

1 月继续低位趋稳，改善仍需动力

报告要点

■ 12 月钢价小幅下跌，长材跌幅大于板材

钢价在 11 月继续小幅下跌后，12 月依然延续这一趋势。而在行业盈利处于低位的情况下，钢价矿石联动性较为明显。本月矿石指数下跌 2.86%：1、12 月钢价小幅下跌是矿价下跌的主要原因；2、日产量在 9、10 月经历大幅回落后，在 11、12 月维持稳定但依然处于低位；3、较高的港口库存对进口矿价形成直接压制，前期累积的较大跌幅在本月开始传导至国内矿。受制于钢价下跌，各品种毛利仍处盈亏平衡边缘，行业盈利处于历史低位。

■ 行业低位趋稳，改善仍需等待动力

自 9 月开始出现下滑，行业在 11、12 月呈现出的主要特征是逐步趋稳。这种稳定体现在产量和钢价两个方面。在库存一直以来因为资金成本的因素维持低位的情况下，产量和钢价虽然经历了回落但毕竟重新企稳的现实说明了目前的需求至少维持在了有一定的水平上，也是本轮需求回落跟 2008 年 4 季度最显著的差别之一。但不得不说的是，这种低位企稳的情况维持了相当长的时间，其背后虽然说明了需求没有出现休克迹象，但也说明了需求并未出现明显复苏。按照钢协的统计数据，年内旬度的日均粗钢产量在今年 6 月下旬创出 201.8 万吨的历史新高后，自 11 月初已经连续 5 旬维持在 166 万吨左右的水平，下滑幅度达到了 17.44%。

最关键的是，至少我们在 1 月很难看到这种现象有改善的迹象。持续低迷的实际需求、相对悲观的预期叠加春节因素，1 月无论是产量还是钢价如能继续维持稳定已经实属不易。假如这种低位的企稳继续延续，我们必须面对的是 1 月乃至 2012 年上半年同比数据的大幅回落。假定行业继续维持当前的产量价格水平不变，那么 1 月钢价同比将下降约 10%，产量同比下降幅度更是达到 16%以上。在这种情况下，行业盈利很难指望有根本性改善。

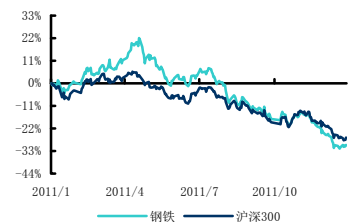
■ 投资策略：关注绝对股价与 PB 低，但有一定弹性的品种

在盈利环比继续低位、同比大幅回落的情况下，从基本面上来看，超额收益无从谈起。而因为 2011 年的景气高企，即便我们将预期放松至 2 月，这种情况延续的概率依然较大。当然，经过了大幅下跌的股价已经连续 6 个月跑输大盘，从概率上来说需要注意反弹的可能性。综合考虑我们建议的 2012 年 1 月投资组合为：有业绩支撑且具备区域优势的新兴铸管、八一钢铁，估值偏低的宝钢股份、华菱钢铁等

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
000778	新兴铸管	推荐
000629	攀钢钒钛	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
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	11A	12E	13E
PE	14.73	10.65	7.53
PB	0.76	0.70	0.64
EV/EBITDA	4.19	3.04	1.98
宝钢股份	11A	12E	13E
PE	11.57	9.57	7.60
PB	0.77	0.72	0.66
EV/EBITDA	3.73	2.83	1.91

相关研究

《长江钢铁 2011 年 12 月月报：警惕成本回落后的二次下跌》2011-12-6

《长江钢铁 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

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

2011 年 12 月月报：行业震荡寻底，钢价依然上行乏力	4
12 月钢价继续回落，行业下跌并持续 6 个月跑输大盘	5
12 月钢价小幅下跌，长材跌幅大于板材	5
12 月矿价跟随钢价出现小幅下跌	7
盈利仍处低位，估算毛利均处盈亏平衡边缘	8
12 月钢铁行业下跌 7.65%，已连续 6 个月跑输大盘	9
行业低位趋稳，改善仍需等待动力	11
产量开始在低位趋稳，期现价格依然倒挂	11
1 季度行业 PMI 数据有所好转，但并不足够	13
投资策略：关注绝对股价与 PB 低，但有一定弹性的品种	14

图表目录

图 1: 三大钢热轧出厂价, 1 月调价均稳中有升	6
图 2: 三大钢冷轧出厂价, 1 月出厂价也都是稳中有升	7
图 3: 旬度粗钢日产量水平迅速下降	11
图 4: 上半年固定资产投资增速处于高位, 目前面临下滑压力	12
图 5: 房地产实际完成投资额同比增速持续下降	12
图 6: 现货与期货价格低位震荡, 期货依然低于现货	13
图 7: 期现价差依然为负, 但近期持续有所恢复	13
图 8: 黑色金属冶炼及压延行业 PMI 指数 12 月为 50.2	13
图 9: 假定明年 1 月钢价维持 12 月水平不变, 则同比下跌约 10%	14
图 10: 假定明年 1 月产量维持 12 月水平不变, 则同比有 16% 左右的降幅	14
图 11: 行业绝对 PB 水平处在历史低位	15
图 12: 行业相对 PB 水平目前处在并不低水平	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: 2011 年 12 月长江钢铁投资组合表现	4
表 2: 12 月钢价下跌 1.44%, 长材跌幅大于板材	5
表 3: 分品种钢价统计, 本月长材表现较差	5
表 4: 矿石价格 12 月小幅下跌, 国内矿跌幅大于进口矿	7
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	8
表 7: 12 月钢铁行业指数下跌 7.65%, 继续跑输大盘	9
表 8: 12 月行业内主要上市公司的表现统计	10
表 9: 行业内主要重点公司盈利预测与估值	16

2011 年 12 月月报：行业震荡寻底，钢价依然上行乏力

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。

✓ 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。

✓ 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。

✓ 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

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。

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。因此，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。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。

表 1：2011 年 12 月长江钢铁投资组合表现

公司名称	12 月涨幅统计			相对收益统计			
	12 月底	11 月底	12 月涨幅	钢铁行业	沪深 300	上证综指	全 A 指数
钢铁	1,837.78	1,989.95	-7.65%	-7.65%	-7.65%	-7.65%	-7.65%
沪深 300	2,345.74	2,521.52	-6.97%	-6.97%	-6.97%	-6.97%	-6.97%
上证综指	2,199.42	2,333.41	-5.74%	-5.74%	-5.74%	-5.74%	-5.74%
全 A 指数	2,123.85	2,290.17	-7.26%	-7.26%	-7.26%	-7.26%	-7.26%
主要上市公司	12 月底	11 月底	12 月涨幅	钢铁行业	沪深 300	上证综指	全 A 指数

华菱钢铁	2.76	2.88	-4.17%	3.48%	2.80%	1.58%	3.10%
新兴铸管	6.39	6.93	-7.79%	-0.15%	-0.82%	-2.05%	-0.53%
南钢股份	2.78	3.12	-10.90%	-3.25%	-3.93%	-5.16%	-3.64%
河北钢铁	2.86	3.44	-16.86%	-9.21%	-9.89%	-11.12%	-9.60%
八一钢铁	7.31	8.82	-17.12%	-9.47%	-10.15%	-11.38%	-9.86%

资料来源：Wind，长江证券研究部

12 月钢价继续回落，行业下跌并持续 6 个月跑输大盘

12 月钢价小幅下跌，长材跌幅大于板材

钢价在 11 月继续小幅下跌后，12 月依然延续这一趋势。综合指数下跌 1.44%，其中长材下跌 1.78%，板材指数下跌 1.04%。

分品种来看，镀锌本月跌幅最大，除热轧勉强持平外，其余品种均有不同程度的下跌。

分地区来看，西北、中南、华北、华东等地跌幅较大，季节性影响不能忽视。

表 2：12 月钢价下跌 1.44%，长材跌幅大于板材

	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	154.7	155.4	-0.50%	156.9	-1.44%	168.0	-7.94%
长材	177.5	178.6	-0.59%	180.7	-1.78%	190.1	-6.63%
扁平	134.8	135.4	-0.38%	136.2	-1.04%	146.4	-7.90%
区域指数							
华东	157.7	158.8	-0.68%	160.0	-1.44%	169.2	-6.79%
华南	164.0	164.7	-0.39%	164.8	-0.49%	174.1	-5.79%
华北	147.9	148.4	-0.30%	150.7	-1.83%	162.4	-8.92%
中南	158.0	159.0	-0.63%	161.3	-2.01%	170.2	-7.16%
东北	146.9	147.3	-0.24%	148.3	-0.93%	157.7	-6.84%
西南	162.7	163.7	-0.56%	164.7	-1.17%	174.5	-6.74%
西北	156.0	156.4	-0.27%	159.6	-2.27%	171.9	-9.25%
品种指数							
螺纹	172.6	173.3	-0.43%	175.2	-1.50%	185.9	-7.17%
线材	180.7	182.3	-0.86%	185.1	-2.39%	194.9	-7.29%
中厚	155.8	156.5	-0.45%	157.5	-1.11%	173.5	-10.22%
热卷	150.0	150.5	-0.36%	150.1	-0.10%	162.8	-7.89%
冷板	119.2	119.4	-0.18%	120.8	-1.31%	127.1	-6.20%
镀锌	99.9	100.4	-0.50%	103.2	-3.20%	108.8	-8.15%

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 3：分品种钢价统计，本月长材表现较差

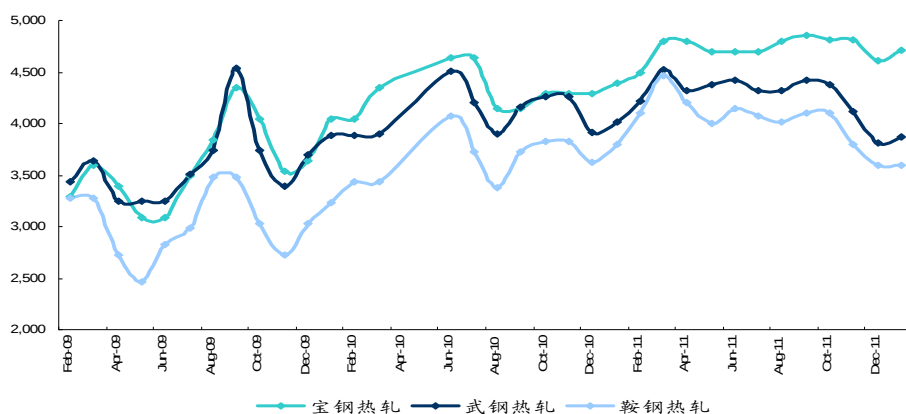
分品种钢价指数				价格波动幅度				
螺纹钢	最新	一月	二月	三月	年初	一年	历史低点	历史高点
北京地区	4,070	-1.69%	-4.01%	-13.03%	-9.96%	-9.96%	76.96%	-29.22%
上海地区	4,300	-1.38%	-0.92%	-6.11%	-6.52%	-6.52%	78.42%	-21.10%

武汉地区	4,280	-2.51%	-1.38%	-9.32%	-7.96%	-7.96%	74.69%	-24.65%
全国均价	4,254	-0.95%	-0.77%	-8.34%	-8.14%	-8.14%	74.63%	-24.91%
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	4,220	-1.86%	-1.40%	-9.83%	-7.66%	-7.66%	80.34%	-29.67%
上海地区	4,290	-2.05%	-0.69%	-9.68%	-9.11%	-9.11%	70.24%	-29.32%
武汉地区	4,320	-6.49%	-3.14%	-12.37%	-9.05%	-9.05%	67.44%	-28.60%
全国均价	4,349	-2.66%	-1.32%	-9.30%	-7.45%	-7.45%	76.00%	-27.43%
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	4,220	-0.24%	-1.86%	-9.05%	-7.05%	-7.05%	50.71%	-31.60%
上海地区	4,220	1.69%	1.44%	-6.22%	-5.38%	-5.38%	48.59%	-28.72%
武汉地区	4,250	0.47%	0.47%	-7.21%	-7.61%	-7.61%	45.05%	-29.17%
全国均价	4,219	0.05%	-0.80%	-8.60%	-7.74%	-7.74%	48.04%	-29.18%
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	5,250	-0.57%	-0.94%	-5.06%	-6.25%	-6.25%	75.00%	-30.00%
上海地区	5,290	0.00%	0.00%	-2.94%	-2.58%	-2.58%	78.72%	-29.84%
武汉地区	5,000	-0.99%	-5.30%	-7.92%	-6.19%	-6.19%	70.65%	-33.33%
全国均价	5,225	-0.84%	-2.57%	-5.31%	-5.22%	-5.22%	33.29%	-29.96%
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	4,090	-0.24%	-0.49%	-11.28%	-11.28%	-11.28%	47.12%	-36.59%
上海地区	4,350	0.23%	-2.25%	-9.00%	-9.00%	-9.00%	53.71%	-34.59%
武汉地区	4,190	-0.95%	-3.90%	-11.23%	-10.28%	-10.28%	46.50%	-36.03%
全国均价	4,184	-1.09%	-3.37%	-11.64%	-11.26%	-11.26%	44.57%	-36.87%

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

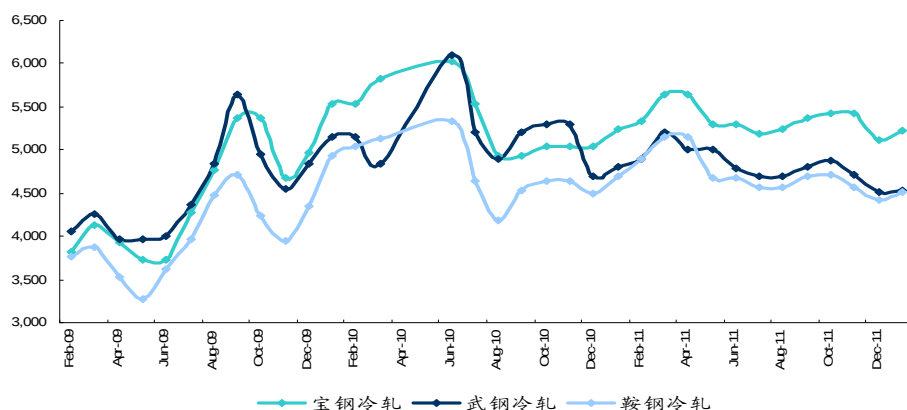
因为 11 月市场价出现回落, 主要大钢厂 12 月出厂价都选择了下调。滞后调整其产品出厂价的特点是大钢厂做出下调 12 月钢价的主要原因。然而, 即便 12 月现货钢价依然下跌, 但低位盈利的压力仍使几大主要钢厂小幅上调了其明年 1 月的产品出厂价, 从一定程度上说明了目前钢厂的压力。只是, 如果后期现货钢价无法跟随出现有效改善, 则钢厂最终的实际结算价格仍需要向市场价靠拢。

图 1: 三大钢热轧出厂价, 1 月调价均稳中有升



资料来源: 钢之家, 中联钢, 中钢协, 长江证券研究部

图 2：三大钢冷轧出厂价，1 月出厂价也都是稳中有升



资料来源：钢之家，中联钢，中钢协，长江证券研究部

12 月矿价跟随钢价出现小幅下跌

在行业盈利处于低位的情况下，钢价矿石联动性较为明显。本月矿价小幅下跌，矿石综合指数下跌 2.86%：1、12 月钢价小幅下跌，成为导致矿价小幅下跌的主要原因；2、日产量水平在 9、10 月经历了大幅回落后，在 11、12 月维持稳定但依然处于低位；3、从趋势上看，矿石行业高位盈利带动其供给加速释放，正逐步缓解较为紧张的供需格局；4、分品种看，较高的港口库存是对进口矿价形成直接压制，前期累积的较大跌幅在本月开始传导至国内矿。

表 4：矿石价格 12 月小幅下跌，国内矿跌幅大于进口矿

	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	152.8	154.9	-1.36%	157.3	-2.86%	181.9	-16.00%
进口矿	140.2	140.2	0.00%	141.2	-0.71%	172.4	-18.68%
国产矿	158.7	161.6	-1.79%	164.7	-3.64%	183.0	-13.28%
进口矿指数							
青岛港	141.5	140.5	0.71%	141.9	-0.28%	172.3	-17.88%
天津港	140.0	140.0	0.00%	142.7	-1.89%	172.0	-18.60%
京唐港	138.7	138.7	0.00%	140.0	-0.93%	173.3	-19.97%
曹妃甸	140.0	140.0	0.00%	140.0	0.00%	173.3	-19.22%
日照港	141.9	141.9	0.00%	141.9	0.00%	172.3	-17.64%
岚山港	141.9	141.9	0.00%	141.9	0.00%	172.3	-17.64%
连云港	139.6	139.6	0.00%	140.9	-0.92%	171.1	-18.41%
国产矿指数							
北 票	176.4	182.1	-3.13%	195.0	-9.54%	222.9	-20.86%
唐 山	154.6	157.9	-2.09%	159.9	-3.31%	183.7	-15.84%
金 岭	144.3	144.3	0.00%	144.3	0.00%	163.1	-11.53%
代 县	178.0	180.1	-1.17%	178.0	0.00%	204.9	-13.13%
繁 昌	160.3	160.3	0.00%	162.4	-1.29%	-	-

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/10	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%
Dec/11	154.7	-1.44%	-8.05%	152.7	-2.92%	-15.91%

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

盈利仍处低位, 估算毛利均处盈亏平衡边缘

受制于钢价的下跌, 我们估算的各品种毛利仍处盈亏平衡的边缘, 行业盈利水平仍处历史低位。

表 6: 11 月各品种估算毛利均有较大幅度的改善

分品种 估算毛利	成本钢价同步估算毛利					成本滞后一月估算毛利				
	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
2011 年 12 月底	231	222	62	77	73	160	151	-8	6	3

资料来源：Bloomberg，Wind，Mysteel，长江证券研究部

12 月钢铁行业下跌 7.65%，已连续 6 个月跑输大盘

12 月钢铁行业指数下跌 7.65%，已连续 6 个月跑输大盘，全 A 指数 12 月下跌 7.26%，沪深 300 下跌 6.97%，上证综指下跌 5.74%。

表 7：12 月钢铁行业指数下跌 7.65%，继续跑输大盘

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%
Dec-11	-7.65%	-7.26%	-0.38%	-6.97%	-0.68%	-5.74%	-1.90%

资料来源：Wind，长江证券研究部

跑赢行业的公司主要有：宝钢股份、济南钢铁、攀钢钒钛、莱钢股份、久立特材、华菱钢铁、鞍钢股份、新钢股份、包钢股份、本钢板材；

12 月从钢价与盈利数据来看，行业基本面都并未出现明显好转，月末行业的短期表现主要基于板块轮动下的超跌反弹。从跑赢行业的公司特点来看：1、具备一定题材且前期跌幅较

大的公司，如济南钢铁、攀钢钒钛、莱钢股份、新钢股份、包钢股份、本钢板材等；2、绝对 PB 与绝对股价都较低，具备较强防御抗跌特性的品种，如宝钢股份、华菱钢铁。

表 8：12 月行业内主要上市公司的表现统计

公司名称	12 月涨幅统计			钢铁行业	相对收益统计		
	12 月底	11 月底	12 月涨幅		沪深 300	上证综指	全 A 指数
钢铁	1,837.78	1,989.95	-7.65%	0.00%	-0.68%	-1.90%	-0.38%
沪深 300	2,345.74	2,521.52	-6.97%	0.68%	0.00%	-1.23%	0.29%
上证综指	2,199.42	2,333.41	-5.74%	1.90%	1.23%	0.00%	1.52%
全 A 指数	2,123.85	2,290.17	-7.26%	0.38%	-0.29%	-1.52%	0.00%
主要上市公司	12 月底	11 月底	12 月涨幅	钢铁行业	沪深 300	上证综指	全 A 指数
宝钢股份	4.85	4.84	0.21%	7.85%	7.18%	5.95%	7.47%
济南钢铁	3.45	3.47	-0.58%	7.07%	6.39%	5.17%	6.69%
攀钢钒钛	6.28	6.49	-3.24%	4.41%	3.74%	2.51%	4.03%
莱钢股份	7.17	7.41	-3.24%	4.41%	3.73%	2.50%	4.02%
久立特材	17.10	17.80	-3.93%	3.71%	3.04%	1.81%	3.33%
华菱钢铁	2.76	2.88	-4.17%	3.48%	2.80%	1.58%	3.10%
鞍钢股份	4.55	4.78	-4.81%	2.84%	2.16%	0.93%	2.45%
新钢股份	4.76	5.01	-4.99%	2.66%	1.98%	0.75%	2.27%
包钢股份	4.12	4.42	-6.79%	0.86%	0.18%	-1.05%	0.48%
本钢板材	4.66	5.02	-7.17%	0.48%	-0.20%	-1.43%	0.09%
武钢股份	2.89	3.13	-7.67%	-0.02%	-0.70%	-1.93%	-0.41%
新兴铸管	6.39	6.93	-7.79%	-0.15%	-0.82%	-2.05%	-0.53%
马钢股份	2.48	2.73	-9.16%	-1.51%	-2.19%	-3.42%	-1.90%
三钢闽光	7.11	7.84	-9.31%	-1.66%	-2.34%	-3.57%	-2.05%
重庆钢铁	2.89	3.20	-9.69%	-2.04%	-2.72%	-3.95%	-2.43%
安阳钢铁	2.67	2.97	-10.10%	-2.45%	-3.13%	-4.36%	-2.84%
柳钢股份	3.47	3.87	-10.34%	-2.69%	-3.36%	-4.59%	-3.07%
凌钢股份	5.49	6.13	-10.44%	-2.79%	-3.47%	-4.70%	-3.18%
太钢不锈	3.73	4.17	-10.55%	-2.90%	-3.58%	-4.81%	-3.29%
南钢股份	2.78	3.12	-10.90%	-3.25%	-3.93%	-5.16%	-3.64%
杭钢股份	3.98	4.49	-11.36%	-3.71%	-4.39%	-5.62%	-4.10%
酒钢宏兴	3.76	4.27	-11.94%	-4.30%	-4.97%	-6.20%	-4.68%
首钢股份	2.68	3.05	-12.13%	-4.48%	-5.16%	-6.39%	-4.87%
韶钢松山	2.70	3.09	-12.62%	-4.97%	-5.65%	-6.88%	-5.36%
大冶特钢	9.72	11.25	-13.60%	-5.95%	-6.63%	-7.86%	-6.34%
鄂尔多斯	11.84	13.79	-14.14%	-6.49%	-7.17%	-8.40%	-6.88%
河北钢铁	2.86	3.44	-16.86%	-9.21%	-9.89%	-11.12%	-9.60%
八一钢铁	7.31	8.82	-17.12%	-9.47%	-10.15%	-11.38%	-9.86%
方大特钢	3.87	4.68	-17.31%	-9.66%	-10.34%	-11.57%	-10.05%
广钢股份	5.82	7.13	-18.37%	-10.73%	-11.40%	-12.63%	-11.11%
西宁特钢	6.51	8.21	-20.71%	-13.06%	-13.74%	-14.96%	-13.44%
抚顺特钢	4.03	5.56	-27.52%	-19.87%	-20.55%	-21.78%	-20.26%
方大炭素	8.76	13.15	-33.38%	-25.74%	-26.41%	-27.64%	-26.12%

资料来源：Wind，长江证券研究部

行业低位趋稳，改善仍需等待动力

自 9 月开始出现下滑，行业在 11、12 月呈现出的主要特征是逐步趋稳。这种稳定体现在产量和钢价两个方面。在库存一直以来因为资金成本的因素维持低位的情况下，产量和钢价虽然经历了回落但毕竟重新企稳的现实说明了目前的需求至少维持在了了一定的水平上，也是本轮需求回落跟 2008 年 4 季度最显著的差别之一。

但不得不说的是，这种低位企稳的情况维持了相当长的时间，其背后虽然说明了需求没有出现休克的迹象，但也说明了需求并未出现明显复苏。按照钢协的统计数据，年内旬度的日均粗钢产量在今年 6 月下旬创出 201.8 万吨的历史新高后，自 11 月初已经连续 5 旬维持在 166 万吨左右的水平，下滑幅度达到了 17.44%。

最关键的是，至少我们在 1 月很难看到这种现象有改善的迹象。持续低迷的实际需求、相对悲观的预期叠加春节因素，1 月无论是产量还是钢价如能继续维持稳定已经实属不易。假如这种低位的企稳继续延续，我们必须面对的是 1 月乃至 2012 年上半年同比数据的大幅回落。

假定行业继续维持当前的产量价格水平不变，即 1 月环比变化为 0，那么 1 月钢价同比将下降约 10%，产量同比下降幅度更是达到 16% 以上。在这种情况下，行业盈利很难指望有根本性改善。

在盈利环比继续低位、同比大幅回落的情况下，从基本面上来看，超额收益无从谈起。而因为 2011 年的景气高企，即便我们将预期放松至 2 月，这种情况延续的概率依然较大。

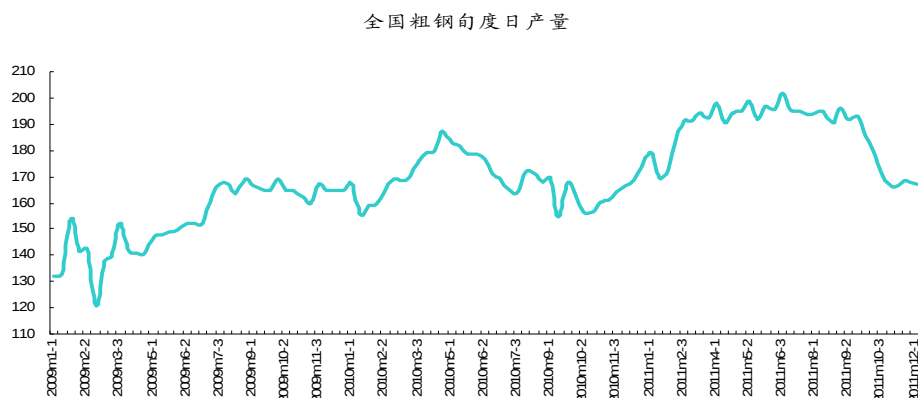
当然，经过了大幅下跌的股价已经连续 6 个月跑输大盘，从概率上来说需要注意反弹的可能性。也许当环比开始出现好转时，行业机会将会出现，不过我们至少得观察到一些领先指标比如钢材期货价格以及下游先导性行业的数据出现一定好转。而且，不得不说的是，因为整体行业均表现欠佳，行业相对 PB 同样不占据绝对优势。

建立在这一逻辑下的投资策略，我们更倾向于选择前期跌幅较大、绝对股价与 PB 较低具备一定防御性，同时也具备一定弹性的品种。

产量开始在低位趋稳，期现价格依然倒挂

粗钢日产量的迅速下降是近期下游需求萎缩的最直接反映。

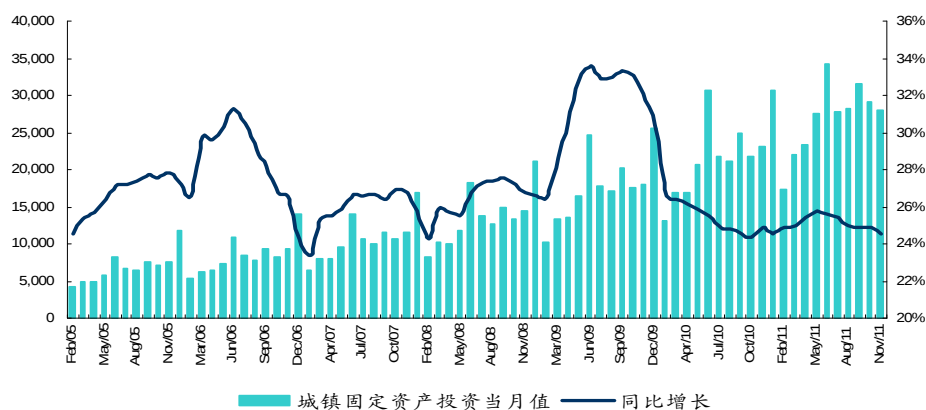
图 3：旬度粗钢日产量水平迅速下降



资料来源：中钢协，长江证券研究部

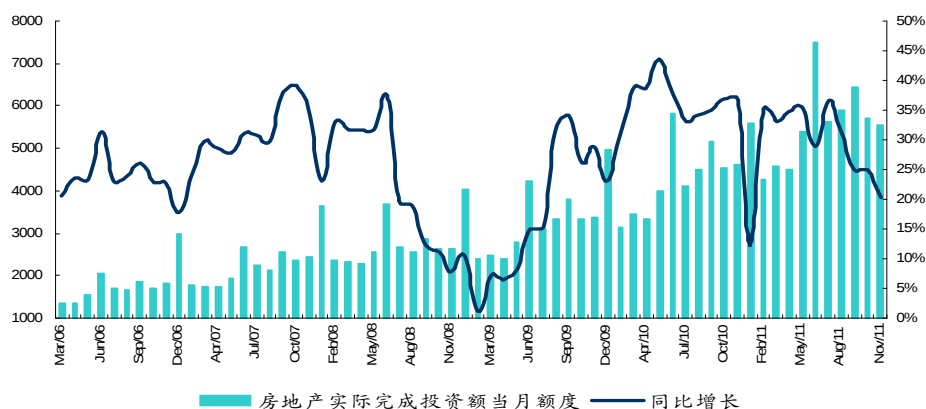
需求的回落一方面来自前期固定资产投资增速过高后的自然回落，另一方面受制于房地产调控带来的房地产投资下滑。

图 4：上半年固定资产投资增速处于高位，目前面临下滑压力



资料来源：WIND，长江证券研究部

图 5：房地产实际完成投资额同比增速持续下降



资料来源：WIND，长江证券研究部

对需求下滑的担忧是使得期现倒挂的最直接原因，自 2011 年 4 月开始即持续倒挂的期货价格反映了市场心理对远期需求可能回落的担忧。而季节性因素叠加节日的影响则进一步加大了短期钢价上行的压力。

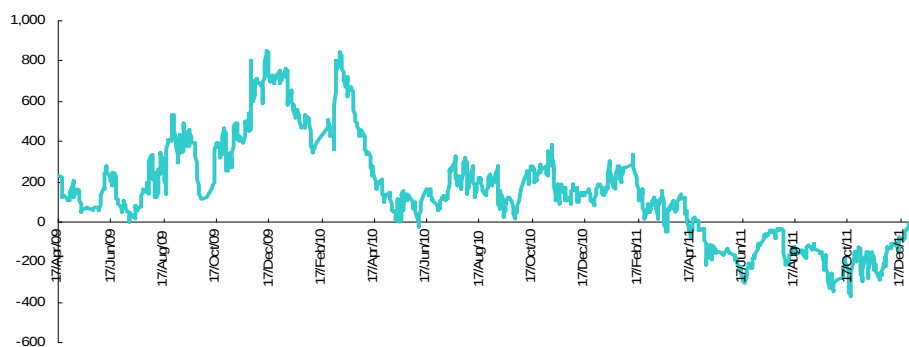
图 6：现货与期货价格低位震荡，期货依然低于现货



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：期现价差依然为负，但近期持续有所恢复

螺纹钢主力合约期现价差

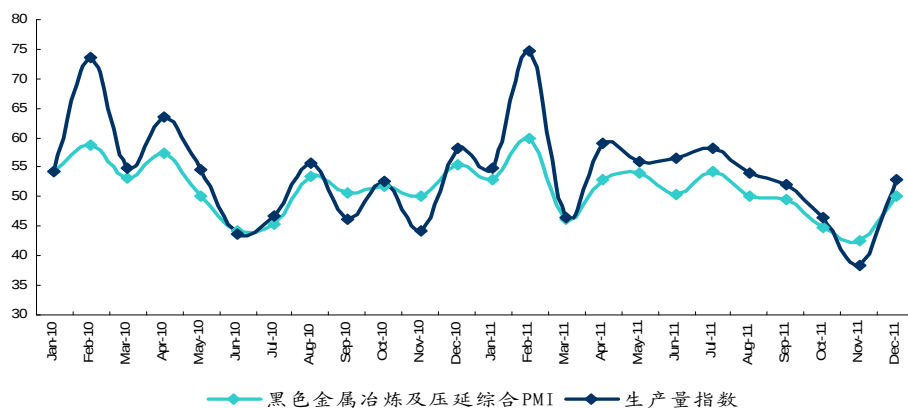


资料来源：Wind，长江证券研究部

1 季度行业 PMI 数据有所好转，但并不足够

从 12 月分行业 PMI 来看，钢铁产量与价格近期的趋稳使 12 月这一指数为 50.2，说明行业运行状态环比上月基本持平，进一步证实了需求在回落后出现逐步企稳的迹象。

图 8：黑色金属冶炼及压延行业 PMI 指数 12 月为 50.2



资料来源: Wind, 长江证券研究部

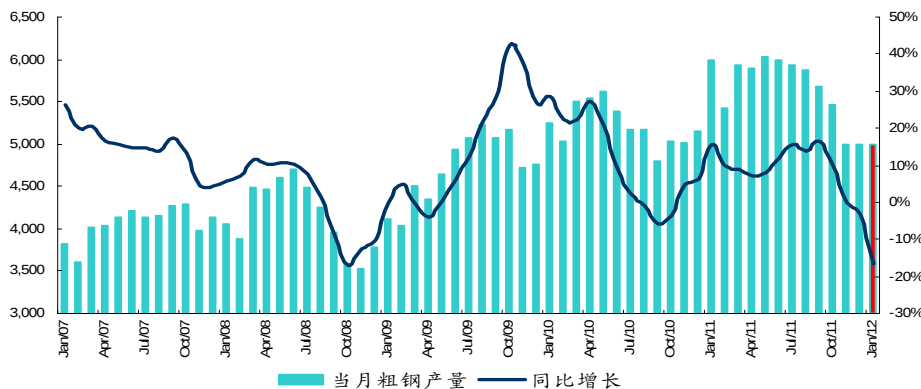
假如这种低位的企稳继续延续,我们必须面对的是1月乃至2012年上半年同比数据的大幅回落。假定行业继续维持当前的产量价格水平不变,即1月环比变化为0,那么1月钢价同比将下降约10%,产量同比下降幅度更是达到16%以上。在这种情况下,行业盈利很难指望有根本性改善。

图9: 假定明年1月钢价维持12月水平不变,则同比下跌约10%



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图10: 假定明年1月产量维持12月水平不变,则同比有16%左右的降幅



资料来源: Wind, 长江证券研究部

投资策略：关注绝对股价与PB低，但有一定弹性的品种

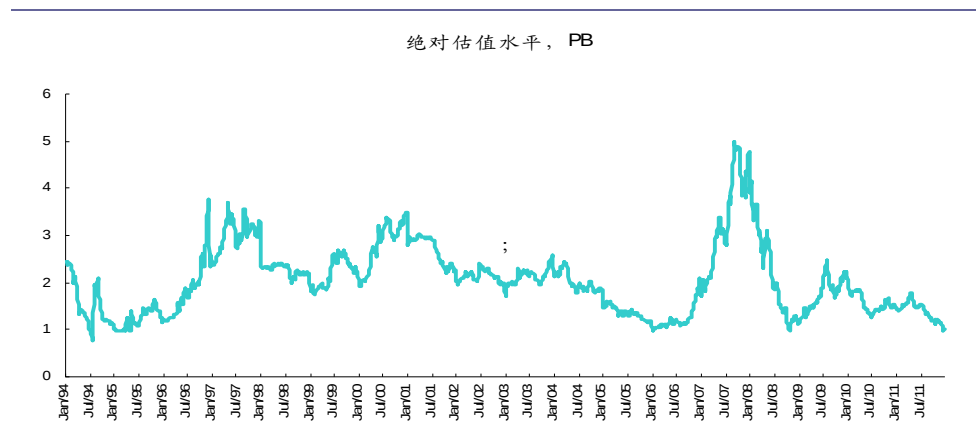
经过了大幅下跌的股价已经连续6个月跑输大盘,从概率上来说需要注意反弹的可能性。也许当环比开始出现好转时,行业机会将会出现,不过我们至少得观察到一些领先指标比如钢材期货价格以及下游先导性行业的数据出现一定好转。而且,不得不说的是,因为整体行业均表现欠佳,行业相对PB同样不占据绝对优势。

从行业估值水平来看,虽然绝对PB处于历史低位,但相对沪深300的PB水平仍处在中值偏高的位置,即便将银行剔除后,这一相对估值指标也处于并不算低的水平,取得持续相对收益的条件与空间都还不算充分。

基于我们以上的分析,1月在政策面不发生变化的情况下,仍有可能呈现震荡筑底的格局,

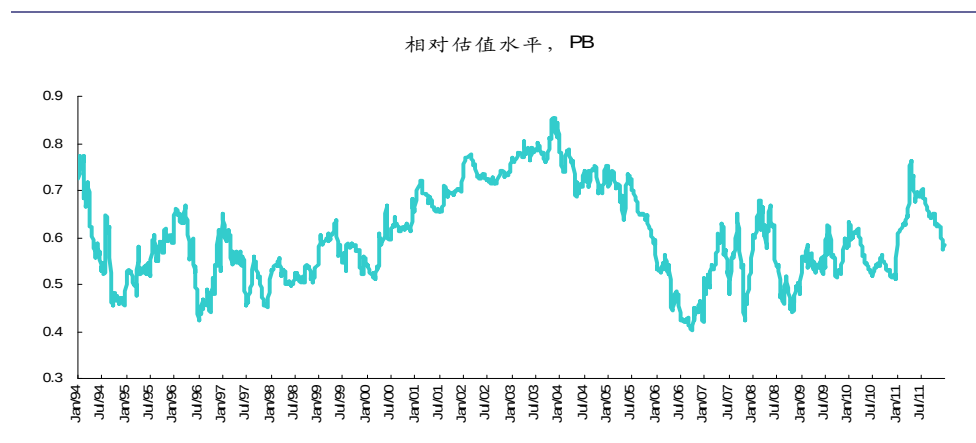
钢价上行乏力，盈利难以改善，因此品种的选取依然建议关注绝对股价与 PB 较低，具备一定防御性的品种。

图 11：行业绝对 PB 水平处在历史低位



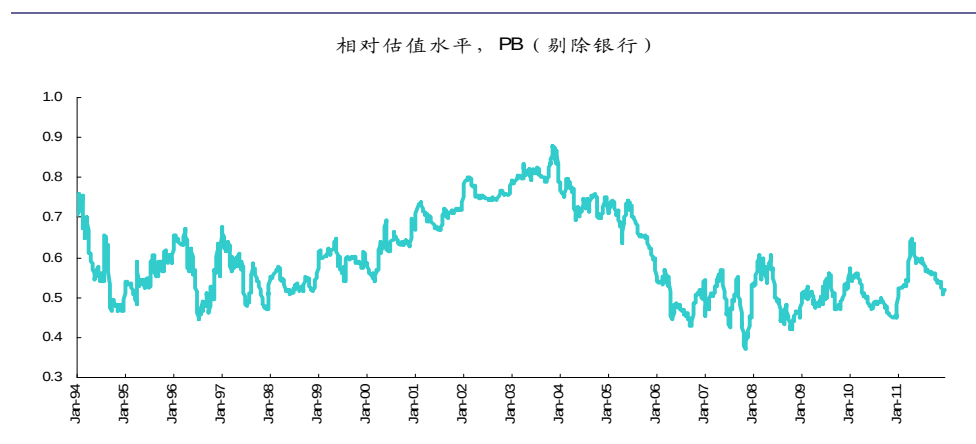
资料来源：Wind，长江证券研究部

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

综合考虑我们建议的 2012 年 1 月投资组合为：

有业绩支撑且具备区域优势的新兴铸管、八一钢铁，估值偏低的宝钢股份、华菱钢铁等。

表 9：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	4.85	0.74	0.42	0.51	6.55	11.55	9.51
凌钢股份	5.49	0.74	0.65	0.75	7.42	8.45	7.32
新兴铸管	6.39	0.70	0.80	0.94	9.13	7.99	6.80
八一钢铁	7.31	0.69	0.89	1.05	10.59	8.21	6.96
河北钢铁	2.86	0.21	0.19	0.24	13.62	15.05	11.92
鞍钢股份	4.55	0.28	0.04	0.15	16.25	113.75	30.33
武钢股份	2.89	0.17	0.20	0.27	17.00	14.45	10.70
南钢股份	2.78	0.24	0.34	0.49	11.58	8.18	5.67
大冶特钢	9.72	1.25	1.27	1.32	7.78	7.65	7.36
华菱钢铁	2.76	-0.88	0.01	0.16		276.00	17.25
新钢股份	4.76	0.26	0.26	0.31	18.31	18.31	15.35
韶钢松山	2.70	0.01	0.02	0.11	270.00	135.00	24.55
西宁特钢	6.51	0.31	0.52	0.60	21.00	12.52	10.85
柳钢股份	3.47	0.25	0.14	0.20	13.88	24.79	17.35
太钢不锈	3.73	0.24	0.30	0.40	15.54	12.43	9.33
本钢板材	4.66	0.30	0.30	0.39	15.53	15.53	11.95
酒钢宏兴	3.76	0.23	0.41	0.52	16.35	9.17	7.23
杭钢股份	3.98	0.42	0.43	0.45	9.48	9.26	8.84
马钢股份	2.48	0.14	0.05	0.16	17.71	49.60	15.50

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。