

新钢股份(600782.sh)

被明显低估的高成长钢铁公司

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

产量大幅增长, 弹性业内领先

2009 年 1580 热轧项目投产, 产能超过 300 万吨, 100 万吨冷轧项目也将于 2010 年 7 月投产。目前公司总产能已超过 900 万吨的规模。预计 2010 年公司钢铁产量将大幅增加 40%~50%。由于公司产量快速增长, 而总股本保持稳定, 因此公司业绩弹性非常大。据统计, 目前新钢股份业绩弹性仅次于八一钢铁、三钢闽光、莱钢股份, 位居行业第四。随着行业复苏, 业绩快速增长值得期待。

产品结构改善, 中厚板定位高端

公司中厚板在国内具备较强竞争力的优势地位。2008 年船板、锅炉容器板的全国市场占有率分别达 11.6% 和 12.50%。2009 年船板、锅炉容器板市场占有率继续巩固。公司中厚板中船板、压力容器板、建筑结构板等专用板占比高达 85%~90%, 抵御风险的能力强于普板。目前中厚板综合毛利在 200~300 元/吨。我们认为虽然中厚板短期面临困境, 但长远来看中厚板仍是公司的主要竞争优势。

存在并购重组预期

工信部发布的《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》中提出, “推动安钢、新钢等与特大型钢铁企业集团跨区域重组”, 努力减少区内钢铁企业数量。据此推断, 新钢可能成为被收购兼并的对象, 但进程不好把握。宝钢此前参与了定向增发, 与公司有一定渊源, 前期市场传闻宝钢可能介入重组, 但目前双方尚未展开正式接触。

低估值和可转债提供安全边际

目前公司 PB 仅为 1.47 倍, 当前股价对应 2010 年 PE 在 13 倍左右, 吨钢市值仅为 1258.53 元, 均明显低于同业水平。

2008 年 8 月发行了总额为 27.6 亿的可转债, 期限 5 年, 转股价格为 10.61 元, 公司希望能够尽早促成转股。目前公司股价仅 8.58 元, 距离转股价还有 23.66% 的空间, 公司可转债对股价将有一定催化剂的作用。

投资建议

新余钢铁股份公司是江西省最大的钢铁企业, 目前正处于快速发展阶段, 中厚板长期来看仍是公司的重要竞争优势。公司业绩敏感度较高, 在行业逐步复苏的过程中, 业绩有望实现快速增长。预计 2009~2011 年 EPS 分别为: 0.14 元、0.66 元、1.03 元。公司当前股价仅为 8.58 元, 对应 PB 1.47 倍, PE 13 倍, 估值优势非常明显。我们认为公司合理价值为 11.88 元, 对应 PE 为 18 倍, 给予“买入”评级。

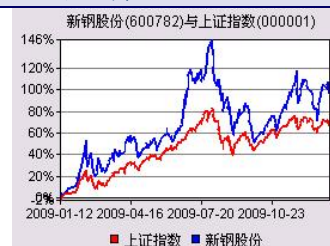
风险提示: 中厚板、热轧板的盈利风险; 限产的可能性。

公司评级

买入

当前价格(元) 8.60
 目标价格(元) 11.88
 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	-1.49%	22.16%	99.91%
上证综指	-1.58%	9.76%	67.78%

股票数据

总股本(万股)	139,343.0
流通 A 股(万股)	32,024.14
主要股东:	
	新余钢铁有限责任公司
主要股东持股比例	77.02%
流通 A 股比例	22.98%

财务比率

ROE	8.68%
ROA	3.05%
资产负债率	64.56%
每股净资产(元)	5.79

2008 年报数据。

公司简介

新余钢铁公司是江西省最大的钢铁联合企业,目前综合钢铁能力已接近1000万吨/年。公司主要生产经营各类锰铁,生铁,矽铁,钢材;钢丝,钢绞线,铝包钢线,电线,电缆,CATV 有线电视传输线,OPGW 光纤复合电缆及其延伸产品;化工产品、设备制造与销售,与本企业相关的进出口业务及三来一补业务、本企业附属产品易燃液体、压缩气体、液化气体销售、技术咨询及服务。

2008年公司铁、钢、材产量分别为455.18 万吨、499.01 万吨、440.88 万吨。实现营业收入274.12 亿元,同比增长260.52%,实现利润92969.13 万元,同比增长110.48%,实现净利润71018.37 万元,同比增长128.54%。预计2009年生铁产量约600万吨,粗钢产量650万吨,钢材产量约620万吨,同比均有较大幅度增长。

公司铁矿石50%左右依赖进口,主要为来自澳大利亚和巴西的长协矿,其余均为国内采购铁精粉,目前铁矿石到厂价接近900元/吨。煤炭从平顶山和山西采购,目前焦煤到厂含税价约1200元/吨。由于运力十分紧张,铁矿石、焦煤等主要原材料库存明显低于1个月用量的警戒线,部分品种仅维持15天左右的用量,目前公司已通过各种渠道稳定供应,确保生产组织顺利进行。

产量大幅增长,弹性业内领先

公司前身新华有限公司成立于1986年11月,是我国冶金系统第一家中外合资先进技术型企业。经赣股(1996)09号文批准,在原公司整体资产改组的基础上,由新钢、香港巍华、江西国投、冶金开发、冶金供销五家企业共同发起,以社会募集方式设立“新华金属制品股份有限公司”。

2007年3月,公司确立了非公开发行A股13.1亿股将控股股东新余钢铁有限责任公司钢铁主业资产整体上市方案。2007年11月2日,钢铁主业整体上市工作全面完成。公司主营业务由生产经营金属制品为主转成生产中厚板、线材等钢铁产品为主的钢铁企业。从此公司步入了快速发展的通道。

2009年2月18日,1580mm薄板一期工程投产,二期工程已于2009年11月份投产,1580项目总产能超过300万吨,公司100万吨冷轧项目也将于2010年投产。目前公司钢铁产能已超过900万吨的规模,其中长材约250万吨,中厚板250万吨,热轧板350万吨,其它产品50万吨。预计2010年公司钢铁产量将大幅增加40%-50%。

由于公司产量快速增长,而总股本保持稳定,因此公司业绩弹性非常大。据统计,目前新钢股份业绩弹性仅次于八一钢铁、三钢闽光、莱钢股份,位居行业第四。随着行业复苏,业绩快速增长值得期待。同时公司吨钢市值仅为1258.53元,明显低于同业水平,也显著低于重置成本。

表 1: 我国钢铁产量-业绩弹性排名前十的钢铁上市公司基本情况

公司名称	钢铁产能 (万吨)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	每万股所含产量 (吨/万股)	吨钢市值 (元)
八一钢铁	700	7.66	124.7	91.38	1781.43
三钢闽光	400	5.35	86.3	74.77	2157.50
莱钢股份	650	9.23	120.54	70.42	1854.46
新钢股份	950	13.93	119.56	68.20	1258.53
凌钢股份	350	8.04	94.55	43.53	2701.43
杭钢股份	350	8.39	55.29	41.72	1579.71
方大特钢	250	6.84	60.51	36.55	2420.40
华菱钢铁	1000	27.38	198.21	36.52	1982.10
酒钢宏兴	700	20.46	228.24	34.21	3260.57
韶钢松山	500	16.7	106.68	29.94	2133.60

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

基准时间: 2010-1-11

表 2: 公司 EPS 对吨钢净利和钢铁产量的变动极为敏感

EPS 变动 (元)		吨钢净利 (元/吨)						
		40	80	120	160	200	240	280
钢铁产量 (万吨)	650	0.19	0.37	0.56	0.75	0.94	1.12	1.31
	700	0.20	0.40	0.60	0.81	1.01	1.21	1.41
	750	0.22	0.43	0.65	0.86	1.08	1.29	1.51
	800	0.23	0.46	0.69	0.92	1.15	1.38	1.61
	850	0.24	0.49	0.73	0.98	1.22	1.47	1.71
	900	0.26	0.52	0.78	1.04	1.29	1.55	1.81
	950	0.27	0.55	0.82	1.09	1.37	1.64	1.91
	1000	0.29	0.58	0.86	1.15	1.44	1.73	2.01

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

产品结构改善, 中厚板定位高端

中厚板定位高端

公司主打产品中厚板在国内具备较强竞争力的优势地位, 中厚板产量在全国排名中位居前列, 产品以华东、华北、华南为主导市场, 并出口到韩国、新加坡、越南、欧洲和澳大利亚等市场, 开辟了日本、美国、阿根廷等市场。2008年船板、锅炉容器板的全国市场占有率分别达11.6%和12.50%。2008年中厚板产量占比49.22%, 利润占比77.70%, 公司业绩高度依赖于中厚板。2009年船板、锅炉容器板市场占有率继续巩固, 但由于中厚板市场整体较为低迷, 因此盈利贡献占比将明显下降。

公司中厚板中船板、压力容器板、建筑结构板等专用板占比高达85%~90%，抵御风险的能力强于普板。目前中厚板综合毛利在200~300元/吨。我们认为虽然中厚板短期面临困境，但长远来看中厚板仍是公司的主要竞争优势。

表3：2008年主营业务收入结构与利润来源结构（单位：百万元，%）

产品名称	主营业务收入	占比	主营业务利润	占比
螺纹钢	1594.35	5.91	25.64	0.94
线材	6216.28	23.01	102.83	3.8
钢坯	554.95	2.05	8.79	0.33
中厚板	14547.38	53.86	2099.87	77.7
其它	4098.24	15.17	465.55	17.23

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

长材盈利能力稳定

由于基建投入大幅增长，以及房地产市场逐步好转，长材率先复苏已成事实。目前公司有棒线产能超过200万吨，2008年棒线产量为198.28万吨。2009年公司积极调整产品结构，我们估计公司今年长材产量可能维持在210万吨左右，据测算，目前公司长材毛利在250元/吨左右，长材也将成为公司重要的利润来源。

热轧板、冷轧板潜力较大

2010年热轧板将全面达产，产量可释放到350万吨以上。100万吨冷轧板项目（主要为汽车板、家电板，未来规划有40万吨硅钢）预计在今年7月份投产，预计年内产量在30万吨左右。目前冷轧板市场供不应求，热轧板也呈现逐步恢复的趋势。冷、热轧板薄板潜力较大，有望成为未来重要的盈利增长点。

存在并购重组预期

在工信部发布的《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》中提出，要“鼓励生产要素向武钢等大型企业集团集中”，支持武钢集团积极开展区域内和跨区域的联合重组，努力打造成为具有较强国际竞争力的特大型钢铁企业；“推动马钢、太钢、华菱等与省内外企业联合重组”，形成具有较强实力的企业集团；“推动安钢、新钢等与特大型钢铁企业集团跨区域重组”，努力减少区内钢铁企业数量。据此推断，新钢可能成为被收购兼并的对象，但进程不好把握。

我们认为宝钢收购新钢有一定的必要性和可能性。必要性在于：

- （1）新钢在原材料方面没有优势，在未来行业资源导向的竞争中缺乏立身之源。公司多采用长协矿，但是运输有瓶颈。近期由于运输的问题，原材料库存只剩15天用量，低于警戒线。周边有中小矿山，但品位不高。公司虽有计划多收购周边的中型矿山，以增加矿石的自给率，但幅度有限。
- （2）新钢的产品结构，特别是新建项目冷轧对于管理和工艺技术的要求很高，借助宝钢在热轧、冷轧方面的技术优势能够更好的实现突破。

(3) 同省份的长力股份已被辽宁方大集团收购, 而萍钢产能已接近1000万吨, 公司在省内并购整合的目标很少, 未来继续做大做强的空间不大。

可能性在于: (1) 宝钢的规划中有近2000万吨的增量是需要通过收购兼并来完成的, 而新钢近1000万吨的产能较大、吨钢市值较低, 是较理想的并购对象。(2) 若国家大力推进钢铁行业并购重组, 在财税、人员、资金等方面有合理的安排, 宝钢着力整合华东钢厂的可能性不能排除。

宝钢前期参与了新建薄板项目的定向增发, 与公司有一定渊源, 前期市场传闻宝钢可能介入重组, 但目前双方尚未展开正式接触。

低估值和可转债提供安全边际

公司相对估值优势十分明显体现在三方面: (1) 目前钢铁行业平均PB约为2.15倍, 而公司PB仅为1.47倍; (2) 公司当前股价对应2010年PE在13倍左右; (3) 公司吨钢市值仅为1258.53元, 明显低于同业水平。

公司为新项目融资, 于2008年8月发行了总额为27.6亿的可转债, 期限5年, 转股价格为10.61元, 公司希望能够尽早促成转股, 以节省财务费用。目前公司股价仅8.58元, 距离转股价还有23.66%的空间, 公司可转债对于股价将有一定催化剂的作用。

盈利预测

产量预测

2009~2011年期间, 公司钢材产量在600、880、940万吨。(综合考虑了新项目投产进程和开工率情况)

表4: 公司未来三年主要产品产量预测 (单位: 万吨)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
螺纹钢	15	44	50	70	70
线材	39	154	160	180	180
中厚板	64	236	220	250	270
热轧板	0	0	150	330	300
冷轧板	0	0	0	30	100
其它	18	19	20	20	20
合计	136	453	600	880	940

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

价格预测

我们认为2009公司产品均价较2008年可能下降25%左右; 2010年随着经济逐步复苏, 钢价将维持上涨趋势, 预计在2009年基础上上涨20%, 而2011年价格在2010年基础上上涨10%。

表5: 公司未来三年主要产品价格预测 (单位: 元/吨)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
螺纹钢	3525	3624	3300	3960	4356
线材	3641	4037	3400	4080	4488
中厚板	4929	6164	3600	4320	4752
热轧板	—	—	3400	4080	4488
冷轧板	—	—	—	5000	5500
其它	5558	6584	5268	6322	6954
均价	4488	5212	3909	4691	5160

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

收入预测

表6: 公司未来三年主要产品价格预测 (单位: 元/吨)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
螺纹钢	528.69	1594.35	1650.00	2772.00	3049.20
线材	1420.06	6216.28	5440.00	7344.00	8078.40
中厚板	3154.84	14547.38	7920.00	10800.00	12830.40
热轧板	0.00	0.00	5100.00	13464.00	13464.00
冷轧板	0.00	0.00	0.00	1500.00	5500.00
金属制品	1000.40	1251.04	1053.60	1264.32	1390.75
收入小计	6103.99	23609.05	21163.60	37144.32	44312.75
其它收入	1140.81	3402.93	2500.00	3500.00	4200.00
收入合计	7244.80	27011.98	23663.60	40644.32	48512.75

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

毛利率假设

根据公司成本和价格变动关系, 我们预测2009~2011年期间, 公司毛利率分别为6.5%、8.0%、9.0%;

表7: 公司未来三年主要产品毛利率预测 (单位: %)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
螺纹钢	1.24%	1.61%	5.00%	7.00%	8.00%
线材	1.06%	1.65%	7.00%	8.00%	8.50%
中厚板	14.73%	14.43%	7.00%	8.00%	9.50%
热轧板	—	—	5.00%	7.00%	8.50%
冷轧板	—	—	—	10.00%	12.00%
其它	18.40%	6.52%	7.00%	10.00%	12.00%
综合毛利率	11.12%	10.01%	6.50%	8.00%	9.00%

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

其它假设

- 1、各种税费均参考历史数据，并结合当前及未来减产预期而有所调整，其中所得税税率按25%计；
- 2、总股本未考虑随后可能出现的变化。

表8: 未来三年公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7603.26	27411.53	23663.60	40644.32	48512.75
减: 营业成本	6757.55	24667.06	22125.47	37392.77	44146.60
营业税金及附加	51.64	131.05	99.95	171.68	204.91
营业费用	113.06	329.13	213.93	395.77	494.72
管理费用	180.79	832.64	541.22	1001.25	1251.56
财务费用	71.02	412.96	419.95	436.15	452.79
资产减值损失	4.42	123.53	25.00	30.00	50.00
加: 投资收益	3.17	2.37	0.10	0.50	1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	427.94	917.54	238.18	1217.20	1913.17
加: 其他非经营损益	10.04	12.15	20.51	20.51	20.51
利润总额	437.97	929.69	258.70	1237.71	1933.68
减: 所得税	130.96	219.51	64.65	309.30	483.17
净利润	307.02	710.18	194.05	928.41	1450.51
减: 少数股东损益	3.77	10.23	1.73	8.26	12.91
归属母公司股东净利润	303.25	699.95	192.32	920.15	1437.60
总股本 (百万股)	1393.43	1393.43	1393.43	1393.43	1393.43
EPS	0.22	0.50	0.14	0.66	1.03

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议

新余钢铁股份公司是江西省最大的钢铁企业, 目前正处于快速发展阶段, 中厚板长期来看仍是公司的重要竞争优势。公司业绩敏感度较高, 在行业逐步复苏的过程中, 业绩有望实现快速增长。预计2009~2011年EPS分别为: 0.14元、0.66元、1.03元。公司当前股价仅为8.58元, 对应PB1.47倍, PE13倍, 估值优势非常明显。我们认为公司合理价值为11.88元, 对应PE为18倍, 给予“买入”评级。

风险提示

我们认为公司存在的风险主要有:

- 1、公司业绩过于依赖中厚板, 而中厚板市场复苏可能慢于其它品种;
- 2、热轧板和未来即将投产的冷轧板盈利能力仍有一定的不确定性;
- 3、若需求恢复低于预期, 公司限产将对盈利造成很大影响。

表9: 未来三年公司资产负债表预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	2712.61	2164.63	236.64	406.44	485.13
应收和预付款项	2383.38	2147.20	1832.28	4952.69	3105.89
存货	3542.26	4345.83	2729.50	9228.05	4889.26
其他流动资产	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	14.79	85.06	85.06	85.06	85.06
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6028.16	12070.95	15649.21	16080.19	14920.02
无形资产和开发支出	1294.94	1281.44	1136.03	990.63	845.22
其他非流动资产	0.47	83.69	77.19	70.69	70.69
资产总计	15976.83	22178.81	21745.91	31813.74	24401.27
短期借款	2931.05	4877.05	6028.69	7593.54	3833.30
应付和预收款项	5451.70	6167.97	4272.53	11867.09	6836.93
长期借款	410.00	2717.68	2717.68	2717.68	2717.68
其他负债	191.71	316.92	316.92	316.92	316.92
负债合计	8984.46	14079.62	13335.82	22495.23	13704.84
股本	1393.43	1393.43	1393.43	1393.43	1393.43
资本公积	5183.41	5680.48	5680.48	5680.48	5680.48
留存收益	399.41	991.63	1156.91	1947.68	3183.15
归属母公司股东权益	6976.25	8065.54	8230.82	9021.59	10257.06
少数股东权益	16.12	33.65	35.37	43.63	56.54
股东权益合计	6992.37	8099.18	8266.19	9065.22	10313.60
负债和股东权益合计	15976.83	22178.81	21602.01	31560.45	24018.44

数据来源: 广发证券发展研究中心

表10: 未来三年公司现金流量表预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	94.73	293.51	2370.12	1576.04	5556.30
投资性现金净流量	-678.70	-4831.65	-5221.75	-2603.18	-1293.90
筹资性现金净流量	3484.22	4423.56	923.64	1196.95	-4183.72
现金流量净额	2880.80	-154.56	-1927.99	169.81	78.68
期初现金及现金等价物余额	105.38	2712.61	2164.63	236.64	406.44
期末现金及现金等价物余额	2712.61	2164.63	236.64	406.44	485.13

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。

新钢股份(600782)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。