

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

自身调整见成效，3 季度扭亏为盈

事件描述

华菱钢铁发布 2011 年 3 季度业绩快报，预计前三季度合计实现归属于母公司所有者净利润为-1.84 亿元~-1.64 亿元，对应每股收益为-0.0548 元~-0.0615 元，去年同期 EPS 为-0.53 元；3 季度公司实现归属于母公司所有者净利润为 0.35 亿元~0.55 亿元，对应 EPS 为 0.01 元~0.02 元。

事件评论

第一，盈利能力持续恢复，持续 6 个季度的亏损之后，首次扭亏为盈

经过公司整改与自身结构的调整，在历经了 6 个季度的亏损之后，2011 年 3 季度终于实现扭亏为盈进一步体现了公司自身调整的成效。

表 1：华菱钢铁前 3 季度实现 EPS 约为-0.06 元~-0.05 元

华菱三季度预告	2011.01-2011.09	2010.01-09	同比增长		
归属上市公司股东净利润	-1.84	-1.64	-14.45	88.68%	87.30%
基本 EPS	-0.06	-0.05	-0.53	88.68%	87.30%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

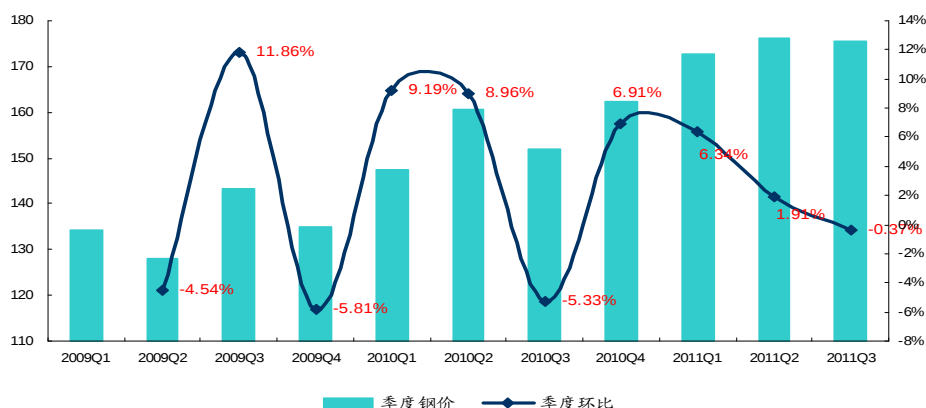
表 2：3 季度扭亏为盈，预计实现 EPS 为 0.01 元~0.02 元

华菱三季度预告	2011Q3	2010Q3	2011Q2	Q3 同增长		Q3 环比增长	
归属上市公司股东净利润	0.35	0.55	-10.44	-0.19	103.34%	105.26%	279.28%
基本 EPS	0.01	0.02	-0.38	-0.01	103.34%	105.26%	279.28%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

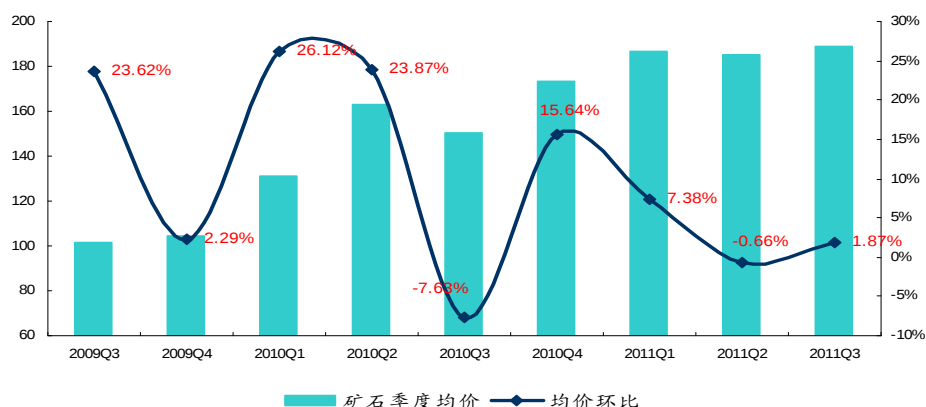
从钢价来看，3 季度国内市场钢价均价基本维持平稳，而同期矿石价格还有小幅上涨，因此 3 季度行业盈利环比可能面临下滑，公司利润情况环比出现改善可能主要有以下几点原因：1、公司加强自身整改与协调生产之后，产线之间的配套更加完善协调，生产较为顺利；2、公司努力控制成本，强化原材料的采购管理；3、公司对下属子公司尤其是涟钢子公司的管控力度加大，对费用等各方面都有了一定节制；4、公司产品结构也有调整与完善，高端产品占比逐步提升，高毛利品种占比逐步增加；5、除以上原因之外，3 季度公司可能获得了部分主业之外的收益。

图 1：3 季度国内市场钢价均价环比略有下降，基本平稳



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

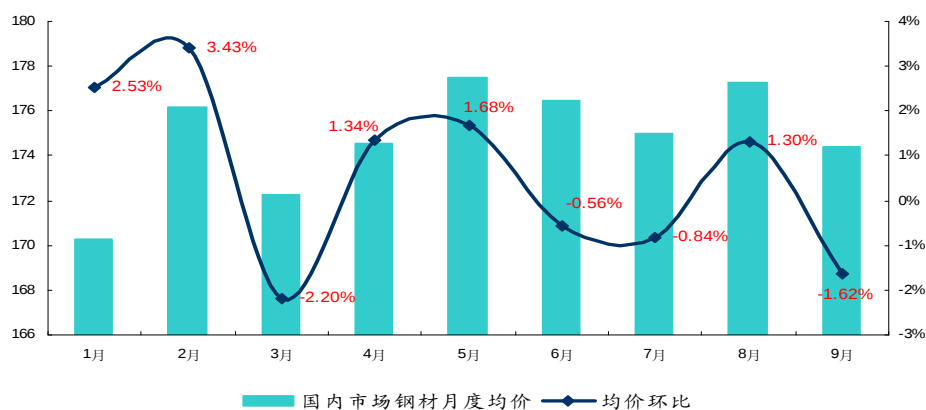
图 2：3 季度矿石价格环比还有小幅的上涨



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

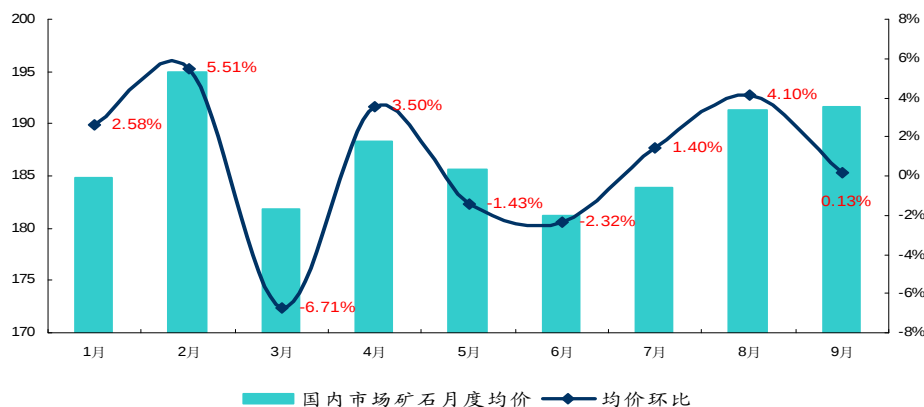
分季度来看，国内钢价在 7 月有所下降，8 月环比上升，9 月又有较大幅度的下跌。由于 6、7 月份矿石相对偏低，综合考虑 1-2 月左右的矿石库存周转，公司 7、8 月份盈利应该好于 9 月。

图 3：7 月钢价下降，8 月有所上升，9 月环比下降



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 4: 6、7 月份矿石价格略低, 8、9 月份矿石价格处于高位



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

从各个公司的表现来看, 湘钢受制于其产品结构 3 季度出厂价仍有了不小幅度的下降, 这一方面源于整个中厚板市场在 3 季度的低迷, 另一方面从绝对价格来看, 由于公司产品出厂价仍远高于市场价, 面临需求不景气时跌幅更大也在情理之中。

表 3: 湘钢 3 季度出厂价环比有较大幅度的下降

湘钢主要产品 出厂价统计	中厚板		
	14-20mm Q235 普碳中厚板	低合金中厚 14-25mm	中厚板 20mm 全国均价
01-Jan-11	5,520	5,670	4,715
16-Jan-11	5,640	5,790	4,821
01-Feb-11	5,940	6,090	4,926
16-Feb-11	6,150	6,300	5,042
01-Mar-11	6,150	6,300	4,957
16-Mar-11	6,150	6,300	4,801
季度均价	5,925	6,075	4,877
01-Apr-11	5,950	6,100	4,853
16-Apr-11	5,950	6,100	4,979
01-May-11	5,950	6,100	5,005
16-May-11	5,950	6,100	4,998
01-Jun-11	5,950	6,100	4,974
16-Jun-11	5,850	6,000	4,925
季度均价	5,933	6,083	4,956
季度环比	0.14%	0.14%	1.61%
01-Jul-11	5,650	5,800	4,831
16-Jul-11	5,650	5,800	4,849
01-Aug-11	5,700	5,850	4,867
16-Aug-11	5,700	5,850	4,887
01-Sep-11	5,700	5,850	4,871
16-Sep-11	5,700	5,850	4,856
季度均价	5,683	5,833	4,853
季度环比	-4.21%	-4.11%	-2.06%

资料来源：钢之家，中联钢，公司资料，长江证券研究部

涟钢冷热轧出厂价 3 季度走势强于市场价,这一方面源于公司加强整改后产品质量逐步稳定且整个销售体系趋于完善,另一方面在安米的技术支持下,公司产品结构不断优化,高附加值产品占比逐步增加。

表 4: 涟钢冷热轧出厂价 3 季度均强于市场价

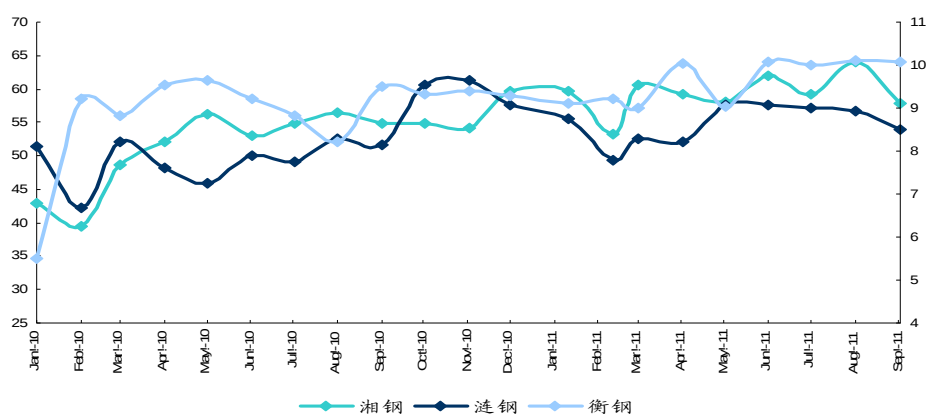
日期	热轧卷板		长沙市场价	全国均价	冷轧板卷	长沙市场价	全国均价
	2.75mmQ235	5.5mmQ235	热轧	热轧	1.0mmSPCC	冷轧	冷轧
01-Jan-11	4,340	4,180	4,100	3,938	5,480	5,700	5,744
16-Jan-11	4,340	4,180	4,020	3,834	5,480	5,620	5,679
01-Feb-11	4,340	4,180	4,020	3,816	5,480	5,650	5,632
16-Feb-11	4,340	4,180	4,050	3,851	5,480	5,700	5,644
01-Mar-11	4,540	4,380	4,350	4,009	5,680	5,980	5,804
16-Mar-11	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
01-Apr-11	5,000	4,840	4,890	4,580	6,030	6,200	6,149
16-Apr-11	5,050	4,890	4,850	4,653	6,030	6,100	6,159
01-May-11	4,850	4,690	4,650	4,571	5,830	5,950	6,089
16-May-11	4,750	4,590	4,550	4,324	5,730	5,800	5,969
01-Jun-11	4,600	4,440	4,420	4,252	5,430	5,480	5,781
16-Jun-11	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%
01-Jul-11	4,350	4,210	4,150	3,947	5,050	5,100	5,239
16-Jul-11	4,400	4,260	4,380	4,091	5,050	5,180	5,161
01-Aug-11	4,670	4,530	4,470	4,254	5,320	5,400	5,296
16-Aug-11	4,670	4,530	4,400	4,222	5,320	5,400	5,338
01-Sep-11	4,770	4,630	4,550	4,363	5,430	5,480	5,405
16-Sep-11	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%
01-Oct-11	4,670	4,530	4,430	4,340	5,380	5,400	5,386
16-Oct-11	4,620	4,480	4,370	4,287	5,330	5,350	5,348
01-Nov-11	4,750	4,610	4,510	4,357	5,385	5,400	5,364
16-Nov-11	4,780	4,640	4,510	4,366	5,425	5,400	5,381
11-Dec-11	4,980	4,840	4,660	4,433	5,575	5,500	5,393
16-Dec-11	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%
01-Jan-11	5,015	4,875	5,040	4,678	5,830	5,670	5,564
16-Jan-11	5,255	5,115	5,100	4,823	5,890	5,670	5,638
01-Feb-11	5,315	5,175	5,200	4,927	6,110	5,800	5,742
16-Feb-11	5,535	5,395	5,100	4,860	6,110	5,730	5,743
01-Mar-11	5,535	5,395	4,910	4,693	6,110	5,650	5,660

16-Mar-11	5,385	5,385	4,950	4,727	5,960	5,650	5,631
季度均价	5,340	5,223	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%
01-Apr-11	5,385	5,385	5,140	4,847	5,960	5,720	5,655
16-Apr-11	5,435	5,295	5,130	4,888	5,960	5,680	5,639
01-May-11	5,435	5,295	5,151	4,899	5,960	5,663	5,631
16-May-11	5,435	5,295	5,095	4,870	5,910	5,633	5,590
01-Jun-11	5,435	5,295	5,080	4,868	5,910	5,600	5,569
16-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	1.46%	1.51%	1.27%	1.76%	-1.25%	-0.89%	-0.59%
01-Jul-11	5,335	5,195	4,750	4,739	5,780	5,200	5,453
16-Jul-11	5,395	5,255	4,760	4,790	5,780	5,550	5,450
01-Aug-11	5,445	5,305	4,820	4,834	5,840	5,300	5,494
16-Aug-11	5,525	5,385	4,820	4,839	5,960	5,370	5,510
01-Sep-11	5,525	5,385	4,820	4,836	5,960	5,440	5,551
16-Sep-11	5,525	5,385	4,800	4,804	5,990	5,470	5,559
季度均价	5,458	5,318	4,781	4,801	5,885	5,368	5,511
季度环比	0.74%	0.31%	-5.87%	-1.40%	-0.71%	-0.17%	-2.39%

资料来源：钢之家，中联钢，公司资料，长江证券研究部

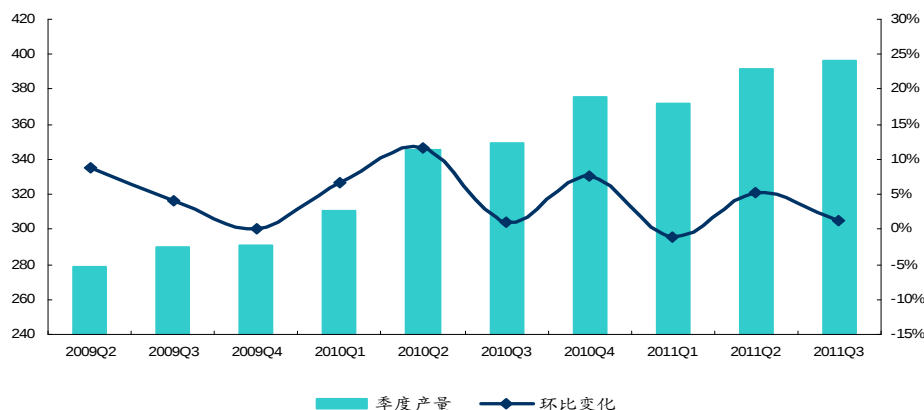
从产量方面来看，公司 3 季度产量环比 2 季度基本持平，因此 3 季度盈利恢复主要来自单品盈利能力的提升。

图 5：三家子公司产量基本维持稳定



资料来源：钢之家，中钢协，长江证券研究部

图 6: 3 季度产量环比 2 季度基本持平



资料来源: 钢之家, 中钢协, 长江证券研究部

第二, 短期期待行业复苏与自身调整, 长期等待产能扩张与品种结构优化

在行业并未出现明显恢复的情况下, 环比三个季度盈利能力持续的大幅提升体现了公司自身调整的能力。

表 5: 2 季度基本实现盈亏平衡, 环比 1 季度有所改善, 3 季度继续恢复

华菱钢铁利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	102.72	96.68	107.81	107.35	125.44	153.14	156.79	170.26	179.22	199.74
毛利率	3.65%	5.20%	9.90%	9.98%	2.99%	4.04%	-3.73%	2.81%	4.56%	4.56%
主营利润	3.75	5.03	10.67	10.71	3.75	6.18	-5.85	4.78	8.18	9.11
三项费用率	8.78%	7.48%	5.99%	6.20%	5.77%	5.38%	4.90%	5.69%	5.11%	4.48%
销售费用	1.46	1.13	1.31	1.83	1.20	1.54	1.45	1.73	1.76	1.88
管理费用	4.68	3.81	3.03	3.48	3.37	3.89	4.02	5.12	4.49	4.81
财务费用	2.88	2.29	2.12	1.35	2.67	2.81	2.21	2.84	2.91	2.27
期间费用	9.02	7.23	6.46	6.66	7.24	8.24	7.68	9.69	9.16	8.96
营业税金及附加	0.33	0.35	0.31	0.43	0.25	0.31	0.26	0.26	0.18	0.27
资产减值损失				0.04		-0.01	0.03	2.02	0.93	0.30
投资损益	0.13	0.45	-0.10	0.82	0.37	0.35	0.33	0.65	-0.06	0.61
营业利润	-5.39	-2.00	4.07	3.89	-3.37	-1.96	-13.47	-6.50	-2.14	0.03
营业外收入	0.03	0.10	0.05	0.05	0.01	0.00	0.02	0.20	0.03	0.07
营业外支出	0.02	0.01	0.01	0.18	0.00	0.02	0.01	0.27	0.00	0.02
利润总额	-5.38	-1.91	4.10	3.76	-3.36	-1.98	-13.47	-6.56	-2.11	0.08
所得税费用	-1.32	-0.08	1.23	-0.28	-0.32	-0.69	-2.66	5.71	0.04	0.10
少数股东损益	-0.19	-0.46	-0.11	0.60	-0.29	-0.02	-0.37	-0.29	-0.16	0.17
归属于母公司净利润	-3.86	-1.36	2.98	3.45	-2.75	-1.27	-10.44	-11.97	-1.99	-0.19
净利率	-3.76%	-1.41%	2.76%	3.21%	-2.19%	-0.83%	-6.66%	-7.03%	-1.11%	-0.10%
存货	62.86	60.75	69.48	76.07	81.85	107.74	107.82	107.64	124.62	130.03
最新股本	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16
每股收益	-0.13	-0.05	0.10	0.11	-0.09	-0.04	-0.35	-0.40	-0.07	-0.01

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

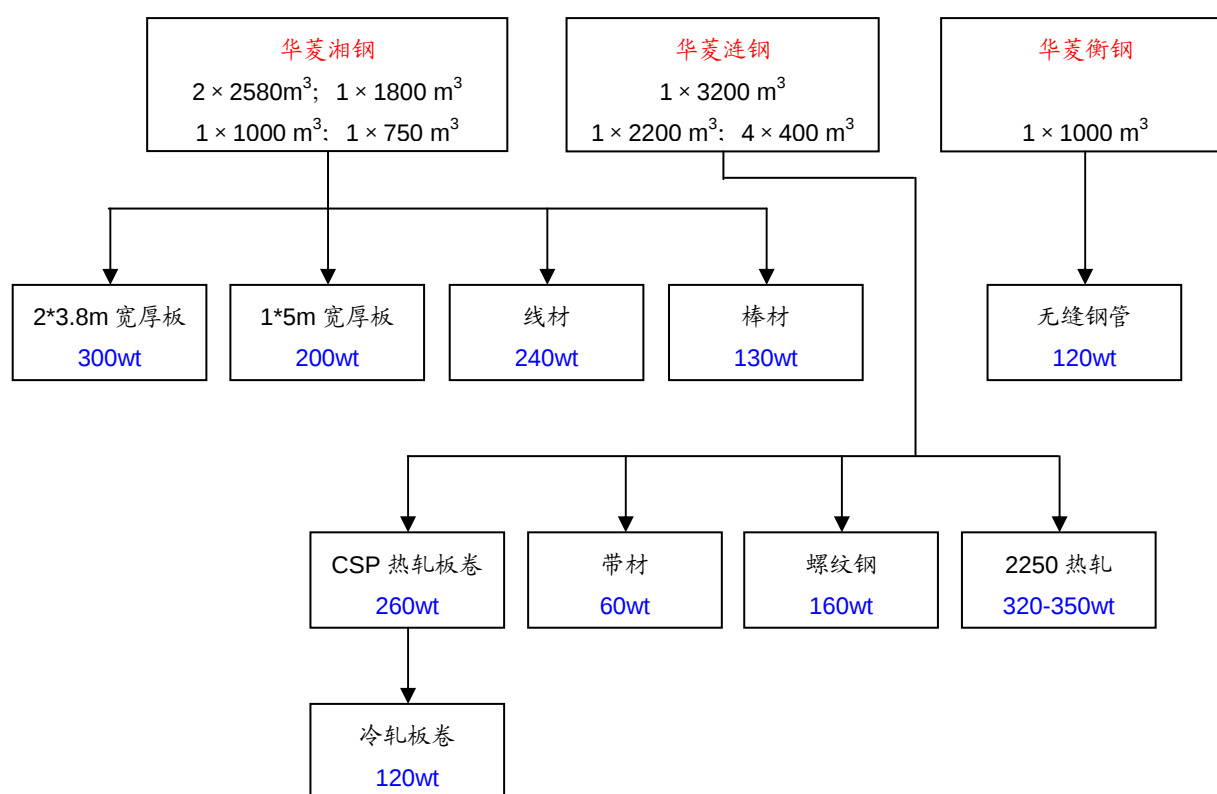
长期来看, 公司看点主要在于产品结构的优化与品种结构提升:

- ✓ 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。

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 分厂单月产量持续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 7：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

第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.01 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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	60602	77196	83017	89107	货币资金	3470	7720	8302	8911
营业成本	59677	71989	76983	82281	交易性金融资产	535	535	535	535
毛利	925	5207	6034	6826	应收账款	1692	2143	2305	2474
% 营业收入	1.5%	6.7%	7.3%	7.7%	存货	10764	12992	13893	14849
营业税金及附加	108	138	148	159	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	2394	2574	2763
销售费用	592	772	830	891	流动资产合计	23760	32525	34842	37281
% 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	2084	2241	2406	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	2147	2126	1983	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	2.8%	2.6%	2.2%	固定资产合计	46468	43636	40583	37352
资产减值损失	204	35	13	13	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	3
营业利润	-2480	32	676	1374	其他非流动资产	100	100	100	100
% 营业收入	-4.1%	0.0%	0.8%	1.5%	资产总计	74716	80422	79558	78652
营业外收支	-7	0	0	0	短期贷款	26996	29300	26465	23047
利润总额	-2537	32	676	1374	应付款项	5755	6919	7399	7908
% 营业收入	-4.2%	0.0%	0.8%	1.5%	预收账款	3857	4941	5313	5703
所得税费用	204	8	169	344	应付职工薪酬	356	431	461	493
净利润	-2740	24	507	1031	应交税费	236	110	240	380
归属于母公司所有者					其他流动负债	6219	7545	8071	8627
的净利润	-2643.6	23.1	481.1	978.5	流动负债合计	43418	49247	47948	46158
少数股东损益	-97	1	26	52	长期借款	16365	16365	16365	16365
EPS (元/股)	-0.88	0.01	0.16	0.32	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	5268	6845	7348	负债合计	60226	65911	64613	62822
取得投资收益	163	0	0	0	归属于母公司	12444	12463	12872	13704
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	2047	2073	2125
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	14490	14511	14945	15829
固定资产投资	-6994	-1172	-1230	-1191	负债及股东权益	74716	80422	79558	78652
其他	719	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-6276	-1172	-1230	-1191		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	-0.877	0.008	0.160	0.324
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.55	4.55	4.70	5.01
银行贷款增加 (减少)	11668	2304	-2835	-3418	PE	-3.74	429.10	20.56	10.11
筹资成本	1743	-2150	-2198	-2130	PEG	0.02	-2.50	-0.12	-0.06
其他	-3499	0	0	0	PB	0.72	0.72	0.70	0.66
筹资活动现金流净额	9912	154	-5033	-5548	EV/EBITDA	20.38	7.58	6.16	5.12
现金净流量	748	4250	582	609	ROE	-21.2%	0.2%	3.7%	7.1%

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。