



长材扩张正当时，10年看铁矿石

——凌钢股份（600231）2009 年报点评

2010 年 02 月 09 日

推荐/维持

凌钢股份

财报点评

| | |
|-----|--------------------------------|
| 何金孝 | 钢铁行业分析师 |
| | sunjq@dxzq.net.cn 010-66557322 |

事件：

凌钢股份 09 年年报显示，公司 2009 年实现营业收入 950,818.95 万元，同比增长 3.64%；利润总额 39,948.31 万元，同比下降 5.19%；公司 09 年实现归属于上市公司股东的净利润 29,826.48 万元，同比下降 11.76%；基本每股收益 0.37 元。每股净资产为 3.86 元。此外，公司拟向全体股东每 10 股派 0.7 元（含税）。

公司分季度财务指标

| 指标 | 08Q2 | 08Q3 | 08Q4 | 09Q1 | 09Q2 | 09Q3 | 09Q4 |
|------------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 2809.58 | 2459.33 | 1469.66 | 1859.12 | 2565.84 | 2434.78 | 2648.45 |
| 增长率（%） | 15.33% | -12.47% | -40.24% | 26.50% | 38.01% | -5.11% | 8.78% |
| 毛利率（%） | 13.80% | 6.50% | 23.05% | 0.80% | 8.78% | 17.32% | 10.22% |
| 期间费用率（%） | 4.62% | 4.15% | 9.12% | 5.49% | 5.37% | 4.11% | 4.98% |
| 营业利润率（%） | 8.66% | 1.20% | 4.33% | -5.03% | 1.73% | 12.75% | 4.54% |
| 净利润（百万元） | 180.56 | 33.92 | 47.12 | -63.02 | 37.46 | 236.02 | 87.80 |
| 增长率（%） | 90.63% | -81.21% | 38.91% | -233.76% | -159.44% | 530.03% | -62.80% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.23 | 0.05 | -0.02 | -0.08 | 0.05 | 0.29 | 0.11 |
| 资产负债率（%） | 31.02 | 40.61 | 54.96 | 56.25 | 56.78 | 52.10 | 54.64 |
| 存货周转率（%） | 4.13 | 4.99 | 7.17 | 1.30 | 3.62 | 4.62 | 6.15 |
| 应收帐款周转率（%） | 88.36 | 103.84 | 187.05 | 35.73 | 189.83 | 122.05 | 224.39 |

评论：

积极因素：

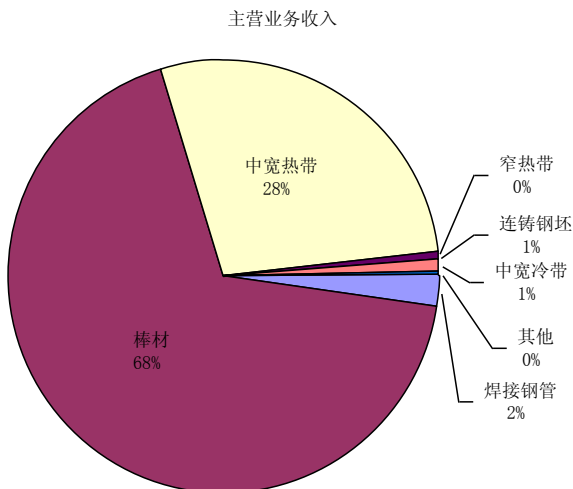
- 公司产量大幅增加，公司生产钢307.3万吨，铁290.6万吨，钢材301.2万吨，分别比2008年增长48.82%、46.66%和51.17%；得益于公司90万吨棒材在08年投产，增产的100万吨钢材82%为长材，其中有66万吨为螺纹钢，16万吨为棒材，15万吨中厚宽钢带。
- 在09年全年，得益于固定资产投资大幅增加，长材的盈利能力高于扁平材。从公司公告来看，公司钢材平均毛利率为10.25%，而棒材的毛利率为14.11%，同比增加了2.90个百分点。而热带和冷带的毛利率分别为2.51%和-7.57%。棒材的收入占比为68%，而毛利占比达到了92%。

表 1 公司分品种的收入及成本

| 分行业或分产品 | 营业收入 | 营业成本 | 营业利润率 (%) | 营业收入比上年增减 (%) | 营业成本比上年增减 (%) | 营业利润率比上年增减 (%) |
|-------------|------------------|------------------|-----------|---------------|---------------|----------------|
| 分行业 | | | | | | |
| 黑色金属冶炼及压延加工 | 9,055,864,121.01 | 8,127,698,475.30 | 10.25 | 3.05 | 5.23 | 减少 1.86 个百分点 |
| 分产品 | | | | | | |
| 焊接钢管 | 210,987,970.86 | 210,594,399.94 | 0.19 | -33.85 | -29.59 | 减少 6.04 个百分点 |
| 棒材 | 6,152,151,877.52 | 5,283,967,084.03 | 14.11 | 23.40 | 19.38 | 增加 2.90 个百分点 |
| 中宽热带 | 2,548,310,457.46 | 2,484,385,952.66 | 2.51 | -17.29 | -5.54 | 减少 12.13 个百分点 |
| 中宽冷带 | 82,203,338.98 | 88,428,957.46 | -7.57 | -72.18 | -67.13 | 减少 16.54 个百分点 |

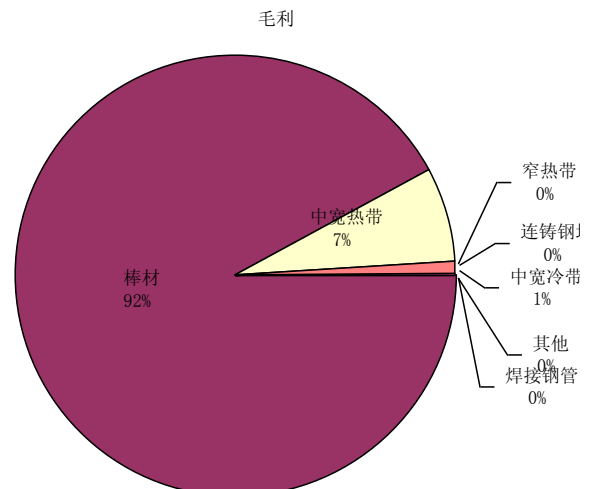
资料来源：公司公告

图 1：公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司分产品毛利占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

消极因素：

- 4季度随着钢铁价格的下跌，4季度盈利能力环比3季度大幅下降，09年1-4季度盈利分别-0.05，0.08，0.29，0.11，我们认为3季度为盈利最高季度与行业整体情况一致，4季度盈利能力下降主要是钢材价格比3季度大幅下降，而成本大幅上升。
- 铁矿石盈利能力逊色，保国铁矿2009年完成铁精矿92万吨，同比增长1.57%；实现净利润5316万元，同比降低85.23%，与集团公司承诺的2010年铁矿石利润之间存在5178.63差额（三个采区预计的净利润为2008年6063.97万元、2009年10600.18万元、2010年15136.40万元），差额正寻求集团公司弥补。

业务展望:

1、产量仍有增长，2010年度计划钢产量330万吨，比2009年增长10%，销售收入110亿元。

2、公司铁矿石的盈利将决定2010年公司的盈利能力，到目前为止，公司旗下保国铁矿包含铁蛋山、黑山、边家沟三个矿区，其中铁蛋山和黑山目前已经投产，设计产能150万吨左右，预计未来产能10年、11年铁精粉产量分别为100万吨、110万吨。

盈利预测

随着固定资产投资增幅下降，钢铁行业面临产能过剩、高产量、高库存、高成本，钢材价格大幅上涨的动力不足，加上各种成本的上升和，我们预计2010年长材的盈利能力将会有下降，公司盈利能力的提高将主要依靠铁精粉价格的上涨。我们认为2010年铁精粉价格将上涨20-30%，公司铁精粉的盈利增加将为公司带来额外利润。

如果预计10年铁精粉价格上涨25%，将为公司带来EPS为0.27元。

表 2 公司铁精粉业务对公司利润的影响

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------|--------|-------|-------|
| 产量(万吨) | 92 | 100 | 110 |
| 价格(元/吨) | 660 | 825 | 850 |
| 每吨净利(元/吨) | 57.8 | 215 | 240 |
| 净利润(元) | 5317.6 | 21500 | 26400 |
| EPS | 0.07 | 0.27 | 0.33 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

投资建议:

我们预计2010年公司主营业务的盈利将基本保持4季度的盈利水平，而铁矿石业务的增长将为公司带来0.27元的业绩，预计10-11年每股收益分别为0.61元和0.88元，目前价格为9.62元，对应的PE分别为15.7和11倍，给予公司推荐评级。

公司地处东北，由于目前国家大力推进钢铁企业合并重组，公司产能仅300多万吨，预计未来被重组的可能性较大。

目前，由于春节和淡季因素钢材价格仍比较低迷，但我们看好春节后钢材市场，我们认为经过一段时间的下跌，钢铁板块具有估值优势。

表 3: 公司盈利预测和估值

| | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元) | 9,174.60 | 9,508.19 | 11,320.56 | 13,451.26 | 14,326.59 |
| 主营收入增长率 | 26.48% | 3.64% | 19.06% | 18.82% | 6.51% |
| EBITDA(百万元) | 705.67 | 797.54 | 963.97 | 1,260.53 | 1,396.29 |
| EBITDA 增长率 | 1.01% | 13.02% | 20.87% | 30.77% | 10.77% |

| | | | | | |
|-----------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 净利润（百万元） | 356.31 | 298.26 | 490.04 | 705.62 | 804.44 |
| 净利润增长率 | -14.96% | -16.29% | 64.30% | 43.99% | 14.00% |
| ROE | 12.50% | 9.60% | 14.01% | 17.37% | 17.09% |
| EPS（元） | 0.440 | 0.370 | 0.610 | 0.878 | 1.001 |
| P/E | 21.86 | 26.00 | 15.78 | 10.96 | 9.61 |
| P/B | 2.71 | 2.49 | 2.21 | 1.90 | 1.64 |
| EV/EBITDA | 11.29 | 11.29 | 9.01 | 6.59 | 5.46 |

资料来源：东兴证券

分析师简介

孙继青

毕业于北京科技大学钢铁冶金专业，硕士学位，2004-2007 年在冶金工业信息标准研究院从事钢铁技术与市场研究 3 年，熟悉钢铁生产工艺流程，对行业有深刻理解，2007 年加盟东兴证券研究所，从事钢铁行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。