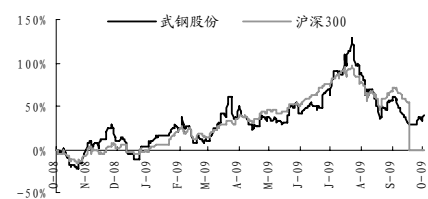


钢铁
Steels

2009 年 10 月 15 日

市场数据	2009 年 10 月 14 日
当前价格 (元)	7.48
52 周价格区间 (元)	4.18
总市值 (百万)	58629
流通市值 (百万)	23452
总股本 (万股)	783815.2333
流通股 (万股)	313535.2333
近一月换手 (%)	96697
第一大股东	武钢集团公司
公司网址	www.wisco.com.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
武钢股份	-11.5	-24.0	39.0
沪深 300	-0.3	-7.8	66.8

陆勤

+86 10 65018178
lugin@csc.com.cn

分析师申明

本人，陆勤，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

武钢股份 (600005): 产能继续扩张
—深度调研报告

评级: 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	73339	59404	79008
净利润 (百万元)	5190	2043	6660
每股收益 (元)	0.66	0.26	0.85
净利润增长率%	-20%	-61%	226%
市盈率	11.3	28.8	8.8

资料来源: 世纪证券研究所

- **钢铁行业龙头企业之一。**武钢股份的钢材产品涉及 7 大类、500 多个品种。商品材总生产能力 1000 万吨，其中 80% 为市场俏销的各类板材。与宝钢股份、鞍钢股份被并称为国内三大龙头企业。
- **取向硅钢盈利能力仍较强。**公司的取向硅钢一直是公司盈利的核心产品。尽管取向硅钢上半年价格同比出现大幅下滑，但是毛利率水平仍高于其他类的钢材品种。虽然宝钢和鞍钢都开始了取向硅钢的生产，但是武钢股份凭着多年生产经验和研发能力，在取向硅钢产品的竞争中具有较大的优势。而且国内取向硅钢产量的增加将取代进口。
- **在建项目进展顺利。**三硅钢项目已经投产。预计 10 年产能释放。其中取向硅钢 12 万吨，高牌号无取向硅钢 8 万吨。三冷轧项目设计产能为 110.50 万吨/年。预计要到明年投产。薄板坯连铸连轧项目 (CSP) 项目设计产能 266 万吨，已经投产。
- **收购鄂钢产能扩张 30% 并将实现产品间的优势互补。**鄂钢公司的主要生产棒材、热轧带肋钢筋、高速线材等建筑用材和 4300mm 宽厚板。产能 300 万吨。2010 年产能达到 500 万吨。如果按照 10:3 的比例配股估算，此次收购股份公司的每股收益将增厚 15.9%。目前，配股方案正在等待证监会的批准。
- **盈利预测及估值。**预计公司 2009、2010、2011 年公司的每股收益将分别为 0.26、0.85 元和 1.10 元。目前公司 2009 年和 2010 年的动态市盈率分别为 28.8 和 8.8 倍。以 2010 年 12 倍-15 倍的市盈率进行估值，公司的 1 年内合理的股价应在 10.2-12.75 元。考虑公司是行业内的龙头企业以及具有良好的成长性，维持公司“增持”评级。

近期，我们对武钢股份进行了实地调研。就公司的经营情况、在建项目、行业发展状况等情况与管理层进行了交流。

钢铁行业龙头企业之一

公司于 1999 年 8 月 3 日发行上市，武汉钢铁(集团)公司是独家发起人。之后，股份公司通过不断收购母公司资产，与钢铁主业有关的经营性资产已经全部进入上市公司。

控股股东武钢集团持股比例高达 64.71%。武汉钢铁(集团)公司前身为武汉钢铁公司，是新中国成立后由国家投资建设的第一个特大型钢铁联合企业，于 1955 年 10 月破土动工，1958 年 9 月 13 日正式投产。1993 年经国家批准成立武钢集团。2000 年 12 月，武钢集团被列为中央直管的国有重要骨干企业，其实际控制人为国务院国资委。

武钢与鄂钢、柳钢、昆钢实施联合重组后，已成为生产规模近 3000 万吨的特大型企业集团。2008 年，武钢集团净利润为 574,478.83 万元。截至 2009 年 6 月 30 日，武钢集团净资产为 6,374,187.20 万元。

武钢股份公司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。武钢股份下属的主要生产单位包括烧结厂、炼铁厂、第一、二、三炼钢厂、大型厂、轧板厂、热轧带钢厂、棒材厂、冷轧硅钢厂、冷轧薄板厂等。与宝钢股份、鞍钢股份一起被称为国内三大龙头企业。

Figure 1 股本结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
武汉钢铁(集团)公司	5,072,021,816	64.71	限售流通 A 股, A 股流通股
易方达 50 指数证券投资基金	127,121,355	1.62	A 股流通股
长城品牌优选股票型证券投资基金	116,080,402	1.48	A 股流通股
中信证券股份有限公司	62,025,866	0.79	A 股流通股
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪	61,709,040	0.79	A 股流通股
博时价值增长证券投资基金	50,000,000	0.64	A 股流通股
马信琪	36,373,173	0.46	A 股流通股
大成蓝筹稳健证券投资基金	34,999,987	0.45	A 股流通股
诺安股票证券投资基金	33,315,200	0.43	A 股流通股
上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	32,124,638	0.41	A 股流通股
合 计	5,625,771,477	71.78	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

取向硅钢盈利能力仍较强

主要从事七大类主要产品

公司主要从事热轧产品（热轧板卷、中厚板、大型材、高速线材、棒材、钢坯）、冷轧产品（冷轧及涂镀板、冷轧硅钢）等钢材产品的生产和销售，钢材产品涉及 7 大类、500 多个品种。商品材总生产能力 1000 万吨，其中 80% 为市场俏销的各类板材。

其中，冷轧薄板用于汽（轿）车、客车制造、农用车、机械制造、轻工、民用（含家电用板）和建筑业；镀锌板用于汽车制造及配件、家电、电脑、轻工、建筑、包装及农牧渔业等行业；镀锡板用于制罐、化工及医药包装、纺织和电子工业件等；彩涂板用于建筑、交通、家具装饰等。

冷轧无取向硅钢用于制作电机、小型变压器、继电器、电磁开关以及航天、航海精密仪器仪表等领域；冷轧取向硅钢用于制作大中型变压器、节能低噪声变压器、卷绕变压器以及电讯等领域。

热轧材用于铁路车辆及汽车制造业、建筑与化工行业、机械制造业、造船业、集装箱制造业、轻工车辆制造业、石油管线、发电设备制造业、压力容器、民用运输管线制造业、港口及码头起重设备制造业等。

大型材用于煤矿支架、铁道运输、造船、机械制造、机电设备、石油化工、国防建设等。线材产品用于生产钢帘线、钢丝、钢丝绳、钢绞线、冷镦紧固件、焊丝等。轧板产品用于锅炉容器、交通运输、机械制造、石油化工、机电设备等。棒材产品：用于民用建筑、水利、铁路桥梁等。

08 年三季度后盈利能力下降

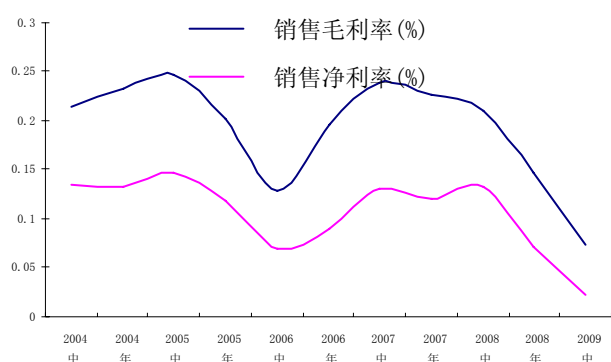
2008 年中期以前，由于公司钢材产销量的增长及钢材价格的稳定、回升，公司营业收入实现了快速增长。但是 08 年三季度开始，随着国际金融危机对全球经济和国内经济的影响，下游需求严重萎缩，钢铁价格急挫，全行业出现亏损。武钢股份的净利润开始出现负增长。盈利能力也大幅度下降。2009 年中期，公司的销售毛利率和净利率只有 7.27% 和 2.15%。

Figure 2 各年盈利情况

	2006 年	2007 年	2008 中	2008 年	2009 年中
营业总收入(百万元)	42,956.89	54,159.64	37,299.75	73,338.71	23,525.82
增长率%	5.43	26.08	43.24	35.41	-36.93
净利润(百万元)	3,896.05	6,519.51	4,911.65	5,190.42	505.91
增长率%	-19.27	67.35	36.53	-20.48	-89.69
销售毛利率%	19.67	22.59	20.96	14.62	7.27
销售净利率%	9.07	12.04	13.17	7.08	2.15

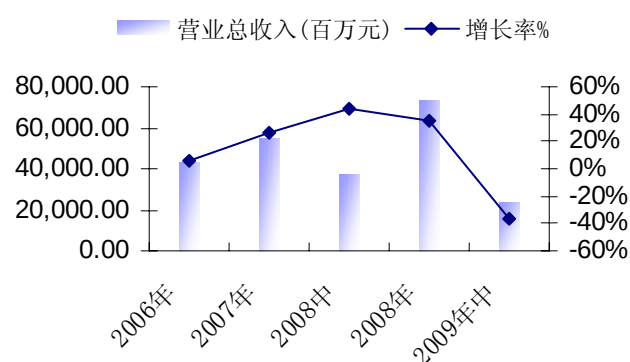
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 3 各年度盈利情况



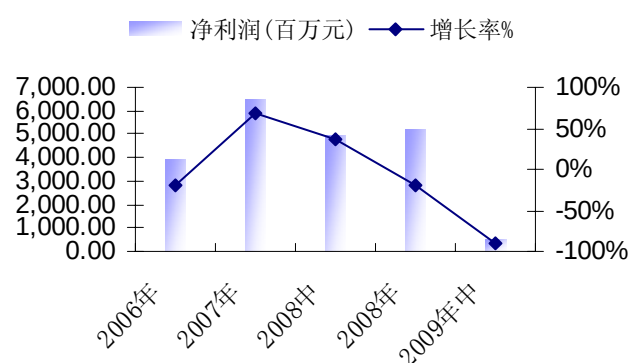
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 4 营业收入增长



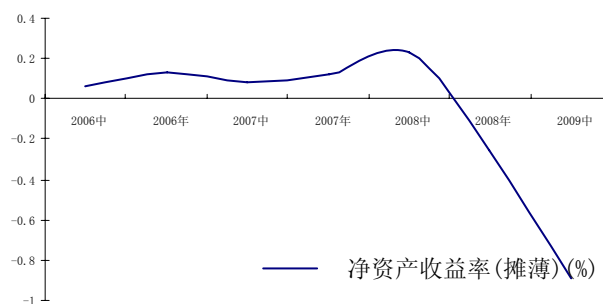
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 5 净利润增长



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 6 净资产收益率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

冷轧产品的盈利能力明显高于热轧产品

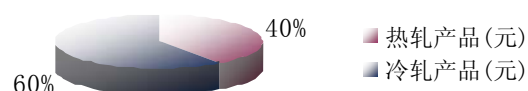
公司的热轧产品和冷轧板的收入分别占公司总收入的 57% 和 43%，其利润占比分别 40% 和 60%。冷轧产品的盈利能力明显高于热轧产品。09 年中期，热轧产品和冷轧产品的毛利率分别为 5.02% 和 9.73%。

Figure 7 主要产品收入构成



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 8 主要产品利润构成



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

取向硅钢盈利能力仍较强

公司的取向硅钢一直是公司盈利的核心产品。尽管取向硅钢上半年价格同比出现大幅下滑，但是毛利率水平仍高于其他类的钢材品种。虽然宝钢和鞍钢都开始了取向硅钢的生产，但是武钢股份凭着多年生产经验和研发能力，在取向硅钢产品的竞争中具有较大的优势。

取向硅钢 08 年的表观需求量为 68 万吨。预计 09 年的表观需求量为 70 万吨。以武钢 35 万吨和宝钢最多 8.5 万吨的产量远不能满足国内需求。因此，国内取向硅钢产量的增加将取代进口，所以未来宝钢和鞍钢取向硅钢的生产将对武钢产生的冲击很小。

预计三硅钢项目投产后，公司冷轧硅钢产能将由现在的 142 万吨增加到 162 万吨，其中取向硅钢为 40 万吨，高牌号无取向硅钢为 13 万吨，中低牌号无取向硅钢为 109 万吨。

在建项目进展顺利

三硅钢项目已经投产。预计 10 年产能释放。其中取向硅钢 12 万吨，高牌号无取向硅钢 8 万吨。

三冷轧项目主要定位于薄规格、宽幅产品和可进行深加工的高附加值产品，设计产能为 110.50 万吨/年。预计要到明年投产。

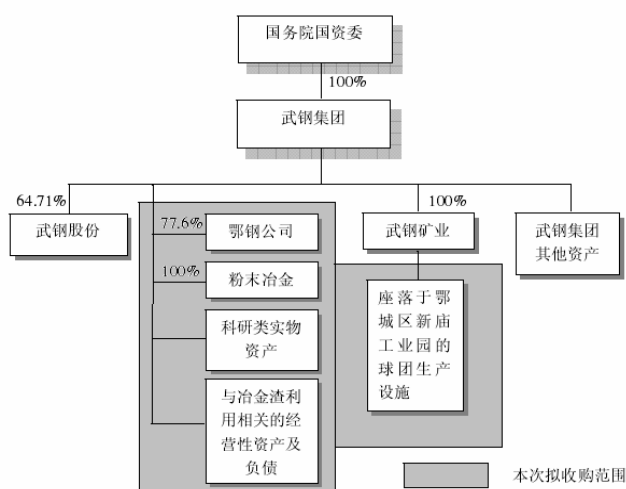
薄板坯连铸连轧项目（CSP）项目设计产能 266 万吨，已经投产。

收购鄂钢产能扩张 30%并将实现产品间的优势互补

9 月下旬，公司股东大会已经通过了关于公司通过采用向原股东配售股票的方式募集资金向武钢集团收购部分主业相关资产项目，向武钢矿业收购座落于鄂城区新庙工业园的球团生产设施项目，以及补充流动资金的议案。

武钢集团部分主业相关资产具体包括鄂钢公司 77.6%的股权、武汉钢铁集团粉末冶金有限责任公司 100%的股权（以下简称“粉末冶金”）、与冶金渣利用相关的经营性资产和负债、科研类实物资产。

Figure 9 收购资产



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

本次收购资产的亮点是收购鄂钢公司。鄂钢公司是湖北省最大的建筑用钢生产基地。鄂钢公司现拥有烧结厂、焦化厂、炼铁厂、炼钢厂、热轧厂、冷轧薄板厂等生产单位，形成了“高炉—转炉—精炼炉—连铸—连轧”和“电炉—精炼炉—连铸—连轧”两套连续化、自动化生产系统。主要生产棒材、热轧带肋钢筋、高速线材等建筑用材和宽厚板。

鄂钢具有 300 万吨的产能。2010 年产能有望达到 500 万吨。由于鄂钢主要生产棒材、热轧带肋钢筋、高速线材等建筑用材。通过本次收购，公司在提升产能 30%的同时，也实现了产品结构间的优势互补。

鄂钢公司的 4300mm 宽厚板生产线和公司目前拥有的 2800mm 轧板生产线将形成系列，通过将公司现有产品开发技术与 4300mm 宽厚板生产线先进生产能力的结合，将进一步巩固和提升公司在轧板产品领域的竞争优势。

如果按照 10: 3 的比例配股估算，此次收购股份公司的每股收益将增厚 15.9%。目前，配股方案正在等待证监会的批准。预计年内获批的可能性较大。

焦煤成本有一定优势

公司进口铁矿石的比例高达 80%。其中，长协矿占 50%。来源有澳大利亚、巴西、印度、南非。目前铁矿石成本占到公司经营成本的 40% 左右。

焦煤全部从国内采购。为了保证煤炭供应，公司通过入股等方式加大了与焦煤企业的合作，如平煤集团。协议煤价不高于第三方采购价格。所以，公司的焦煤成本有一定优势。目前焦煤成本占比为 20%。集团层面，也在海外包括加拿大等地参股、入股当地的矿石生产企业，以保障公司的焦煤供应。

钢铁行业：谨慎乐观

目前国内钢价低位调整

09 年前 5 个月，国内钢铁市场受到国际金融危机的影响，需求低迷，大中型钢铁企业产能利用率普遍不足。随着 5 月份以后钢材市场的回暖钢材价格反弹。

8 月钢材价格再次出现过山车行情，重新步入下跌。其主要原因包括宏观基本面以及行业自身的供求失衡。宏观面上，国家的宏观经济政策导向开始微调。信贷方面明显收紧，央行加大了市场公开操作，回笼货币。政府还出台了措施抑制钢铁、水泥、玻璃、风电设备等过剩产能的投资，一定程度地抑制了下游的需求。

国际钢价经过 11 个月的下跌后开始反弹，目前处于反弹高点。由于需求回升，国外钢厂的复产速度明显加快。

产能释放过快导致钢铁产量不断创出新高

从 5 月份钢材市场价格开始上涨以来，国内钢铁产能释放过快。一些闲置产能的释放造成了 6 月份以来的钢铁产量不断创出新高，导致了供求失衡。

根据国家统计局统计，8 月份全国生产粗钢 5232.68 万吨，同比增长 22%，日均产水平达到 168.8 万吨；生铁和钢材分别为 4931.31 万吨和 6198.32 万吨，同比分别增长 22.5%和 28.9%。

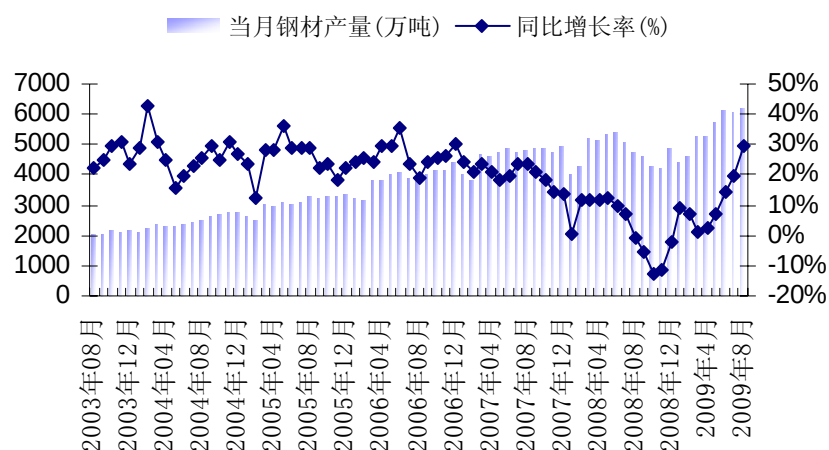
1-8 月份全国累计生产粗钢 36965.11 万吨，同比增长 5.2%；生铁、钢材分别为 35796.48 万吨和 44008.28 万吨，同比分别增长 9.2%和

10.4%。粗钢产量、日均产量双双创下历史新高。

9 月上旬粗钢日产水平略有回落

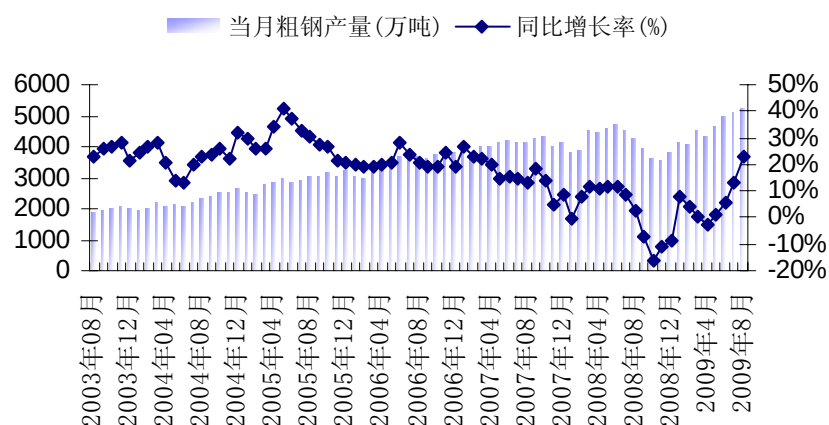
根据中钢协最新数据显示，由于钢材价格的下跌。9 月上旬，我国粗钢日产水平降至 166.6 万吨。

Figure 10 2003 - 2009 年各月钢材产量及增长率



资料来源：国家统计局 世纪证券综合研究所

Figure 11 2003 - 2009 年各月粗钢产量及增长率

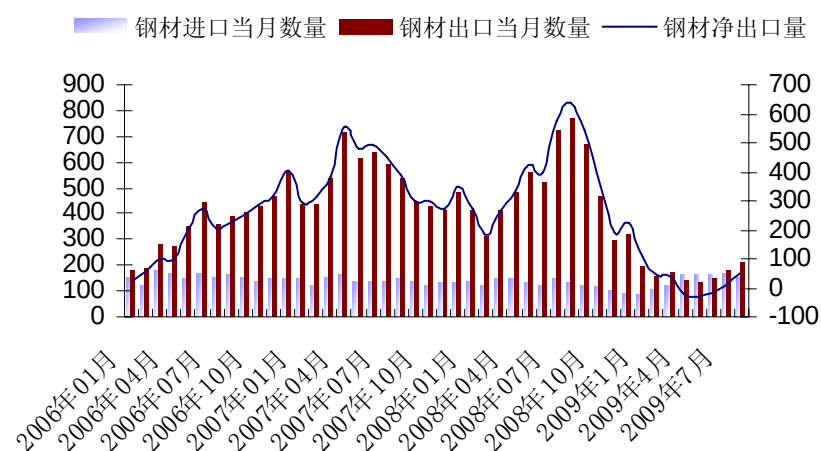


资料来源：国家统计局 世纪证券综合研究所

我国重新实现了钢材的净出口 出口趋势好转

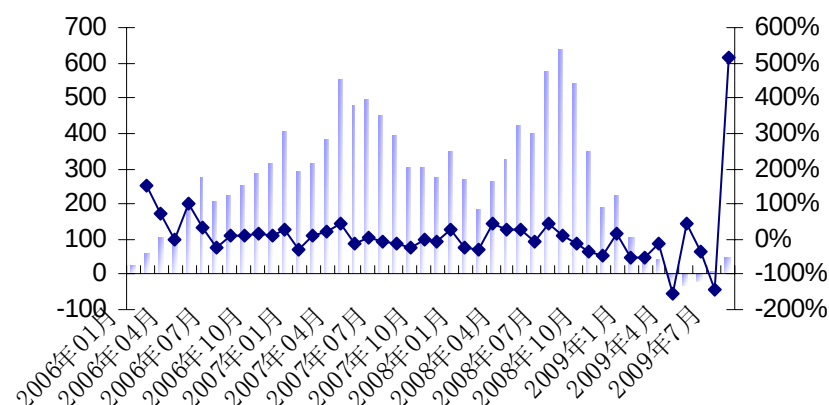
根据海关统计数字显示，我国 7、8 月份终于改变了前三个月连续净进口的局面。重新实现了钢材的净出口。7 月份钢材净出口 8 万吨，8 月份出现净出口扩大趋势，净出口 49 万吨。

Figure 12 当月钢材净出口量 万吨



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

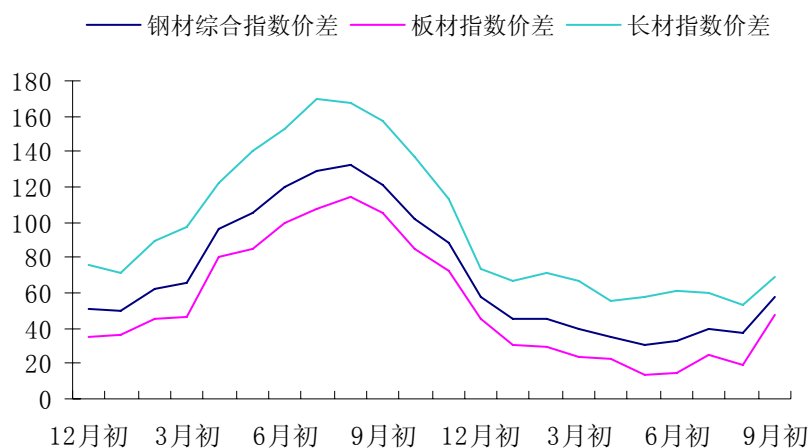
Figure 13 钢材净出口量环比指标



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

国内钢材净出口量的增加，主要是因为 6 月以后国内外钢材价差开始增大。6 月初，国际、国内钢材综合价格指数差为 33.3 点。9 月初价差指数扩大到 57.9 点，其中，板材指数和长材指数价差分别为 47.2 点和 68.7 点。

Figure 14 国内外价格差开始增大



资料来源：中国钢铁业协会 世纪证券研究所

国内外钢材价差有望继续增加

目前，国际市场的需求处于正在逐步回暖中。国外包括安赛乐米塔尔等公司纷纷宣布提价。随着近期国内钢材价格明显回落，国内外钢材价差将继续增加。国内外价差的增大有利于改变目前国内出口大幅度下降，进口连续增长的局面，从而对国内钢材价格形成支撑。

钢铁行业：谨慎看好

从需求的角度来看，钢铁下游行业的需求并未出现明显的回落。我们认为，钢铁行业产能过剩的问题需要在较长时间内通过淘汰落后产能、兼并重组等措施予以解决。短期内，钢价将在底部区域震荡。随着国际、国内的经济形势进一步好转，出口形势趋好，钢价将呈现震荡向上的趋势。

公司财务分析

盈利能力优势显著

公司销售毛利率、净利率和净资产收益率均高于行业平均水平，显示出公司盈利能力显著优于行业内主要上市公司的平均水平。

Figure 15 盈利能力比较

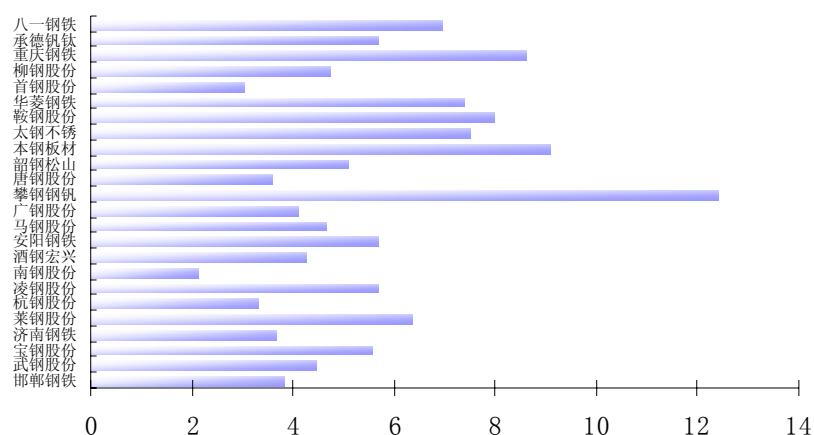
证券代码	证券简称	销售毛利率%	销售净利率%	净资产收益率 ROE (摊薄) %
600001.SH	邯郸钢铁	5.71	0.45	0.56
600005.SH	武钢股份	7.27	2.15	1.91
600019.SH	宝钢股份	5.06	1.18	0.75
600022.SH	济南钢铁	-8.07	-7.23	-13.88
600102.SH	莱钢股份	4.12	-4.87	-11.49
600126.SH	杭钢股份	3.40	0.40	0.72
600231.SH	凌钢股份	5.43	-0.58	-0.91
600282.SH	南钢股份	2.89	0.50	1.28
600307.SH	酒钢宏兴	5.03	0.31	0.91
600569.SH	安阳钢铁	1.81	-3.65	-3.84
600808.SH	马钢股份	1.11	-3.16	-3.15
600894.SH	广钢股份	2.84	-1.06	-5.34
000629.SZ	攀钢钢钒	10.60	-7.45	-8.53
000709.SZ	唐钢股份	5.10	0.44	0.80
000717.SZ	韶钢松山	1.19	-3.78	-3.97
000761.SZ	本钢板材	5.32	-5.53	-6.16
000825.SZ	太钢不锈	5.62	-2.41	-3.53
000898.SZ	鞍钢股份	3.53	-5.20	-3.12
000932.SZ	华菱钢铁	4.40	-2.95	-3.63
000959.SZ	首钢股份	3.19	0.33	1.22
601003.SH	柳钢股份	2.45	-3.48	-9.70
601005.SH	重庆钢铁	10.17	0.60	0.57
600357.SH	承德钒钛	3.65	-1.41	-2.84
600581.SH	八一钢铁	4.67	-2.42	-6.99
	平均	4.02	-2.03	-3.27

资料来源: WIND 世纪证券研究所

成本费用控制能力较强

与国内主要钢铁上市公司相比，公司具有较强的成本费用控制能力。08 年底，上市公司的平均的成本费用率为 5.7%，武钢股份的成本费用率为 4.46%，低于宝钢股份的 5.58%和鞍钢股份的 8.00%的成本费用率。

Figure 16 成本费用率比较



资料来源：WIND 世纪证券研究所

公司的成长性良好

公司产能扩张能力很强。通过不断收购集团资产，公司的产能不断提高。加上三硅钢、三冷轧和薄板坯连铸连轧项目（CSP）项目陆续投产、达产，以及本次收购鄂钢后，钢材产能将达到 1800 万吨。

增产的产品大部分都是高附加值、高技术含量的高端产品。显示公司良好的成长性。预计未来产能扩张的战略不变，仍将有集团资产的继续注入。

Figure 17 成长性对比

证券代码	证券简称	营业收入(5 年, 增长率) %	营业利润(5 年, 增长率) %	净利润(5 年, 增 长率) %
600001. SH	邯郸钢铁	192. 65	-14. 55	-4. 34
600005. SH	武钢股份	977. 42	589. 95	811. 79
600019. SH	宝钢股份	351. 27	-17. 69	-5. 36
600022. SH	济南钢铁	326. 70	19. 32	28. 30
600102. SH	莱钢股份	264. 93	-87. 19	-53. 82
600126. SH	杭钢股份	195. 27	-94. 64	-89. 48
600231. SH	凌钢股份	155. 16	-23. 46	-19. 05
600282. SH	南钢股份	315. 30	-84. 00	-74. 83
600307. SH	酒钢宏兴	451. 24	-97. 80	-94. 38
600569. SH	安阳钢铁	299. 26	-88. 48	-84. 80
600808. SH	马钢股份	352. 72	-76. 88	-73. 83
600894. SH	广钢股份	12. 50	-409. 58	-451. 33
000629. SZ	攀钢钢钒	202. 94	-160. 73	-168. 20
000709. SZ	唐钢股份	307. 26	89. 86	133. 24
000717. SZ	韶钢松山	166. 85	-232. 23	-264. 15
000761. SZ	本钢板材	245. 24	-68. 62	-68. 54
000825. SZ	太钢不锈	401. 44	20. 09	77. 14
000898. SZ	鞍钢股份	448. 29	113. 59	108. 64
000932. SZ	华菱钢铁	340. 25	-5. 38	29. 85
000959. SZ	首钢股份	56. 88	-58. 26	-57. 37
600357. SH	承德钒钛	335. 75	-90. 63	-89. 38
600581. SH	八一钢铁	321. 22	-84. 37	-67. 68
	平均	305. 48	-39. 17	-21. 71

资料来源: WIND 世纪证券研究所

偿债能力有待提高

公司的流动比率和速动比率低于行业平均水平, 已获利息保障倍数高于主要上市公司的平均水平, 产权比例较低。总体看, 公司的偿债能力不强。

公司发行的分离交易可转换公司债券募集的资金投入三冷轧项目、三硅钢项目、高速重轨生产线项目、薄板坯连铸连轧项目, 项目完工后产生的现金流予以偿还分离交易可转换公司债券。未来, 随着配股完成, 产能扩张带来盈利能力的提升, 公司的偿债能力将得到提高。

Figure 18 偿债指标对比

证券代码	证券简称	流动比率	速动比率	已获利息倍数	产权比率
600001.SH	邯郸钢铁	1.15	0.50	4.32	1.19
600005.SH	武钢股份	0.46	0.14	8.54	1.65
600019.SH	宝钢股份	0.82	0.32	3.60	1.11
600022.SH	济南钢铁	0.64	0.36	4.03	2.82
600102.SH	莱钢股份	1.15	0.62	1.18	1.94
600126.SH	杭钢股份	1.03	0.64	1.31	1.50
600231.SH	凌钢股份	0.90	0.49	18.43	1.22
600282.SH	南钢股份	1.10	0.39	1.67	1.56
600307.SH	酒钢宏兴	1.11	0.73	8.03	1.15
600569.SH	安阳钢铁	0.90	0.31	1.45	1.62
600808.SH	马钢股份	1.05	0.51	1.47	1.52
600894.SH	广钢股份	0.74	0.31	-6.51	6.55
000629.SZ	攀钢钒钛	1.03	0.66	-0.38	1.00
000709.SZ	唐钢股份	0.99	0.65	4.55	2.41
000717.SZ	韶钢松山	0.67	0.33	-3.46	2.03
000761.SZ	本钢板材	0.90	0.37	1.71	1.07
000825.SZ	太钢不锈	1.01	0.54	1.87	2.14
000898.SZ	鞍钢股份	0.94	0.45	6.25	0.74
000932.SZ	华菱钢铁	0.60	0.31	2.03	2.35
000959.SZ	首钢股份	1.02	0.75	3.78	1.25
601003.SH	柳钢股份	0.78	0.22	1.05	1.89
601005.SH	重庆钢铁	1.32	0.56	3.27	1.20
600357.SH	承德钒钛	0.46	0.29	1.03	5.07
600581.SH	八一钢铁	0.71	0.42	1.14	3.30
	平均	0.89	0.45	2.93	2.01

资料来源: WIND 世纪证券研究所

资产管理水平较高

应收账款周转率高于行业平均水平, 存货周转率、固定资产周转率和总资产周转率低于行业平均水平。总体来看, 说明公司的资产管理能力较高。

Figure 19 资产管理指标对比

证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周 转率	固定资产周 转率	总资产周转 率
600001.SH	邯郸钢铁	5.42	168.30	3.92	1.42
600005.SH	武钢股份	7.04	587.04	2.20	1.06
600019.SH	宝钢股份	4.71	34.60	2.10	1.03
600022.SH	济南钢铁	9.21	54.81	4.21	1.92
600102.SH	莱钢股份	11.81	109.59	4.01	2.28
600126.SH	杭钢股份	11.06	172.60	7.33	2.50
600231.SH	凌钢股份	7.17	187.05	5.99	1.83
600282.SH	南钢股份	6.07	143.12	8.07	2.57
600307.SH	酒钢宏兴	13.34	59.69	8.53	3.32
600569.SH	安阳钢铁	6.09	516.22	3.07	1.52
600808.SH	马钢股份	6.69	86.79	1.74	1.04
600894.SH	广钢股份	5.56	30.60	5.36	1.72
000629.SZ	攀钢钢钒	9.17	118.48	1.92	1.17
000709.SZ	唐钢股份	7.30	168.58	3.90	1.50
000717.SZ	韶钢松山	5.69	2920.19	2.27	1.12
000761.SZ	本钢板材	5.52	58.43	2.69	1.25
000825.SZ	太钢不锈	4.82	33.94	3.07	1.35
000898.SZ	鞍钢股份	6.98	73.48	2.10	0.89
000932.SZ	华菱钢铁	7.75	59.41	2.35	1.14
000959.SZ	首钢股份	16.26	25.24	4.11	1.38
601003.SH	柳钢股份	7.53	183.28	4.70	2.12
601005.SH	重庆钢铁	4.85	92.56	3.23	1.41
600357.SH	承德钒钛	10.17	184.88	2.50	1.09
600581.SH	八一钢铁	9.49	2531.66	3.95	1.78
	平均	7.91	358.36	3.89	1.60

资料来源：WIND 世纪证券研究所

优劣势分析

在钢铁行业中，公司在产品结构、成本控制、技术装备等具有一定的优势。

产品结构优势。公司形成了以冷轧硅钢、冷轧及涂镀材等高端钢材为代表的产品结构，“双高”比逐年提高，品种组合日趋合理，产品向高品质化、多功能化、高技术含量化、高附加价值化方面发展。冷轧硅钢等多种产品获奖。

技术装备优势。公司通过不间断的技术改造，大部分工艺技术装备已经达到国际一流水平，保持了企业一流技术装备竞争力。公司掌握了大量的专利、专有技术，其中包括冷轧硅钢工艺技术、宽幅超高强带钢热连轧技术等；工艺装备整体水平较高，工艺结构优化。

运输成本劣势。公司地处内陆，运输成本劣势主要体现在铁矿石进口和钢材外发的运输成本比较高。一方面，公司每年需进口上千万吨铁矿石，进口的铁矿石到达沿海港口后，仍需继续通过长江水运运达公司，与沿海企业相比，运输费用有所增加。另一方面，我国主要钢材消费市场主要分布在华北、华东和华南，与公司存在一定的距离，销售运输成本较高。但是，钢铁产品存在一定的销售半径。运输成本具有转嫁能力。对公司的盈利影响并不大。

风险分析

市场波动风险。公司需承受各种市场风险，包括钢材价格波动，以及原材料价格上涨的压力。由于公司约 80%的铁矿石需要进口，国外铁矿石价格的波动对公司造成较为明显的影响。钢材价格上涨如果不能覆盖原材料价格上涨幅度，公司的盈利情况将受到影响。

汇率风险。公司每年需要从国外进口大量铁矿石，同时，公司还出口一定数量的产品。由于汇率波动的不确定性，可能对公司经营活动造成一定影响。

环保风险。钢铁生产过程中会产生废水、废气、噪声及固体废弃物等工业污染，对环境造成一定影响。虽然目前公司符合现行国家环保法律法规的要求，但由于公司主要生产场地位于市郊，环保压力较大。如果国家提高环保标准，则可能增加公司的经营成本。

关联交易风险。目前公司的关联交易主要为向集团及其子公司购买部分生产所需原料及能源动力及服务，同时向集团及其子公司销售部分公司产品。存在一定的关联交易的风险。

公司盈利预测及估值

根据调研，公司上半年的产能利用率只有 80%多点，下半年产能利用率达到了 90%以上。对于公司的盈利预测，基于以下假设：

1、09 年全年产量达到 1250 万吨。10 年暂时不考虑鄂钢的 300 万吨的产量，2010 产量为 1500 万吨。

2、取向硅钢 09 年的平均价格为 18000 元/吨。2010 年平均价格为 22000 元/吨。

3、假设 09 年钢材平均售价为 4750 元/吨。2010 年的平均售价为 5100 元/吨。

4、假设 09 年铁矿石的平均价格为 600 元/吨。焦煤平均价格为 1200 元/吨。预计 2010 年原材料价格上涨比率为 5%。

5、公司的所得税率按 25%计算。

Figure 20 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	13341	13326	22432	34422	营业收入	73339	59404	79008	84538
现金	2230	2000	9131	20195	营业成本	62618	53939	66920	70167
应收账款	157	111	155	178	营业税金及附加	386	321	509	570
其他应收款	32	26	35	37	营业费用	549	416	632	676
预付账款	131	795	744	714	管理费用	1479	1188	1761	1790
存货	9342	9167	10761	11569	财务费用	842	1274	762	297
其他流动资产	1449	1226	1608	1728	资产减值损失	1632	20	20	20
非流动资产	59973	54791	49138	43276	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3364	3355	3358	3357	投资净收益	477	477	477	477
固定资产	36004	41256	40744	37348	营业利润	6310	2724	8880	11495
无形资产	47	47	47	47	营业外收入	85	0	0	0
其他非流动资产	20557	10132	4989	2523	营业外支出	45	0	0	0
资产总计	73314	68117	71570	77698	利润总额	6350	2724	8880	11495
流动负债	29089	23537	20967	22465	所得税	1160	681	2220	2874
短期借款	10672	4722	0	0	净利润	5190	2043	6660	8621
应付账款	12205	9232	11376	11955	少数股东损益	2	1	2	3
其他流动负债	6212	9583	9591	10509	归属母公司净利润	5189	2042	6658	8618
非流动负债	16510	16547	16535	16539	EBITDA	11161	8611	15090	17656
长期借款	9380	9380	9380	9380	EPS (元)	0.66	0.26	0.85	1.10
其他非流动负债	7130	7168	7155	7159					
负债合计	45599	40084	37502	39004	现金流量表				
少数股东权益	52	53	55	58	单位: 百万元				
股本	7838	7838	7838	7838	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
资本公积	5296	5296	5896	5896	经营活动现金流	10092	7934	12521	14942
留存收益	14528	14846	20279	24903	净利润	5190	2043	6660	8621
归属母公司股东权益	27662	27980	34013	38636	折旧摊销	4009	4613	5447	5864
负债和股东权益	73314	68117	71570	77698	财务费用	842	1274	762	297
					投资损失	-477	-477	-477	-477
重要财务指标					营运资金变动	-709	690	-546	515
单位: 百万元					其他经营现金流	1237	-209	675	122
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E	投资活动现金流	-15839	572	677	477
营业收入	73339	59404	79008	84538	资本支出	10215	0	0	0
收入同比(%)	35%	-19%	33%	7%	长期投资	-1502	-94	-200	0
归属母公司净利润	5189	2042	6658	8618	其他投资现金流	-7127	478	477	477
净利润同比(%)	-20%	-61%	226%	29%	筹资活动现金流	3342	-8737	-6068	-4355
毛利率(%)	14.6%	9.2%	15.3%	17.0%	短期借款	5678	-5950	-4722	0
ROE(%)	18.8%	7.3%	19.6%	22.3%	长期借款	2191	0	0	0
每股收益(元)	0.66	0.26	0.85	1.10	普通股增加	0	0	0	0
P/E	11.13	28.29	8.68	6.70	资本公积增加	43	0	600	0
P/B	2.09	2.06	1.70	1.50	其他筹资现金流	-4571	-2786	-1946	-4355
EV/EBITDA	7	9	5	5	现金净增加额	-2406	-230	7131	11065

资料来源: 世纪证券研究所

经过测算，预计公司 2009、2010、2011 年公司的每股收益将分别为 0.26、0.85 元和 1.10 元。目前公司 2009 年和 2010 年的动态市盈率分别为 28.8 和 8.8 倍。以 2010 年 12 倍-15 倍的市盈率进行估值，公司的 1 年内合理的股价应在 10.2-12.75 元。

用 DDM 估值方法进行估值，得出公司的合理价值为 10.28 元。

Figure 21 DDM 预测参数 1

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.352	1.200
无风险利率 (%)	2.52%	3.00%
市场的预期收益率 (%)	8.00%	8.50%
股权资本成本 (K_e)	9.93%	9.60%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 22 DDM 预测

1、高速增长阶段折现系数	2008E	2009E	2010E
高速增长阶段 K_e	9.93%	9.93%	9.93%
高速增长阶段折现系数	0.9097	0.8275	0.7528
2、永续增长阶段折现系数			
永续增长阶段 K_e	9.60%		
永续增长阶段折现系数	0.7528		
3、折现			
高速增长阶段折现	0.142	0.422	0.497
永续增长阶段折现	9.223		

资料来源：世纪证券研究所

考虑公司是行业内的龙头企业以及具有良好的成长性，维持公司“增持”评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.