

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

2 季度收入持平毛利率下降，业绩环比小幅下滑

事件描述

杭钢股份今日公布 2011 年半年报，报告期内公司共实现营业收入 119.30 亿元，同比增长 22.87%；营业成本 113.45 亿元，同比增长 22.81%；净利润 2.13 亿元，同比增长 28.33%；实现 EPS 为 0.25 元。其中，2 季度公司实现营业收入 59.03 亿元，同比增长 18.48%；营业成本 56.50 亿元，同比增长 18.10%；实现归属于母公司所有者净利润 0.89 亿元，同比增长 43.34%；2 季度实现 EPS 为 0.11 元，1 季度 EPS 为 0.15 元。

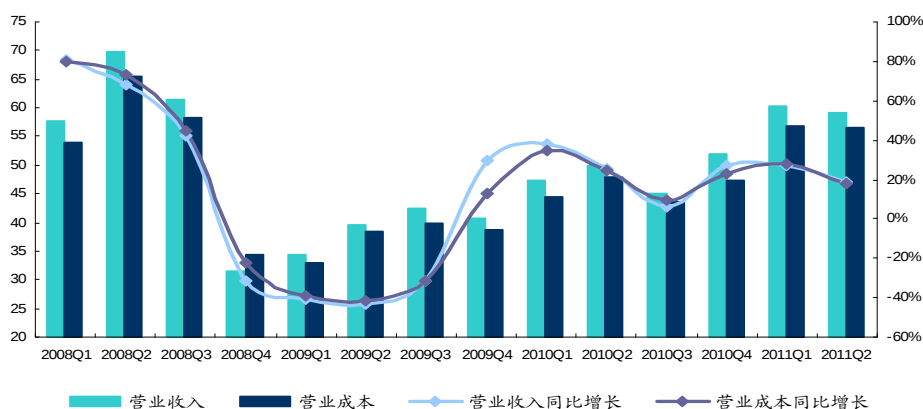
报告期内公司共生产铁 151.36 万吨，同比增长 10.43%；钢 191.65 万吨，同比增长 4.03%；钢材 136.19 万吨，同比下降 3.14%。

事件评论

第一，2 季度营业收入和营业成本同比均增长但增速下滑，环比小幅下降基本持平

2 季度公司实现营业收入 59.03 亿元，同比增长 18.48%，1 季度同比增速为 27.48%；营业成本 56.50 亿元，同比增长 18.10%，1 季度同比增速为 27.88%；实现归属于母公司所有者净利润 0.89 亿元，同比增长 43.34%；2 季度实现 EPS 为 0.11 元，1 季度 EPS 为 0.15 元。

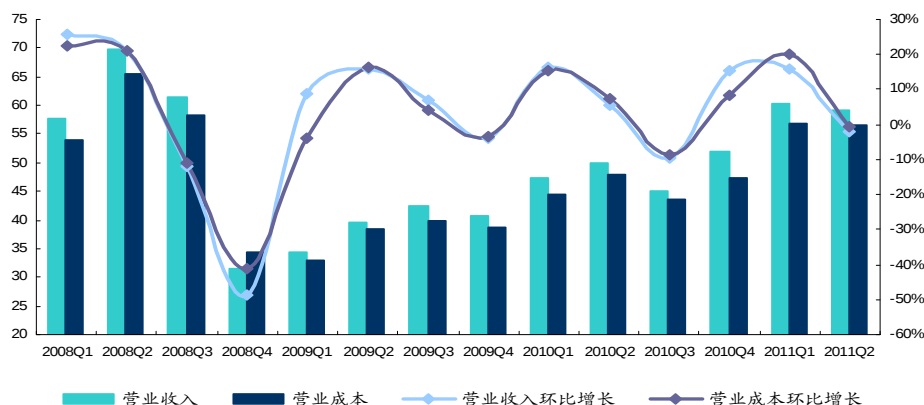
图 1：2 季度公司营业收入与营业成本同比均增长，增速下滑



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，2 季度公司营业收入环比下降 2.07%，1 季度环比增速为 16.08%；营业成本环比下降 0.81%，1 季度环比增速为 20.27%。

图 2：2 季度公司营业收入与营业成本环比均基本持平



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

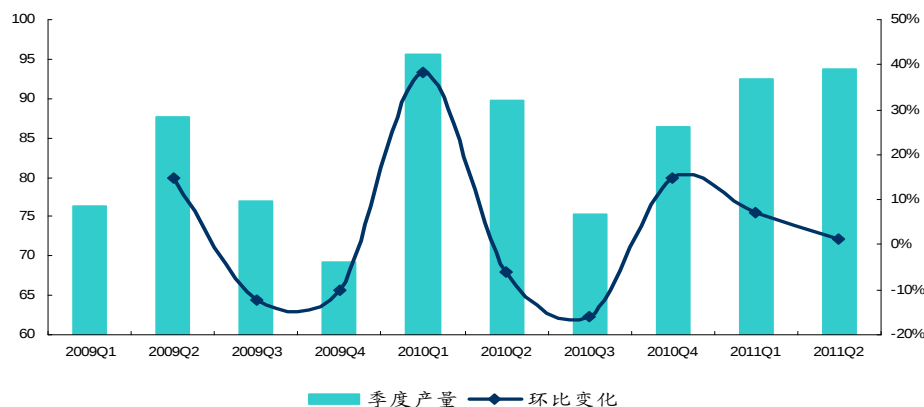
产量方面，公司 2 季度 4、5 月产量较为平稳，6 月产量有所下降。综合来看，2 季度产量环比 1 季度可能略有增长，但环比基本维持平稳。

图 3：2 季度各月份钢材产量较为平稳，6 月略有回落



资料来源：钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

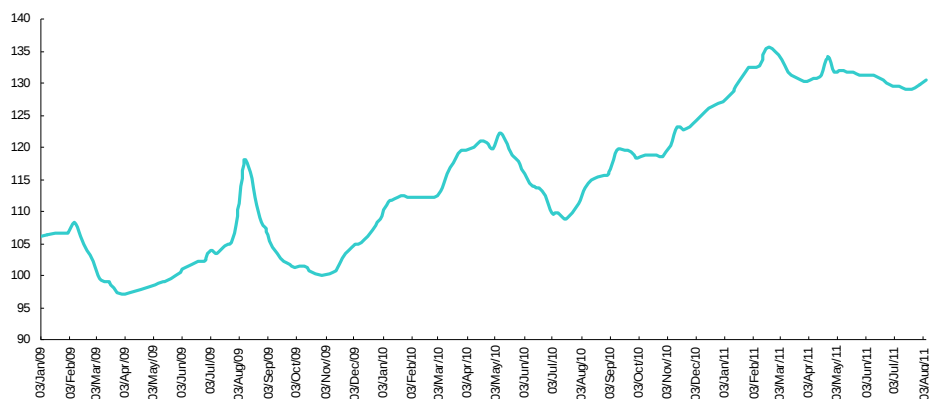
图 4：2 季度产量环比 1 季度基本持平



资料来源：钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

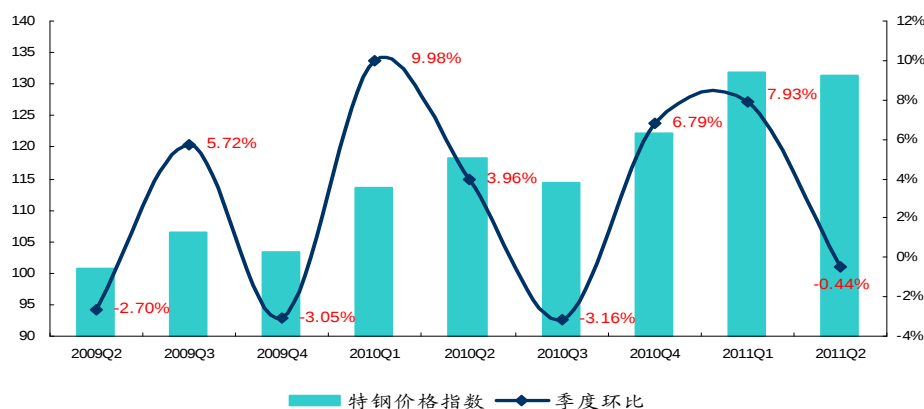
从价格来看，2 季度国内特钢价格高位缓慢回落，季度均价环比小幅下降。在 2 季度产量环比可能小幅增加的情况下，销售价格的小幅下降应该是 2 季度营业收入环比略有下滑的主要原因。

图 5：2 季度国内特钢价格指数高位运行



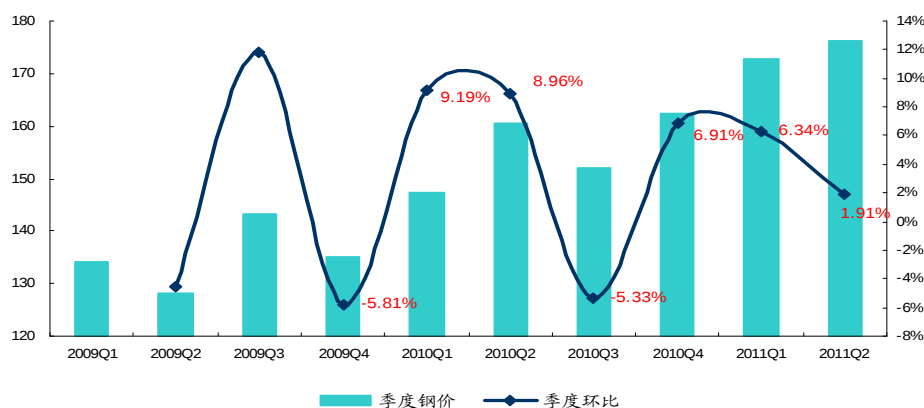
资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

图 6：2 季度特钢价格指数均价环比基本持平



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

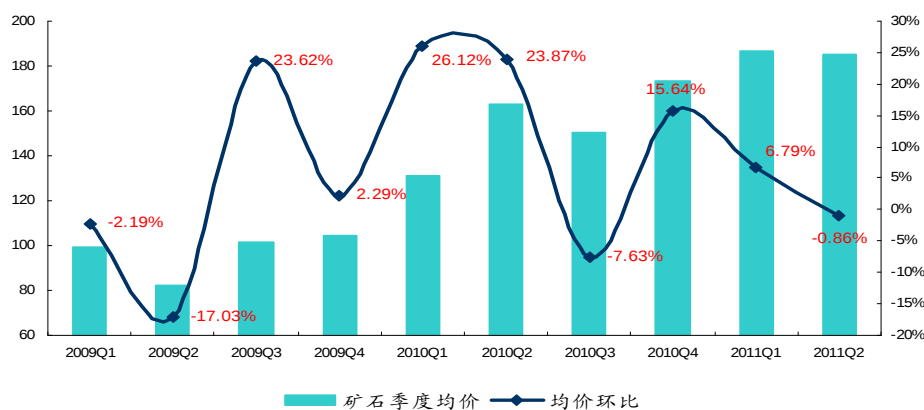
图 7：国内钢材价格 2 季度环比基本持平



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

成本方面，2 季度矿石价格均价环比略有下降，是营业成本环比小幅下降的主要原因。

图 8：2 季度矿石季度价格环比基本持平



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

第二，2 季度毛利率和净利润环比均有所下滑

从半年度分产品数据来看，钢材毛利率同比增加 0.10 个百分点，钢坯毛利率下降 0.53 个百分点。

表 1：分产品盈利能力同比基本持平

分产品	营业收入	营业成本	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
钢材	84.90	80.67	2.48%	15.95%	15.92%	增加 0.10 个百分点
钢坯	29.93	28.75	1.71%	48.07%	48.21%	减少 0.53 个百分点

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

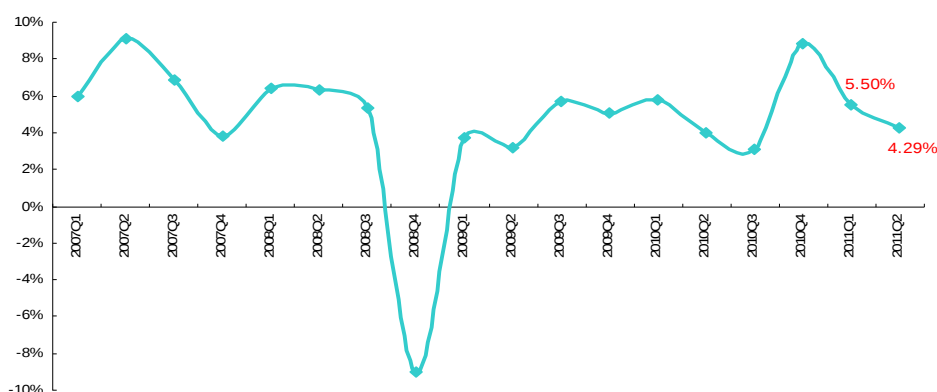
表 2：分品种毛利率环比小幅改善

日期	毛利率		收入构成	
	钢材	钢坯	钢材	钢坯
2006Z	4.46%	5.22%	82.89%	13.43%
2006N	4.95%	4.54%	82.91%	12.74%
2007Z	7.64%	4.44%	80.66%	14.28%
2007N	3.28%	0.23%	75.64%	19.60%
2008Z	7.07%	1.97%	79.58%	17.09%
2008N	0.02%	0.32%	74.24%	21.78%
2009Z	3.73%	1.35%	73.87%	21.64%
2009N	4.15%	3.25%	73.81%	21.54%
2010Z	2.38%	2.24%	75.42%	20.82%
2010N	2.44%	1.53%	72.68%	23.36%
2011Z	2.48%	1.71%	71.17%	25.09%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

季度环比来看，2 季度营业收入降幅略大于成本，公司综合毛利率由 5.50% 下降为 4.29%。下游汽车增速回落与较重的成本压力应该是近两个季度毛利率环比持续小幅下降的主要原因。

图 9：2 季度毛利率环比有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从公司利润表来看，2 季度营业收入环比基本持平，但毛利率的下降使得主营利润与营业利润环比都小幅下降，并最终使净利润环比下滑。

表 3：2 季度毛利率下降使得净利润环比有所下滑

杭钢股份利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	34.29	39.72	42.38	40.72	47.28	49.82	45.08	51.92	60.27	59.03
毛利率	3.70%	3.15%	5.66%	5.08%	5.80%	3.97%	3.06%	8.79%	5.50%	4.29%
主营利润	1.27	1.25	2.40	2.07	2.74	1.98	1.38	4.56	3.32	2.53
三项费用率	3.06%	1.96%	2.69%	4.17%	2.22%	2.11%	1.91%	4.82%	2.31%	1.88%
销售费用	0.03	0.02	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02	0.02
管理费用	0.78	0.57	0.90	1.43	0.76	0.74	0.56	2.07	1.05	0.72
财务费用	0.24	0.19	0.22	0.24	0.27	0.29	0.28	0.39	0.33	0.36
期间费用	1.05	0.78	1.14	1.70	1.05	1.05	0.86	2.50	1.39	1.11
营业税金及附加	0.09	0.18	0.16	0.04	0.20	0.10	0.02	0.41	0.19	0.09
资产减值损失	0.00	0.04	0.00	-0.10	0.06	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.12
投资收益	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.21	0.28	1.11	0.44	1.45	0.89	0.50	1.95	1.73	1.21
营业外收入	0.00	0.02	0.00	0.12	0.00	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
营业外支出	0.00	0.01	0.00	-0.01	0.00	0.04	0.01	0.03	0.00	0.02
利润总额	0.21	0.28	1.11	0.57	1.45	0.86	0.52	1.94	1.73	1.21
所得税费用	0.03	0.16	0.17	0.10	0.36	0.21	0.13	0.43	0.44	0.29
归属于母公司净利润	0.16	0.08	0.89	0.34	1.04	0.62	0.35	1.47	1.24	0.89
净利率	0.50%	0.30%	2.22%	1.15%	2.28%	1.30%	0.87%	2.92%	2.16%	1.56%
存货	17.76	12.34	12.40	11.74	11.12	14.34	16.04	16.44	17.86	18.51
最新股本	8.39	8.39	8.39	8.39	8.39	8.39	8.39	8.39	8.39	8.39
每股收益	0.02	0.01	0.11	0.04	0.12	0.07	0.04	0.18	0.15	0.11

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，2 季度费用环比有所下降，存货环比基本持平

2 季度公司费用总额为 1.11 亿元，环比 1 季度的 1.39 亿元有所下降，管理费用的下降是主要原因。

图 10：2 季度费用水平环比有所下降


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从费用率来看，管理费用率有所下降，销售费用率和财务费用率基本维持稳定。

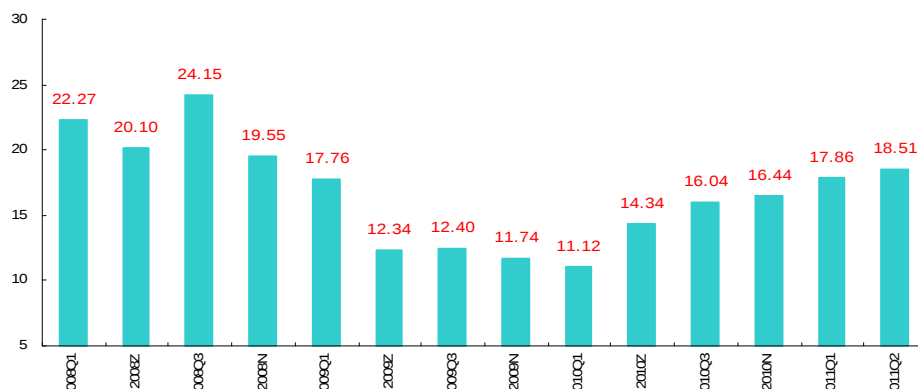
表 4：2 季度管理费用率环比有所下降

季度费用统 计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	杭钢股份	行业均值	杭钢股份	行业均值	杭钢股份	行业均值
2007Q1	0.09%	1.41%	0.91%	2.39%	1.06%	1.03%
2007Q2	0.07%	1.41%	3.36%	2.70%	0.84%	1.01%
2007Q3	0.07%	1.38%	1.82%	2.72%	1.02%	1.07%
2007Q4	0.07%	1.41%	0.09%	2.88%	1.26%	1.08%
2008Q1	0.05%	1.23%	1.84%	2.63%	1.00%	1.20%
2008Q2	0.04%	1.15%	1.40%	2.62%	0.50%	1.12%
2008Q3	0.05%	1.14%	2.32%	2.53%	0.81%	1.20%
2008Q4	0.16%	1.22%	4.32%	2.65%	1.08%	1.34%
2009Q1	0.09%	1.22%	2.27%	3.33%	0.70%	1.65%
2009Q2	0.05%	1.24%	1.44%	3.58%	0.48%	1.64%
2009Q3	0.05%	1.25%	2.12%	3.52%	0.52%	1.55%
2009Q4	0.07%	1.27%	3.51%	3.44%	0.59%	1.44%
2010Q1	0.04%	1.23%	1.61%	2.78%	0.57%	1.31%
2010Q2	0.04%	1.19%	1.49%	2.80%	0.58%	1.26%
2010Q3	0.04%	1.20%	1.24%	2.80%	0.62%	1.20%
2010Q4	0.05%	1.32%	4.00%	2.91%	0.76%	1.15%
2011Q1	0.03%	1.09%	1.74%	2.71%	0.54%	1.30%
2011Q2	0.04%		1.23%		0.61%	

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 18.51 亿元，环比 1 季度末的 17.88 亿元基本持平。

图 11: 2 季度存货水平环比基本持平



资料来源: Wind, 长江证券研究部

半年度分品种来看, 周转材料和原材料的金额小幅下降, 其余品种存货金额均有不同程度增加。

表 5: 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	账面余额	跌价准备
原材料	7.26		8.18	
在产品	7.94		6.16	
库存商品	2.30		1.16	
委托加工物质	0.52		0.39	
周转材料	0.49		0.56	
合计	18.51		16.44	

资料来源: Wind, 长江证券研究部

从各品种存货占比来看, 原材料占比下降幅度较大, 周转材料占比小幅下降, 其余品种存货占比均有不同程度的上升。

表 6: 分品种存货占比统计

项目	期初账面价值	期初占比	期末账面价值	期末占比
原材料	8.18	49.73%	7.26	39.23%
在产品	6.16	37.50%	7.94	42.89%
库存商品	1.16	7.04%	2.30	12.42%
委托加工物质	0.39	2.36%	0.52	2.81%
周转材料	0.56	3.38%	0.49	2.65%
合计	16.44	100.00%	18.51	100.00%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

第四, 公司具备 400 万吨钢与约 300 万吨材的生产能力, 产能基本维持稳定, 盈利扩大依赖单品盈利提升

公司目前具备 300 万吨铁、400 万吨钢与 300 万吨材的生产能力; 公司产能基本稳定, 2011 年计划产量为 268 万吨, 相比 2010 年的 260 万吨基本持平, 上半年公司实现钢材产量 136.19 万吨, 完成计划目标的 50.82%。

- ✓ 炼铁: 产能合计约 300 万吨, 目前拥有 2 座 750 立的高炉与 1 座 1250 立的高炉;
- ✓ 炼钢: 股份公司拥有 4 座 45t 转炉, 集团公司所属的 1 座 100t 电炉目前托管在股份公司, 因此公司合计拥有炼钢的能力约 400 万吨, 每年废钢的使用量约为 100 万吨;

废钢的使用一方面来自电炉本身，另一方面各个转炉也需要部分废钢作为调节。

✓ 轧材：股份公司具备 300 万吨轧材能力，集团公司拥有 100 万吨的紫金棒材生产线，产成品通过股份公司予以销售。公司产品结构以弹簧钢、易切削钢与履带板为主，其中：线材厂主要生产易切削钢，小棒材轧钢厂主要生产弹簧钢，中型材轧钢厂主要生产履带板。

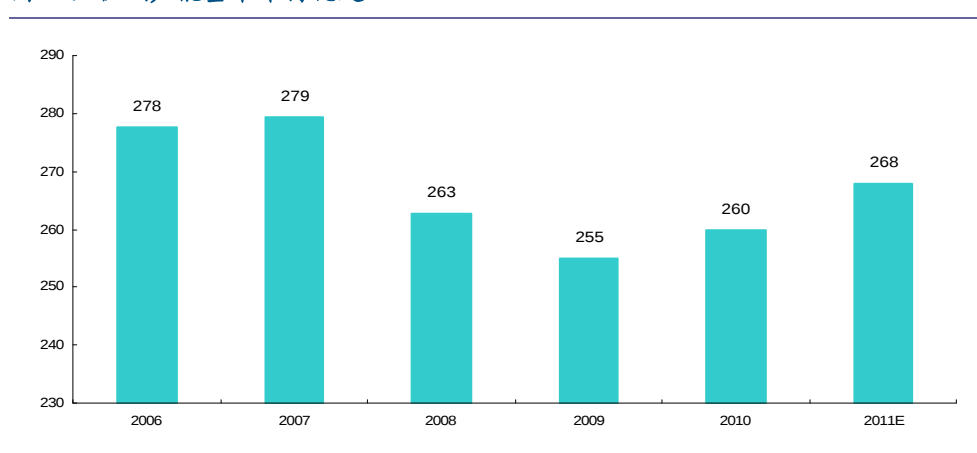
因地理位置的原因，公司产能基本维持稳定，扩产难度较大。

表 7：公司主要生产线及产能情况，产能基本稳定

杭钢股份主要生产线统计	主要设备	产能（万吨）	备注
炼铁	750m ³ 高炉		股份公司
	750m ³ 高炉	300	股份公司
	1250m ³ 高炉		股份公司
炼钢	4 × 45t	300	股份公司
	1 × 100t	100	集团资产（股份托管）
轧钢	高速线材厂	70	股份公司
	型材轧钢厂	80	股份公司
	棒材轧钢厂	70	股份公司
	热轧带钢厂	80	股份公司
	紫金棒材厂	100	集团资产

资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 12：杭钢产能基本维持稳定



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第五，弹性略有不足，维持“中性”评级

考虑到下半年需求恢复可能存在的不确定性，暂不调整公司盈利预测。预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.43 元与 0.45 元，维持“中性”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	19410	21189	22511	23421	货币资金	540	2119	2251	2342
营业成本	18344	20093	21317	22198	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1067	1095	1194	1223	应收账款	110	116	123	128
% 营业收入	5.5%	5.2%	5.3%	5.2%	存货	1644	1813	1923	2003
营业税金及附加	41	44	47	49	预付账款	218	241	255	266
% 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	9	0	0	0	流动资产合计	5922	8017	8515	8861
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	413	445	473	492	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	106	106	106	106
财务费用	123	107	145	147	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	固定资产合计	2811	3068	3308	3426
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	36	34	33	31
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	61	0	0	0
营业利润	479	499	529	535	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	资产总计	8936	11226	11962	12425
营业外收支	-3	0	0	0	短期贷款	1680	3308	3471	3427
利润总额	477	499	529	535	应付款项	2671	2930	3108	3237
% 营业收入	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	预收账款	381	424	450	468
所得税费用	113	125	132	134	应付职工薪酬	247	281	298	310
净利润	364	374	397	401	应交税费	129	143	152	154
归属于母公司所有者					其他流动负债	27	20	22	23
的净利润	348.2	357.6	379.6	383.7	流动负债合计	5135	7105	7501	7619
少数股东损益	16	16	17	18	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.42	0.43	0.45	0.46	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	6	6	6	6
经营活动现金流净额	-22	724	796	874	负债合计	5141	7111	7506	7625
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	3512	3816	4138	4465
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	283	300	317	335
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3795	4116	4456	4800
固定资产投资	-237	-612	-625	-534	负债及股东权益	8936	11226	11962	12425
其他	10	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-227	-612	-625	-534		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.415	0.426	0.452	0.457
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.19	4.55	4.93	5.32
银行贷款增加（减少）	264	1628	163	-44	PE	11.54	11.24	10.59	10.47
筹资成本	132	-161	-202	-204	PEG	3.51	3.42	3.22	3.18
其他	-264	0	0	0	PB	1.14	1.05	0.97	0.90
筹资活动现金流净额	132	1466	-38	-248	EV/EBITDA	5.46	5.41	4.94	4.64
现金净流量	-117	1579	132	91	ROE	9.9%	9.4%	9.2%	8.6%

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	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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。