



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010年12月27日

钢铁

研究部

罗炜

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

丁玥

联系人

dingyue@cicc.com.cn

推荐

酒钢宏兴(600307.CH)

增发改建榆中基地、注入不锈钢资产

主要财务信息

(百万元)	2008备考	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	31,134	35,948	34,530	41,058	43,728
(+/-,%)	26.6%	15.5%	-3.9%	18.9%	6.5%
主营业务利润	4,486	3,344	4,277	5,547	5,964
(+/-,%)	-20.5%	-25.5%	27.9%	29.7%	7.5%
净利润	249	321	1,107	1,537	1,730
(+/-,%)	-86.7%	28.8%	245.0%	38.8%	12.5%
每股盈利(元)	0.12	0.16	0.54	0.75	0.85
(+/-,%)	-86.6%	28.8%	245.0%	38.8%	12.5%
市盈率	82.3	63.9	18.5	13.3	11.8
每股净资产	4.7	4.8	5.2	5.6	6.1
市净率	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
净资产收益率	2.6%	3.2%	10.5%	13.4%	13.8%
现金分红收益率	0.00%	1.00%	2.16%	3.00%	3.38%
每股经营现金流(元)	1.0	0.7	1.0	1.4	2.1

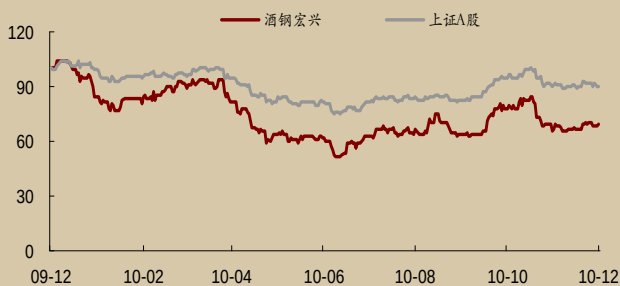
股票信息

A股	
股票代码	600307.CH
当前股价(元)	Rmb10.02
日成交量(百万股)	10.71
52周最高价/最低价	Rmb15.52/7.18
总市值(百万元)	20497.71
发行股数(百万股)	2,046
其中:流通股(百万股)	674
主要股东(持股比例)	酒泉钢铁(集团)有限责任公司(83.74%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[600307.SH]	+0.30	+0.60	+9.15	-33.07
[上证A股]	-2.18	-1.72	+9.35	-13.63

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

酒钢宏兴公告定向增发预案, 发行不超过 10.86 亿股, 发行价不低于 8.84 元, 募集资金 96 亿元。募集对象不超过 10 家, 锁定期 12 个月。募集资金主要用于: 1) 建设榆中灾后重建项目 (53 亿元); 2) 收购集团 120 万吨不锈钢 (43 亿元)。

评论:

在陕西榆中建设的新项目, 包括 2800 立方米高炉, 265 平方米烧结机, 60 万吨 H 型钢生产线, 60 万吨高等级棒材生产线。项目已获发改委核准并开工, 预计 2012 年底形成产能, 2013 年全部投产。完全投产后, 酒钢本部和榆钢的落后产能相应淘汰。该项目募集资金 53 亿元, 吨钢投资 4400 元, 与当前市场平均的吨钢企业价值 (EV/ton4550 元/吨) 持平。

不锈钢公司 2010 年 1-11 月净利润 2.4 亿元, 所有者权益 32 亿元。收购价对应当前 PE16.5x, PB1.34x, 低于公司当前的估值水平 (目前酒钢 2010 年 PE18.5x, PB1.9x), 也低于不锈钢可比公司的估值水平 (太钢不锈 2010 年 PE27x、PB1.5x; 2011 年 PE19x、PB1.4x)。预计在正式方案中 (下个月二董后公布), 公司将对不锈钢业务给予业绩承诺。

增发完成后, 股本扩张将导致 2011 年每股矿石产量下降 9%。但矿石产量的增加将逐渐弥补这一下滑。2012 年每股原矿产量同比增长 43%, 较 2010 年增长 31%; 2013 年同比增长 20%。

估值与建议:

公司停牌期间 (12 月 20 日至 12 月 23 日), 钢铁股指数上涨 1.7%, 复牌后有小幅补涨需求。

我们认为此次增发价格公允。增发导致单位矿产量一次性摊薄, 但未来矿石产量将继续增长, 考虑摊薄后企业吨矿市值仍处于行业低位。另外, 我们依然看好西北地区的钢铁市场成长性, 维持对酒钢宏兴的“推荐”评级。

图表 1：单位矿产量一次性摊薄，逐渐恢复

	2010	2011	2012	2013
原矿产量（万吨）	500	700	1000	1200
精矿产量（万吨）	324	454	648	778
股本（亿股）	20.5	31.3	31.3	31.3
每股精矿产量	15.8	14.5	20.7	24.8
YOY		-9%	43%	20%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：钢铁企业铁矿石资源列表

公司	股本 (万股)	矿山	股权	保有储量 (万吨)	原矿产量 (万吨)	精粉产量 (万吨)	每股铁元素储 量(吨)	每万股铁精粉产量 (吨)	吨矿企业 价值
金岭矿业	59534	铁山辛庄矿和侯庄、 召口分矿	100%	3,300	175	111	0.022	18.645	11,492
西宁特钢	74122	肃北七角井铁矿	70%	10,300	210	70			
		哈密白山泉铁矿	80%	4,700	150	50	0.080	17.404	9,580
		西钢矿业	100%	8,000	150	40			
创兴置业	21814	神龙矿业	100%	9,251	100	30	0.127	13.753	11,072
凌钢股份	80400	保国铁矿	100%	6,678	250	77	0.026	9.577	11,439
河北钢铁	687678	司家营铁矿	45%	234,800	700	250	0.048	1.636	59,854
新兴铸管	191687	莫托萨拉铁矿	48%	1,752	70	20	0.014	1.352	76,322
		查岗诺尔铁矿	16%	50,000	300	100			
酒钢宏兴	313168	镜铁山矿、黑沟矿区	100%	35,234	700	454	0.040	14.497	8,054

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：吨钢企业价值列表

	吨市值(元/吨)			
	2008A	2009A	2010E	2011E
宝钢股份	7,603	7,750	6,781	6,781
武钢股份	4,822	4,785	4,121	3,989
鞍钢股份	6,064	4,831	4,824	4,786
马钢股份	3,287	3,289	2,939	2,939
太钢不锈	6,519	6,648	6,175	6,175
凌钢股份	4,265	2,887	2,787	2,590
酒钢宏兴	4,200	4,212	3,930	3,527
八一钢铁	3,108	2,786	2,426	2,350
西宁特钢	11,183	10,148	9,923	9,892
新兴铸管	8,121	4,452	3,452	3,129
平均值	5,673	4,979	4,555	4,443
中位数	4,822	4,452	3,930	3,527

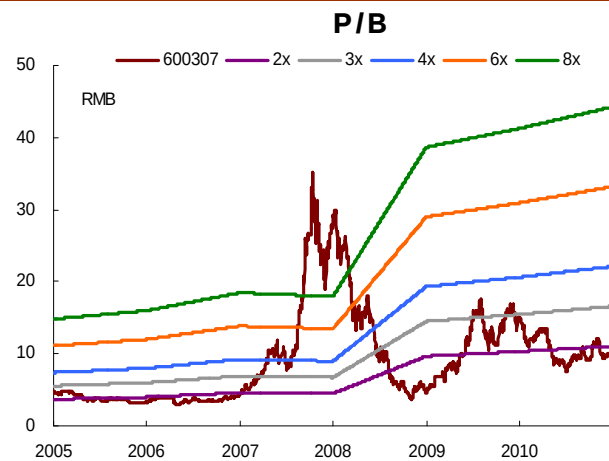
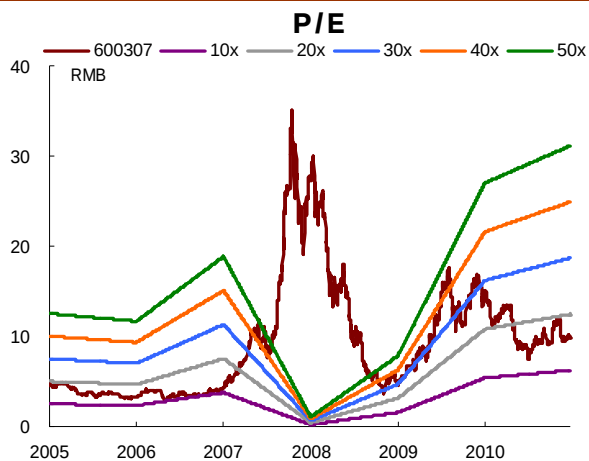
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007备考	2008备考	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	24,600	31,134	35,948	34,530	41,058	43,728
主营业务利润	5,640	4,486	3,344	4,277	5,547	5,964
营业费用	1,313	1,150	1,013	973	1,141	1,137
管理费用	1,551	2,012	1,636	1,572	1,869	1,990
财务费用	450	497	210	257	287	311
营业利润	2,312	260	413	1,456	2,190	2,465
税前利润	2,290	257	420	1,462	2,196	2,471
所得税	383	19	93	326	549	618
少数股东损益	27	-11	5	29	110	124
净利润	1,879	249	321	1,107	1,537	1,730
财务指标	2007备考	2008备考	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	22.9%	14.4%	9.3%	12.4%	13.5%	13.6%
息税前利润率	11.2%	2.4%	1.7%	5.0%	6.0%	6.3%
净利润率	7.6%	0.8%	0.9%	3.2%	3.7%	4.0%
净资产收益率	20.1%	2.6%	3.2%	10.5%	13.4%	13.8%
每股净资产	4.51	4.66	4.83	5.16	5.61	6.11

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 6：可比公司估值

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率		市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			2010-12-24	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600019.SH	宝钢股份	CNY	6.6	19.9	8.6	7.9	1.2	1.1	1.0	7.0	4.8	5.2
600005.SH	武钢股份	CNY	4.5	23.1	22.8	18.5	1.3	1.2	1.2	8.6	7.8	7.0
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	7.9	79.4	19.8	12.5	1.1	1.1	1.0	12.0	7.5	6.6
600808.SH	马钢股份	CNY	3.6	70.2	22.9	14.4	1.0	1.0	1.0	7.5	6.0	5.9
000825.SZ	太钢不锈	CNY	5.6	35.0	26.8	18.6	1.5	1.5	1.4	10.0	9.6	8.4
600231.SH	凌钢股份	CNY	9.1	58.1	13.0	11.0	2.4	2.0	1.8	10.0	6.4	5.7
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	10.0	27.1	18.5	13.3	2.1	1.9	1.8	11.4	7.7	6.9
600581.SH	八一钢铁	CNY	12.0	86.0	15.0	10.8	3.2	2.7	2.2	17.8	9.7	8.6
600117.SH	西宁特钢	CNY	9.2	183.4	33.0	20.0	2.8	2.6	2.4	14.4	12.2	10.3
000778.SZ	新兴铸管	CNY	9.0	15.3	13.1	10.5	1.8	1.7	1.5	10.6	8.1	6.4
中金覆盖A股平均值				56.9	19.4	14.0	1.8	1.6	1.5	11.1	8.2	7.3
中金覆盖A股中位数				35.0	19.8	13.3	1.5	1.5	1.4	10.6	7.8	6.9
600022.SH	济南钢铁	CNY	5.2	240.5	45.8	29.7	2.3	2.3	2.2	14.9	n.a	n.a
600102.SH	莱钢股份	CNY	12.0	114.7	29.4	23.1	1.9	1.9	1.8	7.6	n.a	n.a
600282.SH	南钢股份	CNY	3.6	43.4	26.6	17.1	1.4	1.3	1.0	25.2	28.7	9.9
002110.SZ	三钢闽光	CNY	11.1	139.9	21.9	15.1	2.2	2.1	1.9	14.1	12.6	8.5
000629.SZ	攀钢钒钛	CNY	10.9	n.a	50.0	31.1	4.2	4.0	3.5	44.2	26.4	16.9
000708.SZ	大冶特钢	CNY	15.8	21.3	14.4	12.3	3.5	2.9	2.4	13.6	9.6	9.1
000717.SZ	韶钢松山	CNY	4.0	72.8	26.8	18.3	1.2	1.1	1.1	10.7	8.2	7.9
000761.SZ	本钢板材	CNY	6.3	n.a	18.1	15.2	1.4	1.3	1.2	10.0	4.5	n.a
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	3.9	87.9	57.5	14.3	0.7	0.7	0.7	13.6	n.a	n.a
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.4	35.7	36.8	22.1	1.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
600010.SH	包钢股份	CNY	4.0	n.a	7.1	6.3	2.1	n.a	n.a	39.3	n.a	n.a
600126.SH	杭钢股份	CNY	5.2	30.4	14.2	11.5	1.3	1.2	1.1	10.1	n.a	n.a
600782.SH	新钢股份	CNY	5.9	45.4	14.8	10.4	1.0	0.9	0.9	9.7	8.5	6.1
600894.SH	广钢股份	CNY	7.8	160.1	81.8	49.4	10.0	8.9	7.5	n.a	n.a	28.9
601003.SH	柳钢股份	CNY	5.3	50.0	14.8	10.3	2.7	n.a	n.a	13.9	n.a	n.a
601005.SH	重庆钢铁	CNY	3.9	78.6	50.4	23.7	1.2	1.2	1.1	20.6	18.1	12.0
A股市场平均值				72.8	26.8	17.2	2.1	2.0	1.8	14.8	10.9	9.4
A股市场中位数				54.1	21.9	15.1	1.7	1.4	1.3	12.0	8.5	8.4
347 HK	鞍钢股份	HKD	11.98	105.4	25.6	15.5	1.5	1.4	1.2	10.6	6.5	5.4
323 HK	马钢股份	HKD	4.10	70.7	22.6	13.5	1.0	1.0	0.9	7.5	6.0	5.9
中金覆盖H股平均值				88.1	24.1	14.5	1.3	1.2	1.1	9.0	6.2	5.7
中金覆盖H股中位数				88.1	24.1	14.5	1.3	1.2	1.1	9.0	6.2	5.7
1053 HK	重庆钢铁	HKD	2.05	46.6	51.8	19.5	0.7	0.7	0.7	18.1	13.2	9.3
656 HK	复星国际	HKD	5.78	9.1	16.3	14.2	1.7	1.7	1.6	11.4	6.6	5.7
581 HK	东方集团	HKD	3.17	12.0	9.1	7.4	1.5	1.3	1.2	4.6	4.2	3.2
697 HK	首长国际	HKD	1.15	125.0	9.8	6.9	1.1	0.9	0.8	-48.4	11.0	8.4
H股市场平均值				61.5	22.5	12.8	1.3	1.2	1.1	0.6	7.9	6.3
H股市场中位数				58.7	19.4	13.8	1.3	1.2	1.0	9.0	6.6	5.8
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	28.4	495.9	16.7	13.5	0.7	0.7	0.7	0.5	3.5	1.3
NUE US	纽柯钢铁	USD	44.6	n.a	112.3	19.7	1.9	2.0	1.9	0.5	5.2	2.0
X US E	美国钢铁	USD	58.1	n.a	n.a	21.2	1.8	1.9	1.9	0.5	n.a	3.0
5401 JP	新日铁	JPY	297.0	12.1	n.a	13.5	1.1	1.1	1.0	0.7	0.9	1.7
5411 JP	JFE控股	JPY	2,900.0	8.2	52.3	13.3	1.1	1.1	1.0	0.7	0.7	1.4
005490 KS	浦项钢铁	KRW	491,000.0	11.9	9.3	8.6	1.2	1.2	1.1	1.0	1.6	1.1
TATA IN	塔塔钢铁	INR	672.9	10.1	n.a	9.8	2.2	2.4	2.2	0.8	0.8	2.1
其他市场平均值				107.6	47.6	14.2	1.4	1.5	1.4	0.7	2.1	1.8
其他市场中位数				11.9	34.5	13.5	1.2	1.2	1.1	0.7	1.2	1.7
所有市场平均值				74.8	28.8	16.1	1.8	1.7	1.5	9.5	8.3	7.0
所有市场中位数				48.3	22.7	14.4	1.4	1.2	1.1	10.0	6.6	5.9

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED