

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：2.68元

2012年将继续攻坚

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,470.73
总市值(百万元)	8,081.94
年内股价最高最低(元)	5.08/2.66
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	-0.961	0.023	0.116	0.173	0.230
每股净资产(元)	4.55	4.40	4.50	4.31	4.42
每股经营性现金流(元)	-0.92	3.28	0.63	2.18	2.38
市盈率(倍)	-3.82	117.71	23.09	15.47	11.64
行业优化市盈率(倍)	9.70	9.14	9.14	9.14	9.14
净利润增长率(%)	N/A	N/A	395.01%	49.26%	32.93%
净资产收益率(%)	-21.15%	0.53%	2.36%	3.68%	4.77%
总股本(百万股)	2,737.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65

来源：公司公告、国金证券研究所

业绩简评

- 公司2011年实现销售收入737.89亿元，同比增长21.8%；归属于上市公司股东的净利润为0.71亿元，同比扭亏为盈；全面摊薄EPS为0.023元；其中Q4单季实现EPS为0.081元。

经营分析

- 2011年全年扭亏为盈符合我们此前的预期。我们从2011年年初以来持续指出“华菱钢铁2011年扭亏为盈的动力充足”，目前来看，其最终的结果符合我们的预期。公司2010年亏损26.32亿元，2011年则成功实现0.71亿元的净利润，其中湘钢盈利0.1亿元、涟钢亏损2.5亿元、衡钢盈亏平衡，其他业务盈利3亿元。
- 但2011年盈利质量较低。公司2011年的盈利中，有11.56亿元来自于湖南省财政厅的财政补贴，另有6.66亿元来自投资收益（其中仅有0.8亿元是对联营企业和合营企业的投资收益）；若剔除这些，公司2011年实际亏损幅度超过12亿元，较2010年已有显著改善，但仍然处于困境。
- 2012年公司将会继续攻坚。作为湖南省第一大国企，公司若连续吃财政补贴显然不是长久之计，而且湖南省的财政也并不充裕，因此公司将不得不自力更生。2月底公司调整的折旧政策将使得2012年全年公司的折旧额少5.72亿元，这将会有利于缓解公司的经营压力；但是从1季度的经营形势来看，我们判断其亏损的可能性较大，2012年公司仍将攻坚。
- 从激励机制的角度依旧看好公司的逐步好转。我们认为，公司长期以来的盈利欠佳，地理位置导致的运输成本偏高只是一个方面，由管理不善导致的人浮于事、跑冒滴漏也是重要的原因。2011年10月以来，公司的董事长和重要子公司的总经理相继更换，两位高管年龄均不到48岁，我们相信两位有充足的动力进一步改善公司的管理，提升公司的盈利能力。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司2011-2013年的全面EPS分别为0.116元、0.178元、0.230元。最新的收盘价对应着2011年末的0.61倍PB，长期投资价值充分显现，维持“买入”评级。

风险提示

- (1) 涟钢的管理继续出现反复；(2) 钢市继续大幅下跌，钢企经营环境大幅恶劣的风险。

王招华 分析师 SAC 执业编号：S1130511030033
(8621)61038247
wangzh@gjzq.com.cn

图表1：华菱钢铁(000932)单季损益表(百万元)

	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31
主营业务收入	12544	15314	15679	17026	17922	19974	18738	17154
增长率	22.1%	58.4%	45.4%	58.6%	42.9%	30.4%	19.5%	0.8%
主营业务成本	12169	14696	16264	16547	17104	19063	17809	17273
%销售收入	97.0%	96.0%	103.7%	97.2%	95.4%	95.4%	95.0%	100.7%
毛利	375	618	(585)	478	817	911	929	(119)
%销售收入	3.0%	4.0%	-3.7%	2.8%	4.6%	4.6%	5.0%	-0.7%
营业税金及附加	25	31	26	26	18	27	15	47
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%
营业费用	120	154	145	172	176	188	186	172
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
管理费用	337	389	402	512	449	482	476	335
%销售收入	2.7%	2.5%	2.6%	3.0%	2.5%	2.4%	2.5%	2.0%
息税前利润(EBIT)	(107)	45	(1159)	(232)	175	215	252	(673)
%销售收入	-0.9%	0.3%	-7.4%	-1.4%	1.0%	1.1%	1.3%	-3.9%
财务费用	267	281	221	284	291	226	251	416
%销售收入	2.1%	1.8%	1.4%	1.7%	1.6%	1.1%	1.3%	2.4%
资产减值损失	0	(1)	3	203	93	30	0	313
公允价值变动收益	0	5	2	15	1	(16)	(34)	27
投资净收益	37	35	33	65	(6)	60	73	538
%税前利润	-11.2%	-17.6%	-2.5%	-9.9%	2.7%	809.6%	180.6%	218.4%
营业利润	(337)	(196)	(1347)	(650)	(214)	2	41	(837)
营业利润率	-2.7%	-1.3%	-8.6%	-3.8%	-1.2%	0.0%	0.2%	-4.9%
营业外收支	1	(2)	1	(7)	3	5	(0)	1084
税前利润	(336)	(198)	(1347)	(656)	(211)	7	41	246
利润率	-2.7%	-1.3%	-8.6%	-3.9%	-1.2%	0.0%	0.2%	1.4%
所得税	(32)	(69)	(266)	571	4	10	15	(19)
所得税率	9.7%	34.8%	19.7%	-86.9%	-1.8%	136.0%	37.8%	-7.7%
净利润	(304)	(129)	(1081)	(1227)	(215)	(3)	25	265
少数股东损益	(29)	(2)	(37)	(28)	(16)	17	(20)	22
归属于母公司的净利润	(275)	(127)	(1044)	(1198)	(199)	(19)	45	244
净利率	-2.2%	-0.8%	-6.7%	-7.0%	-1.1%	-0.1%	0.2%	1.4%
增长率	-28.9%	-7.2%	-450.3%	-447.8%	-27.6%	-84.6%	-104.3%	-120.3%
最新总股本(百万股)	3016	3016	3016	3016	3016	3016	3016	3016
全面摊薄EPS(元/股)	-0.091	-0.042	-0.346	-0.397	-0.066	-0.006	0.015	0.081

来源：公司公告、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	2
买入	0	0	1	4	14
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.33	1.63	1.84

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-31	买入	3.44	N/A
2 2011-09-02	买入	3.48	N/A
3 2011-10-17	买入	3.29	N/A
4 2011-10-27	买入	3.19	N/A
5 2011-10-28	买入	3.25	N/A
6 2011-12-09	买入	2.84	N/A
7 2012-01-08	买入	2.70	N/A
8 2012-01-20	买入	2.95	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股
票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B