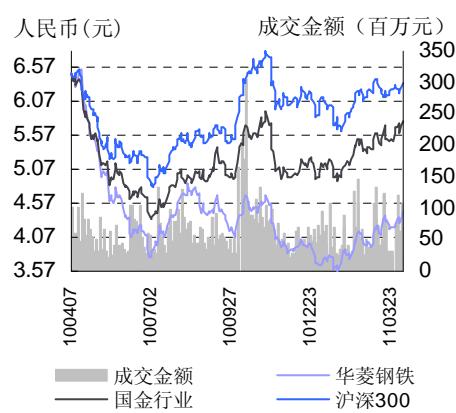


市价（人民币）：4.45元
 目标（人民币）：6.10元

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)	13,419.64
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



相关报告

1.《反转势在2011》，2011.3.31

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.044	-0.966	0.108	0.475	0.549
每股净资产(元)	5.57	4.55	4.65	4.76	5.21
每股经营性现金流(元)	1.57	-0.92	2.86	2.58	2.76
市盈率(倍)	174.93	-3.80	38.88	8.87	7.67
行业优化市盈率(倍)	14.55	14.55	14.55	14.55	14.55
净利润增长率(%)	-87.40%	N/A	N/A	338.45%	15.57%
净资产收益率(%)	0.79%	-21.24%	2.33%	9.97%	10.53%
总股本(百万股)	2,737.65	2,737.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65

来源：公司年报、国金证券研究所

中兴之相，弹性之美

投资逻辑

- **谋事在人，反转势在2011。**公司2010年亏损26.4亿元，主要原因是子公司涟钢管理不善（我们判断由此导致的亏损额至少在23.3亿元）；但自2010年8月曹慧泉先生（45岁）以华菱钢铁CEO、排名第三的董事的身份亲驻涟钢任总经理后，涟钢的治理水平发生了根本性的转变。我们判断，在当前的约束条件下，华菱钢铁2011年扭亏的动力充足，反转之势正在形成。
- **成事在天，中兴之相尽显。**我们判断，钢铁行业的供求关系在2011年进一步向好，且铁矿石价格将趋势性走弱，在这样的大背景下，钢铁行业的景气程度将会再度提升，其中以取向硅钢、中厚板、热卷等品种钢的恢复程度更大，华菱钢铁这类铁前成本高、中厚板及热卷占比高的企业将充分受益，呈现中兴之相。
- **弹性之美，白马中的黑马。**金融危机后的三年内，华菱钢铁的钢材产能累计增幅达到73%，未来三年钢材产销量年复合增速有望达到13.13%，均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，这对应当前收盘价的PE不到5倍，我们判断华菱钢铁具备充足的弹性，正弯道超车、奔驰在由白马变为黑马的路上。

盈利预测

- 2011-2012年将是华菱钢铁管理水平提升、大练内功的年份，我们判断公司除原燃料、人工、折旧后的其他成本将有望恢复至（甚至略好于）2009年的水平；在行业盈利趋于好转的大背景下，预计华菱钢铁2011年、2012年实现全面摊薄EPS分别为0.108元、0.475元。

估值和投资建议

- 按2012年12倍PE估值，再考虑到华菱持股10.42%的金西资源的价值（贡献每股价值0.40元），我们给予华菱钢铁6-12个月6.10元的目标价，这较目前的价格有37.08%的上涨空间，给予“买入”评级。
- 该目标价对应的2011年华菱钢铁的吨钢市值（以产能计）为1034元、PB为1.31倍。

风险

- (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。

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

内容目录

弯道超车，危机已现 2010.....	4
弯道超车引发 2010 主动危机	4
管理混乱是巨亏的最大原因	4
谋事在人，反转势在 2011.....	6
“大乱”后的“大治”就在 2011	6
天时地利人和有望助辉煌重现	6
兜底之策——出售股票获取投资收益	8
中兴之相，尽显弹性之美	9
2011 年钢铁行业的盈利弹性再现	9
华菱钢铁将尽显高弹性之美	11
盈利预测、估值和投资建议.....	15
盈利预测：2011-2012 年实现全面摊薄 EPS0.108 元、0.475 元.....	15
估值：综合三种估值方法，给予 6-12 个月 6.10 元的目标价	16
风险提示	18
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：华菱钢铁通常“低谷时搞建设”	4
图表 2：华菱钢铁 2010 年亏损 26.4 亿元	4
图表 3：华菱钢铁及其子公司钢材产量	5
图表 4：华菱钢铁及其子公司吨钢净利润情况	5
图表 5：华菱钢铁吨钢材成本拆分	5
图表 6：涟钢的生产成本显著高于行业平均水平 200 元/吨以上	5
图表 7：华菱钢铁主要董事简介	6
图表 8：中南地区是全国钢铁供不应求的主要地区	7
图表 9：中南地区将是全国钢需求增速最快的地区之一	7
图表 10：华菱钢铁新近达成的主要战略合作方	7
图表 11：全球铁矿石供求关系平衡表	9
图表 12：2010 年 11 月-2011 年 2 月中国超额囤积了 1864 万吨铁矿石	10
图表 13：铁矿石相对于废钢的价格比值处于历史偏高水平	10
图表 14：2011 年钢铁业产能利用率将提升 2.5 个百分点	10
图表 15：2011 年重点大中型企业吨钢利润预计增 30%	10
图表 16：2011 年中厚板产能利用率将提升 6.4 个百分点	11
图表 17：2011 年热卷产能利用率将提升 4.7 个百分点	11
图表 18：中厚板较螺纹的溢价处于历史低点	11

图表 19: 热卷较螺纹的溢价也显著偏低.....	11
图表 20: 华菱钢铁三大生产基地的产品结构 (万吨)	12
图表 21: 华菱钢铁的热轧板卷盈利能力提升空间大.....	12
图表 22: 涟钢 441 万吨热轧板卷盈利能力敏感性分析	12
图表 23: 华菱湘钢中厚板盈利能力受行业景气影响大	13
图表 24: 湘钢 450 万吨中厚板盈利能力敏感性分析	13
图表 25: 衡钢大口径钢管规划达产净利润 565 元/吨	13
图表 26: 衡管高端钢管生产线盈利能力敏感性分析	13
图表 27: 华菱钢铁是中厚、热轧板产量占比以及出口占比均较高的钢企	14
图表 28: 衡阳钢管的出口力度最大	14
图表 29: 华菱钢铁主要钢材产销量预测 (万吨)	15
图表 30: 华菱钢铁主要品种钢价格预测 (元/吨)	15
图表 31: 华菱钢铁主要成本预测	16
图表 32: 华菱钢铁 DCF 绝对估值过程	16
图表 33: 运用 DCF 法估值金西铁矿能增厚华菱钢铁每股价值 0.40 元	17
图表 34: 华菱钢铁吨钢市值位居所有上市钢企末位	18

弯道超车，危机已现 2010

弯道超车引发 2010 主动危机

■ 弯道超车从金融危机开始

- 2008 年底，时任湖南省委书记的张春贤提出“弯道超车”论，指出“技术最好的司机善于弯道超车，现在湖南正是适用这一效应、实现科学跨越发展的最好时机”。
- 顺应这一指导思想，在 2009 年，湖南省诸多标杆企业“超车”成绩斐然：（1）中联重科收购世界最大混凝土工程机械制造商 CIFA；（2）株洲南车时代公司成功引进绝缘栅双极型晶体管（IGBT）生产核心技术，替补国内空白；（3）华菱钢铁集团成功收购世界第四大铁矿石供应商 FMG17.34% 的股权，成为其第二大股东。
- “弯道超车”指导思想与华菱钢铁集团的“主动危机论”企业文化在一定意义上不谋而合：寻找危机（危机无时不在）、制造危机（持续变革）、控制危机（主动突围、化危为机）；在金融危机时期，华菱钢铁从长远出发，再次“危中思机”、“低谷时搞建设”：2008 年以来华菱钢铁资本支出额占总资产的比重显著高于行业平均水平。

图表1：华菱钢铁通常“低谷时搞建设”

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
华菱钢铁资本支出额（亿元）	59	47	46	94	113	92
占年末总资产的比例（A）	17.73%	12.39%	9.41%	18.52%	17.63%	12.63%
上市钢企资本支出额（亿元）	597	829	1028	1029	831	630
占年末总资产的比例（B）	10.84%	8.52%	8.85%	8.13%	5.99%	5.11%
钢铁行业景气度	低谷	高峰	高峰	低谷	低谷	低谷
A-B	6.89%	3.86%	0.56%	10.39%	11.65%	7.52%

来源：WIND、国金证券研究所

■ 最“危机”时刻在 2010 年显现

- 在大踏步迈向“高端化、规模化”之时，公司在 2010 年遭遇到了前所未有的危机：全年亏损 26.4 亿元，毛利率低于钢铁行业平均水平 10.5 个百分点，股价累计下跌 52.28%。

图表2：华菱钢铁 2010 年亏损 26.4 亿元

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
华菱钢铁毛利率（A）	9.65%	12.55%	13.32%	10.25%	7.27%	1.46%
华菱钢铁吨钢净利润（元）	92	151	154	110	10	-195
上市钢企毛利率（B）	13.18%	13.96%	14.00%	9.93%	7.69%	11.96%
A-B	-3.53%	-1.41%	-0.68%	0.32%	-0.42%	-10.50%

来源：公司公告、国金证券研究所

管理混乱是巨亏的最大原因

■ 管理混乱几乎是巨亏的全部原因

- 公司亏损几乎全由子公司涟钢引致，直接原因是管理混乱，深层次原因是在大扩张、大牛市之际，公司仍保持着前期牛市时的粗放销售、采购模式；其他两家子公司衡钢、湘钢也或多或少存在一定的问题；
- 截止 2010 年，涟钢连续 3 年亏损，且 2010 年吨钢亏损额达 460 元，而其吨钢折旧在 276 元，因此可以推出涟钢的管理出现了巨大问题。据了解，2010 年涟钢 800 万吨的粗钢产能，却有 3900 家供应商；18000 名职工中，有 1500 多个保安，但钢材被盗现象却时有发生；
- 在 2010 年钢铁综合价格上涨 15%、且产成品综合附加值进一步提升的大背景下，衡阳钢管吨钢平均售价却下跌 1.26%，吨钢亏损 52

元，我们认为这说明了公司在产品销售和原材料采购方面出现了漏洞；

- 即使一直保持盈利的湘钢，2010年净利率也仅为0.37%，远低于全行业2.15%的平均水平；其2008年上半年中厚板的毛利率则低于宝、武、鞍同类产品10个百分点。
- 我们推算因管理不善造成的华菱钢铁2010年吨钢亏损额预计在172(=648-476)元/吨左右，亏损总额在23.31亿元左右。

图表3：华菱钢铁及其子公司钢材产量

钢材产量（万吨）	2008年	2009年	2010年
华菱钢铁	990	1069	1355
湘潭（湘钢）	508	550	627
娄底（涟钢）	379	425	622
衡阳（衡钢）	103	93	106

来源：国金证券研究所

图表4：华菱钢铁及其子公司吨钢净利润情况

吨钢净利润（元）	2008年	2009年	2010年
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：国金证券研究所

图表5：华菱钢铁吨钢材成本拆分

华菱钢铁成本拆分	2007	2008	2009	2010E
铁矿石综合成本(元/吨)	926	1138	807	1112
废钢(元/吨)	2337	3223	2595	2929
焦炭(元/吨)	1285	2211	1615	1806
焦煤(元/吨)	727	1575	1076	1355
喷吹煤(元/吨)	507	1100	751	946
电力(元/度)	0.45	0.45	0.45	0.45
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	476	648
吨钢材综合成本	3633	5104	3595	4402

来源：国金证券研究所

■ 原材料成本高企则是盈利能力低下的重要原因

- 由于华菱钢铁地处内陆，运输费用较沿海国企平均高出100-200元/吨（以涟钢、衡钢尤为突出），这也是公司盈利能力低下的重要原因。
- 而且当铁矿石供求关系紧张之时，华菱钢铁可能会以获得铁矿石为第一要务，而很难优化铁矿石等原料的运输路径和运输方式，这在无形之中也增添了公司的成本。

图表6：涟钢的生产成本显著高于行业平均水平200元/吨以上

2009年1-5月 元/吨	焦煤		烧结矿		炼钢生铁		II级钢筋	
	成本	排名	成本	排名	成本	排名	成本	排名
行业最低	581	1	345	1	1605	1	2425	1
湘钢	1078	35	686	22	2048	19	2837	22
行业加权平均	1030		706		2115		2858	
涟钢	1027	24	847	48	2387	51	3080	39
行业最高	1282	47	870	54	2484	56	3362	45
涟钢-行业平均	-3		141		272		222	
湘钢-行业平均	48		-19		-67		-22	

来源：国金证券研究所

谋事在人，反转势在 2011

“大乱”后的“大治”就在 2011

■ 转机乍现从涟钢换帅开始

- 2010 年 8 月曹慧泉先生以华菱钢铁董事、CEO 的身份兼任子公司涟钢法人代表、总经理，主要负责涟钢工作。
- 曹总上任后，主要从如下几个方面治理涟钢：（1）重点从销售和采购两端入手。销售和采购总共 300 人掌握了涟钢 70% 的成本和近 100% 的下游，因此拟一方面给这些关键人群以激励，另一方面改善队伍老龄化和利益牵绊的现状；（2）提升板材在公司的地位。涟钢的定位是精品板材基地，但现有管理层从板材厂升上来的极少，且对板材较为陌生，拟要求各个管理岗位的同志至少要加强对板材的了解；（3）治理弄虚作假、跑冒滴漏的问题。公司拟清理、缩减不合格的供应商队伍和职工人员，改善保安的工作环境，用“人民战争”的方法减少“偷”和“漏”的现象；（4）做到低库存、精益生产；（5）用人采取消业绩导向，重点扶持年轻人的培养，并用公正的方法解决内退、转岗等问题；（6）抓好带有方向性的小事，提升企业执行力。
- 曹总入职近半年以来的各项举措和行为让涟钢和华菱看到了些许希望，转机乍现。

■ 2011 年扭亏的动力充足

- 从企业和政府管理层激励机制的角度考虑，我们认为 2011 年涟钢和华菱钢铁扭亏的动能非常充足：
- 公司主要高管的动力充足。（1）华菱钢铁（全国前 10 大钢厂之一）如果在 2011 年继续亏损，将被 ST 处理，因此当前已英明 10 余年、即将退休的李效伟董事长有较大的动力将华菱扭亏；（2）华菱钢铁最年轻的两位管理层（年龄均在 45 岁以下）曹慧泉和汪俊在 2010 年下半年相继出任子公司涟钢的总经理和党委书记，如果能将涟钢尽快扭亏，将有利于这两位少壮派高管未来进一步的发展。
- 省市两级政府的动力充足。（1）华菱钢铁销售收入占湖南省 GDP 的 3.5%，湖南省委副书记梅克葆明确表示涟钢的高端板材项目是湖南省新型工业化标志性工程，并要求涟钢尽快扭亏为盈；（2）子公司涟钢销售收入占所在地级市娄底 GDP 的 26.67%、财税收入的半壁江山，如果涟钢长期亏损，不仅关系到娄底财政收入的稳定性，也关系到涟钢 1.8 万职工的士气和社会稳定。

图表7：华菱钢铁主要董事简介

出生年月	年龄	公司位阶	任职
李效伟	1952年3月	59	第一 1999年起至今任华菱钢铁集团董事长
李建国	1955年9月	56	第二 曾任涟钢总经理，现任华菱集团总经理
曹慧泉	1966年	45	第三 曾任湘钢总经理，现任华菱钢铁CEO、涟钢总经理
汪俊	1970年	41	第四 曾任董秘，现任华菱钢铁副总经理、涟钢党委书记
谭久均	1957年9月	54	第五 财务总监、副总经理

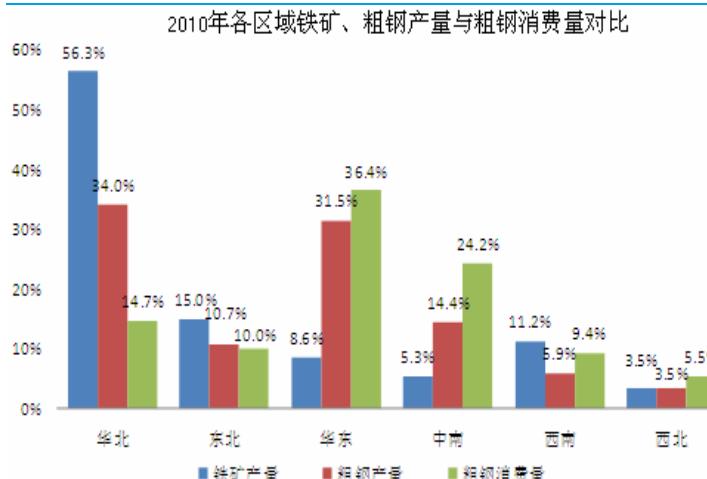
来源：公司公告、国金证券研究所

天时地利人和有望助辉煌重现

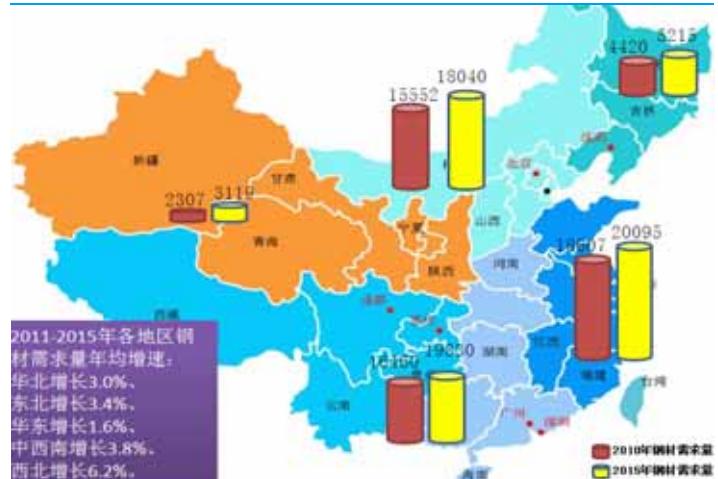
■ 天时：钢铁行业的经营环境好转

- 一方面，我们判断钢铁行业的供求关系在 2011 年进一步好转，且铁矿石在 2011 年 Q3 以后有望偏宽松，在这样的大背景下，全行业的盈利状况将得到趋势性的好转；另一方面，我们判断 2011 年普通品种钢之间的比价关系将朝正常水平回归，这将意味着普通商品板材增量大的企业将会充分受益（详细的逻辑请参见本报告第三部分，或者参见我们即将推出的二季度钢铁行业投资策略报告）；

- 此外，由于 AcerlorMittal 已经在 2011 年 2 月注资与华菱合资的汽车冷轧板和硅钢项目，而这两个项目在 2012 年底能正常投产的关键因素之一是涟钢 2250 热轧基板的质量合格，因此我们判断 AM 从 2011 年开始会逐步加大对涟钢 2250 热轧厂的技术支持力度，这也对涟钢盈利构成利好。
- 地利：供不应求的中南地区将加大对华菱的支持力度
- 华菱钢铁（尤其是涟钢）交通不便、缺煤少矿，但这并不意味着企业与强竞争力无缘。事实上，全球最优秀的钢铁厂并非出在资源丰富的澳大利亚、巴西，而是源自欧洲、韩国和日本等离市场更近的地方。
- 华菱所处的中南钢铁市场在全国范围内供不应求的程度最大：中南市场每年要消耗超过全国 24% 的钢材，但它只占全国 14% 左右的产量，大量的钢材都是从区外流入；从未来 1-2 年内来看，华菱钢铁在中南地区都将继续保持强有力的竞争力，在西南地区也同样如此。
- 由于省领导的重视，2011 年华菱充分发挥了湖南钢铁工业老大的作用，与湖南省内下游企业的合作力度也明显加强，这也有利于华菱钢铁早日走出困境。

图表8：中南地区是全国钢铁供不应求的主要地区


来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

图表9：中南地区将是全国钢需求增速最快的地区之一


来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

图表10：华菱钢铁新近达成的主要战略合作方

合作时间	合作对象	合作内容
2010年12月	华润集团	优先采购华菱高温无缝管、宽厚板、线棒材等产品
2010年10月	湘潭市政府	合作发展钢材深加工，使湘钢 30% 的产品能就地销售
2010年11月	涟钢用户	签订 2011 年钢材供需协议 640 万吨
2011年2月	远大集团	建立“一对一”的供求服务模式，每年采购华菱 70 万吨左右钢材
2011年3月	中远船务	采购量从 2010 年的 3 万吨跃升至 15 万吨

来源：国金证券研究所

- 人和：人心思变，有利于改革的推进

- 由于连年亏损，在新领导上任后，上至华菱集团、湖南省政府，下至涟钢基层员工，均人心思变，希望能来一场彻底的变革，能够尽快的改变面貌。管理层在这个时候出台严格的管理措施，完善制度，更容易得到执行。
- 事实上，涟钢近几年来管理混乱，与 2006 年涟钢旗下改制企业职工发生群体上访事件有密切关系，据了解，该事件发生后，在涟钢的中、高管层形成了一个委曲求全、胆小怕事的风气，该坚持的东西不敢坚持、该硬气的地方不敢硬气，该下狠手的地方不敢下狠手，出现

了一系列的不正常的现象；在上上下下人心思变的大背景下，我们判断这种情况有望得到根本的改观。

- 这种改观体现在吨钢成本上，就是其他成本（详见本报告第四部分）恢复到 2009 年的水平，甚至比 2009 年的水平更低（因为湘钢、衡阳钢管也存在管理改善的空间）。
- 历史辉煌有望在 2012 年再现
- 从历史上来看，华菱的战绩彪炳中国钢铁史：
 - (1) 开省内重组先河。1997 年底，为解决湖南省三大钢铁企业湘钢、涟钢、衡钢（一家潜亏、一家微利、一家面临停产）六万员工的生存问题，华菱钢铁集团应运而生，至此之后，全国省内钢企并购重组风起云涌，譬如宝钢与梅钢、武钢与鄂钢等；而在 2002 年，华菱集团便实现利润 6.4 亿元，综合实力位居湖南第一、全国国有企业经济效益“五十强”、美国《财富》杂志中国境内上市公司百强；
 - (2) 创外资并购独例。2005 年 7 月，米塔尔成功收购华菱钢铁 36.67% 股权，与第一大股东华菱集团所持股权仅差 1 个百分点，这是外资入股中国钢企的首例、也是迄今为止唯一的案例。我们认为，作为全球第一大钢企的 AM 如欲在全球第一大钢铁市场中有所作为，必须要在技术上对华菱有所帮助；
 - (3) 赴海外“抄底”大赢家。2009 年 4 月 29 日，华菱钢铁集团成功收购世界第四大铁矿石供应商 FMG 17.34% 的股权，成为其第二大股东。目前该投资已账面盈利数百亿。
- 我们判断，2011 年将是华菱钢铁盈利的恢复期，2012 年则是辉煌再现期。

兜底之策——出售股票获取投资收益

- 兜底之策：出售股票获取投资收益
 - (1) 2010 年 12 月 17 日，华菱钢铁公告称授权华菱湘钢择机出售其所持有的平煤股份部分股权。目前湘钢仍持有平煤股份 0.49 亿股，初始投资成本为 1.12 亿元，如果以 4 月 1 日 20.92 元/股的收盘价全部卖出，华菱湘钢将获得 9.13 亿元的投资收益；
 - (2) 截止 2010 年 12 月 31 日，公司持有 09 久事 MTN1 等债券以及老板电器等股票，合计损益为 7305 万元，如果全部售出，公司将获得等额的投资收益；
 - (3) 除此之外，华菱钢铁还持有澳大利亚上市矿业公司金西资源 10.42% 的股权，我们暂不考虑公司出售此项资产。

中兴之相，尽显弹性之美

2011年钢铁行业的盈利弹性再现

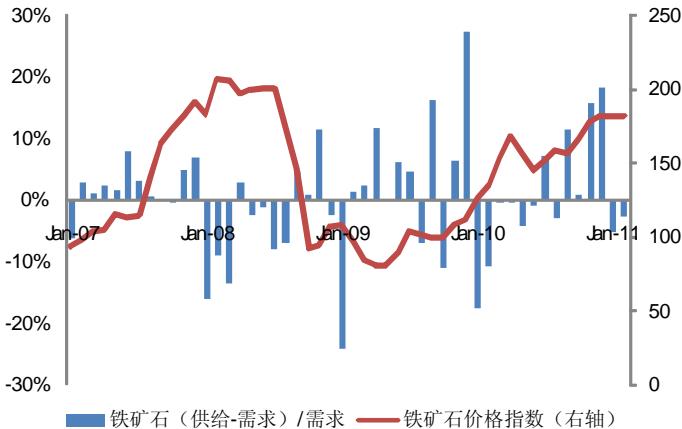
■ 铁矿石供求关系在2011年将告别紧张期

- 假设2011年、2012年中国铁矿石原矿产量分别同比增长18%、10%，原矿品位分别为20%、19%；全球除中国外铁矿石平均品位为62.5%；1吨生铁消耗1.6吨62.5%品位的铁矿石。
- 在不考虑2010年产能利用率进一步提升（2010年全球除中国外铁矿石产能利用率为90%）、中国库存变化和日本地震因素的情况下，如果要使得全球铁矿石供求关系平衡，那么2011年全球除中国外新增的铁矿石产能利用率应为67%；若进一步假设三大矿山以外的铁矿石满产，那么三大矿山新增的产能利用率应为42%；
- 但是2010年11月-2011年2月中国超额囤积了1864万吨铁精矿，而且日本地震导致的年内铁精矿需求减少2200万吨，因此，如果要使得全球铁矿石供求平衡，那么2011年全球除中国外新增的铁矿石产能利用率应为33%；若进一步假设三大矿山以外的铁矿石满产，那么三大矿山新增的产能利用率应为-20%。
- 顺着同样的思路，我们可以看到，2012年全球铁矿石供求关系也已由此前的偏紧转变为偏松，因此2011年铁矿石价格实际上并不具备大幅上涨的条件；我们认为，从2011年Q3开始，铁矿石长协价将步入趋势性缓慢走弱阶段。

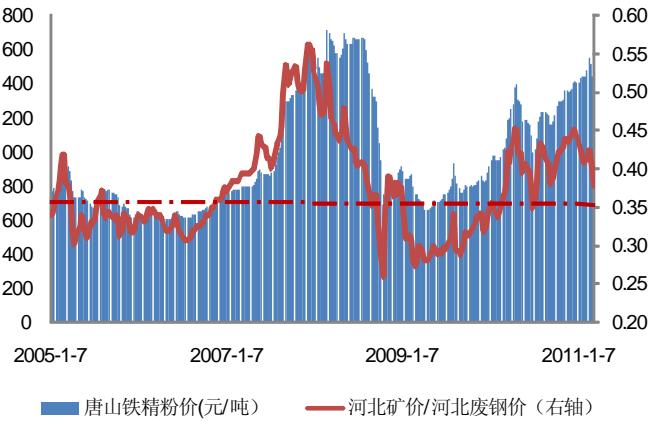
图表11：全球铁矿石供求关系平衡表

单位：万吨	2008年	2009年	2010年	2011年E	2012年E
全球生铁产量	100193	96932	108310	115892	123309
YOY	-2.55%	-3.25%	11.74%	7.00%	6.40%
新增生铁产量	-2623	-3261	11378	7582	7417
新增铁矿石需求	-4196	-5217	18204	12133	12044
全球铁精矿产能	168226	187041	200904	216902	235073
中国（产量）	29736	31021	36004	40462	42283
三大矿山	67920	74470	76830	83440	92150
其他	70570	81550	88070	93000	100640
新增铁精矿产能	5970	18814	13864	15998	18171
中国（产量）	-5510	1284	4984	4458	1821
三大矿山	5670	5350	1310	6610	8710
其他	5810	12180	7570	4930	7640
中国铁矿石原矿产量	80805	88127	107156	126443	139088
YOY	20.7%	9.06%	21.59%	18%	10%
假设的品位	23%	22%	21%	20%	19%
中国铁矿石投资（亿元）	680	841	1066		
YOY	59.25%	23.68%	26.40%		
不考虑库存因素，如果全球供求平衡					
(1) 假设仅中国矿山满产，那么除中国外矿山新增产能的利用率应为					
三大矿山+其他	11%	-37%	149%	67%	63%
(2) 假设三大矿山以外的企业均满产，那么三大矿山新增产能的利用率应为					
三大矿山	-79%	-349%	431%	42%	30%

来源：国家统计局、国金证券研究所

图表12: 2010年11月-2011年2月中国超额囤积了1864万吨铁矿石


来源：国家统计局、国金证券研究所

图表13: 铁矿石相对于废钢的价格比值处于历史偏高水平


来源：钢之家、国金证券研究所

■ 钢铁行业的盈利弹性将再度显现

- 在2010年下半，钢铁产业曾被广泛认为是“两头受挤”：上游铁矿石强势涨价、下游需求萎靡不振，在这样的大背景下，钢价即便出现上涨，其结果也是为铁矿石做嫁衣。
- 但是从2011年Q3开始，我们认为钢铁行业将发生重大变化：一方面正如前文所述，铁矿石的供求关系已经发生逆转；另一方面钢铁行业的产能利用率有望进一步提升，行业“两头受挤”的状况将成往事，盈利能力有望得到趋势性的提升。
- 我们判断，2011年中国粗钢产能利用率会同比提升2.5个百分点，至87.49%，重点大中型钢企吨钢税前利润同比提升30%。

图表14: 2011年钢铁业产能利用率将提升2.5个百分点


来源：国金证券研究所

图表15: 2011年重点大中型企业吨钢利润预计增30%

重点大中型钢企	2006年	2007年	2008年	2009年	2010	2011E
产量(万吨)	34,031	39,175	41,885	46,594	51,540	55,148
销售收入(亿元)	14,992	20,569	25,003	22,479	30,616	35,182
销售单价(元/吨)	4,405	5,251	5,969	4,824	5,696	6,380
销售成本等(亿元)	13,024	17,718	22,621	20,493	25,407	31,982
单位成本等(元/吨)	3,827	4,523	5,401	4,398	5,221	5,799
销售费用(亿元)	211	258	283	227	290	320
销售费用率	1.41%	1.25%	1.13%	1.01%	0.95%	0.91%
财务费用(亿元)	192	296	406	353	453	550
财务费用率	1.28%	1.44%	1.62%	1.57%	1.48%	1.56%
管理费用(亿元)	597	804	885	852	1003	1100
管理费用率	3.98%	3.91%	3.54%	3.79%	3.28%	3.13%
利润总额(亿元)	968	1493	808	554	881	1,229
税前利润率	6.46%	7.26%	3.23%	2.46%	2.88%	3.49%
吨钢税前利润(元)	284	381	193	119	171	223

注：表中销售单价与实际走势不完全一致，主要是因为产量与销量不一致

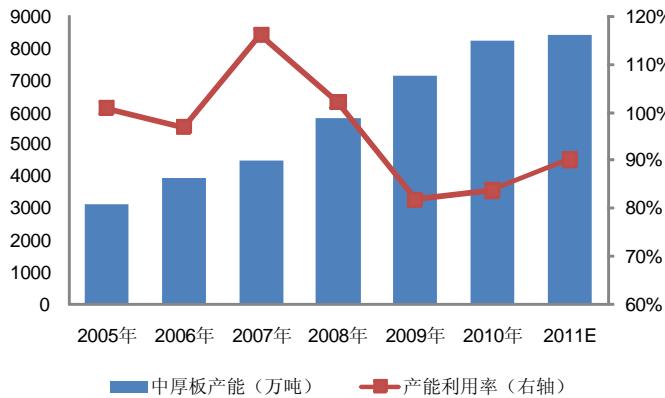
来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

■ 中厚板和普通热轧板的盈利趋势较优

- 我们判断2011年板材类的需求（包括建筑、地产、机械、汽车、造船、集装箱等）增速会显著高于长材类的需求（主要是建筑、地产），亦即2011年中厚板、热卷的需求增速将快于螺纹钢等。
- 我们同时也注意到，2011年中厚板、热卷的产能增速仅为2.17%、3.05%，显著低于整个钢铁行业5%左右的产能增速，这意味着在钢铁行业中，中厚板、热卷的供求关系在2011年会更加趋优。

- 以中钢协公布的价格数据计算，2011年3月11日中厚板价格仅高于螺纹钢价160元/吨，是近年来的底部，远低于历史平均水平（500-1000元/吨左右）；热轧板卷价格仅高于螺纹钢价94元/吨，也处于历史偏低水平，正常差值应该在200元/吨。
- 我们判断2011年中厚板、热轧板卷的价格涨幅将超过整个钢铁业的平均水平，这两个品种的盈利向好的趋势也将领跑整个钢铁行业。

图表16: 2011年中厚板产能利用率将提升6.4个百分点



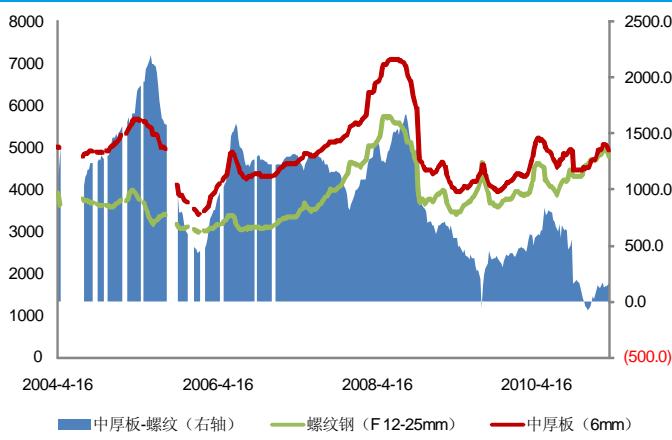
来源：中国联合钢铁网、国家统计局、国金证券研究所

图表17: 2011年热卷产能利用率将提升4.7个百分点



来源：中国联合钢铁网、国家统计局、国金证券研究所

图表18: 中厚板较螺纹的溢价处于历史低点



来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

华菱钢铁将尽显高弹性之美

■ 新增产能幅度最大

- 金融危机之后的三年内，华菱钢铁的钢材产能累计增加771万吨，幅度达72.87%，这位居各上市钢企之首。
- 华菱钢铁增加的钢材产能主要是：2009年10月投产的涟钢441万吨热轧板材（主要定位于后期为汽车板、硅钢板做基板）、2010年10月投产的湘钢200万吨5m宽厚板（主要定位为高档船板）、2009年6月投产的衡阳钢管20万吨锅炉管、2012年上半年即将投产的衡阳钢管50万吨高钢级油气用管。
- 我们判断，2011年华菱钢铁（尤其是涟钢）将以提高产品质量为首要着力点，2012年才开始逐步提升产能利用率；但即便如此，2011-2013年华菱钢铁的钢材产量也有望分别同比增长12.79%、14.39%、12.23%，增速也位居各上市钢企之首。

图表20：华菱钢铁三大生产基地的产品结构（万吨）

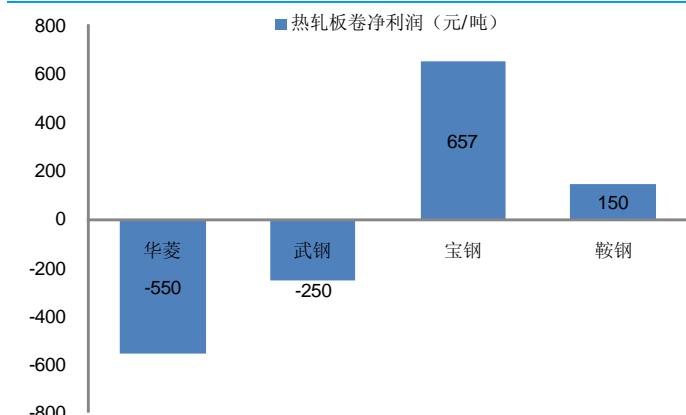
生产基地	产能	产量					备注
		2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	
涟钢	商品材（高端冷、热轧板生产基地）	871	425	622	695	805	996
100%	棒材厂（包括线棒螺）	160	168	165	165	165	在原有型材厂650轧机基础上改造
	带钢	40	29	2	10	20	40
	1600mmCSP热轧	230	147	343	400	500	实际产能能达到250万吨
	2250热轧（基板）	441	441	441	441	441	2009年10月投产
	冷轧（包括镀锌、彩涂）	120	81	113	120	120	2010年初增加了20万吨
即将建设	冷轧汽车板	120					华菱钢铁持股34%，2012年底投产
集团规划	无取向硅钢	40					集团和AM各50%股权
集团规划	取向硅钢	20					集团和AM各50%股权
湘钢	商品材（中厚板生产基地）	785	550	627	704	794	794
100%	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	实际产能可达300万吨
	5000mm轧机1套	200					2010年Q4投产
衡钢	商品材（高端油井管锅炉管生产基地）	173	93	106	130	150	173
67.13%	C 50冷拔钢管	3					小口径特厚、特薄及高尺寸精密
	C 89连轧管	30					电站锅炉的定点生产机组
	C 219mm	20					中小口径、高精度、中厚壁钢管
	C 340连轧管	50					石油领域
	C 720连轧管	20					2009年6月投产，高端锅炉管
	C 180mm油井管生产线	50					高钢级油井管，2012年上半年投产
合计	商品材	1779	1068	1355	1529	1749	1963

来源：国金证券研究所

■ 产品盈利提升的空间巨大

- 我们以三个品种为例来说明华菱钢铁的盈利改善空间巨大：
- (1) 宝钢热轧板卷的盈利能力卓尔不群，与其管理、技术水平以及产品结构均有较大关系，而涟钢目前正在致力于改善管理和产品结构，随着AM加大对涟钢的技术支持力度，我们相信涟钢的热轧板卷的盈利能力也有望得到大幅提升。假设涟钢2250热轧生产线吨钢净利润能达到超过鞍钢、低于宝钢的水平，那么仅该条生产线就能贡献华菱钢铁0.30-0.45元/股的EPS。

图表21：华菱钢铁的热轧板卷盈利能力提升空间大



来源：国金证券研究所

图表22：涟钢441万吨热轧板卷盈利能力敏感性分析

	吨钢净利（元/吨）					
	EPS	100	150	200	250	300
产量	350	0.12	0.17	0.23	0.29	0.35
	400	0.13	0.20	0.27	0.33	0.40
	450	0.15	0.22	0.30	0.37	0.45

注：华菱钢铁股本以完成定向增发后的30.16亿股计算

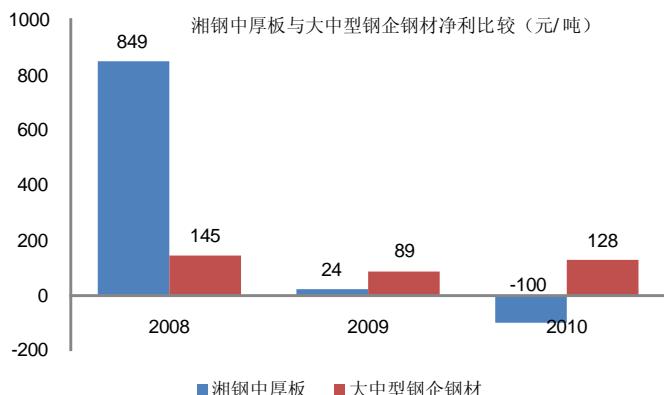
注：右图中武钢、宝钢、鞍钢的热轧板卷净利润是我们根据2010年中报推算；华菱钢铁的热轧板卷净利润是我们根据2010年的盈利情况推算。

来源：国金证券研究所

- (2) 中厚板行业的盈利能力曾在2007年、2008年上半年达到顶峰，但在2009年、2010年却跌入低谷。正如前文所述，目前中厚板

相对于螺纹钢的溢价处于历史低点，在这样的大背景下，湘钢中厚板也出现了亏损。假设湘钢中厚板的盈利能力能恢复到整个钢铁行业 150 元/吨的平均净利水平，那么湘钢 450 万吨中厚板能贡献华菱钢铁 0.25 元/股的 EPS。

图表23：华菱湘钢中厚板盈利能力受行业景气影响大



来源：国金证券研究所

图表24：湘钢 450 万吨中厚板盈利能力敏感性分析

	吨钢净利 (元/吨)					
	0	50	100	150	200	250
产量	400	0.066	0.133	0.199	0.265	0.332
	450	0.075	0.149	0.224	0.298	0.373
	500	0.083	0.166	0.249	0.332	0.415

注：华菱钢铁股本以完成定向增发后的 30.16 亿股计算

注：（1）华菱湘钢中厚板产能为 450 万吨，实际产能可达到 500 万吨；（2）湘钢近两年盈利能力低下与中厚板行业景气低迷有较大关系。

来源：国金证券研究所

- （3）按照 2009 年 5 月 29 日的论文《华菱连轧管公司特大口径无缝钢管项目投资分析》所述，20 万吨 C720mm 大口径钢管项目的规划净利润是 1.13 亿元，如果假设 50 万吨 C180mm 油井管项目也具有同样的盈利能力，那么仅这两个项目达产达效就能贡献华菱钢铁 0.086 元/股的 EPS。
- 如果上述三个条件同时实现，则意味着 970 万吨的钢材贡献了华菱钢铁 0.64-0.69 元的 EPS，如果其他 800-1000 多万吨的钢材也贡献其 1/3 的 EPS（折成吨钢净利为 70-80 元左右），则意味着华菱钢铁的 EPS 能达到 0.85-0.92 元，以当前的股价计算，PE 不到 5 倍。

图表25：衡钢大口径钢管规划达产净利润 565 元/吨

衡钢 20 万吨 C720 连轧管	数量	单价	收入
	万吨	元/吨	亿元
结构用无缝钢管	4	7800	3.12
低中压锅炉用无缝钢管	2	8000	1.2
高压锅炉用无缝管	4	12500	5
高压化肥设备用无缝管	2	10500	1.58
石油裂化用无缝管	1	10500	1.05
不锈钢耐热钢管	1	20000	2
液压支柱及汽缸套管	1	10000	1
输送流体用无缝管	3.5	7800	2.73
石油套管、接箍料	2.5	12600	3.15
净利润			1.13 亿元

来源：《华菱特大口径无缝管项目投资分析》@2009 年、国金证券研究所

图表26：衡管高端钢管生产线盈利能力敏感性分析

	吨钢净利 (元/吨)					
	EPS	350	400	450	500	550
产量	20	0.016	0.018	0.020	0.022	0.036
	70	0.055	0.062	0.070	0.078	0.086
	100	0.078	0.089	0.100	0.112	0.123

注：华菱钢铁股本以完成定向增发后的 30.16 亿股计算

注：（1）上述敏感性分析考虑了华菱钢铁仅持有衡阳钢管 67.13% 的股权；（2）20 万吨是指 C720mm 大口径钢管项目；70 万吨也是包括 50 万吨 C180mm 油井管项目。

来源：国金证券研究所

- 中厚、热卷板产量占比高，出口占比高

- 2010 年华菱钢铁的钢材产量中：长材占 37.6%、普通热卷占 24.2%、中厚板占 22.0%、冷轧板卷占 8.2%、无缝管占 7.9%。
- 因此从静态来看，华菱钢铁中厚板、热卷板的占比相对较高；从动态来看，2011 年华菱钢铁的产量增量主要是中厚板、热卷，也包括一小部分钢管，因此华菱钢铁有望充分受益于中厚板、热卷的景气好转。
- 华菱钢铁的出口占比也位居各上市钢企前列，而衡阳钢管是华菱钢铁中出口力度最大的子公司，2010 年出口占比达到 45%，该值也远超过无缝管行业的平均水平（15.06%）。

- 我们判断 2011 年中国钢铁业的出口形势会有所好转，这有助于衡阳钢管盈利向好，使得华菱钢铁尤其受益。

图表27：华菱钢铁是中厚、热轧板产量占比以及出口占比均较高的钢企

	铁道用材	线螺棒	型材	中厚板	热轧板卷	冷轧板卷	无缝管	焊管	2009年出口收入占比
重点合计	0.9%	40.5%	2.6%	12.1%	24.8%	9.9%	1.8%	0.3%	3.88%
首钢集团		43.0%	1.9%	9.4%	30.0%	14.9%	0.3%		0.48%
河北钢铁	0.1%	30.1%	1.5%	12.4%	34.8%	13.0%		0.1%	
新兴铸管		100.0%							7.91%
太钢不锈		5.2%		21.5%	56.3%	15.6%		0.1%	
包钢股份	14.4%	27.6%	0.8%	13.1%	14.4%	14.5%	9.2%	0.2%	5.43%
鞍钢股份	3.5%	3.9%		19.3%	34.5%	33.3%	1.4%		19.80%
本钢板材		6.6%		1.2%	61.1%	27.0%			5.90%
东北特殊		97.6%		0.1%					
凌钢股份		68.5%			27.7%	1.7%		2.1%	
宝钢股份		7.7%		11.2%	26.0%	45.2%	4.5%	2.2%	9.40%
八一钢铁		53.5%		9.2%	30.9%	5.3%			
韶钢松山		57.2%		42.8%					1.25%
广钢股份		51.6%			32.9%	13.5%	0.8%	1.2%	0.75%
新冶钢		74.2%					25.8%		6.31%
南钢股份		36.9%	3.1%	50.4%					2.31%
淮钢特钢		98.7%				1.3%			na
杭钢股份	3.1%	76.2%	3.2%			1.4%			
马钢股份	0.8%	31.3%	18.2%	8.3%	17.5%	22.4%			1.45%
新钢股份		27.0%		31.8%	36.3%	1.9%	1.5%	0.6%	6.85%
方大特钢		100.0%							0.58%
三钢集团		80.6%		19.4%					0.00%
济钢集团	0.1%	34.9%	2.5%	37.9%	17.1%	7.6%			5.42%
莱钢集团		53.2%	19.8%	5.4%	8.9%	2.7%	2.0%		1.22%
安阳钢铁		38.1%	6.3%	27.3%	20.2%				1.54%
武钢股份	5.6%	8.8%		15.1%	33.2%	32.6%			
重钢股份		25.8%	6.4%	55.4%	6.7%	2.4%	3.2%	0.2%	
华菱钢铁		37.6%		22.0%	24.2%	8.2%	7.9%		10.91%
酒钢宏兴		56.1%		10.6%	22.2%	11.0%			0.00%
西宁特钢		97.5%					2.4%		0.02%
柳钢股份		32.59%	2.16%	17.09%	41.80%	6.36%			1.46%

注：出口占比全是上市公司口径，钢材产品结构部分是集团口径

来源：WIND、国金证券研究所

图表28：衡阳钢管的出口力度最大

华菱衡钢	销量 (万吨)	出口占比
油井管	45.8	57%
输送流体用无缝钢管(含高压)	6.6	7%
高压锅炉用无缝钢管	9.0	25%
气瓶用无缝钢管(含高压)	6.3	12%
结构用无缝钢管	10.5	11%
管线用无缝钢管	21.8	75%
其他	7.2	16%
合计	107.2	45%

注：其他主要指地质专用、船舶舰艇、液压件、汽车半轴套等用无缝管

来源：国金证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测：2011-2012年实现全面摊薄 EPS0.108元、0.475元

- 销量：2011年增长12.79%、2012年增长14.39%
 - 2007-2010年公司主要精力集中在“规模化、高端化”、大搞建设上，经过2010年的危机后，我们判断2011年公司会将主要精力转移到内部整治、提升产品质量上，因此预计2011年公司产销量增幅预计不会太大，2012年产量增长将会加速。
 - 2011-2013年公司产销量的增量将主要来自于新近或即将投产的项目，主要是热轧板、中厚板、钢管。参考公司的排产情况，我们2011年、2012年公司的钢材产品销量分别同比增长12.79%、14.39%。

图表29：华菱钢铁主要钢材产销量预测（万吨）

产品种类	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
棒材	286.0	202.2	261.2	264.4	264.4	264.4	264.4
宽厚板	147.0	211.2	219.9	297.6	374.6	464.6	464.6
钢管	100.2	103.5	93.5	106.4	130.0	150.0	173.0
线材	210.0	204.3	239.6	245.2	245.2	245.2	245.2
热轧板卷	148.0	132.9	144.6	327.8	385.0	485.0	656.0
冷轧卷	84.0	78.7	78.2	96.9	104.0	104.0	104.0
带钢	44.0	44.9	28.6	1.7	10.0	20.0	40.0
镀锌	17.0	0.7	3.2	15.8	16.0	16.0	16.0
板坯	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
型材	10.0	12.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
其他							
合计	1046.20	990.40	1069.16	1355.82	1529.21	1749.21	1963.21
YOY		-5.33%	7.95%	26.81%	12.79%	14.39%	12.23%

来源：国金证券研究所

- 售价：2011年增长12.26%、2012年基本持平

- 一方面由于热卷、中厚板的景气趋势预计好于长材和冷轧，另一方面公司致力于提升热卷、中厚板、钢管的产品附加值和产品质量，因此我们假设2011年公司主要产品棒材、冷轧、带钢的销售均价上涨12%、钢管的销售均价上涨17.5%、热轧板卷均价上涨13%、中厚板均价上涨13.3%；2012年公司热轧板卷和中厚板价格上涨1.5%，钢管价格上涨3.10%，其他产品价格保持不变。
- 这样公司综合售价2011年上涨12.30%、2012年下跌0.08%。

图表30：华菱钢铁主要品种钢价格预测（元/吨）

产品种类	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
棒材	3,141	5,194	4,015	4,840	5420.71	5420.71	5420.71
宽厚板	4,494	5,884	3,843	3,982	4511.49	4579.16	4579.16
钢管	6,463	8,233	6,200	6,185	7266.92	7492.19	7604.57
线材	2,822	3,632	2,364	2,655	2973.36	2973.36	2988.22
热轧板卷	3,644	5,072	2,664	3,580	4044.86	4105.53	4105.53
冷轧卷	4,152	5,204	3,759	4,496	5035.97	5035.97	5086.33
带钢	3,320	4,144	2,966	4,091	4582.03	4582.03	4582.03
镀锌	4,835	5,099	3,980	4,537	5081.04	5081.04	5081.04
板坯							
型材	3,315	4,735	4,438	0	0.00	0.00	0.00
其他							
综合单价	4190.8	5686.5	3877.4	4466.9	5016.5	5012.4	4972.5
YOY		35.69%	-31.81%	15.20%	12.30%	-0.08%	-0.80%

来源：国金证券研究所

- 成本：2011年上升6.47%、2012年基本持平

- 假设 2011 年、2012 年澳洲 62.5% 品位的铁矿石长协 FOB 均价分别上涨 32.46%、下降 2.65%，国内现货价 2011 年上涨 25.14%、2012 年保持不变；再考虑到其他费用（海运费、港口装卸费、物流费等）较高，且变化不大，因此最后华菱钢铁到厂的矿石成本 2011 年上涨 20.95%、2012 年下跌 1.71%。
- 假设废钢价格 2011 年上涨 22.91%，2012 年保持不变；焦炭价格 2011 年上涨 10.74%、2012 年保持不变。
- 再考虑到公司在 2011 年在建工程转固的项目已不多，且产量在增长，我们假设 2011 年、2012 年公司吨钢固定资产折旧分别下降 10 元/吨、10 元/吨；此外未来 2 年将是公司管理水平提升、勤修内功的年份，我们判断公司除原燃料、人工、折旧后的其他成本将恢复至、甚至略好于 2009 年的水平。
- 这样公司的吨钢成本 2011 将上涨 7.15%、2012 年将下降 1.60%。

图表31：华菱钢铁主要成本预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
铁矿石综合成本	926	1138	807	1112	1345	1322	1313
废钢	2337	3223	2595	2929	3600	3600	3600
焦炭	1285	2211	1615	1806	2000	2000	2000
焦煤	727	1575	1076	1355	1499	1499	1499
喷吹煤	507	1100	751	946	1047	1047	1047
电力	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
水	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
氧气	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
吨辅料成本	171	212	150	165	163	163	163
人工	25	25	25	25	25	25	25
吨钢折旧	256	287	287	281	280	270	260
其他	504	1092	476	648	480	450	440
美元兑人民币	7.60	6.94	6.83	6.76	6.58	6.45	6.35
吨钢材综合成本	3633	5104	3595	4402	4716	4641	4607

来源：国金证券研究所

■ EPS: 2011 年 0.108 元、2012 年 0.475 元

- 根据上述假设，我们测算出 2011 年、2012 年公司营业收入分别为 769.70 亿元、880.53 亿元，同比增长 2726%、14.4%；
- 2011 年、2012 年公司归属于母公司的净利润分别为 3.25 亿元、14.34 亿元；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.108 元、0.475 元。

估值：综合三种估值方法，给予 6-12 个月 6.10 元的目标价

■ DCF 绝对估值

- 主要基本假设：（1）无风险利率 3.85%、风险溢价 10%；（2）行业 Beta 值为 1.20；（3）永续增长率 $TV=2.5\%$ 。得出华菱钢铁的理论每股价值为 6.08 元。

图表32：华菱钢铁 DCF 绝对估值过程

II、WACC

每股价值	6.08										TV 增长率	2.5%
企业值	63,753.74										WACC	9.43%
股票价值	18,347.23										债务	43,360.31
会计年度截止日: 12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCF	1,333.04	1,475.37	4,024.98	4,963.72	5,745.01	5,743.15	5,746.38	5,753.90	5,765.01	5,779.15	85,516.46	131,846.16
PV(FCF)	1,218.20	1,232.12	3,071.79	3,461.87	3,661.60	3,345.07	3,058.63	2,798.79	2,562.62	2,347.60	34,738.36	61,496.64

来源：国金证券研究所

■ PE、PB 法估值

- 我们认为在“天时、地利、人和”的大背景下，涟钢和华菱钢铁均呈现出中兴之相、弹性之美的特征，新华菱走正在重塑旧辉煌的道路上。按 2012 年 12 倍的 PE，再考虑到华菱持股 10.42% 的金西资源的价值（贡献每股价值 0.40 元），我们给予华菱钢铁 6-12 个月 6.10 元（=0.475*12+0.40）的目标价，给予“买入”评级。
- 该目标价对应着华菱钢铁 2011 年 1.31 倍 PB、2012 年 1.28 倍 PB。

图表33：运用 DCF 法估值金西铁矿能增厚华菱钢铁每股价值 0.40 元

金西资源铁矿价值	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
储量（万吨）	15000	15000	14850	14200	13200	12200	11200	10200	9200	8200	7200	6200	5200	4200	3200	2200	1200	200
产量（万吨）	0	0	150	650	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
价格（美元/吨）	150	140	130	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
营业收入(百万美元)	0	0	195	780	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
铁矿运营支出(美元/吨)	80	70	70	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
减：营业成本(百万美元)	0	0	105	357.5	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550
营业毛利(百万美元)	0	0	90	422.5	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650
营业利润(百万美元)	0	0	90	422.5	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650
EBIT(百万美元)	0	0	90	422.5	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650
所得税率(%)	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
NOPLAT(百万美元)	0	0	63	295.8	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455
基础设施成本(百万美元)	10	75	75	550														
铁矿建设成本(百万美元)	5	15	15	350														
减：资本支出(百万美元)	15	90	90	900														
FCFF(百万美元)	-15	-90	-27	-604	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455
	无风险 利率 Rf	β	Rm-Rf	Ke	税率	Kd	Ve	Vd	目标资 本结构	WACC	折现 价值	华菱持 股比例	所占 华菱总 股本	华菱总 股本	汇率	每股价 值		
金西矿对华菱每股价值的贡献	4.75%	1	9.5%	14.3%	30.0%	10%	0	0	1.5%	9.98%	1773	10.4%	184.8	3016	6.6	0.40		

注：涉及到折现价值单位均为百万美元，每股价值单位为元，华菱钢铁总股本单位为百万股

来源：Goldenwestresources、国金证券研究所

■ 吨钢市值法估值

- 由于 2010 年的巨亏，华菱钢铁股价一度跌到上市以来的最低点。按照 2010 年 1356 万吨钢材产量、2011 年 3 月 18 日的收盘价计算，华菱钢铁的吨钢市值为 959 元，位居各上市钢企末位。
- 2010 年上半年 ROE 同样欠佳的上市钢企吨钢市值在 1087-2365 元之间：安阳钢铁（ROE 为 0.48%）为 1224 元、南钢股份（ROE 为 2.24%）为 2365 元、河北钢铁（ROE 为 2.51%）为 1087 元、三钢闽光（ROE 为 2.72%）为 1311 元、济南钢铁（ROE 为 2.81%）为 1219 元。
- 如果考虑到华菱钢铁在 2010 年底已具备 1779 万吨钢材产能、2012 年上半年即将具备 1829 万吨钢材产能，那么目前华菱钢铁的吨钢市值仅为 710-730 元。
- 吨钢材的重置成本至少在 2500 元以上，我们保守给予华菱钢铁 6-12 个月 1000 元的吨钢市值目标价，以 1829 万吨的钢材产能计算，这对应着 182.9 亿元的市值、6.06 元/股的股价。

图表34：华菱钢铁吨钢市值位居所有上市钢企末位



来源：中国钢铁工业协会、WIND、国金证券研究所

■ 估值结论

- 综合 DCF 绝对估值、PE 及 PB 相对估值、吨钢市值估值等三种方法，我们取中值，认为给予华菱钢铁未来 6-12 个月 6.10 元的目标价比较合理。

风险提示

■ 管理的改善不达预期

- 公司在 2010 年巨亏的最大原因是子公司涟钢管理不善，在 2010 年 8 月份华菱钢铁 CEO 曹慧泉先生亲自担任涟钢总经理，全面主持涟钢工作。从目前的情况来看，涟钢的管理确实出现了较大的改善。但是公司治理是攻坚战也是持久战，如果管理方面出现了反复，将会导致我们的盈利预测和估值面临下调风险。

■ 钢铁行业景气恢复状况不达预期

- 我们判断钢铁行业“两头受挤”的状况将有望得到趋势性的缓和：一方面行业供求关系好转，另一方面铁矿石供求关系趋于宽松将导致价格趋弱。如果未来行业形势与我们的判断不一致，也将会负面影响公司的投资价值。

■ 宏观经济波动及贸易摩擦风险

- 如果国内外宏观经济环境出现了较大的变化，导致资本市场系统性的估值下降，也会影响到华菱钢铁的投资价值。

附录：华菱钢铁 (000932) 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
主营业务收入	56,318	41,503	60,602	76,713	87,678	97,621		货币资金	3,761	2,337	3,470	900	967	967
增长率	-26.3%	46.0%	26.6%	14.3%	11.3%		应收账款	1,853	2,495	4,790	5,923	6,769	7,537	
主营业务成本	-50,547	-38,440	-59,677	-72,120	-81,175	-90,454	存货	6,992	7,607	10,764	11,895	13,388	14,919	
%销售收入	89.8%	92.6%	98.5%	94.0%	92.6%	92.7%	其他流动资产	1,604	2,990	4,103	3,422	3,784	4,155	
毛利	5,772	3,063	925	4,594	6,503	7,167	流动资产	14,210	15,429	23,127	22,139	24,908	27,578	
%销售收入	10.2%	7.4%	1.5%	6.0%	7.4%	7.3%	%总资产	28.3%	24.1%	31.3%	29.9%	32.2%	35.3%	
营业税金及附加	-480	-143	-108	-137	-156	-174	长期投资	635	2,631	1,722	1,723	1,722	1,722	
%销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	33,160	43,189	46,468	47,954	48,793	47,231	
营业费用	-714	-572	-592	-749	-856	-953	%总资产	66.0%	67.5%	62.8%	64.8%	63.2%	60.5%	
%销售收入	1.3%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	2,052	2,457	2,558	2,158	1,822	1,539	
管理费用	-1,830	-1,550	-1,690	-2,139	-2,445	-2,722	非流动资产	36,037	48,560	50,856	51,837	52,338	50,494	
%销售收入	3.2%	3.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	%总资产	71.7%	75.9%	68.7%	70.1%	67.8%	64.7%	
息税前利润 (EBIT)	2,747	798	-1,464	1,569	3,046	3,318	资产总计	50,247	63,989	73,983	73,976	77,247	78,072	
%销售收入	4.9%	1.9%	n.a	2.0%	3.5%	3.4%	短期借款	11,592	13,030	26,996	21,616	22,092	19,135	
财务费用	-1,111	-865	-1,053	-1,465	-1,317	-1,274	应付款项	8,741	10,638	13,530	17,509	19,797	22,055	
%销售收入	2.0%	2.1%	1.7%	1.9%	1.5%	1.3%	其他流动负债	856	1,034	947	1,118	1,227	1,332	
资产减值损失	-488	-4	-204	-15	-2	-2	流动负债	21,189	24,702	41,473	40,242	43,115	42,522	
公允价值变动收益	0	0	22	0	0	0	长期贷款	9,321	12,946	16,365	16,365	16,365	16,366	
投资收益	-6	129	170	186	250	250	其他长期负债	142	4,428	221	0	0	0	
%销售收入	3.2%	3.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	负债	30,652	42,075	58,059	56,607	59,480	58,888	
%税前利润	n.a	221.0%	-6.7%	67.5%	12.6%	10.9%	普通股股东权益	14,512	15,241	12,444	14,009	14,356	15,709	
营业利润	1,143	58	-2,530	275	1,977	2,292	少数股东权益	1,978	2,182	2,046	1,926	1,977	2,042	
营业利润率	2.0%	0.1%	n.a	0.4%	2.3%	2.3%	负债股东权益合计	47,141	59,498	72,549	72,543	75,813	76,639	
营业外收支	-10	1	-7	0	0	0								
税前利润	1,133	58	-2,537	275	1,977	2,292								
利润率	2.0%	0.1%	n.a	0.4%	2.3%	2.3%								
所得税	-42	45	-204	-69	-494	-573								
所得税率	3.7%	-77.5%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%								
净利润	1,090	104	-2,740	207	1,483	1,719								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
非现金支出	3,376	3,123	4,074	4,836	5,510	5,856								
非经营收益	924	621	1,168	1,289	1,086	1,044								
营运资金变动	2,039	450	-5,014	2,297	-307	-308								
经营现金活动净流	7,429	4,299	-2,513	8,629	7,772	8,311								
资本开支	-9,381	-11,348	-6,994	-5,910	-6,009	-4,010								
投资	-1,350	-901	503	-1	0	0								
其他	86	142	216	186	250	250								
投资活动现金净流	-10,646	-12,107	-6,276	-5,725	-5,759	-3,760								
股权募资	0	177	0	1,538	-784	0								
债权募资	4,370	7,851	11,668	-5,458	476	-2,955								
其他	-1,822	-1,644	-1,753	-1,554	-1,638	-1,596								
筹资活动现金净流	2,548	6,384	9,916	-5,474	-1,946	-4,551								
现金净流量	-669	-1,424	1,128	-2,570	67	0								

来源：公司年报、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	2	3	6
买入	1	6	8	11	14
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.88	1.83	1.81	1.77

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
3 2011-03-31	买入	4.27	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