

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 季度收入增长毛利率下降，净利润环比下降

事件描述

沙钢股份今日公布 2011 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 81.56 亿元，同比增长 26.89%；营业成本 73.59 亿元，同比增长 36.29%；实现归属于母公司所有者净利润 1.70 亿元，同比下降 37.47%；EPS 为 0.11 元。

其中 2 季度公司实现营业收入 42.93 亿元，同比增长 18.99%；营业成本为 39.35 亿元，同比增长 30.20%；实现归属于母公司所有者净利润 0.71 亿元，同比下降 54.92%；2 季度实现 EPS 为 0.04 元，1 季度实现 EPS 为 0.06 元。

事件评论

第一，2 季度营业收入与营业成本同比增长但增速下降，环比均增长

上半年公司实现营业收入 81.56 亿元，同比增长 26.89%；营业成本 73.59 亿元，同比增长 36.29%；实现归属于母公司所有者净利润 1.70 亿元，同比下降 37.47%；EPS 为 0.11 元。

表 1：2011 年上半年公司营业收入同比增长

沙钢股份上半年经营业绩	2010Z	2011Z	同比增长
营业收入	64.28	81.56	26.89%
营业成本	54.26	73.95	36.29%
营业利润	6.51	4.10	-37.00%
归属上市公司股东的净利润	2.73	1.70	-37.47%
每股收益	0.17	0.11	-37.43%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

上半年公司销售收入同比增长主要系钢材和钢坯量增价涨所致，但营业成本增幅大于收入，使得营业利润和净利润同比出现较大幅度的下降。其中销量增加 5.12 万吨，带动利润增加 0.3 亿元；单价上升 662.27 元/吨，带动利润增加 10.26 亿元；销售成本上升 822.83 元/吨，使得利润减少 12.94 亿元。

2 季度公司实现营业收入 42.93 亿元，同比增长 18.99%，1 季度收入同比增速为 36.99%；营业成本 39.35 亿元，同比增长 30.20%，1 季度成本同比增速为 43.99%；实现归属母公司所有者净利润 0.71 亿元，同比下降 54.92%；2 季度实现 EPS 为 0.04 元，1 季度 EPS 为 0.06 元。

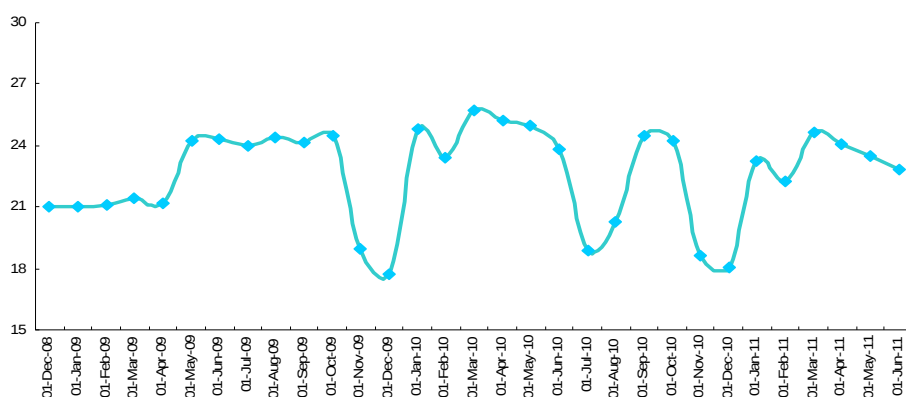
环比来看，2 季度营业收入环比增长 11.13%，营业成本环比增长 13.74%。

表 2: 2 季度公司营业收入与营业成本同比均增长但增速下降, 环比均增长

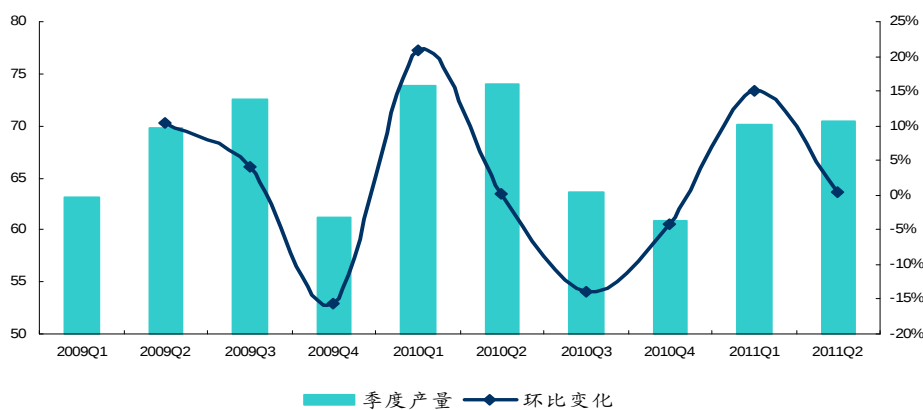
沙钢股份 2 季度经营业绩	2010Q2	2011Q1	2011Q2	Q2 同比	Q1 同比	Q2 环比
营业收入	36.08	38.63	42.93	18.99%	36.99%	11.13%
营业成本	30.23	34.60	39.35	30.20%	43.99%	13.74%
营业利润	4.02	1.98	2.12	-47.33%	-20.30%	6.81%
归属上市公司股东的净利润	1.57	1.00	0.71	-54.92%	-13.79%	-29.37%
每股收益	0.10	0.06	0.04	-54.92%	-13.79%	-29.37%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

产量方面, 淮钢特钢 2 季度各月产量持续小幅回落但环比基本维持稳定。综合来看, 2 季产量环比 1 季度基本持平。

图 1: 2 季度 4、5 月产量持续上升, 6 月产量有所回落


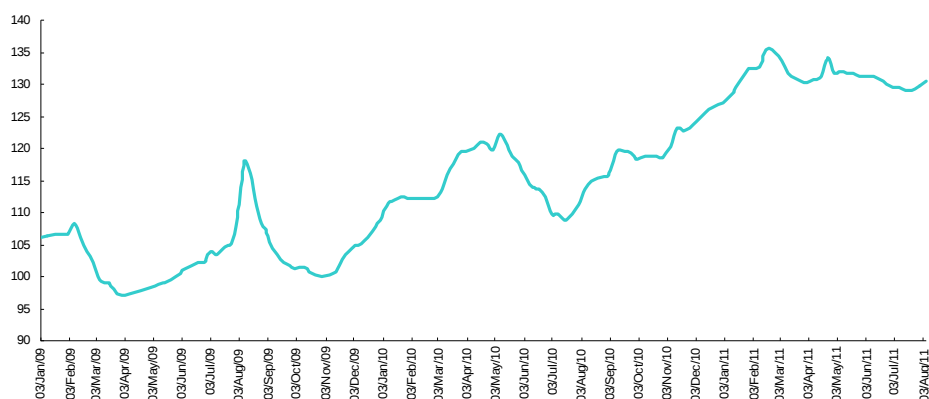
资料来源: 钢之家, 中钢协, 长江证券研究部

图 2: 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

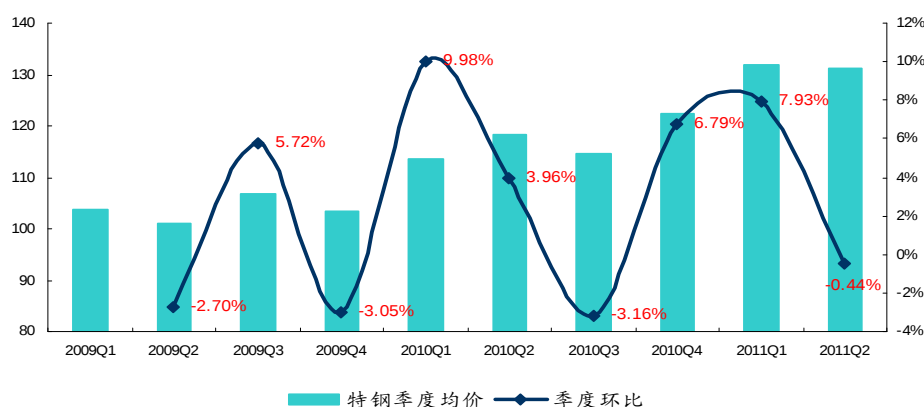
从价格来看, 受制于下游需求增速的放缓, 2 季度国内特钢价格表现并不乐观, 维持高位震荡格局。从季度均价来看, 2 季度特钢价格指数环比 1 季度还有小幅的下降。因此 2 季度营业收入环比增长 11.13% 主要的原因有: 1、特钢因其种类繁多、品种差异较大而无法精确完整统计, 各品种之间价格差异较大, 故公司实际销售价格可能并未下降而有一定幅度的增长; 2、季度产量环比基本持平, 但实际销量可能环比有增加。由于 1 季度为传统季节性淡季, 气候节日等原因可能对下游需求造成一定冲击, 销量低于产量合乎情理。从存货的数据来看, 2 季度末存货环比 1 季度变动不大, 但相比年初有较大幅度的下降, 其中库存商品大幅下降, 自制半成品却有所增加。库存商品的消耗可能部分发生在 2 季度而使得 2 季度销量环比有较大幅度的增加。

图 3：2 季度国内特钢价格维持高位



资料来源: Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

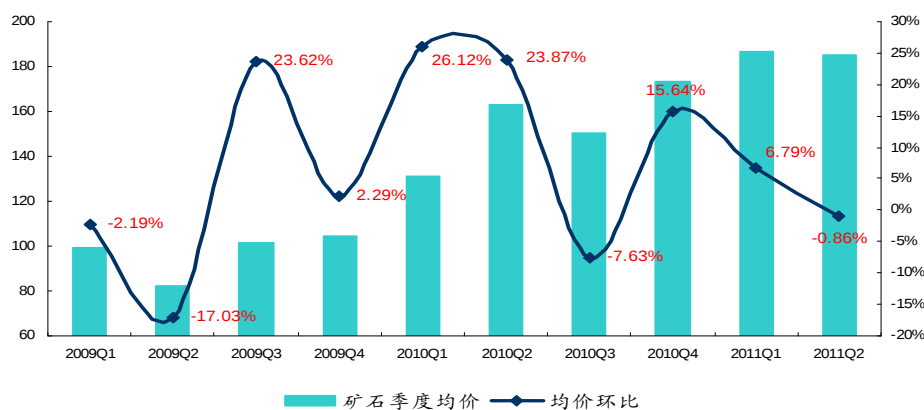
图 4：2 季度特钢价格指数均价环比基本持平



资料来源: Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

成本方面，2 季度营业成本环比上涨 13.74%，涨幅大于 1 季度的 11.73%。2 季度废钢价格环比有较大幅度上涨，应该是成本涨幅偏大的主要原因。

图 5：2 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

图 6：2 季度上海废钢价格环比小幅增长



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

第二，2 季度毛利率环比有所下滑，净利润环比下降

从分产品半年度来看，除了螺纹钢以外，上半年各产品盈利能力均有不同程度的下降，其中收入占比较大的合结钢和优碳圆钢毛利率同比分别下降 6.96 和 6.36 个百分点。

表 3：上半年收入占比较大的合结钢和优碳圆钢毛利率同比分别下降 6.96 和 6.36 个百分点

毛利率变动情况	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
分行业						
钢铁行业	73.13	66.52	9.05%	20.59%	30.26%	-6.76%
其他	8.43	7.44	11.75%	132.33%	132.60%	-0.10%
合计	81.56	73.95	9.33%	26.89%	36.29%	-6.25%
分产品						
低合金钢	2.62	2.34	10.61%	-20.12%	-14.43%	-5.95%
齿轮钢	1.04	0.97	7.06%	42.57%	57.73%	-8.93%
船用锚链钢	2.19	2.00	8.88%	31.96%	41.82%	-6.33%
淬透性结构钢	0.27	0.25	8.18%	7.29%	15.73%	-6.70%
弹簧钢	1.66	1.45	12.61%	-26.16%	-18.91%	-7.81%
铬钼钢	1.61	1.48	8.28%	9.47%	19.62%	-7.78%
管坯钢	8.92	8.23	7.73%	38.03%	48.07%	-6.26%
合结钢	14.98	13.70	8.56%	47.02%	59.12%	-6.96%
普碳圆	1.33	1.21	8.72%	7379.87%	7502.43%	-1.47%
优碳圆钢	29.35	26.67	9.11%	4.62%	12.49%	-6.36%
轴承钢	3.43	2.96	13.59%	623.64%	658.08%	-3.93%
热轧盘条	0.00	0.00	0.52%			
银亮材	0.01	0.01	-0.49%			
钢坯（大圆坯）	5.70	5.23	8.31%	3.15%	15.23%	-9.61%
螺纹钢	0.02	0.01	33.95%	-91.78%	-93.66%	19.53%
其他	8.43	7.44	11.75%	132.33%	132.60%	-0.10%
合计	81.56	73.95	9.33%	26.89%	36.29%	-6.25%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

季度环比来看，2 季度收入环比增幅小于成本，综合毛利率由 10.44%下降至 8.33%。

从简化利润表来看，2 季度收入小幅增长，但毛利率的下降使得主营利润环比下降，不过费用水平的环比下降使得 2 季度营业利润环比反而有所改善。而 2 季度营业外收入少于 1 季度且所得税费用要高，故 2 季度净利润环比 1 季度有所下降。

表 4: 2 季度毛利率下降使得净利润环比有所下滑

沙钢股份利润简表	10Q1	10Q2	11Q1	11Q2
营业收入	28.20	36.08	38.63	42.93
毛利率	14.78%	16.22%	10.43%	8.33%
主营利润	4.17	5.85	4.03	3.58
三项费用率	5.78%	2.73%	5.07%	3.12%
销售费用	0.41	0.24	0.38	0.36
管理费用	0.65	0.15	0.61	0.54
财务费用	0.57	0.59	0.97	0.44
期间费用	1.63	0.98	1.96	1.34
营业税金及附加	0.05	0.05	0.12	0.13
资产减值损失	0.00	0.81	-0.04	-0.02
营业利润	2.49	4.02	1.98	2.12
营业外收入	0.06	0.06	0.27	0.10
营业外支出	0.01	0.01	0.03	0.05
利润总额	2.54	4.06	2.22	2.17
所得税费用	0.31	0.63	0.36	0.69
归属于母公司净利润	1.16	1.57	1.00	0.71
净利率	7.87%	9.53%	4.81%	3.43%
存货			19.13	19.99
最新股本	15.76	15.76	15.76	15.76
每股收益	0.07	0.10	0.06	0.04

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

公司上半年营业外收入达 0.37 亿元，母公司债务重组收益贡献 0.27 亿元。

表 5: 上半年债务重组收益对营业外收入贡献较大

营业外收入	金额
补贴收入	0.03
非流动资产处置收益	0.00
罚款、违约金收入	0.00
无法支付的款项	0.01
其他	0.33
其中: 母公司债务重组收益	0.27
合计	0.37

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，费用水平环比下降，存货水平环比小幅增加

上半年财务费用同比增长 22.18%，主要是利润分配 4.3 亿元及支付江苏天淮投资款 1.6 亿元导致贴现费用增加。2 季度公司费用总额为 1.34 亿元，环比 1 季度的 1.97 亿元下降幅度较大，其中财务费用下降是主要原因。

从费用率来看，2 季度财务费用率下降幅度较大，管理费用率和销售费用率则均有小幅下降。

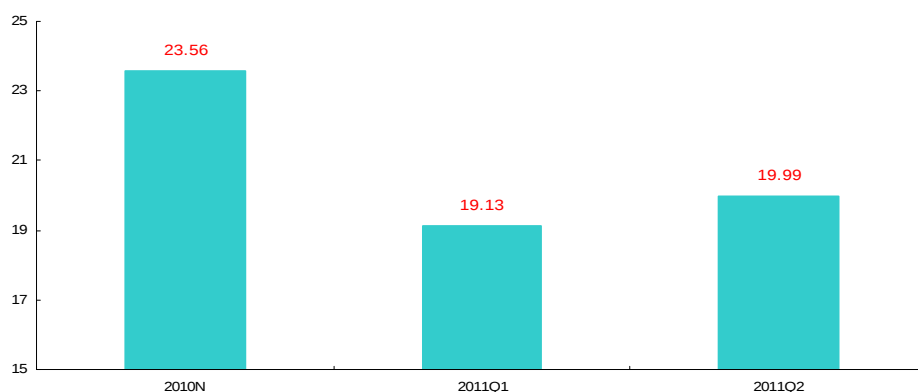
表 6：2 季度公司三项费用率均有所下降

沙钢股份季度费用统计	销售费用			管理费用			财务费用		
	金额	费用率	行业均值	金额	费用率	行业均值	金额	费用率	行业均值
2010Q1	0.41	1.45%	1.23%	0.65	2.30%	2.78%	0.57	2.01%	1.31%
2010Q2	0.24	0.67%	1.19%	0.15	0.42%	2.80%	0.59	1.64%	1.26%
2011Q1	0.38	1.00%	1.09%	0.61	1.58%	2.71%	0.97	2.51%	1.30%
2011Q2	0.36	0.84%		0.54	1.25%		0.44	1.03%	

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

期末公司存货为 19.99 亿元，环比 1 季度末的 19.13 亿元小幅增加。相对年初 23.56 亿元则有所下降，主要是公司上半年根据市场走势进行了压库促销，期末存货余额减少。

图 7：2 季度存货环比小幅增加



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

半年度分品种来看，原材料和库存商品金额减少较大，在产品有所减少，自制半成品则有所增加。

表 7：库存分品种统计

项目	期末金额			年初金额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	13.20	0.14	13.06	15.23	0.19	15.04
自制半成品	3.03		3.03	0.45		0.45
库存商品	3.91	0.06	3.85	7.86	0.18	7.68
在产品	0.06		0.06	0.66	0.27	0.39
合计	20.20	0.20	19.99	24.21	0.65	23.56

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从分品种占比来看，自制半成品占比上升幅度较大，原材料占比有所增加，库存商品占比大幅下降，在产品占比略有下降。

表 8：库存品种占比统计

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	15.04	63.84%	13.06	65.33%
自制半成品	0.45	1.93%	3.03	15.15%

库存商品	7.68	32.59%	3.85	19.24%
在产品	0.39	1.64%	0.06	0.28%
合计	23.56	100.00%	19.99	100.00%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

另外，报告期内，公司对前期计提的 0.05 亿元存货跌价准备予以转回，0.39 亿元予以转销。

表 9：存货跌价准备统计

项目	期初账面价值	本期增加	本期减少		期末余额
			转销	转回	
原材料	0.19		0.03	0.02	0.14
库存商品	0.18		0.10	0.02	0.06
在产品	0.27		0.26	0.02	0.00
合计	0.65		0.39	0.05	0.20

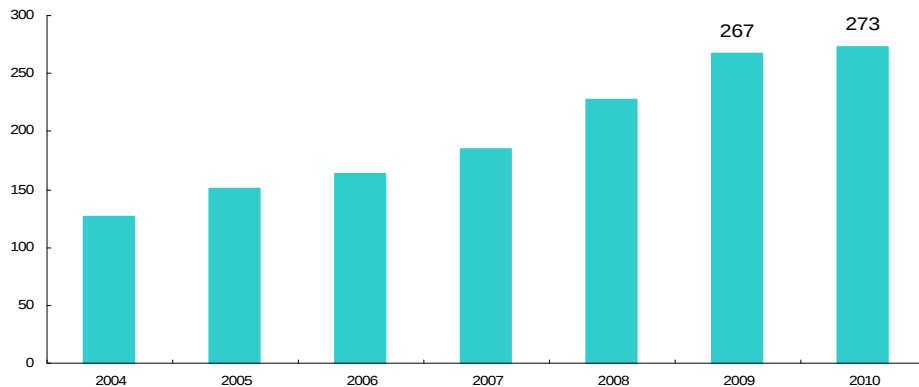
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第四，期待后续资产继续注入继续扩大产能

淮钢特钢主要从事优特钢产品的生产与销售业务，主要产品为齿轮钢、弹簧钢、轴承钢、船用锚链钢、合金管坯钢、非调质钢与易切削钢等七大类优特钢产品，主要用在汽车制造、铁路、机车、造船、机械制造业。

目前公司子公司淮钢特钢拥有约 300 万吨左右的产能，月产量在 20 万吨以上。

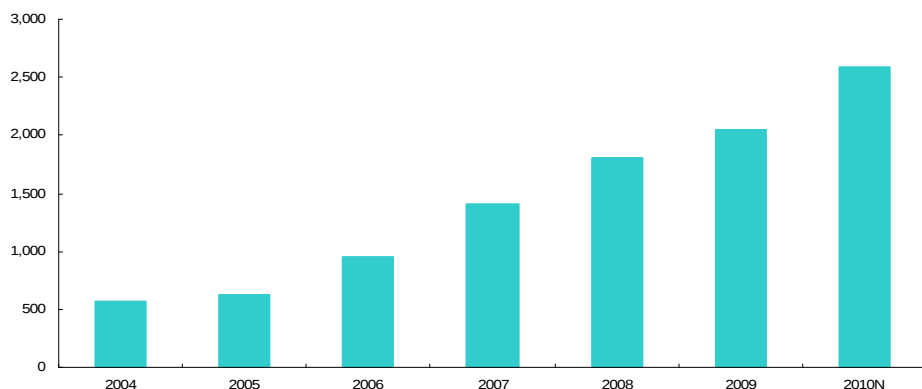
图 8：淮钢特钢年产量在 270 万吨左右



资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

而沙钢集团是国内最大的民营钢铁企业，主要业务涉及钢铁冶炼、钢材轧制、金属结构及其构件制造、加工与销售，主要产品包括钢坯、高速线材、热轧带肋钢筋、热轧卷板、宽厚板等。除淮钢特钢外，沙钢集团其余钢铁资产年产量仍有约 3000 万吨，不排除后续存在进一步注入上市公司的可能。

图 9：沙钢剩余资产仍有约 3000 万吨左右的年产量



资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

第五，预计 3 季度业绩环比有所改善，维持“谨慎推荐”评级

公司公告，预计 2011 年 1-9 月归属上市公司股东的净利润同比下降 35%~5%，业绩变动的原因主要有：1、由于市场原因，2011 年原材料中矿粉采购价格比 2010 年增长幅度较大，导致 2011 年盈利能力下降；2、2011 年主题公司两免三减半税收优惠政策结束，公司整体所得税税率上升，使税后利润下降。据此测算 3 季度的 EPS 为 0.06 元~0.13 元，环比 2 季度有所改善。

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.32 元和 0.35 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 10：预计 3 季度业绩环比有所改善

2011 年 1-9 月份业绩预告	-35%	-5%
去年同期净利润	3.98	3.98
2011 年 1-9 月归属上市公司股东净利润	2.59	3.78
2011 年 1-6 月归属上市公司股东净利润	1.70	1.70
2011Q3 归属上市公司股东净利润	0.88	2.08
2011Q2 归属上市公司股东净利润	0.71	0.71
2011Q3 环比	24.94%	193.98%
最新股本	15.76	15.76
3 季度 EPS	0.06	0.13

资料来源：公司资料，长江证券研究部

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	12537	14000	14821	15661	货币资金	2140	1400	1783	3479
营业成本	11116	11916	12622	13076	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1422	2084	2199	2585	应收账款	74	66	70	74
% 营业收入	11.3%	14.9%	14.8%	16.5%	存货	2356	2541	2692	2788
营业税金及附加	22	25	26	28	预付账款	353	381	403	418
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	9	10	11	11
销售费用	133	154	163	172	流动资产合计	5920	5504	6129	8007
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	174	196	207	219	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	长期股权投资	329	329	329	329
财务费用	221	85	21	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	0.6%	0.1%	0.0%	固定资产合计	4623	4649	4650	4523
资产减值损失	16	0	0	0	无形资产	402	382	363	345
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	19	0	0	0
营业利润	857	1624	1781	2170	其他非流动资产	261	261	261	261
% 营业收入	6.8%	11.6%	12.0%	13.9%	资产总计	11555	11126	11733	13466
营业外收支	9	0	0	0	短期贷款	2899	937	0	0
利润总额	858	1624	1781	2170	应付款项	3105	3329	3527	3653
% 营业收入	6.8%	11.6%	12.0%	13.9%	预收账款	660	742	785	830
所得税费用	124	406	445	542	应付职工薪酬	136	143	151	157
净利润	734	1218	1336	1627	应交税费	-20	17	19	23
归属于母公司所有者的净利润	357.9	505.1	553.9	674.8	其他流动负债	635	686	726	753
少数股东损益	376	713	782	953	流动负债合计	7416	5854	5208	5415
EPS (元/股)	0.23	0.32	0.35	0.43	长期借款	100	100	100	100
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	10	0	0	0
经营活动现金流净额	2583	1924	1972	2250	其他非流动负债	194	194	194	194
取得投资收益	4	0	0	0	负债合计	7720	6148	5502	5709
收回现金					归属于母公司	1994	2424	2895	3468
长期股权投资	49	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1841	2554	3336	4288
固定资产投资	-140	-540	-548	-457	股东权益	3835	4978	6230	7756
其他	290	0	0	0	负债及股东权益	11555	11126	11733	13466
投资活动现金流净额	198	-540	-548	-457	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.227	0.320	0.351	0.428
银行贷款增加 (减少)	-1797	-1962	-937	0	BVPS	1.27	1.54	1.84	2.20
筹资成本	171	-161	-104	-97	PE	34.88	24.71	22.54	18.50
其他	-543	0	0	0	PEG	1.48	1.05	0.96	0.79
筹资活动现金流净额	-2169	-2123	-1041	-97	PB	6.26	5.15	4.31	3.60
现金净流量	613	-740	383	1696	EV/EBITDA	8.42	5.40	4.56	3.29
					ROE	17.9%	20.8%	19.1%	19.5%

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。