

钢铁

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

本钢板材

000761

强烈推荐

改善预期强烈的板材企业

6-12 个月目标价: 13.00 元

当前股价: 7.32 元

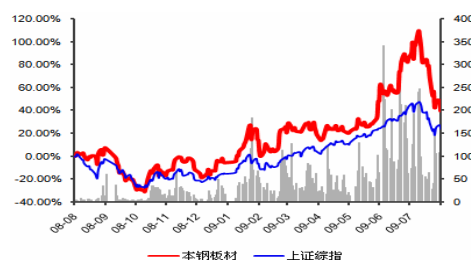
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2967
总股本(百万)	3136
流通股本(百万)	698
流通市值(亿)	51
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	-24.73	16.29	22.56
上证综指	-13.54	11.72	32.14



相关报告

本钢板材-成本有改善、产量有扩张、估值有优势
08/06/2009

投资要点:

- 公司公布 09 年中报: 上半年营业收入 164.62 亿元, 同比下降 12.30%; 归属于上市公司股东的净利润为-9.10 亿元, 基本每股收益-0.29 元, 同比下滑 189.59%。公司作为纯粹的板材企业而且上半年铁矿石成本远高于市场价格, 因此出现经营亏损也在预期之中。
- 下半年经营形势将有较大改观。1) 铁矿石成本下降: 公司下半年铁矿石价格将下降 350-400 元/吨, 比现货价便宜 250 元/吨, 吨钢成本下降 400 元/吨; 2) 产量有所扩张: 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。
- 我们依旧看好板材行业复苏。我们认为下半年板材下游行业将会处于复苏通道, 板材价格短期调整后重新进入上升空间。
- 钢铁行业重组条例预计 10 月出台, 鞍本集团合并进程将再进一步。鞍钢前期在港股的融资动作和本钢集团社会资产基本剥离干净都增加了一定的想象空间。我们认为两大集团合并是必然的趋势, 而本钢板材作为未来被重组方极具并购价值。
- 维持对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。公司目前市净率仅为 1.42 倍, 远低于目前行业平均的 1.95 倍水平, 股价的安全边际较高。6-12 个月目标股价 13.00 元, 维持对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	139.05	48.43	11.21	7.96
P/B	1.45	1.42	1.28	1.14
EV/EBITDA	7	7	4	3

资料来源: 中投证券研究所

公司盈利预测和投资建议

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	26,000.00	29,640.00	36,490.00	41,650.00
产量	536.00	780.00	820.00	850.00
平均价格	4,850.75	3,800.00	4,450.00	4,900.00
冷轧产品收入	6,711.00	4,776.00	6,045.00	6,817.50
产量	130.00	120.00	130.00	135.00
平均价格	5,162.31	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:

公司上半年生产铁 456.72 万吨、钢 445.95 万吨。其中热轧板 369.08 万吨、冷轧板 63.56 万吨, 产量水平基本符合我们的进度预期。

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, 业绩弹性较大。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。公司目前股价对应 2010 年的市盈率仅为 11.26 倍, 远低于我们给予行业 2010 年的 PE 中枢水平。市净率仅为 1.42 倍, 远低于目前行业平均的 1.95 倍水平, 股价的安全边际较高。6-12 个月目标股价 13.00 元, 维持对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

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	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	139.05	48.43	11.21	7.96
P/B	1.45	1.42	1.28	1.14
EV/EBITDA	7	7	4	3

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、本钢板材

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