

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

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

2 季度费用增加拖累净利润，下半年成本压力增加

事件描述

本钢股份今日公布了 2010 年度半年报,报告期内公司共实现营业收入 223.54 亿元,同比增长 35.79%; 营业成本 196.39 亿元,同比增长 26.00%; 净利润为 6.89 亿元,同比增长 175.72%; 实现 EPS 为 0.22 元,其中 1 季度公司实现 EPS 为 0.12 元, 2 季度实现 EPS 为 0.10 元。

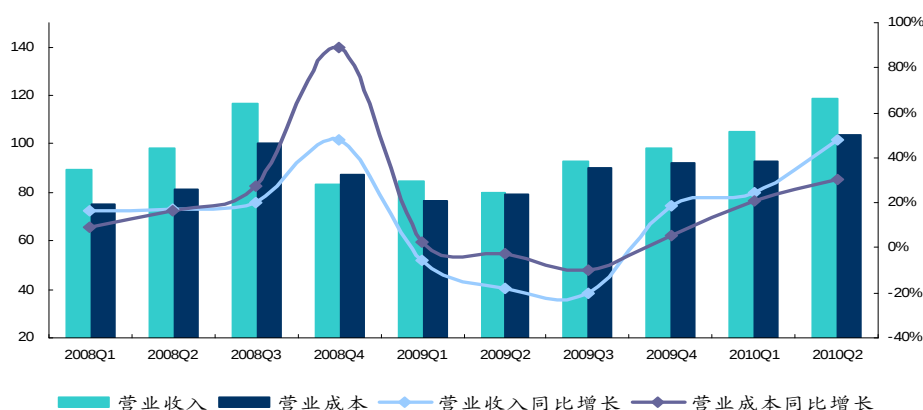
2010 年上半年公司生产铁 482.75 万吨,同比增长 5.7%; 钢 489.02 万吨,同比增长 9.66%; 热轧板 460.63 万吨,同比增长 24.8%; 冷轧板 85.71 万吨,同比增长 34.85%。

事件评论

第一，2 季度营业收入与营业成本同比大幅上升，收入环比增幅更大

2 季度公司营业收入 118.60 亿元,同比增长 48.02%,高于 1 季度的 24.20%; 营业成本 103.50 亿元,同比增长 30.70%,高于 1 季度的 21.16%。

图 1：2 季度营业收入与营业成本同比大幅上升，收入环比增幅更大



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

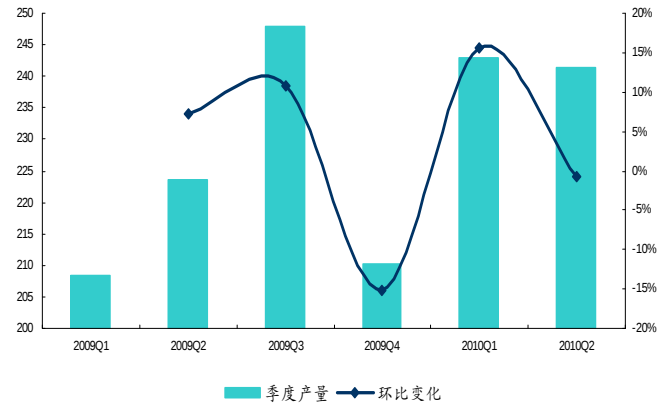
虽然 6 月产量有所恢复，但 4、5 月的下滑依然使得 2 季度产量环比出现了小幅下降。因此 2 季度公司营业收入环比 13.01% 的上涨更多来自销售均价改善的贡献。不过，在产量下降的情况下，收入增速要快于 2 季度国内钢价均价上涨 8.96% 的幅度，一方面可能是公司的产品相对来说涨幅较大，另一方面实际结算可能存在一定的时滞。如果更多因为结算原因，那么 6 月钢价价格的下跌将会部分体现在 3 季度。

图 2：6 月份产量恢复但前两个月产量较低



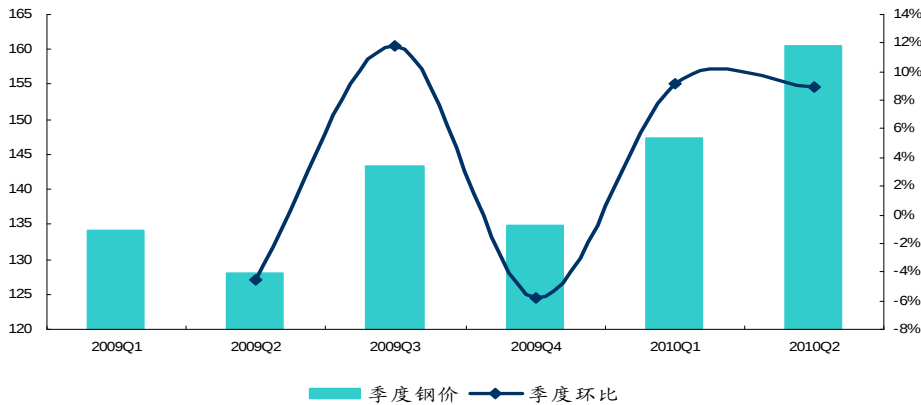
资料来源：钢之家，长江证券研究部

图 3：2 季度产量环比 1 季度反而有了小幅下滑



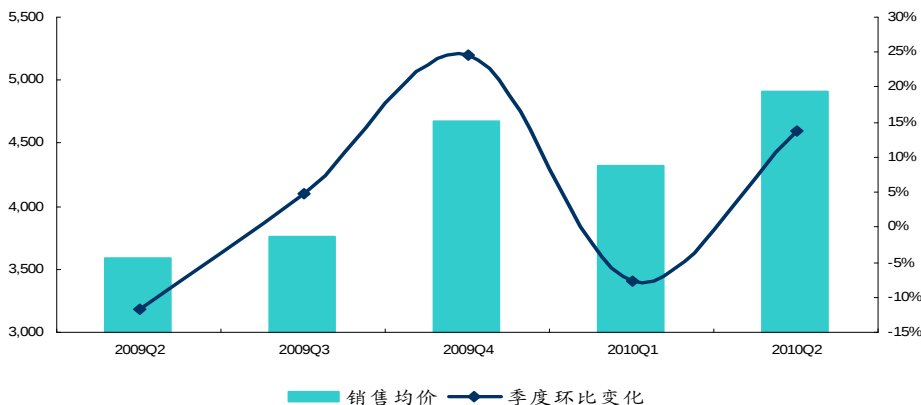
资料来源：钢之家，长江证券研究部

图 4：2 季度国内均价环比 1 季度小幅改善，幅度约为 8.96%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

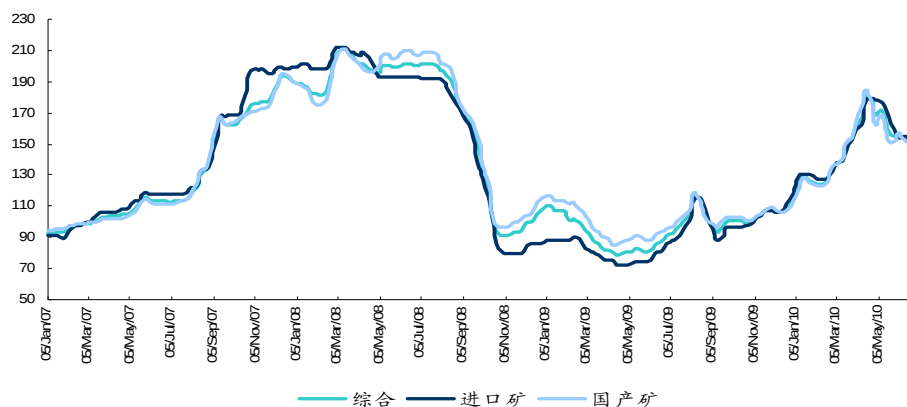
图 5：2 季度销售均价环比改善幅度在 14% 左右，高于 8.96%



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

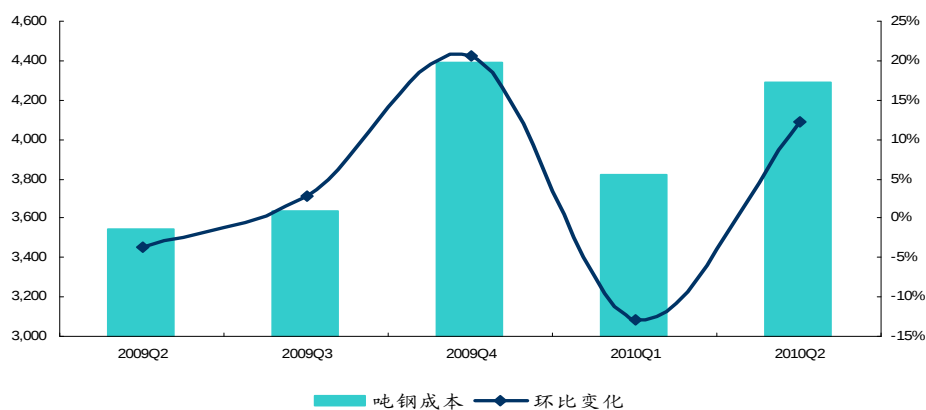
虽然受益于公司与集团公司之间矿石采购协议的特殊定价模式使得上半年部分矿石成本锁定，但由于自给率的不足，公司仍有约一半左右的矿石需要从市场采购，2 季度矿石价格的大幅上涨是造成公司 2 季度营业成本上涨 11.42% 的主要原因。从吨钢成本来看，2 季度吨钢成本上涨幅度约为 12%。

图 6：2 季度矿石价格相对处于较高的水平上



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 7：2 季度吨钢成本的上涨幅度约为 12%



资料来源：钢之家，长江证券研究部

第二，2 季度毛利率小幅增长，净利润下降源于管理费用的大幅增加

在收入环比涨幅大于成本的基础上，2 季度公司综合毛利率小幅改善。

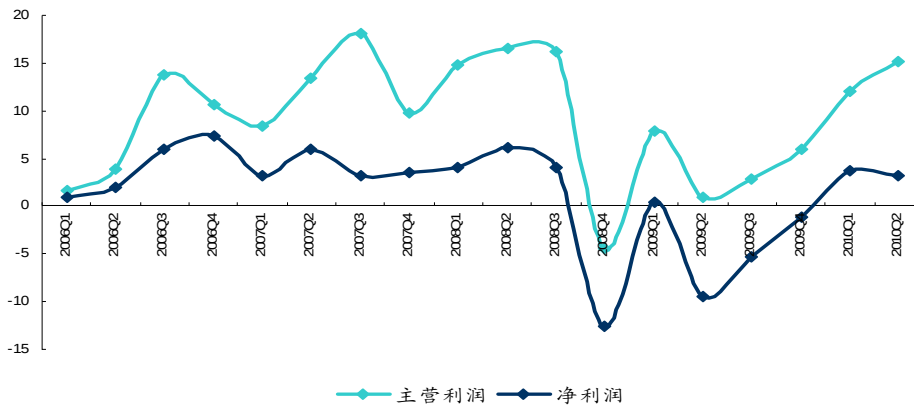
图 8：公司 2 季度的毛利率有所改善



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

不过虽然主营利润小幅改善，但净利润却有所下降。

图 9：主营利润有所改善，但净利润小幅下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

2 季度费用水平的上涨是导致主营利润与净利润走势背离的主要原因。

表 1：费用水平在 2 季度上涨幅度较大

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业利润	0.56	-9.55	-4.29	0.64	3.71	3.16
销售费用	0.68	0.60	0.55	1.78	0.92	1.40
管理费用	5.97	9.46	6.16	2.66	6.40	9.49
财务费用	0.52	0.61	0.20	-0.05	0.56	0.62
资产减值损失		-0.21	0.21	1.00		
所得税	0.14	-0.03	0.03	2.06	0.02	0.03
净利润	0.44	-9.54	-5.23	-1.12	3.72	3.17

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 10：2 季度费用水平上涨幅度较大



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 2：销售费用与管理费用的大幅上升是期间费用上升的主因

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	本钢板材	行业均值	本钢板材	行业均值	本钢板材	行业均值

2007Q1	1.21%	1.41%	2.20%	2.39%	0.80%	1.03%
2007Q2	1.68%	1.41%	2.54%	2.70%	0.84%	1.01%
2007Q3	1.33%	1.38%	11.10%	2.72%	0.75%	1.07%
2007Q4	3.45%	1.41%	5.05%	2.88%	1.84%	1.08%
2008Q1	1.87%	1.23%	7.42%	2.63%	0.78%	1.20%
2008Q2	1.54%	1.15%	5.88%	2.62%	0.82%	1.12%
2008Q3	1.62%	1.14%	6.16%	2.53%	0.87%	1.20%
2008Q4	2.78%	1.22%	2.54%	2.65%	0.93%	1.34%
2009Q1	0.81%	1.22%	7.07%	3.33%	0.61%	1.65%
2009Q2	0.75%	1.24%	11.81%	3.58%	0.76%	1.64%
2009Q3	0.59%	1.25%	6.62%	3.52%	0.22%	1.55%
2009Q4	1.81%	1.27%	2.70%	3.44%	-0.05%	1.44%
2010Q1	0.88%	1.23%	6.10%	2.78%	0.54%	1.31%
2010Q2	1.18%		8.00%		0.52%	

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

分产品来看，钢板的营业收入大幅增长主要得力于公司租赁集团 2300mm 热轧机使得热轧板产量大幅增加，随着公司热轧板产量的提升，外售钢坯的数量大幅下降。

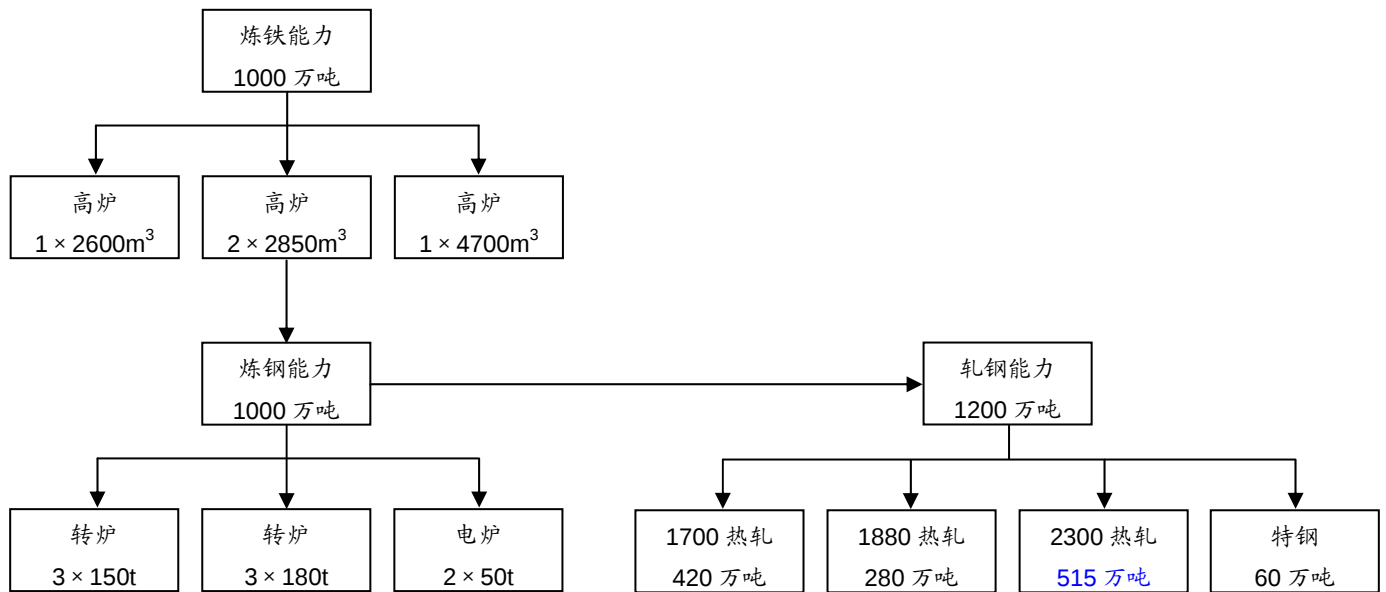
公司目前炼铁设备主要为 5 座高炉，炼钢设备为 6 座转炉和 2 座电炉，炼铁炼钢的能力均在 1000 万吨左右。主要产品为热轧及冷轧板卷，还拥有一条产能 60 万吨的特钢生产线。热轧生产线主要为 2 条自有轧机和 1 条租入轧机，产能分别为 700 万吨和 515 万吨，后端还配套有 1 条冷轧生产线，产能 110 万吨。从轧钢能力上看，完全达产有 1200 万吨左右的生产能力。

表 3：主营业务分产品明细表

分行业或 分产品 分行业	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	营业利润率 (%)	营业收入比上 年增减 (%)	营业成本比上 年增减 (%)	营业利润率比 上年增减 (%)
工业	19791.55	17325.65	12.46%	36.26%	26.78%	6.55%
分产品						
钢板	19462.51	17041.12	12.44%	59.88%	41.36%	11.47%
钢坯	1.0615	0.7748	27.01%	-99.95%	-99.94%	-10.31%
其他	327.98	283.75	13.49%	74.92%	11.29%	49.47%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：公司主要生产设备及产能统计图

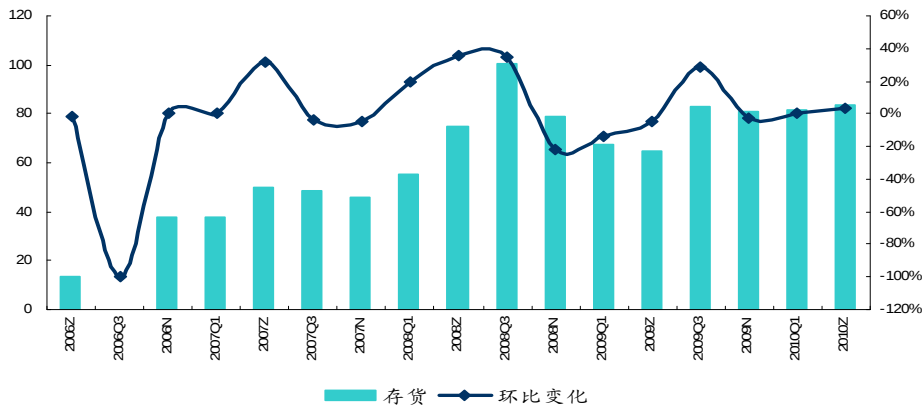


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，存货水平维持稳定，原材料占比略有下降，产成品占比小幅增加

从存货水平来看，依然维持稳定。

图 12：公司 2 季度存货环比 1 季度变动不大



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 4：存货中原材料和产成品占比都有所上升（单位：百万）

项目	2010 年 6 月 30 日			2009 年 12 月 31 日		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料及主要材料	5300.22	22.66	5277.56	5315.88	22.66	5293.22
在产品及自制半成品	382.27	56.80	325.47	372.87	56.80	316.06
产成品	2792.36	12.21	2780.15	2478.59	12.21	2466.39
合计	8474.85	91.67	8383.18	8167.35	91.67	8075.67

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

分品种存货占比，原材料占比略有下降，产成品占比小幅增加。

表 5: 原材料占比略有下降, 产成品占比小幅增加

分品种存货占比	期末账面余额	期末占比	期初账面余额	期初占比
原材料及主要材料	5300.22	62.54%	5315.88	65.09%
在产品及自制半成品	382.27	4.51%	372.87	4.57%
产成品	2792.36	32.95%	2478.59	30.35%
合计	8474.85	100.00%	8167.35	100.00%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 矿石定价标准存在时滞, 下半年成本压力显现

由于公司特殊的成本定价模式存在一定的时滞, 在上半年矿石港口价格上涨幅度较大的情况下, 下半年定价基础将有所抬升。

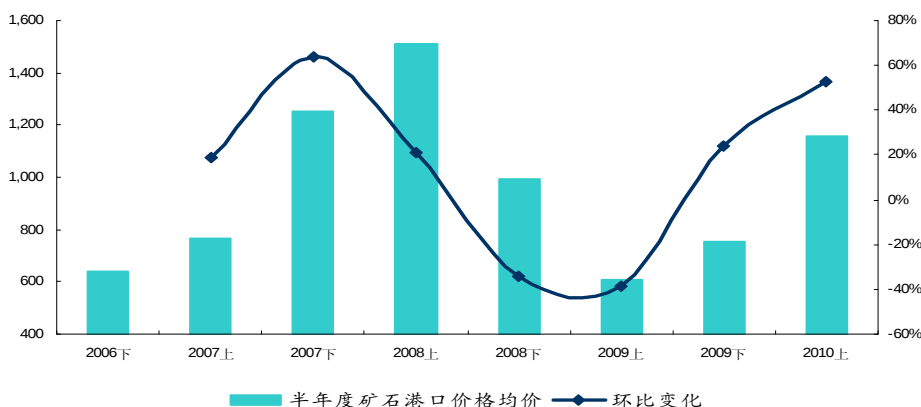
图 13: 铁矿石港口价格 2 季度上涨幅度较大



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

不过虽然定价标准为不高于上一个半年度海关平均到岸价加短途运费, 但“不高于”的表达相对隐含了较为灵活的操作空间, 并且集团供矿目前比例仅为不超过 50%, 因此下半年成本端压力将有所增加, 但预计也不至于完全难以承受。

图 14: 3 季度公司可能将面临较高的成本压力



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第五, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.34 和 0.54 元, 维持对公司“谨慎推荐”的评级。

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	-11.81	16.98	10.76	9.94
筹资成本	423	-441	-442	-404	PEG	0.06	-0.08	-0.05	-0.05
其他	-1922	0	0	0	PB	1.29	1.21	1.11	1.01
筹资活动现金流净额	-245	-2019	-2669	-404	EV/EBITDA	15.42	4.36	2.84	2.01
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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。