年报季报总结：开始享受存货利润

报告要点

■ 收入成本同比下降环比持续回升，产量基本持平

上市公司在 2009 年产量增长依然较低，我们观察的 30 家钢铁企业产量增长不足 10%。考虑到部分资产注入带来的影响，实际上存量的产量增速应该更低。因此，行业 2009 年产量的快速增长更多是非上市公司和小钢厂所贡献。剔除产量影响，2009 年全行业吨钢收入和成本均明显下滑。不过 4 季度和 2010 年 1 季度环比两个季度上升，而成本上升得相对更快。

■ 净利润同比下滑环比改善，毛利率却持续下滑

在收入和成本同时下降的情况下，作为加工制造的钢铁行业吨钢毛利基本上都处于下降趋势。而同时上涨的时候则基本上处于上升趋势。因此，当收入和成本环比 2 个季度上升的时候，即便受成本上升影响毛利率出现下降，行业的净利润也处于环比改善的通道中。

■ 1 季度享受了存货利润

去年年末的高存货是导致钢铁公司大面积亏损的主要原因，去库存成为了钢铁行业 2009 年的主要任务。总体来看，大部分的钢铁公司存货水平都较年初出现了明显下降。不过环比回升明显。2009 年末各公司存货余额已逐步回升，平均下降幅度仅为 5.62%。而 1 季度存货环比 4 季度大幅增长，单季度存货环比平均上涨了 10.25%。经营性现金流 1 季度回落明显，进一步确认了 1 季度获得存货利润的事实。

■ 2 季度超预期概率减小

1 季度就开始享受存货利润最大的问题在于，行业并没有从 1 季度的钢价上涨中获得收益。虽然 2 季度收入会进一步增长而且利润可能依然提升，但超预期的概率正在减小。毕竟开始分享存货利润的时候往往意味着距离钢价及行业阶段性顶点并不遥远。

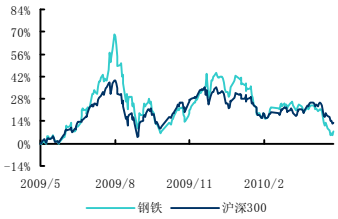
■ 推荐公司：成本优势依然占先，产品结构开始淡化

在成本逐步推高钢价的时候，我们依然得选择成本优势的钢铁公司，因此酒钢宏兴、凌钢股份、西宁特钢还会维持相对优势。至于产品结构，从品种轮动的经验上来看，更多应该开始关注前期较为弱势的如建材和中厚板品种。表现一般的三钢闽光、韶钢松山、柳钢股份等也值得关注。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
600019	宝钢股份	推荐
000898	鞍钢股份	推荐
000708	大冶特钢	谨慎推荐
000825	太钢不锈	谨慎推荐
000932	华菱钢铁	谨慎推荐
600005	武钢股份	谨慎推荐
601003	柳钢股份	谨慎推荐
600808	马钢股份	中性

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

武钢股份	09A	10E	11E
PE	28.71	14.87	10.04
PB	1.60	1.46	1.30
EV/EBITDA	8.36	4.91	3.29
宝钢股份	**09A**	**10E**	**11E**
PE	20.56	12.85	9.33
PB	1.26	1.16	1.05
EV/EBITDA	6.57	4.52	3.18

相关研究

《盈利改善难持续，关注短期超预期》2010-4-19

《钢材市场调研：钢价被成本推动》2010-4-7

分析师：
刘元瑞
(8621) 68751767
liuyr@cjsc.com.cn
执业证书编号： S0490209080266
联系人：
杨靖凤
(8621) 68751636
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

收入成本同比下降环比持续上升，产量基本持平 4
产量略有增长，部分公司产能有所扩张 4
营业收入同比有所下滑，环比持续改善 5
营业成本环比持续上升，成本压力逐渐增大 6
吨钢收入及成本皆大幅下滑 8
净利润同比下滑环比改善，毛利率却持续下滑 9
净利润同比大幅下滑，4 季度有分化 1 季度环比改善明显 9
销售毛利率环比持续下滑，成本较收入增长更快 11
费用下降幅度低于收入下降幅度，费用率同比有所上升 12
吨钢费用及吨钢净利同比均有所下滑 14
ROE 下降受净利率及资产周转下降影响 15
1 季度享受了存货利润 17
存货环比持续增长 17
经营性现金流量净额 1 季度环比回落 19
2 季度超预期概率减小 21
年报季报总结：钢价上涨被成本吞噬，利润增长仅依赖存货利润 21
推荐公司：成本优势依然占先，产品结构开始淡化 21

图表目录

表 1：主要钢铁上市公司产量变化情况 4
表 2：主要钢铁上市公司营业收入同比环比变化情况 6
表 3：主要钢铁上市公司营业成本同比环比变化情况 7
表 4：主要钢铁上市公司吨毛利、吨钢收入及成本同比变化情况 8
表 5：主要钢铁上市公司净利润同比环比变化情况 10
表 6：主要钢铁上市公司销售毛利率增减情况 11
表 7：主要钢铁上市公司费用率同比环比变化情况 13
表 8：主要钢铁上市公司吨钢费用及吨钢净利同比变化情况 14
表 9：主要钢铁上市公司净资产收益率变化情况 15
表 10：主要钢铁上市公司销售净利率、总资产周转率及权益乘数变化情况 17
表 11：主要钢铁上市公司存货同比环比变化情况 18
表 12：主要钢铁上市公司经营活动产生的现金流量净额同比环比变化情况 19
表 13：主要钢铁上市公司每股经营活动产生的现金流量净额同比环比变化情况 20

收入成本同比下降环比持续上升，产量基本持平

产量略有增长，部分公司产能有所扩张

虽然 2009 年国内钢材市场整体表现低迷，但我们观察的 30 家钢铁行业上市公司产量同比与去年依然略有增长，平均上涨幅度达到 9.40%。

- 不过这其中大部分的钢铁公司产量均基本稳定，出现同比大幅增长的有酒钢股份、凌钢股份、新钢股份、柳钢股份、新兴铸管等。除酒钢宏兴是通过集团公司资产注入导致产量增长外，**其他几家公司基本上都是有扩产项目的钢铁公司。**
- 重庆钢铁、济南钢铁等公司产量略有下滑，**轧钢设备改造是导致此类公司产量减少的主要原因。当然，以中厚板为主的产品结构也是其中的重要原因之一。**

表 1：主要钢铁上市公司产量变化情况

名称	生铁产量		粗钢产量		钢材产量		钢材产量
	2008A	2009A	2008A	2009A	2008A	2009A	同比
大冶特钢			98.25	107.83	102.07	110.83	8.58%
河北钢铁	1984.03	2335.00	2129.65	2303.00	1938.57	2070.00	6.78%
韶钢松山	392.00	419.00	407.00	423.00	387.00	406.00	4.91%
本钢板材	743.00	917.04	740.00	903.82	774.00	946.81	22.33%
新兴铸管	385.98	445.95	255.43	329.82	225.70	289.94	28.46%
太钢不锈	775.23	817.69	920.17	945.61	930.23	912.17	-1.94%
鞍钢股份	1607.82	2051.00	1599.69	2007.00	1498.48	1900.00	26.80%
华菱钢铁	928.00	1064.00	1069.00	1137.00	990.00	1069.00	7.98%
首钢股份	366.00	441.95	417.00	462.83	274.00	294.82	7.60%
三钢闽光	334.08	354.15	400.24	419.54	392.38	412.87	5.22%
久立特材							
武钢股份	1359.50	1342.88	1396.21	1369.43	1284.56	1253.83	-2.39%
包钢股份	953.60	965.16	982.00	1005.37	923.70	960	3.89%
宝钢股份					2281.30	2242.90	-1.68%
济南钢铁	734.00	696.49	831.00	746.20	754.00	709.15	-5.95%
莱钢股份	469.00	493.39	513.00	592.85	629.00	690.82	9.83%
西宁特钢	92.08	109.54	115.00	126.72	104.28	113.85	9.18%
杭钢股份	267.14	261.28	356.92	345.73	262.71	255.09	-2.90%
凌钢股份	198.10	307.30	206.50	290.60	199.20	301.20	51.20%
南钢股份	514.09	603.18	496.53	550.13	425.10	473.86	11.47%
酒钢宏兴	419.00	530.00	445.00	560.00	223.00	350.00	56.95%
抚顺特钢			51.97	64.05	42.61	53.14	24.71%
安阳钢铁							
八一钢铁			484.00	540.00	456.00	508.00	11.40%
新钢股份	455.18	628.00	499.01	671.00	440.88	635.00	44.03%
方大特钢	206.73	231.34	241.63	252.25	244.08	249.70	2.30%
马钢股份	1248.00	1413.00	1350.00	1483.00	1264.00	1412.00	11.71%
广钢股份	102.25	113.10	142.23	158.20	155.08	170.60	10.01%

柳钢股份	554.03	789.13	609.29	818.40	356.94	469.38	31.50%
重庆钢铁	292.49	294.19	335.76	322.04	321.23	300.07	-6.59%
合 计	15381.33	17623.76	17092.48	18935.4	17880.1	19561.03	9.40%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

营业收入同比有所下滑，环比持续改善

2009 年营业收入同比下滑

在产量基本持平的情况下，大部分钢铁公司营业收入伴随着钢材均价下跌出现一定幅度的下滑是可以预期的事情。我们观察的 30 家钢铁行业上市公司在 2009 年营业收入同比下降的平均水平为 21.08%。

- 全年营业收入同比实现正增长的只有新兴铸管、酒钢宏兴及凌钢股份三家。综合前面分析的产量数据发现，**这三家公司都在 2009 年出现产量增长，而且公司产量增长的幅度高于其主营收入上涨的幅度；**
- 大部分的钢铁公司营业收入同比都有所下滑。其中下滑幅度较高的有济南钢铁，安阳钢铁，重庆钢铁以及韶钢松山等，其营业收入下降幅度都超过 30%。虽然其中济南钢铁及重庆钢铁产量都有所下滑，**但以传统的长材加中厚板模式的产品结构是导致其在 2009 年主营收入下滑幅度较大的主要原因。**

4 季度及 2010 年 1 季度营业收入环比持续改善

从营业收入的分季度环比来看，2009 年 4 季度环比 3 季度有所回升。30 家钢铁公司单季度营业收入环比平均上升了 1.16%。

- 4 季度营业收入环比上升最明显的是韶钢松山，其环比上升幅度达到 24.05%。其次依次是包钢股份、武钢股份及鞍钢股份。**这其中有部分是因为季度产量变化的影响，还有部分是因为价格政策滞后反应，使得 3 季度末的钢价上涨部分反应在了 4 季度；**
- 4 季度环比下降明显的公司主要有新兴铸管和久立特材。**这一类公司环比下降明显的主要原因在于，作为二次材的加工型管材类产品，其先签订订单再组织生产的经营模式使得其收入的增长要滞后于其他钢材企业。当然新兴铸管还有部分铁矿石业务的影响。**

2010 年 1 季度营业收入环比 4 季度继续回升，单季度营业收入平均环比上涨 5.15%。

- 1 季度环比上升最明显的是新兴铸管，其上涨幅度达 60.74%。明显高于行业平均的数据可能依然与其铁矿石业务存在关联。另外河北钢铁、大冶特钢、八一钢铁、西宁特钢、杭钢股份、抚顺特钢等上涨幅度也较为明显。其中一部分是因为 4 季度主营下滑基数较低，另一部分**以特钢类企业为代表，说明了 1 季度特钢行业的景气度环比上升；**
- 一季度环比下降较明显的公司有广钢股份及酒钢宏兴，其下降幅度均超过 20%。

表 2：主要钢铁上市公司营业收入同比环比变化情况

名称	营业收入							
	2008A	2009A	2009Q3	2009Q4	2010Q1	年度同比	4 季度环比	1 季度环比
大冶特钢	75.02	55.61	15.89	15.07	18.11	-25.87%	-5.15%	20.16%
河北钢铁	1132.62	871.86	244.72	217.99	276.43	-23.02%	-10.92%	26.81%
韶钢松山	191.08	133.50	33.87	42.02	42.20	-30.14%	24.05%	0.43%
本钢板材	387.02	355.98	93.05	98.31	104.94	-8.02%	5.66%	6.74%
新兴铸管	205.51	251.88	75.25	52.52	84.42	22.57%	-30.21%	60.74%
太钢不锈	830.63	718.28	205.27	223.43	205.76	-13.53%	8.85%	-7.91%
鞍钢股份	796.16	701.26	191.53	209.31	205.76	-11.92%	9.28%	3.54%
华菱钢铁	563.18	414.56	107.81	107.35	125.44	-26.39%	-0.42%	16.85%
首钢股份	245.13	227.88	59.00	60.22	66.05	-7.04%	2.07%	9.67%
三钢闽光	174.68	134.28	36.13	33.93	34.15	-23.13%	-6.10%	0.64%
久立特材	20.76	15.83	4.55	3.37	3.85	-23.75%	-25.92%	14.33%
武钢股份	733.39	537.14	138.70	163.18	167.25	-26.76%	17.65%	2.50%
包钢股份	441.24	340.16	75.12	92.09	89.90	-22.91%	22.60%	-2.38%
宝钢股份	2003.32	1483.26	409.86	419.58	442.78	-25.96%	2.37%	5.53%
济南钢铁	431.83	254.07	66.97	66.31	74.40	-41.16%	-0.99%	12.21%
莱钢股份	397.66	282.76	78.13	81.96	83.98	-28.89%	4.90%	2.47%
西宁特钢	69.73	51.86	13.71	13.94	16.44	-25.62%	1.72%	17.94%
杭钢股份	220.61	157.11	42.38	40.72	47.28	-28.78%	-3.90%	16.10%
凌钢股份	91.75	95.08	24.35	26.48	21.31	3.64%	8.78%	-19.55%
南钢股份	283.54	233.04	61.52	60.54	62.77	-17.81%	-1.60%	3.68%
酒钢宏兴	324.81	359.48	127.91	110.27	87.49	10.67%	-13.79%	-20.65%
抚顺特钢	53.60	41.77	11.88	10.70	12.29	-22.06%	-9.97%	14.91%
安阳钢铁	371.14	229.13	62.35	61.76	59.04	-38.26%	-0.95%	-4.40%
八一钢铁	200.36	164.53	46.29	43.05	51.51	-17.88%	-6.99%	19.65%
新钢股份	274.12	218.44	60.43	65.51	73.81	-20.31%	8.41%	12.67%
方大特钢	134.32	109.59	30.72	27.73	28.68	-18.42%	-9.74%	3.45%
马钢股份	712.60	518.60	144.05	140.31	142.81	-27.22%	-2.60%	1.78%
广钢股份	74.74	60.73	17.26	16.07	12.74	-18.74%	-6.91%	-20.67%
柳钢股份	292.17	265.66	69.93	75.01	70.84	-9.07%	7.26%	-5.55%
重庆钢铁	165.17	106.54	27.11	26.90	27.34	-35.50%	-0.78%	1.66%
合 计	11897.89	9389.87	2575.74	2605.63	2739.77	-21.08%	1.16%	5.15%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

营业成本环比持续上升，成本压力逐渐增大

由于 2009 年铁矿石均价较 2008 年大幅下滑，使得 2009 年国内钢铁行业营业成本同比下滑明显。全部统计在内的钢铁上市公司平均营业成本下降幅度为-19.07%。

2009 年营业成本同比下滑

- 同比下滑最大的公司是安阳钢铁，下降幅度达 39.35%，接下来是济南钢铁、韶钢松山和重庆钢铁，下降幅度皆超过 30%。**这与收入的变化情况基本相符，说明成本和收入**

基本上维持了同向的变动;其他的钢铁公司虽然有较高比例的长期协议矿以及较高的库存，但由于 2008 年末各家均计提了大量的存货跌价准备，因此营业成本出现了一定的下降也是预期之内的;

- 同比上升最大的的是新兴铸管，同时，凌钢股份及酒钢宏兴也有一定程度上升，这三家公司均与铁矿石业务有关，而且酒钢宏兴还存在资产注入的影响。

4 季度及 2010 年 1 季度营业成本环比持续改善

分季度环比看，4 季度营业成本环比 3 季度有所回升。从观察的 30 家公司看，单季度营业成本环比平均上升了 4.17%。

- 4 季度营业成本环比上升最明显的是包钢股份，其环比上升幅度达到 55.98%。其次依次是韶钢松山、武钢股份及鞍钢股份。**也基本上与四季度营业收入环比最高的四个钢铁企业相同，可以推断，产量增长可能是导致公司成本环比上升明显的主要原因。**
- 4 季度环比下降最明显的公司是新兴铸管，这依然与其铁矿石业务有一定的关系。

1 季度营业成本环比 4 季度继续回升。单季度营业成本环比平均上升了 4.88%。

- 与收入表现一致，1 季度营业成本环比上升最明显的是新兴铸管，其环比上升幅度达到 65.44%。另外，河北钢铁，济南钢铁以及华菱钢铁的环比上升幅度均达到 20%以上。**表明其在 1 季度成本方面的压力显得较大。**
- 1 季度环比下降最快的公司有酒钢宏兴、凌钢股份、广钢股份及包钢股份等。在铁矿石价格持续上涨的情况下其主营成本下降，**一方面可能是公司产量下降所致，另一方面，公司的铁矿石采购结构及铁矿石价格认定可能与其他公司存在不同。**

表 3: 主要钢铁上市公司营业成本同比环比变化情况

名称	营业成本							
	2008A	2009A	2009Q3	2009Q4	2010Q1	年度同比	4 季度环比	1 季度环比
大冶特钢	71.66	50.38	14.47	13.72	15.82	-29.69%	-5.17%	15.25%
河北钢铁	1050.34	818.07	227.12	202.59	257.90	-22.11%	-10.80%	27.30%
韶钢松山	192.09	125.85	29.45	39.48	39.42	-34.49%	34.06%	-0.14%
本钢板材	343.92	338.34	90.21	92.28	92.89	-1.62%	2.29%	0.66%
新兴铸管	186.69	223.52	67.29	46.66	77.19	19.73%	-30.66%	65.44%
太钢不锈	745.18	653.32	185.16	194.86	189.79	-12.33%	5.24%	-2.60%
鞍钢股份	666.11	637.12	160.16	187.14	187.36	-4.35%	16.85%	0.12%
华菱钢铁	505.47	384.40	97.14	96.64	121.69	-23.95%	-0.51%	25.92%
首钢股份	231.30	218.73	54.04	59.51	63.09	-5.43%	10.12%	6.02%
三钢闽光	169.16	129.90	31.43	32.14	32.52	-23.21%	2.27%	1.16%
久立特材	17.96	12.92	3.79	2.82	3.31	-28.05%	-25.55%	17.41%
武钢股份	626.18	493.60	123.55	151.89	153.53	-21.17%	22.94%	1.08%
包钢股份	402.64	342.21	65.74	102.54	84.73	-15.01%	55.98%	-17.37%
宝钢股份	1758.94	1343.32	348.23	374.34	375.71	-23.63%	7.50%	0.37%
济南钢铁	396.40	243.26	57.06	55.66	70.57	-38.63%	-2.46%	26.79%
莱钢股份	366.78	261.77	69.95	74.21	78.17	-28.63%	6.09%	5.34%
西宁特钢	57.62	43.91	11.52	11.62	13.60	-23.79%	0.87%	17.01%
杭钢股份	212.08	150.13	39.98	38.65	44.54	-29.21%	-3.32%	15.23%

凌钢股份	80.62	85.76	20.13	23.78	19.19	6.37%	18.11%	-19.30%
南钢股份	271.05	225.05	59.35	57.93	60.58	-16.97%	-2.39%	4.56%
酒钢宏兴	308.46	324.96	109.79	99.97	78.05	5.35%	-8.95%	-21.92%
抚顺特钢	49.53	38.34	11.02	9.71	11.34	-22.60%	-11.93%	16.84%
安阳钢铁	350.88	212.82	56.58	53.12	55.27	-39.35%	-6.12%	4.04%
八一钢铁	181.49	151.89	41.47	38.75	45.99	-16.31%	-6.56%	18.70%
新钢股份	246.67	204.79	56.76	61.90	69.37	-16.98%	9.06%	12.06%
方大特钢	129.51	103.00	28.28	26.41	26.29	-20.47%	-6.59%	-0.46%
马钢股份	651.54	491.07	129.55	129.88	129.90	-24.63%	0.25%	0.02%
广钢股份	76.71	58.08	16.07	15.38	12.49	-24.29%	-4.29%	-18.76%
柳钢股份	274.98	246.81	60.91	68.14	67.20	-10.25%	11.87%	-1.37%
重庆钢铁	138.65	94.79	23.85	23.74	24.39	-31.63%	-0.46%	2.74%
合 计	10760.61	8708.11	2290.05	2385.46	2501.89	-19.07%	4.17%	4.88%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

吨钢收入及成本皆大幅下滑

剔除产量的影响，我们发现我们所统计的 30 家钢铁行业上市公司吨钢收入及吨钢成本无一例外同比都出现了下滑，且吨钢收入平均同比下滑为 27.51%，而吨钢成本平均下滑幅度为 26.98%。

我们粗略分析所观察的 30 家钢铁行业上市公司发现，大部分上市公司吨钢毛利都有明显下降的趋势，平均下降幅度为 33.57%。**在收入和成本同时下降的情况下，作为加工制造的钢铁行业吨钢毛利基本上都处于下降趋势。**

- 吨钢毛利同比下滑最明显的是包钢股份，其下降幅度达到 105.11%，吨钢毛利由 2008 年的 417.88 元降至-21.35 元。另外济南钢铁、本钢板材、新钢股份、马钢股份、鞍钢股份及武钢股份等企业吨钢毛利下降幅度也较为明显。**这类公司共同的特点同样都是以板材类产品为主；**
- 而吨钢毛利同比上涨的公司仅有韶钢松山、广钢股份、大冶特钢、酒钢宏兴、方大特钢以及新兴铸管。**韶钢松山是因为 2008 年底计提了较大的减值准备，而特钢在 2009 年的上佳表现使得特钢企业吨钢毛利都出现了上升。**

表 4：主要钢铁上市公司吨毛利、吨钢收入及成本同比变化情况

名称	吨钢毛利			吨钢收入			吨钢成本		
	2008A	2009A	同比	2008A	2009A	同比	2008A	2009A	同比
大冶特钢	329.19	471.89	43.35%	7349.86	5017.59	-31.73%	7020.67	4545.70	-35.25%
河北钢铁	424.44	259.86	-38.78%	5842.55	4211.88	-27.91%	5418.12	3952.03	-27.06%
韶钢松山	-26.10	188.42	821.98%	4937.47	3288.18	-33.40%	4963.57	3099.75	-37.55%
本钢板材	556.85	186.31	-66.54%	5000.26	3759.78	-24.81%	4443.41	3573.47	-19.58%
新兴铸管	833.85	978.13	17.30%	9105.45	8687.31	-4.59%	8271.60	7709.18	-6.80%
太钢不锈	918.59	712.15	-22.47%	8929.30	7874.41	-11.81%	8010.71	7162.26	-10.59%
鞍钢股份	867.88	337.58	-61.10%	5313.12	3690.84	-30.53%	4445.24	3353.26	-24.57%
华菱钢铁	582.93	282.13	-51.60%	5688.69	3878.02	-31.83%	5105.76	3595.88	-29.57%
首钢股份	504.74	310.36	-38.51%	8946.35	7729.46	-13.60%	8441.61	7419.10	-12.11%

三钢闽光	140.68	106.09	-24.59%	4451.81	3252.36	-26.94%	4311.13	3146.27	-27.02%
久立特材									
武钢股份	834.60	347.26	-58.39%	5709.27	4283.99	-24.96%	4874.67	3936.74	-19.24%
包钢股份	417.88	-21.35	-105.11%	4776.88	3543.33	-25.82%	4358.99	3564.69	-18.22%
宝钢股份	1071.23	623.92	-41.76%	8781.48	6613.13	-24.69%	7710.25	5989.21	-22.32%
济南钢铁	469.89	152.44	-67.56%	5727.19	3582.74	-37.44%	5257.29	3430.30	-34.75%
莱钢股份	490.94	303.84	-38.11%	6322.10	4093.11	-35.26%	5831.16	3789.26	-35.02%
西宁特钢	1161.30	698.29	-39.87%	6686.80	4555.12	-31.88%	5525.51	3856.83	-30.20%
杭钢股份	324.69	273.63	-15.73%	8397.47	6159.00	-26.66%	8072.78	5885.37	-27.10%
凌钢股份	558.73	309.43	-44.62%	4605.92	3156.71	-31.46%	4047.19	2847.28	-29.65%
南钢股份	293.81	168.62	-42.61%	6669.96	4917.91	-26.27%	6376.15	4749.29	-25.51%
酒钢宏兴	733.18	986.29	34.52%	14565.47	10270.86	-29.48%	13832.29	9284.57	-32.88%
抚顺特钢	955.17	645.46	-32.42%	12579.21	7860.37	-37.51%	11624.03	7214.90	-37.93%
安阳钢铁									
八一钢铁	413.82	248.82	-39.87%	4393.86	3238.78	-26.29%	3980.04	2989.96	-24.88%
新钢股份	622.62	214.96	-65.47%	6217.56	3440.00	-44.67%	5594.95	3225.04	-42.36%
方大特钢	197.07	263.92	33.92%	5503.11	4388.87	-20.25%	5306.05	4124.95	-22.26%
马钢股份	483.07	194.97	-59.64%	5637.66	3672.80	-34.85%	5154.59	3477.83	-32.53%
广钢股份	-127.03	155.33	222.28%	4819.45	3559.79	-26.14%	4946.48	3404.45	-31.17%
柳钢股份	481.59	401.59	-16.61%	8185.41	5659.81	-30.85%	7703.82	5258.21	-31.75%
重庆钢铁	825.58	391.58	-52.57%	5141.80	3550.50	-30.95%	4316.22	3158.93	-26.81%
平 均	547.90	364.00	-33.57%	6795.91	4926.31	-27.51%	6248.01	4562.31	-26.98%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

净利润同比下滑环比改善，毛利率却持续下滑

净利润同比大幅下滑，4 季度有分化 1 季度环比改善明显

2009 年净利润同比下滑

受 2009 年整体价格表现不佳的影响，行业全年整体盈利水平同比出现下降是预期之内的事情。根据观察到的 30 家钢铁上市公司的净利润数据来看，2009 年全年净利润同比平均下滑水平为 52.90%。

- 全年同比表现较好的钢铁公司分别为杭钢股份、方大特钢、韶钢松山、大冶特钢以及新兴铸管，其同比都有较大幅度提升。韶钢松山 2009 年全年同比大幅增长的原因在于 2010 年扭亏。而其他四家企业都为特钢及铸管类，**一方面，特钢及铸管这类下游需求不大供给相对固定的钢铁品种对于宏观经济周期存在一定的抵御能力；另一方面，以机械汽车家电等行业为主要下游的特钢产品在 2009 年充分享受到了政策刺激带来的正面效应；**
- 同比表现最差的钢铁公司是本钢板材，接下来是包钢股份和济南钢铁。三家以板材为主的企业领跌下滑，**一定程度上说明了板材类产品在 2009 年表现不佳。**

4 季度环比下降但存在分化，1 季度环比改善明显

分季度环比看，4 季度环比 3 季度仍持续下滑。从观察的 30 家公司看，单季度净利润环比

平均下滑水平为 53.12%。**不过分化明显。**

- 4 季度环比下降最明显的是包钢股份，其环比下降幅度达 410.76%。其次是方大特钢、广钢股份、三钢闽光及鞍钢股份。**4 季度主营成本上涨是导致以上公司业绩大幅下滑的主要原因；**
- 4 季度环比上升的公司主要有重庆钢铁、安阳钢铁、河北钢铁、济南钢铁及抚顺特钢。**这一类公司环比上升的主要原因在于 3 季度基数较低，主要产品涨价滞后所致。**

而 1 季度环比 4 季度基本上有所回升，单季度净利润环比平均上涨 65.31%。

- 1 季度环比上升最明显的是方大特钢，其环比上涨幅度高达 1902.33%，造成公司环比大幅增长的原因在于 4 季度小幅亏损而一季度明显扭亏。另外本钢板材、新兴铸管、新钢股份及酒钢宏兴等公司也环比上涨明显，上涨幅度均超过 200%。**1 季度国内钢材价格持续回升是以上公司业绩大幅上升的主要原因；**
- 1 季度环比下降最大的公司是华菱钢铁，其下降幅度高达 175.05%，营业成本的大幅上涨是导致公司亏损的主要原因。而 4 季度环比回升明显的安阳钢铁、济南钢铁业绩在 1 季度则大幅下滑，**导致其业绩环比大幅下滑的主要原因同样在于主营成本的大幅上涨。**

表 5：主要钢铁上市公司净利润同比环比变化情况

公司名称	净利润							
	2008A	2009A	2009Q3	2009Q4	2010Q1	年度同比	4 季度环比	1 季度环比
大冶特钢	2.01	3.33	0.92	1.29	1.44	65.67%	39.59%	12.09%
河北钢铁	20.63	10.04	2.54	6.70	4.14	-51.32%	163.27%	-38.14%
韶钢松山	-16.11	0.93	2.57	0.53	0.50	105.75%	-79.28%	-5.35%
本钢板材	1.65	-15.45	-5.23	-1.12	3.72	-1035.97%	78.61%	432.53%
新兴铸管	7.30	10.51	3.52	0.73	3.36	43.99%	-79.34%	362.39%
太钢不锈	12.21	8.95	7.20	8.74	4.48	-26.66%	21.41%	-48.73%
鞍钢股份	29.89	6.86	18.93	3.56	11.52	-77.05%	-81.19%	223.60%
华菱钢铁	10.90	1.04	2.87	4.04	-3.04	-90.48%	40.77%	-175.05%
首钢股份	3.54	3.04	3.16	-0.47	0.64	-14.18%	-115.03%	235.75%
三钢闽光	0.35	0.42	2.88	0.38	0.43	21.32%	-86.76%	13.00%
久立特材	0.89	1.04	0.27	0.19	0.17	16.19%	-31.21%	-9.70%
武钢股份	51.90	15.19	5.47	4.66	2.88	-70.73%	-14.75%	-38.20%
包钢股份	9.20	-16.30	4.19	-13.01	0.51	-277.09%	-410.76%	103.93%
宝钢股份	66.01	60.95	32.25	20.98	40.69	-7.66%	-34.94%	93.91%
济南钢铁	7.85	0.70	2.68	6.75	0.84	-91.13%	151.92%	-87.51%
莱钢股份	2.68	0.99	4.27	2.68	1.32	-63.16%	-37.27%	-50.69%
西宁特钢	3.57	0.63	0.24	0.36	0.56	-82.23%	49.80%	57.86%
杭钢股份	0.57	1.71	0.94	0.47	1.08	198.07%	-50.21%	131.12%
凌钢股份	3.56	2.98	2.36	0.88	0.52	-16.29%	-62.80%	-40.52%
南钢股份	1.23	1.38	0.53	0.29	0.48	12.28%	-45.09%	63.08%
酒钢宏兴	2.39	3.26	1.57	0.46	1.71	36.67%	-80.89%	268.96%
抚顺特钢	0.35	0.27	0.05	0.13	0.05	-23.45%	151.13%	-61.04%
安阳钢铁	1.25	1.31	1.32	3.82	0.15	4.52%	190.04%	-96.15%
八一钢铁	1.04	1.10	1.30	1.62	1.50	6.05%	24.59%	-7.56%

新钢股份	7.10	1.89	1.06	0.37	1.41	-73.41%	-65.09%	281.15%
方大特钢	0.17	0.37	0.60	-0.04	0.66	122.39%	-106.12%	1902.33%
马钢股份	7.31	5.34	8.47	4.28	5.43	-26.99%	-49.48%	26.82%
广钢股份	-9.68	0.36	0.59	0.06	0.06	103.75%	-89.19%	-4.98%
柳钢股份	0.16	2.70	5.08	1.83	0.47	1641.25%	-63.98%	-74.13%
重庆钢铁	5.98	0.84	0.04	0.49	0.30	-85.96%	1212.59%	-38.00%
合 计	242.19	114.07	113.58	53.25	88.02	-52.90%	-53.12%	65.31%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

销售毛利率环比持续下滑，成本较收入增长更快

2009 年毛利率下滑

由于 2009 营业收入平均下降幅度较营业成本下降更快，使得我们观察到的 30 家公司的销售毛利率也有一定幅度的下降，平均下降幅度为 0.87%。

- 其中年度同比下滑最大的公司是包钢股份，下降幅度达 9.35%，主要原因在于其营业收入的下降幅度远高于其营业成本的下降幅度。鞍钢股份、武钢股份、本钢股份及重庆钢铁的销售毛利率也有明显下滑，下降幅度均超过 5%。**板材类产品在 2009 年的弱势表现是此类公司销售毛利率下降的主要原因；**
- 同比上升最大的公司是广钢股份以及韶钢松山，其毛利率上升幅度分别为 7.00%及 6.26%。

4 季度毛利率依然下滑，1 季度毛利率持平略有下滑

分季度环比看，4 季度环比三季度下降明显。从观察到的 30 家公司看，单季度销售毛利率环比平均下降了 2.37%。

- 4 季度销售毛利率环比下降最明显的仍然是包钢股份，其环比下降幅度达到 23.83%。其在 4 季度营业成本环比 3 季度上涨 55.98%是其毛利率下降的主要原因。其次依次是首钢股份、华菱钢铁、凌钢股份及韶钢松山，其下降幅度都超过 7%。
- 4 季度环比上升较明显的公司有安阳钢铁、本钢板材等。**板材类产品在 4 季度的逐步复苏是其销售毛利率上升的主要原因。**

1 季度销售毛利率环比四季度基本持平，但略有下滑。单季度销售毛利率环比平均下降了 0.03%。**在 1 季度国内钢材价格回升较明显的情况下，造成销售毛利率小幅下降的原因在于 1 季度原材料价格的快速上涨。**

- 1 季度销售毛利率环比下降最明显的是济南钢铁，其环比下降幅度达到 10.90%。另外，安阳钢铁，华菱钢铁以及太钢不锈的销售毛利率也有一定程度的下降。
- 1 季度环比上升最明显的是宝钢股份，其环比上升幅度达到 17.09%。**以长协计价的成本在 1 季度保持不变是主要原因。**本钢板材、大冶特钢以及方大特钢的销售毛利率也有一定幅度回升。**特钢类企业的景气回升是 1 季度出现回升的主要原因。**

表 6：主要钢铁上市公司销售毛利率增减情况

名称	销售毛利率							
	2008A	2009A	2009Q3	2009Q4	2010Q1	年度同比	四季度环比	一季度环比

大冶特钢	4.48%	9.40%	8.92%	8.94%	12.67%	4.92%	0.02%	3.72%
河北钢铁	7.26%	6.17%	7.19%	7.07%	6.70%	-1.10%	-0.13%	-0.36%
韶钢松山	-0.53%	5.73%	13.06%	6.04%	6.58%	6.26%	-7.02%	0.53%
本钢板材	11.14%	4.96%	3.06%	6.14%	11.49%	-6.18%	3.08%	5.35%
新兴铸管	9.16%	11.26%	10.58%	11.16%	8.56%	2.10%	0.57%	-2.60%
太钢不锈	10.29%	9.04%	9.80%	12.79%	7.76%	-1.24%	2.99%	-5.02%
鞍钢股份	16.33%	9.15%	16.38%	10.59%	13.55%	-7.19%	-5.79%	2.96%
华菱钢铁	10.25%	7.27%	9.89%	9.98%	2.99%	-2.97%	0.08%	-6.99%
首钢股份	5.64%	4.02%	8.41%	1.19%	4.48%	-1.63%	-7.22%	3.29%
三钢闽光	3.16%	3.26%	13.01%	5.26%	4.77%	0.10%	-7.75%	-0.49%
久立特材	13.49%	18.36%	16.61%	16.18%	13.93%	4.88%	-0.42%	-2.25%
武钢股份	14.62%	8.11%	10.93%	6.92%	8.21%	-6.51%	-4.01%	1.29%
包钢股份	8.75%	-0.60%	12.48%	-11.34%	5.74%	-9.35%	-23.83%	17.09%
宝钢股份	12.20%	9.43%	15.03%	10.78%	15.15%	-2.76%	-4.25%	4.36%
济南钢铁	8.20%	4.26%	14.79%	16.06%	5.16%	-3.95%	1.26%	-10.90%
莱钢股份	7.77%	7.42%	10.47%	9.46%	6.92%	-0.34%	-1.01%	-2.54%
西宁特钢	17.37%	15.33%	15.97%	16.67%	17.32%	-2.04%	0.70%	0.65%
杭钢股份	3.87%	4.45%	5.66%	5.09%	5.80%	0.58%	-0.57%	0.71%
凌钢股份	12.13%	9.81%	17.32%	10.22%	9.95%	-2.32%	-7.10%	-0.28%
南钢股份	4.41%	3.43%	3.52%	4.30%	3.49%	-0.98%	0.78%	-0.81%
酒钢宏兴	5.03%	9.60%	14.17%	9.34%	10.79%	4.57%	-4.83%	1.45%
抚顺特钢	7.59%	8.22%	7.24%	9.26%	7.74%	0.63%	2.02%	-1.52%
安阳钢铁	5.46%	7.12%	9.26%	13.99%	6.40%	1.66%	4.73%	-7.59%
八一钢铁	9.42%	7.68%	10.42%	10.00%	10.72%	-1.74%	-0.42%	0.72%
新钢股份	10.01%	6.25%	6.07%	5.51%	6.02%	-3.77%	-0.56%	0.51%
方大特钢	3.59%	6.01%	7.95%	4.73%	8.34%	2.42%	-3.21%	3.60%
马钢股份	8.57%	5.31%	10.07%	7.43%	9.04%	-3.26%	-2.63%	1.61%
广钢股份	-2.63%	4.37%	6.89%	4.28%	1.97%	7.00%	-2.62%	-2.30%
柳钢股份	5.88%	7.10%	12.90%	9.16%	5.14%	1.21%	-3.74%	-4.02%
重庆钢铁	16.06%	11.03%	12.00%	11.72%	10.79%	-5.03%	-0.28%	-0.93%
平 均	8.30%	7.43%	10.67%	8.30%	8.27%	-0.87%	-2.37%	-0.03%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

费用下降幅度低于收入下降幅度，费用率同比有所上升

除销售费用外，期间费用一般来说相对稳定，故综合费用率同比有所上升也在我们预期之中。我们观察到的 30 家公司的综合费用率平均上升幅度为 0.73%。

- 年度同比上涨最明显的公司是酒钢宏兴，上升幅度为 3.72%，**主要原因在于其年内资产注入使得期间费用大幅增加所致。**其次是重庆钢铁、西宁特钢及久立特材，其费用率上升幅度均超过 2%。
- 同比下降的公司主要有新钢股份及鞍钢股份，其综合费用率下降幅度分别为 0.80%及 0.70%。同时，太钢不锈、新兴铸管及本钢板材的综合费用率也有一定程度的下降。不过整体来看并没有出现明显下降。

同时，我们发现 4 季度费用环比 3 季度也有所上升。从观察到的 30 家公司看，单季度综合费用率环比平均上涨了 0.26%。

- 4 季度综合费用率环比上涨的公司主要有新兴铸管、济南钢铁及重庆钢铁，其环比上涨幅度均超过 2.00%。
- 4 季度环比下降较明显的公司有酒钢宏兴、本钢板材及武钢股份等。由于费用全年变化并不明显，因此**费用在季度之间的分配可能是导致出现环比变化的主要原因。**

1 季度综合费用率环比 4 度有所下滑，单季度综合费用率环比平均下降了 0.45%。**1 季度主要公司营业收入的上升在一定程度上是导致行业平均综合费用率下滑的主要原因。**

- 1 季度综合费用率环比下降最明显的是新兴铸管，其环比下降幅度达到 3.49%。**其在 4 季度综合费用率的大幅增长使得其在 1 季度有了下滑的空间。**另外久立特材、八一钢铁及重庆钢铁综合费用率在 1 季度环比也有明显下滑。**该类公司都是在 4 季度综合费用率上涨较为明显的公司。**
- 而本钢板材、大冶特钢及安阳钢铁等公司的综合费用率皆有所上涨，其中本钢板材的上涨幅度达 3.06%。**同样我们可以发现，4 季度综合费用率下降较为明显是该类公司共同的特征。**

表 7：主要钢铁上市公司费用率同比环比变化情况

名称	综合费用率							
	2008A	2009A	2009Q3	2009Q4	2010Q1	年度同比	四季度环比	一季度环比
大冶特钢	2.15%	2.45%	2.39%	1.94%	3.83%	0.30%	-0.46%	1.89%
河北钢铁	3.66%	4.82%	4.40%	5.42%	4.55%	1.16%	1.03%	-0.88%
韶钢松山	4.15%	4.68%	4.72%	3.94%	5.15%	0.53%	-0.78%	1.21%
本钢板材	8.36%	8.19%	7.42%	4.46%	7.52%	-0.17%	-2.96%	3.06%
新兴铸管	5.67%	5.45%	3.96%	7.92%	4.43%	-0.22%	3.95%	-3.49%
太钢不锈	7.09%	6.75%	6.18%	4.93%	5.17%	-0.34%	-1.25%	0.25%
鞍钢股份	7.75%	7.05%	6.88%	6.95%	6.44%	-0.70%	0.07%	-0.51%
华菱钢铁	6.49%	7.08%	5.98%	6.20%	5.77%	0.59%	0.22%	-0.43%
首钢股份	2.48%	2.96%	2.89%	3.24%	3.26%	0.48%	0.35%	0.02%
三钢闽光	2.64%	2.70%	2.69%	2.93%	2.70%	0.06%	0.24%	-0.23%
久立特材	8.25%	10.45%	9.29%	10.97%	8.26%	2.20%	1.69%	-2.72%
武钢股份	3.91%	5.67%	6.95%	4.73%	5.41%	1.75%	-2.22%	0.68%
包钢股份	4.01%	4.70%	5.19%	5.11%	4.50%	0.69%	-0.07%	-0.62%
宝钢股份	4.80%	5.21%	4.74%	5.32%	4.02%	0.40%	0.58%	-1.30%
济南钢铁	3.20%	3.48%	2.72%	5.28%	3.61%	0.28%	2.56%	-1.67%
莱钢股份	5.86%	6.21%	4.54%	4.77%	4.36%	0.35%	0.24%	-0.42%
西宁特钢	11.25%	13.52%	14.16%	13.25%	11.76%	2.27%	-0.91%	-1.49%
杭钢股份	3.06%	2.97%	2.69%	4.17%	2.20%	-0.09%	1.48%	-1.97%
凌钢股份	4.89%	4.96%	4.11%	4.98%	6.37%	0.08%	0.87%	1.39%
南钢股份	2.14%	2.27%	2.13%	2.67%	2.00%	0.13%	0.55%	-0.67%
酒钢宏兴	4.23%	7.95%	11.68%	7.89%	8.16%	3.72%	-3.79%	0.28%
抚顺特钢	6.13%	7.22%	6.44%	7.64%	7.44%	1.09%	1.20%	-0.20%
安阳钢铁	4.25%	5.95%	5.61%	4.57%	6.02%	1.70%	-1.05%	1.46%

八一钢铁	6.73%	7.67%	7.39%	9.28%	6.63%	0.93%	1.89%	-2.65%
新钢股份	5.74%	4.94%	3.97%	4.70%	3.82%	-0.80%	0.73%	-0.88%
方大特钢	3.12%	4.37%	5.04%	3.95%	4.94%	1.25%	-1.09%	0.99%
马钢股份	4.26%	4.45%	3.86%	4.81%	3.52%	0.19%	0.95%	-1.29%
广钢股份	3.69%	4.21%	3.73%	4.92%	4.92%	0.52%	1.20%	0.00%
柳钢股份	4.90%	5.43%	5.15%	5.51%	4.25%	0.52%	0.36%	-1.27%
重庆钢铁	7.08%	10.21%	9.85%	11.96%	9.84%	3.12%	2.11%	-2.12%
平 均	5.07%	5.80%	5.56%	5.81%	5.36%	0.73%	0.26%	-0.45%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

吨钢费用及吨钢净利同比均有所下滑

综合费用率虽然有所上升，但剔除产量和收入因素的影响，我们观察的 30 家上市公司的吨钢费用都有所下滑，平均下滑幅度为 17.04%。

- 吨钢费用同比下滑最明显的是新钢股份，其下降幅度达到 52.41%，吨钢费用由 2008 年的 357.18 元降至 169.99 元。**新生产线的逐步达产是导致其费用下降的主要原因。**另外鞍钢股份、马钢股份、济南钢铁、莱钢股份、凌钢股份等企业吨钢费用同比下降幅度也均超过 30%;
- 而吨钢费用同比上涨的公司仅有酒钢宏兴、韶钢松山、广钢股份、方大特钢、武钢股份、首钢股份 6 家。

在吨钢毛利大幅下滑的影响下，我们观察的 30 家公司中大部分吨钢净利也有那个幅度的下滑，平均下滑幅度为 25.84%。

- 吨钢净利同比下滑最明显的是本钢板材及包钢股份，其下降幅度分别为 865.14%及 270.39%。这两家公司吨钢毛利均处于较低水平。另外华菱钢铁、济南钢铁、重庆钢铁、西宁特钢等企业吨钢净利同比下降幅度也均超过 80%;
- 而吨钢净利同比上涨较明显的公司有柳钢股份、酒钢宏兴、杭钢股份、方大特钢以及韶钢松山等。**造成其吨钢净利大幅上涨的原因一方面在于其 2008 年基数较低，同时，长材类及特钢类产品在 2009 年度走势好于板材也是其吨钢净利大幅上涨的主要原因。**

表 8：主要钢铁上市公司吨钢费用及吨钢净利同比变化情况

名称	吨钢费用			吨钢净利		
	2008A	2009A	同比	2008A	2009A	同比
大冶特钢	158.13	123.03	-22.20%	196.81	300.27	52.57%
河北钢铁	214.00	202.94	-5.17%	138.77	48.52	-65.04%
韶钢松山	204.93	154.01	24.85%	-416.41	22.83	105.48%
本钢板材	418.01	307.78	-26.37%	21.33	-163.20	-865.14%
新兴铸管	516.31	473.48	-8.29%	323.54	362.64	12.09%
太钢不锈	632.81	531.23	-16.05%	131.22	98.13	-25.21%
鞍钢股份	411.68	260.26	-36.78%	199.47	36.11	-81.90%
华菱钢铁	369.23	274.67	-25.61%	110.15	9.71	-91.19%
首钢股份	221.81	228.92	3.21%	129.31	103.13	-20.24%
三钢闽光	117.74	87.82	-25.41%	8.88	10.24	15.30%
久立特材						

武钢股份	223.41	242.73	8.65%	404.06	121.18	-70.01%
包钢股份	191.59	166.70	-12.99%	99.64	-169.77	-270.39%
宝钢股份	421.89	344.48	-18.35%	289.36	271.76	-6.08%
济南钢铁	183.38	124.83	-31.93%	104.13	9.82	-90.57%
莱钢股份	370.49	254.22	-31.38%	42.59	14.29	-66.45%
西宁特钢	752.19	615.67	-18.15%	342.04	55.68	-83.72%
杭钢股份	256.61	182.69	-28.81%	21.78	66.86	206.97%
凌钢股份	225.08	156.64	-30.41%	178.87	99.03	-44.64%
南钢股份	142.43	111.61	-21.64%	28.98	29.19	0.73%
酒钢宏兴	615.87	816.82	32.63%	15.15	93.18	515.20%
抚顺特钢	770.60	567.24	-26.39%	81.57	50.07	-38.62%
安阳钢铁						
八一钢铁	295.83	248.27	-16.08%	22.78	21.69	-4.80%
新钢股份	357.18	169.99	-52.41%	161.08	29.73	-81.54%
方大特钢	171.60	191.64	11.68%	6.82	14.84	117.38%
马钢股份	240.19	163.36	-31.99%	57.85	37.81	-34.64%
广钢股份	177.79	149.95	15.66%	-624.24	21.26	103.41%
柳钢股份	401.43	307.18	-23.48%	4.35	57.57	1224.13%
重庆钢铁	364.30	362.45	-0.51%	186.25	28.00	-84.96%
平 均	336.66	279.31	-17.04%	80.93	60.02	-25.84%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

ROE 下降受净利率及资产周转下降影响

净利润的下滑将会对 ROE 造成负面影响。从我们观察到的数据来看，2009 年全年净资产收益率平均较 2008 年下滑了 2.34%。

- 同比表现最差的钢铁公司是包钢股份，其 ROE 下滑幅度达到 18.67%，接下来是武钢股份、久立特材、本钢板材、济南钢铁及河北钢铁，下滑幅度均超过 10%。除久立特材外，其余几家公司都是以板材类产品为主。
- 2009 年全年 ROE 较 2008 年增长最明显的钢铁公司为韶钢松山，其 2009 年 ROE 虽仅为 1.61%，但其较 2008 年上涨了 26.20%。**由于其在 2008 年度大幅亏损并计提了大量减值准备，2009 年 ROE 的大幅回升也是预料之中。**同时，大冶特钢，柳钢股份，酒钢宏兴，杭钢股份，新兴铸管以及方大特钢的 ROE 也出现较明显回升，除柳钢股份及酒钢股份外，其余几家均是以特钢类或者铸管类为主。

表 9：主要钢铁上市公司净资产收益率变化情况

公司名称	ROE		
	2008A	2009A	增减变化
大冶特钢	11.81%	17.51%	5.70%
河北钢铁	15.04%	4.67%	-10.37%
韶钢松山	-24.58%	1.61%	26.20%
本钢板材	1.02%	-10.32%	-11.34%
新兴铸管	10.24%	12.13%	1.89%

太钢不锈	6.60%	4.37%	-2.23%
鞍钢股份	5.57%	1.38%	-4.19%
华菱钢铁	6.48%	0.81%	-5.67%
首钢股份	5.26%	4.78%	-0.48%
三钢闽光	1.31%	1.61%	0.29%
久立特材	25.07%	11.30%	-13.77%
武钢股份	19.42%	5.52%	-13.90%
包钢股份	6.48%	-12.19%	-18.67%
宝钢股份	7.16%	6.22%	-0.94%
济南钢铁	12.17%	0.93%	-11.24%
莱钢股份	4.33%	1.64%	-2.70%
西宁特钢	0.69%	1.39%	0.70%
杭钢股份	1.07%	4.31%	3.24%
凌钢股份	12.28%	10.01%	-2.26%
南钢股份	2.83%	3.14%	0.31%
酒钢宏兴	0.95%	4.43%	3.48%
抚顺特钢	2.19%	1.64%	-0.54%
安阳钢铁	1.39%	1.23%	-0.16%
八一钢铁	3.73%	3.86%	0.12%
新钢股份	9.28%	2.21%	-7.07%
方大特钢	0.58%	1.87%	1.29%
马钢股份	2.90%	1.50%	-1.40%
柳钢股份	0.32%	5.53%	5.21%
重庆钢铁	11.01%	1.50%	-9.51%
平 均	5.61%	3.26%	-2.34%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

不仅如此，拖累 ROE 表现一方面是 2009 年行业平均销售净利率较 08 年下滑 0.50%，另一方面是总资产周转率同比下滑 27.91%。而行业平均权益乘数则有一定程度提升。

表 10：主要钢铁上市公司销售净利率、总资产周转率及权益乘数变化情况

公司名称	销售净利率			总资产周转率			权益乘数		
	2008A	2009A	增减	2008A	2009A	同比	2008A	2009A	同比
大冶特钢	2.68%	5.98%	3.31%	2.19	1.55	-29.41%	1.93	1.85	-4.34%
河北钢铁	3.58%	1.15%	-2.42%	1.50	1.21	-19.20%	3.19	3.41	7.12%
韶钢松山	-8.43%	0.69%	9.13%	1.12	0.75	-33.09%	3.03	3.16	4.44%
本钢板材	0.43%	-4.34%	-4.77%	1.25	1.05	-15.46%	2.07	2.47	19.24%
新兴铸管	3.55%	4.17%	0.62%	1.59	1.56	-1.88%	2.19	1.83	-16.74%
太钢不锈	1.47%	1.25%	-0.22%	1.35	1.13	-16.18%	3.06	2.83	-7.42%
鞍钢股份	3.75%	0.98%	-2.78%	0.89	0.73	-18.39%	1.74	1.88	8.14%
华菱钢铁	1.94%	0.25%	-1.69%	1.14	0.72	-36.51%	3.07	3.69	20.23%
首钢股份	1.45%	1.33%	-0.11%	1.38	1.27	-7.78%	2.23	2.31	3.64%
三钢闽光	0.20%	0.31%	0.12%	2.58	1.85	-28.39%	2.70	2.81	4.10%
久立特材	4.31%	6.57%	2.26%	1.69	0.96	-43.19%	3.07	1.46	-52.31%
武钢股份	7.08%	2.83%	-4.25%	1.06	0.73	-30.95%	2.65	2.68	1.33%
包钢股份	2.09%	-4.79%	-6.88%	1.14	0.78	-31.18%	3.06	3.45	12.80%
宝钢股份	3.30%	4.11%	0.81%	1.03	0.74	-28.34%	2.04	1.99	-2.80%
济南钢铁	1.82%	0.27%	-1.54%	1.92	0.89	-53.31%	3.80	4.06	6.86%
莱钢股份	0.67%	0.35%	-0.32%	2.28	1.68	-26.29%	2.93	2.73	-6.85%
西宁特钢	5.12%	1.22%	-3.89%	0.72	0.50	-30.38%	3.42	3.60	5.21%
杭钢股份	0.26%	1.09%	0.83%	2.50	1.89	-24.47%	2.35	2.12	-10.08%
凌钢股份	3.88%	3.14%	-0.75%	1.83	1.44	-21.12%	2.22	2.20	-0.70%
南钢股份	0.43%	0.59%	0.16%	2.57	1.96	-23.80%	2.56	2.85	11.17%
酒钢宏兴	0.10%	0.91%	0.80%	3.32	1.99	-39.95%	2.13	2.61	22.52%
抚顺特钢	0.65%	0.64%	-0.01%	1.13	0.82	-27.35%	2.95	3.32	12.82%
安阳钢铁	0.34%	0.57%	0.23%	1.52	0.85	-44.31%	2.60	2.53	-2.60%
八一钢铁	0.52%	0.67%	0.15%	1.78	1.33	-25.43%	4.30	4.35	1.18%
新钢股份	2.59%	0.86%	-1.73%	1.40	0.93	-33.44%	2.82	2.92	3.61%
方大特钢	0.12%	0.34%	0.21%	2.24	1.68	-24.98%	3.54	3.43	-3.31%
马钢股份	1.03%	1.03%	0.00%	1.04	0.77	-25.54%	2.49	2.50	0.29%
柳钢股份	0.05%	1.02%	0.96%	2.12	1.85	-12.84%	2.89	2.98	2.95%
重庆钢铁	3.62%	0.79%	-2.83%	1.41	0.75	-46.87%	2.20	2.87	30.58%
平 均	1.68%	1.17%	-0.50%	1.64	1.19	-27.91%	2.73	2.79	2.10%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

1 季度享受了存货利润

存货环比持续增长

去年年末的高存货是导致钢铁公司大面积亏损的主要原因，去库存成为了钢铁行业 2009 年的主要任务。总体来看，大部分的钢铁公司存货水平都较年初出现了明显下降。不过环比回升明显。根据 2009 年年报显示，各公司存货余额已逐步回升，平均下降幅度仅为 5.62%。

- 存货同比下滑最大的杭钢股份、安阳钢铁及武钢股份等，其存货下降幅度均超过 20%。

而南钢股份、宝钢股份、莱钢股份及包钢股份存货下降幅度也较为明显；

- 存货同比上涨较为明显的公司是大冶特钢及抚顺特钢，其上涨幅度均超过 40%。**即便如此，作为特钢类企业，其存货水平较其他钢铁其他仍处于较低的位置。**另外，重庆钢铁，三钢闽光及首钢股份其存货上涨均值也达到 20%。

分季度环比看，4 季度存货环比 3 季度有所回升。从观察到的 30 家公司看，单季度存货环比平均上涨了 1.80%。

- 4 季度存货环比上涨最明显的是重庆钢铁及抚顺特钢，其环比上涨幅度均超过 30%。**我们可以看出，公司存货年度同比上涨主要受益于其在四季度存货的增长。**在 4 季度存货环比上涨其次依次是大冶特钢、酒钢宏兴、新钢股份、西宁特钢、济南钢铁等。
- 4 季度环比下降的公司主要有武钢股份、宝钢股份、方大特钢及安阳钢铁等。

1 季度存货环比 4 季度大幅增长，单季度存货环比平均上涨了 10.25%。**在原料价格上升时期，存货出现上升基本是确定的事情。**

- 1 季度存货环比上涨最明显的是久立特材及柳钢股份，其环比上涨幅度分别为 35.48%、32.43%。另外，安阳钢铁，新兴铸管、凌钢股份、重庆钢铁以及马钢股份的存货环比也有较大程度的上升；
- 1 季度存货环比下降最明显的是西宁特钢，虽然其环比下降幅度达到 24.11%，但是**由于其为特钢类公司，存货余额远低于其他钢铁类上市公司，故从绝对水平上来讲，其存货绝对下降也不大。**酒钢宏兴、杭钢股份、宝钢股份及大冶特钢等存货环比也有一定幅度的下降。

表 11：主要钢铁上市公司存货同比环比变化情况

名称	存货						
	2008A	2009Q3	2009A	2010Q1	年度同比	四季度环比	一季度环比
大冶特钢	5.74	6.48	8.36	8.06	45.82%	29.06%	-3.63%
河北钢铁	179.42	161.84	190.39	188.87	6.11%	17.64%	-0.80%
韶钢松山	26.23	25.56	27.64	30.74	5.38%	8.10%	11.24%
本钢板材	78.60	83.01	80.76	81.43	2.75%	-2.71%	0.84%
新兴铸管	24.33	21.35	23.70	30.28	-2.59%	11.00%	27.80%
太钢不锈	133.85	128.48	124.10	142.18	-7.29%	-3.41%	14.57%
鞍钢股份	103.72	109.80	106.58	118.55	2.76%	-2.93%	11.23%
华菱钢铁	69.92	69.48	76.07	81.85	8.79%	9.48%	7.61%
首钢股份	15.61	18.92	18.81	22.66	20.50%	-0.59%	20.43%
三钢闽光	15.92	19.71	20.48	22.12	28.70%	3.92%	7.98%
久立特材	3.00	3.21	3.31	4.49	10.43%	3.29%	35.48%
武钢股份	93.42	89.64	72.26	84.95	-22.65%	-19.39%	17.57%
包钢股份	112.60	109.75	98.37	94.13	-12.64%	-10.37%	-4.31%
宝钢股份	356.45	308.68	294.62	326.47	-17.34%	-4.55%	10.81%
济南钢铁	49.84	43.19	51.14	60.98	2.61%	18.41%	19.25%
莱钢股份	27.79	22.21	23.57	25.44	-15.20%	6.12%	7.92%
西宁特钢	13.49	10.35	12.37	9.39	-8.28%	19.51%	-24.11%
杭钢股份	19.55	12.40	11.74	11.12	-39.95%	-5.28%	-5.29%

凌钢股份	13.76	13.05	14.13	17.95	2.65%	8.26%	27.10%
南钢股份	45.91	39.02	37.93	40.54	-17.39%	-2.81%	6.89%
酒钢宏兴	48.55	43.54	53.37	48.23	9.92%	22.58%	-9.63%
抚顺特钢	10.95	11.73	15.55	16.28	42.02%	32.59%	4.71%
安阳钢铁	72.24	51.94	55.24	71.11	-23.53%	6.37%	28.72%
八一钢铁	21.10	21.56	21.35	22.72	1.19%	-0.94%	6.39%
新钢股份	43.46	33.66	40.84	48.98	-6.03%	21.31%	19.94%
方大特钢	11.10	12.07	10.96	13.21	-1.33%	-9.24%	20.57%
马钢股份	98.48	91.41	89.89	109.03	-8.73%	-1.67%	21.30%
广钢股份	14.56	15.93	16.13	17.09	10.81%	1.24%	5.94%
柳钢股份	38.92	41.51	38.81	51.40	-0.29%	-6.51%	32.43%
重庆钢铁	30.58	29.96	40.66	50.91	32.98%	35.74%	25.20%
合 计	1779.07	1649.43	1679.12	1851.16	-5.62%	1.80%	10.25%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

经营性现金流量净额 1 季度环比回落

从 2009 年年报上来看，行业经营性现金流净额表现与净利润基本一致。不过 1 季度环比出现了明显的回落。

表 12：主要钢铁上市公司经营活动产生的现金流量净额同比环比变化情况

名称	经营活动产生的现金流量净额							
	2008A	2009A	2009Q3	2009Q4	2010Q1	年度同比	4 季度环比	1 季度环比
大冶特钢	3.57	0.94	0.42	0.18	1.27	-73.68%	-57.07%	609.00%
河北钢铁	32.50	41.72	18.56	4.28	18.26	28.36%	-76.96%	327.06%
韶钢松山	5.70	20.61	7.05	2.90	1.06	261.68%	-58.91%	-63.38%
本钢板材	42.93	35.89	-8.58	26.74	9.33	-16.39%	-411.72%	-65.13%
新兴铸管	23.02	10.16	-5.04	10.02	0.64	-55.86%	-298.63%	-93.61%
太钢不锈	35.31	36.67	5.02	16.30	7.58	3.86%	224.63%	-53.53%
鞍钢股份	119.38	45.49	16.00	15.34	14.19	-61.89%	-4.12%	-7.50%
华菱钢铁	66.33	46.37	4.54	19.47	-18.80	-30.09%	328.61%	-196.57%
首钢股份	0.62	13.56	0.76	4.08	0.47	2102.66%	437.09%	-88.38%
三钢闽光	10.28	1.33	1.85	4.80	-1.38	-87.04%	159.39%	-128.80%
久立特材	1.40	1.50	0.05	0.11	-1.42	7.29%	125.41%	-1373.59%
武钢股份	100.92	79.34	10.10	16.36	10.29	-21.38%	61.97%	-37.12%
包钢股份	8.64	28.46	-28.43	18.74	12.57	229.38%	-165.93%	-32.92%
宝钢股份	162.44	239.93	-8.27	50.59	31.77	47.71%	-711.66%	-37.20%
济南钢铁	26.97	-23.31	-2.17	-5.54	-13.68	-186.44%	155.24%	146.98%
莱钢股份	6.67	22.96	-0.74	9.73	0.23	244.38%	-1418.53%	-97.61%
西宁特钢	4.20	1.79	-0.24	0.21	0.13	-57.33%	-187.03%	-38.10%
杭钢股份	11.68	6.20	1.82	-0.82	0.89	-46.95%	-144.92%	-208.89%
凌钢股份	5.60	0.23	-4.92	-0.75	1.71	-95.87%	-84.69%	-327.21%
南钢股份	4.95	6.14	-4.98	5.40	-12.94	23.94%	-208.33%	-339.55%
酒钢宏兴	22.34	14.58	12.68	-3.45	3.56	-34.74%	-127.23%	-203.04%

抚顺特钢	3.89	-3.08	-0.52	-4.77	0.42	-179.30%	821.18%	-108.73%
安阳钢铁	6.92	4.48	9.66	3.78	-7.81	-35.24%	-60.90%	-306.73%
八一钢铁	-1.71	0.56	1.81	4.07	0.83	-132.71%	125.02%	-79.50%
新钢股份	2.22	7.59	7.14	-8.73	1.49	241.87%	-222.30%	-117.02%
方大特钢	10.55	-5.46	-4.06	-1.92	-1.41	-151.78%	-52.76%	-26.51%
马钢股份	83.88	66.69	30.42	-27.31	-12.35	-20.50%	-189.79%	-54.78%
广钢股份	2.67	-4.75	0.03	-0.30	0.90	-278.26%	-1022.49%	-398.35%
柳钢股份	10.68	9.04	5.27	1.42	-1.10	-15.40%	-73.02%	-177.66%
重庆钢铁	4.84	-8.10	-2.09	-4.33	-8.50	-267.50%	107.30%	96.25%
合 计	819.36	697.51	63.13	156.58	38.20	-14.87%	148.05%	-75.60%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 13：主要钢铁上市公司每股经营活动产生的现金流量净额同比环比变化情况

名称	每股经营活动产生的现金流量净额							
	2008A	2009A	2009Q3	2009Q4	2010Q1	年度同比	4 季度环比	1 季度环比
大冶特钢	0.79	0.21	0.09	0.04	0.28	-73.68%	-57.07%	609.00%
河北钢铁	0.90	1.15	0.51	0.12	0.27	28.36%	-76.96%	125.18%
韶钢松山	0.34	1.23	0.42	0.17	0.06	261.68%	-58.91%	-63.38%
本钢板材	1.37	1.14	-0.27	0.85	0.30	-16.39%	-411.72%	-65.13%
新兴铸管	1.96	0.69	-0.34	0.68	0.04	-64.84%	-298.63%	-93.61%
太钢不锈	0.62	0.64	0.09	0.29	0.13	3.86%	224.63%	-53.53%
鞍钢股份	1.65	0.63	0.22	0.21	0.20	-61.89%	-4.12%	-7.50%
华菱钢铁	2.42	1.69	0.17	0.71	-0.69	-30.09%	328.61%	-196.57%
首钢股份	0.02	0.46	0.03	0.14	0.02	2102.66%	437.09%	-88.38%
三钢闽光	1.92	0.25	0.35	0.90	-0.26	-87.04%	159.39%	-128.80%
久立特材	1.16	0.94	0.04	0.07	-0.88	-19.54%	69.06%	-1373.59%
武钢股份	1.29	1.01	0.13	0.21	0.13	-21.38%	61.97%	-37.12%
包钢股份	0.13	0.44	-0.44	0.29	0.20	229.37%	-165.93%	-32.92%
宝钢股份	0.93	1.37	-0.05	0.29	0.18	47.71%	-711.66%	-37.20%
济南钢铁	1.56	-0.75	-0.07	-0.18	-0.44	-148.02%	155.24%	146.98%
莱钢股份	0.72	2.49	-0.08	1.05	0.03	244.38%	-1418.53%	-97.61%
西宁特钢	0.57	0.24	-0.03	0.03	0.02	-57.33%	-187.03%	-38.10%
杭钢股份	1.39	0.74	0.22	-0.10	0.11	-46.95%	-144.92%	-208.89%
凌钢股份	0.70	0.03	-0.61	-0.09	0.21	-95.87%	-84.69%	-327.21%
南钢股份	0.29	0.36	-0.30	0.32	-0.77	23.94%	-208.33%	-339.55%
酒钢宏兴	2.56	0.71	1.45	-0.17	0.17	-72.13%	-111.63%	-203.04%
抚顺特钢	0.75	-0.59	-0.10	-0.92	0.08	-179.30%	821.18%	-108.73%
安阳钢铁	0.29	0.19	0.40	0.16	-0.33	-35.24%	-60.90%	-306.73%
八一钢铁	-0.22	0.07	0.24	0.53	0.11	-132.71%	125.02%	-79.50%
新钢股份	0.16	0.54	0.51	-0.63	0.11	241.87%	-222.30%	-117.02%
方大特钢	1.54	-0.80	-0.59	-0.28	-0.21	-151.78%	-52.76%	-26.51%
马钢股份	1.09	0.87	0.39	-0.35	-0.16	-20.50%	-189.79%	-54.78%
广钢股份	0.35	-0.62	0.00	-0.04	0.12	-278.26%	-1022.49%	-398.35%
柳钢股份	0.42	0.35	0.21	0.06	-0.04	-15.40%	-73.02%	-177.66%

重庆钢铁	0.28	-0.47	-0.12	-0.25	-0.49	-267.50%	107.30%	96.25%
合 计	27.94	15.23	2.46	4.11	-1.51	-45.49%	67.00%	-136.69%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

2 季度超预期概率减小

年报季报总结：钢价上涨被成本吞噬，利润增长仅依赖存货利润

- ✓ 上市公司的产量增长依然较低，考虑到部分资产注入带来的影响，实际上存量的产量增速更低。因此，行业 2009 年产量的快速增长更多是非上市公司和小钢厂所贡献；
- ✓ 在收入和成本同时下降的情况下，作为加工制造的钢铁行业吨钢毛利基本上都处于下降趋势。因此利润在收入成本环比上升的 4 季度和 1 季度反而表现较好，不过成本上升得更快，导致毛利率出现了一定的波动；
- ✓ 虽然毛利率在 2010 年 1 季度出现轻微下滑，但整体净利润还是持续回升。存货利润应该是其中最主要的原因；
- ✓ 经营性现金流 1 季度回落明显，进一步确认了 1 季度获得存货利润的事实。

推荐公司：成本优势依然占先，产品结构开始淡化

- ✓ 在成本逐步推高钢价的时候，我们依然得选择成本优势的钢铁公司，因此酒钢宏兴、凌钢股份、西宁特钢还会维持相对优势；
- ✓ 至于产品结构，从品种轮动的经验上来看，更多应该开始关注前期较为弱势的如建材和中厚板品种。表现一般的三钢闽光、韶钢松山、柳钢股份等也值得关注。

分析师介绍

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 3 年。

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
伍朝晖	副主管	（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘　露	华东区客户经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕　洁	华东区客户经理	（8621）68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区客户经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易　敏	华南区客户经理	（8621）68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李　靖	华北区客户经理	（8621）68751860	13761448844	lijing2@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。

重要声明

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司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。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。