

2010年12月27日

钢铁

公司研究报告

收盘价(元): 9.56

目标价(元): 13.5

# 酒钢宏兴(600307)

扩张战略 逐鹿西部

投资评级: B--买入(首评)

能源材料: 余宝山

执业证书编号: S0890209060012

电话: 021-50122225

邮箱: yubaoshan@yahoo.com.cn

联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

## 公司基本数据

总股本(万股)	204567.87
流通 A 股/B 股(万股)	87360.00/0.00
资产负债率(%)	59.96
每股净资产(元)	5.17
市净率(倍)	1.85
净资产收益率(加权)	8.17
12 个月内最高/最低价	15.52/7.18

## 股价走势图



## 相关研究报告

### ◎事项:

酒钢宏兴 24 日公告, 公司拟以不超过 8.84 元/股定增不超过 10.86 亿股募资 96 亿, 其中 52.77 亿元将用于榆钢支持地震灾区恢复重建项目; 约 43 亿元将用于购买大股东酒钢集团天风不锈钢公司。目前处于董事会决议提请股东大会审议阶段, 随后上报证监会审核。

### ◎主要观点:

◆**钢铁业务整体上市提升盈利能力。**对于不锈钢业务的收购, 一方面将解决不锈钢公司与本公司之间的同业竞争问题, 有助于提高本公司业务经营的独立性, 提升治理水平, 减少关联交易。另一方面, 本公司产品种类将涵盖碳钢和不锈钢, 产品种类进一步丰富, 技术水平和产品结构进一步优化, 核心竞争力将得到显著提升。随着不锈钢在国内钢材消费量占比的提升, 并且在西部具有广阔的空间, 不锈钢公司盈利水平仍将持续增长, 公司盈利水平会得到进一步提高, 收购完成后成为公司新的盈利增长点。

◆**资源优势进一步发挥。**公司拥有年生产能力 600 万吨自有铁矿, 自有矿将达 55%左右, 随着自有矿山在运输、开采设施的投入和完善, 将大大降低了原料成本。随着公司产能的扩张, 公司自有矿山的建设及交通配套将逐步完善, 开发成本有望降下来, 并将显现出资源带来的收益。

◆**拟投资地震灾区恢复重建项目前景广阔。**本次非公开发行拟投资榆钢支持地震灾区恢复重建项目为年产 H 型钢 60 万吨、热轧带肋钢筋及圆钢 60 万吨。建筑用的高性能、高附加值的 H 型钢在灾后重建中需求旺盛。公司将实现对高附加值的 H 型钢、不锈钢等优质产品的有效整合, 充分利用本公司资源, 优化产品结构, 构筑新的竞争优势, 服务于灾区实施重建和西部巨大的市场空间。

◆**盈利预测。**我们假设本次增资在明年中旬实现并在当年实现不锈钢业务的收购, 灾区项目 13 年后完成不在预测期体现。1011、12 年 EPS 将实现为 0.51、0.77、和 0.92 元/股。目前公司股价 9.56 元, 11 年和 12 年动态 PE 为 8.11 倍和 6.8 倍, 目前钢铁行业均值(整体法)10、11 年 PE 为 18.4 和 13.2 倍, 我们首次给予买入评级。

	2008A	2009A	2010Q3	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	31134.00	35948.44	9435.40	38644.57	50237.95	53252.22
同比增速(%)	39.49	15.46	-14.20	7.50	30.00	6.00
净利润(百万)	249.14	320.91	427.64	1052.78	2412.71	2875.16
同比增速(%)	-67.70	28.81	78.36	228.06	129.17	19.17
毛利率(%)	14.85	9.60	15.41	12.30	14.85	15.50
每股盈利(元)	0.29	0.16	0.21	0.51	0.77	0.92
ROE(%)	2.48	3.26	3.84	5.16	10.61	11.68
PE(倍)	123.82	92.30		18.58	8.11	6.80

## 1. 钢铁业务基本实现整体上市 更益于提升竞争力

钢铁业务完成整体上市。09年公司完成了酒钢集团碳钢资产的整体上市，但集团的不锈钢业务尚未注入，公司当时计划，随着不锈钢产品市场好转，资产质量提高，公司将努力改善产品结构，减少关联交易，进一步增强公司独立性。此次便是启动了这一计划。

拟收购的天风不锈钢公司是我国西北地区最大的不锈钢生产企业，也是国内第三家拥有从炼钢、热轧到冷轧完整配套生产线的企业，拥有当今世界一流的不锈钢生产装备和先进的工艺技术。不锈钢公司的主要产品高品质黑卷、酸洗卷和冷轧卷，产品销往华南、华东。不锈钢公司目前有100万吨粗钢产能，轧机产能60万吨，而且公司有扩产计划，预计扩产至100万吨，主要产品为300系占比40%，400系占比60%平。

不锈钢公司是酒钢集团最为优质的主业资产之一。不锈钢公司地处煤炭资源相对丰富的西北地区，周边地区拥有总装机容量1,057.5MW的电厂，周边廉价的动力煤资源使电力成本大大降低，为电炉冶炼的低成本奠定了基础；不锈钢公司周边地区的铬铁资源丰富，特别是新疆和哈萨克斯坦两地尤为突出，这为不锈钢公司提供了充足的铬铁原料。

截止2010年11月30日，不锈钢公司总资产126亿元、所有者权益32亿元，2010年1至11月营业收入88亿元、净利润2.4亿元。全年业绩仍有提升空间。不锈钢公司目前仍处于成长期，盈利能力尚有继续释放的空间。随着不锈钢在国内钢材消费量占比的提升，并且在西部具有广阔的空间，不锈钢公司盈利水平仍将持续增长，公司盈利水平会得到进一步提高，收购完成后成为公司新的盈利增长点。

公司与酒钢集团及其下属子公司之间的关联交易主要为煤水电采购、初级原料采购及钢材销售。双方签订了各项关联交易协议，相互提供产品和服务。其中，定价方法为：有国家定价的，适用国家定价；没有国家定价的，按市场价格确定；没有市场价格的，参照实际成本加合理费用原则由双方定价，对于某些无法按照“成本加费用”的原则确定价格的特殊服务，由双方协商定价。我们认为，本次收购完成后，一方面将解决不锈钢公司与本公司之间的同业竞争问题，有助于提高本公司业务经营的独立性，提升治理水平，减少关联交易。另一方面，本公司产品种类将涵盖碳钢和不锈钢，产品种类进一步丰富，技术水平和产品结构进一步优化，核心竞争力将得到显著提升。

本次对不锈钢业务的收购价格总体合理，43亿元的成本，按目前净资产32亿元计算，收购PB为1.34倍，PE不足18倍，我们认为不锈钢业务明年或将会有30%-50%的增长，动态收购市盈率约为13倍。

## 2. 产品结构优化 迎合西部市场扩大

公司主导产品主要有高速线材、中厚板、钢带、热轧光圆钢筋、热轧带肋钢筋、热轧薄板，钢材产品品种达40多个。目前公司本部产能440万吨，榆钢120万吨，翼钢150万吨，公司已形成本部、翼城钢铁、榆中钢铁三大钢铁生产基地，总体具有年产700万吨生铁、800万吨钢、700万吨材的综合生产能力，未来公司有将产能扩产至1000万吨的计划。但公司目前产能并不匹配，前段产能满足不了后端，即铁小于钢，钢小于材。翼钢具备年产生铁100万吨、钢150万吨、钢材150万吨的装备生产能力，榆钢具备年产生铁95万吨，钢150万吨、钢材115万吨的装备生产能力。生铁缺口100万吨。目前公司拥有4座420立方米高炉，计划淘汰其中的两座，新建的1800m<sup>3</sup>高炉投产后将增加产能150万吨，可以缓解铁水产能短缺。

从产品主要分类来看,公司有长材 360 万吨产能,中厚板 100 万吨,板卷 200 万吨,由于西部地区的固定资产投资大幅增加,地区对建材的需求旺盛,公司长材相对更处于超负荷生产状态,公司致力于将长材产能提高到 560 万吨。

受益于西部固定资产投资大幅增加、铁路建设提速,风电项目快速增加,公司的建筑用钢、中厚板的盈利能力比较强,其中用于风电项目的中厚板占中厚板约一半的量,在西部市场占据主要地位。中板目前销售形势良好,均价在 5000 元/t 以上,价格也比东部地区价格稍高,盈利能力较强,主要是受区域运输优势。

随着西部大开发战略的深入和“十二五”规划的推出,西北地区将迎来中长期发展机遇。西北基础设施建设投资正在迅速启动,以距离公司较近的新疆为例,2010 年新疆地区固定资产投资增速将达到 25%,2011 年增速有望超过 30%,强劲的基建需求将带动钢材特别是建筑钢材消费量的增加。

### 3.榆钢支持地震灾区恢复重建项目前景广阔

从钢材需求量看,灾后重建工作钢材需求量巨大。根据甘肃省恢复重建所需的投资及建设需钢材量估算,甘肃省仅灾后住房重建钢材需求量达 90 万吨;其余重建项目钢材需求量约为 530 万吨;两项合计甘肃省灾后重建钢材需求量约为 620 万吨。《榆钢支持地震灾区恢复重建项目可行性研究》显示,甘肃、四川和陕西三省灾后重建工作所需钢材总量将达 3500 万吨。

由于西北地区大型钢铁企业较少,建筑钢材的供应在西北区域内将呈现供应不足的趋势。为了落实《汶川地震灾后重建规划》和《钢铁产业调整和振兴规划》,实施西部大开发战略,国家发改委在灾后两年多的时间内,陆续批准包括本公司在内的三家钢铁企业进行产能置换的项目建设,以重点支持灾后重建工作对建筑钢材需求量的急剧增加。

从钢材品种看,灾后重建工作所需产品主要为建筑钢材,包括棒材、线材、H 型钢、板材等。由于我国西南、西北地区均属地壳运动活跃地区,此次灾后重建的建筑将采用高抗震等级钢材,即 H 型钢及 III、IV 螺纹钢筋。我国现有 H 型钢生产能力约 1,000 万吨,但生产企业均都布局在东部地区,整个西北、西南地区尚无一套 H 型钢生产线,因此灾区周边地区 H 型钢的产量远远不能满足灾后重建工作的巨大需求。

公司建筑钢材品种较为单一,目前不能生产 H 型优质建筑型材以及不锈钢等特种钢材,难以满足 5·12 汶川地震灾后重建对优质建筑钢材的大量需求,使公司不能分享快速成长的优、特钢市场。增加适用于建筑用的高性能、高附加值的 H 型钢产品成为公司目前的重要战略,以提升钢铁产品的质量和档次,构筑新的竞争优势。

公司此次将支持地区灾后重建列为上市公司定向增发募投项目,在 A 股市场当属首例。具体来看,首先榆钢支持地震灾区恢复重建项目中的榆中钢铁,注册资本 8 亿元,系酒钢宏兴全资子公司。该项目建设期为两年,第三年正式投产运营,第四年达到设计生产能力。项目达产后,设计年产 H 型钢 60 万吨、热轧带肋钢筋及圆钢 60 万吨。榆中钢铁靠近陇海铁路,交通便利,钢材产品可就近满足灾后重建的需要并供应巨大的西部市场,未来市场前景广阔。公司预测,根据可行性研究报告,项目拟投资 52.77 亿元,所得税后该项目投资财务内部收益率为 16.63%。

本项目投产后,本公司产品结构将更为优化,技术装备得到升级,市场竞争力将显著增强,公司盈利水平将进一步提高。

### 4.盈利预测及估值

2009 年公司实际完成生铁 632.7 万吨, 其中: 本部 448.5 万吨、榆钢 95.9 万吨、翼钢 88.3 万吨; 钢 705.4 万吨, 其中: 本部 518.5 万吨、榆钢 107.9 万吨、翼钢 132.4 万吨; 材 726.7 万吨, 其中: 本部 446.8 万吨、榆钢 125 万吨、翼钢 154.9 万吨。铁、钢、材产量分别完成年计划的 119.38%、125.96%、207.63%(钢材产量增加主要是公司重大资产重组所致)。

2010 年公司生产经营的主要目标为: 完成铁 649 万吨、钢 710 万吨、材 724 万吨。实现营业收入 380 亿元 (营业成本预算 342 亿元)。

我们预计公司 10 年实际产量将比目标有所上升, 将完成铁 680 万吨、钢 730 万吨、材 745 万吨。10 年 1-3 季度公司每股盈利分别实现 0.08、0.12、0.21 元, 前三季度共实现 0.41 元, 我们预计全年为 0.元/股。

由于本次定向增发募集资金投资项目一个是国家政策极力扶持的灾区重建, 一个是各部门鼓励的整体上市, 我们认为此后股东大会、国资委、证监会等部门的审批不会有障碍, 乐观估计明年中旬或将能完成不锈钢公司的收购。因此明年的产能、产量或将有较大的增幅, 11 年不锈钢营业收入有望突破 100 亿元大关, 实现净利润 4 亿元, 以增发股本计算, 将实现 0.37 元/股, 12 年有望达到 5.4 亿元, EPS 为 0.50 元/股。公司收入主营收入有望实现 500 亿元, 而灾区重建的 H 型钢和热轧带肋钢筋及圆钢共 120 万吨项目要到 2013 年方能投产, 暂在预测期中不含。本次发行股份购买资产属于界定为定向增发, 由发审委审核, 我们预计程序上将比 2009 年的重大资产重组要快, 并乐观估计 11 年中旬能发行成功并实现项目收购。为了可比起见, 我们将增发股本投资项目实现的 EPS 和目前公司资产业务实现的 EPS 进行加权平均来进行总体财务以及估值指标的预测。

我们假设本次增资在明年中旬实现并在当年实现不锈钢业务的收购, 灾区项目 13 年后完成不在预测期体现。1011、12 年 EPS 将实现为 0.51、0.77、和 0.92 元/股。目前公司股价 9.56 元, 11 年和 12 年动态 PE 为 8.11 倍和 6.8 倍, 目前钢铁行业均值(整体法) 10、11 年 PE 为 18.4 和 13.2 倍, 我们首次给予买入评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	9531.36	17368.02	27327.77	21206.20
现金	2583.00	11336.09	15387.72	14382.50
应收账款	541.35	1075.29	777.03	1133.17
其它应收款	177.05	8.83	239.88	44.63
预付账款	550.71	840.49	1358.30	899.28
存货	5336.57	3280.32	8744.51	3896.48
其他	342.69	827.00	820.33	850.13
<b>非流动资产</b>	16554.22	15371.83	17802.49	15914.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11707.12	10600.64	11699.80	9882.75
无形资产	3018.92	3149.47	4049.23	4229.90
其他	1828.18	1621.71	2053.46	1801.68
<b>资产总计</b>	26085.58	32739.85	45130.26	37120.53
<b>流动负债</b>	13066.06	9991.36	20672.13	11409.63
短期借款	1327.56	1304.19	1665.58	1432.44
应付账款	3889.13	4002.11	7869.06	4268.39
其他	7849.38	4685.07	11137.48	5708.80
<b>非流动负债</b>	3011.91	2290.28	1911.22	1024.17
长期借款	2966.69	2264.11	1881.32	990.41
其他	45.21	26.17	29.89	33.76
<b>负债合计</b>	16077.97	12281.65	22583.35	12433.80
少数股东权益	124.56	126.69	105.89	114.83
归属母公司股东权益	9883.06	20331.52	22441.03	24571.89
<b>负债和股东权益</b>	26085.58	32739.85	45130.26	37120.53

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	1631.14	1636.28	9427.80	2586.08
净利润	326.12	1054.92	2391.91	2884.10
折旧摊销	1858.65	2255.99	2962.14	3195.24
财务费用	209.66	225.38	293.00	310.58
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-840.38	-1894.90	3803.05	-3820.40
其它	77.10	-5.10	-22.30	16.57
<b>投资活动现金流</b>	-1642.68	-1068.49	-5370.50	-1323.65
资本支出	-242.88	-1168.46	2404.64	-1875.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1885.56	-2236.95	-2965.86	-3199.11
<b>筹资活动现金流</b>	-690.79	8185.30	-5.67	-2267.65
短期借款	-1037.44	-23.37	361.40	-233.14
长期借款	599.62	-702.58	-382.79	-890.91
其他	-252.97	8911.25	15.72	-1143.59
<b>现金净增加额</b>	-702.33	8753.09	4051.62	-1005.21

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	35948.44	38644.57	50237.95	53252.22
营业成本	32495.71	33891.29	42777.61	44998.13
营业税金及附加	108.97	157.36	192.84	194.22
营业费用	1012.96	1088.94	1415.62	1500.56
管理费用	1636.24	1758.96	2286.64	2423.84
财务费用	209.66	225.38	293.00	310.58
资产减值损失	71.87	259.79	450.87	314.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	413.03	1262.86	2821.37	3510.77
营业外收入	9.37	9.24	12.05	10.22
营业外支出	2.82	15.17	12.74	10.24
<b>利润总额</b>	419.59	1256.93	2820.68	3510.75
所得税	93.47	202.01	428.77	626.66
<b>净利润</b>	326.12	1054.92	2391.91	2884.10
少数股东损益	5.21	2.13	-20.80	8.94
<b>归属母公司净利润</b>	320.91	1052.78	2412.71	2875.16
<b>EBITDA</b>	2278.23	3512.92	5782.82	6706.00
<b>EPS (元)</b>	0.16	0.51	0.77	0.92

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.46%	7.50%	30.00%	6.00%
营业利润	58.87%	205.75%	123.41%	24.44%
归属母公司净利润	28.81%	228.06%	129.17%	19.17%
<b>获利能力</b>				
毛利率	9.60%	12.30%	14.85%	15.50%
净利率	0.91%	2.73%	4.76%	5.42%
ROE	3.26%	5.16%	10.61%	11.68%
ROIC	1.95%	4.03%	8.28%	9.68%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.64%	37.51%	50.04%	33.50%
净负债比率	26.71%	33.88%	18.57%	24.68%
流动比率	0.73	1.74	1.32	1.86
速动比率	0.32	1.41	0.90	1.52
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.34	1.31	1.29	1.29
应收帐款周转率	65.21	47.81	54.24	55.76
应付帐款周转率	6.45	8.59	7.21	7.41
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.16	0.51	0.77	0.92
每股经营现金	0.80	0.80	3.01	0.83
每股净资产	4.83	9.94	7.17	7.85
<b>估值比率</b>				
P/E	92.30	18.58	8.11	6.80
P/B	3.00	0.96	0.87	0.80
EV/EBITDA	14.92	4.04	3.65	3.12

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

**投资评级的说明**

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

**机构业务部咨询经理**

**上海**

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

**北京**

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

**深圳**

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。