

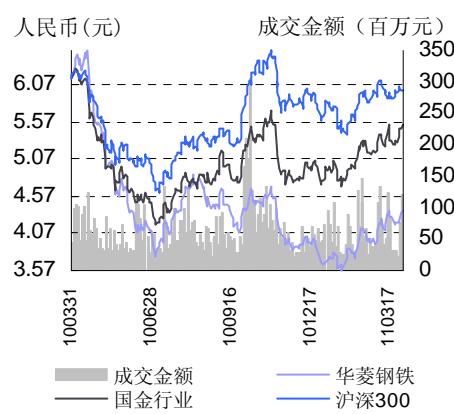
市价 (人民币): 4.37 元

反转势在 2011

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)	1,121.29
总市值(百万元)	13,178.39
年内股价最高最低(元)	6.54/3.57
沪深 300 指数	3264.93
深证成指	12845.53



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.348	0.045	-0.966	0.108	0.475
每股净资产(元)	5.30	5.57	4.55	4.60	4.98
每股经营性现金流(元)	2.71	1.57	1.13	1.82	2.33
市盈率(倍)	13.13	170.29	-3.80	39.09	8.87
行业优化市盈率(倍)	7.40	14.55	14.55	14.55	14.55
净利润增长率(%)	-40.90%	-87.06%	N/A	N/A	340.71%
净资产收益率(%)	6.57%	0.81%	-21.22%	2.34%	9.53%
总股本(百万股)	2,737.65	2,737.65	2,737.65	3,015.65	3,015.65

来源: 公司公告、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2010 年年报: 2010 年实现营业收入 606.02 亿元, 同比增长 46.02%; 归属于上市公司股东的净利润为-26.43 亿元 (与此前业绩快报中的预亏 25-27 亿元基本相符), 稀释每股收益为 0.966 元。

经营分析

- **亏损的主体在涟钢。** 2010 年华菱钢铁亏损 26.4 亿元, 净利率为 -4.36%; 其中子公司涟钢亏损 28.6 亿元, 净利率为 -11.20%。涟钢亏损的主体则是板材: 该年涟钢生产 622 万吨钢材中的 73.63% 是板材, 吨板材亏损 517 元, 吨长材亏损 279 元。
- **亏损的主因在管理。** 2010 年涟钢吨钢亏损 460 元, 而吨钢折旧为 276 元, 因此可以很简单地推出涟钢的管理出现了巨大问题, 主要表现为跑冒滴漏、治厂不严。我们推算因管理不善造成的华菱钢铁 2010 年吨钢亏损额至少为 167 (=648-481) 元, 亏损总额至少为 22.64 亿元。
- **涟钢的管理在 2011 年 Q1 已出现显著改善。** 公司在 2010 年 8 月由华菱钢铁 CEO 曹慧泉先生亲驻涟钢任其总经理, 经过半年左右的整改, 涟钢的激励机制、执行力等均发生了显著的改观, 我们判断公司在 2011 年 Q1 亏损额已显著降低。
- **2011 年华菱钢铁将受益于天时地利人和。** (1) 天时。我们判断 2011 年钢铁行业 (尤其是中厚板) 的供求关系显著好转, 且铁矿石价格将会高位趋稳甚至回落, 在这样的大背景下, 铁前成本高、中厚板占比高的华菱钢铁将会显著受益; (2) 地利。华菱钢铁所在的湖南省地处全国钢铁业供不应求的中南区域, 且湖南省正在加大对华菱的支持力度; (3) 人和。涟钢在连续 3 年亏损后, 上至湖南省国资委、下至涟钢基层员工, 均希望来一场彻底的变革, 这有利于改革的推进。

盈利预测和投资建议

- 我们认为公司反转之势已经形成, 预计 2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.108 元、0.475 元, 目前的股价对应的公司 2011 年吨钢市值为 741 元, 显著低于其他钢铁公司 (至少在 1000 元以上), 我们首次给予“买入”评级 (更详细的分析请参见我们即将发布的公司深度报告)。

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) 宏观经济波动和贸易摩擦风险。

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

图表1：华菱钢铁三大生产基地的产品结构（万吨）

生产基地		产能	产量					备注	
持股比例	产线	2011年底	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E		
100%	商品材(高端冷、热轧板生产基地)	871	425	622	695	805	996	在原有型材厂650轧机基础上改造 实际产能能达到250万吨 2009年10月投产 2010年初增加了20万吨	
	棒材厂(包括线棒螺)	160	168	165	165	165	165		
	带钢	40	29	2	10	20	40		
	1600mmCSP热轧	230	147	343	400	500	671		
	2250热轧(基板)	441							
即将建设	冷轧(包括镀锌、彩涂)	120	81	113	120	120	120	华菱钢铁持股34%，2012年底投产 集团和AM各50%股权 集团和AM各50%股权	
	冷轧汽车板	120							
	无取向硅钢	40							
	取向硅钢	20							
湘钢	商品材(中厚板生产基地)	785	550	627	704	794	794	实际产能可达300万吨 2010年Q4投产	
	棒材(12-40mm螺纹钢)	95	93	99	99	99	99		
	高线	240	240	245	245	245	245		
	宽厚板厂3800轧机2套	250	217	283	360	450	450		
	5000mm轧机1套	200							
衡钢	商品材(高端油井管锅炉管生产基地)	173	93	106	130	150	173	小口径特厚、特薄及高尺寸精密 电站锅炉的定点生产机组 中小口径、高精度、中厚壁钢管 石油领域 2009年6月投产，高端锅炉管 高钢级油井管，2012年上半年投产	
	Φ50冷拔钢管	3							
	Φ89连轧管	30							
	Φ219mm	20							
	Φ340连轧管	50							
67.13%	Φ720连轧管	20							
	Φ180mm油井管生产线	50							
合计	商品材	1829	1068	1355	1529	1749	1963	因部分产线实际产能比名义产能高	

来源：国金证券研究所

图表2：华菱钢铁三大基地净利润情况

净利润(亿元)	2008年	2009年	2010
华菱钢铁	10.9	1.0	-26.4
湘潭(湘钢)	10.1	2.4	1.1
娄底(涟钢)	-0.6	-2.7	-28.6
衡阳(衡钢)	2.9	0.6	-0.6

来源：公司公告 国金证券研究所

图表4：华菱钢铁成本拆分

	2007	2008	2009	2010E
铁矿石综合成本	926	1138	807	1112
废钢	2337	3223	2595	2929
焦炭	1285	2211	1615	1806
焦煤	727	1575	1076	1355
喷吹煤	507	1100	751	946
电力	0.45	0.45	0.45	0.45
水	0.4	0.4	0.4	0.4
氧气	0.52	0.52	0.52	0.52
吨辅料成本	171	212	150	165
人工	25	25	25	25
吨钢折旧	256	287	287	281
其他	504	1092	481	648
美元兑人民币	7.60	6.94	6.83	6.76
吨钢材综合成本	3633	5104	3600	4402

来源：国金证券研究所

图表3：华菱钢铁三大基地吨钢净利润情况

吨钢净利润(元)	2008年	2009年	2010年E
华菱钢铁	110.1	9.7	-195.1
湘潭(湘钢)	198.2	42.7	16.8
娄底(涟钢)	-16.7	-62.8	-460.4
衡阳(衡钢)	278.9	65.8	-52.1

来源：公司公告 国金证券研究所

图表5：中南地区是全国钢铁业少数供不应求的地区



来源：中国钢铁工业协会 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	3	5
买入	0	2	3	6	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.71	1.69	1.67

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 2009-08-27	持有	7.58	N/A
2 2010-03-19	买入	6.26	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)-61356534
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: (8610)-66215599-8792
传真: (8610)-61038200
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: (86755)-33089915
传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室