

积极布局高端策略

事件：7月6日华菱钢铁发布公告称汽车板项目已获得国家发改委批准。另外，媒体报道称与安赛乐米塔尔公司合资建设的电工钢项目亦同时获得批准。其中汽车板项目由华菱集团、安赛乐米塔尔和华菱钢铁共同出资，分别持股为33%、33%和34%；预期年产冷轧板卷110万吨、热镀锌板卷50万吨，合计160万吨。电工钢项目由华菱集团和安赛乐米塔尔共同出资，各持股50%；年产取向电工钢16万吨、无取向电工钢34万吨，合计50万吨。

研究结论

- 项目准备由来已久：2008年公司和集团公司一起同安赛乐米塔尔签订建立汽车板、硅钢合资公司的协议。记过多年的筹备和论证，项目有望加速建设，公司快步向高端板材供应商迈进。
- 项目起步高端：借助安赛乐米塔尔的技术实力，合资公司将实现跳跃式发展，迈过低端品种的研发生产阶段直接进入更高盈利空间的高端品种生产，在国内还处在寡头垄断的取向硅钢和高端汽车板市场，华菱有望后来者居上。
- 股份直接受益合资项目有限，但中长期间接受益明显：从股权的角度看，上市公司直接受益有限，我们更看好的是在合资公司投产后安赛乐米塔尔对华菱热轧和冷轧薄板技术品质的提升，目前属于华菱软肋的薄板将向高品质、高盈利品种迈进。
- 因为多数新建项目仍处于盈利较差的前期阶段，加之目前弱势的行业基本面，目前华菱相对于行业平均面临更大的压力，但预计产品结构提升和产能扩张将带来中长期盈利成长。我们假设宽厚板和无缝钢管恢复到历史平均的盈利水平，冷热轧薄板毛利率亦提高到15%左右，2012年华菱钢铁有望实现EPS为1.09元。
- 基于目前对行业和公司基本面最新分析假设，我们将华菱2010年和2011年每股收益下调至0.04元和0.38元，将华菱目标股价下调至5.4元，这对应1倍2010年P/B。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(0.7)和吨钢市值给公司很好的安全边际。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888×6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

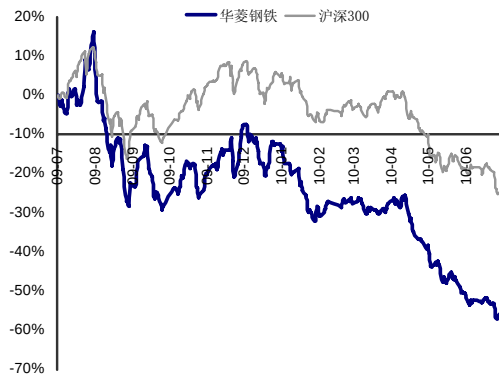
xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108111182

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010年7月5日)	3.9元
目标价格	5.7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年年7月6日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	-11.6	-39.0	-51.4
相对表现(%)	-3.5	-13.3	-28.6

资料来源：WIND

财务预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	64466	78197	94853
营业利润(百万)	190	1565	4021
净利润(百万)	143	1307	3727
EPS(元)	0.04	0.38	1.09
ROE(%)	1%	7%	16%
P/E(X)	93.4	10.2	3.6
P/B(X)	0.7	0.7	0.6

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范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

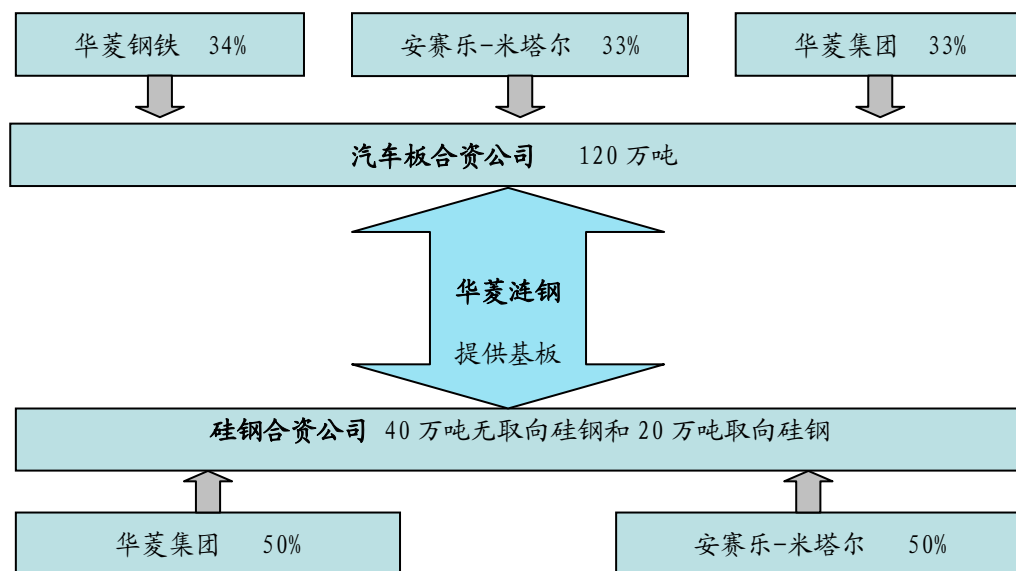
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

数年磨一剑 项目准备由来已久

2008 年 6 月安赛乐米塔尔与华菱集团、华菱钢铁签署汽车板合资协定，股权比例为 33%、33%和 34%。合资公司年产能将达 120 万吨，计划在 2010 年底投产。安赛乐米塔尔将提供国际最先进的第三代汽车板生产技术，产品品质处于国际先进水平。

2008 年 8 月，安赛乐米塔尔与华菱集团签署了组建硅钢合资协议，双方分别持股 50%。项目设计年产 40 万吨非晶粒取向电工钢和 20 万吨晶粒取向电工钢。同时，华菱涟钢与合资公司签署了《基板供应协议》，与安赛乐米塔尔子公司 ArcelorMittal Inox Brasil SA 签署了技术许可协议，ArcelorMittal Inox Brasil SA 将向华菱涟钢转让无取向硅钢和取向硅钢的基板热轧技术，确保华菱涟钢能为合资公司提供足够的高质量的硅钢热轧基板。华菱硅钢项目正式启动后，公司将成为电工钢市场最具竞争力的供应商之一。

图 1 取向硅钢和汽车板公司股权结构



资料来源：公司资料、东方证券研究所

背靠大树好乘凉 项目起步高端

硅钢是指含硅量在 0.5%~4.5%之间的电工用钢，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。由于生产难度较高，冷轧硅钢仅有国内只有武钢、宝钢、太钢、鞍钢、马钢等少数几家企业能够生产。国内取向硅钢市场更是一个技术垄断者的游戏，高技术壁垒使得国内钢铁公司望而却步。

根据安塞乐米塔尔和华菱的技术转让协议，硅钢合资公司将实现跳跃式发展，迈过低牌号硅钢的研发生产阶段直接进入更高盈利空间的高牌号硅钢生产。例如：武钢的主打产品是 Q130，铁损 1.3 瓦，而国际市场上的主流产品铁损为 1.05 瓦，安塞乐米塔尔可以做出 0.95 瓦、0.85 瓦的产品。产品厚度方面：武钢最薄也是其高端产品 HiB 钢为 0.27mm，华菱所获得的技术一开始就可以做 0.23mm 的取向硅钢产品。

表 1 取向硅钢供需分析

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
变压器产量	亿 KVA	9	11.6	13	15	17.3	19.9
增长率		22%	29%	12%	15%	15%	15%
取向硅钢进口	万吨	27	35	31	30	30	30
武钢产量	万吨	27	31	35	40	40	40
宝钢产量	万吨		1.5	9	12	12	17
鞍钢产量	万吨				5	10	10
华菱产量	万吨					5	16
供给合计	万吨	60	74	81	93	103	119
需求预计	万吨			81	93	106	119
消费强度	万吨/亿 KVA	6.69	6.36	6.23	6.20	6.10	6.00

资料来源：公司资料、东方证券研究所

汽车板方面：合并之前的安塞乐在全球汽车板市场占有 15% 的市场份额。在欧洲，平均每两辆汽车中就有一辆的汽车板由安塞乐制造。安塞乐米塔尔合并之后在全球汽车板市场的占有率高达 25%。依托安塞乐米塔尔集团在汽车板生产方面绝对的优势，在国内的汽车板市场，华菱有望后来者居上。

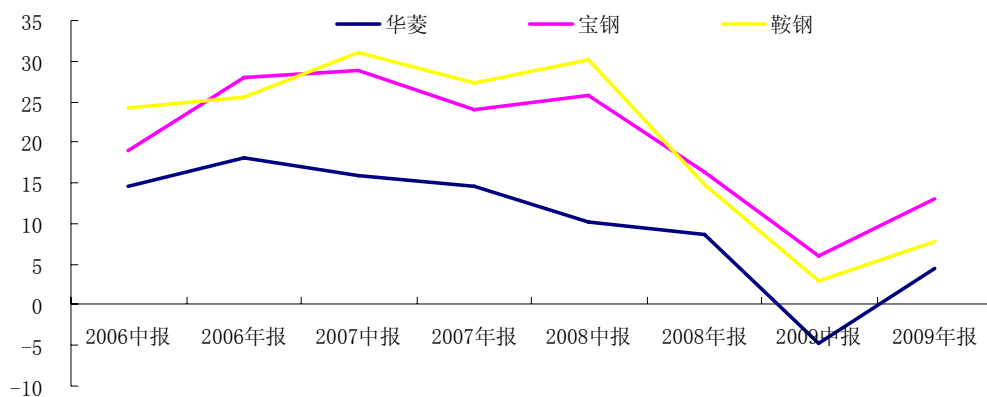
汽车工业的持续快速发展仍将刺激汽车板消费量的快速增长。汽车板生产方面，中低档轿车和卡车的国产率较高，国产钢材基本已能满足需求。但中高档轿车的钢板国内尚供不应求，如冷轧深冲板自给率为 65% 左右。国内中高档轿车板的主要生产厂家为宝钢、鞍钢、武钢。

股份受益合资项目有限 提升薄板品质是关键

从股权的角度看，硅钢项目和股份公司无关，汽车板项目股份公司也仅仅占 34% 的股权，按照权益法计入公司投资收益，以此测算对股份影响并不大。

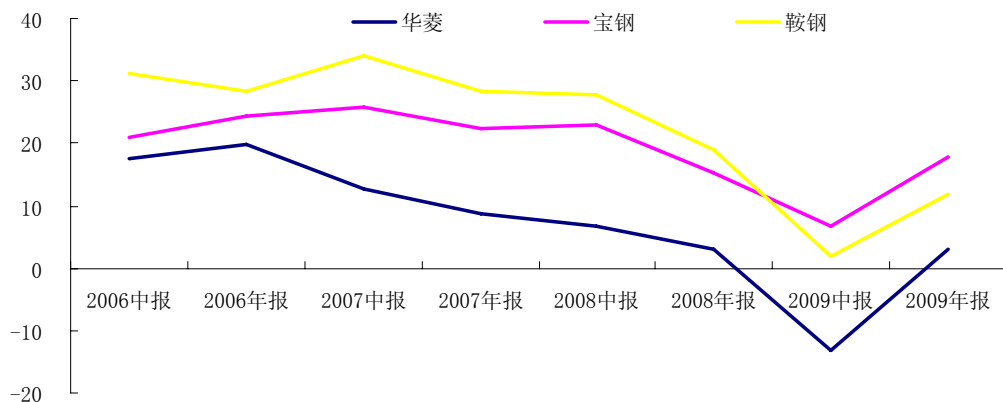
我们更看好的是在合资公司投产后安塞乐米塔尔对华菱热轧和冷轧薄板技术品质的提升。合资公司主要是后端的加工程序，并不新增钢铁产能，这也是这两个项目可以在淘汰落后产能的背景下获批的原因。两个项目所用的热轧和冷轧基板均来自于连钢今年投产的 2250 生产线。因为后续产品的高端要求前端铁水、钢坯和基板品质远远高出华菱目前的冷热轧水平，安塞乐米塔尔也会提供相应的技术支持，目前属于华菱低端品种的薄板将向高品质、高盈利品种迈进。

图 2：华菱热轧平均毛利 10% 远低于宝钢、鞍钢的 21%



资料来源：东方证券研究所

图 3：华菱冷轧平均毛利 7% 远低于宝钢、鞍钢的 22%



资料来源：东方证券研究所

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，具备在良好的盈利弹性。

我们假设宽厚板和无缝钢管恢复到正常的盈利水平，冷热轧薄板毛利率亦提高到15%左右（见表3、4），2012年华菱钢铁有望实现EPS为1.09元。

基于目前对行业和公司基本面最新分析假设，我们将华菱2010年和2011年每股收益下调至0.04元和0.38元，将华菱目标股价下调至5.4元，这对应1倍2010年P/B。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（0.7）和吨钢市值给公司很好的安全边际。

表 2：华菱钢铁盈利测算假设调整表

		热轧板卷	中板	螺纹钢	线材	矿石	焦煤
2010	原假设	4186	4321	4026	4083	1000	1250
	新假设	4100	4300	4000	4000	1100	1300
2011	原假设	4437	4613	4310	4310	1000	1300
	新假设	4400	4600	4300	4300	1050	1300

资料来源：东方证券研究所

表 3：2010 年华菱钢铁盈利测算

	单位	棒材及其他	线材	薄轧	中厚板	无缝钢管
月产量	万吨	320	240	490	300	110
吨钢毛利假设	元/吨	250	250	300	500	600
吨钢费用假设	元/吨	200	200	300	500	700
吨钢利润测算	元/吨	50	50	0	0	-100
利润测算	万元	16000	12000	0	0	-11000
利润总额预测	亿元	1.7				
增发后预计总股本	亿股	32.37				
每股收益	元	0.04				

资料来源：东方证券研究所

表 4：2012 年华菱钢铁盈利测算

	单位	棒材及其他	线材	薄轧	中厚板	无缝钢管
月产量	万吨	340	240	850	460	120
吨钢毛利假设	元/吨	300	300	650	700	900
吨钢费用假设	元/吨	200	200	300	500	700
吨钢利润测算	元/吨	100	100	350	200	200
利润测算	万元	34000	24000	297500	92000	24000
利润总额预测	亿元	47.15				
增发后预计总股本	亿股	32.37				
每股收益	元	1.09				

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	15755	19653	23616	28253	营业总收入	41503	64466	78197	94853
现金	2337	3223	3910	4743	营业总成本	41524	64315	76671	90947
应收票据	1147	3868	4692	5691	营业成本	38440	59043	70378	83565
应收账款	1028	1289	1564	1897	销售费用	572	892	1082	1313
预付账款	1842	3543	4223	4991	管理费用	1499	2302	2792	3377
存货	7607	7085	8445	9982	财务费用	865	1556	1786	1924
非流动资产	48600	49446	54380	58286	其他经营收益	129	38	38	115
长期投资	769	769	769	769	投资净收益	129	38	38	115
固定资产	34182	45127	49264	53118	营业利润	109	190	1565	4021
在建工程	9007	967	1173	1423	营业外收入减支出	1	-22	-27	949
无形资产	2457	2579	3128	2846	利润总额	109	168	1538	4969
资产合计	64355	69099	77996	86539	减：所得税	-45	25	231	1242
应付项目	9070	11809	14076	16637	净利润	104	143	1307	3727
付息负债	30191	38906	44655	47979	少数股东损益	-16	29	261	745
短期借款	7947	31027	36399	38589	归属母公司净利润	120	114	1046	2982
长期付息负债	22244	7879	8256	9390					
其他负债	7671	0	2	13	成长能力				
负债合计	46932	50715	58733	64629	营业收入同比	-26%	55%	21%	21%
所有者权益	17422	18385	19263	21910	EBITA 同比	-100%	#####	94%	76%
实收资本	2738	2738	2738	2738	归属母公司净利润同比	-87%	-5%	815%	185%
资本公积	6675	6675	6675	6675	利润水平				
留存收益	5828	5908	6640	8845	销售毛利率	7%	8%	10%	12%
少数股东权益	2182	3064	3211	3652	销售净利率	0%	0%	2%	4%
负债和权益合计	64355	69099	77996	86539	整体绩效				
					ROE	1%	1%	7%	16%
经营活动现金流	1108	5775	4610	7446	ROIC	0%	3%	4%	6%
净利润	104	143	1307	3938	运营效率				
折旧摊销	3119	3223	3527	3789	应收账款周转率	36.4	55.6	54.8	54.8
营运资金变动	-1110	973	-185	-243	存货周转率	5.7	8.8	10.1	10.3
投资活动现金流	-15472	-4032	-8422	-7657	偿债能力				
资本支出	-13554	-6249	-8420	-7610	流动比率	0.7	0.5	0.5	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	-857	4499	1044	EBITA / I	-0.4	1.1	1.9	3.0
短期借款	-29	23080	5373	2190	资产负债率	73%	73%	75%	75%
长期借款	9302	-14364	376	1134	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.04	0.04	0.38	1.09
资本公积	746	0	0	0	每股净资产	5.57	5.60	5.86	6.63
其他	2922	-9572	-1251	-2280	P/E	88.9	93.4	10.2	3.6
现金净增加额	-1424	887	687	833	p/B	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：东方证券研究所

附图：华菱钢铁近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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