

分析师: 刘元瑞、李兴 021-63526167 liuyr@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

行业复苏后业绩将会较快增长

事件描述

鞍钢股份今日公布 2008 年年报, 2008 年实现营业收入 796.16 亿元, 同比增长 21.55%; 实现净利润 29.89 亿元, 同比下滑 60.32%。实现 EPS0.413 元。

事件评论

第一, 高价铁矿石及计提存货减值使得公司 2008 年 4 季度严重亏损

公司前三季度实现净利润 82.53 亿元, 这意味着四季度公司单季度亏损高达 52.64 亿元。这其中包含了公司在四季度计提的 20.04 亿元的存货跌价损失。按照公司年末的存货账面余额测算, 计提比例大致在 15% 左右。我们认为这个比例基本反映了存货跌价的影响。

表 1: 公司计提存货跌价准备比例

	账面余额	存货跌价准备	比例
原材料	4284	978	22.83%
在产品	3866	644	16.66%
库存商品	1234	382	30.96%
其他	2992		
合计	12376	2004	16.19%

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

若剔除 20.04 亿元的存货跌价准备以及其他因素影响, 主营方面四季度亏损达到 33 亿元左右。按照鞍钢股份年产 1500 万吨钢材的能力简单测算, 四季度吨钢亏损在 800 元左右。

主营的巨大亏损主要原因在于公司的铁矿石定价的滞后特点。按照公司三季报披露的信息看, 公司下半年的成本较之上半年有大幅上升。

- 铁精粉上半年结算价格为 791 元, 采购数量为 490.52 万吨; 下半年结算价格为 970 元, 按同样采购量计算三季度增加成本 4.39 亿元;
- 球团矿: 上半年结算价格是 1012 元, 采购数量为 264.63 万吨; 下半年结算价格为 1250 元, 按同样采购量计算增加成本 3.15 亿元;
- 烧结矿: 上半年结算价格是 786 元, 采购数量为 248.35 万吨; 下半年结算价格为 1150 元, 按同样采购量计算增加成本 4.52 亿元。

此次年报披露信息显示，公司全年综合铁精矿、球团矿和烧结矿的价格分别为 881 元/吨、1126 元/吨和 1086 元/吨。

第二，中板及厚板价格下跌的滞后使得公司 2009 年 1 季度业绩面临压力

此次公司并未披露分产品的产量，因此我们还无法精确计算公司各项分产品的销售价格情况。不过，从公司披露的分产品毛利情况可以看出，中板和厚板在 2008 年下滑幅度要明显好于其他品种。

表 2：公司主要产品毛利率变化情况

毛利率	2006 年报	2007 年报	2008 年报
热轧板	25.51	27.36	14.81
冷轧板	28.45	28.27	19.02
镀锌板及彩涂板	20.45	21.23	13.93
厚板	30.61	33.34	30.98
中板	25.63	28.74	24.88
硅钢	13.53	29.57	19.42
无缝钢管	26.80	19.69	12.01
线材	20.57	20.22	17.82
大型材	20.30	12.53	5.66

资料来源：公司公告，长江证券研究部

这种表现与市场价格的变化也基本一致。由于中板和厚板产品跌价较晚，因此 2008 年 4 季度这两类产品并没有受到严重的影响。随着近期中厚板产品价格的下跌，预计公司 1 季度业绩将会受此拖累。

第三，铁矿石定价制度影响 2009 年上半年公司业绩

特殊的铁矿石结算方式是公司在 2009 年上半年面临的重大问题。由于参考前一半年度中国铁精矿进口到岸的海关平均报价，公司的铁矿石成本在半年之内维持稳定，并滞后市场价格调整。因此，按照这种定价方式，预计 2009 年上半年公司的铁矿石参考价格在 120 美元/吨左右。即便考虑到 5% 的优惠，公司的铁矿石成本也将高出同行不少。因为供需逆转导致的铁矿石价格劣势预计要到 2009 年下半年才能得到缓解。

第四，行业复苏后的公司看点包括相对固定的铁矿石成本以及稳步的产量增长

鞍钢目前最大的看点在于，预期之内的 2009 年下半年铁矿石价格下调以及行业可能在二季度面临的复苏。倘若行业能在二季度开始出现逐步回暖的迹象，那么鞍钢一方面受益于上半年较低的铁矿石进口均价，一方面受益于产量的稳步扩张。

表 3：鲅鱼圈项目主要设计产能

序号	产品	生产规模（万吨/年）
1	焦炭	200
2	烧结矿	740
3	铁	500
4	钢水	500
5	钢坯	500
6	宽厚板	200
7	热轧成品板卷	300（含重复材）
8	冷轧板	100
	其中：冷轧产品	70
	热镀锌产品	30

资料来源：公司资料，长江证券研究部

产量的扩张主要来自于鲢鱼圈项目。2008 年公司鲢鱼圈项目铁、钢和材的产量分别达到 54 万吨、43 万吨和 22 万吨，距离全面达产还很遥远。我们并不担心公司在鲢鱼圈项目上生产经验和技术的积累，因此，假如市场转好，预计公司鲢鱼圈项目将会很快达产。

表 4：公司未来两年产能扩张来自于鲢鱼圈项目

	2005A	2006A	2007A	2008Z	中报×2	2008E	2009E	2010E
产量	604.73	1389.1	1493	769.25	1538.5	1498	1885	1965
热轧		544.03	577	276.28	552.56	500	700	700
冷轧	184.22	238.56	304	176.74	353.48	340	370	420
硅钢		80.04	88	45.7	91.4	90	100	100
涂镀	85.43	100.43	144	75.06	150.12	160	160	160
中板		94.79	84	44.05	88.1	100	100	100
厚板	115.01	109.75	111	61.59	123.18	120	250	280
线材	88.08	94.38	80	36.36	72.72	80	80	80
型材	131.99	71.61	49	26.45	52.9	53	70	70
无缝管		55.51	56	27.02	54.04	55	55	55

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.57 元、0.86 元，维持“谨慎推荐”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)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	79616	85605	94166	112999	货币资金	2974	8561	9417	18052
营业成本	66611	71895	77216	96049	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	13005	13710	16950	16950	应收账款	1313	1493	1642	1971
% 营业收入	16.3%	16.0%	18.0%	15.0%	存货	10372	11651	12509	15568
营业税金及附加	948	1019	1121	1345	预付账款	2731	2835	3044	3788
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1687	1712	1883	2260	流动资产合计	19973	27107	29436	42768
% 营业收入	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	45	45	45	45
管理费用	3788	4109	4520	5424	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	长期股权投资	2262	2262	2262	2262
财务费用	694	1355	1176	942	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	1.6%	1.2%	0.8%	固定资产合计	62041	61396	56338	51021
资产减值损失	2106	0	0	0	无形资产	6761	6423	6102	5797
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	96	0	0	0	递延所得税资产	1097	0	0	0
营业利润	3878	5514	8250	6978	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	6.4%	8.8%	6.2%	资产总计	92179	97233	94183	#####
营业外收支	-36	0	0	0	短期贷款	8601	9619	1136	0
利润总额	3842	5514	8250	6978	应付款项	8012	8845	9496	11818
% 营业收入	4.8%	6.4%	8.8%	6.2%	预收账款	3629	3852	4237	5085
所得税费用	853	1379	2062	1745	应付职工薪酬	329	354	380	474
净利润	2989	4136	6187	5234	应交税费	-2771	-3597	-4775	-4635
归属于母公司所有者					其他流动负债	3523	3835	4125	5119
的净利润	2989.0	4135.7	6187.2	5233.7	流动负债合计	21323	22909	14599	17861
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	17565	17565	17565	17565
EPS (元/股)	0.41	0.57	0.86	0.72	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	47	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	141	141	141	141
经营活动现金流净额	11938	11400	12785	12928	负债合计	39076	40615	32305	35567
取得投资收益	17	0	0	0	归属于母公司	53103	56618	61878	66326
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	53103	56618	61878	66326
固定资产投资	-14679	-4856	-1342	-1430	负债及股东权益	92179	97233	94183	#####
其他	-875	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-15554	-4856	-1342	-1430		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.413	0.572	0.855	0.723
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.34	7.83	8.55	9.17
银行贷款增加 (减少)	4425	1018	-8483	-1136	PE	22.20	16.04	10.72	12.68
筹资成本	5509	-1976	-2104	-1727	PEG	1.08	0.78	0.52	0.62
其他	-11077	0	0	0	PB	1.25	1.17	1.07	1.00
筹资活动现金流净额	-1143	-957	-10587	-2863	EV/EBITDA	9.43	6.69	4.68	4.40
现金净流量	-4759	5587	856	8635	ROE	5.6%	7.3%	10.0%	7.9%

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，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) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@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

长江证券系列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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、刊发，需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。