

2014-11-03

行业研究(深度报告)

评级 **中性** **维持**

## 钢铁行业

# 此刻如何应对基本面向左股价向右?

分析师: 刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514080003

分析师: 王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

分析师: 陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514080002

联系人: 肖勇

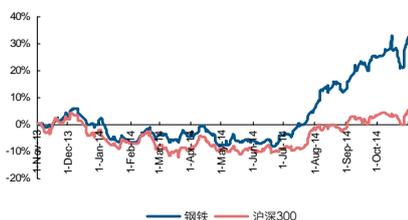
✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

### 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
002478	常宝股份	推荐
601028	玉龙股份	推荐
002318	久立特材	推荐
600005	武钢股份	谨慎推荐
000898	鞍钢股份	谨慎推荐
002443	金洲管道	谨慎推荐

### 市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

### 相关研究

《基差逼近历史极值, 现货平稳期货大幅下跌概率不大》2014-10-26

《高位期现基差待修复, 政策放松与限产预期触发钢价反弹》2014-10-20

### 报告要点

#### ■ 写在前面的话: 知其然, 需知其所以然

钢铁行业今年超越大盘以及部分周期性行业说明行业正在发生变化, 这一点毋庸置疑。但这种变化究竟来自行业自身基本面, 还是其他市场性的结构因素?

#### ■ 一样的基本面阶段触底, 不一样的结构性牛市

有种观点认为, 在需求平稳假设下, 钢铁产能调整驱动行业盈利趋势恢复, 长期悲观预期修正提升钢铁估值。然而事实并非如此: 1、2014年通过挤压供需更差的矿石, 钢铁行业获得了一定程度的利润恢复, 但钢价矿价的持续下跌使得整条产业链利润始终处于收缩的状态中, 钢铁挤压上游矿石的盈利弹性和持续性并不乐观; 2、国际经验表明, 人口红利结束后钢铁等工业品绝对量会见顶, 这种产能存量的调整都是在GDP正增长的情况下出现, 从这个角度来说, 中国钢铁产能调整不仅需要增量减缓, 更需要存量出清; 3、总需求回落使得品种差异弱化, 尽管产能放缓较早但总量依然过剩, 板材3季度跌幅更大并无明显优势。

#### ■ 市场风险偏好上升, 二级市场系统性向右

过去盈利也曾出现类似的恢复, 但股价却未有如此涨幅, 本质上是因为钢铁行业的投资逻辑在2014年发生了显著的变化: 正因为基本面难以期待, 凡是未来有可能不从事钢铁行业的钢铁公司成为了市场的首选, 具有低价、小市值、重组、概念等特征的个股涨幅居前, 与钢铁无关的资产估值更高, 恰是看空钢铁长期基本面。其背后核心的原因在于, 货币宽松的大背景下, 实体经济的低迷、房地产高点的出现使得过去流向实体经济和房地产的资金没有合适的出口, 而新的参与者风险偏好较之过去有显著的提升, 带动二级市场整体估值显著上升。

#### ■ 攻守兼备的选择: 低价题材+基本面驱动

在过去几个月, 钢铁行业中有关主业变更、并购重组预期、低价概念等主题性机会已风起云涌, 不需要再多说。落实到此时此刻的投资: 1、已经持有钢铁股的投资者, 可以耐心继续持有, 直至市场风格变化; 2、目前未持有钢铁股的投资者, 相信大部分不愿意买入前期已经有较大涨幅的公司。我们按照小市值、重组概率、主题概念的思路, 在年初至今涨幅排列行业后30名的股票中选择预期相对明确且弹性较大的公司, 推荐未来上涨潜力较大的**新兴铸管、常宝股份、四方达、华菱钢铁、韶钢松山**, 并建议大家密切跟踪以上个股未来可能发生的变化。除此之外, 我们依然强烈推荐与基本面相关、业绩确定性高增长的**玉龙股份**和**久立特材**。

## 目录

写在前面的话：知其然，需知其所以然 .....	4
一样的基本面阶段触底，不一样的结构性小牛市 .....	4
需求下滑，供给增长停滞也不能阻止钢价创新低 .....	4
挤压矿石难长久，需求恢复才能打开弹性空间 .....	5
产能增量调整只是开始，存量出清任重道远 .....	5
需求回落与产能普遍过剩，品种差异弱化 .....	6
市场风险偏好上升，二级市场系统性向右 .....	7
低价、重组、非钢概念的钢铁股领涨 .....	7
不只是钢铁，市场整体估值提升 .....	10
在当前环境下，还有哪些具备上涨潜力的钢铁股 .....	11
攻守兼备的选择：低价题材+基本面驱动 .....	13

## 图表目录

图 1：本轮股价反弹过程中，钢价从未反弹，而且下跌幅度较大 .....	4
图 2：8 月 14 日之后，估算毛利与行业指数开始背离 .....	4
图 3：年初以来，上海螺纹钢下跌 12.06%，热轧下跌 15.71% .....	4
图 4：年初以来，普氏指数下跌 41.37% .....	4
图 5：2014 年钢铁行业利润同比略有恢复，但幅度有限 .....	5
图 6：2014 年钢铁行业在产业链中利润占比明显上升 .....	5
图 7：美国粗钢产量 1973 年达到 1.37 亿吨见顶 .....	5
图 8：日本粗钢产量 1973 年达到 1.19 亿吨阶段见顶 .....	5
图 9：从 1961 年开始，美国钢铁行业产能出清经历了 26 年左右 .....	6
图 10：从 1973 年开始，日本钢铁行业产能出清经历近 10 年的时间 .....	6
图 11：美国 GDP 负增长只在周期底部出现 .....	6
图 12：在产能调整过程中，日本只有 74 年出现 GDP 负增长 .....	6
图 13：上半年热轧相对强势，下半年螺纹价格相对强势 .....	6
图 14：7 月以来，螺纹钢涨幅比热轧大，跌幅比热轧小 .....	6
图 15：今年 4-8 月热轧吨钢盈利占优，而 9 月至今螺纹钢盈利好于热轧 .....	7
图 16：鞍钢 A 股本轮涨幅 47.65%，12 年底涨幅 37.2% .....	8
图 17：鞍钢 H 股本轮涨幅 28.75%，12 年底涨幅 92.22% .....	8
图 18：2014 年宽松的货币政策使得无风险利率下行（1 年期国债利率） .....	10
图 19：2014 年银行理财产品 3 个月预期收益率显著下降 .....	10
图 20：2014 年全国房价开始下跌（百城样本住宅平均价格） .....	10
图 21：2013、2014 年创业板综合指数持续上涨 .....	11
图 22：A 股账户新增开户数 6 月以来快速上升（单位：万户） .....	11
图 23：目前 A 股融资融券余额达到 6938 亿元，相比月底增长 76% .....	11

图 24: 信用账户新增开户数 6 月以来同样开始上升 (单位: 万户) .....	11
表 1: 今年涨幅前十的股票大多为低价、重组、概念股 .....	7
表 2: 国际比较, A 股钢铁行业整体估值并不算低 .....	8
表 3: 涨幅较大的钢铁股, 长期基本面也较难支撑其估值 .....	9
表 4: 年初至今涨幅排在行业后 30 位的钢铁股 .....	12
表 5: 涨幅较小且具备一定的概念钢铁公司 .....	12
表 6: 预期相对明确且弹性较大的公司 .....	13
表 7: 新兴铸管钢铁盈利有待修复, 铸管产品业绩稳定的增长 .....	14
表 8: 常宝目前盈利贡献来自油套管和锅炉管, CPE 项目和 U 型管产线磨合, 盈利有待提升 .....	14
表 9: 常宝 CPE 项目和 U 型管均为高端火电锅炉, 目前开始贡献收入, 期待盈利能力上升 .....	15
表 10: 公司油气钻探用耗材 PCD 复合片美国市场开拓逐步取得成效, 收入快速增长 .....	15
表 11: 新兴铸管、常宝股份、四方达中期估值相对合理, 未来期待外延式改革提升估值水平 .....	16
表 12: 宝钢集团旗下优质资产丰富, 其中金融服务业盈利能力最强 .....	16

## 写在前面的话：知其然，需知其所以然

钢铁行业今年超越大盘以及部分周期性行业说明行业自身正在发生变化，这一点毋庸置疑。但这种变化究竟来行业自身基本面，还是其他市场性的结构因素？站在此时此刻，我们究竟又该如何应对？

## 一样的基本面阶段触底，不一样的结构性小牛市

有一种观点认为，在需求平稳的假设下，钢铁产能周期调整驱动行业盈利趋势性恢复，行业长期悲观预期修正提升钢铁行业估值。然而，事实并非如此。

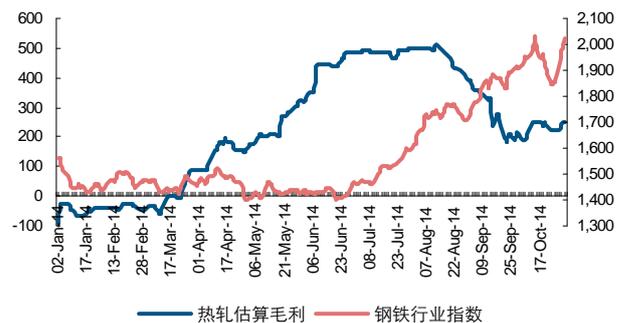
简单统计就可以发现，与过去的投资经验不同的是，一直高度正相关的钢铁行业指数与钢价自今年 7 月 21 日即开始出现背离，有观点认为今年的钢价下跌与往年不一样，因为矿石开始走熊，盈利首次在钢价下跌的过程中出现回升。但即便如此，行业指数自 8 月 14 日起与估算毛利开始出现背离，迄今已三月有余。自国内有统计数据以来，我们从未观察到钢铁行业指数与钢价和盈利之间出现这么长时间稳定的背离。因此，基本面（至少短期基本面）一定不是本轮股价上涨的首要因素。

图 1：本轮股价反弹过程中，钢价从未反弹，而且下跌幅度较大



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 2：8 月 14 日之后，估算毛利与行业指数开始背离



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

## 需求下滑，供给增长停滞也不能阻止钢价创新低

在需求显著下滑的 8、9 月，螺纹钢与热轧均创出历史新低，钢价并没有因为今年产能增长停滞而停止下跌。从经济逻辑上讲，因为下游需求——市场价格——企业利润——产能投资的市场经济传导链条，需求旺盛产能就会增长，需求低迷产能才有可能去化，产能永远跟随并滞后需求的周期波动。因此，供需格局是一个需求主导的动态经济过程，而非简单的数字增减游戏。

钢价创新低说明钢铁的供需并不好，这与矿价如何表现并没有直接关系。在现代西方经济学的基本概念中，决定价格走向的决定性因素是供需而不是成本；矿价创新低说明矿石的供需也不好，矿价比钢价跌得更多只是说明矿石的供需比钢铁更差。

图 3：年初以来，上海螺纹下跌 12.06%，热轧下跌 15.71%

图 4：年初以来，普氏指数下跌 41.37%



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

### 挤压矿石难长久，需求恢复才能打开弹性空间

在一个需求继续下滑、钢价跌幅较大的 2014 年，钢铁行业整体盈利同比的确有所好转，但改善幅度相对有限，究其原因，1、因产能快速投放周期导致矿石供需格局恶化，矿石产业链中地位由强转弱。受益于此，产能开始放缓的钢铁通过挤压矿石盈利获得利润恢复；2、但需求下滑与钢价下跌导致行业利润规模收缩，冶炼环节想要在一个收缩的产业链继续扩大并不算低的利润份额，必须在钢价持续下跌的情况下继续扩大对矿价的挤压程度，以求在蛋糕越来越小的情况下，切到越来越大的份额，难度可想而知。眼前已经回落的盈利水平已经充分证明这一点。

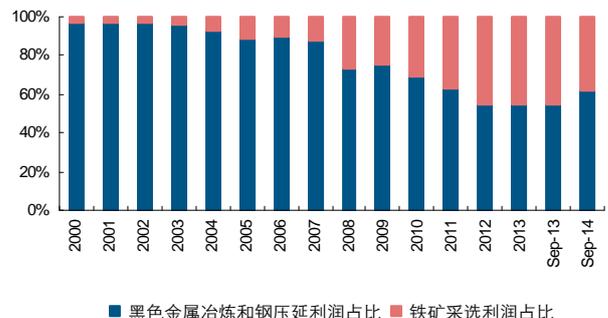
行业盈利要想扩大，只能指望钢价上涨，而这又必须依赖于需求企稳回升。因此，需求才是我们研究钢铁行业的主要矛盾，产能、库存、政策等等因素都是次要矛盾。

图 5：2014 年钢铁行业利润同比略有恢复，但幅度有限



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6：2014 年钢铁行业在产业链中利润占比明显上升



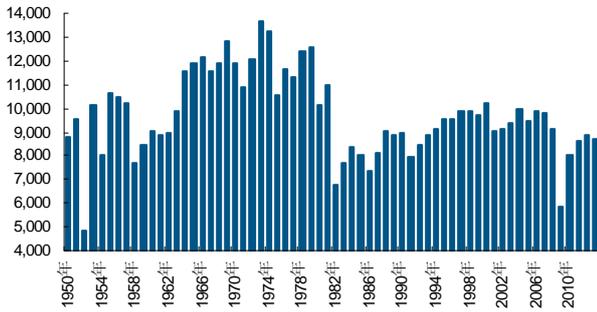
资料来源: Wind, 长江证券研究部

### 产能增量调整只是开始，存量出清任重道远

长期来看，钢铁中期产能增速慢于需求增速的论点同样值得商榷。国际经验显示，随着人口红利结束工业化进入尾期，经济结构调整使得钢铁等重工业不再成为经济增长的驱动力，美、日粗钢产量无一不是见顶下降，这种产能存量的调整都是在 GDP 正增长的情况下出现。因此，从这个角度来说，中国钢铁产能调整不仅需要增量减缓，更需要存量出清。

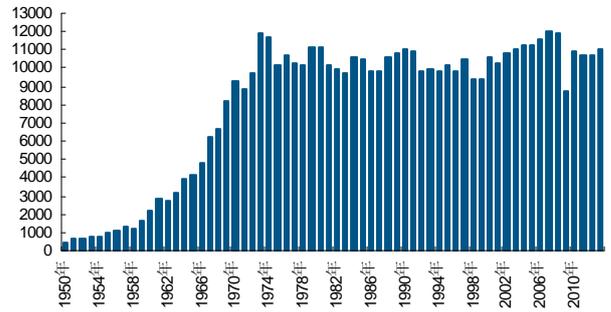
图 7：美国粗钢产量 1973 年达到 1.37 亿吨见顶

图 8：日本粗钢产量 1973 年达到 1.19 亿吨阶段见顶



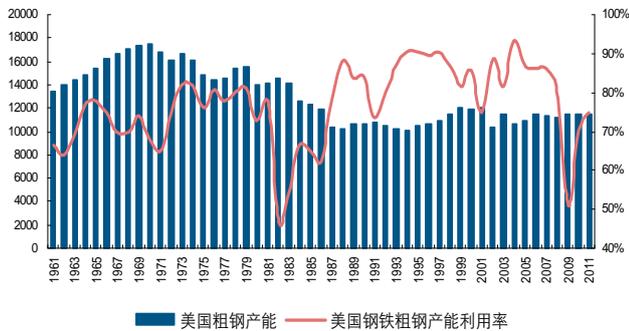
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 9: 从 1961 年开始, 美国钢铁行业产能出清经历了 26 年左右



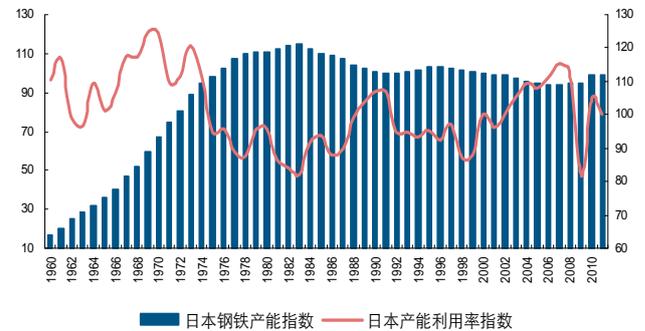
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 10: 从 1973 年开始, 日本钢铁行业产能出清经历近 10 年的时间



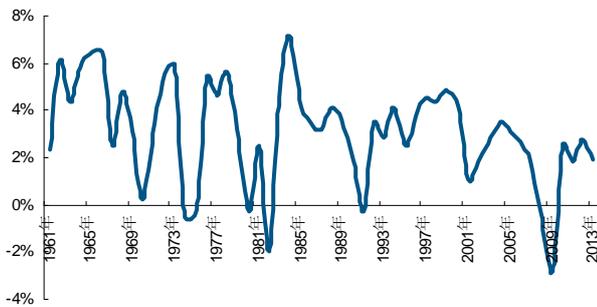
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 11: 美国 GDP 负增长只在周期底部出现



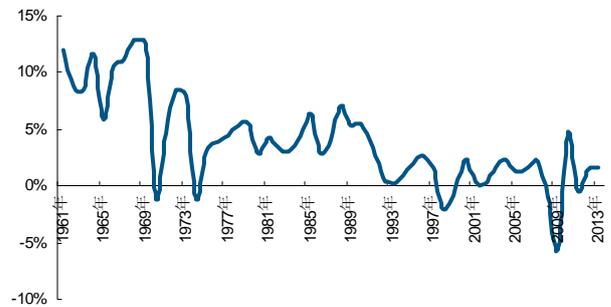
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 12: 在产能调整过程中, 日本只有 74 年出现 GDP 负增长



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 13: 上半年热轧相对强势, 下半年螺纹价格相对强势

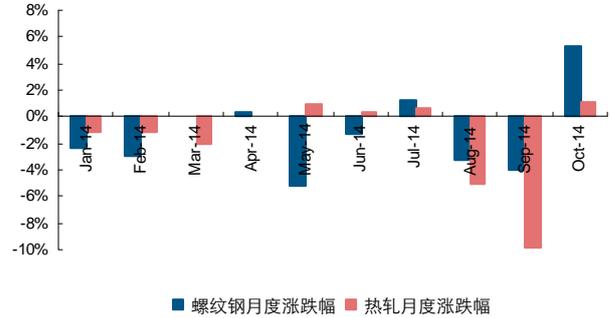
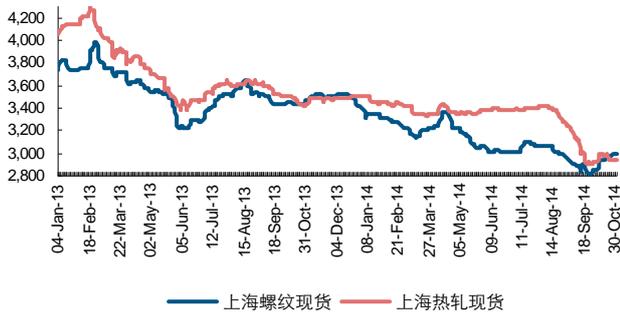


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 14: 7 月以来, 螺纹钢涨幅比热轧大, 跌幅比热轧小

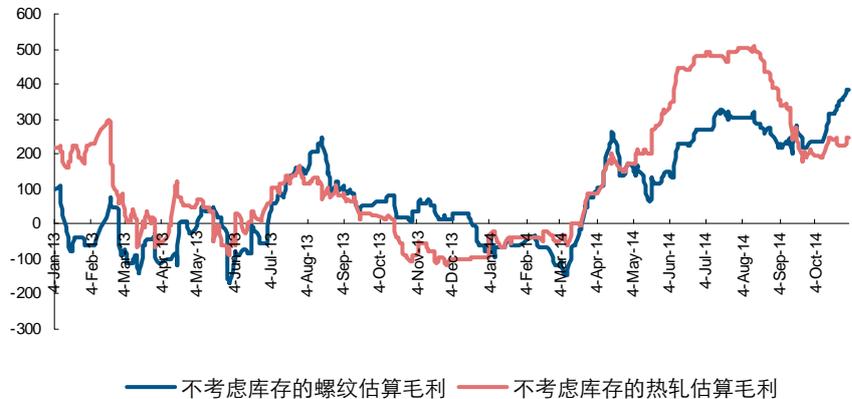
## 需求回落与产能普遍过剩, 品种差异弱化

在需求回落的大背景之下, 钢铁行业内的品种差异并不明显。虽然产能增长放缓较早但因为产能绝对量同样过剩, 需求下滑导致热轧价格最终下跌。从年初计算, 目前上海热轧现货价格已经累计下跌 15.71%, 明显大于上海螺纹钢现货的 12.06%, 说明热轧存量产能的弹性不可小觑, 2 季度的高盈利直接导致热轧产量以更快速度释放和 3 季度热轧价格下跌幅度更大。



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

**图 15: 今年 4-8 月热轧吨钢盈利占优, 而 9 月至今螺纹钢盈利好于热轧**


资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

## 市场风险偏好上升, 二级市场系统性向右 低价、重组、非钢概念的钢铁股领涨

钢铁行业今年超越大盘以及部分周期性行业说明行业自身正在发生变化, 这一点毋庸置疑。不过, 这种变化并非来自基本面, 从行业比较的角度来看, 除了上游资源品, 钢铁行业并无任何优势。

之所以拥有如此的涨幅, 本质上是因为钢铁行业的投资逻辑在 2014 年发生了显著的变化: 正因为基本面难以期待, 凡是未来有可能不从事钢铁行业的钢铁公司成为了市场的首选, 具有低价、小市值、重组、概念等特征的个股涨幅居前。与钢铁无关的资产估值更高, 恰是看空钢铁长期基本面。

**表 1: 今年涨幅前十的股票大多为低价、重组、概念股**

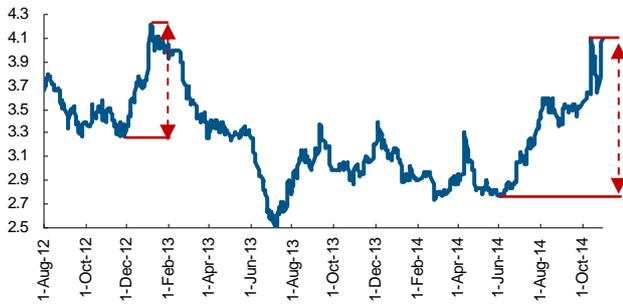
名称	当前股价	年初至今涨幅	年初市值	当前市值	年初自由流通市值	当前自由流通市值	备注
抚顺特钢	20.59	254.97%	30.32	107.07	13.80	53.95	市值小, 军工概念
物产中拓	16.00	111.04%	24.56	52.90	7.94	25.48	市值小, 钢贸电商概念
中钢天源	12.80	102.12%	12.90	25.52	8.34	16.70	低价股, 市值小, 或有壳资源
恒星科技	6.90	80.63%	20.78	37.25	10.57	20.01	低价股, 市值小

本钢板材	5.23	77.46%	94.71	164.01	4.90	8.97	低价股, 自由流通市值小, 东北振兴规划概念
首钢股份	3.51	73.76%	60.81	185.66	22.36	38.28	低价, 北汽股权上市重估, 土地流转概念
大冶特钢	9.55	72.76%	25.84	42.92	10.69	17.75	市值小, 特钢龙头
太钢不锈	4.30	70.02%	147.53	244.94	52.75	87.58	低价、镍产业链, 高铁产业链概念
马钢股份	2.75	64.67%	129.37	211.77	34.97	57.24	低价、高铁产业链概念
杭钢股份	5.90	56.16%	32.55	49.50	11.37	17.29	市值小, 重组与土地流转概念

资料来源: Wind, 长江证券研究部

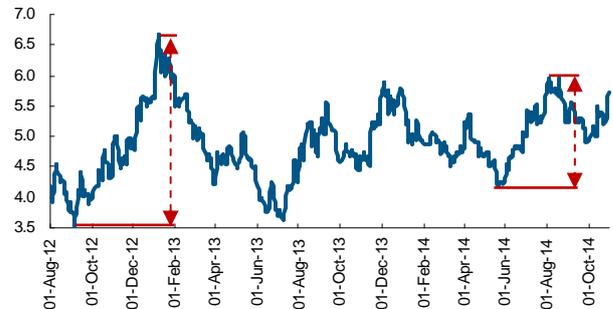
A-H 股的对比也能说明当前市场风格的问题。以鞍钢为例, 如果港股投资更加注重基本面, 本轮鞍钢 H 股涨幅显著低于 2012 年 4 季度的涨幅, 说明当前钢铁行业基本面改善幅度远远不及 2012 年底; 而鞍钢 A 股本轮涨幅已经明显超过 2012 年底, 表明 A 股估值显著包含非钢铁基本面的因素。

图 16: 鞍钢 A 股本轮涨幅 47.65%, 12 年底涨幅 37.2%



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 17: 鞍钢 H 股本轮涨幅 28.75%, 12 年底涨幅 92.22%



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

如果延伸至国际比较, 经过本轮上涨, 当前 A 股钢铁行业 0.97 倍 PB 水平并不算低, 只低于美国钢铁行业的 1.96 倍, 日本与欧洲钢铁行业 PB 均为 0.86 倍, 韩国最低为 0.66 倍。

表 2: 国际比较, A 股钢铁行业整体估值并不算低

地区/国家	指数/公司	本周股价	上周股价	一周涨跌	PB	本周相对 PB
中国	Wind 全 A 指数	2946.80	2804.91	5.06%	1.73	
	申万钢铁行业指数	2184.09	2001.68	9.11%	0.97	0.56
	宝钢股份	4.45	4.19	6.21%	0.66	0.68
	武钢股份	2.64	2.38	10.92%	0.74	0.76
	鞍钢股份	4.09	3.65	12.05%	0.63	0.65
日本	日经 225 指数	16413.76	15291.64	7.34%	1.64	
	日本钢铁行业指数	599.80	545.78	9.90%	0.86	0.52
	新日铁	290.00	255.80	13.37%	0.94	1.10
	JFE	2176.00	1959.00	11.08%	0.71	0.83
美国	标普 500 指数	2018.05	1964.58	2.72%	2.75	
	美国钢铁行业指数	123.76	121.46	1.89%	1.96	0.71
	美国钢铁	40.04	36.92	8.45%	1.48	0.75
	纽柯钢铁	54.06	52.79	2.41%	2.23	1.14

	AK 控股	7.57	7.12	6.32%	-	-
欧洲	彭博欧洲 500 指数	229.67	223.29	2.86%	1.80	
	欧洲钢铁行业指数	83.93	81.95	2.42%	0.86	0.48
	安赛乐米塔尔	10.44	10.16	2.76%	0.45	0.52
	蒂森克虏伯	19.19	18.90	1.54%	3.71	2.29
	奥托昆普	4.49	4.47	0.27%		
韩国	韩国 KOSPI 大盘指数	1925.69	1900.66	1.32%	0.97	
	韩国钢铁行业指数	2022.02	2035.67	-0.67%	0.66	0.69
	浦项钢铁	306000.00	313000.00	-2.24%	0.61	0.91
	现代制铁	68100.00	66800.00	1.95%	0.58	0.88
	东部制铁	1725.00	1885.00	-8.49%	0.07	0.11

资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

如果仅站在基本面触底逐步恢复的长期角度, 对行业长期趋势进行重估, 我们发现, 涨幅较少的新兴铸管、八一钢铁、宝钢股份、武钢股份、方大特钢具有一定的估值修复机会, 涨幅较大的大冶特钢、太钢不锈具有长期基本面的支撑, 而抚顺特钢、首钢股份、中原特钢、包钢股份已经显著脱离了钢铁基本面的长期修复的逻辑。

因此, 如果股价上涨的逻辑是对钢铁基本面长期趋势扭转的重估, 首选标的应该是新兴铸管、八一钢铁、宝钢股份、武钢股份、方大特钢等。

表 3: 涨幅较大的钢铁股, 长期基本面也较难支撑其估值

名称	市值	10 倍 PE 对 应 ROE	15 倍 PE 对 应 ROE	20 倍 PE 对 应 ROE	3 季度 ROE 年化	2009 以来 最高 ROE	对应年份	历史最高 ROE	相应年份
新兴铸管	162.49	10.23%	6.82%	5.12%	5.55%	13.57%	2010	22.52%	2003
八一钢铁	33.95	9.31%	6.21%	4.66%	-54.55%	15.99%	2010	20.36%	2004
宝钢股份	732.99	6.63%	4.42%	3.32%	5.96%	12.90%	2010	24.30%	2004
武钢股份	266.48	7.42%	4.94%	3.71%	2.84%	6.15%	2010	27.53%	2004
山东钢铁	123.58	9.50%	6.33%	4.75%	-10.56%	1.22%	2013	36.21%	2003
方大特钢	57.02	22.07%	14.71%	11.03%	21.69%	29.67%	2011	29.67%	2011
新钢股份	55.18	7.23%	4.82%	3.61%	2.35%	4.37%	2010	12.15%	2006
酒钢宏兴	199.17	12.13%	8.09%	6.06%	-1.11%	13.32%	2011	24.26%	2003
重庆钢铁	134.41	13.55%	9.04%	6.78%	-23.11%	2.40%	2012	11.01%	2008
河北钢铁	267.59	6.29%	4.19%	3.14%	1.56%	4.86%	2010	21.04%	2007
*ST 南钢	93.02	11.24%	7.49%	5.62%	3.22%	12.60%	2010	26.35%	2007
华菱钢铁	76.60	7.57%	5.04%	3.78%	0.57%	1.05%	2013	16.18%	2004
凌钢股份	31.68	8.28%	5.52%	4.14%	-9.37%	17.48%	2010	26.94%	2003
西宁特钢	34.10	12.11%	8.07%	6.06%	-7.87%	11.96%	2011	13.22%	2007
鞍钢股份	295.90	6.29%	4.19%	3.15%	2.60%	3.83%	2010	33.03%	2006
韶钢松山	58.79	13.53%	9.02%	6.76%	-29.49%	2.87%	2013	27.86%	2003
攀钢钒钛	252.54	17.08%	11.39%	8.54%	5.48%	6.92%	2010	11.67%	2004
马钢股份	211.77	9.16%	6.10%	4.58%	-1.90%	4.10%	2010	22.08%	2004
安阳钢铁	55.53	7.73%	5.15%	3.87%	0.98%	1.23%	2009	16.53%	2003

三钢闽光	33.53	12.01%	8.01%	6.00%	-0.94%	8.93%	2011	21.93%	2007
包钢股份	449.75	23.77%	15.85%	11.89%	0.40%	3.89%	2011	19.35%	2004
柳钢股份	78.93	14.07%	9.38%	7.04%	4.80%	12.24%	2010	27.59%	2006
中原特钢	61.73	34.47%	22.98%	17.24%	-1.48%	14.77%	2009	16.15%	2008
杭钢股份	49.50	14.98%	9.98%	7.49%	0.20%	10.03%	2010	22.69%	2004
首钢股份	185.66	26.10%	17.40%	13.05%	0.10%	4.78%	2009	17.98%	2004
大冶特钢	42.92	13.67%	9.11%	6.84%	9.39%	24.52%	2009	27.74%	2006
太钢不锈	244.94	9.94%	6.63%	4.97%	2.96%	8.00%	2011	28.14%	2007
本钢板材	164.01	10.71%	7.14%	5.36%	1.75%	6.35%	2010	15.74%	2004
抚顺特钢	107.07	62.54%	41.69%	31.27%	1.76%	1.89%	2010	7.22%	2001

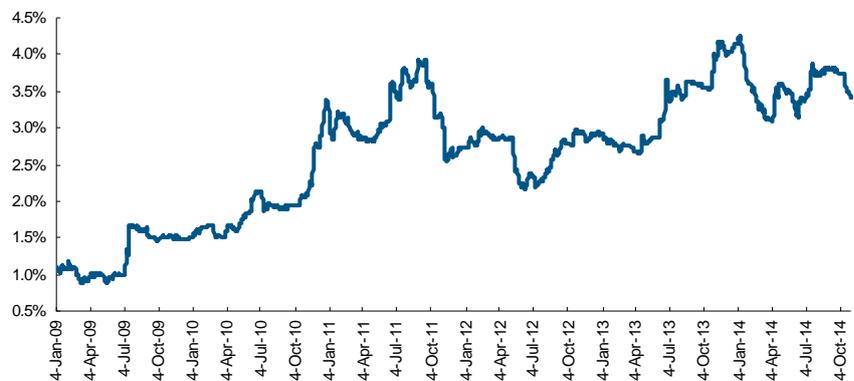
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

## 不只是钢铁，市场整体估值提升

过去几年钢铁股价格也很低，主业也很差，为什么没有出现这种级别的上涨？为什么这种变化出现在 2014 年？

这是因为 2014 年是二级市场参与者结构发生重大变化的一年，背后最核心的原因在于，货币宽松的大背景下，实体经济的低迷、房地产高点的出现使得过去流向实体经济和房地产的资金没有合适的出口，在创业板的赚钱效应下流入二级市场。而新的参与者风险偏好较之过去有显著的提升，带动二级市场整体估值显著上升。

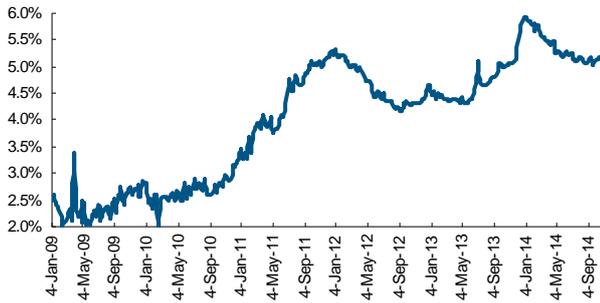
图 18：2014 年宽松的货币政策使得无风险利率下行（1 年期国债利率）



资料来源：Wind，长江证券研究部

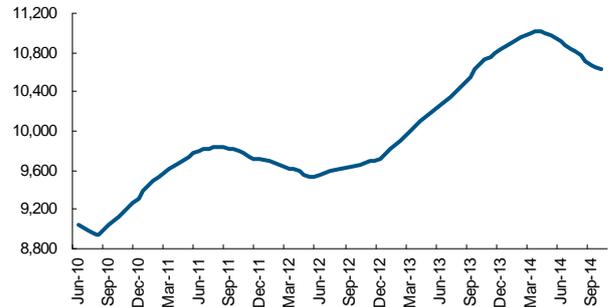
图 19：2014 年银行理财产品 3 个月预期收益率显著下降

图 20：2014 年全国房价开始下跌（百城样本住宅平均价格）



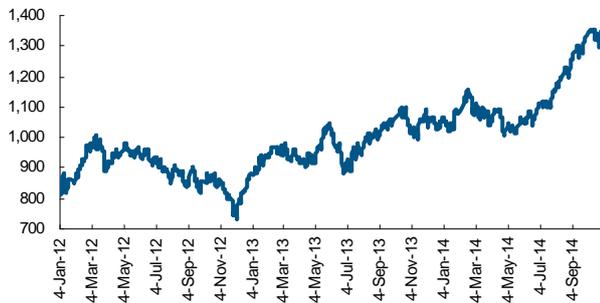
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 21: 2013、2014 年创业板综合指数持续上涨



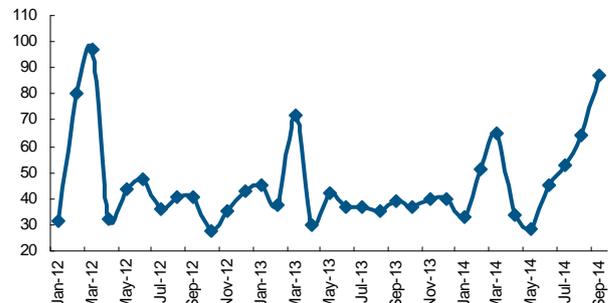
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 22: A 股账户新增开户数 6 月以来快速上升 (单位: 万户)



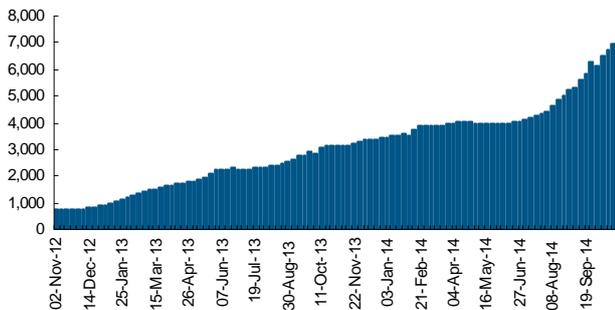
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 23: 目前 A 股融资融券余额达到 6938 亿元, 相比月底增长 76%

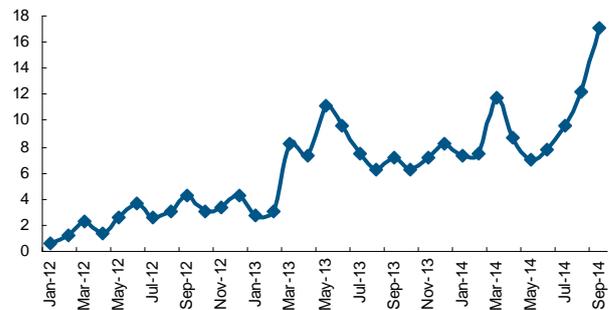


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 24: 信用账户新增开户数 6 月以来同样开始上升 (单位: 万户)



资料来源: Wind, 长江证券研究部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 在当前环境下, 还有哪些具备上涨潜力的钢铁股

有关主业的变更、并购重组的预期、低价概念等等主题性机会在过去几个月里已经风起云涌, 不需要再多说。眼前的问题在于, 作为钢铁研究员, 我们究竟应该如何应对?

既然我们理解了市场的上涨, 那么在环境并未发生变化的情况下, 跟随市场的逻辑选择投资标的是我们眼前最现实的选择。

### ➤ 第一步, 已经涨幅较大的概念股或已不是最佳选择

对于还未持有钢铁股的投资者而言，目前这个时点，前期涨幅较大的公司大概率已不是最佳的选择，如本钢板材。因此，我们将标的锁定在年初至今涨幅排在行业后 30 名的公司（全行业 48 家公司）。

表 4：年初至今涨幅排在行业后 30 位的钢铁股

名称	现价	年初至今	2013 净资产	市值	自由流通市值	备注
山东地矿	11.17	-12.39%	10.63	52.80	19.60	壳资源，但市值 53 亿，尚不明确路径
五矿发展	13.22	-1.57%	85.42	141.71	53.05	资产规模和市值较大，五矿集团资产较多
金洲管道	6.32	0.52%	18.98	32.90	19.07	停牌
新兴铸管	4.46	8.38%	158.82	162.49	88.71	国企改革与墨西哥能源改革概念
八一钢铁	4.43	8.62%	36.46	33.95	15.72	壳资源，宝钢集团有优质非上市资产
华联矿业	8.47	9.47%	14.48	33.82	18.24	壳资源，尚不明确路径
金岭矿业	8.05	10.55%	30.12	47.92	19.93	资产规模和市值不小
宝钢股份	4.45	12.29%	1105.12	732.99	146.65	国企改革，资产规模和市值较大
山东钢铁	1.92	16.36%	130.09	123.58	29.43	停牌
方大特钢	4.30	22.09%	25.84	57.02	18.27	市值不小，尚不明确
武钢股份	2.64	22.31%	359.36	266.48	87.07	国企改革，资产规模和市值较大
酒钢宏兴	3.18	22.31%	164.23	199.17	90.23	国企改革，资产规模和市值较大
重庆钢铁	3.03	23.67%	99.17	134.41	11.94	国企改革，资产规模和市值较大
玉龙股份	15.88	23.71%	20.20	50.86	15.44	2015 业绩确定 50% 增长，或有外延扩张
常宝股份	12.59	24.93%	26.89	50.37	19.87	现有估值相对合理，在手现金充足
凌钢股份	3.94	25.29%	38.27	31.68	14.54	壳资源，但凌源政府无优良资产
*ST 南钢	2.40	26.98%	82.74	93.02	15.03	有管理层持股方案预期
江南红箭	15.48	27.09%	35.90	114.25	26.26	市值较大，刚完成重组
新钢股份	3.96	27.74%	76.34	55.18	11.65	国企改革或出售股权
西宁特钢	4.60	27.78%	28.15	34.10	17.09	壳资源，尚不明确路径
创兴资源	8.22	27.84%	7.10	34.97	23.54	壳资源，尚不明确路径
河北钢铁	2.52	28.68%	425.60	267.59	92.85	国企改革，资产规模和市值较大
鞍钢股份	4.09	30.29%	470.26	295.90	52.37	国企改革，资产规模和市值较大
华菱钢铁	2.54	30.93%	101.23	76.60	22.98	集团为湖南国企改革平台
四方达	10.40	33.24%	6.89	22.46	10.95	民企，业绩触底回升，或有外延扩张
方大炭素	9.91	33.60%	55.40	170.37	91.61	民企，炭素石墨烯概念，资产市值较大
韶钢松山	2.43	34.25%	43.47	58.79	25.86	壳资源，宝钢集团有优质非上市资产
三钢闽光	6.27	36.33%	27.92	33.53	10.10	壳资源，国企改革概念
安阳钢铁	2.32	36.47%	71.83	55.53	22.15	停牌
攀钢钒钛	2.94	38.70%	147.84	252.54	104.33	国企，资产和市值规模较大

资料来源：Wind，长江证券研究部

### ➤ 第二步，剔除资产规模、市值大且无概念的公司

考虑到当前的市场风格，资产规模、市值较大且无概念或重组预期的公司估值提升潜力不大，同时我们剔除停牌的公司。

表 5：涨幅较小且具备一定的概念钢铁公司

名称	现价	年初至今	2013 净资产	市值	自由流通市值	备注
五矿发展	13.22	-1.57%	85.42	141.71	53.05	资产规模和市值较大, 五矿集团资产较多
新兴铸管	4.46	8.38%	158.82	162.49	88.71	国企改革与墨西哥能源改革概念
八一钢铁	4.43	8.62%	36.46	33.95	15.72	壳资源, 宝钢集团有优质非上市资产
华联矿业	8.47	9.47%	14.48	33.82	18.24	壳资源, 尚不明确路径
金岭矿业	8.05	10.55%	30.12	47.92	19.93	资产规模和市值不小
宝钢股份	4.45	12.29%	1105.12	732.99	146.65	国企改革, 资产规模和市值较大
酒钢宏兴	3.18	22.31%	164.23	199.17	90.23	国企改革, 资产规模和市值较大
武钢股份	2.64	22.31%	359.36	266.48	87.07	国企改革, 资产规模和市值较大
重庆钢铁	3.03	23.67%	99.17	134.41	11.94	国企改革, 资产规模和市值较大
玉龙股份	15.88	23.71%	20.20	50.86	15.44	2015 年 50% 增长较为确定, 或有外延式收购
常宝股份	12.59	24.93%	26.89	50.37	19.87	现有资产估值相对合理, 在手现金充足
凌钢股份	3.94	25.29%	38.27	31.68	14.54	壳资源, 但凌源政府无优良资产
新钢股份	3.96	27.74%	76.34	55.18	11.65	待选, 国企改革或出售股权
西宁特钢	4.60	27.78%	28.15	34.10	17.09	壳资源, 尚不明确路径
创兴资源	8.22	27.84%	7.10	34.97	23.54	壳资源, 尚不明确路径
河北钢铁	2.52	28.68%	425.60	267.59	92.85	国企改革, 资产规模和市值较大
华菱钢铁	2.54	30.93%	101.23	76.60	22.98	集团为湖南国企改革平台
鞍钢股份	4.09	30.29%	470.26	295.90	52.37	国企改革, 资产规模和市值较大
四方达	10.40	33.24%	6.89	22.46	10.95	民企, 业绩触底回升, 或有外延扩张
韶钢松山	2.43	34.25%	43.47	58.79	25.86	壳资源, 宝钢集团有优质非上市资产
三钢闽光	6.27	36.33%	27.92	33.53	10.10	壳资源, 国企改革概念

资料来源: Wind, 长江证券研究部

### ➤ 第三步, 选择预期相对明确且弹性较大的公司

有些公司具备一定概念, 不过考虑到其资产规模、市值较大, 弹性相对有限, 另外一些公司市值虽然不大, 但非钢业务不明确或重组预期不强, 我们均以剔除。

因此, 在当前偏好主业变更、重组预期、低价概念的市场环境中, 我们倾向认为前期涨幅不大的新兴铸管、常宝股份、华菱钢铁、四方达、韶钢松山具备配置价值。而玉龙股份, 我们更倾向从基本面的角度(业绩确定性高增长)强烈推荐。

表 6: 预期相对明确且弹性较大的公司

名称	现价	年初至今	2013 净资产	市值	自由流通市值	备注
新兴铸管	4.46	8.38%	158.82	162.49	88.71	国企改革与墨西哥能源改革概念
玉龙股份	15.88	23.71%	20.20	50.86	15.44	2015 年 50% 增长较为确定, 或有外延式收购
常宝股份	12.59	24.93%	26.89	50.37	19.87	现有资产估值相对合理, 在手现金充足
华菱钢铁	2.54	30.93%	101.23	76.60	22.98	集团为湖南国企改革平台
四方达	10.40	33.24%	6.89	22.46	10.95	民企, 业绩触底回升, 或有外延扩张
韶钢松山	2.43	34.25%	43.47	58.79	25.86	壳资源, 宝钢集团有优质非上市资产

资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 攻守兼备的选择: 低价题材+基本面驱动

当前钢铁股上涨由市场整体风险偏好提升所驱动，在刚性兑付尚未被打破之前，我们预计低价股小盘股向下的风险有限，各种主题性的投资机会将会被市场反复炒作。因此，建议已经买入钢铁股的投资者继续持有，直至市场风格转变。

而当前准备配置钢铁股的投资者，大多不愿意买入前期涨幅较大的股票，我们倾向认为主业估值在长期合理区间、具备一定的概念提升市值空间的新兴铸管、常宝股份、四方达、华菱钢铁、韶钢松山具备配置价值。

#### ➤ 新兴铸管：主业经营稳定，期待国企改革与墨西哥能源改革

新兴铸管主业为 200 万吨铸管和 800 万吨螺纹钢，目前螺纹钢产量逐步否放带动产量增长，其盈利能力又待跟随行业逐步恢复；因下游为市政工程，公司龙头地位显著，铸管产品盈利能力和收入增速一直较为稳定。

目前公司 PE (TTM) 估值为 13.1 倍，如果假设过去 5 年平均 ROE 为公司中期盈利水平，那么公司目前市值对应中期业绩的 PE 水平为 8.97 倍，传统业绩估值相对较低。

集团母公司新兴际华集团成为本次国企改革首轮试点央企，开展董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点工作；同时，公司将通过中墨能源产业基金的方式参与墨西哥能源改革。中、墨两国改革双轮驱动有望提升公司估值水平。

表 7：新兴铸管钢铁盈利有待修复，铸管产品业绩稳定的增长

主要产品财务数据	2010	2011	2012	2013	2014H1	
钢铁产品	营业收入	160.09	202.35	228.58	257.60	102.39
	——增速	55.67%	26.40%	12.96%	12.70%	-15.26%
	毛利率	14.23%	12.61%	8.27%	5.53%	5.31%
铸管产品	收入	66.42	75.28	71.42	74.33	39.16
	——增速	14.23%	12.61%	8.27%	5.53%	9.88%
	毛利率	13.45%	15.96%	20.42%	19.60%	19.37%

资料来源：Wind，长江证券研究部

#### ➤ 常宝股份：募投逐步贡献业绩，在手现金充足

常宝股份主要下游分别为油气开采与火电锅炉设备，对应产品分别为油套管和小口径锅炉管。目前公司盈利贡献来自上市原有产能，募投项目 CPE 产线和 U 型管产线正在磨合，产量正逐步释放期待盈利贡献有所提升。

表 8：常宝目前盈利贡献来自油套管和锅炉管，CPE 项目和 U 型管产线磨合，盈利有待提升

产品名称	产能	盈利能力	产业新方向	投产时间
油管	20 万吨	18%左右	高端能源装备、页岩气	上市原产能
套管	15 万吨	10%左右	高端能源装备、页岩气	上市原产能
锅炉管	12 万吨	20%左右	新材料	上市原有产能，2012 年扩产至 12 万吨
CPE 项目	10 万吨	15%~25%左右	高端能源装备、页岩气	2013 年 4 月
高端油井管	12.5 万吨	15%左右	高端能源装备、页岩气	2013 年底
U 型管	0.7 万吨	25%左右	新材料	2012 年 7 月

资料来源：Wind，长江证券研究部

目前公司 PE (TTM) 估值为 21.6 倍, 如果假设过去 5 年平均 ROE 为公司中期盈利水平, 那么公司目前市值对应中期业绩的 PE 水平为 14.9 倍, 公司主营估值相对合理。

最新报表显示, 公司货币资产 5.32 亿元, 负债率仅 22%且为短期经营性负债, 不排除未来公司积极外延扩张的可能性。

表 9: 常宝 CPE 项目和 U 型管均为高端火电锅炉, 目前开始贡献收入, 期待盈利能力上升

主要产品财务数据		2010	2011	2012	2013	2014H1
油套管	营业收入	14.28	21.18	24.16	25.37	11.41
	——增速	19.40%	48.32%	14.07%	5.01%	-11.23%
	毛利率	16.98%	12.94%	17.45%	19.31%	20.11%
锅炉管	收入	9.84	11.72	6.00	9.95	6.35
	——增速	26.80%	19.11%	-48.81%	65.83%	64.46%
	毛利率	20.53%	20.44%	17.56%	14.37%	13.37%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

#### ➤ 四方达: 募投逐步放量, 积极产业链延伸

四方达主营为聚晶金刚石超硬复合材料以及制品, 近两年加大石油片国外市场销售力度, 带动募投项目复合超硬材料制品产能逐步释放, 公司业绩开始筑底回升。

目前公司 PE (TTM) 估值为 58.9 倍, 相对较高, 如果假设过去 5 年平均 ROE 为公司中期盈利水平, 那么公司目前市值对应中期业绩的 PE 水平为 21.3 倍, 从公司业绩筑底恢复角度来看, 公司当前估值仍在长期合理区间。

公司在中报预计并购整合将呈现加速趋势, 作为国内超硬材料行业龙头公司, 我们不排除公司未来有延伸产业链, 或通过兼并收购做大做强的可能性。

表 10: 公司油气钻探用耗材 PCD 复合片美国市场开拓逐步取得成效, 收入快速增长

主要产品财务数据		2010	2011	2012	2013	2014H1
超硬复合材料	营业收入	0.92	0.89	1.11	1.07	0.60
	——增速	29.95%	-2.74%	24.71%	-3.84%	17.80%
	毛利率	57.21%	46.83%	42.07%	44.22%	43.83%
超硬复合材料制品	收入	0.14	0.15	0.16	0.42	0.17
	——增速	88.03%	10.71%	5.16%	159.04%	145.54%
	毛利率	40.60%	35.01%	21.21%	35.48%	21.47%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

#### ➤ 华菱钢铁低 PB, 韶钢松山外延弹性或较大

受制行业低迷, 华菱钢铁与韶钢松山近些年亏损幅度较大, 盈利水平恢复至行业平均或历史均值尚待时日。

不过, 目前华菱钢铁 PB 仅为 0.75 倍, 且公司主业经营逐步扭亏, 使得 PB 估值具有一定的安全边际。同时, 母公司华菱集团已被列为湖南省国企改革的重点推进单位, 不排除股份公司华菱钢铁因此受益的可能性。

韶钢松山实际控制人宝钢集团旗下未上市的优质资产较为丰富, 不排除韶钢松山成为集团提升证券化率的资本平台的可能性。

表 11: 新兴铸管、常宝股份、四方达中期估值相对合理, 未来期待外延式改革提升估值水平

公司	2009ROE	2010ROE	2011ROE	2012ROE	2013ROE	平均 ROE 中期盈利	对应估值	最高 ROE 极值盈利	对应估值
新兴铸管	12.13%	13.57%	13.22%	10.71%	7.40%	18.12	8.97	21.54	7.54
常宝股份	23.74%	11.88%	10.10%	8.43%	8.71%	3.38	14.90	6.38	7.89
四方达	29.80%	27.87%	8.84%	5.19%	4.83%	1.05	21.30	2.05	10.94
华菱钢铁	0.81%	-19.10%	0.55%	-27.99%	1.05%	-9.05	-8.47	1.06	71.93
韶钢松山	1.61%	0.36%	-21.69%	-52.68%	2.87%	-6.04	-9.73	1.25	47.17

资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 12: 宝钢集团旗下优质资产丰富, 其中金融服务业盈利能力最强

资源开发及物流业	2012 年	2013 年
利润总额 (亿元)	13.6	14.3
营业收入 (亿元)	340.6	449
工程技术服务业	2012 年	2013 年
利润总额 (亿元)	7.5	1.9
营业收入 (亿元)	164.2	158.9
煤化工	2012 年	2013 年
利润总额 (亿元)	7.3	7.7
营业收入 (亿元)	115.4	109.3
金融服务业	2012 年	2013 年
利润总额 (亿元)	9.4	13.2
营业收入 (亿元)	15.2	18.4
生产服务业	2012 年	2013 年
利润总额 (亿元)	0.4	2.1
营业收入 (亿元)	159.9	114.2

资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

我们继续维持前期观点, 已经持有钢铁股的投资者, 可以耐心继续持有, 直至市场风格变化; 目前未持有钢铁股的投资者, 相信大部分不愿意买入前期已经有较大涨幅的公司, 我们按照小市值、重组概率、主题概念的思路, 在年初至今涨幅排列行业后 30 名的股票中选择预期相对明确且弹性较大的公司, 推荐未来上涨潜力较大的**新兴铸管、常宝股份、四方达、华菱钢铁、韶钢松山**, 并建议大家密切跟踪以上个股未来可能发生的变化。除此之外, 我们依然推荐与基本面相关、业绩确定性高增长的玉龙股份和久立特材。

**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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@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。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 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。