

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

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

3 季度巨幅亏损，期待盈利正常回归

事件描述

华菱钢铁今日发布公告，预计前 3 季度公司累计实现归属于母公司所有者的净利润约为-14 亿元~-15 亿元，实现累计 EPS 约为-0.51 元~-0.55 元；其中 3 季度归属于母公司所有者的净利润约为-10 亿元~-11 亿元，实现 EPS 约为-0.37 元~-0.40 元。

同日，公司公告称公司与前两大股东共同出资成立的华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司已经注册成立，目前汽车板合资公司已经取得国家商务部签发的外商投资企业批准证书，并已于近日办理了工商注册登记手续，领取了企业营业执照。

此外，公司已取得中国证监会《关于核准湖南华菱钢铁股份有限公司非公开发行股票批复》，核准本公司非公开发行部超过 55,000 万股新股。

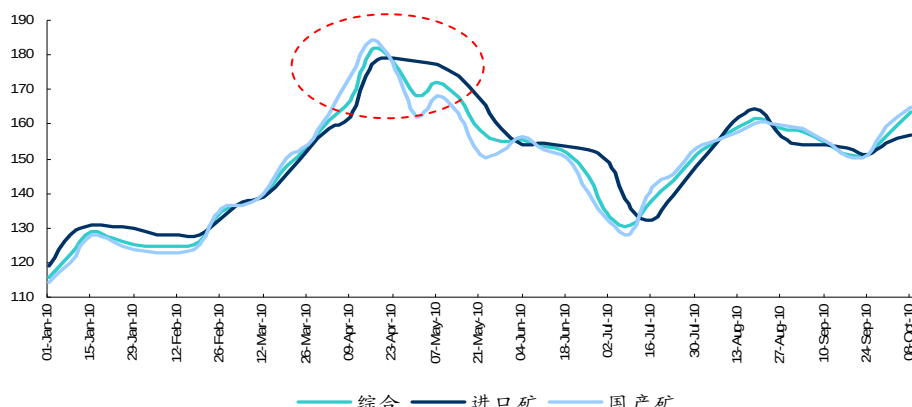
事件评论

第一，3 季度 EPS 约为-0.37 元~-0.40 元，巨幅亏损主要来自华菱涟钢

根据公司公告，预计前 3 季度公司累计实现归属于母公司所有者的净利润约为-14 亿元~-15 亿元，前 3 季度累计实现 EPS 约为-0.51 元~-0.55 元；3 季度归属于母公司所有者的净利润约为-10 亿元~-11 亿元，实现 EPS 约为-0.37 元~-0.40 元，截止上半年公司共实现 EPS 为-0.15 元。

公司公告称，巨幅亏损主要来自华菱涟钢，造成亏损的原因主要有以下几点：

- ✓ **原因 1：**华菱涟钢长协矿比例下降至仅为 40%，同时公司称涟钢于 2 季度矿石年内最高价格时采购了大量铁矿石并于 3 季度投入使用，拉升了 3 季度的成本；

图 1：2 季度矿石价格高点购买大量矿石导致公司 3 季度成本压力增加


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

- ✓ **原因 2：**涟钢新投产生产线自 2009 年底投入运行，目前尚处于磨合期，生产不顺利且相关消耗指标高于设计值；同时由于相应生产线工艺尚不匹配，生产线的产能无法完全释放，进一步拉高了产品成本；

表 1：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	460				460

资料来源：公司资料，长江证券研究部

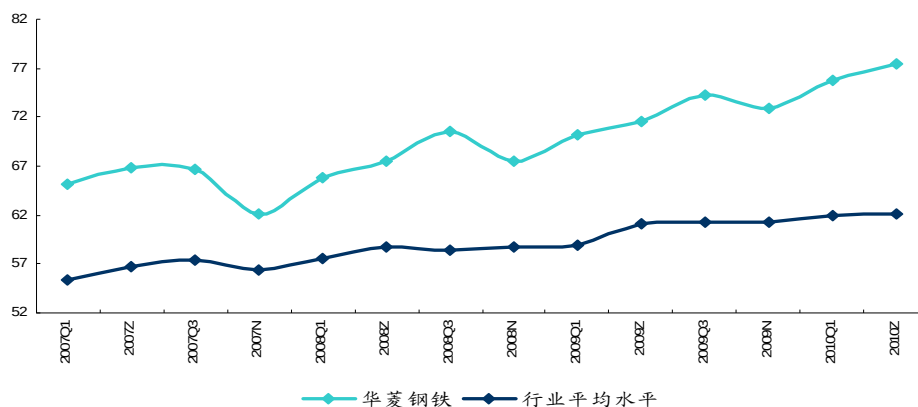
- ✓ **原因 3：**涟钢近年来技改投资巨大且新投产的生产线未达产达效，由此导致的过高资产负债率使得公司财务费用明显高于行业平均水平；

表 2：华菱财务费用水平明显高于行业均值

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	华菱钢铁	行业均值	华菱钢铁	行业均值	华菱钢铁	行业均值
2007Q4	1.34%	1.41%	5.78%	2.88%	1.99%	1.08%
2008Q1	1.26%	1.23%	3.50%	2.63%	1.90%	1.20%
2008Q2	1.16%	1.15%	3.04%	2.62%	1.53%	1.12%
2008Q3	1.13%	1.14%	3.07%	2.53%	1.88%	1.20%
2008Q4	1.62%	1.22%	3.55%	2.65%	2.77%	1.34%
2009Q1	1.42%	1.22%	4.56%	3.33%	2.81%	1.65%
2009Q2	1.16%	1.24%	3.94%	3.58%	2.37%	1.64%
2009Q3	1.21%	1.25%	2.81%	3.52%	1.96%	1.55%
2009Q4	1.70%	1.27%	3.24%	3.44%	1.26%	1.44%
2010Q1	0.96%	1.23%	2.68%	2.78%	2.13%	1.31%
2010Q2	1.00%	1.19%	2.53%	2.80%	1.83%	1.26%

资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

图 2：2 季度末公司资产负债率达到 77.48%，继续维持高位



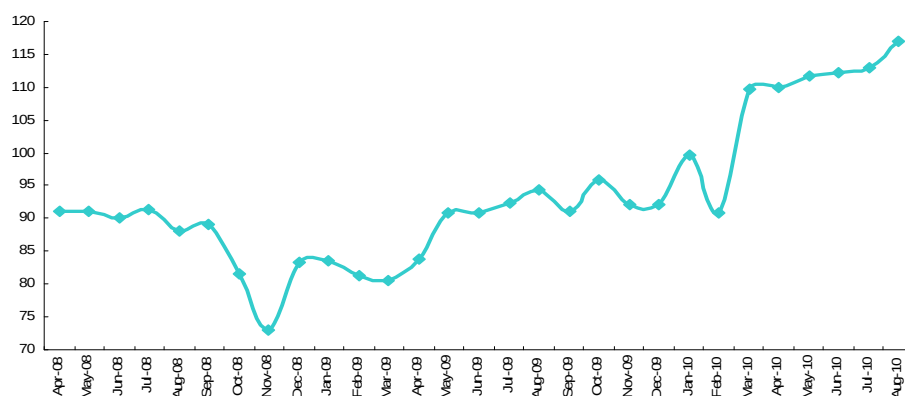
资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

- ✓ **原因 4：**涟钢正处于产品结构转型期，近年来通过密集的技改投入，产品结构正由长材为主向以板材为主转变。在此过程中，由于涟钢原有的管理理念、营销和研发体系并不完全适应，因此导致品种开发体系不顺、产品档次不高、高投入低产出以及营销体系过多依赖中间商而直销比例偏低等一系列问题。此外还存在着诸如内部管理粗放，经营秩序混乱，跑冒滴漏较为严重，治厂不严等问题。

第二，3 季度国内市场钢价的低迷是导致公司亏损的另一个原因

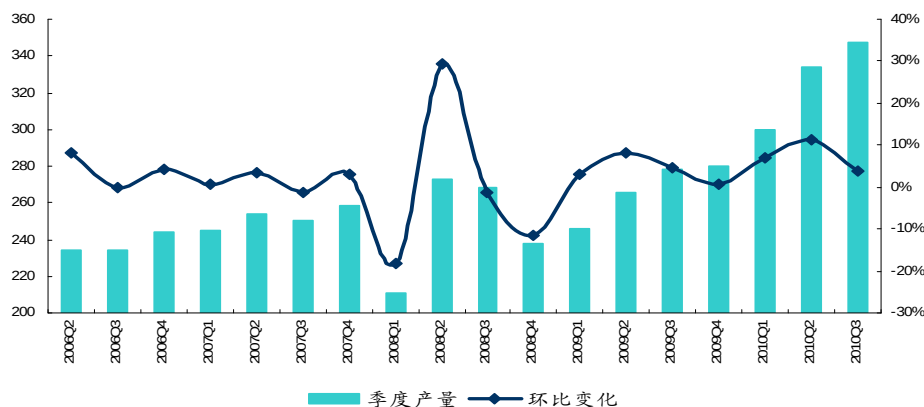
从公司 3 季度产量情况来看，月度产量持续恢复，假定 9 月公司产量环比维持 8 月水平不变，简单测算 3 季度产量环比 2 季度将出现小幅的增长。

图 3：3 季度公司月度产量持续恢复



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

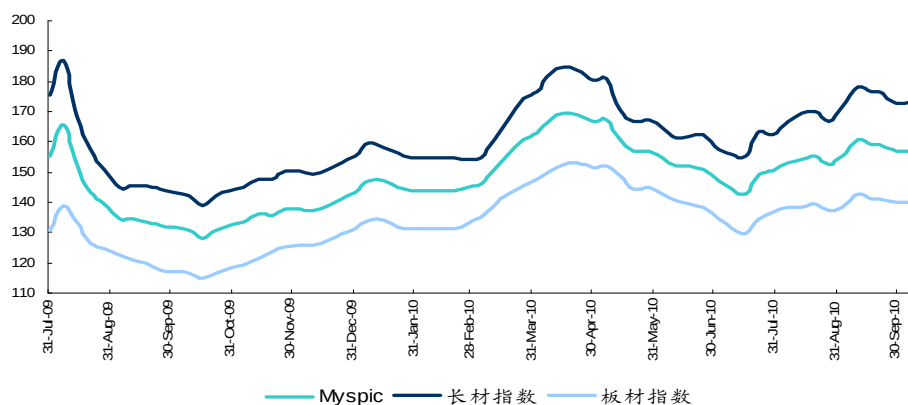
图 4: 3 季度公司产量环比 2 季度可小幅增长



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

因此，产量导致的规模效益变化不是影响盈利的主要原因，国内钢价的低迷表现是导致公司亏损的行业性原因。

图 5: 3 季度国内市场价低迷是制约公司业绩的另一个原因



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

第三，期待盈利能力正常回归

从中报的数据来看，公司目前盈利能力已经几乎处于全行业最低的水平，而 3 季度业绩的进一步下滑很可能使得公司的吨钢毛利继续处于全行业最差的水平。

表 3: 公司吨钢毛利几乎处于全行业最低的水平

吨钢毛利	钢材产量（万吨）					吨钢毛利					
公司名称	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009	2010Z
三钢闽光		317	335	392	413		286	346	141	106	140
华菱钢铁	784	929	1,048	990	1,069	352	449	557	583	282	157
南钢股份	331	342	416	425	474	310	319	450	294	168	209
新钢股份			121	441	635			699	622	215	216
济南钢铁	475	496	485	754	709	465	521	745	470	152	235
韶钢松山	339	407	405	387	406	145	233	435	-26	188	247
安阳钢铁	448	541	657		113	266	329	330		1,443	268
河北钢铁	781	877	1,041	1,007	2,070	402	428	464	436	260	284

包钢股份	503	527	688	924	960	275	263	469	418	-21	302
重庆钢铁		284	312	321	300		305	526	826	392	316
杭钢股份	279	278	279	263	341	226	294	374	325	205	335
莱钢股份	596	673	691	629	691	283	396	602	491	304	341
首钢股份	382	464	480	274	295	478	308	329	505	310	348
八一钢铁	277	354	387	456	508	304	245	394	414	249	382
马钢股份	889	1,024	1,176	1,264	1,412	539	429	488	483	195	388
凌钢股份	206	218	222	199	301	297	350	363	559	310	432
柳钢股份		381	386	357	469		406	660	481	402	446
武钢股份	943	999	1,056	1,285	1,254	875	718	1,158	835	347	460
本钢板材	602	699	706	740	947	197	430	703	583	186	497
酒钢宏兴	237	235	214	223	350	558	596	1,119	733	986	516
鞍钢股份	605	1,389	1,493	1,498	1,900	636	961	1,149	868	338	674
抚顺特钢	60	52	51	43	53	591	664	673	954	646	681
大冶特钢	107	111	116	102	111	231	355	410	329	472	711
新兴铸管	122	171	224	226	290	1,375	1,082	925	834	978	757
太钢不锈	344	613	923	930	912	459	935	1,122	919	712	822
西宁特钢	44	71	102	104	114	819	836	1,048	1,161	698	925
ST 钒钛	407	473	483	494	659	534	448	707	465	792	1,036
宝钢股份	1,879	2,141	2,260	2,281	2,243	1,417	1,334	1,254	1,071	624	1,157

资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司的盈利能力向正常水平回归的动力应该会在未来一到两个季度中出现，因此，虽然公司 3 季度业绩超出预期，但也没有必要过分担忧。

一方面是行业本身盈利的恢复，由于国内大钢厂通常都根据市场价的走势调整期货的出厂价，因此出厂价的调整相对存在一定滞后，4 季度主要产品出厂价相比 3 季度会有一定程度的恢复；另一方面，公司针对当前涟钢巨额亏损的现象也切实采取了一系列的手段，这都将有助于短期公司盈利水平的回归。

- ✓ **强化涟钢内部管理：**调整涟钢高管，首席执行官曹慧泉先生被任命为涟钢执行董事、总经理，公司副总经理、董事会秘书汪俊先生被任命为涟钢党委书记。目前新的管理团队已经在整顿经营秩序、堵塞管理漏洞以及从严治厂方面都采取了强力措施，并开始取得成效；
- ✓ **新投产生产线配套逐步平衡：**新投产的生产线经过磨合，铁、钢、材工艺配套已经基本平衡，公司称 9 月底已实现顺产、达产；
- ✓ **长协矿占比将增加，加强矿石采购协同：**加强与海外矿石供应商的沟通与协调，提高 FMG 和南非等地的长协矿合同量，涟钢 2011 年长协矿比例预计将由 40%提升到 70%以上；同时公司针对涟钢把握铁矿石采购时点不准的问题，通过总部推进集中协同采购，建立集约、优化的采购体系，力争使采购价格达到行业平均水平；
- ✓ **加大品种开发力度与结构升级：**安赛乐米塔尔将派遣板材专家为新投产生产线开发高强钢、深冲钢等高附加值新产品提供技术支持。

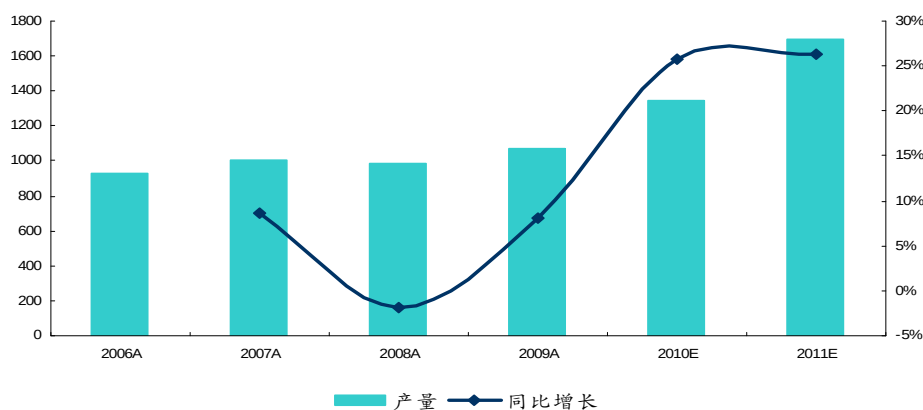
第四，新投产生产线产能逐步释放，具备高增长能力

公司近两年新建项目较多且没有完全发挥生产能力，目前还有较大产能可在未来两年逐步得以释放。2009 年公司全年钢材产量 1069 万吨，2010 年计划产量为 1345 万吨，而 2011 年有望达到 1700 万吨。

其中 2010 年产量增加主要来自 2250 热轧部分的释放和部分厚板产量的增加，而 2011 年产量的再增长主要来自以下几个部分：

- 湘钢 5m 厚板项目完全达产使得 2011 年宽厚板产量有望在 2010 年的基础上再增加 150 万吨，总产能达到 500 万吨；
- 涟钢 2250 热轧项目 2011 年还有望在 2010 年 240 万吨计划产量基础上再实现 100 万吨的增长；
- 衡钢 720 大口径无缝钢管在 2011 年有望新增 15-20 万吨产量。

图 6：华菱钢铁产量未来两年仍能维持快速的增长

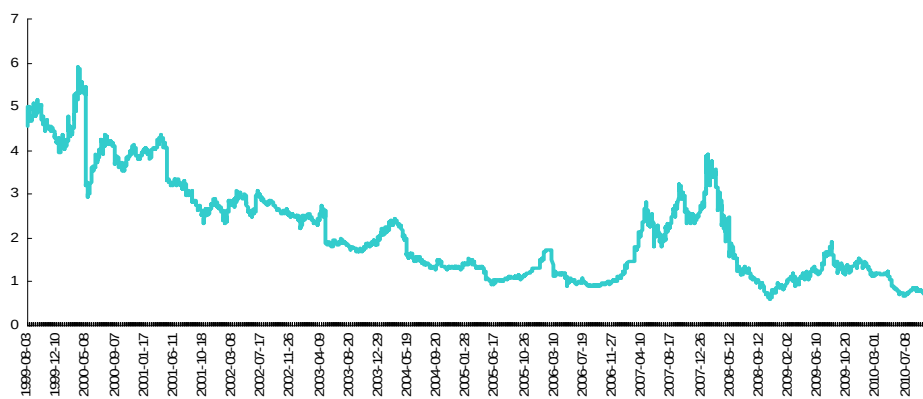


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，维持“谨慎推荐”评级

从 PB 水平来看仅有 0.79 的华菱钢铁股价已经对较差的盈利能力有了一定的反映，因此向下的风险并不是很大。不过估值水平向上的提升还有赖于公司盈利能力的恢复。虽然看起来 4 季度环比 3 季度应该会出现恢复，但改善的幅度还难以判断，毕竟生产工艺的积累以及管理理念的配套协调等都不是一日之功。我们预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 -0.59 元和 0.15 元，维持“谨慎推荐”评级。

图 7：华菱钢铁 PB 水平全行业最低，目前 0.79，最低为 0.60



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

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	60196	81344	86599	货币资金	2337	6020	8134	8660
营业成本	38440	58273	74898	79783	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3063	1922	6445	6815	应收账款	1348	1898	2565	2731
% 营业收入	7.4%	3.2%	7.9%	7.9%	存货	7607	11136	14310	15244
营业税金及附加	143	207	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	2107	2847	3031
销售费用	572	903	1220	1299	流动资产合计	15755	25872	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	2107	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	1380	1344	1140	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	2.3%	1.7%	1.3%	固定资产合计	43189	40978	38679	36194
资产减值损失	4	57	66	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	14	16	4
营业利润	109	-2703	716	1059	其他非流动资产	40	40	40	40
% 营业收入	0.3%	-4.5%	0.9%	1.2%	资产总计	64355	71869	77614	77215
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	12980	17234	11860	8374
利润总额	58	-2703	716	1059	应付款项	5684	8181	10513	11199
% 营业收入	0.1%	-4.5%	0.9%	1.2%	预收账款	2601	3612	4881	5196
所得税费用	-45	-676	179	265	应付职工薪酬	316	581	746	795
净利润	104	-2027	537	794	应交税费	374	-1873	1838	2253
归属于母公司所有者的净利润	120.0	-1621.8	429.6	635.2	其他流动负债	7305	10994	14163	15087
少数股东损益	-16	-405	107	159	流动负债合计	29260	38728	44001	42903
EPS (元/股)	0.04	-0.59	0.16	0.23	长期借款	12996	12996	12996	12996
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	170	0	0	0
经营活动现金流净额	4637	1539	10082	6385	其他非流动负债	4506	4506	4506	4506
取得投资收益	90	28	28	28	负债合计	46932	56230	61503	60405
收回现金					归属于母公司	15241	13862	14227	14767
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	2182	1776	1884	2043
固定资产投资	-11348	-1002	-1213	-1166	股东权益	17422	15639	16111	16810
其他	-758	0	0	0	负债及股东权益	64355	71869	77614	77215
投资活动现金流净额	-12107	-974	-1185	-1138	基本指标				
债券融资	6500	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	177	0	0	0	EPS	0.044	-0.592	0.157	0.232
银行贷款增加 (减少)	1351	4255	-5374	-3486	BVPS	5.57	5.06	5.20	5.39
筹资成本	1626	-1136	-1408	-1235	PE	100.35	-7.43	28.04	18.96
其他	-3279	0	0	0	PEG	1.35	-0.10	0.38	0.26
筹资活动现金流净额	6375	3118	-6782	-4721	PB	0.79	0.87	0.85	0.82
现金净流量	-1095	3683	2115	525	EV/EBITDA	8.72	18.01	5.06	4.15
					ROE	0.8%	-11.7%	3.0%	4.3%

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。