

华菱钢铁 (000932)

公司研究/调研报告

行业竞争位势提升，改革激活内生动力

公司调研报告/钢铁

2018年03月22日

报告摘要：

● 湖南大型钢企，聚焦钢铁主业，瞄准高端市场和新兴用钢领域

拥有湘潭、娄底、衡阳三大生产基地，核心子公司湘钢、涟钢、钢管产能分别 1000、800、150 万吨/年，全球最大宽厚板生产企业，国内第二大无缝钢管供应商，具备规模及区位优势。主体产线国内领先，部分板管工艺达世界先进水平，注重研发，每年在主要目标市场推出 2-3 高端产品，高级别管线钢、耐磨钢、高强薄规格结构钢、止裂钢、移动储罐容器钢、核电钢等“双高”产品走在行业前列，在造船、海工、桥梁、高压容器、汽车、家电、工程机械、油气等细分市场具有较强竞争优势。

● 据下游调整产品结构，降低全要素成本，经营有起色

据下游需求轮动及时调整产品结构，主营板材及长材盈利提升带动公司走出经营困境。深入提质降耗，在物流、人工、能源和财务等方面带来经济效益。加大水运比例，吨钢物流成本下降约 50 元/吨；员工人数自 2014 年 3.1 万人下降至 2017 年末 2.3 万人，预计 2018 年末 1.8 万人，核心子公司劳动生产率领先行业，未来提高技术人员比例、自动化智能制造，人工成本将继续下降；自发电比例 80%-85% 以上，亦领先行业，目前继续加大二次能源高效回收利用的技术投入，能源成本有望再降；2017 年财务成本同比下降 4.65 亿，未来加速去杠杆改善流动性。

● VAMA 发展迈入正轨，是未来重要盈利增长点

与全球钢铁巨头、汽车板龙头安赛乐米塔尔合资建立汽车板公司，基本实现新产品同步上市、新技术共享，聚焦中高端汽车板，大幅增强差异化竞争力。目前汽车板工艺技术达世界顶级水平，领先国内同行一代到一代半，已完成 18 家汽车主机厂和配套商认证，产品开始稳定批量供应部分汽车主机厂与冲压件厂，随着认证到销售的切换及销售渠道的扩张，预计 1-2 年内供货规模超国内诸多同行。VAMA 管理层预测公司逐步进入良性运营时期，预计未来营收超 500 亿，利润总额超过 20 亿。

● 盈利预测与投资建议

公司深度改革后业绩在行业内大幅挺进，VAMA 发展逐步走上正轨，并深化与米塔尔核心客户及国内大型厂商长期稳定合作关系，我们看好公司未来几年的发展。预计 2018-2020 年营业收入分别为 830.19 亿元、850.11 亿元和 867.97 亿元，归母净利润分别为 48.33 亿元、52.61 亿元和 54.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.6 元、1.74 元和 1.81 元，对应 PE 分别为 5.0X、4.6X 和 4.4X。首次覆盖，给予“强烈推荐”的评级。

● 风险提示 钢材需求大幅下降，原燃料价格大幅增长。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	76,656	83,019	85,011	86,797
增长率 (%)	53.5%	8.3%	2.4%	2.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,121	4,833	5,261	5,451
增长率 (%)	490.5%	17.3%	8.9%	3.6%
每股收益 (元)	1.37	1.60	1.74	1.81
PE (现价)	5.9	5.0	4.6	4.4
PB	2.3	1.6	1.2	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

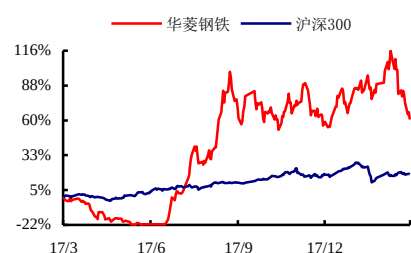
强烈推荐 首次评级

当前价格： 8.02 元

交易数据 2018-3-21

收盘价 (元)	8.02
近 12 个月最高/最低	10.74/3.87
总股本 (百万股)	3,016
流通股本 (百万股)	3,015
流通股比例 (%)	99.99
总市值 (亿元)	242
流通市值 (亿元)	242

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号： S0100117110078

电话： 010-85127433

邮箱： zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

1. 行业动态报告：唐山钢铁行业错峰限产超预期，关注钢铁板块投资机会

目录

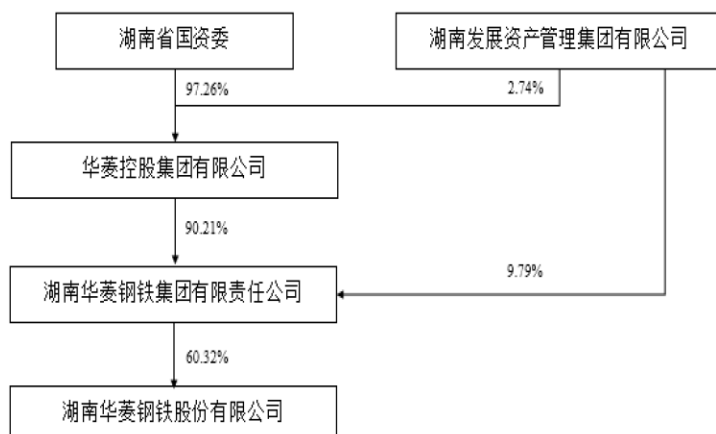
一、聚焦钢铁主业，瞄准中高端、新兴市场	3
1、回归钢铁主业，追求精益生产	3
2、强工艺、高技术，先进制造产品过硬	4
3、业绩亮眼，挺进行业前列	6
二、深耕三大主业，坚持做精做强	7
1、三大主业，盈利能力自 2017 年齐头并进	7
2、稳优势、革劣势，厚积薄发	8
3、VAMA 发展迈入正轨，是未来重要盈利增长点	9
三、集团资产阳钢将择机注入上市公司	9
四、公司主要财务指标	10
五、盈利预测与投资建议	11
插图目录	14
表格目录	14

一、聚焦钢铁主业，瞄准中高端、新兴市场

1、回归钢铁主业，追求精益生产

华菱钢铁股份，系湖南华菱钢铁集团，联合长沙矿冶研究院等单位，经湖南省政府批准共同发起成立，实际控制人是湖南省国资委。公司于 1999 年 8 月在深交所上市以来，坚持做精做强战略，实施“深耕行业、区域主导、领先半步”的营销理念。构建“以零缺陷质量管理为核心的精益生产体系、以集成产品研发为基础的销研产一体化体系和以信息化为支撑的营销服务体系”，确立了坚持和推行专业化生产格局与成本控制支持下的差异化发展战略，追求产品在细分市场占据的高端位势，定位于从钢材制造商发展为“追求客户价值的钢材产品综合服务商”。

图 1：股权结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

经过多年努力，公司目前形成了板管棒线兼有、普特结合、专业化分工生产格局，是全球最大的宽厚板生产企业，国内第二大无缝钢管供应商，主体产线及技术装备达到国内领先水平，在造船、海工、桥梁、高压容器、汽车、家电、工程机械、油气等用钢领域的细分市场具有较强的竞争优势，产品广泛应用于大型 LNG 运输船、中海油 981 平台、中央电视台新址、港珠澳大桥、俄罗斯北极圈亚马尔项目、阿布扎比国际机场等国内外标志性工程项目。

表 1：重要参控股公司主营产品及优势

子公司名称	优势
湖南华菱湘潭钢铁有限公司	主要产品宽厚板、线棒，全球最大的宽厚板制造基地
湖南华菱涟源钢铁有限公司	主要产品是热轧、冷轧薄板和部分螺纹，拥有世界先进水平的薄板坯连铸连轧生产线（CSP）以及配套的冷连轧和涂镀加工生产线
衡阳华菱钢管有限公司	专业化生产无缝钢管，在无缝钢管行业制造实力全球排名第五、中国第二
华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司	国内少数能提供全系列汽车用钢产品的企业，独家生产 USIBOR®1500，Ductibor®500 等高端产品
华安钢宝利投资有限公司	在沈阳、常熟、重庆、娄底四地设有高强、超高强钢加工服务中心，提升汽车板销售服务能力、延伸下游产业链，

资料来源：公司年报，民生证券研究所

华菱钢铁拥有湘潭、娄底、衡阳三大钢铁生产基地。各子公司合理分工、专业生产，重要子公司华菱湘钢、华菱钢管等经湖南省科技厅认证通过高新技术企业公司，产能分别为1000万吨、150万吨，华菱涟钢产能800万吨以上。

公司与全球钢铁巨头、汽车板领域龙头安赛乐米塔尔合资建立的汽车板公司VAMA，获取了米塔尔热轧基板等顶尖技术培训，结合涟钢现有冷轧汽车板生产线及其他高端板材，建立完善的板材质量控制体系和研发体系。为提升汽车板销售服务能力，延伸下游产业链，实现综合服务商战略，VAMA与西班牙公司GONVARRI合资设立汽车板加工公司华安钢宝利，双方持股50%，在沈阳、常熟、重庆、娄底四地设立高强、超高强钢加工服务中心，为客户提供高强汽车板冲裁及激光焊接加工业务。

此外，截至2016年末，华菱集团参股全球第4大矿业公司FMG13.97%股权，并有一名董事参与战略决策，获得稳定的铁矿石供应。旗下欣港集团为钢铁主业提供港口和水运配套物流服务，其附属及参股企业有湖南省最大物流企业岳阳欣港物流有限公司，湖南省前四大港口企业岳阳城陵矶港务有限责任公司、湘潭顺通装卸有限公司、湖南华菱岳阳港务有限公司、湘潭顺达装卸有限公司，湖南省前二大航运企业湖南振湘船务有限公司、湖南湘江船务有限公司，以及湖南省航运中心运营企业岳阳欣港置业有限公司。

2016年8月，华菱钢铁拟置出原有钢铁主业相关资产，注入优质金融资产与发电资产，预从事信托、证券、保险等金融及节能发电双主业；但钢铁资产受益行业景气度，业绩已大幅改善，提质增效和结构调整取得明显效果，目前金融资产已停止重组，回归钢铁主业。

表 2：重要参控股公司及 2017 年资产及盈利状况（亿元）

公司名称	持股比例	主营业务	总资产	净资产	营收	归母净利
华菱湘钢铁有限公司	94.71%	钢铁	251.54	68.6	349.2	26.1
湖南华菱涟源钢铁有限公司	62.75%	钢铁	228	43.4	317.3	25.2
衡阳华菱钢管有限公司	100%	钢铁	133	9.8	69.6	0.78
华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司	51%	钢材深加工	67.5	20.1	33.3	0.25
华安钢宝利投资有限公司	50%	投资	9.1	3.9	0.43	-0.35
湖南华菱钢铁集团财务有限公司	55%	金融	70.2	20.3	2.1	1.23

资料来源：公司年报，民生证券研究所

2、强工艺、高技术，先进制造产品过硬

公司以冷、热轧超薄板、宽厚板、大小口径齐全的无缝钢管、精品线材等特色产品作为发展重点，目前已形成具有国内外先进装备水平的板、管、线系列产品生产线。目前，公司工艺技术装备水平基本实现了大型化、现代化、信息化改造升级，在板管领域建成和拥有当今世界最先进的炼钢、轧钢、在线热处理、全流程自动化控制、在线探伤、智能控制等完整的钢铁生产工艺和装备技术，主要炼钢、轧钢生产线与行业标杆企业基本处在同一水平。

表 3: 生产线及产能

生产线	产能
板材	宽厚板 440 万吨,冷、热轧薄板 160 万吨、640 万吨,冷轧汽车板 150 万吨
工业加工为主的线、棒材	线材 210 万吨,棒材 340 万吨
无缝钢管	产能 180 万吨

资料来源: 公司官网, 民生证券研究所

瞄准中高端市场和新兴用钢领域。具备每年在各主要目标细分市场上快速推出 2-3 个高端产品的能力。十二五期间, 瞄准国内市场短缺的高强度轿车用钢、高强度船板、大功率火电及核电用特厚板、海洋平台用钢、特殊油气专用管、压力容器用钢等高精尖产品, 全力满足不同客户群体的产品需求。

重视技术创新, IPD 销研产一体化体系初步形成。公司始终落实“深耕行业、区域主导、领先半步”的营销战略。2015 年起, 持续构建及推进以 (集成产品开发) IPD 为载体的销研产一体化模式, 持续完善研发体系建设及激励机制, 全面启动炼铁、炼钢、轧钢及设备自动化四个技术专家团队的工作。在新产品研发上成效显著, 自主研发高级别抗大变形管线钢 X90HD、大口径 X90 管线钢、核电重型支撑用钢板、120-150mm 以坯代锭 345 系列用钢、特厚船板、工程机械用钢 LG960QT、LG1100QT。并且能即时响应客户需求, 推行定制化研制生产, 在高级别管线钢、耐磨钢、高强薄规格结构钢、止裂钢、移动储罐容器用钢、核电用钢等“双高”产品研发生产上走在了行业前列。

表 4: 研发投入

指标	2015 年	2016 年	2017 年
研发人员 (人)	3236	3308	3417
研发人员占比	11.08%	13.55%	14.76%
研发投入 (万元)	154,045	165,780	247,894
研发投入收入比	3.72%	3.33%	3.24%
研发投入资本化金额 (万元)	3,030	3,875	4,871
资本化研发投入占研发收入比	1.97%	2.33%	1.96%

资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

以高端汽车板为代表的技术领先优势正在建立。汽车板公司已成功开发 Usibor®1500MP、DP1380、IF440 以上等高端汽车板产品, 并已通过长安福特、一汽大众、东风标致、菲亚特、雷诺尼桑、德国本特勒等主机厂及一级零件配套商的认证审核。汽车板工艺生产技术已达到世界钢铁行业顶级水平, 领先于国内同行业一代到一代半水平, 预计供货规模将在未来 1-2 年内超越国内诸多同行业公司。

深耕行业, 根据个性化需求迅捷开发。紧跟市场动向、满足下游需求, 以产品和产业结构调整升级推进自身快速发展。近三年来华菱开发高技术、高附加值的新品种达到 100 余项, 新产品总产量超过 1000 万吨, 拥有 20 余项核心技术, 150 余项专利技术, 创新能力达到国内领先水平。板、管、线、棒材等多个系列产品荣获、“冶金产品实物质量金杯奖”、“中国名牌产品”、“冶金行业品质卓越产品”等荣誉。

目前, 华菱产品已在造船、海工、桥梁、高压容器、油气、家电、军工等细分市场打造

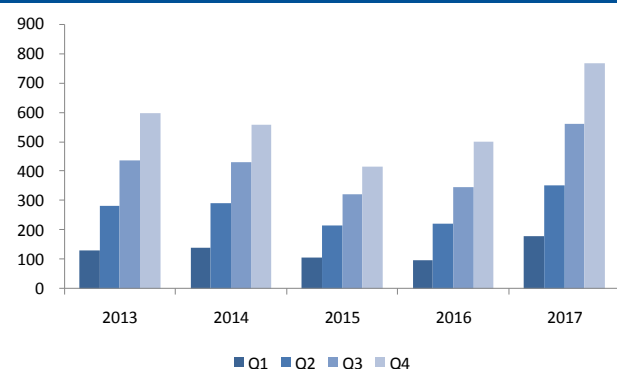
多个“隐形冠军”；广泛用于北极圈亚马尔项目、神华宁煤煤制油项目、港珠澳大桥、首都新机场、可燃冰开采“蓝鲸1号”等国内外一大批超级工程和重点项目；成为卡特彼勒、三一重工、中联重科、格力、美的等行业标杆企业的主要供货商，也为奔驰、宝马、广汽三菱、上汽等高端汽车制造商提供产品。各类优质钢材畅销国内外，年出口量超过200万吨，产品远销亚洲、欧洲、美洲、非洲、澳洲的十余个国家。

3、业绩亮眼，挺进行业前列

在钢铁行业经历市场变革和严峻的竞争格局时期，华菱钢铁紧紧围绕结构调整和转型升级两大中心任务，深化体制机制改革，持续探索、挖潜创效；同时受益于行业改革红利，目前经营状况已随行业景气明显好转，盈利能力快速提升。公司2017年粗钢产量1,732万吨，钢材产量1,666万吨，分别较历史最优水平增长12%、12%；全年销售钢材1,656万吨，销售均价同比增幅高于行业平均5.5个百分点；实现营收765.1亿元，同比增加53.6%；归母净利润41.21亿元，较历史最优水平增长156%，2016年同期亏损10.55亿元；报告期末资产负债率较年初降低了6.36个百分点。

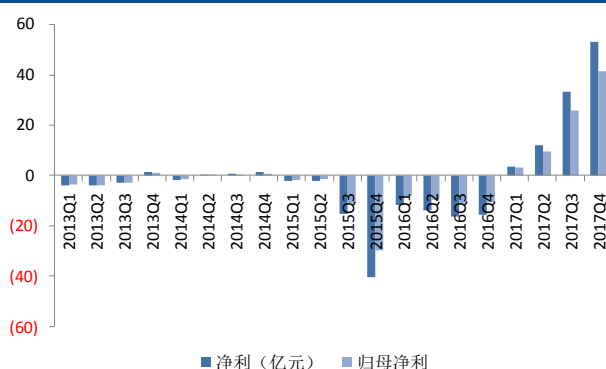
华菱在钢铁行业的竞争力和位势大幅提升。2017年前三季度，公司营收560.86亿元（同比+62.77%）；归母净利25.72亿元，为公司上市以来最优业绩。单三季度实现净利21.26亿元，环比第二季度增加155.42%；归母净利16.15亿元，环比第二季度增加148.00%。三季度吨钢净利润达463.97元，远高于上半年的156.68元。在全国26家普钢上市公司中，华菱钢铁2017年单三季度和前三季度的营收排名第4位，单三季度净利、归母净利排名第2位，前三季度净利和归母净利分别排名第3位和第4位。2015年至今，华菱钢铁前三季度营业收入排名从第9位上升到了第4位；净利润从2015年的第22位，2016年的第26位，上升到了2017年的第3位。

图2：近5年营收（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：近5年净利及归母净利（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

三家核心子公司提供业绩支撑。2017年，三家核心子公司华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管分别实现归母净利润约26.1亿元、25.2亿元、0.78亿元，其中华菱湘钢和华菱涟钢比上年同期大幅增长。2016年两大亏损企业，华菱钢管和汽车板公司业绩2017年已明显好转。华菱钢管2016年全年亏损13.9亿元（包含计提减值近4亿元），2017年一季度大幅减亏，二三季度和三季度均实现单季盈利，全年实现扭亏；汽车板公司前几年连续亏损，2016年亏损

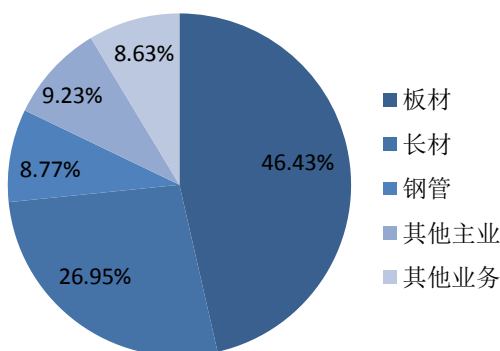
3.8 亿元，主要是由于其下游行业特殊性，产品认证需要比较长的一段时间，随着认证、客户开发、产品结构调整等工作的推进，经营状况逐渐向好，自 2016 年 12 月以来持续盈利。

二、深耕三大主业，坚持做精做强

1、三大主业，盈利能力自 2017 年齐头并进

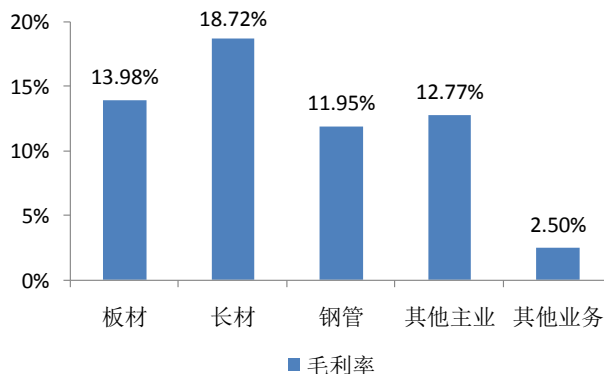
目前，华菱钢铁生产格局是板管棒线兼有、普特钢结合，产品覆盖宽厚板、冷热轧薄板、无缝钢管、线棒材等 10 大类 5000 多种规格系列产品。板材、长材、钢管分别贡献营收 46.43%、26.95%、8.77%；各类型产品毛利率相近，长材略高近 19%。

图 4：主营三大业务，板材占比近半



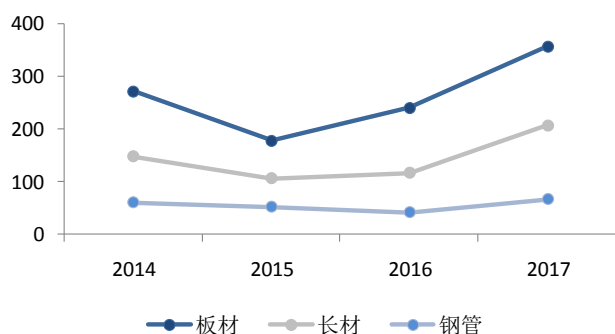
资料来源：wind，民生证券研究所

图 5：长材毛利率最高，板材其次



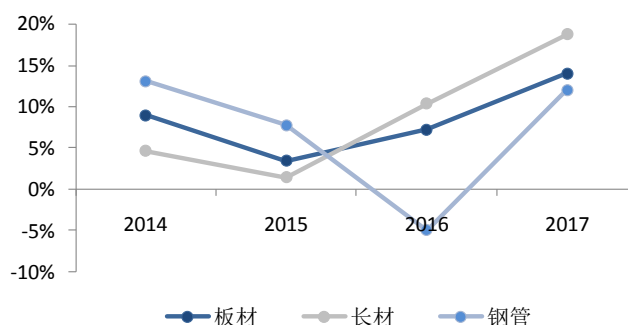
资料来源：wind，民生证券研究所

图 6：三大业务营收（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究所

图 7：板、长材毛利率近 2 年均上升，管材 2017 年扭亏



资料来源：wind，民生证券研究所

表 5：主营产品简介

产品类型	产品介绍
宽厚板	造船板、锅炉压力容器板、桥梁及高建板、管线钢、耐磨钢、海洋平台用钢六大系列，板材品种比达 80% 以上
冷热轧薄板	已成功开发出管线钢、工程机械用钢、半工艺硅钢、冷轧家电板、汽车用钢等系列“双高”产品，CSP 生产线 2.0mm 以下超薄规格产品比例达到 40% 以上，处于国内同行业领先水平
无缝钢管	覆盖大、中、小全组距，油气用管、机加工用管、高压锅炉管等专用无缝钢管比率达到 70%，特别是在油管方面，已成为国内第二大石油用管供应商
线棒材	带肋钢筋、帘线钢、合金焊丝用钢、冷镦钢、合金结构钢、齿轮钢等，品种比超过 90%

资料来源：公司官网，民生证券研究所

2、稳优势、革劣势，厚积薄发

湖南是钢材净流入区域，华菱具备规模+区位双重优势。湖南省是钢材净流入地区，每年的钢材需求大约在 3500 万吨，而产能只有 2000 万吨。且湖南地区钢铁产业集中度较高，华菱及控股子公司的年产能占湖南省前五大钢企产能的 87.4%，规模优势显著。此外，公司地处中南地区，东南分别有长江三角洲、珠江三角洲，在区位上有承接东西、连接南北的市场优势，销售范围涵盖湖南及周边地区、华中地区、华东地区、华南地区、西南地区以及出口，需求有保障。随着中部崛起、长江经济带、“一带一路”等国家战略的深入推进，湖南及周边地区特别是广东、湖北、重庆等地工程机械、汽车、装备制造等制造业发展迅速，钢材需求旺盛、增速稳定，未来区位优势将逐步显现，盈利有保证。

结构调整，推进产品技术升级。公司自 2013 年以来，持续推进产品结构调整，紧跟市场需求动向，瞄准标志性重点工程和标杆客户，适应和推动下游需求升级；关注单品市场占有率、快速占领市场、市场容量、盈利能力。目前已取得阶段性成果，板材方面，前期主要供应给造船厂，现已由峰值 60% 减到 33% 左右，提高地产、基建等相关的工程机械、高层建筑、桥梁等高强钢品种的比例；管材方面，前期高达 60-70% 的管材供应给油气行业，但油气行业的不景气将公司带入经营困境，现调整为管材生产和销售主要面向增长较快的机械加工行业和其他行业，目前公司钢管在油气行业、机械加工行业和其他行业约各占比三分之一。但近期石油价格回升，国内“三桶油”资本性支出增加，且造船业复苏。预计 2018 年下游行业景气度会回升。

挖潜提效，降低全要素成本。作为重资产、高能耗行业，公司深入了解自身企业特点，注重内部改革，强力推进全要素提质降耗，目前在物流、人工、能源和财务等方面取得较大进展，经济效益显现。

①物流成本：公司地处内陆，采购铁矿石的运输方式主要为铁路运输和水路运输，物流成本高，近年不断加大水运比例，参股加工配送企业以加大汽运比例，且充分受益华菱集团旗下物流板块的协同效应，吨钢物流成本下降约 50 元/吨，原材料及产成品的综合物流运输成本下降显著。优化高炉运行指标，部分抵消进口矿略高的物流成本，以控制铁水总成本不高于行业平均水平。

②人工成本：优化劳动生产率、降低劳务成本。公司持续压减劳动用工，截至 2017 年末，公司在岗职工总人数 22666 人，较 2014 年末减少 8637 人。目前湘钢、涟钢人均均年产钢 890 吨、824 吨，劳动生产率接近行业先进水平，公司在提高在岗人员收入的情况下，人工成本呈下降趋势，计划 2018 年末降低至 1.8 万人左右，湘钢、涟钢人均实物劳动生产率超过 1000 吨/人。此外，公司追求高效益运转，从人员结构调整看，2014 年至 2016 年大幅减少了生产、行政、财务和销售人员的比例，但技术人员有所上升。未来将通过智能制造、自动化等技术继续提高效率，不断降低人工成本。

③燃料及动力成本：不断加大对余热余压余气的二次能源高效回收利用技术方面的投入。自发电比例提高到 80%，其中湘钢、涟钢自发电比例高达 85% 以上，位居钢铁行业领先水平，大幅降低了能源成本，湘钢还荣获全国 8 家之一、钢铁行业唯一的全球能源管理奖。

④财务成本：财务成本仍然较高，持续高于上市钢企平均水平。但与去年同期相比，财务费用降低 4.65 亿元，资产负债率也小幅下降，主要由于行业改善，上市公司盈利能力增强，偿还了部分贷款，对债权银行的议价能力增强。未来随着行业加速去杠杆，公司也将重点关注负债情况，加大力度降低财务成本，改善现金流情况、提升应对风险的能力。

深化改革，激发内生活力。湖南省委省政府持续关注、重视并大力支持公司改革发展，目前已经从资金、市场、税收等多方面支持华菱发展，后续可能还将从省内国资整合等方面来支持华菱降低杠杆、改善资金流动性、做大做强。目前控股股东华菱集团正在探讨推行市场化机制，试点职业经理人制度；公司推进绩效薪酬制度改革，借鉴行业优秀企业的做法，实行利润提成奖励机制、完不成基本任务免职的“强激励、强约束”机制。依靠国家形势和钢铁市场利好的大背景，通过深化改革，公司有望保持健康发展、持续稳定增长，迈入厚积薄发、振兴发展的良好态势。

3、VAMA 发展迈入正轨，是未来重要盈利增长点

VAMA 高端汽车板等主体生产线工艺装备达到国内领先水平，与米塔尔基本实现新产品同步上市、新技术同步共享，聚焦生产中高端汽车板，产品覆盖整个先进汽车板系列，大幅增强了公司的差异化竞争实力，现年产量达 150 万吨，包括 80 万吨冷轧卷材、20 万吨铝卷以及 50 万吨热镀锌年产 120 万吨，汽车板产能 120 万吨。标志性产品包括强度高达 1200MPa 的先进高强度钢板 (AHSS)、超高强度钢板 (UHSS) 和 Usibor1500，以满足汽车行业更高的安全、轻量、抗腐蚀和减排要求，Usibor1500 目前是国内汽车板最高强度的钢板。安赛乐米塔尔研究出 2500MPa 的汽车用钢板，2000MPa 的产品已商业化生产投放市场。VAMA 正在积极研发新的热冲压钢牌号，并计划 2018 年将新产品 Usibor®2000 投放市场。未来致力于为国际汽车制造商和产业顶级供应商提供产品和服务，为国内汽车制造商和供应商网络提供优质的汽车钢材解决方案。

VAMA 已完成 18 家汽车主机厂和配套商的认证，产品开始稳定批量供应部分汽车主机厂与冲压件厂，尚处于市场开拓阶段。随着认证到销售的切换及销售渠道的扩张，公司将继续深化与安赛乐米塔尔的主要客户（如大众、通用、福特、PSA、戴姆勒奔驰、宝马、丰田、本田、雷诺、菲亚特和日产）在中国的合作，同时全力发展和大型国内厂商如吉利、奇瑞、东风、广汽，上海汽车和长安汽车等长远的合作关系。

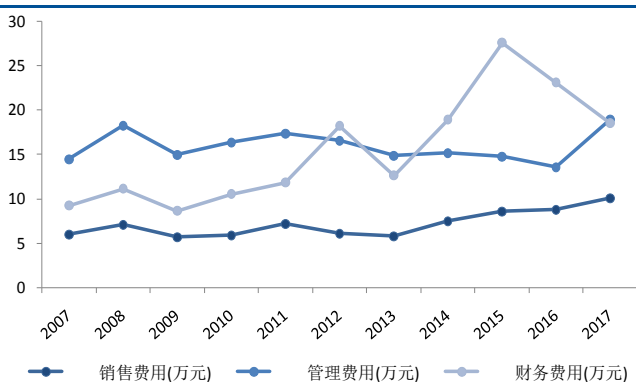
VAMA 管理层预测汽车板公司未来五年将逐步进入良性运营时期，预计实现营业收入 500 亿以上，利润总额超过 20 亿，是公司未来重要盈利增长点。

三、集团资产阳钢将择机注入上市公司

公司控股股东华菱集团持有阳春钢铁 83.5% 的股权。阳春钢铁位于广东省，年产铁 220 万吨、钢 240 万吨，主要产品为建筑线、盘螺、拉丝材、焊条钢等线材，及螺纹钢、圆棒等棒材，为华南地区精品线、棒材重要基地。截至 2017 年 9 月，阳春钢铁未经审计的前三季度净利润为 4.88 亿。公司表示，若阳春钢铁最近一期经审计的净利润不低于 5 亿元，且注入不存在障碍，集团将择机将阳春钢铁注入上市公司。

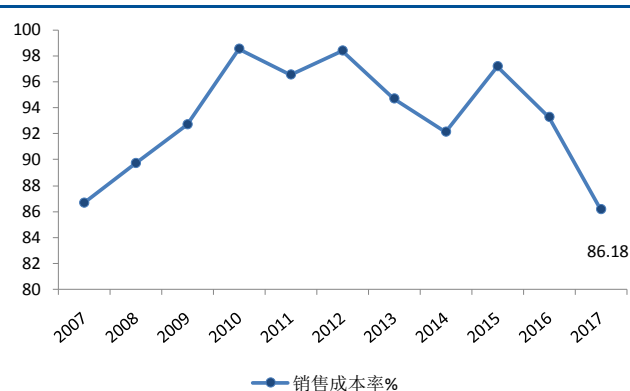
四、公司主要财务指标

图 8: 财务费用自 2016 年大幅减少



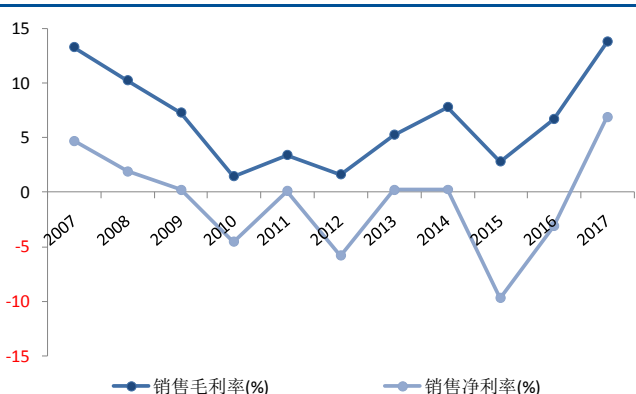
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 9: 销售成本率自 2016 年大幅下降



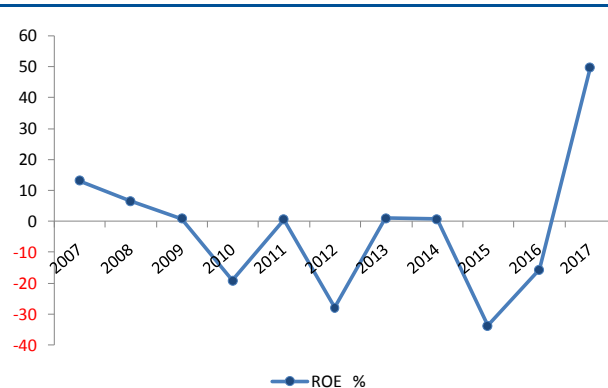
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 10: 毛利率、净利率自 2016 年大幅提升



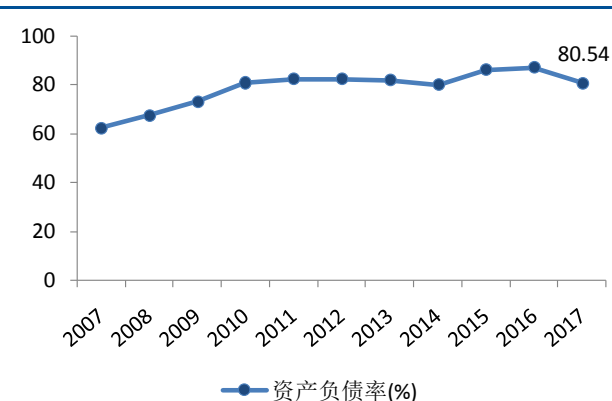
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 11: 2017 年 ROE 大幅上涨



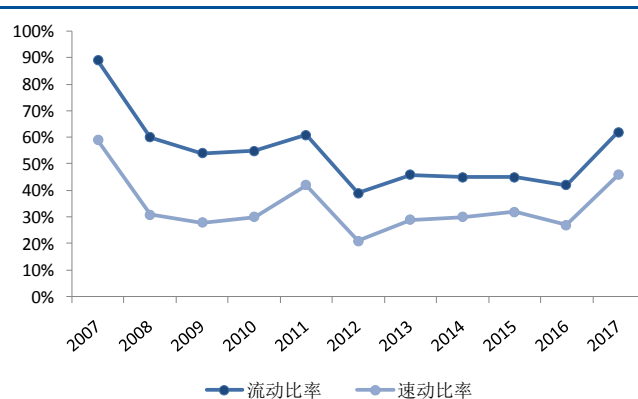
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 12: 资产负债率 2017 年下降



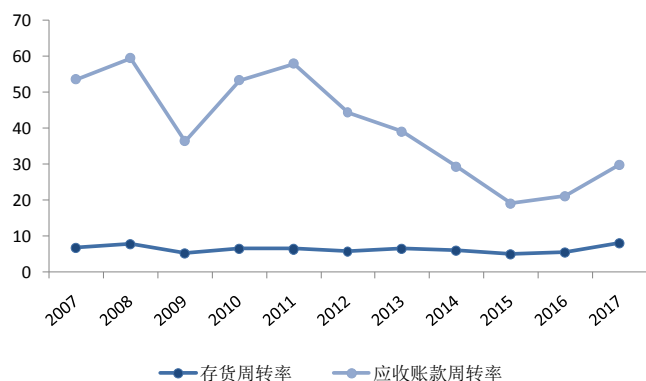
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 13: 流动、速动比率 2017 年回升



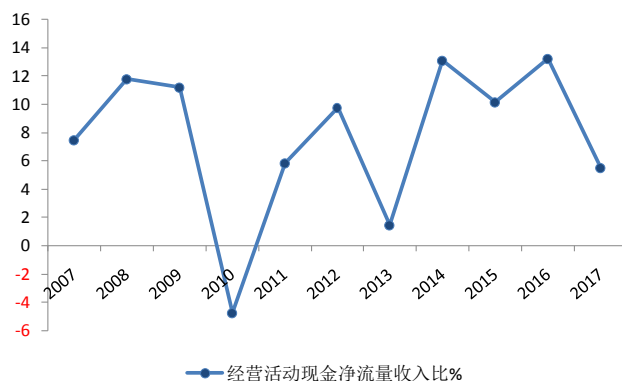
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 14: 存货、应收账款周转率回升



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 15: 经营活动现金净流量收入比



资料来源: wind, 民生证券研究所

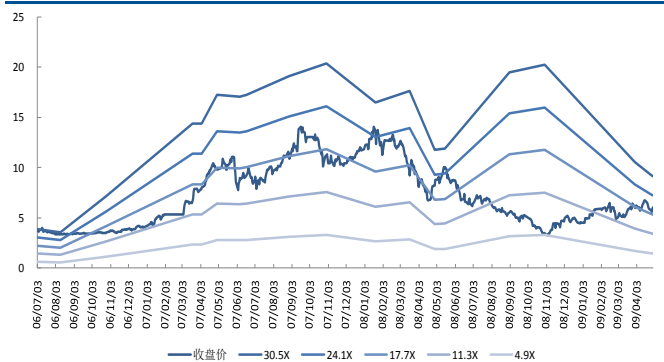
五、盈利预测与投资建议

公司 2015-2016 年净利润为负, 2017 年实现扭亏, 且是三、四季度盈利大幅上涨。纵向来看, 早在 2006-2009 年盈利周期, 公司 PE (TTM) 最高曾约达 25X; 此轮周期中, 公司 PE 自 2017 年三季度开始大幅下降, 此后维持在 6 左右的较低水平, 低于可比公司 (剔除包钢、沙钢) 的 PE 均值水平 9.83。且截至 2018 年 3 月 20 日, 华菱 PB 约 2.4, 略高于可比公司 (剔除沙钢、韶钢) PB 均值 2.07。但中短期来看, 随着春季需求逐步启动, 钢材价格得到支撑, 预计公司估值仍有一定上涨空间。

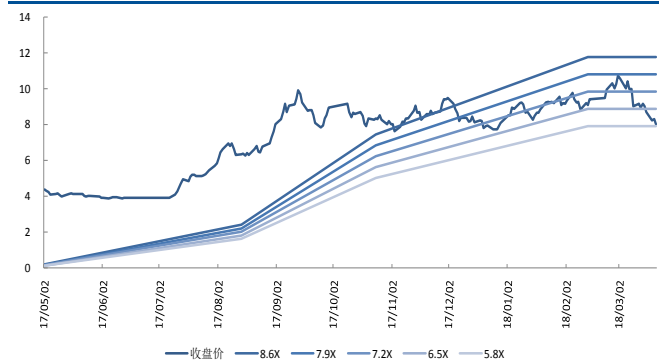
表 6: 可比公司估值

公司	PE(TTM)	PB(LF)	股价
包钢	82.37	2.13	2.27
沙钢	50.47	10.50	16.12
宝钢	13.58	1.29	9.17
柳钢	12.97	2.96	6.72
新钢	12.92	1.78	6.49
韶钢	6.79	5.75	7.06
南钢	6.65	1.84	4.83
华菱	6.09	2.42	8.32
均值	9.83	2.07	-

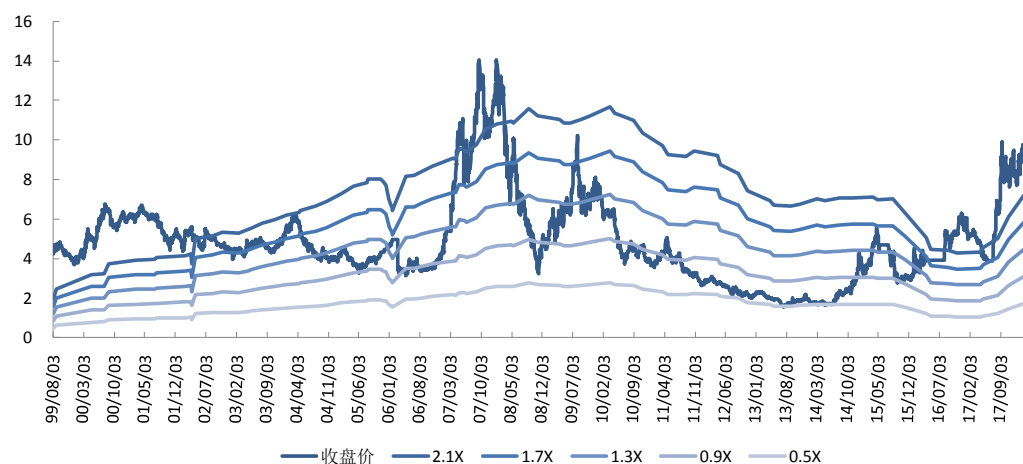
资料来源: wind, 民生证券研究所 (注: 数据 2018 年 3 月 20 日值)

图 16: 2006-2009 年 PE-band


资料来源: wind, 民生证券研究所

图 17: 2017 年盈利后 PE-band


资料来源: wind, 民生证券研究所

图 18: 自上市以来 PB-band


资料来源: wind, 民生证券研究院

我们预计 2018-2020 年营业收入分别为 830.19 亿元、850.11 亿元和 867.97 亿元，归母净利润分别为 48.33 亿元、52.61 亿元和 54.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.6 元、1.74 元和 1.81 元，对应 PE 分别为 5.0X、4.6X 和 4.4X。首次覆盖，给予“强烈推荐”的评级。

表 7: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	76,656	83,019	85,011	86,797
增长率 (%)	53.5%	8.3%	2.4%	2.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,121	4,833	5,261	5,451
增长率 (%)	490.5%	17.3%	8.9%	3.6%
每股收益 (元)	1.37	1.60	1.74	1.81
PE (现价)	5.9	5.0	4.6	4.4
PB	2.3	1.6	1.2	0.9

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	76,656	83,019	85,011	86,797
营业成本	66,009	72,891	73,960	75,426
营业税金及附加	568	551	597	593
销售费用	1,010	912	923	934
管理费用	1,897	1,421	1,437	1,445
EBIT	7,173	7,245	8,094	8,399
财务费用	1,851	1,813	1,993	2,119
资产减值损失	160	500	500	500
投资收益	64	61	61	62
营业利润	5,354	4,992	5,663	5,841
营业外收支	(26)	34	4	19
利润总额	5,328	5,027	5,667	5,861
所得税	32	100	300	300
净利润	5,296	4,927	5,367	5,561
归属于母公司净利润	4,121	4,833	5,261	5,451
EBITDA	9,979	9,912	10,633	10,805

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5789	15127	28339	38054
应收账款及票据	8625	13948	10754	12181
预付款项	1016	1280	1245	1288
存货	7761	11072	10259	11011
其他流动资产	5767	5767	5767	5767
流动资产合计	29859	48142	57305	69250
长期股权投资	256	256	256	256
固定资产	39827	37904	35926	33967
无形资产	3916	3845	3760	3686
非流动资产合计	45071	39615	34357	29188
资产合计	74930	87757	91662	98439
短期借款	23053	23053	23053	23053
应付账款及票据	13664	19632	18431	19303
其他流动负债	2466	2466	2466	2466
流动负债合计	47920	55821	54358	55575
长期借款	3324	3324	3324	3324
其他长期负债	9105	9105	9105	9105
非流动负债合计	12429	12429	12429	12429
负债合计	60349	68249	66787	68003
股本	3016	3016	3016	3016
少数股东权益	4233	4327	4433	4543
股东权益合计	14581	19507	24875	30435
负债和股东权益合计	74930	87757	91662	98439

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	53.5%	8.3%	2.4%	2.1%
EBIT 增长率	695.8%	1.0%	11.7%	3.8%
净利润增长率	490.5%	17.3%	8.9%	3.6%
盈利能力				
毛利率	13.9%	12.2%	13.0%	13.1%
净利率	5.4%	5.8%	6.2%	6.3%
总资产收益率 ROA	5.5%	5.5%	5.7%	5.5%
净资产收益率 ROE	39.8%	31.8%	25.7%	21.1%
偿债能力				
流动比率	0.62	0.86	1.05	1.25
速动比率	0.46	0.66	0.87	1.05
现金比率	0.14	0.28	0.54	0.70
资产负债率	80.54%	77.77%	72.86%	69.08%
经营效率				
应收账款周转天数	12.22	13.87	13.32	13.51
存货周转天数	45.0	54.9	50.0	52.5
总资产周转率	1.05	1.02	0.95	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	1.37	1.60	1.74	1.81
每股净资产	3.43	5.03	6.78	8.59
每股经营现金流	1.40	2.95	4.31	3.19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	5.9	5.0	4.6	4.4
PB	2.34	1.59	1.18	0.93
EV/EBITDA	4.59	3.68	2.19	1.26
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	5,296	4,927	5,367	5,561
折旧和摊销	2,806	2,668	2,539	2,406
营运资金变动	(5,949)	(978)	2,586	(1,014)
经营活动现金流	4,214	8,893	12,995	9,633
资本开支	428	(2,322)	(2,223)	(2,282)
投资	(377)	0	0	0
投资活动现金流	(3,958)	2,383	2,284	2,343
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(5,323)	0	0	0
筹资活动现金流	336	(1,938)	(2,068)	(2,261)
现金净流量	592	9,338	13,211	9,716

插图目录

图 1: 股权结构	3
图 2: 近 5 年营收 (亿元)	6
图 3: 近 5 年净利及归母净利 (亿元)	6
图 4: 主营三大业务, 板材占比近半	7
图 5: 长材毛利率最高, 板材其次	7
图 6: 三大业务营收 (亿元)	7
图 7: 板、长材毛利率近 2 年均上升, 管材 2017 年扭亏	7
图 8: 财务费用自 2016 年大幅减少	10
图 9: 销售成本率自 2016 年大幅下降	10
图 10: 毛利率、净利率自 2016 年大幅提升	10
图 11: 2017 年 ROE 大幅上涨	10
图 12: 资产负债率 2017 年下降	10
图 13: 流动、速动比率 2017 年回升	10
图 14: 存货、应收账款周转率回升	11
图 15: 经营活动现金净流量收入比	11
图 16: 2006-2009 年 PE-band	12
图 17: 2017 年盈利后 PE-band	12
图 18: 自上市以来 PB-band	12

表格目录

表 1: 重要参控股公司主营产品及优势	3
表 2: 重要参控股公司及 2017 年资产及盈利状况 (亿元)	4
表 3: 生产线及产能	5
表 4: 研发投入	5
表 5: 主营产品简介	7
表 6: 可比公司估值	11
表 7: 盈利预测与财务指标	12

分析师简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计事务所审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。