

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

表现不佳的建筑钢材和中厚板导致 3 季度出现亏损

事件描述

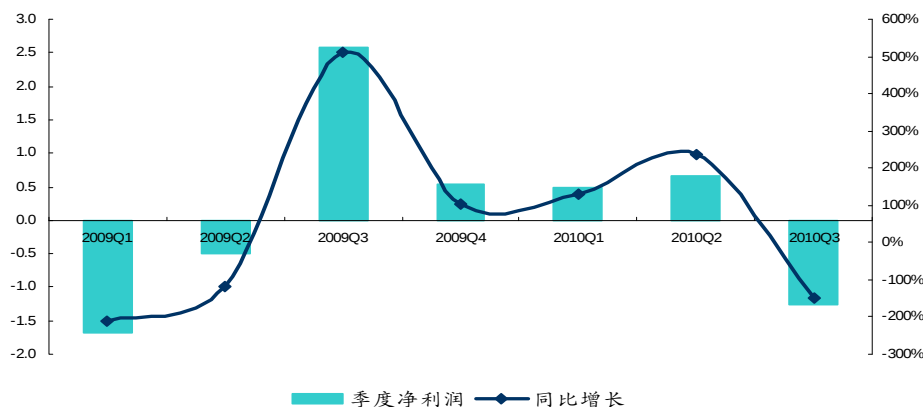
韶钢松山今日发布公告，预计 2010 年前 3 季度公司共实现净利润约 0.6 亿元，相应 EPS 约为-0.036 元，其中上半年公司实现 EPS 为 0.07 元，3 季度公司实现 EPS 为-0.106 元。

事件评论

第一，3 季度净利润同比环比都大幅下滑

3 季度公司共实现净利润约-1.26 亿元，同比 2009 年 3 季度的 2.57 亿元下降 149.03%，单季 EPS 为-0.106 元。

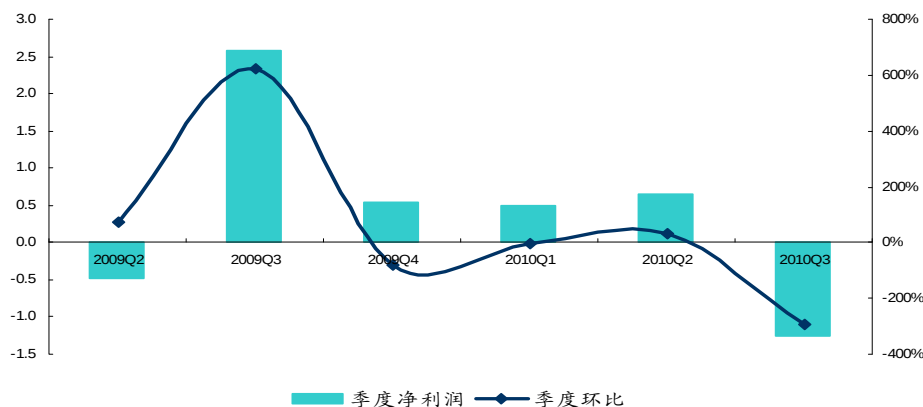
图 1：3 季度公司净利润同比大幅下滑，下降幅度为 149.03%



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，3 季度净利润环比 2 季度的 0.66 亿元下降约 290.91%。

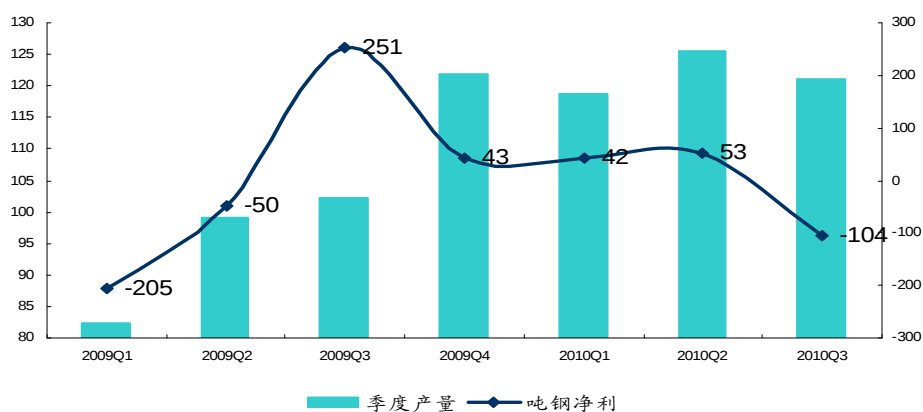
图 2：3 季度净利润环比大幅下降，下降幅度约为 290.91%



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

根据公司公布的数据粗略测算来看，3 季度公司吨钢净利约为-104 元/吨，其中 1 季度为 42 元/吨，2 季度为 53 元/吨。

图 3：3 季度公司吨钢净利由 53 元/吨下降为-104 元/吨

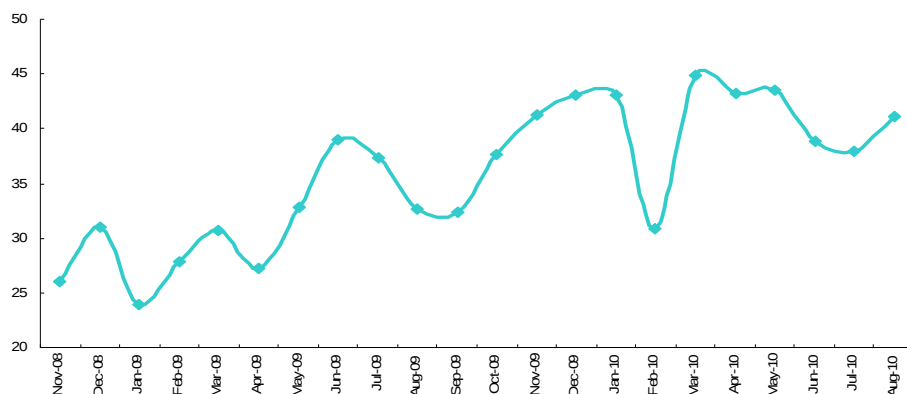


资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

第二，净利润环比大幅下降主要源于 3 季度销售价格的下降

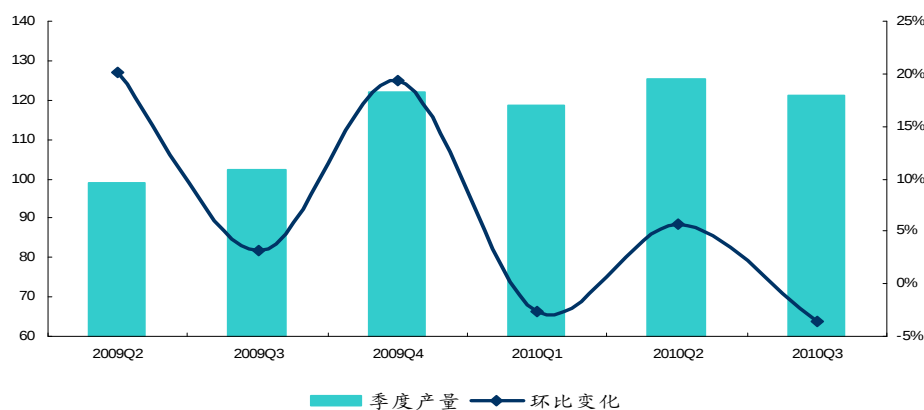
与国内部分钢铁企业类似，公司 7 月产量环比有所下滑而 8 月有所回复。假定 9 月产量环比平稳不变，则 3 季度产量环比 2 季度小幅下降约为 4% 以内。产量虽有小幅波动但不是造成公司 3 季度大幅亏损的主要原因。

图 4: 公司月度产量基本平稳, 波动不大



资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

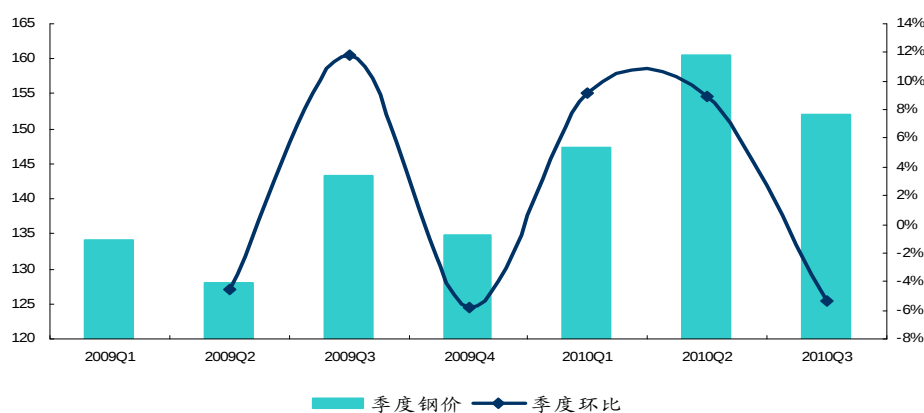
图 5: 3 季度产量环比 2 季度基本持平, 下降幅度约为 4%以内



资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

3 季度销售价格的下落才是公司出现单季业绩大幅下滑并出现亏损的主要原因。

图 6: 3 季度国内市场均价环比 2 季度有所下降

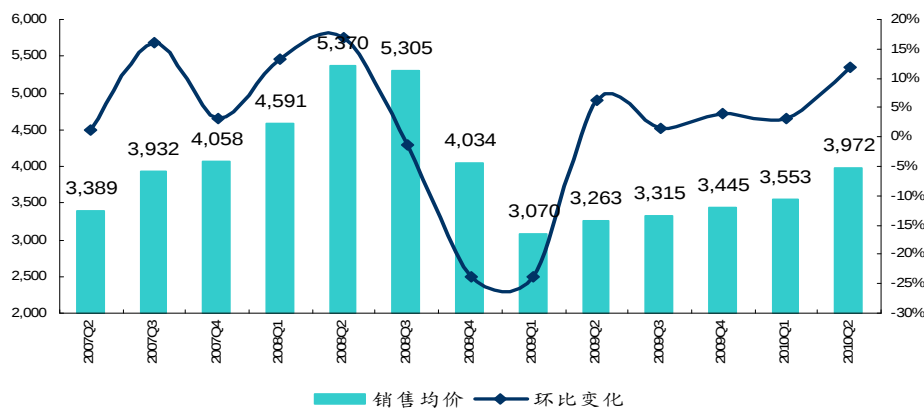


资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

从公司吨钢净利的角度来看, 3 季度环比 2 季度从 53 元/吨下降为-104 元/吨。假定其他条件都维持不变, 那么吨钢净利的变动幅度-157 元相比 2 季度销售均价 3972 元/吨占比约为 3.95%, 这一幅度实际上并不大。之所以出现亏损原因

在于公司 2 季度吨钢净利就已经处于较低的水平。这与公司的产品结构有一定的关系，因为建筑钢材表现不佳，以建筑钢材和中厚板为主要产品的韶钢松山在今年盈利处于较低水平也就不难理解了。

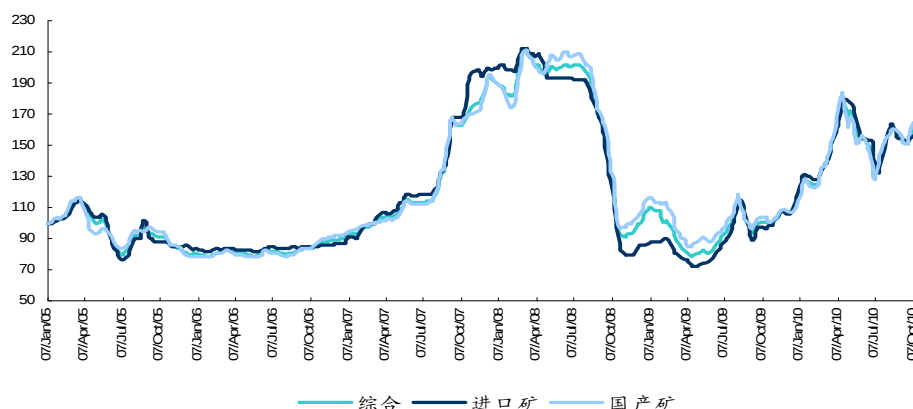
图 7：3 季度国内市场价均价环比 2 季度有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

进一步，如果公司费用水平等其他因素都维持不变，那么公司吨钢净利下滑幅度小于市场售价下降幅度的另一种可能原因是成本的相对改善。

图 8：3 季度公司成本端压力应该有了一定的缓解



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第三，长材占比较高且弹性大，期待 4 季度长材恢复带动盈利提升

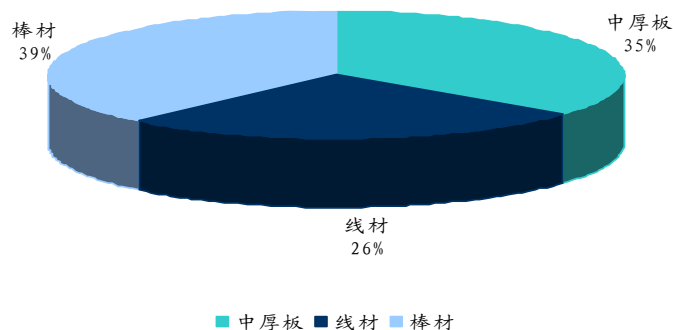
公司产品主要是棒材、线材与中厚板，品种结构并不明显，公司整体盈利水平的提升更多的依赖整体行业的复苏。

表 1：公司历年分产品产量统计

分品种产量	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
中厚板	136	178	204	188	144
线材	104	131	113	106	107
棒材	99	98	88	92	155
总计	339	407	405	386	406

资料来源：公司公告，长江证券研究部

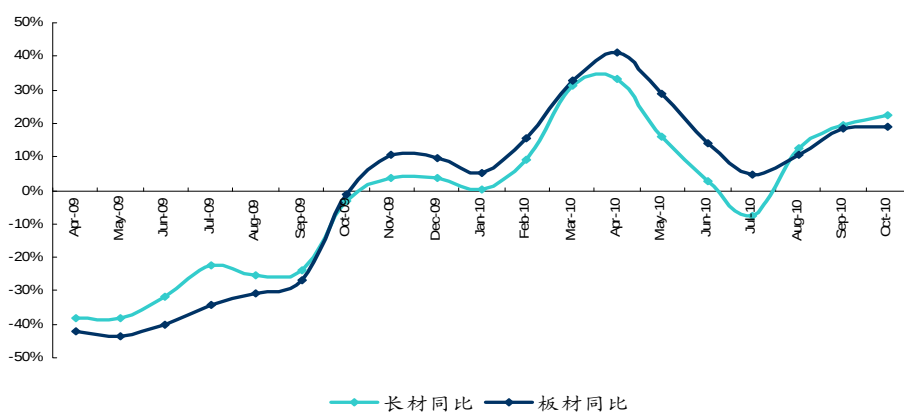
图 9：2009 年棒材、线材与中厚板产量占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司长材占比较高的特点使得当前背景下将更多的受益于长材的品种优势。

图 10：长材价格恢复相对好于板材



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

而公司弹性较大的特点使得公司在行业复苏之时具备更强的业绩弹性。

表 2：公司弹性较大，具备较强的业绩弹性

公司名称	2010年上半年钢材产量	直接年化	总股本	每股钢产量(kg)	吨钢盈利改善 100 对应 EPS 增加
三钢闽光	214.62	429.24	5.35	8.03	0.80
八一钢铁	304.00	608.00	7.66	7.93	0.79
莱钢股份	325.30	650.60	9.22	7.05	0.71
新钢股份	436.00	872.00	13.93	6.26	0.63
华菱钢铁	634.00	1,268.00	27.38	4.63	0.46
凌钢股份	159.40	318.80	8.04	3.97	0.40
酒钢宏兴	396.50	793.00	20.46	3.88	0.39
方大特钢	125.80	251.60	6.84	3.68	0.37
河北钢铁	1,231.96	2,463.92	68.77	3.58	0.36
本钢板材	546.34	1,092.68	31.36	3.48	0.35
杭钢股份	140.61	281.22	8.39	3.35	0.34

大冶特钢	66.75	133.50	4.49	2.97	0.30
安阳钢铁	351.38	702.76	23.94	2.94	0.29
南钢股份	246.84	493.68	16.85	2.93	0.29
韶钢松山	244.25	488.50	16.70	2.93	0.29
鞍钢股份	1,016.85	2,033.70	72.35	2.81	0.28
济南钢铁	376.75	753.50	31.20	2.41	0.24
重庆钢铁	190.32	380.64	17.33	2.20	0.22
新兴铸管	201.75	403.50	19.17	2.10	0.21
广钢股份	79.43	158.87	7.62	2.08	0.21
柳钢股份	254.70	509.40	25.63	1.99	0.20
武钢股份	729.84	1,459.68	78.38	1.86	0.19
太钢不锈	493.20	986.40	56.96	1.73	0.17
西宁特钢	64.10	128.20	7.41	1.73	0.17
马钢股份	662.00	1,324.00	77.01	1.72	0.17
包钢股份	467.39	934.78	64.24	1.46	0.15
宝钢股份	1,247.70	2,495.40	175.12	1.42	0.14
首钢股份	158.72	317.44	29.67	1.07	0.11
抚顺特钢	26.49	52.98	5.20	1.02	0.10

资料来源: Wind, 长江证券研究部

第四, 维持“谨慎推荐”评级

虽然从当前市场环境看起来 4 季度环比改善的概率较大, 不过改善的幅度尚无法精确判断, 而 3 季度出现的亏损难免会影响全年业绩。我们下调公司的盈利预测, 预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为-0.02 元和 0.18 元, 维持“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	13350	18124	23500	25796	货币资金	1367	1812	2350	2580
营业成本	12585	17220	21937	23730	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	765	904	1563	2066	应收账款	52	63	82	90
% 营业收入	5.7%	5.0%	6.7%	8.0%	存货	2764	3759	4788	5179
营业税金及附加	52	71	92	101	预付账款	420	583	743	803
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	4	6	8	9
销售费用	34	54	70	77	流动资产合计	5287	7148	9169	9976
% 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	381	493	542	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	452	441	413	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.5%	1.9%	1.6%	固定资产合计	12375	11790	11201	10491
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	-55	465	933	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	7.0%	-0.3%	2.0%	3.6%	资产总计	18341	19241	20658	20740
营业外收支	23	0	0	0	短期贷款	6134	5849	5720	4669
利润总额	110	-55	465	933	应付款项	1629	2223	2832	3063
% 营业收入	0.8%	-0.3%	2.0%	3.6%	预收账款	814	1106	1433	1574
所得税费用	17	-14	116	233	应付职工薪酬	187	257	328	354
净利润	93	-41	349	700	应交税费	-75	28	104	167
归属于母公司所有者					其他流动负债	421	580	740	800
的净利润	92.7	-41.3	292.9	587.7	流动负债合计	9109	10044	11156	10627
少数股东损益	0	0	56	112	长期借款	3422	3422	3422	3422
EPS (元/股)	0.06	-0.02	0.18	0.35	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	1757	1787	2339	负债合计	12544	13479	14591	14062
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	5797	5762	6011	6510
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	56	168
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5797	5762	6067	6678
固定资产投资	-1782	-581	-635	-558	负债及股东权益	18341	19241	20658	20740
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1782	-581	-635	-558		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.056	-0.025	0.175	0.352
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.47	3.45	3.60	3.90
银行贷款增加 (减少)	374	-284	-130	-1051	PE	78.71	#####	24.91	12.41
筹资成本	470	-446	-485	-501	PEG	0.93	-2.08	0.29	0.15
其他	-1164	0	0	0	PB	1.26	1.27	1.21	1.12
筹资活动现金流净额	-320	-730	-615	-1552	EV/EBITDA	6.53	9.35	6.57	4.87
现金净流量	-41	445	538	230	ROE	1.6%	-0.7%	4.9%	9.0%

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。