

评级：审慎推荐
钢铁行业
公司研究报告

杭钢股份（600126）调研报告

——外延无望 内生增长

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：刘冰

电话：0755-82485059

邮件：liubing@fcsc.cn

交易数据

| | |
|-------------|-----------|
| 52周内股价区间（元） | 4.76-8.62 |
| 总市值（百万元） | 4035.3 |
| 流通股本（百万股） | 411.08 |
| 流通股比率（%） | 49.0% |

资产负债表摘要(12/09)

| | |
|-----------|---------|
| 股东权益（百万元） | 3432.22 |
| 每股净资产（元） | 4.09 |
| 市净率 | 1.18 |
| 资产负债率 | 52.7% |

公司与沪深300指数比较



报告要点:

- 公司产能趋于稳定 倚靠内生增长** 公司位于杭州市拱墅区半山镇，距离市区较近限制了公司在原地扩充产能。异地扩产方面由于宁波北仑港目已有与宝钢共同合作的宁波钢铁项目，因此公司独立新上产能的可能性不大。近年来公司在产能扩张受阻的情况下，倚靠内生增长，优化产品结构，大力提高优特钢比例，目前公司产品中弹簧钢、履带钢、轨道用钢、易切削钢具有较高附加值，市场竞争力较强。
- 工业材为主造就公司业绩相对弱周期性** 公司产品主要面向制造行业，以工业材为主，产品主要应用于机械加工、汽摩配件、五金制品等传统制造行业，与浙江发达的民营制造业相匹配。公司产品需求相对较为稳定，波动相对较小且具有滞后性，目前公司三分之一客户为直供用户，与公司存在长期合作关系，其余采取经销商模式，销售渠道顺畅。
- 昌兴电炉、紫金棒材注入仍无时间表** 杭钢集团目前钢铁资产尚有 1 座 80 吨电炉及 90 万吨紫金棒材生产线一条。目前此部分资产的运营与公司构成关联交易，且产品毛利较低。公司前期曾计划通过资产注入将集团钢铁资产整体上市，但由于产业宏观调控政策而搁置，目前此部分资产注入没有时间表。
- 成本总体优势并不明显 铁矿具有运输优势** 公司的原材料成本方面总体不占优势，铁矿石进口部分占 60%，由于运费优势进口来源主要为澳洲矿，20%来自集团与瀛铁集团的合资公司瀛铁球团有限公司，购买价格稍低于市场价格，剩余 20%采取周边采购。焦炭部分公司自给 50%，其余 50%向公司参股的安徽临涣焦化采购。
- 杭钢集团与宝钢集团采取合作方式仍是目前基调** 2009 年宝钢收购宁波钢铁 56.15%股权，掌握其控股权，杭钢集团转为参股。杭钢由于自身所处地理位置限制，未来与宝钢进一步加强合作建设宁波钢铁基地是最大可能。随着行业重组的深入，未来宝钢并购杭钢的预期仍在，且钢铁行业并不是浙江支柱行业，相对阻力要小，取得突破的可能性较其他省份要大。
- 投资建议** 公司近年产能趋于稳定，未来并无扩张产能计划，目前公司一直致力于提高自身产品结构提高产品附加值而取得内生增长，考虑到公司目前 1.15 的 PB 值及存在的并购预期给予公司“审慎推荐”投资评级。



1、公司产能趋于稳定 倚靠内生增长

公司位于旅游城市杭州市拱墅区半山镇，距离市区较近限制了公司在原地扩充产能，异地扩产方面杭钢集团 2004 年曾计划建设 600 万吨的宁波大榭岛项目，后因重组宁波钢铁而取消。目前宁波钢铁由宝钢集团控股，杭钢集团参股，今后公司独立在上新产能的可能不大。

公司产品主要为工业材，主要应用于江浙较为发达的制造业，产品涉及型材、棒材、线材、带钢等。公司在产能扩张受阻的情况下，极力提高现有产品品质倚靠内生增长，优化产品结构，大力提高优特钢比例，目前公司产品中弹簧钢、履带钢、轨道用钢、易切削钢具有较高附加值，市场竞争力较强。

表 1、公司产品产能情况

| | 炼铁系统 | 炼钢系统 | 轧钢系统 |
|------|---|------------|--|
| 股份公司 | 1 座 1250m ³ 高炉, 1 座 750m ³ 高炉, 1 座 650m ³ 高炉 | 4 座 40T 转炉 | 中型轧钢 85wt 小型轧钢 65wt 热轧带钢 75wt 高线 75wt |
| | 集团公司 | 1 座 80T 电炉 | 紫金棒材 90wt |

资料来源：第一创业证券研究所

2、公司产品以工业材为主 属钢铁中的弱周期

产品下游需求主要集中在机械、汽摩用钢、五金用品等制造业

公司产品主要面向制造行业，以工业材为主，产品主要应用于机械加工、汽摩配件、五金制品等传统制造行业，与浙江发达的民营制造业相匹配，公司产品需求相对较为稳定，主要产品波动较小且具有滞后性，因此公司业绩相比其他钢企较为稳定，产品周期性较弱。

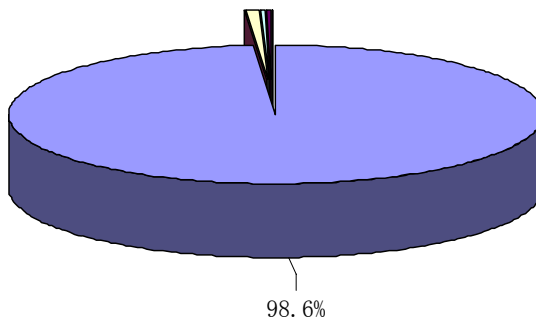
产品销售区域基本在华东 区域优势明显

公司 09 年产品 98.6% 销往华东地区，其他区域不足 2%，华东区域一半以上销往浙江区域。江浙地区为用钢大省，由于钢材具有明显的销售区域半径因素，公司立足华东市场，区域优势明显。且公司三分之一客户为直供用户存在长期合作关系，其余采取经销商模式，销售渠道顺畅。



图 1、公司产品销售区域情况

■ 华东 ■ 华北 ■ 华南 ■ 西南 ■ 中南 ■ 西北 ■ 东北



资料来源：公司公告

3、集团昌兴电炉、紫金棒材资产注入仍未提上日程

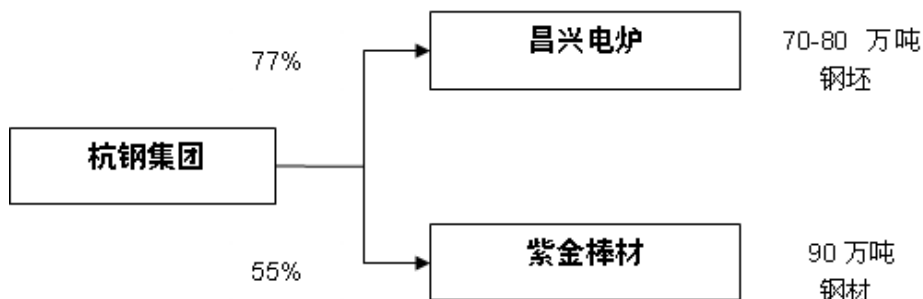
杭钢集团目前钢铁资产尚有 1 座 80 吨电炉及 90 万吨紫金棒材生产线一条，目前此部分资产的运营与公司构成关联交易。

昌兴电炉：股份公司从市场购买废钢提供给集团公司，集团公司通过电炉加工成钢坯在回售给股份公司，此过程集团收取加工费，钢坯产量计入股份公司产量。

紫金棒材：股份公司提供钢坯给集团公司加工，集团公司加工成钢材后以市场价格卖给股份公司，公司在转售市场。

在关联交易中由于集团公司卖给股份公司的钢材价格以市场价格计算，因此公司此部分钢材转售获取利润有限，由于集团收取钢坯加工费，此部分钢坯的毛利率也较低。公司前期曾计划通过资产注入将集团钢铁资产整体上市，但由于产业宏观调控政策而搁置，目前此部分资产注入没有时间表。

图 2、杭钢集团未上市钢铁主业资产



资料来源：第一创业证券研究所



4、成本整体优势并不明显 铁矿具有运输优势

公司的原材料成本方面总体不占优势，铁矿石进口部分占 60%，由于公司地处沿海，由于运费优势进口来源主要为澳洲矿。另外 20%来自集团与漓铁集团的合资公司漓铁球团有限公司，购买价格稍低于市场价格。剩余 20%采取周边采购，地区主要为江浙、安徽、福建，价格完全执行市场价格。焦炭部分公司自给 50%，其余 50%向公司参股的安徽临涣焦化采购。

5、杭钢集团与宝钢集团采取合作方式仍是目前基调

2006 年杭钢集团重组宁波建龙并成功控股，2009 年宝钢收购宁波钢铁 56.15%股权，掌握控股权。杭钢由于其地处杭州旅游城市限制了其原址扩产的可能，而在目前钢铁产业政策要求大型钢铁基地临海考港，且宁波北仑港已建设宁波钢铁基地的背景下，杭钢最可行的是与宝钢继续寻求合作，另起炉灶的可能不大。

宝钢集团计划 2010 年产能达到 8000 万吨，前期控股宁波钢铁已将触角伸向浙江，未来并购杭钢的预期仍在，但考虑目前跨省重组地方阻力较大，因此重组没有时间表，但考虑到钢铁行业并不是浙江支柱行业，相对阻力要小，取得突破的可能性较其他省份要大。

图 3、宁波钢铁股权结构



资料来源：第一创业证券研究所



表2、盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| 流动资产 | 4,739 | 5,634 | 6,638 | 7,681 | 一、营业收入 | 15,711 | 16,968 | 18,665 | 19,598 |
| 货币资金 | 784 | 1,596 | 2,467 | 3,043 | 减: 营业成本 | 15,013 | 16,120 | 17,638 | 18,520 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 47 | 67 | 75 | 82 |
| 应收款项 | 2,420 | 2,178 | 2,257 | 2,635 | 销售费用 | 10 | 11 | 12 | 12 |
| 预付款项 | 360 | 335 | 367 | 405 | 管理费用 | 368 | 386 | 406 | 426 |
| 存货 | 1,174 | 1,524 | 1,547 | 1,598 | 财务费用 | 88 | 58 | 49 | 31 |
| 其他流动资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值损失 | -6 | -7 | 2 | 11 |
| 非流动资产 | 3,698 | 3,115 | 2,396 | 2,042 | 加: 公允价值变动收益 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资及金融资产 | 106 | 106 | 106 | 106 | 投资收益 | 3 | 59 | 42 | 42 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其中: 联营企业收益 | 0 | 59 | 42 | 42 |
| 固定资产 | 2,765 | 2,036 | 1,671 | 1,306 | 二、营业利润 | 204 | 392 | 526 | 558 |
| 在建工程 | 204 | 214 | 225 | 235 | 加: 营业外收入 | 14 | 15 | 15 | 16 |
| 其他生产性资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 减: 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 无形及递延性资产 | 40 | 40 | 40 | 40 | 三、利润总额 | 217 | 406 | 540 | 572 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 减: 所得税费用 | 46 | 101 | 135 | 143 |
| 资产总计 | 7,854 | 8,030 | 8,679 | 9,368 | 四、净利润 | 171 | 304 | 405 | 429 |
| 流动负债 | 4,132 | 4,004 | 4,249 | 4,508 | 归属母公司净利润 | 147 | 262 | 348 | 369 |
| 短期借款 | 1,416 | 1,416 | 1,416 | 1,416 | 少数股东损益与调整 | 24 | 43 | 57 | 60 |
| 应付账款 | 2,338 | 2,248 | 2,456 | 2,682 | 五、总股本(万股) | 839 | 839 | 839 | 839 |
| 预收帐款 | 313 | 275 | 312 | 345 | EPS(元) | 0.17 | 0.31 | 0.41 | 0.44 |
| 其他 | 65 | 65 | 65 | 65 | | | | | |
| 长期负债 | 8 | 8 | 8 | 8 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 8 | 8 | 8 | 8 | 营业收入 | -28.8% | 8.0% | 10.0% | 5.0% |
| 负债合计 | 4,140 | 4,012 | 4,257 | 4,516 | 营业毛利 | -18.1% | 21.4% | 21.0% | 5.0% |
| 少数股东权益 | 281 | 324 | 381 | 441 | EBIT | -1.6% | 40.1% | 39.0% | 4.4% |
| 股本 | 839 | 839 | 839 | 839 | 净利润 | 299.2% | 78.5% | 32.9% | 6.1% |
| 资本公积 | 1,211 | 1,211 | 1,211 | 1,211 | 获利能力 | | | | |
| 留存收益 | 1,382 | 1,644 | 1,992 | 2,360 | 毛利率 | 4.4% | 5.0% | 5.5% | 5.5% |
| 股东权益合计 | 3,713 | 4,018 | 4,422 | 4,852 | EBIT/收入 | 1.7% | 2.3% | 2.9% | 2.8% |
| 负债和股东权益 | 7,854 | 8,030 | 8,679 | 9,368 | 净利率 | 0.9% | 1.5% | 1.9% | 1.9% |
| | | | | | ROE | 4.3% | 7.1% | 8.6% | 8.4% |
| | | | | | ROIC | 3.3% | 5.6% | 6.9% | 6.9% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | 偿债能力 | | | | |
| 会计年度 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 资产负债率 | 47.3% | 50.0% | 51.0% | 51.8% |
| 经营活动现金流 | 620 | 822 | 888 | 575 | 利息保障倍数 | 1.9 | 5.2 | 8.2 | 13.7 |
| 净利润 | 171 | 304 | 405 | 429 | 速动比率 | 0.86 | 1.03 | 1.20 | 1.35 |
| 折旧摊销 | 389 | 365 | 365 | 365 | 经营现金净额/当期债务 | 0.44 | 0.58 | 0.63 | 0.41 |
| 财务费用 | 50 | 58 | 49 | 31 | 营运能力 | | | | |
| 投资损失 | -3 | -59 | -42 | -42 | 总资产周转率 | 2.00 | 2.11 | 2.15 | 2.09 |
| 营运资金变动 | 12 | -211 | 111 | -208 | 应收账款天数 | 55.45 | 46.21 | 43.52 | 48.40 |
| 其它 | 1 | 365 | 0 | 0 | 存货天数 | 28.15 | 34.03 | 31.57 | 31.06 |
| 投资活动现金流 | -222 | 49 | 32 | 32 | 每股指标(元) | | | | |
| 资本支出 | -258 | -11 | -11 | -11 | EBIT/股本 | 0.33 | 0.46 | 0.64 | 0.67 |
| 长期投资 | 23 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.74 | 0.98 | 1.06 | 0.69 |
| 其他 | 13 | 59 | 42 | 42 | 每股净资产 | 4.09 | 4.40 | 4.82 | 5.26 |
| 筹资活动现金流 | -607 | -58 | -49 | -31 | 估值比率 | | | | |
| 债务融资 | -439 | 0 | 0 | 0 | P/E | 27.53 | 15.42 | 11.60 | 10.94 |
| 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 1.18 | 1.09 | 1.00 | 0.91 |
| 其它 | -168 | -58 | -49 | -31 | P/S | 0.26 | 0.24 | 0.22 | 0.21 |
| 汇率变动影响 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 7.97 | 6.05 | 4.14 | 3.46 |
| 现金净增加额 | -210.2 | 812.3 | 870.4 | 575.8 | | | | | |

资料来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计 6 个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数 20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120