

钢铁行业

2018-8-22

行业研究 | 点评报告

评级 **中性** 维持

为什么市场反弹，钢铁股反而领跌？

今天市场强势反弹，食品饮料、休闲服务、医药生物等板块涨幅超 3%，而反观钢铁为申万 28 个行业中仅有的下跌板块。为何前期强势钢铁，在市场反弹时反而下跌？为何螺纹屡创新高，权益近一周表现反较前期偏弱？当前时点，有必要再次梳理下我们对板块的看法。

我们认为可从三个维度来切入理解，一是钢铁股自身的股性特质；二是相对收益视角显示板块前期表现已对钢价的上涨有较为充分的反映；三则当前市场对钢价持续向上的趋势正逐步产生分歧。

今年以来我们通过一系列报告，持续为大家揭示钢铁股发生的改变：1、因供给侧改革导致的供给刚性，使得行业盈利的中枢与稳定性都大幅提升，投资思路与以往大幅变化，需修正传统周期股的惯性投资思维；2、从商品到股价之间的映射，与以往简单粗暴的对接不同，需考虑市场风格、板块属性、相对强弱等各个方面的因素进行综合判断。

■ 股性来看，钢铁呈现强防御性：弱势市场相对收益更显著

首先，板块在反弹中的阶段性弱势，源于当前其低弹性股性下的防御属性。2017 年下半年开始，板块在周期行业中呈现显著的强防御性。我们在《不要小看钢铁股的阿尔法》中揭示了，2018 年起板块逐步稳定呈现“高阿尔法+低贝塔”组合。

逻辑上板块的防御性/低弹性由两个因素决定，一是市值大，消耗资金巨大，因而波动性较小，以银行股为首；二是盈利稳定性强，弱周期特质凸显，以典型消费股为代表。而 2018 年以来的钢铁股更多呈现后一逻辑，在严供给助力下，板块价格表现常一定程度背离于宏观周期与其他大宗品表现，呈现较强的稳定性。因而在弱势下或成为资金追逐确定的目标，而反弹阶段的阶段性的整固也是正常的。

分析师 王鹤涛

☎ (8621) 61118772

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师 叶如祯

☎ (8621) 61118772

✉ yerz@cjsc.com.cn

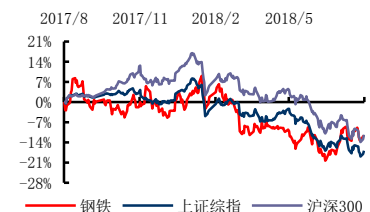
执业证书编号：S0490517070008

联系人 许红远

☎ (8621)61118772

✉ xuh3@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《环保限产驱动的钢价 N 型之路》2018-8-19

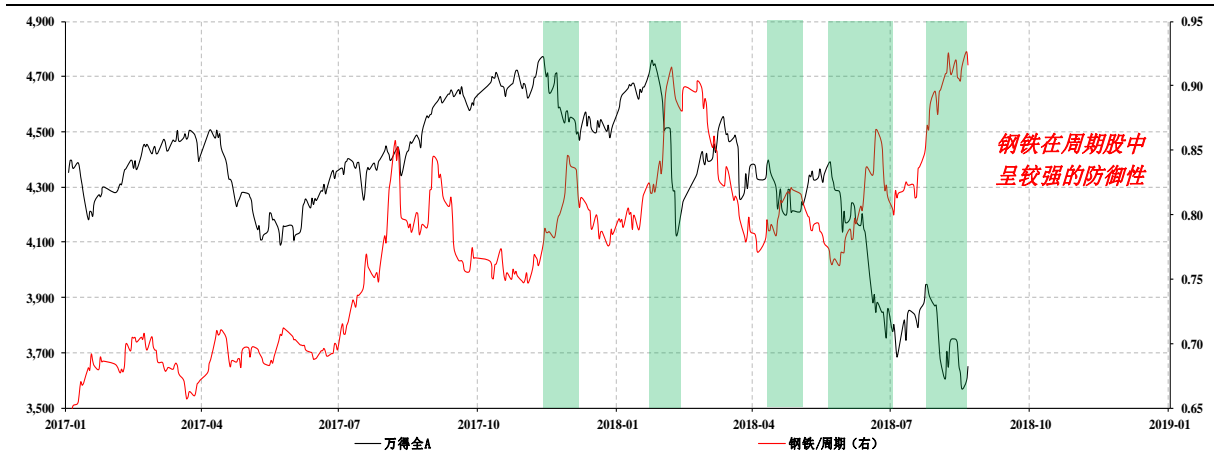
《有多少供给还可以重来？》2018-8-16

《权益与商品，相对与绝对——再议螺纹期货与钢铁股的分化》2018-8-14

风险提示：

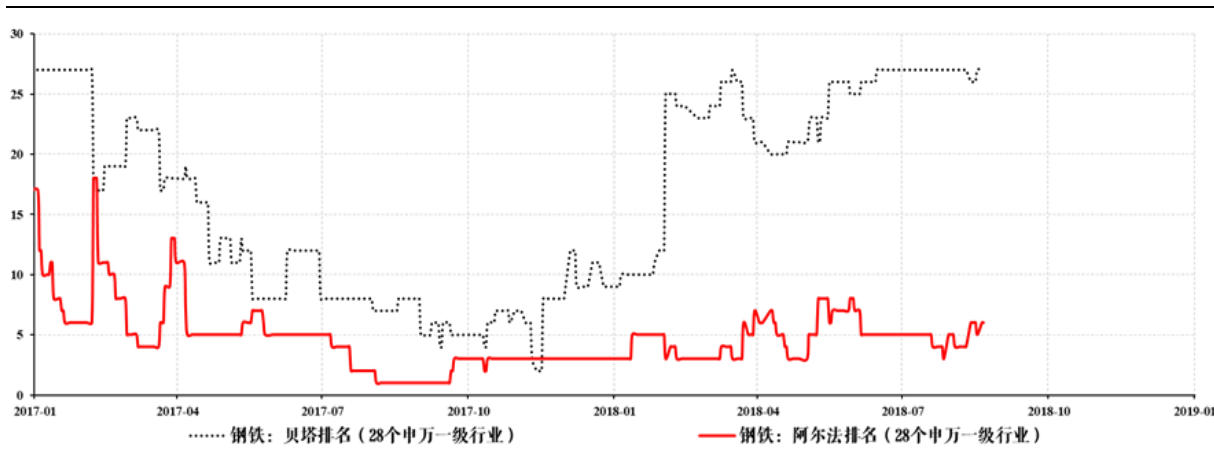
1. 行业供给弹性或存在大幅向上可能；
2. 需求释放强度受宏观层面压制。

图 1：2017 年下半年起，钢铁股在周期行业中呈现比较显著的防御性



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2018 年起，板块呈现稳定的“高阿尔法+低贝塔”组合



资料来源：Wind，长江证券研究所

相对收益视角，板块修复显著，对钢价边际变化要求在提升

其次，从相对收益视角来看，板块前期超跌或已逐步修复。当前钢价阶段性震荡带来相对收益的波动，也属正常范畴。在上周周一发布的《相对与绝对——再议螺纹钢期货与钢铁股的分化》中我们强调了，从相对收益视角来看，其实当前钢铁股的表现一定程度来看已部分反映了高位的钢价。这一视角上的超跌修复或已经逐步兑现，未来若要维系板块相对收益继续占优，对于钢价边际变化上的要求是在提升的。

从绝对收益的视角，钢铁股当前的表现远不能匹配基本面的强势。但从相对收益视角，虽然有滞后，但整体与螺纹钢价格依旧保持较高相关性。

2018 年 4 月之前，螺纹钢价、钢铁相对收益、绝对收益三者间整体呈高度相关。但自 4 月之后，绝对收益与螺纹钢持续开始分化，而相对收益事后来看，虽略滞后，整体与螺纹保持较高同步性，且经历本轮筑底已或修复（指数间收敛）。从相关系数来看，2017 年至今，钢价与相对收益为 85%，而与绝对收益则仅为 64%。

本质是市场系统性弱势带来的板块股价与基本面的分化，或已非钢铁行业自身的逻辑所能解释。上周，板块相对收益指数已突破 2017-09、2018-03 高点，创 2016 年以来新高。

结合模型，我们认为，板块内生修复一直在跟随钢价的表现，未来的上涨驱动或主要来自市场系统性因素，以及自身基本面是否进一步景气推动钢价继续大幅上涨。

图 3：6 月至今，钢铁股相对收益正逐步修复（钢价单位：元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

钢价的判断：总体依然强势，但后期也有隐忧

最后，本质的问题仍是钢价上涨至当前，未来的空间与节奏如何？当前对于价格的判断，1、趋势上价格仍将强势，采暖季窗口或继续推高钢价；2、但中期隐忧也在加剧。

1、本轮采暖季的强度大幅强于去年，是致使价格趋势性上涨的根本动力。我们在前期《还有多少供给可以重来》报告中以严格的测算呈现：后期限产强度来看，基于采暖季限产范围扩大且废钢比高位边际贡献增量有限，预计今年采暖季限产力度强于去年，供给边际趋紧由此进一步夯实钢价基础。2017~2018 年采暖季限产测算减少粗钢产量 1102 万吨，对应日产量约 9.2 万吨，占据采暖季期间全国粗钢产量比重为 4.09%。相比之下，今年采暖季涉及高炉产能从去年约 2.8 亿吨提升至约 4.5 亿吨，且全国最新 7 月废钢比达 16.90%，距离历史最高点 18.39% 增长空间有限，倘若今年采暖季高炉平均限产 40%，测算今年将减少粗钢产量约 1896 万吨，对应日产量约 16 万吨，占去年采暖季期间全国粗钢产量比重为 7.03%。

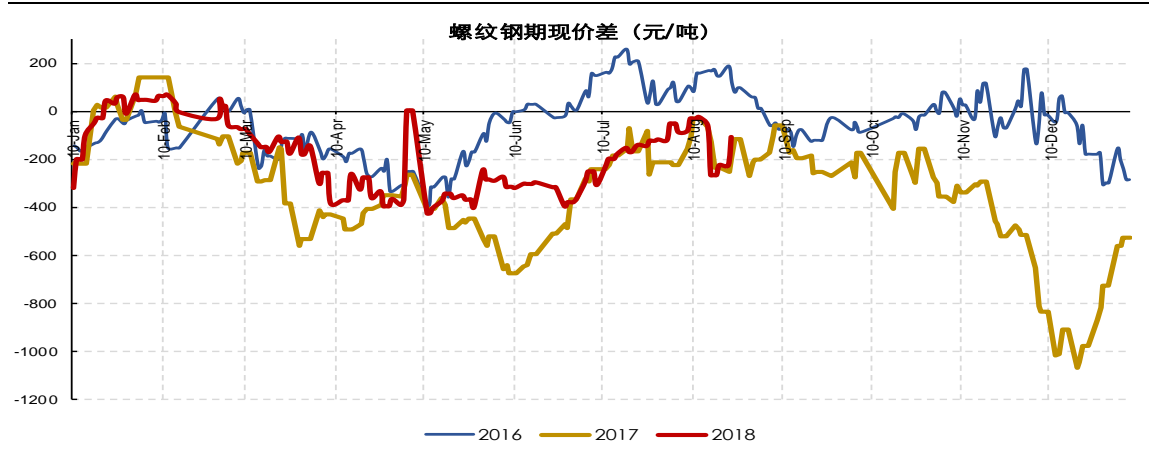
表 1：2017~2018 & 2018~2019 采暖季钢铁限产影响复盘及研判（单位：万吨）

采暖季限产（万吨）	限产比例	理论生铁 限产量	生铁实际限 产比例	生铁实际 限产量	理论粗 钢减量	废钢比提 升贡献量	实际粗 钢减量	实际粗钢日 产量减量
2017年“2+26城”	50%	3,192	38%	1,200	1,419	317	1,102	9
2018年E“2+26”城	重点城市50%，其余30%	2,775	38%	1,044	1,248	0	1,248	10
2018年E蓝天保卫战	长三角、汾渭平原30%	3,717	38%	1,398	1,670	0	1,670	14
（“2+26城”、长三	长三角、汾渭平原40%	4,219	38%	1,587	1,896	0	1,896	16
角、汾渭平原）	长三角、汾渭平原50%	4,722	38%	1,776	2,121	0	2,121	18

资料来源：Mysteel，Wind，长江证券研究所

但随着钢价的推高，严供给的预期是逐步反应在钢价之中的。从情绪面来看，随着期现价差逐步收敛至去年同期水平，供给端利好有一定透支可能。从基本面而言，我们认为这节点向后，密集限产政策公布阶段已经过去，行业的最大担忧在于供给限产的实际执行力与后期需求回落的压力。

图 4：期限价差逐步修复至去年水平

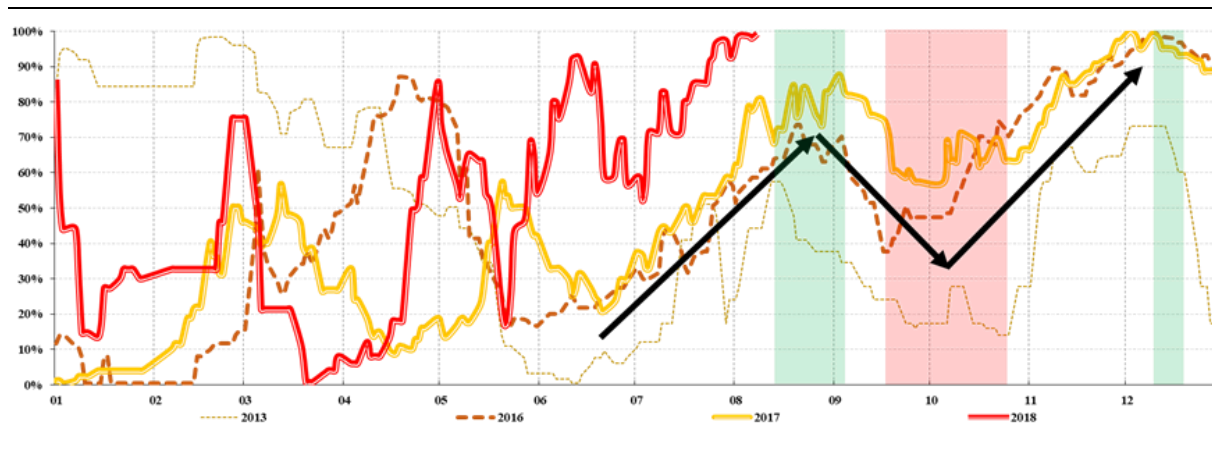


资料来源：Wind，长江证券研究所

历史为鉴，阶段性限产后，高盈利下供给反噬或致价格迎来整固，当前信号仍待观察。这个节点向后看，以史为锚，历史上钢价的走势大概率为 N 与 M 两种：1、2017 年钢价自 8-9 月见顶后阶段性调整之后再创新高，属于强势 N 型；2、2011 年见顶后下行，虽旺季略有反弹，但随后继续大幅回落，呈明显弱势 M 型。两种模式的区别，一是在于供给端是否存在高压与新增产能，二是需求是否会出现较大幅度的回落。当前模式下，供给承受环保高压，需求是后期最大不确定。地产在严调控下导致的土地流拍，使得下半年地产投资下滑是大概率的事，但近期积极财政政策的对冲或使得需求的悲观预期在缓解，钢价短期强势的 N 型之路仍在。

相较 2017 年，2018 年“弱需求+严供给”的格局将致使行业对供给限产的边际变化非常敏感。因而价格能否继续维持强势，需要继续密切跟踪供给端的变化。

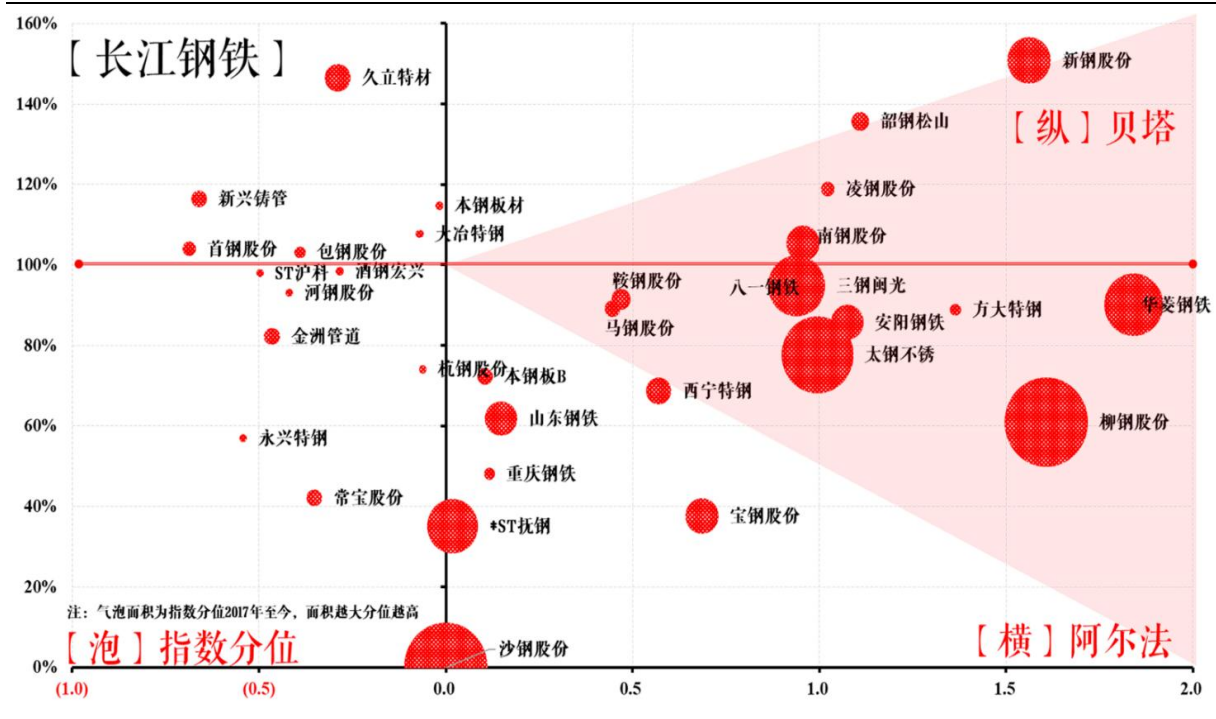
图 5：以史为鉴，这个节点向后看，钢价或大概率呈现 N 型走势（沪螺价格，年内分位数）



资料来源：Wind，长江证券研究所

因此，从投资角度讲，一方面是标的方面的头部集中愈发明显，不受取暖季限产影响的标的依然值得重点关注；二是从相对收益的角度，需要密切关注供给与需求的边际变化，供需缺口的边际改变是当前时点上行业投资时点把握的重要依据。

图 6：行业内头部优势公司表现明显优于行业



资料来源：Wind，长江证券研究所

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：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	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。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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：10060000。

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所，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。