

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

盈利持续恢复，2 季度有望环比改善

事件描述

华菱钢铁持续跟踪报告。

事件评论

第一，涟钢继续减亏，盈利能力持续恢复；衡钢小幅盈利，环比 1 季度大幅改善；湘钢面临一定压力

随着公司整改力度的加大与经营管理的强化，虽然近期钢价表现并不非常乐观，但公司盈利能力依然持续恢复，2 季度环比 1 季度将出现一定程度的恢复。盈利能力的提升一方面源于行业自身的恢复，另一方面更多的来自公司本身内在盈利能力的改善与自然回归。

✓ **涟钢继续减亏，盈利能力持续恢复，目前可达到微亏的状态；**

涟钢盈利能力的迅速恢复源于内部管理强化之后，公司整体运作体系的协调一致：1 制约公司成本的矿石采购体系逐步完善并纳入正轨；2 较为严重的跑冒滴漏现象在从严治厂的管理制度下逐步消除；3 产品的整个销售体系也都逐步纳入正轨；4 公司积极的推进产品的研发与整体工艺技术的改进，品种结构方面相比之前也有了一定幅度的提升。

从近期钢价的表现来看，2 季度长沙区域钢价表现强于全国平均水平，即便涟钢出厂价均价涨幅略低于市场价的幅度，但绝对钢价相比市场价仍存在较大幅度的价差。

表 1：涟钢主要产品出厂价高于市场价

日期	热轧卷板		长沙市场价		冷轧板卷		全国均价
	2.75mmQ235	5.5mmQ235	热轧	热轧	1.0mmSPCC	冷轧	
Jan-10	4,340	4,180	4,100	3,938	5,480	5,700	5,744
Jan-10	4,340	4,180	4,020	3,834	5,480	5,620	5,679
Feb-10	4,340	4,180	4,020	3,816	5,480	5,650	5,632
Feb-10	4,340	4,180	4,050	3,851	5,480	5,700	5,644
Mar-10	4,540	4,380	4,350	4,009	5,680	5,980	5,804
Mar-10	4,740	4,580	4,670	4,325	5,830	6,100	6,054
季度均价	4,440	4,280	4,179	3,962	5,572	5,761	5,760
Apr-10	5,000	4,840	4,890	4,580	6,030	6,200	6,149
Apr-11	5,050	4,890	4,850	4,653	6,030	6,100	6,159
May-10	4,850	4,690	4,650	4,571	5,830	5,950	6,089

May-10	4,750	4,590	4,550	4,324	5,730	5,800	5,969
Jun-10	4,600	4,440	4,420	4,252	5,430	5,480	5,781
Jun-10	4,550	4,410	4,350	4,182	5,310	5,400	5,527
季度均价	4,800	4,643	4,654	4,427	5,727	5,873	5,946
季度环比	8.11%	8.49%	11.36%	11.73%	2.78%	1.93%	3.23%
Jul-10	4,350	4,210	4,150	3,947	5,050	5,100	5,239
Jul-10	4,400	4,260	4,380	4,091	5,050	5,180	5,161
Aug-10	4,670	4,530	4,470	4,254	5,320	5,400	5,296
Aug-10	4,670	4,530	4,400	4,222	5,320	5,400	5,338
Sep-10	4,770	4,630	4,550	4,363	5,430	5,480	5,405
Sep-10	4,770	4,630	4,420	4,299	5,430	5,400	5,380
季度均价	4,605	4,465	4,409	4,196	5,267	5,322	5,303
季度环比	-4.06%	-3.84%	-5.27%	-5.22%	-8.03%	-9.38%	-10.81%
Oct-10	4,670	4,530	4,430	4,340	5,380	5,400	5,386
Nov-10	4,620	4,480	4,370	4,287	5,330	5,350	5,348
Nov-10	4,750	4,610	4,510	4,357	5,385	5,400	5,364
Nov-10	4,780	4,640	4,510	4,366	5,425	5,400	5,381
Dec-10	4,980	4,840	4,660	4,433	5,575	5,500	5,393
Dec-10	5,015	4,875	4,770	4,551	5,710	5,550	5,490
季度均价	4,803	4,663	4,550	4,389	5,468	5,435	5,394
季度环比	4.29%	4.42%	3.20%	4.60%	3.81%	2.13%	1.71%
Jan-11	5,830	5,115	5,040	4,678	5,830	5,670	5,564
Jan-11	5,315	5,175	5,100	4,823	5,890	5,670	5,638
Feb-11	5,535	5,395	5,200	4,927	6,110	5,800	5,742
Feb-11	5,535	5,395	5,100	4,860	6,110	5,730	5,743
Mar-11	5,535	5,395	4,910	4,693	6,110	5,650	5,660
Mar-11	5,385	5,385	4,950	4,727	5,960	5,650	5,631
季度均价	5,523	5,310	5,016	4,785	6,002	5,679	5,663
季度环比	14.99%	13.89%	10.24%	9.02%	9.77%	4.50%	4.99%
Apr-11	5,385	5,385	5,140	4,847	5,960	5,720	5,655
Apr-11	5,435	5,295	5,130	4,888	5,960	5,680	5,639
May-11	5,435	5,295	5,151	4,899	5,960	5,663	5,631
May-11	5,435	5,295	5,095	4,870	5,910	5,633	5,590
Jun-11	5,435	5,295	5,080	4,868	5,910	5,600	5,569
季度均价	5,425	5,313	5,119	4,874	5,940	5,659	5,617
季度环比	-1.77%	0.06%	2.07%	1.88%	-1.03%	-0.36%	-0.81%

资料来源：长江证券研究部

随着盈利能力的持续恢复，当前连钢可维持在大约微亏附近的水平。若后期行业不发生大的波动，从全年来看，连钢实现盈亏平衡值得期待。

表 2：连钢盈利能力迅速恢复，2011 年预计可以实现盈亏平衡

连钢盈利恢复测算	-200	-150	-100	-50	-30	-10	0	20	50	100
500	-0.33	-0.25	-0.17	-0.08	-0.05	-0.02	0.00	0.03	0.08	0.17

550	-0.36	-0.27	-0.18	-0.09	-0.05	-0.02	0.00	0.04	0.09	0.18
600	-0.40	-0.30	-0.20	-0.10	-0.06	-0.02	0.00	0.04	0.10	0.20
650	-0.43	-0.32	-0.22	-0.11	-0.06	-0.02	0.00	0.04	0.11	0.22
700	-0.46	-0.35	-0.23	-0.12	-0.07	-0.02	0.00	0.05	0.12	0.23
750	-0.50	-0.37	-0.25	-0.12	-0.07	-0.02	0.00	0.05	0.12	0.25
800	-0.53	-0.40	-0.27	-0.13	-0.08	-0.03	0.00	0.05	0.13	0.27
850	-0.56	-0.42	-0.28	-0.14	-0.08	-0.03	0.00	0.06	0.14	0.28

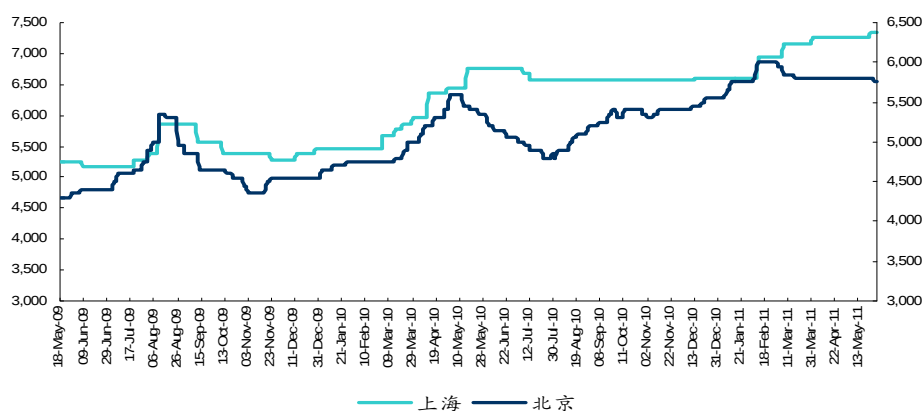
资料来源：长江证券研究部

✓ 衡钢实现小幅盈利，受益于钢管行业的恢复与公司自身品种结构的调整；

衡钢 2 季度实现小幅盈利，主要原因有以下几点：

- 公司加强了矿石采购方面的调配力度，2 季度原材料采购相比市场价有一定优势；
- 受益于钢管行业的复苏，2 季度钢管价格持续恢复，成为保证公司盈利的根本因素；
- 优化品种结构：公司 720 大口径钢管订单充足，4 月份单月生产突破万吨大关，高端管材的占比增加。

图 1：1 季度末公司存货水平环比有所增加



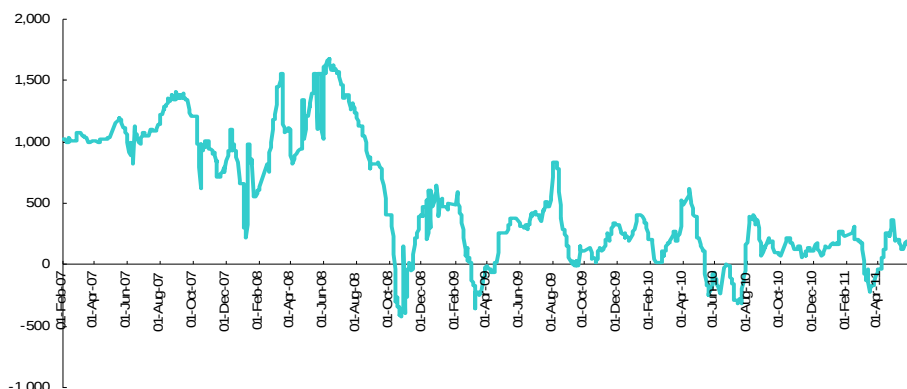
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 湘钢盈利接近盈亏平衡：棒线材盈利较好，中厚板盈利较差；

相比之下，湘钢盈利仅能实现约盈亏平衡，环比 1 季度略有下滑。

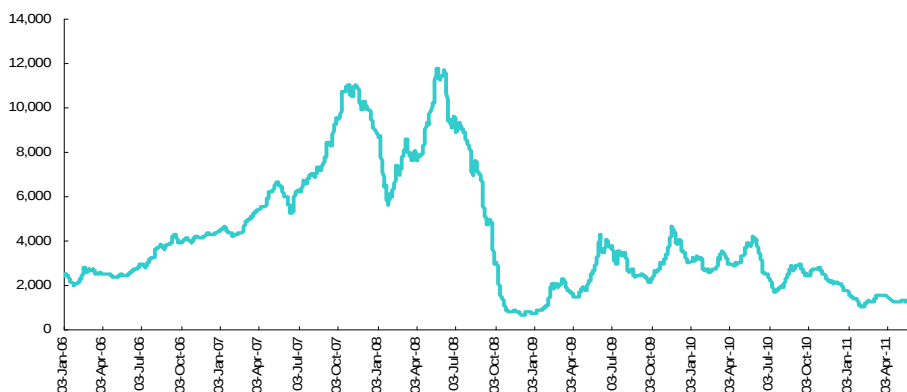
- 螺纹钢盈利虽处于高位，但中厚板尤其是船板方面价格下降幅度较大，制约了公司整体的盈利水平；
- 5m 中厚板的调试略低于之前计划，产能释放进度的放缓也影响了公司整体的盈利水平。不过随着调试的逐步结束，后期高端板材的上市可能将逐步缓解当前板材盈利差的制约。

图 2：中厚板估算毛利处于盈亏平衡附近



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 3：BDI 处于历史低位，下游造船也仍不乐观



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

不过全年来看，预计湘钢可释放约 750 万吨产量，以吨钢净利 50 元计算，可贡献 EPS 约为 0.12 元，业绩弹性较大。

表 3：湘钢产能约 750 万吨，提供较大业绩弹性

湘钢盈利恢复测算	-100	-50	-20	0	20	50	100	150	200	300
500	-0.17	-0.08	-0.03	0.00	0.03	0.08	0.17	0.25	0.33	0.50
550	-0.18	-0.09	-0.04	0.00	0.04	0.09	0.18	0.27	0.36	0.55
600	-0.20	-0.10	-0.04	0.00	0.04	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60
650	-0.22	-0.11	-0.04	0.00	0.04	0.11	0.22	0.32	0.43	0.65
700	-0.23	-0.12	-0.05	0.00	0.05	0.12	0.23	0.35	0.46	0.70
750	-0.25	-0.12	-0.05	0.00	0.05	0.12	0.25	0.37	0.50	0.75
800	-0.27	-0.13	-0.05	0.00	0.05	0.13	0.27	0.40	0.53	0.80
850	-0.28	-0.14	-0.06	0.00	0.06	0.14	0.28	0.42	0.56	0.85

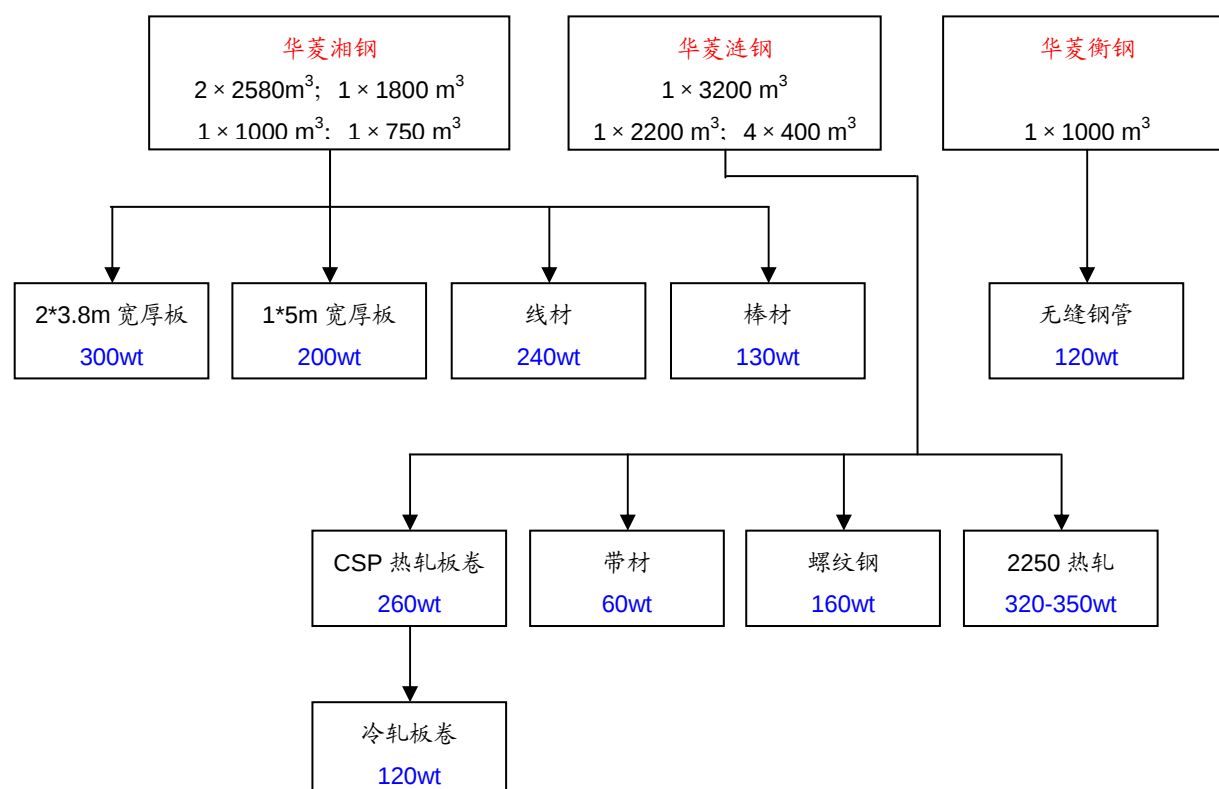
资料来源：长江证券研究部

第二，盈利自然回归趋势较好，期待行业复苏与产能扩张放大业绩弹性

公司盈利自然回归的同时，产量扩张的特点使得其具备放大行业复苏景气度的能力：

- ✓ 湘钢 5M 宽厚板项目目前正在调试，总产能 200 万吨，虽然暂时尚未开始释放产量，但预计 2011 年有望释放产量 100-150 万吨；
- ✓ 涟钢 2250 热轧项目产量有望进一步释放，2011 年预计可以满产，产能约 320-350 万吨。后期通过设备调整及工艺完善，产能可能将达到 400 万吨以上。另一方面高端品种占比将进一步增加，利于结构的调整与优化；
- ✓ 衡钢 720 大口径无缝管项目，项目产品结构较为高端，随着市场推广的进一步展开，2011 年产量也有望增加。从 720 分厂 4 月单月产量突破万吨的情况来看，公司高端管材在市场推广方面获得了长足的进步，这一方面为公司高端管材后期进一步抢占国内市场铺下了基础，另一方面也印证了公司产品质量与内在技术实力正在逐步得到下游客户的认可，利于后期产能进一步释放。

图 4：华菱钢铁产能情况统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

而长期来看，公司盈利能力的提升主要来自于其品种结构调整所带来的高端钢占比增加：

- ✓ 湘钢 200 万吨 5M 宽厚板项目投产后，公司高端宽厚板的比例将进一步提升；
- ✓ 公司汽车板与电工钢项目的实施，也将进一步提升高端品种的占比，预计投产时间约为 2 年；
- ✓ 汽车板与电工钢项目实施后，安塞乐-米塔尔将遵照《技术许可合同》进行技术转让，涟钢 2250 热轧项目品种钢及结构钢的比例也有望大幅提升；
- ✓ 大口径 720 大口径无缝管定位高端，短期仍处于市场推广期而使得产能暂未充分释放，随着市场认可度的提升，后期产能有望充分释放。

第三，吨钢市值全行业最低，维持“谨慎推荐”评级

盈利能力的低位是导致公司吨钢市值全行业最低的主要原因，这一方面使得公司具备较强的防御性，另一方面也为后期的反弹空间打下了基础，随着公司自身的调整与恢复，盈利能力的提升与吨钢市值都将存在自然回归的动力。

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.16 元和 0.24 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 4：公司吨钢市值处于全行业最低的水平

吨钢市值	钢材产量（万吨）						总市值	吨钢市值
公司名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
华菱钢铁	784	929	1,048	990	1,069	1355.00	114	841
莱钢股份	596	673	691	629	691	773.00	82	1,065
新钢股份			121	441	635	801.21	92	1,146
三钢闽光		317	335	392	413	420.74	49	1,160
河北钢铁	781	877	1,041	1,007	2,070	2401.00	291	1,212
韶钢松山	339	407	405	387	406	482.00	61	1,264
柳钢股份		381	386	357	469	1000.06	127	1,271
八一钢铁	277	354	387	456	508	633.00	98	1,541
杭钢股份	279	278	279	263	341	259.88	42	1,630
重庆钢铁		284	312	321	300	405.01	68	1,677
济南钢铁	475	496	485	754	709	827.00	141	1,706
本钢板材	602	699	706	740	947	1159.16	203	1,748
马钢股份	889	1,024	1,176	1,264	1,412	1470.00	263	1,792
凌钢股份	206	218	222	199	301	340.00	67	1,960
南钢股份	331	342	416	425	474	631.06	148	2,352
鞍钢股份	605	1,389	1,493	1,498	1,900	2087.28	506	2,423
武钢股份	943	999	1,056	1,285	1,254	1508.04	423	2,804
酒钢宏兴	237	235	214	223	350	724.00	207	2,865
太钢不锈	344	613	923	930	912	944.23	296	3,137
宝钢股份	1,879	2,141	2,260	2,281	2,243	2526.10	1,093	4,326
首钢股份	382	464	480	274	295	302.82	131	4,330
包钢股份	503	527	688	924	960	953.00	424	4,449
新兴铸管	122	171	224	226	290	419.41	189	4,506
西宁特钢	44	71	102	104	114	126.60	63	4,959
大冶特钢	107	111	116	102	111	133.44	71	5,284
抚顺特钢	60	52	51	43	53	54.33	33	6,059
攀钢钒钛	407	473	483	494	659	693.80	601	8,667

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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	60602	77838	83366	89873	货币资金	3470	7784	8337	8987
营业成本	59677	71989	76983	82281	交易性金融资产	535	535	535	535
毛利	925	5849	6383	7592	应收账款	1692	2161	2315	2495
% 营业收入	1.5%	7.5%	7.7%	8.4%	存货	10764	12992	13893	14849
营业税金及附加	108	139	149	160	预付账款	2329	2802	2997	3203
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	1870	2413	2585	2787
销售费用	592	778	834	899	流动资产合计	23760	32659	34915	37442
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	1648	1648	1648	1648
管理费用	1640	2102	2251	2427	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	74	74	74	74
财务费用	1053	2137	2102	1942	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	2.7%	2.5%	2.2%	固定资产合计	46468	43643	40593	37368
资产减值损失	204	36	12	14	无形资产	2558	2430	2308	2193
公允价值变动收益	22	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	170	0	0	0	递延所得税资产	109	9	3	4
营业利润	-2480	657	1036	2150	其他非流动资产	100	100	100	100
% 营业收入	-4.1%	0.8%	1.2%	2.4%	资产总计	74716	80563	79641	78829
营业外收支	-7	0	0	0	短期贷款	26996	28877	25821	21891
利润总额	-2537	657	1036	2150	应付款项	5755	6919	7399	7908
% 营业收入	-4.2%	0.8%	1.2%	2.4%	预收账款	3857	4982	5335	5752
所得税费用	204	164	259	537	应付职工薪酬	356	431	461	493
净利润	-2740	493	777	1612	应交税费	236	229	308	527
归属于母公司所有者					其他流动负债	6219	7548	8072	8630
的净利润	-2643.6	468.1	737.6	1530.8	流动负债合计	43418	48985	47397	45202
少数股东损益	-97	25	39	82	长期借款	16365	16365	16365	16365
EPS (元/股)	-0.88	0.16	0.24	0.51	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	143	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	300	300	300	300
经营活动现金流净额	-2888	5819	7054	7951	负债合计	60226	65650	64062	61867
取得投资收益	163	0	0	0	归属于母公司	12444	12842	13469	14770
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	2046	2071	2111	2192
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	14490	14913	15579	16962
固定资产投资	-6994	-1178	-1234	-1199	负债及股东权益	74716	80563	79641	78829
其他	719	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-6276	-1178	-1234	-1199		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	-0.877	0.155	0.245	0.508
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.55	4.69	4.92	5.40
银行贷款增加 (减少)	11668	1881	-3055	-3930	PE	-4.48	25.32	16.07	7.74
筹资成本	1743	-2207	-2212	-2172	PEG	0.02	-0.14	-0.09	-0.04
其他	-3499	0	0	0	PB	0.86	0.84	0.80	0.73
筹资活动现金流净额	9912	-326	-5268	-6102	EV/EBITDA	21.18	7.12	6.06	4.76
现金净流量	748	4314	553	651	ROE	-21.2%	3.6%	5.5%	10.4%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。