

2015 年 08 月 09 日

华菱钢铁 (000932.SZ)

华菱钢铁：战略极为清晰且与时俱进的区域钢铁龙头

■半年报亏损，但二季度盈利：上半年，公司的营收 214.7 亿元，同比下降 26.18%；净利润-1.54 亿元，去年同期盈利 0.19 亿元，同比转亏；每股 eps 为-0.0512 元，去年同期为 0.0063 元。但二季度单季盈利 1572 万元。

■战略极为清晰且与时俱进的区域钢铁龙头：公司自 2011 年起战略规划表述开始有明显变化，至 2013 年时已极为清晰。公司目前的战略目标是“做精做强，区域领先”；营销战略是“深耕行业、区域主导、领先半步”；希望通过构建精益生产、销研产一体化和营销服务三大战略支撑体系，力争成为“追求客户价值的钢材产品综合服务商”。我们认为这一战略不仅符合钢铁行业的属性和发展趋势，也很好的贴合了公司的资源禀赋和比较优势。公司正在筹划的定增项目中的重点就是“互联网+钢铁”，从荷钢网的运行情况来看，已基本实现了钢厂直接面向小微用户销售钢材从 0 到 1 的突破。

■投资建议：公司战略极为清晰且与时俱进，既符合行业发展规律又高度贴合公司的资源禀赋和比较优势。受制于钢铁行业大形势以及 VAMA 仍处于达产期，全年的盈利仍将极为有限。但应该看到，公司自 2013 年以来，已告别 2009 到 2012 年连续 4 年的巨额亏损，经营质量明显上了一个台阶。荷钢网作为钢厂面向小微用户的直接销售模式已完成了从 0 到 1 的突破，一旦募投的“互联网+钢铁”项目落实将大概率进入从 1 到 n 的收获期。预计 2015 年到 2017 年每股 EPS 为 0.02 元，0.09 元和 0.19 元，给予公司买入-A 评级，6 个月目标价 5 元。

■风险提示：钢铁需求超预期回落，板材市场竞争强度超预期，人民

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	59,705.5	55,673.2	44,962.3	48,986.5	54,436.0
净利润	105.8	74.6	74.2	258.4	570.9
每股收益(元)	0.04	0.02	0.02	0.09	0.19
每股净资产(元)	3.36	3.39	3.41	3.49	3.69

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	112.0	158.8	159.8	45.9	20.8
市净率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
净利润率	0.2%	0.1%	0.2%	0.5%	1.0%
净资产收益率	1.0%	0.7%	0.7%	2.5%	5.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.4%	3.4%	3.2%	3.4%	4.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

长材

投资评级

买入-A

调高评级

6 个月目标价

5.00 元

股价 (2015-08-07)

3.93 元

交易数据

总市值 (百万元)	11,851.50
流通市值 (百万元)	11,848.61
总股本 (百万股)	3,015.65
流通股本 (百万股)	3,014.91
12 个月价格区间	2.13/5.51 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-16.02	3.57	1.54
绝对收益	-16.56	-9.03	69.40

衡昆

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450511020004
 hengkun@essence.com.cn
 010-66581658

报告联系人

秦源

021-68763590

qinyuan3@essence.com.cn

相关报告

华菱钢铁：公司正处于低盈利能力的转型期：华菱钢铁公司快报	2010-08-30
华菱钢铁：ArcelorMittal 对公司经营管理及成本控制的支持开始显效：华菱钢铁公司快报	2010-03-19
华菱钢铁：第三季度业绩低于预期，全年面临亏损：华菱钢铁公司快报	2009-10-30

1. 半年报亏损，但二季度单季盈利

2015 年上半年，公司的营收 214.7 亿元，同比下降 26.18%；净利润-1.54 亿元，去年同期盈利 0.19 亿元，同比转亏；每股 eps 为-0.0512 元，去年同期为 0.0063 元。其中，二季度单季盈利 1572 万元。板材和无缝钢管毛利率较去年同期有所改善，分别上升 1.58 和 4.03 个百分点，上涨至 10.57%和 16.03%；长材和其它产品毛利率分别下降 2.21 和 5.05 个百分点，毛利率分别为 3.84%和 8.53%。

2. 战略极为清晰的区域钢铁龙头

从历年年报观察，公司自 2011 年起战略规划表述开始有明显变化，至 2013 年战略规划已极为清晰。公司目前的战略目标是“做精做强，区域领先”。营销战略是“深耕行业、区域主导、领先半步”。公司希望通过构建精益生产、销研产一体化和营销服务三大战略支撑体系，力争成为“追求客户价值的钢材产品综合服务商”。

精益生产体系以炼铁环节为中心严控成本，追求零缺陷质量管理和低库存高效运营；销研产一体化以 IPD（集成产品开发）为载体，以市场为导向进行品种结构调整和产品升级，打通研发、生产、销售三大环节，优化激励机制，持续完善项目制运作；营销服务体系以信息化和钢铁电商为支撑，提升客户快速响应能力，深耕行业，加强区域主导，并逐步延伸钢材产品（尤其是汽车板产品）的下游深加工。

我们认为公司的现有战略不仅符合钢铁行业属性和发展趋势也贴合公司自身的资源禀赋和比较优势。横向比较来看，公司现有战略在行业中处于明显领先地位。从战略落地角度来看，上半年公司重点品种销量 184 万吨，同比增长 11%，板材占湖南流通市场份额达 75%。

3. 与时俱进的进入“互联网+钢铁”时代

公司目前正在筹划定向增发，增发资金将主要投向“互联网+钢铁”、节能环保和特钢三大领域。公司旗下的荷钢网虽不像宝钢旗下的欧冶云商定位于第三方，但作为钢厂销售体系的变革，及向产业链下游延伸也是可圈可点。

上半年，华菱电子商务实现营业收入 5.25 亿元，完成“O2O”钢材交易总量 26.2 万吨，完成电子采购交易额 10.02 亿元，与去年同期相比，分别增长了 170%、274%和 133%；2015 年以来“荷钢网”在湖南省开发了 52 个县域终端分销门店，月销售量达 4~5 万吨。荷钢网作为公司面向小微用户的直供销售平台模式已初步成型。

4. 投资建议

公司战略极为清晰且与时俱进，受制于钢铁行业大形势以及 VAMA 仍处于达产期，钢铁主业全年的盈利仍将极为有限。但应该看到，公司自 2013 年以来，已基本告别了 2009 到 2012 年连续 4 年的巨额亏损，经营质量明显上了一个台阶。荷钢网作为钢厂面向小微用户的直接销售模式已完成了从 0 到 1 的突破，一旦募投的“互联网+钢铁”项目落实将大概率进入从 1 到 n 的收获期。预计 2015 年到 2017 年每股 EPS 为 0.02 元，0.09 元和 0.19 元，给予公司买入-A 评级，6 个月目标价 5 元。

5. 风险提示

钢铁需求超预期回落，板材市场竞争强度超预期，人民币汇率波动风险。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 08 月 09 日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	59,705.5	55,673.2	44,962.3	48,986.5	54,436.0	成长性					
减:营业成本	56,495.8	51,249.5	41,019.8	44,751.2	49,630.4	营业收入增长率	0.6%	-6.8%	-19.2%	9.0%	11.1%
营业税费	229.4	192.3	157.4	171.5	189.7	营业利润增长率	-96.9%	-97.4%	319.2%	-2,570.6	167.5%
销售费用	581.3	749.0	719.4	734.8	789.3	净利润增长率	-103.3%	-29.4%	-0.6%	248.4%	121.0%
管理费用	1,489.0	1,515.4	1,438.8	1,518.6	1,633.1	EBITDA 增长率	146.5%	18.6%	-4.3%	2.7%	6.6%
财务费用	1,261.0	1,893.7	1,727.5	1,550.2	1,371.0	EBIT 增长率	-178.1%	61.8%	-10.7%	7.0%	16.3%
资产减值损失	83.3	62.3	40.0	50.0	80.0	NOPLAT 增长率	-163.9%	54.5%	-8.3%	7.0%	16.3%
加:公允价值变动收益	-3.5	5.1	29.0	25.9	-26.9	投资资本增长率	9.4%	-4.5%	1.4%	-12.5%	1.2%
投资和汇兑收益	364.9	12.2	100.0	50.0	50.0	净资产增长率	10.7%	13.6%	0.7%	2.5%	5.1%
营业利润	-104.9	-2.8	-11.6	286.2	765.6	利润率					
加:营业外净收支	270.6	177.1	157.0	148.0	130.0	毛利率	5.4%	7.9%	8.8%	8.6%	8.8%
利润总额	165.7	174.3	145.4	434.2	895.6	营业利润率	-0.2%	0.0%	0.0%	0.6%	1.4%
减:所得税	18.2	27.8	21.8	65.1	134.3	净利率	0.2%	0.1%	0.2%	0.5%	1.0%
净利润	105.8	74.6	74.2	258.4	570.9	EBITDA/营业收入	6.5%	8.3%	9.8%	9.3%	8.9%
						EBIT/营业收入	2.0%	3.5%	3.8%	3.7%	3.9%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	245	263	315	270	225
货币资金	3,034.9	6,891.3	3,597.0	3,918.9	4,354.9	流动营业资本周转天数	-8	-9	-15	-13	-11
交易性金融资产	343.7	208.0	237.0	262.9	236.0	流动资产周转天数	125	151	162	143	140
应收帐款	1,792.0	2,216.1	906.2	2,414.0	1,154.6	应收帐款周转天数	10	13	13	12	12
应收票据	7,574.4	3,763.9	5,228.6	4,296.6	5,985.8	存货周转天数	52	54	52	51	50
预付帐款	660.5	574.1	565.3	677.8	645.7	总资产周转天数	411	465	549	478	423
存货	8,808.7	7,905.4	5,084.2	8,838.4	6,326.4	投资资本周转天数	274	300	366	317	267
其他流动资产	1,144.5	1,934.1	1,460.1	1,512.9	1,635.7	投资回报率					
可供出售金融资产	29.9	70.6	48.7	49.7	56.4	ROE	1.0%	0.7%	0.7%	2.5%	5.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	1.2%
长期股权投资	1,456.6	51.7	51.7	51.7	51.7	ROIC	2.4%	3.4%	3.2%	3.4%	4.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	40,854.1	40,596.7	37,987.7	35,378.6	32,769.6	销售费用率	1.0%	1.3%	1.6%	1.5%	1.5%
在建工程	1,173.4	4,751.7	4,751.7	4,751.7	4,751.7	管理费用率	2.5%	2.7%	3.2%	3.1%	3.0%
无形资产	3,815.2	3,796.3	3,705.3	3,614.3	3,523.3	财务费用率	2.1%	3.4%	3.8%	3.2%	2.5%
其他非流动资产	102.6	330.9	320.5	320.2	322.3	三费/营业收入	5.6%	7.5%	8.6%	7.8%	7.0%
资产总额	70,790.6	73,091.0	63,957.2	66,092.1	61,819.9	偿债能力					
短期债务	28,810.7	28,826.7	30,903.6	26,247.8	26,094.3	资产负债率	81.7%	79.9%	76.9%	77.0%	74.2%
应付帐款	9,489.8	8,490.2	6,436.4	9,350.8	7,744.1	负债权益比	447.3%	397.2%	332.1%	335.6%	287.8%
应付票据	6,023.7	6,408.0	3,505.1	6,936.8	4,092.1	流动比率	0.46	0.45	0.36	0.44	0.45
其他流动负债	6,056.8	8,426.9	7,160.3	7,819.0	7,387.6	速动比率	0.29	0.30	0.25	0.26	0.31
长期借款	6,898.4	5,684.0	586.5	-	-	利息保障倍数	0.94	1.01	0.99	1.18	1.56
其他非流动负债	576.5	555.8	562.8	565.0	561.2	分红指标					
负债总额	57,855.9	58,391.6	49,154.7	50,919.4	45,879.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	2,812.2	4,477.1	4,526.5	4,637.2	4,827.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	3,015.7	3,015.7	3,015.7	3,015.7	3,015.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	7,120.7	7,208.1	7,260.4	7,519.8	8,097.4						
股东权益	12,934.7	14,699.4	14,802.5	15,172.7	15,940.5						

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	业绩和估值指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	147.5	146.6	74.2	258.4	570.9	EPS(元)	0.04	0.02	0.02	0.09	0.19
加:折旧和摊销	2,710.5	2,700.9	2,700.1	2,700.1	2,700.1	BVPS(元)	3.36	3.39	3.41	3.49	3.69
资产减值准备	83.3	62.3	-	-	-	PE(X)	112.0	158.8	159.8	45.9	20.8
公允价值变动损失	3.5	-5.1	29.0	25.9	-26.9	PB(X)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
财务费用	1,291.8	1,752.1	1,727.5	1,550.2	1,371.0	P/FCF	-7.5	4.1	-3.1	37.1	34.4
投资损失	-364.4	-12.2	-100.0	-50.0	-50.0	P/S	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
少数股东损益	41.7	71.9	49.4	110.7	190.3	EV/EBITDA	11.1	10.2	10.8	9.2	8.6
营运资金的变动	-3,700.7	3,699.6	-3,278.1	3,067.3	-3,171.4	CAGR(%)	35.8%	73.2%	-132.9%	35.8%	73.2%
经营活动产生现金流量	879.7	7,267.8	1,202.0	7,662.6	1,584.0	PEG	3.1	2.2	-1.2	1.3	0.3
投资活动产生现金流量	-2,815.0	-1,631.2	601.1	-85.6	-26.7	ROIC/WACC	0.4	0.5	0.5	0.5	0.7
融资活动产生现金流量	1,387.3	-2,584.4	-5,097.4	-7,255.1	-1,121.4	REP	2.5	2.0	2.1	2.0	1.5

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034

