

矿石业务减产 业绩略低于预期

事件

凌钢股份公布 2011 年半年报，今年 1—6 月份公司实现营业收入 76.2 亿元、比去年同期增长 38.30%，营业利润为 3.49 亿元、比去年同期减少 3.44%，利润总额为 3.49 亿元、比去年同期减少 5.09%，归属于上市公司股东的净利润为 2.62 亿元、比去年同期减少 4.22%，扣非的归属于上市公司股东的净利润为 2.62 亿元、比去年同期减少 2.54%，摊薄后每股收益 0.33 元。

研究结论

- **公司业绩略低于预期。**2011 年 1—6 月份摊薄后每股收益 0.33 元，略低于我们之前 0.39 的预测。主要原因在于公司在钢材销售量和销售收入都达到公司计划的同时，原材料价格的高涨挤压了公司钢铁产品盈利；同时，铁矿石业务有所减产，未形成公司业绩的增长支撑点。
- **原材料成本挤压利润。**公司 2011 年 1—6 月份营业收入比去年同期增加 38.30%，但是营业成本增加 43.55%。原材料特别是铁矿石价格的居高不下是公司出现营业收入大增而利润不增反降的主要原因。
- **铁矿石业务对公司贡献有限。**公司全资凌钢股份北票保国铁矿有限公司今年 1—6 月完成铁精矿 40 万吨，同比下降 21%。虽然营业收入和净利润分别实现了 9.67%和 4.39%的增长，但是在今年上半年铁矿石高位运行，原材料挤压钢铁行业利润的大环境下，铁矿石减产导致铁矿石利润同比去年只是略有增加，没有对公司业绩增长形成明显驱动。
- **预计下半年盈利将明显改善。**受保障房和水利投资需求驱动，预计下半年国内长材需求将环比改善，公司长材为主的产品将明显受益；从历史季节性看，公司一季度是产量和盈利的低点，下半年的盈利明显好于上半年。
- **费用比率下降明显。**公司三费比率从去年的 5.17%下降到 3.87%，主要是因为公司财务费用下降明显。公司在当期的现金流充沛，产生的利息收入超过利息支出，致使财务费用大幅度下降。在利率高企，钢铁行业普遍受困于资金短缺之时，公司管理能力将利于公司以较低的财务成本度过钢铁行业的冬天。
- **投资建议：**基于上半年略低于预期的公司基本面，我们将 2011 年每股收益预测小幅下调至 0.84 元，预计 2012 年、2013 年每股收益分别为 1.09 元、1.15 元，目前股价下对应 2011 年 P/E 为 10.1 倍，维持公司买入投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

董亮

8621-63325888 × 8514

dongliang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 1 日) 8.47 元

目标价格 12.70 元

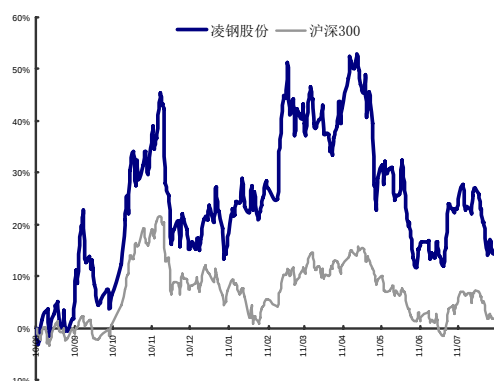
总股本/A 股 (万股) 80400

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告发布日期 2011 年 8 月 2 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	12858	15775	17037	20666	
同比(%)	35%	23%	8%	21%	
归属母公司净利润	596	676	879	921	
同比(%)	100%	13%	30%	23%	
毛利率(%)	11%	11%	12%	12%	
ROE(%)	16%	16%	17%	18%	
每股收益(元)	0.74	0.84	1.09	1.15	
P/E (倍)	11.4	10.1	7.8	7.4	
P/B (倍)	1.9	1.6	1.4	1.1	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：凌钢股份季度经营情况

		2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	YOY	QOQ
营业收入	百万元	3378	3985	3364	3200	4419	30.8%	38.1%
营业成本	百万元	2902	3593	3093	2949	3972	36.9%	34.7%
销售费用	百万元	30	47	43	41	44	47.6%	7.0%
管理费用	百万元	102	87	94	110	118	16.1%	7.7%
财务费用	百万元	18	12	-5	0	-19	-203.0%	4543.3%
减值损失	百万元	30.3	-21.8	53	4	21	-30.4%	486.8%
营业利润	百万元	286	253	83	88	261	-8.8%	195.5%
利润总额	百万元	296	249	83	89	261	-11.9%	194.2%
净利润	百万元	222	182	141	71	192	-13.7%	170.9%
EPS	(元)	0.28	0.23	0.17	0.09	0.24	-14.3%	166.7%
销售毛利率	(%)	14.09	9.84	8.04	7.85	10.12	-28.2%	28.9%
粗钢产量	(万吨)	85	91.4	89.8	82.4	91.6	7.8%	11.2%
吨钢成本	(元/吨)	3415	3930	3446	3579	4336	27.0%	21.2%
吨钢售价	(元/吨)	3975	4358	3748	3884	4824	21.4%	24.2%
吨钢毛利	(元/吨)	560	429	301	305	488	-12.9%	60.1%
吨钢费用	(元/吨)	176	160	148	183	157	-10.6%	-14.1%
吨钢利润	(元/吨)	336	277	93	108	285	-15.3%	164.7%

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2010E	2011E	2012E	2013E
现金	4051	4087	4384	5302
应收票据	605	789	852	1033
应收账款	891	946	1022	1240
预付账款	37	158	170	207
存货	267	423	451	544
非流动资产	2223	1692	1803	2175
长期投资	4009	5661	5923	5979
固定资产	16	16	16	16
在建工程	3508	4732	5111	6200
无形资产	125	237	256	310
资产合计	241	631	511	620
	8059	9748	10306	10395
应付项目				
付息负债	1725	2821	3005	3625
短期借款	2437	2694	2276	2244
长期付息负债	2126	2471	2012	1974
其他负债	311	223	264	270
负债合计	179	2	3	3
所有者权益	4341	5517	5284	5270
实收资本	3623	4231	5022	5125
资本公积	804	804	804	804
留存收益	67	67	67	67
少数股东权益	2753	3361	4151	4254
负债和权益合计	0	0	0	0
	7965	9748	10306	10395
经营活动现金流				
净利润	714	2319	1276	1331
折旧摊销	596	676	879	921
营运资金变动	354	347	371	449
投资活动现金流	-236	1297	27	100
资本支出	-812	-1999	-632	-686
长期投资	-769	-2073	-648	-1701
筹资活动现金流	17	1	1	1
短期借款	239	-137	-581	-574
长期借款	605	345	-460	-441
普通股增加	-18	-89	42	44
资本公积	0	0	0	0
其他	63	0	0	0
现金净增加额	-411	-394	-163	-177

	2010A	2011E	2012E	2013E
	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	12858	15775	17037	20666
营业总成本	12160	14869	15870	15971
营业成本	11507	14103	15027	18124
销售费用	153	160	173	210
管理费用	365	445	480	583
财务费用	46	39	82	90
其他经营收益	0	1	1	1
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	698	906	1168	1224
营业外收入减支出	2	-5	3	4
利润总额	700	901	1171	1228
减：所得税	104	225	293	307
净利润	596	676	879	921
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	596	676	879	921
成长能力				
营业收入同比	35%	23%	8%	21%
EBITA 同比	64%	26%	32%	19%
归属母公司净利润同比	100%	13%	30%	23%
利润水平				
销售毛利率	11%	11%	12%	12%
销售净利率	5%	4%	5%	5%
整体绩效				
ROE	16%	16%	17%	18%
ROIC	10%	11%	13%	14%
运营效率				
应收账款周转率	259.4	162.3	103.8	109.6
存货周转率	7.1	8.1	9.7	10.4
偿债能力				
流动比率	1.0	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITA / I	15.0	24.3	15.2	14.6
资产负债率	54%	57%	51%	51%
每股指标				
EPS	0.74	0.84	1.09	1.15
每股净资产	4.51	5.26	6.25	6.37
P/E	11.4	10.1	7.8	7.4

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn