

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

10 月出厂价小幅上调但低于预期，业绩继续维持低位

事件描述

鞍钢股份今日公布了 2011 年 10 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

热轧板卷：普碳钢出厂价格仅对小于 2.3mm 和厚度大于 10mm 小于 16mm 规格热卷下调 30 元/吨，其他规格均维持稳定。其中针对东北区域增加优惠 90 元/吨（运补 30 元/吨，9 月 30 日前全款优惠 60 元/吨）；

冷轧板卷：出厂价格上调 30 元/吨；

轧硬产品、镀锌板卷、彩涂板卷、中厚板、硅钢：出厂价维持稳定；

热轧酸洗：出厂价上调 30 元/吨；

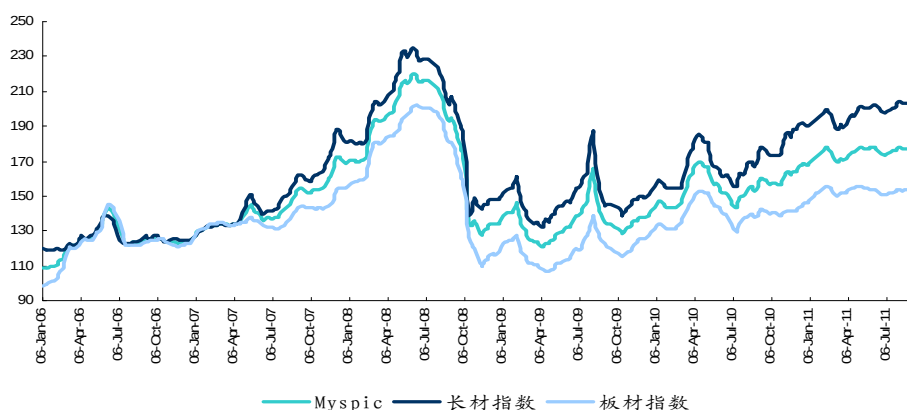
线材：仅热轧光圆钢筋、热轧带肋钢筋出厂价格维持稳定，其他线材品种出厂价格上调 50 元/吨。

事件评论

第一，10 月出厂价跟随宝钢武钢小幅上调，但幅度依然低于预期

由于历年来三大钢出厂价调整趋势基本趋于一致，在宝钢武钢已相继上调 10 月出厂价后，公司此次价格政策的调整基本在预期之内。

图 1：近期国内钢材市场价格高位震荡，板材相对长材略显稳定



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

从具体的市场环境来看，此次促使公司出厂价小幅上调的主要原因有：

- ✓ 虽然近期国内钢价有所回落，但从过去一个月的数据来看，板材表现确实由于长材，且冷轧还出现了小幅上涨，这成为根据现货制定远期期货出厂价政策的大钢厂主要的定价依据；
- ✓ 矿石依然强势，缓解较重的成本端压力是此次三大钢出厂价上调的一个主要考虑；
- ✓ 对传统“金九银十”的预期，使得大钢厂对钢价尤其是板材价格仍抱有一定的预期。

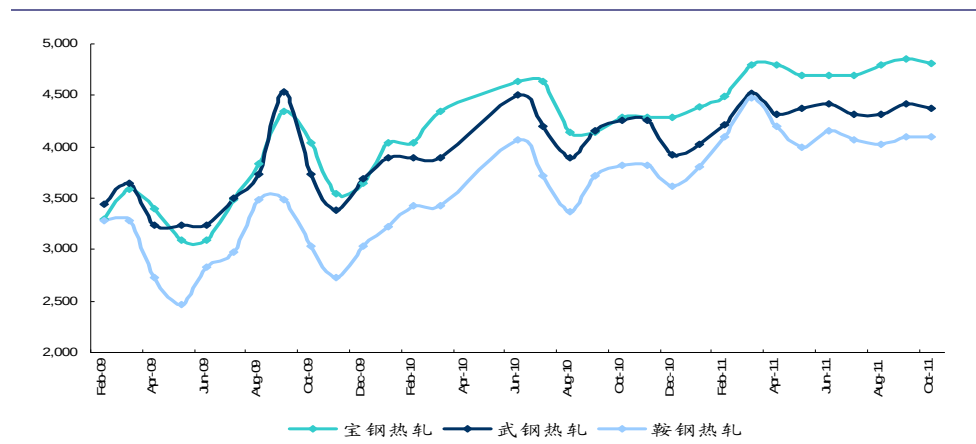
表 1：近期国内钢价小幅下跌，板材表现略好于长材

	本周	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	175.8	176.6	-0.47%	177.5	-0.98%	159.9	9.93%
长材	201.3	202.3	-0.52%	203.7	-1.21%	177.8	13.21%
扁平	153.1	153.5	-0.28%	153.4	-0.19%	141.7	8.05%
区域指数							
华东	176.4	177.0	-0.37%	177.8	-0.82%	159.7	10.43%
华南	183.6	184.2	-0.32%	185.3	-0.90%	164.2	11.81%
华北	172.9	173.7	-0.46%	174.1	-0.70%	157.5	9.80%
中南	179.0	179.5	-0.24%	179.5	-0.24%	163.7	9.37%
东北	167.4	168.5	-0.65%	169.3	-1.13%	148.1	13.02%
西南	179.9	180.5	-0.34%	180.7	-0.49%	164.1	9.60%
西北	182.0	183.0	-0.57%	183.8	-0.98%	164.5	10.62%
品种指数							
螺纹	196.6	198.0	-0.71%	200.3	-1.85%	173.5	13.30%
线材	205.9	206.9	-0.50%	208.2	-1.08%	183.0	12.52%
中厚	179.6	180.0	-0.21%	180.4	-0.45%	165.9	8.27%
热卷	170.6	171.5	-0.54%	172.0	-0.79%	156.6	8.94%
冷板	128.4	128.2	0.16%	127.0	1.08%	125.2	2.53%
镀锌	115.1	115.2	-0.12%	115.2	-0.12%	106.6	7.95%

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

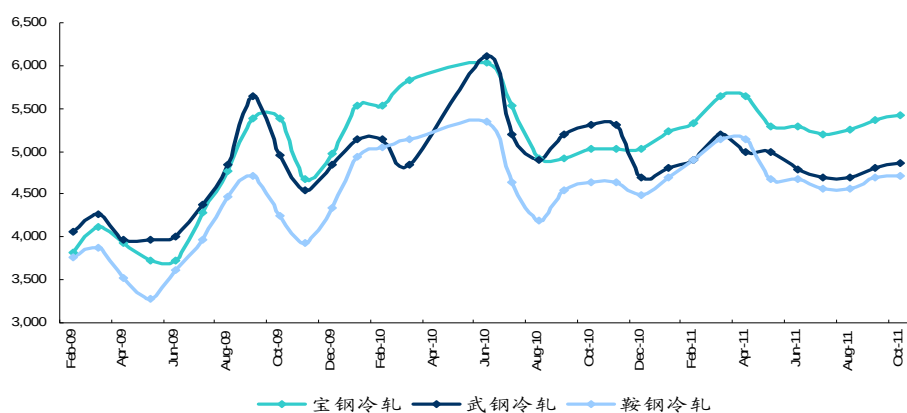
不过从此次的调整幅度来看，相比之前宝钢武钢的价格普遍上调的政策来看，公司此次调整幅度依然较小，除对冷轧、热轧酸洗与线材小幅上调外，其余品种均仍维持稳定或有所下调，这与公司过去一贯较为谨慎的价格政策较为吻合。

图 2：三大钢热轧出厂价基本走势一致，鞍钢价格调整弱于宝钢武钢



资料来源：钢之家，中联钢，中钢协，长江证券研究部

图 3：三大钢冷轧出厂价走势基本一致，鞍钢价格弱于宝钢武钢



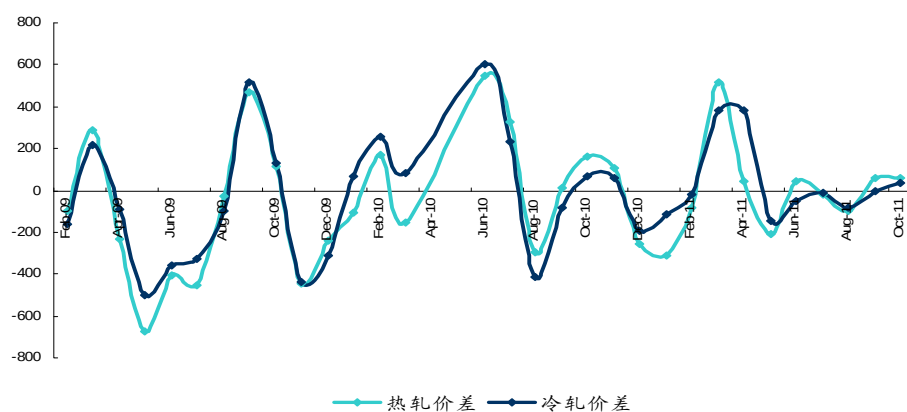
资料来源：钢之家，中联钢，中钢协，长江证券研究部

第二，出厂价与市场价价差略有改善，但依然处在较低的水平上

10月价格政策的调整使得公司主要产品出厂价与市场价的价格略有改善并转正，不过相比历史数据来看，这一价差目前依然处在较低的水平上。

由于我们比较的数据参考的是上海地区市场价，这一价格水平相比全国均价略微偏低，如果相比全国市场价均价来看，这一价差目前可能还处于负值。

图 4：公司主要产品出厂价与市场价的价格略有改善，但依然都处在低位



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 2：公司主要产品出厂价与市场价的价格略有改善，但依然处在低位

钢种	SS400	上海	相对	SPCC	上海	相对
规格	Q235 5.5*1500mm	含税价	价差	SPCC 1.0mm*1250mm	含税价	价差
Feb-09	3,838	3,935	-97	4,411	4,572	-161
Mar-09	3,838	3,548	290	4,528	4,308	220
Apr-09	3,194	3,424	-230	4,118	4,213	-95
May-09	2,890	3,561	-671	3,826	4,323	-497
Jun-09	3,311	3,717	-406	4,235	4,597	-361
Jul-09	3,487	3,943	-456	4,645	4,973	-328

Aug-09	4,072	4,101	-29	5,230	5,328	-98
Sep-09	4,072	3,606	466	5,522	5,007	515
Oct-09	3,545	3,434	111	4,961	4,834	127
Nov-09	3,194	3,643	-449	4,610	5,046	-436
Dec-09	3,545	3,789	-244	5,078	5,388	-311
Jan-10	3,779	3,886	-107	5,780	5,712	68
Feb-10	4,013	3,842	171	5,897	5,641	256
Mar-10	4,013	4,167	-154	6,014	5,929	85
Jun-10	4,762	4,215	547	6,248	5,647	601
Jul-10	4,352	4,022	330	5,429	5,198	230
Aug-10	3,943	4,237	-294	4,902	5,318	-415
Sep-10	4,352	4,338	15	5,312	5,395	-83
Oct-10	4,469	4,305	165	5,429	5,360	68
Nov-10	4,469	4,362	108	5,429	5,373	56
Dec-10	4,235	4,495	-260	5,253	5,444	-191
Jan-11	4,446	4,754	-308	5,487	5,603	-115
Feb-11	4,797	4,876	-79	5,721	5,743	-21
Mar-11	5,230	4,711	519	6,026	5,645	381
Apr-11	4,914	4,868	46	6,026	5,647	379
May-11	4,680	4,886	-206	5,464	5,608	-145
Jun-11	4,856	4,814	42	5,464	5,515	-51
Jul-11	4,762	4,780	-18	5,347	5,358	-11
Aug-11	4,703	4,806	-102	5,347	5,432	-85
Sep-11	4,797	4,770	27	5,487	5,490	-3
Oct-11	4,797	4,770	27	5,522	5,490	32

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 10 月出厂价调整后, 单月业绩可能继续在低位徘徊

我们在以下假设条件下, 对公司盈利情况进行简单预测:

- ✓ 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, 定价标准半年一变, 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, 我们参考青岛港矿石到岸价格予以简单假设, 下半年定价基准环比上半年还有约 12% 左右的涨幅;
- ✓ 高炉炉况不稳对产量的影响因素已基本消除, 单月生产能力逐步恢复, 我们简单假定 8、9、10 三个月的产量分别为 180 万吨、180 万吨、185 万吨;
- ✓ 假定本部所需矿石可满足 1 个月左右的生产, 鲅鱼圈因为所需矿石全部来自长协矿, 运输时间较长, 假定其矿石周转期为 2 个月。则集团公司矿石成本的变动集中从 8 月开始体现, 而 4 季度长协矿的变动暂时不会对 10 月成本的波动产生影响;

简单测算, 10 月出厂价调整后, 单月业绩可能将继续在低位徘徊。当然, 我们的测算考虑因素较为简单, 仅根据公开数据对环比变化进行了简单假设, 无法完全模拟实际经营过程中的种种变化, 与实际经营数据难免存在一定的误差。不过由于 10 月出厂价调整幅度并不大, 看起来对业绩的贡献较为有限。

表 3: 10 月出厂价变动后, 单月业绩可能环比继续低位维持

鞍钢股份 2011 年盈利预测	2011 年 1 季度			2 季度			3 季度			4 季度
	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11
产量	178	155	172	163	175	176	179	180	180	185
营业收入		225.95			237.39		81.54	81.03	82.47	85.13
营业成本		209.20			218.03		75.96	79.47	79.30	81.79
吨钢收入		4,481			4,622		4,552	4,502	4,582	4,602
吨钢成本		4,149			4,245		4,240	4,415	4,405	4,421
吨钢毛利		332			377		311	87	176	180
净利润		0.71			1.49		-0.69	-4.74	-3.13	-3.14
综合毛利率		7.41%			8.16%		6.84%	1.93%	3.85%	3.92%
吨钢净利		14			29		-39	-263	-174	-170
吨钢费用		318			348		350	350	350	350
价格增加				-200	-200	150	-70	-50	80	20
青岛港矿石价格定价基准				1,185				1,330		
青岛港到港价格半年度涨幅				2.52%				12.29%		
河北唐山现货矿均价	1421	1507	1376	1448	1422	1359	1371	1473	1520	1520
现货矿月度环比涨幅	2.26%	6.06%	-8.70%	5.26%	-1.77%	-4.45%	0.91%	7.41%	3.19%	0.00%
长协矿占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
长协价格 (美金)	153	153	153	178	178	178	174	174	174	174
长协矿上涨幅度	6.7%	6.7%	6.7%	16.3%	16.3%	16.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
长协价格变动带动成本增加							0	0	-24	0
BDI 均值	1,402	1,181	1,493	1,343	1,352	1,433	1,366	1,387	1,500	1,500
二级冶金焦价格均值	2,031	2,130	2,094	2,005	2,031	2,020	2,020	2,020	2,060	2,060
成本变动							-5	175	-10	16
总股本	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35
相应时期对应 EPS		0.01			0.02		-0.01	-0.07	-0.04	-0.04
累计 EPS		0.01			0.03		0.02	-0.04	-0.09	-0.13

资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 钢之家, 中联钢, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.15 元和 0.27 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	100110	101510	102510	货币资金	3651	10011	10151	10251
营业成本	82694	91379	91752	91778	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9737	8731	9758	10732	应收账款	2076	9394	9525	9619
% 营业收入	10.5%	8.7%	9.6%	10.5%	存货	13134	14471	14530	14534
营业税金及附加	285	309	313	316	预付账款	8380	9289	9327	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	1802	1827	1845	流动资产合计	30944	47170	47593	47833
% 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	3704	3756	3793	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	1494	1390	1013	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.5%	1.4%	1.0%	固定资产合计	63591	57756	51614	45210
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	1422	2472	3765	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	1.4%	2.4%	3.7%	资产总计	105114	113710	107660	101181
营业外收支	105	0	0	0	短期贷款	16356	20051	12262	3316
利润总额	2358	1422	2472	3765	应付款项	9562	10538	10581	10583
% 营业收入	2.6%	1.4%	2.4%	3.7%	预收账款	6157	6707	6801	6868
所得税费用	408	356	618	941	应付职工薪酬	322	364	366	366
净利润	1950	1067	1854	2824	应交税费	-1836	27	37	50
归属于母公司所有者					其他流动负债	5839	6471	6500	6506
的净利润	2039.0	1120.6	1947.8	2966.8	流动负债合计	36400	44158	36547	27689
少数股东损益	-89	-54	-94	-143	长期借款	12717	12717	12717	12717
EPS (元/股)	0.28	0.15	0.27	0.41	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	5728	11027	11829	负债合计	49769	57466	49855	40997
取得投资收益	93	0	0	0	归属于母公司	54068	55020	56676	59198
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	1223	1129	986
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	55345	56243	57805	60184
固定资产投资	-4905	-1401	-1415	-1325	负债及股东权益	105114	113710	107660	101181
其他	155	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4750	-1401	-1415	-1325		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.282	0.155	0.269	0.410
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.47	7.60	7.83	8.18
银行贷款增加 (减少)	-812	3695	-7789	-8946	PE	19.34	35.19	20.24	13.29
筹资成本	1985	-1662	-1682	-1458	PEG	1.45	2.64	1.52	1.00
其他	-4040	0	0	0	PB	0.73	0.72	0.70	0.67
筹资活动现金流净额	-2867	2033	-9472	-10404	EV/EBITDA	5.66	5.92	4.62	3.53
现金净流量	1409	6360	140	100	ROE	3.8%	2.0%	3.4%	5.0%

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。

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。