



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月19日

钢铁

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

丁玥

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080001

dingyue@cicc.com.cn

中性

马钢股份 (600808.SH)

上半年业绩符合预期

主要财务信息

(单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	71,260	51,860	64,981	75,709	84,406
(+/-%)	41	-27	25	17	11
营业利润	2,291	227	1,364	644	1,450
(+/-%)	-15	-90	500	-53	125
净利润	710	392	1,102	658	1,144
(+/-%)	-71	-45	181	-40	74
每股盈利 (元)	0.09	0.05	0.14	0.09	0.15
(+/-%)	-75	-45	181	-40	74
净资产收益率	2.7%	1.5%	4.0%	2.4%	4.0%
投入资本回报率	6.2%	4.0%	4.5%	4.7%	5.4%
A股市盈率	33.0	59.6	21.2	35.6	20.5
A股市净率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

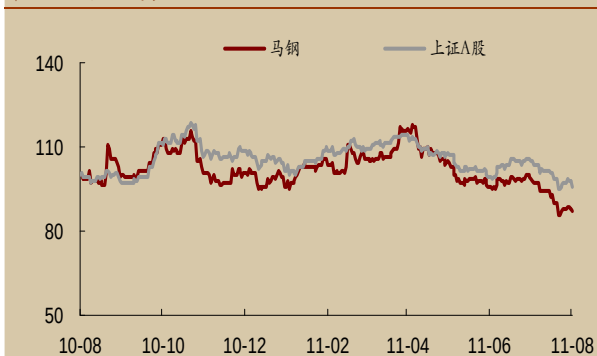
股票信息

	A股	H股
股票代码	600808.CH	323.HK
当前股价(元)	人民币3.04	港币2.93
目标价格		港币3.5
日成交量(百万股)	11.12	20.38
52周最高价/最低价	人民币4.32/2.87	港币5.14/2.7
总市值(百万元)	22,302	27,218
发行股数(百万股)	7,701	7,701
其中:流通股(百万股)	5,968	1,733
主要股东(持股比例)	马钢(集团)控股有限公司(50.47%)	

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[600808.SH]	+0.99	-12.29	-15.59	-9.97
[上证A股]	+0.40	-9.25	-10.48	-8.83

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2011年上半年业绩符合预期:

马钢股份公布了 2011 年上半年业绩, 公司实现营业收入 431.5 亿元, 同比增长 36%; 净利润为 3.1 亿元, 每股收益为 0.04 元, 同比下滑 70%, 符合市场预期。

评论:

- 产量小幅增长, 盈利大幅下滑。**公司上半年生铁、粗钢和钢材的产量分别为 769、808 和 764 万吨, 同比小幅增长。但由于成本涨幅远大于收入涨幅, 毛利率大幅下滑 4.3 个百分点至 3.8%; 净利润率下滑 2.6 个百分点至 0.7%。
- 板材大幅亏损, 长材盈利尚可。**由于今年上半年汽车、家电等板材下游企业需求转弱, 导致公司板材产品盈利明显下滑。上半年板材销售均价 4833 元/吨, 吨毛利仅 20 元/吨。公司的吨钢三费约 140 元/吨, 这意味着上半年板材亏损约 4.4 亿元。公司上半年生产型钢 130 万吨, 均价 4967 元/吨, 吨毛利 217 元; 生产线棒材 255 万吨, 均价 4067 元/吨, 吨毛利 293 元。建筑钢材的盈利情况与去年同期持平。
- 火车轮预期落空。**上半年公司生产火车轮和环件 10 万吨, 产能利用率仅 55%。铁道部订单难见起色。未来高铁投资的预期在撞车事件之后大幅缩水, 公司后续的动车轮和高铁车轮订单的美好预期也随之落空。

估值与建议:

下调 2011 和 2012 年的盈利预测至 0.09 和 0.15/股。A 股股价对应 2011/2012 年 PE 分别为 35.6x 和 20.5x; PB 分别为 0.82x 和 0.78x。H 股股价对应 2011/2012 年 PE 分别为 28.4x 和 16.2x; PB 分别为 0.68x 和 0.66x。

尽管公司基本面乏善可陈, 但股价对行业的悲观预期已经反应较为充分, 下跌风险有限。马钢-A 的估值已跌至 08 年 10 月和 2010 年 7 月的底部估值 (0.8xPB)。马钢-H 已跌破 2010 年 7 月的阶段底部估值 (0.8xPB), 但距离 08 年 10 月的绝对底部估值 (0.5xPB) 尚有距离。维持“中性”评级, 将 H 股目标价下调至 3.5 港币, 对应 0.8xPB。

风险:

紧缩政策超预期, 引发资产价格大幅下跌。

图表 1: 2011 年上半年财务分析

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H11	1H10	YoY
营业收入	14,281	17,395	16,997	16,308	20,507	22,644	30.2%	10.4%	43,151	31,676	36.2%
营业成本	12,990	16,119	16,431	15,634	19,763	21,764	35.0%	10.1%	41,527	29,109	42.7%
主营业务税金及附加	87	87	73	19	73	58	-32.5%	-19.9%	131	174	-24.5%
主营业务利润	1,204	1,190	494	654	671	822	-30.9%	22.5%	1,493	2,394	-37.6%
营业费用	57	58	60	63	58	68	17.5%	17.2%	126	115	9.3%
管理费用	264	272	302	370	303	308	13.4%	1.5%	611	536	14.2%
财务费用	181	247	141	164	196	209	-15.4%	6.8%	405	428	-5.3%
投资收益	47	41	34	98	42	47	13.8%	12.1%	89	88	1.1%
营业利润	749	640	24	153	155	284	-55.7%	82.5%	439	1,389	-68.4%
经常性业务营业利润	702	599	-9	54	114	237	-60.5%	108.4%	351	1,301	-73.1%
营业外收入	31	51	40	37	33	20	-59.7%	-39.1%	54	81	-33.7%
营业外支出	0	0	0	13	6	-2	-539.4%	-124.8%	5	0	1000.5%
利润总额	779	690	64	177	183	306	-55.7%	67.1%	488	1,470	-66.8%
所得税	237	154	36	93	54	64	-58.3%	18.6%	118	390	-69.7%
少数股东损益	22	16	25	27	23	37	134.5%	62.1%	60	38	59.3%
净利润	521	521	3	57	106	204	-60.8%	93.0%	310	1,042	-70.2%
全面摊薄每股收益	0.07	0.07	0.00	0.01	0.01	0.03	-60.8%	93.0%	0.040	0.135	-70.2%
毛利率	9.0%	7.3%	3.3%	4.1%	3.6%	3.9%	-3.4ppt	0.3ppt	3.8%	8.1%	-4.3ppt
营业费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0ppt	0ppt	0.3%	0.4%	-0.1ppt
管理费用率	1.8%	1.6%	1.8%	2.3%	1.5%	1.4%	-0.2ppt	-0.1ppt	1.4%	1.7%	-0.3ppt
营业利润率	5.2%	3.7%	0.1%	0.9%	0.8%	1.3%	-2.4ppt	0.5ppt	1.0%	4.4%	-3.4ppt
净利率	3.6%	3.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.9%	-2.1ppt	0.4ppt	0.7%	3.3%	-2.6ppt
有效税率	30.4%	22.2%	56.8%	52.3%	29.5%	21.0%	-1.3ppt	-8.6ppt	24.2%	26.5%	-2.4ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 收入与成本分析

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	本期毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减(%)	营业成本比上年 同期增减(%)	营业利润率比上年同期 增减(%)
板材	17,836	17,760	0.43	15.48	28.55	减少10.12 个百分点
型材	6,457	6,175	4.37	40.89	42.05	减少0.78 个百分点
棒线材	10,372	9,623	7.22	26.83	26.85	减少0.02 个百分点
火车轮及环件	760	717	5.66	40.74	46.63	减少3.79个百分点

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整

单位: 百万元	2011E			2012E		
	调整前	调整后	+/- %	调整前	调整后	+/- %
营业收入	75,709	75,709	-	85,356	84,406	-1%
净利润	1,893	658	-65%	2,938	1,144	-61%
每股收益 (元)	0.25	0.09	-65%	0.38	0.15	-61%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 历史与预测的财务指标

(单位: 人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表						
主营业务收入	50,645	71,260	51,860	64,981	75,709	84,406
主营业务成本	(44,907)	(65,154)	(49,107)	(61,173)	(71,458)	(79,265)
主营业务利润	5,110	5,327	2,534	3,542	3,941	4,796
营业利润	2,702	2,291	227	1,364	644	1,450
利润总额	2,797	806	563	1,711	954	1,760
净利润	2,475	710	392	1,102	658	1,144
现金流量表						
经营活动现金流	3,625	8,388	6,669	400	6,130	6,116
投资活动现金流	(6,919)	(3,809)	(1,636)	(2,091)	(1,400)	(1,400)
融资活动现金流	5,433	(5,113)	(2,620)	(856)	(684)	(77)
现金及现金等价物净增加额	2,131	(88)	66	(118)	4,046	4,639
资产负债表						
流动资产	23,058	19,241	24,051	30,515	30,696	37,609
长期投资	786	909	999	1,035	1,035	1,035
固定资产	45,337	43,524	40,299	36,198	32,848	29,730
无形资产及其它资产	1,644	1,852	2,635	2,357	2,357	2,357
流动负债	25,450	18,380	21,450	29,166	26,118	29,051
长期负债	16,578	15,666	13,604	11,369	11,369	11,369
股东权益	23,009	26,007	26,465	27,294	27,689	28,375
财务指标						
主营业务利润率	10%	7%	5%	5%	5%	6%
净利润率	5%	1%	1%	2%	1%	1%
息税折旧摊销前利润率	15%	10%	12%	11%	9%	8%
净资产收益率	11%	3%	1%	4%	2%	4%
净债务/股东权益	62%	43%	26%	51%	43%	29%
资产负债率	59%	51%	52%	58%	56%	57%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8
应收帐款周转期(天)	32	25	32	48	44	35
存货周转期(天)	66	55	70	64	65	62
利息保障倍数	7	4	7	10	6	9

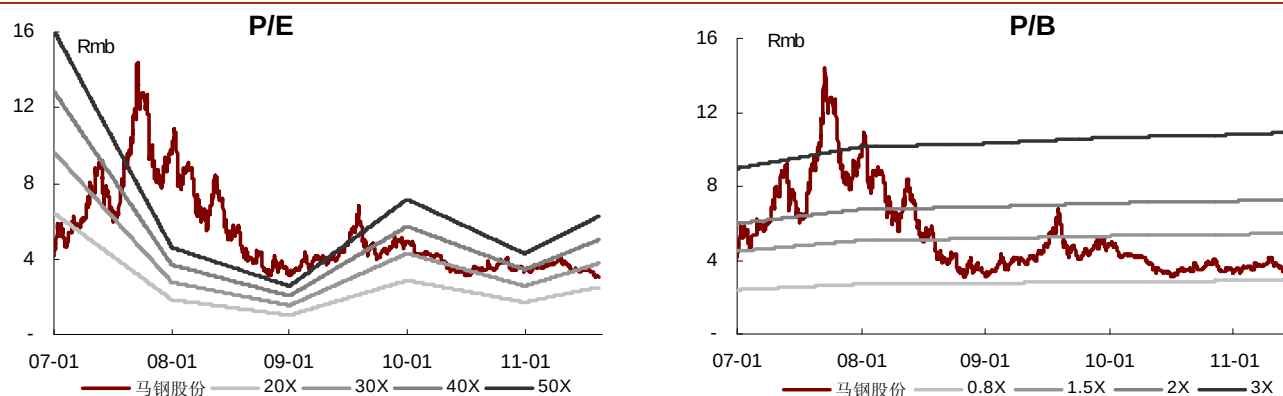
资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率		市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			11-8-18	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600019.SH	宝钢股份	CNY	5.2	6.8	6.3	5.7	0.9	0.8	0.7	4.5	4.8	4.8
600005.SH	武钢股份	CNY	3.5	16.2	9.3	7.7	1.0	0.9	0.8	7.6	5.6	5.1
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	5.6	19.8	12.5	9.0	0.7	0.7	0.7	7.1	6.1	5.3
600808.SH	马钢股份	CNY	3.0	21.2	35.6	20.5	0.9	0.8	0.8	5.4	5.6	5.5
000825.SZ	太钢不锈	CNY	4.6	22.1	15.3	14.3	1.2	1.2	1.1	8.5	7.5	6.8
600231.SH	凌钢股份	CNY	8.5	11.4	10.4	8.5	1.8	1.6	1.3	7.5	6.5	5.6
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	5.7	24.9	13.6	11.0	2.2	2.0	1.7	11.0	7.6	6.5
600581.SH	八一钢铁	CNY	12.9	18.8	11.5	10.0	2.9	2.4	1.9	10.2	7.8	7.2
600117.SH	西宁特钢	CNY	10.4	33.0	18.0	15.9	3.0	2.7	2.4	9.9	9.6	9.5
000778.SZ	新兴铸管	CNY	9.1	12.9	10.5	9.4	1.7	1.5	1.3	10.1	6.9	5.9
中金覆盖A股平均值				18.7	14.3	11.2	1.6	1.4	1.3	8.2	6.8	6.2
中金覆盖A股中位数				19.3	12.0	9.7	1.4	1.3	1.2	8.1	6.7	5.8
600022.SH	济南钢铁	CNY	4.9	n.a	42.7	31.2	2.1	1.9	2.1	12.3	n.a	n.a
600102.SH	莱钢股份	CNY	12.9	96.2	21.3	19.1	2.0	n.a	n.a	8.0	n.a	n.a
600282.SH	南钢股份	CNY	4.1	17.2	13.8	10.3	1.6	1.4	1.2	9.2	8.3	7.0
002110.SZ	三钢闽光	CNY	8.5	41.1	18.1	11.8	1.7	1.5	1.4	8.9	n.a	n.a
000629.SZ	攀钢钒钛	CNY	10.6	55.8	26.8	13.5	3.8	3.5	3.0	18.3	15.2	11.2
000708.SZ	大冶特钢	CNY	13.6	10.9	9.6	8.7	2.4	2.0	1.7	8.2	6.8	6.3
000717.SZ	韶钢松山	CNY	3.9	308.0	19.3	12.8	1.1	1.1	1.0	9.8	n.a	n.a
000761.SZ	本钢板材	CNY	5.6	18.8	14.2	10.8	1.2	1.1	1.0	8.4	n.a	n.a
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	3.4	n.a	24.7	13.1	0.8	0.7	0.7	24.9	n.a	n.a
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.4	37.5	15.0	11.1	1.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
600010.SH	包钢股份	CNY	6.7	222.0	41.1	32.6	3.4	3.0	2.8	14.8	n.a	n.a
600126.SH	杭钢股份	CNY	4.9	11.6	10.7	10.1	1.2	1.1	1.0	6.5	n.a	n.a
600782.SH	新钢股份	CNY	6.5	25.1	17.3	11.9	1.1	1.0	0.9	8.0	n.a	n.a
600894.SH	广钢股份	CNY	8.0	n.a	n.a	42.4	12.6	n.a	7.8	37.9	n.a	29.1
601003.SH	柳钢股份	CNY	4.5	18.4	13.7	10.6	2.2	1.9	1.7	10.1	n.a	n.a
601005.SH	重庆钢铁	CNY	3.7	633.8	22.6	18.1	1.1	1.1	1.0	16.2	n.a	n.a
A股市场平均值				73.2	18.2	14.6	2.2	1.6	1.7	11.3	7.6	8.3
A股市场中位数				21.2	15.0	11.4	1.7	1.4	1.3	9.2	6.9	6.4
347 HK	鞍钢股份	HKD	6.48	19.8	12.0	8.6	0.7	0.7	0.7	6.1	5.1	4.3
323 HK	马钢股份	HKD	2.93	17.6	28.4	16.2	0.7	0.7	0.7	6.4	6.8	6.5
中金覆盖H股平均值				18.7	20.2	12.4	0.7	0.7	0.7	6.2	5.9	5.4
中金覆盖H股中位数				18.7	20.2	12.4	0.7	0.7	0.7	6.2	5.9	5.4
1053 HK	重庆钢铁	HKD	1.48	220.4	118.9	14.7	0.5	0.6	0.6	13.9	11.8	8.7
656 HK	复星国际	HKD	5.68	10.0	14.4	14.8	1.4	1.4	1.4	6.3	5.7	5.8
581 HK	东方集团	HKD	3.19	10.3	7.3	6.8	1.3	1.2	1.1	4.9	6.1	3.9
697 HK	首长国际	HKD	0.59	9.8	6.6	4.5	0.5	0.5	0.4	17.5	9.8	7.8
H股市场平均值				48.0	31.3	10.9	0.9	0.8	0.8	9.2	7.5	6.2
H股市场中位数				14.0	13.2	11.6	0.7	0.7	0.7	6.3	6.4	6.2
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	14.8	12.0	7.4	5.4	0.4	0.4	0.3	3.1	1.4	1.0
NUE US	纽柯钢铁	USD	33.9	80.7	12.5	9.2	1.5	1.4	1.3	5.7	2.1	1.0
X US E	美国钢铁	USD	30.1	n.a	17.1	6.8	1.1	1.1	0.9	n.a	2.7	1.0
5401 JP	新日铁	JPY	233.0	n.a	14.9	12.5	0.8	0.8	0.8	0.8	1.5	1.0
5411 JP	JFE控股	JPY	1,802.0	20.9	12.6	12.7	0.7	0.7	0.6	0.7	1.3	1.0
005490 KS	浦项钢铁	KRW	398,500.0	n.a	7.1	6.3	0.9	0.8	0.8	1.4	1.0	1.0
TATA IN	塔塔钢铁	INR	462.6	n.a	7.1	6.9	1.8	1.5	1.1	0.8	1.8	1.0
其他市场平均值				37.9	11.3	8.5	1.0	0.9	0.8	2.1	1.7	1.0
其他市场中位数				20.9	12.5	6.9	0.9	0.8	0.8	1.1	1.5	1.0
所有市场平均值				66.4	19.5	13.0	1.6	1.2	1.3	9.3	5.7	5.7
所有市场中位数				19.8	14.4	11.4	1.2	1.1	1.0	7.8	5.9	5.4

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6: 历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED