

2010年7月30日

# 策略如何看钢铁？

## ——打造钢铁的“驱动力”和“信号验证”机制

### 相关研究

《可选为剑、必需做盾——下游投资逻辑》—2010年6月28日

《策略如何看乘用车——打造乘用车的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010年6月1日

《策略如何看房地产——打造房地产的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010年5月6日

《煤飞色舞，牛市之始：倒煤透顶，色即为空——上游投资逻辑》—2010年3月23日

### 分析师

凌鹏（策略）(A0230209090482)  
[lingpeng@swsresearch.com](mailto:lingpeng@swsresearch.com)

赵湘鄂（钢铁）(A0230209090476)  
[zhaoxe@swsresearch.com](mailto:zhaoxe@swsresearch.com)

李鹏（金融工程）(A0230210070005)  
[lipeng@swsresearch.com](mailto:lipeng@swsresearch.com)

冯宇（策略）  
[fengyu@swsresearch.com](mailto:fengyu@swsresearch.com)

左俊义（策略）  
[zuojy@swsresearch.com](mailto:zuojy@swsresearch.com)

苏畅（宏观）  
[suchang@swsresearch.com](mailto:suchang@swsresearch.com)

### 联系人

张潇潇  
(8621)23297294  
[zhangxx@swsresearch.com](mailto:zhangxx@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com> (www.0788) 使用1

### 主要内容：

- 钢铁关注量、价、库存、成本和吨钢毛利，其中库存和吨钢毛利是重点。量包括生铁产量、粗钢产量、螺纹钢产量、热卷产量、冷轧产量和进出口量。价为期货价格、终端销售价格和四大钢厂的出厂价。库存分为钢厂库存、社会库存和终端库存。成本主要是焦炭和铁矿石。中游重毛利，但会计利润滞后，申万钢铁分析员根据钢铁现价和成本模拟吨钢毛利值得关注。
- 钢铁逻辑图分为下游需求、钢铁本身和上游成本三块。钢铁本身的传导机制是本文的重点，吨钢毛利、库存以及两者结合对宏观周期位置的昭示是钢铁研究价值的体现。
- 吨钢毛利在两个阶段上升，分别是钢价上涨的第一个阶段和钢价下降的第二个阶段。前者更值得把握，后者无异火中取栗。钢铁从下游需求-社会库存-钢企库存-钢铁产量-发电量-工业增加值存在链式传导，观察钢铁各环节数据对判断经济走向有意义。结合社会库存和吨钢毛利可以从中观角度验证中国经济周期：社会库存下降、吨钢毛利扩大，经济复苏；社会库存上升、吨钢毛利冲高回落，经济从过热到滞胀；社会库存堆积、吨钢毛利萎缩，经济衰退。
- 05年后，钢铁股难有长期投资机会，ROE和毛利率难以持续扩张。短期买卖机会把握吨钢毛利变动方向，可以参考下游需求、社会库存、产能利用率和历史数据表现。历史经验表明钢铁相对大盘PB在0.5-0.7的区间内波动。如果判断未来钢铁行业基本面好转，应该买入高贝塔的煤炭股；当市场情绪亢奋、钢铁飙涨，应谨防市场见顶，不宜追高，反应减配。
- 2009年推出期货螺纹钢，钢铁金融属性增强，未来钢价的波动会放大，货币、信贷将成为下阶段投资钢铁股必须考虑的因素。钢铁数据虽全，但调研指数依然重要。调研涉及三部分：钢企下游订单情况、钢企的产能利用率、钢企的库存情况（包括原材料库存和产成品库存）。

## 目 录

---

1.钢铁的“驱动力”+“信号验证”机制 .....	3
1.1 钢铁关注库存和吨钢毛利 .....	3
1.2 钢铁的“驱动力”和“信号验证”机制 .....	5
1.3 钢铁“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证 .....	7
2.超额收益分析：买了就要想着卖 .....	11
2.1 超额收益：难长期持有、据吨钢毛利找买卖点 .....	11
2.2 策略如何看钢铁：研究意义重于投资价值 .....	13

# 图表目录

图 1：钢铁的逻辑图分上游成本、下游需求和钢铁本身三块 .....	6
图 2：四大指标拟合指数领先钢铁表观消费量增速三个月 .....	6
图 3：吨钢毛利在两个阶段出现上升 .....	7
图 4：吨钢毛利和产能利用率相互影响 .....	7
图 5：钢铁各环节呈现链式传导 .....	8
图 6：螺纹钢下游需求略领先螺纹钢库存增速 .....	9
图 7：热卷下游需求略领先热卷库存增速 .....	9
图 8：冷轧下游需求与冷轧库存增速关系不明显 .....	9
图 9：下游需求略领先钢铁社会库存增速 .....	9
图 10：钢铁社会库存变化早于企业库存变化 .....	9
图 11：钢铁表观消费量领先工业增加值 .....	9
图 12：结合钢铁社会库存和吨钢毛利变动把握经济周期 .....	10
图 13：钢铁股的最好年代在 2003 年 .....	11
图 14：05 年后，钢铁毛利、ROE 无法持续扩张 .....	11
图 15：钢铁行业盈利预期调整滞后于股价变化 .....	11
图 16：超额收益和吨钢毛利（综合）息息相关 .....	11
图 17：钢铁相对市场 PB 在 0.5-0.7 的区间内浮动 .....	12
图 18：2006 年，钢铁股上涨的两个阶段，煤炭股均跑赢钢铁股 .....	12
图 19：煤炭跑输钢铁恰逢市场风格极度偏向大盘股 .....	13
表 1：钢铁分为普钢和特钢，总市值占比达到 2.28% .....	3
表 2：钢铁行业关注量、价、库存、成本和吨钢毛利 .....	4
表 3：钢铁涉及到众多领域 .....	5
表 4：吨钢毛利、钢价、产能利用率的波动区间 .....	8
表 5：从社会库存和吨钢毛利的组合把握经济周期定位 .....	10
表 6：策略跟踪的钢铁中观数据库 .....	14

第三季，我们将研究重点转向中游。上游关注价格、下游把握需求，中游跟踪毛利。钢铁是最重要的中游行业，研究意义远重于投资价值。其一，最主要的下游和上游均涉及钢铁。下游可选消费品（房地产、乘用车、家电）的产能变动均影响钢铁产量，进而影响上游焦煤和铁矿石消耗量。其二，钢铁链条清晰，每个环节均有数据，层层相扣，便于分析和借鉴。其三，有社会库存、期货和贸易商，金融属性使钢铁产量调整领先其他中游。其四，钢铁长期平均产能利用率偏低，但需求恢复时产能利用率又会迅速提升，因此毛利率无法持续提升，这是中游的典型特征。其五，铁矿石定价在外，钢铁景气深受全球经济和大宗商品的影响。

## 1. 钢铁的“驱动力”+“信号验证”机制

根据申万的行业分类，钢铁（黑色金属）共 33 家上市公司，总市值占比 2.28%。本文研究螺纹钢、热卷和冷轧。

表 1：钢铁分为普钢和特钢，总市值占比达到 2.28%

申万行业分类	上市公司数	总市值占比	流通市值占比
I 黑色金属	33	2.28%	2.54%
II 钢铁	33	2.28%	2.54%
III 普钢	29	2.22%	2.45%
III 特钢	4	0.07%	0.09%

注：数据截止 2010 年 6 月 30 日

资料来源：Wind，申万研究

### 1.1 钢铁关注库存和吨钢毛利

从损益表结构，钢铁关注量、价、库存、成本和吨钢毛利，其中库存和吨钢毛利是重点。

量包括产量和进出口量。产量跟踪生铁产量、粗钢产量、螺纹钢产量、热卷产量和冷轧产量。生铁产量直接影响上游铁矿石、煤炭消耗量；粗钢产量包括长流程产出的粗钢和短流程产出的再生钢，代表钢铁的整体供应；螺纹钢用于建筑，热卷用于机械、船舶和重卡，冷轧用于汽车和家电。

价分三个层次，分别是期货价格、终端销售价格和四大钢厂的出厂价。期货跟踪螺纹钢期货主力合约价，终端价格盯住上海地区代表品种价格和钢材加权价格<sup>1</sup>。出厂价关注宝钢、鞍钢的板材价和沙钢、河北钢铁的螺纹钢价格。

库存分为钢厂库存、社会库存和终端库存。钢厂库存一般为两到四周的钢铁产量，公布数据滞后两个月，意义不大。社会库存跟踪 Mysteel 的样本数据，真正的社会库存大约是这样样本数据的四到五倍，相当于一个月的钢铁产量。终端库存没有公开数据，按经验大致为一月到一个半月的钢铁产量。2008 年来，经济剧烈波动，钢铁的库存周期尤为明显。

<sup>1</sup> 该加权价格是申万钢铁行业分析员按照一定权重合成，以体现钢铁市场的综合价格变动。

成本主要是焦炭和铁矿石。大钢厂用焦煤、小钢厂用焦炭。铁矿石价格分长协价和现货价，现货又分国内价和进口价。

中游重毛利，但会计利润滞后，无法及时反映基本面变化，我们跟踪申万钢铁分析员根据钢铁现货价和成本模拟的吨钢毛利（该指标剔除固定资产投资，不剔除三项费用）。其中现货吨钢毛利对需求更敏感，综合吨钢毛利（成本中包含长协铁矿石价格）更接近钢厂当前的利润。

表 2：钢铁行业关注量、价、库存、成本和吨钢毛利

利润表项目	核心指标	明细指标	下游驱动因素
一、营业收入			
	产量	生铁产量 粗钢产量 螺纹钢产量、热卷产量、冷轧产量 钢材进出口量	
	价格	国内螺纹期货主力合约价格 上海 25 毫米螺纹钢价格 上海 5.5 毫米热卷价格 上海 1.0 毫米冷轧价格 钢材产品加权价格 钢材出厂价格（宝钢、鞍钢、沙钢、河北钢铁）	M1、M2、人民币信贷 成本+螺纹钢利润 成本+热卷利润 成本+冷轧利润
	库存	螺纹钢社会库存 热卷社会库存 冷轧社会库存 钢材总社会库存	
二、营业总成本		天津港港口 63.5%印度粉现汇车板 平均价，湿吨	
其中：营业成本		唐山地区 66%酸性铁精粉含税出厂 平均价 山西太原古交 2#焦煤车板含税价 华北山西晋中二级冶金焦含税车板 成交平均价	巴西、澳大利亚长协离岸 价、BDI、美元汇率
营业税金及附加			
销售费用			
管理费用			
财务费用			
资产减值损失			
加：公允价值变动收益			
投资收益			
三、营业利润		螺纹钢模拟利润 热卷模拟利润	房地产投资增速、房地产新 开工面积、房地产竣工面 积、基建投资增速 机床产量、船舶产量

	冷轧模拟利润	乘用车产量、冰箱产量
	钢铁加权模拟综合利润	FAI、工业增加值、钢铁进出口、PMI: 黑色金属冶炼及压延加工业新订单
加: 营业外收入		
减: 营业外支出		
四、利润总额		
减: 所得税		
五、净利润		
少数股东损益		
归属于母公司所有者的净利润		

注: 为保证损益表的完整性, 我们保留空白部分, 其他行业在这些部分可能有指标

资料来源: 申万研究

表 3: 钢铁涉及到众多领域

行业	关系	跟踪指标
宏观 (中国、世界、债券、基金)	钢铁行业经济环境	FAI、M1、M2、信贷、GDP、汇率、OECD 工业生产指数、工业增加值、PMI 山西太原古交 2#焦煤车板含税价, 华北山西晋中二级冶金焦含税车板成交平均价
煤炭	成本	
电力	成本	
建材	水泥与螺纹钢可互相印证	水泥产量
建筑	下游需求	基建投资增速
机械	下游需求	机床产量
汽车	下游需求	乘用车产量
房地产	下游需求	房地产销售
家电	下游需求	冰箱产量
交运设备	下游需求	船舶产量
港口	铁矿石	国内主要港口铁矿石库存
航运	成本	BDI

资料来源: 申万研究

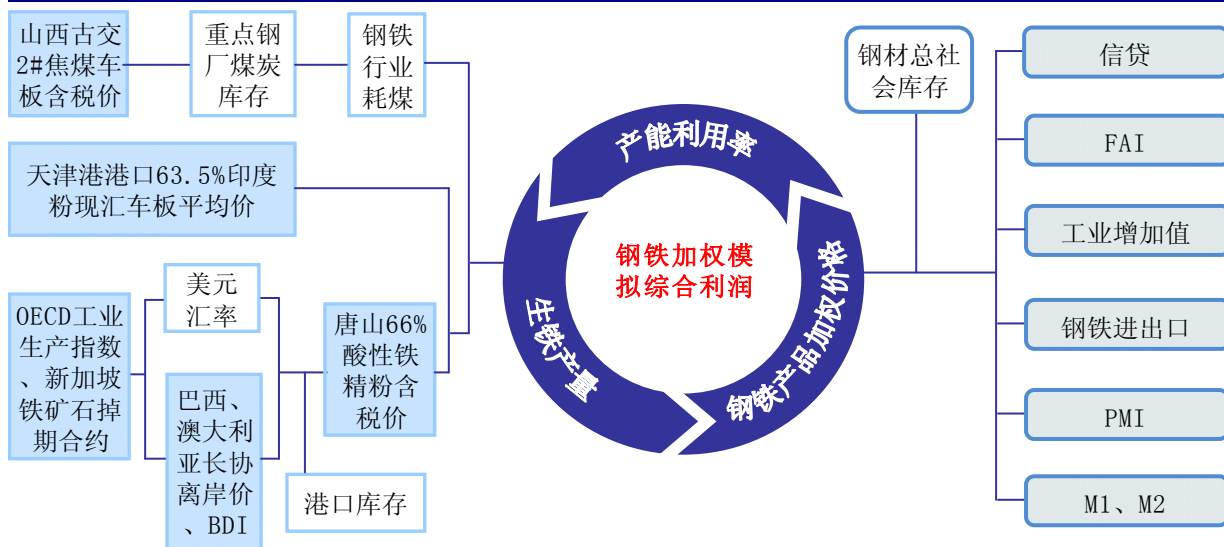
## 1.2 钢铁的“驱动力”和“信号验证”机制

作为中游, 钢铁连接上游和下游, 其逻辑图也分为上游成本、下游需求和钢铁本身。钢铁上游是铁矿石和焦煤。生铁产量对焦煤的影响和传导机制在策略思考第三篇《策略如何看煤炭》已做过详细分析。铁矿石是内外夹生的产品, 虽然中国对铁矿石的需求大, 但定价权依然在外, 其价格受全球经济 (OECD 工业增加值) 和谈判机制的影响巨大, 这一点类似有色<sup>2</sup>。

2 关于有色和资源品的分析, 详见策略思考第四篇和第五篇。



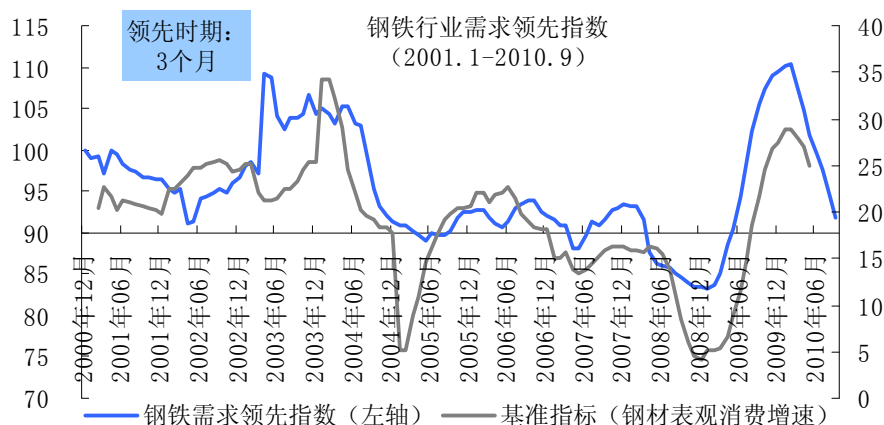
图 1：钢铁的逻辑图分上游成本、下游需求和钢铁本身三块



资料来源：申万研究

整体而言，钢铁表观消费取决于房地产销售、固定资产投资（扣除价格）、M2 增速和贷款余额增速等宏观指标，四大指标的拟合的指数<sup>3</sup>领先钢铁表观消费量大致三个月。分品种看，螺纹钢对应房地产销售和基建投资、热卷对应机床和船舶产量、冷轧对应乘用车和冰箱产量。

图 2：四大指标拟合指数领先钢铁表观消费量增速三个月



资料来源：华通人，申万研究

钢铁本身的传导机制是本文的重点，吨钢毛利、库存以及两者结合对宏观周期位置的昭示是钢铁研究价值的体现。

吨钢毛利是下游需求、产能利用率和产量共同作用的结果。从逻辑上，下游需求上升、拉动钢价上涨、吨钢毛利扩大、厂商提升产能利用率、钢铁产量增加；供应增加一方面压制钢价进一步上行，另一方面拉升原材料价格，两者均使吨钢毛利下降；随着吨钢毛利下降，产能利用率下降，回到起点。由于钢铁产能过剩严重，并且产能利用率提升速度快，钢铁的吨钢毛利无法持续扩张。

<sup>3</sup> 关于这一领先指标的分析，详见申万提云涛、李鹏 2010 年 7 月 8 日发表的报告《把握领先指标 判断钢铁需求》

钢铁的库存周期值得关注。社会库存既为需求、又是供应。当下游需求持续改善，社会库存也会相应增加。一旦下游需求下行，社会库存的继续堆积便有之后的“去库存”之忧。社会库存下降是去库存的第一阶段，会影响钢铁的现货价格、吨钢毛利，之后钢铁厂商的去库存、减少产量会影响上游焦煤、铁矿石需求和工业增加值。所以把握钢铁的库存周期，有助于把握宏观经济短周期的变动。

### 1.3 钢铁“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证

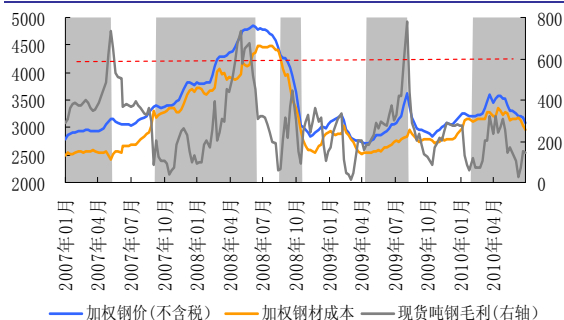
第一，吨钢毛利在钢价上涨第一阶段和钢价下跌第二阶段均会上升，前者更值得把握。

在钢价上升和下降周期，吨钢毛利均有可能上升或者下降。在钢价上升周期，吨钢毛利先上升、再下降、最后持平。第一阶段（2007年前5月，2009年4月-8月），下游需求上升，带动钢价上涨，此时产能利用率较低，钢铁成本较低，吨钢毛利迅速上升。第二阶段（2007年5月-8月，2009年8月-2010年1月），产能利用率上升，供给增加，原材料价格大幅上升，吨钢毛利快速下滑。第三阶段（2007年9月-2008年5月，2010年1月-4月），钢材需求仍然较好，较高的产能利用率<sup>4</sup>使钢价上涨全部体现在成本上升，实质就是成本推动钢价上涨，吨钢毛利低位徘徊。

而一旦钢价下行，吨钢毛利也经历三个阶段。第一阶段（2008年6月-8月），钢价出现下调，而成本依然坚挺，吨钢毛利迅速下降，甚至有可能为负。第二阶段（2008年8月-10月），产能利用率下降，成本开始下降，钢价继续下跌，吨钢毛利反而有可能出现小幅抬升。第三阶段（2008年11月-2009年3月），钢价和成本均跌至底部，此时成本阻止钢价进一步下跌，吨钢毛利小幅震荡。

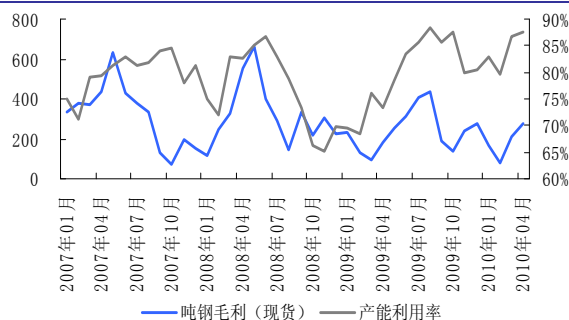
吨钢毛利可能在两个阶段上升，分别是钢价上升周期的第一个阶段和钢价下降周期的第二个阶段。一般而言，前者更值得把握，此时需求旺盛、享受低成本；后者无异火中取栗、抓下降过程中的刀。

图3：吨钢毛利在两个阶段出现上升



资料来源：CEIC，申万研究

图4：吨钢毛利和产能利用率相互影响



资料来源：CEIC，申万研究

4 产能利用率众说纷纭，因为无法知道钢铁的整体产能。所幸过去几年的大周期使钢铁的产能释放得到充分展现。当吨钢毛利达到800元时，钢厂尽其所能生产，近似认为产能利用率100%，吨钢毛利为-200元，钢厂不生产，故-200到800元之间是产能释放空间，呈正态分布。



2007年至今，经济周期大起大落，吨钢毛利、钢铁价格和产能利用率均发生了很大的变化，我们将各种产品的区间列表如下，以备参考。

表 4：吨钢毛利、钢价、产能利用率的波动区间

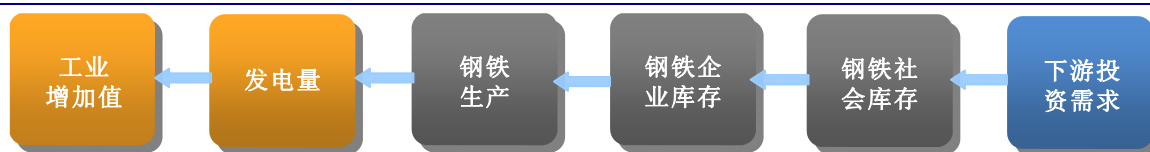
		螺纹钢模拟利润	热卷模拟利润	冷轧模拟利润	钢铁加权模拟综合利润
按现货矿与长协矿综合成本计算	平均值（元/吨）	381	246	790	370
	最高值（元/吨）	1134	786	1368	940
	最低值（元/吨）	-284	-426	-128	-147
	最高时点	2009年8月	2008年3月	2008年3月	2008年5月
	最高时点产能利用率	88.4%	82.9%	82.9%	85.1%
	最低时点	2008年10月	2008年11月	2009年2月	2008年10月
	最低时点产能利用率	66.4%	65.1%	68.3%	66.4%
	7月16日利润（元/吨）	-33	-243	331	-83
按现货矿综合成本计算	平均值（元/吨）	286	147	691	273
	最高值（元/吨）	1004	841	1165	778
	最低值（元/吨）	-91	-268	-88	-94
	最高时点	2009年8月	2007年5月	2007年5月	2009年8月
	最高时点产能利用率	88.4%	81.2%	81.2%	88.4%
	最低时点	2008年10月	2008年11月	2009年2月	2010年7月
	最低时点产能利用率	66.4%	65.1%	68.3%	
	7月16日利润（元/吨）	-44	-253	320	-94

资料来源：申万研究

第二，钢铁库存周期明显，链式传导，对发电量和工业增加值有前瞻意义。

钢铁从下游需求-社会库存-钢企库存-钢铁产量-发电量-工业增加值存在明显的链式传导，观察钢铁的各环节数据对判断经济走向有意义。

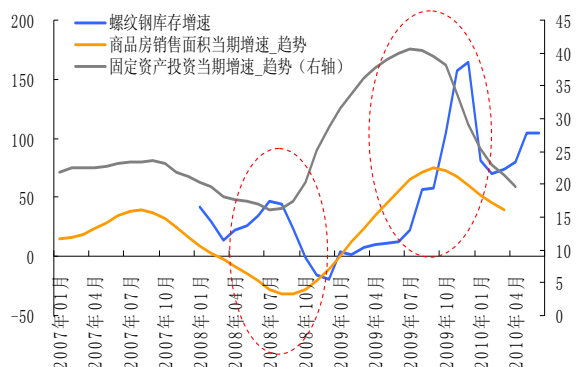
图 5：钢铁各环节呈现链式传导



资料来源：申万研究

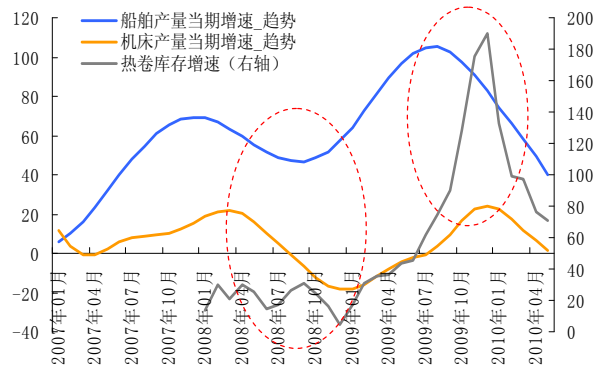
从长期看，除冷轧外，钢铁整体、螺纹以及热卷的下游需求均略领先其社会库存，说明社会库存长期扮演需求角色。由于需求领先社会库存，当需求下行初期，社会库存会继续堆积，一旦需求持续下滑，社会库存进入“去库存”环节。譬如 2008 年的下半年和 2009 年的上半年。这是链式传导的第一环节。

图 6：螺纹钢下游需求略领先螺纹钢库存增速



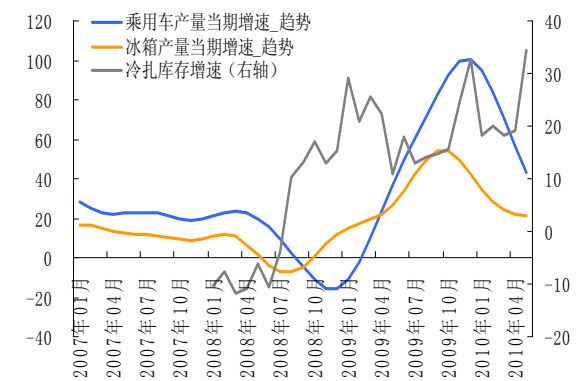
资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 7：热卷下游需求略领先热卷库存增速



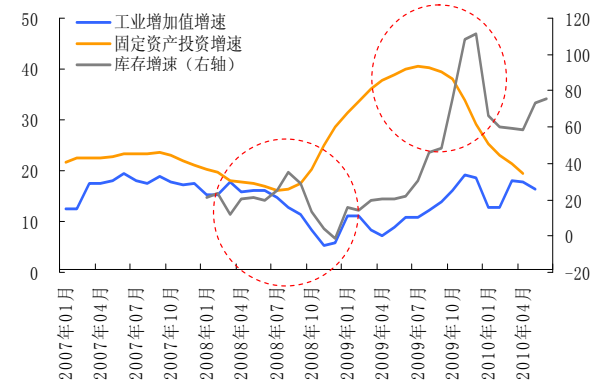
资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 8：冷轧下游需求与冷轧库存增速关系不明显



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

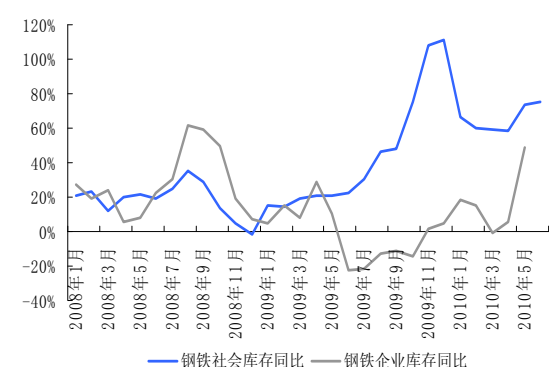
图 9：下游需求略领先钢铁社会库存增速



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

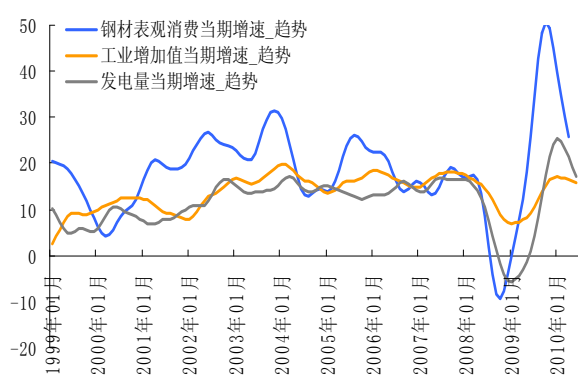
钢铁厂商库存调整滞后于社会库存调整，这是链式调整的第二环节，为“去库存”的第二阶段。第一阶段的社会环节去库存仅影响钢价，而厂商环节去库存会影响发电量和工业增加值。

图 10：钢铁社会库存变化早于企业库存变化



资料来源：CEIC，申万研究

图 11：钢铁表观消费量领先工业增加值



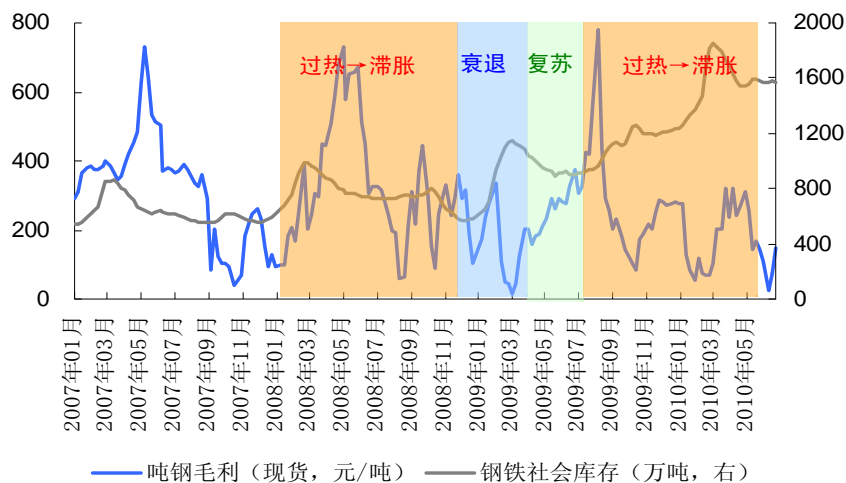
资料来源：CEIC，中电联，申万研究

第三，结合社会库存和吨钢毛利窥视经济周期位置，从中观把握宏观。

一般而言，用宏观的量（工业增加值）和价（PPI 等）划分经济周期，但宏观的数据比较滞后、无法调研，倘若能用可跟踪、可调研、频率更高的中观数据刻画周期，无疑是一大进步。

鉴于钢铁的核心地位，尝试结合社会库存和吨钢毛利定位中国经济周期：  
社会库存下降、吨钢毛利扩大，经济复苏；社会库存上升、吨钢毛利冲高回落，  
经济从过热到滞胀；社会库存堆积、吨钢毛利萎缩，经济衰退。

图 12：结合钢铁社会库存和吨钢毛利变动把握经济周期



资料来源：CEIC, MySteel, 申万研究

经济复苏阶段，下游需求上行，社会库存下降、产能尚未释放、成本维持低位、吨钢毛利持续改善，09年3月至6月是典型例子。随着需求持续上行，经销商开始补库存，社会库存上行，同时厂商加大开工，成本上行挫伤企业利润，吨钢毛利下行，这是典型的从过热进入滞胀的反应，恰如08年上半年和09年7月至2010年3月。最终，过高价格挫伤需求，下游需求持续下降，社会库存堆积，厂商减少生产，钢价、成本和吨钢毛利均萎缩，进入量价齐跌的衰退阶段，对应08年4季度和09年1季度。

表 5：从社会库存和吨钢毛利的组合把握经济周期定位

钢铁社会库存		吨钢毛利		经济周期	典型案例
变化	原因	变化	原因		
下降	需求好转 产能未释放	扩大	需求拉升钢价 成本维持低位	复苏	09年3-6月
上升	“补库存” 产能释放	冲高回落	成本推升钢价 毛利受到挤压	过热→滞胀	08上半年 09年7月-10年3月
大量堆积	供应释放 需求恶化 开始“去库存”	极度萎缩	钢价下跌 高价成本	衰退	08年4季度-09年1季度

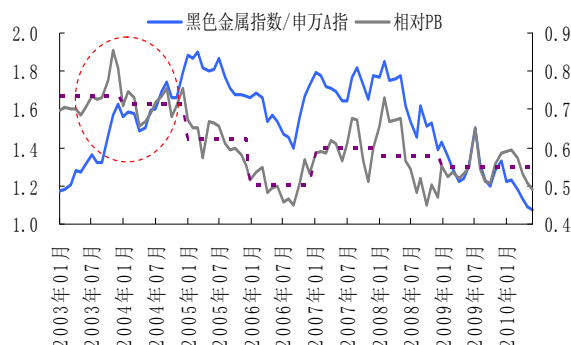
资料来源：申万研究

## 2. 超额收益分析：买了就要想着卖

### 2.1 超额收益：难长期持有、据吨钢毛利找买卖点

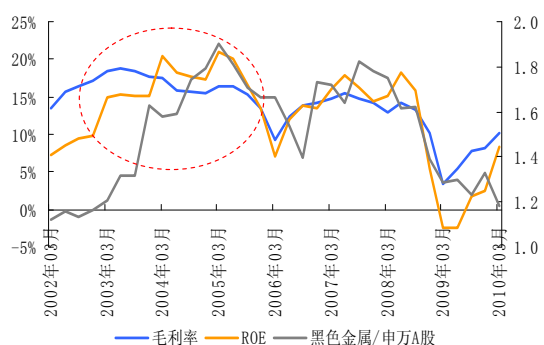
2000 年来，钢铁股最波澜壮阔的行情发生在 2003 年的“五朵金花”年代，当年超额收益达到 38.4%。自此以后，一蹶不振，难以获得长期超额收益，估值中枢也面临系统性下滑。此中缘由，其一在于 03、04 年的产能扩张导致 05 年后严重产能过剩，毛利率和 ROE 无法持续扩张。其二 05 年后，焦煤价格系统性上升，极大挤压钢铁利润。

图 13：钢铁股的最好年代在 2003 年



数据来源：Wind，申万研究

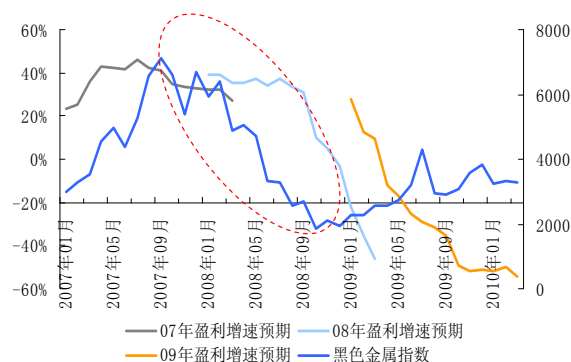
图 14：05 年后，钢铁毛利、ROE 无法持续扩张



数据来源：Wind，申万研究

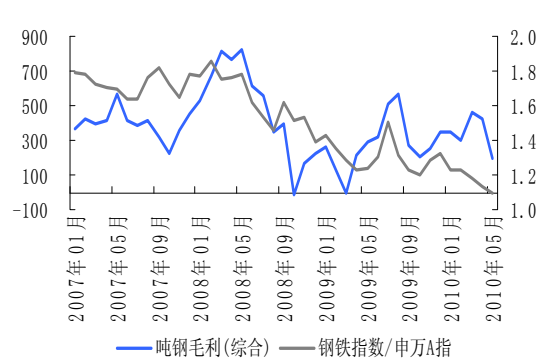
既然缺乏中长期投资机会，如何把握短期机会就非常关键，我们发现：钢铁盈利预期调整滞后于股价变化，行业超额收益和吨钢毛利最相关。

图 15：钢铁行业盈利预期调整滞后于股价变化



数据来源：Wind，申万研究

图 16：超额收益和吨钢毛利（综合）息息相关



数据来源：Wind，申万研究

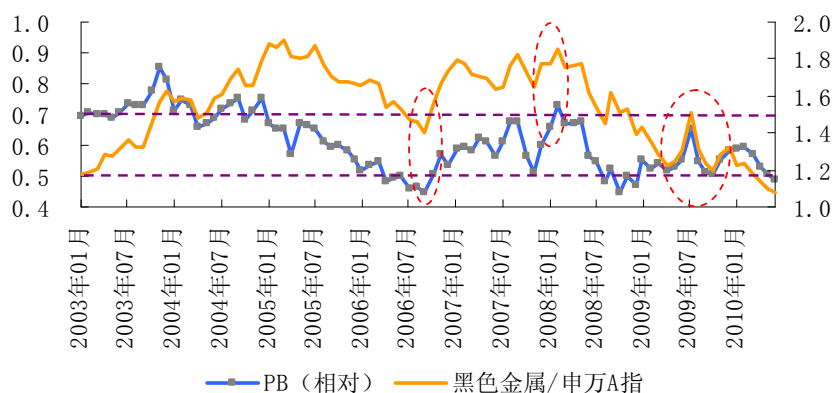
一直以来，我们都想寻找股价的领先指标，通过这个领先指标来判断未来股价走势。但这无疑在寻找“永动机”，一来市场最领先、最有效，二来即使找到这种指标，一旦广泛运用，这种领先效应马上消失。所以，只要找到和市场同步的实体指标，通过预测实体指标未来走向来把握市场走向。实体运行有内在逻辑，可被预测，而市场难以预测。

07 年来，钢铁短期超额收益和吨钢毛利变化非常相关，所以把握吨钢毛利未来方向就成为把握钢铁股短期买卖点的关键。从上面分析可知，吨钢毛利是

需求、产能利用率和成本相互作用的结果，钢价上涨周期的第一个阶段吨钢毛利会迅速扩大。把握吨钢毛利未来方向要关注如下几点：第一，下游需求变化。一旦下游需求指标上行，就要盯住社会库存，如果下降，买点就可能出现，因为吨钢毛利扩大的概率在增大。第二，产能利用率。当产能利用率达到一定程度，成本会加速上行，吨钢毛利会下降，所以一旦吨钢毛利上升，就要把目光转移到厂商的产能利用率，产能利用率有提速迹象，卖点就开始显现。第三根据历史经验（表4），例如螺纹钢利润达到1000，产能利用率达到88%，就要考虑卖出了。

另外，2005年来钢铁相对市场PB一直在0.5-0.7的狭窄区间波动。当这一指数触及上下限，出现反转的概率较大。

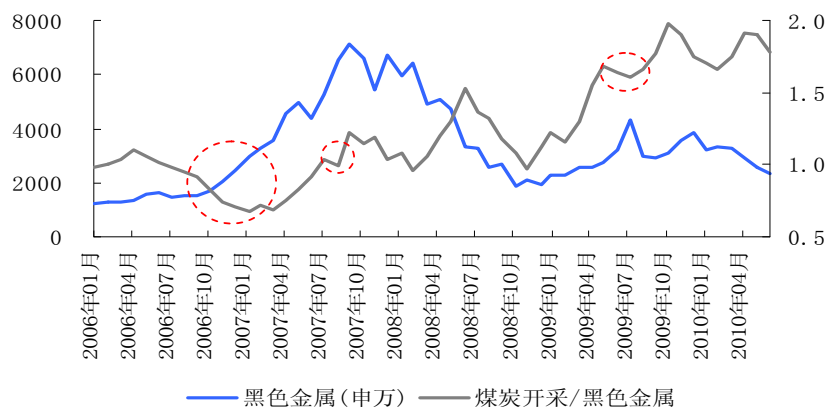
图 17：钢铁相对市场 PB 在 0.5-0.7 的区间内浮动



资料来源：Wind，申万研究

把握钢铁的买点和卖点会难度较大，倘若钢铁股真能阶段性上涨，煤炭股一般能跑赢钢铁股。从图 18 可见，2006 年来，钢铁股上涨的两个阶段，煤炭股大部分时间跑赢钢铁股。

图 18：2006 年，钢铁股上涨的两个阶段，煤炭股均跑赢钢铁股

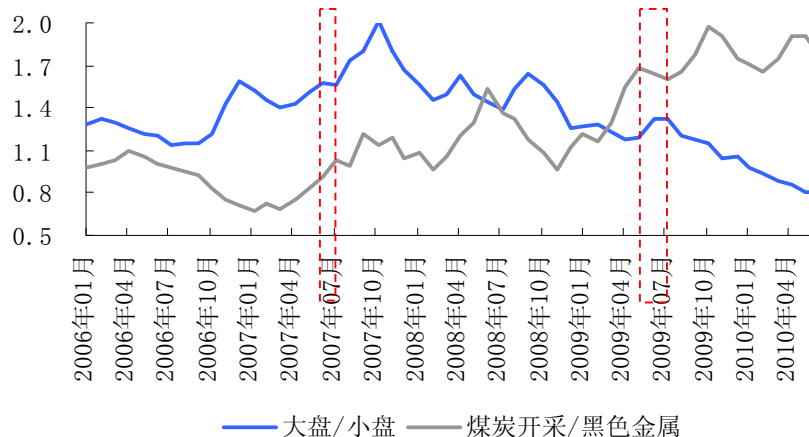


资料来源：Wind，申万研究

仅有几个时间段，煤炭股跑输钢铁股，分别是 06 年 7 月-07 年 1 月、07 年 8 月和 09 年 6 月-7 月。这些时间恰逢市场风格极度偏向大盘股，06 年 7 月

-07年1月是银行股带动大盘股上行，后面两个点均是市场即将见顶，情绪极度亢奋，资金只有进入所谓的估值洼地——银行和钢铁。

图 19：煤炭跑输钢铁恰逢市场风格极度偏向大盘股



资料来源：Wind，申万研究

综上所述，我们认为钢铁股的投资应把握如下几点：

第一，05年后，钢铁股难有长期投资机会，ROE和毛利率难以持续扩张。第二，短期买卖机会把握吨钢毛利变动方向，可以参考下游需求、社会库存、产能利用率和历史数据表现。第三，历史经验表明钢铁相对大盘PB在0.5—0.7的区间内波动。第三，如果判断未来钢铁行业基本面好转，应该买入高贝塔的煤炭股；当市场情绪亢奋、钢铁飙涨，应谨防市场见顶，不宜追高，反应减配。

## 2.2 策略如何看钢铁：研究意义重于投资价值

钢铁是策略分析员必须掌握的“六脉神剑<sup>5</sup>”之一。由于社会库存、期货和经销商的存在，钢铁库存和产量的调整越来越主动、越来越领先。策略分析员应该通过钢铁各环节的变化来勾画上下游的变动、描绘中国宏观的情形。钢铁股投资境遇有普遍意义。很多中游行业，例如水泥、电力，在02、03年间普遍经过大规模的产能扩展，这些产能始终压制毛利扩张，并且其下游需求很难再出现大规模扩展。所以中游行业成为短期买卖、事件驱动的东西。“五朵金花”已经成为昨日黄花。关于中游的研究和投资逻辑，我们会在申万秋季策略会上做专题报告《策略思考第十一篇—中游投资逻辑》。

2009年螺纹钢推出期货，钢铁金融属性增强，未来钢价的波动会放大，货币、信贷将成为下阶段投资钢铁股必须考虑的因素。钢铁数据虽全，但调研指数依然重要。调研涉及三部分：钢企下游订单情况、钢企的产能利用率、钢企的库存情况（包括原材料库存和产成品库存）。

策略跟踪的钢铁中观数据库结构如下：

<sup>5</sup> 关于“六脉神剑”的详细分析见2009年10月20日发表的策略思考第一篇报告。



表 6：策略跟踪的钢铁中观数据库

大类	行业	行业关键指标	数据来源	频度	更新日期
中游	钢铁	生铁产量	CEIC	月	每月 20 日
		粗钢产量	CEIC	月	每月 20 日
		螺纹钢产量	CEIC	月	每月 20 日
		热卷产量	CEIC	月	每月 20 日
		冷轧产量	CEIC	月	每月 20 日
		钢材进出口量	CEIC	月	每月 20 日
		国内螺纹期货主力合约价格	上海期货交易所	周	每周五
		上海 25 毫米螺纹钢价格	中国联合钢铁网	周	每周五
		上海 5.5 毫米热卷价格	中国联合钢铁网	周	每周五
		上海 1.0 毫米冷轧价格	中国联合钢铁网	周	每周五
		钢材产品加权价格	申万研究	周	每周五
		宝钢出厂价格	中国联合钢铁网	月	不定期
		鞍钢出厂价格	中国联合钢铁网	月	不定期
		沙钢出厂价格	中国联合钢铁网	月	不定期
		河北钢铁出厂价格	中国联合钢铁网	月	不定期
		螺纹钢社会库存	mysteel 网站	周	每周五
		热卷社会库存	mysteel 网站	周	每周五
		冷轧社会库存	mysteel 网站	周	每周五
		钢材总社会库存	mysteel 网站	周	每周五
		天津港港口 63.5%印度粉现汇车板平均价，湿吨	中国联合钢铁网	周	每周五
		唐山地区 66%酸性铁精粉含税出厂平均价	中国联合钢铁网	周	每周五
		山西太原古交 2#焦煤车板含税价	中国煤炭资源网	周	每周五
		华北山西晋中二级冶金焦含税车板成交平均价	中国联合钢铁网	周	每周五
		螺纹钢模拟利润	申万研究	周	每周五
		热卷模拟利润	申万研究	周	每周五
		冷轧模拟利润	申万研究	周	每周五
		钢铁加权模拟综合利润	申万研究	周	每周五
		外生关键指标	数据来源	频度	更新日期
		OECD 工业生产指数	Bloomberg	月	每月 20 日
		新加坡铁矿石掉期合同			
		巴西长协离岸价		年	不定期
		澳大利亚长协离岸价		年	不定期
		BDI	Bloomberg	周	每周一
		美元汇率	中国外汇交易中心	日	每天
		M1、M2、人民币信贷	中国人民银行	月	每月 20 日
		房地产投资增速	统计局	月	每月 20 日
		房地产新开工面积	统计局	月	每月 20 日
		房地产竣工面积	统计局	月	每月 20 日
		基建投资增速	申万宏观研究团队	年	
		FAI	统计局	月	每月 20 日
		机床产量	统计局	月	每月 20 日
		船舶产量	统计局	月	每月 20 日
		乘用车产量	中国汽车工业协会	月	每月 20 日

冰箱产量	统计局	月	每月 20 日
工业增加值	统计局	月	每月 20 日
钢铁进出口	CEIC	月	每月 20 日
PMI: 黑色金属冶炼及压延加工业新订单	CEIC	月	每月 20 日

资料来源: 申万研究

## 信息披露

### 分析师承诺

凌鹏、赵湘鄂、李鹏：策略、钢铁、金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com)。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。