

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

收入环比下降可能源于销量下滑

事件描述

凌钢股份今日公布 2011 年 3 季报，报告期内，公司实现营业收入 114.36 亿元，同比增长 20.45%；营业成本 104.06 亿元，同比增长 23.67%；实现归属于母公司所有者净利润 4.05 亿元，同比下降 11.16%；实现 EPS 为 0.50 元。

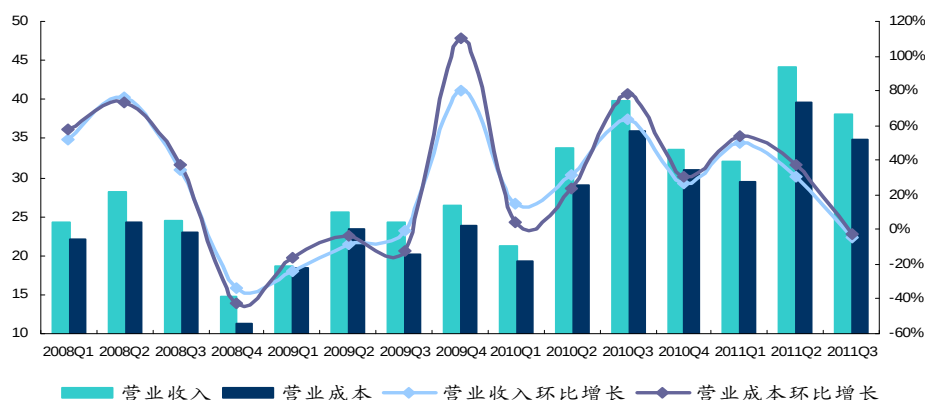
其中，3 季度公司实现营业收入 38.17 亿元，同比下降 4.21%；营业成本 34.85 亿元，同比下降 3.00%；实现归属于母公司所有者净利润 1.43 亿元，同比下降 21.56%；3 季度实现 EPS 为 0.18 元，2 季度 EPS 为 0.24 元。

事件评论

第一，3 季度营业收入与营业成本同比环比均出现下降

3 季度公司实现营业收入 38.17 亿元，同比下降 4.21%，2 季度同比增速为 30.80%；营业成本 34.85 亿元，同比下降 3.00%，2 季度同比增速为 36.85%；实现归属于母公司所有者净利润 1.43 亿元，同比下降 21.56%；3 季度实现 EPS 为 0.18 元，2 季度 EPS 为 0.24 元。

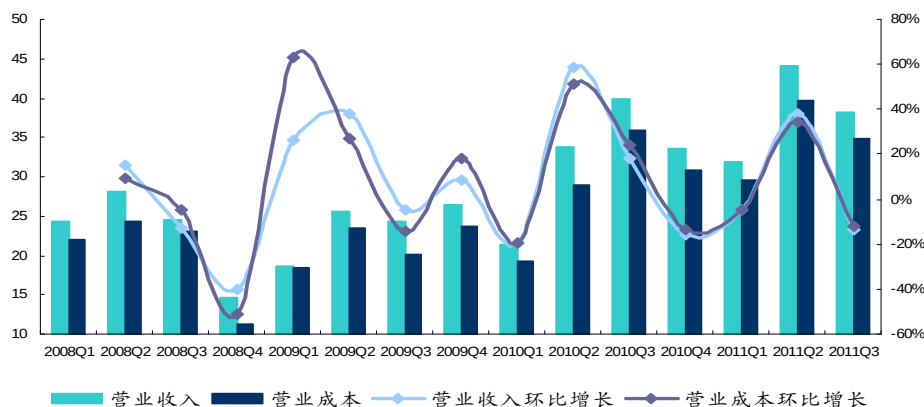
图 1：3 季度营业收入与营业成本同比均略有下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，3 季度营业收入环比下降 13.61%，2 季度营业收入环比增速为 38.08%；营业成本环比下降 12.24%，2 季度营业成本环比增速为 34.67%。

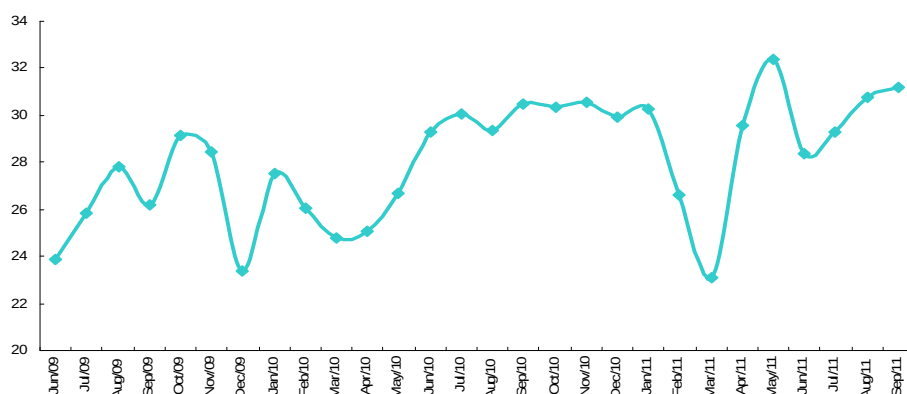
图 2：3 季度营业收入与营业成本环比均有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

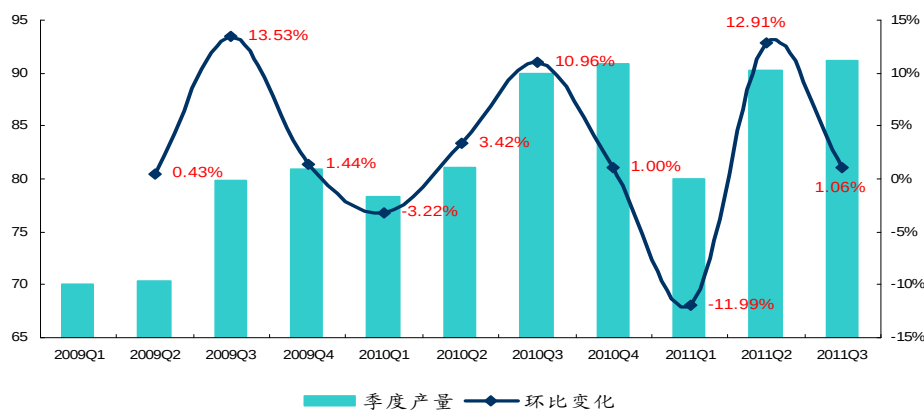
产量方面，公司 3 季度各月持续恢复，3 季度产量环比 2 季度维持平稳。

图 3：公司 3 季度各月份产量持续恢复



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

图 4：3 季度产量环比 2 季度略有增长

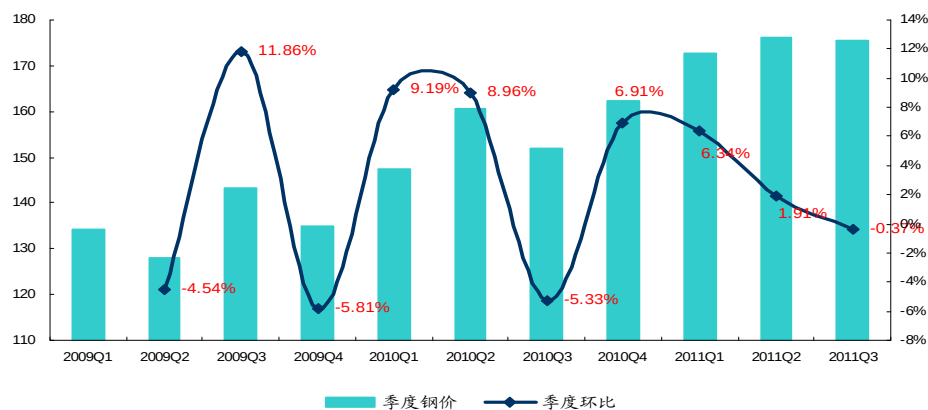


资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

价格方面，3 季度国内市场钢价环比略有下降但也基本维持平稳。因此公司 3 季度营业收入环比下降 13.61% 主要原因可能有：1、公司实际销售价格的跌幅可能高于市场价的下跌幅度；2、虽然公司季度产量环比基本稳定，但 3 季度实

际销量可能环比2季度出现下降，这点从3季度末存货水平环比2季度大幅增加也可有所反映。不过，由于存货数据并未公布明细，这一点暂时无法得到进一步的数据印证。

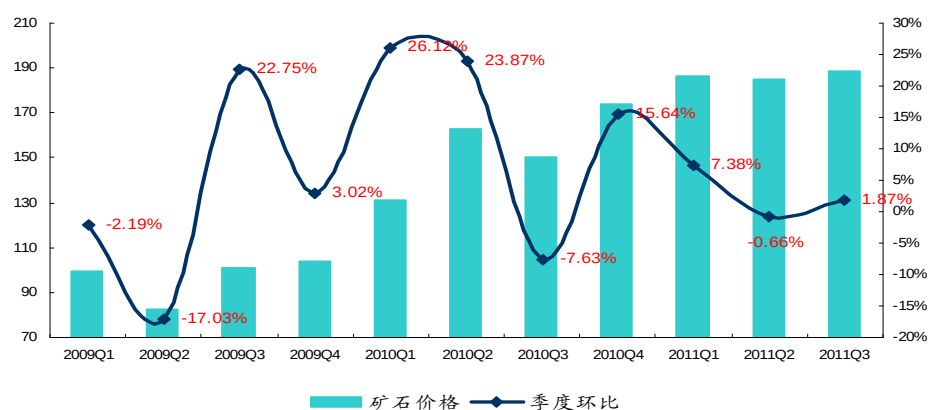
图 5: 3 季度国内市场钢价环比 2 季度略有下降



资料来源: Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

成本方面，由于矿石价格环比2季度并未出现明显改善，在产量水平环比基本持平的情况下，3季度营业成本环比同样出现12.24%的下滑，最大的可能也是实际销量出现下降。

图 6: 3 季度矿石成本环比 2 季度略有增长

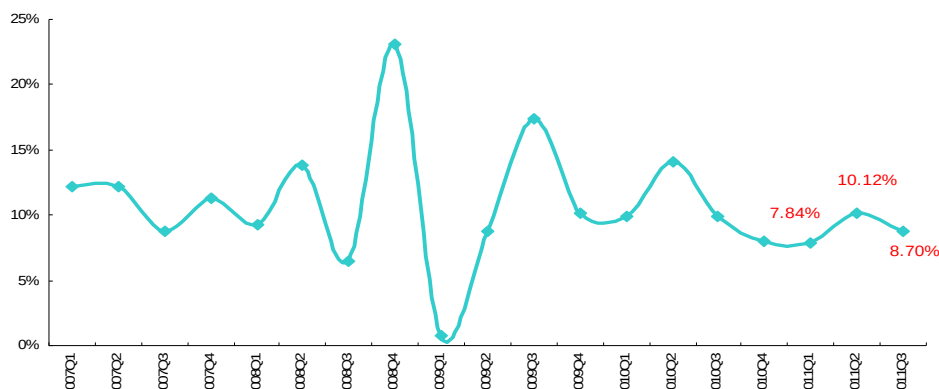


资料来源: Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

第二，3 季度毛利率与净利润环比均有所下降

3 季度盈利能力环比下滑，综合毛利率由 2 季度的 10.12% 下降至 8.70%。

图 7：3 季度毛利率环比 2 季度有所下滑



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从公司简化利润表来看，营业收入与毛利率的下降是公司 3 季度净利润环比有所下滑的主要原因，营业外支出的增加对公司利润总额也有一定负面影响。

表 1：营业收入和毛利率均出现下降是 3 季度业绩环比下滑的主要原因

凌钢股份利润简表	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
营业收入	24.35	26.48	21.31	33.78	39.85	33.64	32.00	44.19	38.17
毛利率	17.33%	10.20%	9.95%	14.09%	9.84%	8.06%	7.84%	10.12%	8.70%
主营利润	4.22	2.70	2.12	4.76	3.92	2.71	2.51	4.47	3.32
三项费用率	4.11%	4.98%	6.34%	4.44%	3.66%	3.92%	4.72%	3.25%	3.16%
销售费用	0.19	0.24	0.32	0.30	0.47	0.43	0.41	0.45	0.37
管理费用	0.57	0.97	0.82	1.02	0.87	0.94	1.10	1.18	0.87
财务费用	0.24	0.11	0.21	0.18	0.12	-0.05	0.00	-0.19	-0.04
期间费用	1.00	1.32	1.35	1.50	1.46	1.32	1.51	1.44	1.21
营业税金及附加	0.08	0.05	0.02	0.11	0.15	0.02	0.08	0.21	0.05
资产减值损失	0.04	0.14	-0.01	0.30	-0.22	0.53	0.04	0.21	0.24
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
营业利润	3.10	1.20	0.76	2.86	2.53	0.83	0.88	2.61	1.83
营业外收入	0.04	0.06	0.01	0.11	0.07	0.01	0.01	0.00	0.01
营业外支出	0.01	0.03	0.04	0.01	0.11	0.01	0.00	0.01	0.14
利润总额	3.14	1.23	0.72	2.96	2.49	0.83	0.89	2.60	1.70
所得税费用	0.78	0.35	0.20	0.74	0.67	-0.58	0.18	0.69	0.28
归属于母公司净利润	2.36	0.88	0.52	2.22	1.82	1.41	0.71	1.91	1.43
净利率	9.69%	3.32%	2.44%	6.57%	4.57%	4.19%	2.22%	4.33%	3.74%
存货	13.05	14.13	17.95	20.44	13.29	22.23	19.16	14.90	18.27
最新股本	8.04	8.04	8.04	8.04	8.04	8.04	8.04	8.04	8.04
每股收益	0.29	0.11	0.06	0.28	0.23	0.18	0.09	0.24	0.18

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，费用水平基本稳定，存货水平环比增加，经营现金流下降幅度较大

3 季度公司费用总额为 1.21 亿元，环比 2 季度的 1.44 亿元有所下降，从费用率来看，环比 2 季度基本平稳。

图 8: 3 季度公司绝对费用额环比有所增加



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

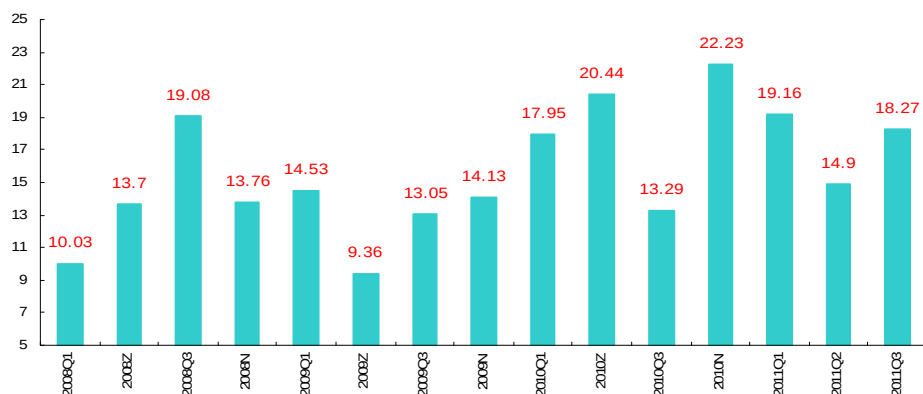
表 2: 3 季度公司费用率环比基本维持平稳

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率		三项费用率	
	凌钢	行业均值	凌钢	行业均值	凌钢	行业均值	凌钢	行业均值
2007Q1	1.25%	1.41%	3.25%	2.39%	-0.06%	1.03%	4.43%	4.83%
2007Q2	0.82%	1.41%	1.63%	2.70%	0.00%	1.01%	2.45%	5.12%
2007Q3	0.66%	1.38%	2.08%	2.72%	0.05%	1.07%	2.79%	5.17%
2007Q4	1.84%	1.41%	-0.63%	2.88%	0.22%	1.08%	1.43%	5.37%
2008Q1	1.03%	1.23%	2.30%	2.63%	0.08%	1.20%	3.41%	5.06%
2008Q2	1.28%	1.15%	2.88%	2.62%	0.46%	1.12%	4.63%	4.89%
2008Q3	0.98%	1.14%	2.56%	2.53%	0.61%	1.20%	4.15%	4.87%
2008Q4	1.29%	1.22%	7.76%	2.65%	0.00%	1.34%	9.05%	5.21%
2009Q1	1.18%	1.22%	3.60%	3.33%	0.75%	1.65%	5.54%	6.20%
2009Q2	0.78%	1.24%	3.51%	3.58%	1.09%	1.64%	5.38%	6.46%
2009Q3	0.78%	1.25%	2.34%	3.52%	0.99%	1.55%	4.11%	6.32%
2009Q4	0.91%	1.27%	3.66%	3.44%	0.42%	1.44%	4.98%	6.15%
2010Q1	1.50%	1.23%	3.85%	2.78%	0.99%	1.31%	6.34%	5.32%
2010Q2	0.89%	1.19%	3.02%	2.80%	0.53%	1.26%	4.44%	5.25%
2010Q3	1.18%	1.20%	2.18%	2.80%	0.30%	1.20%	3.66%	5.20%
2010Q4	1.28%	1.44%	2.79%	2.88%	-0.15%	1.22%	3.92%	5.54%
2011Q1	1.28%	1.09%	3.44%	2.71%	0.00%	1.30%	4.72%	5.10%
2011Q2	1.01%	1.05%	2.68%	2.67%	-0.44%	1.13%	3.25%	4.85%
2011Q3	0.97%		2.29%		-0.09%		3.16%	

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

期末公司存货为 18.27 亿元, 环比 2 季度末的 14.90 亿元有所增加, 结合收入和成本环比下降的数据分析, 产成品库存的增加可能是主要原因。

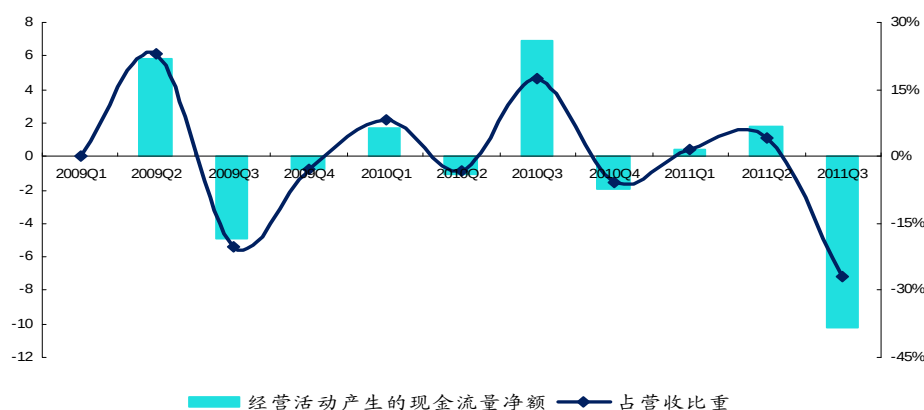
图 9: 3 季度存货水平环比有所增加



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

3 季度公司经营活动产生的现金流量净额为-10.24 亿元, 一方面与公司购买商品、接受劳务支付的现金支出增加有关, 另一方面 3 季度存货增加应该也起到了主要贡献作用。

图 10: 3 季度经营活动产生的现金流净额为-10.24 亿元



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 维持“推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.65 元和 0.75 元, 维持“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	12858	15138	16336	16602	货币资金	605	1514	1634	1660
营业成本	11507	13679	14707	14881	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1351	1459	1629	1721	应收账款	64	69	75	76
% 营业收入	10.5%	9.6%	10.0%	10.4%	存货	2223	2654	2853	2887
营业税金及附加	30	35	38	38	预付账款	267	314	337	341
% 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	153	182	196	199	流动资产合计	4051	5595	6026	6110
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	40	40	40	40
管理费用	365	424	457	465	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	长期股权投资	16	16	16	16
财务费用	46	120	133	120	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	0.8%	0.8%	0.7%	固定资产合计	3633	3823	3991	4026
资产减值损失	60	0	0	0	无形资产	241	229	217	206
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	78	0	0	0
营业利润	698	699	804	899	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.4%	4.6%	4.9%	5.4%	资产总计	8059	9703	10290	10399
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	2236	3017	2914	2416
利润总额	700	699	804	899	应付款项	1236	1472	1582	1601
% 营业收入	5.4%	4.6%	4.9%	5.4%	预收账款	442	515	555	564
所得税费用	104	175	201	225	应付职工薪酬	108	123	132	134
净利润	596	524	603	674	应交税费	-62	8	10	11
归属于母公司所有者的净利润	596.3	524.1	603.3	674.4	其他流动负债	169	199	215	217
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	4130	5334	5408	4943
EPS (元/股)	0.74	0.65	0.75	0.84	长期借款	101	101	101	101
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	5	0	0	0
经营活动现金流净额	561	878	1010	1211	其他非流动负债	105	105	105	105
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	4341	5540	5614	5149
收回现金					归属于母公司	3718	4163	4676	5249
长期股权投资	-307	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	-508	-551	-563	-466	股东权益	3718	4163	4676	5249
其他	6	0	0	0	负债及股东权益	8059	9703	10290	10399
投资活动现金流净额	-810	-551	-563	-466	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	0.742	0.652	0.750	0.839
银行贷款增加 (减少)	610	781	-103	-498	BVPS	4.62	5.18	5.82	6.53
筹资成本	146	-199	-224	-221	PE	9.52	10.83	9.41	8.42
其他	-293	0	0	0	PEG	2.27	2.59	2.25	2.01
筹资活动现金流净额	463	582	-326	-718	PB	1.53	1.36	1.21	1.08
现金净流量	214	908	120	27	EV/EBITDA	6.75	6.11	5.25	4.47
					ROE	16.0%	12.6%	12.9%	12.8%

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。