

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	买入
上次评级	买入
目标股价	16.2-18.0

基本资料

股价	12.89
总股本 (亿股)	4.49
流通股本 (亿股)	4.47
总市值 (亿元)	57.93
近一月涨跌幅	1.90%
近一年涨跌幅	92.39%

- **订单饱满，一季度业绩可期。**公司目前生产状况良好，生产基本满负荷运转，订单饱满，一季度有望维持较好的业绩。从主要产品下游行业看，公司产品主要用于汽车和铁路行业，这两个行业的发展状况对公司业绩有着十分重要的影响。汽车行业的高景气度和大规模的铁路投资规划将为公司产品销售提供双重支撑，为公司业绩提供强有力的保证。
- **短期内尚无扩张产能计划。**根据此次调研，公司短期内尚无扩大炼钢产能的计划，年产钢量将继续维持在原有水平。10年公司产品将仍以弹簧钢、轴承钢和齿轮钢三大效益产品为主，产品结构将不会发生较大的变化。同时将加强新产品和效益产品的开发，其中包括特冶锻造产品的市场开发和提高铁路轴承用钢的比例。目前公司特冶锻造项目进展情况顺利，预计今年年底前将全部建成投产，根据公司规划今年特冶锻造产品产量将达到4-5万吨。另外公司看好铁路投资巨大的市场潜力，将进一步加大铁路轴承用钢的比例，把效益较好的高特级铁路轴承用钢占比由30%提高到40%以上，预计为公司带来较大的经济效益。
- **公司有能力应对原料价格上涨。**原料价格的上涨将不会明显压缩公司业绩。我们认为公司能够应对原料价格上涨主要是基于能够向下游转移成本压力及公司灵活的原料采购策略。下游汽车和铁路行业的持续高景气度和公司不断提高符合市场要求的高盈利产品的生产和销售，增强了抵抗原料上涨影响的能力；另外公司密切对原料市场进行关注并采取灵活的采购策略，在价格相对较低时加大采购摊薄成本，在价格较高时降低库存缩短周期，也能降低成本上涨带来的风险。
- **核心竞争优势在于其成本控制能力。**我们认为公司核心竞争优势在于其成本控制能力。从产品毛利水平来看在同类公司中并不具备明显优势，但是由于公司成本控制能力较强，往往保持了较高的净利率，从而保证了公司的业绩。公司成本优势一是来自于人员的精简，除了钢铁主业之外，不像其他很多钢企要承受附属企业人员和相应的社会责任包袱，另一方面公司承袭自股东在企业管理方面的优势和经验，对成本实施严格控制措施。
- **特冶锻造等高端产品将是公司未来新增长点。**由于公司粗钢产能有限，且并未有扩产项目，因此公司未来业绩的增长将无法依靠规模增长来实现。目前公司在实施的特冶锻造项目将成为公司未来业绩的新增长点。虽然对于此产品今年能达到怎样的盈利水平公司尚不确定，但该产品目前市场紧缺是公司看好此项目的前景的主要原因，虽然产品生产规模暂时有限，但是我们认为经过一定的市场培育后，将成为拉动公司业绩增长的动力。另外公司也看好今年铁路投资带来的机遇，铁路轴承钢产品也是公司业绩增长的动力之一。
- **盈利预测。**通过调研，我们认为公司是一家业绩较为稳健的上市公司，对于其估值水平我们认为目前15倍的市盈率存在一定的低估。预计10、11年EPS分别为0.90、1.02元，维持前期的“买入”评级，目标价16.2-18.0元。
- **风险提示。**下游行业波动、原料成本上涨过快、新产品市场开发不如预期。

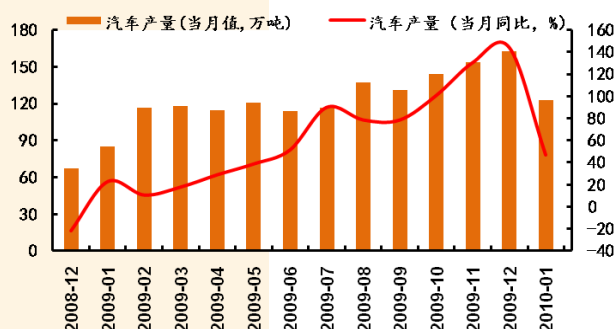
单位: (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5561	6252	7502	9222
增长率 (%)	-25.87%	12.42%	20.00%	22.92%
归属于母公司净利润	333	404	458	564
增长率 (%)	65.67%	21.26%	13.58%	23.12%
基本每股收益 (元/股)	0.74	0.90	1.02	1.26

数据来源: 湘财证券研究所

□ 目前订单饱满，一季度业绩可期

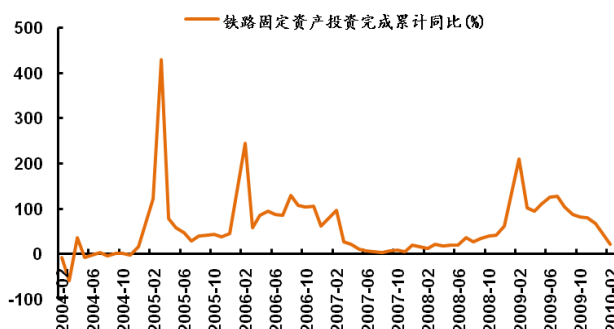
公司目前生产状况良好，生产基本满负荷运转，目前公司订单饱满，一季度有望维持较好的业绩。公司主要产品是弹簧钢、轴承钢和齿轮钢，三者合计占比在产品总量中超过 50%。从主要产品结构上看，公司产品主要用于汽车和铁路行业，这两个行业的发展状况对公司业绩有着十分重要的影响。10 年年初以来，汽车行业延续去年的高景气度，产销量继续保持在高位，为公司一季度业绩提供了保障。另外根据铁道部的投资规划，2010 年将安排铁路固定资产投资 8,235 亿元，其中 7,000 亿元的基本建设投资将比 2009 年基建投资规模高出 1,000 亿元。大规模的铁路投资为公司产品的销售提供了另一保证。汽车行业和铁路行业的高景气度使得对公司产品的需求强劲，为公司业绩提供强有力的支撑。

图 1 汽车行业高景气度将为公司产品需求提供支撑



来源：wind，湘财证券研究所

图 2 铁路投资加大将为公司提升业绩提供机遇

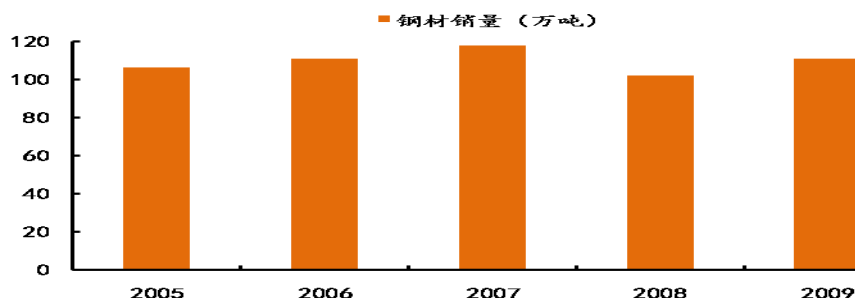


来源：wind，湘财证券研究所

□ 目前尚无扩张产能计划

公司近年来钢材产量一直保持在 110 万吨左右，根据此次调研结果，公司短期内尚无扩大炼钢产能的计划，公司年产钢量将继续维持在这一目标产量附近。公司二炼钢目前产能 15-20 万吨，四炼钢产能 110 万吨，通过我们的了解，四炼钢实际产钢量未能达到设计产能，实际粗钢产量在 90 万吨左右。公司轧钢产能超过炼钢产能，其中一轧钢主要生产大规模棒材，实际产能 40 万吨左右，二轧钢（轧钢、连轧、热处理三厂合并）的产能在 75 万吨左右，主要生产公司主营产品弹簧钢、轴承钢及齿轮钢等。另外在原有产线基础上投资建设的特冶锻造厂将会新增 8 万吨的超高强度钢和工模具钢等大型轧材产能。

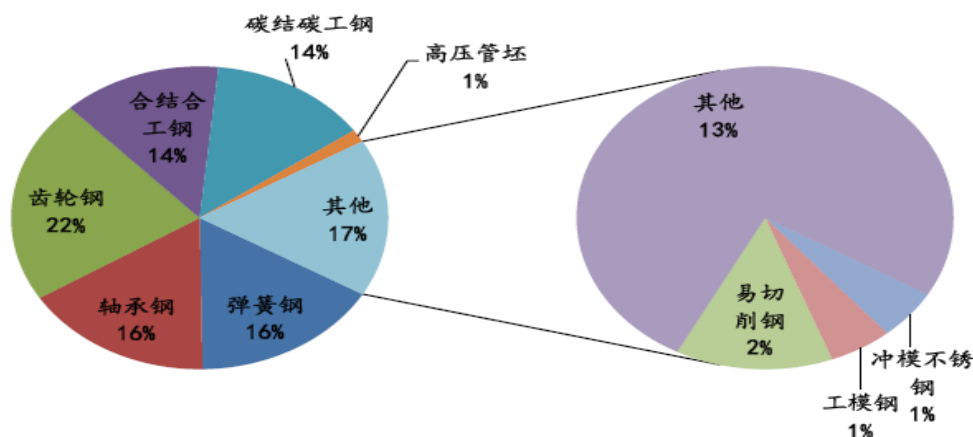
图 3 公司多年来未进行产能扩张



来源：公司公告，湘财证券研究所

产品将仍以三大产品为主。分产品产量来看，09 年全年弹簧钢产量 15-18 万吨，轴承钢产量 18 万吨，齿轮钢产量 24 万吨，合结合工钢产量 15 万吨，碳结碳工钢产量 15 万吨。另外公司高压管坯产量 1-2 万吨，冲模不锈钢和工模钢产量各为 1 万吨，易切削钢产量 2-3 万吨。公司表示今年产品结构将不会发生较大的变化，仍是以弹簧钢、轴承钢和齿轮钢三大效益产品为主，但由于相关产品型号较多，会根据市场需求状况进行调整，以生产适应市场需求和盈利能力较强的相关产品。

图 4 弹簧钢、轴承钢和齿轮钢仍将是公司主要产品



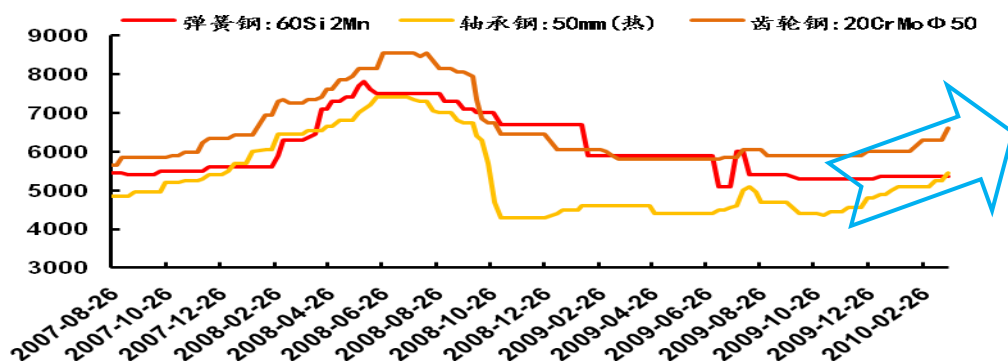
来源：湘财证券研究所

同时公司将进一步提高效益产品占比，加强新产品的开发，其中包括特冶锻造产品的市场开发和提高铁路轴承用钢的比例。目前公司特冶锻造项目进展情况顺利，预计今年年底前将全部建成投产，而公司会根据项目的分阶段完成情况特冶锻造产品的市场需求情况分步释放产能，根据公司规划今年特冶锻造产品产量将达到 4-5 万吨。另外看好铁路投资巨大的市场潜力，公司将进一步加大铁路轴承用钢的占比。目前公司轴承钢中通用轴承占比较大，高特级铁路轴承用钢仅占 30% 左右，由于铁路轴承用钢价格通常是通用轴承的几倍，而生产工艺却基本相当，因此存在巨大的经济效益，公司今年将会使高特级轴承钢占比提高到 40% 以上。

□ 公司有能力应对原料价格上涨

对于我们关心的原料价格上涨对公司业绩的影响，公司表示将有能力应对原料价格上涨。公司目前所用铁矿石除了很小一部分是通过股东新冶钢提供的以外，绝大部分是采用现货矿，且在大冶当地进行采购，品位在 63%-64% 左右，铁矿石库存一般维持在 20 天到 1 个月左右。公司使用的焦炭基本上来自于中特新化能，由于中特新化能所产煤焦直接输送到公司，因此节省了原料运费。虽然焦炭采购属关联交易，但是公司坚持按照市场定价进行结算，具有享受低成本原料的优势。对于今年原料价格的上涨，将不会压缩公司业绩。我们认为公司能够应对原料价格上涨主要是基于向下游转移成本压力和公司灵活的原料采购策略。公司下游汽车和铁路行业今年得以维持的高景气度将为公司转移成本提供支撑，而公司不断的提高符合市场要求的高盈利产品的生产和销售，也能从一定程度上抵消原料上涨的影响，一季度以来随着原料价格的上涨，武汉市场弹簧钢、齿轮钢和轴承钢价格也都进行了一定的上调，产品价格上调有助于消化成本上涨；另外是在于公司密切对于原料市场的关注和灵活的采购策略，目前公司每周都会对市场原料价格进行预测和判断，同时以灵活的策略进行原料采购，在价格相对较低时加大采购摊薄成本，在价格较高时降低库存缩短周期。

图 5 武汉市场特钢价格年初以来逐步重拾升势



来源：wind，湘财证券研究所

□ 公司核心竞争优势在于其成本控制能力

我们认为公司核心竞争优势在于其成本控制能力。从产品毛利水平来看，与同行业公司如西宁特钢相比，并不具备太大的优势，09 年公司的综合毛利率仅 9.4%，而西宁特钢三季度毛利率 14.83%，预计全年综合毛利率不会发生太大变化，但是公司的净利率水平却远远高于西宁特钢。主要原因就在于公司的三费水平控制极低的水平，彰显公司在成本控制方面的优势。公司成本优势一是来自于人员的精简，除了钢铁主业之外，没有其他很多钢企所要承受的附属企业人员和社会责任包袱，另一方面是公司承袭自股东在企业管理方面的优势和经验，对成本的严格控制措施。公司优异的成本控制能力和优势使得公司即使在产品毛利率水平并不高的情况下，仍能维持行业内相对良好的业绩，并能够增强公司的抗风险能力。

□ 特冶锻造等高端产品将是公司未来新增长点

由于公司粗钢产能有限，且并未有扩产项目，因此公司未来业绩的增长将无法依靠规模增长来实现。目前公司在实施的特冶锻造项目将成为公司未来业绩的新增长点。特冶锻造项目主要产品为模具钢及超高强度钢，公司希望通过以自有产品来替代中高档模具钢 25% 的进口市场，同时超高强度钢等产品也是航空航天和军工不可或缺的产品，该项目产品属于高盈利产品，在既定规模下，将有助于提升公司业绩。虽然对于此产品今年能达到怎样的盈利水平公司尚不确定，但该产品目前市场紧缺是公司看好此项目的前景的主要原因，虽然产品生产规模暂时有限，但是我们认为经过一定的市场培育后，将成为拉动公司业绩增长的动力。另外公司也看好今年铁路投资带来的机遇，铁路轴承钢产品也是公司业绩增长的动力之一。

□ 盈利预测

通过调研，我们认为公司是一家业绩较为稳健的上市公司，对于其估值水平我们认为目前 15 倍的市盈率存在一定的低估。预计 10 年、11 年年的 EPS 将分别达到 0.90、1.02 元，维持前期“买入”评级，目标价 16.2-18.0 元。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1865	1807	1981	2350	营业收入	5561	6252	7502	9222
现金	143	313	450	461	营业成本	5038	5600	6755	8285
应收账款	139	281	124	318	营业税金及附加	1	1	2	3
其他应收款	3	7	9	8	营业费用	27	59	74	65
预付账款	199	112	68	166	管理费用	97	103	110	92
存货	836	907	955	936	财务费用	12	22	30	21
其他流动资产	544	188	375	461	资产减值损失	7	15	20	20
非流动资产	1918	2218	2410	2503	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	1825	1846	2173	2225	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	29	28	27	26	营业利润	379	451	511	736
其他非流动资					营业外收入	8	20	25	30
产	64	344	210	253	营业外支出	6	10	12	14
资产总计	3784	4025	4391	4853	利润总额	380	461	524	752
流动负债	1699	1610	1516	1414	所得税	48	58	65	188
短期借款	135	589	517	435	净利润	333	404	458	564
应付账款	750	560	540	497	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	814	461	458	481	归属母公司净利润	333	404	458	564
非流动负债	40	34	36	37	EBITDA	534	619	711	956
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.90	1.02	1.26
其他非流动负									
债	40	34	36	37					
负债合计	1739	1644	1552	1450	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	449	449	449	449	成长能力				
资本公积	486	486	486	486	营业收入	-25.9%	12.4%	20.0%	22.9%
留存收益	1109	1446	1904	2468	营业利润	233.4%	19.2%	13.2%	44.2%
归属母公司股东权益	2045	2381	2839	3403	归属于母公司净利润	65.7%	21.3%	13.6%	23.1%
负债和股东权益	3784	4025	4391	4853	获利能力				
					毛利率 (%)	9.4%	10.4%	10.0%	10.2%
现金流量表					净利率 (%)	6.0%	6.5%	6.1%	6.1%
					ROE (%)	16.3%	17.0%	16.1%	16.6%
单位: 百万元					ROIC (%)	16.6%	15.9%	16.4%	17.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	94	335	594	414	资产负债率 (%)	46.0%	40.8%	35.3%	29.9%
净利润	333	404	458	564	净负债比率 (%)	10.81%	35.80%	33.31%	30.02%
折旧摊销	143	146	171	199	流动比率	1.10	1.12	1.31	1.66
财务费用	12	22	30	21					
投资损失	0	0	0	0					

营运资金变动	-413	-285	-56	-383	速动比率	0.59	0.53	0.65	0.97
其他经营现金									
流	19	49	-9	13	营运能力				
投资活动现金流	-119	-477	-355	-300	总资产周转率	1.55	1.60	1.78	2.00
资本支出	119	477	355	300	应收账款周转率	38	28	35	40
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.26	8.55	12.28	15.97
其他投资现金									
流	0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-259	312	-101	-103	每股收益(最新摊薄)	0.74	0.90	1.02	1.26
					每股经营现金流(最新				
短期借款	130	454	-72	-82	摊薄)	0.21	0.75	1.32	0.92
长期借款	-250	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.30	6.32	7.57
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	17.70	14.60	12.86	10.44
其他筹资资金									
流	-139	-142	-29	-21	P/B	2.88	2.47	2.08	1.73
现金净增加额	-283	170	138	11	EV/EBITDA	11	10	8	6

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。