

华菱钢铁(000932.SZ)

成本控制初见成效

 评级: **增持**

 前次: **增持**

分析师

分析师

笃慧

周涛

S1130109111187

S0740510120015

021-20315133

021-20315158

duhui@qlzq.com.cn

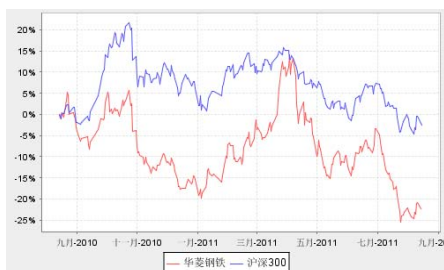
zhoutao@qlzq.com.cn

2011年8月31日

基本状况

总股本(百万股)	3015.65
流通股本(百万股)	1121.29
市价(元)	3.48
市值(百万元)	10494.46
流通市值(百万元)	3902.09

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	41,455.	60,563.	77,042.	91,797.	97,152.
营业收入增速	-26.35%	46.09%	27.21%	19.15%	5.83%
净利润增长率	-86.85%	-2234.6	104.57	301.79	27.54%
摊薄每股收益(元)	0.05	-0.96	0.04	0.18	0.23
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	170.29	—	78.76	19.60	15.37
PEG	—	—	0.75	0.06	0.56
每股净资产(元)	5.57	4.55	4.59	4.77	4.99
每股现金流量	1.69	-1.05	2.57	2.21	2.45
净资产收益率	0.81%	-21.15%	0.96%	3.70%	4.51%
市净率	1.38	0.81	0.75	0.73	0.69
总股本(百万股)	2,737.6	2,737.6	2,737.6	2,737.6	2,737.6

备注: 市场预测取 聚源一致预期

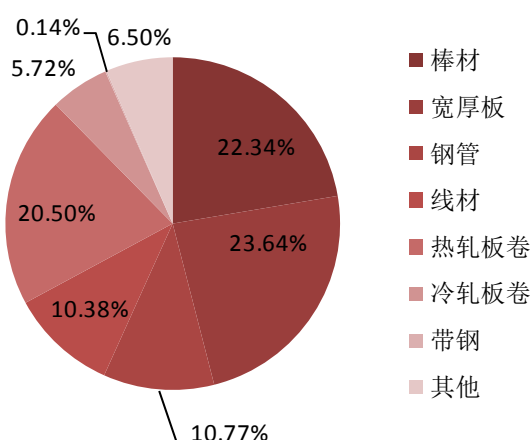
投资要点

- **业绩概要:** 今日华菱钢铁公布 2011 年上半年经营业绩, 1-6 月份公司共实现销售收入 379.0 亿元, 同比增长 36.0%; 利润总额-2.03 亿元, 同比增长 61.9%; 净利润-2.17 亿元, 同比增长 49.7%; 归属上市公司股东净利润-2.18 亿元, 每股亏损 0.074 元, 去年同期每股亏损 0.147 元。其中一、二季度 EPS 分别为-0.068 元和 -0.006 元;
- **经营状况:** 上半年公司共生产生铁 750 万吨、粗钢 788 万吨、钢材 734 万吨, 同比分别增长 14%、14% 和 16%。结合中报数据折算吨钢售价 4809 元/吨, 吨钢成本 4590 元/吨, 吨钢毛利 219 元, 同比分别上升 772 元/吨、696 元/吨和 75 元/吨。上半年公司业绩较去年有明显改善, 其中二季度已实现利润总额的扭亏为盈。公司盈利好转主要来自子公司涟钢的大幅减亏, 该公司管理层撤换后大力整顿经营秩序, 堵塞管理漏洞, 严控生产成本, 在矿价低点增加原料存货。同时公司 2250 热轧项目产能逐步释放, 其产品售价明显高于原有产品, 使涟钢利润总额同比减亏 2.88 亿元至-2.43 亿元, 并在 5、6 月份连续实现盈利; 另外主产钢管的衡钢业绩也明显改善, 其钢管出口量为历史同期最高, 利润总额同比减亏 0.87 亿元至-0.30 亿元, 其二季度盈利达 0.34 亿元;
- **财务分析:** 公司上半年毛利率为 4.6%, 同比上升 1.0 个百分点; 三项费用率为 4.8%, 同比下降 0.8 个百分点。上半年公司计提资产减值损失 1.22 亿元, 占公司营业亏损额的 58%, 主要计提的是存货跌价准备。分季度看, 公司近四季度的毛利率分别为-3.7%、2.8%、4.6%和 4.6%, 扭亏趋势较为明显;
- **未来看点:**
 - **轧钢产能逐步释放:** 涟钢 450 万吨 2250 热轧项目正处于产能释放阶段, 产品将用于供应后期与安塞乐米塔尔合作的高端汽车板和硅钢项目, 其品质要求高, 具有较高附加值; 另外湘钢还有 200 万吨的 5m 宽厚板项目于去年投产, 未来产量亦将逐步提升。上述轧钢产线的逐步达产将一定程度上

改善公司的盈利水平；

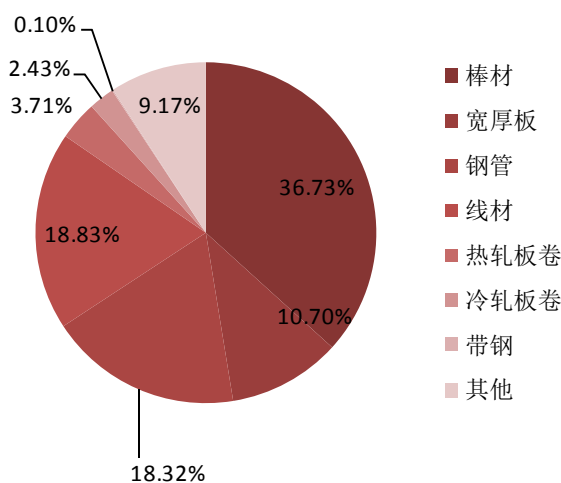
- **汽车板项目启动：**华菱与安赛乐米塔尔合资组建的汽车板公司已经成立，上市公司、集团和米塔尔股权占比分别为 34%、33%和 33%。该项目年产冷轧板卷 110 万吨、热镀锌板卷 50 万吨，产品以汽车板为主，也可根据市场需要生产家电、建筑用中高端板材。预计项目在两年内投产，成为公司业绩的另一个增长点。
- **盈利预测：**我们预计随着涟钢管理整顿工作的持续，其生产经营效率有进一步提升的空间，加上新增产线的逐步达产，公司业绩有进一步改善的趋势，预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.04 元、0.18 元、0.23 元，维持“增持”评级。

图表 1：华菱钢铁分产品销售收入占比



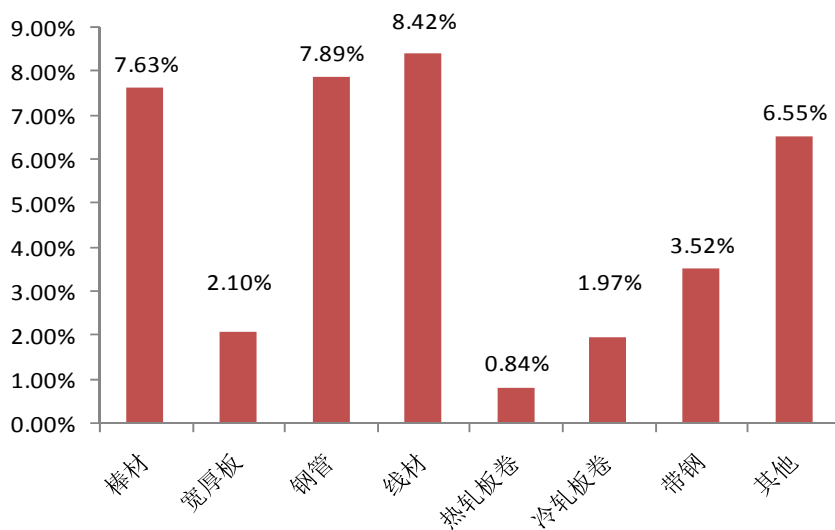
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：华菱钢铁分产品利润贡献占比



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：分产品营业利润率 (%)



来源：齐鲁证券研究所

图4：单季财务指标比较

	2009/9/30	2009/12/31	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	2011/6/30
营业收入(百万元)	10780.61	10735.28	12544.05	15314.37	15679.23	17025.78	17921.87	19974.11
营业成本(百万元)	9714.15	9664.25	12169.47	14696.23	16263.89	16547.30	17104.40	19063.05
销售费用(百万元)	130.64	182.58	120.26	153.98	145.34	172.23	175.94	187.60
管理费用(百万元)	302.61	347.63	336.81	388.70	402.23	511.86	448.91	481.51
财务费用(百万元)	211.74	135.38	267.02	281.02	220.96	283.81	291.37	226.45
利润总额(百万元)	410.42	376.39	-336.02	-197.62	-1346.78	-656.25	-210.83	7.43
所得税费用(百万元)	123.10	-28.06	-32.47	-68.72	-265.69	570.60	3.89	10.11
毛利率	9.89%	9.98%	2.99%	4.04%	-3.7%	2.8%	4.6%	4.6%
三项费用率	5.98%	6.20%	5.77%	5.38%	4.90%	5.68%	5.11%	4.48%
所得税率	29.99%	-7.46%	9.66%	34.77%	19.73%	-86.95%	-1.85%	135.98%

来源：齐鲁证券研究所

图5：单季度吨钢数据

	2009/9/30	2009/12/31	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	2011/6/30
粗钢产量(万吨)	306.6	310.7	328.3	384.6	389.4	408.3	400.4	415.4
吨钢售价(元)	3516.64	3455.41	3821.03	3981.79	4026.20	4169.71	4476.22	4808.87
吨钢成本(元)	3168.76	3110.68	3706.93	3821.07	4176.33	4052.53	4272.04	4589.53
吨钢毛利(元)	347.88	344.74	114.10	160.72	-150.13	117.18	204.17	219.34
吨钢三项费用(元)	210.39	214.24	220.56	214.17	197.35	237.05	228.84	215.61

来源：齐鲁证券研究所

图6：年度吨钢盈利能力比较

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2010H	2011H
粗钢产量(万吨)	993	1112	1069	1137	1485	1594	690	788
营业收入(百万元)	34105	43844	56286	41456	60563	77043	27858	37896
营业成本(百万元)	29824	38006	50529	38440	59677	73076	26866	36167
销售费用(百万元)	489	607	714	572	592	755	274	364
管理费用(百万元)	1264	1451	1830	1499	1640	1680	726	930
财务费用(百万元)	761	925	1111	865	1053	1395	548	518
吨钢售价(元)	3435	3943	5265	3646	4078	4833	4037	4809
吨钢成本(元)	3004	3418	4727	3381	4019	4584	3894	4590
吨钢毛利(元)	431	525	539	265	60	249	144	219
吨钢三项费用(元)	253	268	342	258	221	240	224	230

来源：齐鲁证券研究所

图7：主要钢企上半年吨钢数据比较

	华菱钢铁	宝钢股份	新钢股份	河北钢铁	太钢不锈	八一钢铁	包钢股份	本钢板材	大冶特钢	鞍钢股份	杭钢股份	酒钢宏兴	柳钢股份	马钢股份	南钢股份	武钢股份	西宁特钢
吨钢售价	4809	8707	4365	5510	9189	4410	4305	4924	6778	4622	6225	6381	4564	6173	4832	5724	4962
吨钢成本	4590	7861	4133	5153	8455	4042	3984	4417	6061	4262	5820	5678	4319	5941	4425	5280	4412
吨钢毛利	219	846	232	357	735	368	322	507	717	360	305	703	245	232	408	443	550
吨钢三项费用	230	295	174	282	514	211	182	380	185	314	130	405	174	163	225	243	643

来源：齐鲁证券研究所

附录1：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	56,286	41,456	60,563	77,043	91,797	97,153
增长率	28.38%	-26.3%	46.1%	27.2%	19.2%	5.8%
营业成本	-50,529	-38,440	-59,677	-73,076	-86,368	-91,414
%销售收入	89.8%	92.7%	98.5%	94.9%	94.1%	94.1%
毛利	5,757	3,015	887	3,967	5,409	5,739
%销售收入	10.2%	7.3%	1.5%	5.1%	5.9%	5.9%
营业税金及附加	-480	-143	-108	-139	-165	-175
%销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-714	-572	-592	-755	-900	-952
%销售收入	1.3%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-1,830	-1,499	-1,640	-1,680	-2,479	-2,623
%销售收入	3.3%	3.6%	2.7%	2.2%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	2,732	801	-1,453	1,393	1,866	1,989
%销售收入	4.9%	1.9%	-2.4%	1.8%	2.0%	2.0%
财务费用	-1,111	-865	-1,053	-1,395	-1,360	-1,297
%销售收入	2.0%	2.1%	1.7%	1.8%	1.5%	1.3%
资产减值损失	-488	-4	-204	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	22	0	0	0
投资收益	-6	129	170	170	170	170
%税前利润	—	209.4%	-6.7%	101.1%	25.2%	19.7%
营业利润	1,128	61	-2,518	168	676	862
营业利润率	2.0%	0.1%	-4.2%	0.2%	0.7%	0.9%
营业外收支	-10	1	-7	0	0	0
税前利润	1,118	62	-2,525	168	676	862
利润率	2.0%	0.1%	-4.2%	0.2%	0.7%	0.9%
所得税	-42	45	-204	-42	-169	-216
所得税率	3.8%	-73.4%	-8.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,075	107	-2,729	126	507	647
少数股东损益	137	-16	-97	6	24	30
归属于母公司的净利润	938	123	-2,632	120	483	616
净利率	1.7%	0.3%	-4.3%	0.2%	0.5%	0.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,090	104	-2,740	126	507	647
少数股东损益	0	0	0	6	24	30
非现金支出	3,376	3,123	4,074	4,332	4,697	5,010
非经营收益	924	621	1,173	1,327	1,286	1,223
营运资金变动	1,242	789	-5,394	1,262	-430	-171
经营活动现金净流	6,633	4,637	-2,888	7,052	6,084	6,739
资本开支	9,381	11,348	6,994	5,100	4,100	3,600
投资	-1,350	-901	503	0	0	0
其他	86	142	216	170	170	170
投资活动现金净流	-10,646	-12,107	-6,276	-4,930	-3,930	-3,430
股权募资	0	177	0	0	0	0
债权募资	4,370	7,851	11,668	-722	-906	-1,614
其他	-1,822	-1,644	-1,753	-1,543	-1,456	-1,393
筹资活动现金净流	2,548	6,384	9,916	-2,264	-2,362	-3,008
现金净流量	-1,465	-1,086	752	-142	-208	301

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	3,761	2,337	3,470	3,322	3,090	3,361
应收账款	1,853	2,495	4,790	5,850	6,970	7,377
存货	6,992	7,607	10,764	11,252	13,301	14,075
其他流动资产	1,938	3,316	4,736	5,257	5,777	5,973
流动资产	14,544	15,755	23,760	25,681	29,138	30,786
%总资产	28.7%	24.5%	31.8%	33.2%	36.3%	38.2%
长期投资	635	2,631	1,722	1,722	1,722	1,722
固定资产	33,160	43,189	46,468	47,192	46,552	45,100
%总资产	65.5%	67.1%	62.2%	61.0%	58.0%	56.0%
无形资产	2,052	2,457	2,558	2,602	2,645	2,687
非流动资产	36,117	48,600	50,956	51,724	51,128	49,718
%总资产	71.3%	75.5%	68.2%	66.8%	63.7%	61.8%
资产总计	50,661	64,355	74,716	77,405	80,266	80,504
短期借款	11,592	12,980	26,996	26,274	25,368	23,754
应付款项	8,741	10,638	13,530	16,705	19,826	20,980
其他流动负债	4,098	2,620	2,892	3,002	3,141	3,192
流动负债	24,431	26,238	43,418	45,981	48,335	47,927
长期贷款	9,321	12,996	16,365	16,365	16,365	16,365
其他长期负债	420	4,676	443	443	443	443
负债	34,172	43,910	60,226	62,789	65,143	64,734
普通股股东权益	14,512	15,241	12,444	12,564	13,047	13,664
少数股东权益	1,978	2,182	2,046	2,052	2,076	2,106
负债股东权益合计	50,661	61,332	74,716	77,405	80,266	80,504

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.343	0.045	-0.961	0.044	0.177	0.225
每股净资产 (元)	5.301	5.567	4.545	4.589	4.766	4.991
每股经营现金净流 (元)	2.423	1.694	-1.055	2.574	2.214	2.451
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.46%	0.81%	-21.15%	0.99%	3.70%	4.51%
总资产收益率	1.85%	0.20%	-3.52%	0.16%	0.60%	0.77%
投入资本收益率	7.95%	3.30%	-3.00%	2.02%	2.71%	2.96%
增长率						
营业总收入增长率	28.38%	-26.35%	46.09%	27.21%	19.15%	5.83%
EBIT增长率	-19.85%	-70.68%	-281.39%	195.90%	33.92%	6.57%
净利润增长率	-41.82%	-86.85%	-2234.60%	104.57%	301.79%	27.54%
总资产增长率	9.25%	21.06%	21.82%	3.60%	3.70%	0.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.1	10.1	6.8	6.8	6.8	6.8
存货周转天数	47.1	69.3	56.2	56.2	56.2	56.2
应付账款周转天数	21.0	33.6	24.1	24.1	24.1	24.1
固定资产周转天数	155.7	259.0	220.9	184.7	151.2	136.1
偿债能力						
净负债/股东权益	104.02%	155.77%	271.61%	265.34%	251.99%	229.70%
EBIT利息保障倍数	2.5	0.9	-1.4	1.0	1.4	1.5
资产负债率	67.45%	71.59%	80.61%	81.12%	81.16%	80.41%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501