

2011年01月25日

钢铁

公司点评报告

收盘价(元): 3.72

目标价(元): 5.5

# 华菱钢铁(000932)

定向增发启动 经营走出低谷

投资评级: B--买入(首评)

能源材料: 余宝山

执业证书编号: S0890209060012

电话: 021-50122225

邮箱: yubaoshan@yahoo.com.cn

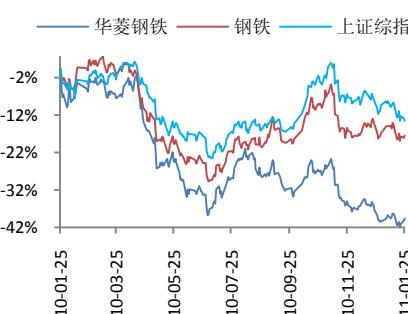
联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

## 公司基本数据

总股本(万股)	273765.00
流通 A股/B股(万股)	112129.13/0.00
资产负债率(%)	79.21
每股净资产(元)	4.95
市净率(倍)	0.75
净资产收益率(加权)	-10.04
12个月内最高/最低价	6.71/3.57

## 股价走势图



## 相关研究报告

### ◎事项:

公司于 26 日公告了第四届董事会第十七次会议决议: 经与公司前两大股东 “华菱集团” 和 ArcelorMittal (“安赛乐-米塔尔”) 协商一致, 并经华菱集团和安赛乐-米塔尔以书面方式确认同意, 本次非公开发行将由华菱集团单方面认购股份, 安赛乐-米塔尔放弃参与公司本次非公开发行。

### ◎主要观点:

◆集团公司拟“高价”认购。本次认购对象认购价格为 5.57 元/股。华菱集团以其持有的湘钢 5.48% 的股权和涟钢 5.01% 的股权作价人民币 112,000 万元以及人民币现金 42,846 万元, 合计出资人民币 154,846 万元认购公司本次非公开发行的全部股份。我们认为尽管主要以股权认购, 现金方式占比相对较小, 但认购价格远高于目前二级市场股价约 50%, 集团公司未放弃认购, 充分显示股东对上市公司未来成长的信心。而安赛乐-米塔尔由于此前方案显示其全部以现金认购, 迫于成本压力而放弃认购已是情理之中, 并不表明其对公司未来复苏的没有信心。

◆公司有望扭亏为盈。公司 10 年 1~3 季度公司 (尤其是 3 季度) 利润出现较大幅度下降而产生巨幅亏损, 主要原因为控股子公司华菱涟源钢铁有限公司 (“涟钢”) 铁矿石高成本采购所致, 公司通过重建管理层, 大幅解决了“跑冒滴漏”问题, 预计四季度和 11 年 1 季度亏损面大幅缩小, 并有望在 11 年扭亏为盈。公司拟建立统一的采购管理体系根本上控制了采购风险。子公司湘钢预计盈利能力进一步巩固并在 11 年扩大。

◆汽车板将成为业绩增长点。华菱钢铁、华菱集团与安赛乐-米塔尔签订合资成立了华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司, 汽车板项目于 10 年获得国家发改委批准。先计划投入一期建设 60 万吨汽车板, 由涟钢供原料。安赛乐-米塔尔将向合资公司提供汽车板生产线的设计及汽车板的生产和质量提升所必要的技术。

◆盈利预测。我们预计 10 年-12 年将实现 EPS 为-0.71、0.07、0.30 元/股, 11 年和 12 年动态市盈率分别为 24 倍和 10.86 倍。但我们看好公司 PB 估值, 按 10 年三季度报表计算 PB 为 0.75 倍, 处于行业中最低水平。

	2008A	2009A	2010Q3	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	56286.15	41455.89	15679.23	58867.36	64754.09	71229.50
同比增速(%)	28.38	-26.35	2.38	42.00	10.00	10.00
净利润(百万)	952.97	120.04	-1043.98	-1442.62	420.15	937.79
同比增速(%)	-40.90	-87.40	724.89	-1301.80	-129.12	123.20
毛利率(%)	10.23	7.27	-3.73	2.40	7.30	8.00
每股盈利(元)	0.35	0.04	-0.38	-0.71	0.13	0.30
ROE(%)	6.61	0.60	-6.69	-6.04	1.64	3.40
PE(倍)	43.32	330.24		-7.06	24.24	10.86

## 1. 集团公司拟高于市场价 50% 认购

本次认购对象认购价格为 5.57 元/股，是以董事会拟定的 2008 年度非公开发行股票的发行价格，是参考 2009 年底经审计每股净资产 5.57 元/股定价的，高于本次非公开发行定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%，高于公司最近一期的每股净资产，也高于当前公司股票的市场价格。上述定价符合相关法律、规范和规范性文件的规定。

华菱集团以其持有的湘钢 5.48% 的股权和涟钢 5.01% 的股权作价人民币 112,000 万元以及人民币现金 42,846 万元，合计出资人民币 154,846 万元认购公司本次非公开发行的全部股份。我们认为尽管主要以股权认购，现金方式占比相对较小，但认购价格远高于目前二级市场股价约 50%，集团公司未放弃认购，充分显示股东对上市公司未来成长的信心。而安赛乐-米塔尔由于此前方案显示其全部以现金认购，迫于成本压力而放弃认购已是情理之中，并不表明其对公司未来复苏的没有信心。

安赛乐-米塔尔方面今年派任的新董事比去任的职位更高，对加强股东之间的决策效率、效益有益，其中一位对并购业务很有经验，曾经参与安赛乐与米塔尔当年的联合业务，另外一个在印度从事多年的钢铁业务，对亚洲地区的钢铁业务了如指掌。公司认为目前华菱集团和安赛乐-米塔尔作为两大股东，董事会“五五席”的平均安排不会在治理上有冲突，目前的形势下反而更有利于发挥双方对上市公司的协调作用，双方在经营方针、理念、项目建设及技术改造等重大事项上尚无分歧产生，合作良好，在可预见的将来也愈加朝向有利于上市公司的方向发展。

## 2. 公司经营风险得到有效控制

华菱涟钢产品结构调整及薄板深加工投资项目（以下简称“新投产生产线”）自 2009 年底投入运行，目前尚处于投产磨合期，生产不顺，相关消耗指标高于设计值；该生产线工艺不匹配，制约该生产线完全发挥产能优势，导致产品成本较高。3、华菱涟钢近年来技改投资巨大，新投产生产线未达产达效，导致资产负债率快速上升，财务费用明显高于行业平均水平。4、华菱涟钢正处在产品结构的调整期，近年来通过密集的技改投入，产品结构已经由以长材为主转变为以板材为主。在此转型过程中，华菱涟钢原有的管理理念、营销和研发体系不适应。品种开发体系不顺，产品档次不高，高投入不能高产出；营销体系仍然主要依赖中间商，产品直销比例偏低。5、华菱涟钢内部管理粗放，经营秩序较为混乱，跑冒滴漏较为严重，治厂不严。

公司 10 年 1-3 季度公司（尤其是 4 季度）利润出现较大幅度下降而产生巨幅亏损，主要原因为控股子公司华菱涟源钢铁有限公司（“涟钢”）铁矿石高成本采购所致，涟钢公司通过重建管理层，大幅解决了“跑冒滴漏”问题。涟钢将顺利打造为精品板材基地，目前产品结构已经由以长材为主转变为以板材为主，产品结构的调整已经走出最艰难阶段。通过采购严格管理，淘汰一批不合格的供应商；二是合同履行情况管理加严，矫枉过正。生产管理上走上良性轨道，成材率、节能等方面改善，10 年四季度比三季度节省 300 元/吨的钢成本。市场方面，11 年订单 600 万吨已经拿到，螺纹钢在中南市场恢复影响力。预计四季度和 11 年 1 季度亏损面大幅缩小，并有望在 11 年扭亏为盈。

受益于四季度下旬中厚板价格涨幅强于长材，子公司湘钢四季度开始盈利，湘钢将在未来重点发展造船板、高层建筑板的比重，减少竞争激烈的桥梁板。预计盈利能力进一步巩固并在 11 年以后继续扩大。

衡钢已经开始实现微亏。由于两头受压，出口受阻，无缝钢管原来 20%多出口大幅下滑。10 年预计出口 50 多万吨，其中美国和欧盟基本为零，加拿大有 1 万吨。东南亚国家成为出口的替代增长点，短期内不会出现萎缩，因为没有无缝钢管的生产能力。

上述三块生产基地具体销售独立，但逐渐实现了采购集中、运营监控以实行过程控制，公司拟建立统一的采购管理体系根本上控制采购风险，以达到统一采购、内部分配的模式。公司计划成立钢管控股公司，衡钢和锡钢成为基地研发以市场为导向增强。内部管理上采用了铁的手腕，从粗放走向精细化。

### 3. 汽车板将成为业绩增长点

2008 年 6 月 27 日，华菱钢铁、华菱集团与安赛乐 - 米塔尔签订合资经营合同，共同成立华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司，安赛乐 - 米塔尔将向合资公司提供汽车板生产线的设计及汽车板的生产和质量提升所必要的技术及相关诀窍，并提供相关技术支持和培训，该项目的启动标志着华菱钢铁与安赛乐 - 米塔尔的合作全面启动，后续的硅钢及不锈钢项目也正在准备中。

汽车板项目于 10 年获得国家发改委批准。目前已经成立了先计划投入一期建设 60 万吨，由涟钢供原料。

## 附录：三大报表预测值

**资产负债表**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>				
现金	15755.01	20958.74	18418.42	25650.18
应收账款	2336.69	4399.27	4271.79	4679.00
其它应收款	1027.72	1339.39	1332.16	1844.68
预付账款	320.24	837.22	255.55	787.60
存货	1841.76	1582.43	2376.96	2210.91
其他	7606.63	9807.31	8554.38	12810.60
<b>非流动资产</b>				
长期投资	48599.65	56501.44	56185.34	56450.01
固定资产	69.01	69.01	69.01	69.01
无形资产	34181.98	42241.26	42699.44	43108.87
其他	2457.29	3182.56	3382.00	3625.06
<b>资产总计</b>				
流动负债	11891.37	11008.61	10034.90	9647.07
短期借款	64354.66	77460.17	74603.76	82100.19
应付账款	7946.97	18719.51	21253.91	25593.24
其他	3943.78	4162.62	4333.93	5703.34
<b>非流动负债</b>				
长期借款	17369.58	13247.53	11140.84	15792.04
其他	17671.82	15886.03	12005.99	8230.23
<b>负债合计</b>				
少数股东权益	16495.79	15316.04	11366.94	7518.01
归属母公司股东权益	569.99	639.05	712.22	
<b>负债和股东权益</b>				
其他	46932.16	52015.70	48734.66	55318.85
<b>现金流量表</b>				
经营活动现金流	2181.80	2086.16	2090.62	2065.08
净利润	15240.69	23398.32	23818.47	24756.26
折旧摊销	64354.66	77500.17	74643.76	82140.19

**利润表**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	41455.89	58867.36	64754.09	71229.50
营业成本	38440.42	57454.54	60027.05	65531.14
营业税金及附加	143.06	117.73	226.64	249.30
营业费用	572.17	576.90	777.05	925.98
管理费用	1499.28	1530.55	2007.38	2279.34
财务费用	864.66	1000.75	1165.57	1282.13
资产减值损失	4.34	238.06	276.51	199.89
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	129.16	140.00	150.00	150.00
<b>营业利润</b>	57.84	-1911.17	423.90	911.71
营业外收入	22.82	22.82	22.82	22.82
营业外支出	22.21	22.53	22.10	22.28
<b>利润总额</b>	58.45	-1910.89	424.62	912.25
所得税	-45.33	-372.62	0.00	0.00
<b>净利润</b>	103.78	-1538.26	424.62	912.25
少数股东损益	-16.26	-95.65	4.47	-25.54
<b>归属母公司净利润</b>	120.04	-1442.62	420.15	937.79
EBITDA	3177.17	2846.66	5758.86	6882.18
EPS (元)	0.04	-0.71	0.13	0.30

**主要财务比率**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-26.35%	42.00%	10.00%	10.00%
营业利润	-94.94%	-3404.45%	122.18%	115.08%
归属母公司净利润	-87.40%	-1301.80%	-129.12%	123.20%
<b>获利能力</b>				
毛利率	7.27%	2.40%	7.30%	8.00%
净利率	0.25%	-2.61%	0.66%	1.28%
ROE	0.60%	-6.04%	1.64%	3.40%
ROIC	0.23%	-2.50%	0.70%	1.47%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	72.93%	67.15%	65.32%	67.38%
净负债比率	62.80%	72.79%	74.79%	66.78%
流动比率	0.54	0.58	0.50	0.54
速动比率	0.28	0.31	0.27	0.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.72	0.83	0.85	0.91
应收账款周转率	36.31	49.74	48.48	44.84
应付帐款周转率	10.87	14.18	14.13	13.06
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.04	-0.71	0.13	0.30
每股经营现金	1.75	-0.81	2.29	2.31
每股净资产	5.57	11.44	7.61	7.91
<b>估值比率</b>				
P/E	330.24	-7.06	24.24	10.86
P/B	2.60	0.44	0.43	0.41
EV/EBITDA	21.94	15.30	8.06	6.76

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

**投资评级的说明****- 行业评级标准**

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

**- 公司评级标准**

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

**机构业务部咨询经理****上海**

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

**北京**

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

**深圳**

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。