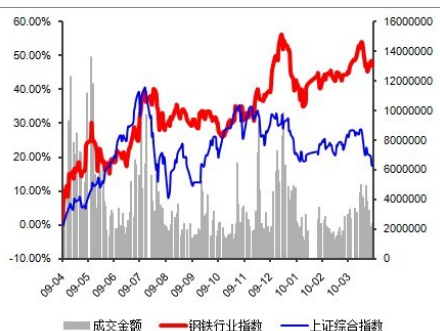


2010 年 5 月 9 日

报告要点:



- 钢铁行业五年期的收入与利润变化的盈利数据显示钢铁行业销售收入逐年递增，但是销售收入同比变化不大，销售利润率、销售毛利率都维持在微利状态。09年下半年开始，钢铁行业利润同比出现大幅反弹，主要是国家固定资产投资的加大，下游行业的景气提高了钢材的需求。钢材价格的上升也给公司带来了利润的增加。
- 行业的平均销售利润率在4.78%，而销售平均毛利率为10.12%。整个行业的盈利能力偏弱，对于原材料成本的依赖度很高，原材料价格的波动对行业利润影响很大。
- 我们认为，铁矿石、焦煤价格上升推动钢材价格的上升，2010年铁矿石谈判废除长协议价格采用季度价格，焦煤价格上涨基本成定局，成本的上升必然带动钢价的升高。但是成本的上升很难完全转嫁给下游，导致毛利率的下降，未来在低价格原材料库存消耗完以后，企业将购入高价格的原材料将使毛利率进一步下降。未来钢铁行业可能是增收不增利的情况。
- 综合分析，我们认为未来在成本上升的情况下，钢材价格将继续上涨，但是公司利润将不会有很大的上升，将出现营业收入增长而利润增速缓慢的现象。毛利率持续下降，在2010 年1 季度出现轻微下滑，但整体净利润还是持续回升，主要原因是公司都有较大的存货，到2季度公司铁矿石存货消耗完以后将购进高价原材料将使毛利进一步下降。
- 公司推荐：在成本逐步上升的情况下，我们还是选择具有成本控制优势的公司，西宁特钢、酒钢宏兴、凌钢股份新兴铸管。另外从每股净资产来看，华菱钢铁、安阳钢铁都已经跌破每股净资产，具有较高的安全边际。

报告作者:

国联证券钢铁研究小组

组长：杨平

执业证书号：S0590210020003

联系人:

徐慧侃

电话：0510-82833217

Email: xuhk@glsc.com.cn

独立性申明:

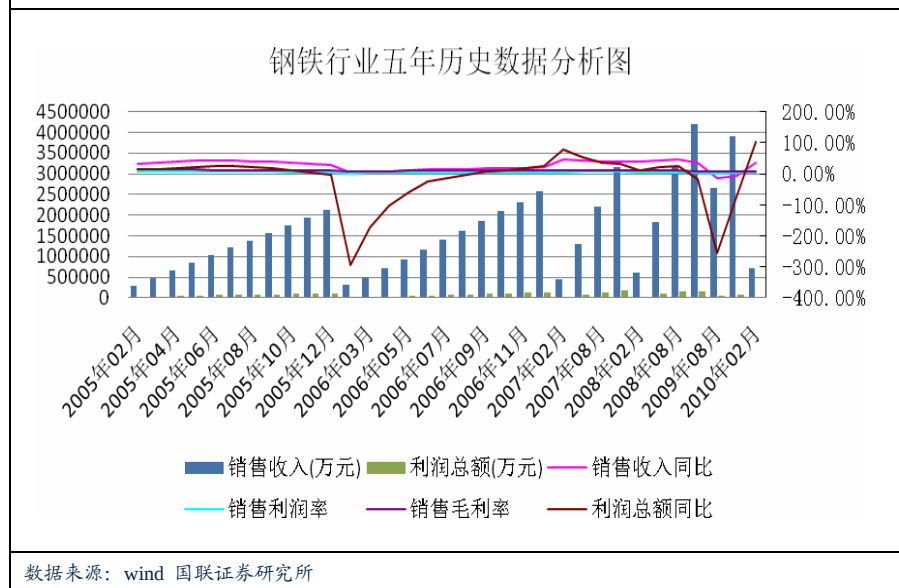
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

第一部分：钢铁制造业行业简析

一、全行业分析

我们将钢铁行业五年期的收入与利润变化的盈利数据综合表现在如下图中，从图一，我们可以看到钢铁行业销售收入逐年递增，但是销售收入同比变化不大，销售利润率、销售毛利率都维持在微利状态。2006 年和 2009 年利润同比都出现了较大幅度的下滑。主要是因为 08 年出现了金融危机，钢材价格出现较大幅度的下降，需求下降，导致销售同比下降和毛利下降。09 年下半年开始，钢铁行业利润同比出现大幅反弹，主要是国家固定资产投资的加大，下游行业的景气提高了钢材的需求。钢材价格的上升也给公司带来了利润的增加。

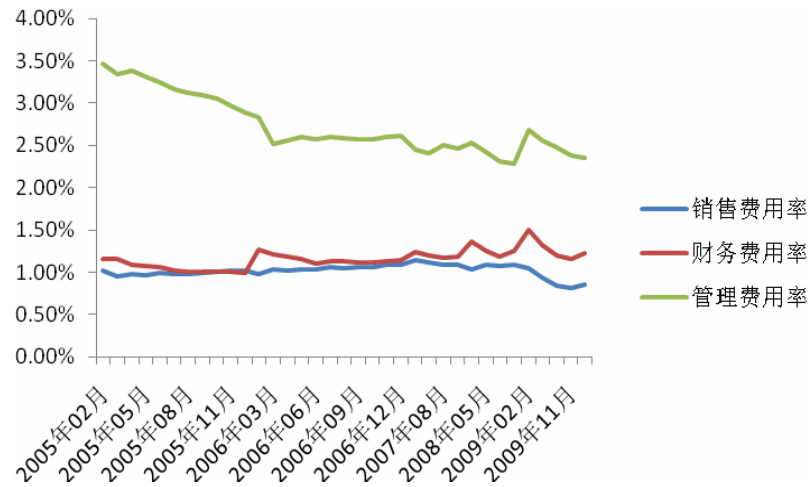
图表 1：钢铁行业 5 年历史数据分析图



但是从盈利能力来说，行业的平均销售利润率在 4.78%，而销售平均毛利率为 10.12%。整个行业的盈利能力偏弱，对于原材料成本的依赖度很高，原材料价格的波动对行业利润影响很大。

钢铁行业的三项费用率在去年下半年有较为明显的下降变化，也是钢铁企业应对危机，压缩费用过冬的得力之举，因而保证了企业维持盈利状态。管理费用一直呈现出下降状态，而财务和销售费则一直维持在 1% 左右。从 09 年末开始又有呈现上升的迹象。

图表 2: 钢铁行业 2005-2010 费用分析图

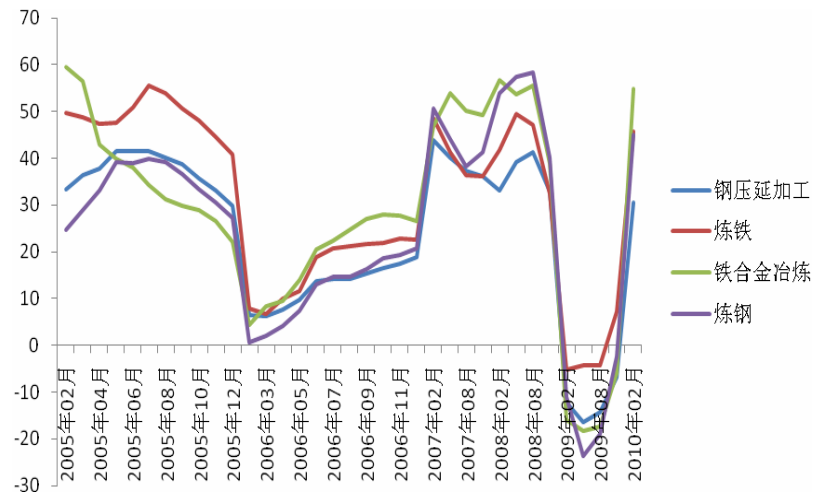


数据来源: wind 国联证券研究所

二、子行业分析:

从近五年(2005-2010 年)的收入数据来看,钢铁各子行业呈现出相同的发展速率。钢铁各子行业随着整个行业的景气度变化而变化。金融危机的出现使整个钢铁行业的销售收入都出现同比负值,在经过我国的固定资产投入在短时期内拉动国内需求,使得钢铁行业出现大幅增长。

图表 3: 钢铁各子行业 2005-2010 销售收入分析图

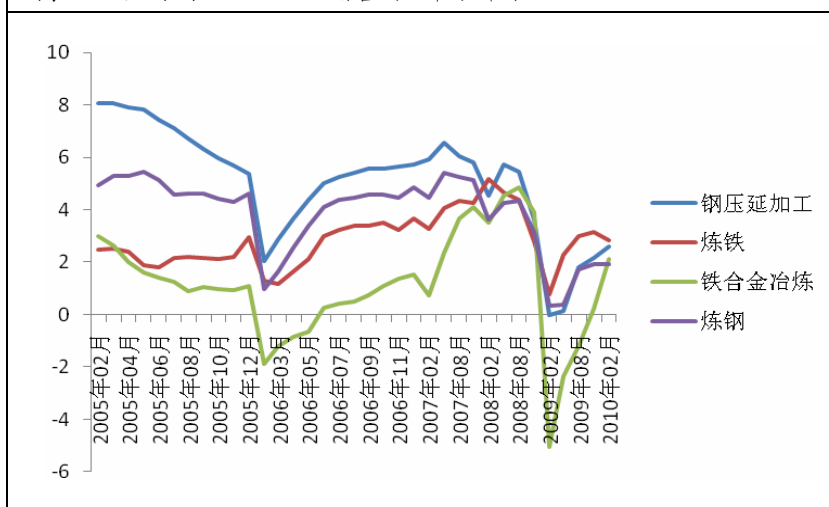


数据来源: wind 国联证券研究所

在五年的周期里,钢铁行业刚刚经过一轮调整,金融危机时期铁合金冶炼的销售利润率最低,在整个五年时间中都处于行业最低区间。钢压延加工是销售利润率最高的子行业,因为这一行业带有较高的技术优势,在价格上具有较

强的竞争优势。在金融危机后，行业销售利润率迅速上升，但是未来在铁矿石、焦煤等原材料涨价的情况下，行业销售利润率很难进一步上升。

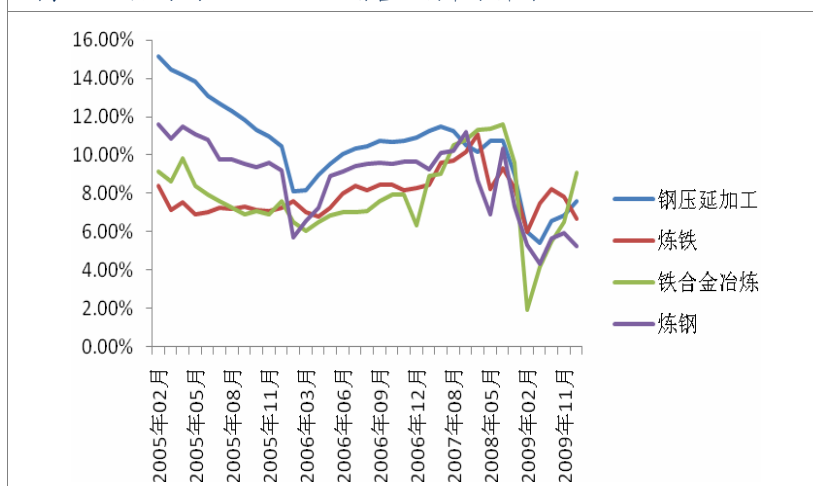
图表4: 钢铁子行业2005-2010销售利润率分析图



数据来源: wind 国联证券研究所

从 2005-2010 年的各子行业的销售毛利率来看，尤其是 2008 年下半年至 09 年年初，整个行业销售毛利率呈现不断下滑的趋势，铁合金冶炼下滑速度和深度都是最大的。从 09 年初开始，整个行业的销售毛利率又开始回升，其中铁合金冶炼和钢压延加工到目前为止还处于上升趋势，其它子行业已经出现下滑态势。其原因就是铁矿石原材料的价格上涨，使得炼铁、炼钢出现毛利率下滑。

图表 5: 钢铁子行业 2005-2010 销售毛利率分析图

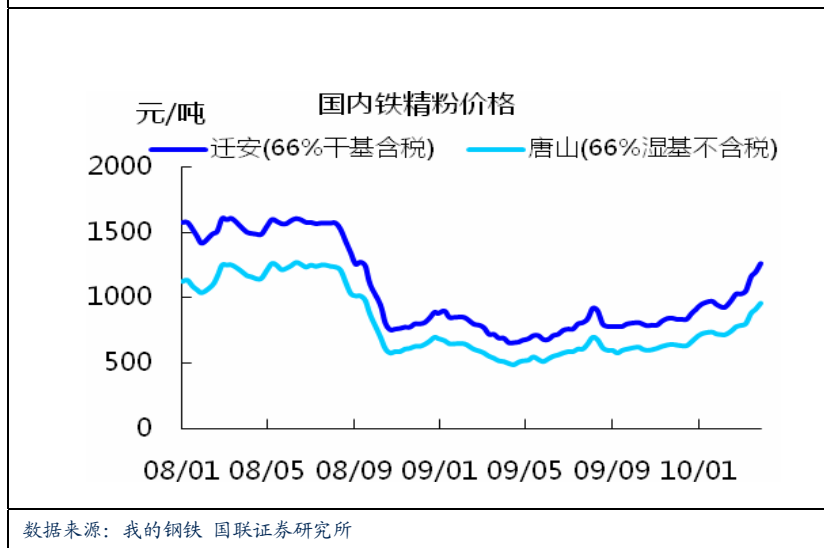


数据来源: wind 国联证券研究所

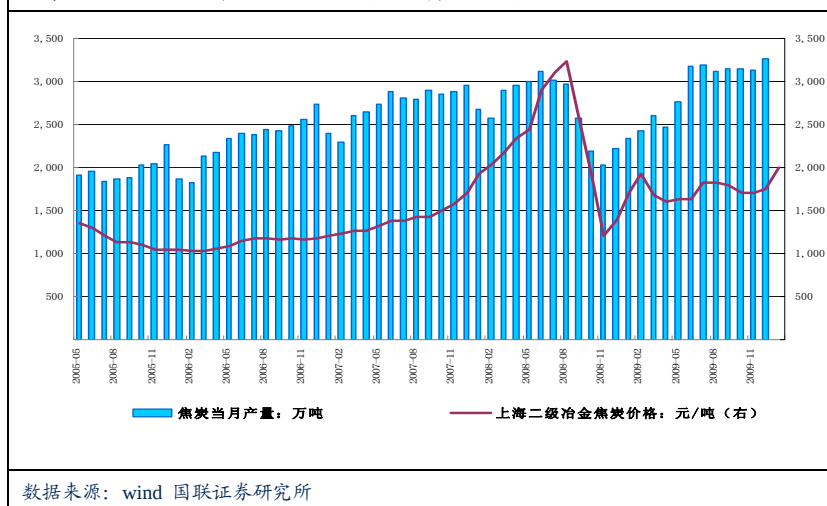
我们认为，铁矿石、焦煤价格上升推动钢材价格的上升，2010 年铁矿石谈判废除长协议价格采用季度价格，焦煤价格上涨基本成定局，成本的上升必然带动钢价的升高。但是成本的上升很难完全转嫁给下游，导致毛利率的下降，未来在低价格原材料库存消耗完以后，企业将购入高价格的原材料将使毛利率

进一步下降。未来钢铁行业可能是增收不增利的情况。

图表6: 2008-2010年国内铁矿石价格走势变化图



图表7: 2008-2010年国内铁矿石价格走势变化图



我们判断未来钢铁行业里，由于产业长期粗放发展积累的矛盾日益突出。一是盲目投资严重，产能总量过剩。二是创新能力不强，先进生产技术、高端产品研发和应用还主要依靠引进和模仿，一些高档关键品种钢材仍需大量进口，消费结构处于中低档水平。三是产业布局不合理，大部分钢铁企业分布在内陆地区的大中型城市，受到环境容量、水资源、运输条件、能源供应等因素的严重制约。四是产业集中度低，五是资源控制力弱，国内铁矿资源禀赋低，自给率不足 50%。六是流通秩序混乱。

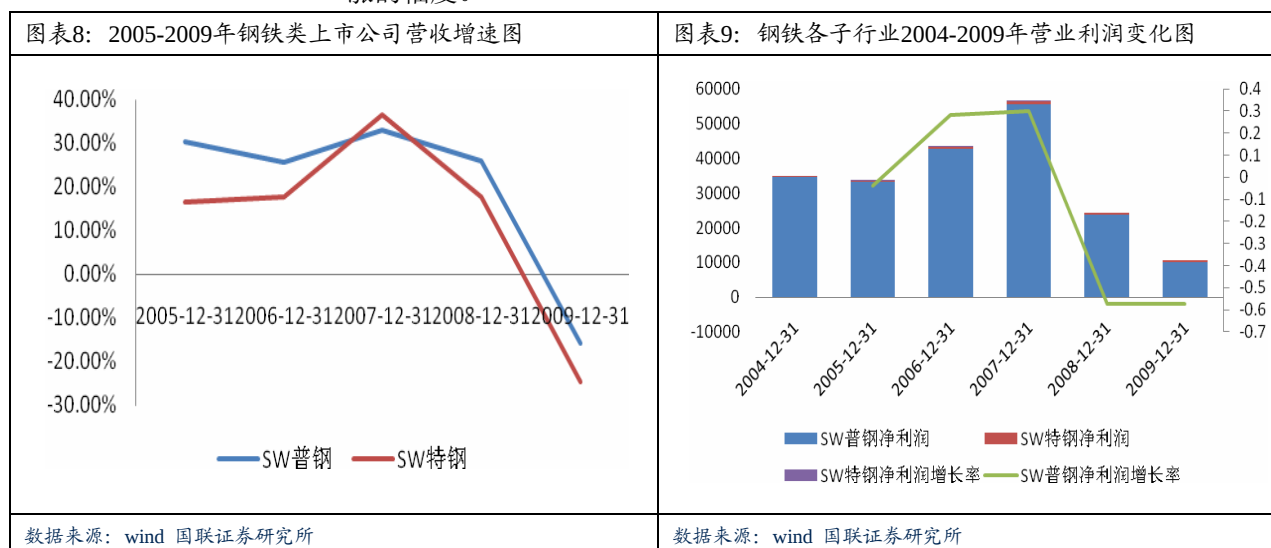
未来钢铁行业将进行淘汰落后产能，实行节能减排，通过钢铁产业组织结构调整，实施兼并、重组，扩大具有比较优势的骨干企业集团规模，提高产业集中度。到 2010 年，钢铁冶炼企业数量较大幅度减少，国内排名前十位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例达到 50%以上。形成宝钢集团、鞍本集团、

武钢集团等几个产能在 5000 万吨以上、具有较强国际竞争力的特大型钢铁企业；形成若干个产能在 1000~3000 万吨级的大型钢铁企业。形成区域优势，大型钢铁企业对于原材料和产品的议价能力具有规模优势。

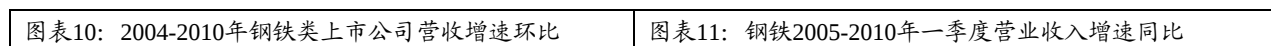
第二部分：钢铁行业上市公司年报及一季报简析

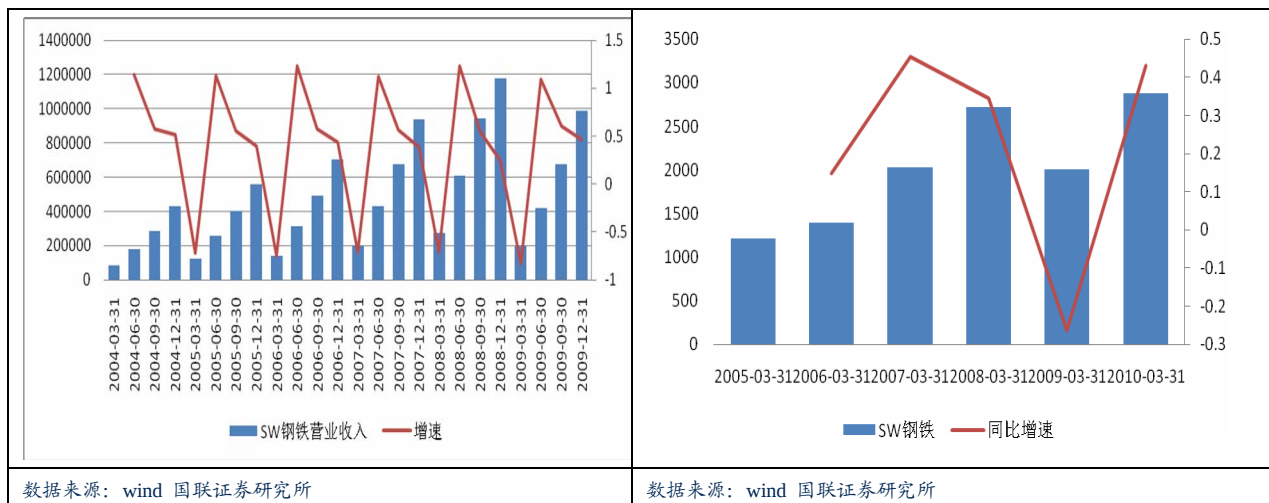
一、 钢铁行业上市公司成长性分析

从上市公司 2009 年年报的数据来看，在产量基本持平的情况下，大部分钢铁公司营业收入出现下降，平均下降 21.08%。在金融危机时期，各国经济发展都出现了停滞，对于钢材的需求也持续下降，导致钢材价格的下降。钢铁上市公司中营业收入出现增长的只有新兴铸管、酒钢宏兴及凌钢股份三家。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。



从下图中可以看到钢铁行业存在较为明显的季节性，一般四季度是结算回款的时期，因此四季度的营业收入通常占全年比例较大。从 2010 年的数据来看，一季度同比恢复到金融危机前的营业收入水平。

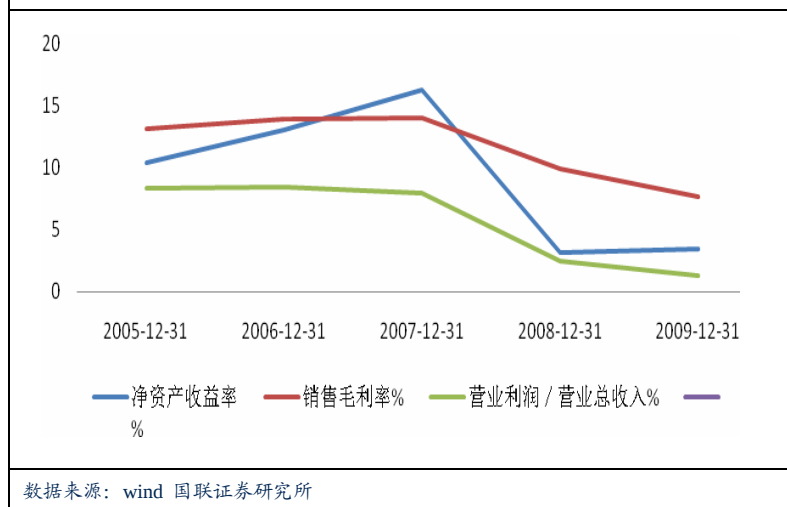




二、上市公司盈利能力分析

从近五年（2005-2009 年）的数据来看，钢铁行业上市公司的盈利能力从 2008 年开始下滑的非常厉害，净资产收益率从 2005 年的 10.45% 下降到 2009 年末的 3.42%。相应的销售毛利率也出现下降。

图表12: 2005-2009年钢铁类上市公司盈利同比图



整体钢铁行业从金融危机以来出现了好转，但是整个行业仍然出现了毛利下滑，生产成本上升的局面。从下面一张表格可以看出，我国主要钢铁上市公司的净资产收益率情况，最好的为大冶特钢、新兴铸管、凌钢股份。

从毛利率情况来看，西宁特钢、重庆钢铁、新兴铸管具有一定的优势，从 2010 年一季报情况来看，大部分公司毛利率没有很大变化，但是普遍都有所下跌。

从公司每股净资产和目前股价来看，很多公司股价已经接近每股净资产，有些已经跌破了每股净资产，华菱钢铁、安阳钢铁都已经跌破每股净资产。在

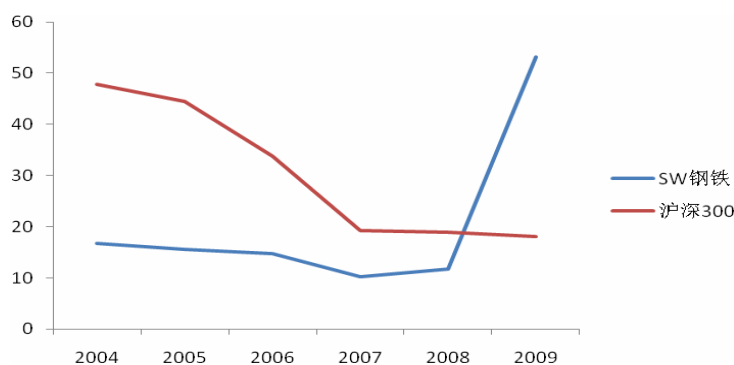
未来这些公司股价应该会有一些幅度的上涨。

2009 年主要上市公司经营活动数据对比

证券代码	证券简称	09 年 ROE%	09 年销 售净利率 %	09 年销 售毛利率 %	10 年一季 销售毛利率 %	环比增 速%	09 年每股 净资产(元)	5 月 7 日股价
000629.SZ	*ST 钒钛	-11.38	-4.25	13.56	15.72	0.16	2.58	8.37
000709.SZ	河北钢铁	4.67	1.15	6.17	6.70	0.09	4.16	4.42
000717.SZ	韶钢松山	1.61	0.69	5.73	6.58	0.15	3.47	4.35
000778.SZ	新兴铸管	12.13	4.17	11.26	8.56	-0.24	6.38	10.89
000825.SZ	太钢不锈	4.37	1.25	9.04	7.76	-0.14	3.67	6.31
000898.SZ	鞍钢股份	1.38	0.98	9.15	13.55	0.48	7.25	8.69
000932.SZ	华菱钢铁	0.81	0.25	7.27	2.99	-0.59	5.57	5.22
000959.SZ	首钢股份	4.78	1.33	4.02	4.48	0.12	2.60	4.14
002110.SZ	三钢闽光	1.61	0.31	3.26	4.77	0.46	4.94	10.31
600005.SH	武钢股份	5.52	2.83	8.11	8.21	0.01	3.48	5.25
600010.SH	包钢股份	-12.19	-4.79	-0.60	5.74	-10.55	1.93	3.71
600019.SH	宝钢股份	6.22	4.11	9.43	15.15	0.61	5.43	6.44
600022.SH	济南钢铁	0.93	0.27	4.26	5.16	0.21	2.27	3.97
600102.SH	莱钢股份	1.64	0.35	7.42	6.92	-0.07	6.40	9.19
600126.SH	杭钢股份	4.31	1.09	4.45	5.80	0.30	4.09	5.51
600231.SH	凌钢股份	10.01	3.14	9.81	9.95	0.01	3.86	8.25
600307.SH	酒钢宏兴	4.43	0.91	9.60	10.79	0.12	4.83	10.42
600569.SH	安阳钢铁	1.23	0.57	7.12	6.40	-0.10	4.37	4.14
600581.SH	八一钢铁	3.86	0.67	7.68	10.72	0.39	3.78	13.01
600782.SH	新钢股份	2.21	0.86	6.25	6.02	-0.04	5.91	7.38
600808.SH	马钢股份	1.50	1.03	5.31	9.04	0.70	3.44	3.70
600894.SH	广钢股份	6.44	0.60	4.37	1.97	-0.55	0.78	8.50
601003.SH	柳钢股份	5.53	1.02	7.10	5.14	-0.28	1.96	5.70
601005.SH	重庆钢铁	1.50	0.79	11.03	10.79	-0.02	3.21	4.69
000708.SZ	大冶特钢	17.51	5.98	9.40	12.67	0.35	4.55	13.58
600117.SH	西宁特钢	1.39	1.22	15.33	17.32	0.13	3.29	8.84
600399.SH	抚顺特钢	1.64	0.64	8.22	7.74	-0.06	3.14	6.48

三、估值与涨跌幅分析

图13: 五年期钢铁行业历史市盈率



数据来源: wind 国联证券研究所

从钢铁行业历史估值的比较中,我们可以看出虽然钢铁行业的估值一直处于低位,但是在 08 年开始估值出现上升。主要是公司盈利能力下降,净利润出现很大程度的下滑导致。因此,在大盘持续上涨的情况下,钢铁行业股票跟随大盘有一定幅度的上涨,但是盈利能力没有持续放大。

下图是一年以来上市公司中涨幅前十位和跌幅前十位。

证券代码	证券简称	涨幅前 10	证券代码	证券简称	跌幅前 10
000708.SZ	大冶特钢	65.50	000709.SZ	河北钢铁	-32.55
600894.SH	广钢股份	65.13	600005.SH	武钢股份	-28.58
600581.SH	八一钢铁	33.29	000932.SZ	华菱钢铁	-24.56
000778.SZ	新兴铸管	31.87	000898.SZ	鞍钢股份	-15.28
600117.SH	西宁特钢	10.84	600808.SH	马钢股份	-13.22
600307.SH	酒钢宏兴	9.96	002110.SZ	三钢闽光	-12.22
601003.SH	柳钢股份	9.09	601005.SH	重庆钢铁	-10.49
600019.SH	宝钢股份	7.66	000825.SZ	太钢不锈	-8.46
600399.SH	抚顺特钢	6.73	000959.SZ	首钢股份	-8.07
600231.SH	凌钢股份	3.96	600022.SH	济南钢铁	-7.38

四、总结和公司推荐

综上所述,我们认为未来在成本上升的情况下,钢材价格将继续上涨,但是公司利润将不会有很大的上升,将出现营业收入增长而利润增速缓慢的现象。毛利率持续下降,在 2010 年 1 季度出现轻微下滑,但整体净利润还是持续回升,主要原因是公司都有较大的存货,到 2 季度,公司铁矿石存货消耗完以后将购进高价原材料将使毛利进一步下降。

公司推荐:在成本逐步上升的情况下,我们还是选择具有成本控制优势的公司,西宁特钢、酒钢宏兴、凌钢股份新兴铸管。另外从每股净资产来看,华菱钢铁、安阳钢铁都已经跌破每股净资产,具有较高的安全边际。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话：0510-82833507

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话：021-58766036

传真：021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。