

市场有风险，投资需谨慎。

公司年报点评

抚顺特钢 (600399)

中性 (维持)

未来“一看潜力释放，二看重组”

2010年4月19日

聂秀欣 (联系人: 吴培文)

010-59734912

wupeiwen643@pingan.com.cn

事项

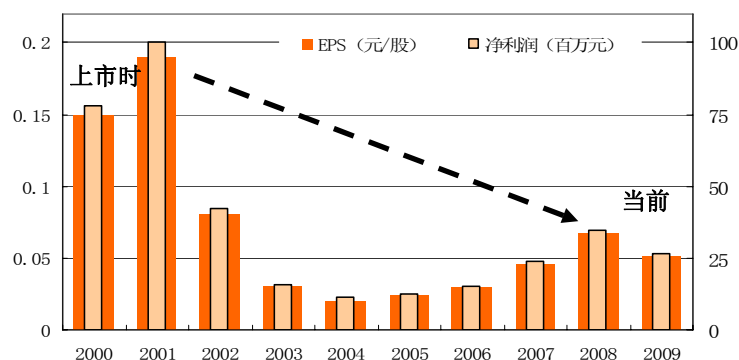
4月19日抚顺特钢公告了2009年年报，其中粗钢与钢材产量分别为64和53万吨，营业收入41.8亿，营业利润3618万元，净利润2661万元，EPS 0.05元，ROE 1.6%。同日公告了2010年1季报，其中营业利润471万元，净利润488万元，EPS 0.009元。

主要观点

1. 连续第九年微利。其净利润和EPS^注相对自身上市时的水平，ROE相对同类公司与行业均值，都持续处于低位（图1~2）。一季度基本延续2009年的季度平均水平。
2. 缺少了外延式增长，吨钢“负担”沉重。2009年抚顺特钢钢材产量较2004年的高点下降了17%。吨钢各项费用、人工与折旧之和高达1453元/吨（图3）。虽然吨钢边际贡献有1500元/吨之多，但吨钢净利润仅有50元/吨（图4）。
3. 启动大规模技术改造，至2010年1季度末负债率已达到70%。结合2009年6月董事会会议的决议公告，未来3-5年内计划工程投资将达44.7亿元，相当于再建一个抚顺特钢的投资规模。未来的年均新增在建工程将大大高于过去年均1.5亿元的规模。同时需向银行贷款26.6亿元，自筹18.1亿元，皆对公司是一个较大的考验。大规模技改其对业绩的改善作用还需观察。
4. 高温钢已成长为盈利支柱。2009年贡献2.24亿元毛利，占公司总毛利的65%（图5）。
5. 《高管年薪制管理暂行办法》待股东大会审议。在2009年的第二次临时股东大会上，仅通过了原则性的《股权激励计划》（面向高管），但具体条款无一获得通过。《年薪制管理办法》将再次试图强化高管薪酬与公司绩效改善之间的关系。
6. 未来抚顺特钢“一看潜力，二看重组”。抚顺特钢目前行业领先的吨钢边际贡献几乎没有转化为利润，其中蕴含着巨大的利润增长潜力。另一方面，2009年东北特钢集团的另一上市平台——“大连金牛”，已实现壳资源转让。通过抚顺特钢实现东北特钢整体上市的可能进一步增大。
7. 但由于上述两项不确定性较大，在其潜力真正开始释放和重组方案出台前，不随行业上调评级，维持中性评级。预计2010年~2012年EPS在0.05~0.10之间，对应当前股价，PE为80~140倍。

注：抚顺特钢上市至今股份数量未发生变化，各年EPS具有可比性。

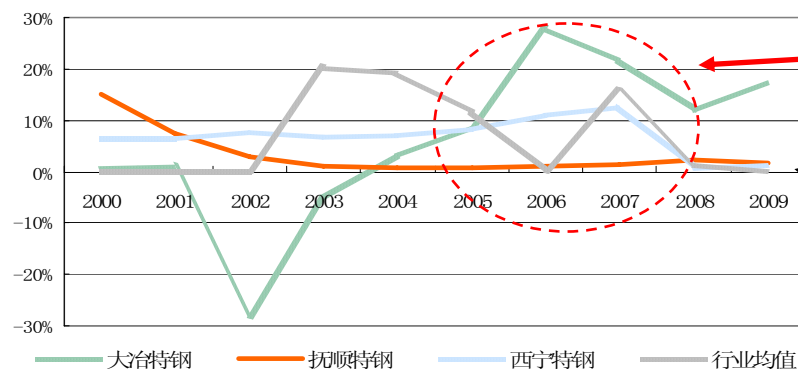
图1：抚顺特钢上市以来各年的净利润与EPS（全面摊薄）情况



连续第 9 年微利，净利润与 EPS 相对 2000 年上市时的水平，持续位于低位。

资料来源：公司年报

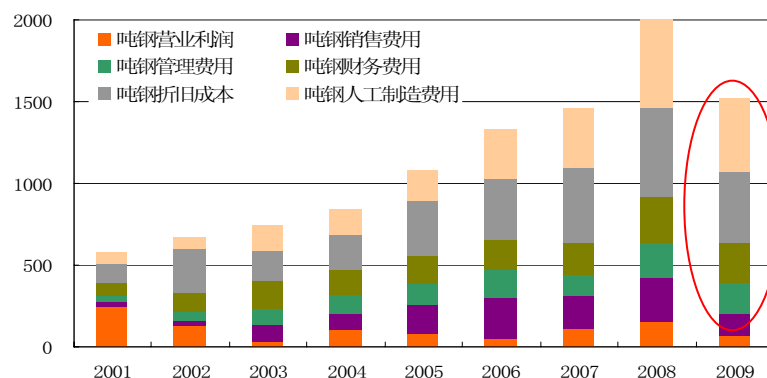
图2：抚顺特钢上市以来各年的ROE（加权）情况及其与其他钢铁公司的对比



ROE 长期低于其他同类企业或行业均值，即使在 2005~2007 年的行业高峰，也处于较低水平；
2009 年仍然处于低位。

资料来源：聚源、平安证券研究所

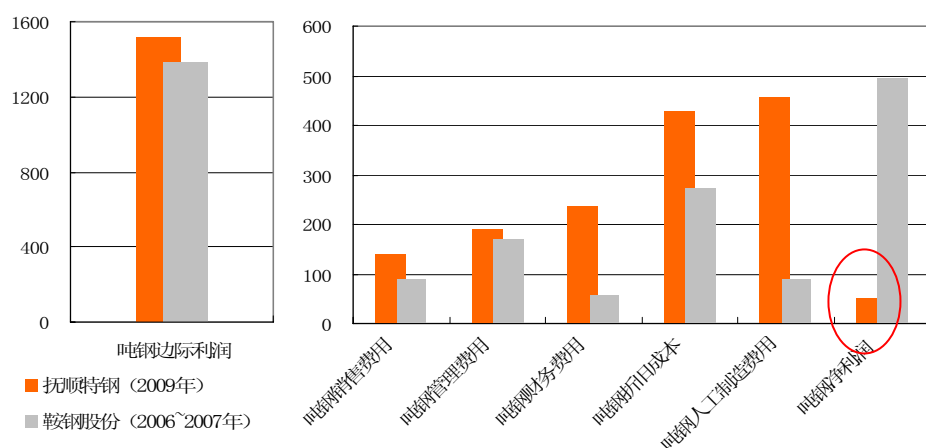
图3：抚顺特钢上市以来各年的吨钢费用、折旧、人工成本与营业利润情况



2009 年钢材产量比 2004 年的高点下降了 17%。吨钢各项费用、人工成本及折旧之和高达 1453 元/吨。吨钢“负担”沉重，处于历史第二高位。

资料来源：公司年报、平安证券研究所

图4：抚顺特钢与鞍钢股份的吨钢经济数据对比（抚顺特钢取2009年数据，鞍钢取吨钢盈利能力最强的06~07年数据）

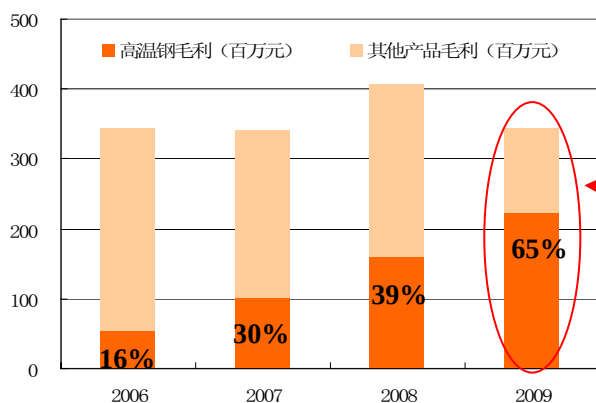


即使与吨钢盈利能力最强时期的鞍钢相比，2009年抚顺特钢的吨钢边际贡献也毫不逊色。

但各项吨钢成本的差距，使得抚顺特钢的吨钢净利润只有50元/吨。

资料来源：平安证券研究所

图5：2006年以来高温钢产品与其他产品贡献的毛利



4年来，高温钢产品逐渐成长为公司的盈利支柱。

2009年贡献2.24亿元毛利，占总毛利的65%。

资料来源：平安证券研究所

表1：抚顺特钢盈利预测与历史数据

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4838	5360	4177	5104	6196	7134
营业成本	4496	4953	3834	4693	5683	6457
营业税金及附加	22	28	10	26	31	36
销售费用	107	115	73	86	105	136
管理费用	67	89	101	113	140	172
财务费用	100	124	127	133	204	280
营业利润	44	42	36	65	47	66
利润总额	43	43	38	65	47	66
所得税费用	19	9	11	16	12	17
归属于母公司净利润	24	35	27	49	35	49
每股收益(元)	0.05	0.07	0.05	0.09	0.07	0.09

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338

传真：（0755）82449257