

增发预案调整符合预期

酒钢宏兴重启非公开增发点评

报告关键点:

- 下调榆钢的融资规模更加符合项目的价值
- 我们更为看好拟注入的不锈钢资产
- 预测2012-2013年的增发摊薄幅度为18%、15%

报告摘要:

- 公司重启定向增发,拟发行不超过21.72亿股,发行价格不低于3.83元,募资不超过85亿元,其中39.06亿元将用于榆钢支持地震灾区恢复重建项目,45.94亿元将用于收购酒钢集团天风不锈钢有限公司。和之前定增预案不同的除了调低了发行价外,还大幅下调了增资榆钢的募资规模(52.77亿下调至39.06亿元)。
- 此次增发预案的调整符合预期,我们之前认为增资榆钢52.77亿的融资对盈利的摊薄是较为严重的,下调后更加符合项目的价值。榆钢建设H型钢60万吨、热轧带肋钢筋及圆钢60万吨,预计2013年可达产,达产后贡献的净利润1.8亿,收购价对应2013年PE为21.7倍。
- 我们更为看好拟注入的不锈钢资产,不锈钢业务具有西北地区的成本优势,电力、镍、铬的动力能源和资源优势使得成本约比行业低700元/吨,弥补公司运输距离远和产品结构低端的劣势后,相对不锈钢行业净利率的优势约为2%。收购不锈钢公司的估值与酒钢相近,对应2011年的PE为14.9倍,PB为1.3倍。未来不锈钢公司的业绩增长将主要来源于量的增长:目前拥有不锈钢产能120万吨,十二五末规划扩至300万吨。
- 预计公司2011-2013年的EPS分别为0.33/0.37/0.46元,对应PE为14,13,10倍,目前PB为1.6倍。维持公司“增持-A”的投资评级,目标价5.5元。假定发行21.72亿股,预测增发摊薄后2012-2013年的EPS分别为0.3、0.39元,对应PE为15、12倍,摊薄幅度为18%、15%,摊薄主要来源于对榆钢的增资,由于增发项目的前景好于现有钢铁业务,预计随着不锈钢产能的释放,增发长期将会增厚公司业绩。
- 风险提示:增发项目的盈利低于预期导致摊薄严重

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	35,948.4	39,524.5	51,784.8	54,979.9	60,666.7
Growth(%)	10.7%	9.9%	31.0%	6.2%	10.3%
净利润	320.9	913.9	1,352.3	1,501.1	1,882.9
Growth(%)	624.5%	184.8%	48.0%	11.0%	25.4%
毛利率(%)	9.6%	10.9%	11.9%	11.7%	12.2%
净利率(%)	0.9%	2.3%	2.6%	2.7%	3.1%
每股收益(元)	0.08	0.22	0.33	0.37	0.46
每股净资产(元)	2.42	2.61	3.37	3.68	4.07
市盈率	59.3	20.8	14.1	12.7	10.1
市净率	1.9	1.8	1.4	1.3	1.1
净资产收益率(%)	3.3%	8.3%	9.7%	9.8%	11.2%
ROIC(%)	24.7%	9.6%	9.7%	6.5%	7.6%
EV/EBITDA	13.2	8.3	6.6	5.5	4.5
股息收益率	0.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.5%

评级:
增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:
5.50元

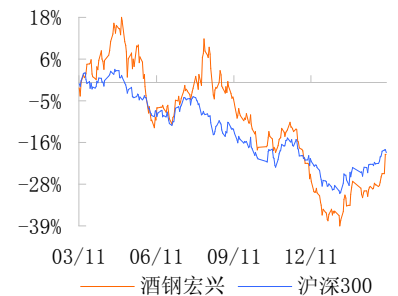
期限: 6个月 上次预测: 6.50元

现价(2012年02月29日): 4.65元

报告日期:
2012-03-01

总市值(百万元)	19,024.81
流通市值(百万元)	8,124.48
总股本(百万股)	4,091.36
流通股本(百万股)	1,747.20
12个月最低/最高	3.49/13.98元
十大流通股东(%)	65.54%
股东户数	122,205

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.68	5.22	(0.42)
绝对收益	17.13	7.18	(19.49)

衡昆

 010-66581658
 执业证书编号

首席行业分析师

 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

报告联系人

任志强

 021-68763626
 renzq@essence.com.cn

前期研究成果

酒钢宏兴: 靓丽中报 VS 增发摊薄

2011-07-22

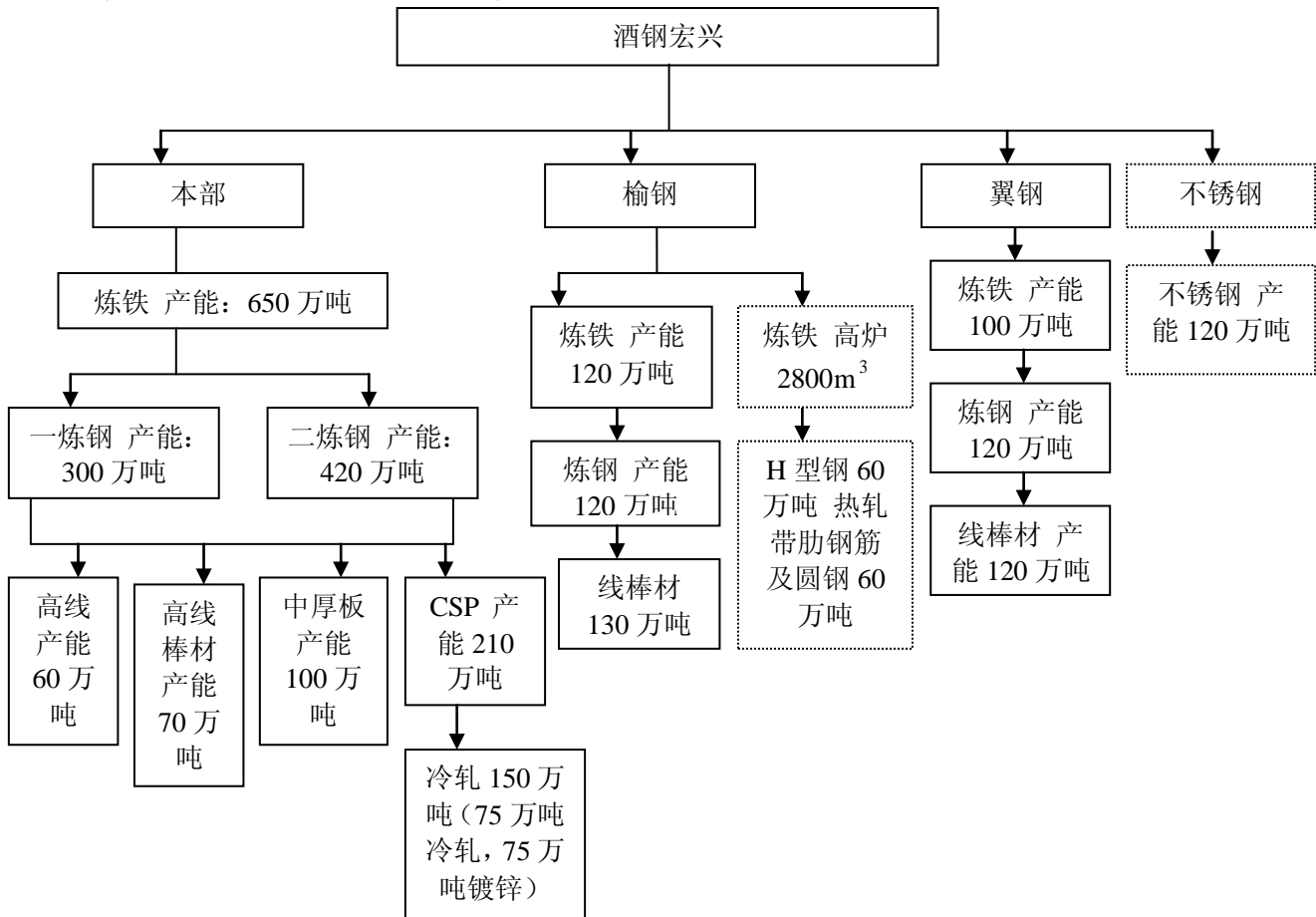
酒钢宏兴: 自有铁矿带来相对成本优势

2010-08-23

酒钢宏兴: 期待尽快完成定向增发及资产收购

2009-08-31

图 1 酒钢产能 (虚线为增发收购或新建的产能)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间

财务报表						财务指标					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	35,948.4	39,524.5	51,784.8	54,979.9	60,666.7	营业收入增长率	10.7%	9.9%	31.0%	6.2%	10.3%
减: 营业成本	32,495.7	35,217.4	45,607.1	48,541.4	53,266.5	营业利润增长率	2430.5%	181.5%	63.9%	7.6%	25.3%
营业税费	109.0	103.3	140.5	153.1	164.0	净利润增长率	624.5%	184.8%	48.0%	11.0%	25.4%
销售费用	1,013.0	1,290.5	1,690.8	1,795.1	1,980.8	EBITDA 增长率	227.6%	24.3%	60.3%	20.5%	25.9%
管理费用	1,636.2	1,503.0	1,969.2	2,090.7	2,307.0	EBIT 增长率	962.4%	118.1%	67.7%	5.0%	22.6%
财务费用	209.7	195.5	371.8	341.8	362.0	NOPLAT 增长率	604.4%	111.1%	47.0%	7.8%	22.6%
资产减值损失	71.9	50.1	100.0	7.7	17.1	投资资本增长率	439.5%	46.5%	61.2%	4.3%	9.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	113.4%	12.0%	27.8%	9.2%	10.5%
投资和汇兑收益	-	-2.1	-	-0.7	-0.9						
营业利润	413.0	1,162.6	1,905.4	2,049.4	2,568.5	利润率					
加: 营业外净收支	6.6	7.4	-60.0	-1.0	1.0	毛利率	9.6%	10.9%	11.9%	11.7%	12.2%
利润总额	419.6	1,170.0	1,845.4	2,048.4	2,569.5	营业利润率	1.1%	2.9%	3.7%	3.7%	4.2%
减: 所得税	93.5	234.6	461.3	512.1	642.4	净利润率	0.9%	2.3%	2.6%	2.7%	3.1%
净利润	320.9	913.9	1,352.3	1,501.1	1,882.9	EBITDA/营业收入	6.9%	7.8%	9.6%	10.9%	12.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	1.7%	3.4%	4.4%	4.3%	4.8%
货币资金	2,583.0	4,671.0	7,767.7	8,247.0	9,100.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	77	108	90	95	91
应收账款	718.4	632.1	853.3	959.9	1,009.7	流动营业资本周转天数	-34	-20	36	65	65
应收票据	326.8	450.4	708.2	626.1	737.3	流动资产周转天数	77	105	115	134	135
预付帐款	550.7	1,149.7	1,531.1	2,201.5	2,897.2	应收帐款周转天数	5	5	4	5	4
存货	5,336.6	6,572.0	8,577.9	9,129.8	10,018.5	存货周转天数	39	55	53	58	57
其他流动资产	15.9	75.1	153.2	179.2	238.1	总资产周转天数	181	258	238	258	254
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	70	132	156	185	180
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	274.9	20.0	20.0	20.0	ROE	3.3%	8.3%	9.7%	9.8%	11.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.3%	3.1%	3.7%	3.7%	4.3%
固定资产	11,707.1	11,952.8	13,939.1	15,028.8	15,665.8	ROIC	24.7%	9.6%	9.7%	6.5%	7.6%
在建工程	1,634.8	1,669.9	1,094.0	1,078.8	1,215.8	费用率					
无形资产	3,018.9	2,947.3	3,217.5	3,469.6	3,705.0	销售费用率	2.8%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
其他非流动资产	193.4	70.5	27.3	31.1	31.8	管理费用率	4.6%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
资产总额	26,085.6	30,465.7	37,889.3	40,971.7	44,639.1	财务费用率	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%
短期债务	1,327.6	6,857.0	9,552.3	9,426.4	10,632.2	三费/营业收入	8.0%	7.6%	7.8%	7.7%	7.7%
应付帐款	4,204.4	4,924.7	4,975.9	6,121.5	6,659.2	偿债能力					
应付票据	3,102.5	1,684.7	3,038.0	3,396.7	3,274.5	资产负债率	61.6%	63.2%	62.1%	61.5%	60.8%
其他流动负债	4,403.9	1,865.6	1,755.8	1,893.1	1,974.6	负债权益比	160.7%	171.7%	163.5%	159.9%	155.1%
长期借款	2,966.7	3,766.7	3,766.7	3,766.7	3,766.7	流动比率	0.73	0.88	1.01	1.02	1.06
其他非流动负债	45.2	155.2	317.7	374.4	491.4	速动比率	0.31	0.45	0.57	0.59	0.62
负债总额	16,078.0	19,253.9	23,427.4	25,000.0	26,805.6	利息保障倍数	2.97	6.95	6.13	7.00	8.10
少数股东权益	124.6	524.3	556.0	591.2	635.4	分红指标					
股本	2,045.7	2,045.7	4,091.4	4,091.4	4,091.4	DPS(元)	-	0.05	0.05	0.06	0.07
留存收益	7,812.3	8,530.4	9,679.9	10,955.8	12,556.3	分红比率	0.0%	22.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	10,007.6	11,211.8	14,327.3	15,638.4	17,283.1	股息收益率	0.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.5%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	326.1	960.9	1,352.3	1,501.1	1,882.9	EPS(元)	0.08	0.22	0.33	0.37	0.46
加: 折旧和摊销	1,863.7	1,733.3	2,677.4	3,577.7	4,586.9	BVPS(元)	2.42	2.61	3.37	3.68	4.07
资产减值准备	71.9	50.1	100.0	7.7	17.1	PE(X)	59.3	20.8	14.1	12.7	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.4	1.3	1.1
财务费用	169.9	243.9	371.8	341.8	362.0	P/FCF	-3.7	10.6	-2.9	-2,201.5	904.2
投资收益	-	2.1	-	0.7	0.9	P/S	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	5.2	21.4	31.7	35.2	44.2	EV/EBITDA	13.2	8.3	6.6	5.5	4.5
营运资金的变动	-811.6	-2,115.0	-1,338.3	410.1	-1,218.7	CAGR(%)	67.6%	27.2%	16.5%	19.4%	13.6%
经营活动产生现金流量	1,458.0	872.5	3,194.8	5,874.2	5,675.3	PEG	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-1,317.3	-2,572.7	-4,145.1	-4,900.7	-5,600.9	ROIC/WACC	3.3	1.3	1.3	0.9	1.0
融资活动产生现金流量	-835.9	3,867.3	4,186.3	-692.9	561.4	REP	0.9	1.2	0.9	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034