

# \*ST 华菱 (000932)

 证券研究报告  
 2017年07月07日

## 拟回归钢铁产业，乘东风创佳绩

### 事件：

7月6日\*ST华菱发布《关于拟终止实施重大资产重组事项的进展公告》称，与湖南华菱钢铁集团有限责任公司、湖南财信金融控股集团有限公司分别签署了终止重组相关协议，主要交易对手方已完成终止重组的内部决策程序。7月7日，公司发布半年度业绩预告，公司预计实现归母净利润9亿至10亿元，同比有望实现扭亏为盈，基本每股收益0.2984元/股至0.3316元/股。我们认为：

### 置换双方标的业绩反转，终止重组可保证公司盈利

\*ST华菱本次重组的评估基准日为2016年4月30日，期间钢铁行业、金融行业的市场情况均已发生了较大变化：一方面钢铁行业回暖明显，根据半年度业绩预告，公司预计实现净利润11-13亿元，实现归属于上市公司股东的净利润9-10亿元，实现基本每股收益0.2984-0.3316元/股，为公司上市以来半年度最优业绩。目前公司复牌申请已经批准，准备周一复牌，且控股股东将要增持，增持金额不低于1亿元；另一方面则是金融行业则遭遇全面监管升级，将在一定时期内对金融类公司的经营情况和估值水平产生不利影响。总的来说，拟置入的金融资产今年已出现亏损，而拟置出的钢铁资产业绩已大幅改善，提质增效和结构调整取得积极进展。

### 钢铁主业有望继续改善，估值处于低位

2016年，公司在实现营业总收入500亿元，同比上升20%的情况下，归母净利润仍亏损11亿元。而公司自2016年2季度销售净利率开始不断攀升，在16年4季度实现由负转正且持续提升，已接近宝钢5%左右净利率的水平。EPS趋势相同，在2016年4季度实现由负转正之后，水平持续提高。在估值方面，公司吨钢市值为690.05元，低于行业平均值2885.47元，且为行业最低水平。行业平均PE为25.13倍，远远高于公司估值水平。

### 灾后重建，提振区域需求

6月以来，大范围的暴雨袭击湖南，湘江、资江、沅江水位全线超警戒。据湖南省气候中心统计，6月全省平均降雨量破历史极值，位居1951年有气象记录以来历史同期第一高位，超过1998年。据湖南省防汛办初步统计，6月22日以来的降雨，共造成全省14个市州115县市区1207个乡镇403.07万人受灾，紧急转移人口31.13万人，农作物受灾面积295.16千公顷，倒塌房屋6369间，直接经济损失60.14亿元。洪灾过后，灾后重建主要集中在在水毁水利工程建设、水毁公路及桥梁建设、农村民房建设、农田基础设施建设等。所需钢材品种主要是螺纹钢、盘条、钢管、钢丝及各类板材、型材等。\*ST华菱作为湖南最大钢企，总产能1800万吨，产品覆盖长材与板材，其中螺纹钢250万吨、宽厚板440万吨、线材210万吨。灾后重建将拉动省内钢铁需求，利好\*ST华菱。

### 板材占比高，助力业绩持续改善

公司2016年的主营业务收入构成为：板材240.84亿元，占总收入的48.22%；长材115.58亿元，占总收入的23.14%；钢管42.29亿元，占总收入的8.47%。其中，板材占比最高。我们认为，下半年板材供需将改善，特别是四季度去产能效果和限产叠加，产品盈利将迎来修复，弹性空间较大。随着取缔地条钢步入尾声，预计板材将成为去产能优先压减品种，采暖季限产也导致板材供给端加速收缩。此外，8月份汽车板需求将开始复苏，板材有望迎来盈利高峰期。预计2017-2019年EPS分别为0.65, 0.73, 0.83元，对应PE为5.96, 5.36, 4.66倍；给予公司买入评级。

### 风险提示：宏观经济下行，行业基本面改善不及预期、公司治理等

### 投资评级

行业	钢铁/钢铁
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	3.89元
目标价格	5元
上次目标价	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,015.65
流通A股股本(百万股)	3,015.35
A股总市值(百万元)	11,730.88
流通A股市值(百万元)	11,729.71
每股净资产(元)	2.17
资产负债率(%)	86.50
一年内最高/最低(元)	6.49/3.83

### 作者

杨诚笑 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517020002  
 yangchengxiao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	41,499.21	49,949.62	52,300.00	53,400.00	54,600.00
增长率(%)	(25.46)	20.36	4.71	2.10	2.25
EBITDA(百万元)	1,378.84	3,504.29	7,449.81	7,948.25	8,600.93
净利润(百万元)	(2,958.95)	(1,055.17)	1,969.26	2,188.91	2,514.91
增长率(%)	(4,064.60)	(64.34)	(286.63)	11.15	14.89
EPS(元/股)	(0.98)	(0.35)	0.65	0.73	0.83
市盈率(P/E)	(3.96)	(11.12)	5.96	5.36	4.66
市净率(P/B)	1.61	1.88	1.43	1.13	0.91
市销率(P/S)	0.28	0.23	0.22	0.22	0.21
EV/EBITDA	28.96	12.96	6.20	3.03	4.25

资料来源：wind，天风证券研究所

**财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10,078.23	6,683.88	4,184.00	4,272.00	4,368.00
应收账款	2,413.19	2,594.99	2,352.79	134.83	2,408.70
预付账款	657.40	1,017.98	328.12	1,135.19	370.21
存货	8,022.43	8,516.41	7,471.94	9,304.49	7,252.17
其他	6,166.29	4,919.41	9,236.68	4,040.47	9,129.88
<b>流动资产合计</b>	<b>27,337.54</b>	<b>23,732.67</b>	<b>23,573.54</b>	<b>18,886.98</b>	<b>23,528.95</b>
长期股权投资	56.22	200.44	200.44	200.44	200.44
固定资产	43,508.69	41,914.59	40,061.29	38,092.59	36,041.64
在建工程	1,464.78	787.71	508.63	353.18	241.91
无形资产	3,845.52	3,913.86	3,807.72	3,701.58	3,595.45
其他	286.15	396.70	276.83	317.16	330.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>49,161.35</b>	<b>47,213.29</b>	<b>44,854.91</b>	<b>42,664.94</b>	<b>40,409.61</b>
<b>资产总计</b>	<b>76,498.89</b>	<b>70,945.96</b>	<b>68,428.45</b>	<b>61,551.93</b>	<b>63,938.57</b>
短期借款	30,765.66	27,376.16	29,327.46	10,514.88	20,166.63
应付账款	8,184.64	7,604.18	8,786.49	8,163.04	8,359.67
其他	21,361.64	21,905.97	13,319.19	26,256.81	13,200.53
<b>流动负债合计</b>	<b>60,311.94</b>	<b>56,886.31</b>	<b>51,433.14</b>	<b>44,934.73</b>	<b>41,726.83</b>
长期借款	4,352.64	3,449.31	3,704.65	0.00	1,862.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,160.50	1,313.61	1,009.97	1,161.36	1,161.65
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,513.14</b>	<b>4,762.92</b>	<b>4,714.61</b>	<b>1,161.36</b>	<b>3,024.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>65,825.08</b>	<b>61,649.23</b>	<b>56,147.75</b>	<b>46,096.09</b>	<b>44,750.98</b>
少数股东权益	3,398.03	3,057.51	4,102.32	5,088.55	6,305.39
股本	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65	3,015.65
资本公积	7,027.75	7,027.19	7,027.19	7,027.19	7,027.19
留存收益	4,249.19	3,193.47	5,162.72	7,351.63	9,866.54
其他	(7,016.80)	(6,997.08)	(7,027.19)	(7,027.19)	(7,027.19)
<b>股东权益合计</b>	<b>10,673.81</b>	<b>9,296.73</b>	<b>12,280.70</b>	<b>15,455.84</b>	<b>19,187.59</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>76,498.89</b>	<b>70,945.96</b>	<b>68,428.45</b>	<b>61,551.93</b>	<b>63,938.57</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(4,019.12)	(1,552.93)	1,969.26	2,188.91	2,514.91
折旧摊销	2,912.31	2,905.93	2,298.53	2,310.30	2,318.36
财务费用	2,089.84	1,907.12	2,100.00	2,010.00	1,980.00
投资损失	(60.45)	(57.17)	(43.28)	(43.28)	(43.28)
营运资金变动	6,488.25	2,872.48	(11,387.11)	17,648.22	(17,231.29)
其它	(3,199.58)	525.03	926.13	1,079.99	1,251.02
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,211.26</b>	<b>6,600.45</b>	<b>(4,136.47)</b>	<b>25,194.14</b>	<b>(9,210.26)</b>
资本支出	1,753.45	684.20	363.64	(71.39)	49.71
长期投资	4.56	144.22	0.00	0.00	0.00
其他	(3,781.34)	(1,972.47)	(3.74)	(154.34)	(55.97)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,023.34)</b>	<b>(1,144.05)</b>	<b>359.91</b>	<b>(225.74)</b>	<b>(6.26)</b>
债权融资	38,556.67	32,741.96	36,217.73	13,361.72	24,678.78
股权融资	(2,682.19)	(2,209.97)	(2,056.50)	(1,934.07)	(1,900.96)
其他	(37,253.42)	(39,101.81)	(32,884.55)	(36,308.05)	(13,465.30)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,378.94)</b>	<b>(8,569.81)</b>	<b>1,276.68</b>	<b>(24,880.40)</b>	<b>9,312.52</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>808.99</b>	<b>(3,113.41)</b>	<b>(2,499.88)</b>	<b>88.00</b>	<b>96.00</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>41,499.21</b>	<b>49,949.62</b>	<b>52,300.00</b>	<b>53,400.00</b>	<b>54,600.00</b>
营业成本	40,241.12	46,467.51	44,500.00	45,300.00	45,800.00
营业税金及附加	190.87	292.11	240.00	268.44	282.26
营业费用	856.22	884.17	703.64	718.44	705.00
管理费用	1,478.08	1,359.89	1,300.00	1,250.00	1,230.00
财务费用	2,761.21	2,316.17	2,100.00	2,010.00	1,980.00
资产减值损失	331.94	429.80	274.68	345.47	349.98
公允价值变动收益	7.60	25.14	(173.67)	77.04	6.53
投资净收益	60.45	57.17	43.28	43.28	43.28
其他	(101.67)	(119.98)	260.79	(240.63)	(99.61)
<b>营业利润</b>	<b>(4,326.59)</b>	<b>(1,762.37)</b>	<b>3,051.29</b>	<b>3,627.95</b>	<b>4,302.57</b>
营业外收入	160.04	143.93	161.43	155.14	153.50
营业外支出	12.17	49.95	21.78	27.97	33.23
<b>利润总额</b>	<b>(4,178.72)</b>	<b>(1,668.39)</b>	<b>3,190.93</b>	<b>3,755.12</b>	<b>4,422.83</b>
所得税	(159.60)	(115.46)	121.87	563.27	663.42
<b>净利润</b>	<b>(4,019.12)</b>	<b>(1,552.93)</b>	<b>3,069.06</b>	<b>3,191.86</b>	<b>3,759.41</b>
少数股东损益	(1,060.16)	(497.76)	1,099.80	1,002.95	1,244.49
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(2,958.95)</b>	<b>(1,055.17)</b>	<b>1,969.26</b>	<b>2,188.91</b>	<b>2,514.91</b>
每股收益(元)	(0.98)	(0.35)	0.65	0.73	0.83

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-25.46%	20.36%	4.71%	2.10%	2.25%
营业利润	156456.13%	-59.27%	-273.14%	18.90%	18.59%
归属于母公司净利润	-4064.60%	-64.34%	-286.63%	11.15%	14.89%
<b>获利能力</b>					
毛利率	3.03%	6.97%	14.91%	15.17%	16.12%
净利率	-7.13%	-2.11%	3.77%	4.10%	4.61%
ROE	-40.67%	-16.91%	24.08%	21.11%	19.52%
ROIC	-3.32%	1.38%	14.84%	11.23%	23.48%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	86.05%	86.90%	82.05%	74.89%	69.99%
净负债率	119.80%	184.91%	180.96%	101.88%	148.34%
流动比率	0.45	0.42	0.46	0.42	0.56
速动比率	0.32	0.27	0.31	0.21	0.39
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	17.93	19.95	21.14	42.93	42.93
存货周转率	5.21	6.04	6.54	6.37	6.60
总资产周转率	0.55	0.68	0.75	0.82	0.87
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.98	-0.35	0.65	0.73	0.83
每股经营现金流	1.40	2.19	-1.37	8.35	-3.05
每股净资产	2.41	2.07	2.71	3.44	4.27
<b>估值比率</b>					
市盈率	-3.96	-11.12	5.96	5.36	4.66
市净率	1.61	1.88	1.43	1.13	0.91
EV/EBITDA	28.96	12.96	6.20	3.03	4.25
EV/EBIT	-26.08	75.90	8.97	4.28	5.82

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com