

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

限电导致全年减产 6%，吨钢成本上升影响业绩

事件描述

河北钢铁今日发布公告称，公司下属唐山、邯郸、承德分公司陆续接到了限产限电的通知。公司预计三家分公司此次限产共影响公司 9-12 月份粗钢产量减少 150 万吨左右，占公司年计划粗钢产量的 6%。

事件评论

第一，限产 150 万吨影响全年计划产量约 6%

根据公司公告，此次限产限电预计影响 9-12 月份产量约 150 万吨，占全年计划粗钢产量的比例约为 6%。按照这个比例测算，公司 2010 年原先产量可能略高于年初计划的 2345 万吨。预计影响 9-12 月份月度产量幅度约为 18%。

表 1：河北钢铁历年产量情况统计

河北钢铁	2005Z	2005N	2006Z	2006N	2007Z	2007N	2008Z	2008N	2009Z	2009N	2010Z
粗钢	1,103	2,281	1,232	2,565	1,343	2,686	1,378	2,731	1,343	2,303	1,293
钢材	979	2,014	1,073	2,234	1,255	2,530	1,311	2,500	1,231	2,070	1,232

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，对全年业绩有较为明显的影响

我们将公司历史数据统计后发现，公司近期吨钢净利的明显下降主要源于费用水平的上升。

表 2：历年公司吨钢毛利及吨钢净利统计

日期	营业收入、成本及净利润					折旧水平		费用水平		吨钢净利
	收入	成本	钢材产量	净利润	吨钢毛利	当期	吨钢折旧	当期	吨钢费用	
2005 上	274	234	979	15.65	400	14.68	150	14.25	146	160
2005 下	244	222	1,035	22.29	208	11.93	115	11.93	115	215
2006 上	296	263	1,073	12.96	312	12.39	116	13.66	127	121
2006 下	337	298	1,161	26.85	332	15.73	136	18.59	160	231
2007 上	381	335	1,255	20.09	370	15.51	124	17.65	141	160
2007 下	444	398	1,275	38.37	354	18.07	142	18.78	147	301
2008 上	589	528	1,311	27.22	465	16.82	128	22.51	172	208
2008 下	544	522	1,189	26.90	179	17.11	144	18.98	160	226
2009 上	409	388	1,231	0.49	169	15.82	129	19.44	158	4
2009 下	463	430	839	10.04	393	16.67	199	22.57	269	120

2010 上	587	552	1,232	7.32	284	20.17	164	26.74	217	59
--------	-----	-----	-------	------	-----	-------	-----	-------	-----	----

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

我们在以下假设条件下对公司业绩做简单的影响测算。

- ✓ 假设公司原计划产量与上半年持平；
- ✓ 假设下半年计提折旧与上半年持平；
- ✓ 假设三费水平与上半年持平。

在 4 季度公司限产 150 万吨的情况下，综合考虑吨钢折旧和费用的增加，吨钢净利将会比满产情况下减少 50 元/吨。

表 3：产量受影响与不受影响情况下，吨钢净利的对比

日期	钢材产量	吨钢毛利	当期折旧	吨钢折旧	考虑折旧后吨钢毛利	当期费用	吨钢费用	吨钢净利
2005 上	979	400	14.68	150	400	14.25	146	160
2005 下	1,035	208	11.93	115	208	11.93	115	215
2006 上	1,073	312	12.39	116	312	13.66	127	121
2006 下	1,161	332	15.73	136	332	18.59	160	231
2007 上	1,255	370	15.51	124	370	17.65	141	160
2007 下	1,275	354	18.07	142	354	18.78	147	301
2008 上	1,311	465	16.82	128	465	22.51	172	208
2008 下	1,189	179	17.11	144	179	18.98	160	226
2009 上	1,231	169	15.82	129	169	19.44	158	4
2009 下	839	393	16.67	199	393	22.57	269	120
2010 上	1,232	284	20.17	164	284	26.74	217	59
2010 下 E1	1,232	200	20.17	164	200	26.74	217	-17
2010 下 E2	1,082	200	20.17	186	177	26.74	247	-70
2010 下 E1	1,232	250	20.17	164	250	26.74	217	33
2010 下 E2	1,082	250	20.17	186	227	26.74	247	-20
2010 下 E1	1,232	300	20.17	164	300	26.74	217	83
2010 下 E2	1,082	300	20.17	186	277	26.74	247	30
2010 下 E1	1,232	350	20.17	164	350	26.74	217	133
2010 下 E2	1,082	350	20.17	186	327	26.74	247	80
2010 下 E1	1,232	400	20.17	164	400	26.74	217	183
2010 下 E2	1,082	400	20.17	186	377	26.74	247	130

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

进一步进行敏感性分析后发现，因为限产导致的成本上升进而对 EPS 造成的负面影响，将会随着毛利的提升而提升。综合来看，由于公司 3 季度盈利将会受到钢价下跌的影响，因此预计此次限产对公司的业绩影响约在 0.04-0.05 元左右。

表 4：下半年业绩可能受到的影响进行敏感性测试

敏感性测算	产量		总股本	68.77	EPS
吨钢毛利	1,082	1,232	1,082	1,232	差值
200	-5.09	-1.84	-0.07	-0.03	0.04
250	0.32	3.57	0.00	0.05	0.05
300	5.73	10.23	0.08	0.15	0.07

320	7.90	12.69	0.11	0.18	0.07
350	11.14	16.39	0.16	0.24	0.08
380	14.39	20.08	0.21	0.29	0.08
400	16.55	22.55	0.24	0.33	0.09

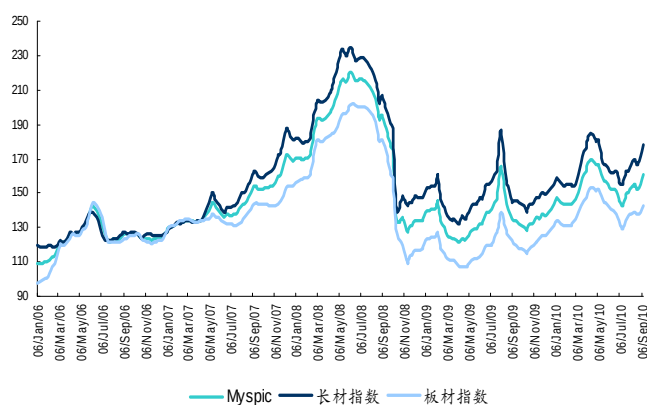
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 1：矿石价格有所下滑



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 2：钢价近期有所上涨



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第三，维持“中性”评级

因为我们的测算仅考虑公司自身的情况，而并没有考虑行业因为限产所导致的钢价上涨，因此，我们依然维持前期的盈利预测，预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.18 元和 0.27 元，维持“中性”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)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	87186	121096	135116	156423	货币资金	11789	12110	13512	15642
营业成本	81807	113327	126053	145489	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5379	7769	9062	10934	应收账款	715	873	974	1128
% 营业收入	6.2%	6.4%	6.7%	7.0%	存货	19039	26325	29281	33795
营业税金及附加	205	285	318	368	预付账款	4865	6783	7544	8707
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	372	521	582	673
销售费用	499	727	811	939	流动资产合计	47152	61022	67971	78560
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2522	3512	3918	4536	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	长期股权投资	1610	1610	1610	1610
财务费用	1180	1459	1309	1193	投资性房地产	13	13	13	13
% 营业收入	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	固定资产合计	53444	51606	49617	47594
资产减值损失	-8	33	21	33	无形资产	317	301	286	272
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	189	0	0	0	递延所得税资产	174	8	5	8
营业利润	1170	1753	2685	3866	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	1.3%	1.4%	2.0%	2.5%	资产总计	102734	114585	119527	128081
营业外收支	-63	0	0	0	短期贷款	23319	19156	16763	14282
利润总额	1107	1753	2685	3866	应付款项	22194	30695	34141	39405
% 营业收入	1.3%	1.4%	2.0%	2.5%	预收账款	10803	15016	16754	19396
所得税费用	103	438	671	966	应付职工薪酬	431	565	629	726
净利润	1004	1314	2014	2899	应交税费	-1187	29	40	53
归属于母公司所有者的净利润	944.2	1219.8	1868.7	2690.4	其他流动负债	2232	3049	3392	3915
少数股东损益	60	95	145	209	流动负债合计	57791	68510	71719	77778
EPS (元/股)	0.14	0.18	0.27	0.39	长期借款	9939	9939	9939	9939
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	0	0	0	0
经营活动现金流净额	4172	7736	7135	8073	其他非流动负债	4920	4920	4920	4920
取得投资收益	104	0	0	0	负债合计	72649	83369	86578	92637
收回现金					归属于母公司	28617	29654	31242	33529
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	1467	1562	1707	1916
固定资产投资	-9205	-1611	-1751	-1864	股东权益	30084	31216	32949	35445
其他	282	0	0	0	负债及股东权益	102734	114585	119527	128081
投资活动现金流净额	-8923	-1611	-1751	-1864	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	54	0	0	0	EPS	0.137	0.177	0.272	0.391
银行贷款增加 (减少)	8018	-4162	-2393	-2482	BVPS	4.16	4.31	4.54	4.88
筹资成本	1546	-1642	-1589	-1596	PE	29.35	22.72	14.83	10.30
其他	-3200	0	0	0	PEG	0.70	0.54	0.36	0.25
筹资活动现金流净额	6418	-5805	-3982	-4078	PB	0.97	0.93	0.89	0.83
现金净流量	1666	321	1402	2131	EV/EBITDA	8.79	6.69	5.28	4.05
					ROE	3.3%	4.1%	6.0%	8.0%

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
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： 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。