

华菱钢铁 (000932.SZ) 钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司点评

杨件

分析师 SAC 执业编号：S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

联系人
(8621)60937020
nivy@gjzq.com.cn

多元化转型值得关注

事件

公司发布非公开发行预案，拟以 4.53 元/股发行 9.27 亿股，募集资金总额不超过 42 亿元，用于“互联网+钢铁”项目、收购华菱节能发电建设高效发电项目、特种用钢项目建设以及偿还银行贷款、补充流动资金。其中，控股股东华菱集团承诺拟以现金认购不低于本次发行股票总数的 10%。此次增发预计将在“互联网+”、节能环保、特种用钢、偿还银行贷款和补充流动资金方面分别投入 11.3、16.5、25.3 和 11.6 亿元。

评论

我们认为公司此次转型力度较大、转型方向性感。虽然当前行业基本面低迷，但公司经营发展稳健，具备业内最大的股价及盈利弹性，加之本次转型带来的估值提升，因此值得关注。

■ 多元化转型不乏亮点

- ✓ **助力钢铁电商快速发展。**华菱钢铁电商已取得一定成果，旗下“荷钢网”上半年完成交易量 26.2 万吨。集团在湖南乃至中南区域已逐步建立了物流体系，具有一定规模的仓储和加工配送能力，旗下物流集团 15 年收入有望达到 50 亿元左右。作为年产能 1800 万吨的内陆大钢企，公司未来通过在线交易、支付结算、仓储物流、金融服务等各环节协调发展，有望打造完整的钢铁电商体系，创造新的利润点。
- ✓ **节能环保资产注入且做大做强。**拟收购的华菱节能项目是集团旗下优质资产之一，14 年营收 12 亿元，净利润 1.15 亿元。同时，公司新建发电项目也将由华菱节能实施，该项目达产后，华菱节能的收入和利润有望实现大幅增加（预计两个新建项目年均利润总额 1.7 亿元和 1.0 亿元）。
- ✓ **降低财务费用。**公司此前财务及资金压力较大，其中资产负债率已达 80.2%（2015Q1），财务费用率达到 3.4 个百分点。测算若公司以 8 亿元募集资金偿还银行借款，可减少利息费用 0.42 亿元。
- ✓ **本次增发提升市值空间 120 亿元左右。**我们估算：1) 电商业务，参考可比钢铁电商公司（重资产、自营类）物产中拓（40 倍 PE）、欧普钢网（44 倍 PE），给予 40 倍估值，对应市值 60 亿元（净利润 1.5 亿元）；2) 华菱节能，预计 16 年底实现总净利润近 4 亿元，从节能环保角度给予 20 倍估值，对应市值 80 亿元；3) 特钢业务，参考同类型公司，给予 30 倍估值，对应市值 27 亿元。当然，上述只是理论测算，实际利润贡献需要逐步体现，因此谨慎起见给予一定折价（本文按 70%）。

■ 高弹性标的，主营稳健发展

公司是纯钢铁股的代表，弹性最大（吨钢市值）。公司上半年预亏 1.4-1.7 亿元，其中一季度亏损 1.7 亿元，意味着公司二季度实现盈利，表现好于行业平均。未来基本面则仍值得关注：1) 公司与安赛乐米塔尔合作的冷轧汽车板项目已处在达产阶段，并完成部分自主汽车品牌和合资品牌的认证工作，未来将逐步贡献业绩增量。2) 降本增效效果可期，公司二季度重点打造以集成产品开发（IPD）为基础的销研产一体化，有助于内部挖潜。

■ 复牌后关注补跌及估值提升

公司停牌期间，板块整体下跌，可比公司如新钢股份、安阳钢铁、山东钢铁、马钢股份股价分别下跌 30.1%、16.1%、10.4%、17.9%，故公司股价也存在一定补跌压力。但是，考虑到本次增发带来的市值提升，无需太悲观。公司目前市值 142 亿元，假设补跌 20%，但考虑增发带来市值增量 90 亿元、股本增厚 9.27 亿股计算，对应股价逻辑上仍有一定上涨空间。当然，公司作为周期性企业，股价走势受大盘影响较大，需重视风险。

投资建议

维持“买入”评级。

图表：公司募投项目

业务类别	项目名称	预计总投资 (亿元)	募集资金拟投 入额(亿元)
“互联网+”	“互联网+钢铁”产业链转型升级项目	15.5	11.4
节能环保	收购湖南华菱节能发电有限公司 100%股权	11.6	11.6
	湘钢 1*135MW 超高压高温煤气高效利用发电项目	4.7	3
	华菱节能 1*135MW 超高压高温煤气高效利用发电项目	4.7	1.9
特种用钢	5m 宽厚板品种升级技术改造项目	0.9	0.9
	优质特种合金钢线棒生产线技术改造项目	4.4	1.6
其他	偿还银行借款	8	8
	补充流动资金	3.6	3.6
合计		53.4	42

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	货币资金	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率	59,256	59,652	55,600	58,117	59,092	60,110	应收账款	3,597	3,035	6,891	7,000	7,200	7,500
主营业务成本	-58,291	-56,496	-51,249	-53,068	-54,057	-55,058	存货	3,989	9,366	5,980	6,198	6,302	6,410
%销售收入	98.4%	94.7%	92.2%	91.3%	91.5%	91.6%	其他流动资产	8,382	8,809	7,905	8,723	8,886	9,051
毛利	965	3,156	4,350	5,049	5,035	5,052	流动资产	1,541	1,442	2,594	847	859	871
%销售收入	1.6%	5.3%	7.8%	8.7%	8.5%	8.4%	%总资产	17,509	22,653	23,370	22,768	23,247	23,832
营业税金及附加	-206	-229	-192	-203	-207	-210	长期投资	405	1,487	122	123	122	122
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	43,064	42,048	45,589	42,801	40,121	37,386
营业费用	-610	-581	-749	-785	-798	-811	%总资产	66.3%	60.0%	62.5%	62.1%	60.6%	58.8%
%销售收入	1.0%	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	3,910	3,821	3,798	3,198	2,696	2,273
管理费用	-1,659	-1,489	-1,515	-1,598	-1,625	-1,653	非流动资产	47,462	47,432	49,598	46,124	42,941	39,784
%销售收入	2.8%	2.5%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	%总资产	73.1%	67.7%	68.0%	67.0%	64.9%	62.5%
息税前利润 (EBIT)	-1,509	857	1,894	2,463	2,405	2,377	资产总计	64,971	70,084	72,968	68,892	66,188	63,615
%销售收入	n.a	1.4%	3.4%	4.2%	4.1%	4.0%	短期借款	28,993	31,097	33,029	27,237	23,727	20,187
财务费用	-1,818	-1,261	-1,894	-2,092	-1,921	-1,684	应付款项	15,422	17,833	17,431	19,015	19,364	19,719
%销售收入	3.1%	2.1%	3.4%	3.6%	3.3%	2.8%	其他流动负债	724	454	590	377	383	390
资产减值损失	-127	-83	-62	-20	0	0	流动负债	45,139	49,384	51,049	46,628	43,475	40,296
公允价值变动收益	0	-3	5	0	0	0	长期贷款	6,639	6,898	5,684	5,684	5,684	5,685
投资收益	50	365	12	15	15	15	其他长期负债	556	577	5	0	0	0
%税前利润	-1.5%	252.8%	9.3%	3.2%	2.5%	1.9%	负债	52,334	56,859	56,738	52,312	49,159	45,981
营业利润	-3,404	-126	-45	366	499	707	普通股股东权益	10,941	10,413	11,753	12,053	12,452	13,008
营业利润率	n.a	n.a	n.a	0.6%	0.8%	1.2%	少数股东权益	1,697	2,812	4,477	4,527	4,577	4,627
营业外收支	23	271	177	100	100	负债股东权益合计	64,971	70,084	72,968	68,892	66,188	63,615	
税前利润	-3,381	144	132	466	599	807	比率分析						
利润率	n.a	0.2%	0.2%	0.8%	1.0%	1.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-106	-18	-28	-117	-150	-202	每股指标						
所得税率	n.a	12.6%	21.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	-1,087	0.028	0.011	0.099	0.132	0.184
净利润	-3,487	126	104	350	449	606	每股净资产	3,628	3,453	3,897	3,997	4,129	4,313
少数股东损益	-209	42	72	50	50	50	每股经营现金净流	1,919	0.292	2,410	2,690	1,940	1,891
归属于母公司的净利润	-3,278	84	32	300	399	556	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	0.1%	0.1%	0.5%	0.7%	0.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-29.96%	0.81%	0.27%	2.49%	3.21%	4.27%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	-5.05%	0.12%	0.04%	0.44%	0.60%	0.87%
净利润	-3,463	147	147	350	449	606	投入资本收益率	-3.22%	1.46%	2.72%	3.73%	3.88%	4.10%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	2,947	2,794	2,763	3,477	3,372	3,298	主营业务收入增长率	-19.69%	0.67%	-6.79%	4.53%	1.68%	1.72%
非经营活动	1,870	939	1,744	2,156	1,953	1,722	EBIT 增长率	#####	-156.77%	121.04%	30.08%	-2.35%	-1.17%
营运资金变动	-304	-3,011	2,614	2,130	77	76	净利润增长率	#####	102.58%	-61.81%	829.98%	33.12%	39.17%
经营活动现金净流	1,050	869	7,268	8,112	5,851	5,701	总资产增长率	-22.63%	7.87%	4.11%	-5.59%	-3.93%	-3.89%
资本开支	-1,092	-2,360	-3,124	80	-89	-40	资产管理能力						
投资	180	-616	140	-1	0	0	应收账款周转天数	8.2	9.4	12.4	12.5	12.5	12.5
其他	482	161	1,353	15	15	15	存货周转天数	61.7	55.5	59.5	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-430	-2,815	-1,631	94	-74	-25	应付账款周转天数	34.1	38.0	48.2	50.0	50.0	50.0
股权筹资	0	707	361	0	0	0	固定资产周转天数	248.6	250.0	266.5	238.3	217.4	196.8
债权筹资	-7,701	2,494	-846	-5,795	-3,509	-3,540	偿债能力						
其他	-2,300	-1,818	-2,137	-2,302	-2,068	-1,837	净负债/股东权益	252.22%	261.74%	194.78%	155.08%	129.21%	103.00%
筹资活动现金净流	-10,000	1,384	-2,622	-8,097	-5,577	-5,376	EBIT 利息保障倍数	-0.8	0.7	1.0	1.2	1.3	1.4
现金净流量	-9,380	-562	3,015	109	200	300	资产负债率	80.55%	81.13%	77.76%	75.93%	74.27%	72.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-01-30	买入	3.45	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—20%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD