

钢铁



钢铁行业 2011 年三季度报总结:

冰封夏季

推荐 (维持)

2011 年 11 月 2 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
新兴铸管	0.72	1.08	强烈推荐
河北钢铁	0.18	0.33	强烈推荐
凌钢股份	0.62	0.81	推荐
八一钢铁	0.80	1.02	推荐

相关报告

普钢:《铁矿石扩建项目获批,费用增加挤压利润空间》2011-8-29

普钢:《集团铁矿业务盈利能力超市场预期》2011-8-29

钢铁:《建材价格小幅走弱,库存板降长增》2011-8-28

分析师 兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

S0190511080002

联系人 郭毅

021-3856 5540

guoyi@xyzq.com.cn

投资要点

- 纵向看, 11年前三季度29家钢铁上市企业净利润同比下滑13.6%, 净利润下滑主要源于铁矿石成本上升导致。收入季度环比下滑2.6%, 净利润环比下滑40%。钢协统计大中型钢企主业主前三季度平均利润率只有1.5%左右。横向比较, 行业在产业链中仍处于弱势。11年上半年钢铁上市公司整体法ROE4.84%, 煤炭开采为10.7%, 工程机械为14.2%, 汽车整车制造为10%。
- 西部优势仍存, 矿石类公司难挡业绩下滑。虽然行业景气度总体下滑明显, 但西部尤其是新疆地区仍具备一定的区域优势。但上半年业绩较为突出的矿石资源公司三季度业绩随矿价的下跌也难以延续强势。而汽车行业的增速的放缓, 使业绩对汽车行业依赖度较高的大冶特钢、方大特钢和宝钢股份三季度毛利率跌幅最大。
- 汇兑收益缓解盈利压力。随着人民币的升值钢企一方面摊低了进口铁矿石的成本, 另一方面享受美元贷款低利率的同时还产生了大量的汇兑收益, 一定程度上缓解了净利润下滑的压力。
- 钢厂存货增多, 周转率有所下滑。三季度钢厂库存同比环比均有一定增加, 我们推断目前钢厂库存量的增加主要为钢材库存增加。这也与目前需求较弱, 钢厂出货困难, 钢厂被迫检修的情况一致。现在行业处于中间环节主动去库存, 而钢企被动增库存的阶段。
- 资金状况并不乐观。总体来看, 钢企现金流在持续收紧, 三季度经营活动产生现金流环比大幅下滑, 不过钢企的筹资活动产生的现金流大幅增加暂时缓解了行业资金的紧张状态, 行业整体目前还没有出现资金短缺的情况。但筹资活动的增加, 必然带来后期财务费用支出的增加, 从而加大明年钢企资金的压力。
- 在目前这种背景下, 我们认为钢铁二级市场的走势更多被动追随大盘走势, 相对收益的概率暂时不高, 但随着三季度卖方集体大幅下调公司盈利预测, 前期预期的下调兑现, 部分公司的股价中期仍有一定吸引力。短期我们认为河北钢铁会相对强势, 情绪放大效应取决于大盘反弹力度。中期看, 我们认为八一钢铁的区域优势暂时没被打破、新兴铸管的铸管合同价格粘性会其四季度的业绩相对较好。矿价下跌已阶段性告一段落, 中期看我们认为目前的矿石价格具备足够的边际成本和需求支撑, 股价已大幅回落的攀钢钒钛值得重新关注。

随着上市钢铁企业三季报公布完毕,我们将 2011 年前三季度上市钢企的业绩做一总结,供市场参考。

一. 双纬度看盈利: 冰封夏季

- **纵向:** 11 年前三季度, 30 家钢铁上市企业净利润(整体法)同比下滑 13.6%。
 - ✓ 沪深 30 家钢铁行业上市公司 2011 前三季度营业总收入合计 11329 亿元, 同比增长 20.6%; **实现净利润 204 亿元, 同比减少 13.6%**。其中, 仅华菱钢铁一家前三季度合计亏损, 亏损额 1.9 亿元, 亏损幅度同比减小 87%。前三季度净利同比下滑源于成本同比上升致使毛利率下降。
 - ✓ 季度环比来看, 三季度无论从收入、毛利和净利润上均明显表明行业景气度下滑。29 家黑色金属上市企业三季度收入环比下滑的有 18 家, 毛利环比下滑的有 19 家, 而净利润环比下滑的有 22 家。
 - ✓ 行业层面, 中钢协统计, 1-9 月份, 77 家重点大中型钢铁企业销售利润率仅为 2.99%, 远低于全国工业行业 6%-7%左右的利润率, 而且这个数据还是包括了部分企业自有矿山、自发电和投资收益增加和包钢稀土的盈利等因素, 若扣除这些因素, 国内钢铁企业的钢铁主业平均利润率只有 1.5%左右。
- **横向:** 产业链中仍处于弱势。与上下游工业企业相比, 钢铁行业盈利能力仍然处于较低水平。2011年前三季度, 上下游行业的ROE来看, 工程机械为 14.2%, 煤炭开采为 10.7%, 处于调整年中的汽车整车制造为 10%, 而**钢铁行业为 4.84%**。毛利率方面, 煤炭开采最高为 30.6%, 工程机械次之为 22.4%, 汽车整车制造为 16.9%, **钢铁行业为 7.43%**。

表 1 2011 年前三季度钢铁上市企业主要经营指标

	SW 钢铁	SW 普钢	SW 特钢	SW 煤炭 开采 II	SW 汽车 整车	SW 重型 机械	SW 工程 机械
净资产收益率-加权(算术平均)	4.84	3.89	9.44	10.7	10.0	3.0	14.2
总资产净利率(整体法)	1.67	1.62	2.61	8.4	6.1	0.2	10.0
销售毛利率(整体法)	7.43	7.31	10.12	30.6	16.9	8.4	22.4
销售净利率(整体法)	1.86	1.8	3.17	14.6	6.0	0.7	11.1
资产负债率(整体法)	64.24	63.92	70.81	45.0	60.0	66.3	59.2
总资产周转率(整体法)	0.8972	0.9007	0.8232	0.6	1.0	0.3	0.9
存货周转率(整体法)	4.3546	4.4255	3.1491	9.3	7.7	1.5	3.7
应收账款周转率(整体法)	42.9114	44.7768	21.8382	17.7	21.2	2.2	5.1
营业费用率(整体法)	1.07	1.05	1.51	2.8	5.3	1.0	4.7
管理费用率(整体法)	2.93	2.93	3.09	7.0	4.1	6.2	4.4
营业总收入(合计)	1132943	1105517	27426	556131.5	563477.4	20644.6	188903.6
营业总成本(合计)	1049816	1025893	23923	450053.4	536137.5	20638.6	164981.2
资产总计	1318709	1283638	35071	1047410.5	573087.6	71501.4	244363.5
股东权益(合计)	474107	462995	11111	576139.6	229393.0	24074.5	99809.9
每股收益 EPS-基本(算术平均)	0.25	0.22	0.38	0.59	0.47	0.17	0.64

数据来源: wind, 兴业证券

二、公司分化：西部优势仍存，但矿石类公司难挡业绩下滑

- 三季度钢企虽然大部分钢企收入都有明显增加，由于前三季度矿石价格总体处于高位，毛利率的下降使收入的增加并没有带来净利润的改善，前三季度钢企企业净利润波动幅度在-1%~5.4%之间。
- 三季度八一钢铁、酒钢宏兴、西宁特钢和新兴铸管的毛利率环比均有所改善，表明虽然行业景气度总体下滑明显，但西部尤其是新疆地区仍具备一定的区域优势。但上半年业绩较为突出的拥有矿石资源的公司三季度业绩随矿价的下跌也难以延续强势，凌钢股份和南钢股份毛利率分别环比下滑 1.4 和 2.3 个百分点。
- 此外，三季度大型板材企业状况均不乐观，宝钢、鞍钢、本钢毛利率下滑的幅度均处于行业前列。而汽车行业的增速的放缓，使业绩对汽车行业依赖度较高的大冶特钢、方大特钢和宝钢股份三季度毛利率跌幅最大。

表 2 三季度主要业绩指标变动

证券代码	证券简称	营业收入		毛利率		净利润	
		环比%	Q1-3 同比%	环比%	Q1-3 同比%	环比%	Q1-3 同比%
601005.SH	重庆钢铁	0.1	73.1	3.6	-2.7	-38.0	2.0
600117.SH	西宁特钢	-16.7	20.4	2.1	3.3	-22.8	1.4
600399.SH	抚顺特钢	-13.9	9.5	1.4	2.2	-12.4	0.1
000709.SZ	河北钢铁	-0.3	18.6	1.3	1.0	-57.6	0.0
000825.SZ	太钢不锈	2.8	6.3	1.2	-0.3	0.8	0.3
002110.SZ	三钢闽光	0.3	24.7	1.1	1.0	2.8	2.1
600307.SH	酒钢宏兴	-6.9	49.7	1.1	-0.9	-15.2	0.6
600581.SH	八一钢铁	10.2	22.3	0.4	-0.8	-25.8	0.1
000932.SZ	华菱钢铁	-6.2	30.1	0.4	3.8	1042.9	-0.9
000778.SZ	新兴铸管	-8.6	38.8	0.1	0.3	-12.3	0.2
600126.SH	杭钢股份	-9.4	21.5	0.0	0.4	7.2	0.5
600782.SH	新钢股份	-3.8	18.3	-0.1	-0.3	2.0	0.0
600010.SH	包钢股份	-18.9	12.6	-0.5	0.7	1.6	0.3
600005.SH	武钢股份	-13.0	41.1	-0.5	-1.1	-33.3	0.3
000629.SZ	攀钢钒钛	5.5	16.8	-0.5	-2.4	-358.2	-1.0
601003.SH	柳钢股份	-4.5	27.5	-0.6	-1.1	-57.9	-0.4
600808.SH	马钢股份	2.4	36.3	-0.7	-2.9	-79.7	-0.6
000959.SZ	首钢股份	1.6	-55.7	-0.7	-2.4	-202.2	-0.9
600022.SH	济南钢铁	7.0	8.5	-0.9	3.4	1185.5	3.0
600102.SH	莱钢股份	-1.3	20.9	-1.3	-0.5	-70.4	5.4
000761.SZ	本钢板材	1.4	11.2	-1.4	-2.4	-36.6	-0.1
600231.SH	凌钢股份	-13.6	20.5	-1.4	-2.4	-25.5	-0.1
600569.SH	安阳钢铁	-0.7	24.0	-1.9	-1.1	-49.1	0.4
000717.SZ	韶钢松山	1.6	24.7	-1.9	-0.5	-216.2	-1.4
000898.SZ	鞍钢股份	-1.5	2.6	-2.2	-5.2	-122.7	-1.0
600282.SH	南钢股份	10.9	51.4	-2.3	4.4	-52.5	5.5
600507.SH	方大特钢	-14.8	9.5	-2.7	3.0	-59.3	1.6
000708.SZ	大冶特钢	2.1	16.9	-2.7	-1.6	-17.2	0.1
600019.SH	宝钢股份	-1.7	12.2	-2.7	-4.8	-36.0	-0.4

数据来源：wind，兴业证券

三、三费：汇兑收益缓解盈利压力

- 毛利率和净利润的下滑，使钢企持续通过压缩费用来缓解盈利压力。总体来看，2011年钢铁企业的三项费用率较2010年有所改善。其中，随着人民币的升值钢企一方面摊低了进口铁矿石的成本，另一方面享受美元贷款低利率的同时还产生了大量的汇兑收益，一定程度上缓解了净利润下滑的压力。以南钢和宝钢为例：三季度南钢营业利润为1.72亿，其中汇兑收益贡献1.11亿，前三季度南钢汇兑收益已达2.13亿元；而宝钢股份前三季度财务费用同比下滑7亿元，其中主要为汇兑收益贡献，预计全年汇兑收益贡献将超过10亿元。（宝钢股份上半年实现汇兑收益7亿元，三季度数据尚无法拆分）。

表3 三项费用变化率

证券代码	证券简称	营业费用率		管理费用率		财务费用	
		环比%	同比%	环比%	同比%	环比%	同比%
000629.SZ	攀钢钒钛	0.08	-0.19	-0.11	-1.15	0.12	0.56
000708.SZ	大冶特钢	-0.33	-0.39	0.14	-0.39	0.02	0.12
000709.SZ	河北钢铁	0.04	-0.04	1.73	1.23	0.00	0.20
000717.SZ	韶钢松山	0.17	-0.06	0.03	-0.42	-0.45	-0.35
000761.SZ	本钢板材	-0.03	-0.01	-0.66	-1.42	-0.20	0.12
000778.SZ	新兴铸管	0.00	-0.36	0.32	0.11	0.02	0.27
000825.SZ	太钢不锈	0.13	-0.11	0.64	0.23	0.27	-0.14
000898.SZ	鞍钢股份	-0.44	-0.26	0.04	-0.26	-0.26	0.37
000932.SZ	华菱钢铁	0.05	0.01	0.13	-0.11	0.21	-0.41
000959.SZ	首钢股份	-0.45	1.66	-0.14	0.19	0.06	0.58
002110.SZ	三钢闽光	0.03	-0.07	0.06	-0.12	0.76	0.19
600005.SH	武钢股份	0.05	-0.12	0.35	-0.03	-0.03	-0.19
600010.SH	包钢股份	0.15	-0.07	0.93	0.06	0.15	0.20
600019.SH	宝钢股份	0.08	-0.01	-0.10	0.08	-0.10	-0.47
600022.SH	济南钢铁	-0.51	0.48	-1.33	2.81	0.41	-0.30
600102.SH	莱钢股份	-0.07	-0.09	-0.49	-0.69	0.23	-0.36
600117.SH	西宁特钢	0.78	0.07	0.83	-0.88	1.21	0.20
600126.SH	杭钢股份	0.00	-0.01	0.01	-0.04	0.02	0.01
600231.SH	凌钢股份	-0.03	-0.08	-0.39	-0.09	0.33	-0.73
600282.SH	南钢股份	-0.21	0.52	0.04	1.10	-0.05	1.50
600307.SH	酒钢宏兴	0.59	-0.67	0.53	-1.24	0.34	0.53
600399.SH	抚顺特钢	0.03	-0.35	0.35	0.15	0.81	2.12
600507.SH	方大特钢	0.07	0.05	0.50	0.18	0.30	0.33
600569.SH	安阳钢铁	0.03	-0.54	-0.94	-0.07	-0.17	-0.46
600581.SH	八一钢铁	0.02	-1.37	1.74	1.09	0.03	-0.27
600782.SH	新钢股份	-0.08	-0.22	0.03	0.16	0.00	0.23
600808.SH	马钢股份	0.03	-0.06	0.16	-0.27	0.05	-0.22
601003.SH	柳钢股份	-0.01	-0.06	-0.08	-0.36	0.27	0.34
601005.SH	重庆钢铁	0.08	-1.07	2.36	-0.34	0.02	0.14

数据来源：Wind；兴业证券整理

四、库存：贸易商主动去库存，钢企被动增库存

- 三季度钢厂库存同比增加18%，环比增加2%，29家钢企中有19家存货周转率下降。虽然，目前还无法拆分存货中原料与产成品的比例，但通过我们与

钢厂的交流，在铁矿石价格大幅上涨以后，钢厂均主动压缩铁矿石的库存量，而且在9月下旬矿价开始出现下跌的情况下钢厂必然不急于大量采购。所以，我们推断目前钢厂库存量的增加主要为钢材库存增加。这也与目前需求较弱，钢厂出货困难，钢厂被迫检修的情况一致。现在行业处于中间环节主动去库存，而钢企被动增库存的阶段。

表4 存货积压，周转率下降

证券代码	证券简称	2010Q3	2011Q2	2011Q3	同比	环比	存货周转率变化
000629.SZ	攀钢钒钛	8851	10493	11189	26%	7%	-0.0362
000708.SZ	大冶特钢	830	1234	1212	46%	-2%	-0.9746
000709.SZ	河北钢铁	20695	22376	21908	6%	-2%	0.2179
000717.SZ	韶钢松山	3496	3564	4668	34%	31%	-0.2729
000761.SZ	本钢板材	10045	11813	12518	25%	6%	-0.3056
000778.SZ	新兴铸管	2997	3598	4110	37%	14%	-0.7767
000825.SZ	太钢不锈	15025	12888	12600	-16%	-2%	0.5498
000898.SZ	鞍钢股份	12991	14360	14750	14%	3%	-0.3935
000932.SZ	华菱钢铁	10782	13003	13023	21%	0%	-0.1525
000959.SZ	首钢股份	2124	1605	1635	-23%	2%	-4.3446
002110.SZ	三钢闽光	2265	2472	2713	20%	10%	0.2887
600005.SH	武钢股份	10536	15422	14502	38%	-6%	-0.1745
600010.SH	包钢股份	11166	12160	11954	7%	-2%	0.0587
600019.SH	宝钢股份	36112	43177	44402	23%	3%	-0.2312
600022.SH	济南钢铁	5654	6758	5622	-1%	-17%	-0.2662
600102.SH	莱钢股份	2938	3054	2377	-19%	-22%	1.6756
600117.SH	西宁特钢	908	939	1062	17%	13%	0.552
600126.SH	杭钢股份	1604	1851	2019	26%	9%	-0.8067
600231.SH	凌钢股份	1329	1490	1827	38%	23%	-1.0007
600282.SH	南钢股份	4711	8330	7391	57%	-11%	-0.3473
600307.SH	酒钢宏兴	5184	7185	9435	82%	31%	-0.0305
600399.SH	抚顺特钢	1714	1933	1951	14%	1%	-0.131
600507.SH	方大特钢	1317	1291	1391	6%	8%	-0.6552
600569.SH	安阳钢铁	7121	7212	7202	1%	0%	0.2348
600581.SH	八一钢铁	2158	2040	2073	-4%	2%	0.6144
600782.SH	新钢股份	6176	7093	6527	6%	-8%	-0.2187
600808.SH	马钢股份	11795	14150	15706	33%	11%	0.1624
601003.SH	柳钢股份	7088	6503	7356	4%	13%	-0.0676
601005.SH	重庆钢铁	6296	9205	8747	39%	-5%	0.3779

数据来源：wind，兴业证券

五、资金：不乐观，融资需求大增

- 前三季度，虽然经营活动产生的现金流同比增加15%，但增速低于营业收入20.6%的增速，投资活动产生现金流同比增长32%，筹资活动产生的现金流同比大幅增长356%。2011年在货币政策持续收紧，需求逐步回落的情况下钢企的现金流在逐步趋紧，通过大量的融资活动来缓解满足对资金的需求。

- 单季度看，经营活动产生现金流环比下滑 58%，远大于营业收入 2.6% 的环比下滑幅度，而投资活动有所减缓环比下滑 24%，但融资需求却继续保持旺盛环比增加 382%。
- 总体来看，钢企现金流在持续收紧，三季度经营活动产生现金流环比大幅下滑，不过钢企的筹资活动产生的现金流大幅增加暂时缓解了行业资金的紧张状态，行业整体目前还没有出现资金短缺的情况。但筹资活动的增加，必然带来后期财务费用支出的增加，从而加大明年钢企资金的压力。

表 5 季度现金流恶化，融资需求依然旺盛

	2010Q1-Q3	2011Q1-Q3	同比	2011Q2	2011Q3	环比
经营活动产生的现金流量净额	37565	43057	15%	20029	8417	-58%
投资活动产生的现金流量净额	-45552	-60104	32%	-24553	-18564	-24%
筹资活动产生的现金流量净额	6493	29615	356%	2180	10513	382%

数据来源：wind，兴业证券

六、投资建议：四季度行业继续寻底，优势股格局未变

- 虽然矿价也大幅下跌，但成本端的改善仍难弥补钢价大幅下跌的影响，且钢厂仍然持有部分前期高价矿石库存，当前全行业基本处于亏损状态。高炉的检修也进一步增加，但目前唐山地区还没有出现高炉“焖炉”的情况。由于本次需求的下滑已部分被预期，且行业的抗风险能力也在增强。总的来看行业面对这次危机可能更多采取边打边撤的战术，而不是 08 年的瞬间倒下，需要经历一个漫长的“磨”和“忍”的筑底过程，危机的周期被拉长。
- 在目前这种背景下，我们认为钢铁二级市场的走势更多被动追随大盘走势，相对收益的概率暂时不高，但随着三季度卖方集体大幅下调公司盈利预测，前期预期的下调兑现，部分公司的股价中期仍有一定吸引力。
 - 短期我们认为河北钢铁会相对强势，情绪放大效应取决于大盘反弹力度。
 - 中期看，我们认为八一钢铁的区域优势暂时没被打破、新兴铸管的铸管合同价格粘性会使其四季度的业绩相对较好。同时，矿价在需求端疲软以及三大矿四季度定价公式调整作用下的下跌已阶段性告一段落，中期看我们认为目前的矿石价格具备足够的边际成本和需求支撑，股价已大幅回落的攀钢钒钛值得重新关注。

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。