

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 季度成本优势开始凸显

事件描述

本钢板材今日公布了2009年度报告,公司2009年度实现营业收入355.98亿元,同比下降8.02%;利润总额亏损13.25亿元,净利润亏损15.45亿元;实现EPS -0.49元。

同日,公司公布了2010年1季报,报告期内实现营业收入104.94亿元,同比上升24.20%;实现净利润3.72亿元,同比大幅回升749.26%;实现EPS 0.1187元。

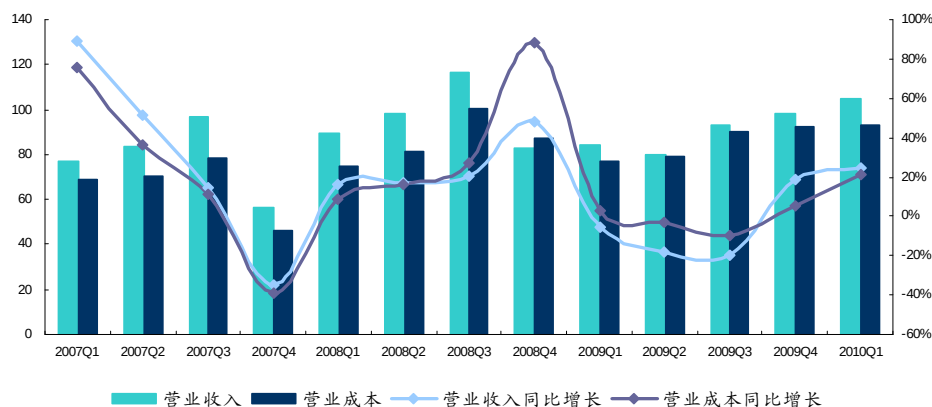
公司全年完成主要产品产量生铁917.04万吨,同比增长23.4%;粗钢903.82万吨,同比增长22.14%;热轧材811.45万吨,同比增长21.83%;冷轧材135.36万吨,同比增长24.49%;发电量18.3亿千瓦时,同比增长1.1%

事件评论

第一, 主营收入稳步回升

本钢板材2009年实现营业收入355.98亿元,较上期金额387.02亿元下降8.02%。其中,2009年4季度营业收入环比3季度持续回升,而2010年1季度营业收入回升更为明显。

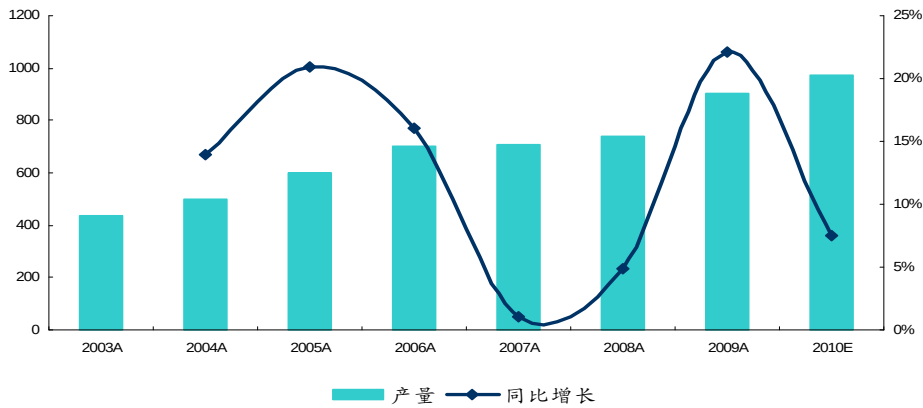
图 1: 公司主营收入持续回升, 1 季度回升明显



资料来源：公司公告，长江证券研究部

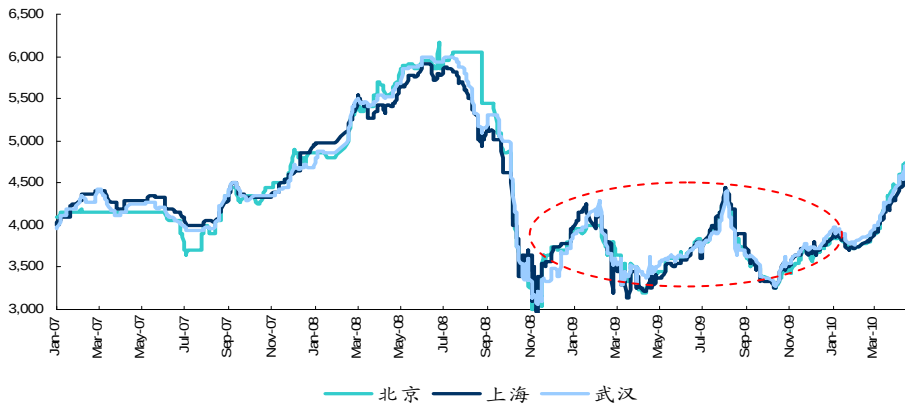
产量相比于2008年实际上出现了明显上升。只是占据公司总产量超过80%的均是热轧板卷，而热轧板卷在过去的一年中表现一般。

图 2：公司 09 年钢产量较 08 年大幅提升



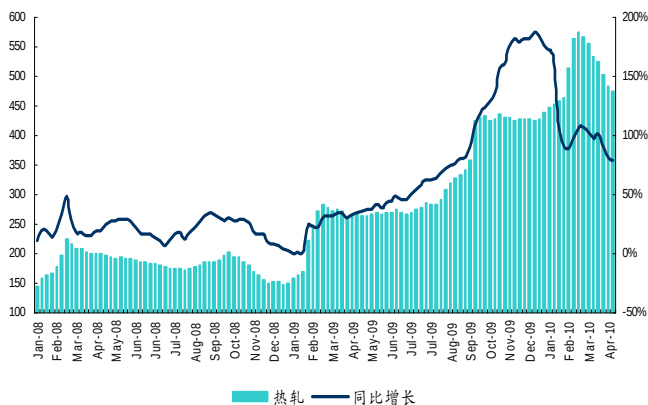
资料来源：钢之家，长江证券研究部

图 3：09 年国内主要市场热轧价格走势持续低迷



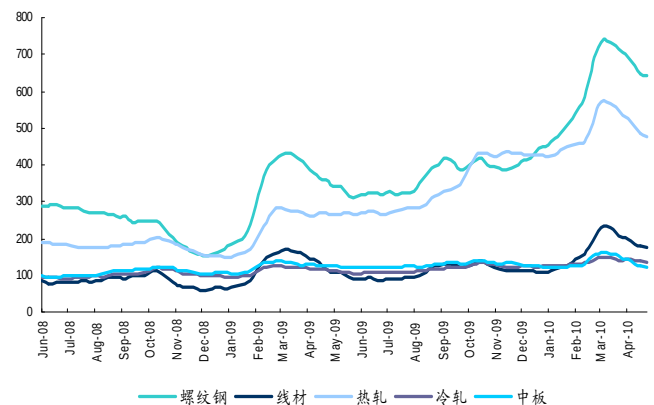
资料来源：bloomberg，长江证券研究部

图 4：09 年国内热轧社会总库存持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

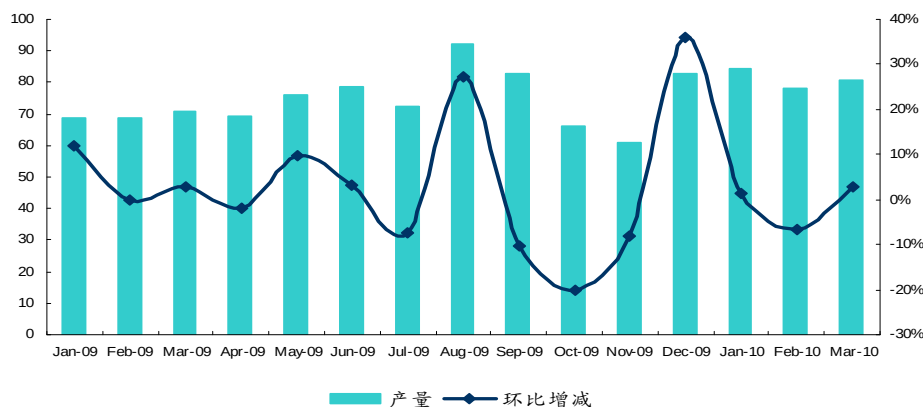
图 5：国内热轧社会总库存在各钢铁品种中处于高位



资料来源：Wind，长江证券研究部

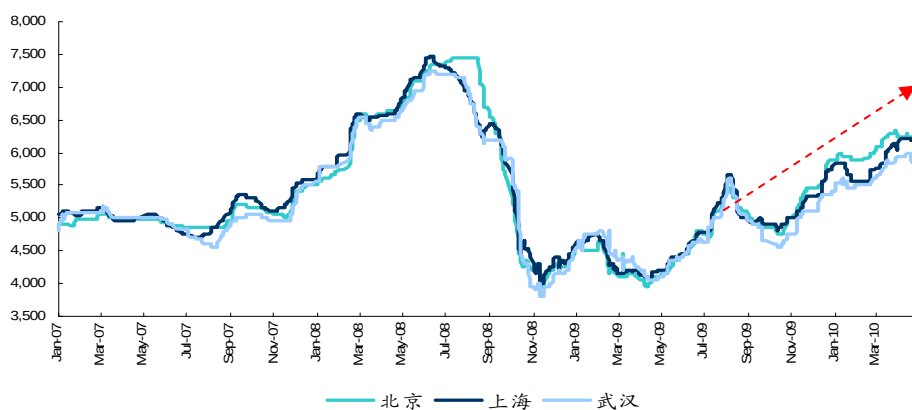
4 季度产量实际上有所下滑但收入开始上升，价格的回暖是其中最主要的因素。而且，从市场价格的表现上来看，公司产品销售的确认也存在一定的滞后。

图 6：公司 4 季度钢铁产量有所下滑，1 季度回升明显



资料来源：钢之家，长江证券研究部

图 7：国内主要市场冷轧价格走势



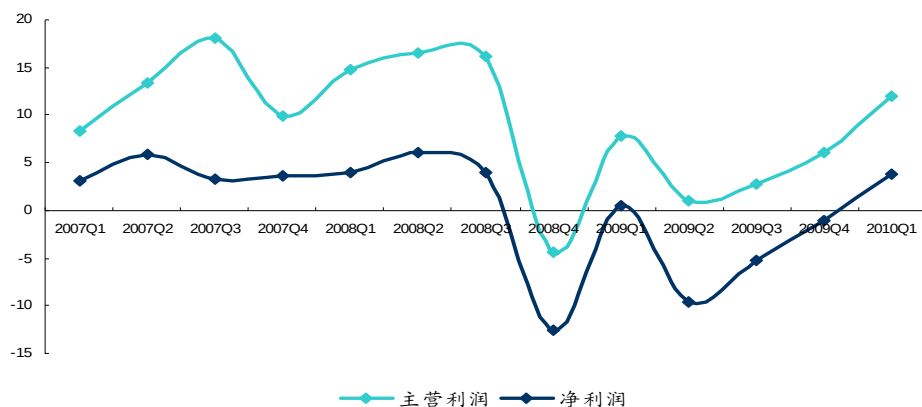
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

1 季度在产量增长的情况下实现了量价齐升。虽然热轧的供给依然显得过剩，但由于其应用范围广，出货量较大的特点使得其价格弹性较大。

第二，4 季度业绩仍然亏损，1 季度大幅扭亏

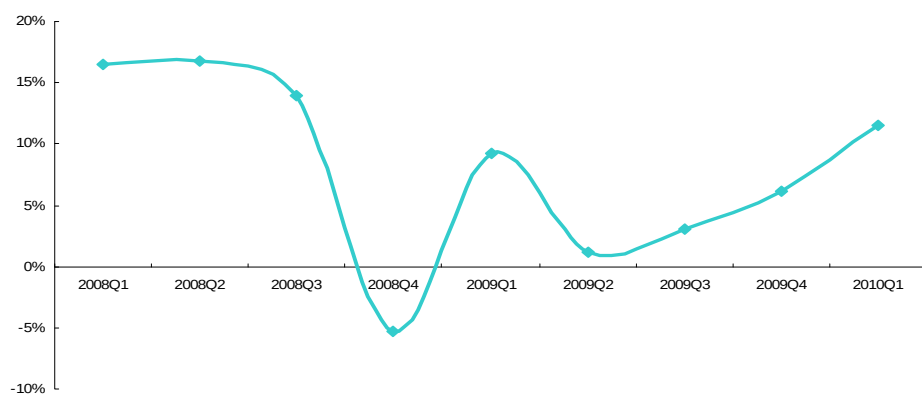
公司 09 年 4 季度虽然主营收入及主营利润得到环比提升，但提升幅度不够使得净利润仍处于小幅亏损状态。销售费用在 4 季度下滑明显，不过所得税的增长及部分资产减值准备的计提使得净利润的增长幅度没有超过主营利润的增长幅度。而 1 季度随着公司销售毛利率的进一步走高，公司实现扭亏为盈。

图 8：4 季度业绩仍然亏损，1 季度大幅扭亏



资料来源：公司公告，长江证券研究部

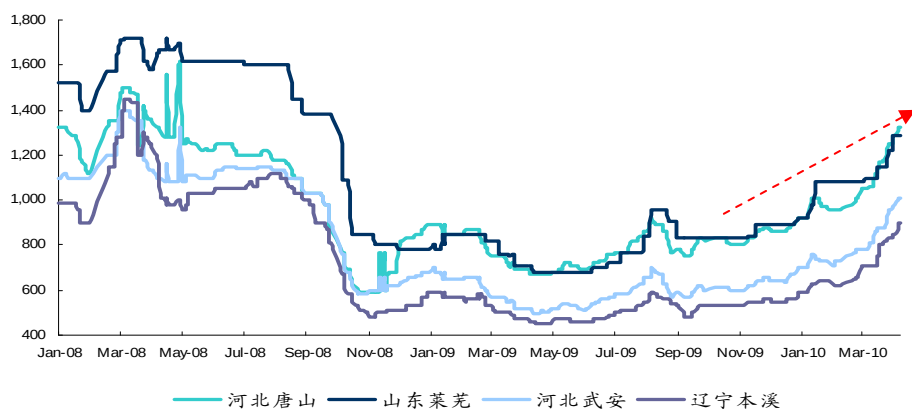
图 9：公司销售毛利率持续回升



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们认为，造成公司 1 季度毛利率持续回升的原因一方面在于国内钢材价格的持续上涨，另一方面，集团公司与公司间特殊的铁矿石定价模式也使得公司在 1 季度享受了矿石价格上涨带来的存货利润。主营成本相比于 4 季度基本处于稳定状态。

图 10：铁矿石价格持续攀升，公司铁矿石特殊定价模式使其成本相对稳健

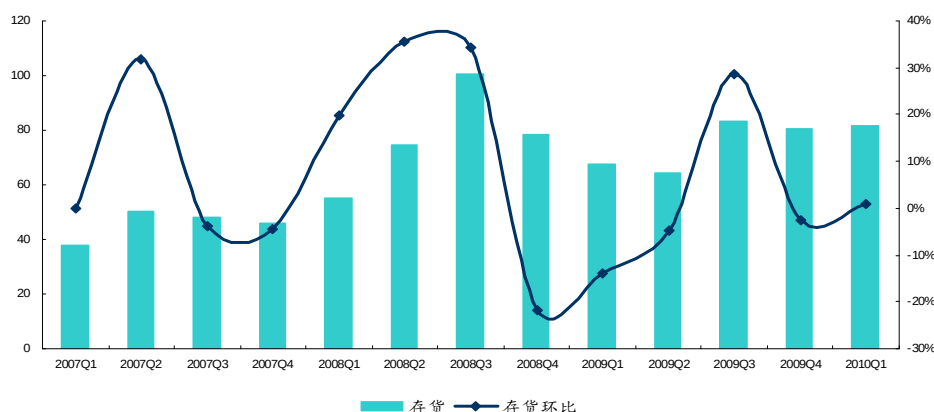


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第三，09 年期末存货环比小幅回落，10 年 1 季度有所上升

公司 09 年期末存货环比 3 季度小幅回落，而 10 年 1 季度存货小幅上升，公司目前的存货基本处于安全的位置。

图 11：期末存货环比 3 季度小幅下滑，1 季度略有回升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司 2009 年末公司存货中原材料占比达到 65.54%。虽然公司与集团公司部分的铁矿石价格基本稳定，但是公司仍然有一部分铁矿石将通过进口及国内散购取得，目前持续高涨的铁矿石现货价格使得公司这种高原材料的存货结构在未来一段时期受益。

表 1：公司存货中原材料占比接近 70%

项目	期末余额（亿元）			期初余额（亿元）		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	53.16	0.23	52.93	62.77	3.46	59.31
在产品及自制半成品	3.73	0.57	3.16	6.18	1.23	4.95
产成品	24.79	0.12	24.66	16.66	2.32	14.34
总计	81.67	0.92	80.76	85.61	7.01	78.60

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司 2009 年初计提的库存商品、在产品以及自制半成品的跌价准备在年内基本实现转销。同时，公司年内共计提了 0.62 亿元的存货跌价准备，由于数量较小，总体来说影响不大。

表 2：存货跌价准备（亿元）

存货种类	期初账面余额	本期计提额	本期减少		期末账面余额
			转回	转销	
原材料	3.46	0.02	3.25	0.23	0.23
在产品及自制半成品	1.23	0.51	1.18	0.57	0.57
产成品	2.32	0.08	2.28	0.12	0.12
合计	7.01	0.62	6.71	0.91	0.91

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，分产品毛利率下滑明显

2009 年全年毛利率下滑是预期之内的事情。在轧钢能力大于炼钢能力的情况下，钢坯的销售量较 08 年大幅提升，说明部分轧机有所限产或尚未达产。随着公司向集团公司租借的 2300mm 轧钢生产线的达产，预计钢坯销售会出现下降。

表 3：主营业务分产品明细表

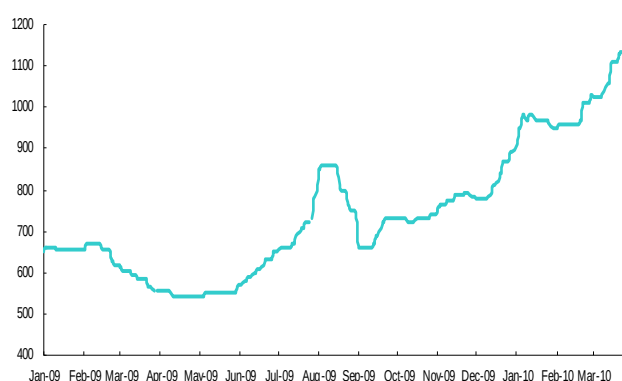
分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业利润率 (%)	营业收入较上年 增减(%)	营业成本较上年 增减(%)	营业利润率较上 年增减(%)
分行业						
工业	306.65	289.76	5.51	-8.83	-1.92	-6.66
分产品						
钢板	280.57	271.22	3.33	-14.23	-5.61	-8.82
钢坯	22.10	14.44	34.65	436.35	300.74	22.12
其他	3.99	4.10	-2.88	-22.06	-8.33	-15.41

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，矿石定价类似于鞍钢，但较为灵活，总体来看 2010 年上半年会明显受益

集团公司拥有两个矿山，年产铁精矿能力在650万吨左右。现有南芬露天矿和歪头山铁矿两座自有矿山，铁矿石现有储量为108,660.1万吨，其中南芬露天铁矿是世界仅有的两座、亚洲唯一的优质低磷、低硫铁矿，矿石储量为92,468.8万吨，地质品位Tfe31.82%，按年开采铁矿石1,500万吨计算尚可开采61年；歪头山铁矿储量为16,191.3万吨，地质品位Tfe31.34%，按年开采铁矿石450万吨计算尚可开采38年。2008年矿石自给率在60%左右。由于矿山的扩产不明显，因此随着公司产能扩大预计2009年矿石自给率将下降至40%左右。定价标准与鞍钢类似，不高于上半年度海关平均到岸价加短途运费。但“不高于”的表述较为灵活，因此公司可操作余地较大。剩余矿石部分由周边采购及进口矿补足。焦煤主要来自山西、内蒙和黑龙江，完全参照市场定价，自炼焦能力足够。

图 12：印度粉矿（63.5%）日照港车板价持续攀升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 14：国内主要地区铁矿石价格（66%湿基不含税）

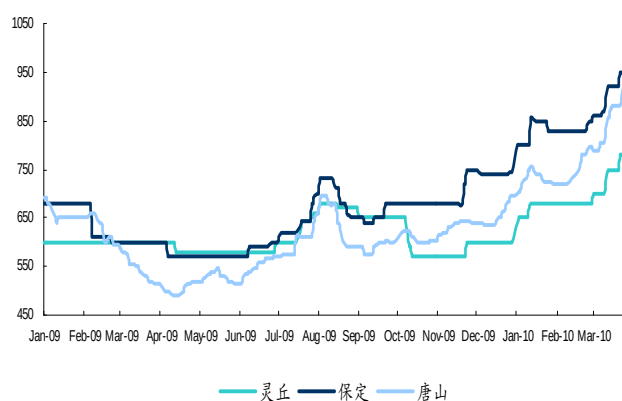
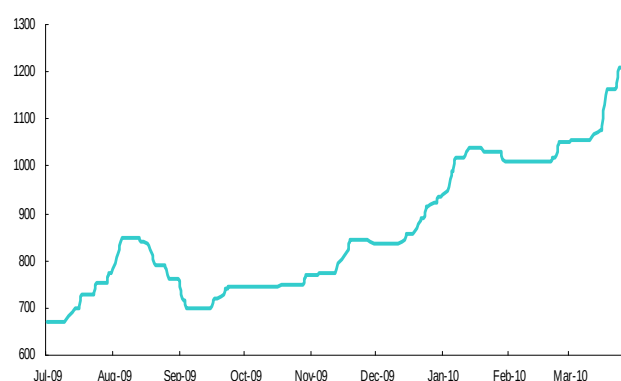
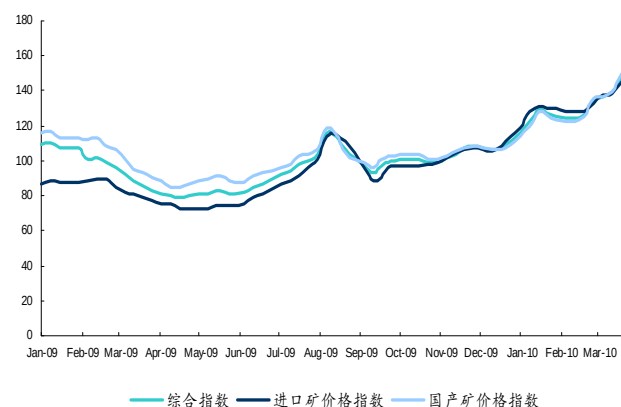


图 13：巴西粗粉（65%）连云港车板价也持续攀升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 15：MySpic 矿石价格指数呈持续上升趋势



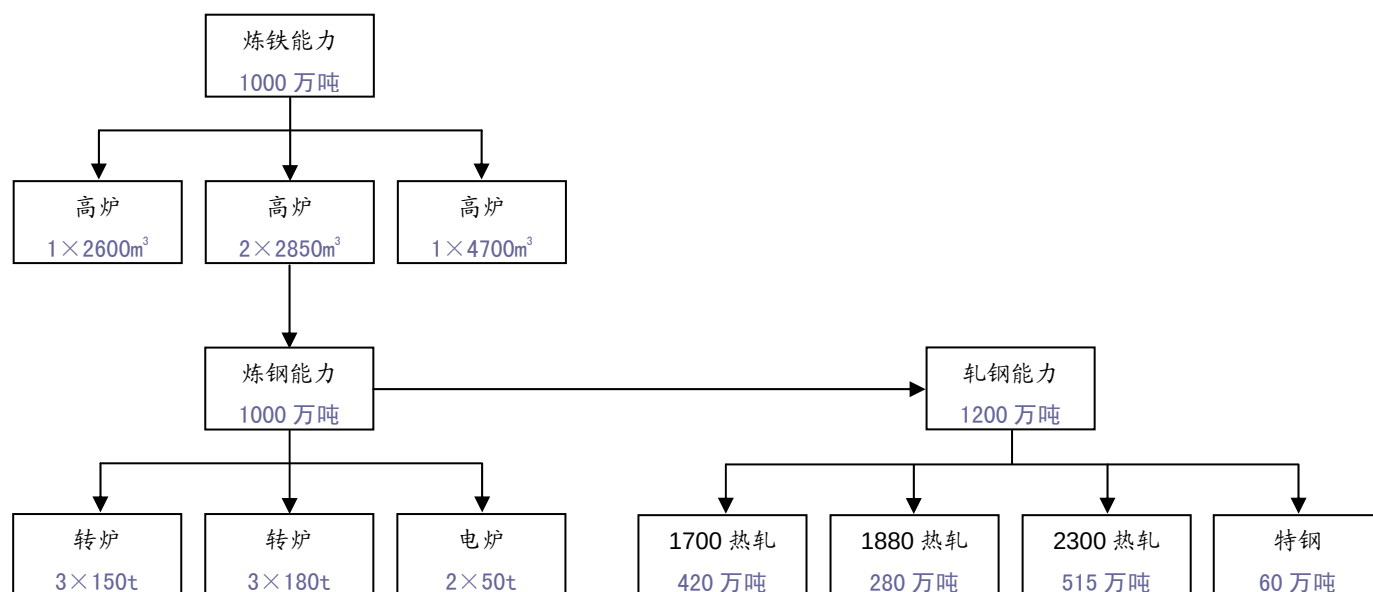
资料来源: Wind, 长江证券研究部

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

第六, 租赁集团公司热轧生产线将成为公司未来新的盈利增长点

公司目前炼铁设备主要为5座高炉, 炼钢设备为6座转炉和2座电炉, 炼铁炼钢的能力均在1000万吨左右。主要产品为热轧及冷轧板卷, 还拥有一条产能60万吨的特钢生产线。热轧生产线主要为2条自有轧机和1条租入轧机, 产能分别为700万吨和515万吨, 后端还配套有1条冷轧生产线, 产能110万吨。从轧钢能力上看, 完全达产有1200万吨左右生产能力。

图 16: 公司主要生产设备及产能统计图



资料来源: 长江证券研究部

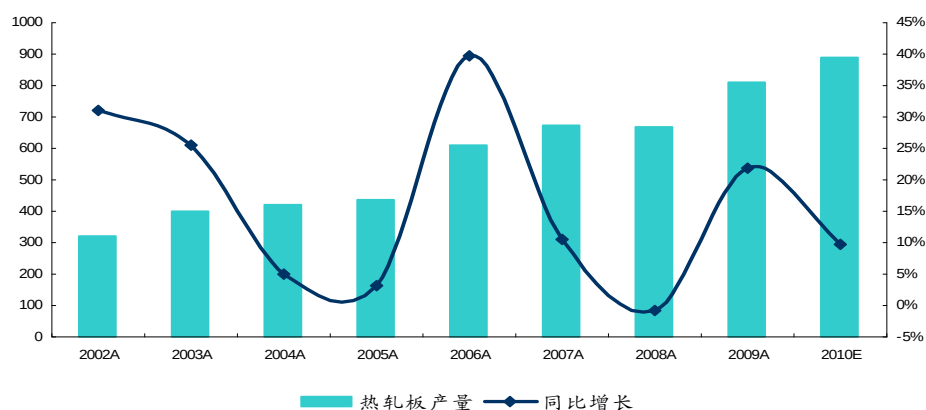
表 4: 公司产量增长情况

	2006	2007	2008	2009	2010E
铁			743	917.04	960
钢	699	706	740	903.82	972
材	608	672	666		946

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

2009年3月18日, 公司审议通过了《关于租赁本钢集团2300mm热轧机生产线的议案》。根据该议案, 公司将以经营租赁的形式租入本钢集团投资新建的2300mm热轧机生产线。同时约定自租赁协议生效之日起至2009年12月31日。该阶段为租赁标的调试试生产期, 本钢集团不向公司收取租金。同时, 在该阶段, 如公司运行的租赁标的发生亏损, 亏损额由本钢集团承担; 如有盈余, 归本公司所有。自2010年1月1日起至租赁协议期限届满, 公司按照使用租赁标产生的利润的30%向本钢集团支付租金, 年租金额不超过公司上一会计年度经审计的净资产额的5% (不含5%)。在该阶段, 如公司运行的租赁标的发生亏损, 亏损额由公司自行承担。2009年2300mm热轧机生产线处于调试试生产期。调试亏损6.82亿元, 集团公司已经以货币形式做出补偿。

图 16: 公司未来热轧板产量将持续提升



资料来源：公司资料，长江证券研究部

总体来看，租借的集团公司 2300mm 热轧机组在 2010 年继续出现亏损的概率并不大。因此股份公司在 2010 年应该可以获得该生产机组 70% 的利润。

第七，维持“谨慎推荐”评级

我们预计 2010、2011 年 EPS 分别为 0.34、0.54 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	35598	50563	55826	61330	货币资金	2843	5056	6266	10176
营业成本	33834	44855	48935	53879	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1764	5708	6890	7452	应收账款	672	954	1053	1157
% 营业收入	5.0%	11.3%	12.3%	12.2%	存货	8076	10441	11391	12542
营业税金及附加	13	19	21	23	预付账款	1150	1524	1663	1831
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	182	256	283	311
销售费用	361	506	558	613	流动资产合计	14682	20760	23448	29083
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2426	3438	3796	4170	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	128	279	188	128	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	0.6%	0.3%	0.2%	固定资产合计	19927	18177	16358	14407
资产减值损失	100	201	66	69	无形资产	0	0	0	0
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	212	30	17	17
营业利润	-1264	1264	2261	2448	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	-3.5%	2.5%	4.1%	4.0%	资产总计	34822	38970	39824	43510
营业外收支	-61	0	0	0	短期贷款	3806	2227	0	0
利润总额	-1325	1264	2261	2448	应付款项	10499	13958	15227	16765
% 营业收入	-3.7%	2.5%	4.1%	4.0%	预收账款	2539	3539	3908	4293
所得税费用	221	190	565	612	应付职工薪酬	245	314	342	377
净利润	-1545	1075	1696	1836	应交税费	-117	-104	-234	-190
归属于母公司所有者					其他流动负债	850	1122	1225	1349
的净利润	-1545.2	1074.8	1696.0	1835.7	流动负债合计	17821	21056	20468	22594
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	2869	2869	2869	2869
EPS (元/股)	-0.49	0.34	0.54	0.59	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	7	7	7	7
经营活动现金流净额	3589	5138	4837	5227	负债合计	20697	23932	23344	25469
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	14125	15038	16480	18040
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	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	14125	15038	16480	18040
固定资产投资	-3820	-906	-958	-913	负债及股东权益	34822	38970	39824	43510
其他	-2	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3822	-906	-958	-913		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	-0.493	0.343	0.541	0.585
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.50	4.80	5.26	5.75
银行贷款增加 (减少)	1254	-1579	-2227	0	PE	-12.12	17.42	11.04	10.20
筹资成本	423	-441	-442	-404	PEG	0.06	-0.08	-0.05	-0.05
其他	-1922	0	0	0	PB	1.33	1.24	1.14	1.04
筹资活动现金流净额	-245	-2019	-2669	-404	EV/EBITDA	15.75	4.47	2.93	2.10
现金净流量	-479	2213	1210	3910	ROE	-10.9%	7.1%	10.3%	10.2%

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。