

钢铁行业

凌钢股份 (600231)

公司研究报告

评级: 买入 (维持)

首次评级 买入

收盘价 (元) 10.48

目标价 (元) 13.5

市场数据

52 周最高/最低 (元)

市净率 4.62

总股本 (百万) 804

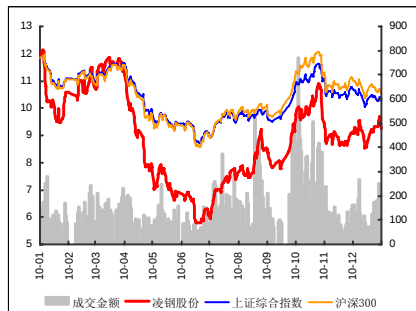
流通 A 股 (百万) 804

流通 B 股/H 股 (百万) -/-

总市值 (百万元)

流通 A 股市值 (百万元)

相对股价表现



相关研究

《凌钢股份: 长材类上市公司中的翘楚》

钢铁有色研究小组

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

分项计算凌钢合理市值

事件:

凌钢股份公布2010年年度报告, 2010年实现营业收入128.57亿元, 同比增长35.23%, 归属于上市公司股东的净利润5.96亿元, 同比增长99.91%。实现每股收益0.74元。2010年度利润分配预案为每10股派0.40元(含税)。

点评:

1、公司10年盈利略低于我们预期。营业收入同比大幅增长的原因在于公司10年钢材产量和价格均得到大幅提高, 全年完成钢材产量340万吨, 同比增长近13%, 吨钢平均售价同比上涨20%。产品结构上看, 公司以建筑钢材为主, 建材营业收入占比68%以上, 但全年毛利率高达10.5%, 远高于长材类可比公司, 公司费用控制良好, 销售净利率达4.64%。

公司2010年铁精粉产量87.3万吨, 同比降低5.16%, 低于我们预期。但由于铁精粉价格同比大幅上涨, 包钢铁矿实现营业收入9.15亿元, 同比增长53.14%; 实现净利润1.9亿元, 同比增长272.68%。

在产品优势并不明显的情况下, 公司的优异业绩得益于公司的两大核心竞争力: (1) **禀赋**: 优越的铁矿石资源; (2) **经营能力**: 区域内优秀的定价和销售能力。公司包钢铁矿下辖三个矿区, 分别为边家沟、黑山、铁蛋山, 矿石品位为30.78%, 但所产铁矿石品位高达69%以上, 居全国首位, 公司所产铁矿全部供给凌钢股份使用。公司钢材品质优秀, 在当地议价能力较强, 下游客户稳定。公司成本优势明显, 吨钢折旧、吨钢财务费用、吨钢销售费用等均居钢铁上市公司较低水平。

2、**分项计算凌钢合理市值**: 铁精粉业务实现利润1.95亿元, 公司净利润为5.96亿元, 即凌钢股份冶炼部分贡献业绩4.01亿元。A股目前唯一纯铁矿石业务公司为金岭矿业(暂不考虑资产置换尚未完成的攀钢钢钒), 其产能相对稳定, 适合作为可比公司。目前金岭矿业按10年业绩计算市盈率约为30倍, 按此估值水平计算, 凌钢股份矿石部分的合理市值为58.5亿元; 目前钢铁全行业加权平均市盈率为21(按10年业绩), 由于其中含部分矿石业绩且全行业业绩较差, 保守起见, 我们取13倍市盈率估值, 得出凌钢股份冶炼环节的合理市值为52亿元, 矿石业务和冶炼环节的合计合理市值近111亿元, 对应股价为13.7元。

3、**未来公司的业绩增长点在于**: (1) 包钢铁矿边家沟矿区正在建设之中, 预计2011年开始投产, 原矿产能达70万吨/年, 黑山矿区原矿产能尚未完全释放, 铁蛋山副井工程由09年开始建设, 将提高原矿产能。公司铁精粉产能将逐渐扩大, 自给率将逐步提高。(2) 产品结构调整, 提高品种钢比重, 提高产品附加值和毛利率。

盈利预测、估值与投资建议：由于 10 年铁精粉产量低于我们预期，我们调整部分盈利预测假设，经调整后，预计 11、12 年每股收益为 0.88、1.08 元，对应市盈率分别为 12、9.7 倍，维持“买入”评级。

财务及估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入（万元）	9508.19	12857.74	14143.51	15275.00
增长率（%）	3.64%	35.23%	10.00%	8.00%
归属母公司股东净利润	298.26	596.26	706.38	872.08
增长率（%）	-16.29%	99.91%	18.47%	23.46%
每股收益 (EPS)	0.371	0.742	0.879	1.085
销售毛利率	9.81%	10.50%	11.80%	12.30%
销售净利率	3.14%	4.64%	4.99%	5.71%
净资产收益率 (ROE)	9.60%	16.04%	16.21%	16.93%
市盈率 (P/E)	28.22	14.12	11.92	9.65
市净率 (P/B)	2.71	2.26	1.93	1.63

风险提示：1、铁精粉产能扩张进度低于预期。2、下游需求大幅下滑。

表 1-1 公司矿产资源一览

	可采储量 (万吨)	设计原矿 (万吨)	品位	投产时间
边家沟	881	70	30.39%	尚未投产
黑山	1158	80	29.74%	09 年底投产
铁蛋山	2323	100	31.21%	07 年 10 月投产

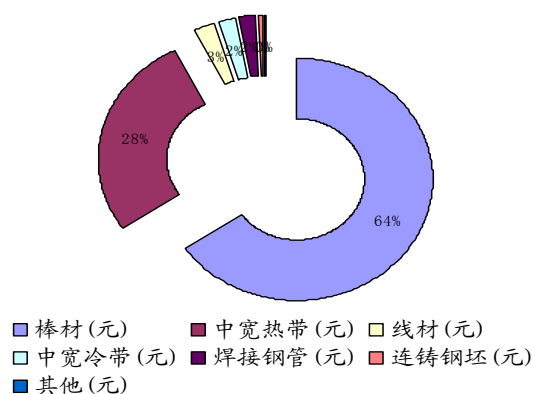
资料来源:公司公告, 德邦研究

表 1-2 主要长材类上市公司财务绩效对比

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE	销售毛利率%	销售净利率%
000709.SZ	河北钢铁	3.55	5.84	1.20
000717.SZ	韶钢松山	-0.95	4.37	-0.40
002110.SZ	三钢闽光	2.97	3.51	0.68
600102.SH	莱钢股份	0.66	4.42	0.14
600231.SH	凌钢股份	13.80	11.38	4.80
600581.SH	八一钢铁	15.50	9.40	2.68
600894.SH	广钢股份	1.81	2.60	0.23
601003.SH	柳钢股份	9.16	6.29	1.81

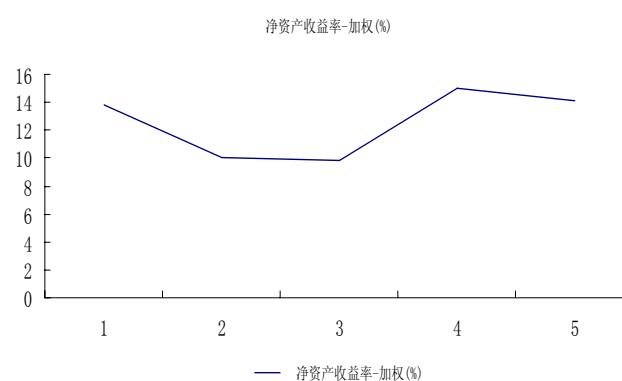
资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图 1-1 公司营收构成比例 (长材为主)



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图 1-2 公司历史 ROE 基本保持 10%以上



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	9174.60	9508.19	12857.74	14143.51	15275.00
减：营业成本	8061.90	8575.60	11507.20	12474.58	13396.18
营业税金及附加	51.30	28.18	29.72	32.69	35.31
营业费用	103.59	84.57	152.58	167.83	181.26
管理费用	314.79	310.58	365.06	401.56	433.69
财务费用	29.98	76.66	46.12	66.94	7.72
资产减值损失	156.42	51.72	59.78	59.78	59.78
加：投资收益	4.10	0.61	0.33	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	460.72	381.49	697.62	940.12	1161.06
加：其他非经营损益	-15.01	17.99	2.16	1.72	1.72
利润总额	445.71	399.48	699.78	941.84	1162.78
减：所得税	89.40	101.22	103.52	235.46	290.69
净利润	356.31	298.26	596.26	706.38	872.08
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	356.31	298.26	596.26	706.38	872.08
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	1031.84	412.99	631.67	141.44	877.36
应收和预付款项	704.50	1421.53	1222.55	1672.73	1447.51
存货	1376.01	1412.52	2222.85	1585.28	2504.19
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37.78	32.18	15.77	15.77	15.77
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2932.29	3217.02	3633.36	3052.97	2472.58
无形资产和开发支出	250.84	241.93	240.59	213.31	186.03
其他非流动资产	7.48	12.21	40.48	40.48	40.48
资产总计	6340.74	6750.38	8007.28	6721.97	7543.92
短期借款	1150.00	1521.64	2126.22	503.47	0.00
应付和预收款项	2188.69	1786.49	1846.24	1542.69	2076.74
长期借款	1.00	211.00	101.00	101.00	101.00
其他负债	150.12	125.00	215.91	215.91	215.91
负债合计	3489.81	3644.13	4289.36	2363.06	2393.65
股本	804.00	804.00	804.00	804.00	804.00
资本公积	-0.35	3.20	66.70	66.70	66.70
留存收益	2047.28	2299.05	2847.22	3488.21	4279.57
归属母公司股东权益	2850.93	3106.25	3717.92	4358.91	5150.27
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

股东权益合计	2850.93	3106.25	3717.92	4358.91	5150.27
负债和股东权益合计	6340.74	6750.38	8007.28	6721.97	7543.92
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	563.96	99.80	557.43	1263.55	1326.55
投资性现金净流量	-1067.70	-930.17	-810.11	1.29	1.29
筹资性现金净流量	977.00	417.16	463.21	-1755.07	-591.91
现金流量净额	472.41	-413.20	212.66	-490.24	735.93
财务分析与估值指标					
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收益率					
毛利率	12.13%	9.81%	10.50%	11.80%	12.30%
三费/销售收入	4.89%	4.96%	4.38%	4.50%	4.08%
EBIT/销售收入	5.14%	4.20%	5.83%	7.13%	7.66%
EBITDA/销售收入	7.48%	7.77%	8.58%	11.01%	11.25%
销售净利率	3.88%	3.14%	4.64%	4.99%	5.71%
资产获利率					
ROE	12.50%	9.60%	16.04%	16.21%	16.93%
ROA	7.43%	5.92%	9.36%	15.01%	15.52%
ROIC	13.70%	9.32%	14.02%	13.98%	17.81%
增长率					
销售收入增长率	26.48%	3.64%	35.23%	10.00%	8.00%
EBIT 增长率	-11.03%	-15.24%	87.67%	34.55%	16.03%
EBITDA 增长率	-1.37%	7.67%	49.33%	41.08%	10.39%
净利润增长率	-14.96%	-16.29%	99.91%	18.47%	23.46%
总资产增长率	78.48%	6.46%	18.62%	-16.05%	12.23%
股东权益增长率	-3.48%	8.96%	19.69%	17.24%	18.15%
经营营运资本增长率	-102.30%	3236.48%	41.52%	7.98%	9.79%
资本结构					
资产负债率	55.04%	53.98%	53.57%	35.15%	31.73%
投资资本/总资产	48.17%	66.79%	67.46%	73.24%	59.47%
带息债务/总负债	32.98%	47.55%	51.92%	25.58%	4.22%
流动比率	0.93	0.98	1.00	1.58	2.21
速动比率	0.52	0.55	0.45	0.84	1.06
股利支付率	4.85%	13.48%	9.44%	9.26%	9.26%
收益留存率	95.15%	86.52%	90.56%	90.74%	90.74%
资产管理效率					
总资产周转率	1.45	1.41	1.61	2.10	2.02
固定资产周转率	4.75	3.12	3.66	4.63	6.18
应收账款周转率	49.85	10.44	13.86	17.02	14.29
存货周转率	5.86	6.07	5.18	7.87	5.35

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。