

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

## 折旧政策调整缓解 4 季度经营压力

### 事件描述

马钢股份公告，计划自 2011 年 10 月 1 日起，将设备类固定资产的折旧年限由 10 年调整为 13 年，预计可减少 2011 年度固定资产折旧额为 31,819 万元，所有者权益及净利润将增加 23,864 万元。该方案尚需股东大会通过。

### 事件评论

**第一，折旧政策调整预计增加 2011 年度净利润 2.39 亿元，缓解 4 季度价格下跌的压力**

根据公告，公司计划自 2011 年 10 月 1 日起，将设备类固定资产的折旧年限由 10 年调整为 13 年，预计可减少 2011 年度固定资产折旧额为 31,819 万元，所有者权益及净利润将增加 23,864 万元。

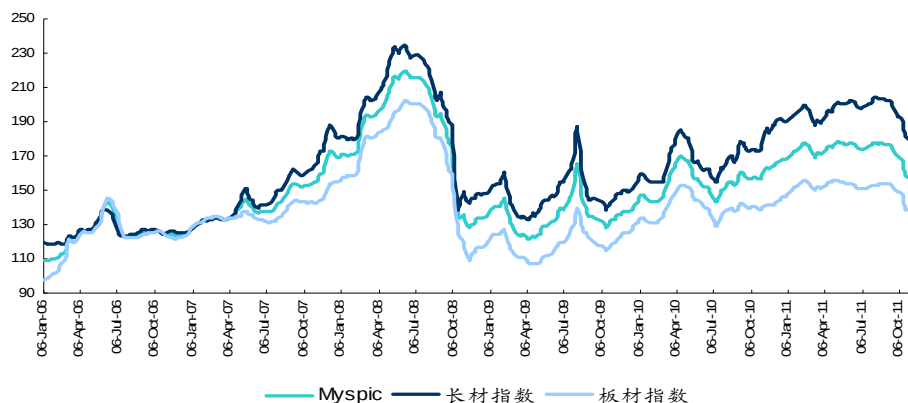
简单计算，对应可增加 2011 年 EPS 约为 0.03 元。

**表 1：马钢股份折旧政策调整的影响**

| 马钢股份                 | 折旧调整的影响 |
|----------------------|---------|
| 2011 折旧减少（万元）        | 31,819  |
| 2011 所有者权益及净利润增加（万元） | 23,864  |
| 公司总股本（亿股）            | 77.01   |
| 对应贡献 EPS 增加（元）       | 0.03    |

资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司 3 季度净利润已经维持在接近盈亏平衡的水平，在近期国内市场钢价持续下跌的情况下，折旧政策的调整可适当缓解公司 4 季度所面临的经营压力。

**图 1：近期国内钢材价格出现较大幅度下跌**


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

**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

## 第二，维持“中性”评级

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.05 元和 0.16 元，维持“中性”评级。

## 公司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  | 71479 | 76203  | 77816  | 货币资金        | 6383  | 7148  | 7620  | 11144 |
| 营业成本        | 61173  | 68104 | 71604  | 72287  | 交易性金融资产     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 毛利          | 3808   | 3375  | 4599   | 5529   | 应收账款        | 1810  | 1940  | 2068  | 2112  |
| % 营业收入      | 5.9%   | 4.7%  | 6.0%   | 7.1%   | 存货          | 12452 | 13934 | 14649 | 14788 |
| 营业税金及附加     | 266    | 293   | 312    | 318    | 预付账款        | 1377  | 1560  | 1640  | 1655  |
| % 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    | 286   | 305    | 311    | 流动资产合计      | 30515 | 33922 | 35927 | 39857 |
| % 营业收入      | 0.4%   | 0.4%  | 0.4%   | 0.4%   | 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用        | 1208   | 1358  | 1448   | 1479   | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入      | 1.9%   | 1.9%  | 1.9%   | 1.9%   | 长期股权投资      | 1034  | 1034  | 1034  | 1034  |
| 财务费用        | 732    | 918   | 752    | 627    | 投资性房地产      | 7     | 7     | 7     | 7     |
| % 营业收入      | 1.1%   | 1.3%  | 1.0%   | 0.8%   | 固定资产合计      | 36191 | 32832 | 29728 | 26455 |
| 资产减值损失      | 18     | 1     | 1      | 0      | 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   | 520   | 1781   | 2793   | 其他非流动资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入      | 2.4%   | 0.7%  | 2.3%   | 3.6%   | 资产总计        | 70105 | 69565 | 68378 | 68950 |
| 营业外收支       | 146    | 0     | 0      | 0      | 短期贷款        | 8835  | 5247  | 1583  | 0     |
| 利润总额        | 1711   | 520   | 1781   | 2793   | 应付款项        | 10820 | 12086 | 12707 | 12827 |
| % 营业收入      | 2.6%   | 0.7%  | 2.3%   | 3.6%   | 预收账款        | 8127  | 8935  | 9525  | 9727  |
| 所得税费用       | 520    | 130   | 445    | 698    | 应付职工薪酬      | 285   | 339   | 356   | 360   |
| 净利润         | 1192   | 390   | 1336   | 2095   | 应交税费        | -411  | 17    | 30    | 41    |
| 归属于母公司所有者   |        |       |        |        | 其他流动负债      | 1511  | 1667  | 1753  | 1770  |
| 的净利润        | 1101.8 | 362.7 | 1243.0 | 1949.8 | 流动负债合计      | 29166 | 28291 | 25955 | 24725 |
| 少数股东损益      | 90     | 27    | 93     | 145    | 长期借款        | 11369 | 11369 | 11369 | 11369 |
| EPS (元/股)   | 0.14   | 0.05  | 0.16   | 0.25   | 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    | 6440  | 6238   | 7104   | 负债合计        | 42106 | 41231 | 38894 | 37665 |
| 取得投资收益      | 199    | 0     | 0      | 0      | 归属于母公司      | 27294 | 27602 | 28659 | 30316 |
| 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   | 732   | 824   | 970   |
| 无形资产投资      | 0      | 0     | 0      | 0      | 股东权益        | 27999 | 28334 | 29483 | 31286 |
| 固定资产投资      | 2119   | -1115 | -1162  | -1078  | 负债及股东权益     | 70105 | 69565 | 68378 | 68950 |
| 其他          | -1815  | 0     | 0      | 0      | 基本指标        |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额   | 337    | -1115 | -1162  | -1078  |             | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 债券融资        | 998    | 0     | 0      | 0      | EPS         | 0.143 | 0.047 | 0.161 | 0.253 |
| 股权融资        | 0      | 0     | 0      | 0      | BVPS        | 3.54  | 3.58  | 3.72  | 3.94  |
| 银行贷款增加 (减少) | 27846  | -3587 | -3665  | -1583  | PE          | 20.90 | 63.47 | 18.52 | 11.81 |
| 筹资成本        | -580   | -972  | -939   | -920   | PEG         | 1.00  | 3.03  | 0.88  | 0.56  |
| 其他          | -29119 | 0     | 0      | 0      | PB          | 0.84  | 0.83  | 0.80  | 0.76  |
| 筹资活动现金流净额   | -856   | -4559 | -4603  | -2502  | EV/EBITDA   | 5.15  | 5.41  | 4.12  | 2.96  |
| 现金净流量       | -120   | 765   | 472    | 3524   | ROE         | 4.0%  | 1.3%  | 4.3%  | 6.4%  |

### 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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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。