

中期业绩稳定，并购是唯一看点

——安阳钢铁（600569）2010年半年度报告点评

要点：

- **10年中期业绩：**公司2010年上半年实现营业收入134.92亿元，同比增长28.47%；实现净利润5037万元，同比增长113%；扣除非经常性损益后的净利润同比增长112.4%；经营现金流净额为-6.22亿元，同比增长30.54%，每股净资产4.39元，与上年同期大体持平；实现EPS 0.02元，同比增长112.5%，低于我们之前预期。
- **中期业绩评论：**公司上半年产铁365万吨，钢372万吨，材351万吨，同比分别增加10.27%、13.9%和12.6%。产量增长低于全国平均水平（上半年全国粗钢和钢材产量同比增长21%和26%），主要是公司目前没有新产能设备投产，只能依赖于现有设备的产能利用最大化。另一方面数据亦显示在二季度钢铁低迷时公司未有明显减产，依然保持近乎满产状态。公司现有实际产能约为750万吨，产品以普碳钢的热轧板卷和建材（螺纹钢和高线）为主，分别占其收入的54%和32%，另有少量型钢和管坯等。公司没有强有力的拳头产品，大路货受市场波动敏感性更高，板材毛利率由一季度的2.64%回升至5.75%，但建材毛利率则由一季度的11.27%迅速滑落至6.35%，导致二季度整体毛利率7.43%比一季度略有上升，板材成为公司盈利支撑点。二季度末至目前阶段，板材价格下滑更为严重，公司三季度可能会进入小幅亏损。
- **未来展望及关键看点：**（1）**自身成长难超预期。**公司是一家中原地区的老国营钢铁厂，从机制和发展潜力看都难有突破性的内生性增长。公司目前正在实施三步走计划，即与中冶赛迪合资建设1780冷轧工程，该工程尚需1年以上时间投产，由于公司没有冷轧技术积累，项目投产后其产品竞争力堪忧，短期难有对公司盈利贡献。（2）**负担重，期间费用高。**公司由于是国营老厂，人员负担重，需负担的离退休职工就达1.4万人，期间费用近年维持在6%以上，其中管理费用维持在3%以上，短期难以看到降本增效的空间。（3）**最佳被并购标的，被并购是唯一看点。**公司资产质地一般，但亦导致公司估值一直是钢铁板块中最低的，目前股价折合PB为86%，对于产业资本具有相当的吸引力。公司现有产量仅有750万吨，在现有钢铁规划中明确属于被并购的范类。公司地处中原，产品线可覆盖华北中南等地区，对于南方钢厂借机进入北方市场具有吸引力。另外公司实际控制人河南省国资委明确表态希望外省大型钢铁企业并购安钢，从机制上没有障碍。
- **盈利预测和投资评级：**预测公司2010至2012年的EPS分别为0.07元、0.19元和0.3元，对应目前股价的PE为70倍、50倍和20倍。PB为0.86倍，该公司只有被并购时才有投资价值，目前给予中性评级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060—8781

✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S10702100050004

投资评级：中性

市场数据

最新股价：3.76元

总市值（亿元）	90
流通市值（亿元）	76
总股本（万股）	239,368
流通股本（万股）	201,824
12个月最高/最低	7.48/3.36
十大流通股占总股本	48.39%
大股东	安阳钢铁集团有限责任公司

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入（万元）	2291297	2978687	3276555
(+/-%)	-38.3%	30.0%	10.0%
净利润（万元）	12741	17572	46177
(+/-%)	3.0%	37.9%	162.8%
EPS（元）	0.053	0.073	0.193
PE	70.6	51.2	19.5

公司股价表现图

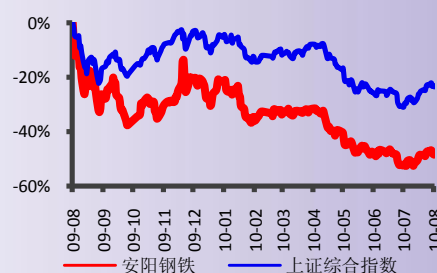




表 1: 公司盈利预测表

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2291297	2978687	3276555	3538680	成长性				
营业成本	2128189	2785072	3047196	3266201	营业收入增长	-38.3%	30.0%	10.0%	8.0%
销售费用	26868	32766	36042	38925	营业成本增长	-39.3%	30.9%	9.4%	7.2%
管理费用	61621	77446	81914	88467	利润总额增长	-6.3%	45.9%	162.8%	62.9%
财务费用	47938	45654	37806	34525	净利润增长	3.0%	37.9%	162.8%	62.9%
投资净收益	187	0	0	0	盈利能力				
营业利润	16075	21256	55860	90969	毛利率	7.1%	6.5%	7.0%	7.7%
营业外收支	-1502	0	0	0	销售净利率	0.6%	0.6%	1.4%	2.1%
利润总额	14573	21256	55860	90969	ROE	1.2%	1.6%	4.1%	6.3%
所得税	1473	3188	8379	13645	ROIC	3.6%	3.9%	5.8%	8.1%
少数股东损益	360	496	1304	2123	营运效率				
净利润	12741	17572	46177	75201	销售费用/营业收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
资产负债表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	管理费用/营业收入	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%
货币资金	252450	208508	229359	318097	投资收益/营业利润	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	19270	23829	26212	28309	所得税/利润总额	10.1%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	221020	238295	262124	283094	应收帐款周转率	140.52	138.22	130.95	129.81
存货	552428	557014	609439	653240	存货周转率	3.34	5.02	5.22	5.17
流动资产合计	1085978	1076623	1180763	1340288	流动资产周转率	2.09	2.75	2.90	2.81
固定资产	1324013	1323085	1316180	1297319	总资产周转率	0.85	1.11	1.21	1.25
资产总计	2684875	2669461	2761563	2897095	偿债能力				
短期借款	356000	100000	100000	100000	资产负债率	60.5%	59.6%	59.3%	58.5%
应付款项	476210	612716	670383	718564	流动比率	0.94	0.90	0.95	1.03
流动负债合计	1149385	1194801	1239423	1297631	速动比率	0.46	0.43	0.46	0.53
长期借款	397000	397000	397000	397000	每股指标 (元)				
负债合计	1625283	1591801	1636423	1694631	EPS	0.053	0.073	0.193	0.314
股本	239368	239368	239368	239368	每股净资产	4.43	4.50	4.70	5.02
留存收益	806992	824563	870741	945941	每股经营现金流	0.19	0.94	0.68	0.85
少数股东权益	12954	13450	14754	16877	每股经营现金/EPS	3.5	12.8	3.5	2.7
权益合计	1059592	1077660	1125141	1202464	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益总计	2684875	2669461	2761563	2897095	PE	70.6	51.2	19.5	12.0
现金流量表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	PEG	0.78	0.31	-	-
经营活动现金流	44814	225372	163453	202821	PB	0.8	0.8	0.8	0.7
其中营运资本减少	-76242	190142	13935	11505	EV/EBITDA	10.98	8.90	7.17	5.68
投资活动现金流	-88723	-90000	-90000	-90000	EV/SALES	0.76	0.49	0.43	0.39
其中资本支出	89339	90000	90000	90000	EV/IC	1.07	1.03	1.01	1.02
融资活动现金流	18159	-256000	0	0	ROIC/WACC	0.41	0.44	0.66	0.93
净现金总变化	-25686	-120628	73453	112821	REP	2.57	2.32	1.53	1.10

数据来源: 长城证券研究所 注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任钢铁行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。