

# 华菱钢铁 (000932.SZ) 钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王招华

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

## 一季度钢铁主业继续亏损但环比有所改善

### 事件

- (1) 近期我们参加了公司举办的机构投资者见面会；
- (2) 公司近期发布业绩预告，预计 2012 年 Q1 公司预计亏损 6.9-7.3 亿元，折合 EPS 亏损 0.23-0.24 元/股，而上年同期公司 EPS 亏损 0.07 元/股。

### 评论

**2012 年 1 季度业绩略低于我们预期。**我们此前预期公司 Q1 亏损额在 5 亿元左右，此次亏损额在 7 亿元（我们判断涟钢的亏损额大概在 4 亿元左右），幅度略大于我们预期。2012 年 Q1 公司吨钢亏损额在 190-200 元之间，而 70 余家重点大中型钢企（含）矿的吨钢亏损额少于 30 元，这个并不能完全由运输费用导致的成本差异来解释，从反面也说明公司的经营情况仍然有较大的改善空间。

**但环比已经有所改善。**从 70 余家大中型钢企的利润总额情况来看，2012 年 Q1 是环比显著下降的；但是公司在 2011 年 Q4 息税前利润为亏损 6.73 亿元，而 2012 年 Q1 净利润亏损 7 亿元左右（我们判断资产减值、补贴收入均较低），这意味着 2012 年 Q1 公司的钢铁主业盈利已经有所改善。公司在业绩预告中也明确指出，“随着相关措施的推进和进一步落实，公司有望在二季度单季实现盈利”。

**公司仍然走在由“破”到“立”的道路上。**2009-2011 年间，公司连续三年钢铁主业盈利欠佳（显著差于同行，尤其是涟钢）。但是至 2011 年以来，我们发现公司已经出现了 3 个显著的变化：

(1) 人事上的变动。前任董事长李效伟年龄到期后正常离职，接任者曹慧泉先生年仅 45 岁，历任子公司湘钢、涟钢的总经理，且在湘钢任内有出色表现；

(2) 体制上的松动。由于历史原因，涟钢虽然由华菱集团控股，但是涟钢的行政级别和华菱相同，且总经理的任免和华菱集团一样由湖南省委组织部决定，这种二元体制曾经造成了华菱集团三家钢厂并不能在思想、行动上形成一致；但是由于涟钢连续两年的大额亏损，目前涟钢总经理的任命上，华菱集团具有建议权，且这个建议在很大程度上能被采用；

(3) 经营思路上的变动。2007 年以前华菱的发展思路是“规模至上”，2008-2010 年公司的发展思路是“走精品路线”，2011 年以来的思路是“在成本领先的前提条件下走精品路线”，我们认为后一种战略更能适应的钢铁生态环境。

一家优秀的公司需要有良好的制度和管理团队、正确的发展思路，我们认为在经过了人事、制度和发展思路上的变化后，华菱钢铁正走在由“破”到“立”的道路上，其长远的发展前景仍然值得期待。

**坚定看好公司的弹性之美。**(1) 未来三年华菱钢铁的钢材产销量年复合增速有望达到 13.13%，位居各上市钢企之首，如果行业盈利恢复程度超预期，华菱钢铁的全面摊薄 EPS 至少可以达到 0.92 元，这对应当前的收盘价不到 5 倍 PE，因而具备充足的弹性；(2) 不含税钢价每上涨 100 元，将会增厚公司的 EPS 约 0.50 元，增幅也在各上市钢企前列。

从另一个角度而言，这反映出公司在牛市中将会表现良好。

### 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。

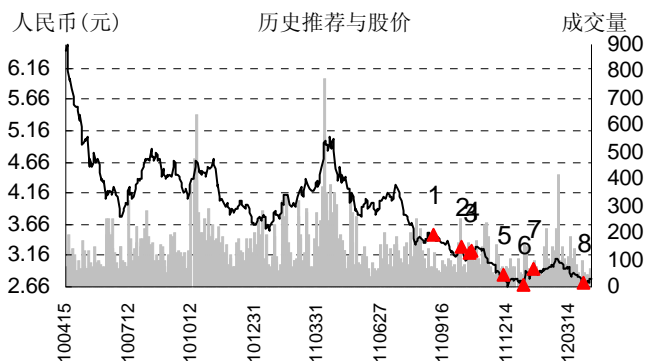
### 风险提示

- (1) 管理改善的程度不达预期；
- (2) 钢铁行业景气度恢复状况不达预期；
- (3) 宏观经济波动及贸易摩擦风险。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-09-02	买入	3.48	N/A
2	2011-10-17	买入	3.29	N/A
3	2011-10-27	买入	3.19	N/A
4	2011-10-28	买入	3.25	N/A
5	2011-12-09	买入	2.84	N/A
6	2012-01-08	买入	2.70	N/A
7	2012-01-20	买入	2.95	N/A
8	2012-04-05	买入	2.73	N/A

来源：国金证券研究所


**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方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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B