



金属, 采矿, 制品/原材料

华菱钢铁 (000932)

盈利均值回归中找寻投资机会

李宏亮
01059312705
lihongliang010771@gtjas.com
编号 S1010510120065

本报告导读:

公司逐步扭亏为盈, 在盈利均值回归中找寻投资机会。

投资要点:

- **集团高价现金入股。**公司 2011 年 3 月完成 2008 年度非公开发行项目, 集团以涟钢、湘钢股权加现金认购股票。由于公司现金流紧张, 拟将该股权以现金方式转让给集团。两项交易合并, 相当于集团 14.34 亿元现金以 5.16 元/股的价格认购 27800 万股, 相对于当前股价溢价 36%, 彰显集团对公司未来发展的信心。
- **经营逐步向好, 扭亏为盈在即。**公司二季度基本盈亏平衡。造成 2010 年大幅亏损的因素——管理混乱、铁矿石交易节奏把握错误、新线投产不顺等因素, 均得到改善, 并且未来将持续改善。通过管理班子的大幅调整以及采购体系管理的加强, 大幅降低生产成本, 同时跑冒滴漏现象大幅改善。同时生产上, 炼铁、炼钢工序的稳定性大幅提高, 新 2250 热轧的产品开发和调整均较为顺利。未来品种将不断优化。
- **估值有安全边际, 盈利均值回归中找寻投资机会。**之前由于亏损的担忧, 投资者认为未来的每股净资产会下降, 因此给予的 PB 估值很低, 但是当公司由亏转盈后, 目前 0.85 倍的 PB 是存在安全边际的。如果公司未来回到目前行业平均盈利水平, 每股收益应该在 0.50 元以上。同时未来存在锡钢的资产注入预期。
- **投资评级和盈利预测。**我们预测公司 2011 年/2012 年 EPS 分别为 0.07 元、0.32 元。我们给予公司“增持”的投资评级, 按照 1.2 倍 PB 给予公司 5.29 元的目标价。

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 5.29

上次预测: 3.13

当前价格: 3.78

2011.08.03

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.57-5.43
总市值 (百万元)	11,399
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,016/1,121
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	37%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交值 (百万元)	43

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	13,296
每股净资产	4.41
市净率	0.9
资产负债率	81%

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	41,503	60,602	71,172	79,437	83,402
(+/-)%	-26%	46%	17%	12%	5%
经营利润 (EBIT)	798	-1,464	1,771	2,890	3,813
(+/-)%	-71%	-284%	221%	63%	32%
净利润	120	-2,644	201	970	1,766
(+/-)%	-87%	-2302%	108%	384%	82%
每股净收益 (元)	0.04	-0.97	0.07	0.32	0.59
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	1.9%	-2.4%	2.5%	3.6%	4.6%
市盈率	86.2	-3.9	56.8	11.7	6.5
股息率 (%)	5.3%	5.3%	2.6%	2.6%	2.6%

《业绩稳步增长 外资管理逐渐显效》

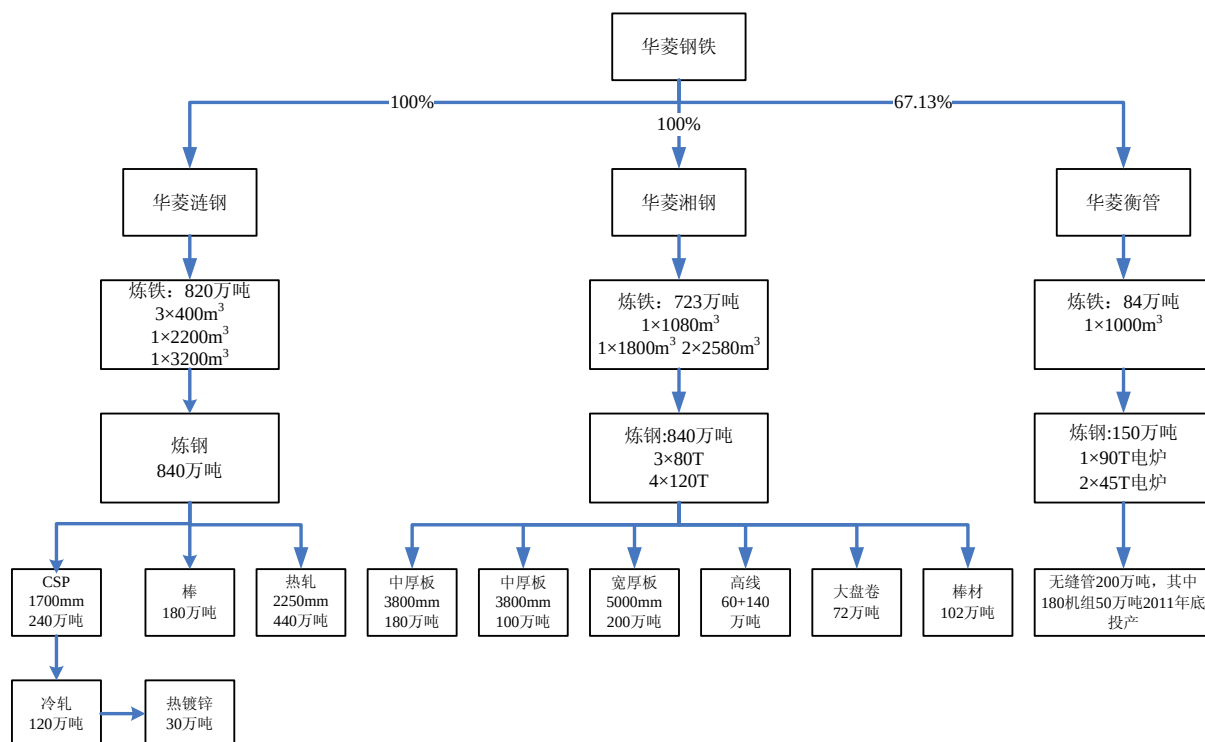
2006.10.27

1. 概况

公司拥有华菱涟钢 100%股权、华菱湘钢 100%股权、华菱衡管 67.13% 股权，钢铁产能集中在这三个控股或全资子公司手中。

产品几乎覆盖所有钢材品种，拥有 1900 万吨轧材能力，包括 550 万吨线棒材、200 万吨无缝管、480 万吨中厚板、550 万吨热轧板、120 万吨冷轧板。

图 1：产能分布

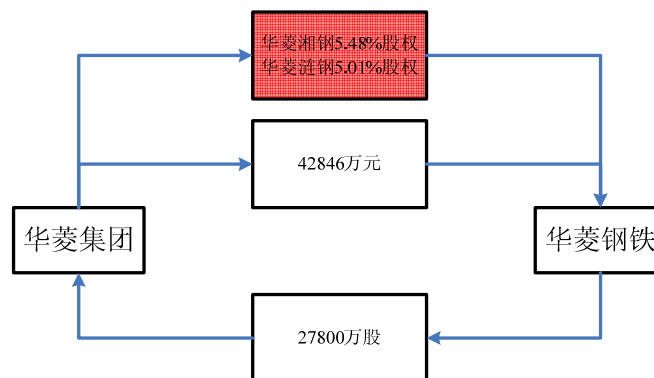


数据来源：国泰君安证券研究

2. 集团高价现金认购

公司 2011 年 3 月完成 2008 年度非公开发行项目。在本次公开发行中，公司以股权认购人民币 11.2 亿元（华菱湘钢 5.48% 的股权、华菱涟钢 5.01% 的股权）、以货币资金认购人民币 4.2846 亿元，认购股票 27800 万股，发行价格为 5.57 元/股。

图 2：集团现金+部分股权认购股份

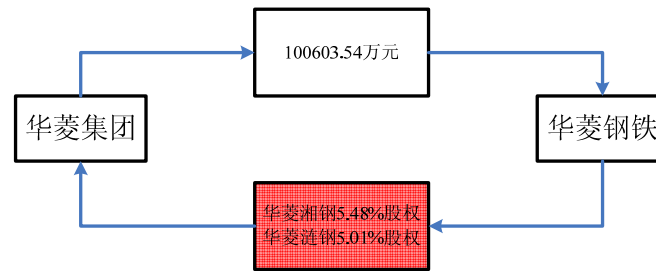


资料来源：公司公告、国泰君安研究

由于公司现金流紧张，公司拟将前次收购的华菱湘钢 5.48% 的股权、华

菱涟钢 5.01% 的股权, 以 100,603.54 万元的价格以现金方式转让给华菱集团, 并将股权转让款对华菱湘钢和华菱涟钢增资。方案已经通过股东大会批准。

图 3: 华菱钢铁出让子公司部分股权



资料来源: 公司公告、国泰君安研究

如果本次出让子公司部分股权方案实施, 对于华菱集团而言, 将两次方案合并, 相当于 143443.54 万元现金认购了 27800 万股, 折合每股 5.16 元/股。(由于公司 2010 年大幅亏损, 华菱湘钢 5.48% 的股权、华菱涟钢 5.01% 的股权评估值从 11.2 亿元, 下降到 10.06 亿元), 相对于目前股价仍溢价 36% 以上。

公司将出售股权现金增资后, 股权比例将变为华菱湘钢 94.71%, 华菱涟钢股权比例将变为 95.81%。

3. 盈利均值回归

公司前期发布了中期业绩预告, 预计 2011 年上半年归属母公司的净利润在 -1.98 亿元~ -2.38 亿元, 而一季度归属母公司的净利润为 -1.99 亿元, 因此, 二季度为 -0.39~0.01 亿元。我们判断, 公司二季度基本实现盈亏平衡。

3.1. 涟钢

造成涟钢 2010 年大幅亏损的原因: 新高炉炼铁工序不顺、新热轧 2250mm 调试和品种开发进度慢、较为严重的跑冒滴漏现象。经历大幅亏损之后, 公司大幅调整了涟钢领导层, 总经理和副总经理亲自坐镇, 加强了对涟钢的管理和管控。目前看来, 取得了一定的进展。公司的炼铁、涟钢工序的稳定性大幅提高, 炼铁指标居国内前列; 从严治厂的思路正逐步消除过去的跑冒滴漏环节, 同时着重加强了采购体系的管理, 降低生产成本; 新热轧的产品研制稳步进行, 品种结构不断优化, 高附加值品种比例不断增加。

3.2. 湘钢:

湘钢的中厚板仍比较艰难。但长材盈利较好。

3.3. 衡管:

衡管应该是二季度 3 个分公司中盈利最好的, 主要得益于无缝管行业的复苏和成本的降低。高油价下, 国际市场对无缝管的需求逐步恢复, 欧美无缝管的反倾销虽然对国内出口造成负面影响, 但同时也形成了欧美市场的高价格, 在高价差下仍有出口; 无缝管定价方式为提前定价, 生产的产品价格在 3~6 个月前就锁定, 二季度矿价下跌造成成本下降, 带来盈利提升。公司 720 大无缝项目进展良好, 月产超 1.2 万吨, 盈利较好。50 万吨的 180 无缝管项目在建, 预计 2011 年底、2012 年初投产, 届时无缝管产能将达到 200 万吨。

3.4. 未来盈利的提升点

首先, 管理出效益仍将持续。目前的管理更多的是把重心放在防止各种