

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

盈利继续均值回归，2 季度大幅改善接近盈亏平衡

事件描述

华菱钢铁今日发布 2011 年上半年业绩预告, 预计报告期内公司实现归属于上市公司股东净利润-1.98 亿元~-2.38 亿元, 同比增长 45.29%~54.50%, 对应上半年 EPS 为-0.07 元~-0.08 元。

事件评论

第一，2 季度业绩恢复至盈亏平衡附近，环比 1 季度大幅改善

上半年公司实现归属于上市公司股东净利润-1.98 亿元~-2.38 亿元, 同比增长 45.29%~54.50%; 其中预计 2 季度可实现归属上市公司股东净利润-0.39 亿元~0.01 亿元, 同比增长 69.17%~100.77%, 环比增长 80.39%~100.49%, 对应 2 季度可实现 EPS 约为-0.01 元~0.00 元, 1 季度实现 EPS 为-0.07 元。

公司预计 2 季度利润总额略有盈余, 归属母公司所有者净利润略微亏损。

表 1: 2 季度业绩恢复至盈亏平衡附近，环比 1 季度大幅改善

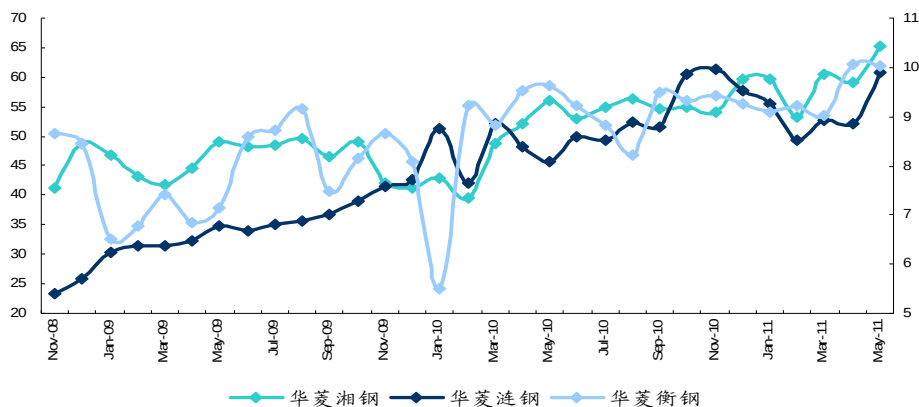
2011 年 1~6 月业绩预告	上半年净利润（-2.38）	上半年净利润（-1.98）
2010Q1	-2.76	-2.76
2010Q2	-1.27	-1.27
2010Z	-4.02	-4.02
2011Z 同比	45.29%	54.50%
2011Q1	-1.99	-1.99
2011Q2	-0.39	0.01
2011Q2 同比	69.17%	100.77%
2011Q2 环比	80.39%	100.49%
最新股本	30.16	30.16
2011Q1EPS	-0.07	-0.07
2011Q2EPS	-0.01	0.00

资料来源：公司资料，长江证券研究部

不可否认，自从公司暴露了内部管理经营问题后，市场对公司能否摆脱亏损实现盈利能力的自然回归抱有极高预期。在加大了对内部管理以及运营体系的整改力度三个季度后，2011 年 2 季度的实际经营情况用事实来证实了公司整改的成效，在 2 季度国内市场并不是非常乐观的背景下以环比大幅改善的业绩交出了一份满意的答卷。

首先从公司产量情况来看，衡钢产量基本一直都维持满产的状态，而湘钢与涟钢则产量屡创新高。产量水平的高位一方面反映了公司内部经营管理逐步步入正规，且生产线各工序之间的配套与协调正逐步恢复成熟，另一方面也反映了在加强协调后公司产品质量恢复稳定而吸引订单保持饱满。

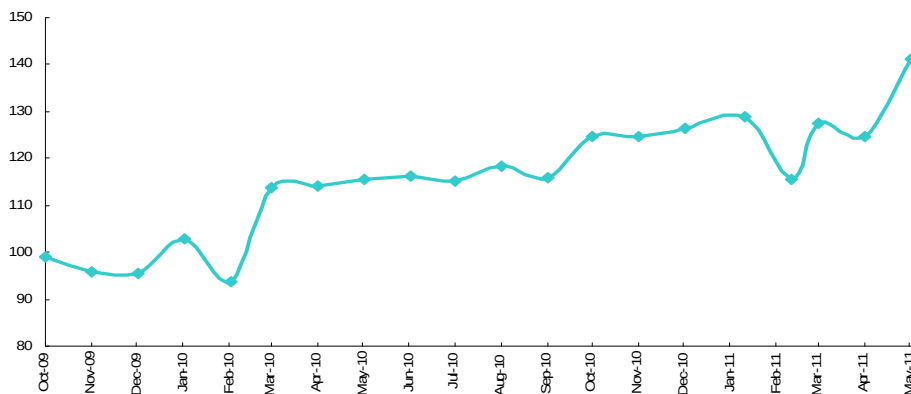
图 1：3 个子公司 2 季度产量都环比大幅增加



资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

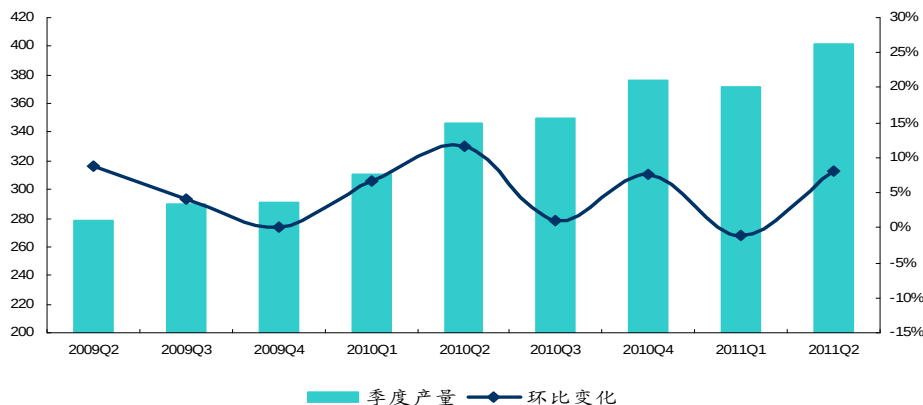
假设 6 月产量能够维持 5 月水平不变，则公司 2 季度产量环比 1 季度有望增加达到约 10%。

图 2：公司 4 月份产量环比小幅下滑，5 月大幅回升



资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

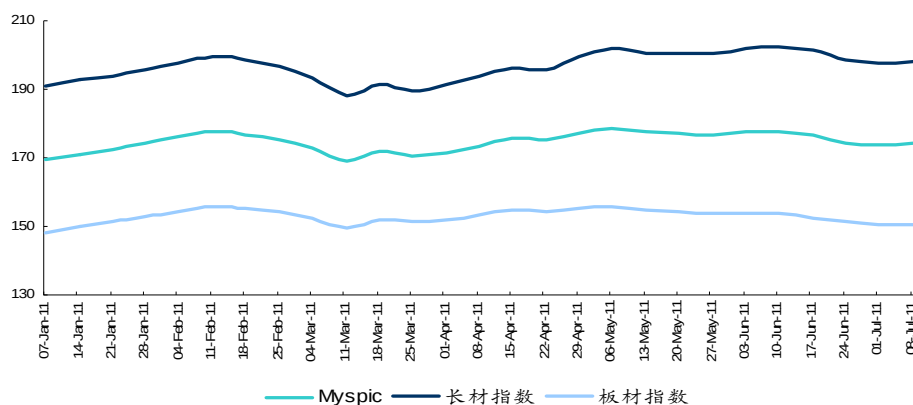
图 3：公司产量 2 季度环比 1 季度有望实现约 10% 左右的增长



资料来源：中钢协，公司资料，长江证券研究部

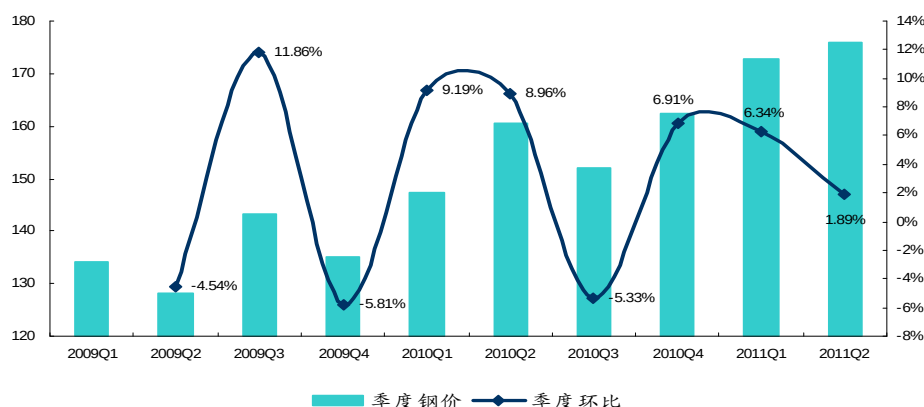
产品价格方面来看，2 季度国内市场钢价在 4 月出现上涨，随后在 5、6 月份基本高位震荡维持。因此，从均价来看，2 季度环比 1 季度有了小幅的改善，不过总体基本持平。

图 4：2 季度国内钢价 4 月上涨，5、6 月份高位震荡



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究部

图 5：国内市场钢价综合指数 2 季度小幅改善



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究部

涟钢方面，2 季度公司主要产品出厂价均价环比虽未出现明显改善，但相比同地区市场价来看公司仍有不小幅度的溢价。这一方面源于公司严治厂后整体生产工艺恢复正常、产品质量稳步提升；另一方面公司还积极开发新品种、优化产品结构提升产品附加值；第三则是由于与以往有了实质性改变的公司销售体系。

表 2：涟钢主要产品出厂价高于市场价，主要产品出厂价 2 季度环比持平

日期	热轧卷板		长沙市场价		冷轧板卷	长沙市场价	
	2.75mmQ235	5.5mmQ235	热轧	热轧	1.0mmSPCC	冷轧	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

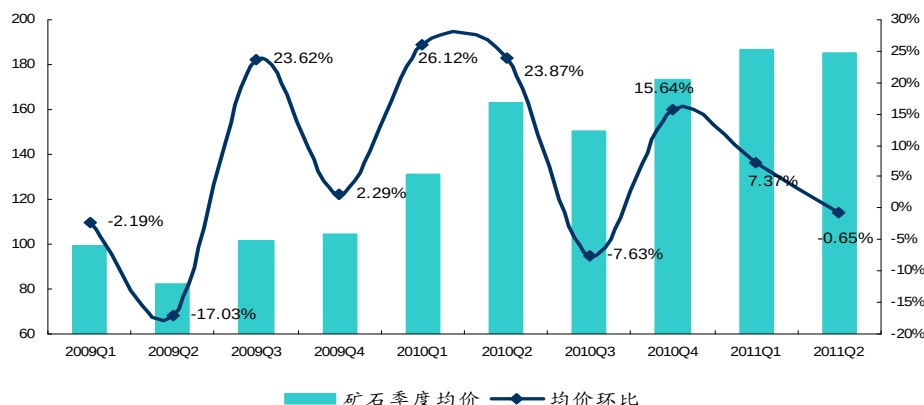
季度均价	4,440	4,280	4,179	3,962	5,572	5,761	5,760
Apr-10	5,000	4,840	4,890	4,580	6,030	6,200	6,149
Apr-11	5,050	4,890	4,850	4,653	6,030	6,100	6,159
May-10	4,850	4,690	4,650	4,571	5,830	5,950	6,089
May-10	4,750	4,590	4,550	4,324	5,730	5,800	5,969
Jun-10	4,600	4,440	4,420	4,252	5,430	5,480	5,781
Jun-10	4,550	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
Jun-11	5,385	5,245	4,880	4,842	5,860	5,310	5,580
季度均价	5,418	5,302	5,079	4,869	5,927	5,377	5,646
季度环比	-1.89%	-0.16%	1.27%	1.76%	-1.25%	-0.89%	-0.59%

资料来源：长江证券研究部

在量增价涨的同时，2 季度公司成本方面的压力有所缓解。一是从矿石价格季度均价来看，2 季度矿石现货均价环比 1

季度有小幅下降；另一方面公司也在努力的加强矿石采购方面的调配力度，使得公司矿石采购相比市场价具备一定优势。

图 6：国内市场矿价综合指数 2 季度环比略有下降



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究部

第二，衡钢、涟钢均环比大幅恢复，湘钢盈利受制于宽厚板的行业低谷

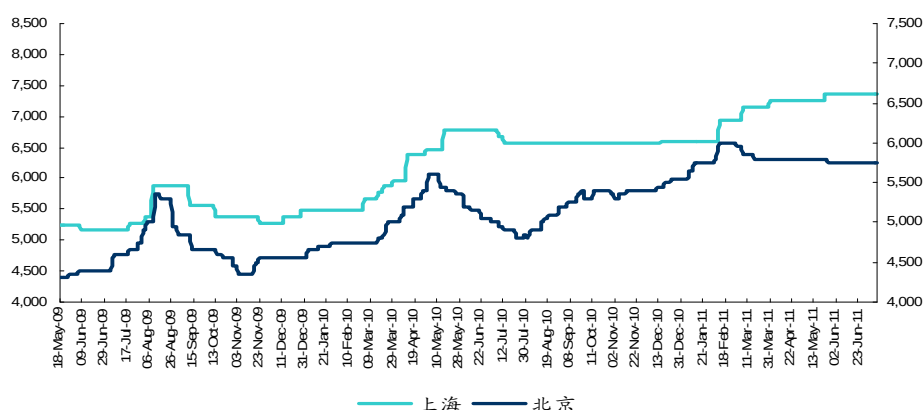
2 季度衡钢、涟钢盈利均出现较大幅度的恢复，而湘钢盈利的低谷主要受制于限电的负面和宽厚板的继续低迷。

✓ 衡钢 2 季度受益于钢管行业的复苏，且自身品种结构不断优化，高端品种占比提升；

衡钢在 2 季度盈利的提升一方面依赖于钢管行业的复苏，另一方面公司品种结构的优化也提升了自身的盈利能力。

- 公司强化矿石采购方面的协调，2 季度原材料享有一定优势；
- 公司 720 大口径钢管订单充足，高端钢管占比有所增加；
- 钢管价格在 2 季度有了一定程度的恢复，“十二五”期初之年部分项目的启动成为保证公司订单的有力保障。

图 7：2 季度国内钢管价格环比 1 季度有较大幅度的恢复



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 涟钢盈利能力自然回归，后期将继续恢复，年内有望维持盈亏平衡；

涟钢 2 季度盈利能力的提升扣除行业因素外，主要来自于公司自身加强管理与整改后盈利能力的自然回归：1、制约公司盈利能力的成本问题在公司对采购体系及生产工艺进行完善后大幅缓解；2、前期较为严重的跑冒滴漏现象在从严治厂的政策监管下正在逐步消除；3、工艺配套逐步完善，产量提升的同时品种结构不断优化，高技术含量、高附

加值产品占比将逐步增加。

从公司目前恢复的情况来看，后期涟钢盈利能力有望环比继续改善，全年公司将有望维持盈亏平衡。

表 3: 涟钢盈利能力迅速恢复，2011 年预计可以实现盈亏平衡

涟钢盈利恢复测算	-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

✓ 湘钢盈利短期受制于中厚板，后期有望提供较大的业绩弹性；

湘钢盈利能力在 2 季度的环比下降一方面受到了短期限电的负面影响，更主要的是受制于宽厚板行业的持续低迷。造船等主要中厚板下游行业的不景气使得目前中厚板成为了钢铁中最差的几个子行业之一。同时，公司自身 5m 宽厚板的设备调试也低于之前预期，产能释放进度的放缓对整体宽厚板的盈利提升进一步造成障碍。

图 8: 中厚板价格水平与 BDI 走势较为相关



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

不过从湘钢产能情况来看，由于公司年内可释放约 750 万吨的产量，则以吨钢净利仅 50 元来测算，EPS 的贡献也可达到约 0.12 元，在行业复苏之时具备较大的业绩弹性。

表 4: 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

第三，盈利有望继续提升，业绩具备较大弹性

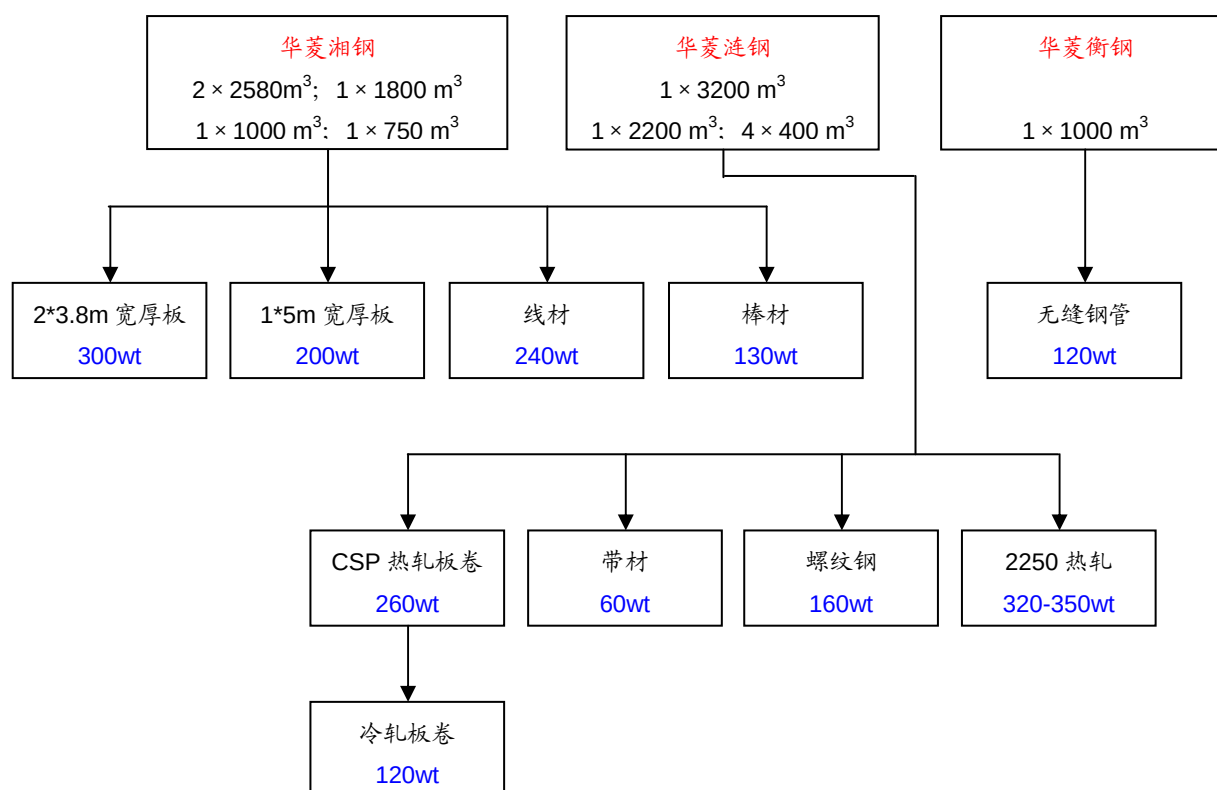
公司盈利能力有望继续提升，短期来看，盈利能力的恢复主要来自公司自身问题解决后带来的盈利能力自然回归，而长期公司的看点主要在于产品结构的优化与品种结构提升：

- ✓ 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，随着市场认可度的提升，后期产能有望充分释放。

而由于公司产能具备一定扩张能力，面临行业复苏之时公司业绩将具备较大弹性：

- ✓ 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 9：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

第四，维持“谨慎推荐”评级

盈利能力的低位是公司吨钢市值全行业最低的主要原因，但在当前公司内在盈利能力逐步恢复的情况下，公司 PB 具备均值恢复的修复可能。

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 5：公司吨钢市值处于全行业最低的水平，PB 具备估值修复的可能

吨钢毛利	钢材产量（万吨）						吨钢市值
公司名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010	最新
华菱钢铁	784	929	1,048	990	1,069	1355.00	901
莱钢股份	596	673	691	629	691	773.00	1,193
新钢股份			121	441	635	847.00	1,208
安阳钢铁	448	541	657		113	702.76	1,257
河北钢铁	781	877	1,041	1,007	2,070	2401.00	1,317
三钢闽光		317	335	392	413	420.74	1,323
杭钢股份	279	278	279	263	341	349.42	1,352
韶钢松山	339	407	405	387	406	482.00	1,361
柳钢股份		381	386	357	469	1000.06	1,384
八一钢铁	277	354	387	456	508	671.00	1,648
重庆钢铁		284	312	321	300	451.54	1,681
马钢股份	889	1,024	1,176	1,264	1,412	1540.00	1,755
本钢板材	602	699	706	740	947	1093.00	1,882
济南钢铁	475	496	485	754	709	753.50	2,008
凌钢股份	206	218	222	199	301	344.00	2,134
鞍钢股份	605	1,389	1,493	1,498	1,900	2165.73	2,272
南钢股份	331	342	416	425	474	677.00	2,324
武钢股份	943	999	1,056	1,285	1,254	1460.00	2,855
酒钢宏兴	237	235	214	223	350	772.49	2,955
太钢不锈	344	613	923	930	912	959.72	3,098
宝钢股份	1,879	2,141	2,260	2,281	2,243	2526.00	4,201
首钢股份	382	464	480	274	295	302.85	4,350
新兴铸管	122	171	224	226	290	445.00	4,596
包钢股份	503	527	688	924	960	1010.00	5,228
大冶特钢	107	111	116	102	111	127.61	5,751
西宁特钢	44	71	102	104	114	137.30	5,798
抚顺特钢	60	52	51	43	53	54.33	7,839
攀钢钒钛	407	473	483	494	659	639.80	10,741

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	-4.62	26.09	16.56	7.98
筹资成本	1743	-2207	-2212	-2172	PEG	0.03	-0.14	-0.09	-0.04
其他	-3499	0	0	0	PB	0.89	0.86	0.82	0.75
筹资活动现金流净额	9912	-326	-5268	-6102	EV/EBITDA	21.33	7.17	6.11	4.81
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。