



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月23日

钢铁

研究部

罗炜¹

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

丁玥

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511080001

dingyue@cicc.com.cn

中性

鞍钢股份(000898.SH)

上半年业绩符合预期

主要财务信息

(单位: 百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入	79,616	70,126	92,431	105,194	110,258
(+/-, %)	22%	-12%	32%	14%	5%
息税折旧前利润	9,236	8,087	10,543	8,916	10,482
(+/-, %)	-38%	-12%	30%	-15%	18%
净利润	2,981	727	2,039	499	1,496
(+/-, %)	-60%	-76%	180%	-76%	200%
摊薄每股盈利(元)	0.41	0.10	0.28	0.07	0.21
(+/-, %)	-60%	-76%	180%	-76%	200%
净资产收益率(%)	5.6%	1.4%	3.8%	0.9%	2.7%
市盈率	13.4	54.9	19.6	80.0	26.7
市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

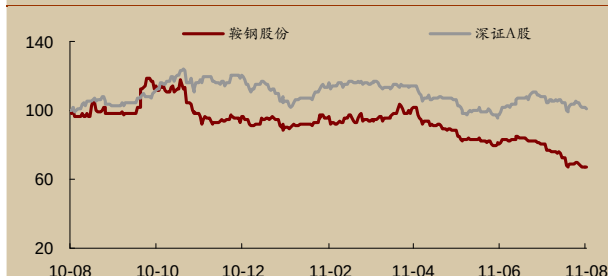
股票信息

	A股	H股
股票代码	000898.CH	347.HK
当前股价(元)	人民币5.52	港币6.29
目标价格		港币7.3
日成交量(百万股)	6.79	14.33
52周最高价/最低价	人民币10.69/5.38	港币14/5.97
总市值(百万元)	39,546	48,198
发行股数(百万股)	7,235	7,235
其中:流通股(百万股)	1,808	1,086
主要股东(持股比例)	鞍山钢铁集团公司(67.29%)	

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[000898.SZ]	-3.16	-16.36	-20.93	-26.89
[深证A股]	-2.17	-5.92	-1.24	-12.08

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2011年上半年业绩符合预期:

鞍钢股份公布了2011年上半年业绩, 公司实现营业收入463亿元, 同比增长5%; 净利润为2.2亿元, 每股收益为0.03元, 同比下滑92%, 完全符合公司7月9日公布的业绩预告。

评论:

- 产量小幅下降, 出口稳定。**公司上半年生铁、粗钢和钢材的产量分别为1035、1002和967万吨, 同比小幅下降。其中, 鲢鱼圈铁、粗钢和钢材的产量分别为319、312和287万吨, 同比小幅下降。上半年出口结算量84万吨, 比上年同期增加3万吨。
- 盈利同比下滑, 矿石成本上涨。**公司钢铁产品毛利率7.8%, 下滑7.85个百分点, 吨毛利360元/吨, 勉强覆盖费用和税收, 总体盈亏平衡。盈利同比大幅下滑主要因为1H2010矿石成本因滞后半年处于低位。2H2010和1H2011中国进口矿平均到岸价分别为973和1053元/吨, 1H2011鞍钢集团供矿的关联交易价格为922元/吨。预计今年下半年集团供矿的关联交易价格较上半年高约80元/吨。
- 三季度均价下滑, 预计将陷入亏损。**公司七月份下调冷热轧价格100元/吨, 八月份下调中厚板价格230元/吨, 九月上调冷热轧价格100-120元/吨。总体来看, 不同品种的三季度均价较二季度下滑100-200元/吨, 综合考虑吨钢铁矿石成本上升约130元/吨, 进口焦煤成本略有下降, 预计三季度公司将陷入亏损, 四季度环比回升。

估值与建议:

下调2011和2012年的盈利预测至0.07和0.21元/股。由于目前处于盈亏平衡, PE较高, 以PB作为估值参考较为合理。A股股价对应2011/2012年PB均为0.7x。H股股价对应2011/2012年PB分别为0.7x和0.6x。

股价对行业和公司的悲观预期已经反应较为充分, 下跌风险有限。鞍钢-A的估值已接近08年10月的底部估值(0.7xPB)。鞍钢-H跌至历史较低水平(0.7xPB), 但距离08年10月的绝对底部估值(0.33xPB)尚有距离。维持“中性”评级, 将H股目标价下调至7.3港币, 对应0.8xPB。

图表 1: 2011 年上半年财务分析

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H11	1H10	YoY
营业收入	21673	22367	23897	24494	22595	23739	6.1%	5.1%	46,334	44,040	5.2%
营业成本	18736	18446	22347	23165	20920	21803	18.2%	4.2%	42,723	37,182	14.9%
主营业务税金及附加	74	58	73	80	11	57	-1.7%	418.2%	68	132	-48.5%
主营业务利润	2863	3863	1477	1249	1664	1879	-51.4%	12.9%	3,543	6,726	-47.3%
营业费用	357	410	444	411	336	417	1.7%	24.1%	753	767	-1.8%
管理费用	750	927	798	966	784	789	-14.9%	0.6%	1,573	1,677	-6.2%
财务费用	288	281	302	378	413	404	43.8%	-2.2%	817	569	43.6%
资产减值	124	261	347	566	214	367	40.6%	71.5%	581	385	50.9%
投资收益	117	137	60	97	122	109	-20.4%	-10.7%	231	254	-9.1%
营业利润	1461	2121	(354)	(975)	39	11	-99.5%	-71.8%	50	3,582	-98.6%
经常性业务营业利润	1344	1984	(414)	(1072)	(83)	(98)	-104.9%	18.1%	-181	3,328	-105.4%
营业外收入	44	(17)	22	93	13	93	-647.1%	615.4%	106	27	292.6%
营业外支出	1	17	8	11	4	19	11.8%	375.0%	23	18	27.8%
利润总额	1504	2087	(340)	(893)	48	85	-95.9%	77.1%	133	3,591	-96.3%
所得税	352	480	(111)	(313)	1	(12)	-102.5%	-1300.0%	-11	832	-101.3%
少数股东损益	4	5	(51)	(47)	(24)	(52)	-1140.0%	116.7%	-76	9	-944.4%
净利润	1148	1602	(178)	(533)	71	149	-90.7%	109.9%	220	2,750	-92.0%
全面摊薄每股收益	0.159	0.221	(0.025)	(0.074)	0.010	0.021	-90.7%	109.9%	0.030	0.380	-92.0%
毛利率	13.6%	17.5%	6.5%	5.4%	7.4%	8.2%	-9.4ppt	0.7ppt	7.8%	15.6%	-7.8ppt
营业费用率	1.6%	1.8%	1.9%	1.7%	1.5%	1.8%	-0.1ppt	0.3ppt	1.6%	1.7%	-0.1ppt
管理费用率	3.5%	4.1%	3.3%	3.9%	3.5%	3.3%	-0.8ppt	-0.1ppt	3.4%	3.8%	-0.4ppt
营业利润率	6.7%	9.5%	-1.5%	-4.0%	0.2%	0.0%	-9.4ppt	-0.1ppt	0.1%	8.1%	-8ppt
净利润率	5.3%	7.2%	-0.7%	-2.2%	0.3%	0.6%	-6.5ppt	0.3ppt	0.5%	6.2%	-5.8ppt
有效税率	23.4%	23.0%	32.6%	35.1%	2.1%	-14.1%	-37.1ppt	-16.2ppt	-8.3%	23.2%	-31.4ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 收入与成本分析

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	本期毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减(%)	营业成本比上年 同期增减(%)	营业利润率比上年 同期增减(%)
热轧产品	13,552	12,568	7.26	12.19	21.52	-7.13
冷轧产品	19,111	16,700	12.62	0.58	15.87	-11.53
中厚板	7,658	7,378	3.66	0.64	0.34	0.3

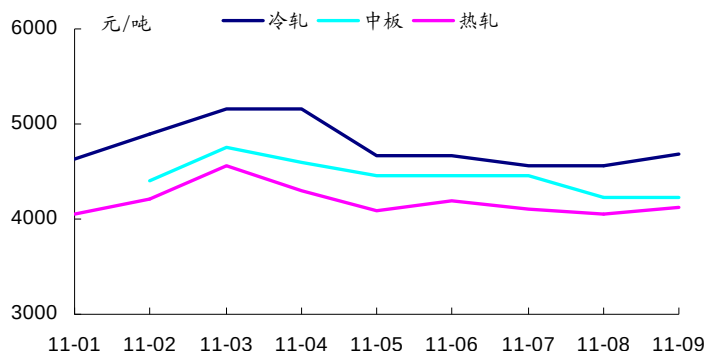
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整

单位: 百万元	2011E			2012E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
营业收入	105,194	105,194	0.0%	120,758	110,258	-8.7%
主营利润	12,268	8,938	-27.1%	14,640	10,395	-29.0%
EPS (元)	0.45	0.07	-84.6%	0.62	0.21	-66.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 出厂价



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 历史与预测的财务指标

(单位: 人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
损益表					
营业收入	79,616	70,126	92,431	105,194	110,258
营业成本	66,611	63,712	82,694	95,932	99,522
营业毛利	12,057	6,231	9,452	8,938	10,395
营业利润	5,878	1,286	3,140	989	2,235
利润总额	3,832	843	2,358	649	1,895
净利润	2,981	727	2,039	499	1,496
现金流量表					
经营活动现金流	11,938	4,549	9,026	2,160	8,993
投资活动现金流	(15,554)	(5,213)	(4,750)	(5,000)	(5,000)
融资活动现金流	(1,143)	(68)	(2,867)	5,268	4,967
现金及现金等价物净增加额	(4,759)	(732)	1,409	2,429	8,961
资产负债表					
流动资产	19,973	24,297	30,944	39,717	50,604
长期投资	2,262	1,629	1,986	1,986	1,986
固定资产	62,041	66,727	63,591	61,856	59,703
无形资产及其它资产	6,806	7,222	7,146	7,146	7,146
流动负债	21,323	35,487	36,400	41,118	46,935
长期负债	17,753	11,702	13,369	15,369	17,369
股东权益	53,108	52,432	54,068	54,367	55,265
财务指标					
主营业务毛利率	16%	9%	11%	9%	10%
净利润率	4%	1%	2%	0%	1%
息税折旧摊销前利润率	12%	12%	11%	8%	10%
净资产收益率	6%	1%	4%	1%	3%
净债务/股东权益	44%	59%	48%	56%	52%
资产负债率	42%	47%	47%	50%	53%
流动比率	0.9	0.7	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.7
应收帐款周转期 (天)	25	23	22	25	30
存货周转期 (天)	52	60	53	60	69
利息保障倍数	13	9	8	6	7

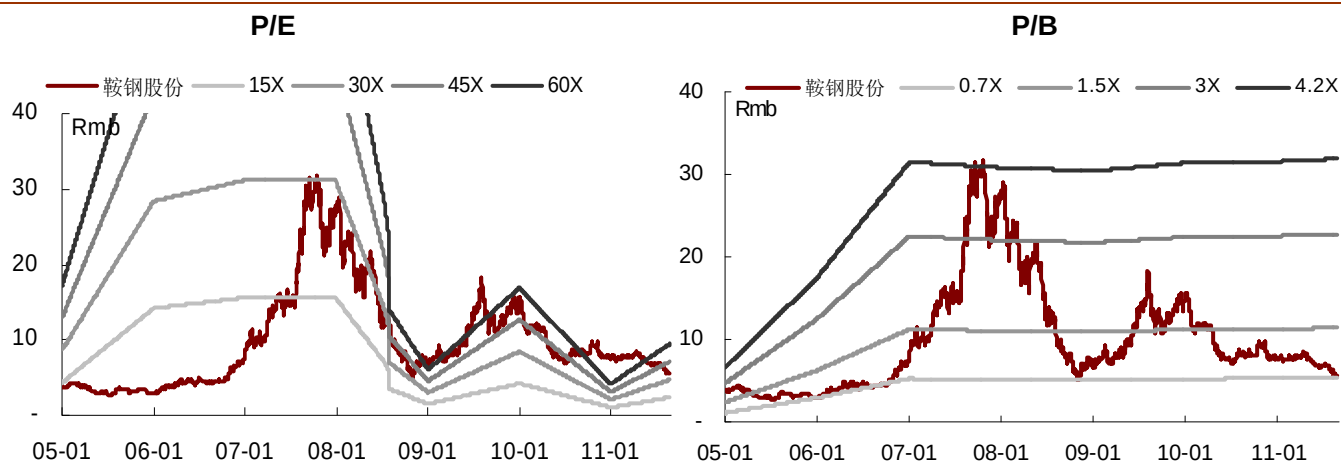
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率		市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			11-8-22	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600019.SH	宝钢股份	CNY	5.2	6.7	6.2	5.6	0.9	0.8	0.7	4.4	4.8	4.8
600005.SH	武钢股份	CNY	3.5	16.1	15.8	10.6	1.0	0.9	0.9	7.6	6.8	5.9
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	5.5	19.6	80.0	26.7	0.7	0.7	0.7	7.0	8.3	7.1
600808.SH	马钢股份	CNY	3.0	20.9	35.0	20.1	0.8	0.8	0.8	5.3	5.6	5.4
000825.SZ	太钢不锈	CNY	4.5	21.6	15.0	14.0	1.2	1.1	1.1	8.4	7.4	6.7
600231.SH	凌钢股份	CNY	8.2	11.0	10.1	8.2	1.8	1.5	1.3	7.3	6.3	5.4
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	5.6	24.4	13.3	10.8	2.1	1.9	1.7	10.9	7.5	6.4
600581.SH	八一钢铁	CNY	12.8	18.7	11.5	10.0	2.9	2.3	1.9	10.2	7.8	7.2
600117.SH	西宁特钢	CNY	10.0	31.9	17.4	15.4	2.9	2.6	2.3	9.7	9.5	9.4
000778.SZ	新兴铸管	CNY	9.1	12.9	10.5	9.4	1.7	1.5	1.3	10.1	6.9	5.9
中金覆盖A股平均值				18.4	21.5	13.1	1.6	1.4	1.3	8.1	7.1	6.4
中金覆盖A股中位数				19.1	14.2	10.7	1.4	1.3	1.2	8.0	7.1	6.2
600022.SH	济南钢铁	CNY	4.9	n.a	42.8	31.3	2.1	1.9	2.1	12.2	n.a	n.a
600102.SH	莱钢股份	CNY	12.8	95.4	21.1	18.9	2.0	n.a	n.a	7.9	n.a	n.a
600282.SH	南钢股份	CNY	4.0	16.7	13.5	10.1	1.5	1.4	1.2	9.6	8.7	7.4
002110.SZ	三钢闽光	CNY	8.2	39.7	17.5	11.3	1.6	1.5	1.3	8.7	n.a	n.a
000629.SZ	攀钢钒钛	CNY	9.8	51.3	24.6	12.3	3.5	3.2	2.8	17.3	14.4	10.6
000708.SZ	大冶特钢	CNY	13.4	10.7	9.5	8.6	2.4	2.0	1.7	8.1	6.7	6.2
000717.SZ	韶钢松山	CNY	3.9	313.6	19.6	13.1	1.1	1.1	1.0	9.9	n.a	n.a
000761.SZ	本钢板材	CNY	5.6	18.8	14.2	10.8	1.2	1.1	1.0	8.4	n.a	n.a
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	3.4	n.a	24.3	12.9	0.7	0.7	0.7	24.8	n.a	n.a
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.4	37.5	15.0	11.1	1.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
600010.SH	包钢股份	CNY	6.4	213.3	39.5	31.4	3.3	2.9	2.7	14.4	n.a	n.a
600126.SH	杭钢股份	CNY	4.9	11.6	10.7	10.2	1.2	1.1	1.0	6.4	n.a	n.a
600782.SH	新钢股份	CNY	6.4	24.6	17.0	11.7	1.0	1.0	0.9	7.9	n.a	n.a
600894.SH	广钢股份	CNY	7.5	n.a	n.a	39.7	11.8	n.a	7.3	37.9	n.a	29.1
601003.SH	柳钢股份	CNY	4.5	18.2	15.2	12.1	2.2	2.0	1.7	9.9	n.a	n.a
601005.SH	重庆钢铁	CNY	3.6	625.1	22.3	17.9	1.1	1.1	1.0	16.0	n.a	n.a
A股市场平均值				72.2	20.9	15.2	2.1	1.5	1.6	11.2	7.7	8.4
A股市场中位数				20.9	15.8	11.9	1.6	1.4	1.2	9.6	7.4	6.6
347 HK	鞍钢股份	HKD	6.29	19.2	75.7	23.7	0.7	0.7	0.6	6.0	6.9	5.5
323 HK	马钢股份	HKD	2.78	16.7	27.0	14.6	0.7	0.6	0.6	6.4	6.8	6.5
中金覆盖H股平均值				17.9	51.4	19.2	0.7	0.7	0.6	6.2	6.8	6.0
中金覆盖H股中位数				17.9	51.4	19.2	0.7	0.7	0.6	6.2	6.8	6.0
1053 HK	重庆钢铁	HKD	1.37	204.0	110.0	14.3	0.5	0.5	0.5	13.8	11.7	8.2
656 HK	复星国际	HKD	5.25	9.2	13.3	14.4	1.3	1.3	1.3	6.1	5.5	5.4
581 HK	东方集团	HKD	2.94	9.5	6.7	6.6	1.2	1.1	1.0	4.7	5.8	3.7
697 HK	首长国际	HKD	0.55	9.1	6.1	4.2	0.5	0.4	0.4	17.1	9.6	7.6
H股市场平均值				44.6	39.8	13.0	0.8	0.8	0.8	9.0	7.7	6.2
H股市场中位数				13.1	20.2	14.3	0.7	0.7	0.6	6.2	6.8	6.0
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	14.0	11.3	7.0	5.2	0.3	0.3	0.3	3.1	1.4	1.0
NUE US	纽柯钢铁	USD	31.5	75.0	11.6	8.5	1.4	1.3	1.2	5.7	2.1	1.0
X US E	美国钢铁	USD	26.4	n.a	15.0	6.0	1.0	0.9	0.8	n.a	2.7	1.0
5401 JP	新日铁	JPY	220.0	n.a	14.1	11.8	0.8	0.8	0.7	0.8	1.5	1.0
5411 JP	JFE控股	JPY	1,743.0	20.2	12.2	12.0	0.6	0.6	0.6	0.7	1.3	1.0
005490 KS	浦项钢铁	KRW	387,500.0	n.a	6.9	6.2	0.9	0.8	0.7	1.4	1.0	1.0
TATA IN	塔塔钢铁	INR	470.0	n.a	7.2	7.1	1.8	1.5	1.1	0.8	1.8	1.0
其他市场平均值				35.5	10.6	8.1	1.0	0.9	0.8	2.1	1.7	1.0
其他市场中位数				20.2	11.6	7.1	0.9	0.8	0.7	1.1	1.5	1.0
所有市场平均值				64.7	24.3	14.0	1.6	1.2	1.2	9.2	5.9	5.8
所有市场中位数				19.2	15.0	11.9	1.1	1.1	1.0	7.7	6.7	5.7

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED