获得难度较大。因此，行业短期投资仍需谨慎。在对投资标的的选取上依然建议选取前期跌幅偏大、具备一定防御性或拥有一定题材的品种。如具备业绩保障的**新兴铸管**、**八一钢铁**，估值偏低的**河北钢铁**、**华菱钢铁**以及估值偏低且具备一定题材的**南钢股份**等。

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
600019	宝钢股份	推荐
600581	八一钢铁	推荐
000825	太钢不锈	谨慎推荐
000932	华菱钢铁	谨慎推荐
600117	西宁特钢	谨慎推荐
600282	南钢股份	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	18.54	15.95	11.53
PB	0.87	0.82	0.76
EV/EBITDA	5.75	4.47	3.29
宝钢股份	10A	11E	12E
PE	6.63	11.64	9.63
PB	0.82	0.77	0.72
EV/EBITDA	3.63	3.75	2.85

相关研究

《长江钢铁行业 2012 年度投资策略：从持续停滞走向缓慢回归》2011-11-23
 《长江钢铁 2011 年 11 月月报：11 月吨钢盈利可能出现改善》2011-11-2
 《长江钢铁 2011 年 3 季报总结：毛利率下降，盈利改善有待减产》2011-10-31

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

11 月月报逻辑：行业逐步触底，盈利环比有望改善	4
11 月行业下跌并跑输大盘，钢价震荡，矿价小幅反弹	5
11 月钢价小幅下跌，长材略上涨板材小幅下跌	5
11 月矿价在上月大幅下跌后略有反弹	8
成本滞后一月估算毛利继续下降，成本钢价同步估算毛利改善	9
11 月钢铁行业下跌 9.74%，持续 5 个月跑输大盘	10
行业震荡寻底，钢价依然上行乏力	12
钢价震荡探底，缺乏上涨动力	12
12 月盈利也难改善，低位震荡概率较大	14
投资建议：取得相对收益难度较大	14

图表目录

图 1: 旬度粗钢日产量水平迅速下降	6
图 2: 11 月社会库存环比继续持续下降	7
图 3: 三大钢热轧出厂价, 12 月出厂价下调幅度较大	7
图 4: 三大钢冷轧出厂价, 12 月出厂价下调幅度较大	7
图 5: 铁矿石港口库存处于高位, 对矿石价格形成压制	9
图 6: 11 月钢铁行业持续下跌, 跑输大盘	11
图 7: 房地产销售面积近期开始持续下滑	13
图 8: 现货与期货价格低位震荡, 期货依然低于现货	13
图 9: 期现价差依然为负	13
图 10: 受季节性因素影响, 12 月钢价相比 11 月往往持平	14
图 11: 行业绝对 PB 水平处在历史低位	14
图 12: 行业相对 PB 水平目前处在并不低的水平	15
图 13: 剔除银行后相对 PB 略低, 但也并不具备绝对优势	15
表 1: 11 月长江钢铁投资组合表现	4
表 2: 11 月钢价下跌 0.53%, 长材表现本月优于板材	5
表 3: 分品种钢价统计, 长材优于板材, 北京地区表现较差	5
表 4: 矿石价格 11 月小幅上涨, 国内矿涨幅大于进口矿	8
表 5: 钢价矿价月度跌幅以及相比年初跌幅统计	8
表 6: 11 月各品种估算毛利均有较大幅度的改善	9
表 7: 11 月钢铁行业指数下跌 9.74%, 跑输大盘	10
表 8: 11 月行业内主要上市公司的表现统计	11
表 9: 短期反弹的发生之时, 钢价的上涨是大概率事件	15
表 10: 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	16
表 11: 行业内主要重点公司盈利预测与估值	17

11 月月报逻辑：行业逐步触底，盈利环比有望改善

✓ 11 月钢价有触底迹象但缺乏上涨动力；

经历了大幅回落后的现货钢价，目前已经处于并不算非常高的水平上，行业前期所累积的风险也在最近一轮的急跌中得到有效释放。现货钢价最近几天又逐步出现了企稳的迹象，由此引发了市场对钢价是否已经触底的讨论。

11 月我们面临的市场环境可能是反弹的继续，而反弹的动力来自于国内政策的微调以及国际环境的企稳，加上估值偏低，市场正在逐步走出前期大幅下跌的阴影。只是，目前还没有任何证据显示，投资会在 11 月出现放松的可能。一方面是地产投资预期下滑，另一方面是天气正在转冷，对建筑需求不利。因此，11 月很难找到钢价出现上涨的理由。

对投资回落的担忧是制约行业近期以及未来一段时间表现的根本因素，由于之前基数一直都处于较高的位置，4 季度投资出现回落在政策不转向的前提下看起来应该是个大概率事件。受国际大宗的带动，近期期货价格出现了一定幅度的提升，但依然没有改变期现倒挂的局面，也意味着对远期钢价谨慎的市场心态依然没有出现转变。

✓ 成本回落，11 月毛利有望环比改善；

我们在之前的报告中曾提出，在观察到行业出现明显的减产之前，钢铁行业都难以迈入健康的发展通道。这主要是因为，唯有减产，才能导致坚挺的矿价出现下跌，进而为行业未来盈利复苏打开空间。欣慰的是我们在 10 月同时观测到了产量的下滑与矿价的下跌，说明近期钢价下跌已经开始切实伤害到了部分生产商的边际盈利。

考虑到库存周转等各方面原因，10 月矿价的大幅回落无法改善 10 月当期盈利。从我们估算的毛利数据来看，11 月估算毛利水平有望受益于 10 月矿价下跌而出现一定幅度的改善。

✓ 投资建议：钢价重新上涨前，相对收益难以取得；

在钢价缺乏上涨动力的情况下，行业获得超额收益的条件并不充足。从行业相对大盘的相对 PB 来看，相对 PB 依然处在历史较高位置，也说明了行业取得相对收益的难度依然较大。因此，投资标的的选取上依然建议关注选取前期跌幅较大、具备估值优势且具备一定题材的公司。

表 1：11 月长江钢铁投资组合表现

公司名称	11 月涨幅统计			相对收益统计（纵轴-横轴）			
	11 月底	10 月底	11 月涨幅	钢铁行业	沪深 300	上证综指	全 A 指数
钢铁	1,989.95	2,204.59	-9.74%	0.00%	-3.29%	-4.27%	-4.69%
沪深 300	2,521.52	2,695.31	-6.45%	3.29%	0.00%	-0.98%	-1.40%
上证综指	2,333.41	2,468.45	-5.47%	4.27%	0.98%	0.00%	-0.42%
全 A 指数	2,290.17	2,411.99	-5.05%	4.69%	1.40%	0.42%	0.00%
主要上市公司	11 月底	10 月底	11 月涨幅	钢铁行业	沪深 300	上证综指	全 A 指数
南钢股份	3.12	3.38	-7.69%	2.04%	-1.24%	-2.22%	-2.64%
河北钢铁	3.44	3.85	-10.65%	-0.91%	-4.20%	-5.18%	-5.60%
华菱钢铁	2.88	3.23	-10.84%	-1.10%	-4.39%	-5.37%	-5.79%
八一钢铁	8.82	10.21	-13.61%	-3.88%	-7.17%	-8.14%	-8.56%
新兴铸管	6.93	8.16	-15.07%	-5.34%	-8.63%	-9.60%	-10.02%

资料来源：Wind，长江证券研究部

11 月行业下跌并跑输大盘，钢价震荡，矿价小幅反弹

11 月钢价小幅下跌，长材略上涨板材小幅下跌

在上月出现较大幅度下跌后，11 月钢价逐步趋于平稳，其中钢价综合指数下跌 0.53%，长材上涨 0.51%，板材指数下跌 1.73%。

分品种来看，镀锌本月跌幅最大，中厚板与冷轧板次之，螺纹与线材小幅上涨。

分地区来看，西南与中南地区小幅上涨，其余地区均有不同程度的下跌。

表 2：11 月钢价下跌 0.53%，长材表现本月优于板材

	本日	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	156.9	157.7	-0.48%	157.8	-0.53%	163.9	-4.26%
长材	180.7	181.6	-0.47%	179.8	0.51%	187.6	-3.67%
扁平	136.2	136.9	-0.48%	138.6	-1.73%	141.3	-3.57%
区域指数							
华东	160.0	160.4	-0.22%	160.8	-0.45%	166.8	-4.06%
华南	164.8	165.8	-0.58%	165.4	-0.36%	170.4	-3.27%
华北	150.7	151.5	-0.53%	152.7	-1.32%	157.4	-4.27%
中南	161.3	162.8	-0.92%	161.0	0.15%	166.8	-3.32%
东北	148.3	148.8	-0.37%	151.6	-2.18%	152.7	-2.89%
西南	164.7	165.7	-0.62%	161.2	2.15%	169.2	-2.68%
西北	159.6	160.8	-0.75%	161.0	-0.83%	166.0	-3.83%
品种指数							
螺纹	175.2	176.0	-0.45%	172.9	1.35%	183.4	-4.47%
线材	185.1	186.2	-0.57%	183.1	1.09%	192.5	-3.84%
中厚	157.5	158.7	-0.72%	161.1	-2.23%	165.7	-4.94%
热卷	150.1	150.4	-0.22%	151.2	-0.73%	155.6	-3.53%
冷板	120.8	121.6	-0.67%	122.8	-1.59%	124.6	-3.05%
镀锌	103.2	104.1	-0.84%	107.7	-4.13%	107.5	-3.96%

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 3：分品种钢价统计，长材优于板材，北京地区表现较差

分品种钢价指数		价格波动幅度						
螺纹钢	最新	一月	二月	三月	年初	一年	历史低点	历史高点
北京地区	4,140	-2.36%	-11.54%	-16.87%	-8.41%	-6.33%	80.00%	-28.00%
上海地区	4,360	0.46%	-4.80%	-9.54%	-5.22%	-5.63%	80.91%	-20.00%
武汉地区	4,390	1.15%	-6.99%	-9.48%	-5.59%	-3.94%	79.18%	-22.71%
全国均价	4,295	0.19%	-7.46%	-13.18%	-7.26%	-5.44%	76.31%	-24.18%
线材	最新	一月	二月	三月	年初	一年	历史低点	历史高点
北京地区	4,300	0.47%	-8.12%	-14.00%	-5.91%	-3.80%	83.76%	-28.33%
上海地区	4,380	1.39%	-7.79%	-12.22%	-7.20%	-6.61%	73.81%	-27.84%
武汉地区	4,620	3.59%	-6.29%	-8.33%	-2.74%	-2.94%	79.07%	-23.64%

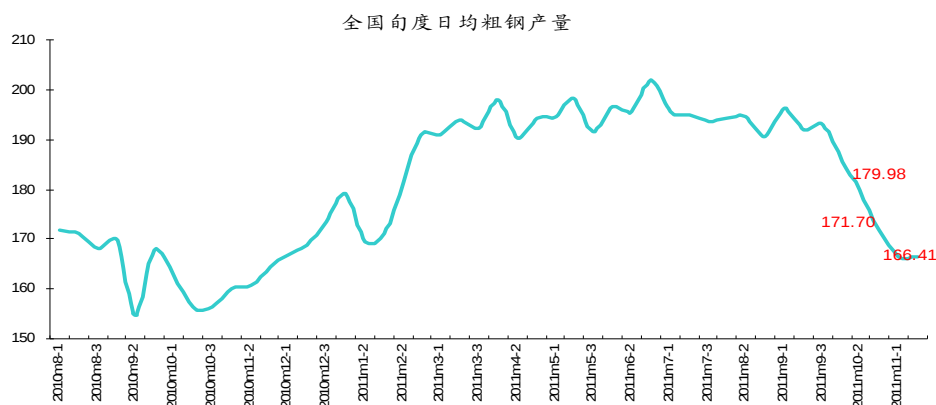
全国均价	4,468	1.38%	-6.82%	-11.61%	-4.92%	-3.77%	80.82%	-25.45%
热轧	最新	一月	二月	三月	年初	一年	历史低点	历史高点
北京地区	4,230	-1.63%	-8.84%	-11.88%	-6.83%	-2.98%	51.07%	-31.44%
上海地区	4,150	-0.24%	-7.78%	-13.54%	-6.95%	-3.26%	46.13%	-29.90%
武汉地区	4,230	0.00%	-7.64%	-12.24%	-8.04%	-3.64%	44.37%	-29.50%
全国均价	4,217	-0.85%	-8.64%	-12.80%	-7.78%	-3.43%	47.96%	-29.21%
冷轧	最新	一月	二月	三月	年初	一年	历史低点	历史高点
北京地区	5,280	-0.38%	-4.52%	-6.22%	-5.71%	-3.12%	76.00%	-29.60%
上海地区	5,290	0.00%	-2.94%	-3.29%	-2.58%	-0.75%	78.72%	-29.84%
武汉地区	5,050	-4.36%	-7.00%	-7.17%	-5.25%	-1.94%	72.35%	-32.67%
全国均价	5,269	-1.75%	-4.51%	-5.08%	-4.43%	-1.88%	34.41%	-29.37%
中厚板	最新	一月	二月	三月	年初	一年	历史低点	历史高点
北京地区	4,100	-0.24%	-11.06%	-14.23%	-11.06%	-6.39%	47.48%	-36.43%
上海地区	4,340	-2.47%	-9.21%	-11.43%	-9.21%	-4.82%	53.36%	-34.74%
武汉地区	4,230	-2.98%	-10.38%	-12.42%	-9.42%	-5.58%	47.90%	-35.42%
全国均价	4,230	-2.31%	-10.67%	-13.16%	-10.29%	-5.75%	46.16%	-36.18%

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

大跌以后的钢价在 11 月出现企稳, 主要有以下几点原因:

- 经历大幅回落后的绝对钢价水平部分释放了前期所累积的风险;
- 随着钢价的下跌, 国内粗钢旬度产量水平迅速下降, 缓解了当前的供需压力;

图 1: 旬度粗钢日产量水平迅速下降



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

- 11 月社会库存水平持续下降, 产量下降带来的社会资源投放量下降与资金压力较重背景下贸易商主动去库存是社会库存持续下降的主要原因, 但也侧面证实了需求的绝对总量依然处在并不低的水平上, 使得钢价在供给压力下降后迅速趋稳。

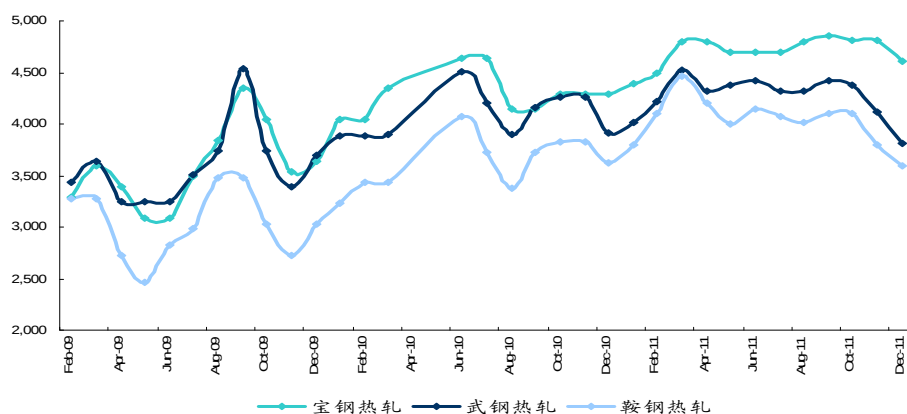
图 2：11 月社会库存环比继续持续下降



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

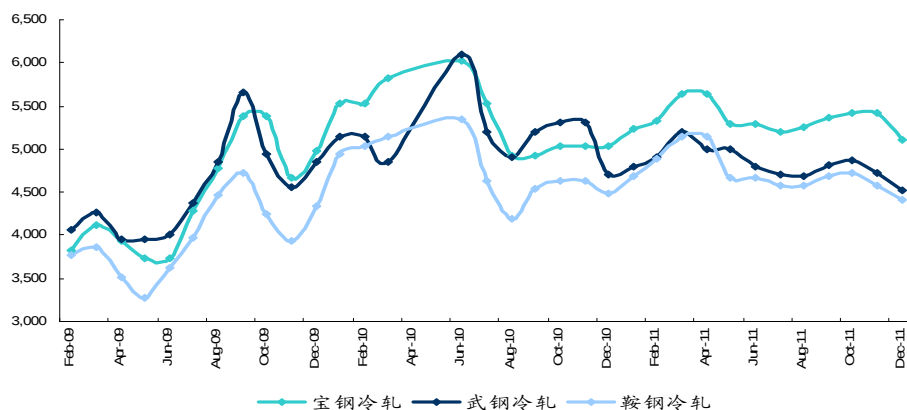
在现货钢价持续下跌的背景下，大钢厂月度定价的出厂价模式调整略显滞后，由于 10、11 月出厂价的下调幅度较小，这一政策的滞后反映直接使得出厂价格的下调在 12 月集中体现。

图 3：三大钢热轧出厂价，12 月出厂价下调幅度较大



资料来源：钢之家，中联钢，中钢协，长江证券研究部

图 4：三大钢冷轧出厂价，12 月出厂价下调幅度较大



资料来源：钢之家，中联钢，中钢协，长江证券研究部

11 月矿价在上月大幅下跌后略有反弹

矿石价格在 10 月出现较大幅度回落后, 本月略有小幅反弹, 矿价综合指数本月上涨 3.90%, 其中进口矿上涨 1.73%, 国内矿上涨 4.77%: 1、在上个月快速大幅下跌后, 随着钢铁产量水平环比开始平稳, 矿价出现小幅反弹并不是什么超预期的事情; 2、目前钢价矿石联动明显, 在本月钢价表现依然并不乐观的情况下, 矿石价格也难以大幅上涨; 3、矿石港口库存依然处于高位, 对矿石价格直接形成压制。

表 4: 矿石价格 11 月小幅上涨, 国内矿涨幅大于进口矿

	本日	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	157.3	159.6	-1.44%	151.4	3.90%	176.8	-11.03%
进口矿	141.2	145.3	-2.82%	138.8	1.73%	163.7	-13.74%
国产矿	164.7	166.2	-0.90%	157.2	4.77%	179.3	-8.14%
进口矿指数							
青岛港	141.9	145.9	-2.74%	140.5	1.00%	163.5	-13.21%
天津港	142.7	146.7	-2.73%	134.0	6.49%	164.0	-12.99%
京唐港	140.0	144.0	-2.78%	138.7	0.94%	164.0	-14.63%
曹妃甸	140.0	144.0	-2.78%	138.7	0.94%	164.0	-14.63%
日照港	141.9	145.9	-2.74%	140.5	1.00%	163.5	-13.21%
岚山港	141.9	145.9	-2.74%	140.5	1.00%	163.5	-13.21%
连云港	140.9	145.0	-2.83%	139.6	0.93%	162.4	-13.24%
国产矿指数							
北 票	195.0	195.0	0.00%	182.1	7.08%	225.0	-13.33%
唐 山	159.9	161.2	-0.81%	149.6	6.89%	179.6	-10.97%
金 岭	144.3	144.3	0.00%	140.9	2.41%	159.1	-9.30%
代 县	178.0	180.1	-1.17%	173.8	2.42%	191.5	-7.05%
繁 昌	162.4	166.5	-2.46%	172.0	-5.58%	-	-

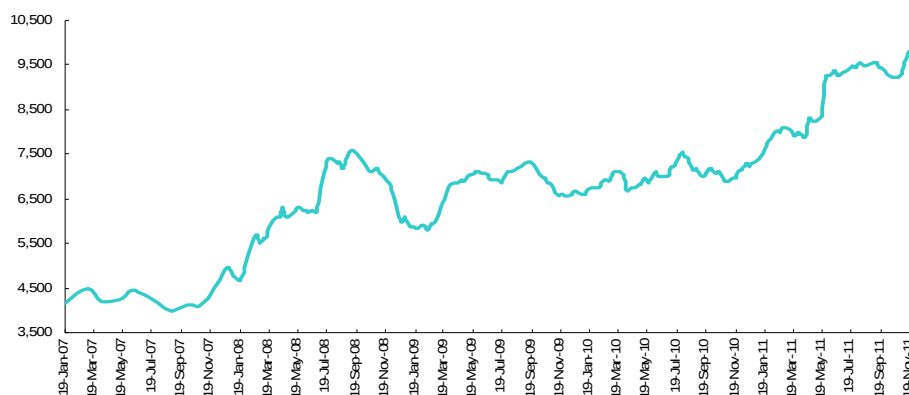
资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 5: 钢价矿价月度跌幅以及相比年初跌幅统计

钢价矿价对比	钢价指数	月度环比	相比年初	矿价指数	月度环比	相比年初
Dec-11	168.1			181.6		
Jan-11	174.2	3.63%	3.63%	186.4	2.64%	2.64%
Feb-11	174.9	0.40%	4.05%	191.9	2.95%	5.67%
Mar-11	171.6	-1.89%	2.08%	186.7	-2.71%	2.81%
Apr-11	177.1	3.21%	5.35%	188.4	0.91%	3.74%
May-11	177.2	0.06%	5.41%	181.8	-3.50%	0.11%
Jun-11	173.8	-1.92%	3.39%	179.0	-1.54%	-1.43%
Jul-11	176.4	1.51%	4.94%	188.6	5.36%	3.85%
Aug-11	177.0	0.31%	5.29%	196.4	4.14%	8.15%
Sep-11	169.9	-4.01%	1.07%	184.7	-5.96%	1.71%
Oct-11	157.8	-7.14%	-6.13%	151.4	-18.03%	-16.63%
Nov-11	156.9	-0.53%	-6.66%	157.3	3.90%	-13.38%

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 5：铁矿石港口库存处于高位，对矿石价格形成压制



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

成本滞后一月估算毛利继续下降，成本钢价同步估算毛利改善

受益于 10 月矿价的大幅下跌，本月我们估算的成本滞后一月毛利环比有了较大幅度的改善，而成本钢价同步估算毛利除中厚板外，其余品种也都有所改善。

表 6：11 月各品种估算毛利均有较大幅度的改善

分品种	成本钢价同步估算毛利					成本滞后一月估算毛利				
估算毛利	螺纹钢	线材	热轧	冷轧	中厚板	螺纹钢	线材	热轧	冷轧	中厚板
2010 年 1 月底	140	183	31	678	111	235	278	127	774	206
2010 年 2 月底	21	106	6	756	86	47	132	32	782	111
2010 年 3 月底	-33	129	38	710	151	337	500	408	1081	522
2010 年 4 月底	-44	67	-24	597	107	69	180	89	710	220
2010 年 5 月底	-156	-19	52	648	106	-336	-189	-118	478	-64
2010 年 6 月底	55	200	143	508	180	-224	-79	-136	229	-99
2010 年 7 月底	-168	46	65	46	-43	55	269	288	269	180
2010 年 8 月底	-74	174	31	37	102	-31	216	74	80	145
2010 年 9 月底	174	217	14	89	119	121	164	-39	36	66
2010 年 10 月底	66	135	-111	-105	-6	200	268	23	29	128
2010 年 11 月底	200	260	-182	-193	-51	357	417	-25	-36	105
2010 年 12 月底	92	195	-128	-199	46	183	286	-36	-107	137
2011 年 1 月底	210	176	-9	-174	113	331	297	112	-53	234
2011 年 2 月底	72	46	-131	-159	120	246	220	-78	-106	173
2011 年 3 月底	25	-26	-49	-214	13	-56	-108	-131	-296	-68
2011 年 4 月底	257	146	55	-187	168	459	347	256	14	370
2011 年 5 月底	335	283	141	-101	220	231	180	37	-204	117
2011 年 6 月底	363	261	144	-192	223	275	172	55	-281	135
2011 年 7 月底	300	369	183	-238	118	389	457	272	-150	206
2011 年 8 月底	133	269	-10	-337	-25	292	429	149	-178	135
2011 年 9 月底	-82	63	-251	-339	-111	-133	12	-302	-390	-163

2011 年 10 月底	172	155	-107	-16	41	-305	-322	-585	-493	-437
2011 年 11 月底	211	228	-68	6	-6	190	207	-90	-16	-28

资料来源: Bloomberg, Wind, Mysteel, 长江证券研究部

11 月钢铁行业下跌 9.74%，持续 5 个月跑输大盘

11 月钢铁行业指数下跌 9.74%，已持续 5 个月跑输大盘，全 A 指数 11 月下跌 5.05%，沪深 300 下跌 6.45%，上证综指下跌 5.47%。

表 7: 11 月钢铁行业指数下跌 9.74%，跑输大盘

日期	钢铁	全 A 指数	钢铁-全 A 指数	沪深 300	钢铁-沪深 300	上证综指	钢铁-上证综指
Jan-10	-16.48%	-8.57%	-7.91%	-10.39%	-6.09%	-8.78%	-7.70%
Feb-10	3.67%	3.10%	0.57%	2.42%	1.25%	2.10%	1.57%
Mar-10	-1.42%	2.55%	-3.97%	1.95%	-3.37%	1.87%	-3.29%
Apr-10	-11.16%	-7.69%	-3.47%	-8.32%	-2.84%	-7.67%	-3.49%
May-10	-11.49%	-8.30%	-3.19%	-9.59%	-1.90%	-9.70%	-1.79%
Jun-10	-3.79%	-1.08%	-2.72%	-1.33%	-2.46%	-1.52%	-2.28%
Jul-10	14.60%	11.87%	2.73%	11.93%	2.67%	9.97%	4.63%
Aug-10	-0.45%	2.54%	-3.00%	1.20%	-1.65%	0.05%	-0.50%
Sep-10	-0.14%	-0.62%	0.48%	-0.98%	0.84%	-1.07%	0.93%
Oct-10	9.80%	12.01%	-2.21%	15.14%	-5.34%	12.17%	-2.37%
Nov-10	-8.53%	-4.25%	-4.28%	-7.19%	-1.34%	-5.33%	-3.20%
Dec-10	0.62%	-0.89%	1.51%	-0.28%	0.90%	-0.43%	1.05%
Jan-11	3.56%	-2.03%	5.60%	-1.65%	5.22%	-0.62%	4.18%
Feb-11	4.11%	5.31%	-1.20%	5.30%	-1.19%	4.10%	0.01%
Mar-11	4.44%	0.19%	4.25%	-0.50%	4.95%	0.79%	3.65%
Apr-11	2.02%	-1.36%	3.38%	-0.95%	2.96%	-0.57%	2.58%
May-11	-9.61%	-5.99%	-3.62%	-5.99%	-3.62%	-5.77%	-3.84%
Jun-11	2.70%	2.40%	0.29%	1.42%	1.28%	0.68%	2.02%
Jul-11	-3.34%	-1.02%	-2.31%	-2.37%	-0.97%	-2.18%	-1.15%
Aug-11	-9.68%	-4.59%	-5.09%	-4.22%	-5.46%	-4.97%	-4.71%
Sep-11	-8.98%	-8.88%	-0.10%	-9.32%	0.34%	-8.11%	-0.87%
Oct-11	1.58%	4.31%	-2.73%	4.41%	-2.83%	4.62%	-3.04%
Nov-11	-9.74%	-5.05%	-4.69%	-6.45%	-3.29%	-5.47%	-4.27%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6：11 月钢铁行业持续下跌，跑输大盘



资料来源：Wind，长江证券研究部

跑赢行业的公司主要有：久立特材、莱钢股份、西宁特钢、广钢股份、安阳钢铁、大冶特钢、重庆钢铁、柳钢股份、三钢闽光、杭钢股份、南钢股份、济南钢铁、鄂尔多斯、新钢股份、宝钢股份、马钢股份、太钢不锈、韶钢松山、武钢股份、方大炭素；

跑赢全 A 指数的公司主要有：久立特材、莱钢股份、西宁特钢。

11 月估算盈利有所改善，但以矿价前期更大幅度的回落为前提所带来的盈利改善，在缺乏钢价上涨支撑的背景下，行业难有相对收益。从跑赢行业的主要上市公司特点来看：1、钢管类公司：受益于天然气、油气管道“十二五”规划，钢管行业自身发展强于钢铁；2、估值偏低的公司：安阳钢铁、南钢股份、新钢股份、宝钢股份、马钢股份、太钢不锈、武钢股份、韶钢松山；3、特钢类公司：西宁特钢、大冶特钢、杭钢股份；4、具备一定题材的公司：莱钢股份、西宁特钢、济南钢铁、方大炭素等。

表 8：11 月行业内主要上市公司的表现统计

公司名称	11 月涨幅统计			相对收益统计			
	11 月底	10 月底	11 月涨幅	钢铁行业	沪深 300	上证综指	全 A 指数
钢铁	1,989.95	2,204.59	-9.74%	0.00%	-3.29%	-4.27%	-4.69%
沪深 300	2,521.52	2,695.31	-6.45%	3.29%	0.00%	-0.98%	-1.40%
上证综指	2,333.41	2,468.45	-5.47%	4.27%	0.98%	0.00%	-0.42%
全 A 指数	2,290.17	2,411.99	-5.05%	4.69%	1.40%	0.42%	0.00%
主要上市公司	11 月底	10 月底	11 月涨幅	钢铁行业	沪深 300	上证综指	全 A 指数
久立特材	17.80	17.21	3.43%	13.16%	9.88%	8.90%	8.48%
莱钢股份	7.41	7.70	-3.77%	5.97%	2.68%	1.70%	1.28%
西宁特钢	8.21	8.60	-4.53%	5.20%	1.91%	0.94%	0.52%
广钢股份	7.13	7.55	-5.56%	4.17%	0.88%	-0.09%	-0.51%
安阳钢铁	2.97	3.15	-5.71%	4.02%	0.73%	-0.24%	-0.66%
大冶特钢	11.25	12.00	-6.25%	3.49%	0.20%	-0.78%	-1.20%
重庆钢铁	3.20	3.43	-6.71%	3.03%	-0.26%	-1.23%	-1.65%
柳钢股份	3.87	4.16	-6.97%	2.76%	-0.52%	-1.50%	-1.92%
三钢闽光	7.84	8.47	-7.44%	2.30%	-0.99%	-1.97%	-2.39%
杭钢股份	4.49	4.86	-7.61%	2.12%	-1.17%	-2.14%	-2.56%

南钢股份	3.12	3.38	-7.69%	2.04%	-1.24%	-2.22%	-2.64%
济南钢铁	3.47	3.76	-7.71%	2.02%	-1.26%	-2.24%	-2.66%
鄂尔多斯	13.79	15.00	-8.07%	1.67%	-1.62%	-2.60%	-3.02%
新钢股份	5.01	5.45	-8.07%	1.66%	-1.63%	-2.60%	-3.02%
宝钢股份	4.84	5.27	-8.16%	1.58%	-1.71%	-2.69%	-3.11%
马钢股份	2.73	2.99	-8.70%	1.04%	-2.25%	-3.23%	-3.65%
太钢不锈	4.17	4.57	-8.75%	0.98%	-2.30%	-3.28%	-3.70%
韶钢松山	3.09	3.41	-9.38%	0.35%	-2.94%	-3.91%	-4.33%
武钢股份	3.13	3.46	-9.54%	0.20%	-3.09%	-4.07%	-4.49%
方大炭素	13.15	14.56	-9.68%	0.05%	-3.24%	-4.21%	-4.63%
鞍钢股份	4.78	5.32	-10.15%	-0.41%	-3.70%	-4.68%	-5.10%
抚顺特钢	5.56	6.19	-10.18%	-0.44%	-3.73%	-4.71%	-5.13%
河北钢铁	3.44	3.85	-10.65%	-0.91%	-4.20%	-5.18%	-5.60%
本钢板材	5.02	5.63	-10.83%	-1.10%	-4.39%	-5.36%	-5.78%
华菱钢铁	2.88	3.23	-10.84%	-1.10%	-4.39%	-5.37%	-5.79%
凌钢股份	6.13	6.94	-11.67%	-1.94%	-5.22%	-6.20%	-6.62%
攀钢钒钛	6.49	7.36	-11.82%	-2.08%	-5.37%	-6.35%	-6.77%
八一钢铁	8.82	10.21	-13.61%	-3.88%	-7.17%	-8.14%	-8.56%
包钢股份	4.42	5.13	-13.84%	-4.10%	-7.39%	-8.37%	-8.79%
方大特钢	4.68	5.44	-13.97%	-4.23%	-7.52%	-8.50%	-8.92%
酒钢宏兴	4.27	4.99	-14.43%	-4.69%	-7.98%	-8.96%	-9.38%
新兴铸管	6.93	8.16	-15.07%	-5.34%	-8.63%	-9.60%	-10.02%
首钢股份	3.05	4.32	-29.40%	-19.66%	-22.95%	-23.93%	-24.35%

资料来源：Wind，长江证券研究部

行业震荡寻底，钢价依然上行乏力

钢价震荡探底，缺乏上涨动力

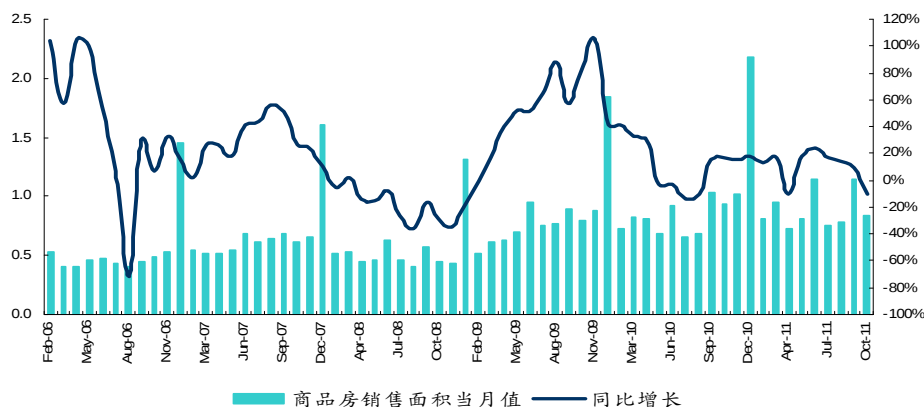
钢价在 11 月中的表现如预期中的震荡寻底，这主要是源于前期累积风险在下跌中已经得到了较为充分的释放，另一方面，我们盼望出现的减产现象，在钢价下跌后终于出现，部分缓解了供给的压力。

11 月行业面临的压力在 12 月不仅没有得到减轻，反而有所加强。这一方面是源于投资需求加速下滑的可能，另一方面也是因为季节性因素影响在 12 月进一步加大。虽然央行下调了存款准备金率，但短期似乎很难扭转一个几乎已经确定下滑趋势的需求走势。不仅如此，与 11 月相比，12 月我们还面临着前期高价原材料消耗完毕后，因为成本回落带来的价格下跌。春节前的备货行情在资金持续紧张的情况下，也变成了一种奢望。因此，总体而言，我们至少在 12 月很难看到钢价有上行的动力。

✓ **投资面临的回落担忧依然是制约行业的最大障碍；**

投资需求的回落依然是制约行业表现的第一要素：1 国内固投增速前期一直处于较高的水平，在政策没有出现明确转向以前，短期回落的趋势难以逆转；2、地产投资的回落基本是一个确定的事情。

图 7：房地产销售面积近期开始持续下滑



资料来源：长江证券研究部

✓ 期货表现仍不乐观，期现价差持续为负；

期现价差持续为负，是市场对需求回落担忧的最直接反映。

图 8：现货与期货价格低位震荡，期货依然低于现货



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 9：期现价差依然为负

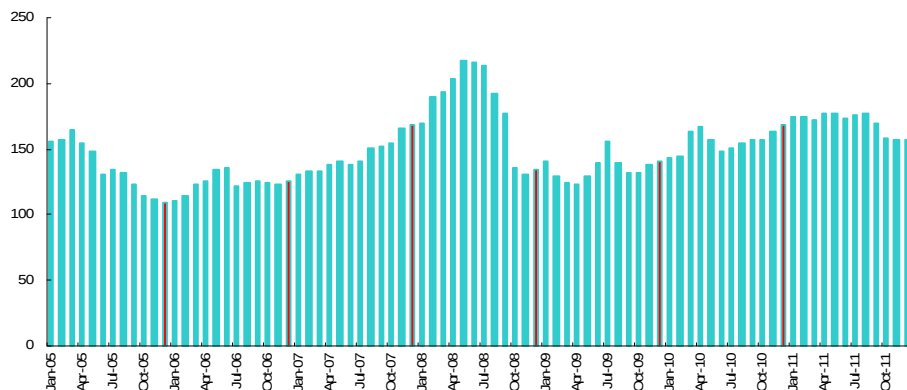


资料来源：Wind，长江证券研究部

✓ 季节性因素短期可能促使需求加速回落;

从历史经验上看, 12 月钢价表现很少弱于 11 月。究其原因, 虽然季节性因素有负面干扰, 但因为春节前的备货行情, 使得 12 月实际需求依然维持在了高位。但资金成本的持续高位使得备货行情在今年成为了奢望。

图 10: 受季节性因素影响, 12 月钢价相比 11 月往往持平



资料来源: Wind, 长江证券研究部

12 月盈利也难改善, 低位震荡概率较大

受益于 10 月矿价的大幅下跌, 11 月我们计算的考虑库存周转后的估算毛利有了一定幅度的改善。不过随着 11 月矿价的小幅反弹, 12 月估算毛利将很难延续这一趋势。

投资建议: 取得相对收益难度较大

在绝对 PB 处于接近历史低位的情况下, 我们曾认为行业相对大盘的投资风险并不算大, 但连续 5 个月跑输大盘的表现, 需要我们对典型需求主导的行业在面临趋势回落时的风险进行重新评估。

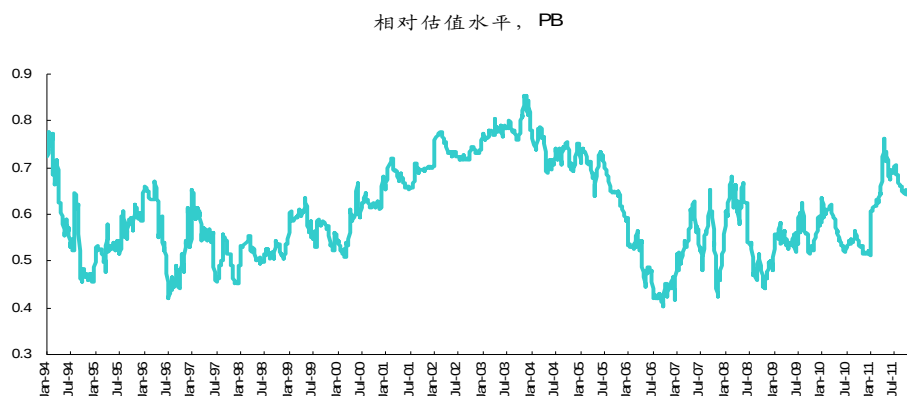
图 11: 行业绝对 PB 水平处在历史低位



资料来源: Wind, 长江证券研究部

尤其是虽然行业绝对 PB 虽然不高, 但相对 PB 其实仍处于较高的水平, 即便剔除银行后相比大盘的相对 PB 水平也仅是维持在历史均值附近。

图 12：行业相对 PB 水平目前处在并不低的水平



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 13：剔除银行后相对 PB 略低，但也并不具备绝对优势



资料来源：Wind，长江证券研究部

从我们以往的研究结论来看，对行业反弹表现的研究结论主要集中在两点：

➤ 反弹中如果有超额收益，基本上需要钢价上涨作为配合；

我们统计了 2007 年股市见顶至 2008 年底底部下跌阶段中的 6 次反弹机会，发现有 4 次都伴随着盈利的改善与钢价的上涨，而另外两次靠成本回落更快所带来的盈利改善虽然带来绝对回报，但并未带来超额收益。这意味着在反弹中如果有取得超额收益，基本上都需要钢价上涨做配合。

表 9：短期反弹的发生之时，钢价的上涨是大概率事件

短期反弹	起始	起始值	截止	截止值	沪深 300 回调幅度	相应钢铁幅度	钢铁-沪深 300	钢价
第一次	28-Nov-07	4,648.75	15-Jan-08	5,696.45	22.54%	36.99%	14.45%	上升
第二次	01-Feb-08	4,571.94	19-Feb-08	5,020.75	9.82%	14.39%	4.57%	上升
第三次	26-Feb-08	4,515.53	03-Mar-08	4,790.74	6.09%	4.41%	-1.69%	上升
第四次	21-Apr-08	3,267.55	14-May-08	3,975.78	21.67%	34.27%	12.60%	上升
第五次	04-Jul-08	2,741.85	28-Jul-08	2,960.85	8.59%	8.29%	-0.30%	下降
第六次	18-Sep-08	1,895.99	26-Sep-08	2,243.66	18.34%	15.22%	-3.11%	下降

资料来源：Wind，长江证券研究部

➤ 股价先行引领趋势改变，趋势内钢价可引领股价；

我们比较了近9年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。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。

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。

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。

表 10：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
上行趋势	2005.12.01-2006.04.30	跑输	14.44%	34.28%	-19.84%	13.51%	先降后升	平稳
	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
	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

如果我们建立在以上两大原则下进行当前的行业判断，在缺乏钢价持续上涨支撑的情况下，行业超额收益的获得难度较大。

因此，在行业钢价盈利可能都低位震荡的情况下，行业短期投资仍需谨慎。在对投资标的的选取上依然建议选取前期跌幅偏大、具备一定防御性或拥有一定题材的品种。

如具备业绩保障的**新兴铸管**、**八一钢铁**，估值偏低的**河北钢铁**、**华菱钢铁**以及估值偏低且具备一定题材的**南钢股份**等。

表 11：行业内主要重点公司盈利预测与估值

公司简称	报表日股价	EPS（元）本次预测			PE（倍）		
		10A	11E	12E	10A	11E	12E
宝钢股份	4.91	0.74	0.42	0.51	6.64	11.69	9.63
凌钢股份	6.28	0.74	0.65	0.75	8.49	9.66	8.37
新兴铸管	7.00	0.70	0.80	0.94	10.00	8.75	7.45
八一钢铁	9.17	0.69	0.89	1.05	13.29	10.30	8.73
河北钢铁	3.47	0.21	0.19	0.24	16.52	18.26	14.46
鞍钢股份	4.88	0.28	0.04	0.19	17.43	122.00	25.68
武钢股份	3.19	0.17	0.20	0.27	18.76	15.95	11.81
南钢股份	3.18	0.24	0.34	0.49	13.25	9.35	6.49
大冶特钢	11.60	1.25	1.27	1.32	9.28	9.13	8.79
华菱钢铁	2.93	-0.88	0.01	0.16	-	293.00	18.31
新钢股份	5.01	0.26	0.26	0.31	19.27	19.27	16.16
韶钢松山	3.14	0.01	0.02	0.11	314.00	157.00	28.55
西宁特钢	8.42	0.31	0.52	0.60	27.16	16.19	14.03
柳钢股份	3.96	0.25	0.14	0.20	15.84	28.29	19.80
太钢不锈	4.25	0.24	0.30	0.40	17.71	14.17	10.63
本钢板材	5.08	0.30	0.30	0.39	16.93	16.93	13.03
酒钢宏兴	4.34	0.23	0.41	0.52	18.87	10.59	8.35
杭钢股份	4.54	0.42	0.43	0.45	10.81	10.56	10.09
马钢股份	2.78	0.14	0.05	0.16	19.86	55.60	17.38

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。

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。