

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

2010年4月22日

鞍钢股份(000898.SZ)/10.12 元

冷轧、厚板和硅钢放量奠定 2010 年业绩增长基础

投资评级: 审慎推荐-A

评级调整: 维持

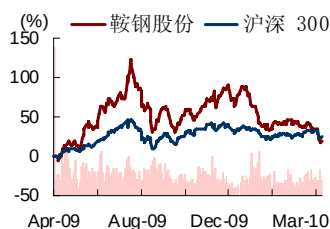
目标估值: 14.4 元

基础数据

总股本(万股)	723481
流通股本(万股)	180811
总市值(亿元)	732
流通市值(亿元)	183
52 周股价	8.2-18.9 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-25	13
相对表现	-15	-21	-8



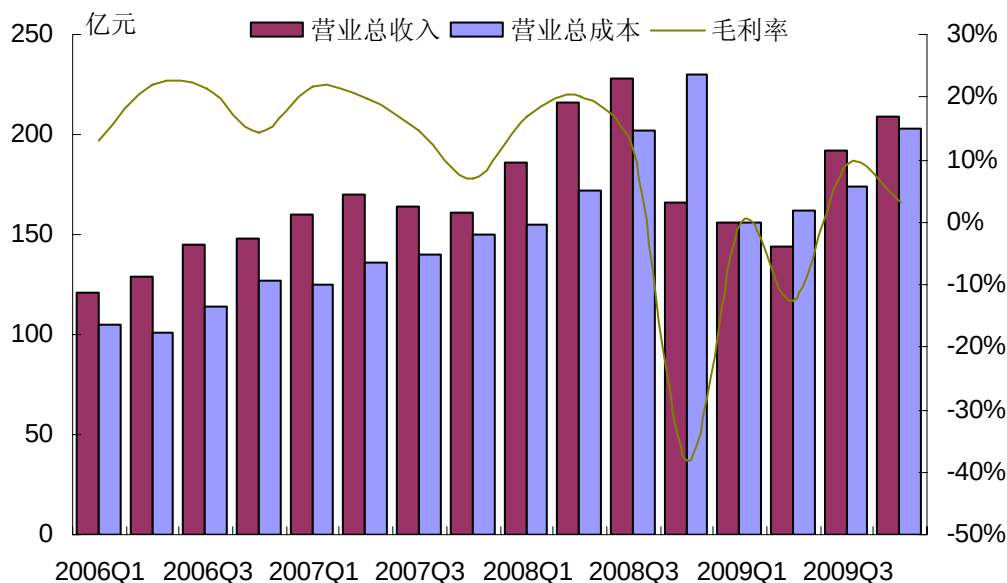
相关报告

- 1、《鞍钢股份(000898)——成本优势依旧明显,销售网络扩容》2009/12/29
- 2、《鞍钢股份(000898)——出厂价上调,增厚业绩明显》2009/12/22
- 3、《鞍钢股份(000898)——三季度扭亏为盈,奠定全年盈利基础》2009/10/28

鞍钢股份 2009 年业绩基本符合预期, 由于鲅鱼圈项目达产达标, 公司钢铁产品产销量同比增长明显, 预计 2010 年公司商品坯材销量有 10% 的增长, 增长点在于冷轧、厚板和硅钢; 给予公司目标价 14.4 元, 维持“审慎推荐-A”的投资评级。

鞍钢股份 2009 年业绩基本符合预期。公司 2009 年实现营业收入 701.26 亿元, 同比减少 11.92%, 实现利润总额 8.43 亿元, 同比减少 78%, 其中归属于上市公司股东的净利润 7.27 亿元, 折 EPS0.1 元, 基本符合预期; 分季度来看, 2009 年公司产量和收入逐季增长, 但四季度增收未增利, 单季度实现 EPS0.055 元, 主要由于 2009 年四季度产品售价有所下滑。

图 1: 鞍钢股份分季度营收及毛利率

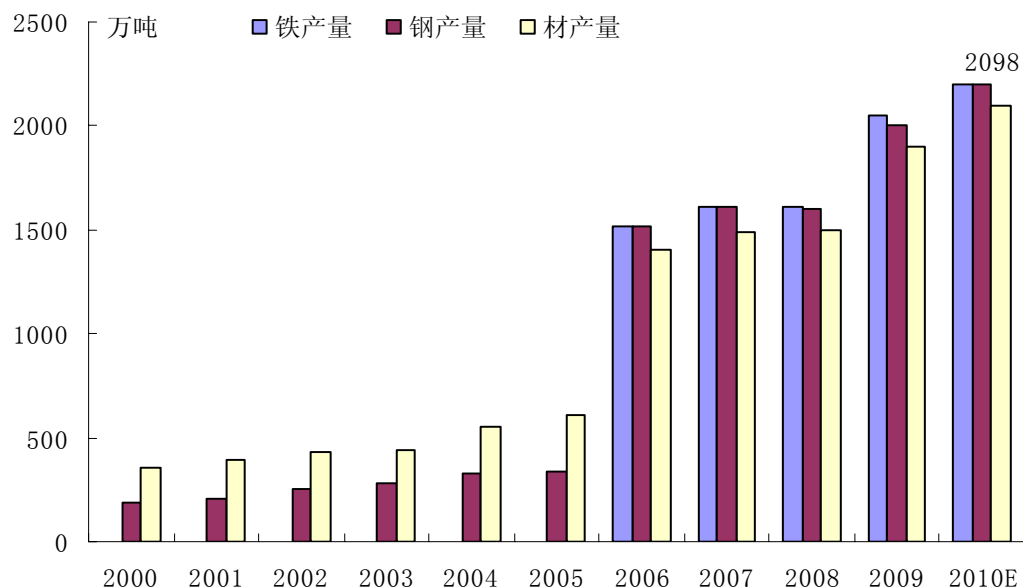


资料来源: wind, 招商证券

报告期内鲅鱼圈项目达产达效, 公司铁钢材产量大幅增长。报告期内, 公司生产铁 2051 万吨, 比上年增长 27.56%; 钢 2,007 万吨, 比上年增长 25.46%; 钢材 1900 万吨, 比上年增长 26.79%; 销售钢材 1862 万吨, 比上年增长 22.23%, 实现钢材产销率为 98%, 其中出口钢材 91 万吨。其中鲅鱼圈项目达产达效, 全年铁、钢、材产量分别达到 528 万吨、505 万吨、435 万吨, 主要技术经济指标达到同行业先进水平。

2010 年公司产销量将再上台阶。据了解, 鲅鱼圈项目达产达效后成为公司 2010 年增长点, 鲅鱼圈项目 2010 年铁钢材计划产量分别为 650 万吨、660 万吨和 590 万吨, 同比分别增长 23.1%、30.7%和 35.6%, 商品坯材里面厚板 200 万吨, 热轧薄板 390 万吨。2010 年公司商品坯材计划产量 2100 万吨, 同比增长 10.52%, 主要增长点在于厚板产量增长 109 万吨, 冷轧板产量增长 124 万吨。

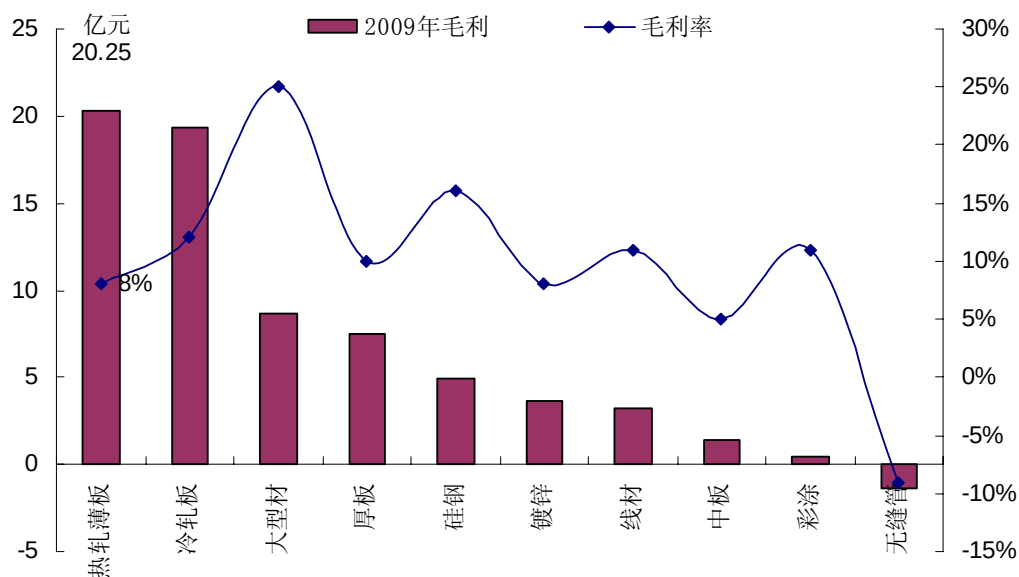
图 2：鞍钢股份历年铁钢材产量及2010年规划



资料来源：招商证券整理

热轧板和冷轧板贡献毛利半壁江山。分品种来看，热轧板仍是公司的业务支柱，2009年公司生产热轧板 803 万吨，销售 797 万吨，毛利率为 8%，贡献毛利 20.25 亿元，占公司总毛利的 30.04%；其次是冷轧板，2009 年冷轧板销量 405 万吨，毛利率 12%，占公司总毛利的 28.7%，2010 年公司计划冷轧板产销 531 万吨，增长 124 万吨；毛利率最高的是大型材和硅钢，分别为 25%和 16%；无缝管是唯一亏损品种，毛利率 -9%。

图 3：鞍钢股份2009年分品种毛利及毛利率对比



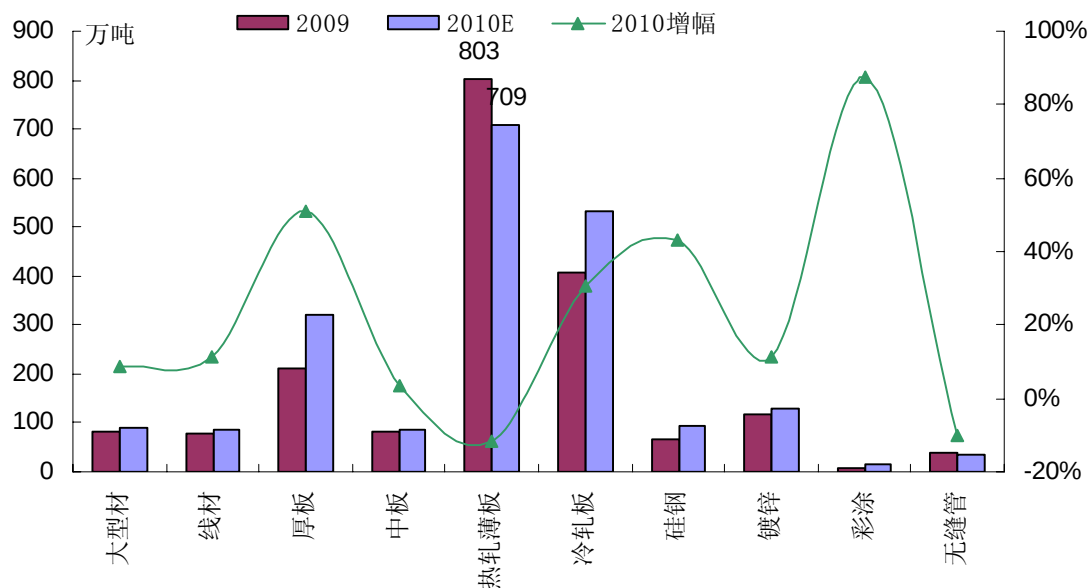
资料来源：鞍钢股份，招商证券

从市场占有率看，公司热轧板国内市场占有率 6.85%，冷轧板国内市场占有率 7.9%，镀锌板国内市场占有率 5.14%，彩涂板国内市场占有率 0.79%，硅钢国内市场占有率

12.2 %，中厚板国内市场占有率 8.31%，线材国内市场占有率 0.92%，重轨国内市场占有率 18.8%，无缝钢管国内市场占有率 2.15%。

2010 年公司硅钢计划产量 93 万吨，较 2009 年增长 43.08%，其中取向硅钢将放量，2010 年计划产量 3 万吨；厚板计划产量 322 万吨，增长 51%，主要是鲅鱼圈项目 2010 年增长所致；另公司彩涂板 2010 年计划产量 15 万吨，较 2009 年的 8 万吨增长 87.5%，主要是预计来自俄罗斯的订单将增加所致。

图 4：2009 - 2010 年鞍钢分品种产量及预测



资料来源：鞍钢股份，招商证券

2010 年上半年公司低成本优势显现。集团供股份公司铁精矿定价标准为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本公司的铁路运费再加上品位调价。经测算，2009 年下半年海关进口铁精矿均价 545 元/吨，较上半年上涨 4.83%，意味着 2010 年上半年集团供股份公司的铁精矿定价较 2009 年上涨不会超过 4.83%，而今年 1 季度海关进口铁矿石均价已比 2009 年下半年上涨 20.55%，公司的低成本优势在 2010 年上半年显现，而公司产品售价一季度上涨 15% 以上，预示着上半年公司业绩将超预期。

表 1：海关半年度铁矿石进口量价及涨幅

时间	金额 (亿美元)	数量 (万吨)	均价 (美元/吨)	人民币兑美元汇率	均价 (元/吨)	环比涨幅
2006 年上半年	99	16136	61.35	7.9956	490.5301	-8.94%
2006 年下半年	209.24	32630	64.12	7.8087	500.6938	2.07%
2007 年上半年	140.3	18791	74.66	7.6155	568.5732	13.56%
2007 年下半年	337.96	38309	88.22	7.3046	644.4118	13.34%
2008 年上半年	305.04	23004	132.6	6.8591	909.5167	41.14%
2008 年下半年	605.32	44356	136.47	6.8346	932.7179	2.55%
2009 年上半年	226.31	29718	76.15	6.8319	520.2492	-44.22%
2009 年下半年	501.4	62778	79.87	6.8282	545.3683	4.83%
2010 年一季度	149.31	15503	96.31	6.8263	657.441	20.55%

资料来源：wind，招商证券

业绩预测和估值: 预估 2010 - 2012 年公司 EPS 分别为 0.72 元、0.89 元和 1.12 元, 2010 年公司增长点在于高毛利的冷轧、厚板和硅钢放量, 其中取向硅钢计划产量 3 万吨; 给予公司 2010 年 20 倍 PE, 目标价 14.4 元, 相当于 2011 年、2012 年 PE 为 16 倍和 13 倍; 公司每股净资产 7.25 元, 当前股价对应 PB 仅为 1.35 倍, 低估明显, 重申对公司“审慎推荐—A”的投资评级。

表 2: 鞍钢股份盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	79616	70126	91744	103802	112530
营业成本	66611	63712	78227	88099	94606
营业税金及附加	948	183	367	415	450
营业费用	1687	1081	1560	1868	2026
管理费用	3788	2962	3670	4256	4670
财务费用	694	902	1583	1244	737
资产减值损失	2106	683	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	96	186	200	200	200
营业利润	3878	789	6537	8119	10241
营业外收入	33	93	100	100	100
营业外支出	69	39	50	50	50
利润总额	3842	843	6587	8169	10291
所得税	853	157	1383	1715	2161
净利润	2989	686	5204	6453	8130
少数股东损益	0	(41)	0	0	0
归属于母公司净利润	2989	727	5204	6453	8130
EPS (元)	0.41	0.10	0.72	0.89	1.12

资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	19973	24297	23490	27233	30822
现金	2974	2242	1000	1000	1635
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2583	3396	4128	4671	5064
应收款项	1235	1770	1835	2076	2251
其它应收款	78	19	92	104	113
存货	10372	10658	12523	14096	15137
其他	2731	6212	3911	5286	6622
非流动资产	72206	76690	77338	73788	68786
长期股权投资	2262	1629	1629	1629	1629
固定资产	43252	53805	66054	63140	58709
无形资产	6761	7061	6355	5719	5147
其他	19931	14195	3300	3300	3300
资产总计	92179	100987	100828	101021	99607
流动负债	21323	35487	31677	27353	20248
短期借款	7570	13710	15153	9401	1000
应付账款	3427	3318	3911	4405	4730
预收账款	3629	5942	6258	7048	7569
其他	6697	12517	6354	6499	6950
长期负债	17753	11702	11710	11710	11710
长期借款	17565	11502	11502	11502	11502
其他	188	200	208	208	208
负债合计	39076	47189	43387	39063	31958
股本	7235	7235	7235	7235	7235
资本公积金	31423	31510	31510	31510	31510
留存收益	14445	13637	17280	21797	27488
少数股东权益	0	1366	1366	1366	1366
母公司所有者权益	53103	52382	56025	60542	66233
负债及权益合计	92179	100987	100828	101021	99607

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	11938	4549	17160	14233	15512
净利润			5204	6453	8130
折旧摊销			8518	9058	8516
财务费用			1583	1244	737
投资收益			(200)	(200)	(200)
营运资金变动			2014	(2322)	(1658)
其它			41	(2)	(13)
投资活动现金流	(15554)	(5213)	(9249)	(5500)	(3500)
资本支出			(9544)	(5500)	(3500)
其他投资			295	0	0
筹资活动现金流	(1143)	(68)	(9153)	(8733)	(11377)
借款变动			(6210)	(5752)	(8401)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1561)	(1936)	(2439)
其他			(1382)	(1044)	(537)
现金净增加额	(4759)	(732)	(1242)	0	635

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	79616	70126	91744	103802	112530
营业成本	66611	63712	78227	88099	94606
营业税金及附加	948	183	367	415	450
营业费用	1687	1081	1560	1868	2026
管理费用	3788	2962	3670	4256	4670
财务费用	694	902	1583	1244	737
资产减值损失	2106	683	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	96	186	200	200	200
营业利润	3878	789	6537	8119	10241
营业外收入	33	93	100	100	100
营业外支出	69	39	50	50	50
利润总额	3842	843	6587	8169	10291
所得税	853	157	1383	1715	2161
净利润	2989	686	5204	6453	8130
少数股东损益	0	(41)	0	0	0
母公司所有者净利润	2989	727	5204	6453	8130
EPS (元)	0.41	0.10	0.72	0.89	1.12

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	22%	-12%	31%	13%	8%
营业利润	-63%	-80%	729%	24%	26%
净利润	-60%	-76%	616%	24%	26%
获利能力					
毛利率	16.3%	9.1%	14.7%	15.1%	15.9%
净利率	3.8%	1.0%	5.7%	6.2%	7.2%
ROE	5.6%	1.4%	9.3%	10.7%	12.3%
ROIC	4.5%	1.6%	7.6%	8.9%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	42.4%	46.7%	43.0%	38.7%	32.1%
净负债比率	28.4%	32.5%	26.4%	20.7%	12.6%
流动比率	0.9	0.7	0.7	1.0	1.5
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.5	0.8
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.9	1.0	1.1
存货周转率	7.0	6.1	6.7	6.6	6.5
应收帐款周转率	73.5	46.7	50.9	53.1	52.0
应付帐款周转率	25.0	18.9	21.6	21.2	20.7
每股资料(元)					
每股收益	0.41	0.10	0.72	0.89	1.12
每股经营现金	1.65	0.63	2.37	1.97	2.14
每股净资产	7.34	7.24	7.74	8.37	9.15
每股股利	0.21	0.00	0.22	0.27	0.34
估值比率					
PE	24.5	100.7	14.1	11.3	9.0
PB	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	42.4	49.8	23.8	21.5	20.3

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师，研发中心钢铁行业研究副董事，新财富钢铁行业最佳分析师。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》。

林向涛：招商证券钢铁行业助理分析师，两年钢铁行业研究经验。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

免责声明

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。