

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

折旧调整获股东大会通过，全年有望维持微利

事件描述

鞍钢股份发布《2011 年第一次临时股东大会决议公告》，主要内容有：1、审议了公司与鞍钢集团公司签署《原材料和服务供应协议（2012-2013 年度）》，未获得通过；2、审议了《关于调整公司固定资产折旧年限的议案》，获得通过。

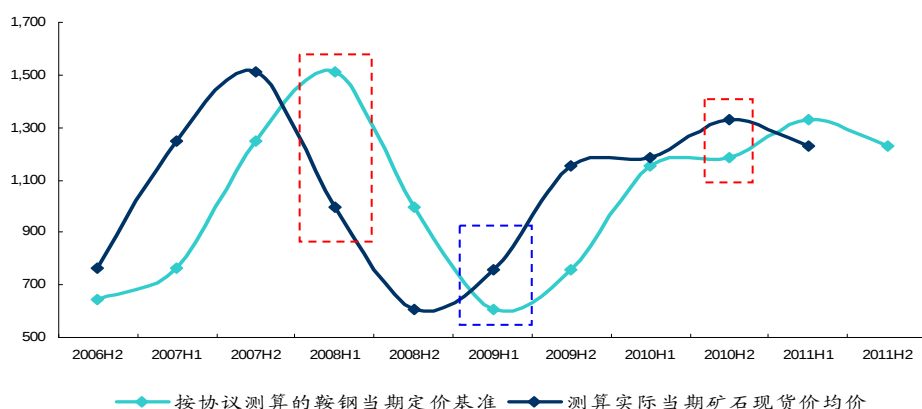
事件评论

第一，《原材料和服务供应协议（2012-2013 年度）》未获得通过，原因定价高于市场价

协议中铁精矿的定价基准为“不高于调整之前的前一半年度中国铁精矿进口到岸海关平均报价加上从鲅鱼圈港到鞍钢股份的铁路运费再加上品位调价后的价格”。其中品位调价以本公司前一半年度进口铁精矿加权平均品位为基准，铁精矿品位每上升或下降一个百分点，价格上调或下调人民币 10 元/吨”。经过协商，鞍钢集团承诺在上述定价基准所确定的价格基础上给予优惠，优惠金额最低位前一半年度中国铁精矿进口到岸海关平均报价的 5%。

以青岛港矿石港口到岸价进行简单测算，从公司过去历年的价格政策来看，半年一变的定价调整周期使得公司成本调整明显滞后，在矿石上涨周期中股份公司受益，在矿石下降周期中公司受损。

图 1：半年一变的定价制度使得公司成本调整偏滞后，成本下降周期时受损

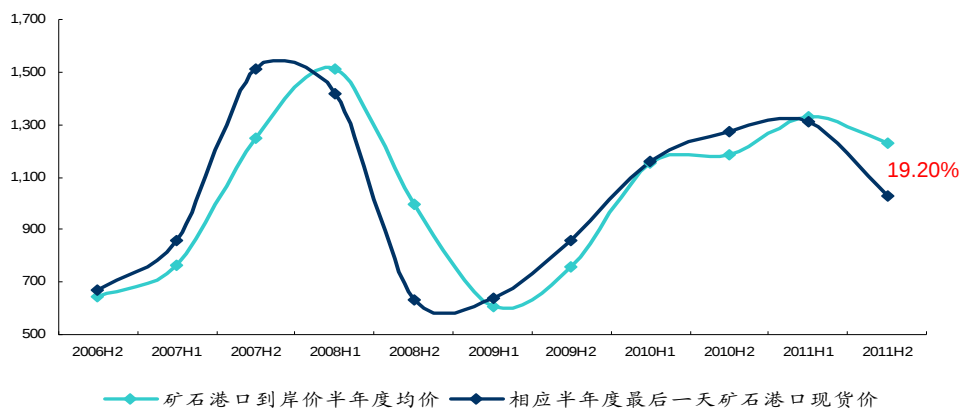


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

在目前矿石价格表现疲软的情况下，该定价基准相比最新市场价存在约 19% 左右的溢价幅度应该是导致该方案直接被否的重要原因之一，尤其是公司盈利当前正面临较大压力的背景下。

采购协议被否决后，实际矿石采购价最终如何确定尚需等待公司进一步确认，若公司以现货价格采购原材料，则短期内可适度缓解当前所面临的较重成本压力。

图 2：定价制度所确定的矿石价格远高于当前最新现货价格



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，《关于调整公司固定资产折旧年限的议案》获得通过，全年有望维持微利

根据公司之前公告，固定资产折旧年限的调整自 10 月 1 日始，对 2011 年度固定资产折旧额的影响减少 5.18 亿元；对所有者权益及净利润的影响增加 3.88 亿元。

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

单从折旧调整的影响来看，净利润增加 3.88 亿元可贡献 EPS 约为 0.05 元。

表 3：折旧变更将增加本年净利润调整为 3.88 亿元

科目	数额
固定资产折旧减少	5.18

净利润增加	3.88
所有者权益增加	3.88
最新股本	72.35
EPS 增加	0.05

资料来源：公司资料，长江证券研究部

由于折旧政策获得通过，4 季度公司所面临的较重盈利压力有望缓解，基于以下简单假设，我们对 4 季度及全年的盈利进行测算如下：

- ✓ 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 11、12 三个月的产量分别为 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；
- ✓ 折旧政策调整获通过，对公司业绩的影响自 4 季度开始体现，我们将这一影响简单考虑进吨钢费用中去；

经过简单测算，折旧政策调整后可适当缓解单季度出厂价持续下调所带来的压力。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，不过公司全年可避免亏损维持微利应该是较为确定的事。

表 4：折旧政策调整后，全年业绩有望避免亏损维持微利

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	169	170	170
营业收入		237.39		81.47	82.94	81.49	77.64	76.36	74.66
营业成本		218.03		75.90	78.12	75.41	71.74	72.19	71.21
吨钢收入		4,622		4,552	4,502	4,572	4,592	4,492	4,392
吨钢成本		4,245		4,240	4,240	4,231	4,243	4,247	4,189
吨钢毛利		377		311	261	341	349	245	203
净利润		1.49		0.21	-0.71	0.73	1.67	-0.08	-0.81
综合毛利率		8.16%		6.84%	5.81%	7.46%	7.60%	5.46%	4.61%
吨钢净利		29		11	-39	41	99	-5	-47
吨钢费用		348		300	300	300	250	250	250
价格增加	-200	-200	150	-70	-50	70	20	-100	-100
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	1,208	1,200
税后实际价格	1238	1216	1162	1172	1259	1282	1146	1032	1026
现货矿月度环比涨幅	5.26%	-1.77%	-4.45%	0.91%	7.41%	1.83%	-10.58%	-9.96%	-0.64%
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	1,835	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	2,013	1,980
成本变动				-5	0	-10	12	4	-57
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	0.00	-0.01
累计 EPS		0.03		0.03	0.02	0.03	0.06	0.06	0.04

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

第三, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.04 元和 0.15 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	98765	99210	货币资金	3651	9806	9877	9921
营业成本	82694	90479	90186	90339	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9737	7581	8579	8871	应收账款	2076	9202	9268	9309
% 营业收入	10.5%	7.7%	8.7%	8.9%	存货	13134	14329	14283	14307
营业税金及附加	285	302	305	306	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	1778	1786	流动资产合计	30944	46457	46545	46689
% 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	3654	3671	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	1498	1243	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.6%	1.5%	1.3%	固定资产合计	63591	58641	54362	49860
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	1345	1865	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	0.4%	1.4%	1.9%	资产总计	105114	113882	109360	104687
营业外收支	105	0	0	0	短期贷款	16356	21214	15838	9922
利润总额	2358	365	1345	1865	应付款项	9562	10435	10400	10418
% 营业收入	2.6%	0.4%	1.4%	1.9%	预收账款	6157	6570	6617	6647
所得税费用	408	91	336	466	应付职工薪酬	322	361	360	360
净利润	1950	273	1009	1399	应交税费	-1836	16	26	31
归属于母公司所有者					其他流动负债	5839	6403	6386	6398
的净利润	2039.0	287.3	1059.6	1469.8	流动负债合计	36400	44998	39627	33776
少数股东损益	-89	-14	-51	-71	长期借款	12717	12717	12717	12717
EPS (元/股)	0.28	0.04	0.15	0.20	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	8491	8717	负债合计	49769	58306	52935	47084
取得投资收益	93	0	0	0	归属于母公司	54068	54312	55213	56462
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	1212	1141
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	55345	55575	56425	57603
固定资产投资	-4905	-1381	-1388	-1292	负债及股东权益	105114	113882	109360	104687
其他	155	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4750	-1381	-1388	-1292		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.282	0.040	0.146	0.203
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.47	7.51	7.63	7.80
银行贷款增加 (减少)	-812	4858	-5376	-5916	PE	16.14	114.60	31.07	22.40
筹资成本	1985	-1564	-1657	-1464	PEG	-1.56	-11.09	-3.01	-2.17
其他	-4040	0	0	0	PB	0.61	0.61	0.60	0.58
筹资活动现金流净额	-2867	3294	-7032	-7380	EV/EBITDA	5.09	6.66	5.84	4.95
现金净流量	1409	6155	70	44	ROE	3.8%	0.5%	1.9%	2.6%

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。