

华菱钢铁(000932)调研简报

推荐

长期增长值得期待 短期关注出口复苏

维持评级

原材料/普钢

2009 年 9 月 21 日

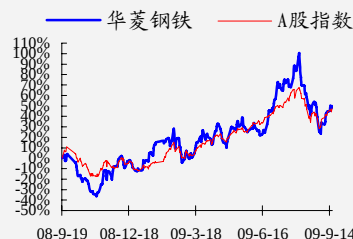
投资要点:

- 公司是我国第二大无缝钢管生产厂家, 目前, 拥有 $\phi 50$ 、 $\phi 89$ 、 $\phi 219$ 、 $\phi 340$ 、 $\phi 720$ 五条钢管生产线、两条管加工生产线, 产能达到 130 万吨。未来加上 $\phi 180$ 的 50 万吨产能以及锡钢 100 万吨产能的注入, 钢管产能将在目前基础上翻番。
- 在安赛乐米塔尔的帮助下, 公司的宽厚板很快达到了国际先进水平, 并开发出船板用钢的最高级别 F40。目前两条 3.8mm 生产线产能 300 万吨, 正在建设中的 5m 宽厚板预计 2011 年投产。
- 除此之外, 公司即将建设更多高端的精品钢材, 包括与第一大股东华菱集团和第二大股东安赛乐米塔尔合资建设的汽车板项目。公司涟钢不光为汽车板提供热轧基板, 还将为集团与 AM 合资建设的电工钢提供热轧基板。这对于调整涟钢板材产品结构, 提升产品档次具有深远影响。
- 宽厚板和钢管是公司主要的盈利品种, 这两个品种对外依赖度较高, 在正常的年份出口量占到总产量的一半左右。全球金融危机对公司的出口影响很大, 并由此拖累了公司的业绩。而从目前看, 全球经济在复苏, 国际钢价在上涨, 出口在缓慢复苏, 我们预计公司将明显从中受益。
- 按照 9 月 19 日的股价计算, 公司当前的 PB 为 1.36 倍, 低于行业平均估值水平; 在所有钢铁类上市公司中, 排在倒数第三位, 具有较高的安全边际。影响公司最主要的因素——出口预计将好转, 从而使得公司的业绩改善明显。基于此, 我们维持公司“推荐”评级。
- 风险提示: 国外对钢材反倾销超出预期。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	5,631,837	28.45	95,300	-40.89	0.35		20.4	
2009E	4,902,317	-12.95	15,935	-83.27	0.06		119.2	
2010E	5,219,494	6.47	51,775	224.92	0.19		37.6	
2011E	5,593,560	7.17	81,030	56.50	0.30		23.8	

走势图



市场数据

2009-9-18

收盘价:	7.15 元
52 周最高价:	10.46 元
52 周最低价:	3.19 元
平均持仓成本:	6.04 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	273,765
流通 A 股 (万股):	273,765
每股收益 (元):	(0.19)
每股净资产 (元):	5.26
每股经营现金流 (元):	0.82
市净率:	1.36

分析师: 张能进

TEL: (8621)6336 7000-276

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhangnj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、长期增长值得期待

1. 全球第二大无缝钢管生产企业

2005 年以前，公司的主要产品为钢管、棒材、线材；其中，钢管的竞争力、盈利能力最强。公司是我国第二大无缝钢管生产厂家，同时也是全球第二家产量过百万吨的专业化无缝钢管生产企业。经过几十年的发展，已经打造出了油气用管、高压锅炉管、机械加工用管三大拳头产品，成为中国油气用管、高压锅炉管定点生产厂家，产品一半用于出口。目前，拥有 $\phi 50$ 、 $\phi 89$ 、 $\phi 219$ 、 $\phi 340$ 、 $\phi 720$ 五条钢管生产线、两条管加工生产线，产能达到 130 万吨。

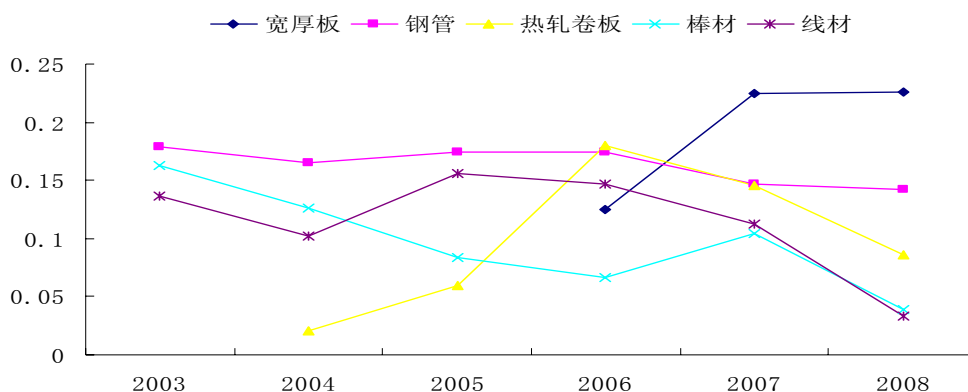
公司拟新建一套年产直径为 $\phi 114 \sim 180\text{mm}$ 、壁厚为 $4.5 \sim 28\text{mm}$ 各种热轧专用特种无缝钢管 50 万吨的 $\phi 180\text{mm}$ 中口径无缝钢管连轧管机组，以形成完整的无缝钢管生产系列。主要生产产品为石油油套管管体、石油套管管体、石油钻杆管体、油套管接箍料、管线管等。另外，锡钢是集团为数不多的钢铁主业资产，钢管产能 100 万吨，集团承诺将注入到上市公司中。新的产能形成后，公司的钢管产能将翻番。

2. 极具竞争力的宽厚板

2005 年公司引入了全球最大的钢铁生产厂家阿赛乐米塔尔作为战略投资者。AM 的加入使得公司的战略更加明确，也更加坚定，即走高端精品路线。2005 年公司开始投资建设第一条 3.8m 的宽厚板，06 年开始产生效益，并成为既钢管后又一主要利润来源。在 AM 的帮助下，公司已建成了具有国内外先进水平的宽（中）厚板生产线，正致力于宽（中）厚板产品系列化的开发，已开发出 F40 级船用钢板，并通过 9 个国家船级社认证。公司也成为国内第二家中船集团签订战略合作协议的钢铁企业，并与韩国现代重工的主要造船企业形成了长期的战略合作。公司中厚板的 85% 是通过直供的形式销售，保证了客户的稳定。

热处理是生产高附加值专用板材过程中至关重要的一个中间环节。公司目前拥有热处理生产线 2 条，年设计产能 51 万吨，占中厚板总产能的 20.4%。公司当前正积极建设第三条热处理生产线，建成后将新增热处理能力 42 万吨，占中厚板总产能的比例可增加 37.2%。截止到目前，公司拥有两条 3.8m 的中厚板生产线，产能 300 万吨。公司正在建设一条 5m 的宽厚板，预计 2011 年投产；建成后，公司的宽厚板将更加具有竞争力。

图 1：宽厚板和钢管是公司盈利最好的两个品种



数据来源：公司定期报告，东北证券金融与产业研究所

3.更多精品值得期待

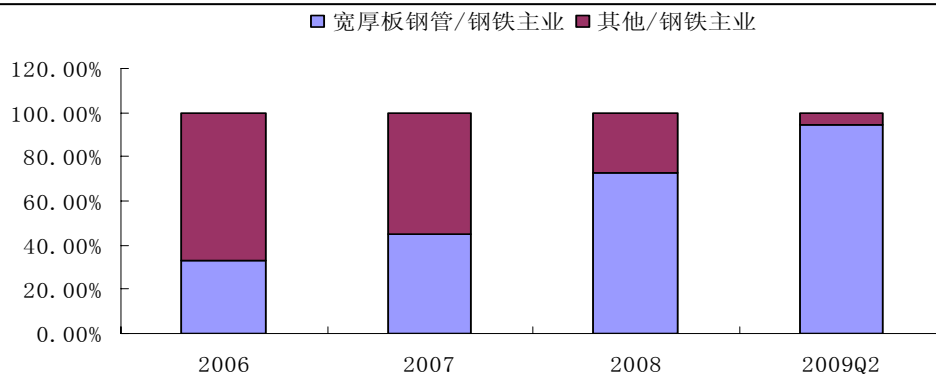
2007年11月公司与公司第一大股东华菱集团和第二大股东安赛乐米塔尔签署了汽车板、硅钢和不锈钢三项技术合作的《框架协议》。2008年6月三方签署了汽车板合资公司《合资经营合同》，公司持股34%，华菱集团持股33%，安赛乐米塔尔持股33%；合资公司将新建汽车板冷板和热镀锌生产线，预计年产汽车板120万吨。目前国内高端汽车板主要集中在宝钢、鞍钢，还有一部分还需要进口；公司汽车板项目的建设将在一定程度上替代进口，必将成为另一个盈利增长点。

汽车板生产线所用热轧基板将全部由公司的控股子公司涟钢所提供。另外，公司前两大股东还拟出资设立华菱安赛乐米塔尔电工钢有限公司，所用基板也将由涟钢提供。价格将按照成本加成的原则计算。在这个过程中，涟钢不光能获得稳定的收益；由于对提供给汽车板和电工钢的热轧要求非常高，这还将明显提高涟钢自身产品的档次，间接提升了公司的竞争力。

二、短期关注出口复苏

近几年，宽厚板和钢管对公司的利润贡献程度逐年提高，从2006年的32.9%提高到2009年上半年的94.76%。因此，宽厚板和钢管的好坏将直接决定公司盈利的好坏。由于公司宽厚板和钢管具有极强的竞争力，这两个品种的出口比例较大，在正常的2007、2008年出口占他们产量的50%左右，出口值也占到主营业务收入的21%左右。受到全球金融危机影响，今年上半年公司的出口收入占比下降到14%，并且表现在出口量和出口价格上都有不同程度的下滑。因此，全球经济的复苏，出口的转好，将对公司的业绩产生明显的积极影响。

图 2：宽厚板钢管业务毛利润占钢铁主业毛利润比例逐年提高



数据来源：公司定期报告，东北证券金融与产业研究所

国际钢价从五月份开始触底反弹，已经连续四个月上涨。随着全球经济的进一步复苏，有望进一步上涨。而与此同时，在存货和钢材产量连创新高的背景下，国内的钢价却从 8 月份开始出现暴跌，并在未来一段时间内仍然在底部徘徊，这将持续拉大与国际钢价之间的价差。价差的拉大与国内钢材的出口在一定程度上呈正比关系，价差缩小，出口减少，价差拉大，出口增加。

国内外价差拉大的趋势有利于国内钢材出口。我们从近几个月的出口情况来看，出口有缓慢复苏迹象。5 月份出口钢材 135 万吨，达到年内低点。从 6 月份开始逐月增加。我们认为，这种趋势有望进一步延续。这将对出口比例较大的钢企正面影响较大，华菱钢铁就是其中之一。虽然从我们了解的情况看，目前还没有实质性的影响，但随着环境的进一步好转，效果将逐步显现出来。

图 3：全球钢价走势

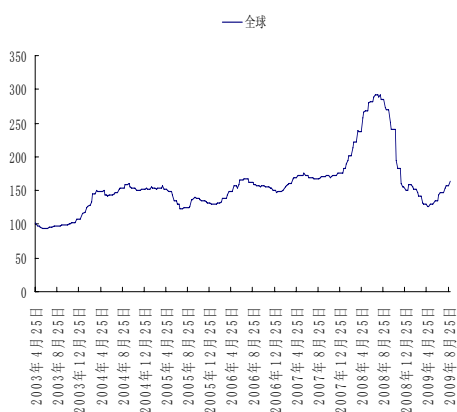
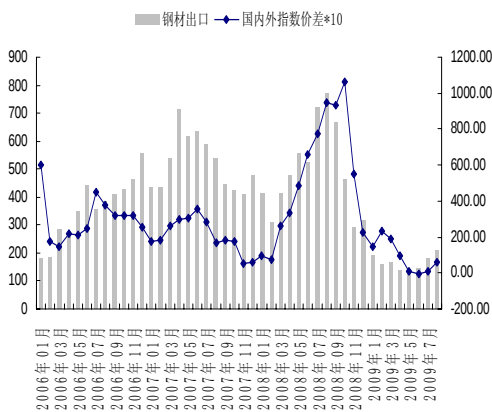


图 4：价差与出口呈一定正相关关系



数据来源：MYSTEEL, 东北证券金融与产业研究所

三、估值及投资建议

按照 9 月 19 日的股价计算，公司当前的 PB 为 1.36 倍，低于行业平均估值水平；在所有钢铁类上市公司中，排在倒数第三位，具有较高的安全边际。影响公司最主要的出口预计将好转，从而使得公司的业绩改善明显。基于此，我们维持公司“推荐”评级。

风险提示：国外对钢材反倾销超出预期。

表 1：钢铁类上市公司估值一览表

公司名称	代码	股价	PB	公司名称	代码	股价	PB
邯郸钢铁	600001	5.46	1.25	承德钒钛	600357	7.82	2.27
安阳钢铁	600569	5.37	1.29	南钢股份	600282	6.03	2.34
华菱钢铁	000932	7.15	1.36	武钢股份	600005	8	2.37
宝钢股份	600019	7.08	1.38	酒钢宏兴	600307	12.89	2.43
新钢股份	600782	8.07	1.40	太钢不锈	000825	8.23	2.43
马钢股份	600808	4.69	1.43	济南钢铁	600022	5.3	2.62
本钢板材	000761	7	1.49	凌钢股份	600231	9.39	2.69
杭钢股份	600126	6.15	1.56	抚顺特钢	600399	8.42	2.71
重庆钢铁	601005	5.77	1.81	西宁特钢	600117	10.02	2.91
韶钢松山	000717	6.15	1.87	新兴铸管	000778	10.9	2.92
鞍钢股份	000898	13.6	1.96	攀钢钢钒	000629	8.06	2.94
首钢股份	000959	5.22	2.00	八一钢铁	600581	10.59	3.12
莱钢股份	600102	11.65	2.07	三钢闽光	002110	14.01	3.23
包钢股份	600010	4.31	2.08	柳钢股份	601003	7.84	4.64
大冶特钢	000708	9.02	2.22	广钢股份	600894	5.58	8.09
唐钢股份	000709	7.46	2.26	加权平均			1.83

数据来源：WIND, 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209