

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

4 季度环比下降明显源于成本过快增长

事件描述

酒钢宏兴今日公布 2010 年报，报告期内，公司实现营业收入 395.24 亿元，同比增长 9.95%；营业成本 351.88 亿元，同比增长 8.29%；实现归属于母公司所有者净利润 9.40 亿元，同比增长 298.31%；实现 EPS 为 0.46 元，其中 3 季度实现 0.21 元，4 季度实现 0.05 元。

2010 年公司生产生铁 655.37 万吨，其中：本部 461.14 万吨、榆钢 93.7 万吨、翼钢 100.53 万吨；钢 772.49 万吨，其中：本部 471.87 万吨、榆钢 106.13 万吨、翼钢 194.49 万吨；材 807.01 万吨，其中：本部 475.29 万吨、榆钢 126.20 万吨、翼钢 205.52 万吨。铁、钢、材产量分别完成年计划的 100.98%、108.80%、111.47%。

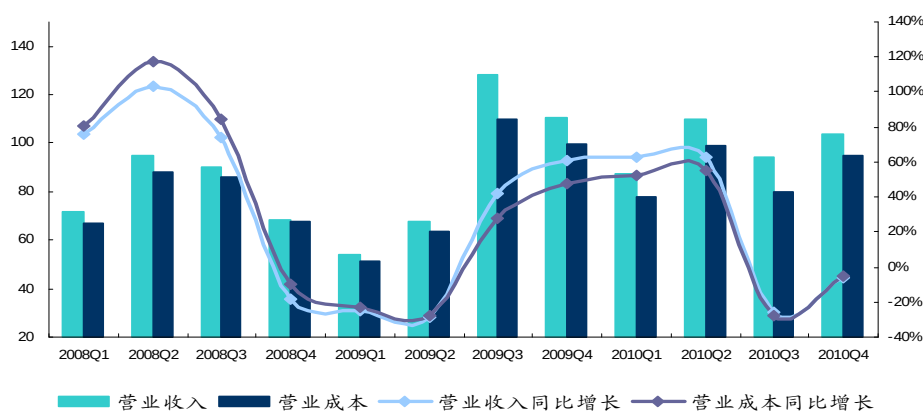
2010 年生产经营的主要目标为：完成生铁 786 万吨、碳钢 915 万吨、材 895 万吨，实现营业收入 376 亿元。

事件评论

第一，4 季度营业收入与营业成本同比均下滑但幅度收窄，成本环比增幅大于收入

4 季度公司实现营业收入 103.43 亿元，同比下降 6.20%，3 季度同比降幅 26.24%；营业成本 95.07 亿元，同比下降 4.90%，3 季度同比降幅为 27.31%。

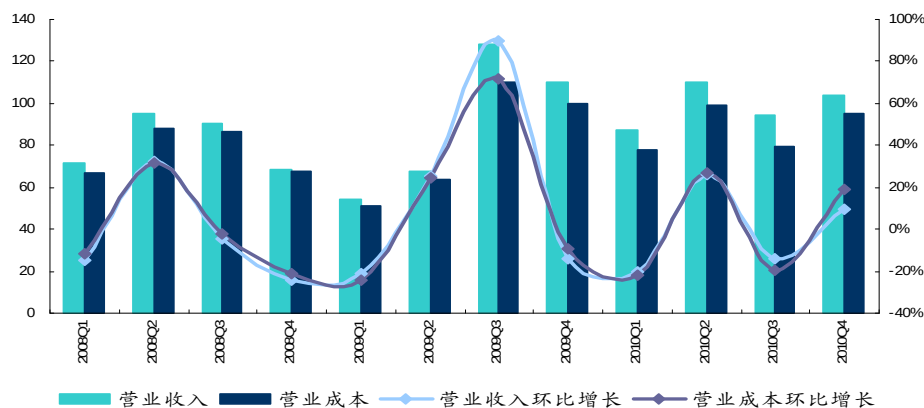
图 1：4 季度营业收入与营业成本同比下滑但环比改善



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，4 季度营业收入环比增长 9.62%，3 季度收入环比下降 14.20%；营业成本环比增长 19.12%，3 季度成本环比下降 19.34%。

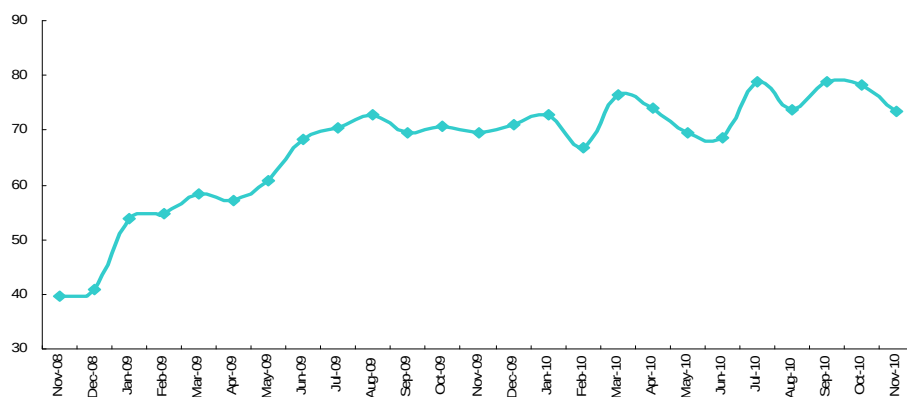
图 2：4 季度营业收入与营业成本环比上涨，成本涨幅大于收入



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

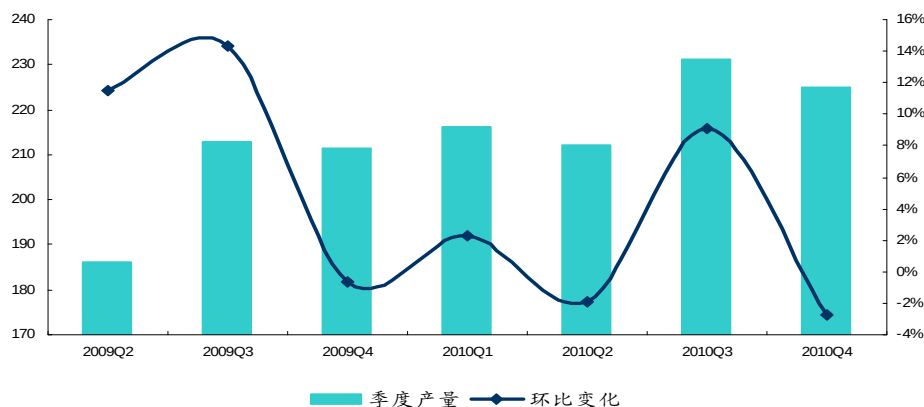
从公司产量来看，4 季度各月份产量基本维持平稳。如果假定 12 月产量维持 11 月水平不变，则 4 季度产量环比 3 季度有可能出现小幅下降。

图 3：月度产量基本维持平稳



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

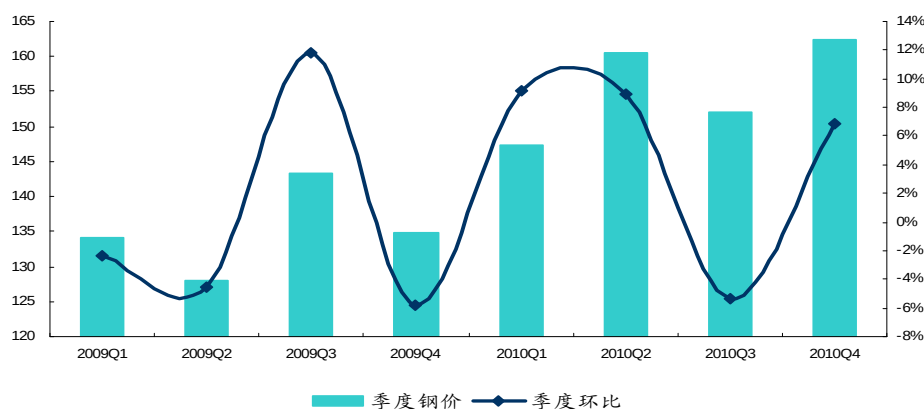
图 4：4 季度产量环比 3 季度可能小幅下降



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

因此，公司 4 季度营业收入 9.62% 的环比增幅主要来自销售均价的提升。

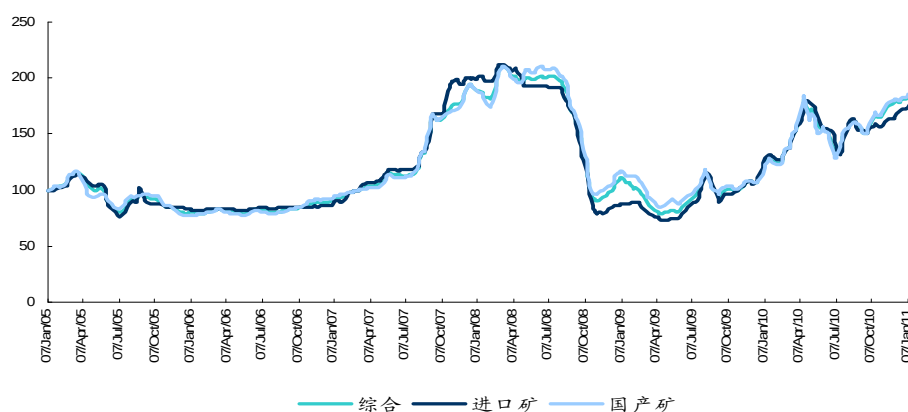
图 5：4 季度国内市场均价环比 3 季度小幅增加



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究部

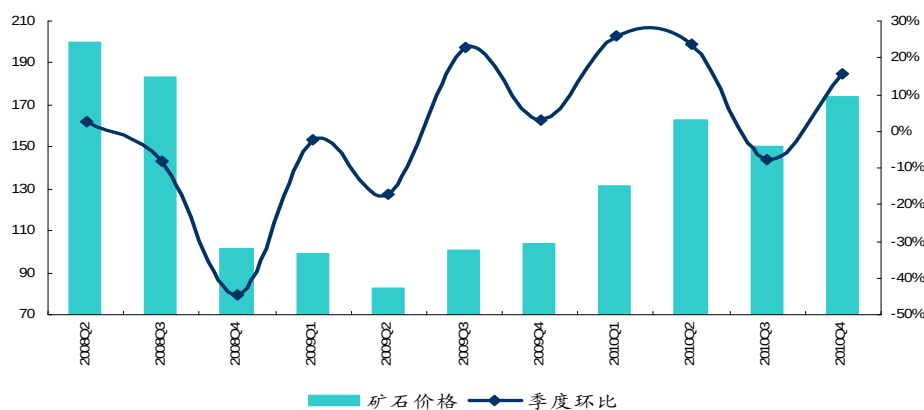
而矿石价格在 4 季度继续上涨应该是公司 4 季度营业成本环比上涨 19.12% 的主要原因。

图 6：4 季度矿石价格继续上涨



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究部

图 7：4 季度矿石价格均价环比 3 季度小幅上涨

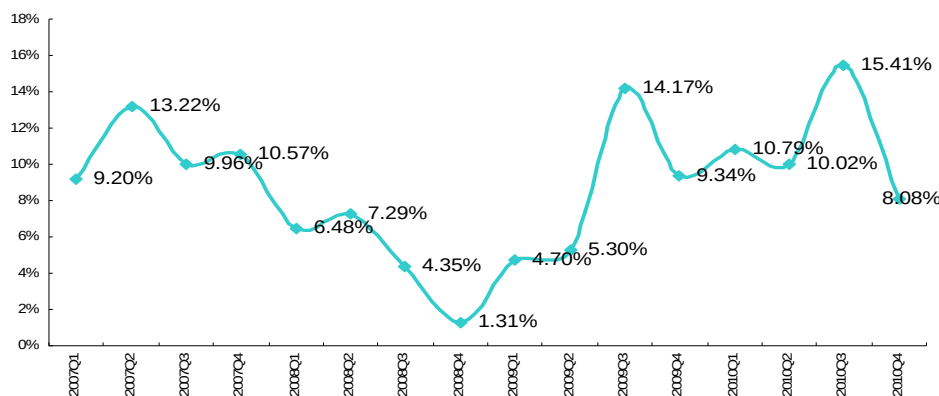


资料来源: Mysteel, 公司资料, 长江证券研究部

第二, 4 季度盈利能力明显下降

在 4 季度营业成本环比涨幅大于收入涨幅的基础上, 毛利率由 15.41% 下降为 8.08%。

图 8: 4 季度毛利率环比 3 季度有所下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

全年分产品盈利能力来看, 板材、线材与棒材营业利润率均同比有所改善, 卷板略有下降。

表 1: 分产品情况统计

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	营业利润率比上年增减 (%)
分行业						
钢铁产品	325.13	282.63	13.07	11.18	8.81	增加 1.89 个百分点
焦化产品	9.95	9.70	2.58	43.95	43.88	增加 0.05 个百分点
动力产品	2.40	2.31	3.67	-57.77	-45.1	减少 22.23 个百分点
物资贸易	37.04	36.63	1.13	-6.47	-7.24	增加 0.82 个百分点
分产品						
球团矿	0.08	0.07	8.83			增加 8.83 个百分点
生铁	0.01	0.01	4.51	-99.85	-99.84	减少 5.26 个百分点
焦炭	4.90	4.88	0.65	43.89	35.15	增加 6.43 个百分点
化产	5.05	4.83	4.46	44.01	53.89	减少 6.14 个百分点
动力	2.40	2.31	3.67	-57.77	-45.10	减少 22.23 个百分点
钢坯	27.34	27.33	0.04	-46.91	-38.6	减少 13.54 个百分点
板材	36.09	29.56	18.1	22.8	12.72	增加 7.32 个百分点
线材	52.65	44.73	15.04	20.31	15.22	增加 3.75 个百分点
棒材	124.51	106.65	14.34	15.56	9.54	增加 4.71 个百分点
卷板	84.45	74.28	12.04	60.62	61.09	减少 0.26 个百分点
物资贸易	37.04	36.63	1.13	-6.47	-7.24	增加 0.82 个百分点

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

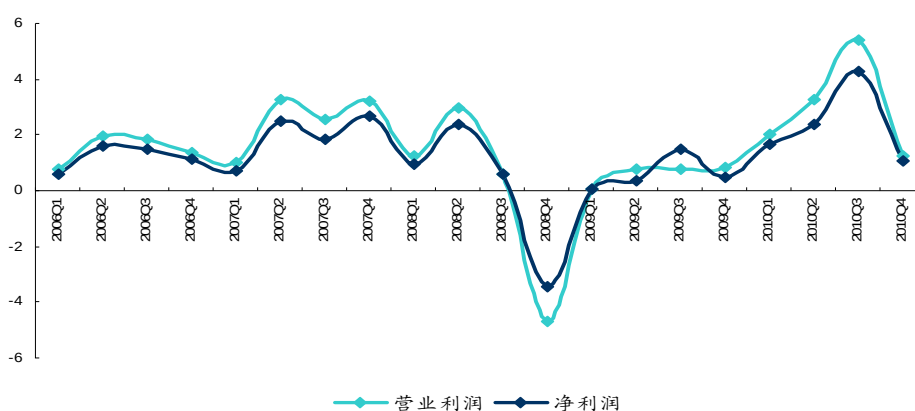
环比来看，4 季度棒材与线材毛利率有所提升，卷板与板材下降。

表 2: 环比来看，棒材与线材毛利率提升，卷板与板材有所下降

分品种统计	棒材		卷板		线材		板材	
日期	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成
2004N	10.62%	22.66%			15.30%	23.68%	25.66%	37.23%
2005Z	7.97%	31.16%			11.93%	20.82%	22.14%	36.58%
2005N	9.17%	37.45%			10.69%	21.55%	18.44%	32.38%
2006Z	11.75%	34.62%			14.80%	18.52%	13.50%	31.57%
2006N	7.69%	27.60%			13.05%	16.85%	17.33%	24.66%
2007Z	13.09%	22.14%			16.23%	16.06%	16.36%	20.11%
2007N	13.51%	23.61%	0.01%	5.36%	7.58%	15.77%	21.81%	15.90%
2008Z	8.86%	28.66%	-0.85%	10.30%	5.11%	17.74%	16.71%	15.32%
2008N	4.95%	28.49%	0.32%	10.74%	3.80%	16.99%	8.35%	13.97%
2009Z	6.89%	32.33%	-1.64%	10.09%	5.56%	16.60%	6.93%	12.04%
2009N	9.63%	29.97%	12.30%	14.63%	11.29%	12.17%	10.78%	8.18%
2010Z	8.28%	30.27%	16.27%	20.89%	14.10%	12.56%	23.69%	8.99%
2010N	14.34%	31.50%	12.04%	21.37%	15.04%	13.32%	18.10%	9.13%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 9: 4 季度营业利润与净利润环比都下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从简单的利润表上来看，4 季度业绩下滑明显的原因主要集中于主营，而非其他项目。

表 3: 酒钢宏兴利润表简化统计

酒钢宏兴利润表简化统计	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
主营利润	2.53	3.57	18.12	10.30	9.44	11.02	14.54	8.36
营业利润	0.05	0.76	0.78	0.83	2.02	3.28	5.41	1.22
销售费用	1.23	1.26	4.62	3.02	3.14	3.17	3.17	3.42
管理费用	1.08	1.36	8.88	5.04	3.60	3.69	5.20	2.52
财务费用	0.03	-0.01	1.44	0.63	0.40	0.45	0.49	0.61
资产减值损失		0.02	-0.48	0.70		0.00	0.00	0.50
所得税	-0.04	0.49	-0.78	0.42	0.32	0.77	1.05	0.25

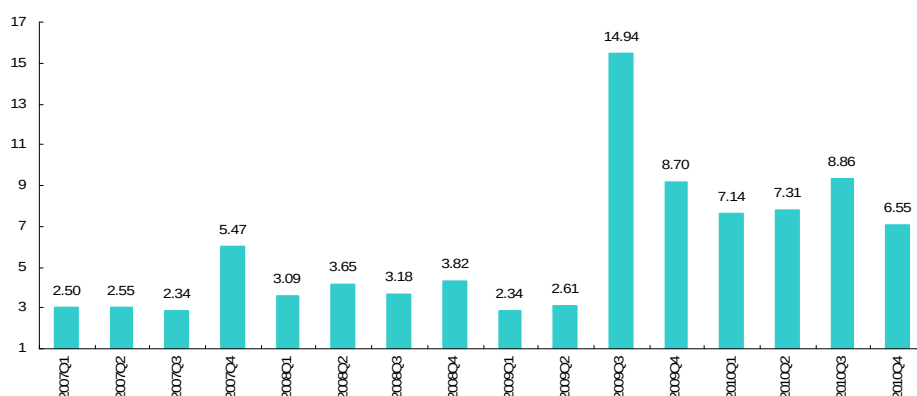
净利润	0.11	0.27	1.57	0.46	1.71	2.49	4.35	1.06
归属于母公司所有者的净利润	0.08	0.34	1.47	0.47	1.68	2.40	4.28	1.04
总股本	20.46	20.46	20.46	20.46	20.46	20.46	20.46	20.46
EPS	0.00	0.02	0.07	0.02	0.08	0.12	0.21	0.05

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，4 季度费用环比下降，库存水平有所增加

4 季度公司费用水平环比略有下降，管理费用的下降是主要原因。这也与公司 3 季度的管理费用过高有一定的关系。

图 10：4 季度公司费用水平环比略有下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 4：4 季度费用下降，管理费用下降是主要原因

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	酒钢宏兴	行业均值	酒钢宏兴	行业均值	酒钢宏兴	行业均值
2007Q1	4.38%	1.41%	1.34%	2.39%	0.43%	1.03%
2007Q2	3.19%	1.41%	1.56%	2.70%	0.73%	1.01%
2007Q3	2.71%	1.38%	1.53%	2.72%	0.28%	1.07%
2007Q4	1.66%	1.41%	4.57%	2.88%	0.27%	1.08%
2008Q1	2.08%	1.23%	1.96%	2.63%	0.28%	1.20%
2008Q2	1.53%	1.15%	2.16%	2.62%	0.15%	1.12%
2008Q3	1.41%	1.14%	2.04%	2.53%	0.09%	1.20%
2008Q4	2.06%	1.22%	3.51%	2.65%	0.00%	1.34%
2009Q1	2.28%	1.22%	2.00%	3.33%	0.06%	1.65%
2009Q2	1.87%	1.24%	2.02%	3.58%	-0.01%	1.64%
2009Q3	3.61%	1.25%	6.95%	3.52%	1.12%	1.55%
2009Q4	2.74%	1.27%	4.57%	3.44%	0.57%	1.44%
2010Q1	3.58%	1.23%	4.12%	2.78%	0.46%	1.31%
2010Q2	2.88%	1.19%	3.36%	2.80%	0.41%	1.26%
2010Q3	3.36%	1.20%	5.51%	2.80%	0.52%	1.20%
2010Q4	3.31%		2.44%		0.59%	

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

期末公司存货水平为 65.72 亿元，环比 3 季度末的 51.84 亿元有所上涨。

图 11: 存货水平有所上涨



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

分品种来看, 原材料占比增加, 库存商品、自制半成品占比均有所下降。

表 5: 分品种存货统计

分品种存货	期末数			期初数		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	4,421.41	15.93	4,405.48	3,068.98	92.58	2,976.40
库存商品	1,270.32	34.49	1,235.83	1,306.46	59.31	1,247.15
自制半成品	646.34	1.40	644.94	1,078.56	1.40	1,077.16
商品采购	177.11		177.11	35.60		35.60
受托代销商品	0.26		0.26	0.26		0.26
委托加工物资	108.35		108.35			
合计	6,623.79	51.82	6,571.97	5,489.86	153.29	5,336.57

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 6: 分品种存货占比统计

分品种存货占比	期初账面余额	期初占比	期末账面余额	期末占比
原材料	3,068.98	55.90%	4,421.41	66.75%
库存商品	1,306.46	23.80%	1,270.32	19.18%
自制半成品	1,078.56	19.65%	646.34	9.76%
商品采购	35.60	0.65%	177.11	2.67%
受托代销商品	0.26	0.00%	0.26	0.00%
委托加工物资		0.00%	108.35	1.64%
合计	5,489.86	100.00%	6,623.79	100.00%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

报告期内, 公司还对库存商品计提了 70.18 万元的存货减值准备, 并对其前期计提的部分减值准备予以转回, 其中原材料转回 7665.43 万元, 库存商品转回 2552.26 万元, 合计 1.02 亿元。

表 7: 存货减值准备统计

存货种类	期初账面余额	本期计提额	本期减少		期末账面余额
			转回	转销	
原材料	9258.13		7,665.43		1592.70

库存商品	5931.46	70.18	2,552.26	3449.38
自制半成品	139.80			139.80
合计	15329.39	70.18	10217.69	5181.88

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 非公开增发优化品种结构, 股本增大影响业绩弹性

公司 2010 年度利润分配预案, 将以 2010 年 12 月 31 日总股本 20.46 亿股为基数, 向全体股东每 10 股转增 10 股, 并派发现金红利 1.0 元 (含税)。

因此, 公司原定的非公开发行不超过 10.86 亿股, 募集资金不超过 96 亿元的方案, 要想仍继续募集不超过 96 亿元资金, 可能需要非公开发行约不超过 21.72 亿股。

因此, 公司股本将由 20.46 亿股扩大为约不超过 62.64 亿股, 业绩弹性将受累于股本过快扩张而出现下降。

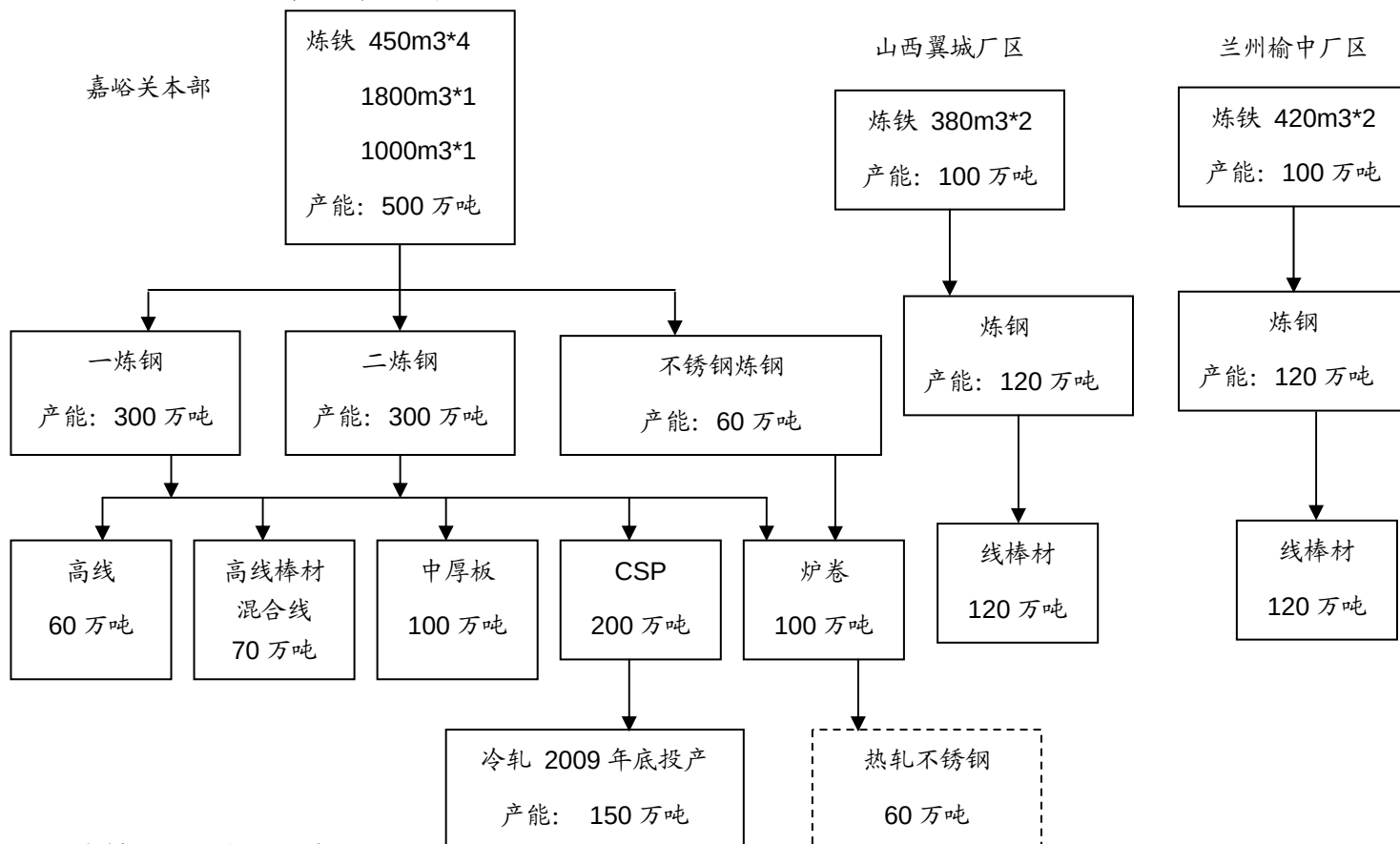
表 8: 非公开增发募集资金投向的统计

序号	项目	募集资金拟投资额
1	榆钢支持地震灾区恢复重建项目	52.77 亿元
2	收购不锈钢公司 100% 的股权	42.36 亿元
	合计	不超过 96 亿元

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

公司目前钢铁主业达到年产 700 万吨生铁、800 万吨钢、700 万吨材的装备生产能力, 榆钢项目能够在将来增加 120 万吨新增产能, 不锈钢公司产能也至少在 75 万吨以上, 随着产能扩大的同时, 公司品种结构将进一步优化。

图 12: 公司目前生产线情况统计



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 9：公司业绩弹性将有所下降

公司名称	2010 年上半年钢材产量	2010E	总股本	每股钢产量(kg)	吨钢盈利改善 100 对应 EPS 增加
三钢闽光	214.62	429.24	5.35	8.02	0.80
八一钢铁	304	608	7.66	7.94	0.79
莱钢股份	325.3	650.6	9.22	7.06	0.71
新钢股份	436	872	13.93	6.26	0.63
华菱钢铁	634	1,268.00	27.38	4.63	0.46
凌钢股份	159.4	318.8	8.04	3.97	0.40
方大特钢	125.8	251.6	6.84	3.68	0.37
河北钢铁	1,231.96	2,463.92	68.77	3.58	0.36
本钢板材	546.34	1,092.68	31.36	3.48	0.35
杭钢股份	140.61	281.22	8.39	3.35	0.34
大冶特钢	66.75	133.5	4.49	2.97	0.30
安阳钢铁	351.38	702.76	23.94	2.94	0.29
南钢股份	246.84	493.68	16.85	2.93	0.29
韶钢松山	244.25	488.5	16.7	2.93	0.29
鞍钢股份	1,016.85	2,033.70	72.35	2.81	0.28
济南钢铁	376.75	753.5	31.2	2.42	0.24
重庆钢铁	190.32	380.64	17.33	2.20	0.22
新兴铸管	201.75	403.5	19.17	2.10	0.21
广钢股份	79.43	158.87	7.62	2.08	0.21
柳钢股份	254.7	509.4	25.63	1.99	0.20
武钢股份	729.84	1,459.68	78.38	1.86	0.19
太钢不锈	493.2	986.4	56.96	1.73	0.17
西宁特钢	64.1	128.2	7.41	1.73	0.17
马钢股份	662	1,324.00	77.01	1.72	0.17
包钢股份	467.39	934.78	64.24	1.46	0.15
宝钢股份	1,247.70	2,495.40	175.12	1.42	0.14
酒钢宏兴	396.5	807.01	62.64	1.29	0.13
首钢股份	158.72	317.44	29.67	1.07	0.11
抚顺特钢	26.49	52.98	5.2	1.02	0.10

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第五，维持“谨慎推荐”评级

由于非公开增发方案尚未完成，暂不考虑其影响。在股本扩大一倍后，预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.32 元和 0.42 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	39525	43125	45000	46500	货币资金	4671	4312	4500	5447
营业成本	35189	37738	39023	40309	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4335	5387	5977	6191	应收账款	632	731	763	789
% 营业收入	11.0%	12.5%	13.3%	13.3%	存货	6572	7010	7248	7487
营业税金及附加	103	113	118	121	预付账款	1150	1242	1284	1326
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	75	83	86	89
销售费用	1290	1423	1485	1534	流动资产合计	13550	13852	14377	15650
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1501	1639	1710	1767	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	长期股权投资	275	275	275	275
财务费用	196	442	331	232	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	1.0%	0.7%	0.5%	固定资产合计	13671	12788	11826	10712
资产减值损失	50	0	0	0	无形资产	2948	2800	2660	2527
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	递延所得税资产	69	0	0	0
营业利润	1193	1770	2333	2536	其他非流动资产	-17	-17	-17	-17
% 营业收入	3.0%	4.1%	5.2%	5.5%	资产总计	30496	29698	29120	29146
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	6857	4306	1909	0
利润总额	1200	1770	2333	2536	应付款项	6256	6713	6941	7170
% 营业收入	3.0%	4.1%	5.2%	5.5%	预收账款	1558	1682	1755	1813
所得税费用	239	443	583	634	应付职工薪酬	313	339	350	362
净利润	961	1328	1750	1902	应交税费	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	939.4	1295.8	1707.6	1856.3	其他流动负债	353	366	379	391
少数股东损益	21	32	42	46	流动负债合计	15337	13406	11334	9736
EPS (元/股)	0.23	0.32	0.42	0.45	长期借款	3767	3767	3767	3767
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	873	3660	4022	4132	其他非流动负债	155	155	155	155
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	19258	17328	15256	13658
收回现金					归属于母公司	10713	11814	13266	14844
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	524	556	598	644
固定资产投资	-2349	-831	-850	-765	股东权益	11237	12371	13864	15488
其他	-223	0	0	0	负债及股东权益	30496	29698	29120	29146
投资活动现金流净额	-2573	-831	-850	-765	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	407	0	0	0	EPS	0.230	0.317	0.417	0.454
银行贷款增加 (减少)	3829	-2551	-2397	-1909	BVPS	5.24	5.78	6.48	7.26
筹资成本	448	-637	-587	-511	PE	47.65	34.54	26.21	24.11
其他	-818	0	0	0	PEG	1.87	1.36	1.03	0.95
筹资活动现金流净额	3867	-3187	-2984	-2420	PB	2.09	1.89	1.69	1.51
现金净流量	2167	-359	187	947	EV/EBITDA	16.25	11.91	9.95	9.01
					ROE	8.8%	11.0%	12.9%	12.5%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。