



长江证券
CHANGJIANG SECURITIES

汇聚财智 共享成长

探本末，求始终

钢铁行业2013年中期投资策略



产能调整期：钢价持续低迷，等待产量出清

物有本末，事有终始，知所先后，则近道矣 —— 《大学》

□ 本与末：需求为本，库存是末

库存周期的本质，在于通过划分供需周期寻找价波动的历史规律，而不在于库存本身。库存周期传导路径为：需求-价格（供需格局）-下游原材料库存-中间社会库存-上游产成品库存，需求是驱动库存周期波动的根本原因，库存滞后钢价见底也是验证。

□ 始与终：始于需求，终于供给

需求增速无可避免放缓的钢铁行业进入产能调整期，供给对价格的抑制拉长了主动去库存过程，也弱化主动补库效应。产能出清是一个长期过程，下半年难现钢价拐点。即使减产后出现补库，但缺乏强劲复苏预期的补库只是短暂且幅度有限的行为，无法成为影响投资的主要因素。

□ 全产业链进入产能调整期，成本支撑下移，钢价逐步下台阶

□ 上游进入产能调整期价格长期低迷，但下游细分领域存在机会

目录

- 一、本与末：库存，非钢价之所然
- 二、始与终：产量出清，任重而道远
- 三、近道矣：上游低迷，下游精彩

本与末：库存，非钢价之所然

1 社会库存降至去年9月水平，补库能否值得期待？

- 社会库存同比降至去年8月末的位置
- 社会库存环比去化好于2012年
- 能否复制2012年9月反弹的行情？

图1：目前库存同比降至去年8月末的位置

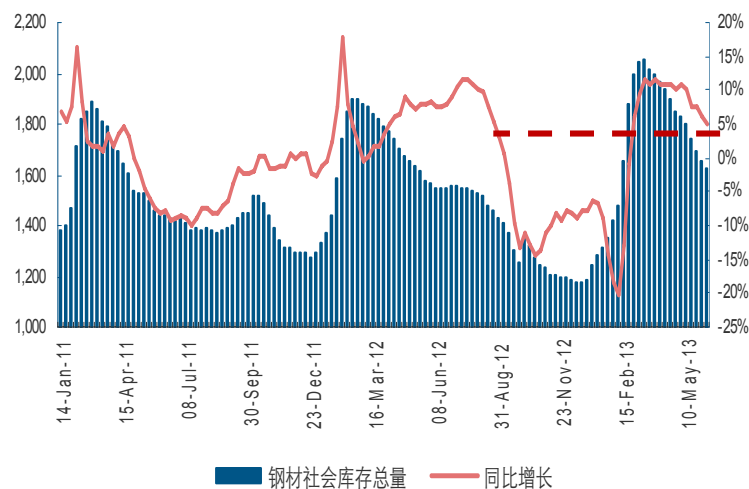


表1：库存环比去化好于去年同期水平

库存去化幅度	社会库存	重点钢企库存	全国旬度产量环比	重点旬度产量变化
2013年库存去化	-20.91%	-10.70%	4.37%	2.51%
2012年同期去化	-18.42%	-7.76%	15.32%	2.82%
2011年同期去化	-23.69%	-12.48%	0.62%	0.88%
2010年同期去化	-15.54%	11.42%	5.88%	6.30%
2009年同期去化	-19.96%		8.08%	

本与末：库存，非钢价之所然

2 库存本身从来都不构成判断钢价涨跌的标准

- 钢价领先库存见底，尤其是在去库存过程

表2：钢价先于库存见底

钢价阶段见底时间	社会库存距前期高点降幅	库存见底时间
2008年11月13日	-36.37%	2008年12月5日
2009年4月10日	-10.03%	2009年6月26日
2009年10月16日	持续上升	
2010年7月16日	-17.29%	2010年12月17日
2012年2月17日	创当年新高	
2012年9月7日	-25.61%	2012年12月14日

资料来源：Wind，长江证券研究部

本与末：库存，非钢价之所然

2 库存本身从来都不构成判断钢价涨跌的标准

- 库存波动跟随需求变化
- 需求好的年份补库力度大、库存降幅小，反之不然
- 由于需求逐步下台阶，4季度去库存时间逐年拉长

表3：库存跟随需求波动，难以独立判断钢价

	1季度补库存幅度	4季度加速下降时间	4季度库存降幅	全年高点到低点去库存幅度
2007	61.31%	49	-11.18%	-36.67%
2008	80.33%	56	-29.76%	-42.85%
2009	100.19%	不存在	不存在	持续上升
2010	56.77%	70	-17.25%	-31.08%
2011	47.59%	76	-15.95%	-32.43%
2012	48.77%	147	-24.28%	-38.29%
2013	75.19%			
平均	67.16%	79.6	-19.68%	-36.26%

本与末：库存，非钢价之所然

2 库存本身从来都不构成判断钢价涨跌的标准

- 去库存，或有一定的共性
- ✓ 钢价下跌持续时间：4~5个月
- ✓ 钢价下跌期间库存降幅：14%以上
- ✓ 从高点计算社会库存降幅：25%以上
- ✓ 减产有助于库存去化
- ✓ 去库存的结束均以需求恢复为前提，钢价先于库存见底

表4：去库存导致的钢价下跌过程持续4~5个月

去库存	钢价下跌持续时间	价格跌幅	钢价下跌期间库存降幅	减产时间	钢价见底时间	库存见底时间
2008	132	-40.88%	-13.84%	4季度持续减产	13-Nov-08	5-Dec-08
2012	147	-20.93%	-19.00%	8月中下旬	7-Sep-12	14-Dec-12

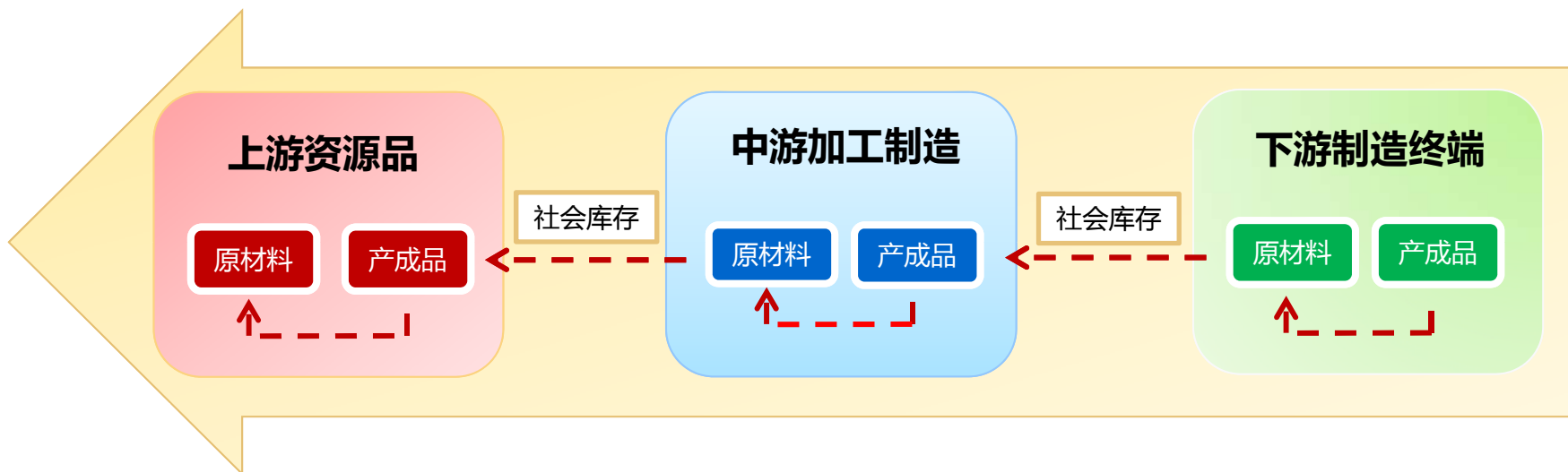
资料来源：Wind, Mysteel, 长江证券研究部

本与末：库存，非钢价之所然

3 库存周期，从宏观与行业研究的视角说起

- ❑ 制造业，包括原材料和产成品库存
- ❑ 产业链，下游原材料库存、上游产成品库存，中间贸易环节库存
- ❑ 宏观研究，上下游内部化，只关注与产出相关的产成品库存
- ❑ 钢铁行业，如何看待钢厂铁矿石库存、钢企钢材库存、贸易商社会库存？

图2：制造业产业链“自下而上”库存周期传导



本与末：库存，非钢价之所然

3 产成品库存周期，跟随需求被动波动

- ❑ 充分竞争中，成熟的钢铁企业从不投资产成品库存
- ❑ Δ 供给（产量）— Δ 需求（销量）= Δ 库存（产成品库存）
- ❑ 产量跟随销量调整，产成品库存调整更加被动
- ❑ 研究库存周期实际上是，利用有形的产量与库存反推无形的需求波动

表5：制造业企业产成品库存跟随需求与产量被动波动

需求变动	供给变动	库存表现	钢价表现	库存周期阶段
放缓	继续上升	被动型增加，库销比上升超出正常水平	高位震荡下跌	被动补库存
下降	下降	主动性减少，库销比开始下降	加速下跌	主动去库存
复苏	平稳	被动型减少，库销比快速下降	触底反弹	被动去库存
快速上升	跟随上升	主动性增加，库销比回升正常水平	继续上涨	主动补库存

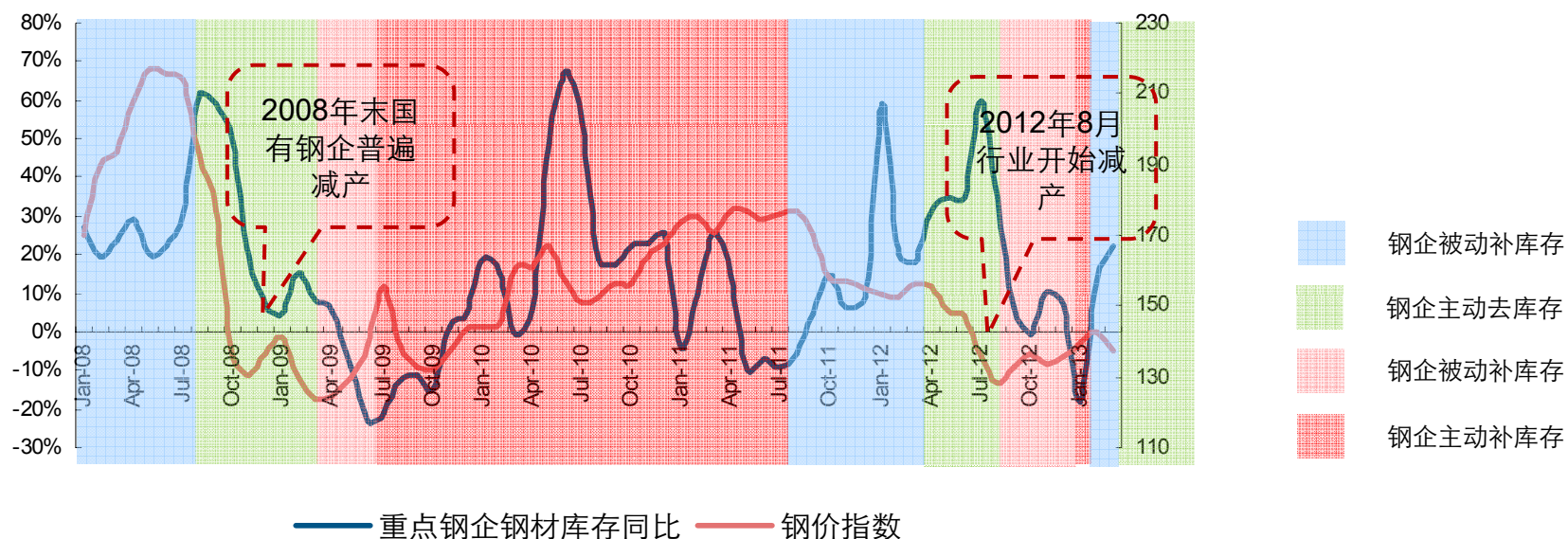
资料来源：长江证券研究部

本与末：库存，非钢价之所然

3 产成品库存周期，跟随需求被动波动

- ❑ 减产，是缓解产成品库存压力的唯一途径
- ❑ 需求触底回升，是去库存结束的唯一前提
- ❑ 2012年以来，产成品库存周转转换加快

图3：2012年以来库存周期转换加快



本与末：库存，非钢价之所然

4 原材料库存周期，需求主导、跟随价格的主动投资

- ❑ 原材料库存= 正常生产所需库存 + 价格引导的投资性库存
- ❑ 钢企采购比生产更自主，原材料库存不受供给刚性的约束
- ❑ 钢企原材料库存对价格的弹性更高
- ❑ 价格波动=供需格局，需求仍是根本

表6：需求与价格驱动原材料库存的周期波动

需求变动	供需格局	原材料库存表现	原料价格表现	库存周期阶段
下降	持续恶化	减产和价格下跌，库存主动型减少	加速下跌	主动去库存
快速回升	持续改善	价格和产量先后反，库存主动型增加	触底反弹	主动补库存
上升放缓	逐步平衡	价格上涨动力不足投资性需求下降， 库存总体平稳维持产量上升所需	涨幅放缓后高位震荡	被动去库存

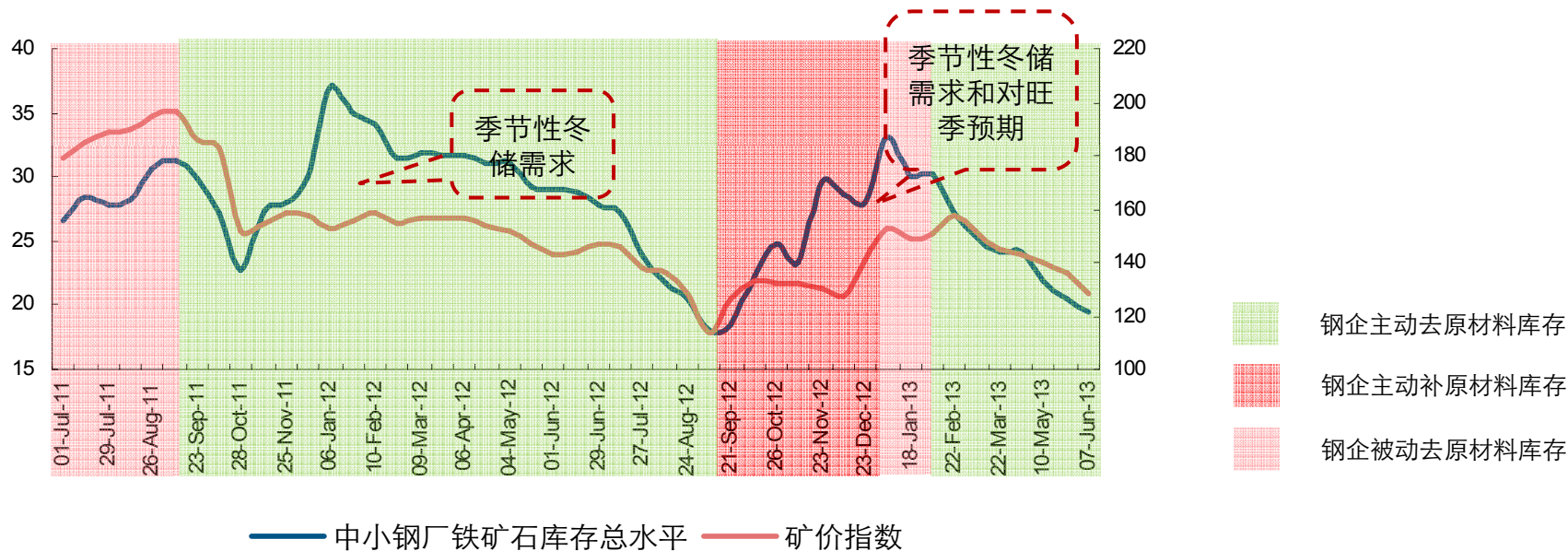
资料来源：长江证券研究部

本与末：库存，非钢价之所然

4 原材料库存，主动型投资放大周期波动

- 原材料库存与原材料价格是一个相互强化的过程
- 最终，下游原材料库存的主动投资放大了上游价格和产量波动

图4：供需弱化，原材料库存周期转换更快

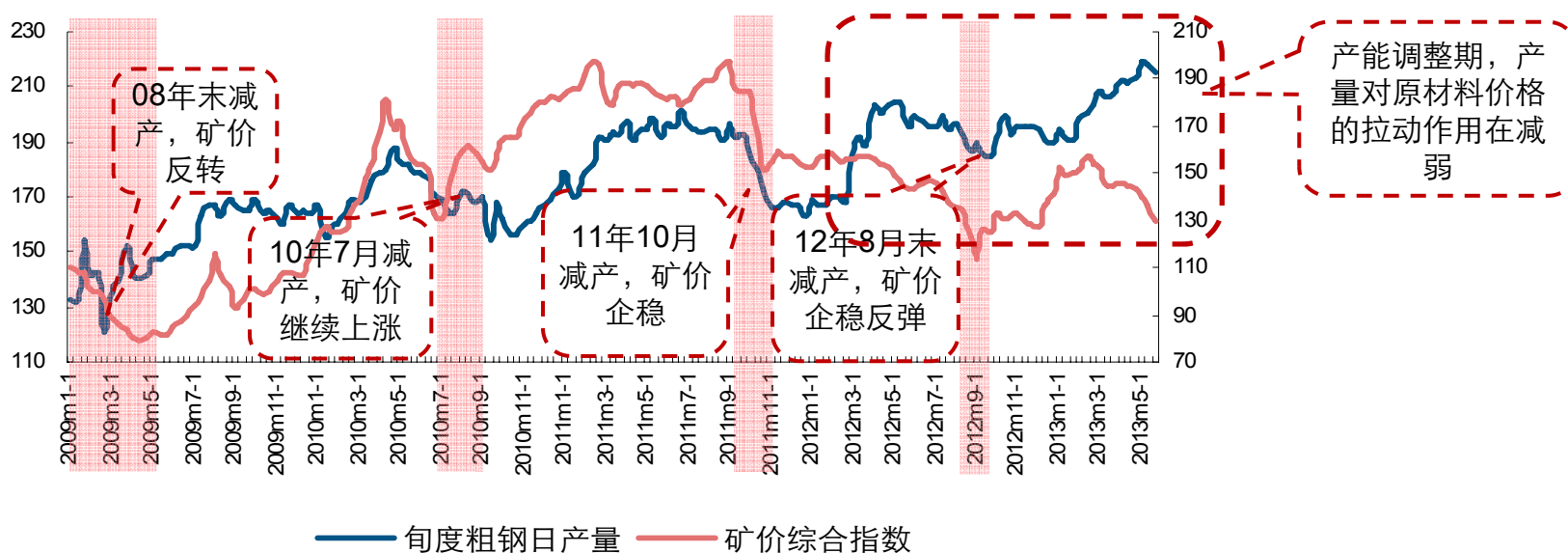


本与末：库存，非钢价之所然

4 产能调整期，原材料补库需求的产量弹性下降

- ❑ 补库需求对价格更敏感，产能调整期产量上升对上游矿石和焦炭价格的弹性下降
- ❑ 需求企稳前提下，减产带来供需改善预期
- ❑ $90 \times 1.6 \times 14 = 2016 > 100 \times 1.6 \times 7 = 1120$

图5：产能调整期，矿价对产量的弹性在下降



本与末：库存，非钢价之所然

5 与原材料类似，社会库存为需求主导、跟随价格的主动投资

- ❑ 社会库存= 下游需求的备货 + 价格引导的投资性库存
- ❑ 与钢厂原材料类似，社会库存同样不受供给刚性的约束
- ❑ 主动投资型的社会库存对钢价更敏感，放大了钢材产量波动

表7：下游需求和钢价共同驱动社会库存周期波动

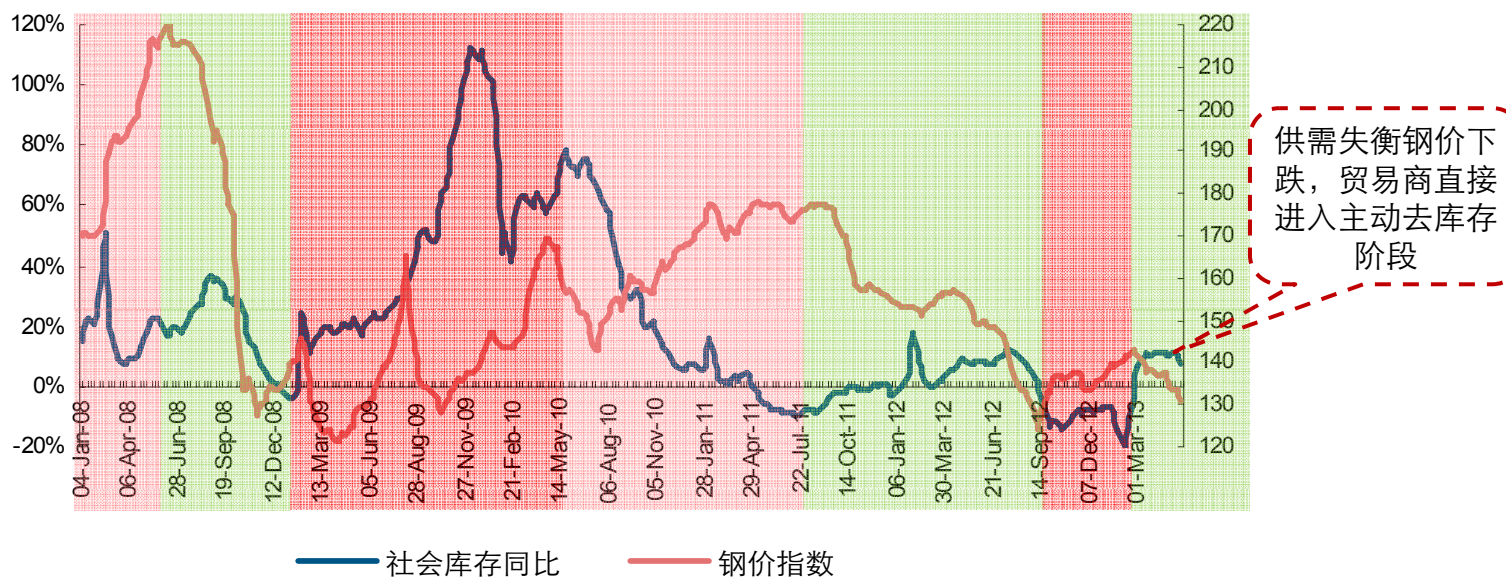
需求变动	供需格局	钢价表现	社会库存表现	库存周期阶段
下降	持续恶化	加速下跌	钢价下跌与下游采购减少，主动型减少	主动去库存
快速回升	持续改善	触底反弹	钢价上涨与下游采购增加，主动型增加	主动补库存
上升放缓	逐步平衡	涨幅放缓后高位震荡	投资需求下降，等待下游消化存量，被动型减少	被动去库存

本与末：库存，非钢价之所然

5 与原材料类似，社会库存为需求主导、跟随价格的主动投资

□ 2012年供需平衡的被动去库存阶段已经被弱化，周期转换更加频繁

图6：2012年以来社会库存周期转换加快



本与末：库存，非钢价之所然

6 库存周期的实质，通过划分供需周期阶段寻找价格的历史规律

- ❑ 与宏观研究不同，行业库存研究需区分库存类型，原材料库存、社会库存、产成品库存
- ❑ 所有库存周期的根本驱动力源于需求
- ❑ 传导路径：需求-价格（供需格局）-下游原材料库存-中间社会库存-上游产成品库存
- ❑ 库存周期实质在于，通过划分供需周期演变寻找价格的历史规律

图7：库存周期的实质，划分供需周期阶段寻找价格的历史规律，并不在于库存本身

库存周期传导	库存性质 / 驱动因素	需求 / 供需-钢价	放缓 / 震荡下跌	下滑 / 快速下跌	复苏 / 快速反弹	旺盛 / 继续上涨
上游	被动型 / 需求	产成品库存周期	被动补库存	主动去库存	被动去库存	主动补库存
中间贸易	主动型 / 供需	社会库存周期	主动去库存		主动补库存	被动去库存
下游	主动型 / 供需	原材料库存周期	主动去库存		主动补库存	被动去库存

目录

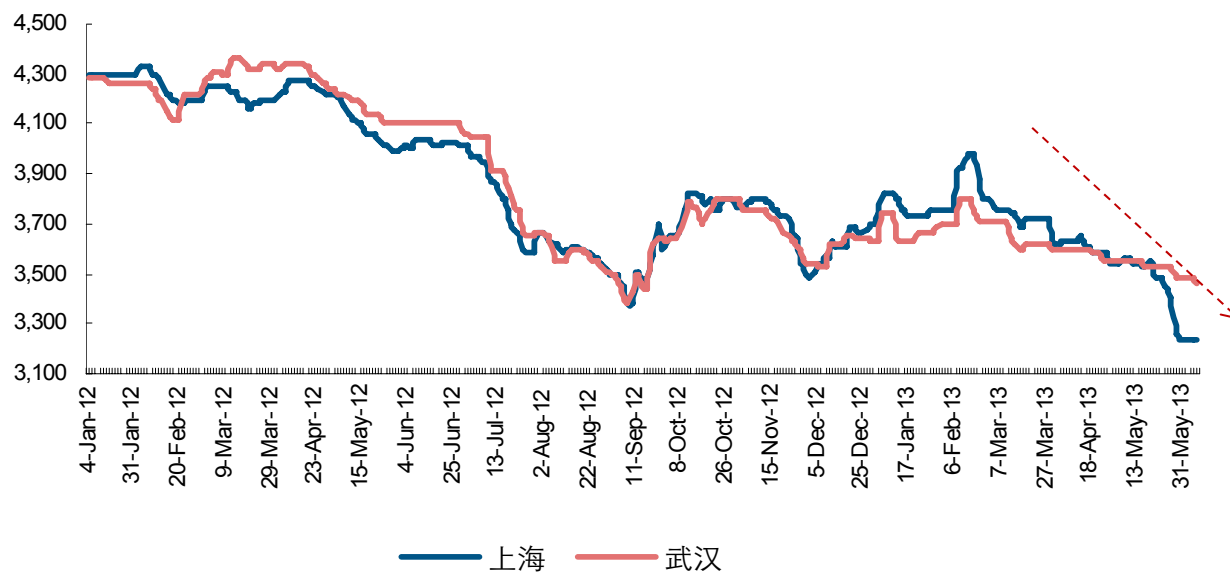
- 一、本与末：库存，非钢价之所然
- 二、始与终：产量出清，任重而道远
- 三、近道矣：上游低迷，下游精彩

始与终：产量出清，任重而道远

1 复苏之年的旺季，为何钢价持续下跌？

- ❑ 复苏、旺季 ≠ 钢价上涨？
- ❑ 需求驱动的库存周期是否依然有效？

图8：2013年2季度上海螺纹钢价格持续下跌



始与终：产量出清，任重道远

2 产能调整期，供给的力量逐步放大

- 结构调整和经济改革，无可避免的需求增速放缓
- 供需格局中，需求的影响力量变弱

图9：固定资产投资增速逐步放缓

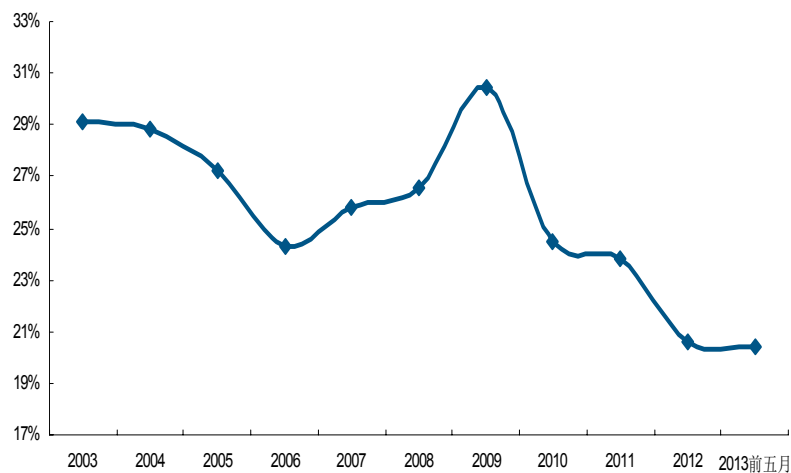
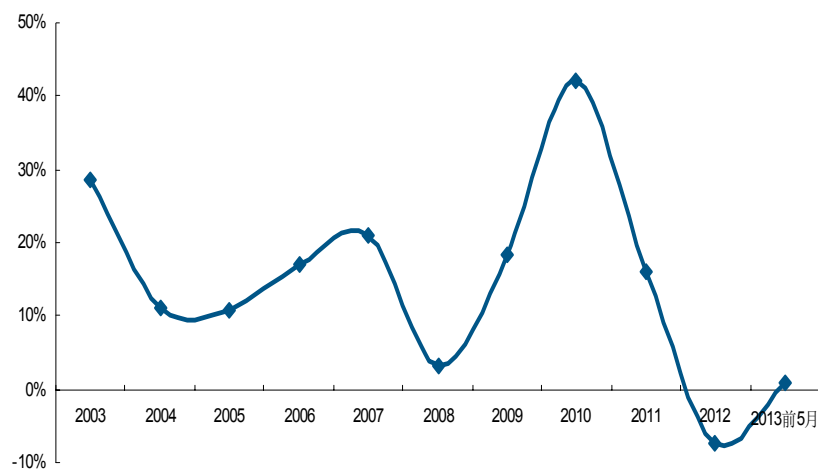


图10：房地产新开工增速逐步下台阶

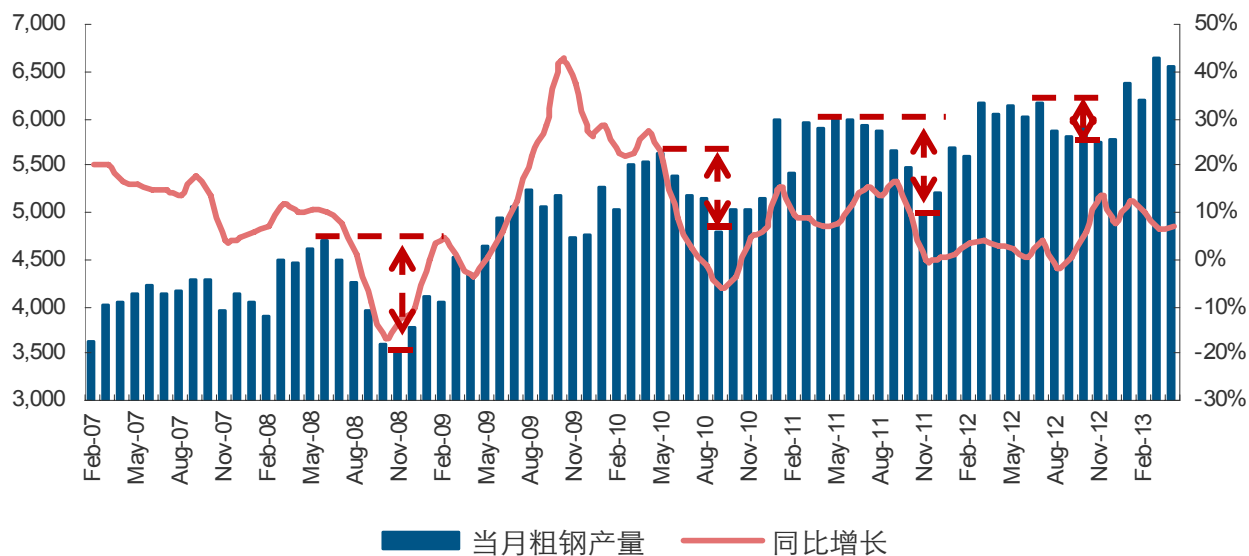


始与终：产量出清，任重而道远

2 产能调整期，供给的力量逐步放大

- 产能过剩，供给向上弹性、向下刚性
- 供需格局中，供给的影响力量变强

图11：2012年产量向下调整的幅度越来越小



始与终：产量出清，任重而道远

2 产能调整期：一样的逻辑，不一样的供需格局

- 从成长进入产能调整期，库存周期传导链中供需格局发生质变
- 供给对价格抑制作用超过了需求的拉动作用
- 学习效应和预期作用，主动补库周期缩短幅度减小、去库存周期拉长

图12：产能调整期，主动补库周期缩短、幅度减小，去库存周期拉长

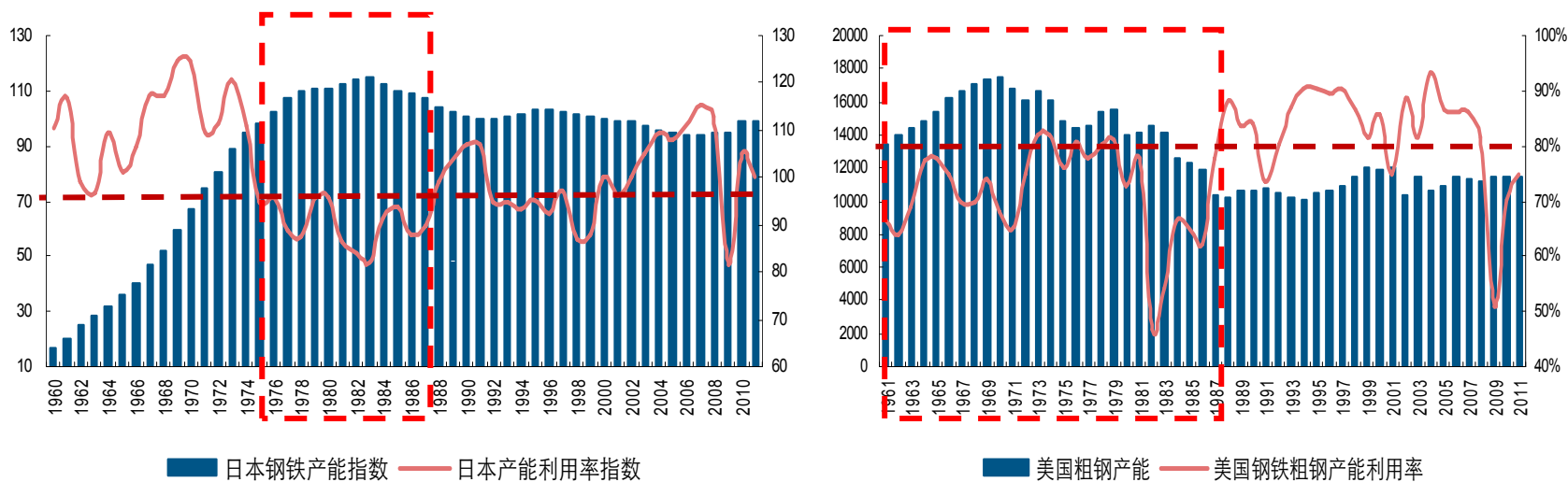
库存周期传导	库存性质 / 驱动因素	需求 / 供给 / 供需-钢价	放缓 / 上升 / 震荡下跌	下滑 / 下滑 / 快速下跌	复苏 / 企稳 / 快速反弹	旺盛 / 上升 / 继续上涨
上游 中间贸易 下游	被动型 / 需求	产成品库存周期	被动补库存	主动去库存	被动去库存	主动补库存
	主动型 / 供需	社会库存周期	主动去库存		主动补库存	被动去库存
	主动型 / 供需	原材料库存周期	主动去库存		主动补库存	被动去库存
		供给强势，钢价持续下跌	供给高居不下，周期拉长		供给上升太快，周期弱化	

始与终：产量出清，任重而道远

3 产能调整期：能否期待钢价反转？

- ❑ 供需格局的扭转，长期依赖产能出清
- ❑ 利用技术进步和提高生产效率，日本去产能经历近10年
- ❑ 美国依赖关停高炉，去产能经历了26年

图13：73年后日本钢铁行业去产能经历近10年时间 图14：1961年起美国钢铁行业去产能经历了26年左右



始与终：产量出清，任重而道远

3 产量未能出清，下半年钢价仍趋势下跌

- 需求总体呈现复苏的态势，但缺乏进一步恢复迹象

图15：地产新开工同比有所下滑

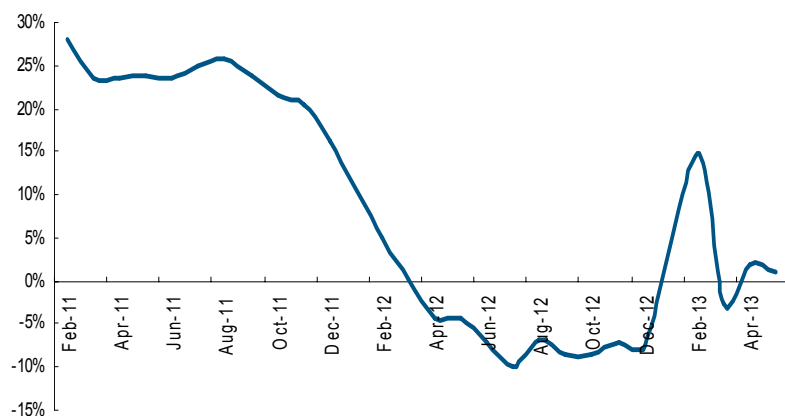
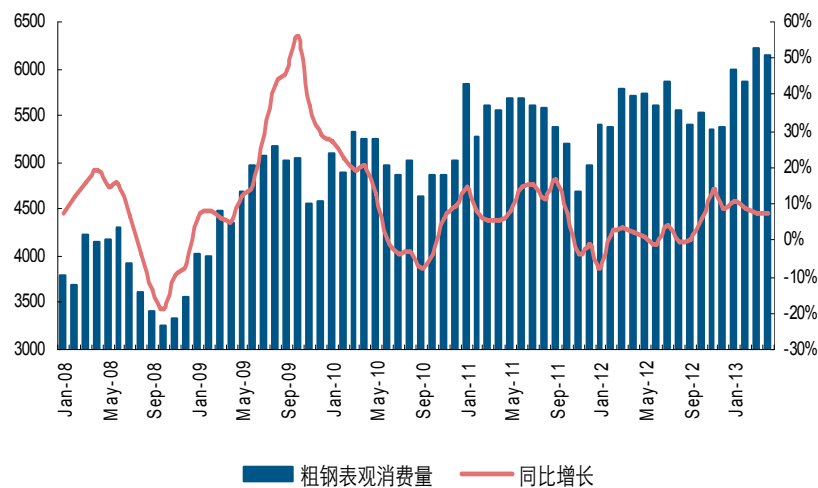


图16：钢铁表观消费量增速逐月下滑



始与终：产量出清，任重道远

3 产量未能出清，下半年钢价仍趋势下跌

- 如果需求继续恢复，等待产量向上突破短期产能临界水平：
- ✓ 2011年钢价最高点的产能利用率
- ✓ 假设2011年10%、2012年6%、不考虑2013年
- 推算该产能利用率水平对应中钢协旬度日产量为227万吨
- 5月钢协下旬粗钢日产215.4万吨

表8：推算钢协产量突破227万吨后，钢价有望扭转下跌趋势

2012\2011产能增速	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
4%	216.6	218.7	220.7	222.7	224.7	226.8	228.8
5%	218.7	220.8	222.8	224.8	226.9	228.9	231.0
6%	220.8	222.9	224.9	227.0	229.0	231.1	233.2
7%	222.9	225.0	227.0	229.1	231.2	233.3	235.4
8%	225.0	227.1	229.2	231.3	233.4	235.5	237.6

资料来源：Wind, Mysteel, 长江证券研究部

始与终：产量出清，任重道远

3 产量未能出清，下半年钢价仍趋势下跌

- 如果需求继续恢复，等待产量向上突破短期产能临界水平：
- ✓ 2011年钢价最高点的产能利用率
- ✓ 假设2011年10%、2012年6%、不考虑2013年
- 推算该产能利用率水平对应统计局粗钢日产量为226.6万吨
- 4月粗钢日产221万吨

表9：推算统计局粗钢日产量突破226.6万吨后，钢价有望扭转下跌趋势

2012\2011产能增速	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
4%	216.3	218.3	220.3	222.3	224.4	226.4	228.4
5%	218.4	220.4	222.4	224.5	226.5	228.6	230.6
6%	220.4	222.5	224.6	226.6	228.7	230.7	232.8
7%	222.5	224.6	226.7	228.8	230.8	232.9	235.0
8%	224.6	226.7	228.8	230.9	233.0	235.1	237.2

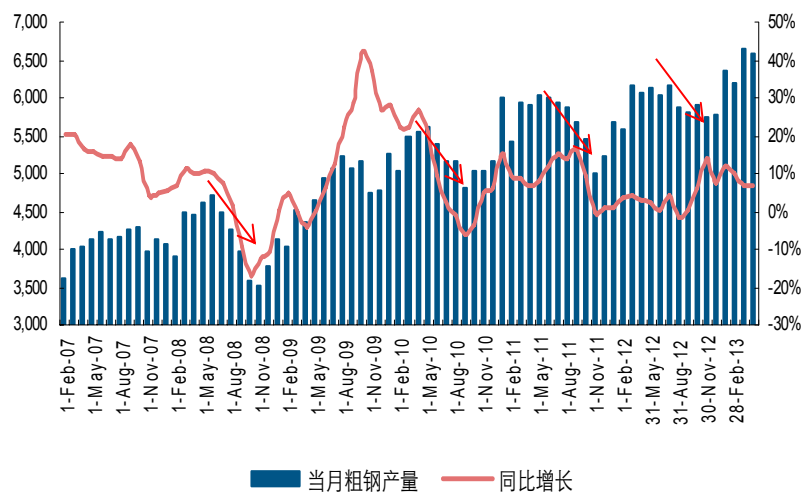
资料来源：Wind, 长江证券研究部

始与终：产量出清，任重道远

3 产量未能出清，下半年钢价仍趋势下跌

- 经验：全年产量高点出现在下半年
- 产量突破临界并持续运行依赖需求强劲复苏，如2009
- 改革大背景，概率不大

图17：下半年粗产产量均有不同幅度向下调整



资料来源：Wind，长江证券研究部

表10：统计局粗钢日产高点大概率在上半年

2009	2010	2011	2012
9月	5月	6月	6月

资料来源：Wind，长江证券研究部

表11：钢协旬度日产高点大概率出现在上半年

2009	2010	2011	2012
10月上旬	4月下旬	6月下旬	5月上旬

资料来源：Wind，长江证券研究部

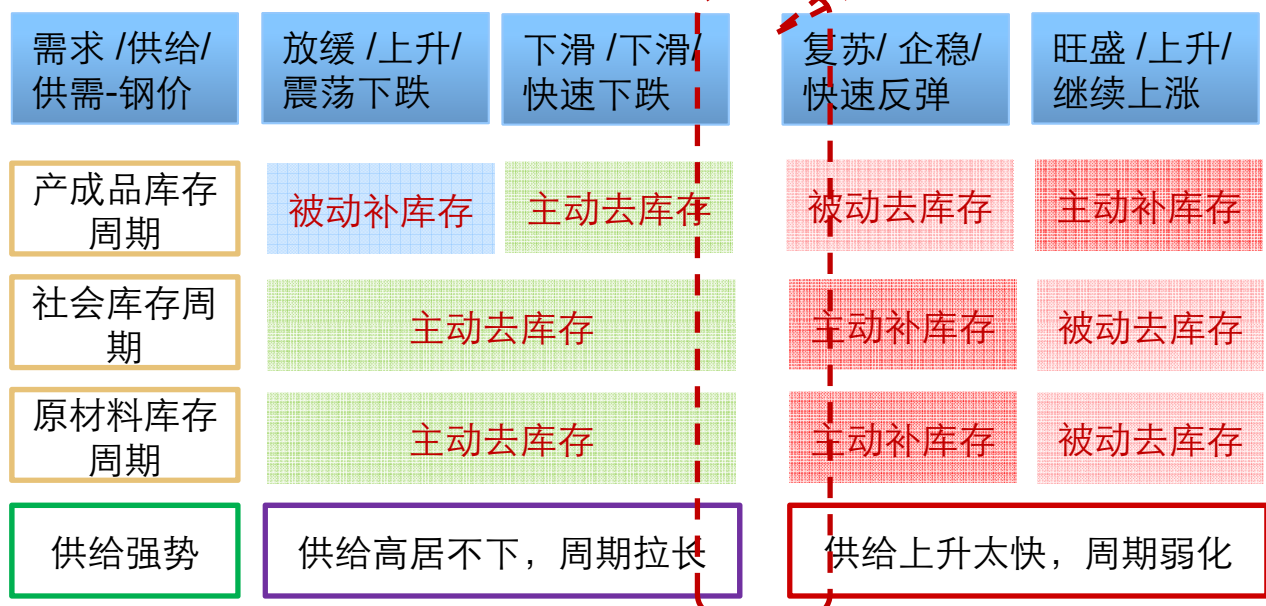
始与终：产量出清，任重而道远

4 产能调整期：能否期待钢价反弹？

- 减产叠加需求复苏，钢企生产调整滞后使得产能出现短期瓶颈
- 但是，钢价反弹幅度和持续时间十分有限

减产后短期的产能瓶颈和钢企生产调整的时间差

图18：即便钢价反弹，持续的时间短、幅度也不大



始与终：产量出清，任重而道远

4 反弹，先等待减产

- 钢企减产迹象隐现
- 季节性 or 主动调整？

图19：历次减产都有利于钢价止跌企稳

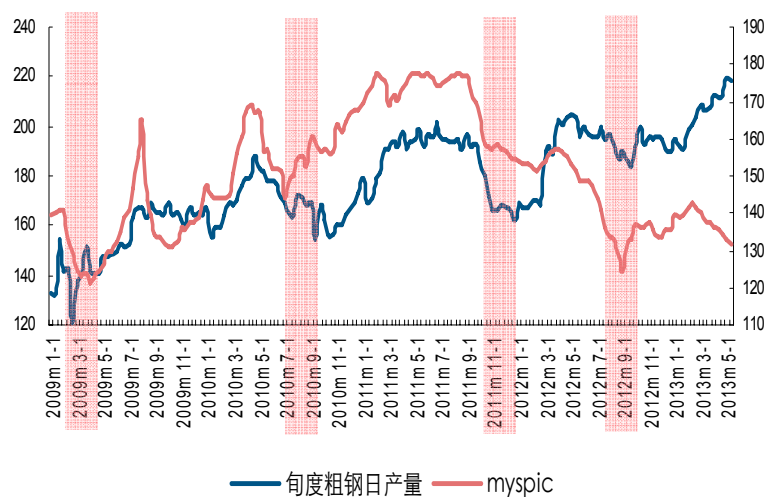
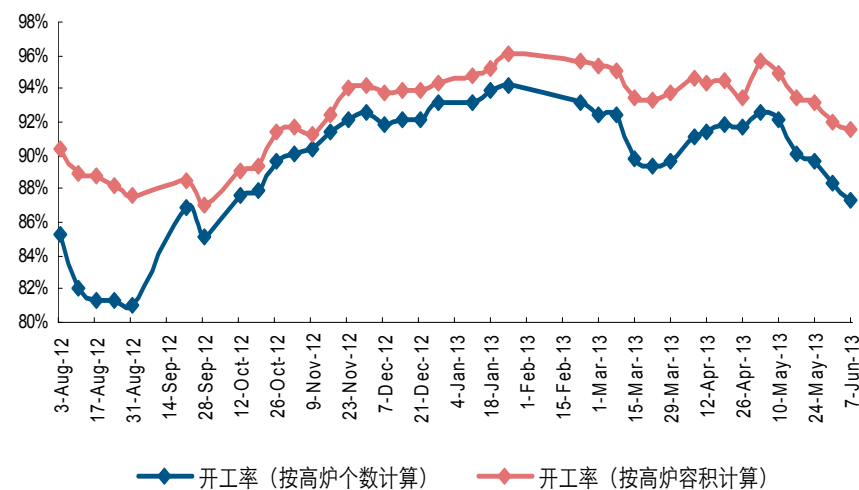


图20：Mysteel统计，5月高炉开工率开始逐步下滑



始与终：产量出清，任重而道远

5 全产业链进入产能调整期，寻找钢价的底部支撑

- 上海螺纹钢3500元以下的历史经验：下跌至底部的时间不超过1个半月
- 3500元是否仍是底部区间的标准？

表12：跌入3500以后，钢价触底的时间不会超过1个半月

历史低位统计	进入时间	最低时间	跳出时间	底部价格	从3500跌至底部时间	3500以下持续时间
2008	13-Oct-08	17-Oct-08	05-Jan-09	3,160	4	84
2009	17-Feb-09	13-Mar-09	16-Jun-09	3,100	24	119
2009	01-Sep-09	14-Oct-09	03-Nov-09	3,240	43	63
2012	03-Sep-12	07-Sep-12	18-Sep-12	3,380	4	15
2013	20-May-13	31-May-13		3,230	11	11

资料来源：Wind, 长江证券研究部

表13：历次底部钢价水平的相对高低基本与原材料价格相对应

历史低位统计	最低时间	底部价格	对应区段河北唐山铁矿石价格			对应区段上海二级冶金焦价格		
			最低时间	最低价格	钢价最低点矿价	最低时间	最低价格	钢价最低点焦价
2008	17-Oct-08	3,160	23-Oct-08	590	630	28-Nov-08	1,400	2,200
2009	13-Mar-09	3,100	09-Apr-09	670	750	14-Apr-09	1,500	1,800
2009	14-Oct-09	3,240	07-Sep-09	750	830	27-Oct-09	1,720	1,780
2012	07-Sep-12	3,380	07-Sep-12	900	900	16-Aug-12	1,450	1,450

资料来源：Wind, 长江证券研究部

始与终：产量出清，任重道远

5 全产业链进入产能调整期，成本支撑下移

- 全球铁矿产能在2013年下半年集中释放

图21：普氏指数距去年低点仍有20美元下跌空间

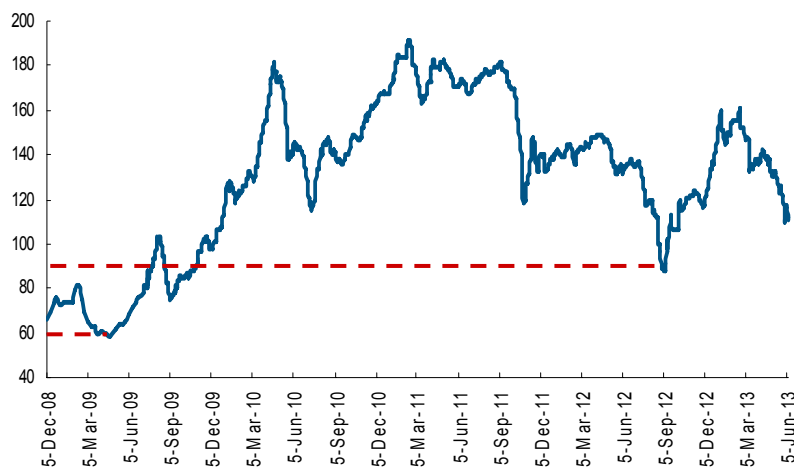
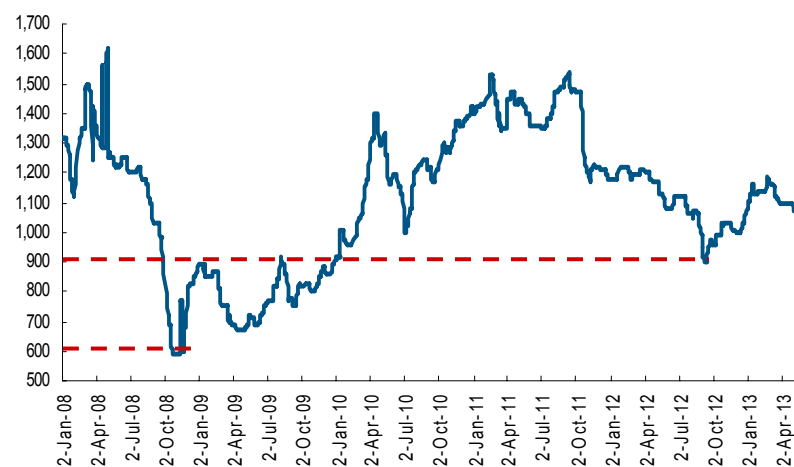


图22：唐山铁精粉距去年低点仍有100元下跌空间

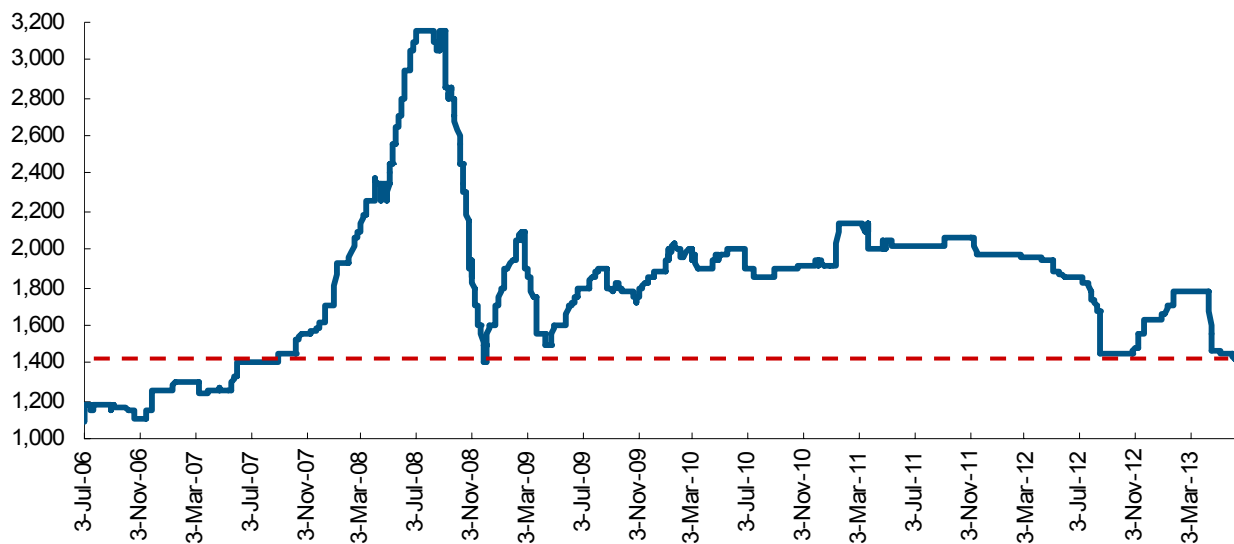


始与终：产量出清，任重道远

5 全产业链进入产能调整期，成本支撑下移

- 国内小煤矿整合重新进入供给，焦煤产能率先释放

图23：上海二级冶金焦跌至2008年低点



始与终：产量出清，任重道远

5 全产业链进入产能调整期，成本支撑下移

- 成本不断下移，3500元以下的持续时间延长，钢价下台阶
- 估算作为总体参考，存在与各家钢厂实际成本的差异

表14：不同成本价格对应的上海市场螺纹钢含税现金成本

焦价与矿价	1000	950	900	850	800	750
1450	3259	3156	3052	2949	2845	2742
1400	3230	3127	3023	2920	2816	2713
1350	3202	3098	2995	2891	2788	2684
1300	3173	3069	2966	2862	2759	2656
1250	3144	3041	2937	2834	2730	2627

资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

表15：不同成本价格对应的上海市场热轧含税现金成本

焦价与矿价	1000	950	900	850	800	750
1450	3329	3226	3122	3019	2915	2812
1400	3301	3197	3094	2990	2887	2783
1350	3272	3168	3065	2961	2858	2754
1300	3243	3140	3036	2933	2829	2726
1250	3214	3111	3007	2904	2800	2697

资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

始与终：产量出清，任重道远

5 产能调整期：始于需求，终于供给

- 进入产能调整期，库存周期逻辑未变，依然为需求驱动
- 不过传导链中供给对钢价（供需格局）的抑制作用大于需求
- 钢价长期低迷，主动去库存周期拉长，主动补库存周期弱化
- 依赖产能出清扭转供需格局是一个长期过程，2013年下半年难现拐点
- 即使减产后出现补库，但缺乏强劲复苏预期的补库只是短暂且幅度有限的行为
- 不仅是钢铁，铁矿石和焦煤全产业链进入产能调整期，成本支撑下移，钢价逐步下台阶

目录

- 一、本与末：库存，非钢价之所然
- 二、始与终：产量出清，任重而道远
- 三、近道矣：上游低迷，下游精彩

近道矣：上游低迷，下游精彩

1 上游产能调整期，下游细分存在机会

- 上游产能调整期的价格低迷并非需求下滑所致，下游细分领域个股存在机会
- 钢铁股的辉煌历史或可为细分领域的制造业选股提供一定思路

表16：2000年以来绝对收益与相对收益较大且持续时间较长的公司统计

公司	起始月	结束月	股价涨幅	钢铁指数涨幅	相对钢铁指数	上证综指涨幅	相对上证综指
太钢不锈	Dec-05	Sep-07	1518.42%	539.43%	978.99%	653.25%	865.17%
武钢股份	Nov-03	Feb-05	118.00%	14.69%	103.31%	-20.39%	138.39%
	Oct-06	Dec-07	698.54%	343.11%	355.43%	420.49%	278.05%
南钢股份	Jan-07	Dec-07	443.42%	174.59%	268.83%	193.51%	249.91%
方大特钢	Nov-08	Feb-11	538.75%	61.77%	476.98%	90.32%	448.43%
	Dec-12	Mar-13	89.74%	8.61%	81.12%	17.38%	72.35%
大冶特钢	Nov-08	Feb-11	402.03%	61.77%	340.26%	90.32%	311.71%
新兴铸管	Nov-08	Apr-11	235.76%	73.21%	162.55%	68.41%	167.35%

资料来源：Wind, 长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

1 业绩支撑是股价持续上涨的关键，毛利率改善是主要原因

图24：太钢、武钢、南钢在股价上涨中净利率差扩大 图25：大冶特钢、方大特钢股价上涨中净利率差扩大

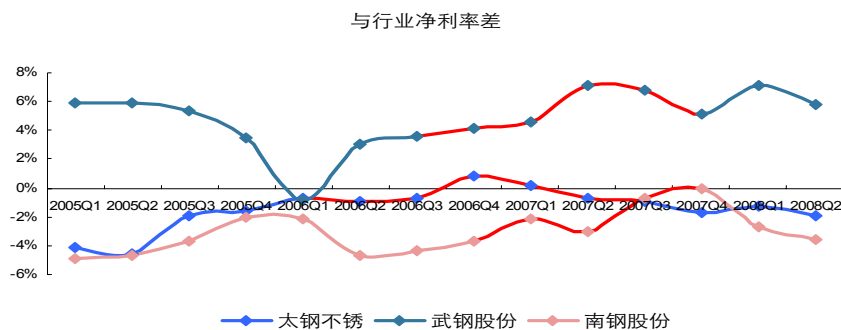


图26：太钢、武钢、南钢在股价上涨中毛利率差扩大

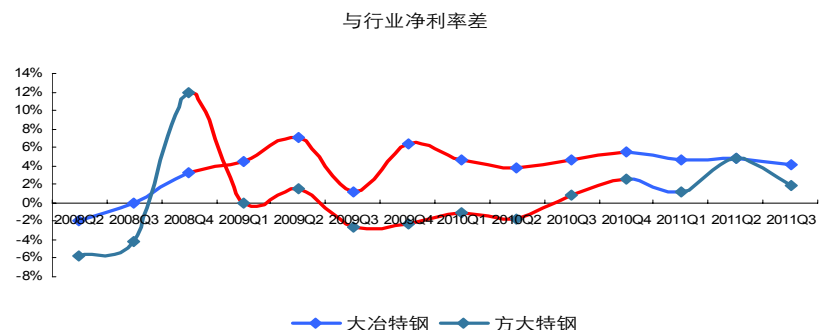
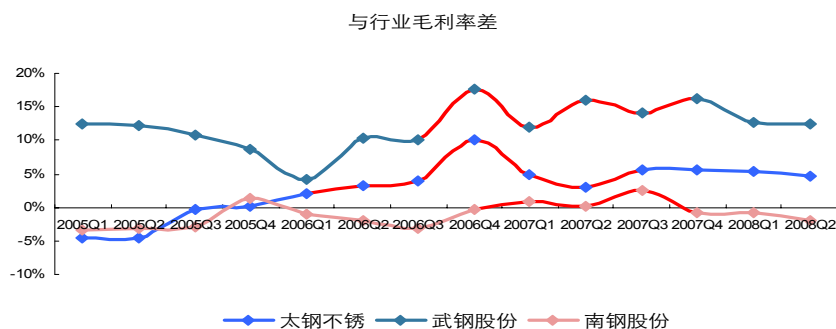
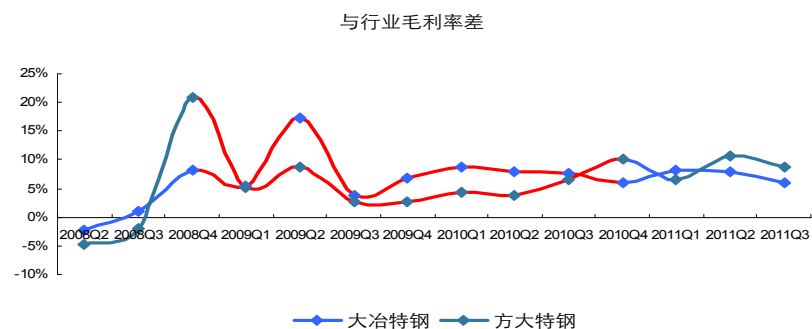


图27：大冶特钢、方大特钢股价上涨毛利率差扩大

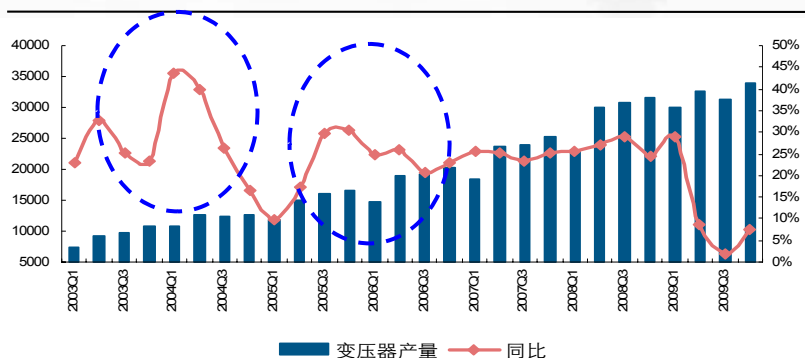


近道矣：上游低迷，下游精彩

1 武钢股份：硅钢龙头，受益电网投资

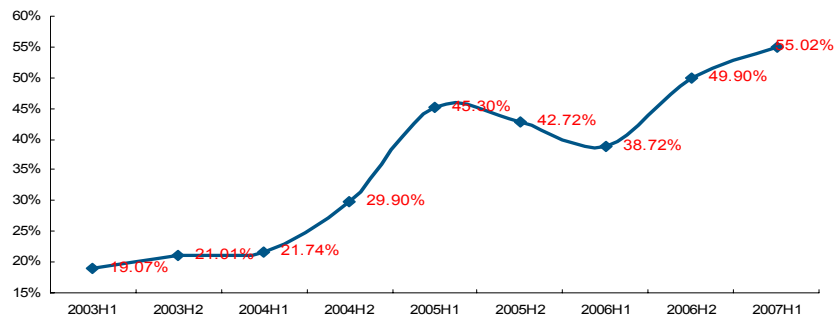
- ❑ 硅钢龙头，市场占有率30%以上
- ❑ 2006-2007受益电网建设，硅钢价格上涨，对公司利润贡献同样有所上升

图28：2003-2004、2006-2007变压器产量快速增长



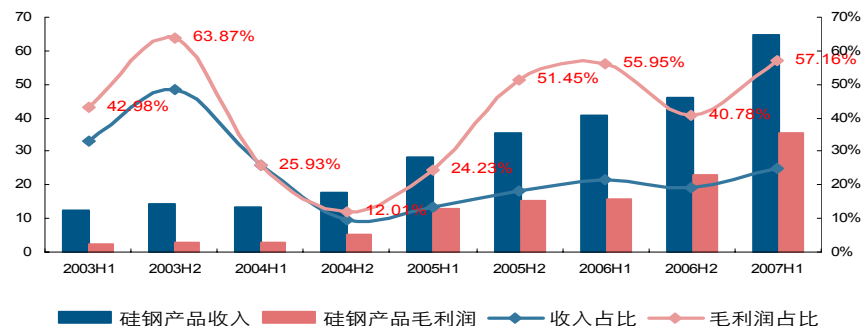
资料来源：Bloomberg,长江证券研究部

图29：2003-2007年硅钢毛利率由15%上升至55%



资料来源：日本统计局,长江证券研究部

图30：硅钢产品毛利润占公司毛利润的50%以上

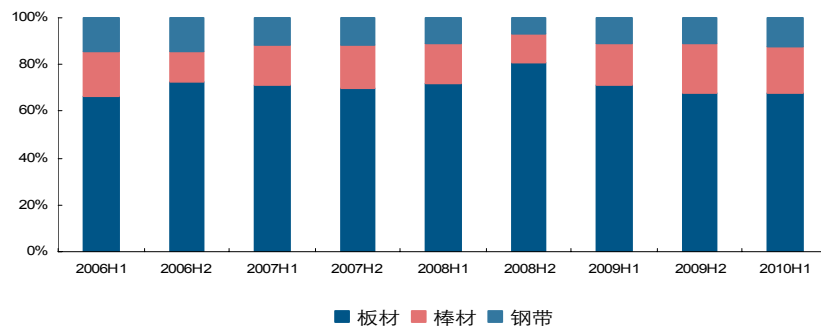


资料来源：日本统计局,长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

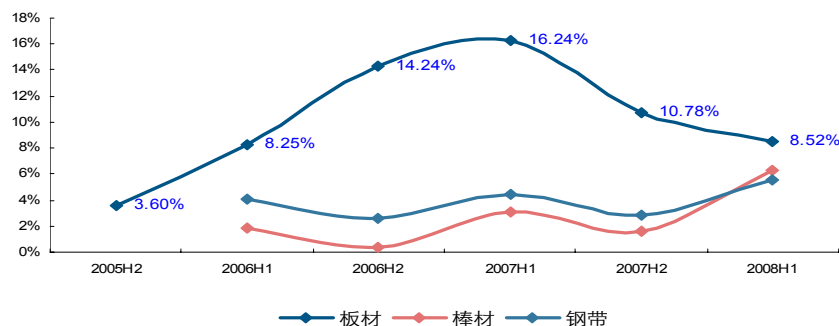
1 南钢股份：中厚板龙头，受益航运与造船大繁荣

图31：公司中厚板业务收入占比在50%以上



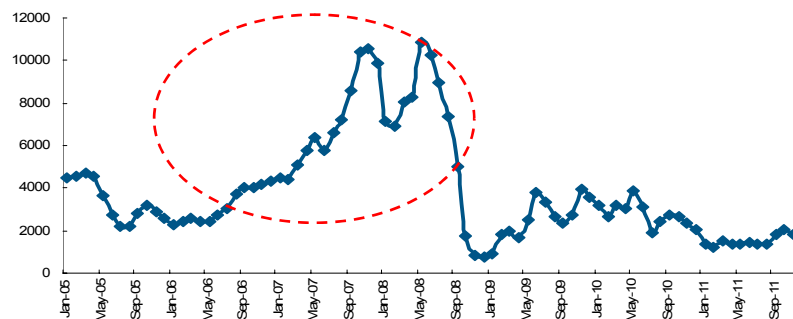
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图33：2006-2007年公司中厚板毛利率快速提升



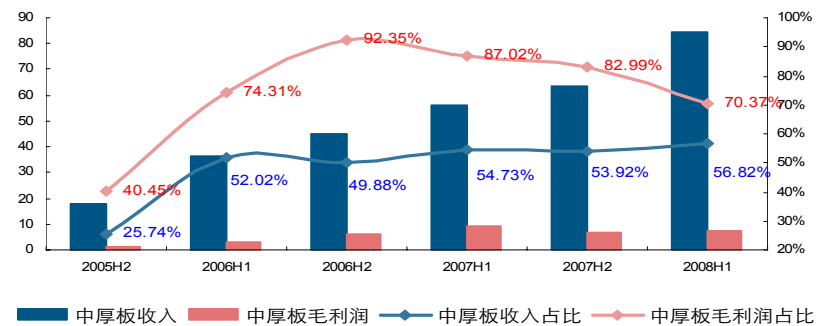
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图32：2006-2007年BDI指数大幅上升



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图34：公司中厚板业务是公司最主要的利润来源

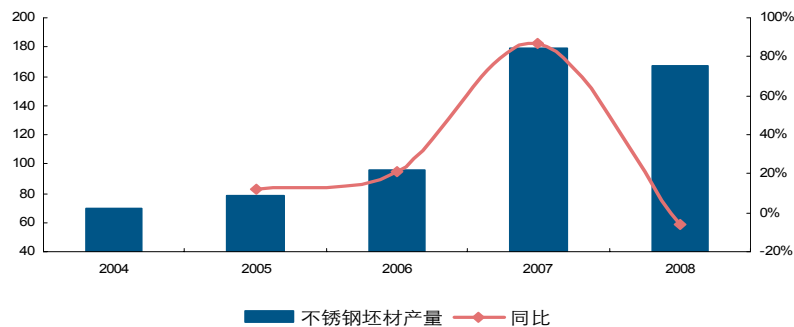


资料来源：Wind, 长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

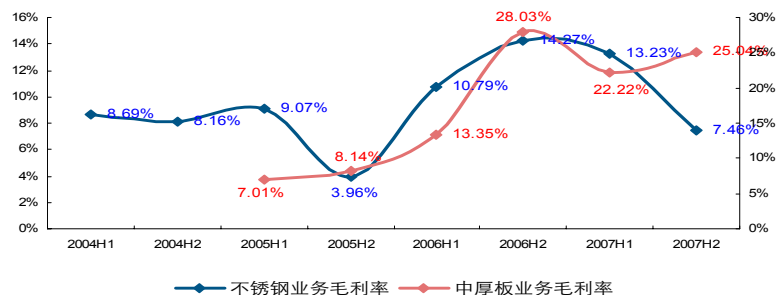
1 太钢不锈：不锈钢龙头，周期繁荣和镍价上涨

图35：06年150万吨不锈钢产能投产带动规模成长



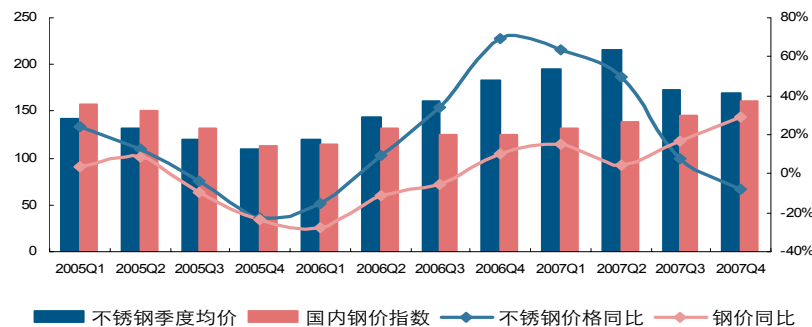
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图37：2005年后不锈钢与中厚板毛利率快速上升



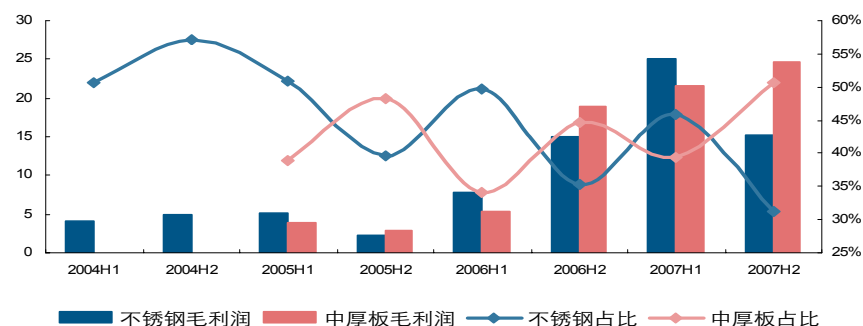
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图36：需求复苏带动06-07年不锈钢价格涨幅较大



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图38：不锈钢与中厚板贡献了公司主要的利润增量

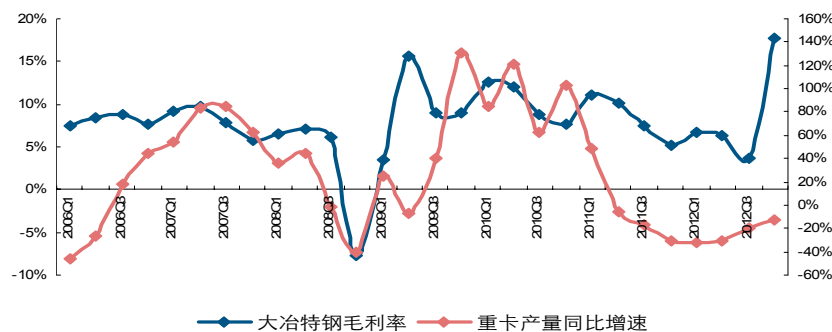


资料来源：Wind, 长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

1 大冶特钢：汽车用特钢龙头，受益重卡高景气

图39：公司盈利能力与重卡密切相关



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图40：2009-2010年重卡行业强势复苏



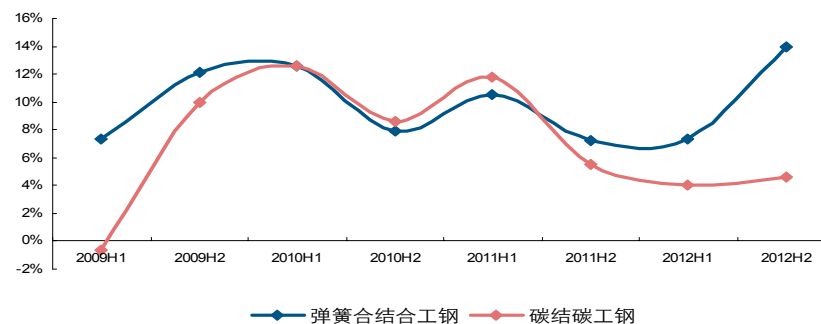
资料来源：Wind, 长江证券研究部

表17：对重点客户收入占比较高

年份	大冶特钢	西宁特钢	方大特钢	宝钢股份	武钢股份
2007	20.00%	15.44%	9.62%	8.00%	29.00%
2008	12.00%	13.39%	9.79%	10.00%	17.00%
2009	13.00%	11.55%	10.28%	12.20%	12.61%
2010	15.00%	10.31%	13.65%	12.70%	12.74%
2011	17.00%	10.18%	11.45%	13.90%	9.18%
2012	18.00%	14.12%	10.82%	12.50%	8.96%

资料来源：Wind, 长江证券研究部

图41：2009-2010公司产品盈利迅速恢复



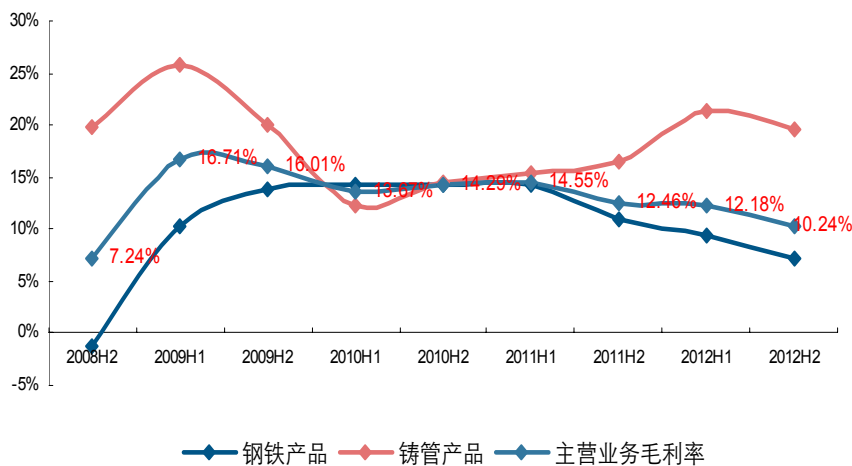
资料来源：Wind, 长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

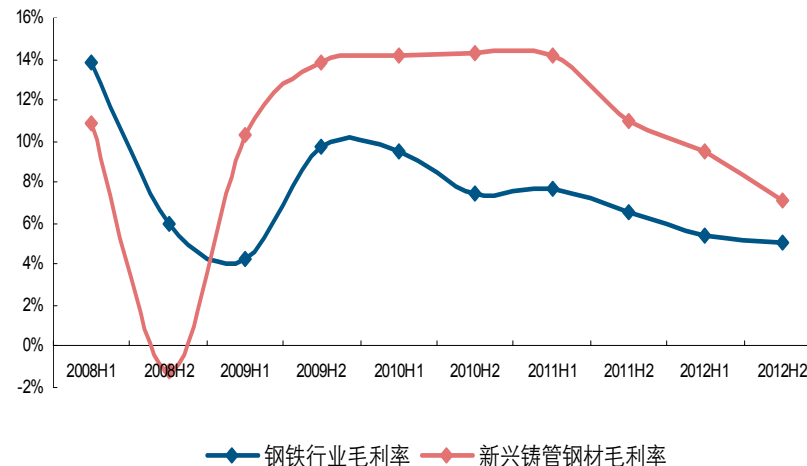
1 新兴铸管：长材优势，铸管龙头平滑业绩

- 铸管龙头，市场占有率45%以上，盈利稳定，平滑公司业绩
- 钢材产品以长材为主，受益4万亿投资盛宴

图42：铸管产品毛利率较高，并平滑了公司业绩波动 图43：长材产品结构使得2009年公司钢材盈利优势明显



资料来源：Wind, 长江证券研究部



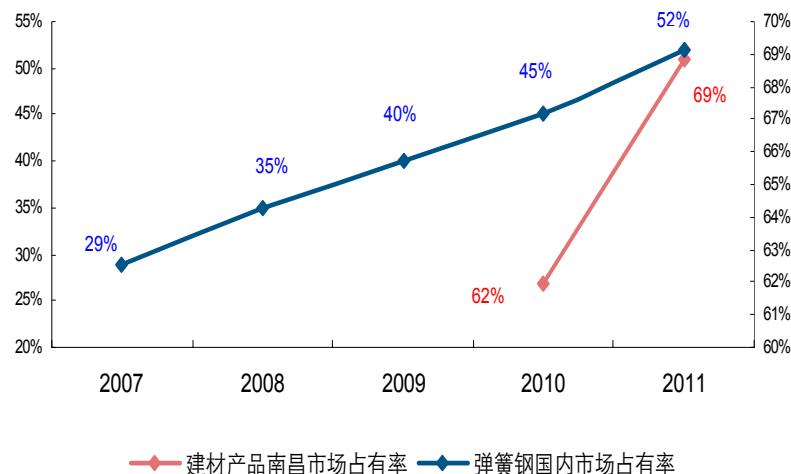
资料来源：Wind, 长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

1 方大特钢：民企管理改善带来的业绩弹性

- 战略收缩，专注弹簧钢及江西螺纹钢市场
- 管理体制改革，严控制造成本与费用

图44：战略调整，专注弹簧钢及南昌螺纹钢市场



资料来源：Wind, 长江证券研究部

表18：民企管理体制改革，公司制造成本相对较低

2012年	方大特钢	大冶特钢	沙钢股份	西宁特钢	杭钢股份
吨钢人工费用	37.61	149.62	80.30	250.45	258.22
吨钢折旧	41.90	140.50	150.15		111.83
吨钢能源	142.00	470.43		435.22	
吨钢制造费用及其他	61.30	283.41	200.29	497.83	161.19

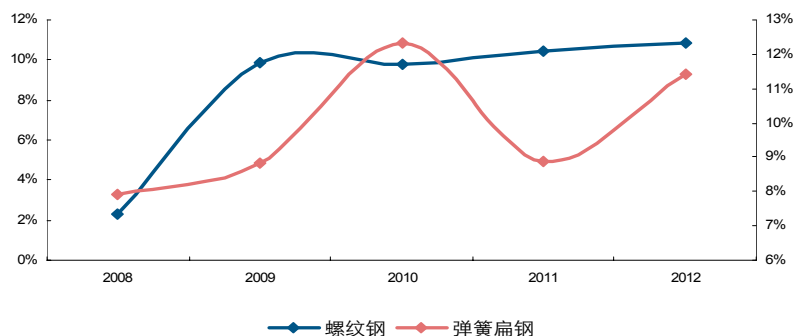
资料来源：Wind, 公司资料, 长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

1 方大特钢：民企管理改善带来的业绩弹性

- 钢价下跌情况下，产品盈利能力稳定
- 整体低迷中，管理改善带来业绩恢复的弹性

图46：行业低迷时，公司产品盈利能力稳定



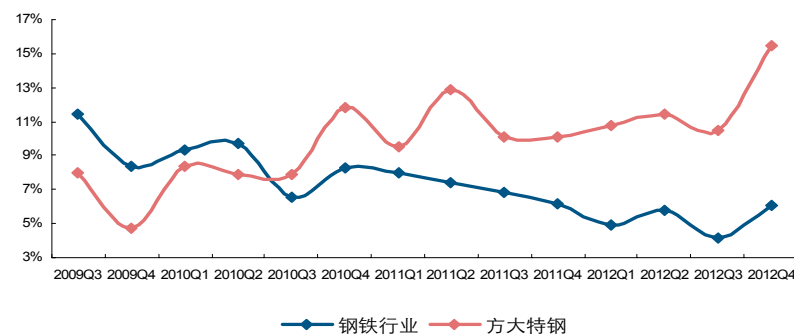
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图45：公司螺纹钢市场价差维持50元左右



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图47：在行业整体低迷下，公司盈利优势逐步体现



资料来源：Wind, 长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

1 纽柯钢铁：依托新技术与生产效率实现超行业成长

- 率先应用电炉和连铸连轧技术提高生产效率
- 成本领先实现逆势扩张

图48：70年代纽柯销售收入持续高速增长

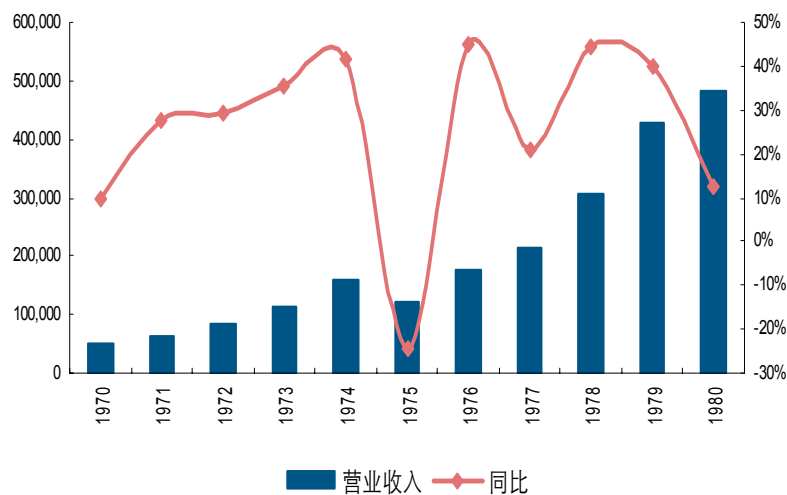
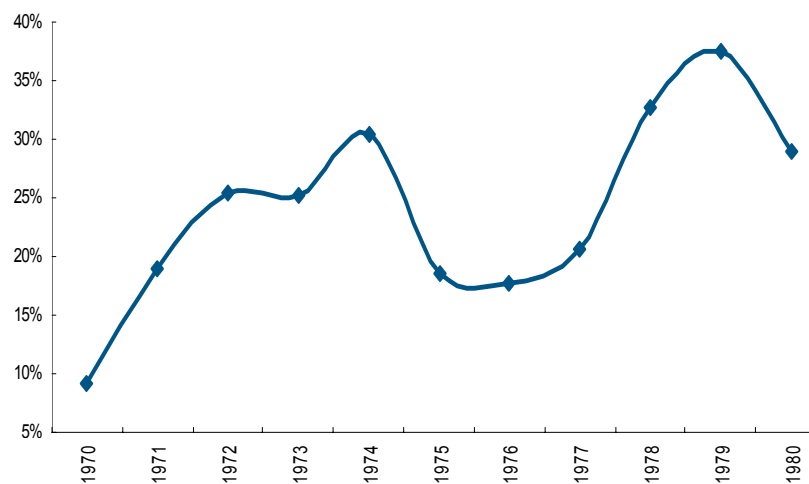


图49：70年代纽柯ROE基本都在15%以上



近道矣：上游低迷，下游精彩

1 纽柯钢铁：依托新技术与生产效率实现超行业成长

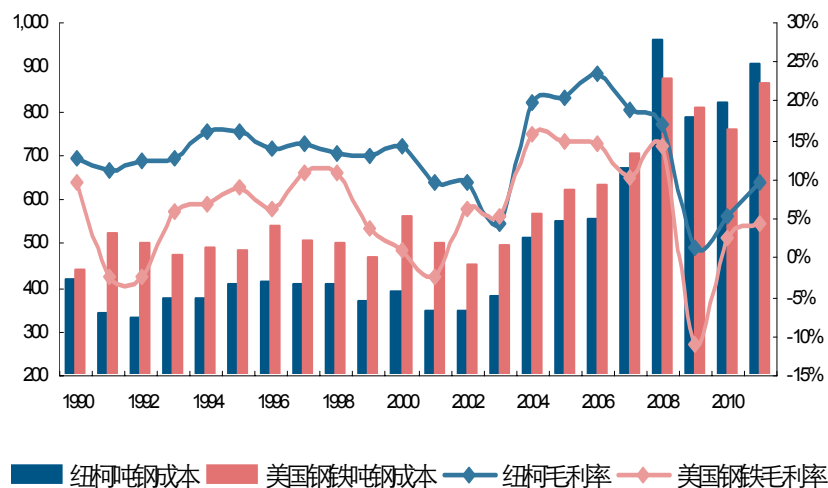
- 率先应用电炉和连铸连轧技术提高生产效率
- 成本领先实现逆势扩张

表19：纽柯钢铁先进设备投资

时间	纽柯先进设备投资
1969	建成美国第一个年产20万吨的电炉钢厂
1984	第一个将30吨交流电弧炉改造成30吨直流电弧炉
1986	与日本大和钢业公司建设大断面H型钢生产线1条
1989	率先采用薄板坯连铸连轧基数，在克劳福兹维尔厂建成世界上第1条CSP生产线
1992	在希克曼厂建成第2条CSP生产线
1993	与日本大和钢业公司再建1条大断面H型钢生产线
1994	在克劳福兹维尔厂建成世界上第3条CSP生产线

资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

图50：纽柯钢铁吨钢成本一直低于美国钢铁



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

1 上游产能调整期，下游细分存在机会

- 成长细分市场的龙头公司
- 成本领先的公司

表20：享受细分行业成长的龙头公司和成本领先的公司有望获得超额收益

牛股基因	公司	龙头产量	驱动因素
细分领域龙头， 享受行业成长	武钢股份	硅钢	电网建设驱动硅钢需求
	太钢不锈	不锈钢	经济繁荣，镍价上涨
	南钢股份	中厚板	海运和造船的繁荣
	大冶特钢	重卡用特钢	4万亿投资和房地产繁荣，
	新兴铸管	螺纹钢	新疆扩产成长预期
牛股基因	公司	关键竞争力	驱动因素
成本领先	方大特钢	管理改善和市场维护	维护细分市场有序竞争，严控制造成本与费用
	纽柯钢铁	技术进步降生产成本	应用电炉、连铸连轧技术的流程再造

资料来源：长江证券研究部

近道矣：上游低迷，下游精彩

2 深耕细作，精选个股

- 维持弱复苏：久立特材、方大特钢、玉龙股份、常宝股份
- 需求回落：宝钢股份、新兴铸管

表21：重点公司盈利预测统计

公司简称	报表日股价	PB	EPS最新预测			对应PE		
			12A	13E	14E	12A	13E	14E
宝钢股份	4.71	0.70	0.61	0.40	0.47	7.72	11.78	10.02
新兴铸管	6.01	0.96	0.66	0.70	0.82	9.11	8.59	7.33
大冶特钢	6.41	0.98	0.49	0.59	0.67	13.08	10.86	9.57
方大特钢	4.59	1.78	0.40	0.48	0.55	11.48	9.56	8.35
方大炭素	9.67	3.75	0.31	0.39	0.42	31.19	24.79	23.02
久立特材	20.80	4.06	0.50	0.64	0.78	41.60	32.50	26.67
金洲管道	9.48	2.55	0.34	0.44	0.51	27.88	21.55	18.59
常宝股份	10.69	1.69	0.52	0.58	0.72	20.56	18.43	14.85
玉龙股份	9.01	1.48	0.37	0.44	0.59	24.35	20.48	15.27

资料来源：Wind, 长江证券研究部



汇聚财智 共享成长

钢铁行业研究小组介绍

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。

Tel: 8621 6875 1760 Email: liuyr@cjsc.com.cn 执业证书编号:S0490510120022

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。

Tel: 8621 6875 1760 Email: wanght1@cjsc.com.cn 执业证书编号:S0490512070002

陈文敏，复旦大学金融学硕士，华中科技大学管理学学士毕业，从事钢铁行业研究。

Tel: 8621 6875 1760 Email: chenwm@cjsc.com.cn



汇聚财智 共享成长

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，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。