

钢铁盈利中的加法与乘法

——钢铁行业2011年下半年投资策略

胡皓

执业证书编号：S0730209030079

2011年6月

逻辑和结论

■ 逻辑：

- 寻找钢铁行业盈利增加的逻辑，以及其带来的不同机会
- 不同估值指标的选择标准，甚至在不同时点时的选择标准

■ 结论

- 钢铁行业趋势性投资机会几乎完全取决于保障房的政策，其展开的时间和开展的力度直接决定了行业投资机会的大小
- 行业趋势性投资的逻辑来自于行业盈利模式的同质，即为以下游资金垫付缓解资金压力，通过高周转和高负债来抵消盈利的下滑。但目前该模式已经走入死胡同，此次保障房可能性最后的趋势性投资
- 此次投资机会的大小，取决于保障房启动时间和执行的力度：若启动时间早，执行力度大，则是一次非常大的投资机会；若形势相反，则机会则非常渺茫
- 行业未来投资将以个股精选为主，精选的依据是公司通过对工料费等控制来增加利润。而这部分利润的增加甚至是目前利润**2**倍以上
- 除如上通过考察公司“内功”选股外，由于“内功”上的差异，并购、资产注入、相关非钢产业的发展也将成为很重要的投资机会

第一部分

摘要

基于保障房政策的趋势性投资

- 历史观点回顾
- 基于政策投资
- 政策大总结
- 政策的风险
- 历史上的政策预测

观点回顾：“49年入党”式的及时推荐

- 近两年基本面唯一**15%**左右机会最及时和最坚定的推荐者
 - **2010年3月23日**率先给予钢铁买入评级，逻辑两部分：
 - 三四级城市建设超预期，需求超预期，产业链利润上升
 - 矿石供需改变，产业竞争结构改变，钢铁在产业链占比上升
 - 近两年，**15%**涨幅有四次，其余三次市场面（去年**7月**、**10月**和今年**1月**）
- 风险方面，供给确定性较强，需求能否进一步增加需看政策
 - 当初计算的需求增量，现在依然被市场广泛认可
 - 需求能否进一步增加，则看需求政策
- 目前来看供给的确定性也不强了。。

我国钢铁产能和需求预测

单位：亿吨

	2008年	2009年	2010年	2011年E	2012年E	2013年E
产能	6.6	7.19	7.45	7.42	7.27	7.42
Δ		0.59	0.26	-0.03	-0.15	0.15
需求	4.98	5.66	6.27	7.1	7.25	7.4
Δ		0.68	0.61	0.83	0.15	0.15

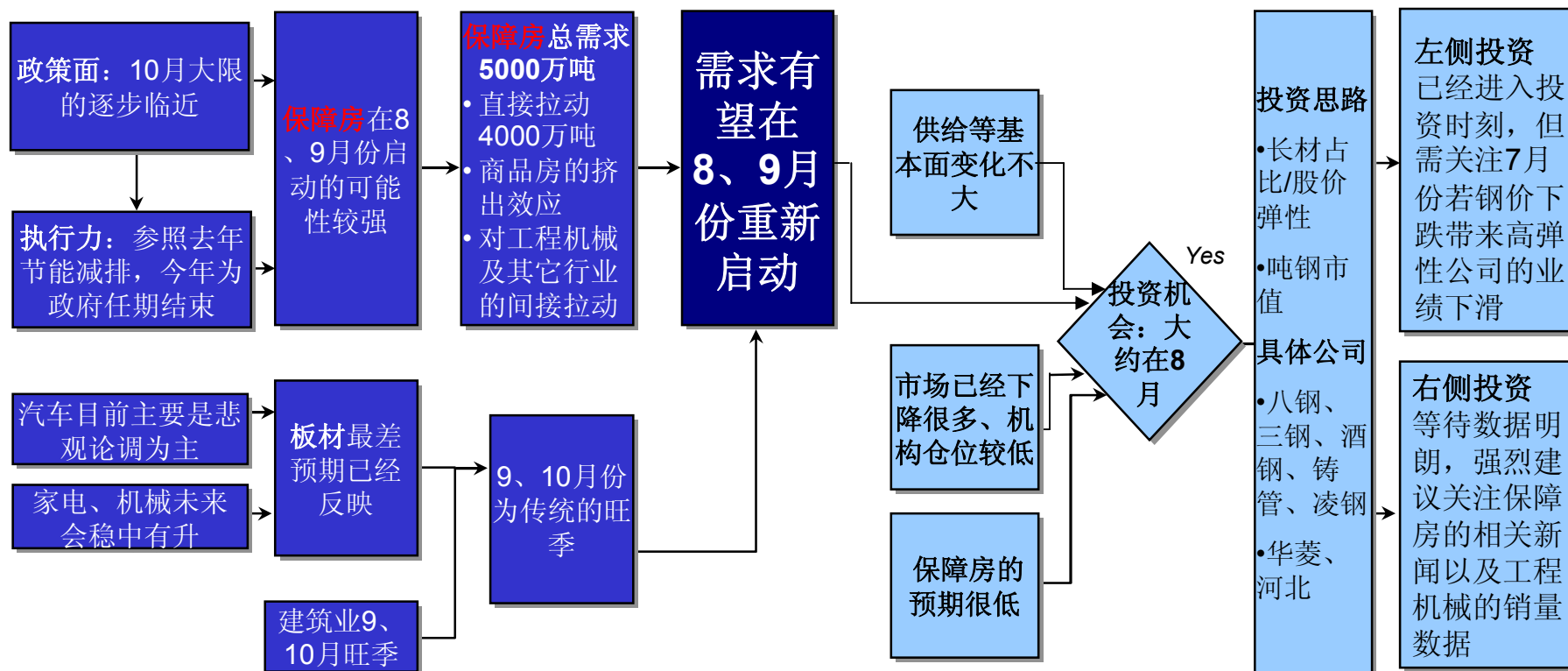
全球矿石供需关系预测

单位：亿吨

	2008年	2009年	2010年	2011年E	2012年E	2013年E
矿石产量	22.235	22.676	25.744	28.5	32.21	38.29
YOY		1.98%	13.53%	10.71%	13.02%	18.88%
钢铁产量	13.04	11.97	13.96	15.17	15.73	16.3
YOY		-8.21%	16.62%	8.67%	3.69%	3.62%

政策大总结——依照目前的政策内容和口风

- 总结一：保障房预期较好，边际效用拉升钢价，致使产业链利润上升



- 总结二：供给面变化不大，故钢铁利润影响主要体现在需求上
 - 需求的影响主要来自宏观经济，直接地说是政策面，更直接地说是保障房
 - 分析保障房肯定不是钢铁研究员的强项，我们只能更多地关注，并持续地跟踪
 - 在前期的报告中，已对保障房的不同执行力度进行了分析
- 总结三：信贷不放松，故需求基本体现为真实需求

政策的风险：来自于“保障房+供给”

图表：钢铁行业政策类风险一览

政策类别	风险内容	主要影响	可能性预判	目前可以做的工作
信贷	继续收紧	整体经济，近而全部A股	小	跟踪CPI和宏观观点
保障房	建设不足	投资链，近而全部周期类	中	关注媒体预期和工程机械销售
供给	产能快速扩张	钢铁产业链，近而钢铁、矿石和钢铁行业的投资逻辑	大	关注小钢厂的投资，跟踪中冶的订单

资料来源：银河证券

■ 信贷的风险

- 总体来说，我们判断机会大于风险，存在“暗松”的可能性
- 其中甚至暗藏着房地产暗松的可能性。如房地产放松，届时何种配套政策，目前无法解读

■ 保障房的风险

- 不担心预期会比现在低
- 担心保障房的完成量，以及完成量中是否“掺水”

■ 钢铁供给风险

- 总体还是比较担心的，原因：
 - 大钢厂国有企业本身固有的投资冲动
 - 小钢厂较好的盈利、为国进民退卖个较好的价钱
 - 地方政府对钢厂的支持和依赖
- 若信贷“暗松”、保障房推进，PPI压力可能使政策对建材产能改口

■ 结论：紧密跟踪政策，然后投资

钢铁行业

历史上的政策预测：杯具较多

预测政策？没有框架，同时太短期

报告标题

特色分析和主要结论

■ 一元原料、两类钢材、三个阶段

■ 大模样，大并购？大机会！

■ 积厚风，起大翼——寻找政策的确定性

■ “删钢勿常”，期待政策给力

- 出于矿方的强势，同时也为了行业的长期发展，二元矿石结构将走向没落
- 钢铁股走势未来将分化，建筑钢材+板材，当然还有矿石类
- 大宗商品价格矿价将快速上涨，进而推动钢价上涨
- 行业并购必然加速

- 打击囤地政策将使得房地产开工大幅增加
- 行业现状要求，同时政策也已出台支持行业的落后产能淘汰和行业并购
- 经济结构转型，冷轧具有很大的投资机会

- 钢材的供给确定，但需求有政策决定
- 不同政策执行力下，钢铁需求差别巨大
- 矿石利润到达高点

- 2011年供需关系好于2010年，属于“去库存化”的一年
- 2013年矿石将供大于求
- 关注：矿石供需改观能否提前到来，在产能没有增加的情况下需求能否超预期——取决于政策的给力程度

注：支撑逻辑部分的蓝色为业内首次提出，黑体字为杯具部分

在本人历次投资报告中，都有另辟空间对某一专题的探讨，成为特色

09年下半年策略

10年年度策略

10年下半年策略

11年年度策略

第二部分

盈利增加的另外一个途径

摘要

- 行业盈利的结构分析
- 管理+销售：长期有下降空间
- 人工工资：很难降低
- 折旧成下降趋势
- 财务费用将下降

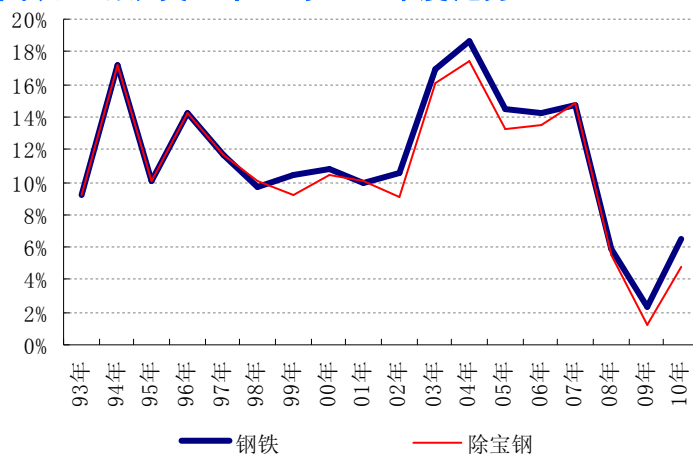
本次报告重点：从这儿开始分析

- 钢铁行业是如何盈利的？
 - 历史及目前的盈利水平如何？依靠什么盈利？
 - 未来盈利走势如何？如何增加企业的盈利？

$$ROE = NPM \times AU \times EM$$

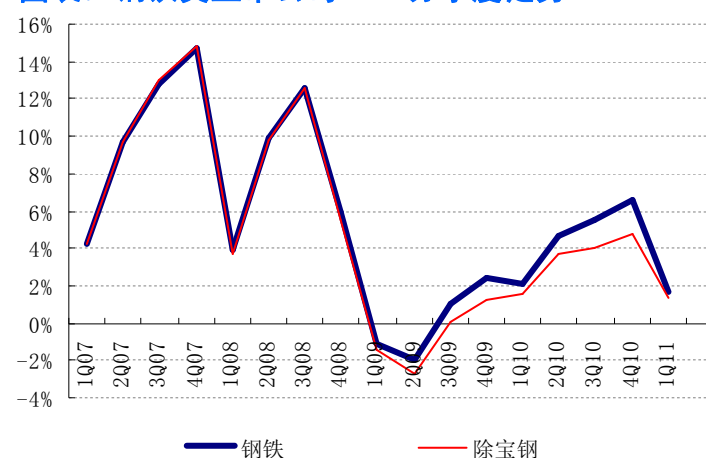
- 针对投资者，最重要的目标便是**ROE**
 - 如果抛开国企的政策任务，盈利最重要依然是**ROE**
 - 增加**ROE**，则需提高：**1）净利率；2）资产周转率；3）权益乘数**

图表：钢铁类上市公司ROE年度走势



资料来源：Wind

图表：钢铁类上市公司ROE分季度走势



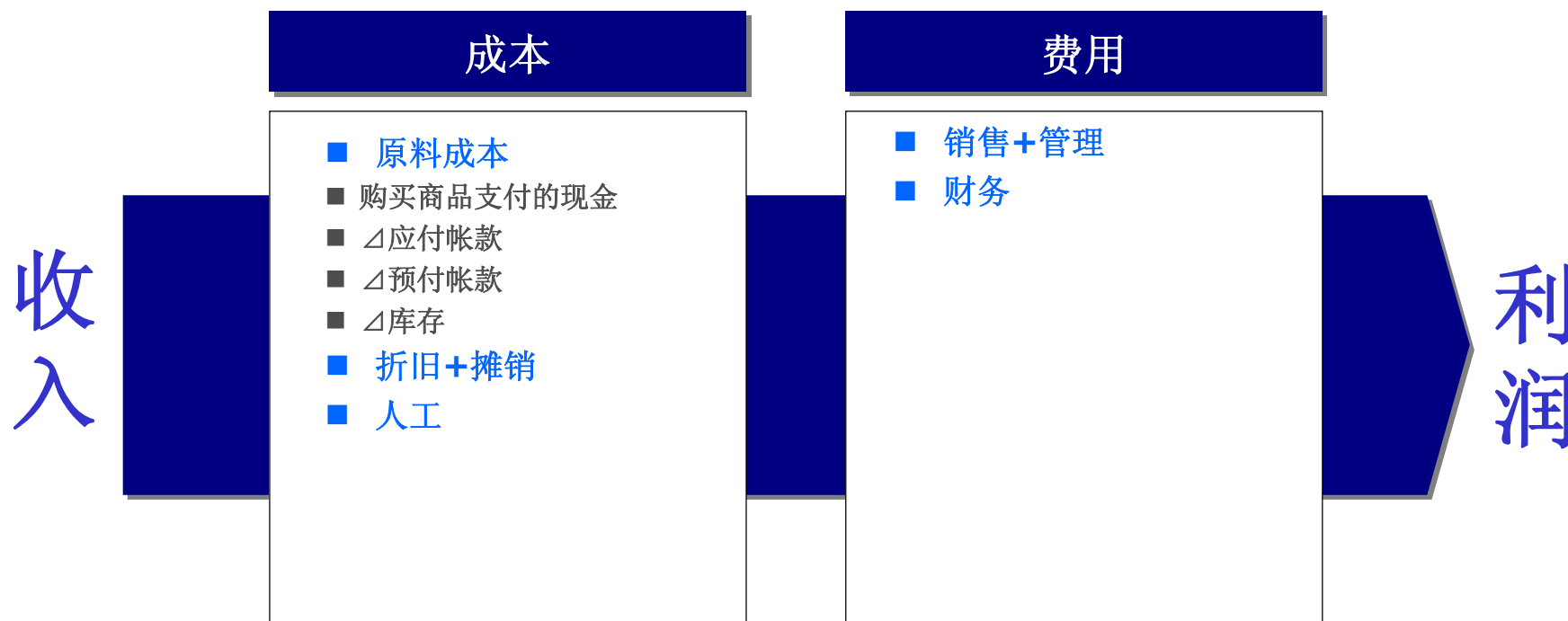
资料来源：Wind

利润增加的方法：乘法和加法

■ 利润的生成方式

- 乘法：行业供需改善带来的毛利率提高——前文已经分析，取决于政策
 - 行业供求关系——大多数卖方在干的事，前面已经简要说明，以往已详细说明
 - 盈利数值的确定：从历史上找，或拍脑袋
- 加法：从数理上说明盈利的机理

■ 为了方便，我们用利润总额替代净利润



目前可做加法的项目：原料结构暂不考虑

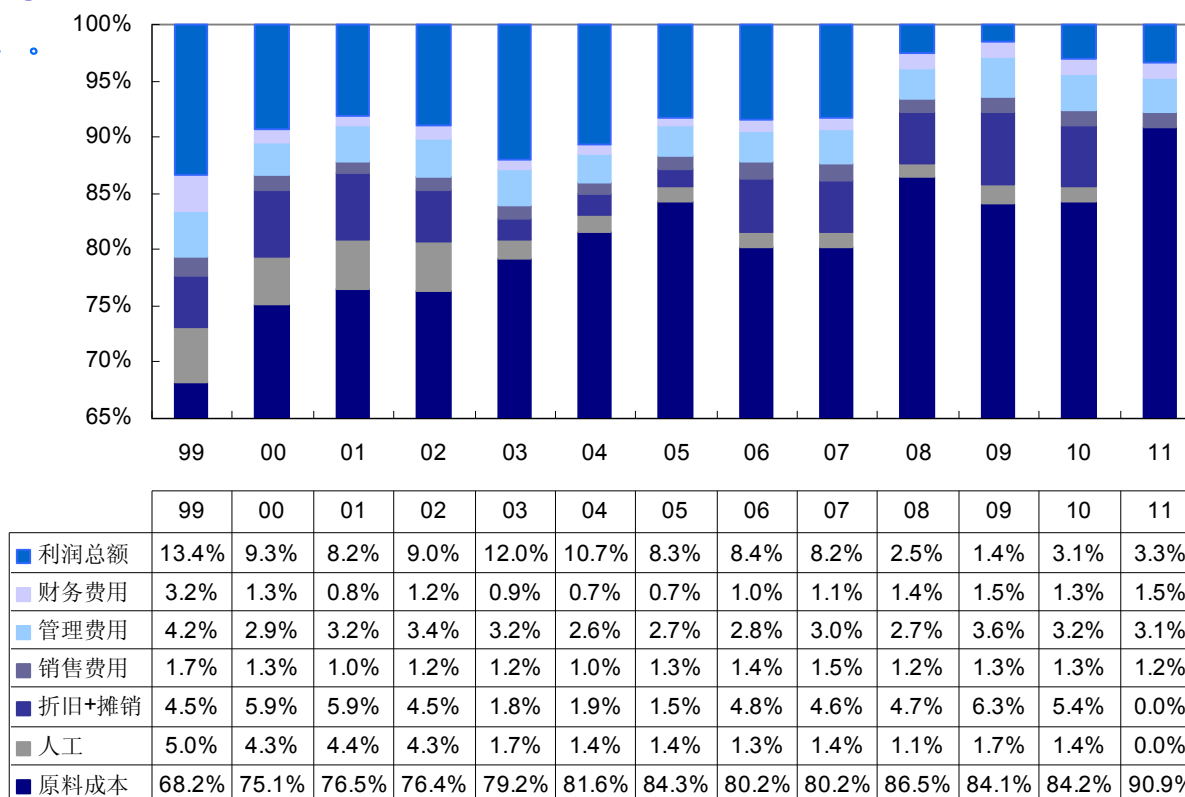
■ 根据数据分析，可以做加法的项目：

- 三费率：降低已现成效，未来能否进一步降低？
- 折旧、摊销：减产之殇
- 人工：能降低吗？！！！！

■ 原料结构必然是王道

- 但主要取决于乘法。。

图表：钢铁类上市公司的收入结构



资料来源：Wind、银河证券

■ 管理+销售：仍有下降的空间

■ 营业+管理费率有下降趋势

■ 财务费用取决于权益乘数，放在后面分析

■ 但相对于其它指标，其仍有下降空间

■ 相对A股皆处于上升趋势

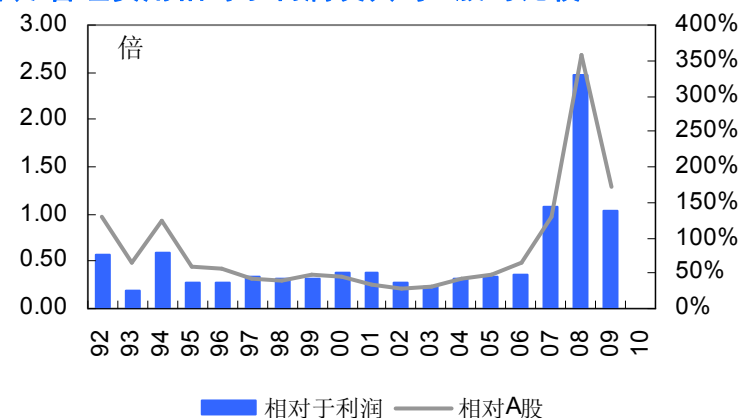
■ 横向：管理存在更多的下降空间

■ 管理费用率相对其它A股保持高位

■ 管理费用总体上已经超过利润总额

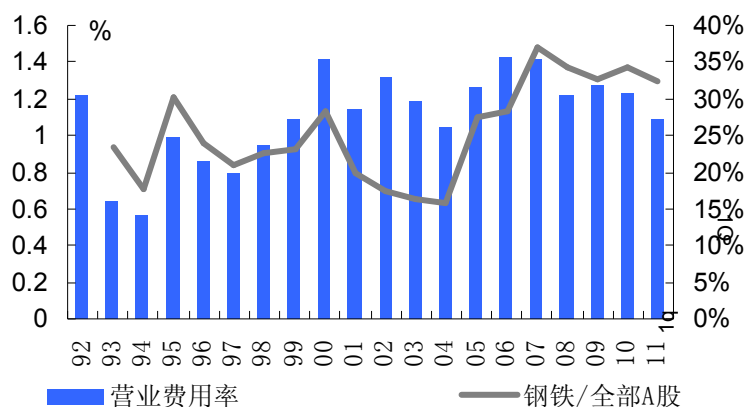
■ 行业“管理费用/利润总额”上升幅度远大于A股

图表 管理费用相对于利润及其与A股的比较



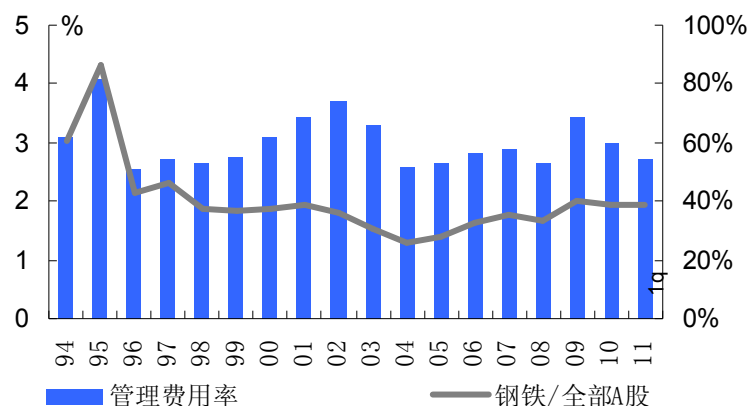
资料来源：Wind、银河证券

图表 营业费用率及其与A股的比较



资料来源：Wind、银河证券

图表 管理费用率及其与A股的比较



资料来源：Wind、银河证券

结构分析：一半以上的不可控因素

■ 管理费用的宏观因素——不可控费用

■ 税金

- 受政策因素影响

■ 工资相关（薪酬、工会经费、职工教育费、社会保险费、住房公积金）

- 受制于经济发展状况影响，占比总体大致为**25%**

■ 管理费用的微观因素

■ 办公费——一般可控费用

- 组织架构

■ 研发费——一般可控费用

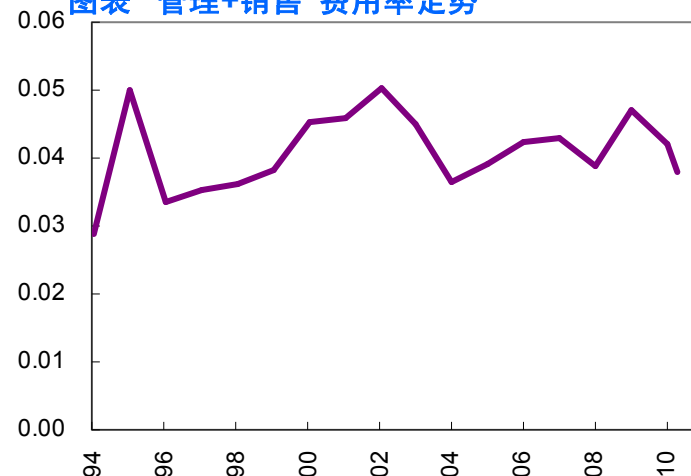
■ 修理费——一般可控费用

■ 差旅费、业务招待费等——完全可控费用

■ 销售费用——一般不可控费用

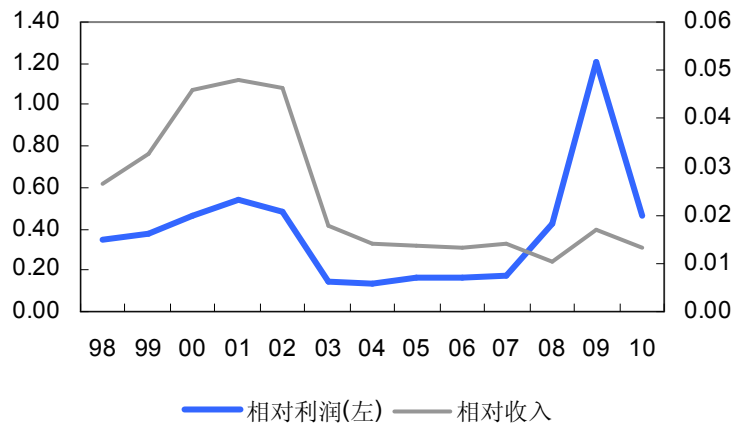
- 我们预计钢铁行业在未来**10**年内将继续加强对管理和销售费用的控制
- 假设管理费用最近可以降到**2%**，销售**1%**，则吨钢“管理+销售”费用可下降
 $5000 \times 1.5\% = 75$ 元

图表 “管理+销售”费用率走势



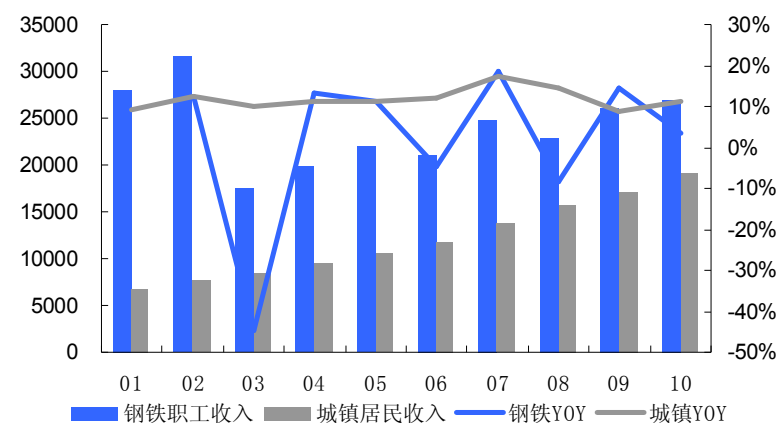
资料来源：Wind、银河证券

图表 人工工资相对收入和利润的分别比较



资料来源：Wind、银河证券

图表 钢铁职工收入与城镇居民收入比较



资料来源：Wind、银河证券

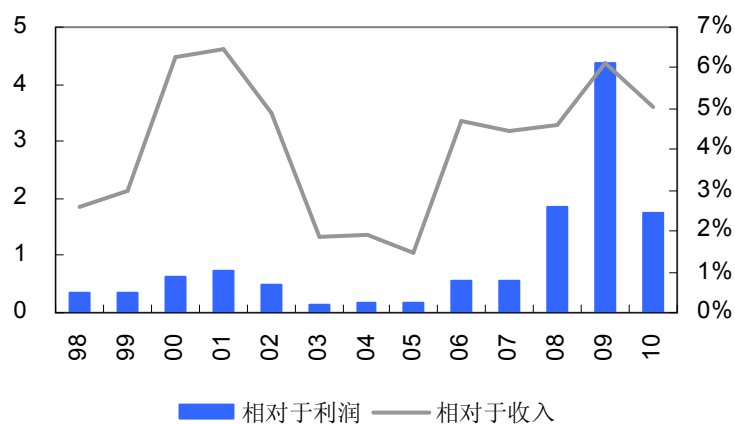
■ 压缩空间有限

- 钢铁行业人员总体收入水平一直处于上升状态
- 人均收入增速有限：平均1.47%
 - 同期城镇居民上升平均12.8%

折旧和摊销：现金流的重要来源

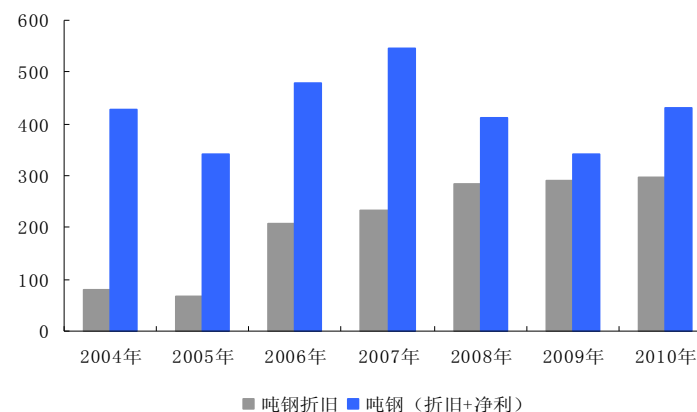
- 折旧和摊销已经达到利润的**2倍以上**
 - 下文将折旧和摊销统称为折旧
 - **06年后**折旧保持相对收入**5%**的比例
- 折旧的思考：研究其去向非常重要
 - 折旧是固定资产投资的结果，折旧的上升表明前期固定资产投资的上升
 - 折旧+净利润表明存在着现金收入
 - 吨钢现金收入**400元**（折旧**300元**）——影响整体行业的产能情况和减产力度

图表 折旧相对收入和利润的分别比较



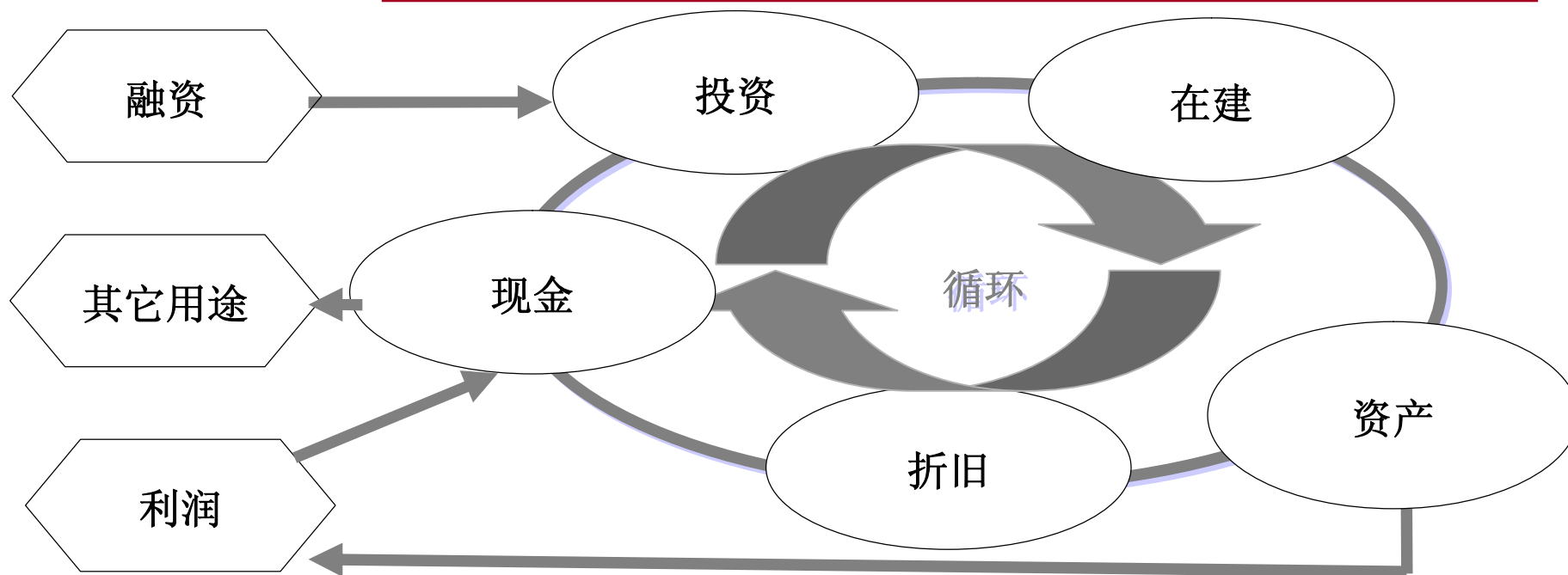
资料来源：Wind、银河证券

图表 吨钢折旧及利润情况汇总



资料来源：Wind、银河证券

未来折旧的判断：这是个圈哦



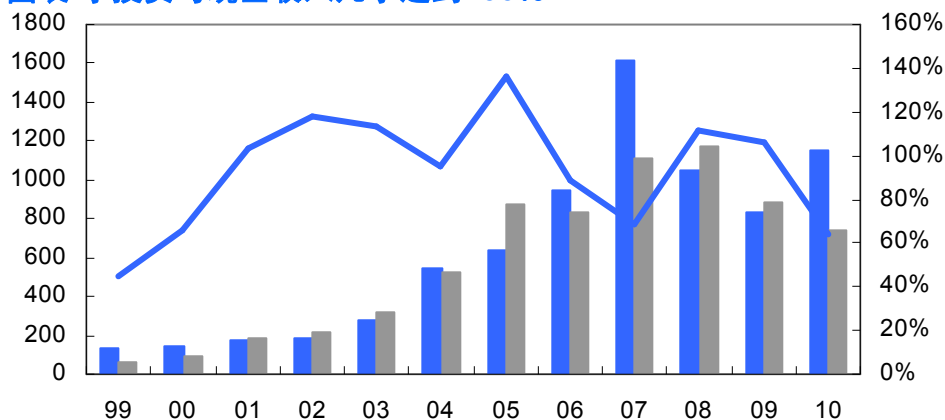
- 折旧只是个中间产物，其大小取决于其它变量
 - 假设投资—在建—资产—折旧这个链上比例基本不变
 - 则影响折旧的主要包括

现金的投资比例
资产生产利润的能力
融资比例

钢铁行业

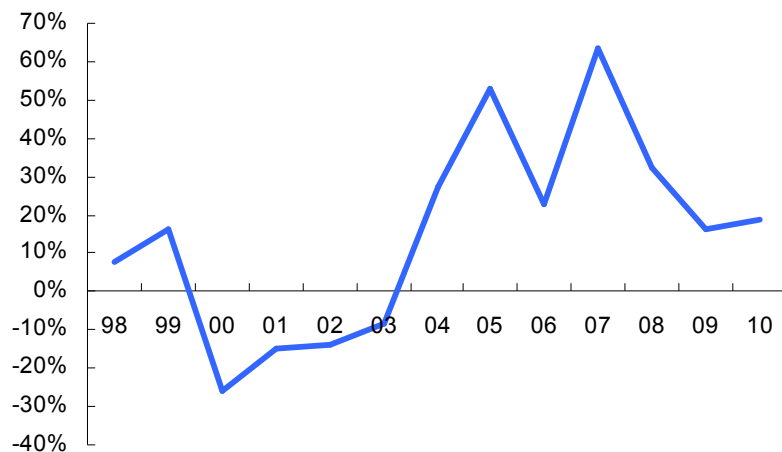
生成现金→开始大量投资

图表 净投资与现金收入几乎达到100%



资料来源: Wind、银河证券

图表 04年后融资比例保持高位



资料来源: Wind、银河证券

■ 03年以来, 大部分年份的“折旧+净利润”皆转换成了投资

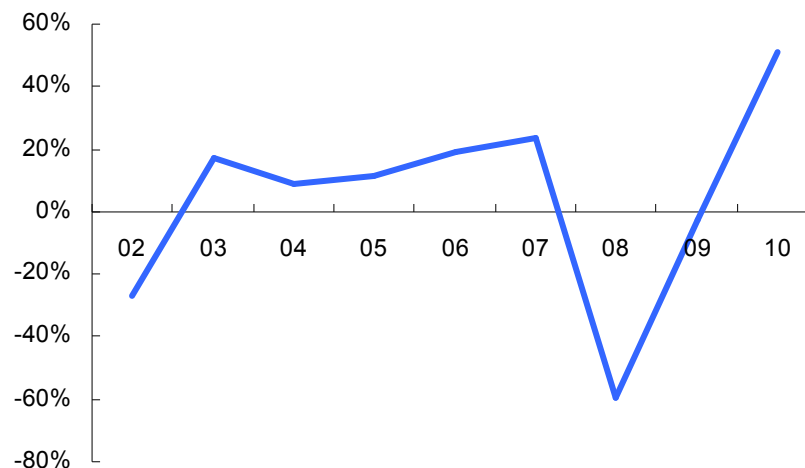
■ 05年和07年还同时进行了大量的融资

■ 在投资占比偏小的07年和10年, 其库存和经营性项目资金占用大幅增加, 同时下一年的投资占比恢复回复

■ 一说明可能有利润转移, 二说明对现金的投资冲动

■ 投资占比的大小取决于利润情况和融资能力

图表 07年和10年流动资产占用资金大量增加



资料来源: Wind、银河证券

钢铁行业

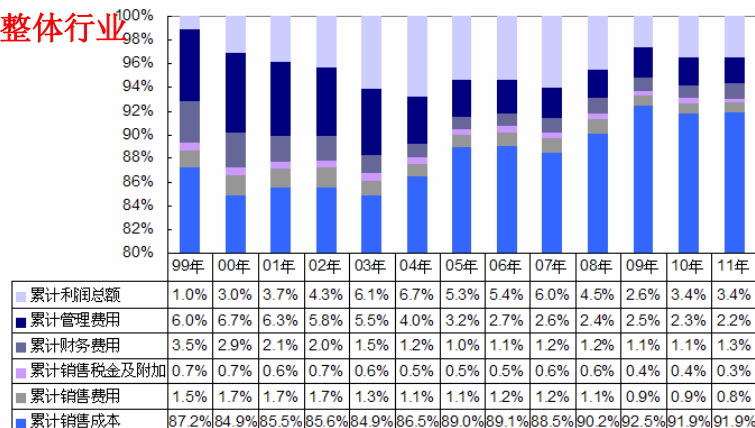
投资项目以高炉为主：产能的硬增长

从盈利分析

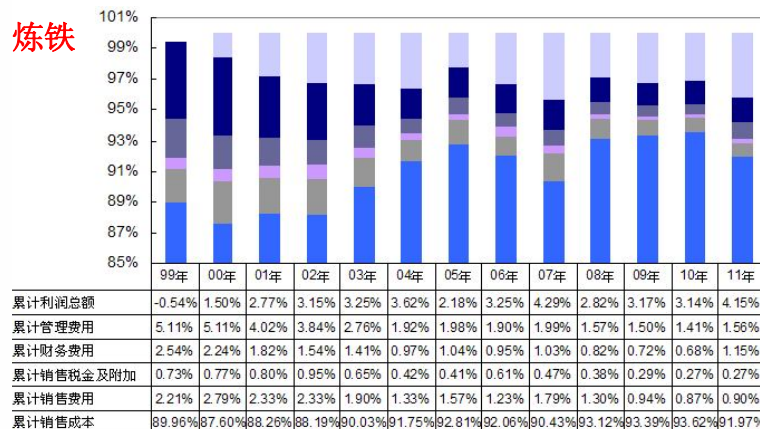
- 小钢厂原料不如大钢厂，但利润、各种费用控制优于大钢厂
- 炼铁管理财务最优，炼钢原料最差，所以盈利炼铁>轧机>炼钢
- 盈利纵向上，炼铁变化不大，炼钢下降最快

图表 行业整体及各工序的收入结构

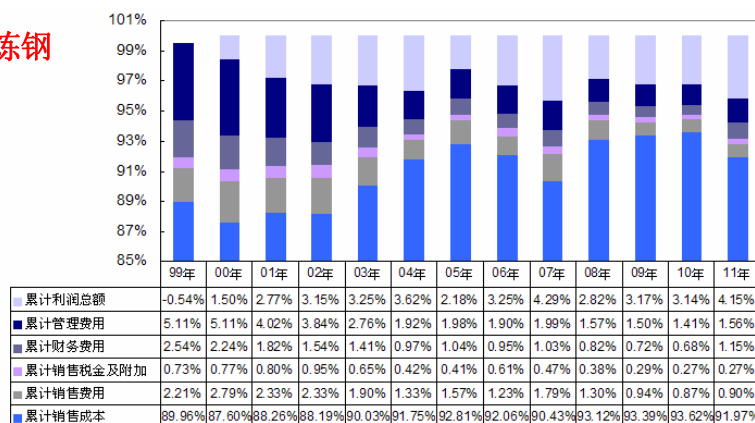
整体行业



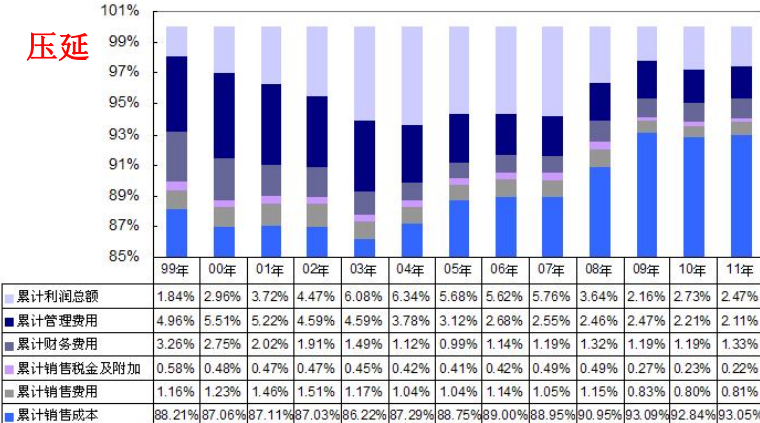
炼铁



炼钢



压延



资料来源：Wind、银河证券

投资的效果：04年后盈利下降

■ 投资毫无疑问带来了在建项目和固定资产的增加

- 各上市公司的固定资产保持保持年均**20%**的速度增长

■ 伴随固定资产的增加

- **04年前**单位收入和利润皆上升
- **04年后**单位收入和利润皆下降

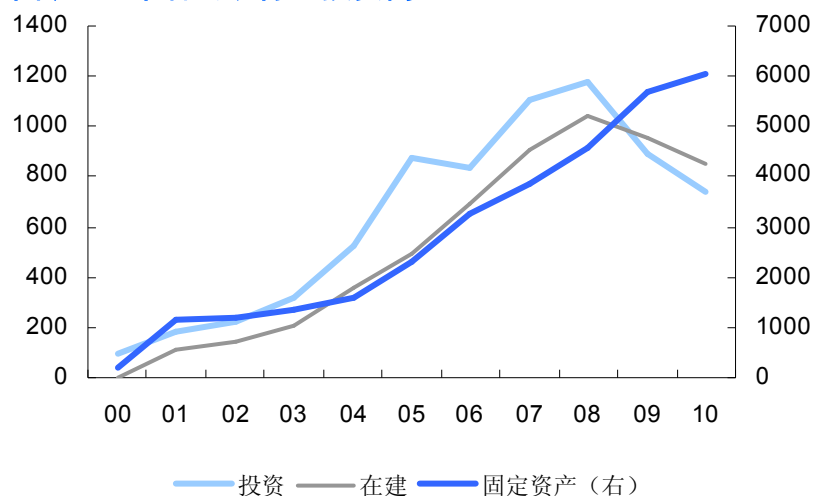
■ 收入由**2.5**下降至**2**左右，复合**-3.7%**

■ 利润由**0.2**下降至**0.05**，复合**-21.8%**

■ 04年的下降有三种可能性

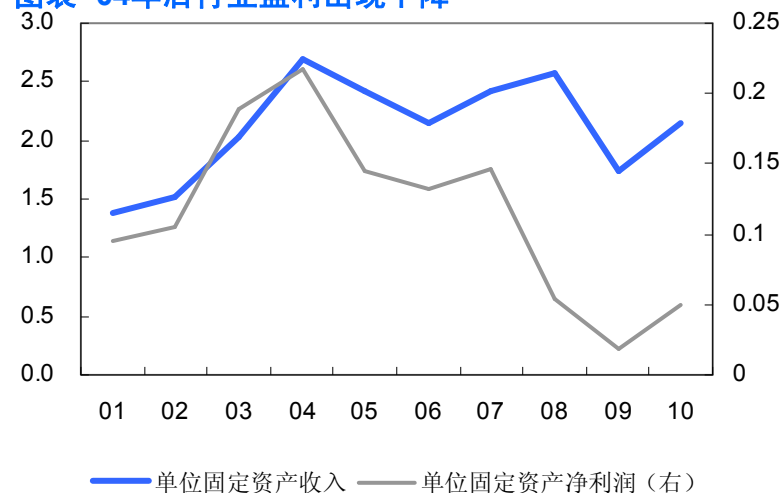
- 行业性盈利的下降
- 存在利润转移的可能性（同上页）
- 以上两者同时起作用

图表 01年后钢铁行业投资高企



资料来源: Wind、银河证券

图表 04年后行业盈利出现下降

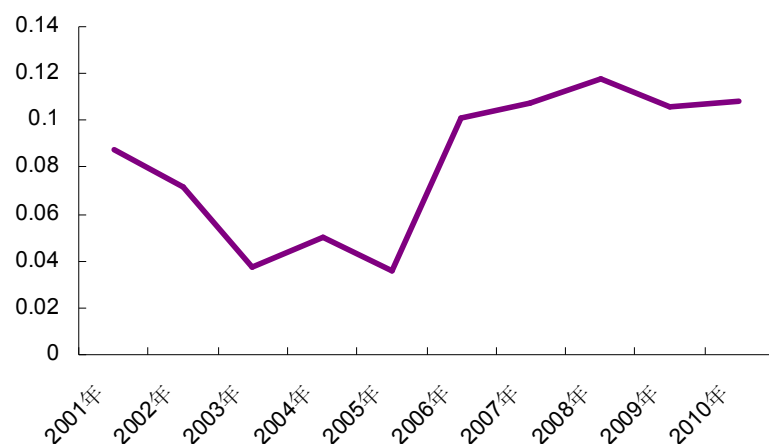


资料来源: Wind、银河证券

整体行业先于上市公司下降

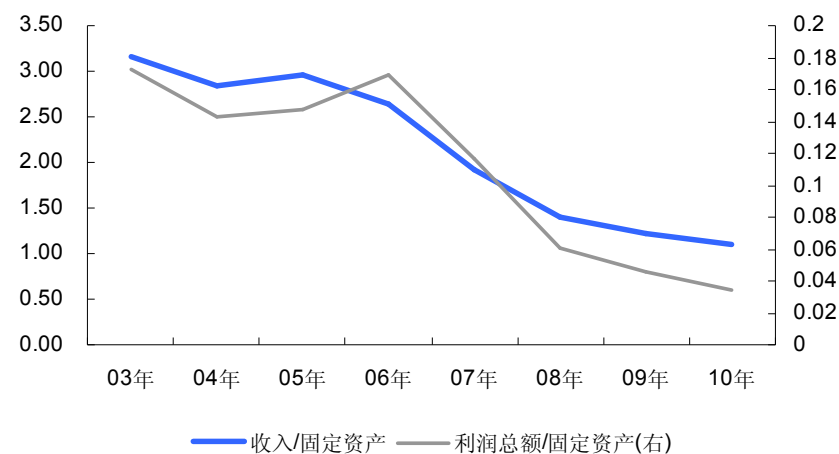
- 行业**03**年后单位固定资产盈利已经处于下降状态
 - 上市公司进行了产品结构升级
 - 收入由**3**下降至**1.5**左右，复合**-13.8%**
 - 利润由**0.18**下降至**0.03**，复合**-20.8%**
- 说明无论利润是否转移，用折旧现金带来投资的盈利效果已经大大下降

图表 行业折旧率10%左右



资料来源: Wind、银河证券

图表 行业整体资产盈利能力03年已经进入下降状态



资料来源: Wind、银河证券

理论上，折旧成下降趋势

- 小总结：影响折旧的三个因素：
 - 投资占比和单位资产的盈利情况是因变量
 - 投资占比，其取决于资产的盈利情况，融资情况
 - 盈利情况，则取决行业的供需情况（主要是投资情况）
 - 融资情况则取决于其带来的费用与收益的关系
- 小结论：投资占比将下降？
 - 可以假定投资所需的融资皆为长期贷款
 - 去年以来，上市公司**5%**和行业**3%**的单位资产盈利
 - 定然低于银行贷款利率，融资行为不经济
 - **15**年以上的折旧年限带来的现金贴现，和盈利比较后，固定资产属于净减少的过程
- 总结&结论：折旧将成下降趋势
- 风险：国有钢厂的非利润考核、民营钢厂在“国进民退”中想卖个好价钱——又是政策风险。。。。。

折旧下降的空间：60%的下降

- 国外上市公司“折旧/固定资产”主要为**4.2%**
 - 证明目前资产主要为折旧年限较高的房屋建筑物（**15-35年**）等
- 我国**06年**后快速上升，目前**11%**
 - 证明目前资产主要为折旧年限较低的机器设备（**7 – 15年**）、运输工具（**5-10年**），甚至是办公设备（**4-9年**）等
 - 根据财报附注，我国主要上述设备的比例大致为**3:10:1:1**
- **2013年-2015年**折旧或出现下降，但到达**4%**将在十年后
 - 依据**06年**折旧率大幅上升，此可以说明此时后三类资产占比大幅上升

图表 目前我国折旧率高过国际1倍以上

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10
美国钢铁	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.2%	3.6%	3.4%	3.9%	4.1%	4.1%
安赛乐米塔尔	5.1%	4.2%	4.3%	4.9%	4.5%	3.6%	5.2%	6.5%	6.1%	5.6%
蒂森克虏伯	7.6%	7.7%	6.2%	6.0%	8.9%	7.0%	6.1%	5.2%	6.1%	4.4%
新日铁	3.3%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%	3.5%	3.8%	3.8%
JFE			2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	3.0%	3.3%	3.3%
住友金属			2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	3.0%	3.3%	3.3%
浦项	5.2%	5.6%	5.8%	5.5%	5.1%	5.0%	5.6%	5.6%	5.4%	5.5%
塔塔		4.5%	6.4%	4.7%	4.1%	5.0%	5.6%	4.9%	4.6%	4.8%
印度国营			4.2%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%	3.7%	3.2%	2.8%
平均值	4.94%	4.75%	4.22%	4.07%	4.21%	3.99%	4.18%	4.36%	4.43%	4.18%
我国	8.73%	7.16%	3.76%	5.01%	3.59%	10.11%	10.71%	11.81%	10.58%	10.78%
相差（个百分点）	-3.79	-2.41	0.46	-0.94	0.63	-6.11	-6.53	-7.45	-6.15	-6.60

折旧占比下降的诸多影响

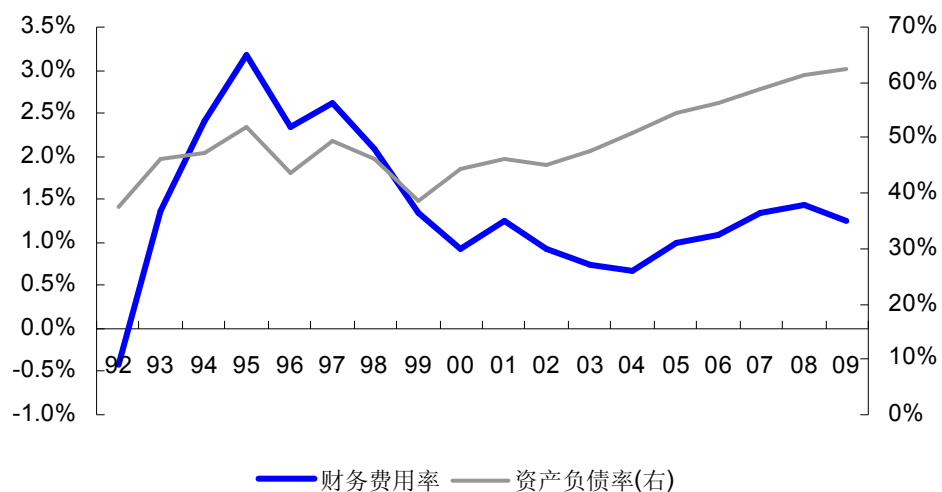
- 根据前面的“圈”，和折旧同时下降的有
 - 固定资产投资
 - 吨钢成本（按300元的60%计算，吨钢成本下降近200元）
 - 其它：折旧未来将更多地体现在流动资产上
 - 现金增加，致使并购会增加、分红比例提高
 - 对下游服务力度的增加，钢铁对相关多元化产业的涉足
 - 转移利润难度增加——转移意味着库存和经常性项目会继续大幅增加
- 说明：10年全球钢厂流动资产比率降低是因为日本信贷环境变化所致，中国则刚相反

图表 目前全球钢厂流动资产占比在40%以上

	02	03	04	05	06	07	08	09	10
美国钢铁	30.59%	39.63%	39.33%	49.19%	49.08%	31.72%	35.63%	32.52%	34.55%
安赛乐米塔尔	29.25%	36.33%	50.25%	33.53%	34.98%	33.92%	33.37%	25.69%	32.60%
蒂森克虏伯	44.18%	44.18%	47.81%	57.08%	58.25%	57.55%	53.94%	48.83%	47.96%
新日铁	32.35%	33.13%	33.58%	32.47%	33.12%	34.62%	33.74%	38.61%	32.83%
JFE		31.65%	29.66%	33.11%	32.09%	32.72%	36.03%	40.68%	33.97%
住友金属		31.65%	29.66%	33.11%	32.09%	32.72%	36.03%	40.68%	33.97%
浦项	28.29%	36.70%	43.47%	42.32%	39.29%	39.68%	47.27%	41.01%	39.90%
塔塔	28.56%	35.12%	40.24%	37.37%	39.10%	44.85%	50.07%	47.08%	41.73%
印度国营	31.23%	32.89%	36.59%	51.43%	56.22%	59.99%	63.45%	63.21%	56.72%
平均值	32.06%	35.70%	38.95%	41.07%	41.58%	40.86%	43.28%	42.04%	39.36%
我国	36.04%	40.48%	42.27%	38.29%	37.15%	40.88%	35.39%	34.27%	38.00%
相差（个百分点）	-3.98	-4.79	-3.32	2.78	4.43	-0.02	7.89	7.77	1.36

折旧下降的另一个结果：财务费用下降

图表 近年来资产负债率和财务费用率皆逐步上升



资料来源：Wind、银河证券

- 融资比例下降导致财务费用从总体上下降
 - 前期融资比例保持高位的逻辑：
 - 单位资产盈利高于融资成本
 - 信贷宽松
 - 融资比例保持高位结果：资产负债率较高，财务费用率较高
- 流动负债占比提升，财务费用从结构上下降
 - 投资减少，则对应的流动负债占比会上升
 - 如前所述，同时流动资产的比例上升
- 下降空间多少？最多可以为负；若0的话吨钢成本节约100元

钢铁盈利增加的另一条途径

图表 假设原料成本不变，利润可增加2倍以上

	原料成本	人工	折旧+摊销	销售费用	管理费用	财务费用	利润总额
	相对于收入	相对于收入	相对于固定资产	相对于收入	相对于收入	相对于收入	相对于收入
2010年	84.14%	1.43%	10.78%	1.32%	3.20%	1.33%	3.11%
未来	84.14%	1.50%	4.18%	1.00%	2.20%	0.00%	9.66%
相对增幅	0.00%	4.83%	-61.22%	-24.32%	-31.14%	-100.00%	210.33%

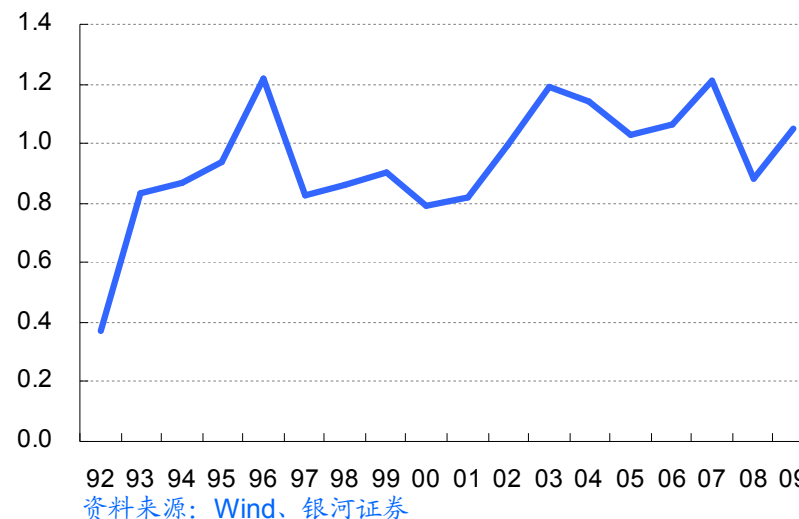
资料来源：银河证券

- 钢铁除周期性盈利的消涨外，通过改善料工费等手段，也可以提高盈利
 - 最好的定然是原料结构改变
 - 其次是折旧下降较快的
 - 三费率的下降也是提高盈利的方式
- 钢铁盈利加法的最重要的结论是，如果行业没有趋势性机会，则从长期看，某些公司将在残酷的行业中生存下来

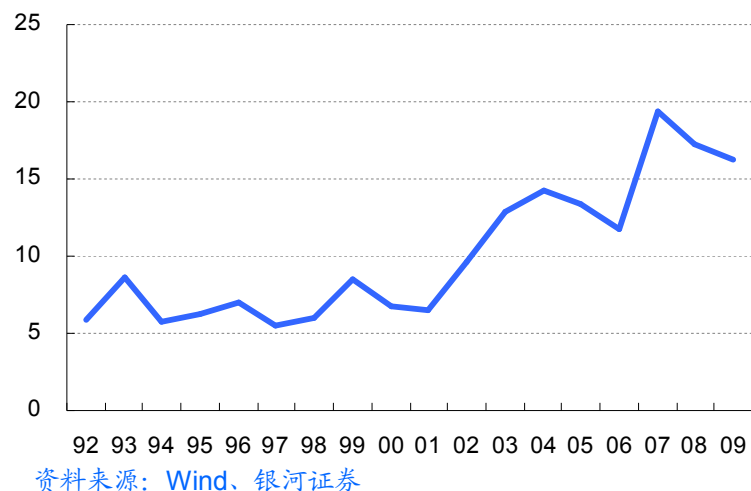
资产周转率：流动资产撑起的天空

- 进入**94**年以来，**AU**便一直保持**1**左右的水平
 - 在盈利较差的**97-01**年，保持低位
 - 在盈利较好的**01-07**年，保持高位
- 资产周转率的分析
 - 产能利用率越高，周转率越高——解释了上一条
 - 流动资产和非流动资产的周转率的分析
- 非流动资产周转率已经处于下降水平
 - 参见前面的图表、分析
- 流动资产周转率处于快速上升的水平
 - 流动资产比例的降低——主要原因
 - 存货、经常性项目管理水平的提升

图表 资产周转率保持在1左右



图表 流动资产周转率处于快速上升的水平



资产周转率未来：变化空间不大

- 虽然流动资产占比相对较低，但我国资产周期率却高于国外
 - 逻辑是我国总体投资型经济带来的高效率
- 结论：资产周转率未来变化空间不大

图表 目前全球钢厂资产周转率基本保持在100%左右

	04	05	06	07	08	09	10
美国钢铁	147.88%	134.43%	154.01%	128.71%	149.78%	70.13%	112.92%
安赛乐米塔尔	151.57%	106.12%	80.34%	85.44%	93.69%	46.80%	60.34%
蒂森克虏伯	121.62%	129.22%	132.69%	140.16%	134.04%	97.73%	100.19%
新日铁	78.41%	89.45%	92.84%	87.02%	91.61%	94.79%	70.65%
JFE	65.48%	75.97%	85.04%	86.92%	88.03%	91.97%	68.98%
住友金属	65.48%	75.97%	85.04%	86.92%	88.03%	91.97%	68.98%
浦项	106.79%	101.87%	88.11%	93.76%	100.30%	75.78%	102.55%
塔塔	80.77%	98.45%	105.86%	71.90%	150.67%	119.49%	88.53%
印度国营	95.54%	114.60%	93.21%	102.60%	102.81%	88.08%	64.21%
平均值	101.50%	102.90%	101.90%	98.16%	111.00%	86.30%	81.93%
我国	119.15%	114.36%	103.10%	106.59%	121.33%	88.23%	105.12%
相差（个百分点）	-17.64	-11.46	-1.19	-8.43	-10.33	-1.93	-23.20

资料来源：Wind、彭博

权益乘数：又一个呈下降趋势的

- 权益乘数必然呈现下降趋势
 - 和资产负债率同相变化
 - 权益乘数=1/（1-资产负债率）
 - 资产负债率呈现下降
- 2010年国际平均权益乘数为**1.42**，我国为**2.66**

图表 目前我国钢厂资产负债率高于全球三十多个百分点

	02	03	04	05	06	07	08	09	10
美国钢铁	17.98%	24.73%	13.10%	17.58%	10.31%	21.17%	19.62%	21.96%	24.51%
安赛乐米塔尔	41.44%	30.26%	10.34%	24.53%	23.58%	22.92%	25.56%	19.05%	19.79%
蒂森克虏伯	18.24%	16.37%	13.59%	13.76%	10.60%	9.56%	10.60%	18.05%	17.01%
新日铁	49.89%	49.72%	42.10%	33.11%	26.94%	25.74%	22.95%	29.86%	27.66%
JFE	0.00%	53.69%	49.33%	39.57%	32.03%	30.49%	31.17%	41.32%	38.03%
住友金属	0.00%	53.69%	49.33%	39.57%	32.03%	30.49%	31.17%	41.32%	38.03%
浦项	26.74%	22.67%	15.58%	11.08%	14.03%	14.78%	23.25%	24.37%	29.25%
塔塔	38.05%	33.82%	23.57%	18.73%	16.44%	50.27%	42.90%	49.26%	48.38%
印度国营	57.32%	54.89%	36.24%	18.54%	11.79%	10.79%	7.23%	15.55%	25.02%
平均值	27.74%	37.76%	28.13%	24.05%	19.75%	24.02%	23.83%	28.97%	29.74%
我国	46.06%	44.93%	47.77%	50.99%	54.66%	56.33%	58.66%	61.23%	62.50%
相差（个百分点）	-18.32	-7.17	-19.64	-26.94	-34.91	-32.31	-34.83	-32.26	-32.76

资料来源：Wind、彭博

钢铁行业ROE驱动力的现在以后比较

	盈利水平	资产周转率	权益乘数	ROE
目前	低 (E_0)	高 (AU_0)	高 (EM_0)	$E_0 \cdot AU_0 \cdot EM_0$ (低)
以后	高 ($E_0 \cdot 3$)	低 ($AU_0 \cdot 0.8$)	低 ($EM_0 \cdot 0.5$)	$1.2 \cdot E_0 \cdot AU_0 \cdot EM_0$ (高)

- 钢铁历史上ROE主要依靠高资产周转和高负债提高
 - 盈利水平波动较大，但平均来看保持低位
- 未来ROE将主要依靠盈利水平的提高，方式如下：
 - 降低“管理+营销”费用率
 - 折旧比例开始减少

第三部分

摘要

寻找行业真正的盈利模式

- 目前盈利模式的总结
- 四类周期的盈利模式
- 从财务中寻找盈利模式

目前盈利模式的总结：乘法和加法

- 目前钢铁盈利模式有两类
 - 以周期性为特征的模式，其为行业性的，核心逻辑为供需关系，特点是盈利波动较大
 - 以降低成本、加强管理为特征为模式，其公司性的，核心逻辑是“加强内功”，特别是盈利的持续上升
- 周期性模式，由于最终显示为毛利率的波动，我们称为乘法模式
 - 其核心是关注行业——这也是所有卖方研究员正在关注的事
 - 是过去几年最重要的
- 降低成本、加强管理模式，由于以降低工料费等来实现，我们称为加法模式
 - 其核心是企业的战略管理及具体管理水平的提升——目前卖方研究员除了加强“内功”的口号外，很少涉及
 - 可能是未来主要的投资机会，包括
 - 盈利增加致使企业的做大
 - 现金流紧张下的融资行为
 - 非钢产业的发展
 - 并购行为

行业真正盈利模式的验证

- 周期性行业最大的盈利模式无疑是周期理论——自上而下的推导
 - 经济周期——产能周期——库存周期
 - 生命周期——行业周期——产业联动——偶然事件
- 从财务中寻找盈利模式——自下而上的验证
 - 从财务指标是寻找行业盈利的变化趋势

■ 直观感觉，前面也有部分论述，钢铁行业

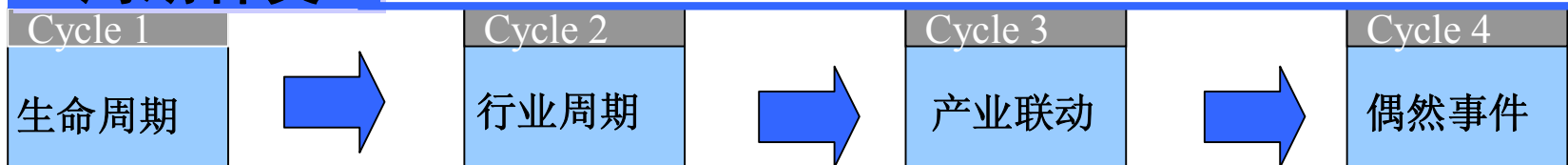
- 宏观上依赖于我国的经济结构，**ROE**取决于自身产能增加及总体投资的增量
- 微观上通过高资金杠杆和提高资金周转两方面来提高**ROE**

四类周期的再重复：老调重谈有新意

- 除特钢品种外，钢铁行业不可能处于行业的萌芽期或成长期
- 产能增长的波动性和需求增加的持续性是行业周期的根本逻辑
- 假设市场有效，产业联动主要来自于新政策在某一方面的力度超市场预期

每次都
说这个

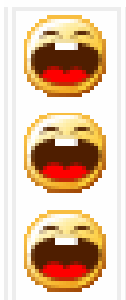
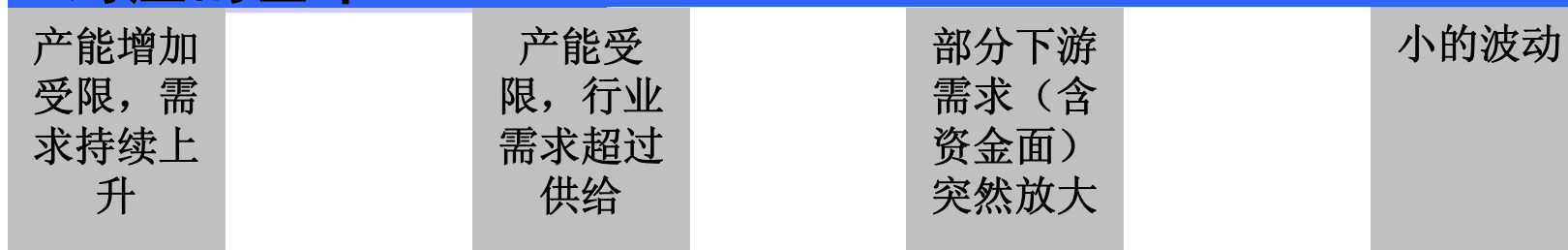
周期种类



股价表现



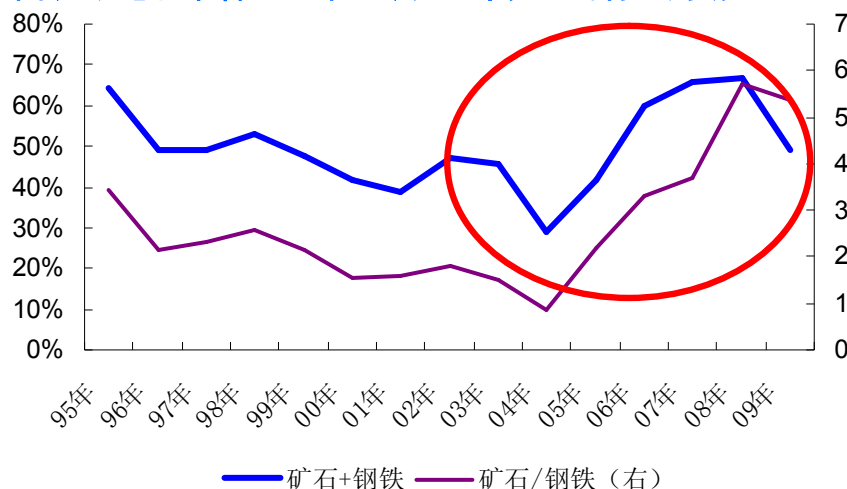
对应的基本面情况



钢铁行业

02年开始：一个大的行业周期

图表 从毛利率看，02年至今是一个完整的行业周期

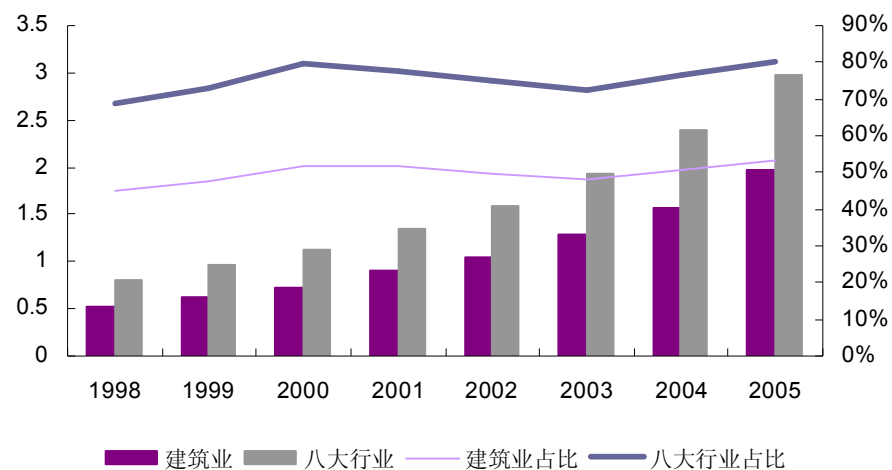


资料来源：银河证券

- 从盈利来看，钢铁整体产业链在**02-07年**之间的盈利处于快速上升
 - **07年**钢铁：大投资机会
- **08年后**矿石与钢铁的盈利水平达到并保持高位
 - **07年后**：矿石投资机会

- 此轮周期的核心逻辑有两个：
 - 投资，特别是房地产投资超预期
 - 政策压制钢铁企业，使其缩减投资相关的钢材产能
- **09年以后**，由于投资的某一部分（基建投资）的突然放大，产能变化不大，故产生了一波产业联动

图表 投资相关的钢铁需求一直占总需求的70%以上



资料来源：银河证券

■ 取决于启动时间和建设力度，原因：

- 目前产能利用率较高
- 钢铁产能有可能快速增加

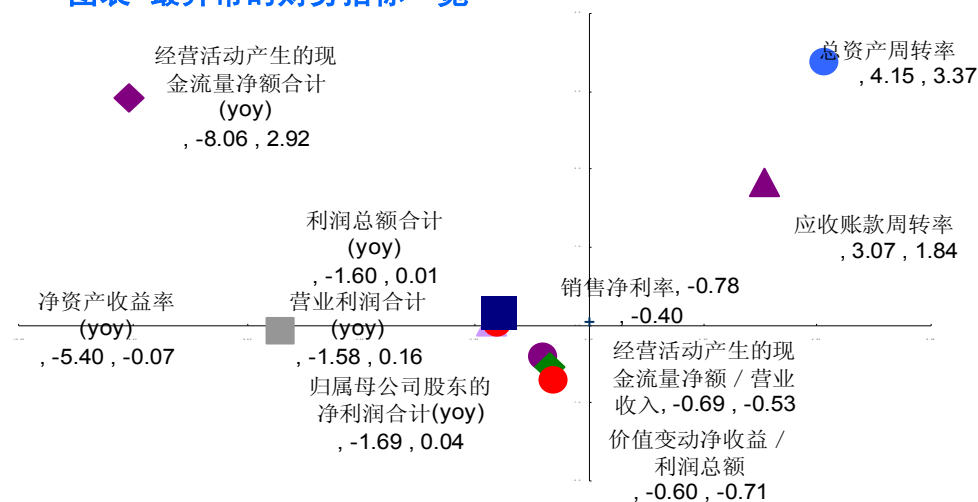
■ 解释：

- 产能利用率较高，保障房带来钢铁需求增量的边际效用巨大
 - 产能利用率较高，是因为前期我们提及的三四线城市用钢量超预期——这部分需求甚至无法用目前的库存体系来分析
- 根据我们调研得知，目前小钢厂扩产冲动很大，如果产能增加速度过快，则行业周期不存在
- 如果建设力度不够、最终完成量降低，甚至完成量“掺水”，则产业联动都不算

■ 数据分析：异常值分析

- 分别将钢铁行业和全部A股的主要财务指标进行分析，找出异常值
- 时间选取两个：长期的选历年平均值；短期选**2010年**
- 异常值的标准是高过**30%**、**100%**、**200%**，对应的是低于**-21%**、**-50%**、**-67%**

图表 最异常的财务指标一览



资料来源：银河证券

■ 两者全部皆在**200%**左右或以上的

- 总资产周转率、应收账款周转率
- 表明行业对下游的资金要求很高，通过下游的资金来支撑行业的高负债率和资金运转

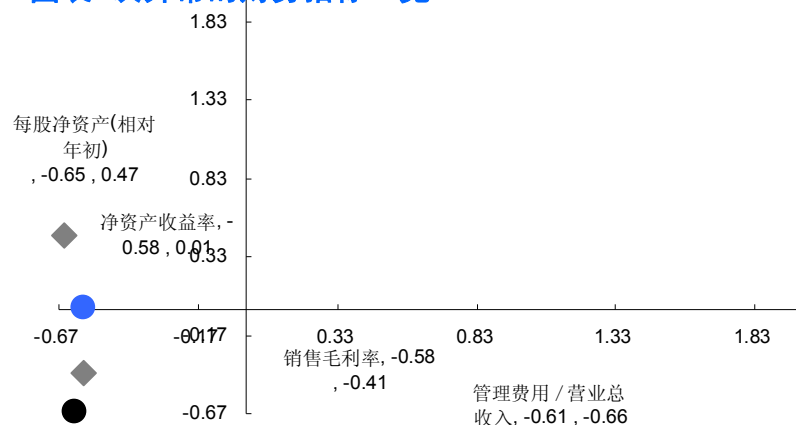
■ 两者全部低于**-67%**左右或以下的

- 销售净利率、经营活动产生的现金流量净额/营业收入、价值变动净收益/利润总额
- 前两者表明行业盈利水平已经非常低
- 后者表明钢铁资产升值空间不大

■ 其它：

- 经营活动产生的现金流量净额的年度增长率
- **10年较历史平均大幅下降说明行业经营能力出现了危机的苗头**

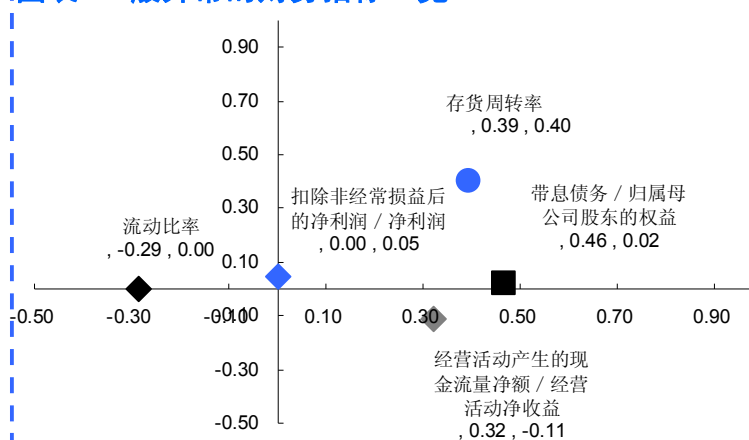
图表 次异常的财务指标一览



资料来源：银河证券

- 净资产收益率、销售毛利率不超预期
- 管理费用率表明我国很多行业的管理费用控制均较差，下降应属于长期过程
- 每股净资产表明相对其它行业，钢铁盈利能力差

图表 一般异常的财务指标一览



资料来源：银河证券

- 流动比率和“带息债务/股东权益”表明偿债能力的恶化
- 存货周转率，一是说明行业周期性的特点，二通过应收帐款周转率说明对下游资金的需求
- 另外两个不说明

- 结论：行业的盈利模式即为以下游资金垫付缓解资金压力，通过高周转和高负债来抵消盈利的下滑
- 但目前这个模式已经走入死胡同，原因一是下游资金也开始紧张；二偿债能力不足以支撑目前的高负债；三是盈利的过快下降
- 此次保障房可能性是乘法，即趋势性投资的最后机会；未来行业将以加法，即个股精选为主

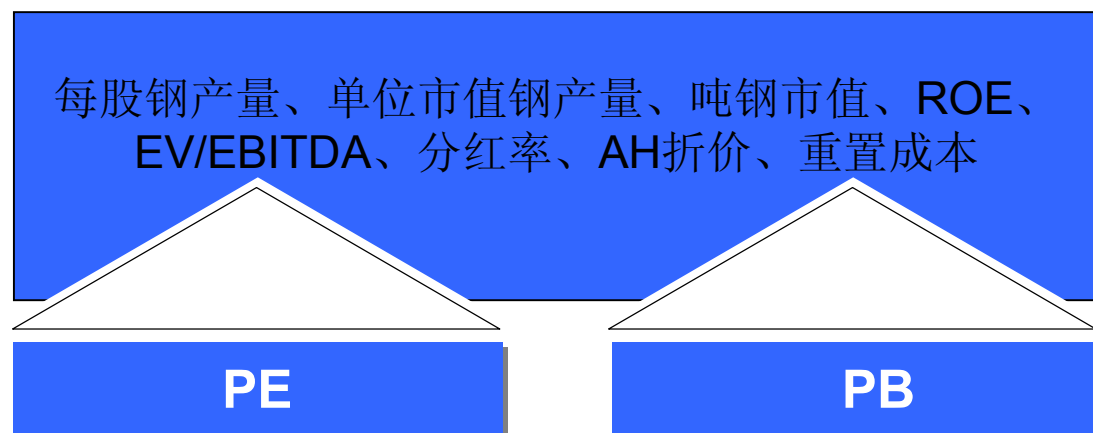
第四部分

最终归宿：一切为了选股

摘要

- 估值和位置分析
- 具体选股指标
- 推荐上市公司

估值和位置：和利润同样的重要



- PE、PB——两大基础性估值指标
 - PE，进攻时的选择
 - PB，防守时的底线
- 诸多指标由该两者衍生

- 位置属于更市场的指标，主要逻辑为：
 - 假设市场是有效的，历史上走势可以重演
 - 投资者的操作习惯
 - 赚钱效应下的记性
 - 不同钢铁股股本结构的差异

PE、PB：估值的基础

■ PE：周期性行业的激情和误区

- 钢铁PE的核心逻辑是价格的微幅变动，将带来盈利的巨大增加
 - EPS成十倍或百倍的增加，PE的估值方法将使得股价的想像空间天马行空
 - 同理，EPS减少幅度也将大幅影响股价，所以EPS高点这个概念很重要
- 进攻时，最基础的参照指标

■ PB：盈亏平衡点左右的估值

- 钢铁PB的核心逻辑是一级市场和二级市场购买公司的差别
 - 二级市场的流动性好于一级市场，故PB估值方法带来安全空间
 - 但如果亏损PB的安全空间将大幅降低，所以只考虑PB低而不考虑亏损进行推荐，逻辑上有错误
- 防守时，最基础的参照指标

PE的两个引申指标：不同时点的选择

■每股钢产量：趋势性投资初期的疯狂

$$\begin{aligned}\text{每股钢产量} &= \text{产钢量} / \text{总股本} = (\text{盈利} / \text{总股本}) * (\text{产钢量} / \text{盈利}) \\ &= \text{EPS} / \text{吨钢盈利} \\ \text{EPS} &= \text{每股钢产量} * \text{吨钢盈利}\end{aligned}$$

这意味着，每股钢产量越高，**EPS**的增加越快。在投资的初期，每股钢铁产量较高公司的想像力更大

■吨钢市值/单位市值钢产量：错过第一波的自然选择

$$\begin{aligned}\text{单位市值钢产量} &= \text{市值} / \text{产钢量} = (\text{股价} * \text{股本}) / \text{产钢量} \\ &= \text{股价} * (\text{股本} / \text{产钢量}) = \text{股价} / \text{每股钢产量} \\ \text{吨钢市值} &= \text{市值} / \text{产钢量} = 1 / \text{单位市值钢产量} = \text{每股钢产量} / \text{股价}\end{aligned}$$

这意味着，每股钢产量高的股票股价出现大幅上涨后，不同股票每股钢产量的相对优势。

■以上两个估值指标的基础皆是**PE**

未来最重要的指标：ROE

■ ROE：基本概念

- 和ROA一道，反映资产利用效率——听起来，以后也会特别重要
- 和PB一样，也属于保守指标，前期属于对钢铁行业周期的极值判断。但在这类判断中，由于太长期，无法说明当前股价的高低
- ROE和ROA未来可能在钢铁公司估值中会逐步显得重要，特别是ROE，但需和PB、甚至和企业的偿债能力相结合

■ ROE：打通PE和PB的桥梁

$$ROE=PE/PB, \quad 1/PE=ROE/PB$$

将（**1/PE**）看作是资金要求回报率，则未来钢铁行业以更全面的ROE代替EPS后，“连续几ROE年平均/资金要求回报率*每股净资产”则可以看作股价的合理参考

■ 未来现在ROE的关系，取决于

- 公司目前的盈利及其加法的增长空间
 - 管理+销售费用率分别降至2%和1%
 - 公司“折旧+摊销”与固定资产比例下降4.2%
 - 财务费用为零
- 资产周转率、权益乘数分别下降至为80%、1.42

行业未来ROE与现在的关系为1.2倍

其它指标：估值难度与可用性

■EV/EBITDA：未来必然将重视的指标

- 排除了折旧摊销这些非现金成本的影响，而折旧摊销对钢铁公司占比有特别大
- 比较复杂，特别是某些钢铁公司较多，将降低其准确性

■分红率：过于长期的指标

- 短期甚至历史的分红率意义都不大
- 但很长期的未来将非常关键，甚至是最重要的指标

■重置成本：无意义

- 相对重置成本于目前投资环境下，重建一吨钢铁产能需要的成本
- 但问题是：为什么要重建一吨钢铁产能？
 - 行业不景气时，重建一吨钢铁产能必然亏钱，比PB还不靠谱
 - 行业景气时，为什么要用这么保守的指标呢？

■AH折价：承认技不如人

- 不能做为单独的推荐理由
- 需考虑汇率政策

最终归宿：上市公司的选股指标

■ 乘法时：

Phase I	Phase II	Phase III	Phase III
■ 以股价历史振幅为选股指标 ■ 基于位置考虑	■ 以每股钢产量为选股指标 ■ 业绩弹性	■ 以单位市值钢产量为选投指标 ■ 错过第一波	■ 以“股价历史振幅/目前涨幅”为选股指标 ■ 行业投资出现大的投资机会 ■ 或纯粹以PE为指标 ■ 短期盈利的长期化
有力度保障房的相关政策出台	工程机械等数据向好、钢材销量明显转好	行业内各股票的涨幅差异巨大	行业供不应求确立，钢价持续上涨

最终归宿：上市公司的选股指标

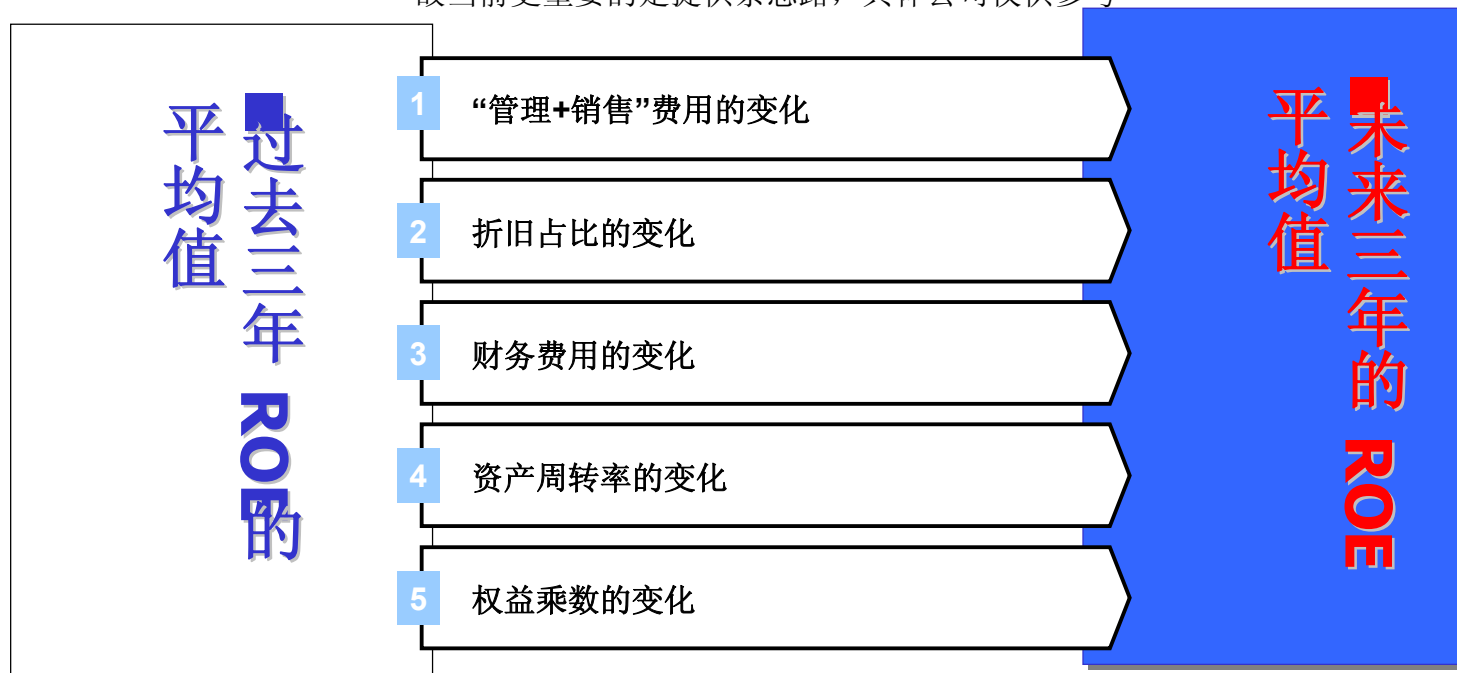
■ 加法时

■ 短期指标

- 折旧占比、三费占比呈下降趋势

■ 长期指标

- 过去ROE的考量
- 未来ROE的猜想
 - 风险：公司生产经营发生变化，指标需跟踪
 - 故当前更重要的是提供思路，具体公司仅供参考



基于历史振幅：9830的回忆

■ 主要公司包括

- **9830**（酒钢、八钢、三钢、凌钢）
- 其它公司（西宁、柳钢、韶钢）

■ 逻辑：

- 长材+资源占比
- 历史上的每股钢产量
- 历史上的单位市值钢产量

题外话：由于本人是北京科技大学（即北京钢铁学院）钢铁冶金98级3班的，所以9830一直被我经常性的、琅琅上口地重复着 🤖

钢铁行业

每股钢产量和单位市值钢产量

图表 每股钢产量和单位市值钢产量一览

	总股本（亿股）	总市值（亿元）	10年钢产量（万吨）	每股钢产量（公斤/股）	单位市值钢产量（公斤/元）
莱钢股份	9.22	79.87	773.00	83.81	9.68
八一钢铁	7.66	110.91	633.00	82.59	5.71
三钢闽光	5.35	55.88	420.74	78.69	7.53
新钢股份	13.93	96.43	846.94	60.78	8.78
安阳钢铁	23.94	85.45	1095.10	45.75	12.82
华菱钢铁	30.16	116.71	1355.00	44.93	11.61
杭钢股份	8.39	42.62	359.88	42.90	8.44
凌钢股份	8.04	68.82	340.00	42.29	4.94
河北钢铁	68.77	300.52	2401.00	34.91	7.99
大冶特钢	4.49	67.77	133.44	29.69	1.97
韶钢松山	16.70	61.77	482.00	28.87	7.80
鞍钢股份	72.35	478.22	2087.28	28.85	4.36
济南钢铁	31.20	139.49	827.00	26.50	5.93
重庆钢铁	17.33	69.85	451.54	26.05	6.46
新兴铸管	19.17	182.87	419.41	21.88	2.29
广钢股份	7.62	59.93	158.89	20.84	2.65
柳钢股份	25.63	129.68	532.96	20.80	4.11
酒钢宏兴	40.91	214.80	807.01	19.72	3.76
方大特钢	13.01	72.57	256.47	19.72	3.53
马钢股份	77.01	260.28	1470.00	19.09	5.65
西宁特钢	7.41	70.56	126.60	17.08	1.79

资料来源：Wind、银河证券

图表 “折旧/固定资产”保持下降的一览

	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
本钢板材	23.82%	19.95%	14.30%	9.08%
宝钢股份	15.59%	13.43%	11.50%	11.27%
酒钢宏兴	20.95%	18.98%	15.92%	14.47%
重庆钢铁	5.95%	6.40%	6.32%	3.94%
西宁特钢	7.69%	8.26%	9.60%	8.64%

资料来源：Wind、银河证券

图表 “费用/收入”保持下降的一览

	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年1季度
新兴铸管	7.1%	5.1%	5.1%	3.7%	2.7%
鞍钢股份	7.8%	6.9%	5.8%	5.5%	5.0%
韶钢松山	3.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%
华菱钢铁	4.7%	4.5%	5.0%	3.7%	3.5%
宝钢股份	3.8%	3.8%	4.1%	3.5%	3.3%
莱钢股份	5.5%	4.3%	4.6%	3.0%	2.5%
新钢股份	3.9%	4.2%	3.8%	3.1%	2.7%
马钢股份	2.6%	2.0%	2.6%	2.2%	1.8%
柳钢股份	5.3%	3.3%	3.8%	2.6%	2.6%

资料来源：Wind、银河证券

■ 保持持续下降的

- 本钢、宝钢、酒钢

■ 其它：

- 两年下降的：重庆钢铁
- 一年下降的：西宁特钢

■ 保持持续下降的

- 新兴铸管、鞍钢

■ 其它：

- 下降幅度较大的：莱钢、柳钢
- 其它以下降为主的：韶钢、华菱、宝钢、新钢、马钢

通过ROE、PB计算出来的股价

■ 取过去三年的ROE平均值，资金要求回报率为5%

■ 武钢、宝钢、河北、铸管等具有投资机会

图表 通过ROE和PB计算出来的股价

	平均ROE	每股净资产	计算股价	目前股价 (6.22)	比值
武钢股份	10.34%	3.60	7.44	4.14	1.80
宝钢股份	8.74%	5.98	10.45	5.86	1.78
河北钢铁	7.81%	4.28	6.68	4.37	1.53
新兴铸管	12.18%	5.48	13.34	9.54	1.40
久立特材	18.07%	6.64	23.99	17.30	1.39
大冶特钢	18.04%	5.65	20.39	15.08	1.35
凌钢股份	12.50%	4.62	11.55	8.56	1.35
新钢股份	5.33%	6.12	6.52	6.92	0.94
太钢不锈	5.85%	3.84	4.49	4.99	0.90
酒钢宏兴	4.36%	5.24	4.57	5.25	0.87
杭钢股份	5.04%	4.19	4.22	5.08	0.83
鞍钢股份	3.59%	7.47	5.37	6.61	0.81
南钢股份	5.15%	2.62	2.69	3.87	0.70
重庆钢铁	4.23%	3.29	2.78	4.03	0.69
鄂尔多斯	13.78%	4.54	12.52	18.44	0.68
马钢股份	2.87%	3.54	2.03	3.38	0.60

钢铁行业

通过调整后ROE、PB计算出来的股价

图表 通过调整后ROE和PB计算出来的股价

	调整后的ROE	每股净资产	计算股价	目前股价	比值
鞍钢股份	11.94%	7.47	17.85	6.61	2.70
华菱钢铁	10.05%	4.55	9.14	3.87	2.36
宝钢股份	11.17%	5.98	13.35	5.86	2.28
本钢板材	10.93%	4.79	10.48	6.20	1.69
武钢股份	9.44%	3.60	6.79	4.14	1.64
马钢股份	6.88%	3.54	4.87	3.38	1.44
久立特材	18.07%	6.64	23.99	17.30	1.39
酒钢宏兴	6.92%	5.24	7.26	5.25	1.38
大冶特钢	18.04%	5.65	20.39	15.08	1.35
太钢不锈	8.62%	3.84	6.61	4.99	1.33
鄂尔多斯	26.52%	4.54	24.08	18.44	1.31
新钢股份	7.11%	6.12	8.71	6.92	1.26
重庆钢铁	7.30%	3.29	4.80	4.03	1.19
河北钢铁	5.44%	4.28	4.66	4.37	1.07
新兴铸管	7.62%	5.48	8.34	9.54	0.87
安阳钢铁	3.50%	4.41	3.09	3.57	0.86
凌钢股份	7.58%	4.62	7.00	8.56	0.82
攀钢钒钛	12.70%	2.77	7.03	10.84	0.65

谢 谢