

2010-02-09

钢铁

马钢股份 600808.SH

四因素驱动公司盈利能力恢复，给予买入评级

- ◇ 报告起因
- ◇ 潜在催化因素

◆ 预计 2010/2011 年公司 EPS 0.06/0.36 元，估值偏低，给予买入评级

根据公司产能投放计划以及产品价格走势的判断，公司 2010/2011 年营业收入增长率分别为 21.4%/6.6%。毛利率方面，我们认为随着宏观经济的逐步走暖，以及受到皖江区域承接长三角产业转移的影响，公司各类产品毛利率将在 2009 年达到周期底部，未来两年将逐步回升，2010/2011 年公司综合毛利率分别为 9.6%，10.2%。

◆ 四大因素驱动公司盈利能力恢复

目前马钢拥有 1300 万吨生铁、1400 万吨粗钢、1300 万吨钢材的生产能力。公司未来成长的主要看点有 4 个，产能增长、火车轮业务、矿产资源及皖江区域概念。

- 短期内产能增量主要来自板材线的产能提高和合肥钢铁搬迁带来的产能提高，我们预计 2010 年公司产能增长 88 万吨左右。
- 公司火车轮产品盈利能力非常好，毛利率高达 30% 以上。我们预计 2009 年火车轮产量 18 万吨左右，2011 年达到设计产能 37 万吨，是公司业绩增长的重点。
- 马钢的矿产资源均为集团层面拥有，自产矿主要位于姑山、桃冲、南山等地，总储量 10 亿吨左右，目前产能约为 300 万吨，但是否注入上市公司尚无定论。
- 公司地处安徽省马鞍山市，近年来皖江区域承接了大量的长三角的产业转移，在家电、机械、汽车、基建房地产等领域市场成长迅速，对区域内钢铁需求有较大拉动作用。

◆ 长协矿比例高，受益于矿石价格谈判

我们预计 2010 年度铁矿石谈判将以价格大幅上涨收尾，这将拉开长协矿和现货矿的价格差距。由于公司长协矿和类长协矿的占比接近 90%，我们认为公司将受益于 2010 年度铁矿石谈判。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	50,645	71,260	55,821	67,754	72,245
营业收入增长率	43.03%	40.70%	-21.67%	21.38%	6.63%
净利润（百万元）	2,475	710	475	2,736	3,451
净利润增长率	3.09%	-71.31%	-33.05%	475.36%	26.15%
EPS（元）	0.32	0.09	0.06	0.36	0.45
ROE（归属母公司） （摊薄）	10.76%	2.73%	1.80%	9.41%	10.89%
P/E	13	46	69	12	9
P/B	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	9	9	10	6	5

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	4.25 元
目标价格	5.80 元
目标期限	6 个月

分析师：

程杲

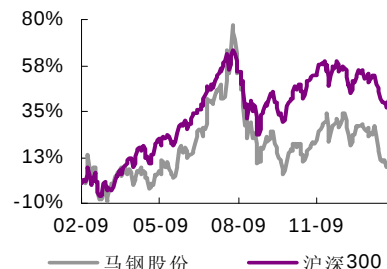
021-22169172

chenggao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	7,701
总市值(百万元)	32,728
流通比例(%)	77.50%
12 个月最高/最低(元)	7.13/3.48
近 3 月日均成交量(百万股)	55.75
主要股东	马钢(集团)控股有限公司

股价表现(12 个月)



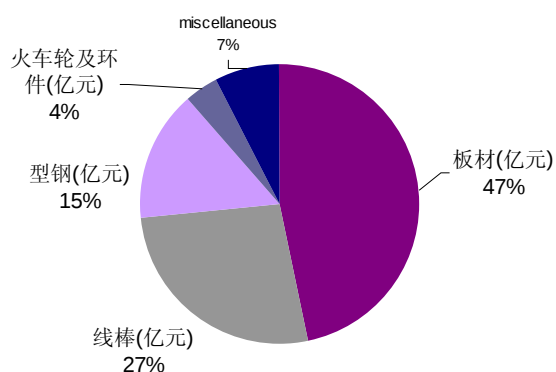
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.36	0.67	-30.55
绝对收益	-13.82	-8.86	10.29

相关报告：

1. 四大因素驱动公司盈利能力恢复

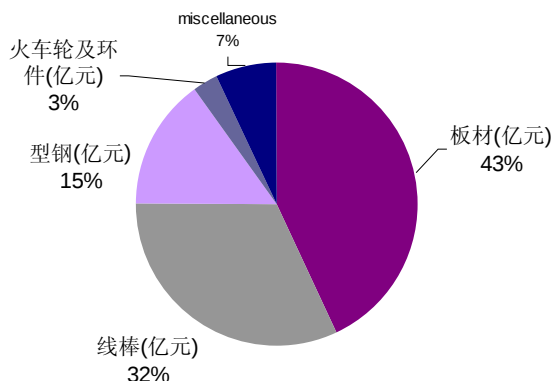
马钢股份是位于皖江区域的特大型钢铁公司。目前马钢拥有 1300 万吨生铁、1400 万吨粗钢、1300 万吨钢材的生产能力。马钢股份的实际控制人为马钢集团，控有马钢股份 50.47% 的股权。目前集团的钢铁冶炼资产均已置入上市公司内，集团层面保留了矿产和建筑业务。

图表 1 公司 2008 年营业收入拆分



资料来源：光大证券研究所

图表 2 公司 2009 年营业收入拆分预测



资料来源：光大证券研究所

公司未来成长的主要看点有 4 个，产能增长、火车轮业务、矿产资源及皖江区域概念。

- ✓ 产能增长方面，马钢集团远景规划为粗钢产量 3000 万吨，但短期内产能增量主要来自板材线的产能提高和合肥钢铁搬迁带来的产能提高，我们预计 2010 年公司产能增长 88 万吨左右。
- ✓ 在各品种中，火车轮的盈利能力最强。火车轮产品处于供不应求的状况，一般火车轮出厂价为 1 万元左右，而动车组车轮（尚在研发阶段）约为 2 万元左右，毛利率高达 30% 以上。2009 年火车轮产量 18 万吨左右，2011 年达到设计产能 37 万吨，是公司业绩增长的重点。
- ✓ 矿产资源均为集团层面拥有，自产矿主要位于姑山、桃冲、南山等地，总储量 10 亿吨左右，目前产能约为 300 万吨，但是否注入上市公司尚无定论。
- ✓ 公司地处安徽省马鞍山市，濒临长江，地处江苏安徽交界区域，距南京仅 60 公里，处于长三角核心辐射圈内。近年来皖江区域承接了大量的长三角的产业转移，在家电、机械、汽车、基建房地产等领域市场成长迅速，对区域内钢铁需求有较大拉动作用。

图表 3 公司生铁、粗钢产能及设备一览

生产线	产能	2009 年产量
高炉	400M3×2、450 M3×2、1000 M3×1、2500 M3×2、 4000 M3×2、5000 M3×1	生铁 1280 万吨
转炉	40T×4、50T×3、60T×1、100T×1、110T*1、120T ×1、300T×2（新区）。另预留 300T×1（同 5000 立方米炉）	粗钢 1338 万吨

资料来源：光大证券研究所

图表 4 公司钢材产能及产量预测

生产线	产能	2009 年产量	2010 年增量
棒材	200（130、70）	199	
线材	140（70×2）	138	
线材（合钢）	200	200	
中型材	100	100	
H 型钢	大型 120，小型 50	162	
中板	100	102	
热轧板	老区 240，新区 550	276	
冷轧板	老区 154，新区 220	164	30
镀锌板	老区 30、35，新区 40、40	84	20
彩涂板	30	7	28
火车轮	37（12.8、12、13）	18	10
硅钢	40	21	
钢材合计		1269	88

资料来源：光大证券研究所

2. 长协矿比例高，受益于矿石价格谈判

我们预计 2010 年度铁矿石谈判将以价格大幅上涨收尾，这将拉开长协矿和现货矿的价格差距。由于公司长协矿和类长协矿的占比接近 90%，我们认为公司将受益于 2010 年度铁矿石谈判。

公司目前生产所需铁矿石按来源可分为 3 部分。就 2008 年及之前的比例而言，进口长协矿占比达 70-75%，居于主体地位；17-18%来自于集团矿山自产，其余 10%来自于现货矿。

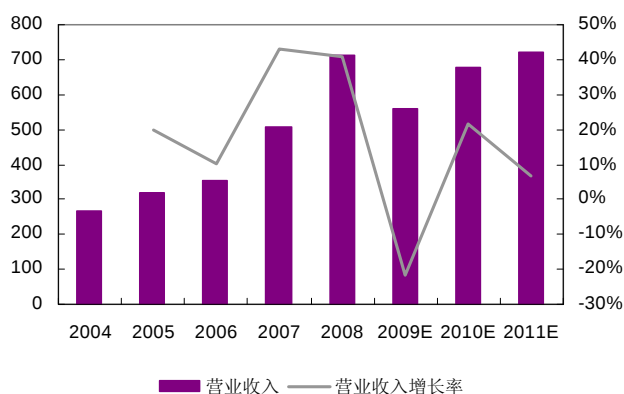
自产矿与上市公司间交易的定价采取跟随国际长协矿的模式，取国际三大供应商协议价加权平均值的上限。2009 年自有矿价格较长协价格略高，我们预计 2009 年全年自有矿均价超过 700 元，而 2010 年自有矿价格跟随 2010 年长协矿价格谈判调整的概率较大。由于集团自产矿基本按照进口长协价结算，公司的原料供给可以视为长协主导。

其他炉料方面，公司的焦炭自给率达到 75%以上，外购焦炭价格 1700 元/吨左右，外购焦煤 1200 元/吨左右。公司生产工艺焦比 0.39 吨，煤比 0.148 吨。公司生铁成本 2200 元/吨左右，高出行业平均水平。海运费方面，公司大多采取长单谈判解决，其中澳大利亚矿长单占 40%，巴西矿长单占 80%。全年来看澳大利亚运费不到 30 美元/吨，巴西不到 20 美元/吨。

3. 预计 2010/2011 年公司 EPS 0.06/0.36 元, 建议买入

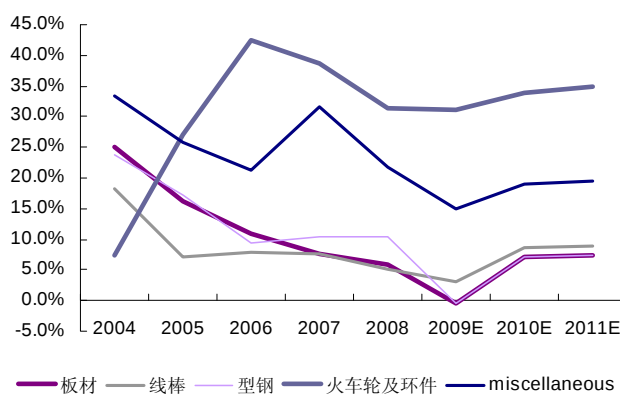
结合公司产能投放计划以及产品价格走势，我们预测公司 2010/2011 年营业收入增长率分别为 21.4%/6.6%。毛利率方面，我们认为随着宏观经济的逐步走暖，以及受到皖江区域承接长三角产业转移的影响，公司各类产品毛利率将在 2009 年达到周期底部，未来两年将逐步回升，2010/2011 年公司综合毛利率分别为 9.6%，10.2%。在上述前提下我们预测公司 2010/2011 年公司 EPS 分别为 0.06/0.36 元。

图表 5 未来三年公司营业收入增长预测（亿元）



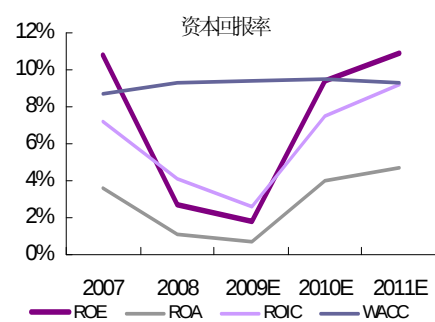
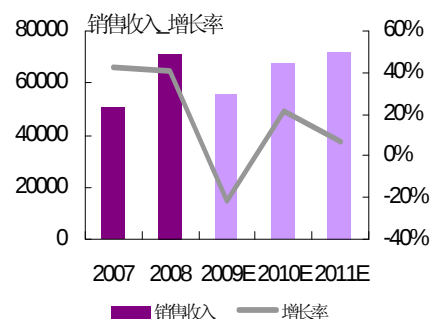
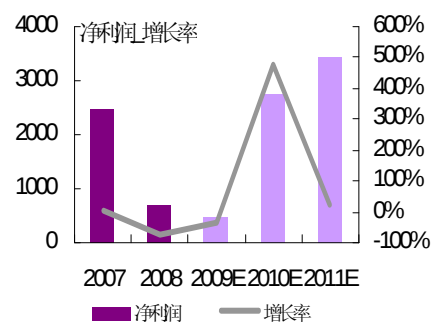
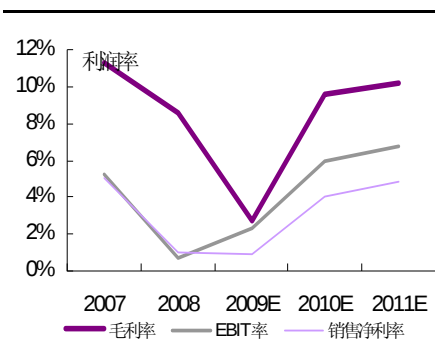
资料来源：光大证券研究所

图表 6 未来三年公司毛利率预测



资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	50,645	71,260	55,821	67,754	72,245
营业成本	44,907	65,154	54,312	61,277	64,854
折旧和摊销	3,345	4,468	4,219	4,347	4,473
营业税费	628	778	562	754	774
销售费用	291	367	323	377	397
管理费用	1,034	1,093	1,191	1,289	1,341
财务费用	1,083	1,576	945	1,039	1,036
公允价值变动损益	1	-1	0	0	0
投资收益	165	200	180	189	198
营业利润	2,832	694	555	3,207	4,041
利润总额	2,797	806	585	3,245	4,088
少数股东损益	101	21	22	23	24
归属母公司净利润	2,475.38	710.23	475.47	2,735.63	3,450.95

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	71,083	66,145	66,522	69,778	74,196
流动资产	23,058	19,241	21,348	25,933	31,804
货币资金	6,292	5,951	5,582	7,575	13,945
交易型金融资产	1	1	0	0	0
应收账款	1,015	627	864	1,001	940
应收票据	4,194	1,267	2,230	3,174	2,518
其他应收款	256	436	285	326	349
存货	9,626	9,848	11,047	12,243	12,580
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	6	0	0	0	0
长期投资	786	909	927	946	966
固定资产	41,315	40,769	39,703	38,384	36,912
无形资产	1,637	1,851	1,758	1,670	1,587
总负债	47,628	39,617	39,497	40,145	41,915
无息负债	20,139	17,581	18,013	20,278	19,949
有息负债	27,489	22,037	21,484	19,866	21,966
股东权益	23,455	26,527	27,024	29,634	32,281
股本	6,759	7,701	7,701	7,701	7,701
公积金	8,958	11,347	11,421	11,835	12,357
未分配利润	7,283	7,007	7,408	9,581	11,683
少数股东权益	447	520	542	565	589

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3,625	8,388	4,145	7,818	9,155
净利润	2,475	710	475	2,736	3,451
折旧摊销	3,345	4,468	4,219	4,347	4,473
净营运资金增加	2,109	951	495	1,520	279
其他	-4,305	2,259	-1,044	-784	952
投资活动产生现金流	-7,156	-3,323	-3,016	-3,019	-3,020
净资本支出	-1,637	-1,851	3,000	3,000	3,000
长期投资变化	786	909	-18	-19	-20
其他资产变化	-6,305	-2,381	-5,998	-6,000	-6,000
融资活动现金流	5,433	-5,113	-1,498	-2,806	236
股本变化	303	942	0	0	0
债务净变化	6,294	-5,452	-552	-1,618	2,100
无息负债变化	7,255	-2,558	432	2,266	-330
净现金流	1,901	-48	-369	1,992	6,371

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.03%	40.70%	-21.67%	21.38%	6.63%
净利润增长率	3.09%	-71.31%	-33.05%	475.36%	26.15%
EBITDA 增长率	25.30%	-17.45%	-15.29%	51.72%	11.29%
EBIT 增长率	-1.31%	-81.45%	-36.25%	207.36%	20.26%
估值指标					
PE	13	46	69	12	9
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	8	9	10	6	5
EV/EBIT	15	27	41	13	10
EV/NOPLAT	16	28	44	14	11
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	11.33%	8.57%	2.70%	9.56%	10.23%
EBITDA 率	11.87%	6.96%	9.92%	12.40%	12.94%
EBIT 率	5.26%	0.69%	2.36%	5.99%	6.75%
税前净利润率	5.52%	1.13%	1.05%	4.79%	5.66%
税后净利润率 (归属母公司)	4.89%	1.00%	0.85%	4.04%	4.78%
ROA	3.62%	1.11%	0.75%	3.95%	4.68%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.76%	2.73%	1.80%	9.41%	10.89%
经营性 ROIC	7.21%	4.14%	2.60%	7.49%	9.18%
偿债能力					
流动比率	0.91	1.05	1.01	1.32	1.64
速动比率	52.78%	51.10%	48.68%	69.46%	99.21%
归属母公司权益/有息债务	0.84	1.18	1.23	1.46	1.44
有形资产/有息债务	2.52	2.89	3.01	3.43	3.31
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.32	0.09	0.06	0.36	0.45
每股红利	0.11	0.00	0.02	0.11	0.14
每股经营现金流	0.47	1.09	0.54	1.02	1.19
每股自由现金流(FCFF)	0.56	0.80	0.01	0.44	0.71
每股净资产	2.99	3.38	3.44	3.77	4.12
每股销售收入	6.58	9.25	7.25	8.80	9.38

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

胡皓，北京科技大学钢铁专业硕士，2009年4月加盟光大证券研究所，目前任钢铁行业研究员。此前供职于宝钢集团、世华财讯及中原证券。

程杲，复旦大学世界经济专业硕士，2007年11月加入光大证券研究所，先后担任石化行业研究员、造纸行业研究员，现从事钢铁行业研究。

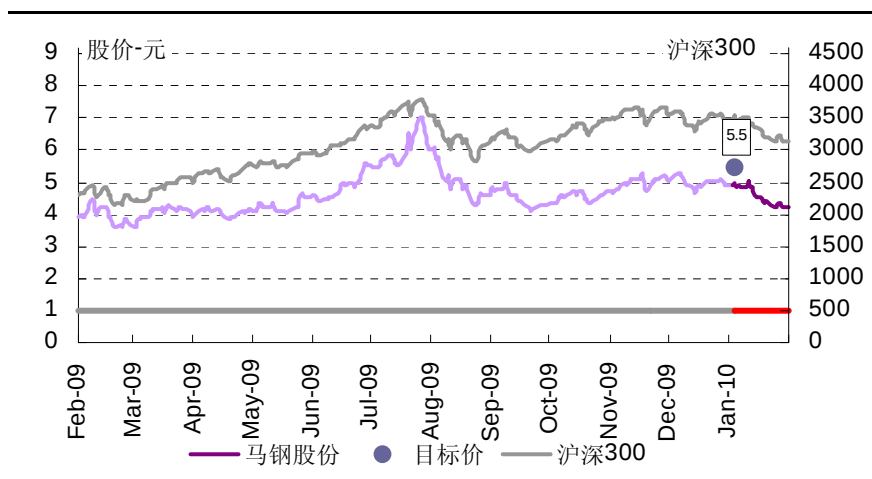
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

马钢股份（600808）

分析师：程杲



日期	股价	目标	评级
2010-01-12	4.93	5.50	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。