

## 鞍钢股份 (000898.SZ)

## 钢铁行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

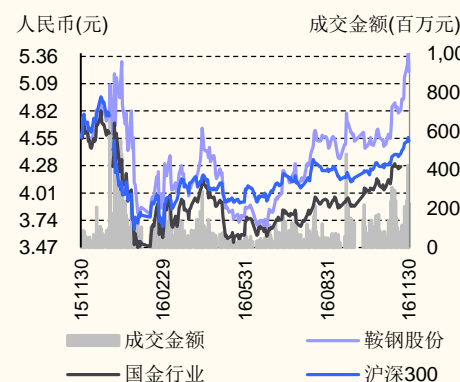
市场价格(人民币): 5.21元

## 龙头归来, 弹性显现, “买入”评级!

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	6,148.98
流通港股(百万股)	1,085.80
总市值(百万元)	37,693.35
年内股价最高最低(元)	5.39/3.68
沪深300指数	3538.00
深证成指	11012.19



## 相关报告

1. 《受益行业复苏和降本增效, 业绩明显大增-鞍钢股份业绩点评》, 2016.8.30

杨件 分析师 SAC 执业编号: S1130514080005  
(8621)60230236  
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130515080001  
(8621)60937020  
niwy@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.128	-0.635	0.246	0.398	0.514
每股净资产(元)	6.74	6.11	6.35	6.75	7.27
每股经营性现金流(元)	0.30	0.71	0.07	1.10	1.16
市盈率(倍)	47.95	-7.51	21.14	13.09	10.13
行业优化市盈率(倍)	36.17	40.29	35.24	35.24	35.24
净利润增长率(%)	20.52%	-594.94%	138.82%	61.47%	29.20%
净资产收益率(%)	1.90%	-10.39%	3.88%	5.89%	7.08%
总股本(百万股)	7,234.81	7,234.81	7,234.81	7,234.81	7,234.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

■ 近期, 建筑、家电等二线蓝筹板块表现强势, 钢铁板块同样有所表现不俗。年初以来, 申万钢铁指数涨幅-6.63%, 跑赢上证 1.54%, 6月底以来涨幅则达到 25.19%。公司作为板块龙头股之一, 累计涨幅已达 43%左右。

## 评论

- **龙头归来, 弹性显现。**鞍钢作为国内老牌钢铁企业, 在上一波钢铁大周期中表现可圈可点, 沉寂多年后, 再次呈现爆发势头。2016年以来, 公司业绩持续表现亮眼——Q2、Q3 单季分别实现净利润 9.1 亿元、6.7 亿元, 全年预计实现 15 亿元净利润, 无论是单季还是全年, 盈利能力均回到 2010 年以来的最高水平, 在可比公司中的相对指标也仅次于宝钢。我们分析, 公司基本面改善, 一方面受益于行业整体回暖, 但更重要的是来自于公司自身管理层面触底回升。
- **行业复苏趋势明显。**钢铁行业盈利能力整体上与产能利用率密切相关。受益去产能(市场化淘汰+供给侧改革)以及下游行业景气回升, 2016 年钢铁供需关系显著改善(我们测算钢铁产能利用率回升 3-4 个百分点), 带来行业利润回升; 而中期来看, 我们基于供需分析, 预计 17、18 年钢铁产能利用率有望进一步回升, 因此我们判断鞍钢作为行业龙头之一, 将持续受益。
- **管理改善、凤凰涅槃。**2015 年公司巨亏后甩掉包袱轻装上涨。公司与 2015 年初主要领导更换(总经理、党委书记), 此后采取一系列管理改善措施, 效果明显。
  - **降本增效、内部挖潜。**今年以来, 公司通过内部挖潜、降本攻关, 提高降本创效水平。具体包括: 1) 成立系统降本推进小组, 通过系统理论建模找短板, 通过与先进企业对标找差距; 2) 创新采购模式, 优化品种结构, 降低采购成本。根据市场变化, 找准采购时点, 灵活定价, 实现最大化收益; 3) 创新营销模式, 提供个性化的订贷服务, 直供用户销售比例达到 73%; 4) 强化外汇风险管控, 上半年偿还到期美元借款 1.3 亿元, 并对 1.5 亿美元存量实施了汇率锁定。
  - **改善品种结构, 提升产品档次。**上半年公司加大研发力度, 在核电、海工、汽车等领域有所突破, 成功研发海洋核动力平台安全壳用钢、90mm 厚集装箱船用止裂钢、1500 毫米极限超薄宽幅低合金汽车钢等产品, 成功实现进口替代, 产品附加值更高, 盈利能力也更强。

- **行业整合的重要受益者。**宝武重组合并之后，钢铁产业进一步兼并重组是大势所趋。根据《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》要求，“十三五”期间将提升前 10 家企业产业集中度 25 个百分点以上，达到 60%，为此将推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，形成若干家世界级一流超大型钢铁企业集团。我们认为，公司作为区域内龙头，未来参与到区域内兼并重组中有其充分性和必要性：1) 东北钢企彼此间历史渊源较深，如历史上的鞍本集团挂牌、人事变动等；2) 东北地区钢企从产品、市场重合度高，整合效应大，比如鞍钢、本钢产品结构比较类似，客户也非常集中；3) 鞍钢作为央企，级别更高，极大的减轻了同级别整合带来的阻力。未来东北地区钢铁行业整合，鞍钢将发挥积极作用，也将显著受益。

#### **投资建议&盈利预测**

- 预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.25 元、0.40 元、0.51 元，对应 PE 分别为 21 倍、13 倍、10 倍。考虑到公司未来业绩持续向好且国企改革预期较强，而 PB 仅为 0.85 倍，存在较大估值修复空间，持续看好，维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>75,329</b>	<b>74,046</b>	<b>52,759</b>	<b>56,142</b>	<b>58,882</b>	<b>61,544</b>	货币资金	1,126	1,712	3,601	4,000	4,200	4,500
增长率		-1.7%	-28.7%	6.4%	4.9%	4.5%	应收款项	12,775	10,460	9,483	10,612	11,130	11,633
主营业务成本	-66,929	-65,490	-49,469	-48,215	-49,272	-51,008	存货	12,356	10,865	8,008	9,247	9,450	9,782
%销售收入	88.8%	88.4%	93.8%	85.9%	83.7%	82.9%	其他流动资产	3,042	3,587	2,503	2,417	2,470	2,556
毛利	8,400	8,556	3,290	7,927	9,610	10,536	流动资产	29,299	26,624	23,595	26,275	27,249	28,471
%销售收入	11.2%	11.6%	6.2%	14.1%	16.3%	17.1%	%总资产	31.6%	29.2%	26.6%	30.4%	32.4%	34.9%
营业税金及附加	-194	-213	-224	-253	-265	-277	长期投资	3,184	4,004	3,522	3,523	3,522	3,522
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	51,234	52,093	53,872	51,568	48,917	46,020
营业费用	-1,743	-2,218	-2,311	-2,470	-2,591	-2,708	%总资产	55.2%	57.1%	60.8%	59.6%	58.2%	56.4%
%销售收入	2.3%	3.0%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	无形资产	6,147	6,234	6,086	5,121	4,311	3,631
管理费用	-3,270	-1,850	-1,808	-1,937	-2,031	-2,123	非流动资产	63,566	64,667	65,001	60,214	56,752	53,174
%销售收入	4.3%	2.5%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	68.4%	70.8%	73.4%	69.6%	67.6%	65.1%
息税前利润 (EBIT)	3,193	4,275	-1,053	3,267	4,722	5,428	<b>资产总计</b>	<b>92,865</b>	<b>91,291</b>	<b>88,596</b>	<b>86,489</b>	<b>84,000</b>	<b>81,646</b>
%销售收入	4.2%	5.8%	n.a	5.8%	8.0%	8.8%	短期借款	10,512	16,373	20,906	23,039	17,237	10,553
财务费用	-1,218	-1,272	-1,346	-1,281	-1,305	-890	应付款项	21,365	13,871	14,730	15,919	16,356	16,966
%销售收入	1.6%	1.7%	2.6%	2.3%	2.2%	1.4%	其他流动负债	5,928	6,507	7,368	201	207	215
资产减值损失	-1,866	-2,111	-1,869	-32	-2	-2	流动负债	37,805	36,751	43,004	39,158	33,800	27,734
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0	长期贷款	3,044	1,371	962	962	962	963
投资收益	555	673	391	400	400	400	其他长期负债	4,926	4,003	34	0	0	0
%税前利润	76.2%	42.6%	-10.4%	16.9%	10.5%	8.1%	<b>负债</b>	<b>45,775</b>	<b>42,125</b>	<b>44,000</b>	<b>40,120</b>	<b>34,762</b>	<b>28,697</b>
营业利润	664	1,565	-3,873	2,354	3,816	4,937	<b>普通股股东权益</b>	<b>47,026</b>	<b>48,763</b>	<b>44,189</b>	<b>45,972</b>	<b>48,852</b>	<b>52,572</b>
%营业收入	0.9%	2.1%	n.a	4.2%	6.5%	8.0%	少数股东权益	64	403	407	397	387	377
营业外收支	64	14	110	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>92,865</b>	<b>91,291</b>	<b>88,596</b>	<b>86,489</b>	<b>84,000</b>	<b>81,646</b>
税前利润	728	1,579	-3,763	2,364	3,826	4,947	<b>比率分析</b>						
利润率	1.0%	2.1%	n.a	4.2%	6.5%	8.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	27	-655	-837	-591	-956	-1,237	<b>每股指标</b>						
所得税率	-3.7%	41.5%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.106	0.128	-0.635	0.246	0.398	0.514
净利润	755	924	-4,600	1,773	2,869	3,710	每股净资产	6.500	6.740	6.108	6.354	6.752	7.266
少数股东损益	-15	-4	-7	-10	-10	-10	每股经营现金净流	1.460	0.295	0.710	0.072	1.104	1.156
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>770</b>	<b>928</b>	<b>-4,593</b>	<b>1,783</b>	<b>2,879</b>	<b>3,720</b>	每股股利	0.060	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.0%	1.3%	n.a	3.2%	4.9%	6.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	1.64%	1.90%	-10.39%	3.88%	5.89%	7.08%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.83%	1.02%	-5.18%	2.06%	3.43%	4.56%
净利润	755	924	-4,600	1,773	2,869	3,710	投入资本收益率	5.12%	3.53%	-1.94%	3.48%	5.25%	6.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	4,454	3,957	3,985	4,606	4,473	4,389	主营业务收入增长率	-3.11%	-1.70%	-28.75%	6.41%	4.88%	4.52%
非经营收益	664	1,327	1,794	2,436	980	570	EBIT 增长率	N/A	33.89%	#####	#####	44.53%	14.95%
营运资金变动	4,690	-4,071	3,958	-8,291	-332	-306	净利润增长率	118.52%	20.52%	#####	138.82%	61.47%	29.20%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>10,563</b>	<b>2,137</b>	<b>5,137</b>	<b>524</b>	<b>7,990</b>	<b>8,363</b>	总资产增长率	-8.23%	-1.69%	-2.95%	-2.38%	-2.88%	-2.80%
资本开支	-2,920	-4,412	-3,803	-1,297	-999	-800	<b>资产管理能力</b>						
投资	290	-680	79	-1	0	0	应收账款周转天数	10.6	9.8	10.2	10.5	10.5	10.5
其他	40	667	996	400	400	400	存货周转天数	62.7	64.7	69.6	70.0	70.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,590</b>	<b>-4,425</b>	<b>-2,728</b>	<b>-898</b>	<b>-599</b>	<b>-400</b>	应付账款周转天数	57.7	65.9	52.0	52.0	52.0	52.0
股权募资	0	343	11	0	0	0	固定资产周转天数	220.2	227.4	352.9	313.5	280.6	250.1
债权募资	-8,512	4,167	1,262	2,133	-5,801	-6,683	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,458	-1,636	-1,793	-1,360	-1,390	-980	净负债/股东权益	34.83%	40.71%	40.95%	43.12%	28.42%	13.24%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-9,970</b>	<b>2,874</b>	<b>-520</b>	<b>773</b>	<b>-7,191</b>	<b>-7,663</b>	EBIT 利息保障倍数	2.6	3.4	-0.8	2.6	3.6	6.1
<b>现金净流量</b>	<b>-1,997</b>	<b>586</b>	<b>1,889</b>	<b>399</b>	<b>200</b>	<b>300</b>	资产负债率	49.29%	46.14%	49.66%	46.39%	41.38%	35.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-30	买入	4.57	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD