

## 鞍钢股份 (000898): 07 年 H2 普钢盈利变化与宝钢基本相同 增持 (维持)

### 钢铁行业

当前股价: 18.97 元

报告日期: 2008 年 4 月 15 日

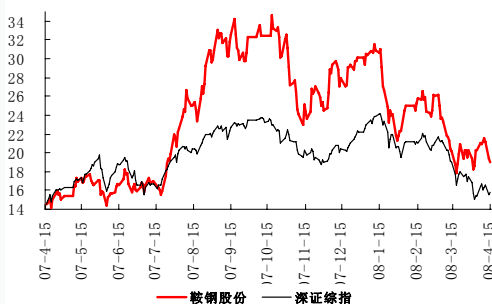
#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	54,596	65,499	81,786	97,049
(+/-)	106.12%	19.97%	24.9%	18.7%
营业利润	12,980	16,389	19,530	23,571
(+/-)	245.64%	26.26%	23.88%	24.29%
归属于母公司 的净利润	6,845	7,525	10,204	12,271
(+/-)	229.2%	9.9%	35.6%	20.3%
每股收益 (元)	1.15	1.12	1.41	1.70
市盈率 (倍)	16.44	16.94	13.45	11.16

#### 公司基本情况 (2008 年 3 月 31 日止)

总股本/流通股 (亿股)	72.35/12.81
流通市值 (亿元)	243
每股净资产 (元)	7.82
资产负债率 (%)	36.61

#### 股价表现 (最近一年)



分析师—王招华

010-66045585 [wangzh@txsec.com](mailto:wangzh@txsec.com)

组长: 施海仙、王明存

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 2007 年报显示, 公司全年实现营业收入 654.99 亿元, 同比增长 20.56%; 净利润 75.25 亿元, 同比增长 7.45%; 实现 EPS 1.12 元。公司同时公布 08 年 1 季报, 实现净利润 24.43 亿元, 同比增长 2.05%, 实现 EPS 0.34 元。
- 07 年业绩低于我们预期值 12%, 主因是管理费用和成本大幅上升。07 年四季度, 公司成本环比继续上涨, 而管理费用占营业收入的比重也大幅提升 5.35 个百分点, 至 8.44%, 使得我们预测的毛利率和期间费用率较实际值偏差 1-2 个百分点左右。
- 07 年下半年公司普钢业务毛利率变化情况与宝钢基本相同。比较宝、鞍 07 年上、下半年的普钢财务数据 (宝钢的普钢业务缺乏季度数据), 可以看出, 鞍钢吨钢材价格下降情况与宝钢基本相同, 但吨钢材成本变化比宝钢高出 79 元, 最终使得鞍钢普钢毛利率变化高出宝钢 2.45 个百分点。经过测算发现这 79 元大致可分解为两部分: (1) 鞍钢铁矿石价格政策每半年变化一次, 宝钢 70% 的铁矿石通过海运长单锁定, 仅 30% 通过现货海运购买, 这样 07 年 H2 较 H1 由铁矿石影响的吨钢材成本变化中, 鞍钢比宝钢高出 60 元; (2) 鞍钢 07 年钢材出口数量占产量比重约为 21%, 高出宝钢 10 个百分点, 而 07 年下半年钢材出口税率显著高于上半年, 这也增加吨钢成本。剔除这两个因素后, 我们不难得出 07 年下半年宝、鞍两公司普钢业务毛利率环比变化情况基本相同的结论, 这也表明鞍钢下半年的主营业务经营能力相对而言, 并不算太差。
- 公司成本 (相对价格)、管理费用 (相对营业收入) 大幅上升的状况并不具备持续性。(1) 07 年下半年吨钢成本环比增加的 249 元中, 仅有约 100 元是焦矿价格上升所致, 剩余的部分只能通过出口税率变化, 以及折旧力度加大等因素解释, 但后期出口税率继续大幅上调的可能性不大, 鲑鱼圈项目步入投产期后折旧等将趋于稳定, 因此后期成本增加将主要取决于焦矿价格上涨幅度, 在行业供需略偏紧的背景下, 共性的成本增加将很容易被钢价上涨覆盖; (2) 鲑鱼圈项目步入投产期后, 管理费用/销售收入也有望逐渐稳定, 08 年 Q1 这一比值回落至 3.80% 便是证明。
- 看好鲑鱼圈项目——08、09 年国内投产的为数不多的高端板

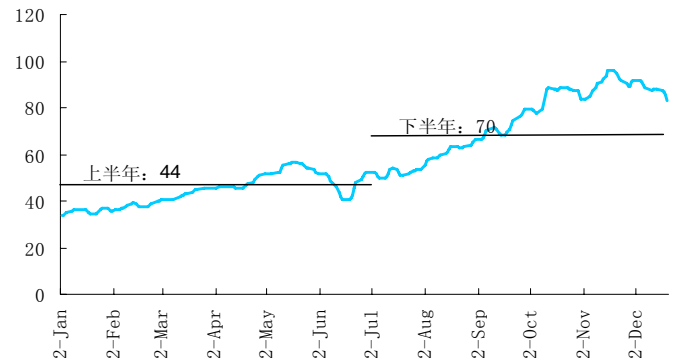
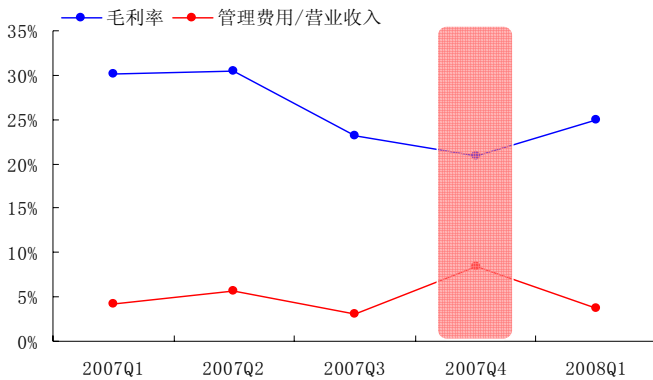


材项目。目前来看，08、09年钢铁行业仍处于一个相对的景气周期中，而公司500万吨的鲑鱼圈项目目前步入投产期，是这期间投产的为数不多的高端板材项目，有望抢占市场先机，为其可持续发展奠定坚实基础。

- **盈利预测、投资建议和风险提示。**预计公司08、09年EPS分别为1.41元和1.70元，以4月15日收盘价计算，对应PE分别为13.45倍和11.16倍，维持公司“增持”评级。我们同时提示投资者注意大盘波动风险，国内政府对钢价的态度以及公司日后如进入不锈钢领域给业绩带来的不确定性。

图表 1：鞍钢毛利率及管理费用占收入比例季度变化

图表 2：图巴朗-北仑、宝山运费（美元）



资料来源：公司年报、天相证券分析系统

资料来源：Bloomberg

图表 3：宝、鞍普钢业务 07 年上、下半年吨钢财务数据变化比较

单位：元/吨 (不含税)	鞍钢股份普钢业务			宝钢股份普钢业务		
	H1	H2	H2-H1	H1	H2	H2-H1
毛利率	30.67%	22.30%	-8.37%	26.86%	20.94%	-5.92%
吨钢材价格	4,315	4,171	-144	4,714	4,576	-139
吨钢材成本	2,992	3,241	249	3,448	3,618	170

资料来源：公司年报、天相证券分析系统

图表 4：鞍钢股份 07 年上、下半年吨钢价格、成本变化

元/吨 (不含税)	Q1	上半年	Q3	全年	估算的 H2-H1
热轧	3835	3925	3792	3861	-128
冷轧	4227	4360	4188	4288	-144
焦煤	666	685	722	710	50
铁精矿	—	552	—	575	46
焦矿影响吨钢成本	—	—	—	—	106.1

资料来源：电话调研、公司年报、天相证券分析系统



图表 5: 鞍钢股份 (000898) 盈利预测

单位: 万元	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
主营业务收入	2,648,812	5,459,600	6,549,900	8,178,555	9,704,940
<b>增长率 (%)</b>	14.0	106.1	20.0	24.9	18.7
减: 主营业务成本	2,264,212	4,124,600	4,834,600	6,170,107	7,282,020
主营业务税金及附加	9,066	37,000	44,389	55,426	65,771
主营业务利润	375,533	1,298,000	1,638,900	1,953,021	2,357,149
<b>增长率 (%)</b>	11.64	245.6	26.3	19.2	20.7
<b>主营业务利润率 (%)</b>	14.18	23.77	25.02	23.88	24.29
加: 其他业务利润	10,379	1,400	0	-	-
减: 营业费用	46,288	95,900	159,800	150,842	184,109
管理费用	34,854	152,700	352,000	240,184	293,153
财务费用	6,404	90,100	75,500	141,720	172,974
<b>期间费用率 (%)</b>	3.31	6.20	8.97	6.51	6.70
营业利润	298,366	960,700	1,036,900	1,420,275	1,706,913
<b>营业利润率 (%)</b>	11.26	17.60	15.83	17.37	17.59
加: 投资收益	-96	300	8,100	400	420
补贴收入	0	0	0	0	0
营业外收入	164	1,100	4,400	1,648	1955
营业外支出	189	40,800	12,100	61,119	72526
利润总额	298,245	921,300	1,037,300	1,361,204	1,636,763
<b>增长率 (%)</b>	13.3	13.3	13.3	31.2	20.2
<b>利润率 (%)</b>	11.26	16.87	15.84	16.64	16.87
减: 所得税	90,297	236,800	284,800	340,301	409,191
<b>实际税负比率 (%)</b>	30	26	27	25	25
少数股东损益	0	0	500	500	500
净利润	207,949	684,500	752,500	1,020,403	1,227,072
<b>增长率 (%)</b>	17.1	229.2	9.9	35.6	20.3
<b>净利润率 (%)</b>	7.85	12.54	11.49	12.48	12.64
每股收益 (元)	0.70	1.15	1.12	1.41	1.70

资料来源: 天相投资顾问有限公司



## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

## 天相投资顾问有限公司

<b>北京富凯</b>	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
<b>北京新盛</b>	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
<b>北京德胜园</b>	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
<b>上海天相</b>	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
<b>深圳天相</b>	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
<b>山东天相</b>	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014