

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

延长固定资产折旧年限，缓解当期业绩压力

事件描述

鞍钢股份今日发布公告，根据公司固定资产的实际情况，公司相关部门对各类固定资产重新核定了实际使用年限，公司决定从2011年7月1日起调整固定资产折旧年限。

事件评论

第一，延长固定折旧资产折旧年限，缓解当期公司业绩压力

鞍钢股份今日发布公告，根据公司固定资产的实际情况，公司相关部门对各类固定资产重新核定了实际使用年限，公司决定从2011年7月1日起调整固定资产折旧年限，具体方案如下：

表1：会计变更主要增加房屋、建筑物和机械设备的折旧年限

类别	变更前折旧年限	变更后折旧年限
房屋	20	30
建筑物	20	30
传导设备	15	15
机械设备	10	15
动力设备	11	10
运输设备	10	10
工具及仪器	7	5
管理用具	5	5

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表2：房屋、建筑、机械设备的固定资产占比较大

类别	账面价值（2011.06.30）	所占比重
房屋及建筑物	185.80	34.25%
机器设备	335.68	61.87%
其他	21.04	3.88%
固定资产总计	542.52	100.00%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从方案中可以看出，公司的固定资产折旧年限变更主要增加了固定资产占比较大的房屋、建筑和机械设备的折旧年限。

折旧政策的调整一方面源于近年来公司不断加大对固定资产的投资力度以及对生产线的技术改造与技术革新，提高了设备的整体性能与装备水平及生产用房屋建筑物等使用寿命，从而实际上延长了固定资产的使用寿命；另一方面，折旧政策的调整使得公司每年背负的年度折旧额大幅减少，从而适当缓解公司当期面临的低位盈利压力。

今年以来，较为强势的矿石不断挤压行业盈利，因此，需求相对较弱的板材品种基本在盈亏平衡附近徘徊。

表 3：今年钢价同比略有上涨，但板材涨幅表现落后于长材

	本周	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期比
综合	172.9	175.8	-1.61%	177.3	-2.45%	158.9	8.84%
长材	197.7	201.3	-1.77%	203.3	-2.76%	176.4	12.09%
扁平	151.1	153.1	-1.28%	153.5	-1.52%	141.1	7.12%

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 4：今年国内市场矿石价格上涨幅度较大

	本周	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期比
综合	185.5	194.1	-4.43%	191.3	-3.03%	151.0	22.85%
进口矿	176.4	179.0	-1.45%	177.7	-0.73%	151.0	16.82%
国产矿	189.7	201.1	-5.67%	197.6	-4.00%	151.0	25.63%

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 1：板材估算毛利在低位徘徊



资料来源：Bloomberg，钢之家，长江证券研究部

我们在之前曾经结合公司今年以来公布的出厂价信息以及一系列假设条件，对公司盈利情况进行了简单预测：

- ✓ 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；
- ✓ 5 月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，在折旧政策调整之前，10 月出厂价调整后，3 季度公司可能将处于亏损状态。

表 5: 10 出厂价调整后, 公司经营业绩仍处于亏损状态

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

根据公司公告, 此次折旧政策调整之后, 2011 年度固定资产折旧额就可以减少 10.36 亿元, 对应所有者权益及净利润增加 7.77 亿元。从调整的情况初步来估算, 公司 3 季度可能处于微亏或盈亏平衡的状态。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。

表 6: 折旧变更将增加本年利润

科目	数额
固定资产折旧减少	10.36
净利润增加	7.77
所有者权益增加	7.77
最新股本	72.35
EPS 增加	0.11

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第二, 维持“谨慎推荐”评级

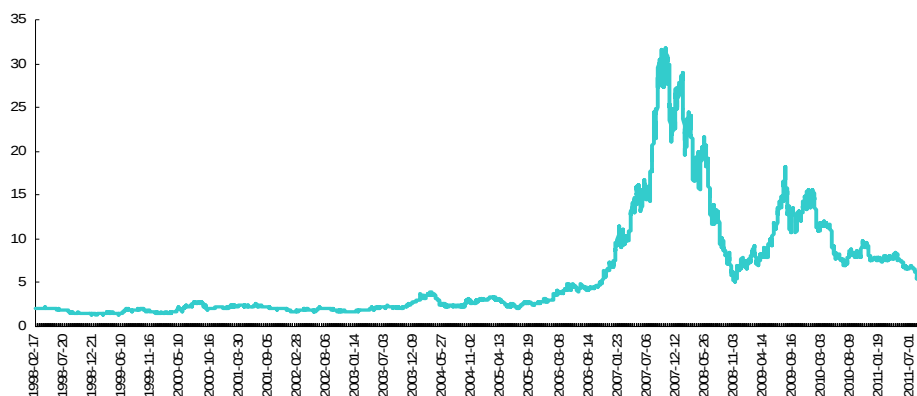
折旧政策的调整可适当缓解公司面临的较重的业绩压力，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.06 元和 0.19 元，继续维持对公司的“谨慎推荐”评级。

表 7：9 月 26 日鞍钢股份（0347.HK）跌 13.87%，A-H 溢价率达 67.06%

鞍钢股份 A 股价格	H 股价格（港币计价）	港币兑人民币汇率（26 日）	H 股价格（人民币计价）	A-H 溢价率
5.20	3.81	0.81697	3.11	67.06%

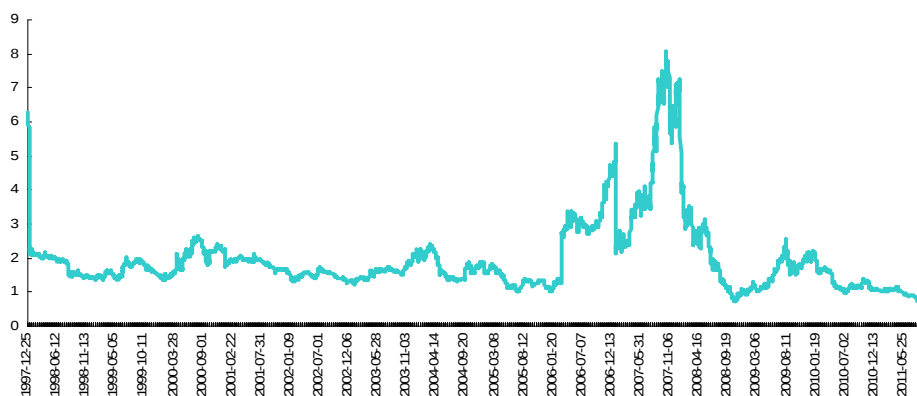
资料来源：Wind，公司公告

图 2：鞍钢股份目前股价处于较低的水平



资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

图 3：鞍钢股份 PB 目前处于较低的水平



资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

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	98300	99215	100560	货币资金	3651	9830	9922	10056
营业成本	82694	90479	90186	90340	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9737	7821	9029	10220	应收账款	2076	9224	9310	9436
% 营业收入	10.5%	8.0%	9.1%	10.2%	存货	13134	14329	14282	14306
营业税金及附加	285	303	306	310	预付账款	8380	9198	9168	9183
% 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	1769	1786	1810	流动资产合计	30944	46513	46650	47004
% 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	3637	3671	3721	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	1518	1487	1213	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.2%	固定资产合计	63591	58643	54369	49879
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	593	1779	3167	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	0.6%	1.8%	3.1%	资产总计	105114	113940	109472	105021
营业外收支	105	0	0	0	短期贷款	16356	21109	15495	8907
利润总额	2358	593	1779	3167	应付款项	9562	10435	10400	10418
% 营业收入	2.6%	0.6%	1.8%	3.1%	预收账款	6157	6586	6647	6738
所得税费用	408	148	445	792	应付职工薪酬	322	361	360	360
净利润	1950	445	1334	2375	应交税费	-1836	18	30	44
归属于母公司所有者					其他流动负债	5839	6404	6388	6403
的净利润	2039.0	467.2	1401.5	2495.6	流动负债合计	36400	44912	39320	32869
少数股东损益	-89	-23	-68	-120	长期借款	12717	12717	12717	12717
EPS (元/股)	0.28	0.06	0.19	0.34	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	4397	8795	9615	负债合计	49769	58220	52628	46177
取得投资收益	93	0	0	0	归属于母公司	54068	54465	55656	57778
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	1254	1187	1067
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	55345	55720	56843	58844
固定资产投资	-4905	-1383	-1392	-1306	负债及股东权益	105114	113940	109472	105021
其他	155	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4750	-1383	-1392	-1306		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.282	0.065	0.194	0.345
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.47	7.53	7.69	7.99
银行贷款增加 (减少)	-812	4753	-5613	-6588	PE	18.45	80.52	26.84	15.08
筹资成本	1985	-1588	-1698	-1587	PEG	2.65	11.56	3.85	2.16
其他	-4040	0	0	0	PB	0.70	0.69	0.68	0.65
筹资活动现金流净额	-2867	3165	-7311	-8175	EV/EBITDA	5.50	7.01	6.04	4.69
现金净流量	1409	6179	92	134	ROE	3.8%	0.9%	2.5%	4.3%

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。

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。