

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

毛利率下降收入增加, 净利润增加源于费用下降

事件描述

韶钢松山今日公布 2011 年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入 111.50 亿元, 同比增长 21.13%; 营业成本 106.30 亿元, 同比增长 23.59%; 实现归属于母公司所有者净利润 0.62 亿元, 同比下降 46.82%; 实现 EPS 为 0.04 元。

其中 2 季度公司实现营业收入 57.93 亿元, 同比增长 16.20%; 营业成本 55.35 亿元, 同比增长 18.84%; 实现归属于母公司所有者净利润 0.35 亿元, 同比下降 46.37%; 2 季度实现 EPS 为 0.02 元, 1 季度 EPS 为 0.02 元。

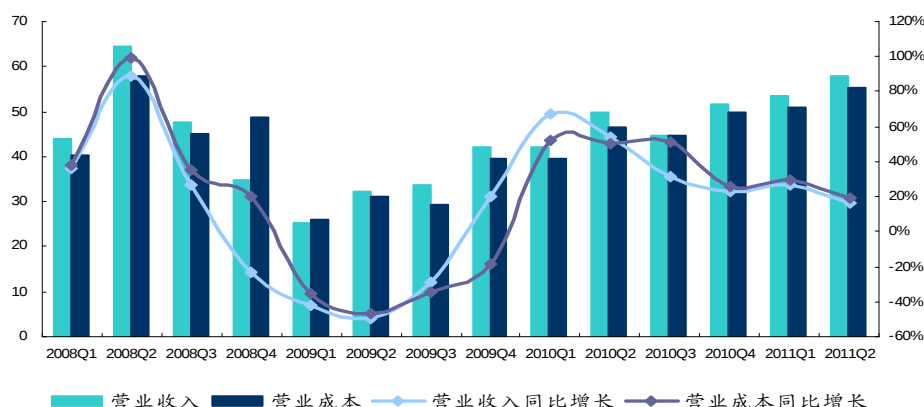
公司上半年生产铁 258.03 万吨, 同比增长 0.03%; 钢 261.10 万吨, 同比增长 1.20%, 完成全年计划的 46.61%; 钢材 243.95 万吨, 同比下降 0.12%, 完成全年计划的 46.04%; 销售钢材 240.56 万吨, 同比增长 0.79%; 产焦炭 86.36 万吨, 完成全年计划 49.35%, 自发电 7.79 亿千瓦时, 完成全年计划的 52.28%。

事件评论

第一, 2 季度营业收入与营业成本同比均增长但增速下滑, 环比 1 季度均增长且增速扩大

2 季度公司实现营业收入 57.93 亿元, 同比增长 16.20%, 1 季度同比增速为 26.94%; 营业成本 55.35 亿元, 同比增长 18.84%, 1 季度同比增速为 29.24%; 实现归属于母公司所有者净利润 0.35 亿元, 同比下降 46.37%; 2 季度实现 EPS 为 0.02 元, 1 季度 EPS 为 0.02 元。

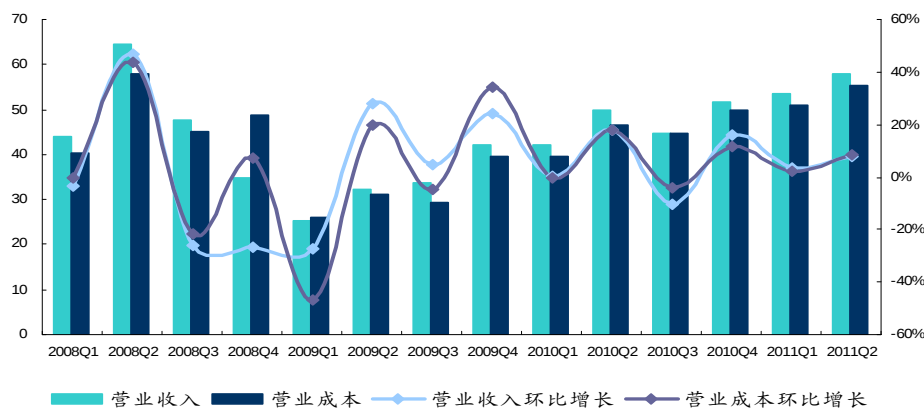
图 1: 2 季度营业收入与营业成本同比均增长, 增速有所下滑



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

环比来看，2 季度营业收入环比增长 8.13%，1 季度收入环比增速为 3.58%；营业成本环比增长 8.66%，1 季度成本环比增速为 2.41%。

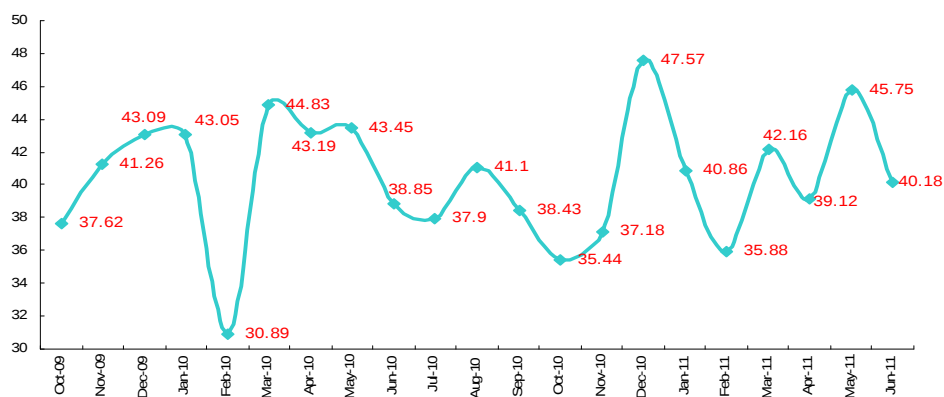
图 2：2 季度营业收入与营业成本环比均增长，增速有所扩大



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

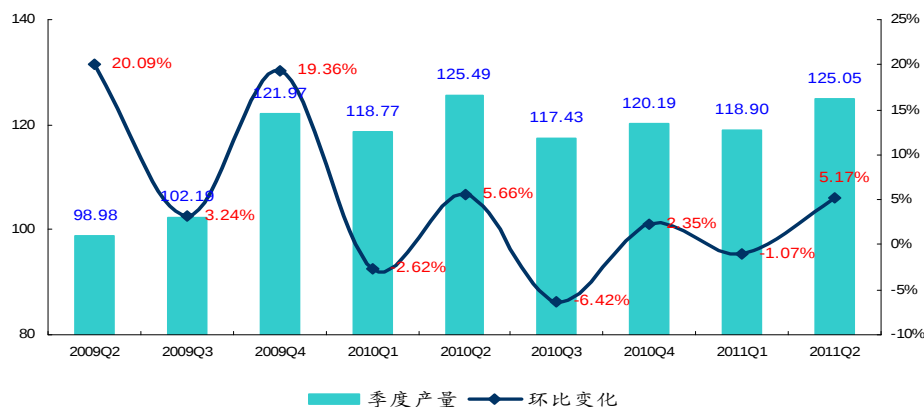
产量方面，2 季度 4、5、6 月产量分别为 39.12 万吨、45.75 万吨、40.18 万吨，合计 125.05 万吨，环比 1 季度增长 5.17%。

图 3：2 季度各月份产量高位运行



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

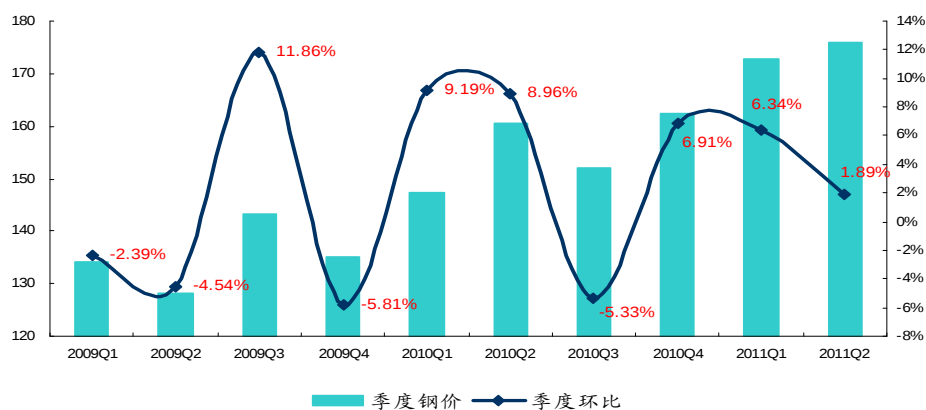
图 4：2 季度产量环比 1 季度增长 5.17%



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

2 季度国内市场钢价高位震荡，季度均价环比略有增长。在产量环比增长 5.17%的前提下，销售均价的增长是 2 季度公司营业收入环比增长 8.13%的另一个贡献。

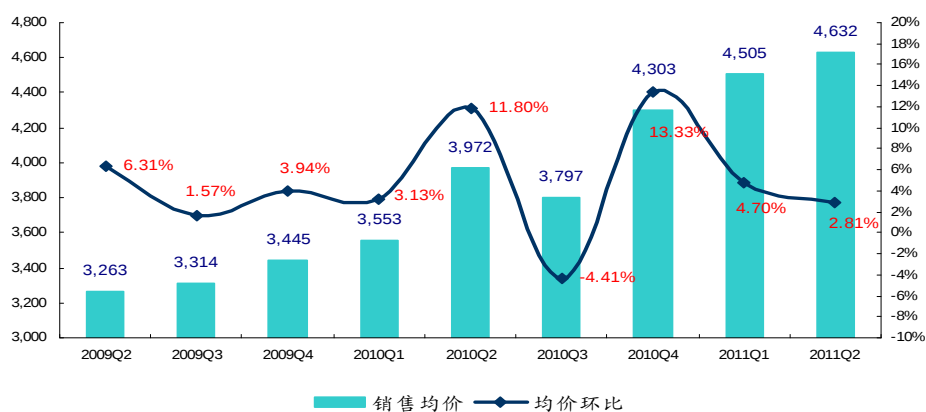
图 5：2 季度国内市场均价环比 1 季度基本持平



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

假设产销基本对等的情况下，估算公司 2 季度吨钢平均售价约为 4632 元/吨，环比 1 季度的 4505 元/吨增长 2.81%。

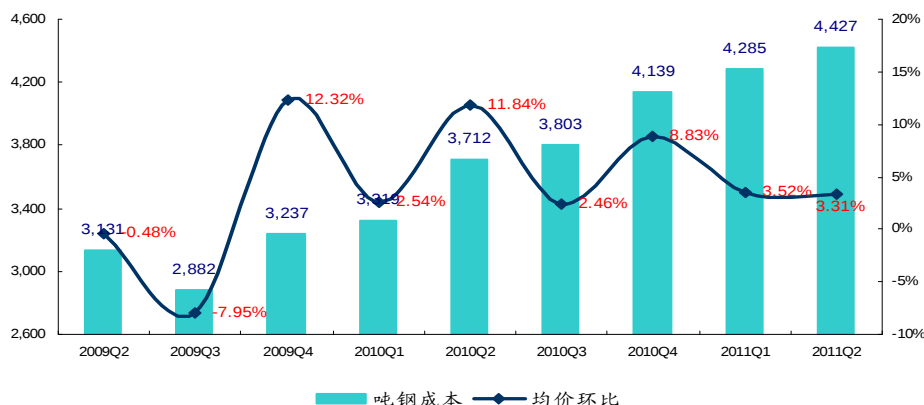
图 6：2 季度公司销售均价环比略有改善



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

成本方面，2 季度吨钢平均成本约为 4427 元/吨，环比 1 季度的 4285 元/吨增长 3.31%。

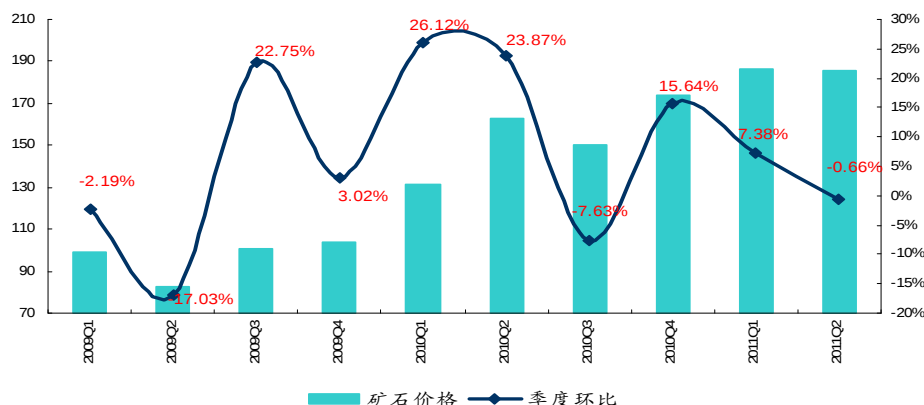
图 7：2 季度公司吨钢成本环比增长 3.31%



资料来源：Wind，长江证券研究部

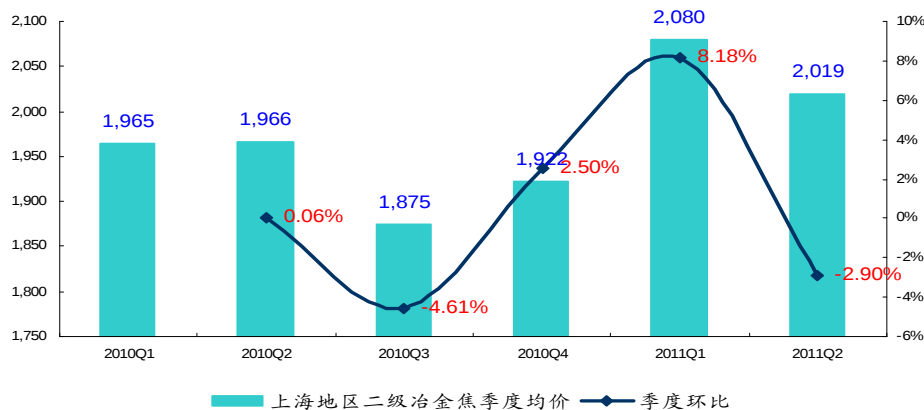
实际上，2 季度矿石现货均价以及焦煤均价环比 1 季度都有小幅的下降，因此吨钢成本的上升可能源于公司采用了部分前期的高价原料，同时，2 季度长协价环比 1 季度有较大幅度的增长可能也是导致吨钢成本增加的原因之一。

图 8：2 季度矿石现货均价环比 1 季度略有下降



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

图 9：2 季度二级冶金焦价格环比 1 季度也有小幅下降



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

第二，2 季度毛利率小幅下降导致主营利润下降，但费用下降导致营业利润环比增加

从半年度同比来看，钢铁产品毛利率同比下降 1.61 个百分点。

表 1：上半年钢铁产品毛利率同比下降 1.61 个百分点

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 同比增减	营业成本 同比增减	毛利率同比增减
分行业						
钢压延加工业	110.44	105.23	4.72%	22.34%	24.87%	下降 1.93 个百分点
其中：关联交易	12.49	12.02	3.78%	584.87%	646.97%	下降 8 个百分点
分产品						
钢铁产品	104.52	99.64	4.67%	20.22%	22.29%	下降 1.61 个百分点
焦化产品及其他	5.92	5.59	5.67%	77.56%	100.12%	下降 10.64 个百分点
其中：关联交易	12.49	12.02	3.78%	584.87%	646.97%	下降 8 个百分点
关联交易的定价原则 以市场化为原则，双方在参考市场价格的情况下确定的协议价。						

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2：相对去年全年，钢铁产品毛利率有所回升

分产品盈 利统计	毛利率		收入构成	
	钢铁产品	焦副产品及其他	钢铁产品	焦副产品及其他
2006Z	8.45%	8.80%	96.85%	3.15%
2006N	90.65%	36.12%	96.31%	3.69%
2007Z	12.40%	1.40%	95.95%	2.85%
2007N	11.51%	24.75%	96.27%	2.59%
2008Z	9.81%	-6.26%	96.93%	2.04%
2008N	0.04%	-22.48%	96.32%	2.60%
2009Z	0.96%	5.97%	94.94%	3.86%
2009N	5.51%	11.90%	95.21%	3.80%
2010Z	6.28%	16.31%	94.44%	3.62%
2010N	3.98%	11.14%	94.70%	3.64%
2011Z	4.67%	5.67%	93.74%	5.31%

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 4.90%下降至 4.44%，基本维持稳定且仍在低位徘徊。

图 10：2 季度毛利率环比 1 季度略有下降


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从利润简表来看，虽然 2 季度收入环比略有增长，但毛利率的小幅下降使得主营利润环比下降，不过 2 季度费用水平有一定幅度的下降，带动营业利润与净利润环比均小幅改善。

表 3：2 季度净利润环比改善来自于期间费用的下降

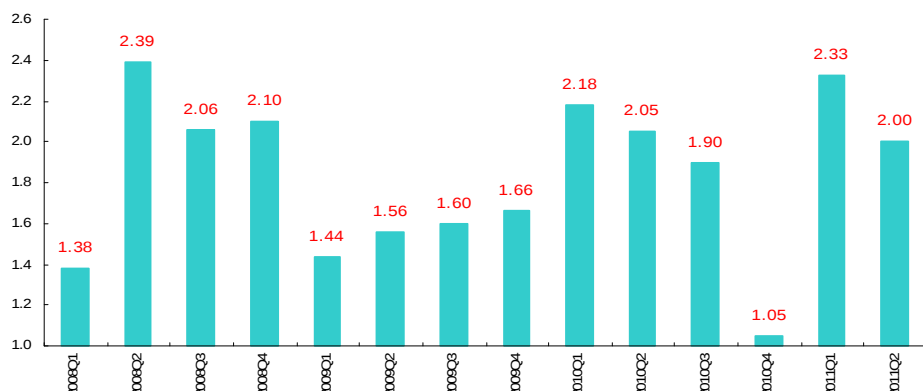
韶钢松山利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	25.30	32.30	33.87	42.02	42.20	49.85	44.59	51.72	53.57	57.93
毛利率	-2.49%	4.06%	13.05%	6.04%	6.59%	6.56%	-0.16%	3.81%	4.90%	4.44%
主营利润	-0.63	1.31	4.42	2.54	2.78	3.27	-0.07	1.97	2.63	2.57
三项费用率	5.69%	4.83%	4.72%	3.95%	5.17%	4.11%	4.26%	2.02%	4.35%	3.46%
销售费用	0.05	0.04	0.11	0.15	0.16	0.14	0.15	0.07	0.11	0.13
管理费用	0.65	0.74	0.77	0.69	1.05	1.09	1.09	0.57	1.09	1.09
财务费用	0.74	0.78	0.72	0.82	0.97	0.82	0.66	0.40	1.13	0.79
期间费用	1.44	1.56	1.60	1.66	2.18	2.05	1.90	1.05	2.33	2.00
营业税金及附加	0.13	0.11	0.08	0.20	0.04	0.15	0.09	0.21	0.00	0.14
资产减值损失		0.25	-0.25	0.01					0.00	0.02
营业利润	-2.20	-0.61	3.00	0.67	0.57	1.07	-2.06	0.69	0.29	0.41
营业外收入	0.23	0.01	0.01	0.21	0.00	0.03	0.03	0.30	0.02	0.03
营业外支出			0.02	0.21			0.01	0.09	0.00	0.02
利润总额	-2.20	-0.61	3.00	0.67	0.57	1.07	-2.06	0.91	0.31	0.41
所得税费用	-0.28	-0.11	0.41	0.14	0.07	0.14	-0.33	0.16	0.05	0.06
归属于母公司净利润	-1.69	-0.49	2.57	0.53	0.50	0.66	-1.71	0.76	0.27	0.35
净利率	-6.68%	-1.52%	7.59%	1.26%	1.18%	1.32%	-3.83%	1.47%	0.50%	0.61%
存货	24.51	20.76	25.56	27.64	30.74	35.25	34.96	37.21	38.05	35.64
最新股本	16.70	16.70	16.70	16.70	16.70	16.70	16.70	16.70	16.70	16.70
每股收益	-0.10	-0.03	0.15	0.03	0.03	0.04	-0.10	0.05	0.02	0.02

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，费用水平环比有所下降，存货水平环比小幅增加

2 季度公司费用总额为 2.00 亿元，环比 1 季度的 2.33 亿元有所下降，在营业收入环比增加的情况下，2 季度费用率环比有较大幅度的下降。

图 11: 2 季度公司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

从分项费用率来看, 2 季度公司销售费用率基本持平, 管理费用率和财务费用率均有所下降

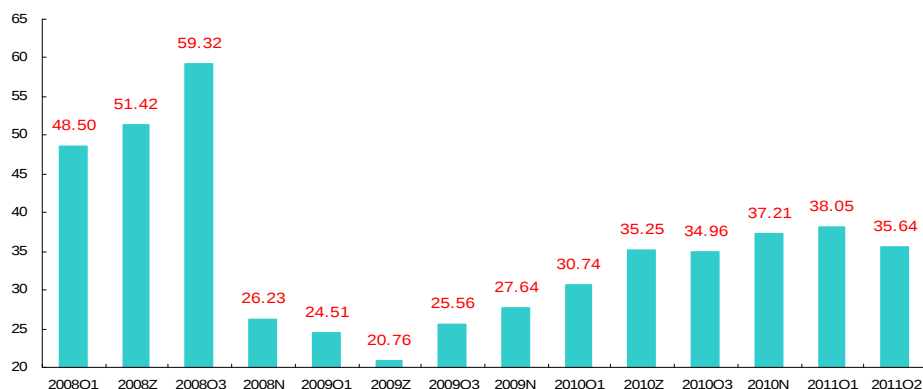
表 4: 2 季度公司管理费用率和财务费用率均有所下降

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	韶钢松山	行业均值	韶钢松山	行业均值	韶钢松山	行业均值
2007Q1	0.22%	1.41%	3.02%	2.39%	0.93%	1.03%
2007Q2	0.29%	1.41%	4.79%	2.70%	0.82%	1.01%
2007Q3	0.34%	1.38%	2.44%	2.72%	0.85%	1.07%
2007Q4	0.24%	1.41%	2.06%	2.88%	0.57%	1.08%
2008Q1	0.20%	1.23%	1.98%	2.63%	0.96%	1.20%
2008Q2	0.19%	1.15%	2.37%	2.62%	1.15%	1.12%
2008Q3	0.17%	1.14%	1.78%	2.53%	2.37%	1.20%
2008Q4	0.49%	1.22%	2.38%	2.65%	3.15%	1.34%
2009Q1	0.20%	1.22%	2.57%	3.33%	2.92%	1.65%
2009Q2	0.12%	1.24%	2.29%	3.58%	2.41%	1.64%
2009Q3	0.32%	1.25%	2.27%	3.52%	2.13%	1.55%
2009Q4	0.36%	1.27%	1.64%	3.44%	1.95%	1.44%
2010Q1	0.38%	1.23%	2.49%	2.78%	2.30%	1.31%
2010Q2	0.28%	1.19%	2.19%	2.80%	1.64%	1.26%
2010Q3	0.34%	1.20%	2.44%	2.80%	1.48%	1.20%
2010Q4	0.13%	1.37%	1.11%	2.96%	0.78%	1.20%
2011Q1	0.20%	1.09%	2.03%	2.71%	2.11%	1.30%
2011Q2	0.22%		1.89%		1.36%	

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

期末公司存货为 35.64 亿元, 环比 1 季度末的 38.05 亿元有所下降。

图 12: 2 季度存货水平环比有所下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

分品种来看, 原材料和低值易耗品的存货金额有所下降, 其余品种金额均有所增加。

表 5: 库存分品种统计

存货分类统计	期末			期初		
	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	19.70		19.70	23.98		23.98
辅助材料	0.06		0.06	0.04		0.04
产成品	7.17		7.17	5.92		5.92
自制半成品	3.39		3.39	2.65		2.65
备品备件	5.24	0.04	5.20	4.48	0.04	4.44
低值易耗品	0.12		0.12	0.19		0.19
合计	35.68	0.04	35.64	37.25	0.04	37.21

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从各品种占存货比来看, 原材料和低值易耗品的占比有所下降, 其余品种占比均有所上升。

表 6: 库存品种占比统计

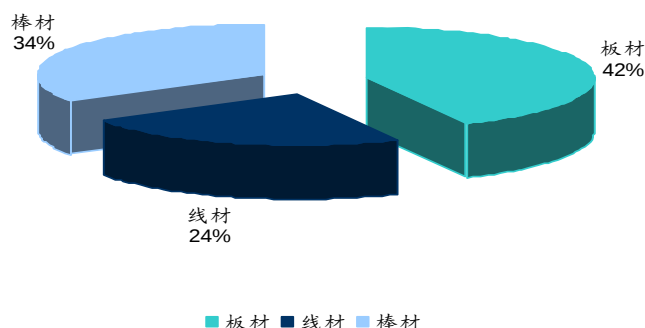
存货占比	期初		期末	
	账面价值	占比	账面价值	占比
原材料	23.98	64.45%	19.70	55.27%
辅助材料	0.04	0.09%	0.06	0.16%
产成品	5.92	15.90%	7.17	20.12%
自制半成品	2.65	7.13%	3.39	9.53%
备品备件	4.48	12.03%	5.20	14.58%
低值易耗品	0.19	0.50%	0.12	0.34%
合计	37.21	100%	35.64	100%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 品种结构齐全, 盈利的提升期待全行业复苏

从公司产品结构来看, 板材、棒材与线材占比相对均衡, 品种结构的特点并不突出, 公司盈利的提升较为依赖行业整体的复苏。

图 13: 2010 年公司分产品产量的统计



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 7: 韶钢松山历年分产品产量统计

分品种产量	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
中厚板	136	178	204	188	144	206
线材	104	131	113	106	107	114
棒材	99	98	88	92	155	162
总计	339	407	405	386	406	482

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

公司计划启动 2011 年度基建技改项目投资框架计划, 2011 年全年计划安排 62 项基建技改项目, 当年投资 21.49 亿元, 其中转年项目 49 项, 投资 13.65 亿元, 新开工项目 11 项, 投资 7.79 亿元, 安排前期 2 项, 投资 0.05 亿元。

主要项目包括: 1、一钢厂清洁生产节能降耗改建工程; 2、高等级螺纹钢生产线改造工程等转年项目; 3、新开工合金钢、优质棒材轧机生产线改建工程; 4、1×55 孔焦炉工程、炉料优化改建项目(球团)与新石灰窑工程。

一钢厂清洁生产节能降耗改建工程(一期)于 2011 年 3 月完成, 二期计划于 2011 年 12 月完成, 高等级螺纹钢生产线改造工程于 2011 年 10 月完成。

主要的新开工项目包括:

✓ 合金钢、优质棒材轧机生产线改建工程, 计划投资 4 亿元;

该项目 2011 年计划投资 4 亿元。主要内容为新建 Ø20--80mm 汽车用合金钢棒材生产线 1 套、年产合金钢棒材 46 万吨, Ø70--180mm 优质钢棒材生产线 1 套及其配套辅助设施。

2011 年主要开展工程设计、三通一平、桩基、建安和设备订货等工作, 预计 2012 年 12 月完成, 项目已在当地主管部门完成可研批复。

✓ 新焦炉工程, 计划投资 2 亿元;

2011 年计划投资 2 亿元。主要建设内容: 新建 1 座 1×55 孔 6m 焦炉及配套备煤系统、煤调湿系统、煤气净化系统、废水处理系统、干熄焦、干熄焦发电系统、煤气柜等外围配套设施。

该项目可研已完成, 并在当地主管部门完成可研批复。2011 年开展初步设计, 三通一平、桩基、建安和部分设备订货等工作, 预计 2012 年 9 月完成。

✓ 炉料优化改建项目, 计划投资 1 亿元;

2011 年计划投资 1 亿元。主要建设内容：建设一条年产 200 万吨的氧化球团生产线及配套设施。2011 年主要开展工程设计、三通一平、桩基、建安和设备订货等工作，预计 2012 年 10 月完成。该项目已在当地主管部门完成备案。

基建技改项目的实施将使得公司生产的配套与协调更加一致，此外还存在约 46 万吨的新增高端棒材产能，利于公司长期盈利能力的提升。

第五，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.10 元、0.16 元，维持“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	18836	22609	23777	24566	货币资金	3236	2261	2378	2457
营业成本	18041	21244	22303	22924	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	795	1365	1474	1641	应收账款	94	124	130	135
% 营业收入	4.2%	6.0%	6.2%	6.7%	存货	3721	4353	4570	4697
营业税金及附加	49	59	62	64	预付账款	811	953	1001	1029
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	23	28	29	30
销售费用	52	68	71	74	流动资产合计	9714	9912	10414	10730
% 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	380	452	476	491	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	285	572	512	467	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	2.5%	2.2%	1.9%	固定资产合计	12861	12103	11290	10336
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	311	296	281	267
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	360	0	0	0
营业利润	28	213	353	545	其他非流动资产	-147	-147	-147	-147
% 营业收入	0.1%	0.9%	1.5%	2.2%	资产总计	23099	22164	21838	21186
营业外收支	-2	0	0	0	短期贷款	8378	6428	5613	4453
利润总额	25	213	353	545	应付款项	2741	3237	3399	3493
% 营业收入	0.1%	0.9%	1.5%	2.2%	预收账款	825	995	1046	1081
所得税费用	4	53	88	136	应付职工薪酬	184	212	222	229
净利润	21	160	265	409	应交税费	-65	5	6	8
归属于母公司所有者的净利润	20.9	160.1	264.8	408.5	其他流动负债	665	781	820	843
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	12728	11657	11106	10107
EPS (元/股)	0.01	0.10	0.16	0.24	长期借款	4531	4531	4531	4531
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	0	0	0	0
经营活动现金流净额	396	2198	2121	2313	其他非流动负债	22	22	22	22
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	17282	16211	15660	14661
收回现金					归属于母公司	5817	5953	6178	6526
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-1646	-626	-638	-546	股东权益	5817	5953	6178	6526
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	23099	22164	21838	21186
投资活动现金流净额	-1646	-626	-638	-546	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	0.013	0.096	0.159	0.245
银行贷款增加 (减少)	3556	-1950	-815	-1160	BVPS	3.48	3.57	3.70	3.91
筹资成本	437	-596	-552	-528	PE	298.91	39.10	23.65	15.32
其他	-2692	0	0	0	PEG	1.77	0.23	0.14	0.09
筹资活动现金流净额	1301	-2547	-1366	-1688	PB	1.08	1.05	1.01	0.96
现金净流量	51	-975	117	79	EV/EBITDA	9.62	6.85	6.02	5.06
					ROE	0.4%	2.7%	4.3%	6.3%

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。