

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

执业证书编号： S0490510120022

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

汽车板与电工钢项目稳步推进，品种结构逐步优化

事件描述

华菱钢铁今日发布公告，汽车板合资公司首期注册资本已缴付完毕，三方首期缴付的注册资本金额分别为本公司缴付人民币 7820 万元，华菱集团缴付 7590 万元，安米缴付相当于人民币 7590 万元的欧元。剩余部分的注册资本（人民币 13 亿元）将根据汽车板合资公司董事会同意的时间表由各方在汽车板合资公司成立日后 2 年内缴付。汽车板公司将形成 120 万吨汽车板的产能。

同时，公司接大股东通知，华菱集团与安米合资的电工钢合资公司的首期出资也已经到位。电工钢合资公司一期将形成年产 10 万吨晶粒取向电工钢、20 万吨非晶粒取向电工钢的产能。

事件评论

第一，汽车板合资公司与电工钢合资公司稳步进展

华菱钢铁、华菱集团与安赛乐米塔尔公司合资设立汽车板项目的进度及发展历程如下：

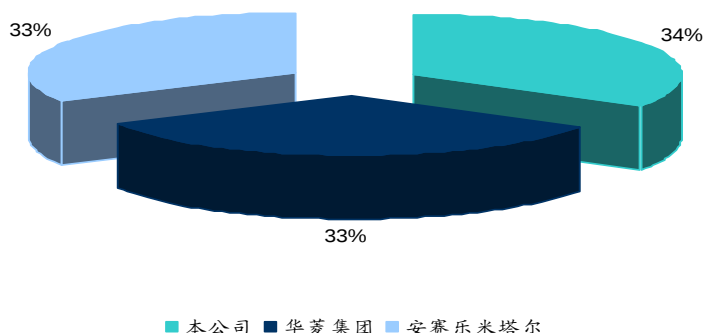
- ✓ 2007 年 11 月 19 日：公司与华菱集团及安赛乐米塔尔签署技术合作《框架协议》，三方约定拟采用包括现金成立合资公司，在汽车板、电工钢及不锈钢等钢铁生产技术领域展开合作；
- ✓ 2008 年 6 月 27 日：三方签订《合资经营合同》，合资公司注册资本 20 亿元，本公司持股 34%，华菱集团持股 33%，安赛乐米塔尔持股 33%。合资公司将新建汽车板冷轧和热镀锌生产线，投资总额预计 50 亿元，预计年产汽车板 120 万吨；
- ✓ 2008 年 9 月 17 日：2008 年第三次临时股东大会，审议通过合资组建华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司的议案；
- ✓ 2009 年 9 月 18 日：投资总额由人民币 50 亿元调整为 45 亿元，注册资本由 20 亿元调整为 15.3 亿元，各方的注册资本缴付金额及各方各期缴付的注册资本金额均按各方原投资比例进行相应调整；
- ✓ 2010 年 7 月 5 日，汽车板项目获得国家发改委批准。

公司公告，汽车板合资公司首期注册资本已缴付完毕，三方首期缴付的注册资本金额分别为本公司缴付人民币 7820 万元，华菱集团缴付 7590 万元，安米缴付相当于人民币 7590 万元的欧元。

本次首期缴付的注册资本金额合计共 2.3 亿元，剩余的注册资本为 13 亿元将根据汽车板合资公司董事会同意的时间表由各方在汽车板合资公司成立日后 2 年内缴付。

各公司缴付比例遵循前期约定的比例，本公司占比 34%，华菱集团占比 33%，安赛乐米塔尔占比 33%。

图 1：股权结构：华菱钢铁占比 34%，集团公司占比 33%，安米占比 33%



资料来源：公司资料，长江证券研究部

合资公司与安赛乐米塔尔子公司 Arcelor Mittal France 签订了《技术许可合同》，Arcelor Mittal France 将向合资公司提供汽车板生产线的设计及汽车板的生活和质量所必要的技术，并提供相关的技术支持和培训。

为满足合资公司的全部基板需求，公司控股子公司湖南华菱涟源钢铁有限公司（“华菱涟钢”）与合资公司签署了《基板供应合同》，由华菱涟钢向合资公司供应符合合同所述规范的基板。Arcelor Mittal France 将向华菱涟钢许可热轧板生产相关技术并提供技术支持和培训。

有了安赛乐米塔尔做汽车板合资公司的技术后盾，技术方面的壁垒应该不会再成为主要的制约因素，不过工艺的积累与成熟可能依然是未来需要关注的问题，初步预计汽车板项目达产可能需要约 2 年左右的时间。

同时，公司接大股东通知，华菱集团与安米合资的电工钢合资公司的首期出资也已经到位。电工钢合资公司一期将形成年产 10 万吨晶粒取向电工钢、20 万吨非晶粒取向电工钢的产能，这标志着汽车板、电工钢两个合资项目的前期准备工作全部完成。

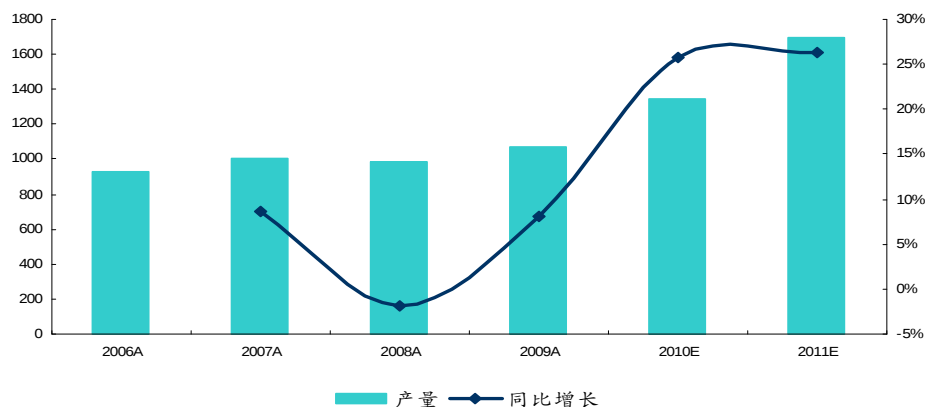
汽车板、电工钢项目的稳步推进，反映了公司立足高端与深加工的市场定位，从目前盈利能力来看，汽车板与电工钢无疑仍是盈利最好的品种，随着后期产能释放，整体盈利能力有望提升。

第二，产能释放带来高增长，品种调整进一步提升整体盈利能力

公司近两年新建项目较多且没有完全发挥生产能力，实际上在一定程度上拖累了公司近期的盈利能力。不过，随着项目的逐步达产，公司最困难的时期正在过去。目前公司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 1600 万吨，产量增长主要来自以下几个方面：

- ✓ 湘钢 5m 厚板项目已经开始试生产，宽厚板总产能将达到 500 万吨，2011 年 5m 厚板项目有望释放 150-170 万吨产量；
- ✓ 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 80-100 万吨的增长；
- ✓ 衡钢 720 大口径无缝钢管在 2011 年有望达到 15-20 万吨产量。

图 2：公司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

表 1：湘钢产能在 5M 宽厚板投产后，具备 800 万吨生产能力

湘钢的产能产量		产能	2006	2007	2008	产能统计
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：涟钢产能在 2250 热轧项目投产后，产能达到约 880 万吨

涟钢的产能产量		产能	2006	2007	2008	产能统计
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	产能统计
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

第三，涟钢盈利逐步恢复，2011 年公司有望扭亏为盈

针对 3 季度涟钢大幅亏损的现象，公司已经采取了一系列严厉的举措，从公司公告的数据来看，虽然 4 季度公司并未扭亏为盈，但业绩改善的趋势还是非常明显的：

- ✓ **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，9月底已实现顺产、达产。在9月底对高炉和转炉检修后，生产水平已经从当前50万吨/月恢复到60万吨/月，基本达到现有生产能力下的满负荷生产；
- ✓ **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65%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。

对2011年来说，随着行业的复苏，涟钢有望实现盈亏平衡，而生产稳定的湘钢很有可能是贡献盈利的主要力量：

涟钢：加大公司内部整改力度，在2011年行业复苏基础上，涟钢有望实现盈亏平衡。

- ✓ 3季度公司高价矿库存基本消耗完毕，目前公司矿石成本已经接近湘钢水平，而且2011年长协矿占比有望从今年的40%提升到65%左右；
- ✓ 品种结构在积累中继续升级，安赛乐米塔尔也将派遣专家进一步协助高强钢和深冲钢的开发，高端品种占比有望进一步增加；
- ✓ 管理强化，跑冒滴漏现象有望得到控制，成本端压力可能缓解；
- ✓ 生产线配套不够均衡的现象在2011年将得到极大的缓解；

表4：涟钢的盈利能力测算

涟钢盈利测算	-200	-150	-100	-50	-30	-10	0	20	50	100
500	-0.37	-0.27	-0.18	-0.09	-0.05	-0.02	0.00	0.04	0.09	0.18
550	-0.40	-0.30	-0.20	-0.10	-0.06	-0.02	0.00	0.04	0.10	0.20
600	-0.44	-0.33	-0.22	-0.11	-0.07	-0.02	0.00	0.04	0.11	0.22
650	-0.47	-0.36	-0.24	-0.12	-0.07	-0.02	0.00	0.05	0.12	0.24
700	-0.51	-0.38	-0.26	-0.13	-0.08	-0.03	0.00	0.05	0.13	0.26
750	-0.55	-0.41	-0.27	-0.14	-0.08	-0.03	0.00	0.05	0.14	0.27
800	-0.58	-0.44	-0.29	-0.15	-0.09	-0.03	0.00	0.06	0.15	0.29
850	-0.62	-0.47	-0.31	-0.16	-0.09	-0.03	0.00	0.06	0.16	0.31

资料来源：长江证券研究部

湘钢：生产经营稳定的湘钢有望成为贡献盈利的主要力量，业绩弹性较大。

- ✓ 湘钢2010年长协占比约为60%，2011年总体变动可能不大，成本稳定的优势继续维持；
- ✓ 随着5M宽厚板精轧机在2011年5-6月的投产，宽厚板产品结构有望进一步改善，提升盈利；
- ✓ 粗略估计，随着200万吨产能的5M宽厚板投产，预计2011年可释放产量约170万吨。

假定2011年湘钢产量为750万吨，吨钢盈利为50元，则贡献EPS为0.14元；若吨钢盈利为100元，则贡献EPS为0.27元，业绩弹性较大。

表 5: 湘钢的盈利能力测算

湘钢盈利测算	10	20	50	70	100	120	150	170	200
500	0.02	0.04	0.09	0.13	0.18	0.22	0.27	0.31	0.37
550	0.02	0.04	0.10	0.14	0.20	0.24	0.30	0.34	0.40
600	0.02	0.04	0.11	0.15	0.22	0.26	0.33	0.37	0.44
650	0.02	0.05	0.12	0.17	0.24	0.28	0.36	0.40	0.47
700	0.03	0.05	0.13	0.18	0.26	0.31	0.38	0.43	0.51
750	0.03	0.05	0.14	0.19	0.27	0.33	0.41	0.47	0.55
800	0.03	0.06	0.15	0.20	0.29	0.35	0.44	0.50	0.58

资料来源：长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为-0.97 元和 0.16 元，维持“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	59660	81344	86599	货币资金	2337	5966	8134	8660
营业成本	38440	58273	74898	79783	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3063	1387	6445	6815	应收账款	1348	1882	2565	2731
% 营业收入	7.4%	2.3%	7.9%	7.9%	存货	7607	11136	14310	15244
营业税金及附加	143	206	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	2088	2847	3031
销售费用	572	895	1220	1299	流动资产合计	15755	25767	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	2088	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	1341	1327	1184	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	2.2%	1.6%	1.4%	固定资产合计	43189	40973	38674	36189
资产减值损失	4	55	68	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	17	4
营业利润	109	-3170	732	1015	其他非流动资产	40	40	40	40
% 营业收入	0.3%	-5.3%	0.9%	1.2%	资产总计	64355	71759	77610	77210
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	12980	15530	12789	9391
利润总额	58	-3170	732	1015	应付款项	5684	8181	10513	11199
% 营业收入	0.1%	-5.3%	0.9%	1.2%	预收账款	2601	3580	4881	5196
所得税费用	-45	-26	183	254	应付职工薪酬	316	581	746	795
净利润	104	-3144	549	761	应交税费	374	717	1853	2209
归属于母公司所有者					其他流动负债	7305	10989	14163	15087
的净利润	120.0	-2668.1	439.0	608.9	流动负债合计	29260	39577	44946	43876
少数股东损益	-16	-476	110	152	长期借款	12996	12996	12996	12996
EPS (元/股)	0.04	-0.97	0.16	0.22	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	2989	7487	6336	负债合计	46932	57079	62448	61378
取得投资收益	90	28	28	28	归属于母公司	15241	12973	13346	13864
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	1706	1816	1968
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	17422	14679	15162	15832
固定资产投资	-11348	-997	-1213	-1166	负债及股东权益	64355	71759	77610	77210
其他	-758	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-12107	-969	-1185	-1138		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	6500	0	0	0	EPS	0.044	-0.975	0.160	0.222
股权融资	177	0	0	0	BVPS	5.57	4.74	4.87	5.06
银行贷款增加 (减少)	1351	2550	-2740	-3398	PE	89.63	-4.03	24.51	17.67
筹资成本	1626	-941	-1392	-1275	PEG	1.25	-0.06	0.34	0.25
其他	-3279	0	0	0	PB	0.71	0.83	0.81	0.78
筹资活动现金流净额	6375	1609	-4133	-4673	EV/EBITDA	8.41	22.10	5.00	4.11
现金净流量	-1095	3629	2168	525	ROE	0.8%	-20.6%	3.3%	4.4%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。