

湘财证券研究所
钢铁行业研究小组
王攀

Tel: 021-68634518-8715

E-Mail: WP2846@xcsc.com

王丽华

Tel: 021-68634518-8379

E-Mail: WLH2682@xcsc.com

评级

本次评级	增持
上次评级	无

基本资料

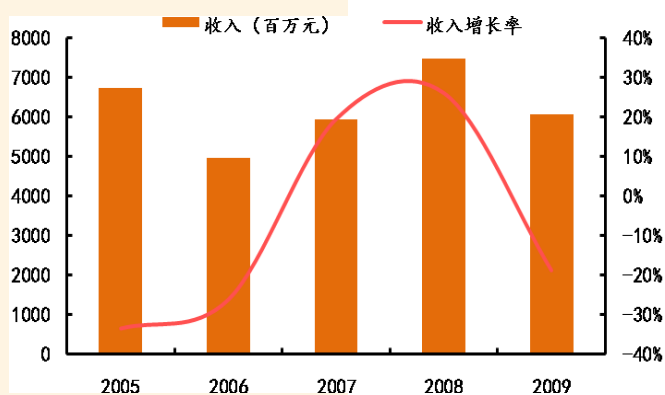
股价	7.48
总股本（亿股）	7.62
流通股本（亿股）	7.62
总市值（亿元）	57.03
流通市值（亿元）	57.03
近一月涨跌幅	9.20%
近一年涨跌幅	84.69%

- **业绩概况：** 2009 年年报显示，公司全年实现营业收入 60.73 亿元，同比降 18.74%；营业利润 3213.7 万元，较上年同期 9.72 亿元的亏损有了根本的改善；实现归属于母公司股东净利润 3627.8 万元，实现扭亏为盈；公司全年 EPS 为 0.049 元/股，但第四季度仅实现 EPS 0.008 元，主要是由于管理费用大幅上升。
- **产品低端单一，高毛利产品占比短期提升空间有限。** 公司主要有三大块业务：钢铁主业、气体业务及贸易业务。钢铁主业是公司收入和盈利的主要来源。但是其钢材产品主要以低端的建筑用圆钢和螺纹钢为主，竞争力不强，总体盈利能力较弱，09 年毛利率仅为 4.46%，在行业内处于较低水平。同时公司产能仅 150 万吨，属小型钢铁公司，不具备规模优势，因产品单一抗风险能力较弱。公司另一块气体业务，虽然市场份额多年来稳居广东省第一，且具备 30% 左右的高毛利和良好的盈利前景，但是由于其收入占比较小，远未能够成为公司盈利支撑。09 年该业务的收入出现了较大幅度的下滑，由 08 年的 3868 万元急降至 422 万元，降幅达 8 倍之多，因此短期内想依靠高毛利产品提升公司业绩的希望不大。
- **既定搬迁未有时间表，土地收益预期屡屡无法兑付。** 在发改委和市政府的规划体系下，公司原有钢铁产能将被完全淘汰并从广州市区搬迁出去。届时公司所在荔湾区厂区将会节约出 138 万平方米的土地，该块土地是广州闹市区仅存的大型江边地皮，有极大的商业价值，虽然现在仍属工业用地，但是将作为商业用地规划。此块土地在公司资产负债表中以土地使用权计入无形资产，现摊销后账面价值为 4471 万元，折合每平米仅 32.4 元。按照广东省最新公布的基准地价，广州中心城区的商业用地平均价格达 6267 元/米。依此价格计算并考虑所得税，公司该块土地价值达到 86.48 亿元，假设公司享有其中 60% 的权益，将获得 38.9 亿元的净利，贡献 EPS 5.1 元，为公司带来巨大的额外收益。这还并未考虑拍卖时的溢价，因此实际收益可能更高。但是由于此预期已屡被炒作，至今尚未有明确的时间表，因此存在较大的不确定性。但是随着淘汰落后产能政策的实施和公司实质性重组的启动，此焦点仍值得跟踪关注。
- **未来看点仍在兼并重组。** 自 08 年宝钢启动对广钢集团和韶钢集团的重组以来，仅仅止步于广东钢铁集团的挂牌。随着钢铁行业逐步回暖和业务的拓展需求，2010 年宝钢将加快湛江钢铁项目的建设，但此项目又是以关停公司落后产能为前提，因此客观上有加快对公司实质性重组的要求。在兼并重组过程中公司未来如何定位将具有较大的不确定性，但不论是成为潜在的壳资源，还是被纳入宝钢系发展规划，对公司来说都将是极大的利好。国家为加快实施行业整合、优化行业结构模式而制订的钢铁行业兼并重组指导意见即将颁布，这也将推动此利好的兑现。
- **盈利预测。** 我们预计公司持续经营下 10 年、11 年的 EPS 将分别达到 0.09、0.12 元，对应动态 PE 分别为 83X 和 62X，并不具备估值优势，但考虑到后期的搬迁收益及重组效应，首次给予“增持”评级。
- **风险提示。** 行业波动性风险，搬迁收益的不确定性，重组进程的不确定

单位：（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6073	7079	8824	10453
增长率（%）	-18.74%	16.57%	24.65%	18.46%
归属于母公司净利润	37	66	89	130
增长率（%）	-	77.04%	35.72%	45.58%
基本每股收益（元/股）	0.05	0.09	0.12	0.17

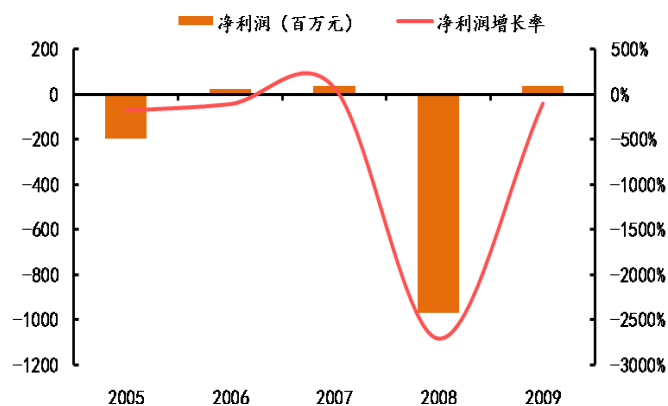
数据来源：湘财证券研究所

图 1 公司营业收入变化趋势



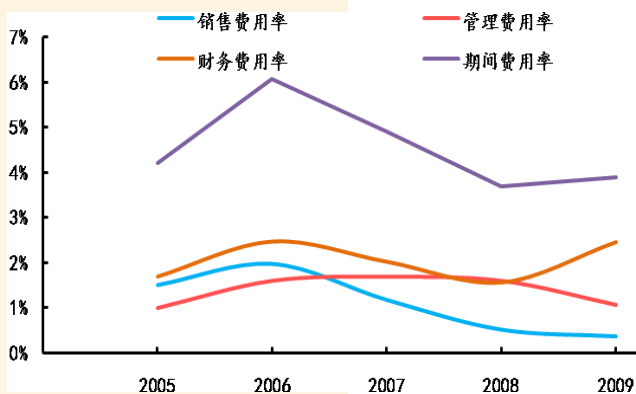
来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 公司净利润趋势



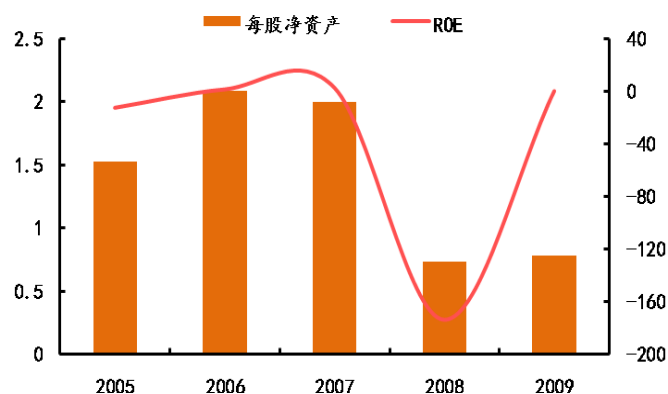
来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 公司近几年期间费用率变化趋势



来源：公司公告，湘财证券研究所

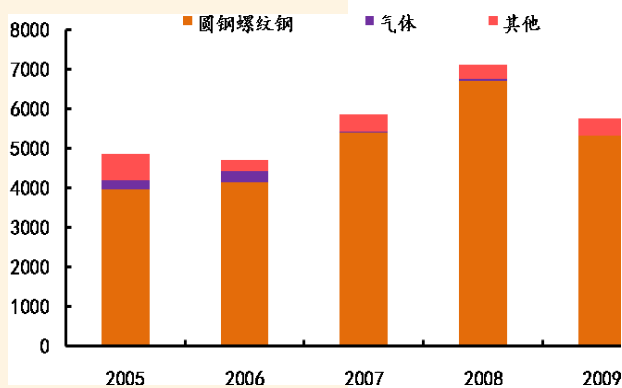
图 4 公司盈利指标变动趋势



来源：公司公告，湘财证券研究所

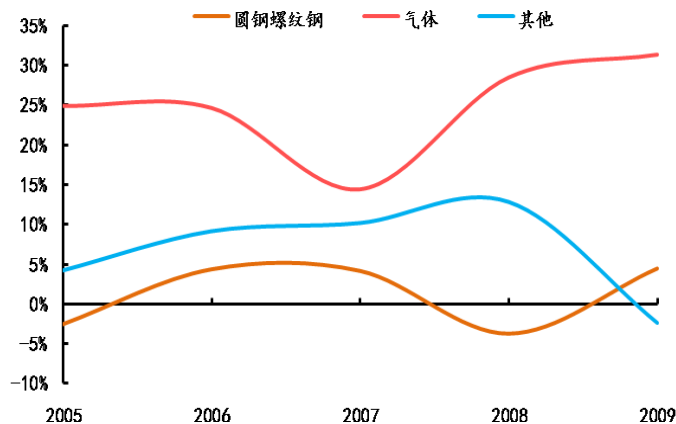
图 5 圆钢螺纹钢是公司主要收入来源

(百万元)



来源：公司公告，湘财证券研究所

图 6 公司各业务毛利率变动趋势



来源：公司公告，湘财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2624	2497	3108	3222
现金	381	460	529	627
应收账款	203	306	508	464
其他应收款	26	26	35	39
预付账款	143	101	168	100
存货	1613	1456	1587	1659
其他流动资产	258	149	280	334
非流动资产	1594	1464	1328	1192
长期投资	298	307	327	347
固定资产	1201	1056	905	752
无形资产	45	45	45	45
其他非流动资产	50	56	51	48
资产总计	4218	3961	4436	4414
流动负债	3514	3190	3575	3419
短期借款	2419	2156	1982	1731
应付账款	554	541	1010	1022
其他流动负债	540	494	582	666
非流动负债	110	110	109	109
长期借款	3	3	3	3
其他非流动负债	107	107	106	106
负债合计	3623	3300	3684	3528
少数股东权益	-0	1	3	7
股本	762	762	762	762
资本公积	666	666	666	666
留存收益	-834	-769	-680	-550
归属母公司股东权益	595	660	749	879
负债和股东权益	4218	3961	4436	4414

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-475	592	387	468
净利润	36	67	91	133
折旧摊销	186	157	158	158
财务费用	149	164	144	125
投资损失	-29	-51	-27	-29

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6073	7079	8824	10453
营业成本	5808	6758	8417	9966
营业税金及附加	2	5	11	16
营业费用	25	32	44	52
管理费用	82	85	115	146
财务费用	149	164	144	125
资产减值损失	4	5	8	11
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	29	51	27	29
营业利润	32	81	112	166
营业外收入	13	10	12	14
营业外支出	9	2	2	2
利润总额	36	89	122	178
所得税	0	22	30	44
净利润	36	67	91	133
少数股东损益	-1	1	2	4
归属母公司净利				
润	37	66	89	130
EBITDA	367	402	415	449
EPS (元)	0.05	0.09	0.12	0.17

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-18.7%	16.6%	24.6%	18.5%
营业利润	-96.7%	152.9%	37.8%	47.9%
归属于母公司净				
利润	-96.2%	77.0%	35.7%	45.6%
获利能力				
毛利率(%)	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%
净利率(%)	0.6%	0.9%	1.0%	1.2%
ROE(%)	6.2%	9.9%	11.9%	14.8%
ROIC(%)	7.2%	8.8%	10.0%	13.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	85.9%	83.3%	83.0%	79.9%
净负债比率(%)	70.44%	65.42%	53.89%	49.16%
流动比率	0.75	0.78	0.87	0.94

营运资金变动	-831	265	15	87	速动比率	0.29	0.33	0.43	0.46
其他经营现金流	13	-10	5	-6	营运能力				
投资活动现金流	-141	44	0	5	总资产周转率	1.44	1.73	2.10	2.36
资本支出	46	0	0	0	应收账款周转率	25	25	20	20
长期投资	-7	8	19	19	应付账款周转率	7.50	12.34	10.86	9.81
其他投资现金流	-102	52	19	24	每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.05	0.09	0.12	0.17
筹资活动现金流	467	-557	-318	-376	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.62	0.78	0.51	0.61
短期借款	744	-263	-174	-251	每股净资产(最新摊薄)	0.78	0.87	0.98	1.15
长期借款	-130	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	87.21	49.26	36.30	24.93
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.44	4.90	4.31	3.68
其他筹资现金流	-148	-294	-144	-125	EV/EBITDA	14	13	12	11
现金净增加额	-150	79	69	98					

来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。