

华菱钢铁 (000932.SZ) 钢铁行业

评级：增持 维持评级

公司点评

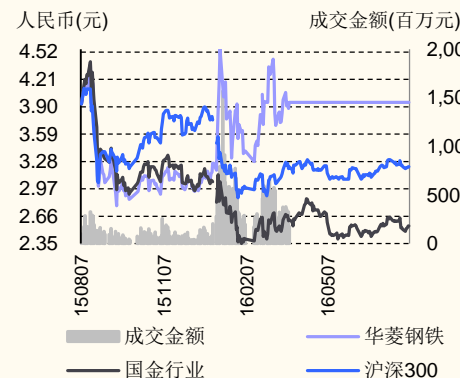
市场价格(人民币)：3.95元

转型“金融+节能发电”双轮驱动

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,015.12
总市值(百万元)	11,911.82
年内股价最高最低(元)	4.55/2.78
沪深300指数	3205.11
深证成指	10342.28



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.011	-1.001	0.015	0.085	0.115
每股净资产(元)	3.90	3.06	3.08	3.16	3.28
每股经营性现金流(元)	2.41	1.40	2.56	1.80	1.84
市盈率(倍)	366.63	-3.26	261.98	46.36	34.50
行业优化市盈率(倍)	36.17	40.29	33.98	33.98	33.98
净利润增长率(%)	-61.81%	-9460.79%	101.51%	465.16%	34.38%
净资产收益率(%)	0.27%	-32.70%	0.49%	2.70%	3.50%
总股本(百万股)	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布重组预案，拟以除湘潭节能 100%股权外的全部资产及负债，与华菱集团持有的华菱节能 100%股权、财富证券 18.92%股权、华菱集团全资子公司迪策投资持有的财富证券 14.42%股权中的等值部分进行置换。同时，公司拟通过非公开发行股票方式购买财信金控持有的财信投资 100%股权和深圳润泽持有的财富证券 3.77%股权。此外，拟通过非公开发行股票方式向华菱控股募集配套资金，募集资金总额不超过 85 亿元。所募集的资金拟用于补充财富证券、湖南信托和吉祥人寿资本金。公司股票将于 8 日复牌。

评论

- **转型金融+环保。**交易完成后，公司将通过直接或间接持有财富证券 100%股权、湖南信托 96%股权、吉祥人寿 29.19%股权、湘潭节能 100%股权、华菱节能 100%股权，上市公司将形成以“金融+节能发电”双轮驱动的业务架构。
 - ✓ 华菱节能主营发电和能源介质供应两部分业务。发电业务主要利用钢铁企业华菱涟钢的煤气和余热进行发电，能源介质供应业务主要供应华菱汽车板公司生产所需的压缩空气和氢气等能源介质，具体包括：压缩空气、氢气、蒸汽、水和处理华菱汽车板公司生产的废水回收再利用。其 15 年、16 年 1-4 月实现净利润分别为 1.08 亿元、0.47 亿元。
 - ✓ 财信投资是湖南省内以金融服务为主、实业投资为辅的大型国有多元化投资控股集团，业务涵盖了证券、信托、担保、创业投资、保险、房地产开发等领域。其中，14、15 年实现净利润 6.86 亿元、8.07 亿元。财信投资内部资产剥离及债务承接完成后，财信投资将仅保留证券业务、信托业务、保险业务及其他部分商业银行少数股权。
- **交易完成后对应 PB 为 3.5 倍、PE 为 32 倍。**重组完成后，公司将成为从事信托、证券、保险等金融业务及节能发电业务的双主业综合性公司。相较于原有钢铁资产而言，置入资产现金流好、盈利稳定。
 - ✓ 按 15 年财信投资、华菱节能、财富证券净资产分别 34.4 亿元、10.7 亿元、43.3 亿元，考虑增发后股本对应市值 290 亿元，则对应 PB 为 3.5 倍。参考当前金融类上市公司平均 PB 为 3 倍，节能发电类 PB 为 2 倍，估值基本合理；

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

倪文祎 分析师 SAC 执业编号：S1130515080001
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

✓ 按 15 年财信投资、华菱节能、财富证券净利润分别为 8.07 亿元、1.08 亿元、9.76 亿元，则对应 PE 为 32 倍，PE 估值略高。

- **关注其他的钢铁国企改革/转型标的。**近期，宝武停牌合并并同时列入国有资本投资公司试点、南北钢铁集团报道等钢铁相关国企改革与转型事件不断。我们认为，钢铁行业国资占比高、国企数量多，是国企改革重要领域。钢铁国企改革 6 大模式中，国有资本投资公司及资产置换/注入等为首选。同时，钢铁国企改革更与供给侧改革相辅相成，相关标的除停牌的武钢、宝钢外，首钢、新兴铸管等也值得关注。

投资建议

- 公司停牌期间，可比公司新钢、河钢等股价小幅上涨 10% 左右。不过，考虑本次资产置入及增发后公司市值较大，估值略高，给予“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	59,652	55,600	41,406	43,631	45,262	47,572
增长率		-6.8%	-25.5%	5.4%	3.7%	5.1%
主营业务成本	-56,496	-51,249	-40,241	-39,870	-41,274	-43,486
%销售收入	94.7%	92.2%	97.2%	91.4%	91.2%	91.4%
毛利	3,156	4,350	1,164	3,761	3,988	4,086
%销售收入	5.3%	7.8%	2.8%	8.6%	8.8%	8.6%
营业税金及附加	-229	-192	-191	-218	-226	-238
%销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-581	-749	-856	-873	-905	-951
%销售收入	1.0%	1.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-1,489	-1,515	-1,478	-1,440	-1,494	-1,570
%销售收入	2.5%	2.7%	3.6%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	857	1,894	-1,361	1,230	1,362	1,327
%销售收入	1.4%	3.4%	n.a	2.8%	3.0%	2.8%
财务费用	-1,261	-1,894	-2,761	-1,169	-1,042	-889
%销售收入	2.1%	3.4%	6.7%	2.7%	2.3%	1.9%
资产减值损失	-83	-62	-332	-24	-1	-1
公允价值变动收益	-3	5	8	0	0	0
投资收益	365	12	60	10	10	10
%税前利润	252.8%	9.3%	-1.4%	14.9%	2.9%	2.1%
营业利润	-126	-45	-4,386	47	329	447
营业利润率	n.a	n.a	n.a	0.1%	0.7%	0.9%
营业外收支	271	177	148	20	20	20
税前利润	144	132	-4,238	67	349	467
利润率	0.2%	0.2%	n.a	0.2%	0.8%	1.0%
所得税	-18	-28	160	-17	-87	-117
所得税率	12.6%	21.0%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	126	104	-4,078	50	262	350
少数股东损益	42	72	-1,060	5	5	5
归属于母公司的净利润	84	32	-3,018	45	257	345
净利率	0.1%	0.1%	n.a	0.1%	0.6%	0.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	147	147	-4,019	50	262	350
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,794	2,763	3,244	3,693	3,583	3,508
非经营收益	939	1,744	1,868	1,586	1,230	1,105
营运资金变动	-3,011	2,614	3,118	2,377	355	578
经营活动现金净流	869	7,268	4,211	7,707	5,430	5,542
资本开支	-2,360	-3,124	-1,580	-324	-169	-120
投资	-616	140	-562	-1	0	0
其他	161	1,353	118	10	10	10
投资活动现金净流	-2,815	-1,631	-2,023	-315	-159	-110
股权募资	707	361	0	0	0	0
债权募资	2,494	-846	-645	-8,987	-3,011	-3,297
其他	-1,818	-2,137	-665	-1,483	-1,260	-1,135
筹资活动现金净流	1,384	-2,622	-1,310	-10,470	-4,271	-4,432
现金净流量	-562	3,015	878	-3,078	1,000	1,000

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,035	6,891	10,078	7,000	8,000	9,000
应收款项	9,366	5,980	5,632	6,037	6,262	6,582
存货	8,809	7,905	8,022	7,974	8,255	8,697
其他流动资产	1,442	2,594	3,605	1,137	1,159	1,194
流动资产	22,653	23,370	27,338	22,147	23,676	25,473
%总资产	32.3%	32.0%	35.7%	32.7%	35.9%	39.6%
长期投资	1,487	122	121	122	121	121
固定资产	42,048	45,589	44,983	42,272	39,389	36,449
%总资产	60.0%	62.5%	58.8%	62.4%	59.8%	56.6%
无形资产	3,821	3,798	3,846	3,239	2,730	2,303
非流动资产	47,432	49,598	49,161	45,636	42,242	38,875
%总资产	67.7%	68.0%	64.3%	67.3%	64.1%	60.4%
资产总计	70,084	72,968	76,499	67,783	65,919	64,349
短期借款	31,097	33,029	34,204	25,806	22,795	19,497
应付款项	17,833	17,431	23,135	24,461	25,329	26,678
其他流动负债	454	590	1,591	486	503	530
流动负债	49,384	51,049	58,930	50,753	48,627	46,706
长期贷款	6,898	5,684	4,353	4,353	4,353	4,354
其他长期负债	577	5	590	0	0	0
负债	56,859	56,738	63,872	55,105	52,979	51,059
普通股股东权益	10,413	11,753	9,229	9,274	9,531	9,877
少数股东权益	2,812	4,477	3,398	3,403	3,408	3,413
负债股东权益合计	70,084	72,968	76,499	67,783	65,919	64,349

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.028	0.011	-1.001	0.015	0.085	0.115
每股净资产	3.453	3.897	3.060	3.075	3.161	3.275
每股经营现金净流	0.292	2.410	1.396	2.556	1.800	1.838
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.81%	0.27%	-32.70%	0.49%	2.70%	3.50%
总资产收益率	0.12%	0.04%	-3.95%	0.07%	0.39%	0.54%
投入资本收益率	1.46%	2.72%	-2.56%	2.15%	2.55%	2.68%
增长率						
主营业务收入增长率	0.67%	-6.79%	-25.53%	5.37%	3.74%	5.10%
EBIT 增长率	N/A	121.04%	-171.86%	-190.42%	10.73%	-2.58%
净利润增长率	#####	-61.81%	9460.79%	101.51%	465.16%	34.38%
总资产增长率	9.47%	4.11%	4.84%	-11.39%	-2.75%	-2.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.4	12.4	19.2	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	55.5	59.5	72.2	73.0	73.0	73.0
应付账款周转天数	38.0	48.2	56.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	250.0	266.5	383.5	340.1	304.0	266.3
偿债能力						
净负债/股东权益	261.74%	194.78%	221.60%	178.76%	144.14%	108.01%
EBIT 利息保障倍数	0.7	1.0	-0.5	1.1	1.3	1.5
资产负债率	81.13%	77.76%	83.49%	81.30%	80.37%	79.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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
2	2015-07-27	买入	4.37	N/A

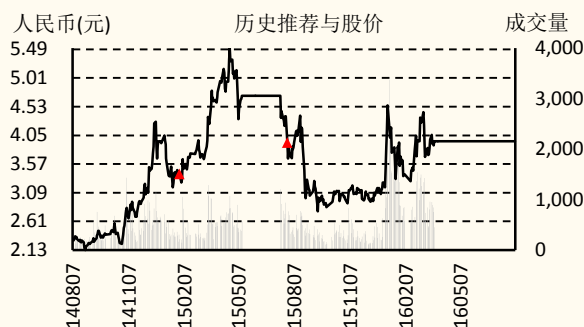
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

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