

张士宝 黄星 林向涛
 0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn

2009年12月28日

鞍钢股份(000898.SZ)/15.10元

成本优势不改，销售网络扩容

原材料·钢铁

目标估值：18元

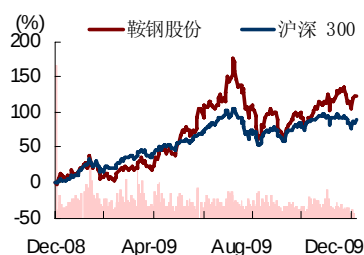
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3189
总股本(万股)	723481
已上市流通股(万股)	180810
总市值(亿元)	1092
流通市值(亿元)	273
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	-9.5
资产负债率	47.1%
主要股东	鞍山钢铁集团公司
主要股东持股比例	67.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	8	118
相对表现	10	-2	35



相关报告

- 1、鞍钢股份(000898)——出厂价上调，增厚业绩明显》2009/12/22
- 2、《钢铁行业2010年度投资策略——规模和资源、区域优势及整合是2010年钢铁股投资主线》2009/12/6
- 3、《鞍钢股份(000898)——三季度扭亏为盈，奠定全年盈利基础》2009/10/28
- 4、《鞍钢股份(000898)——公司盈利低谷已过，期待钢价反弹》2009/4/17

鞍钢股份于昨日召开了第三次临时股东大会。对与鞍钢集团国际经济贸易公司成立子公司及新签署的《原材料和服务供应协议》两个议案进行了表决通过。鞍钢成本优势仍然明显。新冷轧项目上马、销售网络扩大及费用减低有助于公司业绩改善。维持对公司“审慎推荐-A”投资评级

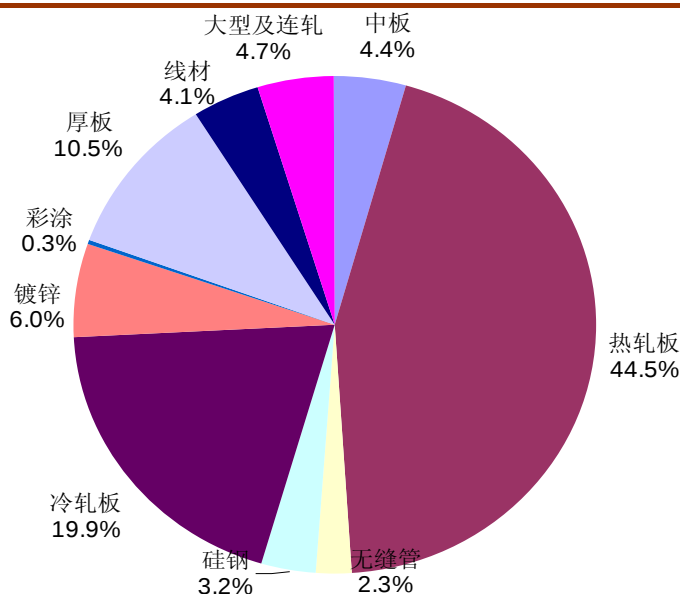
- **事件：**鞍钢在昨天召开了第三次临时股东大会，对公司与鞍钢集团国际经济贸易公司合资设立子公司及公司与鞍山钢铁集团公司签署的《原材料和服务供应协议》两个议案予以表决通过；鞍钢100万吨冷轧项目将落户福建湄州。
- **湄州项目提高冷轧板市场份额，助推高端产品业绩看好：**近日，据媒体披露鞍山钢铁集团与湄州市签订协议将在湄州投资建设年产100万吨冷轧项目，投资总额30多亿元，项目预计春节前开工。根据今年完工及在建冷轧项目的情况，百万吨级的冷轧项目工期大概在1年左右。鞍钢冷轧板毛利率过去三年保持在20%-30%。随着冷轧板市场的逐步复苏，来自于汽车、家电等下游需求的增长，冷轧板盈利能力后期看好。
- **铁矿石定价模式带来相对成本优势：**鞍钢铁矿石自给率超过60%，所需铁矿石基本来自于与鞍钢集团的关联交易。根据最新的《原材料和服务供应协议》。鞍钢集团供应铁精粉交易价格按95折优惠，即09年下半年铁精粉494.1元/吨，09年下半年环比上半年下降384.1元/吨，对应吨铁成本环比下降614元/吨；10年上半年成本虽有所上升，优势依旧明显。鞍钢集团铁精粉产量10年有望增长11%，达到2000万吨左右，将进一步帮助公司巩固业内成本优势。
- **合资销售公司有助于丰富销售网络。**公司未来将利用与鞍钢集团下属子公司鞍钢集团国际经济贸易公司（以下简称“鞍钢国贸”）合资成立鞍钢贸易有限责任公司（公司出资占注册资本51%，鞍钢国贸出资占注册资本49%）销售部分公司产品。此举有利于扩大公司现有销售渠道，降低销售费用。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级：**作为国内出口占比最大的钢企，2010年将受益于出口复苏，另外公司2010年上半年铁精粉成本将仍处于低位，毛利率将显著提升，预计10-11年EPS为0.76、0.98元，6个月目标价18元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	65499	79616	68557	75193	82777
同比增长	20%	22%	-14%	10%	10%
营业利润(百万元)	10450	3878	1872	7070	9107
同比增长	9%	-63%	-52%	278%	29%
净利润(百万元)	7525	2989	1432	5476	7060
同比增长	10%	-60%	-52%	282%	29%
每股收益(元)	1.04	0.41	0.20	0.76	0.98
PE	8.8	22.2	46.3	12.1	9.4
PB	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源：招商证券

图1: 鞍钢2009年1-9月份产品产量结构



资料来源: 招商证券

表1: 按我国海关平均到岸价计算的2006-2009年下半年铁矿石进口平均价格

进口铁矿到岸价	美元/吨	汇率	折合人民币	95 折
06 年上半年平均价格	61.43	8.03	493.3	468.7
06 年下半年平均价格	66.06	7.92	523.0	496.9
06 年平均价格	63.75	7.98	508.4	483.0
07 年上半年平均价格	75.05	7.72	579.1	550.2
07 年下半年平均价格	100.4	7.49	752.4	714.8
07 年平均价格	87.73	7.6	666.7	633.4
08 年上半年平均价格	132.32	7.06	934.3	887.5
08 年下半年平均价格	133.68	6.84	914.6	868.8
08 年平均价格	133	6.95	924.4	878.2
09 年上半年平均价格	76.15	6.83	520.1	494.1
09 年下半年平均价格	83.0	6.83	567.0	539.0

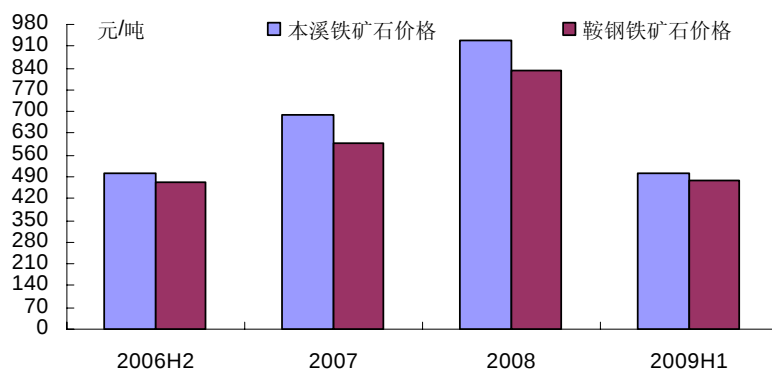
备注: 1、09 年下半年进口铁矿石到岸价据 7-11 月份均价估算; 2、汇率均采用时间区间平均值 资料来源: Mysteel、海关总署

表 2: 2006-2009 鞍钢股份收入构成及毛利率一览

	收入构成			毛利率		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
热轧板(%)	32.67	34.69	31.43	25.51	27.36	14.81
冷轧板(%)	17.44	19.86	21.45	28.45	28.27	19.02
大型材(%)	4.51	2.62	3.69	20.3	12.53	5.66
镀锌板及彩涂板(%)	9.51	11.16	10.09	20.45	21.23	13.93
钢坯(%)	6.12	7.14	5.76	13.53	29.57	19.42
厚板(%)	8.83	7.76	9.43	30.61	33.34	30.98
无缝钢管(%)	4.56	3.76	4	26.8	19.69	12.01
线材(%)	5.24	4.09	3.87	20.57	20.22	17.82
中板(%)	6.07	5.28	5.95	25.63	28.74	24.88

资料来源: Wind, 招商证券

图 2：鞍钢铁矿石价格与本溪现货价格对比



资料来源：Bloomberg, 上市公司，招商证券整理

图 3：鞍钢股份与集团公司铁矿石协议价格变动情况

铁精矿	不高于调整之前的前一半年度中国铁精矿进口到岸的海关平均报价加上从鲅鱼圈港到鞍钢股份的铁路运费再加上品位调价后的价格。其中品位调价以鞍钢股份前一半年度进口铁精矿加权平均品位为基准，铁精矿品位每上升或下降一个百分点，价格上调或下调人民币10 元/吨。
球团矿	以前一半年度鞍钢股份向独立第三方采购球团矿平均价格为基准球团矿品位每上升或下降一个百分点，价格上调或下调人民币10 元/吨
烧结矿	铁精矿价格加上前一半年度工序成本再加上10%的毛利。（其中：工序成本不高于鞍钢股份生产同类产品的工序成本）

资料来源：上市公司

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	30115	19973	18293	23068	29147
现金	7733	2974	4147	6737	16364
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6083	2583	1920	2030	1904
应收款项	932	1235	1028	1053	1076
其它应收款	66	78	69	75	83
存货	8701	10372	9334	10136	8401
其他	6600	2731	1795	3036	1319
非流动资产	56671	72206	69191	66769	66358
长期股权投资	885	2262	2262	2262	2262
固定资产	32656	43252	57524	58615	58828
无形资产	5577	6761	6085	5476	4929
其他	17553	19931	3320	415	340
资产总计	86786	92179	87484	89836	95505
流动负债	19975	21323	15019	14139	16167
短期借款	4512	7570	4000	4000	4000
应付账款	1908	3427	2393	2247	2374
预收账款	4569	3629	3590	3036	4616
其他	8986	6697	5036	4856	5177
长期负债	12556	17753	18646	19141	19251
长期借款	12297	17565	18416	18883	19015
其他	259	188	230	258	236
负债合计	32531	39076	33665	33280	35418
股本	7235	7235	7235	7235	7235
资本公积金	31593	31423	31423	31423	31423
留存收益	15427	14445	15161	17899	21429
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	54255	53103	53819	56557	60087
负债及权益合计	86786	92179	87484	89836	95505

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	7906	11938	10972	11582	21980
净利润			1432	5476	7060
折旧摊销			7237	8158	8181
财务费用			1309	1319	1265
投资收益			(80)	(80)	(80)
营运资金变动			1884	(3016)	5557
其它			(811)	(274)	(4)
投资活动现金流	(17959)	(15554)	(5133)	(5485)	(7801)
资本支出			(8130)	(8640)	(7846)
其他投资			2997	3155	45
筹资活动现金流	16329	(1143)	(4665)	(3507)	(4552)
借款变动			(2719)	471	165
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(716)	(2738)	(3530)
其他			(1230)	(1241)	(1187)
现金净增加额	6276	(4759)	1173	2590	9626

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	65499	79616	68557	75193	82777
营业成本	48346	66611	59834	60719	65945
营业税金及附加	764	948	823	902	993
营业费用	1598	1687	1371	1654	1821
管理费用	3520	3788	3428	3609	3725
财务费用	755	694	1309	1319	1265
资产减值损失	147	2106	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	81	96	80	80	80
营业利润	10450	3878	1872	7070	9107
营业外收入	44	33	38	38	38
营业外支出	121	69	70	70	70
利润总额	10373	3842	1840	7038	9075
所得税	2848	853	409	1563	2015
净利润	7525	2989	1432	5476	7060
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	7525	2989	1432	5476	7060
EPS (元)	1.04	0.41	0.20	0.76	0.98

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	20%	22%	-14%	10%	10%
营业利润	9%	-63%	-52%	278%	29%
净利润	10%	-60%	-52%	282%	29%
获利能力					
毛利率	26.2%	16.3%	12.7%	19.3%	20.3%
净利率	11.5%	3.8%	2.1%	7.3%	8.5%
ROE	13.9%	5.6%	2.7%	9.7%	11.7%
ROIC	10.7%	4.5%	3.2%	8.1%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	42.4%	38.5%	37.0%	37.1%
净负债比率	25.3%	28.4%	26.8%	26.6%	25.2%
流动比率	1.5	0.9	1.2	1.6	1.8
速动比率	1.1	0.5	0.6	0.9	1.3
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
存货周转率	6.1	7.0	6.1	6.2	7.1
应收帐款周转率	82.9	73.5	60.6	72.3	77.8
应付帐款周转率	29.2	25.0	20.6	26.2	28.5
每股资料(元)					
每股收益	1.04	0.41	0.20	0.76	0.98
每股经营现金	1.09	1.65	1.52	1.60	3.04
每股净资产	7.50	7.34	7.44	7.82	8.31
每股股利	0.55	0.21	0.10	0.38	0.49
估值比率					
PE	8.8	22.2	46.3	12.1	9.4
PB	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.2	21.7	19.5	12.2	10.9

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。07、08年两度入围新财富钢铁行业最佳分析师，2009年新财富钢铁行业最佳分析师第四名。

林向涛：招商证券钢铁行业助理分析师，清华大学金融学学士。

黄星：经济学硕士，2009 年加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。