

基本面波澜不惊，等待估值修复

——钢铁行业 2011 年度投资策略

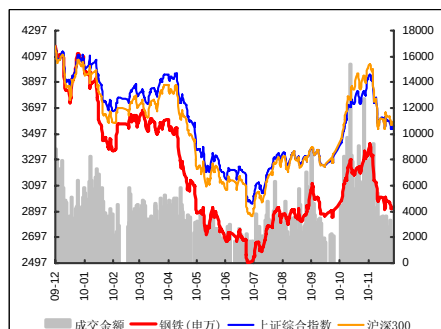
中性（下调）

报告摘要:

市场数据

钢铁指数	2935.30
三个月涨跌幅	-4.27%
上证综合指数	2842.43
沪深 300 指数	3158.16

行业相对股价表现



相关研究

《看好长材价格见底反转 行业阶段性投资机会初现》

《需求扩张回归正常 供给紧缩或超预期》

德邦证券研究所 钢铁有色研究小组

联系人: 蔡培培

电话: 8621-68761616-8521

邮箱: caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

钢铁板块表现不佳: 钢铁行业整体表现远逊于其上下游行业, 尤其是上游行业, 从盈利能力角度看, 与上游煤炭和铁矿石相比, 黑色金属冶炼和加工环节总体销售利润率处于下滑状态; 从成长性角度看, 固定资产投资高增速难以持续, 未来固定资产投资在国内生产总值中的比重也将降低。在钢铁行业盈利能力下降的同时, 资本市场给予钢铁板块的估值也快速下滑。

明年供需判断: 预计明年经济增速为 9% 左右, 固定资产投资增速将继续下滑, 倘若房地产投资下滑过快, 国家或可增加保障性住房投资, 或者改变保障性住房投资推出的时机, 具体投资规模和时间较难预测。预计 2011 年淘汰落后产能力度仍将持续, 而新增产能增速减缓。分品种看, 长材新上项目少于板材, 供需压力减缓程度优于板材。

钢价、库存、原材料: 2010 年钢材价格走势呈现 N 型, 10 年后期价格上升的主导因素为成本, 流动性推动铁矿石成本上升, 钢价被动提价。预计 11 年钢材价格仍将震荡上行, 全年均价同比 10 年上涨 5-10%。库存方面, 目前社会总库存仍维持较高位置, 但去库存化效果明显, 尤其是长材库存迅速下降, 预计 11 年年初钢材更多产能复产, 去库存速度将有所减缓, 分品种看, 长材仍将好于板材。原材料价格方面, 预计 11 年铁矿石价格仍将处于高位, 但随着海外铁矿石产能的逐渐释放, 中长期看预计铁矿石价格涨势将逐步放缓。

估值分析与投资策略: 从 PB 看, 目前钢铁板块的 PB 为 1.6 倍, 估值水平仍处于历史低位, 钢铁相对 A 股 PB 比值为 0.57, 处于均值以下。考虑到钢铁板块内部分化严重, 资源属性个股和特钢类个股远远跑赢其他个股, 中游冶炼加工类公司估值更低, 安全性很强。对 11 年的钢铁板块我们给予“中性”评级, 上游资源环节和下游黑色金属深加工环节或将继续跑赢钢铁行业指数, 而中游冶炼环节的投资机会来自于估值修复, 目前估值安全性很高, 估值修复的过程必然出现。我们建议关注三类公司, 第一类是资源属性较强的上市公司, 主要有金岭矿业、凌钢股份、西宁特钢等, 第二类是下游深加工公司, 主要有大冶特钢、方大特钢、久立特材等, 第三类是具备估值优势的普钢类公司, 主要有宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份等。

目录

1 钢铁板块表现不佳：成本压力下的中游行业+需求压力下的传统行业	4
从行业盈利角度观察.....	4
从成长性角度思考.....	6
资本市场给予钢铁板块的估值愈低.....	6
2 2011 年供需前瞻	6
下游需求总体放缓，保障性住房是 X 因素.....	6
供给：产能预计小幅增加，但过剩压力明显.....	9
钢价、库存、原材料.....	9
3 估值分析与投资策略.....	11
估值分析.....	11
投资策略.....	12
重点公司介绍:	12

图表目录

图表 1 黑色金属冶炼/煤炭工业销售利润率对比	4
图表 2 黑色金属冶炼/黑色金属矿采选业销售利润率对比	5
图表 3 美联储利率走势	5
图表 4 3 月期美元 libor	5
图表 5 美国货币供给增速	6
图表 6 美元指数/CRB 指数	6
图表 7 GDP 累计同比	7
图表 8 工业增加值累计同比	7
图表 9 城镇固定资产投资完成额累计同比	7
图表 10 房屋施工面积累计值/累计同比	8
图表 11 房屋销售面积累计值/累计同比	8
图表 12 汽车家电等产量累计同比	8
图表 13 民用钢质船舶/工业锅炉产量累计同比	8
图表 14 螺纹钢各地价格	9
图表 15 线材各地价格	9
图表 16 冷轧各地价格	10
图表 17 中板各地价格	10
图表 18 螺纹钢/热轧库存	10
图表 19 线材/冷轧/中板库存	10
图表 20 国产铁精粉价格	11
图表 21 海外铁精粉价格	11
图表 22 钢铁板块相对估值 (PE)	11
图表 23 钢铁板块相对估值 (PB)	11
图表 24 财务预测和估值数据摘要	12
图表 25 财务预测和估值数据摘要	13
图表 26 财务预测和估值数据摘要	14
图表 27 财务预测和估值数据摘要	14
图表 28 财务预测和估值数据摘要	15
图表 29 重点公司盈利预测和投资评级	15

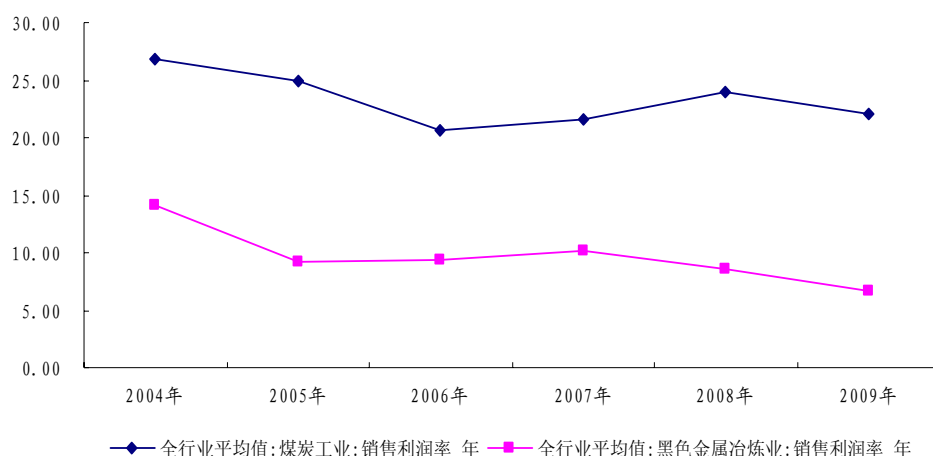
1 钢铁板块表现不佳: 成本压力下的中游行业+需求压力下的传统行业

钢铁行业整体表现远逊于其上下游行业,尤其是上游行业,我们试图从两个角度寻找原因,一是钢铁行业作为中游行业之一,一是钢铁行业作为传统原材料行业之一。中游行业代表了对钢铁行业盈利能力的归纳,而传统产业则代表了对其成长性的概括。

从行业盈利角度观察

我们观察钢铁冶炼环节和其上游煤炭行业盈利能力的变化趋势,可以看出,04-09年煤炭行业的销售利润率一直维持在20%以上,08年金融危机和09年经济刚刚恢复期间,煤炭行业的销售利润率仍然保持20%以上,呈现较高的行业景气度。而钢铁冶炼业则从07年10.2%的销售利润率降低到09年的6.6%。

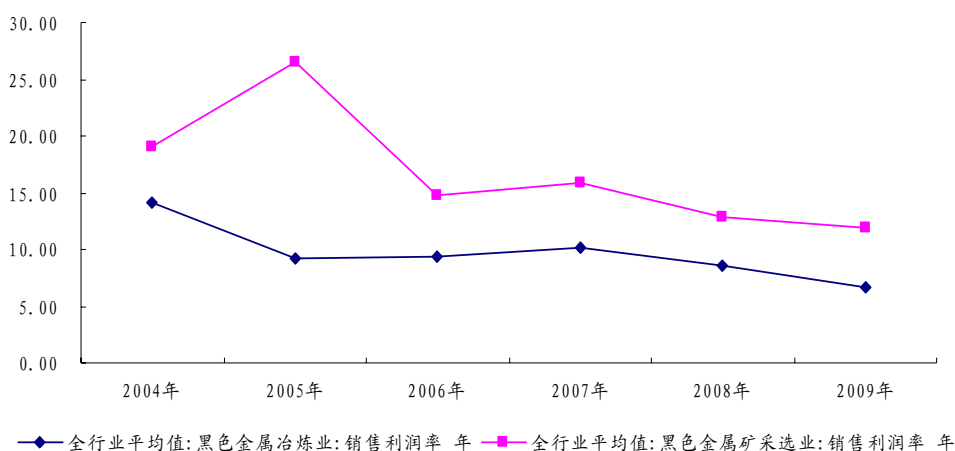
图表 1 黑色金属冶炼/煤炭工业销售利润率对比



资料来源:wind资讯, 德邦研究

我们再观察钢铁冶炼环节和其上游铁矿石行业盈利能力的变化趋势,可以看出,05-09年铁矿石和钢铁冶炼业销售利润率保持相同趋势,但销售利润率之差在09年开始逐渐拉大。同时需要注意的是,我们比较的数据是国内铁矿石采选企业,同三大矿商相比,采选成本明显偏高,世界范围内比较,铁矿石销售利润率在不断提高。

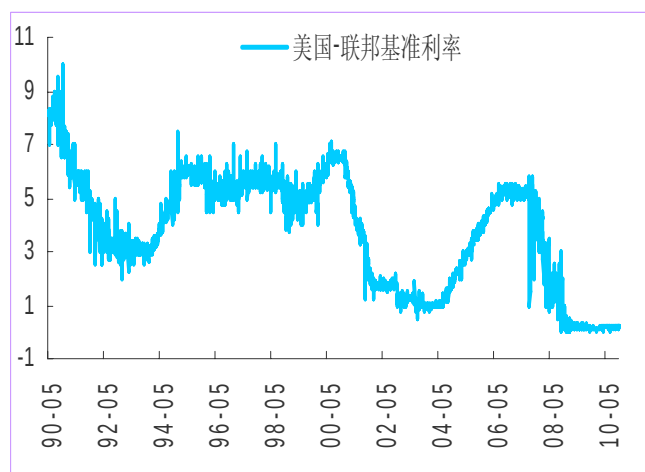
图表 2 黑色金属冶炼/黑色金属矿采选业销售利润率对比



资料来源:wind资讯, 德邦研究

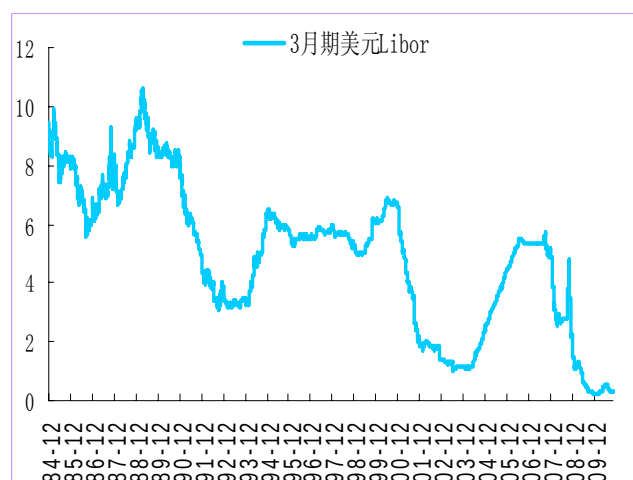
钢铁上游原材料成本的上升固然有供需因素,但流动性尤其是金融危机后流动性作为重要的推手,作用更加明显,在经济尚未过热的条件下,大宗商品类价格上升幅度较大。以美国为主导的全球流动性泛滥的结果就是大宗商品及其股票延续其出色表现。

图表 3 美联储利率走势



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

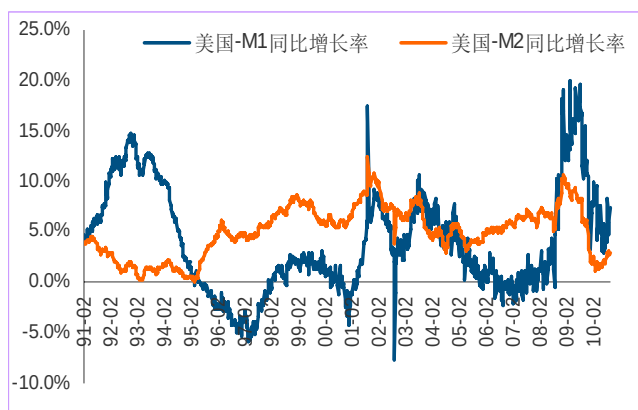
图表 4 3 月期美元 libor



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

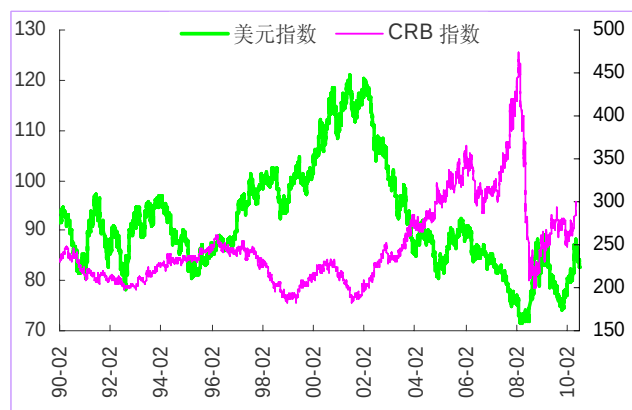
虽然外贸顺差作为流动性输入方式之一的作用已大大减弱,但热钱的因素却愈发明显。美元指数6月中旬以来贬值10%以上,而人民币相对美元升值2%,加之政治因素,人民币升值预期强烈。新增外汇占款和贸易顺差的缺口显示热钱流入迹象明显。

图表 5 美国货币供给增速



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 6 美元指数/CRB 指数



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

资源属性品种是流动性追逐热点, 石油、基本金属均有不俗表现, 黄金更是屡创新高, 受此影响, 作为大宗商品之一的铁矿石也受到资金追逐, 虽然铁矿石、煤炭金融属性逊于以上品种, 但也有相当程度的影响。

在需求情况稳定的情况下, 铁矿石煤炭等原材料企业和钢铁冶炼加工企业的盈利能力存在此消彼长的关系。

从成长性角度思考

中国城市化进程尚有很大空间, 但最快速的时间段已经过去是个大概率事件, 在经济结构转型的大背景下, 未来固定资产投资在 GDP 中的地位势必降低, 城镇固定资产投资增速在经历了 09 年政策背景下的畸高之后, 下滑态势不可避免。

而整个钢铁行业产能过剩是显而易见, 钢铁业正处在通过并购重组提高行业集中度的道路上。从行业成长性角度看, 钢铁业早已被定性为传统产业。

资本市场给予钢铁板块的估值愈低

金融市场资金的选择更加加剧了新兴行业 and 传统行业的差距, 虽然钢铁行业盈利能力在下降, 但股价的下跌更来源于市场对钢铁板块估值的降低。

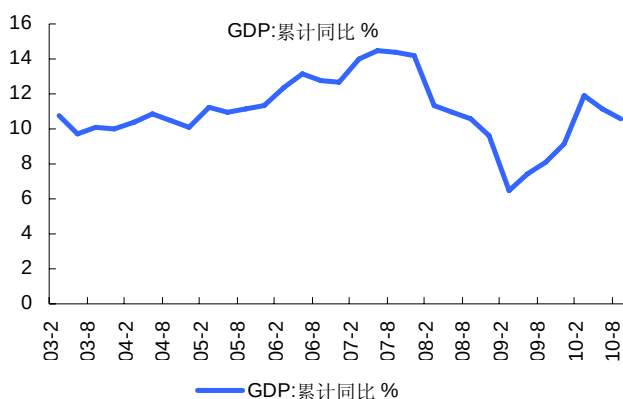
2 2011 年供需前瞻

下游需求总体放缓, 保障性住房是 X 因素

经历 10 年严厉的房地产调控政策和后半期高通胀带来的货币政策调整, 2011 年经济增速较 10 年放缓是个大概率事件, 中央提出明年经济预期增速 8%, 而今年经济增速应该在 10%

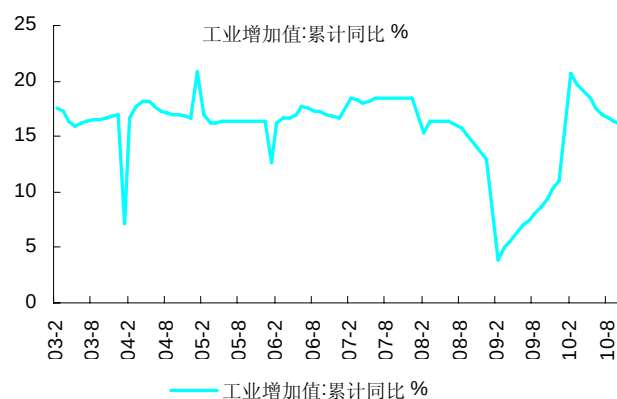
左右，我们预计明年经济增速应当在 8% 以上，而市场各界则普遍预期明年经济增速为 9% 左右。

图表 7 GDP 累计同比



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

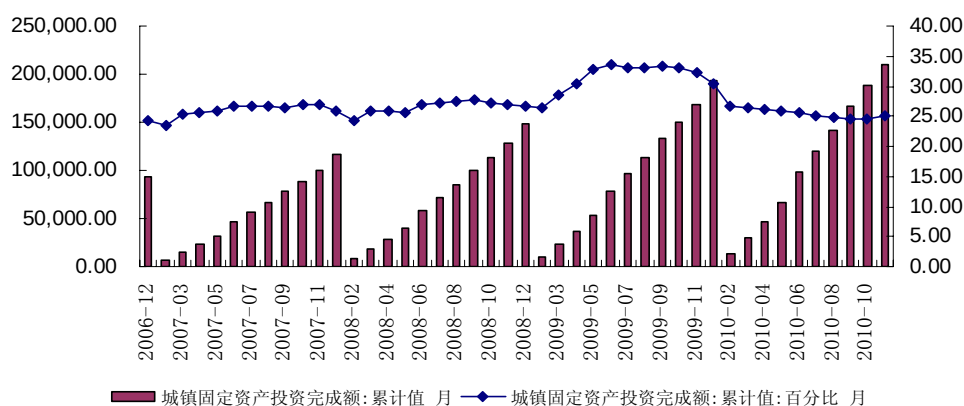
图表 8 工业增加值累计同比



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

具体来看，固定资产投资增速将继续下滑，经过了 09 年固定资产投资增速峰值之后，10 年不可避免得出现了下滑，预计 11 年将继续小幅下滑。

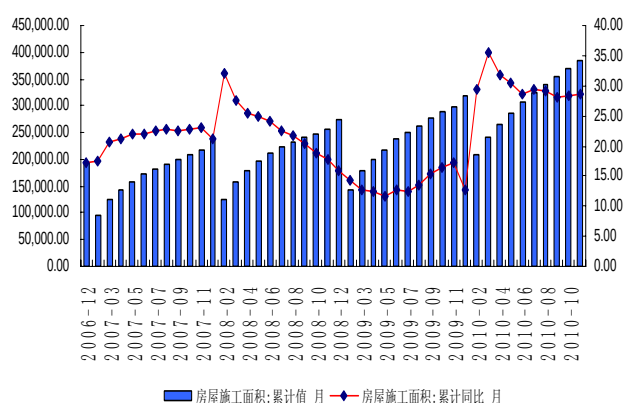
图表 9 城镇固定资产投资完成额累计同比



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

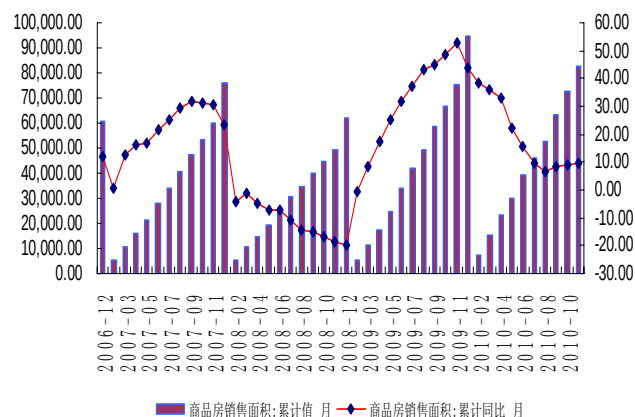
10 年 1 至 11 月份全国房屋施工面积累计达 384300 万平方米，同比增长 28.6%，1 至 11 月份房地产销售面积累计达 82541 万平米，同比增长 9.8%，从 09 年底的 43.6% 下降到 9.8%。预计 11 年房地产成交量较 10 年底环比上升，但总体成交量较 10 年增速下滑。

图表 10 房屋施工面积累计值/累计同比



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 11 房屋销售面积累计值/累计同比



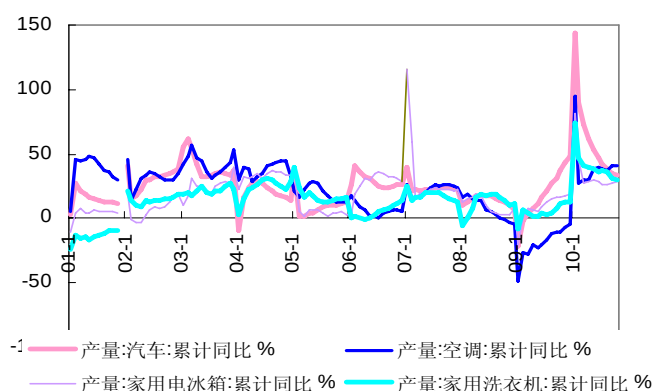
资料来源:wind 资讯, 德邦研究

保障性住房是个不确定性因素, 倘若房地产投资下滑过快, 国家或可增加保障性住房投资, 或者改变保障性住房投资推出的时机, 这一部分具备一定的灵活性, 但具体投资规模和时间较难预测。

今年 1-10 月份汽车销量 1468 万辆, 同比增长 35%, 今年汽车销量增速前高后低, 一季度达到峰值后高位回落。预计 10 年汽车销量增速 30%以上, 11 年汽车销量增速低于 10 年。10 年 1-10 月份汽车产量 1498.25 万辆, 同比增长 33.79%, 与销量一样, 受基数影响同比增速先高后低。预计 11 年汽车产量增速也将低于今年。家电方面, 10 年 1-10 月份家用电器冰箱、空调、洗衣机产量分别同比增长 28.4%, 40.5%和 30%。

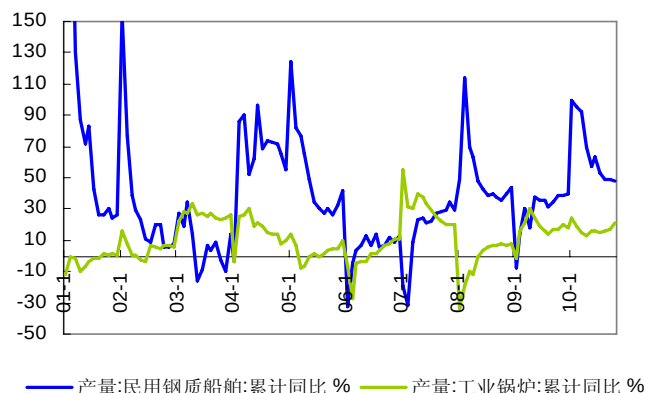
中长期看, 我们认为汽车等可选消费的增长是确定的, 是钢材下游需求中增长较为稳定且确定性较高的部分, 是长期的主题。

图表 12 汽车家电等产量累计同比



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 13 民用钢质船舶/工业锅炉产量累计同比



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

机械行业 2010 年 1-10 月份销售产值 32213 亿元，同比增长 20.86%，分行业来看，铁路装备、核电设备等受益于产业政策的行业复苏态势良好，工程机械受房地产波动影响，趋势较为不确定。

总体而言，我们预计 2011 年钢材需求增速较 10 年小幅下滑。

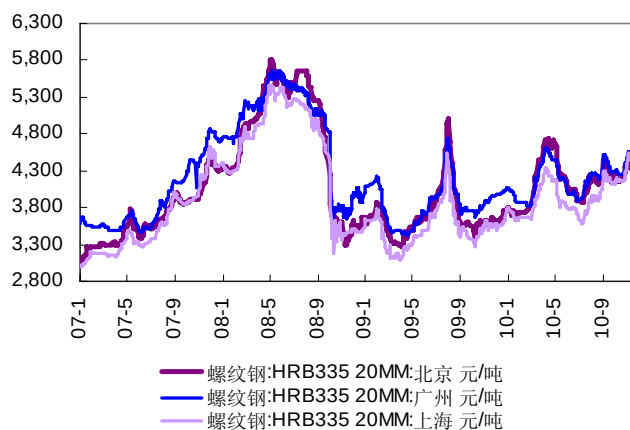
供给：产能预计小幅增加，但过剩压力明显

《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》要求钢铁行业 2011 年底前，淘汰 400 立方米及以下炼铁高炉，淘汰 30 吨及以下炼钢转炉、电炉。我们预计 2011 年淘汰落后产能力度仍将持续，而新增产能增速减缓。分品种看，长材新上项目少于板材，供需压力减缓程度优于板材。

钢价、库存、原材料

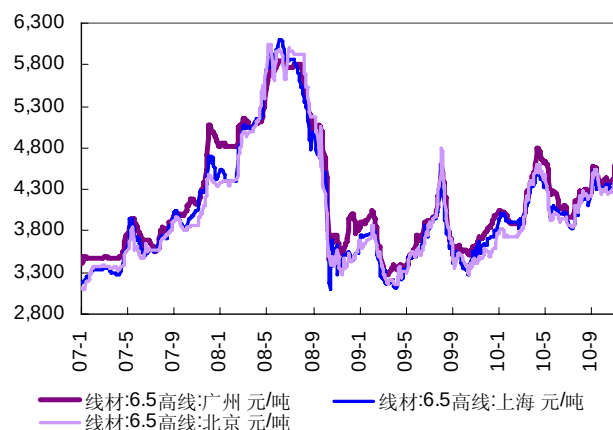
2010 年钢材价格走势呈现 N 型，上半年主导因素为供需关系，年初至四月份需求形势良好，五月份开始下游需求增速减缓，钢价出现回调，钢材进入旺季后再次出现上涨，10 年后期价格上升的主导因素为成本，流动性推动铁矿石成本上升，钢价被动提价。预计 11 年钢材价格仍将震荡上行，全年均价同比 10 年上涨 5-10%。

图表 14 螺纹钢各地价格



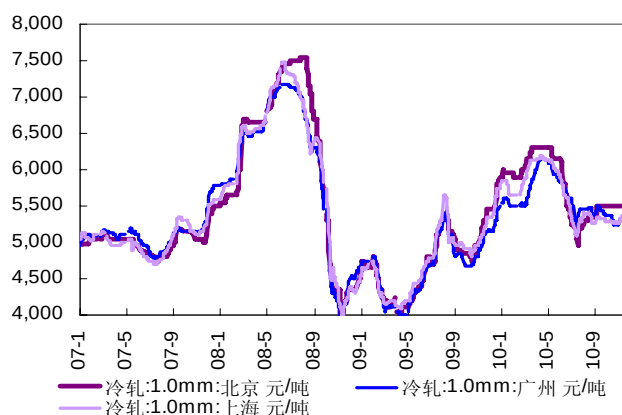
资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 15 线材各地价格



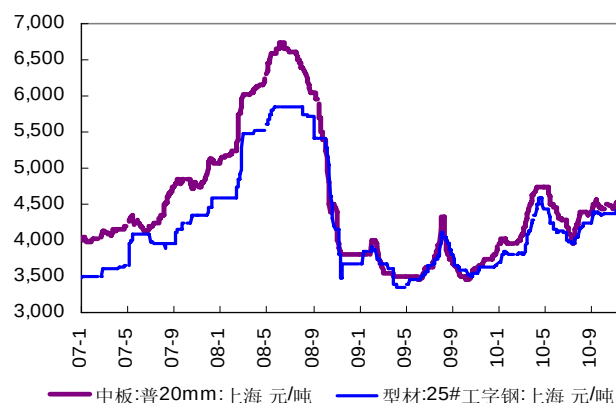
资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 16 冷轧各地价格



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

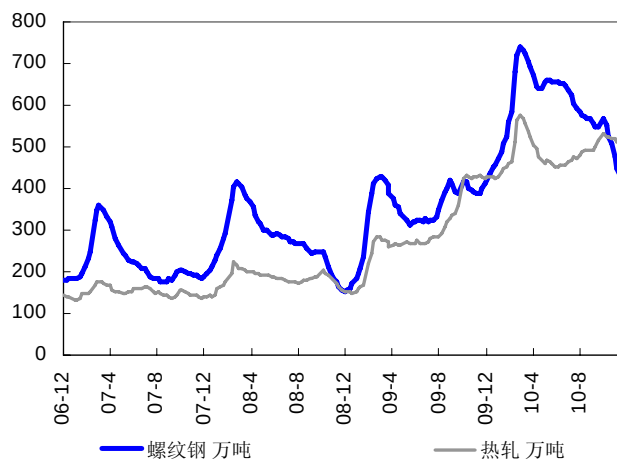
图表 17 中板各地价格



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

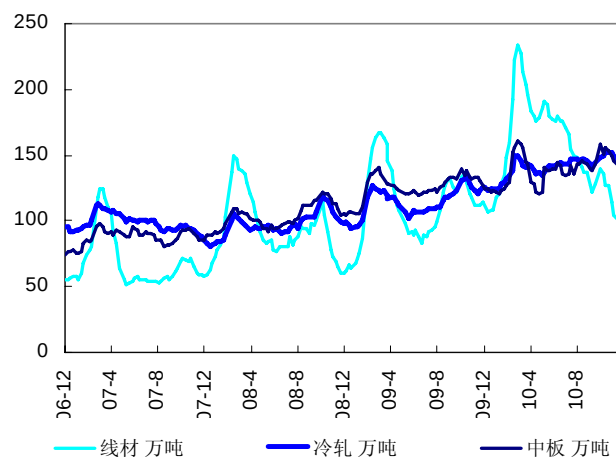
库存方面, 目前社会总库存仍维持较高位置, 但去库存化效果明显, 尤其是长材库存迅速下降。我们预计 11 年年初钢材更多产能复产, 去库存速度将有所减缓, 分品种看, 长材仍将好于板材, 一方面节能减排对长材产能影响较大, 另一方面长材新增产能少于板材, 长材的需求和去库存化进程仍然相对更加看好。

图表 18 螺纹钢/热轧库存



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

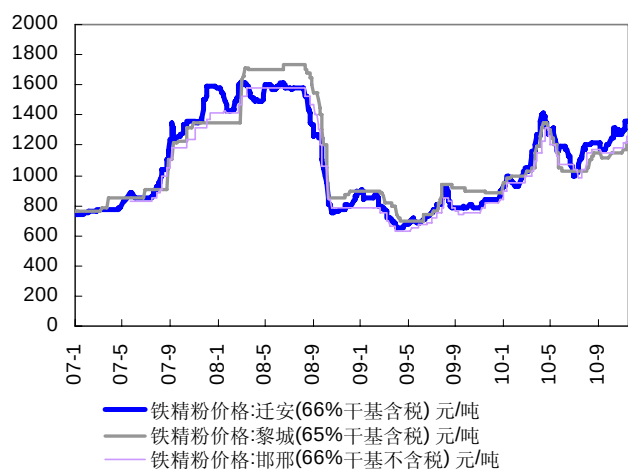
图表 19 线材/冷轧/中板库存



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

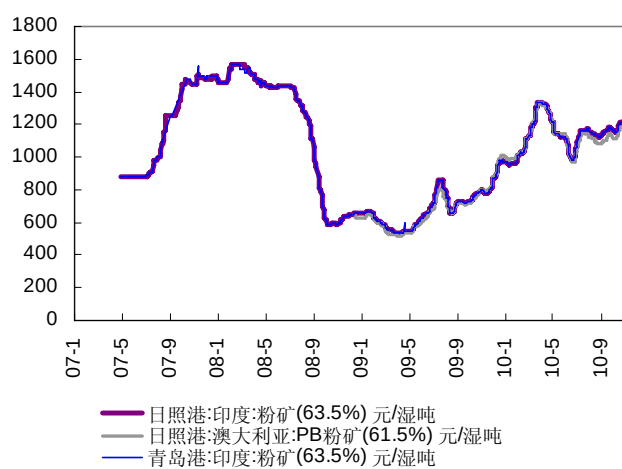
原材料价格方面, 预计 11 年铁矿石价格仍将处于高位, 但随着海外铁矿石产能的逐渐释放, 中长期看预计铁矿石价格涨势将逐步放缓。

图表 20 国产铁精粉价格



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 21 海外铁精粉价格



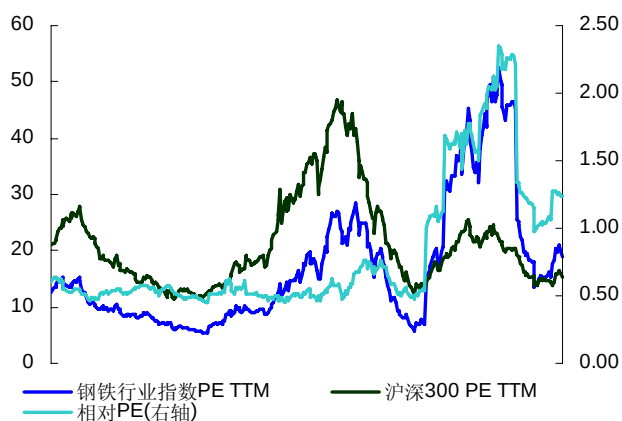
资料来源:wind 资讯, 德邦研究

3 估值分析与投资策略

估值分析

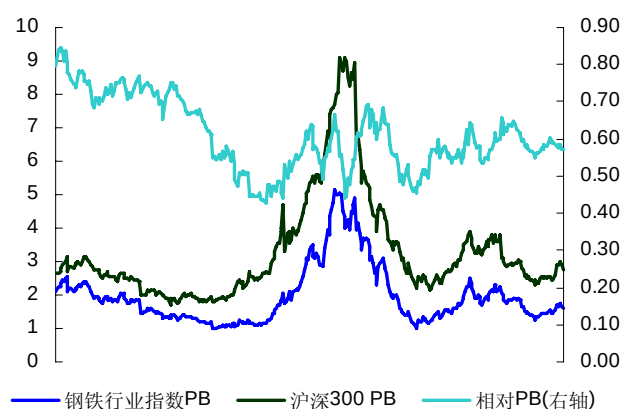
从 PE 看目前钢铁行业整体 PE 为 18 倍以上, 沪深 300 整体 PE 为 15.3, 钢铁板块 PE 相比大盘稍有溢价。但钢铁板块整体盈利波动过大, 且处于盈利周期底部区域, PE 估值参考意义稍弱。

图表 22 钢铁板块相对估值 (PB)



资料来源:德邦研究

图表 23 钢铁板块相对估值 (PB)



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

从 PB 看, 目前钢铁板块的 PB 为 1.6 倍, 估值水平仍处于历史低位, 08 年 10 月份 PB (整体法) 出现过 1 倍的低值, 但 08 年 10 月份的估值反映了当时极端下滑的经济形势, 不

可同日而语。钢铁相对 A 股 PB 比值为 0.57, 处于均值以下。考虑到钢铁板块内部分化严重, 资源属性个股和特钢类个股远远跑赢其他个股, 中游冶炼加工类公司估值更低, 安全性很强。

投资策略

我们在 10 年中期策略中给予钢铁行业推荐评级, 理由是预期 10 年三季度盈利见底, 四季度环比上升, 当时市场反映了对三季度长协价与现货价倒挂和需求增速环比下滑的情况下钢企盈利能力的悲观预期, 我们认为钢铁行业将出现整体性估值修复, 市场也验证了这一判断。在以往的预期均已实现的情况下, 钢铁行业较难出现超越指数的表现, 对 11 年的钢铁板块我们给予“中性”评级。

我们认为上游资源环节和下游黑色金属深加工环节或将继续跑赢钢铁行业指数, 而中游冶炼环节的投资机会来自于估值修复, 目前估值安全性很高, 估值修复的过程必然出现。我们建议关注三类公司, 第一类是资源属性较强的上市公司, 主要有金岭矿业、凌钢股份、西宁特钢等, 第二类是下游深加工公司, 主要有大冶特钢、方大特钢、久立特材等, 第三类是具备估值优势的普钢类公司, 主要有宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份等。

重点公司介绍:

金岭矿业

金岭矿业是目前国内唯一一家铁矿石资源类上市公司, 公司主要拥有矿区有召口矿、侯庄矿、铁山新庄矿, 矿石品位达 50% 以上, 在富矿资源极少的我国价值犹显突出, 公司采选成本优势较大, 常年保持高毛利率水平。公司产能增长可期, 公司有意扩大金鼎矿业和新收购的新疆金刚矿业产能, 今年年底之前或将注入大股东持有的金鼎矿业 40% 的股权, 若今年年底之前没有收购金鼎矿业 40% 的股权, 将由上市公司提出要求, 签署相关协议, 将委托管理大股东持有的金鼎矿业 40% 的股权。我们预计 10. 11. 12 年每股收益为 0. 898、1. 128、1. 362。对应市盈率分别为 24、19、16 倍, 给予“买入”评级。

图表 24 财务预测和估值数据摘要

财务及估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (单位: 百万元)	718.10	1035.97	932.97	1499.75	1931.55	2271.10
增长率 (%)	141.29%	44.27%	-9.94%	60.75%	28.79%	17.58%
每股收益 (EPS) (单位: 元)	0.364	0.645	0.365	0.898	1.128	1.362
销售毛利率	51.71%	56.76%	41.43%	58.18%	56.77%	57.61%
销售净利率	30.14%	37.09%	23.26%	35.66%	34.78%	35.69%
净资产收益率 (ROE)	25.32%	30.88%	12.97%	24.91%	24.50%	23.43%
市盈率 (P/E)	61.50	34.64	61.34	24.89	19.82	16.42
市净率 (P/B)	15.57	10.70	7.96	6.20	4.86	3.85

资料来源: 公司公告, 德邦研究

凌钢股份

业务结构上看,公司以建筑钢材生产为主,建材营业收入占比 68%以上,且毛利率长期高于行业长材平均盈利水平,盈利能力强劲。公司的核心竞争力在于其优越的铁矿石资源和区域内优秀的定价和销售能力。公司保国铁矿下辖三个矿区,分别为边家沟、黑山、铁蛋山,矿石品位为 30.78%,但所产铁矿石品位高达 69%以上,居全国首位,公司所产铁矿全部供给凌钢股份使用。公司钢材品质优秀,在当地议价能力较强,下游客户稳定。公司成本优势明显,吨钢折旧、吨钢财务费用、吨钢销售费用等均居钢铁上市公司较低水平。保国铁矿边家沟矿区正在建设之中,预计 2011 年开始投产,原矿产能达 70 万吨/年,黑山矿区原矿产能尚未完全释放,铁蛋山副井工程由 09 年开始建设,将提高原矿产能。公司铁精粉产能将逐渐扩大,铁精粉价格维持高位,同时建材市场表现优于板材的局面仍将持续,我们看好公司未来业绩增长,预计 10、11、12 年每股收益为 0.784、1.041、1.2 元,对应市盈率分别为 12.5、9.4、8 倍,给予“买入”评级。

图表 25 财务预测和估值数据摘要

财务及估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(单位:百万元)	7253.53	9174.60	9508.19	13499.93	14829.52	16037.92
增长率(%)	17.71%	26.48%	3.64%	41.98%	9.85%	8.15%
每股收益(EPS)(单位:元)	0.521	0.443	0.371	0.784	1.041	1.203
销售毛利率	11.09%	12.13%	9.81%	12.23%	13.13%	13.32%
销售净利率	5.78%	3.88%	3.14%	4.67%	5.64%	6.03%
净资产收益率(ROE)	14.19%	12.50%	9.60%	17.39%	19.40%	18.93%
市盈率(P/E)	18.79	22.09	26.39	12.49	9.41	8.14
市净率(P/B)	2.66	2.76	2.53	2.17	1.83	1.54

资料来源:公司公告,德邦研究

西宁特钢

公司拥有上下游一体化的产业链,从铁矿石、煤炭采选到钢铁冶炼轧制,公司业务和利润贡献逐渐由特钢向资源业务转化,公司特钢产品档次一般,以碳结钢和合结钢为主,由于产品基本不涉及建材,其西部的区域优势难以体现,且增加了运输成本,这也是公司销售费用率一直高居不下的原因之一,公司钢材毛利率较高,源于周边低廉的资源价格,但费用率较高,导致净利率一直表现不佳。由于运距限制,自产铁精粉并不供给钢材生产,而是基本外销至酒钢、八钢等其他钢厂。公司将维持钢铁目前产能,重点进行铁矿石及煤炭等资源开发勘探。公司目前拥有铁精粉产能 120 万吨以上,钢材生产所需精粉 180 万吨,目前只有大红山铁矿和白山泉铁矿达产,随着胜利铁矿、磁铁山铁矿和洪水河铁矿的陆续投产,明年产能达 170 万吨;公司持有木里煤田江仓矿区 35%的股权,江仓能源煤炭资源丰富,储量达 46000 万吨,未来煤炭产量扩张潜力极大。公司目前焦炭产能 70 万吨,公司消耗焦炭 55 万吨,其余外卖。肃北博伦七脚井钒矿保有储量为 3000 万吨,可采储量为 1669 万吨,今年 10 月份投产,一期原矿产能 50 万吨,五氧化二钒产能 1000 吨,成本 8 万元/吨上下,售价 10-11 万元/吨,毛利率达 20%以上。我们认为公司费用率下降空间较大,随着煤炭、铁精粉和钒矿产能的不断释放,公司业绩有望迎来持续性增长,同时公司营业和利润份额逐渐向资源类业务转移,给予公司的估值水平也有望进一步提高。预计 10、11、12 年每股收益为 0.223、0.365、0.417 元,对应市盈率分别为 45、27、24 倍,给予“买入”评级。

图表 26 财务预测和估值数据摘要

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5766.65	6972.68	5186.26	7827.50	8850.00	9443.75
增长率 (%)	68.16%	20.91%	-25.62%	50.93%	13.06%	6.71%
每股收益 (EPS)	0.405	0.024	0.047	0.223	0.365	0.417
销售毛利率	18.45%	17.37%	15.33%	17.60%	19.91%	20.40%
销售净利率	8.22%	5.12%	1.22%	3.84%	5.58%	5.96%
净资产收益率 (ROE)	11.82%	0.69%	1.43%	6.34%	9.43%	9.71%
市盈率 (P/E)	25.26	430.92	218.09	45.96	27.99	24.55
市净率 (P/B)	2.99	2.98	3.11	2.91	2.64	2.38

方大特钢

公司拥有炼焦、炼铁、炼钢、轧钢全流程生产工艺,主要产品包括建筑用钢、弹簧扁钢、汽车板簧、稳定杆和扭杆等。公司是我国弹簧扁钢最大生产商,全国占有率达 45%以上;螺纹钢品牌优势较强,江西省内市场占有率位居第一,主要销售地为江西和福建,我们对江西省未来建筑用钢需求持乐观态度;公司板簧全国占有率目前为 20%以上,居全国第一。公司上下游产业链整合正在进行,已收购部分铁矿石资源,鉴于目前国内钢厂的一体化进程、政府对矿产资源的整合和公司在矿产资源收购上的积极态度,我们预计未来公司仍将收购合适的相关矿产资源。公司通过向辽宁方大集团定向增发收购辽宁方大集团持有的沈阳 100%的股权,集团向上市公司提供业绩承诺,我们看好沈阳炼焦的盈利能力。目前板簧具备 20 万吨产能,但公司有意逐步扩大板簧产能,未来或可达至 40 万吨。上下游产业链整合的好处不仅在于节约成本和保障需求,而且在于显现公司整条产业链的协同效应,提高公司生产效率、提升公司产品品质。生产成本具备下降空间,一方面公司今年通过技改等手段对铁前系统进行改造,新增烧结能力,扩大料场,降低铁前成本。另一方面随着民营企业辽宁方大集团的入主,公司在人员成本、社会负担方面将有所减轻,同时经验证明民营背景钢企在费用控制方面往往做得更好。我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 12786 万元,15293 万元,17090 万元(未考虑沈阳焦化业务),按最新股本(130053 万股)计算,对应每股收益分别为 0.258 元,0.51 元,0.62 元,对应市盈率分别为 23、11、9 倍。维持“买入”评级。

图表 27 财务预测和估值数据摘要

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10958.55	12786.00	15293.75	17090.00
增长率 (%)	-18.42%	16.68%	19.61%	11.74%
归属母公司股东净利润	32.76	335.28	663.59	806.25
增长率 (%)	221.62%	923.58%	97.92%	21.50%
每股收益 (EPS)	0.025	0.258	0.510	0.620
净资产收益率 (ROE)	1.85%	15.95%	23.99%	22.57%
市盈率 (P/E)	237.43	23.20	11.72	9.65
市净率 (P/B)	4.40	3.70	2.81	2.18

久立特材

公司是国内不锈钢焊接管品种最全、规格组距最大的制造企业，目前主要产品为工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管，产品广泛应用于石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、机械制造、航天航空等。目前传统业务面临激烈竞争，不锈钢管行业企业数量较多，大小企业并存，其传统产品进入壁垒不高。与 09 年相比，今年公司不锈钢无缝管和焊接管的毛利率均出现下滑，利润下滑的主要原因在于销售价格的下降。我们认为销售价格和吨毛利的下降反映了目前行业产能整体过剩的局面，公司传统产品业务部分难以成为未来利润的主要增长点。公司战略目标为不断提高中高端产品比例，增强盈利能力。在传统产品无缝管和焊接管方面并未产能扩张计划，将以现有产品为基础，不断加大对新产品的研制和开发力度，未来两三年内将重点开发高技术含量和高附加值的产品，主要为超超临界电站锅炉用耐温耐压件、原油和液化天然气输送用管、高腐蚀油气井用管、核岛设备用管、航天航空精密仪器用管等。未来两年公司产能将迅速扩张，其中包括超超临界电站锅炉用管 2 万吨产能，大口径油气输送管 1 万吨，镍基合金油井管产能 3 千吨，核电用管 2000 吨产能，其中蒸发管 500 吨，预计募投项目在未来 2-3 年内逐步达产，逐步取代传统业务成为主要利润增长点。公司面临的挑战在于 1、随着国内产能增加，未来几年内新兴高端产品市场竞争激烈程度加深将带来毛利率的下降；2、公司产品能否被下游客户逐步接受，进口替代的预期目标实现程度具不确定性。根据对各项业务的具体预测，我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 160450 万元，273500 万元，453400 万元，对应每股收益分别为 0.4 元，0.73 元，1.29 元，对应市盈率分别为 54、30、17 倍。给予“增持”评级。

图表 28 财务预测和估值数据摘要

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1583.10	1604.50	2735.00	4534.00
增长率 (%)	-23.75%	1.35%	70.46%	65.78%
归属母公司股东净利润	95.43	83.87	151.56	268.98
增长率 (%)	17.47%	-12.11%	80.71%	77.47%
每股收益 (EPS)	0.459	0.403	0.729	1.293
净资产收益率 (ROE)	7.21%	5.97%	9.78%	14.88%
市盈率 (P/E)	48.02	54.63	30.23	17.04
市净率 (P/B)	3.46	3.26	2.96	2.54

图表 29 重点公司盈利预测和投资评级

代码	简称	投资评级	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	
000655	金岭矿业	买入	0.37	0.90	1.13	68.49	27.84	22.16	3.47
600231	凌钢股份	买入	0.37	0.78	1.04	24.26	11.48	8.65	2.00
600117	西宁特钢	买入	0.05	0.22	0.37	189.15	39.87	24.36	2.66
600782	新钢股份	买入	0.13	0.51	0.71	46.15	11.76	8.45	0.98
000708	大冶特钢	买入	0.74	1.00	1.20	23.01	17.03	14.19	3.20
600507	方大特钢	买入	0.03	0.26	0.51	252.80	24.50	12.39	4.21

600019	宝钢股份	增持	0.33	0.70	0.81	20.03	9.39	8.21	1.13
000932	华菱钢铁	增持	0.04	-0.04	0.19	90.18	----	20.93	0.79
002318	久立特材	增持	0.46	0.40	0.73	49.61	56.50	31.23	3.47

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。