

华菱钢铁(000932.SZ)

盈利复苏、弹性巨大

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元): -

分析师

分析师

笃慧

郭皓

S0740510120023

S0740513080001

021-20315133

021-20315196

duhui@r.qlzq.com.cn

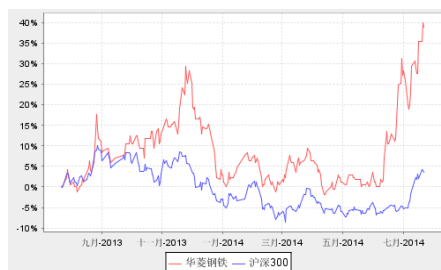
guohao@r.qlzq.com.cn

2014年8月7日

基本状况

总股本(百万股)	3015.65
流通股本(百万股)	3015.65
市价(元)	2.36
市值(百万元)	7116.93
流通市值(百万元)	7116.93

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	73,788.	59,320.	59,652.	59,460.	60,708.
营业收入增速	21.84%	-19.61%	0.67%	2.30%	2.10%
净利润增长率	-	-4835.8	-	338%	43%
摊薄每股收益(元)	0.02	-1.08	0.04	0.15	0.22
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	123.21	—	58	22.56	14.59
PEG	1.2	—	—	0.19	0.27
每股净资产(元)	4.4	3.49	3.51	3.66	3.88
每股现金流量	1.42	1.17	2.29	2.39	2.53
净资产收益率	0.53%	-30.83%	1.14%	4.10%	5.67%
市净率	0.48	0.61	0.66	0.63	0.60
总股本(百万股)	2,737.6	2,737.6	2,737.6	2,737.6	2,737.6

投资要点

- **业绩概要:** 华菱钢铁公布 2014 年中报, 上半年公司共实现销售收入 291 亿元, 同比增长 2.8%, 归属上市公司股东净利润 0.19 亿元, 去年同期为-3.8 亿元, 折合 EPS0.006 元, 去年同期 EPS 为-0.13 元。公司前两个季度 EPS 分别为-0.04 元、0.05 元;
- **吨盈利变化:** 公司上半年铁、钢、钢材产量同比增幅较大, 钢材销量同比增长 11%, 与年度进度预算基本持平。结合中报数据折算吨钢售价 3515 元/吨, 吨钢成本 3199 元/吨, 吨钢毛利 316 元/吨, 同比分别变化-193 元/吨、-301 元/吨和 107 元/吨。
- **行业利润持续复苏:** 今年钢铁产能投放出现中周期拐点, 新增产能少叠加产能退出增多导致今年冶炼产能有望实现负增长, 进而推动存量产能开工率上行、盈利回升。分产品品种来看, 板材产能调整最为充分, 自 2009 年后板材类钢厂产能投资开始得到抑制, 板材产能增量快速萎缩, 产能调整时间已经长达 5 年, 而期间需求仍在不断增长, 因此产能过剩程度持续下降, 到今年达到一个从量变积累到质变的时点, 加工利润获得快速扩张。由于钢铁冶炼加板材产能建设至少需要 2 年时间, 因此此次盈利复苏的驱动因素具备较强持续性, 钢厂盈利有望盈利中长期拐点。华菱钢铁板材产能占多, 自然受益于板材行业的盈利回暖。若剔除公允价值变动损失, 公司 2 季度单季营业利润可达 2.4 亿元, 环比增加 4.8 亿元, 环比吨盈利改善幅度可达 120 元/吨, 若考虑到 2 季度是逐月改善趋势, 可以推断 6 月份吨盈利已十分可观;
- **公司降本措施见效:** 上半年公司克服高炉运行瓶颈, 提高生产效率, 使钢材产销量同比显著增加, 固定

成本得到摊薄；深入推进对标挖潜，降低工序成本；提高能源和资源综合利用水平，自发电比例显著提高，增幅达 40%；二季度财务费用显著回落，环比降幅达 31%。在行业回暖的基础上，公司自身降本措施使利润复苏更进一步；

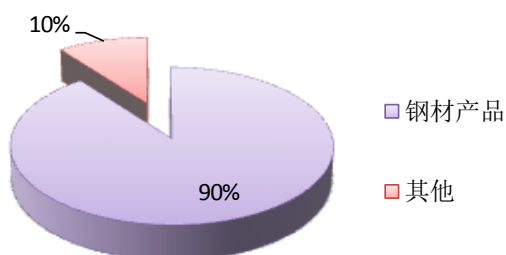
■ **财务分析：**公司 14 年上半年毛利率 7.8%，同比上升 2.5%；期间费用率 7.5%，同比增加 1.2%；净利润率 0.1%，同比上升 1.5%；单季主要财务指标如下：

- 13 年 Q3-14 年 Q2 毛利率：4.7%、5.7%、7.0%、8.6%；
- 13 年 Q3-14 年 Q2 期间费用率：4.9%、5.0%、8.5%、6.7%；
- 13 年 Q3-14 年 Q2 所得税费用率：-2.6%、-1.3%、-3.8%、2.9%。

■ **未来看点——汽车板项目投产：**14 年 6 月华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司汽车板项目 VAMA 在湖南娄底正式投产。米塔尔为汽车板项目提供全球领先的汽车板生产技术，包括强度高达 1200MPa 的先进高强度钢板（AHSS）、超高强度钢板（UHSS）和 Usibor®1500，可以满足汽车行业更高的安全、轻量、抗腐蚀和减排要求。VAMA 今年的主要任务是设备调试和汽车厂客户认证，预计 2015 年 4 季度实现季度达产，2016 年全面达产。

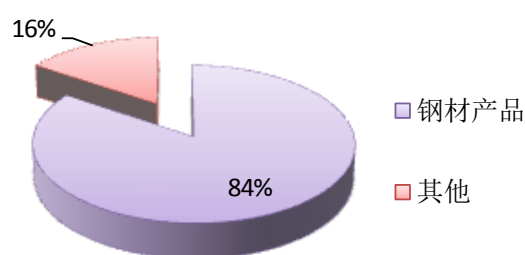
■ **投资建议：**钢铁冶炼及板材产能周期正走出阴霾，行业供需环境逐步改善并接近质变临界点，钢铁加工利润获得持续复苏。长期不被看好的钢厂资产正在被市场重新审视，钢铁股正经历盈利及估值的中长期拐点。华菱钢铁目前估值依然偏低，吨钢市值只有 430 元，而同类型钢厂吨钢重置成本需要 5000 元，即使考虑财务杠杆也应远超目前华菱吨市值水平，在钢铁盈利出现趋势性好转且未来国家政策严禁新增产能的情况下，直接在二级市场购入钢铁股应成为产业资本的最优选择，因此不难理解在公司半年报中产业资本继续对公司实施增持的现象。我们继续看好行业及公司基本面的长期改善趋势，维持“增持”评级。

图表 1：分产品销售收入占比

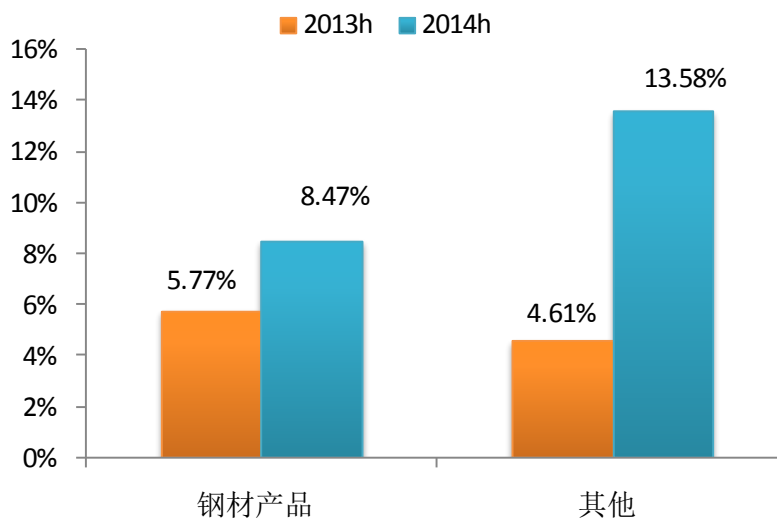


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 2：分产品营业利润贡献占比



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 3：分产品营业利润率


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 4：单季财务指标比较

	2012/9/30	2012/12/31	2013/3/31	2013/6/30	2013/9/30	2013/12/31	2014/3/31	2014/6/30
营业收入(百万元)	13986.06	13072.54	13108.75	15185.13	15304.42	16053.77	14076.74	15009.24
营业成本(百万元)	14095.90	12582.14	12472.63	14306.32	14579.44	15137.36	13098.36	13715.52
销售费用(百万元)	152.53	154.36	139.07	156.59	153.89	131.71	160.53	180.69
管理费用(百万元)	412.20	461.26	398.94	418.79	253.14	418.10	393.96	384.37
财务费用(百万元)	545.08	379.62	425.82	244.82	343.64	246.77	635.12	439.20
利润总额(百万元)	-1285.23	-687.73	-377.12	15.25	120.42	407.11	-180.54	234.51
所得税费用(百万元)	4.91	68.92	14.07	12.61	-3.14	-5.35	6.95	6.89
净利润(百万元)	-1290.13	-756.65	-391.19	2.64	123.56	412.46	-187.49	227.62
EPS	-0.41	-0.23	-0.12	-0.01	0.04	0.13	-0.04	0.05
毛利率	-0.8%	3.8%	4.9%	5.8%	4.7%	5.7%	7.0%	8.6%
三项费用率	7.9%	7.6%	7.4%	5.4%	4.9%	5.0%	8.5%	6.7%
所得税率	-0.4%	-10.0%	-3.7%	82.7%	-2.6%	-1.3%	-3.8%	2.9%
净利率	-9.2%	-5.8%	-3.0%	0.0%	0.8%	2.6%	-1.3%	1.5%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 5：年度吨钢盈利能力比较

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2012H	2013H	2014H
钢材销量(万吨)	1137	1485	1543	1402	1429	1600	729.0	705.7	783.3
钢铁业营业收入(百万元)	39993	58146	70669	56557	55487	56763	30894	26171	27536
钢铁业营业成本(百万元)	37728	57582	68265	55715	52508	53558	30305	24696	25059
销售费用(百万元)	572	592	721	610	581	680	303	296	341
管理费用(百万元)	1499	1640	1742	1659	1489	1502	785	818	778
财务费用(百万元)	865	1053	1184	1818	1261	1866	894	671	1074
净利润(百万元)	104	-2740	73	-3463	147	465	-1416	-389	40
EPS	0.04	-0.97	0.02	-1.08	0.04	0.15	-0.43	-0.13	0.01
吨钢售价(元/吨)	3517	3916	4580	4034	3883	3548	4238	3709	3515
吨钢成本(元/吨)	3318	3878	4424	3974	3674	3347	4157	3500	3199
吨钢毛利(元/吨)	199	38	156	60	208	200	81	209	316
吨钢三项费用(元/吨)	258	221	236	292	233	253	272	253	280
吨钢净利润(元/吨)	9	-185	5	-247	10	29	-194	-55	5

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。