

张士宝 86-755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn
 林向涛 86-755-82940794
 linxt@cmschina.com.cn

华菱钢铁(000932.SZ)/5.82元

2009年1月22日

快速崛起的中部钢铁“脊梁”

原材料·钢铁

目标估值: 5.66-6.8元

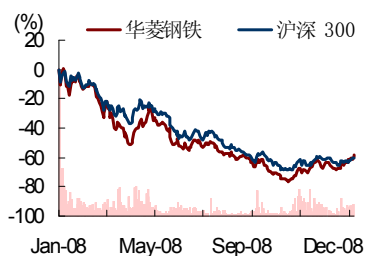
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	1985
总股本(万股)	273765
已上市流通股(万股)	112473
总市值(亿元)	159
流通市值(亿元)	65
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	12.4
资产负债率	70.6%
主要股东	湖南华菱钢铁集团
主要股东持股比例	33.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	-13	-57
相对表现	17	16	5



相关报告

- 1、《对国务院审议并原则通过汽车产业和钢铁产业调整振兴规划的点评——振兴规划确立钢铁行业向好拐点》2009/1/15
- 2、《钢铁行业 2009 年度投资策略——扩大内需,钢铁先行,09 年将是钢铁行业融冰之旅》2008/12/18
- 3、《扩大内需十项措施对钢铁行业影响解读——扩大内需 钢铁先行》2008/11/14

本文详细分析了华菱钢铁核心竞争优势,指出本次非公开增发募集资金将加速华菱结构升级,公司后续战略计划进军汽车板、硅钢和不锈钢等高端高需领域,未来发展空间广阔。预估 08、09、10 年 EPS 分别为 0.36、0.31、0.50 元,合理估值区间为 5.66-6.8 元,给予“审慎推荐-A”的投资评级。

- **我国钢铁工业的“一面旗帜”,规模增长迅猛。**公司已经成为国内主要的宽厚板、冷轧板卷、热轧板卷、棒材、线材和钢管生产企业,钢铁生产能力目前已超过年产千万吨钢水平,为全国十大钢铁企业之一,是国家大力扶持的重点企业集团,市场地位显著。
- **公司发展战略思路超前、可操作性较强。**公司具有清晰的长期发展战略,始终定位高端高需产品,本次增发实现收购核心资产,部分产品升级,后续战略定位于高端宽厚板、高级汽车板、取向硅钢和不锈钢等领域,最终成为客户认可的钢材整体解决方案综合服务商。
- **产品结构合理,高端产品优势明显并具强大的品牌优势。**公司已经形成以板材、钢管和优质线材为主导产品的序列和质量优势,主导产品小口径无缝钢管,国内市场占有率稳居第一;公司新开发的高强船板 F40,获得 9 国船级社认证,公司板材应用于广州电视塔、中央电视台新址等国家标志性工程。
- **募投到位,实现产品升级。**本次募投项目,能增加中厚板产能 42 万吨,提高华菱湘钢中厚板产品中高附加值热处理板材的比例;无缝钢管规格升级延伸至 720mm,形成完整的无缝钢管生产系列,有助于提高公司核心竞争力。
- **大股东鼎力支持,未来发展空间广阔。**本次增发使得湘钢和涟钢成为公司全资子公司,盈利能力进一步增强;股东安塞乐米塔尔逐步培育华菱钢铁的核心竞争力,随着汽车板、硅钢和不锈钢等先进产品项目逐步落实,公司在高端产品市场实力显著增强。
- **预估每股收益 08 年 0.36 元、09 年 0.31 元、10 年 0.5 元。**估值区间为 5.66-6.8 元,相当于 08 年 1~1.2 倍 PB,给予公司“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	34105	43844	54213	48417	63578
同比增长	19%	29%	24%	-11%	31%
营业利润(百万元)	1582	2341	1365	1555	2472
同比增长	105%	48%	-42%	14%	59%
净利润(百万元)	1069	1612	986	1045	1662
同比增长	126%	51%	-39%	6%	59%
每股收益(元)	0.49	0.59	0.36	0.31	0.50
PE	11.5	9.5	15.5	17.9	11.2
PB	1.3	1.0	1.0	1.1	1.0

资料来源:招商证券

正文目录

一、钢铁行业概况及发展趋势	5
(一) 世界钢铁工业发展情况及发展趋势	5
1. 世界钢铁工业发展情况—由高速增长进入低速增长	5
2. 世界钢铁工业发展趋势	6
(二) 我国钢铁工业发展情况及发展趋势	7
1. 我国钢铁工业发展情况—世界钢铁增长的火车头	7
2. 我国钢铁工业发展趋势	8
二、公司发展历程和股权分析	16
(一) 公司规模不断壮大，成长性良好	16
(二) 公司股权结构	18
(三) 大股东实力雄厚，支持公司发展壮大	19
1. 控股股东—华菱钢铁集团	19
2. 第二大股东—安塞乐米塔尔	20
三、公司主要细分产品市场分析	22
(一) 中厚板市场：由“供求平衡”向“供大于求”转变	22
(二) 无缝钢管市场：垄断竞争格局愈演愈烈	26
(三)、汽车板市场：由“垄断竞争”转向“自由竞争”	32
(四)、取向硅钢市场：由“寡头龙头”转向“垄断竞争”	33
四、公司战略、目标及竞争优势	36
(一) 公司发展战略	36
(二) 主要竞争优势	37
1. 产品全覆盖，结构合理，具有一定反周期能力	37
2. 公司具有区域市场优势	40
3. 股东安赛乐—米塔尔支持的优势	41
4. 上游资源控制	41
五、公司经营效益分析	43
六、募集资金投入项目分析	46
七、盈利预测及估值	48
(一) 分类产品预测	48
(二) 公司盈利预测	50
(三) 估值	51
1. DCF 估值	51
2. 相对估值	53
八、投资建议及风险提示	54
(一) 投资建议	54
(二) 风险提示	54

图目录

图 1: 世界及中国经济增长率对比图	5
图 2: 中国过去 30 年下行周期中经济增速下滑逾 3 年	6
图 3: 日本过去 30 年下行周期中经济增速下滑逾 3 年	6
图 4: 2000-2007 年及 2008 年 1-11 月世界及中国粗钢产量	7
图 5: 2000-2007 年及 2008 年前 11 月中国粗钢世界占比	7
图 6: 全球粗钢产量环比增长及中国对全球增长的贡献	8
图 7: 未来 3 年新增铁、钢产能快速下降	9
图 8: 完成工业化国家钢产量达到峰值年份的人均钢产量	10
图 9: 我国与世界发达国家和全球平均城镇化水平对比	10
图 10: 湖南与全国主要省区市及全国平均城镇化水平对比	11
图 11: 发改委解释 4 万亿的构成	14
图 12: 2008 年我国钢材现货市场分月平均含税价格	15
图 13: 2008 年我国钢材现货市场分月平均不含税价格	15
图 14: 公司发展历程	16
图 15: 华菱钢铁在钢铁类上市公司中坯材产量排序	17
图 16: 公司非公开发行前后股权结构对比	18
图 17: 华菱下属子公司持股结构图	19
图 18: 安塞乐米塔尔股权结构图	21
图 19: 公司 08 年前三季度分品种销量	22
图 20: 公司 08 年前三季度分品种销售收入	22
图 21: 2006 年已建中厚板轧机产能按地区分布	23
图 22: 2008 年新增中厚板设计产能 1500 万吨, 实际发挥 1300 万吨左右	24
图 23: 1997-2008 财年日本住友金属无缝钢管产量	28
图 24: 2006-2010 年全球及中国汽车产量及预测	33
图 25: 华菱清晰的长期发展战略目标	36
图 26: 华菱钢铁战略发展路径图	37
图 27: 2008 年前三季度华菱产品结构	37
图 28: 华菱钢铁与我国平均板(带)管占比对比	38
图 29: 规模不断扩张, 营业收入增长伴随毛利率提高	43
图 30: 净利润逐年增长, 净利率保持较高水平	43
图 31: 净资产/资产复合增长率: 26.38%/29.87%	43
图 32: 每股收益/净资产复合增长率: 13.41%/13.33%	43
图 33: 公司主打产品宽厚板毛利率较高	44
图 34: 三费增长跟销售收入增长相匹配	44
图 35: 期间费用率 2007 年下降	44
图 36: 净利润和 ROE 连续三年提高	45
图 37: 总资产报酬率连续三年增长	45
图 38: 华菱湘钢地理分布及本次非公开发行华菱集团和安-米集团认购情况	47
图 39: 三大洲钢铁上市公司历史 PE	53
图 40: 三大洲钢铁上市公司历史 PB	53
图 41: 华菱钢铁历史 PE Band	54
图 42: 华菱钢铁历史 PB Band	54

表目录

表 1: 我们对 2008-2010 年表观消费需求的预测	11
表 2: 2008 年前 11 月中国分品种钢材表观消费量	12
表 3: 2003 - 2008 年前 10 月长材产量及占比	13
表 4: 扩大内需、促进经济增长的十项措施拉动钢铁需求总量和 09 年新增量	13
表 5: 2006 - 2008 年华菱铁、钢、坯材实际及预测产量在上市公司合计和全国合计中占比	17
表 6: 华菱钢铁细分产品销量及消费总量占全国表观消费量比例 (即市场占有率)	17
表 7: 2006 - 2008 年前 9 月年主要钢铁上市公司出口量及比例	18
表 8: 华菱钢铁集团 2007 年在全球前 80 大钢厂排名 26 位	20
表 9: 2002 - 2006 年我国中厚板轧机产能变化	23
表 10: 2007-2010 年我国主要中厚板企业一览表	23
表 11: 2009 年我国中厚板新增产能一览	24
表 12: 2002-2008 年中国造船完工量与造船板产量增长对比	25
表 13: 2001 年-2007 年我国造船板进出口量	25
表 14: 2008 年 1-11 月世界主要造船国家和地区三大造船指标一揽表	25
表 15: 2008 年-2010 年中国船用钢材需求量预测	25
表 16: 2002-2007 年我国造船表观消费量	25
表 17: 2004-2008 年前 11 月我国钢管生产量及表观消费量	26
表 18: 2004-2008 年前 11 月我国钢管进出口数量	26
表 19: 我国主要无缝管生产企业生产工艺装备对比	27
表 20: 世界范围内无缝钢管产能规划	28
表 21: IEA 成员国与中国能源结构对比	29
表 22: 管道运输与火车、海运、河运和汽车运输方式的比较	29
表 23: 世界新建油气管道计划	29
表 24: 2009 年中国能源行业对钢管需求预测	30
表 25: 2007 年世界主要国家或地区油井数及原油平均日产量	30
表 26: 2003 - 2010 年中国汽车用钢需求及预测	32
表 27: 普华永道预测 2009 年全球轿车产量全面下滑	33
表 28: 2004-2008 年前 11 月我国电工钢和取向硅钢生产量及表观消费量	33
表 29: 2004-2008 年前 11 月我国电工钢和取向硅钢进出口数量	34
表 30: 我国变压器产量及所需取向硅钢理论用量测算与取向硅钢表观消费量对比	34
表 31: 我国 220KV 和 110KV 变压器产量及所需取向硅钢理论用量测算	34
表 32: 国内主要硅钢生产厂家及潜在加入者	35
表 33: 公司近四年主要钢材产品的生产能力及其主要用途	38
表 34: 华菱湘钢工序产能及产量预测	39
表 35: 华菱涟钢工序产能及产量预测	39
表 36: 华菱衡钢工序产能及产量预测	40
表 37: 2007-3Q2008 年华菱管线主要原燃料价格变化	41
表 38: 西山煤电及平煤天安动力煤价格	42
表 39: 公司募集资金投向	46
表 40: 公司产能扩张项目概况	48
表 41: 公司各类产品产能预测	50
表 42: 公司各类产品销量预测	50
表 43: 公司收入预测	51
表 44: 盈利预测简表	51
表 45: 各年自由现金流量预测	52
表 46: DCF 参数选取及估值结果	52
表 47: 公司内在价值的敏感性分析	52
表 48: 国内市场主要类似公司估值水平	53

一、钢铁行业概况及发展趋势

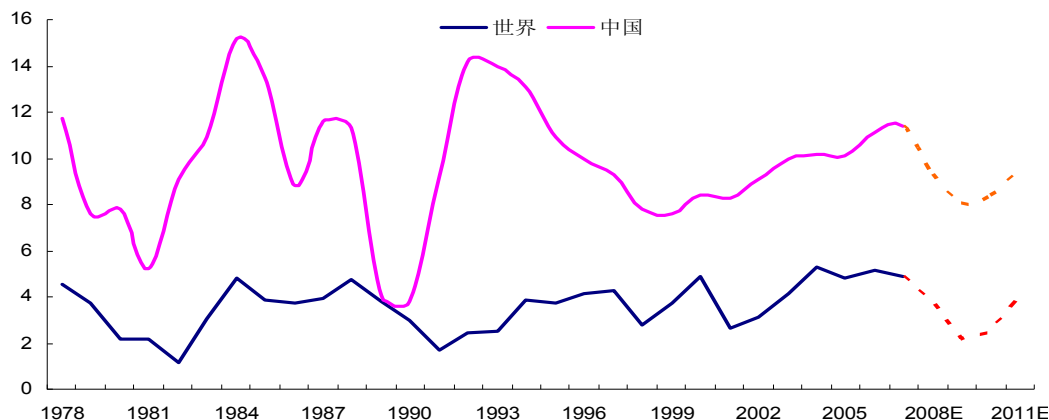
（一）世界钢铁工业发展情况及发展趋势

1. 世界钢铁工业发展情况——由高速增长进入低速增长

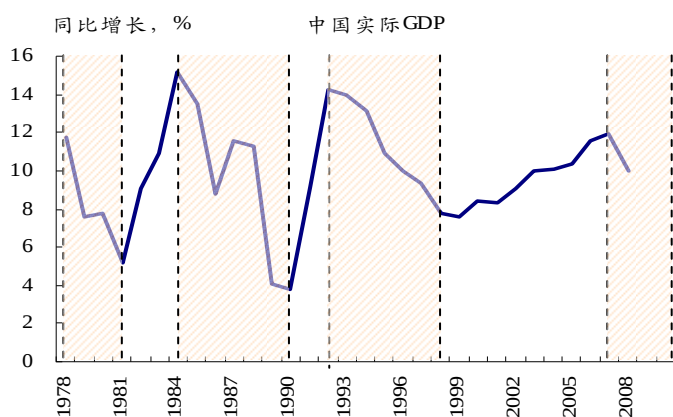
受美国金融危机影响，世界经济增长放缓，拖累钢铁需求增长。美国金融危机的爆发和蔓延，导致世界增速大幅下滑，国际权威机构普遍下调了全球经济增长预测。最具代表性的国际货币基金组织，在最新的预测中，将 2008 年全世界经济增速调低至 3.75%，预计 09 年全球经济增速仅为 2.2%，仅相当于 2000 - 2007 年平均增速 4.36% 的一半左右，世界经济增速显著放缓，发达国家将出现衰退现象。从调整时间看，预计发达经济体最快要到 2009 年下半年经济增长才会有起色，一般认为到 2010 年经济才能回升（见图 1）。世界银行副行长兼首席经济学家林毅认为，如果全球应对措施得力，世界经济增长将可能出现“U”字型转折，并在 2010 年前出现复苏。

招商证券宏观研究员对中国 2009、2010、2011 年中国经济增长预测分别为 8.1%、8.4%、9.5%。目前我国出口占支出法 GDP 比重为 34.9%，我国外贸依存度较大，国际经济放缓将拖累中国出口从而令中国经济减缓。从中国与日本过去 30 年经济增长对比情况看（见图 2，图 3），悲观的看法是，在经济下滑阶段经济增速下滑时间超过 3 年。但中国扩大内需、促进经济增长的政策在扭转中国经济下滑局面和缩短经济增速下滑的同时，也成为全球经济增长的“引擎”之一。从图 1 可以看出，从 2002 年以后世界经济增速与中国经济增速曲线相关程度日益提高。

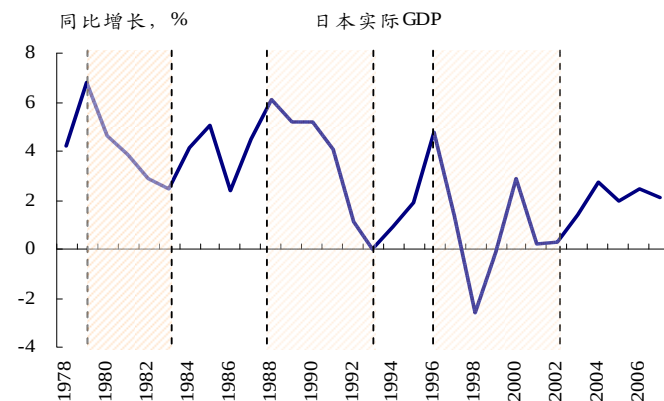
图 1：世界及中国经济增长率对比图



资料来源：IMF、招商证券

图 2：中国过去 30 年下行周期中经济增速下滑逾 3 年


资料来源：招商证券

图 3：日本过去 30 年下行周期中经济增速下滑逾 3 年


资料来源：招商证券

国际钢协难以预测 09 年全球钢铁需求。受到全球经济放缓所导致的钢铁需求下降影响，国际钢协对全球钢铁需求由原来不断上调需求改变为难以预测下一年需求预测，自 2000 年以来少有的下调了当年的需求预测。国际钢协对需求预测的保守发生逆转，少有的改变多次上调增速，将 08、09 年全球钢铁消费增速分别由 6.7%、6.3% 下调为 5%、2-3%。

欧洲钢铁联盟大幅下调了 09 年钢铁需求增幅：2008 年 7 月下旬欧洲钢铁联盟最新预测表明，与 2006-2007 年大幅增长势头相比，明年欧洲最终用钢部门的需求将明显放缓，有迹象表明，今年下半年的经济将失去上升的动力。预计 2009 年上半年钢产品订单将进一步萎缩，下半年有所好转。欧洲钢铁联盟将 08 年、09 年钢铁需求增速下调至 2.5%、1.7%。

欧洲钢铁联盟（Eurofer）预计，今年欧盟的 GDP 增幅为 1.8%，2009 年增幅为 1.4%。相应地，2009 年欧洲钢需求将增长 1.7%，比 2008 年预计的 2.5% 有所下降。Eurofer 称，2008 年中欧盟钢库存与下游用户的旺盛活动是一致的，今年钢表观消费将增 0.6%，进口将降。

2008 年全球粗钢产量有可能是零增长或负增长，09 年依然不容乐观。2007 年全球及中国粗钢产量同比 2007 年增长分别增长了 8.1%、15.7%。而 2008 年受美国金融危机影响全球钢铁需求和产量骤降，前 11 月份全球及中国大陆粗钢累计产量分别为 12.25 亿吨和 4.63 亿吨，同比增速分别为 0.9% 和 2.6%，若扣除中国大陆全球粗钢产量增速 -0.2%，已经出现负增长（见图 4）。我们预计 08 年全球粗钢产量约为 13.14~13.16 亿吨，比 2007 年 13.17 亿吨的粗钢产量可能出现了零增长或负增长。

市场上比较悲观的预计看法是，全球钢铁企业 2009 年的产量将至少下降 10%。这可能是逾 60 年来同比最大降降幅。

世界及中国经济仍将快速增长、美国因素影响力下降、中国及新兴市场国家成为钢铁供需主力军。

小结：我们预计 08 年世界粗钢产量 13.14~13.16 亿吨，同比 0 增长或负增长，比国际钢协讨论最低预测值 3% 还要低，09 年世界粗钢表观消费量增速可能为 0 或负。

2. 世界钢铁工业发展趋势

世界钢铁工业发展趋势主要有 3 个特点：

(1) 产品品种上: 高附加值、高技术含量比例逐步扩大,板带管比逐步提高,采用废钢电炉炼钢比例逐步提高;争夺高端产品市场更多占有率是市场竞争的核心。

(2) 增长模式上: 更多倚重于收购兼并实现外延式增长,更少采用新建钢厂实现规模扩张。

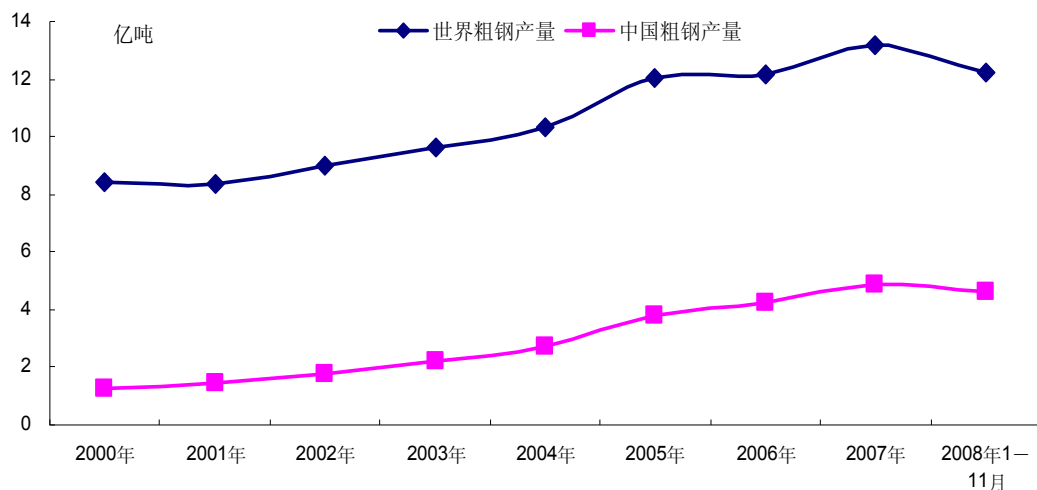
(3) 循环经济上: 更加注重环保和节能,降低成本更多地通过技术革新、降低能源消耗水平来实现,发展循环经济是钢铁企业实现利润最大化目标与履行社会责任达到平衡的必然选择。

(二) 我国钢铁工业发展情况及发展趋势

1. 我国钢铁工业发展情况--世界钢铁增长的火车头

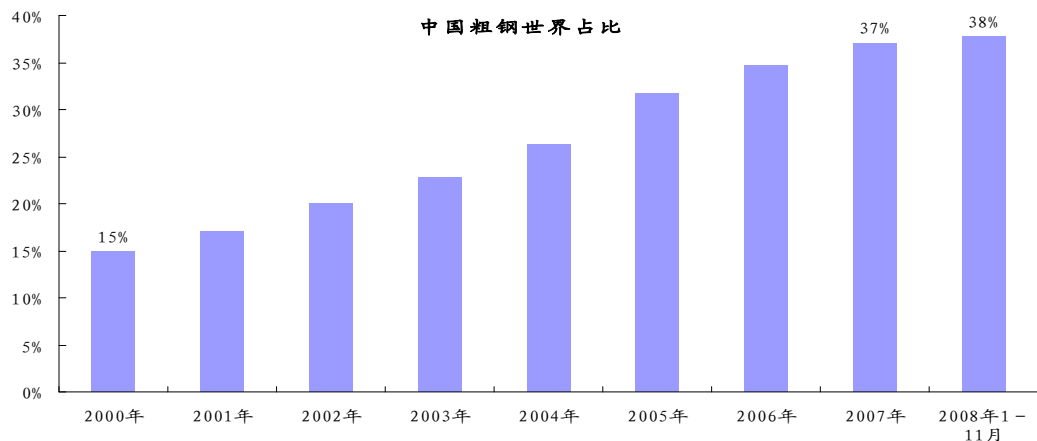
中国在世界钢铁产销市场中占有“举足轻重”的地位。中国粗钢在世界中占比有 2000 年的 15%,提高至目前的 38%(见图 5),我们预计 2010 年占比将达到或超过 40%。中国是世界钢铁增长的“火车头”。

图 4: 2000-2007 年及 2008 年 1-11 月世界及中国粗钢产量

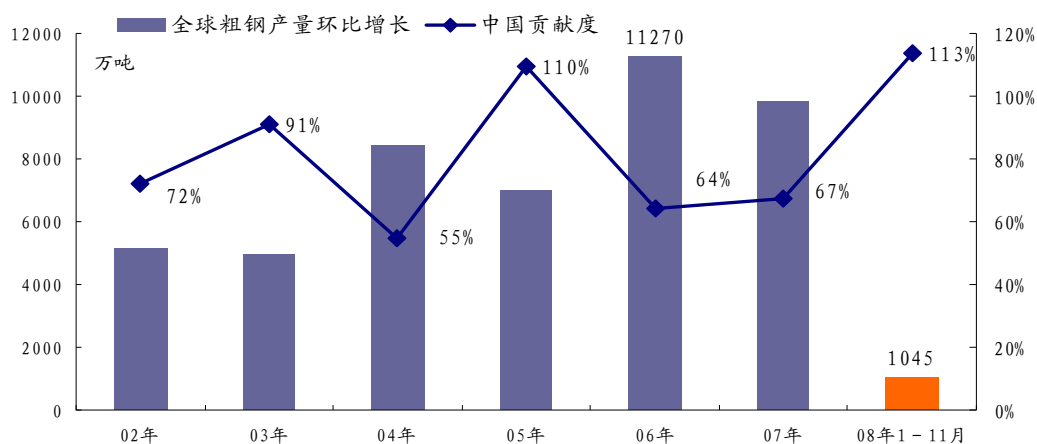


资料来源: Worldsteel、招商证券

图 5: 2000-2007 年及 2008 年前 11 月中国粗钢世界占比



资料来源: Worldsteel、招商证券

图 6：全球粗钢产量环比增长及中国对全球增长的贡献


资料来源：Worldsteel、招商证券

2. 我国钢铁工业发展趋势

（1）钢铁行业未来发展的总体趋势是：①行业技术发展趋势将总体表现为技术进步加快，冶金设备大型化，短流程、优钢生产的普钢化，连铸比、板带比及综合成材率显著提高，综合能耗和水耗不断下降；②淘汰落后产能加速实现、新增产能快速下降；③钢铁购并整合未来将有实质性动作；④中国钢铁增长仍可持续到 2015 年前后。

①钢铁技术发展趋势是：熔融还原铁比例加大，热轧代冷轧，高炉、转炉、电炉容积持续扩大，转炉 RH 技术、顶底复吹技术采用，铁水罐、鱼雷罐使用快速增长，天然气用于加热比例持续扩大等。

②淘汰落后产能加速实现、新增钢铁产能快速下降

淘汰落后产能在 2007 - 2010 年间加速实现。

2005 年我国出台的钢铁产业政策要求，“十一五”期间淘汰落后炼铁产能 1 亿吨、落后炼钢产能 5500 万吨，5000 万吨轧钢能力。

落实钢铁产业政策主要通过签订 2 批责任书来实现，第一批责任书要求 07 年力争分别淘汰 3000 万吨和 3500 万吨。

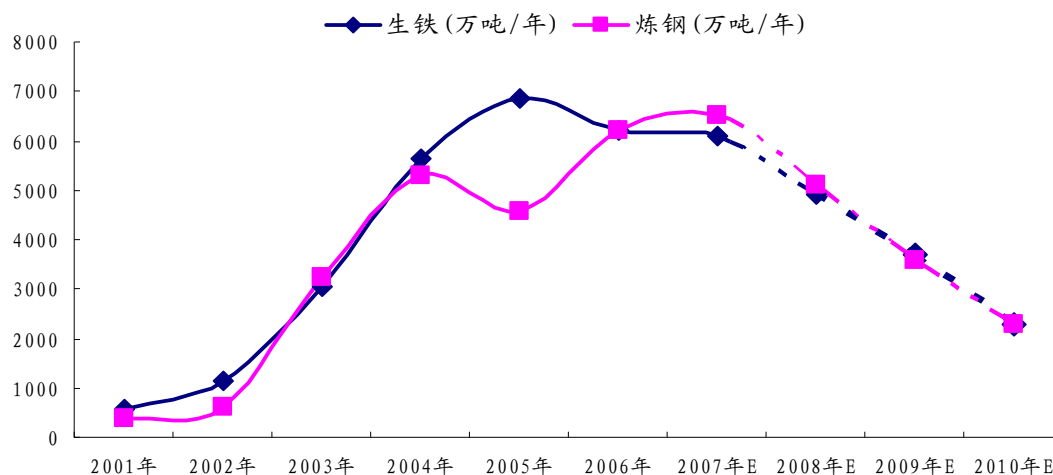
到 2007 年 11 月末止，参加第一批责任书的省份已累计关停和淘汰落后炼铁能力 2940 万吨、炼钢能力 1521 万吨，分别完成全年关停淘汰目标的炼铁 3000 万吨、炼钢 3500 万吨的 98% 和 43%。浙江、江西、河南、山东四省已全部完成责任书规定的目标任务。山西省已经完成责任书中淘汰 1000 万吨炼铁能力的目标任务 90%，与此同时，又主动淘汰了未列入责任书的 1195 万吨的落后炼铁能力。按照首钢搬迁的总体要求，07 年底也将关停 400 万吨炼铁、炼钢能力。

07 年 12 月 27 日，第二批责任书要求，到 2010 年，将累计关停和淘汰炼铁能力 4931 万吨、炼钢能力 3610 万吨，涉及企业 573 家。至此，两批责任书累计要求关停和淘汰落后炼铁、炼钢产能目标 7871 万吨、5131 万吨。

2008 年 1 月 14 日，国家发改委下发《关于报送关停和淘汰落后钢铁产能任务完成及第二阶段实施方案等有关情况的通知》，要求各地报送进一步淘汰落后钢铁产能的方案。根据国家发改委与全国 18 个省区签订的第二批责任书，连同第一批责任书，到 2010 年中国将总共关停淘汰 7776 万吨的落后炼钢产能及 8917 万吨炼铁能力，涉及企业 573

家。2008 年要关停和淘汰落后炼铁能力 3706 万吨、炼钢能力 3820 万吨。

图 7：未来 3 年新增铁、钢产能快速下降



资料来源：国家统计局、Mysteel、招商证券

③钢铁购并整合未来将有实质性动作

行业内购并整合是必然趋势。提高产业集中度、优化产业生产力布局、提升我国钢铁工业的整体竞争力是我国钢铁行业发展的总体要求和方向，因此，未来行业内跨地域和跨所有制收购兼并、产业整合、强强联合、战略重组将蔚然成风，并可能逐步形成若干家有名优特色产品、有完整的自我研发能力、有灵活的经营机制、有强大的综合竞争实力、生产科技型的大型跨国企业集团。

行业购并整合将呈现“横向整合先行、纵向整合紧随其后”特点。我国钢铁业未来跨区域横向一体化整合及以获取上游资源和稳定下游客户的纵向一体化工作将有实质性动作。

通盘考虑，我们大胆预计未来中国钢铁业将形成如下几个超大钢铁集团：

- 1) 宝钢集团系（宝钢、八一、马钢、包钢、广钢、韶钢、西宁、酒钢、安阳、新余、杭钢等）
- 2) 河北钢铁集团（唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢、衡水薄板）
- 3) 鞍本钢铁集团（鞍钢、本钢、攀钢、凌钢、三钢闽光、东北特钢等）
- 4) 山东钢铁集团（济钢、莱钢、日照、青钢、张店、金岭铁矿）
- 5) 武钢集团（武钢、鄂钢、柳钢、重钢、昆钢等）
- 6) 京唐钢铁集团（首钢、曹妃甸、水钢等）
- 7) 沙钢集团（沙钢、淮钢）
- 8) 华菱钢铁集团（湘钢、涟钢、衡钢）
- 9) 复星集团（南钢、建龙、通钢）
- 10) 中信泰富（兴澄、大冶特钢、石钢等）

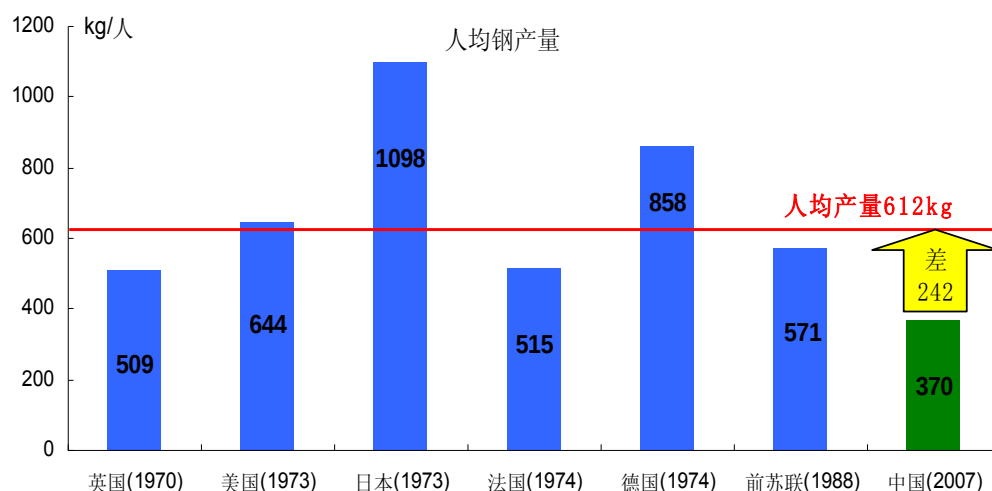
④中国钢铁增长仍可持续到 2015 年前后

中国的城镇化、工业化及消费升级将拉动中国钢铁需求持续快速增长。

我国正处于工业化、城镇化和消费升级的过程之中，根据国际经验，钢铁需求增长下滑拐点出现标志为 600 - 700 公斤/人·年，中国至少还要 10 - 20 年完成工业化，届时钢铁需求才出现下降（见图 8）。英国、美国、日本、法国、德国、前苏联等发达国家完成工业化时人均粗钢产量 612 公斤/人·年，2007 年中国人均粗钢产量只有 370 公斤/人·年，距离上述 6 国人均粗钢产量差距 242 公斤/人·年。预计 2008 年中国粗钢产量约 4.98 亿

吨, 人均粗钢产量 373 公斤/人·年, 与发达国家人均粗钢产量仍有 239 公斤/人·年, 差距 39%。

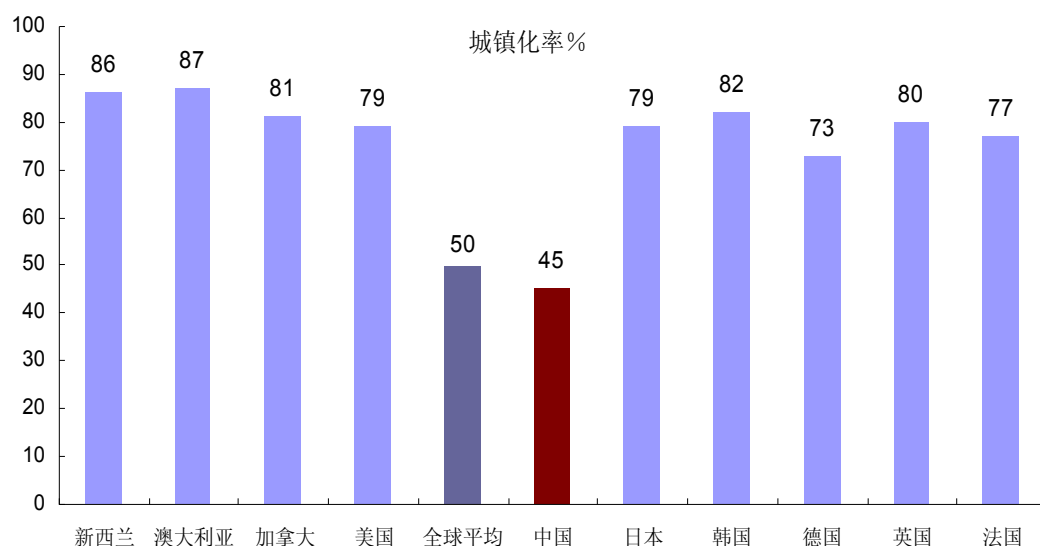
图 8: 完成工业化国家钢产量达到峰值年份的人均钢产量



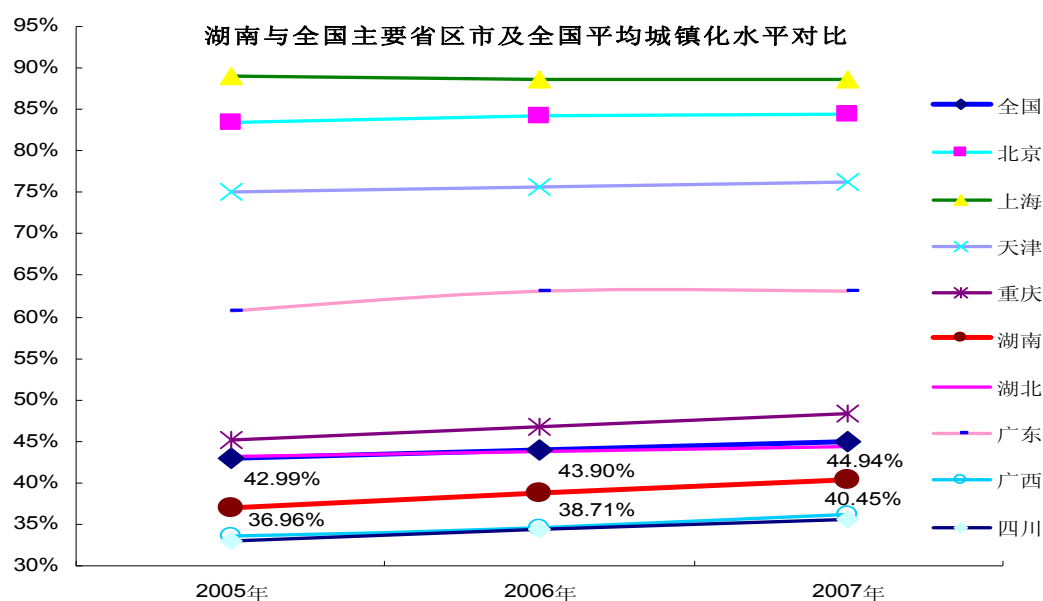
资料来源: 招商证券研发中心

截至 2007 年底, 我国城镇化率为 45%, 与全球 50% 和发达国家 73% 以上的城镇化水平比 (见图 9), 中国仍处于城镇化的加速发展阶段, 华菱钢铁所在的湖南省城市化仅为 40.45% (见图 10), 低于全国平均水平 4.49 个百分点, 与周边的湖北、江西、四川、重庆、广东、广西等省区相比, 城镇化率只明显高于四川、广西, 稍高于江西 39.80% 的城镇化水平。

图 9: 我国与世界发达国家和全球平均城镇化水平对比



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 10：湖南与全国主要省区市及全国平均城镇化水平对比


资料来源：国家统计局

中国钢铁需求增长拐点仍需 10 - 20 年，我们认为钢铁行业在 2015 年前需求增长不会出现下降拐点（业内也有学者认为 2020 年前增速不会出现负增长），中国年度钢铁产量峰值可能为 7 亿吨。

换个角度，根据重工业化及国家钢材保有量计算：我们保守估计，我国钢材需求 2015 - 2017 年才会出现下滑拐点。

08 年中期以来中国钢铁行业受国际金融危机影响出现了深度调整（请参见《招商证券钢铁行业 2008 年四季度投资策略》）。中国钢铁表观消费量增速出现大幅下滑，2008 年 1 - 11 月中国钢材表观消费量同比增长 4.9%（见表 2），预计 2008 年全年表观消费需求增速下降至 2%，步入个位数增长。

我们认为 2008 年 7 月份以来钢铁行业的深度调整对 08、09 年钢铁行业规模扩张、效益增长带来较大的负面冲击，中国钢铁消费可能由此进入一位数的增长，但并不会根本性扭转我国钢铁需求继续增长的局面。

我们对 2008 ~ 2010 年表观消费量预测为 2%、3%、3%。

表 1：我们对 2008-2010 年表观消费需求的预测（单位：万吨）

单位：万吨	生产累计	去年同期	出口	去年同期	进口	去年同期	表观消费量	去年同期	同比增长
2007 年	56461	46015	6265	4301	1687	1851	51883	43565	19%
2008 年	57375	56461	5907	6265	1572	1687	53039	51883	2%
2009 年	58500	57375	5000	5907	1300	1572	54800	53039	3%
2010 年	60100	58500	4500	5000	1100	1300	56700	54800	3%

资料来源：Mysteel、招商证券，红字部分为预测数据，以上数据均含重复材，最新预测日期为 2008 年 12 月 2 日

表 2：2008 年前 11 月中国分品种钢材表观消费量

单位 (万吨)	08 年前 11 月生 产累计	去年同 期累计	08 年前 11 月出 口	去年同 期	08 年前 11 月 进口	去年同 期	08 年前 11 月表观消费 量	去年 同期	同比 增长	08 年前 11 月表 观消费 量占比
钢材	53075	50870	5602	5791	1446	1554	48920	46633	4.90%	100%
铁道用钢材	391	320	49	38	7	10	349	292	19.60%	0.70%
大型型钢	840	919	269	422	24	23	595	521	14.10%	1.20%
中小型型钢	2637	2537	79	95	5	5	2563	2447	4.70%	5.20%
棒材	4323	4149	628	369	39	36	3734	3816	-2.10%	7.60%
钢筋	8687	9167	113	570	2	5	8576	8602	-0.30%	17.50%
盘条(线材)	7271	7253	492	588	49	57	6828	6722	1.60%	14.00%
特厚板	390	390	46	78	6	7	350	320	9.50%	0.70%
厚钢板	1866	1593	173	245	23	19	1715	1368	25.40%	3.50%
中板	3173	2783	534	431	88	82	2728	2433	12.10%	5.60%
热轧薄板	511	504	82	109	20	17	448	412	8.70%	0.90%
冷轧薄板	1489	1417	39	50	50	63	1499	1431	4.80%	3.10%
中厚宽钢带	6851	5714	809	613	94	123	6136	5223	17.50%	12.50%
热轧薄宽钢带	1896	1727	130	183	55	72	1822	1615	12.80%	3.70%
冷轧薄宽钢带	1687	1594	279	161	308	335	1716	1769	-3.00%	3.50%
热轧窄钢带	3296	3456	34	114	12	15	3274	3358	-2.50%	6.70%
冷轧窄钢带	553	559	13	73	32	40	572	526	8.80%	1.20%
镀层板(带)	1636	1571	353	400	388	426	1671	1597	4.60%	3.40%
涂层板(带)	310	294	229	115	25	20	105	200	-47.20%	0.20%
电工钢板(带)	419	383	18	18	97	96	498	461	8.10%	1.00%
无缝钢管	1819	1640	545	355	52	50	1326	1334	-0.60%	2.70%
焊接钢管	2145	2128	338	436	46	21	1853	1714	8.10%	3.80%
其他钢材	886	771	349	328	24	30	561	472	18.80%	1.10%

资料来源：招商证券

(2) 2009 - 2010 年间钢铁行业景气变动取决于供大于求缺口和缺口管理

根据我们在钢铁行业 2008 年四季度及 2009 年钢铁行业投资策略中的研究结果表明，未来 2 - 3 年钢铁产能过剩将是常态，国内需求、出口是改变国内过剩程度的关键变量；08 年 11 月份采取的“扩大内需、促进经济增长十项措施”是解决钢铁产能过剩问题及短期内钢铁业需求严重不足、业绩大幅亏损的“治标”之举；而 09 年 1 月 14 日国务院审议并原则通过的“汽车和钢铁产业调整和振兴规划”和后期将要推出的装备制造、造船等十大行业振兴规划将从总量控制、刺激下游需求、提高钢铁行业集中度、加快产业和技术升级、规范原燃料和钢铁产品市场秩序等中长期角度对钢铁业存在的问题进行“治本”。

①钢铁产能过剩将是常态，国内需求和出口的变化左右了 09 年供求关系是否改善。据我们在 2008 年 4 季度投资策略对未来产能的判断，若考虑淘汰落后产能因素，预计我国铁、钢、材（轧钢一次产能）产能 2008 年末分别为 5.06 亿吨、5.36 亿吨、5.85 亿吨，到 2009 年末分别为 5.22 亿吨、5.72 亿吨、6.22 亿吨。我们预计 08 年我国钢材表观消费量 5.3 亿吨（见表 1），相当于 08 年钢材过剩 0.55 亿吨；预计 09 年钢材表观消费量 5.48 亿吨，同比增长 3%，相当于 09 年钢材过剩 0.74 亿吨。本轮钢价暴跌和钢企资金紧张，09 年新增产能可能低于我们原先的预期，09 年钢材实际过剩可能 0.6-0.7 亿吨之间。降低出口关税、人民币贬值使得 2009 年钢材出口水平维持在 4500 - 5000 万吨，出口水平维持在产量 7.7-8.5%，可以部分缓解国内钢铁产能过剩压力。

②扩大内需、促进经济增长十项措施“治标”的同时，令长材产品受益最多。扩大内需、刺激经济增长等系列措施挽救下滑国内钢材需求，将扭转建筑用钢供求关系下滑趋势（见表4）。在国新办定2008年11月27日举行新闻发布会上，国家发展和改革委员会主任张平介绍进一步扩大内需有关问题的情况，对4万亿投资构成做了比较详细的解读（见图11），明确了灾后重建的1万亿投资是08年下半年已经有的规划，但该部分对钢铁需求每年增加0.07万吨，加之我们在计算新增4万亿投资拉动钢铁需求时均按最保守的估计，所以我们维持表5对十项措施拉动钢铁需求的预测不变。

2008年前10月钢材产量中长材占比由2007年47%下降为45%，板带管占比由53%提高至55%（见表3），钢铁行业产品结构在改善同时，板带管产品新增产量较多，在汽车、造船、工程机械增速下滑情况时消化困难，相对供大于求的压力加大。

表 3：2003 - 2008 年前 10 月长材产量及占比

单位：万吨	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1 - 10 月
钢材总产量	24082	31976	37513	46018	56461	48791
长材产量	13485	16289	19092	23002	26616	22091
长材占比	56.00%	50.94%	50.89%	49.98%	47.14%	45.28%
板带管占比	44.00%	49.06%	49.11%	50.02%	52.86%	54.72%

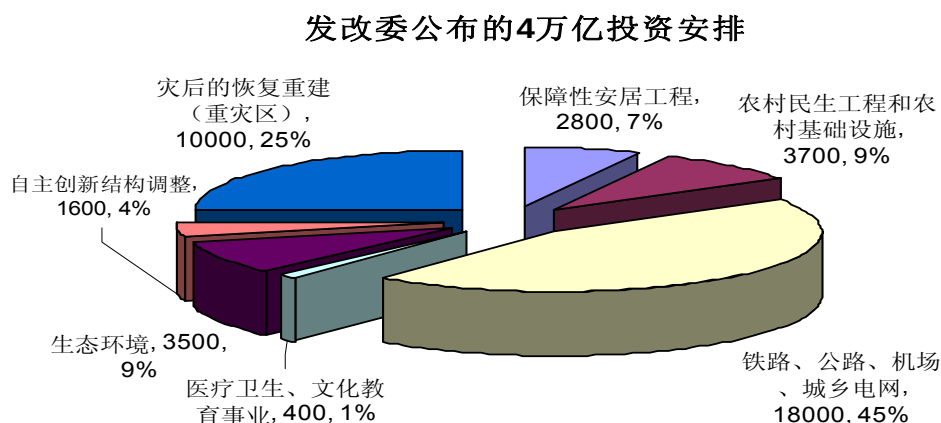
资料来源：Mysteel、招商证券

长材供求关系相对于板材可谨慎乐观。我们估算表明，本轮国家刺激经济措施更多的是对长材产品拉动，长材产品供求关系改善空间比板材大。保障性住房和灾后重建将基本弥补09年商品房下滑的用钢缺口，即意味着09年建筑用钢需求与08年基本持平。我们知道在新投产的产能基本无建筑用钢，所以09年建筑用钢供大于求也在0.13-0.23亿吨，占09年过剩产能0.6-0.7亿吨的21% - 38%，而板材过剩比例占09年过剩产能总量62% - 79%。所以长材供求关系好于板材，不排除春节后因为市场集中采购导致长材阶段性紧张而出现较大幅度上涨的可能。

表 4：扩大内需、促进经济增长的十项措施拉动钢铁需求总量和 09 年新增量

项目	拉动钢材需求总量（亿吨）	09 年新增量（亿吨）
基础投资（2 年）	0.84-1.12	0.51
其中：铁路	0.38-0.46	0.23
公路	0.06	0.03
其他基础设施	0.4-0.6	0.25
房地产（3 年）	0.51	0.17
企业的设备（2 年）	0.40	0.20
合计	1.75-2.03	0.88

资料来源：建设部、招商证券，拉动钢材需求总量中除房地产在3年体现外，其他两项为2年

图 11: 发改委解释 4 万亿的构成


资料来源：发改委、招商证券整理

板材供求关系不容乐观。目前全球汽车、造船和工程机械订单大幅下滑，预计衰退至少持续到 2009 年底、2010 年初才有可能恢复，所以板材供求关系 09 年难以改观。板材供求关系发生重大变化的是中厚板。

09 年开始执行的增值税转型改革对企业现金流改善效用大于利润贡献。增值税由生产型转为消费性改革，允许企业抵扣购进设备的增值税进项税，将减少企业的税收负担约占固定资产投资总额的 7.81% 左右，对行业净利润影响约占占固定资产投资总额的 1% 左右。对减轻企业负担和增加行业和企业现金流影响较大，对行业和企业净利润影响较小。

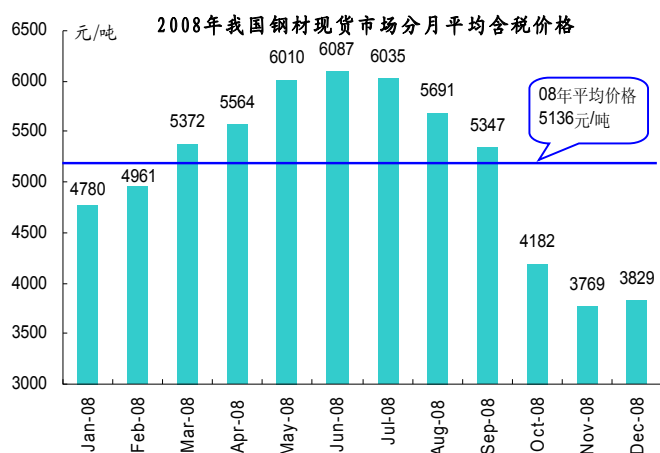
③钢铁行业受国际金融危机影响短期内进入深度调整期。

在 08 年中国钢铁需求出现塌陷式下跌以来，钢铁价格和最高时比跌幅均已超过 40%，长材、板材价格已先后基本见底。

2008 年 10 - 11 月间钢材价格出现历史罕见的暴跌行情。11 月含税加权均价 3774 元/吨，环比 9 月暴跌 1573 元/吨，跌幅高达 30%；比最高时 8 月份 6087 元/吨大跌 2313 元/吨，跌幅高达 38%。11 月份含税加权均价比 1 - 11 月加权均价 5255 元/吨下跌 1481 元/吨，跌幅 28%，12 月开始温和反弹。我们预计 08 年国内现货市场含税均价 5136 元/吨（不含税 4390 元/吨）（见图 12-13）。

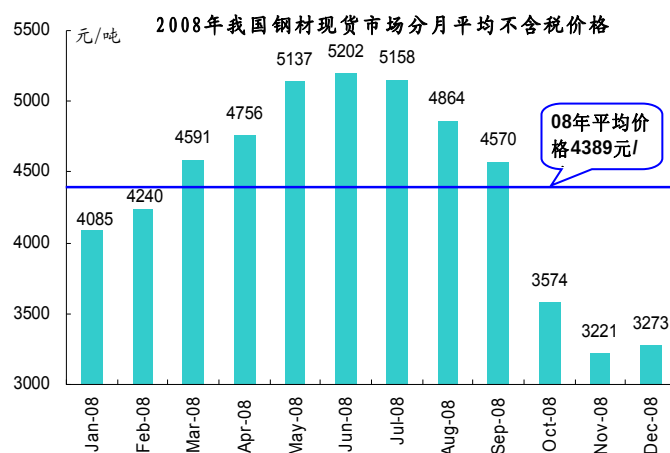
我们预计 09 年钢材含税平均价格在 08 年全年均价基础上下降 10 - 20% 之间，即含税均价为 4109 - 4622 元/吨（不含税 3512 - 3950 元/吨）。

图 12: 2008 年我国钢材现货市场分月平均含税价格



资料来源: Mysteel、招商证券, 08 年 12 月平均价格按 08 年 11 月表观消费量结构计算

图 13: 2008 年我国钢材现货市场分月平均不含税价格



资料来源: Mysteel、招商证券, 08 年 12 月平均价格按 08 年 11 月表观消费量结构计算

④钢铁产业调整振兴规划和汽车、装备制造和造船等十大产业调整和振兴规划直接和间接“治本”。2009 年 1 月 14 日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 审议并原则通过汽车产业和钢铁产业调整振兴规划, 直指钢铁产业核心问题, 提出加快钢铁产业调整振兴, 必须以控制总量、淘汰落后、联合重组、技术改造、优化布局为重点, 推动钢铁产业由大变强 (参阅招商证券 2009 年 1 月 15 日钢铁行业点评报告《振兴规划确立钢铁行业向好拐点》)。汽车业调整和振兴规划以及即将推出的装备制造、造船等 10 大产业调整振兴规划也将间接提振钢铁的需求。我们认为上述振兴计划的关键通过控制供给、刺激和扩大需求、提高行业集中度、提升企业技术水平和效率, 将扭转钢铁业持续下滑的悲观预期, 是确立钢铁行业向好的拐点的“治本”之举。

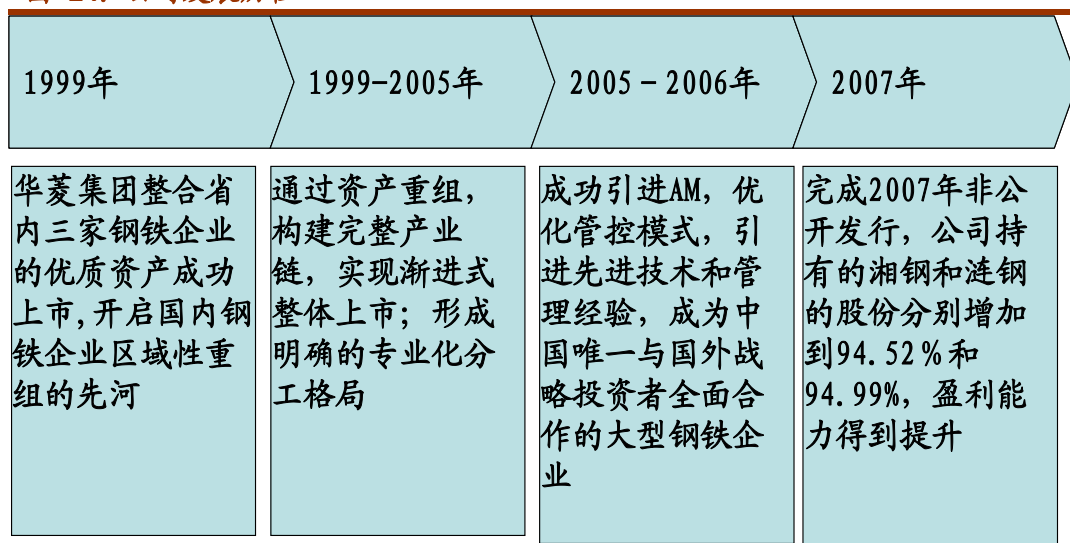
二、公司发展历程和股权分析

（一）公司规模不断壮大，成长性良好

华菱钢铁地处我国中南部，系由华菱集团整合湖南省内 3 家钢铁企业－湘钢、涟钢和衡钢的优质资产于 1999 年 8 月在深圳证券交易所上市，开启国内钢铁企业区域性重组之先河。经历了规模扩张、资产重组、资本运营、引进战略投资者和 2007 年非公开增发，公司规模不断扩大，截至 2008 年 9 月 30 日，公司总资产 569.7 亿元，净资产 147.8 亿元，预计 08 年全年营业收入超过 500 亿元。

华菱钢铁是我国前 10 大钢铁生产商之一，同时也是我国最大的专用中厚钢板和钢管生产商之一，目前具备年产 1200 万吨钢、1100 万吨钢材的生产能力，主营业务特色突出。华菱钢铁经过数年规模扩张、技术改造和产品升级，产品结构由传统的中低端建筑用钢逐步升级为涵盖了宽厚板、钢管、热轧板、冷轧板、型材、线材、棒材、带钢等“板、管、带、型、线、棒、”6 类，“普特兼有”、品种齐全、重点突出、盈利及抗风险能力较强的产品组合，其拳头产品钢管和宽厚板享誉国内外。公司是我国商品坯材出口量和出口比例最大的钢铁公司之一（见图 15）。

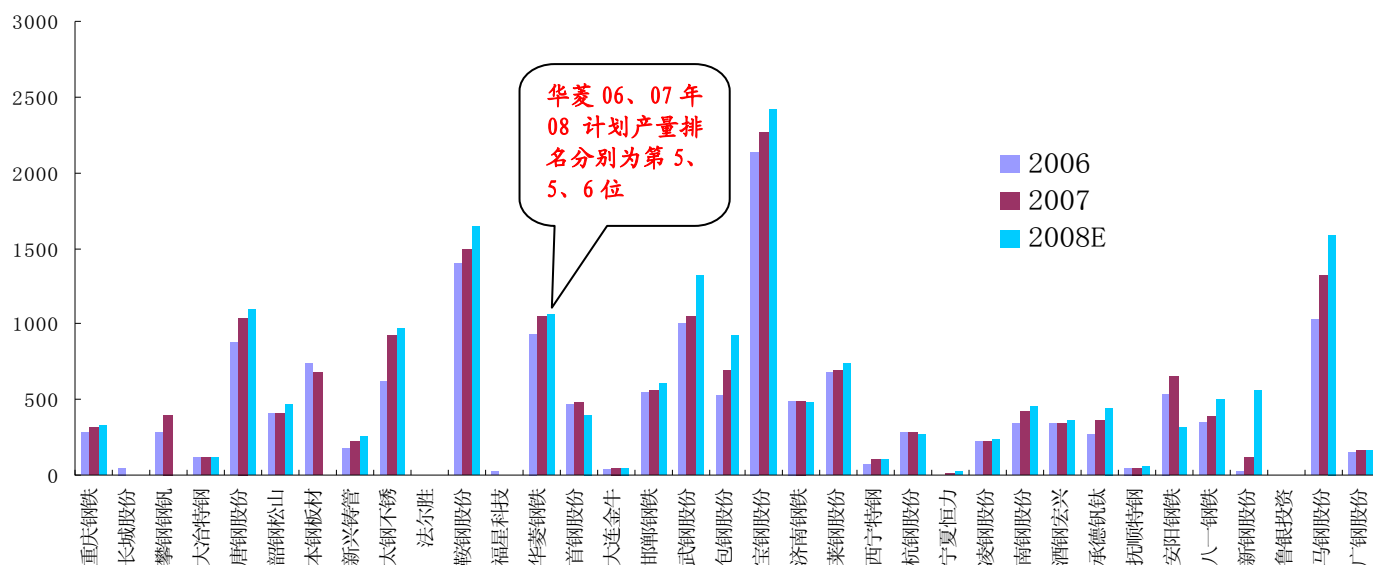
图 14：公司发展历程



资料来源：华菱钢铁，招商研发

2009 年拟再进行非公开发行（以下简称本次增发），使华菱湘钢、华菱涟钢成为全资子公司，促进产品升级，进一步提升核心竞争力。本次增发 6 亿股，按董事会（股东会）召开前 20 日均价，增发价格 4.8 元/股。华菱集团以其持有华菱湘钢 5.48% 和涟钢 5.01% 股权及现金认购本次非公开发行股份总数的 50.67%，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%。

在上市公司中华菱钢铁规模靠前、产品市场占有率较高。06、07 年公司钢材产量在所有上市公司中排名第 5 位，08 年计划产量占第 6 位。08 年，公司铁、钢、坯材产量分别为 960 万吨、1165 万吨、1067 万吨，在钢铁类上市公司中占比为 5.8%、5.71% 和 5.95%，在全国占比分别为 2.05%、2.33% 和 1.86%。细分品种方面，08 年前三季度宽厚板市场占有率为 3.69%、钢管为 2.95%、棒材为 4.83%、线材占 2.63%。

图 15: 华菱钢铁在钢铁类上市公司中坯材产量排序


资料来源：上市公司公开资料及调研，招商证券

表 5: 2006 - 2008 年华菱铁、钢、坯材实际及预测产量在上市公司合计和全国合计中占比

	铁			钢			坯材		
	2006 年	2007 年	2008 年 E	2006 年	2007 年	2008 年 E	2006 年	2007 年	2008 年 E
华菱钢铁	848	976	960	991	1112	1165	929	1048	1067
钢铁上市公司合计	14140	15489	16555	16448	18968	20414	15398	17324	17947
华菱在钢铁上市公司中占比	6.00%	6.30%	5.80%	6.03%	5.86%	5.71%	6.03%	6.05%	5.95%
全国合计	40751	46945	46775	42285	48924	49909	46015	56461	57377
华菱在全国占比	2.08%	2.08%	2.05%	2.34%	2.27%	2.33%	2.02%	1.86%	1.86%

资料来源：上市公司公开资料及调研，招商证券

表 6: 华菱钢铁细分产品销量及消费总量占全国表观消费量比例（即市场占有率）

市场占有率	05 年	06 年	07 年	08 年 1-9 月
线材	3.17%	2.78%	2.49%	2.63%
棒材	8.98%	7.56%	6.39%	4.83%
宽厚板	0.13%	3.22%	3.24%	3.69%
热轧板卷	5.37%	3.04%	3.21%	2.38%
冷轧板卷		1.38%	1.38%	1.33%
钢管	2.61%	2.65%	2.90%	2.95%
其他	8.10%	11.70%	9.87%	10.60%
合计	3.36%	3.40%	3.23%	2.97%

资料来源：上市公司、招商证券，计算口径按重复材，钢管占比为占焊管和无缝管合计数的比例

表 7: 2006 - 2008 年前 9 月年主要钢铁上市公司出口量及比例

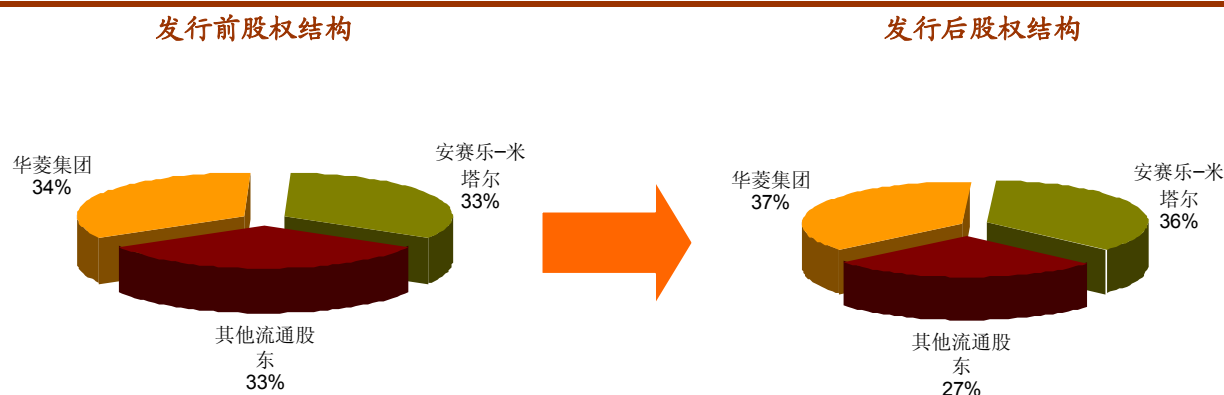
公司	06 年出口量	06 年坯材销量	06 年出口比例	07 年出口量	07 年坯材销量	07 年出口比例	08 年计划出口量	08 年计划销量	08 年计划出口比例	2008 年前 9 月累计	08 年前 9 月占全年比例
鞍钢	335	1406	23.82%	314	1493	21.03%	300	1500	20.00%	186	62.00%
宝钢	298	2141	13.92%	364	2260	16.11%	300	2350	12.77%	208	69.33%
华菱	177	904	19.58%	202	1048	19.27%	180	1067	16.87%	140	77.78%
武钢	137	998	13.73%	118	1056	11.19%	130	1271	10.23%	107.47	82.67%
济钢	150	496	30.26%	100	485	20.62%	100	480	20.83%	60	60.00%
莱钢	126	673	18.73%	140	691	20.19%	135	738	18.29%	80	59.26%
马钢	92	1019	9.03%	123	1319	9.33%	90	1480	6.08%	59	65.56%
南钢	49	342	14.21%	54	416	12.89%	59	451	13.00%	50	85.54%
太钢	20	613	3.26%	79.2	923	8.58%	77.4	974	7.95%	65.63	84.79%
柳钢	26	555	4.68%	31	557	5.56%	45	783	5.74%	32	71.11%

资料来源: 上市公司、招商证券

(二) 公司股权结构

公司实际控制人为华菱钢铁集团, 持有 33.9% 股权而控股。第二大股东为安赛乐-米塔尔, 持有 33% 的股权。本次非公开发行后, 控股股东华菱钢铁集团将持有 36.9% 股权, 依然占据控股股东地位, 安赛乐-米塔尔股权比例扩大为 36%, 其他流通股股东持股比例由发行前的 33.1% 稀释到 27.1%。

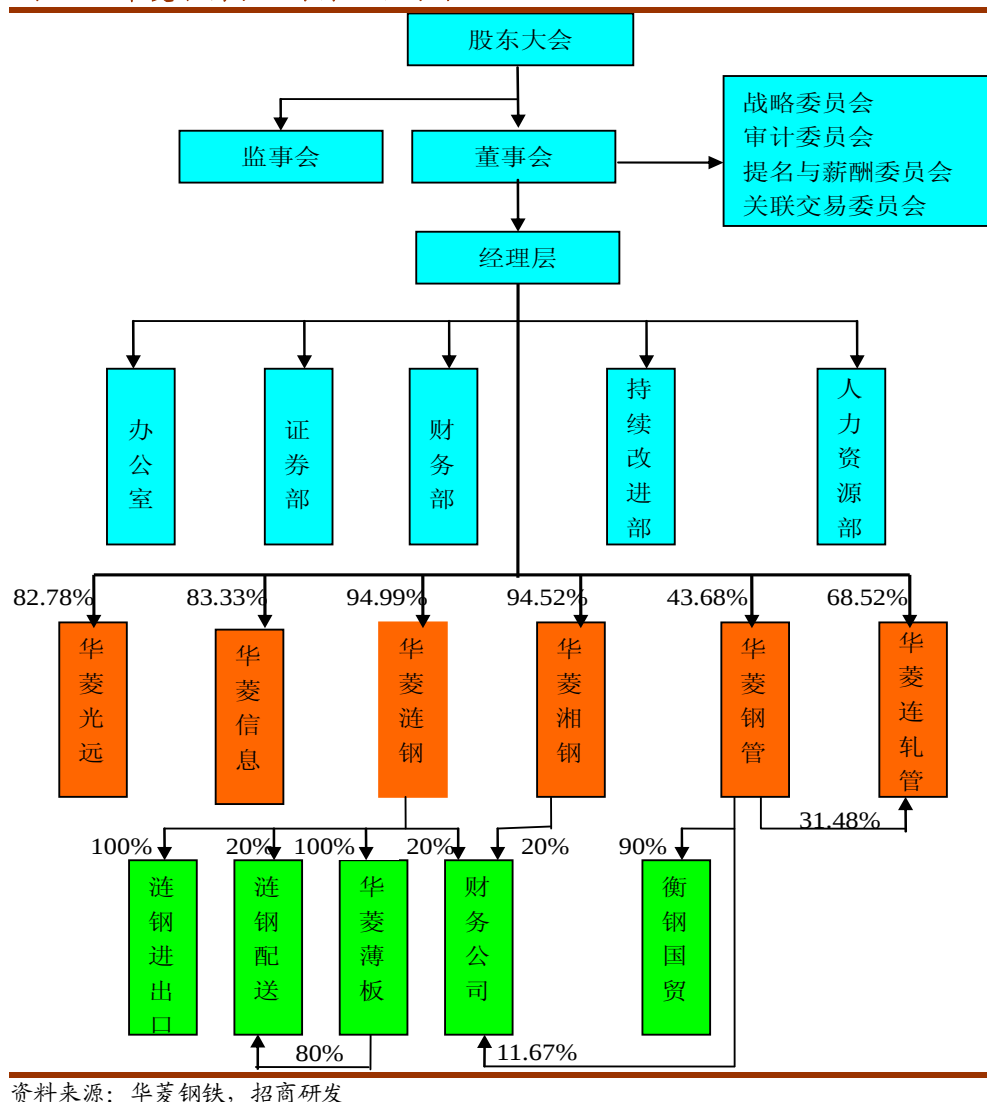
图 16: 公司非公开发行前后股权结构对比



资料来源: 招商研发

公司拥有下属企业 6 家, 全部为控股子公司。其中 5 家为绝对控股, 华菱钢管为相对控股。2007 年非公开发行, 公司持有的湘钢和涟钢的股份分别增加到 94.52% 和 94.99%。本次非公开发行后, 华菱集团将其持有的华菱湘钢 5.48% 股权和华菱涟钢 5.01% 股权注入到上市公司, 使得湘钢和涟钢成为公司的全资子公司, 公司整体盈利能力进一步提高。

图 17：华菱下属子公司持股结构图



资料来源：华菱钢铁，招商研发

（三）大股东实力雄厚，支持公司发展壮大

1. 控股股东—华菱钢铁集团

公司控股股东、实际控制人为湖南华菱钢铁集团有限责任公司（以下简称华菱集团）。华菱集团是 1997 年底由湖南三大钢铁企业--湘钢、涟钢、衡钢联合组建的大型企业集团，作为省属国有企业，由省国资委授权经营。集团下辖湘潭钢铁集团有限公司、涟源钢铁集团有限公司、湖南衡阳钢管（集团）有限公司、湖南华菱钢铁股份有限公司、江苏锡钢集团股份有限公司、湖南华菱财务有限公司、湖南华菱信息股份有限公司等十余家直接或间接控股的子公司。

控股股东实力雄厚。华菱集团 2007 年粗钢产量在全球前 80 大钢铁企业排名 26 位，跻身国内钢铁企业前 10 位（见表 8）。

表 8：华菱钢铁集团 2007 年在全球前 80 大钢厂排名 26 位

钢厂	2007 年		2006 年	
	排名	产量, 百万 t	排名	产量, 百万 t
安赛乐米塔尔	1	116.4	1	117
新日铁	2	35.7	2	34.7
JFE	3	34	3	32
浦项	4	31.1	4	30.1
宝钢	5	28.6	6	22.5
塔塔钢铁*	6	26.5	45	6.4
鞍本钢铁	7	23.6	5	22.6
江苏沙钢	8	22.9	17	14.6
唐钢	9	22.8	9	19.1
美国钢公司	10	21.5	7	21.2
武钢	11	20.2	16	15.1
马钢	18	14.2	23	10.9
首钢	23	12.9	26	10.5
济钢	24	12.1	22	11.2
莱钢	25	11.7	24	10.8
华菱	26	11.1	27	9.9
太钢	31	9.3	47	6.3

资料来源：IISI、Mysteel

华菱集团现有职工 5.7 万人，其中各类专业技术人员 1.2 万人。钢的生产能力由 1997 年的 250 万吨增加到 2007 年末的 1000 万吨，钢产量由 236 万吨增加到 1112 万吨，销售收入由 55 亿元增加到 502 亿元，相继成为湖南省第一家销售收入过百亿元、两百亿、五百亿元的企业集团。实现利税由 3.2 亿元增加到 61 亿元，利润由 3600 万元上升到 30.8 亿元，分别增长 18 倍和 81 倍。2007 年末，集团资产总额 629 亿元，比 1997 年净增 510 亿元。企业年自我积累能力达到 60 多亿元（折旧+利润），自我发展能力显著增强。资产总额、销售收入、利税总额三项主要经济指标连续多年进入全国重点工业企业 100 强。

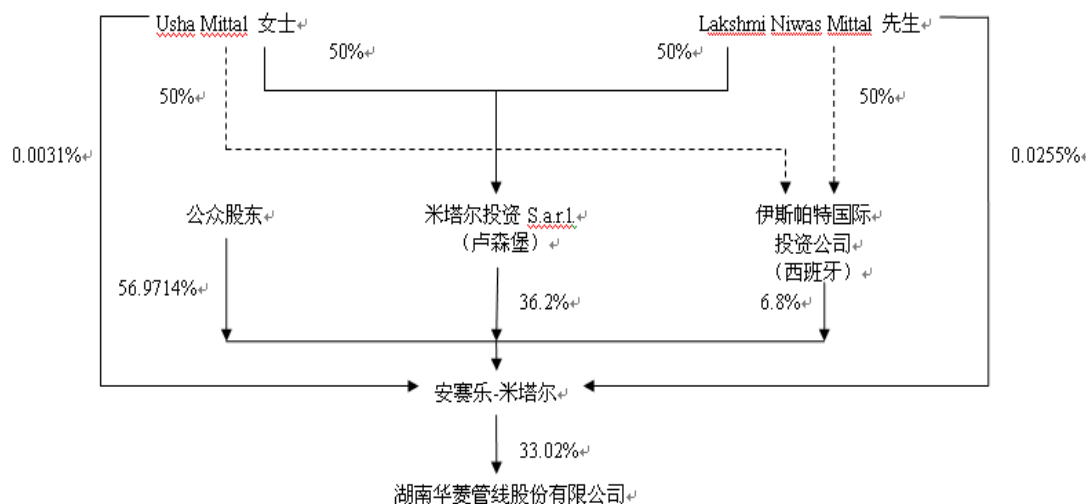
控股股东一向支持公司发展壮大。2005 年 10 月，华菱集团开展“跨国联姻”，将所持公司 6.47 亿股股份转让给米塔尔，使得公司率先融入国际钢铁业，将米塔尔先进技术与管理经验嫁接过来，快速缩短与国外先进企业的差距，提高产品附加值，降低单位产品生产成本，提高企业竞争实力。2007 年 12 月公司非公开发行，华菱集团以现金认购了 2.63 亿股股份，充实了上市公司实力。本次非公司发行，华菱集团将持有的华菱涟钢、华菱湘钢部分股权注入上市公司，使得公司盈利能力进一步增强。

2. 第二大股东—安赛乐米塔尔

安赛乐米塔尔为全球第一的钢铁企业。安赛乐米塔尔在 60 多个国家拥有 31 万名员工，并在世界各大市场及发展中国家都设有工厂。安赛乐米塔尔在汽车、建筑、家用电器以及包装等领域的全球各主要市场占居领先地位，拥有先进的研发与技术以及丰富的原材料资源和强大的销售网络。整个集团在欧洲、亚洲、非洲和美洲的 27 个国家设有分支机构，业务范围覆盖所有主要的新兴钢铁市场与成熟钢铁市场，期望在快速发展的中国和印度市场谋求一席之地。

安赛乐米塔尔 2005 年、2006 年、2007 年分别实现销售收入 281.32 亿美元、588.70 亿美元、1052.16 亿美元。2007 年产钢 1.16 亿吨，占全球钢产量的 10% 左右。

图 18: 安赛乐米塔尔股权结构图



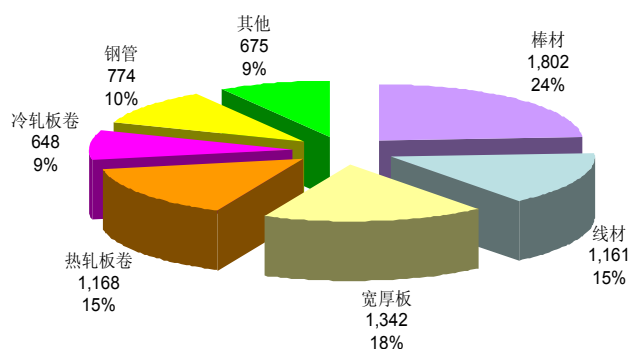
资料来源：华菱钢铁非公开发行预案，招商研发

安赛乐米塔尔通过组建合资公司向华菱输出先进产品技术。07 年 11 月安赛乐米塔尔和华菱集团、公司就汽车板、硅钢和不锈钢三项技术签署了技术合作的《框架协议》；根据协议，三方拟成立华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司，投资总额 50 亿元，预计年产汽车板 120 万吨，08 年 9 月公司股东大会审议通过了该议案；电工钢合资公司处在上报政府阶段，不锈钢合资公司处在开展技术交流和开展中国不锈钢市场调研工作阶段，谈判工作尚无时间表。

三、公司主要细分产品市场分析

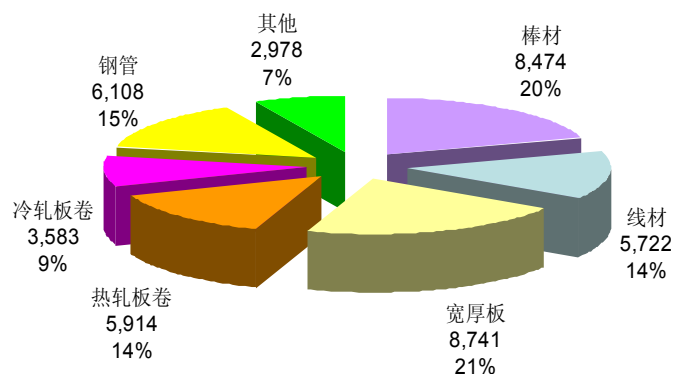
公司已形成以板材、钢管和优质线棒材为主导的产品序列。2008 年前三季度板（带）管比（指板带、钢管的生产量占所有钢材生产总量的比重）58%，已高于全国平均水平。08 年前三季度，宽厚板销量占 18%，销售收入 21%，销售毛利占比 29.4%；钢管销量 10%，销售收入占比 15%，销售毛利占比 11.5%；宽厚板和无缝钢管是公司利润主要来源，在公司收入占比较大且日益提高，为此，我们将重点分析中厚板市场和无缝钢管市场，并对公司即将进入的汽车板市场和取向硅钢市场作专题分析。

图 19：公司 08 年前三季度分品种销量（千吨）



资料来源：华菱钢铁,招商证券研发中心

图 20：公司 08 年前三季度分品种销售收入（百万元）



资料来源：华菱钢铁,招商证券研发中心

（一）中厚板市场：由“供求平衡”向“供大于求”转变

2008 年四季度是中厚板供求关系转折点：之前供不应求，价格暴涨；之后，供大于求，价格暴跌。

08 年四季度中厚板将由“供不应求”向“供求平衡”转变，09 年“供略大于求”，船板的市場也将出现供过于求的局面。2006 年底国内中厚板有 40 套轧机，设计总产能 3685 万吨，实际产量达到 3917 万吨（见表 9）。2007 国内中厚板产量 5241 万吨，2008 年新增中厚板设计产能 1500 万吨，实际发挥 1300 万吨，保守估计 2008 年底国内中厚板产能 6741 万吨左右。按中厚板中 30-40% 左右为船板计算，2008 年年末国内船板产能为 2022-2696 万吨。

根据中国船舶工业协会对 2008、2009、2010 年船用钢材的需求预测分别为 1310、1800、1830 万吨（见表 15），而 2008 年前 9 月国内船板产量 1336 万吨，预计 2008 年产量 1780 万吨，相当于 2008 年船板过剩 242-916 万吨，按 2007 年推算 2008 年中厚板出口量约为 370 万吨（=420-50）（见表 13），2008 年板材供求基本平衡。2009 年船板新增中厚板产能 1470 万吨（见表 11），其中莱钢（180 万吨）和武钢鄂钢（160 万吨，最新核实为 120 万吨）合计 300 万吨是 2008 年推迟到 2009 年投产，2009 年实际新投产设计产能 1170 万吨，船板供大于求 922-1596 万吨。

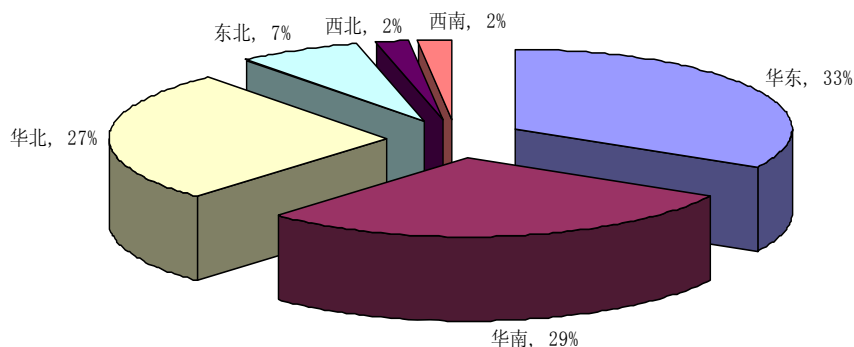
表 9：2002 - 2006 年我国中厚板轧机产能变化

年 份	生产能力 (万吨)	产能增加原因	实际产量 (万吨)
2002	1321	轧机 26 套, 正常生产的 23 套	1635
2003	1719 (增 398)	浦钢厚板、鞍钢中板、首钢中板、华菱钢铁中板、营口中板、鞍钢厚板等进行了技术改造, 增加了产能	1904
2004	2209 (增 490)	柳钢中板改造增 55	2608
		新建南钢炉卷增 100, 北台 150, 文丰 120, 霸州 65	
2005	2835 (增 626)	临汾中板改造增 46	3185
		新建宝钢厚板增 140、安阳炉卷 110、韶钢炉卷 100、新余厚板 80、湘钢中厚板 150	
2006	3685 (增 850)	新建沙钢厚板增 150、舞阳厚板 100、邯钢厚板 100、普阳中板、三钢中板共 150、天津厚板 100、首钢抚宁 120、唐山中板 100	3917 (40 套)

备注: 1、未建成的: 江苏铁本、宁波建龙、福建龙安、攀钢、海鑫

2、正在建设及筹划的: 鞍钢营口、包钢、鄂钢、淄博、莱钢、安阳永兴

资料来源: 上市公司调研、招商证券

图 21: 2006 年已建中厚板轧机产能按地区分布


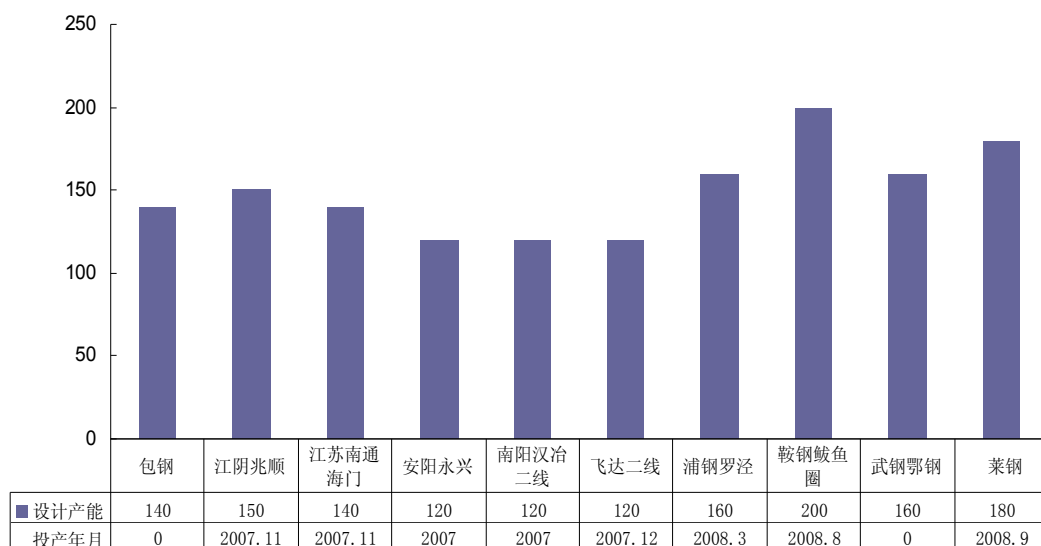
资料来源: 上市公司调研、招商证券

表 10: 2007-2010 年我国主要中厚板企业一览表

钢厂企业	2007 年		2010 年	
	轧机 (mm)	产量 (万吨)	轧机 (mm)	产量 (万吨)
宝钢	5000×4	180	5000×4、2350×4、4200 轧机	405
济钢	3500×4、2500×4	350	3500×4、2500×4	350
首钢	3500×4、3300×4、4300×4	280	3500×4、3300×4、4300×4	280
南钢	2350×4、3500 炉卷轧机	260	2350×4、3500 炉卷轧机	290
鞍钢	4300×4、2350×4、3500×4	230	4300×4、2350×4、5500 + 5000	410
邯钢	3000×4、4200×4、3500	230	3000×4、4200×4、3500×4、4100	330
新余	3800、2500×4	220	3800、2500×4	220
武钢	2800×4	60	2800×4、4300	210
湘钢	3500	120	3500、5000	260
重钢	2450	120	2450、3800	300
韶钢	2500×4、3800 炉卷	200	3800 炉卷	200
马钢	2500×4	110	2500×4	110
临钢	3000、3300	120	2800	120
唐钢	3500×4	150	3500×4	150
沙钢	5000×4	150	5000×4、3500	550
柳钢	2800×4	120	2800×4	120

安钢	2800×4、3500 炉卷	250	2800×4、3500 炉卷	250
包钢	4100	120	4100	120
酒钢	2800×4	80	2800×4	80
天钢	3500	120	3500	120
营口	2700×4	150	2700×4、4300 双机架	380
河北文丰	3300	120	3300	120
福建三钢	3000	100	3000	100
河北敬业	3000×4	150	3000×4	150
江苏上钢	3500	120	3500	120
宁波钢铁			4300	180
莱钢			4300 双机架	180
合计		4110		6105

资料来源：Mysteel、招商证券

图 22：2008 年新增中厚板设计产能 1500 万吨，实际发挥 1300 万吨左右


资料来源：Steelhome、招商证券

表 11：2009 年我国中厚板新增产能一览

钢厂	轧机	新增产能（万吨/年）	投产时间
莱钢	4300mm 宽厚板轧机	180	2009 年 2 月
重钢	4100mm 宽厚板	150	2009 年 4 月
天铁	2800mm 中厚板轧机	60	2009 年 6 月
武钢鄂钢	4300mm 宽厚板轧机	120	2009 年一季度
萍钢九钢	3500mm 中厚板	120	2009 年 8 月
沙钢	5 米宽厚板技改项目	250	2009 年
济钢	4300mm 厚板轧机	180	2009 年 10 月
营口中板厂	4300mm 轧机	230	2009 年 10 月
宁波钢铁	4300mm 宽厚板轧机	180	2009 年底
合计		1470	

资料来源：招商证券

表 12: 2002-2008 年中国造船完工量与造船板产量增长对比

年份	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1-9 月
造船完工量 (万载重吨)	461	641	880	1200	1450	1893	1682
造船板产量 (万吨)	198	210	345	486	666	1237	1336

资料来源: 中国船舶工业协会

表 13: 2001 年-2007 年我国造船板进出口量

单位: 万吨	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
进口量	8	31	60	33	22	40	50
出口量	20	59	14	61	68	180	420

资料来源: 中国船舶工业协会

表 14: 2008 年 1-11 月世界主要造船国家和地区三大造船指标一览表

国家/地区	造船完工		承接新船订单		手持船舶订单	
	吨位(百万载重吨)	占世界份额	吨位(百万载重吨)	占世界份额	吨位(百万载重吨)	占世界份额
中国	16.7	21.50%	52.2	36.10%	214	35.80%
日本	23	30.90%	17.9	12.40%	111.8	18.70%
韩国	29.2	38.20%	65.3	45.10%	217.3	36.40%
欧洲	5	6.50%	2.3	1.60%	20	3.40%
其他	2.1	2.90%	6.9	4.80%	34	5.70%
世界总计	76	100.00%	144.6	100.00%	597.1	100.00%

资料来源: 中国船舶报

表 15: 2008 年-2010 年中国船用钢材需求量预测

单位: 万吨	2008 年	2009 年	2010 年
造船	1040	1560	1600
修船	110	74	70
海洋工程制造	40	50	60
船舶分段制造	120	120	100
合计	1310	1800	1830

资料来源: 中国船舶工业协会

表 16: 2002-2007 年我国造船表观消费量

单位: 万吨	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
产量	198	210	345	486	666	1237
进口量	31	60	33	22	40	50
出口量	59	14	61	68	180	420
表观消费量	170	256	317	440	526	867

资料来源: 招商证券

海运费的回落会造成船舶的新增需求减少,截至 2008 年 12 月 2 日全球取消新船约 400 艘,进而影响到中厚板价格,中厚板价格已补跌。截至 2008 年 11 月 30 日,中国手持船舶订单 2.14 亿载重吨,占世界市场份额的 35.8%(见表 17)。新加坡郭氏集团投资的新加坡平洋航运(PacificCarriers)市场调查称,估计被取消的新船低于 400 艘,约 382 艘,其中 241 艘是干散货船。中国的船厂所取消的订单约占总量的一半以上,初步估算在近 2,000 万载重吨。

09 年只有具有品牌优势、服务配套优势的企业才具有真正的市场竞争力。华菱钢铁的船板通过了九家船级社的认证,附加值高价格相对坚挺,公司是第一家与中船机集团签署战略合作协议的钢铁公司。目前公司船板价格仍在 4000-5000 元,比目前市

场价 3500 元/吨高出 500 - 1500 元/吨。我们认为尽管华菱钢铁在 2009 - 2010 年中厚板会受到挑战，但仍能保持船板领域的相对优势。

（二）无缝钢管市场：短期低迷不改长期向好

钢管包括无缝管和焊管,作为国民经济建设的重要原材料之一,被广泛应用于石油、电力、化工、煤炭、建筑、机械、军工、航空航天等行业,世界各国特别是工业发达国家都十分重视钢管行业的发展。

从国内钢管市场的发展趋势分析,由于消费结构进一步升级,大大提高了国内无缝钢管市场的空间,尤其对高档专用管需求大幅度提高,2005 年我国无缝钢管的表观消费量约 1000 万吨,因此,立足国内市场是我国无缝钢管持续稳定发展的可靠支柱。

“十一五”期间,国家实施可持续发展战略,着力改善基础设施、生态环境和建设小康社会等一系列措施。要进行西部大开发、振兴东北老工业基地、清洁能源化、城镇化等一系列工程项目,使消费结构进一步升级,创造了新的市场需求。

中国是最大的无缝钢管生产国,也是最大的消费国。我国无缝钢管 2000 年产量为 415.76 万吨,2007 年上升为 1863 万吨,比 2006 年增长 379 万吨,产量增长的 42% 用于净出口的增长,58% 用于消费量的增长。2007 年表观消费量达到 1521 万吨,增长 218 万吨。按 2008 年前 11 月无缝管折算 2008 年全年无缝管产量将超过 1980 万吨。自 2005 年以来无缝管产量和消费量在钢管中占比均在 40% 以上,且有升高趋势。

表 17: 2004-2008 年前 11 月我国钢管生产产量及表观消费量

单位(万吨)	04 年 产量	05 年 产量	06 年 产量	07 年 产量	08 年前 11 月产量	04 年表观 消费量	05 年表观 消费量	06 年表观 消费量	07 年表观 消费量	08 年前 11 月 表观消费量
无缝钢管	848	1047	1540	1863	1819	842	976	1359	1521	1326
占比	39%	40%	42%	44%	46%	40%	40%	43%	44%	42%
焊接钢管	1301	1567	2121	2361	2145	1271	1442	1812	1921	1853
钢管合计	2149	2614	3661	4224	3964	2113	2418	3170	3443	3179

资料来源: Mysteel、招商证券

表 18: 2004-2008 年前 11 月我国钢管进出口数量

单位(万吨)	04 年 出口量	05 年 出口量	06 年 出口量	07 年 出口量	08 年前 11 月出口 量	04 年 进口量	05 年 进口量	06 年 进口量	07 年 进口量	08 年前 11 月 进口量
无缝钢管	75	139	251	395	545	69	68	69	53	52
焊接钢管	93	165	337	463	338	63	41	28	24	46
钢管合计	168	304	588	858	883	132	108	97	77	98

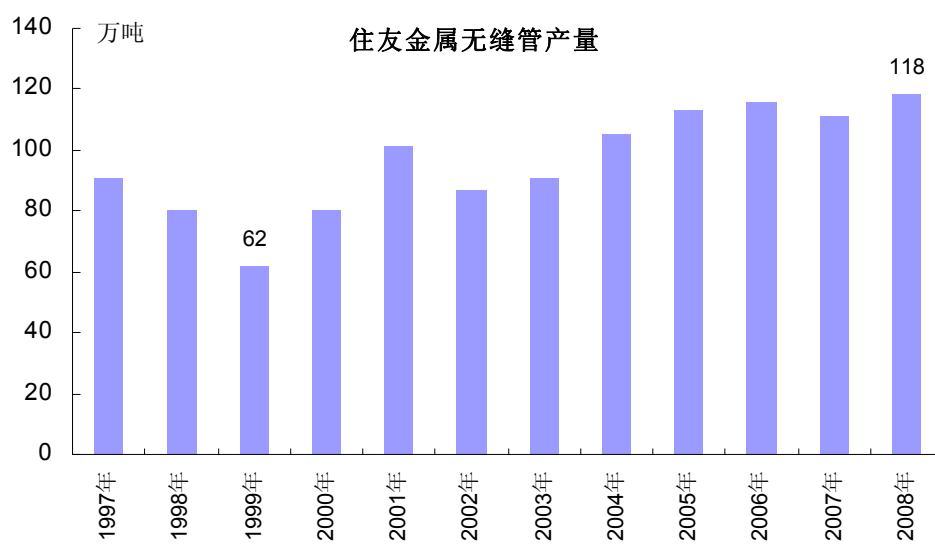
资料来源: Mysteel、招商证券

国内具备一定生产规模和产品档次的无缝钢管生产厂有 6 家,合计生产能力超过 1000 万吨,约占全国能力 70% 以上。国内无缝钢管主要生产厂家主要有天津钢管、衡阳钢管、宝钢股份分公司钢管及其子公司鲁宝钢管、攀成钢、包钢无缝、鞍钢无缝等六大厂家(见表 19)。天津钢管集团(又称天津大无缝)是世界上最大的无缝钢管生产企业,据我们最新调研,2008 年天津大无缝生产成品钢管 130.95 万吨、管坯 261.08 万吨;天津大无缝 2010 年目标是生产成品管 300 万吨。2008 年天津大无缝比国外最大无缝管生产商 - 住友金属最高年份产量 118 万吨(2007 - 2008)财年高出 13 万吨。

表 19：我国主要无缝管生产企业生产工艺装备对比

	天津钢管集团	华菱衡阳钢管	宝钢无缝管	攀成钢无缝钢管	包钢无缝管	鞍钢无缝管
炼铁	海绵铁厂：直接还原铁冶炼工艺设备从英国戴维公司引进，其规模和先进程度居世界之最。设计年产优质直接还原铁 30 万 t，金属化率达 93% 以上；炼铁厂：年产优质生铁（含铁水和铁锭）80 万 t 以上，保证了自用炼钢优质原料的供应	正在建设 1 座高炉 1000 m³；08 年 3 月建成，年产能 80 万 t	由 4 座 4300 立方高炉供铁水给炼钢厂	365m³ 高炉，前道工序有 105m² 烧结机与之配套	不详	不详
炼钢	(1)150t 电炉系统：由 150 t 超高功率电弧炉、LF 炉外精炼炉、VD 真空脱气炉、钢包底吹氧装置、喂丝设备和六流圆坯连铸设备等组成，全部设备从德国曼内斯曼德马克公司成套引进；可提供直径为 $\phi 400\text{mm}$、$\phi 350\text{mm}$、$\phi 310\text{mm}$、$\phi 270\text{mm}$、$\phi 210\text{mm}$ 五种规格连铸管坯。(2)90t 电炉系统：由 90t 超高功率电弧炉、LF 炉外精炼炉、VD 真空脱气、钢包底吹氧装置、喂丝设备和六流连铸方、圆坯等设备组成。主体设备由意大利引进，其它设备均由国内制造。通过技术改造增加 25t 中频感应炉融化合金母液，VD 变 VOD 满足脱碳保铬，尤其是生产低碳不锈钢的需要。同时具有铸锭能力（高合金钢）。可提供直径为 $\phi 270\text{mm}$、$\phi 251\text{mm}$、$\phi 210\text{mm}$、$\phi 150\text{mm}$ 和 $150\text{mm} \times 150\text{mm}$ 方坯五种规格钢坯。	公司电炉 3 座：电炉 30t$\times$2、电炉 90t$\times$1，年产能 110 万 t。90t 电炉后接 100tLF 炉，100tVD 处理炉；30t$\times$2 电炉后接 3$\times$40t 精炼炉和 1 台 40tVD 真空处理炉。	150 吨双壳直流电弧炉一座，配 220$\times$220 方坯连铸机及模铸加初轧开坯；150 吨交流电弧炉一座，配 320$\times$425 大方坯连铸机	80t$\times$1 转炉，拟上 70t$\times$1 电炉	不详	不详
轧管工艺	$\phi 250\text{MPMI}$ 轧机（114 ~ 340mm$\times$4.5 ~ 40mm）、$\phi 168\text{PDF}$ 轧机（32 ~ 170mm$\times$2.5 ~ 22mm）、$\phi 460\text{PDF}$ 轧机（245 ~ 457mm$\times$5.6 ~ 5.8mm）、$\phi 258\text{PDF}$ 轧机（114 ~ 245mm$\times$4 ~ 30mm）、$\phi 720$ 旋扩管机组（325 ~ 720mm$\times$15.5 ~ 70mm）、冷轧冷拔机组（25 ~ 250mm$\times$1 ~ 28mm）、热扩管机组（1200mm 以下$\times$6 ~ 80mm）。目前无缝钢管生产能力已达 300 万吨，2008 年将达到 350 万吨。公司坚持“三步走”总体发展战略，2004 年公司提前一年实现“十五”规划的“三个 100”奋斗目标（100 万吨钢、100 万吨材、100 亿元销售收入），2008 年实现第二步“三个三百”（300 万吨钢、300 万吨材、300 亿元销售收入）发展目标，2010 年实现第三步“建成国际领先的石油钢管制造基地，成为具有国际竞争力的世界知名大型企业集团”的目标。	$\phi 50$ 冷拔钢管生产线年产能 3 万 t，$\phi 89$ 连轧管生产线年产能 30 万 t，$\phi 108$ 三辊生产线（已改造为 $\phi 219\text{mm}$）年产能 20 万 t，$\phi 340$ 连轧管生产线年产能 50 万 t；拟新建 $\phi 720$ 连轧管生产线年产能 20 万 t。	宝钢股份无缝管产能 110 万吨。其中宝钢分公司钢管厂 $\phi 140\text{mm}$ 无缝管机组后接 3 条精整线和 1 条锅炉管精整线，设计年产能 80 万 t；烟台鲁宝钢管现有一套 Accu—Roll & Expander（简称 ARE）高精度轧扩管机组，年产 $\phi 114\text{mm}$—$\phi 325\text{mm}$ 的 400 多个规格、20 多个品种的输送流体用无缝钢管、液压支柱用无缝钢管、锅炉用无缝钢管、氧气管管、机车用管等	国际一流水平的 $\phi 340$ 连轧管机组、$\phi 159$ 连轧管机组，国内唯一的 $\phi 508$ 周期轧管机组以及 $\phi 650$ 扩管机组；和特管厂热处理、专用管和合金管生产线以及合资公司的石油管生产线，加上正在建设中的 A-R 精密轧管机组、第三管加工以及规划中的金堂分公司精密管和冷管项目，公司已具备年产 150 万 t 钢管的能力。主要产品为外径 5-720mm、壁厚 0.5-120mm 的各种碳素、合金无缝钢管。	已无缝管生产线 3 条：第一条 $\phi 180\text{mm}$ 连轧管机组年产能 30 万 t，第二条是接 $\phi 180\text{mm}$ 后的深加工石油管生产线，第三条线 $\phi 400\text{mm}$ 轧管机组年产能 50 万 t，拟新建 $\phi 60$ ~ 120mm 轧管生产线年设计产能 30 ~ 40 万 t，新项目投产后年设计产能 110 ~ 120 万 t。07、08 年钢管产量分别为 69 万 t、71 万 t	公司总共有 3 条无缝管生产线，设计产能 90 万吨，实际年产量超过 100 万吨。其中两条老线 $\phi 219\text{mm}$、$\phi 100\text{mm}$ 年设计产能 50 万吨，08 年 7 月投产 $\phi 177\text{mm}$ 设计产能 40 万吨。两条老线 07 年产量合计 56 万吨，综合成材率 94 %

资料来源：上市公司、招商证券

图 23: 1997 - 2008 财年日本住友金属无缝钢管产量


资料来源: 住友金属

世界范围内无缝管新增产能快速增长。随着 2005 年以来全球石油、天然气需求和价格上涨并连续创出新高,石油天然气所需无缝管数量急剧增加,无缝管价格暴涨、盈利丰厚。世界范围内已有的无缝管生产企业大幅扩张,同时大批新建无缝管生产企业“拔地而起”。据不完全统计(见表 23),明确公布产能计划的新建和扩产无缝管产能 566~571 万吨;全部规划产能将超过 800 万吨。

表 20: 世界范围内无缝钢管产能规划

所在地区	建设公司	合作伙伴	产能 (万吨)	开工日期	工程进度
沙特阿拉伯	TAQA	本地投资者	(新工厂) 40	2009	设备定制
沙特阿拉伯	安赛乐米塔尔	本地投资者	(新工厂) 50	2010	策划阶段
沙特阿拉伯	Zamil steel	寻找潜在技术合作者	(新工厂)	未定	前期论证
沙特阿拉伯	Al Tuwairqi steel	-	(新工厂) 75	2008	前期论证
阿拉伯联合酋长国	无锡无缝钢管	-	(新工厂) 100	未定	推迟
阿拉伯联合酋长国	天津钢管	本地投资者	(新工厂)	未定	前期论证
阿拉伯联合酋长国	TMK 钢铁	在计划中	(新工厂)	未定	前期论证
阿拉伯联合酋长国	Boulder Steel	-	(新工厂)	未定	前期论证
阿曼	Shadeed Iron & Steel	Jindal Saw Pipe	(扩产) 100	未定	策划阶段
中国 (天津)	天津钢管	无	(扩产) 50	2007	建设中
中国 (山东)	鞍山无缝	无	(新工厂) 20	2008	建设中
中国 (辽宁)	山东寿光巨能特钢	胜利油田	(扩产) 25-30	-	建设中
中国 (湖南)	衡阳钢管	无	(扩产) 20	2007	建设中
中国 (江苏)	无锡无缝钢管	无	(扩产) 25	-	建设中
中国 (山西)	长治钢铁集团公司	无	(扩产) 11	2007	建设中
中国 (山东)	烟台鲁宝钢管	宝钢	(扩产) 50	未定	前期论证
俄罗斯	Pervouralsk 钢管	无	(扩产)	2010	策划阶段

资料来源: 住友金属, 招商证券整理

中国能源行业用无缝管市场前景广阔。一方面,能源行业用目前,中国与国际能源机构 (IEA) 成员国能源结构差距较大 (见表 21)。尤其是石油、天然气、核能结构占比明显偏低,造成这种情况的原因与我国煤炭占比较大有关,但中长期看,中国能源消费结构中煤炭资源的占比将持续下降,石油、天然气、核能等占比将大幅提升,为无缝钢管

市场提供广阔市场空间。

表 21: IEA 成员国与中国能源结构对比

%	石油	天然气	煤	核能	其它
IEA(国际能源机构)	40.3	21.8	20.56	11.7	5.7
中国	23.4	2.7	66.1	0.7	7.1

资料来源：彭在美《石油天然气输送焊管在我国的应用和发展》

另一方面，运输领域用无缝钢管市场容量较大。与火车、海运、河运、汽车等运输方式比，管道在能源、铁矿石等流体和粉状物体运输中具有明显的相对优势（见表 22）。

表 22: 管道运输与火车、海运、河运和汽车运输方式的比较

运输方式	管道	火车	海运	河运	汽车
运价比	1	4.6	0.4	1.6	20.68
能耗比	1	2	0.3	0.5	8.5
损耗，%	0.2 ~ 0.3	0.71	0.45	0.45	0.45

资料来源：彭在美《石油天然气输送焊管在我国的应用和发展》

油气输送和铁矿石等运输市场容量较大。跨地域、跨国际的石油、天然气运输方式更多地采用管道运输的方式，国内铁矿石管道运输方式也造就了太钢不锈的低成本的核心竞争优势。

目前全球新建的油气管道计划超过 4.40 万公里（见表 23），中国 2008 年 2 月 22 日开的西气东输二线工程，包括 1 条主干线和 8 条支干线，总长度 9102 公里，项目总投资 1422 亿元。主干线全长 4843 公里，设计输气能力 300 亿立方米/年，计划于 2011 年底全线贯通。按平均每公里需用钢管 544.7 吨计算，预计西气东输二线所需钢管达 495.8 万吨。

太钢集团目前供应太钢不锈公司的尖山铁矿采用铁矿管道运输方式，运距约 100 公里，具有成本低、损耗少、无污染、连续性和可控性强的优势，是打造太钢不锈低成本核心竞争优势的关键因素。在钢铁行业深度调整时期，铁矿石管道运输方式是降低成本最为有效的手段之一。

表 23: 世界新建油气管道计划

地区	国家	管道名称/介质	长度, km
亚太地区	澳大利亚	巴布亚新几内亚-昆士兰/天然气	8707
	印度尼西亚	东加里曼丹-爪哇/天然气	3200
	缅甸、泰国、印尼、新加坡、马来西亚	东南亚天然气管道工程	4500
欧洲	俄罗斯	俄罗斯北方-欧洲/天然气	陆上 900 + 海上 1200
		东西伯利亚-太平洋/天然气	4130
	希腊、意大利	希腊-意大利，天然气 100×108m ³ /天然气	海底管线
中东	奥地利-伊朗	伊朗-土耳其-保加利亚-罗马尼亚-奥地利/天然气	2840
	伊朗、巴基斯坦、印度	波斯湾（南帕气田）-巴基斯坦/天然气	2100
非洲	印度	土库曼斯坦-阿富汗-巴基斯坦-印度/天然气	1680
	尼日利亚、阿尔及利亚	尼日利亚-阿尔及利亚-欧洲/天然气	4000
南美	苏丹	喀士穆-苏丹港	740
南美	委内瑞拉、阿根廷、巴西	委内瑞拉-巴西-乌拉圭-阿根廷/天然气	10000
北美	美国	洛基管线等，x-80，100 万 t 钢管	
	加拿大	陆上管线规划之中	

资料来源：彭在美《石油天然气输送焊管在我国的应用和发展》

能源行业所需钢管市场短期内受到抑制，但中长期依然乐观。

据测算(见表 24)，我国 2009 年能源行业所需钢管 1082~1457 万吨，剔除其中 150~200 万吨焊管，无缝管需求量 882~1307 万吨，需求中值为 1095 万吨，比 08 年增幅有限。

表 24：2009 年中国能源行业对钢管需求预测

使用领域	需求量, 万 t	备注
1、石油天然气油井管及石化用管	340~500	
其中：炼油加工用管材	40~100	主要品种套管、油管、炉管、流体输送管、换热气管
石油天然气管线管	300~400	其中直缝焊接钢管约 150~200 万吨
2、煤炭工业用钢管	230~300	单体液压支柱管、液压支架管、采煤机械及皮带输送机托辊管、煤矿排水管、通风管
3、电力工业用钢管	>100.2189	
其中：高压锅炉管	>100	高压锅炉管
超超临界压力锅炉管	0.2189	
小计	893~1234	
其他	189~223	包括水电、风力发电、太阳能发电、一些小型火力发电站用管及部分钢管出口
能源行业用钢管合计	1082~1457	

资料来源：Mysteel

表 25 统计数据显示，2007 年底世界主要国家或地区油井总计 148.27 万口（其中中国 16.49 万口，占比 11%），比 2006 年底增长 2.99 万口（其中中国增长 1.26 万口，占比 42%）。

全球金融危机拖累世界经济增长，石油需求 1~2 年左右很难大幅增长，国际原油价格也由最高时 147 美元跌至最低 36 美元，目前在 40~50 美元之间波动，所以 1~2 年时石油所需钢管需求增幅有限，但从中长期看，石油需求依然有很大增长潜力，这为无缝钢管市场提供较大市场空间。

表 25：2007 年世界主要国家或地区油井数及原油平均日产量

国家或地区	2007 年底油井数(口)			2006 年底油井数(口)	平均日产量/万桶	
	自喷井	抽油井	合计		2007 年	2006 年
北美地区		1032440	1072358	1066210	114.6	1119.4
加拿大	21939	546992	568931	565155	276.7	265.6
美国	16999	482981	499980	497403	513.6	510.2
墨西哥	953	2200	3153	3395	315.5	335.1
古巴	27	217	244	212	6.7	6.5
其它	0	50	50	45	2.1	2
南美地区	2637	42563	45200	43559	634.3	629
阿根廷	383	19517	19900	19083	67.9	69.7
巴西	1304	6788	8092	7947	174.8	172.7
秘鲁	83	5062	5145	4976	11.4	11.6
特立尼达和多巴哥	308	3858	4166	4105	14.9	15.7
哥伦比亚	419	2881	3300	3105	50.9	52.9
厄瓜多尔	75	3059	3134	3015	51.1	53.6
其它	65	1398	1463	1328	263.3	252.9
西欧地区	1198	2660	3858	3649	434.7	459.6
德国	78	1044	1122	1082	6.7	6.9
挪威	964	0	964	844	226.4	249.2
奥地利	26	705	731	689	1.9	1.9
法国	8	465	473	469	2.1	2.2
意大利	100	174	274	254	12.1	12.2
丹麦	22	173	195	207	31.2	34.2
其它	0	99	99	104	154.3	152.9
东欧和前苏联	6876	138868	145744	140626	1259.4	1218.6
俄罗斯	6250	125093	131343	125805	982	962

罗马尼亚	115	8580	8695	8766	9.7	9.8
阿尔巴尼亚	13	2089	2102	2111	1	1
波兰	66	1077	1143	1102	1	1.1
克罗地亚	34	679	713	769	2	2.1
匈牙利	187	467	654	950	2.3	2.7
其他	211	883	1094	1123	261.3	239.8
非洲地区	6366	6107	12473	11296	969.2	956.1
尼日利亚	2243	741	2984	2825	220	240
利比亚	1030	845	1875	1725	168.5	168.1
埃及	180	1670	1850	1695	68	64
阿尔及利亚	1350	440	1790	1580	166.8	167.8
安哥拉	689	561	1250	1183	169	142
刚果	63	507	570	545	24.3	24.2
加蓬	100	352	452	371	24.3	29.5
苏丹	16	429	445	230	44	39.7
其它	695	562	1257	1142	84.4	80.8
中东地区	9080	8370	17450	16030	2257.6	2317.8
阿曼	320	3000	3320	3075	60.8	64.3
沙特阿拉伯	2170	140	2310	1900	877	920.8
叙利亚	120	2026	2146	2097	38.6	42.2
伊朗	1717	20	1737	1535	398	402
阿联酋	1276	443	1719	1659	260.8	274
伊拉克	1273	235	1508	1490	213.5	199.5
科威特	1043	60	1103	1055	225	225
也门	405	648	1053	902	31	37
土耳其	0	823	823	778	2.9	2.9
中立区	259	460	719	679	55	58
卡塔尔	295	118	413	332	90	86
其它	202	397	599	528	5.1	5.3
远东地区	3959	15005	183864	170026	719.5	727.6
中国			164900	152332	972.7	369.6
印度尼西亚	1650	7896	9546	8775	91	95.5
印度	1020	3630	4650	4314	69.5	68.5
缅甸	48	1162	1210	1184	33.1	39.4
马来西亚	468	697	1165	1120	68	66.7
文莱	101	645	746	767	19.4	21.9
泰国	213	428	641	678	19.9	21.2
巴基斯坦	196	279	475	415	6.7	6.6
越南	205	135	340	300	30.5	31.7
其它	58	133	191	141	8.8	6.5
南太平洋地区	405	1375	1780	1464	62.2	58.3
澳大利亚	379	1266	1645	1355	53.9	52.2
其它	26	109	135	109	8.4	6.1
世界总计	30521	1247388	1482727	1452860	7451.6	7486.4

资料来源：《世界石油》2008 年 9 月

焊管能够完全替代无缝钢管吗？答案：否

成材率快速提高、热挤压等先进技术采用、消费升级令无缝管在钢管消费占比稳定在 40% 以上，焊管替代无缝管在一定时间内不太可能。2004 年以前，我国多数钢铁企业无缝钢管成材率不足 70%，造成无缝管成本比焊管成本明显偏高。提高无缝钢管成材率成为世界钢铁业共同要解决的难题，各国无缝钢管生产企业重点通过技术改造和产品升级，着力提高无缝钢管的成材率，取得了长足进步。以衡管为例，2007 年无缝钢管综合成材率达到了 94%，国内大部分企业无缝钢管成材率均达到了 90% 左右，焊管的低成本优势已不再明显。

油气井用钢量激增和较高的耐腐蚀要求，焊管很难替代无缝管，加之热挤压等先进技术采用、消费升级带来的支付能力的提高，无缝钢管在钢管总消费比例未来 3-5 年仍将维持在 40% 以上，无缝钢管的市场前景依然广阔。

无缝钢管进口替代仍有很大市场空间。目前我国油井所需无缝钢管 90% 以上仍依赖进口，宝钢已和中石化达成合作开发替代进口，进口替代市场空间很大。

(三)汽车板市场：由“垄断竞争”转向“自由竞争”

汽车板需求未来几年有 10% 左右增速，目前宝钢占居国内汽车板市场的“半壁江山”。汽车板品种需求结构未来仍将以普冷、热镀锌、电镀锌、热轧酸洗和热轧薄板为主，其中热镀锌比例上升，普冷和热轧整体比例下降。据我们估算，到 2010 年中国汽车用钢需求总量 2879 万吨，其中汽车板需求 801 万吨。

2008 年 5 月宝钢战略部对汽车板需求作出了更为乐观的预测，预计未来几年国内汽车板需求仍有可能保持 10%—12% 左右的年均增速，到 2012 年国内各类汽车板需求量可能达到 1100—1200 万吨。

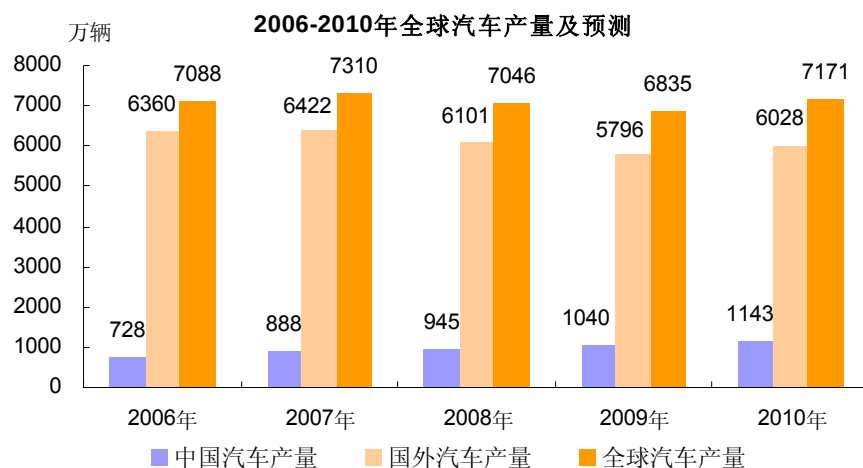
表 26：2003—2010 年中国汽车用钢需求及预测

单位：万吨	全部	整车	其中：汽车板
2003 年	909	590	271
2004 年	1252	700	315
2005 年	1437	800	368
2006 年	1833	1020	510
2007 年	2236	1245	622
2008 年 E	2379	1324	662
2009 年 E	2617	1457	728
2010 年 E	2879	1602	801

资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

汽车板市场新进入者明显增加，已具备约 1000 万吨生产能力。国内汽车板主要生产厂除传统的宝钢、鞍钢等两大巨头，目前已有武钢、攀钢、马钢、河北钢铁集团、广钢集团等企业已加入汽车板生产领域，传统和新加入者生产能力约 1000 万吨。宝钢 2006 年、2007 年分别以 222 万吨、257 万吨销量占有国内冷轧汽车板 51.7%、50.3% 的市场份额。

汽车板市场 2010 年前后将由“垄断竞争”转向“自由竞争”。我国汽车板现有及规划产能到 2010 年将超过 1200 万吨，供给大于需求约 200 万吨。但高端汽车板市场相对较好。

图 24：2006 - 2010 年全球及中国汽车产量及预测


资料来源：世界汽车制造商协会、中国汽车工业协会、招商证券

短期内全球轿车产量面临全面下滑风险。据普华永道预测，2009 年全球轿车产量全面下滑（见表 27）。美国和欧盟下滑幅度最大，分别下降 17% 和 12%。

表 27：普华永道预测 2009 年全球轿车产量全面下滑

单位：万辆	2009 年	2008 年	同比变化
美国	1080	896	-17%
欧盟	1550	1364	-12%
亚太	2600	2470	-5%

资料来源：PWC

华菱钢铁拟建的 200 万吨级汽车板项目定位在中高档汽车板市场，依托阿 - 米的先进技术、中国相对较低的钢铁成本和迎合全球及中国消费升级，该项目市场前景看好。

（四）取向硅钢市场：由“寡头龙头”转向“垄断竞争”

2008 年武钢在国内取向硅钢领域占据绝对领导地位。电工用钢又称硅钢片，是钢铁产品中的“工艺品”，在变压器、电动机、发电机、电焊机及家用电器乃至国防建设中具有举足轻重的地位，而其中的冷轧硅钢片尤其是取向冷轧硅钢片更是硅钢片中的精品。冷轧硅钢片是变压器、电动机、发电机、家用电器、电焊机等电器设备的主要原材料，其中无取向性冷轧硅钢片在我国只有武钢、宝钢、太钢和鞍钢能够生产，而取向冷轧硅钢片由于其良好的导磁性能，堪称电工用钢的“瑰宝”，是变压器铁心的最佳选用材料，2008 年以前国内只有武钢独家生产（见表 32），08 年宝钢涉足取向硅钢领域，当年产量预计刚过 2 万吨，就是在全世界，能生产取向冷轧硅钢片的公司也不过 10 家。

表 28：2004-2008 年前 11 月我国电工钢和取向硅钢生产量及表观消费量

单位(万吨)	04 年产量	05 年产量	06 年产量	07 年产量	08 年前 11 月产量	04 年表观消费量	05 年表观消费量	06 年表观消费量	07 年表观消费量	08 年前 11 月表观消费量
电工钢	161	241	336	416	419	316	351	409	499	498
其中：取向硅钢	12.70	13.18	16.18	27.99	30.15	41.49	38.88	41.35	54.62	62.33

资料来源：Mysteel、招商证券

表 29: 2004-2008 年前 11 月我国电工钢和取向硅钢进出口数量

单位 (万吨)	04 年 出口量	05 年 出口量	06 年 出口量	07 年 出口量	08 年前 11 月出口量	04 年 进口量	05 年 进口量	06 年 进口量	07 年 进口量	08 年前 11 月进口量
电工钢	9	10	23	20	18	164	121	95	104	97
其中: 取向 硅钢	0.06	0.11	0.19	0.15	0.02	29	26	25	27	32

资料来源: Mysteel、招商证券

取向硅钢广阔的市场前景吸引大钢厂涉足该领域。据招商证券电力设备研究员王鹏的预测, 08 年国内取向硅钢需求量约 69.40 万吨, 与我们预计 08 年我国取向硅钢 68.53 万吨的表观消费量基本一致, 预计 08 年武钢和宝钢能够生产 33 万吨左右, 其余 36 万吨全部依靠进口, 进口依赖度 52% 以上。由于我国目前只能生产 120 牌号及以下产品, 所以我国 220KV 以上变压器所需取向硅钢基本依赖进口, 能够生产或替代进口只有 220KV 以下变压器所需硅钢, 到 2010 年市场需求量也不到 19 万吨 (见表 31)。

2003 - 2008 年我国取向硅钢表观消费量符合增长率约 10%, 预计 09 - 10 年取向硅钢需求分别为 88.83 万吨、115.48 万吨, 环比增幅 28%、30%。预计 09 年国内取向硅钢产量可达 51 万吨 (其中武钢 36 万吨), 进口依赖度仍为 43%。2010 年后随着新的竞争者的加入, 新的硅钢项目陆续达产, 供求关系趋于平衡。

表 30: 我国变压器产量及所需取向硅钢理论用量测算与取向硅钢表观消费量对比

单位 (万千伏安)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
变压器产量	29600	37600	48970	63115	73645	91020	114713	146833	190882
增长率		27%	30%	29%	17%	24%	26%	28%	30%
取向硅钢理论用量 (万吨)	17.91	22.75	29.63	38.18	44.56	55.07	69.40	88.83	115.48
取向硅钢表观消费量	34.85	41.89	41.49	38.88	41.35	54.62	68.53		

资料来源: 中经网、招商证券

表 31: 我国 220KV 和 110KV 变压器产量及所需取向硅钢理论用量测算

单位 (万千伏安)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
220kV	13575	13575	14500	15370	15850	16500
110kV	9225	10015	11060	11660	12270	12895
合计	22800	23590	25560	27030	28120	29395
取向硅钢理论用量 (万吨)	14.36	14.86	16.10	17.03	17.72	18.52

资料来源: 中经网、招商证券

硅钢产品在武钢盈利中占一半以上, 其中取向硅钢盈利占比举足轻重, 在钢铁行业深度调整期, 高毛利的取向硅钢产品吸引其他大钢厂加入。2008 年前三季度, 武钢的硅钢产量 91 万吨, 占公司总产量 10.2%, 销售收入占比 22.1%, 销售毛利占比高达 53.1%; 其中取向硅钢产量 21.4 万吨, 占公司总产量 2.4%, 销售收入占比 13.7%, 销售毛利占比高达 45%。高毛利的取向硅钢产品成为武钢顺利渡过钢铁行业深度调整期的“制胜法宝”, 这吸引着有技术、资金和管理实力大钢厂加入。

调整生产结构, 大钢厂 09 年纷纷进军取向硅钢领域。我们调研表明 (见表 32), 目前国内主要硅钢生产企业有武钢、宝钢、鞍钢、太钢、马钢, 目前硅钢设计产能为 490 万吨, 其中无取向硅钢 438 万吨, 取向硅钢 52 万吨。未来规划新增硅钢产能 90 万吨, 其中无取向硅钢 50 万吨, 取向硅钢 40 万吨。规划新增产能达产后, 国内取向硅钢产能可达 92 万吨, 与 2010 年国内硅钢理论需求量 115 万吨比较仍有供求缺口。

表 32：国内主要硅钢生产厂家及潜在加入者

单位： 万吨	目前设计产能			07 年硅钢产量			08 年硅钢产量计划			规划新增产量			09 年预计产量		
	小计	其中： 无取向	取向	小计	其中： 无取向	取向	小计	其中： 无取向	取向	小计	其中： 无取向	取向	小计	其中： 无取向	取向
武钢	200	158	42	122.53	94.54	27.99	136	105	31				141	105	36
其中：一硅钢	40	30	10	30.87	3.98	26.89									
二硅钢	82	66	16	67.7	66.6	1.1									
三硅钢	56	40	16												
一冷轧	22	22		23.95	23.95		22	22							
宝钢	110	100	10	90.79	90.79		101	99.5	1.5				105	100	5
鞍钢	100	100		88/89.18 (产/销)	88/89.18 (产/销)		88	88		30	10	20	100	90	10
太钢	40	40		27.13	27.13		38	38					40	40	
华菱安塞乐 米塔尔电工 钢有限公司										60	40	20			
马钢	40	40					20	20							
合计	490	438	52	240.45	212.46	27.99	383	350.5	32.5	90	50	40	386	335	51

资料来源：上市公司调研、招商证券

高牌号取向硅钢存在进入壁垒。目前在 Hi-B 取向硅钢领域，武钢能够生产的牌号为 120，我国能够替代进口的牌号为 100，日本牌号能够达到 90 以上。因为高牌号 Hi-B 取向硅钢连武钢有 30 年取向硅钢生产经验在短期内难以生产，加之取向硅钢涉及新日铁专利及成材率较低（不到 80%）导致成本较高，国内新投产取向硅钢企业在 09 年批量生产及替代进口仍有难度，所以我们对 09 年宝钢、鞍钢取向硅钢产量预测较设计产能比较低。

硅钢市场竞争加剧。由于明年其他普碳类钢材毛利空间缩小，钢厂将会把结构调整重点转到硅钢产品上来，比如唐钢开始涉足电工钢领域。据调研，唐钢一钢轧厂 08 年 1 至 9 月冶炼 WD2 电工钢 1,600 吨，冷轧厂生产 0.65 毫米、0.5 毫米冷轧半工艺无取向电工钢 1,000 吨，产品性能稳定，达到国标 800 牌号要求，生产开发取得进展。

综上所述，取向硅钢市场竞争格局在 09 年将由“寡头垄断”转向“垄断竞争”。尽管随着竞争加剧，取向硅钢售价可能有 10%~20% 的下滑，但盈利相对于其他品种仍处于较高水平，相对竞争优势未受到根本挑战。

华菱安塞乐米塔尔电工钢有限公司凭借阿-米在电工钢领域实力，只有占领硅钢的高端市场才能在国内赢得市场主动权。2008 年 9 月，华菱集团和安赛乐米塔尔共同出资组建中外合资的华菱安塞乐米塔尔电工钢有限公司，合资公司投资总额为 65 亿元人民币，注册资本 26 亿元人民币，预计年产能为 40 万吨非晶粒取向电工钢和 20 万吨晶粒取向电工钢。合资公司的股权结构为华菱集团持股 50%，安赛乐米塔尔持股 50%。合资项目将建在涟钢区域，利用涟钢的薄板作电工钢基板。该项目目前处于报批阶段，预计建设期半年。

四、公司战略、目标及竞争优势

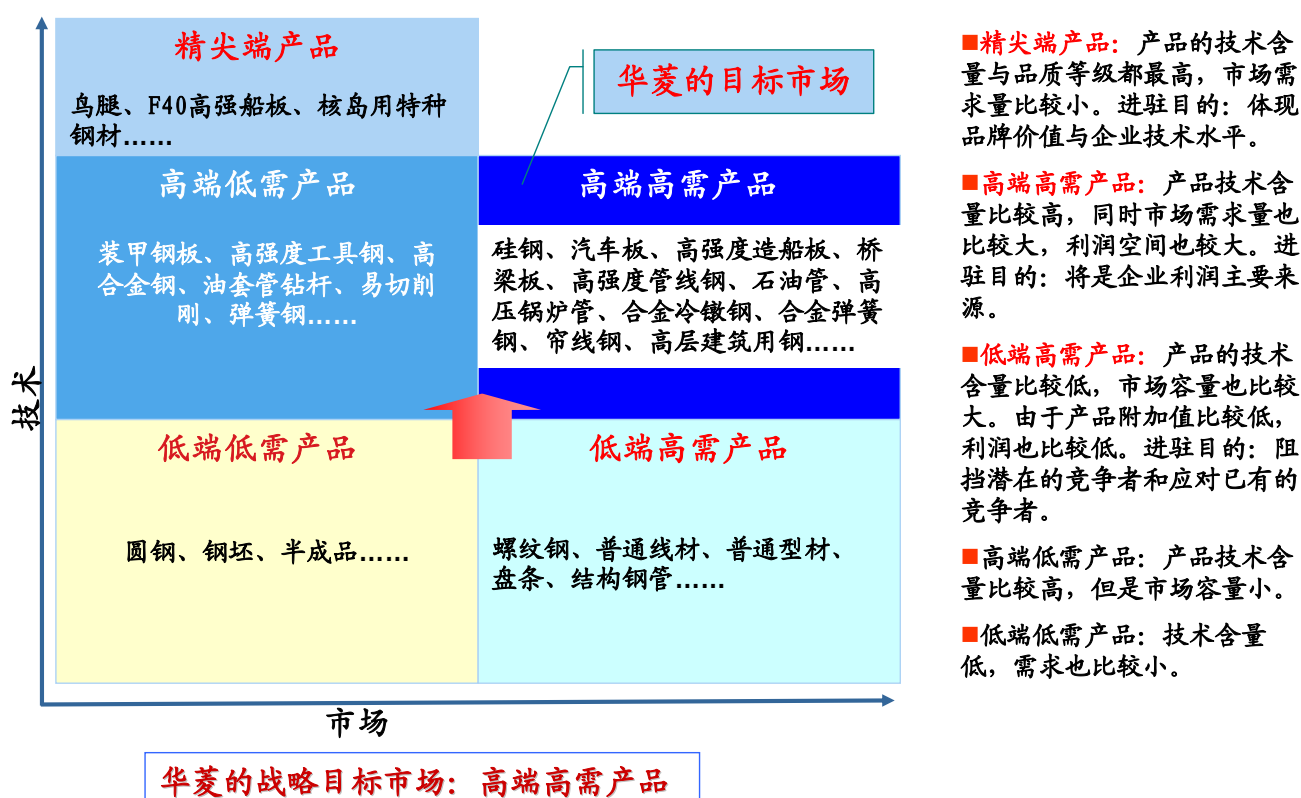
（一）公司发展战略

公司的长期发展战略：关注和不断满足终端客户的现实与未来需求，专注于区域细分市场，坚持和推行专业化生产格局与成本控制支持下的差异化战略，提高产品的附加值和技术含量，全方位培育和创造核心竞争力，最终成为：**客户认可的钢材整体解决方案综合服务商。**

- 客户价值观：为客户创造价值
- 客户关系管理：长期战略伙伴关系
- 个性化服务：增强客户忠诚度
- 迅速反应系统：内部的系统保障能力

我们认为公司发展战略思路超前、可操作性较强。

图 25：华菱清晰的长期发展战略目标



资料来源：华菱钢铁，招商研发

公司产品结构调整与资本投入路径清晰，前后衔接紧密，这将确保公司在行业分化中取得先机，提升公司产品的核心竞争力，是公司业绩强有力的保障。

图 26：华菱钢铁战略发展路径图



资料来源：上市公司、招商证券

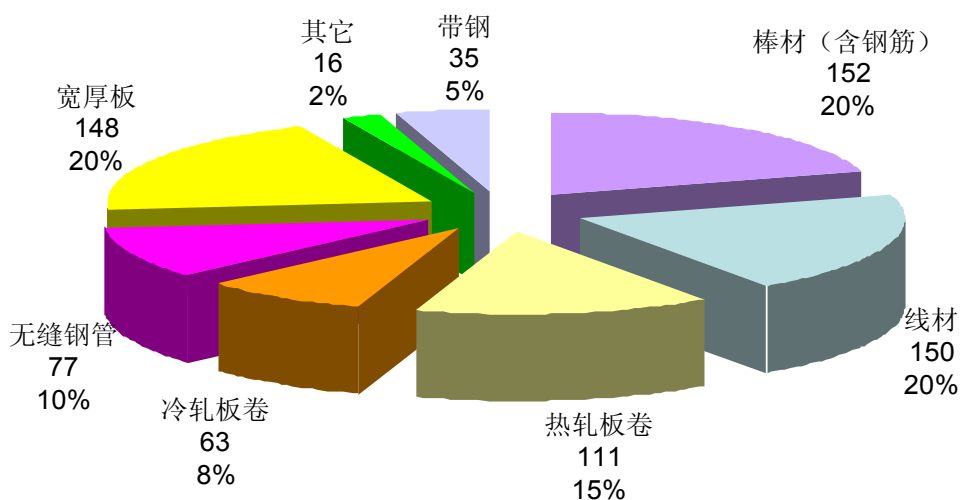
综合评价：我们认为公司发展战略定位清晰、目标明确、措施具体、策略得当、执行力较强，实现可能性极大。

（二）主要竞争优势

1. 产品全覆盖，结构合理，具有一定反周期能力

公司产品涵盖宽厚板、薄板、无缝钢管、线棒材。公司产品定位始终坚持高附加值和高技术含量，追求产品在细分市场占据的高端位势。以冷、热轧超薄板、宽厚板、大小口径齐全的无缝钢管、精品线材等特色产品作为发展重点，目前已形成具有国内外先进装备水平的板、管、线系列产品生产线，产品技术含量、质量达到国际先进水平，并远销美国、新加坡、韩国、澳大利亚、中东、南欧、马来西亚等十多个国家和地区。

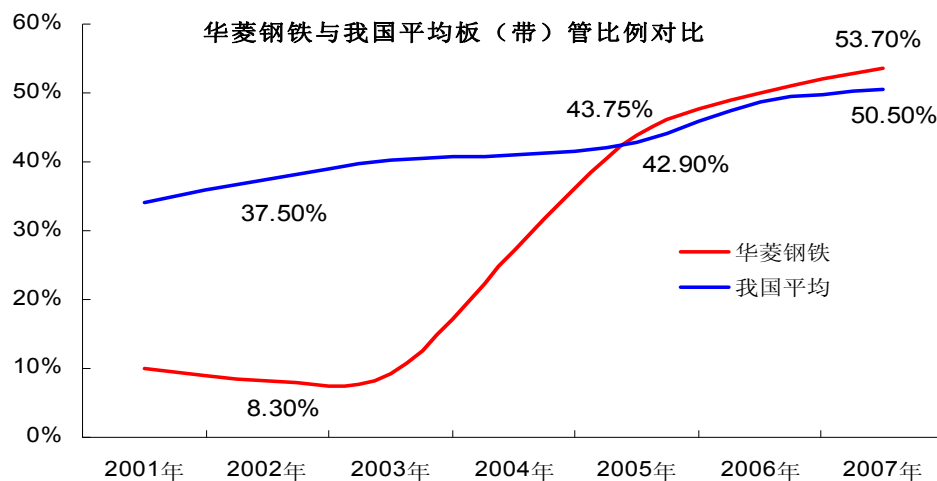
图 27：2008年前三季度华菱产品结构（万吨）



资料来源：华菱钢铁，招商研发

产品结构合理，高端产品优势明显并具强大的品牌优势。2008 年前三季度板（带）管比（指板带、钢管的生产量占有所有钢材生产总量的比重）58%，比去年同期增长 8 个百分点。与我国平均板（带）管比例比较，华菱板带管比提高速度明显较快，2005 年超越全国平均，2007 年高出全国平均水平 3.2 个百分点（见图 28）。

图 28：华菱钢铁与我国平均板（带）管占比对比



资料来源：上市公司调研、招商证券

公司已经形成以板材、钢管和优质线棒材为主导产品的序列和质量优势，目前公司无缝钢管产量占全国总产量的 8% - 10%，其中汽车半轴套管实现了以国产替代进口，国内市场占有率达 80% 以上；公司主导产品小口径无缝钢管，国内市场占有率稳居第一，并已完全取代了日本厂商成为台湾无缝钢管市场的主要供应商；公司新开发的高强船板 F40，获得 9 国船级社认证，公司板材应用于广州电视塔、中央电视台新址等国家标志性工程。同时还开发了锅炉板、桥梁板、X52 管线钢、镀锌板、大口径石油专用管等近百个品种牌号的新产品，其中半工艺硅钢等产品填补国内空白。

表 33：公司近四年主要钢材产品的生产能力及其主要用途

主要钢材产品	2008 年 (万吨)	2007 年 (万吨)	2006 年 (万吨)	2005 年 (万吨)	主要用途
线材	203	203	180	180	金属制品、汽车
棒材	120	120	320	320	房屋建筑、基础建设、机械制造
宽厚板	180	140	140	120	造船、模具、压力容器、管线钢
热轧板卷	250	250	250	230	钢结构、机械加工、五金加工、冷轧厂家、集装箱厂、汽车制造、桥梁建设、制管
冷轧板卷	150	150	150	150	家电、五金加工、镀锌厂、汽车、轻工、建筑
钢管	115	115	100	80	石油天然气用钢管、锅炉和压力容器用钢管、流体结构用钢管
型、带钢	80	80	80	80	制管、小五金加工、冷带厂、家具金属构件
合计	1098	1058	1220	1160	

资料来源：上市公司调研、招商证券

表 34: 华菱湘钢工序产能及产量预测

工序	主要设备	设计年产能	07 年产量	08 年产量 E	09 年产量 E	备注
焦化	2×42 孔、2×45 孔、2×60 孔焦炉 (JN4.3-80 型 65 孔焦炉 2 座及 6m 高炭化室焦炉 2 座; 一套 75t/h 干熄焦装置, 并配套了 2 座 42 孔 JN4.3-80 型焦炉, 年产干全焦 56.7 万吨。本次募集资金干熄焦技术改造项目 本项目包括 A、150t/h 干熄焦技术改造项目; B、华菱湘钢焦化厂建设 75t/h 干熄焦装置和焦化废水深度处理及回用技术改造项目)	240 万 t	160 万 t	170 万 t	200 万 t	A、150t/h 干熄焦技术改造项目建成后, 年可回收能源 44,847.38 吨标准煤, 相当于每吨焦炭能耗降低 39 千克。同时因焦炭质量提高, 使高炉入炉焦比降低 2.5%, 相当于年增加焦炭产量 25,630.5 吨, 折合标准煤为 24,835 吨; 年生产能力提高 1%; B、75t/h 干熄焦装置及焦化废水深度处理及回用项目建成后, 75t/h 干熄焦装置年节能折合 33,573 吨标煤, 同时因焦炭质量提高, 使高炉入炉焦比降低 2.5%, 相当于年增加焦炭产量 11,342 吨, 折合标准煤为 10,990 吨, 年生产能力提高 1%。节能效果显著, 相当于可减排 CO ₂ 120,151 吨/年。焦化废水深度处理及回用技术改造将使焦化厂工业废水实现零排放, 年节水 2,520,000 立方米, 既减少了水资源消耗量, 又解决了长期以来的废水污染问题
烧结	烧结机 4 组: 360m ² ×1、95m ² ×1、105m ² ×1、180m ² ×1	850 万 t	710 万 t	700 万 t	750 万 t	
炼铁	高炉 4 座: 1#、2#、3#、4# 高炉分别为 2580m ³ 、750m ³ 、1080m ³ 、1800m ³	600 万 t	540 万 t	540 万 t	550 万 t	
炼钢	公司本部转炉 5 座: 顶底复吹转炉 80t×3、转炉 120t×2;	600 万 t	547 万 t	550 万 t	580 万 t	
棒材	棒材生产线 1 条(Φ12-Φ40mm 螺纹钢)	95 万 t	150 万 t	160 万 t	170 万 t	
一高线		65 万 t				
二高线		75 万 t	180 万 t	140 万 t	150 万 t	2009-2010 年之间淘汰
宽厚板厂	3800mm 轧机 2 套	250 万 t	144 万 t	180 万 t	245 万 t	实际产量可达 300 万 t
其中: 一号线 3800mm 双机架轧机 1 套		180 万 t				05 年 9 月投产
二号线 3800mm 单机架轧机 1 套		100 万 t				07 年 2 月董事会批准, 15 个月建设期, 08 年 6 月 30 日完工, 实际 8 月正式投产, 08 年产量 30 万吨
5000mm 轧机 1 套		200 万 t				拟新建, 08 年 8 月主要设备已订货, 尚未开工建设

资料来源: 上市公司、招商证券

表 35: 华菱涟钢工序产能及产量预测

工序	主要设备	设计年产能	07 年产量	08 年产量 E	09 年产量 E	备注
焦化	JN80 型 65 孔焦炉 2 座、1 座 55 孔	120 万 t	135 万 t	135 万 t	135 万 t	
烧结	烧结机 3 组: 130m ² ×1、180m ² ×1、280m ² ×1	600 万 t	610 万 t	610 万 t	600 万 t	
炼铁	高炉 6 座: 2200m ³ ×1、480m ³ ×1、380m ³ ×2、323m ³ ×2 新建 2200m ³ 级高炉 1 座	450 万 t	428 万 t	395 万 t	455 万 t	2000m ³ 级高炉项目, 预计总投资 16.74 亿元, 利用本次募集资金 3.3 亿元。项目建设期为 20 个月, 内部收益率为 15.15%, 投资回收期 7.59 年。达产后, 预计可实现年销售收入 57.2 亿元, 税后利润 2.07 亿元
炼钢	转炉 4 座: 100t×3、50t×1	450 万 t	454 万 t	408 万 t	465 万 t	
板坯连铸机 2 套						
连铸	方坯三流连铸机 1 套	450 万 t	454 万 t	408 万 t	465 万 t	
方坯六流连铸机 2 套						
棒材生产线		80 万 t	127 万 t	100 万 t	120 万 t	07 年成材率 99%

型材	60 万 t	11 万 t	5 万 t		07 年成材率 95%，09 年改造成棒材产能 40 万吨
带钢	40 万 t	48 万 t	52 万 t	42 万 t	07 年成材率 98%~99%
1600mmCSP 热轧板生产线（规格厚度 0.8-12.7mm）	220 万 t	143 万 t	145 万 t	113 万 t	总投资 26 亿元。07 年成材率 98%，04 年 2 月 5 日投产，当年产量 124 万 t，创当时全球 CSP 厂达产最快世界记录。
冷轧板	50 万 t	100 万 t	80 万 t	100 万 t	07 年成材率 96%

资料来源：上市公司、招商证券

表 36：华菱衡钢工序产能及产量预测

工序	主要设备	设计年产能	07 年产量	08 年产量 E	09 年产量 E	备注
炼铁	正在建设 1 座高炉 1000 m ³ ;	60-80 万 t			45 万 t	权属华菱连轧管。07 年 5 月开工，08 年 3 月建成
炼钢	公司电炉 3 座：电炉 30t×2、电炉 90t×1; 90t 电炉后接 100tLF 炉，100tVD 处理炉 30t×2 电炉后接 3×40t 精炼炉和 1 台 40tVD 真空处理炉	110 万 t	110 万 t	113 万 t	125 万 t	一、二炼钢权属华菱连轧管，2006 年 90t 电炉投产。
连铸	全水平连铸机 3 台 2 机 2 流 弧型连铸机 1 台 4 机 4 流	50 万 t 60 万 t				权属华菱连轧管，“炼钢—全水平连铸”、“炼钢—弧形连铸”两套圆管坯生产系统
轧钢	Φ50 冷拔钢管生产线	3 万 t	100 万 t	110 万 t	118 万 t	权属华菱钢管，07 年综合成材率 89%~90%
(5 条钢管生产线，2 条管加工生产线)	Φ89 连轧管生产线	30 万 t				权属华菱钢管
	Φ108 三辊生产线(已改造为 Φ219mm)	20 万 t				权属华菱钢管，国内最早大口径 3 辊生产线，80 年代中期建设，最大直径到 140mm，08 年 3 月改造为 Φ219mm 完成
	Φ340 连轧管生产线	50 万 t				权属华菱连轧管
	Φ720 连轧管生产线	20 万 t				新建，权属华菱连轧管，预计 2009 年 3 月投产。项目总投资 7.8205 亿元，利用本次募集资金 3.5 亿元

资料来源：上市公司、招商证券

2、公司具有区域市场优势

前文提及，中国仍处于城镇化的加速发展阶段，华菱钢铁所在的湖南省城市城镇化率仅为 40.45%，低于全国平均水平 4.49 个百分点，湖南经济的高速增长，现实的和潜在的需求，为钢铁工业的发展创造了十分有利的条件，为公司的发展提供了广阔的发展空间。

湖南省近三年国内生产总值保持稳定和快速增长，2005 年、2006 年、2007 年的国内生产总值增长速度分别为 11.6%、12.1%、14.4%，高于全国平均的增长率。湖南省“十一五”规划明确坚持以工业化为核心，着力提升产业发展层次，保持工程机械和轨道交通等先进制造业的优势地位，这些产业都对钢材有着旺盛的需求。

我国中部的“钢铁脊梁”。公司位于中国经济最发达的长江三角洲和珠江三角洲之间，并毗邻重庆周边为主的西部市场，这些都是钢材未来消费提升最快和最集中的地区，公司在我国东部和西部及西南部之间充当钢铁需求的“脊梁”。

3. 股东安赛乐－米塔尔支持的优势

安赛乐－米塔尔正在逐步培育华菱钢铁的核心竞争力。

首先，低成本战略将在华菱钢铁得到复制。凭借其在全球 14 个国家和地区所拥有的 94.12 亿吨储量的铁矿石资源储备，华菱钢铁有望获得原材料成本优势。

其次，安赛乐－米塔尔带来的新的管理理念和机制赋予公司低运营成本优势。低成本战略体现在低成本原材料的获取、生产设备的有效利用以及协同战略的实施。

最后，提升公司的技术水平。在安赛乐－米塔尔的帮助和指导下，公司高强船板 F40 的开发取得阶段性成果；在 CSP 生产线上成功开发半工艺硅钢并实现了批量生产；成功开发了宽度为 3.1 米的 X65 管线钢板；易切削钢、汽车用弹簧钢的工艺技术已经试制成功并进入商业化生产。2008 年 6 月 27 日，华菱钢铁、华菱集团与安赛乐－米塔尔签订合资经营合同，共同成立华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司，安赛乐－米塔尔将向合资公司提供汽车板生产线的设计及汽车板的生产和质量提升所必要的技术及相关诀窍，并提供相关技术支持和培训，该项目的启动标志着华菱钢铁与安赛乐－米塔尔的合作全面启动，后续的硅钢及不锈钢项目也正在准备中。

4. 上游资源控制

公司积极推进资源控制战略，谋求对资源类项目的股权投资，实施“股权投资+战略合作”的资源控制战略，为公司获得长期、稳定的资源渠道。

战略投资金西项目：

公司认购澳大利亚金西资源有限公司（Golden West Resources Ltd，以下简称“金西”）新发行股份，占金西股权比例为 11.39%。金西在正式开采后，每年将向公司出售铁矿石 450 万吨。

长期投资平煤天安

公司子公司华菱湘钢持有平煤天安 3000 万股份，占平煤天安总股本的 4.4%，保证每年不少于 50 万吨的焦煤供应。

表 37：2007-3Q2008 年华菱管线主要原燃料价格变化

类别	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
进口矿	677	792	795	938	930	1023	1192
国内矿	646	722	785	1060	1288	1401	1327
炼焦煤	772	798	802	848	1070	1355	1855
外购焦炭	1163	1276	1339	1536	1874	2384	2847
生铁	2131	2340	2514	2881	3380	3822	3996
废钢	1989	2087	2185	2485	2902	3389	3420

资料来源：上市公司、招商证券

表 38: 西山煤电及平煤天安动力煤价格

单位: 元/吨含税	西山煤电	平煤天安
2007 年 11 月价格	646	794
2007 年 12 月提价	164	100
2007 年底价格		1060
2008 年 1 月		120
2008 年 2 月		
2008 年 3 月	230	150
2008 年 4 月		
2008 年 5 月		200
2008 年 6 月	385	339
2008 年 8 月	300	200
2008 年 10 月		-200
2008 年 11 月	-500	-300
目前价格	1225	1500
08 年累计提价	579	1569

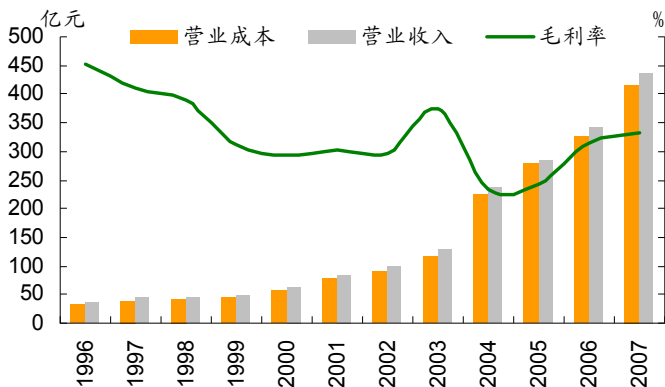
资料来源: 招商证券, 提价情况: 中间数据为提价 (元/吨), 阴影部分为实际价格

五、公司经营效益分析

（一）业务规模名列前十，主营收入快速增长

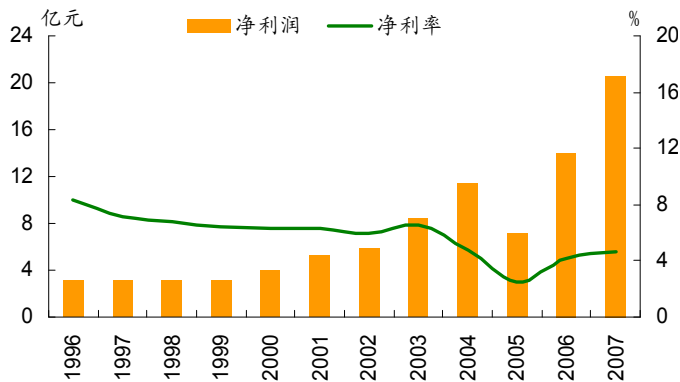
公司业务收入增长快，规模不断扩大。近年来公司主营业务收入一直稳定增长，06、07 年分别增长 19.29% 和 28.56%，达 341.05 亿、438.44 亿元，截至 08 年 9 月份，主营业务收入增长加速，同比增长 40.65%，公司预计 08 年实现收入 575.85 亿，同比增长 31.34%。净利润从 05 年起逐年攀升，07 年达到 20.6 亿元，同比增长 57.13%。营业收入的提高源于公司规模不断扩大，01 年到 07 年，公司资产复合增长率 29.87%，净资产复合增长率 26.38%，截至 08 年三季度，总资产为 569.73 亿，资产规模位列钢铁类上市公司前十。

图 29：规模不断扩张，营业收入增长伴随毛利率提高



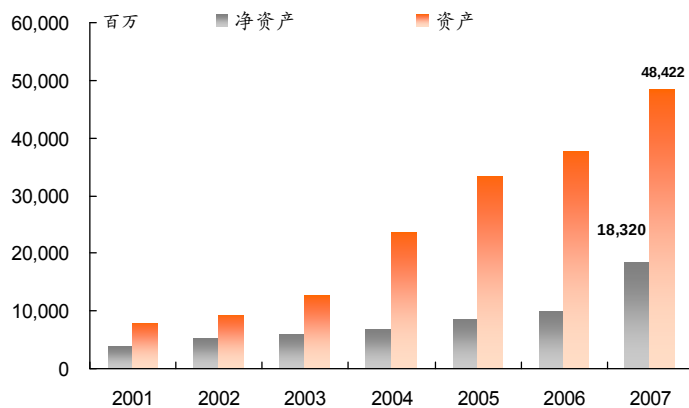
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 30：净利润逐年增长，净利率保持较高水平



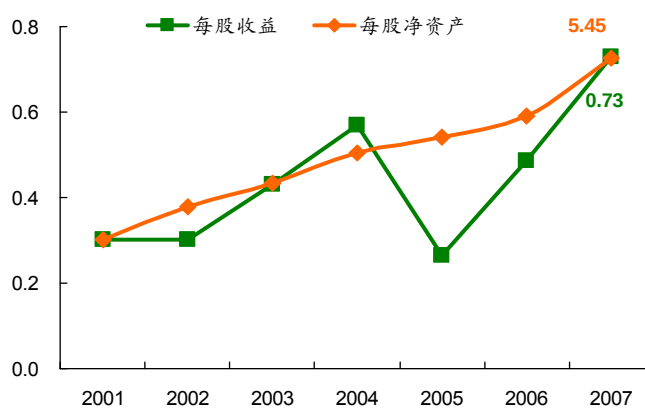
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 31：净资产/资产复合增长率：26.38%/29.87%



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 32：每股收益/净资产复合增长率：13.41%/13.33%



资料来源：wind，招商证券研发中心

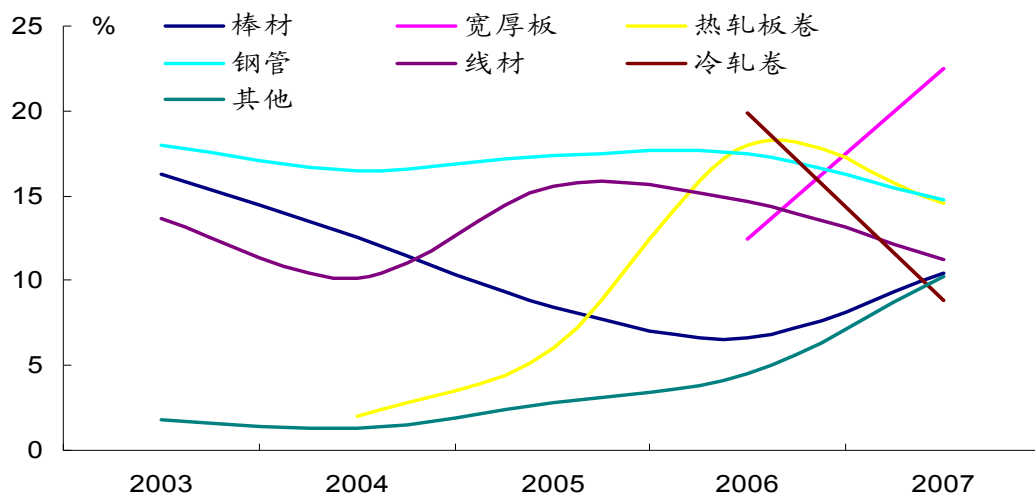
（二）调整生产结构，提升产品毛利率

调整生产结构，保证公司资产盈利能力较强。近三年来，公司综合毛利率保持稳步扩张之势，05 到 07 年分别为 9.65%、12.55% 和 13.32%，主要由于公司持续进行产品结构性调整，04 年以后增加热轧板卷的后续冷轧生产线，建成并投产了宽厚板生产线，继续大幅度提高钢管的产量。冷轧板卷、宽厚板和钢管都是附加值较高的产品，这有助于

提升企业的核心竞争力。

毛利率后续预期将保持较高水平。公司将继续提高附加值产品比例，随着安赛乐—米塔尔在汽车钢板、电工钢、不锈钢等领域高附加值产品生产技术的引进、消化、吸收，公司的毛利率也将进一步提升。

图 33：公司主打产品宽厚板毛利率较高

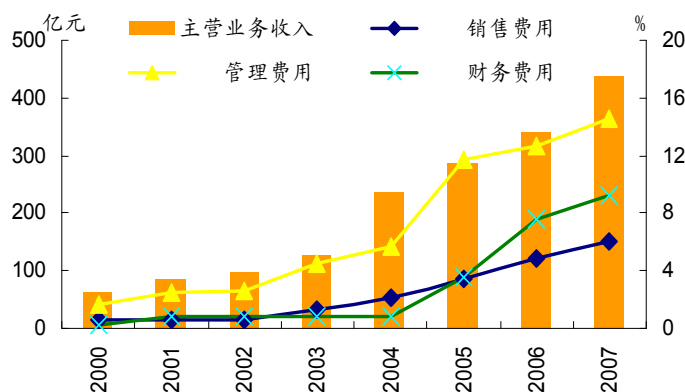


资料来源：wind，招商证券研发中心

（三）期间费用与销售收入增长相匹配

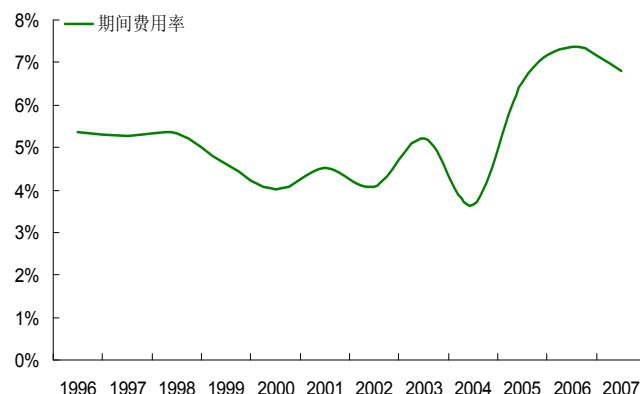
期间费用逐年扩张，与销售收入相匹配。总体来看，公司三费增长跟主营收入增长保持一致，其中，管理费用控制较好，所占比例逐年递减；销售费用占比提高，是因为公司开拓境外市场，加大出口比例所致；近三年财务费用提高是跟公司出于扩张期，贷款利率上浮及借款总额增加所致。

图 34：三费增长跟销售收入增长相匹配



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 35：期间费用率2007年下降



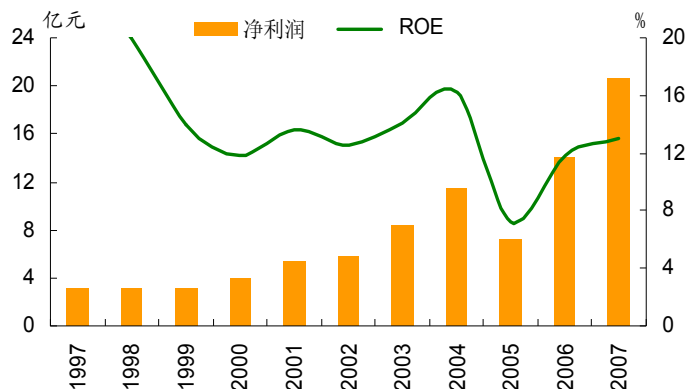
资料来源：wind，招商证券研发中心

（四）经营业绩稳步提升

经营业绩持续提升。由于公司销售数量和销售平均价格持保持增长，近年公司净利润水平逐年提升，06年、07年分别增长94.71%和28.47%，截至08年9月份，实现净利润

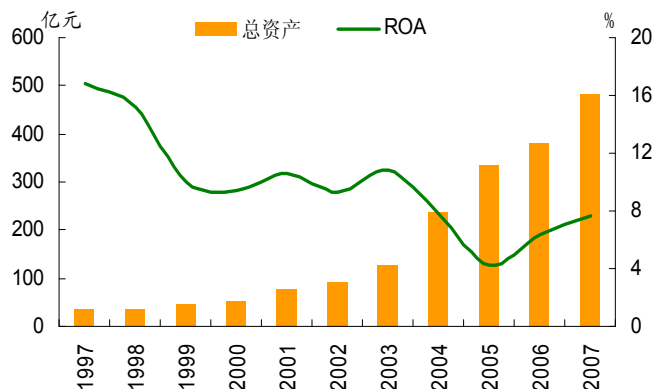
12.76 亿，同比减少了 2.67%。总资产报酬率保持增长，07 年为 7.59%，截止 08 年 9 月为 6.71%，仍保持较高水平；投入资本回报率连续三年增长，07 年为 4.91%。公司历史经营业绩稳步提升，显示了公司管理高效，战略得当，公司锐意进取，通过引进股东 AM 的先进技术提升产品毛利率，未来经营业绩有望保持乐观。

图 36：净利润和 ROE 连续三年提高



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 37：总资产报酬率连续三年增长



资料来源：wind，招商证券研发中心

六、募集资金投入项目分析

经公司 2009 年第一次临时股东大会审议通过，本次募集资金扣除发行费用后投入以下五个项目（见表 39）。

表 39：公司募集资金投向

项目名称	总投资额 (万元)	拟用募集资金投资额		项目简介
		比例	金额(万元)	
华菱涟钢-产品结构调整高炉改造工程项目	167,204.00	32.89%	55,000.00	有利于淘汰落后小高炉、满足产品升级的需要
华菱湘钢-产品升级三号热处理生产线项目	57,262.54	78.59%	45,000.00	增加中厚板生产线后续热处理能力约 42 万吨/年，提高华菱湘钢中厚板产品中高附加值热处理板材的比例
华菱湘钢-150 吨/小时干熄焦技术改造项目	24,202.74	41.32%	10,000.00	回收节约能耗、减少污染，同时提升焦炭质量、降低高炉入炉焦比，取得直接的节能效益和一定的经济效益
华菱湘钢-75 吨/小时干熄焦和焦化废水深度处理及回用技术改造项目	24,214.72	41.30%	10,000.00	
华菱连轧管-无缝钢管二次加工生产线项目	78,205.00	44.75%	35,000.00	将华菱连轧管的无缝钢管规格延伸至 720mm，形成完整的无缝钢管生产系列，抢占大口径高端专用无缝管材国内市场，取得良好的经济效益

资料来源：上市公司，本次非公开增发 6 亿股，募集资金约 30 亿，华菱集团以华菱湘钢 5.48% 和华菱涟钢 5.01% 股权作为出资，其余米塔尔以现金约 15 亿元出资，所以无剩余资金作为流动资金

图 38：华菱湘钢地理分布及本次非公开发行华菱集团和安一米集团认购情况



资料来源：招商研发

关于项目实施的背景，可以参见公司非公开发行预案，综合来看，募集资金投入项目，符合国家产业政策，有利于发展循环经济，具有良好的经济效益和环保效益，对公司盈利影响见第七部分-盈利预测和估值。

七、盈利预测及估值

自 2008 至 2010 年，公司以下三个项目陆续达产：

- 1、涟钢常规热连轧项目：预计 2010 年投产，新增热轧板产量 365 万吨，设计产能 400 万吨；
- 2、华菱连轧管公司无缝钢管二次加工生产线项目：预计 2009 年 3 月投产，年产各类热轧无缝钢管 20 万 t，其中需进行热处理的高钢级无缝钢管 10 万 t；
- 3、华菱湘钢产品结构调整产品升级项目：预计 2008 年底投产，新增高附加值专用板 42 万吨。

表 40：公司产能扩张项目概况

项目	建设期	预计资金投入	产品	新增产能	市场前景	收益测算
湘钢二号宽厚板生产线	2008 年 9 月达产		宽厚板	40 万 t/a		
涟钢常规热连轧项目	2010 年投产，建设期 2 年		热轧板卷	400 万 t/a		
华菱连轧管公司无缝钢管二次加工生产线项目	2007 年 7 月 - 2009 年 3 月	78205w	年产各类热轧无缝钢管 20 万 t，其中需进行热处理的高钢级无缝钢管 10 万 t。	20 万 t/a	本项目的产品是国内外市场紧缺的产品，有良好的市场前景	达产年销售额为：163890 万元，税后利润为：12953 万元，静态投资利润率为 16.56%，静态投资收益率为 21.3%，静态投资回收期为 4.7 年
华菱湘钢产品结构调整产品升级项目	2008 年底	57263w	高附加值专用板，正火板 27 万 t，正火+回火板 15 万 t	42 万 t/a	国内外市场紧缺的产品，有良好的市场前景，供不应求	年销售收入：30000 万元，年营业利润：21332 万元，年税后利润：15999 万元，财务内部收益率（FIRR）：31.48%，投资回收期：4.21a(含建设期)。

资料来源：公司招股说明书

（一）分类产品预测

公司钢材产品主要分为线材、棒材、宽厚板、热轧板卷、冷轧板卷、钢管、型钢等共七大类产品，产品定位始终坚持高附加值和高技术含量，追求产品在细分市场占据的高端位势。

1. 线材

公司线材主要用于金属制品和汽车，公司现有生产能力 203 万吨/年，其中湘钢高线拟于 2009-2010 年淘汰，但我们考虑到市场的需求情况，预计湘钢可能推迟淘汰。06—07 年产能利用率分别为 101.67%、91.77%，产销率分别为 96.72%、96.62%，08 年前三季度产销率为 77.33%，在所有大类中属于较低水平。线材相对于其他品种不属于公司发展重点，我们预计 08~10 年销量为 153.54 万吨、160 万吨、165 万吨。

2. 棒材

公司棒材主要用于房屋建筑、基础建设和房屋制造，现有年产能 120 万吨，按照公司规划，产能未来两年保持 120 万吨不变。06 年到 08 年 9 月产能利用率分别为 85%、224.58%、168.89%，公司棒材近两年都是超负荷生产；产销率分别为 99.26%、102.78%、118.42%，产销率较高，说明市场对公司棒材产品需求较高，这跟近年房地产投资火爆有关，08 年下半年至 09 年，房地产投资开始下滑，但国家基础设施建设极大力度，所以棒材需求可能稍有下滑。我们预计 08~10 年销量分别为 238.26 万吨、210 万吨、250 万吨。

3. 宽厚板

宽厚板是公司拳头产品，产品附加值较高，主要用于造船、模具、压力容器、管线钢等。08 年 9 月湘钢宽厚板二号生产线达产，新增产能 40 万吨，加上已有的 140 万吨，形成年产 180 万吨宽厚板生产能力。非公开发行的产品结构调整产品升级项目新增 42 万吨规模，主要是高附加值专用板，正火板 27 万 t，正火+回火板 15 万 t，属于国内外紧缺的产品，市场前景良好，预计于 08 年年底投产。

从 06 年开始，宽厚板产能利用率逐年提高，06 至 08 年 9 月分别为 81.43%、105.21% 和 109.63%，产销率分别为 91.23%、98.44% 和 90.54%。由于 09 年全球汽车、造船和工程机械订单大幅下滑，板材产能集中释放，板材产能略大于求，公司产能利用率和产销率可能下降，我们预计 08~10 年销量分别为 177.37 万吨、198 万吨、220 万吨。

4. 热轧板卷

公司热轧板卷广泛用于钢结构、机械加工、五金加工、冷轧厂家、集装箱厂、汽车制造、桥梁建设、制管等领域，目前年产能 250 万吨，随着涟钢常规热连轧项目的逐步投产，09 年产能 320 万吨，10 年后形成 710 万吨的生产规模。

公司热轧板卷 06 年到 08 年 9 月产能利用率分别为 61.2%、76.48%、59.2%，产销率分别为 100%、76.36%、105.31%，根据我们判断，09 年板材供求失衡，产销率可能下降，我们预计 08~10 年产量分别为 154.87 万吨、182 万吨、350 万吨。

5. 冷轧板卷

公司冷轧板卷广泛用于家电、五金加工、镀锌厂、汽车、轻工、建筑等领域，未来公司无计划产能扩张，保持 150 万吨的生产能力。06 年~08 年 9 月产能利用率分别为 45.33%、56.2% 和 56%，产销率分别为 100%、99.64%、103.17%，公司实行以销定产的策略，我们预计 08~10 年销量分别为 86.04 万吨、70 万吨、86 万吨。

6. 钢管

公司生产的钢管主要用于石油天然气用钢管、锅炉和压力容器用钢管、流体结构用钢管，目前产能 115 万吨，随着华菱连轧管公司无缝钢管项目逐步达产，新增各类热轧无缝钢管 20 万 t，其中需进行热处理的高钢级无缝钢管 10 万 t，市场前景良好，供不应求，09 年产能 120 万吨，10 年后形成 150 万吨的生产规模。

06 年至 08 年 9 月产能利用率分别为 84%、86.96%和 89.28%，产销率分别为 97.62%、98%和 100%，产销率逐年提高，我们预计 09、10 年产销率维持 90%以上，08~10 年销量分别为 101.92 万吨、96 万吨、105 万吨

7.其他（含型钢）

公司的型、带钢产品主要用于制管、小五金加工、冷带厂、家具金属构件等领域，产能维持 80 万吨/年不变，06~08 年 9 月产能利用率分别为 68.75%、86.75%和 85%，产销率分别为 90.91%、159.94%和 133.33%，我们预计 08 年至 10 年销量分别为 90.01 万吨、85 万吨、91 万吨。

表 41：公司各类产品产能预测

产能(万吨)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
线材	180	180	203	203	200	200
棒材	320	320	120	120	120	120
宽厚板	120	140	140	180	280	280
热轧板卷	230	250	250	250	320	710
冷轧板卷	150	150	150	150	150	150
钢管	80	100	115	115	120	150
型、带钢	80	80	80	80	80	80
合计	1160	1220	1058	1098	1270	1690

资料来源：招商证券

表 42：公司各类产品销量预测

销量(万吨)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
线材	178	177	180	154	160	165
棒材	244	270	277	238	210	250
宽厚板	0	104	145	177	198	220
热轧板卷	234	153	146	155	182	350
冷轧板卷	0	68	84	86	70	86
钢管	62	82	98	102	96	105
型、带钢	78	50	111	90	85	91
合计	796	904	1041	1002	1001	1267

资料来源：招商证券

（二）公司盈利预测

我们预计：08~10 年公司主营业务收入分别为 542 亿元、484 亿元、636 亿元。

表 43: 公司收入预测

收入(百万元)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
棒材	6912	7435	8985	9999	7976	10064
线材	5482	5329	5926	6595	6185	6729
热轧板卷	8205	5154	5394	7565	7913	15978
钢管	3804	5134	6476	7788	6602	7668
宽厚板	0	3570	6606	10745	10556	12198
冷轧卷	0	2327	3487	4597	3366	4342
其他	4187	3786	6970	6924	5819	6598
合计	8856	32734	43844	54213	48417	63578

资料来源: 招商证券

08~10 年各年分别实现净利润 9.86 亿元、10.45 亿元、16.62 亿元。

08 年、09 年和 10 年基本每股收益为 0.36 元、0.31 元和 0.5 元

表 44: 盈利预测简表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	34105	43844	54213	48417	63578
营业成本	29824	38006	49008	43458	56434
营业税金及附加	202	371	439	387	496
营业费用	489	607	678	591	827
管理费用	1264	1451	1778	1695	2238
财务费用	761	925	954	728	1120
资产减值损失	20	148	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	37	5	9	(3)	8
营业利润	1582	2341	1365	1555	2472
营业外收入	1	8	7	4	5
营业外支出	34	24	16	11	15
利润总额	1549	2325	1356	1548	2462
所得税	149	265	339	387	615
净利润	1400	2060	1017	1161	1846
少数股东损益	331	447	31	116	185
归属于母公司净利润	1069	1612	986	1045	1662
EPS (元)	0.49	0.59	0.36	0.31	0.50

注: 计算 2009—2010 年度每股收益系列指标时, 设定成功增发 6 亿股 资料来源: 招商证券

(三) 估值

1. DCF 估值

我们采用三阶段 FCFF 方法。第一阶段为**显性期 (2008~2010)**, 第二阶段为**半显性期 (2011~2016)**, 第三阶段 (2017 年及以后) 为**永续阶段**。

按照我们的分析预测, **显性期 (2007~2009)**, 公司主营业务收入增速分别为 24%、-11%、31%; 我们假设: **半显性期 (2010~2020)**, 主营业务收入增速从 2011 年的 15% 匀速下降至 2017 年的 2%; **永续阶段 (2018 年及以后)**: 永续增长率为 1%。

表 45: 各年自由现金流量预测

单位: 亿元	显性预测期			半显性预测期						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT	2319	2283	3592	3222	3640	4004	4324	4540	4676	4769
所得税税率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
NOPLAT	1739	1713	2694	2417	2730	3003	3243	3405	3507	3577
折旧与摊销	3112	3420	3892	3969	3526	3131	2782	2472	2198	1954
坏账准备	724	-847	-37	367	65	56	49	33	21	14
营运资本增加	-2493	5414	-2125	-2180	-732	-636	-560	-378	-238	-163
资本支出	-6380	-9065	-8230	-50	10	-25	-25	-25	-25	-25
FCF	(3,298)	634	(3,806)	4,522	5,599	5,528	5,489	5,508	5,462	5,357
现金流增长率		-119%	-700%	-219%	24%	-1%	-1%	0%	-1%	-2%
折现年数	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0
折现因子	1.00	0.90	0.81	0.74	0.66	0.60	0.54	0.49	0.44	0.40
FCF 现值	-3295	572	-3101	3327	3719	3316	2973	2694	2413	2136

资料来源: 招商证券

公司股票价值估值区间为 4.5-7.3 元, 每股权益价值为 5.8 元。我们取银行间市场 10 年期国债利率为无风险利率, 即 2.77%; 设定风险溢价为 8%; 公司的贝塔值为 1.1 (标的指数为上证综指, 计算时间从 2007 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 28 日)。运用 DCF 估值方法, 公司股票价值估值区间为 4.5-7.3 元, 每股权益价值为 5.8 元。

表 46: DCF 参数选取及估值结果

WACC 计算		企业估值		
项目		项目	价值 (亿元)	占总价值比例
无风险利率	2.77%	显性/半显性预测价值	14756	38%
权益 Beta	1.1	终值价值	22149	58%
风险溢价	8%	企业核心评估价值 AEV	36905	96%
权益成本 Ke	20.3%	加: 非核心资本	1548	4%
所得税税率	25%	企业总价值	38453	100%
债务成本 Kd	4.5%	减: 净负债	19177	
当期债务权益比 D/E	1.5	减: 少数股东权益	3440	
WACC	10.7%	权益评估价值	15835	
名义长期增长率	1%	每股权益价值 (元)	5.8	

资料来源: 权益 Beta 计算来自 wind 资讯

表 47: 公司内在价值的敏感性分析

每股 内在价值		加权资本成本 Wacc				
		9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%
永续增长率 g	0.0%	6.8	5.8	5.0	4.2	3.5
	0.5%	7.3	6.3	5.4	4.5	3.8
	1.0%	7.9	6.8	5.8	4.9	4.1
	1.5%	8.5	7.3	6.3	5.3	4.5
	2.0%	9.2	7.9	6.8	5.8	4.9

资料来源: 招商证券

2. 相对估值

按相对估值法，公司股票价值合理估值区间为 5.66~6.8 元。从 PE 来看，目前国际上 PE 估值都比较低，美洲综合 PE 为 5 倍，欧洲综合 PE 为 3 倍，亚洲综合 PE 为 6 倍左右，从 PB 估值来看，美洲综合 PB 最高为 1.2 倍，亚洲次之为 1 倍，欧洲最低为 0.7 倍。

考虑到 PE 估值在市场行情较好时比较乐观，在市场低迷时容易悲观，我们认为用 PB 估值更为稳健合理。国内武钢由于在高毛利取向硅钢市场形成垄断，市场给予较高 PB1.7 倍，国内钢铁龙头宝钢股份 PB 为 0.9 倍，表 48 的 10 家重点钢企剔除武钢后平均 PB 为 1.1 倍。

综合国际国内的估值水平，考虑到公司非公开增发带来的收益增加和成本降低及产品结构优化带来的收益，以及二股东 AM 未来的技术支持，给予华菱 08 年 1~1.2 倍 PB，合理估值为 5.66~6.8 元。

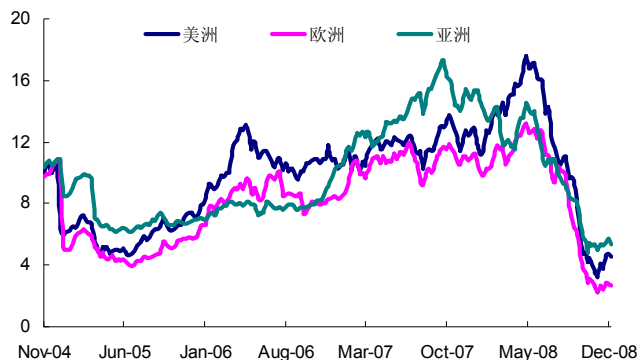
综合以上两种估值方法，我们认为，公司股票价值合理区间为 5.66~6.8 元。

表 48: 国内市场主要类似公司估值水平

公司	投资评级	EPS			盈利增长率		PE		PB	ROE	市值
		07	08E	09E	08E	09E	08E	09E	(MRQ)	(TTM)	(亿元)
宝钢股份	审慎推荐-A	0.73	0.33	0.47	-55%	42%	16	11	1.0	15	961.4
鞍钢股份	审慎推荐-A	1.12	0.47	0.58	-58%	23%	17	14	1.0	20	555
武钢股份	审慎推荐-A	0.83	0.69	0.68	-17%	-1%	9	9	1.7	23.8	529.1
莱钢股份	审慎推荐-A	1.24	0.78	0.65	-37%	-17%	9	11	1.0	19.5	62.3
济南钢铁	审慎推荐-A	1.02	0.8	0.69	-22%	-14%	7	8	1.5	27.6	95
南钢股份	审慎推荐-B	1.1	0.36	0.42	-67%	17%	10	8	1.2	13.2	56.8
八一钢铁	强烈推荐-B	0.68	0.3	0.27	-56%	-10%	23	25	1.6	15.4	50.9
马钢股份	中性-B	0.38	0.39	0.35	3%	-10%	9	10	1.1	16	229.4
本钢板材	中性-B	0.56	0.4	0.39	-29%	-3%	12	13	0.9	10.4	144.5
华菱钢铁	审慎推荐-A	0.59	0.44	0.53	-25%	20%	13	11	1.0	13.2	124.84

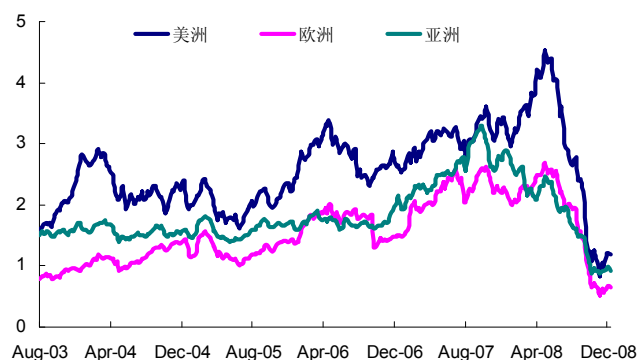
资料来源: WIND、BLOOMBERG、招商证券，股价取自 1 月 20 日收盘价。

图 39: 三大洲钢铁上市公司历史 PE



资料来源: bloomberg,招商证券研发中心

图 40: 三大洲钢铁上市公司历史 PB



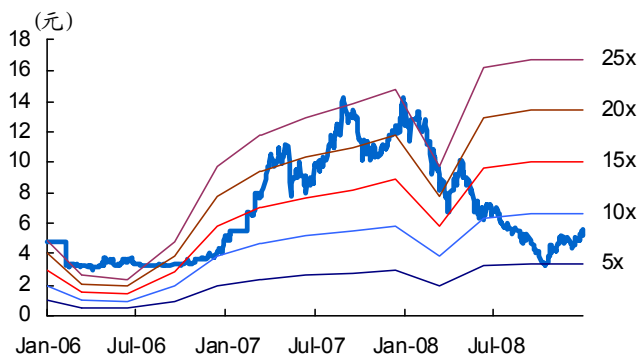
资料来源: bloomberg,招商证券研发中心

八、投资建议及风险提示

（一）投资建议

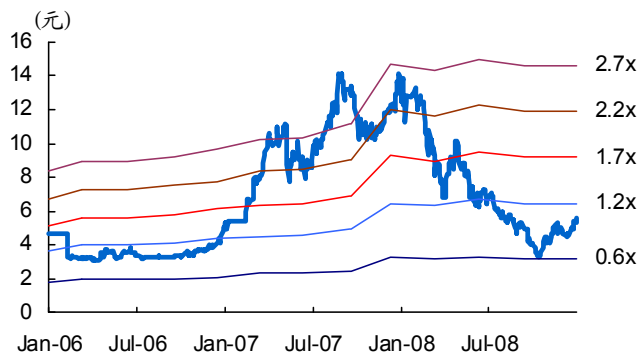
我们预计公司 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 0.36、0.31、0.50 元，08 年预测每股净资产 5.66, 考虑到公司非公开增发带来的收益和成本降低及产品结构优化带来的收益，综合 DCF 和 PB 估值, 给予公司未来目标价为 5.66 - 6.8 元，相当于 08 年 1-1.2 倍 PB, 投资评级为审慎推荐 - A。

图 41: 华菱钢铁历史 PE Band



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 42: 华菱钢铁历史 PB Band



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

（二）风险提示

- 1、钢铁行业周期性波动将影响公司盈利及现金流。
- 2、募集资金所投项目可能达不到预期的效益。

附录一：国际国内钢铁股估值比较

名称		本年预测 PE	下年预测 PE	PE	PB	Ev / Ebita
日本						
NIPPON STEEL CORP	新日铁	8.1	7.5	5.2	0.9	-
SUMITOMO METAL INDUSTRIES	住友金属	7.7	8.0	5.5	1.0	-
KOBE STEEL LTD	神户制钢	9.7	9.1	5.1	0.7	-
美国						
NUCOR CORP	纽克钢铁	7.3	10.4	6.1	1.6	-
UNITED STATES STEEL CORP	美国钢铁	1.9	7.3	1.9	0.6	-
RELIANCE STEEL & ALUMINUM		3.1	4.6	3.0	0.6	6.8
STEEL DYNAMICS INC	动态钢	4.5	5.7	3.4	1.2	10.9
亚洲						
CHINA STEEL CORP	中钢股份	7.5	12.1	5.2	1.2	10.2
STEEL AUTHORITY OF INDIA	印度钢铁管理局公司	-	-	-	-	6.3
TATA STEEL LIMITED	印度塔塔钢铁	2.2	2.7	1.2	0.5	7.3
POSCO	韩国浦项钢铁	8.3	6.9	7.2	1.1	10.2
欧洲						
THYSSENKRUPP AG	德国蒂森克虏伯	5.6	5.1	3.7	0.8	3.4
SEVERSTAL-CLS		0.8	2.0	0.7	0.2	-
RAUTARUUKKI OYJ		3.6	6.2	3.7	0.8	6.6
ARCELORMITTAL	安赛乐米塔尔	2.5	5.6	3.3	0.6	-
中国						
WUHAN IRON & STEEL CO LTD-A	武钢股份	6.4	7.1	7.3	1.8	17.7
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	宝钢股份	8.3	10.2	7.2	1.0	17.7
ANGANG STEEL CO LTD - A	鞍钢股份	7.2	8.7	6.2	1.0	12.1
MAANSHAN IRON & STEEL-A	马钢股份	9.0	10.2	6.4	1.0	13.4
SHANXI TAIGANG STAINLESS-A	太钢不锈	8.5	9.6	5.2	1.3	16.9
PANZHIHUA NEW STEEL-A	攀钢股份	45.5	43.8	5	2.9	34.6
LAIWU STEEL CORPORATION	莱钢股份	6.2	6.0	5.8	1.1	12.3
JINAN IRON AND STEEL CO LTD	济钢股份	5.1	4.9	5.3	1.3	13.4
TANGSHAN IRON & STEEL CO-A	唐钢股份	6.4	7.7	7.0	1.4	28.4
SGIS SONGSHAN CO LTD	韶钢松山	8.0	7.8	6.1	0.8	20.5
XINING SPECIAL STEEL CO-A	西宁特钢	8.5	7.2	6	1.4	22.6
INNER MONGOLIAN BAOTOU STEEL	包钢股份	13.1	13.7	7.8	1.3	24.8
BEIJING SHOUGANG CO LTD-A	首钢股份	15.4	12.6	2	1.2	25.2
BENGANG STEEL PLATES CO-A	本钢板材	7.8	7.2	8.9	0.9	19.3
DAYE SPECIAL STEEL CO LTD-A	大冶特钢	7.1	7.4	7.3	1.4	21.8
XINJIANG BA YI IRON & STEEL-A	八一钢铁	8.3	7.9	7	1.9	26.9
HANDAN IRON & STEEL CO-A	邯郸钢铁	12.2	10.3	9	0.9	15.0
HUBEI FUXING SCIENCE & TECH	福星科技	8.6	7.1	8.9	1.3	17.9
HUNAN VALIN STEEL TUBE & -A	华菱管线	11.4	11.1	7.2	1.0	15.0
SANSTEEL MINGUANG CO LTD -A	三钢闽光	6.5	6.4	7.5	1.4	12.2

资料来源：bloomberg、招商证券，上表采用 2009 年 1 月 20 日收盘价

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	10193	18038	19983	13255	18089
现金	2149	4429	1000	1000	1000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1227	3640	4337	2905	3179
应收款项	998	640	2440	1351	1510
其它应收款	76	1632	542	242	318
存货	5163	6048	9311	6453	10107
其他	578	1648	2352	1304	1975
非流动资产	27810	30384	32616	38757	43210
长期股权投资	30	30	30	30	30
固定资产	22933	23375	25019	28151	32662
无形资产	1867	1827	2144	2430	2687
其他	2980	5152	5423	8146	7831
资产总计	38003	48422	52598	52012	61300
流动负债	18546	20177	26047	24438	33185
短期借款	8027	7669	8306	8906	15503
应付账款	2616	2696	5881	4346	4515
预收账款	1983	3253	3970	3390	4628
其他	5920	6559	7891	7797	8541
长期负债	6626	9925	7613	7063	6172
长期借款	5916	9263	7409	6748	5909
其他	710	662	203	315	263
负债合计	25172	30102	33660	31501	39357
股本	2196	2738	2738	3338	3338
资本公积金	3786	7008	6806	6806	6806
留存收益	3775	5166	5955	6812	8058
少数股东权益	3073	3410	3440	3556	3741
母公司所有者权益	9757	14911	15498	16955	18201
负债及权益合计	38003	48422	52598	52012	61300

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	3280	3262	3112	9986	4656
净利润			986	1045	1662
折旧摊销			3112	3420	3892
财务费用			954	728	1120
投资收益			(9)	3	(8)
营运资金变动			(2493)	5414	(2125)
其它			562	(624)	116
投资活动现金流	(4601)	(5836)	(5426)	(9315)	(8358)
资本支出			(6380)	(9065)	(8230)
其他投资			954	(250)	(128)
筹资活动现金流	874	4817	(1115)	(671)	3702
借款变动			493	(362)	5236
普通股增加			0	600	0
资本公积增加			(202)	0	0
股利分配			(197)	(188)	(415)
其他			(1209)	(720)	(1119)
现金净增加额	(447)	2242	(3429)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	34105	43844	54213	48417	63578
营业成本	29824	38006	49008	43458	56434
营业税金及附加	202	371	439	387	496
营业费用	489	607	678	591	827
管理费用	1264	1451	1778	1695	2238
财务费用	761	925	954	728	1120
资产减值损失	20	148	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	37	5	9	(3)	8
营业利润	1582	2341	1365	1555	2472
营业外收入	1	8	7	4	5
营业外支出	34	24	16	11	15
利润总额	1549	2325	1356	1548	2462
所得税	149	265	339	387	615
净利润	1400	2060	1017	1161	1846
少数股东损益	331	447	31	116	185
母公司所有者净利润	1069	1612	986	1045	1662
EPS (元)	0.49	0.59	0.36	0.31	0.50

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	19%	29%	24%	-11%	31%
营业利润	105%	48%	-42%	14%	59%
净利润	126%	51%	-39%	6%	59%
获利能力					
毛利率	12.6%	13.3%	9.6%	10.2%	11.2%
净利率	3.1%	3.7%	1.8%	2.2%	2.6%
ROE	11.0%	10.8%	6.4%	6.2%	9.1%
ROIC	7.6%	7.8%	4.6%	4.4%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	66.2%	62.2%	64.0%	60.6%	64.2%
净负债比率	39.5%	38.6%	36.5%	36.2%	39.2%
流动比率	0.5	0.9	0.8	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.6	0.4	0.3	0.2
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0
存货周转率	6.2	6.8	6.4	5.5	6.8
应收帐款周转率	48.0	53.5	35.2	25.5	44.4
应付帐款周转率	11.4	14.3	11.4	8.5	12.7
每股资料(元)					
每股收益	0.49	0.59	0.36	0.31	0.50
每股经营现金	1.49	1.19	1.14	2.99	1.40
每股净资产	4.44	5.45	5.66	5.08	5.45
每股股利	0.18	0.14	0.07	0.06	0.12
估值比率					
PE	11.5	9.5	15.5	17.9	11.2
PB	1.3	1.0	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.7	6.5	7.1	6.7	5.1

分析师简介

张士宝:

招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士(会计学专业), 会计师, 中国期货从业资格。宝钢8年工作经验, 负责过宝钢预算、会计、成本、资金、税收、财务规划及购并整合等方面工作。

对钢铁行业及资本市场有较深入的研究。于2006年10月份业内最早提出钢铁行业投资拐点出现, 所推荐的钢铁投资组合去年以来上涨幅度最大, 尤其是太钢、武钢、莱钢、济钢等一度领涨大盘。撰写过国家发改委委托的专题《2006年中国钢铁产业地图》。

林向涛: 清华大学金融学学士, 钢铁行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。