

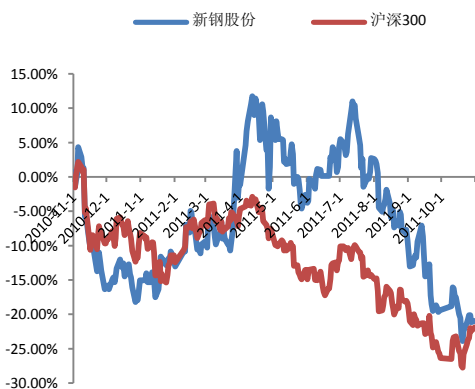
相关研究:

《湘财证券-公司调研简报-新钢股份: 铁矿石注入进程或加速推进》
2011-10-12

《湘财证券-公司季报点评-新钢股份: 业绩符合预期》2011-10-31

投资评级: 增持
市场数据

总股本(百万股)	1393.4
A 股股本(百万股)	1393.4
B/H 股股本(百万股)	
A 股流通比例(%)	100
12 个月最高/最低(元)	7.92/5.44
第一大股东	新钢集团
第一大股东持股比例	77.02%

近十二个月股价表现


新钢股份:

——铁矿石资源注入进程或提速

投资要点:

- **公司概况。**公司的主要经营产品是中厚板、线材、板材及热轧、冷轧等产品, 公司的粗钢产能约 900 万吨, 是江西省内最大的钢铁企业。
- **拟注入铁矿石资源。**公司目前拥有“炼铁—炼钢—轧钢—钢铁产品”等核心生产工序在内的长流程及其辅助系统, 在原料上对控股股东具有一定的依赖性。2011 年 6 月公司发布公告, 拟通过非公开增发收购 4 个采矿权及其扩建工程。公司自产铁精粉的开采成本与市场价之间有一定差距, 如果公司完成收购后, 铁精粉的产能提高 190 万吨, 每股收益至少增厚 0.30 元以上。
- **新产线提升公司盈利能力。**公司的钢材产品在省内居于主导地位, 随着江西省汽车、化工、电子等行业的发展, 对薄板的需求量也将快速增长。2007 年公司使用募投资金建设产能 300 万吨的 15800MM 薄板项目, 是江西省内唯一的薄板生产线。2010 年开始投产。但是随着设备磨合期的逐渐深入, 产能利用率的逐步提高, 我们预计新产线的毛利率将会逐步提升。
- **铁矿石注入进程或提速。**新钢可转债的发行规模是 27.6 亿元, 2013 年 8 月 20 日到期。公司正面临比较大的可转债回售压力。为了避免回售事件发生, 我们认为公司很有可能的做法是: 铁矿石注入的进程加速, 既可以提升公司的业绩, 刺激正股价格的上涨, 又可以顺势调整转股价。
- **估值和投资建议。**预计 11-13 年实现营收分别达到 386.7、405.6 和 424.6 亿元, 同比分别增长 9.88%、4.83% 和 4.67%; 实现归属母公司净利润分别达到 4.02、5.94 和 7.79 亿元, 同比分别增长 9.71%、47.94% 和 31.13%; 实现基本每股收益分别是 0.29、0.43 和 0.56 元, 对应的动态市盈率分别是 19X、13X 和 10X。维持“增持”评级。

重点关注事项

股价催化剂(正面): 铁矿石注入进程或提速

风险提示 (负面): 原料价格上涨的风险, 下游需求疲软带来的风险。铁矿石注入时间不确定。

财务预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	21,844	35,213	38,692	40,560	42,455
增长率 (%)	-20.31%	61.20%	9.88%	4.83%	4.67%
净利润 (百万元)	180	366	402	594	779
增长率 (%)	-74.16%	103.06%	9.71%	47.94%	31.13%
ROE (%)	0.78%	1.44%	1.39%	1.94%	2.16%
ROA (%)	2.28%	4.51%	4.48%	6.21%	7.53%
EPS (元)	0.13	0.26	0.29	0.43	0.56
P/E	42.7	21.0	19.2	12.9	9.9
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	29.6	17.7	10.9	5.9	0.7

分析师:

许雯
(8621) 68634510-8221

Xw3315@xcsc.com

执业证书编号:

S0500511050001

联系人:

况志华

(8621) 68634510-8710

正文目录

1	公司概况	1
2	公司欲注入铁矿石资源	2
2.1	拟收购项目概况	2
2.2	敏感性分析	4
3	1580MM 项目将提升公司业绩	5
3.1	项目概况	5
3.2	产线达产将提升公司盈利能力	5
4	铁矿石注入进程或加速推进	6
5	盈利预测及投资分析	7
5.1	估值假设	7
5.2	估值模型	8
5.3	盈利预测及投资分析	9
6	重点关注事项	9
6.1	股价催化剂（正面）	9
6.2	风险提示（负面）	9

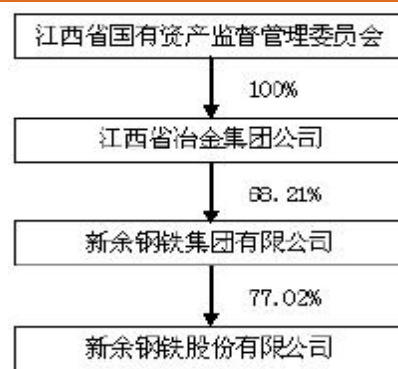
图表目录

图 1 公司与实际控制人之间的产权控制关系.....	1
图 2 公司产品收入构成及变化.....	1
图 3 公司产品毛利率及变化.....	2
图 4 我国自产矿的价格维持在高位.....	4
图 5 1580mm 薄板生产线钢种比例	5
图 6 不同钢企板材毛利率变化.....	6
图 7 公司资产负债率和现金流.....	7
表 1 公司拟收购项目	2
表 2 4 个矿区基本情况.....	4
表 3 注入铁矿石后的敏感性分析	5
表 4 主营业务收入估值模型.....	8
表 5 公司主营成本（百万元）	8
表 6 公司财务报表	12

1 公司概况

公司的主要经营产品是中厚板、线材、板材及热轧、冷轧等产品，公司的粗钢产能约 900 万吨，是江西省内最大的钢铁企业。公司的中厚板主要应用于建筑设备制造、造船等领域，线材主要用于建筑、金属制品等领域，热轧、冷轧板主要应用于汽车、家电等领域。

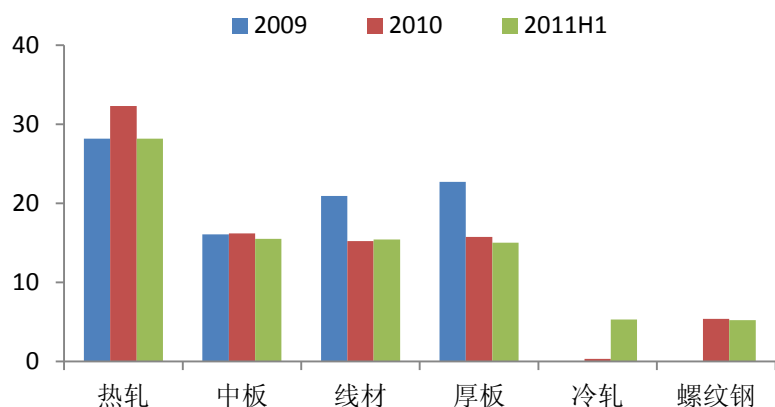
图 1 公司与实际控制人之间的产权控制关系



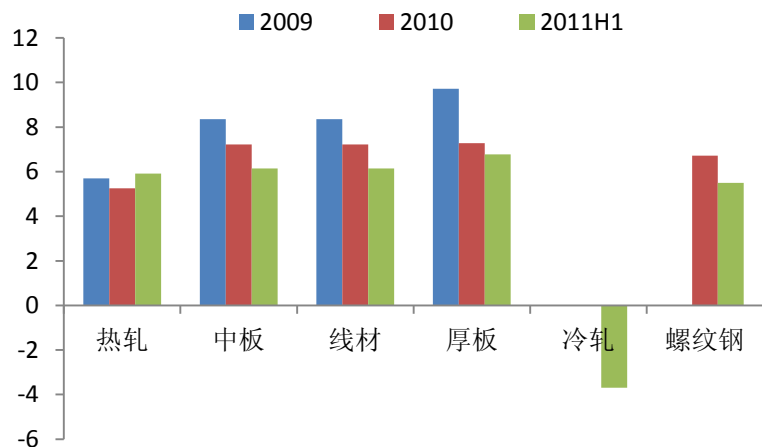
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司积极调整高炉的炉料结构，不断地优化炼钢炼钢坯料和品种质量，主要以订单来组织生产，调整板材锁价产品定价模式，加强产成品库存考核，增加了高附加值产品的生产和销售，在行业盈利能力普遍下滑的情况下，公司的主要产品的毛利率未出现明显下滑。

图 2 公司产品收入构成及变化



资料来源：wind，湘财证券研究所

图 3 公司产品毛利率及变化


资料来源：wind，湘财证券研究所

2 公司欲注入铁矿石资源

公司目前拥有“炼铁—炼钢—轧钢—钢铁产品”等核心生产工序在内的长流程及相应的辅助系统，在原料上对控股股东具有一定的依赖性。2011 年 6 月公司发布公告，拟通过非公开增发收购 4 个采矿权及其扩建工程。

表 1 公司拟收购项目

项目类型	序号	项目类型
采矿权	1	收购江西省新余市铁坑矿区采矿权
	2	收购江西省新余市良山矿区采矿权
	3	收购江西省新余市太平矿区采矿权
	4	收购江西省吉安峡江县流元矿区麻石下矿段采矿权
矿区建设	5	江西省新余市铁坑矿区扩界建设工程
	6	江西省新余市良山矿区扩界建设工程
	7	江西省新余市太平矿区扩界建设工程
	8	江西省吉安峡江县流元矿区麻石下矿段采矿权

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.1 拟收购项目概况

1) 铁坑矿区

该矿区位于新余市分宜县 75° 方向，直线距离 16 公里。铁坑矿区扩界后的矿区范围由 5 个拐点圈定，面积 1.33 平方公里，开采深度 241-300 米。该矿区的褐铁矿石资源储量 2409 万吨，平均品位 37.75%。另外硫铁矿石储量 1020 万吨，钼矿石资源储量 355.7 万吨(钼金属量 3859 吨)。预计矿区的采矿权的价值 4.44 亿元左右。

2) 良山矿区

该矿区位于新余市城区 180° 方向，直线距离 22 公里左右。矿区的范围由 4 个拐点圈定，面积 9.13 平方公里，开采深度 460-650 米。该矿区的铁矿石资源储量 4845 万吨，矿石平均品位 26.94%。预计良山矿区采矿权的价值为 5.63 亿元左右。

3) 太平矿区

太平矿区位于江西省新余市城区 180°方向，直线距离约 22 公里。太平矿区范围由 25 个拐点圈定，面积 2.95 平方公里，开采深度为 240 -310 米。太平矿区的铁矿石资源储量为 4,870.63 万吨，矿石平均品位 (TFe) 27.53%。预计太平矿区采矿权的价值为 3.98 亿元左右。

4) 流元矿区麻石下矿段

该矿区属于赣中铁矿田的一部分，位于吉安县砚溪镇，距新余市 16 公里。矿区范围由 13 个拐点圈定，面积 1.41 平方公里。流元矿区麻石下矿段的铁矿石资源储量为 575.15 万吨，矿石平均品位 (TFe) 26.28%，预计流元矿区麻石下矿段采矿权的价值为 0.76 亿元左右。

表 2 4 个矿区基本情况

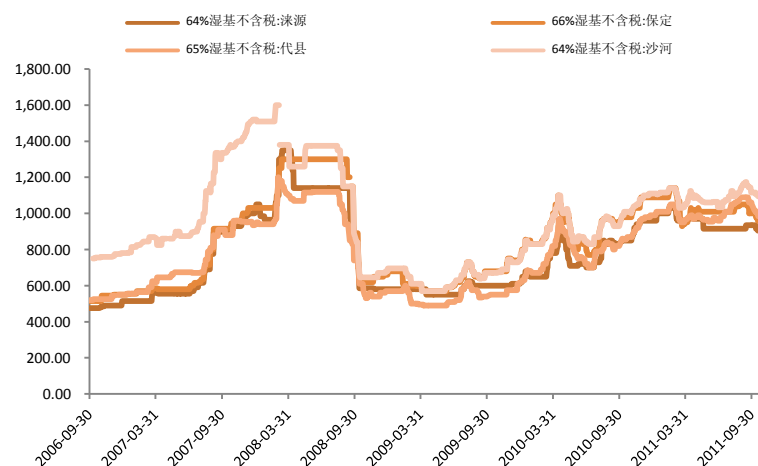
	铁矿石资源储量, 万吨	平均品位, %	采矿权价值, 亿元	备 注
铁坑矿区	褐铁矿 2409, 硫铁矿 1020	38	4.44	钼金属储量 3859 吨
良山矿区	4845	27	5.63	
太平矿区	4871	28	3.98	
流元矿区麻石下矿段	575.2	26	0.76	

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

2.2 敏感性分析

在我们以前的报告中, 多次分析过, 由于 3 大矿山的垄断格局短期内很难出现大的变化, 在我国粗钢产量维持在高位情况下, 铁矿石价格出现大幅下挫的可能性比较小。目前我国自产矿的价格维持在高位, 基本在 950-1150 元/吨之间。

图 4 我国自产矿的价格维持在高位



资料来源: wind, 湘财证券研究所

根据调研我们了解到, 公司的自产铁矿石的开采成本与市场价之间差距较大, 公司完成收购后, 铁精粉的产能提高 190 万吨。假设增发后总股本 17.93 亿股, 假设 11 年能够完成收购, 以 11 年 10 月

18 日的收盘价计算。下面是我们所做的敏感性分析。

表 3 注入铁矿石后的敏感性分析

序号	差价, 元/吨	利润增加, 亿元	总股本, 亿股	增厚 EPS, 元	收购后 EPS, 元	对应的 PE
1	300	5.70	17.93	0.32	0.61	9.21
2	350	6.65		0.37	0.66	8.47
3	400	7.60		0.42	0.71	7.84
4	450	8.55		0.48	0.77	7.30
5	500	9.50		0.53	0.82	6.83

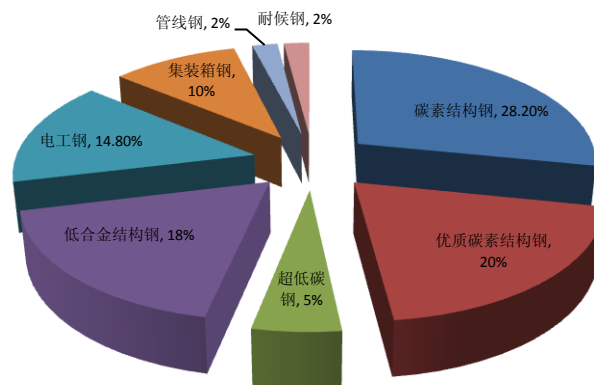
资料来源：湘财证券研究所

3 1580MM 项目将提升公司业绩

3.1 项目概况

公司的钢材产品在省内居于主导地位, 随着江西省汽车、化工、电子等行业的发展, 对薄板的需求量也将快速增长。2007 年公司使用募投资金建设产能 300 万吨的 15800MM 薄板项目, 是江西省内唯一的薄板生产线。2010 年开始投产。

图 5 1580mm 薄板生产线钢种比例



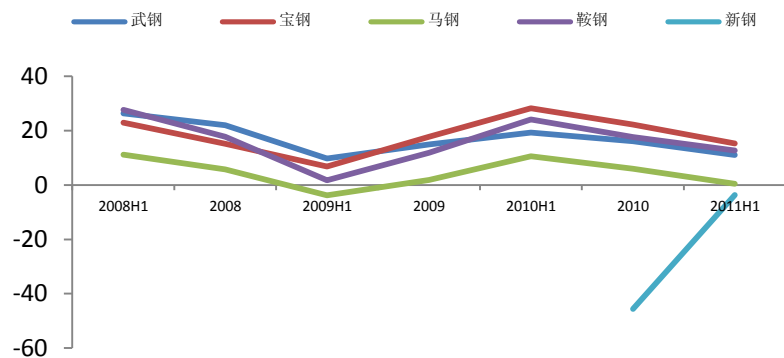
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

3.2 产线达产将提升公司盈利能力

公司的薄板产品定位于江西省和华东地区的市场需求, 并以此为基

础辐射华南、中南、西南和华北地区。虽然目前公司的热轧、冷轧产品的毛利率处于较低的水平，仅与公司的传统产品的毛利率相当，这主要与产能利用率不高、下游市场需求疲软有关，纵观国内钢企的薄板盈利情况，近一年来的毛利率大抵如此。但是随着设备磨合期的逐渐深入，产能利用率的逐步提高，我们预计新产线的毛利率将会逐步提升。

图 6 不同钢企板材毛利率变化



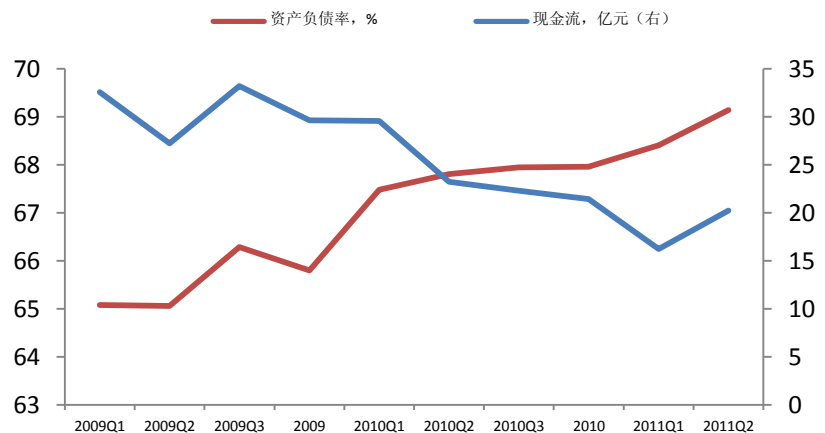
资料来源：wind，湘财证券研究所

4 铁矿石注入进程或加速推进

新钢可转债的发行规模是 27.6 亿元，2013 年 8 月 20 日到期。公司正面临比较大的可转债回售压力：一是按照可转债的相关规定，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70% 时（即 5.67 元），可转债持有人有权按面值的 104% 回售给公司；二是新钢可转债的当前价格低于回售价。当前公司的资产负债率在 70% 左右，公司的现金流只有 20 亿元。公司的回售压力可想而知。为了避免回售事件发生，我们认为公司很有可能的做法是：铁矿石注入的进程加速，既可以提升公司的业绩，刺激正股价格的上涨，

又可以乘势调整转股价。

图 7 公司资产负债率和现金流



资料来源: wind, 湘财证券研究所

5 盈利预测及投资分析

5.1 估值假设

假设 1:

尽管我们推测公司可能加速推进收购铁坑等 4 个矿山的采矿权,但是仍属于不确定的事件。遵循谨慎的原则,因此我们在预测盈利时暂时未考虑这个事件对公司的影响。

假设 2:

公司的募投项目 1580mm 目前的产能偏低,毛利率也不高。我们认为,随着设备的磨合期逐渐成熟,新产线产品的毛利率逐渐上升到国内板材的平均水平,冷轧板的产能利用率也将逐步提高。2011 年—2013 年的产能分别是 45 万吨、55 万吨和 65 万吨;

假设 3:

与 2010 年相比,2011 年中厚板、线材、螺纹、金属制品、热轧卷和冷轧卷的价格分别上涨 10.4%、12.1%、15%、10%、9.4%和

9.87%。2012-2013 年钢材价格根据不同品种需求情况进行假设。

5.2 估值模型

1) 主营业务

表 4 主营业务收入估值模型

主营业务收入 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
热轧	3805.953	11378.367	10570.17	10460.33	10334.38
产量 (万吨)	116.39	300.30	255.00	245.00	235.00
单价 (百元/吨)	32.7	37.89	41.45	42.70	43.98
冷轧	0	628.9026	2570.77	3162.5	3770
产量 (万吨)	0	10.86	45.00	55.00	65.00
单价 (百元/吨)		57.91	57.13	57.50	58.00
厚板	4947.4	5546.4226	6030.054	6282.092	6492.319
产量 (万吨)	136.48	128.33	128.00	127.00	125.00
单价 (百元/吨)	36.25	43.22	47.11	49.47	51.94
线材	4572.533	5367.6506	6055.082	6418.386	6803.49
产量 (万吨)	156.54	149.06	150.00	150.00	150.00
单价 (百元/吨)	29.21	36.01	40.37	42.79	45.36
棒材	1815.321	1897.526	2109.146	2320.061	2552.067
产量 (万吨)	60.41	53.80	52.00	52.00	52.00
单价 (百元/吨)	30.05	35.27	40.56	44.62	49.08
中板	3511.979	5705.1618	6169.531	6539.703	6932.085
产量 (万吨)	108.73	143.13	142.00	142.00	142.00
单价 (百元/吨)	32.3	39.86	43.45	46.05	48.82
金属制品	1261.509	1297.484	1461.152	1470.937	1480.297
产量 (万吨)	24.61	27.35	28.00	27.50	27.00
单价 (百元/吨)	51.26	47.44	52.18	53.49	54.83

数据来源：湘财证券研究所

2) 主营成本

表 5 公司主营成本 (百万元)

主营业务成本	200900%	2010	2011E	2012E	2013E
热轧	3805.95	10781.00	9944.42	9843.17	9729.81

冷轧	-	915.50	2609.30	3178.30	3751.20
厚板	4466.51	5142.64	5609.16	5859.31	6058.63
线材	4190.73	4980.11	5670.58	6016.60	6385.07
棒材	1613.28	1797.53	1989.98	2191.30	2411.19
中板	2186.62	4059.67	5690.16	6042.69	6420.50
金属制品	1261.51	1297.48	1365.01	1376.94	1387.19

数据来源：湘财证券研究所

5.3 盈利预测及投资分析

我们微调了之前的盈利预测：预计 11-13 年实现营收分别达到 386.7、405.6 和 424.6 亿元，同比分别增长 9.88%、4.83% 和 4.67%；实现归属母公司净利润分别达到 4.02、5.94 和 7.79 亿元，同比分别增长 9.71%、47.94% 和 31.13%；实现基本每股收益分别是 0.29、0.43 和 0.56 元，对应的动态市盈率分别是 19X、13X 和 10X。

公司的历史 PE 和 PB 分别是 60X 和 5.58，当前的估值水平处于较低。考虑到公司铁矿石资源注入的预期提速，维持“增持”评级。

6 重点关注事项

6.1 股价催化剂（正面）

铁矿石注入进程可能提速。

6.2 风险提示（负面）

原料价格上涨的风险，下游需求疲软带来的风险。铁矿石注入进程不确定。

公司财务报表

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	-20.31%	61.20%	9.88%	4.83%	4.67%
净利润增长率	-74.16%	103.06%	9.71%	47.94%	31.13%
EBITDA 增长率	-67.23%	103.09%	4.66%	1.80%	2.80%
EBIT 增长率	-67.23%	103.09%	-7.28%	0.51%	2.10%
EPS 增长率	-74.16%	103.06%	9.71%	47.94%	31.13%
估值指标					
PE	42.7	21.0	19.2	12.9	9.9
PB	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	29.6	17.7	10.9	5.9	0.7
EV/EBIT	29.6	17.7	12.4	6.8	0.8
EV/NAPLAT	29.8	17.9	13.7	7.5	0.9
EV/Sales	0.6	0.4	0.3	0.1	0.0
EV/IC	1.0	1.0	0.9	0.8	0.2
盈利能力 (%)					
毛利率	6.25%	5.91%	5.37%	5.27%	5.21%
EBITDA 率	2.01%	2.54%	2.42%	2.35%	2.31%
EBIT 率	2.01%	2.54%	2.14%	2.05%	2.00%
税前净利润率	0.87%	1.22%	1.15%	1.62%	2.03%
税后净利润率	0.83%	1.04%	1.04%	1.46%	1.84%
ROA	0.78%	1.44%	1.39%	1.94%	2.16%
ROE	2.28%	4.51%	4.48%	6.21%	7.53%
ROIC	3.25%	5.37%	6.62%	10.33%	24.49%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.36	0.66	0.28	(0.22)	(0.67)
资产负债率	65.80%	67.96%	67.39%	65.47%	67.29%
流动比率	0.73	0.91	0.89	1.03	1.15
速动比率	0.40	0.43	0.45	0.56	0.74
每股指标					
EPS	0.13	0.26	0.29	0.43	0.56
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流		(0.47)	3.30	2.41	2.50
每股净资产	5.94	6.15	6.44	6.87	7.43
每股销售收入	15.68	25.27	27.77	29.11	30.47
每股 EBITDA	0.32	0.64	0.67	0.68	0.70

利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	21,844	35,213	38,692	40,560	42,455
营业成本	20,479	33,132	36,614	38,423	40,243
EBITDA	440	894	935	952	979
折旧和摊销	107	119	128	135	138
销售费用	239	342	375	393	412

管理费用	590	754	774	811	849
财务费用	250	465	383	174	(14)
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	5	0	0	0
营业利润	170	373	429	637	837
利润总额	180	366	445	659	864
少数股东损益	9	20	0	0	0
归属母公司净利润	180	366	402	594	779
EPS	0.13	0.26	0.29	0.43	0.56

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	24,197	26,757	28,984	30,647	36,034
流动资产	9,012	11,820	14,125	15,861	21,333
货币资金	2,981	2,174	3,095	4,279	9,194
交易型金融资产	0	2	2	2	2
应收帐款	562	765	890	933	976
应收票据	316	1,163	1,161	1,217	1,274
其他应收款	110	486	556	593	631
存货	4,084	6,248	6,957	7,300	7,646
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	177	229	229	230	230
固定资产	12,798	12,506	12,783	12,947	13,064
无形资产	1,249	1,219	1,137	1,056	975
总负债	15,921	18,185	18,546	18,141	21,289
无息负债	7,354	7,673	12,709	15,731	18,879
有息负债	8,567	10,512	5,837	2,410	2,410
股东权益	8,276	8,572	8,974	9,568	10,347
股本	1,393	1,393	1,393	1,393	1,393
公积金	5,884	5,944	6,033	6,150	7,246
未分配利润	1,027	1,246	1,587	2,092	2,755
少数股东权益	36	49	49	49	49

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	759	(653)	4,602	3,364	3,490
净利润	180	366	402	594	779
折旧摊销	107	119	128	135	138
净营运资金增加	(864)	2,130	(505)	2,154	4,492
其他	1,336	(3,269)	4,577	480	(1,919)
投资活动产生现金流	(816)	(1,519)	1,353	1,408	1,398
净资本支出	1,245	124	63	63	68
长期投资变化	0	229	203	216	210

其他资产变化	(2,061)	(1,873)	1,087	1,128	1,120
融资活动现金流					
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	932	1,945	(4,675)	(3,427)	0
其它长期负债变化	5,904	319	5,036	3,022	3,148
净现金流	213	(819)	922	1,184	4,915

表 6

数据来源：湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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。

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。