



报告原因 公布 2009 年中报

上半年弱于预期 未来资产注入明确

2009 年 8 月 20 日

谨慎增持(初次评级)

公司公布2009年半年度报告:

2009 年上半年公司实现营业收入108.6亿元，同比降低

24.95%；其中主营业务收入104.31亿元，同比降低22.16%。

营业利润1.29亿元，同比降低82.96%；净利润9486.56万元(归属于母公司所有者)，同比降低82.77%。每股收益0.032元。

点评:

➤ 上半年钢铁产量同比略有降低。1-6 月份，公司生产生铁212.35万吨、钢228.17万吨、材143.22万吨，分别完成年计划的50.08%、50.26%和56.39%，其中拳头产品产量107.06万吨，完成年计划的69.97%，但与上年同比均略有降低。

➤ 受益于政策，长材和钢坯成为公司主要利润来源。分析上半年公司的利润构成（见图1和图2），我们发现建材的毛利最高，达30%以上，但在公司收入中的比重很小；其次是其他钢铁产品，毛利率为11.5%，收入占比仅有5%；接下来是钢坯，毛利率为10%，贡献了可观的利润，这与钢材市场的整体走势相同，市场上钢坯的价格反弹较早，反弹幅度也大；长材是公司的主要产品之一，也是市场的热门品种，但却未给公司带来实质性的利润；冷轧薄板毛利率为负。可见公司的利润主要来源于政策拉动的消费。如果下半年钢材市场持续好转，公司盈利可改善。

➤ 上半年的经营情况弱于预期。对比行业内其它上市公司，首钢股份受去年奥运会的影响，提前压缩产能，因此既没有高价原材料库存，也没有其他高价产品的库存，应该说该公司躲过了2008年的暴跌，今年又受惠于政策对经济的拉动，主营建筑用钢的首钢股份理应获得更好的收益，但我们看到上半年的经营情况却不太理想，整体弱于市场的走势，主要是由于压缩产能导致的成本负担加重。

市场数据：2009 年 8 月 20 日

收盘价(元)	5.24
一年内最高/最低(元)	7.46/2.63
市净率	2.01
总市值/ A 股市值(亿元)	155/60.8

基础数据：2009 年 6 月 30 日

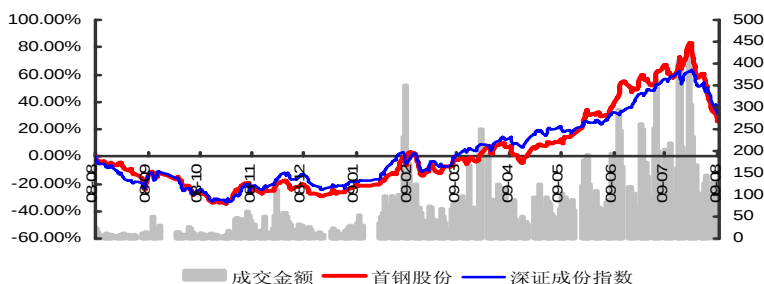
总股本 (百万股)	2966.53
实际流通 A/H 股(百万股)	1206/--
每股净资产(元)	2.61
每股收益(元)	0.032

数据来源：公司公告

分析师 刘俊清
0351-8686975

联系人 焦春成
0351-8686986
sxzqyjfbz@i618.com.cn

山西证券股份有限公司
地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686986
<http://www.i618.com.cn>



- **资产注入和重组整合预期明确，发展前景可期。**自2005 年首钢搬迁方案确定以来，公司逐渐压缩股份公司产能，集团则加快省外拓展，迁钢、首唐、首秦、水钢陆续改制完毕；目前集团正洽购山西海鑫钢铁、长治钢铁、贵阳特钢等企业，扩大长材优势。随着2010 年资产注入承诺期限的到来，集团资产注入即将启动。因此，作为首钢集团钢铁业整合的平台，未来集团钢铁资产陆续注入的预期明确。同时，集团控制的铁矿资源、煤炭资源，预计在一年之内就可以为公司提供优惠的原材料。
- **盈利预测和股票评级。**基于上述分析，考虑公司的搬迁已接近尾声，冷轧板项目也逐步达产，我们对公司进行了初步盈利预测（见表），预计公司2009、2010 年每股收益分别为0.168元和0.268元，给予“谨慎增持”评级。

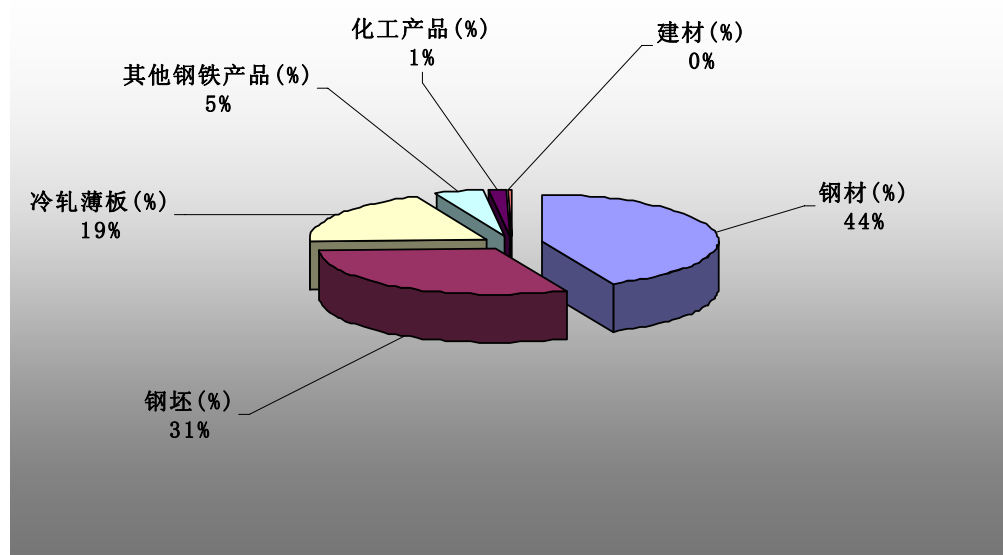
表 1：财务和估值数据摘要

单位：百万元

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	24574.06	27321.09	24512.86	24880.55	26017.59
增长率(%)	15.82%	11.18%	-10.28%	1.50%	4.57%
归属母公司股东净利润	476.70	637.60	410.47	499.82	795.11
增长率(%)	-39.86%	33.75%	-35.62%	21.77%	59.08%
每股收益(EPS)	0.161	0.215	0.138	0.168	0.268
销售毛利率	5.85%	5.78%	5.64%	5.17%	6.11%
市盈率(P/E)	32.61	24.38	37.87	31.10	19.55

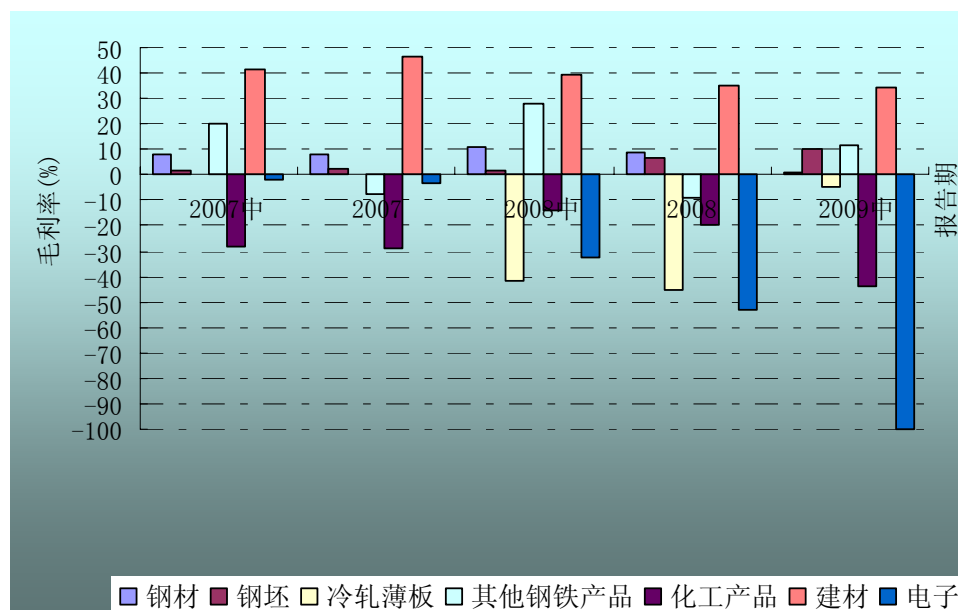
数据来源：wind资讯，山西证券研究所

图 1：2009 年中期首钢股份收入结构图



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图2 2007年以来首钢股份公司各类产品毛利率及组成



数据来源：公司公告，山西证券研究所

表 2：已公布中报钢铁类上市公司存货周转率统计

单位：百万元

证券代码	证券简称	2008 年中存货	2008 年末存货	2009 年中存货	2008 年末存货 周转率(次)	2009 年中存货 周转率(次)
000959.SZ	首钢股份	2364.18	1561.30	1622.88	16.26	6.61
000778.SZ	新兴铸管	2907.57	2432.75	1822.79	7.76	5.15
600102.SH	莱钢股份	5110.58	2779.05	1849.49	11.81	5.08
600231.SH	凌钢股份	1370.33	1376.01	935.77	7.17	3.62
600357.SH	承德钒钛	2698.95	2380.75	2057.16	10.17	3.09
600022.SH	济南钢铁	5487.68	4983.72	3789.63	9.21	2.98
000898.SZ	鞍钢股份	10880.00	10372.00	9117.00	6.98	2.97
600808.SH	马钢股份	13204.07	9848.06	8393.22	6.69	2.54
000717.SZ	韶钢松山	5141.52	2622.55	2076.42	5.69	2.42
000709.SZ	唐钢股份	8079.82	7664.25	6744.60	7.30	2.42
600282.SH	南钢股份	5345.50	4591.03	4352.64	6.07	2.41
600001.SH	邯郸钢铁	7257.03	7897.25	7276.01	5.42	1.92
600117.SH	西宁特钢	1367.74	1348.80	939.95	4.85	1.82
601005.SH	重庆钢铁	3173.08	3057.73	2917.24	4.85	1.58
600399.SH	抚顺特钢	1132.61	1094.75	1207.16	4.72	1.53

数据来源：公司公告，山西证券研究所

表 3 盈利预测表

单位: 百万元

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	24574.06	27321.09	24512.86	24880.55	26017.59
减: 营业成本	23135.49	25741.65	23129.79	23594.12	24426.88
营业税金及附加	79.22	97.12	72.81	73.90	77.27
营业费用	215.45	251.37	138.89	140.97	147.41
管理费用	293.73	242.70	274.38	278.50	291.23
财务费用	185.14	165.44	194.49	217.82	159.71
资产减值损失	12.53	25.56	136.15	0.00	0.00
加: 投资收益	13.08	193.60	71.34	0.00	0.00
公允价值变动损益	20.75	-29.68	-101.02	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	686.33	961.17	536.67	575.24	915.09
加: 其他非经营损益	0.63	3.70	3.40	0.00	0.00
利润总额	686.95	964.86	540.07	575.24	915.09
减: 所得税	249.41	355.04	185.77	143.81	228.77
净利润	437.54	609.83	354.30	431.43	686.31
减: 少数股东损益	-39.16	-27.77	-56.17	-68.39	-108.80
归属母公司股东净利润	476.70	637.60	410.47	499.82	795.11

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。