

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

钢价下跌成本上升，3 季度维持微利略超预期

事件描述

鞍钢股份今日公布 2011 前三季度业绩预告，报告期内实现归属于母公司所有者净利润 2.39 亿元，同比下降 90.71%，实现 EPS 为 0.03 元。其中 3 季度实现归属于母公司所有者净利润 0.19 亿元，同比增长 110.67%。实现 EPS 为 0.00 元，2 季度 EPS 为 0.03 元。

事件评论

第一，3 季度价格下跌成本上升导致盈利能力下降，但公司净利润并未亏损，略超我们之前的预期

报告期内，公司实现归属于母公司所有者净利润 2.39 亿元，同比下降 90.71%，实现 EPS 为 0.03 元。

其中 3 季度实现归属于母公司所有者净利润 0.19 亿元，同比增长 110.67%，环比下降 80.41%；3 季度实现 EPS 为 0.003 元，2 季度 EPS 为 0.03 元。

表 1：鞍钢股份 3 季度业绩同比增长、环比下降

鞍钢三季度预告	2011.01-09	2010.01-09	同比增长	2011Q3	2010Q3	2011Q2	Q3 同比	Q3 环比
归属上市公司股东净利润	2.39	25.72	-90.71%	0.19	-1.78	0.97	110.67%	-80.41%
基本 EPS	0.03	0.36	-90.71%	0.00	-0.03	0.03	110.67%	-80.41%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从公司主要产品出厂价来看，3 季度环比 2 季度均有不同程度的下跌。

表 2：3 季度公司主要产品出厂均价均有不同程度下跌

日期	热轧		冷轧	镀锌	中板	厚板
	5.5mmQ235	3.1mmSPHC	SPCC1.0mm × 1250	St01Z 1.0mm	20mmQ235	50mmQ235
Jun-10	4,070	4,210	5,340	5,250	4,200	4,220
Jul-10	3,720	3,810	4,640	4,750	3,770	3,770
Aug-10	3,370	3,460	4,190	4,400	3,470	3,470
Sep-10	3,720	3,810	4,540	4,800	3,800	3,800
Oct-10	3,820	3,910	4,640	5,000	3,850	3,850
Nov-10	3,820	3,910	4,640	5,000	3,850	3,850
Dec-10	3,620	3,710	4,490	4,900	3,900	3,900
季度均价	3,753	3,843	4,590	4,967	3,867	3,867

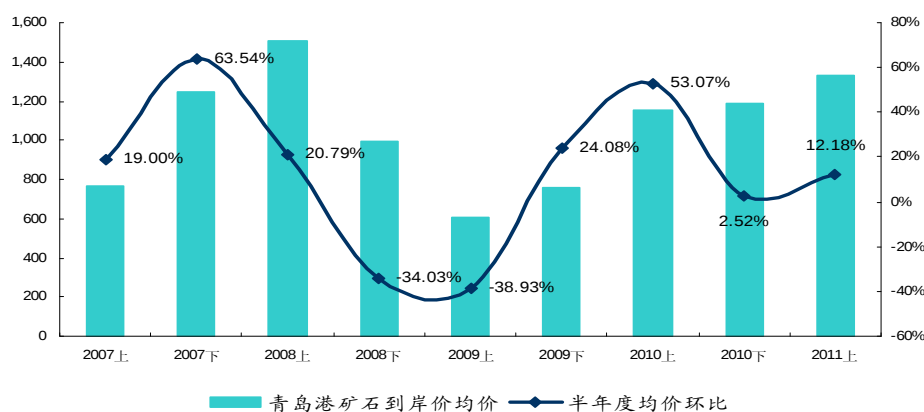
Jan-11	3,800	3,910	4,690	5,050	4,100	4,100
Feb-11	4,100	4,210	4,890	5,300	4,400	4,400
Mar-11	4,470	4,560	5,150	5,600	4,750	4,750
季度均价	4,123	4,227	4,910	5,317	4,417	4,417
季度环比	9.86%	9.97%	6.97%	7.05%	14.22%	14.22%
Apr-11	4,200	4,290	5,150	5,600	4,600	4,600
May-11	4,000	4,090	4,670	5,250	4,450	4,450
Jun-11	4,150	4,200	4,670	5,250	4,450	4,450
季度均价	4,117	4,193	4,830	5,367	4,500	4,500
季度环比	-0.15%	-0.80%	-1.63%	0.93%	1.88%	1.88%
Jul-11	4,070	4,100	4,570	5,250	4,450	4,450
Aug-11	4,020	4,050	4,570	5,250	4,220	4,220
Sep-11	4,100	4,150	4,690	5,250	4,220	4,220
季度均价	4,063	4,100	4,610	5,250	4,297	4,297
季度环比	-1.30%	-2.22%	-4.55%	-2.18%	-4.52%	-4.52%
Oct-11	4,100	4,150	4,720	5,250	4,220	4,220

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而同时 3 季度公司成本压力却又面临着明显的增加：

- ✓ 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有约 12% 左右的涨幅；

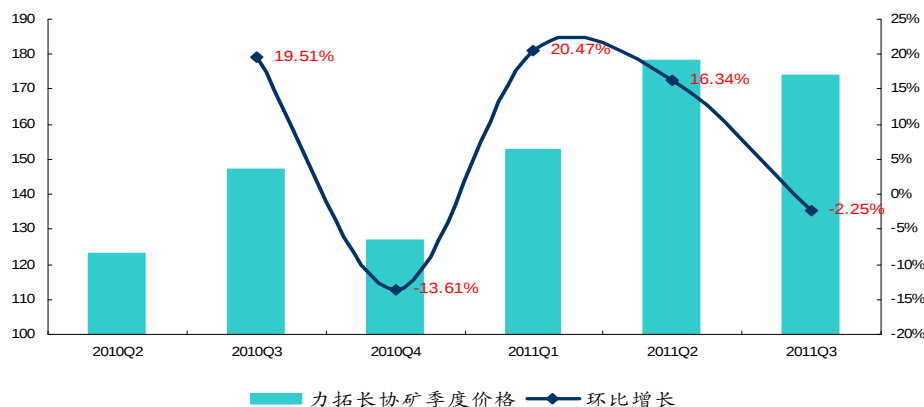
图 1：下半年公司与集团公司间矿石定价基准可能有 12% 的涨幅



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

- ✓ 鲅鱼圈所需矿石全部来自长协矿，3 季度长协价环比 2 季度并未出现明显改善。考虑 2 个月左右的周转，2 季度高价长协矿可能还有部分会体现在 3 季度，进一步加重 3 季度成本压力；

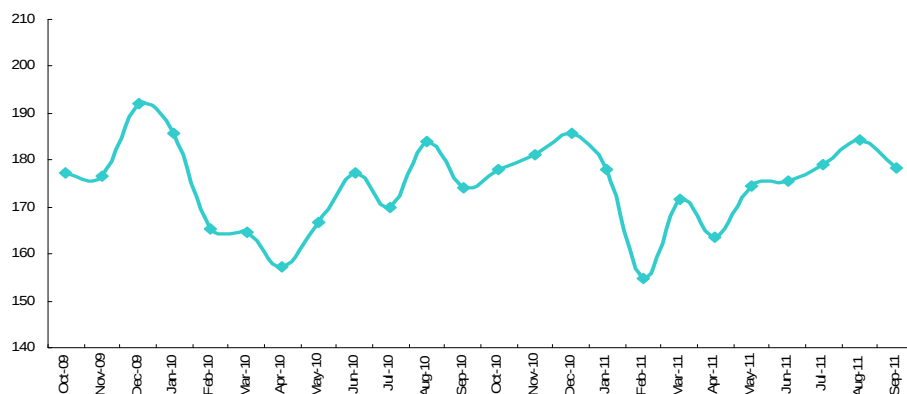
图 2: 鲢鱼圈所用长协矿 3 季度也依然成本压力较重



资料来源: Wind, 长江证券研究部

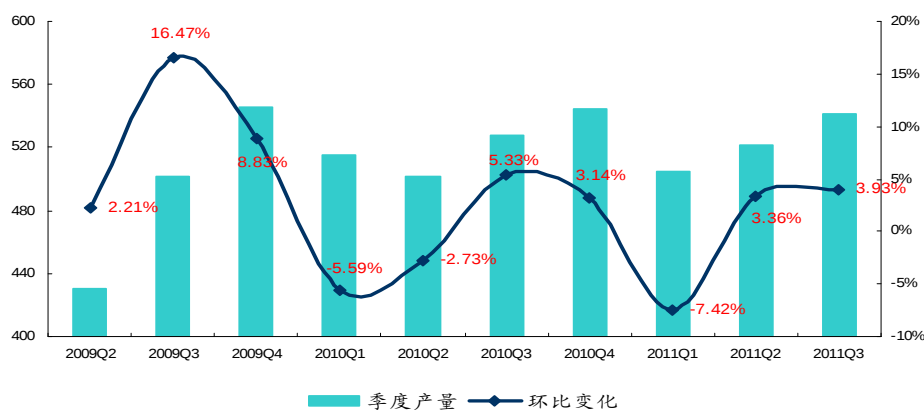
产量方面基本维持平稳, 3 季度环比 2 季度略有增长。因此, 主业方面来看, 与国内大多数钢铁公司趋同, 在钢价下跌成本上升的背景下, 公司毛利率在 3 季度环比下降是较为正常的情况。

图 3: 公司 7、8 月产量持续回升, 9 月有所回落



资料来源: 钢之家, 中钢协, 长江证券研究部

图 4: 3 季度公司产量环比约有 3.93% 的增幅



资料来源: 钢之家, 中钢协, 长江证券研究部

如果我们单从钢价成本的环比变化来简单测算, 3 季度公司可能会出现较大幅度的亏损。

表 3: 单从价格成本的环比变化来看, 3 季度可能会有较大幅度的亏损

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	184	180	185
营业收入		225.95			237.39		81.54	82.94	82.47	85.13
营业成本		209.20			218.03		75.96	81.34	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	-4.85	-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	-0.05	-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

主业盈利环比可能出现较大幅度下滑的情况下, 净利润依然维持微利, 可能的原因有:

✓ 公司在上半年曾获得一定金额的政府补助, 我们推测 3 季度可能仍能够获得部分补贴等营业外收入;

表 4: 上半年营业外收入主要来自于政府补助

营业外收入	金额
非流动资产处置利得合计	0.13
其中: 固定资产报废净收益	0.05
无形资产处置利得	0.07
其他处置固定资产净收益	0.01
政府补助	0.92
其中: 科研补助款	0.11
军工项目拨款	0.12
CDM 项目补助	0.69
其他	0.01

合计	1.06
----	------

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

✓ 公司在前期计提了部分资产减值准备, 从中报的数据来看, 仍有 4.71 亿元的账面余额;

表 5: 上半年资产价值准备账面价值余额为 4.71 亿元

项目	期初数	本期计提数	本期减少数		期末数
			转回数	转销数	
存货跌价准备	5.65	5.81		7.79	1.42
固定资产减值准备	1.20			0.16	1.34
合计	6.85	5.81		7.95	4.71

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

✓ 公司加强对费用的管控, 三项费用方面可能环比有所下降。

表 6: 2 季度利润大部分来自于营业外收益

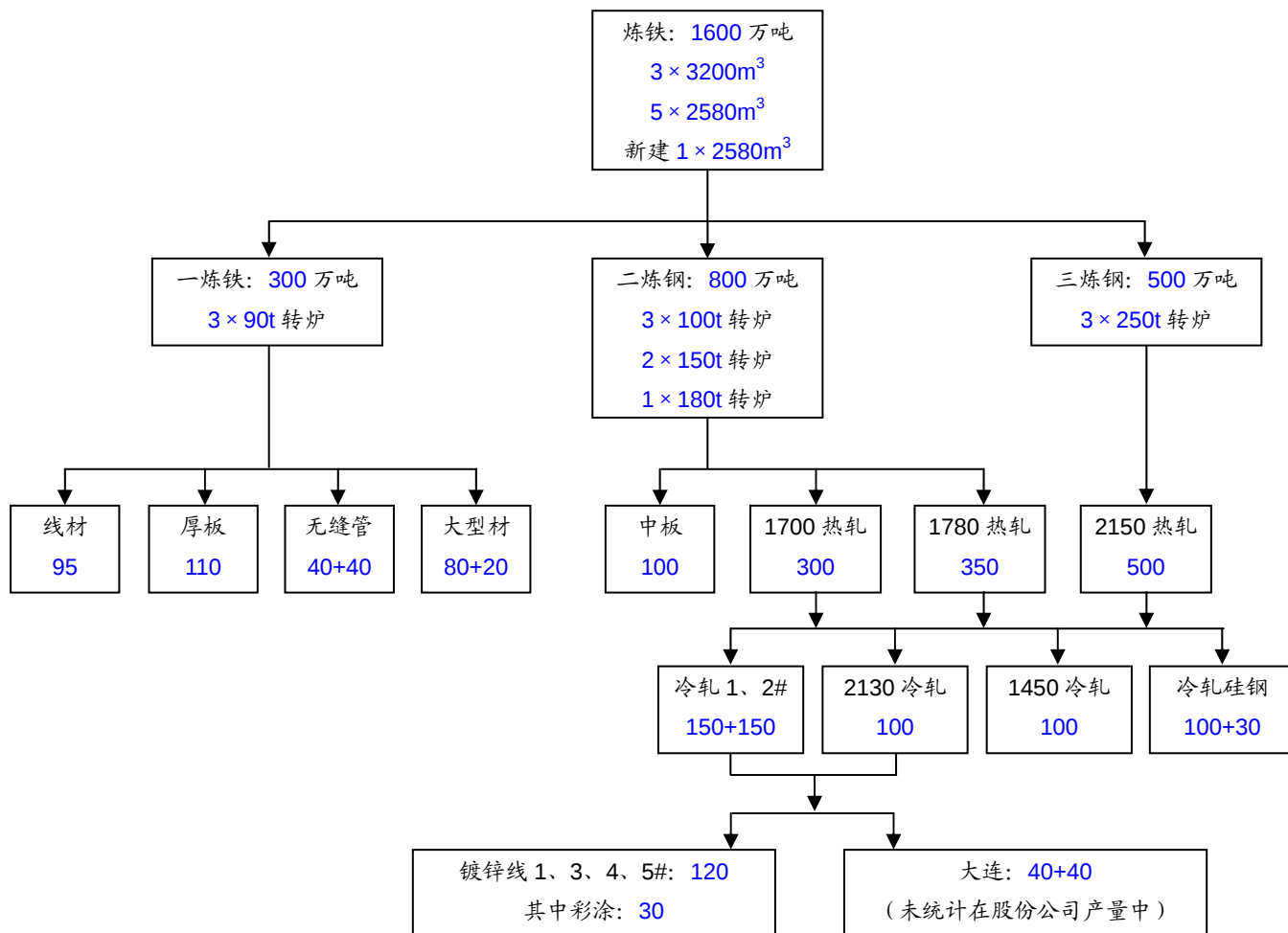
鞍钢股份利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	156.33	144.09	191.53	209.31	216.73	223.67	238.97	244.94	225.95	237.39
毛利率	-3.67%	11.33%	16.51%	10.47%	13.55%	17.53%	6.49%	5.43%	7.41%	8.16%
主营利润	-5.73	16.33	31.61	21.91	29.37	39.21	15.50	13.29	16.75	19.36
三项费用率	6.18%	8.38%	6.88%	6.95%	6.44%	7.23%	6.46%	7.17%	6.78%	6.78%
销售费用	1.82	2.52	2.75	3.72	3.57	4.10	4.44	4.11	3.36	4.17
管理费用	6.19	7.99	8.15	7.29	7.50	9.27	7.98	9.66	7.84	7.89
财务费用	1.65	1.56	2.28	3.53	2.88	2.81	3.02	3.78	4.13	4.04
期间费用	9.66	12.07	13.18	14.54	13.95	16.18	15.44	17.55	15.33	16.10
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	0.57
资产减值损失	-15.72	21.84	0.23	0.48	1.24	2.61	3.47	5.66	2.14	3.67
投资收益	-0.17	0.03	1.39	0.61	1.17	1.37	0.60	0.97	1.22	1.09
营业利润	-0.23	-17.88	19.06	6.94	14.61	21.21	-3.54	-9.75	0.39	0.11
营业外收入	0.47	0.22	0.05	0.19	0.44	-0.17	0.22	0.93	0.13	0.93
营业外支出	0.10	0.03	0.07	0.19	0.01	0.17	0.08	0.11	0.04	0.19
利润总额	0.14	-17.69	19.04	6.94	15.04	20.87	-3.40	-8.93	0.48	0.85
所得税费用	0.06	-1.98	0.11	3.38	3.52	4.80	-1.11	-3.13	0.01	-0.12
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	-0.41	0.04	0.05	-0.51	-0.47	-0.24	-0.52
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	1.49
净利率	0.05%	-10.90%	9.88%	1.70%	5.32%	7.18%	-0.96%	-2.18%	0.31%	0.63%
存货	92.54	91.17	109.80	106.58	118.55	136.24	129.91	131.34	144.89	143.60
最新股本	72.35	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	0.02

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第二, 维持“谨慎推荐”评级

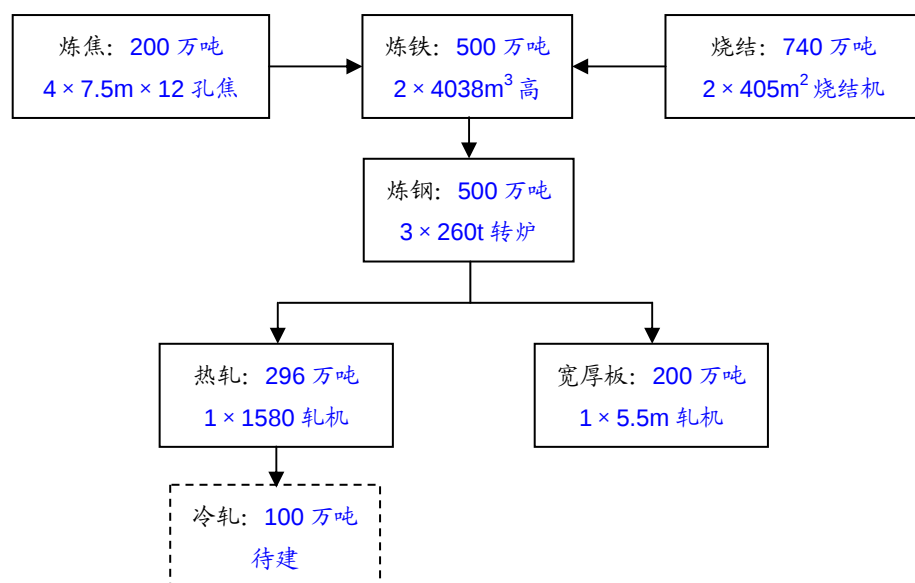
预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.04 元和 0.19 元, 维持“谨慎推荐”评级。

图 5：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

图 6：鲅鱼圈拥有 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

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	98060	99215	100560	货币资金	3651	9806	9922	10056
营业成本	82694	90479	90186	90339	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9737	7581	9029	10221	应收账款	2076	9202	9310	9436
% 营业收入	10.5%	7.7%	9.1%	10.2%	存货	13134	14329	14282	14306
营业税金及附加	285	302	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	1765	1786	1810	流动资产合计	30944	46457	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	3628	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	1521	1493	1219	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.6%	1.5%	1.2%	固定资产合计	63591	58641	54367	49877
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	365	1773	3161	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	0.4%	1.8%	3.1%	资产总计	105114	113882	109469	105019
营业外收支	105	0	0	0	短期贷款	16356	21214	15641	9057
利润总额	2358	365	1773	3161	应付款项	9562	10435	10400	10418
% 营业收入	2.6%	0.4%	1.8%	3.1%	预收账款	6157	6570	6647	6738
所得税费用	408	91	443	790	应付职工薪酬	322	361	360	360
净利润	1950	273	1330	2370	应交税费	-1836	16	30	44
归属于母公司所有者					其他流动负债	5839	6403	6388	6403
的净利润	2039.0	287.3	1397.1	2490.5	流动负债合计	36400	44998	39466	33019
少数股东损益	-89	-14	-67	-120	长期借款	12717	12717	12717	12717
EPS (元/股)	0.28	0.04	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	4241	8783	9617	负债合计	49769	58306	52774	46327
取得投资收益	93	0	0	0	归属于母公司	54068	54312	55500	57617
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	1263	1196	1076
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	55345	55575	56695	58692
固定资产投资	-4905	-1381	-1392	-1306	负债及股东权益	105114	113882	109469	105019
其他	155	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4750	-1381	-1392	-1306		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.282	0.040	0.193	0.344
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.47	7.51	7.67	7.96
银行贷款增加 (减少)	-812	4858	-5573	-6584	PE	19.23	136.51	28.07	15.75
筹资成本	1985	-1564	-1703	-1593	PEG	2.79	19.80	4.07	2.28
其他	-4040	0	0	0	PB	0.73	0.72	0.71	0.68
筹资活动现金流净额	-2867	3294	-7276	-8177	EV/EBITDA	5.64	7.40	6.22	4.86
现金净流量	1409	6155	115	135	ROE	3.8%	0.5%	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。