

钢铁

2010年3月17日

南钢股份(600282) 当前股价: 5.26 目标价: 5.40

资产注入 业绩有望大幅提升

投资要点:

● 公司中厚板在行业中享有较高知名度和美誉度,拥有稳定的高端客户,是公司的核心业务和主要利润来源。2009年公司船板产量达155万吨,同比增长4%,产销量居行业前列,具有较强的区域竞争优势。随着南钢发展钢铁资产整体注入后,关联交易基本消除,公司可以分享炼铁环节利润,进而提高中厚板的盈利能力。

● 宿迁金鑫生产船用球扁钢、角钢和L型钢等船用型钢产品。球扁钢毛利率较高,经济效益目前可达普通中型材的1.5~2倍以上,并且有相对稳定的市场需求。2008年宿迁金鑫生产钢材12.9万吨,净利润率高达18%。预计2010年宿迁金鑫可以实现40万吨产能,能带来可观的经济效益,是公司新的业务亮点和利润增长点。

● 当前钢铁行业产能严重过剩,粗放扩张式发展已受到限制,公司未来业绩将更多来自内生性增长。2010年公司定向增发完成后,产能得到提高,产品结构得以丰富,生产成本大幅降低,公司业绩将得到改善和提高。公司是中等规模的钢铁企业,在国家鼓励钢铁企业兼并重组做大做强背景下,公司具备一定的想象空间

● 预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.08 元、0.27 元、0.29 元。参考 2010 年国内主要钢铁企业预测 PE 均值,给予公司 2010 年 20 倍 PE。结合公司 2010 年业绩,对应股价为 5.40 元,给予公司“观望”评级。

研究员: 印晓明

执业证书编号: S0570209090337

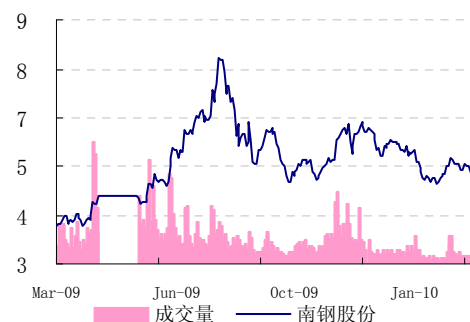
电话: 025-84784691

E-mail: yxmwq@sina.com

地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 观望

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	168480.00
流通A股(万)	168480.00
52周内股价区间(元)	3.68-8.6
总市值(亿)	88.62
总资产(亿)	111.66
每股净资产(元)	2.59

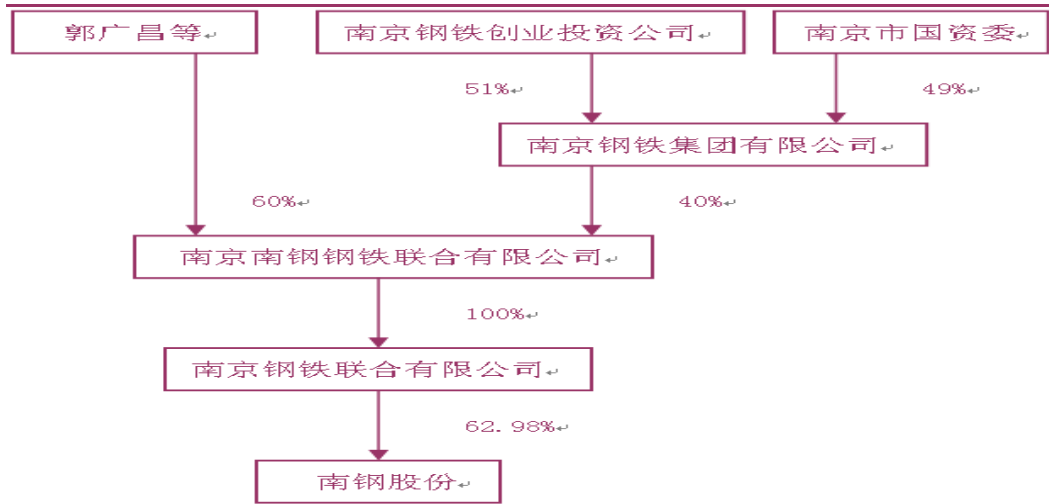
主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿)	283.54	225.84	295.72	310.47
+/-%	28.86	-20.35	30.94	4.99
净利润(亿)	1.23	1.42	10.56	11.08
+/-%	-88.05	15.45	643	4.92
EPS(元)	0.07	0.08	0.27	0.29
P/E	71.93	65.6	19.4	18.1

一、公司基本概况

南钢股份是从事黑色金属冶炼及压延加工的中等规模的上市公司。公司由南钢集团公司联合中国第二十冶金建设公司等四家企业于 1999 年 3 月共同发起设立,同年 9 月在上海证交所上市。2003 年 3 月,南钢集团公司与复星集团公司、复星投资等公司共同发起设立南钢联合公司,同年 7 月,南钢集团公司将其持有的南钢股份 70.95%的股权过户给南钢联合公司,南钢联合公司成为南钢股份的控股股东。郭广昌为公司实际控制人。目前公司正在实施定向增发,收购南钢发展 100%股权,实现原南钢联合钢铁主业资产整体上市。

图1: 公司股权结构



资料来源: 华泰证券研究所

二、公司主营业务分析

2.1 公司产品结构

公司产品有中厚板(卷)、中板、钢带以及棒材等四大类产品,核心产品包括船体用结构钢、管线钢板、桥梁板、石油储罐钢板、结构钢板等,应用于桥梁、船舶、汽车、机械、石油储备、石油天然气管道等领域。中板及中厚板以下统称为中厚板。

表 1: 产品种类

产 品	种 类
中 板	碳结构板、船体结构钢板、普通低合金钢板、压力容器用钢板、锅炉用钢板、桥梁用钢板、优质碳素结构钢板
中厚板卷	汽车用热轧钢板、集装箱用钢板、耐候用钢、船舶用钢、钢结构用钢及工程机械用钢
棒 材	热轧带肋钢筋, 优碳圆钢、合金结构钢、弹簧用钢、锚链圆钢
钢 带	碳素结构钢、低合金结构钢、优质碳素结构钢、合金结构钢、碳素工具钢、弹簧钢

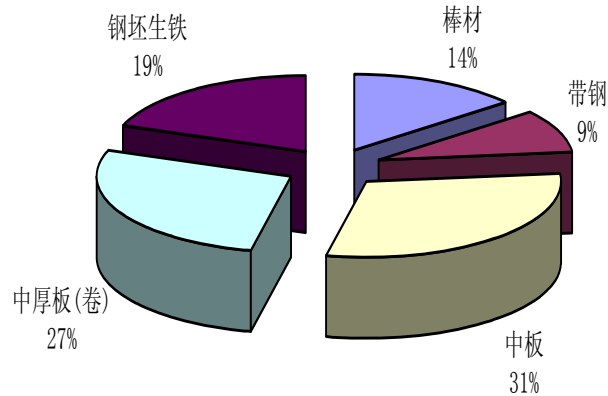
资料来源: 华泰研究所

2.2 中厚板是主要收入和利润来源

2004年9月,公司在国内率先建成宽中厚板(卷)生产线,该生产线采用国际新兴的“中等厚度宽板坯连铸卷轧”生产中厚度板(卷)工艺技术,具有高生产效率、高产品质量、

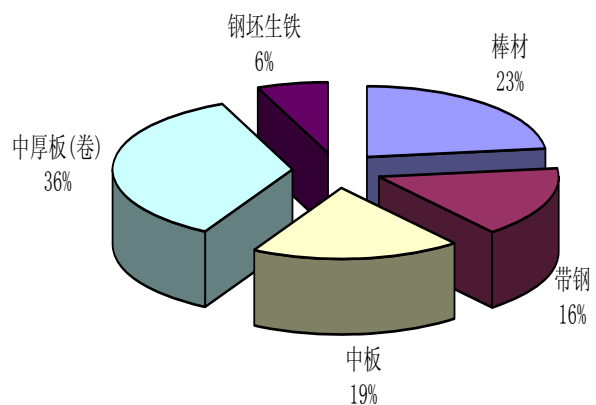
高成材率和低能源消耗、低成本的优势，具有很强的市场竞争力。2007-2008年中厚板主营业务收入年均增长超过40%。2008年中厚板收入贡献约占公司主营业务收入的60%，毛利贡献超过90%。从2009年中期来看，公司中厚板销售价格及毛利率均下降，但毛利贡献仍然占到50%。近年来，国内中厚板品种在经历一轮产能快速扩张之后，毛利率呈下降趋势。随着市场需求回暖以及公司关联交易的消除，预计2010年公司中厚板毛利率有所回升。

图 2： 2009H 公司产品收入比例



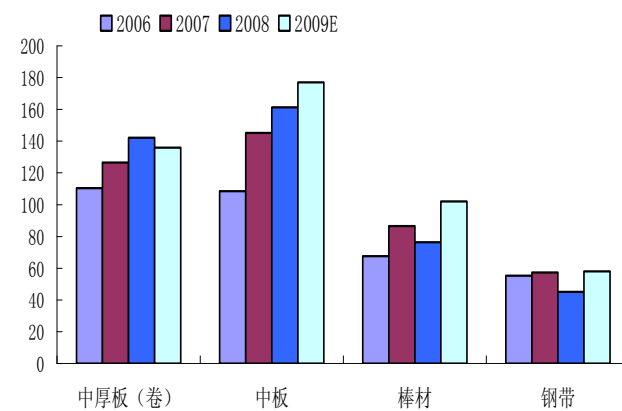
资料来源：华泰证券研究所

图 3： 2009H 公司产品毛利贡献比例



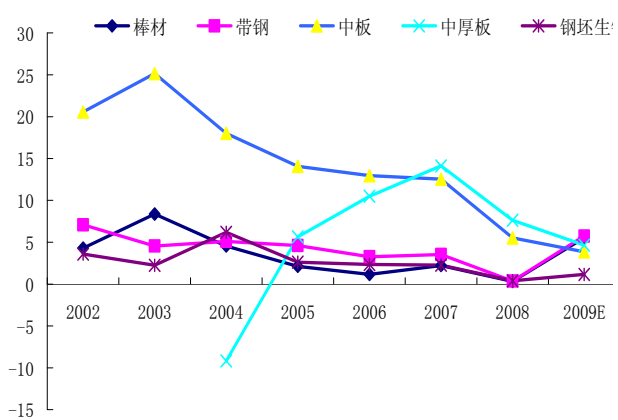
资料来源：华泰证券研究所

图 4： 近年公司产品产量（万吨）



资料来源：华泰证券研究所

图 5： 公司产品毛利率（%）



资料来源：华泰证券研究所

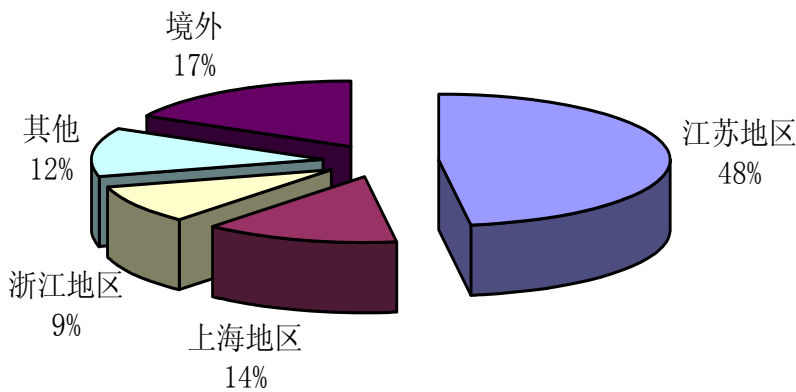
2.3 公司竞争优势

装备和技术优势 公司装备和技术工艺水平处于同行先进地位，在铁前、热轧方面具备国内先进水平，炼钢、自动控制以及信息技术达到国际先进水平。公司拥有30项国内、国际先进技术和专利，生产的管线钢板、船体结构用钢板、石油储罐钢板、汽车用钢等产品已进入高端市场。2008 年开发了八大系列37个钢种，《低碳贝氏体高强度钢板Q690D/Q690E 研制开发》、《炉卷轧机生产高级别X100 管线钢工艺研究及产品开发》、《石油储罐用N610E（12MnNiVR）调质高强度钢板关键技术研究及产品开发》、《高速铁路弹簧钢技术开发》等通过了鉴定，其中2个项目达到国际领先水平。

高端客户群体优势 公司长期培育的“双锤”品牌在行业中享有较高知名度和美誉度，拥有稳定的高端客户，借助跨国公司的全球采购平台和供应网络行销世界各地。公司的主要客户有：世界最大的港口机械制造商——振华港机；全球风电领域巨头——GE、维斯塔斯、西门子和Gamesa 公司；世界最大的造船厂——韩国现代重工造船厂；世界最大的游轮造船企业——芬兰阿克船厂。公司还与新加坡吉宝公司，以及中石化、中石油、中海油、中船国际、中化国际等建立战略伙伴关系。

区位优势 公司地处华东，是我国经济最发达的地区。主要生产设施毗邻铁路、公路及水路，在采购原材料及产品交付运输方面有一定的物流优势。华东地区加工制造业发达，是国内最主要的钢材消费区域，集聚了一批大型造船企业及机械装备制造制造商，为公司产品提供了广阔的市场。

图 6： 2008 年主营业务分地区情况



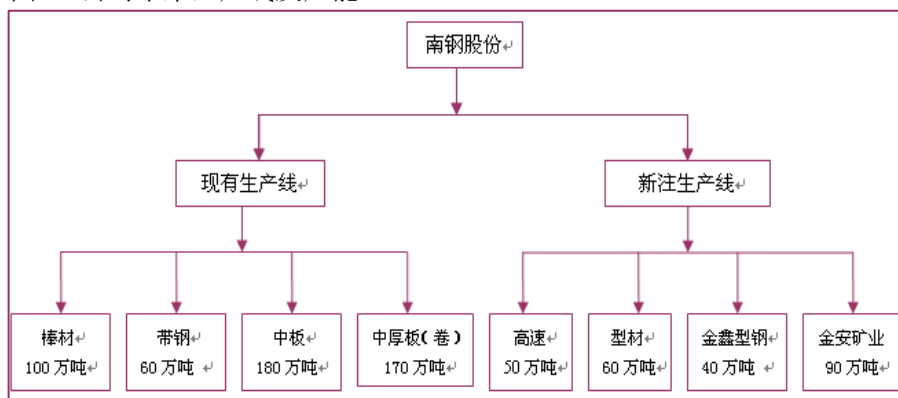
资料来源：华泰证券研究所

三、钢铁资产注入 盈利将明显改善

3.1 钢铁资产整体上市方案

公司拟向南京钢联增发21.7亿股，以收购其持有的南钢发展100%股权。交易完成后，南钢联合下属从事钢铁生产、钢铁销售、原材料供应以及提供配套服务的钢铁主业资产将进入公司，公司将具备年产650万吨钢、615万吨材的综合生产能力，成为一家集炼焦、烧结、炼铁、炼钢及轧钢于一体的产品种类较为齐全的钢铁企业。

图7： 公司未来生产线及产能



资料来源：华泰证券研究所

3.2 目标资产概况

交易目标资产是南钢发展的主要产品线材、棒材（>50mm）和型钢三大类产品以及安徽金安矿业等资产。核心产品包括普碳线材、优碳线材、合金焊丝钢、钢帘线钢、轴承钢、弹簧钢、齿轮钢、锚链钢、船用球扁钢等。

中型轧钢厂2008年7月完成了大规模技术改造，现有Φ850轧机生产线一条，定位于生产Φ50-Φ180mm规格的特殊钢棒材产品，主要应用于汽车用钢，电站锅炉用超临界锅炉管坯钢，石油开采行业用油井管坯、石油钻杆、钻铤管坯、海上石油钻井平台用系泊链用钢及机械加工行业用轴承钢、弹簧钢等合金钢系列产品，年产能力60万吨。

宿迁金鑫 主要产品为船用球扁钢、角钢和L型钢等船用型钢产品以及军品型材。球扁钢是一种主要应用于造船和造桥领域的中型材，其中船用球扁钢是造船用辅助中型材。近年来，随着造船业的发展，船用球扁钢需求旺盛。一般较大的船只和正规的船舶在设计时主船体大多选用船用球扁钢，采用与相连板材相同厚度与材质的球扁钢作骨材。生产球扁钢的经济效益目前可达普通中型材的1.5~2倍以上，并有相对稳定的市场需求，最大障碍是规格多、批量小、产量低。规格不全难以占领市场，规格全，轧机和轧辊投入较大。国内球扁钢生产规模较大的有邢台吉泰、宿迁金鑫、常熟龙腾。2008年宿迁金鑫生产钢材12.9万吨，其中高附加值产品占总产量96.5%，净利润率达18%。2009年6月搬迁至宿迁市宿豫经济开发区，2010年达到40万吨产能。该公司2008年、2009年1-9月分别实现营业收入77,931.86万元、20,286.72万元，净利润14,719.57万元、557.57万元。预计宿迁金鑫完全达产后可以带来可观的经济效益，是公司新的利润增长点。

高速线材厂拥有一条从意大利达涅利公司引进，采用无扭轧制、生产过程计算机控制、控温轧制和控制冷却、在线检测等先进技术的高速线材生产线，可生产低碳钢、中碳钢、高碳钢、合金结构钢、弹簧钢、冷镦钢、焊条钢、钢纤维钢、钢帘线钢、易切削钢等14个系列50多个牌号200多个品种的光面线材和螺纹钢线材。2008年、2009年1-9月，高速线厂分别产材47.87万吨、44.02万吨。

金安矿业矿区面积4.679平方公里，铁矿石地质储量8600万吨，地质品位28%左右，为单一磁铁矿，硫、磷等有害元素含量低、易于选取。金安矿业已取得《采矿许可证》。金安矿业矿石年采选能力已达200万吨，目前该矿正在扩产改造，将形成年采选300万吨能力。2008年、2009年1-9月精矿粉（精矿粉品位67%）产量分别为63万吨、60万吨。自产铁精矿仅相当于公司需求量的10%。2008年、2009年1-9月公司分别实现营业收入83,560.77万元、41,091.50万元，净利润50,344.46万元、7704.81万元。预计金安铁矿达到年采选300万元原矿时，按比例计算可产出83.62万吨精矿。公司年产650万吨钢，若不计炼钢过程加入的废钢，全部以生铁量计算铁精矿，则需要 $650 \times 1.6 = 1040$ 万吨铁精矿。金安矿业83.62万吨自产铁精矿仅相当于需求量的8%，但可以缓解铁矿石价格上涨带来了成本上升压力。

表 2: 主要原料来源

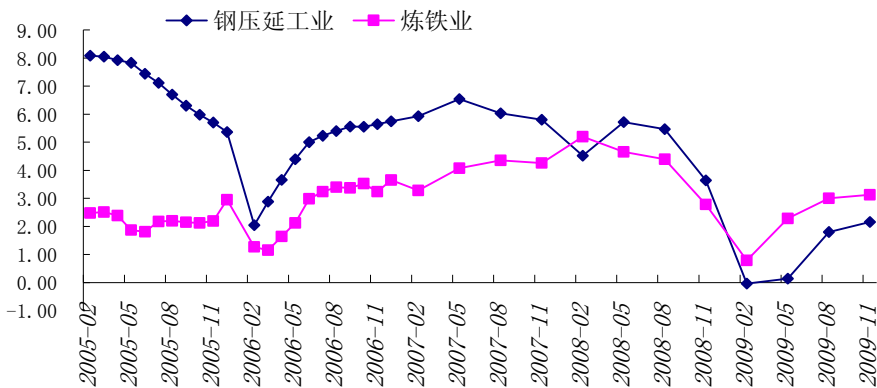
原料	主要供应商名称	采购实现方式
铁	国际: 澳大利亚力拓、必和必拓、巴西淡水河谷、南非库博	长期供货协议
矿	国内: 韦岗铁矿、梅山铁矿、冶山铁矿	
石	国内: 金安矿业	南钢发展持有 100% 股权
煤	枣庄矿业、山西焦煤集团、河南神火煤电、淮北矿业、重庆南桐矿业	长期供货协议
焦炭	临涣焦化股份有限公司	直接持有 14% 股权
废钢	江阴市海江废金属加工公司、江苏启益物资回收公司	长期供货协议
合金	中钢吉铁、西保冶材、栾川洛钼	长期供货协议

资料来源: 华泰证券研究所

3.3 关联交易消除 盈利能力提高

原南钢联合2008年生产粗钢574万吨、生铁514万吨、钢材519万吨, 位列中国钢铁企业2008年产量排名第21名。在中钢协公布的2009年1-9月份全国500万吨钢以上规模钢铁企业主要经济指标排名中, 经济效益综合指数、全员劳动生产率、资本产出率3项指标名列第一。钢铁资产整体经营状况良好。南钢发展钢铁资产注入之后, 公司最大的改善来自炼铁环节关联交易的消除, 可以分享炼铁环节利润, 进而提高公司整体盈利能力。

图 8: 钢压延加工业与炼铁业销售利润率 (%)



资料来源: 华泰证券研究所

我们认为南钢发展钢铁资产注入后, 公司业绩的提升主要来自关联交易中委托加工费的取消。目前公司与南钢联主要的关联交易:

铁水委托加工

中厚板卷厂新区炼铁厂2座高炉(1座为2500 m³, 1座为2000 m³)均属于南钢联, 公司与南钢联签订委托加工协议, 主要原材料均由公司提供, 委托南钢联炼铁新厂加工铁水、焦炭, 其所生产的铁水、焦炭全部按市场价格水平供应给公司, 产成品价格与原料成本之差额即公司向南钢联支付的委托加工费。

部分板坯和球团矿委托加工

中厚板卷厂新区有2座120T的转炉, 公司与南钢联各1座, 公司委托南钢联转炉加工钢坯后供应给公司。老厂区五座小高炉(3*350m³、2*300m³)均属于公司, 主要原材料由公司提

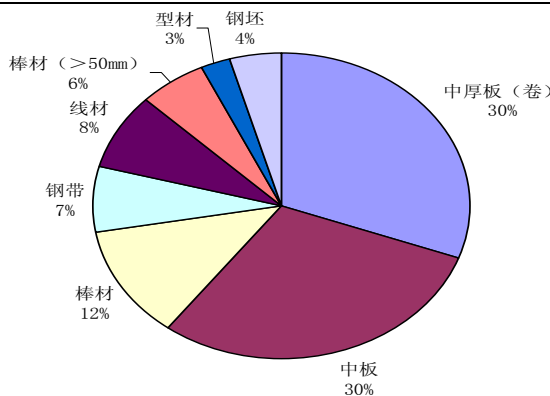
供，委托南钢联加工成球团矿后供应给公司，产成品价格与原料成本之差即公司向南钢联支付的委托加工费。

这里主要考虑铁水委托加工费。按公司生铁产量514 万吨计算，假设老厂区小高炉铁水产量为220万吨，则公司需向南钢联炼铁新厂购买铁水294万吨，即公司须支付南钢联294万吨的铁水委托加工费用，考虑到目前生铁市场价格、铁矿石和焦炭等原材料成本以及高炉炼铁成本，保守预计整体上市关联交易取消后，公司自行炼铁的成本将至少下降140元/吨，即公司将节约成本：294万吨*140元/吨=41160万元，从而提高了公司盈利能力。

3.4 未来公司中厚板仍占主导地位

公司现有3250mm炉卷轧机和2800mm四辊可逆式轧机各1套，中厚板产能可以达到350万吨/年。南钢发展钢铁资产整体注入公司后，按照08年分产品销售收入计算，中厚板仍然占到总收入的60%左右。钢铁资产整体上市后，中厚板收入比重较大，仍然是公司的核心业务及主要利润来源。

图 9： 公司定向增发后产品收入比重



资料来源：华泰证券研究所

四、中厚板市场分析

4.1 中厚板产能扩张 产量负增长

目前我国大型宽幅生产线，成套设备引进过多，脱离了市场需求。2009年9月与2003年产能相比，中厚板生产线产能达到6783万吨，增加了204%。国内扁平材产能不断扩大，而品种钢产量的同步增加却有限。2009 年，全国钢材产量为69243.72 万吨，同比增长18.50%。22个钢材品种中，有20个品种有所增长，其余2个品种出现负增长。负增长的品种分别是：中板3487.58 万吨、同比下降2.69%；厚钢板1874.86万吨、同比下降3.19%。预计随着行业利润迅速下降，以及政府对钢铁行业的整合，新产能投放速度开始逐步放缓。

表 3:近年中厚板投产产能(万吨)

单位	投产日期	轧机组成	产能
浦钢罗泾	2008.3	4200mm 四辊粗轧、精压	160

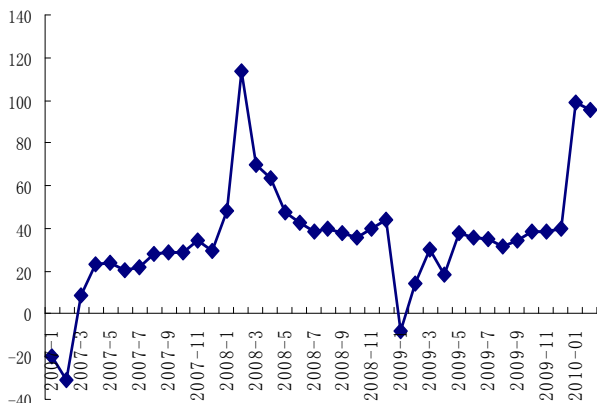
江苏南通海门	2008.4	2350mm 三辊/2350mm 四辊	100
飞达二线	2008.5	2800mm 四辊双机架	120
普阳二期	2008.6	3200mm 四辊双机架	140
唐山中厚板	2008.7	3500mm 炉卷	150
南阳汉冶二线	2008.8	3800mm 四辊	180
鞍钢鲅鱼圈	2008.8	5500mm 宽厚板	200
元宝山二线	2008.9	2600mm 四辊双机架	140
莱钢	2008.9	4300mm 轧机	180
八钢	2008.10	4200mm 四辊粗轧, 3500mm 四辊精轧	140
安阳永兴	2008.10	3500mm 轧机	80
武钢鄂钢	2008 底	4300mm 轧机	160
湘钢二线	2009.5	3800mm 单机架	100
沙钢二线	2009.7	5000mm 宽厚板	200
重钢宽中板	2009.9	4100mm 轧机	130
青钢	2009 底	4800/4800 双机架	200
五矿营口	2009 底	4300mm 轧机	200
兴澄特钢	2009 底	3500mm 轧机	120
兴澄特钢	2009 底	4300mm 轧机	120
水钢	2010	3500mm 轧机	140
合计			2960

资料来源：华泰证券研究所

4.2 中厚板下游稳定增长

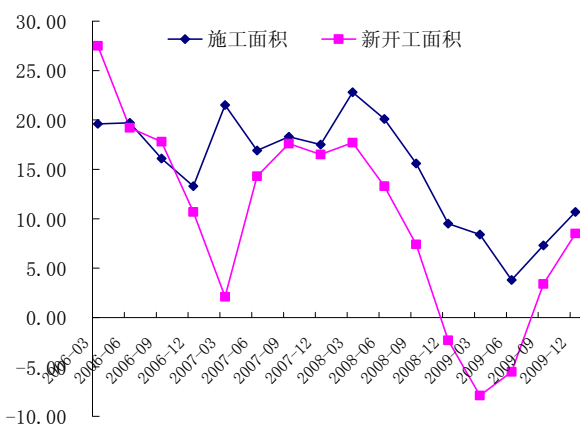
中厚板主要下游行业有建筑、机械、造船三大行业。这三大行业对中厚板的需求量大约占到了总量的 90%以上。其余主要是石油天然汽管道、集装箱以及桥梁三部分，对中厚板需求约占 5%左右。2009 年全国共完成建筑业总产值 75864 亿元，同比增长 22.3%；建筑业企业实现利润 2663 亿元，同比增长 21.0%。2009 年，国内机械行业工业总产值和利润分别同比增长 18.47%和 26.29%，毛利率达到 15.35%。建筑业和机械行业增速较快，较好地吸收了部分中厚板产能。2009 年公司生产船板 155 万吨，约占公司中厚板产量的 50%，因此，我们重点分析船板的状况。

图 10: 民用钢质船舶产量同比增长率 (%)



资料来源：华泰证券研究所

图 11: 建筑业季度累计同比增长率 (%)



资料来源：华泰证券研究所

4.3 船舶工业增长较快

2009年，全国造船完工量 4243 万载重吨，同比增长 47%；新承接船舶订单 2600 万载重吨，同比下降 55%；手持船舶订单 18817 万载重吨，同比下降 8%。中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 34.8%、61.6%、38.5%，比 2008 年底分别提高了 5.3、23.9 和 3 个百分点。2009 年，规模以上船舶工业企业完成出口交货值 2532 亿元，同比增长 17.8%。船舶工业的发展带来了船板可观的需求。

4.4 船板需求稳步增长

2010 年国内手持订单量 18817 万载重吨，预计造船完工量可达 5000~5500 万载重吨。预计 2010 年国内船板需求量约为 1 980 万吨，同比增长 18.6%。2010 年如果新接订单持续低迷，新船成交价格继续下跌，船单撤单、毁单延期交付的情况将会发生，船板需求量可能进一步下滑。从出口形势来看，我国最大的出口船板用户——韩国船企由于资金困难降低了船板储备库存量；同时，韩国 3 家钢企投资新建和扩建船板项目相继竣工投产，韩国国内船板供货能力因此扩大，导致我国船板出口韩国数量大幅减少。今后中国对韩国的出口可能会逐步减少。世界造船大国日本基本不进口船板。总体来看，相对庞大的产能，船板下游需求增长缓慢，市场竞争将会更加激烈。

表 4：2009 年世界造船市场分额

指标/国家	世界	韩国	日本	中国
2009 年造船完工量 万载重吨/ 占比 (%)	12203/100	4378/35.9	2899/23.8	4243/34.8
2009 年新接订单量 万载重吨/ 占比 (%)	4219/100	1487/35.2	90/2.1	2600/61.6
2009 年底手持订单 万载重吨/ 占比 (%)	48884/100	17224/35.2	8831/18.1	18817/38.5

资料来源：中国船舶工业协会

4.5 船板产能明显过剩

国内船板主要通过中厚板轧机、炉卷轧机和热连轧卷板轧机进行生产。由于船板对表面质量、焊接性能等方面要求较高，而且船板需求向着超宽、超长板幅发展，因此船板主要倾向于中厚板轧机生产。据统计，目前，我国共有中厚板轧机（包括炉卷轧机）共 61 条，产能约 7500 万吨，在建中厚板 4 条，设计产能 700 万吨，按船板产能约占中厚板产能 35% 测算，2010 年我国船板产能约 3000 万吨，如果再加上热连轧机组，船板产能将超过 3500 万吨。统计显示，自 1998 年以来，我国船板产量不断增加，2007 年同比增幅最大，高达 83%。2008 年国内船板产量 2045 万吨，达历史最高位。2009 年，我国钢企共生产船板 1406.53 万吨，比 2008 年减少了 620.2 万吨，同比下降 30.6%。从船板产量下降来看，市场供给能力明显大于需求。

4.6 公司船板竞争力较强

国内生产船板的钢企有 20 多家，其中产量排名前 10 位的产量占总产量的 70%以上，前 5 位产量占 40%以上。2008 年鞍钢船板产量为 206.78 万吨，约占船板产量的 10.26%，居首位，首钢、宝钢、新钢、济钢的船板产量均超过 159 万吨，共有 11 家钢厂产量超过 100 万吨。2008 年公司船板产量为 149 万吨，约占船板总产量的 7%。2009 年公司船板产量达 155 万吨，同比增长 4%。2009 年以来，公司积极开发高端船板，拓展船板市场份额，为大连船舶重工集团开发出 6 毫米 x3150 毫米规格的船板，成为国内唯一生产该规格产品的钢企。目前，国内船板企业产量规模相差不大，公司地处造船业发达地区，在市场占有一席之地。

五、公司发展展望

2009 年中期，江苏钢铁产业振兴规划出台，规划中的钢铁基地位于连云港市的徐圩开发区，规划建码头、钢铁和石化项目，其中钢铁项目的规模将达到 4000 万吨。公司原拟在连云港市建设千万吨级的钢铁基地，其中先期 400 万吨的钢铁项目已进行了评审咨询会。目前政府对产能严重过剩的钢铁行业进行限制，公司规划中的项目是否能如愿进行，存在疑问。公司是中等规模的钢铁企业，在国家鼓励钢铁企业兼并重组做大做强背景下，公司何去何从，值得市场关注。

六、盈利预测与投资建议

6.1 业绩预测的主要假设条件

公司向特定对象发行股份购买资产已经股东大会同意，正待有关部门审批。假设公司定向增发方案在 2010 年完成。预测 2010 年及以后年份业绩时，将拟收购资产全年并表。公司的生产模式为订单“拉动式”生产，以销促产，产品库存较少。预测产品销量时，假设公司产量即等于销量。定向增发完成后，公司生产成本将大幅下降，预计毛利率将大幅提高。由于受到成本上升推动，预计 2010 年公司产品销售价格也将提高。

表5：公司产品销售预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	
中板	产量(万吨)	161	177	180	183
	平均销售价格(元/吨)	5324	4286	4440	4550
	营业收入(百万元)	8592	7586	7992	8326.5
	营业成本(百万元)	8118	7294	7232.76	7535
	毛利率%	5.52%	4%	9.50%	9.50%
中厚板	产量(万吨)	142	136	143	145
	平均销售价格(元/吨)	6159	4365	4511	4610
	营业收入(百万元)	8757	5936	6450.73	6684.5
	营业成本(百万元)	8089	5660	5819	6029
	毛利率%	7.63%	4.65%	9.80%	9.80%
棒材	产量(万吨)	76	102	140	144
	平均销售价格(元/吨)	4484	4080	4280	4280
	营业收入(百万元)	3426	4162	5992	6163.2
	营业成本(百万元)	3415	3932	5417	5572

	毛利率%	0.31%	5.51%	9.60%	9.60%
	产量(万吨)	45	58	60	62
	平均销售价格(元/吨)	4521	4380	4560	4600
钢带	营业收入(百万元)	2039	2540	2736	2852
	营业成本(百万元)	2032	2395	2468	2573
	毛利率%	0.36%	5.74%	9.80%	9.80%
	产量(万吨)	78	70	90	98
	平均销售价格(元/吨)	4628	3370	3550	3600
钢坯、 生铁	营业收入(百万元)	3609	2359	3195	3528
	营业成本(百万元)	3595	2332	2977.74	3288
	毛利率%	0.40%	1.15%	6.80%	6.80%
	产量(万吨)			47	50
	平均销售价格(元/吨)			3590	3620
线材	营业收入(百万元)			1687	1810
	营业成本(百万元)			1525	1636
	毛利率%			9.60%	10%
	产量(万吨)			33	35
	平均销售价格(元/吨)			4600	4810
型材	营业收入(百万元)			1518	1683.5
	营业成本(百万元)			1199	1313
	毛利率%			21%	22%

资料来源：华泰证券研究所

综合考虑各方面情况，我们对公司业绩预测如下：

2009-2011年实现销售收入226亿元、296亿元和310亿元，年增长率分别为-20.35%、30.94%和4.99%。2009-2011年净利润分别为1.42亿元、10.56亿元、11.08亿元，EPS分别为0.08元、0.27元、0.29元。

表 6: 国内主要钢铁企业估值比较

证券简称	EPS				PE			
	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
河北钢铁	0.48	0.09	0.27	0.35	21.74	59.24	20.24	15.72
新兴铸管	0.43	0.73	0.88	0.99	33.15	15.83	13.05	11.62
鞍钢股份	0.41	0.18	0.71	0.88	28.83	64.80	16.88	13.50
华菱钢铁	0.35	0.08	0.41	0.56	17.64	75.37	14.85	11.05
首钢股份	0.14	0.19	0.22	0.26	37.15	26.44	23.41	19.91
三钢闽光	0.07	0.15	0.97	1.19	220.23	93.99	14.79	12.03
武钢股份	0.66	0.19	0.55	0.74	9.97	34.70	12.01	8.96
宝钢股份	0.37	0.32	0.59	0.68	22.20	25.81	13.97	12.04
莱钢股份	0.29	0.14	0.50	0.54	39.66	82.94	22.70	21.13
杭钢股份	0.04	0.15	0.34	0.56	143.49	41.22	18.36	11.26
凌钢股份	0.44	0.39	0.76	0.94	24.60	27.68	14.30	11.60
酒钢宏兴	0.05	0.16	0.69	0.97	590.24	80.92	18.47	13.24
八一钢铁	0.14	0.14	0.59	0.89	98.42	98.78	22.45	14.93
新钢股份	0.50	0.17	0.45	0.68	15.82	46.78	17.72	11.72
马钢股份	0.10	0.06	0.28	0.35	45.97	72.65	15.20	12.04
重庆钢铁	0.35	0.05	0.24	0.42	15.73	114.64	22.51	12.86
平均值	0.30	0.20	0.53	0.69	85.30	60.11	17.56	13.35

资料来源：wind，华泰证券研究所

6.2 投资建议

2010年定向增发完成后，公司关联交易基本消除，生产成本大幅下降，业绩将大幅提高。由于钢铁行业产能严重过剩，未来粗放式发展将受到限制，公司业绩将来自内生性增长。参考2010年国内主要钢铁企业预测PE均值，给予公司2010年20倍PE。结合公司2010年业绩，对应股价为5.40元，给予公司“观望”评级。

附：公司报表预测摘要

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7163	7301	13398	14662
现金	1216	1826	6740	7737
应收账款	197	258	282	302
其他应收款	9	8	8	8
预付账款	144	320	332	337
存货	4591	4020	4984	5159
其他流动资产	1006	869	1052	1119
非流动资产	4020	3597	12926	11758
长期投资	86	88	86	87
固定资产	3613	3323	11014	9993
无形资产	0	0	1380	1380
其他非流动资产	321	186	445	298
资产总计	11183	10897	26324	26420
流动负债	6525	6169	13336	13138
短期借款	2310	2300	5500	5200
应付账款	1862	1571	2500	2600
其他流动负债	2353	2298	5336	5338
非流动负债	294	290	5376	5376
长期借款	290	290	5376	5376
其他非流动负债	4	0	0	0
负债合计	6820	6459	18712	18514
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1685	1685	3855	3855
资本公积	748	748	748	748
留存收益	1930	2005	3009	3302
归属母公司股东权益	4363	4438	7611	7905
负债和股东权益	11183	10897	26324	26420

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	495	562	3858	2561
净利润	123	142	1056	1108
折旧摊销	420	350	759	1173
财务费用	223	112	287	452
投资损失	-0	-1	-2	-1
营运资金变动	-586	204	1715	-191
其他经营现金流	316	-244	42	21
投资活动现金流	-113	-0	-10070	1
资本支出	115	0	8693	0
长期投资	0	2	-1	0
其他投资现金流	1	1	-1378	1
筹资活动现金流	-749	48	11126	-1566
短期借款	290	-10	3200	-300
长期借款	-255	0	5086	0
普通股增加	749	0	2170	0
资本公积增加	-374	0	0	0
其他筹资现金流	-1158	58	670	-1266
现金净增加额	-367	610	4914	997

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	28354	22584	29572	31047
营业成本	27105	21613	26638	27946
营业税金及附加	93	94	95	95
营业费用	173	150	260	270
管理费用	210	220	720	650
财务费用	223	112	287	452
资产减值损失	434	217	254	272
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	2	1
营业利润	125	180	1318	1364
营业外收入	29	16	20	22
营业外支出	9	12	13	12
利润总额	145	184	1325	1374
所得税	22	42	269	267
净利润	123	142	1056	1108
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	123	142	1056	1108
EBITDA	768	642	2365	2989
EPS (元)	0.07	0.08	0.27	0.29

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	28.9%	-20.4%	30.9%	5.0%
营业利润	-90.7%	43.7%	632.7%	3.5%
归属于母公司净利润	-88.0%	15.4%	642.7%	4.8%
获利能力				
毛利率(%)	4.4%	4.3%	9.9%	10.0%
净利率(%)	0.4%	0.6%	3.6%	3.6%
ROE(%)	2.8%	3.2%	13.9%	14.0%
ROIC(%)	5.3%	4.3%	10.0%	12.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.0%	59.3%	71.1%	70.1%
净负债比率(%)	38.86%	44.59%	65.07%	64.14%
流动比率	1.10	1.18	1.00	1.12
速动比率	0.32	0.51	0.62	0.71
营运能力				
总资产周转率	2.57	2.05	1.59	1.18
应收账款周转率	134	93	103	100
应付账款周转率	16.42	12.59	13.09	10.96
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.08	0.63	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.33	2.29	1.52
每股净资产(最新摊薄)	2.59	2.63	4.52	4.69
估值比率				
P/E	70.56	61.12	8.23	7.85
P/B	1.99	1.96	1.14	1.10
EV/EBITDA	13	16	4	3

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 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;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。