

报告原因 公布 2010 年中报

板材和线棒成为主要利润来源

2010 年 8 月 20 日

市场数据: 2010 年 8 月 20 日

收盘价(元)	3.51
一年内最高/最低(元)	5.48/3.10
市净率	0.99
总市值/ A 股市值(亿元)	270/209

基础数据: 2010 年 6 月 30 日

总股本 (百万股)	7700.
实际流通 A/H 股(百万股)	5968/1733
每股净资产(元)	3.53
每股收益(元)	0.1353

数据来源: 公司公告

分析师: 刘俊清

电话: 0351-8686975

执业证书编号: S0760200010035

联系人:

张小玲 电话: 0351-8686990

邮箱: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军 电话: 010-82190365

邮箱: mengjun@sxzq.com

山西证券股份有限公司

电话: 0351-8686990

<http://www.i618.com.cn>

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

增持(调升评级)

公司公告2010年半年报:

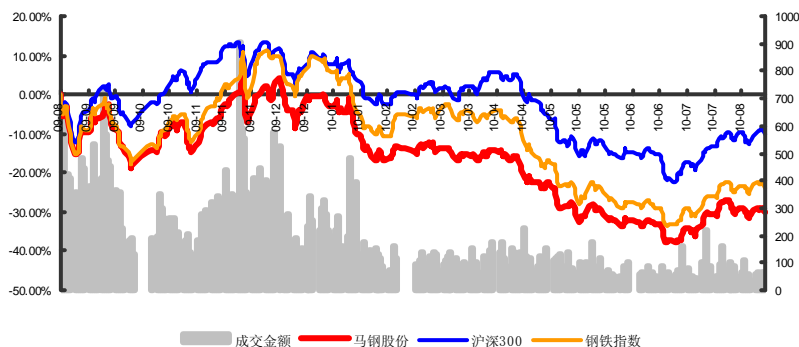
2010年上半年营业收入为人民币316.76亿元, 同比增加 35.23%; 2009年归属于上市公司股东的净利润为人民币13.89亿元, 同比增长 230.95%; 基本每股收益为人民币0.135元。

点评:

➤ **钢材产销小幅增长, 板材比重有所提高。**上半年在国内外形势向好的大环境下, 公司生产生铁723万吨、粗钢768万吨、钢材734万吨, 比上年同期分别增加7.11%、8.47%和9.72%。并调整产品结构, 增加汽车板、家电板、管线钢等重点产品产量, 使其占公司钢材产品的比重有所提高。

➤ **火车轮及环件增长低于预期, 毛利率大幅走低。**火车轮及环件作为公司的重要产品之一, 毛利率一直较高, 2007-2009三年毛利率分别为: 38.7%, 31.4%, 37.5%, 而2010年上半年毛利率仅为9.44%, 大幅低于历史平均。就其原因, 公司认为是销量减少导致单位固定成本上升和销售价格下降共同作用的结果; 我们认为, 火车轮及环件的产量相比往年并没有大幅度的减少, 影响该产品毛利率的因素应该是公司正在进行的技术升级和改造(以替代进口的动车组火车轮)使成本增加。由于公司试制的动车轮产品在铁道部的认证尚未完成, 故还将影响下半年该产品的毛利水平。

➤ **原材料存货再次增加, 可以为下半年增加利润。**公告显示, 公司存货水平较上年末有大幅度的增加, 从2009年底的90.7亿元上升到119.6亿元, 其中原材料占比达到62%, 达到73.4亿, 同时产成品库存至18.9亿, 说明公司储备了一定的铁矿石和焦炭。根据分析, 公司使用长协矿的比例高达75%, 在铁矿石现货矿价飙涨的上半年就具有了一定的价格优势。巨量库存可以为下半年提供一些低价的原材料, 为公司贡献较高的营业利润。



➤ 下半年盈利继续依赖板材市场。公司产品结构有四大类“板、型、线、轮”，上半年前三类产品的市场需求整体有所上升，公司盈利较好；下半年线棒材的盈利或将收缩；板材仍将是公司盈利的主力。

➤ 盈利预测和股票评级。基于上述分析，我们对公司进行了初步盈利预测（见表），预计公司2010、2011 年每股收益分别为0.181元和0.238元，给予“增持”评级。

表 1：财务和估值数据摘要

单位：百万元

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	71259.74	51859.97	63269.16	74657.61
增长率(%)	40.70%	-27.22%	22.00%	18.00%
归属母公司股东净利润	710.23	392.48	1395.59	1835.67
增长率(%)	-71.31%	-44.74%	255.59%	31.53%
每股收益(EPS)	0.092	0.051	0.181	0.238
净资产收益率(ROE)	2.73%	1.48%	5.14%	6.56%
市盈率(P/E)	46.51	84.17	19.37	14.72

数据来源：山西证券研究所

图1：2010年上半年马钢股份收入构成

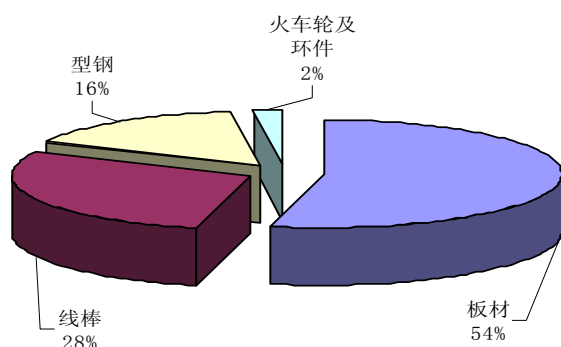
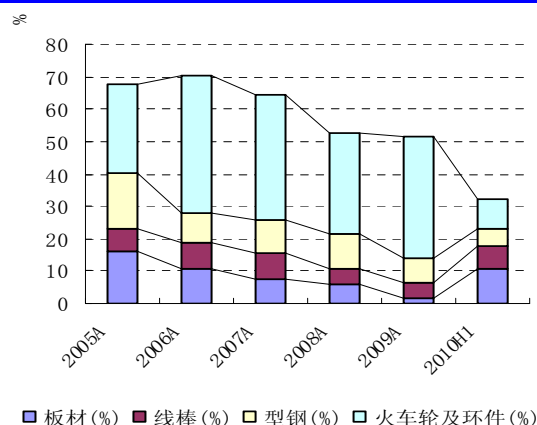


图2 2005年以来马钢股份各产品毛利率水平



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图3 2010年中期马钢股份存货结构

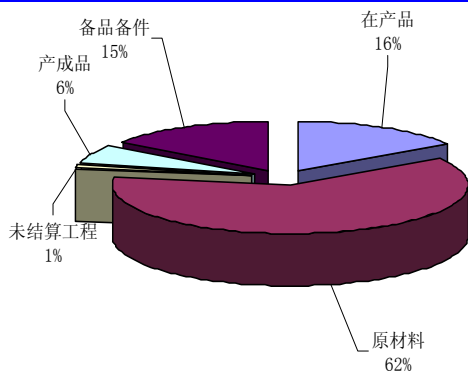
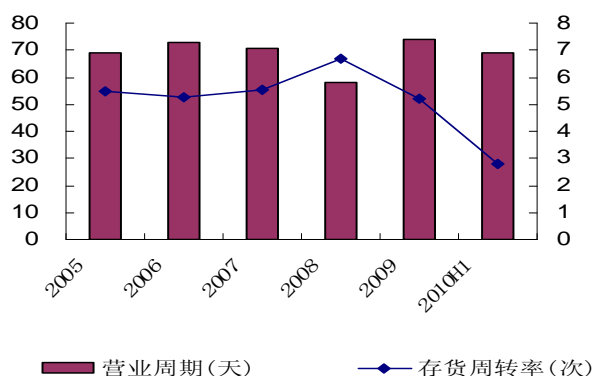


图4 2005年以来马钢股份营业周期和存货周转率水平



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图5 2009年以来冷轧板和镀锌板的价格走势

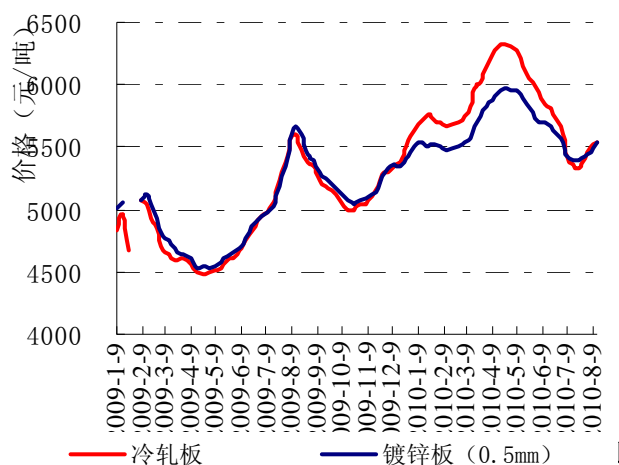
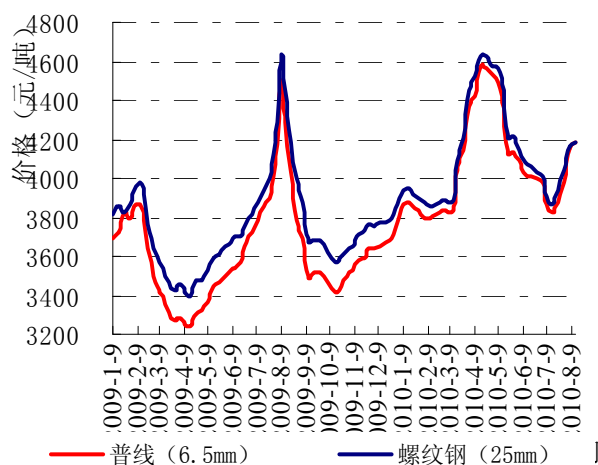
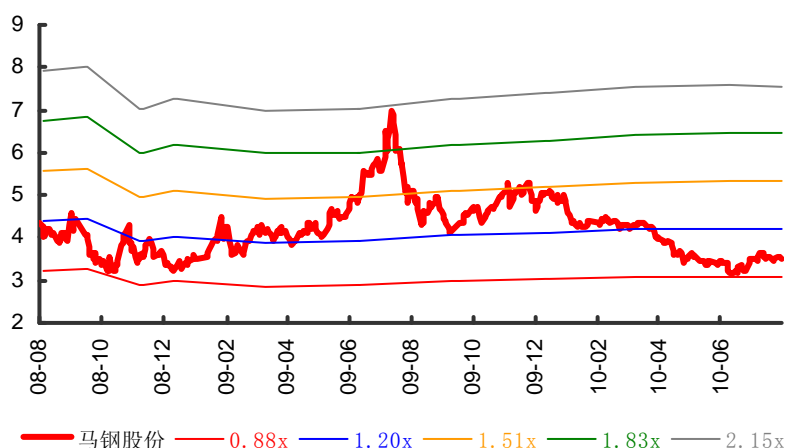


图6 2009年以来线材和螺纹钢的价格走势图



数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

图7 近两年以来马钢股份的市净率水平



数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

表 2 盈利预测表

单位: 百万元

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	71259.74	51859.97	63269.16	74657.61
减: 营业成本	65154.40	49106.66	57891.28	68311.72
营业税金及附加	778.05	219.40	267.67	315.85
营业费用	367.29	229.23	279.66	330.00
管理费用	1092.82	1138.34	1388.77	1638.75
财务费用	1575.91	939.05	910.62	731.98
资产减值损失	1796.58	57.60	0.00	0.00
加: 投资收益	199.88	204.30	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.03	0.22	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	693.52	374.22	2531.15	3329.31
加: 其他非经营损益	112.35	188.66	0.00	0.00
利润总额	805.87	562.88	2531.15	3329.31
减: 所得税	74.64	29.01	632.79	832.33
净利润	731.23	533.87	1898.36	2496.98
减: 少数股东损益	21.00	141.39	502.77	661.31
归属母公司股东净利润	710.23	392.48	1395.59	1835.67

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。