

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

1 季度主营环比持平费用上升

事件描述

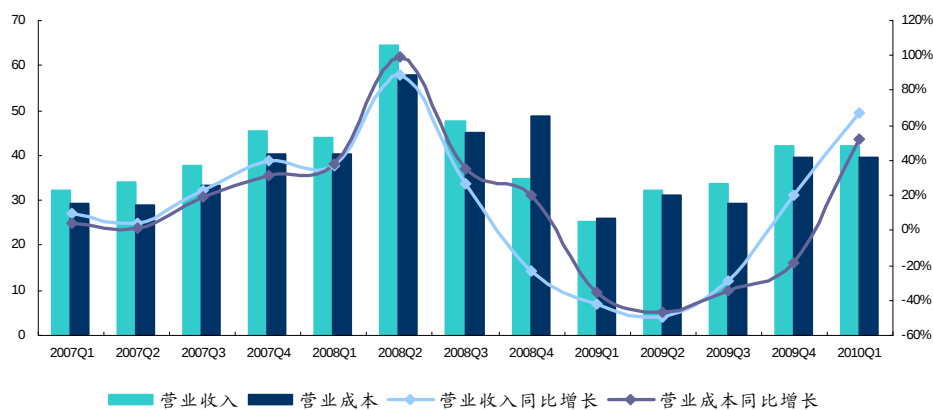
韶钢松山今日公布了 2010 年 1 季度报告, 公司 1 季度实现营业收入 42.20 亿元, 同比上升 66.79%; 实现利润总额 0.57 亿元, 净利润 0.50 亿元; 实现 EPS 0.03 元。

事件评论

第一, 1 季度主营收入环比基本持平

从主营上看, 公司 1 季度营业收入较 4 季度环比持平。

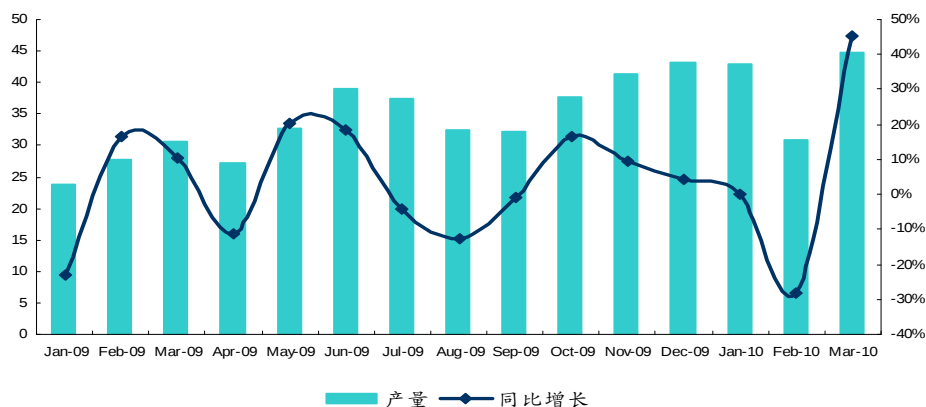
图 1: 1 季度主营收入环比 4 季度基本持平



资料来源: Wind, 长江证券研究部

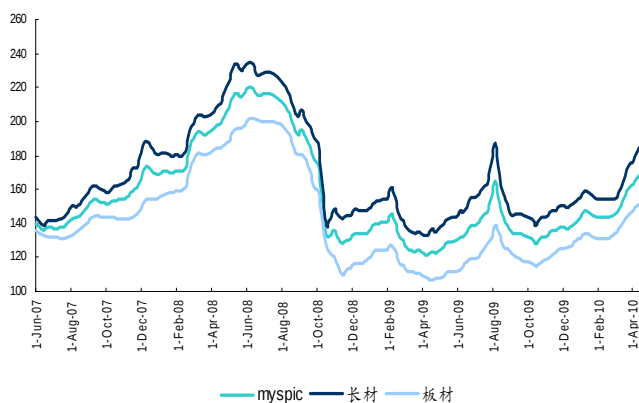
公司 1 季度产量基本与 4 季度持平, 不过主要产品的市场价格环比有所上升, 但其主营并未得到明显提升, 可能是销量受到了一定的影响。做出这个判断的原因一方面在于存货在 1 季度出现了小幅回升, 另一方面在于虽然矿石价格在 1 季度大幅上涨, 但主营成本也基本保持稳定。

图 2：公司 1 季度钢铁产量环比小幅增长



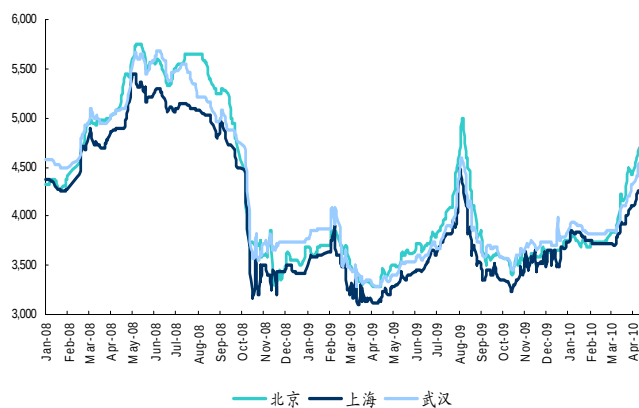
资料来源：钢之家，长江证券研究部

图 3：Mysteel 钢铁价格指数持续上升



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

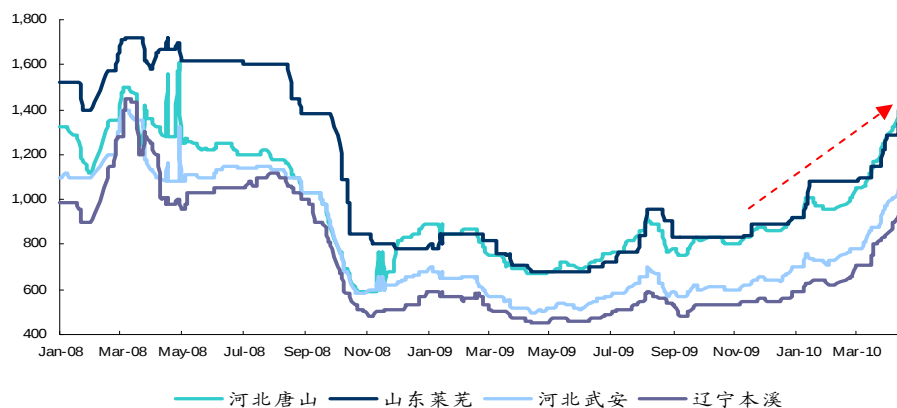
图 4：1 季度螺纹钢市场价格略高于 4 季度



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

除了可能的销量影响，公司的原材料存货可能也是导致成本环比变化不大的主要原因。公司的存货周转天数大约在 2-3 个月，这意味着公司 1 季度可能还在使用去年年末的低价铁矿石。

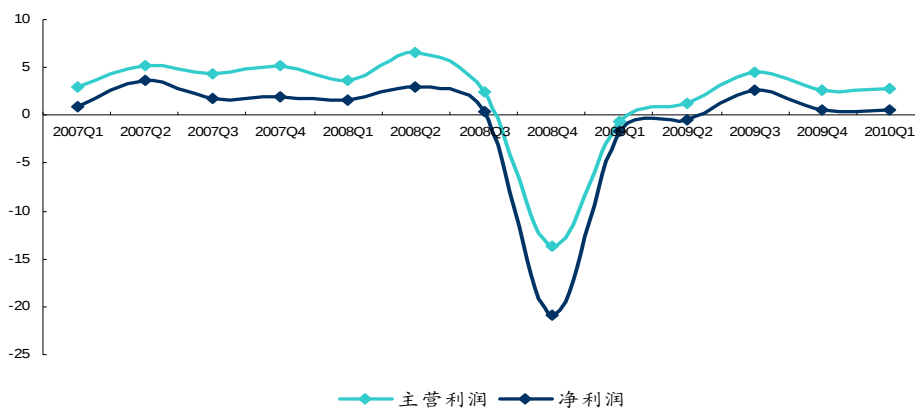
图 5：国内铁矿石价格在 1 季度上升较快



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

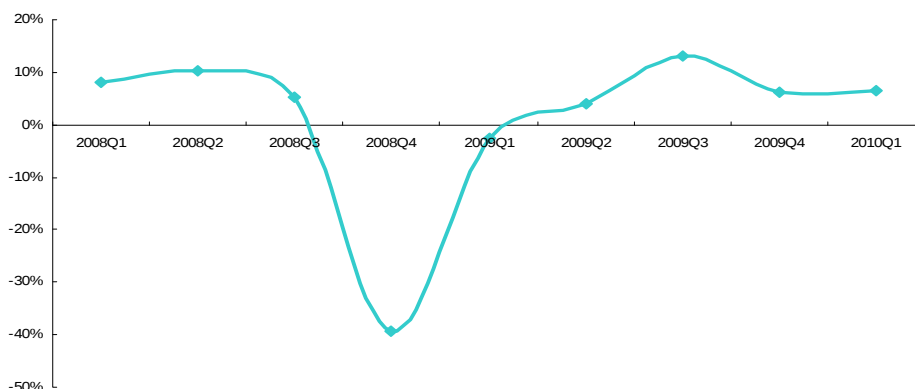
成本的相对平稳使得公司毛利率环比有了小幅提升，其营业利润也出现小幅上升。同时，由于 1 季度所得税费用及营业税金及附加大幅减少，使得公司 1 季度在综合费用率大幅提高的情况下，净利润较 4 季度仍能基本持平。

图 6：1 季度主营利润与净利润环比 4 季度皆小幅提升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：销售毛利率环比 4 季度小幅提高

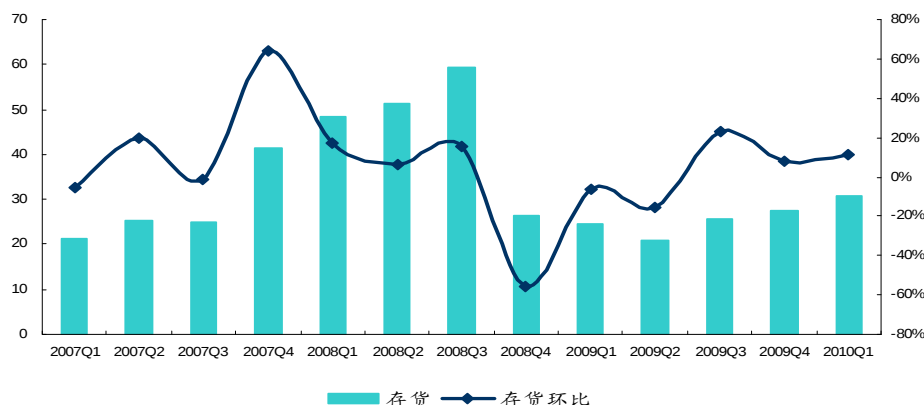


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，存货环比有所上升，但仍远低于历史高位

公司 1 季度公司存货环比有所上升，但总体来看仍然处于较低位置。考虑到年末公司存货中原材料占比超过 50%，因此在原材料价格出现明显上涨的 1 季度，存货出现上升是预期之内的事情。

图 8：1 季度存货环比 4 季度有所上升

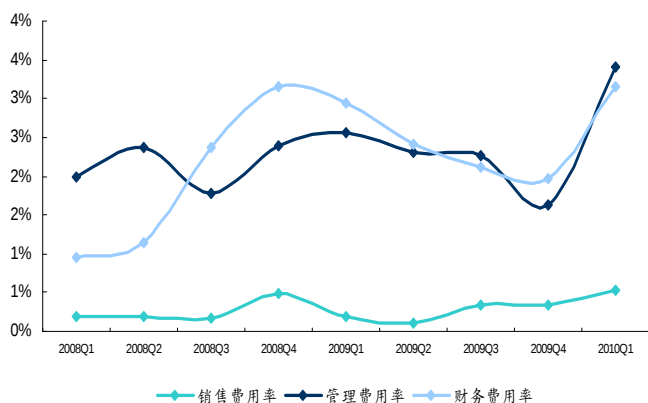


资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，1 季度销售费用率及管理费用率环比大幅上升，财务费用率小幅增长

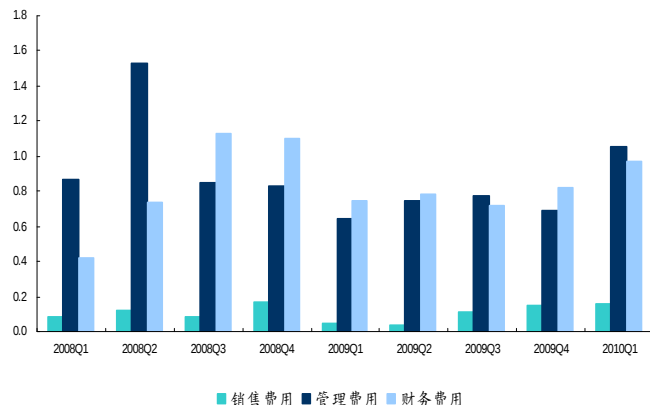
1 季度公司销售费用率大幅及管理费用率上升，造成 1 季度销售费用率上升的主要原因在于公司 1 季度产品出口费用所致。同时，由于 1 季度维修费及土地租赁费增加，使得公司管理费用也增长明显。这直接使得公司的综合费用率环比大幅上升。

图 9：销售费用率及管理费用率增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：销售费用绝对额大幅增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 11：1 季度综合费用率环比大幅上升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.33 和 0.50 元，维持“谨慎推荐”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）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	13350	19090	21500	26148	货币资金	1367	1909	2150	2615
营业成本	12585	17292	19328	23293	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	765	1798	2172	2855	应收账款	52	67	75	91
% 营业收入	5.7%	9.4%	10.1%	10.9%	存货	2764	3774	4218	5083
营业税金及附加	52	74	84	102	预付账款	420	585	654	788
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	4	6	7	9
销售费用	34	57	64	78	流动资产合计	5287	7315	8201	9920
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	285	401	451	549	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	306	439	395	341	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.3%	1.8%	1.3%	固定资产合计	12375	11800	11190	10484
资产减值损失	-844	1	1	1	无形资产	317	301	286	272
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	361	0	0	0
营业利润	932	825	1177	1783	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	7.0%	4.3%	5.5%	6.8%	资产总计	18341	19417	19679	20677
营业外收支	23	0	0	0	短期贷款	6134	5281	4213	2970
利润总额	110	825	1177	1783	应付款项	1629	2232	2495	3007
% 营业收入	0.8%	4.3%	5.5%	6.8%	预收账款	814	1164	1311	1595
所得税费用	17	206	294	446	应付职工薪酬	187	258	289	348
净利润	93	619	883	1338	应交税费	-75	140	189	274
归属于母公司所有者					其他流动负债	421	583	652	786
的净利润	92.7	619.1	741.4	1123.6	流动负债合计	9109	9659	9149	8979
少数股东损益	0	0	141	214	长期借款	3422	3422	3422	3422
EPS（元/股）	0.06	0.37	0.44	0.67	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	13	13	13	13
经营活动现金流净额	2061	2518	2429	2780	负债合计	12544	13094	12584	12414
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	5797	6323	6953	7908
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	0	0	141	355
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5797	6323	7095	8264
固定资产投资	-1782	-591	-615	-561	负债及股东权益	18341	19417	19679	20677
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1782	-591	-615	-561		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.056	0.371	0.444	0.673
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.47	3.79	4.16	4.74
银行贷款增加（减少）	374	-853	-1067	-1244	PE	92.03	13.78	11.51	7.59
筹资成本	470	-532	-506	-510	PEG	0.71	0.11	0.09	0.06
其他	-1164	0	0	0	PB	1.47	1.35	1.23	1.08
筹资活动现金流净额	-320	-1385	-1573	-1754	EV/EBITDA	7.05	6.27	4.99	3.61
现金净流量	-41	542	241	465	ROE	1.6%	9.8%	10.7%	14.2%

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 3 年。

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	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	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。