

恒星科技（002132）：产能扩张是业绩增长的推动力 增持（维持）

钢铁行业/金属制品

当前股价：11.53 元

报告日期：2009 年 10 月 25 日

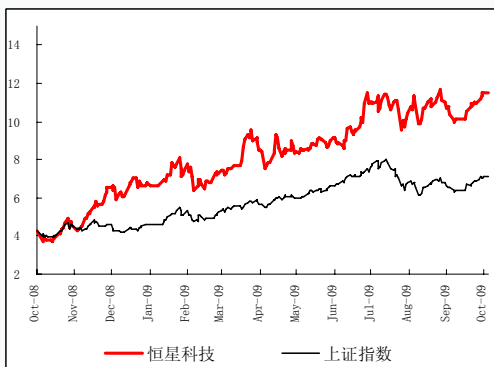
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,013	1,337	1,738	1,825
(+/-)	28.8%	32.0%	30.0%	5.0%
营业利润	83	119	198	229
(+/-)	-5.0%	44.0%	66.3%	15.9%
归属于母公司 的净利润	78	114	178	203
(+/-)	-5.8%	46.6%	55.4%	14.1%
每股收益（元）	0.32	0.47	0.73	0.83
市盈率（倍）	36.1	24.6	15.9	13.9

公司基本情况（2009 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通股（万股）	24,462/8,823
流通市值（亿元）	10.17
每股净资产（元）	3.34
资产负债率（%）	52%

股价表现（最近一年）



联系人：张雷

联系电话：010-66045454

邮箱 zhanglei002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 8.86 亿元，同比增长 14.69%；实现营业利润 6252.92 万元，同比下降 12.04%；实现归属母公司净利润 6880.54 万元，同比增长 7.22%。实现每股收益 0.28 元，第三季度实现每股收益为 0.17 元。公司预计 2009 年归属母公司所有者净利润同比增长 10%-40%。
- **收入增长源自销售回暖和产能释放的“叠加效应”。**今年前三季度公司营业收入实现正增长，主要源于第三季度公司产品销售回暖，以及 10 万吨预应力钢绞线、2 万吨钢帘线项目产能释放造成的“叠加效应”，使得公司第三季度实现营业收入 3.88 亿元，环比增长了 39.75%。我们认为，在电网投资逐渐落实和汽车旺销的背景下公司新增产能释放并不存在太大压力，四季度的产销仍有望继续环比好转。
- **需求向好和产品结构升级使得盈利能力逐季稳步回升。**单季来看，2009 年一季度至三季度，公司的综合毛利率分别为 14.10%、17.00%、19.00%，呈现环比上升的态势。我们认为，随着下游需求的回暖，公司各产品整体盈利能力得以回升，另外，新增高毛利的钢帘线项目带来产品结构升级是公司毛利率环比回升的又一重要原因。
- **费用增长及增值税因素导致经营数据产生背离。**公司在前三季度虽实现了营业收入的正增长，但营业利润却同比下滑 12.04%。公司前三季的综合毛利率同比下滑 1.12 个百分点，至 17.16%；三项费用合计增长了 19.77%，期间费用率同比略增 0.38 个百分点，至 8.85%。三项费用中，销售费用和管理费用增长明显，分别增长 22.68%、40.72%，业务规模的扩大带来了销售费用的增加，而管理费用增加主要源于公司加大了产品研发投入的力度。前三季归属母公司净利润增长 7.22%，主要原因是控股子公司收到先征后返的增值税，致使营业外收入同比增长 125.69%，至 2270.83 万元。
- **产能扩张是未来业绩增长的推动力。**公司近年产能增长主要有：1) 2 万吨子午轮胎钢帘线募投项目于今年 5 月投产，子午轮胎钢帘线产能由 2 万吨增长 100%，至 4 万吨；2) 公司合资建设的 10 万吨预应力钢绞线于今年 6 月份投产，预计 2010 年完全达产。该项目设计产能为 30 万吨，预计 2010 年后将进一步扩产；3) 公司拟定增发不超过 4000 万股，建设 2 万吨钢帘线扩产项目，预计 2010 年底可投产，公司子午轮胎钢帘线产能进一步扩张 50%，至 6 万吨。4) 公司持有 26%股权的洛阳万年硅业于今年上半年投产，产能约 100 吨。

- **盈利预测、投资建议和风险提示。**如不考虑定向增发，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年的每股收益为 0.47 元、0.73 元、0.83 元，按照 10 月 23 日 11.53 元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 18.4 倍、15.9 倍、13.9 倍。我们维持对公司“增持”的投资评级。风险方面建议关注：（1）产能释放低于预期的风险；（3）原材料价格大幅波动影响公司盈利稳定性的风险。

图表 2 恒星科技盈利预测（万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	78,655	101,309	133,728	173,846	182,539
增长率	52.26%	28.80%	32.00%	30.00%	5.00%
减：营业成本	63,369	83,209	109,523	140,816	146,031
毛利率					
营业税金及附加	381	305	170	221	232
资产减值损失	351	178	600	0	0
销售费用	3,117	4,010	5,025	6,533	6,859
管理费用	1,165	2,663	3,120	3,500	3,500
财务费用	1,601	2,665	3,100	3,000	3,000
费用合计	5,883	9,338	11,245	13,033	13,359
期间费用率	7.48%	9.22%	8.41%	7.50%	7.32%
投资净收益	20	17	(300)	0	0
二、营业利润	8,692	8,255	11,890	19,777	22,917
增长率	52.28%	-5.03%	44.03%	66.34%	15.87%
加：营业外收入	1,515	1,219	2,450	2,500	2,500
减：营业外支出	162	90	0	0	0
三、利润总额	10,045	9,383	14,340	22,277	25,417
增长率	53.17%	-6.59%	52.82%	55.35%	14.09%
减：所得税	1,121	1,577	2,366	3,676	4,194
实际税负比率	11.16%	16.81%	16.50%	16.50%	16.50%
四、净利润	8,925	7,806	11,974	18,602	21,223
利润	8,283	7,805	11,444	17,778	20,283
增长率	54.25%	-5.78%	46.62%	55.35%	14.09%
净利润率	10.53%	7.70%	8.56%	10.23%	11.11%
少数股东损益	641	1	530	823	939
摊薄每股收益（元）	0.34	0.32	0.47	0.73	0.83

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100