

马钢股份(600808.sh)

虽受益于铁路大发展，但盈利能力不容乐观

能源与材料研究组

曹新 研究员

电话: 021-68818805

eMail: cx2@gf.com.cn

冯刚勇 研究助理

电话: 020-87555888-804

eMail: fgy@gf.com.cn

公司是全球最大的火车轮及环件生产商

目前公司可年产火车轮及环件 110 万件，其中火车轮产能 35 万吨，环件产能约 5 万吨，已成为全球最大的火车轮及环件生产商。我国铁道和铁路设备投资快速增长将拉动火车轮的需求。由于公司产品价格高于进口火车轮价格，公司产品未来仍有降价可能性，毛利率也将逐步下滑，但我们认为在需求旺盛的前提下，未来该产品价格可能保持 8000~9000 元/吨的水平，结合未来产能释放情况，测算出该产品利润总额为 5.10~8.91 亿元，盈利依然可观。

目前生产经营情况

铁矿石库存依然偏高：目前公司煤炭库存约 10 万吨，相当于 10 天用量。产成品库存约 12 万吨，仅相当于 3 天钢材产量。然而铁矿石库存接近 380 万吨，相当于 2 个月用量，大多为进口长协矿。

开工率已达九成：公司线棒、型钢、火车轮及环件均开始满负荷生产，而冷轧板、镀锌板开工率不足，目前公司综合开工率已达到九成。

产品销售有所改善：2009 年 1、2 月份，火车轮及环件、线棒、型钢需求较好，订单比较充裕，但热轧、冷轧板产品销售不畅。总体销售形式有所好转，但同比仍有 10%~15% 的降幅。

盈利能力面临挑战：目前公司只有火车轮及环件、管线钢等少数品种维持较高盈利水平，型钢、线棒材仅有微利，而热轧、冷轧板、镀锌板处于盈亏平衡点附近，产品盈利能力不容乐观。

投资建议

我们初步预测企业 2008~2010 年每股收益分别为：0.17 元、0.23 元、0.34 元。公司是国内主要特大型钢铁企业之一，拥有火车轮及环件、管线钢等盈利较确定的产品，但其它产品竞争力不强，盈利能力受到挑战，且公司股本扩张较快，一定程度上稀释了公司投资价值。目前公司股价 4.24 元，PB 为 1.15 倍。我们认为公司合理价值在 4.5 元左右，对应 2009、2010 年 PB 为 1.28 倍、1.22 倍，给予公司“持有”评级。

风险提示

- 1、进口火车轮及环件价格下滑对公司产生的冲击；
- 2、原材料高度依赖外购，成本压力可能难以缓解；
- 3、钢铁下游行业需求持续低迷，影响钢材价格走势。

公司评级

持有

当前价格(元)	4.24
目标价格(元)	4.50
前次评级	买入

股价走势

马钢股份(600808)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.08%	11.35%	-40.50%
上证综指	11.69%	12.27%	-51.23%

股票数据

总股本(万股)	770,068.1
	2
流通 A 股(万股)	387,012.1
	2

主要股东:

马钢(集团)控股有限公司

主要股东持股比例	49.74%
流通 A 股比例	50.26%

财务比率

ROE	10.76%
ROA	3.48%
资产负债率	67.00%
每股净资产(元)	3.55

2007 年报数据。

公司简介

马钢是我国特大型钢铁联合企业之一，是安徽省最大的工业企业，目前钢铁产能已达1600万吨。公司拥有世界先进水平的冷热轧薄板生产线、高速线材生产线、我国最先进的热轧大H型钢生产线和全球最大的车轮轮箍专业生产厂，形成了独具特色的“板、型、线、轮”产品结构，按国际标准组织生产的钢材产品达到钢材产品总量的80%，产品出口到48个国家和地区。

公司铁矿石约75%为进口长协矿，集团供矿320万吨/年，占比约18%，其余7%左右的铁矿石用量从国内铁精粉现货市场采购。海运费40%为COA长单，其中巴西矿海运费约35美元/吨，澳大利亚矿石海运费约20美元/吨。煤炭主要来源于安徽淮北、山西、山东等地。

公司是全球最大的火车轮及环件生产商

自2008年10月份第三条火车轮生产线投产后，公司年产火车轮及环件可达110万件，其中火车轮产能35万吨，环件产能约5万吨。2008年火车轮及环件产量27万吨，预计2009、2010年产量分别为30、35万吨。公司已成为全球最大的火车轮及环件生产商。

国外竞争者主要为俄罗斯、乌克兰厂商，其生产能力均为60~70万件。国内主要竞争对手为山西太原、河南信阳、山西大同等生产厂家，但马钢占有明显优势，公司能同时生产货车和时速250公里以下的客车车轮，时速250公里~350公里的高速客车火车轮也在研制过程中。

我国铁道和铁路设备投资快速增长

国家批准的铁道部“十一五”规划，投资总额为1.25万亿，现在顺应铁路建设的新需求，资金规模调整为两万亿。最新批复的2万亿投资资金，将主要分三部分使用，一部分用于高铁建设，一部分用于城际铁路，一部分用于铁路干线的完善。

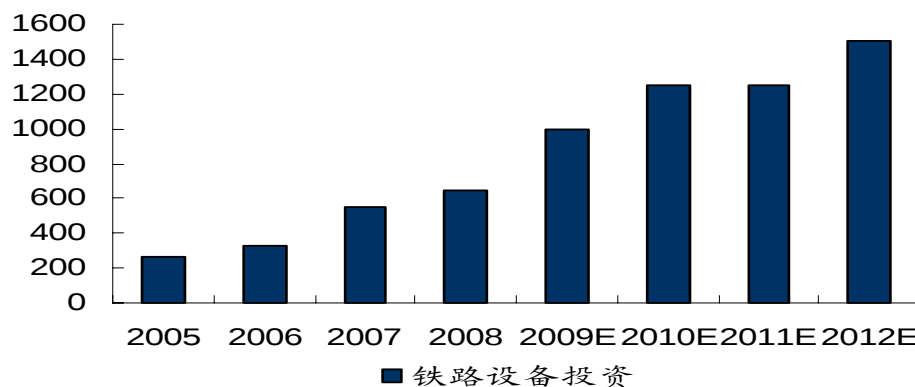
表 1: 铁路建设营运里程目标（单位：万公里）

	2006	2007	2010	2006-2010	2001-2005
营运里程	7.66	7.8	9.0	0.34	0.13
复线	2.64	2.71	4.05	0.35	0.08
电气化里程	2.44	2.55	4.05	0.33	0.11
客运专线	-	-	0.7	0.18	-

数据来源：铁道部，国家统计局，广发证券发展研究中心

大规模的铁路建设投资产生了旺盛的相关铁路装备需求：动车组、机车、货车、客车、轨道交通车辆、其他铁路相关工程机械及专用机床设备。而铁路设备投资快速增长也拉动了火车轮的需求。

图2：2006-2012铁路设备投资增长（单位：亿元）



数据来源：铁道部统计中心，广发证券发展研究中心

表2：未来铁路设备需求增长情况预测（单位：列）

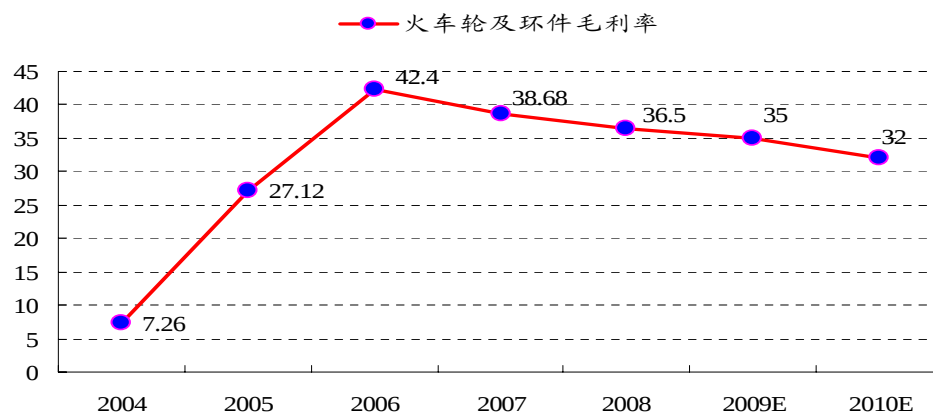
设备	保有量（2007A）	保有量（2010E）	增长率
动车组	105	1000	111%
客车	44300	45000	0.5%
大功率机车	550	2300	61%
机车	18300	19000	1.26%
货车	568500	700000	7.2%
城轨	3875	12000	46%

数据来源：铁道部统计中心，广发证券发展研究中心

火车轮及环件毛利率呈下降趋势

2006年火车轮及环件毛利率达到42.4%的最高水平，从2007年开始毛利率呈下降趋势。该产品成本变动相对较小，其毛利率下降主要因产品价格下调所致。2008年产品最高价格超过11000元/吨，而同期进口产品价格仅120美元/吨，目前价格为9000~9500元/吨，进口价格已降至105美元/吨。可见公司产品价格仍有一定的下调空间。未来公司毛利率将逐步下滑。

图3：公司火车轮及环件毛利率变动情况（单位：%）



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

火车轮及环件盈利能力依然向好

虽然火车轮及环件价格仍有下调空间,但我们认为在需求旺盛的前提下,未来产品价格可能保持8000~9000元/吨的水平。产品成本一般维持在6000元/吨,吨钢费用约300元/吨,结合未来产能释放情况,可测算出该产品利润总额为5.10~8.91亿元,盈利依然可观。

图2: 净利润对火车轮及环件产量和价格的敏感性分析

利润总额 (亿元)		价格 (元/吨)						
		7000	7500	8000	8500	9000	9500	10000
产量 (万吨)	21	1.47	2.52	3.57	4.62	5.67	6.72	7.77
	24	1.68	2.88	4.08	5.28	6.48	7.68	8.88
	27	1.89	3.24	4.59	5.94	7.29	8.64	9.99
	30	2.10	3.60	5.10	6.60	8.10	9.60	11.10
	33	2.31	3.96	5.61	7.26	8.91	10.56	12.21
	36	2.52	4.32	6.12	7.92	9.72	11.52	13.32
	39	2.73	4.68	6.63	8.58	10.53	12.48	14.43

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

目前生产经营情况

铁矿石库存依然偏高

目前公司煤炭库存约10万吨,相当于10天用量,处于低库存水平。产成品库存约12万吨,仅相当于3天钢材产量。然而铁矿石库存接近380万吨,相当于2个月用量,且大多为进口长协矿,给公司带来了较大的资产减值和成本压力。

开工率已达九成

从2009年1月开始,公司线棒、型钢、火车轮及环件均开始满负荷生产,而冷轧板、镀锌板生产线开工率不足。目前公司综合开工率已达到九成,逐步进入正常生产状态。

成品销售有所好转

公司长材以经销商代销为主,板材以直供为主,产品直供比接近40%。2009年1、2月份,火车轮及环件、线棒、型钢需求较好,订单比较充裕,但热轧、冷轧板产品销售不畅。总体销售形式有所好转,但同比仍有10%~15%的降幅。

盈利能力面临挑战

虽然目前产品销售形式有所改善,但只有火车轮及环件、管线钢等少数品种维持较高盈利水平,型钢、线棒材仅有微利,而热轧、冷轧板、镀锌板处于盈亏平衡点附近,产品盈利能力不容乐观。

公司采取了一系列措施控制铁前成本、降低吨钢费用,实施效果还有待观察。

盈利预测

基本假设:

1、2008~2010年期间，公司钢材产量分别为1400万吨、1500万吨、1600万吨；

2、往年公司毛利率在7%~15%之间，2008年毛利率降至8.5%左右。综合考虑钢材价格和原材料价格变动，预计2009、2010年毛利率分别为8%、9%。

3、各种税费均参考历史数据，并结合当前实际情况有所调整，其中2009、2010年所得税税率均按25%计；

4、总股本未考虑随后可能出现的变化。

表1: 盈利预测

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	35410.06	50645.39	72596.32	70543.15	78549.77
减: 营业总成本	32708.19	47978.95	71092.63	68439.70	75300.29
其中: 营业成本	30965.30	44907.02	66425.63	64899.70	71480.29
营业税金及附加	244.11	628.25	892.00	820.00	980.00
销售费用	229.00	290.83	360.00	320.00	350.00
管理费用	999.72	1034.09	960.00	850.00	920.00
财务费用	342.77	1083.48	1650.00	1500.00	1550.00
资产减值损失	(72.71)	35.28	805.00	50.00	20.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.72	0.00	0.00	0.00
投资收益	59.56	164.64	220.00	200.00	240.00
营业利润	2761.43	2831.80	1723.69	2303.45	3489.48
加: 营业外收入	59.11	105.63	125.00	120.00	130.00
减: 营业外支出	14.06	140.73	80.00	90.00	100.00
利润总额	2806.48	2796.70	1768.69	2333.45	3519.48
减: 所得税费用	347.38	220.59	442.17	583.36	879.87
净利润	2459.10	2576.11	1326.52	1750.09	2639.61
减: 少数股东损益	57.90	100.73	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东的净利润	2401.20	2475.38	1326.52	1750.09	2639.61
总股本(百万股)	6455.30	6455.30	7700.68	7700.68	7700.68
EPS(元/股)	0.37	0.38	0.17	0.23	0.34

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议

我们初步预测企业2008~2010年每股收益分别为: 0.17元、0.23元、0.34元。公司是国内主要的特大型钢铁企业之一，拥有火车轮及环件、管线钢等盈利能力较确定的产品，但其它产品竞争力不强，盈利能力受到挑战，

且公司股本扩张较快，一定程度上稀释了公司投资价值。目前公司股价4.24元，PB为1.15倍。我们认为公司合理价值在4.5元左右，对应2009、2010年PB分别为1.28倍、1.22倍，给予公司“持有”评级。

风险提示

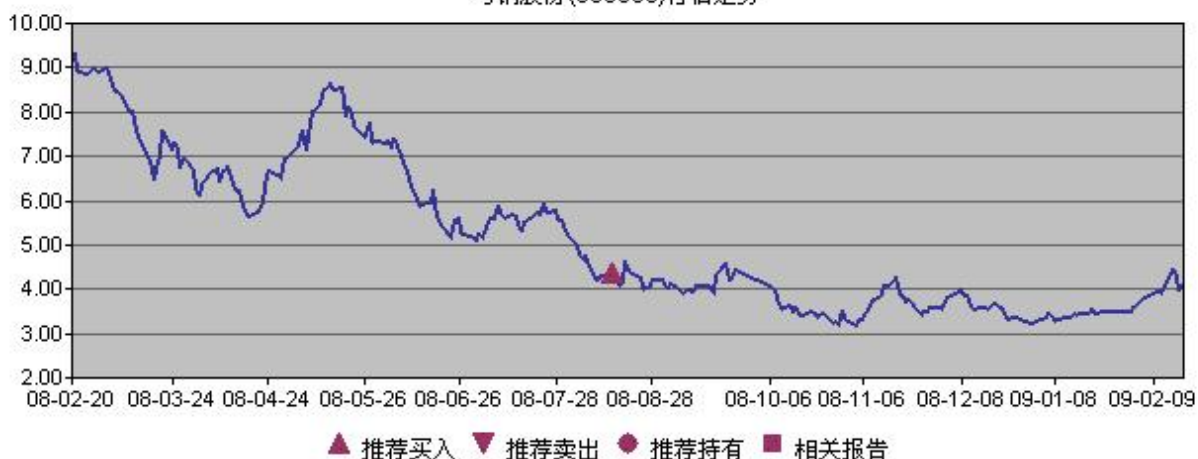
公司主要风险在于：

- 1、进口火车轮及环件价格下滑对公司产生的冲击；
- 2、原材料高度依赖外购，成本压力可能难以缓解；
- 3、钢铁下游行业需求持续低迷，影响钢材价格走势。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

马钢股份(600808)行情走势



相关研究报告

G 马钢(600808.sh)

周德昕

2006-07-05

广州

上海

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。