

资产重组顺利，湖南金控启航

■事件：公司2016年实现营业总收入500亿元，同比上升20%；实现归母净利润-11亿元，同比大幅减亏。2016年公司总资产达到709亿元，同比下降7%；归属于上市公司股东净资产达到62亿元，同比下降14%。钢铁行业在去产能背景下钢材价格上涨，行业有所回暖，2017年一季度公司营业收入达到180亿元，同比增长83%；归母净利润达到3亿元，实现扭亏为盈。

■钢铁子公司盈利能力提升。2016年钢铁实现营业收入448亿元，同比增长17%，占营业收入比重的90%。2016年钢铁行业在供给侧改革的推进下，下游需求逐步复苏，钢材价格止跌回升，公司钢铁产品毛利率达到7%，同比增长4.66个百分点。核心子公司华菱湘钢和华菱涟钢均实现盈利，汽车板公司扭亏为盈，华菱钢管也有所减亏。重组之后公司将置出除湘潭节能外的全部钢铁资产，全面转型金融。

■资产重组转型金控，增资提升竞争实力。受到原燃料价格上涨的影响，钢铁行业利润率依旧处于偏低水平。公司推动重大资产重组，置出除湘潭节能（持股占比100%）外的钢铁资产，置入华菱节能（持股占比100%）及金融资产，同时发行股份购买财富证券（100%）、湖南信托（96%）、吉祥人寿（38.26%）、财信投资（100%），并募集资金84亿元分别对财富证券、湖南信托、吉祥人寿增资。目前该方案已经拿到证监会批文，正处于交割阶段。华菱钢铁将成为湖南唯一的地方金控平台，具有较强的区域竞争优势，未来还将继续拓展银行、金融租赁等业务，实现牌照经营。

(1) 财富证券深耕湖南省内。经纪业务为财富证券最重要的收入来源之一，2016年1-7月财富证券实现代理买卖证券业务净收入3.4亿元，截至2016年末公司股基交易额达到1.5万亿元，市场份额从2015年的0.44%提升至0.55%。公司佣金率高于行业平均水平，2016年1-7月财富证券佣金率为万分之四二五，高于行业平均的万分之三点九六，且下滑幅度好于行业水平。信用交易业务方面，2016年1-7月公司两融业务收入达到2.2亿元。截至2016年底两融余额达到43亿元，市场占比达到0.46%，比2015年末提升0.2个百分点。投行业务区域优势明显，公司多年以来企业债券在湖南市场占有率保持第一名。2016年1-7月债券主承销次数达到28次，承销金额339亿元。股权融资业务方面，公司于2015年恢复保荐资格并完成了首单扶贫IPO项目，未来随着IPO审批加速，业绩还将有成长空间。资管业务方面，主动管理比例不断提升，集合资产管理受托资金规模占比从2014年的10.7%提升至21.2%，盈利能力有所提升。自营业务方面，公司自营业务以固定收益为主，2016年1-7月公司债券业务收益率达10.13%。华菱钢铁拟对财富证券增资59亿元，资本实力的提升有助于资本中介业务的发展。

(2) 湖南信托将持续提升主动管理能力。2016年1-7月湖南信托实现营业收入5亿元，扣非后净利润达到2亿元。信托业务收入占营业收入比重为61%，为湖南信托主要业务收入来源。2016年1-7月主动管理信托资产规模达到273亿元，占比达到63%。固有业务方面，湖南信托固有业务规模达到39亿元，主要为发放贷款和垫款以及可供出售金融资产投资。华菱钢铁拟对湖南信托增资15亿元，增资后资产规模扩大有助于公司业务拓展。

(3) 吉祥人寿依托金控平台资源，业务加速扩张。吉祥人寿2016年原保费收入达到31亿元。从保险产品分类来看，个人年金保险占比逐步提高，2016年1-7月个人年金保险占比达到62%，比2015年提高约6个百分点。华菱钢铁拟对吉祥人寿增资10亿元，吉祥人寿尚处于发展初期，增资后有望大幅提升竞争实力，同时依靠金控平台的优质资源，实现业务高速增长。

■全面转型金融，公司价值被低估。预计2017年财富证券增资59亿元后净资产将达到104亿元，考虑到财富证券在湖南省的竞争地位以及中小券商增资后业绩提升作用明显，给出2.5倍PB，对应贡献市值为259亿元。湖南信托方面，预计2017年湖南信托增资15亿元后净资产达到47亿元，考虑到公司主动管理业务能力较强以及金控平台搭建后带来丰富业务资源，给出2.5倍PB，按持股占比为公司带来市值113亿元。吉祥人寿方面，预计2017年吉祥人寿增资10亿元后净资产达到19.6亿元，给出2倍PB，按持股占比为公司带来市值15亿元。财信投资方面，预计净资产为34亿元，给出1.2倍PB，对应贡献市值41亿元。节能板块，预计2017年对应贡献市值为24亿元。综上，公司目标市值为452亿元，目标价为5.89元。

■投资建议：增持-A投资评级，6个月目标价5.89元。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为0.24元、0.32元、0.38元。

■风险提示：宏观经济下行风险，行业风险，运营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	41,499.2	49,949.6	8,936.0	11,263.0	13,498.5
净利润	-2,959.0	-1,055.2	1,830.0	2,472.9	2,879.3
每股收益(元)	-0.98	-0.35	0.24	0.32	0.38
每股净资产(元)	2.41	2.07	3.25	3.57	3.95

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-4.5	-12.5	18.3	13.6	11.6
市净率(倍)	1.8	2.1	1.3	1.2	1.1
净利润率	-7.1%	-2.1%	20.5%	22.0%	21.3%
净资产收益率	-40.7%	-16.9%	7.3%	9.0%	9.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-3.3%	1.4%	11.5%	9.4%	11.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

维持评级

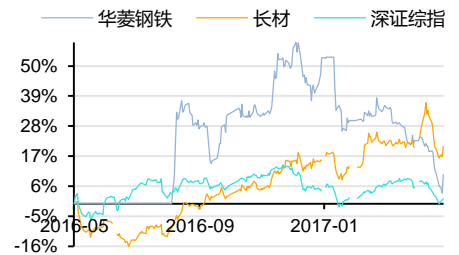
6个月目标价：**5.89元**

股价(2017-04-28) **4.37元**

交易数据

总市值(百万元)	13,178.39
流通市值(百万元)	13,175.84
总股本(百万股)	3,015.65
流通股本(百万股)	3,015.07
12个月价格区间	3.95/6.28元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.53	-14.6	2.04
绝对收益	-11.54	-15.15	3.8

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

檀天 报告联系人
tantian@essence.com.cn
021-35082392

相关报告

- 华菱钢铁：金控湘军登场，
国企涅槃起航 2017-01-12
- 华菱钢铁：2015年大幅亏损，
2016年1季度继续亏损，但环比改善迹象明显 2016-04-15

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	41,499.2	49,949.6	8,936.0	11,263.0	13,498.5	成长性					
减:营业成本	40,241.1	46,467.5	3,873.7	6,257.7	7,748.1	营业收入增长率	-25.5%	20.4%	-82.1%	26.0%	19.8%
营业税费	190.9	292.1	41.4	56.6	69.8	营业利润增长率	156456.	-59.3%	-273.9%	28.0%	20.2%
销售费用	856.2	884.2	178.7	219.0	257.1	净利润增长率	-4064.6	-64.3%	-273.4%	35.1%	16.4%
管理费用	1,478.1	1,359.9	268.3	348.6	396.9	EBITDA 增长率	-70.1%	154.1%	107.1%	2.2%	5.6%
财务费用	2,761.2	2,316.2	1,232.1	531.1	157.9	EBIT 增长率	-179.7%	-139.1%	618.0%	3.7%	9.4%
资产减值损失	331.9	429.8	274.7	345.5	350.0	NOPLAT 增长率	-194.7%	-134.2%	641.9%	3.7%	9.4%
加:公允价值变动收益	7.6	25.1	-173.7	77.0	6.5	投资资本增长率	-17.5%	-10.7%	26.5%	-13.8%	-2.5%
投资和汇兑收益	60.4	57.2	171.5	343.0	190.6	净资产增长率	-27.4%	-12.9%	211.7%	12.4%	13.1%
营业利润	-4,326.6	-1,762.4	3,065.0	3,924.5	4,715.9	利润率					
加:营业外净收支	147.9	94.0	139.6	127.2	120.3	毛利率	3.0%	7.0%	56.7%	44.4%	42.6%
利润总额	-4,178.7	-1,668.4	3,204.6	4,051.7	4,836.1	营业利润率	-10.4%	-3.5%	34.3%	34.8%	34.9%
减:所得税	-159.6	-115.5	352.5	445.7	532.0	净利润率	-7.1%	-2.1%	20.5%	22.0%	21.3%
净利润	-2,959.0	-1,055.2	1,830.0	2,472.9	2,879.3	EBITDA/营业收入	3.3%	7.0%	81.2%	65.8%	58.0%
						EBIT/营业收入	-3.7%	1.2%	48.1%	39.6%	36.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	365	308	1,631	1,203	928
货币资金	10,078.2	6,683.9	2,234.0	2,815.7	3,374.6	流动资产资本周转天数	-60	-81	-257	-63	-62
交易性金融资产	496.6	612.8	439.2	516.2	522.7	流动资产周转天数	220	184	630	256	244
应收账款	2,413.2	2,595.0	422.7	727.7	608.7	应收帐款周转天数	20	18	61	18	18
应收票据	3,218.9	1,734.1	701.6	891.9	897.4	存货周转天数	69	60	200	37	37
预付帐款	657.4	1,018.0	58.6	143.6	111.1	总资产周转天数	649	531	2,471	1,620	1,304
存货	8,022.4	8,516.4	1,391.8	925.7	1,878.0	投资资本周转天数	359	255	1,523	1,256	958
其他流动资产	2,450.7	2,572.4	2,319.1	2,447.4	2,446.3	投资回报率					
可供出售金融资产	65.2	67.2	67.7	66.7	67.2	ROE	-40.7%	-16.9%	7.3%	9.0%	9.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-5.3%	-2.2%	5.5%	7.3%	8.9%
长期股权投资	56.2	200.4	200.4	200.4	200.4	ROIC	-3.3%	1.4%	11.5%	9.4%	11.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	43,508.7	41,914.6	39,061.7	36,208.8	33,355.9	销售费用率	2.1%	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%
在建工程	1,464.8	787.7	787.7	787.7	787.7	管理费用率	3.6%	2.7%	3.0%	3.1%	2.9%
无形资产	3,845.5	3,913.9	3,807.7	3,701.6	3,595.4	财务费用率	6.7%	4.6%	13.8%	4.7%	1.2%
其他非流动资产	220.9	329.5	209.6	250.0	263.0	三费/营业收入	12.3%	9.1%	18.8%	9.8%	6.0%
资产总额	76,498.9	70,946.0	51,701.8	49,683.4	48,108.5	偿债能力					
短期债务	30,765.7	27,376.2	10,523.4	5,600.2	1,165.3	资产负债率	86.0%	86.9%	44.0%	34.5%	23.4%
应付帐款	8,184.6	7,604.2	713.4	1,628.0	1,167.2	负债权益比	616.7%	663.1%	78.4%	52.6%	30.6%
应付票据	12,651.2	12,906.5	817.5	2,198.1	1,557.1	流动比率	0.45	0.42	0.41	0.53	0.97
其他流动负债	8,710.4	8,999.5	6,237.2	6,531.1	6,219.6	速动比率	0.32	0.27	0.34	0.47	0.79
长期借款	4,352.6	3,449.3	3,421.8	-	-	利息保障倍数	-0.55	0.26	3.49	8.39	30.87
其他非流动负债	1,160.5	1,313.6	1,010.0	1,161.4	1,161.6	分红指标					
负债总额	65,825.1	61,649.2	22,723.2	17,118.7	11,270.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	3,398.0	3,057.5	4,028.5	5,142.7	6,535.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	3,015.7	3,015.7	7,674.2	7,674.2	7,674.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	4,249.2	3,193.5	17,275.9	19,747.9	22,627.7						
股东权益	10,673.8	9,296.7	28,978.6	32,564.7	36,837.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-4,019.1	-1,552.9	1,830.0	2,472.9	2,879.3	EPS(元)	-0.98	-0.35	0.24	0.32	0.38
加:折旧和摊销	2,912.3	2,905.9	2,959.0	2,959.0	2,959.0	BVPS(元)	2.41	2.07	3.25	3.57	3.95
资产减值准备	331.9	429.8	-	-	-	PE(X)	-4.5	-12.5	18.3	13.6	11.6
公允价值变动损失	-7.6	-25.1	-173.7	77.0	6.5	PB(X)	1.8	2.1	1.3	1.2	1.1
财务费用	2,089.8	1,907.1	1,232.1	531.1	157.9	P/FCF	2.7	-4.6	-1.5	-88.2	-40.5
投资损失	-60.4	-57.2	-171.5	-343.0	-190.6	P/S	0.3	0.3	3.8	3.0	2.5
少数股东损益	-1,060.2	-497.8	1,022.1	1,133.1	1,424.8	EV/EBITDA	29.0	13.0	7.0	5.7	4.9
营运资金的变动	6,488.2	2,872.5	-11,668.1	2,829.0	-2,050.7	CAGR(%)	-196.4%	-240.5%	169.0%	-196.4%	-240.5%
经营活动产生现金流量	4,211.3	6,600.5	-4,970.1	9,659.1	5,186.3	PEG	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.0
投资活动产生现金流量	-2,023.3	-1,144.1	547.7	155.0	190.5	ROIC/WACC	-0.4	0.2	1.5	1.3	1.6
融资活动产生现金流量	-1,378.9	-8,569.8	-27.5	-9,232.4	-4,818.0	REP	-2.4	7.3	0.8	0.9	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034