

投资未来精品战略

研究结论

- **近期生产经营：**国内钢价的持续下跌对公司 4 季度业绩形成一定压力，湘钢、衡钢因为宽厚板、无缝钢管下跌相对滞后、高毛利特性在四季度略有盈利，涟钢由于高库存和热轧板卷的抗风险能力较差会出现一定程度的亏损。
- **定向增发：**募集资金的投资项目今年已经投资，大概明年一季度、上半年可以陆续投产，业绩的增长保证了不会摊薄业绩。公司定向增发完成后，华菱湘钢、华菱涟钢成为公司的全资子公司，对业绩也有一定的增厚。
- **安米的影响：**公司主要在技术、人力资源、公司管理和发展战略上和 ArcelorMittal 展开了深入的合作，在 AM 的影响下，华菱将在战略上注重客户关系管理，有志于从一个生产商成长为综合服务商。
- **新建在建产能：**未来三年公司的新建产能和产品结构调整，主要包括湘钢 5M 宽厚板项目，涟钢 2250 热轧工程和特大口径无缝钢管，2008 年因为雪灾和停限产钢材产量较 07 年略有下降，2009 年新增钢产量约 80 万吨，主要集中于高端产品。从 2009 年开始基本恢复生产，加紧建设重大战略项目，通过多种手段改善财务状况，实现产品结构的优化升级，实现低谷时搞建设、高峰时高盈利的目标。
- 综合而言，因为具备一定的产品结构优势，且对库存的控制相对较好，在此轮钢价下跌中，华菱表现出的盈利防守性要高于行业平均，我们预计 4 季度公司基本盈亏平衡，但出于会计处理上的谨慎性原则，考虑到计提存货跌价损失之后，公司 4 季度每股收益亏损 0.07 元左右，全年业绩为 0.38 元。
- 虽然国内多数大型钢企都在进行产品结构的优化升级，但在国内钢铁公司中，华菱产品结构调整最值得期待，因为公司可以获得更直接更成熟米塔尔技术的支持，通过与米塔尔在汽车板、电工钢和造船板的全面深入合作，相信华菱钢铁在未来将成为国内少数拥有高端产品结构公司之一，具备更稳定的产品盈利结构和抗周期性。
- 我们预计 2008 年、2009 年华菱管线将实现每股收益 0.38 元和 0.36 元，考虑到 2009 年后公司在产品结构上体现出的竞争力和盈利的稳定性，目前已经低于净资产的股价已经具备足够的吸引力，维持增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业资深分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

徐卫

钢铁行业助理分析师

021-63325888-6116

xuwei1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 **(维持)**

股价 (2008 年 12 月 31 日) 4.57 元

目标价格 (6 个月) 6.5 元

总股本/A 股 (万股) 273765/273765

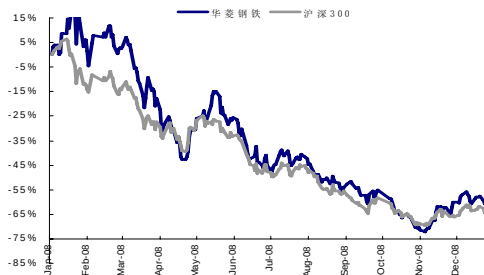
A 股市值 (百万元) 13058

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告日期 2008 年 12 月 31 日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	12.72	-1.75	-56.39
相对表现 (%)	7.66	-0.74	2.12

资料来源: WIND

财务预测

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	34105	43844	52362	46342
营业利润	1582	38006	45976	40204
净利润	1400	2060	1419	1325
EBITDA	4464	5987	6281	7331
每股收益	0.39	0.59	0.38	0.36
ROE (%)	10.9%	10.8%	7.1%	6.3%
P/B(X)	1.25	0.83	0.85	0.79
P/E(X)	11.5	7.6	12.0	12.5
EV/EBITDA(X)	6.9	5.1	4.9	4.2

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

近期生产经营

国内钢价的持续下跌对公司 4 季度业绩形成一定压力，三个子公司由于产品结构的不同表现各异。湘钢、衡钢因为宽厚板、无缝钢管的价格相对滞后下跌、高毛利特性在四季度略有盈利，涟钢由于高库存和热轧板卷的抗风险能力较差会出现一定程度的亏损，具体到产品来看：

- 热轧（冷轧）板卷：因钢价大幅下跌和成本维持高位，出现明显亏损。
- 宽厚板：盈利虽然有所下降，但仍保持较高的盈利水平，主要是下游需求稳定，且品种板比例较高，但后期有补跌可能。
- 无缝钢管：因为四季度价格的稳定（执行 3 月前的合同价），且原材料价格的大幅下跌，该产品暂时处于历史盈利高点。不过约一半的钢管用于出口，未来面临订单压力，后期价格亦有补跌可能。

存货方面，3 季度末存货 96 亿。湘钢、衡钢库存较少，已经基本消化。涟钢库存较高，在明年一季度前会全部消化完，年度存在计提跌价准备的可能。

综合而言，因为具备一定的产品结构优势，且对库存的控制相对较好，在此轮钢价下跌中，华菱表现出的盈利防守性要高于行业平均，我们预计 4 季度公司小幅亏损，但考虑到计提存货跌价损失之后，公司 4 季度每股收益亏损 0.07 元左右，全年业绩为 0.38 元。

现金流情况

公司自筹能力雄厚，每年的折旧、技术开发费和净利润在 50 亿以上，明年还有望获得部分贴息贷款的支持。而且由于成本的降低等，明年的运营资金会减少（由相当一个半月的销售收入到 1 个月的销售收入）。明年 2250 热轧线在四季度投产及宽厚板项目在 2010 年下半年左右投产会带来现金流。

从三季报披露的数据来看，华菱长期借款和短期借款共计 226 多亿，资产负债率达 71%，给公司现金流带来一定压力，总之考虑在建项目的紧张，09 年资金较为紧张，09 年末新的项目投产带来新增现金流。

定向增发

此次定向增发不超过 6 亿股，华菱集团以其持有的华菱湘钢 5.48% 股权和华菱涟钢 5.01% 股权及现金认购本次非公开发行股份总数的 50.67% 的股份，安赛乐-米塔尔以现金认购本次非公开发行股份总数的 49.33% 的股份。增发完成后，华菱湘钢、华菱涟钢成为华菱钢铁股份有限公司下的全资子公司。

所募集资金的投资项目今年已经投资，大概明年一季度、上半年可以陆续投产，业绩的增长保证了不会摊薄业绩。

ArcelorMittal 和华菱的合作

公司主要在技术、人力资源、公司管理和发展战略上和 AM 展开了深入的合作。

- 技术上，和 AM 已经合作开发出来的包括 F40、基建高强度板、钻井平台用钢、桥梁板等一系列高技术含量板材。华菱湘钢在短短 3 年内将宽厚板技术发展接近到接近宝钢的水平离不开 AM 的帮助。未来，AM 提供的汽车板、取向硅钢技术要高于国内水平。

- 人力资源方面，AM 和华菱形成了较好的人员培训交流机制，每年约 200 人到 AM 接受培训，AM 专家每年来华菱 15 次以上，从而使得华菱不仅仅是一次性的接受技术转让，更是长期性的消化、吸收、改进生产工艺。
- 公司管理上：AM 进入后，改变了董事会往往流于形式的局面，公司治理结构更加完善、预算管理更加深入、交货期管理上也形成了独特的竞争优势。
- 发展战略上：注重客户关系管理，而不仅仅关注钢材的生产，全方位培育和创造核心竞争力，最终成为一个客户认可的钢材整体解决方案综合服务商。

09 年工作安排

- 从 1 月 1 日开始华菱基本恢复生产，同时继续压缩存货，加强产销衔接。目前存货已接近正常水平。
- 致力于投资于未来精品产能：取向硅钢、宽厚板、汽车板和无缝钢管基地，全面开工建设，全面建成后实现产钢 2000 万吨。
- 多种方式筹集资金，保证公司的战略项目建设。
- 做好产业的组织者，延伸产业链。08 是资源年，公司在保证原材料供应上取得不错的成绩，包括对金西矿的投资、和山西焦煤的合作。

新建产能和产量

未来 4 年公司将持续进行产能的新建和产品结构的升级调整，这主要集中于以下几个方面：

新建在建产能：公司新建产能主要包括三部分：1) 湘钢 5M 宽厚板项目，设计产能最高可达到 200 万吨，预计 2010 年投产；2) 涟钢 2250 热轧工程，计划 2009 年底投产，与之相配套的高炉和转炉也在 2009 年下半年逐步投产，一期设计产能约 240 万吨（实际产量可达 300 万吨），二期完成后可达 440 万吨（实际产量可达 500 万吨以上），此热轧项目为汽车板合资公司和电工钢合资公司提供热轧基板；3) 720 特大口径无缝钢管，产能 15-20 万吨，预计 2009 年 3 月投产，全年产量约 5-8 万吨。

新增产量：1) 公司目前棒线材、螺纹钢和 CSP 热轧（冷轧）产量已经基本稳定，没有增量空间；2) 2008 年 7 月公司第二条 3.8M 中厚板投产，预计新增产量约 50 万吨，2008 年中厚板合计产量在 200 万吨左右；3) 无缝钢管生产线改造可增约 10 万吨的产量；虽然 2009 年新增产量有限，但主要集中于公司的优势的高端产品，盈利增加可观。4) 2009 年公司中厚板和无缝钢管将继续贡献约 90 万吨的产量增量。

表 1：湘钢产能产量

		产能	2006	2007	2008E	2009E
炼铁		600	436	548	530	600
炼钢		600	460	548	555	600
钢材		600	436	475	530	610
宽厚板	3.8M(2 条线)	280	114	147	220	300
	5M (在建)	200				
线材		180	183	186	180	180
棒材	(圆钢)	120	131	133	130	130

注：1、第 2 条 3.8M 宽厚板生产线在 2008 年 7 月建成投产

2、预计 5M 宽厚板 2010 年投产

资料来源：东方证券研究所

表 2：涟钢产能产量

		产能	2006	2007	2008E	2009E
炼铁		800	412	427	410	600
炼钢		800	440	455	440	600
钢材			409	433	390	
热轧板卷	CSP	260	154	147	130	140
冷轧板卷	(包括镀锌)	150	70	102	110	120
带材		40	33	42	40	40
螺纹钢		120	120	121	110	120
热轧项目	2250MM (在建)	440				

注：3200 高炉预计 2009 年下半年投产，2250 热轧项目预计 09 年底投产

资料来源：东方证券研究所

表 3：衡管产能产量

		产能	2006 产量	2007 产量	2008E	2009E
炼铁		0				100
炼钢		120	90	110	110	120
钢材		120	84	100	105	120
无缝钢管	衡管	120	84	100	105	120
	锡钢	100		80	100	100

注：1、新建 1000m3 高炉预计 2009 年 3 月底投产

2、锡钢目前不在股份，3 年内注入

资料来源：东方证券研究所

原材料

在现货矿石价格大幅下降之后，公司减少了进口协议铁矿石的采购比例，从 58% 降到约 40%，全年平均来看，进口约占 50%，其余从国内周边采购，进口矿石中其中约 90% 是长期协议矿，公司 2008 年签订了一批 1-3 年的 COA 协议；公司与国内大型煤炭公司签订长期战略协议，焦炭产能基本自给。综合成本分析，华菱在原材料上优势高于行业平均水平。

相对于宝钢武钢等优势钢企，华菱矿石采购现货比例较大，但在目前现货矿石大幅下跌中，华菱的成本下降具备更好的灵活性，只是由于库存因素，公司实际生产成本的下降要滞后于现货矿石 1-2 个月。考虑到长协矿价格长期内更具竞争力，明年公司将会进一步提高公司长协矿石比例。

致力于产品结构调整

虽然国内多数大型钢企都在进行产品结构的优化升级，但在国内钢铁公司中，华菱产品结构调整最值得期待，因为公司可以获得更直接更成熟安赛乐-米塔尔技术的支持，在目前高端产品竞争力上，除了宝钢武钢鞍钢等国内优势企业，国内多数钢企与国际水平差距很大，通过与安赛乐-米塔尔在汽车板、电工钢和宽厚板的全面深入合作，相信华菱钢铁在未来将成为国内少数拥有高端产品结构公司之一，华菱的公司基本面也将发生质变：具备更稳定的产品盈利结构和抗周期性。

根据公司与汽车板合资公司和电工钢合资公司的关联交易协议，未来华菱提供给合资公司热轧基板采用“完全成本加成制”，这保证了热轧基板稳定的盈利，并且其热轧产品可以获得安赛乐-米塔尔冶炼到轧制全面的技术支持，技术带来产品结构提升潜在收益远大于合资公司带来的表现直接收益。

从中国工业化进程分析，中国钢铁需求将从“量变阶段”逐步进入“质变阶段”，未来钢铁需求增速将明显下降，但对高品种钢铁产品需求比例将明显增加，这意味着国内钢铁公司盈利增长将更多依赖于产品结构提升而不是产量的大幅增长。

行业趋势

从短期看，行业盈利在四季度将达到历史的低谷，随着企业高价库存的逐步消化和中间需求的恢复，钢价也在企稳反弹，但钢价反弹仍需观察需求的情况；从中长期看，中国钢铁需求仍保持一定增速，行业适度的盈利能力将保持，但前几年的全行业所有产品高景气状态已经难以再现，未来行业盈利将现分化，充分竞争的普通钢材尤其是产能过剩的板材品种盈利难度加大，长材在基建投资拉动下会有一定盈利，但国内需求稳定和仍需进口的品种钢材将保持可观的盈利。

目前估值已具安全边际

在钢铁行业盈利下降预期和弱势的市场主导下，华菱股价长期低于其净资产，公司中长期改善的基本面没有在股价中得到充分反映，更难使公司股价独立于行业中其他公司，但对于公司的价值低估我们可从下述几点理解：

- 重置成本：目前股价下公司吨钢企业价值为 2754 元，明显低于 4000-5000 元/吨的重置成本（综合华菱钢铁产品结构和目前国内新建项目的吨钢投资）。
- 安赛乐-米塔尔的成本：2005 年米塔尔入住华菱的成本约 1.05 倍 P/B，2007 年增发的成本约为 1.2 倍 P/B，
- 本次增发价格也将每股净资产以上。

我们预计 2008 年、2009 年华菱将实现每股收益 0.38 元和 0.36 元，对应 2009 年 P/E 为 12.5 倍，2009P/B 只有 0.79 倍，考虑到 2009 年后公司在产品结构上体现出的竞争力和盈利的稳定性，目前已经低于净资产的股价已经具备足够的吸引力和安全边际，维持增持评级。

附表：财务报表预测与比率分析

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	会计年度	2006	2007	2008E	2009E
流动资产	10192	18038	19114	17976	营业收入	34105	43844	52362	46342
现金	2149	4429	3289	3859	营业成本	29824	38006	45976	40204
应收账款	998	640	1177	865	营业税金及附加	202	371	444	393
其它应收款	77	1632	895	1228	营业费用	489	607	725	641
预付账款	578	1648	1442	1502	管理费用	1264	1451	1733	1534
存货	5163	6048	9195	7219	财务费用	761	925	1454	1797
其他	1228	3641	3116	3303	资产减值损失	20	148	0	0
非流动资产	27502	30384	34981	40403	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	175	30	104	67	投资净收益	37	5	21	13
固定资产	23193	23375	31454	37603	营业利润	1582	2341	2052	1787
无形资产	1607	1827	1915	2049	营业外收入	1	8	5	6
其他	2527	5152	1508	684	营业外支出	34	24	29	26
资产总计	37695	48422	54095	58379	利润总额	1549	2325	2028	1767
流动负债	18489	20177	23378	24109	所得税	149	265	608	442
短期借款	8027	7669	10836	12954	净利润	1400	2060	1419	1325
应付账款	2616	2696	3647	3020	少数股东损益	331	447	390	340
其他	7846	9812	8896	8135	归属母公司净利润	1069	1612	1029	985
非流动负债	6269	9925	11250	13172	EBITDA	4464	5987	6281	7331
长期借款	5916	9263	10793	12679	EPS (元)	0.39	0.59	0.38	0.36
其他	352	662	457	493	主要财务比率				
负债合计	24757	30102	34628	37281	会计年度	2006	2007	2008E	2009E
少数股东权益	3108	3410	3800	4140	成长能力				
股本	2196	2738	2738	3283	营业收入	19.3%	28.6%	19.4%	-11.5%
资本公积	3792	7008	7008	7008	营业利润	80.3%	48.0%	-12.3%	-12.9%
留存收益	3842	5166	5921	6668	归属母公司净利润	95.4%	50.8%	-36.2%	-4.3%
归属母公司权益	9830	14911	14561	15559	获利能力				
负债和股东权益	37695	48422	54095	58379	毛利率	12.6%	13.3%	12.2%	13.2%
现金流量表					净利率	3.1%	3.7%	2.0%	2.1%
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	ROE	10.9%	10.8%	7.1%	6.3%
经营活动现金流	3287	3262	5532	7027	偿债能力				
净利润	1400	2060	1419	1325	资产负债率	65.7%	62.2%	65.4%	65.4%
折旧摊销	2121	2721	2775	3748	净负债比率				
财务费用	761	925	1454	1797	流动比率	0.55	0.89	0.82	0.75
投资损失	-37	-5	-21	-13	速动比率	0.27	0.59	0.42	0.45
营运资金变动	-937	-2561	111	191	营运能力				
其它	-22	121	-206	-21	总资产周转率	0.96	1.02	1.02	0.82
投资活动现金流	-4601	-5836	-7286	-9124	应收账款周转率	40	50	55	43
资本支出	4685	4564	8500	9000	应付账款周转率	11.44	14.31	14.50	12.06
长期投资	0	-1464	-1319	-37	每股指标 (元)				
其他	84	-2736	-105	-160	每股收益	0.39	0.59	0.38	0.36
筹资活动现金流	874	4817	614	2666	每股经营现金流	1.20	1.19	2.02	2.57
短期借款	431	-358	3167	2118	每股净资产	3.59	5.45	5.32	5.68
长期借款	782	3347	1529	1886	估值比率				
普通股增加	136	542	0	545	P/E	11.52	7.64	11.97	12.51
资本公积增加	463	3216	0	0	P/B	1.25	0.83	0.85	0.79
其他	-939	-1930	-4082	-1883	EV/EBITDA	6.86	5.11	4.87	4.18
现金净增加额	-441	2280	-1140	570					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨宝峰：钢铁行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn