

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

## 1 月出厂价预期内稳中有升，单月盈利环比改善

### 事件描述

鞍钢股份今日公布了 2012 年 1 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：**出厂价格维持不变；

**冷轧板卷：**普通碳素结构钢出厂价格上调 50 元/吨，家电板（JD3）上调 100 元/吨，其他上调 150 元/吨；

**中厚板：**出厂价格维持不变；

**线材：**Q195-235 低碳钢、热轧光圆钢筋下调 100 元/吨；

**酸洗：**出厂价格上调 50 元/吨；

**冷硬：**出厂价格上调 50 元/吨；

**镀锌：**出厂价格上调 50 元/吨；

**彩涂：**出厂价格上调 50 元/吨；

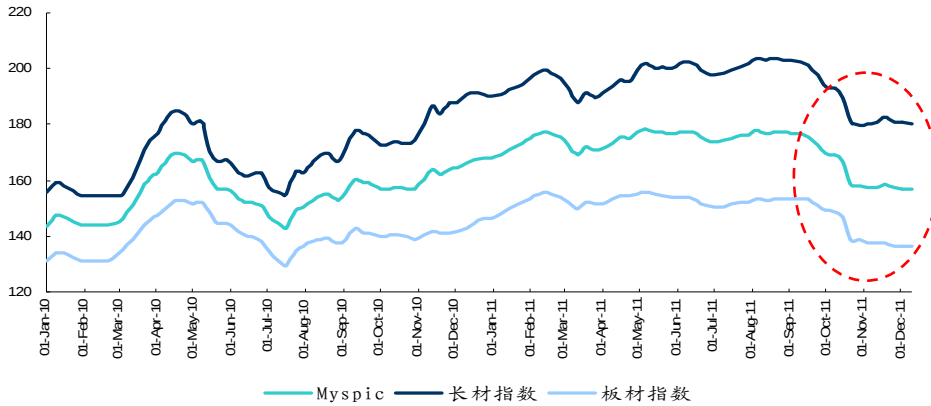
**硅钢：**出厂价格上调 50 元/吨；

### 事件评论

**第一，1 月主要产品出厂价维持稳定，普冷小幅上调，此次价格调整基本符合预期**

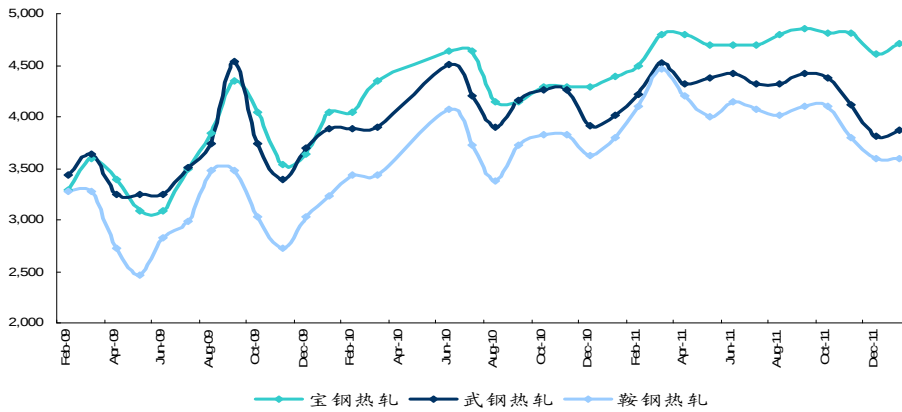
公司 1 月主要产品出厂价均基本维持稳定，各冷轧品种统一上调 50 元/吨：1、近期现货市场价格开始趋稳，低位盈利的压力促使公司出厂价上调；2、历来三大钢出厂价调整的趋势基本一致，在宝钢武钢相继公布其 1 月价格政策后，公司此次价格调整基本在预期之内；3、从调整幅度来看，公司此次价格调整幅度并未超越宝钢武钢的调价幅度，符合公司一贯的谨慎原则。

图 1：近期国内钢材市场价格维持平稳



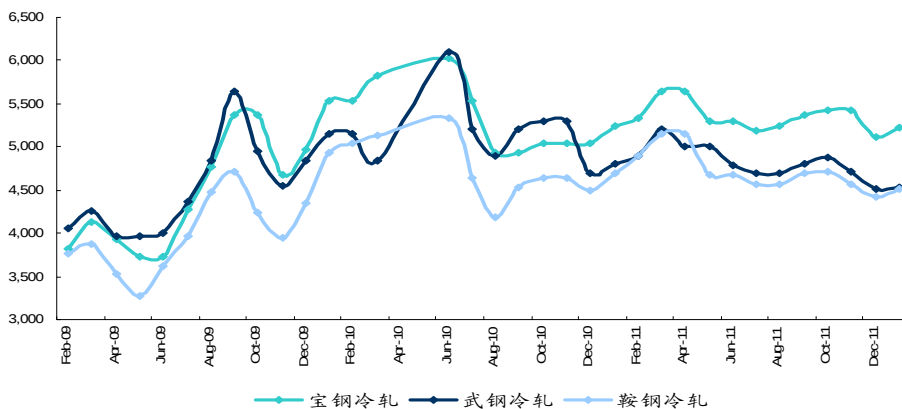
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

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



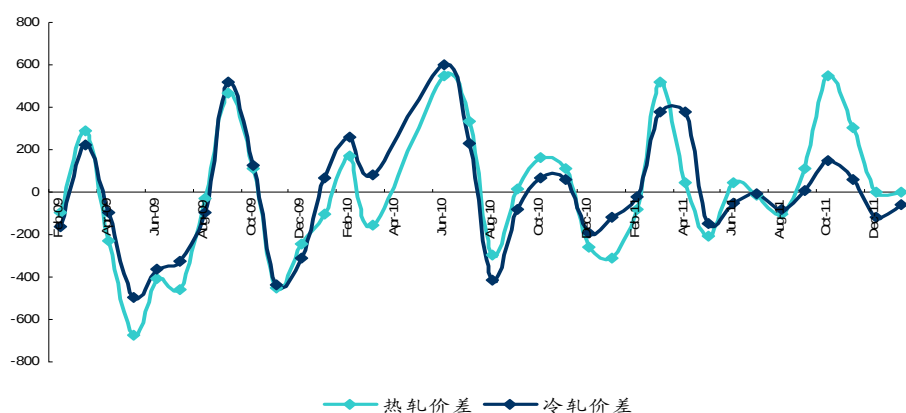
资料来源：钢之家，中联钢，中钢协，长江证券研究部

## 第二，出厂价与市场价价差环比略有回升，目前仍处于较低的水平

1 月热轧出厂价平盘开出，其与市场价的价差维持稳定，目前已经基本趋于零值附近，冷轧出厂价小幅上调带动价差略有改善但仍然为负。

综合来看，从绝对价格水平以及相比市场价的价差来看，相比宝钢武钢，公司价格政策保持了一贯的谨慎态度。

图 4：公司主要产品出厂价与市场价的价差热轧环比持平，冷轧小幅上升仍为负



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处于低位

| 钢种<br>规格 | SS400<br>Q235 5.5*1500mm | 上海<br>含税价 | 相对<br>价差 | SPCC<br>SPCC 1.0mm*1250mm | 上海<br>含税价 | 相对<br>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 | 4,142 | 304  | 5,347 | 5,290 | 57   |
| Dec-11 | 4,212 | 4,210 | 2    | 5,171 | 5,290 | -119 |
| Jan-12 | 4,212 | 4,210 | 2    | 5,228 | 5,290 | -62  |

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

### 第三, 1 月出厂价调整后, 单月盈利将环比小幅恢复

我们对公司 2012 年 1 月盈利情况进行简单测算, 主要的假设条件如下:

- ✓ 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。由于最新一期原材料采购协议暂时被否决, 关于 2012 年上半年原材料如何采购的问题尚未有明确定论。不过考虑到公司 1-2 个月左右的原材料库存, 我们暂假定矿石定价的变动不会对 1 月成本造成影响;
- ✓ 产量方面假定 11、12、明年 1 月三个月的产量分别为 170 万吨、170 万吨、165 万吨;
- ✓ 2012 年 1 季度长协价的定价也暂难以确定, 鲅鱼圈所需矿石全部来自长协矿, 由于运输时间较长, 其矿石周转期预计为 2 个月。则新一期长协价的变动对鲅鱼圈成本的影响也暂不考虑;

经过简单测算, 明年 1 月出厂价调整后, 单月盈利有望环比小幅恢复。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。

**表 2: 1 月出厂价调整后, 单月盈利有望环比恢复**

| 鞍钢股份 2012 年盈利预测 | 3 季度   |        |        | 4 季度    |        |        | 1 季度   |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
|                 | Jul-11 | Aug-11 | Sep-11 | Oct-11  | Nov-11 | Dec-11 | Jan-12 |
| 产量              | 179    | 184    | 178    | 169     | 170    | 170    | 165    |
| 营业收入            | 81.47  | 82.94  | 81.49  | 77.64   | 76.36  | 74.66  | 73.29  |
| 营业成本            | 75.90  | 78.12  | 75.41  | 71.74   | 72.19  | 71.21  | 68.90  |
| 吨钢收入            | 4,552  | 4,502  | 4,572  | 4,592   | 4,492  | 4,392  | 4,442  |
| 吨钢成本            | 4,240  | 4,240  | 4,231  | 4,243   | 4,247  | 4,189  | 4,176  |
| 吨钢毛利            | 311    | 261    | 341    | 349     | 245    | 203    | 266    |
| 净利润             | 0.21   | -0.71  | 0.73   | 1.67    | -0.08  | -0.81  | 0.26   |
| 综合毛利率           | 6.84%  | 5.81%  | 7.46%  | 7.60%   | 5.46%  | 4.61%  | 5.98%  |
| 吨钢净利            | 11     | -39    | 41     | 99      | -5     | -47    | 16     |
| 吨钢费用            | 300    | 300    | 300    | 250     | 250    | 250    | 250    |
| 价格增加            | -70    | -50    | 70     | 20      | -100   | -100   | 50     |
| 青岛港矿石价格定价基准     | 1,330  |        |        |         |        |        |        |
| 青岛港到港价格半年度涨幅    | 12.29% |        |        |         |        |        |        |
| 河北唐山现货矿均价       | 1371   | 1473   | 1,500  | 1,341   | 1,208  | 1,200  | 1,150  |
| 税后实际价格          | 1172   | 1259   | 1282   | 1146    | 1032   | 1026   | 983    |
| 现货矿月度环比涨幅       | 0.91%  | 7.41%  | 1.83%  | -10.58% | -9.96% | -0.64% | -4.17% |

|              |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 长协矿占比        | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   |
| 长协价格（美金）     | 174   | 174   | 174   | 160   | 160   | 160   |       |
| 长协矿上涨幅度      | -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   | 0     |
| BDI 均值       | 1,366 | 1,387 | 1,838 | 2,072 | 1,835 | 2,000 | 2,000 |
| 二级冶金焦价格均值    | 2,020 | 2,020 | 2,050 | 2,060 | 2,013 | 1,980 | 1,950 |
| 成本变动         | -5    | 0     | -10   | 12    | 4     | -57   | -13   |
| 总股本          | 72.35 | 72.35 | 72.35 | 72.35 | 72.35 | 72.35 | 72.35 |
| 相应时期对应 EPS   | 0.00  | -0.01 | 0.01  | 0.02  | 0.00  | -0.01 | 0.00  |
| 累计 EPS       | 0.03  | 0.02  | 0.03  | 0.06  | 0.06  | 0.04  | 0.00  |

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

暂不调整公司盈利预测，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         |
| <b>营业收入</b>        | <b>92431</b>  | <b>98060</b> | <b>98765</b>  | <b>99210</b>  | 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             |
| <b>毛利</b>          | <b>9737</b>   | <b>7581</b>  | <b>8579</b>   | <b>8871</b>   | 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          | <b>流动资产合计</b>  | <b>30944</b>  | <b>46457</b>  | <b>46545</b>  | <b>46689</b>  |
| % 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             |
| <b>营业利润</b>        | <b>3036</b>   | <b>365</b>   | <b>1345</b>   | <b>1865</b>   | 其他非流动资产        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| % 营业收入             | 3.3%          | 0.4%         | 1.4%          | 1.9%          | <b>资产总计</b>    | <b>105114</b> | <b>113882</b> | <b>109360</b> | <b>104687</b> |
| 营业外收支              | 105           | 0            | 0             | 0             | 短期贷款           | 16356         | 21214         | 15838         | 9922          |
| <b>利润总额</b>        | <b>2358</b>   | <b>365</b>   | <b>1345</b>   | <b>1865</b>   | 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            |
| <b>归属于母公司所有者</b>   |               |              |               |               | 其他流动负债         | 5839          | 6403          | 6386          | 6398          |
| <b>的净利润</b>        | <b>2039.0</b> | <b>287.3</b> | <b>1059.6</b> | <b>1469.8</b> | <b>流动负债合计</b>  | <b>36400</b>  | <b>44998</b>  | <b>39627</b>  | <b>33776</b>  |
| 少数股东损益             | -89           | -14          | -51           | -71           | 长期借款           | 12717         | 12717         | 12717         | 12717         |
| <b>EPS (元/股)</b>   | <b>0.28</b>   | <b>0.04</b>  | <b>0.15</b>   | <b>0.20</b>   | 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |               |              |               |               | 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           |
| <b>经营活动现金流净额</b>   | <b>9026</b>   | <b>4241</b>  | <b>8491</b>   | <b>8717</b>   | <b>负债合计</b>    | <b>49769</b>  | <b>58306</b>  | <b>52935</b>  | <b>47084</b>  |
| 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             | <b>股东权益</b>    | <b>55345</b>  | <b>55575</b>  | <b>56425</b>  | <b>57603</b>  |
| 固定资产投资             | -4905         | -1381        | -1388         | -1292         | <b>负债及股东权益</b> | <b>105114</b> | <b>113882</b> | <b>109360</b> | <b>104687</b> |
| 其他                 | 155           | 0            | 0             | 0             | <b>基本指标</b>    |               |               |               |               |
| <b>投资活动现金流净额</b>   | <b>-4750</b>  | <b>-1381</b> | <b>-1388</b>  | <b>-1292</b>  |                | <b>2010A</b>  | <b>2011E</b>  | <b>2012E</b>  | <b>2013E</b>  |
| 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          |
| <b>筹资活动现金流净额</b>   | <b>-2867</b>  | <b>3294</b>  | <b>-7032</b>  | <b>-7380</b>  | EV/EBITDA      | 5.09          | 6.66          | 5.84          | 4.95          |
| <b>现金净流量</b>       | <b>1409</b>   | <b>6155</b>  | <b>70</b>     | <b>44</b>     | 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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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。