

行业研究 / 行业季度投资策略

2013年10月09日

行业评级:

| | |
|-------|--------|
| 黑色金属 | 增持(维持) |
| 钢铁 II | 增持(维持) |

赵湘鄂 执业证书编号: S0570512070020
研究员 021-28972088
zhaoxiange@mail.htsc.com.cn

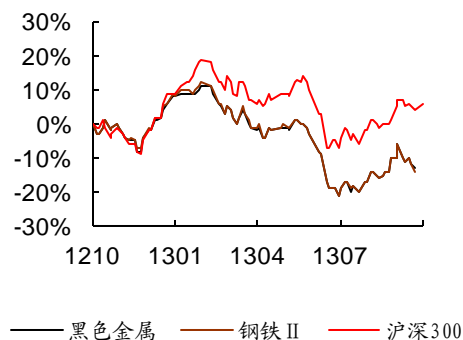
陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 021-28972077
chenli8305@mail.htsc.com.cn

李萌 021-28972079
联系人 limeng928@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《钢铁 II/黑色金属:金九褪色, 钢市收跌》2013.09
- 2《太钢不锈(000825):三季度销售好转, 环保方面先发优势明显》2013.09
- 3《钢铁 II/黑色金属:钢价涨幅收窄, 三大钢 10 月价格稳中微升》2013.09

行业走势图



行业受环保影响显著, 钢管个股继续看好

——2013年四季度钢铁行业投资策略报告

投资要点:

◆ **三季度钢市表现前高后低。**当季国家加大了对钢厂环保达标核查力度, 阶段性抑制了供给; 华东地区超常高温, 工地和贸易商不得已备货“防暑”, 成为异于往年的重要变量, 另外二季度末的低价格、低库存也为钢市反弹提供了基本条件。多方作用下, 7月底开始钢价环比反弹明显。受此带动, 中钢协 86 户大中型钢铁企业 7 月当月实现利润 23 亿元, 扭亏为盈。情况延续到 8 月, 但 9 月份需求未出现超预期的表现, 钢价上行动力不足, 期货价格甚至先行进入下跌通道。综合来看, 三季度螺纹、热卷、中板的均价分别报 3498、3637、3620 元/吨, 环比变动分别为 -0.79%、0.23%、-2.35%; 同比跌幅分别为 4.68%、0.20%、0.66%。

◆ **四季度行业恐将维持弱势。**我们自 8 月底开始持续提示, 目前钢价已反映部分旺季预期, 上行空间有限, 且今年钢材采购淡旺季并不明显, 销量数据平稳。更应警惕入冬后东北、西北需求锐减的负面压力。由于钢材需求滞涨, 社会库存结束半年以来的下跌, 自 9 月开始连续三周上升。鞍钢选择平盘开出 10 月出厂价格, 也反映市场信心的动摇。

◆ **维持行业“增持”评级, 深耕“能源+军工”投资主线:**

◆ **从市净率角度维持行业“增持”评级。**钢铁行业因自身整体盈利能力缺失, 难摆脱周期性约束, 建议从市净率及调整幅度选择左侧交易时机, 行业整体估值水平接近历史底部, 个股大范围破净。综合来看, 继续重点推荐业绩反转概率高的 **ST 鞍钢**; 鉴于 8 月份以来航运市场持续上行, 建议市场加大对 **南钢股份** 的关注。

◆ **深耕“天然气+军工”题材投资主线。**持续向市场重点推荐 **玉龙、常宝、抚顺特钢** 3 家企业, 个股在三季度的强劲表现符合我们的预期。常宝股份募投项目下半年建成投产, 明年业绩增速将开始释放; 玉龙股份业绩增长确定, 天然气题材明确, 6 月 24 日我们上调玉龙股份评级至“买入”, 后续新粤浙管线招标情况将成为重点催化剂, 我们继续看好这两家钢管企业的发展前景及个股表现; 抚顺特钢是当之无愧的军工钢龙头, 高端产品盈利能力未被市场充分了解, 军工事件催化剂刺激下往往股价弹性显著。

◆ **需重视环保核查日益加重。**钢铁需求随中国经济整体进入成熟稳定阶段, 仍在新增的产能是限制行业表现的变量, 而今年三季度以来我们切实感受到国家环保核查的决心和力度, 短期看为现金流紧张、盈利困难的钢厂又加压力, 长期看或能成为控制产能的切入口, 将为行业整体好转埋下伏笔。去年四季度北方地区大规模空气污染被政府、市场关注, 今年入冬后相关此类情况对市场的影响需再度提起重视。

重点推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|--------|------|--------|------|--------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| | | | | 12A | 13E | 14E | 15E | 12A | 13E | 14E | 15E |
| 601028 | 玉龙股份 | 11.39 | 买入 | 0.37 | 0.48 | 0.57 | 0.61 | 31 | 24 | 20 | 19 |
| 002478 | 常宝股份 | 10.26 | 增持 | 0.52 | 0.57 | 0.61 | 0.68 | 20 | 18 | 17 | 15 |
| 600399 | 抚顺特钢 | 5.72 | 增持 | 0.04 | 0.05 | 0.09 | 0.17 | 143 | 114 | 64 | 34 |

正文目录

| | |
|---------------------------|----|
| 一、钢价反弹、亏损缓解，三季度暖夏短暂..... | 5 |
| 1.1 钢价环比反弹，矿价同步跟涨..... | 5 |
| 1.2 钢材盈利回暖，钢企亏损面减小..... | 8 |
| 1.3 钢铁板块同步大盘上涨..... | 9 |
| 1.4 “天然气+军工”组合持续跑赢行业..... | 9 |
| 二、涨幅收窄、需求滞胀，四季度寒气已显..... | 10 |
| 2.1 经济难逃底部，寻找结构性亮点..... | 10 |
| 2.2 供给维持高位，去库存进程受阻..... | 13 |
| 2.3 钢价上涨乏力，警惕冬后需求锐减..... | 16 |
| 2.4 环保成为影响行业的新变量..... | 17 |
| 三、投资策略与重点公司推荐..... | 18 |
| 3.1 维持行业“增持”评级..... | 18 |
| 3.2 深耕“天然气+军工”投资主线..... | 20 |
| 3.3 华泰钢铁股票池重点覆盖公司情况..... | 22 |
| 四、风险提示..... | 24 |
| 国内外宏观经济形势及政策调整..... | 24 |
| 钢材及原材料价格变动风险..... | 24 |
| 下游需求变动风险..... | 24 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 国内主要钢材品种价格（含税价）..... | 6 |
| 图 2: 国内主要钢材品种价格（含税价）..... | 6 |
| 图 3: 硅钢价格（含税价）..... | 6 |
| 图 4: 硅钢取向 Q130 价格（含税价）..... | 6 |
| 图 5: 彩涂价格（含税价）..... | 6 |
| 图 6: 钢材品种远期主力合约报价..... | 6 |
| 图 7: 不锈钢 300 系冷、热轧价格（含税价）..... | 6 |
| 图 8: 不锈钢 400 系冷、热轧价格（含税价）..... | 6 |
| 图 9: 主要钢材品种毛利（国产矿来源）..... | 9 |
| 图 10: 主要钢材品种毛利（进口矿来源）..... | 9 |
| 图 11: 上证综指与黑色金属指数对比..... | 9 |
| 图 12: 半年板块涨幅对比..... | 9 |
| 图 13: 抚顺特钢股价市场表现..... | 10 |

| | | |
|-------|-------------------------------|----|
| 图 14: | 玉龙股份股价市场表现 | 10 |
| 图 15: | 金洲管道股价市场表现 | 10 |
| 图 16: | 久立特材股价市场表现 | 10 |
| 图 17: | 固定资产投资情况 | 10 |
| 图 18: | PMI 指数情况 | 10 |
| 图 19: | 黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额 | 11 |
| 图 20: | 铁路机车产量及同比 | 11 |
| 图 21: | 电工仪器仪表产量及同比 | 11 |
| 图 22: | 农业机械产量及同比 | 11 |
| 图 23: | 冰箱产量及同比 | 12 |
| 图 24: | 空调产量及同比 | 12 |
| 图 25: | 汽车产量及同比 | 12 |
| 图 26: | 洗衣机产量及同比 | 12 |
| 图 27: | 房地产实际完成投资额 | 12 |
| 图 28: | 房地产新开工情况 | 12 |
| 图 29: | 重点大中型企业日均产量同比变动 | 14 |
| 图 30: | 非重点大中型企业日均产量同比变动 | 14 |
| 图 31: | 钢铁粗钢产量变动情况 | 14 |
| 图 32: | 钢材进、出口变动情况 | 14 |
| 图 33: | 社会钢材库存整体走势 | 15 |
| 图 34: | 螺纹钢库存走势 | 15 |
| 图 35: | 线材库存整体走势 | 15 |
| 图 36: | 热轧卷板库存走势 | 15 |
| 图 37: | 中厚板库存整体走势 | 16 |
| 图 38: | 冷轧卷板库存走势 | 16 |
| 图 39: | 今年以来环保政策不断加码 (正在画 ing) | 17 |
| 图 40: | 三次环保核查均带来唐山地区高炉开工率阶段性下降 | 18 |
| 图 41: | 钢铁板块绝对 PE 和相对 PE | 18 |
| 图 42: | 钢铁板块绝对 PB 和相对 PB | 18 |
| 图 43: | 天然气产业链大发展 | 20 |
| 图 44: | 军工原材料订单需求旺盛 | 22 |
| 表格 1: | 三季度钢价环比反弹 | 5 |
| 表格 2: | 铁矿石价格随即跟随钢价上涨 | 7 |
| 表格 3: | 三季度盈利环比回升明显 | 8 |
| 表格 4: | 2013 年全国粗钢日均产量 | 13 |

| | |
|--|----|
| 表格 5: 2013 年月度社会库存统计 | 14 |
| 表格 6: 2002-2012 年中国武器进出口指数 (TIV, 斯德哥尔摩和平研究院计算的趋势指示值) | 21 |

一、钢价反弹、亏损缓解，三季度暖夏短暂

1.1 钢价环比反弹，矿价同步跟涨

环保核查抑制供给、工地备货“防暑”打乱采购节奏，三季度钢价环比反弹。三季度以来国家加大了对钢厂环保达标的核查力度，阶段性抑制了供给；华东地区超常高温，工地和贸易商不得已备货“防暑”，导致在传统意义的钢市淡季中，销售情况仍较为稳定。另外钢价自2月开始连续下跌，年中时的低价格、低库存也为反弹提供了基本条件。多方作用下，7月底开始钢价环比反弹明显。

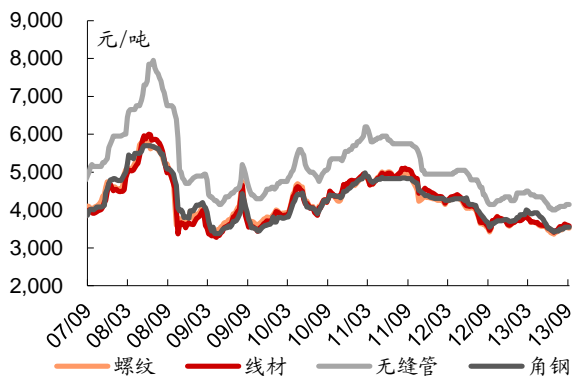
综合来看，2013年三季度螺纹、线材、热卷、中板和冷板的均价分别报3498、3556、3637、3620及4495元/吨，环比变动分别为-0.79%、-0.18%、0.23%、-2.35%及-3.28%；同比跌幅分别为4.68%、4.20%、0.20%、0.66%及1.80%。

表格1：三季度钢价环比反弹

| | 综合钢价 | 25 螺纹 | 8 高线 | 5.5 热卷 | 20 普板 | 1.0 冷板 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 13-01 | 3898 | 3725 | 3720 | 4047 | 3917 | 4747 |
| 13-02 | 3974 | 3808 | 3792 | 4143 | 4049 | 4870 |
| 13-03 | 3894 | 3716 | 3713 | 3961 | 3945 | 4842 |
| 13-04 | 3824 | 3628 | 3643 | 3805 | 3839 | 4781 |
| 13-05 | 3711 | 3546 | 3581 | 3597 | 3707 | 4650 |
| 13-06 | 3587 | 3417 | 3480 | 3484 | 3584 | 4529 |
| 13-07 | 3618 | 3457 | 3501 | 3597 | 3593 | 4464 |
| 13-08 | 3685 | 3523 | 3590 | 3665 | 3648 | 4502 |
| 13-09 | 3688 | 3513 | 3577 | 3648 | 3621 | 4520 |
| 三季度平均 | 3664 | 3498 | 3556 | 3637 | 3620 | 4495 |
| 同比 | | | | | | |
| 13-01 | -10.53% | -12.63% | -14.83% | -3.87% | -6.93% | -8.48% |
| 13-02 | -7.91% | -9.52% | -11.04% | -2.09% | -5.07% | -5.96% |
| 13-03 | -10.83% | -13.30% | -14.15% | -8.26% | -9.79% | -6.46% |
| 13-04 | -13.06% | -15.86% | -16.75% | -12.70% | -12.91% | -7.27% |
| 13-05 | -13.27% | -14.45% | -14.81% | -15.40% | -13.18% | -8.62% |
| 13-06 | -14.07% | -15.75% | -15.22% | -16.30% | -13.04% | -8.09% |
| 13-07 | -9.28% | -9.90% | -9.73% | -7.86% | -7.72% | -5.96% |
| 13-08 | -1.32% | -1.92% | -1.57% | 2.59% | 2.46% | -0.95% |
| 13-09 | 0.68% | -1.86% | -0.94% | 5.56% | 4.04% | 1.78% |
| 三季度平均 | -3.46% | -4.68% | -4.20% | -0.20% | -0.66% | -1.80% |
| 环比 | | | | | | |
| 13-01 | 2.66% | 2.64% | 2.22% | 3.59% | 4.52% | 2.87% |
| 13-02 | 1.95% | 2.22% | 1.93% | 2.38% | 3.39% | 2.61% |
| 13-03 | -2.02% | -2.41% | -2.09% | -4.41% | -2.57% | -0.59% |
| 13-04 | -1.78% | -2.35% | -1.90% | -3.92% | -2.70% | -1.25% |
| 13-05 | -2.96% | -2.26% | -1.68% | -5.47% | -3.43% | -2.74% |
| 13-06 | -3.68% | -4.06% | -3.30% | -3.17% | -3.53% | -3.00% |
| 13-07 | 1.21% | 1.61% | 1.08% | 3.28% | 0.46% | -1.05% |
| 13-08 | 1.87% | 1.91% | 2.55% | 1.89% | 1.54% | 0.86% |
| 13-09 | 0.07% | -0.28% | -0.36% | -0.49% | -0.75% | 0.39% |
| 三季度平均 | -1.07% | -0.79% | -0.18% | 0.23% | -2.35% | -3.28% |

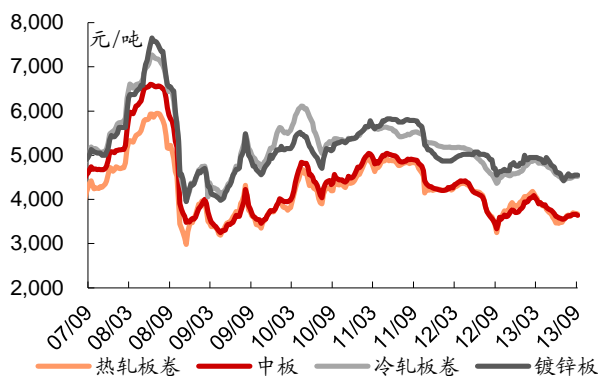
资料来源：中联钢，华泰证券研究所测算

图 1: 国内主要钢材品种价格 (含税价)



资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

图 2: 国内主要钢材品种价格 (含税价)



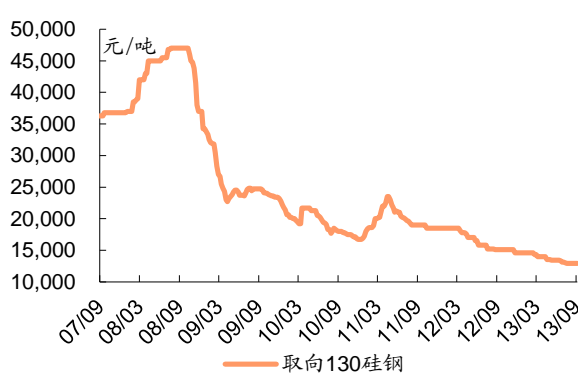
资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

图 3: 硅钢价格 (含税价)



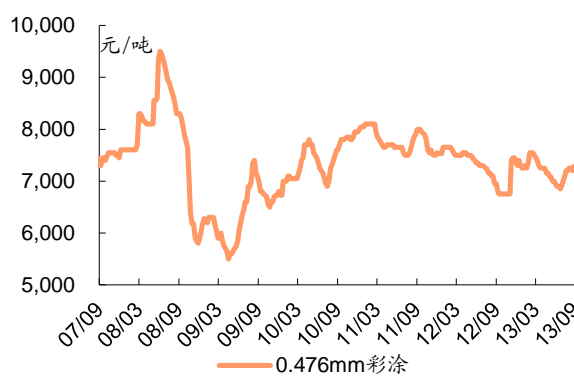
资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

图 4: 硅钢取向 Q130 价格 (含税价)



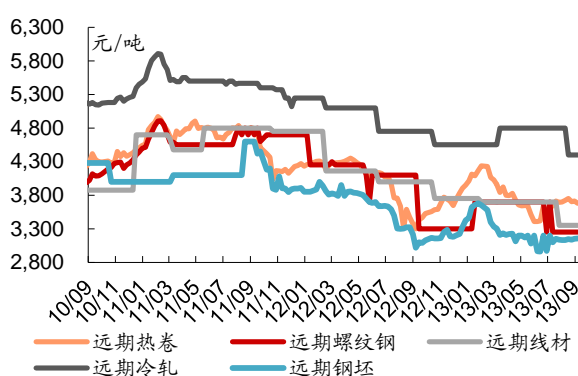
资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

图 5: 彩涂价格 (含税价)



资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

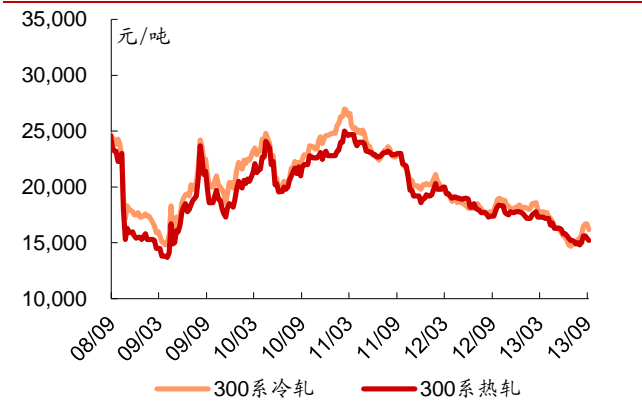
图 6: 钢材品种远期主力合约报价



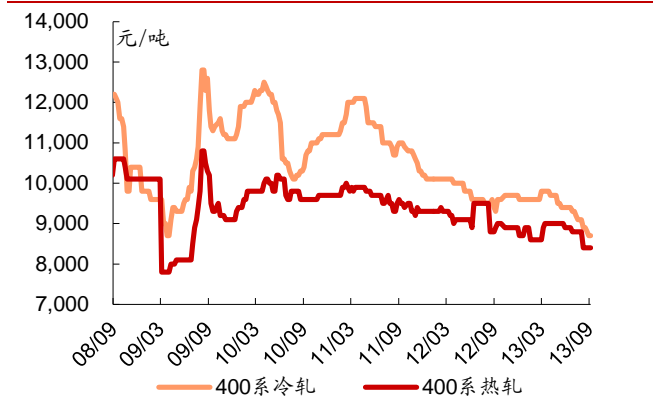
资料来源: 上海大宗电子交易中心, 华泰证券研究所

图 7: 不锈钢 300 系冷、热轧价格 (含税价)

图 8: 不锈钢 400 系冷、热轧价格 (含税价)



资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所



资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所

7 月钢价逆季节性上涨, 钢厂加大铁矿石采购, 矿价再次跟涨钢价。7 月份进口铁矿石数量创历史新高, 当月进口铁矿石 7314 万吨, 环比增 17.4%, 同比增长 26.4%。但今年以来钢厂都将降本增效作为重要目标, 采取前瞻性、谨慎灵活的铁矿石采购策略, 因此 7 月以来矿价随仍跟随钢价上涨, 但涨幅较为温和, 与年初时的行情对比为例, 2013 年 1 月我们监测的综合钢价环比上涨 2.66%, 同期唐山铁精粉环比上涨 11.32%、巴西进口矿上涨 22.84%; 2013 年 8 月综合钢价环比上涨 1.87%, 同期唐山铁精粉上涨 0.69%、巴西进口矿上涨 3.58%。

综合来看, 2013 年 3 季度唐山铁精粉、印度粉矿、巴西矿和澳洲矿的均价分别为 940、939、981 及 927 元/吨, 环比涨幅分别为 0.02%、1.86%、0.44%及 3.12%; 同比涨幅分别为 4.49%、13.21%、18.48%及 19.46%。

表格2: 铁矿石价格随即跟随钢价上涨

| | 唐山铁精粉 | 印度粉 63.5% | 巴西进口矿 (65%) | 澳洲进口矿 (61.5%) | 新加坡掉期 (62%) |
|-----------|--------|-----------|-------------|---------------|-------------|
| 13-01 | 1021 | 1055 | 1175 | 1130 | 1101 |
| 13-02 | 1065 | 1090 | 1174 | 1137 | 1143 |
| 13-03 | 1009 | 1018 | 1061 | 1011 | 1055 |
| 13-04 | 977 | 995 | 1043 | 968 | 1006 |
| 13-05 | 948 | 924 | 966 | 896 | 922 |
| 13-06 | 895 | 848 | 923 | 833 | 824 |
| 13-07 | 939 | 900 | 950 | 890 | 905 |
| 13-08 | 945 | 948 | 984 | 930 | 973 |
| 13-09 | 936 | 970 | 1010 | 960 | 962 |
| 三季度平均 | 940 | 939 | 981 | 927 | 947 |
| 同比 | | | | | |
| 13-01 | -3.77% | -2.31% | 5.70% | 9.58% | 5.46% |
| 13-02 | -2.02% | 1.40% | 5.18% | 10.37% | 9.80% |
| 13-03 | -7.01% | -4.86% | -7.16% | -4.93% | 0.72% |
| 13-04 | -7.48% | -7.44% | -9.86% | -11.00% | -7.69% |
| 13-05 | -3.57% | -10.07% | -10.31% | -14.36% | -9.95% |
| 13-06 | -7.50% | -16.91% | -11.37% | -17.14% | -16.89% |
| 13-07 | -4.18% | -10.67% | -4.64% | -7.53% | -7.11% |
| 13-08 | 0.62% | 9.98% | 15.19% | 16.31% | 17.07% |
| 13-09 | 8.84% | 21.63% | 25.88% | 27.69% | 36.50% |
| 三季度平均 | 4.49% | 13.21% | 18.48% | 19.46% | 23.25% |
| 环比 | | | | | |

| | | | | | |
|-------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 13-01 | 11.32% | 13.44% | 22.84% | 19.21% | 20.03% |
| 13-02 | 4.30% | 3.32% | -0.07% | 0.58% | 3.78% |
| 13-03 | -5.27% | -6.61% | -9.65% | -11.08% | -7.70% |
| 13-04 | -3.13% | -2.26% | -1.75% | -4.28% | -4.60% |
| 13-05 | -2.99% | -7.14% | -7.34% | -7.39% | -8.35% |
| 13-06 | -5.56% | -8.28% | -4.50% | -7.09% | -10.71% |
| 13-07 | 4.90% | 6.19% | 2.98% | 6.91% | 9.86% |
| 13-08 | 0.69% | 5.33% | 3.58% | 4.49% | 7.56% |
| 13-09 | -0.99% | 2.32% | 2.64% | 3.23% | -1.11% |
| 三季度平均 | 0.02% | 1.86% | 0.44% | 3.12% | 3.19% |

资料来源：中联钢，华泰证券研究所测算

1.2 钢材盈利回暖，钢企亏损面减小

2013 年三季度钢铁产品盈利出现回暖。分产品来看，螺纹钢、线材、冷板和热卷的测算加权利润分别为 6、8、267 及 -46 元/吨，环比分别变动 24、36、-57 及 48 元/吨；同比分别变动 -43、30、-305 及 177 元/吨。

中钢协发布数据表明，纳入中钢协财务统计的 86 户大中型钢铁企业，7 月当月实现利润 23 亿元，扭亏为盈；亏损企业缩减至 21 户，亏损面 24.42%，而行业销售利润率也上升至 0.77%，创年内最高水平。

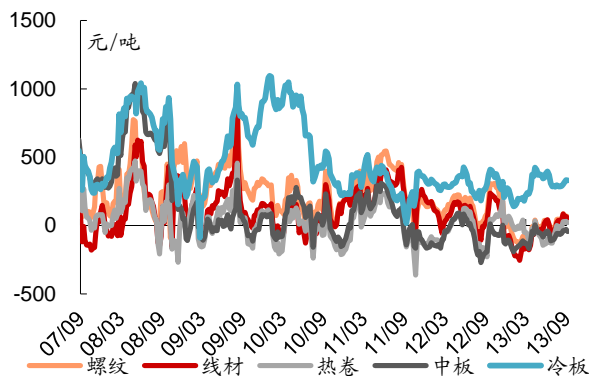
表格3：三季度盈利环比回升明显

| | 螺纹钢毛利 | 高线毛利 | 冷板毛利 | 热卷毛利 |
|-----------|----------|-----------|---------|-----------|
| 13-01 | -190 | -298 | 76 | -102 |
| 13-02 | -156 | -233 | 144 | -57 |
| 13-03 | -103 | -149 | 256 | -77 |
| 13-04 | -45 | -76 | 342 | -72 |
| 13-05 | -0 | -14 | 351 | -130 |
| 13-06 | -26 | -17 | 332 | -126 |
| 13-07 | 2 | -7 | 272 | -48 |
| 13-08 | 26 | 34 | 271 | -24 |
| 13-09 | -9 | -5 | 259 | -66 |
| 三季度平均 | 6 | 8 | 267 | -46 |
| 同比 | | | | |
| 13-01 | -239.57% | -346.98% | -75.73% | -0.85% |
| 13-02 | -298.69% | -1347.51% | -51.10% | 39.28% |
| 13-03 | -179.47% | -362.95% | -7.65% | -108.19% |
| 13-04 | -127.85% | -169.56% | 26.51% | -875.43% |
| 13-05 | -100.48% | -128.22% | 16.76% | -2681.17% |
| 13-06 | -126.09% | -146.16% | 39.86% | -3779.90% |
| 13-07 | 109.86% | 92.41% | 76.64% | 66.89% |
| 13-08 | 8.25% | 232.32% | 10.70% | 85.56% |
| 13-09 | -104.48% | -103.95% | -25.27% | 11.86% |
| 三季度平均 | -90.64% | 22.47% | 7.60% | 64.21% |
| 环比 | | | | |
| 13-01 | -315.78% | -119.38% | -61.61% | -867.45% |
| 13-02 | 18.20% | 21.59% | 89.79% | 43.91% |

| | | | | |
|-------|-----------|----------|---------|----------|
| 13-03 | 33.90% | 36.13% | 77.54% | -34.34% |
| 13-04 | 56.08% | 48.75% | 33.47% | 6.39% |
| 13-05 | 98.91% | 82.01% | 2.59% | -80.97% |
| 13-06 | -5147.41% | -25.73% | -5.39% | 3.08% |
| 13-07 | 107.50% | 62.03% | -18.08% | 61.74% |
| 13-08 | 1228.73% | 622.54% | -0.37% | 50.31% |
| 13-09 | -134.33% | -115.05% | -4.48% | -176.49% |
| 三季度平均 | 136.11% | 126.40% | -17.58% | 50.92% |

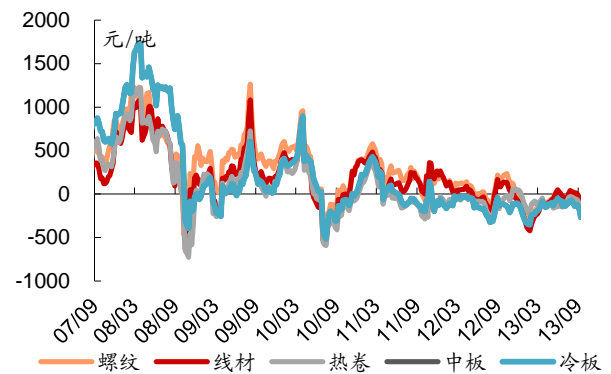
资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所测算

图 9: 主要钢材品种毛利 (国产矿来源)



资料来源: 中联钢, Wind, 华泰证券研究所测算

图 10: 主要钢材品种毛利 (进口矿来源)

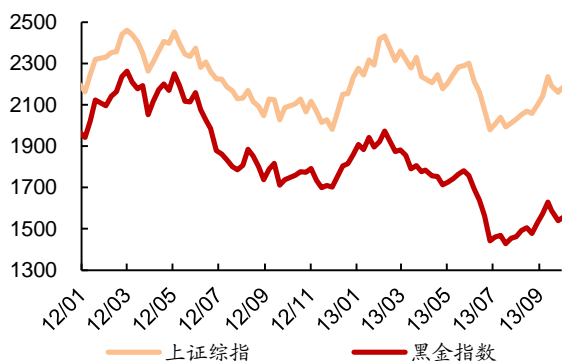


资料来源: 中联钢, Wind, 华泰证券研究所测算

1.3 钢铁板块同步大盘上涨

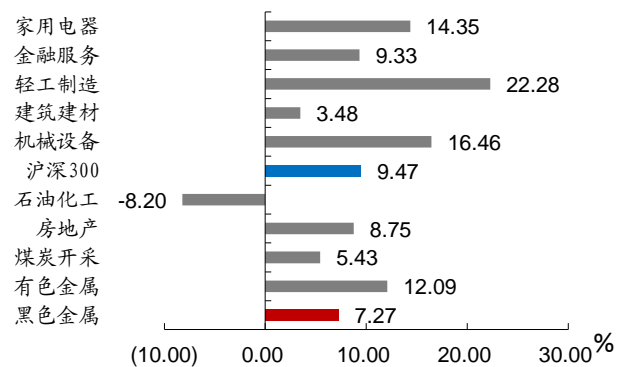
三季度钢铁板块超跌反弹, 同步大盘上涨, 但进入 9 月中旬后, 上涨已现乏力, 连续两周回调。截至 9 月 30 日, 单季度板块涨幅为 7.27%, 较年初跌幅达到 17%。

图 11: 上证综指与黑色金属指数对比



资料来源: wind, 华泰证券研究所, 股价取自 2013 年 9 月 30 日收盘价

图 12: 三季度板块涨幅对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 股价取自 2013 年 9 月 30 日收盘价

1.4 “天然气+军工”组合持续跑赢行业

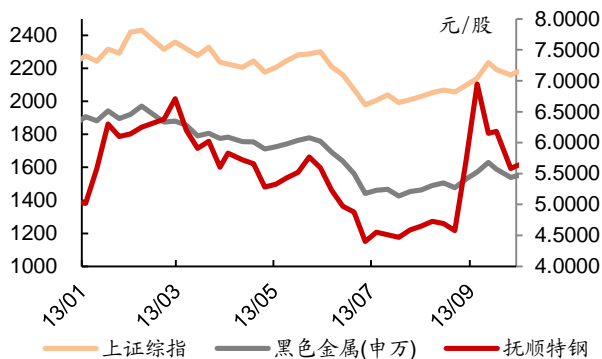
“天然气+军工”题材的结构化投资策略, 是我们自 2012 年以来持续向市场重点推荐的方向, 确定性的订单保障、稳定的盈利能力、战略性的题材看点都将为带来长期看点及投资机会, 这 2 大子行业的个股走势相对独立。

我们重点推荐组合包括: 玉龙股份、常宝股份、久立特材、金洲管道四家钢管公司, 以及钢

研高纳、抚顺特钢两家军工钢、高温合金核心供应单位。

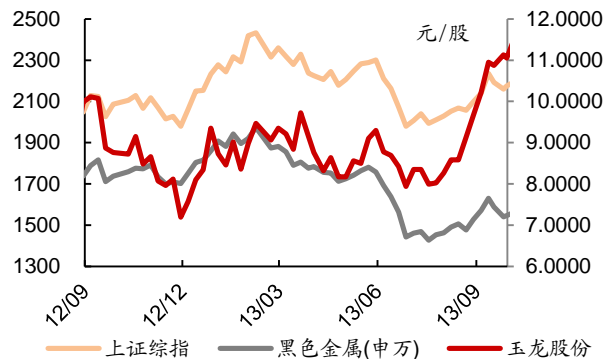
组合收益持续跑赢大盘，年初至今平均涨幅 22.5%，跑赢上证综指 24.1 个百分点；三季度组合平均涨幅 23.7%，其中抚顺特钢和玉龙股份涨幅均超过 40%。

图 13: 抚顺特钢股价市场表现



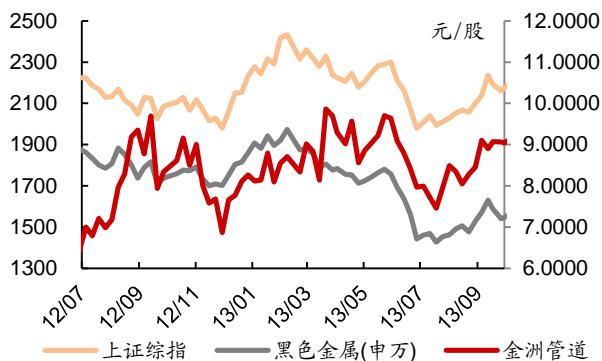
资料来源: Wind, 华泰证券研究所整理

图 14: 玉龙股份股价市场表现



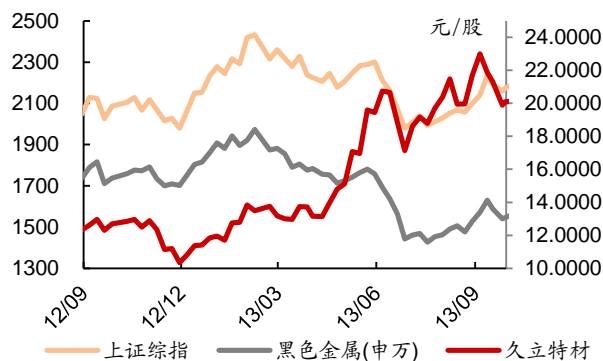
资料来源: Wind, 华泰证券研究所整理

图 15: 金洲管道股价市场表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所整理

图 16: 久立特材股价市场表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所整理

二、涨幅收窄、需求滞胀，四季度寒气已显

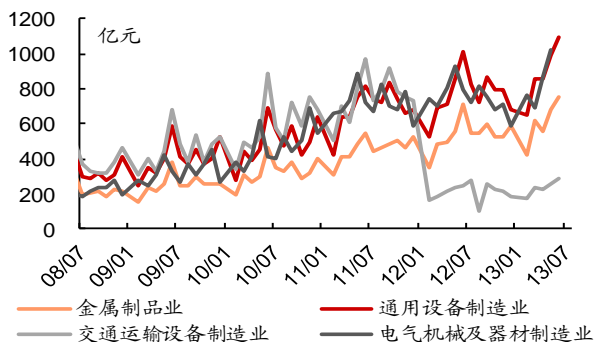
2.2 经济难逃底部，寻找结构性亮点

投资拉动三季度经济反弹。7、8月的经济数据均显示经济出现反弹趋势，8月工业增加值同比 10.4%，较7月上升 0.7 个百分点；固定资产投资累计同比 20.3%，其中基建与制造业投资继续回升是主要动力，二者当月增速分别达到 29.3%和 23.2%。9月汇丰 PMI 初值继续回升，创下 6 个月来新高。其中新订单指数上升 1.8 个百分点至 52.6%，显示需求继续改善。

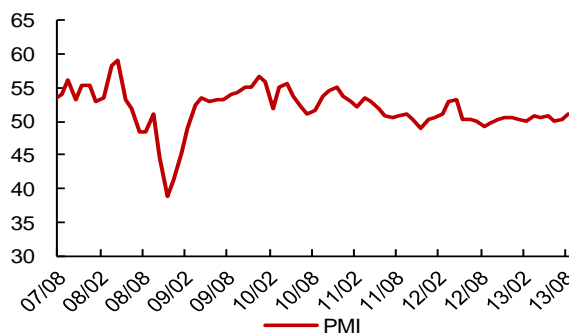
但我们认为反弹能否持续将在四季度证伪。此次经济反弹仍采取加杠杆的旧模式，另外尽管工业投资数据明显向上，但 8 月企业中长期贷款占比并未续升，也反映出经济动力不强的一面。因此我们预计，此次经济反弹的动力在 9 月就可能会显现疲态，反弹能否持续会在 10 月得到证伪。

图 17: 固定资产投资情况

图 18: PMI 指数情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

铁路、汽车、钢管等下游行业亮点犹存

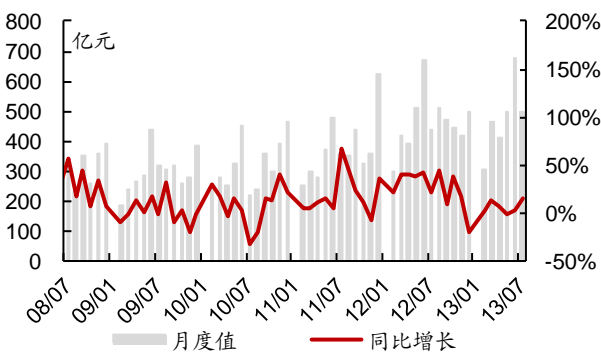
今年以来汽车行业景气度平稳回升，进入四季度后仍将持续。1-8月，汽车产销 1401.22 万辆和 1394.76 万辆，同比增长 12.36%和 11.81%。其中乘用车产销 1135.11 万辆和 1125.60 万辆，同比增长 13.35%和 13.08%；商用车产销 266.11 万辆和 269.16 万辆，同比增长 8.35%和 6.78%。

根据华泰证券交运设备组预测，乘用车 4 季度月度增幅稳定在 15-17%之间，预计 2013 年全年狭义乘用车销售 1550 万辆，同比增长 16.5%。

铁路建设是城镇化的必要部分，全年投资再次上调。今年铁道部完成市场化改制，上半年建设进程放缓，2013 年 1 至 8 月，中铁总公司完成全年固定资产投资额度的 47.47%，未及全年计划一半，四季度投资增速上升是大概率事件。长期来看，铁路建设是城镇化的重要环节，随着融资方式拓宽、铁总负债问题缓解，铁路建设仍将保持稳健、有序发展。

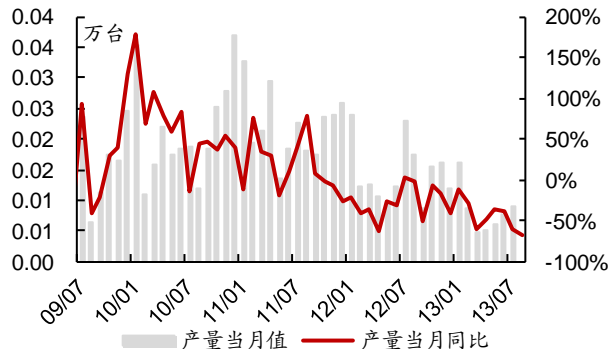
能源用管建设方兴未艾。油气管网在我国仍属建设初期，数据显示，目前我国天然气需求将以年均 21%的较高速度增长，未来 20-30 年内，气体能源管道建设仍将保持平稳发展的态势。

图 19: 黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

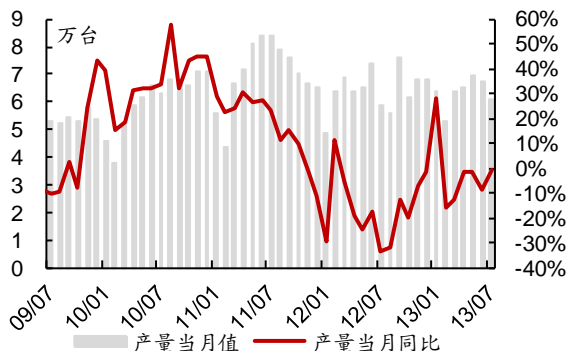
图 20: 铁路机车产量及同比



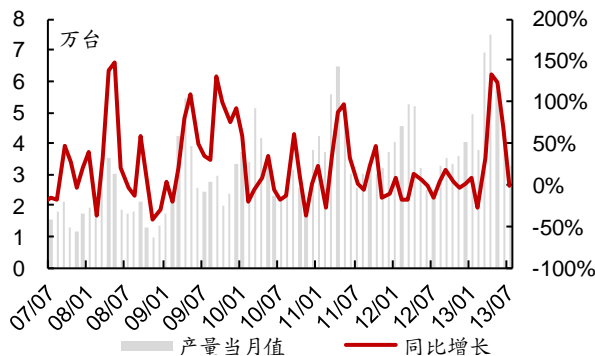
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 21: 电工仪器仪表产量及同比

图 22: 农业机械产量及同比

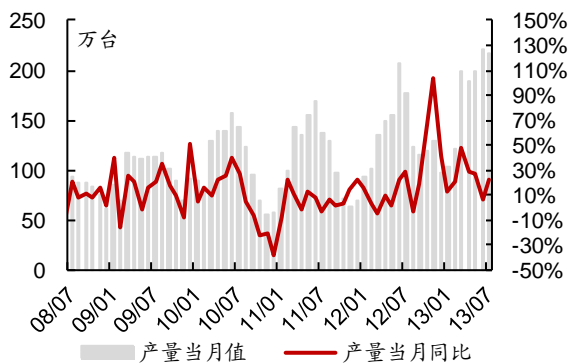


资料来源: Wind, 华泰证券研究所



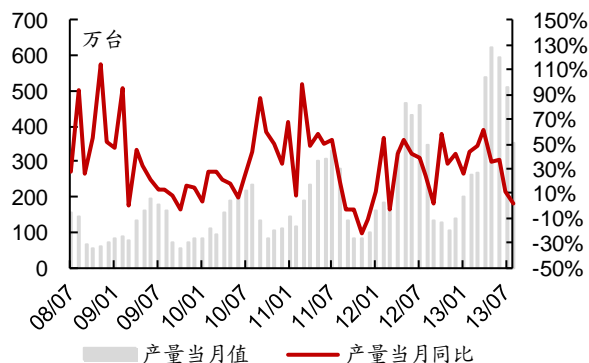
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 23: 冰箱产量及同比



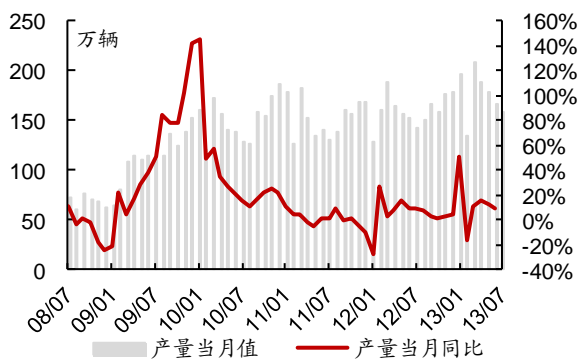
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 24: 空调产量及同比



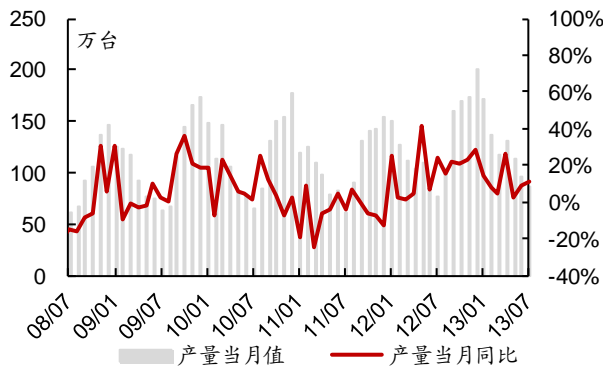
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 25: 汽车产量及同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

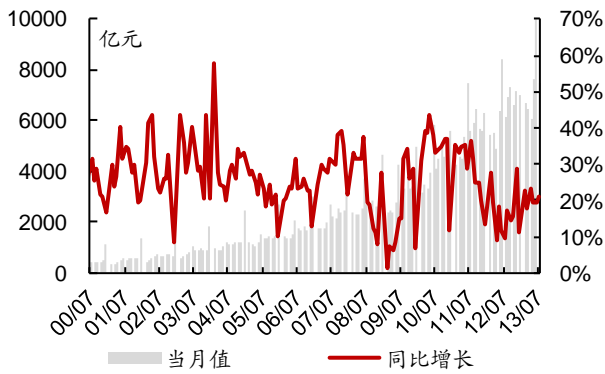
图 26: 洗衣机产量及同比



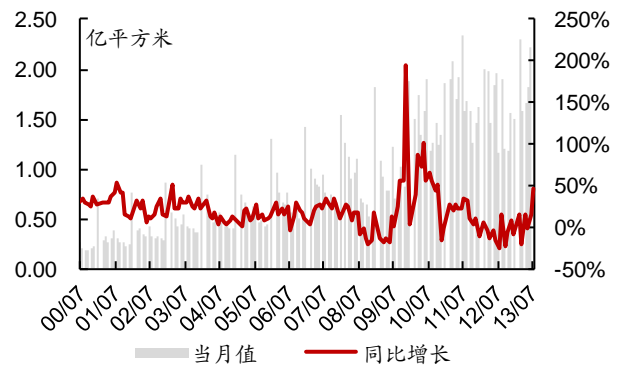
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 27: 房地产实际完成投资额

图 28: 房地产新开工情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2.2 供给维持高位，去库存进程受阻

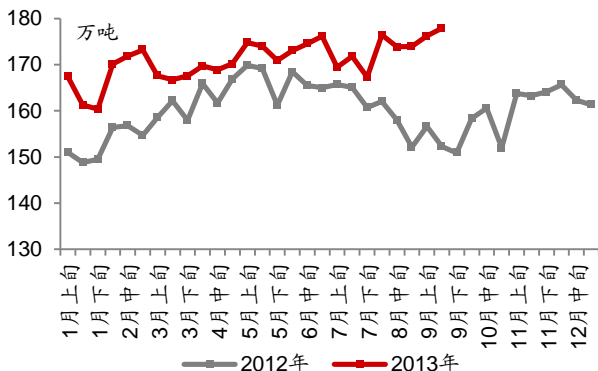
环保核查力度加大，7月供给端小幅收缩，但产量整体高于去年同期。据统计局数据，2013年1-8月粗钢累计产量52184万吨，同比增长7.8%；1-8月钢材累计产量70164万吨，同比增长11.2%。

表格4：2013年全国粗钢日均产量

| 日期 | 日均 | | | 环比 (%) | | |
|------|--------|---------|-------|--------|---------|--------|
| | 全国 | 重点大中型企业 | 非重点企业 | 全国 | 重点大中型企业 | 非重点企业 |
| 1月上旬 | 194.42 | 167.49 | 26.93 | 2.3% | 3.8% | -6.36% |
| 1月中旬 | 191.40 | 161.25 | 30.15 | 1.5% | 3.7% | 12.0% |
| 1月下旬 | 190.58 | 160.40 | 30.18 | 0.45% | 0.53% | 0.1% |
| 2月上旬 | 198.89 | 170.14 | 28.75 | 4.4% | 6.1% | -4.7% |
| 2月中旬 | 200.6 | 171.9 | 28.7 | 0.9% | 1.01% | -0.2% |
| 2月下旬 | 203.42 | 173.23 | 30.19 | 1.4% | 0.80% | 5.2% |
| 3月上旬 | 208.46 | 167.6 | 40.86 | 2.5% | -3.3% | 35.3% |
| 3月中旬 | 206.37 | 166.76 | 39.61 | -1.0% | -0.47% | -3.1% |
| 3月下旬 | 207.19 | 167.58 | 39.61 | 0.4% | 0.49% | 0.0% |
| 4月上旬 | 212.39 | 169.73 | 42.66 | 2.5% | 1.3% | 7.7% |
| 4月中旬 | 211.58 | 168.91 | 42.67 | -0.38% | -0.48% | 0.02% |
| 4月下旬 | 212.87 | 170.21 | 42.66 | 0.61% | 0.77% | -0.02% |
| 5月上旬 | 219.29 | 174.81 | 44.48 | 3.0% | 2.70% | 4.27% |
| 5月中旬 | 218.54 | 174.05 | 44.49 | -0.30% | -0.40% | 0.02% |
| 5月下旬 | 215.4 | 170.95 | 44.45 | -1.40% | 1.80% | -0.09% |
| 6月上旬 | 215.6 | 173.1 | 42.5 | 0.10% | 1.30% | -4.39% |
| 6月中旬 | 216.4 | 174.55 | 41.85 | 0.37% | 0.79% | -1.53% |
| 6月下旬 | 218.12 | 176.24 | 41.88 | 0.78% | 0.97% | 0.07% |
| 7月上旬 | 208.3 | 169.48 | 38.82 | -4.5% | -3.84% | -7.31% |
| 7月中旬 | 213 | 171.8 | 41.2 | 2.30% | 1.40% | 6.13% |
| 7月下旬 | 208.4 | 167.3 | 41.1 | 2.67% | 2.16% | -0.24% |
| 8月上旬 | 214.37 | 176.46 | 37.91 | 2.84% | 5.50% | -7.76% |
| 8月中旬 | 211.81 | 173.9 | 37.91 | -1.19% | -1.45% | 0.00% |
| 8月下旬 | 211.92 | 174.02 | 37.9 | 0.05% | 0.07% | -0.03% |
| 9月上旬 | 212.94 | 176.25 | 36.69 | 0.48% | 1.29% | -3.19% |
| 9月中旬 | 214.35 | 177.95 | 36.4 | 0.66% | 0.97% | -0.79% |

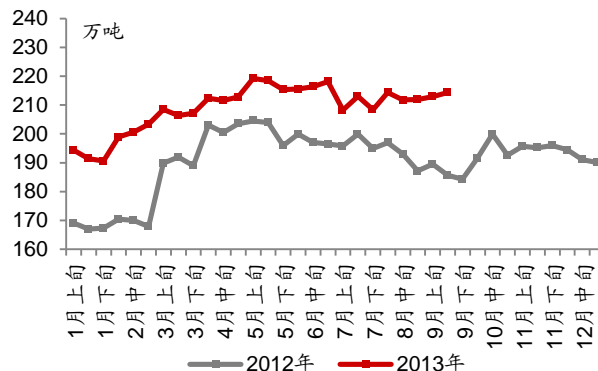
资料来源：中国钢铁工业协会，华泰证券研究所整理

图 29: 重点大中型企业日均产量同比变动



资料来源：中国钢铁工业协会，华泰证券研究所整理

图 30: 全国日均产量同比变动



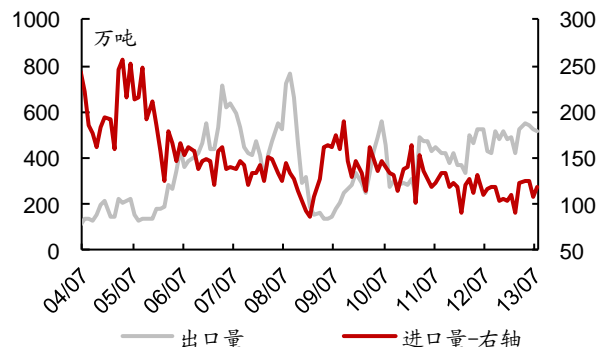
资料来源：中国钢铁工业协会，华泰证券研究所整理

图 31: 钢铁粗钢产量变动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 32: 钢材进、出口变动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

钢材需求滞涨，去库存受阻，季末已显回升。7月钢价上涨，贸易商订货量加大，但需求并无预期中的明显上涨，社会库存结束半年以来的下跌，自9月开始连续三周上升。截至三季度末，螺纹钢、线材等五大品种库存总量为1465.3万吨，螺纹钢、线材、热轧板卷、中板和冷轧板卷的库存分别为597.0、148.7、402.19、155.9和161.6万吨，环比上季度末变动幅度分别为-1.61%、5.78%、-2.08%、3.65%和-0.33%；同比去年同期变动分别为19.66%、40.02%、14.23%、15.81%和-0.24%。

但从月度数据来看，由于前期订货加大，而需求却增长缓慢，进入九月后社会库存降幅已明显收窄，部分品种结束连续下降的趋势，首现回升。

表格5: 2013年月度社会库存统计

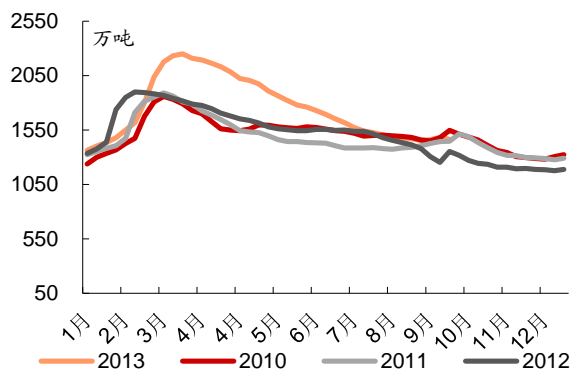
| | 总计 | 热轧 | 冷轧 | 中板 | 螺纹 | 线材 |
|-------|------|-----|-----|-----|------|-----|
| 13-01 | 1420 | 352 | 154 | 142 | 622 | 151 |
| 13-02 | 1751 | 402 | 158 | 160 | 814 | 217 |
| 13-03 | 2211 | 473 | 170 | 173 | 1072 | 323 |
| 13-04 | 2100 | 479 | 166 | 160 | 1007 | 289 |
| 13-05 | 1914 | 475 | 165 | 149 | 877 | 248 |
| 13-06 | 1740 | 452 | 163 | 148 | 770 | 207 |
| 13-07 | 1595 | 431 | 161 | 144 | 688 | 171 |

| | | | | | | |
|-----------|------|------|-----|-----|------|------|
| 13-08 | 1493 | 416 | 162 | 147 | 627 | 142 |
| 13-09 | 1460 | 408 | 161 | 154 | 596 | 140 |
| 同比 | | | | | | |
| 13-01 | -1% | -15% | 2% | -2% | 8% | 5% |
| 13-02 | -5% | -13% | -6% | -1% | 0% | -9% |
| 13-03 | 20% | 4% | -1% | 12% | 30% | 39% |
| 13-04 | 22% | 14% | -2% | 6% | 30% | 38% |
| 13-05 | 18% | 22% | -4% | -1% | 22% | 28% |
| 13-06 | 12% | 19% | -4% | -1% | 14% | 16% |
| 13-07 | 3% | 13% | -5% | -5% | 3% | -2% |
| 13-08 | 1% | 6% | -4% | -2% | 1% | -8% |
| 13-09 | 10% | 9% | -1% | 11% | 11% | 19% |
| 环比 | | | | | | |
| 13-01 | 20% | 26% | 0% | 21% | 22% | 22% |
| 13-02 | 23% | 14% | 3% | 13% | 31% | 44% |
| 13-03 | 26% | 18% | 8% | 8% | 32% | 49% |
| 13-04 | -5% | 1% | -3% | -7% | -6% | -11% |
| 13-05 | -9% | -1% | -1% | -7% | -13% | -14% |
| 13-06 | -9% | -5% | -1% | 0% | -12% | -16% |
| 13-07 | -8% | -5% | -1% | -3% | -11% | -18% |
| 13-08 | -6% | -3% | 0% | 2% | -9% | -17% |
| 13-09 | -2% | -2% | 0% | 6% | -4% | 2% |

资料来源: 中钢网, 华泰证券研究所测算

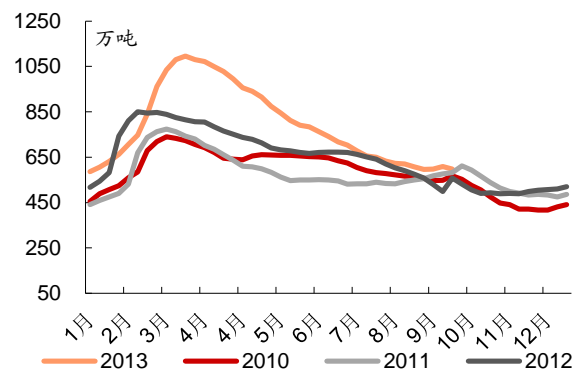
自 7 月开始, 重点钢厂库存已先于社会库存回升。根据中钢协最新统计数据, 9 月上旬重点统计钢铁企业库存量为 1259.5 万吨, 较上月末上升了 14.4 万吨, 环比是上涨 1.16%。

图 33: 社会钢材库存整体走势



资料来源: My steel, 华泰证券研究所测算

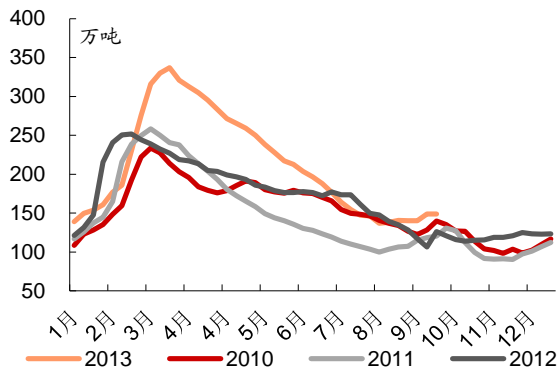
图 34: 螺纹钢库存走势



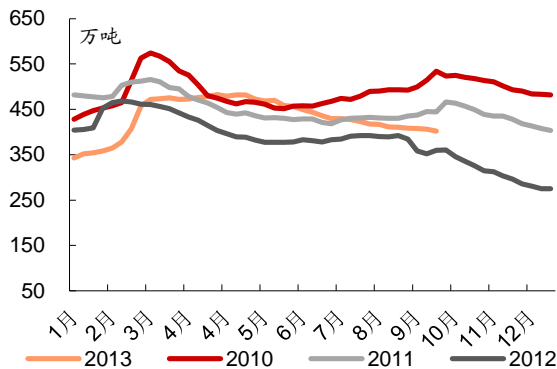
资料来源: My steel, 华泰证券研究所测算

图 35: 线材库存整体走势

图 36: 热轧卷板库存走势

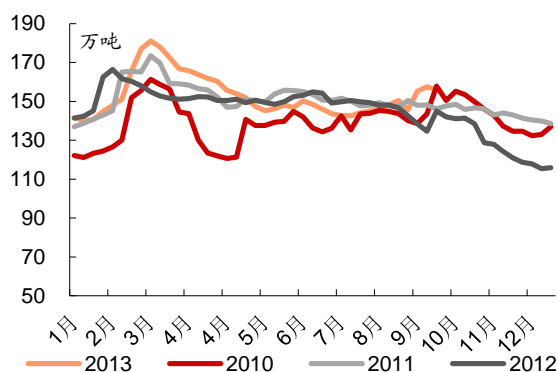


资料来源: My steel, 华泰证券研究所测算



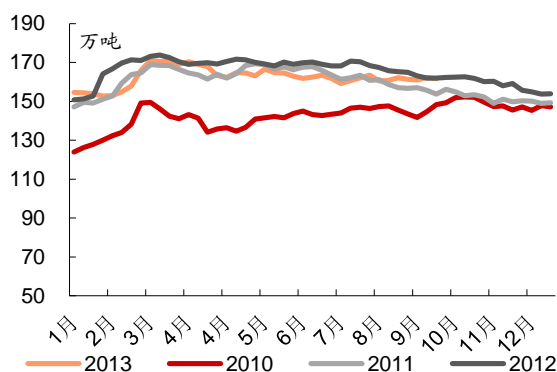
资料来源: My steel, 华泰证券研究所测算

图 37: 中厚板库存整体走势



资料来源: My steel, 华泰证券研究所测算

图 38: 冷轧卷板库存走势



资料来源: My steel, 华泰证券研究所测算

2.3 钢价上涨乏力，警惕冬后需求锐减

钢价涨幅已收窄，四季度恐将维持弱势

我们自 8 月底开始持续提示，目前钢价已反映部分旺季预期，上行空间有限，且今年钢材采购淡旺季并不明显，销量数据平稳。且需警惕入冬后东北、西北需求锐减的负面压力。

9 月已过去，钢价维持多周弱势盘整，所期待的旺季行情并未到来，市场信心已开始动摇。鞍钢贸易商占比较重，受市场环境影响较大，因此已在 10 月出厂价格选择谨慎平盘，宝钢与武钢 10 月出厂价格也以稳为主，部分上调优势品种价格。

鞍钢 2012-2013 年主要品种订货月度价格汇总表(税前)

| 品种 | 中厚板 | 冷卷 | 热卷 | 热镀锌 |
|----------|-------|----------|----------|----------|
| 材质 | Q235A | SPCC | Q235 | DC51D+Z |
| 代表规格(mm) | 14-20 | 1.0*1250 | 5.5*1500 | 1.0*1250 |
| 1月 | 3820 | 4520 | 3650 | 4800 |
| 2月 | 3820 | 4420 | 3650 | 4550 |
| 3月 | 3900 | 4540 | 3760 | 4600 |
| 4月 | 3900 | 4540 | 3760 | 4600 |
| 2012年 5月 | 3930 | 4540 | 3790 | 4600 |
| 6月 | 3930 | 4540 | 3720 | 4600 |
| 7月 | 3730 | 4240 | 3590 | 4500 |
| 8月 | 3630 | 4190 | 3440 | 4500 |
| 9月 | 3530 | 4040 | 3190 | 4400 |

| | | | | | |
|-------|-----|-------|-------|-------|-------|
| | 10月 | 3530 | 4040 | 3190 | 4400 |
| | 11月 | 3530 | 4040 | 3270 | 4400 |
| | 12月 | 3560 | 4040 | 3400 | 4450 |
| 2013年 | 1月 | 3640 | 4100 | 3610 | 4450 |
| | 2月 | 3870 | 4280 | 3820 | 4650 |
| | 3月 | 4070 | 4550 | 3970 | 4770 |
| | 4月 | 3850 | 4450 | 3670 | 4670 |
| | 5月 | 3850 | 4350 | 3520 | 4570 |
| | 6月 | 3750 | 4250 | 3360 | 4470 |
| | 7月 | 3650 | 4130 | 3360 | 4370 |
| | 8月 | 3650 | 4130 | 3440 | 4370 |
| | 9月 | 3700 | 4265 | 3440 | 4435 |
| | 10月 | 3700 | 4265 | 3440 | 4435 |
| | 同比 | 4.82% | 5.57% | 7.84% | 0.80% |
| | 环比 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

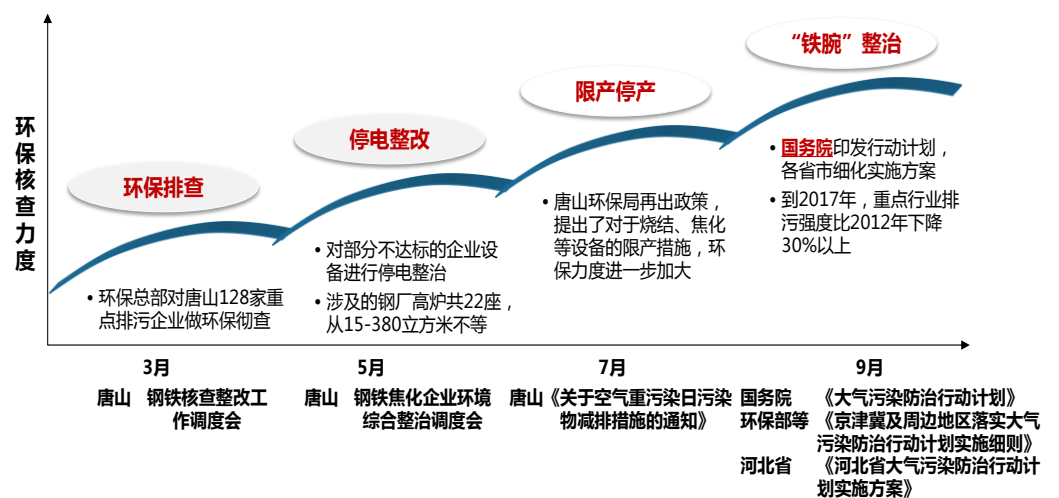
资料来源: 中联钢, 华泰证券研究所; 单位-元/吨

2.4 环保成为影响行业的新变量

今年以来社会对北方大面积雾霾天气关注度不断提升, 河北省将环境保护、空气治理作为2013年度重点工作。钢铁是河北省支柱产业, 也是高能耗的传统产业, 是环保核查的重点。今年以来, 环保部门在三月、五月及七月三次要求唐山重点排污企业彻查整改, 力度逐次加大。

2013年9月, 国务院再发布的《大气污染防治行动计划》, 中国未来将对包括钢铁在内的重点行业进行清洁生产审核, 针对节能减排关键领域和薄弱环节, 采用先进适用的技术、工艺和装备, 实施清洁生产技术改造; 到2017年, 重点行业排污强度比2012年下降30%以上。环保将成为钢铁行业未来一段时间内的新挑战。

图 39: 今年以来环保政策不断加码



资料来源: 华泰证券研究所整理

我们与钢厂调研中切实感受到, 此轮环保核查力度显著严格与往年。5月10日, 唐山市政府下发通知, 决定关停取缔包括钢铁企业在内的首批199家严重污染企业及落后设备。其中唐钢集团、唐银钢铁和唐山国丰钢铁、唐山贝氏体钢铁的多台无脱硫设施烧结机都在停产治

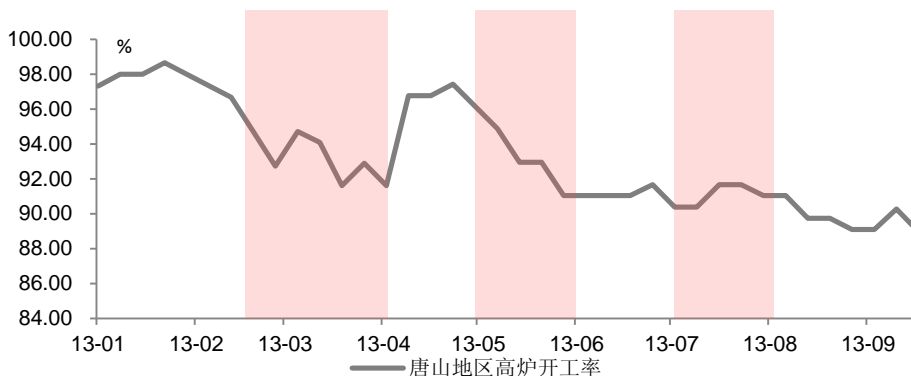
理之列。

我们认为，环保政策对于行业的影响在于，短期限制产量供给。三次环保核查都对唐山地区钢产量产生了阶段性的抑制，后期在政策向其他地区的推广中，阶段性抑制供给是政策实施最为直接的效果。

中期加大成本与资金压力。由于环保设备运行将明显增加吨钢成本（根据行业内研究机构的不完全测算，中国钢铁行业环保设施平均吨钢运行成本约 55 元），挣扎在盈亏平衡点上下的钢铁企业面临新考验。

远期有望成为解决落后产能的切入口。以环保标准约束落后产能淘汰，从大方向上符合国家传统制造业升级、打造绿色中国等宏观发展要求，从执行性上易于监控和量化。另外，由于国有钢企在环保方面工作优于民营钢企，受到的影响较小，淘汰落后产能伴随的失业等社会性问题也较为容易控制，从而起到结构性调控的效果。

图 40: 三次环保核查均带来唐山地区高炉开工率阶段性下降



资料来源: Wind, 华泰证券研究所整理

由于钢铁行业集中度较低，行业矛盾更为复杂，因此环保核查带来的效果将是长期、缓慢的。投射在二级市场投资方面，钢铁板块较难复制某些化工细分行业的“环保行情”，而是长期利好环保方面运营规范的龙头企业，如太钢不锈、宝钢股份等。

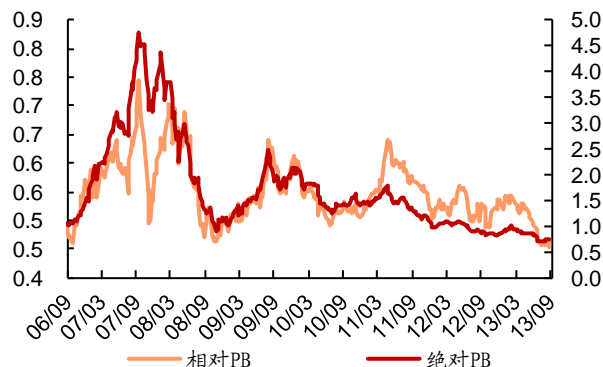
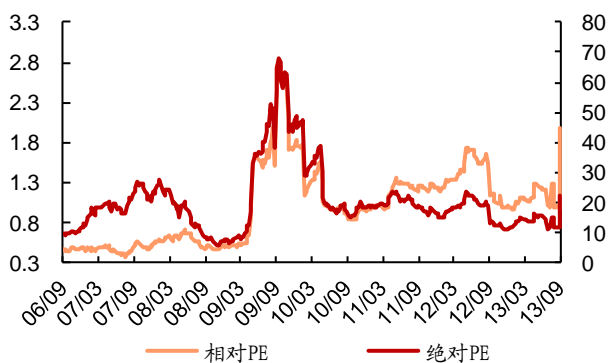
三、投资策略与重点公司推荐

3.1 维持行业“增持”评级

钢铁行业因自身整体盈利能力缺失，难摆脱周期性约束，建议从市净率及调整幅度选择左侧交易时机，行业整体估值水平接近历史底部，个股大范围破净，行业公司加权相对 PB 为 0.45，低于历史平均 0.56，已接近历史最低 0.43 倍。

图 41: 钢铁板块绝对 PE 和相对 PE

图 42: 钢铁板块绝对 PB 和相对 PB



资料来源: Wind, 以周五收盘价为基准, 华泰证券研究所

资料来源: Wind, 以周五收盘价为基准, 华泰证券研究所

在普碳钢板块中推荐业绩回升确定性较大的 ST*鞍钢、南钢股份。

ST*鞍钢:

扭亏将成为公司贯穿全年的迫切任务。2011、2012 年经审计的净利润均为负值, 被实行退市风险警示后, 如果 2013 年度公司经审计的净利润继续为负值, 深圳证券交易所将有权决定暂停公司 A 股股票的上市交易。鞍钢是共和国钢铁工业的长子, 如何扭亏将成为公司贯穿全年的迫切任务。

上半年业绩如期扭亏为盈。上半年营业收入约 369.2 亿元, 同比下滑 6.24%; 归属于上市公司股东的净利润 7.02 亿元、基本每股收益 0.097 元, 同比均大幅增长 135.53%, 同比成功实现扭亏为盈; 加权平均净资产收益率 1.5%, 比上年上升 5.47 个百分点。

精耕细作, 大力降低营业成本, 促业绩反转。营业成本比上年同期减少约 59 亿元, 主要原因是公司进一步加强对市场研判, 控制采购节奏, 降低采购成本, 具体措施如利用国际市场煤炭价格与国内市场价格变化的滞后期, 进行避峰就谷采购, 上半年累计比上年同期降低煤炭采购成本人民币 22 亿元, 适时采购现货进口矿, 尤其是 6 月份在指数价格低位时实施大量采购, 价格同比下降 9.27%。

维持“中性”投资评级。公司已开始着手积极调整经营决策、并置换出亏损业务等方式来改善盈利, 初步成效明显。我们预计 2013-2015 EPS 分别至 0.12、0.16、0.18 元, 建议市场可加强对公司关注。

南钢股份:

公司中报利润大幅下滑, 但钢铁主业实际出现改善。上半年实现归属于母公司净利润亏损约 0.77 亿元, 基本每股收益 -0.02 元, 均同比减少 186.24%。资产减值损失计提高达 4.68 亿元, 同比上升 542.27%, 导致利润总额下降 345.98%, 主要因公司拟拆除固定资产, 计提固定资产减值准备所致。若不考虑固定资产拆除影响, 扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.016 元, 同比大增 163.1%。此外, 主要钢铁品种的毛利率均有所提升, 板材和棒材两大主要品种的毛利率分别为 8.48%、7.61%, 同比分别增加 1.41、1.72 个百分点。

在产量下降的同时, 公司积极调整产品结构, 通过加强高附加值产品的竞争力提升盈利水平。公司开发的低温螺纹钢通过中国钢铁工业协会科技成果鉴定, 达到国际先进水平。完善 Ni 系低温钢品种体系, 船用 9%Ni 钢完成研发并通过 5 国船级社的扩大认证, 承接订单 0.70 万吨, 成为国内首个批量供货的企业, 实现了 LNG 船用 9%Ni 钢的国产化; 上半年共获 9%Ni 钢订单 1.80 万吨, 完成全年销售计划的 113%, 是国内 LNG 储罐用钢供货最多、交货进度最快的企业。超高强海工板通过 8 国船级社认证, 首次打入国际市场。海工板销量 16.87 万

吨，完成全年销售计划的169%。石油钻具用钢销量6.78万吨，同比增加107%。桥梁板销量2.48万吨，同比增加538%。结构调整重点项目4700mm轧机进入设备调试阶段。

维持“增持”投资评级。考虑到上半年公司计提减持对利润表的影响，实际钢铁主业已扭亏，另外8月以来航运市场持续回暖，船舶工业也在逐渐走出谷底，公司作为主要的造船板企业也将受益。我们依然维持公司2013-2015年EPS预测分别为0.01、0.05、0.08元不变，目前公司PB为0.78倍的历史低点，且随着后续产品结构调整升级，原料采购能力加强，公司发展潜力较大，建议市场加强关注。

3.2 深耕“天然气+军工”投资主线

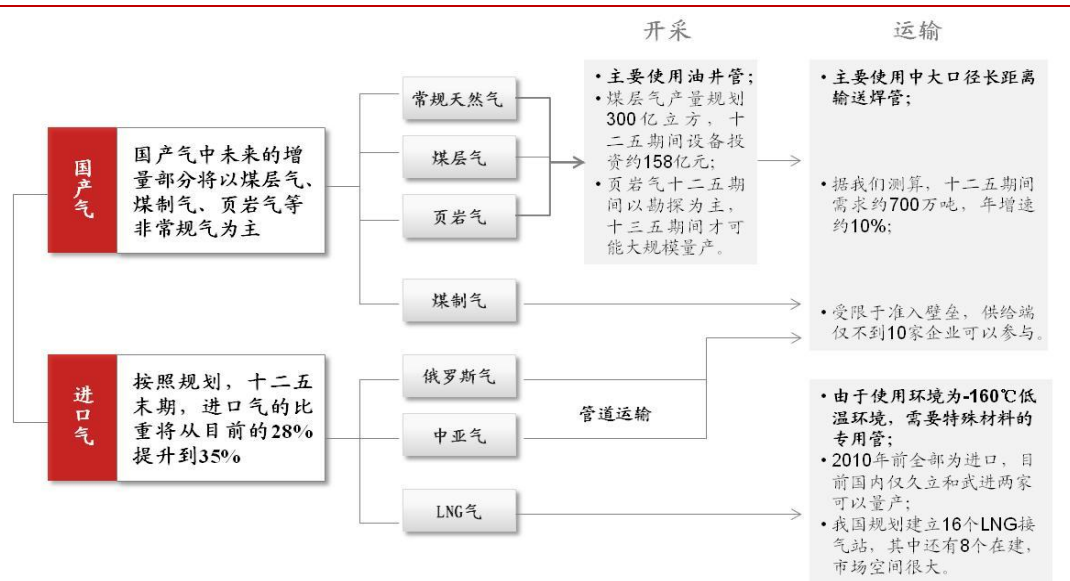
寻找不确定中的确定性—天然气产业链大发展

进口气中的LNG运输方面，由于使用环境为-160℃，必须使用特殊材料的管材，目前国内上市公司中仅久立可以量产。十二五期间，天然气的供给增量将主要集中在进口气中，其中的中亚气和俄罗斯气可能受限于产量不稳定、政治博弈等多方面因素，所以我们认为，在国内页岩气实现规模量产之前，LNG将成为主要的天然气供给来源，从来带动整个LNG产业链在国内的大发展。从管道需求来看，我国目前已规划建设16个LNG接气站，未来随着LNG用量的增多，接气站的数量也会相应上升，该领域市场空间较大，而由于使用环境的特殊性，LNG输送用管的技术壁垒较高，国内现阶段仅久立、武进两家公司可以量产。

进口气中的俄罗斯气、中亚气，以及国产气方面，运输环节主要使用中大口径的长距离输送用管，其需求量将极大受益于全国管网建设提速。十二五期间，随着西三线、新粤浙等主干网建设的启动，与之配套的城市管网建设也陆续展开。据我们测算，十二五期间，中大口径天然气长距离输送用管的年需求量约700万吨，复合增速10%以上。

国产气开采环节主要使用油井管，十二五期间需求稳定，未来的最大看点在于十三五期间页岩气的量产。现阶段进口气比例逐渐上升，国家出于战略安全考虑，对国产气将加大开采投入。常规天然气方面年产量稳定，从探明储量来看增长空间有限，主要的气源增量将集中在非常规天然气中，其中页岩气是最大的亮点，出台的《十二五页岩气开发规划》中，提出了在2020年前，计划打井4万口，行业总投资约8000亿元，从长远来看，将极大的提振页岩气开采设备类企业。

图 43: 天然气产业链大发展



资料来源: 华泰证券研究所整理

四季度首推玉龙股份、常宝股份；逢低配置久立特材、金洲管道

玉龙股份：我们预计 13~15 年 EPS 分别为 0.48、0.57 和 0.61 元/股，估值优势明显，下半年募投项目达产后对业绩增长贡献明显，PE 低于 17 倍以下，是买入良机。

常宝股份：我们预计 13~15 年的 EPS 分别为 0.57、0.61 和 0.68 元/股，今年募投项目在预期内达产，业绩有望实现稳步增长，三季度限售股将全部解禁，建议投资者可在估值较低的位置上适时配置。

久立特材：我们预计 13~15 年 EPS 分别为 0.63、0.71 和 0.78 元/股，经营模式已从传统的订单驱动型企业转变为具备研发内生性的成长类企业，目前股价处于较高的位置上，建议长期关注，逢低配置。

金洲管道：我们预计 13~15 年 EPS 值分别为 0.35、0.46、0.52 元/股，是我们长期推荐的标的，维持“增持”评级，建议投资者逢低配置。

寻找结构性投资机会——军工原材料订单需求旺盛

近年以来不断升级的军事矛盾与我国财政收入的增加，都成为促使明年及更长远时间内军用市场穿越宏观经济周期，保持甚至加速增长的理由。

从国防支出来看，军用市场增长取决于军费开支总量增长与结构调整，2012 年中国国防费预算为 6702.74 亿元人民币，比上年预算执行数增加 676.04 亿元人民币，增长 11.2%，延续了自 2005 年以来同比增速 10% 以上的增速，中国军费开支经历了积极备战期与发展停滞期，正在处于恢复增长长期。

从国防安全来看，近年以来军事摩擦升级，战略局势愈发微妙。对我国来讲，2012 年发生的钓鱼岛问题及南海争端都使国家安全上升到前所未有的高度，“强国”关系到国家经济利益和向外发展，军事力量升级迫在眉睫。

从武器装备制造来看，根据斯德哥尔摩和平研究所研究，我国武器出口从绝对数量到世界排名都显著上升，这也显示我国武器自主研发、制备及出口能力正在上升。

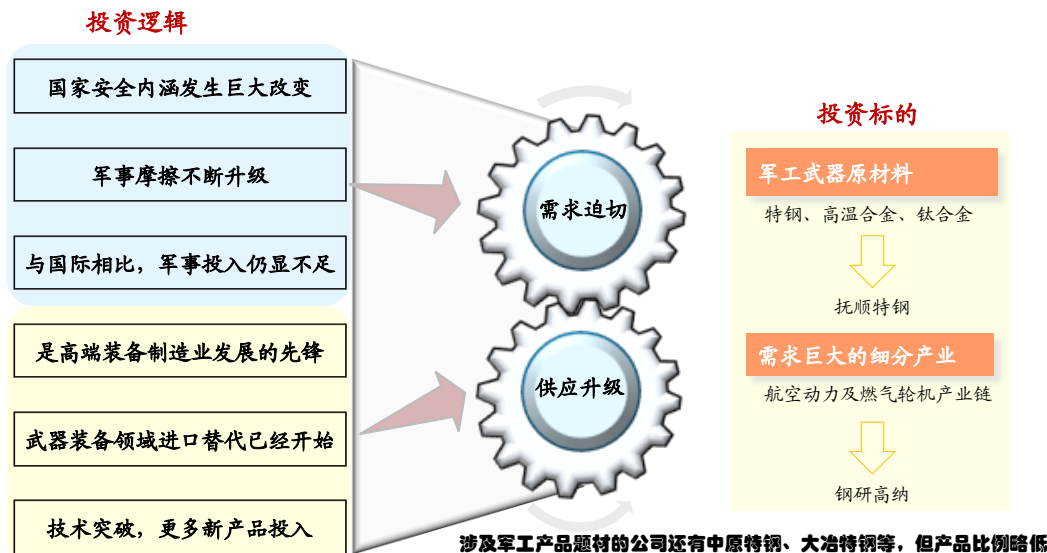
表格6：2002-2012 年中国武器进出口指数（TIV，斯德哥尔摩和平研究院计算的趋势指示值）

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------|----------|----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| 中国进口武器全球排名 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 2 | 9 | 11 | 2 |
| 中国 | 2932 | 2405 | 3408 | 3539 | 2951 | 1794 | 2228 | 1609 | 940 | 1017 | 1689 |
| 印度 | 1946 | 2891 | 2142 | 1088 | 1428 | 2288 | 1908 | 2542 | 2883 | 3511 | 4764 |
| 南朝鲜 | 532 | 742 | 1088 | 808 | 1656 | 1770 | 1722 | 876 | 1291 | 1560 | 1078 |
| 阿联酋 | 224 | 705 | 1250 | 2219 | 2067 | 952 | 749 | 565 | 612 | 1291 | 1094 |
| 希腊 | 446 | 2275 | 1365 | 413 | 750 | 1708 | 521 | 1227 | 659 | 79 | 35 |
| 中国出口武器全球排名 | 7 | 6 | 7 | 10 | 8 | 11 | 7 | 5 | 4 | 4 | 3 |
| 美国 | 5049 | 5677 | 6787 | 6796 | 7711 | 7990 | 6808 | 6921 | 8335 | 9672 | 8760 |
| 俄罗斯 | 5765 | 5428 | 6194 | 5196 | 5156 | 5608 | 6710 | 5877 | 5974 | 8620 | 8003 |
| 德国 | 909 | 1732 | 1121 | 2104 | 2654 | 3184 | 2319 | 2465 | 2647 | 1295 | 1193 |
| 法国 | 1474 | 1474 | 2376 | 1842 | 1752 | 2416 | 2071 | 2065 | 971 | 1796 | 1139 |
| 英国 | 1092 | 752 | 1234 | 1009 | 949 | 1008 | 1003 | 1004 | 1121 | 1006 | 863 |
| 中国 | 518 | 692 | 380 | 314 | 623 | 454 | 579 | 1076 | 1518 | 1506 | 1783 |

资料来源：SIPRI，华泰证券研究所整理

由于各国都对武器制造技术实行不同程度封锁，军用市场采购都优先考虑国产供应商，国内长期与军方合作的特钢企业将率先收益。

图 44: 军工原材料订单需求旺盛



资料来源: 华泰证券研究所整理

四季度看好钢研高纳全年业绩增长；关注军工事件性刺激下抚顺特钢的非凡弹性。

钢研高纳: 公司上半年整体业绩微降，略低于市场预期，全年仍有信心完成 18% 的净利润增长目标。随着 13 年底募投项目陆续达产，解决困扰已久的产能瓶颈，使得增长再上新台阶，也将在明年迎来真正的投资机会。预计 2013~2015 年净利润有望达到 0.83、1.00、1.20 亿元，实现 EPS 分别为 0.39、0.47、0.56 元。公司质地优良，业绩增长明确，具备中长期投资价值，维持“增持”评级。

抚顺特钢: 看好公司极为优异的产品盈利能力及业绩增长潜力，维持“增持”评级，短期提示关注军工题材带来的事件性机会，长期继续关注融资结构调整及财务费用改善进度。预计实现 EPS 为 0.05、0.09、0.17 元/股。

3.3 华泰钢铁股票池重点覆盖公司情况

表格7: 华泰证券钢铁板块重点公司估值

| 钢铁公司 | 最新评级 | 华泰预测 EPS(元/股) | | | | | 市盈率(X) | | | | | PB | | 现价 |
|-------|------|---------------|-------|-------|------|------|--------|-----|-----|-----|-----|-------|-------|-------|
| | | 11A | 12A | 13E | 14E | 15E | 11A | 12A | 13E | 14E | 15E | 绝对 PB | 相对 PB | |
| 攀钢钒钛 | 中性 | 0.0003 | 0.07 | 0.10 | 0.18 | 0.23 | 7967 | 34 | 24 | 13 | 10 | 1.37 | 1.52 | 2.39 |
| 大冶特钢 | 增持 | 1.30 | 0.49 | 0.43 | 0.62 | 0.76 | 5 | 12 | 14 | 10 | 8 | 0.88 | 0.98 | 5.96 |
| 河北钢铁 | 中性 | 0.13 | 0.01 | 0.03 | 0.06 | 0.11 | 15 | 197 | 66 | 33 | 18 | 0.49 | 0.55 | 1.97 |
| 新兴铸管 | 增持 | 0.76 | 0.66 | 0.43 | 0.51 | 0.59 | 7 | 8 | 12 | 10 | 9 | 0.83 | 0.92 | 5.25 |
| 太钢不锈 | 增持 | 0.32 | 0.19 | 0.20 | 0.25 | 0.29 | 8 | 14 | 14 | 11 | 9 | 0.63 | 0.70 | 2.70 |
| ST 鞍钢 | 中性 | -0.30 | -0.58 | 0.12 | 0.16 | 0.18 | | | 26 | 19 | 17 | 0.47 | 0.52 | 3.06 |
| 华菱钢铁 | 增持 | 0.02 | -1.08 | -0.25 | 0.01 | 0.03 | 92 | | | 183 | 61 | 0.58 | 0.64 | 1.83 |
| 首钢股份 | 增持 | 0.00 | -0.12 | 0.01 | 0.05 | 0.09 | 533 | | 213 | 43 | 24 | 0.89 | 0.99 | 2.13 |
| 久立特材 | 买入 | 0.54 | 0.50 | 0.64 | 0.73 | 0.79 | 38 | 41 | 32 | 28 | 26 | 3.83 | 4.25 | 20.49 |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|------|----|-------|-------|-------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|-------|
| 中原特钢 | 增持 | 0.19 | 0.15 | -0.10 | 0.01 | 0.06 | 51 | 65 | | 970 | 162 | 2.57 | 2.86 | 9.70 |
| 金洲管道 | 增持 | 0.36 | 0.34 | 0.35 | 0.46 | 0.52 | 25 | 27 | 26 | 20 | 18 | 1.76 | 1.95 | 9.16 |
| 常宝股份 | 增持 | 0.57 | 0.52 | 0.57 | 0.61 | 0.68 | 18 | 20 | 18 | 17 | 15 | 1.61 | 1.79 | 10.26 |
| 钢研高纳 | 增持 | 0.30 | 0.33 | 0.39 | 0.47 | 0.56 | 57 | 52 | 44 | 36 | 31 | 3.80 | 4.22 | 17.14 |
| 武钢股份 | 中性 | 0.11 | 0.02 | 0.06 | 0.08 | 0.11 | 22 | 121 | 40 | 30 | 22 | 0.68 | 0.75 | 2.41 |
| 宝钢股份 | 增持 | 0.42 | 0.60 | 0.36 | 0.43 | 0.47 | 10 | 7 | 12 | 10 | 9 | 0.64 | 0.71 | 4.23 |
| 山东钢铁 | 中性 | 0.02 | -0.65 | 0.01 | 0.03 | 0.04 | 89 | | 178 | 59 | 45 | 0.90 | 1.01 | 1.78 |
| 西宁特钢 | 增持 | 0.44 | 0.04 | 0.15 | 0.21 | 0.28 | 9 | 104 | 28 | 20 | 15 | 1.04 | 1.15 | 4.14 |
| 凌钢股份 | 增持 | 0.19 | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 0.11 | 18 | 67 | 48 | 42 | 30 | 0.70 | 0.78 | 3.33 |
| 南钢股份 | 增持 | 0.08 | -0.14 | 0.01 | 0.05 | 0.08 | 25 | | 199 | 40 | 25 | 0.87 | 0.97 | 1.99 |
| 酒钢宏兴 | 增持 | 0.37 | 0.12 | 0.07 | 0.11 | 0.17 | 8 | 23 | 40 | 25 | 16 | 0.92 | 1.02 | 2.79 |
| 抚顺特钢 | 增持 | 0.05 | 0.04 | 0.05 | 0.09 | 0.17 | 114 | 143 | 114 | 64 | 34 | 1.75 | 1.94 | 5.72 |
| 方大特钢 | 增持 | 0.56 | 0.40 | 0.41 | 0.43 | 0.51 | 7 | 10 | 9 | 9 | 8 | 2.12 | 2.36 | 3.84 |
| 方大炭素 | 增持 | 0.48 | 0.37 | 0.36 | 0.48 | 0.62 | 18 | 23 | 24 | 18 | 14 | 2.70 | 3.00 | 8.64 |
| 八一钢铁 | 中性 | 0.63 | 0.20 | 0.13 | 0.21 | 0.32 | 7 | 21 | 33 | 20 | 13 | 0.89 | 0.99 | 4.27 |
| 新钢股份 | 中性 | 0.12 | -0.75 | 0.02 | 0.07 | 0.11 | 28 | | 165 | 47 | 30 | 0.63 | 0.70 | 3.30 |
| 马钢股份 | 中性 | 0.01 | -0.50 | 0.01 | 0.04 | 0.06 | 178 | | 178 | 45 | 30 | 0.60 | 0.67 | 1.78 |
| 柳钢股份 | 中性 | 0.14 | 0.05 | 0.01 | 0.06 | 0.09 | 16 | 45 | 226 | 38 | 25 | 1.09 | 1.21 | 2.26 |
| 重庆钢铁 | 中性 | -0.85 | 0.06 | -0.83 | 0.01 | 0.03 | | 46 | | 274 | 91 | 1.55 | 1.73 | 2.74 |
| 玉龙股份 | 买入 | 0.58 | 0.37 | 0.48 | 0.57 | 0.61 | 20 | 31 | 24 | 20 | 19 | 1.88 | 2.09 | 11.39 |

资料来源: Wind, 以2013年10月9日收盘价为基准, 华泰证券研究所预测。

四、风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整均将影响到行业的整体表现，若宏观经济政策支撑低于预期，或经济指标出现下滑，对行业均将产生不利影响。

钢材及原材料价格变动风险

矿价涨幅若高于钢价，将导致钢材利润并未得到明显改善，钢铁公司盈利可能继续下行。

下游需求变动风险

若下游汽车行业产销量低于预期，房地产行业新开工面积下滑，钢铁需求出现下降，对钢铁行业盈利影响将十分明显。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

| | |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越基准 |
| 中 性 | 行业股票指数基本与基准持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于基准 |

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

| | |
|-----|-------------------|
| 买 入 | 股价超越基准 20%以上 |
| 增 持 | 股价超越基准 5%-20% |
| 中 性 | 股价相对基准波动在-5%~5%之间 |
| 减 持 | 股价弱于基准 5%-20% |
| 卖 出 | 股价弱于基准 20%以上 |

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn