



## 榆钢年产 120 万吨建材项目

### 产能规划

设计年产 H 型钢 60 万吨、热轧带肋钢筋及圆钢 60 万吨，配套采用现代化、大型化的 2800m<sup>3</sup> 高炉代替 2 × 380m<sup>3</sup> 高炉，265m<sup>2</sup> 烧结机代替 2 × 42m<sup>2</sup> 烧结机。

### 拟投资额

52.77 亿元

### 建设周期

公司预计项目建设期两年，第三年正式投产运营，第四年达到设计生产能力。

我们判断公司目前已启动项目建设，有望于 2012 年达产，快于公司预期。同时新建产能有望达到 200 万吨（2800m<sup>3</sup> 高炉铁水年产能约 200 万吨）。

### 项目收益

建材项目迎合西部地区城镇化进程加速阶段对建材需求的扩张。参考榆中钢铁子公司优于公司整体的历史经营业绩，我们乐观估计该项目达产后的年净利润率约 4.5%，年净利润 3.6 亿元，项目回收期约 14.7 年。

### 评价

公司新建建材项目充分发挥公司区域与资源双重优势，项目盈利能力值得期待。但考虑到项目主要以股权融资方式推进，财务杠杆较低，项目的资产收益水平或将低于公司现资产收益能力。同时，融资完成后，项目建设期内每股收益将面临摊薄风险。

## 酒钢集团天风不锈钢有限公司 100%股权收购项目

### 资产概况

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为高品质黑卷、酸洗卷和冷轧卷，产品销往华南、华东、华北等地区，其三家全资子公司佛山市酒钢博瑞钢业有限公司、无锡市酒钢博创钢业有限公司和天津市酒钢博泰钢业有限公司分别负责华南地区、华东地区和华北地区的不锈钢销售业务。

2010 年 1-11 月不锈钢公司钢坯产量 73.91 万吨，钢材产量 67.90 万吨。

## 资产盈利及收购概况

表格 1：不锈钢公司资产盈利情况

亿元	2010 年 11 月 30 日	2011 年 E
总资产	126.25	N.A.
所有者权益	31.96	N.A.
收入	88.36	113.32
净利润	2.44	3.03
净利润率	2.76%	2.67%
收购价格		42.36
对应 PE	15.92 (年化修正)	13.98
对应 PB	1.33	N.A.
公司 PE	23.78	17.69
公司 PB	2.09	1.90
太钢不锈 PE	21.22	13.38
太钢不锈 PB	1.42	1.34

资料来源：公司公开资料，华泰联合证券研究所

## 评价

对比太钢不锈当前估值水平，公司收购不锈钢资产的价格合理但不具有充分的吸引力。依据收购价格，简单估算收购资产 2011 年 ROE 约为 7.15%，低于酒钢宏兴 2010 年 8.8%ROE 水平，并表后将摊薄每股收益水平。

## 风险提示

公司融资扩产方案未能通过审核，公司扩张进程低于预期的风险；

增发融资后每股收益摊薄风险；

行业景气波动风险。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	13550	14298	15111	15459	<b>营业收入</b>	39525	45837	48762	49905
现金	4671	4584	4876	4991	营业成本	35189	40447	43012	43990
应收账款	401	862	788	777	营业税金及附加	103	162	165	164
其他应收款	232	194	216	230	营业费用	1290	1375	1463	1497
预付账款	1150	760	836	895	管理费用	1501	1833	1950	1996
存货	6572	7281	7742	7918	财务费用	196	438	361	221
其他流动资产	75	618	652	648	资产减值损失	50	0	0	0
<b>非流动资产</b>	16945	16386	1599	13379	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	275	275	275	275	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	11983	11527	1095	9246	<b>营业利润</b>	1193	1582	1811	2037
无形资产	2948	2948	2948	2948	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动	0	1636	1819	910	营业外支出	23	0	0	0
<b>资产总计</b>	30496	30684	31106	28838	<b>利润总额</b>	1200	1582	1811	2037
<b>流动负债</b>	15337	14620	1396	10497	所得税	239	316	362	407
短期借款	6857	5388	4046	283	净利润	961	1265	1448	1629
应付账款	4572	4324	4679	4878	少数股东损益	21	0	0	0
其他流动负	0	4907	5238	5337	归属母公司净利	939	1265	1448	1629
<b>非流动负债</b>	3922	3767	3767	3767	EBITDA	1388	4127	4563	4873
长期借款	3767	3767	3767	3767	EPS (元)	0.46	0.62	0.71	0.80
其他非流动	155	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	19258	18386	1772	14264	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权	524	524	524	524	<b>成长能力</b>				
股本	2046	2046	2046	2046	营业收入	9.9%	16.0%	6.4%	2.3%
资本公积	4840	4840	4840	4840	营业利润	188.8%	32.6%	14.5%	12.5%
留存收益	3716	4777	5855	7053	归属母公司净利	192.7%	34.7%	14.5%	12.5%
归属母公司	10713	11774	1285	14050	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东</b>	30496	30684	31106	28838	毛利率(%)	0.0%	11.8%	11.8%	11.9%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
单位: 百万元					ROE(%)	8.8%	10.7%	11.3%	11.6%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	ROIC(%)	5.4%	9.7%	10.8%	13.5%
<b>经营活动现</b>	873	3624	4366	4530	<b>偿债能力</b>				
净利润	961	1265	1448	1629	资产负债率(%)	63.2%	59.9%	57.0%	49.5%
折旧摊销	0	2108	2391	2616	净负债比率(%)	134.80	49.79	44.07	28.39
财务费用	244	438	361	221	流动比率	0.88	0.98	1.08	1.47
投资损失	2	0	0	0	速动比率	0.46	0.48	0.53	0.72
营运资金变	0	32	165	64	<b>营运能力</b>				
其他经营现	627	-219	0	0	总资产周转率	1.40	1.50	1.58	1.67
<b>投资活动现</b>	-2573	-1600	-2000	0	应收账款周转率	84	70	59	64
资本支出	2351	1600	2000	0	应付账款周转率	8.32	9.09	9.55	9.21
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现	0	0	0	0	每股收益(最新	0.46	0.62	0.71	0.80
<b>筹资活动现</b>	3867	-2111	-2073	-4416	每股经营现金流	0.43	1.77	2.13	2.21
短期借款	5529	-1469	-1342	-3763	每股净资产(最	5.49	5.76	6.28	6.87
长期借款	800	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	23.82	17.69	15.45	13.73
资本公积增	9	0	0	0	P/B	1.99	1.90	1.74	1.59
其他筹资现	-2471	-643	-731	-653	EV/EBITDA	24	7	6	6
<b>现金净增加</b>	0	-87	292	114					

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

**免责声明**

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合证券”) 客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息, 我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究, 但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易, 包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华泰联合证券研究所客户服务部, 并需注明出处为华泰联合证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn