

评级：持有 首次评级

业绩点评

市价(人民币)：5.52元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)**公司基本情况(人民币)**

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.100	0.282	0.128	0.393	0.504
每股净资产(元)	7.24	7.46	7.44	7.68	8.04
每股经营性现金流(元)	0.63	1.25	1.06	1.70	1.68
市盈率(倍)	159.23	27.43	43.18	14.05	10.94
行业优化市盈率(倍)	14.42	9.70	8.84	8.84	8.84
净利润增长率(%)	-75.68%	180.47%	-54.64%	207.34%	28.35%
净资产收益率(%)	1.39%	3.78%	1.72%	5.11%	6.27%
总股本(百万股)	7,234.81	7,234.81	7,234.81	7,234.81	7,234.81

来源：公司公告、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布半年报：2011年上半年实现营业收入463.34亿元，同比增长5.21%；归属于上市公司股东的净利润为2.20亿元，同比下降92.00%；全面摊薄EPS为0.030元；该业绩与7月9日公布的快报完全一致。

经营分析

- 收入增速较小的原因是冷轧价格同比下降。报告期公司的收入增速远低于同类企业，主因是：（1）钢材产量为967.36万吨，同比下降4.87%，主要是本部一座高炉受日本欠佳的耐火材料影响而出现阶段性停产；（2）公司产品的37.44%为冷轧，2011H市场冷轧价同比下降近300元/吨，而其他产品价格均同比上涨500元/吨以上，这使得公司的全部产品销售均价仅上涨386元/吨，涨幅为9.15%，低于全国钢铁综合价格涨幅4个百分点。
- 铁精矿的关联采购数量低于预期，而成本符合预期。报告期公司向集团采购的铁精矿数量为329万吨，占同类交易金额比例为25.87%，较上年同期下降19.20个百分点，降幅超过我们预期，这或许与鞍千矿业已完全注入到攀钢钒钛有关；而关联采购成本为922元/吨，与按照其定价规则所计算出的结果完全一致。
- 铁后成本同比增加273元/吨，是业绩逊于同行的主因。尽管冷轧是今年以来价格走势最差的钢种，但冷轧占比最高的宝钢股份净利润降幅预计在30%左右，远好于鞍钢股份。我们测算发现，鞍钢股份的铁后成本同比增加273元/吨，若这部分成本同比不变，那么报告期公司的净利润将由降转升。由于铁前成本主要反映的是原材料，铁后成本主要反映的则是管理水平和产品质量；我们判断，报告期公司铁前成本大增的相当一部分原因可能是管理上（工序成本环节）出现了漏洞。
- 下半年利润好转仍然值得期待。公司处于亏损边缘的状况已经引起了企业员工和高层的重视，我们判断一方面公司的管理会逐步改善，另一方面钢铁行业仍然会有3%左右的税前利润率，因此公司的利润好转仍然值得期待。我们同样也认为鲅鱼圈项目在经过6年（建设期3年、投产期3年）的亏损磨合后，下半年也有可能实现微利。

盈利预测和投资建议

- 预计公司2011年、2012年EPS分别至0.128元和0.393元，以最新收盘价计算，2011年PE为43倍、2012年PE为14倍，2011年PB为0.74倍，我们暂时给予“持有”评级。

风险提示

- 1 -

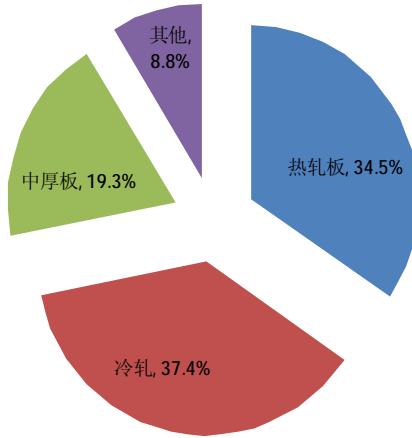
- （1）公司管理改善进程的不确定性；（2）行业景气走势的不确定性。

王招华 分析师 SAC 执业编号：S1130511030033
(8621)61038247
wangzh@gjzq.com.cn

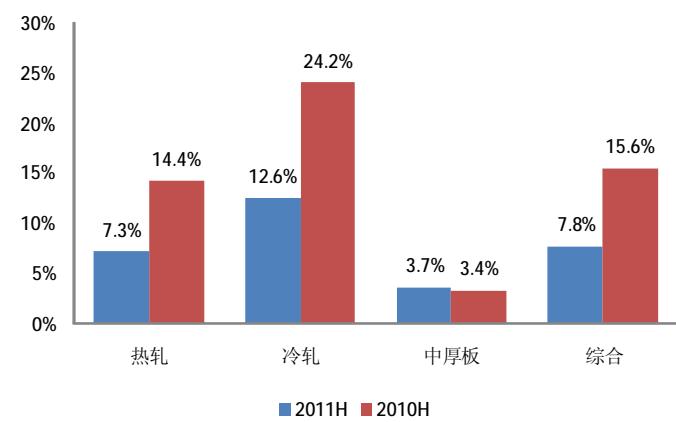
图表1：鞍钢股份(000898)单季损益表(单位：百万元)

	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31	2011-6-30
主营业务收入	21673	22367	23897	24494	22595	23739
增长率	38.6%	55.2%	24.8%	17.0%	4.3%	6.1%
主营业务成本	18736	18446	22347	23165	20920	21803
%销售收入	86.4%	82.5%	93.5%	94.6%	92.6%	91.8%
毛利	2937	3921	1550	1329	1675	1936
%销售收入	13.6%	17.5%	6.5%	5.4%	7.4%	8.2%
营业税金及附加	74	58	73	80	11	57
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	0.2%
营业费用	357	410	444	411	336	417
%销售收入	1.6%	1.8%	1.9%	1.7%	1.5%	1.8%
管理费用	750	927	798	966	784	789
%销售收入	3.5%	4.1%	3.3%	3.9%	3.5%	3.3%
息税前利润(EBIT)	1756	2526	235	(128)	544	673
%销售收入	8.1%	11.3%	1.0%	-0.5%	2.4%	2.8%
财务费用	288	281	302	378	413	404
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%	1.8%	1.7%
资产减值损失	124	261	347	566	214	367
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	117	137	60	97	122	109
%税前利润	7.8%	6.6%	-17.6%	-10.9%	254.2%	128.2%
营业利润	1461	2121	(354)	(975)	39	11
营业利润率	6.7%	9.5%	-1.5%	-4.0%	0.2%	0.0%
营业外收支	43	(34)	14	82	9	74
税前利润	1504	2087	(340)	(893)	48	85
利润率	6.9%	9.3%	-1.4%	-3.6%	0.2%	0.4%
所得税	352	480	(111)	(313)	1	(12)
所得税率	23.4%	23.0%	32.6%	35.1%	2.1%	-14.1%
净利润	1152	1607	(229)	(580)	47	97
少数股东损益	4	5	(51)	(47)	(24)	(52)
归属于母公司的净利润	1148	1602	(178)	(533)	71	149
净利率	5.3%	7.2%	-0.7%	-2.2%	0.3%	0.6%
增长率	14250.0%	-202.0%	-109.4%	-234.3%	-93.8%	-90.7%
最新总股本(百万股)	7235	7235	7235	7235	7235	7235
全面摊薄EPS(元/股)	0.159	0.221	-0.025	-0.074	0.010	0.021

来源：国金证券研究所

图表2：公司钢材产量分布(2010年)


来源：国金证券研究所

图表3：公司主要产品毛利率情况


来源：公司公告、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
强买	0	0	0	0	10
买入	1	1	3	4	20
持有	0	0	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.29	2.31	1.96

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-10-28	买入	13.28	N/A
2 2010-04-20	买入	10.07	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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%~-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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认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惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61356534
传真：(8621)-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：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33089915
传真：0755-27527129
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B