

鞍钢股份(000898)调研报告

与时俱进, 持续焕发活力

推荐

维持评级

原材料/普钢

2010 年 2 月 11 日

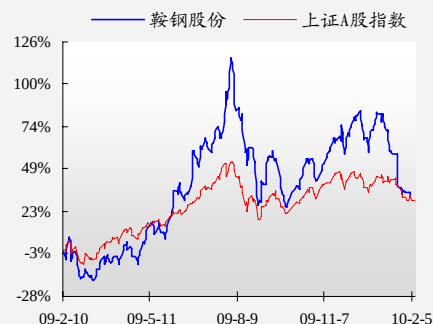
投资要点:

- 鞍钢是我国最老牌的钢铁企业, 为国内各大钢厂输送了大批人才, 为国内钢铁行业做出了巨大的贡献。今天, 鞍钢仍然持续地焕发着活力, 在国内钢铁行业内发挥着举足轻重的作用。
- 2001 年公司的营收规模在还不到 100 亿元, 而在 2008 年则达到了近些年的顶峰 796.16 亿元, 预计 2009 年也将达到 677 亿左右。危机过后, 公司仍将重拾增长态势, 营收超过 1000 亿元的日子也许并不遥远。
- 受经济危机影响, 公司的盈利能力在 2009 年已经降到近 7 年的最低点, 经营状况也已经不能再差。我们认为公司的业绩低点正是投资的起点。
- 2010 年, 钢铁行业下游需求有望持续好转, 公司在板材方面的竞争实力又将得以发挥。同时鲅鱼圈项目的扭亏为盈和产能的充分释放也将推动公司业绩增长。而公司和大股东之间独特的铁矿石定价方式和钢价的震荡上行则更有可能使公司的盈利能力强力反弹。
- 根据我们的预测, 公司在 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.14 元、0.78 元、0.92 元, 对应 2010 年 2 月 11 日收盘价 12.11 元, 市盈率为 86.50、15.52、13.16 倍, 考虑到公司在行业中的地位 and 较大的业绩弹性, 给予公司“推荐”的投资评级。
- 铁矿石价格大幅波动的风险; 国家的经济调控政策给行业带来的系统风险。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	7,961,600	21.55	298,900	-60.32	0.41		29.54	
2009E	6,767,360	-15.00	98,582	-67.02	0.14		86.50	
2010E	9,135,936	35.00	564,905	473.03	0.78		15.52	
2011E	10,049,529	10.00	665,931	17.88	0.92		13.16	

走势图



市场数据

2010-2-11

收盘价:	12.11 元
52 周最高价:	19.30 元
52 周最低价:	6.97 元
平均持仓成本:	13.62 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	723,481
流通 A 股 (万股):	614,901
每股收益 (元):	0.05
每股净资产 (元):	7.19
每股经营现金流 (元):	0.42
市净率:	1.68

分析师: 潘喜峰

TEL: (8621)6337 7000 - 268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、鞍钢股份：与时俱进，持续焕发活力

鞍钢是我国最老牌的钢铁企业。建国初期，鞍钢为国内各大钢厂输送了大批人才，为国内钢铁行业做出了巨大的贡献。今天，鞍钢这个在国内历史最为悠久的钢铁公司仍然持续焕发着活力，在我国钢铁行业内发挥着举足轻重的作用。

公司目前拥有焦化、烧结、炼铁、炼钢、轧钢等整套现代化钢铁生产工艺流程及相关配套设施，鲅鱼圈项目投产后，总产能将达到 2000 万吨；公司产品涵盖了热轧板、冷轧板、镀锌板及彩涂板、中厚板、大型材、线材、无缝钢管、冷轧硅钢等钢铁产品系列，广泛用于汽车、家电、机械制造、造船、铁路建设等领域，在国内市场具有很强的竞争力。

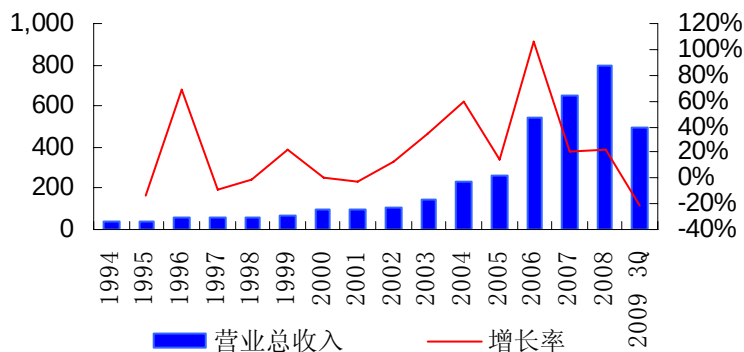
二、营收规模增长迅速

国内钢铁产业在 2001 年便开始驶入了高速发展的快车道。从 1996 年的 1 亿吨到 2009 年的 5.68 亿吨，作为一种基础性原材料，国内钢铁产业的发展速度只能用“惊人”来形容。作为国内钢铁行业内的领军企业之一，鞍钢股份也在加速发展。

从总营收上看，公司的营收规模在 2001 年还不到 100 亿元。2008 年，公司的营收规模达到了近些年的顶峰 796.16 亿元，预计 2009 年也将达到 677 亿左右。虽然全球的经济危机给国内的钢铁行业带来了巨大的冲击，但危机过后，钢铁行业的发展前景仍然看好。对于公司来说，我们认为公司的营收规模最高峰仍没有到来，未来向宝钢股份一样跨进 1000 亿元“俱乐部”也不是梦。

图 2.1 鞍钢股份历年营收和增长率

单位：亿元

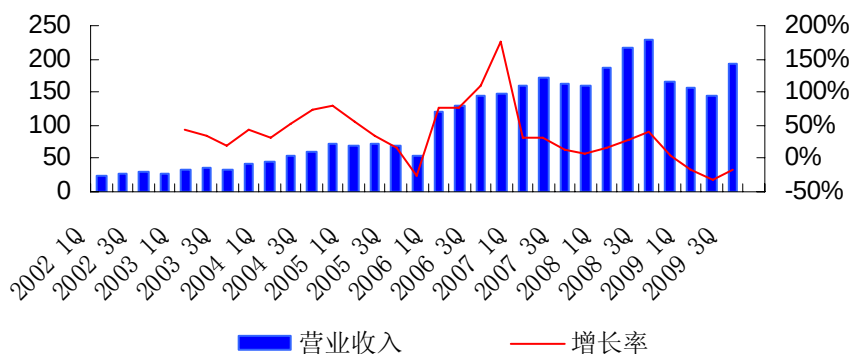


资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

从单季度营收的变化情况来看，2009 年第二季度，公司的营收增速跌入了 2005 年第四季度以来的又一个谷底，同比减少高达 33%。2009 年下半年，公司经营状况持续好转，单季度营收增速的降幅有所收窄。从这个角度来看，公司的经营状况已经企稳回升。

图 2.2 鞍钢股份单季度营收和增长率

单位：亿元



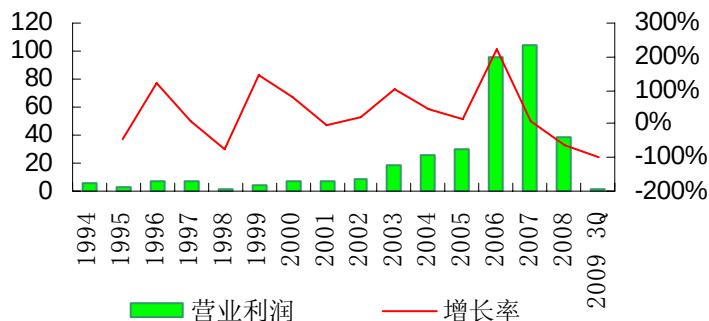
资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

三、盈利能力降至谷底，2010 年有望强力反弹

从营业利润的角度来看，公司的盈利能力已经降到近7年的最低点。从单季度营业利润的变化情况来看，公司在2009年第三季度实现扭亏为盈。但是伴着销售淡季的到来和钢价的下跌，2009年第四季度，公司的业绩难超三季度。因此公司2009年的业绩和2008年相比将有大幅度下滑。2009年，预计公司营业利润将不超过15亿元。

图 3.1 鞍钢股份历年营业利润和增长率

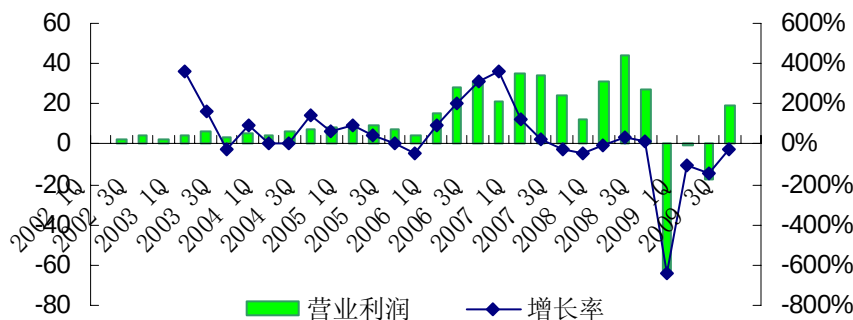
单位：亿元



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 3.2 鞍钢股份单季度营业利润和增长率

单位：亿元

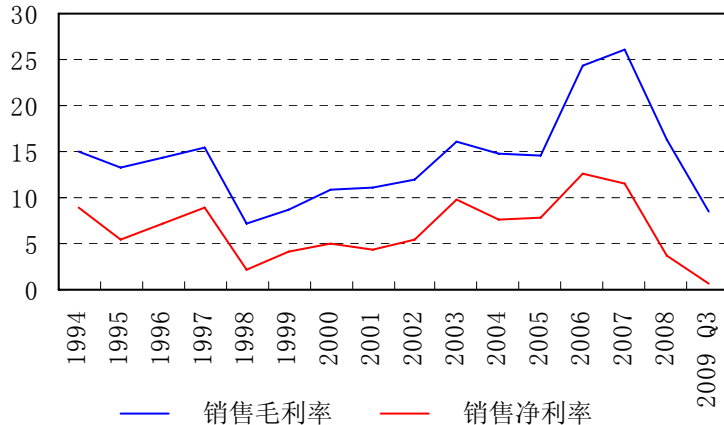


资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

从毛利率和净利润率的变化趋势来看，2009 年无疑公司近十年来盈利能力最差的年份。公司 2008 年第四季度和 2009 年第二季度都出现了较大幅度的亏损，单季度的净利润率分别只有 -31.71% 和 -10.9%，情况之差为近几年所罕见。

图 3.3 鞍钢股份销售毛利率和净利润率的变化

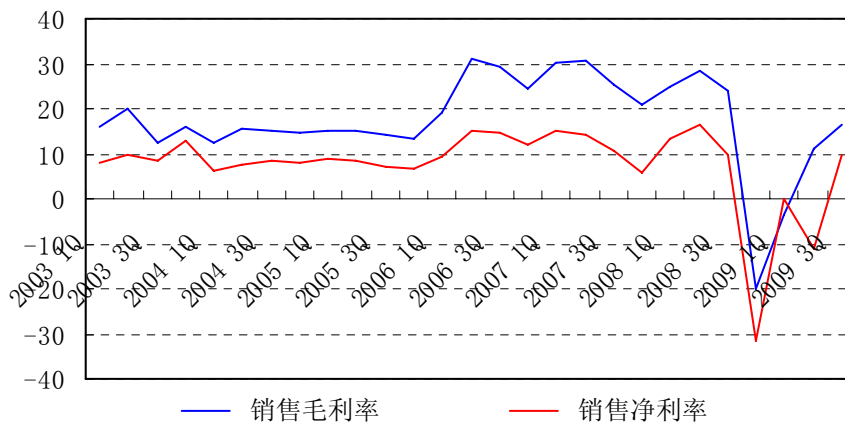
单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 3.4 鞍钢股份单季度毛利率和净利润率变化

单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

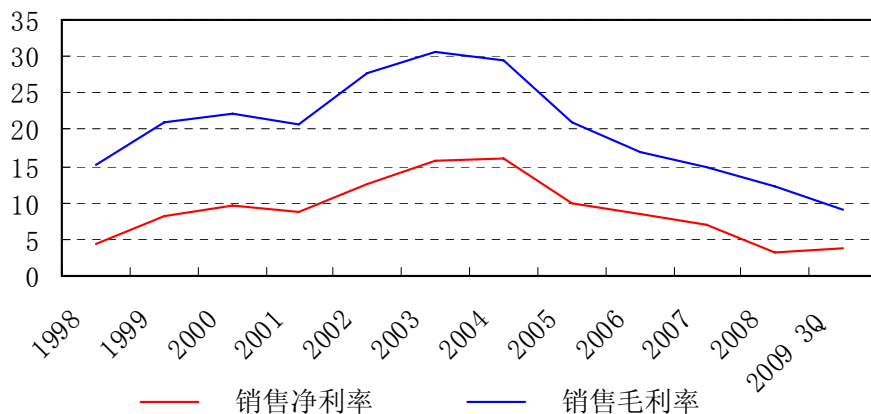
通过比较鞍钢股份和宝钢股份的毛利率和净利润率的变化情况可以发现，宝钢股份盈利能力的最高峰出现在 2003 年，此后便逐年下降，而鞍钢股份的盈利能力高峰则出现在 2007 年。我们认为原料铁矿石的来源不同是造成这种差异的主要原因。

鞍钢股份的铁矿石大部分来源于大股东鞍钢集团，采取半年一定价方式，并能享受一定的折扣。因此在铁矿石的价格处在上升，钢价也能同步上涨的周期时，公司的盈利能力要明显好于其它公司。但是当铁矿石价格处在下降通道，钢价也处于下跌的周期时，公司盈利能力的恶化程度要明显超过其它公司。公司盈利能力的变化受铁矿石价格的影响较大，尤其是在铁矿石价格处在阶段性拐点时，这一特征表现得尤为明显，2009 年的

情况就是最好的例子。这也是行业内公认公司业绩的弹性较大的原因之一。2010 年，进口铁矿石涨价已成定局，受成本上涨推动，国内市场的钢价有望震荡上行，因此公司在铁矿石原料方面的优势将充分显现，盈利能力有望强力反弹。

图 3.5 宝钢股份销售毛利率和净利润率的变化

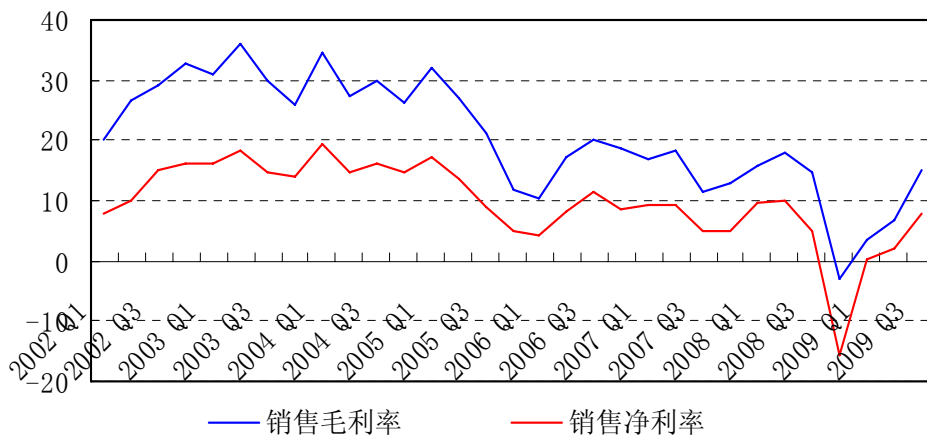
单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 3.6 宝钢股份单季度毛利率和净利润率变化

单位：%



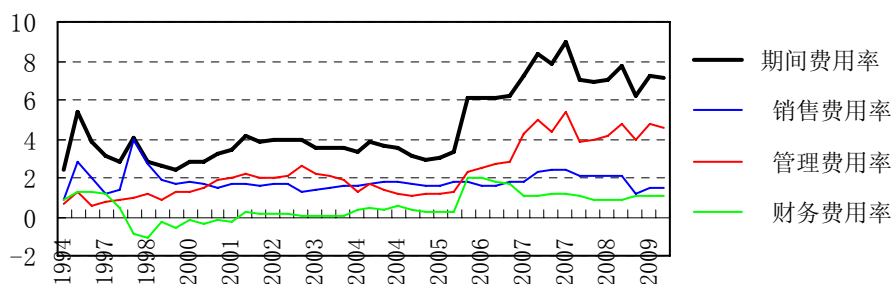
资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

四、期间费用有下降空间

从期间费用的角度来看，公司的期间费用率在近几年的上升态势比较明显。2006 年，因为收购鞍钢新钢铁公司股权的原因，公司的财务费用和管理费用上升较大，期间费用率也从 2005 年的 4% 不到跃升至 6%。2007 年，公司管理费用的大幅增加使公司的期间费用率高达 8.97%，为上市以来之最。2008 年以来，公司的期间费用率有所下降。仔细分析可以发现公司近几年期间费用率的上升和公司的规模不断扩大和技术改造力度较大有直接关系。未来随着公司治理结构进一步理顺和鲅鱼圈新项目的投产，我们认为公司的期间费用率有望降到 6.5% 左右。

图 4.1 鞍钢股份期间费用率变化趋势

单位：%



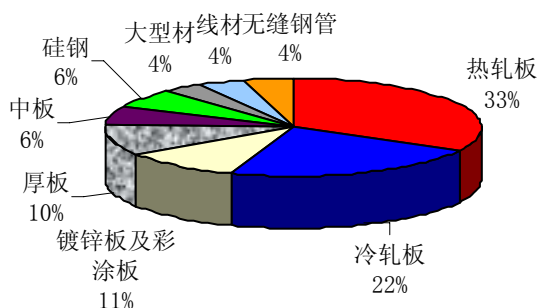
资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

五、主营业务分析

5.1 板材为主，核心产品主导地位不断强化

公司产品以板材为主，其中热轧板和冷轧板的销售收入占据了总收入的半壁江山，高达 55%。镀锌板及彩涂板的营收占比为 11%。厚板产品的营收占比为 10%。中板、硅钢、线材和无缝钢管等产品的营收占比均较小，在 10% 以下。鲅鱼圈项目完全达产后，公司将新增宽厚板产能 200 万吨/年、热轧产能 192 万吨/年、冷轧板卷产能 96 万吨。届时热轧板、冷轧板和厚板产品在主业收入中的主体地位将进一步增强。

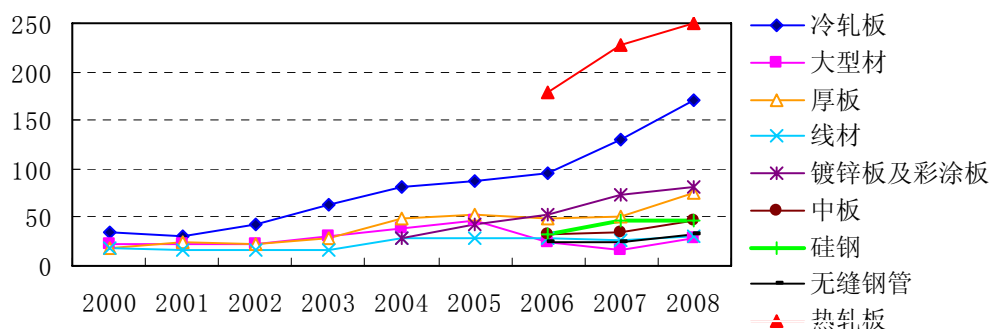
图 5.1 2008 年公司钢材产品的营收结构



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 5.2 各类钢产品的营收变化趋势

单位：万吨

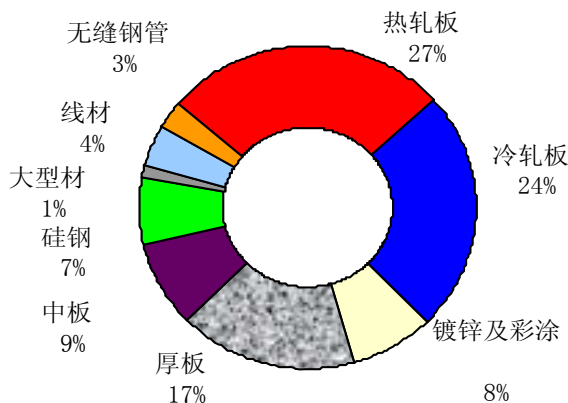


资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

5.2 中、厚板和冷轧板将引领公司盈利能力反弹

从对毛利的贡献来看，热轧板最高，为 27%；冷轧板次之，为 24%；厚板贡献了约 17% 的毛利。2008 年，上述三类产品贡献了公司 68% 的毛利，对公司业绩的影响举足轻重。公司其它产品对毛利的贡献率还均低于 10%，对公司的业绩不起决定性作用。公司在冷轧板方面的实力强劲，能够量产汽车板、家电板和取向硅钢等高端产品。2010 年，国内的汽车、家电市场仍被看好，公司冷轧产品的盈利能力必将持续回升。中、厚板产品是公司的拳头产品，盈利能力很强。在 2002 年到 2008 年的 7 年间，厚板产品的毛利率一直维持在 30% 左右，同时公司中板产品的毛利率也比较稳定。公司目前拥有中板、厚板两条生产线，主要产品有十二大类，品种规格可达 1000 多种。公司生产出的船板、管线钢等产品均处于国内领先水平，特别是超高强船板的开发填补了国内空白。2009 年公司大线能量焊接船板在国内率先通过五国船级社认证，再一次填补国内空白。鲅鱼圈项目完全达产后，公司将新增宽厚板产能 200 万吨/年，产能大幅提升，必将对公司业绩产生十分积极的影响。

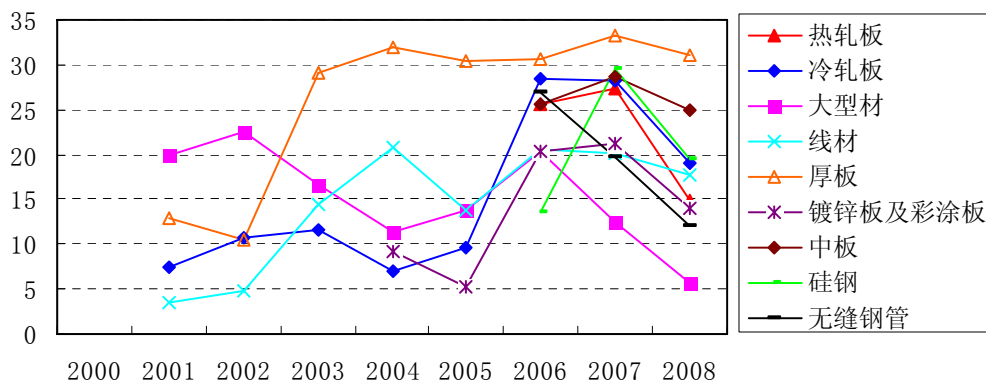
图 5.3 2008 年公司钢材产品的毛利结构



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 5.4 各类钢产品的毛利率变化趋势

单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

六、盈利预测和估值分析

根据我们的预测，公司在2009、2010、2011年的每股收益分别为0.14元、0.78元、0.92元，对应2010年2月11日收盘价12.11元，市盈率为86.50、15.52、13.16倍，考虑到公司在行业中的地位 and 较大的业绩弹性，给予公司“推荐”的投资评级。

表 6.1 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	7,961,600	6,767,360	9,135,936	10,049,530
减：主营业务成本	6,661,100	6,090,624	7,765,546	8,491,853
减：主营业务税金及附加	94,800	17,866	24,119	26,531
营业费用	168,700	97,450	131,557	144,713
管理费用	378,800	307,238	392,845	412,031
财务费用	69,400	75,794	109,631	130,644
资产减值损失	210,600	70,000	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	9,600	13,000	12,000	10,000
二、营业利润	387,800	121,388	724,238	853,759
加：营业外收入	3,300	8,000	0	0
减：营业外支出	6,900	3,000	0	0
三、利润总额	384,200	126,388	724,238	853,759
减：所得税费用	85,300	27,805	159,332	187,827
四、净利润	298,900	98,582	564,905	665,932
归属于母公司所有者的净利润	298,900	98,582	564,905	665,932
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益（元）	0.41	0.14	0.78	0.92

资料来源：东北证券金融与产业研究所

八、风险

- 1) 铁矿石价格大幅波动的风险；
- 2) 国家的经济调控政策给行业带来的系统风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。