

■ 金牛分析师巡礼(钢铁篇)

钢铁：行业盈利见底存疑 钢铁股行情现争论

今年以来,钢铁板块基本上呈现类“L”型走势:尽管下跌幅度大且持续时间长,但抄底钢铁股的资金仍少之又少。究其原因,还是该行业盈利前景存疑,且全行业亏损状况短期难现实质性的改善。四季度,来自投资层面的拉动作用预计不大,钢铁股暂时还难走出“L”型怪圈,至于阶段性的反弹行情能否出现,那就是仁者见仁智者见智的问题了。



长江证券黑色金属研究小组



齐鲁证券 郭慧



国信证券 郑东



招商证券 张士宝



申银万国 毛深静

2011年金牛分析师黑色金属领域榜单

第一名:长江证券 刘元瑞

第二名:齐鲁证券黑色金属研究小组(郭慧、周涛)

第三名:国信证券黑色金属研究小组(郑东、秦波)

第四名:招商证券 张士宝

第五名:中银万国证券黑色金属研究小组(郑治国等)



长江证券：四季度钢铁板块难现超额收益

从实际经验来看,由于钢铁行业股价与铜价走势的相关性一直较强,因此,每逢“金九银十”的四季度,市场总是对旺季带来的需求增量抱有或多或少的期望。当然,从历史经验上看,淡旺季规律并非稳定出现,这说明对于钢铁这种以投资为核心驱动力的行业来说,短期的需求波动、中期的库存周期调整以及较长期的经济形势变化都会对行业造成影响。那么,在目前这个时点上,我们对四季度究竟应该抱有一个怎样的期待呢?

通过梳理2000年以来的5次四季度旺季不旺的行业与宏观经济运行特征,我们发现了几点可以借鉴的结论:其一,每次出现旺季不旺时,均处于内需下行调整的周期阶段,这说明经济的趋势性效应起了主导作

用。其二,内需快速回落的冲击将使得季节性作用微乎其微,如2008年和2011年的四季度。其三,经济周期在经历较长时间的调整之后,下行的趋势会相对较弱,如2001年四季度,从这一点来看,2012年我们似乎又在经历这样的过程。

当前可以确定的是,经济调整尚未见底,据此判断今年四季度钢铁行业出现旺季不旺的现象,应该是大概率事件。不过,从周期调整的阶段来看,我们似乎不必对今年四季度的下行趋势作用过于悲观;其一,从地产销售与新开工、汽车的产销量以及固定资产投资同比趋势来看,经济快速下行的趋势已经出现一定的放缓迹象。其二,经历7、8月的原材料与产成品加速去库存后,制造业

进入去库存的中后期。钢铁产业链方面,钢材库存已经从下游及中间贸易商传递至重点钢厂手中,即使如此,重点钢企厂内库存9月开始也有所下降。如果未来下游需求有所恢复,库存对铜价上行的干扰应该不会很显著。其三,现金利润的恢复使得钢企大幅减产的概率不大,但考虑产成品库存压力和终端需求尚未明显恢复,重点钢企控制产量的意愿仍较为强烈。因此,减产放缓是大概率事件,除非需求快速萎缩,后期产量出现类似去年四季度大幅下滑的可能性不大。

投资策略方面,一方面,基于库存周期的影响,钢铁行业去库存的进度较快,我们没有必要过于悲观;另一方面,即使四季度经济企稳回升,钢铁行业持续低迷和中期增

长缺乏改善动力的基本面,仍将导致行业持续获得超额收益的概率不大。因此,我们建议关注具备业绩保障和一定弹性优势的八一钢铁和新兴铸管,具备估值优势和回购题材利好的宝钢股份也值得长期关注。

■ 研究成果展示:

转型起点,政策立竿需见影——钢铁行业2012年中期投资策略》2012年6月18日
技术进步下的替代与创造——从金刚石看新材料的成长之路》2012年9月18日
《长江钢铁9月月报:9月行业触底依赖实质性减产出现》2012年9月5日
《长江钢铁2012年2月月报:需求可能正在触底反弹》2012年2月6日

齐鲁证券：钢铁公司将长期低速增长

钢铁行业双层阶梯式的成本结构,决定了上市公司的命运。由于钢铁公司多具备国有资产背景,在2010年前依靠铁矿原料双轨制,大部分上市公司因占据成本线底端而获得较好的盈利水平。而失去双轨制优势后,由于运营体制上相对民营钢企存在一定缺陷,钢企成本结构发生倒置,进而造成近年来盈利能力的恶化,面对这一困境,行业需要新变化。

产能富余是制造业的常态,但不是上市公司低利润的理由。决定钢铁行业市场参与者的盈亏变化,主要来自于两点:行业产能利用率和具体企业在加工成本曲线中所处的相对位置。前者主要着眼于周期性需求变化,而后者主要是企业在行业中的中长期成本地

位。企业无法改变行业周期,但可以在了解周期的基础上优化自己的市场地位。因此企业盈利的好转,有两种可能性:一方面是阶段性行业周期转变下产能利用率的上升,另一方面是成本曲线中相对位置的位移。

近期发改委已对项目审批提速,同时,房地产政策预期已经显露出宽松信号。但较2009年“四万亿”的时代,似乎此役主旨只是拉动经济不至于过分“失速”,另一方面则引导经济加速转型。如果仅按照目前规模来看,按照目前公布的基建项目,清洁能源占比较大,与钢铁相关的建筑施工方面投资约为3000亿元左右。我们将供需状态进行对接测算,预计三季度产能利用率逐月回升,上市企业亏损幅度有望环比改善,但距离产

能短缺仍有一定距离,国有企业想获得利润难度依然较大。

钢铁行业经营模式近似于地产销售,大部分采用预售款模式:即贸易商预付全款给钢铁企业,生产企业依靠全额货款进行生产运营。但今年由于钢贸业自身问题大量暴露,实现预付款模式已经难以为继,企业生产经营现金流压力加大。尤其是民营钢铁企业,在2009年之后高利润所催生的高速扩产潮中,投资杠杆较大,企业资金压力更加明显。而国企兼具国家信用的内在特质,在地方政府扶植和银行授信上存在天然优势。若持续进行“拼血”式市场竞争,部分民营钢厂可能会由于抗失血能力偏弱而遭到行业清理出局。

未来钢铁市场需求长期低速增长将是

大概率事件,企业间竞争更像是一场“零和博弈”。具备成本优势的钢企进行扩张意味着另一方钢企市场的萎缩。我们认为,目前处于劣势的国有钢企一旦出现长期亏损甚至破产风险,将迫使政府尽快对两类钢铁产能做出取舍。对比其他行业经验及本行业政策,博弈中国有钢厂胜出概率较大,若更加严厉的歧视性政策出台,民营产能将遭到市场驱逐,上市公司有望获得成本线倒置的机会,中长期利润改善可期。

■ 研究成果展示:

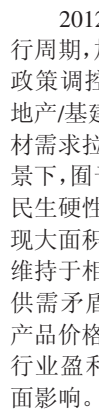
《夕阳行业中的朝阳地带》2012年8月
《仿佛若有光》2012年6月
《把握正弦波动向上的机会》2012年2月

■ 研究成果展示:

《钢铁行业2012年中期投资策略:在调整中举步维艰》2012年6月18日
《钢铁和新材料行业2012年中报总结:钢管、磁性材料、金刚石等增长较好》2012年9月7日
《钢铁行业9月月报及投资策略:关注政策驱动下的反弹》2012年9月7日
《钢铁行业月报 铜价触底反弹 底部有待确认》2012年10月12日
《钢铁行业:价格大幅下跌 产量依然保持高位》2012年8月7日
《钢铁行业月报:铜价持续回落 行业整体低迷》2012年6月11日
《钢铁行业月报:旺季来临推动盈利恢复》2012年5月8日



招商证券：四季度或现超跌反弹



2012年中国经济进入下行周期,加之下游相关行业的政策调控继续,下游行业(房地产/基建、汽车/机械等)对钢材需求拉动作用趋弱;在此背景下,囿于地方利益的驱动和民生硬性的约束,钢厂并未出现大面积的减产潮,供给持续维持于相对高位。我们认为,供需矛盾锐化导致钢铁行业产品价格大幅下跌,进而给全行业盈利水平带来较大的负面影响。

据中钢协统计显示,中钢协会员企业上半年盈利同比减少96%。另上市公司三季报预告显示,业绩普遍预减,全行业盈利水平进入低谷。

自发改委批复万亿基建项目以来,2012年9月份宏观数据显示社会总需求有所企稳,铜价阶段性底部基本明确,在流动性预期进一步宽松以及需求悲观预期有所好转的支持下,铜价存在一定反弹的空间,迄今综合指数反弹幅度超过10%。钢材和铁矿石持续去库存化。相应的原燃料价格走势与铜价走势基本类似,时间稍有滞后。

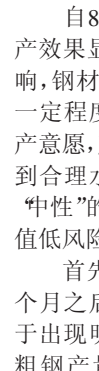
我们认为,钢铁企业三季度仍处于盈利低谷,四季度业绩稍有好转将是大概率事件。关注四季度钢铁行业超跌反弹机会以及新材料行业优质公司的投资机会。

中长期来看,钢铁行业根本症结仍然是结构性过剩、低端重复建设严重、高端相对不足的产业结构问题。未来去产能化和市场化兼并重组才是解决当前行业困局的正确方向。

目前钢铁板块整体估值处于低位。经过一年的弱势调整,钢铁板块整体估值水



申银万国：钢铁股阶段性底部未到



自8月开始,钢铁行业减产效果显现,但近期受QE3影响,钢材价格出现反弹,并在一定程度上削弱了厂商的减产意愿,产能利用率仍未下降到合理水平,我们维持行业“中性”的评级,建议配置低估值低风险品种。

首先,在毛利持续下滑5个月之后,8月份钢铁行业终于出现明显减产的迹象,8月粗钢产量从上周的194万吨(年化7.1亿吨)下降到8月下旬的187万吨(年化6.8亿吨),产量降幅达3.6%;但是近期受QE3影响,铜价价格出现快速反弹,并削弱厂商的减产意愿。9月中钢协公布的数据显示,全国范围内粗钢产量为190万吨(年化6.9亿吨),较8月下旬反弹1.2%,产量的快速反弹加大了供给面压力。

其次,钢铁产量的逐步下滑,并带动上游铁矿石和焦煤价格的下跌,前期62%普氏指数已经超预期跌破90美元的心理关口,焦煤价格出现了大幅下降。虽然QE3带来了大宗商品的迅速反弹,但是缺乏基本面的支撑,上游价格后期仍然存在大幅回落的压力,上游价格的下滑将使得钢材价格重心下移,并压制钢材市场价格的表现,从而造成该板块缺乏应有的上涨催化剂。

再次,根据申万钢铁小组的研究,历史上钢铁行业在毛利低位(400元/吨附近)和产能利用率较低(<75%)时,通常也伴随着阶段性底部的出现;但按照目前的190万吨的粗钢日产量(年化6.9亿吨),产能利用率还未明显下降到合理水平,经济周期叠加政治周期使得厂商的行为,难以完

平创出历史新低,整体钢铁行业PB估值为0.87倍,普钢类公司为0.8倍,目前二级市场股价对未来悲观预期已经有所反应,股价具备较好的安全边际。特别是一些业绩相对较好,盈利能力较强的公司股票,如大冶特钢,受到钢铁行业整体估值水平的下移拖累,估值水平明显偏低,具备较好的长期投资价值。而受益于万亿基建刺激的传统类钢铁公司,如宝钢股份、八一钢铁、三钢闽光和太钢不锈钢具备一定的机会;同时,盈利稳定且具备新材料概念的上市公司,如豫金刚石、国瓷材料和钢研高纳也值得关注,这其中不乏具有较强业绩支撑但遭受一定程度错杀的股票,如大冶特钢、新兴铸管,这些公司都是四季度较好的投资标的。

■ 研究成果展示

《钢铁行业2012年四季度投资策略:受益万亿基建项目,未来行业盈利或将好转》2012年9月12日
《钢铁产业特钢产业专题之一:生逢正当时,高速发展可期》2012年7月25日
《钢铁行业2012年度中期投资策略:中场休息,静待政策利好爆发》2012年6月12日
《钢铁行业2012年2季度投资策略:进入旺季,盈利反转-机会在特钢、新材料、重组和区域性长材公司》2012年4月13日
《钢铁行业2012年二季度投资策略:进入旺季 盈利反转》2012年4月11日
《钢铁行业2012年度投资策略:2011负重缓行,2012轻装前进》2011年12月7日

国信证券：下半年钢铁业绩或继续下滑

自年初以来,铜价持续下跌,主要是受产能过剩和下游需求不旺所致。目前铜价已经接近2009年的低点,大部分钢铁冶炼企业业绩大幅下滑,亏损的公司占到四成。近期原料价格大幅下跌,在国家发改委审批项目加速刺激下,铜价有所回稳。四季度,如果果不进一步出台刺激政策,我们认为铜价将以稳定为主,涨跌幅度都不会太大,原料价格也将企稳,钢铁企业整体业绩下半年比上半年还会有所下滑。

具体来看,9月粗钢日均产量较8月继续小幅下降,但全国粗钢日均产量仍位于高位。9月钢材价格继续全面回升,出现企稳的迹象,但铜价回升仍受产能过剩的压制。截至9月底,螺纹钢均价为3647元/吨,月环比增加了130元/吨,增幅3.56%;热轧均价3607元/吨,月环比增加了188元/吨,

增幅为5.21%;冷轧均价4448元/吨,月环比下降25元/吨,降幅为0.56%;线材均价3633元/吨,月环比增加了91元/吨,增幅2.50%;中厚板均价3576元/吨,月环比增加了122元/吨,增幅为3.41%。从全国范围的库存来看,9月各钢材品种库存均有下跌,其中,线材、螺纹钢库存大幅下降23%和15%。

在全球经济趋缓的大背景下,今年钢铁下游需求不旺,进而导致钢铁价格持续回落。

截至2012年9月28日,美国热轧575美元/短吨,月环比下降40美元/吨,跌幅为6.9%;冷轧655美元/短吨,月环比跌35美元/吨,跌幅为5.3%;中厚板838美元/短吨,月环比跌22美元/吨,跌幅为2.6%。北欧热轧485欧元/吨,月环比跌20欧元/吨,跌幅为

4.1%;冷轧555欧元/吨,月环比跌20欧元/吨,跌幅为3.6%;中厚板674欧元/吨,月环比下跌30欧元/吨,跌幅为4.4%;镀锌板585欧元/吨,月环比跌25欧元/吨,跌幅为4.2%;螺纹钢490欧元/吨,月环比上升5欧元/吨,升幅为1.0%;线材490欧元/吨,月环比上升5欧元/吨,升幅为1.0%。

我们建议关注估值位于底部、业绩稳定,且具有成本优势、盈利能力较强的公司。QE3推出,推动资源价格上涨,我们建议关注具有上游资源优势、未来有铁矿石注入预期、矿石自给率较高的公司。建议重点关注宝钢股份、包钢股份、攀钢钒钛、新兴铸管、方大特钢等个股。新材料行业建议关注盈利能力提升的金刚石和磁性材料公司,如黄河旋风、豫金刚石、宁波韵升、中科三环、银河磁体等。