

市场有风险，投资需谨慎。

公司点评

酒钢宏兴 (600307)

推荐 (首次)

吨钢毛利“反周期”运行，业绩受铁矿石价格驱动

| | | | |
|-------------|-----------------------|--------------|---------------------------|
| 2010年04月30日 | 吴培文 联络人 | 010-59734912 | wupeiwen643@pingan.com.cn |
| | 聂秀欣 分析师 S106020805009 | | |

事项

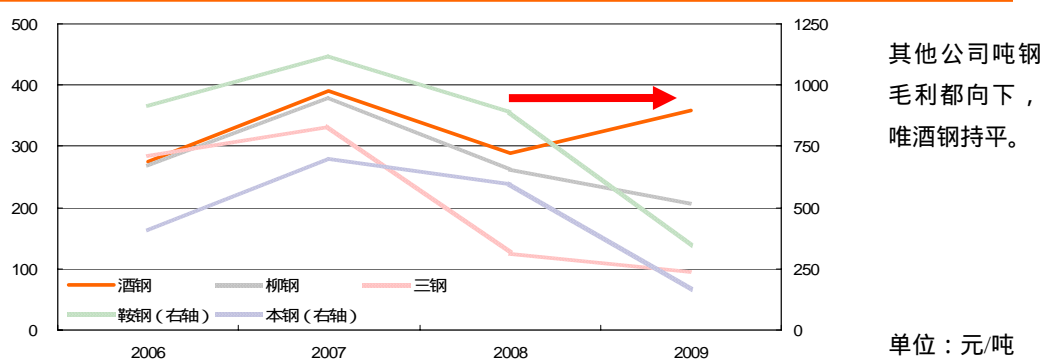
酒钢宏兴 2009 年年报披露：报告期粗钢与钢材产量分别为 705 和 726 万吨，营业收入 359 亿元，营业利润 4.1 亿元，净利润 3.3 亿元，EPS 0.16 元。

同日公司 2010 年 1 季报披露：实现净利润 1.7 元，EPS 0.08 元。

主要观点

1. **铁前系统释放利润，吨钢毛利“反周期”运行。**2009年年报期间公司发生重大资产收购，生产规模和费用都有显著扩大，需要采用吨钢口径数据进行纵向和横向的对比。2009年公司的吨钢毛利达到359元，与经济危机前的水平基本持平，与其他公司形成对比（图1）。说明资产收购后，铁前系统明显释放了利润。经测算，释放力度约为140元/吨。
2. **“管理费用”大幅上涨，侵蚀净利润。**相对公司业绩达到高点的2007年，2009年公司的总毛利大增10.6亿。但管理费用相比也增加了10.5亿，基本抵消了毛利的增量（图2）。结合其他费用情况，净利润反而下降。
3. **“每股产钢量”显著下降，将摊薄业绩。**公司在2009年进行了定向增发，增发价为5.76元/股。增发后股本从8.7亿股上升到20.5亿股，大幅增长了135%。每股产钢量从6.5kg，下降到4.5kg（表1）。所以在未来若不能显著提高吨钢毛利，EPS很可能会被摊薄。
4. **钢坯销量依然很大。**定向增发后，原热轧系统进入股份，钢坯销量应该有大幅下降。这点从2008年的备考口径就可以得到证明。但是2009年钢坯营业收入达到了51.5亿元，推测数量在160万吨以上，贡献毛利5.6亿。
5. **固定资产折旧的速度依旧很快（表2）。**
6. **铁矿石价格是决定股价的最大因素。**参考其他公司的吨钢毛利水平，以酒钢当前的产品结构，“钢铁制造系统”在今年成本推动型的市场中，预计只能创造300元/吨的毛利，对应EPS -0.08元。铁矿资产注入后，以公司350万吨左右规模的自供规模，铁矿石年均价每提高50元/吨，可提高EPS 0.08元，成为决定业绩和股价的最大因素。
7. **预测2010~2012年EPS分别为0.62、0.30、0.45元（表3）。**以4月29日10.95元的收盘价计算，PE分别为18、36和24倍，首次给予“推荐”评级。

图1： 2006~2009酒钢宏兴与可比公司的吨钢毛利变化

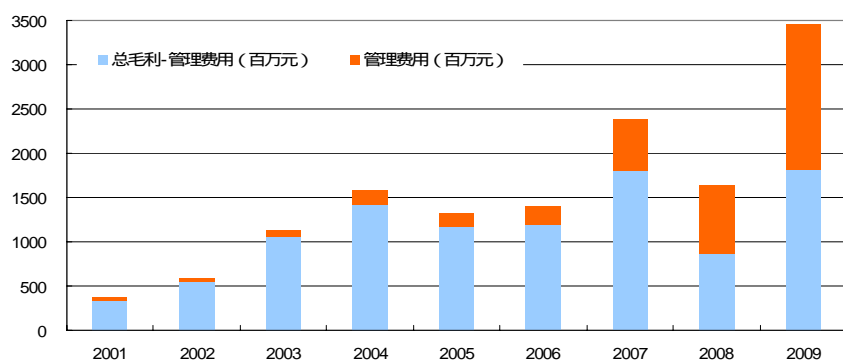


其他公司吨钢毛利都向下，唯酒钢持平。

单位：元/吨

资料来源：公司年报、平安证券研究所

图2： 2006~2009年酒钢宏兴管理费用与“总毛利-管理费用”的变化



资料来源：公司年报、平安证券研究所

表1： 2006~2009年酒钢宏兴“每股口径”的经济数据

| 项目 | 每股 钢材销量 | 吨钢毛利 | 每股毛利 | 每股销售、管 理和财务费用 | 扣除税费后 模拟 EPS | 实际 EPS |
|--------------|-------------|------------|-------------|------------------|-----------------|-------------|
| 单位 | (千克/股) | (元/吨) | (元/股) | (元/股) | (元/股) | (元/股) |
| 2006年 | 5.72 | 275 | 1.57 | 1.01 | 0.40 | 0.51 |
| 2007年 | 6.89 | 390 | 2.69 | 1.47 | 0.89 | 0.88 |
| 2008年 | 6.50 | 290 | 1.88 | 1.57 | 0.39 | 0.05 |
| 2009年 | 4.48 | 359 | 1.61 | 1.40 | 0.12 | 0.16 |

资料来源：公司年报、平安证券研究所

表2： 2006~2009年酒钢宏兴吨钢折旧、总折旧及固定资产净额相当于折旧的倍数

| 项目 | 吨钢折旧 | 总折旧 | 固定资产净额/折旧 |
|-------|-------|-------|------------|
| 单位 | (元/吨) | (百万元) | (倍) |
| 2006年 | 133 | 666 | 6.5 |
| 2007年 | 136 | 820 | 4.8 |
| 2008年 | 123 | 699 | 5.3 |
| 2009年 | 195 | 1,792 | 6.5 |

资料来源：公司年报、平安证券研究所

表3：酒钢宏兴的盈利预测与历史数据

| 项目 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 22319 | 32481 | 35948 | 40553 | 35012 | 34785 |
| 营业成本 | 19924 | 30846 | 32496 | 35855 | 31028 | 30478 |
| 营业税金及附加 | 107 | 81 | 109 | 203 | 175 | 174 |
| 销售费用 | 606 | 562 | 1013 | 851 | 869 | 869 |
| 管理费用 | 591 | 769 | 1636 | 1703 | 1738 | 1738 |
| 财务费用 | 89 | 42 | 210 | 370 | 459 | 391 |
| 营业利润 | 1004 | 16 | 413 | 1622 | 794 | 1185 |
| 利润总额 | 982 | 19 | 420 | 1622 | 794 | 1185 |
| 所得税费用 | 184 | (15) | 93 | 324 | 159 | 237 |
| 归属于母公司净利润 | 771 | 44 | 321 | 1265 | 619 | 925 |
| 每股收益 | 0.88 | 0.05 | 0.16 | 0.62 | 0.30 | 0.45 |

注：EPS 为“元/股”，其余单位皆为“百万元”

资料来源：公司年报、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338 传真：（0755）82449257