

恒星科技 002132

恒星科技投资分析报告

2009-2-18

投资要点

- 公司目前有 2 万吨子午轮胎钢帘线产能，IPO 募集资金投资新建 2 万吨钢帘线项目在 2008 年底已基本完成，这部分产能将在 2009 年释放。汽车行业目前处于景气低谷，汽车行业增速的回落将对钢帘线行业产生较大影响，但我们对公司新产能释放后的销售情况持谨慎乐观态度。
- 公司 08 年新上 10 万吨钢绞线生产线，加上前期产能，具有 20 万吨生产能力，市场占有率达到 25%，行业龙头地位明显。新增 10 万吨钢绞线产能也将在 2009 年集中释放。
- 根据新规划，08-10 年，国网和南网分别比原规划增加 45%和 42%，合计增加 44%，其中 09-10 年实现投资超万亿。以国网为例：与十一五初期规划总投资 9000 亿相比，新规划增长 74%，CAGR 在 30%左右。电网建设巨大投入将极大拉动作为电力行业中输变电路基础材料的镀锌钢丝、钢绞线产品需求量的快速增长，也将给镀锌钢丝、钢绞线生产企业带来良好的发展机遇。我们认为在国家加大对电网投资的背景下，市场能完全消化公司 09 新增的 10 万吨产能。
- 我们预计公司 08、09、10 年的每股收益分别达到 0.31 元、0.50 元、0.71 元，动态市盈率分别为 23.80、14.76、10.40。公司在钢铁板块中稍显高估，但考虑到公司未来三年成长的确定性，我们给与一定程度的溢价，给与 09 年 18 倍市盈率，目标价 9.00 元，给与增持评级。

主要财务数据

项目	2006	2007	2008	2009	2010
主营业务收入 (百万)	516.59	786.55	1,125.86	1,540.78	1,853.83
净利润 (百万)	57.92	89.25	76.60	123.12	173.11
净利润率	11.213%	11.346%	6.804%	7.991%	9.338%
总股本(百万)	244.62	244.62	244.62	244.62	244.62
每股收益(元)	0.24	0.36	0.31	0.50	0.71
每股净资产(元)	1.94	2.62	2.90	3.40	4.11
市盈率	32.0966	20.8315	24.2703	15.1002	10.7397
市净率	3.9175	2.9008	2.6207	2.2331	1.8487
净资产收益率	12.205%	13.925%	10.798%	14.789%	17.214%

评级：推荐
目标价格：¥9.00

当前价格：¥7.60

2009.2.18

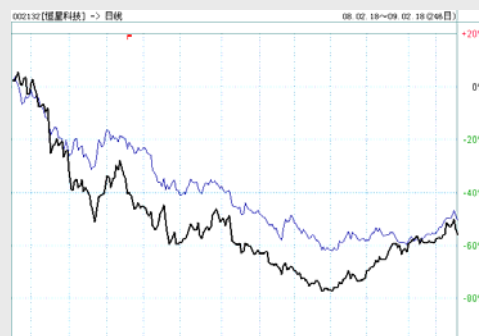
基础数据

总市值(百万元)	1,859.09
每股净资产(元)	3.51
总股本/流通 A 股(百万股)	244.62/83.93
净资产收益率(%)	28.99
流通市值(百万元)	1,859.09

交易数据

52 周内股价区间(元)	26.85 ~ 3.55
08 动态市盈率(倍)	23.80
09 年动态市盈率(倍)	14.76
市净率(倍)	2.56

52 周内股价走势图



行业研究员 张志鹏

电话 021-63341333*320

邮箱 zhangzhipeng@ajzq.com

1. 公司概况

公司前身为成立于1995年7月12日的巩义市恒星金属制品有限公司，2004年3月整体变更为股份有限公司。公司位于河南省巩义市，下辖3个控股子公司，是生产“恒星”牌子午轮胎用钢帘线、胶管钢丝和镀锌钢丝、钢绞线产品的专业厂家，属河南省重点民营企业。公司产品广泛用于汽车轮胎、橡胶软管、电力电缆、架空电力线等行业。

公司主要产品为钢帘线、胶管钢丝、镀锌钢丝、镀锌钢绞线。前两品种主要用于汽车行业，而后两品种主要用于电力行业。公司目前有4万吨钢帘线产能，20万吨钢绞线产能，其中分别有2万吨钢帘线产能、10万吨钢绞线产能是08年底新增产能，预计该新增产能将在09年集中释放。

从08年上半年情况来看，镀锌钢绞线营业收入占比最大，占到公司营业收入67%，但营业利润占比为53%。钢帘线是公司盈利能力最高的品种，其毛利率达到27.54%—以24%的营业收入占比，贡献37%的营业利润。其余两个品种对公司利润贡献较小，其盈利能力也较一般。

图1 2008年上半年营业收入构成

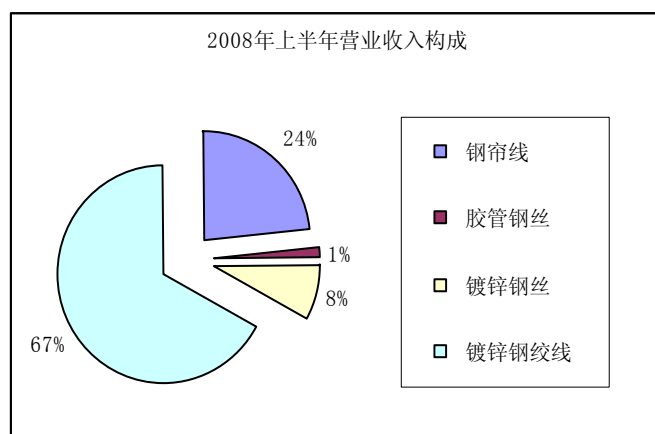


图2 2008年上半年营业利润构成

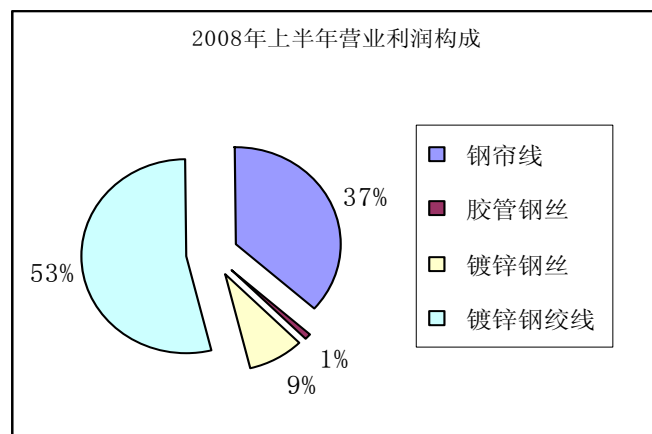
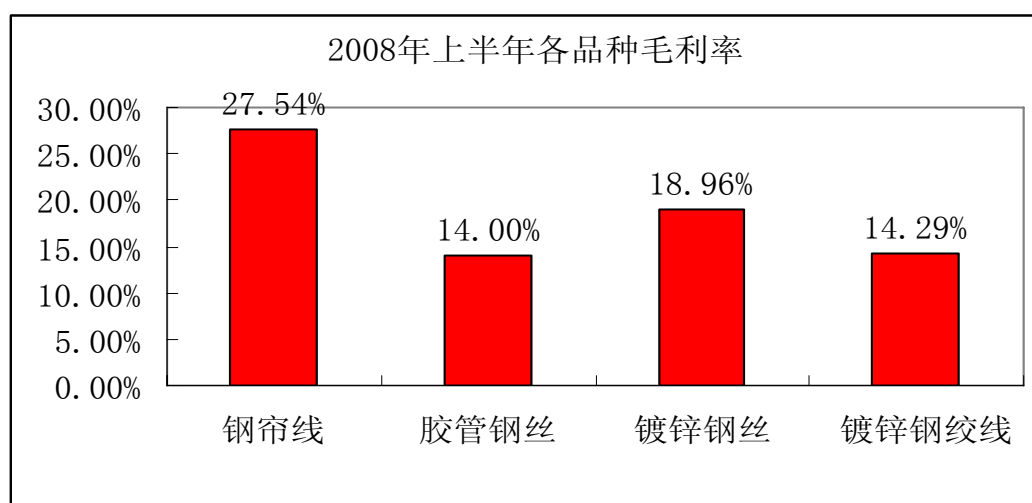


图3 各品种毛利率



2. 钢绞线：受益于国家电网投资

镀锌钢丝、钢绞线产品作为原材料广泛应用于电力电缆、高空电力线等产品的生产之中，是国民经济基础行业的基础产品。《产业结构调整指导目录（2005年本）》将“城乡电网改造及建设”列入国家鼓励发展类产业，而镀锌钢丝、钢绞线产品作为电力电缆生产的核心骨架材料，直接服务于电源和电网建设及其维护更新，是电力产业的重要支持部门，也得到国家产业政策的支持。

近年来，随着我国经济的高速发展，用电量日益增加。而我国电网建设远落后于电源建设，电网已成为“瓶颈”，使得富电地区和贫电地区不能够高效地互供互送。国家在“十一五”期间将加大对电网建设的投资，使得各区域电网之间、区域电网内部的各省之间能够实现电力的统一调配。按照原“十一五”规划，国网和南网投资额为12150亿、2341亿元，合计14491亿元。而2008年11月，为落实中央进一步扩大内需、促进经济增长的部署，国网和南网均制定了新规划。根据新规划，08-10年，国网和南网分别比原规划增加45%和42%，合计增加44%，其中09-10年实现投资超万亿。以国网为例：与十一五初期规划总投资9000亿相比，新规划增长74%，CAGR在30%左右。

电网建设巨大投入将极大拉动作为电力行业中输变电线路基础材料的镀锌钢丝、钢绞线产品需求量的快速增长，也将给镀锌钢丝、钢绞线生产企业带来良好的发展机遇。公司目前有10万吨钢绞线产能，08年底新增10万吨产能，新增产能将在09年集中释放。我们认为在国家加大对电网投资的背景下，市场能完全消化公司新增产能。

表1 国网、南网新“十一五”规划（08-10年）投资额（万亿）

		08E	09-10E	合 计
原规划	国 网	2520	5483	8003
	南 网	448	1096	1544
	合 计	2968	6579	9547
新规划	国 网	2640	8960	11600
	南 网	490	1700	2190
	合 计	3130	10660	13790

（数据来源：国网 南网 爱建证券）

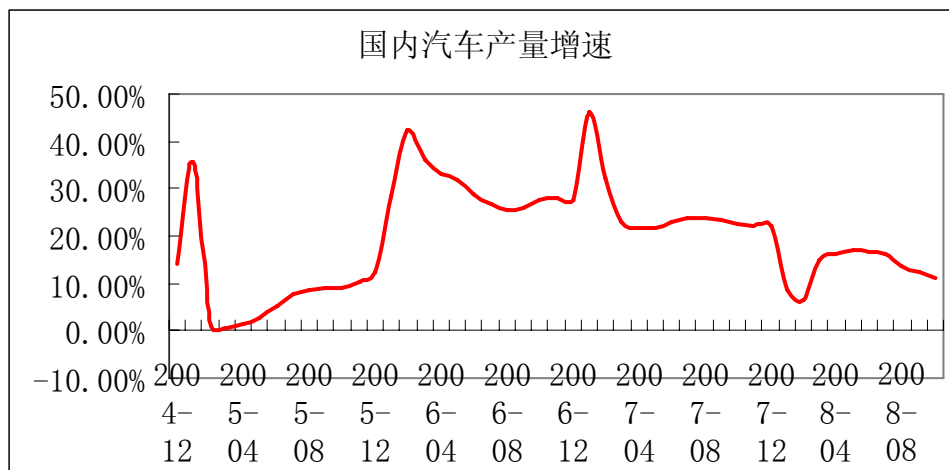
3. 钢帘线：受制于汽车行业发展

钢帘线主要用于汽车子午线轮胎。近年来，随着我国高速公路建设及汽车行业的迅速发展，对子午轮胎的需求急剧增加，质量要求也越来越高。原来的斜胶轮胎已不能满足汽车工业及高速公路发展的要求，将逐步被淘汰。

我国子午轮胎的起步和发展较晚，先进发达的国家和地区轮胎的子午化率已达90%以上，世界平均水平80%。而我国经过几年的快速发展，目前轮胎子午化率已达65%以上，尚有进一步提升空间。

汽车行业目前景气低谷，截止2008年12月底，汽车产量同比增速下滑明显。汽车行业增速的回落将对钢帘线行业产生较大影响。公司有子午轮胎用钢帘线产能有4万吨，其中2万吨为08年底新增产能，公司市场占有率接近一成。公司前期认购风神股份1500万股，公司此举意在加强于下游客户联系，促进公司长期发展。风神股份新增15万条子午工程胎，可以预计所需的子午胎钢帘线将会优先使用公司的产品。尽管汽车行业陷入低谷，但我们对公司新产能释放后的销售情况持谨慎乐观态度

图4 国内汽车产量增速



数据来源：Wind资讯

4、盈利预测及投资建议

我们预计公司08、09、10年的每股收益分别达到0.31元、0.50元、0.71元，动态市盈率分别为23.80、14.76、10.40。公司在钢铁板块中稍显高估，但考虑到公司未来三年成长的确切性，我们给与一定程度的溢价，给与09年18倍市盈率，目标价9.00元，给与增持评级。

表2 产品销量及预测 单位：吨

时间	2006	2007	2008E	2009E	2010E
钢帘线	9479.79	12,000.00	14,000.00	30,000.00	35,000.00
胶管钢丝	4977.69	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
镀锌钢丝	9616.75	15,400.00	15,000.00	30,000.00	30,000.00
镀锌钢绞丝	52559.86	84,600.00	100000	150,000.00	170,000.00
合计	76634.09	116,000.00	133000	214000	239000

表3 产品价格及预测 单位：元/吨

分产品价格	2006	2007	2008E	2009E	2010E
钢帘线	13049.43	13,642.09	17,000.00	13,940.00	14,921.86
胶管钢丝	7110.22	7,337.48	9,171.84	7,520.91	8,050.64
镀锌钢丝	5830.26	5,925.42	7,406.77	6,073.55	6,501.34
镀锌钢绞丝	5727.11	5,920.58	7,400.72	6,068.59	6,496.03

表4 盈利预测

报告参数	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
一、营业总收入	51,658.53	78,654.95	112,586.13	154,077.92	185,383.33
二、营业总成本	45,977.71	69,983.35	104,408.77	140,084.40	165,139.85
营业成本	40,951.26	63,368.86	94,437.80	126,859.90	149,309.69
营业税金及附加	158.99	381.07	266.03	364.07	438.04
销售费用	1,971.87	3,116.71	4,263.74	5,835.07	7,020.64
管理费用	1,105.95	1,165.07	2,026.55	2,773.40	3,336.90
财务费用	1,721.37	1,601.03	2,814.65	3,851.95	4,634.58
资产减值损失	68.26	350.62	600.00	400.00	400.00
三、营业利润	5,707.76	8,691.62	8,177.36	13,993.53	20,243.48
加：营业外收入	931.21	1,515.45	1,500.00	1,500.00	1,500.00
减：营业外支出	80.74	161.65	100.00	100.00	100.00
四、利润总额	6,558.23	10,045.42	9,577.36	15,393.53	21,643.48
减：所得税	765.99	1,120.87	1,917.34	3,081.70	4,332.91
五、净利润	5,792.24	8,924.54	7,660.02	12,311.83	17,310.57
减：少数股东损益	422.19	641.06	0.92	1.48	2.08
六、归属于母公司所有者的净利润	5,370.05	8,283.48	7,659.10	12,310.35	17,308.50
七、总股本(万股)	24,461.70	24,461.70	24,461.70	24,461.70	24,461.70
八、每股收益：	0.22	0.34	0.31	0.50	0.71

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。