

2007年05月27日

**市场数据**

市价(元)	9.42
股价市场位置	188/12.81%
已上市流通A股(百万股)	891.81
总市值(百万元)	60,808.93
年内股价最高最低(元)	9.75/2.34
沪深300指数	3985.25
上证指数	4179.78
2005年股息率	5.46%


**相关报告**

- 1 《马钢股份投资价值分析报告》，2007年1月9日

**周涛**

 (8621)61038261  
 zhout@china598.com

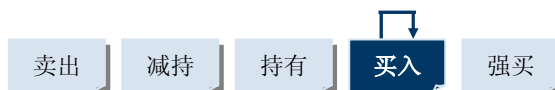
联系人: 赵莉

 (8621)61038257  
 zhaoli@china598.com

 上海市黄浦区中山南路 969 号谷泰  
 滨江大厦 15A 层 (200011)

国金证券研究所

# 马钢股份 (600808.SH)

**——500万吨项目投产略微推后**

**公司基本情况**

项目	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
每股收益(元)	0.554	0.441	0.353	0.549	0.722	0.800
摊薄每股收益(元)	0.554	0.441	0.353	0.549	0.722	0.800
净利润增长率	28.03%	-20.36%	-20.05%	55.62%	31.59%	10.73%
先前预期每股收益(元)				0.462	0.709	0.800
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.503	0.657	0.925
市盈率(倍)	7.15	6.19	12.76	17.16	13.04	11.78
行业优化市盈率(倍)	8.27	5.53	14.23	20.69	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	18.45	14.65	25.86	39.56	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.26	N/A	N/A	0.31	0.41	1.10
已上市流通A股(百万股)	600.00	600.00	804.00	891.81	891.81	891.81
总股本(百万股)	6,455.30	6,455.30	6,455.30	6,455.30	6,455.30	6,455.30

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论**

- 2007年马钢的关注点有两个: 一是建筑类钢材带来的机会; 二是马钢500万吨新区项目带来的板材增量, 业绩的弹性较大。
- 业绩预测: 根据公司的出厂价格情况, 我们上调公司2007年EPS到0.549元, 基于公司长材产品的高弹性与新项目投产的不确定性, 我们将密切关注公司的动态变化, 对业绩进行及时修正。
- 本次调研的要点如下:
  - ◆ 针对近期建筑类钢材的大幅上涨, 我们调研的几家上市公司均认为价格持续性不强, 但最保守的预计, 也有2~3个月的价格持续期;
  - ◆ 马钢股份500万吨新区项目估计于2007年6~7月份投产, 热轧板产量220~230万吨, 时间略微迟于先前公布的5~6月份。
  - ◆ 新产品: 冷轧硅钢产品将于2007年年底投产, 预计2008年产量为30万吨。

## 主要的关注点

### 了解公司建筑类钢材的盈利能力持续性

- 近期长材类产品的价格波动幅度超出市场预期，就此问题，我们拜访了马钢等上市公司，主要是了解上市公司对此事件的评价：
  - ◆ 根据我们对马钢、南钢、唐钢等公司的实地调研信息表明，上市公司人员对建筑类钢材的评价比较谨慎，他们认为长材类产品的价格不具备大幅上扬基础。
  - ◆ 主要理由：新增产能出来的速度很快，一般 2~3 个月就可以出来新的产能，大部分的上市公司均是从他们自己微观的角度考虑，具备一定的代表性。

### 公司 500 万吨项目的投产情况跟踪

- 就钢材增量角度而言，马钢 500 万吨的新区产能即将投产，增量在上市公司中比较明显，不过根据我们最新的调研信息表明，项目投产时间略有推迟。

## 关键内容记录

### 关于建筑类钢材的走势看法

- 大部分的上市公司并不看好长材类产品的价格，主流观点认为长材类产品产能的释放速度快于板材，不具备长时间走强背景；
- 微观角度的看法：马钢子公司合肥公司的长材厂经过 2~3 个月的改造，便把产能从 100 万吨增加到 170 万吨左右。唐钢及南钢等公司人员的看法也与之比较类似。
- 小结：上市公司对建筑类钢材的分析看法相对比较保守，但有一点可以肯定，未来 2~3 个月内建筑类钢材的走势还是比较强势的。

### 新区 500 万吨项目的进展状况

- 500 万吨项目估计 2007 年 6~7 月正式投产，略微低于年初公司对外的宣传口径。
- 当前 1 座高炉和 1 座转炉已经投产；
- 估计 2007 年热轧重复材为 220~230 万吨，基本实现达产，至于冷轧板，甚至镀锌板，我们认为很难快速达产，总体而言，还是按照热轧板测算其盈利。

### 其他关键事项：硅钢 2008 年投产，先前市场少有预期

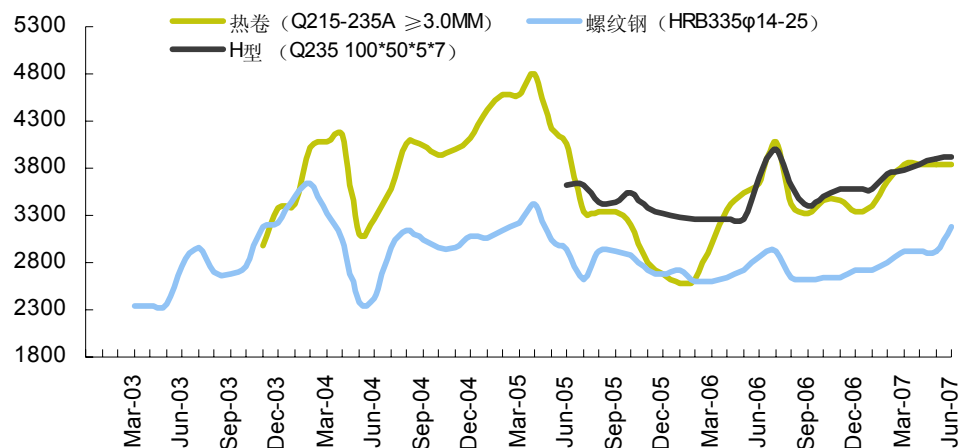
- 2007 年 Q1 公司总的钢材产量为 259 万吨，由于中厚板检修，减少 10 万吨产量，估计 Q2 会改变；
- 2007 年产量排产：2007 年钢材计划 1344 万吨（本部 1194 万吨），增量为 240 万吨，主要来自新区 500 万吨项目的增量。
- 合肥公司：2006 年为 5~12 月并产，产量为 69 万吨，2007 年排产 150 万吨；
- 车轮：2 条车轮，1 条轮毂，其中车轮分别为 40 万件，50 万件，估计 2006 年车轮为 22 万吨，2007 年为 25 万吨，未来达到 30 万吨，轮毂达到 4 万吨。

- 冷轧硅钢：设计产能 40 万吨，2007 年年底投产，2008 年产量为 30 万吨，主要来源是 CSP 生产线，所以我们估计一般生产中低牌号硅钢片。
- 马钢股份未来的增量预测：500 万吨（新区）+300 万吨（新区二期），该 300 万吨主要是利用合肥的指标，搬迁到马钢新区。也就是说马钢将在 2008~2010 间具备 1800 万吨的钢材产能。
- 关于 500 万吨项目的下游配套问题：与奇瑞有合作，同时在芜湖有加工配送中心，这可以保证公司新区产品顺利进入正常销售渠道。
- 股权激励：可能还是需要宝钢的方案出来参考，具有较大的不确定性。
- 新区产量：2007 年 6~7 月正式投产，估计热轧重复材为 220~230 万吨，大概 80% 的达产率，当前 1 座高炉已经投产，一座转炉也投产；
- 钢材出口：公司 2007 年 1 季度出口钢材 30 万吨，估计全年为 120 万吨的量，占总产量接近 10%；2006 年出口 99 万吨；
- 出口退税影响：今年影响利润 3510 万美元（出口退税 4 月 15 日执行）；
- 矿石问题：75% 进口（澳大利亚 2/3，巴西 1/3）；5% 市场采购；20% 来自集团；母公司当前 300 万吨供给上市公司，未来 5 年将增加到 650 万吨；

### 主要结论

- 2007 年马钢的关注点有两个：一是建筑类钢材带来的机会；二是马钢 500 万吨新区项目带来的板材增量，业绩的弹性较大。
- 业绩预测：根据公司的出厂价格情况，我们上调公司 2007 年 EPS 到 0.549 元，基于公司长材弹性与新项目投产的不确定性，我们将密切关注公司的动态变化，对业绩进行及时修正。

图表1：马钢主要钢材产品出厂价走势图（元/吨，不含税）



来源：国金证券研究所、意达钢铁网

图2: 马钢股份主要产品季度价格涨幅比较 (元/吨, 不含税)

日期	H型	中型	热卷	线材	螺纹钢	中厚板
	Q235 100*50*5*7	不等边角钢 75*50*8	Q215-235A ≥ 3.0MM	高线 6.5	HRB335φ14-25	14 ~ 20MM
2006Y	3478	2789	3323	2892	2696	3070
2007Q1	3707	2803	3633	2920	2820	3390
2007Q2	3890	2943	3840	3133	3013	3587
2007H	3798	2873	3737	3027	2917	3488
07Q2/07Q1	4.95%	4.99%	5.69%	7.31%	6.86%	5.80%
07Q1/2006Y	6.59%	0.51%	9.33%	0.98%	4.61%	10.42%
07Q2/2006Y	11.86%	5.53%	15.55%	8.36%	11.78%	16.83%
07H/2006Y	9.23%	3.02%	12.44%	4.67%	8.19%	13.63%

来源: 国金证券研究所、意达钢铁网

图3: 马钢股份财务报表数据

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E		2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销售收入	26,770	32,083	34,320	47,047	56,797	59,590	货币资金	2,195	3,269	4,161	4,200	4,400	4,254
增长率		19.8%	7.0%	37.1%	20.7%	4.9%	应收款项	3,291	2,772	2,033	2,716	3,235	3,380
销售成本	-20,799	-27,295	-29,930	-40,502	-48,363	-50,444	存货	4,754	5,199	6,540	8,850	10,568	11,023
% 销售收入	77.7%	85.1%	87.2%	86.1%	85.2%	84.7%	其他流动资产	0	0	0	0	0	0
税金及附加	-202	-219	-240	-330	-398	-417	流动资产	10,240	11,240	12,734	15,767	18,203	18,657
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	长期资产	21,221	27,638	42,109	50,674	52,827	54,503
主营业务利润	5,769	4,569	4,149	6,215	8,036	8,729	资产总计	31,461	38,878	54,843	66,441	71,030	73,160
主营业务利润率	21.5%	14.2%	12.1%	13.2%	14.1%	14.6%	循环贷款	1,662	191	809	5,262	4,612	4,266
其他业务利润	39	116	51	51	51	51	应付款项	7,081	7,782	10,750	14,662	17,691	18,766
% 税前利润	1.0%	3.5%	1.9%	1.2%	0.9%	0.8%	其他流动负债	938	807	1,013	1,320	1,681	1,820
营业费用	-167	-209	-229	-314	-379	-398	流动负债	9,681	8,780	12,571	21,244	23,984	24,852
% 销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他长期负债	4,269	11,078	21,839	21,839	19,839	16,839
管理费用	-1,213	-930	-964	-1,270	-1,647	-1,728	负债	13,949	19,858	34,410	43,083	43,824	41,691
% 销售收入	4.5%	2.9%	2.8%	2.7%	2.9%	2.9%	少数股东权益	76	138	310	401	521	653
财务费用	-407	-209	-343	-449	-462	-443	股东权益	17,436	18,882	20,122	22,956	26,686	30,815
% 销售收入	1.5%	0.7%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%	负债股东权益合计	31,461	38,878	54,843	66,441	71,030	73,160
营业利润	4,022	3,338	2,665	4,234	5,600	6,211	现金流量表 (人民币百万元)						
营业利润率	15.0%	10.4%	7.8%	9.0%	9.9%	10.4%	净利润	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
投资收益	0	19	60	60	60	60	3,576	2,848	2,277	3,543	4,662	5,162	
% 税前利润	0.0%	0.6%	2.2%	1.4%	1.0%	0.9%	少数股东损益	13	41	58	91	120	132
补贴收入	1	2	6	6	6	6	非现金支出	1,803	2,087	2,305	2,440	2,852	3,379
% 税前利润	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	非经营收益	409	186	269	445	460	443
营业外收支	7	-36	27	27	27	27	营运资金变动	317	934	394	1,186	1,012	551
% 税前利润	0.2%	-1.1%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%	经营活动现金净流	6,118	6,095	5,302	7,705	9,106	9,667
税前利润	4,030	3,322	2,757	4,326	5,692	6,303	资本开支	-4,324	-8,658	-14,153	-10,919	-4,919	-4,969
利润率	15.1%	10.4%	8.0%	9.2%	10.0%	10.6%	其他	0	7	-273	0	0	0
所得税	-441	-434	-422	-692	-911	-1,008	投资活动现金净流	-4,324	-8,651	-14,426	-10,919	-4,919	-4,969
所得税率	11.0%	13.1%	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%	募集资金	20	23	5,674	0	0	0
少数股东损益	-13	-41	-58	-91	-120	-132	股息	-1,616	-1,448	-1,432	-1,200	-1,337	-1,498
% 税前利润	0.3%	1.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	银行贷款变动	-178	2,966	7,760	4,453	-2,650	-3,347
净利润	3,576	2,848	2,277	3,543	4,662	5,162	其他	-236	2,157	-2,337	0	0	0
净利率	13.4%	8.9%	6.6%	7.5%	8.2%	8.7%	筹资活动现金净流	-2,010	3,698	9,664	3,253	-3,987	-4,845
增长率		-20.4%	-20.1%	55.6%	31.6%	10.7%	现金净流量	-216	1,143	540	39	200	-146
EPS (元/股)	0.554	0.441	0.353	0.549	0.722	0.800							

来源: 国金证券研究所

#### 投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

#### 股价市场位置的说明:

报告提供日前一交易日, 沪深市场股票价格按“0 - 5, 5 - 10, 10 - 15, 15 - 20, 20 - 30, 30 元以上”排序分为六类, 例如股价为 10.51 元, 则“202/13.81%”表示沪深两市场中股价介于 10 - 15 元的共计 202 只, 共占市场总只数的 13.81%。

#### 优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

#### 特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。