

莱钢股份 (600102.sh)

三季度业绩有望创新高

谢军 研究员 **马涛 研究助理** **冯刚勇 研究助理**
 电话: 020-87555888-663 010-68083328-1820 020-87555888-804
 eMail: cx2@gf.com.cn mt@gf.com.cn fgj@gf.com.cn

产品结构优势突出

公司拥有型钢、棒材、优钢三大产品系列。型钢、棒材定位于建筑用钢,受基建投资拉动的效应明显;优钢产品主要为齿轮钢和优质碳素结构钢,广泛用于汽配、摩配、五金工具等行业。汽车行业持续以来的热销,使得上述产品受冲击程度远小于其他工业用材。因此在钢铁产能过剩、需求大幅萎缩的危机之下,公司独有的产品结构优势突出,抗风险能力凸显。

三季度盈利环比大幅增加,单季度盈利创新高

预计公司三季度净利润为 3.5 亿元-4.5 亿元,对应 EPS 0.38-0.48 元,环比一、二季度均大幅增长(一季度、二季度业绩-0.63 元、-0.01 元),单季度盈利有望创历史新高(最高 2008Q2 0.40 元)。

公司业绩弹性大

公司单位股数所对应的钢材数量居行业前列,因此在钢价形成上升趋势时,公司业绩将大幅上涨。(单位股数所对应的钢材产量代表着公司的业绩弹性,也就是说当钢价触底反弹时,业绩弹性大的公司对应的盈利能力改善的空间最大)

投资建议

良好的产品结构使得公司三季度业绩创新高,但 09Q1 受高价原料库存的影响亏损严重,拖累了全年业绩。伴随国内宏观经济的逐步好转以及外需的复苏,公司的主营产品的盈利能力将大幅提升,预计 2009 年、2010 年 EPS 分别为-0.12 元、0.37 元。

近期在宏观经济乐观预期及资金充裕的驱动之下,钢价迎来反弹。基于 2010 年铁矿石价格继续上涨的预期,终端需求观望的心态有所改观,流通环节交易的情绪被唤起,因此短期需求将被放大。公司业绩弹性居行业前列,面对钢价的反弹,公司将首先受益,因此我们认为在钢铁交易性机会到来之时,公司股价仍有上涨空间,维持之前的“买入”评级。

风险提示

社会库存逆市高涨,钢厂减产难以出现,钢价继续下跌的风险加大;下游需求的复苏低于预期。

公司评级

买入

当前价格(元) 12.63
 目标价格(元) 14.00
 前次评级 买入

股价走势

莱钢股份(600102)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.41%	-10.62%	131.43%
上证综指	.47%	-6.68%	54.18%

股票数据

总股本(万股)	92,227.31
流通 A 股(万股)	23,376.99
主要股东:	
	莱芜钢铁集团有限公司
主要股东持股比例	74.65%
流通 A 股比例	25.35%

财务比率

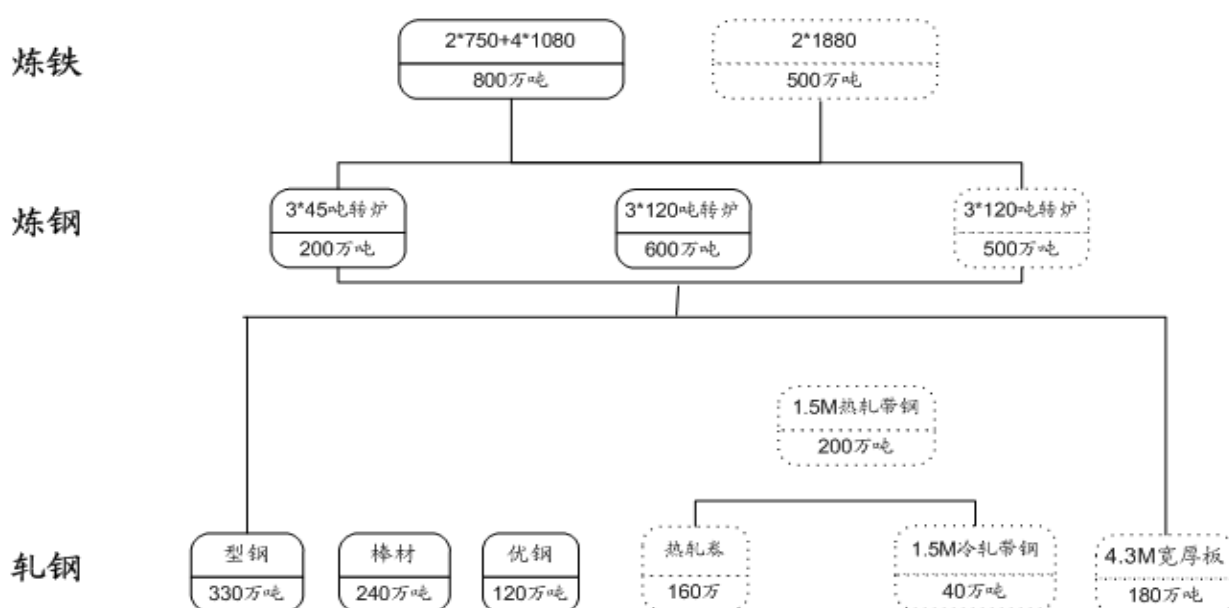
ROE	4.44%
ROA	1.51%
资产负债率	65.87%
每股净资产(元)	6.44

2008 年报数据。

产品结构优势突出

莱钢股份目前拥有型钢、棒材、优钢三大产品系列，粗钢产能达到700万吨。08年公司型钢产量220万吨、棒材产量230万吨、优钢产量100万吨、钢坯产量100万吨，其中型钢产量为国内第一。

图1: 公司现有产能及集团拟注入产能



注: 虚线为集团拟注入产能

数据来源: 广发证券发展研究中心

型钢、棒材定位于建筑用钢，主要应用于大型工程、民用建筑、桥梁、市政工程等建筑行业，四万亿投资所带动的钢铁需求大多指向与此；公司所产优钢产品主要为齿轮钢和优质碳素结构钢，该两类产品广泛用于汽配、摩配、五金工具等行业。汽车行业持续以来的热销，使得上述产品受冲击程度远小于其他工业用材。

在钢铁产能过剩、需求大幅萎缩的危急之下，公司独有的产品结构优势突出，抗风险能力凸显。

拟注入资产增厚净资产，盈利能力有所削弱

为了进一步丰富公司产品线以及提升竞争力，公司计划将集团银山型钢等项目纳入上市公司，从而实现集团钢铁主业整体上市。收购完成后，莱钢股份的钢材产能将提高64%，达到1029万吨，一跃成为千万吨的大型钢铁上市公司，规模优势凸显。

拟注入的产品线主要包括热轧、冷轧、宽厚板（详见图1），而上述产品的产能在国内过剩较严重，因此短期盈利能力弱于现有产品线。但从长期角度来看，拟注入资产均为优质资产，对于股份公司净资产将增厚。

表1: 资产注入前后盈利能力变化比较（2008年数据） 单位: 亿元（亿股）

	净资产	净利润	股数	BPS（元）	EPS（元）
莱钢股份（注入前）	59.65	2.64	9.22	6.44	0.29
拟注入项目	60.11	-1.26	6.42	9.36	-0.20
莱钢股份（注入后）	119.76	1.38	15.64	7.66	0.09
注入前后变动	+60.11	-1.26	+6.42	+1.22	-0.20

数据来源：广发证券发展研究中心

目前整体上市方案尚在紧密的推进之中，但董事会、股东会均尚未召开，因此重组的完成尚需时日。

三季度盈利环比大幅增加，盈利创新高

伴随二季度以来下游需求的恢复及钢价的上涨，钢铁行业盈利能力环比呈上升趋势。因此自二季度起，公司开工率饱满，产品毛利率环比上涨明显。

图2: 公司单季度盈利能力比较

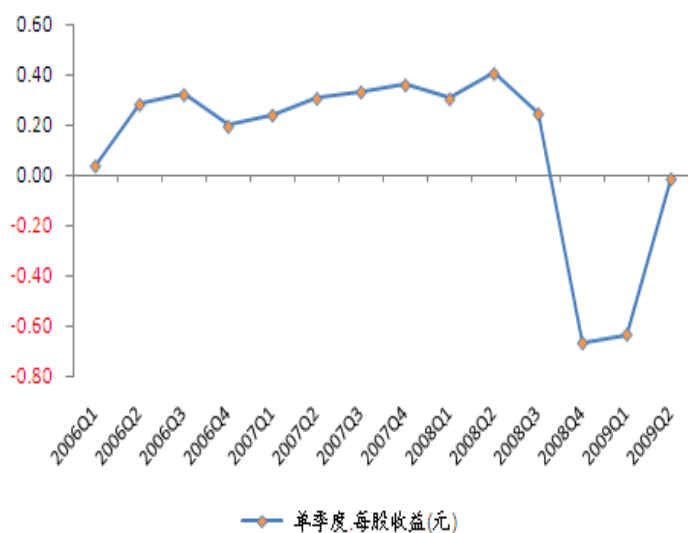
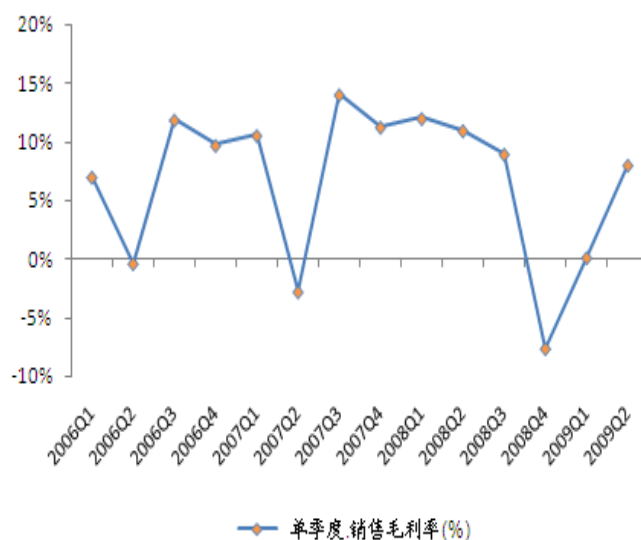


图3: 公司单季度销售毛利率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

公司棒材产品以建筑用螺纹钢为主，需求相对刚性，并且公司的螺纹钢作为地方工程指定产品，售价较同类产品存在50元/吨的溢价，因此该产品盈利能力较强。

特钢产品主要以齿轮钢和优质碳素结构钢为主，其中齿轮钢国内市场

占有率第一（年产33万吨）。该产品主要应用于机加工、汽配、五金等行业，专用性强，一般采用直供方式销售，因此价格弹性较小，市场低迷时反而售价比普通钢材要高，但从冶炼及轧制成本角度而言，上述产品与普钢的成本相差不大，因此优钢产品盈利能力尚可。

公司作为国内最大的型钢生产企业，产品线完备。国内市场存在马钢、津西、莱钢的区域垄断格局，目前型钢出口严重受阻（大型钢出口依赖度较高），几大型钢厂联合限产保价的效应明显，因此型钢产能利用率一直不高。但型钢产品主要用于工业和民用建筑，是基建投资的主要受益产品，且莱钢的型钢种类为全国最全，因此竞争优势明显。

预计公司三季度净利润将达到3.5亿元-4.5亿元，对应EPS 0.38-0.48元，环比一、二季度大幅增长（一季度、二季度业绩-0.63元、-0.01元），单季度盈利有望创历史新高（最高2008Q2 0.40元）。

公司业绩弹性大

单位股数所对应的钢材产量代表着公司的业绩弹性，也就是说当钢价触底反弹时，业绩弹性大的公司对应的盈利能力改善的空间最大。

表2：主要钢铁上市公司业绩弹性对比

公司名称	万吨/亿股	公司名称	万吨/亿股
三钢闽光	69.57	济南钢铁	26.05
莱钢股份	69.50	南钢股份	25.58
八一钢铁	67.19	安阳钢铁	24.65
酒钢宏兴	40.06	鞍钢股份	23.50
华菱钢铁	39.96	邯钢股份	19.71
承德钒钛	39.77	新兴铸管	19.33
新钢股份	36.89	太钢不锈	18.42
凌钢股份	34.83	武钢股份	18.40
本钢板材	31.89	马钢股份	16.53
柳钢股份	28.09	西宁特钢	14.84
唐钢股份	28.05	包钢股份	14.56
韶钢松山	27.55	首钢股份	13.82
大冶特钢	26.48	宝钢股份	13.39

数据来源：广发证券发展研究中心

莱钢股份单位股数所对应的钢材数量居行业前列，因此在钢价形成上升趋势时，公司业绩将大幅上涨。目前在乐观预期及资金推动之下，钢价面临触底反弹，因此公司凭借高业绩弹性将会享有一定的市场溢价。

盈利预测及投资建议

公司良好的产品结构优势使得三季度业绩创新高，但09Q1受高价原料库存的影响亏损严重，拖累了全年业绩。同时钢价自8月份再次陷入大幅调整，钢厂盈利能力大幅减少，因此四季度公司仅能保持微利，公司全年亏损的概率较大。

伴随国内宏观经济的逐步好转以及外需的复苏，公司的主营产品的盈利能力将大幅提升，预计2009年、2010年EPS分别为-0.12元、0.37元。

表3: 盈利预测

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	26,987	32,926	39,766	27,390	34,725
(+/-)%	36%	22%	21%	-31%	27%
经营利润 (EBIT)	1498	1955	946	418	815
(+/-)%	117%	30%	-52%	-56%	95%
净利润	769	1140	264	-109	341
(+/-)%	85%	48%	-77%	-141%	-414%
每股净收益 (元)	0.83	1.24	0.29	-0.12	0.37
每股股利 (元)	0.3	0.6	0.05	0	0.15
利润率和估值指标	2006A	2007A	2008 A	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	10.95%	12.62%	7.77%	6.24%	7.98%
ROE (%)	13.94%	18.21%	4.42%	-2.02%	5.76%
ROIC (%)	9.17%	11.59%	24.72%	8.89%	18.24%
PE	15.48	10.45	45.15	-109.59	34.90
PB	2.16	1.90	2.00	2.21	2.01
EV/EBITDA	6.93	5.46	8.93	34.94	18.60

数据来源：广发证券发展研究中心

表4: 公司利润表

利润表 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	26987	32926	39766	27390	34725
营业成本	24032	28769	36678	25680	31955
营业税金及附加	138	389	423	221	310
销售费用	443	543	533	150	465
管理费用	875	1270	1186	921	1181
财务费用	214	345	611	450	716
资产减值损失	128	21	225	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-5	8	3	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1151	1597	112	-32	99
营业外收支净额	17	-20	-35	0	0
税前利润	1168	1577	78	-32	99
减：所得税	375	431	-190	77	-242
净利润	793	1146	268	-109	341

归属于母公司的净利润	769	1140	264	-109	341
少数股东损益	24	6	4	0	0
基本每股收益（元）	0.83	1.24	0.29	-0.12	0.37

数据来源：广发证券发展研究中心

表5：公司资产负债表和现金流量表（单位：百万元）

资产负债表	2006	2007	2008	2009E	2010E
货币资金	895	1229	722	1917	1452
应收票据	249	942	2267	1351	1712
应收账款	202	600	126	293	241
预付款项	341	513	130	-139	-473
其他应收款	19	9	10	205	93
存货	2969	3431	2779	4221	3828
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	15	15	15	15	15
固定资产	9260	9768	10090	1978	2727
在建工程	1024	843	1224	1077	1007
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	3	3	5	3	3
长期待摊费用	0	0	0	0	0
资产总计	15041	17398	17475	10921	10605
短期借款	2236	1036	199	3809	2452
应付票据	786	743	414	915	1138
应付账款	1717	2441	2364	1266	1401
预收款项	472	788	798	876	1023
应付职工薪酬	289	245	236	236	236
应交税费	612	900	348	348	348
其他应付款	72	25	25	25	25
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	2797	4837	4249	4249	4249
负债合计	9520	11142	11510	14601	13750
股东权益合计	5521	6257	5965	5386	5921
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	793	1146	268	-109	341
折旧与摊销	907	1104	1118	178	258
经营活动现金流	744	1690	667	-511	2351
投资活动现金流	-1963	-1319	-1282	-983	-937
融资活动现金流	1196	-29	137	2690	-1879
汇率变动现金流	-4	-7	-30	0	0
现金净变动	7	335	-508	1196	-465
期初现金余额	888	895	1229	722	1917
期末现金余额	895	1229	722	1917	1452

数据来源：广发证券发展研究中心

近期在宏观经济乐观预期及资金充裕的驱动之下，钢价迎来反弹。基于2010年铁矿石价格继续上涨的预期终端需求观望的心态有所改观，同时流通环节交易的情绪被唤起，因此短期需求将被放大。

公司业绩弹性居行业前列，面对钢价的反弹，公司将首先受益，因此我们认为在钢铁交易性机会到来之时，公司股价仍有上涨空间，维持之前的“买入”评级。

表6：主要钢铁公司估值比较（10月16日数据）

名称	当前 股价	当前 PB	EPS			PE			PB			评级
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
武钢股份	7.58	2.24	0.42	0.72	1.05	18.05	10.53	7.22	1.92	1.62	1.33	买入
宝钢股份	6.90	1.35	0.20	0.58	0.78	34.50	11.90	8.85	1.27	1.14	1.01	买入
鞍钢股份	12.93	1.87	0.24	0.70	1.02	53.88	18.47	12.68	1.71	1.56	1.39	买入
太钢不锈	7.82	2.31	0.21	0.68	0.98	37.24	11.50	7.98	2.05	1.74	1.43	买入
马钢股份	4.54	1.38	0.09	0.38	0.54	50.44	11.95	8.41	1.31	1.18	1.03	买入
首钢股份	4.97	1.90	0.18	0.62	0.88	27.61	8.02	5.65	1.78	1.46	1.16	买入
唐钢股份	6.61	2.00	0.35	0.70	0.98	18.89	9.44	6.74	1.83	1.53	1.25	买入
济南钢铁	5.02	2.48	-0.20	0.11	0.36	-25.10	45.64	13.94	2.37	2.25	1.94	买入
莱钢股份	12.63	2.24	-0.12	0.37	0.65	-105.25	34.14	19.43	2.00	1.89	1.72	买入
本钢板材	6.54	1.39	0.14	0.59	0.74	46.71	11.08	8.84	1.26	1.13	1.00	买入
凌钢股份	9.39	2.69	0.25	0.72	1.08	37.56	13.04	8.69	2.47	2.08	1.68	买入
酒钢宏兴	13.97	2.63	0.20	1.01	1.31	69.85	13.83	10.66	2.56	2.16	1.80	买入
八一钢铁	10.71	3.16	0.35	0.76	1.05	30.60	14.09	10.20	2.66	2.24	1.83	买入
华菱钢铁	6.93	1.32	0.15	0.57	0.85	46.20	12.16	8.15	1.27	1.15	1.01	买入
西宁特钢	10.22	2.97	0.25	0.61	1.02	40.88	16.75	10.02	2.77	2.38	1.92	买入
新兴铸管	11.09	2.37	0.48	0.88	1.08	23.10	12.60	10.27	2.32	1.96	1.65	买入
韶钢松山	6.25	1.90	0.10	0.67	0.84	62.50	9.33	7.44	1.78	1.50	1.25	买入
柳钢股份	7.80	4.61	0.18	0.65	0.92	43.33	12.00	8.48	3.84	2.91	2.17	买入
三钢闽光	13.75	3.17	0.20	0.86	1.10	68.75	15.99	12.50	2.70	2.31	1.95	买入
新钢股份	7.30	1.27	0.23	0.59	0.86	31.74	12.37	8.49	1.21	1.10	0.98	买入
南钢股份	5.43	2.10	0.20	0.50	0.75	27.15	10.86	7.24	1.95	1.65	1.34	买入
杭钢股份	5.72	1.45	0.16	0.60	0.83	35.75	9.53	6.89	1.34	1.21	1.07	买入
平均		2.26				41.40	12.45	8.86	2.03	1.73	1.43	

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

社会库存逆市高涨，钢厂减产难以出现，钢材继续下跌的风险加大。

下游需求的复苏低于预期。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

莱钢股份(600102)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。