

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

量价齐跌并计提减值，折旧政策调整缓解压力

事件描述

马钢股份发布 2011 年业绩预告公告，预计 2011 年归属于上市公司股东净利润同比下降 50%以上

事件评论

第一，推测 4 季度净利润环比增加，折旧政策调整缓解 4 季度价格下跌的压力

因为具体下降幅度还不能确定，我们简单假设公司业绩下降 50%，则对应 2011 年 EPS 约为 0.07 元，其中 4 季度净利润约为 2.26 元，对应 EPS 为 0.03 元，环比 3 季度有所增加。

表 1：马钢股份业绩预告 2011 年同比下降 50%以上

日期	归属于上市公司股东净利润
2010N	11.02
同比预减	50%
2011N	5.51
2011Q1	1.06
2011Q2	2.04
2011Q3	0.15
2011Q4	2.26
对应 2011 年 EPS	0.07
2011Q4EPS	0.03

资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司前期公告，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 2：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）

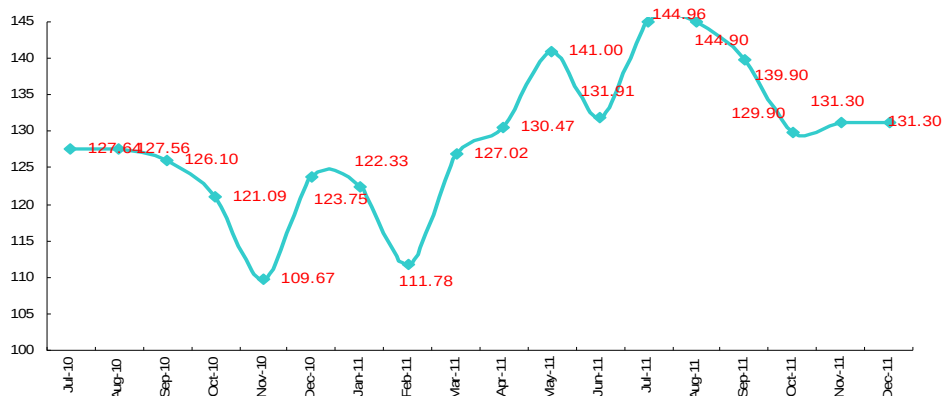
0.03

资料来源：公司资料，长江证券研究部

剔除折旧政策的影响，则公司 4 季度所对应的净利润环比 3 季度下降。

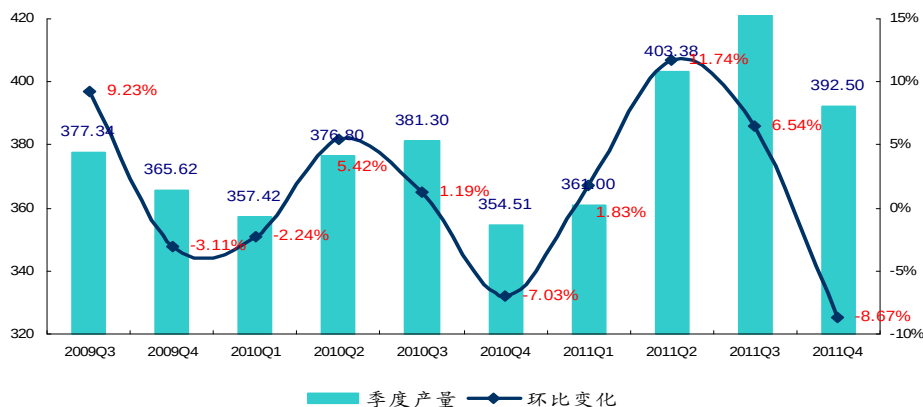
➤ 从产量来看，4 季度受制于国内市场环境的下滑，公司各月产量环比 3 季度有所下滑。假定 12 月产量维持 11 月水平不变，则简单估算 4 季度公司产量环比 3 季度将有约 8% 左右的降幅；

图 1：公司 4 季度各月份产量环比 3 季度有所下滑



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

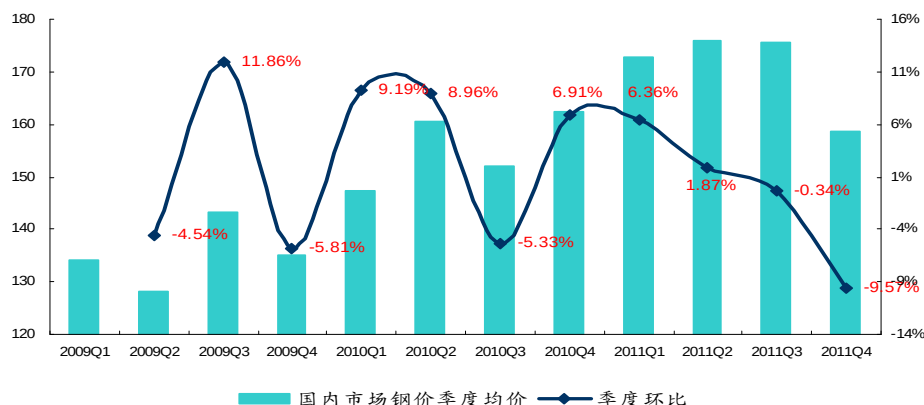
图 2：4 季度公司产量环比 3 季度预计约有 8% 左右的降幅



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

➤ 价格方面，4 季度国内市场钢价持续下降的影响，国内市场钢价均价在 4 季度也有约 10% 左右的下降；

图 3: 4 季度国内市场均价环比有所下跌



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

- 较高水平的存货, 使得公司 4 季度在钢价矿价都大幅下滑的背景下面临需要计提一定幅度减值准备的压力。公司公告 2011 年计提了部分资产减值准备, 从前 3 季度情况来看, 减值准备的计提应该主要发生在了 4 季度。

表 3: 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

在产量环比下降约 8%、均价下降约 10%、且 4 季度还计提了一定幅度减值准备的前提下，公司折旧政策调整前 4 季度净利润环比 3 季度仅略有下滑，可能存在的解释有：1、售价最终实际结算制度以及产销量并不完全对等；2、费用等其他因素环比可能也有下滑。

第二，维持“中性”评级

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.07 元和 0.09 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	70982	71358	72509	货币资金	6383	7098	7136	10342
营业成本	61173	67339	67668	68415	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	3808	3643	3690	4094	应收账款	1810	1926	1936	1968
% 营业收入	5.9%	5.1%	5.2%	5.6%	存货	12452	13777	13844	13997
营业税金及附加	266	291	292	297	预付账款	1377	1542	1550	1567
% 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	284	285	290	流动资产合计	30515	33620	33791	37346
% 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	1349	1356	1378	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	912	737	619	投资性房地产	7	7	7	7
% 营业收入	1.1%	1.3%	1.0%	0.9%	固定资产合计	36191	32827	29676	26354
资产减值损失	18	1	0	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	807	1020	1510	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	1.1%	1.4%	2.1%	资产总计	70105	69259	66190	66339
营业外收支	146	0	0	0	短期贷款	8835	4973	1128	0
利润总额	1711	807	1020	1510	应付款项	10820	11950	12009	12141
% 营业收入	2.6%	1.1%	1.4%	2.1%	预收账款	8127	8873	8920	9064
所得税费用	520	202	255	378	应付职工薪酬	285	335	337	341
净利润	1192	606	765	1133	应交税费	-411	20	22	27
归属于母公司所有者					其他流动负债	1511	1648	1656	1675
的净利润	1101.8	563.5	711.9	1054.1	流动负债合计	29166	27799	24072	23247
少数股东损益	90	42	53	79	长期借款	11369	11369	11369	11369
EPS (元/股)	0.14	0.07	0.09	0.14	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	6683	5839	6137	负债合计	42106	40739	37012	36187
取得投资收益	199	0	0	0	归属于母公司	27294	27773	28378	29274
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	747	800	878
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	27999	28520	29178	30152
固定资产投资	2119	-1110	-1114	-1025	负债及股东权益	70105	69259	66190	66339
其他	-1815	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	337	-1110	-1114	-1025		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	998	0	0	0	EPS	0.143	0.073	0.092	0.137
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.54	3.61	3.69	3.80
银行贷款增加 (减少)	27846	-3862	-3844	-1128	PE	18.03	35.26	27.91	18.85
筹资成本	-580	-996	-844	-777	PEG	-12.30	-24.04	-19.03	-12.85
其他	-29119	0	0	0	PB	0.73	0.72	0.70	0.68
筹资活动现金流净额	-856	-4858	-4688	-1906	EV/EBITDA	4.71	4.63	4.13	3.18
现金净流量	-120	715	38	3206	ROE	4.0%	2.0%	2.5%	3.6%

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。