

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

执业证书编号： S0490510120022

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

4 季度产量下降费用增加，价格上涨带动业绩提升

事件描述

三钢闽光今日公布 2010 年年报，报告期内，公司实现营业收入 159.80 亿元，同比增长 19.01%；营业成本 153.35 亿元，同比增长 18.06%；实现归属于母公司所有者净利润 1.10 亿元，同比增长 160.09%；实现 EPS 为 0.21 元，其中 4 季度 EPS 为 0.06 元，3 季度 EPS 为 0.01 元。

2010 年，公司生产焦炭 84.23 万吨，同比减少 6.02%；入炉烧结矿 481.27 万吨，同比增长 3.62%；生铁 361.88 万吨，同比增长 2.18%；钢坯 431.74 万吨，同比增长 2.91%；钢材 420.74 万吨（其中委托公司控股股东三钢集团加工生产中板 106 万吨），同比增长 1.91%；销售钢材 420.92 万吨（其中销售中板 104.48 万吨，销售收入 40.2 亿元），同比增长 1.46%。

2011 年公司生产经营目标为：全年产铁 351 万吨、钢 415 万吨、成品材 414 万吨（含委托加工材）。实现营业收入 168.50 亿元，实现利润 1.31 亿元。

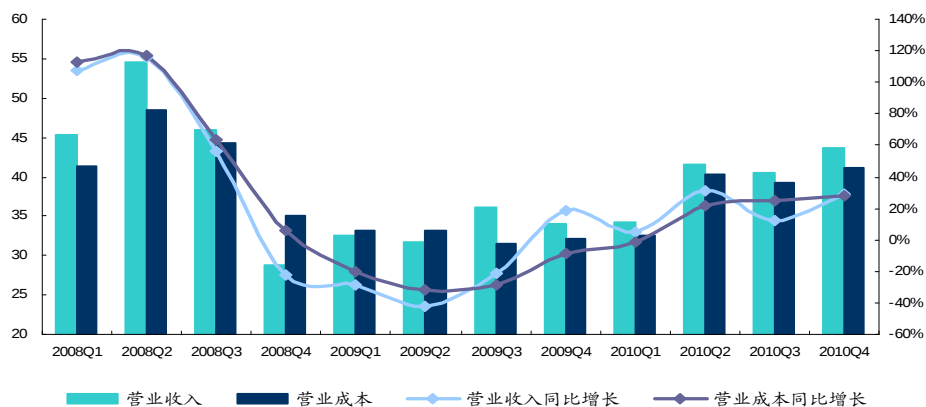
事件评论

第一，4 季度营业收入与营业成本同比增长且增速扩大，环比 3 季度也小幅增长

2010 年公司实现营业收入 159.80 亿元，同比增长 19.01%；营业成本 153.35 亿元，同比增长 18.06%；实现归属于母公司所有者净利润 1.10 亿元，同比增长 160.09%；实现 EPS 为 0.21 元。

其中 4 季度公司实现营业收入 43.6 亿元，同比增长 28.50%，3 季度同比增速为 11.90%；营业成本为 41.23 亿元，同比增长 28.28%，3 季度同比增速为 25.23%；4 季度实现 EPS 为 0.06 元。

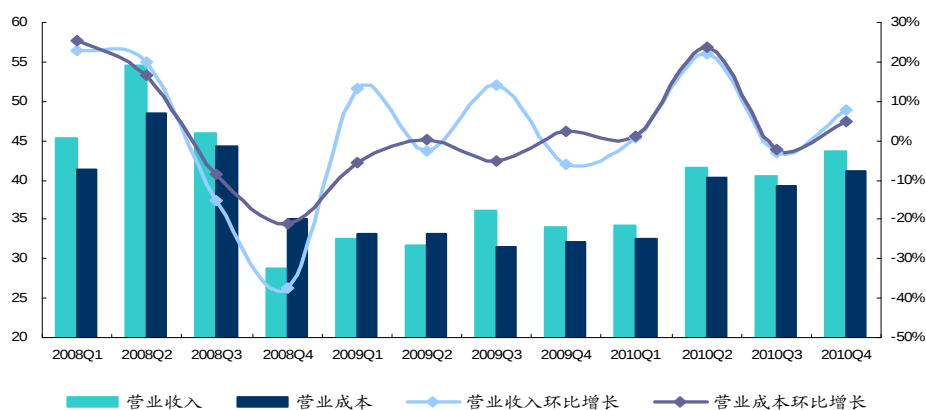
图 1：4 季度公司营业收入与营业成本均同比增长，增速扩大



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，4 季度营业收入环比增长 7.84%，3 季度收入环比增速为-2.88%；营业成本环比增长 4.75%，3 季度成本环比增速为-2.21%。

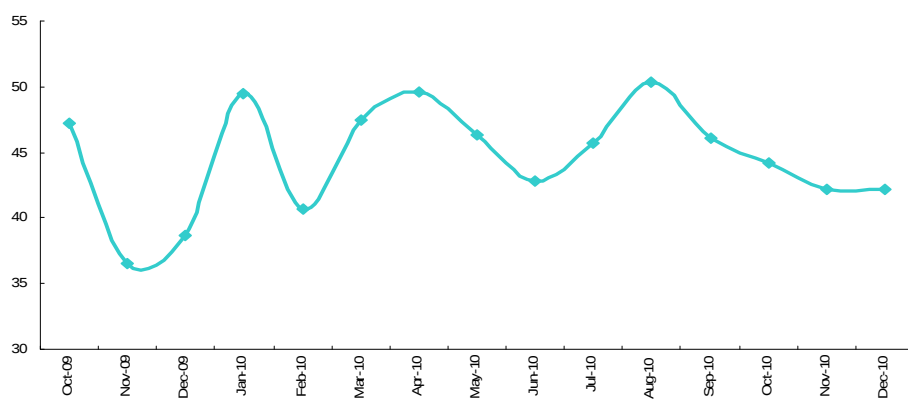
图 2：4 季度公司营业收入与营业成本环比均增长



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

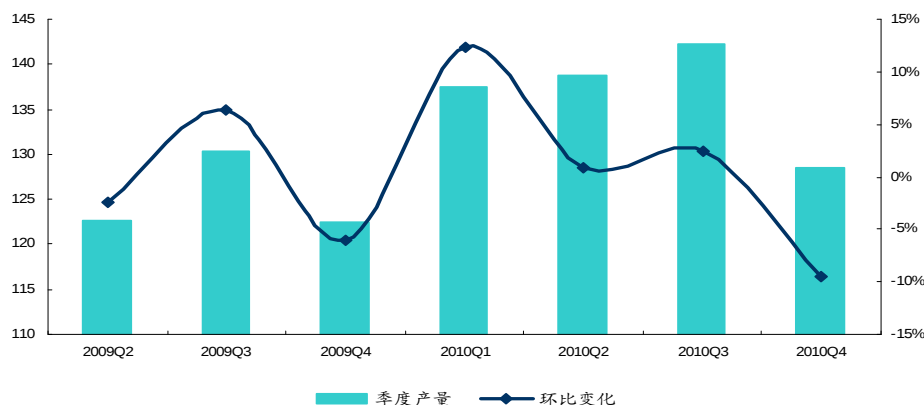
产量方面，4 季度公司各月产量持续下降，综合来看，4 季度产量环比 3 季度出现一定幅度的下降。

图 3：4 季度各月份产量持续小幅下降



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

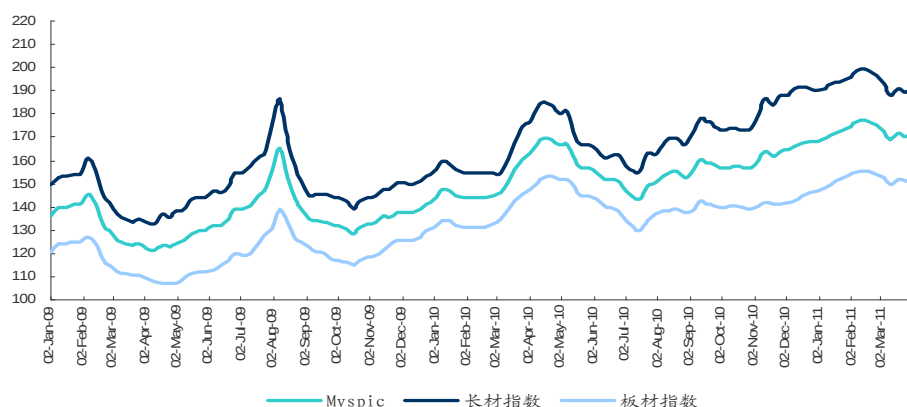
图 4: 4 季度产量环比 3 季度有所下降



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

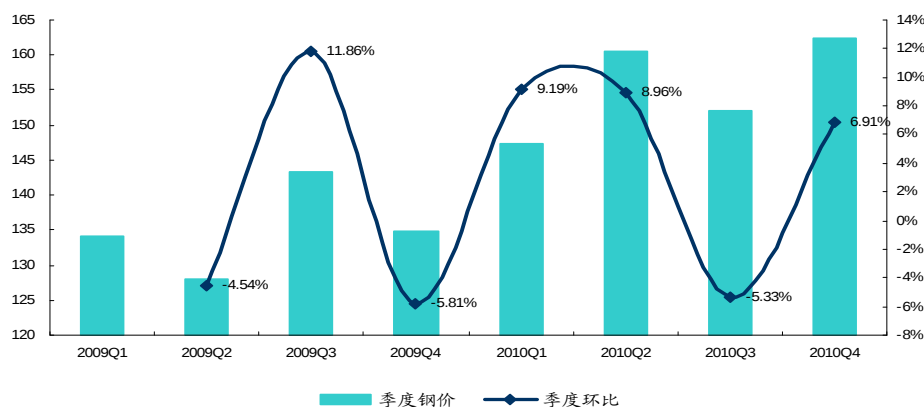
产量下降的情况下，4 季度公司营业收入环比增长主要来源于销售价格的改善，4 季度国内市场钢价均价环比 3 季度有小幅改善，而福建区域钢价的上涨幅度更要大于国内平均水平。从福建省螺纹钢价格的均价水平来看，4 季度环比上涨幅度约为 15.39%。

图 5: 4 季度国内市场钢价持续上涨



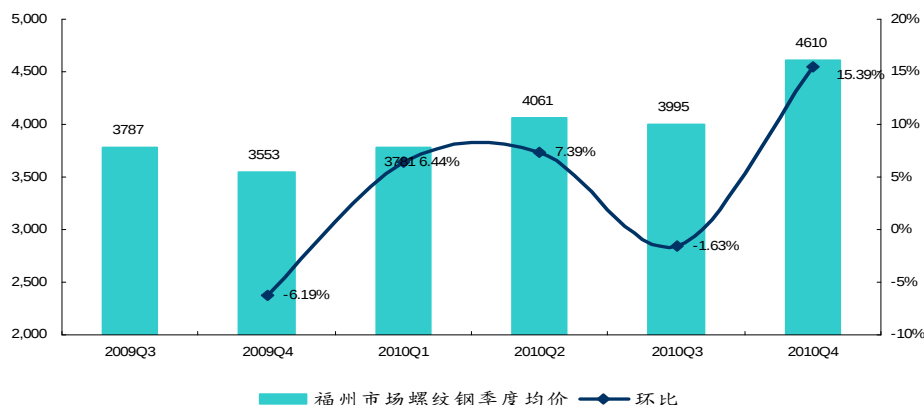
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 6: 季度国内市场均价环比有所上升



资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

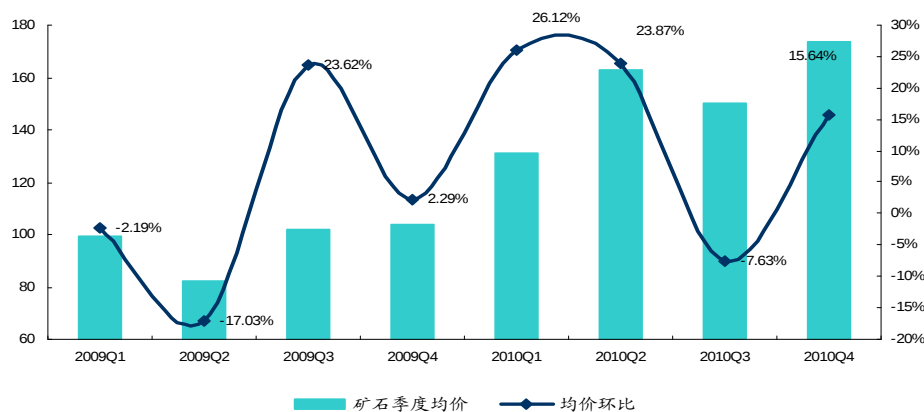
图 7：4 季度福州市场螺纹钢均价环比大幅上升



资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

成本方面，4 季度矿石价格的上涨是公司在产量下降的前提下营业成本环比增加的主要原因。

图 8：4 季度国内市场矿价环比大幅上涨



资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

第二，4 季度盈利能力环比改善，毛利率有所恢复

从全年来看，螺纹钢与线材毛利率相比去年均有所下降，而中板毛利率虽仍为负值，但相比去年同期水平却有了较大幅度的改观。

表 1：与 2009 年相比，中板盈利能力有所改善，其余品种均下降

三钢闽光	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率率比上年增减 (个百分点)
螺纹钢	62.46	58.87	5.74%	7.58%	9.00%	下降 1.23 个百分点
钢筋混凝土线材	20.32	19.48	4.13%	-16.46%	-15.96%	下降 0.56 个百分点
金属制品用线材	30.34	28.75	5.24%	48.66%	48.74%	下降 0.06 个百分点
中板	40.20	40.28	-0.18%	70.58%	55.74%	上升 9.55 个百分点

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

相比 2010 年上半年来看，螺纹钢和钢筋混凝土用线材的毛利率有所回升，中板和金属制品用线材毛利率则出现小幅下降。

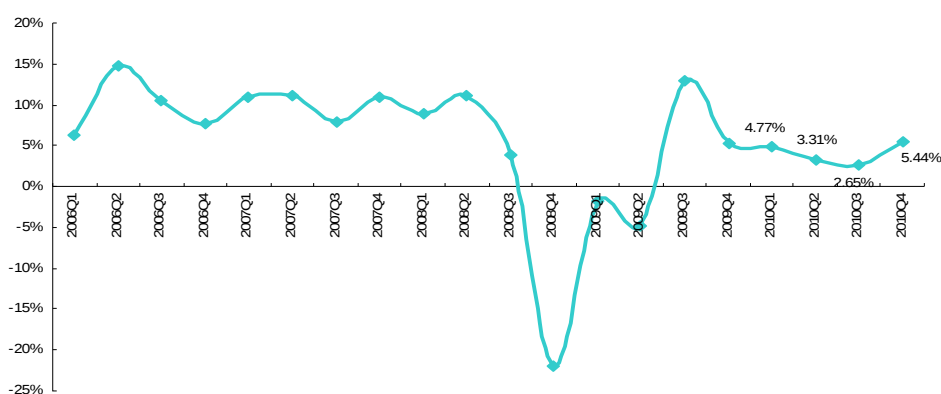
表 2: 相比上半年来看, 螺纹钢和钢筋混凝土线材毛利改善

毛利率	螺纹钢	中板	金属制品用线材	钢筋混凝土用线材
2006N	10.31%		10.70%	11.92%
2007N	12.04%	5.85%	10.56%	9.75%
2008N	1.87%	3.88%	6.68%	0.72%
2009Z	0.66%	-17.22%	-2.82%	-2.13%
2009N	6.97%	-9.73%	5.30%	4.69%
2010Z	5.13%	0.56%	5.48%	3.31%
2010N	5.74%	-0.18%	5.24%	4.13%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

在 4 季度营业收入环比涨幅略大于成本的基础上, 毛利率由 3 季度的 2.65% 恢复至 5.44%。

图 9: 4 季度公司毛利率环比改善



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从公司利润表来看, 主营利润的改善是公司 4 季度业绩大幅提升的根本原因。

表 3: 4 季度营业利润净利润环比大幅增长

三钢闽光利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入	32.52	31.7	36.13	33.93	34.15	41.63	40.43	43.60
毛利率	-1.78%	-4.79%	13.01%	5.28%	4.77%	3.31%	2.65%	5.44%
主营利润	-0.58	-1.52	4.70	1.79	1.63	1.38	1.07	2.37
三项费用率	2.49%	2.71%	2.68%	2.95%	2.69%	2.33%	2.45%	3.02%
销售费用	0.11	0.12	0.11	0.13	0.11	0.12	0.11	0.11
管理费用	0.31	0.37	0.39	0.36	0.34	0.36	0.36	0.54
财务费用	0.39	0.37	0.47	0.51	0.47	0.49	0.52	0.67
期间费用	0.81	0.86	0.97	1.00	0.92	0.97	0.99	1.32
营业税金及附加	0.15	0.10	0.07	0.02	0.15	0.06	0.08	0.09
资产减值损失	0.58	-0.71	-0.05	0.02	-0.01	0.01	-0.01	0.13
营业利润	-2.03	-1.71	3.77	0.84	0.59	0.46	0.06	0.89
利润总额	-2.03	-1.70	3.77	0.49	0.59	0.47	0.07	0.47
所得税费用	-0.52	-0.38	0.89	0.11	0.16	0.17	0.00	0.16
归属于母公司净利润	-1.51	-1.32	2.88	0.38	0.43	0.30	0.06	0.31

净利率	-4.64%	-4.16%	7.97%	1.12%	1.26%	0.72%	0.15%	0.71%
存货	15.70	13.36	19.71	20.48	22.12	22.53	22.65	23.30
最新股本	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35
每股收益	-0.28	-0.25	0.54	0.07	0.08	0.06	0.01	0.06

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，4 季度费用水平大幅增加，存货环比基本持平

相比 2009 年，除销售费用外，公司各项费用均有不同程度的增加。公司公告称：1 销售费用下降主要是报告期内辅材消耗量减少所致；2 管理费用增长主要是报告期内人工费用、折旧费用等增加所致；3 财务费用增长主要是本年度银行借款利率上升、银行承兑汇票贴现量增加及贴现利率上升，相应的利息支出增加所致。

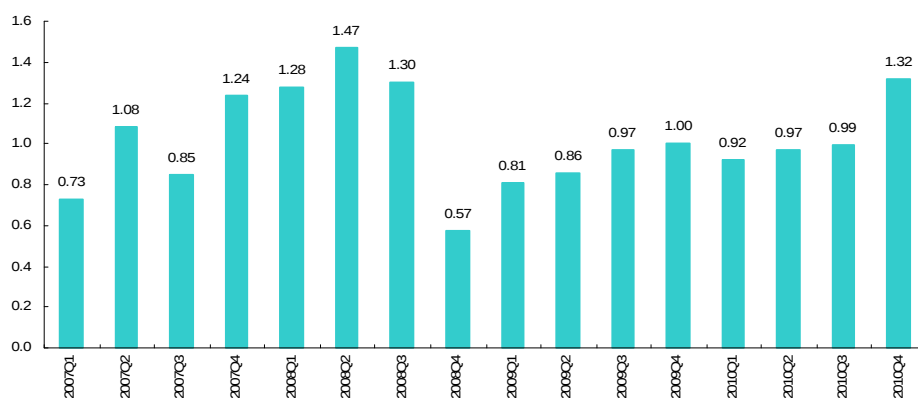
表 4：全年费用水平有所增长

利润表科目	2010 年	2009 年	本年比上年增减
销售费用	0.46	0.46	-0.60%
管理费用	1.60	1.43	11.73%
财务费用	2.15	1.74	23.75%
所得税费用	0.49	0.10	385.76%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，4 季度公司费用总额 1.32 亿元，环比 3 季度的 0.99 亿元有所增加，年底费用的集中结算应该是主要原因。

图 10：4 季度公司费用水平环比大幅上升



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 5：4 季度管理费用率和财务费用率有所增加

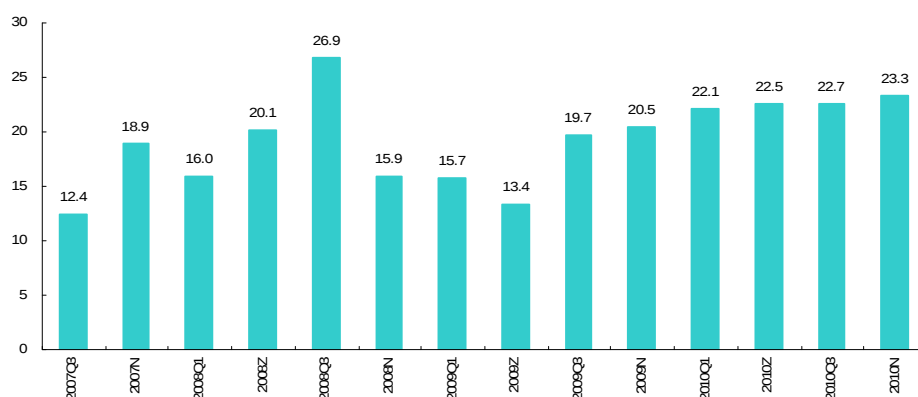
季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	三钢闽光	行业均值	三钢闽光	行业均值	三钢闽光	行业均值
2007Q1	0.46%	1.41%	1.37%	2.39%	1.51%	1.03%
2007Q2	0.32%	1.41%	2.38%	2.70%	1.59%	1.01%
2007Q3	0.34%	1.38%	0.82%	2.72%	1.73%	1.07%
2007Q4	0.41%	1.41%	0.57%	2.88%	2.38%	1.08%
2008Q1	0.26%	1.23%	0.77%	2.63%	1.78%	1.20%
2008Q2	0.26%	1.15%	0.94%	2.62%	1.51%	1.12%
2008Q3	0.28%	1.14%	0.69%	2.53%	1.85%	1.20%
2008Q4	0.28%	1.22%	-0.14%	2.65%	1.84%	1.34%

2009Q1	0.34%	1.22%	0.95%	3.33%	1.20%	1.65%
2009Q2	0.38%	1.24%	1.17%	3.58%	1.17%	1.64%
2009Q3	0.30%	1.25%	1.08%	3.52%	1.30%	1.55%
2009Q4	0.38%	1.27%	1.06%	3.44%	1.50%	1.44%
2010Q1	0.32%	1.23%	1.00%	2.78%	1.38%	1.31%
2010Q2	0.29%	1.19%	0.86%	2.80%	1.18%	1.26%
2010Q3	0.27%	1.20%	0.89%	2.80%	1.29%	1.20%
2010Q4	0.25%		1.23%		1.54%	

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

期末公司存货水平为 23.3 亿元，环比 3 季度末的 22.7 亿元基本持平。

图 11：4 季度库存水平环比基本持平



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

分品种占比来看，原材料、自制半成品与库存商品均有明显增加。

表 6：分品种存货统计

项目	期末金额			期初金额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
材料采购	0.08		0.08	0.07		0.07
原材料	16.38		16.38	14.49		14.49
自制半成品	1.06		1.06	0.76		0.76
库存商品	2.98	0.03	2.95	1.93	0.02	1.91
委托加工物资	0.68		0.68	0.70		0.70
备品备件	0.80		0.80	1.07		1.07
辅助材料	1.31		1.31	1.48		1.48
低值易耗品	0.00		0.00	0.00		0.00
材料成本差异	0.00		0.00	0.00		0.00
合计	23.30	0.03	23.27	20.51	0.02	20.48

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 7：库存商品和自制半成品占库存比均有小幅上升

项目	期初		期末	
	账面价值	占比	账面价值	占比

材料采购	0.07	0.32%	0.08	0.34%
原材料	14.49	70.74%	16.38	70.40%
自制半成品	0.76	3.69%	1.06	4.57%
库存商品	1.91	9.32%	2.95	12.69%
委托加工物资	0.70	3.43%	0.68	2.92%
备品备件	1.07	5.25%	0.80	3.46%
辅助材料	1.48	7.24%	1.31	5.63%
低值易耗品	0.00	0.00%	0.00	0.00%
材料成本差异	0.00	0.00%	0.00	-0.01%
合计	20.48	100%	23.27	100%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

报告期内，公司对库存商品计提了 159.91 万元的减值准备，并对前期计提的减值准备中的 121.59 万元予以转回。

表 8：库存低价准备统计

项目	期初数	本期计提数	本期减少数		期末数
			转回数	转销数	
库存商品	238.31	159.91	121.59		276.63

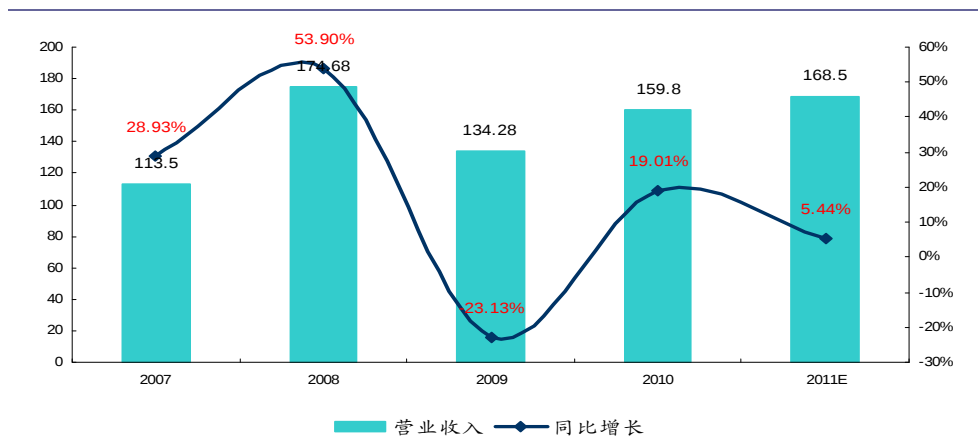
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第四，2011 年预计环比继续改善，高弹性放大行业复苏景气

公司预计 2011 年生产成品材 414 万吨，实现营业收入 168.50 亿元，同比增长 5.44%，对应销售均价约为 4070 元/吨，相比 2010 年的 3796 元/吨有所上升。

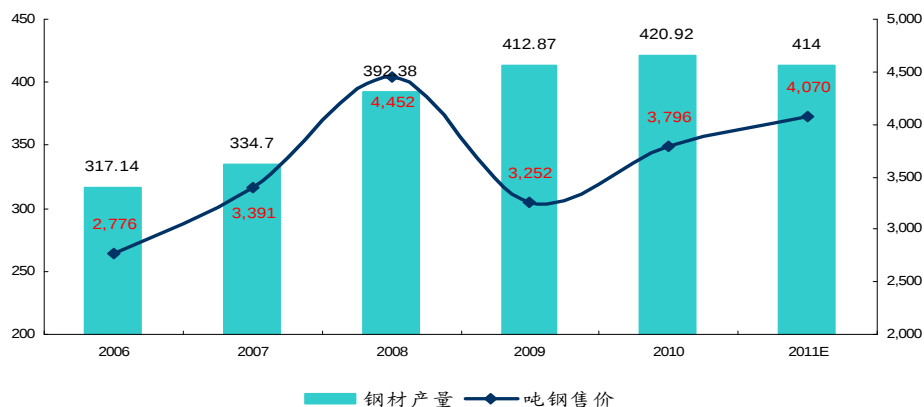
公司预计 2011 年实现净利润 1.31 亿元，对应吨钢净利约为 32 元/吨。

图 12：2011 年公司预计实现营业收入 168.5 亿元



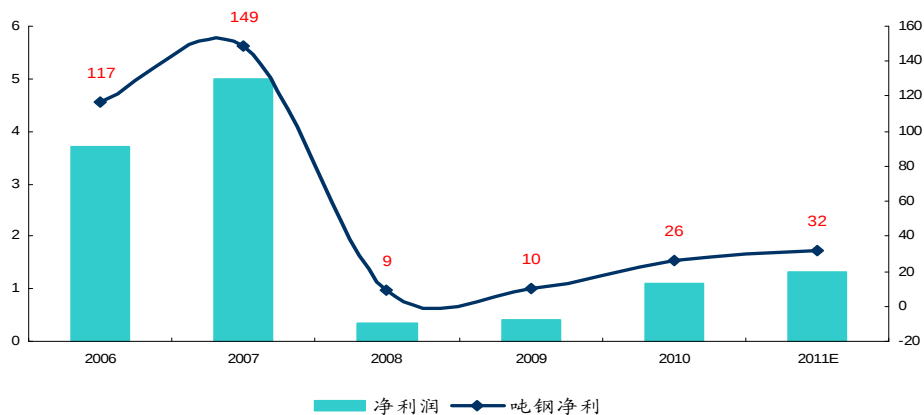
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 13: 2011 年预计吨钢售价约为 4070 元/吨



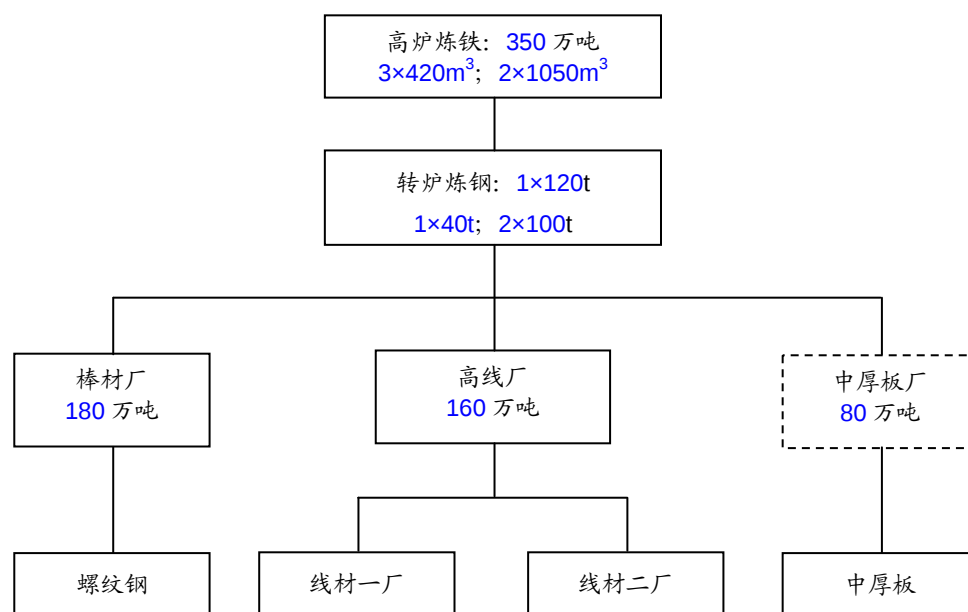
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 14: 2011 年预计吨钢净利约为 32 元/吨



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 15: 三钢闽光主要生产线



资料来源：公司资料，长江证券研究部

从全年角度来看，公司 2011 年预计的净利润 1.31 亿元相比 2010 年增长 19.09%，但弹性较大的特点使得公司在面临行业复苏之时将明显放大行业景气。

表 9：三钢闽光业绩弹性较大

公司名称	2010E 产量	最新股本	每股钢材产量	100	200	300	400	500
八一钢铁	671.00	7.66	8.75	0.88	1.75	2.63	3.50	4.38
三钢闽光	431.74	5.35	8.07	0.81	1.61	2.42	3.23	4.04
莱钢股份	656.00	9.22	7.11	0.71	1.42	2.13	2.85	3.56
河北钢铁	4478.00	68.77	6.51	0.65	1.30	1.95	2.60	3.26
新钢股份	785.00	13.93	5.63	0.56	1.13	1.69	2.25	2.82
华菱钢铁	1485.00	27.38	5.42	0.54	1.08	1.63	2.17	2.71
凌钢股份	344.00	8.04	4.28	0.43	0.86	1.28	1.71	2.14
杭钢股份	349.42	8.39	4.17	0.42	0.83	1.25	1.67	2.08
柳钢股份	1020.00	25.63	3.98	0.40	0.80	1.19	1.59	1.99
酒钢宏兴	772.49	20.46	3.78	0.38	0.76	1.13	1.51	1.89
南钢股份	631.06	16.85	3.75	0.37	0.75	1.12	1.50	1.87
本钢板材	972.00	31.36	3.10	0.31	0.62	0.93	1.24	1.55
鞍钢股份	2165.73	72.35	2.99	0.30	0.60	0.90	1.20	1.50
安阳钢铁	702.76	23.94	2.94	0.29	0.59	0.88	1.17	1.47
韶钢松山	481.00	16.70	2.88	0.29	0.58	0.86	1.15	1.44
大冶特钢	127.61	4.49	2.84	0.28	0.57	0.85	1.14	1.42
重庆钢铁	451.54	17.33	2.61	0.26	0.52	0.78	1.04	1.30
济南钢铁	753.50	31.20	2.41	0.24	0.48	0.72	0.97	1.21
新兴铸管	419.41	19.17	2.19	0.22	0.44	0.66	0.88	1.09
武钢股份	1508.00	78.38	1.92	0.19	0.38	0.58	0.77	0.96
西宁特钢	137.30	7.41	1.85	0.19	0.37	0.56	0.74	0.93
马钢股份	1403.00	77.01	1.82	0.18	0.36	0.55	0.73	0.91
太钢不锈	986.40	56.96	1.73	0.17	0.35	0.52	0.69	0.87
包钢股份	1010.00	64.24	1.57	0.16	0.31	0.47	0.63	0.79
宝钢股份	2537.68	175.12	1.45	0.14	0.29	0.43	0.58	0.72
首钢股份	317.44	29.67	1.07	0.11	0.21	0.32	0.43	0.54
抚顺特钢	52.98	5.20	1.02	0.10	0.20	0.31	0.41	0.51

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第五，维持“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.28 元、0.39 元，维持对公司的“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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15980	17268	18247	18589	货币资金	553	1727	1825	1859
营业成本	15335	16644	17499	17675	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	645	624	747	914	应收账款	5	0	0	0
% 营业收入	4.0%	3.6%	4.1%	4.9%	存货	2327	2548	2678	2705
营业税金及附加	37	40	42	43	预付账款	596	648	681	688
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	46	52	55	56	流动资产合计	3682	5146	5421	5493
% 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	160	173	182	186	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	长期股权投资	167	167	167	167
财务费用	215	163	193	189	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	0.9%	1.1%	1.0%	固定资产合计	3770	3922	4042	4027
资产减值损失	12	0	0	0	无形资产	8	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	24	0	0	0	递延所得税资产	10	0	0	0
营业利润	200	197	275	441	其他非流动资产	10	10	10	10
% 营业收入	1.2%	1.1%	1.5%	2.4%	资产总计	7647	9253	9648	9705
营业外收支	-41	0	0	0	短期贷款	2952	4273	4380	4121
利润总额	159	197	275	441	应付款项	694	755	794	802
% 营业收入	1.0%	1.1%	1.5%	2.4%	预收账款	1072	1157	1223	1245
所得税费用	49	49	69	110	应付职工薪酬	85	100	105	106
净利润	110	147	207	331	应交税费	5	5	6	8
归属于母公司所有者					其他流动负债	36	34	35	36
的净利润	109.9	147.5	206.6	330.7	流动负债合计	4843	6323	6543	6319
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	80	80	80	80
EPS（元/股）	0.21	0.28	0.39	0.62	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	8	8	8	8
经营活动现金流净额	471	611	797	1017	负债合计	4931	6411	6631	6407
取得投资收益	37	0	0	0	归属于母公司	2716	2841	3017	3298
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	2716	2841	3017	3298
固定资产投资	-408	-573	-582	-486	负债及股东权益	7647	9253	9648	9705
其他	33	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-375	-573	-582	-486		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.206	0.276	0.386	0.618
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.08	5.31	5.64	6.17
银行贷款增加（减少）	-283	1321	107	-259	PE	57.73	43.04	30.73	19.19
筹资成本	204	-185	-224	-239	PEG	1.30	0.97	0.69	0.43
其他	-408	0	0	0	PB	2.34	2.23	2.10	1.92
筹资活动现金流净额	-487	1136	-117	-497	EV/EBITDA	10.79	11.49	9.65	7.68
现金净流量	-391	1174	98	34	ROE	4.0%	5.2%	6.8%	10.0%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。