

*ST 华菱(000932)/钢铁

高景气荣耀回归

评级: 买入

市场价格: 3.89

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人: 赖福洋

电话: 021-20315128

Email: laify@r.qlzq.com.cn

联系人: 邓轩

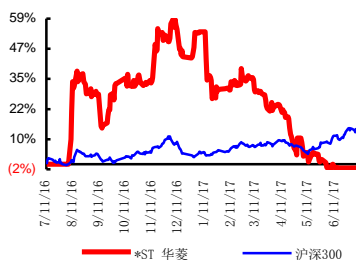
电话: 021-20315223

Email: dengke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,016
流通股本(百万股)	3,015
市价(元)	3.89
市值(百万元)	11,731
流通市值(百万元)	11,730

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 计提减值损失致使半年报业绩下滑、关注“金融+环保”转型步伐
- 2 传统钢企华丽转身, 打造“金融+环保节能”大平台
- 3 业绩大幅下滑、“钢铁电商+汽车板”夯实前行基础

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	41,405.53	49,811.47	80,968.55	96,271.60	104,647.2
增长率 yoy%	-25.53%	20.30%	62.55%	18.90%	8.70%
净利润	-3,018.22	-1,148.67	1,782.17	2,213.38	2,682.69
增长率 yoy%	-9460.79%	61.94%	255.15%	24.20%	21.20%
每股收益(元)	-1.00	-0.38	0.59	0.73	0.89
每股现金流量	1.40	2.19	3.90	3.91	3.03
净资产收益率	-41.48%	-18.41%	22.22%	21.63%	20.77%
P/E	-	-	6.58	5.30	4.37
PEG	-	-	0.03	0.22	0.21
P/B	1.35	2.93	1.46	1.15	0.91

备注:

投资要点

- **事件概要:** 公司 2017 年 7 月 8 日发布公告称拟终止实施重大资产重组, 并于 2017 年 7 月 10 日开市起复牌。终止原因主要基于对投资者利益的保护, 具体包括: 1. 拟置入的金融资产今年已出现亏损; 2. 拟置出的钢铁资产业绩大幅改善; 3. 保留原拟置出的钢铁资产有利于公司实现钢铁业务转型升级。此外, 公司发布 2017 年半年度业绩预告, 预计上半年归属于上市公司股东的净利润 9 亿-10 亿元, 去年同期亏损 9.46 亿, 至少同比增长 195%; 预计上半年 EPS0.30-0.33 元, 去年同期为-0.31 元, 至少同比增长 195%;
- **重大资产重组方案回顾:** 公司于 2016 年 4 月 19 日正式披露重大资产重组停牌公告, 后期陆续公布的重大资产重组方案包含三部分: 1. 重大资产置换: 公司将除湘潭节能 100% 股权外的全部资产负债与华菱集团持有的湘潭华菱节能发电有限公司 100% 股权、财富证券 24.58% 股权及华菱集团全资子公司湖南迪策创业投资有限公司持有的财富证券 13.41% 股权中的等值部分进行资产置换, 差额部分由华菱集团向上市公司支付现金补足; 2. 发行股份购买资产: 公司拟向财信金控发行 22.44 亿股购买其持有的财信投资 100% 股权, 向深圳润泽发行 1.01 亿股购买其持有的财富证券 3.51% 股权; 3. 募集配套资金: 公司拟向华菱控股非公开发行不超过 23.14 亿股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金不超过 84 亿元。简而言之即公司置出全部钢铁资产, 注入金融环保资产, 由传统的钢铁业务转型为证券、信托、保险及节能发电等业务;
- **王者荣耀回归:** 若自 2016 年 4 月 19 日公告停牌日算起, 至最新交易日钢铁板块已上涨 13.69%, 跑赢大盘 7.94 个百分点, 在行业和板块景气度重回巅峰之际, 华菱也荣耀回归。作为年产量约 1600 万吨的大型钢铁企业, 华菱已经形成板材为主(销售占比超 50%)、管棒线兼有的专业化生产格局。其拥有的湘潭、娄底、衡阳三大钢铁生产基地合计炼钢产能 1755 万吨, 具体产品产量约为钢管 128 万吨、长材 450 万吨、厚板 420 万吨及冷热卷 510 万吨。公司深耕湖南多年, 完善的仓储、物流和销售体系, 使其在区域内成本控制和渠道管控上优势明显, 目前华菱吨钢市值 690 元, 而对比行业同类型钢企普遍达到 1000 元以上, 是板块低吨钢市值的典型代表, 后期存在较大修复空间。此外, 公司与全球钢铁巨头安赛乐米塔尔合资的汽车板公司相关产品认证已完成, 自 2016 年底产品已开始稳定批量供应长安福特、一汽大众等汽车主机厂, 基本实现达产达效, 我们预计 2019 年能够完全实现 150 万吨目标产能, 为公司业绩增长提供持续助力;
- **半年度业绩耀眼:** 根据公司最新的半年报业绩预告, 预计公司二季度单季实现盈利 5.92 亿-6.92 亿元, 折合 EPS0.20-0.23 元, 环比一季度增长 100%-130%, 实现单季度上市以来第二高位(2008Q2 实现上市以来单季最高盈利 10.66 亿), 半年度业绩实现上市以来最优盈利。考虑上半年公司两座大高炉检修影响产量约 30 万吨, 上半年合计约生产钢材 760 万吨, 折合吨钢净利 118 元-132 元, 具体产量为厚板 205 万吨、线材 155 万吨、螺纹钢 105 万吨、热卷 120 万吨、冷卷 115 万吨及无缝钢管 60 万吨。下半年随着高炉检修完成, 公司将进一步提升高炉利用系数、降低高炉消耗及控制铁水成本, 下半年产量相比上半年有望小幅增加;
- **高业绩源于“外驱+内生”:** 公司高业绩一方面离不开行业整体景气度回升, 钢铁行业经营形势好转。钢铁生产企业盈利维持较高水平已将近两个月, 螺纹钢上半年平均吨钢毛利逼近 500 元, 近一月吨钢毛利远超 800 元, 部分企业甚至达到 1000 元以上; 近期热板盈利也后来居上, 近一月平均吨钢毛利水平突破 500 元, 重回一季度高盈利水平。另一方面, 公司汽车板及钢管开始扭亏为盈, 汽车板公司在经历 2014-2016 年的连续亏损后, 自 2016 年 12 月开始扭

亏，至今持续实现盈利，相关产品通过认证后正逐步稳定供货中；而钢管公司也在二季度开始扭亏为盈，扭亏原因在于公司积极调整产品结构，大大降低钢管对持续低迷的油气行业的依赖程度，从原先占比的 60%-70%降至目前的三分之一左右，转而提升了在机械加工行业和其他行业的占比，目前钢管在油气行业、机械加工行业和其他行业约各占三分之一；

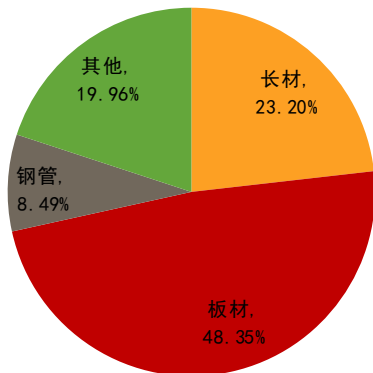
- **全年盈利有望维持较高水平：**今年经济整体呈现稳态走势，由于贷款利率上升速度偏慢，地产销售端下滑速度低于市场预期，而对于钢铁更为相关的地产投资下滑的速度则更为缓慢，整体经济体更加接近于平稳状态。在此背景下，钢铁行业由于近年来供给端调整充分，企业盈利有望维持偏高水平。此外，公司板材占比超过 50%，一般四季度是传统汽车及家电行业的旺季，若进一步考虑下游企业提前 1-2 月采购原料，整体下半年板材需求优于上半年，对公司全年业绩形成进一步支撑；
- **投资建议：**作为中南地区的钢材龙头企业，公司盈利跟随行业基本面变化。在宏观经济运行稳健背景下，行业供给端经过前期的充分调整之后供需格局整体偏紧，未来盈利有望继续维持高位，公司业绩将持续改善，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.59 元、0.73 元、0.89 元，给予“买入”评级；
- **风险提示：**利率上行过快。

图表 1: 公司相关产能明细

子公司	设备	产能	子公司合计	合计	
高炉	380立*2	120	900	1600	
	480立*1	90			
	2200立*1	210			
	3200立*1	250			
	2800立*1	230			
	750立*1	100			
湘钢	1080立*1	120	630		
	1800立*1	180			
	2580立*1	230			
	衡钢	1000立*1			70
转炉	100t*4	480	1040	1960	
	50t*1	80			
	210t*1	230			
	230t*1	250			
	80t*3	360			790
	120t*3	430			
	衡钢	30t*3			130
轧钢	热轧1600mm	240	965	1918	
	热轧2250mm	440			
	冷轧1580mm	150			
	螺纹钢1	70			
	螺纹钢2	80			
	螺纹	95			
	线材	200			
	高线1	65			
	高线2	75			
	中厚板5000mm	250			123
	中厚板3800mm	180			
	中厚板3801mm	100			
	衡钢	冷拔钢管线*5 50mm			3
		连轧管线*5 89mm			30
		连轧管线*5 219mm			20
	连轧管线*5 340mm	50			
	连轧管线*5 720mm	20			

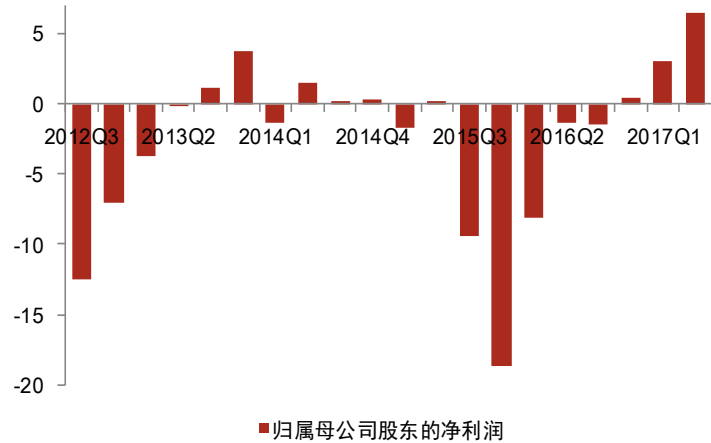
来源: 中泰证券研究所

图表 2: 2016 年主要产品收入占比



来源: 中泰证券研究所

图表 3: 单季度归母净利润 (单位: 亿)



来源: 中泰证券研究所

图表 4：各上市公司吨钢市值对比（市值以 2017.7.7 为基准）

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	钢材产量(万吨)	吨钢市值(万元)
000932.SZ	*ST华菱	117	1695	0.07
600569.SH	安阳钢铁	69	846	0.08
601003.SH	柳钢股份	121	1140	0.11
600782.SH	新钢股份	105	840	0.13
600808.SH	马钢股份	279	1917	0.15
600231.SH	凌钢股份	84	523	0.16
000709.SZ	河钢股份	457	2787	0.16
000761.SZ	本钢板材	154	918	0.17
600581.SH	八一钢铁	84	600	0.17
600282.SH	南钢股份	152	900	0.17
000898.SZ	鞍钢股份	407	2150	0.19
000717.SZ	韶钢松山	122	530	0.23
000825.SZ	太钢不锈	252	1050	0.24
000959.SZ	首钢股份	388	1611	0.24
600022.SH	山东钢铁	230	811	0.28
002110.SZ	三钢闽光	180	625	0.29
600507.SH	方大特钢	113	357	0.32
600307.SH	酒钢宏兴	182	560	0.33
600019.SH	宝钢股份	1512	4619	0.33
600117.SH	西宁特钢	54	132	0.41
600126.SH	杭钢股份	182	437	0.42
000708.SZ	大冶特钢	52	114	0.46
000778.SZ	新兴铸管	270	500	0.54
600010.SH	包钢股份	1012	1280	0.79
002075.SZ	沙钢股份	356	297	1.20
600399.SH	抚顺特钢	89	62	1.45

来源：中泰证券研究所

图表 5：财务预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	55,600	41,406	49,811	80,969	96,272	104,647	货币资金	6,891	10,078	6,684	7,352	7,720	7,921
增长率	-6.79%	-25.5%	20.3%	62.6%	18.9%	8.7%	应收账款	5,980	5,632	4,329	8,452	9,899	10,505
营业成本	-51,249	-40,241	-46,468	-72,768	-87,016	-94,604	存货	7,905	8,022	8,516	13,253	15,956	17,223
% 销售收入	92.2%	97.2%	93.3%	89.9%	90.4%	90.4%	其他流动资产	2,716	3,605	4,203	4,649	5,208	5,481
毛利	4,350	1,164	3,344	8,200	9,255	10,043	流动资产	23,493	27,338	23,733	33,706	38,783	41,130
% 销售收入	7.8%	2.8%	6.7%	10.1%	9.6%	9.6%	% 总资产	32.1%	35.7%	33.5%	42.7%	47.5%	50.5%
营业税金及附加	-192	-191	-292	-408	-505	-553	长期投资	122	121	268	275	279	283
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	45,589	44,983	42,702	40,710	38,413	35,968
营业费用	-749	-856	-884	-1,304	-1,606	-1,786	% 总资产	62.4%	58.8%	60.2%	51.6%	47.1%	44.1%
% 销售收入	1.3%	2.1%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%	无形资产	3,798	3,846	3,914	3,861	3,814	3,769
管理费用	-1,515	-1,478	-1,360	-2,105	-2,700	-2,851	非流动资产	49,598	49,161	47,213	45,175	42,835	40,349
% 销售收入	2.7%	3.6%	2.7%	2.6%	2.8%	2.7%	% 总资产	67.9%	64.3%	66.5%	57.3%	52.5%	49.5%
息税前利润 (EBIT)	1,894	-1,361	808	4,382	4,444	4,854	资产总计	73,091	76,499	70,946	78,880	81,619	81,478
% 销售收入	3.4%	-3.3%	1.6%	5.4%	4.6%	4.6%	短期借款	33,029	34,204	29,293	20,513	10,666	3,081
财务费用	-1,894	-2,761	-2,316	-1,175	-723	-296	应付款项	17,431	23,135	24,584	38,236	47,152	50,737
% 销售收入	3.4%	6.7%	4.6%	1.5%	0.8%	0.3%	其他流动负债	1,693	2,973	3,010	3,145	3,381	3,492
资产减值损失	-62	-332	-430	-275	-246	-269	流动负债	52,152	60,312	56,886	61,895	61,199	57,310
公允价值变动收益	5	8	25	134	222	112	长期贷款	5,684	4,353	3,449	3,249	3,299	2,849
投资收益	12	60	57	51	55	54	其他长期负债	556	1,161	1,314	1,458	1,236	1,191
% 税前利润	9.3%	-1.4%	-3.2%	1.6%	1.4%	1.2%	负债	58,392	65,825	61,649	66,601	65,734	61,350
营业利润	-45	-4,386	-1,856	3,117	3,751	4,455	普通股股东权益	10,222	7,276	6,239	8,021	10,235	12,917
营业利润率	-0.1%	-10.6%	-3.7%	3.8%	3.9%	4.3%	少数股东权益	4,477	3,398	3,058	4,258	5,650	7,211
营业外收支	177	148	94	126	119	117	负债股东权益合计	73,091	76,499	70,946	78,880	81,619	81,478
税前利润	132	-4,238	-1,762	3,243	3,870	4,572	比率分析						
利润率	0.2%	-10.2%	-3.5%	4.0%	4.0%	4.4%	每股指标						
所得税	-28	160	115	-261	-264	-329	每股收益(元)	0.011	-1.001	-0.381	0.591	0.734	0.890
所得税率	21.0%	3.8%	6.6%	8.0%	6.8%	7.2%	每股净资产(元)	3.390	2.413	2.069	2.660	3.394	4.283
净利润	104	-4,078	-1,646	2,982	3,606	4,244	每股经营现金流(元)	2.410	1.396	2.189	3.904	3.915	3.032
少数股东损益	72	-1,060	-498	1,200	1,392	1,561	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	32	-3,018	-1,149	1,782	2,213	2,683	回报率						
净利率	0.1%	-7.3%	-2.3%	2.2%	2.3%	2.6%	净资产收益率	0.32%	-41.48%	-18.41%	22.22%	21.63%	20.77%
现金流量表（人民币百万元）							总资产收益率	0.04%	-3.95%	-1.62%	2.26%	2.71%	3.29%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	3.24%	-3.40%	2.19%	14.56%	19.82%	26.86%
净利润	147	-4,019	-1,553	2,982	3,606	4,244	增长率						
少数股东损益	0	0	0	1,200	1,392	1,561	营业总收入增长率	-6.79%	-25.53%	20.30%	62.55%	18.90%	8.70%
非现金支出	2,763	3,244	3,336	3,137	3,118	3,130	EBIT增长率	121.04%	-171.86%	159.36%	442.50%	1.40%	9.24%
非经营收益	1,744	1,868	1,753	949	418	107	净利润增长率	-61.81%	-9460.79%	61.94%	255.15%	24.20%	21.20%
营运资金变动	2,614	3,118	3,064	4,705	4,664	1,662	总资产增长率	4.09%	4.66%	-7.26%	11.18%	3.47%	-0.17%
经营活动现金流	7,268	4,211	6,600	12,972	13,198	10,703	资产管理能力						
资本开支	3,124	1,580	1,084	965	656	522	应收账款周转天数	12.4	19.2	17.2	17.1	17.5	17.3
投资	140	-562	-280	-141	-226	-116	存货周转天数	59.5	72.2	65.0	66.5	66.9	66.4
其他	1,353	118	220	185	276	166	应付账款周转天数	48.2	56.5	41.2	47.5	46.9	46.1
投资活动现金流	-1,631	-2,023	-1,144	-922	-605	-472	固定资产周转天数	267.4	370.7	313.0	183.0	143.7	122.2
股权募资	361	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-846	-645	-6,243	-8,835	-10,019	-8,080	净负债/股东权益	215.07%	262.15%	273.70%	127.56%	33.22%	-15.26%
其他	-2,137	-665	-2,260	-1,347	-813	-389	EBIT利息保障倍数	1.0	-0.5	0.3	3.7	6.1	16.4
筹资活动现金流	-2,622	-1,310	-8,503	-10,182	-10,833	-8,469	资产负债率	79.89%	86.05%	86.90%	84.43%	80.54%	75.30%
现金净流量	3,015	878	-3,047	1,868	1,760	1,762							

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。