



2015-4-30

公司报告(点评报告)

评级 **谨慎推荐** **维持**

分析师：刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080003

分析师：王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师：陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

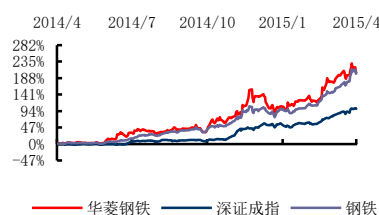
执业证书编号：S0490514080002

联系人：肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

《1 季度业绩同比亏损扩大，期待汽车板业绩后期爆发》2015/4/15

《主营跟随行业改善弹性不足，期待高端汽车板产能逐步释放》2015/1/30

《3 季度略下滑但维持不亏，继续期待汽车板公司产能释放》2014/10/30

华菱钢铁（000932）

1 季度同比亏损扩大， 电工钢土地及现金注入助力汽车板发展

报告要点

■ 事件描述

华菱钢铁今日发布 2015 年 1 季报，报告期内公司实现营业收入 106.94 亿元，同比下降 24.03%；营业成本 97.99 亿元，同比下降 25.19%；实现归属于母公司所有者净利润-1.70 亿元，同比下降 31.42%；1 季度对应 EPS 为-0.06 元，2014 年 4 季度 EPS 为 0.01 元。

公司公告拟收购集团与安塞米塔尔同比例合资的电工钢公司中集团所有的 50% 股权，并增加部分现金一并注入股份与安米合资的汽车板公司，同时，安米以其所持有的电工钢公司 50% 股权注入汽车板公司，交易完成后，公司与安米对于合资汽车板公司的持股比例维持 51%：49% 不变。

■ 事件评论

行业低迷叠加高炉检修，1 季度同比亏损扩大：公司 1 季度在收入同比下降 24.03% 的影响之下，单季度业绩同比亏损扩大，其中收入下行主要源于行业低迷及高炉检修带来的量价齐跌：1) 1 季度行业需求低迷致使公司产品售价跌幅较大；2) 由于高炉检修，公司 1 季度产量下滑，我们估算公司 1 季度产量下滑约 5%。此外，公司在 2014 年中期投产的汽车板尚待进一步磨合。

收购集团电工钢公司并注入汽车板，助力汽车板项目发展：公司所购电工钢公司为集团与安米各持 50% 股份设立的公司。电工钢公司目前电工钢项目已经停止开展，2014 年亏损 1100 万元，截止 2014 年 12 月 31 日，净资产 3.75 亿元，评估价格 3.88 亿元，增值率 3.26%，主要体现在土地资产增值 272.83%。为了确保注入电工钢资产后，公司持有安米汽车板公司股权维持在 51%，公司在以收购电工钢资产作价 1.94 亿元基础上，另增 790.90 万元现金，合计作价 2.02 亿元，对汽车板公司增资。而安米则直接以所持电工钢公司 50% 股权作价 1.94 亿元对汽车板公司进行增资。此项交易完成后，电工钢公司将成为汽车板公司子公司。此次交易的主要目的在于为汽车板项目提供土地及资金支持：1) 电工钢公司原有闲置的 44.13 万平方米土地，将为汽车板公司后期扩建剪切加工中心等解决土地问题；2) 电工钢公司目前账面 1.45 亿元货币资金，可以为汽车板项目发展补充流动资金。

预计 2015、2016 年公司 EPS 分别为 0.04 元与 0.07 元，维持“**谨慎推荐**”评级。

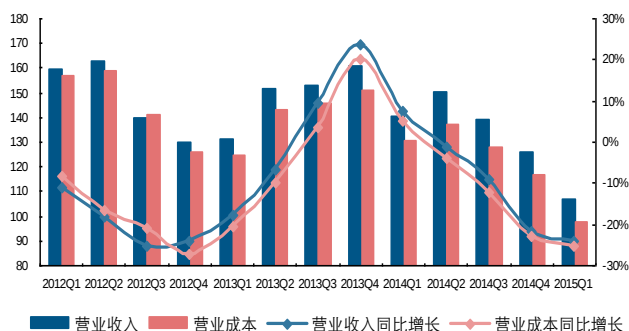
行业低迷叠加高炉检修，1 季度同比亏损扩大

表 1：收入下降与费用上升共同作用导致 1 季度出现亏损

华菱钢铁利润简表	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1
营业收入	131.09	151.85	153.04	160.54	140.77	150.09	139.13	126.01	106.94
--同比	-17.82%	-6.90%	9.43%	23.42%	7.38%	-1.16%	-9.09%	-21.51%	-24.03%
--环比	0.78%	15.84%	0.79%	4.90%	-12.32%	6.62%	-7.30%	-9.43%	-15.13%
产量估算	296.54	373.96	417.99	418.51	365.16	379.09	372.50	348.64	345.86
--同比	-14.64%	7.58%	21.85%	36.79%	23.14%	1.37%	-10.88%	-16.69%	-5.28%
--环比	-3.08%	26.11%	11.78%	0.12%	-12.75%	3.82%	-1.74%	-6.41%	-0.80%
毛利率	4.85%	5.79%	4.74%	5.71%	6.95%	8.62%	8.14%	7.52%	8.37%
销售费用	1.39	1.57	1.54	1.32	1.61	1.81	1.76	2.31	1.99
管理费用	3.99	4.19	2.53	4.18	3.94	3.84	3.98	3.39	4.00
财务费用	4.26	2.45	3.44	2.47	6.35	4.39	5.27	2.92	5.05
三项费用率	7.35%	5.40%	4.90%	4.96%	8.45%	6.69%	7.91%	6.84%	10.33%
资产减值损失	-0.01	0.02	0.00	0.83	0.00	0.00	0.00	0.62	0.00
投资收益	0.13	0.17	-0.05	3.41	0.13	0.04	-0.21	0.16	-0.17
营业利润	-3.93	0.14	-0.80	3.54	-2.09	1.83	-0.14	0.37	-2.58
营业外收入	0.16	0.02	2.01	0.62	0.30	0.51	0.53	0.46	0.34
利润总额	-3.77	0.15	1.20	4.07	-1.81	2.35	0.39	0.81	-2.24
所得税费用	0.14	0.13	-0.03	-0.05	0.07	0.07	0.00	0.14	0.05
归属于母公司净利润	-3.69	-0.15	1.09	3.81	-1.29	1.48	0.24	0.32	-1.70
净利率	-2.81%	-0.10%	0.71%	2.37%	-0.92%	0.99%	0.17%	0.25%	-1.59%
存货	81.20	83.81	88.83	88.09	93.63	97.32	91.28	79.05	81.85
最新股本	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16
每股收益	-0.12	0.00	0.04	0.13	-0.04	0.05	0.01	0.01	-0.06

资料来源：公司报告，长江证券研究部

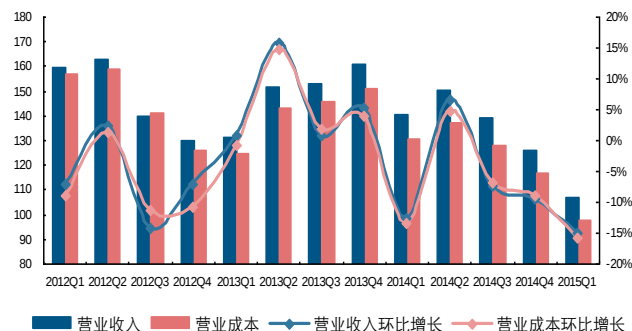
图 1：2015 年 1 季度营业收入和营业成本同比下降



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

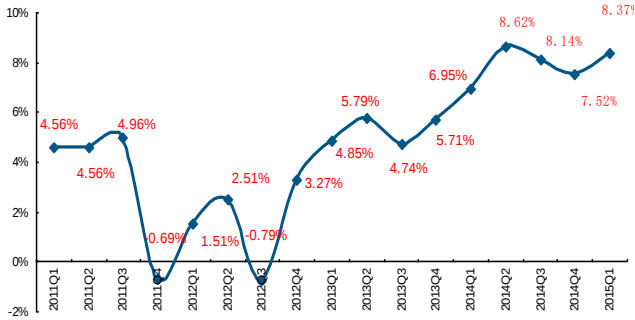
图 3：2015 年 1 季度公司毛利率升至 8.37%

图 2：2015 年 1 季度营业收入和营业成本环比下降



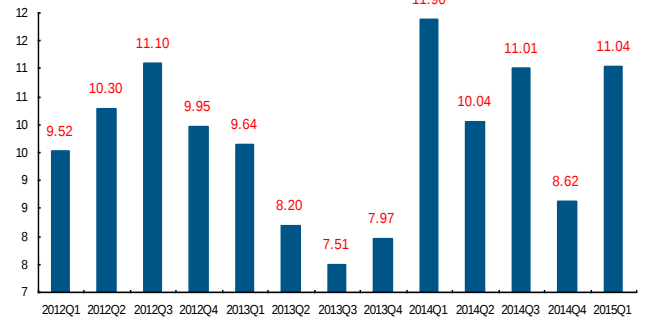
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 4：2015 年 1 季度期间费用为 11.04 亿



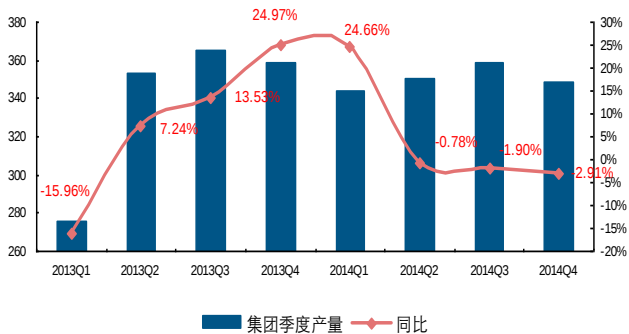
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 5：集团口径，2015 年 1 季度产量基本持平



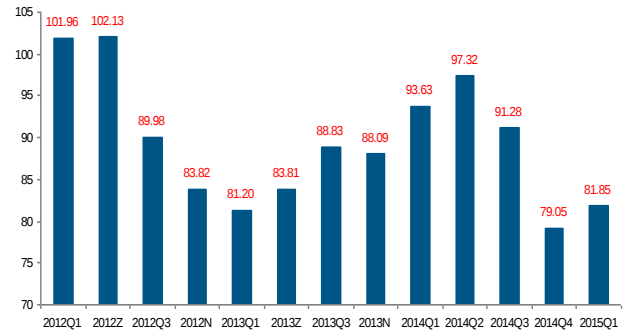
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 6：2015 年 1 季度公司库存增加 2.8 亿元



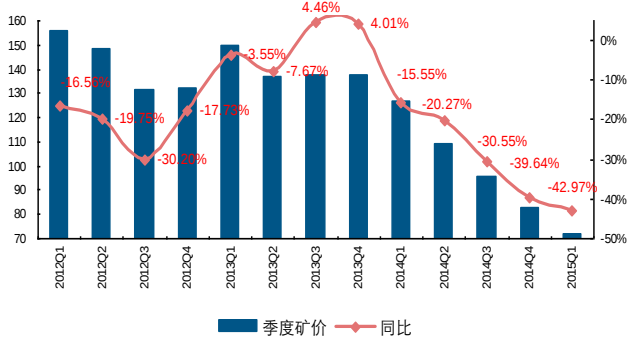
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 7：2015 年 1 季度铁矿石价格同比下跌 42.97%

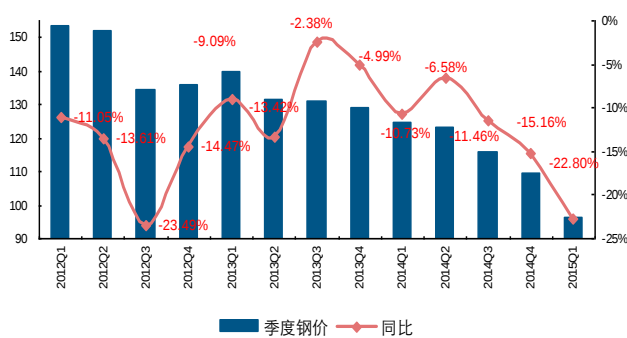


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 8：2014 年 1 季度全国钢材均价同比下跌 22.08%



资料来源：Mysteel，长江证券研究部



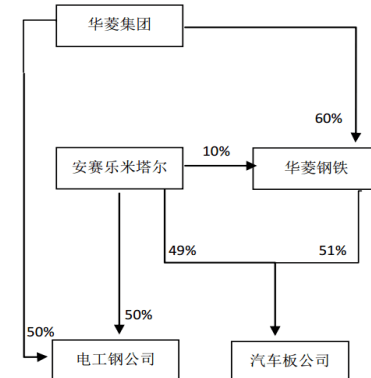
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

收购集团电工钢公司并注入汽车板，助力汽车板项目发展

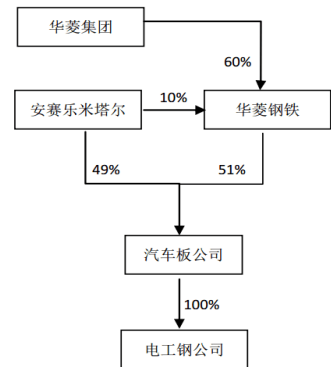
公司拟收购集团与安赛乐米塔尔同比例合资的电工钢公司中集团所持有的 50% 股权，并在收购完成后以公司持有的电工钢公司 50% 股权加上部分现金增资到股份与安米合资的汽车板公司，安米同时以所持有的电工钢公司 50% 股权增资汽车板公司，增资后保持汽车板公司现有股权结构（公司持股 51%，安赛乐米塔尔持股 49%）不变。

图 1：本次交易股权结构变更

交易前股权结构：



交易后股权结构：



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

电工钢公司目前电工钢项目已经停止开展，2014 年亏损 1100 万元，截止 2014 年 12 月 31 日，净资产 3.75 亿元，评估价格 3.88 亿元，增值率 3.26%，主要体现在土地资产增值 272.83%。

表 2：电工钢公司评估增值 3.26%

华菱安赛乐米塔尔电工钢有限公司	账面价值(万元)	评估价值(万元)	增减值(万元)	增值率%
流动资产	23,426.90	23,426.90		
非流动资产	14,160.17	15,382.58	1,222.41	8.63
固定资产	14.45	20.90	6.45	44.61
在建工程	8,972.19	2,535.40	-6,436.79	-71.74
无形资产	2,804.95	10,457.71	7,652.76	272.83
其他非流动资产	2,368.58	2,368.58		
资产合计	37,587.07	38,809.48	1,222.41	3.25
流动负债	50.16	50.16		
负债合计	50.16	50.16		
净资产	37,536.91	38,759.32	1,222.41	3.26

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

为了确保注入电工钢资产后，公司持有安米汽车板公司股权维持在 51%，公司在以收购电工钢资产作价 1.94 亿元基础上，另增 790.90 万元现金，合计作价 2.02 亿元，对汽车板公司增资。

表 3：汽车板公司评估增值 1.81%

华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司	账面价值(万元)	评估价值(万元)	增减值(万元)	增值率%
流动资产	122,850.29	122,850.29		
非流动资产	410,145.54	414,735.24	4,589.70	1.12
固定资产	125,682.10	117,171.85	-8,510.26	-6.77
在建工程	250,874.80	250,874.80		
工程物资	24,977.96	24,977.96		
无形资产	6,143.19	19,243.15	13,099.96	213.24
其他非流动资产	2,467.49	2,467.49		
资产合计	532,995.84	537,585.53	4,589.70	0.86

流动负债	120,710.84	120,667.34	-43.50	-0.04
非流动负债	156,200.00	156,200.00		
负债合计	276,910.84	276,867.34	-43.50	-0.02
净资产	256,085.00	260,718.20	4,633.20	1.81

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

此项交易完成后，电工钢公司将成为汽车板公司子公司。此次交易的主要目的应在于为汽车板项目提供土地及资金支持：1) 电工钢公司原有闲置的 44.13 万平方米土地，将为汽车板公司后期扩建剪切加工中心等解决土地问题；2) 电工钢公司目前账面 1.45 亿元货币资金，可以为汽车板项目发展补充流动资金。

维持“推荐”评级

预计 2015、2016 年公司 EPS 分别为 0.04 元与 0.07 元，维持“**谨慎推荐**”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	55673	54058	55644	53795	货币资金	6891	5406	5564	5380
营业成本	51249	49882	51201	49195	交易性金融资产	208	208	208	208
毛利	4424	4176	4443	4600	应收账款	2216	2152	2215	2141
%营业收入	7.9%	7.7%	8.0%	8.6%	存货	7905	7695	7898	7588
营业税金及附加	192	187	192	186	预付账款	574	559	574	551
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	1930	1874	1929	1865
销售费用	749	727	749	724	流动资产合计	23493	21552	22154	21374
%营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	可供出售金融资产	71	71	71	71
管理费用	1515	1471	1515	1464	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	52	52	52	52
财务费用	1894	1408	1328	1233	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3.4%	2.6%	2.4%	2.3%	固定资产合计	45592	45825	44410	42887
资产减值损失	62	0	0	0	无形资产	3796	3606	3426	3255
公允价值变动收益	5	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	12	0	0	0	递延所得税资产	38	0	0	0
营业利润	28	382	659	993	其他非流动资产	49	98	147	196
%营业收入	0.1%	0.7%	1.2%	1.8%	资产总计	73091	71203	70260	67834
营业外收支	177	0	0	0	短期贷款	33029	30821	28347	25385
利润总额	174	382	659	993	应付款项	13155	12804	13143	12627
%营业收入	0.3%	0.7%	1.2%	1.8%	预收账款	2532	2459	2531	2447
所得税费用	28	96	165	248	应付职工薪酬	331	322	330	317
净利润	147	287	494	745	应交税费	55	70	89	108
归属于母公司所有者的净利润	74.6	129.0	222.4	335.0	其他流动负债	3050	2969	3047	2929
少数股东损益	72	158	272	410	流动负债合计	52152	49445	47487	43814
EPS (元/股)	0.02	0.04	0.07	0.11	长期借款	5684	5684	5684	5684
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2014A	2015E	2016E	2017E	递延所得税负债	2	0	0	0
经营活动现金流净额	7268	5190	5551	5598	其他非流动负债	554	1107	1661	2214
取得投资收益	21	0	0	0	负债合计	58392	56236	54832	51712
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	10222	10332	10521	10806
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	4477	4635	4907	5316
固定资产投资	-3124	-3041	-1556	-1538	股东权益	14699	14967	15428	16122
其他	1493	0	0	0	负债及股东权益	73091	71203	70260	67834
投资活动现金流净额	-1631	-3041	-1556	-1538	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2014A	2015E	2016E	2017E
股权融资	361	0	0	0	EPS	0.025	0.043	0.074	0.111
银行贷款增加 (减少)	-846	-2208	-2475	-2961	BVPS	3.39	3.43	3.49	3.58
筹资成本	2100	-1427	-1362	-1283	PE	207.28	119.93	69.56	46.18
其他	-4200	0	0	0	PEG	3.19	1.85	1.07	0.71
筹资活动现金流净额	-2584	-3635	-3836	-4245	PB	1.51	1.50	1.47	1.43
现金净流量	3052	-1486	159	-185	EV/EBITDA	10.25	9.73	8.55	7.54
					ROE	0.7%	1.2%	2.1%	3.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。