

评级：审慎推荐（下调）
钢铁
公司年报点评

证券研究报告

分析师 张文丰 S1080510120007

电话：0755-82485194

邮件：zhangwenfeng@fcsc.cn

凌钢股份(600231)

——四季度钢材亏损拖累业绩，矿石成最后的堡垒

事件：

凌钢股份发布 2011 年年报：全年完成钢材 368 万吨，同比增长 3.95%。实现营业收入 143.08 亿元，同比增长 10.12%；实现利润总额 20,290 万元，同比下降 71.00%；实现净利润 16,333 万元，同比下降 71.62%。公司拟以 2011 年 12 月 31 日总股本 80400.22 万股为基数，每 10 股派发现金股利 0.20 元（含税），计 16,080,044.00 元。

点评：

● 业绩大幅下滑 71.62%，因四季度行业景气度急转直下

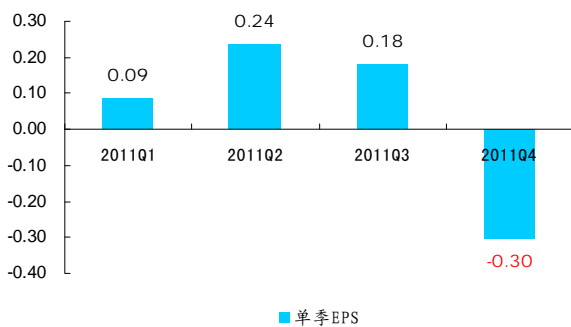
年报显示，公司 2011 年实现营业收入 143.08 亿元，同比增长 10.12%；实现净利润 1.63 亿元，EPS0.20 元，同比下降 71.62%。其中，第四季度实现营业收入 28.72 亿元，环比下降 24.76%；大幅亏损 2.45 亿元。总体来看，公司四季度及全年业绩远低于市场预期。这主要在于四季度受钢材价格明显下降及生产成本高企的影响，造成营业利润大幅下滑；另一方面钢价及铁矿石价格的下跌也使公司年末计提了大量的存货资产减值损失，进一步拖累了全年的业绩。

表 1 公司 2011 年主要财务数据

财务指标	2010 年	2011 年	变化率
营业收入(元)	12,857,743,877.08	14,308,073,413.41	11.28%
营业成本(元)	11,507,199,110.89	13,326,788,080.08	15.81%
毛利率(%)	10.50%	6.86%	-3.65%
三费合计(元)	563,752,290.45	569,807,069.04	1.07%
利润总额(元)	699,780,207.54	202,902,019.03	-71.00%
所得税(元)	103,517,611.66	39,572,734.15	-61.77%
净利润(元)	596,262,595.88	163,329,284.88	-72.61%
基本每股收益(元)	0.740	0.20	-72.97%

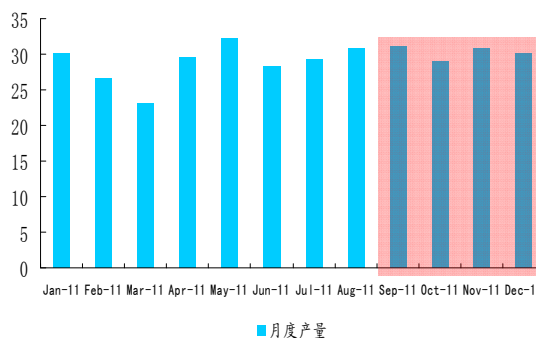
资料来源：公司年报，第一创业证券

图 1 公司四季度 EPS 为负，拖累全年业绩



资料来源：公司财报，第一创业证券

图 2 公司四季度产量基本保持稳定



资料来源：中钢协，第一创业证券



● 利润均来自铁矿业务，产能近两年或有明显扩张

年报显示，公司全资子公司北票保国铁矿 2011 年产铁精矿 82.34 万吨，同比降低 5.73%；实现主营业务收入 9.24 亿元，同比增长 5%；实现主营业务利润 3.67 亿元，同比下降 1.25%；实现净利润 1.73 亿元，同比下降 12.67%。这表明，公司钢材业务亏损 1000 万元，所有利润均来自于铁矿石业务。此外，公司边家沟工程项目已经完工，可新增 70 万吨原矿产能，且公司在建的铁蛋山副井工程目前完成了近六成，预计年底可投产，可增加原矿产能 60 万吨。这将使公司原矿产能大幅提升至 250 万吨，因此近两年资源的扩产才是业绩增长点。

图 3 铁矿石产量呈逐年小幅下滑趋势

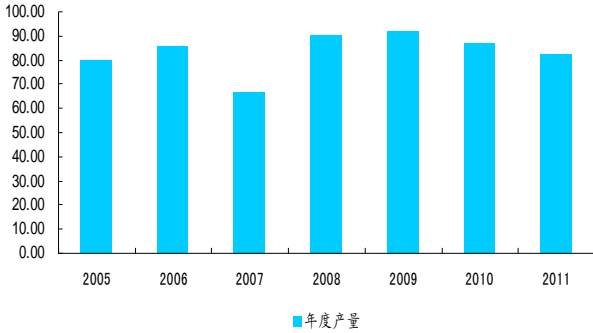
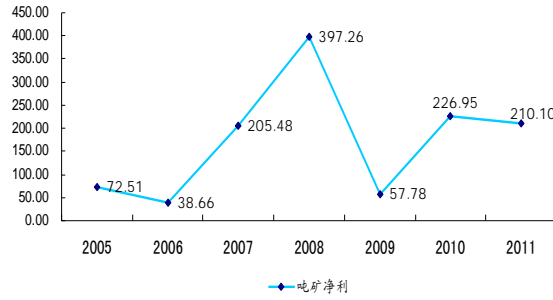


图 4 公司矿业盈利能力呈现大幅波动态势



资料来源：公司年报，第一创业证券

资料来源：公司年报，第一创业证券

● 四季度毛利率为负，受产品价格和原料价格核算时滞影响较大

报告显示，公司全年整体毛利率为 6.86%，同比去年大幅下降 3.65 个百分点，而同样也受四季度毛利率大幅下降（从 8.7% 到 -1.71%）的拖累。这是由于四季度钢材价格跌幅近 10%，但因公司计入同批钢材的生产成本均用此前库存的铁矿石进行核算，造成产品价格和生产成本时间上的不对等，从而导致毛利率明显下降。分产品来看，公司占比较多的棒材毛利大幅减少 5.58 个百分点，但依然为盈利能力最强的品种；占比第三位的线材毛利率逆势上升，增加了 6.81%；此外，公司决定出售的中宽冷带资产继续亏损严重，为 -8.79%。

表 2 公司分品种毛利率变化情况

分产品	收入占比	毛利率	变化趋势
焊接钢管	3.89%	1.44%	增加 6.44 个百分点
棒材	61.92%	9.05%	减少 5.58 个百分点
中宽热带	19.04%	2.80%	减少 2.80 个百分点
中宽冷带	0.62%	-8.79%	减少 4.20 个百分点
连铸钢坯	0.57%	2.20%	增加 0.71 个百分点
线材	13.74%	6.00%	增加 6.81 个百分点

资料来源：公司年报，第一创业证券

图 5 公司 2011 年毛利率大幅下滑 3.65 个百分点

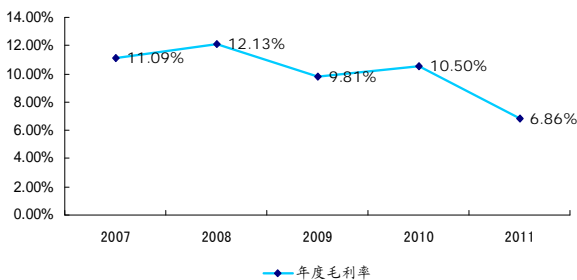
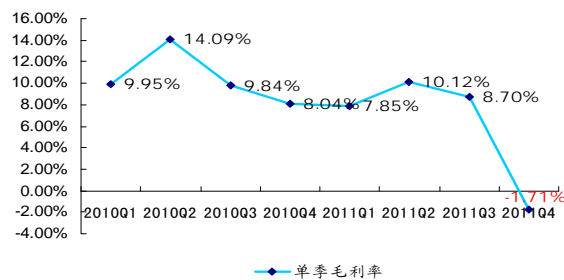


图 6 公司 2011 年四季度毛利率为负



资料来源：公司年报，第一创业证券

资料来源：公司财报，第一创业证券



● 计提巨额减值准备加重四季度亏损程度

报告显示，公司 2011 年计提资产减值损失为 1.59 亿元，占利润总额的比例较上年增加 69.61 个百分点。这主要是四季度产品价格持续下滑，季度末计提存货跌价准备 1.1 亿元，环比三季度增加了 8658.6 万元，对业绩造成了很大的拖累。不过，随着钢价回落到底部，且保持了平稳态势，公司 2012 年存货减值压力则会大幅减小。

● 下调至“审慎推荐”的投资评级

我们预计，公司 2012-2013 年分别实现 EPS0.31 元和 0.37 元，同比将出现明显的反转，对应 PE 分别为 19.3 倍和 16.4 倍，相比同类型公司而言估值依然偏高，且因后续业绩增长不确定性较大，暂下调公司评级为“审慎推荐”。

● 风险提示

公司矿石投产不达预期；钢价价格难以出现持续回升；房地产开工率依然偏低。

表 3 公司盈利预测简表

单位: 万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	950,818.95	1,285,774.39	1,430,807.34	1,478,211	1,536,387
同比 (%)	3.64%	35.23%	11.28%	3.31%	3.94%
营业毛利	93,259.29	135,054.48	98,128.53	131,781	142,118
同比 (%)	-16.19%	44.82%	-27.34%	34.29%	7.84%
归属母公司净利	29,826.48	59,626.26	16,332.93	25,205	29,630
同比 (%)	-16.29%	99.91%	-72.61%	54.32%	17.56%
总股本 (万股)	80400	80400	80400	80400	80400
每股收益 (元)	0.37	0.74	0.20	0.31	0.37
P/E (倍)	16.3	8.2	29.8	19.3	16.4

资料来源：公司年报，第一创业证券

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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,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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135