

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

8 月价格继续下调，矿石结算模式加剧业绩下滑

事件描述

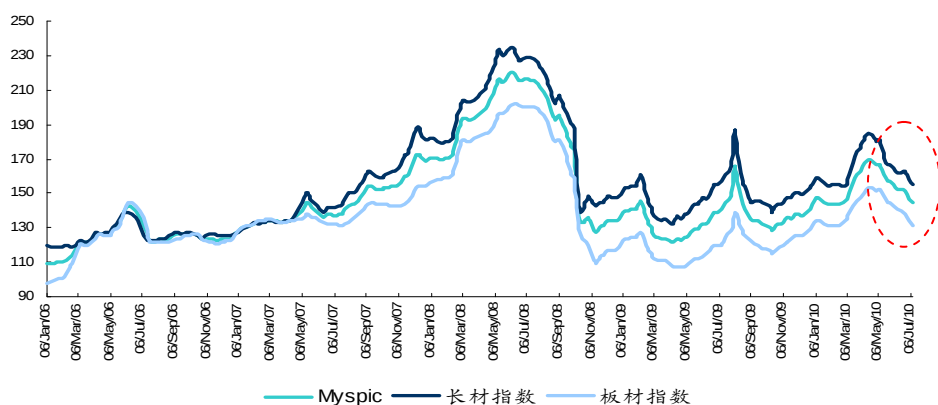
鞍钢股份今日公布了 8 月份产品价格政策，其中热轧板卷出厂价下调 350 元/吨，冷轧板卷普通碳素结构钢出厂价下调 450 元/吨，冷轧板卷 DC03 以上深冲板出厂价下调 400 元/吨，镀锌板出厂价下调 350 元/吨，彩涂出厂价下调 200 元/吨，中板出厂价下调 300 元/吨，硅钢出厂价下调 700 元/吨，线材出厂价下调 350 元/吨。以上价格自 8 月 1 日起执行。

事件评论

第一，继宝钢武钢下调出厂价后，鞍钢 8 月份出厂价也跟随下调

基于对后期钢价走势的谨慎，宝钢武钢已对 8 月份出厂价进行了下调，因此，本次鞍钢对 8 月份出厂价的下调属于预期之内的事情。

图 1：近期国内钢价持续下降



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

在不考虑可能存在补贴的情况下，三大钢本次降价幅度基本相符。

表 1：三大钢 8 月出厂价下调幅度相当

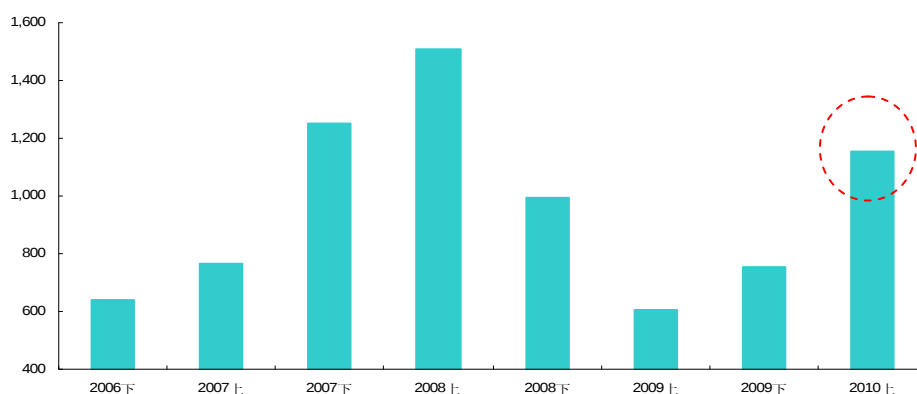
主要品种	宝钢	武钢	鞍钢
热轧	300	300	350
冷轧	300	300	450

资料来源：钢之家，长江证券研究部

第二，特殊的矿石定价模式将使得下半年公司直接面临高成本压力

半年一变的矿石定价模式将使得公司成本调整相对滞后于行业，在上半年进口矿石价格大幅上涨的情况下，下半年公司将直接面临较高的成本压力。

图 2：下半年公司将直接面临较高的成本端压力



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第三，粗略测算公司 8 月份可能亏损幅度较大

考虑到下半年公司直接面临的较大成本压力与出厂价的下调，即便我们假设 3 季度长协价维持不变，公司 8 月份的亏损额度可能也将达到 0.18 元。当然，由于实际价格及周转等问题考虑不周，估算业绩与实际值之间可能难免会出现误差。不过下滑趋势无法避免。

表 2：8 月份公司亏损额度可能会达到 0.18 元

2010 年鞍钢 2 季度利润估算	2010 年 1 季度			2010 年 2 季度			7 月份	8 月份
	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10
产量	186	165	165	157	167	165	165	165
营业收入		216.73						
营业成本		187.36						
吨钢收入		4,205		4,505	4,605	4,605	4,105	3,805
吨钢成本		3,635		3,685	3,835	3,885	4,285	4,235
吨钢毛利		570		820	770	720	-180	-430
净利润		11.52		7.39	7.00	6.10	-8.75	-12.87
综合毛利率		13.55%			18.20%		-4.39%	-11.31%
吨钢净利		223		470	420	370	-530	-780
吨钢费用		346		350	350	350	350	350
价格增加				300	100	0	-500	-300
青岛港到港价格半年度涨幅			24.08%				53.07%	
河北唐山现货矿均价	971	978	1123	1358	1232	1151	950	800
现货矿月度环比涨幅	10.72%	0.81%	14.81%	20.86%	-9.27%	-6.59%	-17.43%	-15.79%
长协矿占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
长协矿变动导致成本增加				50	150	0	0	0
BDI 均值	3,168	2,678	3,207	3,043	3,838	3,088	1,800	1,800

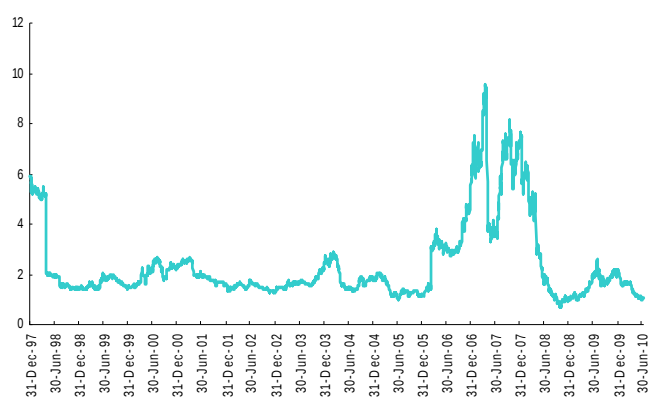
二级冶金焦价格均值	1,995	1,988	1,925	1,935	1,983	1,984	1,950	1,900
成本变动	300	20	10	50	150	50	400	-50
总股本		72.35			72.35		72.35	72.35
相应时期对应 EPS		0.159			0.283		-0.12	-0.18
累计 EPS		0.159			0.442		0.322	0.144

资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

第四, 维持“推荐”评级

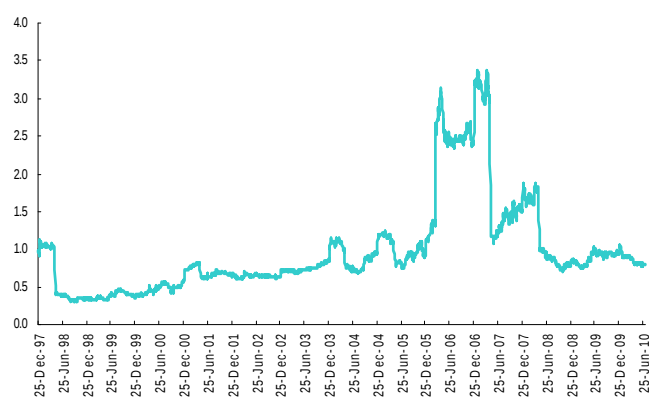
3 季度亏损出现并加剧说明实体正在逐步兑现前期的悲观预期, 也正因为此, 出现了大幅下跌后的公司股价已经开始具备长期价值。我们给予公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.52 元, 维持“推荐”评级。

图 3: 鞍钢绝对 PB 接近历史底部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 鞍钢相对钢铁行业 PB 水平也处于底部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	70126	94199	104661	119722	货币资金	2242	9420	10466	11972
营业成本	63712	84105	91828	103835	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6414	10095	12833	15887	应收账款	1789	2361	2624	3001
% 营业收入	9.1%	10.7%	12.3%	13.3%	存货	10658	14015	15301	17301
营业税金及附加	183	246	273	312	预付账款	6212	8218	8972	10145
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1081	1413	1570	1796	流动资产合计	24297	38536	42387	48166
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	161	161	161	161
管理费用	2962	3956	4396	5028	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	长期股权投资	1629	1629	1629	1629
财务费用	902	1549	1349	1000	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.6%	1.3%	0.8%	固定资产合计	66727	61399	55608	49615
资产减值损失	-1990	14	6	9	无形资产	7061	6708	6373	6054
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	186	0	0	0	递延所得税资产	1112	3	2	2
营业利润	3462	2917	5240	7742	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	3.1%	5.0%	6.5%	资产总计	100987	108436	106159	105627
营业外收支	54	0	0	0	短期贷款	21363	20300	13108	5018
利润总额	843	2917	5240	7742	应付款项	6827	9001	9826	11111
% 营业收入	1.2%	3.1%	5.0%	6.5%	预收账款	5942	8007	8896	10176
所得税费用	157	729	1310	1935	应付职工薪酬	326	419	458	518
净利润	686	2188	3930	5806	应交税费	-2296	-975	-1583	-2248
归属于母公司所有者的净利润	727.0	2100.0	3772.7	5574.0	其他流动负债	3325	4372	4779	5407
少数股东损益	-41	88	157	232	流动负债合计	35487	41124	35484	29982
EPS (元/股)	0.10	0.29	0.52	0.77	长期借款	11502	11502	11502	11502
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	61	0	0	0
经营活动现金流净额	4549	11447	11600	12930	其他非流动负债	139	139	139	139
取得投资收益	47	0	0	0	负债合计	47189	52765	47125	41623
收回现金					归属于母公司	52432	54217	57424	62162
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1366	1454	1611	1843
固定资产投资	-6847	-1342	-1447	-1497	股东权益	53798	55671	59035	64005
其他	1634	0	0	0	负债及股东权益	100987	108436	106159	105627
投资活动现金流净额	-5213	-1342	-1447	-1497	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.100	0.290	0.521	0.770
银行贷款增加 (减少)	3056	-1063	-7193	-8090	BVPS	7.25	7.49	7.94	8.59
筹资成本	3086	-1864	-1914	-1836	PE	73.64	25.49	14.19	9.61
其他	-6210	0	0	0	PEG	0.76	0.26	0.15	0.10
筹资活动现金流净额	-68	-2927	-9107	-9926	PB	1.02	0.99	0.93	0.86
现金净流量	-732	7178	1046	1506	EV/EBITDA	7.81	6.61	4.78	3.51
					ROE	1.4%	3.9%	6.6%	9.0%

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 3 年。

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
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。