

钢铁

凌钢股份 (600231. SH) / 10.65 元

资源、品种结构优势优化公司业绩

事 项

近日我们对凌钢股份进行了实地调研，和公司高管进行了沟通

主要观点

1、棒材（螺纹钢）是公司主要赢利品种，占毛利的 75%左右，高附加值产品比重接近 50%

2、自己矿资源优势，2012 年保国铁矿铁精粉产量由目前的 100 万吨增加到 150 万吨左右；目前公司自己矿率近 20%，2012 年后将达到 27%以上；保国铁矿对公司净利润贡献 2009 年、2010 年中期分别为 18%、34%，4 季度铁矿石价格大幅上升，公司自产铁精粉对公司利润贡献更大。

3、2011 年钢材产量预计增长 10%，达到 360 万吨左右

4、经营管理效率较高 公司前 3 季度业绩良好，除了自己矿优势、产品结构优势外，经营管理效率较高也是一个重要因素。

5、未来两年有业绩增长点，维持推荐评级； 2011 年利润增长点来自量的小幅增加，2012 年利润增长点来自自己矿的增加；

按我们预期公司 2010 年、2011 年、2012 年净利润分别增长 110%、11%、13%，EPS 分别为 0.78 元、0.86 元、0.97 元，PE 分别为 13.5、12、11 倍，PE 2.3 倍，给予推荐评级。

风险：市场总体需求的下降、公司保国铁矿进度情况

研究员：黄抒雁

Tel: 010-59370867

Email: huangshy@hczq.com

联系人：刘建民

Tel: 010-59370867

Email: liujianmin@hczq.com

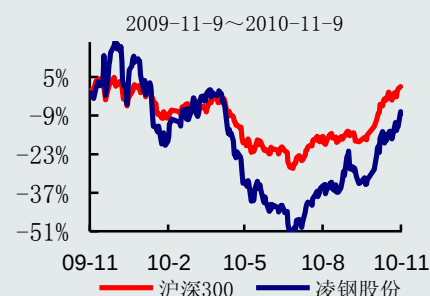
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	80400
流通 A 股/B 股(万股)	37253/0
资产负债率(%)	54.64
每股净资产(元)	3.86
市盈率(倍)	28.71
市净率(倍)	2.76
12 个月内最高/最低价	14.45/5.51

市场表现对比图(近 12 个月)

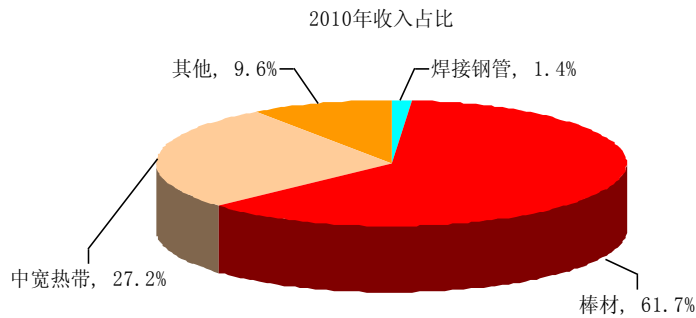


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

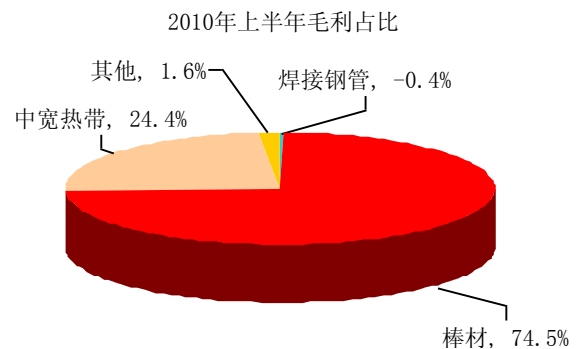
1、棒材（螺纹钢）是公司主要赢利品种，高附加值产品比重接近 50%

图表一 2010 年上半年棒材收入占比 6 成



资料来源：公司公告、华创证券

图表二 棒材毛利占比 75%



资料来源：公司公告、华创证券

250 万吨棒线材是公司主打产品，产量占公司总量 7 成以上，

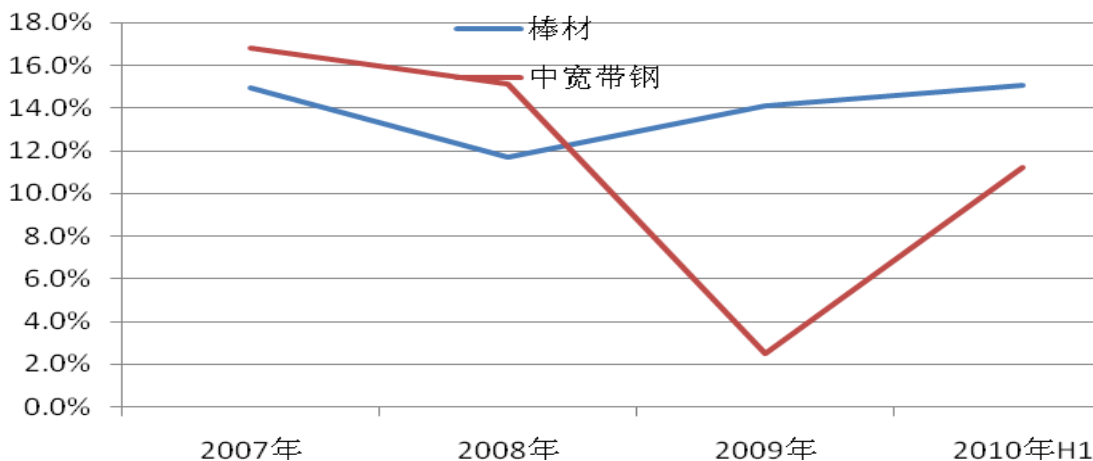
公司目前棒线生产能力 250 万吨左右，棒材（螺纹钢）上半年毛利占比近 75%，是公司主要利润构成；长材近年来新增产能少，且目前节能减排形势严禁，地方政府加大了治理小钢厂力度，限电限产，**螺纹、线材**形势要好于中厚板和热轧薄板。

中宽热带能力 100 万吨左右，目前市场竞争激烈，赢利能力要低于棒材。

品种钢开发力度加大，产品附加值高

市场竞争积累，公司加大了高附加值产品开发力度，高强抗震钢筋产量已经占到了全部钢筋产量的 40%，**2010 年上半年品种钢材产量完成 74.9 万吨，同比提高 86.9%，品种钢占总产量比价近 50%。**

图表三 棒材毛利率稳定在高位

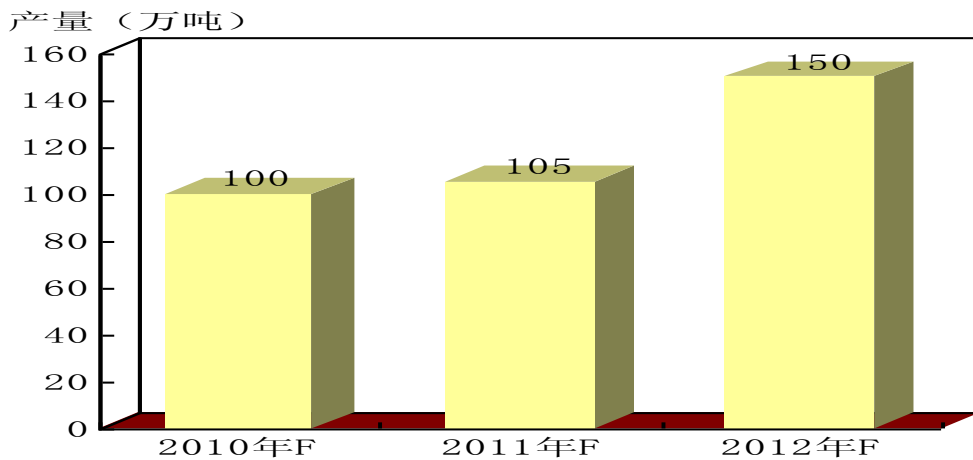


资料来源：华创证券

2、资源优势，2012 年保国铁矿铁精粉产量由目前的 100 万吨增加到 150 万吨左右

2.1 保国矿对公司利润贡献大

图表四 保国铁矿产量 2012 年增加到 150 万吨左右



资料来源：华创证券

公司全资子公司，保国铁矿目前拥有铁蛋山、黑山和边家沟三个矿区，三个矿区均为地下开采，目前这三个矿区保有储量为 6000 万吨左右，可采储量 4000 万吨，平均品位为 30.78%，在国内属于富矿。

预计保国铁矿今年铁精粉产量 100 万吨，铁蛋山矿区是其重要矿石产出区，受铁蛋山副井工程建设（工期大约两年）影响，2011 年铁矿增量不会太多，我们预计在 105 万吨左右，2012 年达产，铁精粉增加至 150 万吨左右。

保国铁矿对公司净利润贡献 2009 年、2010 年中期分别为 18%、34%，4 季度铁矿石价格大幅上升，公司自产铁精粉对公司利润贡献更大。

图表五 保国铁矿量价情况

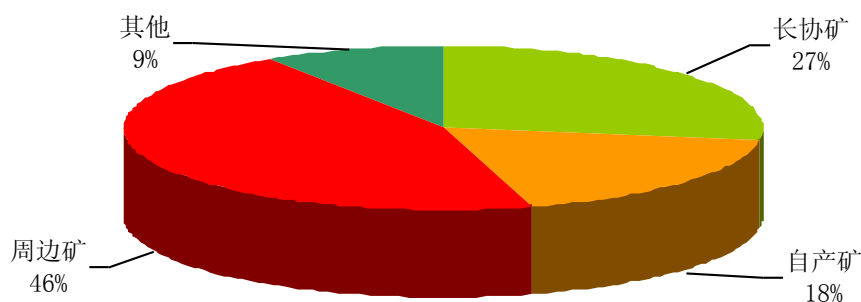
中期	量(万吨)	收入(万)	单价	净利润(万)	吨净利(元/吨)	吨成本(元/吨)	利润率%
2010 年 H1	50	43989	880	9320	186	693	21.2%
2009 年	92	59764	650	5316	58	592	8.9%

资料来源：公司公告 华创证券

按 1 吨净利润 200 元计算，公司 2012 年新增 50 万吨铁精粉带来利润增加 1 亿元左右。

2.2 目前公司自己矿率近 20%，2012 年后将达到 27%以上

图表六 目前自己矿比例近 20%



资料来源：华创证券

公司目前年需铁矿石 550 万吨左右，其中约 100 万吨为自有矿山，长协矿约 150 万吨左右；另有约 30 万吨为集团公司供应，其余为本地采购，约 250 万吨左右。

朝阳地区铁矿资源较丰富，公司采购周边铁矿有地域优势

3、2011 年钢材产量预计增长 10%，达到 360 万吨左右

图表七 凌钢主要资产情况

项目	概况	产能（万吨）
炼铁	高炉	1#-4#
		350
炼钢	转炉	35 吨*3
		200
		120 吨*1
		150
		中型材轧机组
		50
		1#棒材机组
		40
轧钢	型材厂	2#棒材机组
		100
		高线生产线
		50
	中宽热带厂	880 毫米轧机
		100

资料来源：华创证券

目前公司 4 号高炉 09 年已达产，1 号高炉已完成改造，铁能力将达到 350 万吨左右，为丰富产品结构，公司型材厂新增投资一条线材生产线目前已投产，产能 50 万吨，公司钢材产量预计将由今年的 330 万吨，增加到明年的 360 万吨，增长近 10%。

4、经营管理效率较高

2010 年国内钢铁企业业绩分化大，影响经营业绩有两方面原因，一方面在于公司的品种结构，高附加值产品的比重，另一个重要方面是经营管理效率，即原料采购节奏、钢材卖出节奏，其中尤以采购节奏更为重要。

公司前 3 季度业绩良好，除了自己矿优势、产品结构优势外，经营管理效率较高也是一个重要因素。

公司销售、采购策略较为灵活，包括不到款不发货、直销为主、控制销售节奏。

利用自身资金优势，在产品不好时，采取控制发货节奏；在市场好时，采取抛货策略，在今年的 5 月份抛货过程中，获得了一定利润。

5、未来两年有业绩增长点，维持推荐评级

假设条件

图表八 赢利预测

2011 年 F	收入（万）	毛利（万）	毛利率%	量（万吨）	价（元/吨）
焊接钢管	31,000	0	0.0%	10	3100
棒材	918,803	124038	13.5%	250	3675
中宽热带	358,974	30513	8.5%	100	3590
其它	120,000	2400	2.0%		
合计	1,428,778	156,951	11.0%	1,271,826	

2012 年 F	收入（万）	毛利（万）	毛利率%	量	价
焊接钢管	31,000	0	0.0%	10	3100
棒线材	955,556	135689	14.2%	260	3675
中宽热带	358,974	33026	9.2%	100	3590
其它	120,000	2400	2.0%		
合计	1,465,530	171,115	11.7%	1,294,415	

资料来源：华创证券

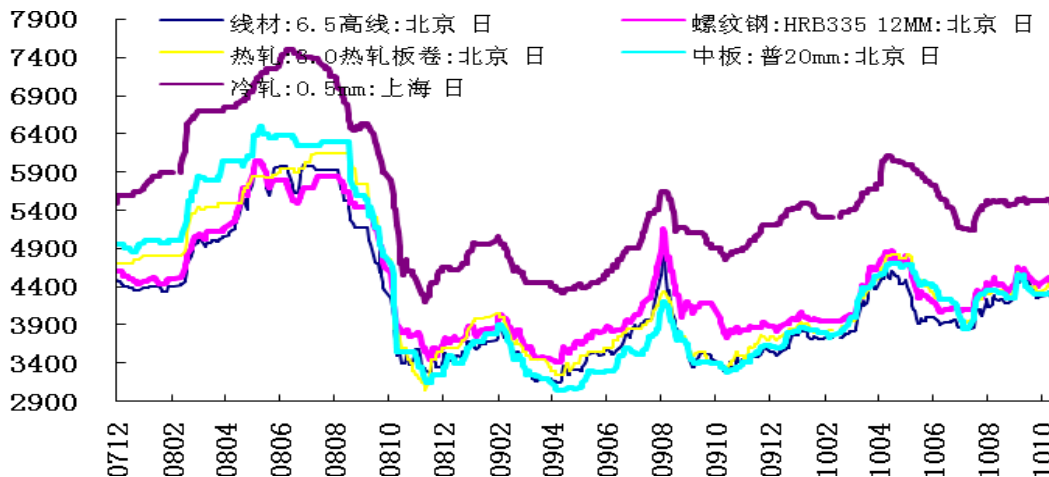
在假定价格不变的情况下，2011 年利润增长点来自量的小幅增加，2012 年利润增长点来自自己矿的增加；

按我们预期公司 2010 年、2011 年、2012 年净利润分别增长 110%、11%、13%，EPS 分别为 0.78 元、0.86 元、0.97 元，PE 分别为 13.5、12、11 倍，PE 2.3 倍，给予推荐评级。

风险：市场总体需求的下降、公司保国铁矿进度情况

附：财务数据 产品价格情况

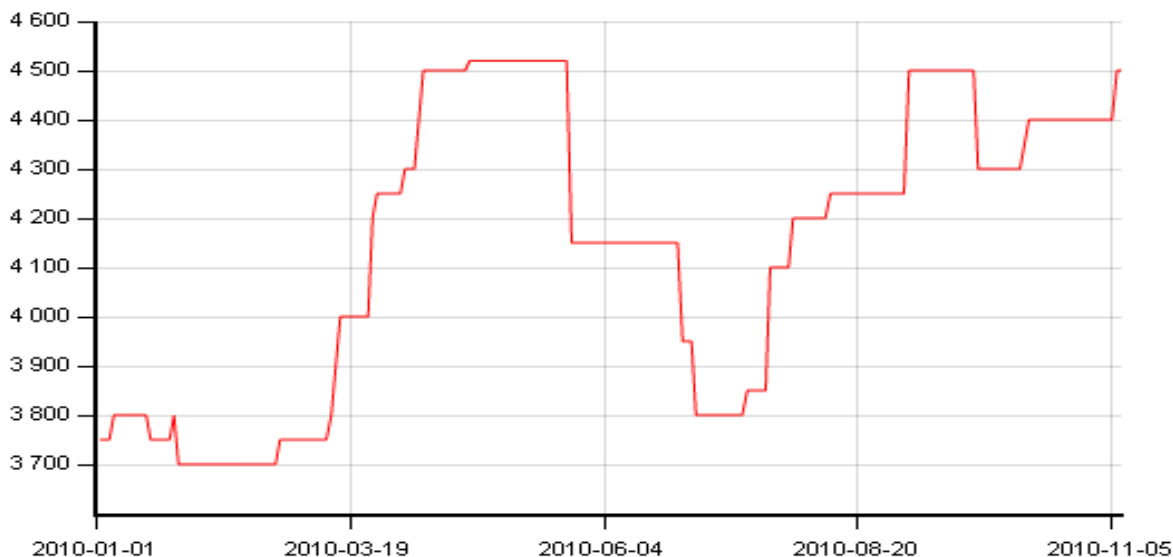
图表九 产品价格情况



资料来源：华创证券

图表十 热轧带钢价格情况

热轧带钢 3.5mm*685 走势图



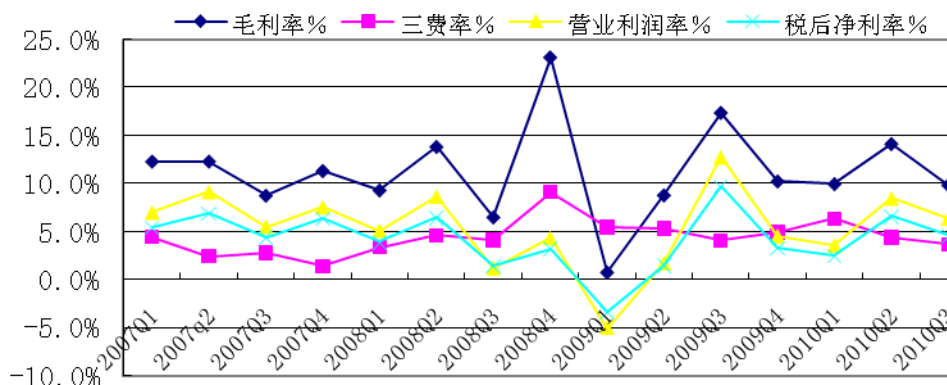
资料来源：华创证券

图表十一 季度利润表

利润构成	2008/Q4	2009/Q1	2009/Q2	2009/Q3	2009/Q4	2010/Q1	2010/Q2	2010/Q3
营业收入	146966	185912	256584	243478	264845	213073	337811	398509
营业成本	113085	184418	234059	201311	237772	191883	290202	359315
毛利	33881	1494	22525	42167	27074	21191	47609	39194
营业税金及附加	950	122	1445	767	483	217	1074	1455
销售费用	1930	2173	2048	1856	2380	3241	2966	4725
管理费用	11447	6659	8987	5748	9665	8201	10161	8730
财务费用	28	1369	2752	2402	1143	2120	1788	1192
三费	13405	10201	13786	10006	13188	13563	14914	14648
资产减值损失	13567	521	2855	419	1376	(142)	3032	(2177)
加：公允价值								
变动收益	0	0	0	0	0	0	0	(0)
投资收益	398	1	1	58	0	3	2	30
三、营业利润	6357	(9349)	4440	31032	12026	7556	28592	25299
加：营业外收入	590	462	735	415	610	50	1070	699
减：营业外支出	88	11	15	55	341	399	55	1128
其中：非流动资								
产处置损失	18	(9)	0	9	300	372	0	1107
四、利润总额	6859	(8899)	5160	31392	12295	7208	29607	24870
减：所得税费用	2147	(2597)	1414	7790	3515	1985	7437	6689
五、净利润	4712	(6302)	3746	23602	8780	5222	22170	18182
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所								
有者的净利润	4712	(6302)	3746	23602	8780	5222	22170	18182
EPS	0.06	-0.08	0.05	0.29	0.11	0.06	0.28	0.23

资料来源：华创证券

图表十二 季度赢利情况



资料来源：华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3298	4326	4390	5191
现金	464	702	583	1142
应收账款	62	94	77	93
其它应收款	15	9	10	11
预付账款	496	667	753	747
存货	1413	1953	2137	2147
其他	848	901	831	1051
非流动资产	3550	3249	2943	2600
长期投资	32	36	35	34
固定资产	3047	2692	2343	1985
无形资产	242	276	322	342
其他	229	245	243	238
资产总计	6848	7575	7333	7791
流动负债	3405	3589	2545	2197
短期借款	1522	1633	226	0
应付账款	764	874	1023	1049
其他	1119	1081	1296	1148
非流动负债	337	395	574	692
长期借款	211	306	459	582
其他	126	89	115	110
负债合计	3742	3984	3119	2890
少数股东权益	0	0	0	0
股本	804	804	804	804
资本公积金	3	3	3	3
留存收益	2213	2784	3407	4094
归属母公司股东权益	3020	3591	4215	4901
负债和股东权益	6848	7575	7333	7791

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	23	197	1320	862
净利润	298	627	694	784
折旧摊销	339	362	364	364
财务费用	77	70	70	70
投资损失	-1	-2	-2	-1
营运资金变动	-791	-797	194	-347
其它	100	-63	-0	-8
投资活动现金流	-930	-47	-46	-29
资本支出	439	0	0	0
长期投资	0	7	-6	2
其他	-491	-39	-53	-28
筹资活动现金流	417	87	-1393	-274
短期借款	372	112	-1407	-226
长期借款	210	95	153	124
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他	-168	-120	-138	-171
现金净增加额	-490	238	-119	559

资料来源：公司报表、华创证

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9508	13318	14288	14655
营业成本	8576	11870	12718	12944
营业税金及附加	28	39	42	43
营业费用	85	133	143	147
管理费用	311	360	380	400
财务费用	77	70	70	70
资产减值损失	52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	1
营业利润	381	847	937	1052
营业外收入	22	11	14	16
营业外支出	4	10	12	9
利润总额	399	848	938	1059
所得税	101	220	244	275
净利润	298	627	694	784
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	298	627	694	784
EBITDA	798	1279	1371	1486
EPS（元）	0.37	0.78	0.86	0.97

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	3.6%	40.1%	7.3%	2.6%
营业利润	-12.6%	122.0%	10.6%	12.3%
归属母公司净利润	-11.8%	110.3%	10.7%	12.9%
获利能力				
毛利率	9.8%	10.9%	11.0%	11.7%
净利率	3.1%	4.7%	4.9%	5.3%
ROE	9.9%	17.5%	16.5%	16.0%
ROIC	8.1%	14.5%	17.8%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	52.6%	42.5%	37.1%
净负债比率	46.30%	48.84%	22.25%	20.33%
流动比率	0.97	1.21	1.73	2.36
速动比率	0.55	0.65	0.87	1.37
营运能力				
总资产周转率	1.44	1.85	1.92	1.94
应收账款周转率	221	168	164	170
应付账款周转率	12.25	14.49	13.41	12.49
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.78	0.86	0.97
每股经营现金	0.03	0.25	1.64	1.07
每股净资产	3.76	4.47	5.24	6.10
估值比率				
P/E	28.71	13.65	12.33	10.92
P/B	2.84	2.38	2.03	1.75
EV/EBITDA	12	8	7	7

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801