

钢铁

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

本钢板材

000761

强烈推荐

成本有改善、产量有扩张、估值有优势

6-12个月目标价: 13.00元

当前股价: 9.53元

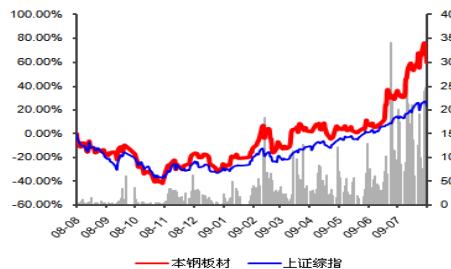
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3356
总股本(百万)	3136
流通股本(百万)	698
流通市值(亿)	66
EPS (09E)	0.15
每股净资产(元)	5.15
净资产收益率%	2.90

股价表现

(%)	1M	3M	6M
本钢板材	17.51%	51.51%	80.83%
上证综指	7.39%	29.43%	53.87%



相关报告

投资要点:

- 公司产品结构以板材为主,下半年受益下游行业复苏。公司目前经营形势良好,能够明显感受到下游行业的好转。其6-7月出口量接近17万吨,远超1-5月5万吨的出口总量。上半年钢材生产量大约在430万吨水平上,全年钢材产量目标1000万吨。
- 公司下半年成本改善明显。按照集团与公司铁矿石定价机制,公司下半年铁矿石价格将下降350-400元/吨,比现货价格便宜250元/吨,吨钢成本下降400元/吨,成本改善明显。
- 公司产量有扩张能力。公司租赁集团的2300mm热轧生产线,设计产能515万吨。4月份已经顺利投产,目前月产量20万吨左右,全年产量增量200万吨左右。公司的轧制能力已经提高到1200万吨,随着公司炼铁和炼钢能力的提高,公司产量有望达到1200万吨。
- 公司受益未来鞍本集团的合并。钢铁产业振兴规划已经明确指出鞍本集团未来的发展方向,而且钢铁行业重组条例也即将出台,再加上前期鞍钢股份在港股市场的融资动作,都增加了鞍本集团合并的想象空间。同时,本钢集团社会资产基本已经剥离干净,也为合并进程扫清了障碍。
- 首次给予公司强烈推荐的投资评级。我们预测2009年-2011年公司基本每股收益分别为0.15、0.65、0.92元,考虑到未来鞍本集团合并带来的溢价效应,给予公司2010年业绩20倍PE的估值水平,对应09年的市净率仅为1.85倍,6-12个月目标股价13.00元,首次给予公司强烈推荐的投资评级。

主要财务指标

单位:百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	38702	38816	47085	53128
同比(%)	23.4%	0.3%	21.3%	12.8%
归属母公司净利润(百万元)	165	474	2048	2884
同比(%)	-89.6%	187.1%	332.1%	40.9%
毛利率(%)	11.1%	9.4%	13.6%	14.9%
ROE(%)	1.0%	2.9%	11.4%	14.4%
每股收益(元)	0.05	0.15	0.65	0.92
P/E	181.03	63.05	14.59	10.36
P/B	1.89	1.85	1.66	1.49
EV/EBITDA	9	8	5	4

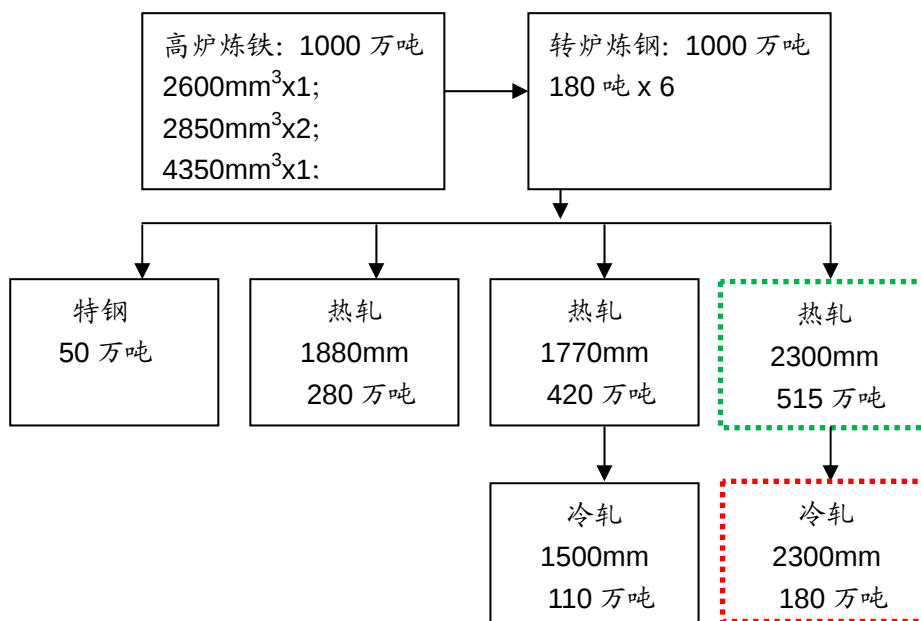
资料来源:中投证券研究所

公司基本面分析：纯板材企业

1、公司产能情况

公司产品结构以板材为主体，基本是一个比较纯正的板材类企业。公司拥有特钢生产能力 50 万吨，其余均为板材。其中热轧板材产能达到 1215 万吨，冷轧板产能达到 300 万吨左右。公司 08 年钢材产量 740 万吨，09 和 10 年将达到 1000 万吨以上。

图 1 公司产能分布



彩色区域说明：彩色区域为集团资产，其中绿色为公司租赁集团资产，红色是集团与浦项的公有资产（集团控股 75%，浦项持股 25%）

- 一、2009 年集团不收取租金，若出现亏损归集团承担，出现盈利则归上市公司；
- 二、2010-2011 年，热轧生产线产生的利润 30%作为租金上交给集团，但租金总额不能超过公司净资产的 5%，相当于公司增加权益产能 360 万吨。
- 三、股份公司享有对热轧生产线依法改变其经营方式或处置方式等优先权，在租赁期内，如客观条件成熟，股份公司可以提议终止租赁协议。

资料来源：公司资料 中投证券研究所

2、公司成本情况

铁矿石：集团有两座矿山：南芬铁矿储量 11 亿吨，歪头山铁矿储量 1 亿吨，年提供铁精粉总量达到 700 万吨左右，品位在 65%左右。按照 2009 年公司 1000 万吨钢材的产量目标，公司铁矿石自给率在 45%左右。剩余铁矿石基本采取进口的方式，长协和现货都有。下半年集团提供的铁矿石价格大幅下降，比目前的铁矿石现货价格便宜 250 元/吨，吨钢生产成本节约 400 元左右，成本优势明显。

炼焦：公司自行炼焦，基本完全满足公司的炼焦需要。公司的焦煤主要从山西、内蒙古和黑龙江等地区采购，基本与市场价格相同。

3、公司价格判断

我们认为下半年板材提价空间更大，板材改善的弹性更高。长材已经达到历史盈利的高点，可持续性值得怀疑。毕竟目前 600-1000 元/吨的高毛利将会促使上游生产企业提价挤压长材的盈利空间，而板材目前的吨钢毛利远低于正常时期的水平，因此板材改善的弹性更高。

4、集团层面分析

在产业整形规划的敦促下，在行有并购重组条例即将出台的刺激下，以及在鞍钢已经在港股市场融资和本钢集团已经基本处置完集团内社会资产（仅剩下医院）的背景下，鞍本集团合并的脚步日益临近，我们认为本钢集团旗下的股份公司必定在此次合并中受益。

公司估值分析

表 1 公司产品价格和产量预测（产量：万吨，价格：元/吨，收入：百万）

收入和成本及预测	2008 年	2009E	2010E	2011E
热轧产品收入	27,300.00	29,640.00	36,490.00	41,650.00
产量	666.00	780.00	820.00	850.00
平均价格	4,099.10	3,800.00	4,450.00	4,900.00
冷轧产品收入	5,411.00	4,776.00	6,045.00	6,817.50
产量	130.00	120.00	130.00	135.00
平均价格	4,162.31	3,980.00	4,650.00	5,050.00
特钢产品收入	2,175.00	1,875.00	2,200.00	2,340.00
产量	50.00	50.00	50.00	50.00
平均价格	4,350.00	3,750.00	4,400.00	4,680.00
其他产品收入	3,816.00	4,400.00	4,550.00	4,660.00
总营业收入	38,702.00	38,816.00	47,085.00	53,127.50

资料来源：中投证券研究所

表 2 公司毛利率预测

时间	2008 年	2009E	2010E	2011E
热轧毛利率	14.55%	10.92%	11.99%	12.59%
冷轧毛利率	20.04%	19.04%	19.68%	20.16%
特钢产品毛利率	13.73%	7.08%	8.25%	8.96%
其他产品毛利率	3.70%	4.00%	6.00%	8.00%
综合毛利率	11.14%	9.44%	13.57%	14.89%

资料来源：中投证券研究所

投资建议：

我们预测 2009 年-2011 年公司基本每股收益分别为 0.15、0.65、0.92 元，考虑到未来鞍本集团合并带来的溢价效应，给予公司 2010 年业绩 20 倍 PE 的估值水平，对应 09 年的市净率仅为 1.85 倍，6-12 个月目标股价 13.00 元，首次给予公司强烈推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	13320	15028	17256	22087
现金	2221	6322	7048	10257
应收账款	507	805	921	959
其它应收款	111	116	124	139
预付账款	1572	1476	1587	1809
存货	7860	5415	6541	7754
其他	1049	893	1036	1169
非流动资产	19402	15874	16445	14631
长期投资	0	0	0	0
固定资产	15114	13930	15472	14145
无形资产	0	-3	-6	-9
其他	4288	1947	979	495
资产总计	32722	30902	33701	36719
流动负债	14862	12706	13500	14247
短期借款	2887	3000	2500	2500
应付账款	6895	5273	6104	6782
其他	5080	4433	4896	4964
非流动负债	2034	2019	2019	2019
长期借款	2019	2019	2019	2019
其他	15	-0	-0	-0
负债合计	16896	14724	15518	16265
少数股东权益	0	34	180	386
股本	3136	3136	3136	3136
资本公积	8736	8736	8736	8736
留存收益	3954	4272	6130	8195
归属母公司股东权益	15827	16144	18002	20067
负债和股东权益	32722	30902	33701	36719

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	4293	4187	6147	7296
净利润	165	508	2194	3090
折旧摊销	3016	3197	3929	4814
财务费用	328	200	132	68
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	277	714	-101	-700
其它	507	-432	-6	24
投资活动现金流	-2689	7	-4500	-3000
资本支出	2482	0	4500	3000
长期投资	-6	0	0	0
其他	-213	7	0	0
筹资活动现金流	-1892	-93	-921	-1087
短期借款	249	113	-500	0
长期借款	83	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	31	0	0	0
其他	-2256	-206	-421	-1087
现金净增加额	-289	4101	726	3209

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	38702	38816	47085	53128
营业成本	34392	35153	40695	45215
营业税金及附加	176	155	212	239
营业费用	738	699	824	903
管理费用	2169	2018	2425	2710
财务费用	328	200	132	68
资产减值损失	658	20	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	242	570	2787	3982
营业外收入	20	120	150	150
营业外支出	20	13	12	12
利润总额	241	677	2925	4120
所得税	76	169	731	1030
净利润	165	508	2194	3090
少数股东损益	0	34	146	206
归属母公司净利	165	474	2048	2884
EBITDA	3585	3967	6848	8864
EPS (元)	0.05	0.15	0.65	0.92

主要财务比

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	23.4%	0.3%	21.3%	12.8%
营业利润	-88.7%	136.0%	388.9%	42.9%
归属于母公司净	-89.6%	187.1%	332.1%	40.9%
获利能力				
毛利率	11.1%	9.4%	13.6%	14.9%
净利率	0.4%	1.2%	4.3%	5.4%
ROE	1.0%	2.9%	11.4%	14.4%
ROIC	2.1%	3.7%	13.6%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	51.6%	47.6%	46.0%	44.3%
净负债比率	31.69%	35.78%	30.41%	27.78%
流动比率	0.90	1.18	1.28	1.55
速动比率	0.32	0.75	0.78	0.99
营运能力				
总资产周转率	1.25	1.22	1.46	1.51
应收账款周转	38	43	46	48
应付账款周转	6.60	5.78	7.15	7.02
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.05	0.15	0.65	0.92
每股经营现金流 (最	1.37	1.33	1.96	2.33
每股净资产 (最新摊	5.05	5.15	5.74	6.40
估值比率				
P/E	181.03	63.05	14.59	10.36
P/B	1.89	1.85	1.66	1.49
EV/EBITDA	9	8	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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、新兴铸管、太钢不锈、济南钢铁、邯郸钢铁、唐钢股份、酒钢宏兴、新钢股份、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