

业绩见底、反转可期

买入维持

目标价格：6.24元

投资要点:

- 地产基建回暖、建筑钢材受益。
- 边家沟铁矿建设完毕，保国铁矿产能增长。
- 公司建筑钢材产能将会保持高速增长。
- 央企入主公司、公司费用有望改善。

报告摘要:

- 地产基建回暖、建筑钢材受益。**近期，商品房销售保持较高增长，楼市回暖将会带动房地产新开工面积和投资增长。2012年前5个月铁路固定资产投资只有1082亿元，剩余2918亿将会在其余7个月投放。预计3季度铁路投资和地产回暖将会带动的钢材需求将会逐渐回升。
- 边家沟铁矿建设完毕，保国铁矿产能增长。**保国铁矿拥有铁蛋山、黑山和边家沟三个矿区，产能分别为100万吨、80万吨和70万吨。此外，年产80万吨铁蛋山副井项目正在建设中，该项目预计在2012年完工，预计随着新增产能达产，自产矿比重提升，铁精粉生产成本具有较大的下降空间。
- 公司建筑钢材产能将会保持高速增长。**公司现有棒线材产能150万吨，占热轧产能65%。在建年产80万吨合金钢小棒材生产线和年产110万吨大棒材生产线将在2012年底投产。同时公司中型材改造棒材完成生产线，产能从50万吨增至80万吨。在建材需求集中释放时，公司大比例的棒材产能将会有更大的业绩弹性。
- 央企入主公司、公司费用有望改善。**港中旅受让凌钢集团股权比例不低于51%。目前，港中旅控股唐山国丰，该公司盈利能力在国内钢铁企业名列前茅。2011年，唐山国丰三项费用占比仅为1.9%，在上市钢铁公司中排名第一。凌钢股份2011年三项费用率占比3.98%，比国丰高2.08个百分点。如果唐山国丰管理经验能够在凌钢股份得到推广，那么凌钢股份盈利能力改善空间很大。

钢铁研究组

分析师:

赵丽明

电话: 010 88085099

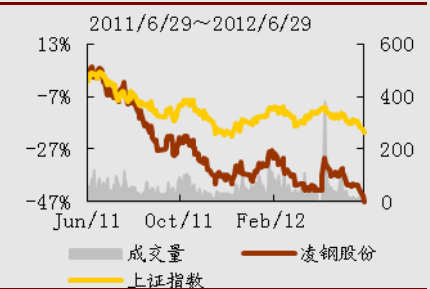
Email: zhaoliming@hsec.com

联系人:

电话:

Email:

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	12155	
20111231	11917	
20110930	5552	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

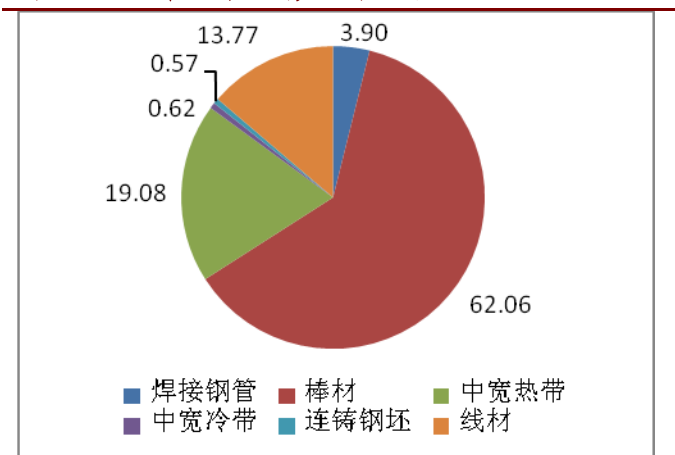
- 《宏源证券 * 简评报告 * 凌钢股份: 央企入主公司、资金有所缓解 * 600231 * 钢铁行业 * 赵丽明》, 2012.5
- 《宏源证券 * 中报简评 * 凌钢股份: 2011 半年报简评 * 600231 * 钢铁行业

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	12,857.74	14,308.07	12,548.17	20,634.00	21,529.25
同比增长率	35.23	11.28	-12.30	64.44	4.34
净利润	596.26	155.94	16.26	416.33	511.67
同比增长率	99.91	-73.85	-89.57	2,460.80	22.90
每股收益(元)	0.74	0.19	0.02	0.52	0.65

一、公司概况

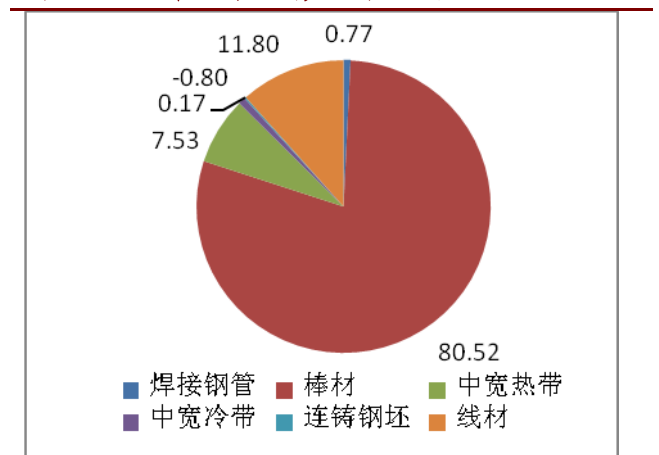
公司主要从事热轧中宽带钢，螺纹钢，线材，圆钢和焊接钢管生产，现具有年产钢能力 350 万吨。公司现有高炉 4 座，分别为 1080 立方米和 750 立方米各一座，另有 450 立方米两座；炼钢设备分别有 120 吨顶底复吹转炉 1 座，35 吨氧气顶吹转炉 3 座。钢材轧制设备年产 100 万吨的 880mm 中宽热带轧机 1 套；年产 150 万吨的全连续棒材生产线 2 套，年产 80 万吨的棒材生产线 1 套；年产 30 万吨的直缝焊管机组 6 套和螺旋焊管机组 2 套；年产 50 万吨的全连续式高速线材生产线 1 套；年产 15 万吨冷轧带钢生产线 2 套。在建大小棒材生产线将会在年底投产，届时公司产能将会达到 570 万吨。十二五期间，公司年产钢能力将达到 600 万吨。2011 年，公司完成钢 359 万吨，同比增长 4.44%；铁 317 万吨，同比增长 2.26%；钢材 368 万吨，同比增长 3.95%。实现营业收入 143.08 亿元，同比增长 10.12%；实现利润总额 19,305 万元，同比下降 72.41%；实现净利润 15,594 万元，同比下降 73.85%。其中棒材和线材的收入占比分别为 62.06% 和 13.77%，合计达到 75.83%，棒材和线材营业利润分别达到 80.52% 和 11.80%，合计超过 92%。棒线材成为公司利润的主要来源。

图 1：2011 年公司不同产品营业收入占比 (%)



资料来源：宏源证券

图 2：2011 年公司不同产品营业利润占比 (%)



资料来源：宏源证券

二、地产基建回暖、建筑钢材受益

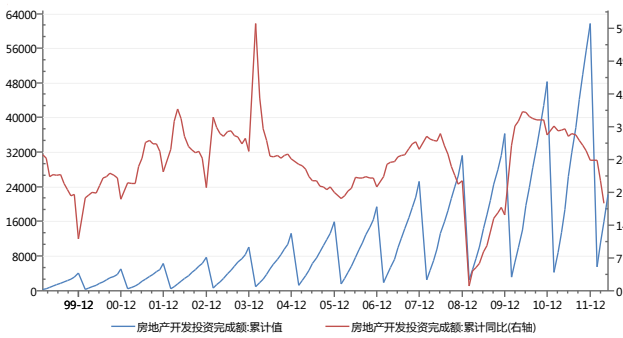
(一) 房屋销量回升，房地产投资有望增加

房地产行业由于受国家政策影响，房地产投资和新开工面积累计增速从 2011 年开始持续下降。2011 年，国内房地产投资累计增速从年初 37.2% 下滑至 27.9%，2012 年前 5 月，房地产投资 2.22 万亿，同比增长下滑至 18.5%。房地产新开工面积累计增长从 2011 年初 27.9% 快速下滑至年底的 16.2%，到 2012 年 5 月新开工面积 7.29 亿平米，累计增速连续两个月负增长，4、5 月份分别为只有 -4.2% 和 -4.3%。

虽然 2012 年初房地产投资和新开工面积表现不佳，但是从北京、上海、广州、天津、重庆和成都商品住宅销售情况看，在 2、3 月份 6 个城市商品住宅销售面积同比均有较

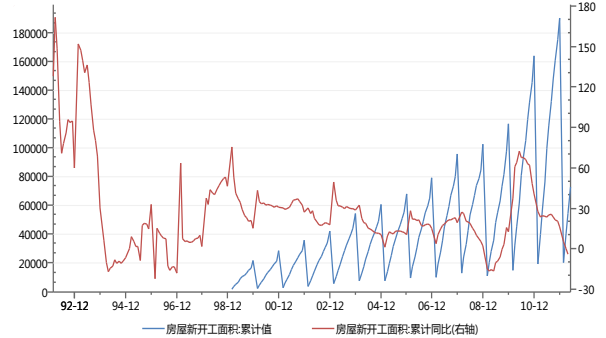
大幅度增长。虽然4、5月份上海和广州商品住宅成交有所反复，但是北京、天津、重庆和成都继续保持较高增长，楼市回暖逐渐得到印证。楼市回暖将会带动房地产新开工面积和投资增长，从而带动建筑钢材需求增加，预计在3季度，国内建筑钢材需求将会有较大改善。

图 3: 房地产固定资产投资及同比增长



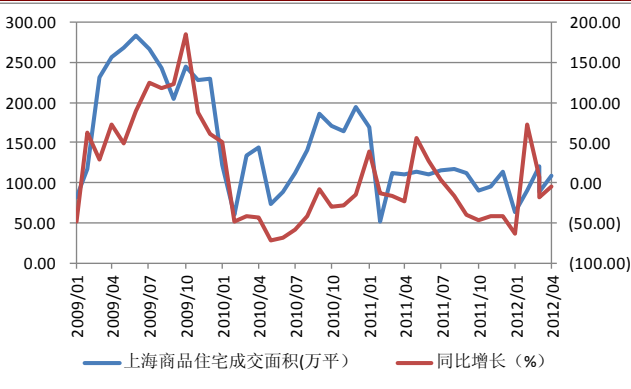
资料来源: 宏源证券

图 4: 房地产新开工面积及同比增长



资料来源: 宏源证券

图 5: 单月商品住宅销售面积及同比增长



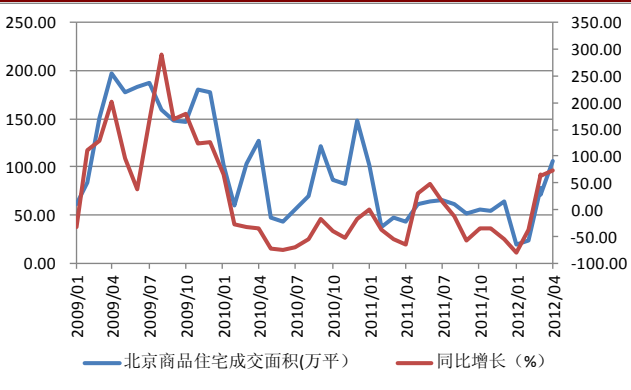
资料来源: 宏源证券

图 6: 单月商品住宅销售面积及同比增长



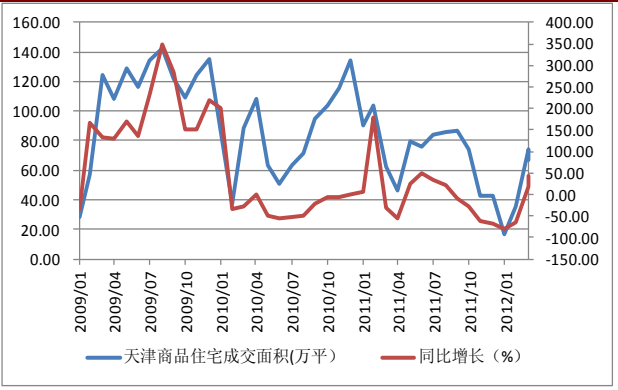
资料来源: 宏源证券

图 7: 单月商品住宅销售面积及同比增长



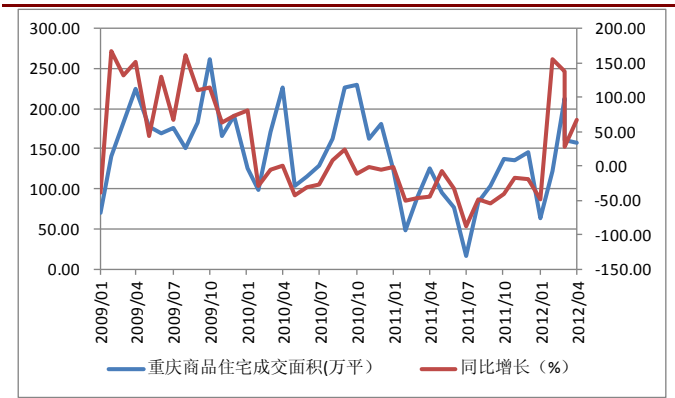
资料来源: 宏源证券

图 8: 单月商品住宅销售面积及同比增长



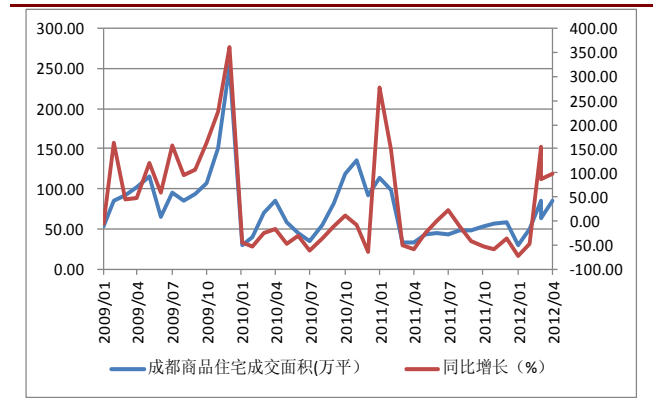
资料来源: 宏源证券

图 9: 单月商品住宅销售面积及同比增长



资料来源: 宏源证券

图 10: 单月商品住宅销售面积及同比增长

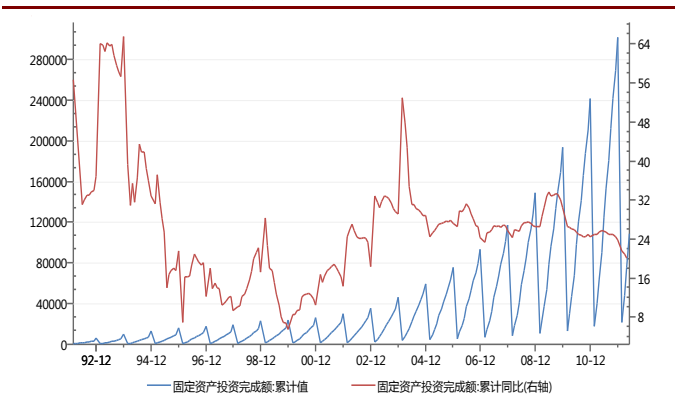


资料来源: 宏源证券

(二) 铁路投资有望从二季度开始回升

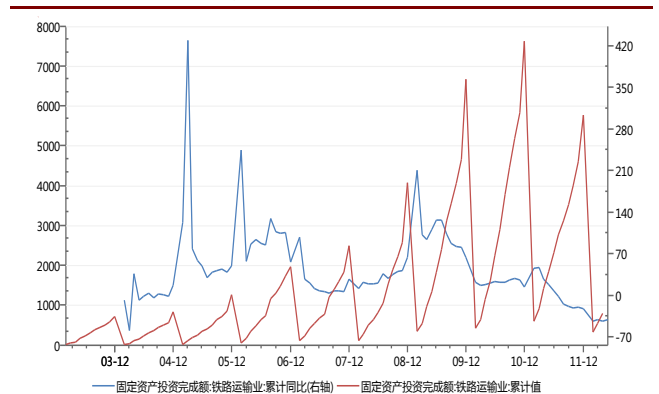
由于房地产投资和铁路投资下滑, 2012 年一季度国内固定资产投资完成额 10.89 万亿, 同比增长 20.1%, 下降 5.7 个百分点。2011 年由于动车事故和铁道部腐败等事件导致铁路建设项目停建缓建, 在 2011 年三、四季度, 铁路投资快速下滑。铁路项目也大面积停工。2012 年, 铁道部计划投资 5000 亿, 固定资产投资 4000 亿元, 比 2011 年有较大幅度减少。2012 年前 5 个月铁路固定资产投资只有 1082 亿元, 比去年同期减少 41.6%。剩余 2918 亿将会在其余 7 个月投放。我们预计 3 季度铁路投资将会是逐渐投放的过程, 铁路投资带动的钢材需求将会逐渐回升, 钢材价格将会有所表现。

图 11: 固定资产投资完成额及累计同比



资料来源: 宏源证券

图 12: 铁路固定资产投资完成额及累计同比



资料来源: 宏源证券

(三) 公司建筑钢材产能将会保持高速增长

公司现有棒材产能 150 万吨, 线材产能 50 万吨, 占热轧产能 65%。现在公司在建年产 80 万吨合金钢小棒材生产线和年产 110 万吨大棒材生产线将在今年年底投产。小棒材生产线可生产 18~70mm×6~12m 的圆钢和 25~50mm×6~12m 的带肋钢筋。大棒材生产线可生产 80~260mm×4~9m 的圆钢。主要品种有优碳钢、合金结构钢、齿轮钢、轴

承钢、管坯钢以及帘线用钢等。届时，公司建筑钢材产能将会增至 280 万吨。同时公司中型材生产线改造完成，产能从 50 万吨增至 80 万吨。棒材产能增至 80 万吨。公司棒材产能快速增长为公司建材生产带来更大的灵活性，尤其在建材需求集中释放时，公司大比例的棒材产能将会有更大的弹性。

图 13: 公司棒线材生产线及在建项目产能 (万吨)

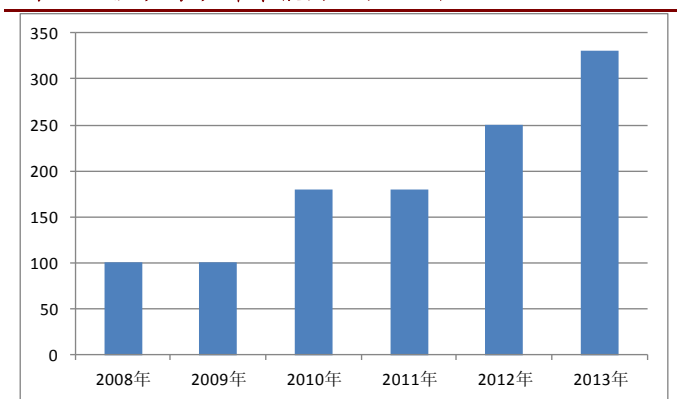
生产线	产能 (万吨)	状况
棒材	70	在产
棒材	80	在产
高线	50	在产
中型材改造棒材	80	改造完成
小棒材	80	2013 年底投产
大棒材	110	2013 年底投产
合计	470	

资料来源: 宏源证券

三、边家沟铁矿建设完毕，保国铁矿产能增长

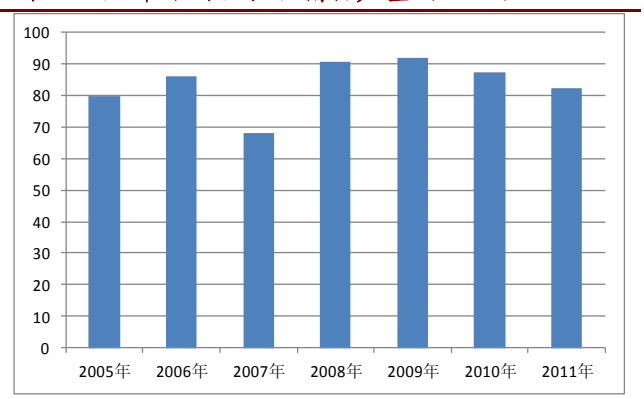
公司位于辽、蒙、冀三省交界的朝阳市，该地区蕴藏丰富的铁矿石资源，年产铁精矿超过 1500 万吨。目前，公司铁精粉的采购以自有与国内周边矿石资源为主，进口矿为辅。公司全资子公司-保国铁矿铁矿石保有储量为 6678 万吨，可采储量 4483 万吨，平均品位为 30.78%。保国铁矿拥有铁蛋山、黑山和边家沟三个矿区，产能分别为 100 万吨、80 万吨和 70 万吨。2011 年边家沟铁矿建设完工，公司三个矿区在 2012 年实现全部投产，公司自产矿比重将会大幅度增长。此外，铁蛋山副井项目正在建设中，该项目预计在 2012 年完工，届时铁蛋山矿区采矿能力将新增 80 万吨。目前，保国铁矿铁精粉产能在 80 万吨左右，其中有一部分来自外购矿石和新增产能投产初期成本高导致铁精粉完全成本偏高。预计随着新增产能达产，自产矿比重提升，铁精粉生产成本具有较大的下降空间。

图 14: 铁矿原矿开采能力 (万吨)



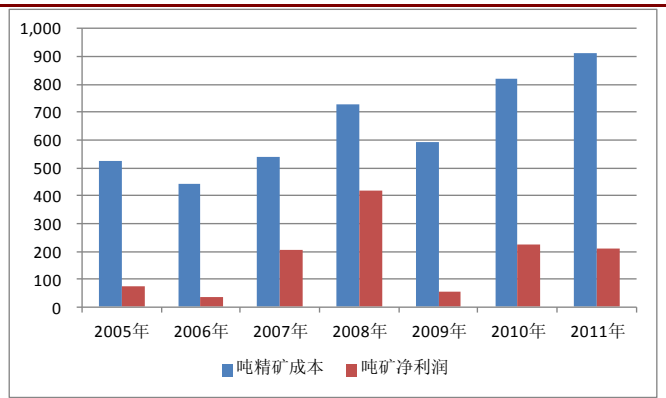
资料来源: 宏源证券

图 15: 历年保国铁矿铁精粉产量 (万吨)



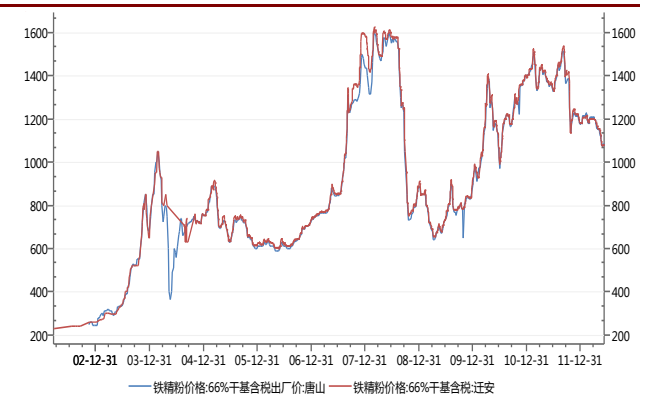
资料来源: 宏源证券

图 16: 保国铁矿吨矿完全成本和净利润



资料来源: 宏源证券

图 17: 唐山地区铁矿石现货价格

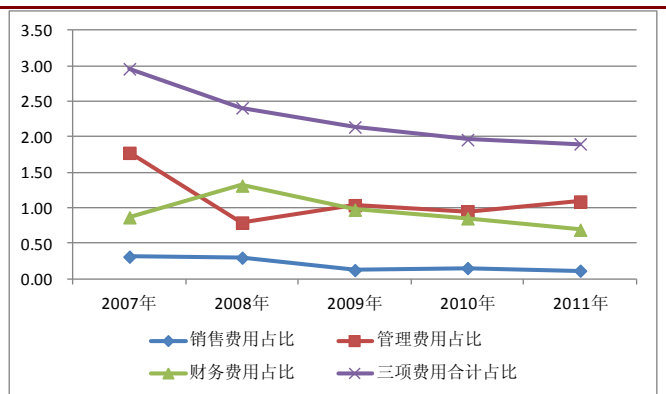


资料来源: 宏源证券

四、央企入主公司、公司费用有望改善

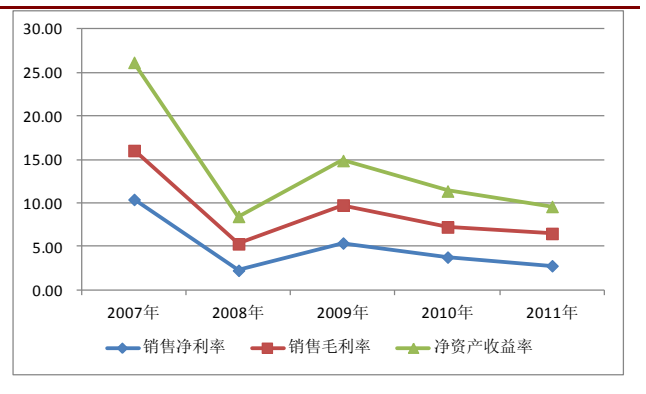
2012年5月,朝阳市国资委与港中旅《关于重组凌源钢铁集团有限责任公司和朝阳龙山资产管理有限公司的框架协议》:港中旅以现金方式出资5亿美元等值人民币受让朝阳市国资委持有的标的企业股权比例不低于51%。

图 18: 唐山国丰三费占比



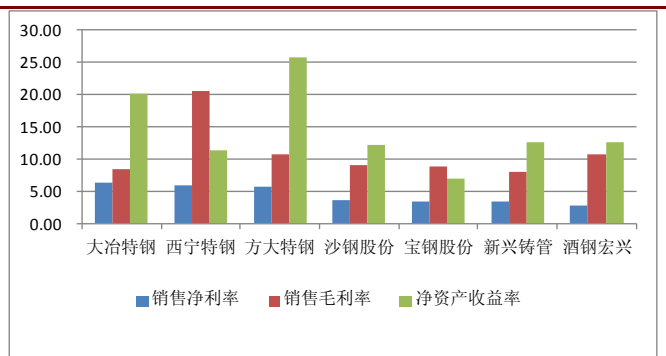
资料来源: 宏源证券

图 19: 唐山国丰盈利能力



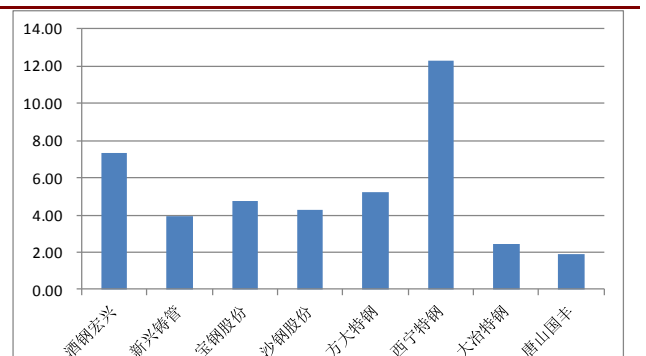
资料来源: 宏源证券

图 20: 2011 年盈利能力前 7 名上市钢铁公司



资料来源: 宏源证券

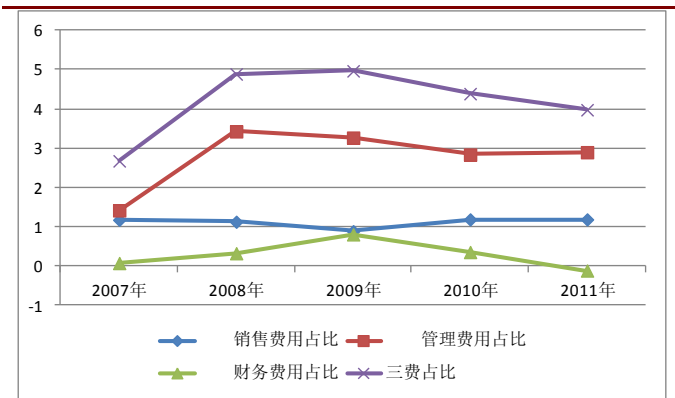
图 21: 2011 年盈利前 7 名上市钢铁公司三费占比



资料来源: 宏源证券

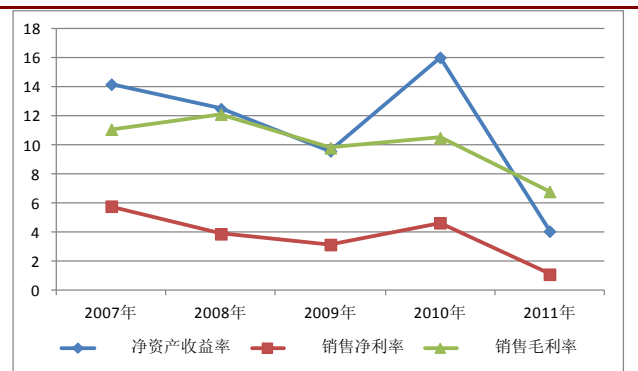
目前，港中旅持有唐山国丰 51% 股权，虽然唐山国丰产品主要是板材，但是其盈利能力在国内钢铁企业名列前茅。2011 年，唐山国丰营业收入 329.35 亿元，实现净利润 9.22 亿元，净利率达到了 2.8%，在上市钢铁板材类公司仅次于宝钢，综合排名第七。唐山国丰三项费用占比仅为 1.9%，在上市钢铁公司中排名第一。净资产收益率为 9.61%，在上市钢铁板材类公司排名第八。与唐山国丰对比，凌钢股份 2011 年三项费用率占比 3.98%，比国丰高 2.08 个百分点，净利率 1.09%，比唐山国丰低 1.71 个百分点。如果唐山国丰管理经验能够在凌钢股份得到推广，那么凌钢股份盈利能力改善空间很大。

图 22: 凌钢股份三项费用占比



资料来源: 宏源证券

图 23: 凌钢股份盈利能力

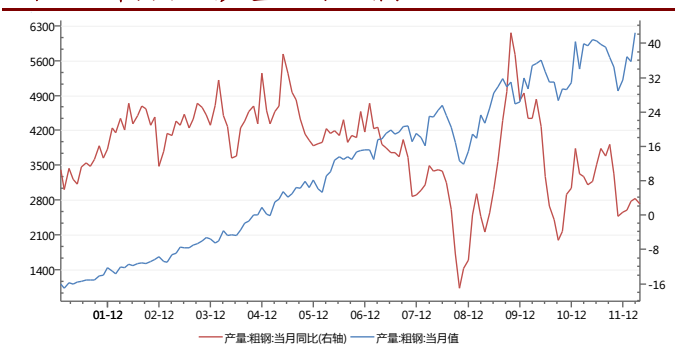


资料来源: 宏源证券

五、公司业绩见底、反弹在即

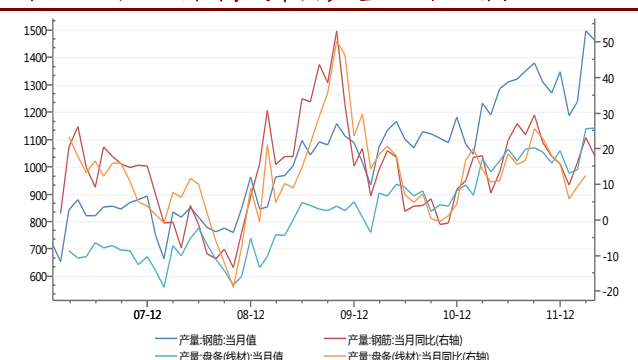
由于国内一季度需求不旺，钢材价格持续走低，钢铁行业盈利能力持续下降。2012 年前四个月我国粗钢产量 2.34 亿吨，同比增长 1.91%，增速明显放缓。螺纹钢和线材产量分别为 5347 万吨和 4244 万吨，同比增长分别为 15.2% 和 9%，明显高于粗钢增速。

图 24: 单月粗钢产量及同比增长



资料来源: 宏源证券

图 25: 螺纹钢和高线单月产量及同比增长

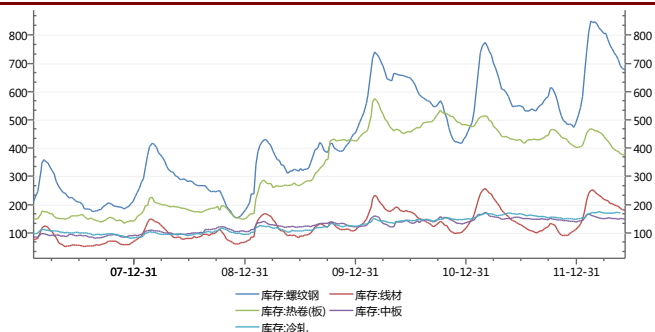


资料来源: 宏源证券

受季节性旺季影响，虽然螺纹钢和线材产量保持较快增长，但是社会库存持续下降。基建和地产开工逐渐增加，建材需求集中释放，建筑钢材产量相对粗钢继续增长空间不大。

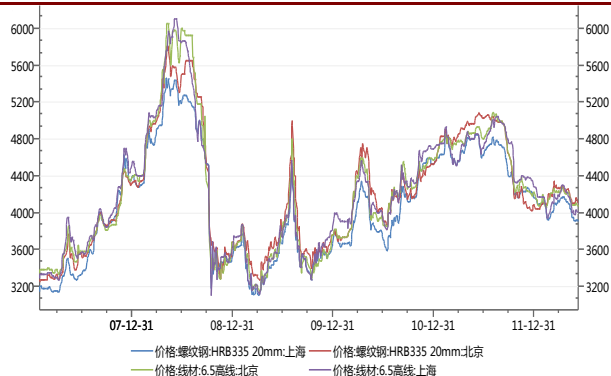
目前，螺纹钢和高线价格挣扎在成本线附近，受国内稳增长政策推动，预计在三季度铁路和房地产投资将会有较大幅度增长，预计螺纹和线材价格将会有明显回升。公司建筑钢材产量占比超过 70%，预计在建筑钢材需求释放时，公司业绩将会有明显改善。而且一季度由于集团供给焦炭质量问题导致公司高炉运行不畅焦比急升进一步加剧了公司亏损。公司高炉在三月份回复正常，预计二季度比一季度环比将有较大幅度改善。

图 26: 城市钢材库存



资料来源: 宏源证券

图 27: 上海和北京螺纹钢和线材价格行情



资料来源: 宏源证券

估值及盈利预测

公司是以建筑钢材生产为主的钢铁企业，现有棒线材产能 200 万吨。随着公司中型材改造棒材生产线完成，以及年底新建两条棒材生产线投产，公司棒材产能提升至 470 万吨。受地产回暖和基建复苏影响，建筑钢材有望在三季度走出低谷，公司高建材占比将会受益。公司在建矿山将会在 2012 年全部投产，届时公司原矿产能达到 330 万吨，预计公司铁精粉成本将会大幅下降，产能将会有所提升。而港中旅控股公司带来公司管理水平大幅改善的预期。不过，地产回暖能否持续，基建投资能否及时到位对公司业绩形成一定风险。

我们预计公司 2012 年、2013 年和 2014 年 EPS 分别为 0.02 元、0.52 元和 0.64 元，按 2013 年 12 倍市盈率，公司合理股价 6.24 元，给予公司“买入”评级。

财务报表预测

表 1: 利润表

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	9,508.19	12,857.74	14,308.07	12,548.17	20,634.00	21,529.25
减: 营业成本	8,575.60	11,507.20	13,335.77	11,757.64	19,086.45	19,806.91
营业税金及附加	28.18	29.72	39.75	33.68	55.39	57.79
营业费用	84.57	152.58	170.52	150.58	216.66	226.06
管理费用	310.58	365.06	415.40	376.45	453.95	462.88
财务费用	76.66	46.12	-16.11	178.15	216.45	223.38
资产减值损失	51.72	59.78	159.42	30.00	50.00	70.00
加: 投资收益	0.61	0.33	0.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	381.49	697.62	204.10	21.68	555.11	682.23
加: 其他非经营损益	17.99	2.16	-11.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	399.48	699.78	193.05	21.68	555.11	682.23
减: 所得税	101.22	103.52	37.11	5.42	138.78	170.56
净利润	298.26	596.26	155.94	16.26	416.33	511.67
归属母公司股东净利润	298.26	596.26	155.94	16.26	416.33	511.67

资料来源:宏源证券

表 1: 资产负债表

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	412.99	631.67	1,476.34	627.41	1,031.70	1,076.46
应收和预付款项	1,421.53	1,222.55	1,764.22	1,541.53	2,079.83	2,602.85
存货	1,412.52	2,222.85	2,657.50	2,568.12	2,661.05	2,765.50
其他流动资产	0.00	0.00	216.33	216.33	216.33	216.33
长期股权投资	32.18	15.77	13.83	13.83	13.83	13.83
固定资产和在建工程	3,217.02	3,633.36	4,271.11	5,597.09	5,293.09	4,847.66
无形资产和开发支出	241.93	240.59	296.02	287.38	278.74	270.11
其他非流动资产	12.21	40.48	319.70	319.70	319.70	319.70
资产总计	6,750.38	8,007.28	11,015.04	11,171.38	11,894.26	12,112.44
短期借款	1,521.64	2,126.22	3,378.46	3,800.67	4,178.93	4,541.40
应付和预收款项	1,786.49	1,846.24	2,014.53	1,531.05	2,112.79	2,241.15
长期借款	211.00	101.00	1,587.10	1,789.69	1,168.05	422.81
其他负债	125.00	215.91	190.31	190.31	190.31	190.31
负债合计	3,644.13	4,289.36	7,170.40	7,311.72	7,650.07	7,395.67
股本	804.00	804.00	804.00	804.00	804.00	804.00
资本公积	3.20	66.70	63.16	63.16	63.16	63.16
留存收益	2,299.05	2,847.22	2,977.48	2,992.50	3,377.02	3,849.61
归属母公司股东权益	3,106.25	3,717.92	3,844.64	3,859.66	4,244.19	4,716.77
股东权益合计	3,106.25	3,717.92	3,844.64	3,859.66	4,244.19	4,716.77
负债和股东权益合计	6,750.38	8,007.28	11,015.04	11,171.38	11,894.26	12,112.44

资料来源:宏源证券

表 3: 现金流量表

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	99.80	557.43	101.30	644.31	1325.93	990.00
投资性现金净流量	-930.17	-810.11	-892.91	-1782.65	-300.00	-200.00
筹资性现金净流量	417.16	463.21	1762.44	289.41	-621.64	-745.24
现金流量净额	-413.20	212.66	971.76	-848.93	404.29	44.76

资料来源:宏源证券

分析师简介:

赵丽明: 宏源证券研究所钢铁行业研究员, 北京科技大学材料学博士, 有多年钢铁行业和证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 首钢股份、方大炭素、鄂尔多斯、新兴铸管、南方建材、鲁银投资、中国中冶、抚顺特钢、凌钢股份。

宏源证券评级说明:
机构销售团队

区域	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱			
华北 区域	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com	张瑶	010-88013560	zhangyao@hysec.com			
	张珺	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com	李岚	02151782236	lilan@hysec.com
华东 区域	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com	赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com	孙婉莹	0755-82934785	sunwanying@hysec.com
	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com									
华南 区域															
QFII															

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。