

鞍钢股份(000898)

高矿价时代结束，下半年业绩有望提升

2009 年中报点评

崔婧怡 余辰俊
 021-38676539 021-38676676
 cuijingyi@gtjas.com yuchenjun008103@gtjas.com

投资要点:

- 公司上半生产铁 927.46 万吨，钢 910.17 万吨，材 852.16 万吨，较去年同期均增长 10% 左右，增量主要源于鲅鱼圈部分产能投产。实现营业收入 300 亿元，同比下降 25%；净利润-15.63 亿，同比下降 126%，但较 08 年下半年-29.91 亿环比好转。每股收益-0.216 元，符合我们预期，好于公司盈利预警中最差亏损 29.9 亿元情况。
- 09 年上半年公司钢铁主业营业收入下降主要是由于金融危机下钢材价格大幅下跌所致。此外，受金融危机影响，公司上半年出口不畅，出口收入仅 7.7 亿元，同比下降 87%，占总收入比重由去年同期的 15% 下滑到 2.6%。
- 公司上半年钢铁主业毛利率仅为 4%，吨钢毛利 152 元/吨，同比下降 89%，环比下降 60%。这主要因为公司使用的集团供矿是按前半年度进口矿均价计算，2009 年上半年所使用矿石成本根据 08 年下半年的高矿价计算，因此原材料成本并未随钢价下降而下降。
- 09 年第二季度公司环比收入下降 8%，而销售毛利环比大幅上升，毛利率由一季度-3.7% 上升至 11%，说明二季度除矿石外其他生产成本降幅较大。但由于矿石成本大大高于市场价，公司二季度实际计提减值准备 21.8 亿元，使得二季度净利润当季亏损-15.7 亿。
- 我们预期公司下半年盈利状况将持续环比好转，三季度经营状况将有明显改善，原因在于：1. 公司下游订单情况好转，价格多次上调后，公司收入环比回升。2. 公司下半年铁矿石成本环比将大幅下降，从集团采购铁精粉价格将最大可下降至 520 元/吨左右，降幅可达 40%，吨钢节省成本 480 元/吨。公司盈利能力有望持续好转。3. 鲅鱼圈上半年生产钢材 160 万吨，开工较为顺利，预计下半年产量将继续增加。
- 目前公司 PB 为 2 倍，低于行业均值，A/H 股价比为 1.03，也低于马钢股份和重庆钢铁。考虑到公司下半年至明年生产成本下降，产量增加，盈利回升明显；而且下游订单饱满稳定，受短期钢价波动影响较小；随着经济复苏带动板材需求继续好转，业绩还有超预期可能，上调评级至“谨慎增持”。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	65,499	79,616	73,996	86,438	95,856
(+/-)%	20.6%	21.6%	-7.1%	16.8%	10.9%
经营利润 (EBIT)	11,139	4,536	3,778	6,967	8,934
(+/-)%	10.7%	-59.3%	-16.7%	84.4%	28.2%
净利润	7,533	2,989	2,257	4,421	5,889
(+/-)%	7.6%	-60.3%	-24.5%	95.9%	33.2%
每股净收益 (元)	1.04	0.41	0.31	0.61	0.81
每股股利 (元)	0.55	0.21	0.16	0.31	0.41

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	17.0%	5.7%	5.1%	8.1%	9.3%
净资产收益率 (%)	13.9%	5.6%	4.2%	7.7%	9.7%
投入资本回报率 (%)	10.6%	4.6%	3.9%	6.3%	7.6%
EV/EBITDA	10.7	14.0	10.0	6.9	5.5
市盈率	13.3	33.6	44.6	22.7	17.1
股息率 (%)	3.8%	1.7%	1.3%	2.5%	3.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: ¥16.00

上次预测: ¥8.10

当前价格: ¥14.13

2009.08.19

交易数据

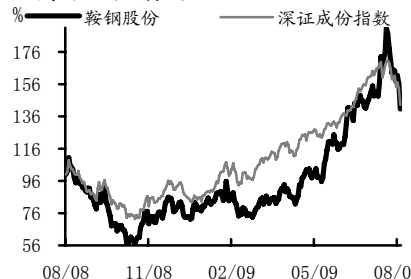
52 周内股价区间 (元)	5.26 ~ 19.30
总市值 (百万元)	100,564
总股本/流通 A 股 (百万股)	7,235/2,894
流通 B 股/H 股	0/1,086
流通股比例	0.40
日均成交量 (百万股)	36.1
日均成交值 (百万元)	343.8

资产负债表摘要 (06/09)

股东权益 (百万元)	50,112.00
每股净资产	6.93
市净率	2.01
净负债率	-54.8%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.40	0.00
Q2	0.42	(0.22)
Q3	0.39	0.28
Q4	(0.80)	0.24
全年	0.41	0.31

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7.2	40.4	40.6
相对指数	3.9	27.3	-8.4

相关报告

高矿价和鲅鱼圈致使业绩低于预期
 (09.04.15)

模型更新时间: 2009.08.19

股票研究

黑色冶炼业

黑色金属冶炼及压延加工业

鞍钢股份(000898)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: ¥16.00

上次预测: ¥8.10

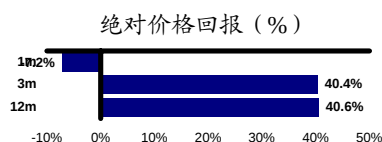
当前价格: ¥14.13

公司网址:

www.ansteel.com.cn

公司简介

国内钢铁龙头企业, 主营业务为生产及销售热轧板、冷轧板、镀锌板、彩涂板、硅钢、中厚板、线材、大型材、无缝钢管等产品。



52 周价格范围

5.26~19.30

市值 (百万)

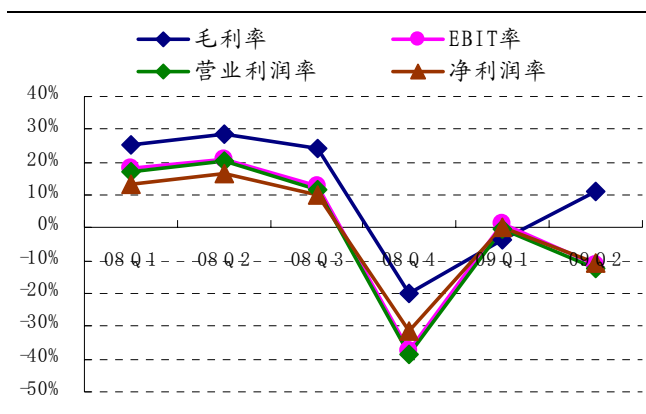
100.564

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	65,499	79,616	73,996	86,438	95,856	99,323	101,734	104,213	106,762	109,384
营业成本	48,346	66,611	64,431	72,695	79,398	81,788	83,441	85,125	84,108	85,803
营业税金及附加	764	948	888	1,037	1,150	1,192	1,221	1,251	1,281	1,313
营业费用	1,598	1,687	1,628	1,902	2,109	2,185	2,238	2,293	2,349	2,406
管理费用	3,509	3,788	3,330	3,890	4,314	4,470	4,578	4,690	4,804	4,922
EBIT	11,139	4,536	3,778	6,967	8,934	9,734	10,301	10,899	14,262	14,982
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	81	96	96	96	96	96	96	96	96	96
财务费用	755	694	957	1,073	1,081	1,089	1,092	1,087	1,045	1,011
营业利润	10,384	3,842	2,821	5,895	7,852	8,645	9,209	9,811	13,217	13,970
所得税	2,851	853	564	1,474	1,963	2,161	2,302	2,453	3,304	3,493
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	7,533	2,989	2,257	4,421	5,889	6,484	6,907	7,358	9,913	10,478
资产负债表										
货币资金、交易性金融	7,733	2,974	3,947	10,598	17,789	25,096	32,781	41,109	52,550	63,307
其他流动资产	22,382	16,999	15,334	17,057	18,448	18,850	19,194	19,547	19,524	19,884
长期股权投资	885	2,262	2,262	2,262	2,262	2,262	2,262	2,262	2,262	2,262
固定资产合计	45,363	62,041	62,945	61,815	60,289	58,366	56,046	53,329	50,215	46,705
无形资产及其他资产	10,420	7,903	7,903	7,903	7,903	7,903	7,903	7,903	7,903	7,903
资产合计	86,783	92,179	92,391	99,635	106,690	112,476	118,186	124,149	132,454	140,061
流动负债	19,975	21,323	22,118	25,117	27,541	28,835	29,928	31,034	32,153	33,286
长期负债	12,545	17,753	16,433	17,385	18,337	19,290	20,242	21,194	22,146	23,099
股东权益	54,263	53,103	53,841	57,134	60,812	64,352	68,016	71,921	78,155	83,676
投入资本(IC)	76,309	76,733	78,379	83,259	88,525	93,651	98,903	104,396	112,216	119,325
现金流量表										
NOPLAT	8,083	3,529	3,023	5,225	6,700	7,301	7,726	8,174	10,697	11,236
折旧与摊销	4,257	4,919	5,743	6,140	6,536	6,933	7,330	7,727	8,124	8,520
营运资本增量	(4,727)	2,214	231	641	399	257	113	119	507	138
资本支出	(18,120)	(14,679)	(6,647)	(5,010)	(5,010)	(5,010)	(5,010)	(5,010)	(5,010)	(5,010)
自由现金流	(10,507)	(4,017)	2,349	6,996	8,626	9,481	10,159	11,010	14,317	14,884
经营现金流	10,757	12,791	8,795	12,676	14,788	15,836	16,652	17,657	21,848	22,628
投资现金流	(17,959)	(15,554)	(6,647)	(5,010)	(5,010)	(5,010)	(5,010)	(5,010)	(5,010)	(5,010)
融资现金流	16,329	(1,143)	(611)	459	(623)	(1,357)	(1,655)	(1,866)	(2,092)	(3,369)
现金流净增加额	9,127	(3,906)	1,537	8,124	9,154	9,468	9,987	10,781	14,746	14,249
财务指标										
成长性										
收入增长率	20.6%	21.6%	-7.1%	16.8%	10.9%	3.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%
EBIT 增长率	10.7%	-59.3%	-16.7%	84.4%	28.2%	9.0%	5.8%	5.8%	30.9%	5.0%
净利润增长率	7.6%	-60.3%	-24.5%	95.9%	33.2%	10.1%	6.5%	6.5%	34.7%	5.7%
利润率										
毛利率	26.2%	16.3%	12.9%	15.9%	17.2%	17.7%	18.0%	18.3%	21.2%	21.6%
EBIT 率	17.0%	5.7%	5.1%	8.1%	9.3%	9.8%	10.1%	10.5%	13.4%	13.7%
净利润率	11.5%	3.8%	3.1%	5.1%	6.1%	6.5%	6.8%	7.1%	9.3%	9.6%
收益率										
净资产收益率(ROE)	13.9%	5.6%	4.2%	7.7%	9.7%	10.1%	10.2%	10.2%	12.7%	12.5%
总资产收益率(ROA)	8.7%	3.2%	2.4%	4.4%	5.5%	5.8%	5.8%	5.9%	7.5%	7.5%
投入资本回报率	10.6%	4.6%	3.9%	6.3%	7.6%	7.8%	7.8%	7.8%	9.5%	9.4%
运营能力										
存货周转天数	66	57	51	51	51	51	51	51	51	51
应收账款周转天数	5	6	5	5	5	5	5	5	5	5
总资产周转天数	399	405	449	400	387	397	408	419	433	448
净利润现金含量	1.05	3.99	3.65	2.53	2.18	2.11	2.08	2.07	1.87	1.83
资本支出/收入	27.66%	18.44%	8.98%	5.80%	5.23%	5.04%	4.92%	4.81%	4.69%	4.58%
偿债能力										
资产负债率	37.5%	42.4%	41.7%	42.7%	43.0%	42.8%	42.4%	42.1%	41.0%	40.3%
净负债率	26.2%	43.7%	43.0%	31.6%	20.5%	10.5%	0.9%	-8.5%	-20.4%	-30.0%
估值比率										
PE	13.3	33.6	44.6	22.7	17.1	15.5	14.6	13.7	10.1	9.6
PB	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.7	14.0	10.0	6.9	5.5	4.7	4.1	3.6	2.5	2.0
P/S	1.54	1.26	1.36	1.16	1.05	1.01	0.99	0.96	0.94	0.92
股息率	3.8%	1.7%	1.3%	2.5%	3.3%	3.7%	3.9%	4.1%	5.6%	5.9%

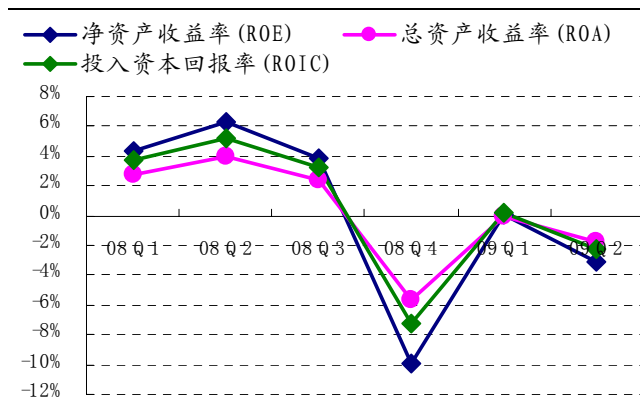
分季度财务指标比较

图 1: 盈利能力指标



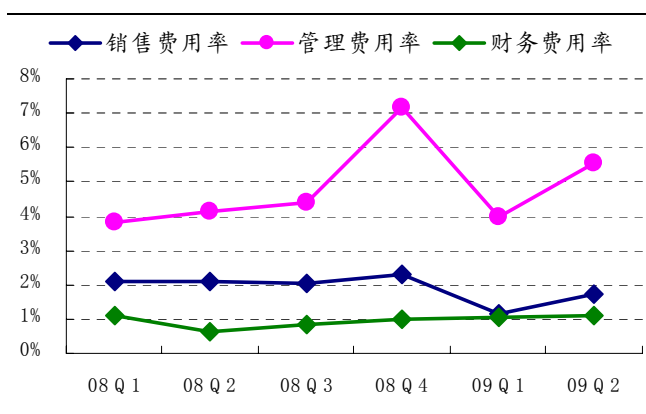
数据来源: WIND 资讯

图 2: 回报率指标



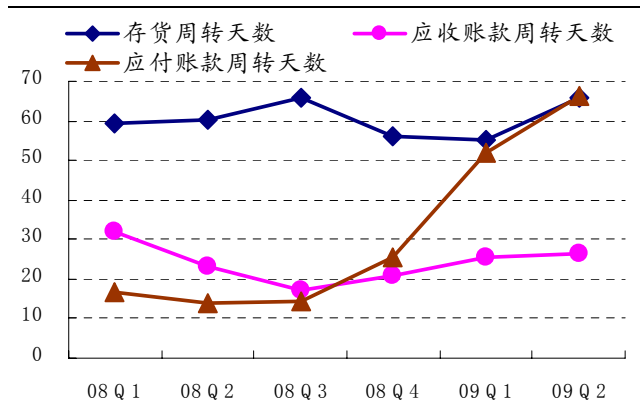
数据来源: WIND 资讯

图 3: 期间费用率



数据来源: WIND 资讯

图 4: 运营能力指标



数据来源: WIND 资讯

表 1、主要财务指标季度比较

财务指标	09 Q2	09 Q1	08 Q4	08 Q3	08 Q2	08 Q1	07 Q4	07 Q3	07 Q2	07 Q1
成长性(环比)										
收入增长率	-7.8%	-5.8%	-27.3%	5.9%	16.1%	15.7%	-2.0%	-3.7%	6.3%	8.4%
EBIT 增长率	-1001.1%	-102.9%	-314.3%	-35.6%	34.8%	148.2%	-48.2%	-26.1%	-3.6%	72.2%
营业利润增长率	7673.9%	-99.6%	-334.9%	-38.2%	39.5%	164.8%	-50.7%	-28.5%	-2.7%	60.7%
净利润增长率	-19737.5%	-100.2%	-331.6%	-35.7%	44.8%	155.0%	-45.7%	-26.8%	0.7%	36.3%
成长性(同比)										
收入增长率	-33.2%	-15.9%	3.3%	39.4%	26.8%	16.0%	8.7%	12.9%	31.4%	32.6%
EBIT 增长率	-135.7%	-94.7%	-562.2%	11.8%	28.2%	-8.4%	-36.5%	-18.5%	17.4%	108.7%
营业利润增长率	-140.7%	-100.7%	-636.6%	12.6%	30.1%	-9.3%	-45.0%	-22.0%	19.2%	120.9%
净利润增长率	-144.4%	-99.7%	-649.5%	28.9%	46.8%	2.0%	-45.4%	-17.5%	21.8%	111.7%
利润率										
毛利率	11.3%	-3.7%	-19.9%	24.0%	28.6%	25.0%	20.9%	25.6%	30.4%	30.1%
EBIT 率	-11.2%	1.1%	-37.6%	12.7%	20.9%	18.0%	8.4%	15.9%	20.7%	22.8%
营业利润率	-12.4%	-0.1%	-38.4%	11.9%	20.4%	16.9%	7.4%	14.7%	19.8%	21.7%
净利润率	-10.9%	0.1%	-31.7%	9.9%	16.4%	13.1%	6.0%	10.8%	14.2%	14.9%
收益率										
净资产收益率(ROE)	-3.1%	0.0%	-9.9%	3.9%	6.3%	4.3%	1.8%	5.3%	7.7%	7.4%
总资产收益率(ROA)	-1.7%	0.0%	-5.7%	2.4%	3.9%	2.7%	1.1%	2.4%	3.6%	3.8%
投入资本回报率(ROIC)	0.8%	-1.1%	-5.8%	4.1%	5.3%	3.7%	1.7%	3.7%	5.6%	5.7%
运营能力										
存货周转天数	66	55	56	66	60	59	61	61	60	60
应收账款周转天数	26	26	21	17	23	32	34	24	18	15
总资产周转天数	588	542	510	366	379	432	451	387	348	346
应付账款周转天数	66	52	25	15	14	17	20	20	21	22
偿债能力										
资产负债率	45.6%	43.2%	42.4%	37.6%	37.5%	36.6%	37.5%	53.6%	52.9%	48.2%
流动比率	63.7%	90.3%	93.7%	157.3%	128.5%	155.1%	150.8%	100.7%	92.8%	74.8%
速动比率	33.2%	50.6%	45.0%	74.8%	74.5%	107.1%	107.2%	60.7%	52.5%	34.0%
费用率										
销售费用率	1.7%	1.2%	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.7%	2.5%	2.7%	1.8%
管理费用率	5.5%	4.0%	7.2%	4.4%	4.1%	3.8%	8.4%	5.5%	5.7%	4.2%
财务费用率	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%	0.6%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
实际所得税率	11.2%	42.9%	17.7%	16.3%	19.2%	22.4%	17.3%	26.7%	27.7%	31.2%
每股盈利指标										
基本每股收益(元)	-0.217	0.001	-0.728	0.314	0.489	0.338	0.132	0.297	0.406	0.404
每股经营现金流(元)	0.01	0.19	0.55	0.14	0.44	0.51	0.05	0.32	0.51	0.44

数据来源：国泰君安证券

作者简介:

崔婧怡: 清华大学工学硕士, 从事行业研究 4 年, 现任国泰君安证券销售交易总部钢铁行业研究员。

余辰俊: 余辰俊: 复旦大学金融学硕士, 2009 年加入国泰君安证券销售交易总部, 从事钢铁行业研究工作。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com