

凌钢股份(600231.sh)

自有铁矿夯实业绩，灵活经营加大弹性

马涛 分析师

电话: 010-68058657

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210060016

冯刚勇 分析师

电话: 020-87555888-804

eMail: fgy@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070001

兼具“天时”、“地利”、“人和”的中小钢铁公司

作为中小钢厂的代表，公司拥有的天时（先天铁矿优势）、地利（区域产品优势）、人和（灵活经营策略）是高盈利的保障。公司将上游资源优势及下游产品优势相结合，再辅以市场化的经营战略后发挥了“1+1+1>3”的功效。

12年铁精粉产量将达到150万吨，同比10年增长50%

预计保国矿10年、11年、12年铁精粉产量分别为100万吨、105万吨、150万吨，对应10年、11年净利润有望达到2.2亿元、3.2亿元，对公司净利润的贡献将超过35%。

50万吨高线于10年9月已投产，公司10年、11年钢材产量约为330万吨、350万吨（09年产量为300万吨）。

矿山、冶炼业务可分开估值，价值为11.34~12.25元/股

保国矿的铁精粉全部以市场价供给公司使用，且财务数据定期公告，因此可将矿山业务与冶炼业务的盈利分开计算及估值。以金岭矿业（10年、11年PE分别为23.6X、18.5X）的估值为参照，保国矿对应的价值应为6.45元~7.36元/股；冶炼业务净资产约为3.26元，目前钢铁行业平均PB为1.44X，考虑到公司产品结构的优势及经营策略的市场化给予公司1.5X的PB，对应股价为4.89元，则矿石业务、冶炼业务合计价值11.34~12.25元/股。

自有矿夯实公司业绩，灵活经营策略加大业绩弹性

预计公司10年、11年、12年EPS分别为0.75元、0.87元、1.06元，目前股价8.85元，11年PE仅为10X，股价明显低估。参照11.34~12.25元的股票价值，距当前股价仍有28-40%的空间，因此给予公司“买入”评级，目标价11.34元。

风险提示

保国矿投产进度的不确定性；行业低谷期，灵活经营战略带来的风险增加。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	9174.60	9508.19	12095.10	13315.74	13722.30
增长率(%)	26.48%	3.64%	27.21%	10.09%	3.05%
EBITDA(百万元)	857.99	848.65	1416.37	1630.87	1795.92
净利润(百万元)	356.31	298.26	606.48	701.98	849.23
增长率(%)	-14.96%	-16.29%	103.33%	15.75%	20.98%
每股收益(元)	0.44	0.37	0.75	0.87	1.06
市盈率	10.00	35.10	13.73	11.87	9.81
市净率	1.25	3.47	2.37	2.04	1.75
EV/EBITDA	4.42	13.83	6.77	5.86	4.85

数据来源: 凌源钢铁股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	8.85
目标价格(元)	11.34
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-7.15%	22.84%	-31.17%
沪深300	-7.40%	13.38%	-11.19%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

804.00/372.53

主要股东:

凌源钢铁集团有限责任公司

主要股东持股比例

53.67%

财务比率

ROE	9.60%
ROA	7.23%
资产负债率	54.64%
每股净资产(元)	3.86

2009年年报数据

目录索引

引言	4
一、“天时”—— 先天铁矿优势	5
(一) 12 年铁精粉产量 150 万吨，较 10 年增长 50%	5
(二) 铁矿是公司业绩的重要来源，	6
二、“地利”—— 线螺为主，区域优势明显	6
(一) 省内资源以板材为主，线螺产量有限	7
(二) 线螺盈利能力高于普板	8
三、“人和”—— 向经营环节要效益	9
(一) 分销模式：直销，赚取流通环节利润	9
(二) 定价策略：紧贴市场，以利润最大化为原则	10
(三) 经营策略：量价配合默契，价涨放量、价跌缩量	10
四、剔除矿山后，公司冶炼业务并无太多溢价	12
(一) 保国矿注入前后，公司业绩变动比较	12
(二) 辽宁、河北线螺毛利比较	12
五、矿山、冶炼业务可分拆估值	13
(一) 矿山估值参照金岭矿业，对应价值为 6.45~7.36 元/股	13
(二) 冶炼业务参照行业均值采用 PB 估值，对应价值为 4.89 元/股	14
(三) 矿石业务、冶炼业务合计，对应价值 11.34~12.25 元/股	15
六、盈利预测	15
(一) 主要假设及盈利预测	15
(二) 绝对估值	17
七、投资建议	17
八、风险提示	17

图表索引

图 1：凌钢股份、大型钢厂、全行业盈利能力比较	4
图 2：公司铁矿石来源	5
图 3：保国矿净利润占公司净利润的比例	6
图 4：公司主要产品产量占比	
图 5：公司主要产品收入及毛利贡献率比较	7
图 6：省内长材资源量占比较小	8
图 7：公司主要销售区域收入占比（2010H1）	
图 8：公司主要销售区域毛利率（2010H1）	8
图 9：螺纹钢、热卷毛利率比较	9
图 10：公司螺纹钢出厂价比较（元/吨）	10
图 11：公司主要经营指标比较（元/吨）	11
图 12：主要钢铁公司资产负债率比较	
图 13：主要钢铁公司现金流情况	11
图 14：各地 65%铁精粉干基含税价格比较（元/吨）	

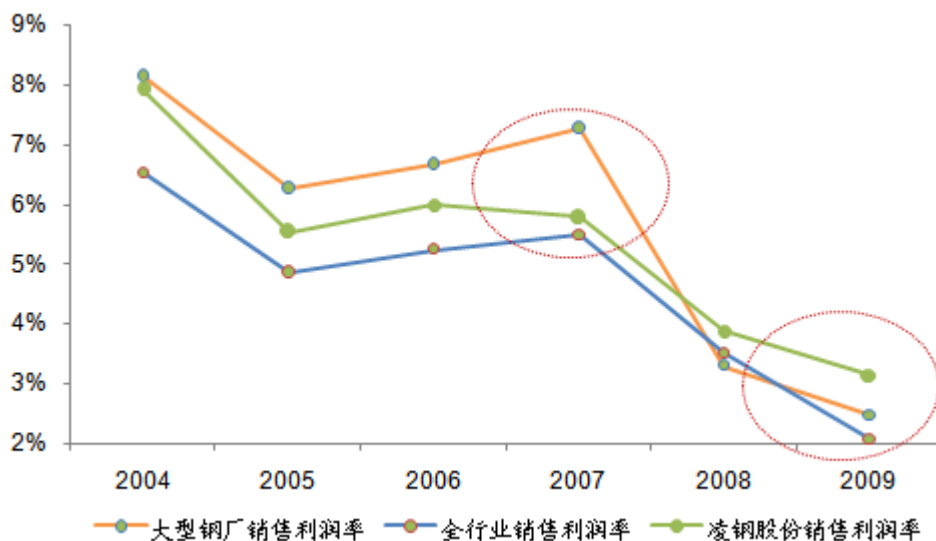
图 15: 螺纹钢地区差价（元/吨）	12
图 16: 公司主要产品毛利率比较	13
图 17: 北票铁精粉价格比较（元/吨）	
图 18: 中国铁矿石进口量及对外依赖度（万吨）	14
图 19: 钢铁行业 PB 比较	15
表 1: 钢铁上市公司盈利能力排名（2010 年前三季度）	4
表 2: 公司保国矿产能情况（单位：万吨）	5
表 3: 公司保国矿产能情况	6
表 4: 公司钢铁产能情况	7
表 5: 公司钢材产量情况（单位：万吨）	9
表 6: 公司存货分类比较（单位：亿元）	11
表 7: 主要钢厂线螺产品毛利率比较	12
表 8: 保国矿净利润敏感性分析（亿元）	13
表 9: 参照金岭矿业对凌钢矿石业务估值	14
表 10: 公司价值评估	15
表 11: 主要经营业务假设	16
表 12: 公司主要财务指标	16
表 6: 绝对估值假设（单位：万元）	17

引言

铁矿石价格指数化、钢材价格期货化的出现，颠覆了钢厂传统盈利模式，进而使得粗放式发展向精细化的转型刻不容缓。

大钢厂固有的政策及资金优势确保了其能够有效的掌控市场，而对于大部分中小钢厂而言，适合市场的品种结构、灵活的经营策略是其成功突围的必备条件。

图1：凌钢股份、大型钢厂、全行业盈利能力比较



数据来源：广发证券发展研究中心

表1：钢铁上市公司盈利能力排名（2010年前三季度）

	EPS（元）		ROE		销售净利率	
TOP1	大冶特钢	0.92	大冶特钢	18.70%	宝钢股份	7.35%
TOP2	八一钢铁	0.63	八一钢铁	15.53%	大冶特钢	7.07%
TOP3	宝钢股份	0.61	凌钢股份	13.63%	凌钢股份	4.80%
TOP4	凌钢股份	0.57	宝钢股份	10.74%	新兴铸管	4.02%
TOP5	新兴铸管	0.54	新兴铸管	10.50%	鞍钢股份	3.72%

数据来源：广发证券发展研究中心

衡量钢厂盈利能力的各项指标中，凌钢股份均居行业前列，其粗钢规模仅300万吨，是典型的中小型钢厂。

本文就其所拥有的“天时”（铁矿资源优势）、“地利”（适合区域的产品结构优势）、“人和”（灵活的经营战略）等三个角度阐述精细化发展战略将上游资源优势及下游产品结构优势相结合，辅以市场化的经营战略后将发挥“1+1+1>3”的功效。

一、“天时”——先天铁矿优势

（一）12年铁精粉产量150万吨，较10年增长50%

公司地处铁矿资源丰富的辽东，08年保国矿注入上市公司后，母公司凌钢集团仍拥有40万吨铁精粉产能。

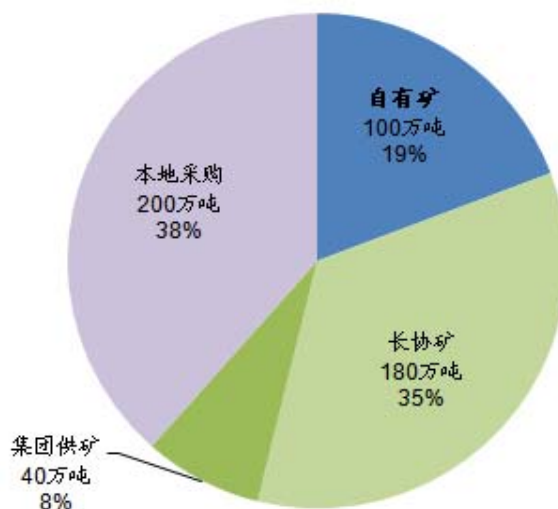
保国矿拥有三座矿山，总储量超过6000万吨，平均品位为30.78%，成品铁精粉品位高达69%，矿山有直接通往凌钢股份厂区的铁路（运输距离190公里）。

表2：公司保国矿产能情况（单位：万吨）

	探明储量	保有储量	可采储量	品位	原矿产能（年）	备注
铁蛋山	3,692	3,271	1,684	31.21%	100	12年产能将扩至180万
黑山	2,597	1,983	1,158	29.74%	80	11年达产
边家沟	2,111	1,424	881	30.39%	70	13年达产
合计	8,400	6,678	3,723	30.78%	250	

数据来源：广发证券发展研究中心

图2：公司铁矿石来源



数据来源：广发证券发展研究中心

铁蛋山原矿产能为100万吨，在建的副井工程完工后（周期2年半），原矿产能将达到180万吨（预计12年达产）。

黑山矿原矿产能80万吨，目前处于边建边产阶段，11年有望达产。

边家沟铁矿原矿产能70万吨，预计11年开建、13年达产。

根据矿山的开采进度，预计保国矿10年、11年、12年铁精粉产量分别为100万吨、105万吨、150万吨。目前铁矿石自给率仅为19%，待12年铁矿石放量后自给率有望提高至27%。

（二）铁矿是公司业绩的重要来源，

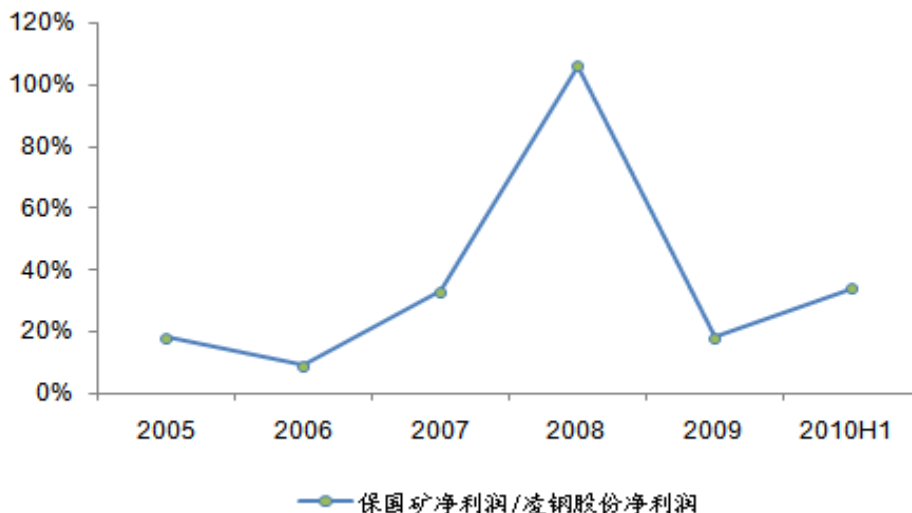
保国矿自08年注入上市公司后，始终是公司业绩的重要来源。08、09、10E对于公司净利润的贡献约为106%、18%、36%。其中尤以金融危机的08年为最，凭借矿石的盈利实现了全年的正收益（当期冶炼业务亏损）。

表3：公司保国矿产能情况

保国矿	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
铁精粉(万吨)	79.3	86.8	66.7	90.6	92	50
营业收入(亿元)	4.84	4.25	5.93	10.37	5.98	4.4
净利润(亿元)	0.58	0.33	1.38	3.78	0.53	0.93
吨矿均价(元/吨)	610	490	889	1145	650	880
吨矿净利润(元)	73	38	206	417	58	186
吨矿成本(元)	537	440	548	727	592	693
凌钢股份净利润	3.24	3.69	4.19	3.56	2.98	2.74
保国矿净利润/凌钢股份净利润	17.90%	9.01%	32.86%	106.18%	17.84%	34.01%

数据来源：广发证券发展研究中心

图3：保国矿净利润占公司净利润的比例



数据来源：广发证券发展研究中心

二、“地利”——线螺为主，区域优势明显

公司地处辽宁，周边鞍钢、本钢等大型钢厂众多，公司产能扩张速度明显低于鞍本。但公司基于辽宁的区域优势及自身特点，实现了稳步增长。

目前公司炼铁、炼钢、轧钢产能330万吨、350万吨、390万吨，轧钢能力略高于炼钢。

表4：公司钢铁产能情况

工序	设备	产能	备注
炼铁	高炉	330 万吨	380m3*1、420m3*1、1000m3*1、1080m3*1
炼钢	转炉	350 万吨	35 T*3 、 120 T*1
轧钢	合计	400 万吨	
	棒材厂（1#）	80 万吨	
	棒材厂（2#）	100 万吨	
	中宽热带	120 万吨	
	中宽冷带	20 万吨	
	钢管	30 万吨	北票钢管厂异地扩建
	高线	50 万吨	2010 年 9 月投产

数据来源：广发证券发展研究中心

公司主要产品为线螺、中宽热（冷）带钢以及焊管，其中线螺产量占比为67%，对于公司业绩贡献达到76%，10年公司钢材计划产量为330万吨。

图4：公司主要产品产量占比

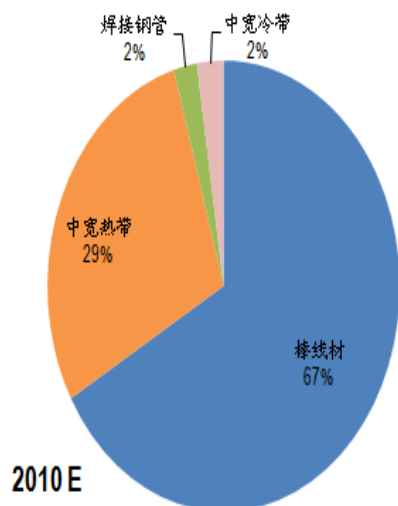
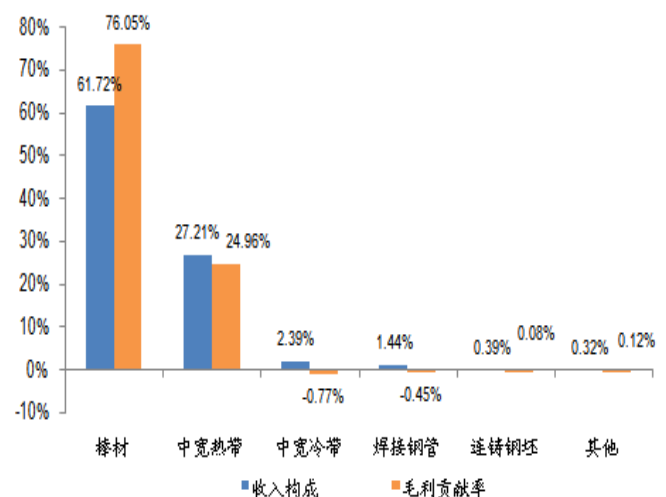


图5：公司主要产品收入及毛利贡献率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

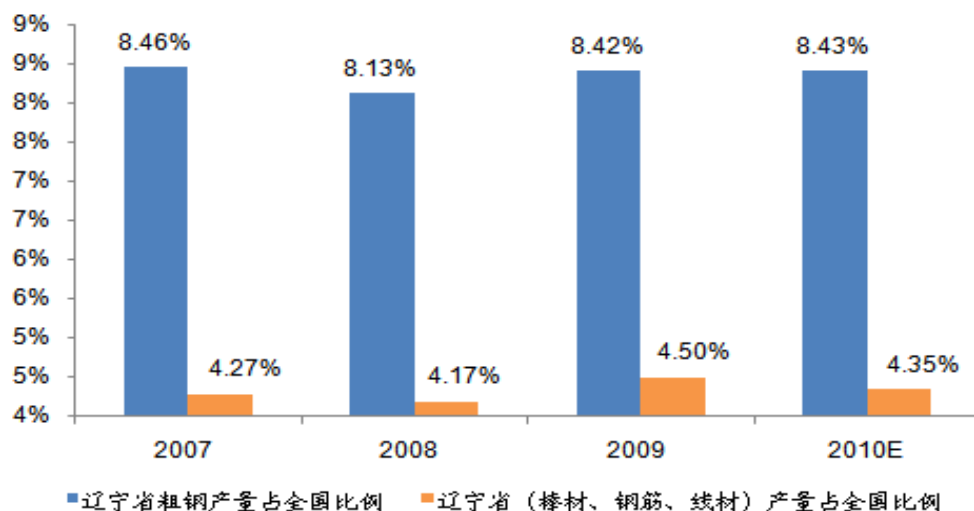
线螺产品是公司的拳头产品及主要盈利来源，由于该产品存在销售半径，因此公司的产品结构优势更多体现于区域优势。

凌钢公司所处的辽宁地区板材比例远高于长材，而需求刚性，公司为省内线螺企业的龙头，“地利”优势明显。

（一）省内资源以板材为主，线螺产量有限

辽宁省粗钢产量约占全国的8%，其中线螺产量占全国线螺产量的比例仅为4%，因此辽宁省内钢材资源以板材为主，线螺的产量相对有限。而公司240万吨的线螺产量将尽享区域优势。

图6：省内长材资源量占比较小



数据来源：广发证券发展研究中心

销售半径的存在使得公司产品主要销往周边的东北、华北区域，而上述两区域的毛利率均值明显高于其他地区，进一步说明迎合市场的产品方为“良好的产品结构”。

图7：公司主要销售区域收入占比（2010H1）

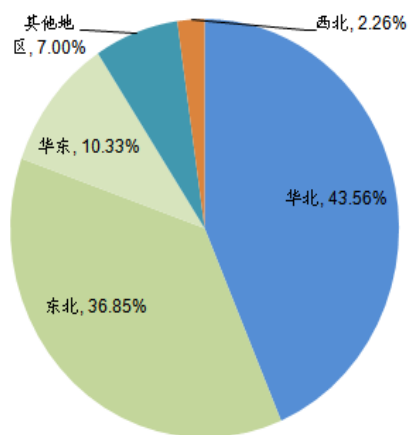
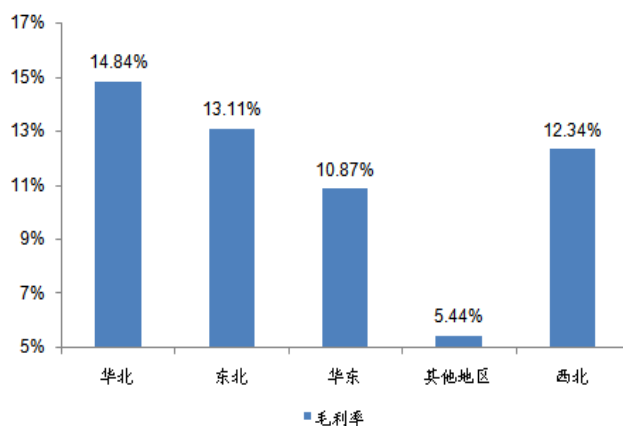


图8：公司主要销售区域毛利率（2010H1）



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）线螺盈利能力高于普板

08年金融危机以来，受益于政府基建投资及城镇化的加速，线螺盈利能力高于普板，线螺产品67%的产量占比贡献了76%的盈利正是得益于此。

公司新建的50万吨高线项目于今年9月份投产，公司线螺产能增至240万吨，据我们预测公司09年、10年、11年线螺产量为205万吨、220万吨、240万吨，受制于330万吨的炼铁、350万吨的炼钢产能限制，公司总的钢材产量达到350万吨的峰值。

图9：螺纹钢、热卷毛利率比较



注：原料为100%现货

数据来源：广发证券发展研究中心

表5：公司钢材产量情况（单位：万吨）

	2007	2008	2009	2010 E	2011 E
棒线材	106	122	205	220	240
中宽热带	105	65	89	95	95
中宽冷带	5	5	2	8	10
焊接钢管	6	7	6	7	8
合计	222	199	302	330	353

数据来源：广发证券发展研究中心

三、“人和”——向经营环节要效益

基于公司所具备的“天时”、“地利”，公司在“人和”即经营策略方面实施了众多变革以发挥自身的资源及产品结构优势。

公司提出“向经营环节要效益”的核心就是立足企业实际，积极应对市场变化，调价周期、库存采购时点都以效益最大化为前提。

（一）分销模式：直销，赚取流通环节利润

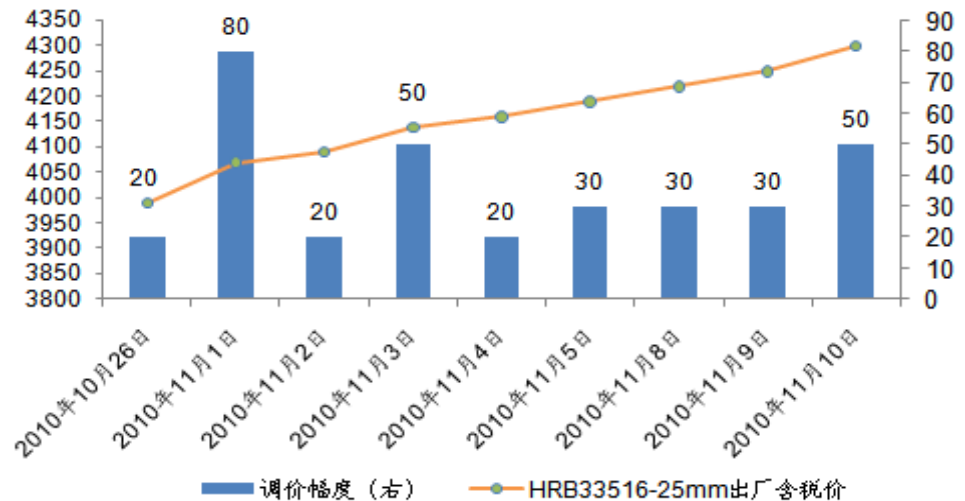
与大部分线螺钢厂（河北钢铁、首钢等）代理商分销的模式不同，凌钢股份采用了直销，公司在东北、华北、华东等主要销售区域建立了多家全资贸易公司和直销处，直接面对终端客户，既降低了交易成本，又赚取了流通环节的利润。

09年公司向哈大铁路、京沪高铁、吉林油田、吉林高速等重点工程供应钢材47万吨，占同期产量的16%，10年上半年供应到京沪高铁、哈大客运专线、京石客运专线、长吉城际铁路等国家重点工程的销量已达到30万吨，占当期产量的19%。

（二）定价策略：紧贴市场，以利润最大化为原则

直销的营销模式便于公司更好的掌握用户需求、更精准的把握市场走势，进而使得公司产品价格政策紧贴市场。

图10：公司螺纹钢出厂价比较（元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

与其他钢厂周期定价不同，公司采取超市经营的模式，以利润最大化为原则。市场价格上涨时，公司可以做到一日一调，与市场价同步，高频率的调价使得公司获得了钢价上涨的溢价；反之当价格下跌时，公司则采用增加库存保价的策略，以减少亏损。

（三）经营策略：量价配合默契，价涨放量、价跌缩量

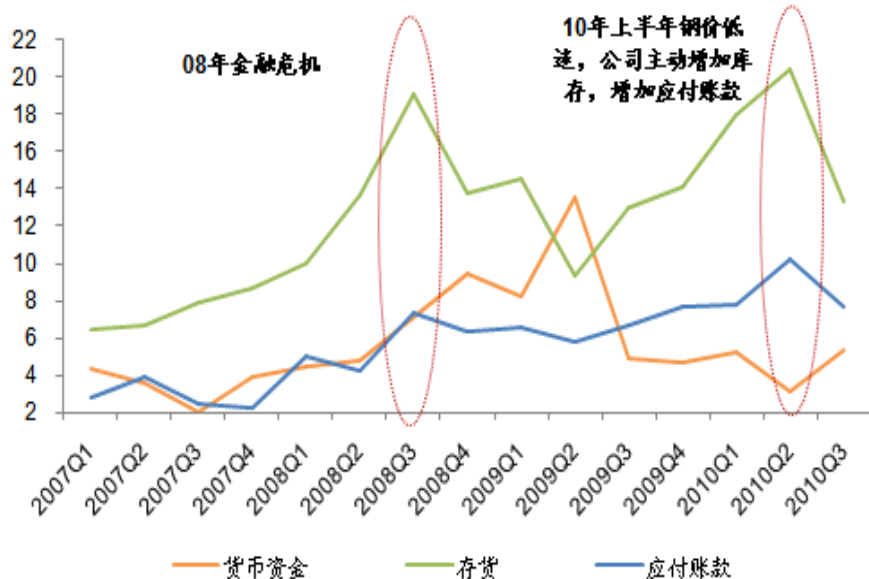
以利润为导向的定价政策需要“量”的配合，公司动态控制销售节奏，实现“价涨放量、价跌缩量”的经营策略，而此策略面对低迷市场时的相对效益更加明显。

市场低迷时，公司利用资金优势实行保价销售，提高库存不出货；在钢价迅速上扬时则扩大销售，增加效益。

10年上半年，面对低迷的市场，公司通过加大成品库存、增大应付账款、压低货币资金等方式来度过难关，以“时间换空间”，从而实现了“向经营环节要效益”。

公司量价默契的配合，是以资金状况良好和自主掌控库存为前提。一方面公司资产负债率仅为51.57%，远低于行业均值，同时公司经营现金流质量良好，居行业前列；另一方面公司特有的直销模式使得自主调控库存成为可能，因此公司灵活的经营策略是公司因地制宜的结果，是公司综合优势的体现。

图11：公司主要经营指标比较（元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

表6：公司存货分类比较（单位：亿元）

	2010H1	2010年初	变动率
原材料	8.91	7.52	18.58%
在产品		0.01	
委托加工物资	0.62	0.46	32.51%
自制半成品	1.16	1.52	-23.53%
库存商品	9.75	4.61	111.40%
合计	20.44	14.13	44.71%

数据来源：广发证券发展研究中心

图12：主要钢铁公司资产负债率比较

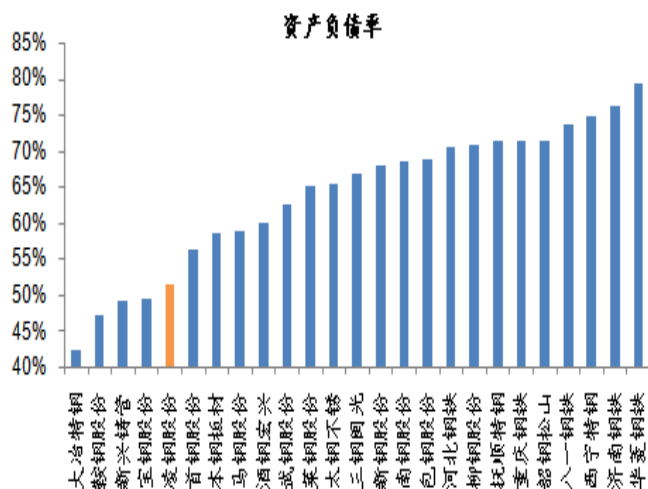
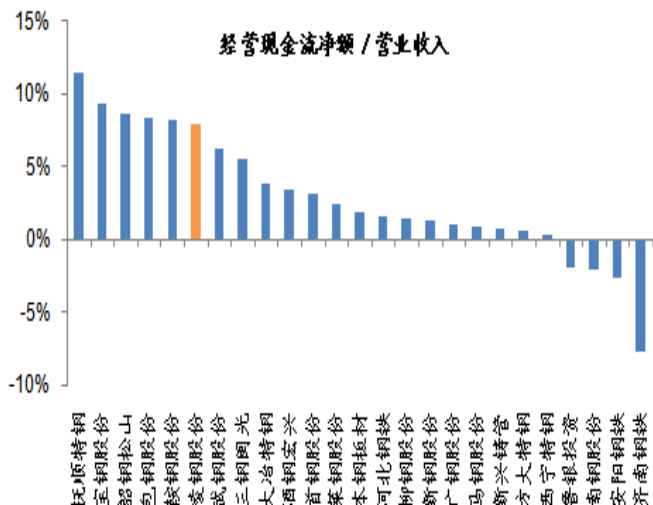


图13：主要钢铁公司现金流情况



数据来源：广发证券发展研究中心

四、剔除矿山后，公司冶炼业务并无太多溢价

保国矿的收入及成本计入公司主营业务，公司财务数据所体现的是铁矿及冶炼业务的合计，并未明确区别。由于矿山业务盈利易于计量，因此我们剔除铁矿单独对公司冶炼业务的盈利能力进行分析。

（一）保国矿注入前后，公司业绩变动比较

保国矿注入之前（2005-2007），公司线螺产品的毛利率居行业平均水平，略低于皆为市场化采购原料的新兴铸管。保国矿注入后（2008-2009）凌钢股份的线螺毛利率明显大幅领先新兴铸管，其中主要原因应可归纳为保国铁矿的注入，因此我们认为公司冶炼业务的盈利能力与市场可比公司类似，并无太多溢价。

表7：主要钢厂线螺产品毛利率比较

	2005	2006	2007	2008	2009
八一钢铁	6.59%	6.35%	20.47%	15.68%	16.19%
凌钢股份	7.81%	11.57%	11.07%	11.69%	14.11%
新兴铸管	14.71%	13.31%	13.73%	5.39%	12.25%
酒钢宏兴	9.17%	7.69%	13.51%	4.95%	9.63%
三钢闽光	0.00%	10.31%	12.04%	1.87%	6.97%
马钢股份	7.12%	7.78%	7.66%	5.18%	4.34%

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）辽宁、河北线螺毛利比较

辽宁地区螺纹钢价格、铁矿石价格均低于周边的山东及河北地区。经测算，完全采用当地矿生产的螺纹钢毛利沈阳地区低于北京地区，也就是说单纯从冶炼环节而言，凌钢线螺产品的盈利能力不具有相对优势。

图14：各地65%铁精粉干基含税价格比较（元/吨）

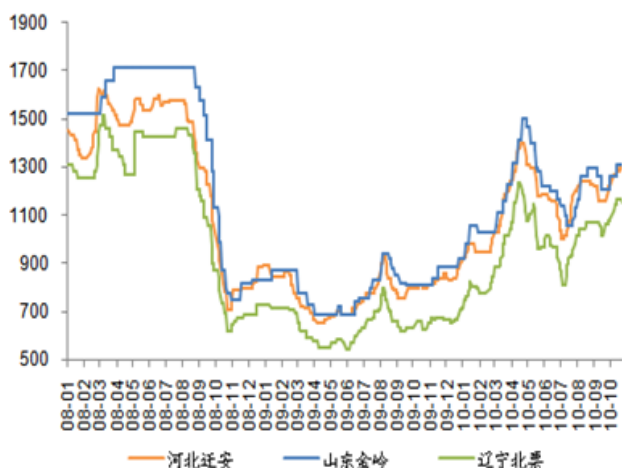
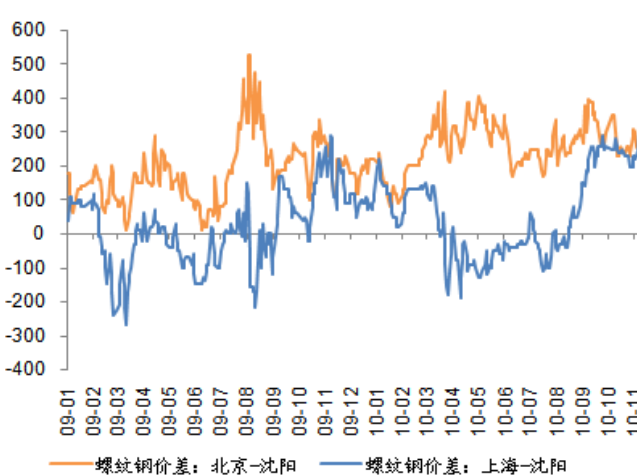
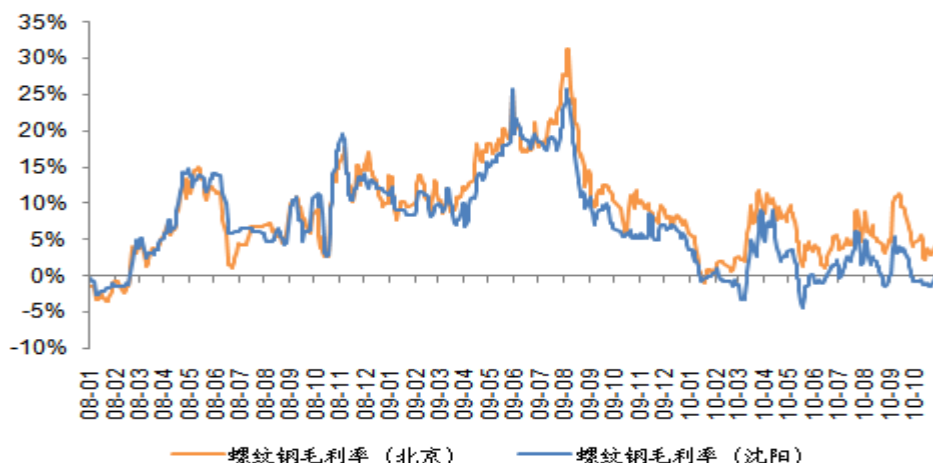


图15：螺纹钢地区差价（元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

图16: 公司主要产品毛利率比较



注：北京地区毛利率以迁安铁精粉、北京螺纹钢市场价格计算
沈阳地区毛利率以北票铁精粉、沈阳螺纹钢市场价格计算
数据来源：广发证券发展研究中心

五、矿山、冶炼业务可分拆估值

由于保国矿的铁精粉全部以市场价供给公司使用，保国矿完全可以视为独立实体来看待，且公司定期将保国矿的财务数据公告，因此我们可以将公司的矿山业务与冶炼业务的盈利分开计算及估值。

凌钢股份的利润可以进行拆分，一部分是由冶炼环节贡献，而另一部分则由铁矿提供。

（一）矿山估值参照金岭矿业，对应价值为6.45~7.36元/股

10年上半年保国矿铁精粉均价880元/吨（吨矿净利润186元/吨），而下半年当地市场均价较上半年涨幅达到10.5%，据我们预计全年铁精粉均价有望达到930元/吨，10年保国矿的净利润为2.2亿元。

表8: 保国矿净利润敏感性分析（亿元）

		铁精粉价格（不含税 元/吨）				
铁精粉产量（万吨）		830	880	930	980	1030
	100	1.20	1.70	2.20	2.70	3.20
	110	1.32	1.87	2.42	2.97	3.52
	120	1.44	2.04	2.64	3.24	3.84
	130	1.56	2.21	2.86	3.51	4.16
	140	1.68	2.38	3.08	3.78	4.48
	150	1.80	2.55	3.30	4.05	4.80

数据来源：广发证券发展研究中心

以金岭矿业（10年、11年PE分别为23.6X、18.5X）的估值为参照，保国矿对应的价值应为6.45元~7.36元/股（假设11年净利润3.2亿元，对应的价值将为7.36元/股）。

表9：参照金岭矿业对凌钢矿石业务估值

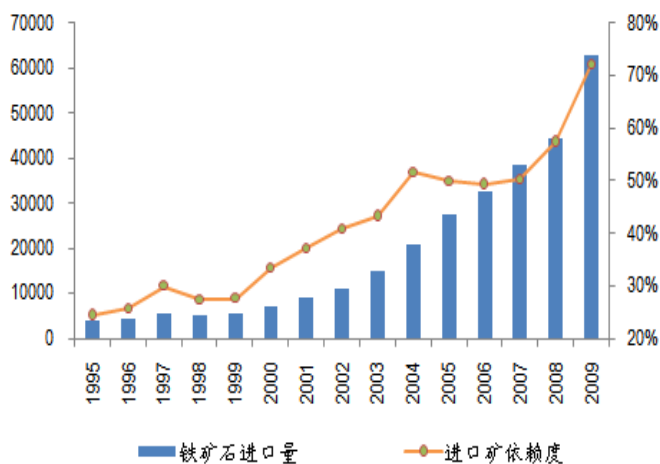
	金岭矿业	保国矿
10年铁精粉产量（万吨）	130	100
股本(亿股)		8.04
股价（11月24日）	21.23	
10年净利润E（亿元）	5.36	2.20
10EPS（元）	0.90	
PE	23.59	23.59
市值（亿元）		51.90
对应股价（元）		6.45

数据来源：广发证券发展研究中心

图17：北票铁精粉价格比较（元/吨）



图18：中国铁矿石进口量及对外依赖度（万吨）



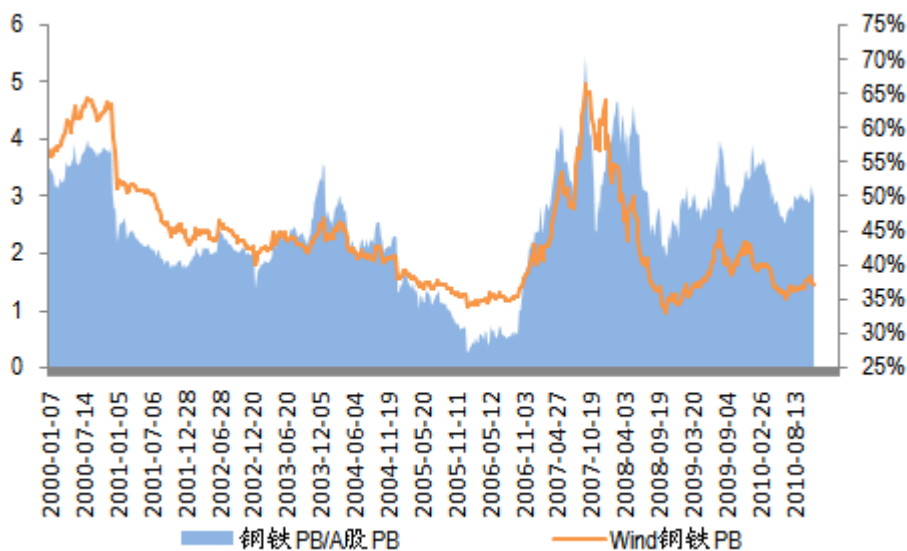
数据来源：广发证券发展研究中心

（二）冶炼业务参照行业均值采用PB估值，对应价值为4.89元/股

根据上文的结论：铁矿业务剔除后，公司冶炼业务并无太大溢价。因此我们对冶炼业务的估值采用钢铁行业常用的PB估值。

公司最新每股净资产为4.46元，保国矿净资产为1.20元，公司冶炼业务对应的净资产约为3.26元。目前钢铁行业平均PB为1.44X，考虑到公司产品结构的优势及经营策略的市场化给予公司1.5X的PB，对应股价为4.89元。

图19：钢铁行业PB比较



数据来源：广发证券发展研究中心

（三）矿石业务、冶炼业务合计，对应价值11.34~12.25元/股

表10：公司价值评估

	估值方法	10年净利润/每股净资产	PE/PB	对应股价
铁矿业务	PE（参照金岭矿业）	2.2 亿元	23.6	6.45~7.36 元
冶炼业务	PB（参照行业均值）	3.26 元	1.5	4.89 元
合计				11.34~12.25 元

数据来源：广发证券发展研究中心

六、盈利预测

（一）主要假设及盈利预测

尽管公司轧钢产能有50万吨的增量，但受高炉产能限制，钢材产量未来两年将维持在350万吨左右。

预计公司10年、11年、12年综合毛利率分别为11.58%、11.80%、13.16%

由于保国矿12年才能放量，因此11年公司仅受益于钢材产量的增长，12年则受钢材产量、铁矿石产量的双重增长，预计11年、12年净利润增长率约为16%、21%，对应10年、11年、12年EPS分别为0.75元、0.87元、1.06元。

表11: 主要经营数据假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入合计	8681	8994	12095	13316	13722
综合毛利率	12.64%	10.30%	11.58%	11.80%	13.16%
棒材					
平均售价 (元/吨)	4086	3016	3468	3572	3679
销售数量 (万吨)	122	204	220	240	240
毛利率	11.69%	14.11%	13.00%	13.10%	14.50%
中宽热带					
平均售价 (元/吨)	4740	2863	4009	4129	4253
销售数量 (万吨)	65	89	95	95	95
毛利率	15.09%	2.51%	11.00%	11.30%	12.50%
中宽冷带					
平均售价 (元/吨)	5910	4110	4521	4657	4797
销售数量 (万吨)	5	2	8	10	10
毛利率	9.45%	-7.57%	-2.00%	0.80%	2.00%
焊接钢管					
平均售价 (元/吨)	4557	3516	4220	4431	4652
销售数量 (万吨)	7	6	7	8	8
毛利率	6.73%	0.19%	-1.00%	1.50%	3.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

表12: 公司主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	9174.60	9508.19	12095.10	13315.74	13722.30
EBITDA (百万元)	857.99	848.65	1416.37	1630.87	1795.92
净利润 (百万元)	356.31	298.26	606.48	701.98	849.23
净利润增长率 (%)	-14.96%	-16.29%	103.33%	15.75%	20.98%
每股收益 (元)	0.44	0.37	0.75	0.87	1.06
市盈率 (倍)	10.00	35.10	13.73	11.87	9.81
市净率 (倍)	1.25	3.47	2.37	2.04	1.75
EV/EBITDA (倍)	4.42	13.83	6.77	5.86	4.85
每股红利 (元)	0.05	0.07	0.14	0.17	0.21

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）绝对估值

根据DCF-WACC模型计算，公司理论价值为13.42元。

表13：绝对估值假设（单位：万元）

每股价值	13.42	TV 增长率	0.1%
隐含 P/E	17.79	WACC	8.55%
企业值	12,523.05	债务	1,732.64
		投资	508.45
股票价值	10,790.42	少数股东权益	0.00

数据来源：广发证券发展研究中心

七、投资建议

对于传统钢铁公司而言，仅凭借冶炼环节难以获取高额收益，而通过灵活的经营策略将助于获得相对收益，尽管风险随之增加，但由于凌钢股份自身的渠道和资金优势使得钢价下跌时公司业绩更易于得到保证。

自有矿山是公司盈利的保证，灵活的经营策略则加大了公司业绩弹性。公司未来两年钢材产量有小幅增加，同时自有铁精粉12年将扩至150万吨，因此我们看好公司价值，尤其是在全球通胀的大背景下。

预计公司10年、11年、12年EPS分别为0.75元、0.87元、1.06元，目前股价8.85元，11年PE仅为10X，股价明显低估。

同时参照矿山、冶炼业务分拆后11.34~12.25元的股票价值，距离当前股价仍有28-40%的空间，因此我们给予公司“买入”评级，目标价11.34元。

八、风险提示

保国矿投产进度的不确定性；行业低谷期，灵活经营战略带来的风险增加。

资产负债表

单位：百万元

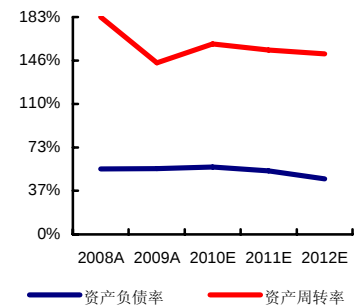
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,020	3,298	4,360	4,834	4,817
货币资金	940	464	700	645	707
应收及预付	705	1,422	1,961	2,323	2,258
存货	1,376	1,413	1,699	1,866	1,853
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	3,309	3,550	3,877	4,089	4,319
长期股权投资	38	32	32	32	32
固定资产	1,952	3,057	3,313	3,396	3,494
在建工程	981	160	280	410	543
无形资产	251	242	240	238	236
其他长期资产	88	59	12	12	12
资产总计	6,329	6,848	8,237	8,922	9,136
流动负债	3,347	3,405	4,428	4,544	4,057
短期借款	1,150	1,522	1,792	1,725	958
应付及预收	2,177	1,883	2,637	2,819	3,099
其他流动负债	20	1	0	0	0
非流动负债	131	337	171	141	121
长期借款	1	211	171	141	121
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	126	0	0	0
负债合计	3,479	3,742	4,599	4,685	4,178
股本	804	804	804	804	804
资本公积	0	3	3	3	3
留存收益	2,047	2,213	2,710	3,272	3,951
归属母公司股东权益	2,851	3,020	3,517	4,079	4,758
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	6,329	6,762	8,117	8,764	8,936

利润表

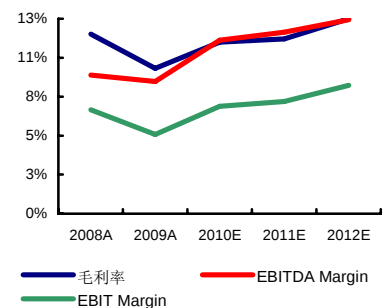
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9175	9508	12095	13316	13722
营业成本	8062	8576	10695	11744	11916
营业税金及附加	51	28	60	63	63
销售费用	104	85	129	137	136
管理费用	315	311	334	362	418
财务费用	30	77	70	70	50
资产减值损失	156	52	34	38	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	1	2	2	2
营业利润	461	381	776	904	1100
营业外收入	8	22	11	14	16
营业外支出	23	4	10	12	9
利润总额	446	399	777	905	1106
所得税	89	101	171	203	257
净利润	356	298	606	702	849
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	356	298	606	702	849
EBITDA	858	849	1416	1631	1796
EPS (元)	0.44	0.37	0.75	0.87	1.06

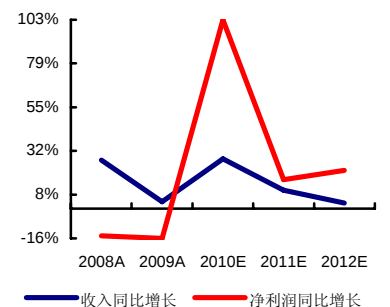
资产负债率趋势



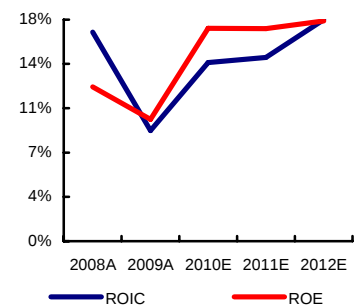
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

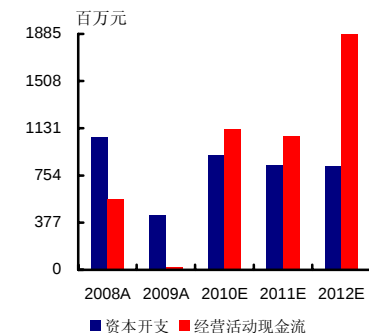
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	560	23	1,124	1,067	1,885
净利润	356	298	606	702	849
折旧摊销	215	339	539	621	607
营运资金变动	-183	-803	-182	-378	329
其它	171	189	161	121	99
投资活动现金流	-1,068	-930	-909	-829	-828
资本支出	-1,061	-439	-911	-832	-830
投资变动	-15	-499	2	2	2
其他	8	8	0	0	0
筹资活动现金流	976	417	21	-293	-995
银行借款	1,360	2,032	230	-97	-787
债券融资	-320	-1,470	-125	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-64	-144	-84	-196	-207
现金净增加额	468	-490	236	-55	62
期初现金余额	393	940	464	700	645
期末现金余额	861	450	700	645	707

主要财务比率

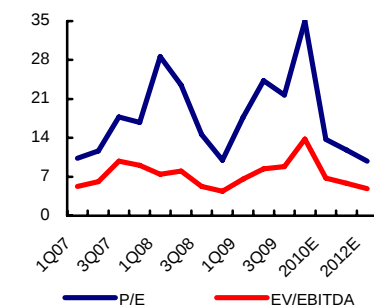
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	26.5%	3.6%	27.2%	10.1%	3.1%
营业利润	-12.5%	-17.2%	103.4%	16.5%	21.7%
归属于母公司净利润	-15.0%	-16.3%	103.3%	15.7%	21.0%
获利能力					
毛利率	12.1%	9.8%	11.6%	11.8%	13.2%
净利率	3.9%	3.1%	5.0%	5.3%	6.2%
ROE	12.5%	9.9%	17.2%	17.2%	17.8%
ROIC	16.9%	9.0%	14.5%	14.9%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	55.0%	55.3%	56.7%	53.5%	46.8%
净负债比率	8.1%	42.0%	35.9%	29.9%	7.8%
流动比率	0.90	0.97	0.98	1.06	1.19
速动比率	0.34	0.41	0.46	0.50	0.55
营运能力					
总资产周转率	1.83	1.44	1.60	1.55	1.52
应收账款周转率	187.05	224.39	121.67	91.25	121.67
存货周转率	7.17	6.15	6.29	6.29	6.43
每股指标 (元)					
每股收益	0.44	0.37	0.75	0.87	1.06
每股经营现金流	0.70	0.03	1.40	1.33	2.34
每股净资产	3.55	3.76	4.37	5.07	5.92
估值比率					
P/E	10.0	35.1	13.7	11.9	9.8
P/B	1.2	3.5	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.4	13.8	6.8	5.9	4.8

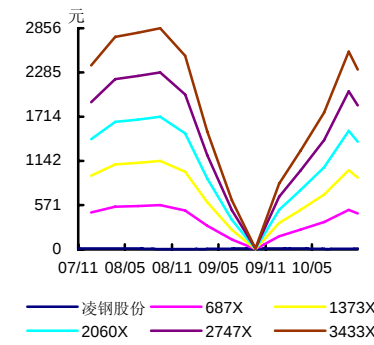
资本支出与经营活动现金流



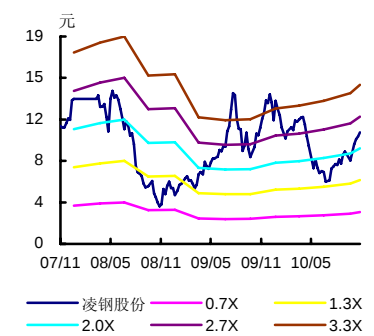
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发钢铁行业研究小组

冯刚勇，分析师，中国科学技术大学 MBA，具备多年大型钢厂生产、技术管理经验，2008 年进入广发证券发展研究中心。

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，7 年钢铁企业工作经历，曾在钢材经销、原料贸易、期货交易、咨询服务等岗位担任管理职务，2 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。