

钢铁

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

6-12个月目标价: 20元

当前股价: 17.59元

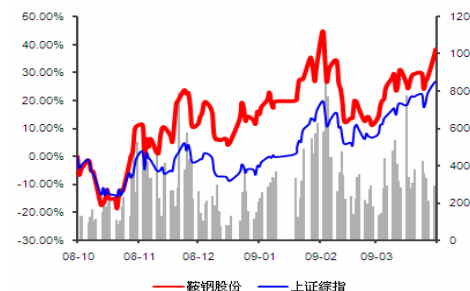
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3429
总股本(百万)	7235
流通股本(百万)	1808
流通市值(亿)	318
EPS (09)	0.19
每股净资产(元)	7.53
净资产收益率(%)	2.60

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鞍钢股份	19.50%	89.34%	107.92%
上证综指	9.73%	33.58%	63.44%



相关报告

钢铁行业-四大钢的投资机会

08/03/2009

鞍钢股份 000898-减值准备计提充分, 估值优势依然明显

04/14/2009

鞍钢股份-集团增持公司股票, 增强后市信心

10/29/2008

鞍钢股份: 产品结构和技术水平支撑公司高盈利能力

10/28/2008

鞍钢股份

000898

推荐

行业复苏的最大受益者之一

8月5日, 我们调研了鞍钢股份, 与公司董秘就公司日常生产经营情况进行了详细的交流。我们看好下半年行业全面复苏, 鞍钢股份作为全国钢企的排头兵, 是行业复苏的最大受益者之一。

投资要点:

- 公司供需情况良好。目前公司月产量在 150 万吨水平, 全年目标产量接近 1800 万吨。需求方面, 公司已经能明显感受到下游重点行业(基建、机械、汽车、家电、船舶)的好转。出口情况也大幅改善, 公司 7 月出口 18 万吨, 单月超过公司 1 季度总量的 11 万吨。
- 公司鲅鱼圈已经顺利投产进入盈利通道。公司鲅鱼圈 5 月正式点火, 目前已经全部投产。8 月和 9 月, 板材大幅提价, 鲅鱼圈的盈利已经有所保障, 而且未来能够给公司带来一定的产量增量, 有利于业绩改善。
- 公司取向硅钢 09 年可以量产 1 万吨, 2010 年将成为公司的一个重要盈利增长点。公司第一条硅钢生产线目前正处于热负荷试车阶段, 预计 9 月份正式投产, 09 年产量规划 4 万吨, 其中取向硅钢 1 万吨, 高牌号无取向硅钢 3 万吨。公司硅钢共有两条线, 总产量规划 30 万吨, 其中取向 20 万吨, 高牌号无取向 10 万吨。我们认为 2010 年取向硅钢量产稳定后, 将会进一步提升公司的整体盈利能力。
- 下半年成本大幅改善。按照定价机制, 下半年集团提供给公司的铁矿石价格大约在 560-600 元/吨区间, 吨钢节省铁矿石成本 400 元以上, 对业绩改善有很大帮助。而且我们判断下半年铁矿石现货价格将继续上涨, 公司的成本优势将会十分明显。
- 维持公司推荐的投资评级。我们预测公司 09 年至 11 年每股收益分别为 0.19、0.68、0.90 元。包含假设是公司 2010 年综合毛利率回到 2008 年的 90% 水平、2007 年的 55% 水平, 上升空间依然很大。假设综合毛利率回到 20% 的水平, 那 2010 年公司基本每股收益能达到 1.20 元以上。作为行业中盈利最好的钢企之一, 公司受益于行业的全面复苏。因此, 2010 年公司业绩弹性较大, 超预期的可能性大。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	79616	80524	93566	99698
同比(%)	21.6%	1.1%	16.2%	6.6%
归属母公司净利润(百万元)	2989	1408	4918	6536
同比(%)	-60.3%	-52.9%	249.3%	32.9%
毛利率(%)	16.3%	10.9%	14.9%	16.3%
ROE(%)	5.6%	2.6%	8.4%	10.4%
每股收益(元)	0.41	0.19	0.68	0.90
P/E	42.58	90.39	25.88	19.47
P/B	2.40	2.33	2.17	2.03
EV/EBITDA	16	16	10	8

资料来源: 中投证券研究所

公司业绩预测假设

表 1 公司分产品产量预测（万吨）

产量	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E
热轧板	577	550	680	750	770
冷轧板	304	330	350	390	410
镀锌及彩涂板	144	144	150	160	160
厚板	111	140	200	240	250
冷轧硅钢	88	80	100	118	130
中板	84	90	80	90	85
线材	80	73	75	75	75
无缝钢管	56	56	56	56	60
大型材	49	60	65	65	65
总产量	1493	1523	1756	1944	2005

资料来源：公司资料 中投证券研究所

表 2 公司分产品价格预测（元/吨）

价格	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E
热轧板	3937	4549	4250	4350	4500
冷轧板	4279	5174	4400	4620	4810
镀锌板、彩涂	5076	5580	5000	5120	5300
厚板	4580	5361	4610	4740	5000
冷轧硅钢	5311	5734	5330	5450	5600
中板	4117	5264	4450	4610	4860
线材	3351	4219	3700	3900	4100
无缝钢管	4398	5693	4750	5000	5200
大型材	3502	4892	4020	4130	4240

资料来源：公司资料 中投证券研究所

表 3 公司分产品毛利率预测

毛利率	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E
热轧板	27.36%	14.81%	10.52%	14.43%	16.34%
冷轧板	28.27%	19.02%	11.26%	16.30%	17.37%
镀锌板、彩涂	21.23%	13.93%	11.33%	15.65%	17.54%
厚板	33.34%	30.98%	11.00%	14.50%	15.50%
冷轧硅钢	29.57%	19.42%	13.55%	19.78%	19.90%
中板	28.74%	24.88%	10.60%	12.30%	15.40%
线材	20.22%	17.82%	9.87%	11.50%	11.60%
无缝钢管	19.69%	12.01%	10.12%	13.46%	14.83%
大型材	12.53%	5.66%	8.34%	9.04%	9.50%
其他	16.50%	-16.40%	12.00%	14.00%	15.00%
综合	26.19%	16.33%	10.94%	14.89%	16.32%

资料来源：公司资料 中投证券研究所

公司业绩假设情景分析

我们的假设是 2010 年公司的综合毛利率只回到 55% 的水平，而且我们的产品价格假设按照目前的钢厂提价幅度也比较保守，因此行业一旦复苏公司的盈利水平预计能够快速恢复，尚有很大的上涨空间。我们对业绩的重要假设也作了情景分析：

表 4 公司业绩假设情景分析

热轧价格/毛利率	10.76%	12.66%	14.89%	17.12%	19.69%
3915	0.21	0.39	0.60	0.81	1.06
4350	0.24	0.44	0.68	0.91	1.18
4785	0.28	0.50	0.76	1.01	1.31

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	19973	19359	21116	26615
现金	2974	4958	3114	7025
应收账款	1235	966	1076	1147
其它应收款	78	81	94	100
预付账款	2731	1793	2389	2503
存货	10372	9322	11945	13349
其他	2583	2239	2498	2492
非流动资产	72206	75880	76364	75528
长期投资	2262	2462	2662	2862
固定资产	43252	54185	57176	57310
无形资产	6761	6711	6706	6651
其他	19931	12522	9820	8705
资产总计	92179	95239	97480	102143
流动负债	21323	24034	24075	22688
短期借款	7570	2500	3500	3000
应付账款	3427	3586	3822	3754
其他	10326	17949	16753	15934
非流动负债	17753	16694	14680	16653
长期借款	17565	16565	14565	16565
其他	188	129	115	88
负债合计	39076	40728	38755	39341
少数股东权益	0	0	0	0
股本	7235	7235	7235	7235
资本公积	31423	31423	31423	31423
留存收益	14445	15853	20067	24144
归属母公司股东权益	53103	54511	58725	62802
负债和股东权益	92179	95239	97480	102143

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	11938	16157	10140	15069
净利润	2989	1408	4918	6536
折旧摊销	4919	6305	7965	9145
财务费用	694	1256	1051	1039
投资损失	-96	-100	-130	-150
营运资金变动	2211	8445	-3590	-1476
其它	1221	-1157	-73	-27
投资活动现金流	-15554	-10816	-8229	-8160
资本支出	14684	10600	8000	8000
长期投资	-1301	216	209	210
其他	-2171	0	-20	50
筹资活动现金流	-1143	-3357	-3755	-2998
短期借款	3058	-5070	1000	-500
长期借款	5268	-1000	-2000	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-170	0	0	0
其他	-9299	2713	-2755	-4498
现金净增加额	-4759	1984	-1844	3910

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	79616	80524	93566	99698
营业成本	66611	71711	79634	83430
营业税金及附加	948	870	982	1047
营业费用	1687	1506	1731	1844
管理费用	3788	3463	4070	4237
财务费用	694	1256	1051	1039
资产减值损失	2106	30	30	20
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	96	100	130	150
营业利润	3878	1789	6197	8230
营业外收入	33	30	30	30
营业外支出	69	70	80	90
利润总额	3842	1749	6147	8170
所得税	853	341	1229	1634
净利润	2989	1408	4918	6536
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	2989	1408	4918	6536
EBITDA	9491	9350	15213	18415
EPS (元)	0.41	0.19	0.68	0.90

主要财务比

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	21.6%	1.1%	16.2%	6.6%
营业利润	-62.9%	-53.9%	246.4%	32.8%
归属于母公司净	-60.3%	-52.9%	249.3%	32.9%
获利能力				
毛利率	16.3%	10.9%	14.9%	16.3%
净利率	3.8%	1.7%	5.3%	6.6%
ROE	5.6%	2.6%	8.4%	10.4%
ROIC	4.9%	3.5%	7.8%	9.9%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	42.8%	39.8%	38.5%
净负债比率	66.96%	59.09%	56.93%	57.36%
流动比率	0.94	0.81	0.88	1.17
速动比率	0.36	0.42	0.38	0.58
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.86	0.97	1.00
应收账款周转	73	73	92	90
应付账款周转	24.97	20.45	21.50	22.02
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.41	0.19	0.68	0.90
每股经营现金流 (最	1.65	2.23	1.40	2.08
每股净资产 (最新摊	7.34	7.53	8.12	8.68
估值比率				
P/E	42.58	90.39	25.88	19.47
P/B	2.40	2.33	2.17	2.03
EV/EBITDA	16	16	10	8

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、唐钢股份、新兴铸管、太钢不锈、济南钢铁、邯郸钢铁、酒钢宏兴、新钢股份、西宁特钢、莱钢股份

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434