

凌钢股份（600231）：棒材取胜，资源为王

报告日期：2010-3-18

钢铁行业研究员：张文丰

凌源钢铁股份有限公司属中等规模的钢铁冶炼及压延加工企业，目前主要产品有热轧中宽带钢、螺纹钢、圆钢、焊接钢管等。公司位于辽冀蒙三省区接壤处，东西分别临近辽宁中部城市群和京津唐经济区两大钢材消费地，南通锦州港，便于原料产品海运，地理位置优越。公司所在的朝阳地区蕴藏丰富的铁矿资源，公司铁矿石70%来源于该地，仅30%属进口矿，其全资子公司凌钢股份北票保国铁矿有限公司具有年产铁矿石250万吨，铁精矿150万吨的生产能力。公司09年产能增长迅速，毛利率及资产收益率均在业内处于领先水平，2010年有望继续维持较高的盈利能力，继续维持公司“买入”的投资评级。

1、棒材利润贡献可观，2010年犹可期待

2009年，公司生产钢307.3万吨，铁290.6万吨，钢材301.2万吨，分别比上年增长48.82%、46.66%和51.17%。公司之所以09年产钢量大幅增长是由于4号高炉改造、120吨转炉以及90万吨高架棒材线的投产新增产能超过100万吨，且几乎全部为近两年来盈利较好的螺纹钢。2009年，棒材65%的收入贡献了94%的毛利，中宽热带27%的收入贡献了7%的毛利。目前，公司长材产线总设计能力已经接近250万吨，占公司总产能的65%以上。预计公司2010年长材产量将继续增长，钢材总产量为323.5万吨。受国家财政刺激政策引致投资的延续，基建用材消费势头不改，长材在2010年将继续保持为钢材产品中盈利较好的品种，这对于提升公司整体毛利率水平有较大帮助。

2、受益于铁矿石价格超预期上涨

公司全资控股的子公司北票保国铁矿有限责任公司下保国铁矿包含铁蛋山、黑山、边家沟三个矿区，品质居于国内前列。其中铁蛋山和黑山目前已经投产，设计产能150万吨左右。09年该公司铁精产量92万吨，同比增长1.57%；实现主营业务收入59764万元，同比降低42.38%；实现利润总额7140万元，同比降低85.05%；实现净利润5316万元，同比降低85.23%，这比公司收购该矿山时评估报告预测的10600.18万元相差5178万元，根据补偿协议，公司已经收到补偿款并计入2010年的资本公积。由此可见，由于铁矿石09年平均价格较低，该项业务所创造的净利润低于预期。当前，铁矿石现货价格涨幅已经超过09年协议矿的100%，2010年平均价格将大大高于09年。按照公司预计的110万吨铁精粉计算，铁矿将实现主营业务收入8.4亿，净利润可达1.68亿元，这将为上市公司净利润增长作出巨大的贡献。

3、存在着较强的区域并购整合预期

公司还具有较强的区域并购整合的预期。09年出台的钢铁产业调整与振兴规划中提出推进鞍本与攀钢、东北特钢等重组，而其他省份如河北、山东等区域整合已取得实质性的进展，辽宁作为产钢大省也将陆续有所动作。凌钢作为一个中等规模的钢企，很有可能为归为整合对象。钢铁行业兼并重组条例将有望近期出台，这将促进政府推进东北地区鞍钢、本钢、凌钢整合进程，三家整合后的东北大钢铁集团在资源、销售、管理等诸多方面的协同效果得以显现，公司盈利能力将进一步提高。

4、未来较大的资金投入或导致一定的财务压力

公司年报显示，2010年资金需求量比较大。其中，铁蛋山副井工程2010年资金需求为4580万元；炼铁厂1#高炉大修改造2010年资金需求为10114万元；型材厂高速线材改造工程2010年资金需求为23320万元；方坯连铸机工程2010年资金需求为7764万元；钢管生产线易地扩建改造2010年资金需求为5600万元；2008年公司收购保国铁矿时欠凌钢集团8.07亿元，2009年累计已偿还股权收购款5亿元，剩余30748万元股权收购款及其孳生的利息将在2010年偿还完毕。我们初步预计公司2010年资金需求在8.3亿元左右，以公司目前的现金及现金等价物净额等流动资产来看，公司还存在一定的资金缺口，或将通过银行贷款等方式解决，未来财务压力较大。

5、维持“买入”的投资评级

2009年，公司实现营业收入95.1亿元，同比提高3.6%；实现利润总额3.99亿元，同比降低5.2%；净利润2.98亿元，同比降低11.8%。公司计划2010年产钢330万吨，销售收入110亿元，在铁精粉价格上涨的预期下，我们估计该公司整体毛利率可能较09年有所提升，预计公司2010年销售收入为109亿元，净利润约为4.36亿元，同比增长46.30%；每股收益为0.55元，同比增长47%。考虑公司棒材毛利率有望继续表现，矿业公司利润将比09年大幅增长，赋予该公司超过一般钢企的市盈率25倍，目标价格为13.5元，继续维持公司“买入”的投资评级。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准