

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

2 季度改善但未扭亏，3 季度盈利依然堪忧

事件描述

华菱钢铁今日公告了 2010 年上半年业绩预增公告，报告期内公司共实现归属于母公司所有者的净利润约为-4.2~-3.7 亿元，同比增长 20%~30%。1 季度公司净利润为-3.04 亿元，归属于母公司所有者的净利润为-2.75 亿元，故 2 季度归属于母公司所有者的净利润约为-1.45 亿元~-0.95 亿元。

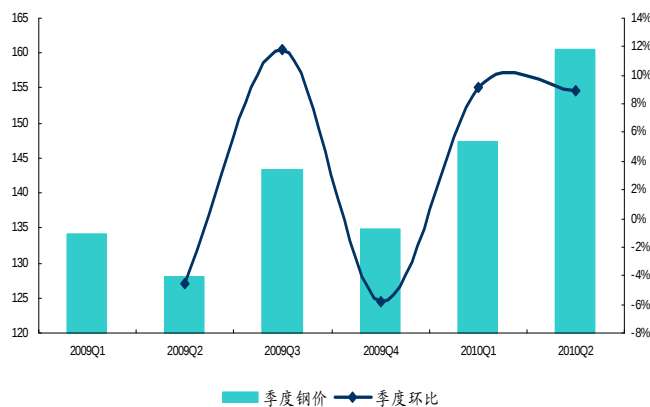
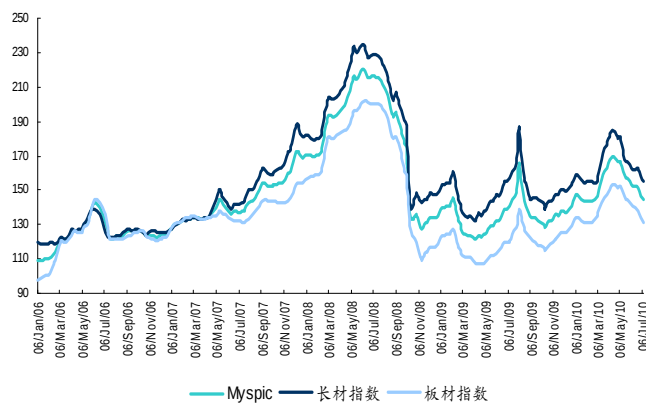
事件评论

第一，2 季度公司业绩环比有一定改善，量价齐升是主要原因，但仍依然小幅亏损

虽然从 5 月下旬开始国内钢价经历了较大幅度的下滑，但先升后降的走势依然使得 2 季度均价环比有一定上涨。

图 1：2 季度国内钢价先升后降，5 月下旬开始下降

图 2：国内钢价 2 季度环比反而有一定改善

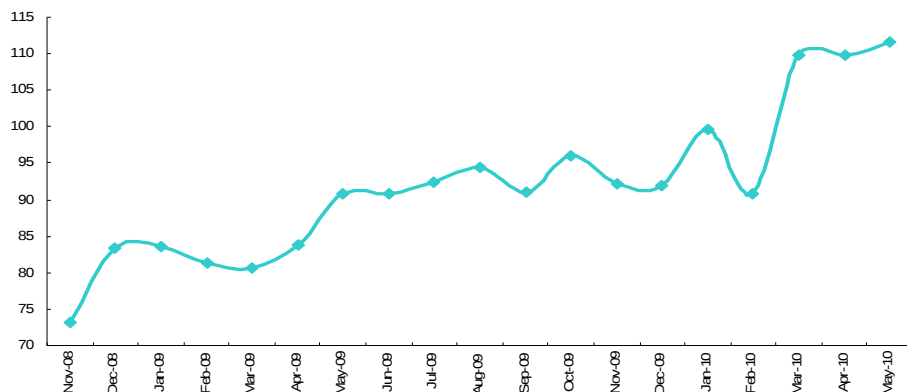


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

同时公司产量在 2 季度有一定的提升也是业绩能够环比改善的另一个原因。

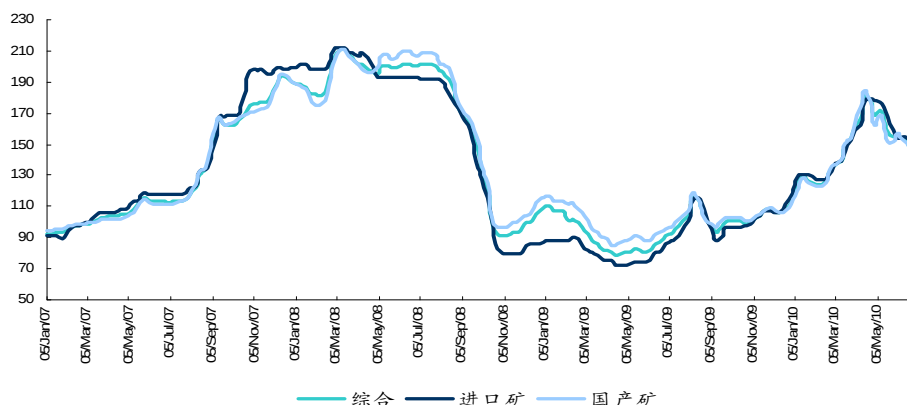
图 3：公司 2 季度产量相比 1 季度应该有了一定的提升



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

不过量价齐升改善业绩的同时，较高的成本端压力是公司业绩虽有改善但依然亏损的主要原因。公司长协矿占比约为 50% 左右，2 季度 100% 的涨幅使得公司成本压力较大，而现货矿在 2 季度也基本维持在较高的水平上。

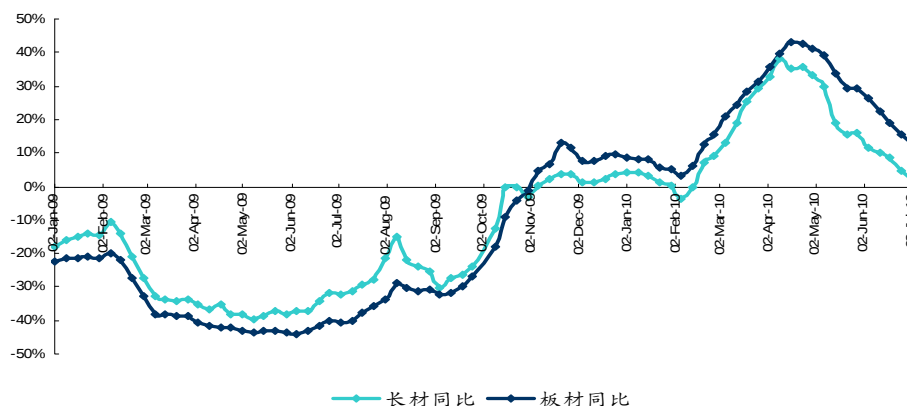
图 4：2 季度矿石价格维持在较高的水平上



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

另一方面，公司较高比例的长材占比也是制约公司 2 季度业绩的另一个原因，毕竟 2 季度长材表现要相对弱于板材。

图 5：2 季度长材表现弱于板材



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第二，品种结构宽泛，并无明显特色，3 季度可能仍将受到需求下滑的制约

公司产品囊括了长材、板材及无缝钢管，并无非常明显的品种特征，因此盈利水平的提升可能更多的将依赖整体行业需求的复苏。

表 1: 湘钢的产能产量情况统计

湘钢的产能产量		产能	2006	2007	2008	2009 产能
钢材		600	436	475	530	810
宽厚板	3.8M (2 条线)	280	114	147	220	300
	5M	200				200
线材		180	183	186	180	180
棒材		120	131	133	130	130

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2: 涟钢的产能产量情况统计

涟钢的产能产量		产能	2006	2007	2008	2009 产能
钢材			409	433	390	880
热轧板卷	CSP	260	154	147	130	140
冷轧板卷	(包括镀锌)	150	70	102	110	120
带材		40	33	42	40	40
螺纹钢		120	120	121	110	120
热轧项目	2250mm	440				460

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 3: 衡钢的产能产量情况统计

衡钢的产能产量		产能	2006	2007	2008	2009 产能
钢材		120	84	100	105	120
无缝钢管	衡管	120	84	100	105	120
	锡钢	120		80	100	100

资料来源：公司资料，长江证券研究部

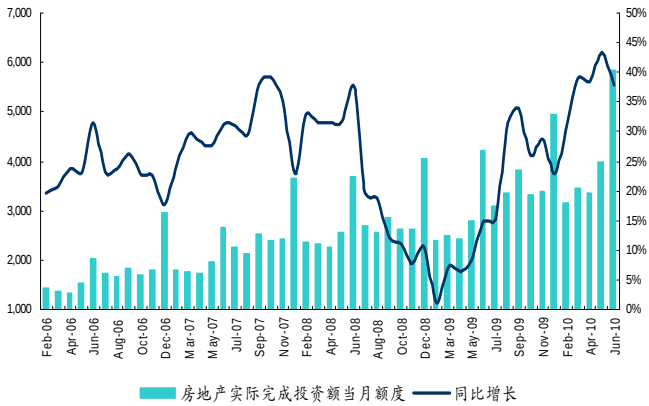
不过当前房地产受到调控且制造业需求又面临高位回落的情况下，公司 3 季度盈利的恢复可能依然受限。

图 6: 房地产销售面积在调控的影响下大幅下滑



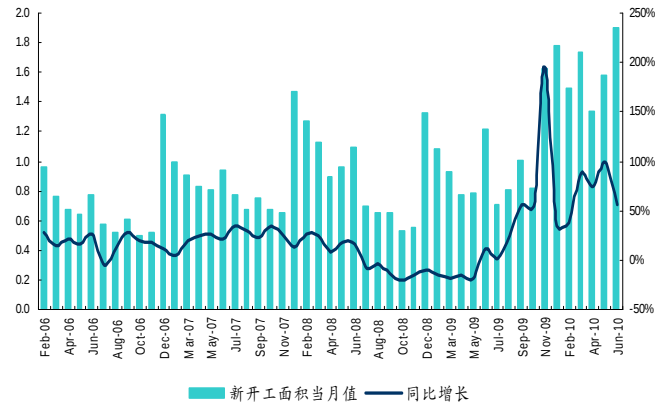
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：房地产实际完成投资额同比有所下滑



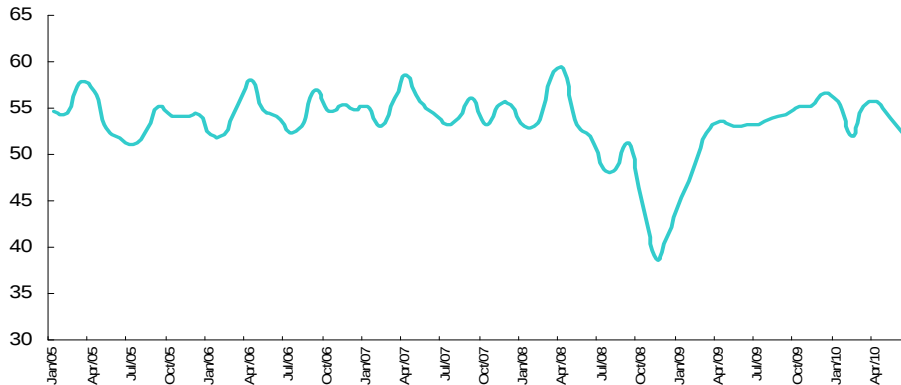
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：新开工面积同比也处于低位



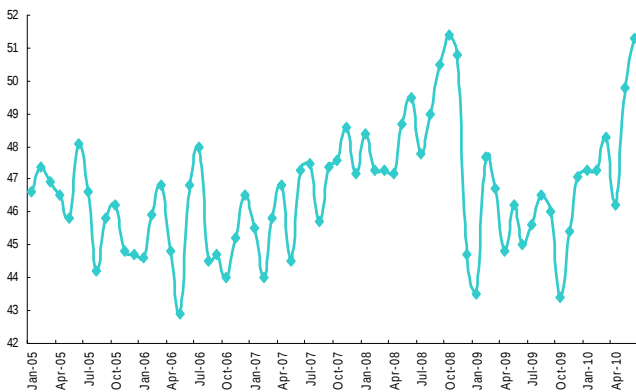
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 9：制造业 PMI 指数面临高位回落的风险



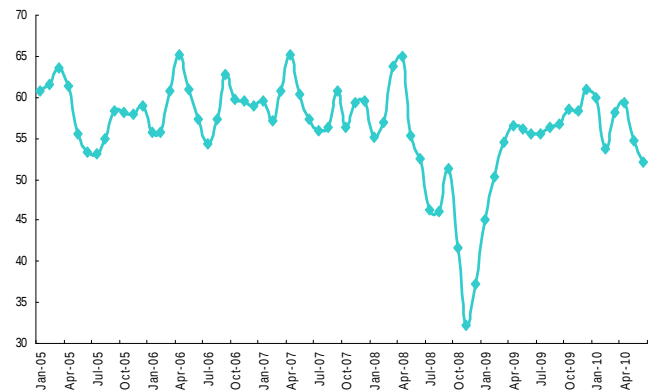
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：制造业产成品库存指数近期持续上升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 11：制造业新订单指数也有所下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，高资产负债率制约短期盈利，期待周期性需求恢复

在前期产能扩张较快的影响下，公司资产负债率一直远高于行业平均水平，在行业低迷盈利较差的时期，偏高的财务费用也是对公司盈利造成了较大的侵蚀。

图 12：华菱钢铁的资产负债率远高于行业

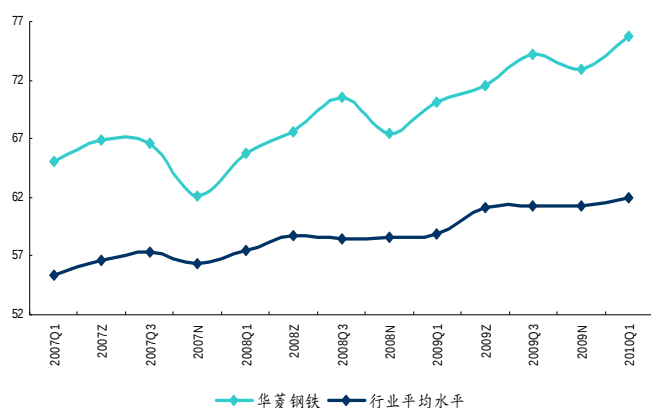
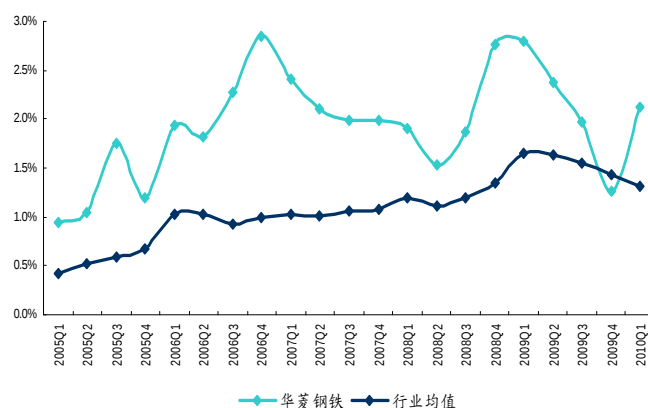


图 13：公司财务费用也要远高于行业平均水平

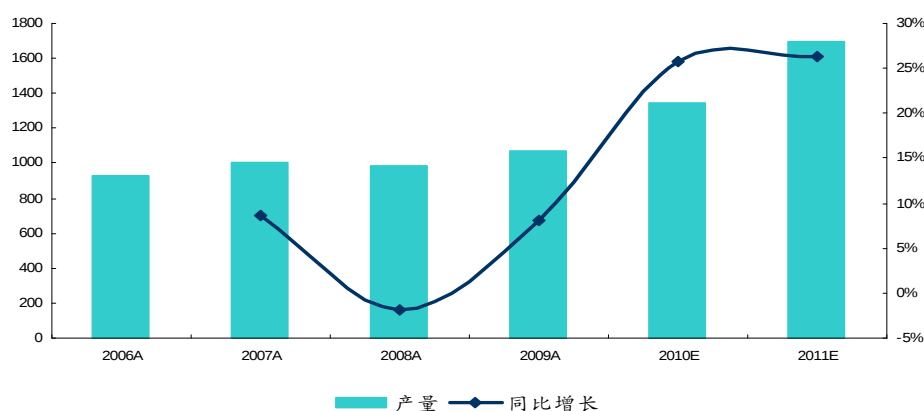


资料来源：Wind，长江证券研究部

资料来源：Wind，长江证券研究部

不过因产能扩张过快所导致的高资产负债率对公司是把双刃剑，较强产能释放能力的特点可以使得公司对未来行业需求复苏景气度加以放大，因此也拥有了较大的业绩弹性。

图 14：华菱钢铁产量未来两年仍能维持快速的增长

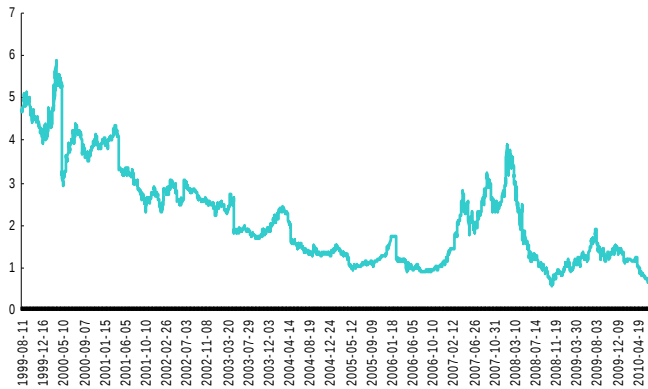


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，估值处于低位，较低的吨钢市值为股价提供较大安全边际，维持“谨慎推荐”评级

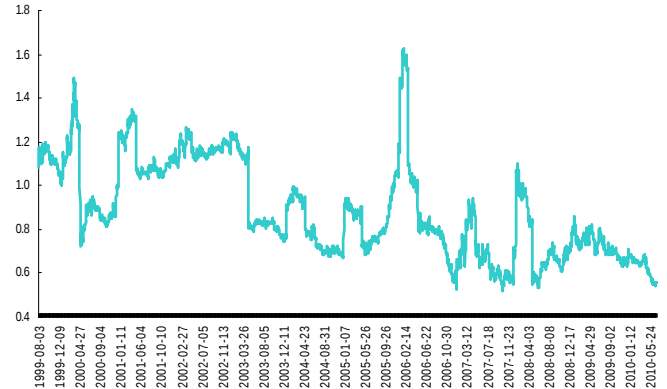
从公司绝对 PB 及相对行业的 PB 水平来看，两者皆接近历史底部。

图 15: 公司绝对 PB 接近历史底部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 16: 公司相对行业 PB 水平目前也处于历史底部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

同时全行业最低水平的吨钢市值也为股价提供了较大的安全边际。

表 4: 华菱钢铁目前吨钢市值位于全行业最低水平

吨钢市值 证券简称	钢铁上市公司总市值						吨钢市值统计					
	2005	2006	2007	2008	2009	最新	2005	2006	2007	2008	2009	最新
攀钢钢钒	58	109	445	369	440	459	1,428	2,304	9,210	7,481	6,672	6,968
大冶特钢	17	27	73	20	55	47	1,556	2,386	6,229	1,977	4,931	4,209
唐钢股份	55	127	566	134	257	255	699	1,448	5,438	1,329	1,242	1,233
韶钢松山	32	48	193	52	112	61	946	1,186	4,757	1,346	2,751	1,513
本钢板材	49	169	461	129	222	159	819	2,423	6,530	1,738	2,342	1,683
新兴铸管	35	61	149	66	183	121	2,862	3,568	6,651	2,919	6,321	4,165
太钢不锈	49	347	857	206	543	286	1,413	5,668	9,283	2,211	5,957	3,135
鞍钢股份	117	605	2,183	503	1,158	525	1,930	4,357	14,625	3,356	6,093	2,761
华菱钢铁	98	93	265	125	210	110	1,255	1,000	2,527	1,264	1,964	1,024
首钢股份	57	79	258	85	178	93	1,489	1,699	5,369	3,118	6,047	3,160
三钢闽光	0	0	97	31	97	49		0	2,895	803	2,339	1,180
邯郸钢铁	70	122	228	92	0	0	1,404	2,225	4,064	1,632		
武钢股份	212	498	1,544	375	649	340	2,252	4,991	14,618	2,917	5,176	2,713
包钢股份	63	106	505	163	298	192	1,257	2,007	7,342	1,766	3,105	2,001
宝钢股份	721	1,517	3,054	813	1,692	1,051	3,841	7,085	13,514	3,562	7,542	4,685
济南钢铁	44	87	275	77	164	116	916	1,747	5,667	1,021	2,319	1,637
莱钢股份	41	57	183	54	121	84	689	840	2,651	855	1,745	1,211
西宁特钢	18	28	162	31	78	46	4,113	3,928	15,934	2,950	6,831	4,005
杭钢股份	26	26	77	32	56	39	941	953	2,743	1,233	1,653	1,158
凌钢股份	22	27	70	36	105	48	1,084	1,226	3,180	1,788	3,475	1,578
南钢股份	26	36	194	49	103	59	792	1,060	4,671	1,153	2,165	1,237
酒钢宏兴	31	39	247	41	310	158	1,305	1,680	11,545	1,822	8,867	4,500
承德钒钛	18	48	187	45	0	0	764	1,817	5,121	1,208		
抚顺特钢	16	17	61	20	43	26	2,744	3,222	12,057	4,589	8,063	4,893
安阳钢铁	42	56	242	72	137	84	947	1,042	3,691		12,117	7,435

八一钢铁	19	26	135	38	123	72	675	732	3,493	837	2,414	1,426
新钢股份	7	8	236	56	125	76			19,544	1,277	1,966	1,198
马钢股份	176	290	679	249	389	246	1,982	2,837	5,770	1,968	2,754	1,745
柳钢股份	0	0	256	79	215	110		0	6,621	2,204	4,581	2,348
重庆钢铁	0	0	151	60	101	66		0	4,842	1,861	3,373	2,212

资料来源：Wind，长江证券研究部

不过考虑到 3 季度盈利可能存在的不确定性，暂时维持前期的盈利预测，给予公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.09 元和 0.19 元，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	41503	63376	81344	86599	货币资金	2337	6338	8134	8660
营业成本	38440	58273	74898	79783	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3063	5103	6445	6815	应收账款	1348	1999	2565	2731
% 营业收入	7.4%	8.1%	7.9%	7.9%	存货	7607	11134	14310	15244
营业税金及附加	143	218	280	299	预付账款	1842	2903	3731	3974
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	1473	2218	2847	3031
销售费用	572	951	1220	1299	流动资产合计	15755	26494	34030	36240
% 营业收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	1862	1862	1862	1862
管理费用	1499	2218	2847	3031	持有至到期投资	700	700	700	700
% 营业收入	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	69	69	69	69
财务费用	865	1272	1184	1036	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	2.0%	1.5%	1.2%	固定资产合计	43189	41009	38709	36222
资产减值损失	4	67	56	16	无形资产	2457	2334	2218	2107
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	129	28	28	28	递延所得税资产	282	17	14	4
营业利润	109	405	886	1162	其他非流动资产	40	40	40	40
% 营业收入	0.3%	0.6%	1.1%	1.3%	资产总计	64355	72525	77641	77243
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	12980	12471	9555	6066
利润总额	58	405	886	1162	应付款项	5684	8179	10513	11199
% 营业收入	0.1%	0.6%	1.1%	1.3%	预收账款	2601	3803	4881	5196
所得税费用	-45	101	221	291	应付职工薪酬	316	581	746	795
净利润	104	304	664	872	应交税费	374	1279	2007	2356
归属于母公司所有者					其他流动负债	7305	11020	14163	15087
的净利润	120.0	243.3	531.3	697.5	流动负债合计	29260	37333	41865	40699
少数股东损益	-16	61	133	174	长期借款	12996	12996	12996	12996
EPS (元/股)	0.04	0.09	0.19	0.25	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	170	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	4506	4506	4506	4506
经营活动现金流净额	4637	6824	7162	6293	负债合计	46932	54835	59367	58201
取得投资收益	90	28	28	28	归属于母公司	15241	15447	15899	16492
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	2182	2243	2375	2550
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	17422	17690	18275	19042
固定资产投资	-11348	-1034	-1213	-1166	负债及股东权益	64355	72525	77641	77243
其他	-758	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-12107	-1006	-1185	-1138		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	6500	0	0	0	EPS	0.044	0.089	0.194	0.255
股权融资	177	0	0	0	BVPS	5.57	5.64	5.81	6.02
银行贷款增加 (减少)	1351	-509	-2916	-3488	PE	94.77	46.85	21.49	16.35
筹资成本	1626	-1308	-1264	-1141	PEG	1.11	0.55	0.25	0.19
其他	-3279	0	0	0	PB	0.70	0.69	0.67	0.65
筹资活动现金流净额	6375	-1817	-4180	-4629	EV/EBITDA	8.39	5.94	4.40	3.54
现金净流量	-1095	4001	1797	525	ROE	0.8%	1.6%	3.3%	4.2%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。