



钢铁行业  
Steel

2010 年 3 月 25 日

市场数据 2010 年 3 月 25 日

收盘价	11.56
目标价	14.00
52 周内高	14.45
52 周内低	6.15
总市值(百万元)	9278.19
流通市值(百万元)	4298.98
总股本(百万股)	804.00
A 股(百万股)	804.00
—已流通(百万股)	372.53
—限售股(百万股)	431.47
B 股(百万股)	0.00

一年期收益率比较 (相比沪深 300 指数)



孙凡

+86- 0755 -83025609

sunfan@jyzq.cn

执业证书编号

孙凡: S0370209110086

## 凌钢股份 (600231): 2010 年铁矿石业务净利润 将增长 360%

评级: 增持

- 从历史数据来看, 每年长协矿谈判达成结果的时间是在 5-6 月间, 而最终结果是当时现货矿价格的 85-90%, 即在现货价格基础上下浮 10-15%。按照目前国内铁精粉 (北京) 1150 元/吨, 澳矿现货价 1020 元/吨, 巴西粉矿现货价 1100 元/吨来计算, 预计未来谈判结果可能会是“两拓”提价 70-80%, 淡水河谷涨价 80-90%。
- 上半年钢材价格将上涨, 这已经是确定性极大的事情。上涨的原因主要是: ①上游铁矿石和焦炭价格上涨所带来的成本压力; ②另一方面则是下游需求拉动; ③出口复苏。这其中板材价格上涨的速度和出口复苏超出我们的预期。
- 公司铁矿石自给率达到 19%, 是目前国内自给率最高的钢厂之一, 随着铁矿石价格的一路上涨, 公司所属保国铁矿利润将大幅增加。通过敏感性分析, 2010 年铁矿石售价每上涨 100 元/吨, EPS 将增厚 7.2 分, 我们预计今年铁矿石平均售价 950 元/吨 (不含税价), 净利润 2.47 亿元, 比 2009 年大幅增长 360%。
- 2010 年板材售价涨幅有望超过长材, 预计凌钢 2010 年板材营业利润率可以达到 8.33%, 长材营业利润率 11.51%, 综合营业利润率提高 0.16 个百分点。冶炼业务净利润 4.5 亿元, 同比增长 88%。参考国内外铁矿石和冶炼企业平均市盈率, 给予铁矿石业务 30-35 倍 PE, 冶炼业务 8 倍 PE, 对应股价的合理范围是 13.76 ~ 15.30 元, 取相对保守的计算, 我们给出 12 个月的目标价是 14 元。
- 股价催化剂: 鞍钢 (000898) 整合凌钢 (600231)
- 风险提示: 铁矿石涨价不及预期

## 长协矿上涨幅度可能会达到 80~100%

对于今年的铁矿石谈判，我们认为无论是价格还是定价的模式对于中国大部分钢厂来说都可能处于相对不利的状态。涨价的幅度可能会达到 80-100%。

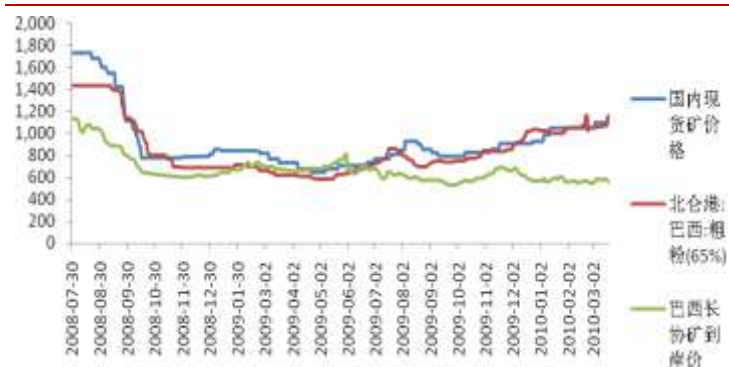
每年从 2 月份开始，全球铁矿石谈判正式进入实质阶段。今年 2 月 2 日，力拓已与日韩完成首轮谈判，力拓要求铁矿石长协价在去年的基础上涨价 40%左右。对于这一首发价，日韩钢铁企业似乎并不排斥。不排斥的主要原因在于：如果按照去年与“两拓”的长协矿价格 65 美元/吨来计算，涨价 40%之后是 91 美元/吨，西澳-北仑港海运费按照 15 美元/吨计算，到岸价是 723 元/吨，而目前北仑港澳洲现货粉矿到岸价是 1020 元/吨，即打七折。所以如果今年长协矿谈判能达到涨价 40%的结果，对于大部分钢厂是一大利好。然而我们预计出现这一结果可能只是一个美好的愿望。

图表 1 国内现货矿与澳大利亚长协矿到岸价



数据来源：钢之家

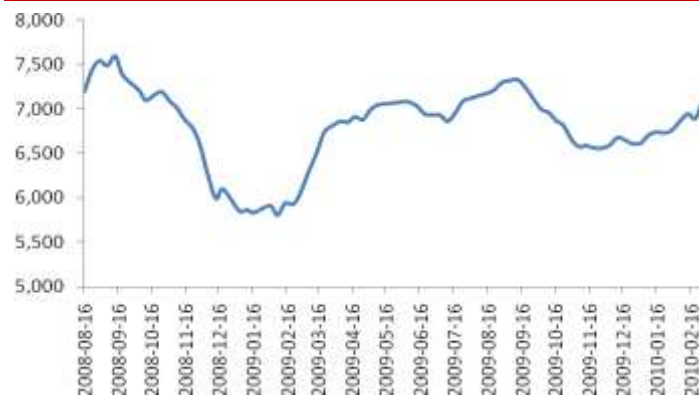
图表 2 国内现货矿与巴西长协矿到岸价



数据来源：钢之家

从历史数据来看，每年长协矿谈判达成结果的时间是在5-6月间，而最终结果是当时现货矿价格的85-90%，即在现货价格基础上下浮10-15%。按照目前国内铁精粉（北京）1150元/吨，澳矿现货价1020元/吨，巴西粉矿现货价1100元/吨来计算，预计未来谈判结果可能会是“两拓”提价70-80%，淡水河谷涨价80-90%。这是一个相对保守的估计，从各港口的进口铁矿石库存数据来看，目前进口铁矿石库存创09年以来的新高。同时，据“钢之家”统计的澳大利亚和巴西各港口铁矿石装船量来看也同样创09年以来的新高，由于进口矿需要2-3月的船期，装船量的持续攀升意味着未来数月我国铁矿石的进口量和库存还有继续创新高的可能。这将直接加大我们未来谈判的难度。

图表 3 港口进口铁矿石库存



数据来源：钢之家

从目前收集到的信息来看，今年铁矿石谈判涨价100%也并非不可能的事情：

- 3月初有外国媒体报道，国际三大铁矿石供应商之一淡水河谷上周提出将矿价上涨80%-90%的要求，并称无意签署更多长协合同，转而推动铁矿石销售现货化。对此，欧洲钢铁工业联盟已公开表示，强烈反对铁矿石生产商欲提价80%-90%的打算；日本方面也表示了反对。
- 3月19日，中国钢铁工业协会常务副会长罗冰生在一次行业会议上表示，巴西矿业巨头淡水河谷公司向中国钢铁企业提出将2010年铁矿石基准价格上调90%-100%。罗冰生称，淡水河谷首先提出涨价90%，随后又提出涨价100%。他的话也印证了早些时候外媒有关淡水河谷要求将铁矿石价格在去年基础上提高约90%的报道。

这个也是首次被中钢协在官方层面印证。

- 力拓3月16日发布了2009年报，并在年报中花大篇幅称中国在今后的15年内对大宗商品需求将持续暴涨。力拓CEO Tom Albanese表示他对中国长期经济增长持“非常乐观”的态度，并预计在接下来的15年里，中国对铁矿石、铜、煤、铝的需求将呈现“爆炸式增长”。
- 据外电报道，代表中国参与铁矿石谈判的宝钢集团董事长徐乐江今日表示，在去年年度定价谈判失败后，对实行40年之久的年度定价模式“调整”是合理的。这是中国首次表态支持调整年度定价模式。目前，世界最大的铁矿石出口商淡水河谷正在谋求制定短期价格系统，此举将让价格上升90%-110%。第二大供应商力拓集团昨天说随着全球最大的原材料买主中国去年没有达成协议价，老定价系统已经崩溃。

### 钢价上涨三因素：成本、消费、出口

上半年钢材价格将上涨，这已经是确定性极大的事情。上涨的原因主要是：①上游铁矿石和焦炭价格上涨所带来的成本压力；②另一方面则是下游需求拉动；③出口复苏。这其中板材价格上涨的速度和出口复苏超出我们的预期。

#### ■ 成本压力导致钢价被动上涨

炼钢主要原料是铁精粉和焦炭，平均每吨钢需要1.6吨65%铁精粉和0.5吨焦炭。除了我们上述分析的铁矿石涨价之外，焦炭价格最近半年也一直处于震荡上行趋势。

图表 4 焦炭价格与月度产量



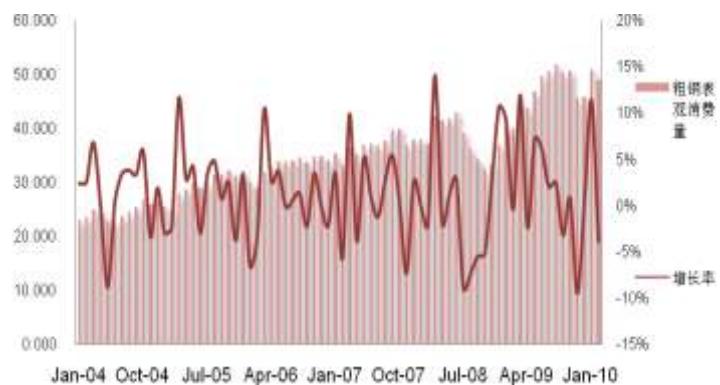
数据来源：钢之家、国家统计局

按照目前铁矿石和焦炭价格来计算，钢坯冶炼成本 3400-3600 元/吨，轧制成本 150-400 元/吨不等（板材轧制成本高于长材）。以目前上海地区长材（二级螺纹钢）4150 元/吨，板材（热卷）4280 元/吨来看，目前各大钢厂均是处于微利状态，一旦长协矿涨价，巨大的成本压力将倒逼钢价上涨。

#### ■ 进入消费旺季，需求提升价格，库存从高点回落

春节之后，天气转暖，随着工地陆续开工，钢材消费也逐步进入旺季。

图表 5 钢材表观消费量与增长率

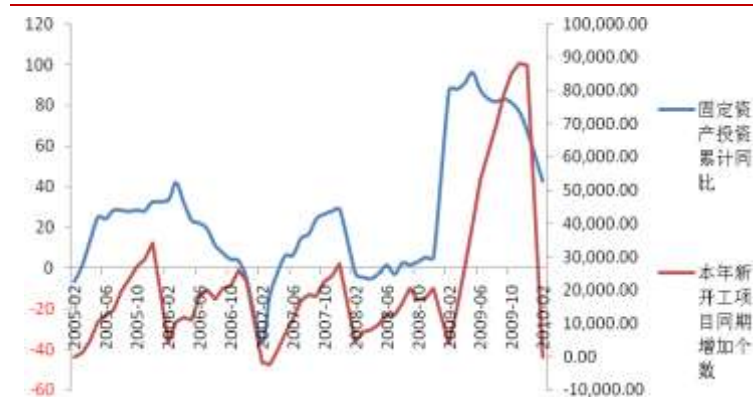


数据来源：国家统计局、金元证券

从表观消费量的绝对值来看，09 年以来一直处于环比上升，尽管 2 月分有所下降，但这主要是由于春节因素所导致。

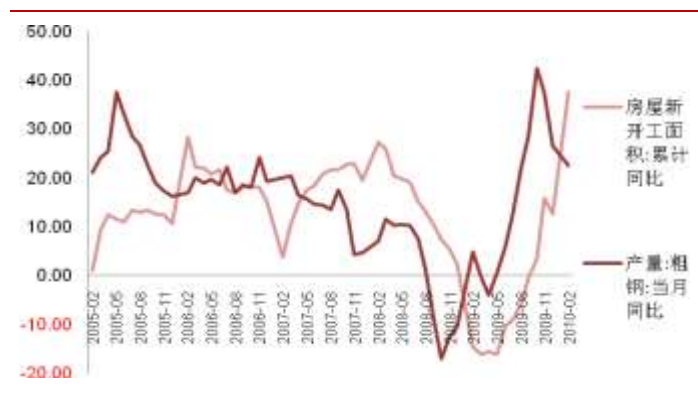
钢材下游主要是：基建、房地产、汽车、家电和船舶等。其中前两者主要需求长材，而后三者需求板材。从目前的政策走向来看，固定资产投资增速将有所下降，但由于很多去年已开工项目今年的钢材需求依然很大。而同时房地产新开工面积 2009 年四季度同比大幅增长 75.35%。由于国家对房地产调控还存在一定不确定性，所以我们认为今年长材价格的表现可能不如板材。

图表 6 固定投资增速与新增项目数



数据来源：国家统计局

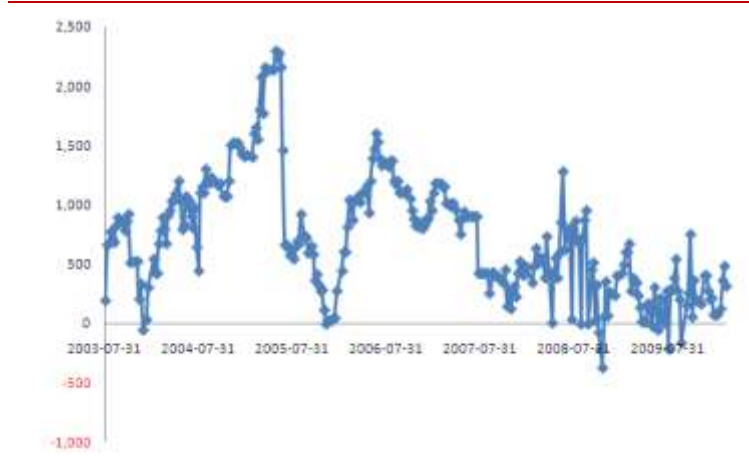
图表 7 房屋新开工面积与粗钢产量（同比%）



数据来源：国家统计局、金元证券

由于成本因素，板材价格应该高于长材，但在市场供需情况发生重大变化时，可能会在一定时间出现板材价格低于长材，2009 年 7 月螺纹钢价格曾出现一波暴涨行情，导致两者价差出现负值。但从今年初开始，板材价格上涨速度明显快于长材，目前价差已经达到 300 元/吨左右。“我的钢铁”网的一项调查显示，目前中游贸易商看多板材和长材的比例分别是 51%和 32%，也就是说贸易商更为看好板材后市行情。

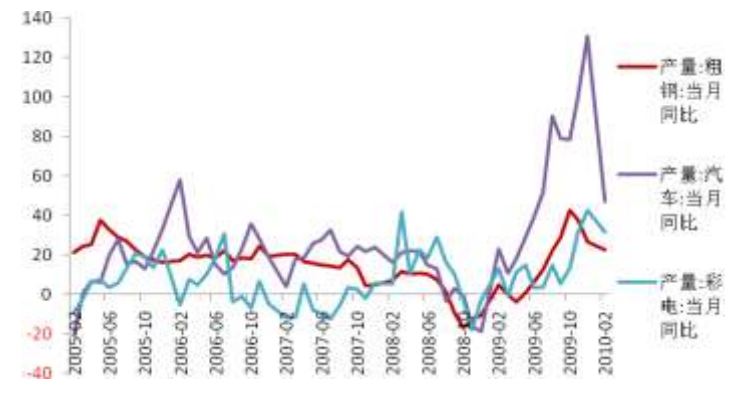
图表 8 螺纹钢与热卷价差



数据来源：金元证券

板材主要应用于汽车和家电行业，09年汽车和家电销量的节节高升正是促使板材价格上涨的主要动力。

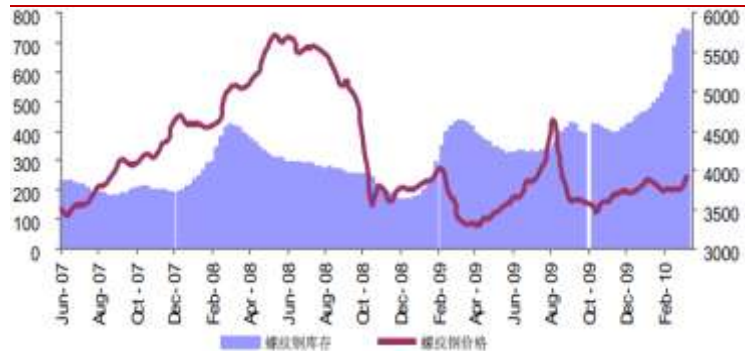
图表 9 汽车、彩电与钢铁产量增速（同比%）



数据来源：国家统计局

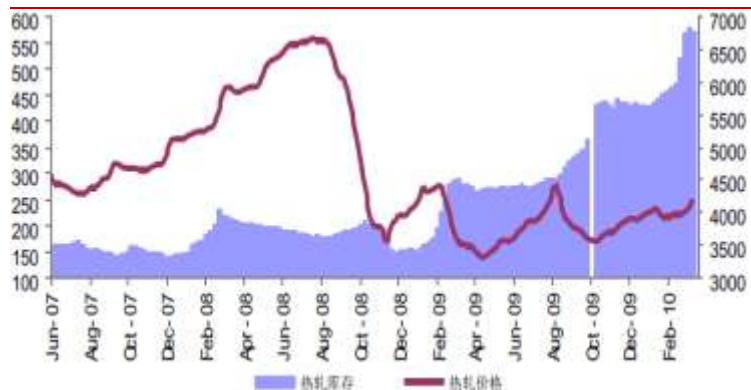
从库存数据来看，上周钢材社会库存总量出现 17 周以来的首次下降，螺纹钢环比下降 0.96%，线材环比下降 2.56%，热卷环比下降 1.23%，冷轧环比下降 2.10%。板材下降幅度大于长材。我们预计未来 3 个月内库存将处于持续减少的趋势。

图表 10 螺纹钢价格与库存



数据来源：钢之家

图表 11 热卷价格与库存



数据来源：钢之家

### ■ 出口复苏超预期

从 2009 年下半年开始，我国钢材出口量出现明显加速迹象，从绝对数量来看已经恢复到金融危机爆发前的水平，而同比增速 1、2 月则是迅速有负转正，并超过 51%。而且，通过对部分钢厂的出口订单的统计来看，相当数量钢厂的海外订单已经排到 6 月份。出口复苏超出我们的预期，预计上半年月均钢材出口量有望超过 350 万吨，同比增长 55%。

出口的增长来自国内外钢材价差，据了解，目前韩国 5.75mm 热卷进口价 618 美元/吨，韩国国内销售价 662 美元/吨，折算下来大约热卷出口价是 4200 元/吨，与目前上海地区热卷价格基本一致。出口订单一般量大，信誉高，所以这是导致目前板材出口量一路上涨的最主要原因，而且我们预计这一增长势头将延续至年中。

图表 12 钢材出口量与增长率



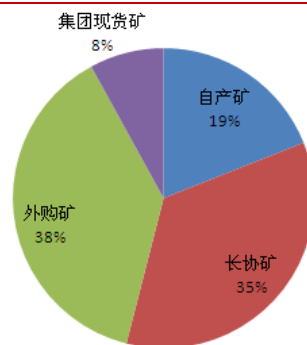
数据来源：国家统计局、金元证券

### 预计 2010 年自产铁精粉净利润将增长 360%

铁矿石涨价对于冶炼企业来说是成本增加，但对于自给率较高的钢厂则是利好。

我们预计 2010 年凌钢所拥有的保国铁矿年产铁精矿（69%）100 万吨，自给率达到 19%，是目前国内自给率最高的钢厂之一（酒钢宏兴（600307）自给率 27%）。力拓长协矿 180 万吨，集团供应现货矿 40 万吨，外购矿 200 万吨。

图表 13 凌钢铁矿石来源构成（2010E）



数据来源：金元证券

2009 年公司自产铁精矿售价约 650 元/吨（不含税），矿石完全成本 550-600 元/吨，其中一季度铁矿石业务处于微利状态，全年净利润 5316 万元，同比下降 83%。但 2010 年铁矿石价格将远在本成本之上（预计 2010 年铁矿石成本约 620 元/吨），通过敏感性分析，2010 年铁矿石售价每上涨 100 元/吨，EPS 将增厚 7.2 分，我们预计今年铁矿石平均售价 950 元/吨（不含税价），净利润 2.47 亿元，比 2009 年大幅增长 360%。铁

矿石业务对应 EPS 0.31 元。

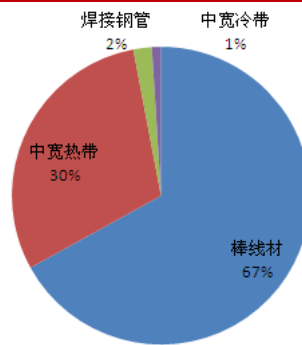
2009 年存货跌价准备 187 万元（主要是原材料），预计 2010 年可以全部转回，但对 EPS 影响甚微。另外集团承诺 2010 年若保国铁矿净利润如不足 15136 万元，则会补偿，但我们认为这一情况发生的可能性极小。

### 冶炼业务：产品以长材为主，板材营业利润率有望提升

公司 2009 年钢材产量 300 万吨，计划 2010 年产钢 330 万吨，增长 10%，其中产能 350 万吨。产量增长主要来自将于今年 9 月竣工的 50 万吨高线项目。公司大部分长材均直供东北地区的大型基建项目，

公司计划 2010 年生产长材 220 万吨，板材 110 万吨，长材占比 67%。

图表 14 2009 年凌钢产品构成



数据来源：公司公告

2009 年公司长材和板材业务营业利润率分别是 14.11% 和 2.51%（其中冷轧业务亏损）。板材业务利润率明显低于往年，而长材利润率高于往年，这主要是因为去年金融危机之后国家“4 万亿”刺激政策明显拉动基建项目对长材的需求，而板材由于行业整体产能过剩，导致一度两者价格倒挂。但我们认为 2010 年板材售价涨幅有望超过长材，预计凌钢 2010 年板材营业利润率可以达到 8.33%，长材营业利润率 11.51%，综合营业利润率提高 0.16 个百分点。

表格 1 产品营业利润率

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
长材营业利润率	11.07%	11.69%	14.11%	11.51%	10.9%
板材营业利润率	13.03%	15.09%	2.51%	8.33%	9.8%
综合营业利润率	11.72%	12.81%	10.30%	10.46%	10.53%

数据来源：公司公告、金元证券

### 12个月目标价 14元

公司所持有的金融资产包括 220 万股 S\*ST 兰光(占比 1.37%)和 713.9 万股光大银行(占比 0.0214%)，由于 S\*ST 兰光尚处于重组停牌之中，未来股价变动有较大不确定性，而光大银行还未上市。总体来看，公司持有的金融资产较少，对 EPS 影响甚微。

针对凌钢铁矿石，目前国内上市公司中只有金岭矿业(000655)是以铁矿石为主营业务，对应 2010 年动态市盈率 30-35 倍，我们认为凌钢铁矿石业务也可按此市盈率定价，由此可以计算这部分业务对应价值是 9.26-10.80 元。

我们预计 2010 年冶炼业务净利润 4.5 亿元，同比增长 88%，对应 EPS 0.56 元，由于短期产量增长有限，参考国际上成熟钢厂的市盈率水平，我们给予冶炼业务 8 倍市盈率，对应价值 4.5 元。

两项业务的合理价值是 13.76 ~ 15.30 元，取相对保守的计算，我们给出 12 个月的目标价是 14 元。同时预计 2010、2011 年 EPS 分别为 0.91 和 1.05 元，对应动态 PE 15.4 倍，PB 1.5 倍，估值水平在钢铁板块中属于中等，但考虑到公司矿石自给率高，从历史 PE/PB Band 来看安全边际较高，给予“增持”评级。

同时，我们认为今年鞍钢整合东北地区钢厂将进入实质阶段，并购重组概念将对公司股价形成显著提升。

图表 15 凌钢股份 PE Bands



数据来源：WIND

图表 16 凌钢股份 PB Bands



数据来源: WIND

表格 2 盈利预测表

	营业收入(亿元)	增长率	净利润(亿元)	增长率	营业利润率	EPS	PE
2009A	95.08	3.64%	2.98	-11.56%	10.30%	0.37	31.3
2010E	118.35	54.03%	6.97	133.9%	10.46%	0.91	12.7
2011E	134.23	18.5%	8.32	19.2%	10.53%	1.05	11.0

数据来源: 公司公告、金元证券 (PE 以 3 月 22 日收盘价计算)

**金元证券行业投资评级标准:**

- 增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;
- 中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;
- 减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

- 买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;
- 增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;
- 中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;
- 减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.