

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

量价齐跌与高炉检修导致 4 季度大幅亏损

事件描述

鞍钢股份发布 2011 年业绩预告, 预计 2011 年公司实现归属于上市公司股东净利润亏损 21.51 亿元, 对应 EPS 为 -0.297 元/股。

事件评论

第一，4 季度大幅亏损，市场环境变化与高炉检修是主要原因

公司 2011 年实现归属于上市公司股东净利润亏损 21.51 亿元, 对应 EPS 为 -0.297 元/股。其中, 4 季度实现归属于上市公司股东净利润亏损 23.90 亿元, 对应 EPS 为 -0.33 元/股。

表 1: 前 3 季度公司维持微利, 4 季度大幅亏损

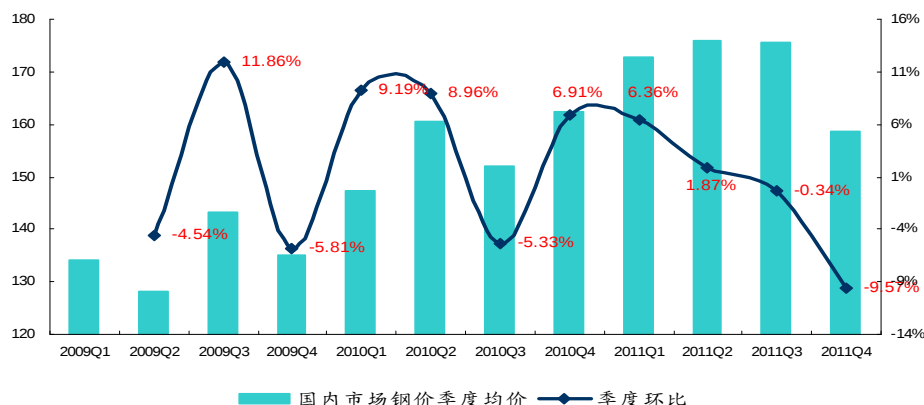
全年净利润	-21.51
前三季度净利润	2.39
Q4 净利润	-23.90
最新股本	72.35
Q4EPS	-0.33
Q3EPS	0.00

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

根据公司公告, 业绩大幅亏损主要源于原燃料价格涨幅高于钢材价格涨幅, 尤其是 4 季度钢价的大幅下跌, 而高炉检修等因素的影响进一步加剧了公司的亏损。

1、从钢价来看, 受 4 季度国内市场钢价持续下跌的影响, 公司 4 季度主要产品出厂价均有不同程度的下跌。

图 1：4 季度国内市场钢价出现较大幅度下跌



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

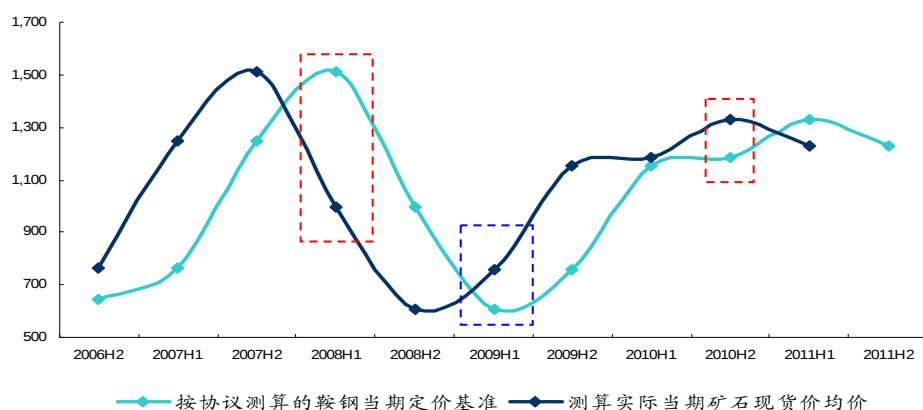
表 2：4 季度公司主要产品出厂均价跟随市场同样下跌

钢种	SS400	上海	相对	SPCC	上海	相对
规格	Q235 5.5*1500mm	含税价	价差	SPCC 1.0mm*1250mm	含税价	价差
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
季度均价	4,824	4,780		5,745	5,663	
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
季度均价	4,817	4,856		5,651	5,590	
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
季度均价	4,754	4,756		5,394	5,424	
Oct-11	4,797	4,544	253	5,522	5,473	49
Nov-11	4,446	4,544	-98	5,347	5,473	-126
Dec-11	4,212	4,213	-1	5,171	5,290	-119
季度均价	4,485	4,434		5,347	5,412	
季度环比	-5.66%	-6.78%		-0.87%	-0.21%	
Jan-12	4,212	4,220	-8	5,228	5,290	-62
Feb-12	4,212	4,220	-8	5,171	5,290	-119

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

2、成本方面，半年一变的定价模式使得 4 季度公司原料价格依然处在高位，进一步加剧了公司亏损的幅度。

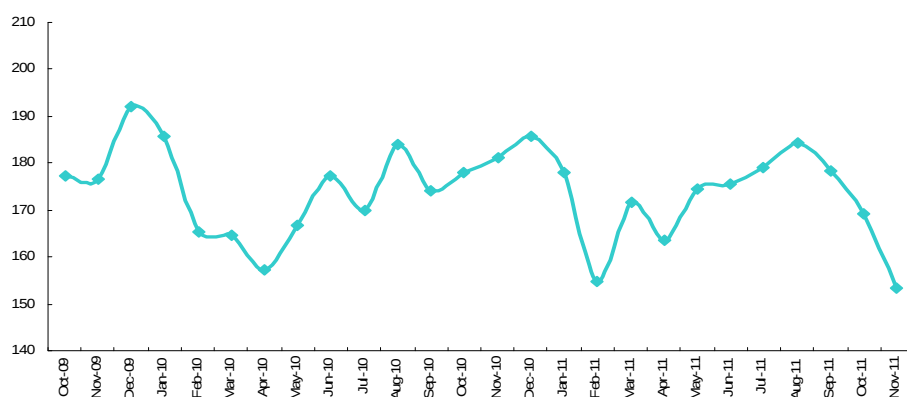
图 2：半年一变的定价制度使得公司成本调整偏滞后，成本下降周期时受损



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

3、产量方面，4 季度高炉检修影响了部分生产的进展。产量下降一方面影响了公司的收入，另一方面也导致成本上升，进一步挤压盈利。

图 3：因高炉检修，公司 10、11 月产量持续下降



资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

同时，我们需要注意到，在 4 季度钢价矿价大幅下跌的背景下，不排除公司针对存货计提部分减值的可能。不仅如此，临近年底也使得公司可能会面临部分费用集中结算导致的压力。不过这还需要等待数据的进一步验证。

简单估算，4 季度吨钢净利约为-502 元/吨，亏损幅度较大。

表 3：简单估算公司吨钢净利，4 季度吨钢亏损超过 500 元

日期	季度产量	季度净利润	吨钢净利润估算
2009Q1	421.42	0.08	1.90
2009Q2	430.73	-15.71	-364.73
2009Q3	501.68	18.93	377.33
2009Q4	545.96	3.97	72.72
2010Q1	515.46	11.48	222.71
2010Q2	501.41	16.02	319.50
2010Q3	528.12	-1.78	-33.70
2010Q4	544.68	-5.33	-97.86

2011Q1	504.25	0.71	14.08
2011Q2	521.18	1.49	28.59
2011Q3	541.64	0.19	3.51
2011Q4	476.10	-23.90	-502.00

资料来源：Wind，中钢协，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-0.30 元和 0.13 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	94490	94910	94250	货币资金	3651	9449	9491	9425
营业成本	82694	90177	86683	85258	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9737	4313	8227	8992	应收账款	2076	8867	8906	8844
% 营业收入	10.5%	4.6%	8.7%	9.5%	存货	13134	14283	13728	13502
营业税金及附加	285	291	293	291	预付账款	8380	9168	8812	8667
% 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	1701	1708	1697	流动资产合计	30944	45547	44733	44207
% 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	3496	3512	3487	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	1551	1554	1282	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.6%	1.6%	1.4%	固定资产合计	63591	58606	54291	49744
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	-2726	1160	2235	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	-2.9%	1.2%	2.4%	资产总计	105114	112936	107477	102090
营业外收支	105	0	0	0	短期贷款	16356	22559	16951	10454
利润总额	2358	-2726	1160	2235	应付款项	9562	10401	9996	9832
% 营业收入	2.6%	-2.9%	1.2%	2.4%	预收账款	6157	6331	6359	6315
所得税费用	408	-682	290	559	应付职工薪酬	322	360	346	340
净利润	1950	-2045	870	1677	应交税费	-1836	-16	23	34
归属于母公司所有者					其他流动负债	5839	6371	6138	6040
的净利润	2039.0	-2148.5	914.0	1761.5	流动负债合计	36400	46006	39814	33015
少数股东损益	-89	104	-44	-85	长期借款	12717	12717	12717	12717
EPS (元/股)	0.28	-0.30	0.13	0.24	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	2169	8690	9220	负债合计	49769	59314	53122	46323
取得投资收益	93	0	0	0	归属于母公司	54068	52242	53019	54516
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	1381	1337	1252
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	55345	53622	54355	55768
固定资产投资	-4905	-1345	-1349	-1243	负债及股东权益	105114	112936	107477	102090
其他	155	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4750	-1345	-1349	-1243		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.282	-0.297	0.126	0.243
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.47	7.22	7.33	7.54
银行贷款增加 (减少)	-812	6203	-5608	-6497	PE	17.00	-16.13	37.92	19.67
筹资成本	1985	-1229	-1691	-1546	PEG	-3.57	3.39	-7.96	-4.13
其他	-4040	0	0	0	PB	0.64	0.66	0.65	0.64
筹资活动现金流净额	-2867	4974	-7299	-8044	EV/EBITDA	5.24	10.99	6.30	5.03
现金净流量	1409	5798	42	-66	ROE	3.8%	-4.1%	1.7%	3.2%

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。