

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

毛利率下降费用增加, 3 季度环比下降幅度较大

事件描述

马钢股份今日公布了 2011 年 3 季报, 报告期内公司实现营业收入 663.47 亿元, 同比增长 36.31%; 营业成本 639.82 亿元, 同比增长 40.50%; 归属母公司所有者净利润 3.25 亿元, 同比下降 68.93%; 实现 EPS 为 0.04 元。

其中 3 季度公司实现营业收入 231.95 亿元, 同比增长 36.47%; 营业成本为 224.55 亿元, 同比增长 36.66%; 3 季度实现 EPS 为 0.00 元, 2 季度实现 EPS 为 0.03 元。

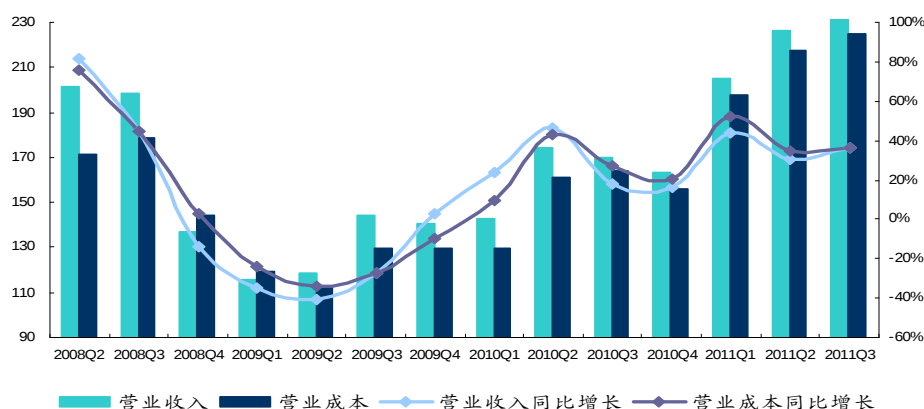
2011 年 3 季度公司产生铁 418 万吨, 同比增长 8.85%, 环比增长 2.96%; 粗钢 441 万吨, 同比增长 8.35%, 环比增长 4.01%; 钢材 430 万吨, 同比增长 13.16%, 环比增长 6.70%。

事件评论

第一, 3 季度营业收入与营业成本同比增长且增速扩大, 环比 2 季度均增长

3 季度公司实现营业收入 231.95 亿元, 同比增长 36.47%, 2 季度同比增速为 30.17%; 营业成本为 224.55 亿元, 同比增长 36.66%, 2 季度同比增速为 35.02%; 3 季度实现 EPS 为 0.00 元, 2 季度实现 EPS 为 0.03 元。

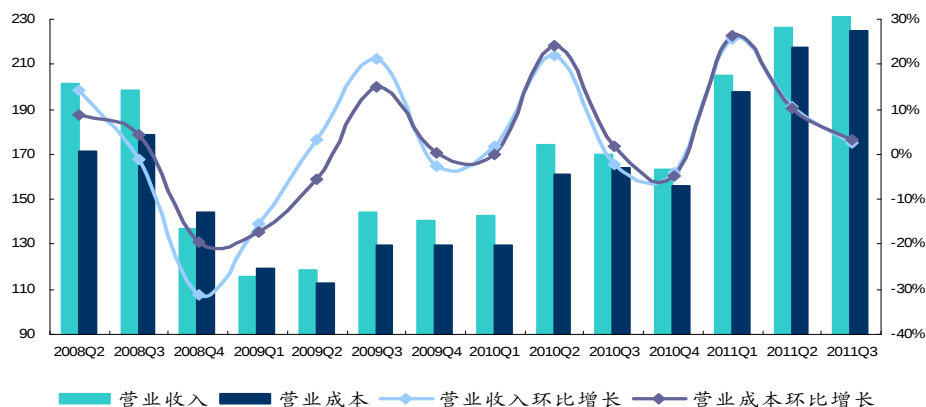
图 1: 3 季度营业收入与营业成本同比均增长, 且增速扩大



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

环比来看, 3 季度营业收入环比增长 2.44%, 2 季度收入环比增速为 10.24%; 营业成本环比增长 3.18%, 2 季度成本环比增速为 10.12%。

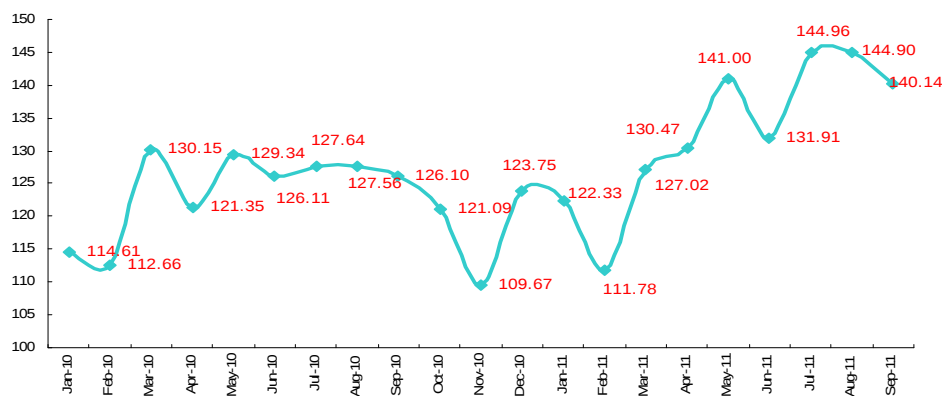
图 2: 3 季度营业收入与营业成本环比增长, 但增速回落



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

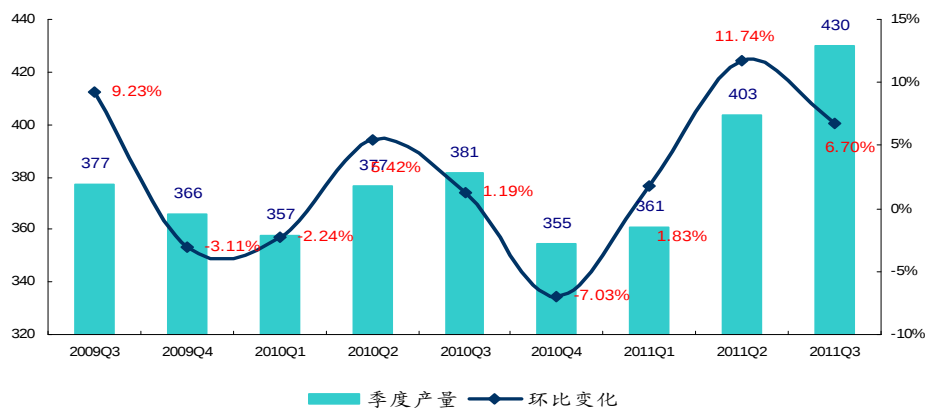
产量方面, 3 季度 7、8 和 9 月产量分别为 144.96 万吨、144.90 万吨和 140.14 万吨, 合计 430 万吨, 环比 2 季度增长 6.70%。

图 3: 3 季度各月产量高位运行, 但 8、9 月环比持续回落



资料来源: 钢之家, 长江证券研究部

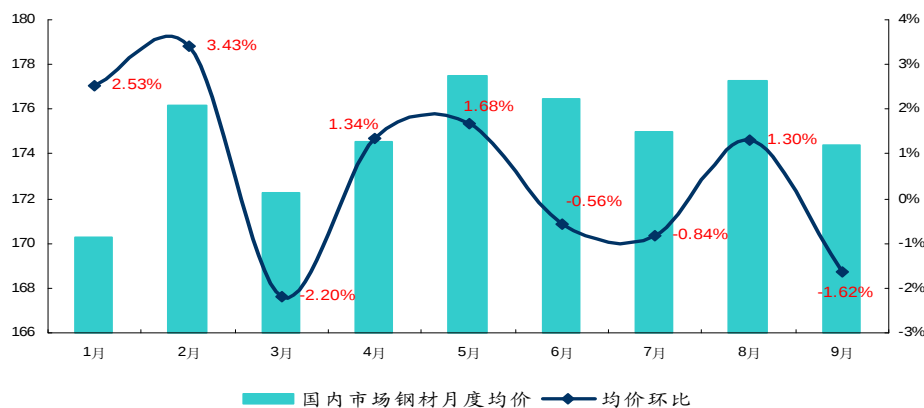
图 4: 3 季度产量环比增长 6.70%



资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

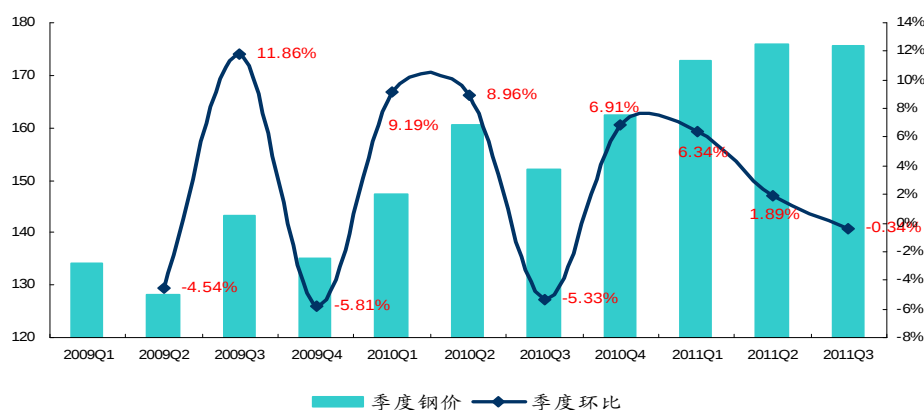
价格方面，3 季度国内市场钢价 7、8 月高位运行，9 月开始回落，季度环比基本持平。由于产量增速快于营业收入增速，假设 3 季度产销平衡的情况下，推算吨钢销售价格环比出现 3.91% 的降幅。

图 5：3 季度国内市场钢价 8 月到达高点，9 月开始回落



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 6：3 季度国内市场均价环比基本持平



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 1：3 季度公司吨钢收入与吨钢成本均基本持平，环比小幅下降

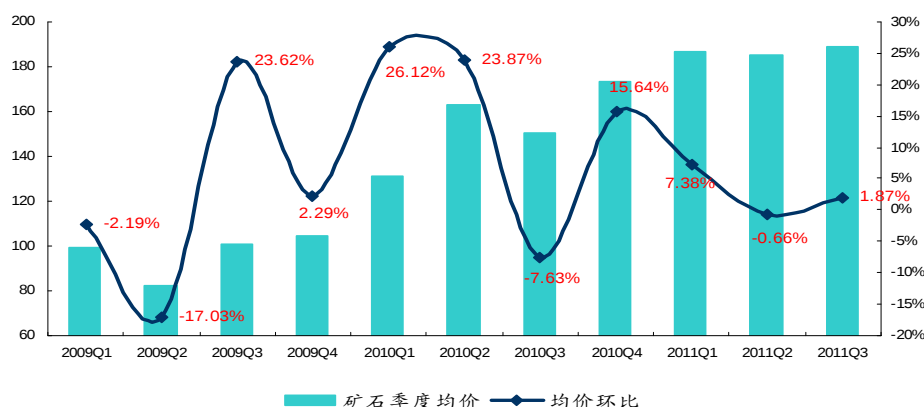
钢材均价数据	营业收入	营业成本	钢材产量	吨钢收入	吨钢成本
2009Q1	115.31	119.02	323.54	3,564	3,679
2009Q2	118.93	112.62	345.46	3,443	3,260
2009Q3	144.05	129.55	377.34	3,818	3,433
2009Q4	140.31	129.88	365.62	3,838	3,552
2010Q1	142.81	129.90	357.42	3,996	3,634
2010Q2	173.95	161.19	376.80	4,617	4,278
2010Q3	169.97	164.31	381.30	4,458	4,309
2010Q4	163.08	156.33	354.51	4,600	4,410
2011Q1	205.07	197.63	361.00	5,681	5,475
2011Q2	226.44	217.63	403.38	5,614	5,395
2011Q3	231.95	224.55	430.00	5,394	5,222
2011Q3 环比	2.44%	3.18%	6.60%	-3.91%	-3.21%

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

同样, 成本方面, 在 3 季度国内矿石均价环比略有增长的情况下, 假定产销一致推算的吨钢平均成本环比也有所下降。

在钢价持平和矿价上涨的情况下, 公司 3 季度吨钢价格和吨钢成本环比均出现下降, 我们猜测, 一方面, 公司实际销量可能小于产量, 环比上升幅度较大的存货数据可能部分证明这一点, 另一方面, 单价较高的火车轮及其他高端板材收入占比可能也有所下降。当然, 这些猜测都需要详细数据来进一步核实。

图 7: 3 季度矿石价格环比 2 季度略有增长

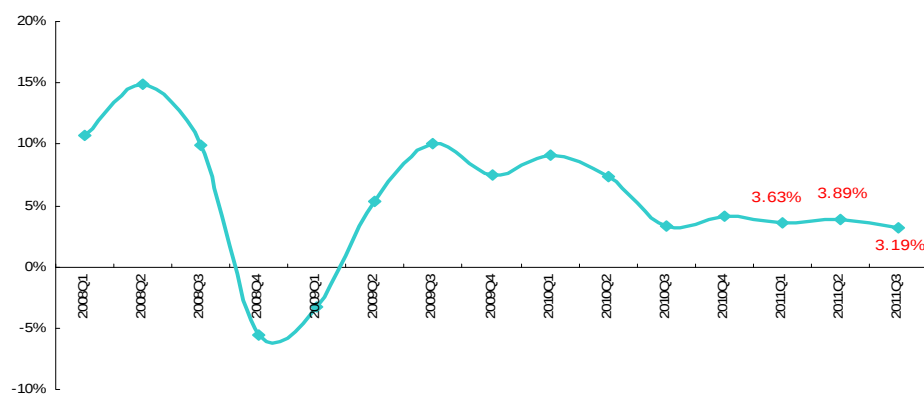


资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

第二, 3 季度毛利率环比下降, 净利润环比出现较大幅度下降

盈利能力方面, 3 季度营业收入涨幅略小于成本, 综合毛利率由 2 季度的 3.89% 下降至 3.19%。

图 8: 3 季度公司毛利率环比有所下降



资料来源: Wind, 长江证券研究部

从简化利润表来看, 营业收入虽略有增长, 但毛利率的下滑使得营业利润有所下降, 叠加三项费用的增加, 3 季度营业利润和净利润环比相继出现较大幅度的下降。

表 2: 毛利率下滑和三项费用增加使得净利润环比出现较大幅度的下降

马钢股份利润简表	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	118.93	144.05	140.31	142.81	173.95	169.97	163.08	205.07	226.44	231.95
毛利率	5.31%	10.07%	7.43%	9.04%	7.34%	3.33%	4.14%	3.63%	3.89%	3.19%
主营利润	6.31	14.50	10.43	12.91	12.76	5.66	6.75	7.44	8.81	7.40

三项费用率	4.41%	3.86%	4.81%	3.52%	3.32%	2.96%	3.65%	2.72%	2.59%	2.82%
销售费用	0.54	0.58	0.56	0.57	0.58	0.60	0.63	0.58	0.68	0.77
管理费用	2.31	2.76	4.12	2.64	2.72	3.02	3.69	3.03	3.08	3.52
财务费用	2.40	2.22	2.07	1.81	2.47	1.41	1.63	1.96	2.09	2.26
期间费用	5.25	5.56	6.75	5.02	5.77	5.03	5.95	5.57	5.86	6.55
营业税金及附加	0.45	0.84	0.64	0.87	0.87	0.73	0.19	0.73	0.58	0.52
资产减值损失	0.12		0.45		0.14		0.04	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.44	0.54	0.68	0.47	0.41	0.34	0.98	0.42	0.47	0.38
营业利润	0.93	8.65	3.28	7.49	6.40	0.24	1.52	1.56	2.83	0.70
营业外收入	0.62	0.34	0.71	0.31	0.51	0.40	0.38	0.33	0.20	0.28
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.13	0.06	-0.02	0.01
利润总额	1.54	8.98	3.98	7.79	6.91	0.64	1.77	1.83	3.05	0.97
所得税费用	0.01	0.51	-0.30	2.37	1.54	0.36	0.93	0.54	0.64	0.48
少数股东损益	0.49	0.44	0.42	0.22	0.16	0.25	0.27	0.23	0.37	0.34
归属于母公司净利润	1.03	8.02	3.86	5.21	5.21	0.03	0.57	1.06	2.04	0.15
净利率	1.29%	5.88%	3.05%	3.80%	3.09%	0.16%	0.52%	0.63%	1.07%	0.21%
存货	83.93	91.41	89.89	109.03	119.00	117.95	125.13	133.48	141.50	157.06
最新股本	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01
每股收益	0.01	0.10	0.05	0.07	0.07	0.00	0.01	0.01	0.03	0.00

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

在归属母公司股东净利润环比下降幅度较大的情况下，少数股东损益基本持平，一定程度上说明长江钢铁等子公司的盈利高于母公司，并对3季度净利润做出重大贡献。

表 3: 公司非 100% 股权控股的子公司一览

控股及参股子公司情况	经营范围	持股比例	注册资本	是否合并报表
马钢设计研究院有限责任公司	冶金、建筑及环境工程的规划设计等	66.82%	1.00	是
马钢控制技术有限公司	自动化工程设计；自动化、计算机及通讯工程的采购、安装及维修	97.93%	0.12	是
安徽马钢嘉华新型建材有限公司	生产、销售和运输矿渣综合利用产品及提供相关技术咨询和服务	70.00%	0.08 亿美元	是
马钢(慈湖)钢材加工配售有限公司	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品等	92.00%	0.30	是
马钢(广州)钢材加工有限公司	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品等	66.70%	1.20	是
马鞍山马钢华阳设备诊断工程有限公司	设备诊断技术咨询、服务等	90.00%	0.01	是
马钢(金华) 钢材加工有限公司	生产、加工、销售各类钢板材、线材、型材产品等	75.00%	1.20	是
马钢(合肥)钢铁有限责任公司	黑色金属冶炼及其压延加工与产品生产及销售等	71.00%	5.00	是
马钢(合肥)钢材加工有限责任公司	用于汽车、家电等行以及用于建筑结构的钢材产品的生产和销售等	89.00%	1.20	是
马钢(芜湖)材料技术有限公司	与汽车相关的金属制品的仓储物流和钢材的剪切配送、冲压等深加工等	71.00%	1.50	是

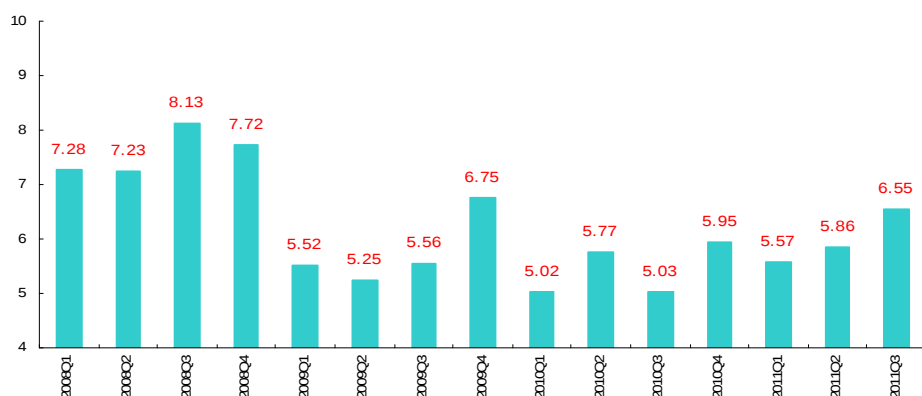
马钢联合电钢轧辊有限公司	开发、加工、生产和销售大轧辊和轧辊等	51.00%	0.30 亿美元	是
马钢（重庆）材料技术有限公司	钢材剪切配送、冲压、激光平焊深加工以及相关技术服务等	70.00%	2.50	是
马钢(扬州)钢材加工有限责任公司	生产、加工各种类型钢板材、线材、型材产品及销售本公司产品等	71.00%	0.20 亿美元	是
安徽长江钢铁股份有限公司	生产销售螺纹钢、元钢、型钢、角钢、异型钢、线材、棒材、黑色金属冶炼、铁矿石、铁矿粉、废钢销售	55.00%	12.00	是

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，费用水平与存货水平环比均有所增加，经营现金流环比有所下降

3 季度公司费用总额为 6.55 亿元，环比 2 季度的 5.86 亿元有所增加。

图 9：3 季度公司费用水平环比有所增加



资料来源：公司资料，长江证券研究部

从费用率来看，三项费用率环比均有不同程度的上升。

表 4：3 季度公司三项费用率环比均有不同程度的上升

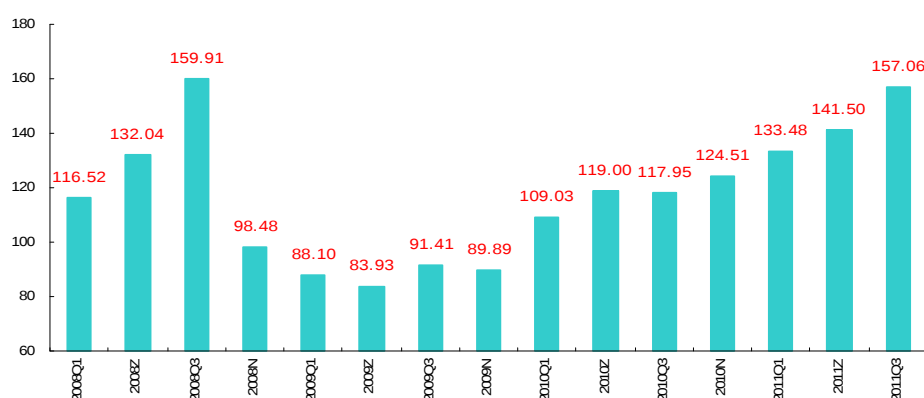
季度费用 统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率		三项费用率	
	马钢股份	行业均值	马钢股份	行业均值	马钢股份	行业均值	马钢股份	行业均值
2007Q1	0.56%	1.41%	2.19%	2.39%	1.03%	1.03%	3.78%	4.83%
2007Q2	0.61%	1.41%	2.03%	2.70%	1.86%	1.01%	4.50%	5.12%
2007Q3	0.55%	1.38%	1.70%	2.72%	2.61%	1.07%	4.86%	5.17%
2007Q4	0.58%	1.41%	2.25%	2.88%	2.63%	1.08%	5.45%	5.37%
2008Q1	0.79%	1.23%	1.21%	2.63%	2.13%	1.20%	4.13%	5.06%
2008Q2	0.16%	1.15%	1.46%	2.62%	1.98%	1.12%	3.60%	4.89%
2008Q3	0.50%	1.14%	1.16%	2.53%	2.44%	1.20%	4.09%	4.87%
2008Q4	0.71%	1.22%	2.61%	2.65%	2.33%	1.34%	5.65%	5.21%
2009Q1	0.54%	1.22%	1.91%	3.33%	2.34%	1.65%	4.79%	6.20%
2009Q2	0.45%	1.24%	1.94%	3.58%	2.02%	1.64%	4.41%	6.46%
2009Q3	0.40%	1.25%	1.92%	3.52%	1.54%	1.55%	3.86%	6.32%
2009Q4	0.40%	1.27%	2.94%	3.44%	1.48%	1.44%	4.81%	6.15%

2010Q1	0.40%	1.23%	1.85%	2.78%	1.27%	1.31%	3.52%	5.32%
2010Q2	0.33%	1.19%	1.56%	2.80%	1.42%	1.26%	3.32%	5.25%
2010Q3	0.35%	1.20%	1.78%	2.80%	0.83%	1.20%	2.96%	5.20%
2010Q4	0.39%	1.32%	2.26%	2.91%	1.00%	1.15%	3.65%	5.38%
2011Q1	0.28%	1.09%	1.48%	2.71%	0.96%	1.30%	2.72%	5.10%
2011Q2	0.30%	1.05%	1.36%	2.67%	0.93%	1.13%	2.59%	4.85%
2011Q3	0.33%		1.52%		0.97%		2.82%	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

报告期末公司存货水平为 157.06 亿元，环比 2 季度末的 141.50 亿元有所增加。

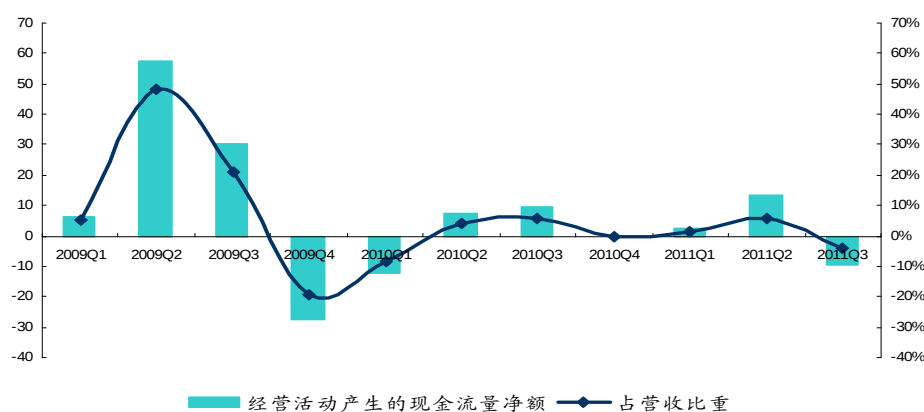
图 10：3 季度存货水平环比有所增加



资料来源：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-9.30 亿元，环比有所下降。

图 11：3 季度经营活动产生的现金流净额有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第四，维持“中性”评级

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.04 元和 0.15 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	64981	70864	73045	78163	货币资金	6383	7305	8054	14030
营业成本	61173	67755	68528	73088	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	3808	3110	4517	5075	应收账款	1810	1982	2121	2181
% 营业收入	5.9%	4.4%	6.2%	6.5%	存货	12452	14020	14952	15242
营业税金及附加	266	300	299	320	预付账款	1377	1569	1674	1706
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	238	0	292	313	流动资产合计	30515	34418	37004	43645
% 营业收入	0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1208	1559	1388	1485	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	2.2%	1.9%	1.9%	长期股权投资	1034	1034	1034	1034
财务费用	732	682	898	696	投资性房地产	7	7	7	7
% 营业收入	1.1%	1.0%	1.2%	0.9%	固定资产合计	36191	32464	28656	24669
资产减值损失	18	2	2	2	无形资产	1863	1770	1682	1598
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	220	0	0	0	递延所得税资产	494	0	0	0
营业利润	1565	567	1638	2260	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	0.8%	2.2%	2.9%	资产总计	70105	69694	68383	70952
营业外收支	146	0	0	0	短期贷款	8835	4359	0	0
利润总额	1711	567	1638	2260	应付款项	10820	12161	12970	13221
% 营业收入	2.6%	0.8%	2.2%	2.9%	预收账款	8127	9131	9770	10045
所得税费用	520	142	410	565	应付职工薪酬	285	341	364	371
净利润	1192	425	1229	1695	应交税费	-411	28	35	44
归属于母公司所有者					其他流动负债	1511	1678	1790	1825
的净利润	1101.8	283.6	1143.6	1577.3	流动负债合计	29166	27698	24929	25506
少数股东损益	90	142	85	118	长期借款	11369	11369	11369	11369
EPS (元/股)	0.14	0.04	0.15	0.20	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	1571	1571	1571	1571
经营活动现金流净额	400	7597	7223	7988	负债合计	42106	40638	37869	38445
取得投资收益	199	0	0	0	归属于母公司	27294	28266	29607	31439
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	33	0	0	0	少数股东权益	705	790	907	1068
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	27999	29056	30514	32507
固定资产投资	2119	-1130	-1182	-1104	负债及股东权益	70105	69694	68383	70952
其他	-1815	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	337	-1130	-1182	-1104		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	998	0	0	0	EPS	0.143	0.037	0.151	0.198
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.44	3.47	3.60	3.76
银行贷款增加 (减少)	27846	-4475	-4359	0	PE	19.86	76.76	18.81	14.34
筹资成本	-580	-1069	-932	-909	PEG	1.74	6.71	1.64	1.25
其他	-29119	0	0	0	PB	0.83	0.82	0.79	0.75
筹资活动现金流净额	-856	-5544	-5292	-909	EV/EBITDA	4.61	3.35	1.77	0.42
现金净流量	-120	922	750	5975	ROE	4.16%	1.07%	4.20%	5.26%

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。