



攀钢钒钛 (000629)

公司点评 研究报告

维持“推荐”评级

2012-2-16

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

铁矿石和钛产品价格下跌影响 4 季度业绩表现

事件描述

攀钢钒钛今日公布 2011 年业绩预告，以 2011 年 12 月 31 日为资产交割日进行测算（不包括海外资产并不考虑海外资产的盈亏情况），报告期内实现归属于上市公司所有者净利润约 0~0.20 亿元，同比下降 87.45%~100%；实现 EPS 约为 0.00~0.03 元。

若按重组完成前口径测算，2011 年公司实现归属上市公司所有者的净利润-10.97 亿元，同比下降 203.43%，实现 EPS-0.19 元。

假设按已经中国证监会核准的重大资产重组方案口径（不包括海外资产并不考虑海外资产的盈亏情况），预计报告期内公司实现归属于上市公司所有者净利润 25.72 亿元，同比增长 94.22%，对应 EPS 为 0.45 元。其中 4 季度实现归属于上市公司股东净利润 5.40 亿元，环比下降 32.44%，对应 EPS 为 0.10 元，3 季度实现 EPS0.14 元。

事件评论

第一，铁矿石和钛制品价格下跌幅度较大，4 季度利润环比有所下降

今日公司发布公告，以 2011 年 12 月 31 日为资产交割日进行测算，报告期内实现归属于上市公司所有者净利润约 0.00~0.20 亿元，同比下降 87.45%~100%；实现 EPS 约为 0.00~0.03 元（按照会计准则的有关规定，本年度公司上述业绩预计仍包括了本公司置出的全部资产的盈亏情况）。

上述业绩预计系公司根据自身对相关会计准则的理解作出，以 2011 年 12 月 31 日作为置入资产合并日和置出资产处置日，并将置入资产于合并日前的经营成果和现金流量纳入公司合并财务报表（不包括海外资产并不考虑海外资产的盈亏情况）。该等会计确认方式是否符合企业会计准则相关规定，尚需请示相关会计监管部门。

表 1：2011 年净利润同比大幅下滑

项目	本报告期	上年同期
	(2011 年 1 月 1 日 ~ 2011 年 12 月 31 日)	(2010 年 1 月 1 日 ~ 2010 年 12 月 31 日)
归属于上市公司股东的净利润	比上年同期下降：87.45%~100%	盈利：159377 万元
	盈利：0 万元 ~ 20000 万元	
基本每股收益	盈利：约 0 ~ 0.03 元	盈利：0.28 元

资料来源：公司资料，长江证券研究部

若按重组完成前口径测算，2011 年公司实现归属上市公司所有者的净利润-10.97 亿元，同比下降 203.43%，实现 EPS-0.19 元。



表 2: 按重组完成前口径, 2011 年公司净利润环比大幅下降

项目	2011.01-12	2010.01-12	同比增长
归属于上市公司股东的净利润	-10.97	10.61	-203.43%
基本每股收益	-0.19	0.19	-203.43%

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

报告期内公司净利润同比大幅下滑的主要原因为: 1、今年前三季度公司钢铁产品、钒产品价格一直在低位波动, 进入 4 季度以来, 钢铁产品价格更是大幅度下跌, 而原燃料价格整体上仍高位运行, 致使公司钢铁产品、钒产品毛利同比下降。2、受市场原因影响, 公司重轨产品销量同比大幅度下降致使公司利润同比下降。3、受国家强化货币信贷调控影响, 公司资金成本和财务费用上升致使公司利润同比下降。

假设按证监会已核准的重大资产重组方案口径测算 (不包括海外资产并不考虑海外资产的盈亏情况), 报告期内公司实现归属于上市公司所有者净利润 25.72 亿元, 同比增长 94.22%, 对应 EPS 为 0.45 元。其中 4 季度实现归属于上市公司股东净利润 5.40 亿元, 环比下降 32.44%, 对应 EPS 为 0.10 元, 3 季度实现 EPS0.14 元。

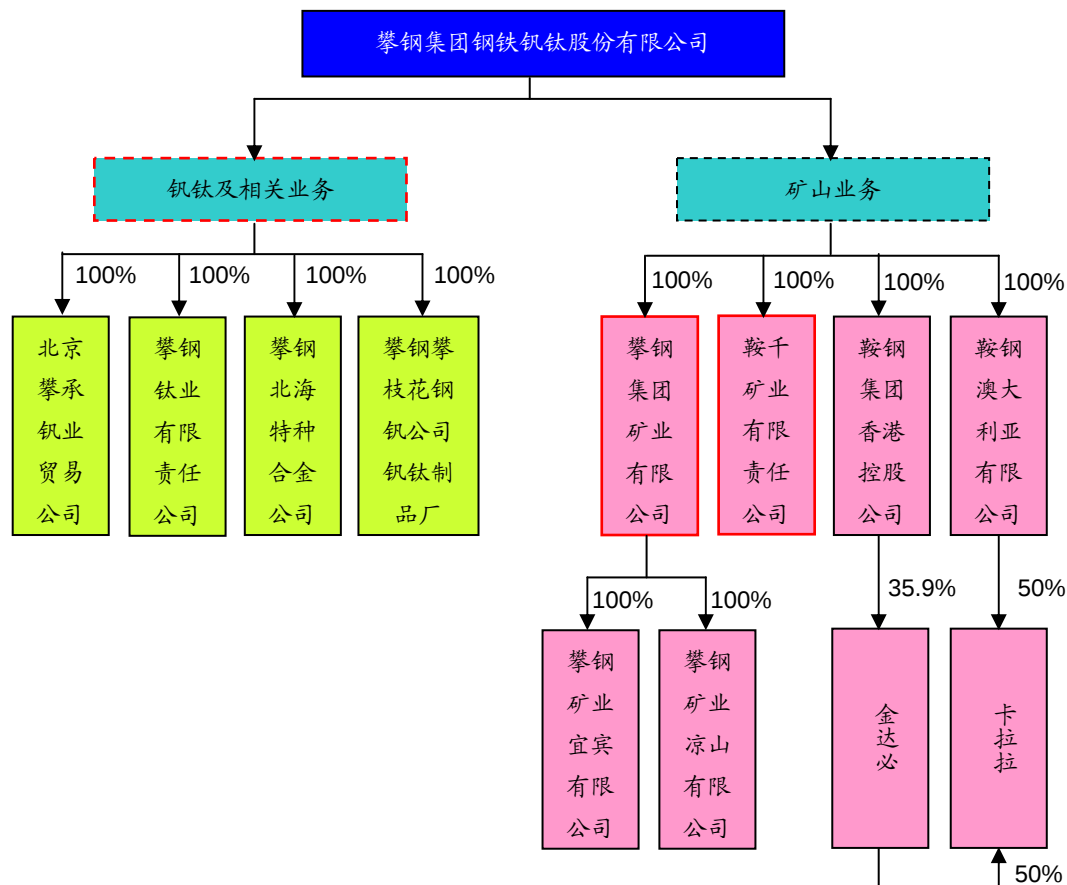
表 3: 按重组方案口径 (不包括海外资产) 公司 4 季度业绩环比下降 32.44%

4 季度公司业绩环比下降	2011.01-12	2010.01-12	同比增长	2011Q4	2011Q3	环比增长
归属于上市公司股东的净利润	25.72	13.24	94.22%	5.40	8.00	-32.44%
基本每股收益	0.45	0.23	94.22%	0.10	0.14	-32.44%

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

在不包括海外资产并不考虑海外资产盈亏的情况下, 公司按重大资产重组方案口径测算的资产主要包括: **钒钛业务全部资产、铁矿石业务中的攀钢矿业和鞍千矿业。**

图 1: 置换后公司资产板块及下属子公司的具体情况

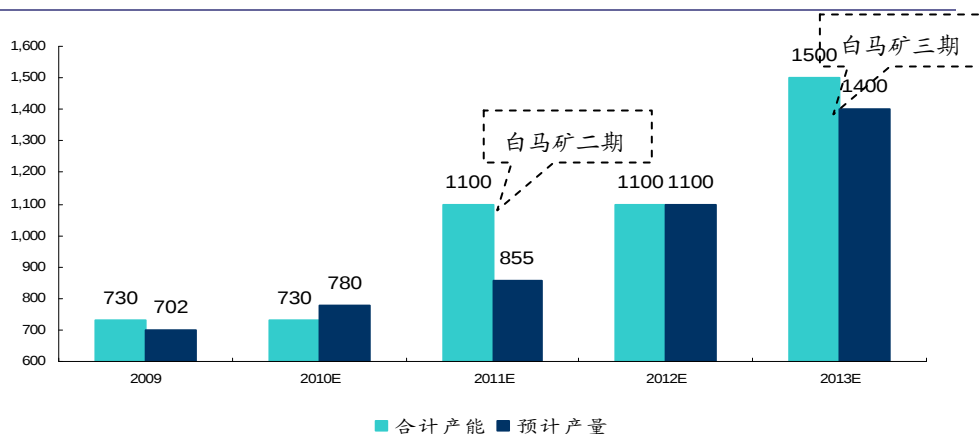


资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 铁矿石部分：目前主要来自白马矿一期与鞍千矿业，4 季度矿价下跌导致利润下滑；

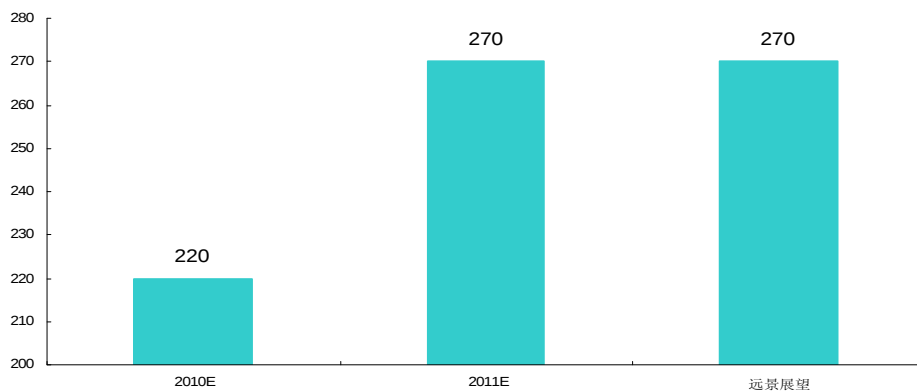
在不考虑海外的情况下，目前公司铁矿石业务主要来自白马矿一期与鞍千矿业，其产量较为平稳。白马二期采选主体工程于 9 月底正式投产，但产能仍处于逐步释放期间，产量贡献有限。预计 4 季度公司铁精粉产量环比略有增长，但增幅并不明显。

图 2：白马矿的建设进度及产量释放预计情况



资料来源：公司资料，长江证券研究部

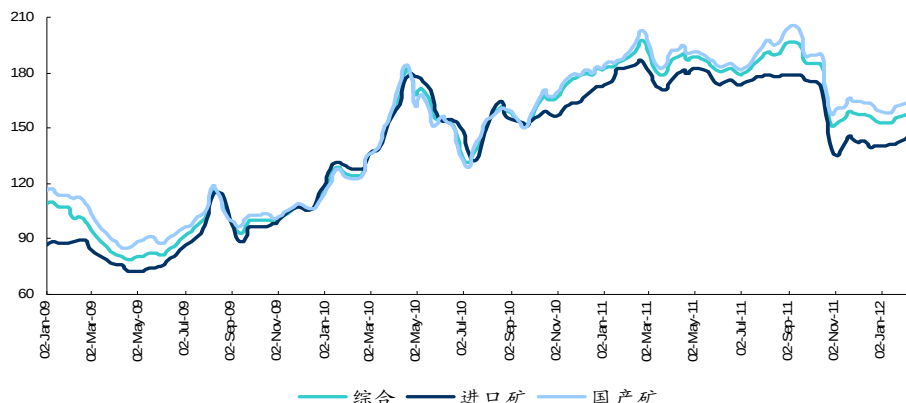
图 3：鞍千矿业产能 260 万吨，产能基本维持稳定



资料来源：公司资料，长江证券研究部

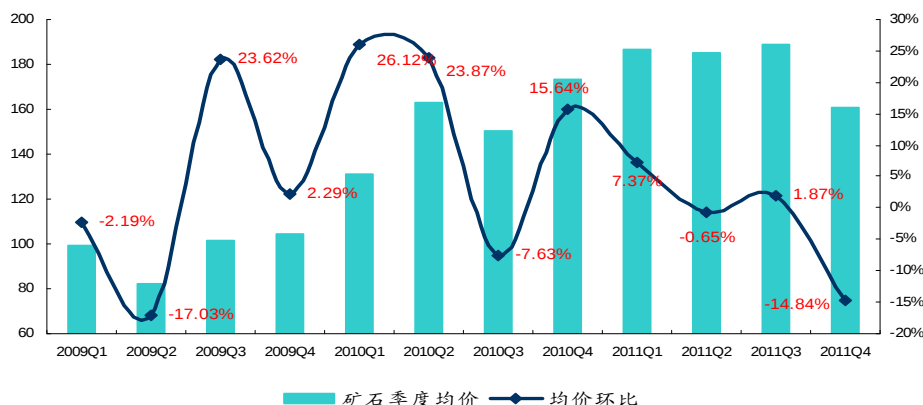
矿石价格方面，10 月国内矿价出现大幅下跌，4 季度均价环比下跌 14.84%。因此，在产量增幅有限的情况下，矿价下跌幅度较大使得矿石利润环比有所下滑，简单估计利润环比降幅在 10%左右。

图 4：10 月国内矿价出现大幅下跌



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 5：4 季度国内矿石均价环比下跌 14.84%



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

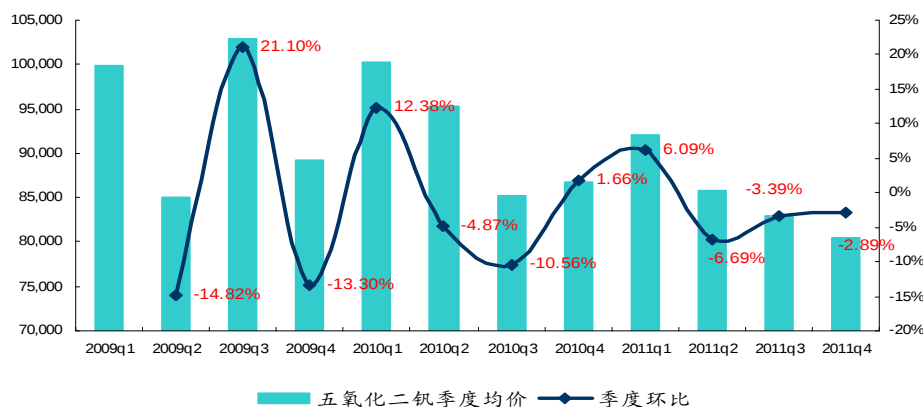
✓ **钒钛部分：钒业务略有回落，钛制品量增价涨是净利润的主要增量；**

在矿石产量利润环比下降 10% 的情况下，4 季度公司净利润环比下降了 32.44%，说明钒钛业务利润环比下降幅度较大。

产量方面，公司生产并没有受市场价格下跌影响，每月按计划排产努力实现全年目标，预计 4 季度产量变化不大，钒制品、钛精矿、钛白粉等产量环比基本持平。

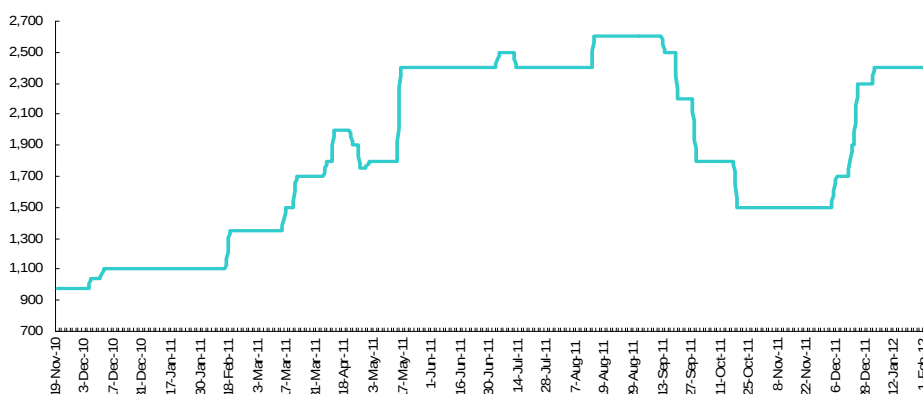
从价格方面来看，钒制品持续小幅回落，4 季度跌幅不大；虽然前期大幅下跌的钛精矿价格于 12 月底开始回升，但 4 季度均价仍有 31.07% 的跌幅。因此，钛产品价格出现较大跌幅是 4 季度公司净利润下降的主要原因。

图 6：国内市场五氧化二钒价格持续小幅回落



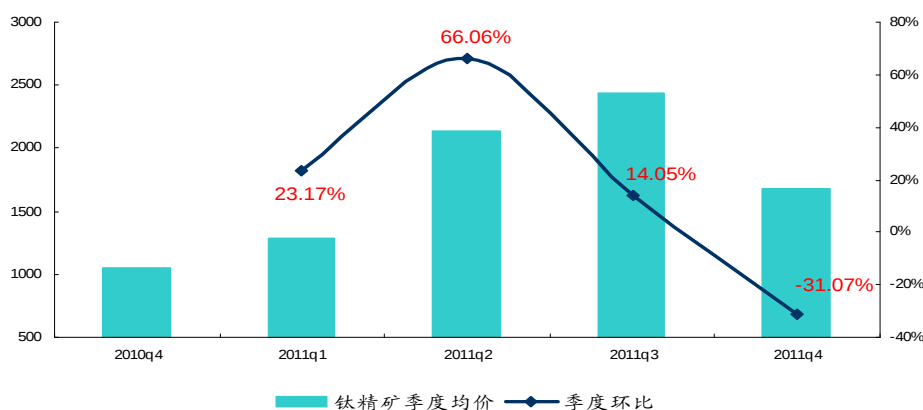
资料来源：百川资讯，长江证券研究部

图 7：9 月有所下跌的钛精矿价格 12 开始回升



资料来源：百川资讯，长江证券研究部

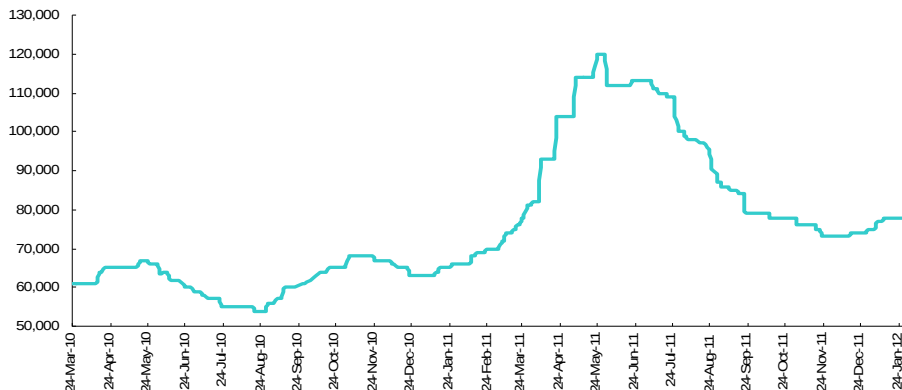
图 8：四川地区钛精矿 4 季度均价环比下跌 31.07%



资料来源：百川资讯，长江证券研究部



图 9：4 季度国内市场海绵钛价格低位运行



资料来源：百川资讯，长江证券研究部

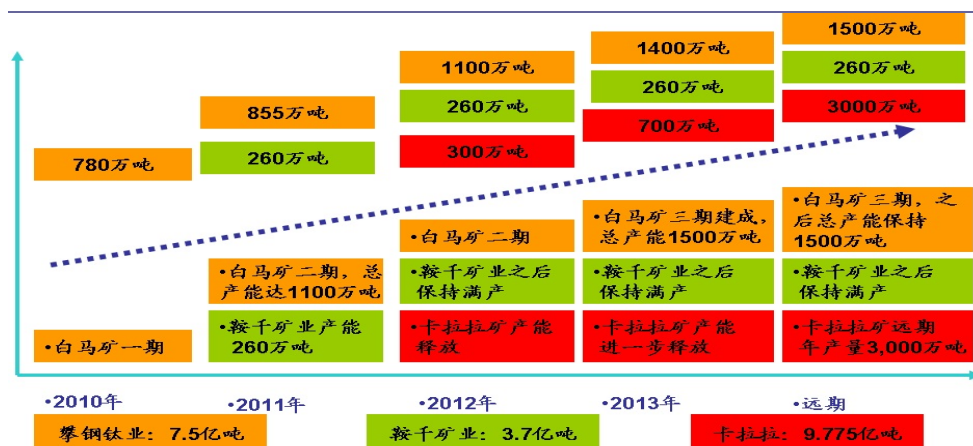
第二，资产置换方案完成后，公司将变身国内矿石与钒钛资源龙头，资源掌控量后期仍将可能继续扩大

2011 年 12 月 30 日，重组双方签订了《资产交割协议》。目前，此次重大资产重组置入资产、置出资产相关工商变更、过户手续尚在办理过程中。待重组完成后，公司将变身国内资源龙头，除原有的钒钛业务外，公司铁精矿产能将达到千万吨级别，

在钒钛资源方面，攀钢钒钛所在的攀枝花西昌地区拥有钒资源储量 1,862 万吨（以五氧化二钒计）、钛资源储量 6.18 亿吨（以二氧化钛计），分别占世界储量的 11.6%和 35%，占中国储量的 52%和 95%，公司依托在钒钛资源方面的天然优势，将成为国内钒钛资源龙头。

丰富的资源储量为公司钒、钛持续快速发展提供了有力的支撑。目前，公司具备年产钒制品 2 万吨、钛精矿 56 多万吨、钛白粉 8 万吨的综合生产能力。未来公司仍将全面贯彻做大钒钛业务的发展战略，积极推进 1.8 万吨/年三氧化二钒工艺改造工程、2,000 吨/年钒铝合金及专用原料生产线、500 吨钒电池液实验生产线、1.5 万吨/年的海绵钛工程、18 万吨/年钛渣二期工程及 10 万吨/年氯化钛白粉工程、10 万吨/年金红石型钛白粉工程等项目。此外，公司还将凭借对全钒液流电池多年的研发成果努力推进全钒液流电池的产业化，实现公司产业链的进一步延伸。

图 10：变身矿石公司，远景产量可达到约每年 5000 万吨



资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 4：资产置换完成后，公司铁矿信息整理

交易后攀钢钒钛铁矿信息	鞍千矿业	卡拉拉铁矿	白马铁矿	兰尖、朱家包铁矿
矿区分布	辽宁岸上	澳大利亚西澳大利亚州	四川米易	四川攀枝花

矿石储量	保有储量 11.5 亿吨，可采储量约 3.7 亿吨	磁铁矿储量 9.775 亿吨（JORC 标准）	保有储量 7.56 亿吨，可采储量 3.6 亿吨	保有储量 5.27 亿吨，可采储量 3.9 亿吨
平均矿石品位	0.2878	36.50%	26.91%	30.00%
铁精矿生产能力（万吨/年）	260	一期预计产能达到 1000 万吨/年，远景产能达 3000 万吨/年	230	500
最近两年一期铁精矿产量（万吨）	2009 年 219.34 2010 年 225 2011 年 H1 110.79	- 6.06 52.4	164.26 229.43 129.67	538.07 558.4 256.98
最近两年一期铁精矿销量（万吨）	2009 年 219.34 2010 年 225 2011 年 H1 110.79	- - 14.96	166.38 214.26 125.61	536.63 554.75 254.52
主要销售对象	鞍钢股份	赤铁矿试生产阶段主要销售对象为中钢中西部公司	攀枝花钢钒	攀枝花钢钒、攀成钢

资料来源：公司资料，长江证券研究部

而中期来看，公司资源掌控量仍有可能进一步扩大：

➤ 金达必公司拥有 1900 平方公里矿业许可；

金达必在西澳大利亚州拥有探矿前景良好的合计面积约 1,900 平方公里的矿业许可。在其他的矿业许可内，还有 Shine、Gap、Porcupine、Johnnys、Karara West、Hinge 和 Brac 等赤铁矿项目，以及 Lodestone 磁铁矿项目。这些项目在勘探期，如能发现大型铁矿将进一步增加本公司的铁矿资源

➤ 鞍钢矿业公司后续有望继续注入上市公司；

根据鞍钢集团公司对公司的业务定位，公司将成为鞍钢集团公司矿产业务发展平台，有助于公司矿产业务持续、快速发展。鞍钢拥有我国最大的黑色冶金矿山企业，下属铁矿已探明的铁矿石储量为 88.7 亿吨（包括鞍钢矿业拥有的铁矿石储量 11.5 亿吨和鞍钢矿业下属铁矿探明铁矿石储量 77.2 亿吨），而鞍钢矿业具备年产 1,300 万吨铁精矿的生产能力。根据鞍钢集团公司承诺，鞍钢集团公司将尽最大努力逐步促使鞍钢现有的铁矿石采选业务达到上市条件，在鞍钢现有铁矿石采选业务符合上市条件且相关操作合法合规的前提下，在本次重组完成后 5 年内将其注入攀钢钒钛。

表 5：鞍钢矿业公司最近两年及一期主要产品产量

项目	2009	2010	2011H1
铁精矿	1580	1561	782.55
球团矿	527	600	358.36
烧结矿	271	275	142

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 6：鞍钢矿业公司在本次交易完成后的各主要铁矿

交易后鞍钢矿业铁矿信息	大孤山铁矿	东鞍山铁矿	眼前山铁矿	齐大山铁矿	弓长岭露天矿	弓长岭井下矿
矿区分布	辽宁鞍山	辽宁鞍山	辽宁鞍山	辽宁鞍山	辽宁辽阳	辽宁辽阳
矿石储量（万吨）	15081.1	4448.2	7385.6	17312.6	43372.7	67670.8
平均矿石品位	33.53%	32.46%	29.76%	30.62%	31.44%	37.66%
铁矿石生产能力（万吨）	540	550	160	1540	760	170



最近两年一期铁矿	2009	462.24	455.61	234.15	1401.06	711.2	180.19
石产量及销量(万	2010	461.34	520.13	149.65	1500.97	724.91	165.82
吨)	2011H1	253.19	270.16	68.2	760.08	371.66	78.14

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，铁矿石与钒钛资源并行发展，成为业绩两大支撑

我们对各块资产盈利预测数据进行简单更新，主要的测算情况如下：

➤ **白马矿 2011、2012、2013 年业绩贡献约为 0.15 元、0.15 元、0.18 元；**

表 7：白马矿盈利预测简单测算

白马矿盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
白马矿盈利假设	5.25	8.50	8.80	10.50	10.50
铁精矿产量假设	788	850	1,100	1,400	1,500
吨矿净利假设	70.14	100	80	75	70
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
白马矿贡献 EPS 统计	0.09	0.15	0.15	0.18	0.18

资料来源：公司资料，长江证券研究部

➤ **鞍千矿业 2010、2011、2012 年业绩贡献约为 0.15 元、0.15 元、0.14 元；**

表 8：鞍千矿业盈利简单测算

鞍千矿业盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
鞍千矿业盈利假设	5.33	8.86	8.40	7.84	7.84
铁精矿产量假设	225	277	280	280	280
吨矿净利假设	237	320	300	280	280
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
鞍千矿业贡献 EPS 统计	0.09	0.15	0.15	0.14	0.14

资料来源：公司资料，长江证券研究部

➤ **卡拉拉项目将成未来重要增量，预计 2011、2012、2013 年业绩贡献为 0.00 元、0.04 元、0.14 元；**

关于卡拉拉项目的讨论，我们在之前的报告中已经分析了很多，我们依然沿用前期的主要假设，暂时维持前期盈利预测。

基于以下假设，在暂不考虑矿产资源税（MRRT）的情况下，我们对卡拉拉盈利贡献进行简单的测算：

- ✓ 产量的预测主要采信公司公告的内容，结合实际情况进行简单微调，预计 2011-2013 年产量分别为 100、300、700 万吨，远景产量可达到 3600 万吨/年。其中赤铁矿总产能约 300 万吨，其余部分均为磁铁矿；
- ✓ 固定资产投资的成本目前为 25.68 亿澳元，由于卡拉拉项目按照 3000 万吨/年的开采能力也可开采 30 年以上，我们采用 30 年直线折旧法进行折旧。而从公司产能扩张的情况来看，2014、2017 与 2020 年产能均明显上一个新的台阶，我们据此假设在此 3 年公司分别又投入了 5 亿澳元，同样按照 30 年直线折旧法进行折旧；
- ✓ 当产量为 1000 万吨每年时，每吨铁精粉的运营成本在 65-68 澳元之间，当产量达到 1600 万吨每年时，每吨铁精粉的运营成本在 55-60 澳元之间；
- ✓ 人民币以 3% 的速度升值，升值至 6.08 水平后维持不变；
- ✓ 价格方面，根据我们之前的矿石行业分析数据来看，虽然从 2011 年开始矿石的供需已经开始出现了较大幅度的缓解，但供需格局出现实质性的转变预计要在 2013-2014 年才可达到。综合考虑，我们假定 2011 年的矿石全年

均价为 170 美金，2012 年下降至 150 美金，2013 年之后矿石价格按每年 5% 的幅度下降；

- ✓ 三项费用水平参考金岭矿业的水平，假定为 8%；
- ✓ 运费方面，目前澳西-北仑宝山的运费约为 9 美元/吨，假定运费水平稳定在 10 美金不变；
- ✓ 税率方面：税率的假设相对困难，这主要是因为澳洲地区税收科目虽多但也存在各种各样的抵税政策。因此，我们简单根据澳洲官方网站的公告进行假设，目前澳洲企业所得税率执行标准在 30% 左右，公司按 5% 的税率上缴资源使用税（Royalties）；
- ✓ 因为 MRRT 操作空间较为灵活，同时可以抵扣资源使用税（Royalties），因此我们暂不考虑 MRRT 的影响。

根据我们的测算，预计卡拉拉项目 2011 年贡献 0.00 元，2012 年贡献 0.04 元，2013 年贡献 0.14 元。

表 9：卡拉拉项目长期盈利预测，产能的释放可部分弥补价格下滑

卡拉拉矿盈利预测	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2020E	2021E
估算销售总收入	1.92	4.20	9.28	20.06	23.72	22.44	25.46	28.64	30.43
矿产资源使用税（Royalty, 5%）	0.10	0.21	0.46	1.00	1.19	1.12	1.27	1.43	1.52
估算销售净收入	1.82	3.99	8.81	19.06	22.54	21.31	24.18	27.21	28.91
估算销售成本	1.69	2.89	5.55	10.10	12.40	12.40	14.70	19.30	21.60
鞍澳公司持股	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
鞍钢香港对金达必持股	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%
——金达必对卡拉拉持股	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
钒钛合计持股	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%
公司产量预测	200	550	1100	1600	2000	2000	2400	3200	3600
公司产量实际谨慎预测	120	300	700	1600	2000	2000	2400	3200	3600
矿石 CIF 价格	170	150	143	135	129	122	116	100	95
同比变动幅度			-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
西澳-中国海运费	10	10	10	10	10	10	10	10	10
矿石 FOB 价格	160	140	133	125	119	112	106	90	85
综合完全成本	141.21	96.38	79.31	63.10	61.98	61.98	61.24	60.30	59.99
开采成本	66.50	66.50	66.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50
固定折旧	74.71	29.88	12.81	5.60	4.48	4.48	3.74	2.80	2.49
费用率	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
吨矿利润	-1.37	25.98	36.50	46.47	41.68	36.06	31.47	17.93	13.90
利润总额（税前利润）	-0.02	0.78	2.55	7.44	8.34	7.21	7.55	5.74	5.00
Royalty 抵扣	0.10	0.21	0.46	1.00	1.19	1.12	1.27	1.43	1.52
应税利润	-0.11	0.57	2.09	6.43	7.15	6.09	6.28	4.31	3.48
所得税税率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
净利润	0.02	0.61	1.93	5.51	6.19	5.38	5.67	4.45	3.96
汇率	6.38	6.19	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01
净利润（人民币）	0.11	3.77	11.58	33.07	37.18	32.34	34.04	26.70	23.77
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
贡献 EPS	0.00	0.04	0.14	0.39	0.44	0.38	0.40	0.32	0.28

资料来源：Bloomberg，Wind，CEIC，公司资料，长江证券研究部

➤ **钒业绩贡献：预计 2011、2012、2013 年业绩贡献为 0.02 元、0.03 元、0.03 元；**



表 10: 钒制品业绩测算，业绩贡献较为平稳

钒制品业绩测算	2010A	2011E	2012E	2013E
钒制品产量	2.05	2.10	2.20	2.30
销售均价	148,780	143,000	140,000	140,000
钒制品收入	30.50	30.03	30.80	32.20
毛利率	18.52%	15.00%	16.00%	16.00%
销售利润(亿元)	5.65	4.50	4.93	5.15
综合费用率	10%	10%	10%	10%
利润总额	2.60	1.50	1.85	1.93
公司所得税	15%	15%	15%	15%
钒产品净利润	2.21	1.28	1.57	1.64
最新股本	57.26	57.26	57.26	57.26
钒制品贡献的 EPS	0.04	0.02	0.03	0.03

资料来源：公司资料，长江证券研究部

➤ 钛业绩贡献：预计 2011、2012、2013 年业绩贡献为 0.12 元、0.19 元、0.24 元；

表 11: 公司钛制品业务业绩贡献测算

钛产品业绩测算(中性)	2010A	2011E	2012E	2013E
产量	34.19	50.00	50.00	65.00
自用量	20.47	33.00	48.81	49.76
销量	13.72	17.00	1.19	15.24
钛精矿 销售均价	600	1,700	2,000	2,000
销售收入(亿元)	0.82	2.89	0.24	3.05
毛利率	30%	50%	50%	50%
销售毛利润(亿元)	0.25	1.45	0.12	1.52
产销量	5.38	11.00	17.00	17.00
销售均价	3,000	5,500	6,000	6,000
高钛渣 销售收入(亿元)	1.61	6.05	10.20	10.20
毛利率	40%	60%	65%	65%
销售毛利润(亿元)	0.65	3.63	6.63	6.63
产销量	6.26	6.10	7.00	7.00
销售均价	16,000	22,000	23,000	23,000
钛白粉 销售收入(亿元)	10.02	13.42	16.10	16.10
毛利率	18%	35%	40%	40%
销售毛利润(亿元)	1.80	4.70	6.44	6.44
产销量		0.30	1.00	1.40
销售均价		88,000	90,000	95,000
海绵钛 销售收入(亿元)		2.64	9.00	13.30
毛利率		30%	35%	45%
销售毛利润(亿元)		0.79	3.15	5.99
钛产品营业收入	12.45	25.00	35.54	42.65
钛产品综合毛利率	21.64%	42.26%	45.98%	48.25%
钛产品销售利润	2.70	10.56	16.34	20.58

综合费用率	10%	10%	10%	10%
利润总额	1.45	8.06	12.79	16.31
公司所得税	15%	15%	15%	15%
钛产品净利润	1.23	6.85	10.87	13.87
最新股本	57.26	57.26	57.26	57.26
钛产品贡献的 EPS	0.02	0.12	0.19	0.24

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

预计置换前攀钢钒钛 2011、2012 年 EPS 分别为-0.19 元和 0.08 元。

在资产置换方案完成后，简单测算对应置换后资产 2011、2012 年业绩预测为 0.45 元和 0.56 元，维持“推荐”评级。

表 12：考虑置换成功后，公司业绩释放情况如下

攀钢钒钛业绩预测	2010E	2011E	2012E	2013E
白马矿盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E
铁精矿产量假设	788	850	1,100	1,400
吨矿净利假设	70	100	80	75
白马矿贡献 EPS 统计	0.09	0.15	0.15	0.18
鞍千矿业盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E
铁精矿产量假设	225	277	280	280
吨矿净利假设	237	320	300	280
鞍千矿业贡献 EPS 统计	0.09	0.15	0.15	0.14
卡拉拉矿石盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E
产量预测	0	120	300	700
考虑持股比例后对 EPS 的贡献		0.00	0.04	0.14
钛业务盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E
钛业务对 EPS 贡献	0.02	0.12	0.19	0.24
钒业务盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E
钒业务对 EPS 贡献	0.04	0.02	0.03	0.03
合计	0.24	0.45	0.56	0.73

资料来源：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	43272	48144	53098	59560	货币资金	1757	4814	5310	5956
营业成本	36452	43243	45659	51019	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6820	4901	7439	8541	应收账款	2285	2567	2831	3175
% 营业收入	15.8%	10.2%	14.0%	14.3%	存货	9164	10859	11458	12803
营业税金及附加	561	624	688	772	预付账款	1622	1918	2024	2261
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	44	49	54	60
销售费用	1169	1300	1434	1608	流动资产合计	17032	22608	24321	27217
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	3219	3563	3929	4407	持有至到期投资	295	295	295	295
% 营业收入	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	长期股权投资	733	733	733	733
财务费用	983	849	772	616	投资性房地产	238	238	238	238
% 营业收入	2.3%	1.8%	1.5%	1.0%	固定资产合计	38910	36638	34154	31519
资产减值损失	203	0	0	0	无形资产	2848	2705	2570	2442
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	67	12	12	12	递延所得税资产	339	0	0	0
营业利润	753	-1423	627	1149	其他非流动资产	-666	-666	-666	-666
% 营业收入	1.7%	-3.0%	1.2%	1.9%	资产总计	59728	62551	61644	61776
营业外收支	340	0	0	0	短期贷款	10833	10670	7690	3807
利润总额	1090	-1423	627	1149	应付款项	10362	12292	12970	14492
% 营业收入	2.5%	-3.0%	1.2%	1.9%	预收账款	3118	3466	3823	4288
所得税费用	28	-356	157	287	应付职工薪酬	942	1108	1169	1306
净利润	1062	-1067	471	862	应交税费	-61	11	34	42
归属于母公司所有者					其他流动负债	7815	9211	9765	10915
的净利润	1060.6	-1065.9	470.0	860.9	流动负债合计	33009	36759	35451	34851
少数股东损益	1	-1	1	1	长期借款	6858	6858	6858	6858
EPS (元/股)	0.19	-0.19	0.08	0.15	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	19	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3467	3467	3467	3467
经营活动现金流净额	4725	4779	5237	6158	负债合计	43353	47084	45776	45176
取得投资收益	21	12	12	12	归属于母公司	15877	14971	15370	16102
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	498	496	497	498
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	16375	15467	15867	16600
固定资产投资	-3416	-881	-931	-896	负债及股东权益	59728	62551	61644	61776
其他	-650	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4066	-870	-919	-884		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.185	-0.186	0.082	0.150
股权融资	95	0	0	0	BVPS	2.77	2.61	2.68	2.81
银行贷款增加 (减少)	-650	-163	-2980	-3884	PE	36.61	-36.43	82.61	45.10
筹资成本	1068	-689	-843	-745	PEG	-5.45	5.42	-12.30	-6.71
其他	-1798	0	0	0	PB	2.45	2.59	2.53	2.41
筹资活动现金流净额	-1285	-852	-3823	-4628	EV/EBITDA	11.43	18.93	9.71	8.03
现金净流量	-625	3058	495	646	ROE	6.7%	-7.1%	3.1%	5.3%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。