

## 不赚钱的生意，还能做多久？

李昂

黑色建材研究员

从业资格号：F3085542

交易咨询号：Z0018818

☎ 0755-23375140

✉ lia@wkqh.cn

### 报告要点：

2023 年中的主基调是钢厂低毛利、市场预期偏向悲观，但钢厂产能利用率却居高不下，粗钢产量较 2022 年同比基本持平。我们认为其中存在钢厂均摊固定成本的考量。不过低毛利/负毛利运行虽然在经济学逻辑上说得通，对于钢厂而言却并非长久之计。除直接生产成本外钢厂还需要支付三费以及融资成本等“额外”负担，因此负毛利在长期来讲是不可持续的。本文将从资产负债以及现金流量的角度出发，分析低利润环境在 2024 年中的可持续性（以便更好的把握钢厂的生产、检修节奏）。此外，本文还对本轮钢铁行业化解过剩产能的潜在路径做出了一个场景假设。

2023 年中的主基调是钢厂低毛利、市场预期偏向悲观，但钢厂产能利用率却居高不下，粗钢产量较 2022 年同比基本持平。我们认为其中存在钢厂均摊固定成本的考量。不过低毛利/负毛利运行虽然在经济学逻辑上说得通，对于钢厂而言却并非是长久之计。除直接生产成本外钢厂还需要支付三费以及融资成本等“额外”负担，因此负毛利在长期来讲是不可持续的。本文将从资产负债以及现金流量的角度出发，分析低利润环境在 2024 年中的可持续性（以便更好的把握钢厂的生产、检修节奏）。此外，本文还对本轮钢铁行业化解过剩产能的潜在路径做出了一个场景假设。

## 样本与财务

大部分得以上市的公司都是我国各行业中的细分领域龙头，因此分析上市钢厂的财报所能给出的结论，相较于实际情况必然是更加乐观的。普遍来讲，上市公司在融资渠道、边际成本以及品牌影响力等因素相较非上市钢厂均存在竞争优势。所以可以预期当上市钢厂都开始面临流动性风险时，中小型钢厂也难以幸免。

因运输成本等问题，我国钢铁行业供应存在显著的区域性。因此本文选取鞍钢股份（辽宁）、华凌钢铁（湖南）、南钢股份（江苏）、山东钢铁（山东）以及马钢股份（安徽）等五家区域龙头企业作为范例，试图覆盖更大范围的样本。未选择河钢、宝武是因为其产品辐射范围较广，在一定程度上已经摆脱了“区域性”这一范畴。本文也未选取如八一钢铁、包钢股份以及重庆钢铁等典型的内陆钢厂，因为我们认为内陆钢厂的运作（尤其在原材料的采买以及成材的运输等方面）存在更加特殊的区域特征，并未如被选取的五家沿海/临近沿海省份钢厂那么典型，参考意义较低。

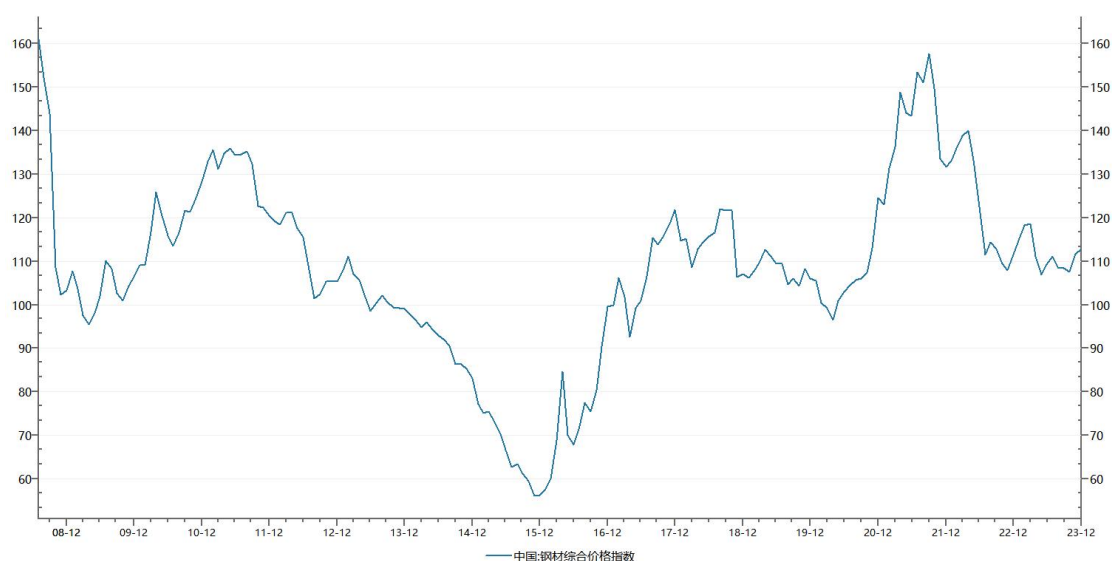
从五家钢厂 2023 年年报中选取了数项财务指标：

（单位：亿元）	鞍钢股份 000898.SZ	华凌钢铁 000932.SZ	南钢股份 600282.SH	山东钢铁 600022.SH	马钢股份 600808.SH
营业总收入	1135.02	1644.65	725.43	904.75	989.38
上期营业总收入（2022）	1310.72	1686.37	706.67	1022.89	1021.54
收入变化	(175.70)	(41.71)	18.76	(118.14)	(32.16)
货币资金	32.21	56.16	92.90	61.41	55.70
上期货币资金（2022）	50.93	111.59	117.58	78.92	65.35
资金变化	(18.72)	(55.43)	(24.67)	(17.50)	(9.65)
库存	165.65	145.54	87.00	48.14	99.18
上期库存（2022）	135.75	122.62	70.34	49.83	102.45
库存变化	29.90	22.91	16.66	(1.69)	(3.26)
经营活动现金净流入	15.79	52.73	26.75	(12.11)	19.92
利息支付	2.76	23.23	24.19	15.32	6.91
筹资活动现金净流入	(5.34)	59.89	(9.35)	(8.95)	(13.61)
净利润	(32.23)	66.40	22.45	(0.71)	(16.40)
速动比率	0.300	1.004	0.671	0.344	0.275
销售毛利率（%）	(0.47)	9.40	10.60	4.00	1.65
上期销售毛利率（2022，%）	2.33	10.32	10.75	5.56	3.24

数据来源：WIND、五矿期货研究中心

除南钢外，其余四家所选钢厂的营业总收入在 2023 年均出现了 3%-13%不等的同比下滑。在假设市场份额变动不大的情况下，我们认为这是钢材价格的下降所导致的。以钢材综合价格指数为例（图 1），2022 年间均值为 123.6。至 2023 年间均值已经下降到了 111.6，同比下滑接近 9.7%，比较好的对应了营业总收入的下降。营业总收入的下降并不指向企业亏损，其更多揭示的是钢铁行业的景气度下降。但假如使用 2022 年与 2023 年钢厂的销售毛利率进行对比，可以发现五家钢厂的毛利率均出现不同程度的下降，其中鞍钢股份的毛利率在 2023 年跌入负值。这一观察符合逻辑，在下游景气度较差需求走弱的情况下，钢厂向下议价的能力减弱，最终压低毛利率。而毛利率的下降进一步挤压了厂家的净利润，最终影响其现金流以及短期偿债能力。

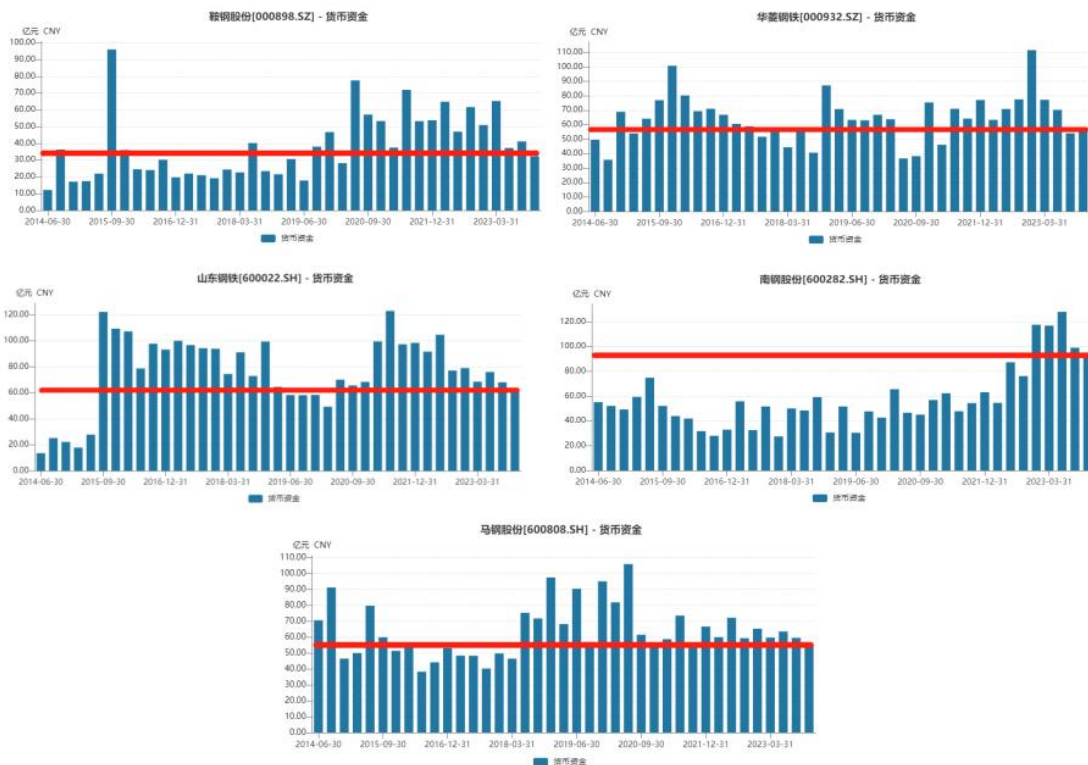
图 1：钢材综合价格的下降是 2023 年钢厂营收下降的主要因素，但并非其利润下降的诱因



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2023 财政年中钢厂持有货币资金的变化与行业景气度的下滑是相互印证的。五家钢厂持有的货币均出现了不同程度的下滑。从剩余资金量、现金流出幅度以及速动比率的角度，或许可以得出一个简单的结论：如果钢厂不进行筹资活动的话，部分钢厂难以在 2023 年的环境中再撑过 1 年。以华菱钢铁为例，其 2023 年期末持有现金约为 56 亿元人民币，但进 2023 年中其现金减少了 55.4 亿元人民币。因此即使华菱钢铁的速动比率在 1 以上，为五家钢厂中短期流动性最佳的公司，其现金流所揭示的潜在流动性风险也不容忽视。对五家钢厂的货币资金进行纵向对比，却可以发现在其数据在历史 10 年中并不算差，基本优于供给侧改革前的数据。因此我们认为钢厂目前运营状况或许相对低糜，但距离流动性风险兑现还存在一定的距离。不过假如低景气度周期持续过长，则需要注意流动性风险兑现可能带来的供应问题。

图 2：各钢厂持有的货币资产经过 2023 年后均出现不同幅度的下降，但仍普遍高于供给侧改革前的时期（2015 年）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

从五家钢厂 2015 年年报中选取了同样的财务指标，作为纵向对比：

（单位：亿元）	鞍钢股份 000898.SZ	华凌钢铁 000932.SZ	南钢股份 600282.SH	山东钢铁 600022.SH	马钢股份 600808.SH
营业总收入	527.59	414.99	222.52	389.72	451.09
上期营业总收入（2014）	740.46	556.73	278.85	518.65	598.21
收入变化	(212.87)	(141.74)	(56.34)	(128.93)	(147.12)
货币资金	36.01	100.78	43.92	109.24	51.43
上期货币资金（2014）	17.12	68.91	49.21	22.17	46.55
资金变化	18.89	31.87	(5.29)	87.07	4.88
库存	80.08	80.22	26.68	23.61	60.18
上期库存（2014）	108.65	79.05	39.25	40.87	86.84
库存变化	(28.57)	1.17	(12.57)	(17.27)	(26.66)
经营活动现金净流入	51.37	42.11	10.41	40.24	58.65
利息支付	17.82	22.11	7.42	9.19	10.81
筹资活动现金净流入	(5.16)	(13.79)	8.32	40.38	(15.55)
净利润	(46.00)	(40.19)	(24.33)	0.89	(51.04)
速动比率	0.363	0.320	0.301	0.726	0.476
销售毛利率（%）	6.24	2.81	2.92	2.27	(0.84)
上期销售毛利率（2014，%）	11.56	7.82	9.39	4.10	6.65

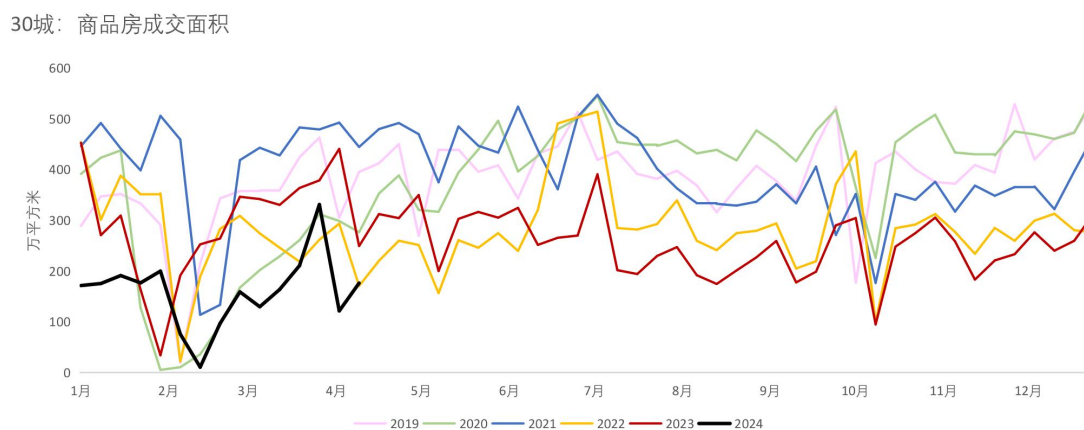
可以看到在净利润以及毛利率变化的角度，2023 年的钢厂运行情况是优于 2015 年的。以毛利率为例，2015 年五家钢厂毛利率平均降幅为 5.2%，而 2023 年相较 2022 年毛利率同比仅下降了 1.4%。从净利润看，五家钢厂中 2015 年净利润报亏损的为四家，而 2023 年为三家，亏损幅度也大幅小于 2015 年。因此参考钢厂盈利能力，我们认为 2023 年钢铁行业的景气度在一定程度上是优于 2015 年的。但从短期流动性的角度，2023 年钢厂流动性的恶化速度可能

快于 2015 年。以持有货币资金为例，所选所选五家钢厂的货币资金 2023 年中均出现了同比下降，而反观 2015 年五家钢厂中四家实现了现金净流入。而速动比率则大致相当。我们推测这与钢厂规模的扩大以及三费相应的增加有关。综上，目前钢厂所面临的环境并不比 2015 年供给侧改革前的“至暗时刻”更优，低景气度带来的钢材消费衰减正在逐渐蚕食供给侧改革为钢铁行业带来的利润壁垒。

## 展望与场景

一季度房地产终端数据表明我国可能会迎来第三个商品房销售面积下降的年份。截止至 4 月中旬数据，我国 30 城商品房成交面积累计同比下降约 22%。虽然目前预期该数据在 2024 年中持续修复，但回正的概率并不高，换言之之房地产终端的景气度依然处于衰退。对于市场而言钢材价格存在交易房地产行业边际衰退收窄的可能性，但对于房地产商而言在没有明确信号表明终端需求回暖前，其资金流向的决策可能会更加保守。因此我们认为融资白名单对于房地产行业的影响将更多作用于“保交楼”而非新开工。而对于房地产销售数据变化的预期，则延续我们此前报告《对于钢材需求的一些看法》中的判断，认为将与我国经济以及消费形成同周期变动。其中最基础的，是要观察到十年期国债收益率的触底反弹。整体而言，虽然我国经济形势可能会在 3-6 个月区间内出现反转，但考虑决策以及资金在产业链中传导所需要的时间，我们认为我国房地产新开工面积在 2024 年同比缩减的概率更高。因此即使钢材直接出口依然是化解我国钢材需求缺口的有效手段之一，对于 2024 年钢铁行业整体环境的判定依然为“过剩”。换句话说，钢厂企业的净利润、货币资金以及短期流动性指标可能会在 2024 年出现进一步恶化。

图 3：商品房销售数据持续衰退



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

我们认为解决钢铁行业过剩问题的答案不在于刺激钢材消费。从政策的一致性以及导向出发，排除房地产或基建方面钢材消费大幅复苏的可能性。虽然当前对于房地产行业的定调是“供求关系发生重大变化的新形势”，但实际政策重心依然是“保交楼”。而“十二省化债暂停基建”这一举措更体现了我国坚持进行经济转型的决心。因此判断未来建筑钢材的消费必然是难以回归 2021 年峰值的。

在建筑钢材需求衰退所遗留下的冗余产能过大，难以被制造业消化的情况下，钢铁过剩问题的解决方案依然存在于供给侧。其中存在两条潜在路径：碳中和以及推进企业兼并重组。这里不对碳中和做出更多赘述，因为预期碳中和的实现路径或与供给侧改革类似，以限制落后产能并提高企业效能为主。

推进企业兼并重组这一路径，则来自于《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》一文，为贯彻落实《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》《“十四五”原材料工业发展规划》等文件，所提出的：“鼓励行业龙头企业实施兼并重组，打造若干世界一流超大型钢铁企业集团...鼓励钢铁企业跨区域、跨所有制兼并重组，改变部分地区钢铁产业“小散乱”局面，增强企业发展内生动力...”。具体目标则是钢铁行业在 2025 年实现 CR10 集中度 60%以上（2023 年末为 45%左右，依然远低于目标值）。因此我们认为我国钢铁行业是存在通过兼并重组优化产能结构、改变行业格局并影响上中下游产业链利润分配的动力的。而低景气度、低利润环境也利于钢铁行业落后产能出清：在生产、管理等环节效率较差的厂商会被挤出或兼并，最终实现钢铁供应结构的优化（2022 年以来我国生猪养殖行业所经历的利润下滑、产能出清以及兼并重组可能会为钢铁行业提供一定的路径参照）。

## 总结

综上所述，我们认为建筑行业在短期未来会继续成为钢材消费的拖累项，虽然边际转暖但并不足以驱动投资增长。因此钢铁行业低景气、低利润的环境也暂时难以扭转。究其本质是因为我国没有产业能够替代建筑业在钢铁消费中所占的比重。从 2023 年钢材消费结构的变迁可以看出，钢材直接出口、家电制造业以及汽车制造业分别承接了部分由建筑业溢出的铁水供应，虽然覆盖了大部分需求缺口但代价却是钢铁行业近乎全年的低利润生产。低利润会对钢厂负债表形成更多压力，从对五家钢厂财报数据的分析来看，这是难以长期持续的。虽然钢厂依然存在丰富的融资渠道以及其它变现手段支撑不会出现流动性危机，但不可否认低利润环境会对其运营及生产造成负面影响。而对于化解过剩产能的手段，我们则认为可能与碳中和或钢铁行业的兼并重组有关，未来会持续关注相关事件所带来的交易机会。

## 免责声明

---

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)