

拟现金收购阳春新钢，显著提升盈利和长期竞争力

——华菱钢铁 (000932.SZ) 公告点评

公司简报

◆公司拟现金收购阳春新钢，收购 PB 为 1.03 倍、PE 为 3.13 倍。

华菱钢铁发布公告，公司控股子公司华菱湘钢拟支付现金 16.55 亿元，收购湘钢集团持有的阳春新钢 51% 股权，收购 PB (2019H1) 为 1.03 倍、收购 PE (2018) 为 3.13 倍。湘钢集团是华菱集团全资子公司，此前共持有阳春新钢 86% 的股份。通过本次交易，公司将阳春新钢纳入合并报表范围，将有效减少公司在集团内部的同业竞争和关联交易。

◆阳春新钢具备粗钢产能 300 万吨，将优化公司沿海布局。

阳春新钢位于广东省阳春市，具备沿海优势，综合运输成本较内地钢厂低 150 元/吨；主要产品是建筑长材，粗钢年产能 300 万吨，紧贴华南钢材需求市场终端。收购后公司钢产量将增长 15%，丰富了长材产品结构，将生产基地拓展到广东沿海地区，增强竞争力。

◆阳春新钢业绩稳健增长，治理和生产效率水平较高。

阳春新钢 2016-2018 年业绩稳定增长，营业收入由 65.35 亿元增长至 118.56 亿元，净利润由 0.86 亿元增长至 10.24 亿元，复合增长率分别达到 34.69% 和 244.48%；公司治理呈现“国有体制、民营机制”的特点，生产效率较高，人均年产钢 1100 吨以上；注入上市公司有望在生产经营、管理、人力等方面发挥协同效应，进一步提升盈利能力。

◆有望显著提升盈利与竞争力，维持“增持”评级。

我们暂不考虑本次交易的影响，维持公司 2019-2021 年预期 EPS 为 0.95 元、0.79 元、0.66 元。公司拟收购阳春新钢，实现沿海产业布局，有望显著提升盈利水平和长期竞争力，且估值水平偏低、预期投资回报率较高，我们维持公司“增持”评级。

◆风险提示：

公司收购阳春新钢进展不及预期；钢价波动风险；公司生产安全风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	76,511	91,179	80,490	77,319	76,546
营业收入增长率	53.60%	19.17%	-11.72%	-3.94%	-1.00%
净利润 (百万元)	4,121	6,780	4,000	3,318	2,778
净利润增长率	-490.55%	64.53%	-41.00%	-17.06%	-16.27%
EPS (元)	0.98	1.61	0.95	0.79	0.66
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.82%	38.67%	18.58%	13.35%	10.42%
P/E	4	3	4	5	6
P/B	1.7	1.0	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 9 月 6 日

增持 (维持)

分析师

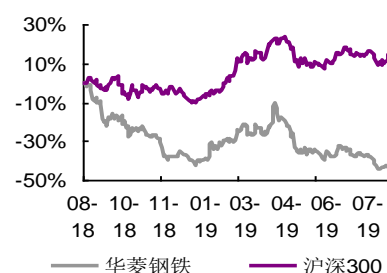
王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebcn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：42.22
总市值(亿元)：174.79
一年最低/最高(元)：3.94/6.68
近 3 月换手率：55.27%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.59	-17.14	-57.93
绝对	2.44	-6.37	-37.46

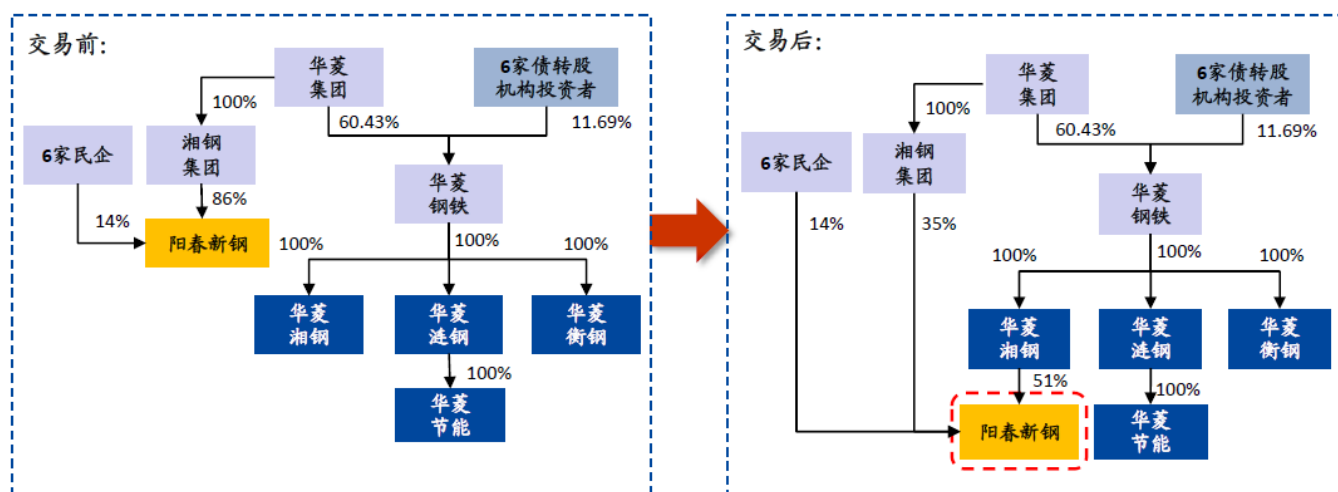
资料来源：Wind

1、公司控股子公司拟现金收购阳春新钢 51% 股权，减少同业竞争与关联交易

华菱钢铁发布公告，2019 年 9 月 6 日，公司控股子公司华菱湘钢与湘钢集团签署协议，拟由华菱湘钢支付现金 16.55 亿元，收购湘钢集团所持有的阳春新钢 51% 股权，实现将阳春新钢注入上市公司。

目前，本次交易已经公司董事会审议通过、已经公司控股股东华菱集团批准，尚需提交公司股东大会审议。

图 1：收购阳春新钢前后公司股权结构示意图



注：假设上市公司市场化债转股和资产重组实施完成

资料来源：公司公告、光大证券研究所

本次交易价格，参照阳春新钢 2019 年 6 月 30 日归母净资产，收购 PB (2019H1) 为 1.03 倍；参照阳春新钢 2018 年归母净利润，收购 PE (2018) 为 3.13 倍。本次交易的股权估值相对公允。

本次交易的对手方湘钢集团，是公司控股股东华菱集团的全资子公司。本次交易前，湘钢集团共持有阳春新钢 86% 的股份；阳春新钢的实际控制人是华菱集团，与华菱钢铁存在潜在的同业竞争问题。

此外，本次交易前，阳春新钢还与华菱钢铁存在关联交易。2019 年上半年，华菱钢铁与阳春新钢之间发生日常关联交易约 4 亿元。

通过本次交易，华菱钢铁将阳春新钢纳入合并报表范围，将有效减少公司在集团内部的同业竞争和关联交易。

2、阳春新钢具备粗钢产能 300 万吨，近年来业绩稳健增长

公司本次交易收购的阳春新钢，全名为阳春新钢铁有限责任公司，现有注册资本 28 亿元，始建于 2007 年底，位于广东省阳春市。

阳春新钢经过多年的发展，现拥有烧结、炼铁、炼钢、轧材全流程的先进技术装备，产品涵盖线材和棒材两大类，主要品种有螺纹钢、建筑线材、盘螺、拉丝材、圆钢，粗钢产能 300 万吨，成为华南地区精品线、棒材重要生产基地。

公司 2018 年粗钢产量为 1972 万吨，收购阳春新钢后，公司钢产量将增长 15%左右，综合竞争力进一步增强。

阳春新钢 2016-2018 年业绩稳定增长，营业收入由 65.35 亿元增长至 118.56 亿元，净利润由 0.86 亿元增长至 10.24 亿元，复合增长率分别达到 34.69%和 244.48%。

注入上市公司后，阳春新钢将与上市公司在生产经营、管理、人力等方面发挥协同效应，有望进一步提升盈利能力。

图 2：阳春新钢近年财务数据（万吨/亿元）

项目	2019年 1-6月	2018年	2017年	2016年
钢材产量	169.17	315.75	278.39	254.50
营业收入	60.09	118.56	105.51	65.35
利润总额	4.11	11.02	8.05	1.21
净利润	3.49	10.24	6.05	0.86
归母净利润	3.59	10.37	6.18	0.95
ROE	11.41%	31.19%	22.99%	4.42%

项目	2019年 6月30日	2018年 12月31日	2017年 12月31日	2016年 12月31日
总资产	76.51	75.81	73.77	76.94
总负债	42.52	42.57	46.76	55.18
所有者权益	31.39	33.24	27.01	21.75
归母所有者权益	31.46	33.25	26.88	21.5
资产负债率	57.53%	56.15%	63.39%	71.72%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

阳春新钢具备一定的区位优势，交通便利，南邻阳江深水港宝丰码头，东接云阳高速，综合运输成本较内地钢厂低 150 元/吨；紧贴钢材需求市场终端，地处广东省阳春市，辐射珠三角、广西、海南等钢铁净流入区域，建筑用钢需求旺盛。

阳春新钢主营建筑钢材，品牌在广东区域具备一定的知名度，建筑材进入重点工程项目比例超过 80%，产品成功应用于港珠澳大桥等项目。

阳春新钢的公司治理呈现“国有体制、民营机制”的特点，公司生产效率较高，人均年产钢 1100 吨以上。

3、公司收购阳春新钢有望显著提升盈利与竞争力，维持“增持”评级

收购阳春新钢，有利于增厚公司业绩，提升盈利能力。阳春新钢持续盈利和抗周期能力较强，本次交易通过注入优质资产，将有效增厚上市公司业绩，提升盈利能力。后续成长强劲的阳春新钢，也将成为华菱钢铁持续成长的重要生力军。

收购阳春新钢，有利于优化公司在沿海经济发达地区的业务布局。拓展广东等沿海地区钢铁布局正成为钢企发展规划新方向。本次交易完成后，华菱钢铁进一步将生产基地拓展到广东沿海地区，有助于上市公司进一步完善、丰富现有产品结构，并优化在沿海经济发达地区的市场布局，有效增强综合竞争能力和持续发展能力。

鉴于公司收购阳春新钢的方案仍需经过股东大会审议，存在一定的不确定性，我们暂不考虑本次交易对业绩的影响，维持公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润为 40.00 亿元、33.18 亿元、27.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.95 元、0.79 元、0.66 元。

参照公司 2019 年 9 月 6 日收盘价，公司 PE (2019E) 为 4.3 倍，估值水平偏低。公司资产负债率已有所下降，偿债压力降低，并规划未来三年实施分红，有望具备较高投资回报率。

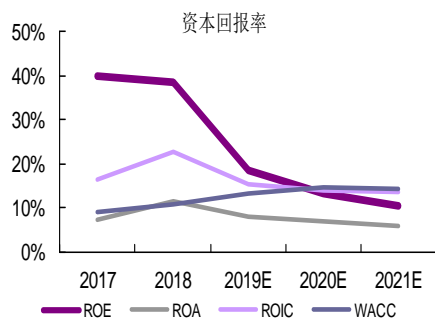
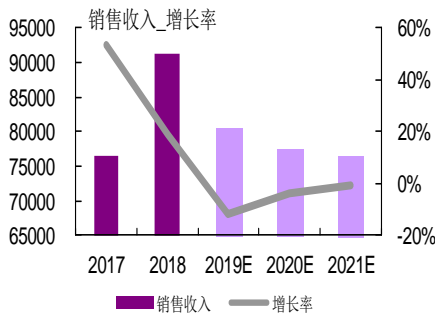
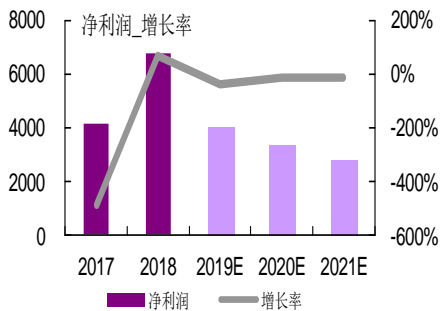
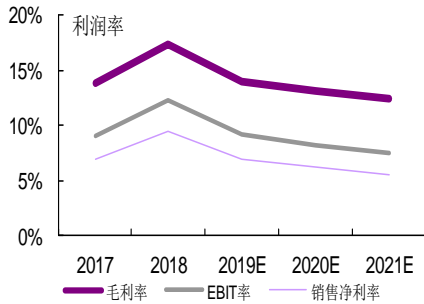
综上，公司拟收购阳春新钢有望显著提升盈利水平和综合竞争力，且估值水平偏低、预期投资回报率较高，我们维持公司“增持”评级。

4、风险提示

(1) 公司收购阳春新钢进展不及预期。本次交易方案仍需经过股东大会审议，存在一定的不确定性。

(2) 钢价波动风险。钢铁行业供给过多，或下游需求不振，可能导致钢价波动，影响公司盈利。

(3) 公司生产安全风险等。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	76,511	91,179	80,490	77,319	76,546
营业成本	65,941	75,285	69,198	67,131	67,046
折旧和摊销	2,806	3,013	3,997	4,051	4,104
营业税费	568	806	711	683	676
销售费用	1,010	1,450	1,280	1,230	1,218
管理费用	1,897	2,268	2,002	1,924	1,904
财务费用	1,851	1,538	1,225	1,039	926
公允价值变动损益	-28	-4	0	0	0
投资收益	64	87	80	80	80
营业利润	5,354	9,441	6,222	5,413	4,861
利润总额	5,329	9,335	6,222	5,413	4,861
少数股东损益	1,175	1,824	1,600	1,500	1,500
归属母公司净利润	4,121	6,780	4,000	3,318	2,778

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	74,930	75,235	69,725	69,154	73,276
流动资产	29,859	30,663	28,195	30,681	37,908
货币资金	5,789	8,717	7,695	10,640	17,931
交易型金融资产	762	1,130	1,130	1,130	1,130
应收帐款	2,680	3,213	2,836	2,725	2,697
应收票据	5,944	6,806	6,008	5,771	5,714
其他应收款	140	109	96	92	91
存货	7,761	7,435	6,834	6,630	6,622
可供出售投资	74	67	67	67	67
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	256	261	261	261	261
固定资产	39,827	38,670	35,959	33,151	30,254
无形资产	3,916	4,004	3,804	3,614	3,433
总负债	60,349	48,994	37,884	32,495	33,303
无息负债	32,906	28,580	25,207	24,168	23,976
有息负债	27,443	20,415	12,677	8,327	9,327
股东权益	14,581	26,241	31,841	36,659	39,973
股本	3,016	3,016	4,222	4,222	4,222
公积金	7,866	8,253	8,653	8,985	9,263
未分配利润	-551	6,239	8,632	11,618	13,155
少数股东权益	4,233	8,709	10,309	11,809	13,309

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,214	14,402	8,896	9,272	9,105
净利润	4,121	6,780	4,000	3,318	2,778
折旧摊销	2,806	3,013	3,997	4,051	4,104
净营运资金增加	13,218	-1,330	845	259	50
其他	-15,930	5,938	54	1,645	2,173
投资活动产生现金流	-3,958	1,370	-896	-920	-920
净资本支出	-428	-1,590	-990	-1,000	-1,000
长期投资变化	256	261	0	0	0
其他资产变化	-3,786	2,699	94	80	80
融资活动现金流	336	-11,086	-9,021	-5,407	-893
股本变化	0	0	1,206	0	0
债务净变化	-5,299	-7,028	-7,738	-4,350	1,000
无息负债变化	3,999	-4,326	-3,372	-1,039	-192
净现金流	563	4,693	-1,022	2,945	7,291

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	53.60%	19.17%	-11.72%	-3.94%	-1.00%
净利润增长率	-490.55%	64.53%	-41.00%	-17.06%	-16.27%
EBITDA 增长率	196.64%	45.47%	-19.81%	-8.28%	-5.88%
EBIT 增长率	1734.91%	60.87%	-33.97%	-13.50%	-10.44%
估值指标					
PE	4	3	4	5	6
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	3	3	3	3
EV/EBIT	6	4	5	5	5
EV/NOPLAT	6	4	6	6	6
EV/Sales	1	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	13.82%	17.43%	14.03%	13.18%	12.41%
EBITDA 率	12.73%	15.54%	14.12%	13.48%	12.82%
EBIT 率	9.06%	12.24%	9.15%	8.24%	7.46%
税前净利润率	6.96%	10.24%	7.73%	7.00%	6.35%
税后净利润率 (归属母公司)	5.39%	7.44%	4.97%	4.29%	3.63%
ROA	7.07%	11.44%	8.03%	6.97%	5.84%
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.82%	38.67%	18.58%	13.35%	10.42%
经营性 ROIC	16.24%	22.76%	15.40%	14.08%	13.49%
偿债能力					
流动比率	0.62	0.80	1.08	1.56	1.94
速动比率	0.46	0.61	0.82	1.22	1.60
归属母公司权益/有息债务	0.38	0.86	1.70	2.98	2.86
有形资产/有息债务	2.58	3.47	5.17	7.83	7.45
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.98	1.61	0.95	0.79	0.66
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.23	0.20
每股经营现金流	1.00	3.41	2.11	2.20	2.16
每股自由现金流(FCFF)	-0.90	3.14	2.07	2.00	1.91
每股净资产	2.45	4.15	5.10	5.89	6.32
每股销售收入	18.12	21.60	19.06	18.31	18.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼