

上半年盈利可期

- 2010 年一季度鞍钢股份实现营收 217 亿元，同比增长 39%，实现营业利润 14.6 亿元，同期亏损，实现净利润 11.5 亿元，同比大幅增长，每股收益 0.159 元，去年同期为 0.001 元。

研究结论

- 公司一季度盈利好于行业平均水平，也符合我们此前在一季报前瞻中的预期，在投资收益 1.17 亿的同时公司计提了 1.24 亿的资产减值损失，净利润基本反映钢铁主业较强的盈利能力。单季度毛利率恢复到 13.6%，环比提升 3 个百分点，这主要受益于产品售价的提升。
- 从吨钢数据来看，公司一季度价格涨幅高于成本涨幅，因为东北严寒无法施工，我们估计实际销量低于产量，以此测算实际吨毛利高于 550 元/吨。考虑今年连续 5 个月上调价格和成本相对行业的优势，预计公司吨钢盈利水平有望在二季度延续改善趋势。
- 受益于和集团矿石关联交易定价模式，预计上半年集团所提供矿石价格约为 540 元/吨，仅高出去年下半年 9%，远远低于国内现货矿一季度 860 元/吨的均价，因为国内矿价在上半年大幅上涨，预计下半年鞍钢矿石关联采购价格将上升至 766 元/吨，仍低于现货水平。
- 公司预计整个上半年可实现净利润 22.2~30 亿，对应每股收益 0.307~0.415 元，较去年同期亏损 0.216 元有明显改善。2010 年鲅鱼圈产量将继续释放，取向硅钢生产线也有望量产，产量增长和产品结构提升将推动公司业绩改善。
- 从行业层面看，随着进口矿石定价机制从年度转向季度定价和超预期地产新政的实施，市场对钢铁行业未来需求和盈利趋势忧虑加重，我们认为近期股价下跌已经充分反映这些负面冲击，但钢铁股的乐观表现仍需等待趋势向上的驱动因素。
- 我们预计公司 2010 年、2011 年实现每股收益 0.72 元、0.85 元。目前股价下对应 10 年 PE 为 12.7 倍，PB 为 1.2 倍，维持增持评级，但预计近期股价表现仍受制于行业基本面的弱势。

风险因素：

- 1、钢价下跌。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888×6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108111182

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2010 年 4 月 29 日) 9.13 元

目标价格 10.8 元

总股本/A 股 (万股) 76645/76645

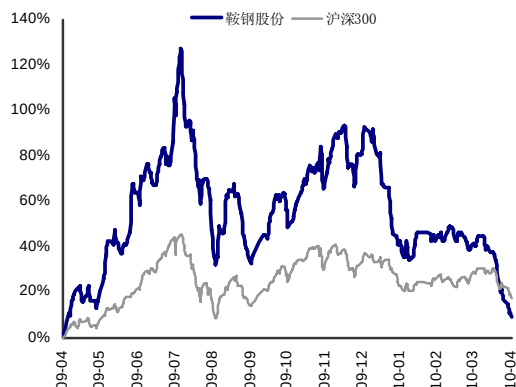
A 股市值 (百万元) 10730

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告日期 2010 年 4 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-18.4	-20.2	14.0
相对表现 (%)	-15.8	-15.0	-9.0

资料来源：WIND

财务预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	89853	98861	104802
营业利润 (百万)	6977	8095	8918
净利润 (百万)	5210	6046	7474
EPS (元)	0.72	0.84	1.03
ROE (%)	9%	10%	11%
P/E(X)	12.7	10.9	8.8
P/B(X)	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：鞍钢股份季度经营情况

		2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	YOY	QOQ
营业收入	百万元	15633	14409	19153	20931	21673	38.6%	3.5%
营业成本	百万元	16206	12776	16016	18714	18736	15.6%	0.1%
销售费用	百万元	182	252	275	372	357	96.2%	-4.0%
管理费用	百万元	619	799	815	729	750	21.2%	2.9%
财务费用	百万元	165	156	228	353	288	74.5%	-18.4%
减值损失	百万元	-1572	2184	23	48	124		158.3%
营业利润	百万元	-23	-1788	1906	694	1461		110.5%
利润总额	百万元	14	-1769	1904	694	1504	10642.9%	116.7%
净利润	百万元	8	-1571	1893	397	1148	14250.0%	189.2%
EPS	(元)	0.001	-0.217	0.262	0.054	0.159	15800.0%	194.4%
销售毛利率	(%)	-3.67	11.33	16.38	10.59	13.55	17.2	3.0
粗钢产量	(万吨)	445.4	467.2	560.0	534.5	536.7	20.5%	0.4%
吨钢成本	(元/吨)	3639	2735	2860	3501	3491	-4.1%	-0.3%
吨钢售价	(元/吨)	3510	3084	3420	3916	4038	15.1%	3.1%
吨钢毛利	(元/吨)	-129	350	560	415	547	-525.4%	31.9%
吨钢费用	(元/吨)	217	258	235	272	260	19.8%	-4.5%
吨钢利润	(元/吨)	-5	-383	340	130	272	-5371.5%	109.6%

资料来源：东方证券研究所

表 2：鞍钢股份矿石关联交易价格

	2007H2	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2
铁矿石进口海关平均价 (\$/t)	98.3	132.3	133.7	76.2	83.2	118.0	
鞍钢关联交易价格基准	73.0	98.3	132.3	133.7	76.2	83.2	118.1
鞍钢关联交易价格	65.7	93.4	125.7	127.0	72.3	79.1	112.2
价格环比变动	6.3	27.7	32.3	1.3	-54.7	6.7	33.1
汇率	7.7	7.0	7.0	6.9	6.8	6.8	6.8
价格折合人民币	505.6	653.7	879.8	870.1	494.1	539.9	766.3

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	24297	26315	29026	30775	营业总收入	70126	89853	98861	104802
现金	2242	4493	4943	5240	营业总成本	69523	82958	90847	95966
应收票据	3396	5391	5932	6288	营业成本	63712	76307	84365	89461
应收账款	1770	1797	1977	2096	销售费用	1081	1797	1368	1450
预付账款	6212	4578	5062	5368	管理费用	2962	2992	3292	3479
存货	10658	9157	10124	10735	财务费用	902	1133	1022	685
非流动资产	76690	69555	69449	65283	其他经营收益	186	81	81	81
长期投资	1629	1629	1629	1629	投资净收益	186	81	81	81
固定资产	53805	62897	62282	58689	营业利润	789	6977	8095	8918
在建工程	12922	1348	1483	1572	营业外收入减支出	54	-31	-34	1048
无形资产	7061	3594	3954	3144	利润总额	843	6946	8061	9966
资产合计	100987	95870	98476	96059	减：所得税	157	1737	2015	2491
					净利润	686	5210	6046	7474
应付项目	10799	11446	12655	13419	少数股东损益	-41	0	0	0
付息负债	32865	28326	25540	17122	归属母公司净利润	727	5210	6046	7474
短期借款	13710	4313	-286	-10947					
长期付息负债	19155	24012	25826	28068					
其他负债	3525	69	20	25	成长能力				
负债合计	47189	39841	38215	30566	营业收入同比	-12%	28%	10%	6%
所有者权益	53748	56029	60261	65493	EBITA 同比	-70%	484%	13%	5%
实收资本	7235	7235	7235	7235	归属母公司净利润同比	-76%	617%	16%	24%
资本公积	31510	31510	31510	31510	利润水平				
留存收益	13637	17284	21516	26748	销售毛利率	9%	15%	15%	15%
少数股东权益	1366	0	0	0	销售净利率	1%	6%	6%	7%
负债和权益合计	100937	95870	98476	96059	整体绩效				
					ROE	1%	9%	10%	11%
经营活动现金流	4274	12496	9911	11249	ROIC	1%	9%	8%	9%
净利润	686	5210	6046	7474	运营效率				
折旧摊销	6417	4493	4459	4187	应收账款周转率	46.7	50.4	52.4	51.5
营运资金变动	-2643	2875	-512	-331	存货周转率	6.7	9.1	10.3	10.0
投资活动现金流	-10715	2724	-4271	61	偿债能力				
资本支出	-11403	1456	-4339	128	流动比率	0.8	1.7	2.3	12.4
长期投资	819	81	81	81	速动比率	0.4	1.1	1.5	8.1
筹资活动现金流	5709	-12969	-5189	-11012	EBITA / I	1.8	7.1	8.8	13.9
短期借款	6140	-9397	-4599	-10661	资产负债率	47%	42%	39%	32%
长期借款	559	4857	1814	2242	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.10	0.72	0.84	1.03
资本公积	87	0	0	0	每股净资产	7.24	7.74	8.33	9.05
其他	-1077	-8430	-2403	-2594	P/E	90.9	12.7	10.9	8.8
现金净增加额	-732	2251	450	297	p/B	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn