

张士宝
 0755-88888888
 zhangsb@cmschina.com.cn

2010年2月22日

本钢板材(000761.SZ)/6.29元

业绩回升尚需时日

原材料·钢铁

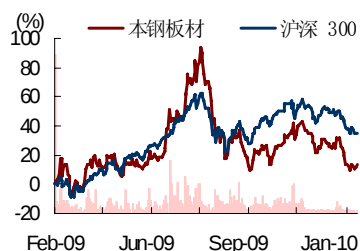
中性-B(维持)

基础数据

上证综指	3018
总股本(万股)	313600
已上市流通股(万股)	69759
总市值(亿元)	193
流通市值(亿元)	43
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	-18.9
资产负债率	59.4%
主要股东	本溪钢铁(集团)有限责
主要股东持股比例	82.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-35	18
相对表现	0	-25	-20



相关报告

1、《2009年钢铁行业业绩盘点—风雨过后彩虹将现》2010/02/08

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》2009/12/8

我们于节前调研了本钢板材。公司产品已热轧为主，辅以少量冷轧和特钢，热轧是目前供求过剩最严重的细分品种，成为公司09年业绩亏损的主因；公司未来看点在于二冷轧项目的注入和板材供求关系的改善，维持“中性-B”评级。

- 预计本钢2009年铁、钢、材分别为917、906和855万吨。其中冷轧汽车板60万吨（其中本部30万吨，本钢-浦项冷轧30万吨）。本钢2010年铁、钢、材计划分别均为1000万吨左右；
- 2009年业绩不尽如人意。据中钢协数据，2009年本钢集团亏损19.6亿元，同比2008年下降959.31%；另本钢板材预计公司2009年全年净利润约-13.2亿元至-14亿元，对应EPS为-0.42~-0.45元/股，2009年4季度处于微利状态。本钢集团和本钢板材没有通过关联交易显著调整业绩的迹象；
- 业绩亏损原因主要有：业绩公司产品以热轧为主，热轧产品是供求过剩最严重的细分品种，2009年价格总体水平较低，单位盈利较差；另公司2008年底新投产的热轧生产线在2009年处于达产爬坡期，产量较低、产线成本高、产品价格低、质量不稳定等多重因素进一步拖累上市公司业绩；
- 公司未来看点：二冷轧为本钢集团与韩国浦项（POSCO）（浦项参股25%）06年合资建设的年设计产能180-190万吨冷轧板项目，可能注入上市公司；租赁集团的三热轧项目2010年达产达效以及集团供给公司铁矿石价格优惠；
- 预计春节后几周消化库存后，钢价或将再度向上，目前钢价基本探底。理由是1、雨雪严寒天气缓和，建筑房地产开工率上升，需求旺季到来；2、预计铁矿石谈判或于四月底基本完成，涨幅可能到30%，钢厂或将提前提高出厂价以转嫁成本。3、钢铁行业重组兼并指导意见或于三月份出台；
- 维持公司“中性-B”的投资评级。预计09-11年公司EPS分别为-0.43元、0.2元和0.34元，当前价格对应2010、2011年PE分别为31倍、18倍，而公司当前每股净资产4.54元，PB为1.4倍，从PB角度看股价不算高估，公司业绩提升尚需板材价格明显改善以及集团支持。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	31352	38702	31846	39107	44308
同比增长	17%	23%	-18%	23%	13%
营业利润(百万元)	2130	242		828	1424
同比增长	4%	-89%	-845%	-146%	72%
净利润(百万元)	1592	165	-1338	628	1077
同比增长	-2%	-90%	-910%	-147%	71%
每股收益(元)	0.51	0.05	-0.43	0.20	0.34
PE	12.4	119.5	-14.7	31.4	18.3
PB	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2

资料来源：招商证券

一、2009 年产销实绩与 2010 年产销计划

(1) 2009 年产销实绩

预计本钢 2009 年铁、钢、材分别为 917、906 和 855 万吨，其中冷轧汽车板 60 万吨（其中本部 30 万吨，本钢-浦项冷轧 30 万吨）。本钢 2010 年铁、钢、材计划分别均为 1000 万吨左右。

表 1：本钢板材历年铁钢材产量及预测

单位：万吨	2006	2007	2008	2009E	2010E
生铁		721	743	917	1000
粗钢	699	738	740	906	1000
钢材	608	671	695	855	1000

资料来源：本钢板材，招商证券

(2) 2009 年公司亏损较大原因：市场及客观原因

①**本钢集团和本钢板材上市公司均出现巨额亏损。**据中钢协统计数据显示，2009 年本钢集团亏损 19.6241 亿元，同比 2008 年盈利 2.2837 亿元，同比下降 959.31%，2010 年 1 月 28 日本钢板材发布公告称，预计 2009 年全年净利润约-13.2 亿元至-14 亿元，对应 EPS(每股收益)为-0.4209~-0.4464 元/股，同比 2008 年下降 900%~950%。2009 年前三季度本钢板材 EPS 为 -0.4570 元/股，据此计算本钢板材 2009 年 4 季度处于微利状态。本钢集团和本钢板材没有通过关联交易显著调整业绩的迹象。

②**本钢板材亏损较大原因主要有：**

- 1、公司产品以热轧为主，热轧产品是供求过剩最严重的细分品种，2009 年价格总体水平较低，单位盈利较差；
- 2、“屋漏偏逢连阴雨”：公司 2008 年底新投产的热轧生产线在 2009 年处于达产爬坡期，产量较低、产线成本高、产品价格低、质量不稳定等多重因素进一步拖累上市公司业绩；
- 3、公司未能及时抓住四季度以来冷轧市场“火热”的大好形势而扩大冷轧汽车和家电板的产销量；
- 4、为“保发展、保稳定”，在价格较低的一、二季度公司未及时根据市场供需和价格情况进行限产，出现多产多亏的不利局面。

表 2：中国钢材价格指数2009年和2008年均价比较

项目	2009 年平均	2008 年平均	比上年升降	升降幅度%
钢材综合价格指数	103.12	136.66	-33.54	-24.54
长材价格指数	107.11	139.87	-32.76	-23.42
板材价格指数	103.05	136.60	-33.55	-24.56

资料来源：中钢协，招商证券

表 3: 中国分品种钢材2009年和2008年均价比较

项目	2009 年平均	2008 年平均	比上年升降	升降幅度%
普线 6.5mm	3608	4772	-1164	-24.4
螺纹钢 12--25mm	3748	4797	-1049	-21.87
中厚板 6mm	4189	6026	-1837	-30.48
热轧薄板 1.0mm	4167	5531	-1364	-24.66
热轧板卷 2.75mm	3808	5115	-1307	-25.55
热轧薄板 0.5mm	5011	6323	-1313	-20.76
镀锌板 0.5mm	5037	6486	-1449	-22.33
热轧无缝管 159*6mm	4760	6444	-1684	-26.13

资料来源: 中钢协, 招商证券

表 4: 我国历年分品种钢材产能利用率

年份	螺纹钢	线材	中厚板	热轧板	冷轧
2003	73.1%	84.8%	77.5%	70.4%	71.5%
2004	87.7%	88.4%	94.2%	81.4%	84.8%
2005	87.1%	89.6%	88.9%	84.2%	87.5%
2006	89.7%	93.3%	90.7%	89.2%	77.1%
2007	91.3%	91.7%	91.2%	91.1%	91.9%
2008	90.8%	84.7%	91.8%	86.3%	83.4%
2009	90.9%	90.0%	80.0%	83.7%	91.9%

资料来源: 本钢板材, 招商证券

(3) 2010 年上半年成本将具有优势

集团供给股份公司铁精矿定价方式为: 铁精矿的交易价格不高于上一半年度从巴西、澳大利亚等进口铁精矿进口到岸的海关平均价格加上从港口到板材公司的内陆运费、港杂费, 再加上品位调价。品位调价以板材公司上一半年度进口铁精矿加权平均品位为基础, 铁精矿品位差每降低或上升一个百分点, 价格下调或上调 10 元/吨。球团矿的交易价格不高于上一半年度本钢板材向独立第三方采购相同品质球团矿的加权平均值, 该值每半年调整一次。在 2010 年铁矿石价格看涨的情况下, 本钢享有矿石资源优势。

表5: 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

资料来源: Mysteel、海关总署

集团铁矿资源较为可观。本钢集团有大型铁矿山 2 座（歪头山铁矿和南芬铁矿），已探明可采储量 11.2 亿吨。生产能力为年产铁矿石 2050 万吨；大型磨选厂 2 个，生产能力为年产铁精矿 796 万吨。本溪地区矿质优良易选，硫、磷含量少，铅、砷、锡、锑、铋、铜等有害元素含量极低，本钢二铁厂生产的特有的低磷低硫的生铁被誉为“人参铁”，为高水平、高质量、低成本地开发高纯度、高性能产品奠定了良好的基础。

二、本钢工序产能及变化

1、本钢板材主要生产设备和产能

- (1) 炼铁：具备 1000 万吨/年生铁产能，拥有高炉 4 座。其中：高炉 2600m³×1、2850m³×2、4350m³×1（实际生产能力 4700m³）。2008～2009 年间本钢淘汰了 2 座 1070 m³ 高炉、2 座 380 m³ 高炉。
- (2) 炼钢：具备 1000～1100 万吨/年粗钢产能（其中特钢产能 60 万吨），拥有转炉 6 座、电炉 2 座。其中：转炉 180t×3、150t×3；电炉 50t×2。
- (3) 热轧：具备 1000 万吨/年以上轧钢产能，拥有热轧板卷生产线 3 条。其中 1700mm×1、1880mm×1、2300mm×1。3 条热轧生产线 2009 年热轧板卷总产量约 700 万吨，2010 年热轧板卷总产量计划 900 万吨。
- (4) 2009 年冷轧：具备年产 290 万吨/年以上冷轧产能，拥有 1500mm 冷轧生产线 1 条。另外二冷轧为本钢集团与韩国浦项（POSCO）（浦项参股 25%）06 年合资建设的年设计产能 180～190 万吨冷轧板项目，可能注入上市公司。

表 5：公司最新主要工序及产能

工序	主要设备	设计年产能	2009 年产量	备注
炼铁	高炉 4 座：2600 m ³ ×1、2850m ³ ×2、380m ³ ×1	生铁 1000 万 t	生铁 917 万 t	2008～2009 年间本钢淘汰了 2 座 1070 m ³ 高炉、2 座 380 m ³ 高炉
炼钢	冶炼普钢用转炉 6 座：180t×3、150t×3；冶炼优特钢用超高功率电弧炉 2 座：50 t×2	普钢 1000 万 t 特钢 60 万 t	906 万吨	转炉全部采用 RH 技术，钢水到钢坯收得率 97～98 %
热轧线 (含重复材)	1700mm 热轧机 1 套 1880mm 薄板坯连铸机 1 套 2300mm 热轧机 1 套	450 万 t 250 万 t 300 万 t	700 万 t	2007 年热轧板 672 万 t 2008 年热轧板产量 666 万 t 2010 年热轧板产量计划 900 万吨
冷轧材	一冷轧 1700mm 冷连轧机 1 套 热镀锌线 2 条 1500mm 彩涂生产线 1 条 <i>2m 级二冷轧(拟注入上市公司)</i>	110 万 t 61 万 t 17 万 t <i>180 万 t</i>	冷轧汽车板 60 万吨(其中本部 30 万吨，本钢-浦项冷轧 30 万吨)	<i>二冷轧为本钢集团与韩国浦项(POSCO)(浦项参股 25%)06 年合资建设的年设计产能 180-190 万吨冷轧板项目，可能注入上市公司</i>
特钢材	800/650 轧机 1 套	40 万 t	50 万 t	拳头产品为汽轮机用叶片钢，国内市场占有率 80% 左右，历史上支援过西宁特钢、北满特钢的建设

备注：上表中斜体字为本钢二冷轧项目，从规避同业竞争考虑，我们认为注入本钢上市公司可能性较大。

资料来源：公司调研

表 6：2007年公司主要工序及产能

工序	主要设备	设计年产能	实际年产量	备注
炼铁	高炉 7 座：2600 m3×3、1070m3×2、380m3×2	生铁 960.2 万 t	生铁 800 万 t	
炼钢	冶炼普钢用转炉 5 座：180t×2、150t×3；冶炼优特钢用超高功率电弧炉 3 座：30 t×2、50 t×1	普钢 900 万 t 特钢 50 万 t	普钢 750 万 t 特钢 50 万 t	转炉全部采用 RH 技术，钢水到钢坯收得率 97-98%
热轧线 (含重复材)	1700mm 热轧机 1 套 1880mm 薄板坯连铸机 1 套	450 万 t 250 万 t	450 万 t 250 万 t	06 年产量 420 万 t,07 年计划 450 万 t 06 年产量 200 万 t,07 年计划 250 万 t 成材率 99%
冷轧材	一冷轧 1700mm 冷连轧机 1 套 热镀锌线 2 条 1500mm 彩涂生产线 1 条 2m 级二冷轧(拟注入上市公司)	110 万 t 61 万 t 17 万 t 180 万 t	130 万 t 61 万 t 17 万 t 190 万 t	二冷轧为本钢集团与韩国浦项 (POSCO) (浦项参股 25%)06 年合资建设的年设计产能 180-190 万吨冷轧板项目，可能注入上市公司
特钢材	800/650 轧机 1 套	40 万 t	50 万 t	拳头产品为汽轮机用叶片钢，国内市场占有率 80% 左右，历史上支援过西宁特钢、北满特钢的建设

资料来源：公司调研

2、三热轧生产线品种质量双丰收

1、三热轧（2300mm 热轧生产线）基本情况：本钢板材租赁本钢集团资产，产销在本钢板材公司。

（1）设备性能国际一流、国内领先。设计产能 515 万吨/年（其中 60 万吨白钢供丹东和本钢特钢），总投资 50 亿元，设备总重量 37.887t。

（2）已建成投产 1 年多。2006 年 12 月项目开工建设，2008 年 12 月 4 日热负荷试车成功，投入生产。

（3）目前满负荷运转，主要生产经营指标持续改善。

① **2010 年有望实现达产达效**：2009 年该生产线热轧板卷产量 398 万吨，2010 年计划热轧板卷产量 422 万吨，同比增加 24 万吨或 6.03%；目前日产平均水平 1.17 万吨/天，最好日产水平已达 1.2 万吨/天，2010 年有望实现达产达效。

② **品种开发进展顺利**：经历 1 年多的品种开发，该条产线已成功开发出 80 个品种（原设计生产 125 个品种），产品规格涵盖 1.8~26mm。业已成功开发出各类普碳、X80 管线、258 汽车板、汽车大梁板、焊瓶钢等，常用规格 2.75mm、4mm、8mm、12mm 均能批量稳定供应。据当地媒体本溪电视台新闻报道，本钢该条生产线在完成首批中石油 1 千吨 X80 管线钢合同基础上，近期又接到中石油 1 万吨 X80 管线钢合同。

③ **成材率较高**：目前成材率 98%~99%，最好水平可达 99%，超出设计水平 1 个百分点。

④ **加工成本处于行业较低水平**：板坯来料 2150 连铸机，板坯成本 2600 元/吨，热轧环节生产成本 190 元/吨，处于行业较低水平。

2、另据调研了解到，3 条热轧线 2010 年利润目标 5 亿元。

3、 不锈钢项目缓建。

三、估值和投资建议

预计春节后几周消化库存后，钢价或将再度向上，目前钢价基本探底。理由是 1、雨雪严寒天气缓和，建筑房地产开工率上升，需求旺季到来；2、预计铁矿石谈判或于四月底基本完成，涨幅可能到 30%，钢厂或将提前提高出厂价以转嫁成本。3、钢铁行业重组兼并指导意见或于三月份出台。

公司未来看点主要在于：二冷轧为本钢集团与韩国浦项（POSCO）（浦项参股 25%）06 年合资建设的年设计产能 180-190 万吨冷轧板项目，可能注入上市公司；租赁集团的三热轧项目 2010 年达产达效以及集团供给公司铁矿石价格优惠；

维持公司“中性—B”的投资评级。预计 09-11 年公司 EPS 分别为-0.43 元、0.2 元和 0.34 元，当前价格对应 2010、2011 年 PE 分别为 31 倍、18 倍，而公司当前每股净资产 4.54 元，PB 为 1.4 倍，从 PB 角度看股价不算高估，公司业绩提升尚需板材价格明显改善。

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	12050	13320	11694	11813	11812
现金	2243	2221	2000	2000	2000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	834	850	701	860	975
应收款项	817	507	756	751	860
其它应收款	111	111	127	156	133
存货	4605	7860	5470	5479	5393
其他	3439	1771	2640	2566	2452
非流动资产	17307	19402	18218	18844	18801
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	13709	15114	17956	18583	18541
无形资产	0	0	0	0	0
其他	3598	4288	262	261	260
资产总计	29356	32722	29913	30657	30612
流动负债	10531	14862	12949	13203	12355
短期借款	2639	2887	3477	4958	2587
应付账款	3523	6895	4651	2973	3938
预收账款	2528	2018	2481	2798	3151
其他	1842	3061	2340	2474	2679
长期负债	2191	2034	2074	2124	2174
长期借款	1935	2019	2069	2119	2169
其他	256	15	5	5	5
负债合计	12722	16896	15023	15327	14529
股本	3136	3136	3136	3136	3136
资本公积金	8705	8736	8736	8736	8736
留存收益	4793	3954	3018	3457	4211
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	16634	15827	14890	15330	16084
负债及权益合计	29356	32722	29913	30657	30612

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2745	4293	1948	3569	6803
净利润			(1338)	628	1077
折旧摊销			3504	3875	3937
财务费用			312	405	265
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(600)	(1343)	1525
其它			70	4	(1)
投资活动现金流	(2620)	(2689)	(2539)	(4507)	(3894)
资本支出			(2538)	(4508)	(3895)
其他投资			(1)	1	1
筹资活动现金流	(91)	(1892)	370	938	(2909)
借款变动			291	1531	(2321)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			401	(188)	(323)
其他			(322)	(405)	(265)
现金净增加额	35	(289)	(221)	0	0

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	31352	38702	31846	39107	44308
营业成本	26391	34392	31009	34981	39385
营业税金及附加	215	176	159	196	222
营业费用	556	738	573	704	798
管理费用	1739	2169	1592	1994	2215
财务费用	308	328	312	405	265
资产减值损失	13	658	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	2130	242	(1799)	828	1424
营业外收入	88	20	50	50	50
营业外支出	53	20	35	40	38
利润总额	2165	241	(1784)	838	1436
所得税	573	76	(446)	209	359
净利润	1592	165	(1338)	628	1077
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	1592	165	(1338)	628	1077
EPS (元)	0.51	0.05	(0.43)	0.20	0.34

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	17%	23%	-18%	23%	13%
营业利润	4%	-89%	-845%	-146%	72%
净利润	-2%	-90%	-910%	-147%	71%
获利能力					
毛利率	15.8%	11.1%	2.6%	10.6%	11.1%
净利率	5.1%	0.4%	-4.2%	1.6%	2.4%
ROE	9.6%	1.0%	-9.0%	4.1%	6.7%
ROIC	8.1%	1.8%	-5.4%	4.1%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	51.6%	50.2%	50.0%	47.5%
净负债比率	18.6%	16.4%	18.9%	23.4%	15.9%
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.3	1.4
存货周转率	6.3	5.5	4.7	6.4	7.2
应收帐款周转率	28.7	58.4	50.4	51.9	55.0
应付帐款周转率	7.5	6.6	5.4	9.2	11.4
每股资料(元)					
每股收益	0.51	0.05	-0.43	0.20	0.34
每股经营现金	0.88	1.37	0.62	1.14	2.17
每股净资产	5.30	5.05	4.75	4.89	5.13
每股股利	0.29	0.05	-0.13	0.06	0.10
估值比率					
PE	12.4	119.5	-14.7	31.4	18.3
PB	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.7	4.2	7.5	3.0	2.7

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：清华大学金融学学士，2 年钢铁行业研究经验。

黄星：经济学硕士，2009 年加入招商证券。

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。