

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

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

## 2 季度业绩改善，下半年成本压力显现

### 事件描述

鞍钢股份今日公布了 2010 年半年度报告，报告期内公司共实现营业收入 440.40 亿元，同比增长 46.59%；实现营业利润 35.82 亿元，同比增长 297.79%；实现归属于上市公司股东的净利润 27.50 亿元，同比增长 275.94%；实现 EPS 为 0.38 元，其中 1 季度公司实现 EPS 为 0.16 元，2 季度实现 EPS 约为 0.22 元。

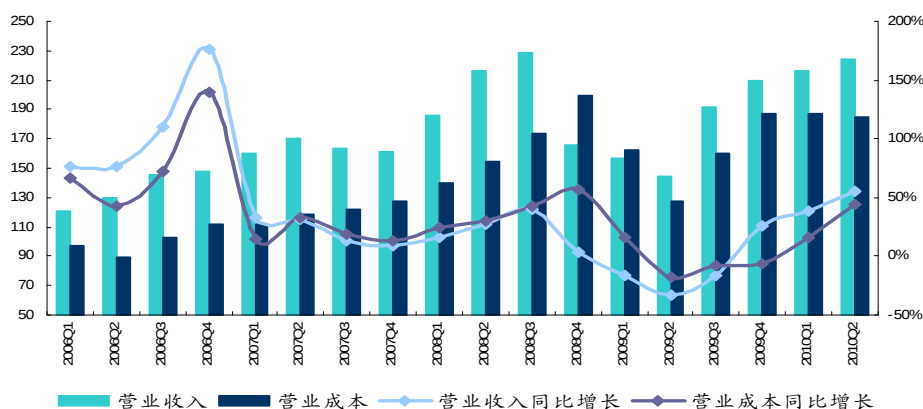
报告期内公司生产铁 1074.08 万吨，同比增长 15.81%；生产钢 1057.11 万吨，同比增长 16.14%；钢材 1016.85 万吨，同比增长 19.33%，销售钢材为 970.62 万吨，同比增长 16.88%。其中鲅鱼圈上半年生产铁 319 万吨，同比增长 56.9%；钢 320 万吨，同比增长 65.9%；钢材 283 万吨，同比增长 73.5%。

### 事件评论

**第一，2 季度营业收入及成本同比皆大幅增长，环比收入有增长成本反而小幅下降**

2 季度公司共实现营业收入为 223.67 亿元，同比增速由 38.64%扩大为 55.23%；营业成本为 184.46 亿元，同比增速由 15.61%扩大为 44.38%。

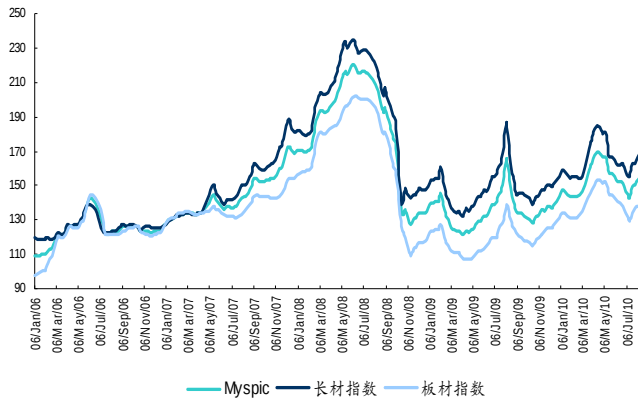
**图 1：2 季度营业收入及营业成本同比皆大幅增长**



资料来源：Wind，长江证券研究部

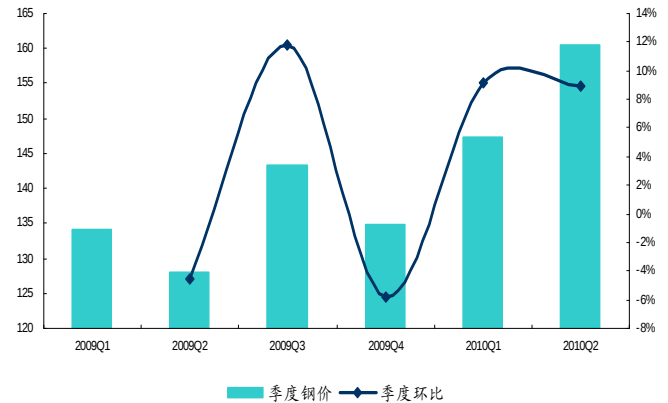
2 季度国内钢价虽然呈现先升后降的走势，但总体来看，均价环比依然有所上升。尤其是公司产品主要是月度定价销售，下调价格滞后于市场表现。因此，价格上升对收入增长的贡献在 2 季度较为明显。

图 2：2 季度国内钢价指数呈现先升后降的走势



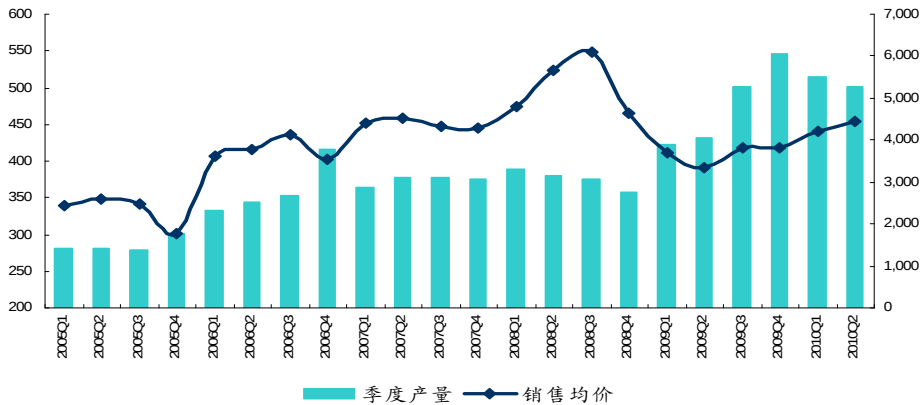
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 3：季度均价来看，2 季度环比 1 季度还略有改善



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 4：2 季度销售均价也环比有一定幅度上涨



资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

从产量的走势来看，4、5 月份产量处于较低的水平影响了公司 2 季度整体的产量。

图 5：4、5 月份产量较低影响公司 2 季度产量



资料来源：钢之家，长江证券研究部

年初产量较低的主要原因是公司一个高炉进行了例行检修，而 4、5 月份产量恢复较慢的主要原因还是跟市场环境有关。综合来看，2 季度产量环比 1 季度略有下滑。因此，收入上涨更多是因为产品销售均价的提升所致。

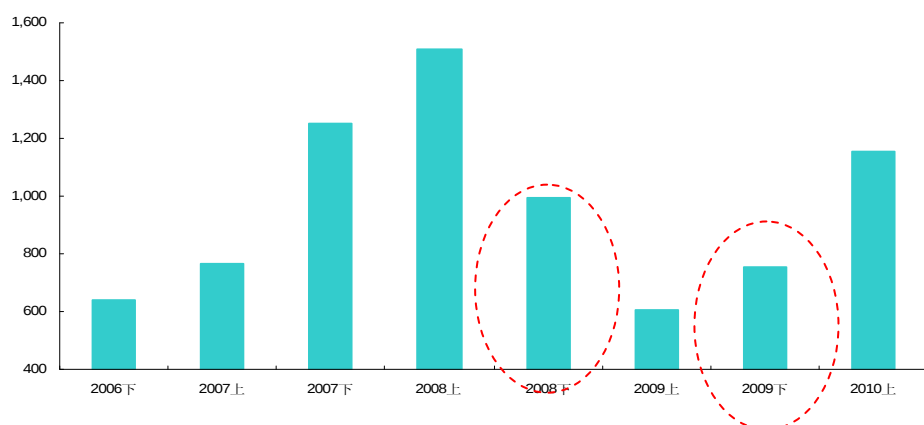
图 6：2 季度产量环比 1 季度略有下滑



资料来源：钢之家，长江证券研究部

成本方面，由于矿石定价实际上要低于去年同期，因此成本同比出现上升更多是因为产量增长所致。

图 7：上半年本部所需矿石定价基准低于去年同期水平

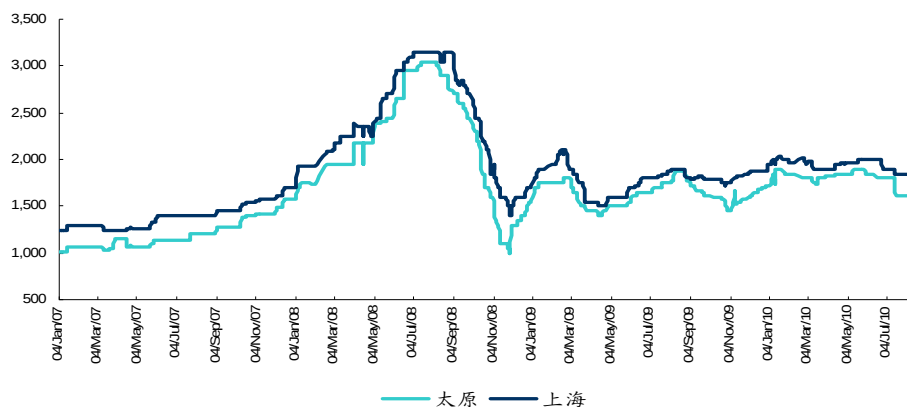


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

环比有些许下滑略超预期。由于公司特殊的成本定价方式，本部生产的矿石成本环比维持不变是意料之中。与此同时，焦炭价格在 2 季度也基本持平 1 季度，不过，按照正常的情况，鲅鱼圈的矿石成本主要参考进口协议矿，这部分理应在 2 季度出现上升。

之所以成本能出现环比持平并下滑，我们估计，一方面是因为前期有相应的原材料库存，考虑到鞍钢存货周转期在 60 天左右，2 季度之前的备矿较为充足是有可能的；另一方面可能源于之前计提的存货跌价准备直接结转成本，从报表上看，上半年直接转销的跌价准备为 1.66 亿元。

图 8：二级冶金焦 2 季度均价环比 1 季度基本持平

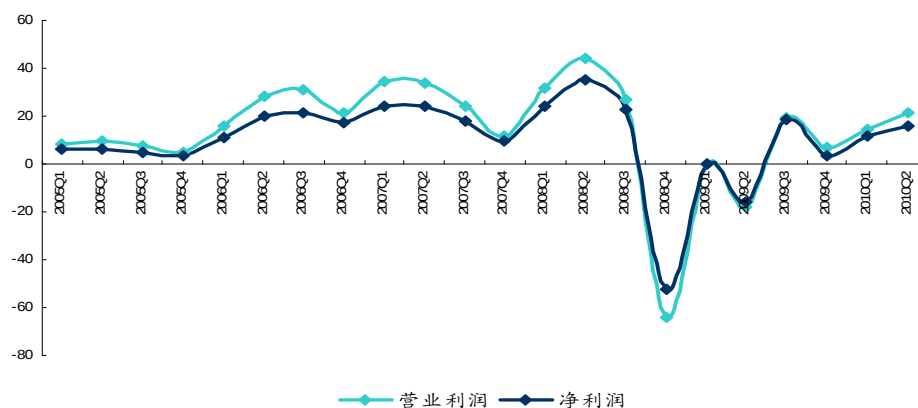


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

## 第二，2 季度盈利能力有所改善，冷轧是盈利最好的品种

在收入增长的情况下，公司 2 季度主营利润与净利润均有所提升。

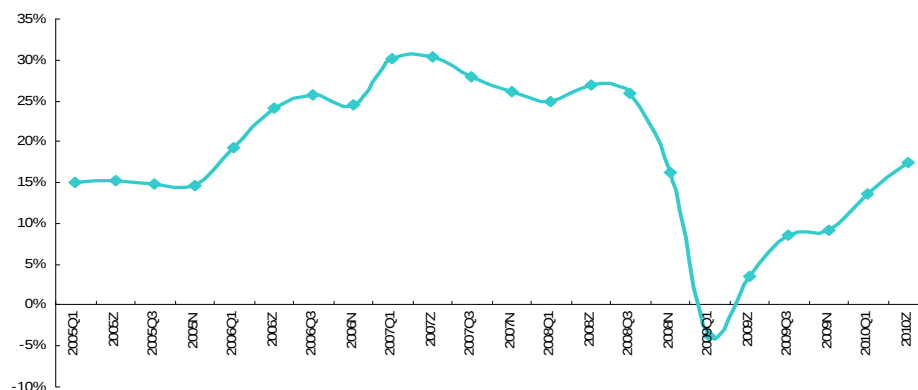
图 9：2 季度营业利润与净利润皆有所上涨



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

由于 2 季度主营收入环比改善而主营成本小幅下降，公司 2 季度毛利率也小幅改善。

图 10：2 季度毛利率小幅上涨



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

从分产品的盈利能力来看，冷轧是最好的品种，热轧次之而中厚板最差。

**表 1：分产品盈利能力冷轧较好，热轧次之，中厚板最差**

| 主营业务分行业情况 |        |        |       |                  |                  |                      |
|-----------|--------|--------|-------|------------------|------------------|----------------------|
|           | 营业收入   | 营业成本   | 毛利率%  | 营业收入比上年<br>同期增减% | 营业成本比上年<br>同期增减% | 毛利率比上年同<br>期增减(个百分点) |
| 钢压延加工业    | 43,937 | 37,095 | 15.65 | 46.34            | 27.96            | 12.11                |
| 主营业务分产品情况 |        |        |       |                  |                  |                      |
| 热轧产品      | 12,080 | 10,342 | 14.39 | 0.01             | -11.83           | 11.50                |
| 冷轧产品      | 19,001 | 14,413 | 24.15 | 109.75           | 61.82            | 22.47                |
| 中厚板       | 7,609  | 7,353  | 3.36  | 96.31            | 108.54           | -5.67                |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

**表 2：上半年分产品产量及销售均价统计**

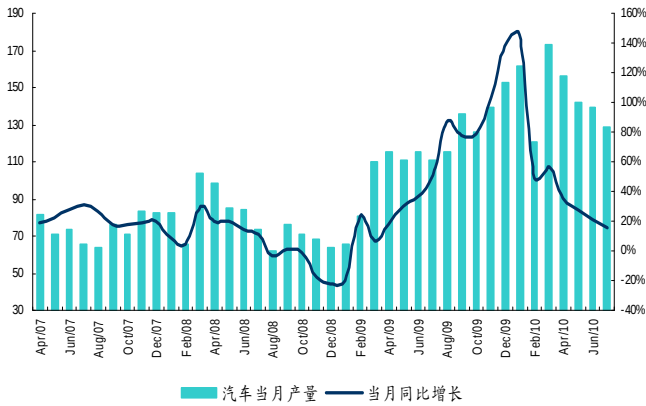
| 分产品产量及销售均价 | 上半年产量  | 销售均价  |
|------------|--------|-------|
| 大型材        | 34.05  | 4,545 |
| 线材         | 39.15  | 3,808 |
| 厚板         | 156.87 | 3,791 |
| 中板         | 40.70  | 3,880 |
| 热轧         | 332.17 | 3,816 |
| 冷轧         | 271.01 | 5,063 |
| 硅钢         | 44.06  | 6,451 |
| 镀锌         | 79.77  | 4,773 |
| 彩涂         | 6.58   | 6,150 |
| 无缝钢管       | 12.50  | 4,094 |

资料来源：长江证券研究部

冷轧产品盈利能力相对较高更多是行业性的原因，受益于汽车家电产量的高速增长，冷轧全行业的盈利水平都明显高于其他品种。虽然近期有所回落，但从实际订货量以及价格下跌后的反弹幅度上来看，冷轧相对强势可能还会在一段时间内维持。

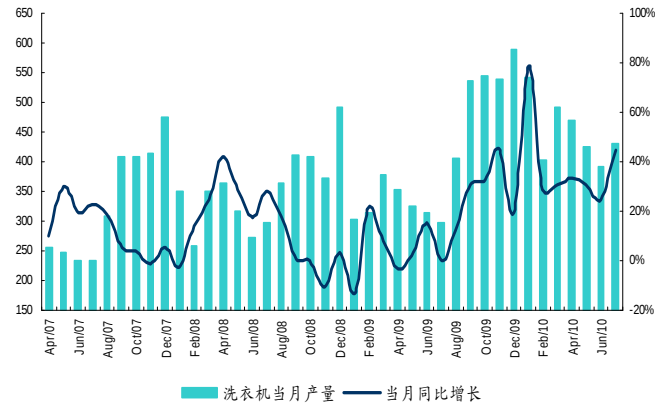
- ✓ 汽车和家电的增速虽然很快，但环比继续下滑的概率也并不大。对冷轧的基础需求将在一定时间内稳定；
- ✓ 冷轧产品是上一轮周期中最差的品种，因此也决定了在本轮周期中供给的增幅非常有限。况且，因为技术含量较高的基本特点，冷轧产品短期内形成规模的生产线难度也较大。

图 11: 汽车增速虽有下滑, 但产量依然高企



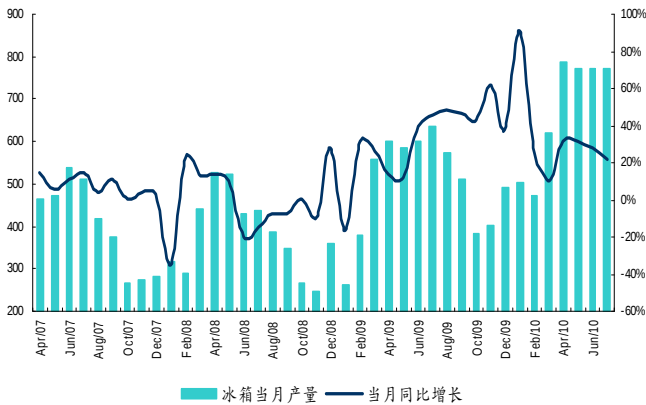
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 12: 洗衣机产量 2 季度处于高位



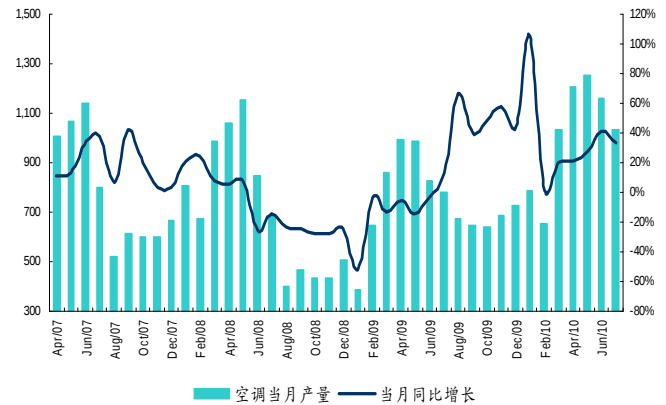
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 13: 冰箱产量 2 季度处于高位



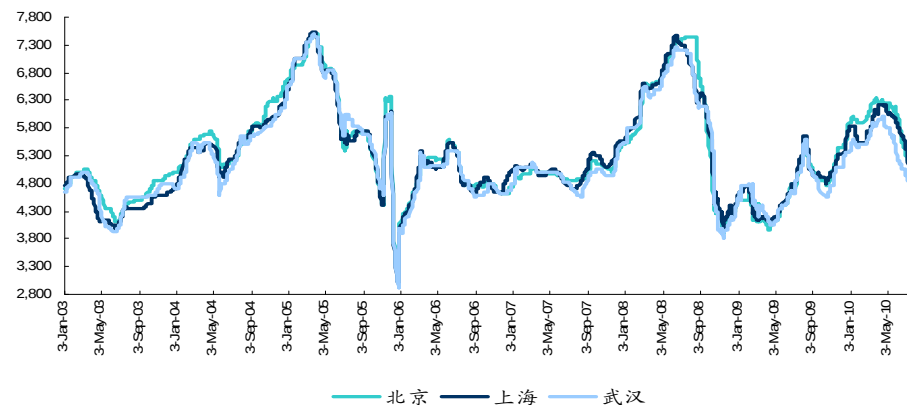
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 14: 空调产量 2 季度处于高位



资料来源: Wind, 长江证券研究部

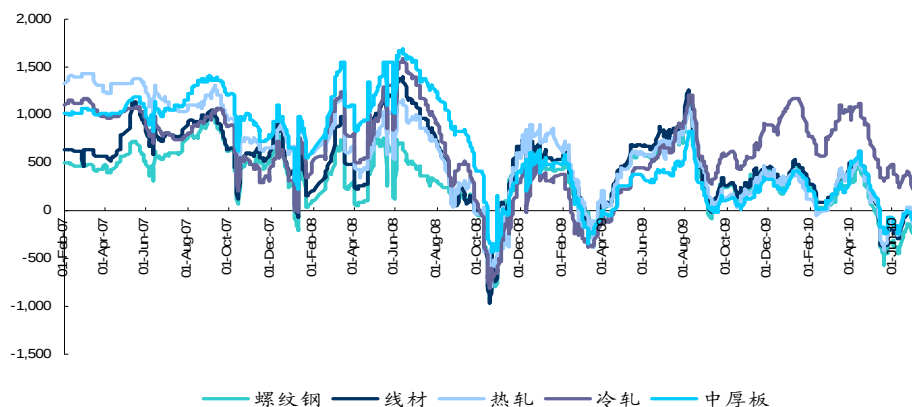
图 15: 2 季度国内冷轧价格依然维持在较高的水平



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

中厚板较差的逻辑与冷轧刚好相反, 由于造船的迅速萎缩以及产能的急剧释放, 中厚板已经从上一轮的景气周期中滑落。热轧更多时候都是四平八稳, 没有特别明显的大起大落。

图 16: 2 季度冷轧是盈利最好的品种

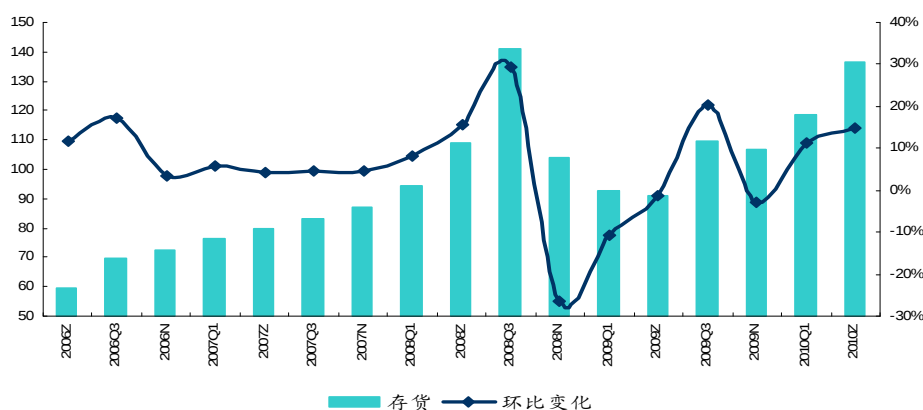


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

### 第三, 存货水平有所上升, 原材料与库存商品占比皆有所增加

存货相对于 1 季度末出现了较为明显的上升。

图 17: 存货水平环比 1 季度末略有上涨



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

分品种来看原材料、在产品、库存商品及周转材料账面余额皆有所增加。占比方面, 原材料与库存商品占比皆有所增加, 而在产品、周转材料及备品备件皆小幅下降。

表 3: 原材料、在产品、库存商品及周转材料账面余额皆有所增加

| 项目     | 期末数    |      |        | 期初数    |      |        |
|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|
|        | 账面余额   | 跌价准备 | 账面价值   | 账面余额   | 跌价准备 | 账面价值   |
| 原材料    | 3,959  | 122  | 3,837  | 2,681  | 23   | 2,658  |
| 在产品    | 3,212  | 91   | 3,121  | 2,671  | 10   | 2,661  |
| 库存商品   | 2,955  | 46   | 2,909  | 1,580  | 9    | 1,571  |
| 周转材料   | 1,373  |      | 1,373  | 1,285  |      | 1,285  |
| 备品备件   | 2,377  |      | 2,377  | 2,468  |      | 2,468  |
| 在途物资   | 2      |      | 2      | 4      |      | 4      |
| 委托加工物资 | 5      |      | 5      | 11     |      | 11     |
| 合计     | 13,883 | 259  | 13,624 | 10,700 | 42   | 10,658 |

资料来源：公司资料，长江证券研究部

虽然2季度鲢鱼圈所面临的长协价有所上涨,不过75%生产所需的矿石仍在与集团公司的定价合同中事先锁定了价格。因此,存货上升更多可能是数量上的提升。当然占比波动并不是特别大。

**表 4: 原材料与库存商品占比皆有所增加**

| 分品种存货占比 | 期末     | 占比情况    | 期初     | 占比情况    |
|---------|--------|---------|--------|---------|
| 原材料     | 3,959  | 28.52%  | 2,681  | 25.06%  |
| 在产品     | 3,212  | 23.14%  | 2,671  | 24.96%  |
| 库存商品    | 2,955  | 21.29%  | 1,580  | 14.77%  |
| 周转材料    | 1,373  | 9.89%   | 1,285  | 12.01%  |
| 备品备件    | 2,377  | 17.12%  | 2,468  | 23.07%  |
| 在途物资    | 2      | 0.01%   | 4      | 0.04%   |
| 委托加工物资  | 5      | 0.04%   | 11     | 0.10%   |
| 合计      | 13,883 | 100.00% | 10,700 | 100.00% |

资料来源：公司资料，长江证券研究部

同时公司还在报告期内针对原材料、在产品与库存商品计提了适当的减值准备。本期合计计提数为 3.83 亿元,考虑本期转销的 1.66 亿元,期末余额仍为 2.59 亿元。

**表 5: 公司报告期内计提了适当的减值准备**

| 项目   | 期初数 | 本期计提数 | 本期减少数 |     | 期末数 |
|------|-----|-------|-------|-----|-----|
|      |     |       | 转回数   | 转销数 |     |
| 原材料  | 23  | 197   |       | 98  | 122 |
| 在产品  | 10  | 123   |       | 42  | 91  |
| 库存商品 | 9   | 63    |       | 26  | 46  |
| 合计   | 42  | 383   |       | 166 | 259 |

资料来源：公司资料，长江证券研究部

#### 第四，三项费用水平基本维持稳定

从公司费用水平来看,三项费用仍旧基本维持稳定。销售费用略高于行业均值更多是因为公司地理位置所限,毕竟在腹地经济方面鞍钢无法与东部及南部的钢厂相提并论。

**表 6: 三项费用水平基本维持稳定**

| 季度费用统计 | 销售费用率 |       | 管理费用率 |       | 财务费用率 |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        | 鞍钢股份  | 行业均值  | 鞍钢股份  | 行业均值  | 鞍钢股份  | 行业均值  |
| 2005Q1 | 1.66% | 1.02% | 1.08% | 2.42% | 0.35% | 0.42% |
| 2005Q2 | 1.55% | 1.17% | 1.17% | 2.40% | 0.08% | 0.53% |
| 2005Q3 | 1.63% | 1.24% | 1.23% | 2.53% | 0.23% | 0.59% |
| 2005Q4 | 2.27% | 1.26% | 1.92% | 2.65% | 0.34% | 0.68% |
| 2006Q1 | 1.81% | 1.36% | 2.34% | 2.30% | 1.52% | 1.02% |
| 2006Q2 | 1.44% | 1.36% | 5.24% | 2.63% | 1.69% | 1.02% |
| 2006Q3 | 1.56% | 1.41% | 4.25% | 2.59% | 1.18% | 0.93% |
| 2006Q4 | 2.11% | 1.43% | 6.20% | 2.81% | 0.75% | 0.99% |
| 2007Q1 | 1.84% | 1.41% | 4.23% | 2.39% | 1.11% | 1.03% |
| 2007Q2 | 2.66% | 1.41% | 5.75% | 2.70% | 1.12% | 1.01% |

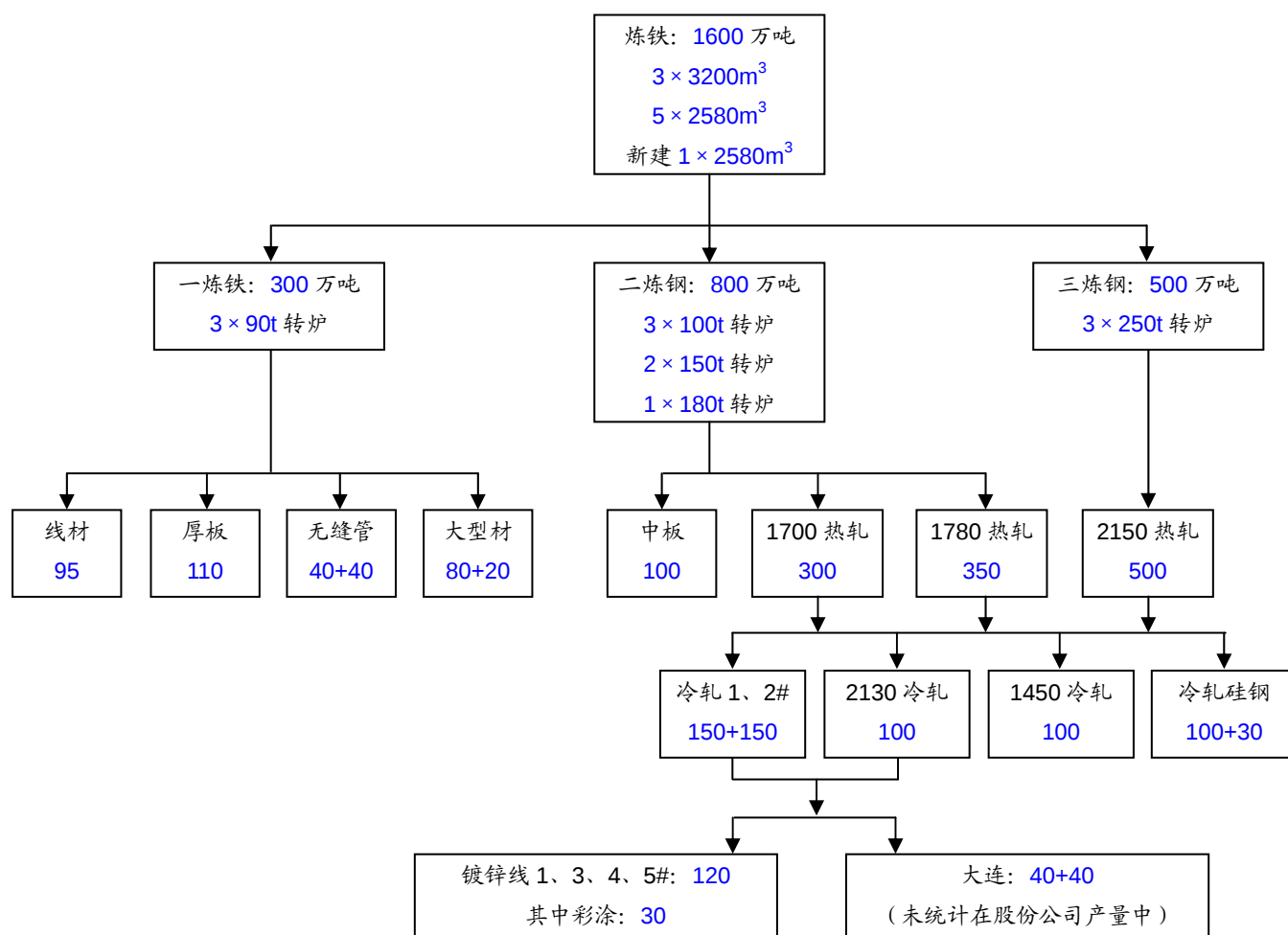
|        |       |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2007Q3 | 2.55% | 1.38% | 5.51% | 2.72% | 1.20% | 1.07% |
| 2007Q4 | 2.69% | 1.41% | 8.44% | 2.88% | 1.19% | 1.08% |
| 2008Q1 | 2.11% | 1.23% | 3.80% | 2.63% | 1.08% | 1.20% |
| 2008Q2 | 2.09% | 1.15% | 4.12% | 2.62% | 0.63% | 1.12% |
| 2008Q3 | 2.02% | 1.14% | 4.38% | 2.53% | 0.85% | 1.20% |
| 2008Q4 | 2.29% | 1.22% | 7.17% | 2.65% | 0.98% | 1.34% |
| 2009Q1 | 1.16% | 1.22% | 3.96% | 3.33% | 1.06% | 1.65% |
| 2009Q2 | 1.75% | 1.24% | 5.55% | 3.58% | 1.08% | 1.64% |
| 2009Q3 | 1.44% | 1.25% | 4.26% | 3.52% | 1.19% | 1.55% |
| 2009Q4 | 1.78% | 1.27% | 3.48% | 3.44% | 1.69% | 1.44% |
| 2010Q1 | 1.65% | 1.23% | 3.46% | 2.78% | 1.33% | 1.31% |
| 2010Q2 | 1.83% |       | 4.14% |       | 1.26% |       |

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

#### 第五，6 月份产量已逐步恢复，产能维持稳定，鲅鱼圈达产后拥有 2100 万吨以上的生产能力

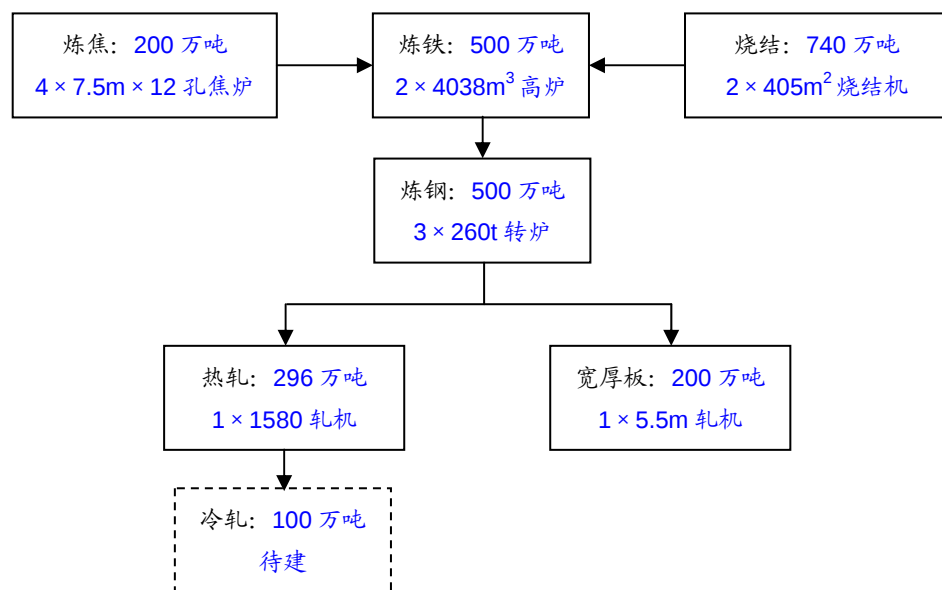
2 季度产量的下滑主要受制于 4、5 月份产量的低位，不过从 6 月份 177.29 万吨的产量来看，公司目前生产情况已经大致恢复。鲅鱼圈的达产情况要好于预期，预计公司年底实现 2100 万吨以上的产量问题不大。

图 18：公司本部的生产线情况统计



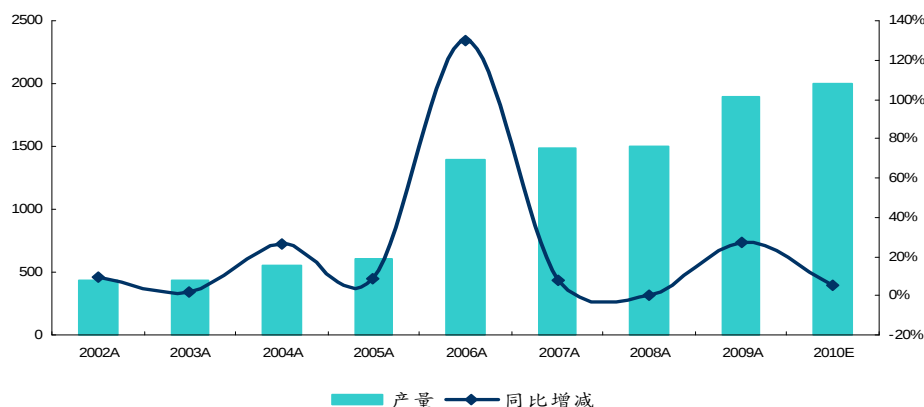
资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 19：鲅鱼圈拥有 500 万吨产能



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 20：随着鲅鱼圈项目的达产，公司产能短期内维持稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究部

#### 第六，成本将在 3 季度出现一次性上涨，下半年成本压力较大

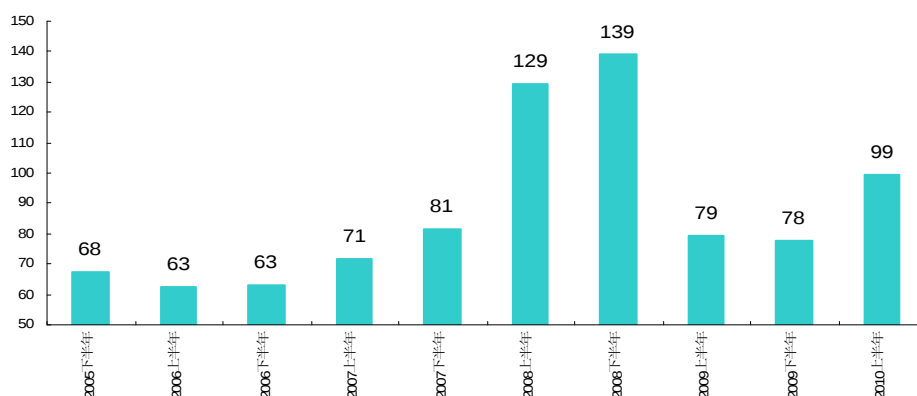
2 季度矿石价格的上涨将使得公司在 3 季度面临较大的成本压力。按照公司的定价规则，上半年海关进口平均到岸价将作为主要参考。简单来看，下半年公司的成本基本价在 100 美金左右。

图 21: 3 季度公司将直接面临较高的成本压力



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 22: 进口铁矿石海关报价均价上半年约为 100 美金



资料来源: Wind, 长江证券研究部

不过, 由于要考虑到运费调整, 因此绝对价格可能并没有太大的意义。从差值经验上看, 公司下半年本部的关联交易矿石成本可能上升 150 元/吨。

至于鲅鱼圈这部分所需进口矿, 在 3 季度成本上升可能也不会太明显, 因此, 综合来看, 3 季度公司成本上升在 150 元左右概率较大。

如果按照这个假设, 我们预计公司 3 季度业绩大约会在 -0.086 元。由于销售结算模式的特殊性, 9 月价格上调带来的正面效果可能会在 10 月体现, 因此对 3 季度造成了一定的压力。

表 7: 粗略测算 3 季度公司可能将亏损约 0.086 元

| 2010 年鞍钢 3 季度利润估算 | 2010 年 1 季度 |        |        | 2010 年 2 季度 |        |        | 2010 年 3 季度 |        |        |
|-------------------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|
|                   | Jan-10      | Feb-10 | Mar-10 | Apr-10      | May-10 | Jun-10 | Jul-10      | Aug-10 | Sep-10 |
| 产量                | 186         | 165    | 165    | 157         | 167    | 177    | 175         | 175    | 180    |
| 营业收入              |             | 216.73 |        |             | 223.67 |        |             |        |        |
| 营业成本              |             | 187.36 |        |             | 184.46 |        |             |        |        |
| 吨钢收入              |             | 4,205  |        |             | 4,461  |        | 4,161       | 3,861  | 4,061  |
| 吨钢成本              |             | 3,635  |        |             | 3,679  |        | 3,769       | 3,814  | 3,804  |
| 吨钢毛利              |             | 570    |        |             | 782    |        | 392         | 47     | 256    |

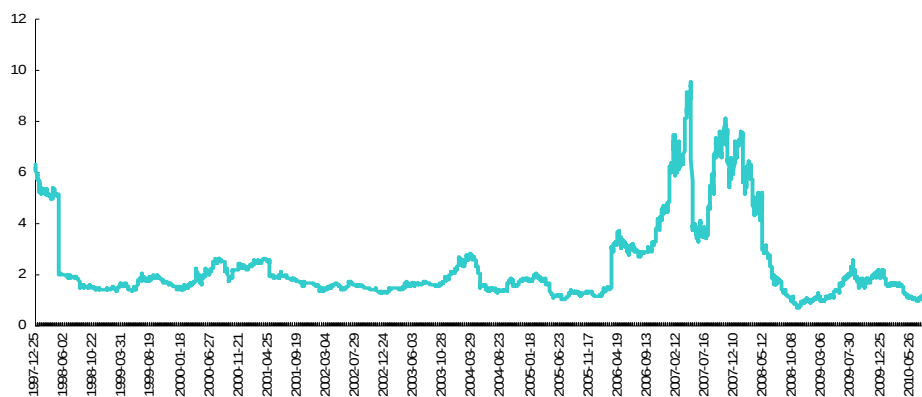
|              |        |       |        |        |        |        |        |        |       |
|--------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 净利润          | 11.52  |       |        |        | 16.07  |        | 0.74   | -5.31  | -1.69 |
| 综合毛利率        | 13.55% |       |        |        | 17.53% |        | 9.42%  | 1.21%  | 6.31% |
| 吨钢净利         | 223    |       |        |        | 320    |        | 42     | -303   | -94   |
| 吨钢费用         | 346    |       |        |        | 461    |        | 350    | 350    | 350   |
| 价格增加         |        |       |        |        |        |        | -300   | -300   | 200   |
| 青岛港矿石价格定价基准  |        |       |        | 755    |        |        |        | 1156   |       |
| 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   | 1169   | 1088   | 1200   | 1260  |
| 现货矿月度环比涨幅    | 10.72% | 0.81% | 14.81% | 20.86% | -9.27% | -5.12% | -6.89% | 10.28% | 5.00% |
| 长协矿占比        | 25%    | 25%   | 25%    | 25%    | 25%    | 25%    | 25%    | 25%    | 25%   |
| 长协矿上涨幅度      | 0%     | 0%    | 0%     | 100%   | 100%   | 100%   | 0%     | 0%     | 0%    |
| 长协价格（美金）     | 63     | 63    | 63     | 126    | 126    | 126    | 126    | 126    | 126   |
| 长协价格变动带动成本增加 |        |       |        | 0      | 361    | 0      | 0      | 0      | 0     |
| BDI 均值       | 3,168  | 2,678 | 3,207  | 3,043  | 3,838  | 3,088  | 1,910  | 2,300  | 2,500 |
| 二级冶金焦价格均值    | 1,995  | 1,988 | 1,925  | 1,935  | 1,983  | 1,984  | 1,874  | 1,850  | 1,900 |
| 成本变动         | 300    | 20    | 10     | -25    | 148    | 19     | 90     | 45     | -10   |
| 总股本          |        | 72.35 |        |        | 72.35  |        | 72.35  | 72.35  | 72.35 |
| 相应时期对应 EPS   |        | 0.159 |        |        | 0.222  |        | 0.01   | -0.07  | -0.02 |
| 累计 EPS       |        | 0.159 |        |        | 0.381  |        | 0.392  | 0.318  | 0.295 |
| 季度 EPS 统计    |        | 0.159 |        |        | 0.222  |        |        | -0.086 |       |

资料来源：Bloomberg，Wind，钢之家，长江证券研究部

## 第七，公司弹性较大，维持对公司的“推荐”评级

成本相对固定的经营模式使得公司具有较强的业绩弹性，作为年初至今跌幅最大的钢铁股之一，从 PB 的角度上来说公司也具备了一定的防御能力。我们预计公司 2010、2011 年的 EPS 为 0.43 元和 0.78 元，继续维持对公司的“推荐”评级。

图 23：鞍钢 PB 水平为 1.19，历史最低水平为 0.72



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 | 95698  | 107356 | 122805 | 货币资金        | 2242   | 9570   | 10736  | 12280  |
| 营业成本          | 63712 | 84105  | 91828  | 105403 | 交易性金融资产     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 毛利            | 6414  | 11593  | 15528  | 17401  | 应收账款        | 1789   | 2399   | 2691   | 3078   |
| % 营业收入        | 9.1%  | 12.1%  | 14.5%  | 14.2%  | 存货          | 10658  | 14014  | 15300  | 17562  |
| 营业税金及附加       | 183   | 250    | 280    | 320    | 预付账款        | 6212   | 8218   | 8972   | 10298  |
| % 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  | 1435   | 1610   | 1842   | 流动资产合计      | 24297  | 38794  | 42851  | 49113  |
| % 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  | 4019   | 4509   | 5158   | 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   | 1540   | 1302   | 903    | 投资性房地产      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| % 营业收入        | 1.3%  | 1.6%   | 1.2%   | 0.7%   | 固定资产合计      | 66727  | 61413  | 55648  | 49682  |
| 资产减值损失        | -1990 | 14     | 7      | 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   | 4      | 2      | 2      |
| 营业利润          | 3462  | 4334   | 7820   | 9169   | 其他非流动资产     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| % 营业收入        | 4.9%  | 4.5%   | 7.3%   | 7.5%   | 资产总计        | 100987 | 108709 | 106664 | 106642 |
| 营业外收支         | 54    | 0      | 0      | 0      | 短期贷款        | 21363  | 19891  | 11462  | 2391   |
| 利润总额          | 843   | 4334   | 7820   | 9169   | 应付款项        | 6827   | 9000   | 9826   | 11278  |
| % 营业收入        | 1.2%  | 4.5%   | 7.3%   | 7.5%   | 预收账款        | 5942   | 8134   | 9125   | 10438  |
| 所得税费用         | 157   | 1084   | 1955   | 2292   | 应付职工薪酬      | 326    | 419    | 458    | 525    |
| 净利润           | 686   | 3251   | 5865   | 6877   | 应交税费        | -2296  | -1333  | -2235  | -2613  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 727.0 | 3120.7 | 5630.7 | 6601.8 | 其他流动负债      | 3325   | 4376   | 4786   | 5492   |
| 少数股东损益        | -41   | 130    | 235    | 275    | 流动负债合计      | 35487  | 40487  | 33421  | 27513  |
| EPS (元/股)     | 0.10  | 0.43   | 0.78   | 0.91   | 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  | 12165  | 13214  | 14037  | 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  | 52128  | 45062  | 39154  |
| 收回现金          |       |        |        |        | 归属于母公司      | 52432  | 55085  | 59871  | 65482  |
| 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   | 1496   | 1731   | 2006   |
| 固定资产投资        | -6847 | -1357  | -1474  | -1528  | 股东权益        | 53798  | 56581  | 61601  | 67488  |
| 其他            | 1634  | 0      | 0      | 0      | 负债及股东权益     | 100987 | 108709 | 106664 | 106642 |
| 投资活动现金流净额     | -5213 | -1357  | -1474  | -1528  | 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  | 0.431  | 0.778  | 0.912  |
| 银行贷款增加 (减少)   | 3056  | -1472  | -8429  | -9071  | BVPS        | 7.25   | 7.61   | 8.28   | 9.05   |
| 筹资成本          | 3086  | -2008  | -2146  | -1893  | PE          | 86.18  | 20.08  | 11.13  | 9.49   |
| 其他            | -6210 | 0      | 0      | 0      | PEG         | 0.79   | 0.18   | 0.10   | 0.09   |
| 筹资活动现金流净额     | -68   | -3480  | -10575 | -10964 | PB          | 1.19   | 1.14   | 1.05   | 0.96   |
| 现金净流量         | -732  | 7328   | 1166   | 1545   | EV/EBITDA   | 8.65   | 6.55   | 4.49   | 3.59   |
|               |       |        |        |        | ROE         | 1.4%   | 5.7%   | 9.4%   | 10.1%  |

### 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      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (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  |
| 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：<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。