

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

2 季度维持微利，产量提升及前期资产减值减轻负担

事件描述

鞍钢股份今日发布 2011 年上半年业绩预告，预计报告期内公司实现归属于上市公司股东净利润 2.20 亿元，同比下降约 92%。

事件评论

第一，2 季度净利润环比小幅增长，成本上升售价下降，毛利环比下降概率较大

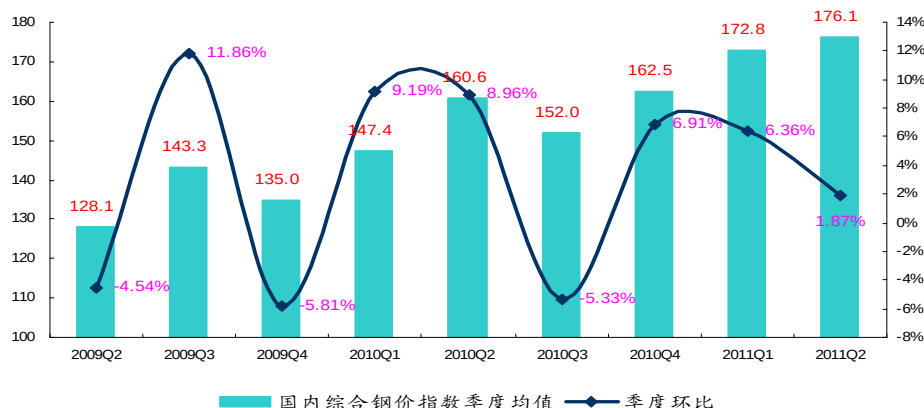
上半年公司预计可实现归属上市公司股东净利润 2.20 亿元，同比下降 92%；对应 2 季度 EPS 约为 0.02 元，1 季度 EPS 为 0.01 元。

表 1：2 季度净利润环比增加

2011 年 1~6 月业绩预测		上半年净利润合计 2.20 亿元
2010Q1		11.48
2010Q2		16.02
2010Z		27.50
2011Z 同比		-92.00%
2011Q1		0.71
2011Q2		1.49
2011Q2 同比		-90.70%
2011Q2 环比		109.86%
最新股本		72.35
2011Q1EPS		0.01
2011Q2EPS		0.02

资料来源：公司资料，长江证券研究部

从 2 季度钢价水平来看，国内钢价综合指数季度均值环比 1 季度有小幅的增长。不过从公司主要产品 2 季度出厂价的情况来看，热轧、冷轧等环比都还有小幅的下降，仅镀锌、中板、厚板与彩涂有了小幅增长。这主要是由于公司出厂价调整滞后所致。

图 1：2 季度国内市场钢价综合指数均值环比基本持平


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 2：2 季度公司主要产品出厂价均价环比 1 季度还略有下降

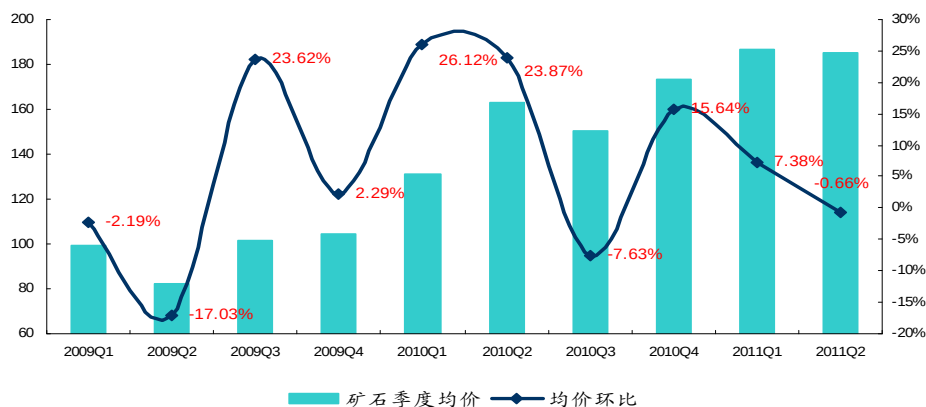
产品规格	热轧		冷轧	镀锌	中板	厚板	彩涂
	5.5mmQ235	3.1mmSPHC	SPCC1.0mm × 1250	St01Z1.0mm	20mmQ235	50mmQ235	TDX51D+Z0.5mm
Mar-10	3,430	3,650	5,140	4,750	3,450	3,470	5,700
Jun-10	4,070	4,210	5,340	5,250	4,200	4,220	6,250
Jul-10	3,720	3,810	4,640	4,750	3,770	3,770	5,950
Aug-10	3,370	3,460	4,190	4,400	3,470	3,470	5,750
Sep-10	3,720	3,810	4,540	4,800	3,800	3,800	5,950
季度均值	3,603	3,693	4,457	4,650	3,680	3,680	5,883
Oct-10	3,820	3,910	4,640	5,000	3,850	3,850	6,100
Nov-10	3,820	3,910	4,640	5,000	3,850	3,850	6,100
Dec-10	3,620	3,710	4,490	4,900	3,900	3,900	6,000
季度均值	3,753	3,843	4,590	4,967	3,867	3,867	6,067
Jan-11	3,800	3,910	4,690	5,050	4,100	4,100	6,150
Feb-11	4,100	4,210	4,890	5,300	4,400	4,400	6,400
Mar-11	4,470	4,560	5,150	5,600	4,750	4,750	6,700
季度均值	4,123	4,227	4,910	5,317	4,417	4,417	6,417
Apr-11	4,200	4,290	5,150	5,600	4,600	4,600	6,700
May-11	4,000	4,090	4,670	5,250	4,450	4,450	6,400
Jun-11	4,150	4,200	4,670	5,250	4,450	4,450	6,400
季度均值	4,117	4,193	4,830	5,367	4,500	4,500	6,500
季度环比	-0.16%	-0.79%	-1.63%	0.94%	1.89%	1.89%	1.30%
Jul-11	4,070	4,100	4,570	5,250	4,450	4,450	6,400

资料来源：公司资料，长江证券研究部

在出厂价下降的同时，2 季度公司成本压力应该会出现一定的增加。本部所需矿石大部分采购自集团公司且定价模式半年一变，该部分矿石 2 季度并不存在价格调整的问题，但鲅鱼圈所需矿石全部来自进口长协矿，2 季度长协矿环比 1 季度有一定幅度的上涨。

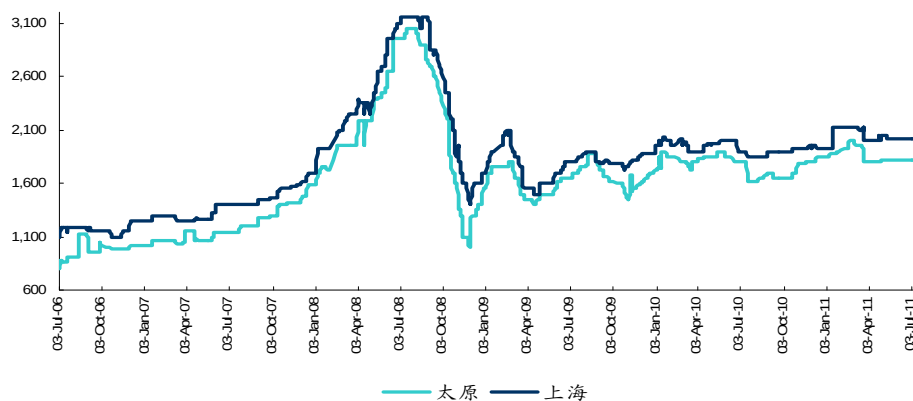
因此，虽然矿石现货价与二级冶金焦价格在 2 季度均有小幅的下降，但综合考虑来看，公司 2 季度成本上升的概率依然较大，至少不会大幅下降，进而弥补钢价的下跌所带来的负面影响。

图 2：2 季度矿石价格指数均值环比 1 季度有小幅的下降



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 3：2 季度二级冶金焦价格环比有一定幅度的下降



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

因此，在 2 季度成本压力增加且出厂价还有所下调的情况下，净利润水平的环比增长可能有以下几个可能：

✓ 2 季度产量水平逐步恢复，季度产量环比有一定幅度的增加；

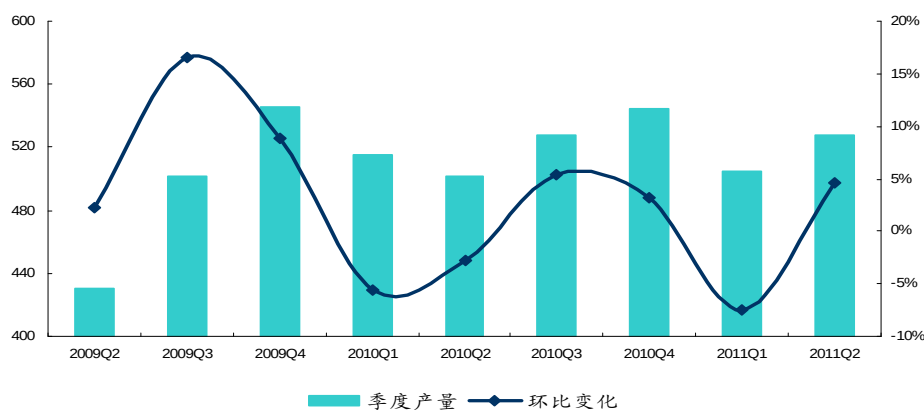
因高炉炉况不稳，2 月份公司产量出现了较大幅度的下滑，随着影响因素的消除，2 季度单月份产量持续恢复。4 月份公司实现产量 163.43 万吨，5 月份恢复至 182.12 万吨，即便假定 6 月份产量环比维持不变，则 2 季度产量环比 1 季度可能也有约 5% 左右的增幅。

图 4：公司 4、5 月产量有所回升



资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

图 5：公司 2 季度产量小幅上升



资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

✓ 2 季度公司费用水平环比可能有一定幅度的下降；

公司 2 季度费用水平环比可能会有一定幅度的下降，不过从过去几年数据来看，历年 2 季度三项费用总额环比均增加且波动幅度不大。因此，在企业正常平稳运行的情况下，控制费用的空间可能不会很大。

图 6：公司 2 季度费用水平环比可能有一定幅度的下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 资产减值损失使得公司 2 季度负担减轻;

公司在去年与今年 1 季度均计提了一定额度的资产减值损失, 当前环境下存在转销和转回的可能, 进而减轻公司的成本压力。

表 3: 鞍钢股份利润表统计, 1 季度毛利率小幅回升, 实现微利

鞍钢股份利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	156.33	144.09	191.82	209.02	216.73	223.67	238.97	244.94	225.95
毛利率	-3.67%	11.33%	16.51%	10.47%	13.55%	17.53%	6.49%	5.43%	7.41%
主营利润	-5.73	16.33	31.66	21.88	29.37	39.21	15.50	13.29	16.75
三项费用率	6.18%	8.38%	6.87%	6.96%	6.44%	7.23%	6.46%	7.17%	6.78%
销售费用	1.82	2.52	2.75	3.72	3.57	4.10	4.44	4.11	3.36
管理费用	6.19	7.99	8.15	7.29	7.50	9.27	7.98	9.66	7.84
财务费用	1.65	1.56	2.28	3.53	2.88	2.81	3.02	3.78	4.13
期间费用	9.66	12.07	13.18	14.54	13.95	16.18	15.44	17.55	15.33
营业税金及附加	0.39	0.33	0.58	0.53	0.74	0.58	0.73	0.80	0.11
资产减值损失	-15.72	21.84	0.23	0.48	1.24	2.61	3.47	5.66	2.14
营业利润	-0.23	-17.88	19.06	6.94	14.61	21.21	-3.54	-9.75	0.39
利润总额	0.14	-17.69	19.04	6.94	15.04	20.87	-3.40	-8.93	0.48
所得税费用	0.06	-1.98	0.11	3.38	3.52	4.80	-1.11	-3.13	0.01
归属于母公司净利润	0.08	-15.71	18.93	3.97	11.48	16.02	-1.78	-5.33	0.71
净利率	0.05%	-10.90%	9.88%	1.70%	5.32%	7.18%	-0.96%	-2.18%	0.31%
存货	92.54	91.17	109.80	106.58	118.55	136.24	129.91	131.34	144.89
最新股本	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35
每股收益	0.00	-0.22	0.26	0.05	0.16	0.22	-0.02	-0.07	0.01

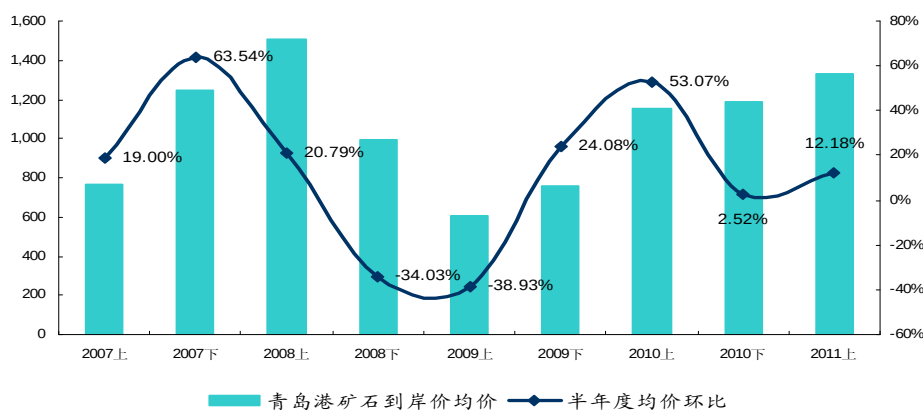
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第二, 下半年成本压力依然较重, 期待行业复苏

由于公司本部所需矿石以关联交易的模式采购自集团公司, 定价模式为参考上一个半年度矿石港口到岸价的均价再给予 5% 的折扣。

从青岛港矿石港口到岸价的均价来看, 下半年矿石关联交易的定价基准环比上半年可能还有约 10% 以上的涨幅, 成本压力依然较重。

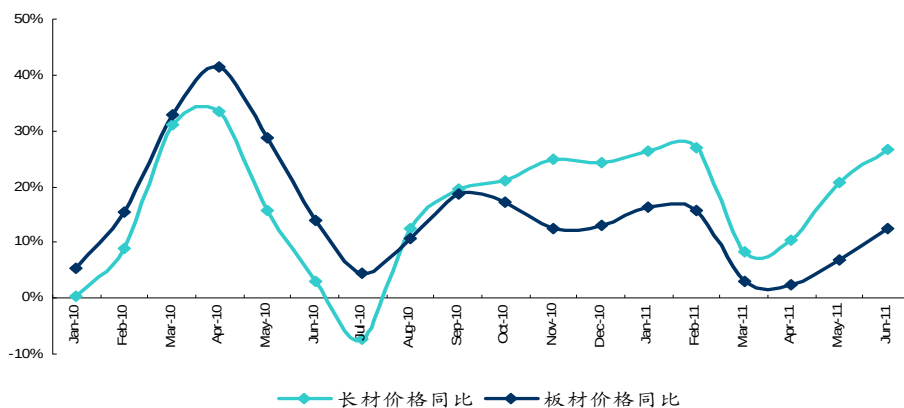
图 7: 下半年公司与集团公司间矿石定价基准可能继续上升



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而在制造业需求端面临较大压力，板材表现明显弱于长材的情况下，公司以板材为主的产品结构盈利能力的提升仍将受到较大幅度的考验。

图 8：板材表现弱于长材



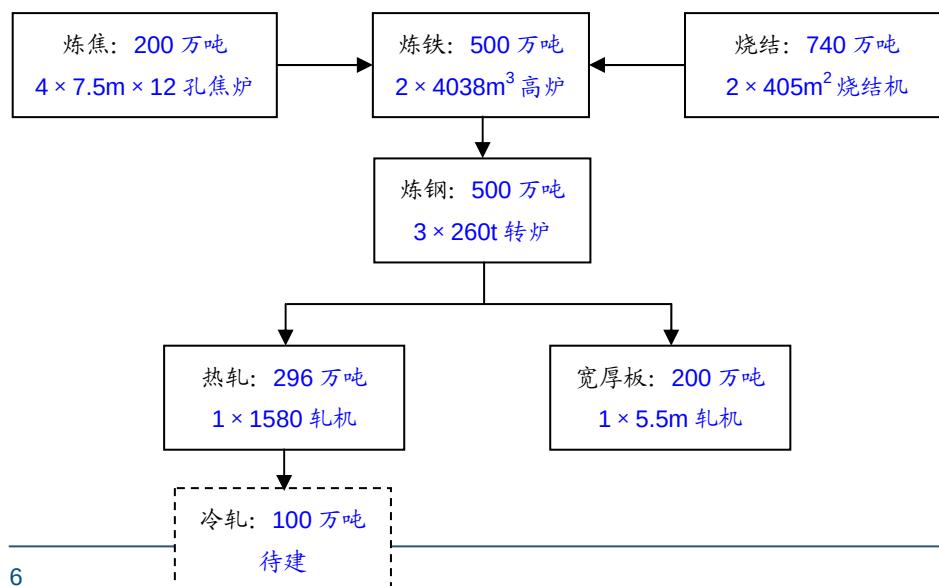
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 9：制造业需求仍面临较大压力，PMI 指数持续下降



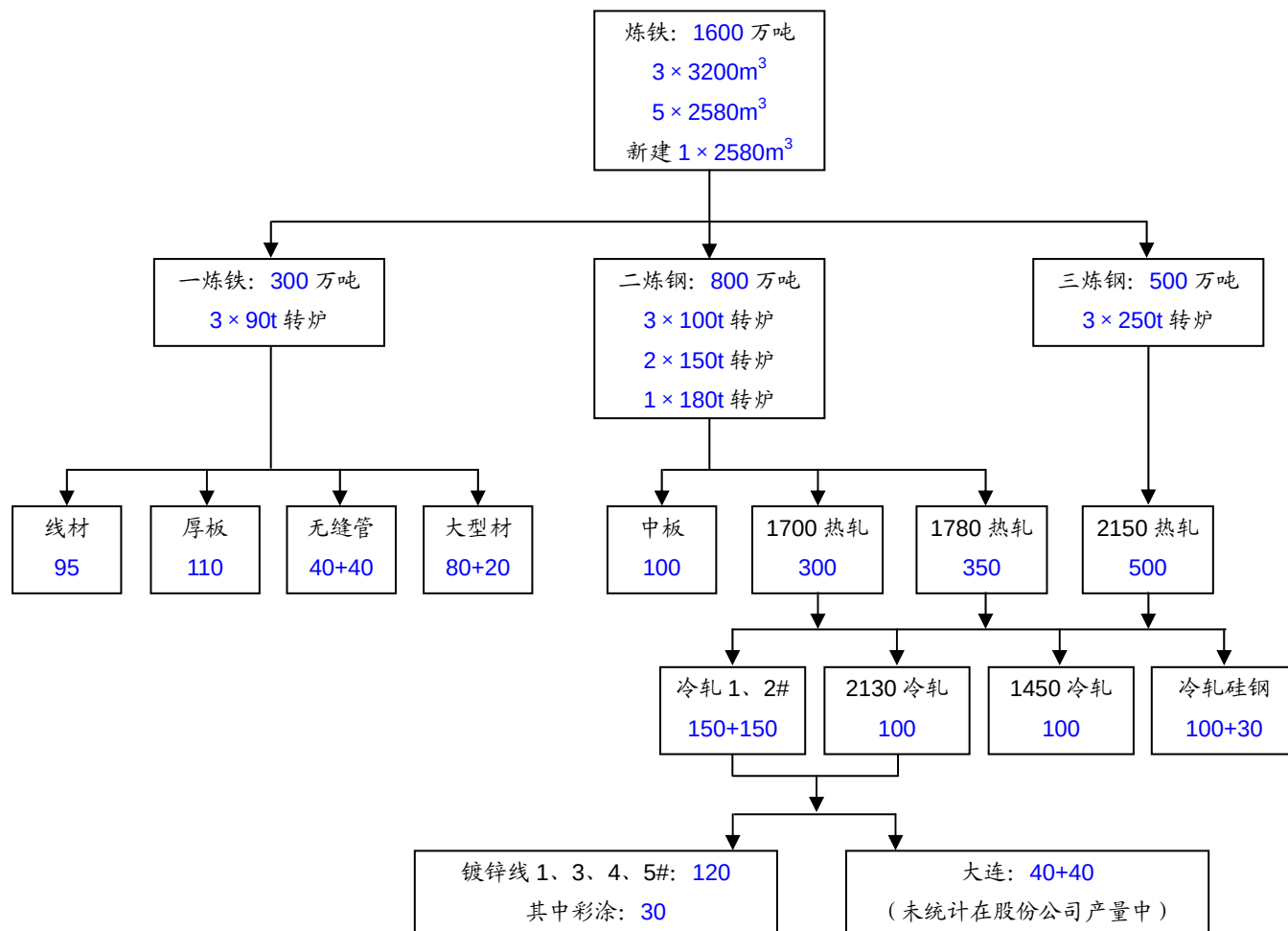
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：鲢鱼圈拥有 500 万吨产能，产品结构为热轧与中厚板



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 11：公司本部的生产线情况统计，产品结构以板材为主



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，维持“谨慎推荐”评级

虽然公司短期盈利能力面临一定的压力，但考虑到下半年行业复苏的不确定性，我们仍维持之前的盈利预测。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.43 元，维持“谨慎推荐”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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	92431	101380	103070	104180	货币资金	3651	10138	10307	10418
营业成本	82694	91379	91752	91778	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9737	10001	11318	12402	应收账款	2076	9513	9672	9776
% 营业收入	10.5%	9.9%	11.0%	11.9%	存货	13134	14471	14529	14533
营业税金及附加	285	313	318	321	预付账款	8380	9289	9326	9329
% 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	1622	1825	1855	1875	流动资产合计	30944	47466	47957	48222
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	可供出售金融资产	179	179	179	179
管理费用	3441	3751	3814	3855	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	长期股权投资	1986	1986	1986	1986
财务费用	1249	1481	1344	924	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.5%	1.3%	0.9%	固定资产合计	63591	57768	51641	45250
资产减值损失	515	0	0	0	无形资产	6967	6619	6288	5973
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	411	0	0	0	递延所得税资产	1447	0	0	0
营业利润	3036	2631	3987	5427	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	2.6%	3.9%	5.2%	资产总计	105114	114018	108051	101611
营业外收支	105	0	0	0	短期贷款	16356	19495	10806	841
利润总额	2358	2631	3987	5427	应付款项	9562	10538	10580	10583
% 营业收入	2.6%	2.6%	3.9%	5.2%	预收账款	6157	6792	6906	6980
所得税费用	408	658	997	1357	应付职工薪酬	322	364	366	366
净利润	1950	1973	2990	4070	应交税费	-1836	39	53	67
归属于母公司所有者					其他流动负债	5839	6475	6506	6511
的净利润	2039.0	2073.3	3141.8	4276.5	流动负债合计	36400	43703	35216	25348
少数股东损益	-89	-100	-152	-206	长期借款	12717	12717	12717	12717
EPS (元/股)	0.28	0.29	0.43	0.59	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	61	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	591	591	591	591
经营活动现金流净额	9026	6555	12104	12984	负债合计	49769	57011	48524	38656
取得投资收益	93	0	0	0	归属于母公司	54068	55830	58501	62136
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1277	1177	1026	819
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	55345	57007	59526	62955
固定资产投资	-4905	-1414	-1431	-1342	负债及股东权益	105114	114018	108051	101611
其他	155	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4750	-1414	-1431	-1342		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.282	0.287	0.434	0.591
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.47	7.72	8.09	8.59
银行贷款增加 (减少)	-812	3139	-8688	-9965	PE	24.41	24.01	15.84	11.64
筹资成本	1985	-1792	-1816	-1566	PEG	0.87	0.86	0.57	0.42
其他	-4040	0	0	0	PB	0.92	0.89	0.85	0.80
筹资活动现金流净额	-2867	1346	-10504	-11531	EV/EBITDA	6.56	6.14	4.76	3.68
现金净流量	1409	6487	169	111	ROE	3.8%	3.7%	5.4%	6.9%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。