



分析师

闵丹

电话: 010-62296874

Email: mindan@hysec.com

莱钢股份 (600102)
增持(首次)

钢铁/深度研究



全面受惠提升公司想象空间

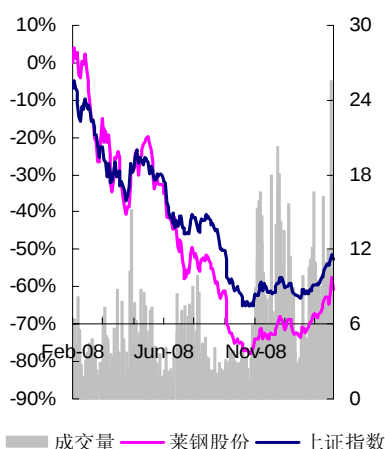
公司数据

总股本(万股)	92227
流通股(万股)	23377
每股净资产	7.10
主要股东	莱芜钢铁集团有限公司
主要股东持股比例	74.65%

交易数据

一年价格波动区间	4.83~23.5
半年绝对表现	0.82%
半年相对表现	6.17%
半年换手率	3.53%

市场表现



投资要点:

- **产品结构优势突出。**公司年钢材产量约为 620 万吨，主要分为型钢、优钢和普钢，08 年三品种的产量分别为 220 万吨、100 万吨和 300 万吨。其中 H 型钢和螺纹钢都是建筑用钢，受益于国家产业振兴规划和宏观经济刺激政策的拉动，将率先回暖。
- **国内最大的型钢生产基地。**公司拥有全国规模最大、品种最全的 H 型钢生产工艺流程，总产能约为 350 万吨，市场占有率接近 40%。钢结构建筑的巨大优势使得未来住宅钢结构市场将是建筑发展的必然趋势，市场前景广阔，因此公司型钢产品未来的成长性值得期待。
- **山东铁路建设投资促公司长远发展。**截至 2015 年，山东将新建和改建铁路 3800 公里，静态总投资额将超过 1500 亿元，拉动钢铁需求约 535 万吨，公司的螺纹钢和型钢产品势必入围定点采购企业之列。另外，东平铁路建成后将大大缩短运输里程，进而节省原材料运输成本。
- **高分红承诺提升公司吸引力。**2000 年以来公司共实现分红 22.7 亿元，分红率接近 50%，公司曾承诺连续 5 年（2006-2010 年）派发股息不低于公司该年度可供分配利润的 55%，进一步提升了公司的投资价值。
- **预计 08 年每股收益 0.43 元，给予“增持”评级。**我们预计公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.43 元、0.60 元和 1.035 元，当前市净率为 1.10，行业平均市净率为 1.32，考虑到公司 09 年全面受惠于宏观经济拉动政策以及未来的成长性，给予 09 年 1.4 倍 PB，目标价位 9.94-11.0 元，给予“增持”评级。

主要经营指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2698655.03	3292615.9	3532976.8	3151415.3	3624127.6
同比增长率	36.19%	22.01%	7.3%	-10.8%	14.9%
净利润	76938.15	113953.57	40318.68	54894.66	95455.72
同比增长率	85.18%	48.11%	-64.65%	36.23%	73.95%
每股收益(元)	0.81	1.236	0.437	0.595	1.035
净资产收益率	13.64%	18.28%	6.72%	8.45%	14.69%

目录

1 公司概况	4
公司简介	4
产品产量及盈利构成	5
2 钢铁行业形势依然严峻	5
需求尚未完全恢复	6
产能过剩问题突出	7
钢材价格维持低位震荡	8
3 公司亮点	8
产品结构优势突出，全面受惠宏观经济政策效应	9
国内最大的型钢生产基地	10
山东铁路建设投资促公司长远发展	11
灵活的销售模式	12
高分红承诺提升公司吸引力	12
4 公司经营分析	13
成本与价格	13
库存消化将在 3 月底之前结束，产能恢复达 95% 以上	13
出口受阻成为必然	14
主要经营指标	14
5 盈利预测与估值	14
盈利预测	14
绝对估值	16
相对估值	16
投资建议	16
6 风险提示	17

图表目录

图表 1: 产品产量及占比.....	5
图表 2: 收入构成.....	5
图表 3: 各主要品种毛利率.....	5
图表 4: 我国钢材表观消费量.....	6
图表 5: 2008 年固定资产投资.....	6
图表 6: 下游需求行业增速.....	7
图表 7: 2004-2008 年月度粗钢产量.....	7
图表 8: 2008 年粗钢产量及增长率.....	7
图表 9: 2004-2008 年钢材产销率及库存变化.....	8
图表 10: 国内钢材价格指数走势图.....	8
图表 11: 国内各种钢材市场价格.....	8
图表 12: 螺纹钢价格走势.....	9
图表 13: 优钢价格走势.....	9
图表 14: 2007-2008 年大中型型钢月产量及增速.....	11
图表 15: 2008 年型钢月产量及同比增速.....	11
图表 16: 2004-2008 年型钢月进出口量.....	11
图表 17: 2008 年型钢价格走势.....	11
图表 18: 2000-2007 年每股派息.....	13
图表 19: 2000-2008 年分红率.....	13
图表 20: 营业收入与营业成本同比增长率.....	14
图表 21: 期间费用率.....	14
图表 22: 营业收入与净利润.....	14
图表 23: 净资产收益率与毛利率.....	14
图表 24: 主要产品产量及收入预测.....	14
图表 25: 盈利预测表.....	14
图表 26: 参数假设及估值结果.....	16

1 公司概况

公司简介

公司是由莱芜钢铁集团有限公司（原莱芜钢铁总厂）设立组建的股份有限公司，具有近 40 年的发展历史，现已成为一个拥有转炉钢和电炉钢两个生产系统，包括矿山采选、烧结、焦化、炼铁、炼钢、连铸、轧材以及相应的动力、运输、机械、建筑安装等门类比较齐全的大型钢铁联合企业，主体设备从德国、意大利、日本引进，拥有当今世界先进水平的炼铁、炼钢、轧钢等完整的钢铁生产工艺流程，钢材产品共计 3 大类，主要产品有型钢、优钢和螺纹钢，总生产能力达 620 万吨，是国内规模最大、品种最全的型钢生产基地。公司先后有多项产品获全国、省、部优质产品称号，H 型钢、韩标钢筋等多个品种通过国际认证。

公司总股本为 9.22 亿股，其中莱芜钢铁集团持股 6.88 亿股，占总股本的 74.65%，可流通日为 2012 年 1 月 18 日，是唯一的限售股东，稳定的控股权及股权结构将保证公司战略实施的稳定性和盈利的持续性。

公司总资产约 203.1 亿元，设有 16 个生产经营管理处/部和 1 个技术研发中心、1 个销售中心，1 个分公司、5 个控股子公司、3 个参股公司和 8 个生产厂，分别是第一铁厂、第二铁厂、炼钢厂、轧钢厂、锻压厂、焦化厂和特钢厂等 7 个单位。公司当前钢材产能约为 620 万吨，形成了以型钢、优钢和螺纹钢为主的产品结构。公司拥有 8 座焦炉（主要规格为 4.3m 和 6m）、6 座高炉（2 座 750m³ 和 4 座 1080m³）、9 座转炉（50 吨-120 吨）和 1 座 50 吨电炉。

公司拥有四条棒材生产线，专业生产螺纹钢、圆钢产品，年产钢材 240 多万吨；1 条窄钢带生产线，主要产品厚度为 1.5-8.0mm，宽度为 183-483mm，具备年 100 万吨的生产能力；三条型钢生产线，主要生产轻型系列、中型系列和大型系列 H 型钢及其他型钢产品，年产能力 330 万吨，其中大型型钢生产线生产能力在 200 万吨以上，主要生产大型 H 型钢、工字钢及其他型钢，H 型钢最大宽度 400mm，最大高度 1000mm；中型型钢生产线主要生产中型 H 型钢、工字钢、矿用 U 型钢、矿用工字钢等，生产能力达到 107 万吨以上；小型型钢生产线是国内第一条能够生产热轧轻型和超轻型 H 型钢的生产线，具备年产 24 万吨以上的能力，主要产品为 200mm 以下的热轧标准和轻型 H 型钢、叉车门梁、滑轨、导轨等多种异型断面型钢；另外还拥有一条特钢生产线，产能为 100 万吨。

公司坚持以技术取胜，着力自主创新，科学组织生产，提升产品档次，产品结

构不断优化,成功开发出 N80 级石油管坯钢、D502 轴承钢、SAE8620H 齿轮钢、重汽 20CrMnTiH4 齿轮钢、50CrVA 半轴用钢、铁路线杆用钢、磁轨 F 型钢等高端新产品,其中铁路线杆用钢、磁轨 F 型钢均为国内首创,大大提升了公司的市场竞争力。

产品产量及盈利构成

公司的主要品种为型钢、优钢和普钢,各主要品种产量基本稳定,占比分别达到总产量的 35.5%、16.1%和 48.4%,三种产品的总收入占公司总收入的 89.72%。

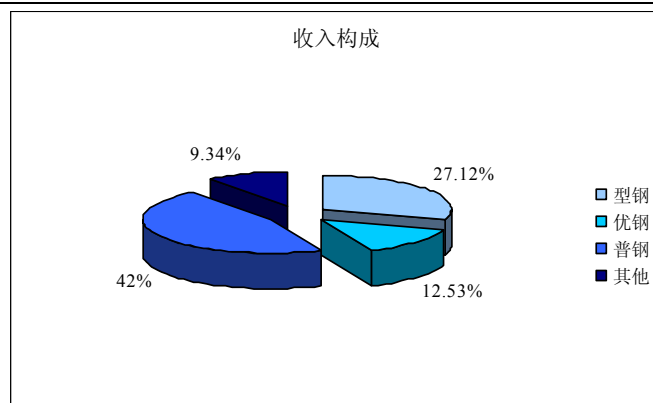
公司各种产品的收入水平与毛利率近三年来变化相对平稳,其中优钢的毛利率逐年提升;除此之外,占收入 27.12%的型钢毛利率依然继续保持在较高水平,为 19.63%,值得一提的是,未来钢结构建筑将逐渐取代现在的混凝土建筑,从而为公司的型钢产品带来广阔的增长前景。

图表 1: 产品产量及占比

品种 (万吨)	2006	2007	2008E	2008 年占比
生铁	546.5	535	470	
粗钢	572.19	576	540	
钢材	672.81	691	620	
其中: 型钢	230	240	220	35.5%
优钢	90	100	100	16.1%
普钢	350	350	300	48.4%

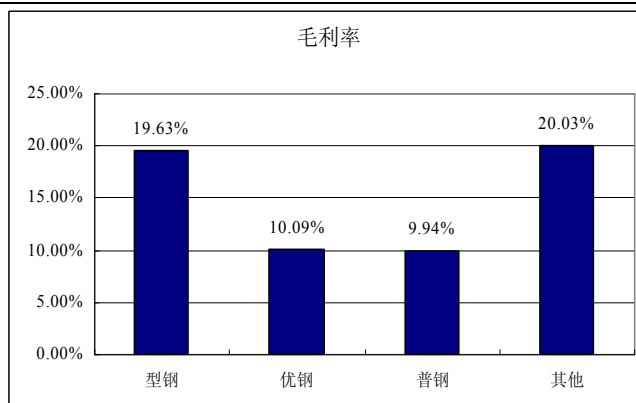
资料来源:公司公告、宏源证券

图表 2: 收入构成



资料来源:公司公告

图表 3: 各主要品种毛利率



资料来源:公司公告

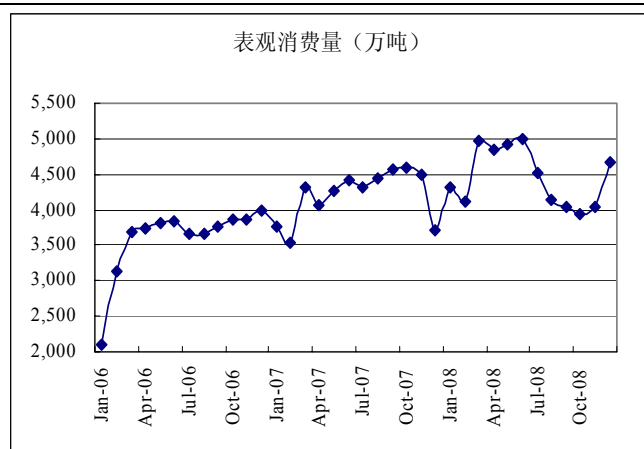
2 钢铁行业形势依然严峻

需求尚未完全恢复

经历了 2008 年全球经济以及钢铁行业的严重衰退之后，虽然对于钢铁业来说，钢价暴跌，需求萎缩、矿石高价的最坏时刻可能已经过去，但截止目前，钢铁行业依然在艰难前行，下游需求短期内很难恢复。钢材的表观消费量在 6 月份达到最高点的 4990.27 万吨，之后逐月递减至 10 月份最低点 3929.95 万吨，与 6 月份高点相比下跌了 21.25%。11 月份，经过国家 4 万亿投资以及十大产业规划的陆续推出的提振，12 月份实现表观消费量 4657.62 万吨，基本恢复正常水平，但该数据不具持续性，无法准确反映需求的恢复程度。

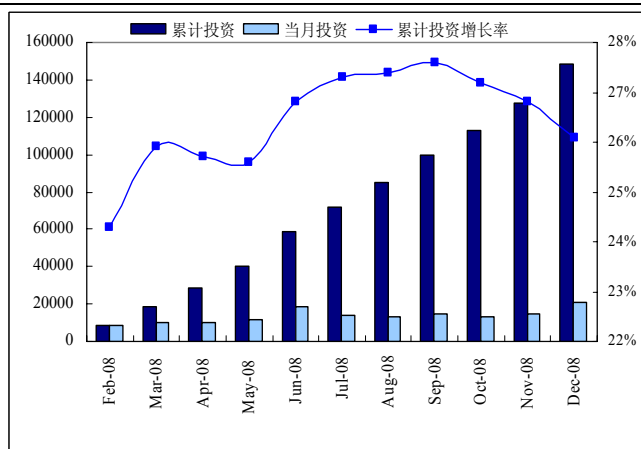
另外，从国家统计局的获取的最新数据显示，城镇固定资产投资虽然继续保持高位增长，08 年完成投资总额 148167.25 亿元，同比增长 26.1%，略高于去年同期水平，但其中房地产开发完成投资 35215.26 亿元，同比增长 23%；与去年同期 32.2% 的增长率相比，降低了 9.2 个百分点，降幅非常明显。房地产行业是钢铁业的最主要的下游需求行业，消费量占到钢材总量的 50% 左右，进入 2008 年以来的房地产市场萧条严重影响了钢铁行业的需求量，而且房地产业又进一步因为影响家电业和汽车业的发展前景，汽车业增速下降了 15.6 个百分点，家用电器下跌了 18.7 个百分点，从而对钢铁行业的整体影响无疑更是雪上加霜。下游各行业的增速情况进一步证实了钢铁行业需求量大幅下滑的事实。2009 年受国家投资拉动的钢材需求约 0.7 亿吨，占钢材总产量的 12% 左右，但基础设施建设的拉动效果可能仅仅是抵消了其减少的需求，因此我们预计 2009 年全年出口约 4800 万吨，表观消费量将到达 4.4 亿吨左右，同比下降 2%。

图表 4：我国钢材表观消费量



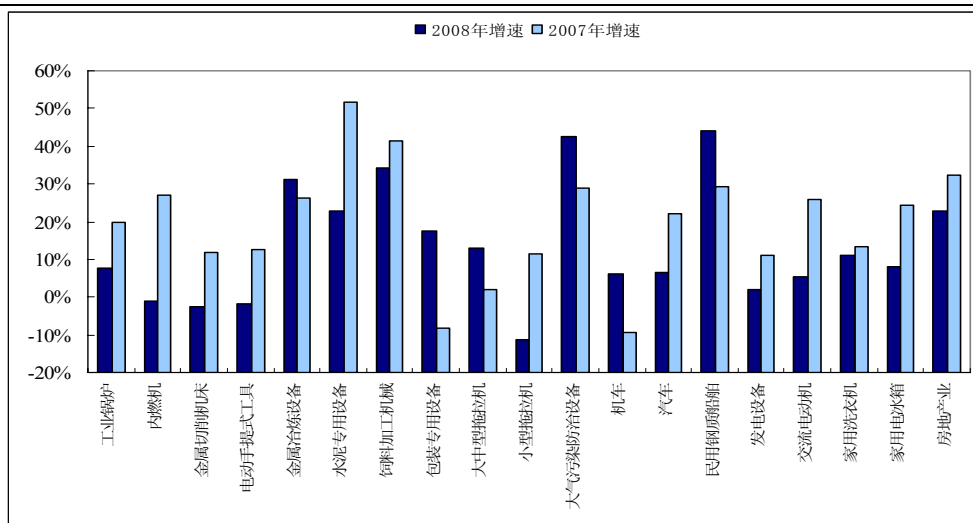
资料来源：中华商务网

图表 5：2008 年固定资产投资



资料来源：Wind

图表 6：下游需求行业增速

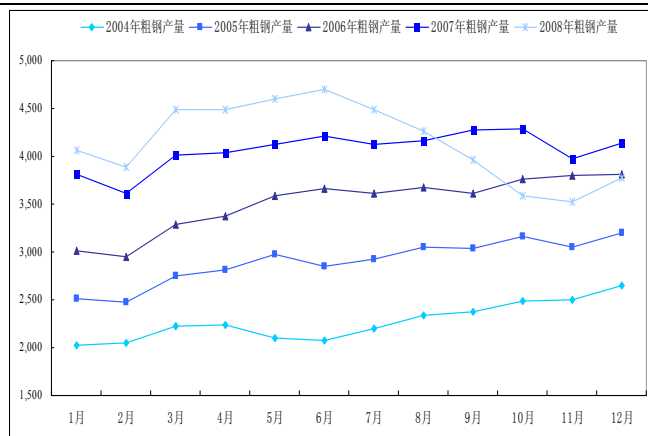


资料来源：统计局

产能过剩问题突出

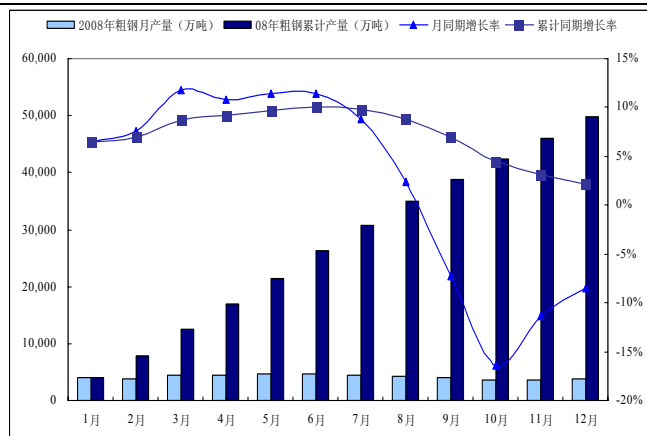
根据统计数据显示，08 年我国粗钢累计产量达 50048.8 万吨，同比增长了 1.1%，大大低于 2007 年 15.7% 的累计同比增速，累计产销率为 05 年以来的最低水平，库存大幅增长，这主要是由于受下游需求不足带来的钢材价格持续大幅下跌所致，各大钢厂纷纷采取限产保价措施。12 月份因为国家宏观经济刺激拉动效应逐渐开始显现，月度粗钢产量出现一定程度回升，但依然低于 06、07 年水平。虽然产量增速大幅放缓，但相对于当前钢铁业 6.5 亿吨的产能水平，实际 5 亿吨的产量凸显了产能过剩问题的严重，是未来钢铁业急需解决的矛盾。消化现有库存、淘汰落后产能、优化产品结构和加强自主创新将是当前以及未来一段时期钢铁业面临和需要解决的关键问题。

图表 7：2004-2008 年月度粗钢产量



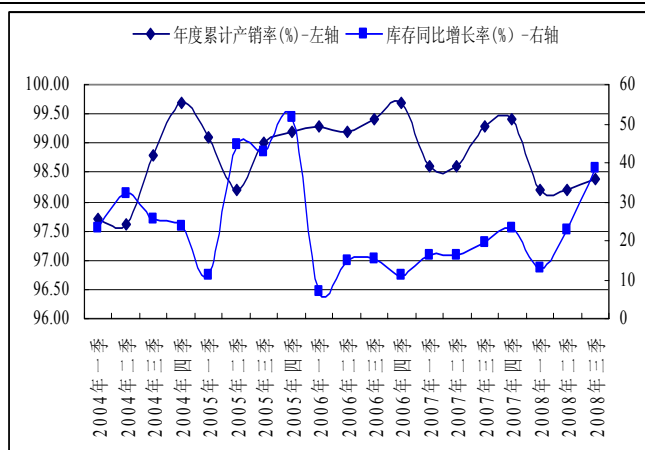
资料来源：中华商务网

图表 8：2008 年粗钢产量及增长率



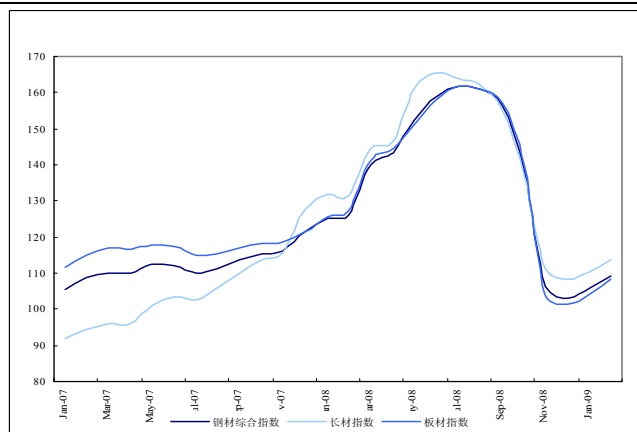
资料来源：统计局

图表 9：2004-2008 年钢材产销率及库存变化



资料来源：Wind

图表 10：国内钢材价格指数走势图



资料来源：中华商务网

钢材价格维持低位震荡

国内外钢材价格指数经历了 7 月份开始的暴跌后，如今已进入低位震荡阶段，最大跌幅达 57.2%，各种钢材价格也出现了大幅普跌的行情，与今年的最高点时相比，最大跌幅均在 40%左右，其中以热轧卷板跌幅最大，为 43.52%，无缝钢管跌幅相对最小为 32.29%。经过国家 4 万亿投资的拉动以及钢铁行业振兴规划的推出，钢材价格于 11 月底开始小幅回升，截止 2 月中旬，除无缝钢管外，其余品种均出现了 3.88%至 20.86%的不同程度的上涨，但下游需求尚未完全恢复，不足以支撑钢材价格的持续上涨，另外，钢铁行业又将面临新一轮铁矿石谈判，因此我们认为短期内钢价将维持低位震荡格局。

图表 11：国内各种钢材市场价格

品种	规格	2008. 07	2008 10/11	2009.02	钢价最大跌幅	目前上涨幅度
普线	Φ6.5	5786	3505	3865	-39.42%	10.27%
螺纹钢	Φ12-25	5589	3660	3961	-34.51%	8.22%
中厚板	6	7087	4481	4655	-36.77%	3.88%
热轧薄板	1	6426	4203	4428	-34.59%	5.35%
热轧卷板	2.75	6110	3451	4171	-43.52%	20.86%
冷轧薄板	0.5	7498	4536	5069	-39.50%	11.75%
镀锌板	0.5	7778	4706	5111	-39.50%	8.61%
无缝管	159×6	7740	5241	5111	-32.29%	-2.48%
型钢	8#槽钢	5800	3750	3980	-35.3%	6.13%
优钢	40Cr100	6980	4100	4200	-41.3%	2.4%

资料来源：中华商务网

3 公司亮点

产品结构优势突出，全面受惠宏观经济政策效应

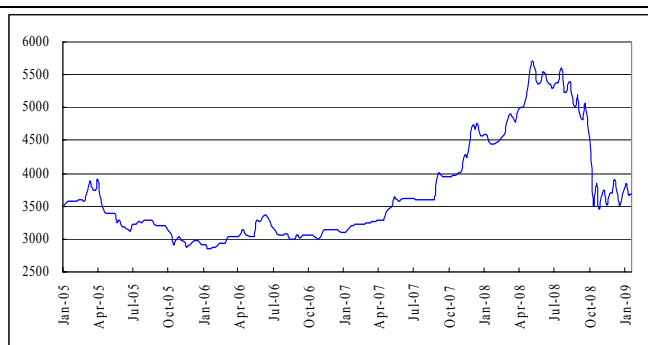
公司年钢材产量约为 620 万吨，主要产品分为型钢、优钢和普钢，08 年三种钢材的产量分别为 220 万吨、100 万吨和 300 万吨。其中 H 型钢和螺纹钢都是建筑用钢，产量占公司总产量的 83.9%，得宜于建筑钢材市场的率先回暖，同时公司的螺纹钢为三级螺纹钢，2008 年获得“全国质量奖”，成为唯一获奖钢企，平均价格高出市场价 50 元-100 元/吨，使得这两个品种的盈利水平恢复较快，从表 11 中的数据也可以看到螺纹钢和型钢的价格下跌幅度相对较小，分别为 34.51%和 35.3%，近期分别上涨了 8.22%和 6.13%，公司业绩将率先走出谷底。同时在《钢铁产业调整和振兴规划》中提到提高国内建筑用钢质量，也将使公司受益。

另外，公司也是国内最大的齿轮钢生产商之一，公司拥有齿轮钢和轴承钢两大优势产品，其中，齿轮钢获得山东省名牌产品称号和国家冶金产品实物质量金杯奖，年产量约 40 万吨，市场占有率多年位居首位，成为全国首家实现全部子钢号生产的厂家，目前一汽、东风、中国重汽集团、上汽、福特等均使用了以公司齿轮钢为原材料制造的齿轮。受益于汽车业和专用设备制造业振兴规划的提振，下游需求行业将逐步恢复，未来盈利能力可以得到保证。

国内许多重点工程建设均使用了莱钢的产品，如大亚湾核电站、浦东国际机场、三峡水利枢纽工程、中国南极长城站、奥运会鸟巢、南水北调等，这也进一步证明了公司产品质量优异，具有较强的市场竞争力。受出口萎缩的影响，09 年公司计划产量与 08 年基本持平，双高产品比例争取达到 50%。

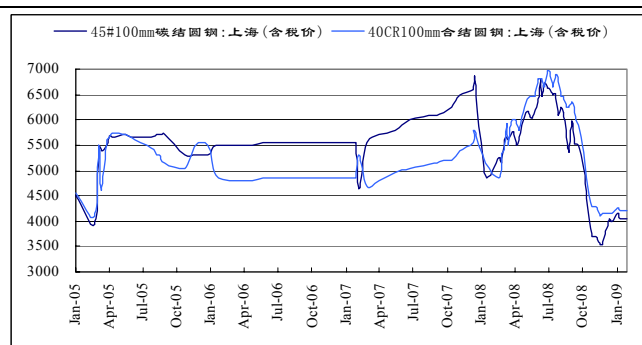
另外，莱钢集团目前拥有的钢铁主业资产较多，主要包括 2 座 1880M³ 的高炉，2 座 120 吨的转炉，一条 1500mm 热轧生产线和一条 1350mm 冷轧生产线，以及新建的 4300mm 宽厚板生产线，总产能约 500 万吨左右，未来具有一定资产注入预期。

图表 12：螺纹钢价格走势



资料来源：Wind

图表 13：优钢价格走势



资料来源：Wind

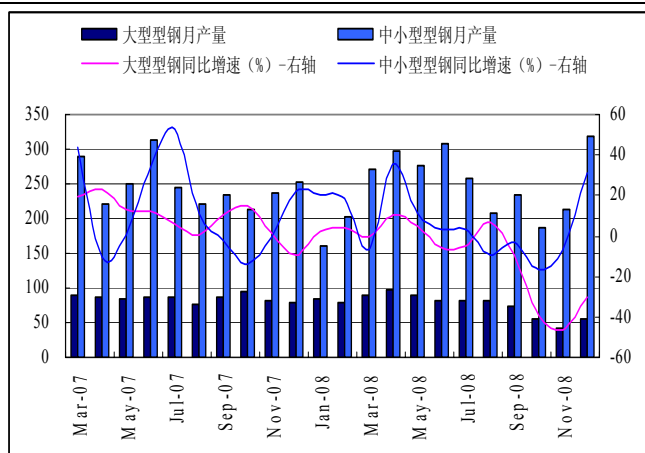
国内最大的型钢生产基地

热轧 H 型钢是一种高效建筑用钢，被广泛应用于各类工业和民用建筑结构中，承担结构的柱和梁作用，有时也用于建筑基础的桩基中和机械设备的制造。在发达国家，H 型钢已经被广泛使用在各种领域，具有百余年的应用历史，但由于技术原因，H 型钢在我国的生产应用为时很短，1998 年 8 月随着马钢万能轧机轧出中国的第一根 H 型钢，H 型钢这一新型钢材品种在我国进入了一个崭新的时代。经过 10 年多的市场开拓与发展，我国热轧 H 型钢产量取得了突飞猛进的发展，如今我国大型型钢和中小型型钢的月产量已达到 90 万吨和 320 万吨左右，08 年全年累计型钢产量约为 3840.80 万吨，同比增长 0.37%。

莱钢拥有全国规模最大、品种规格最全的 H 型钢生产工艺流程，目前大中小型型钢产能合计约为 350 万吨，市场占有率接近 40%，产品规格涵盖 50mm-900mm，其中大型型钢产能均可达 100-120 万吨，已成为我国核电工程用尖端 H 型钢和高铁用 F 型钢的首家生产和供货企业。另外公司自主研发的电气化铁路接触网支柱用 H 型钢、热轧 C 型叉车用门架槽钢和石油设备结构用 E 级 H 型钢产品销售稳定，市场占有率在 80%以上，销售价格坚挺。公司的主要竞争对手为马钢、日照和津西，但上述三家公司的产品分别只生产不同规格的型钢，其中马钢主要集中在大型型钢、日照主要是中型型钢、津西主要生产大中型型钢，产品均未涵盖型钢的所有品种，竞争能力逊于莱钢股份。

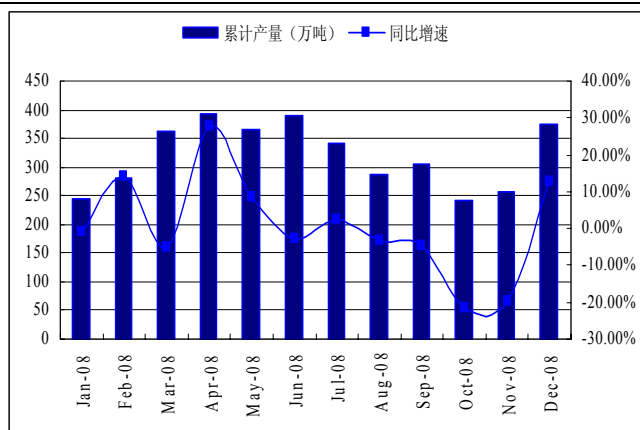
H 型钢未来将广泛用于住宅钢结构建筑，与传统钢筋混凝土结构相比，钢结构建筑具有强度高，材质均匀，可塑性强，以及抗震性优异等特点，同时兼具节能环保等社会优势；而且由于组成部件高度工业化，施工速度快等优点又可以大大提高建筑速度，所以钢结构建筑具有极大的优越性。这几年钢结构市场属于兴旺期，各地的大型场馆建设、工业厂房、市政工程、桥梁、标志性高层建筑等大量兴建，给钢结构企业带来了明媚的春天。但与发达国家相比，目前国内钢结构住宅的应用还处于起步阶段，突出原因是钢结构要比混凝土结构总造价高于 10-20%，未来可以考虑将高出的这一部分成本由政府、企业、行业等一起负担。从全球高层钢结构发展历程来看，未来高层、超高层及住宅钢结构将是建筑发展的必然趋势，市场前景广阔。从国家的可持续发展政策也可看出具有节能、环保、绿色优势的钢结构建筑将是未来市场发展方向，进而公司的型钢产品未来将具有较高的成长性。

图表 14：2007-2008 年大中型型钢月产量及增速



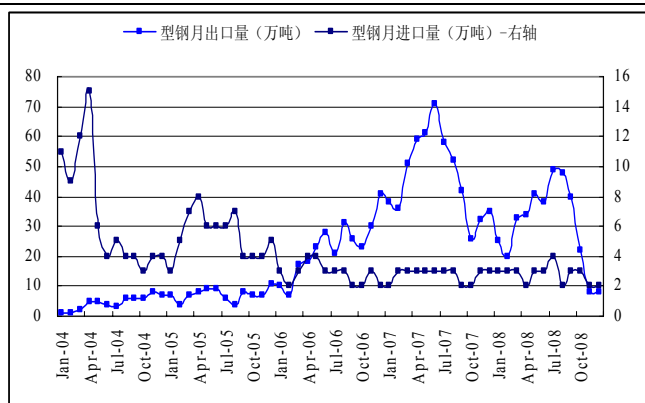
资料来源：Wind

图表 15：2008 年型钢月产量及同比增速



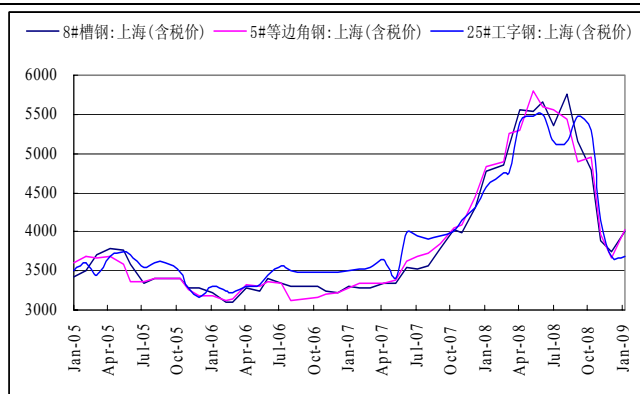
资料来源：Wind

图表 16：2004-2008 年型钢月进出口量



资料来源：Wind

图表 17：2008 年型钢价格走势



资料来源：Wind

山东铁路建设投资促公司长远发展

按照山东省规划，截至 2015 年，山东将新建和改建铁路 3800 公里，其中建设新线 2200 公里，改造原有线路 1600 公里，静态总投资额将超过 1500 亿元。按照这个规划，2009 年山东将再添 7 条新开工铁路，加上 7 条在建铁路项目，山东共新建 14 条铁路，省内铁路骨架将在“三纵两横”的基础上再添“一纵两横”三条线路，形成“四纵四横”的布局，新的铁路线建成后，山东港口与东部沿海地区以及长三角的省际间主要通道将实现对接，煤炭运输通道和连通中西部的省际通道也将更加方便。

初步估算，1500 亿元铁路投资规模中，主要包含桥涵、路基和轨道，其中桥涵占比最大，约为 25%~35%，主要使用螺纹钢、线材和型材；路基一般占工程总投资的 5%~20%，主要用钢为螺纹钢和线材；轨道约为 7%~15%。按照 1 亿元铁路建设可以拉动 0.35 万吨钢铁需求测算，1500 亿投资将拉动钢铁需求 535 万吨，原则上这部分钢材将从山东省内采购，目前公司已入围螺纹钢定点采购企业，型钢采

购也势必入围，进而可以在一定程度上缓解 09 年钢材需求下滑的影响。

另外，投资额 13 亿的东平铁路项目由济南铁路局、新汶矿业集团、莱钢集团和日照港（集团）共同发起设立的合资公司筹建，资本金按总投资的 45% 配置，由济南铁路局出资 26% 相对控股，新汶矿业集团和莱钢集团各出资 25%，日照港（集团）公司出资 24%。东平铁路建成后，新汶矿业集团、莱钢集团进出日照港的原材料及制成品不必再绕行 3 倍以上的里程，可直接进入新兖日铁路，进而大大节省原材料运输成本。

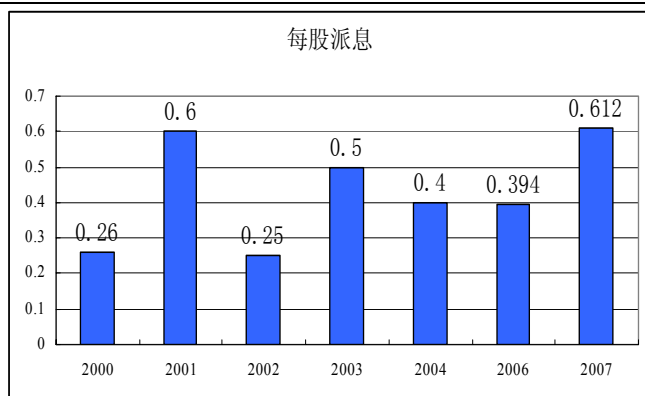
灵活的销售模式

在行业经历下行周期阶段，销售工作变得异常重要，公司根据自身优势，合理选择不同品种的销售方式，对于优势突出的型钢和优钢公司通常选择直销方式，直销比例大概在 70% 以上，可以直接面对下游客户，了解客户的需要，提高产品和服务质量；而对于竞争优势相对较低的螺纹钢，除大项目选择直销外，主要以供应商的方式销售，从而最大限度地降低库存，增加销售收入。

高分红承诺提升公司吸引力

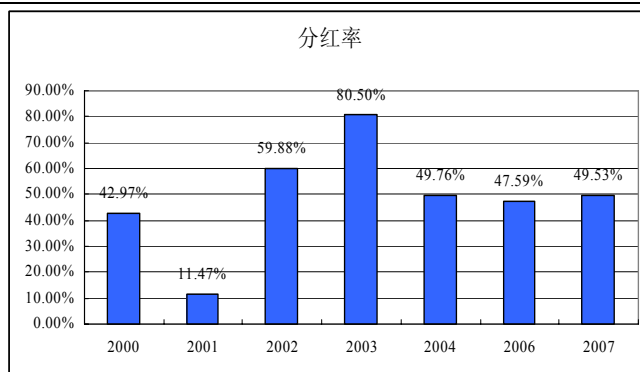
公司以持续发展及优良的业绩为基础，兼顾股东的当前利益和长远利益，不断回报股东，努力实现股东利益的最大化，同时公司积极倡导股东意识，营造股权文化氛围。自 1997 年上市以来，除上市当年实施 10 送 3 转增 2 的分配方案和 1999 年、2005 年未分配外，其余 8 年分配方案全部为现金分红，截至 2007 年度，公司累计实施现金分红 24.69 亿元（含税），分红率接近 50%。2008 年公司实施的 10 派 6.12 元（含税）的分红方案更是位居钢铁上市公司第一位。以 2 月 18 日收盘价计算，平均股息率为 5.37%，远高于 1 年期定期存款利率 2.25%。另外，公司在进行股权分置改革时曾承诺连续 5 年（2006-2010 年）派发股息将不低于公司该年度可供分配利润的 55%，进一步提升了公司的投资价值。

图表 18: 2000-2007 年每股派息



资料来源: Wind

图表 19: 2000-2008 年分红率



资料来源: Wind

4 公司经营分析

成本与价格

公司 08 年产量预计达 620 万吨, 需要消耗铁矿石约 1000 万吨左右, 需要消耗焦炭 370 万吨。铁矿石需求量中 80% 来自进口, 另外 20% 的铁矿石需求量一半来自集团矿业公司一半为现货矿采购。进口部分中全部为长协矿, 其中一半以上来自澳大利亚, 另外 30-40% 来自巴西。海运部分随行就市, 在海运费大幅下跌的现阶段, 相比于宝钢这样的完全为 COA 锁定的公司而言, 在成本方面面临的压力相对要小一些。焦炭三分之一采购自山东省内, 另外三分之二主要从山西和河南采购。

2007 年公司共生产钢材 691 万吨, 平均吨钢成本约 4535 元/吨, 平均吨钢价格为 4765 元/吨, 2008 年铁矿石价格上涨 65%, 焦炭格大概上涨了 400 元/吨, 约为 30%, 粗略的计算, 2008 年吨钢成本将比 2007 年上涨约 20%-30%, 大约为 5440-5900 元/吨, 08 年吨钢平均售价与 07 年相比涨幅约为 20%, 约为 5700 元/吨, 粗略的计算公司 08 年营业利润将达到 10.5 亿元, 其中四季度不考虑计提存货减值准备亏损约为 0.7-1.0 亿元, 但正如大部分钢铁企业所面临的问题一样, 存货减值准备也将大大削减公司 08 年的业绩, 根据同行业平均 10%-12% 的计提水平, 公司 08 年计提的减值准备约 5.7 亿元, 实现净利润约 4.03 亿元, 同比下降 65%。

库存消化将在 3 月底之前结束, 产能恢复达 95% 以上

截至三季度末公司累计存货达 48.1 亿元, 同比增加 43.6%, 公司通过加大销售力度, 消化库存, 目前库存已基本恢复正常水平, 周期一般在 5-10 天。高价铁矿石

将于 3 月底之前消化完成。产能恢复达到 95%以上。伴随着螺纹钢和型钢价格的逐步企稳，公司 09 年盈利水平将逐步得到恢复和提高。

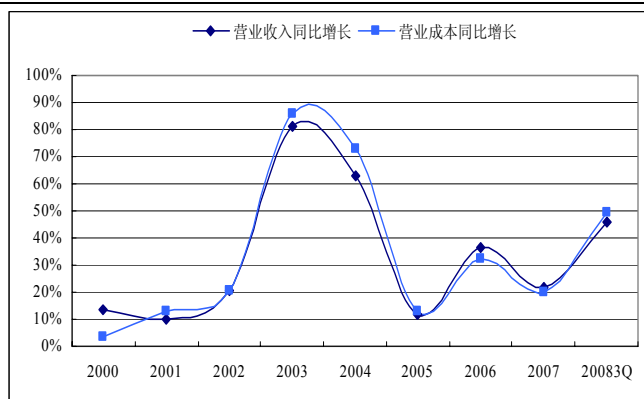
出口受阻成为必然

公司主要出口品种为螺纹钢和型钢，出口区域主要分布在新加坡和东南亚国家，07 年公司产品的出口比例高达 17.67%，仅次于鞍钢。08 年受全球金融危机的影响，出口受阻已成必然，其中螺纹钢出口形势相对较好，预计 08、09 年出口比例将降至 10%左右，减少的出口量将转为国内销售。

主要经营指标

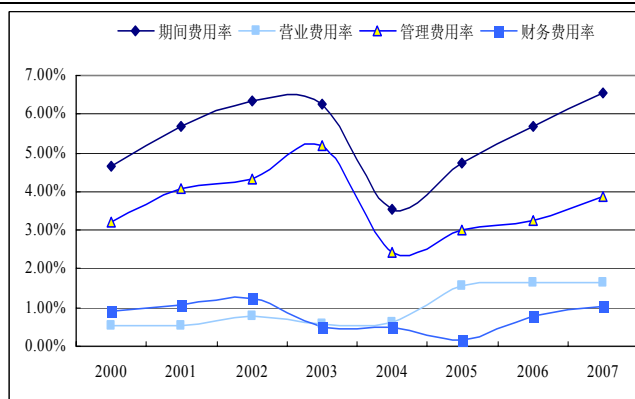
随着公司产能的不断扩大，公司主营业务收入逐年增长，净利润则随着行业周期的变化呈同趋势变化。2005-2007 年公司主营业务收入同比增速高于成本的同比增速，进而带来净利润的大幅增长，净资产收益率与毛利率大幅上升；然而 2008 年随着铁矿石和煤炭价格的大幅上涨以及钢材价格的下跌致使公司 08 年营业成本增速高于营业收入，预计净利润同比下降 65%。三项费用率中，财务费用较低，随着公司规模的不扩大，2004 年以后公司营业费用和管理费用出现小幅上涨，致使期间费用率比 2004 年增加了近 3 个百分点。

图表 20：营业收入与营业成本同比增长率



资料来源：Wind

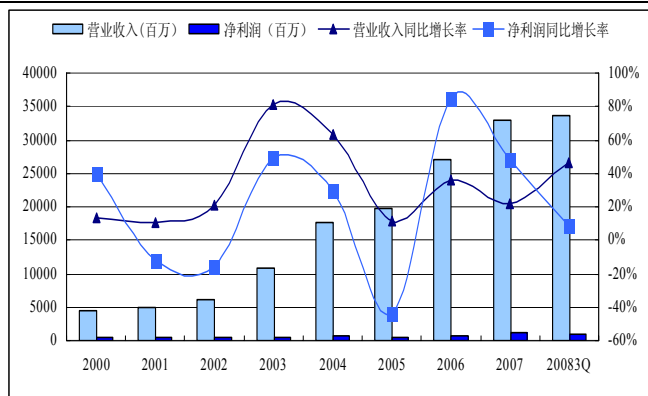
图表 21：期间费用率



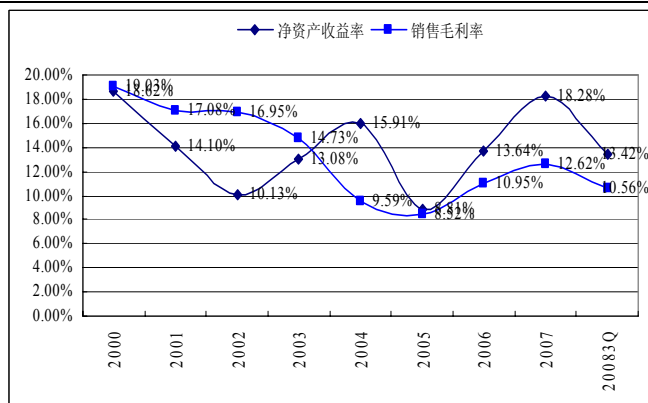
资料来源：Wind

图表 22：营业收入与净利润

图表 23：净资产收益率与毛利率



资料来源: Wind



资料来源: Wind

5 盈利预测与估值

盈利预测

未来公司盈利能力将主要受以下因素影响: (1) 不利因素: 受当前钢铁行业整体发展趋势的影响, 下游需求严重萎缩, 钢价步入震荡筑底阶段, 铁矿石价格悬而未决, 进而为公司未来经营状况带来不利影响; (2) 有利因素: 近期出台的加大基础设施建设、增值税转型和取消部分钢材出口关税等利好措施, 为公司带来一定的增利效应, 我们粗略的计算了一下增值税转型可以使公司利润增加 4.85%左右; 公司出口量占总产量的 17%左右, 取消部分钢材品种的出口退税对公司利润贡献大概在 1.5%左右。以及未来集团资产的注入预期, 综合考虑到这些因素, 并结合报告前文中提到的公司亮点, 我们预测公司未来盈利能力将大大优于行业平均水平, 但营业收入与净利润增速将出现较大幅度回落。公司所得税率按为 15%计算。

图表 24: 主要产品产量及收入预测

品种	2008E		2009E		2010E	
	产量 (万吨)	价格 (元/吨)	产量 (万吨)	价格 (元/吨)	产量 (万吨)	价格 (元/吨)
型材	220	5850	200	5200	280	5250
螺纹钢	300	5650	350	4900	350	4750
优钢	100	5500	80	4950	100	4900
总产量/总收入 (亿)	620	353.2	630	315.1	730	362.3

图表 25: 盈利预测表

	2007	2008E	2009E	2010E
单位 (万元)				
一、营业总收入	3292615.86	3532976.82	3151415.32	3624127.62
营业收入	3292615.86	3532976.82	3151415.32	3624127.62
二、营业总成本	3133727.68	3477155.78	3083659.89	3509967.60
营业成本	2876944.38	3154948.30	2836273.79	3225473.58

营业税金及附加	38926.92	30030.30	25211.32	28993.02
销售费用	54251.59	59707.31	52943.78	59798.11
管理费用	127027.15	139905.88	123535.48	143153.04
财务费用	34526.18	35329.77	31514.15	36241.28
资产减值损失	2051.47	57234.22	14181.37	16308.57
三、其他经营收益				
投资净收益	800.00	353.30	630.28	1087.24
四、营业利润				
加：营业外收入	4422.80	2826.38	3151.42	3624.13
减：营业外支出	6444.68	10598.93	6302.83	5436.19
五、利润总额				
减：所得税	43111.30	7260.27	9785.14	17015.28
六、净利润				
减：少数股东损益	601.43	822.83	554.49	964.20
归属于母公司所有者的净利润	113953.57	40318.68	54894.66	95455.72
七、每股收益				
股本（万股）	92227.31	92227.31	92227.31	92227.31
基本每股收益（元）	1.236	0.437	0.595	1.035

绝对估值

税前债权成本取 3 年期银行贷款利率；无风险收益率取一年期定期存款利率。

图表 26：参数假设及估值结果

K_d （税前）	5.4%	T	15%
R_f	2.25%	D/A	67.7%
R_m	10.5%	E/A	32.3%
K_d	4.6%	K_e	13.8%
Beta	1.4	g	2%
WACC	7.56%		
内含股价	10.9 元		

相对估值

根据盈利预测，公司 2008 年至 2010 年每股收益分别为 0.43 元、0.60 元和 1.03 元，以 09 年 3 月 3 日收盘价 7.89 元计算，公司 2008-2010 年的 PE 分别为 18.35 倍、13.15 倍和 7.66 倍，市净率为 1.10，当前钢铁行业的平均市净率为 1.32，考虑到公司 09 年全面受惠于宏观经济拉动政策以及未来的成长性，给予其 09 年 1.4 倍 PB，目标价位为 9.94 元。

投资建议

鉴于公司属于钢铁行业的重点企业，具有其独特的品种优势，短期虽然受累于

钢铁行业周期的调整，但公司产品将全面受惠于宏观经济政策拉动效应，在弱市周期中具有较强的防御能力，长期来看极具投资价值。根据绝对估值与相对估值结果来看，合理价位在 9.94-11.0 元，与 3 日收盘价相比仍存在 26%-39% 的折价，给予“增持”评级。

6 风险提示

结合当前钢铁行业的现状和发展趋势来看，我们认为公司目前面临的主要风险有如下两个方面：

一是需求下降的风险：受国内外宏观经济形势的影响，特别是房地产业下滑，汽车、家电行业需求萎缩等影响，未来钢材需求量存在很大不确定性，进而影响钢材价格和公司的经营业绩。

二是 H 型钢未来需求不确定性：受国家 4 万亿元投资的利好影响，建筑用钢价格将率先回暖，但由于公司未来具有竞争力的产品主要是型钢，短期 H 型钢的需求尚存在一定不确定性。

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上