



# 馬鋼股份 (600808.SH/0323.HK)

## A/H 股投資評等及目標價

A 股	持有
	600808.SH 目標價: 4.04 RMB
H 股	持有
	00323.HK 目標價: 4.78 HKD

## 基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價	4.32	3.76
股票代碼	0323.HK	600808.SH
日成交量(百萬股)	7	49
52周最高價/最低價	6.70/0.87	7.13/3.12
發行股數(百萬股)	1732.93	5967.75
其中: 流通股(百萬股)	1732.93	5967.75
第一大股东	馬鋼(集團)控股有限公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600808.SH	3%	6%	-6%	7%
000001.SH	4%	4%	-6%	2%

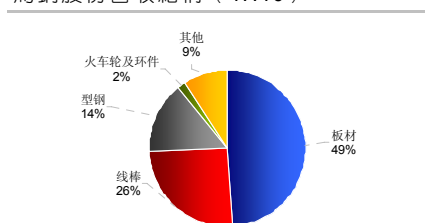
資料來源: 元富上海

## 股價相對大盤表現



資料來源: 元富上海

## 馬鋼股份營收結構 (1H10)



資料來源: 元富上海

## 元富上海代表處

分析師: 王重陽 Sarah Wang

電郵: sara.sh@masterlink-cn.com

## 2010 年盈利低於預期 長期仍受益鐵路基建

- **2010年全年業績低於預期，成本上漲吞噬公司利潤。**公司業績預增公告預計2010年淨利潤將同比上升50%以上，即淨利潤至少達5.88億元，這一預測值分別比我們和市場預期低59%左右。按照此預測，2010年4季度公司虧損額最高將達4.68億人民幣，合每股虧損為-0.06元，大大低於我們之前預測盈利的4.07億元，盈利下滑主要由於生產成本的大幅上漲。
- **出廠價緊跟市場步伐，受益程度更高。**公司的價格調整緊跟市場步伐，每個月上、中、下三旬價格均有調整。公司4Q10螺紋鋼、熱軋均價分別為3,981元/噸和3,924元/噸，分別較3季度上漲8.5%和4.2%，與市場價變化幅度基本一致。最新出臺的2月中旬價格調整資訊顯示，在2011年第二期價格表基礎上，螺紋鋼、線材漲150元/噸，H型鋼漲130元/噸，普中板漲150元/噸，熱軋系列產品漲150元/噸，提升產品毛利率3-4%。
- **動車輪仍待鐵道部認證，批量生產待有時。**公司200-250km/h的車輪已研製成功，但尚待鐵道部的實驗認證，2011年難以量產。根據《中長期鐵路網調整規劃方案》，車輪需求高峰最快將在2012上半年出現，若屆時馬鋼車輪通過鐵道部驗證並順利量產，將成為高鐵規劃的最大受益者。
- **評價及投資建議：**我們下調公司2010年EPS至0.16元（下調幅度為15%），維持2011年EPS 0.25元不變。按11年的盈利預測，公司A股動態PE為15倍，PB為0.99倍，估值水準處於行業中低位，隨著公司產銷量的增長及行業整體估值的提高，給予中期1.1倍PB，對應A股目標價為4.04元和4.78港元，不過鑒於成本因素及動車輪暫時無法量產，維持A股及H股“持有”評級。

## 主要財務分析

	2007	2008	2009	2010(F)	2011(F)
主營業務收入	50,645.39	71,259.74	51,859.97	64,428.22	70,895.97
年增率(%)	43.03%	40.70%	-27.22%	24.23%	10.04%
主營業務利潤	2,666.43	494.68	169.69	1,520.04	2,438.21
年增率(%)	-1.31%	-81.45%	-65.70%	795.77%	60.40%
淨利潤	2,475.38	710.23	392.48	1,234.00	1,941.66
年增率(%)	3.09%	-71.31%	-44.74%	214.41%	57.35%
每股收益	0.37	0.09	0.05	0.16	0.25
市盈率(倍)	26.30	31.12	99.09	23.46	14.91
市淨率(倍)	2.89	0.94	1.51	1.07	0.99
股價/經營現金	35.12	(78.49)	1,163.76	(40.04)	11.56
ROA(%)	3.62%	1.11%	0.79%	2.07%	3.05%
ROE(%)	10.98%	2.76%	2.07%	4.85%	6.81%
現金股利率	2.64%	11.43%	3.19%	7.98%	7.98%

資料來源: 元富上海



## 2010年全年業績低於預期 成本上漲吞噬公司利潤

公司于元月18日發佈業績預增公告，預計2010年淨利潤將同比上升50%以上（上年同期公司淨利潤為3.92億元，每股收益為0.051元），即淨利潤至少達5.88億元，這一預測值分別比我們和市場預期低59%左右。

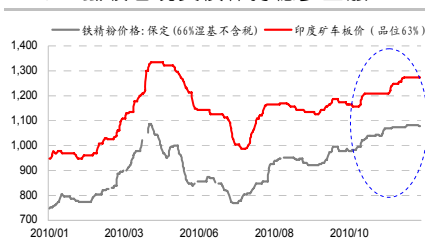
按照此預測，2010年4季度公司虧損額最高將達4.68億人民幣，合每股虧損為-0.06元，大大低於我們之前預測盈利的4.07億元，盈利下滑主要由於生產成本的大幅上漲。根據wind提供的資料，國內鐵精粉（品位66%）2010年四季度含稅均價為1,029元/噸，環比三季度增長15.9%，焦炭漲幅達3.7%，而同期板材和長材市場均價漲幅分別為3.4%和12.4%，公司出廠價的提升幅度亦無法完全覆蓋成本的上漲。

馬鋼股份業績快報（淨利潤按照 50%的漲幅來計算）

	2009	2010F	YoY	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	YoY
淨利潤（億元）	3.92	5.88	50%	3.85	5.20	5.34	0.03	-4.68	-222%
每股收益（元）	0.05	0.08	50%	0.05	0.07	0.07	0.0004	-0.06	-222%

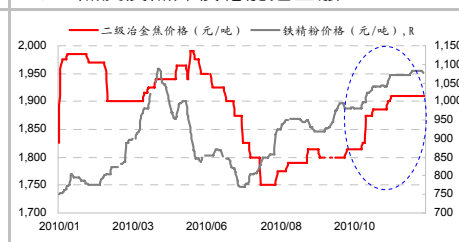
資料來源：元富上海，公司公告

4Q10 鐵礦石現貨價保持穩步上漲



資料來源：元富上海

4Q10 焦炭及焦煤價格加速上漲



資料來源：元富上海

此外，受節能減排和冬季檢修的影響，公司2010年4季度產量環比3季度有10-20噸的下滑，當季產量有340萬噸，全年產量預計有1,442萬噸，較2009年僅增長1.9%。進入2011年後，大陸鋼鐵行業產銷兩旺，公司產能利用率亦恢復至9成左右，1月產量達120萬噸，生產效率的改善有利於提升盈利水準。

## 出廠價緊跟市場步伐 受益程度更高

有別於寶鋼月度出臺價格政策的模式，公司的價格調整頻率更高，緊跟市場步伐，每個月上、中、下三旬價格均有調整，且存在追溯機制。公司4Q10螺紋鋼、熱軋均價分別為3,981元/噸和3,924元/噸，分別較3季度上漲8.5%和4.2%，與市場價變化幅度基本一致，同期寶鋼、鞍鋼熱軋出廠價上調幅度為3.8%和4.1%，馬鋼靈活的定價模式使公司在鋼價上漲趨勢中受益更多。

馬鋼最新出臺的2月中旬價格調整資訊顯示，在2011年第二期價格表基礎上，螺紋鋼、線材漲150元/噸，H型鋼漲130元/噸，普中板漲150元/噸，熱軋系列產品漲150元/噸，提升產品毛利率3-4%。

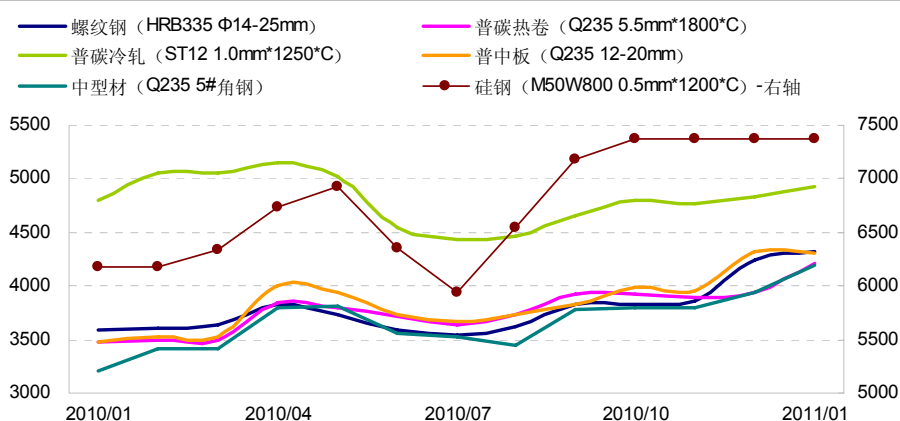


馬鋼出廠價季度均價變化（不含稅，單位為元/噸）

	螺紋鋼 (HRB335 Φ14- 25mm)	線材 (Q235 Φ 6.5mm)	普碳熱卷 (Q235 5.5mm*18 00°C)	普碳冷軋 (ST12 1.0mm*125 0°C)	普中板 (Q235 12- 20mm)	矽鋼 (M50W800 0.5mm*1200 °C)	中型材 (Q235 5# 角鋼)
1Q10	3,617	3,630	3,488	4,967	3,506	6,230	3,340
2Q10	3,717	3,736	3,785	4,908	3,893	6,669	3,720
3Q10	3,668	3,760	3,768	4,517	3,746	6,556	3,583
4Q10	3,981	4,143	3,924	4,800	4,093	7,380	3,846
QoQ	8.54%	10.20%	4.16%	6.27%	9.29%	12.58%	7.32%
2011/01	4,323	4,413	4,210	4,933	4,303	7,380	4,193

資料來源：元富上海，中國鋼鐵現貨網

馬鋼出廠價月度均價走勢圖



資料來源：元富上海

## 動車輪仍待鐵道部認證 批量生產待有時

公司系大陸鐵路車輪生產龍頭企業，火車輪及環件總產能為30萬噸，作為馬鋼的拳頭產品，2008-2009年產品毛利率一度高達40%，每年20-30萬噸產量貢獻公司淨利潤在20%以上。2010年由於鐵道部降低採購力度，上半年產品產量僅為6萬噸，對利潤的貢獻度不到2%。2011年車輪產量有望達到18萬噸，增長幅度達10%以上。

近年來公司正在積極開發時速200-250公里的動車組車輪，以滿足高鐵建設的需要。目前公司200-250km/h的車輪已研製成功，但尚待鐵道部的實驗認證，2011年難以量產，而大陸250km/h以上的車輪仍主要依賴進口，供需缺口一直存在。

從長遠來看，《中長期鐵路網調整規劃方案》要求，到2020年中國鐵路營業里程達12萬公里，快速鐵路客運網路達5萬公里，形成“四縱四橫”鐵路快速客運通道及四個城際快速客運系統，預計這一系列目標將提前至2015年實現。按照規劃，“十二五”期間鐵路基礎建設投資年均投資額為7,000億元，鐵路裝備年均新增需求1,500億元，預計動車組第一個交付高峰在2013-2014年出現，按照車輛建設週期6-10月計算，車輪需求高峰將在2012上半年左右出現，若屆時馬鋼車輪通過鐵道部驗證並順利量產，將成為高鐵規劃的最大受益者。



大陸鐵路固定資產投資額變化情況

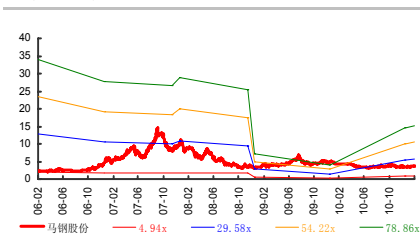
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
鐵路固定資產投資額(億元)	2,365	4,168	7,020	8,340	8,500	8,500
鐵路基本建設投資	1,790	3,376	6,004	7,091	7,000	7,000
機車車輛購置	354	566	1,016	1,249	1,500	1,500
YoY	29.0%	60.0%	79.4%	22.9%	20.1%	0.0%

資料來源：元富上海，中國鋼鐵現貨網

## 投資建議

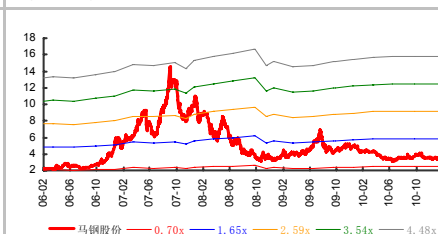
鑒於公司成本上漲超出我們的預期，我們下調公司2010年EPS至0.16元（下調幅度為15%），維持2011年EPS 0.25元不變。按11年的盈利預測，公司A股動態PE為15倍，PB為0.99倍，估值水準處於行業中低位，隨著公司產銷量的增長及行業整體估值的提高，給予中期1.1倍PB，對應A股目標價為4.04元和4.78港元，不過鑒於成本因素及動車輪暫時無法量產，維持A股及H股“持有”評級。

馬鋼股份 PE band 示意圖



資料來源：元富上海

馬鋼股份 PB band 示意圖



資料來源：元富上海



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2009	2010(F)	2011(F)
營業收入	14,281	17,395	16,997	15,755	18,413	18,256	17,445	16,782	71,260	51,860	64,428	70,896
營業成本	12,990	16,119	16,431	14,739	16,596	16,756	16,469	15,845	65,154	49,107	60,278	65,666
營業毛利	1,291	1,276	566	1,016	1,817	1,500	976	937	6,105	2,753	4,150	5,230
營業費用	589	677	576	788	692	705	693	701	5,611	2,584	2,630	2,792
營業利潤	702	599	-9	228	1,124	795	283	236	495	170	1,520	2,438
營業外收入	77	92	74	61	61	61	61	61	321	396	304	244
營業外支出	0	0	0	10	10	10	10	10	10	3	11	40
利潤總額	779	691	64	279	1,175	846	334	287	806	563	1,813	2,642
所得稅	237	154	36	70	294	212	83	72	75	29	496	661
少數股東損益	22	16	25	20	10	10	10	10	21	141	83	40
歸屬母公司淨利潤	521	521	3	189	871	625	240	205	710	392	1,234	1,942
每股收益	0.07	0.07	0.00	0.02	0.11	0.08	0.03	0.03	0.09	0.05	0.16	0.25
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2010(F)	2011(F)
營業收入	1.78	21.81	(2.29)	(7.31)	16.87	(0.85)	(4.44)	(3.80)	40.70	(27.22)	24.23	10.04
營業利潤	170.52	(14.66)	(101.54)	(2,568.35)	392.88	(29.26)	(64.44)	(16.58)	(81.45)	(65.70)	795.77	60.40
利潤總額	95.85	(11.37)	(90.70)	334.47	321.09	(27.99)	(60.56)	(14.04)	(71.18)	(30.15)	222.10	45.74
歸屬母公司淨利潤	35.02	0.09	(99.42)	6,135.21	360.29	(28.31)	(61.52)	(14.63)	(71.31)	(44.74)	214.41	57.35
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2010(F)	2011(F)
毛利率	9.04	7.34	3.33	6.45	9.87	8.22	5.60	5.58	8.57	5.31	6.44	7.38
營業利潤率	4.92	3.44	(0.05)	1.45	6.11	4.36	1.62	1.41	0.69	0.33	2.36	3.44
總利潤率	5.46	3.97	0.38	1.77	6.38	4.64	1.91	1.71	1.13	1.09	2.81	3.73
歸屬母公司淨利率	3.65	3.00	0.02	1.20	4.73	3.42	1.38	1.22	1.00	0.76	1.92	2.74

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	5,951	8,700	7,977	10,481
短期投資	1	1	1	1
應收帳款	1,894	5,244	3,391	3,939
存貨	9,848	8,989	9,274	9,949
其他流動資產	1,544	1,116	2,200	2,200
流動資產	19,238	24,051	22,842	26,570
長期投資	909	999	1,019	1,039
固定資產	40,769	38,273	35,473	33,273
其他資產	5,228	4,661	4,201	4,101
總資產	66,145	67,984	63,536	64,983
短期借款	1,154	1,173	1,072	986
應付帳款	8,574	11,715	7,600	7,400
其他流動負債	8,652	8,561	9,224	8,276
流動負債	18,380	21,450	17,896	16,662
長期負債	15,666	13,604	13,404	14,004
其他長期負債	5,571	5,745	5,100	5,200
總負債	39,617	40,799	36,400	35,866
普通股股本	7,701	7,701	7,701	7,701
資本公積金	8,338	8,338	8,338	8,338
累計留存收益	9,968	9,119	10,353	12,294
少數股權	520	662	744	784
股東權益	26,527	25,819	27,136	29,117

資料來源：元富上海

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
淨利潤	732	534	1,317	1,982
折舊與攤銷	4,610	4,866	4,800	5,200
投資收入	(200)	(204)	(152)	(124)
營運資金變化	1,890	1,589	(1,710)	(417)
其他	1,380	(149)	(106)	(60)
來自營運之現金流量	8,413	6,637	4,148	6,581
資本支出	3,809	1,636	2,000	3,000
長投增減	3	3	30	30
其他	229	(2,371)	210	240
來自投資之現金流量	(3,577)	(4,004)	(1,760)	(2,730)
自由現金流量	4,836	2,632	2,388	3,851
借款增(減)	(2,271)	(1,378)	1,200	2,200
現金股利支出	2,842	1,242	4,264	3,500
其他	0	0	40	40
來自融資之現金流量	(5,113)	(2,620)	(3,104)	(1,340)
匯率調整	(40)	21	(7)	(7)
本期產生之現金流量	(317)	33	(723)	2,504
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31				
ROA(%)	1.11%	0.79%	2.07%	3.05%
ROE(%)	2.76%	2.07%	4.85%	6.81%
ROCE(%)	3.13%	2.51%	6.24%	9.13%

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考慮投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			