

毛利率下降，盈利改善有待减产

报告要点

■ 前三季度收入成本同比有所增长，3 季度环比小幅下降

营业收入同比增长 18.72%源于钢铁行业的量价齐升：1、前三季度国内市场钢材均价同比上涨 14.10%；2、1-9 全行业粗钢累计产量同比上涨 10.79%，钢材产量累计上涨的幅度为 11.24%。3 季度营业收入环比 2 季度下降 2.65%，由于 3 季度钢材均价环比下降约 0.34%，而全行业粗钢产量环比降幅约 3.01%，因此营业收入的环比下降主要来自于产销量的下滑。前三季度营业成本同比增长 20.20%，增幅大于收入；3 季度环比 2 季度下降 1.93%，降幅小于收入。

营业收入环比下滑较大的公司普遍是因为检修导致产量下降，包括柳钢股份、酒钢宏兴、新兴铸管、凌钢股份、西宁特钢等，说明需求下滑对上市公司 3 季度生产的影响已开始显现。

■ 1-9 净利润同比有所下降，3 季度环比下降幅度较大

相比去年同期来说，2011 年 1-9 月净利润同比下降 15.89%，而 3 季度环比 2 季度下降 40.05%，降幅较大。行业净利润同比下降的主要原因是原燃料成本价格涨幅大于钢价，3 季度环比降幅更大主要是矿价上涨叠加钢价小幅下跌所致。矿石资源优势、区域性及长材占比较高、以及钢管企业净利润同比增幅较大；而今年以来板材占比较高公司净利润表现较差。

3 季度矿石资源优势、钢管企业毛利率环比改善较为明显。

■ 存货合理范围内上升，3 季度经营现金流环比下降幅度较大

3 季度存货水平合理范围内同比上升，环比小幅增加；但是受当前紧缩货币政策及成本高企影响，3 季度经营现金流环比下降幅度较大。

■ 4 季度钢价与矿石加速寻底，盈利改善有待钢厂减产

行业盈利一直处于历史低位是今年行业面临最大的困扰。不过正是在这样的格局下，钢价矿石传导时滞大幅缩短，联动性日益明显。目前来看，对明年投资下滑的担忧依然会制约着行业表现，预计 4 季度钢价、矿价将呈现一个加速寻底的过程。因此，盈利何时见底的不确定性以及存货减值损失大幅上升的风险是 4 季度行业面临最大的两个问题，不过，从近年行业盈利周期的演绎来看，只有在钢价矿价均大幅下跌后行业盈利才出现改善的机会。因此，我们目前需要的只是耐心等待转机的到来。

在行业盈利继续探底的情况下，建议关注具备业绩保障的长材品种，如新兴铸管、八一钢铁；低 PB 的河北钢铁，PB 较低且业绩环比改善的华菱钢铁。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000778	新兴铸管	推荐
600581	八一钢铁	推荐
000629	攀钢钒钛	推荐
600019	宝钢股份	推荐
000825	太钢不锈	谨慎推荐
000932	华菱钢铁	谨慎推荐
600282	南钢股份	谨慎推荐
000709	河北钢铁	谨慎推荐

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	10A	11E	12E
PE	20.55	16.67	12.21
PB	0.96	0.91	0.84
EV/EBITDA	6.16	4.77	3.55
宝钢股份	10A	11E	12E
PE	7.28	12.79	10.57
PB	0.90	0.85	0.79
EV/EBITDA	3.90	4.08	3.16

相关研究

《长江钢铁行业 3 季报前瞻：业绩小幅下滑，4 季度风险或释放》2011-10-12

《长江钢铁行业 10 月月报：10 月扭转钢价下跌趋势难度较大》2011-10-11

《长江钢铁行业 2011 年 4 季度投资策略：我们是否将迎来旺季的 4 季度？》2011-10-10

分析师：

刘元瑞

(8621)68751767

liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

联系人：

王鹤涛

(8621) 68751767

wanght1@cjsc.com.cn

正文目录

收入成本同比增长环比下降，产销量是主要影响因素	4
前三季度收入同比增长来自量价齐升，3 季度环比下滑源于产量	4
前三季度成本同比增幅大于收入，3 季度环比降幅小于收入	6
净利润同比有所下降，3 季度环比下降幅度较大	9
净利润前三季度同比有所下降，3 季度环比下降幅度较大	9
毛利率同比下降 1.39 个百分点，3 季度环比下降 0.96 个百分点	10
费用率同比小幅下降、环比小幅上升	11
ROE 同比继续下降，销售净利率下滑是主要原因	12
存货合理范围内上升，3 季度现金流环比下降幅度较大	13
总结：净利润环比大幅下降，资源与钢管优势明显	15
3 季报总结：净利润与经营现金流下降幅度较大	15
资源优势依然明显	15
“十二五”需求回暖，钢管公司开始复苏	16
特钢盈利环比有所改善，表现略超预期	16
4 季度钢价与矿石加速寻底，盈利改善有待钢厂减产	17
4 季度钢价与矿石将加速寻底	17
盈利改善依赖行业减产力度提升	20
原材料存货减值损失或大幅上升	21

图表目录

图 1: 1-9 月国内市场钢材均价同比上涨幅度约 14.10%.....	4
图 2: 1-9 月粗钢产量持续高位运行.....	4
图 3: 3 季度国内市场钢材均价环比下降 0.34%，基本持平.....	5
图 4: 3 季度国内粗钢产量环比下降 3.01%.....	5
图 5: 今年 1-9 月国内矿石现货均价同比上涨幅度约 26.22%.....	7
图 6: 3 季度国内现货矿石均价环比增长 1.87%.....	7
图 7: 2 季度涨幅较大长协矿将对 3 季度成本形成较大的压力.....	8
图 8: 国内汽车产量同比增速缺乏明显改善迹象.....	17
图 9: 钢价带动矿价变动，但存在时滞.....	17
图 10: 国内钢价 9 月开始加速下跌.....	18
图 11: 全国粗钢旬度日均产量从 10 月上旬开始下滑.....	18
图 12: 10 月国内矿石价格开始加速下跌.....	19
图 13: 持续了近 7 个月的期现价差倒挂将继续承压现货价格.....	20
图 14: 8 月以来长材品种估算毛利持续下降.....	20
图 15: 8 月以来板材品种估算毛利持续大幅下降.....	21
图 16: 2008 年 4 季度矿价大幅下跌导致行业资产减值损失大幅飙升.....	21
表 1: 1-9 月营业收入同比有所增长，3 季度环比小幅下降.....	5
表 2: 1-9 月营业成本同比有所增长，3 季度环比小幅下降.....	8
表 3: 1-9 月净利润同比有所下降，3 季度环比下降幅度较大.....	9
表 4: 1-9 销售毛利率同比下降 1.39 个百分点，3 季度环比下降 0.96 个百分点.....	11
表 5: 1-9 月费用率同比小幅下降、3 季度环比小幅上升.....	12
表 6: 1-9 月销售净利率下滑使得行业 ROE 同比有所下降.....	12
表 7: 2011 年 1-9 月存货水平同比有所增加，环比 2 季度末小幅增加.....	13
表 8: 3 季度经营现金流量净额环比 2 季度有所下降.....	14
表 9: 3 季度资源性企业毛利率有所改善.....	15
表 10: 管道公司毛利率环比出现一定幅度的改善.....	16
表 11: 3 季度特钢公司盈利能力略有改善.....	16
表 12: 10 月主要钢厂检修影响的产量环比上升幅度较大.....	18
表 13: 国内主要钢厂高炉设备 10 月检修统计.....	18

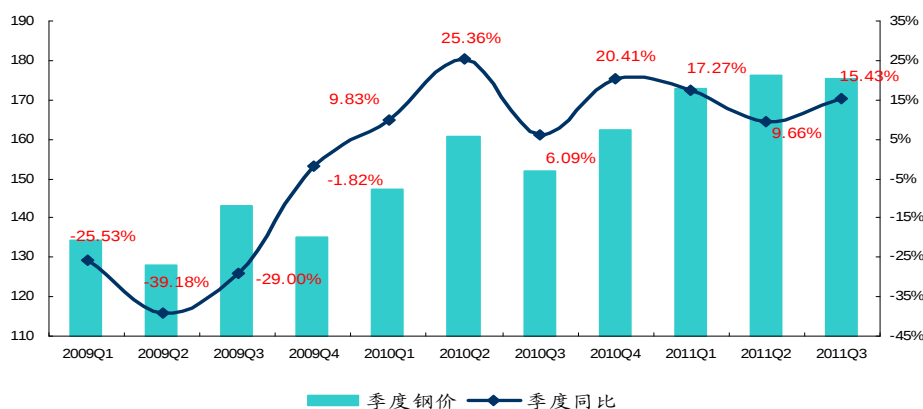
收入成本同比增长环比下降，产销量是主要影响因素

前三季度收入同比增长来自量价齐升，3季度环比下滑源于产量

前三季度营业收入同比明显增长，均值约为 18.72%，3 季度营业收入环比 2 季度下降 2.65%。

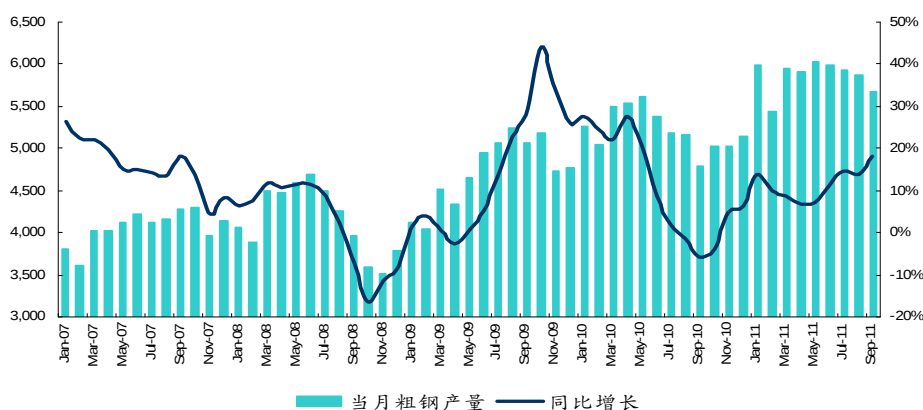
- ✓ **营业收入同比增长 18.72% 源于钢铁行业的量价齐升：** 1、2011 年 1-9 月钢价持续高位运行，粗略测算，前三季度国内市场钢材均价同比上涨 **14.10%**；2、受保障房及建筑拉动的长材需求影响，今年前三季度全国粗钢产量持续高位运行，**1-9 全行业粗钢累计产量同比上涨 10.79%**，钢材产量累计上涨的幅度为 **11.24%**。3、上市公司产能板材占比较高，而今年以来板材价格表现明显弱于长材，因此，上市公司销售均价同比涨幅低于行业平均水平。

图 1：1-9 月国内市场钢材均价同比上涨幅度约 14.10%



资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

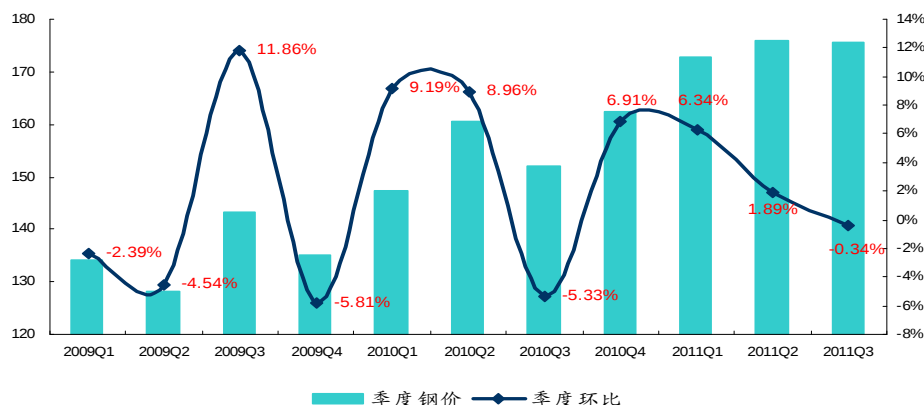
图 2：1-9 月粗钢产量持续高位运行



资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

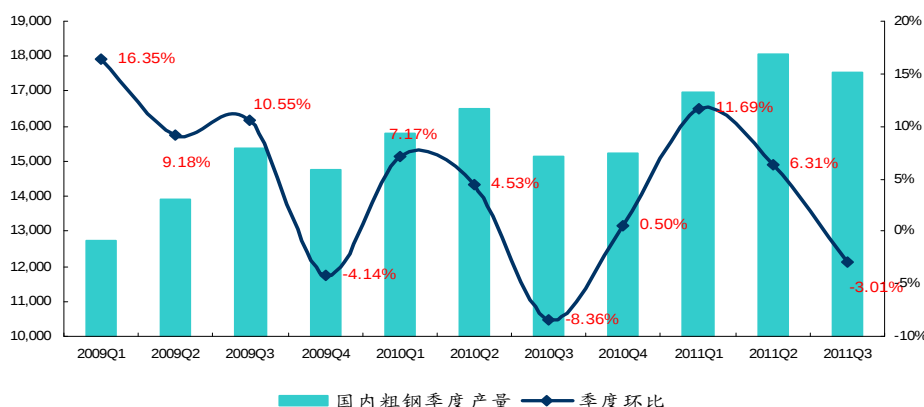
- ✓ **3 季度营业收入环比下降 2.65% 主要源于产销量的下滑：** 1、7、8 月国内钢价高位震荡，9 月开始下跌，粗略估算，3 季度钢材均价环比下降约 **0.34%**，基本持平，因此营业收入的环比下降应该来自于产销量的下滑；2、在 6 月粗钢日均产量创出 199.77 万吨新高后，国内粗钢产量开始缓慢下滑。综合来看，3 季度全行业粗钢产量环比降幅约 **3.01%**，而钢材产量环比增长 **0.36%**。

图 3：3 季度国内市场钢材均价环比下降 0.34%，基本持平



资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

图 4：3 季度国内粗钢产量环比下降 3.01%



资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

从我们统计的数据来看，营业收入 1-9 月同比增长幅度较大的上市公司主要包括：1、以长材占比较高的中小公司，这主要是前期较为旺盛的建筑需求拉动所致；2、报告期内公司新增产能释放，如酒钢宏兴、柳钢股份；3、重组或资产注入所致合并口径扩大，如南钢股份实现整体上市、武钢股份注入鄂钢、马钢吸收长江钢铁。

在下游制造业需求同比回落的情况下，以板材为主的宝钢股份和鞍钢股份增长较为乏力。

另外，华菱钢铁自身调整开始见效，产能释放带动营业收入同比自然恢复。

3 季度营业收入环比增幅均不显著，南钢股份是销量大于产量消化产成品所致，八一钢铁有一定的新疆地区季节性因素影响。而营业收入环比下滑较大的公司普遍是因为检修导致产量下降，包括柳钢股份、酒钢宏兴、新兴铸管、凌钢股份、西宁特钢等，说明需求下滑对上市公司 3 季度生产的影响已开始显现。

表 1：1-9 月营业收入同比有所增长，3 季度环比小幅下降

公司名称	2010.01-09	2011.01-09	同比增长	公司名称	2011Q2	2011Q3	环比增长
南钢股份	198	300	51.41%	南钢股份	98	109	10.86%
酒钢宏兴	292	437	49.66%	八一钢铁	73	81	10.23%
武钢股份	544	768	41.07%	济南钢铁	86	92	6.99%

新兴铸管	284	394	38.82%	攀钢钒钛	123	130	5.54%
马钢股份	487	663	36.31%	太钢不锈	243	250	2.76%
华菱钢铁	435	566	30.08%	马钢股份	226	232	2.44%
柳钢股份	260	331	27.50%	大冶特钢	23	23	2.12%
久立特材	13	16	27.03%	韶钢松山	58	59	1.61%
三钢闽光	116	145	24.67%	首钢股份	29	30	1.61%
韶钢松山	137	170	24.67%	本钢板材	133	135	1.44%
安阳钢铁	208	258	24.02%	三钢闽光	50	50	0.26%
八一钢铁	181	221	22.30%	河北钢铁	363	362	-0.26%
杭钢股份	142	173	21.53%	安阳钢铁	87	86	-0.66%
莱钢股份	286	346	20.86%	莱钢股份	119	118	-1.32%
凌钢股份	95	114	20.46%	鞍钢股份	237	234	-1.50%
西宁特钢	52	62	20.44%	宝钢股份	570	561	-1.70%
河北钢铁	884	1,048	18.61%	新钢股份	105	101	-3.76%
新钢股份	254	300.44	18.29%	柳钢股份	115	110	-4.53%
大冶特钢	59	69	16.92%	华菱钢铁	200	187	-6.19%
攀钢钒钛	315	367	16.80%	酒钢宏兴	169	157	-6.92%
包钢股份	294	331	12.65%	久立特材	6	6	-7.45%
宝钢股份	1,490	1,671	12.16%	新兴铸管	136	124	-8.57%
本钢板材	338	376	11.20%	杭钢股份	59	53	-9.39%
抚顺特钢	39	43	9.54%	武钢股份	298	260	-12.96%
方大特钢	92	101	9.46%	凌钢股份	44	38	-13.61%
济南钢铁	238	258	8.47%	抚顺特钢	15	13	-13.90%
太钢不锈	666	708	6.29%	方大特钢	39	33	-14.76%
鞍钢股份	679	697	2.62%	西宁特钢	23	19	-16.67%
首钢股份	214	95	-55.68%	包钢股份	138	112	-18.87%
行业合计	9,292	11,031	18.72%	行业合计	3,867	3,764	-2.65%

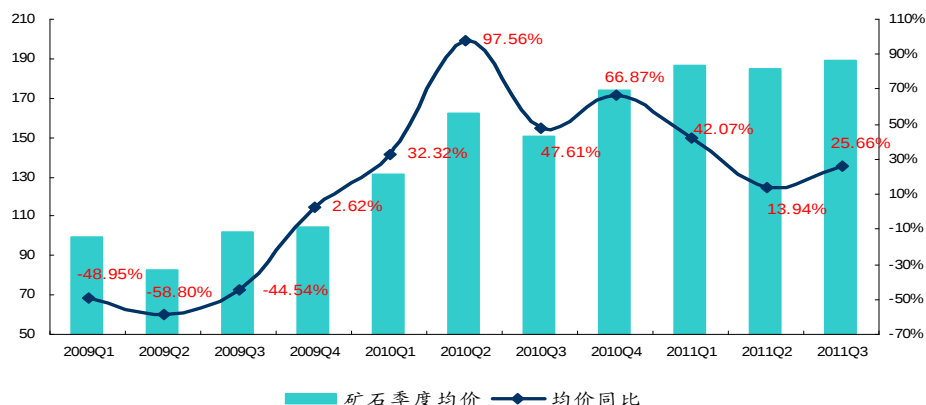
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

前三季度成本同比增幅大于收入, 3 季度环比降幅小于收入

前三季度营业成本同比增幅约为 20.20%, 略大于收入; 3 季度环比 2 季度小幅下降, 降幅约为 1.93%, 略小于收入。

- ✓ **营业成本同比增长 20.20% 源于产销量增长与矿石价格上涨:** 1、与营业收入增长的原因一样, 产量恢复也带动了营业成本的上升; 2、今年以来矿价强势持续上涨是成本增幅略大于收入的主要原因, 简单估算, **1-9 月国内现货矿石均价同比上涨幅度约为 26.22%**; 3、另外, 上海地区二级冶金焦 1-9 月均价同比小幅增长 4.19%。

图 5：今年 1-9 月国内矿石现货均价同比上涨幅度约 26.22%

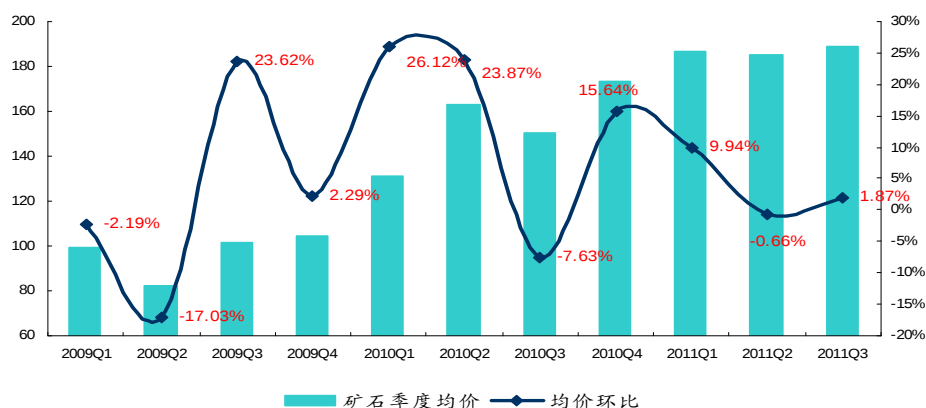


资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

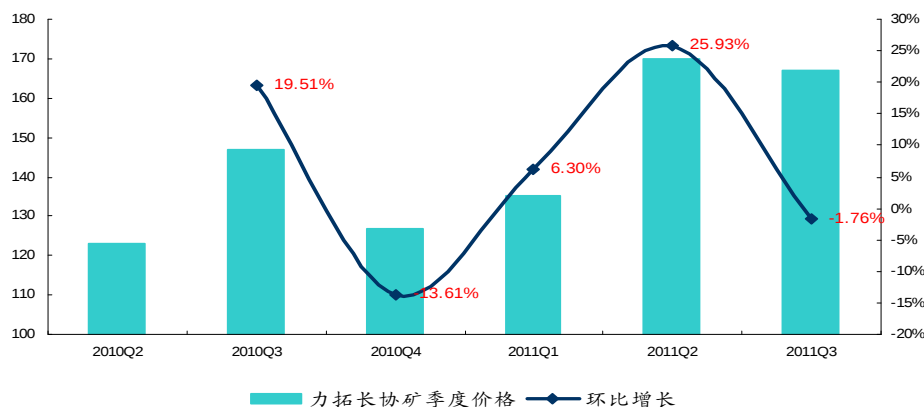
- ✓ **营业成本环比下降 1.93% 主要源于产销量的下滑：** 产销量下滑依旧是 3 季度营业成本环比下降的主要原因；不过由于矿价环比上涨 1.87%，造成成本环比降幅小于收入。同时，考虑到库存周转 1-2 月的因素，2 季度高价长协矿对大钢厂成本形成的压力更大。

从我们的统计来看，无论是同比还是环比，营业成本的变动趋势与收入均一致。但在强势矿价的压力下，成本同比涨幅大于收入，环比降幅却小于收入。

图 6：3 季度国内现货矿石均价环比增长 1.87%



资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

图 7：2 季度涨幅较大长协矿将对 3 季度成本形成较大的压力


资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

表 2：1-9 月营业成本同比有所增长，3 季度环比小幅下降

公司名称	2010.01-09	2011.01-09	同比增长	公司名称	2011Q2	2011Q3	环比增长
酒钢宏兴	256.82	388.30	51.20%	南钢股份	90	102	13.62%
南钢股份	191.87	277.27	44.51%	八一钢铁	67	73	9.72%
武钢股份	498.09	711.15	42.77%	济南钢铁	79	85	8.01%
马钢股份	455.39	639.82	40.50%	攀钢钒钛	106	113	6.18%
新兴铸管	260.49	360.32	38.32%	大冶特钢	20	21	5.23%
柳钢股份	243.59	314.17	28.98%	韶钢松山	55	57	3.65%
安阳钢铁	194.49	244.11	25.52%	马钢股份	218	225	3.18%
韶钢松山	130.67	163.68	25.26%	本钢板材	120	124	3.03%
华菱钢铁	431.30	539.76	25.15%	首钢股份	30	31	2.34%
久立特材	11.09	13.78	24.31%	太钢不锈	224	227	1.38%
凌钢股份	84.14	104.06	23.67%	安阳钢铁	81	82	1.37%
三钢闽光	112.12	138.28	23.32%	宝钢股份	524	531	1.23%
八一钢铁	163.76	201.93	23.31%	鞍钢股份	218	220	0.82%
莱钢股份	273.69	332.46	21.47%	莱钢股份	114	114	0.00%
杭钢股份	136.08	164.63	20.98%	三钢闽光	48	48	-0.91%
攀钢钒钛	264.20	317.53	20.18%	河北钢铁	340	335	-1.67%
大冶特钢	52.15	62.08	19.04%	新钢股份	100	96	-3.61%
新钢股份	240.16	285.05	18.69%	柳钢股份	109	105	-3.95%
宝钢股份	1,296.40	1,534.32	18.35%	华菱钢铁	191	178	-6.58%
河北钢铁	832.17	976.36	17.33%	久立特材	5	5	-7.26%
西宁特钢	42.25	48.82	15.55%	酒钢宏兴	152	140	-8.06%
本钢板材	297.40	339.61	14.19%	新兴铸管	123	113	-8.62%
包钢股份	274.21	306.49	11.77%	杭钢股份	56	51	-9.42%
鞍钢股份	595.29	647.04	8.69%	方大特钢	34	30	-12.10%
抚顺特钢	36.11	38.63	6.96%	凌钢股份	40	35	-12.25%
太钢不锈	608.47	649.00	6.66%	武钢股份	277	242	-12.47%
方大特钢	84.69	89.71	5.92%	抚顺特钢	14	12	-15.27%
济南钢铁	228.84	239.44	4.63%	包钢股份	127	104	-18.43%

首钢股份	208.41	94.61	-54.60%	西宁特钢	18	15	-18.83%
行业合计	8,504	10,222	20.20%	行业合计	3,580	3,511	-1.93%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

净利润同比有所下降，3 季度环比下降幅度较大

净利润前三季度同比有所下降，3 季度环比下降幅度较大

相比去年同期来说，2011 年 1-9 月净利润同比下降 15.89%，而 3 季度环比 2 季度下降 40.05%，降幅较大。行业净利润同比下降的主要原因是原燃料成本价格涨幅大于钢价，3 季度环比降幅更大主要是矿价上涨叠加钢价小幅下跌所致。

1-9 月净利润同比下降 15.89%:

- ✓ 南钢股份因资产注入同比增幅最大，达 545.63%;
- ✓ 总的来看，处于历史低位的毛利率使得上市公司主营利润较低，进而使得净利润对营业收入、期间费用、资产减值、营业外收入等多项科目变动的敏感性较高：如莱钢股份，由于毛利率较低一直较低，期间费用同比下降幅较大，净利润同比出现 538.36% 的增长；济南钢铁去年盈利能力大幅下降导致净利润基数较低，今年前三季度同比增幅达 299.83%；三钢闽光和韶钢松山因营业收入同比有所增长最终带动净利润上升；
- ✓ 矿石资源优势、区域性与长材占比较高、以及钢管企业净利润同比增幅较大；
- ✓ 今年以来板材占比较高公司净利润表现较差，其中 1-9 月宝钢股份同比下降 39.05%，马钢同比下降 62.12%，鞍钢股份同比下降 95.18%；
- ✓ 由于宝钢净利润的行业占比较大，其净利润的下滑拖累的整个行业的表现：1-9 月宝钢净利润下降 42.77 亿元，同期行业下降 37.75 亿元；
- ✓ 由于合并鄂钢，武钢净利润同比增幅达 32.86%。

3 季度净利润环比下降 40.05%，行业普遍下滑：

- ✓ 济南钢铁环比增长幅度最大，涨幅达 981.31%，2 季度盈利差和主营收入环比有所增长是主要原因；
- ✓ 华菱钢铁管理经营改善作用开始显现，3 季度成功实现扭亏。

表 3: 1-9 月净利润同比有所下降，3 季度环比下降幅度较大

公司名称	2010.01-09	2011.01-09	同比增减	公司名称	2011Q2	2011Q3	环比增减
南钢股份	1.14	7.36	545.63%	济南钢铁	-0.05	0.45	981.31%
莱钢股份	0.39	2.50	538.36%	华菱钢铁	-0.19	0.45	330.63%
济南钢铁	0.16	0.66	299.83%	太钢不锈	3.88	4.08	5.24%
三钢闽光	0.79	2.48	212.74%	三钢闽光	0.94	0.96	2.82%
方大特钢	1.90	4.86	155.44%	包钢股份	2.67	2.71	1.76%
西宁特钢	1.90	4.61	142.93%	新钢股份	0.84	0.85	1.37%
韶钢松山	-0.54	0.21	138.33%	杭钢股份	0.89	0.89	0.20%
华菱钢铁	-15.14	-1.92	87.30%	抚顺特钢	0.07	0.07	-12.37%
久立特材	0.63	1.02	60.99%	酒钢宏兴	5.26	4.42	-16.05%

酒钢宏兴	8.55	13.76	60.87%	新兴铸管	4.17	3.50	-16.07%
杭钢股份	2.12	3.21	51.33%	久立特材	0.39	0.33	-16.87%
安阳钢铁	0.71	1.02	43.69%	大冶特钢	1.58	1.31	-17.21%
武钢股份	12.37	16.44	32.86%	凌钢股份	1.92	1.43	-25.51%
包钢股份	5.06	6.39	26.23%	八一钢铁	2.20	1.63	-25.83%
太钢不锈	9.98	12.53	25.56%	西宁特钢	1.25	0.89	-28.43%
新兴铸管	11.42	13.90	21.74%	武钢股份	6.18	4.13	-33.08%
八一钢铁	4.84	5.53	14.15%	本钢板材	2.91	1.84	-36.57%
抚顺特钢	0.18	0.19	9.81%	宝钢股份	20.09	12.42	-38.21%
大冶特钢	4.15	4.49	8.14%	安阳钢铁	0.51	0.29	-42.57%
河北钢铁	10.61	10.44	-1.57%	河北钢铁	4.12	2.20	-46.54%
新钢股份	3.13	3.07	-2.03%	南钢股份	3.15	1.50	-52.48%
本钢板材	8.60	7.80	-9.37%	柳钢股份	1.26	0.53	-57.90%
凌钢股份	4.56	4.05	-11.11%	方大特钢	2.51	1.03	-59.16%
宝钢股份	109.53	66.76	-39.05%	莱钢股份	1.73	0.51	-70.45%
柳钢股份	4.70	2.80	-40.32%	鞍钢股份	1.49	0.19	-87.25%
马钢股份	11.07	4.19	-62.12%	马钢股份	2.04	0.15	-92.84%
首钢股份	2.58	0.15	-94.25%	首钢股份	2.74	-1.43	-152.22%
鞍钢股份	25.30	1.22	-95.18%	韶钢松山	0.35	-0.41	-216.18%
攀钢钒钛	6.93	0.18	-97.45%	攀钢钒钛	0.56	-1.68	-398.68%
行业合计	237.62	199.87	-15.89%	行业合计	75.45	45.23	-40.05%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

毛利率同比下降 1.39 个百分点，3 季度环比下降 0.96 个百分点

毛利率同比有所下降，成本压力较大是制约行业盈利的关键问题；3 季度环比毛利率的下降还受到钢价下滑的影响。

1-9 月销售毛利率同比下降 1.39 个百分点，资源类、特钢企业优势明显：

- ✓ 南钢毛利率同比提升 4.41%主要是资产重组注入优良矿石资产所致；华菱钢铁毛利率上升则来自于自身管理的提升；
- ✓ 具备资源优势、特钢类的企业毛利率上升较为明显；长材类企业毛利率同比变动也位于行业前列；
- ✓ 钢管类公司久立特材毛利率提升 1.83 个百分点；
- ✓ 板材类公司毛利率同比普遍大幅下滑；

3 季度环比下降 0.96 个百分点，特钢企业环比表现出现分化：

- ✓ 3 季度受高位钢价开始下滑和矿石持续上涨双重影响，上市公司盈利能力普遍出现下滑，板材类公司依然位于降幅前列；
- ✓ 比较意外的是西宁特钢和抚顺特钢毛利率环比改善幅度位居行业前列，而大冶特钢和方大特钢环比下降幅度同样位居行业前列；
- ✓ 具备资源类优势的企业毛利率环比继续小幅改善，如酒钢宏兴和西宁特钢。

表 4：1-9 销售毛利率同比下降 1.39 个百分点，3 季度环比下降 0.96 个百分点

公司名称	2010.01-09	2011.01-09	同比增减	公司名称	2011Q2	2011Q3	环比增减
南钢股份	3.29%	7.70%	4.41%	西宁特钢	20.94%	22.99%	2.05%
华菱钢铁	0.94%	4.69%	3.76%	抚顺特钢	9.30%	10.74%	1.44%
济南钢铁	3.86%	7.26%	3.40%	河北钢铁	6.26%	7.58%	1.32%
西宁特钢	18.20%	21.52%	3.33%	太钢不锈	7.70%	8.94%	1.24%
方大特钢	8.03%	11.00%	2.97%	三钢闽光	3.98%	5.10%	1.12%
抚顺特钢	7.24%	9.43%	2.19%	酒钢宏兴	10.11%	11.22%	1.10%
久立特材	14.37%	16.21%	1.83%	八一钢铁	8.75%	9.17%	0.42%
三钢闽光	3.51%	4.56%	1.04%	华菱钢铁	4.56%	4.96%	0.40%
河北钢铁	5.84%	6.86%	1.02%	新兴铸管	9.20%	9.26%	0.05%
包钢股份	6.69%	7.41%	0.73%	杭钢股份	4.29%	4.31%	0.03%
杭钢股份	4.28%	4.72%	0.43%	新钢股份	4.90%	4.76%	-0.14%
新兴铸管	8.26%	8.58%	0.33%	久立特材	16.60%	16.43%	-0.17%
太钢不锈	8.64%	8.33%	-0.32%	包钢股份	7.79%	7.29%	-0.50%
新钢股份	5.45%	5.12%	-0.32%	武钢股份	7.22%	6.70%	-0.52%
韶钢松山	4.37%	3.92%	-0.45%	攀钢钒钛	13.41%	12.88%	-0.52%
莱钢股份	4.42%	3.94%	-0.49%	柳钢股份	5.46%	4.88%	-0.58%
八一钢铁	9.40%	8.65%	-0.75%	马钢股份	3.89%	3.19%	-0.70%
酒钢宏兴	11.99%	11.09%	-0.91%	首钢股份	-2.04%	-2.77%	-0.73%
柳钢股份	6.29%	5.20%	-1.08%	济南钢铁	8.47%	7.60%	-0.87%
武钢股份	8.50%	7.39%	-1.11%	莱钢股份	4.58%	3.30%	-1.28%
安阳钢铁	6.64%	5.52%	-1.13%	本钢板材	9.90%	8.49%	-1.41%
大冶特钢	11.14%	9.52%	-1.61%	凌钢股份	10.12%	8.70%	-1.41%
首钢股份	2.79%	0.43%	-2.36%	安阳钢铁	6.28%	4.36%	-1.91%
凌钢股份	11.38%	9.01%	-2.37%	韶钢松山	4.44%	2.52%	-1.92%
本钢板材	12.01%	9.65%	-2.37%	鞍钢股份	8.16%	5.99%	-2.16%
攀钢钒钛	16.00%	13.57%	-2.43%	南钢股份	8.66%	6.39%	-2.27%
马钢股份	6.44%	3.56%	-2.88%	方大特钢	12.86%	10.14%	-2.72%
宝钢股份	12.97%	8.16%	-4.80%	大冶特钢	10.19%	7.45%	-2.74%
鞍钢股份	12.38%	7.19%	-5.19%	宝钢股份	8.08%	5.34%	-2.74%
行业平均	8.56%	7.17%	-1.39%	行业平均	7.41%	6.45%	-0.96%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

费用率同比小幅下降、环比小幅上升

费用水平维持了钢铁企业一贯的平稳，由于收入的增加，1-9 月行业三项费用率同比小幅下降 0.41 个百分点。3 季度费用率环比出现 0.10 个百分点的上升，管理费用率上升是主要原因，营业收入环比小幅下降也带来部分影响。

1-9 月费用率同比上升最大的是南钢股份，主要是重组产生的费用所致；济南钢铁主要是公司修理费用计入管理费用带动费用率上升。

八一钢铁 3 季度三项费用率环比上升幅度较大，主要是新产品研发费使得管理费用增加幅度较大所致。

表 5: 1-9 月费用率同比小幅下降、3 季度环比小幅上升

公司名称	2010.01-09	2011.01-09	同比增减	公司名称	2011Q2	2011Q3	环比增减
酒钢宏兴	7.99%	6.61%	-1.39%	济南钢铁	8.16%	6.73%	-1.43%
本钢板材	8.68%	7.38%	-1.31%	安阳钢铁	5.25%	4.18%	-1.07%
莱钢股份	4.14%	3.00%	-1.14%	本钢板材	7.66%	6.77%	-0.89%
安阳钢铁	5.98%	4.91%	-1.07%	鞍钢股份	6.78%	6.12%	-0.66%
凌钢股份	4.54%	3.64%	-0.91%	首钢股份	5.99%	5.46%	-0.53%
韶钢松山	4.48%	3.65%	-0.83%	莱钢股份	3.01%	2.68%	-0.33%
攀钢钒钛	13.13%	12.35%	-0.78%	韶钢松山	3.45%	3.20%	-0.25%
大冶特钢	3.26%	2.61%	-0.66%	南钢股份	5.30%	5.08%	-0.21%
西宁特钢	12.35%	11.73%	-0.62%	大冶特钢	2.52%	2.35%	-0.17%
八一钢铁	6.03%	5.47%	-0.56%	宝钢股份	3.38%	3.26%	-0.12%
马钢股份	3.25%	2.71%	-0.54%	凌钢股份	3.26%	3.16%	-0.10%
华菱钢铁	5.32%	4.81%	-0.51%	新钢股份	3.82%	3.81%	-0.01%
宝钢股份	3.74%	3.34%	-0.40%	杭钢股份	1.88%	1.91%	0.04%
武钢股份	4.70%	4.36%	-0.34%	攀钢钒钛	12.26%	12.34%	0.08%
鞍钢股份	6.71%	6.56%	-0.15%	柳钢股份	3.82%	3.99%	0.18%
柳钢股份	3.95%	3.88%	-0.07%	马钢股份	2.59%	2.82%	0.24%
杭钢股份	2.07%	2.04%	-0.03%	新兴铸管	4.19%	4.53%	0.33%
太钢不锈	5.92%	5.89%	-0.03%	武钢股份	4.22%	4.58%	0.37%
三钢闽光	2.48%	2.48%	0.00%	华菱钢铁	4.48%	4.87%	0.39%
新兴铸管	3.95%	3.96%	0.01%	三钢闽光	2.06%	2.90%	0.85%
新钢股份	3.73%	3.91%	0.17%	方大特钢	4.59%	5.45%	0.86%
包钢股份	4.26%	4.46%	0.20%	久立特材	8.59%	9.51%	0.92%
久立特材	8.71%	9.03%	0.32%	太钢不锈	5.41%	6.44%	1.03%
方大特钢	4.44%	5.01%	0.56%	抚顺特钢	8.28%	9.47%	1.18%
河北钢铁	4.40%	5.78%	1.38%	包钢股份	3.69%	4.91%	1.22%
抚顺特钢	6.59%	8.51%	1.91%	酒钢宏兴	5.60%	7.06%	1.46%
首钢股份	3.07%	5.51%	2.44%	河北钢铁	5.24%	7.02%	1.78%
济南钢铁	3.70%	6.69%	2.99%	八一钢铁	4.88%	6.67%	1.79%
南钢股份	2.09%	5.21%	3.12%	西宁特钢	10.81%	13.64%	2.82%
行业平均	5.14%	4.73%	-0.41%	行业平均	4.85%	4.95%	0.10%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

ROE 同比继续下降, 销售净利率下滑是主要原因

在总资产周转率小幅提升的情况下, ROE 水平同比下降 1.01 个百分点, 主要是销售净利率由去年同期的 2.56% 下降至今年的 1.90% 所致。ROE 同比改善的公司主要为资源成本优势、特钢类企业以及长材类公司, 与其净利率率同比有所上升不无关系。

华菱钢铁 ROE 同比提升幅度较大是成本管理见效后盈利的自然恢复。

表 6: 1-9 月销售净利率下滑使得行业 ROE 同比有所下降

公司名称	ROE			净利率率		总资产周转率		权益乘数	
	2010.1-9	2011.1-9	增减	2010.1-9	2011.1-9	2010.1-9	2011.1-9	2010.1-9	2011.1-9

方大特钢	9.56%	19.72%	10.16%	2.07%	4.82%	1.33	1.14	3.74	3.85
华菱钢铁	-10.04%	-1.33%	8.71%	-3.48%	-0.34%	0.62	0.74	4.85	5.92
西宁特钢	5.41%	11.84%	6.43%	3.68%	7.42%	0.46	0.50	4.55	4.62
三钢闽光	2.96%	8.74%	5.78%	0.68%	1.71%	1.49	1.68	2.91	3.05
南钢股份	2.56%	7.27%	4.71%	0.57%	2.45%	1.48	0.84	3.01	3.54
酒钢宏兴	8.16%	11.90%	3.73%	2.93%	3.15%	1.08	1.18	2.63	3.28
莱钢股份	0.66%	4.10%	3.45%	0.14%	0.72%	1.73	2.08	2.81	2.74
杭钢股份	5.73%	8.30%	2.57%	1.49%	1.86%	1.64	1.78	2.48	2.66
久立特材	4.13%	6.53%	2.40%	4.89%	6.19%	0.65	0.73	1.49	1.59
韶钢松山	-0.94%	0.36%	1.30%	-0.40%	0.12%	0.71	0.70	3.33	4.20
包钢股份	3.99%	4.99%	1.01%	1.72%	1.93%	0.70	0.75	3.34	3.47
太钢不锈	4.69%	5.62%	0.93%	1.50%	1.77%	1.05	1.11	2.99	2.87
济南钢铁	0.23%	0.87%	0.64%	0.07%	0.25%	0.80	0.81	4.17	4.42
武钢股份	4.51%	5.06%	0.56%	2.27%	2.14%	0.74	0.90	2.68	2.64
安阳钢铁	0.61%	0.95%	0.34%	0.34%	0.40%	0.71	0.81	2.78	3.03
新兴铸管	10.50%	10.59%	0.09%	4.02%	3.53%	1.42	1.32	2.04	2.74
抚顺特钢	1.08%	1.16%	0.08%	0.45%	0.46%	0.70	0.63	3.40	4.06
新钢股份	3.58%	3.60%	0.01%	1.23%	1.06%	1.00	1.05	3.04	3.25
八一钢铁	15.53%	15.47%	-0.07%	2.68%	2.50%	1.43	1.65	4.06	3.75
河北钢铁	3.57%	3.42%	-0.16%	1.20%	1.00%	0.86	1.00	3.58	3.52
本钢板材	5.92%	5.12%	-0.80%	2.54%	2.07%	0.95	1.00	2.44	2.46
首钢股份	3.83%	2.09%	-1.74%	1.20%	0.16%	1.13	0.56	2.45	2.19
大冶特钢	18.70%	16.93%	-1.78%	7.07%	6.54%	1.48	1.50	1.79	1.73
马钢股份	3.90%	1.19%	-2.70%	2.27%	0.63%	0.72	0.86	2.53	2.84
凌钢股份	13.63%	10.34%	-3.28%	4.80%	3.54%	1.33	1.21	2.13	2.40
柳钢股份	9.27%	5.35%	-3.92%	1.81%	0.85%	1.60	1.71	3.20	3.71
鞍钢股份	4.81%	0.45%	-4.36%	3.72%	0.18%	0.66	0.67	1.93	1.95
攀钢钒钛	4.57%	0.11%	-4.46%	2.20%	0.05%	0.55	0.57	3.79	4.01
宝钢股份	10.74%	6.00%	-4.74%	7.34%	3.99%	0.72	0.74	2.11	2.14
行业平均	5.63%	4.62%	-1.01%	2.56%	1.90%	1.71	1.93	2.65	2.64

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

存货合理范围内上升，3 季度现金流环比下降幅度较大

从我们统计 29 家上市公司的存货数据来看，2011 年 1-9 月存货水平同比增长 17.17%，环比 2 季度末增长 2.16%。不过考虑到报告期内矿石价格同比涨幅较大且产量同比也有所提升，而且 3 季度矿石均价环比有一定的涨幅，因此总体上来看 3 季度末钢铁公司的存货较为正常。

表 7：2011 年 1-9 月存货水平同比有所增加，环比 2 季度末小幅增加

公司名称	2010Q3	2010N	2011Q1	2011Z	2011Q3	同比增长	环比增长
酒钢宏兴	51.84	65.72	68.54	71.85	94.35	82.00%	31.32%
韶钢松山	34.96	37.21	38.05	35.64	46.68	33.53%	30.97%
凌钢股份	13.29	22.23	19.16	14.90	18.27	37.54%	22.65%

新兴铸管	29.97	39.58	36.21	35.98	41.10	37.16%	14.24%
西宁特钢	9.08	11.12	9.44	9.39	10.62	16.95%	13.16%
柳钢股份	70.88	70.11	66.57	65.03	73.56	3.78%	13.12%
马钢股份	117.95	124.52	133.48	141.50	157.06	33.15%	11.00%
三钢闽光	22.65	23.27	26.57	24.72	27.13	19.77%	9.76%
杭钢股份	16.04	16.44	17.86	18.51	20.19	25.84%	9.07%
方大特钢	13.17	14.27	13.55	12.91	13.91	5.63%	7.74%
攀钢钒钛	88.51	91.64	97.82	104.93	111.89	26.41%	6.63%
本钢板材	100.45	102.98	113.43	118.13	125.18	24.63%	5.97%
久立特材	4.73	4.04	6.17	6.58	6.93	46.43%	5.24%
宝钢股份	361.12	380.27	423.95	431.77	444.02	22.96%	2.84%
鞍钢股份	129.91	131.34	144.89	143.60	147.50	13.54%	2.72%
首钢股份	21.24	14.87	15.22	16.05	16.35	-23.02%	1.88%
八一钢铁	21.58	28.26	22.51	20.40	20.73	-3.93%	1.65%
抚顺特钢	17.14	17.65	18.13	19.33	19.51	13.85%	0.95%
华菱钢铁	107.82	107.64	124.62	130.03	130.23	20.78%	0.15%
安阳钢铁	71.21	75.44	69.46	72.12	72.02	1.14%	-0.13%
包钢股份	111.66	110.06	124.77	121.60	119.54	7.05%	-1.70%
大冶特钢	8.30	11.38	10.43	12.34	12.12	45.91%	-1.80%
河北钢铁	206.95	224.06	246.90	223.76	219.08	5.86%	-2.09%
太钢不锈	150.25	134.36	145.52	128.88	126.00	-16.14%	-2.24%
武钢股份	105.36	116.71	113.00	154.22	145.02	37.65%	-5.96%
新钢股份	61.76	62.48	69.51	70.93	65.27	5.67%	-7.98%
南钢股份	47.11	59.22	75.06	83.30	73.91	56.90%	-11.27%
济南钢铁	56.54	63.98	71.29	67.58	56.22	-0.58%	-16.81%
莱钢股份	29.38	31.57	33.38	30.54	23.77	-19.09%	-22.16%
行业合计	2,080.85	2,192.43	2,355.45	2,386.49	2,438.16	17.17%	2.16%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从经营活动现金流净额来看，3 季度环比 2 季度有所下降，主要是信贷资源紧张及成本上升所致：一方面，由于下游企业资金面紧张，行业普遍面临汇款困难、承兑汇票和商业票据等形式增加的局面；另一方面，使用现金采购原材料比例有所上升，矿石强势依旧。

表 8：3 季度经营现金流量净额环比 2 季度有所下降

公司名称	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	环比增长
河北钢铁	26.35	2.94	64.19	-22.49	29.19	229.79%
莱钢股份	7.04	15.08	-0.91	3.21	10.47	226.74%
攀钢钒钛	27.97	-19.29	5.74	-6.62	6.53	198.57%
南钢股份	6.16	8.43	-1.23	-7.79	5.44	169.84%
新兴铸管	5.54	0.05	2.62	-1.39	-0.06	95.39%
酒钢宏兴	5.15	-1.46	5.58	7.20	7.37	2.35%
方大特钢	-1.02	2.17	1.88	2.29	2.20	-4.17%
太钢不锈	14.13	13.39	16.94	18.37	17.30	-5.84%
八一钢铁	3.90	4.60	2.11	3.58	3.11	-13.14%

华菱钢铁	0.07	-1.95	-15.65	31.14	21.63	-30.56%
鞍钢股份	38.88	34.65	1.65	32.93	17.70	-46.25%
包钢股份	-8.48	-2.20	1.24	27.78	13.94	-49.83%
济南钢铁	2.90	23.50	6.75	20.55	8.65	-57.91%
安阳钢铁	0.90	-3.88	9.80	5.54	1.61	-70.91%
韶钢松山	10.58	-7.96	18.67	8.96	1.59	-82.32%
宝钢股份	40.88	47.83	25.93	28.14	3.51	-87.52%
抚顺特钢	1.80	-3.01	0.77	4.18	0.37	-91.11%
新钢股份	6.24	-9.91	-0.50	14.04	0.41	-97.09%
西宁特钢	0.01	1.30	2.53	2.54	-0.28	-110.89%
大冶特钢	0.79	1.58	1.38	3.46	-1.87	-153.93%
马钢股份	9.57	-0.42	2.62	13.10	-9.30	-170.96%
久立特材	0.44	1.24	-2.59	0.57	-0.47	-183.26%
本钢板材	0.37	19.47	2.21	9.21	-8.91	-196.76%
三钢闽光	7.36	-1.70	2.26	-1.30	-4.36	-235.33%
柳钢股份	5.64	1.57	-7.36	2.93	-6.93	-336.63%
武钢股份	24.48	22.93	0.78	1.45	-5.22	-460.85%
首钢股份	5.04	-3.03	-2.95	1.36	-5.82	-526.50%
凌钢股份	6.94	-1.97	0.45	1.81	-10.24	-665.40%
杭钢股份	-2.21	1.30	3.76	0.24	-9.15	-3955.19%
行业合计	247.42	145.25	148.64	204.98	88.39	-56.88%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

总结：净利润环比大幅下降，资源与钢管优势明显

3 季报总结：净利润与经营现金流下降幅度较大

- ✓ 前三季度营业收入与成本同比均增长，但成本同比涨幅略大与收入，矿石继续挤压行业盈利。不过，3 季度毛利率环比继续下滑的部分原因是钢价从高位开始下跌，这说明下游需求开始萎缩。因此，在收入得不到增长、毛利率下滑的情况下，3 季度行业净利润环比下降 40.52%；
- ✓ 短期内，在运营效率难以大幅提升的情况下，销售净利率的下降直接导致行业 ROE 进一步下滑；
- ✓ 3 季度存货水平合理范围内同比上升，环比小幅增加；但是受当前紧缩货币政策及成本高企影响，3 季度经营现金流环比下降幅度较大。

资源优势依然明显

在 3 季度矿价持续上涨挤压行业利润的情况下，具备资源优势企业的盈利优势较为明显，毛利率普遍高于行业平均水平。其中西宁特钢和酒钢宏兴毛利率环比仍出现小幅改善。

表 9：3 季度资源性企业毛利率有所改善

毛利率	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	环比增减
西宁特钢	17.32%	17.18%	20.08%	23.10%	20.82%	20.94%	22.99%	2.05%

酒钢宏兴	10.79%	10.30%	15.41%	7.80%	12.39%	10.11%	11.22%	1.10%
凌钢股份	9.95%	14.09%	9.84%	8.04%	7.85%	10.12%	8.70%	-1.41%
南钢股份	3.49%	4.32%	2.04%	21.11%	8.20%	8.66%	6.39%	-2.27%
方大特钢	8.34%	7.91%	7.85%	11.81%	9.49%	12.86%	10.14%	-2.72%
5家公司平均	9.98%	10.76%	11.04%	14.37%	11.75%	12.54%	11.89%	-0.65%
行业平均	9.38%	9.83%	6.54%	8.29%	8.07%	7.41%	6.54%	-0.87%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

“十二五”需求回暖，钢管公司开始复苏

虽然钢管行业供需形势并未出现逆转，但从今年前三季度钢管公司毛利率的表现来看，我们有理由相信，“十二五”油气建设项目的逐步开工已经带动钢管需求复苏。其中，以油气输送用焊接管为主要产品的金洲管道毛利率改善较为明显；久立特材因其高端产品占比有所提升，毛利率一直保持在较高的位置。

由于油气开发与管道铺设属于国家大型基础设施建设项目，受宏观经济影响较小。在钢价回落、成本压力有所缓解之后，钢管毛利率的持续恢复或可期待。

表 10：管道公司毛利率环比出现一定幅度的改善

毛利率统计	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	季度环比
久立特材	13.93%	14.76%	14.35%	10.81%	15.36%	16.60%	16.43%	-0.17%
金洲管道	11.26%	9.64%	6.56%	7.10%	6.84%	5.22%	8.08%	2.86%
常宝股份	16.16%	18.20%	16.40%	17.86%	15.45%	14.71%	15.78%	1.07%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

特钢盈利环比有所改善，表现略超预期

在需求放缓的情况下，3 季度特钢公司的毛利率比较超预期的普遍出现环比改善，一定程度说明特钢滞后普钢的特点。其中，西宁特钢具备资源优势，3 季度环比改善幅度较大；而大冶特钢受产量下降影响，毛利率环比下滑较大。

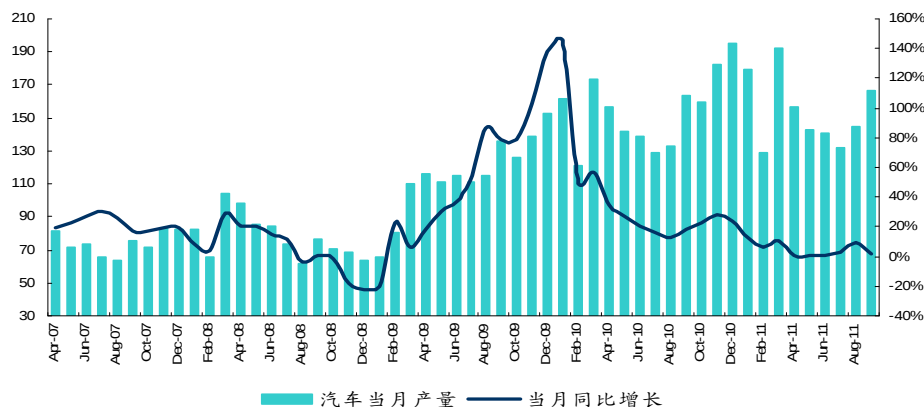
不过，主要下游汽车与制造业改善的迹象并不明显，行业毛利率也处在并不算低的位置上，后期能否持续需继续观察。

表 11：3 季度特钢公司盈利能力略有改善

毛利率	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	季度环比
大冶特钢	12.67%	12.01%	8.87%	7.63%	10.98%	10.19%	7.45%	-2.74%
西宁特钢	17.32%	17.18%	20.08%	23.10%	20.82%	20.94%	22.99%	2.05%
抚顺特钢	7.74%	6.27%	7.79%	8.97%	8.41%	9.30%	10.74%	1.44%
杭钢股份	5.80%	3.96%	3.05%	8.81%	5.50%	4.29%	4.31%	0.03%
沙钢股份					10.44%	8.33%	10.31%	1.98%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 8：国内汽车产量同比增速缺乏明显改善迹象



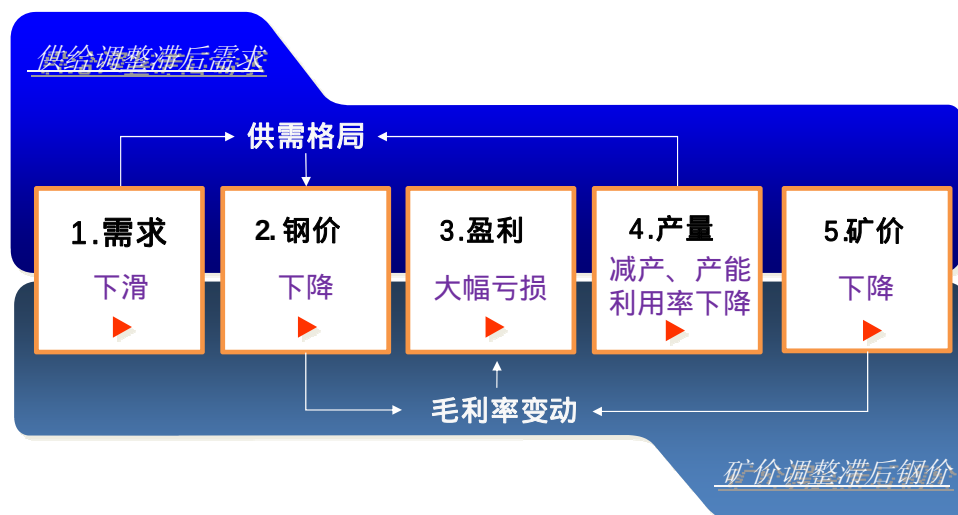
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

4 季度钢价与矿石加速寻底，盈利改善有待钢厂减产

4 季度钢价与矿石将加速寻底

钢价矿石的传导渠道可定义为：需求下滑——钢价下跌——盈利下滑——产量下降——矿价下降。由于钢价下滑导致产量下降需要经过盈利出现大幅亏损的过程，所以供给的调整一般滞后于需求，相应的，钢价下跌导致减产进而带动的矿价下滑也存在一定的时滞。并且，这个时滞的长短由钢厂盈利情况、需求下滑速度快慢、钢厂减产力度大小等因素共同决定。

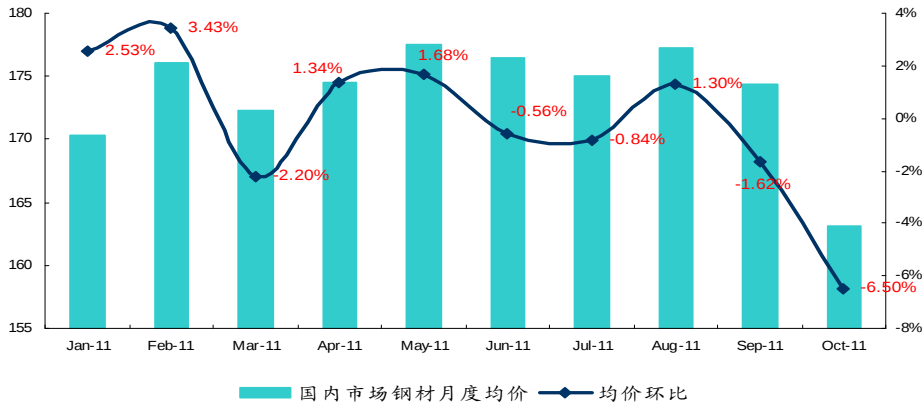
图 9：钢价带动矿价变动，但存在时滞



资料来源：长江证券研究部

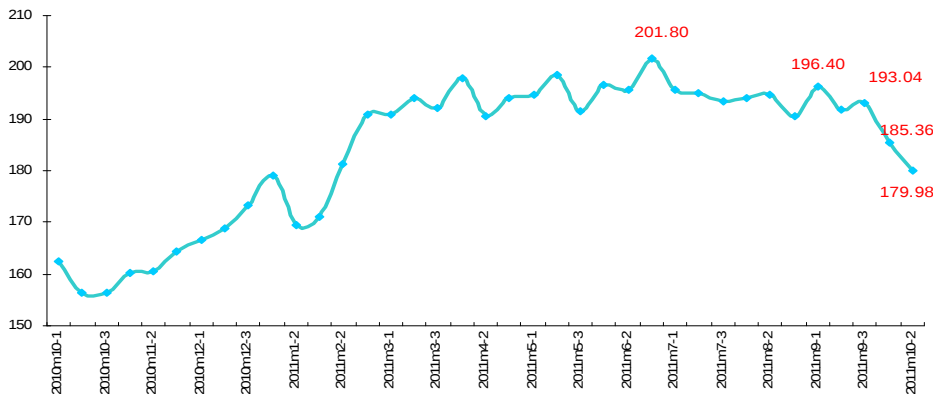
盈利一直处于历史低位是今年行业面临最大的困扰。不过正是在这样的格局下，钢价矿石传导时滞大幅缩短：1、9 月开始加速下跌的钢价使得行业立即面临全面亏损的压力；2、10 月钢厂设备检修大幅上升，行业减产迹象愈发明显；3、持续高位运行的矿石在 10 月节后开始大幅下跌，钢价矿石联动性越来越明显。

图 10: 国内钢价 9 月开始加速下跌



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 11: 全国粗钢旬度日均产量从 10 月上旬开始下滑



资料来源: Mysteel, 中联钢, 钢之家, 长江证券研究部

表 12: 10 月主要钢厂检修影响的产量环比上升幅度较大

品种	线棒	热轧	冷轧	中厚	型材	带钢	炼铁炼钢设备
Jan-11	5.6	5.0		10.8			67.0
Feb-11	23.5	60.0		1.5			40.0
Mar-11	8.0	25.0			3.6	9.8	
Apr-11	34.0	27.7	2.0	32.8		2.6	27.5
May-11	18.2		6.0	11.5	12.8	3.0	7.1
Jun-11	3.5	61.0	12.0	3.0	4.5	23.4	
Jul-11	39.3	17.0	4.0	22.3	3.0	2.0	8.0
Aug-11	19.2	22.0		18.0	2.0		6.0
Sep-11	17.5	90.5		21.7	4.0	3.0	
Oct-11	46.7	68.8	4.0	41.3	15.5	7.5	124.3

资料来源: Mysteel, 中联钢, 钢之家, 长江证券研究部

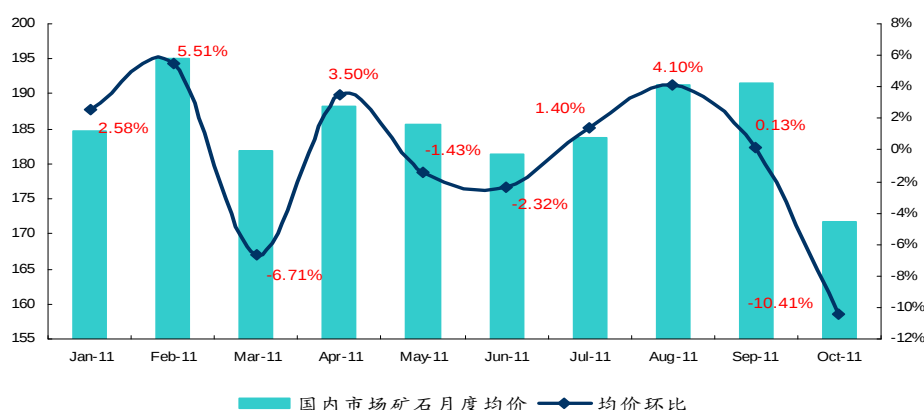
表 13: 国内主要钢厂高炉设备 10 月检修统计

钢厂	具体检修情况	影响产量 (万吨)
河北纵横	计划于 10 月 26 日开始停一座高炉 (450m3), 停炉时间计划二个月	9

唐钢	计划停一座 2000m ³ 高炉一个月	30
淮钢	10 月 1 日-10 月 19 日电炉大修 18 天, 预计影响 5 万吨左右产量	5
天铁	10 月 4 日开始对 4#750 立方米高炉进行检修, 为期一个月	7.2
山西晋钢	10 月 12 日起对一转炉进行检修, 预计检修时间 7 天	2.1
天铁	10 月 14 日起对 2 号高炉 (750M ³) 进行为期 30 天的检修	8
鞍钢	10 月 15 日对炼铁总厂新 2#高炉进行年修, 为期一个半月	32
承钢	10 月 18 日对 2500mm 高炉停产检修	10
鄂钢	10 月 19 日起对 380M ³ 高炉进行一周检修; 另外一座 60 吨电炉将随高线轧机一起进行 10 天检修	7
迁安轧一	计划于近期对 580M ³ 高炉进行为期 40 天的检修	8
方大特钢	10 月 23 日开始对 1 个 70 吨的转炉进行检修, 为期 50 天左右	6
马钢	四钢轧总厂 2#转炉将于 10 月 10 日-10 月 30 日进行大修, 计划 20 天, 届时冷轧、镀锌线将进行相应检修, 但对其产线总产量影响不大。 10 月薄板坯检修 3-5 天, 四钢轧 3#炉检修 3 天, 1#高炉检修 3 天, 9#高炉检修 9 天	
柳钢	10 月 23 日起对 1 号高炉 (2000M ³) 进行停产检修, 检修时长待定 计划于 10 月 27 日对 4 号高炉 (1500M ³) 进行停产检修, 检修时长待定	0.5 万吨/天 0.375 万吨/天

资料来源: Mysteel, 中联钢, 钢之家, 长江证券研究部

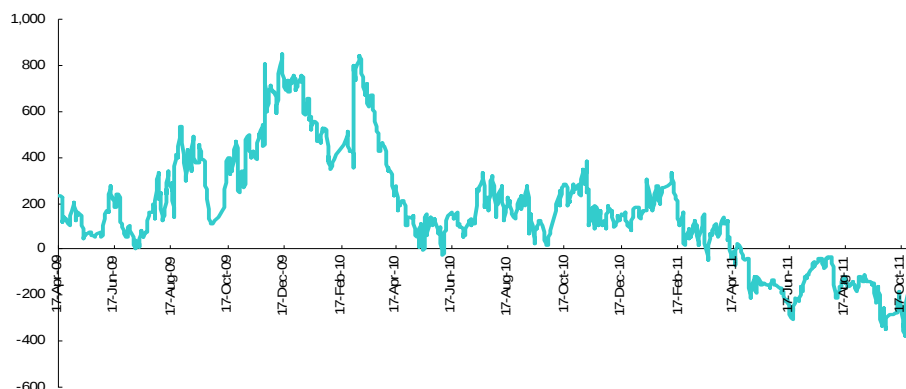
图 12: 10 月国内矿石价格开始加速下跌



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

目前来看, 国内外宏观经济改善并不明显, 持续倒挂的期限价差也表明远期需求回落的预期也没有出现趋势性的改变, 对明年投资下滑的担忧依然会制约着行业表现, 预计 4 季度钢价、矿价将呈现一个加速寻底的过程。

图 13: 持续了近 7 个月的期现价差倒挂将继续承压现货价格

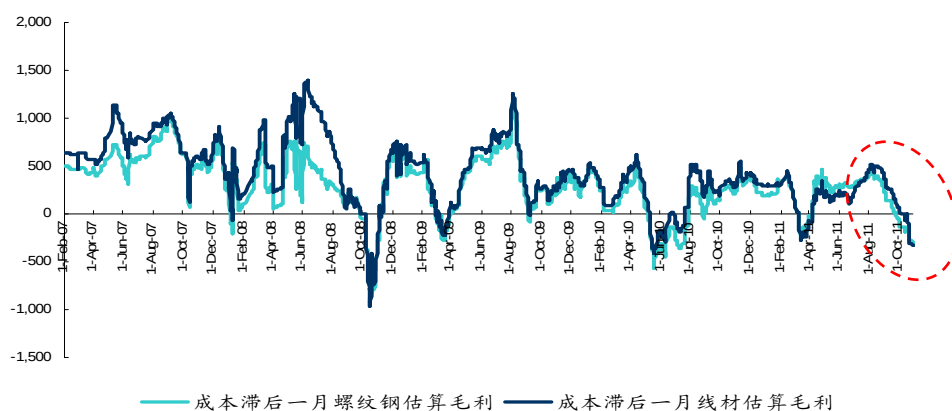


资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

盈利改善依赖行业减产力度提升

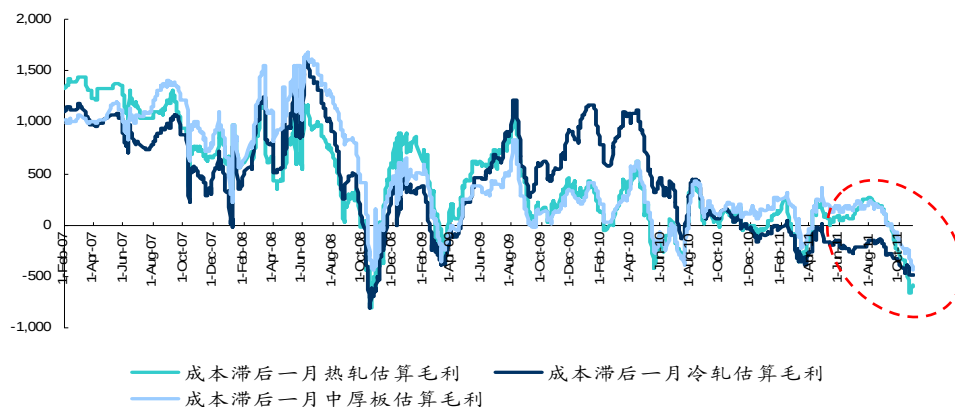
在钢价大幅下跌带动下，已处于历史低位的行业盈利出现进一步大幅下降，其中我们估算的普通冷轧毛利亏损的状态持续了将近半年。在矿价跟随钢价加速下跌之后，行业能否或者何时迎来盈利改善，取决于将来行业减产的力度大小：一方面，钢厂大幅减产将带动供需格局在短期内有所改善，如果供给下降快于需求回落，将有利于大幅下跌后的钢价逐步企稳；另一方面，减产直接导致矿价大幅下跌成本压力下降，或给行业未来盈利恢复带来机遇。

图 14: 8 月以来长材品种估算毛利持续下降



资料来源: Mysteel, Bloomberg, 钢之家, 长江证券研究部

图 15：8 月以来板材品种估算毛利持续大幅下降

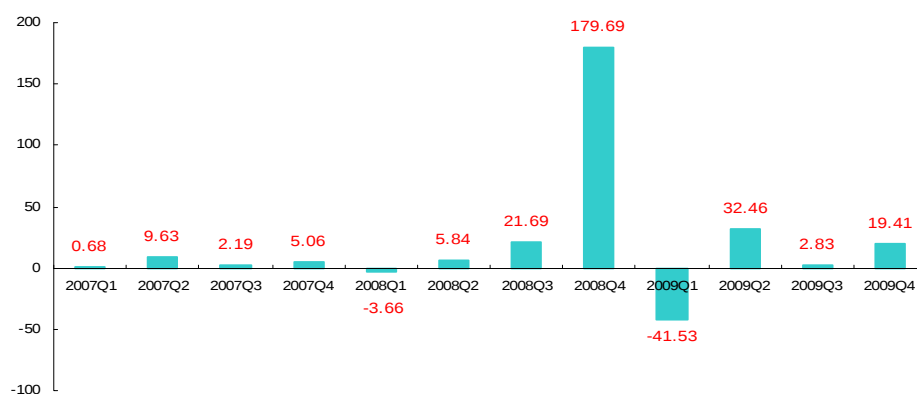


资料来源：Mysteel, Bloomberg, 钢之家, 长江证券研究部

原材料存货减值损失或大幅上升

4 季度矿价加速寻底导致原材料存货减值损失大幅上升的可能性较大。不过，考虑到长协矿季度定价趋向现货化，原材料减值损失对行业利润影响的幅度不会比 2008 年 4 季度剧烈。

图 16：2008 年 4 季度矿价大幅下跌导致行业资产减值损失大幅飙升



资料来源：Wind, 公司资料, 长江证券研究部

综合来看，盈利何时见底的不确定性以及存货减值损失大幅上升的风险是 4 季度行业面临最大的两个问题。从近年行业盈利周期的演绎来看，只有在钢价矿价均大幅下跌后行业盈利才出现改善的机会。因此，我们目前需要的只是耐心等待转机的到来。

投资方面，在行业盈利继续探底的情况下，关注具备业绩保障的长材品种，如新兴铸管、八一钢铁；低 PB 的河北钢铁，PB 较低且业绩环比改善的华菱钢铁。

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。