

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

12 月出厂价下调后单月可能亏损，全年力争盈亏平衡

事件描述

鞍钢股份今日公布了 2011 年 12 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：普碳热轧板卷出厂价格下调 200 元/吨；

冷轧板卷：出厂价格下调 150 元/吨；

镀锌板卷：出厂价格下调 300 元/吨；

彩涂板卷：出厂价格下调 200 元/吨；

硅钢：50AW600 规格出厂价格下调 500 元/吨；

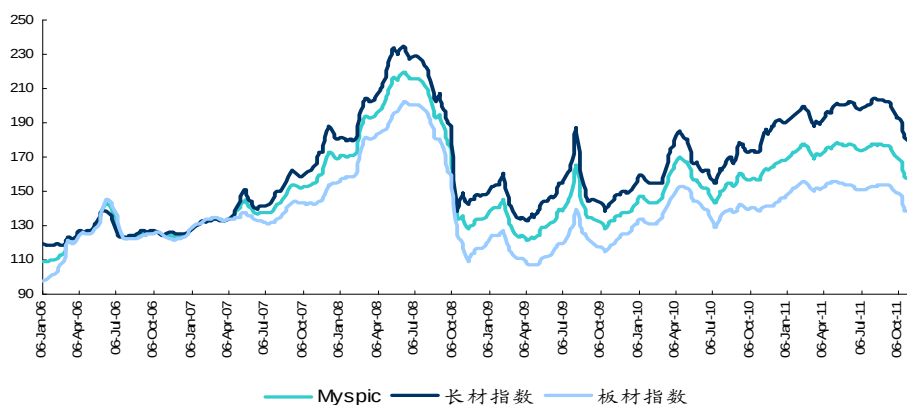
线材：Q195-235 低碳钢、热轧光圆钢筋下调 300 元/吨。

事件评论

第一，继宝钢武钢相继下调 12 月出厂价后，公司此次价格政策调整符合预期，近期市场价的下跌是主要原因

在近期市场价有了较大幅度下跌且宝钢武钢已经相继下调其 12 月出厂价后，公司此次价格政策的变动在预期之内。

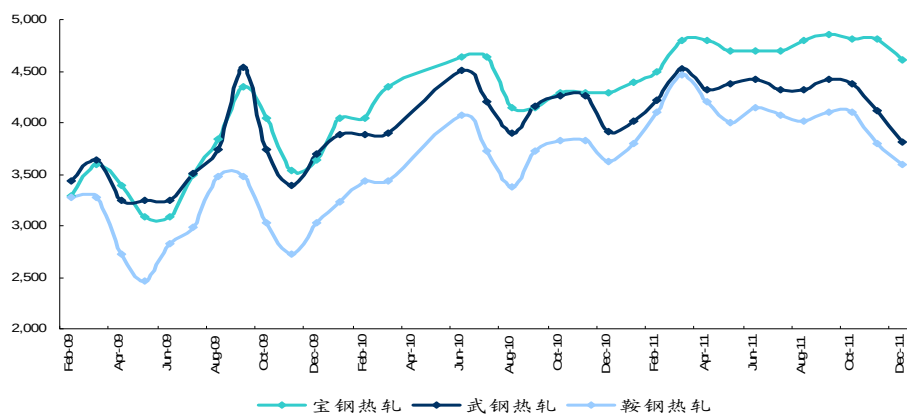
图 1：近期国内钢材市场价格持续下跌



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

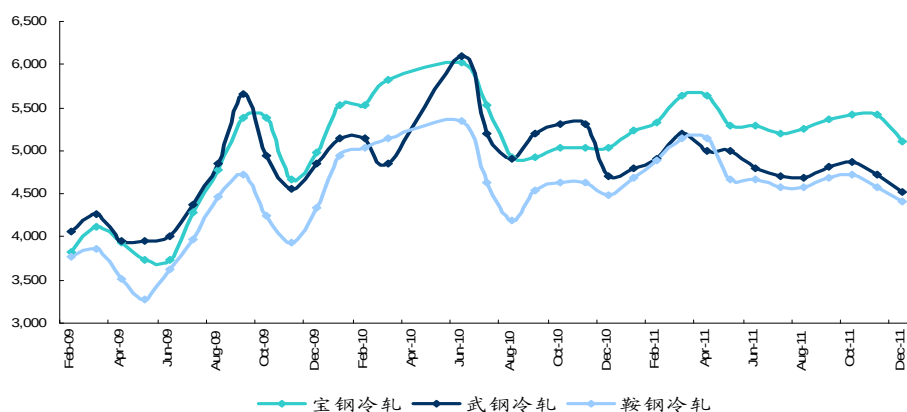
从历史数据来看，三大钢历年调价趋势基本趋于一致，公司主要产品此次调价幅度略小于宝钢武钢：1、从价格政策的变动来看，鞍钢价格一向较宝钢武钢偏谨慎；2、从调整幅度来看，公司前期下调幅度较大，此次调整幅度略偏小也在情理之中。

图 2：三大钢热轧出厂价基本走势一致，鞍钢价格政策较为谨慎



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，鞍钢价格政策较为谨慎

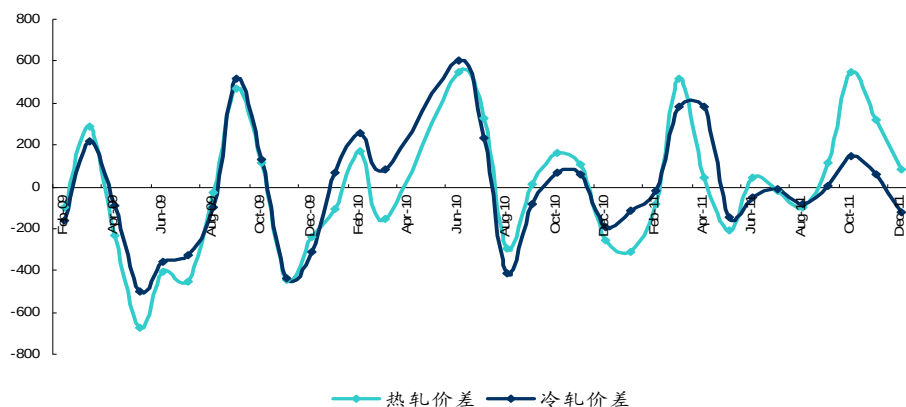


资料来源：钢之家，中联钢，中钢协，长江证券研究部

第二，出厂价与市场价价差环比继续下降，目前均处于较低的水平

前期现货钢价有了较大幅度的下跌，不过由于公司已经对 11 月出厂价有了一定幅度的下调，因此 11 月公司主要产品出厂价与市场价的价差环比略有下滑，在 12 月出厂价进一步下调后，价差水平进一步下滑至较低水平，冷轧产品再次出现负值。

图 4：公司主要产品出厂价与市场价的价差环比继续下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 1：公司主要产品出厂价与市场价的价差环比继续下降，目前处于较低水平

钢种 规格	SS400 Q235 5.5*1500mm	上海 含税价	相对 价差	SPCC SPCC 1.0mm*1250mm	上海 含税价	相对 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	4,683	114	5,487	5,480	7
Oct-11	4,797	4,246	551	5,522	5,373	149
Nov-11	4,446	4,130	316	5,347	5,290	57
Dec-11	4,212	4,130	82	5,171	5,290	-119

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 12 月出厂价调整后, 单月盈利继续下滑, 全年有望维持微利

我们同样对公司 12 月盈利情况进行简单测算, 主要的假设条件如下:

- ✓ 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;
- ✓ 产量方面假定 10、11、12 三个月的产量分别为 175 万吨、170 万吨、170 万吨;
- ✓ 4 季度长协价综合考虑假定为 160 美元/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, 4 季度长协矿的变动对成本压力的缓解自 12 月开始体现;
- ✓ 由于公司 4 季度折旧政策可能调整, 我们简单将这一变化考虑进费用的假设中去, 对 4 季度吨钢费用采取环比下调的假设;

经过简单测算, 12 月出厂价的下调将使得单月业绩环比继续下滑, 甚至出现负值, 不过综合来看, 全年公司维持微利状态仍可以期待。当然我们的测算考虑因素较为简单, 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, 但在出厂价下调的情况下, 单月业绩环比下降还是较为确定的事实。

表 2: 12 月出厂价变动后, 单月业绩可能环比继续下滑

鞍钢股份 2011 年盈利预测	2 季度				3 季度			4 季度	
	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11
产量	163	175	176	179	184	178	175	170	170
营业收入		237.39		81.47	82.94	81.49	80.35	75.51	72.96
营业成本		218.03		75.90	78.12	75.41	74.24	72.19	71.33
吨钢收入		4,622		4,552	4,502	4,572	4,592	4,442	4,292
吨钢成本		4,245		4,240	4,240	4,231	4,243	4,247	4,196
吨钢毛利		377		311	261	341	349	195	96
净利润		1.49		0.21	-0.71	0.73	1.73	-0.93	-2.62
综合毛利率		8.16%		6.84%	5.81%	7.46%	7.60%	4.39%	2.23%
吨钢净利		29		11	-39	41	99	-55	-154
吨钢费用		348		300	300	300	250	250	250
价格增加	-200	-200	150	-70	-50	70	20	-150	-150
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	1448	1422	1359	1371	1473	1,500	1,341	1,234	1,197

现货矿月度环比涨幅	5.26%	-1.77%	-4.45%	0.91%	7.41%	1.83%	-10.58%	-8%	-3%
长协矿占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
长协价格（美金）	178	178	178	174	174	174	160	160	160
长协矿上涨幅度	16.3%	16.3%	16.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-8.3%	-8.3%	-8.3%
长协价格变动带动成本增加				0	0	-24	0	0	-97
BDI 均值	1,343	1,352	1,433	1,366	1,387	1,838	2,072	2,000	2,000
二级冶金焦价格均值	2,005	2,031	2,020	2,020	2,020	2,050	2,060	2,030	2,000
成本变动				-5	0	-10	12	4	-51
总股本	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		0.02		0.00	-0.01	0.01	0.02	-0.01	-0.04
累计 EPS		0.03		0.03	0.02	0.03	0.06	0.04	0.01

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

虽然经过测算公司全年仅能维持在勉强盈亏平衡的微利状态，但由于测算所考虑的因素较为简单，且对实际经营过程中诸如原材料库存周转等因素均无法有效模拟，因此我们暂不调整前期对公司的盈利预测，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。

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	18.45	130.97	26.93	15.11
筹资成本	1985	-1564	-1703	-1593	PEG	2.68	19.00	3.91	2.19
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	3294	-7276	-8177	EV/EBITDA	5.50	7.21	6.05	4.70
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。