

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

4 季度有望微利，未来增长可期

事件描述

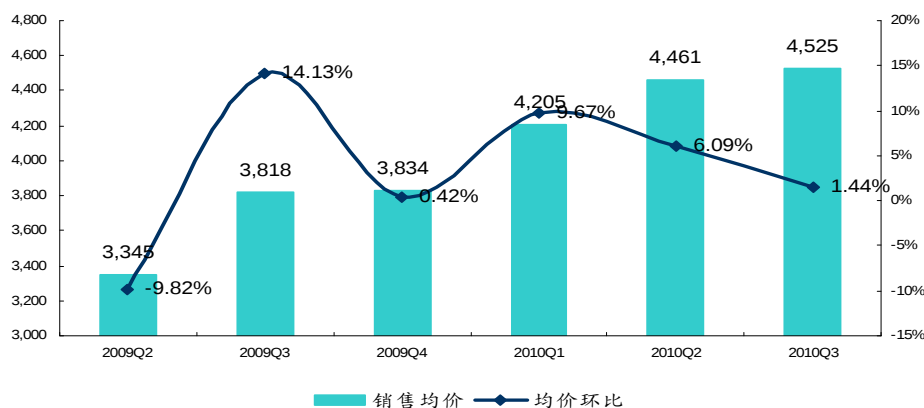
我们于 11 日走访了鞍钢股份，并与公司管理层进行了深入的交流。

事件评论

第一，3 季度销售均价环比不降反升源于品种结构调整及滞后结算的销售模式

从公司公布的 3 季报数据来看，公司 3 季度吨钢平均售价约为 4525 元/吨，环比 2 季度的 4461 元/吨上涨 1.44%。

图 1：3 季度平均售价环比 2 季度小幅上涨



资料来源：Wind，钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

而公司的产品出厂价与国内其他大钢厂一样，都经历了 7、8 月下降 9 月小幅回升的过程。以热轧为例，公司出厂价 7 月下降 400 元/吨，8 月下降 350 元/吨，9 月回升 350 元/吨，综合来看公司 3 季度均价环比理应下降。

表 1：公司出厂价 7、8 月下调，9 月份上调

产 品	热轧	冷轧	镀锌	无取向	中板	厚板	彩涂
规 格	3.1mmSPHC	SPCC1.0mm1250	St01Z 1.0mm	50AW800	20mmQ235	50mmQ235	TDX51D+Z0.5mm
200903	3360	3870	4180				5700
200904	2850	3520	3880				5300
200905	2590	3270	3630		2560	2670	4900
200906	2950	3620	3930		2860	2930	4850

200907	3200	3970	4230		2960	2980	5200
200908	3700	4470	4680		3200	3220	5400
200909	3700	4720	4830		3500	3520	5600
200910	3250	4240	4350	5770	3020	3040	5300
200911	2950	3940	4050	5320	2870		5100
200912	3250	4340	4450	5520	3070		5400
201001	3450	4940	4850	6170	3220		5800
201002	3650	5040	4850	6220	3450		5800
201003	3650	5140	4750	6220	3450	3470	5700
201006	4210	5340	5250	6920	4200	4220	6250
201007	3810	4640	4750	6920	3770	3770	5950
201008	3460	4190	4400	6220	3470	3470	5750
201009	3810	4540	4800	7220	3800	3800	5950
201010	3910	4640	5000	7600	3850	3850	6100
201011	3910	4640	5000		3850	3850	6100

资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

公司 3 季度销售均价环比不降反升的主要原因在于：

- ✓ 公司适当加大了相对更具有防御性的高端品种钢材比例；
- ✓ 非大类的某些品种价格在 3 季度可能依然维持了平稳，如重轨等；
- ✓ 公司与贸易商及直供客户之间的 3 季度部分结算补偿款并未在 3 季度发生，可能将体现在 4 季度。

第二，重轨、无取向与冷轧盈利较好，期待低盈利品种恢复

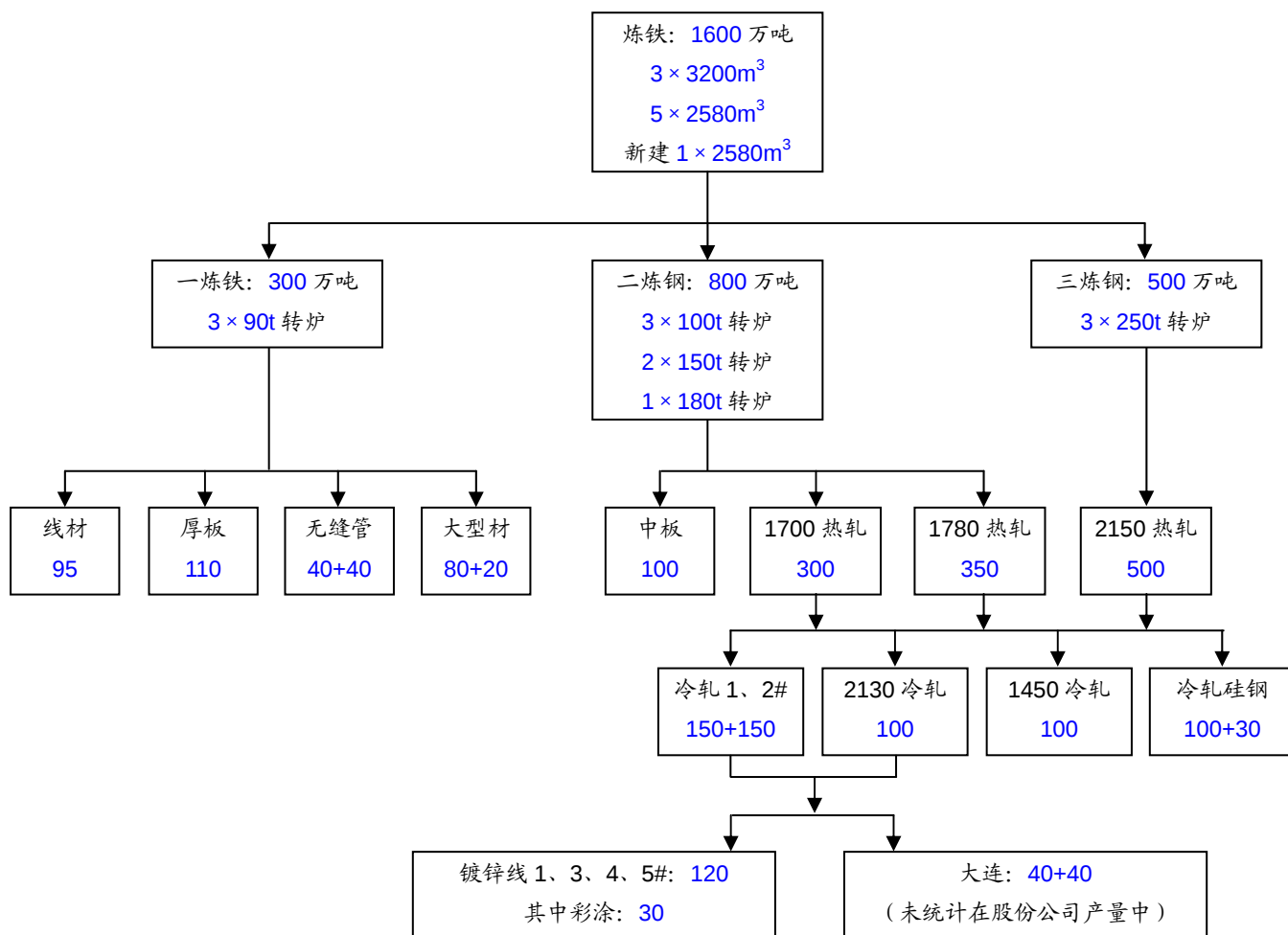
分产品盈利能力来看，重轨、无取向与冷轧是当前盈利最好的品种，热轧维持盈亏平衡，宽厚板处于亏损状态。

- ✓ 重轨因其大部分被铁道部采购的特点，使得其产品价格相对稳定；
- ✓ 无取向硅钢因为下游需求的原因，成为了 2010 年全年盈利最好的品种；
- ✓ 在整体表现不错的冷轧板中，总量约为 200 万吨的汽车板盈利相对更好。

2011 年公司盈利能力有望有所提升：

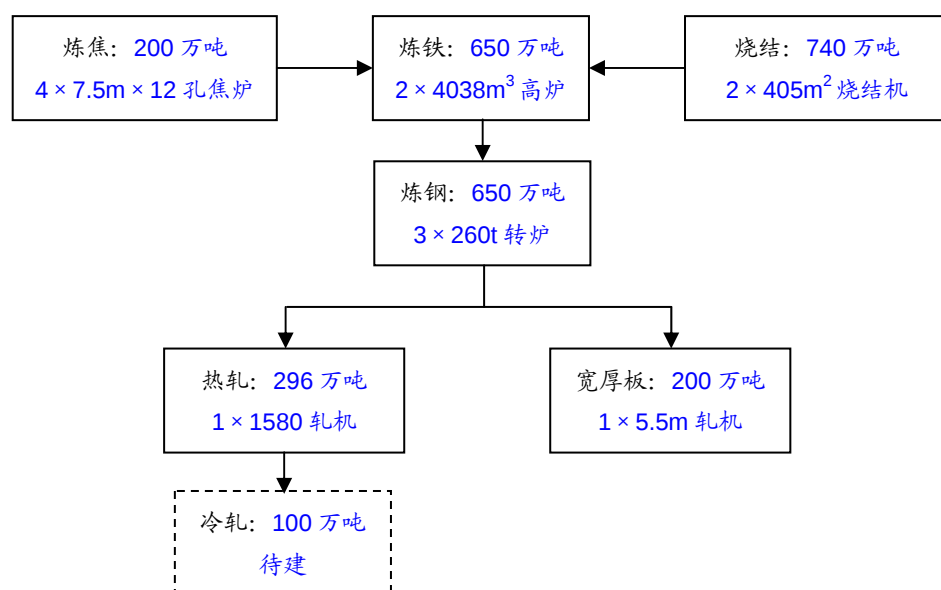
- ✓ 公司 30 万吨取向硅钢项目目前虽已试验成功，但尚无法批量生产，将来有可能成为公司贡献盈利的重要品种；
- ✓ 鲢鱼圈今年虽然产量释放情况良好，但投产初期盈利能力依然较差。长期随着品种结构的深化与生产工艺的成熟，盈利能力有望进一步提升；
- ✓ 总产量有望在 2010 年实现进一步增长，一方面来自本部现有产线的技术改造带来的产能自然增加，另一部分来自鲢鱼圈产量的继续释放。

图 2：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 3：鲅鱼圈产能统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，4 季度有望环比改善

由于公司矿石定价的特殊性，4 季度成本环比 3 季度将基本持平，在 4 季度出厂价上调的基础上，环比改善的概率较大。

根据公司的具体经营情况来估算，10 月公司仍可能维持微亏状态，但 11 月有望实现盈亏平衡，12 月即便假定出厂价维持不变也有望实现微利。综合来看 4 季度环比 3 季度改善的概率较大。

表 2：公司 4 季度有望环比改善

鞍钢股份 4 季度盈利预测	2010 年 2 季度			2010 年 3 季度			4 季度		
	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10
产量	157	167	177	170	184	174	180	180	180
营业收入		223.67			238.97		84.15	84.15	84.15
营业成本		184.46			223.47		76.49	76.56	76.56
吨钢收入		4,461			4,525		4,675	4,675	4,675
吨钢成本		3,679			4,231		4,250	4,253	4,254
吨钢毛利		782			293		425	422	421
净利润		16.02			-1.78		-0.64	-0.21	1.28
综合毛利率		17.53%			6.49%		9.10%	9.02%	9.01%
吨钢净利		320			-34		75	72	71
吨钢费用		461			327		350	350	350
价格增加							150	0	0
青岛港矿石价格定价基准							1156		
青岛港到港价格半年度涨幅							53.07%		
河北唐山现货矿均价	1358	1232	1169	1088	1228	1194	1283	1280	1280
现货矿月度环比涨幅	20.86%	-9.27%	-5.12%	-6.89%	12.87%	-2.78%	7.45%	0.00%	0.00%
长协矿占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
长协矿上涨幅度	100%	100%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
长协价格（美金）	126	126	126	126	126	126	126	126	126
长协价格变动带动成本增加	0	361	0	0	0	0	0	0	0
BDI 均值	3,043	3,838	3,088	1,910	2,432	2,719	2,693	3,000	3,000
二级冶金焦价格均值	1,935	1,983	1,984	1,874	1,855	1,900	1,909	1,910	1,910
成本变动	-25	148	19	90	45	-8	18	4	0
总股本		72.35		72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35
相应时期对应 EPS		0.222			-0.025		-0.01	0.00	0.02
累计 EPS		0.381			0.357		0.348	0.345	0.363

资料来源：Bloomberg，Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.36 元和 0.62 元，维持“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)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	70126	94902	105744	120960	货币资金	2242	9490	10574	12096
营业成本	63712	84105	91828	104715	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6414	10797	13915	16245	应收账款	1789	2379	2651	3032
% 营业收入	9.1%	11.4%	13.2%	13.4%	存货	10658	14015	15300	17448
营业税金及附加	183	248	276	316	预付账款	6212	8218	8972	10231
% 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	1424	1586	1814	流动资产合计	24297	38657	42573	48613
% 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	3986	4441	5080	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	1545	1328	961	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	61406	55625	49643
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	4	2	2
营业利润	3462	3581	6278	8065	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	3.8%	5.9%	6.7%	资产总计	100987	108564	106363	106102
营业外收支	54	0	0	0	短期贷款	21363	20108	12386	4025
利润总额	843	3581	6278	8065	应付款项	6827	9000	9826	11205
% 营业收入	1.2%	3.8%	5.9%	6.7%	预收账款	5942	8067	8988	10282
所得税费用	157	895	1570	2016	应付职工薪酬	326	419	458	522
净利润	686	2686	4709	6048	应交税费	-2296	-1143	-1845	-2332
归属于母公司所有者的净利润	727.0	2578.4	4520.3	5806.5	其他流动负债	3325	4374	4781	5453
少数股东损益	-41	107	188	242	流动负债合计	35487	40826	34594	29156
EPS (元/股)	0.10	0.36	0.62	0.80	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	11783	12270	13224	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	52467	46235	40797
收回现金					归属于母公司	52432	54624	58466	63401
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	1473	1662	1904
固定资产投资	-6847	-1349	-1457	-1510	股东权益	53798	56097	60128	65305
其他	1634	0	0	0	负债及股东权益	100987	108564	106363	106102
投资活动现金流净额	-5213	-1349	-1457	-1510	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	0.356	0.625	0.803
银行贷款增加 (减少)	3056	-1255	-7722	-8361	BVPS	7.25	7.55	8.08	8.76
筹资成本	3086	-1931	-2006	-1832	PE	94.64	26.68	15.22	11.85
其他	-6210	0	0	0	PEG	0.95	0.27	0.15	0.12
筹资活动现金流净额	-68	-3186	-9728	-10193	PB	1.31	1.26	1.18	1.09
现金净流量	-732	7248	1084	1522	EV/EBITDA	9.22	7.48	5.41	4.29
					ROE	1.4%	4.7%	7.7%	9.2%

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。