

凌钢股份 (600231)

中性/下调评级

股价: RMB7.06

分析师

赵湘鄂
SAC 执业证书编号:S1000511030004
(021)6849 8628
zhaoxiange@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陈雳
(021)5010 6003
chenliyjs@mail.htlhsc.com.cn

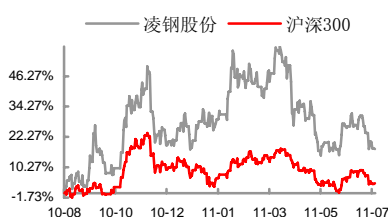
相关研究

- 凌钢股份 (600231) 101119: 资源优势突出 专精长材产品 (增持)
- 凌钢股份 (600231) 110228: 业绩高增长 完全符合预期 (增持)
- 凌钢股份 (600231) 110802: 优化产品结构 突出长材优势 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	804
流通 A 股 (百万股)	804
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,810

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

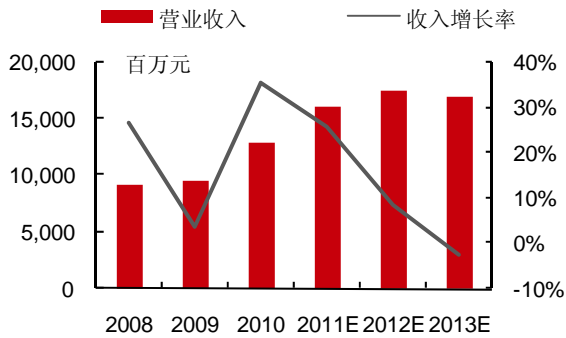
三季度业绩受长材由盛转衰拖累

- 2011年10月19日凌钢股份公布2011年三季报, 报告期基本每股收益0.17元, 较去年同期的0.23元同比下滑21.48%, 我们认为业绩表现低于预期, 分析如下:
- 公司三季度业绩下滑明显。公司三季度实现营业收入38.17亿元, 较去年同期39.85亿元同比下滑4.21%, 较二季度环比下降13.61%; 实现归属母公司的净利润为1.42亿元, 较去年同期1.82亿元同比下降21.48%, 较二季度环比下滑25.51%; 加权平均净资产收益率为3.54%, 较去年同期5.30%同比下降1.76个百分点; 实现基本每股收益0.17元, 较去年同期0.23元同比下滑21.48%, 较二季度环比下降29.17%。
- 受三季度业绩拖累, 公司1~9月份业绩同比下降幅度逾10%。公司1~9月份累计实现归属母公司的净利润为4.05亿元, 较去年同期4.56亿元同比下降11.11%; 1~9月份累计实现基本每股收益0.50元, 较去年同期0.57元同比下滑12.28%。
- 公司产品结构以建筑用钢为主, 7、8月份总体平稳, 但9月份随着钢价的快速回落, 对公司盈利影响显而易见。公司钢铁产能约350万吨, 其中长材产能约250万吨, 占比约70%, 是一家典型以长材为主的中小型钢铁企业, 而螺纹钢9月均价约为4828元/吨, 月环比下降143元/吨, 环比降幅2.88%; 线材月均价约为4978元/吨, 月环比下降108元/吨, 环比降幅2.12%; 同时, 据我们模型测算, 长材的毛利在7、8月份尚能维持在200元/吨左右的水平, 而到9月底随着对全球经济及需求前景悲观的市场情绪蔓延, 钢价开始大幅下挫, 致使长材也开始由盈转亏, 从而对公司三季度业绩产生直接影响。
- 将公司投资评级调整至“中性”。四季度即将进入长材消费淡季, 10月份以来长材价格更是连续下挫, 同时, 公司地处东北受季节性需求下滑影响较大, 结合当前钢铁行业严峻的形势, 四季度公司盈利压力有增无减, 故将公司2011-2013年EPS下调至0.6元、0.72元、0.77元, 对应PE分别为11.68、9.86、9.22倍。
- 风险提示: (1) 铁矿石价格变动风险; (2) 钢铁行业周期性及政策风险; (3) 市场系统性风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	12858	15931	17508	17079
(+/-%)	35	24	10	-2
归属母公司净利润(百万元)	596	486	575	615
(+/-%)	100	-18	18	7
EPS(元)	0.74	0.60	0.72	0.77
P/E(倍)	9.52	11.68	9.86	9.22

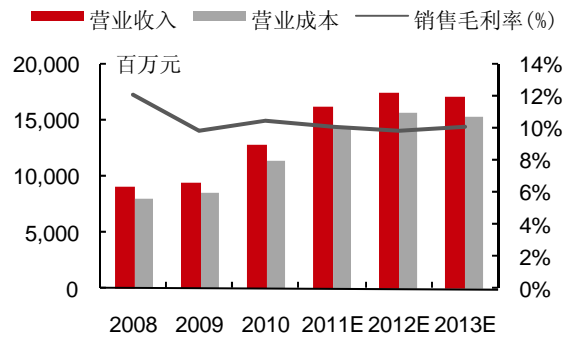
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1：公司主营业务收入变动情况



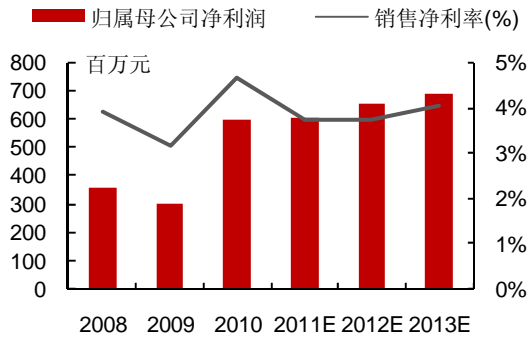
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：公司营业成本与毛利率情况



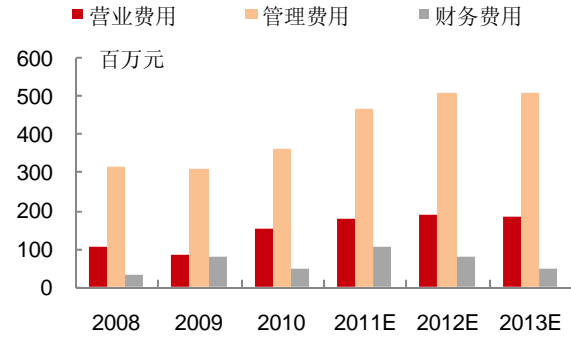
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3：归属母公司的净利润情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4：公司三项费用情况



资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

铁矿石价格变动风险

上市公司是钢铁板块少数含铁矿资源概念投资标的，公司价值随铁矿石价格预期的更改而明显波动。若铁矿石价格未来出现大起大落的波动，公司业绩将明显受到影响

钢铁行业周期性及政策风险

钢铁行业景气的周期性波动，钢材价格的波动仍是影响公司盈利的最大不确定性因素。同时，钢铁作为与宏观经济紧密相关的行业，国内产业政策内容及执行力度将影响我们对行业趋势判断的主要风险，如保障房建设、信贷政策、行业兼并重组、节能减排等。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4051	5347	5978	7047	营业收入	12858	15931	17508	17079
现金	605	1002	1205	2393	营业成本	11507	14454	15872	15439
应收账款	37	79	83	77	营业税金及附加	30	60	63	59
其他应收款	28	21	25	26	营业费用	153	175	191	186
预付账款	267	604	676	648	管理费用	365	460	512	509
存货	2223	2441	2738	2694	财务费用	46	107	83	54
其他流动资产	891	1202	1251	1210	资产减值损失	60	71	74	73
非流动资产	4009	3553	3119	2679	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	16	30	28	27	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	3508	3146	2750	2336	营业利润	698	606	714	762
无形资产	241	230	217	205	营业外收入	19	14	16	16
其他非流动	244	147	124	111	营业外支出	17	13	13	13
资产总计	8059	8900	9097	9726	利润总额	700	607	717	765
流动负债	4130	4519	4181	4244	所得税	104	121	141	150
短期借款	2126	2101	1482	1560	净利润	596	486	575	615
应付账款	1032	1094	1267	1264	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	972	1323	1433	1420	归属母公司净利	596	486	575	615
非流动负债	211	210	229	243	EBITDA	1097	1141	1232	1254
长期借款	101	112	124	135	EPS (元)	0.74	0.60	0.72	0.77
其他非流动	110	98	105	109					
负债合计	4341	4729	4410	4488					
少数股东权	0	0	0	0					
股本	804	804	804	804					
资本公积	67	67	67	67					
留存收益	2753	3301	3816	4368					
归属母公司	3718	4172	4687	5239					
负债和股东	8059	8900	9097	9726					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E
经营活动现	561	610	946	1207
净利润	596	486	575	615
折旧摊销	354	429	434	437
财务费用	46	107	83	54
投资损失	-0	-1	-1	-1
营运资金变	-590	-430	-143	103
其他经营现	155	21	-3	-2
投资活动现	-810	8	5	5
资本支出	509	0	0	0
长期投资	0	-4	-0	-1
其他投资现	-301	4	4	4
筹资活动现	463	-222	-747	-24
短期借款	605	-25	-620	78
长期借款	-110	11	11	11
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	63	0	0	0
其他筹资现	-95	-208	-139	-114
现金净增加	216	396	203	1187

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	35.2%	23.9%	9.9%	-2.4%
营业利润	82.9%	-13.1%	17.8%	6.7%
归属母公司净利	99.9%	-18.5%	18.4%	7.0%
获利能力				
毛利率(%)	10.5%	9.3%	9.3%	9.6%
净利率(%)	4.6%	3.7%	3.7%	4.6%
ROE(%)	16.0%	11.7%	12.3%	11.7%
ROIC(%)	11.9%	10.7%	12.7%	14.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.9%	53.1%	48.5%	46.1%
净负债比率(%)	53.84%	47.68	37.44	38.87
流动比率	0.98	1.18	1.43	1.66
速动比率	0.44	0.64	0.77	1.03
营运能力				
总资产周转率	1.73	1.88	1.95	1.81
应收账款周转率	244	260	203	201
应付账款周转率	12.81	13.59	13.44	12.20
每股指标(元)				
每股收益(最新)	0.74	0.60	0.72	0.77
每股经营现金流	0.70	0.76	1.18	1.50
每股净资产(最	4.62	5.19	5.83	6.52
估值比率				
P/E	9.52	11.68	9.86	9.22
P/B	1.53	1.36	1.21	1.08
EV/EBITDA	7	6	6	6

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。