

分析师： 刘元瑞、李兴 021-63526167 liuyr@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

2009 年 1 季报点评

事件描述

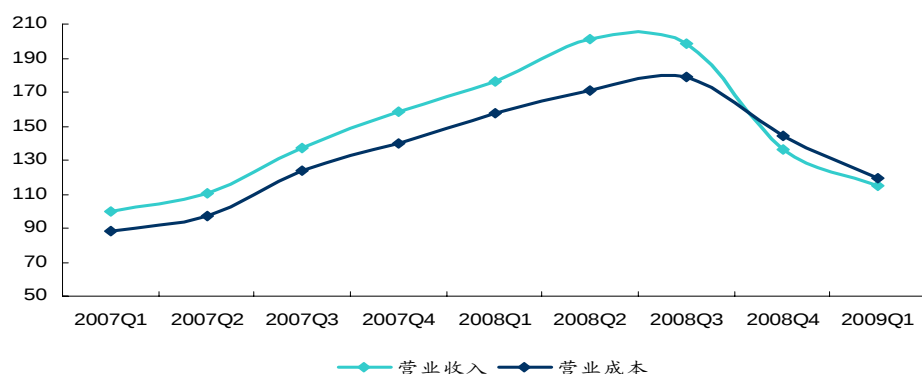
公司今日公布 2009 年 1 季报。2009 年 1 季度实现营业收入 115.31 亿元，同比下滑 34.33%；实现净利润-8.99 亿元，同比下滑 217.17%。实现 EPS 为-0.11 元。

事件评论

第一，主营亏损，存货跌价准备没有转回

在年末并不算太低的存货计提比例背景下，公司 1 季度主营依然出现亏损。亏损额在 3.7 亿元左右，较之 2008 年 4 季度主营 7.5 亿元下降了一半，但仍略超出我们之前的预期。

图 1：1 季度主营依然亏损



资料来源：公司公告，长江证券研究部

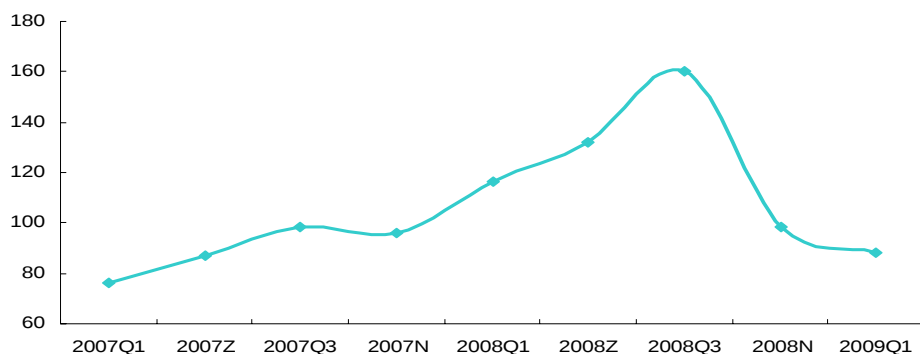
表 1：存货计提明细

	账面值	存货跌价准备	计提比例
原材料	67.04	13.78	20.55%
备品备件	25.5	0.25	0.98%
产成品	12.45	2.17	17.43%
在产品	10	1.76	17.60%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

1 季度的存货水平下降速度也在放缓。不过目前的存货水平基本与历史存货水平基本持平。

图 2: 存货水平下降至历史正常水平



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

主营亏损的情况下, 公司并没有和其他钢铁公司一样冲回年末计提的存货跌价准备, 因此, 造成了 1 季度的业绩最终亏损。

第二, 2009 年经营压力来自于新区的板材和未来可能的继续扩产

型材和火车轮是公司较有特色的两类产品, 但在利润中占比并不算高。我们在之前也分析过公司型材及火车轮未来的盈利变化情况, 预计也很难走出有别于其他钢铁产品的独立走势。因此, 实际上公司业绩最为敏感的, 依然是前几年扩产新建的新区板材。

表 2: 公司产量变化情况

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E
总产量	868.6	1022.3	1287	1413	1420
板材	303.3	338	568	676	653
线棒	225.7	397.6	429	463	472
型钢	321.4	264	264	248	265
火车轮	18.2	22.7	26	26	30

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

我们依然认为, 新区板材的投产达产期间遭遇的行业周期调整使得公司的包袱较重, 而原料方面的不占优势更加放大了这种负面影响。当然, 我们并非认为将近 75% 的进口矿长协比例和 40% 左右的海运长单对公司来说是长期的利空因素, 因为一旦行业复苏, 这种成本相对固定的优势又将重新体现。

从目前的情况看, 公司 2009 年产量没有明显增长。在行业低迷期, 保持规模的稳定会使得公司经营压力相对减轻。不过, 在之前的报告中我们也有提到过, 公司在新区建设时, 实际上预留了一部分土地做进一步的产能扩张。目前了解到的情况是, 公司计划将合肥地区钢铁产能做一个整体置换。初步的计划为关闭合肥地区的炼铁资产, 在新区新建 5000m³ 大高炉以及相应的后端板材配套生产线, 合计产能为 300 万吨。该计划正在讨论之中, 尚未最后确定。

产能扩张是一个双刃剑。如果行业复苏, 则利润增速会明显加快; 而如果行业持续低迷, 则过大的投资势必会带来较大的压力。从马钢新区 500 万吨板材项目的 270 亿元投资来看, 倘若 300 万吨的新项目上马, 公司在项目投产前期面临的折旧压力也将相当大。而本来就并不轻松的负债比也将使得公司面临的财务压力不容小视。

第三, 估值合理, 期待行业复苏

受 1 季度业绩的拖累, 我们调低公司的盈利预测。预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.06 元、0.12 元, 维持前期的“中性”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	71260	60376	64349	69645	货币资金	5951	8720	13848	19744
营业成本	65154	57124	60501	64951	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	6105	3252	3848	4694	应收账款	1063	896	955	1033
% 营业收入	8.6%	5.4%	6.0%	6.7%	存货	9848	8508	9011	9673
营业税金及附加	778	659	703	760	预付账款	1107	960	1017	1091
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	3	2	3	3
销售费用	367	302	322	348	流动资产合计	19241	20175	25992	32798
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1093	906	965	1045	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	长期股权投资	909	909	909	909
财务费用	1576	866	821	801	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	2.2%	1.4%	1.3%	1.2%	固定资产合计	45524	41636	37622	33454
资产减值损失	1797	-4	2	2	无形资产	1851	1758	1670	1587
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	200	0	0	0	递延所得税资产	619	0	0	0
营业利润	694	523	1036	1738	其他非流动资产	-2000	-2000	-2000	-2000
% 营业收入	1.0%	0.9%	1.6%	2.5%	资产总计	66145	62479	64195	66750
营业外收支	112	0	0	0	短期贷款	1378	0	0	0
利润总额	806	523	1036	1738	应付款项	8574	7035	7450	7997
% 营业收入	1.1%	0.9%	1.6%	2.5%	预收账款	5616	4830	5148	5572
所得税费用	75	52	104	174	应付职工薪酬	197	169	179	193
净利润	731	471	932	1564	应交税费	667	555	629	729
归属于母公司所有者					其他流动负债	1949	1730	1833	1967
的净利润	710.2	457.8	906.5	1520.4	流动负债合计	18380	14320	15239	16458
少数股东损益	21	13	26	43	长期借款	15666	15666	15666	15666
EPS（元/股）	0.09	0.06	0.12	0.20	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	7	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	5564	5564	5564	5564
经营活动现金流净额	8388	6086	7129	7921	负债合计	39617	35550	36469	37688
取得投资收益	188	0	0	0	归属于母公司	26007	26396	27167	28459
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	520	533	559	603
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	26527	26929	27726	29061
固定资产投资	-3790	-1004	-1043	-996	负债及股东权益	66145	62479	64195	66750
其他	468	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3323	-1004	-1043	-996		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.092	0.059	0.118	0.197
股权融资	3157	0	0	0	BVPS	3.38	3.43	3.53	3.70
银行贷款增加（减少）	-5428	-1378	0	0	PE	41.85	64.93	32.79	19.55
筹资成本	2842	-935	-957	-1029	PEG	1.45	2.25	1.14	0.68
其他	-5684	0	0	0	PB	1.14	1.13	1.09	1.04
筹资活动现金流净额	-5113	-2312	-957	-1029	EV/EBITDA	5.93	5.75	4.50	3.29
现金净流量	-48	2769	5128	5896	ROE	2.7%	1.7%	3.3%	5.3%

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。

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) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。