

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

执业证书编号: S0490510120022

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

4 季度业绩环比继续下滑, 2 月出厂价上调改善盈利

事件描述

鞍钢股份于 17 日发布了 2010 年业绩预告, 预计报告期内公司实现归属于母公司所有者净利润为 17 亿元~19 亿元, 同比增长 133.84%-161.35%, 据此推算 2010 年实现 EPS 约为 0.23 元~0.26 元, 其中前 3 季度公司实现 EPS 为 0.36 元, 4 季度预计实现-0.12 元~-0.09 元。

同日, 公司公布了 2011 年 2 月出厂价, 具体品种的调整情况如下:

热轧板卷: 普碳出厂价上调 300 元/吨, 低碳钢出厂价上调 300 元/吨; **冷轧板卷:** 出厂价上调 200 元/吨;

镀锌板: 出厂价上调 250 元/吨; **彩涂板:** 出厂价上调 250 元/吨; **中厚板:** 出厂价上调 300 元/吨;

硅钢: 牌号 35AW350 产品基价上调 150 元/吨, 牌号 50AW600 及 50AW470 (不含 50AW470) 以上牌号 (含 0.35 系列、50A-NF1) 产品基价上调 100 元/吨, 其他牌号产品基价上调 50 元/吨;

线材: 低碳钢、热轧带肋钢筋、热轧光圆钢筋、低碳钢出厂价上调 170 元/吨, 但规格组距及价差有所调整。

事件评论

第一, 补贴增加、费用上升以及可能的售价下降是 4 季度业绩环比大幅下滑的主要原因

公司公告, 4 季度公司预计实现 EPS 约为-0.12 元~-0.09 元, 环比 3 季度的-0.03 元大幅下滑。

从公司产量情况来看, 10、11 两个月份的月度产量环比 9 月份低点均有一定程度的恢复。

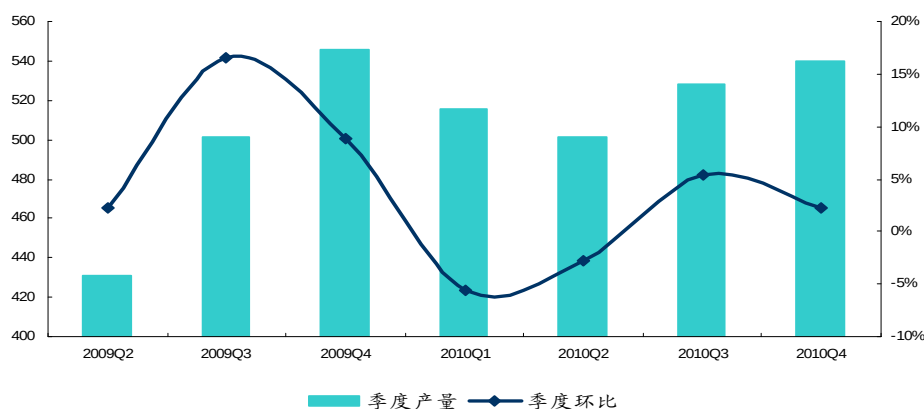
图 1: 10、11 月度产量环比 9 月份低点均有所恢复



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

如果假定 12 月份公司产量维持 11 月水平不变，则 4 季度产量环比 3 季度反而略有增长。

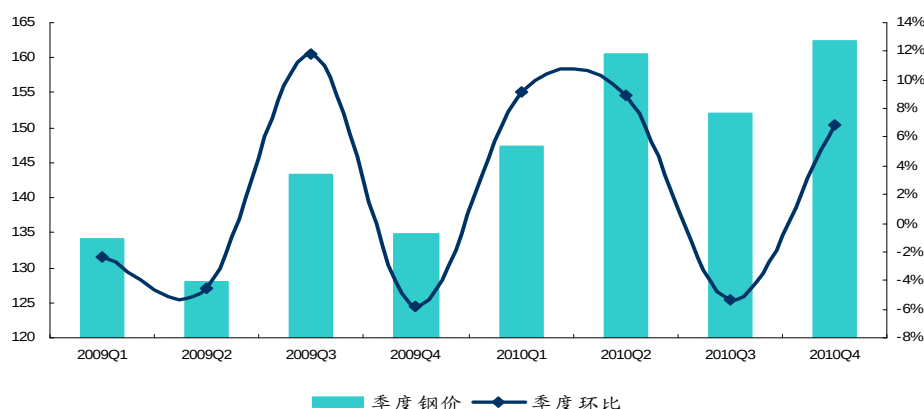
图 2：4 季度产量环比 3 季度可能有一定增长



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

而从国内市场均价来看，4 季度环比 3 季度也出现一定程度的恢复。从公司公布的大类产品出厂价来看，4 季度环比 3 季度也有了一定幅度的提高。

图 3：4 季度国内市场均价环比 3 季度反而有一定增长



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 1：4 季度公司主要产品出厂价环比 3 季度略有提高

鞍钢出厂价	热轧		冷轧	镀锌板	中板	彩涂
产品规格	5.5mmQ235	3.1mmSPHC	SPCC1.0mm × 1250	St01Z 1.0mm	20mmQ235	TDX51D+Z0.5mm
Apr-09	2,730	2,850	3,520	3,880		5,300
May-09	2,470	2,590	3,270	3,630	2,560	4,900
Jun-09	2,830	2,950	3,620	3,930	2,860	4,850
季度均价	2,677	2,797	3,470	3,813	2,710	5,017
Jul-09	2,980	3,200	3,970	4,230	2,960	5,200
Aug-09	3,480	3,700	4,470	4,680	3,200	5,400
Sep-09	3,480	3,700	4,720	4,830	3,500	5,600
季度均价	3,313	3,533	4,387	4,580	3,220	5,400

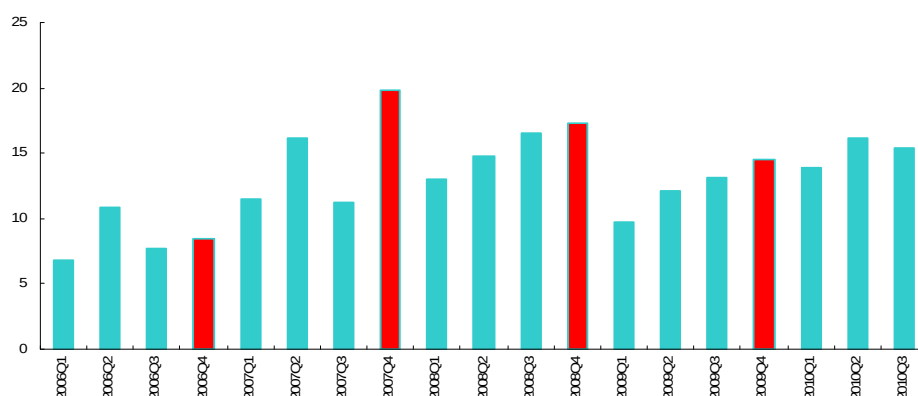
Oct-09	3,030	3,250	4,240	4,350	3,020	5,300
Nov-09	2,730	2,950	3,940	4,050	2,870	5,100
Dec-09	3,030	3,250	4,340	4,450	3,070	5,400
季度均价	2,930	3,150	4,173	4,283	2,987	5,267
Jan-10	3,230	3,450	4,940	4,850	3,220	5,800
Feb-10	3,430	3,650	5,040	4,850	3,450	5,800
Mar-10	3,430	3,650	5,140	4,750	3,450	5,700
季度均价	3,363	3,583	5,040	4,817	3,373	5,767
Jun-10	4,070	4,210	5,340	5,250	4,200	6,250
Jul-10	3,720	3,810	4,640	4,750	3,770	5,950
Aug-10	3,370	3,460	4,190	4,400	3,470	5,750
Sep-10	3,720	3,810	4,540	4,800	3,800	5,950
3 季度均价	3,603	3,693	4,457	4,650	3,680	5,883
Oct-10	3,820	3,910	4,640	5,000	3,850	6,100
Nov-10	3,820	3,910	4,640	5,000	3,850	6,100
Dec-10	3,620	3,710	4,490	4,900	3,900	6,000
4 季度均价	3,753	3,843	4,590	4,967	3,867	6,067
季度环比	4.16%	4.06%	2.99%	6.81%	5.07%	3.12%

资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

因此，我们判断 4 季度公司业绩大幅下降的主要理由有以下几点：

- ✓ 虽然公布的大类产品 4 季度出厂价环比 3 季度仍有一定幅度的增长，但实际销售均价可能并未达到这一水平；
- ✓ 公司与贸易商及直供客户之间的部分结算补贴款并未在 3 季度发生，而可能集中体现在了 4 季度；
- ✓ 临近年底，公司可能存在费用集中结算而导致 4 季度费用水平增加，而这一现象在过去几年的数据中也都有所体现；

图 4：4 季度公司费用水平可能有一定幅度的增长

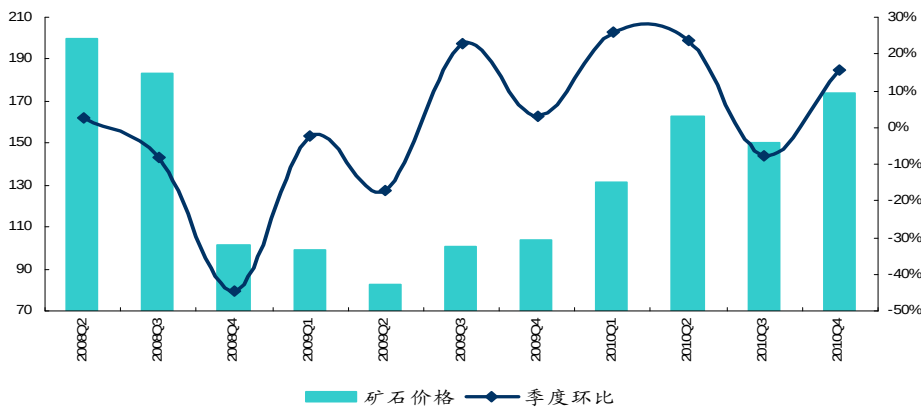


资料来源：Wind，长江证券研究部

- ✓ 成本水平也有了一定幅度的增加。

虽然公司本部所需矿石大部分由集团公司提供，且定价机制半年一变，但仍有部分原材料需要以现货价格从现货市场采购，4 季度成本的上升也是导致公司业绩环比大幅下滑的另一个原因。

图 5：4 季度矿石成本环比 3 季度上升

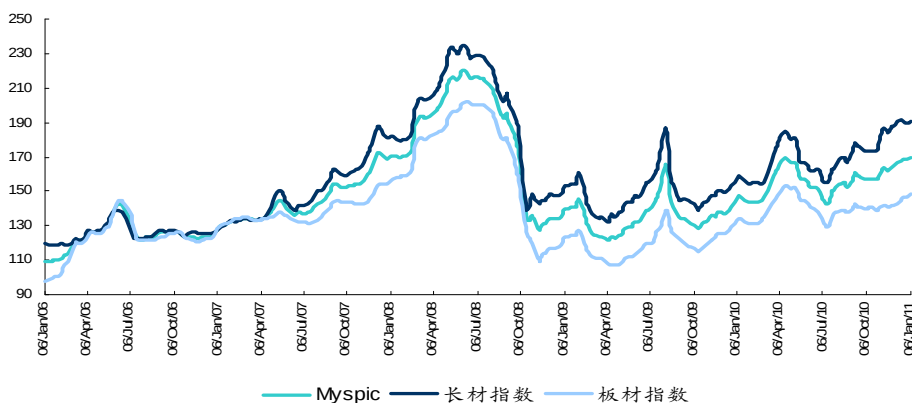


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第二，2 月份出厂价预期内上调，近期国内市场钢价上涨是主要原因

同日，公司上调了 2 月份期货出厂价，在宝钢、武钢相继宣布上调 2 月出厂价后，公司本次出厂价上调在预期之内，这也符合三大钢一贯根据近期现货市场价格来调整期货价格政策的做法。

图 6：近期国内市场价格上涨



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

不过从上调幅度来看，本轮调整鞍钢上调幅度均要大于宝钢与武钢，这一方面是由于公司产品出厂价相对偏低，另一方面从我们估算的盈利来看，公司 1 月很可能依然处于亏损状态，较低的盈利压力也是迫使公司大幅上调出厂价的另一个原因。

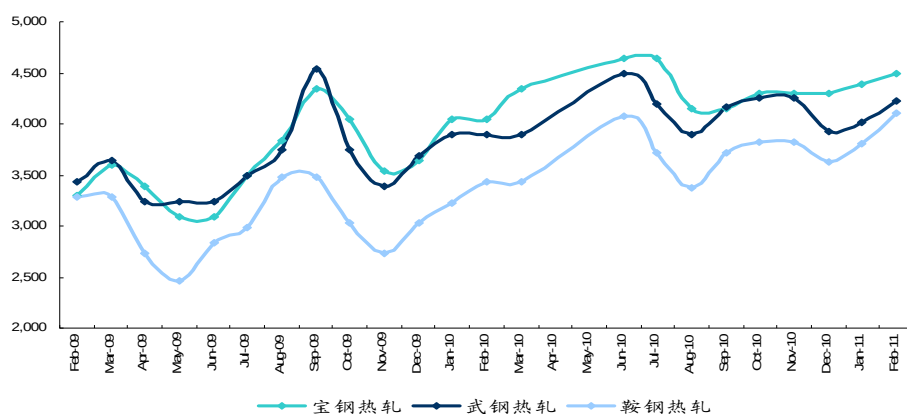
表 2：鞍钢 2 月份出厂价上调幅度要大于宝钢与武钢

日期	热轧			冷轧		
	宝钢	武钢	鞍钢	宝钢	武钢	鞍钢
Jun-10	4642	4500	4070	6026	6100	5340
Jul-10	4642	4200	3720	5526	5200	4640
Aug-10	4142	3900	3370	4926	4900	4190
Sep-10	4142	4160	3720	4926	5200	4540
Oct-10	4292	4260	3820	5036	5300	4640
Nov-10	4292	4260	3820	5036	5300	4640

Dec-10	4292	3920	3620	5036	4700	4490
Jan-11	4392	4020	3800	5236	4800	4690
Feb-11	4492	4220	4100	5336	4900	4890
涨价	100	200	300	100	100	200
涨幅	2.28%	4.98%	7.89%	1.91%	2.08%	4.26%

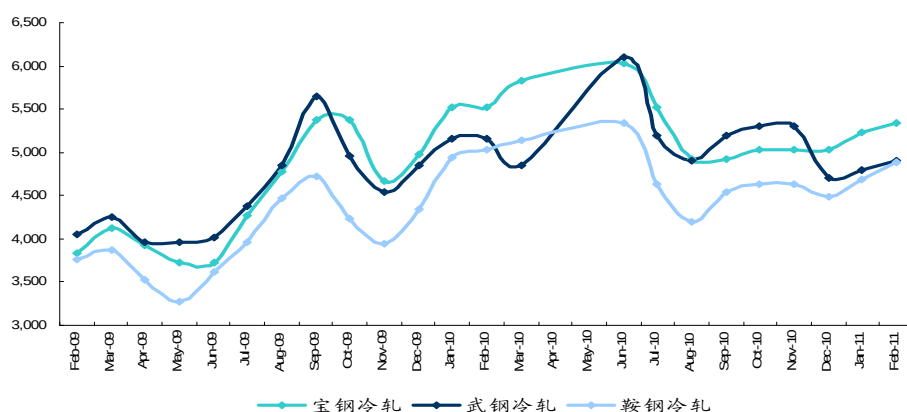
资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

图 7：三大钢热轧产品出厂价走势基本一致



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

图 8：三大钢冷轧产品出厂价走势也基本一致



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

第三，2月出厂价上调后，单月估算盈利有望扭亏为盈

公司本部所用的矿石半年签订一次，通过青岛港矿石港口价格来看，2010年下半年矿石均价环比上半年有约 2.52% 的涨幅。

鲛鱼圈所采用的长协矿价格暂时还未最后确定，考虑到公司约 1-2 个月的矿石库存，我们暂不考虑长协价调整带来的影响。

经过估算，在 2 月份出厂价大幅上调后，单月盈利有望扭亏为盈。简单估算可得 1 月份有望实现-0.02 元，2 月份实现 0.06 元。当然我们考虑的因素较为简单，与实际经营情况难免存在一定出入，不过在 2 月份出厂价上调幅度较大的基础上，业绩环比改善的预期还是比较明确的。

表 3：2 月份出厂价上调后，单月估算盈利有望扭亏为盈

鞍钢股份 2011 年盈利预测	2010 年 3 季度			2010 年 4 季度			2011 年 1 季度	
	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11	Feb-11
产量	170	184	174	178	181	181	185	175
营业收入		238.97		82.33	82.83	79.19	84.64	85.31
营业成本		223.47		75.65	77.01	77.09	79.48	75.19
吨钢收入		4,525		4,625	4,575	4,375	4,575	4,875
吨钢成本		4,231		4,250	4,253	4,259	4,296	4,297
吨钢毛利		293		375	322	116	279	578
净利润		-1.78		-1.55	-2.01	-4.24	-1.32	4.00
综合毛利率		6.49%		8.11%	7.03%	2.64%	6.09%	11.86%
吨钢净利		-34		25	-28	-234	-71	228
吨钢费用		327		350	350	350	350	350
价格增加				100	-50	-200	200	300
青岛港矿石价格定价基准				1,156			1,185	
青岛港到港价格半年度涨幅				53.07%			2.52%	
河北唐山现货矿均价	1088	1228	1194	1283	1338	1389	1420	1450
现货矿月度环比涨幅	-6.89%	12.87%	-2.78%	7.45%	4.29%	3.82%	2.22%	2.11%
长协矿占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
长协矿上涨幅度	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
长协价格（美金）	126	126	126	126	126	126		
长协价格变动带动成本增加	0	0	0	0	0	0		
BDI 均值	1,910	2,432	2,719	2,693	2,321	2,031	1,600	1,800
二级冶金焦价格均值	1,874	1,855	1,900	1,909	1,924	1,929	1,930	1,950
成本变动	90	45	-8	18	4	6	37	0
总股本	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35
相应时期对应 EPS		-0.02		-0.02	-0.03	-0.06	-0.02	0.06
累计 EPS		0.36		0.34	0.31	0.25	-0.02	0.04

资料来源：Bloomberg，Wind，CEIC，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 0.25 元和 0.50 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	93742	104443	119472	货币资金	2242	9374	10444	11947
营业成本	63712	84105	91828	104216	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6414	9637	12615	15257	应收账款	1789	2350	2618	2995
% 营业收入	9.1%	10.3%	12.1%	12.8%	存货	10658	14015	15301	17365
营业税金及附加	183	245	273	312	预付账款	6212	8218	8972	10183
% 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	1406	1567	1792	流动资产合计	24297	38457	42349	48224
% 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	3937	4387	5018	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	1552	1359	1023	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.7%	1.3%	0.9%	固定资产合计	66727	61394	55602	49607
资产减值损失	-1990	13	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	2484	5024	7103	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	2.6%	4.8%	5.9%	资产总计	100987	108352	106115	105677
营业外收支	54	0	0	0	短期贷款	21363	20426	13445	5694
利润总额	843	2484	5024	7103	应付款项	6827	9001	9827	11152
% 营业收入	1.2%	2.6%	4.8%	5.9%	预收账款	5942	7968	8878	10155
所得税费用	157	621	1256	1776	应付职工薪酬	326	419	458	520
净利润	686	1863	3768	5327	应交税费	-2296	-866	-1528	-2088
归属于母公司所有者的净利润	727.0	1788.1	3617.1	5114.2	其他流动负债	3325	4371	4778	5425
少数股东损益	-41	75	151	213	流动负债合计	35487	41319	35857	30858
EPS (元/股)	0.10	0.25	0.50	0.71	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	11227	11397	12539	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	52960	47498	42499
收回现金					归属于母公司	52432	53952	57026	61374
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	1441	1591	1804
固定资产投资	-6847	-1337	-1444	-1495	股东权益	53798	55392	58618	63178
其他	1634	0	0	0	负债及股东权益	100987	108352	106115	105677
投资活动现金流净额	-5213	-1337	-1444	-1495	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	0.247	0.500	0.707
银行贷款增加 (减少)	3056	-937	-6980	-7751	BVPS	7.25	7.46	7.88	8.48
筹资成本	3086	-1820	-1902	-1790	PE	76.43	31.07	15.36	10.86
其他	-6210	0	0	0	PEG	0.83	0.34	0.17	0.12
筹资活动现金流净额	-68	-2758	-8882	-9541	PB	1.06	1.03	0.97	0.91
现金净流量	-732	7132	1070	1503	EV/EBITDA	7.99	7.06	5.02	3.82
					ROE	1.4%	3.3%	6.3%	8.3%

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。

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。