

下半年盈利可期

2009 年 1-6 月鞍钢股份实现营收 300 亿元，同比下降 25.2%，实现营业利润 -18 亿元，同比下降 124%，实现净利润 -15.6 亿元，实现每股收益 -0.216 元，同比下降 126%。

研究结论

- 公司中报业绩符合预期，也在此前的预亏范围内。在钢价同比大幅下降、公司仍执行与集团的高矿价条件下，鞍钢股份吨钢毛利去年同期 1322 元/吨下降到 116 元/吨，这导致公司亏损程度略高于行业平均。
- 季度环比看，成本降幅超过价格降幅，吨钢毛利情况有所改善，不过由于二季度计提了 21.8 亿的资产减值损失，在一季度转回 15.7 亿的情况下，这使鞍钢成为钢铁行业中少有的季度环比盈利下降的公司。
- 与钢铁多数公司一致，公司中报业绩参考意义不大，我们更关心鞍钢下半年的盈利状态，受益于矿石关联交易价格的大幅下降，我们预计鞍钢下半年盈利将环比大幅改善。
- 08 年下半年和 09 年上半年铁矿石进口海关平均价分别为 134 和 76 美元/吨，这意味着下半年鞍钢从集团的精矿粉采购价格将从 888 元/吨下降到约 550 元/吨，相对行业平均，鞍钢矿石成本在下半年将有明显优势。
- 根据我们测算，与 2007 年相比，鞍钢吨钢成本上升约 190 元/吨。在热轧和冷轧均价为 4000 元/吨和 5300 元/吨的假设下，预计下半年鞍钢实现每股收益 0.43 元。
- 从行业驱动分析，受需求淡季、钢厂下调钢价、库存上升和市场恐慌情绪综合影响，预计近期国内钢价仍呈现震荡趋弱走势，钢铁股价短期表现将受制于钢价调整和市场估值下滑的双重压力。
- 下半年盈利驱动可期，但短期将受制于钢价下跌的压力，我们维持鞍钢增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

021-63325888-6099

yangbf@orientsec.com.cn

徐卫

钢铁行业助理分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 8 月 17 日) 13.9 元

目标价格 (6 个月) 16.3 元

总股本/A 股 (万股) 723481/723481

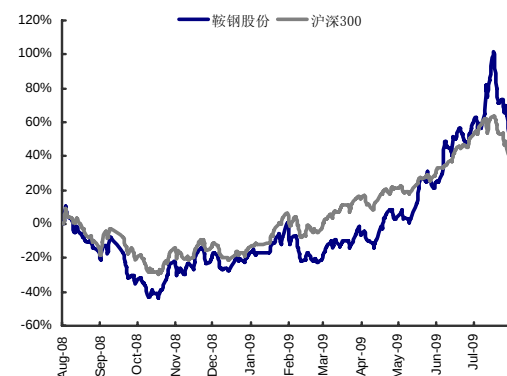
A 股市值 (百万元) 100926

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告日期 2009 年 8 月 18 日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	8.2	54.4	52.4
相对表现 (%)	11.4	34.6	15.5

资料来源: WIND

财务预测

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

	2007	2008E	2009E	2010E
营收同比	20%	22%	-19%	32%
EBITA 同比	5%	-59%	-32%	214%
ROE	14%	6%	3%	11%
ROIC	11%	3%	4%	9%
EPS	1.04	0.41	0.21	0.91
每股净资产	7.50	7.34	7.49	8.13
P/E	13.4	33.6	66.6	15.2
P/B	1.9	1.9	1.9	1.7

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1：鞍钢股份 2009 上半年的主要经营表现

项目	单位	2008H1	2009H1	YOY
营业收入	百万元	40168	30042	-25.2%
营业成本	百万元	29346	28982	-1.2%
资产减值损失	(百万元)	68	612	800.0%
营业利润	百万元	7542	-1811	-124.0%
利润总额	百万元	7525	-1755	-123.3%
归属股东净利润	百万元	5980	-1563	-126.1%
EPS	(元)	0.827	-0.216	-126.1%
销售毛利率	(%)	26.94	3.53	-23.41
ROE	%	11.26	-3.12	-14.38
粗钢产量	(万吨)	819	910	11.2%
钢材产量	(万吨)	769	852	10.8%
吨钢成本	(元/吨)	3585	3184	-11.2%
吨钢售价	(元/吨)	4907	3301	-32.7%
吨钢毛利	(元/吨)	1322	116	-91.2%
吨钢利润	(元/吨)	921	-199	-121.6%

资料来源：东方证券研究所

表 2：鞍钢股份 2 季度环比经营表现

项目	单位	2009Q1	2009Q2	QOQ
营业收入	百万元	15633	14409	-7.8%
营业成本	百万元	16206	12776	-21.2%
资产减值损失	(百万元)	-1572	2184	
营业利润	百万元	-23	-1788	
利润总额	百万元	14	-1769	-12735.7%
归属股东净利润	百万元	8	-1571	-19737.5%
EPS	(元)	0.001	-0.217	-21800.0%
销售毛利率	(%)	-3.67	11.33	15.00
ROE	%	0.02	-3.13	-3.15
粗钢产量	(万吨)	445	467	4.9%
钢材产量	(万吨)	421	431	2.2%
吨钢成本	(元/吨)	3639	2735	-24.8%
吨钢售价	(元/吨)	3510	3084	-12.1%
吨钢毛利	(元/吨)	-129	350	
吨钢利润	(元/吨)	-5	-383	

资料来源：东方证券研究所

表 3：鞍钢吨钢成本和售价变动测算（与 2007 年均值对比）

						吨钢成本变
	单位	2007	目前	目前-07	不含税	动
集团矿石采购	元/吨	575	550	-25	-22	-35
合约铁矿石	美元/吨	50.7	60.4	9.7	66.4	106
巴西-中国	美元/吨	59.7	33.0	-26.7	-182.8	-298
西澳-中国	美元/吨	24.6	13.6	-11.0	-75.1	-122
废钢	元/吨	2456	2800	344	294	24
焦炭	元/吨	1397	1880	483	427	214
合约焦煤	元/吨	635	1125	490	419	251
汇率		7.6	6.85	-0.75		
	铁矿石	海运费	废钢	煤炭	其他	合计
成本变动	21	-105	24	251	0	191
价格变动	不含税	2007	8 月	8 月-07		
鞍钢热轧	3mm	3679	3650	-29		
鞍钢冷轧	1mm	4153	4570	418		
		2007	09H2E	09H2-07	不含税	
市场热轧	3mm	4290	4100	-190	-163	
市场冷轧	1mm	5066	5300	234	200	

资料来源：东方证券研究所

表 3：2009 下半年鞍钢盈利测算

假设 1	2007 吨钢毛利	成本变动	价格变动	目前吨钢毛利	每股收益
热轧板卷	1077	191	-163	724	0.43
冷轧板卷	1210	191	200	1219	
假设 2	2007 吨钢毛利	成本变动	价格变动	目前吨钢毛利	每股收益
热轧板卷	1077	191	-29	857	0.54
冷轧板卷	1210	191	418	1436	

资料来源：东方证券研究所

注：假设 1 是对应热轧和冷轧均价是 4100 元/吨和 5300 元/吨。假设 2 对应 8 月鞍钢的热轧和冷轧价格

附表：财务报表预测与比率分析

	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	30115	19973	22369	24596	营业总收入	65499	79616	64664	85211
现金	7733	2974	3233	4261	营业总成本	55130	75834	62581	76478
应收票据	6083	2583	4526	5113	营业成本	48346	66611	57587	70372
应收账款	932	1235	1293	1704	销售费用	1598	1687	1293	1704
预付账款	6600	2731	3455	4222	管理费用	3520	3788	2153	2838
存货	8701	10372	9214	8445	财务费用	755	694	987	875
非流动资产	56671	72206	64956	66706	其他经营收益	81	96	113	113
长期投资	885	2262	2262	2262	投资净收益	81	96	113	113
固定资产	32656	43252	53066	59647	营业利润	10450	3878	2196	8845
在建工程	17115	18789	7017	1278	营业外收入减支出	-77	-36	-181	-29
无形资产	5577	6761	2587	3408	利润总额	10373	3842	2015	8816
资产合计	86786	92179	87325	91303	减：所得税	2848	853	504	2204
					净利润	7525	2989	1511	6612
应付项目	7588	9199	8638	10556	少数股东损益	0	0	0	0
付息负债	21958	26166	24506	21870	归属母公司净利润	7525	2989	1511	6612
短期借款	4512	7570	1294	-3326					
长期付息负债	17446	18596	23212	25195					
其他负债	2985	3711	20	88	成长能力				
负债合计	32531	39076	33164	32513	营业收入同比	20%	22%	-19%	32%
所有者权益	54255	53103	54161	58789	EBITA 同比	5%	-59%	-32%	214%
实收资本	7235	7235	7235	7235	归属母公司净利润同比	10%	-60%	-49%	338%
资本公积	31593	31423	31423	31423	利润水平				
留存收益	15427	14445	15503	20131	销售毛利率	26%	16%	11%	17%
少数股东权益	0	0	0	0	销售净利率	11%	4%	2%	8%
负债和权益合计	86786	92179	87325	91303	整体绩效				
					ROE	14%	6%	3%	11%
经营活动现金流	5231	11306	7267	12063	ROIC	11%	3%	4%	9%
净利润	7525	2989	1511	6612	运营效率				
折旧摊销	4257	4919	6623	4261	应收账款周转率	82.9	73.5	51.2	56.9
营运资金变动	-6470	3494	-754	1304	存货周转率	8.2	8.3	6.6	9.7
投资活动现金流	-13704	-20358	740	-5898	偿债能力				
资本支出	-12657	-18373	-490	-5926	流动比率	1.7	1.1	2.3	3.4
长期投资	-745	-1281	113	113	速动比率	1.2	0.5	1.3	2.2
筹资活动现金流	14508	4293	-7748	-5138	EBITA / I	16.0	6.2	3.1	11.0
短期借款	-118	3058	-6276	-4620	资产负债率	37%	42%	38%	36%
长期借款	955	1150	4616	1984	每股指标				
普通股增加	1302	0	0	0	EPS	1.04	0.41	0.21	0.91
资本公积	18746	-170	0	0	每股净资产	7.50	7.34	7.49	8.13
其他	-6377	255	-6088	-2502	P/E	13.4	33.6	66.6	15.2
现金净增加额	6035	-4759	259	1027	p/B	1.9	1.9	1.9	1.7

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨宝峰：钢铁行业首席分析师

徐 卫：钢铁行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn