

酒钢宏兴 (600307.SH) 钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市价(人民币)：11.91元
目标(人民币)：15.41-17.47元

资源与区域优势提升公司价值

长期竞争力评级：高于行业均值

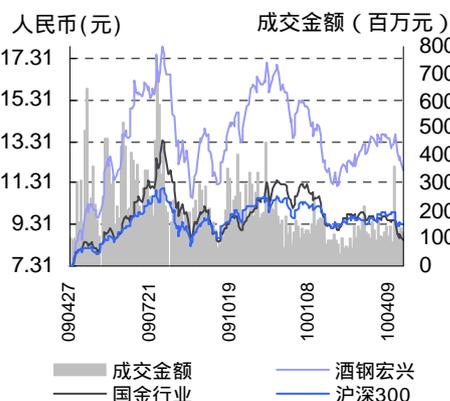
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	873.60
总市值(百万元)	24,364.03
年内股价最高最低(元)	17.90/7.33
沪深300指数	3190.00
上证指数	2983.54

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.883	0.051	0.184	1.027	1.265
每股净资产(元)	5.40	5.25	4.74	5.67	6.84
每股经营性现金流(元)	2.21	2.56	0.53	2.40	2.96
市盈率(倍)	32.03	91.71	82.52	11.86	9.63
行业优化市盈率(倍)	25.50	7.40	14.55	14.55	14.55
净利润增长率(%)	73.19%	-94.26%	50.95%	458.84%	23.16%
净资产收益率(%)	16.34%	0.97%	3.88%	18.12%	18.51%
总股本(百万股)	873.60	873.60	2,045.68	2,045.68	2,045.68

来源：公司年报、国金证券研究所



投资逻辑

- **高矿价下成本优势显现**：公司目前铁矿石自给率 34%，同时周边低价铁矿供给比例 16%。由于当地铁矿石易采难选，且球团矿入炉比例较高，因此低矿价下公司成本竞争力不足。但矿价大幅上涨后，受益于自有矿石采选成本相对固定，公司成本优势得到一定程度显现。我们认为未来 2-3 年内铁矿石高位运行的格局难以改变，因此公司前期成本劣势逐步消失，后期有望转化为竞争优势；
- **西部开发需求增长**：近年来西部开发投资加大，公路、铁路等基础建设对钢材需求快速增长，预计今年西北地区今年新增钢材消费 600 万吨左右。公司是当地钢铁龙头企业，目前产品产销两旺，当地销售价格较周边地区存在 200 元/吨溢价空间。明年 1800 立高炉投产，预计将为公司新增产能 200 万吨，可谓成长性兼备；
- **整体上市增强竞争力**：整体上市后，公司拥有完整烧结、焦化等铁前工艺装备。此外热轧 CSP 轧机的注入消除了之前坯材的关联交易，同时兰州榆中棒线材上市后，同业竞争问题也得到一并解决。我们认为随着工业复苏，板材今年将有良好表现，注入产能将进一步增厚公司业绩；

投资建议

- 我们认为钢铁企业生产成本上升是长期趋势，拥有资源的生产企业将获得更高的盈利。酒钢宏兴目前铁矿石自给率在上市公司中名列前茅，具备较高的投资价值；

估值

- 预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.184 元、1.027 元、1.265 元，我们给予 15-17 倍市盈率，合理估值 15.41-17.47 元，给予“买入评级”；

风险

- 宏观政策重大变化，尤其是房地产行业政策转变后对房地产开工形成压制。

笃慧

联系人
(8621)61038247
duhui@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号：S1130206080206

内容目录

成本与区域优势叠加提升公司价值	4
公司主要看点 2+1	4
铁矿石价格上涨弥补成本劣势	4
自有矿山	4
周边铁矿	5
哈萨克斯坦球团	5
低矿价下公司成本无优势	5
矿价上涨成本获利	8
区域市场需求快速增长	9
区域龙头企业	9
西北钢铁需求快速增长	10
整体上市增厚公司盈利	12
整体上市简单介绍	12
公司目前产能情况介绍	14
业绩预测及估值比较	15
业绩预测主要假设	15
业绩预测结果摘要	16
估值比较	16
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：公司铁矿石用矿比例	4
图表 2：公司自有矿产情况	5
图表 3：2009 年 12 月低矿价下公司成本并不占优	5
图表 4：国内普通铁矿石选矿相对简单	6
图表 5：公司弱磁性铁矿选矿工艺复杂	6
图表 6：公司铁矿石必须多重工艺配合选矿	7
图表 7：高球团比是前期制约成本优势的重要因素	7
图表 8：2009 年部分企业烧结矿与球团矿制造成本对比（元/吨）	8
图表 9：现货矿价格大幅上涨后公司成本优势凸显（无税）	8
图表 10：不同矿价下公司吨铁成本优势变化（元/吨，无税）	9
图表 11：08 年公司主要产品收入占比	9
图表 12：08 年公司主要产品利润占比	9
图表 13：酒钢宏兴销售区域分布	10
图表 14：西北地区固定资产投资累计增速高于东部地区	10

图表 15：西北地区钢铁消费增速超出产量增长（万吨）.....	11
图表 16：2010 年西北地区钢铁消费增长预测.....	11
图表 17：西北地区钢铁企业产能变化（万吨）.....	12
图表 17：Myspic 钢价指数西部地区高于东部.....	12
图表 18：近期四地钢价比较（元/吨）.....	12
图表 19：资产注入前后主要财务指标对比.....	12
图表 20：公司整体上市情况.....	13
图表 21：酒钢宏兴生产工艺流程图.....	14
图表 22：公司产量主要假设（万吨）.....	15
图表 23：公司业绩预测基本假设.....	16
图表 24：目前国内钢铁上市公司 PE 比较.....	17

成本与区域优势叠加提升公司价值

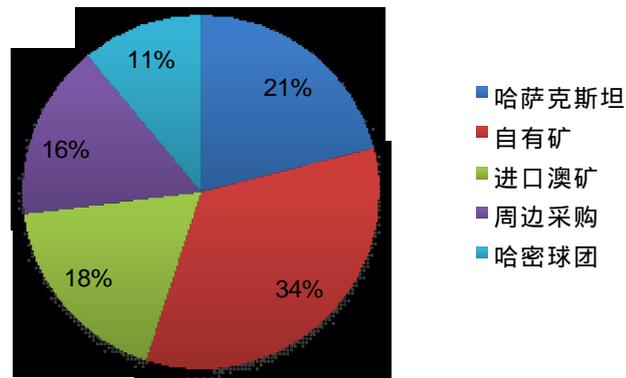
公司主要看点 2+1

- **铁矿资源**：公司地处西北地区，铁矿自给率达到 34%。同时当地铁矿石资源丰富，易采难选，且由于外运成本较高，公司周边采购价格远低于行业平均水平。虽然在矿石采选及炉料配比方面，公司成本较高。但在目前铁矿石大幅上涨的环境下，受益于自有矿石采选成本相对固定，公司前期成本劣势已经得到修补；
- **区域优势**：公司是当地钢铁生产企业龙头，受益于近年来西部开发加快，铁路、公路等一系列基础设施对钢材需求快速增长，钢价也较东部地区存在一定的溢价。目前公司产品产销两旺，区域优势是公司另一亮点；
- **整体上市增厚公司盈利**：整体上市后，公司拥有完整烧结、焦化等铁前工艺装备。此外热轧 CSP 轧机的注入消除了之前坯材的关联交易，同时兰州榆中棒线材上市后，同业竞争问题也得到一并解决。我们认为随着工业复苏，板材今年将有良好表现，注入产能将进一步增厚公司业绩。

铁矿石价格上涨弥补成本劣势

- **用矿结构**：公司目前铁矿石年均采购约 900 万吨左右，其中哈萨克斯坦球团矿约为 200 万吨，自有矿山供给 320 万吨，进口澳洲协议矿 170 万吨；周边矿山现货采购 150 万吨，哈密球团厂周边采购加工球团 100 万吨；

图表1：公司铁矿石用矿比例



来源：国金证券研究所

自有矿山

- 公司下辖镜铁山矿目前下辖桦树沟和黑沟两个矿区。年产原矿 600 万吨，铁精粉约 300 万吨，未来公司计划增加一个新的矿点，再收购部分周边小型矿山，补充铁精粉产能 100 万吨；

图表2：公司自有矿产情况



来源：国金证券研究所

周边铁矿

- 当地包括新疆哈密地区铁矿石易采难选，且由于外运成本较高，因此酒钢在当地具备一定的议价能力，采购价格低于东部地区，如哈密选矿厂采购周边小型矿山铁矿石原矿加工成球团，前期原矿采购费用 70-80 元/吨，球团制造成本 800 元/吨，运至本部运费 40 元/吨，较现货矿仍具备不小优势；

哈萨克斯坦球团

- 2005 年公司与哈萨克斯坦欧亚财团签订球团矿供应协议，每年供应球团 200 万吨左右。结算参照海运球团矿平均价格，按照季度结算，略低于海运铁矿石平均价格水平；

低矿价下公司成本无优势

- 公司一季度吨生铁成本约为 2000 元左右，高于同区域内八一钢铁水平。我们认为造成成本相对较高的原因一方面是公司铁矿石选矿工艺复杂，推高成本，另一方面是公司烧结能力不足导致炉料中高成本球团矿熟料比重较大，在低矿价下公司成本并不占优；

图表3：2009 年 12 月低矿价下公司成本并不占优

	平均	首钢	唐钢	太钢	包钢	鞍钢	本钢	马钢	武钢	攀钢	酒钢	邯钢
主要原材料	1224.97	943.60	1155.64	1004.72	1263.46	1114.38	1083.67	1120.08	1176.87	1139.84	1431.97	1336.46
折旧	27.19	30.69	19.73	44.86	21.50	27.12	-4.92	27.95	32.15	49.15	13.99	24.38
不含折旧的加工费	862.40	987.26	919.11	870.90	961.06	827.74	854.62	889.30	853.20	887.50	725.83	909.11
单位制造成本	2114.56	1961.55	2094.48	1920.48	2246.02	1969.24	1933.37	2037.33	2062.21	2076.49	2171.79	2269.95

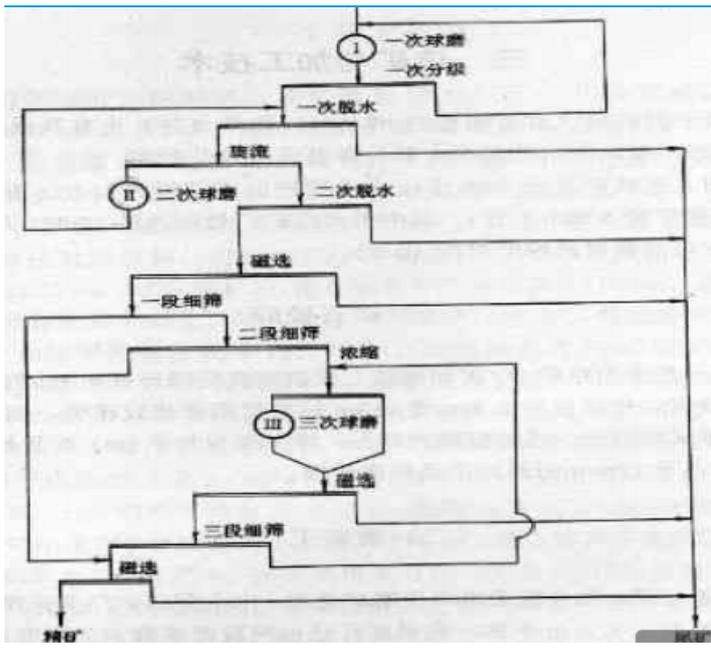
来源：国金证券研究所

- 铁矿石采选难度大：公司铁矿石为难以采选的红铁矿，它虽然与鞍山式铁矿同属沉积变质型，但成矿时代晚，物质组成比鞍山式铁矿复杂，其工艺类型可以称之为碧玉型弱磁性混合铁矿石。矿石中铁矿物主要有镜铁矿、菱铁矿和褐铁矿，少量磁铁矿；脉石矿物主要为碧玉、重晶石、铁白云石和石英。相对而言，铁矿物中镜铁矿占优势，菱铁矿和褐铁矿次之，

三者的大体比例为 2:1:1。工业矿物与脉石矿物之间物理参数有大小相同或交叉的现象，矿石可选性差；

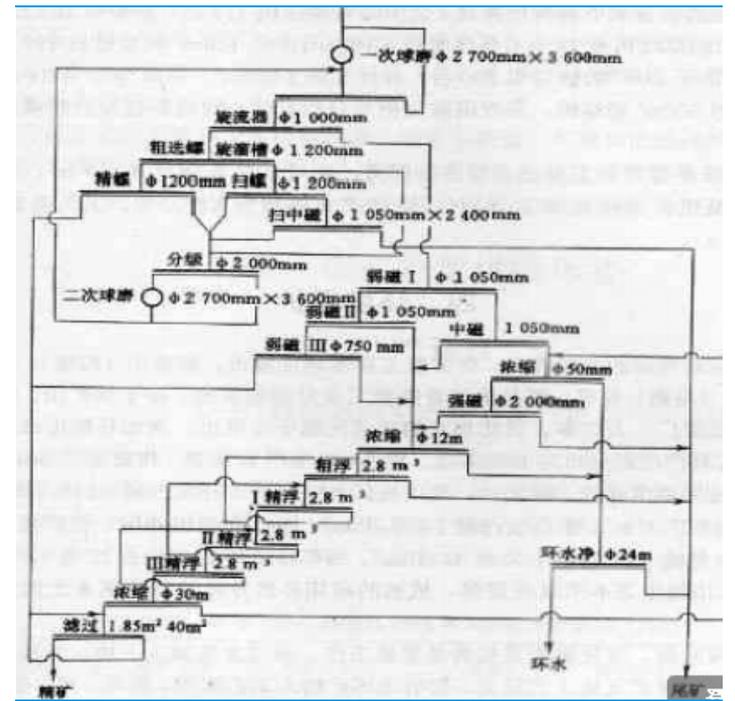
- 普通国内铁矿石选矿一般采用单一磁选或者浮选为主。酒钢铁矿石比较复杂，若单纯磁选，从磁性参数看，铁矿物的比磁化系数较小，含铁量较高的脉石和围岩的比磁化系数接近甚至超出磁性弱的铁矿物。因此含铁脉石和围岩容易以磁性杂质形式进入铁精矿，影响精矿质量。而若单纯采用浮选，由于铁矿物和脉石种类多样，而且以上杂质都含铁，该矿石的浮选性能与鞍钢铁矿也有明显的差异。因此公司选矿必须多种方式配合，多工艺叠加后 55%品位铁精粉成本约为 340-350 元/吨（不含税），如果按照 1%品位 15 元计算，标准状态折算采选成本吨矿约为 500 元/吨左右。以下是公司与国内普通矿山选矿工艺对比；

图表4：国内普通铁矿石选矿相对简单

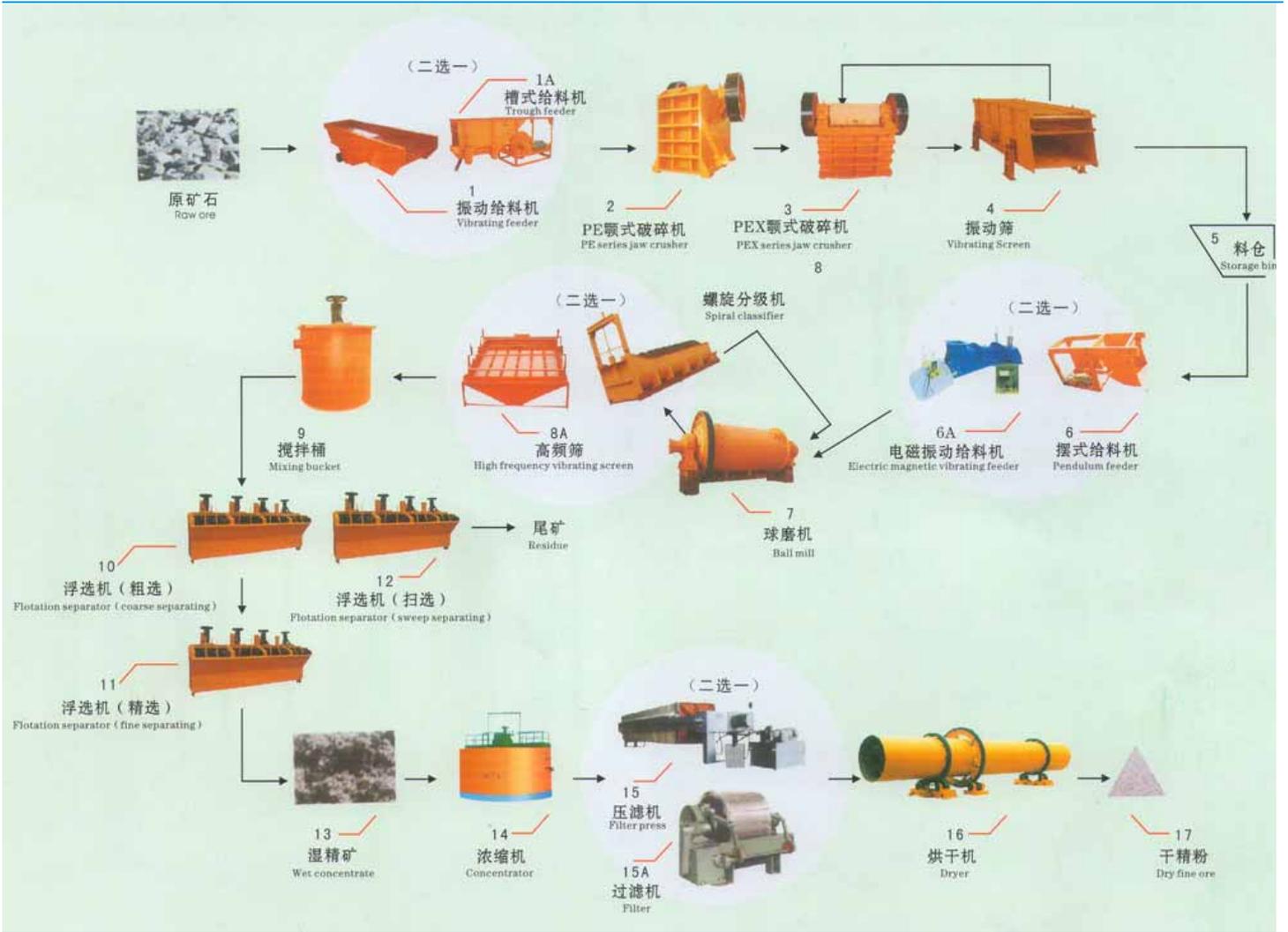


来源：国金证券研究所

图表5：公司弱磁性铁矿选矿工艺复杂



图表6：公司铁矿石必须多重工艺配合选矿



来源：国金证券研究所

- **球团矿入炉比例高**：与国内大型钢铁企业相比，公司烧结能力不足。在炉料中，大量配用球团矿熟料。目前公司球团矿主要由哈密选矿厂和哈萨克斯坦供应。由于球团矿造价远高于烧结矿，直接推高公司生铁成本；

图表7：高球团比是前期制约成本优势的重要因素

成本项目	计量单位	首钢	唐钢	太钢	鞍钢	本钢	马钢	攀钢	酒钢	邯钢
		单耗								
一、主要原材料		—	—	—	—	—	—	—	—	—
1、含铁料小计		—	—	—	—	—	—	—	—	—
其中：烧结矿	kg	1158.00	1381.93	1222.00	1252.00	1360.23	1366.33	1760.25	1097.00	1324.70
自产球团矿	kg	282.90		252.00	360.00	318.39	259.47		283.00	324.79
外购球团矿	kg	80.50	144.15			98.64		560.62	468.00	30.91
进口铁矿石	kg	145.80	312.48	132.00	26.00		220.17		43.00	137.26
自产铁矿石	kg									
外购铁矿石	kg							97.47	147.00	
返矿	kg	331.50	-203.53				-243.03			-181.38
其中：烧结返矿	kg	290.80	-133.39							-147.40
球团返矿	kg	28.00	-17.21							-17.79

来源：国金证券研究所

图表8：2009年部分企业烧结矿与球团矿制造成本对比（元/吨）

	包钢	马钢	沙钢	重钢	酒钢
烧结矿成本					
主要原材料	535	667	554	660	575
折旧	8	13	26	6	4
不含折旧的加工费	149	71	91	113	75
单位制造成本	692	752	672	779	654
球团矿成本					
主要原材料	1043	764	713	871	725
折旧	12	17	21	9	9
不含折旧的加工费	91	62	61	106	39
单位制造成本	1146	843	796	986	773

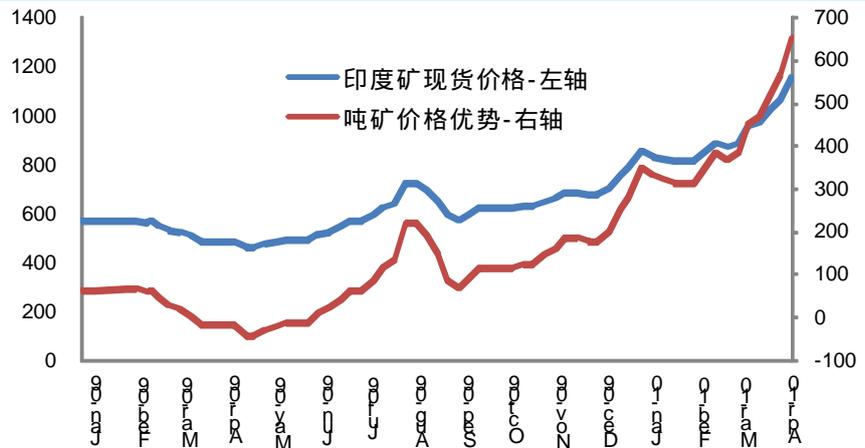
来源：国金证券研究所

- **小结：**受选矿费用和高球团比制约，在铁矿石价格较低时，固定成本较高导致公司在生产成本方面竞争力不强。

矿价上涨成本获利

- 公司矿石在低矿价下无优势，但随着矿石价格今年一路走高，受益于自有矿石采选成本相对固定，公司成本优势目前得到一定程度显现；

图表9：现货矿价格大幅上涨后公司成本优势凸显（无税）



来源：国金证券研究所

- 我们对公司吨生铁铁矿石配比进行敏感度分析，在目前现货矿价下，公司矿石劣势不但消除，而且领先行业平均水平 100 元左右。以下测算基于的假设如下
 - 澳矿：未来价格双轨制取消，价格与现货持平；
 - 周边铁矿：考虑到当地精矿品位低于标准精粉，及酒钢的垄断地位，采购价格低于现货精粉 250 元/吨；
 - 外购球团价格：较现货矿价格高 200 元/吨；

图表10：不同矿价下公司吨铁成本优势变化（元/吨，无税）

	酒钢	行业均值	E1 现货矿价 700				E2 现货矿价 1100				E3 现货矿价 1500			
			酒钢		行业均值		酒钢		行业均值		酒钢		行业均值	
			单价	金额	单价	金额	单价	金额	单价	金额	单价	金额	单价	金额
烧结矿		1350		673		1053		922		1593		1171		2133
烧结费用				80		80		80		80		80		80
自产	622		340	261			340	261			340	261		
澳矿	329		700	257	700		1100	388	1100		1500	520	1500	
周边采购	293		450	155			850	272			1250	390		
自产球团矿		250		198				311				425		
球团加工费用(含辅料)			200		200		200		200		200		200	
物流费用			50		50		50		50		50		50	
球团矿用量	283		450	198	700	269	850	311	1100	382	1250	425	1500	495
外购球团矿	468		900	459			1300	646			1700	833		
物流费用			80		50		80		50		80		50	
合计			1330		1322		1879		1975		2428		2628	
优势					-8				96				200	

来源：国金证券研究所

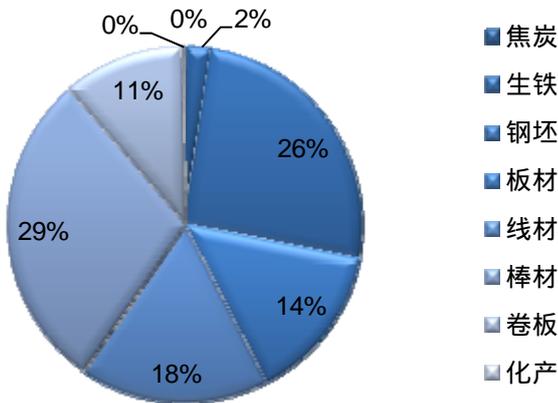
- 小结：我们认为未来 2-3 年内铁矿石高位运行的格局难以改变，因此公司用矿方面的劣势逐步消失，后期有望转化为竞争优势。

区域市场需求快速增长

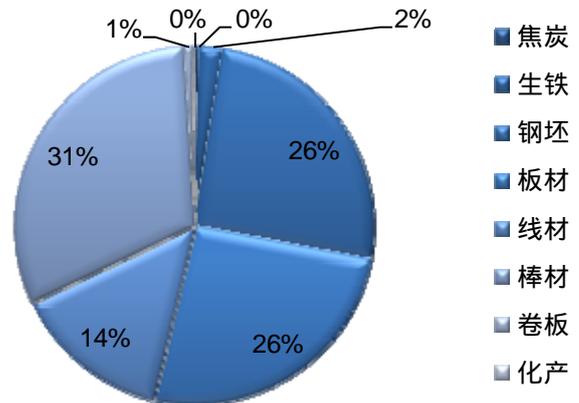
区域龙头企业

- 公司长材、板材产量基本相当，销售市场集中在西北地区。当地市场大型企业只有八一钢铁，竞争程度较低。公司是当地钢铁龙头企业，钢价较东部有一定的溢价空间；

图表11：08年公司主要产品收入占比

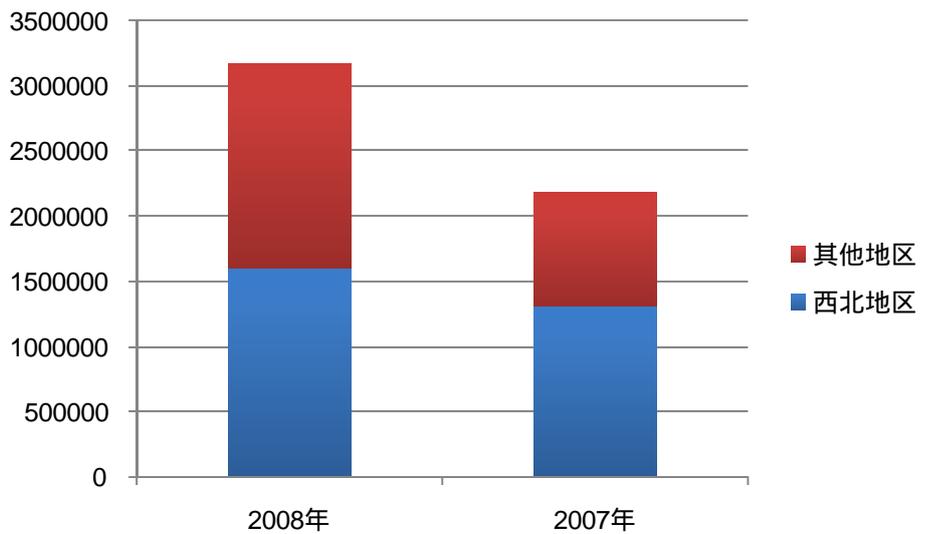


图表12：08年公司主要产品利润占比



来源：国金证券研究所

图表13：酒钢宏兴销售区域分布



来源：国金证券研究所

西北钢铁需求快速增长

- 受益于西部开发速度加快，当地公路、铁路等基础设施建设未来 3-5 年将保持强劲增长。目前公司建材供给偏紧。而板材随着当地制造业的发展，产品已经逐渐由华东地区转至西北地区销售，销售半径的收缩，可以进一步提高产品盈利能力；

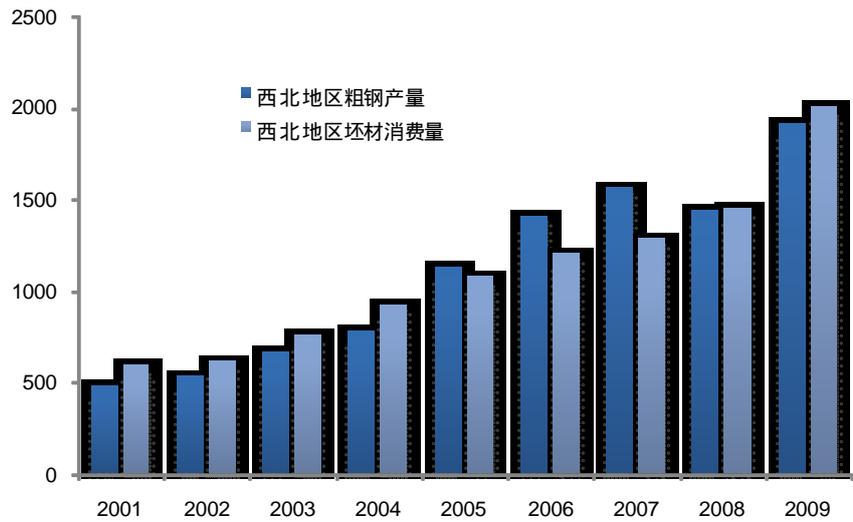
图表14：西北地区固定资产投资累计增速高于东部地区

	西北						华东			
	新疆	四川	陕西	山西	宁夏	甘肃	浙江	上海	山东	江苏
2008-02	20.50	37.10	27.80	38.80	56.50	29.20	15.20	8.30	18.40	24.10
2008-03	22.60	34.50	36.70	30.40	52.50	35.50	13.40	6.60	19.30	23.80
2008-04	25.60	35.00	34.90	28.10	53.90	34.00	14.50	0.70	20.80	21.80
2008-05	28.00	22.10	37.20	27.20	57.40	30.70	17.20	1.70	21.60	22.30
2008-06	28.40	26.90	40.80	26.60	54.40	30.70	18.30	2.40	21.70	22.40
2008-07	29.50	26.60	38.20	27.30	51.40	32.40	18.10	5.20	20.90	22.50
2008-08	30.10	27.60	39.40	28.00	51.10	32.40	17.40	5.10	21.60	23.80
2008-09	27.50	26.70	39.50	27.80	48.90	30.10	16.10	4.10	22.30	23.90
2008-10	24.90	24.80	37.60	26.70	40.10	27.60	14.20	4.70	23.20	24.10
2008-11	24.10	24.50	36.00	25.70	36.00	28.10	11.60	5.70	23.90	24.40
2008-12	19.00	25.70	34.90	22.90	39.40	27.00	8.70	8.10	23.40	24.10
2009-01										
2009-02	29.10	45.00	63.20	32.10	57.20	40.30	10.60	0.90	17.50	20.90
2009-03	35.90	50.50	52.80	20.90	54.20	42.30	12.10	0.80	18.50	23.60
2009-04	24.00	48.40	50.00	20.00	42.00	35.60	12.30	1.80	20.40	24.80
2009-05	27.00	55.20	53.50	27.40	44.20	38.10	13.00	5.20	22.10	24.90
2009-06	24.50	44.00	46.30	36.30	38.20	37.70	13.10	7.90	22.50	25.20
2009-07	24.60	43.90	44.80	37.30	37.90	35.10	13.40	12.30	22.60	25.10
2009-08	24.20	44.30	42.60	41.00	37.90	36.20	13.80	9.00	22.70	24.90
2009-09	24.30	45.80	42.30	41.70	38.50	39.10	13.70	12.10	22.70	25.00
2009-10	23.40	47.10	41.30	41.80	38.10	39.70	15.00	12.10	22.90	25.00
2009-11	22.70	45.50	40.80	41.90	36.30	39.00	15.70	12.30	23.00	25.20
2009-12	19.40	42.40	37.40	41.20	31.10	37.40	13.80	7.10	23.20	22.90
2010-01										
2010-02	2.40	32.40	32.60	27.70	40.20	36.90	16.80	21.00	20.10	25.20
2010-03	5.80	29.60	32.80	27.40	39.90	37.50	18.00	15.30	21.30	24.80

来源：国金证券研究所

- 从 2009 年西北地区坯材供需情况来看，供需关系已经逐步改善。当地钢铁已经由净流出转为净流入。我们预计今年国家对西部地区建设仍将大力扶持，测算钢铁消费将增长 600 万吨左右，同比增长 30%；

图表15：西北地区钢铁消费增速超出产量增长（万吨）



来源：国金证券研究所

图表16：2010年西北地区钢铁消费增长预测

	西北固定资产投资额 (亿元)	累计增速 (%)	固定资产投资价格指数 上年=100	剔除价格因素后的投资完成额 (亿元)	单位耗钢量 (万吨)	粗钢消费量 (万吨)	同比增速 (%)
2001	1954	-	100.4	1947	0.31	595	-
2002	2278	17%	100.2	2274	0.27	606	2%
2003	2848	25%	102.2	2787	0.27	750	24%
2004	3667	29%	105.6	3473	0.26	917	22%
2005	4457	22%	101.6	4387	0.25	1077	18%
2006	5460	23%	101.5	5379	0.22	1199	11%
2007	6970	28%	103.91	6708	0.19	1283	7%
2008	8992	29%	108.9	8258	0.17	1443	12%
2009	12039	34%	106.4	11315	0.18	1999	39%
2010 E1	15650	30%	108.9	14371	0.17	2443	22%
2011 E1	20502	31%	108.9	18826	0.17	3200	31%
2012 E1	27062	32%	108.9	24851	0.17	4225	32%
2010 E2	15771	31%	108.9	14482	0.18	2607	30%
2011 E2	20817	32%	108.9	19116	0.18	3441	32%
2012 E2	27687	33%	108.9	25424	0.18	4576	33%
2010 E3	16252	35%	108.9	14924	0.18	2686	34%
2011 E3	22103	36%	108.9	20297	0.18	3653	36%
2012 E3	30281	37%	108.9	27806	0.18	5005	37%

来源：国金证券研究所

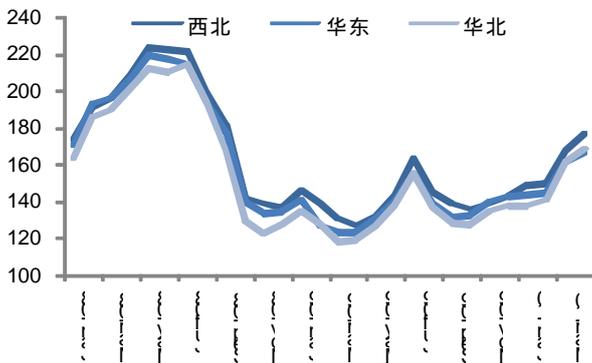
- 而对应西北地区今年钢铁新产能投放较少，预计当地仍将保持钢铁净流入的状态，且周边钢厂输送运距较长，高运费致使西北钢铁产品售价高于国内大部分地区；

图表17：西北地区钢铁企业产能变化（万吨）

	2009	2010E	2011E	2012E
酒钢	700	770	900	1000
八钢	850	850	850	850
西宁特钢	110	110	110	110
金特钢铁	100	235	250	250
伊犁钢铁	150	180	200	200
合计	1910	2145	2310	2410
增量		235	165	100

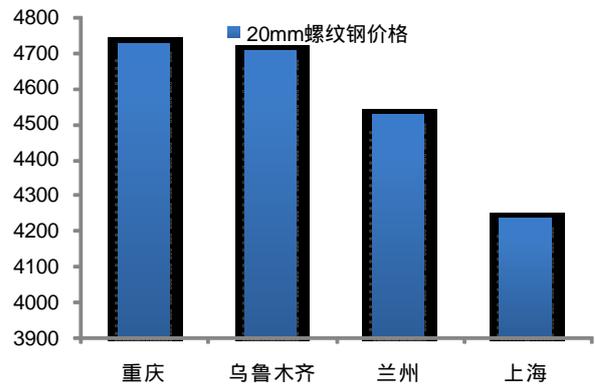
来源：国金证券研究所

图表18：Myspic 钢价指数西部地区高于东部



来源：国金证券研究所

图表19：近期四地钢价比较（元/吨）



- 小结：区域优势带来产品较高的溢价空间，目前公司产品产销两旺，售价高于周边地区 200 元/吨以上。

整体上市增厚公司盈利

整体上市简单介绍

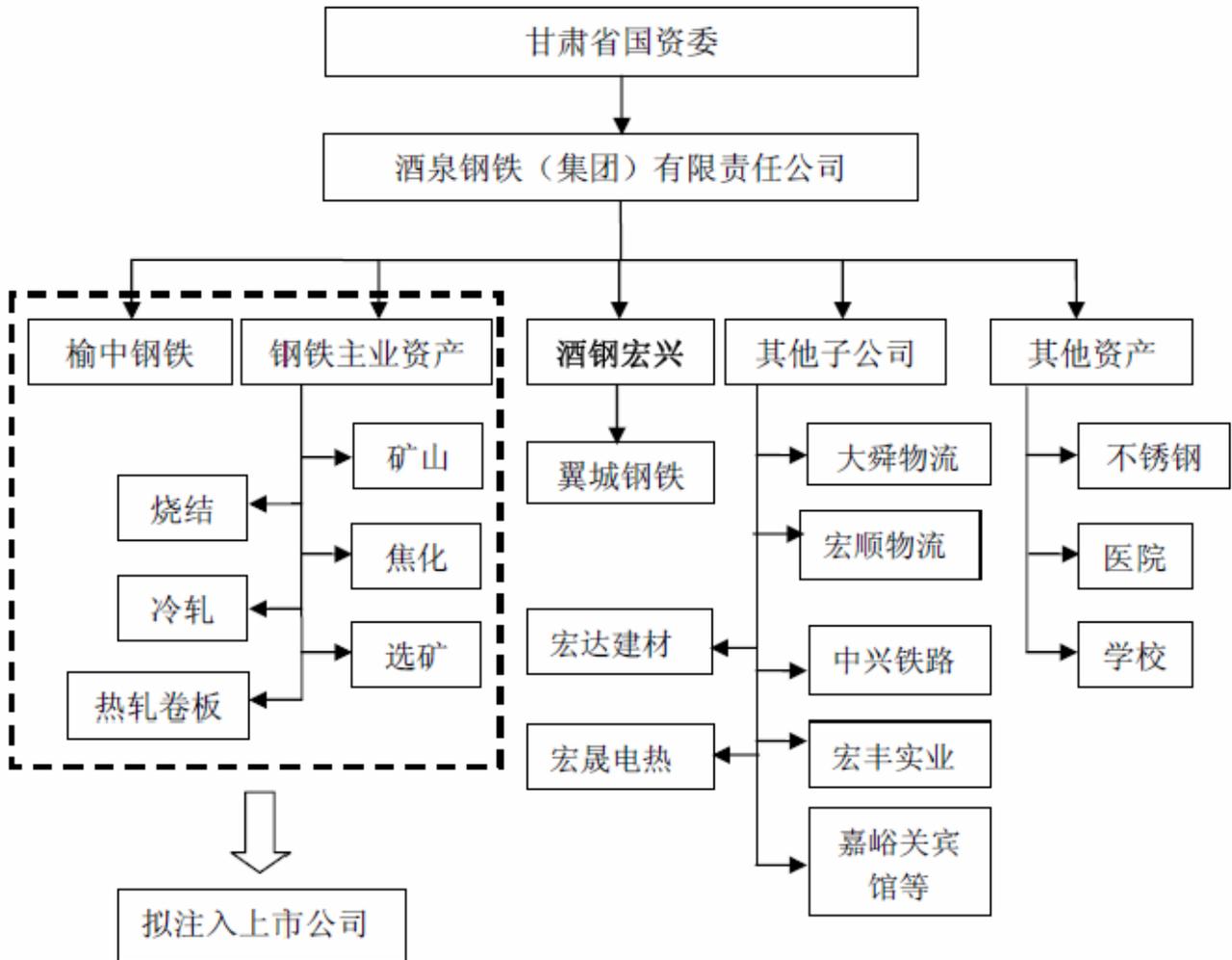
- 整体上市后，公司拥有完整烧结、焦化等铁前工艺装备。此外热轧 CSP 轧机的注入消除了之前坯材的关联交易，同时兰州榆中棒线材上市后，同业竞争问题也得到一并解决。我们认为随着工业复苏，板材今年将有良好表现，注入产能对公司业绩的增厚作用更为明显；
- 上市前后财务指标变化如下：2008 年度、2007 年度总资产分别增长 176.84%和 132.85%，净资产分别增长 105.42%和 95.91%，营业收入分别小幅下降 4.15%和增长 10.22%，归属于母公司股东的净利润增长 462.47%和 143.68%，每股收益分别增长 140.00%和 3.41%；

图表20：资产注入前后主要财务指标对比

	2009H1		2008		2007	
	合并后	合并前	合并后	合并前	合并后	合并前
毛利率	14%	5.0%	15%	5.0%	24%	11%
三项费用率	11%	4.1%	12%	4.2%	13%	6%
净利率	1%	0.3%	1%	0.1%	8%	3%

来源：国金证券研究所

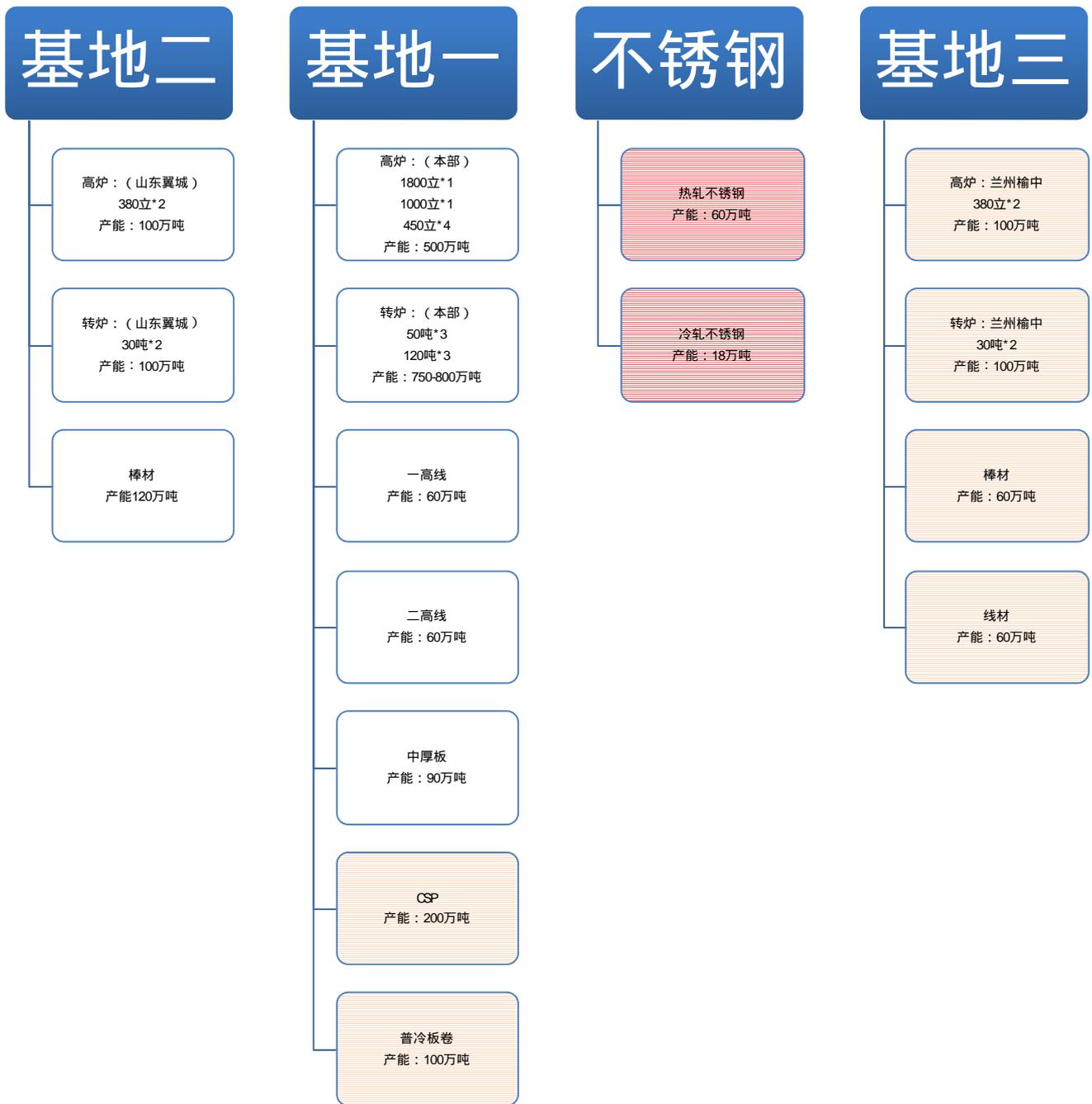
图表21：公司整体上市情况



来源：国金证券研究所

- 原股份公司资产：白色所示
- 注入资产：棕色
- 未注入资产：红色

图表22：酒钢宏兴生产工艺流程图



来源：国金证券研究所

公司目前产能情况介绍

- 公司本部产能情况：

- 高炉：1800 立*1、1000 立*1、450 立*4，合计产能 500 万吨，另新建 1800 立*1，预计明年年中可以投产，设计产能 200 万吨，考虑到未来可能将小高炉陆续淘汰，实际增加产能 100 万吨；
- 转炉：50 吨*3、120 吨*3，产能 750-800 万吨；
- 高速线材：一高线 60 万吨、二高线 60 万吨
- 中厚板：90 万吨
- 热卷 CSP 轧机：200 万吨
- 冷轧：100 万吨（含 20 万吨镀锌板、20 万吨轧硬卷）
- 翼城钢铁产能情况：
 - 高炉：380 立*2，产能 100 万吨；
 - 转炉：30 吨*2，产能 100 万吨；
 - 棒材：120 万吨（每年需外购钢坯 20-30 万吨）；
- 榆中钢铁产能情况：
 - 高炉：380 立*2，产能 100 万吨，未来可能获批 2500 立*1，新增产能 200 万吨；
 - 转炉：30 吨*2，产能 100 万吨；
 - 棒材：60 万吨；
 - 线材：60 万吨；
- 小结：公司粗钢产能合计接近 700 万吨，考虑到后期新增，未来远景产能 1000 万吨。

业绩预测及估值比较

业绩预测主要假设

- 销量：根据公司 2010 年排产计划，产销率假设 100%；

图表23：公司产量主要假设（万吨）

产品种类	2003年	2004年	2005年	2006	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
板材	77.2	90.4	105.0	102.0	94.0	98.0	320.0	320.0	320.0	320.0
线材	59.9	70.3	84.0	84.0	80.0	78.0	200.0	200.0	270.0	400.0
棒材	48.9	109.7	140.8	148.0	162.0	171.0	180.0	180.0	180.0	180.0
钢坯				160.0	250.0	250.0	0.0	0.0	0.0	0.0
卷板					35.0	35.0	0.0	0.0	0.0	0.0
不锈钢					1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
钢材合计	186.0	270.4	329.8	334.0	336.0	347.0	700.0	700.0	770.0	900.0

来源：国金证券研究所

- 成本：
 - 铁矿石：进口澳矿 2010 年协议价较 09 年上涨 90%，现货矿均价上涨 60%；
 - 焦煤：均价较 09 年上涨 25%；
 - 废钢：均价较 09 年上涨 25%；
 - 海运费：均价较 09 年上涨 15%；
- 价格：较 09 年均价上涨 18%；

图表24：公司业绩预测基本假设

单价	产品种类	2003年	2004年	2005年	2006	2007	2008	2009 (E)	2010 (E)	2011 (E)
	板材	2993.4	3692.1	3281.8	3257.4	3774.7	4629.6	3981.4	4698.1	4792.0
	线材	2484.2	3018.4	2730.9	2702.5	4399.0	3998.2	3458.5	4081.0	4162.6
	棒材	2417.1	1852.0	2830.8	2512.2	3252.9	4005.5	3464.8	4088.5	4170.2
	钢坯				2167.0	2902.1	3534.6	3534.6	4170.9	4254.3
	卷板					3419.5	4104.8	4104.8	4843.7	4940.5
	不锈钢					10328				
	板材		23.3%	-11.1%	-0.7%	15.9%	22.6%	-14.0%	18.0%	2.0%
	线材		21.5%	-9.5%	-1.0%	62.8%	-9.1%	-13.5%	18.0%	2.0%
	棒材		-23.4%	52.8%	-11.3%	29.5%	23.1%	-13.5%	18.0%	2.0%
	钢坯						21.8%		18.0%	2.0%
	卷板								18.0%	2.0%
	不锈钢									
吨钢成本	板材	2003年	2004年	2005年	2006年	2007	2008A	2009 (E)	2010 (E)	2011 (E)
	线材	2172.8	2744.8	2676.6	2693.0	2951.3	4243.0	3394.9	3689.0	3717.8
	棒材	2069.9	2556.5	2438.9	2349.9	4065.5	3846.5	2998.4	3292.5	3321.2
	钢坯	2009.9	1655.3	2571.1	2319.0	2813.4	3807.3	2959.2	3253.3	3282.1
	卷板				2029.3	2756.1	3372.5	2524.4	2818.5	2847.2

来源：国金证券研究所

业绩预测结果摘要

- 2009-2011 年主营业务收入分别为 267.02 亿元、313.74 亿元、349.10 亿元，同比增长-17.8%、17.5%、11.3%；
- 2009-2011 年归属母公司净利润分别为 3.76 亿元、21.02 亿元、25.88 亿元，同比增长 749.1%、458.8%、23.2%。折合 EPS 0.184 元、1.027 元、1.265 元。

估值比较

- 由于公司较行业内其他企业具有明显的成本优势，且地处西北，西部经济发展对当地钢铁需求将有明显提升。我们给予酒钢宏兴 15-17 倍 PE，目价格 15.41-17.47 元；给予“买入”评级。

图表25：目前国内钢铁上市公司PE比较

证券代码	证券简称	收盘价(元)	流通股数(百万股)	2010年EPS预测(元)	PE
000709.SZ	河北钢铁	4.77	3755	0.27	17.71
000717.SZ	韶钢松山	5.44	1128	0.38	14.15
000761.SZ	本钢板材	6.01	698	0.26	22.75
000778.SZ	新兴铸管	11.86	1040	0.85	14.01
000825.SZ	太钢不锈	7.4	2289	0.45	16.29
000898.SZ	鞍钢股份	10.28	1808	0.69	14.81
000932.SZ	华菱钢铁	6.13	1121	0.32	18.88
000959.SZ	首钢股份	4.8	1206	0.19	25.84
002110.SZ	三钢闽光	12.74	140	0.93	13.67
600005.SH	武钢股份	6.19	3135	0.54	11.49
600010.SH	包钢股份	4.06	2721	0.08	48.03
600019.SH	宝钢股份	7.13	17512	0.61	11.61
600022.SH	济南钢铁	4.51	3120	0.22	20.27
600102.SH	莱钢股份	10.7	234	0.50	21.42
600126.SH	杭钢股份	6.12	411	0.44	13.89
600231.SH	凌钢股份	10.15	373	0.77	13.19
600282.SH	南钢股份	4.85	1685	0.24	20.61
600307.SH	酒钢宏兴	12.75	874	0.94	13.54
600507.SH	方大特钢	9.59	571	0.53	18.09
600569.SH	安阳钢铁	4.53	2018	0.22	20.26
600581.SH	八一钢铁	14.74	766	0.68	21.67
600782.SH	新钢股份	8.03	320	0.45	17.86
600808.SH	马钢股份	4	5968	0.24	16.41
600894.SH	广钢股份	9.08	762	0.18	50.21
601003.SH	柳钢股份	6.66	2563	0.54	12.35
601005.SH	重庆钢铁	5.11	1195	0.24	21.19
600117.SH	西宁特钢	9.91	741	0.31	32.49

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	13,471	22,319	32,481	26,702	31,374	34,910	货币资金	652	1,156	2,722	900	967	967
增长率		65.7%	45.5%	-17.8%	17.5%	11.3%	应收款项	1,042	1,150	1,102	1,247	1,466	1,631
主营业务成本	-12,070	-19,924	-30,846	-22,975	-25,044	-27,580	存货	1,326	2,611	2,013	3,235	3,527	3,884
% 销售收入	89.6%	89.3%	95.0%	86.0%	79.8%	79.0%	其他流动资产	249	275	40	1,082	1,179	1,298
毛利	1,402	2,396	1,635	3,727	6,330	7,329	流动资产	3,270	5,192	5,876	6,465	7,139	7,780
% 销售收入	10.4%	10.7%	5.0%	14.0%	20.2%	21.0%	% 总资产	42.3%	54.1%	58.9%	21.0%	18.5%	17.0%
营业税金及附加	-63	-107	-81	-117	-138	-154	长期投资	82	0	0	1	0	0
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	4,368	4,357	4,007	21,481	28,801	35,532
营业费用	-616	-606	-562	-988	-1,161	-1,292	% 总资产	56.5%	45.4%	40.2%	69.7%	74.7%	77.7%
% 销售收入	4.6%	2.7%	1.7%	3.7%	3.7%	3.7%	无形资产	8	7	5	2,854	2,639	2,440
管理费用	-205	-591	-769	-1,725	-2,027	-2,255	非流动资产	4,458	4,397	4,100	24,338	31,442	37,973
% 销售收入	1.5%	2.6%	2.4%	6.5%	6.5%	6.5%	% 总资产	57.7%	45.9%	41.1%	79.0%	81.5%	83.0%
息税前利润 (EBIT)	517	1,092	223	897	3,004	3,629	资产总计	7,728	9,589	9,976	30,803	38,580	45,753
% 销售收入	3.8%	4.9%	0.7%	3.4%	9.6%	10.4%	短期借款	689	220	205	11,192	16,285	20,233
财务费用	-59	-89	-42	-432	-514	-566	应付款项	2,520	4,111	4,920	6,783	7,502	8,279
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	1.6%	1.6%	1.6%	其他流动负债	182	328	149	648	706	760
资产减值损失	0	1	-165	-5	-1	-1	流动负债	3,391	4,659	5,273	18,623	24,493	29,271
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	100	100	0	2,367	2,367	2,368
投资收益	-33	0	0	0	0	0	其他长期负债	12	15	14	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,503	4,774	5,287	20,990	26,860	31,639
营业利润	425	1,004	16	459	2,489	3,062	普通股股东权益	4,157	4,720	4,590	9,704	11,601	13,985
营业利润率	3.2%	4.5%	0.1%	1.7%	7.9%	8.8%	少数股东权益	68	95	99	109	119	129
营业外收支	139	-22	3	-5	-5	-5	负债股东权益合计	7,728	9,589	9,976	30,803	38,580	45,753
税前利润	565	982	19	454	2,484	3,057	比率分析						
利润率	4.2%	4.4%	0.1%	1.7%	7.9%	8.8%		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
所得税	-110	-184	15	-68	-373	-459	每股指标						
所得税率	19.5%	18.7%	-76.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.510	0.883	0.051	0.184	1.027	1.265
净利润	454	799	34	386	2,112	2,598	每股净资产	4.758	5.403	5.254	4.744	5.671	6.836
少数股东损益	9	27	-11	10	10	10	每股经营现金净流	1.449	2.215	2.557	0.535	2.403	2.956
归属于母公司的净利润	445	771	44	376	2,102	2,588	每股股利	0.100	0.160	0.200	0.100	0.100	0.100
净利率	3.3%	3.5%	0.1%	1.4%	6.7%	7.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.71%	16.34%	0.97%	3.88%	18.12%	18.51%
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	总资产收益率	5.76%	8.04%	0.44%	1.22%	5.45%	5.66%
净利润	445	799	34	386	2,112	2,598	投入资本收益率	10.55%	17.28%	8.05%	3.26%	8.41%	8.40%
少数股东损益	9	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	672	821	865	1,529	2,097	2,669	主营业务收入增长率	26.57%	65.68%	45.53%	-14.23%	17.49%	11.27%
非经营收益	81	47	-33	652	538	591	EBIT增长率	-10.61%	66.06%	-79.56%	-32.23%	235.02%	20.79%
营运资金变动	59	268	1,368	-1,473	169	188	净利润增长率	-13.14%	73.19%	-94.26%	50.95%	458.84%	23.16%
经营活动现金净流	1,266	1,935	2,234	1,094	4,916	6,047	总资产增长率	10.13%	24.09%	4.03%	11.54%	25.25%	18.59%
资本开支	-1,358	-775	-375	-9,192	-9,204	-9,205	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	15.9	12.8	6.1	7.3	7.3	7.3
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	42.4	36.1	27.4	51.4	51.4	51.4
投资活动现金净流	-1,358	-775	-375	-9,193	-9,204	-9,205	应付账款周转天数	34.9	28.7	20.8	55.4	55.4	55.4
股权募资	0	0	15	0	0	0	固定资产周转天数	118.0	64.2	41.7	197.8	215.2	229.4
债权募资	-80	-469	-115	6,209	5,093	3,949	偿债能力						
其他	-124	-187	-770	-475	-738	-791	净负债/股东权益	3.23%	-17.36%	-53.67%	129.00%	150.89%	153.27%
筹资活动现金净流	-204	-656	-870	5,733	4,355	3,158	EBIT利息保障倍数	11.2	12.3	5.3	2.1	5.8	6.4
现金净流量	-295	504	989	-2,365	67	0	资产负债率	45.33%	49.79%	53.00%	68.14%	69.62%	69.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	4
买入	0	1	2	2	4
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	1.79

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-25	买入	6.38	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室