

莱钢股份 (600102. SH)

 评级: **持有** 前次: **持有**

等待新的方案出台

分析师	分析师
笃慧	周涛
S1130109111187	S0740210070008
021-58306455	021-58303675
duhui@qlzq.com.cn	zhoutao@qlzq.com.cn
2010 年 8 月 6 日	

基本状况

总股本(百万股)	922.27
流通股本(百万股)	233.77
市价(元)	8.64
市值(百万元)	7968.44
流通市值(百万元)	2019.77

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

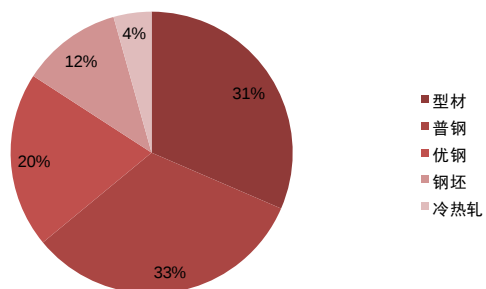
指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	39,765.	28,276.	33,779.	34,593.	35,002.
营业收入增速	20.77%	-28.89%	19.46%	2.41%	1.18%
净利润增长率	-76.95%	-63.10%	271.61	28.36%	18.38%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.11	0.39	0.50	0.59
前次预测每股收益(元)	0.28	0.11	0.39	0.50	0.59
市场预测每股收益(元)	N/A	N/A	0.37	0.54	0.60
偏差率(本次-市场/市场)	N/A	N/A	5.41%	-7.41%	-1.67%
市盈率(倍)	0.00	124.40	22.05	17.18	14.51
PEG	—	—	0.08	0.61	0.79
每股净资产(元)	6.44	6.40	6.73	7.17	7.70
每股现金流量	0.72	2.49	2.61	2.49	2.77
净资产收益率	4.42%	1.64%	5.80%	6.99%	7.70%
市净率	0.00	2.04	1.28	1.20	1.12
总股本(百万股)	922.27	922.27	922.27	922.27	922.27

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

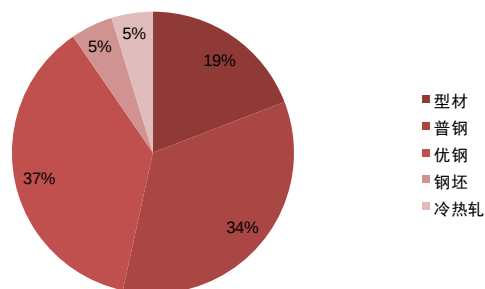
- **业绩汇总:** 今日莱钢股份公布上半年业绩情况, 整体符合市场预期, 1-6 月份公司共实现销售收入 188.37 亿元, 营业利润 2.35 亿元, 净利润 2.72 亿元, 折合 EPS0.295 元, 2 季度 EPS0.152 元, 较一季度 EPS0.143 元, 环比提高 0.01 元;
- **生产情况:** 上半年公司共生产铁 269.71 万吨、钢 318.82 万吨, 坯材 325.3 万吨, 与去年同期铁、钢、材 230.67 万吨、277.71 万吨、318.96 万吨相比分别增长 17%、15%和 2%。产量增长的原因主要是 09 年一季度亏损幅度较大, 公司存在一定减产, 导致基数较低;
- **分产品盈利情况:** 上半年公司钢铁业务综合毛利率 6.59%, 增长 2.20%。其中优钢毛利率 10.96%, 是公司毛利率最高的品种。这主要和近期下游工业用轴承、法兰、锻件等需求较好相关。而公司 H 型钢上半年毛利 3.63%, 是除钢坯外盈利能力最低的品种。这主要由于热轧 H 型钢与以中厚板为基料的焊接 H 型钢存在替代关系, 因此受中厚板价格的压制, H 型钢近年来始终处于盈利低迷的状态;
- **整合增加区域定价能力:** 我们认为后期山东钢铁整合方案可能面临一定的曲折, 但整合的方向并不会改变, 整合完成后山东钢铁将拥有粗钢产能 2000 万吨, 一定程度上增加公司的区域定价能力;
- **业绩预测:** 受三季度协议矿价格上涨和淡季需求的影响, 公司目前钢铁业务面临亏损, 综合考虑, 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.39 元、0.50 元、0.59 元, 给予“持有”评级。

图表 1：莱钢股份钢铁业务收入贡献



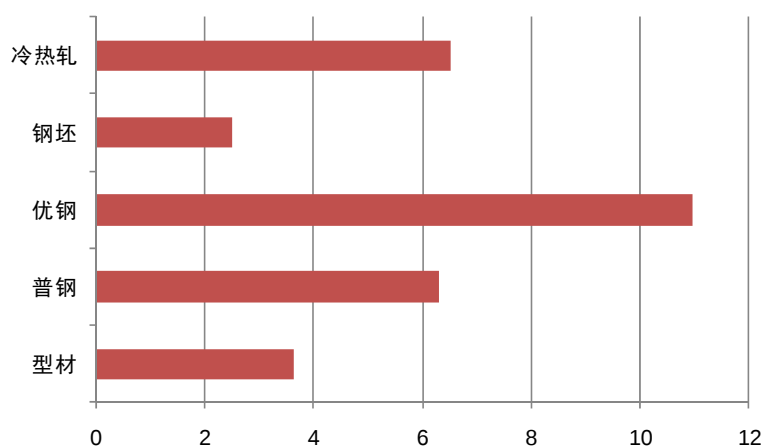
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：莱钢股份钢铁业务利润贡献



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：各钢种毛利情况 (%)



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：行业内换股吸收案例比较

合并方	攀钢钢钒	唐钢股份	济南钢铁
被收购方	长城股份 攀渝钛业	邯郸钢铁 承德钒钛	莱钢股份
换股比例	攀渝钛业换股比例1: 1.78, 长城股份换股比例1: 0.82	邯郸钢铁换股比例1: 0.775, 承德钒钛换股比例1: 1.1089	莱钢股份换股比例1: 2.43
换股溢价	给予两家公司 20.79% 的风险溢价	无溢价	无溢价
现金选择权范围	未选择换股的全部社会股股东	股东大会投反对票的异议股东	股东大会投反对票的异议股东
现金选择权	第一次：攀钢钢钒 9.59 元/股，攀渝钛业 14.14 元/股，长城股份 6.50 元/股	邯郸钢铁现金选择权价格为 4.10 元/股，承德钒钛现金选择权价格为 5.76 元/股	莱钢股份现金选择权为 12.29 元/股。
	第二次现金选择权：攀钢钢钒 10.55 元/股，攀渝钛业和长城股份 8.73 元/股（扣除换股溢价）。		

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：整合后存续公司产能情况（万吨）

	热轧板卷	冷轧板卷	中厚板	型钢	优钢	棒材
济钢	140	110	600	120		
莱钢				330	100	260
银山	200	40	180			
合计	340	150	780	450	100	260

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	32,926	39,766	28,276	33,780	34,594	35,002
增长率	22.01%	20.8%	-28.9%	19.5%	2.4%	1.2%
营业成本	-28,769	-36,678	-26,177	-30,335	-30,734	-30,836
%销售收入	87.4%	92.2%	92.6%	89.8%	88.8%	88.1%
毛利	4,157	3,088	2,099	3,445	3,859	4,167
%销售收入	12.6%	7.8%	7.4%	10.2%	11.2%	11.9%
营业税金及附加	-389	-423	-105	-169	-156	-245
%销售收入	1.2%	1.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%
营业费用	-543	-533	-141	-203	-225	-245
%销售收入	1.6%	1.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
管理费用	-1,270	-1,188	-1,174	-2,027	-2,249	-2,345
%销售收入	3.9%	3.0%	4.2%	6.0%	6.5%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	1,955	944	679	1,047	1,230	1,332
%销售收入	5.9%	2.4%	2.4%	3.1%	3.6%	3.8%
财务费用	-345	-611	-442	-547	-590	-576
%销售收入	1.0%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%
资产减值损失	-21	-225	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	3	1	2	1	1
%税前利润	0.5%	3.9%	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%
营业利润	1,597	111	240	502	641	756
营业利润率	4.8%	0.3%	0.8%	1.5%	1.9%	2.2%
营业外收支	-20	-35	-12	-15	-15	-15
税前利润	1,577	76	228	487	626	741
利润率	4.8%	0.2%	0.8%	1.4%	1.8%	2.1%
所得税	-431	191	-129	-122	-157	-185
所得税率	27.3%	-249.9%	56.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,146	267	99	365	470	556
少数股东损益	6	4	2	5	8	9
归属于母公司的净利润	1,140	263	97	360	462	547
净利率	3.5%	0.7%	0.3%	1.1%	1.3%	1.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,146	267	99	365	470	556
少数股东损益	6	4	2	5	8	9
非现金支出	1,125	1,343	913	1,284	1,458	1,620
非经营收益	388	504	544	598	658	658
营运资金变动	-968	-1,447	741	160	-287	-276
经营活动现金净流	1,696	671	2,298	2,412	2,306	2,567
资本开支	1,293	1,285	1,115	1,235	1,135	1,035
投资	-34	0	-3	0	0	0
其他	8	3	1	2	1	1
投资活动现金净流	-1,319	-1,282	-1,117	-1,233	-1,134	-1,034
股权募资	0	3	0	0	0	0
债权募资	685	1,070	-523	-478	0	0
其他	-721	-965	-586	-585	-699	-699
筹资活动现金净流	-36	107	-1,109	-1,063	-699	-699
现金净流量	341	-504	72	116	473	834

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,229	722	870	982	1,447	2,272
应收款项	1,550	2,403	936	1,124	1,152	1,165
存货	3,431	2,779	2,357	2,671	2,792	2,885
其他流动资产	513	130	414	455	430	401
流动资产	6,723	6,033	4,577	5,232	5,821	6,723
%总资产	38.6%	34.5%	28.3%	31.2%	34.2%	38.8%
长期投资	15	15	15	15	15	15
固定资产	10,611	11,314	11,511	11,448	11,110	10,510
%总资产	61.0%	64.7%	71.2%	68.3%	65.3%	60.7%
无形资产	3	5	26	26	26	26
非流动资产	10,675	11,442	11,588	11,524	11,187	10,587
%总资产	61.4%	65.5%	71.7%	68.8%	65.8%	61.2%
资产总计	17,398	17,475	16,165	16,757	17,007	17,310
短期借款	1,163	971	2,725	2,247	2,247	2,247
应付款项	3,997	3,600	3,086	3,723	3,548	3,382
其他流动负债	1,145	689	461	583	594	562
流动负债	6,305	5,261	6,272	6,554	6,390	6,192
长期借款	4,837	4,249	1,970	1,970	1,970	1,970
其他长期负债	0	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
负债	11,142	11,510	10,241	10,523	10,359	10,161
普通股股东权益	6,235	5,937	5,902	6,206	6,613	7,105
少数股东权益	22	28	22	27	35	44
负债股东权益合计	17,398	17,475	16,165	16,757	17,007	17,310

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	1.236	0.285	0.105	0.390	0.501	0.593
每股净资产 (元)	6.760	6.437	6.399	6.730	7.171	7.704
每股经营现金净流 (元)	1.832	0.723	2.490	2.610	2.492	2.773
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	18.28%	4.42%	1.64%	5.80%	6.99%	7.70%
总资产收益率	6.55%	1.50%	0.60%	2.15%	2.72%	3.16%
投入资本收益率	12.90%	26.54%	2.51%	6.86%	8.09%	9.01%
增长率						
营业总收入增长率	22.01%	20.77%	-28.89%	19.46%	2.41%	1.18%
EBIT增长率	30.49%	-51.70%	-28.04%	54.10%	17.50%	8.24%
净利润增长率	48.11%	-76.95%	-63.10%	271.61%	28.36%	18.38%
总资产增长率	15.67%	0.44%	-7.49%	3.66%	1.50%	1.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.4	3.3	1.2	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	40.6	30.9	35.8	33.0	34.0	34.0
应付账款周转天数	26.4	23.9	29.3	26.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	105.5	91.1	133.9	116.9	116.1	113.8
偿债能力						
净负债/股东权益	76.24%	108.95%	98.31%	83.98%	71.75%	55.19%
EBIT利息保障倍数	5.7	1.5	1.5	1.9	2.1	2.3
资产负债率	64.04%	65.87%	63.35%	62.80%	60.91%	58.70%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%-+5%
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501