

2010年11月2日

李曉璐

Mickey\_Li@e-capital.com.cn

目標價(元) 14.3

**公司基本資訊**

產業別	鋼鐵
A 股價 (10/11/01)	11.72
上證綜合指數 (10/11/01)	3054.02
股價 12 個月高/低	16.9/7.48
總發行股數 (百萬)	2045.68
A 股數 (百萬)	873.60
A 市值 (億元)	102.39
主要股東	酒泉鋼鐵(集團)有限責任公司
	(83.73%)

每股淨值 (元)	5.17
股價/帳面淨值	2.27

	一個月	三個月	一年
股價漲跌 (%)	26.98	22.08	-15.07

**近期評等**

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

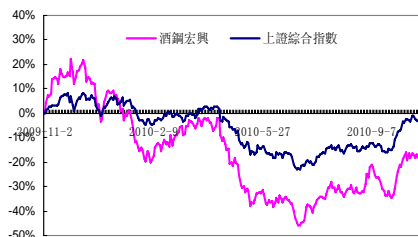
**產品組合**

板材	10.66%
棒材	35.90%
鋼坯	13.76%
卷板	24.78%
線材	14.90%

**機構投資者占流通 A 股比例**

QFII	0.36%
保險公司	1.21%
基金	2.38%
一般法人	62.21%

**股價相對大盤走勢**



**酒鋼宏興 (600307. SH) Buy 買入 (首次評級)**

**高礦價下相對成本優勢明顯，給予買入投資評級**

**結論與建議：**

公司前三季度實現淨利潤 8.35 億元，YoY 增長 204%，對應 EPS 為 0.408 元，好於預期。公司的自有礦比例約 30%，目前鏡鐵山礦產能約為 600 萬噸/年，高礦價下相對成本優勢明顯。考慮到“十二五”期間西部的固定資產投資增速將大大加快，資本投入初期對鋼材需求的拉動將使區域內的鋼廠率先受益。

預計 2010 年和 2011 年淨利潤分別為 13.36 億和 17.35 億元，YoY 增 3.16 倍和 30%。EPS 分別為 0.65 元和 0.85 元。A 股對應 P/E 為 18 倍和 14 倍，P/B 為 2 倍。給於買入的投資建議。目標價 14.3 元。

■ 公司前三季度實現營收 291.82 億元，YoY 增長 17%，實現淨利潤 8.35 億元，YoY 增長 204%，對應 EPS 為 0.408 元，好於預期。其中，公司上半年營業收入 284.96 億元，淨利潤為 4.07 億元，對應 EPS 為 0.28 元。第三季度實現營收 94.35 億元，YoY 下滑 29%，實現淨利潤 4.28 億元，YoY 增長 190.8%，對應 EPS 為 0.209 元。三季度業績超出預期的主要原因是：公司 2009 年 9 月收購本部資產實現整體上市後，公司產能迅速擴張，使得營收增長較快。加上會計準則變更後每年固定資產折舊下降，總成本較去年同期大幅下降所致。

■ 公司位於甘肅省嘉峪關市，自有礦比例約 30%，高礦價下相對成本優勢明顯，中長期還將受益於西部大開發。目前鏡鐵山礦產能約為 600 萬噸/年，公司在制定的“十二五”規劃中指出：鏡鐵山礦 2011 年鐵礦石原礦生產達到 800 萬噸，2013 年達到 1000 萬噸；鏡鐵山周邊鐵礦原礦 2013 年達到 200 萬噸，2015 年達到 400 萬噸；從 2013 起，本部鐵礦石折合鐵比自給率達到 60% 以上。當前美元貶值預期強烈，大宗商品價格將得到持續推升，公司的成本優勢將凸顯。此外，為了保證轉型期間經濟平穩適度增長，協調區域經濟發展，預計西部“十二五”期間的固定資產投資增速將加快，資本投入初期對鋼材需求的拉動將使區域內的鋼廠率先受益。

■ 鑒於當前宏觀經濟穩固向好，投資和重建需求增加，節能減排壓力與日俱增，原物料價格上漲預期強烈，我們認為後期鋼價易漲難跌。目前現貨鋼價已經走出了低谷。進入 10 月份以來，週期性行業股票迎來一波反彈行情。但主要集中在資源性的股票，鋼鐵板塊漲幅並不大。我們認為，鋼鐵股目前整體估值在所有板塊中墊底，隨著後期鋼價向上走勢逐漸明朗，板塊低估值將被修正。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	771	44	321	1336	1735
同比增減	%	61%	-94%	625%	316%	30%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.88	0.05	0.16	0.65	0.85
同比增減	%	60.53%	-94.26%	209.47%	316.21%	29.85%
A 股市盈率 (P/E)	X	13	231	75	18	14
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0	0.1	0.1	0.1
A 股股息率 (Yield)	%	1.71%	0.00%	0.85%	0.85%	0.85%

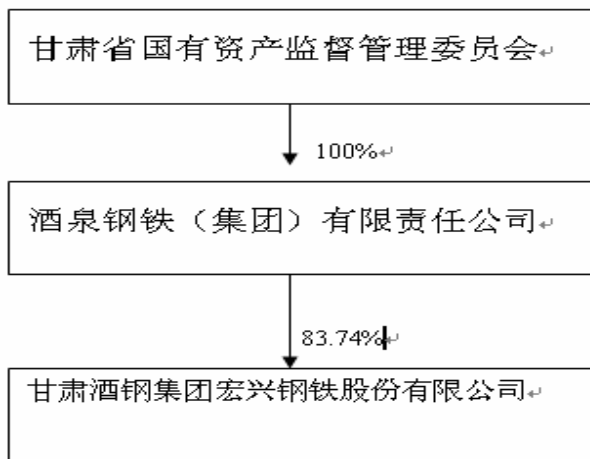
### 一、公司簡介

公司地處西北地方甘肅省嘉峪關市，具有年產 700 萬噸生鐵、800 萬噸鋼、700 萬噸材的綜合生產能力

酒泉鋼鐵（集團）有限責任公司（以下簡稱酒鋼）位於西北地方甘肅省嘉峪關市，始建於 1958 年，距今已經有 52 年歷史。2000 年 12 月，“酒鋼宏興”股票在上海證券交易所上市交易，2006 年完成了股權分置改革，2009 年 9 月碳鋼主業完成整體上市。目前公司的第一大股東是酒泉鋼鐵（集團）有限責任公司，持股 83.74%（見圖 1）。

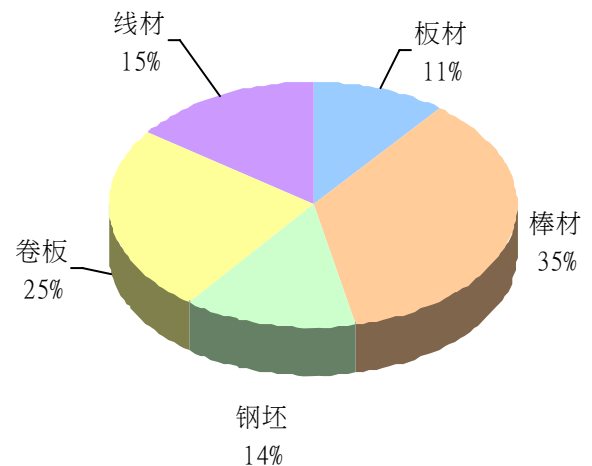
公司主要從事鋼鐵及其壓延產品的生產和銷售，最終產品主要有高速線材、棒材、中厚板、熱軋卷板、冷軋卷板、冷軋薄板及部分連鑄鋼坯。2010 年上半年，公司生產的線材、板材、棒材、鋼坯、卷板分別占到主營業務收入的 15%、11%、35%、14%、25%（見圖 2）。公司的銷售區域以省內為主，2010 年上半年西北地方銷售額占比 54.85%（見圖 3）。公司目前已形成本部、翼城、榆中三大鋼鐵生產基地，具有年產 700 萬噸生鐵、800 萬噸鋼、700 萬噸材的綜合生產能力。2009 年公司實際完成生鐵 632.7 萬噸（見圖 4）。

圖 1：公司最新股權結構



資料來源：上市公司公告，群益證券

圖 2：2010H1 主要鋼鐵產品在主營業務收入中的占比

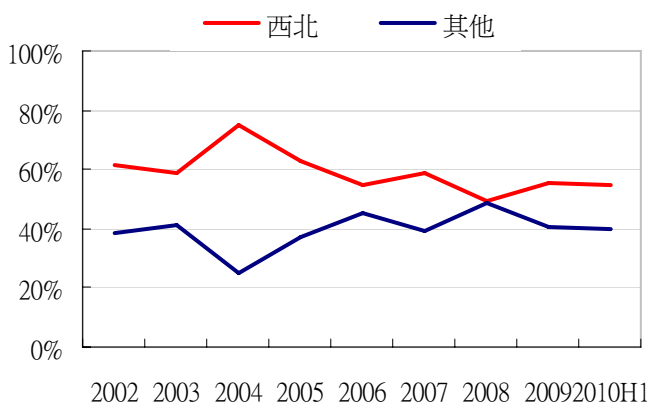


資料來源：上市公司公告，群益證券

公司自有礦比例約 30%，高礦價下相對成本優勢明顯，中長期還將受益於西部大開發

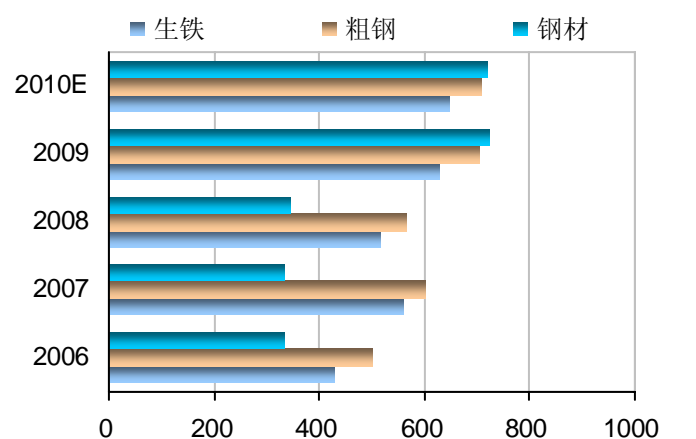
公司目前擁有鏡鐵山礦（鐵、銅礦）、鏡鐵山礦黑溝礦區（鐵礦）、石灰石礦及白雲岩礦等四座礦山，具備年產 600 萬噸鐵礦石和 200 萬噸石灰石的生產能力。公司在制定的“十二五”規劃中指出：鏡鐵山礦 2011 年鐵礦石原礦生產達到 800 萬噸，2013 年達到 1000 萬噸；鏡鐵山周邊鐵礦原礦 2013 年達到 200 萬噸，

圖 3：公司歷年主要產品銷售區域變動



資料來源：上市公司公告，群益證券

圖 4：公司生產資料變動



資料來源：上市公司公告，群益證券

2015 年達到 400 萬噸；從 2013 起，本部鐵礦石折合鐵比自給率達到 60%以上。當前美元貶值預期強烈，大宗商品價格將得到持續推升，公司的成本優勢將凸顯。

此外，為了保證轉型期間經濟平穩適度增長，協調區域經濟發展，預計西部“十二五”期間的固定資產投資增速將加快，資本投入初期對鋼材需求的拉動將使區域內的鋼廠率先受益。

在十七屆五中全會政府報告中，第五個核心內容就是“促進區域協調發展，積極穩妥推進城鎮化”。報告指出：堅持把深入實施西部大開發戰略放在區域發展總體戰略優先位置，給予特殊政策支持，發揮資源優勢和生態安全屏障作用，加強基礎設施建設和生態環境保護，大力發展科技教育，支持特色優勢產業發展。加大支援西藏、新疆和其他民族地區發展力度，扶持人口較少民族發展。

## 二、營運分析

公司前三季度實現營收 291.82 億元，YoY 增長 17%，實現淨利潤 8.35 億元，YoY 增長 204%，對應 EPS 為 0.408 元，好於預期

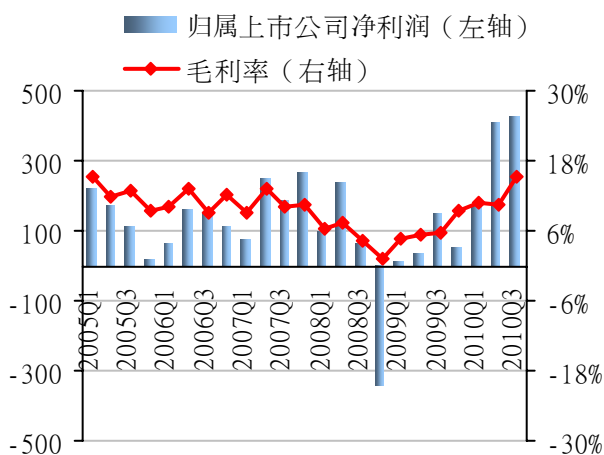
公司前三季度實現營收 291.82 億元，YoY 增長 17%，實現淨利潤 8.35 億元，YoY 增長 204%，對應 EPS 為 0.408 元，好於預期。其中，公司上半年實現營業收入 284.96 億元，實現淨利潤為 4.07 億元，對應 EPS 為 0.28 元。第三季度實現營收 94.35 億元，YoY 下滑 29%，實現淨利潤 4.28 億元，YoY 增長 190.8%，對應 EPS 為 0.209 元（見圖 5）。

三季度業績超出預期的主要原因是：公司 2009 年 9 月收購本部資產實現整體上市後，公司產能迅速擴張（見圖 4），使得營收增長較快。以及會計準則變更後每年固定資產折舊下降，總成本較去年同期大幅下降所致。

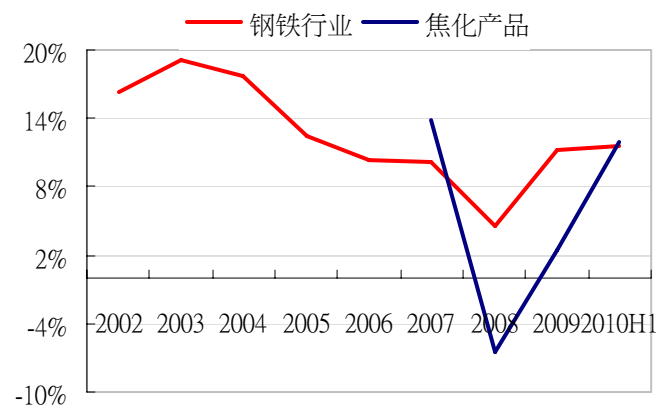
圖 5：公司分季度利潤和毛利率變動

單位：百萬元

圖 6：公司歷年主要產品毛利率變動



資料來源：上市公司公告，群益證券

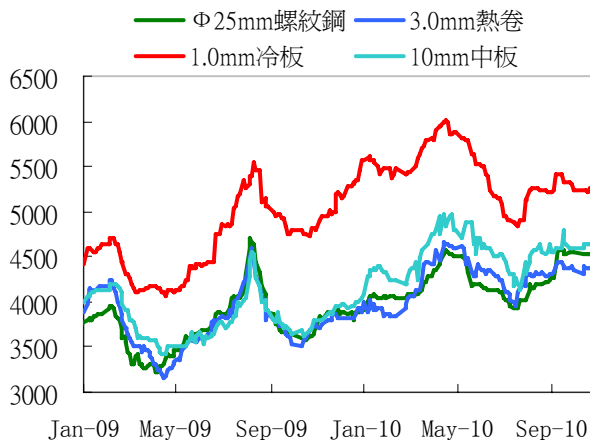


資料來源：上市公司公告，群益證券

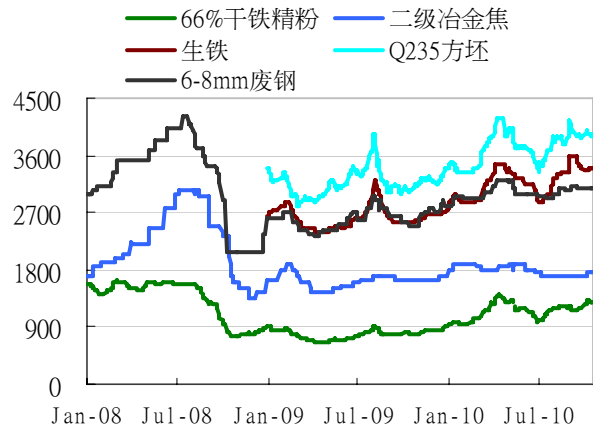
鑒於當前宏觀經濟穩固向好，投資和重建需求增加，節能減排壓力與日俱增，原物料價格上漲預期強烈，我們認為後期鋼價易漲難跌

鑒於當前宏觀經濟穩固向好，投資和重建需求增加，節能減排壓力與日俱增，原物料價格上漲預期強烈，我們認為後期鋼價易漲難跌。目前現貨鋼價已經走出了低谷（見圖 7）。進入 10 月份以來，週期性行業股票迎來一波反彈行情。但主要集中在資源性的股票，鋼鐵板塊漲幅並不大。我們認為，鋼鐵股目前整體估值在所有板塊中墊底，隨著後期鋼價向上走勢逐漸明朗，板塊低估值將被修正。

圖 7：2009/01-2010/10 鋼材全國現貨均價 單位：元/噸 圖 8：2008/01-2010/10 原料全國現貨均價 單位：元/噸



資料來源：寶山鋼市，群益證券



資料來源：Wind，群益證券

### 三、盈利預測及投資建議

高礦價下相對成本優勢明顯，  
給予買入投資評級

公司前三季度實現淨利潤 8.35 億元，YoY 增長 204%，對應 EPS 為 0.408 元，好於預期。公司的自有礦比例約 30%，目前鏡鐵山礦產能約為 600 萬噸/年，高礦價下相對成本優勢明顯。考慮到“十二五”期間西部的固定資產投資增速將大大加快，資本投入初期對鋼材需求的拉動將使區域內的鋼廠率先受益。

預計 2010 年和 2011 年淨利潤分別為 13.36 億和 17.35 億元，YoY 增 3.16 倍和 30%。EPS 分別為 0.65 元和 0.85 元。A 股對應 P/E 為 18 倍和 14 倍，P/B 為 2 倍。給於買入的投資建議。目標價 14.3 元。

預期報酬(Expected Return；ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)  
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)  
 賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	22319	32481	35948	51974	57706
經營成本	19924	30846	32496	45880	50467
營業稅金及附加	107	81	109	174	202
銷售費用	606	562	1013	1824	2308
管理費用	591	769	1636	2171	2308
財務費用	89	42	210	238	260
資產減值損失	(1)	165	72	(0)	0
投資收益	0	0	0	0	0
營業利潤	1004	16	413	1687	2160
營業外收入	1	7	9	9	10
營業外支出	22	4	3	8	2
利潤總額	982	19	420	1689	2168
所得稅	184	(15)	93	330	434
少數股東損益	27	(11)	5	23	0
歸屬於母公司所有者的淨利潤	771	44	321	1336	1735

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	1156	2722	2583	5166	6458
應收賬款	692	397	541	812	1056
存貨	2611	2013	5337	7898	11057
流動資產合計	5192	5876	9531	15440	20604
長期股權投資	0	0	0	0	0
固定資產	3924	3691	11707	23414	35121
在建工程	433	316	1635	3270	4904
非流動資產合計	4397	4100	16554	29824	43276
資產總計	9589	9976	26086	45264	63880
流動負債合計	4659	5273	13066	15679	18815
非流動負債合計	115	14	3012	4217	5482
負債合計	4774	5287	16078	19896	24297
少數股東權益	95	99	125	145	148
股東權益合計	4815	4689	10008	25368	39583
負債及股東權益合計	9589	9976	26086	45264	63880

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	1935	2234	1458	2187	2843
投資活動產生的現金流量淨額	(775)	(375)	(1317)	(2371)	(3557)
籌資活動產生的現金流量淨額	(656)	(870)	(836)	(1128)	(1354)
現金及現金等價物淨增加額	504	989	(695)	(2477)	(1292)

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。