

股价下跌 估值重现吸引力**谨慎推荐****调高评级**分析师: 孙勇 ✉: sunyong@chinastock.com.cn ☎: 010-66568738**1. 事件**

进入 2010 年 1 月以来, 公司股价下挫 26.6%, 超过我们跟踪的钢铁行业指数 11.9% 的跌幅。大幅下跌为市场提供了较好的投资机会。

2. 我们的分析与判断**(1) 高端板材涨价的受益者**

鞍钢股份为国内第二大钢铁生产商, 主要产品为高端平面钢, 用于汽车制造, 钢板, 以及高速列车轨道。受惠于以上三项下游产品的需求, 尤其是汽车行业受国策支持下产量大增, 对钢铁需求增加, 将有机会令公司产品价格调升。

由于来自钢厂的需求强劲 (国内钢厂的产能利用率已达 90%), 铁矿石现货价在过去 1 个月升逾 25% 至每吨 133 美元。焦煤价格亦在过去 1 个月升 20%。虽然现时为传统的销售淡季, 但钢厂仍在提升产品价格以应对原材料价格的上涨。钢材价格在过去 1 个月已升 6%-10%。

(2) 公司成本优势或将在 2010 年体现

鞍钢的优势在于母公司能提供原材料铁矿石进口价 5% 的补贴, 较其他公司得到成本的竞争优势。公司与母公司所签订的采购合约是以过去 6 个月的平均进口价再加上 5% 优惠来拟定, 这令鞍钢在此轮由成本上涨所带动的钢铁加价潮中受惠。在市场对产品需求增加, 公司产品价格及产量均有上升空间, 再加上有低成本的优势, 预期毛利将由 09 年的 10% 增加至 10 年的 15%。

(3) 鞍钢精品钢材再次中标国家重点工程

在被业界称为继三峡工程、西气东输、青藏铁路、南水北调之后我国第五大工程的川气东送管道工程主干线全面贯通之际, 鞍钢的名字被永远铭刻在这条首次实现全线国产化的大工程中。据统计, 该管道工程用钢量约为 93 万吨, 鞍钢累计向该管道工程供应管件等用钢 53 万吨, 是该工程最大供应商。这表明, 鞍钢已成为国内唯一有能力向重大管道工程进行全品种规格钢材供货的厂家, 其管道工程系列用钢的质量已达国际先进水平。

川气东送工程是国家“十一五”重点工程, 西起四川达州市, 东至上海, 总长度 2203 公里, 是中国天然气基干管网的重要组成部分, 管道全线穿越鄂西渝东山区, 横贯江南水网地带, 7 次跨越长江, 地质条件复杂, 是目前国内技术难度最大的管道工程。

此前在西气东输工程中, 大口径管钢板国产化率只有 1.8%, 而川气东送工程实现全线用钢 100% 国产化是巨大的突破。川气东送工程干线采用的输气管道直径超 1 米, 最大壁厚在 30 毫米以上, 对钢材冶炼、轧制和弯管制造工艺都提出特殊要求。鞍钢管线钢项目组通过和中石化物装部、川气东送项目部等联合科技攻关, 仅用一年时间就实现了该管道工程用钢的国产化, 各项技术指标达到世界同类产品先进水平, 填补了国内空白, 打破了国外冶金企业对该领域的垄断。

鞍钢能够以雄厚的技术实力支持川气东送工程，得益于多年来在管线钢产品研发与生产上的积累。鞍钢管线钢的研发生产始于上世纪 50 年代，是国内第一个生产长输管线用钢的企业。上世纪 80 年代以后，长输管线用钢由于采用国外标准开始大量进口，2002 年以前鞍钢仅小批量生产出 X56 以下钢级管线钢热轧卷板，且年产量不足 1 万吨。

以西气东输工程建设为契机，鞍钢加大高钢级管线钢热轧卷板和宽厚板的开发生产力度，凭借多年以来的技术改造成果以及国家科技的支撑，鞍钢近年来陆续开发和批量生产出 X42-X80 管线钢热轧卷板系列产品，产品已应用于西气东输、西南成品油、川气东送、西气东输二线等国内外几十条重点管线工程中。

3. 投资建议

随着下游需求的不断上升，公司盈利能力将逐步增强。预计公司 2009 年-2011 年每股收益分别为 0.065 元、0.433 元、0.524 元，动态 PE 为 27 倍。从目前鞍钢的估值水平来看，我们提高公司的投资评级至“谨慎推荐”。

表 1 利润预测表

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	65499.00	79616.00	69106.69	82644.69	89991.80
减：营业成本	48346.00	66611.00	61850.49	70462.86	76097.07
营业税金及附加	764.00	948.00	699.09	836.05	910.37
营业费用	1598.00	1687.00	1454.74	1739.72	1894.38
管理费用	3520.00	3788.00	2978.24	3561.68	3878.31
财务费用	755.00	694.00	1499.82	1867.70	2152.77
资产减值损失	147.00	2106.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	81.00	96.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	10450.00	3878.00	624.31	4176.68	5058.90
加：其他非经营损益	-77.00	-36.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	10373.00	3842.00	624.31	4176.68	5058.90
减：所得税	2848.00	853.00	156.08	1044.17	1264.72
净利润	7525.00	2989.00	468.23	3132.51	3794.17
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	7525.00	2989.00	468.23	3132.51	3794.17
每股收益(元)	1.040	0.413	0.065	0.433	0.524

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

钢铁行业分析师覆盖股票范围：

港股：鞍钢股份（0347.HK）、马钢股份（0323.HK）

A 股：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、唐钢股份（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、马钢股份（600808.SZ）、攀钢钢钒（000629.SZ）、华菱钢铁（000932.SZ）、包钢股份（600010.SH）、承德钒钛（600357.SH）、济南钢铁（600022.SH）、首钢股份（000959.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908