

中国东方集团(581.HK)

盈利好于预期，估值优势明显

公司中报告

评级：**长线买入**↑ 现价：HK\$2.70 目标价：HK\$3.5↑ 潜在上升空间：29.6%

2010年08月11日

事项：

公司发布2010年中期业绩。

股份资料(HK\$)

52周高位(HK\$)	3.50
52周低位(HK\$)	1.80
市值(百万港币)	7,940
发行股数(百万)	2,930
日成交量(百万港币)	2.26
1个月内变化(%)	27.23
年初至今变化(%)	-2.87
50天平均价(HK\$)	2.19
200天平均价(HK\$)	2.62
14天强弱指数	64.84

资料来源: Bloomberg

个股1年走势图



资料来源: Bloomberg

罗荣晋

luorongjin@bocomgroup.com

Tel: (8610) 8518 4067-70 (北京)

从彭博信息下载本公司之研究报告：
BOCM <enter>

要点：

- **FY10上半年盈利好于预期。**中报显示公司2010年上半年实现营业收入153.5亿元，同比增长67.3%；实现归属于公司普通股股东的净利润7.98亿元，同比增长122.9%；公司实现每股基本收益为0.27元，同比增长125%。公司上半年盈利相当于去年全年总利润的90%，盈利恢复好于我们此前的预期。
- **产能快速扩张、盈利水平恢复是推动公司业绩上升的关键。**上半年随着公司租赁及购买生产设施的投产，公司产能实现了快速扩张。目前公司粗钢总产能已达1100万吨，上半年公司实现钢材销售量447万吨，同比增长40.1%。同时，与去年同期相比，随着钢材价格的恢复性上涨，公司吨钢盈利水平持续改善。上半年公司吨钢毛利313元，比去年同期增长33.2%；公司上半年主营业利润率为9%，较去年同期增长10%。
- **公司盈利已逐步进入稳定期。**公司产品以建筑用热轧窄带钢和H型钢为主，上半年公司热轧窄带钢和H型钢销售量分别为177.2万吨和148.1万吨，分别占公司总销售量的39.64%和33.13%。H型钢为公司的核心产品之一，自06年投产以来产量稳步增长。与国内大多数钢材品种相比，H型钢的生产集中度相对较高，国内目前主要集中在马钢、莱钢、日照钢铁等少数几家企业，市场竞争尚不十分激烈。尽管上半年钢材价格波动剧烈，但公司总体盈利已进入稳定期。同时公司的成本控制和管理水平较高，期间费用呈稳步下降的趋势，上半年公司期间费用占营业额比重已下降至不足2%。
- **估值优势明显，上调公司的投资评级至“买入”。**公司产能已达1100万吨，随着公司盈利逐步进入稳定期，我们预计2010、11、12年公司的EPS分别可达0.42元、0.46元和0.49元。公司目前市盈率不足10倍，市净率不足1倍，估值优势十分明显。我们上调公司的投资评级至“长线买入”，近期给予公司的目标价为3.5港元。

公司估值表

	FY07	FY08	FY09	FY10F	FY11F
营业收入 (RMB 百万元)	13,499	19,388	20,589	28,446	32,196
同比增长 (%)	38.0	43.6	6.2	38.2	13.2
净利润 (RMB 百万元)	1,160	44	884	1,238	1,352
同比增长 (%)	12.3	-96.2	-	40.0	9.2
每股盈利 (RMB)	0.40	0.02	0.30	0.42	0.46
市盈率			7.8	5.6	5.1
每股资产净值 (RMB)	0.0	0.0	2.5	2.9	3.3
市净率			0.9	0.8	0.7

资料来源：公司、交银国际

一、国内领先的民营钢铁企业

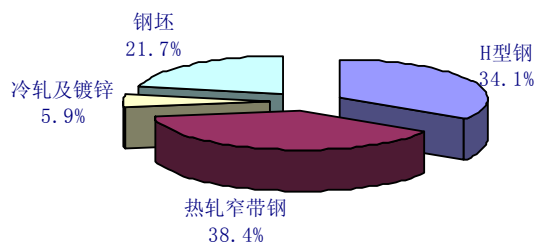
中国东方集团已形成粗钢产能 1100 万吨，位居国内一线民营钢铁企业行列。公司核心产品为热轧窄带钢和大型 H 型钢，同时公司近年来不断拓展深加工品种，冷轧及镀锌的产量也迅速提升。我们预计 2010 年公司的钢材（含钢坯）销售量可达 840 万吨，同比增幅预计可达 20.8%。

图表 1：公司近年来钢材销售量变化（单位：千吨）

	2007	2008	2009	2010H1	2010F
热轧窄带钢	2451	2061	2861	1772	3300
H型钢	1205	1225	2460	1481	2800
钢坯	299	1007	134	1015	1900
冷轧及镀锌	173	241	286	202	400
合计	4128	4534	6948	4470	8400

资料来源：公司、交银国际

图表 2：公司主要品种占营业额之比重



资料来源：公司、交银国际

H 型钢是公司近年来重点发展之品种，现产能 300 万吨，位居国内首位。其中大规格 H 型钢设计产能约 120 万吨，09 年占国内市场份额的 21.4%。与其他品种相比，大规格 H 型钢市场竞争并不十分激烈。同时受益于中国建筑钢结构市场的快速发展，H 型钢市场需求量增长迅速。该品种为公司盈利水平最高的品种。除 2009 年外，其他年份公司 H 型钢的吨钢毛利水平平均显著高于其他品种。

图表3：公司各品种吨钢毛利变化（单位：元/吨）

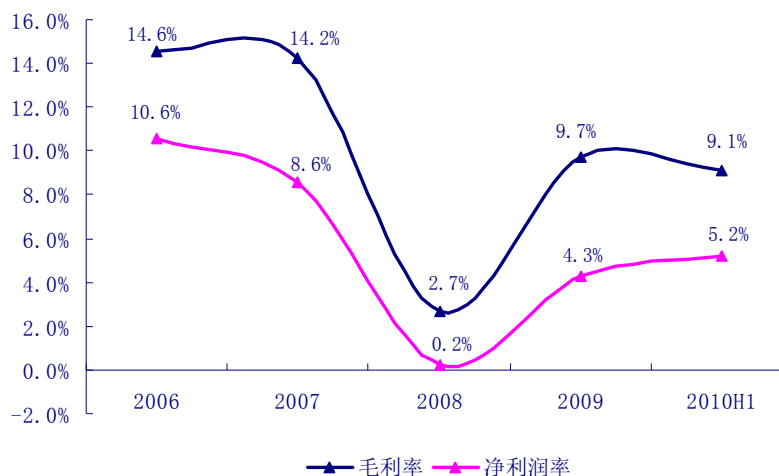
	2007	2008	2009	2010H1	2010F
H型钢	668	252	285	417	3300
热轧窄带钢	404	99	342	301	2800
冷轧及镀锌	198	49	2	228	1900
钢坯	281	-10	242	197	400
平均	464	114	289	313	464

资料来源：公司、交银国际

二、盈利优势突出

作为一家大型民营钢铁企业，公司的成本控制水平较高低成本优势是公司保持良好盈利水平的关键。2006年以来，公司的毛利率和净利润率水平始终高于行业平均水平，仅有2008年受金融危机冲击公司盈利水平曾出现较大幅度下滑。与香港上市的其他内地钢铁公司09年盈利相比，公司盈利的领先优势十分明显。

图表4：2004年以来公司毛利率和净利润率变化



资料来源：公司、交银国际

图表5：在港上市钢铁公司09年盈利水平对比

	公司	鞍钢股份	马鞍山钢铁	重庆钢铁
毛利率	9.74%	6.19%	5.43%	10.99%
净利润率	4.30%	1.07%	0.78%	0.80%

资料来源：交银国际

图表 6：在港上市钢铁公司 09 年期间费用水平对比

	管理费用占收入比重	销售费用占收入比重
公司	1.4%	0.3%
鞍钢股份 (0347.HK)	3.1%	0.7%
马鞍山钢铁 (0323.HK)	2.3%	0.9%
重庆钢铁 (1053.HK)	5.2%	2.7%

资料来源：交银国际

三、安米入股提升公司治理水平

全球最大的钢铁制造商安塞乐米塔尔目前持有公司 29.62% 的股份，为公司的第二大股东。我们认为安米的入股，不仅将有效的提升公司的治理水平，同时也将使公司可充分享受安米集团遍布于全球的铁矿石采购和钢材营销网络，公司已被安米集团纳入其全球业务的发展规划中。同时公司还是安米集团在华扩展钢铁业务的重要平台。我们认为安米的入股有效提升了公司的中长期发展潜力。

图表 7：公司盈利预测（单位：百万元）

	2010F	2011F	2012F
销售收入	28,446	32,196	34,652
毛利	2,467	2,726	2,906
归属于公司普通股股东净利润	1,237.8	1,352.0	1,442.0
EPS (元/股)	0.42	0.46	0.49

资料来源：交银国际

我们预计未来三年公司钢材（含钢坯）产量将稳步增长至 1000 万吨以上，产量增速可能放缓，但得益于公司良好的成本控制，预计公司盈利将保持稳定，EPS 预计分别可达 0.42 元、0.46 元和 0.49 元，公司现估值水平偏低，近期给予公司 3.5 港元的目标价。

交银国际 www.bocomgroup.com

香港中环德辅道中68号万宜大厦九楼
总机: (852) 3710 3328; 传真: (852) 3426 9702
北京市东城区长安街1号东方广场E1楼312室
总机: (86-10) 8518 4068

研究报告联系电话

(852) 2977 9155	(852) 2977 9181
(852) 3710 3369	(852) 2297 9480
(852) 2297 9853	(852) 2297 9839
(8610) 8518 4068-99	

评级定义

公司评级

买入: 预期股价于12个月内上升超过20%
长线买入: 预期股价于12个月以上时间上升超过20%
中性: 预期股价波动在±20%之间
沽出: 预期股价于12个月内下跌超过20%

行业评级

领先: 预期行业指数于12个月内超过大市涨幅10%以上
同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间
落后: 预期行业指数于12个月内落后大市涨幅10%以上

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延误差、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。