

鞍钢股份 (000898.sz)

规模及成本优势突出的钢铁龙头

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

09 年产量增长 26.75%，10 年将突破 2000 万吨

09 年公司钢材产量达到 1900 万吨，同比增速高达 26.75%。10 年公司钢材产量将达到 2050 万吨，增长 7.9%，10 年产量增长的主要品种为冷轧板、厚板以及硅钢。10 年钢铁行业的景气度将比 09 年有大幅改善，因此公司产量的增量将为成为公司盈利的推动力。

鲅鱼圈将扭亏为盈，取向硅钢成为业绩增长点

鲅鱼圈 09 年前三季度热卷产量 234 万吨、厚板产量 58 万吨，收入 101.08 亿元，净利润-1.19 亿。10 年鲅鱼圈产量将进一步释放，有望突破 600 万吨，在 10 年行业景气度恢复的背景之下，鲅鱼圈将不再成为公司业绩的拖累，贡献正向利润可以期待。10 年公司硅钢生产线的投产将为公司新增 4 万吨取向硅钢和 10 万吨高牌号无取向硅钢。届时公司将成为国内具备批量生产取向硅钢的第三家钢厂，而取向硅钢的高毛利将成为公司业绩的新增长点。

集团铁矿石关联交易铸就成本优势，受益于出口复苏

集团供给的矿石 10 年上半年结算价约为 630 元/吨，在矿价上涨的预期之下，集团铁矿石关联交易将使得公司在 10 年获得成本优势。作为国内出口比例最高的公司，将受益于出口的复苏。公司预计 10 年出口将达到 200 万吨，同比 09 年翻一番。出口量的增长将改善公司产品过分依赖内贸市场（09 年）的格局，10 年公司将尽享出口复苏的盛宴，使得产品销售区域更加合理，盈利能力将进一步恢复。

投资建议

公司四季度出厂价环比三季度大幅下滑，资产减值准备的计提成为必要，而在钢价上行的趋势下，09 年计提的减值准备必将增厚 10 年业绩，基于此预计公司 09 年、10 年、11 年 EPS 为 0.09 元、0.81 元、0.97 元，目前股价仅为 12.15 元，对应 PB 仅为 1.69、对应 10 年、11 年 PE 为 15X、12X，估值优势明显，考虑到公司众多优势的存在以及鞍本合并的实质性进展有望在 10 年出现（辽宁省领导更换有望使合并出现转机），维持“买入”的评级。

风险提示

信贷紧缩政策出台的时点或力度超预期；宏观经济及房地产的复苏低预期。

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元) 12.15
目标价格(元) 14.38
前次评级 买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-13.52%	-10.07%	55.57%
上证综指	3.01%	7.04%	90.39%

股票数据

总股本(万股)	723,480.7
	8
流通 A 股(万股)	289,390.2
	5
主要股东:	
	鞍山钢铁集团公司
主要股东持股比例	67.30%
流通 A 股比例	40.00%

财务比率

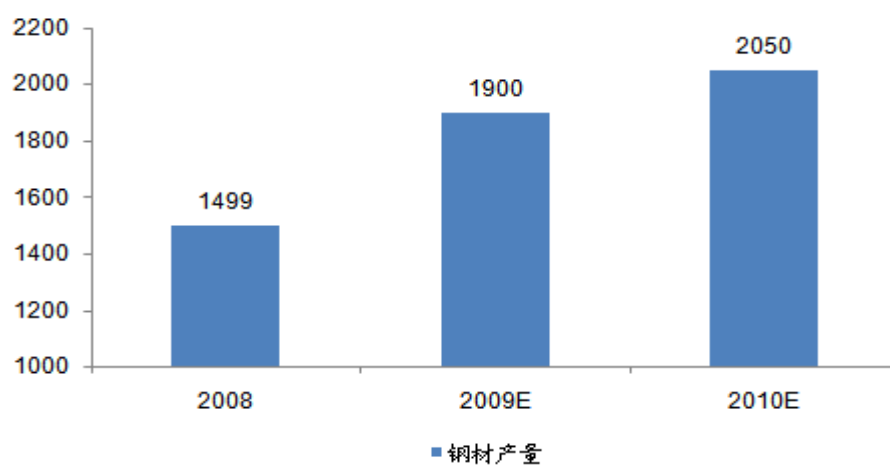
ROE	5.63%
ROA	3.24%
资产负债率	42.39%
每股净资产(元)	7.34

2008 年报数据。

09年产量增长26.75%，10年将突破2000万吨

2009年，鞍钢股份铁、钢、钢材产量分别达到2050.95万吨、2012.66万吨、1899.79万吨，均创历史最好水平。其中铁、钢年产量首次超过2000万吨，而钢材产量同比增速高达26.75%。

图1：公司近年钢材产量预测（单位：万吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

表1：公司分品种产量预测

	2008	2009 E	2010 E
热轧板卷	558	770	770
冷轧板	328	320	340
涂镀	135	130	145
大型材	64	75	100
硅钢	74	80	95
厚板	123	265	320
无缝管	55	60	60
线材	68	95	95
中板	86	95	100

数据来源：广发证券发展研究中心

2010年公司计划钢材产量将达到2050万吨，同比增长7.9%，据我们的预测，10年产量增长的主要品种为冷轧板、厚板以及硅钢。

2010年钢铁行业的景气度将比09年有大幅改善，因此公司产量的增长将成为公司盈利的推动力。

鲅鱼圈将扭亏为盈,取向硅钢成为业绩增长点

公司09年钢材产量的高增长,无疑是得益于鲅鱼圈的达产。鲅鱼圈09年前三季度热卷产量为234万吨、厚板产量为58万吨,实现销售收入101.08亿元,净利润-1.19亿。

鲅鱼圈投产始于2008年9月份,市场普遍认为生不逢时。的确,在过去的2009年,尽管鲅鱼圈投产10个月后即实现达产,但高达350亿的投资所带来的折旧和钢材市场的低迷依然使得09年前三季度处于亏损,但伴随钢铁行业的快速复苏,亏损的幅度逐月减少。

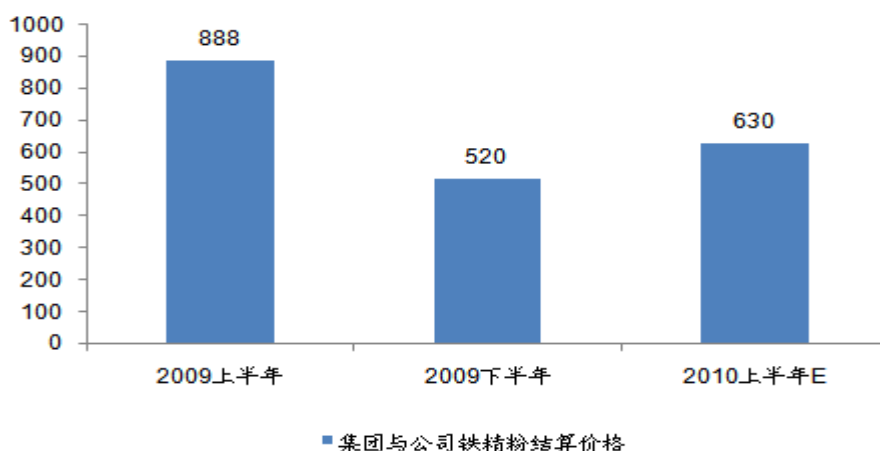
据预测,2010年鲅鱼圈的产量将进一步释放,钢材产量有望突破600万吨,在2010年行业景气度恢复的背景之下,鲅鱼圈将不再成为公司业绩的拖累,贡献正向利润可以期待。

公司10万吨的硅钢项目业已投产,取向硅钢的设备已成功上线,公司已具备生产取向硅钢的技术及生产能力。据预测,2010年公司硅钢产量将上升至100万吨,其中新增4万吨取向硅钢和10万吨高牌号无取向硅钢。届时公司将成为国内能够批量生产取向硅钢的第三家钢厂。而取向硅钢的高毛利将成为公司业绩的新增长点。

集团关联交易铸就成本优势

公司本部生产所需铁矿石70%为集团提供,鲅鱼圈基地所需铁矿石全部为外矿(海运优势)。集团所供铁矿石的结算价格为上半年进口均价的95%,因此该结算价格滞后于市场价半年。

图2: 集团与公司铁矿石结算价格比较(单位: 元/吨)



数据来源: 广发证券发展研究中心

09年下半年的结算价仅为520元/吨，大幅低于市场价格，因此公司下半年业绩大幅反弹。据预测，2010年上半年结算价格约为630元/吨，而目前的印度矿价已飙升至130美元/吨，在矿价进一步上涨的预期之下，集团与公司的铁矿石关联交易使得公司在2010年获得明显的成本优势。

鲅鱼圈所需矿石全为进口，基本全为长协，因此公司铁矿石成本优势突出。后期与金达必合资开发的矿山的投产将进一步增强公司成本方面的优势。

受益于出口复苏

公司产品定位高端，凭借产品及成本优势，出口比例为国内钢铁行业的首位。出口量占产量的比例一度高达20%，但08年危机以来，公司出口量大幅萎缩，据预测，2009年公司出口量约为80万吨。

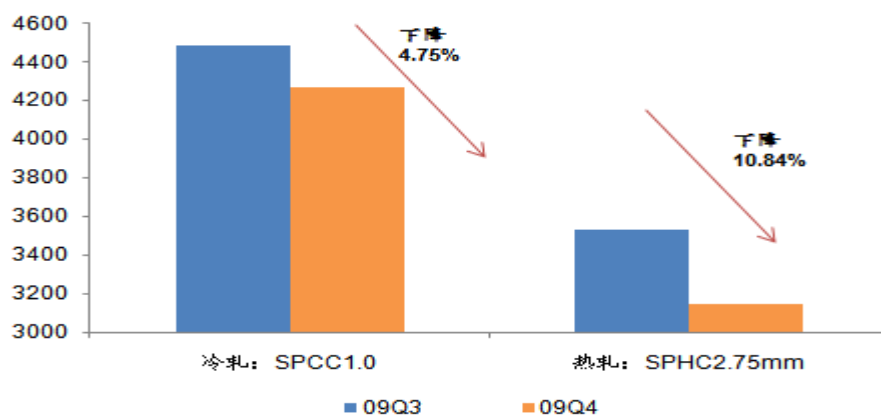
但伴随外需的逐步恢复，以及国际市场补库存的出现，中国09年下半年以来出口量大幅反弹，公司作为国内出口比例最高的钢厂也是受益颇多，公司预计2010年出口将达到200万吨，同比09年翻一番。

因此公司出口量的增长将改善公司产品过分依赖内贸市场（2009年）的情况，2010年公司将尽享出口复苏的盛宴，使得产品销售区域更加合理，盈利能力将进一步恢复。

盈利预测及投资建议

对比公司09年三、四季度的出厂均价可以看出，四季度均价环比三季度呈下降趋势，其中常规产品热轧、冷轧的降幅分别达到10.84%、4.75%。

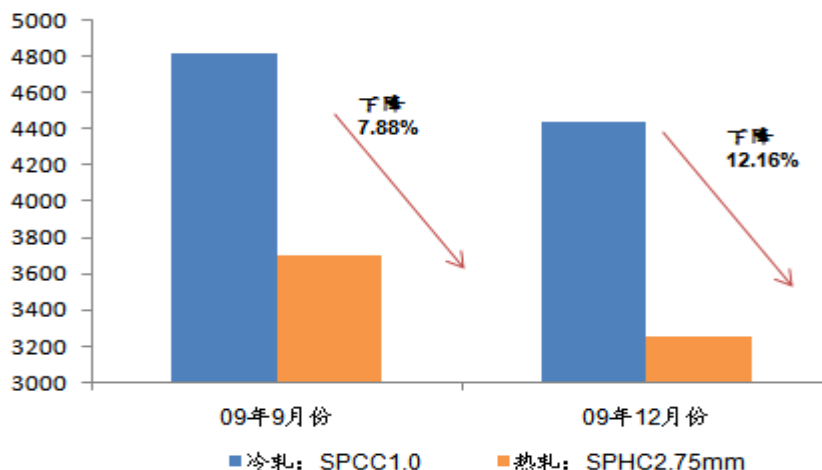
图3：公司主要产品季度均价比较（单位：元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

而12月份的出厂价与9月份的出厂价的差距更大，产品价格的大幅下滑导致存货资产的减值，从09年前三季度的存货资产来看（Q1 92.54亿元、Q2 91.17亿元、Q3 109.8亿元），公司目前存货资产处于高位，因此针对存货计提一定比例的资产减值准备成为必要。

图4：公司主要产品月度价格比较（单位：元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

减值准备的计提将使得公司09年业绩将大幅下滑（公司三季报预计09年业绩同比08年将有50-100%的下滑）。公司前三季度EPS0.046元（其中Q3单季度0.2616元），考虑到减值准备的计提我们下调09年EPS为0.09元。

2010年钢价在成本推动及需求拉动之下将呈震荡上行趋势，09年计提的减值准备将在10年冲回，因此2010年必然从中受益，业绩的大幅提升可以预计。

基于此我们预测公司09年、10年、11年EPS为0.09元、0.81元、0.97元，目前股价仅为12.15元，对应PB仅为1.69、对应10年、11年PE为15X、12X，估值优势明显。

结合公司2010年产量增长及成本优势，以及出口复苏所带来的机会，同时鞍本合并的实质性进展有望在2010年出现（辽宁省委书记的更换或许使得鞍本合并出现转机），我们对于公司给予“买入”评级，

表2: 公司盈利预测表

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	65,499	79,616	69,800	82,500	85,891
(+/-)%	20%	22%	-12%	18%	4%
经营利润 (EBIT)	11271	6582	3827	10098	11557
(+/-)%	7%	-42%	-42%	164%	14%
净利润	7525	2989	628	5865	7011
(+/-)%	10%	-60%	-79%	834%	20%
每股净收益 (元)	1.04	0.41	0.09	0.81	0.97
每股股利 (元)	0.55	0.21	0.07	0.33	0.45
利润率和估值指标	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	26.19%	16.33%	11.90%	19.07%	19.89%
ROE(%)	13.87%	5.63%	1.21%	10.24%	11.60%
ROIC (%)	10.71%	6.46%	3.24%	8.05%	9.07%
PE	11.68	29.41	139.99	14.99	12.54
PB	1.62	1.66	1.70	1.54	1.45
EV/EBITDA	6.58	9.66	16.22	8.37	7.33

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

信贷紧缩政策出台的时点或力度超预期; 宏观经济及房地产的复苏低预期。

表3: 公司利润表

利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	65499	79616	69800	82500	85891
营业成本	48346	66611	61495	66765	68807
营业税金及附加	764	948	486	648	698
销售费用	1598	1687	1355	1602	1668
管理费用	3520	3788	2637	3386	3162
财务费用	755	694	1889	2278	2209
资产减值损失	147	2106	1100	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	81	96	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	10450	3878	837	7821	9348
营业外收支净额	-77	-36	0	0	0
税前利润	10373	3842	837	7821	9348
减: 所得税	2848	853	209	1955	2337
净利润	7525	2989	628	5865	7011
归属于母公司的净利润	7525	2989	628	5865	7011
少数股东损益	0	0	0	0	0
基本每股收益 (元)	1.04	0.41	0.09	0.81	0.97
稀释每股收益 (元)	1.04	0.41	0.09	0.81	0.97
财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性					
营收增长率	20.0%	21.6%	-12.3%	18.2%	4.1%
EBIT 增长率	7.4%	-41.6%	-41.9%	163.9%	14.4%
净利润增长率	9.9%	-60.3%	-79.0%	834.1%	19.5%
盈利性					
销售毛利率	26.2%	16.3%	11.9%	19.1%	19.9%
销售净利率	11.5%	3.8%	0.9%	7.1%	8.2%
ROE	13.9%	5.6%	1.2%	10.2%	11.6%
ROIC	10.71%	6.46%	3.24%	8.05%	9.07%
估值倍数					
PE	11.7	29.4	140.0	15.0	12.5
P/S	1.3	1.1	1.3	1.1	1.0
P/B	1.6	1.7	1.7	1.5	1.5
股息收益率	2.7%	3.4%	2.2%	0.5%	4.3%
EV/EBITDA	6.6	9.7	16.2	8.4	7.3

数据来源: 广发证券发展研究中心

表4: 公司资产负债表和现金流量表 (单位: 百万元)

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	7733	2974	4913	6887	6180
应收票据	6083	2583	3856	4557	4745
应收账款	932	1235	952	1101	1159
预付款项	6600	2731	2731	2731	2731
其他应收款	66	78	72	79	81
存货	8701	10372	10490	11290	11386
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	885	2262	2262	2262	2262
固定资产	32656	43252	49212	54629	59117
在建工程	17115	12547	10418	9279	8744
工程物资	0	6242	6242	6242	6242
无形资产	5577	6761	5354	5242	5131
长期待摊费用	0	0	0	0	0
资产总计	86786	92179	96550	104343	107820
短期借款	4512	7570	18184	18160	16461
应付票据	1052	4585	1338	1453	1497
应付账款	1908	3427	2288	2927	3195
预收款项	4569	3629	5381	6984	8638
应付职工薪酬	310	329	329	329	329
应交税费	-251	-2771	-2771	-2771	-2771
其他应付款	2737	3523	3523	3523	3523
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	12297	17565	17565	17565	17565
预计负债	0	0	0	0	0
负债合计	32531	39076	47055	49390	49657
股东权益合计	54255	53103	51794	57253	60462
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	7525	2989	628	5865	7011
折旧与摊销	4257	4919	3556	3973	4367
经营活动现金流	7906	11938	3430	12822	15211
投资活动现金流	-17959	-15554	-8279	-8139	-8209
融资活动现金流	16329	-1143	6787	-2708	-7709
现金净变动	6276	-4759	1939	1974	-707
期初现金余额	1698	7733	2974	4913	6887
期末现金余额	7733	2974	4913	6887	6180

数据来源: 广发证券发展研究中心

表5: 主要钢铁公司盈利预测 (单位: 元)

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	7.17	2.09	0.30	0.72	1.05	23.90	9.96	6.83	1.87	1.58	1.28	买入
宝钢股份	7.87	1.48	0.33	0.61	0.64	23.85	12.90	12.30	1.41	1.27	1.15	买入
鞍钢股份	12.15	1.69	0.07	0.87	1.03	173.6	13.97	11.80	1.64	1.47	1.31	买入
太钢不锈	8.13	2.32	0.07	0.53	0.72	116.1	15.34	11.29	2.22	1.94	1.65	买入
马钢股份	4.60	1.36	0.03	0.33	0.38	153.3	13.94	12.11	1.35	1.23	1.12	买入
首钢股份	5.59	2.13	0.18	0.62	0.88	31.06	9.02	6.35	2.00	1.64	1.30	买入
唐钢股份	7.09	2.10	0.35	0.70	0.98	20.26	10.13	7.23	1.96	1.65	1.34	买入
济南钢铁	5.27	2.50	-0.20	0.11	0.42	-26.4	47.91	12.55	2.49	2.36	1.99	买入
莱钢股份	13.07	2.14	-0.12	0.37	0.75	-108	35.32	17.43	2.07	1.95	1.76	买入
本钢板材	6.56	1.44	0.14	0.59	0.74	46.86	11.12	8.86	1.26	1.13	1.01	买入
凌钢股份	10.27	2.71	0.38	0.90	1.20	27.03	11.41	8.56	2.61	2.13	1.70	买入
酒钢宏兴	12.35	2.56	0.20	1.01	1.31	61.75	12.23	9.43	2.27	1.91	1.59	买入
八一钢铁	13.80	3.88	0.03	0.65	1.04	460	21.23	13.27	3.72	3.17	2.56	买入
华菱钢铁	6.65	1.25	0.01	0.33	0.41	665	20.15	16.22	1.25	1.18	1.10	买入
西宁特钢	9.49	2.92	0.25	0.61	1.02	37.96	15.56	9.30	2.57	2.21	1.78	买入
新兴铸管	12.83	2.05	0.48	0.88	1.08	26.73	14.58	11.88	2.69	2.27	1.91	买入
韶钢松山	5.68	1.65	0.10	0.67	0.84	56.80	8.48	6.76	1.62	1.36	1.13	买入
柳钢股份	7.90	4.18	0.18	0.65	0.92	43.89	12.15	8.59	3.89	2.95	2.19	买入
三钢闽光	14.31	2.93	0.14	1.08	1.49	102	13.25	9.60	2.84	2.34	1.88	买入
新钢股份	8.31	1.43	0.14	0.66	1.03	59.36	12.59	8.07	1.40	1.26	1.09	买入
南钢股份	5.36	2.05	0.09	0.46	0.68	59.56	11.65	7.88	1.92	1.63	1.33	买入
杭钢股份	6.37	1.57	0.16	0.50	0.72	39.81	12.74	8.85	1.49	1.35	1.20	买入
平均		2.24				95.17	15.71	10.23	2.16	1.85	1.54	

数据来源: 广发证券发展研究中心

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。

鞍钢股份(000898)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。