



公司调研报告

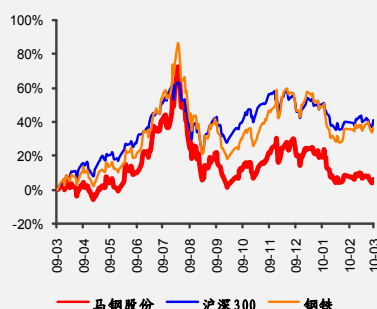
钢铁行业

公司评级：增持

基本指标	
收盘价（元）	4.28
PE	73.29
10 年预测 EPS（元）	0.18
10 年预测 PE	23.94
每股净资产（元）	3.39
净资产收益率（%）	0.03
资产负债率（%）	62.84
总股本（亿股）	77.01
总市值（亿元）	329.59

数据截止到 2010 年 03 月 18 日

马钢股份股价走势



资料来源：Wind 资讯，财通证券研究所

财通证券研究所

钢铁行业研究员：李永良

电话：0571-87820715

Email: lyl@ctsec.com

马钢股份（600808.SH）

2010 年 03 月 19 日

高端板材尚处蓄势期，动车轮业务值得期待

投资要点：

◆ 公司产品结构独特

公司目前拥有 1300 万吨生铁、1330 万吨粗钢、1450 万吨钢材的生产能力，主要产品包括板材、线棒材、型钢、火车轮及环件四个大类，形成了“板、线、型、轮”的独特产品结构。

◆ 产品结构重心转移，高端板材业务处于蓄势期

随着新区板材产能的投产，公司板材业务比例得到大幅提升，产品结构重心由线棒材逐渐向板材转移，08 年公司板材业务占比已达到 46.73%。在国内汽车产销持续高位的带动下，09 年公司汽车用板业务实现了快速增长。家电用板方面，公司毗邻合肥家电生产基地，区位优势突出。公司无取向硅钢设计产能为 40 万吨/年，目前已经开始生产，10 年预计产量将达到 38 万吨，有望为公司贡献稳定的收益。

◆ 火车轮业务维持高毛利，动车轮尚处论证阶段

在公司各类业务中，火车轮业务盈利能力最强。07 年以来，公司火车轮及环件业务毛利率一直维持在 35% 左右。09 年前三季度在营业收入中占比不足 4% 的火车轮及环件业务贡献了近 25% 的毛利，公司时速 250 公里以下动车轮已经试产成功，目前正处于认证阶段，预计 10 年第四季度可以投产。动车轮业务毛利一般高于普通机车轮，一旦形成批量生产，该项业务或将成为公司新的主要利润增长点。

◆ 自有矿石比重低，10 年面临较大成本压力

公司铁矿石主要来自 3 个方面，其中长协矿、现货矿、集团矿占比分别为 75%、15%、10%。2 月份以来，现货矿价格持续上涨，在现货价持续高位等因素的影响下，必和必拓、力拓和淡水河谷三大矿商在谈判过程中的报价便一路飙升，最高要价涨幅高达 90%，谈判双方的分歧随着谈判的进行而渐行渐远。由此可见，10 年长协矿价格涨幅或将大大超出我们之前的预期，公司将面临较大的成本压力。

◆ 投资建议

我们认为公司高端板材业务目前正处于蓄势期，而动车轮业务通过论证后将成为公司新的利润增长点，但公司铁矿石自给率较低，10 年长协价超出我们先前预期的概率较大，公司将面临较大的成本压力。基于上述分析，我们预计公司 09-10 年将分别实现 EPS0.03 元、0.18 元、0.25 元，对应 10 年 PE 为 23.78 倍，PB 为 1.26 倍，给予公司“增持”评级。

◆ 风险提示

铁矿石等原材料价格涨幅超出预期；公司时速 250 公里以下动车轮论证结果低于预期。

公司简介

公司是国内大型钢铁生产企业之一，90%以上产品在国内市场销售。公司目前拥有 1300 万吨生铁、1330 万吨粗钢、1450 万吨钢材的生产能力，主要产品包括板材、线棒材、型钢、火车轮及环件四个大类，形成了“板、线、型、轮”的独特产品结构。公司大股东为马钢（集团）控股有限公司，持股比例为 50.47%，集团除保留矿产及建筑业务外，钢铁冶炼资产均已注入上市公司。

表 1：公司产能构成及主要设备

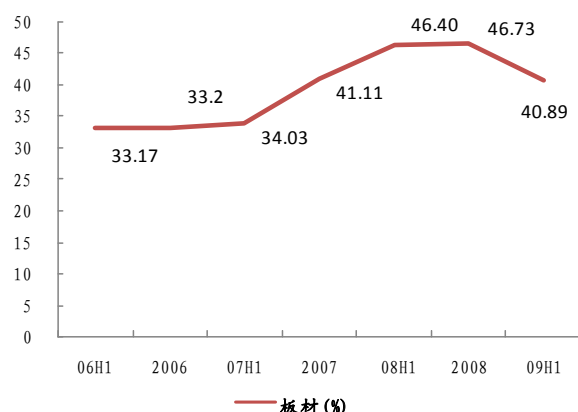
	厂区	设备型号	产能(万吨)
炼铁	本部	4 × 300m ³ , 3 × 450m ³ , 1 × 1000m ³ , 2 × 2500m ³	800
	新区	2 × 4000m ³	500
	产能合计		1300
炼钢	一钢轧	3 × 120T	400
	二钢轧	4 × 30T	150 (准备淘汰)
	三钢轧	3 × 50T, 1 × 60T	200
	四钢轧 (新区)	2 × 300T	580
	产能合计		1330
钢材	热轧	CSP	250
		2250热连轧	300
	冷轧	镀锌板	150 (新区80万吨, 本部70万吨)
		彩涂板	30
		非取向硅钢	40
	线棒		350 (不包括合钢180万吨)
	型材		300
	车轮及环件		38
	产能合计		1450

资料来源：财通证券研究所

产品结构重心转移，高端板材业务处于蓄势期

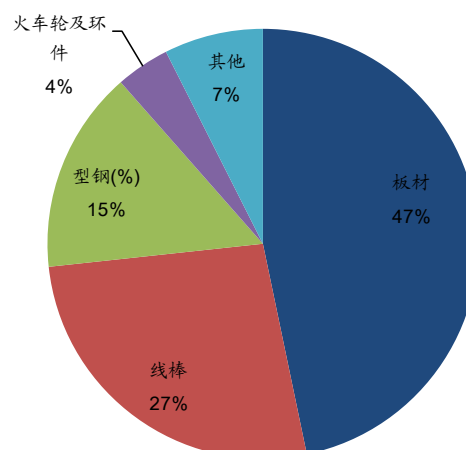
公司曾是国内具有代表性的建筑钢材生产企业，随着 07 年公司新区板材产能的投产，公司板材业务比例得到大幅提升，产品结构重心逐渐向板材转移。07-08 年公司板材业务占比分别为 41.11%、46.73%，而线棒业务比重 08 年已降至 26.56%。09 年受建筑钢材市场火爆的影响，公司线棒业务比重出现反弹，09 年上半年，公司线棒业务在营业收入中占比为 31.54%。

图 1: 公司板材业务占比变化趋势



资料来源: Wind, 财通证券研究所

图 2: 2008 年公司产品结构



资料来源: Wind, 财通证券研究所

1、汽车、家电用板

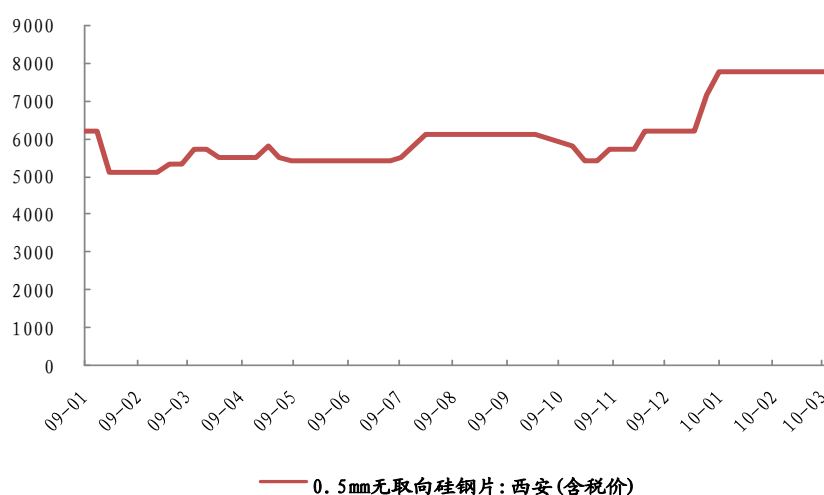
近过近三年的努力,公司现已建成“一线四室”汽车用钢研发试验平台,依托此平台,公司先后成功开发了汽车用钢新产品 50 多个,主要包括内(衬)板、外板及大梁钢等。目前公司汽车板主要客户为奇瑞、江淮及江苏悦达起亚等,通过加强与奇瑞的战略合作,公司相关产品在奇瑞轿车中的消耗量约为 350 公斤/辆。在国内汽车产销持续高位的带动下,09 年公司汽车用板业务在较低基数上实现了快速增长。家电用板方面,公司毗邻合肥家电生产基地,凭借独特的区位优势,在家电下乡等积极产业政策的推动下,公司家电用板业务也实现了大幅增长。

2、无取向硅钢

公司“薄板坯连铸连轧生产高性能无取向硅钢技术研究”项目以 CSP 流程开发电工钢,目前已成功开发 M50W600、M50W470 两个牌号的全工艺电工钢产品和 MBDG、M50B450 两个牌号的半工艺电工钢产品,并形成批量生产能力,磁性能超过国家标准要求百分之五以上。公司无取向硅钢设计产能为 40 万吨/年,09 年无取向硅钢业务规模较小,10 年预计产量有望达到 38 万吨。受益于家电、汽车等主要下游行业持续稳定的增长,10 年公司无取向硅钢业务有望为公司贡献稳定的收益。

图 3: 0.5mm 无取向硅钢片价格走势 (西安, 含税价)

单位: 元/吨



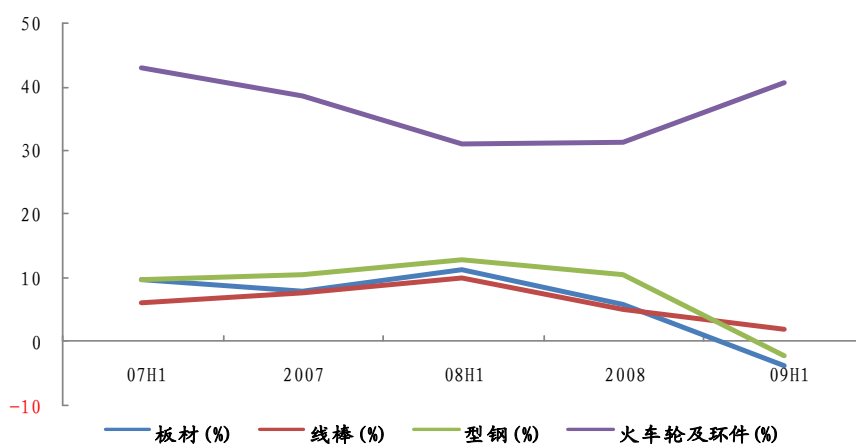
资料来源: wind 资讯, 财通证券研究所

火车轮业务维持高毛利, 动车轮尚处论证阶段

目前公司各类业务中, 火车轮业务盈利能力最强。09 年前三季度在营业收入中占比不足 4% 的火车轮及环件业务贡献了近 25% 的毛利, 07 年以来, 公司火车轮及环件业务毛利率一直维持在 35% 左右。

09 年公司火车轮及环件产量约为 20 万吨, 原有产能为 38 万吨, 主要是因为公司正在对普通车轮生产线进行技术改造和升级, 为动车轮业务做铺垫。公司时速 250 公里以下动车轮已经试产成功, 目前正处于认证阶段, 预计 10 年第四季度可以投产。动车轮业务毛利一般高于普通机车轮, 一旦形成批量生产, 该项业务或将成为公司新的主要利润增长点。

图 4: 火车轮及环件业务毛利率维持高位



资料来源: wind 资讯, 财通证券研究所

自有矿石比重低, 10 年面临较大成本压力

公司铁矿石主要来自 3 个方面, 其中长协矿、现货矿、集团矿占比分别为

75% (巴西 45%, 澳大利亚 55%), 15%, 10%。集团铁矿石总储量约为 10 亿吨, 目前产能约为 300 万吨(63%品位), 公司表示两年内集团矿石资产没有注入的可能。公司从集团购买的铁矿石价格为双方协商决定, 定价原则为以前一合约年度前三大协议矿供货商的加权平均吨度价为价格上限。

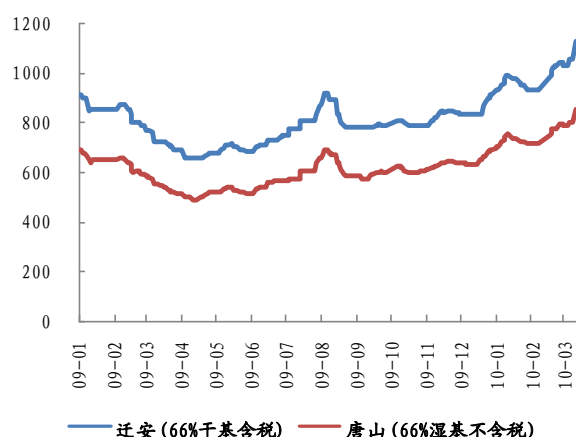
2 月份以来, 印度市场现货矿持续上涨, 经过短暂的调整后, 在国内钢厂上调钢材出厂价等因素的刺激下, 现货价重拾升势, 一度推高至 140 美元/吨(CFR), 3 月 12 日 63.5%印粉价格升至 141-142 美元/吨(CFR)。10 年铁矿石谈判启动后, 在现货价持续高位等因素的影响下, 必和必拓、力拓和淡水河谷三大矿商的报价便一路飙升, 从 20%-30%, 到 50%, 再到 80%-90%, 谈判双方的分歧随着谈判的进行而渐行渐远。由此可见, 10 年长协矿价格涨幅或将大大超出我们之前的预期, 公司将面临较大的成本压力。

表 2: 2003-2009 长协矿协议价格

价格: 美分/千公吨度	2009		2008		2007		2006	2005	2004	2003
	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅
CVRD-NewTubaroa块矿			161.29	71.00%	94.3	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.80%
CVRD-Carajas粉矿	89.87	-28.20%	125.17	71.00%	73.2	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%
CVRD-SSF南部粉矿	85.43	-28.20%	118.98	65.00%	72.11	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%
CVRD-BF球团	110.43	-48.30%	213.59	86.67%	114.42	5.28%	-3.00%	92.60%	19.00%	9.80%
BHP-newman粉矿	97	-32.95%	144.66	79.88%	80.43	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%
BHP-newman块矿	112	-44.46%	201.69	96.50%	102.65	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%
RIO-Yandi粉	97	-32.95%	144.66	79.88%	80.43	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%
RIO-Hamersley粉矿	97	-32.95%	144.66	79.88%	80.43	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%
RIO-Hamersley块矿	112	-44.46%	201.69	96.50%	102.65	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%
RIO-RobeRiver粉矿	77.32	-32.95%	115.32	79.88%	64.11	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%
RIO-RobeRiver块矿	89.16	-44.46%	160.54	96.50%	81.7	9.50%	19.00%	71.50%	18.60%	8.90%

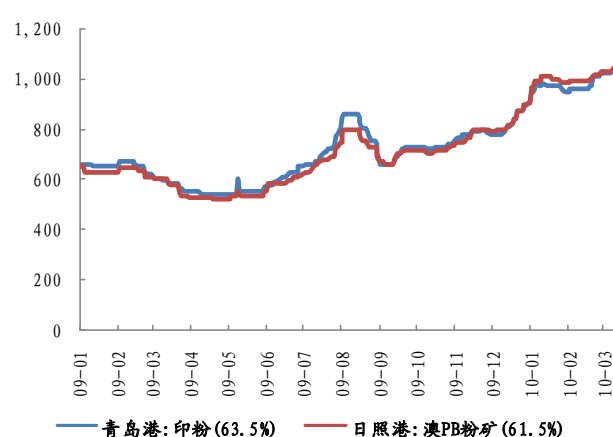
资料来源: 财通证券研究所

图 5: 国内铁精粉价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 财通证券研究所

图 6: 海外现货矿价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 财通证券研究所

盈利预测及投资建议

我们认为公司高端板材业务目前正处于蓄势期,而动车轮业务通过论证后将成为公司新的利润增长点,但公司铁矿石自给率较低,10 年长协价超出我们先期预期的概率较大,公司将面临较大的成本压力。基于上述分析和我们的测算,预计公司 09-10 年将分别实现 EPS0.03 元、0.18 元、0.25 元,对应 10 年 PE 为 23.78 倍, PB 为 1.26 倍,给予公司“增持”评级。

表 3: 公司盈利预测

单位: 百万元

科目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	50645.39	71259.74	53907.99	66037.29	78254.19
减: 营业成本	44907.02	65154.40	50781.33	60358.08	71133.06
营业税金及附加	628.25	778.05	431.26	726.41	853.60
三项费用	2408.41	3036.02	2458.20	2971.68	3521.44
其中: 销售费用	290.83	367.29	301.88	330.19	391.27
管理费用	1034.09	1092.82	970.34	1188.67	1408.58
财务费用	1083.49	1575.91	1185.98	1452.82	1721.59
资产减值损失	35.28	1796.58	12.25	50.00	50.00
加: 公允价值变动损益	0.72	-1.03	1.00	0.00	0.00
投资净收益	164.64	199.88	112.25	100.00	100.00
二、营业利润	2831.79	693.52	338.20	2031.12	2796.10
加: 营业外收支净额	-35.09	112.35	121.80	50.00	50.00
三、利润总额	2796.70	805.87	460.00	2081.12	2846.10
减: 所得税	220.59	74.64	115.00	520.28	711.52
四、净利润	2576.11	731.23	345.00	1560.84	2134.57
减: 少数股东损益	100.73	21.00	106.50	200.00	240.00
五、归属母公司股东净利润	2475.38	710.23	238.50	1360.84	1894.57
基本每股收益(元)	0.38	0.10	0.03	0.18	0.25

资料来源: 财通证券研究所

风险提示

铁矿石等原材料价格涨幅超出预期; 公司时速 250 公里以下动车轮论证结果低于预期。

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求研究员将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表研究员根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，财通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向财通证券内部特定客户传送，未经财通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。