

静待春风

研究结论

- 我们看好钢铁行业未来相对市场的表现。依据主要基于以下三点：1) 支持供需改善的驱动因素在增强, 预计外需改善和季节性内需旺季叠加效应将超市场预期; 2) 从历史盈利看, 行业处于周期近底部区域, 在悲观情景下下行空间已不大; 3) 从估值看, 目前股价已接近反映行业悲观预期。
- 供需: 我们预计内需将维持稳定增长, 外需或超预期: 近期国际钢价大幅上涨, 预计国内国际价差扩大将驱动国内钢材出口在 3 月后明显提升, 国际需求和国内的需求旺季叠加效应将推动钢价上涨和企业盈利的改善。
- 周期位置: 从历史盈利趋势分析, 目前行业盈利处于周期近底部区域, 即使悲观情景下下行空间已不大。我们预计在供需改善驱动下, 行业盈利将呈现阶段性上升趋势。
- 估值: 目前股价已接近反映行业悲观预期。鞍钢、华菱、河北钢铁相对 PB 低于历史平均 30% 以上, 接近历史最低点。按照按照宝钢 6.3 元的股价、9.8% 的加权平均资本收益率来测算, 宝钢隐含的吨钢利润为 364 元, 远低于历史平均的吨钢利润 715 元。对应的, 其隐含的行业吨钢利润为亏损 -133 元, 远远低于行业历史平均的 218 元, 也低于行业历史最低点的 121 元。

投资策略:

- 选择优势公司: 基于上述供需基本面和盈利趋势分析, 我们看好钢铁未来相对市场的表现, 重申推荐主要基于产品优势和成本优势属性公司: 宝钢股份、大冶特钢、凌钢股份、八一钢铁、新兴铸管、ST 钒钛。
- 大冶特钢: 受益高铁发展, 进入内涵和外延复合增长期, 具备估值优势。
- 宝钢股份: 超行业盈利特质将延续, 股价最具安全边际。
- 凌钢股份: 矿石+长材组合中盈利改善最值得期待。
- 新兴铸管: 铸管稳定增长, 新疆和产品高端化战略进行中。

风险因素:

1) 货币紧缩政策下, 旺季国内需求可能低于预期。2) 钢价在连续上涨后存回落风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210080004

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

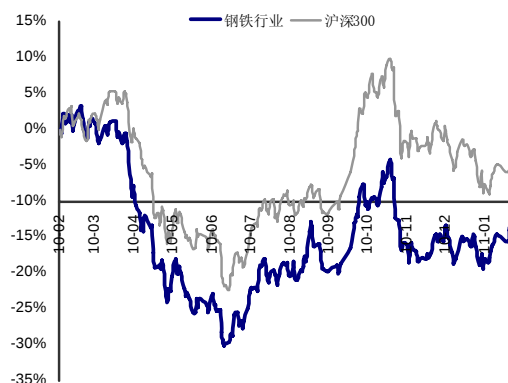
行业

钢铁

报告发布日期

2011 年 2 月 14 日

行业表现



资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009	2010E	2011E	股价	评级
宝钢股份	0.33	0.73	0.88	6.99	买入
大冶特钢	0.74	1.25	1.46	17.10	买入
八一钢铁	0.14	0.70	1.05	9.98	买入
华菱钢铁	0.04	-0.70	0.27	3.86	买入
新兴铸管	0.73	0.72	0.83	9.50	买入
凌钢股份	0.37	0.77	0.89	10.10	买入

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

钢铁行业运行分析及展望	3
外需超预期 或与开春后内需旺季叠加	3
淘汰落后产能值得期待 供需改善	6
周期位置：行业处于周期近底部区域，在悲观情景下下行空间已不大	7
估值：目前股价已接近反映行业悲观预期	9
选择优势公司	11

钢铁行业运行分析及展望

外需超预期 或与开春后内需旺季叠加

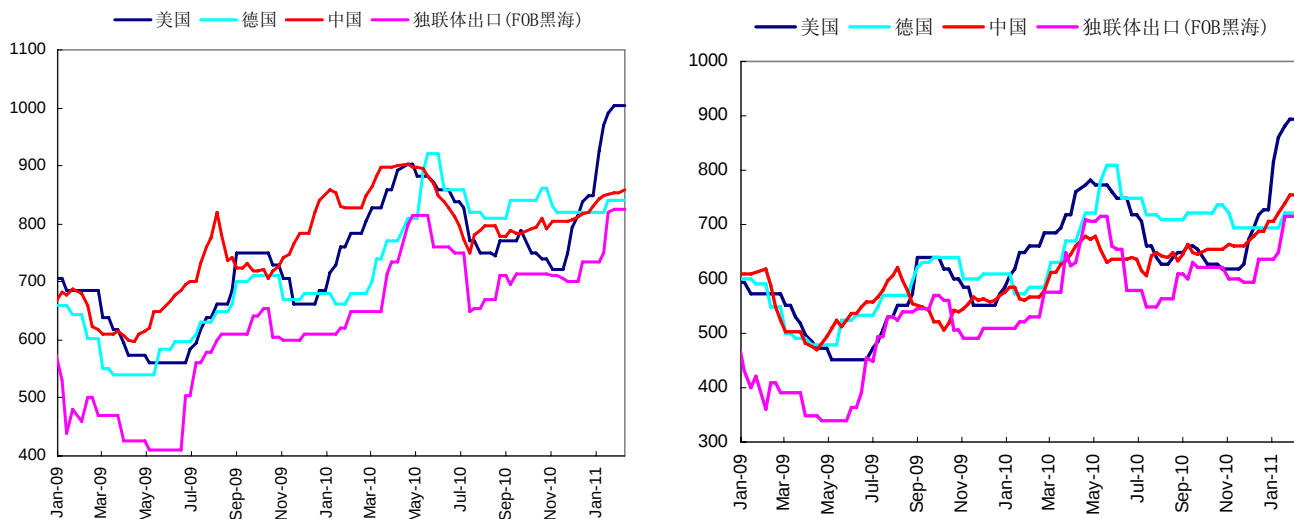
从内需来看：我们预计 2011 年固定资产投资增速维持在 20%左右的水平，增速虽有所回落，但仍维持较高水平。保障性住房将弥补因为政策打压而减少的房地产投资：假定政府 2011 年 1000 万套保障性住房开工建设，则新增建设面积 $420 \text{ 万套} \times 60 \text{ 平米/套} = 2.52 \text{ 亿平米}$ ，相当于 2010 年房地产新开工面积 16.7 亿平米的 15%。在气温回升之后，房地产项目的大量开工将带动钢材需求的复苏。

从机械、汽车行业看，10%的增长是比较保守的估计。而因为高端装备制造业在中国经济的转型过程中具有突出作用，十二五规划明确将其列为七大战略性新兴产业之首，机械行业对于钢材尤其是特钢产品需求增长应该在 15%以上。

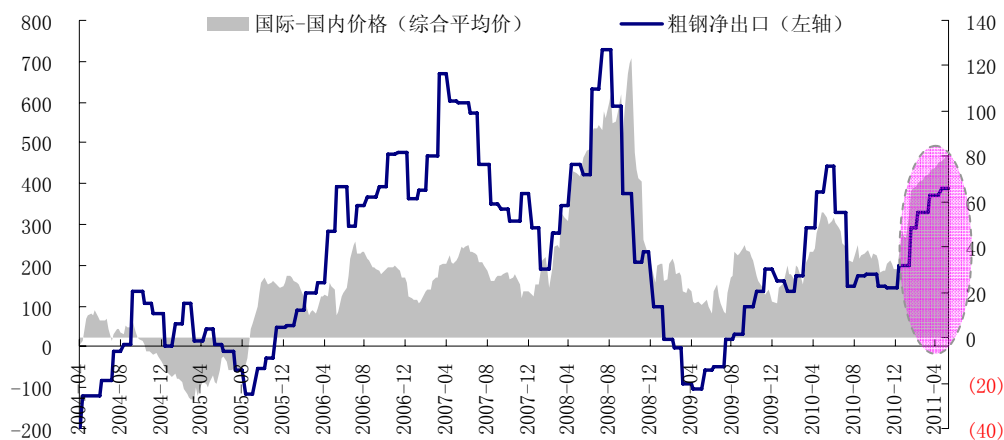
外需或超预期：国际大宗商品价格的上涨和原材料产地的极端气候推高国际钢厂成本，从 2011 年初以来，CRU 国际钢价上涨 23%，其中北美地区涨 31%、欧洲涨 21%、亚洲涨 19%。而国内普碳钢价格仅上涨 5%左右（200 元/吨以上），国内钢材价格优势进一步体现，考虑到出口订单 2-3 月的交货周期，钢材出口或在 3、4 月有明显提升。

国内钢材价差的扩大将促进钢材出口。从历史数据看（图 2），钢材直接出口基本和国内外价差呈正相关关系，2005 之前国内钢价略高于国际，粗钢为净进口；在 2008 年国内钢价显著低于国际价格时，粗钢净出口数据也达到了峰值。近期国际钢价的快速攀升已经体现为现货市场上外盘询价的增多，如果持续，将带来国内钢材出口订单的超预期。

图 1：国内钢价竞争力逐步显现



资料来源：东方证券研究所

图 2：国内钢材出口订单或超预期


资料来源：东方证券研究所

澳大利亚昆士兰地区洪水影响约 9800 万吨焦煤产量，占全球年海运焦煤供应的 37% 左右，这使得国际焦煤价格大涨，不过对国内焦煤价格影响相对有限：我国炼焦煤进口集中于澳大利亚、蒙古、俄罗斯，1-11 月从澳大利亚进口焦煤 1586 万吨，占国内总需求量的近 4%，所以国内钢价涨幅明显低于国际。

按照澳新银行的估计，在大概约三个月内，总的煤炭出口量估计将减少 1800 万吨，即每个月将减少 600 万吨焦煤出口，我们不妨以此作为我们对澳洲洪水影响焦煤出口的中性假设，这意味着全球大约减少 1200 万吨生铁或约等于粗钢产量（假设没有电炉炼钢替代），因为中国钢厂焦煤基本自给，我们假设 60% 国际市场的钢材需求缺口由国内供应，那么在 4 月份国内略微供过于求的局面将被打破，由此带来了国内市场约 600 万吨钢材的需求缺口。考虑到出口订单的滞后，国际需求或可能和国内的需求旺季重合，刺激钢价上涨和企业盈利的提升。（见下表）

表 1：澳洲焦煤出口减少数量假设

	每月减少焦煤出口	全球每月生铁产量减少	中国每月新增出口订单
悲观假设	900	1800	1080
中性假设	600	1200	720
乐观假设	300	600	360

资料来源：东方证券研究所

表 2：基于中性假设的中国钢铁供需改善分析

万吨	产量	净出口	供给合计	实际消费量	供需平衡
2010-10	5030	177	4853	4853	0
2010-11	5017	148	4869	4869	0
2010-12	5152	146	5007	5007	0
2010 平均	5189	226	4963	4963	0
10-01E	5239	226	5013	4960	53
10-02E	4732	226	4506	4480	26
10-03E	5239	226	5013	4960	53
10-04E	5310	946	4364	4980	(616)
10-05E	5487	946	4541	5146	(605)
10-06E	5310	946	4364	4980	(616)

资料来源：东方证券研究所

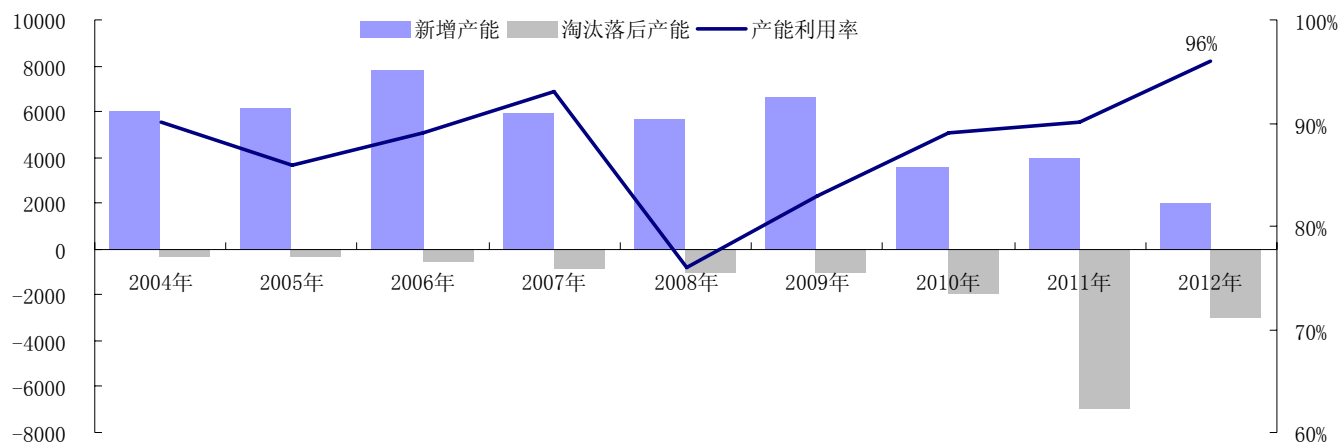
淘汰落后产能值得期待 供需改善

限电减产的强力执行彰显政府节能减排的决心，使得 2011 年淘汰落后任务更有可能完成。2011 年 1 月 26 日，工信部、国家发改委、能源局、环保部等 18 个部委近日联合发布文件，要求地方政府最迟在每年 2 月底前上报当年淘汰落后产能的任务目标，对于全年未完成任务的地区，相关部门将暂停对项目的核准和审批。

2010 年钢铁行业落后产能任务炼铁 3000 万吨，炼钢 825 万吨在政府的公示压力下基本完成，2011 年淘汰目标约 7000 万吨产能，即淘汰 400 立方米及以下炼铁高炉，淘汰 30 吨及以下炼钢转炉、电炉。相当于当前产能约 10%，淘汰力度明显加大，此次通知进一步规定了淘汰落后的时间节点，使得我们对政府落后产能淘汰工作完成更具信心。

如果淘汰落后产能能够严格执行，2012 年行业供需将再度紧张。

图 3：假设淘汰落后产能的严格执行，2012 年行业供需将再度紧张

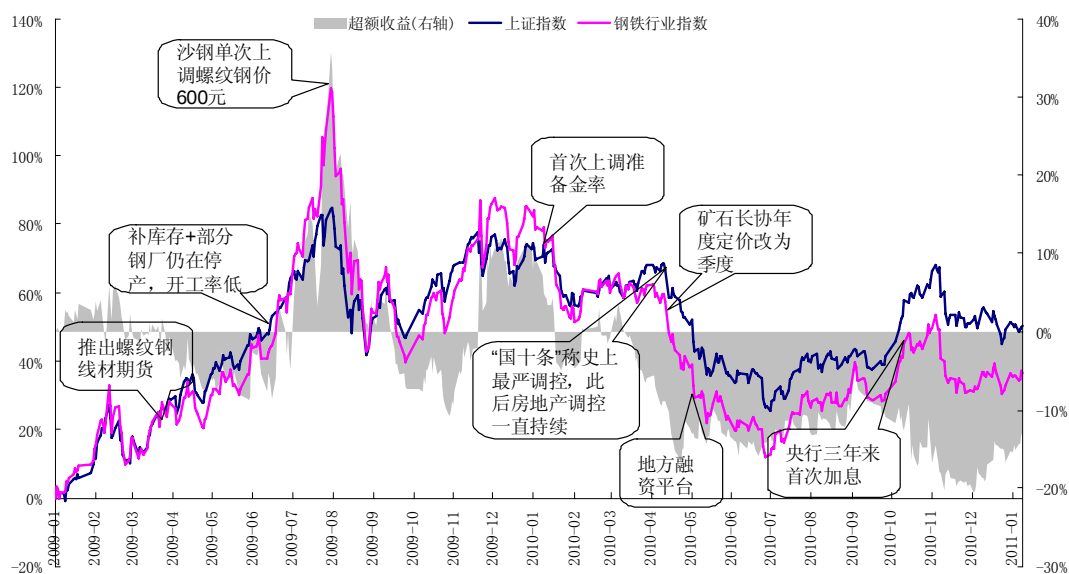


资料来源：东方证券研

周期位置：行业处于周期近底部区域，在悲观情景下下行空间已不大

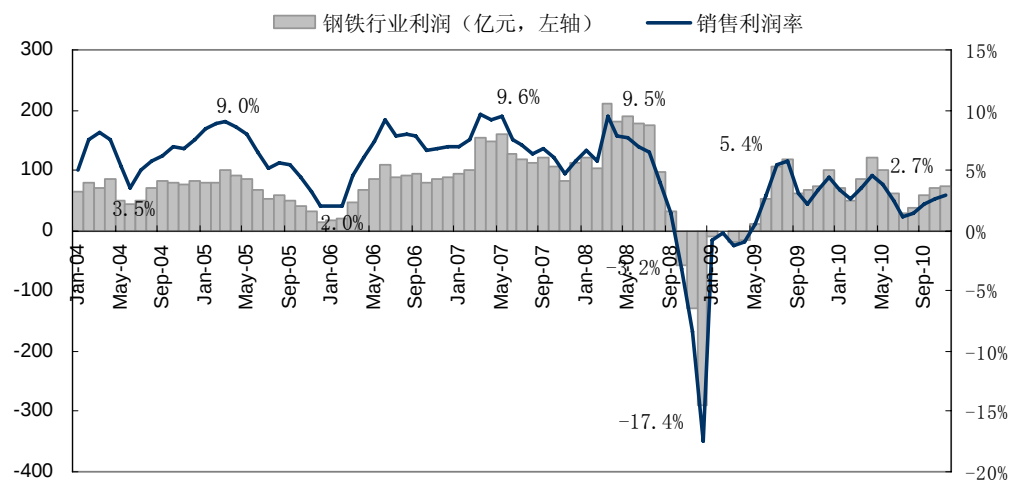
目前行业处于周期近底部区域：1) 股价表现已经反映行业主要负面预期（见图 4）；2) 从盈利看，行业盈利处于周期底部（见图 5、6、7）除非再次出现 08 年金融危机的情况，否则行业盈利大幅下降的可能很小。

图 4：股价表现已经反映行业主要负面预期



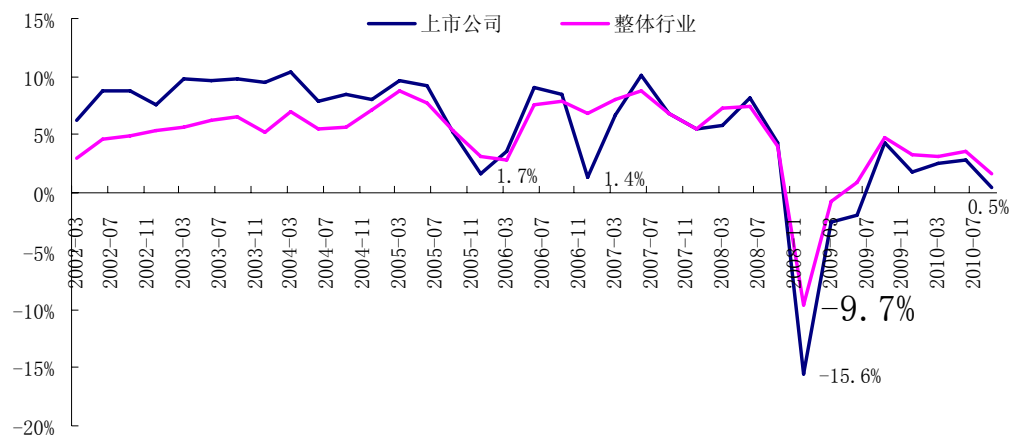
资料来源：东方证券研究所

图 5：行业盈利处于周期底部



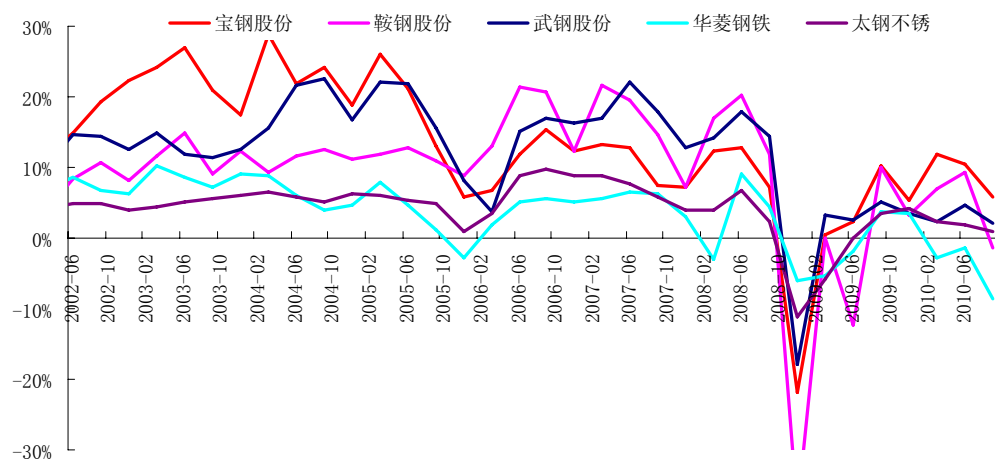
资料来源：东方证券研究所

图 6：行业盈利处于周期底部



资料来源：东方证券研究所

图 7：代表性上市公司盈利处于周期底部



资料来源：东方证券研究所

估值：目前股价已接近反映行业悲观预期

按照宝钢 6.3 元的股价、9.8% 的加权平均资本收益率来测算，宝钢隐含的吨钢利润为 364 元，远低于历史平均的吨钢利润 715 元，仅略高于最低点 09 年的 311 元/吨的水平，考虑 08-09 年金融危机下订单剧烈下滑和库存跌价损失的非常态和特殊性，市场对宝钢盈利水平的假定已经具备安全边际。

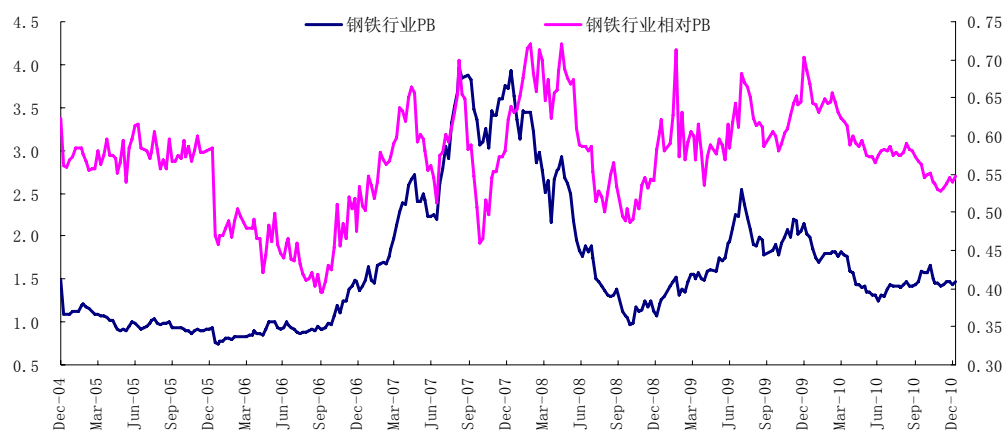
按照宝钢与行业吨钢利润差侧算：宝钢 6.3 元的股价隐含的行业吨钢利润为亏损-133 元，远远低于行业历史平均的 218 元，也低于行业历史最低点的 121 元。这也间接验证宝钢股份股价已经具备足够的安全边际。

表 3：估值：目前股价已接近反映行业悲观预期

	绝对 PB				相对 PB			
	平均	最低	目前	目前/平均	相对 PB	最低	目前	目前/平均
行业平均	0.57	0.40	0.55	-3.8%	0.57	0.40	0.55	-3.8%
宝钢股份	1.53	0.87	1.12	-26.4%	0.52	0.39	0.42	-20.2%
鞍钢股份	1.66	0.77	1.07	-35.6%	0.57	0.38	0.40	-30.6%
武钢股份	2.21	0.67	1.23	-44.1%	0.72	0.30	0.46	-36.6%
华菱钢铁	1.15	0.64	0.76	-33.6%	0.42	0.23	0.28	-32.3%
太钢不锈	2.05	0.34	1.46	-28.6%	0.65	0.20	0.54	-17.1%
河北钢铁	1.72	0.60	0.91	-47.2%	0.56	0.33	0.34	-39.5%

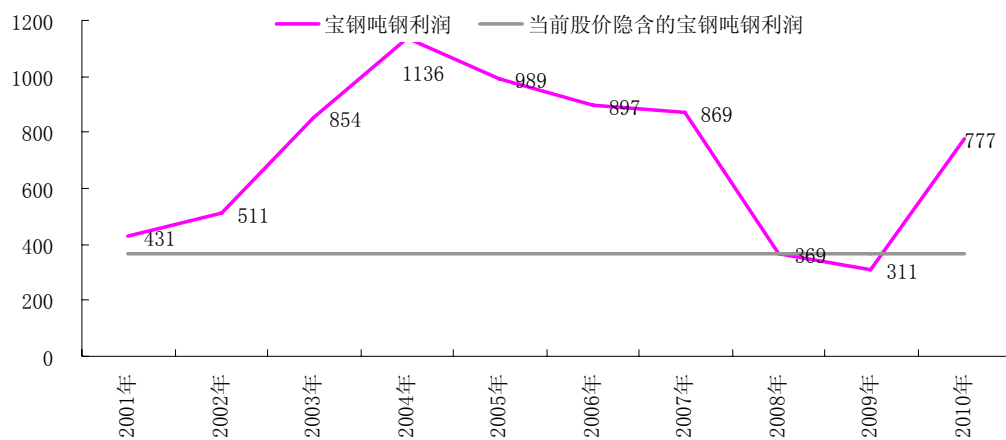
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 8：钢铁行业绝对 PB 和相对 PB



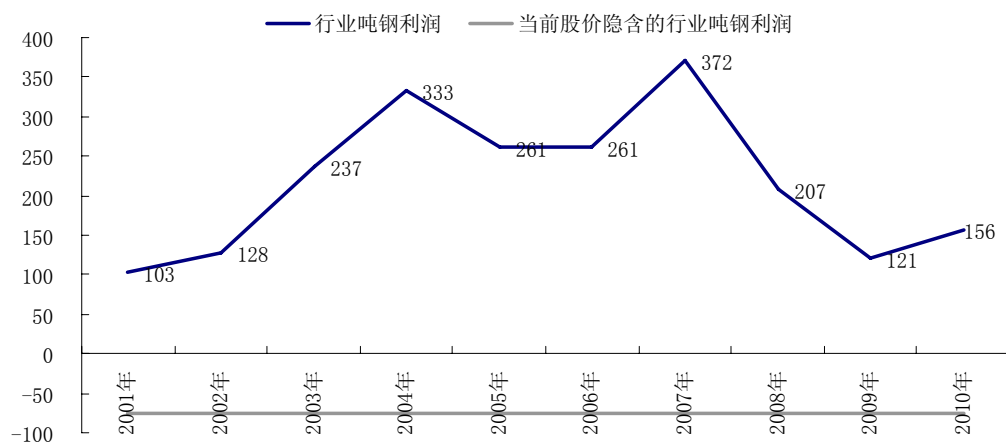
资料来源：东方证券研究所

图 9：宝钢隐含的吨钢利润为 364 元，远低于历史平均的吨钢利润 715 元



资料来源：东方证券研究所

图 10：隐含行业吨钢利润为亏损-133 元，远低于行业平均 218 元，及行业历史最低点的 121 元



资料来源：东方证券研究所

选择优势公司

我们预计 2011 年钢铁行业盈利将小幅改善，因为仍存在整体产能过剩的压力，行业盈利水平仍低于历史平均水平。分产品看，具备高端板材和特钢盈利将继续好于其他产品，在施工旺季建筑钢材预计可以获得阶段性超额利润；分公司看，良好的费用控制是决定盈利重要因素，产业链整合者更能有效的抵消原材料成本上升和价格下降。

基于上述供需基本面和盈利趋势分析，我们维持行业阶段性和结构性投资策略观点。关注钢价上涨带来的钢铁股阶段性补涨和估值修复行情，但钢铁股的持续乐观表现仍需等待趋势向上的驱动因素。重点推荐主要基于产品优势和成本优势属性公司，重申推荐宝钢股份、大冶特钢、凌钢股份、八一钢铁、新兴铸管、ST 钒钛。

中长期看，随着铁矿石供需形势的改善和行业兼并重组后集中度的提高，行业利润率有望恢复至历史平均水平。

表 2：公司估值与评级

公司名称	评级	股价	EPS		P/E		P/B		ROE	
		最新	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E
宝钢股份	买入	6.99	0.33	0.73	21.2	9.6	1.3	1.2	6.2%	12.9%
鞍钢股份	增持	7.82	0.13	0.26	62.1	30.1	1.1	1.1	1.8%	3.6%
武钢股份	增持	4.47	0.17	0.25	25.7	17.9	1.3	1.3	5.1%	7.0%
大冶特钢	买入	17.10	0.74	1.25	23.0	13.7	4.0	3.1	17.5%	22.7%
华菱钢铁	买入	3.86	0.04	-0.70	101.6	-5.5	0.7	0.8	0.7%	-14.5%
新兴铸管	买入	9.50	0.73	0.72	13.0	13.2	1.5	1.4	11.7%	10.3%
八一钢铁	买入	9.98	0.14	0.70	71.3	14.3	2.8	2.3	3.9%	16.4%
马钢股份	增持	3.68	0.02	0.21	176.1	17.5	1.1	1.0	0.6%	5.8%
凌钢股份	买入	10.10	0.37	0.77	27.2	13.1	2.7	2.2	9.9%	16.7%

资料来源：东方证券研究所

受益高铁和高端装备制造

核心驱动

- 受益于高铁产业大投资和高端装备制造：公司收入的 34%、17%来自于机械制造业和铁路轴承行业。
- 十二五规划将高品质特殊钢列为战略性新兴产业中需要大力培养扶植的产业，特钢有望迎来新的发展时期
- 公司进入内涵和外延复合增长期，业绩表现优异，P/E 估值具备优势。

投资要点：

- 公司未来将明显受益于高铁快速发展：大冶特钢是国内最大的铁路用渗碳轴承钢供应商（约占 65%），近三年铁路轴承占公司收入 17%，主营利润占比达 21%，另外公司部分弹簧钢也应用于铁路行业，在国内钢铁公司，大冶业务收入与铁路相关性最高
- 公司母公司中信泰富特钢集团轴承钢市占率第一、弹簧钢规格最齐全，档次最高，产量世界第二。目前国内高铁轴承市场被世界轴承业巨头瑞典 SKF、日本 NTN、NSK、德国 FAG 等垄断，而大冶特钢是 SKF、FAG 的主要供应商（每年供应 SKF 轴承钢超过 6 万吨），和 NTN、NSK 也有合作。
- 从成长性看，公司进入内涵和外延复合增长期：1) 特钢仍具备“朝阳”行业的成长性，未来增长空间远大于普碳钢。2) 中信泰富的高效管理公司未来 5 年仍会享有技术创新和产品结构提升带来的内涵式增长。3) 公司新建 12 万吨特冶和锻造产能使之进入外延扩张器，预计 2010—2011 逐步投产，主要应用于航空航天、国防军工、高端模具、高铁、以及风电核电等领域。
- 估值具优势，重申推荐：我们预计 2010—2012 年公司将实现每股收益 1.24 元、1.46 元和 1.86 元，未来三年复合增长率达 22%。综合大冶特钢独特于钢铁行业的盈利模式的稳定性、高端制造业属性、未来良好成长性和高效管理的竞争优势，参考目前钢铁行业估值水平，我们认为大冶的合理 P/E 估值应在 20 倍以上，较 2010P/E 仍有近 50% 的上升空间，目前股价下维持买入评级。

风险因素：

下游订单下降



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 2 月 11 日） 17.1 元

目标价格 20 元

总股本/A 股（亿股） 4.5

A 股市值（亿元） 63

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告发布日期 2011 年 2 月 14 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测 单位：百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5561	7320	8454	9410
同比(%)	-26%	32%	16%	11%
归属母公司净利润	333	560	658	837
同比(%)	66%	68%	18%	27%
毛利率(%)	9%	11%	12%	13%
ROE(%)	16%	22%	22%	23%
每股收益(元)	0.74	1.25	1.46	1.86
P/E (倍)	23.1	13.7	11.7	9.2
P/B (倍)	3.8	3.1	2.5	2.1

相关报告

时间

深度研究——夕阳中的朝阳公司

2010-4-18

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1865	2339	2763	3056	营业总收入	5561	7320	8454	9410
现金	143	256	296	329	营业总成本	5183	6709	7664	8452
应收票据	544	586	676	753	营业成本	5038	6536	7474	8224
应收账款	139	183	211	235	销售费用	27	51	59	66
预付账款	199	261	299	329	管理费用	97	95	110	122
存货	836	1046	1196	1316	财务费用	12	22	17	14
非流动资产	1918	2018	2168	2315	其他经营收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1825	1827	1940	2061	营业利润	379	611	791	958
在建工程	50	150	180	192	营业外收入减支出	2	29	-17	27
无形资产	29	37	42	47	利润总额	380	640	774	985
资产合计	3784	4357	4931	5371	减：所得税	48	80	116	148
					净利润	333	560	658	837
应付项目	1385	1307	1495	1645	少数股东损益	0	0	0	0
付息负债	188	558	418	38	归属母公司净利润	333	560	658	837
短期借款	135	481	325	-76					
长期付息负债	53	77	93	114					
其他负债	167	0	0	0	成长能力				
负债合计	1739	1865	1913	1683	营业收入同比	-26%	32%	16%	11%
所有者权益	2045	2492	3018	3688	EBITA 同比	186%	63%	27%	19%
实收资本	449	449	449	449	归属母公司净利润同比	66%	68%	18%	27%
资本公积	486	486	486	486	利润水平				
留存收益	1109	1557	2083	2753	销售毛利率	9%	11%	12%	13%
少数股东权益	0	0	0	0	销售净利率	6%	8%	8%	9%
负债和权益合计	3784	4357	4931	5371	整体绩效				
					ROE	16%	22%	22%	23%
经营活动现金流	392	301	699	960	ROIC	14%	18%	19%	21%
净利润	333	560	658	837	运营效率				
折旧摊销	143	138	147	156	应收账款周转率	40.2	45.4	42.9	42.1
营运资金变动	-84	-396	-106	-33	存货周转率	7.9	7.8	7.5	7.5
投资活动现金流	-155	-238	-297	-302	偿债能力				
资本支出	-163	-248	-295	-293	流动比率	1.2	1.3	1.5	1.9
长期投资	0	0	0	0	速动比率	0.7	0.7	0.9	1.1
筹资活动现金流	-477	50	-362	-624	EBITA / I	37.8	28.4	48.3	632.6
短期借款	130	346	-156	-401	资产负债率	46%	43%	39%	31%
长期借款	-330	24	16	21	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.74	1.25	1.46	1.86
资本公积	0	0	0	0	每股净资产	4.55	5.55	6.72	8.21
其他	-277	-320	-222	-244	P/E	23.1	13.7	11.7	9.2
现金净增加额	-239	114	40	33	p/B	3.8	3.1	2.5	2.1

资料来源：东方证券研究所

宝钢股份 600019.SH

超预期特质将延续

核心驱动

- 超行业的盈利特质将延续。
- 估值低，股价最具安全边际。

投资要点

- 宝钢股价已经接近反映悲观预期。在悲观、中性和乐观三种情景假设下，通过 DCF 测算宝钢的估值分别是 5.68 元、12.83 元和 23.94 元，目前股价较悲观估值高 10%，较中性低和乐观估值分别低 49% 和 98%。中性假设下风险收益比为 1：11，乐观假设下风险收益比为 1：30
- 隐含吨钢利润已具安全边际。目前股价下宝钢隐含吨钢利润为 364 元，低于历史上多数年份的吨钢利润（略高于 2009 年），远低于历史（2001—2010 年）平均吨钢利润 715 元。
- 行业盈利测算验证宝钢安全边际。基于 2001—2010 年宝钢与行业平均利润差（497 元/吨），宝钢目前股价隐含行业吨钢利润为 -133 元，明显低于行业历史平均吨钢利润 218 元，也明显低于 2001—2010 行业盈利最低点的 122 元/吨（全行业没有年度亏损过）。
- 从工业化阶段看，中国钢铁行业已经从量增发展到质变阶段，普通钢铁产品需求增速将呈下降趋势，而随着我国汽车等高端耐用产品的快速增长和先进设备制造业崛起、中国对高端钢材需求仍有大幅增长空间。定位于高端板材产品的宝钢将是未来行业发展趋势的明显受益者
- 相对于行业平均的低迷，宝钢盈利明显受益于其独特的产品结构和下游订单。我们维持预计 2011、2012 年宝钢将实现每股收益 0.88、1.06 元。目前股价对应 2010、2011 年 PE 分别为 8.9、7.4 倍，PB 分别为 1.1、1 倍。根据 2000 年至今的历史数据，宝钢平均 P/B 为 1.8 倍，P/E 为 14.5 倍，目前宝钢估值较历史平均分别折价 38% 和 41%，维持买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 2 月 11 日） 6.99 元

目标价格 11.40 元

总股本/A 股（亿股） 175

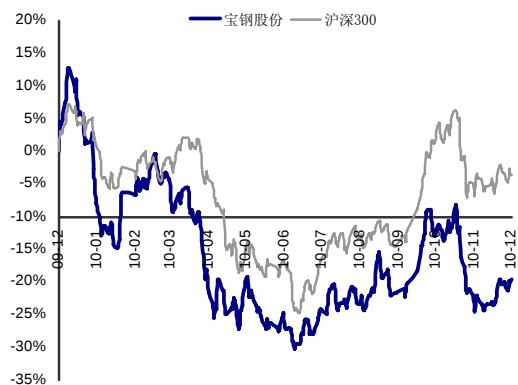
A 股市值（亿元） 1224

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告发布日期 2011 年 2 月 14 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	148525	202739	227377	242861
同比(%)	-26%	37%	12%	7%
归属母公司净利润	5816	12855	15479	18517
同比(%)	-10%	121%	20%	20%
毛利率(%)	9.56%	14.37%	14.04%	13.90%
ROE(%)	6.11%	12.50%	13.80%	15.03%
每股收益(元)	0.33	0.73	0.88	1.06
P/E (倍)	19.6	8.9	7.4	6.2
P/B (倍)	1.2	1.1	1.0	0.9

相关报告

时间

深度研究——重现优势本色

2010-3-7

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	52666	73947	81118	84602	营业总收入	148525	202739	227377	242861
现金	5558	10137	11369	12143	营业总成本	141993	184800	206424	220207
应收票据	6674	9110	10218	10913	营业成本	134332	173608	195461	209105
应收账款	5566	6082	6821	7286	销售费用	1459	2027	2274	2429
预付账款	4099	14275	16072	17194	管理费用	4592	5068	5230	5586
存货	29462	32985	35183	35548	财务费用	1676	2454	1617	1049
非流动资产	148476	141721	129369	114930	其他经营收益	846	729	765	803
长期投资	4338	4555	4782	5021	投资净收益	953	729	765	803
固定资产	115466	119552	110980	100604	营业利润	7378	18668	21719	23458
在建工程	14437	8575	3430	1372	营业外收入减支出	41	-70	-78	2429
无形资产	7872	8110	9095	7286	利润总额	7419	18599	21641	25886
资产合计	201143	215668	210488	199532	减：所得税	1199	4650	5410	6472
应付项目	35389	34722	39092	41821	净利润	6095	13949	16230	19415
付息负债	55712	61351	40430	26225	少数股东损益	279	638	743	889
短期借款	24274	33924	10532	-6630	归属母公司净利润	5816	13310	15488	18526
长期付息负债	31437	27427	29899	32855					
其他负债	8822	9887	11370	65	成长能力				
负债合计	99923	105960	90893	68111	营业收入同比	-26%	37%	12%	7%
所有者权益	101211	109708	119595	131421	EBITA 同比	-25%	143%	11%	5%
实收资本	17512	17512	17512	17512	归属母公司净利润同比	-10%	129%	16%	20%
资本公积	37314	37314	37314	37314	利润水平				
留存收益	40302	48289	57581	68697	销售毛利率	10%	14%	14%	14%
少数股东权益	6082	6593	7187	7898	销售净利率	4%	7%	7%	8%
负债和权益合计	201134	215668	210488	199532	整体绩效				
经营活动现金流	28400	13225	28902	31907	ROE	6%	13%	14%	15%
净利润	6095	13949	16230	19415	ROIC	5%	9%	10%	12%
折旧摊销	13281	14938	13899	12580	运营效率				
营运资金变动	9374	-14939	-461	716	应收账款周转率	27.4	34.8	35.2	34.4
投资活动现金流	-19542	-7454	-782	2663	存货周转率	4.6	6.5	6.7	6.9
资本支出	-18454	-13400	-1167	1664	偿债能力				
长期投资	602	512	537	564	流动比率	0.8	1.1	1.6	2.4
筹资活动现金流	-10151	-1192	-26888	-33795	速动比率	0.4	0.6	0.9	1.4
短期借款	170	9650	-23393	-17162	EBITA / I	4.5	8.3	14.0	22.6
长期借款	-2145	-4011	2472	2957	资产负债率	50%	49%	43%	34%
普通股增加	0	0	0	0	每股指标				
资本公积	508	0	0	0	EPS	0.33	0.76	0.88	1.06
其他	-8685	-6832	-5967	-19590	每股净资产	5.43	5.89	6.42	7.05
现金净增加额	-1293	4579	1232	774	P/E	18.9	8.3	7.1	5.9
					p/B	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：东方证券研究所

新疆产能扩张助力公司发展

核心驱动

- 1) 铸管行业的龙头优势将延续，继续分享中国城市基础设施建设新建和更新改造带来的稳定增长；
- 2) 产品高端化，复合金属管、特钢和锻件等新产品，新领域带来新增长；
- 3) 受益新疆区域，钢铁、矿石和煤炭项目将大幅提升其产业链的竞争力

投资要点：

- 铸管新疆（67%股权）300万吨特钢项目将于今年开工建设（巴州政府网新闻）2013年建成投产。假设吨钢净利润200元（低于金特2010年约300元的吨钢净利润水平），将贡献股份公司约4亿净利润，对应EPS为0.21元。
- 我们看好新兴铸管主要基于三点：1) 积极上游资源战略，公司在新疆和海外的矿石和煤炭项目将大幅提升其产业链的竞争力；2) 公司作为铸管行业龙头优势将延续；3) 在传统铸管+螺纹钢优势的基础上，公司正致力于发展复合管、核电用管、特钢和锻件等新产品，新领域带来新增长。
- 鉴于投资项目仍有不确定性以及对盈利短期影响有限，我们暂时维持原有预测。即公司2011/2012/2013年EPS分别为0.83、1.04、1.43元，未来三年复合增长率为26%，目前股价对应2011年、2012年PE分别为10倍、8倍，远远低于03年以来平均18倍PE的水平。维持买入的投资评级。

风险因素：

新疆资源开发的不确定性



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 x 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

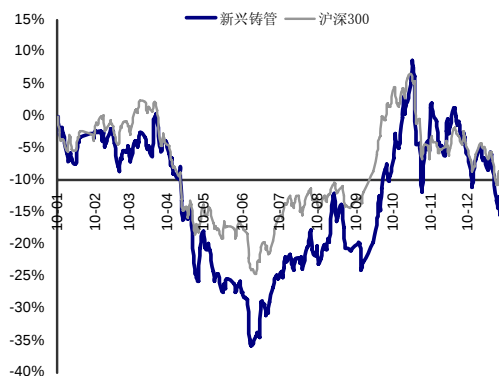
xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2011年2月11日）	9.5元
目标价格	13元
总股本/A股（亿股）	19.17
A股市值（亿元）	155
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2011年2月14日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	25188	27251	31584	37111	
同比(%)	23%	8%	16%	18%	
归属母公司净利润	877	1059	1227	1540	
同比(%)	72%	21%	16%	26%	
毛利率(%)	11%	10%	12%	11%	
ROE(%)	9%	11%	11%	13%	
每股收益(元)	0.69	0.72	0.83	1.04	
P/E (倍)	12.2	11.7	10.1	8.1	
P/B (倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	

相关报告

时间

深度研究——新战略 新起点

2010-10-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	12296	11839	13037	15660	营业总收入	25188	27251	31584	37111
现金	4094	2725	3158	3711	营业总成本	23922	26009	30013	35513
应收票据	3823	4136	4794	5632	营业成本	22352	24545	27783	32975
应收账款	1181	1545	1570	1896	销售费用	828	899	1042	1225
预付账款	724	1782	1849	2325	管理费用	451	386	458	539
存货	2370	2900	3114	3796	财务费用	94	109	650	681
非流动资产	5684	6239	21188	21861	其他经营收益	28	16	8	0
长期投资	165	165	165	165	投资净收益	28	16	8	0
固定资产	4655	5093	19898	20782	营业利润	1294	1259	1579	1598
在建工程	549	720	835	557	营业外收入减支出	56	95	-11	371
无形资产	223	241	279	328	利润总额	1350	1354	1569	1969
资产合计	17980	18078	34226	37521	减：所得税	299	203	235	295
					净利润	1051	1151	1333	1674
应付项目	5572	6465	7122	8569	少数股东损益	174	92	107	134
付息负债	2206	1610	16247	17017	归属母公司净利润	877	1059	1227	1540
短期借款	2156	-2674	11595	11903					
长期付息负债	50	4284	4652	5114					
其他负债	361	8	2	3	成长能力				
负债合计	8140	8083	23371	25589	营业收入同比	23%	8%	16%	18%
所有者权益	9681	9995	10854	11932	EBITA 同比	93%	3%	70%	3%
实收资本	1475	1475	1475	1475	归属母公司净利润同比	72%	21%	16%	26%
资本公积	4723	4723	4723	4723	利润水平				
留存收益	3056	3798	4656	5734	销售毛利率	11%	10%	12%	11%
少数股东权益	426	0	0	0	销售净利率	4%	4%	4%	5%
负债和权益合计	17820	18078	34226	37521	整体绩效				
					ROE	9%	11%	11%	13%
经营活动现金流	1791	728	3058	3077	ROIC	10%	10%	7%	7%
净利润	1051	1151	1333	1674	运营效率				
折旧摊销	558	662	1400	1463	应收账款周转率	23.8	20.0	20.3	21.4
营运资金变动	210	-1069	333	-60	存货周转率	10.5	10.3	10.5	10.7
投资活动现金流	-917	-1201	-16341	-2136	偿债能力				
资本支出	-895	-1289	-16357	-2118	流动比率	1.6	3.1	0.7	0.8
长期投资	6	16	8	0	速动比率	1.3	2.4	0.5	0.6
筹资活动现金流	858	-2258	13499	-664	EBITA / I	#DIV/0!	20.3	3.4	3.3
短期借款	-30	-4830	14269	308	资产负债率	45%	45%	68%	68%
长期借款	-26	4234	368	462	每股指标				
普通股增加	300	0	0	0	EPS	0.69	0.72	0.83	1.04
资本公积	3093	0	0	0	每股净资产	6.28	6.78	7.36	8.09
其他	-2479	-1662	-1138	-1434	P/E	13.0	12.5	10.8	8.6
现金净增加额	1731	-2731	217	276	p/B	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-2-13)



资金流向

(截止2011-2-13)



资金流向

(截止2011-2-13)



资金流向

(截止2011-2-13)



注: 超级资金(>50万股或100万元): 体现了超大户或者机构当日的净买卖方向;
散户资金(<1万股或5万元): 体现了散户当日的净买卖方向;
当日净量: 红柱为净买入, 绿柱为净卖出, 数值为当日净量占流通盘的百分比;
60日累计: 当日净量的60日累计值;
10日均值: 60日累计线的10日平滑。

资料来源: 益盟, 东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn