

2011 年 5 月 25 日

沙钢股份

新生优特钢骄子

A
未有评级

002075.SZ - 人民币 7.79

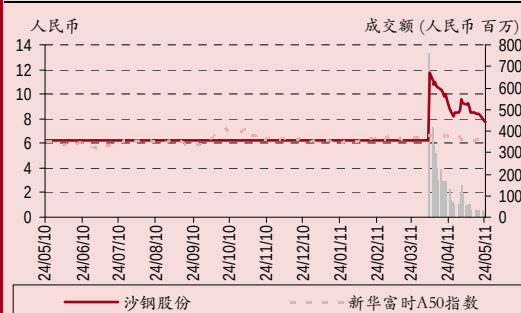
乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	25	(19)	25	25
相对新华富时				
A50 指数 (%)	25	(12)	27	27

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,576
流通股(%)	17.6
流通股市值(人民币 百万)	2,183
3 个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
沙钢集团	74.88

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*杭一君为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公司 2010 年实现归属母公司净利润 3.58 亿, 每股收益 0.30 元。公司核心资产准钢特钢粗钢年产能约为 300 万吨。2010 年公司的综合毛利率为 11.34%, 这反映了公司产品较强的盈利能力。随着公司积极进行新产品和新工艺的开发并努力推进产品结构升级以及优特钢产品的质量提升, 公司的吨钢毛利有望进一步提高。母公司沙钢集团是中国最大的民营钢铁企业, 集团粗钢产能突破 3,000 万吨(包括其参股 25% 股权的永钢集团), 其强大的管理、资源和技术优势成为公司发展的营养源泉。我们认为在特钢行业拥有广阔前景的“十二五”期间, 公司作为华东地区特大优特钢生产基地也将迎来美好的发展前景。

主要发现

- 公司核心控股子公司准钢特钢是华东特大优特钢生产基地, 年产 300 万吨优特钢, 盈利能力强, 2010 年综合毛利率在 11.34%。
- 公司积极进行新产品和新工艺的研发并努力推进产品结构的升级。
- 特殊钢行业为“十二五”钢铁行业重点发展方向。

风险

- 产品升级进展缓慢。

图表 1. 投资摘要 (市场预测)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	35	12,537	14,276	15,393	15,968
变动(%)	-	-	13.9	7.8	3.7
净利润(人民币百万)	(163.2)	358	555	599	676
变动(%)	-	-	55.1	7.9	12.8
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.4)	0.300	0.352	0.380	0.429
变动(%)	-	-	17.5	7.9	12.8
市盈率(倍)	n/a	26.0	22.1	20.5	18.2
市净率(倍)	n/a	6.1	3.2	2.7	2.2
净资产收益率(%)	n/a	23.6	14.7	13.0	12.1

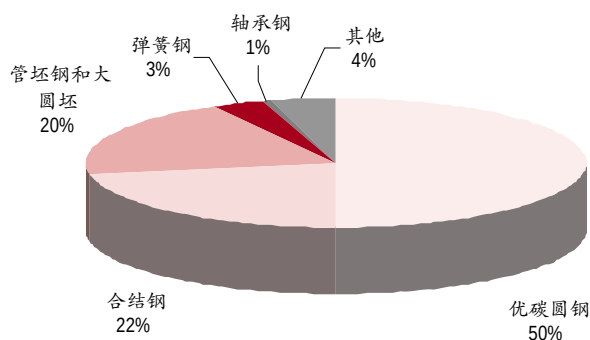
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司背景

公司前身为高新张铜股份有限公司，2010 年通过资产重组向沙钢集团发行 11.8 亿股股份购买沙钢集团控股的淮钢特钢有限公司 63.79% 的股权，向公司注入沙钢集团具有持续盈利能力的优特钢产品的业务及资产。增发后公司总股本为 15.76 亿股，控股股东沙钢集团共持有沙钢股份 11.8 亿股股份，占公司总股本的 74.88%。

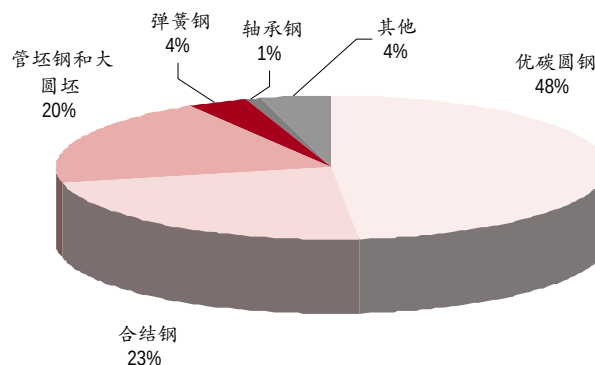
2010 年 1-6 月沙钢股份核心子公司淮钢特钢共计销售优特钢 149.73 万吨，2010 年全年实现营业收入 125.37 亿元。2010 年沙钢股份实现归属母公司净利 3.58 亿元，全年综合毛利率为 11.34%。

图表 2.2010 年 1-6 月分产品产量构成



资料来源：公司数据

图表 3.2010 年 1-6 月分产品收入构成

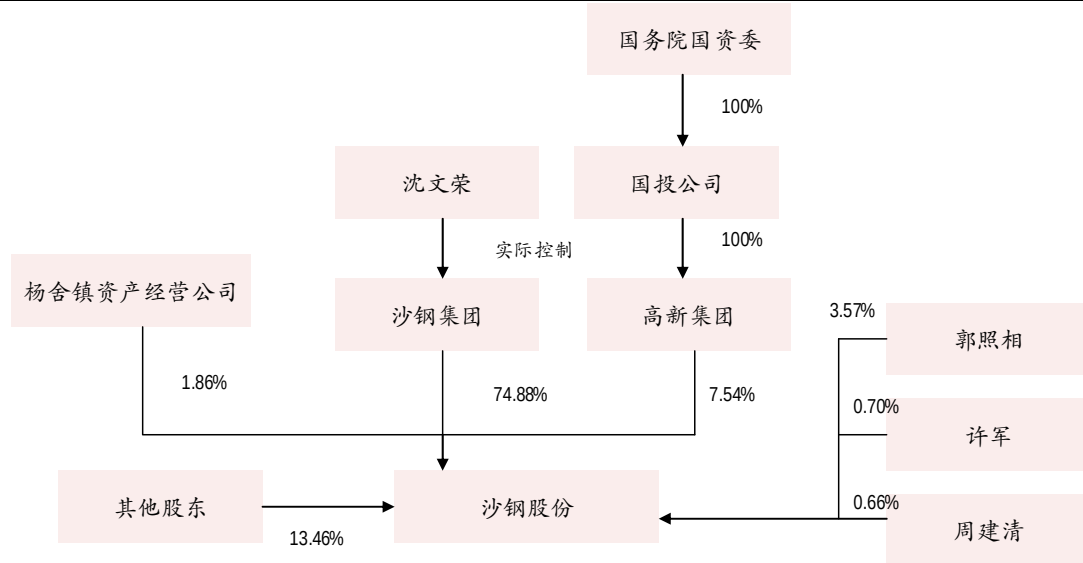


资料来源：公司数据

资产重组收购淮钢特钢

2010 年 12 月经中国证监会核准，原高新张铜股份有限公司向沙钢集团发行新增 1,180,265,552 股收购淮钢特钢 63.79% 股权。此次发行的发行价格为 1.78 元/股，以成本法评估值作为定价基准，2008 年 12 月 31 日为基准日，以 63.79% 淮钢特钢股权计算，标的股权对应的账面净资产为 85,622.33 万元，标的资产交易作价 210,087.27 万元。沙钢集团承诺所认购的本次发行的股份自发行结束之日（2010 年 12 月 31 日）起 36 个月内不转让。资产重组完成后，沙钢集团拥有上市公司 74.88% 的股份。目前公司实际控制人是沈文荣先生。沈文荣先生直接和间接控制沙钢集团 38.80% 的股份。

图表 4.公司股权和主要控股公司结构图



资料来源：公司数据

淮钢特钢年产能 300 万吨

公司核心资产淮钢特钢主要生产各种优特钢产品，主要包括大圆坯、合结钢、弹簧钢（包括弹簧圆钢、弹簧扁钢）、优碳圆钢、低合金钢、管坯钢、轴承钢和保证淬透性结构钢等。产品主要用户为国内铁路及机车企业、国内外汽车生产厂家、油井、轴承厂、齿轮厂、钢管厂和锚链厂等。2010 年 1-6 月淮钢特钢共计销售优特钢 149.73 万吨，年产能约为 300 万吨。2011 年公司计划产钢 295 万吨，铁 280 万吨，钢材 286 万吨，计划销售钢材 272 万吨，实现营业收入 145 亿元。

拥有国际先进水平的生产工艺

公司拥有 450 立方米高炉两座，580 立方米高炉两座，年产 260 万吨铁水；公司拥有从意大利进口的具有国际先进水平的 80 万吨超高功率电炉-LF 精炼炉-连铸-热送/热装-连轧短流程优特钢中小型棒型材生产线和国内先进的 100 万吨转炉-LF 钢包精炼炉-RH 真空脱气炉—连铸-配套中小型棒型材连轧生产线各一条，还拥有一条从意大利引进的可生产直径 380-600mm 的大圆坯生产线，及与之配套的直径 70-250mm 特钢大棒材生产线。

公司首创的电炉铁水热装工艺与低纯度氧，二次燃烧技术在电炉上的应用荣获江苏省科技进步一等奖，国家科技进步二等奖；公司转炉生产特殊钢技术创新与集成获 2008 年全国冶金科学技术二等奖。公司在江苏省冶金行业首家成立了博士后技术创新中心，并与钢铁研究总院合作建立淮钢博士后流动工作站。同时公司也是东北大学和苏州大学的教学科研基地。

图表 5.2008-2010 公司炼铁高炉产量

生产线 (万吨)	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年
安阳永兴高炉	-	95	63
淮澳公司高炉	149	275	251
合计	149	371	314

资料来源：公司资料，中银国际研究部

图表 6. 2008-2010 公司炼钢设备产量

生产线 (万吨)	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年
安阳永兴转炉	-	92	61
利淮公司电炉厂	41	74	67
淮特公司转炉	117	214	203
合计	159	380	331

资料来源：公司资料，中银国际研究部

图表 7. 2008-2010 公司轧钢设备产量

生产线 (万吨)	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年
淮澳公司一轧厂	42	77	54
淮澳公司二轧厂	39	67	69
淮澳公司三轧厂	40	75	71
淮澳公司四轧厂	24	42	36
合计	145	262	230

资料来源：公司资料，中银国际研究部

公司盈利能力位居行业前列

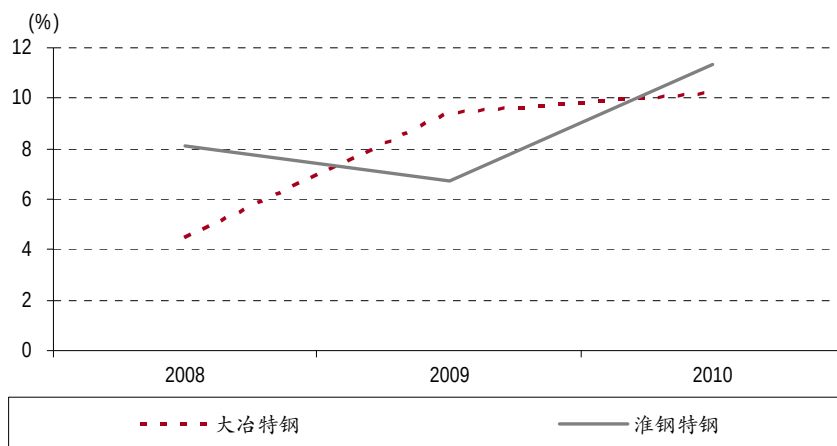
公司 2010 年综合毛利率在 11.3% 左右，位居行业前列。而同样作为特钢行业国内翘楚的大冶特钢，其 2010 年综合毛利率为 10.2%。我们认为淮钢特钢较好的盈利能力与其先进的成本管理是密不可分的。在成本管理过程中，淮钢特钢力求核算单位最小化，指标行业先进化，狠抓落实“严格细致务实”的成本管理原则，从而实现了效益最大化。从吨钢毛利上来看，淮钢特钢稍逊于大冶特钢，这主要是由于与大冶特钢相比其吨钢均价较低。

图表 8.主要特钢公司 2010 年业绩比较

	钢产量(万吨)	营业收入(人民币, 万元)	营业成本(人民币, 万元)	吨钢均价(人民币, 元)	吨钢毛利(人民币, 元)	毛利率(%)
大冶特钢	128	789,302	708,503	6,185	633	10.2
淮钢特钢	298	1,253,744	1,111,559	4,207	477	11.3
西宁特钢	137	705,194	567,621	5,136	1,002	19.5

资料来源：中银国际研究部

图表 9.主要特钢公司毛利率比较



资料来源：中银国际研究部

产品结构升级正在积极推进中

在日益激烈的行业竞争中，为了努力保持自己在行业内的领先地位，公司积极进行新产品和新工艺的研发并努力推进产品结构的升级，近期公司产品结构升级的计划主要包括：

1. 参股江苏天淮钢管有限公司。天淮钢管成立于 2009 年 8 月，公司注册资本为 10 亿元，主要从事无缝钢管产品的研发、生产制造、加工、销售以及自营和代理各类商品及技术的进出口业务。目前，天淮钢管尚处于项目建设期。截至 2010 年底，天淮钢管公司总资产 7.8 亿。
2. 在现有铁路用钢和汽车用钢的质量和技术工艺上下功夫，努力提高产品质量和吨钢的盈利水平。
3. 建设特钢研究所为公司技术升级，工艺更新提供强有力的科研保障。

图表 10.11 年 1 季度业绩摘要

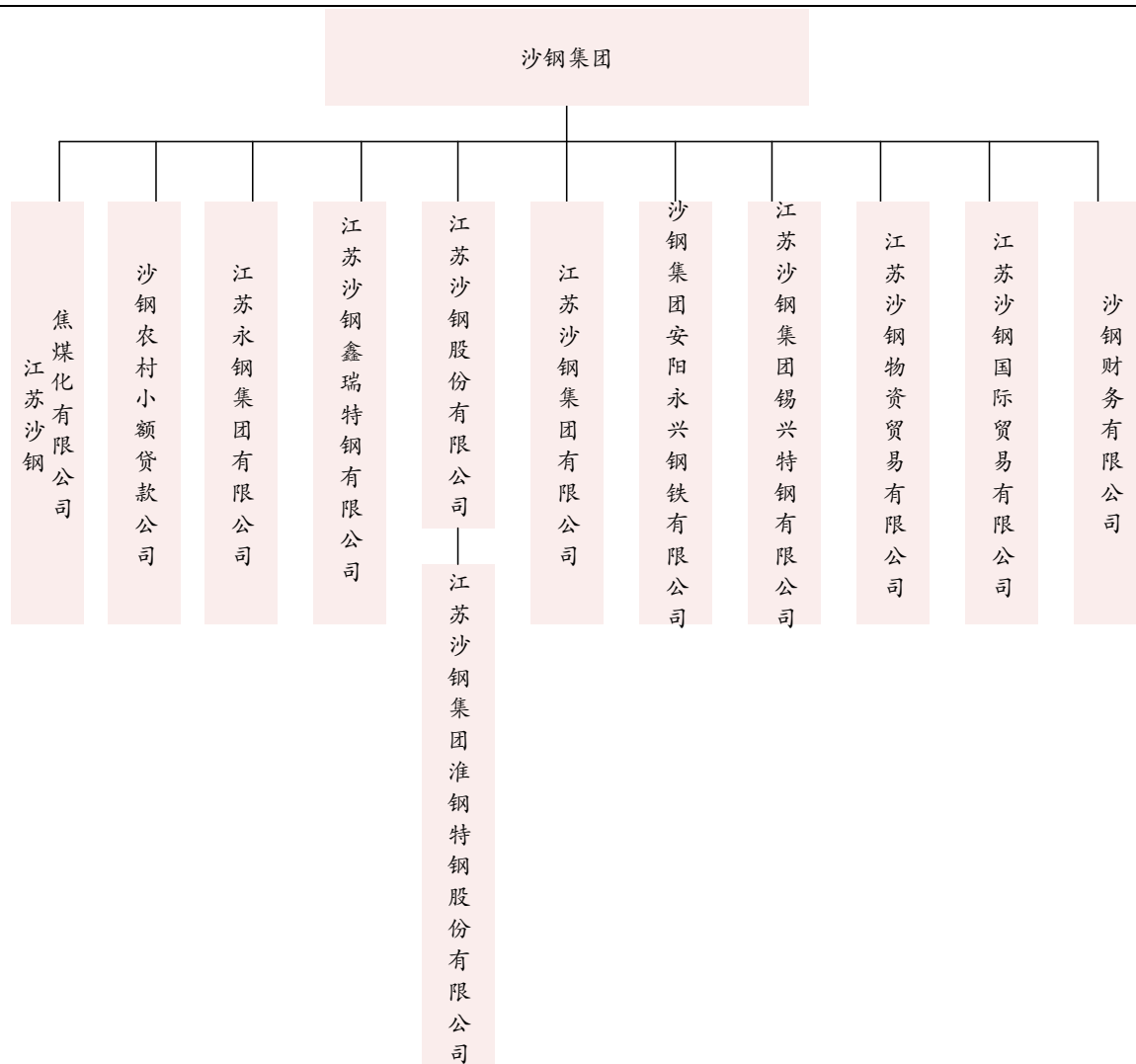
(人民币, 百万)	10 年 1 季度	11 年 1 季度	同比变化(%)
销售收入	2,820	3,863	37
销售成本	(2,403)	(3,460)	44
营业税	(5)	(12)	126
毛利润	411	392	(5)
其他营业收入	0	0	n/a
销售费用	(41)	(38)	(6)
管理费用	(65)	(61)	(6)
资产减值损失	0	4	n/a
经营利润	306	297	(3)
财务费用	(57)	(97)	71
投资收入	0	(1)	n/a
其它非经营性收入	5	24	398
税前利润	254	222	(12)
税金	(31)	(36)	16
少数股东权益	106	86	n/a
净利润	116	100	(14)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.100	0.060	(40)
盈利能力 (%)			
毛利率	14.6	10.1	
经营利润率	10.8	7.7	
净利率	4.1	2.6	

资料来源：公司数据

母公司为中国最大的民营钢企

母公司沙钢集团是全国最大的民营钢铁企业。2010 年沙钢集团位列中国企业 500 强中名列第 40 位，中国制造业 500 强中名列第 12 位，全国民企中名列第 1 位，连续 2 年进入世界 500 强，2010 年世界 500 强名列第 415 位，排名较上年递进 29 位。根据沙钢集团官方网站介绍目前沙钢集团拥有总资产 1,500 多亿元，年生产能力炼铁 2,900 万吨、炼钢 3,500 万吨、轧材 3,300 万吨（目前沙钢集团拥有永钢集团 25% 股权，永钢粗钢年产能 800 万吨）。集团总部位于江苏省张家港市。主导产品宽厚板、热轧卷板、不锈钢热轧和冷轧板、高速线材、大盘卷线材、带肋钢筋、特钢大棒材已形成 60 多个系列和 700 多个品种近 2,000 个规格。2010 年全年集团共炼铁 2,506 万吨，炼钢 3,012 万吨，轧材 2,860 万吨，销售收入 1,786 亿元。

图表 11. 沙钢集团组织结构图



资料来源：公司数据

图表 12. 2010 年中国钢铁企业粗钢产量排名

名次	企业名称	产量 (万吨)
1	河北钢铁集团	5,290
2	宝钢集团	4,450
3	鞍本钢铁集团	4,030
4	武汉钢铁集团	3,650
5	江苏沙钢集团	3,010
6	首钢集团	2,580
7	山东钢铁集团	2,320
8	河北新武安钢铁集团	1,860
9	渤海钢铁集团	1,740

资料来源：中银国际研究部

初步结论

公司 2010 年实现归属母公司净利润 3.58 亿，每股收益 0.30 元。公司核心资产淮钢特钢年产能达 300 万吨，2010 年全年 11.34% 的综合毛利率水平反映了公司较强的盈利能力。母公司沙钢集团粗钢年产能突破 3,000 万吨，且作为中国最大的民营钢铁企业，集团强大的管理、资源和技术优势也为公司发展提供良好的保障。我们认为在特钢行业拥有广阔前景的“十二五”期间，公司作为华东地区特大优特钢生产基地也将迎来美好的发展前景。

风险

我国在中高端的特钢钢材上供给缺口较大，而公司目前的产品结构以中低档的特钢产品为主，如果公司产品结构升级缓慢，产品均价提升空间将受到限制，在毛利率较为稳定的基础上，吨钢毛利的上涨空间也会遇到瓶颈，由此公司业绩的提升也将受到一定程度的限制。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371