

业绩符合预期

- 2009 年华菱钢铁实现营收 415 亿元，同比下降 26%，实现营业利润 0.58 亿元，同比下降 95%，实现净利润 1.2 亿元，每股收益 0.044 元，同比下降 8%。

研究结论

- 公司年报业绩符合预期。受制于行业整体的低迷，钢铁主业基本盈亏平衡，投资净收益 1.29 亿，贡献每股收益为 0.047 元。公司四季度单季实现 EPS0.126 元，吨钢毛利环比三季度基本持平，表现好于行业平均。
- 分产品来看，宽厚板、无缝钢管吨钢毛利逐步下滑，棒线材盈利进一步扩大，冷轧和热轧则在 09 上半年亏损后下半年扭亏（见图 1）。体现在子分公司上即湘钢、衡钢全年小幅盈利，涟钢微亏。
- 公司主要子公司已经获得高新技术企业认证，可享受 15% 的税收优惠，优惠期限为 2009 年至 2011 年。
- 10 年公司将先后有 720 大口径无缝钢管、2250 热轧和 5 米宽厚板投产，公司计划产钢 1470 万吨，铁 1394 万吨，钢材 1345 万吨，同比增长 29% 左右，明显高于行业产量增速。

投资建议

- 从短期看，公司盈利复苏将受制于宽厚板和无缝钢管盈利低迷，加之在建和计划投产项目较多，预计上半年公司盈利能力低于行业平均。
- 我们更看好华菱钢铁中长期盈利增长和股价的表现：1) 公司正致力于产品结构提升和调整，米塔尔的管理和技术将公司转型提供重要支持；2) 未来两年公司产能产量扩张远高于行业平均；3) 公司吨钢市值低，具备良好的盈利弹性
- 目前股价下，综合估值和基本面，我们维持华菱钢铁买入评级。虽然短期公司盈利恢复受到部分抑制，但较低的 P/B (1.1) 和吨钢市值（图 2）给公司很好的安全边际，产品结构提升和产能扩张将带来中长期盈利成长。

风险因素：1、公司新建项目多，投产初期盈利面临压力。2、资产负债率较高，存一定财务压力

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师
8621-63325888 x 6099
yangbf@orientsec.com.cn

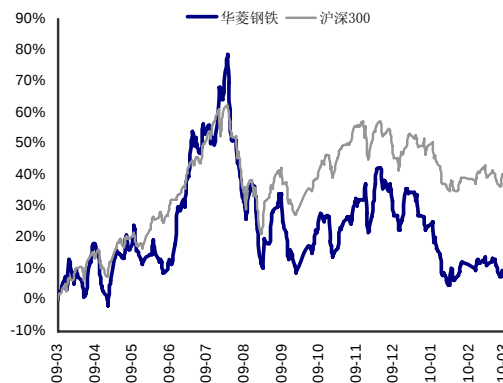
徐卫

钢铁行业分析师
021-63325888-6093
xuwei1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 3 月 18 日)	6.19 元
目标价格 (6 个月)	8.05 元
总股本/A 股 (万股)	273765/273765
A 股市值 (百万元)	16946
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告日期	2010 年 3 月 19 日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	1.8	-19.4	21.2
相对表现 (%)	2.3	-9.9	-24.7

资料来源: WIND

主要财务数据

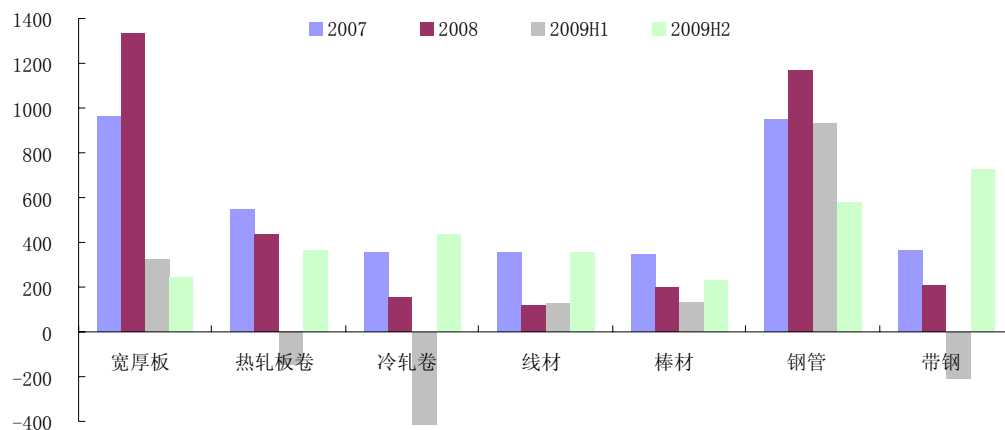
	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万)	41503	58936	71489
营业利润 (百万)	109	1325	2929
净利润 (百万)	104	1109	2468
EPS (元)	0.04	0.32	0.72
ROE (%)	1%	6%	19%
P/E(X)	141.2	19.1	8.6
P/B(X)	1.1	1.1	1.6

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

表 1：华菱钢铁年度经营情况

项目	单位	2008	2009	YOY
营业收入	百万元	56318	41456	-26.4%
营业成本	百万元	50547	38440	-24.0%
销售费用	(百万元)	714	572	-19.9%
管理费用	(百万元)	1830	1499	-18.1%
财务费用	(百万元)	1111	865	-22.2%
资产减值损失	(百万元)	488	4	-99.1%
营业利润	百万元	1143	58	-94.9%
利润总额	百万元	1133	58	-94.8%
净利润	百万元	953	120	-87.4%
EPS	(元)	0.348	0.044	-87.4%
销售毛利率	%	10.25	7.27	-2.97
ROE	%	6.57	0.79	-5.78
粗钢产量	(万吨)	1069	1137	6.4%
吨钢成本	(元/吨)	4728	3381	-28.49%
吨钢售价	(元/吨)	5268	3646	-30.79%
吨钢毛利	(元/吨)	540	265	-50.93%
吨钢费用	(元/吨)	388	259	-33.28%
吨钢利润	(元/吨)	152	6	-95.79%

资料来源：东方证券研究所

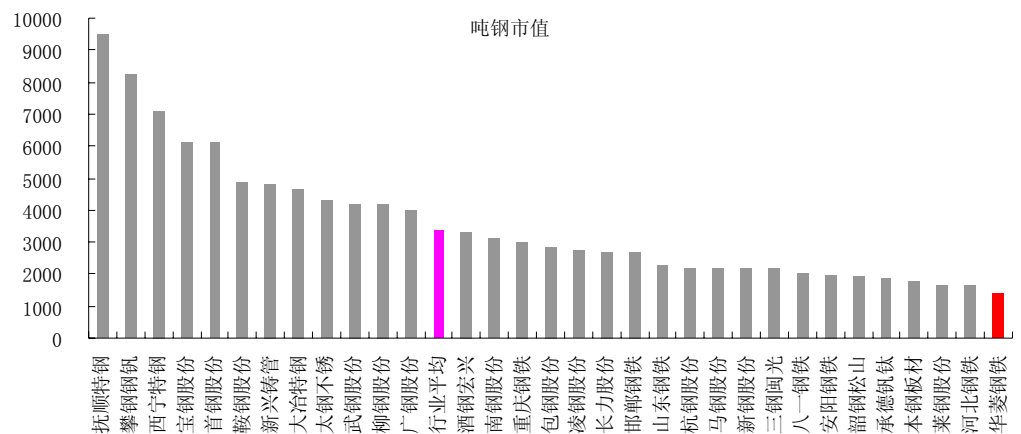
图 1：华菱钢铁分产品吨钢毛利变化


资料来源：东方证券研究所

表 2：华菱钢铁季度经营情况

项目	单位	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	QOQ
营业收入	百万元	10272	9668	10781	10735	-0.4%
营业成本	百万元	9897	9165	9714	9664	-0.5%
销售费用	(百万元)	146	113	131	183	39.8%
管理费用	(百万元)	468	381	303	348	14.9%
财务费用	(百万元)	288	229	212	135	-36.1%
资产减值损失	(百万元)	0	0	0	4	
营业利润	百万元	-539	-200	407	389	-4.4%
利润总额	百万元	-538	-191	410	376	-8.3%
净利润	百万元	-386	-136	298	345	15.6%
EPS	(元)	-0.141	-0.050	0.109	0.126	15.5%
销售毛利率	%	3.65	5.20	9.89	9.98	0.08
ROE	%	-2.68	-0.95	2.04	2.26	0.22
粗钢产量	(万吨)	261.5	279.8	294.5	306.2	4.0%
吨钢成本	(元/吨)	3784	3276	3299	3156	-4.3%
吨钢售价	(元/吨)	3928	3455	3661	3506	-4.2%
吨钢毛利	(元/吨)	143	180	362	350	-3.4%
吨钢费用	(元/吨)	345	258	219	217	-0.8%
吨钢利润	(元/吨)	-206	-71	138	127	-8.1%

资料来源：东方证券研究所

图 2：华菱钢铁与其他公司吨钢市值比较


资料来源：东方证券研究所

表：华菱钢铁盈利预测和财务数据

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	15755	17776	21294	25829	营业总收入	41503	58936	71489	86716
现金	2337	2947	3574	4336	营业总成本	41524	57650	68599	82977
应收票据	1147	3536	4289	5203	营业成本	38440	52915	62696	76050
应收账款	1028	1179	1430	1734	销售费用	572	816	989	1200
预付账款	1842	3175	3762	4563	管理费用	1499	2104	2552	3087
存货	7607	6350	7524	9126	财务费用	865	1338	1782	1904
非流动资产	48600	45305	49826	53349	其他经营收益	129	38	38	38
长期投资	769	769	769	769	投资净收益	129	38	38	38
固定资产	34182	41255	45038	48561	营业利润	109	1325	2929	3777
在建工程	9007	884	1072	1301	营业外收入减支出	1	-20	-25	867
无形资产	2457	2357	2860	2601	利润总额	109	1304	2904	4644
资产合计	64355	63081	71120	79178	减：所得税	-45	196	436	1161
					净利润	104	1109	2468	3483
应付项目	9070	10583	12539	15210	少数股东损益	-16	222	494	697
付息负债	30191	33462	44559	47598	归属母公司净利润	120	887	1975	2787
短期借款	7947	25305	35691	37726					
长期付息负债	22244	8157	8868	9872					
其他负债	7671	2	4	12	成长能力				
负债合计	46932	44047	57103	62819	营业收入同比	-26%	42%	21%	21%
所有者权益	17422	19034	14018	16358	EBITA 同比	-100%	#####	78%	21%
实收资本	2738	2738	2738	2738	归属母公司净利润同比	-87%	639%	123%	41%
资本公积	6675	6675	6675	6675	利润水平				
留存收益	5828	6449	7831	9782	销售毛利率	7%	10%	12%	12%
少数股东权益	2182	3172	3449	3839	销售净利率	0%	2%	3%	4%
负债和权益合计	64355	63081	71120	79178	整体绩效				
					ROE	1%	6%	19%	22%
经营活动现金流	1108	6508	5473	6719	ROIC	0%	4%	7%	7%
净利润	104	1109	2468	3483	运营效率				
折旧摊销	3119	2947	3224	3464	应收账款周转率	36.4	53.4	54.8	54.8
营运资金变动	-1110	1016	-181	-190	存货周转率	5.7	8.4	10.3	10.4
投资活动现金流	-15472	386	-7707	-6948	偿债能力				
资本支出	-13554	-1797	-7697	-6957	流动比率	0.7	0.5	0.4	0.5
长期投资	-610	38	38	38	速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3
筹资活动现金流	12941	-6284	2861	990	EBITA / I	-0.4	2.0	2.6	3.0
短期借款	-29	17358	10386	2035	资产负债率	73%	70%	80%	79%
长期借款	9302	-14086	711	1003	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.04	0.32	0.72	1.02
资本公积	746	0	0	0	每股净资产	5.57	5.79	3.86	4.57
其他	2922	-9555	-8236	-2049	P/E	141.2	19.1	8.6	6.1
现金净增加额	-1424	610	628	761	p/B	1.1	1.1	1.6	1.4

分析师承诺

杨宝峰：钢铁行业首席分析师

徐 卫：钢铁行业分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn