

承德钒钛 (000898): 钒价出现我们预期中的底部

增持 (维持)

钢铁行业

当前股价: 12.56 元

报告日期: 2008 年 4 月 24 日

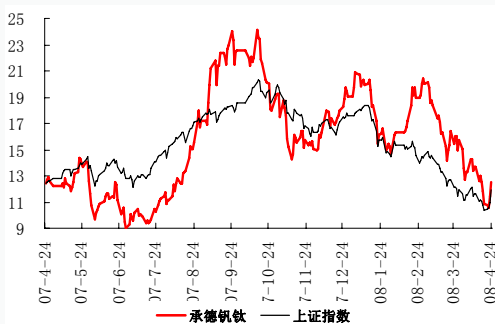
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	8,406	14,609	22,367	27,325
(+/-)	11.9%	73.8%	53.1%	22.2%
营业利润	454	483	1,023	1,084
(+/-)	62.9%	6.2%	112.0%	5.9%
归属于母公司的净利润	307	434	831	880
(+/-)	58.4%	41.1%	91.6%	6.0%
每股收益 (元)	0.37	0.44	0.85	0.90
市盈率 (倍)	34	28	15	14

公司基本情况 (2008 年 3 月 31 日止)

总股本/已流通股 (亿股)	9.81/5.84
流通市值 (亿元)	123.17
每股净资产 (元)	3.36
资产负债率 (%)	74.77

股价表现 (最近一年)



分析师—王招华

010-66045585 wangzh@txsec.com

组长: 施海仙、王明存

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2007 年报显示, 公司全年实现营业收入 146.09 亿元, 同比增长 73.79%; 净利润 4.34 亿元, 同比增长 5.57%; 实现基本 EPS0.44 元。公司同时公布 08 年 1 季报, 实现净利润 0.62 亿元, 同比增长 0.46%, 实现 EPS0.06 元。
- 07 年业绩基本符合预期, 08 年 Q1 业绩低于预期。公司 07 年业绩与我们在 2 月 25 日中的调研简报中预测的 0.46 元基本一致, 但 08 年 Q1 业绩较市场及我们的预期值偏低。
- 偏低主因是钢价 VS 原料价格, 以及钒产品长单 VS 市场价未同步上涨。(1) 1、2 月份国内钢价较为稳定, 但原料现货价格涨幅相对显著, 这对承德钒钛这类不具备成本优势的钢企有负面影响, 在很大程度上使得公司 1 季度毛利率仅为 5.99%, 环比及同比降幅均超过 2 个百分点; (2) 2 月初以来国内钒产品市场价大幅上涨, 但公司的协议价滞后市场价 1 个季度, 使得公司 1 季度钒产品 (折成 V205) 销售均价为 12.5 万元/吨左右 (含税), 这一因素影响了市场预期, 尽管我们已在多个场合对此做过提示。4 月份该协议价已上调至 19 万元/吨左右。
- 钒价上涨是我们看好公司的一贯逻辑。我们在三月中下旬便明确指出, 国内钒价底部已经呈现, 目前走势再次验证我们的判断。我们坚持认为, 钒产品在目前的价位上受到供需偏紧和小钒企高成本的双重支撑, 公司 08 年钒产品 (折成 V205) 销售均价达到 15 万元/吨 (含税) 可能性较大。公司钒产品在全球具有竞争优势, 目前成本预计在 7 万元/吨左右 (含税), 08 年能贡献公司利润总额的 33%, 而根据冀发改环资 [2008]287 号文件, 公司利用钒渣生产的各种钒产品被认定为国家鼓励的资源综合利用, 实现的利润免征企业所得税, 有效期为 07 年 1 月至 08 年 12 月, 进而使得钒产品业务贡献公司 08 年净利润超过 40%, 这是我们看好公司的重要理由。此外, 与板材不同, 长材是落后产能淘汰的主要对象, 但投资却未见有显著增加, 因此未来几年内供需情况均有望相对偏紧, 而公司一季度末在原料大涨之前新增约 1 个月的库存, 将能确保二季度在钢价大幅上涨的同时, 有效平滑成本上涨, 增强盈利能力, 我们同样看好公司二季度钢铁业绩。
- 下半年存在租赁集团热轧 300 万吨项目的可能性。据了解, 集团 300 万吨热轧项目预计 9 月份左右投产。为解决同业竞争

问题，我们判断公司可能首先以租赁的方式取得该项目的经营权，尽管投产初期很难有良好盈利，但仍有望高于目前的长材盈利水平。之后公司将可能效仿太钢不锈钢收购租赁集团的资产。

- **盈利预测、投资建议和风险提示。**根据最新的情况，我们小幅下调公司的08、09年EPS分别至0.85元和0.90元，以4月25日收盘价计算，对应PE分别为15倍和14倍，我们认为公司钒产品业务盈利趋好这一大概率事件使得公司估值应较钢铁、有色企业享受一定的溢价，维持对公司“增持”评级。我们同时提示投资者密切注意后期原料现货价格继续上涨给公司钢铁业绩带来不确定，公司期间费用大幅增加（如07年Q4）、政府（尤其是奥运前后）对钢铁行业（尤其是华北钢厂、矿焦厂）的政策、态度、以及大盘波动等风险，并认为，钒价短期重回2月份高位的概率偏小。

相关报告：

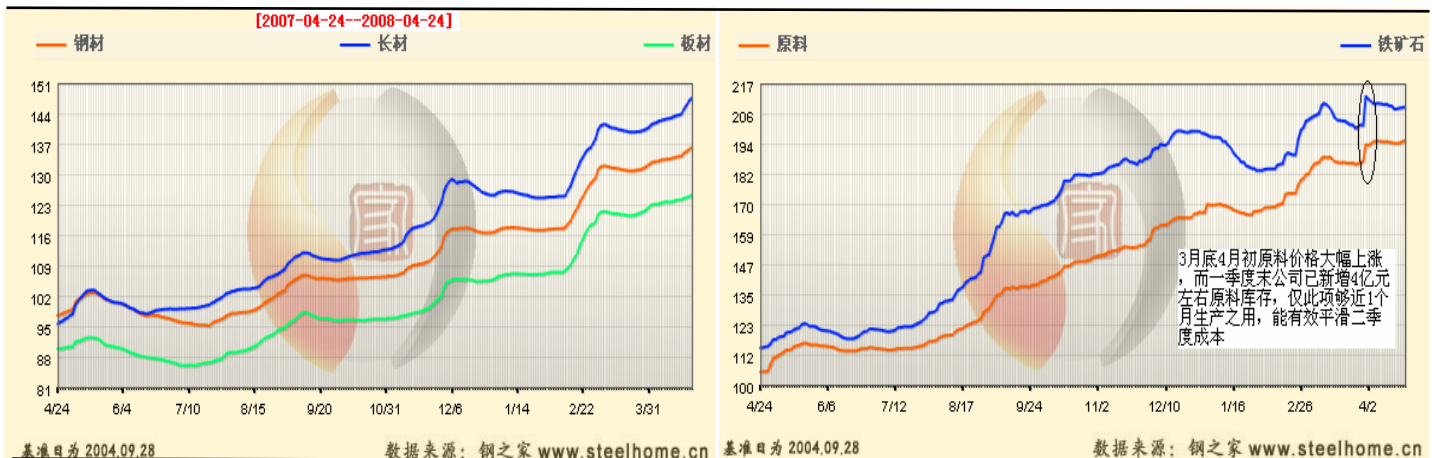
《承德钒钛（600357）：钒价超预期上涨带来投资机会》—增持—08年2月5日

《承德钒钛（600357）：机会是“涨”出来的》—增持—08年2月20日

《承德钒钛（600357）：08年钒价有望在高位运行》—增持—08年2月25日

图表 1：08年3月份钢材价格追随市场价格大幅上涨

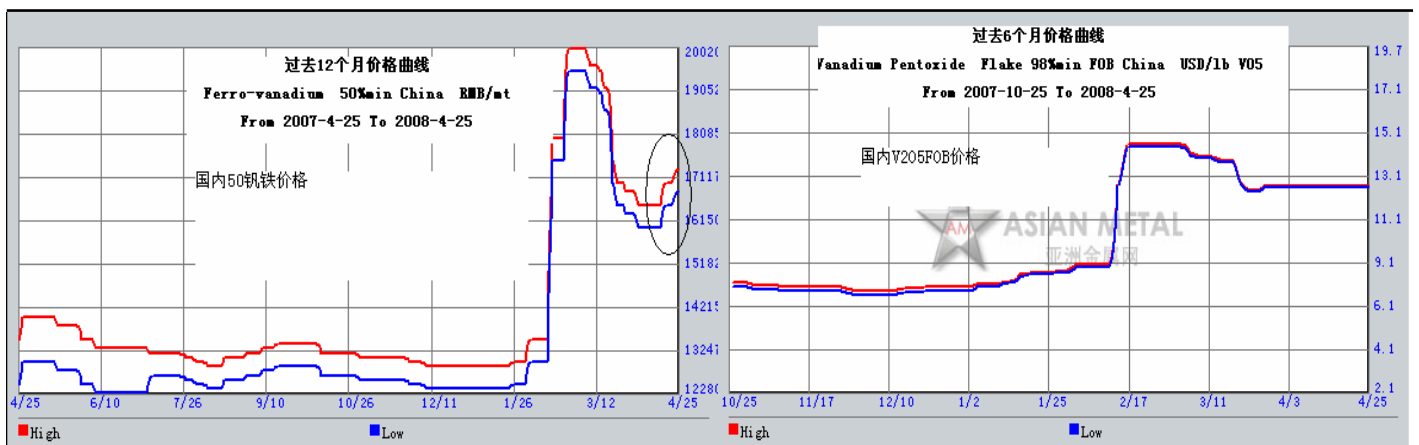
图表 2：08年1月以来钢铁原料现货价格稳步上行



资料来源：钢之家

资料来源：钢之家

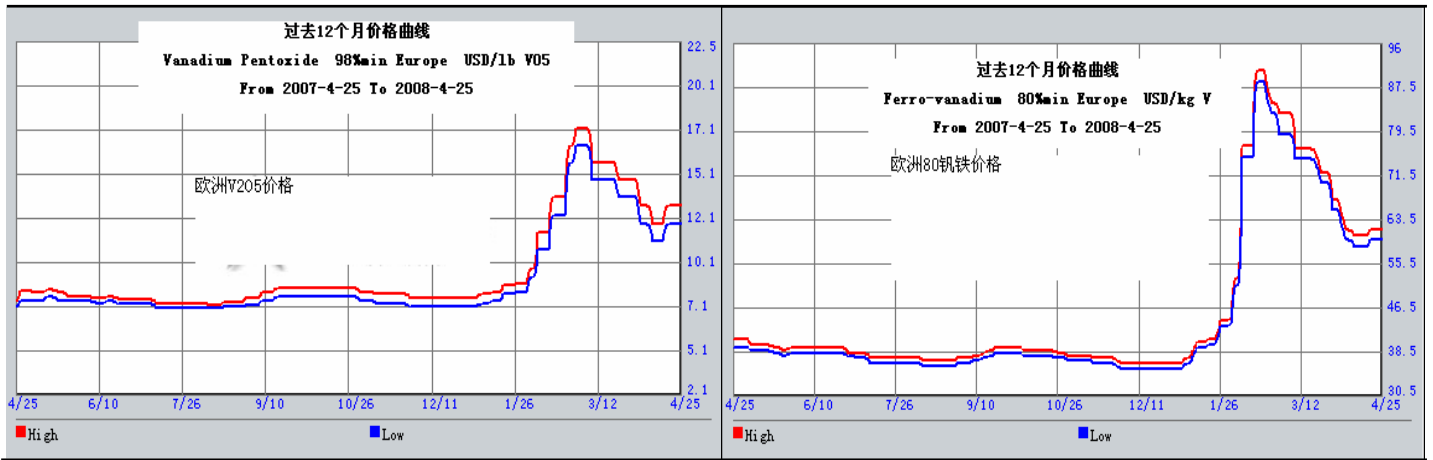
图表 3：国内钒产品价格出现预期中的底部（我们3月中下旬在多个场合表示，钒价底部已经呈现）





资料来源：亚洲金属网

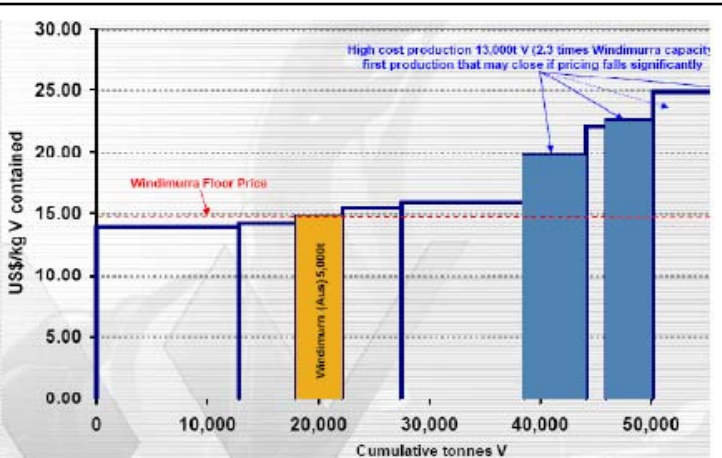
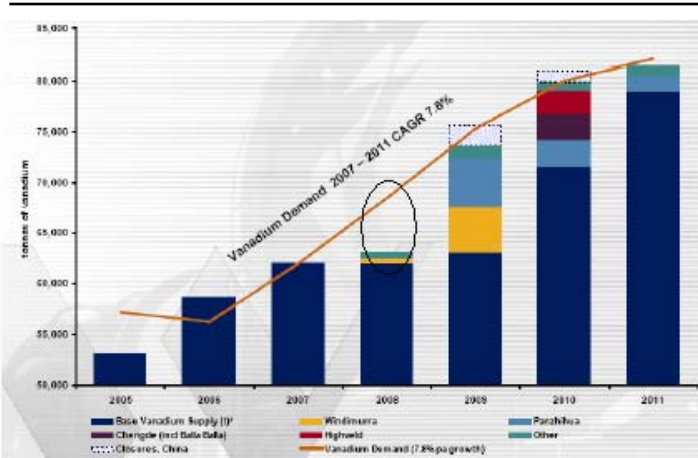
图表 4：国外钒产品价格全线回升



资料来源：亚洲金属网

图表 5：全球 08 年钒产品供求关系较为紧张

图表 6：不同钒产品价格对应的供给量情况



资料来源：Windimurra Vandium、Patersons@08 年 3 月

资料来源：Windimurra Vandium、Patersons@08 年 3 月

图表 7：承德钒钛（600357）分季度财务指标情况

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1
毛利率	8.25%	9.99%	7.98%	9.01%	5.99%
期间费用率	4.45%	4.38%	3.60%	7.37%	4.33%
税前利润率	3.42%	5.84%	4.29%	-0.03%	1.65%
实际所得税率	31.15%	25.58%	36.52%	为负	20.24%

注：公司期间费用率 07 年第四季度异常，后期需密切关注

资料来源：公司报表、天相证券投资分析系统



图表 8：承德钒钛（600357）盈利预测

报告期间	2006A	2007A	2008E	2009E
一、营业收入	840,603	1,460,910	2,236,737	2,732,506
减：营业成本	736,555	1,332,532	2,004,700	2,465,572
营业税金及附加	2,758	10,725	16,420	20,060
资产减值损失	-48	-710	0	0
销售费用	7,843	7,254	11,106	13,568
管理费用	29,974	32,496	49,754	60,782
财务费用	19,962	33,252	55,918	68,313
投资净收益	1,884	2,898	3,478	4,174
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
二、营业利润	45,443	48,260	102,316	108,386
加：营业外收入	70	99	99	99
减：营业外支出	161	480	480	480
三、利润总额	45,353	47,879	101,935	108,005
减：所得税费用	12,523	3,028	15,987	16,939
四、净利润	32,830	44,851	85,948	91,065
归属母公司所有者的净利润	30,724	43,361	83,093	88,040
少数股东权益	2,106	1,490	2,855	3,025
EPS(全面摊薄/元)	0.37	0.44	0.85	0.90

主要假设条件：（1）公司钢材产量 446 万吨，盈利能力较 07 年变化不大；（2）08 年商品钒产品（折成 V205）产量 1.12 万吨，含税价 15 万元/吨（含税），成本 7 万元/吨；（3）期间费用率等较 07 年无异常变化；（4）暂时先考虑集团下半年投产的 300 万吨热轧不租赁，而由股份公司提供板坯，数量为 50 万吨。

资料来源：天相投顾



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014