

华菱钢铁

000932

增持/ 维持评级

股 价	2009/07/17
RMB8.75	

基础数据

总股本（百万股）	2738
流通 A 股（百万股）	1125
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	10235

财务数据

市净率 (X)	1.74
TRACING P/E (X)*	30.00
EPS (元)	-0.14
股息率 (%)	0.55

*最近四季盈利计算。

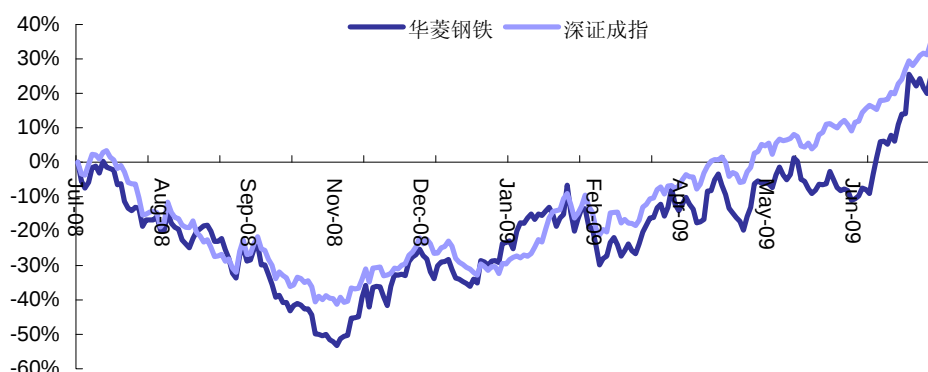
相关研究

AM 战略重镇 厚积即将薄发

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	56318.4	10272.1	47841	57029	66906
(+/-%)	28.5	-8.3	-15	19.2	17.3
归属母公司净利润(百万元)	953.0	-386.2	302	1275	1741
(+/-%)	-40.9	-46.6	-68.3	+322	+36.5
EPS(元)	0.35	-0.14	0.11	0.47	0.64
P/E(倍)	26.1	-64.5	79	19	14

- **业绩复苏进行中。**6 月份公司业绩重回盈利轨道，在钢材价格逐渐走高的预期下，预计三季度公司业绩将扭亏为盈。分品种盈利看，由于板材价格补涨意愿强烈，未来盈利能力的提升空间较大。
- **未来的业绩爆发潜力较大。**随着板材价格补涨趋势的形成，未来钢铁类上市公司的业绩弹性将直接与每股钢材产量成正比。华菱钢铁的每股钢材产量位列行业第五，业绩弹性大。其次，公司的扩产仍在稳步推进，预计 2011 年公司的产能将从目前的 1000 万吨提高到 1800 万吨。未来三年产量的年复合增长率超过 20%，业绩爆发潜力较大。
- **利用 AM 平台精耕细作精品战略。**随着华菱在 Arcelor Mittal 的中国市场战略布局中的地位逐渐提升，AM 对华菱全方位的扶植力度日渐加大，包括技术、管理以及发展战略，公司未来的成长速度不可小视。
- **作为区域龙头，将在东部至中部的产业转移中长期受益。**我们看好湖南省在国内产业结构调整中彰显的发展机遇。预期湖南省内制造业发展进程即将加速，并带动城市配套设施建设力度加大。做为独享省内垄断优势的钢铁生产企业，省内下游制造业的发展必将为公司带来新的市场容量，使公司在东部至中部的产业转移中长期受益。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 黄 静
 +755-82492060
 huangjing@lhqz.com

业绩复苏进行中

与现货市场钢材价格走势相一致，公司多数钢材产品订单价格在 4 月触底回升，带动公司整体经营亏损额在 5 月明显缩窄，在 6 月重回盈利状态。虽然预计公司上半年将报出亏损业绩，但在钢材价格持续走高的预期之下，6 月的盈利状况在下半年将得以延续，预计公司 3 季度将扭亏为盈。

股份公司下属三个子公司由于产品结构的不同表现各异：湘钢、衡钢由于宽厚板、无缝钢管价格回升的相对滞后，其盈利表现相对较差，涟钢受益于冷、热轧板卷与棒材（由型材生产线改造）毛利率的显著回升，6 月盈利的改善更为可观。

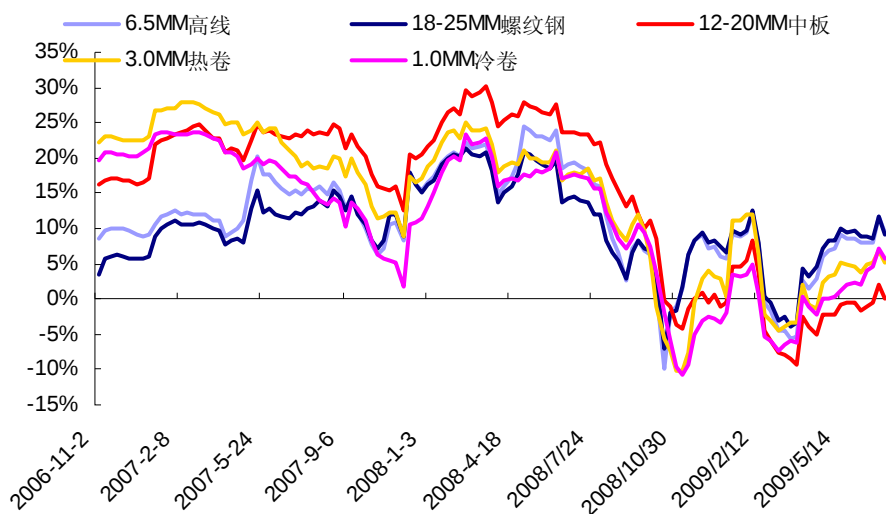
线、棒材：受益于基建投资项目的直接拉动，线、棒材目前是毛利率最高的钢材品种。虽不是公司未来业务发展的重心所在，但以 08 年收入贡献计，线、棒材仍占到公司主营收入的 34%。公司在 09 年顺应市场环境变化，将涟钢型材生产线改造为年产 40 万吨棒材生产线。预计线、棒材在公司 09 年利润占比将显著增大，协助公司业绩的提升。

冷、热轧板卷：冷、热轧价格自 4 月中旬回升，且升幅明显超越铁矿石、焦煤等原料成本的升幅，5、6 月毛利空间明显改善。预计 09 年下半年盈利将持续改善。

宽厚板：受制于下游需求如造船业新增订单量的大幅下滑，中厚板材在 08 年上半年的毛利率下滑幅度高于其它钢材品种，至 6 月末才恢复盈亏平衡。但考虑到公司宽厚板产品以高端专业板为主，盈利恢复将好于行业平均水平。

无缝钢管：公司无缝钢管品种订单价格的变动滞后于其它钢材品种，自 2 月份首现下滑以来，至 6 月末尚未出现止跌回稳迹象。预计无缝钢管的盈利恢复将较为滞后。

图 1、钢材毛利复归盈利区间，长材盈利状况优于板材



数据来源：Wind，联合证券研究所

未来具有较高的业绩爆发潜力

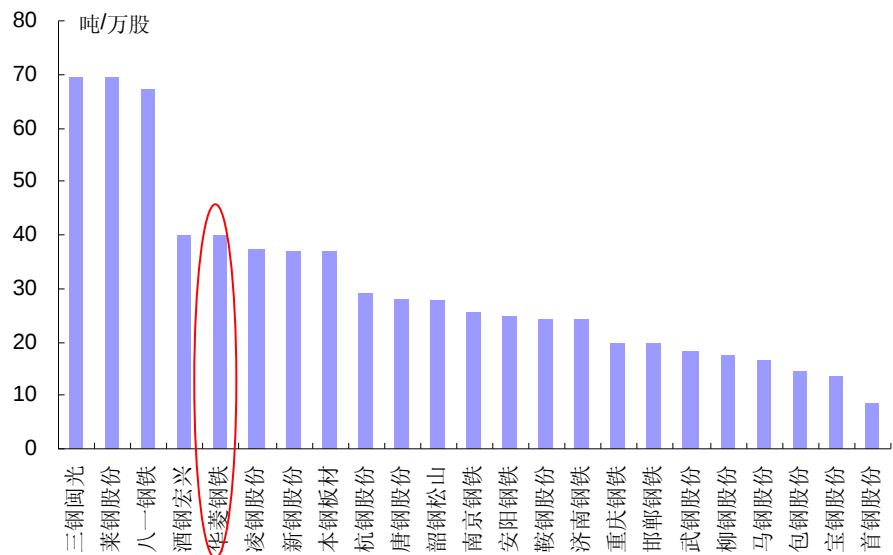
每股钢材产量居行业前列，业绩弹性大

由于板材价格存在补涨的动力和空间，因此未来钢铁类上市公司的业绩弹性将直接与每股钢材产量成正比

随直接出口和机械行业复苏带动板材需求上升，近期各大钢厂持续对板材出厂价大幅上调，目前板材仅 200 - 300 元的盈利额相比历史上平均超过 600 元盈利仍有较大的差距，板材价格的补涨意愿非常强烈。

由于板材价格存在补涨的动力和空间，因此未来钢铁类上市公司的业绩弹性将直接与每股钢材产量成正比，每股钢材产量越高的公司，受益于钢材价格的上涨，业绩的弹性也就越大。我们将所有的钢铁上市公司的每股钢材产量进行了排序，华菱钢铁排名第五，业绩弹性高于大多数同类公司。

图 2、钢铁上市公司每万股钢材年产量排序（按 08 年产量计）



数据来源：Wind，联合证券研究所

未来三年产量将大幅增长，业绩爆发潜力大

未来三年，公司产量的年复合增长率将超过 20%，增长势头迅猛。

08 年以来的行业低迷环境并未使公司的扩张步伐停滞，各个规划项目仍然稳步推进。公司致力于产品精品化、专业化发展，持续沿战略方向扩张产能，公司目前的扩产计划已排至 2011 年，将持续进行产能的新建和产品结构的升级调整。如果新建产能全部投产，届时公司产能将达到 1800 万吨。未来三年，公司产量的年复合增长率将超过 20%，增长势头迅猛。

华菱钢铁在今年下半年 480 - 500 万吨热轧板生产线的达产，及随后数年板材、钢管新增产能的达产将使公司在新一轮的行业景气中占取先机，获得更大的业绩增长弹性。

表 1、公司产能扩张计划概况

项目	投产期	新增产能	生产基地	备注	
棒材生产线改造项目	09 年实施改造, 已完成	70 万吨	涟钢	由涟钢一条型钢生产线改造而成	
汽车板项目	1 期配套热轧板生产线	09 年 10 月投产	480-500 万吨	涟钢	为汽车板与硅钢项目提供热轧基板
	2 期冷轧板生产线	09 年 10 月开工, 建设期 2 年	120 万吨	涟钢	汽车板公司由华凌钢铁、华菱集团和 Arcelor Mittal 合资经营, 控股比例分别为 34%、33%、33%
硅钢项目	09 年 10 月开工, 建设期 2 年	40 万吨无取向硅钢, 20 万吨取向硅钢	涟钢	电工钢公司由华菱集团和 Arcelor Mittal 合资经营, 华菱涟钢与电工钢合资公司签署了《基板供应合同》	
720 无缝钢管项目	09 年 6 月投产	20 万吨	衡钢		
180 无缝钢管项目	项目论证中	50 万吨	衡钢		
5 米宽厚板项目	2010 年底投产	200 万吨	湘钢		

资料来源: 联合证券研究所

(1) 长材方面: 涟钢子公司一条型钢生产线改造为棒材生产线, 新增 09 年棒材产能 70 万吨。但由于长材品种不符合公司精品化发展战略, 未来将以淘汰落后生产线为主而不再有扩产计划;

(2) 冷热轧方面: 480 - 500 万吨的汽车板一期配套热轧板生产线 09 年 10 月投产; 二期工程包括 120 万吨冷轧和 60 万吨取向硅钢生产线将于 09 年 10 月开工建设;

(3) 钢管方面: 衡钢子公司 720 无缝钢管机组已投产, 产能 20 万吨, 规模号称全球最大。衡钢由此将成为国内唯一一家大中小规格齐全的无缝钢管生产企业, 可满足电站、石油化工、建筑钢结构、机械等行业对特大口径、厚壁、高合金无缝钢管的需求, 大幅提升对客户的配套能力; 180 无缝钢管生产线目前尚处于论证阶段, 规划产能 50 万吨; 公司托管的锡钢公司计划在晋江建设 2 条无缝钢管生产线, 产能 100 万吨, 预计 2010 年底投产。

(4) 宽厚板方面: 200 万吨的 5 米宽厚板生产线 2010 年底投产。宽厚板产线在扩张产能的同时, 也致力于内部产品结构的调整与产品升级。在造船板市场景气度持续降低的预期下, 公司着手开发高层建筑板、铁路桥梁建设用钢板, 以分散造船板的利润下滑风险。

利用 Arcelor Mittal 平台精耕细作精品战略

随华菱在 Arcelor Mittal 的中国市场战略布局中的地位逐渐提升, AM 对华菱全方位的扶植力度日渐加大, 包括技术、管理以及发展战略。公司的竞争优势将显著增强。

AM 的技术转让具有严格的惩罚条例的约束，并非“作秀”。

技术方面：做为全球最大且产品极具竞争能力的钢铁制造企业，AM 向华菱公司输入的技术支持是华菱发展精品战略，在国内建立技术领先优势的切实保障。

对于目前市场所担忧的 AM 公司所转移技术的市场价值问题，据我们调研了解，公司与 AM 签订的包括汽车板在内的多项技术转让协议具有非常严格的惩罚条例，以保障技术转移的可靠性。以汽车板为例，公司要求一旦汽车板生产线全部达产，所产产品将必须能够获得国内汽车销量前十位的汽车厂商的资格认证，同时必须获得宝马、丰田两家知名外商的认证，方可标志技术转移的完成。

发展战略方面：AM 协助华菱公司自产品制造商向综合服务商转变，与客户从单纯的交易关系，转变为供应链深度融合的战略合作关系，建立全面满足钢材终端用户需求的服务体系。

公司的转型发展战略一直在切实推进中，并已初见成效。目前公司的线材供货，从组织订单到交货期已缩短至 3-4 天。公司未来将加强各类高端板材产品及无缝钢管产品的直供体系建设，以完成与终端客户的供应链融合。

我们认为公司产业链定位的转型拓展最终将赢得更为稳定优质的客户资源与超额的利润回报，强烈看好未来的发展前景。

区域龙头：在东部至中部的产业转移中长期受益

做为区域龙头，华菱钢铁集团领先于全国钢铁业的产业整合进程，业已完成了湖南省内钢铁生产企业的资源整合，在省内独享市场垄断优势。

我们认为 08 年的全球性经济萧条打破了中美间固有的“消费—制造”循环模式，美国储蓄率的系统性上升将持续冲击我国的出口导向性生产模式，从而推动中国内生的“消费—生产—资源”循环系统的生成，并同时引发自东部向中部省份的产业转移。

我们看好湖南省在国内产业结构调整中彰显的发展机遇。预期湖南省内制造业发展进程即将加速，并带动城市配套设施建设力度加大，看好省内交运设备、机械、家电等制造业的发展。如近期广汽集团与湖南省长丰汽车重组，将菲亚特项目制造基地落户长沙，是湖南省内汽车制造业启动的一个标志。

做为独享省内垄断优势的钢铁生产企业，省内下游制造业的发展必将为公司带来新的市场容量，使公司在东部至中部的产业转移中长期受益。

图 3、中部地区在产业转移中具有优势



数据来源：CEIC，联合证券研究所

附表：财务报表预测
资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	14544	13890	16452	21668	营业收入	56318	47841	57029	66906
现金	3761	2392	2851	5753	营业成本	50547	43543	50638	59345
应收账款	1255	964	1181	1388	营业税金及附加	480	408	486	571
其他应收款	117	604	763	910	营业费用	714	620	751	882
预付账款	1340	1307	1530	1807	管理费用	1830	1633	1958	2270
存货	6992	6595	7782	9023	财务费用	1111	1157	1167	1069
其他流动资产	1079	2028	2345	2787	资产减值损失	488	0	0	0
非流动资产	36117	34351	32872	31293	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	30	30	30	投资净收益	-6	0	0	0
固定资产	24643	27539	28159	27642	营业利润	1143	481	2028	2769
无形资产	2052	2052	2052	2052	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	9393	4730	2631	1569	营业外支出	22	0	0	0
资产总计	50661	48241	49323	52961	利润总额	1133	481	2028	2769
流动负债	24431	22010	21507	23082	所得税	42	120	507	692
短期借款	7976	10133	7986	7868	净利润	1090	361	1521	2077
应付账款	3130	3173	3717	4249	少数股东损益	137	58	246	336
其他流动负债	13325	8704	9804	10966	归属母公司净利润	953	302	1275	1741
非流动负债	9741	9518	9582	9568	EBITDA	5143	2976	4693	5414
长期借款	9321	9321	9321	9321	EPS (元)	0.35	0.11	0.47	0.64
其他非流动负债	420	197	261	247					
负债合计	34172	31528	31089	32650					
少数股东权益	1978	2036	2282	2618					
股本	2738	2738	2738	2738					
资本公积	5929	5929	5929	5929					
留存收益	5845	6010	7285	9026					
归属母公司股东权益	14512	14677	15952	17693					
负债和股东权益	50661	48241	49323	52961					

现金流量表

单位: 百万元

	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	6633	1444	3615	4011	成长能力				
净利润	1090	361	1521	2077	营业收入	28.5%	-15.1%	19.2%	17.3%
折旧摊销	2889	1338	1497	1576	营业利润	-51.2%	-57.9%	321.9%	36.5%
财务费用	1111	1157	1167	1069	归属于母公司净利润	-40.9%	-68.3%	321.9%	36.5%
投资损失	6	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	2039	-1394	-637	-717	毛利率(%)	10.2%	9.0%	11.2%	11.3%
其他经营现金流	-501	-17	67	6	净利率(%)	1.7%	0.6%	2.2%	2.6%
投资活动现金流	-10646	211	0	0	ROE(%)	6.6%	2.1%	8.0%	9.8%
资本支出	9403	0	0	0	ROIC(%)	6.1%	3.5%	6.9%	8.5%
长期投资	-1350	-211	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-2593	0	0	0	资产负债率(%)	67.5%	65.4%	63.0%	61.6%
筹资活动现金流	2523	-3024	-3156	-1109	净负债比率(%)	61.20%	68.40%	62.97%	59.83%
短期借款	306	2157	-2147	-118	流动比率	0.60	0.63	0.76	0.94
长期借款	58	0	0	0	速动比率	0.31	0.33	0.40	0.55
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-1079	0	0	0	总资产周转率	1.14	0.97	1.17	1.31
其他筹资现金流	3238	-5181	-1009	-991	应收账款周转率	53	39	48	47
现金净增加额	-1465	-1368	459	2902	应付账款周转率	17.35	13.81	14.70	14.90
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.11	0.47	0.64
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	0.53	1.32	1.47
					每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.36	5.83	6.46
					估值比率				
					P/E	25.14	79.25	18.79	13.76
					P/B	1.65	1.63	1.50	1.35
					EV/EBITDA	9	15	10	8

资料来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。