

马钢股份 (600808.sh)

期待动车轮认证的获得

谢军 研究员	马涛 研究助理	冯刚勇 研究助理
电话: 020-87555888-663	010-68083328-1820	020-87555888-804
eMail: cx2@gf.com.cn	mt@gf.com.cn	fgy@gf.com.cn

期待动车轮认证的获得

从目前火车轮的产量及盈利能力来看，该产品在行业低谷时确实成为公司业绩的重要支撑。09 年受危机影响，公司火车轮产量约为 18 万吨，2010 年将逐步恢复正常。而未来动车轮认证的获得，将成为公司业绩增长的新驱动力。

区域优势突出，省内钢材消费大幅增长

公司所处的安徽地区，经济发展速度较慢，本轮政府加大投资刺激经济的政策恰恰弥补了安徽以往的弱项，安徽成为加大投资的重要着力点，区域优势明显。09 年上半年，公司产品在安徽地区的销售份额高达 68.18%，远高于近几年平均 40%的比例。省内销售量的增长固然受益于地方政府的大力扶持，但省内钢材消费量的潜力及增长是不容忽视的，因此我们看好未来公司所具有的区域优势。

原料成本优势较强

08年公司所需铁矿石资源中，集团供给仅为15.30%，三大矿山（基本全是长协）的占比高达71%。而集团供给的矿石价格政策为不高于上半年度前三大供应商的均价，因此集团供给的铁矿石基本可以视为三大矿山的长协，基于此，我们认为公司近80%的资源将受到铁矿石价格谈判的影响。而铁矿石价格明年看涨的预期较强，长协矿的价格优势明显，而公司如此高的长协比例必然使得公司成本优势突出。集团供给的铁矿石在未来三年将逐步增加，自给率有望超过18%，铁矿石自给率的提高势必进一步提高公司成本优势。

投资建议

在产品结构及成本优势的预期之下，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 为 0.06 元、0.33 元、0.38 元，与行业内的其他公司相比，公司估值优势明显（PB 仅为 1.44，远低于行业平均水平），因此维持“买入”的评级。

风险提示

产能过剩的压力犹存，需求释放低预期将导致钢价大幅调整；公司新区产能的释放生不逢时，冷轧及涂镀的兑现率不高将使得公司产品中除火车轮外不具有较强的竞争力。

公司评级

买入 

当前价格(元)	4.88
目标价格(元)	6.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.75%	4.05%	32.25%
上证综指	-5.88%	5.10%	54.27%

股票数据

总股本(万股)	770,068.12
流通 A 股(万股)	770,068.12

主要股东:

马钢(集团)控股有限公司

主要股东持股比例	50.47%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

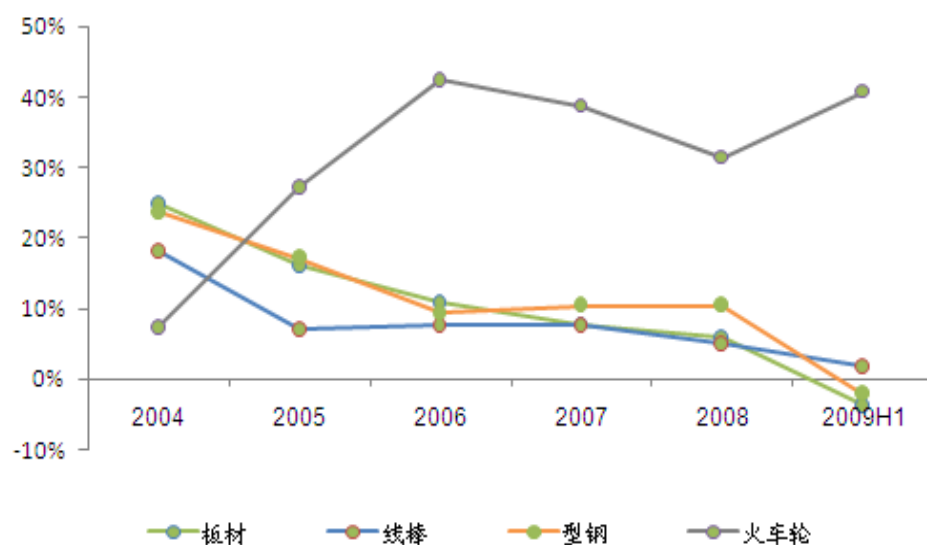
ROE	2.73%
ROA	1.07%
资产负债率	59.90%
每股净资产(元)	3.80

2008 年报数据.

期待动车轮认证的获得

火车轮作为公司的重要看点，市场关注度较高。从目前火车轮的产量及盈利能力来看，该产品在行业低谷时确实成为公司业绩的重要支撑。而未来动车轮认证的获得，将成为公司业绩增长的新驱动力。

图1：公司主要产品毛利率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

图2：2009上半年收入占比分析对比

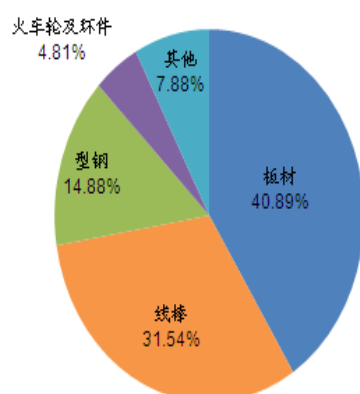
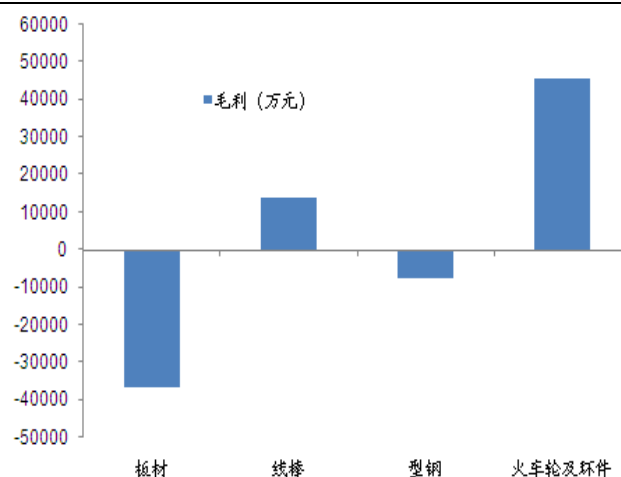


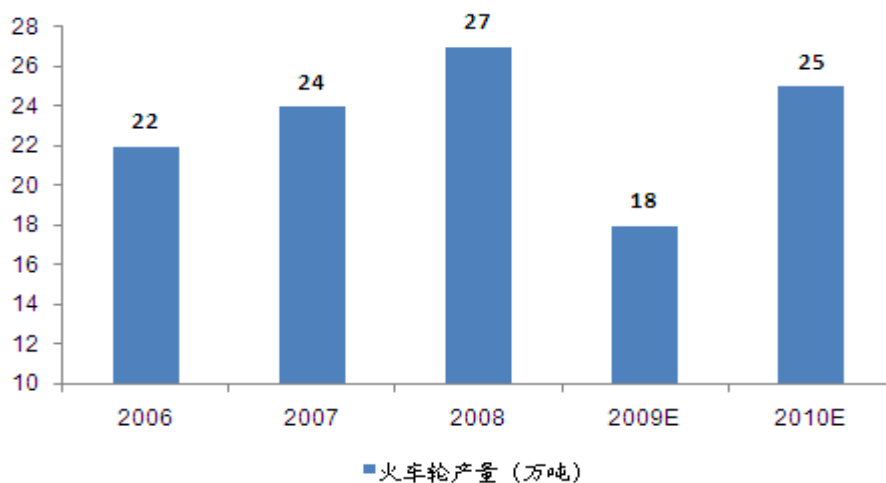
图3：2009上半年毛利贡献比较（单位：万元）



数据来源：广发证券发展研究中心

2009年受危机影响，公司火车轮产量约为18万吨，2010年将逐步恢复正常。

图4: 公司火车轮产量预测



数据来源: 广发证券发展研究中心

公司拥有三条火车轮生产线, 产能超过35万吨, 为全球第一。在国内的竞争中, 马钢股份处于绝对垄断地位。

目前国内能够生产火车轮的企业仅有四家, 其余三家(太原重工、大同车辆厂以及河南信阳车辆厂)的年产量均在10万吨以内, 远低于马钢股份的产能。从质量等级而言, 由于货车需要承重力、客车要求高速度, 国内目前仅有马钢股份能够同时满足客车、货车以及机车的性能需要。从市场占有率来看, 国内客车超过80%、货车超过50%的车轮均为马钢股份生产, 凭借50年的积累, 马钢股份在品种结构以及产品质量上都处于国内的领先地位。

火车轮市场主要分为机车轮、动车轮和高速车轮三大类, 目前公司能够批量生产200公里/小时的机车轮。而时速在200-250公里的动车组所需车轮, 公司目前已通过试生产, 各方面指标均符合要求, 但由于国外的火车轮技术更为成熟, 目前铁道部所采购的动车轮均来自国外。因此尽管公司动车轮已经能够批量生产, 但尚需通过铁道部的认证。而铁道部业已明确表态, 只要马钢的车轮质量、技术满足安全运行需求, 马钢生产多少, 铁道部就采购多少, 不进口一片外国车轮。

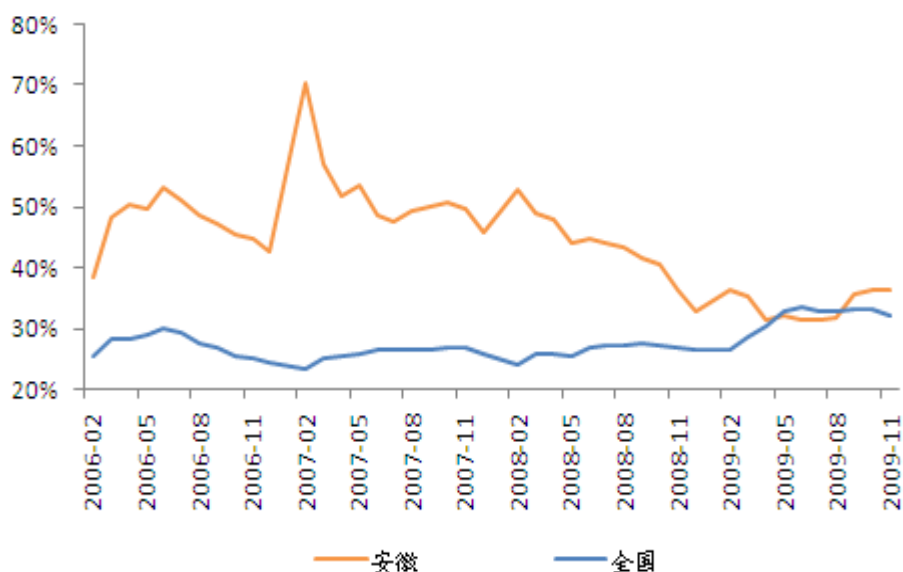
目前公司的看点在于动车轮认证的获得, 由于取得认证的时间存在不确定, 导致动车轮的成本及价格难以确定。但据估计, 该产品的价格有望超过2万元/吨, 在批量化生产后, 毛利率不会低于普通机车轮, 因此动车轮将成为公司新的盈利增长点。

而时速在350公里以上的高速列车所需车轮, 公司目前的技术装备已经具备生产条件, 公司与铁道部签署的协议(计划在4-5年内完成时速在350公里以上的高速车轮的自主创新)可以看出, 高速车轮的批量化生产将更需时日。

区域优势突出，省内钢材消费大幅增长

公司所处的安徽地区，经济发展速度较慢，因此安徽省基建、地产等投资远低于全国平均水平，本轮政府加大投资刺激经济的政策恰恰弥补了安徽以往的弱项，安徽成为加大投资的重要着力点，区域优势明显。

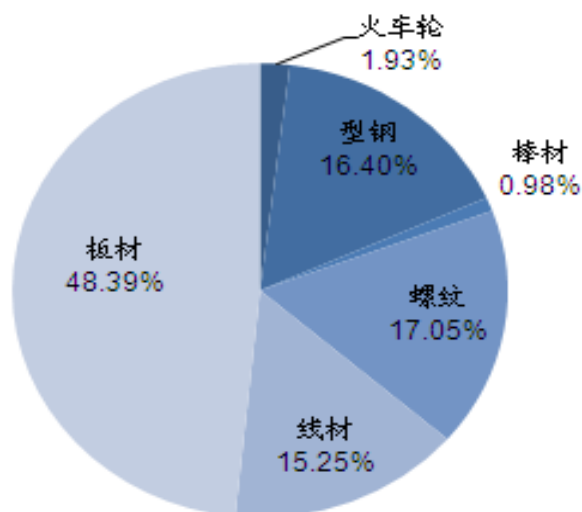
图5: 固定资产投资（分月）增速比较



数据来源：广发证券发展研究中心

安徽近年来固定资产投资远高于全国水平，而投资的加大必然拉动钢材需求，公司作为安徽省内唯一的钢厂，区域优势明显。

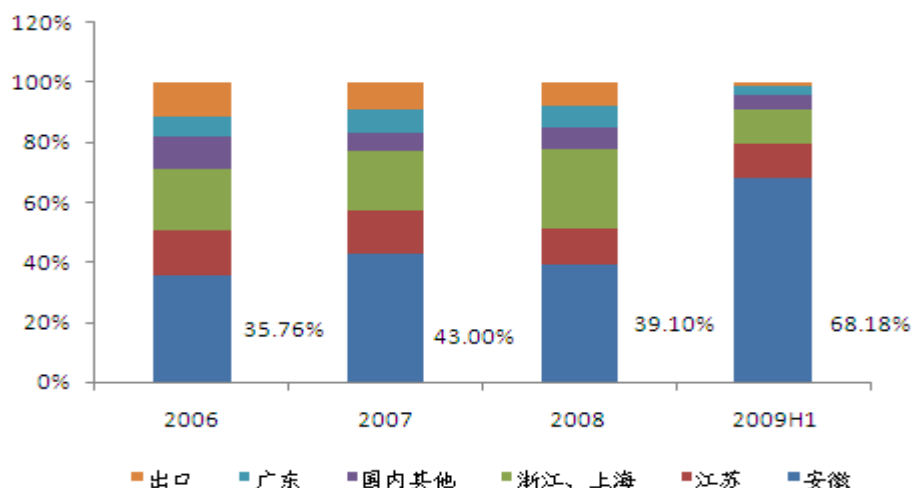
图6: 公司主要产品产量占比（2008年）



数据来源：广发证券发展研究中心

从公司的主要产品结构来看，长材、板材均有涉及，且比例平均，因此我们认为公司既有的产品结构将直接受益于安徽经济的快速增长。

图7：公司产品销售区域分布



数据来源：广发证券发展研究中心

公司具有区域优势的论断从公司目前销售区域的占比中也可得到印证。2009年上半年，公司产品在安徽地区的销售份额高达68.18%，远高于近几年平均40%的比例。公司在省内销售量的增长固然受益于地方政府的大力扶持，但省内钢材消费量的潜力及增长是不容忽视的，因此我们看好未来公司所具有的区域优势。

原料成本优势逐步增强

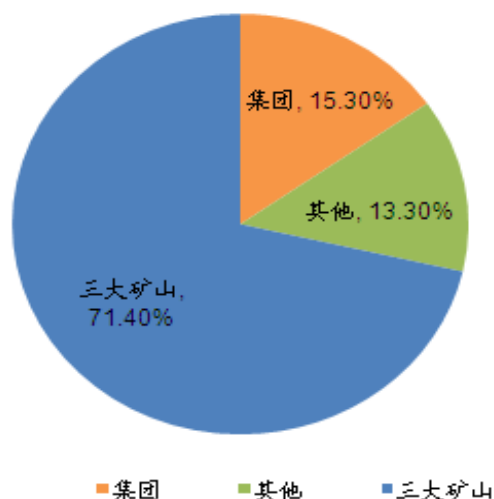
未来铁矿石、焦煤等原料价格的上涨已成共识，对于资源的掌控能力将成为决定企业成本的关键因素。从公司目前的情况来看，铁矿石自给率偏低，外矿依赖度较高。

从公司披露的信息来看，08年公司所需铁矿石资源中，集团供给的仅为15.30%，而三大矿山（基本全是长协）的占比高达71%。

从价格政策来看，集团供给的矿石价格不高于上半年度前三大供应商的均价（事实上在过去的三年，公司前三大供应商为三大矿山；由于09年长协矿价一度低于现货铁矿石价格，公司随即减少了长协矿的比例而相应增加现货矿，因此公司铁矿石采购的渠道比重有所变化，但伴随下半年钢铁行业的转暖，目前铁矿石现货价较长协价格溢价幅度达到30%，长协矿的低价优势再次出现，公司长协矿的比例再次增加）。因此对于公司而言，集团供给的铁矿石价格基本可以视为三大矿山的长协，基于此，我们认为公司近80%的资源将受到铁矿石价格谈判的影响。

而铁矿石价格明年看涨的预期较强，长协矿的价格优势明显，而公司如此高的长协比例，以及较高的COA（巴西矿的COA比例高达80%），必然使得公司成本优势突出。

图8：公司铁矿石来源构成（2008年）



数据来源：公司公开资料 广发证券发展研究中心

集团供给的铁矿石在未来三年将逐步增加，据公司与集团最新矿石定价协议中披露的数据测算，2012年集团供给的铁矿石数量有望达到400万吨左右，自给率将超过18%，铁矿石自给率的提高势必进一步提高公司成本优势。

投资建议

从公司产品结构来看，除了火车轮的高盈利一枝独秀，剩余普通钢材的盈利能力也逐步恢复。

螺纹钢、线材受益于基建及地产投资的拉动，产销两旺；高端产品中的冷轧系受益于下游汽车、家电的热销，产量大幅增长，公司09年汽车用钢、家电用钢有望达到70万吨、50万吨；而中高牌号的无取向硅钢在近月产能释放也较为充分，月产量超过3万吨。

因此从目前情况来看，公司产品线开工率较高，但不同的品种有所分化，线螺的开工率约为95%、型钢约为85%、随着冷轧板产量的增长，热轧基板的需求大增，因此使得热轧商品材的产量有所下滑。公司三季度业绩大幅反弹，成为年内的高点，但四季度公司盈利情况将环比出现下降。

在产品结构及成本优势的预期之下，预计公司2009年、2010年、2011年EPS为0.06元、0.33元、0.38元，与行业内的其他公司相比，公司估值

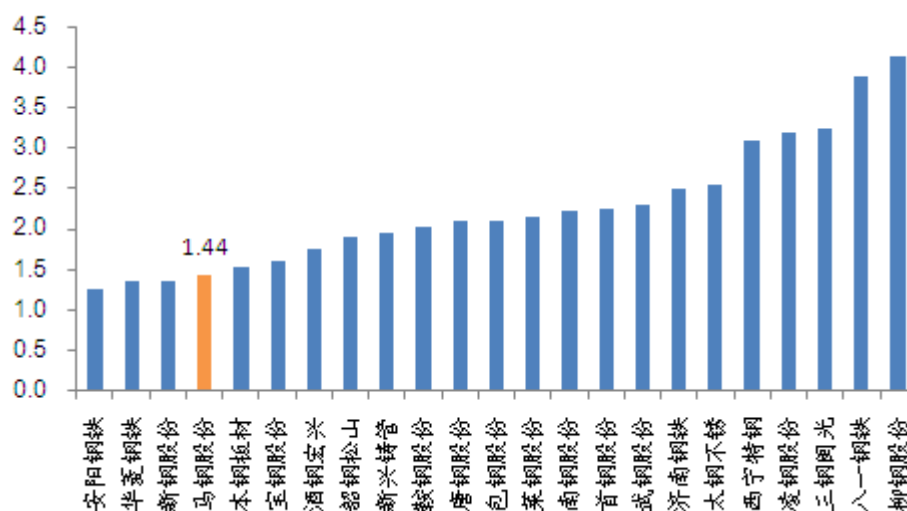
优势明显（PB仅为1.44，远低于行业平均水平），因此维持“买入”的评级。

表1: 公司盈利预测表

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	50,645	71,260	49,614	56,594	57,611
(+/-)%	43%	41%	-30%	14%	2%
经营利润 (EBIT)	3785	3867	2356	5292	5587
(+/-)%	27%	2%	-39%	125%	6%
净利润	2475	710	455	2553	2898
(+/-)%	3%	-71%	-36%	461%	14%
每股净收益 (元)	0.37	0.09	0.06	0.33	0.38
每股股利 (元)	0.13	0.1	0.02	0.15	0.16
利润率和估值指标	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	11.33%	8.57%	8.72%	13.25%	13.77%
ROE (%)	10.55%	2.68%	1.69%	8.66%	9.05%
ROIC (%)	7.10%	7.22%	3.41%	7.50%	7.92%
PE	13.32	52.91	82.61	14.72	12.97
PB	1.41	1.42	1.40	1.28	1.17
EV/EBITDA	7.43	6.58	8.30	5.47	4.35

数据来源：广发证券发展研究中心

图9: 主要钢铁上市公司PB (12月18日)



数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

产能过剩的压力犹存，需求释放低预期将导致钢价大幅调整；公司新区产能的释放生不逢时，冷轧及涂镀的兑现率不高将使得公司产品中除火

车轮外不具有较强的竞争力。

表2: 公司利润表

利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	50645	71260	49614	56594	57611
营业成本	44907	65154	45288	49094	49680
营业税金及附加	628	778	428	514	555
销售费用	291	367	309	353	359
管理费用	1034	1093	1233	1342	1429
财务费用	1083	1576	1733	1792	1614
资产减值损失	35	1797	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资收益	165	200	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	2832	694	624	3500	3973
营业外收支净额	-35	112	0	0	0
税前利润	2797	806	624	3500	3973
减: 所得税	221	75	156	875	993
净利润	2576	731	468	2625	2980
归属于母公司的净利润	2475	710	455	2553	2898
少数股东损益	101	21	13	72	82
基本每股收益 (元)	0.37	0.09	0.06	0.33	0.38
稀释每股收益 (元)	0.37	0.09	0.06	0.33	0.38
财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性					
营收增长率	43.0%	40.7%	-30.4%	14.1%	1.8%
EBIT 增长率	27.4%	2.2%	-39.1%	124.6%	5.6%
净利润增长率	3.1%	-71.3%	-36.0%	461.1%	13.5%
盈利性					
销售毛利率	11.3%	8.6%	8.7%	13.3%	13.8%
销售净利率	4.9%	1.0%	0.9%	4.5%	5.0%
ROE	10.6%	2.7%	1.7%	8.7%	9.1%
ROIC	7.10%	7.22%	3.41%	7.50%	7.92%
估值倍数					
PE	13.3	52.9	82.6	14.7	13.0
P/S	0.7	0.5	0.8	0.7	0.7
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
股息收益率	1.1%	0.9%	0.3%	0.2%	1.2%
EV/EBITDA	7.4	6.6	8.3	5.5	4.3

数据来源: 广发证券发展研究中心

表3: 公司资产负债表和现金流量表 (单位: 百万元)

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	6292	5951	5458	6305	12817
应收票据	4194	1267	4078	4652	4735
应收账款	1015	627	1087	1318	1302
预付款项	1672	1107	2239	3467	4709
其他应收款	256	436	372	388	429
存货	9626	9848	9926	10491	8847
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	786	909	909	909	909
固定资产	41315	40769	38202	36539	34493
在建工程	3511	2278	2753	3129	2982
工程物资	511	477	477	477	477
无形资产	1637	1851	1555	1514	1473
长期待摊费用	0	0	0	0	0
资产总计	71083	66145	67058	69191	73175
短期借款	1264	1154	4058	2590	0
应付票据	1791	1049	2482	2690	2722
应付账款	7682	7525	3102	2152	4511
预收款项	6630	5616	7093	9075	10740
应付职工薪酬	342	197	197	197	197
应交税费	610	667	667	667	667
其他应付款	930	803	803	803	803
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	16578	15666	15666	15666	15666
预计负债	0	0	0	0	0
负债合计	47628	39617	39924	39509	40949
股东权益合计	23455	26527	26922	29469	32013
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2576	731	468	2625	2980
折旧与摊销	3300	4368	4586	4833	5070
经营活动现金流	3625	7063	954	7691	13986
投资活动现金流	-7156	-2420	-2497	-3506	-2835
融资活动现金流	5433	-3023	1050	-3338	-4639
现金净变动	1901	1620	-494	848	6511
期初现金余额	4161	6292	5951	5458	6305
期末现金余额	6292	5951	5458	6305	12817

数据来源: 广发证券发展研究中心

表4: 主要钢铁公司盈利预测 (单位: 元)

名称	当前 股价	当前 PB	EPS			PE			PB			评级
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
武钢股份	8.56	2.49	0.30	0.72	1.05	28.53	11.89	8.15	2.23	1.88	1.53	买入
宝钢股份	9.17	1.73	0.31	0.61	0.69	29.58	15.03	13.29	1.65	1.49	1.34	买入
鞍钢股份	15.84	2.20	0.20	0.87	1.03	79.20	18.21	15.38	2.10	1.88	1.68	买入
太钢不锈	9.92	2.83	0.07	0.53	0.72	141.71	18.72	13.78	2.70	2.36	2.02	买入
马钢股份	4.88	1.44	0.03	0.33	0.38	162.67	14.79	12.84	1.43	1.30	1.18	买入
首钢股份	6.24	2.38	0.18	0.62	0.88	34.67	10.06	7.09	2.24	1.83	1.45	买入
唐钢股份	7.39	2.19	0.35	0.70	0.98	21.11	10.56	7.54	2.05	1.71	1.40	买入
济南钢铁	5.27	2.50	-0.20	0.11	0.42	-26.35	47.91	12.55	2.49	2.36	1.99	买入
莱钢股份	13.07	2.14	-0.12	0.37	0.75	-108.92	35.32	17.43	2.07	1.95	1.76	买入
本钢板材	7.40	1.63	0.14	0.59	0.74	52.86	12.54	10.00	1.43	1.28	1.13	买入
凌钢股份	13.80	3.64	0.38	0.90	1.20	36.32	15.33	11.50	3.51	2.86	2.29	买入
酒钢宏兴	16.01	3.31	0.20	1.01	1.31	80.05	15.85	12.22	2.94	2.48	2.06	买入
八一钢铁	14.75	4.14	0.03	0.65	1.04	491.67	22.69	14.18	3.98	3.38	2.73	买入
华菱钢铁	7.87	1.47	0.01	0.33	0.41	787.00	23.85	19.20	1.48	1.40	1.30	买入
西宁特钢	11.10	3.42	0.25	0.61	1.02	44.40	18.20	10.88	3.01	2.58	2.09	买入
新兴铸管	13.07	2.09	0.48	0.88	1.08	27.23	14.85	12.10	2.74	2.31	1.94	买入
韶钢松山	6.98	2.03	0.10	0.67	0.84	69.80	10.42	8.31	1.99	1.67	1.39	买入
柳钢股份	8.78	4.65	0.18	0.65	0.92	48.78	13.51	9.54	4.33	3.28	2.44	买入
三钢闽光	16.88	3.46	0.14	1.08	1.49	120.57	15.63	11.33	3.35	2.76	2.22	买入
新钢股份	8.73	1.50	0.15	0.56	0.86	58.20	15.59	10.15	1.47	1.34	1.19	买入
南钢股份	6.46	2.47	0.09	0.46	0.68	71.78	14.04	9.50	2.32	1.96	1.60	买入
杭钢股份	6.83	1.69	0.16	0.50	0.72	42.69	13.66	9.49	1.60	1.44	1.28	买入
平均		2.56				104.25	17.67	11.66	2.46	2.11	1.76	

数据来源: 广发证券发展研究中心

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

	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	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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。