

铁矿石：需求低迷 VS 寡头垄断

钢铁行业 1 月份月度报告

报告关键点：

- 需求低迷撼动了铁矿石供应商的强势地位，我们对后续需求的恢复仍缺乏信心
- 铁矿石的资产专用性、铁矿石厂商对出口业务的高度依赖以及寡头垄断的国际铁矿石市场使得谈判双方不敢轻易去破坏长期的合作关系
- 作为基本同质的商品，铁矿石国内外价差是铁矿石价格谈判的重要参考依据
- 我们猜测2009年铁矿石谈判价格下降20%-30左右是值得期待的
- 维持钢铁行业“领先大市-B”的投资评级

报告摘要：

- 2008年8月份以来，需求低迷带来的铁矿石价格的大幅下跌撼动了铁矿石供应商的强势地位。截至2009年1月16日，河北铁精粉（66%）和辽宁铁精粉（66%）价格分别为850元/吨、690元/吨，分别较2008年8月中旬下跌了47%和52%；下游需求的低迷是铁矿石价格爆跌的根源所在。2008年9、10、11月全球生铁产量分别同比下降了3.00%、13.46%、18.07%。
- 伴随着钢厂的减产，2008年8、9、10月份中国主要港口铁矿石库存大幅上升，库存量一度超过7400万吨。随着2008年12月钢价上升以及钢铁企业钢材库存清理获得成效，钢铁企业复产的冲动较强，港口铁矿石库存逐渐下降，截至2008年12月底，港口铁矿石库存已下降至5990万吨，但仍处于较高水平。随着钢铁企业逐渐复产，预计后续生铁产量将出现环比上升，但短期内下游需求低迷的局面是难以扭转的，铁矿石价格的反弹将比较有限。
- 2008年底以来陆续出台了拉动内需的政策，大多集中于铁路、公路等基础设施建设方面，政策的推出对钢材产品尤其是建筑钢材需求的恢复是有帮助的，但作用有限，我们对2009年上半年国内钢材需求的恢复依然没有信心。
- 铁矿石产品的资产专用性、铁矿石厂商对出口业务的高度依赖以及寡头垄断的国际铁矿石市场使得谈判双方不敢去破坏长期的合作关系，铁矿石价格谈判成为双方的一年一度的博弈，这种博弈在未来还将继续存在。
- 作为基本同质的商品，铁矿石国内外价差是铁矿石价格谈判的重要参考依据。考虑到2个月左右的办理各种手续和运输的时间，将河北铁矿石价格与提前2个月的进口矿石的到岸价比较。2008年10、11月均价分别较进口澳大利亚铁矿石到岸均价低13.96美元/吨、20.80美元/吨；分别较进口巴西铁矿石到岸均价低46.97美元/吨、49.15美元/吨（以上价格均不含税）。考虑到2008年12月以来国内铁矿石市场价格的上涨以及2008年10月份以来铁矿石海运费的持续下跌，价差空间在12月以及2009年1、2月份有望有所缩小。
- 汇率的变化也是需要关注的。2008年美元兑澳大利亚元年均升值了0.86%，美元兑巴西雷亚尔年均贬值了5.18%。而2008年12月31日美元兑澳大利亚元和美元兑巴西雷亚尔较2007年12月31日则分别升值了24.55%和30.03%。澳大利亚元和巴西雷亚尔兑美元的贬值也是促使铁矿石FOB价格下降的原因之一。
- 我们猜测2009年铁矿石价格谈判价格降幅在20%-30%的可能性是较大的，可能继续出现澳大利亚矿石和巴西矿石的价格出现不同涨跌幅度的现象。如果按66%的Hamersley粉矿计算，20%的降幅为19.24美元/吨，按照按美元兑人民币6.8的汇率计算，合人民币130.83元，按1吨生铁需1.6吨铁矿石估算，每吨生铁成本下降209.33元。若谈判价格的下降幅度超过30%，则好于我们的预期。
- 我们对钢铁行业的看法没有发生变化，依然坚持钢铁行业正逐渐走出盈利能力低点的判断，维持钢铁行业“领先大市-B”的投资评级。

钢铁

上次评级

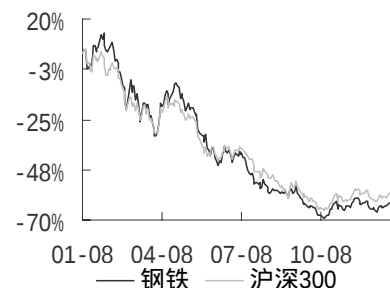
领先大市-B

领先大市-B

报告日期

2009-01-23

12 个月行业表现



研究员

赵志成

021-68765859

首席行业分析师

zhaozc@essences.com.cn

任琳娜

021-68765906

行业分析师

renln@essences.com.cn

前期研究成果

钢铁：矿石套利与并购价值

2008-12-22

钢铁：取消部分钢材出口关税难改景气低迷趋势

2008-11-13

钢铁：景气下滑仍在继续，估值下跌接近尾声

2008-11-06

2008 年第三季度至今，铁矿石市场风起云涌。

- 2008 年 8 月下旬，铁矿石市场价格开始下跌，9、10 月份加速下跌，国产铁矿石市场价格低于长单协议矿价格；
- 9 月份巴西淡水河谷单方面要求出口亚洲的长单协议矿涨价，同期中国钢铁协会表示国内钢铁企业要求巴西淡水河谷下调铁矿石协议价格；
- 第四季度国际钢铁企业纷纷宣布减产，且减产幅度较大，铁矿石市场需求面临压力；
- 2008 年 12 月 17 日，中国启动了 2009 年国际铁矿石谈判，中国钢铁公司要求从明年 1 月 1 日起提前进入下一个合同年；
- 2009 年 1 月初，中国钢铁企业要求 2009 年国际铁矿石长单价格下降约 40%，铁谈判处于僵持状态；
- 2009 年 1 月中旬，日本钢铁企业与三大矿企将启动 09 年铁矿石价格谈判；
- 2009 年 1 月 19 日，铁矿石谈判第二轮即将启动。

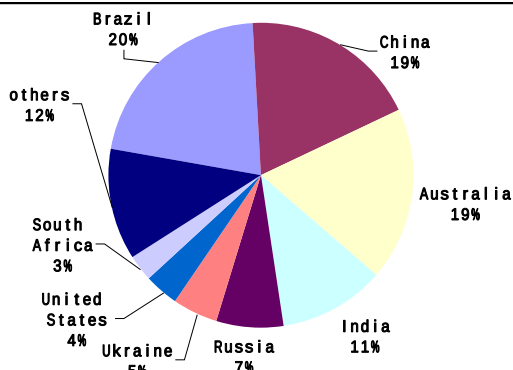
在钢价、矿石价格大幅下跌，国内外需求低迷，钢铁行业景气程度异常脆弱的情况下，2009 年国际铁矿石价格的谈判结果显得尤其重要。在 2007 年 11 月份发布《铁矿石价格谈判涨价几何？—钢铁行业专题报告之一》的报告中我们提到供需情况是决定铁矿石价格走势的根本因素，铁矿石国内外价差则为铁矿石价格谈判的重要参考依据，国际铁矿石谈判受到谈判水平、汇率等因素的影响，目前我们依然坚持这样的观点。

1. 国际寡头垄断 VS 被打破的价格谈判机制

从铁矿石原矿产量上来看，国际铁矿石市场可称为是“四分天下”，澳大利亚、巴西、印度和中国四个产地的铁矿石产量占全球比重约 70%，由于中国是全球最大的钢铁生产国，在国际铁矿石贸易中中国是全球最大的铁矿石进口国。

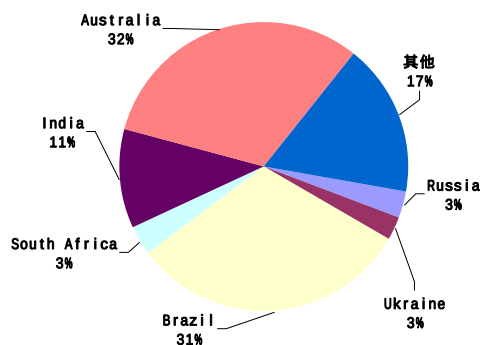
2006 年澳大利亚、巴西、印度和中国铁矿石原矿产量分别占全球比重的 19%、20%、11%和 19%；澳大利亚、巴西、印度铁矿石出口量占全球矿石出口贸易比重的 32%、31%和 11%。铁矿石的国际寡头垄断现象为铁矿石厂商带来较强的市场控制力，在一定程度上影响谈判价格的变动幅度，在过去几年的国际铁矿石价格谈判中，铁矿石产商一直处于相对强势的位置。

图 1 2006 年全球铁矿石产量分布



数据来源：www.mysteel.com 安信证券研究中心

图 2 2006 年铁矿石出口国出口量占全球比重



数据来源：bloomberg 安信证券研究中心

到 2008 年为止，中国钢铁企业已参加了 5 次铁矿石谈判，从 2005 年开始国际铁矿石谈判中的价格一直是上涨的。2007 年之前澳大利亚与巴西矿石价格的涨幅一直是一致的，但在 2008 年这样的谈判机制被打破，澳大利亚和巴西粉矿的价格涨幅分别为 79.88%和 65%。这意味着历年来的谈判定价机制正面临着重大的改革，在谈判过程中

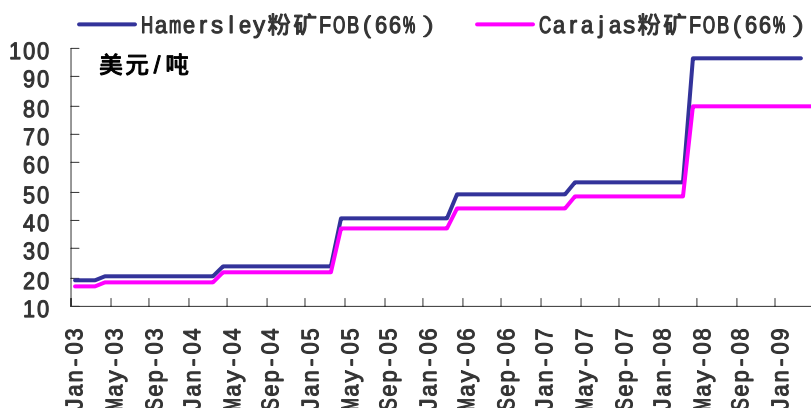
将较以往更多的考虑到海运费的波动等因素。而新的定价机制的形成将会是一个漫长的过程，而海运费的巨幅波动将加大谈判双方的谈判成本，这也给 2009 年国际铁矿石谈判增加了难度。

表一、2005—2008 年铁矿石价格涨幅一览表

年份	达成协议时间	谈判双方代表		铁矿石涨幅	
		购买方	供应方	粉矿	块矿
2008 年	2008 年 6 月	宝钢	力拓	79.88%	96.50%
	2008 年 2 月	日本新日铁、韩国浦项	巴西淡水河谷	65%	71%
2007 年	2006 年 12 月	宝钢	巴西淡水河谷	9.50%	9.50%
2006 年	2006 年 6 月	宝钢	必和必拓	19%	19%
2005 年	2005 年 12 月	日本新日铁	力拓	71.50%	71.50%

资料来源：www.mysteel.com 安信证券研究中心

图 3 国际铁矿石离岸价



数据来源：www.mysteel.com 安信证券研究中心

2. 矿石价格下跌 VS 低迷的市场需求

从 2008 年下半年至今的情况来看，国际铁矿石市场寡头垄断的现状依然，但下游需求的低迷使得矿石产商的强势地位受到了不小的撼动。2008 年 8 月份以来，铁矿石价格经历了大幅的下跌。截至 2009 年 1 月 16 日，河北铁精粉(66%)和辽宁铁精粉(66%)价格分别为 850 元/吨、690 元/吨，分别较 2008 年 8 月中旬下跌了 47%和 52%；印度市场铁矿石(63.5%)期货 CIF 和 FOB 参考价分别为 81 美元/吨、69 美元/吨，较 2008 年 8 月中旬分别下跌了 57%、52%。

图 4 国内铁矿石价格走势

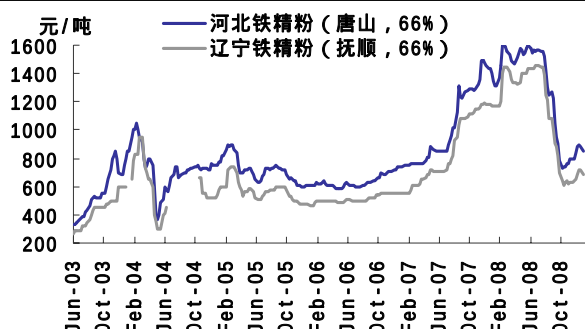
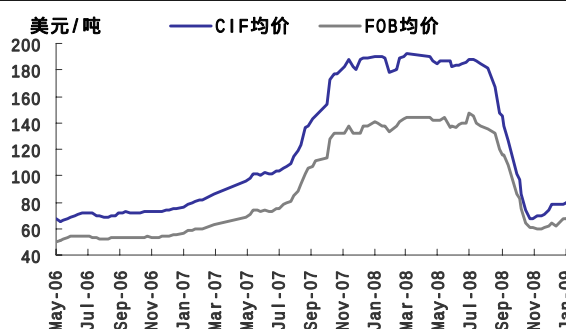


图 5 印度市场铁矿石期货参考价格(63.5%)



数据来源：www.mysteel.com 安信证券研究中心

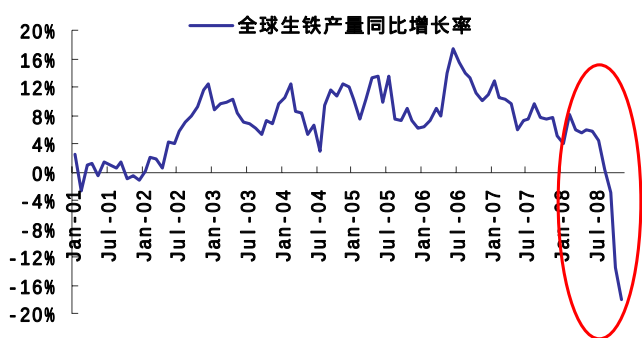
 数据来源：www.mysteel.com 安信证券研究中心

下游需求的低迷是铁矿石价格爆跌的根源所在。2008 年第四季度，受到经济不景气的影响，发生了全球范围内的钢铁企业的减产潮，且减产的幅度颇大，生铁产量迅速下降。2008 年 9、10、11 月全球生铁产量分别同比下降了 3.00%、13.46%、18.07%；其中中国生铁产量分别同比下降了 4.97%、16.43%、16.01%；欧盟生铁产量分别同比下降 0.49%、7.20%、24.80%；美国生铁产量分别同比下降 3.62%、27.22%、25.14%；9 月份日本生铁产量增加 0.72%，10、11 月同比下降 2.53%、8.67%。

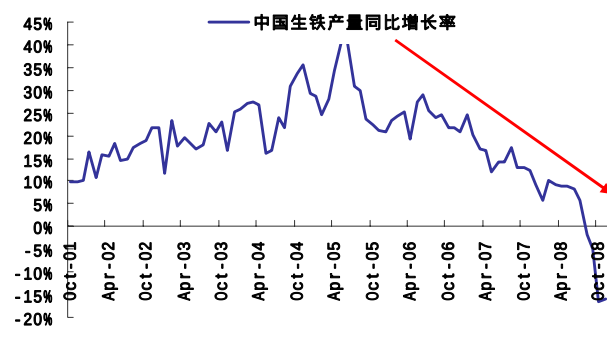
伴随着钢铁厂商的减产，2008 年 8、9、10 月中国主要港口铁矿石库存大幅上升，库存量一度超过 7400 万吨。随着 2008 年 12 月钢价上升以及钢铁企业钢材库存清理获得成效，钢铁企业复产的冲动较强，港口铁矿石库存逐渐下降，截至 2008 年 12 月底，港口铁矿石库存已下降至 5990 万吨，但仍处于较高水平。

随着钢铁企业逐渐复产，预计后续生铁产量将出现环比上升，但短期内下游需求低迷，铁矿石供大于求的局面是难以扭转的，铁矿石价格的反弹是比较有限。

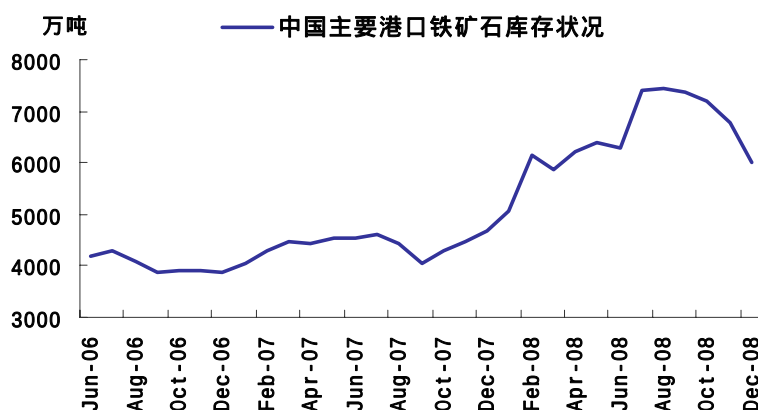
2008 年底以来陆续出台了拉动内需的政策，大多集中于铁路、公路等基础设施建设方面，政策的推出对钢材产品尤其是建筑钢材需求的恢复是有帮助的，但作用比较有限，我们对 2009 年上半年国内钢材需求的恢复依然没有信心。

图 6 全球生铁产量同比增长率


数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 7 中国生铁产量同比增长率


数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 8 中国主要港口铁矿石库存状况


数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

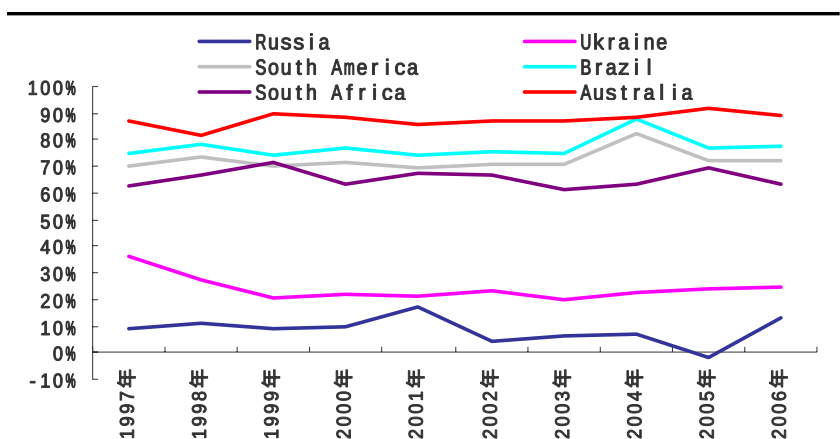
3. 2009 年铁矿石谈判涨价几何？

3.1. 铁矿石产商需要寻找矿石价格与下游需求的最佳契合点

受到资源分布的限制以及各国不同的工业发展水平的影响，寡头垄断的国际铁矿石市场格局在短期内是难以改变的，铁矿石厂商较强的市场控制力是不可忽视的，这在一定程度上影响谈判价格的变动幅度。

同样不能忽视的是铁矿石生产商对出口业务的依赖性，2006 年澳大利亚和巴西铁矿石净出口量占产量比重分别为 89.1%、77.4%。铁矿石产商追求利润的最大化，需要在下游需求与铁矿石价格之间寻找最佳平衡点。此外，铁矿石产品的资产专用性使得谈判双方不敢轻易去破坏长期的合作关系，铁矿石价格谈判成为双方的一年一度的博弈，这种博弈在未来还将继续存在。

图 9 铁矿石净出口量占产量比重



数据来源：bloomberg IISI 安信证券研究中心

3.2. 矿石价差空间缩小，市场价已低于进口铁矿石到岸价

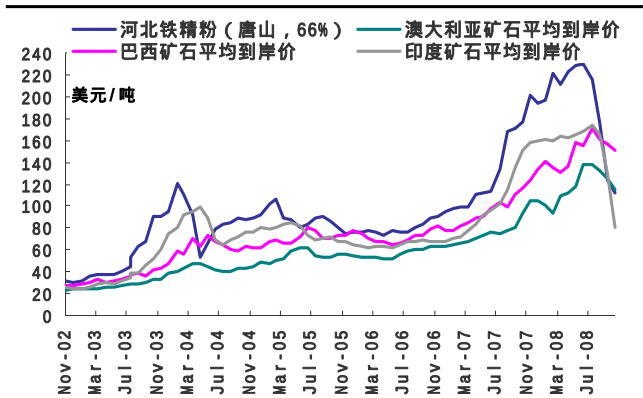
由于进口铁矿石需要一个办理各种手续和运输的过程，大体需要 2 个月的时间。如果将河北铁精粉的价格与进口矿的到岸价比较，河北价格具有比较明显的领先性。作为基本同质的商品，铁矿石国内外价差就成为铁矿石价格谈判的重要参考依据。

随着铁矿石市场价的大幅下跌，进口矿石到岸价已高于国内铁矿石市场价。以河北铁精粉(66%)为例，2008 年 10、11 月均价分别较进口澳大利亚铁矿石到岸均价低 19.51 美元/吨、19.31 美元/吨；分别较进口巴西铁矿石到岸均价低 50.89 美元/吨、55.42 美元/吨（以上均价格均不含税）。

考虑到 2 个月左右的办理各种手续和运输的时间，将河北铁矿石价格与提前 2 个月的进口铁矿石的到岸价比较。2008 年 10、11 月河北铁矿石均价分别较进口澳大利亚铁矿石到岸均价低 13.96 美元/吨、20.80 美元/吨；分别较进口巴西铁矿石到岸均价低 46.97 美元/吨、49.15 美元/吨（以上均价格均不含税）。考虑到 12 月以来国内铁矿石市场价格的上涨以及 2008 年 10 月份以来铁矿石海运费的持续下跌，价差空间在 12 月以及 2009 年 1、2 月份有望有所缩小。

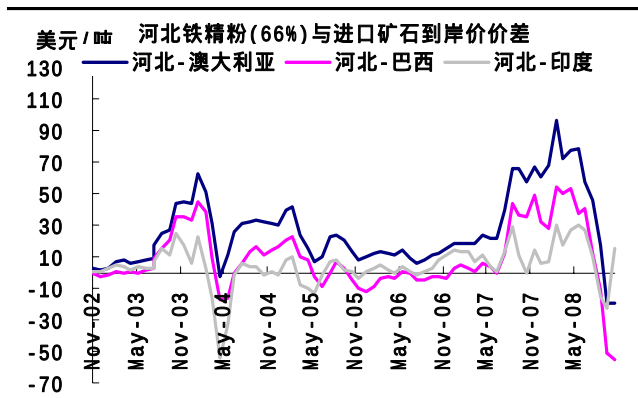
汇率的变化也是需要关注的。2008 年美元兑澳大利亚元年均升值了 0.86%，美元兑巴西雷亚尔年均贬值了 5.18%。而 2008 年 12 月 31 日美元兑澳大利亚元和美元兑巴西雷亚尔较 2007 年 12 月 31 日则分别升值了 24.55%和 30.03%。澳大利亚元和巴西雷亚尔兑美元的贬值也是促使铁矿石 FOB 价格下降的原因之一。

图 10 河北铁精粉与进口矿石到岸价



数据来源：www.mysteel.com，安信证券研究中心

图 11 河北铁精粉与进口矿石到岸价价差



数据来源：Bloomberg，CEIC，安信证券研究中心

图 12 美元对澳大利亚元



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 13 美元兑巴西雷亚尔



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

3.3. 预计 2009 年铁矿石价格谈判降价幅度在 20%左右

2009 年国际铁矿石价格第二轮谈判即将启动，在目前下游需求低迷的情况下，铁矿石进口方获得了较以往更多的主动权，但铁矿石厂商的寡头垄断地位在谈判中的影响力不可忽视。在第一轮的谈判中，中方的态度表现得较为强硬。

由于在 2008 年的铁矿石谈判中，原有的谈判机制被打破，澳大利亚铁矿石与巴西铁矿石价格上涨幅度不同，我们猜测这样的情况在 2009 年继续发生的可能性是比较大的，即 2009 年很可能产生澳大利亚矿石和巴西矿石的价格出现不同降幅的现象。

考虑到汇率因素、下游需求低迷以及铁矿石的资产专用性和铁矿石厂商对出口业务的倚赖程度，我们猜测 2008 年铁矿石价格谈判下降 20%-30%的可能性是较大的，当然我们希望能降的更多一些，这样对中国钢铁行业是一个正面的影响。如果按 66%的 Hamersley 粉矿计算，20%的降幅为 19.24 美元/吨，按照按美元兑人民币 6.8 的汇率计算，合人民币 130.83 元，按 1 吨生铁需 1.6 吨铁矿石估算，每吨生铁成本下降 209.33 元。

国际铁矿石谈判价格的预期下降，对以进口长单协议矿为主的大型钢铁企业来说能有效地降低成本。若谈判价格的下降幅度超过 30%，则好于我们的预期。

4. 投资建议

- 对于拥有长单协议矿比重较高的大型钢铁企业来说，相当于目前仍拥有一段较长时间的高价铁矿石库存，这样的现象有望在 2009 年第二季度得到改善；

- 综合考虑国内外矿石价差情况以及下游需求状况，我们猜测 2009 年国际铁矿石谈判价格下降 20%左右是值得期待的，巴西和澳大利亚铁矿石出现不同降幅的可能性是比较大的；
- 我们对钢铁行业的看法没有发生变化，依然坚持钢铁行业正逐渐走出盈利能力低点的判断，维持钢铁行业“领先大市-B”的投资评级；
- 维持 2009 年第一季度将钢铁股的配置集中到小钢铁公司上面的观点。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-01-23

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E				
钢铁																
600005	武钢股份	增持-B	中性-A	0.83	0.95	0.65	7	6	9	25.3%	25.0%	15.0%	6.17	5.00	20070522	-49%
000825	太钢不锈	中性-A	中性-A	0.75	0.43	0.60	6	10	7	25.1%	10.0%	13.0%	4.22	5.00	20070619	-73%
000717	韶钢松山	中性-A	中性-A	0.50	0.11	0.23	7	33	16	11.2%	2.0%	5.0%	3.66	5.00	20070619	-50%
601003	柳钢股份	中性-B	中性-B	0.39	0.05	0.12	8	66	27	19.9%	2.0%	6.0%	3.28	4.00	20070810	-72%
600782	新钢股份	中性-A	增持-B	0.18	0.38	0.45	26	12	10	3.6%	7.0%	8.0%	4.66	7.00	20080620	-51%
600307	酒钢宏兴	中性-A	增持-B	0.88	0.36	0.32	6	16	18	16.3%	6.0%	6.0%	5.68	8.00	20070824	-65%
600019	宝钢股份	增持-A	增持-A	0.73	0.49	0.60	7	11	9	14.4%	9.0%	11.0%	5.37	7.00	20070522	-56%
000709	唐钢股份	中性-A	中性-A	0.59	0.54	0.53	7	8	8	19.3%	16.0%	14.0%	4.18	6.00	20070528	-53%
600282	南钢股份	中性-A	中性-A	0.61	0.42	0.37	6	8	9	23.8%	15.0%	12.0%	3.44	4.00	20070619	-62%
002110	三钢闽光	增持-B	中性-B	0.93	0.39	0.66	7	18	10	18.4%	7.0%	11.0%	6.85	7.00	20071207	-57%
000778	新兴铸管	增持-B	增持-B	0.50	0.43	0.34	14	16	20	12.2%	10.0%	7.0%	6.93	8.00	20070522	-57%
601005	重庆钢铁	中性-B	中性-B	0.26	0.41	0.33	16	10	13	8.6%	12.0%	9.0%	4.17	5.00	20070619	-52%
000898	鞍钢股份	增持-B	增持-A	1.04	1.15	0.85	7	7	9	13.9%	14.0%	10.0%	7.78	10.00	20070528	-53%
600808	马钢股份	中性-A	中性-A	0.32	0.41	0.35	11	9	10	10.8%	11.0%	9.0%	3.49	5.00	20070528	-63%

鲑鱼圈项目产量不达预期

鞍钢股份公司快报

报告关键点：

- 大额存货跌价准备和鲑鱼圈产量水平低是公司2008年业绩大幅下降的重要原因
- 2009年上半年公司铁矿石成本与2008年下半年大致持平
- 维持“增持-A”投资评级

报告摘要：

- 鞍钢股份发布2008年业绩预告，预计2008年净利润同比下降约58%，每股收益约0.47元。根据公告内容，2008年净利润同比大幅下降的主要原因为：1) 原燃料的价格上涨；2) 鲑鱼圈钢铁分公司尚处于投产初期，产量水平低，固定费用高；3) 计提存货跌价准备约18.07亿元。
- 计提大额的存货跌价准备几乎是所有钢铁上市公司在2008年年末必须面对的问题，而实际计提金额则是经过多方面综合考量平衡的结果，这也是导致钢铁上市公司2008年业绩预测相当困难的一个重要原因。鲑鱼圈项目随着后续产量上升，固定费用高的状况将获得改善。尽管在行业景气低迷的情况下，产量的增长对业绩的贡献非常有限，但是产能利用率的提升对企业来说是一件偏正面的事情。
- 2008年上半年中国进口铁矿石到岸均价为132.32美元/吨，2008年7-11月到岸均价为137.06美元/吨，考虑到10、11月份铁矿石海运费价格的持续下降，预计12月份中国进口铁矿石到岸均价将继续下降，估算2008年下半年铁矿石到岸均价与2008年上半年大致持平。根据公司与鞍钢集团的铁矿石采购定价协议，这意味着2009年上半年公司铁矿石成本依然被定在高位。产品与主要原材料价格的不同步是公司最大的风险，这也是我们屡次强调的，所幸在2008年下半年这种风险已经较充分的暴露。
- 我们下调公司2008年盈利预测，预计2008年每股收益为0.47元，维持2009、2010年每股收益0.85元、0.89元的盈利预测。目前动态市盈率为17.3、9.6、9.1倍，市净率为1.0、1.0、0.9倍，维持对鞍钢股份的“增持-A”的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
10.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 10.00 元

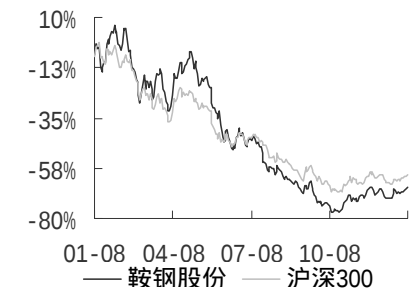
现价： 8.15 元

报告日期：
2009-01-23

市场数据

总市值(百万元)	58,963.68
流通市值(百万元)	14,736.04
总股本(百万股)	7,234.81
流通股本(百万股)	1,808.10
12 个月最高/最低	5.26/27.10 元
十大流通股东(%)	45.67%
股东户数	178,346

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.25	17.40	(5.37)
绝对收益	2.94	25.04	(66.01)

研究员

赵志成

021-68765859

首席行业分析师

zhaozc@essences.com.cn

任琳娜

021-68765906

行业分析师

renln@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	54,596.0	65,499.0	72,292.3	71,894.9	83,863.5
Growth(%)	106.1%	20.0%	10.4%	-0.5%	16.6%
净利润	6,845.0	7,525.0	3,416.3	6,137.7	6,452.8
Growth(%)	229.2%	9.9%	-54.6%	79.7%	5.1%
毛利率(%)	24.5%	26.2%	19.1%	17.9%	19.2%
净利润率(%)	12.5%	11.5%	4.7%	8.5%	7.7%
每股收益(元)	0.95	1.04	0.47	0.85	0.89
每股净资产(元)	4.16	7.50	7.77	8.32	8.90
市盈率	8.6	7.8	17.3	9.6	9.1
市净率	2.0	1.1	1.0	1.0	0.9
净资产收益率(%)	22.7%	13.9%	6.1%	10.2%	10.0%
ROIC(%)	54.8%	15.8%	5.7%	9.1%	9.4%
EV/EBITDA	4.9	5.1	6.6	4.5	3.8
股息收益率	1.8%	0.0%	1.7%	3.1%	3.3%

前期研究成果

鞍钢股份：最坏的时刻或许正在到来

2008-10-24

鞍钢股份：关联交易定价预示下半年盈利减弱

2008-08-12

鞍钢股份：矿石定价模式的风险在于趋势转折点

2008-06-20

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-1-20

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	54,596.0	65,499.0	72,292.3	71,894.9	83,863.5	成长性					
减: 营业成本	41,246.0	48,346.0	58,472.7	59,047.6	67,769.8	营业收入增长率	106.1%	20.0%	10.4%	-0.5%	16.6%
营业税费	370.0	764.0	845.8	841.2	981.2	营业利润增长率	222.2%	8.7%	-56.4%	79.7%	5.1%
销售费用	959.0	1,598.0	1,879.6	1,754.2	2,012.7	净利润增长率	229.2%	9.9%	-54.6%	79.7%	5.1%
管理费用	1,527.0	3,520.0	3,614.6	3,019.6	3,522.3	EBITDA 增长率	278.3%	7.2%	-21.3%	39.4%	4.9%
财务费用	901.0	755.0	1,033.6	1,148.7	973.8	EBIT 增长率	256.7%	6.7%	-50.1%	67.0%	2.6%
资产减值损失	-	147.0	1,891.0	-2,100.0	-	NOPLAT 增长率	267.6%	4.1%	-48.4%	67.0%	2.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	262.1%	42.4%	4.4%	-0.7%	-3.6%
投资和汇兑收益	3.0	81.0	-	-	-	净资产增长率	165.9%	80.1%	3.6%	7.1%	7.0%
营业利润	9,610.0	10,450.0	4,555.0	8,183.7	8,603.8	利润率					
加: 营业外净收支	-397.0	-77.0	-	-	-	毛利率	24.5%	26.2%	19.1%	17.9%	19.2%
利润总额	9,213.0	10,373.0	4,555.0	8,183.7	8,603.8	营业利润率	17.6%	16.0%	6.3%	11.4%	10.3%
减: 所得税	2,368.0	2,848.0	1,138.8	2,045.9	2,150.9	净利率	12.5%	11.5%	4.7%	8.5%	7.7%
净利润	6,845.0	7,525.0	3,416.3	6,137.7	6,452.8	EBITDA/营业收入	26.2%	23.4%	16.7%	23.4%	21.0%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	19.2%	17.1%	7.7%	13.0%	11.4%
货币资金	1,698.0	7,733.0	2,168.8	6,852.9	14,091.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	130	180	195	238	208
应收帐款	716.0	998.0	3,169.0	3,151.6	3,906.0	流动营业资本周转天数	37	66	73	63	62
应收票据	1,409.0	6,083.0	3,961.2	3,939.4	4,595.3	流动资产周转天数	53	115	136	137	151
预付帐款	611.0	6,600.0	6,600.0	6,600.0	6,600.0	应收帐款周转天数	4	4	10	15	14
存货	7,220.0	8,701.0	8,811.0	9,706.5	11,140.2	存货周转天数	33	44	44	46	45
其他流动资产	-	-	-75.0	-75.0	-75.0	总资产周转天数	241	400	439	457	411
可供出售金融资产	-	271.0	-	-	-	投资资本周转天数	217	344	374	382	321
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	59.0	885.0	885.0	885.0	885.0	ROE	22.7%	13.9%	6.1%	10.2%	10.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.6%	8.7%	3.8%	6.6%	6.6%
固定资产	32,814.0	32,656.0	45,775.2	49,296.5	47,661.4	ROIC	54.8%	15.8%	5.7%	9.1%	9.4%
在建工程	8,400.0	17,115.0	12,726.0	7,090.4	4,036.2	费用率					
无形资产	5,734.0	5,577.0	5,577.0	5,577.0	5,577.0	销售费用率	1.8%	2.4%	2.6%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	136.0	167.0	-	-	-	管理费用率	2.8%	5.4%	5.0%	4.2%	4.2%
资产总额	58,797.0	86,786.0	89,598.1	93,024.3	98,417.9	财务费用率	1.7%	1.2%	1.4%	1.6%	1.2%
短期债务	4,630.0	4,512.0	7,641.3	7,606.6	7,520.9	三费/营业收入	6.2%	9.0%	9.0%	8.2%	7.8%
应付帐款	2,570.0	4,645.0	5,767.2	5,823.9	6,869.8	偿债能力					
应付票据	1,338.0	1,052.0	2,403.0	1,617.7	1,856.7	资产负债率	48.8%	37.5%	37.3%	35.3%	34.6%
其他流动负债	8,645.0	9,766.0	4,628.0	4,628.0	4,628.0	负债权益比	95.2%	60.0%	59.4%	54.5%	52.9%
长期借款	9,089.0	12,297.0	12,797.0	12,997.0	12,997.0	流动比率	0.68	1.51	1.21	1.53	1.93
其他非流动负债	2,402.0	259.0	157.0	157.0	157.0	速动比率	0.25	1.07	0.77	1.04	1.39
负债总额	28,674.0	32,531.0	33,393.5	32,830.2	34,029.4	利息保障倍数	11.65	14.84	5.41	8.12	9.84
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	5,933.0	7,235.0	7,235.0	7,235.0	7,235.0	DPS(元)	0.15	-	0.14	0.25	0.27
留存收益	24,190.0	47,020.0	48,969.6	52,959.1	57,153.5	分红比率	15.6%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	30,123.0	54,255.0	56,204.6	60,194.1	64,388.5	股息收益率	1.8%	0.0%	1.7%	3.1%	3.3%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	7,003.0	7,525.0	3,416.3	6,137.7	6,452.8	EPS(元)	0.95	1.04	0.47	0.85	0.89
加: 折旧和摊销	3,942.0	4,257.0	6,475.6	7,486.0	8,061.2	BVPS(元)	4.16	7.50	7.77	8.32	8.90
资产减值准备	118.0	147.0	1,891.0	-2,100.0	-	PE(X)	8.6	7.8	17.3	9.6	9.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.1	1.0	1.0	0.9
财务费用	64.0	899.0	752.0	1,033.6	1,148.7	P/FCF	-4.5	-5.3	-45.4	8.6	6.5
投资收益	-3.0	-81.0	-	-	-	P/S	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	4.9	5.1	6.6	4.5	3.8
营运资金的变动	1,633.1	-7,216.0	2,454.0	-1,584.8	-1,559.1	CAGR(%)	-3.6%	-5.0%	56.9%	29.4%	17.4%
经营活动产生现金流量	11,084.0	7,906.0	15,270.5	11,087.6	13,928.7	PEG	-2.4	-1.6	0.3	0.3	0.5
投资活动产生现金流量	-11,873.0	-17,959.0	-14,429.0	-5,000.0	-3,000.0	ROIC/WACC	6.1	1.7	0.6	1.0	1.0
融资活动产生现金流量	1,927.0	16,329.0	-3,838.1	-2,824.7	-2,995.3	REP	0.2	0.6	1.6	1.0	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

公司快报
三钢闽光(002110)

并不意外的业绩大幅下降

三钢闽光公司快报

报告关键点：

- 公司2008年业绩预期大幅下降，但这并不令人意外
- 大额存货跌价准备是公司2008年业绩杀手
- 维持“中性-B”投资评级

报告摘要：

- 公司修正了2008年度业绩预告：预计2008年1-12月归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比下降70%-100%，2007年每股收益为0.94元，即公司2008年公司每股收益小于0.28元。
- 2008年10月份以来钢材价格、原料价格加速下跌，2008年第四季度公司需计提大额存货跌价准备，这严重的影响了公司第四季度的业绩，也是公司业绩预期变幻的主要因素。
- 收购集团的中板项目依然是未来公司中板产品盈利能力提升的关键，但公司资产注入的进程慢于我们的预期。我们仍期待着公司早日着手进行资产收购，对此我们将保持密切关注。
- 我们下调公司2008年的业绩预测，预计2008年每股收益为0.06元，维持2009、2010年每股收益0.66元、0.70元的预测。目前动态市盈率分别为127.5、10.7、10.2倍，市净率分别为1.4、1.3、1.2倍。维持“中性-B”投资评级和7元的目标价。

评级：
中性-B

上次评级： 中性-B

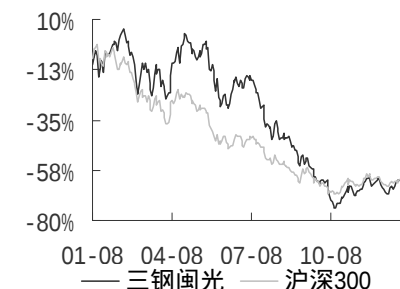
目标价格：
7.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 7.00 元

现价： 6.88 元

报告日期：
2009-01-23
市场数据

总市值(百万元)	3,678.74
流通市值(百万元)	961.14
总股本(百万股)	534.70
流通股本(百万股)	139.70
12 个月最高/最低	4.62/20.00 元
十大流通股东(%)	37.56%
股东户数	28,808

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.89)	(9.11)	(2.10)
绝对收益	(3.37)	(1.65)	(62.81)

研究员
任琳娜
行业分析师

021-68765906

renln@essences.com.cn

赵志成
首席行业分析师

021-68765859

zhaozc@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	8,803.5	11,349.8	16,146.6	15,125.7	14,817.8
Growth(%)	3.0%	28.9%	42.3%	-6.3%	-2.0%
净利润	371.2	499.4	29.9	355.1	374.2
Growth(%)	183.5%	38.0%	-94.0%	1087.8%	5.4%
毛利率(%)	9.9%	10.2%	6.7%	7.5%	7.6%
净利润率(%)	4.1%	4.4%	0.2%	2.3%	2.5%
每股收益(元)	0.67	0.93	0.06	0.66	0.70
每股净资产(元)	3.61	5.03	5.08	5.57	6.10
市盈率	10.6	7.7	127.5	10.7	10.2
市净率	2.0	1.4	1.4	1.3	1.2
净资产收益率(%)	19.2%	18.6%	1.1%	11.9%	11.5%
ROIC(%)	13.9%	17.2%	2.5%	7.1%	7.8%
EV/EBITDA	5.4	4.9	14.8	6.9	6.1
股息收益率	1.1%	0.0%	0.2%	1.9%	2.0%

前期研究成果
三钢闽光：钢价下跌速度超过预期

2008-10-27

三钢闽光：中板项目的收购依然是未来业绩看点

2008-08-22

三钢闽光：2008 年上半年业绩高于预期

2008-07-04

财务报表预测和估值数据汇总
单位 百万元 模型更新时间 2009-1-20

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	8,803.5	11,349.8	16,146.6	15,125.7	14,817.8	成长性					
减: 营业成本	7,929.7	10,190.6	15,057.4	13,990.9	13,688.6	营业收入增长率	3.0%	28.9%	42.3%	-6.3%	-2.0%
营业税费	48.1	56.9	80.7	75.6	74.1	营业利润增长率	201.6%	39.9%	-94.6%	1087.8%	5.4%
销售费用	41.1	43.0	113.0	124.0	120.0	净利润增长率	183.5%	38.0%	-94.0%	1087.8%	5.4%
管理费用	133.3	135.6	322.9	302.5	296.4	EBITDA 增长率	70.6%	35.4%	-58.4%	93.8%	3.3%
财务费用	133.3	210.5	132.7	159.1	139.8	EBIT 增长率	121.1%	43.5%	-81.9%	266.6%	1.0%
资产减值损失	-1.1	-2.9	400.0	-	-	NOPLAT 增长率	80.2%	35.6%	-80.0%	266.6%	1.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.5%	35.8%	30.2%	-7.5%	-5.5%
投资和汇兑收益	11.5	25.9	-	-	-	净资产增长率	20.7%	39.3%	0.8%	9.8%	9.4%
营业利润	530.5	742.0	39.9	473.4	499.0	利润率					
加: 营业外净收支	-14.4	-7.5	-	-	-	毛利率	9.9%	10.2%	6.7%	7.5%	7.6%
利润总额	516.1	734.5	39.9	473.4	499.0	营业利润率	6.0%	6.5%	0.2%	3.1%	3.4%
减: 所得税	144.9	235.1	10.0	118.4	124.7	净利率	4.1%	4.4%	0.2%	2.3%	2.5%
净利润	371.2	499.4	29.9	355.1	374.2	EBITDA/营业收入	10.6%	11.1%	3.2%	6.7%	7.1%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	7.5%	8.4%	1.1%	4.2%	4.3%
货币资金	640.0	895.3	1,291.7	1,970.9	2,552.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	79	70	60	66	67
应收帐款	10.1	3.6	8.8	33.2	32.5	流动营业资本周转天数	61	62	63	76	70
应收票据	544.6	620.8	884.7	828.8	811.9	流动资产周转天数	92	98	97	126	141
预付帐款	320.5	208.7	208.7	208.7	208.7	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
存货	1,022.8	1,894.3	2,681.5	2,491.5	2,437.7	存货周转天数	39	46	51	62	60
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	179	176	165	203	216
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	147	141	131	152	145
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	89.3	115.1	115.1	115.1	115.1	ROE	19.2%	18.6%	1.1%	11.9%	11.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	7.8%	0.4%	4.1%	4.1%
固定资产	1,863.8	2,571.8	2,774.0	2,791.9	2,721.9	ROIC	13.9%	17.2%	2.5%	7.1%	7.8%
在建工程	86.4	57.3	342.9	257.2	222.9	费用率					
无形资产	-	-	-	-	-	销售费用率	0.5%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	100.2	75.7	26.5	10.6	4.2	管理费用率	1.5%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
资产总额	4,677.7	6,442.6	8,334.0	8,707.9	9,107.3	财务费用率	1.5%	1.9%	0.8%	1.1%	0.9%
短期债务	1,194.0	1,656.8	3,366.7	3,360.2	3,348.5	三费/营业收入	3.5%	3.4%	3.5%	3.9%	3.8%
应付帐款	322.1	503.8	622.9	601.8	588.8	偿债能力					
应付票据	207.0	70.0	82.5	76.7	75.0	资产负债率	58.7%	58.2%	67.4%	65.8%	64.2%
其他流动负债	649.4	948.2	977.6	1,118.6	1,263.7	负债权益比	142.1%	139.3%	207.0%	192.2%	179.3%
长期借款	370.0	570.0	570.0	570.0	570.0	流动比率	1.07	1.14	1.01	1.07	1.15
其他非流动负债	3.4	2.0	-	-	-	速动比率	0.64	0.54	0.47	0.59	0.68
负债总额	2,745.9	3,750.7	5,619.7	5,727.3	5,846.0	利息保障倍数	4.98	4.52	1.30	3.97	4.57
少数股东权益	96.4	-	-	-	-	分红指标					
股本	434.7	534.7	534.7	534.7	534.7	DPS(元)	0.08	-	0.01	0.13	0.14
留存收益	1,400.7	2,157.2	2,179.6	2,445.9	2,726.6	分红比率	12.1%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,931.8	2,691.9	2,714.3	2,980.6	3,261.3	股息收益率	1.1%	0.0%	0.2%	1.9%	2.0%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	371.2	499.4	29.9	355.1	374.2	EPS(元)	0.67	0.93	0.06	0.66	0.70
加: 折旧和摊销	267.2	307.6	351.9	383.7	410.7	BVPS(元)	3.61	5.03	5.08	5.57	6.10
资产减值准备	-1.1	-2.9	400.0	-	-	PE(X)	10.6	7.7	127.5	10.7	10.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.4	1.4	1.3	1.2
财务费用	100.4	102.8	131.2	132.7	159.1	P/FCF	22.4	-18.0	237.6	4.5	5.4
投资收益	-11.5	-25.9	-	-	-	P/S	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
少数股东损益	11.4	2.9	-	-	-	EV/EBITDA	5.4	4.9	14.8	6.9	6.1
营运资金的变动	-87.6	-600.7	-707.8	335.6	201.8	CAGR(%)	-1.5%	-9.2%	-338.7%	-207.0%	-206.6%
经营活动产生现金流量	501.3	280.9	206.7	1,233.6	1,126.5	PEG	-7.2	-0.8	-0.4	-0.1	-0.0
投资活动产生现金流量	-284.9	-861.3	-800.0	-300.0	-300.0	ROIC/WACC	1.9	2.4	0.4	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	-8.3	818.6	1,391.2	-236.7	-226.3	REP	0.7	0.5	3.3	1.1	1.0

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵志成，钢铁行业首席分析师，毕业于南开大学，经济学硕士。曾获 2005 年《新财富》最佳分析师评选钢铁行业第三名，5 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

任琳娜，钢铁、工程机械行业分析师，毕业于华东师范大学，金融学学士，5 年证券研究经验。2007 年 10 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034