

2010年8月9日

李晓璐

C0049@capital.com.tw

A股目标价(元) 10.47

公司基本信息

| | |
|----------------------------|--------------------|
| 产业别 | 钢铁 |
| A股价 (10/10/10) | 8.54 |
| 上证综合指数 (10/10/10) | 10942.93 |
| 股价 12 个月高/低 | 16.76/7.12 |
| 总发行股数 (百万) | 7234.81 |
| A股数 (百万) | 1808.11 |
| A市值 (亿元) | 154.41 |
| 主要股东 | 鞍钢集团公司 (67.29%) |
| 每股净值 (元) | 7.40 |
| 股价/账面净值 | 1.15 |
| 一个月 三个月 一年 | |
| 股价涨跌(%) 17.96 -0.93 -49.05 | |

近期评等

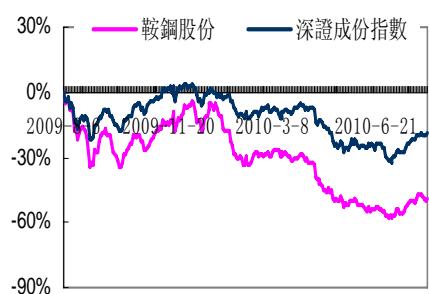
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|------|----|
| 2010/05/17 | | 中性 |

产品组合

| | |
|--------|--------|
| 热轧产品 | 37.56% |
| 冷轧产品 | 35.85% |
| 中厚板 | 15.44% |
| 其它钢铁产品 | 11.15% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|--------|-------|
| 基金 | 9.88% |
| 社保 | 0.83% |
| 券商集合理财 | 0.18% |

股价相对大盘走势

鞍钢股份(000898.SZ)
Buy 买入
最差的时点正在过去 长线买点显现
结论与建议:

调高公司 2010 年和 2011 年净利润分别至 20.82 亿和 30.86 亿元，同比增 1.86 倍和 48%。EPS 分别为 0.29 元和 0.43 元，A 股对应 P/E 为 29 倍和 20 倍，P/B 为 1.56 倍和 1.59 倍。若行业中长期供需继续改善，公司将受益于钢价上涨及较低的成本优势，使业绩保持持续增长。且目前股价累计跌幅已经反映前期悲观预期，长线买点显现，调高评级至买入。

- **上半年经济资料好于先前预期，房地产新开工面积 8.05 亿平米，YoY+69%。**根据统计局资料，2010 年上半年全社会固定资产投资完成额 11.4 万亿元，YoY+25%；房地产新开工面积 8.05 亿平米，YoY+69%。同期，GDP 同比+11.1%，2010 年 6 月 CPI 同比+2.9%，均高于预期。
- **经济转型过渡期，西部大开发有望成为下一个投资热点。**在过渡时期，扩大内需将是保持国内经济平稳增长的重要手段。近两年政府对西部的关注度和投资扶持力度持续加大，我们认为，如果政府的政策能够保持一贯性，今后 10 年西部大开发有望成为新的投资热点，投资有望保持在较高的水平上。
- **对钢铁中长期需求不必过于悲观。**西部 12 省市的全社会固定资产投资已经连续数年超过全国房地产行业的投资额，2009 年两者差额更是达到 42%。因此如果预计到未来西部投资额在中央政府的大力推动下会继续保持 20%以上的增速，那么即使房地产投资额出现回落，西部的投资额增长能够弥补房地产投资额的萎缩量。因此，对中长期需求不必过于悲观，预计 2010-2012 年 CAGR 可达 10%。
- **产能过剩压力好于预期。**09 年下半年开始粗钢产能利用率逐步上升，显示产能过剩压力在逐渐减轻。加上 2009 年全年及 2010 年上半年钢铁行业固定资产投资增速明显放缓，以及淘汰落后、兼并重组力度的加强。预计粗钢产能增速将呈现低增长，2011-2012 年粗钢产能在 7.6 亿吨附近，3 年复合增长率仅为 2%。
- **公司优势主要体现在能够从集团购买价格相对低廉的铁精粉。**公司位于中国东北的辽宁鞍山地区，是中国已探明储量最大的铁成矿带。鞍钢集团是中国铁矿自给率最高的钢铁企业，据我们的预测，2009 年鞍钢集团铁矿石自给率约 58%。

接续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F | 2011F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 7003 | 7525 | 2989 | 727 | 2082 | 3086 |
| 同比增减 | % | 236.77% | 7.45% | -60.28% | -75.68% | 186.37% | 48.22% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 1.180 | 1.040 | 0.413 | 0.100 | 0.288 | 0.427 |
| 同比增减 | % | 236.77% | -11.88% | -60.28% | -75.68% | 186.37% | 48.22% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 7.10 | 8.06 | 20.28 | 83.39 | 29.12 | 19.65 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.58 | 0.55 | 0.21 | 0.05 | 0.15 | 0.20 |

| | | | | | | | |
|---------------|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| A股股息率 (Yield) | % | 6.92% | 6.56% | 2.51% | 0.60% | 1.79% | 2.39% |
|---------------|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|

行业基本面分析

上半年经济资料好于先前预期，房地产新开工面积 8.05 亿平米，YoY+69%

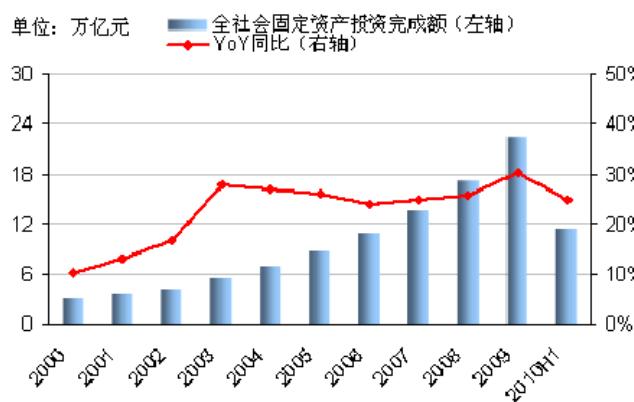
从 6 月份公布的宏观资料看，中国经济表现好于此前市场的预期，表明市场先前的预期过于悲观。

根据统计局资料，2010 年上半年全社会固定资产投资完成额 11.4 万亿元，YoY+25%（见图 1）；房地产新开工面积 8.05 亿平米，YoY+69%（见图 2）。同期，GDP 同比+11.1%，2010 年 6 月 CPI 同比+2.9%，均高于预期。

据此，我们调高 2010 年和 2011 年全社会固定资产投资完成额至 27.75 (YoY+23%)、32.97 (YoY+19%) 万亿元。我们维持房地产行业未来投资增速回落的判断，但全年数据有望好于预期，预计 2010 全年新开工面积 11.8 亿平米，YoY+3%。

根据历年资料统计，房地产耗钢量占总钢材耗钢量的 22–24%，是名副其实的耗钢大户，因此房地产表现好于预期将直接利好钢材需求。

图 1: 2010H1 全社会固定资产投资 11.4 万亿(2000-2010H1) 图 2: 2010H1 房屋新开工面积 8.05 亿平米 (1999-2010H1)



资料来源：统计局，群益证券



资料来源：统计局，群益证券

经济转型过渡期，西部大开发有望成为下一个投资热点

“加快转变经济发展方式”被中国政府再一次摆到了重要位置上。在过渡时期，扩大内需将是保持国内经济平稳增长的重要手段。近两年政府对西部的关注度和投资扶持力度持续加大，我们认为，如果政府的政策能够保持一贯性，今后10年西部大开发有望成为新的投资热点，投资有望保持在较高的水平上。

2010年7月5日至6日，中共中央、国务院在北京召开西部大开发工作会议，胡锦涛主席在会上强调：今后10年中国西部经济实力上大台阶。对西部地区属于国家鼓励类产业的企业，减按15%税率征收企业所得税；对煤炭、原油、天然气等资源税由从量征收改为从价征收。

我们认为，尽管此次会议还没有对西部各阶段经济指标设定量化指标，但仍可以看作是未来10年西部大开发的政策大指引。

过去10年，西部全社会固定资产投资增速持续快速增长，2009年YoY同比+43%（见图3）。而2008和2009年房地产投资增速明显回落（见图4）。

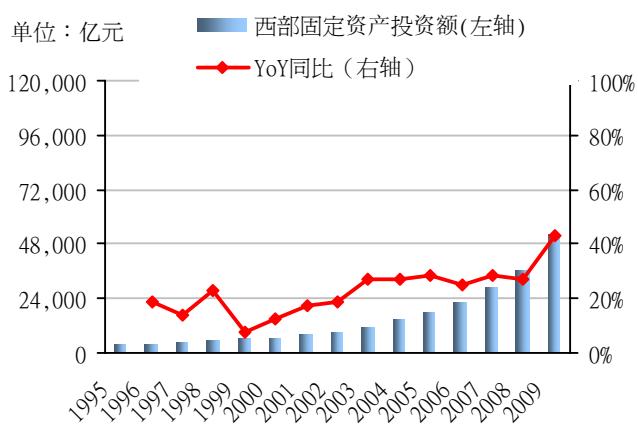
从投资额的体量上来看，西部12省市的全社会固定资产投资长期超过全国房地产行业的投资额，2009年两者差额更是达到42%。

因此如果预计到未来西部投资额在中央政府的大力推动下会继续保持20%以上的增速，那么即使房地产投资额出现回落（更何况目前看起来情况还好于预期），

西部投资若加快增长，可弥补房地产投资的下降

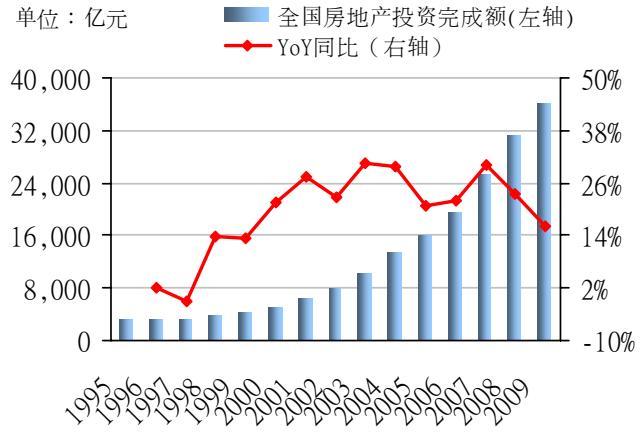
西部的投资额增长能够弥补房地产投资额的萎缩量。

图3：西部全社会固定资产投资额同比增长（1995–2009）



资料来源：统计局，群益证券

图4：房地产固定资产投资额同比明显下降（1995–2009）



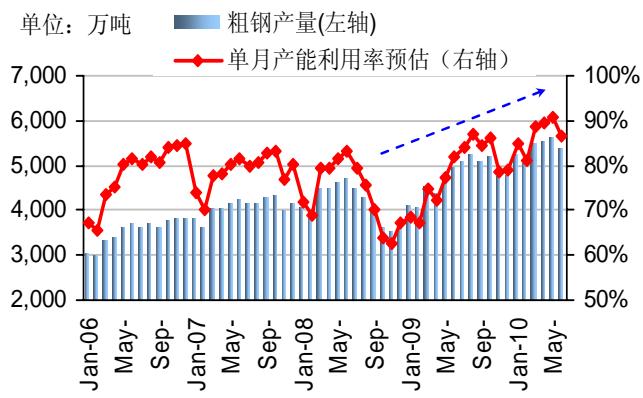
资料来源：统计局，群益证券

对钢铁中长期需求不必过于悲观

尽管房地产遭受政府的严厉打击，但从5、6月份的资料，以及万科公布的7月份的销售数据来看，其表现都要好于市场预期。此外，按照目前政府的政策导向来看，西部12省市的固定资产投资有望在中央政府的推动下跨入“发展新10年”，因此西部12省市的投资增量能够弥补房地产投资额的萎缩。

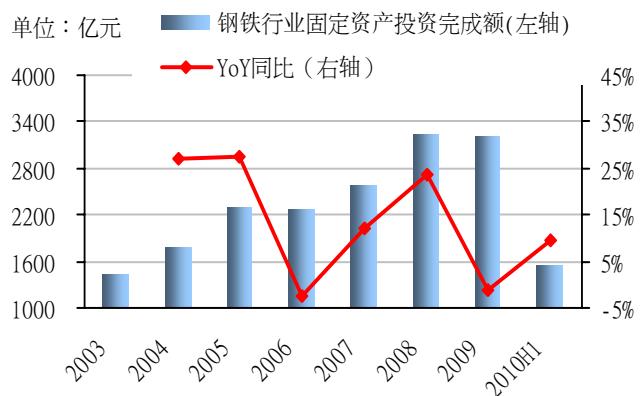
2009年钢材表观消费量YoY+27%，我们认为09年超高速增长不可复制。在全社会固定资产投资额增速放慢的背景下，未来需求将恢复到一个合理水平，预计2010-2012年复合增长率可以达到10%。

图5：单月粗钢产能利用率不断升高（2006/01–2010/06）



资料来源：统计局，群益证券

图6：钢铁固定资产投资完成额显著放缓（2003–2010H1）



资料来源：统计局，群益证券

产能过剩压力好于预期

得益于2005年开始中央政府开始对钢铁新上项目采取限制手段，以及钢材需求的连年增长，粗钢的产能利用率保持在较高的水平，明显好于水泥、玻璃等建材。09年下半年开始粗钢产能利用率逐步上升（见图5），显示产能过剩压力在逐渐减轻。加上2009年全年及2010年上半年钢铁行业固定资产投资增速明显放缓（见图6），加上淘汰落后、兼并重组力度的加强。预计粗钢产能增速将呈现低增长，2011-2012年粗钢产能在7.6亿吨附近，3年复合增长率仅为2%。

中长期供需关系将继续改善

综上，考虑到未来2-3年新增产能低增长，且当前产能利用率处在高位，若同期钢材需求能够保持稳定增长，钢铁行业中长期供需关系将继续改善。

钢价预计 8-9 月份迎来一波持续性反弹

由于上半年房地产新开工面积高速增长，大超市场预期，预示下半年钢材需求也会好于预期。钢价从 4 月中旬开始下跌，持续下跌过程中各方均努力消化自己的库存，我们预计 8-9 月份下游会出现新一轮的补库存行为。需求好转将有助钢价持续上涨。

公司分析

优势主要体现在能够从集团购买价格相对低廉的铁精粉

公司竞争优势主要体现在能够从集团购买价格相对低廉的铁精粉。公司位于中国东北的辽宁鞍山地区，是中国已探明储量最大的铁成矿带。鞍钢集团是中国铁矿自给率最高的钢铁企业，据我们的预测，2009 年鞍钢集团铁矿石自给率约 58%。

根据鞍钢集团 2010-2015 年规划，提出 2015 年铁矿石自给率将达到 65%，同时产能扩充到 6000 万吨。由于目前集团的几个矿区大都始建于上世纪五六十年代，服役时间过长，因此预计集团将尽快启动矿山改扩建项目以满足需求。

根据公司与集团公司签订的铁精粉定价协议，公司的铁精粉采购价是由“前一半年度中国铁精矿进口到岸的海关平均报价加上从鲅鱼圈港到本公司的铁路运费再加上品位调价”共同构成。这种结算方式意味着如果矿价呈现出逐步走高的行情，公司的成本优势将非常明显。

盈利预测

行业供需关系将继续改善，且最差的时点正在过去，长线买点显现

若行业中长期供需继续改善，公司将受益于钢价上涨及较低的成本优势，使业绩保持持续增长。对 2010 年，我们认为 3 季度是国内钢企最艰难的时期。但是一旦渡过这一时期，4 季度钢价有望走出低谷，随着中长期行业供需关系改善，上市公司的业绩也会随之改善。

综上，调高公司 2010 年和 2011 年净利润分别至 20.82 亿和 30.86 亿元，同比增 1.86 倍和 48%。EPS 分别为 0.29 元和 0.43 元，A 股对应 P/E 为 29 倍和 20 倍，P/B 为 1.56 倍和 1.59 倍。受益于行业中长期供需改善，且目前股价累计跌幅已经反映前期悲观预期，长线买点显现，调高评级至买入。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

| 百万元 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F | 2011F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 | 26488 | 54330 | 65499 | 79616 | 70126 | 88319 | 95215 |
| 经营成本 | 22642 | 40068 | 47949 | 66611 | 63712 | 78123 | 82646 |
| 主营业务利润 | 3755 | 13892 | 16786 | 12057 | 6231 | 9455 | 11569 |
| 销售费用 | 463 | 943 | 1598 | 1687 | 1081 | 1762 | 2353 |
| 管理费用 | 349 | 2495 | 3917 | 3788 | 2962 | 3665 | 3999 |
| 财务费用 | 64 | 685 | 755 | 694 | 902 | 1026 | 1235 |
| 营业利润 | 2983 | 9660 | 10450 | 3878 | 789 | 2894 | 4369 |
| 税前利润 | 2982 | 9381 | 10373 | 3842 | 843 | 2866 | 4262 |
| 所得税 | 903 | 2378 | 2848 | 853 | 157 | 654 | 980 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | -41 | -102 | -156 |
| 归属于上市公司净利润 | 2079 | 7003 | 7525 | 2989 | 727 | 2082 | 3086 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F | 2011F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 货币资金 | 562 | 1698 | 7733 | 2974 | 2242 | 3016 | 3124 |
| 存货净额 | 2608 | 7220 | 8701 | 10372 | 10658 | 7893 | 7896 |
| 应收帐款净额 | 1189 | 2057 | 7015 | 3818 | 5166 | 3879 | 3944 |
| 流动资产合计 | 4541 | 11654 | 30115 | 19973 | 24297 | 22114 | 25227 |
| 长期投资净额 | 41 | 59 | 885 | 2262 | 1629 | 1025 | 1025 |
| 固定资产合计 | 6533 | 32814 | 32656 | 43252 | 53805 | 54549 | 51899 |
| 无形资产及其它资产合计 | 9749 | 47143 | 56671 | 72206 | 76690 | 73246 | 73300 |
| 资产总计 | 14290 | 58797 | 86786 | 92179 | 100987 | 95360 | 98527 |
| 流动负债合计 | 2357 | 17183 | 19975 | 21323 | 35487 | 23416 | 24530 |
| 长期负债合计 | 604 | 11491 | 12556 | 17753 | 11702 | 17083 | 17381 |
| 负债合计 | 2961 | 28674 | 32531 | 39076 | 47189 | 40498 | 41911 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1366 | 1433 | 1548 |
| 股东权益合计 | 11329 | 30123 | 54255 | 53103 | 52432 | 53429 | 55068 |
| 负债和股东权益总计 | 14290 | 58797 | 86786 | 92179 | 100987 | 95360 | 98527 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F | 2011F |
|---------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 2553 | 11018 | 7906 | 11938 | 4549 | 8892 | 7541 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2656 | -12101 | -17959 | -15554 | -5213 | -7542 | -8800 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -2096 | 2048 | 16329 | -1143 | -68 | -6636 | 1367 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -2186 | 965 | 6253 | -4759 | -732 | -5286 | 108 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。