

2015-1-19

公司报告(点评报告)

评级 谨慎推荐 维持

鞍钢股份 (000898)

顺应市场趋势，2月热轧下调其余平盘

分析师：刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080003

分析师：王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师：陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

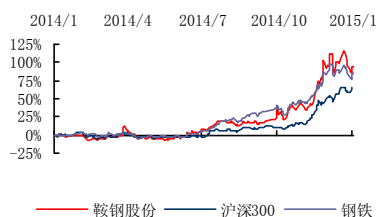
执业证书编号：S0490514080002

联系人：肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

《12月冷轧小幅下调，调价政策相对平稳》
2014/11/16

《出厂价调整滞后，3季度业绩环比小幅改善》
2014/10/27

11月出厂价稳中略下调符合预期》 2014/10/17

报告要点

■ 事件描述

鞍钢股份公布2015年2月主要产品出厂价政策，热轧下调100元，冷轧持平。

■ 事件评论

跟随市场而动，2月出厂价仅热轧下调：受盈利持续高位带动供给释放及年前需求季节性转淡影响，近期热轧市场价格跌幅较大，Mysteel热轧钢价指数近一月累计下跌7.52%，居各品种钢材价格跌幅首位。而冷轧市场价格近期相对略好，近一月累计跌幅为2.72%，居各品种钢材价格跌幅末位。

根据当期市场价的变化对下一期产品出厂价做滞后调整是大钢厂调价的主要依据，综合考虑近期钢价表现及春节假期带来的季节性淡季干扰，公司对2月热轧出厂价下调而其余平盘合乎情理。

由于近期市场价格持续下跌，热轧价格跌幅尤其明显，因此，虽然公司2月热轧出厂价有所下调，但整体而言经过此次调价，公司2月热轧、冷轧出厂价与市场价价差均有所扩大，倒挂压力依旧处于高位。

热轧出厂价下调致2月业绩环比下滑：按照我们的假设简单推算，鉴于热轧出厂价有所下调，公司单月经营业绩环比有所下滑。当然，我们考虑的因素较为简单，与公司实际经营情况难免存在误差。

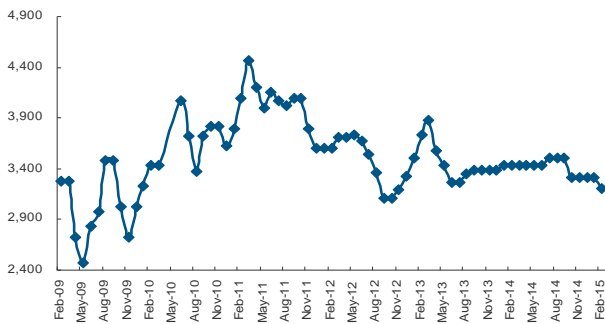
预计公司2014、2015年EPS分别为0.14元与0.16元，维持“**谨慎推荐**”评级。

2月出厂价热轧下调 100 元

近日公司公布了 2015 年 2 月主要产品出厂价政策，主要调整明细如下：

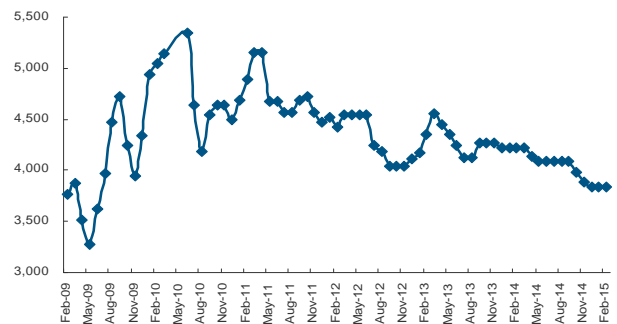
热轧：除耐腐蚀结构用钢 Q300NS、Q345NS 外，其它品种产品基价下调 100 元/吨；
冷轧：普冷基价保持不变；**酸洗：**产品基价保持不变；**冷硬：**产品基价保持不变；**镀锌：**产品基价下调 200 元/吨；要求涂耐指纹交货的在同规格同材质的各级表面质量的基础上加价 150 元/吨；**彩涂：**产品基价维持不变；**中厚板：**DH36、EH36 基价下调 30 元/吨，NM450 基价下调 500 元/吨，除上述产品及造船用钢、镀锌钢板、NM400 外的其它产品基价下调 80 元/吨；**镀铝锌：**产品基价下调 200 元/吨。

图 1：公司 2 月热轧主流产品出厂价下调 100 元



资料来源：中联钢，长江证券研究部

图 2：公司 2 月冷轧主流产品出厂价持平



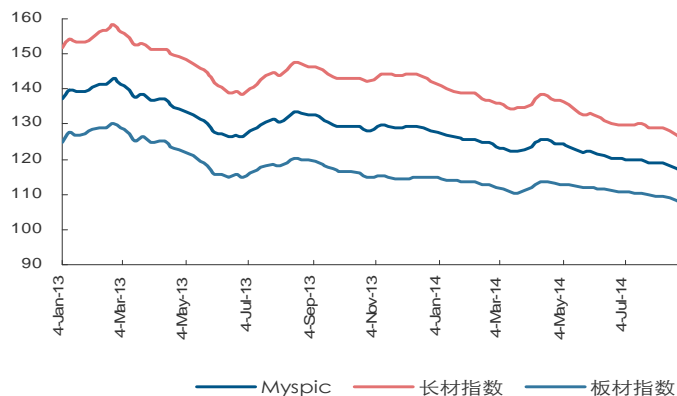
资料来源：中联钢，长江证券研究部

➤ 跟随市场而动，2月出厂价仅热轧下调

受盈利持续高位带动供给释放及年前需求季节性转淡影响，近期热轧市场价格跌幅较大，Mysteel 热轧钢价指数近一月累计下跌 7.52%，居各品种钢材价格跌幅首位。而冷轧市场价格近期相对略好，近一月累计跌幅为 2.72%，居各品种钢材价格跌幅末位。

根据当期市场价的变化对下一期产品出厂价做滞后调整是大钢厂调价的主要依据，综合考虑近期钢价表现及春节假期带来的季节性淡季干扰，公司对 2 月热轧出厂价下调而其余平盘合乎情理。

图 3：经过短暂企稳之后，近期钢价进一步下跌



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1: 近期各品种钢价均有所下跌, 冷轧强势、热轧劣势

	本日	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	100.79	104	-3.09%	108.29	-6.93%	126.36	-20.24%
长材	109.15	112.14	-2.67%	116.44	-6.26%	139.35	-21.67%
扁平	92.79	96.21	-3.55%	100.5	-7.67%	113.93	-18.56%
区域指数							
华东	101.22	104.67	-3.30%	109.16	-7.27%	127.4	-20.55%
华南	107.52	112.17	-4.15%	116.26	-7.52%	133.98	-19.75%
华北	91.85	94.88	-3.19%	101.12	-9.17%	119.43	-23.09%
中南	103.62	106.21	-2.44%	110.72	-6.41%	128.49	-19.36%
东北	95.93	98.1	-2.21%	100.88	-4.91%	116.04	-17.33%
西南	109.54	111.16	-1.46%	112.36	-2.51%	131.82	-16.90%
西北	103	105.52	-2.39%	108.47	-5.04%	126.48	-18.56%
品种指数							
螺纹	105.07	107.85	-2.58%	112.47	-6.58%	135.73	-22.59%
线材	108.92	111.91	-2.67%	115.93	-6.05%	138.41	-21.31%
中厚	102.19	105.59	-3.22%	110.43	-7.46%	128.82	-20.67%
热卷	101.65	106.69	-4.72%	109.91	-7.52%	123.38	-17.61%
冷板	87.6	88.64	-1.17%	90.05	-2.72%	100.5	-12.84%
镀锌	81.3	82.51	-1.47%	84.26	-3.51%	90.05	-9.72%

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 2: 历年数据显示, 公司 2 月热轧冷轧均上调概率较大

鞍钢热轧	1月	2月	6月	7月	鞍钢冷轧	1月	2月	6月	7月
2009			360	150	2009			350	350
2010	200	200	-	-350	2010	600	100	-	-700
2011	180	300	150	-80	2011	200	200	0	-100
2012	0	0	-70	-130	2012	50	-100	0	-300
2013	180	230	-160	0	2013	60	180	-100	-120
2014	50	0	0	80	2014	0	0	0	0
2015	0	-100			2015	0	0		
上调次数	4	3	2	2	上调次数	4	3	1	1
下调次数	0	1	2	3	下调次数	0	1	1	4
持平次数	2	2	1	1	持平次数	2	2	3	1

资料来源: 中联钢, 长江证券研究部

表 3: 历年 2 月板材价格环比上涨概率较大

板材均价环比涨跌	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2005	3.16%	1.84%	4.22%	-5.20%	-2.44%	-14.38%	-2.19%	-2.24%	-9.92%	-10.17%	-4.72%	-2.97%
2006	3.06%	7.92%	11.93%	2.46%	5.60%	6.06%	-12.86%	0.00%	2.46%	-0.80%	-2.42%	3.31%
2007	4.80%	2.29%	-0.60%	1.28%	0.89%	-2.87%	-0.08%	6.81%	1.77%	-0.42%	3.64%	4.25%

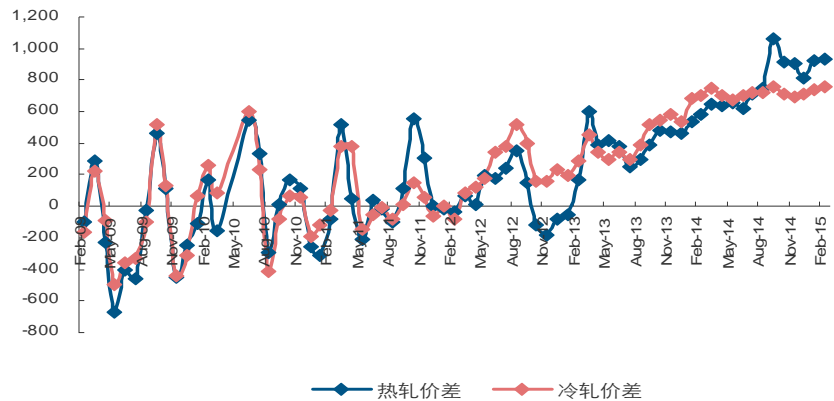
2008	2.33%	12.59%	1.97%	2.48%	6.56%	1.01%	-0.70%	-9.26%	-10.70%	-25.51%	-5.33%	3.96%
2009	5.59%	-7.62%	-3.91%	-3.07%	4.38%	6.79%	9.28%	-4.44%	-5.60%	0.42%	6.00%	3.35%
2010	1.31%	1.22%	9.40%	4.19%	-4.55%	-4.56%	-1.09%	0.66%	1.67%	-0.72%	1.80%	3.75%
2011	4.30%	0.78%	-1.75%	2.58%	-0.84%	-1.82%	0.79%	0.72%	-2.93%	-6.98%	-1.59%	-1.17%
2012	-0.30%	0.22%	2.45%	0.96%	-2.62%	-2.32%	-4.43%	-7.38%	-2.77%	5.77%	1.88%	0.49%
2013	3.60%	1.93%	-1.89%	-1.93%	-4.02%	-3.37%	1.92%	1.59%	-1.28%	-1.66%	-0.86%	0.00%
2014	-0.77%	-0.99%	-1.64%	1.81%	-0.61%	-0.85%	-0.96%	-1.47%	-5.19%	-1.61%	-0.73%	-0.87%
平均值	2.71%	2.02%	2.02%	0.56%	0.24%	-1.63%	-1.03%	-1.50%	-3.25%	-4.17%	-0.23%	1.41%
10年上涨次数	8	8	5	7	4	3	3	4	3	2	4	7
下跌次数	1	1	4	3	5	6	6	4	6	7	5	2
2015	-5.24%											

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

➤ 价差有所扩大, 倒挂压力较大

由于近期市场价格持续下跌, 热轧价格跌幅尤其明显, 因此, 虽然公司 2 月热轧出厂价有所下调, 但整体而言经过此次调价, 公司 2 月热轧、冷轧出厂价与市场价价差均有所扩大, 倒挂压力依旧处于高位。

图 4: 2 月价差有所扩大, 倒挂压力较大



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

热轧出厂价下调致 2 月业绩环比下滑

我们基于以下假设, 对公司的经营业绩进行简单的估计:

- ✓ 公司本部所需矿石以关联交易的模式采购自集团公司, 按照新协议, 定价模式为每月度调整一次, 参考 2 个月前矿石港口到岸价格再给予 5% 的折扣。预计 2015 年 2 月的采购价格为 474 元/吨, 环比下跌 2.51%;
- ✓ 产量方面, 假设 2014 年 12 月、2015 年 1 月、2 月产量均为 165 万吨;
- ✓ 销售均价的变动参考公司各期调价政策;

- ✓ 鲛鱼圈所需矿石全部来自长协矿，假定公司目前执行长协价的依据为当季现货矿均价。考虑到进口矿长途运输等因素，预计鲛鱼圈项目的正常生产需要维持 2 个月左右的原料库存；
- ✓ 公司目前执行长协价的依据为当季现货矿的均价。我们参考普氏指数，假定公司保持了 2 个月左右的矿石库存，简单估算 4 季度长协矿均价为 74 美元，环比下跌的原材料价格从 12 月开始影响生产成本。

按照我们的假设简单推算，鉴于热轧出厂价有所下调，公司单月经营业绩环比有所下滑。当然，我们考虑的因素较为简单，与公司实际经营情况难免存在误差。

表 4：热轧出厂价下调致 2 月业绩环比下滑

鞍钢股份2014/15年盈利预测	2014年3季度			2014年4季度			2015年1季度	
	Jul-14	Aug-14	Sep-14	Oct-14	Nov-14	Dec-14	Jan-15	Feb-15
产量	165	165	165	165	165	165	165	165
营业收入	64.16	63.83	63.83	60.83	60.00	59.59	59.59	58.76
营业成本	57.35	55.55	54.82	54.64	53.76	52.87	52.12	51.51
吨钢收入	3,889	3,869	3,869	3,686	3,636	3,611	3,611	3,561
吨钢成本	3,476	3,366	3,323	3,311	3,258	3,204	3,158	3,122
吨钢毛利	413	502	546	375	378	407	453	440
净利润	-0.12	1.36	2.08	0.08	0.13	0.61	1.37	1.15
综合毛利率	10.61%	12.98%	14.12%	10.18%	10.39%	11.27%	12.54%	12.35%
吨钢净利	-7	82	126	5	8	37	83	70
吨钢费用	420	420	420	370	370	370	370	370
价格增加	0	-20	0	-120	-50	-25	0	-50
青岛港矿石价格定价基准	718	623	619	620	569	555	510	474
青岛港到港价格涨幅	-5.23%	-13.22%	-0.76%	0.27%	-8.31%	-2.51%	-8.07%	-7.07%
河北唐山现货矿均价	809	801	776	745	723	672	620	620
现货矿月度环比涨幅	-3.06%	-0.90%	-3.17%	-2.04%	-3.02%	-6.97%	-7.76%	0.00%
长协矿占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
长协价格(美金)	90	90	90	74	74	74	70	70
长协矿上涨幅度	-12.1%	-12.1%	-12.1%	-17.7%	-17.7%	-17.7%	-5.9%	-5.9%
长协价格变动带动成本增加	0	0	-77	0	0	-99	0	0
BDI均值	796	937	1,123	1,101	1,332	933	745	745
太原二级冶金焦价格均值	884	860	860	860	860	860	860	860
成本变动	-41	-110	-44	2	-53	-54	-46	-37
总股本	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35
相应时期的EPS	0.00	0.02	0.03	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02
累计EPS	0.08	0.10	0.13	0.13	0.13	0.14	0.02	0.03

资料来源：Bloomberg，中联钢，公司资料，长江证券研究部

维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.14 元与 0.16 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)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	75329	74004	73964	73833	货币资金	1126	2220	2219	2215
营业成本	66929	66623	66454	66200	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8400	7380	7510	7633	应收账款	2152	2186	2184	2181
%营业收入	11.2%	10.0%	10.2%	10.3%	存货	12356	12377	12345	12298
营业税金及附加	194	191	190	190	预付账款	3042	3056	3048	3036
%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	1743	1702	1701	1698	流动资产合计	29299	30273	30225	30140
%营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	可供出售金融资产	56	56	56	56
管理费用	3270	3182	3180	3175	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	长期股权投资	3128	3128	3128	3128
财务费用	1218	977	952	752	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.6%	1.3%	1.3%	1.0%	固定资产合计	51234	54087	53215	50160
资产减值损失	1866	0	0	0	无形资产	6147	5840	5548	5270
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	555	0	0	0	递延所得税资产	3001	0	0	0
营业利润	664	1329	1485	1818	其他非流动资产	0	0	0	0
%营业收入	0.9%	1.8%	2.0%	2.5%	资产总计	92865	93383	92172	88754
营业外收支	64	0	0	0	短期贷款	10512	11776	9813	5609
利润总额	728	1329	1485	1818	应付款项	15390	15337	15298	15239
%营业收入	1.0%	1.8%	2.0%	2.5%	预收账款	4031	3996	3994	3987
所得税费用	-27	332	371	454	应付职工薪酬	281	266	265	264
净利润	755	996	1114	1363	应交税费	-550	-1720	-1848	-2121
归属于母公司所有者的净利润	770.0	1024.3	1145.2	1401.6	其他流动负债	8141	7845	7826	7797
少数股东损益	-15	-28	-31	-38	流动负债合计	37805	37500	35347	30776
EPS (元/股)	0.11	0.14	0.16	0.19	长期借款	3044	3044	3044	3044
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	20	0	0	0
					其他非流动负债	4906	4906	4906	4906
					负债合计	45775	45450	43297	38726
					归属于母公司	47026	47897	48870	50061
					少数股东权益	64	36	5	-33
					股东权益	47090	47933	48875	50028
					负债及股东权益	92865	93383	92172	88754
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.106	0.142	0.158	0.194
					BVPS	6.50	6.62	6.75	6.92
					PE	54.59	41.04	36.71	29.99
					PEG	2.47	1.86	1.66	1.36
					PB	0.89	0.88	0.86	0.84
					EV/EBITDA	8.88	7.92	7.18	6.34
					ROE	1.6%	2.1%	2.3%	2.8%

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	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。